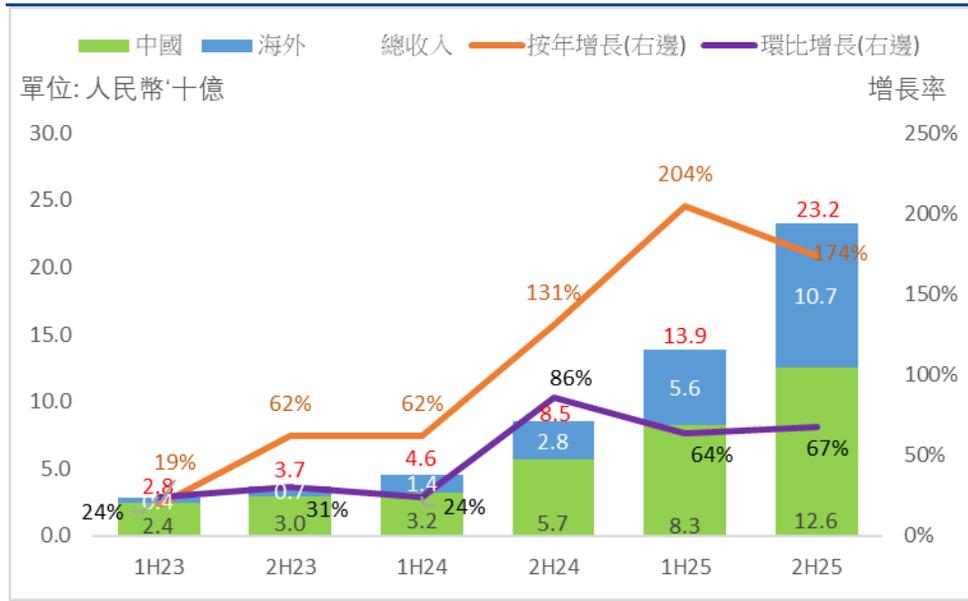


## 今日焦點:

▶ **泡泡瑪特 (9992 HK, 股價 149.60 港元, 市值 2000 億港元) 具備永續性的全球化 IPs**

泡泡瑪特為全球 IP 驅動盲盒玩具零售龍頭, 近期以 Labubu 角色最具知名度。公司 2025 年下半年實現營收人民幣 232 億元 (同比增長 175%、環比增長 67%), 淨利潤達人民幣 82 億元 (同比增長 272%、環比增長 79%)。本次將分配淨利潤的 25% 作為股息, 每股派息 2.38 元人民幣, 為上市以來首次分紅。儘管業績表現強勁, 市場擔憂其成長潛力, 業績公布後股價大跌超過 30%。然而我們認為, 公司已在海外市場培育出全新文化, 商業模式具備永續性。

圖 1: 總營收 (人民幣十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

**海外成長放緩:** 2025 年下半年, 中國大陸營收達人民幣 126 億元 (同比增長 121%、環比增長 52%), 優於市場預期, 主要受益於渠道運營優化, 以及泡泡瑪特抽盒機、直播帶動線上業務強勁增長 (同比大增 205%)。期內淨新增門店僅 2 家, 總門店數至 445 家, 主因小型門店關閉與旗艦店升級調整。海外營收達人民幣 107 億元 (同比增長 281%、環比增長 91%), 佔總營收比重環比提升 6 個百分點至 46%, 惟受海外運營表現偏弱影響, 環比增速不及市場預期。整體海外淨新增門店 57 家, 總數達 185 家。

展望未來, 公司將設立區域總部, 推進拉丁美洲、非洲及中東市場擴張; 同時組建本地設計團隊, 強化產品設計能力, 以契合不同文化與市場需求。此外, 計劃在海外新增超過 100 家門店, 並擴大覆蓋城市數量。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	24,951	0.4%	-2.6%
中資企業指數	8,453	0.8%	-5.2%
紅籌指數	4,164	0.1%	3.7%
港深300指數	4,502	0.6%	-2.8%
上海A股	4,104	0.6%	3.9%
上海B股	263	0.8%	3.9%
深圳A股	2,699	1.3%	1.9%
深圳B股	1,201	0.4%	-5.0%

