

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 153.70 港元 174.80↓ +13.7%

2026 年 8 月 21 日

泡泡玛特 (9992 HK)

1H26 业绩低于预期，海外调整或需时；下调盈利预测和目标价，下调至中性

① **1H26 业绩低于预期，全年预期下修；下调盈利预测和目标价，降至中性：**1H26 公司实现收入 171.7 亿元（人民币，下同），同比增 23.8%；毛利率同比降 0.6 个百分点至 69.7%，主要受到高毛利率海外业务收入占比下降及原材料成本上涨影响。全球门店扩张带来的相关投入增加亦对盈利形成拖累，最终上半年经调整净利润同比增长 9.5%至 51.6 亿元，慢于收入增速，经调整净利率同比降 3.9 个百分点至 30.0%。值得关注的是，管理层表示当前经营压力高于年初预期，下半年压力大于上半年，全年收入或无法实现此前约 20%的增长目标。考虑到海外业务恢复节奏及利润率改善均存在不确定性，我们下调公司 2026-28 年经调整净利润预测 21-23%，并将目标价下调至 174.80 港元。我们将评级下调至中性。尽管短期经营的不确定性有所上升，我们仍然看好公司长期 IP 平台化与全球化发展潜力。

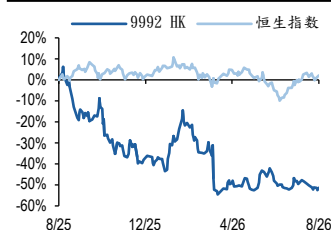
② **海外仍处于调整期，恢复需时：**1H26 海外收入同比降约 11.1%，主要受到去年同期爆发式增长形成的高基数影响；其中线上渠道调整最为明显，线下渠道表现更具韧性。短期看，海外业务仍处于经营调整及投入阶段，公司正持续完善区域团队、商品预测、供应链、仓储物流及跨区域协同能力。此背景下，管理层预计 2026 年海外市场的经营利润率将同比下降。我们认为，公司更加注重门店质量、库存效率及本地化运营的策略有利于长期全球化发展，但短期看，经营效率改善和利润率恢复需要时间。

③ **中国市场保持较强韧性，多 IP 运营能力进一步得到验证：**积极的一面是，中国市场上半年收入同比增长约 47.3%，线下、电商等核心渠道表现稳健，显示出中国市场的需求韧性。同时，公司 IP 结构进一步趋于多元，上半年共有 11 个艺术家 IP 收入超过 1 亿元，其中星星人收入同比增长 580.6%至 26.5 亿元。公司还在继续通过乐园、甜品、家电等新业态延伸 IP 生命周期，进一步加强多 IP 平台化运营能力。

个股评级

中性↓

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)	202,997.74
日均成交量 (百万)	10.85
年初至今变化 (%)	(18.11)
200天平均价 (港元)	176.46

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	35,770	38,338	40,245
同比增长 (%)	106.9	184.7	-3.6	7.2	5.0
净利润 (百万人民币)	3,125	12,776	10,402	11,504	11,944
每股盈利 (人民币)	2.36	9.61	7.82	8.65	8.98
同比增长 (%)	191.4	307.2	-18.6	10.6	3.8
前EPS预测值 (人民币)			9.97	10.89	11.63
调整幅度 (%)			-21.6	-20.6	-22.8
市盈率 (倍)	55.8	13.7	16.8	15.2	14.7
每股账面净值 (人民币)	8.05	16.75	22.62	29.10	35.84
市账率 (倍)	16.36	7.87	5.83	4.53	3.68
股息率 (%)	0.6	1.8	1.5	1.6	1.7

