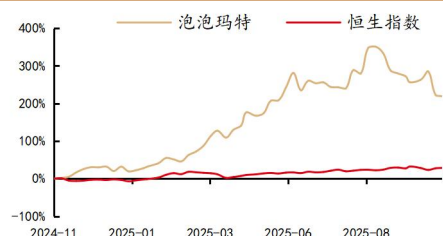


股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	228.20
总股本/流通股本(亿股)	13.43
总市值/流通市值(亿港元)	3,064.60
52周内最高/最低价	335.40/ 79.50
资产负债率(%)	26.8047
市盈率	41.2297
第一大股东	GWF Holding Limited

研究所

分析师:李鑫鑫
SAC 登记编号:S1340525010006
Email:lixinxin@cnpsec.com

泡泡玛特(9992.HK)

高增延续，旺季来临，展望积极

● 事件

公司发布 25 年第三季度最新业务状况，25Q3 整体收益同比增长 245-250%，其中中国收益同比增长 185%-190%，海外同比增长 365%-370%。其中 25Q1 同比增长 165-170%，25H1 同比增长 204.4%。

● 投资要点

整体：预计环比提速。根据公司披露口径，我们试图推测 25Q2 的同比增速。因公司产品销售季节性明显，Q4 是销售旺季，但 Q1 和 Q2 受节假日影响、春节工厂放假备货等因素影响，我们认为 Q1、Q2 季节性并不明显。因此我们假设：1) Q1、Q2 销售基数差异不大；2) 25Q1 取用区间中枢，推测 25Q2 的增速，与 25Q3 区间中枢进行比较(以下皆同)。根据公司公告，25Q1 同比增长 165-170%，25H1 同比增长 204.4%。我们折算 25Q2 整体收入增速为 241%，25Q3 整体收入增长 245-250%，整体环比提速。

中国区：labubu 发货，销售环比提速。根据公司公告，25Q3 中国整体收入增长 185-190%，其中 25Q1 中国收入同比增长 95%-100%，25H1 中国收入同比增长 135%，我们预计 25Q2 中国增长 170%+。25Q3 环比提速。

1) 线下渠道：25Q3 同比增长 130%-135%，其中 25Q1 同比增长 85%-90%，25H1 同比增长 212%，25Q3 环比降速。

2) 线上渠道：25Q3 同比增长 300%-305%，其中 25Q1 同比增长 140%-145%，25H1 同比增长 117%，25Q3 环比提速，我们认为主要是 labubu 预售发货大部分在 Q3 有关。

海外区：整体略有降速。根据公司公告，25Q3 海外增长 365-370%，其中 25Q1 同比增长 475%-480%，25H1 同比增长 440%，25Q3 环比降速。分区域来看：

1) 亚太：预计持平。25Q3 同比增长 170%-175%，其中 25Q1 同比增长 345%-350%，25H1 同比增长 258%，我们预计 25Q2 同比增长 168% 左右，25Q3 增速预计与 25Q2 持平。

2) 美洲：略有降速。25Q3 同比增长 2265%-其中 25Q1 同比增长 895%-900%；25H1 同比增长 1142%，我们预计 25Q2 同比增长 1387% 左右，25Q3 增速预计略有下降。

3) 欧洲及其他：略有降速。25Q3 同比增长 735%-740%，其中 25Q1 同比增长 600%-605%，25H1 同比增长 729%，我们预计 25Q2 同比增长 856% 左右，25Q3 增速预计略有下降。

全年展望：旺季来临，展望积极。Q4 是泡泡玛特的传统销售旺季，万圣节、黑色星期五及圣诞节来临，欧美为核心的海外市场将迎来强劲的礼品和潮玩消费需求。10 月初泡泡玛特万圣节主题新品“why so serious”系列搪胶毛绒挂件盲销售火爆。我们认为未来随着后续圣诞等新品的发售，将进一步带动产品的销售增长。

中长期：新业务不断试水，综合平台逐步推进。发展十余年来，POP MART 泡泡玛特围绕全球艺术家挖掘、IP 孵化运营、消费者触达、潮玩文化推广、创新业务孵化与投资五个领域，构建了覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台。24 年公司推出饰品、积木产品，25 年推出杂志、娃衣、K 金产品，近期公司推出纯金等产品，全产业综合平台布局逐步推进。

公司展望：国际化+新品放量，公司增长动能不断。

1) 出海：根据公司规划，2025 年将继续提升海外业务占比，签约核心地标城市的门店并提升开店质量，重点关注美国和欧洲市场，以及拓展地标门店和旅游景区销售渠道。新业务方面，将推动国内已爆发的新业务拓展到海外，线上重视直播业务，英语系直播间由国内统筹管理，小语种直播间在当地运营，2025 年预计直播在海外电商中的占比超 20%。成本管控方面，未来计划在东南亚及欧洲地区设立区域地仓，预计可节省 50%成本，提高补货效率。

2) 创新：公司坚持以 IP 为核心的集团化战略，未来将持续推出新品类，秉持“少就是多”的理念对 SKU 数量相对克制。2025 年 SKU 绝对值预计不高于 2024 年，成熟品类严格控制数量，新品类初期尝试后进行删减，保持精简。