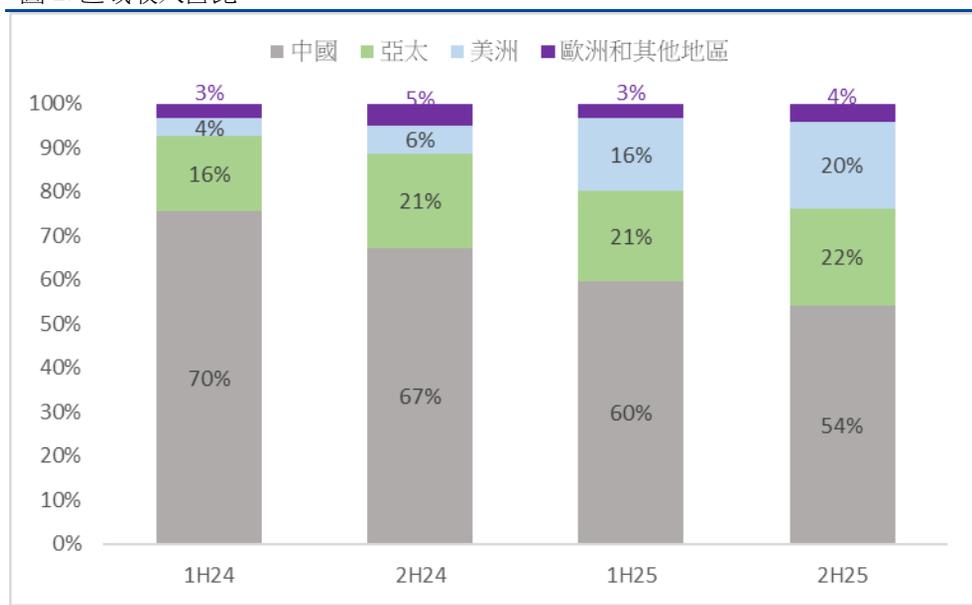
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	45,166	-1.7%	-6.0%
標普500	6,368	-1.7%	-7.0%
美國納斯達克指數	20,948	-2.1%	-9.9%
日經平均指數	50,928	-4.6%	1.2%
英國富時指數	9,967	-0.0%	0.4%
法國證商公會指數	7,701	-0.9%	-5.5%
德國法蘭克福指數	22,300	-1.4%	-8.9%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,494	2.7%	3.0%
銅價 (美元/盎司)	2,665	-2.6%	4.8%
銀價 (美元/盎司)	69	2.5%	-4.4%
原油 (美元/桶)	99	5.5%	77.8%
銅價 (美元/盎司)	12,195	-1.0%	-1.8%
鋁價 (美元/盎司)	3,296	1.6%	10.0%
鎳價 (美元/盎司)	1,867	1.9%	-10.5%
鎘價 (美元/盎司)	3,115	1.2%	-0.1%
小麥 (美分/蒲式耳)	605	0.0%	20.0%
玉米 (美分/蒲式耳)	462	-1.1%	3.6%
糖 (美分/磅)	139	4.1%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,159	-1.2%	9.7%
PVC (美元/噸)	5,614	-0.4%	45.8%
CRB 指數	368	1.9%	3.0%
BDI			8.2%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣	
美元			7.8	0.9	160.3	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	20.5	10.2	0.9	
歐羅	1.2	9.0		184.5	1.1	8.0	
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0	
瑞郎	1.3	9.8	1.1	200.7		8.7	
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.2	0.1		

