

泡泡玛特 (9992.HK): Labubu 成全球超级 IP, 现象级热潮有望推动 2Q25 收入加速增长

• **Labubu 3.0 引发全球现象级热潮:** 继 Monster 系列在 4Q24 引发一波热度以后, 泡泡玛特在今年 4 月推出 Labubu 3.0 系列, 再次引爆全球潮玩市场, 并将 Labubu 在全球领域的知名度和影响力推上新的高度。根据我们的观察, Labubu 已成为当下全球最热门的潮玩 IP, 在世界各地都受到狂热的追捧。其在社交媒体与搜索软件的搜索量大幅领先于其他经典潮玩 IP。同时, 由于公司采取限量销售的策略, 全球许多线下门店外都大排长龙。不少社会名流与网红 (包括贝克汉姆) 在社交媒体上晒出自己购得的 Labubu 产品, 在博取流量的同时也进一步推高了 Labubu 的热度。

• **海外热度反哺中国市场, 推动 2Q25 加速增长:** 与 4Q24 一样, Labubu 3.0 在海外市场的热度再次反哺了国内的市场需求。根据我们的调研, 泡泡玛特 4 月国内线下门店的同店增长高于 1Q25, 而 4 月线上平台 (包括天猫、京东、抖音等平台) 的销售增长同样快于 1Q25。由于 Labubu 3.0 于 4 月底才在国内线下门店开售, 我们预计泡泡玛特 5-6 月的销售增速有望在 4 月的基础上持续加速, 驱动公司 2Q25 国内收入增长快于 1Q25 (同比增长 95%-100%)。

• **欧美市场取代东南亚成为 2025 年海外扩张的主要引擎:** 1Q25 美国收入同比增长 895%-900%, 欧洲收入同比增长 600%-605%, 都超越了东南亚的增速 (同比增长 345%-350%), 符合公司 2025 年聚焦欧美市场的战略。我们预计 2Q25 的海外收入将至少维持以上增速。泡泡玛特已将绝大部分美国订单转移至越南, 并寻求进一步将产能扩展至东南亚以及墨西哥, 用以分散关税带来的潜在供应链风险, 同时支撑北美订单量的高速增长。我们一直强调, 消费品牌的品牌力和产品力决定了其在海外市场的定价能力。基于 Labubu 当前巨大的影响力, 泡泡玛特完全能够通过提价将潜在关税风险和成本转嫁给消费者, 市场无须过于担心贸易战对公司在美国市场发展前景的影响。

• **大幅上调 2025 年的盈利预测, 上调目标价:** 基于较为保守的假设 (即 2Q25 基本维持 1Q25 的收入增速, 2H25 基本维持 1H25 的收入规模, 2025 全年毛利率同比小幅提升, 费用率在经营杠杆的帮助下有所降低) 我们对泡泡玛特 2025/2026 收入预测上调 17%/15%, 利润预测上调 20%/18%。基于我们的预测, 公司目前仅交易在 26.7 倍 2026E P/E, 意味着 PEG 约为 0.4x (基于 2024-2027 年 67% 的净利润复合增长率), 低于大部分的中国消费标的。基于 DCF 估值法, 我们上调目标价至 293.9 港元。

• **投资风险:** 行业需求放缓、国内品牌竞争大于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,301	13,038	25,732	37,817	48,423
同比变动 (%)	36.5%	106.9%	97.4%	47.0%	28.0%
归母净利润	1,082	3,125	7,030	10,835	14,481
同比变动 (%)	127.5%	188.8%	124.9%	54.1%	33.7%
PE (X)	268.6	92.4	41.1	26.7	19.9
ROE (%)	14.7%	33.5%	50.6%	51.3%	47.1%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

林闲嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师

serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2025 年 5 月 28 日

评级

买入

目标价 (港元)	293.9
潜在升幅/降幅	+26.0%
目前股价 (港元)	233.2
52 周内股价区间 (港元)	27.5-235.0
总市值 (百万港元)	313,174
近 3 月日均成交额 (百万港元)	2,127

