

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 316.00 港元 394.00个 +24.7%

2025年8月20日

泡泡玛特 (9992 HK)

多元化 IP 矩阵与全球化布局驱动强劲增长，上调盈利预测；重申买入

⊕ **2025 上半年公司业绩实现爆发式增长，上调盈利预测，重申买入：**上半年公司实现收入 138.8 亿元（人民币，下同），同比增长 204.4%，调整后归母净利润达到 47.1 亿元，同比大幅增长 362.8%。盈利能力持续改善，毛利率/经调整净利率同比提升 6.3/11.6 个百分点至 70.3%/33.9%，得益于利润率更高的海外业务的占比提升和经营杠杆效应。管理层上调 2025 年公司全年营收至不低于 300 亿元（此前：200 亿元），并预期全年净利率有望达到 35%，超出我们此前预期。（业绩会要点详见内页）

基于上半年强劲的业绩表现、持续拓展的 IP 矩阵和全球化战略的推进，我们上调 2025-27 年利润预测 39-49%，并上调目标价至 394.00 港元。公司仍是我们在消费行业中的**首选标的**，我们继续看好公司强大的 IP 运营能力和全球化拓展进程，重申**买入**评级。

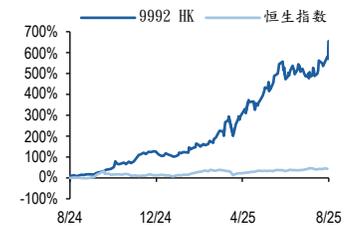
⊕ **多元化 IP 矩阵推动收入高速增长，海外市场持续拓展：**随着海外市场的爆发，核心 IP The Monsters 系列上半年收入同比大幅增长 668.0%至 48.1 亿元，环比 2024 年下半年亦有接近翻倍的增长，占收入比达到 34.7%。在 Labubu 爆发式增长的同时，公司的 IP 矩阵的深度和广度也在持续加强，除 The Monsters 外，亦有 4 个头部 IP 也实现了超过 10 亿元的收入。这进一步验证了公司多元 IP 矩阵的运营能力，并消减了市场对 Labubu 单一 IP 依赖的担忧。公司上半年海内外市场均取得了快速增长，管理层表示未来在中国市场将继续精细化运营，海外市场将继续增加门店布局，预期年底将超过 200 家，并灵活运用线上渠道增加渗透，开拓市场空间。

⊕ **IP 运营能力持续得到验证，优化供应链能力：**公司强大的 IP 运营与孵化能力持续得到验证，公司将通过更多设计与产品、内容等探索 IP 在消费品、娱乐等领域的发展，后续公司将推出更多新产品拓展消费场景（如手机挂件 mini Labubu），驱动销售高速增长。公司也在积极优化产能（目前毛绒产品月产能已达 3000 万只），提高供应链健康度与反应力。

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)	316.00
52周低位(港元)	45.35
市值(百万港元)	419,698.56
日均成交量(百万)	38.32
年初至今变化(%)	252.48
200天平均价(港元)	195.33

资料来源: FactSet

肖凯希

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

钱昊, CFA

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

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	32,298	43,399	51,066
同比增长(%)	36.5	106.9	147.7	34.4	17.7
净利润(百万人民币)	1,082	3,125	11,134	14,993	17,987
每股盈利(人民币)	0.81	2.36	8.39	11.30	13.56
同比增长(%)	131.4	191.4	255.7	34.7	20.0
前EPS预测值(人民币)			5.62	7.87	9.78
调整幅度(%)			49.4	43.7	38.7
市盈率(倍)	359.2	123.3	34.7	25.7	21.5
每股账面净值(人民币)	5.81	8.05	13.51	20.86	29.67
市账率(倍)	50.12	36.13	21.54	13.95	9.81
股息率(%)	0.1	0.3	1.0	1.4	1.6

