

泡泡玛特 (09992.HK)

中国市场表现稳健，拓展新业务打造多增长极

事件:

发布 26Q1 经营数据。26Q1 公司营业收入 YOY+75%-80%。分区域看: ①中国区域营业收入 YOY+100%-105%，其中线下渠道 YOY+75%-80%，线上渠道营业收入 YOY+150%-155%; ②亚太区域营收 YOY+25%-30%; ③美洲区域营收 YOY+55%-60%; ④欧洲及其他区域营收 YOY+60%-65%。

点评:

中国市场表现稳健，线上渠道高增系核心驱动。26Q1 公司中国市场营收 YOY+100%-105%，增速同比增长 5pct。其中，以天猫旗舰店、泡泡抽盒机、抖音电商等为代表的线上渠道营收 YOY+150%-155%，是驱动业绩增长的重要动能。环比维度，我们测算预估 26Q1 公司中国市场收入环比回升，为公司提供业务基本盘支撑。

海外市场增速阶段性回落，逐步进入稳态运营阶段。公司海外市场流量在经历 25 年高峰后增速有所承压。受此影响，26Q1 海外各大区的营收增速同比回落，亚太/美洲/欧洲及其他地区同比分别下滑 320/840/540pct。环比维度，我们测算预估 26Q1 公司亚太/美洲/欧洲及其他地区收入环比略有下降。我们认为增速回落系受到季节性扰动及爆品周期影响，属于阶段性特征，海外市场正逐步过渡到一个更稳定、更健康的发展状态。

重点 IP 方面，星星人现象级火爆，小野等 IP 海外影响力提升。星星人于 2024 年推出，2025 年该 IP 实现收入 20.56 亿元，YOY+1602%。目前，星星人是中国与亚洲绝大部分国家除 Labubu 之外最热门的 IP。此外，Hirono 小野在菲律宾、SKULLPANDA 在新加坡、CRYBABY 在泰国，都形成了较强的本地影响力，支撑公司业绩增长。

业务布局上，拓展小家电、甜品以及电影等新业态，有望形成收入补充。2026 年 4 月 30 日，公司首款家电产品—LABUBU 冷藏箱发售，官方定价 5999/台。截至目前，该产品在官方发售渠道已售罄，预计贡献 1200 万元收入。此外，26Q1 公司 IP 主题甜品“POP BAKERY”快闪店已覆盖全国 21 个城市，首家直营店即将落地阿那亚。同时 LABUBU 电影已进入剧本开发阶段。各项新业务逐步落地，有望贡献收入增量。

盈利预测与投资建议:根据公司 26Q1 海内外市场运营情况，我们略微下调预期，预计公司 26-28 年分别实现收入 426/489/550 亿元（此前预测为 446/524/602 亿元），YOY+15%/15%/13%；实现归母净利润 143/168/195 亿元（此前预测为 156/188/220 亿元），YOY+12%/18%/16%，对应当前市值 PE 12/11/9x。我们看好公司 LABUBU、星星人等 IP 的长线运营潜力，以及新业务落地驱动基本面改善，维持对于公司的“买入”评级。

风险提示:产品表现不及预期，行业竞争加剧，宏观经济波动。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万人民币)	13,038	37,120	42,586	48,893	54,997
增长率 yoy (%)	106.9	184.7	14.7	14.8	12.5
归母净利润(百万人民币)	3,125	12,776	14,257	16,778	19,523
增长率 yoy (%)	188.8	308.8	11.6	17.7	16.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.33	9.53	10.63	12.51	14.56
净资产收益率 (%)	29.3	57.3	39.5	32.0	27.3
P/E (倍)	56.5	13.8	12.4	10.5	9.0
P/B (倍)	16.5	7.9	4.9	3.4	2.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 05 月 18 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	文娱用品
前次评级	买入
05 月 18 日收盘价 (港元)	150.70
总市值 (百万港元)	202,095.20
总股本 (百万股)	1,341.04
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	21.93

股价走势



作者

分析师	刘文轩
执业证书编号:	S0680526020003
邮箱:	liuwenxuan@gszq.com
分析师	赵海楠
执业证书编号:	S0680526020002
邮箱:	zhaohainan@gszq.com