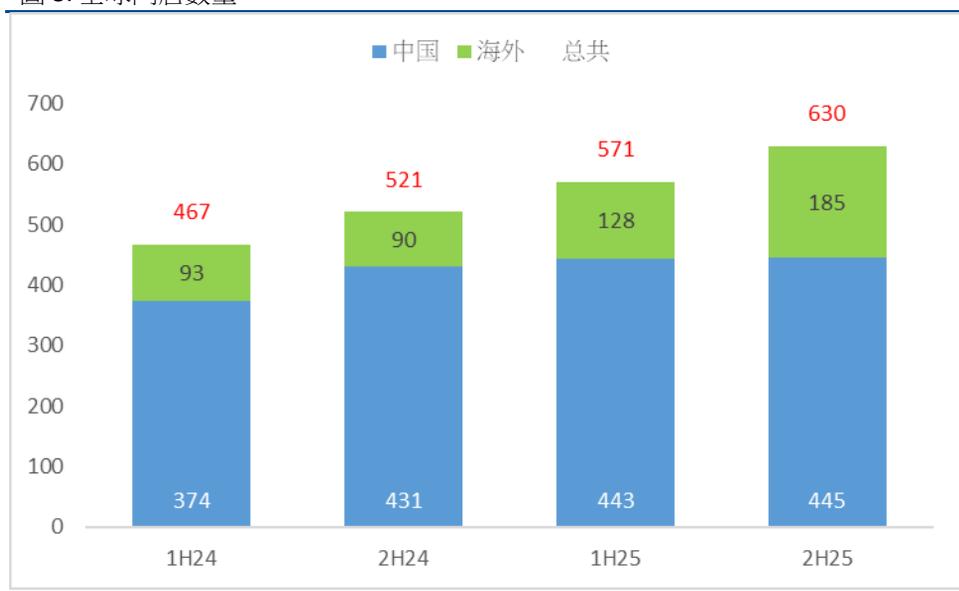
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	31	15.9%

圖 2: 區域收入占比



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

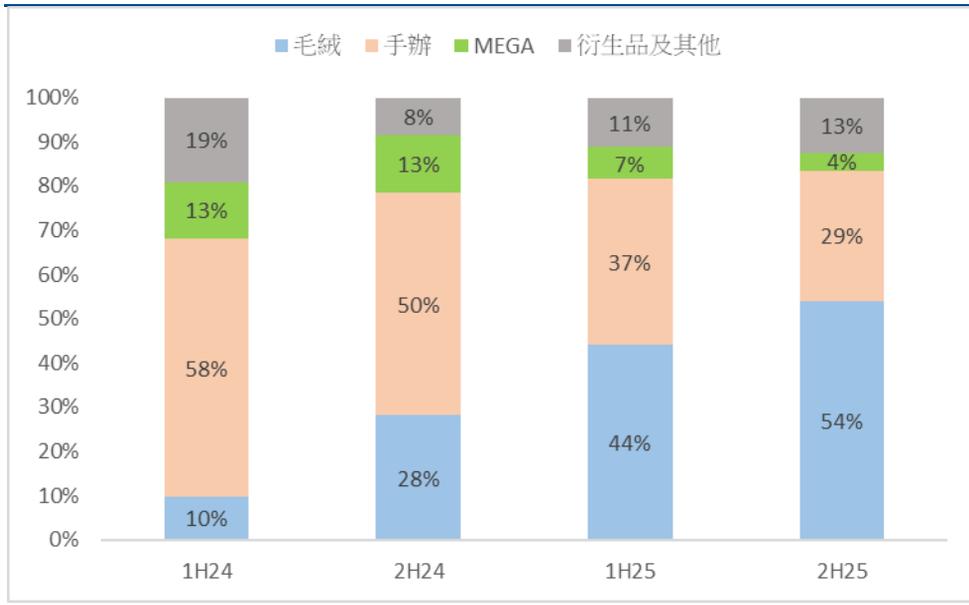
圖 3: 全球門店數量



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

**產品結構優化, 毛利率提升:** 受 Labubu 及全線 IP 毛絨產品拓展帶動, 高毛利毛絨類營收大幅攀升至人民幣 126 億元 (同比增長 427%、環比增長 105%), 佔總營收比重達 54%。公仔玩具類營收增至人民幣 68 億元 (同比增長 60%、環比增長 32%), 但佔總銷售比重降至 29%。其他 IP 相關業務營收升至人民幣 29 億元 (同比增長 307%、環比增長 88%), 佔比 13%, 主要由衍生品、授權及主題樂園業務驅動。MEGA 系列營收降至人民幣 9 億元, 佔銷售比重 4%。