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>

- ⊕ **长期 IP 平台逻辑未变，但短期可见度下降，仍需等待海外企稳：**我们仍然认可公司作为 IP 平台的长期竞争力。中国业务韧性及多 IP 矩阵持续扩张，叠加未来 6 个月计划实施 20-50 亿元人民币股份回购，均有望对中长期股价形成一定支撑。但从短期来看，海外市场仍处于调整阶段，且 3 季度开始进入更高同比基数，同时海外经营去杠杆、库存消化及组织体系调整仍将阶段性延后利润释放。更重要的是，公司将 2026 年定位为调整年，经营重点转向提升组织、供应链及运营质量，或意味着短期盈利增长路径较此前更加平缓。因此基于更加审慎的收入和利润率预期，我们下调了 2026-28 年盈利预测 21-23%，仍基于 20 倍市盈率不变，下调目标价至 174.80 港元。下调至中性评级。

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	35,770	41,812	-14.4%	38,338	45,275	-15.3%	40,245	47,861	-15.9%
毛利润	24,639	29,491	-16.5%	26,464	31,925	-17.1%	27,831	33,786	-17.6%
毛利率	68.9%	70.5%	-1.7ppts	69.0%	70.5%	-1.5ppts	69.2%	70.6%	-1.4ppts
经营利润	13,915	17,821	-21.9%	15,231	19,303	-21.1%	15,638	20,452	-23.5%
经营利润率	38.9%	42.6%	-3.7ppts	39.7%	42.6%	-2.9ppts	38.9%	42.7%	-3.9ppts
归母净利润	10,402	13,264	-21.6%	11,504	14,488	-20.6%	11,944	15,472	-22.8%
净利率	29.1%	31.7%	-2.6ppts	30.0%	32.0%	-2.0ppts	29.7%	32.3%	-2.6ppts

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	35,770	41,953	-14.7%	38,338	48,597	-21.1%	40,245	54,329	-25.9%
毛利润	24,639	29,488	-16.4%	26,464	34,262	-22.8%	27,831	38,424	-27.6%
毛利率	68.9%	70.3%	-1.4ppts	69.0%	70.5%	-1.5ppts	69.2%	70.7%	-1.6ppts
经营利润	13,915	17,865	-22.1%	15,231	20,752	-26.6%	15,638	23,439	-33.3%
经营利润率	38.9%	42.6%	-3.7ppts	39.7%	42.7%	-3.0ppts	38.9%	43.1%	-4.3ppts
归母净利润	10,402	13,428	-22.5%	11,504	15,687	-26.7%	11,944	17,799	-32.9%
净利率	29.1%	32.0%	-2.9ppts	30.0%	32.3%	-2.3ppts	29.7%	32.8%	-3.1ppts

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	中性	153.70	174.80	13.7%	2026 年 08 月 21 日	潮流玩具
291 HK	华润啤酒	买入	20.54	32.00	55.8%	2026 年 08 月 21 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	6.33	8.10	28.0%	2026 年 08 月 03 日	啤酒
3288 HK	海天味业	买入	32.20	41.30	28.3%	2026 年 03 月 30 日	调味品
600887 CH	伊利股份	买入	25.52	34.50	35.2%	2025 年 09 月 01 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	18.45	21.51	16.6%	2025 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	6.77	12.30	81.7%	2023 年 09 月 05 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	20.85	28.00	34.3%	2025 年 08 月 06 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.18	4.73	48.8%	2025 年 07 月 30 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	15.63	10.40	-33.5%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	41.88	74.10	76.9%	2026 年 03 月 31 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	21.26	30.10	41.6%	2026 年 03 月 30 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	41.42	0.00	-100.0%	2025 年 09 月 17 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	85.38	96.20	12.7%	2025 年 09 月 01 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	22.70	22.64	-0.3%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	1.18	1.30	10.6%	2026 年 07 月 29 日	餐厅
1768 HK	鸣鸣很忙	买入	400.00	542.00	35.5%	2026 年 05 月 13 日	零售
9896 HK	名创优品	买入	22.00	45.50	106.8%	2026 年 04 月 01 日	零售
2331 HK	李宁	买入	14.46	18.50	27.9%	2026 年 07 月 17 日	运动品牌
2020 HK	安踏	买入	74.90	108.70	45.1%	2026 年 01 月 21 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	中性	0.38	0.37	-2.6%	2026 年 08 月 14 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	1.20	2.68	124.1%	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 8 月 20 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	35,770	38,338	40,245
主营业务成本	(4,330)	(10,355)	(11,131)	(11,874)	(12,413)
毛利	8,708	26,765	24,639	26,464	27,831
销售及管理费用	(4,598)	(9,853)	(10,112)	(11,221)	(12,182)
其他经营净收入/费用	44	(22)	(612)	(12)	(12)
经营利润	4,154	16,890	13,915	15,231	15,638
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	14,196	15,700	16,300
税费	(1,057)	(4,025)	(3,549)	(3,925)	(4,075)
非控股权益	(183)	(236)	(245)	(271)	(281)
净利润	3,125	12,776	10,402	11,504	11,944
作每股收益计算的净利润	3,125	12,776	10,402	11,504	11,944
Non-GAAP标准的净利润	3,403	13,084	10,402	11,504	11,944

