

买入

2026年5月18日

Q1 中国区表现亮眼，海外市场调整持续

► **FY26Q1 概况：**泡泡玛特 2026 年第一季度业绩亮眼，整体收入同比增长 75%-80%，中国市场与新兴 IP 成为核心增长引擎，海外市场短期调整后边际改善，同时全球化深化与集团化多元布局稳步推进，长期成长逻辑持续强化。

► **中国市场增长势能强劲，非 Labubu IP 扛起增长大旗：**1Q26 中国市场收入同比大增 100%-105%，线上渠道增速 (150%-155%) 显著高于线下 (75%-80%)。尽管 Labubu 热度较去年下半年回落，但星星人、Dimoo、Crybaby 等 IP 表现亮眼，其中星星人已成为亚洲市场除 Labubu 外最受欢迎 IP，年初推出的 PUCKY 敲敲系列也引爆社交平台。门店端，上海世贸等旗舰店开业后与老店形成协同效应，苏州、武汉等城市门店升级稳步落地，200-300 平米主力店型兼顾体验与运营效率。展望 2Q26，国内市场收入同比增速维持高位，环比有望延续增长态势。

► **海外市场短期调整蓄力，长期聚焦精细化运营与本土化渗透：**一季度亚太、美洲、欧洲及其他地区保持 25%-30%、55%-60%、60%-65% 的同比增长，但受 Labubu 全球热度边际回落影响，海外整体较去年四季度出现阶段性环比回落。目前海外市场已逐步企稳，热度下行带来的冲击正在弱化，随着后续新品有序推出，环比跌幅有望持续收窄。管理层将 2026 年定为海外业务调整年，不再单纯追求门店数量扩张，转而聚焦组织架构优化、全球供应链整合、门店标准化运营与会员体系统一建设。当前海外本地消费者占比持续提升，用户对 IP 生态认知不断深化，SkullPanda、小野等自有 IP 在欧美市场表现突出，叠加海外旗舰店陆续落地、本土艺术家 IP 挖掘提速，为海外业务可持续发展筑牢基础。

► **多元布局深化集团化战略，利润率短期承压、长期韧性可期：**我们认为公司的 IP 平台化能力持续凸显，“一超多强”矩阵正逐步降低单一 IP 依赖，LABUBU 推进电影、世界杯联名，延长生命周期；二是全球化进入精细化阶段，美洲市场验证 IP 全球适配性，2026 年美国门店计划超 100 家，新市场开拓打开空间；三是业态延伸突破，毛绒品类爆发，家电、甜品等新业务推动转型。公司的发展前景仍然是海阔天空。

► **目标价 226 港元，维持买入评级：**整体而言，泡泡玛特国内基本盘稳固、新兴 IP 接力增长，海外市场调整后有望重回上升通道，多元布局逐步落地，长期成长逻辑清晰。短期需关注 Labubu 热度波动与成本压力，长期看好 IP 生态完善、全球化渗透与集团化布局带来的价值释放。我们将 2026-2028 年经调整净利润预测调整至 150.5/180.4/210.7 亿元，给予目标价 226 港元，相当于 26 财年经调整净利润预测 20 倍 PE，距离当前股价有 48.3% 涨幅，买入评级。

► **风险提示：**1) 海外扩张不及预期；2) 新品销售不及预期；3) 竞争加剧

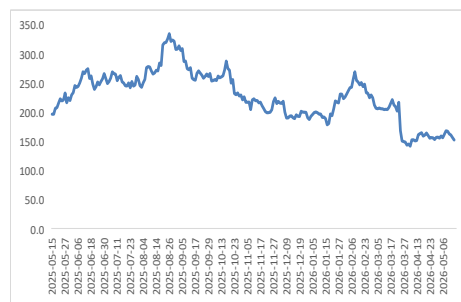
李卓群
+852-25321539
Grayson.li@firstshanghai.com.hk

行业	消费
股价	152.4 港元
目标价	226.0 港元 (+48.3%)
股票代码	9992.HK
已发行股本	13.30 亿股
市值	2045 亿港元
52 周高/低	339.8/140.1 港元
每股净资产	18.77 港元
主要股东	王宁 (48.72%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度		2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测	2028年预测
收入 (百万元)		13,038	37,120	44,499	52,092	59,774
	变动 (%)	106.9%	184.7%	19.9%	17.1%	14.7%
经营利润 (百万元)		4110	16912	19963	23942	28130
	变动 (%)	256.8%	311.5%	18.0%	19.9%	17.5%
股东净利润 (百万元)		3,125	12,776	14,962	17,941	21,075
	变动 (%)	188.8%	308.8%	17.1%	19.9%	17.5%
Non-GAAP 股东净利润 (百万元)		3,227	12,847	15,048	18,041	21,190
	变动 (%)	172.5%	298.1%	17.1%	19.9%	17.5%
EPS (元)		2.34	9.39	10.23	13.49	15.85
Non-GAAP EPS (元)		2.41	9.66	11.31	13.56	15.93
市盈率@152.4\$ (倍)		57.4	14.3	13.1	9.9	8.5
Non-GAAP 市盈率@152.4\$ (倍)		55.6	13.9	11.9	9.9	8.4