圖 4: 產品類型收入占比

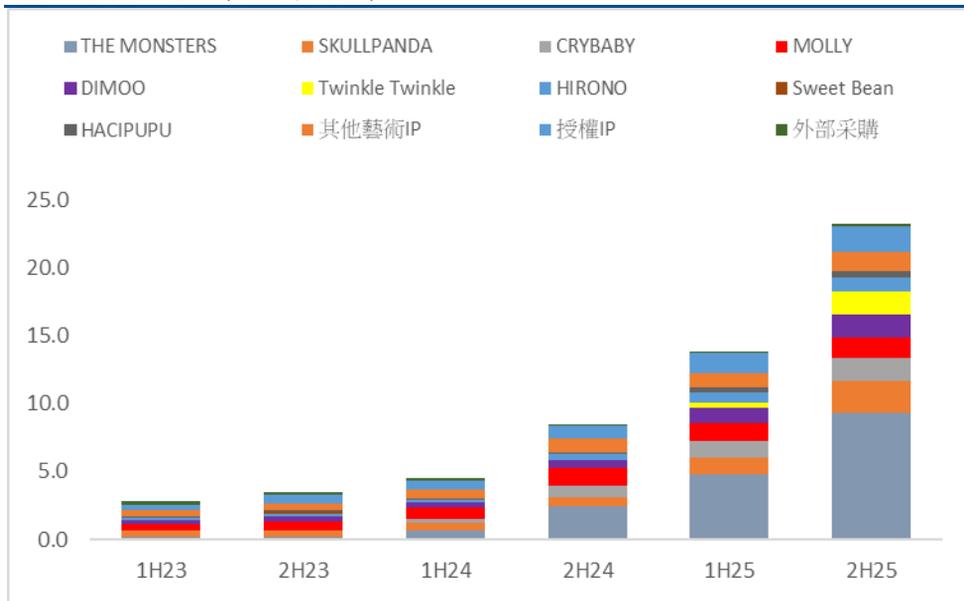


資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

**Labubu 系列帶動強勁成長:** 以 Labubu 為核心的怪獸系列實現銷售人民幣 93 億元 (同比增長 287%、環比增長 94%)，佔總營收比重環比提升 5 個百分點至 40%，貢獻總營收增量的 48%。Molly、SKULLPANDA、DIMOO 等經典 IP 營收增至人民幣 55 億元 (同比增長 115%、環比增長 50%)，佔比環比小幅下滑 3 個百分點至 24%，貢獻總營收增量超過 20%。全新推出的 Twinkle Twinkle 系列環比大增 328%，營收達人民幣 17 億元 (佔總營收 7%)，增量貢獻佔總營收增長的 14% 整體看，藝術家 IP 佔比進一步提升至 90%。

Labubu 已展開多項國際合作，包括去年梅西感恩節活動及即將到來的世界盃合作，預計其全球影響力將持續提升。此外，公司與索尼影業合作的動畫電影正處於劇本開發階段，影片上映有望帶動新一輪銷售熱潮。至於其他 IP，公司亦積極培育並持續挖掘新角色，例如 2026 年下半年將推出藝術家合作系列。

圖 5: 各項 IP 營收 (人民幣十億)

