

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅  
港元 247.40 港元 300.00个 +21.3%

2025 年 6 月 25 日

## 泡泡玛特 (9992 HK)

### Labubu 持续破圈驱动业绩强劲增长；上调盈利预测，维持买入

④ **海外扩张动能强劲，IP 运营能力持续得到验证：**2025 年 2 季度以来，海外市场在核心 IP 新品（Labubu 3.0）的带动下延续了 1 季度的爆发式增长（1 季度海外收入同比增 475-480%），明星效应与社交媒体传播进一步推动了公司 IP 产品热度的持续上升，带动公司海外市场持续录得高速增长。我们认为这进一步验证了公司在全球范围内的 IP 运营能力，基于更加乐观的销售假设以及在海外市场占比提升带动下的利润率预期，我们上调公司 2025-27 年的收入/利润预测。基于 2026 年 35 倍的目标市盈率，我们上调公司目标价至 300.0 港元。我们观察到，近期公司股价在 Labubu 大规模预售与**媒体新闻**影响下出现回落（6 月 18 日至今累计下跌约 9%），市场或关注公司核心 IP 热度的可持续性。据我们的观察，Labubu 的需求目前未见明显影响；且公司具有丰富的 IP 储备，新 IP 的孵化能力也在持续得到验证，相信后续更加丰富的 IP 矩阵可以缓解投资者对未来公司业绩波动的忧虑。我们对公司的 IP 运营能力保持信心，维持**买入**评级。

④ **海外市场有望带动利润率继续提升：**Labubu 3.0 的上市进一步带动了公司产品在海外消费者中的持续破圈，在北美、东南亚等市场展现出强劲增长势头。2025 年 4 月中旬起，公司对北美市场产品进行了 12-27% 的提价，产品销售热度不减，进一步验证了消费者的低价格敏感度以及公司享有的高议价能力。我们相信随着海外收入占比的进一步提升（预计从 2024 年的 39% 提升到 2027 年的 63%），公司盈利能力有望持续改善。

④ **大幅上修收入及盈利预测：**基于近期强劲的销售趋势，尤其是北美市场的亮眼表现，我们上调了 2025-27 年的线下店效预测以及线上增速，上调公司 2025-27 年的营业收入 31-40% 至人民币 264.0-429.3 亿元，对应未来三年复合增速 49%。在北美市场提价的带动下，我们上调 2025-27 年毛利率预测 1.8-2.2 个百分点。同时，我们上调 2025-27 年归母净利润预测 58%-70% 至人民币 74.5-129.7 亿元，对应未来三年复合增速 61%，公司业绩的高速扩张有望持续。

#### 财务数据一览

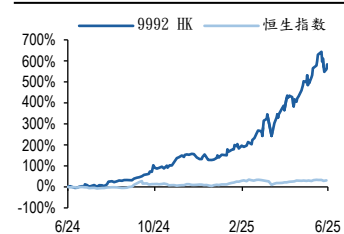
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万人民币）	6,301	13,038	26,402	35,856	42,933
同比增长（%）	36.5	106.9	102.5	35.8	19.7
净利润（百万人民币）	1,082	3,125	7,453	10,435	12,969
每股盈利（人民币）	0.81	2.36	5.62	7.87	9.78
同比增长（%）	131.4	191.4	138.1	40.0	24.3
前EPS预测值（人民币）			3.56	4.63	6.06
调整幅度（%）			57.7	69.8	61.4
市盈率（倍）	284.7	97.7	41.0	29.3	23.6
每股账面净值（人民币）	5.81	8.05	11.71	16.82	23.17
市账率（倍）	39.72	28.63	19.70	13.71	9.95
股息率（%）	0.1	0.4	0.8	1.2	1.5

资料来源：公司资料，交银国际预测

#### 个股评级

**买入**

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	275.00
52周低位 (港元)	35.25
市值 (百万港元)	328,586.78
日均成交量 (百万)	14.45
年初至今变化 (%)	175.96
200天平均价 (港元)	148.72