注: 截至 2025 年 5 月 27 日收盘价

市场预期区间



股价表现



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 泡泡玛特

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,301	13,038	25,732	37,817	48,423
同比	36.5%	106.9%	97.4%	47.0%	28.0%
营业成本	-2,437	-4,330	-8,451	-12,054	-15,200
毛利润	3,864	8,708	17,280	25,763	33,224
毛利率	61.3%	66.8%	67.2%	68.1%	68.6%
销售费用	-2,037	-3,699	-6,837	-10,014	-12,678
管理费用	-707	-947	-1,486	-1,826	-2,091
经营利润	1,120	4,061	8,958	13,923	18,454
经营利润率	17.8%	31.1%	34.8%	36.8%	38.1%
财务费用	184	212	309	418	659
其他营业收入	75	84	105	168	254
其他	37	8	48	48	48
税前利润	1,416	4,366	9,420	14,558	19,415
所得税	-327	-1,057	-2,310	-3,643	-4,854
所得税率	23.1%	24.2%	24.5%	25.0%	25.0%
净利润	1,089	3,308	7,110	10,915	14,561
减：少数股东损益	6	183	80	80	80
归母净利润	1,082	3,125	7,030	10,835	14,481
归母净利率	17.2%	24.0%	27.3%	28.7%	29.9%
同比	127.5%	188.8%	124.9%	54.1%	33.7%

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,981	9,646	13,949	21,972	32,410
短期投资	8	11	11	11	11
贸易及应收款项	321	478	943	1,386	1,774
预付租金	288	577	1,138	1,672	2,142
其他应收账款	180	0	0	0	0
存货	905	1,525	2,972	4,099	4,994
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	7,683	12,236	19,014	29,141	41,331
物业、厂房及设备	653	739	814	944	1,347
使用权资产	726	928	896	550	7
无形资产	116	135	159	153	133
联营公司投资	579	549	550	550	551
商誉	0	0	0	0	0
递延所得税资产	83	147	147	147	147
贸易及应收款项	128	137	137	137	137
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	2,285	2,635	2,703	2,481	2,321
贸易及应付款项	445	1,010	1,969	2,805	3,533
合同负债	127	189	189	189	189
即期所得税负债	115	562	562	562	562
其他应付款项	694	1,246	1,753	2,352	2,873
租赁负债	352	363	368	374	378
其他	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,733	3,370	4,840	6,281	7,535
租赁负债	426	601	560	570	577
其他非流动负债	29	15	15	15	15
非流动负债合计	455	616	575	585	591
股本	1	1	1	1	1
储备	7,769	10,683	16,618	24,993	35,682
少数股东权益	10	201	281	361	441
所有者权益合计	7,780	10,885	16,900	25,355	36,124

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,416	4,366	9,420	14,558	19,415
资产折旧	592	836	1,314	1,839	2,143
财务支出	184	212	309	418	659
税务支出	-327	-1,057	-2,310	-3,643	-4,854
租赁负债财务支出	-32	-49	-101	-157	-207
存货增减	-38	-620	-1,447	-1,127	-895
应收增减	-108	-265	-1,027	-977	-858
应付增减	392	955	1,466	1,435	1,249
租赁支出	-559	-946	-1,779	-2,538	-3,093
其他	97	850	665	1,340	1,597
经营活动产生的现金流量净额	1,617	4,281	6,509	11,147	15,157
资本开支	-388	-476	-598	-819	-1,134
投资支付现金和收益	224	-87	0	0	0
其他	-61	30	-1	-1	-1
投资活动产生的现金流量净额	-225	-533	-599	-820	-1,135
股东注资	0	0	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-87	-330	-993	-2,304	-3,586
其他	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-87	-330	-993	-2,304	-3,586
现金及现金等价物净增加额	1,305	3,418	4,917	8,023	10,437
汇兑损益	87	0	0	0	0
期初现金及现金等价物余额	685	2,078	5,496	10,413	18,436
期末现金及现金等价物余额	2,078	5,496	10,413	18,436	28,873