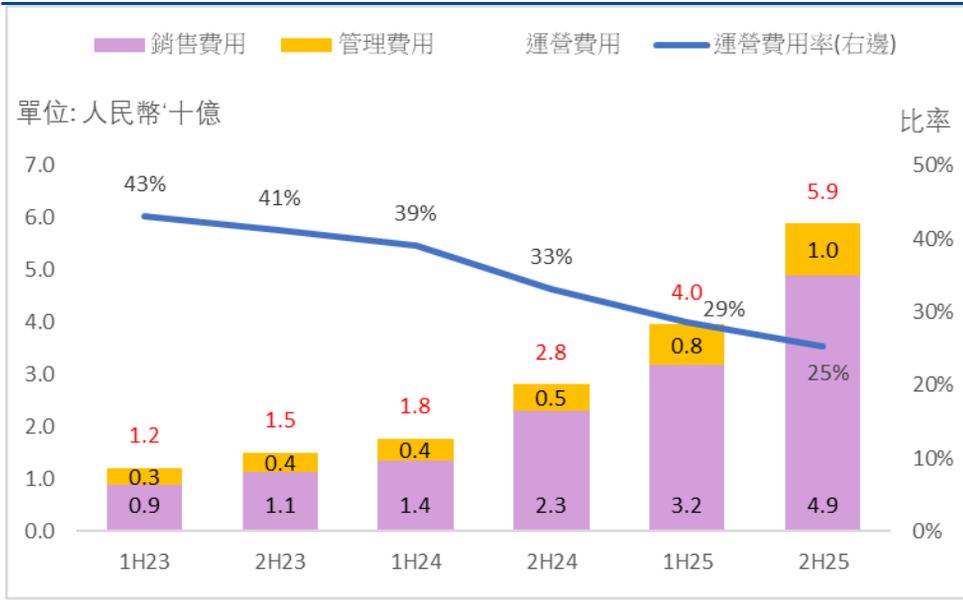


資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

**獲利能力創歷史新高：**受海外營收佔比提升（海外毛利率較中國大陸高 10 個百分點）及高毛利毛絨產品結構優化帶動，整體毛利率升至 73%。核心營業利潤達人民幣 111 億元（同比增長 273%、環比增長 92%），核心營業利率升至 48%；受益於營運槓桿與經營效率提升，費用率環比下降 4 個百分點至 25%。淨利潤達人民幣 82 億元（同比增長 272%、環比增長 79%），淨利率提升至 35%。整體獲利表現強勁，刷新歷史高點。

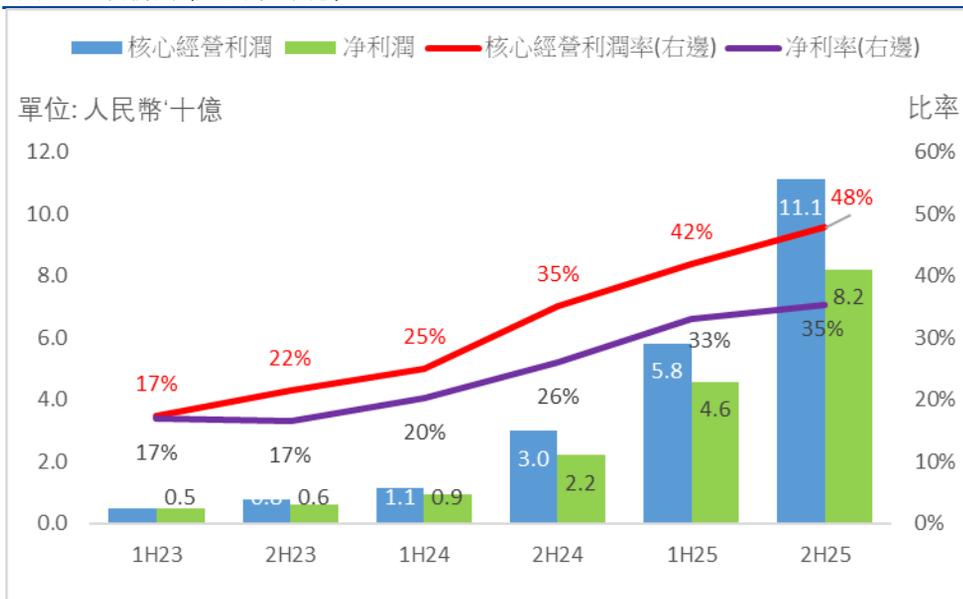
展望後市，隨著毛絨玩具貢獻持續提升，預計淨利率至少可維持當前水準。

圖 6: 運營費用拆解 (人民幣十億)