资料来源: FactSet

#### 肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com  
(852) 3766 1856

#### 钱昊

Alan.Qian@bocomgroup.com  
(852) 3766 1853

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

**近期股价回落，主要受消息面拖累：**6月18日起，公司开启了大规模多平台线上补货/预售，市场关注Labubu热度的可持续性。此次线上预售在天猫旗舰店、抖音直播间、微信小程序、海外官网等多个平台同时进行，从中国内地电商数据来看，天猫旗舰店销售量100万+、抖音旗舰直播间40万+；推算此轮Labubu 3.0的预售数量在数百万级别，提前锁定部分下半年的销售收入（预测占下半年销售占比约为低单位数）。尽管我们看到大量补货引发了二手市场价格的降温（Labubu 3.0 平均价格从高点下降约 50%），但目前我们并未看到 IP 成长性被透支的迹象，需求仍然旺盛，二手交易平台千岛 app 的转售价格近期也显示出恢复趋势（图表 1）。我们认为近期股价回调已经反映了市场对于 IP 可持续性的短期担心，公司的长期价值仍存在于公司作为 IP 运营平台构建 IP 生态的能力。关于近期的媒体新闻，文章主要强调对未成年人的规范销售，我们认为未成年人并不是公司的核心消费群体且公司运营较为规范，相信对公司的影响有限。综上，我们仍对公司的 IP 运营能力保持信心；除 Labubu 之外，公司其他新 IP，如 Crybaby 等近期也呈现出热度上升趋势，相信更加丰富的 IP 矩阵可以缓解投资者对未来公司业绩波动的忧虑。

图表 1：Labubu 3.0 近 30 日二手交易价格（人民币元/整盒）



资料来源：千岛 App，交银国际

**正面股价催化剂：**1）七月中旬或发布盈利预告，2）新 IP（如 Crybaby）的销售热度攀升；3）POPOP 珠宝店的正面表现。

**风险因素：**1）IP 依赖风险，2）大股东减持风险。

图表 2：盈利预测变化

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	26,402	20,091	31%	35,856	25,577	40%	42,933	32,729	31%
中国内地	12,335	10,051	23%	14,498	12,254	18%	15,934	14,779	8%
线下	5,977	4,945	21%	6,825	5,327	28%	7,153	5,721	25%
线上	5,311	3,984	33%	6,415	5,243	22%	7,335	6,533	12%
批发及其他	1,047	1,122	-7%	1,257	1,683	-25%	1,445	2,525	-43%
中国港澳台及海外	14,067	10,039	40%	21,358	13,323	60%	26,999	17,950	50%
线下	8,149	6,159	32%	12,675	7,560	68%	15,528	9,272	67%
线上	4,948	3,233	53%	7,421	4,986	49%	10,019	7,746	29%
批发及其他	971	647	50%	1,262	777	63%	1,452	932	56%
毛利润	18,263	13,461	36%	25,094	17,341	45%	30,165	22,419	35%
毛利率	69%	67%	2.2ppts	70%	68%	2.2ppts	70%	69%	1.8ppts
经营利润	9,775	6,265	56%	13,759	8,191	68%	16,945	10,722	58%
经营利润率	37%	31%	5.8ppts	38%	32%	6.3ppts	39%	33%	6.7ppts
归母净利润	7,453	4,724	58%	10,435	6,144	70%	12,969	8,036	61%
净利润率	29%	25%	4.1ppts	30%	25%	4.3ppts	31%	26%	4.8ppts