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.81	2.35	5.28	8.13	10.87
每股销售额	4.70	9.79	19.32	28.39	36.35
每股股息	0.28	0.82	1.85	2.85	3.80
同比变动					
收入	36.5%	106.9%	97.4%	47.0%	28.0%
经营盈利	144.0%	262.7%	120.6%	55.4%	32.5%
归母净利润	127.5%	188.8%	124.9%	54.1%	33.7%
费用与利润率					
毛利率	61.3%	66.8%	67.2%	68.1%	68.6%
经营利润率	17.8%	31.1%	34.8%	36.8%	38.1%
归母净利率	17.2%	24.0%	27.3%	28.7%	29.9%
回报率					
平均股本回报率	14.7%	33.5%	50.6%	51.3%	47.1%
平均资产回报率	11.7%	25.2%	38.4%	40.6%	38.5%
资产效率					
应收账款周转天数	18.4	13.2	13.2	13.2	13.2
库存周转天数	159.4	158.0	158.0	153.0	148.0
应付账款周转天数	65.7	84.0	83.9	83.8	83.7
财务杠杆					
流动比率 (x)	4.4	3.6	3.9	4.6	5.5
速动比率 (x)	3.7	3.0	3.1	3.7	4.5
现金比率 (x)	3.5	2.9	2.9	3.5	4.3
负债/权益	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
估值					
市盈率 (x)	268.6	92.4	41.1	26.7	19.9
市销率 (x)	46.1	22.2	11.2	7.6	6.0
股息率	0.1%	0.4%	0.9%	1.3%	1.8%

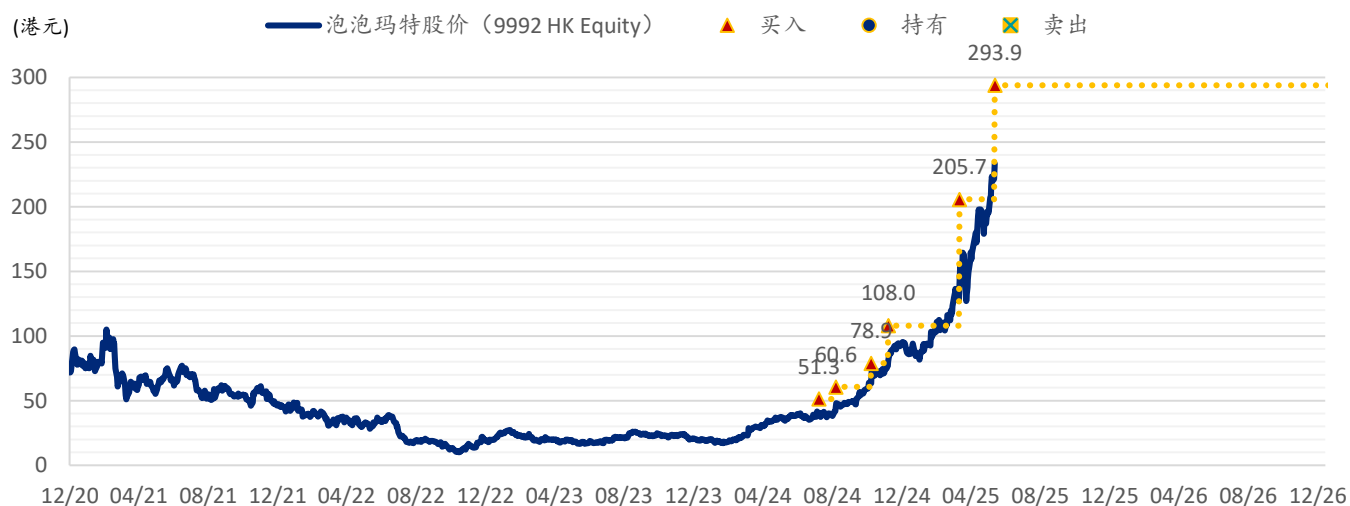
图表 2: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	21,945	32,791	42,420
新预测	25,732	37,817	48,423
变动	17.3%	15.3%	14.2%
归母净利润			
旧预测	5,867	9,221	12,489
新预测	7,030	10,835	14,481
变动	19.8%	17.5%	16.0%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 泡泡玛特 (9992.HK)



