

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 162.90 港元 218.90↓ +34.4%

2026年5月13日

泡泡玛特 (9992 HK)

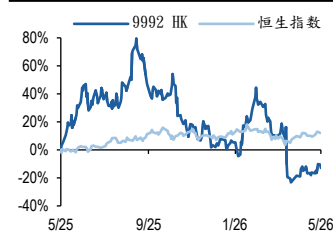
1 季度中国市场增长亮眼，海外市场调整；下调目标价，维持买入

- ① **1 季度中国市场增长亮眼而海外市场增速放缓，下调目标价，维持买入：**公司 2026 年 1 季度整体收入同比增 75-80%。其中，中国市场表现亮眼，同比增 100-105%，而海外市场增速如期放缓。考虑到原材料及运输成本上行、海外增速放缓等因素，我们下调了 2026-28 年的盈利预测，下调目标价至 218.90 港元（仍基于 20 倍预期市盈率）。尽管目标价有所下调，但公司全球化扩张、IP 平台化运营的核心增长逻辑未变，当前估值（对应 2026 年市盈率约 14 倍）具备较高的安全边际，因此仍维持**买入**评级。
- ② **中国市场表现亮眼，增长动能充足：**公司 1 季度中国市场整体同比增 100-105%，其中线上/线下分别同比增长 150-155%/75-80%。我们测算 1 季度中国市场环比有双位数增幅，在门店数量未明显增长的情况下，验证了公司通过会员体系深耕与产品迭代驱动的内生需求韧性。
- ③ **海外增速阶段性放缓，进入调整期：**1 季度海外各区域增速明显放缓，亚太/美洲/欧洲市场同比增长 25-30%/55-60%/60-65%，我们测算海外收入较 4 季度环比明显回落。我们认为这一放缓是阶段性的，2025 年海外市场经历了以 Labubu 为核心驱动流量爆发期；进入 2026 年，海外业务正过渡至精细化运营阶段。积极的一面是，管理层反馈海外市场的本地消费者占比正持续提升。公司计划未来 1-2 年加速完善海外零售及会员体系建设，以夯实复购基础与长期增长质量。
- ④ **毛利率面临逆风，下调盈利预测：**管理层表示，受相关原材料价格和运输费用上涨、关税增加及市场结构变化影响，预计 2026 年毛利率将有 1-2 个百分点的下降。公司将通过供应链优化和严格的费用管控来对冲成本端的影响，我们预期全年净利率同比仅小幅下滑。基于更加审慎的海外收入预测和利润率假设，我们下调了 2026-28 年净利润预测 9-19%。

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)	335.40
52周低位 (港元)	141.80
市值 (百万港元)	216,666.77
日均成交量 (百万)	20.40
年初至今变化 (%)	(13.21)
200天平均价 (港元)	199.90

资料来源: FactSet

肖凯希

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

财务数据一览

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万人民币)	13,038	37,120	41,812	45,275	47,861
同比增长 (%)	106.9	184.7	12.6	8.3	5.7
净利润 (百万人民币)	3,125	12,776	13,264	14,488	15,472
每股盈利 (人民币)	2.36	9.61	9.97	10.89	11.63
同比增长 (%)	191.4	307.2	3.8	9.2	6.8
前EPS预测值 (人民币)			11.01	12.91	14.32
调整幅度 (%)			-9.4	-15.6	-18.8
市盈率 (倍)	59.9	14.7	14.2	13.0	12.2
每股账面净值 (人民币)	8.05	16.75	24.23	32.40	41.12
市账率 (倍)	17.56	8.44	5.84	4.36	3.44
股息率 (%)	0.6	1.7	1.8	1.9	2.1

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>

IP 矩阵持续深化，乐园与新品类发展态势良好：公司一方面通过电影内容、主题乐园提升 IP 厚度，另一方面依托 IP 价值开发新品类。IP 层面，头部 IP Labubu 表现稳健，期内与三丽鸥/FIFA 的联名策略成效显著；同时，公司亦在海外市场积极挖掘本地艺术家，强化 IP 全球化的适配性。乐园方面，北京乐园新区 4 月 30 日开放，首次引入大型游乐设备，开园后表现超管理层预期，7 月底将再开放另一新区域。新品类方面，首款 Labubu 冰箱于 4 月上线，未来将作为补充品类稳健发展。

下调盈利预测与目标价，估值具吸引力，维持买入：基于 1 季度公司海外市场的增速回落及最新的利润率指引，我们下调 2026-28 年收入预测约 7-17%，并相应调低利润率假设，带动 2026-28 年经调整净利润下调 9-19%。目标市盈率维持 20 倍不变，下调目标价至 218.90 港元。当前股价对应 2026 年预期市盈率约 14 倍，处于公司上市以来估值区间低位，维持买入评级。