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

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>

- ⊕ **中国市场精细化运营，海外市场持续拓展：**中国市场（含港澳台地区）2025 年上半年增长迅速，收入同比增长 135.2% 达 82.8 亿元，公司在并未激进开店的情况下（2024 年末/2025 上半年末：431 家/443 家）通过 IP 创新和精细化运营驱动了业绩增长。海外收入则同比增长 439.6% 达到 55.9 亿元，占收入比提升至 40.3%，成为公司重要的增长引擎。分区域来看，美洲/亚太/欧洲及其他市场分别同比增长 1142%/258%/729%，美洲市场的成功得益于公司线下门店的快速布局（上半年净增加 19 家至 41 家）以及线上渠道（如 TikTok）的成功运营。公司预期到 2025 年末，海外市场门店总数将超过 200 家（美洲市场超过 60 家），继续推动公司海外市场的拓展。
- ⊕ **上调 2025-27 年盈利预测，当前股价仍有充分的上行空间，重申买入评级：**基于上半年业绩和持续强劲的销售趋势，我们上调了 2025-27 年的收入预测 19%-22% 至 323-511 亿元人民币。利润率有望在海外市场的扩张和经营杠杆效应的支撑下继续上行，我们上调了未来三年毛利率预期 0.7-1.7 个百分点/净利率 4.2-5.5 个百分点，预期未来三年净利润为 111-180 亿元，对应未来三年复合增速 79%。当前股价对应 2026 年预测市盈率为 26 倍，仍有充分的上行空间。

图表 1：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	32,298	26,402	22.3%	43,399	35,856	21.0%	51,066	42,933	18.9%
中国内地	15,697	12,335	27.3%	17,912	14,498	23.5%	19,608	15,934	23.1%
中国港澳台地区及海外	16,600	14,067	18.0%	25,488	21,358	19.3%	31,458	26,999	16.5%
毛利润	22,831	18,263	25.0%	30,694	25,094	22.3%	36,238	30,165	20.1%
毛利率	70.7%	69.0%	1.7ppts	70.7%	70.0%	0.7ppts	71.0%	70.0%	1.0ppts
经营利润	14,481	9,775	48.1%	19,604	13,759	42.5%	23,567	16,945	39.1%
经营利润率	44.8%	37.0%	7.8ppts	45.2%	38.0%	7.2ppts	46.2%	39.0%	7.2ppts
归母净利润	11,134	7,453	49.4%	14,993	10,435	43.7%	17,987	12,969	38.7%
净利润率	34.5%	29.0%	5.5ppts	34.5%	30.0%	4.5ppts	35.2%	31.0%	4.2ppts

资料来源：交银国际预测

图表 2：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	32,298	43,399	51,066
中国内地收入	5,235	7,972	15,697	17,912	19,608
线下渠道：	3,214	4,526	8,461	9,090	9,427
线下零售门店数量 (家)	363	401	411	419	425
平均单店年收入	7.7	10.0	18.0	18.9	19.3
机器人商店数量 (家)	2,190	2,300	2,420	2,440	2,450
平均单店收入	0.26	0.31	0.48	0.51	0.52
线上渠道：	1,525	2,698	6,339	7,789	9,045
同比增速 (%)	-17%	77%	135%	23%	16%
批发及其他：	497	748	898	1,032	1,136
同比增速 (%)	88%	51%	20%	15%	10%
海外收入	1,066	5,066	16,600	25,488	31,458
线下渠道：	640	3,071	9,846	15,005	18,040
线下零售门店数量 (家)	70	130	230	280	310
平均单店年收入	11.9	29.4	52.9	57.1	59.4
机器人商店数量 (家)	99	172	232	272	292
平均单店收入	0.78	0.98	1.62	1.75	1.84
线上渠道：	156	1,455	5,675	9,080	11,804
同比增速 (%)	73%	834%	290%	60%	30%
批发及其他：	270	540	1,079	1,403	1,613
同比增速 (%)	27%	100%	100%	30%	15%