注: 截至 2025 年 5 月 27 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 消费行业覆盖公司

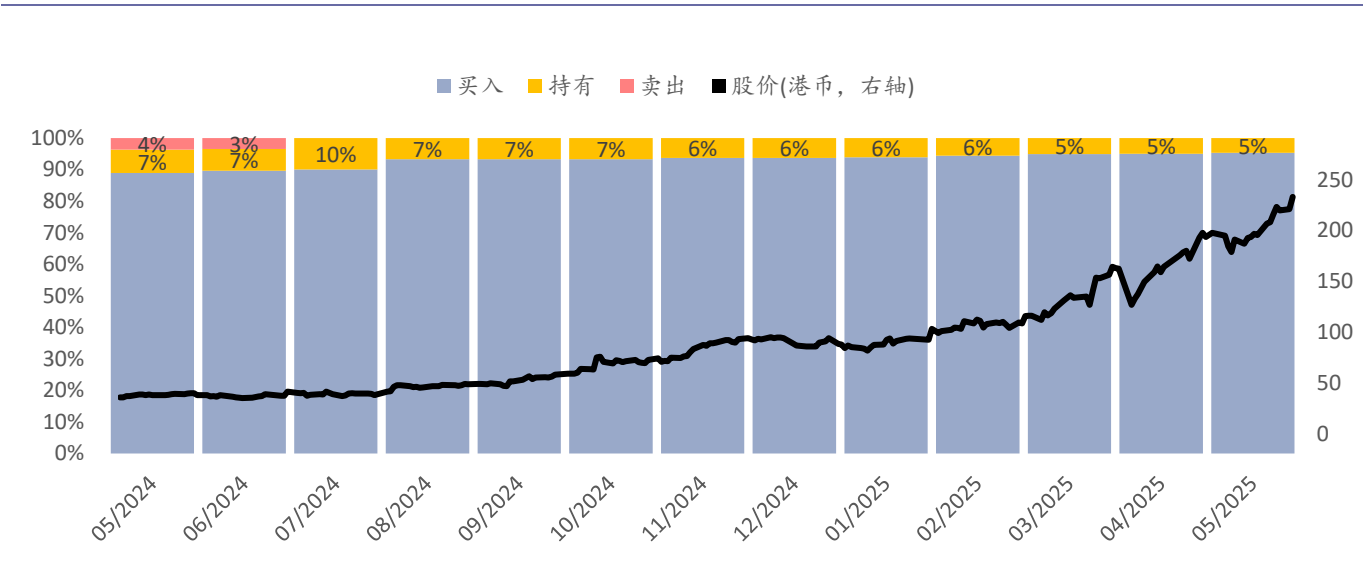
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	15.2	持有	17.66	2025 年 3 月 29 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	94.6	买入	118.8	2025 年 4 月 10 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.70	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.81	买入	3.60	2025 年 5 月 22 日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	43.2	买入	61.5	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	335.2	买入	479.7	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.8	买入	20.3	2025 年 4 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	15.4	持有	16.6	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	19.6	持有	21.3	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.4	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	32.8	买入	43.2	2025 年 5 月 2 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	25.7	买入	34.3	2025 年 3 月 18 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	57.3	买入	69.2	2025 年 4 月 7 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.0	持有	9.2	2025 年 5 月 8 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	55.2	买入	72.6	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	73.8	持有	81.4	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	30.6	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.5	买入	23.0	2025 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.6	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.1	买入	6.65	2025 年 4 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.0	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	28.8	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	5.2	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	233.2	买入	293.9	2025 年 5 月 28 日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	820.5	买入	857.0	2025 年 5 月 12 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	89.8	买入	115.0	2025 年 4 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	69.6	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	64.6	买入	55.0	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.9	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	45.7	持有	39.1	2025 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	31.0	买入	41.1	2025 年 5 月 23 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	28.1	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	35.9	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.0	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.9	持有	14.8	2025 年 3 月 31 日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	486.0	买入	610.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	61.8	买入	78.0	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	21.9	买入	26.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游