图表 1：盈利预测变化

百万人民币	2026E			2027E			2028E		
	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	41,812	45,040	-7.2%	45,275	52,049	-13.0%	47,861	57,593	-16.9%
中国内地	23,269	21,872	6.4%	24,336	22,699	7.2%	25,300	23,530	7.5%
中国港澳台地区及海外	18,543	23,168	-20.0%	20,939	29,350	-28.7%	22,562	34,062	-33.8%
毛利润	29,491	32,082	-8.1%	31,925	37,161	-14.1%	33,786	41,232	-18.1%
毛利率	70.5%	71.2%	-0.7ppts	70.5%	71.4%	-0.9ppts	70.6%	71.6%	-1.0ppts
经营利润	17,821	19,524	-8.7%	19,303	22,728	-15.1%	20,452	25,280	-19.1%
经营利润率	42.6%	43.3%	-0.7ppts	42.6%	43.7%	-1.0ppts	42.7%	43.9%	-1.2ppts
归母净利润	13,264	14,637	-9.4%	14,488	17,175	-15.6%	15,472	19,045	-18.8%
净利润率	31.7%	32.5%	-0.8ppts	32.0%	33.0%	-1.0ppts	32.3%	33.1%	-0.7ppts

资料来源：交银国际预测

图表 2：交银国际预测 vs. VA 一致预期

百万人民币	2026E			2027E			2028E		
	交银国际预测	VA 一致预期	变动	交银国际预测	VA 一致预期	变动	交银国际预测	VA 一致预期	变动
营业收入	41,812	44,058	-5.1%	45,275	51,475	-12.0%	47,861	58,798	-18.6%
中国内地	23,269	25,315	-8.1%	24,336	28,790	-15.5%	25,300	32,061	-21.1%
中国港澳台地区及海外	18,543	19,339	-4.1%	20,939	23,829	-12.1%	22,562	28,725	-21.5%
毛利润	29,491	31,202	-5.5%	31,925	36,491	-12.5%	33,786	41,780	-19.1%
毛利率	70.5%	70.8%	-0.3ppts	70.5%	70.9%	-0.4ppts	70.6%	71.1%	-0.5ppts
经营利润	17,821	19,192	-7.1%	19,303	22,370	-13.7%	20,452	25,878	-21.0%
经营利润率	42.6%	43.6%	-0.9ppts	42.6%	43.5%	-0.8ppts	42.7%	44.0%	-1.3ppts
归母净利润	13,264	14,750	-10.1%	14,488	17,300	-16.3%	15,472	20,028	-22.8%
净利润率	31.7%	33.5%	-1.8ppts	32.0%	33.6%	-1.6ppts	32.3%	34.1%	-1.7ppts

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际预测

图表 3：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 4：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	162.90	218.90	34.4%	2026年05月13日	潮流玩具
1876 HK	百威亚太	买入	8.06	8.90	10.4%	2026年02月13日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	27.32	35.90	31.4%	2025年08月20日	啤酒
3288 HK	海天味业	买入	33.98	41.30	21.5%	2026年03月30日	调味品
600887 CH	伊利股份	买入	28.01	34.50	23.2%	2025年09月01日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	17.57	21.51	22.4%	2025年08月29日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	7.33	12.30	67.8%	2023年09月05日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.38	4.00	18.3%	2024年09月02日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	19.64	13.40	-31.8%	2024年08月27日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	14.10	10.40	-26.2%	2023年08月24日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	46.96	74.10	57.8%	2026年03月31日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	21.18	30.10	42.1%	2026年03月30日	家电
000333 CH	美的集团	买入	80.09	96.20	20.1%	2025年09月01日	家电
000651 CH	格力电器	买入	40.34	52.96	31.3%	2024年04月30日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	27.02	22.64	-16.2%	2025年03月26日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	1.68	1.90	13.1%	2026年03月31日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	27.70	45.50	64.3%	2026年04月01日	零售
2331 HK	李宁	买入	19.41	23.80	22.6%	2026年03月20日	运动品牌
2020 HK	安踏	买入	77.90	108.70	39.5%	2026年01月21日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	中性	0.38	0.49	28.9%	2026年03月13日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.91	2.98	2.3%	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2026年5月12日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	13,038	37,120	41,812	45,275	47,861
主营业务成本	(4,330)	(10,355)	(12,321)	(13,349)	(14,076)
毛利	8,708	26,765	29,491	31,925	33,786
销售及管理费用	(4,598)	(9,853)	(11,498)	(12,450)	(13,162)
其他经营净收入/费用	44	(22)	(172)	(172)	(172)
经营利润	4,154	16,890	17,821	19,303	20,452
财务成本净额	163	76	211	399	593
其他非经营净收入/费用	48	70	70	70	70
税前利润	4,366	17,037	18,102	19,772	21,114
税费	(1,057)	(4,025)	(4,526)	(4,943)	(5,279)
非控股权益	(183)	(236)	(312)	(341)	(364)
净利润	3,125	12,776	13,264	14,488	15,472
作每股收益计算的净利润	3,125	12,776	13,264	14,488	15,472
Non-GAAP标准的净利润	3,403	13,084	13,264	14,488	15,472

