



## 泡泡玛特 (9992.HK): 预计海外收入环比趋势逐季改善, 驱动市场情绪回暖与估值回升

浦银国际观点: 泡泡玛特 1Q26 整体收入同比增长 75%-80%, 基本符合市场预期。中国市场 1Q26 收入同比大增 100%-105%, 相比 4Q25 估计录得双位数的增长。我们预测中国市场收入在 2Q26-4Q26 有望保持环比增长。根据我们的测算, 海外市场 1Q26 收入同比增长 35%-40%, 但相比 4Q25 录得较大幅度的下降。随着 Labubu 热度下降的影响边际减弱, 我们预测海外市场收入的环比跌幅在 2Q26 大幅收窄, 并有望在 3Q26 重回环比增长。基于我们的盈利预测, 公司当前交易在 12.7 倍 2026E P/E。随着海外收入触底反弹, 市场情绪有望显著改善, 驱动估值回升。我们维持泡泡玛特“买入”评级, 最新目标价为 253.2 港元 (20 倍 2026E P/E)。

- 中国市场 1Q26 收入趋势保持强劲, 2Q26 有望维持环比增长:** 尽管 Labubu 的热度较去年下半年显著下降, 但中国市场 1Q26 收入仍然保持环比较高的双位数增长(我们测算相较 4Q25 增长 18%-20%)。这主要是由 The Monsters 以外的 IP 所驱动的。其中, 星星人无疑是最大的增长驱动力。管理层表示星星人在中国以及其他亚洲市场已经成为除 Labubu 以外最受欢迎的 IP。除此之外, Dimoo 及 Crybaby 也维持较高的增速, 而年初推出的 PUCKY 敲敲系列也在社交媒体上收获了较高的热度。尽管后续基数不断上升, 但根据我们的调研, 中国市场 2Q26 至今的收入依然维持较高的同比增速, 意味着 2Q26 中国市场收入环比 1Q26 有望维持环比增长趋势。
- 海外市场 1Q26 深度调整, 预计后续环比趋势大幅改善:** 海外市场仍是市场关注的焦点。随着 Labubu 热度的持续降温, 1Q26 海外市场收入继 4Q25 之后再次录得较大幅度的环比下降(我们估计降幅接近 40%)。然而, 根据我们的调研, 2Q26 至今的海外市场收入已逐渐趋于稳定, 意味着 Labubu 热度下降对销售带来的负面影响在边际减弱。随着后续新品的陆续推出(比如 Labubu 4.0), 我们预测海外市场收入的环比跌幅有望在 2Q26 大幅收窄, 并有望在 3Q26 重新录得环比增长。
- 海外市场正经历从短期爆发到可持续发展的转变:** 管理层再次重申 2026 年是海外市场的调整年, 公司将更加聚焦组织的优化以及运营能力的提升(包括 IP 运营合作、商品规划、买货管理、门店运营、陈列设计、全球物流和供应链等), 并表示公司已经观察到海外市场的渗透在加速、本地消费者占比在提升、消费者对 IP 整体生态的认知在深化。公司计划在不同的区域市场推出更多版权合作的 IP 产品以及与自有 IP 的联名产品。同时, 管理层看到 The Monsters 以外的 IP(比如 Skull Panda 和小野)在欧美市场有较为突出的表现。这些趋势都利好泡泡玛特在海外市场长期可持续的发展。
- 基本维持对 2026 全年业绩的判断:** 管理层并未对今年 3 月提出的 2026 年收入增长不低于 20% 的目标进行调整。我们预测 2026 年中国市场收入同比增长 49%, 海外收入同比下降 19%。管理层预计 2026 年整体原材料成本同比上升 3%-5%, 给毛利率带来 0.5ppt 的负面影响。结合其他不利因素(比如高毛利地区收入占比下降以及运输仓储费用的上升), 管理层预计 2026 年毛利率同比下降 1-2ppt。另外, 管理层预计人力、租金及其他固定费用率可能小幅上升, 阶段性影响 2026 年净利率。尽管如此, 我们相信整体收入增长带来的经营正杠杆以及公司降本增效的措施能部分缓解利润率的压力。