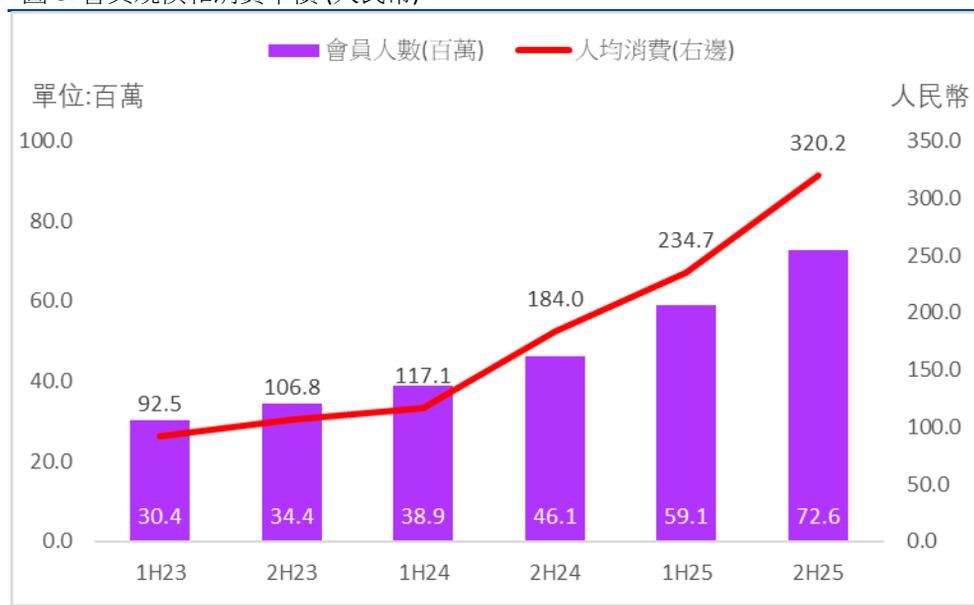
資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 7: 盈利拆解 (人民幣十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 8: 會員規模和消費單價 (人民幣)



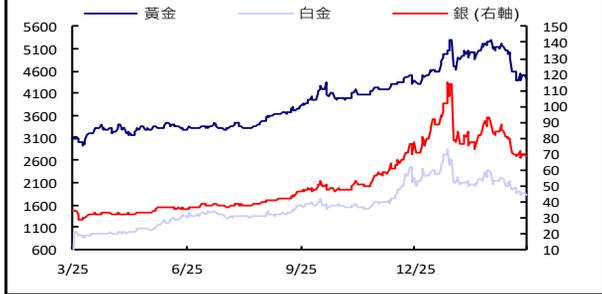
資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

**我們的觀點:** 市場擔憂公司成長不及預期、Labubu 效應或逐漸消退, 導致股價大跌超過 30%。但我們認為, 公司營收具備韌性。管理層目標 2026 年營收同比增長不低於 20%。隨著 IP 貢獻趨於多元, 其他核心 IP 亦實現高速成長, 有望降低對 Labubu 的單一依賴。憑藉全球化銷售網絡, 結合自主研發 IP 與在地化需求, 公司已成功將盲盒玩具文化推廣至西方市場。我們同樣看好公司藉由國際大型活動提升產品曝光度的行銷能力。

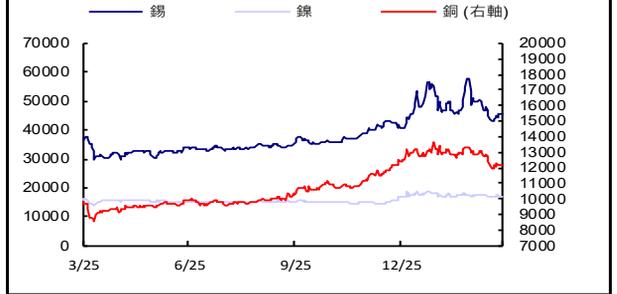
基於管理層 2026 年營收目標, 假設淨利率維持 35% (不低於 2025 財年水準), 簡算模型顯示 2026 財年預估營收可達人民幣 445 億元, 淨利潤達人民幣 156 億元, 對應每股盈餘 (EPS) 約 11.62 元人民幣。給予 15 倍市盈率, 匯率按 0.88 計算, 目標價為 198 港元, 潛在上行空間 32%。作為對標, 三麗鷗 (8136 JP) 目前 2026 財年預估市盈率為 24.2 倍, 市場預期淨利潤同比增長 27%。(研究部)