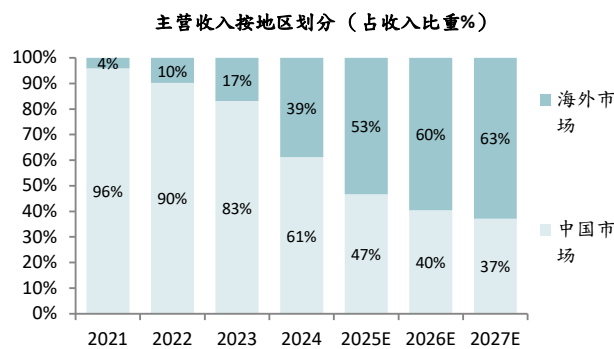
资料来源：交银国际预测

图表 3：核心收入假设

关键假设 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,301	13,038	26,402	35,856	42,933
中国内地收入	5,235	7,972	12,335	14,498	15,934
线下渠道：	3,214	4,526	5,977	6,825	7,153
线下零售门店数量 (家)	363	401	426	441	451
平均单店年收入	7.7	10.0	12.5	13.8	14.1
机器人商店数量 (家)	2,190	2,300	2,360	2,385	2,400
平均单店收入	0.26	0.31	0.34	0.36	0.37
线上渠道：	1,525	2,698	5,311	6,415	7,335
同比增速 (%)	-17%	77%	97%	21%	14%
批发及其他：	497	748	1,047	1,257	1,445
同比增速 (%)	88%	51%	40%	20%	15%
海外收入	1,066	5,066	14,067	21,358	26,999
线下渠道：	640	3,071	8,149	12,675	15,528
线下零售门店数量 (家)	70	130	240	295	330
平均单店年收入	11.9	29.4	42.6	46.0	48.3
机器人商店数量 (家)	99	172	232	272	292
平均单店收入	0.78	0.98	1.33	1.46	1.53
线上渠道：	156	1,455	4,948	7,421	10,019
同比增速 (%)	73%	834%	240%	50%	35%
批发及其他：	270	540	971	1,262	1,452
同比增速 (%)	27%	100%	80%	30%	15%

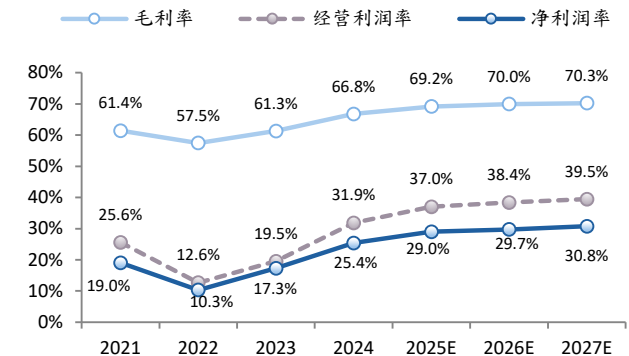
资料来源：交银国际预测

图表 4：公司海外收入占比预计将超过国内



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5：预计公司主要利润率有望持续提升



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 6：泡泡玛特 (9992 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 7：交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	247.40	300.00	21.3%	2025 年 06 月 25 日	潮流玩具
291 HK	华润啤酒	买入	24.75	34.47	39.3%	2025 年 03 月 21 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.26	9.78	18.4%	2025 年 02 月 26 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.38	22.91	39.9%	2025 年 03 月 27 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	27.77	33.30	19.9%	2024 年 11 月 06 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.41	12.30	46.3%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	5.66	4.00	-29.4%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	29.99	13.40	-55.3%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	11.70	10.40	-11.1%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	54.20	116.00	114.0%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	23.50	36.52	55.4%	2025 年 04 月 03 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	73.18	87.22	19.2%	2025 年 04 月 02 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	45.37	52.96	16.7%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	22.30	22.64	1.5%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.63	3.14	19.5%	2025 年 03 月 31 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	35.10	46.42	32.3%	2025 年 03 月 24 日	零售
2020 HK	安踏	买入	94.70	113.30	19.6%	2025 年 03 月 20 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	16.28	16.25	-0.2%	2025 年 04 月 10 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.52	0.90	73.9%	2025 年 03 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.81	3.06	8.8%	2024 年 11 月 05 日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 6 月 24 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,301	13,038	26,402	35,856	42,933
主营业务成本	(2,437)	(4,330)	(8,139)	(10,762)	(12,768)
<b>毛利</b>	<b>3,864</b>	<b>8,708</b>	<b>18,263</b>	<b>25,094</b>	<b>30,165</b>
销售及管理费用	(2,712)	(4,598)	(8,713)	(11,653)	(13,609)
其他经营净收入/费用	79	44	224	318	389
<b>经营利润</b>	<b>1,231</b>	<b>4,154</b>	<b>9,775</b>	<b>13,759</b>	<b>16,945</b>
财务成本净额	152	163	280	403	623
其他非经营净收入/费用	33	48	48	48	48
<b>税前利润</b>	<b>1,416</b>	<b>4,366</b>	<b>10,103</b>	<b>14,211</b>	<b>17,616</b>
税费	(327)	(1,057)	(2,447)	(3,553)	(4,404)
非控股权益	(6)	(183)	(203)	(223)	(243)
<b>净利润</b>	<b>1,082</b>	<b>3,125</b>	<b>7,453</b>	<b>10,435</b>	<b>12,969</b>
作每股收益计算的净利润	1,082	3,125	7,453	10,435	12,969
Non-GAAP标准的净利润	1,191	3,403	7,453	10,435	12,969