资产负债表简表 (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	23,700	32,435	41,540
有价证券	3,523	3,460	3,460	3,460	3,460
应收账款及票据	478	921	888	951	999
存货	1,525	5,473	3,463	3,562	3,724
其他流动资产	602	1,286	1,239	1,328	1,394
总流动资产	12,236	24,915	32,749	41,736	51,117
物业、厂房及设备	739	1,418	1,389	1,289	1,154
其他有形资产	928	2,791	3,039	3,185	3,310
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	7,454	7,507	7,462
总资产	14,871	32,101	40,203	49,243	58,579
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	1,914	3,636	3,924	4,186	4,376
其他短期负债	1,456	3,533	3,485	3,460	3,441
总流动负债	3,370	7,169	7,409	7,646	7,817
长期应付账款	15	6	6	6	6
其他长期负债	601	2,275	2,090	1,994	1,919
总长期负债	616	2,281	2,095	1,999	1,924
总负债	3,986	9,449	9,504	9,645	9,741
股本	1	1	1	1	1
储备及其他资本项目	10,683	22,277	30,079	38,707	47,665
股东权益	10,684	22,278	30,080	38,708	47,666
非控股权益	201	375	620	890	1,172
总权益	10,885	22,652	30,699	39,598	48,837

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	14,196	15,700	16,300
折旧及摊销	863	1,118	2,212	2,474	2,688
营运资本变动	246	(3,277)	875	(1,396)	(1,504)
利息调整	(163)	(76)	(211)	(399)	(593)
税费	(688)	(4,025)	(3,549)	(3,925)	(4,075)
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	13,664	12,784	13,340
资本开支	(517)	(1,172)	(556)	(558)	(607)
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)	(486)	(488)	(538)
权益净变动	(60)	0	0	0	0
股息	(378)	(1,083)	(2,601)	(2,876)	(2,986)
其他融资活动现金流	(505)	0	(653)	(684)	(711)
融资活动现金流	(943)	(1,083)	(3,253)	(3,560)	(3,697)
汇率收益/损失	26	(1,201)	0	0	0
年初现金	2,078	6,109	13,775	23,700	32,435
年末现金	6,109	13,775	23,700	32,435	41,540

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	7.821	8.650	8.981
全面摊薄每股收益	2.346	9.583	7.803	8.629	8.959
Non-GAAP标准下的每股收益	2.555	9.814	7.803	8.629	8.959
每股股息	0.815	2.382	1.951	2.157	2.240
每股账面值	8.054	16.750	22.616	29.103	35.839
利润率分析(%)					
毛利率	66.8	72.1	68.9	69.0	69.2
EBIT利润率	31.9	45.5	38.9	39.7	38.9
净利率	24.0	34.4	29.1	30.0	29.7
盈利能力(%)					
ROA	25.2	54.4	28.8	25.7	22.2
ROE	33.5	76.2	39.0	32.7	27.0
其他					
流动比率	3.6	3.5	4.4	5.5	6.5
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**

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有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、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、山东快驴科技发展有限公司、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、上海华达科技发展有限公司、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、驭势科技（北京）股份有限公司、北京深演智能科技股份有限公司及Yangtuo Holdings Inc.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。交银国际证券不暗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。