林闻嘉

首席消费分析师

 richard\_lin@spdbi.com  
 (852) 2808 6433

何丽敏

消费分析师

 limin\_he@spdbi.com  
 (852) 2808 6438

2026 年 5 月 13 日

### 评级


**买入**

目标价(港元)	253.2
潜在升幅/降幅	+57.4%
目前股价(港元)	160.9
52 周内股价区间(港元)	140.1-339.8
总市值(百万港元)	215,774
近 3 月日均成交额(百万港元)	3,710

注: 截至 2026 年 5 月 13 日收盘价

### 市场预期区间

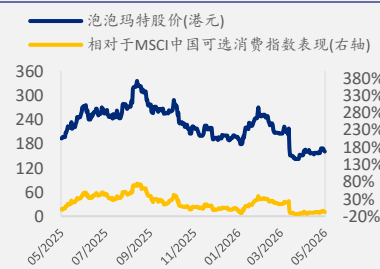
HKD 127.0 HKD 160.9 HKD 253.2 HKD 350.0



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究



- **投资风险：**国内消费力持续下降、行业竞争进一步加剧、海外市场需求不及预期，供应链与产能受阻。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	<b>13,038</b>	<b>37,120</b>	<b>44,297</b>	<b>52,301</b>	<b>58,366</b>
同比变动 (%)	106.9%	184.7%	19.3%	18.1%	11.6%
归母净利润	<b>3,125</b>	<b>12,776</b>	<b>14,852</b>	<b>18,045</b>	<b>20,606</b>
同比变动 (%)	188.8%	308.8%	16.2%	21.5%	14.2%
PE (x)	60.3	14.8	12.7	10.4	9.1
ROE (%)	33.5%	76.2%	53.1%	45.3%	38.4%

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 泡泡玛特

利润表

(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>13,038</b>	<b>37,120</b>	<b>44,297</b>	<b>52,301</b>	<b>58,366</b>
同比	106.9%	184.7%	19.3%	18.1%	11.6%
营业成本	-4,330	-10,355	-13,131	-15,250	-16,820
<b>毛利润</b>	<b>8,708</b>	<b>26,765</b>	<b>31,166</b>	<b>37,051</b>	<b>41,545</b>
毛利率	66.8%	72.1%	70.4%	70.8%	71.2%
销售费用	-3,650	-8,082	-9,770	-11,301	-12,487
管理费用	-947	-1,770	-2,049	-2,202	-2,337
<b>经营利润</b>	<b>4,110</b>	<b>16,912</b>	<b>19,347</b>	<b>23,547</b>	<b>26,721</b>
经营利润率	31.5%	45.6%	43.7%	45.0%	45.8%
财务费用	163	76	149	272	435
其他营业收入	84	150	291	329	385
其他	8	-102	70	70	70
<b>税前利润</b>	<b>4,366</b>	<b>17,037</b>	<b>19,857</b>	<b>24,218</b>	<b>27,611</b>
所得税	-1,057	-4,025	-4,766	-5,933	-6,765
所得税率	24.2%	23.6%	24.0%	24.5%	24.5%
净利润	<b>3,308</b>	<b>13,012</b>	<b>15,092</b>	<b>18,285</b>	<b>20,846</b>
减：少数股东损益	183	236	240	240	240
<b>归母净利润</b>	<b>3,125</b>	<b>12,776</b>	<b>14,852</b>	<b>18,045</b>	<b>20,606</b>
归母净利率	24.0%	34.4%	33.5%	34.5%	35.3%
同比	188.8%	308.8%	16.2%	21.5%	14.2%