股价表现



来源: 公司资料, 第一上海

来源: 彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析				
<人民币> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <千>, 财务年度截至<12月31日>				
	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	13,037,749	37,120,052	44,499,325	52,091,812	59,774,183	盈利能力				
毛利	8,707,765	26,764,916	31,418,152	37,039,185	42,800,503	毛利率 (%)	66.8%	72.1%	70.6%	71.1%
销售及分销成本	(3,650,464)	(8,082,433)	(9,466,682)	(10,925,614)	(12,357,574)	经营利润率 (%)	31.5%	45.6%	44.9%	46.0%
行政开支	(947,093)	(1,770,114)	(1,988,505)	(2,171,509)	(2,312,436)	EBITDA 利率 (%)	35.2%	46.5%	46.3%	47.2%
经营溢利	4,110,208	16,912,369	19,962,964	23,942,061	28,130,493	净利率 (%)	24.0%	34.4%	33.6%	34.4%
利息净收入	212,335	158,966	91,702	107,348	123,179	Non-GAAP净利率	24.8%	34.6%	33.8%	34.6%
其他非经常性项目损益	48,188	69,653	83,500	97,746	112,162	营运表现				
所得税	(1,057,467)	(4,024,580)	(4,825,014)	(5,785,550)	(6,796,327)	SG&A/收入 (%)	35.3%	26.5%	25.7%	25.1%
股东净利润	3,125,473	12,775,689	14,962,043	17,940,599	21,074,949	实际税率 (%)	24.2%	24.0%	24.0%	24.0%
Non-GAAP 股东净利润	3,227,221	12,847,293	15,047,881	18,041,084	21,190,252	股息支付率 (%)	35.0%	25.0%	25.0%	25.0%
折旧及摊销	410,702	450,929	833,977	879,815	859,783	财务状况				
EBITDA	4,593,642	17,251,198	20,621,034	24,605,965	28,731,059	资产负债比率	26.8%	29.4%	22.0%	16.8%
Non-GAAP EBITDA	4,695,390	17,322,802	20,706,873	24,706,449	28,846,362	流动比率	464.4%	346.7%	507.9%	715.6%
增长						ROA	21.0%	39.8%	33.5%	29.9%
总收入 (%)	106.9%	184.7%	19.9%	17.1%	14.7%	ROE	28.7%	56.4%	43.0%	35.9%
EBITDA (%)	165.6%	275.5%	19.5%	19.3%	16.8%					
净利润 (%)	188.8%	308.8%	17.1%	19.9%	17.5%					

资产负债表						现金流量表				
<人民币> <千>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <千>, 财务年度截至<12月31日>				
	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金及等价物	6,109,017	13,775,087	29,605,415	40,364,146	61,670,835	净利润	3,125,473	12,775,689	14,962,043	17,940,599
短期投资	3,522,577	3,459,665	3,459,665	3,459,665	3,459,665	折旧及摊销	410,702	450,929	833,977	879,815
预付款项及其他流动资产	2,604,487	7,679,891	4,199,775	8,810,609	6,165,254	营运资金变化	136,692	0	0	0
总流动资产	12,236,081	24,914,643	37,264,856	52,634,419	71,295,754	其他	1,281,353	(4,013,935)	4,162,270	(4,021,294)
物业及设备	739,378	1,417,556	1,559,312	1,559,312	1,559,312	营运现金流	4,954,220	9,212,683	19,958,290	14,799,121
长期投资	0	0	0	0	0	资本开支	(516,690)	(571,725)	(934,000)	(846,429)
资产使用权	616,005	2,280,826	2,513,870	2,544,316	2,574,761	其他投资活动	525,647	0	0	0
固定资产	2,634,591	7,186,711	7,337,476	7,354,831	7,378,864	投资活动现金流	8,957	(571,725)	(934,000)	(846,429)
总资产	14,870,672	32,101,354	44,602,332	59,989,250	78,674,618	融资活动现金流	(958,503)	(1,094,410)	(3,193,962)	(3,193,962)
应付账款及票据	1,010,109	1,858,216	2,189,262	2,357,796	2,616,877	现金变化	4,031,090	7,546,548	15,830,328	10,758,730
递延收益	0	0	0	0	0	期初持有现金	2,077,927	6,109,017	13,775,087	29,605,415
总短期负债	3,370,028	7,168,161	7,316,905	7,505,736	7,785,113	期末持有现金	6,109,017	13,775,087	29,605,415	40,364,146
长期负债	616,005	2,280,826	2,513,870	2,544,316	2,574,761					
总负债	3,986,033	9,448,987	9,830,775	10,050,051	10,359,874					
股东权益	10,884,639	22,652,367	34,771,556	49,939,199	68,314,744					
非控股权益	201,134	374,632	725,741	1,146,746	1,641,304					

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号
永安集团大厦19楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。