注：截至 2025 年 5 月 27 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

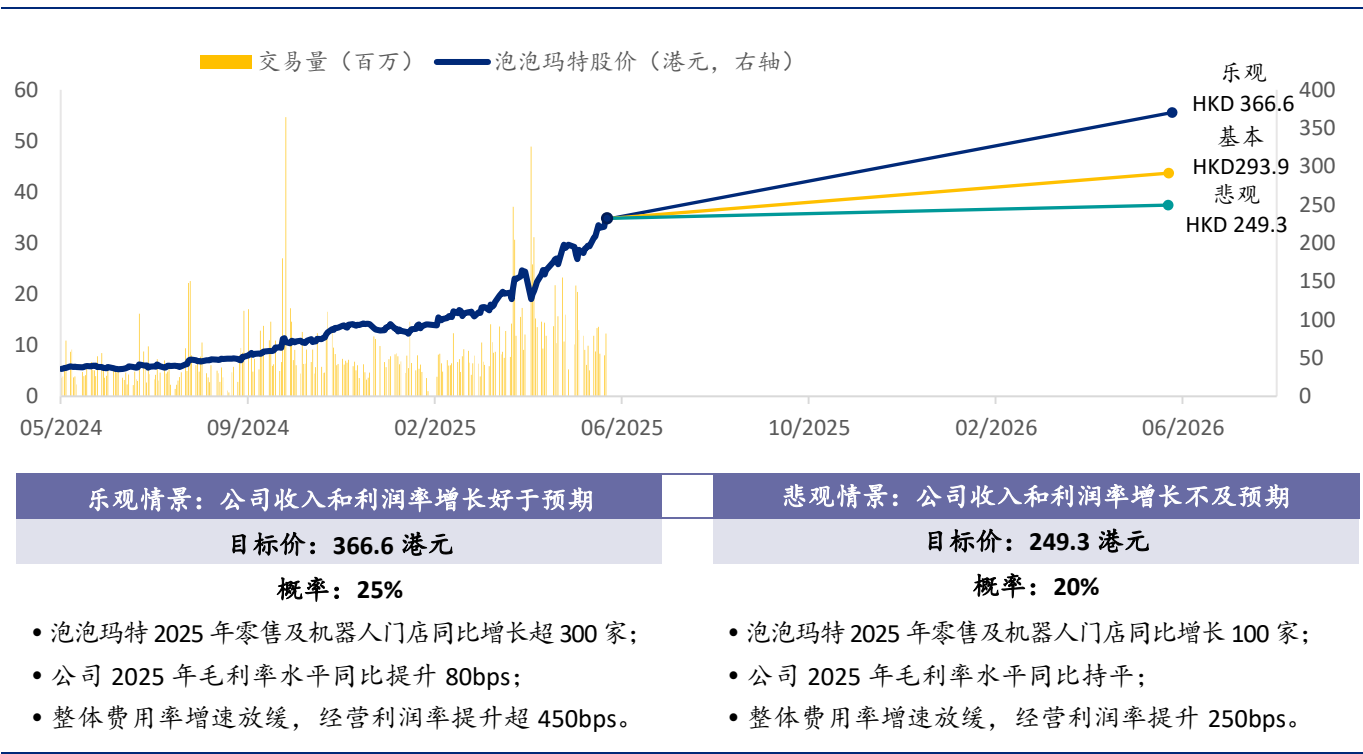
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5：泡泡玛特（9992.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：泡泡玛特（9992.HK）SPDBI 情景假设



资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