资产负债表

(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	9,646	17,228	25,722	36,957	50,146
短期投资	11	10	10	10	10
贸易及应收款项	478	921	1,099	1,298	1,449
预付租金	577	1,283	1,531	1,808	2,018
其他应收账款	0	0	0	0	0
存货	1,525	5,473	6,782	7,693	8,284
其他流动资产	0	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>12,236</b>	<b>24,915</b>	<b>35,144</b>	<b>47,766</b>	<b>61,906</b>
物业、厂房及设备	739	1,418	1,774	2,348	2,741
使用权资产	928	2,791	4,697	5,314	5,857
无形资产	135	209	281	332	370
联营公司投资	549	485	486	486	487
商誉	0	0	0	0	0
递延所得税资产	147	1,754	1,754	1,754	1,754
贸易及应收款项	137	274	274	274	274
其他非流动资产	0	256	256	256	256
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,635</b>	<b>7,187</b>	<b>9,522</b>	<b>10,765</b>	<b>11,740</b>
贸易及应付款项	1,010	1,858	2,353	2,730	3,007
合同负债	189	393	393	393	393
即期所得税负债	562	2,116	2,116	2,116	2,116
其他应付款项	1,246	2,215	2,682	3,041	3,306
租赁负债	363	586	1,523	1,539	1,556
其他	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>3,370</b>	<b>7,168</b>	<b>9,067</b>	<b>9,819</b>	<b>10,378</b>
租赁负债	601	2,275	2,321	2,347	2,372
其他非流动负债	15	6	6	6	6
<b>非流动负债合计</b>	<b>616</b>	<b>2,281</b>	<b>2,327</b>	<b>2,352</b>	<b>2,378</b>
股本	1	1	1	1	1
储备	10,683	22,277	32,657	45,504	59,794
少数股东权益	201	375	615	855	1,095
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,885</b>	<b>22,652</b>	<b>33,272</b>	<b>46,359</b>	<b>60,890</b>

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
税前利润	4,366	17,037	19,857	24,218	27,611
资产折旧	863	1,118	1,470	1,856	2,539
财务支出	227	238	249	372	535
税务支出	-688	-4,077	-4,766	-5,933	-6,765
租赁负债财务支出	0	0	-96	-108	-135
存货增减	-634	-3,932	-1,309	-911	-591
应收增减	-276	-1,264	-426	-475	-360
应付增减	1,080	1,676	963	735	542
租赁支出	-930	-1,893	-2,412	-2,702	-2,989
其他	443	1,355	612	1,052	1,177
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>4,449</b>	<b>10,257</b>	<b>14,142</b>	<b>18,104</b>	<b>21,564</b>
资本开支	-4,869	-12,516	-1,272	-1,778	-2,193
投资支付现金和收益	4,386	11,487	0	0	0
其他	491	40	-1	-1	0
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>9</b>	<b>-989</b>	<b>-1,273</b>	<b>-1,779</b>	<b>-2,194</b>
股东注资	-78	0	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-393	-1,083	-4,375	-5,090	-6,181
其他	18	-76	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-453</b>	<b>-1,159</b>	<b>-4,375</b>	<b>-5,090</b>	<b>-6,181</b>
现金及现金等价物净增加额	4,005	8,109	8,494	11,235	13,189
汇兑损益	26	-443	0	0	0
期初现金及现金等价物余额	2,078	6,109	13,775	22,269	33,505
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>6,109</b>	<b>13,775</b>	<b>22,269</b>	<b>33,505</b>	<b>46,694</b>

财务和估值比率

	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	2.35	9.58	11.14	13.54	15.46
每股销售额	9.79	27.84	33.23	39.23	43.78
每股股息	0.82	3.35	3.90	4.74	5.41
<b>同比变动</b>					
收入	106.9%	184.7%	19.3%	18.1%	11.6%
经营溢利	267.1%	311.5%	14.4%	21.7%	13.5%
归母净利润	188.8%	308.8%	16.2%	21.5%	14.2%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	66.8%	72.1%	70.4%	70.8%	71.2%
经营利润率	31.5%	45.6%	43.7%	45.0%	45.8%
归母净利率	24.0%	34.4%	33.5%	34.5%	35.3%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	33.5%	76.2%	53.1%	45.3%	38.4%
平均资产回报率	25.2%	54.4%	38.7%	35.0%	31.2%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	13.2	8.9	8.9	8.9	8.9
库存周转天数	158.0	231.6	226.6	221.6	216.6
应付账款周转天数	84.0	64.6	64.5	64.4	64.4
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	3.6	3.5	3.9	4.9	6.0
速动比率 (x)	3.0	2.5	3.0	3.9	5.0
现金比率 (x)	2.9	2.4	2.8	3.8	4.8
负债/权益	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	60.3	14.8	12.7	10.4	9.1
市销率 (x)	14.4	5.1	4.3	3.6	3.2
股息率	0.6%	2.4%	2.8%	3.3%	3.8%