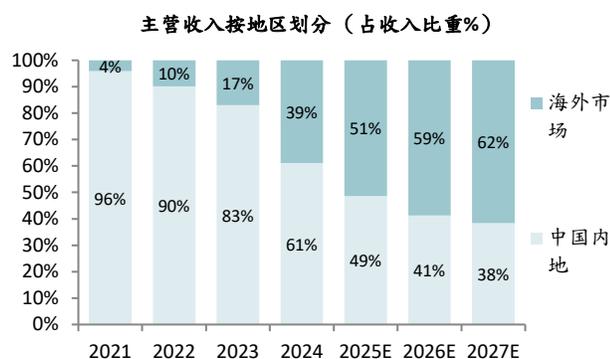
资料来源：交银国际预测

业绩会要点

- ⊕ **财务指引**：2025 全年收入有望超过 300 亿元，下半年收入预计高于上半年，全年扣非净利率预计达到 35%（2025 上半年为 33.9%）。
- ⊕ **门店规划**：**1）中国内地市场**（不包括港澳台地区）：2025 年全年净增长预计不超过 10 家，上半年店效同比提升双位数，关注单店运营质量提升，继续优化选址与门店设计等；**2）海外市场**：截至上半年海外门店总数达 128 家（较去年同期 58 家增加 70 家），单店平均营业收入同比增长 99.3%；新开门店平均面积较同期增长超 25%，正逐步布局全球知名地标，并推动门店设计和陈列优化。管理层预期 2025 年底门店数量将突破 200 家，且将开拓中东、南美等新市场，北美市场则将聚焦高质量开店，2025 年底美洲门店数量有望超 60 家。
- ⊕ **IP 发展策略**：将持续关注 IP 健康发展及优化供应链管理，探索 IP 在消费品、娱乐等多领域的延展，以及乐园、视频、数字娱乐等新业务的迭代优化。乐园进入 1.5 期建设及二期设计规划阶段，多个 IP 的动画短片将陆续上线。近期，Labubu 也将推出迷你手机挂件（Mini Labubu）等新品，推动 IP 产品向更多消费场景延伸。

⊕ **供应链管理: 1) 产能提升**: 目前毛绒产品月产能已提高至3000万只(较1季度提升10倍), 并继续通过精益生产和自动化优化产能; 2) **全球生产基地规划**: 全球六大生产基地(其中, 中国内地4家, 海外2家), 以匹配需求增长。

图表 3: 公司海外收入占比预计将超过中国内地



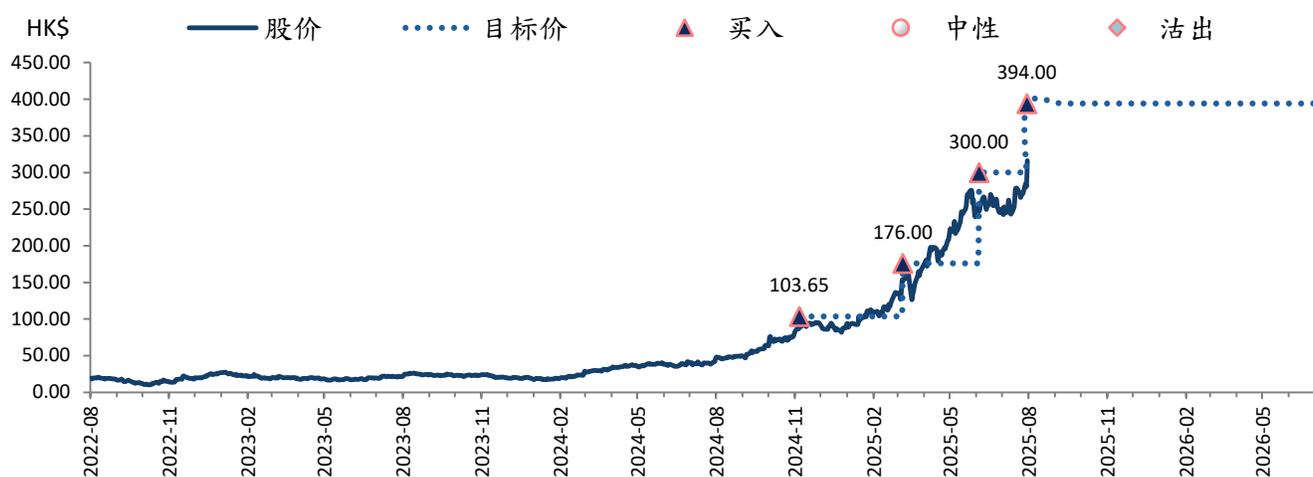
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 4: 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 5: 泡泡玛特 (9992 HK) 评级及目标价



资料来源: FactSet, 交银国际预测

2025 年 8 月 20 日

泡泡玛特 (9992 HK)