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6,109	13,775	25,477	36,503	48,313
有价证券	3,523	3,460	3,460	3,460	3,460
应收账款及票据	478	921	1,038	1,124	1,188
存货	1,525	5,473	3,833	4,005	4,223
其他流动资产	602	1,286	1,448	1,568	1,657
总流动资产	12,236	24,915	35,255	46,659	58,841
物业、厂房及设备	739	1,418	1,410	1,306	1,167
其他有形资产	928	2,791	3,097	3,243	3,367
无形资产	135	209	256	263	229
长期应收收入	137	274	274	274	274
其他长期资产	696	2,495	2,495	2,495	2,495
总长期资产	2,635	7,187	7,532	7,582	7,533
总资产	14,871	32,101	42,787	54,240	66,373
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	1,914	3,636	4,343	4,706	4,962
其他短期负债	1,456	3,533	3,475	3,451	3,432
总流动负债	3,370	7,168	7,818	8,157	8,394
长期应付账款	15	6	6	6	6
其他长期负债	601	2,275	2,051	1,958	1,886
总长期负债	616	2,281	2,056	1,964	1,892
总负债	3,986	9,449	9,874	10,121	10,286
股本	1	1	1	1	1
储备及其他资本项目	10,683	22,277	32,225	43,091	54,694
股东权益	10,684	22,278	32,226	43,092	54,695
非控股权益	201	375	687	1,028	1,392
总权益	10,885	22,652	32,913	44,120	56,087

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	4,366	17,037	18,102	19,772	21,114
折旧及摊销	863	1,118	2,216	2,513	2,726
营运资本变动	246	(3,277)	471	(1,439)	(1,553)
利息调整	(163)	(76)	(211)	(399)	(593)
税费	(688)	(4,025)	(4,526)	(4,943)	(5,279)
其他经营活动现金流	332	290	142	330	523
经营活动现金流	4,954	11,067	16,194	15,833	16,939
资本开支	(517)	(1,172)	(581)	(558)	(608)
投资活动	502	55	70	70	70
其他投资活动现金流	23	0	0	0	0
投资活动现金流	9	(1,116)	(511)	(489)	(538)
权益净变动	(60)	0	0	0	0
股息	(378)	(1,083)	(3,316)	(3,622)	(3,868)
其他融资活动现金流	(505)	0	(665)	(696)	(723)
融资活动现金流	(943)	(1,083)	(3,981)	(4,318)	(4,591)
汇率收益/损失	26	(968)	0	0	0
年初现金	2,078	6,109	13,775	25,477	36,503
年末现金	6,109	13,775	25,477	36,503	48,313

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	2.360	9.610	9.973	10.893	11.633
全面摊薄每股收益	2.346	9.583	9.950	10.867	11.605
Non-GAAP标准下的每股收益	2.555	9.814	9.950	10.867	11.605
每股股息	0.815	2.382	2.487	2.717	2.901
每股账面值	8.054	16.750	24.230	32.400	41.124
利润率分析(%)					
毛利率	66.8	72.1	70.5	70.5	70.6
EBIT利润率	31.9	45.5	42.6	42.6	42.7
净利率	24.0	34.4	31.7	32.0	32.3
盈利能力(%)					
ROA	25.2	54.4	35.4	29.9	25.7
ROE	33.5	76.2	47.7	37.6	30.9
其他					
流动比率	3.6	3.5	4.5	5.7	7.0
存货周转天数	158.0	231.6	140.0	135.0	135.0
应收账款周转天数	29.1	21.4	21.4	21.4	21.4
应付账款周转天数	198.4	153.8	158.6	158.6	158.6

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**

2026年5月13日

泡泡玛特 (9992 HK)

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期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期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有拥有于本报告期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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、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、滴普科技股份有限公司、Mixres 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、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、广东云徙智能科技股份有限公司及驭势科技（北京）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及光大证券股份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，可能持有在本报告期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期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，委任其认为必要的法律、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。