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,078	6,109	10,061	16,560	25,039
有价证券	3,894	3,523	3,523	3,523	3,523
应收账款及票据	321	478	967	1,314	1,573
存货	905	1,525	2,623	3,348	3,830
其他流动资产	486	602	1,269	1,735	2,096
<b>总流动资产</b>	<b>7,683</b>	<b>12,236</b>	<b>18,443</b>	<b>26,480</b>	<b>36,061</b>
物业、厂房及设备	653	739	927	930	841
其他有形资产	726	928	1,163	1,286	1,364
无形资产	116	135	223	270	277
长期应收收入	128	137	137	137	137
其他长期资产	662	696	696	696	696
<b>总长期资产</b>	<b>2,285</b>	<b>2,635</b>	<b>3,146</b>	<b>3,318</b>	<b>3,315</b>
<b>总资产</b>	<b>9,969</b>	<b>14,871</b>	<b>21,589</b>	<b>29,798</b>	<b>39,376</b>
短期贷款	15	0	0	0	0
应付账款	960	1,914	3,340	4,417	5,240
其他短期负债	758	1,456	1,548	1,596	1,627
<b>总流动负债</b>	<b>1,733</b>	<b>3,370</b>	<b>4,888</b>	<b>6,012</b>	<b>6,866</b>
长期应付账款	15	15	15	15	15
其他长期负债	440	601	754	834	885
<b>总长期负债</b>	<b>455</b>	<b>616</b>	<b>769</b>	<b>848</b>	<b>899</b>
<b>总负债</b>	<b>2,188</b>	<b>3,986</b>	<b>5,657</b>	<b>6,861</b>	<b>7,765</b>
股本	1	1	1	1	1
储备及其他资本项目	7,769	10,683	15,527	22,310	30,740
<b>股东权益</b>	<b>7,770</b>	<b>10,684</b>	<b>15,528</b>	<b>22,311</b>	<b>30,741</b>
非控股权益	10	201	404	627	870
<b>总权益</b>	<b>7,780</b>	<b>10,885</b>	<b>15,932</b>	<b>22,937</b>	<b>31,610</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,416	4,366	10,103	14,211	17,616
折旧及摊销	669	863	1,004	1,266	1,462
营运资本变动	139	246	(667)	(407)	(257)
利息调整	(152)	(163)	(280)	(403)	(623)
税费	(262)	(688)	(2,447)	(3,553)	(4,404)
其他经营活动现金流	182	332	232	355	575
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,991</b>	<b>4,954</b>	<b>7,945</b>	<b>11,469</b>	<b>14,369</b>
资本开支	(392)	(517)	(750)	(618)	(608)
投资活动	6	502	0	0	0
其他投资活动现金流	620	23	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>234</b>	<b>9</b>	<b>(750)</b>	<b>(618)</b>	<b>(608)</b>
权益净变动	(334)	(60)	0	0	0
股息	(122)	(378)	(2,608)	(3,652)	(4,539)
其他融资活动现金流	(385)	(505)	(634)	(700)	(743)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(840)</b>	<b>(943)</b>	<b>(3,242)</b>	<b>(4,352)</b>	<b>(5,282)</b>
汇率收益/损失	10	26	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>685</b>	<b>2,078</b>	<b>6,109</b>	<b>10,061</b>	<b>16,560</b>
<b>年末现金</b>	<b>2,078</b>	<b>6,109</b>	<b>10,061</b>	<b>16,560</b>	<b>25,039</b>

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标 (人民币)</b>					
核心每股收益	0.810	2.360	5.618	7.866	9.777
全面摊薄每股收益	0.807	2.346	5.595	7.834	9.736
Non-GAAP标准下的每股收益	0.888	2.555	5.595	7.834	9.736
每股股息	0.282	0.815	1.958	2.742	3.408
每股账面值	5.806	8.054	11.705	16.819	23.174
<b>利润率分析 (%)</b>					
毛利率	61.3	66.8	69.2	70.0	70.3
EBIT利润率	19.5	31.9	37.0	38.4	39.5
净利率	17.2	24.0	28.2	29.1	30.2
<b>盈利能力 (%)</b>					
ROA	11.7	25.2	40.9	40.6	37.5
ROE	14.7	33.5	55.6	53.7	47.6
<b>其他</b>					
流动比率	4.4	3.6	3.8	4.4	5.3
存货周转天数	159.4	158.0	145.0	140.0	135.0
应收账款周转天数	45.1	29.1	29.1	29.1	29.1
应付账款周转天数	169.2	198.4	184.7	184.7	184.7



交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司及拨康视云制药有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。