图表 2：泡泡玛特分渠道和分地区收入同比增速

	1H25	2H25	1Q26
<b>中国</b>	<b>135%</b>	<b>136%</b>	<b>100%-105%</b>
-线上渠道	212%	211%	150%-155%
-线下渠道	117%	111%	75%-80%
<b>海外</b>	<b>440%</b>	<b>243%</b>	
-美洲地区	1,142%	633%	55%-60%
-欧洲及其他地区	729%	436%	60%-65%
-亚太区	258%	123%	25%-30%
<b>整体</b>	<b>204%</b>	<b>174%</b>	<b>75%-80%</b>

资料来源：公司数据、浦银国际

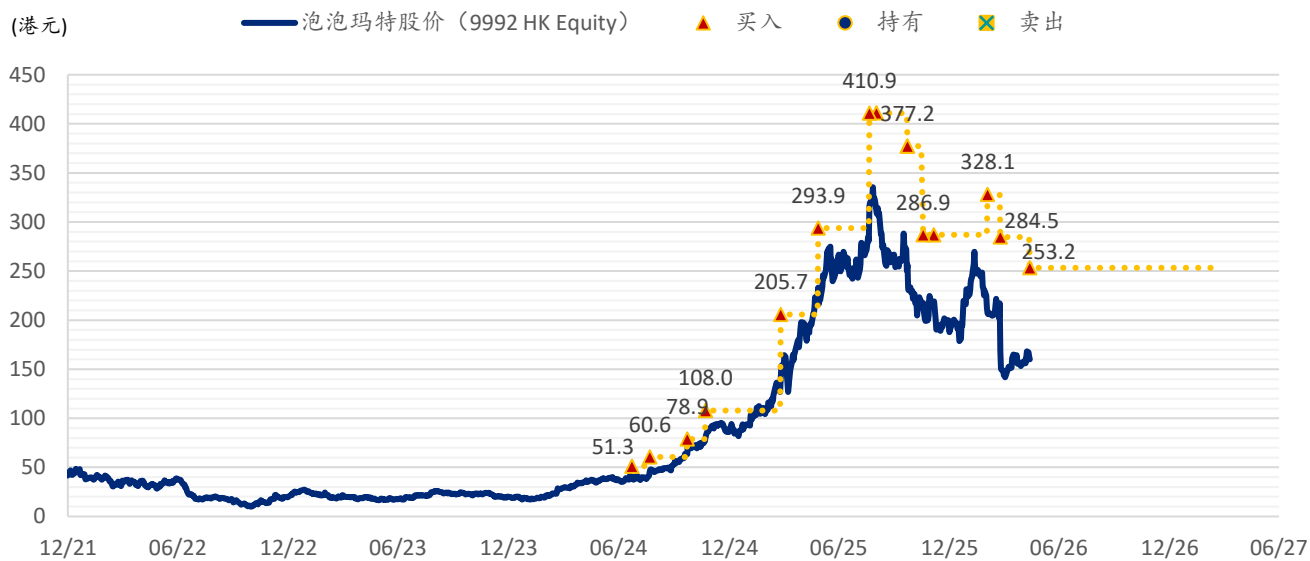
图表 3：SPDBI 财务预测变动：泡泡玛特（9992.HK）

(人民币百万)	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>			
旧预测	46,671	55,958	63,643
新预测	44,297	52,301	58,366
变动	-5.1%	-6.5%	-8.3%
<b>归母净利润</b>			
旧预测	16,690	20,669	24,015
新预测	14,852	18,045	20,606
变动	-11.0%	-12.7%	-14.2%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