3) 未来：按照公司计划，25 年公司计划海外开店 100 家，海外营收预计占比将超过 50%，北美市场有望达到 20 年中国市场销售额，公司拟在东南亚及欧洲地区设立区域地仓，将有效降低公司的营业成本，公司净利率有望持续上行。

● 投资建议

公司作为国内潮玩行业龙头，具有良好的 IP 获取、孵化及运营能力，我们持续看好公司的中长期价值。我们预计公司 25-27 年营业收入增速为 172%、38%、36%（均上调），归母净利润增速为 251%、42%、39%（均上调），EPS 分别为 8.16、11.59、16.16 元/股，当下股价对应 PE 分别为 26x、18x、13x，维持公司“买入”评级。

● 风险提示：

消费复苏不及预期风险；市场竞争加剧风险；上市公司业绩不及预期风险；国内政策不及预期风险；海外形势加剧。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,037.75	35,467.33	49,102.81	66,694.50
增长率(%)	106.92	172.04	38.45	35.83
EBITDA（百万元）	5,065.28	15,429.60	21,616.71	29,886.77
归属母公司净利润（百万元）	3,125.47	10,961.69	15,558.16	21,700.16
增长率(%)	188.77	250.72	41.93	39.48
EPS(元/股)	2.36	8.16	11.59	16.16
市盈率（P/E）	34.71	25.55	18.00	12.91
市净率（P/B）	10.30	13.63	8.00	5.03
EV/EBITDA	20.51	16.97	11.37	7.47

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,236	28,418	46,908	72,570	营业收入	13,038	35,467	49,103	66,694
现金	6,109	18,218	34,252	56,846	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	478	1,300	1,799	2,444	营业成本	4,330	10,621	14,390	18,964
存货	1,525	3,739	5,067	6,677	销售费用	3,650	7,093	9,821	13,339
其他	4,125	5,161	5,791	6,603	管理费用	947	2,483	3,437	4,669
非流动资产	2,635	2,878	3,111	3,578	研发费用	0	0	0	0
固定资产	739	760	779	796	财务费用	-163	-153	-455	-856
无形资产	1,063	1,080	1,097	1,113	除税前溢利	4,366	15,471	21,958	30,626
其他	832	1,037	1,234	1,668	所得税	1,057	3,868	5,489	7,657
资产总计	14,871	31,296	50,019	76,147	净利润	3,308	11,603	16,468	22,970
流动负债	3,370	8,897	12,245	16,496	少数股东损益	183	641	910	1,270
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,125	10,962	15,558	21,700
应付账款及票据	1,010	2,478	3,357	4,424					
其他	2,360	6,420	8,888	12,072	EBIT	4,202	15,318	21,503	29,770
非流动负债	616	1,004	1,004	1,004	EBITDA	5,065	15,430	21,617	29,887
长期债务	0	0	0	0	EPS（元）	2.36	8.16	11.59	16.16
其他	616	1,004	1,004	1,004					
负债合计	3,986	9,901	13,249	17,500	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
普通股股本	1	1	1	1	成长能力				
储备	10,206	20,074	34,540	55,147	营业收入	106.92%	172.04%	38.45%	35.83%
归属母公司股东权	10,684	20,552	35,017	55,625	归属母公司净利润	188.77%	250.72%	41.93%	39.48%
少数股东权益	201	843	1,753	3,022	获利能力				
股东权益合计	10,885	21,395	36,770	58,647	毛利率	66.79%	70.05%	70.69%	71.57%
负债和股东权益	14,871	31,296	50,019	76,147	销售净利率	23.97%	30.91%	31.68%	32.54%
					ROE	29.26%	53.34%	44.43%	39.01%
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC	29.26%	53.70%	43.86%	38.07%
经营活动现金流	4,954	13,122	17,426	24,222	偿债能力				
净利润	3,125	10,962	15,558	21,700	资产负债率	26.80%	31.64%	26.49%	22.98%
少数股东权益	183	641	910	1,270	净负债比率	-56.13%	-85.15%	-93.15%	-96.93%
折旧摊销	863	112	114	117	流动比率	3.63	3.19	3.83	4.40
营运资金变动及其	783	1,407	843	1,136	速动比率	3.17	2.77	3.41	3.99
投资活动现金流	9	80	-299	-536	营运能力				
资本支出	-517	-150	-150	-150	总资产周转率	1.05	1.54	1.21	1.06
其他投资	526	230	-149	-386	应收账款周转率	32.63	39.91	31.69	31.44
					应付账款周转率	5.95	6.09	4.93	4.87
筹资活动现金流	-959	-1,100	-1,100	-1,100	每股指标（元）				
借款增加	-520	0	0	0	每股收益	2.36	8.16	11.59	16.16
普通股增加	-78	0	0	0	每股经营现金流	3.69	9.77	12.98	18.04
已付股利	-378	-1,100	-1,100	-1,100	每股净资产	7.96	15.30	26.08	41.42
其他	18	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	4,031	12,109	16,034	22,594	P/E	34.71	25.55	18.00	12.91
					P/B	10.30	13.63	8.00	5.03

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债指数）涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000