相关研究

- 《泡泡玛特 (09992.HK): IP 梯队多点迸发，全球化布局行稳致远，看好公司长期平台化孵化-运营-商业化 IP 的护城河和成长性》 2026-04-03
- 《泡泡玛特 (09992.HK): 国内收入增长提速，海外渠道保持全面扩张》 2025-10-22
- 《泡泡玛特 (09992.HK): 海外业务全面高速扩张，利润率显著提升》 2025-08-20

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	12236	24915	42131	60401	81292
现金	6109	13775	30129	47445	67567
应收票据及应收账款	478	921	1065	1236	1405
其他应收款	577	1283	1490	1711	1925
预付账款	0	0	0	0	0
存货	1525	5473	6215	6845	7352
其他流动资产	3548	3462	3232	3164	3043
非流动资产	2635	7187	6760	6211	5670
长期投资	412	357	307	277	232
固定资产	739	1418	1284	1131	979
无形资产	1063	3000	2760	2388	
其他非流动资产	420	2412	2409	2415	2414
资产总计	14871	32101	48892	66611	86962
流动负债	3370	7168	9869	10929	11822
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1010	1858	2400	2789	2932
其他流动负债	2360	5310	7469	8140	8889
非流动负债	616	2281	2281	2281	2281
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	616	2281	2281	2281	2281
负债合计	3986	9449	12149	13209	14102
少数股东权益	201	375	651	976	1354
股本	1	1	1	1	1
资本公积	10206	21986	35799	52134	71214
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	10684	22278	36091	52426	71506
负债和股东权益	14871	32101	48892	66611	86962

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4954	10865	16873	17737	20397
净利润	3125	12776	14257	16778	19523
折旧摊销	863	1118	924	825	714
财务费用	49	82	34	26	41
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	246	-3550	1606	37	2
其他经营现金流	671	439	53	70	117
投资活动现金流	9	-989	-42	48	209
资本支出	-517	-1172	-550	-300	-220
长期投资	60	55	50	30	45
其他投资现金流	466	128	458	318	384
筹资活动现金流	-959	-1767	-34	-26	-41
短期借款	-15	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-78	0	0	0	0
资本公积增加	2759	11780	13814	16335	19080
其他筹资现金流	-3624	-13547	-13848	-16361	-19121
现金净增加额	4031	7666	16354	17315	20122

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	13038	37120	42586	48893	54997
营业成本	4330	10355	12094	13690	15124
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	3650	8082	9710	11001	11934
管理费用	947	1770	2087	2347	2585
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-163	-76	-104	-275	-433
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	92	48	223	255	261
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	4110	16912	18695	21855	25354
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	4366	17037	19022	22385	26048
所得税	1057	4025	4489	5283	6147
净利润	3308	13012	14533	17102	19901
少数股东损益	183	236	276	325	378
归属母公司净利润	3125	12776	14257	16778	19523
EBITDA	5065	18078	19842	22936	26329
EPS (元/股)	2.33	9.53	10.63	12.51	14.56

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	106.9	184.7	14.7	14.8	12.5
营业利润(%)	256.8	311.5	10.5	16.9	16.0
归属母公司净利润(%)	188.8	308.8	11.6	17.7	16.4
获利能力					
毛利率(%)	66.8	72.1	71.6	72.0	72.5
净利率(%)	24.0	34.4	33.5	34.3	35.5
ROE(%)	29.3	57.3	39.5	32.0	27.3
ROIC(%)	29.3	57.2	39.3	31.6	26.9
偿债能力					
资产负债率(%)	26.8	29.4	24.8	19.8	16.2
净负债比率(%)	-56.1	-60.8	-82.0	-88.8	-92.7
流动比率	3.6	3.5	4.3	5.5	6.9
速动比率	3.2	2.7	3.6	4.9	6.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.6	1.1	0.8	0.7
应收账款周转率	32.6	53.1	42.9	42.5	41.6
应付账款周转率	6.0	7.2	5.7	5.3	5.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.33	9.53	10.63	12.51	14.56
每股经营现金流(最新摊薄)	3.69	8.10	12.58	13.23	15.21
每股净资产(最新摊薄)	7.97	16.61	26.91	39.09	53.32
估值比率					
P/E	56.5	13.8	12.4	10.5	9.0
P/B	16.5	7.9	4.9	3.4	2.5
EV/EBITDA	33.7	9.0	7.4	5.6	4.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 05 月 18 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com