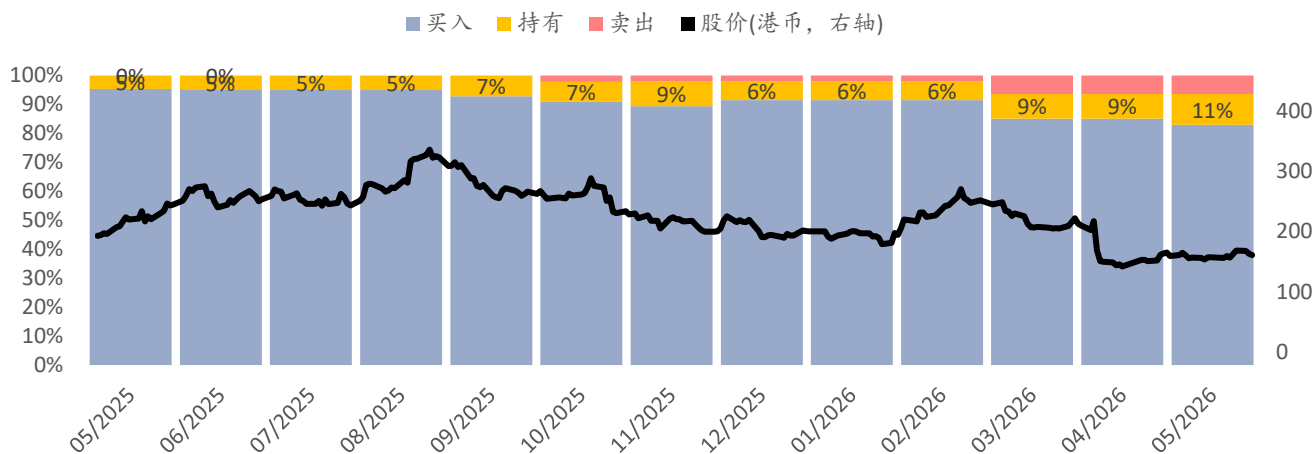
图表 4: SPDBI 目标价: 泡泡玛特 (9992.HK)



注: 截至 2026 年 5 月 13 日收盘价;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

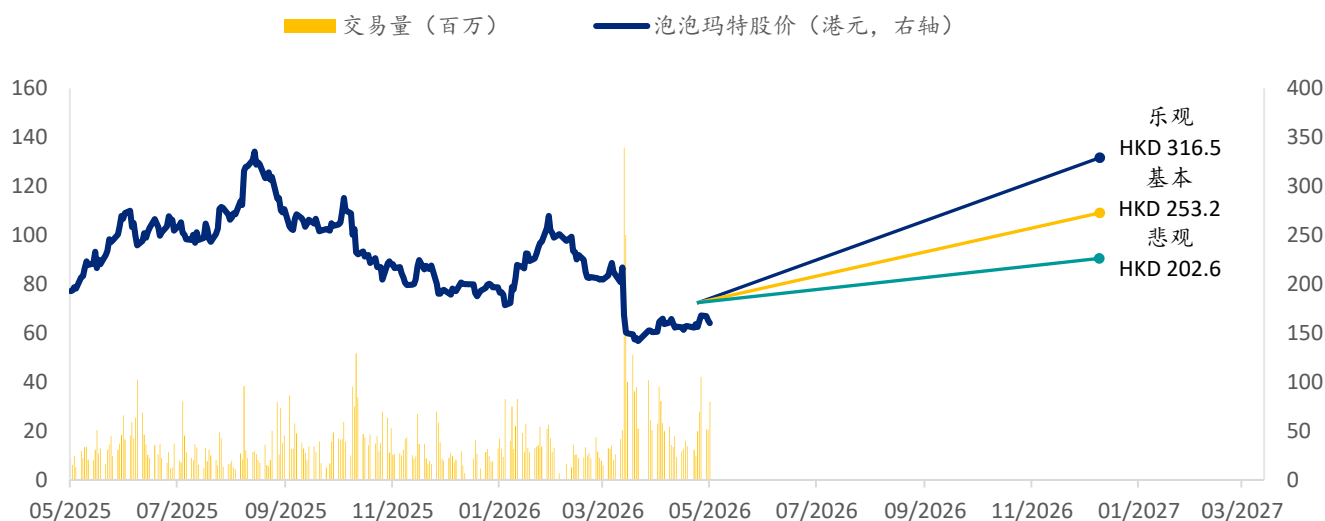
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

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



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期	悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期
目标价: 316.5 港元	目标价: 202.6 港元
概率: 25%	概率: 20%
<ul style="list-style-type: none"> <li>泡泡玛特 2026 国内收入同比增长 60%以上;</li> <li>泡泡玛特 2026 海外收入同比下降 10%以内;</li> <li>公司 2026 年归母净利率超过 35%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>泡泡玛特 2026 国内收入同比增长 40%以内;</li> <li>泡泡玛特 2026 海外收入同比下降超过 30%;</li> <li>公司 2026 年归母净利率低于 33%。</li> </ul>

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

## 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附属公司、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

#### 张帆

vane\_zhang@spdbi.com  
(852) 2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