图表 6：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	316.00	394.00	24.7%	2025 年 08 月 20 日	潮流玩具
291 HK	华润啤酒	买入	27.96	35.90	28.4%	2025 年 08 月 20 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.57	10.15	18.4%	2025 年 07 月 31 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.67	22.91	37.4%	2025 年 03 月 27 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	27.46	33.30	21.3%	2024 年 11 月 06 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.78	12.30	40.1%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.56	4.00	-12.3%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	28.20	13.40	-52.5%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	13.28	10.40	-21.7%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	58.85	116.00	97.1%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	25.10	36.52	45.5%	2025 年 04 月 03 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	72.22	87.22	20.8%	2025 年 04 月 02 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	47.18	52.96	12.2%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	24.26	22.64	-6.7%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.83	2.79	-1.4%	2025 年 07 月 22 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	40.88	46.42	13.6%	2025 年 03 月 24 日	零售
2020 HK	安踏	买入	98.35	110.20	12.0%	2025 年 07 月 16 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	18.37	16.28	-11.4%	2025 年 07 月 15 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.51	0.74	45.1%	2025 年 08 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.19	2.98	-6.6%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测 截至 2025 年 8 月 20 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	32,298	43,399	51,066
主营业务成本	(2,437)	(4,330)	(9,466)	(12,705)	(14,829)
毛利	3,864	8,708	22,831	30,694	36,238
销售及管理费用	(2,712)	(4,598)	(8,914)	(11,761)	(13,430)
其他经营净收入/费用	79	44	564	671	760
经营利润	1,231	4,154	14,481	19,604	23,567
财务成本净额	152	163	232	382	642
其他非经营净收入/费用	33	48	80	88	97
税前利润	1,416	4,366	14,792	20,074	24,306
税费	(327)	(1,057)	(3,455)	(4,858)	(6,077)
非控股权益	(6)	(183)	(203)	(223)	(243)
净利润	1,082	3,125	11,134	14,993	17,987
作每股收益计算的净利润	1,082	3,125	11,134	14,993	17,987
Non-GAAP标准的净利润	1,191	3,403	11,134	14,993	17,987

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	12,215	21,683	33,463
有价证券	3,894	3,523	3,523	3,523	3,523
应收账款及票据	321	478	1,183	1,590	1,871
存货	905	1,525	3,050	3,953	4,449
其他流动资产	486	602	1,454	1,945	2,284
总流动资产	7,683	12,236	21,426	32,693	45,589
物业、厂房及设备	653	739	880	867	772
其他有形资产	726	928	1,120	1,221	1,284
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
总长期资产	2,285	2,635	3,055	3,191	3,166
总资产	9,969	14,871	24,481	35,884	48,755
短期贷款	15	0	0	0	0
应付账款	960	1,914	3,885	5,214	6,085
其他短期负债	758	1,456	1,531	1,571	1,595
总流动负债	1,733	3,370	5,416	6,784	7,680
长期应付账款	15	15	15	15	15
其他长期负债	440	601	726	792	833
总长期负债	455	616	741	806	847
总负债	2,188	3,986	6,156	7,591	8,527
股本	1	1	1	1	1
储备及其他资本项目	7,769	10,683	17,920	27,666	39,357
股东权益	7,770	10,684	17,921	27,666	39,358
非控股权益	10	201	404	627	870
总权益	7,780	10,885	18,325	28,293	40,227

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	14,792	20,074	24,306
折旧及摊销	669	863	995	1,226	1,405
营运资本变动	139	246	(1,052)	(474)	(275)
利息调整	(152)	(163)	(232)	(382)	(642)
税费	(262)	(688)	(3,455)	(4,858)	(6,077)
其他经营活动现金流	182	332	152	294	545
经营活动现金流	1,991	4,954	11,200	15,880	19,262
资本开支	(392)	(517)	(667)	(588)	(585)
投资活动	6	502	80	88	97
其他投资活动现金流	620	23	0	0	0
投资活动现金流	234	9	(587)	(500)	(488)
权益净变动	(334)	(60)	0	0	0
股息	(122)	(378)	(3,897)	(5,248)	(6,295)
其他融资活动现金流	(385)	(505)	(610)	(665)	(699)
融资活动现金流	(840)	(943)	(4,507)	(5,913)	(6,994)
汇率收益/损失	10	26	0	0	0
年初现金	685	2,078	6,109	12,215	21,683
年末现金	2,078	6,109	12,215	21,683	33,463

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	0.810	2.360	8.393	11.303	13.559
全面摊薄每股收益	0.807	2.346	8.358	11.256	13.503
Non-GAAP标准下的每股收益	0.888	2.555	8.358	11.256	13.503
每股股息	0.282	0.815	2.925	3.939	4.726
每股账面值	5.806	8.054	13.509	20.856	29.669
利润率分析 (%)					
毛利率	61.3	66.8	70.7	70.7	71.0
EBIT利润率	19.5	31.9	44.8	45.2	46.2
净利率	17.2	24.0	34.5	34.5	35.2
盈利能力 (%)					
ROA	11.7	25.2	56.6	49.7	42.5
ROE	14.7	33.5	76.2	64.3	52.5
其他					
流动比率	4.4	3.6	4.0	4.8	5.9
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 9 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有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、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、山东快驴科技发展股份有限公司、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、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份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，或可能以委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，并可能受递送延误、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。