**市場洞察-主要大宗商品和貨幣**

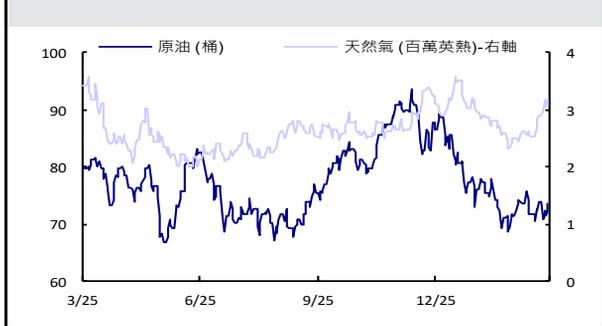
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4493	3.5	3.5	45.6
白金 (盎司)	1871	(8.0)	(8.0)	85.3
銀 (盎司)	70	(15)	(15)	99.8



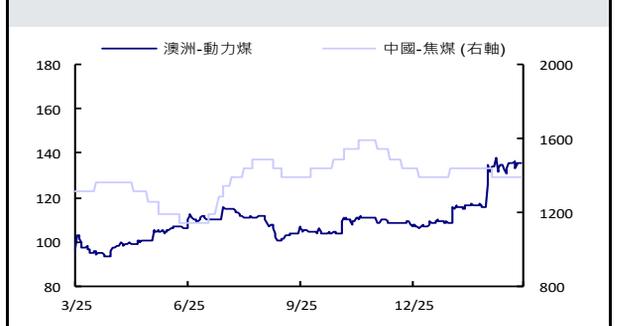
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	12195	(18)	(18)	24.5
鎳 (噸)	17186	3.2	3.2	4.9
錫 (噸)	45788	12.9	12.9	26.4



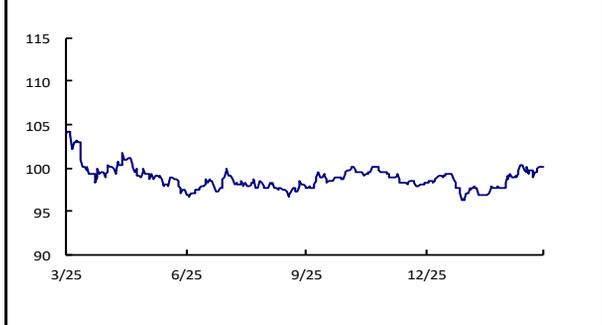
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	99.6	73.5	73.5	39.4
天然氣 (百萬英熱)	3.1	(16.0)	(16.0)	(24.9)



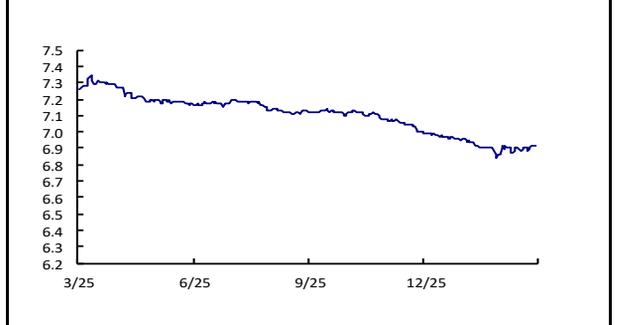
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1390.0	(3.5)	(3.5)	6.1
澳洲動力煤 (US\$/t)	135.6	26.1	26.1	40.4



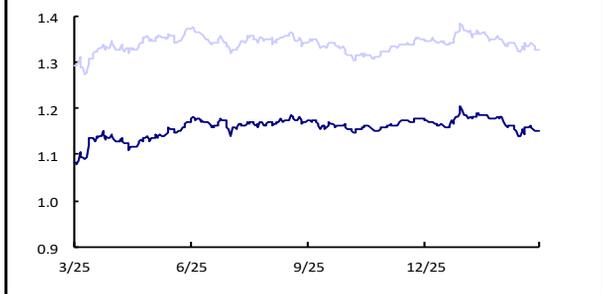
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	100.2	19	19	(3.7)



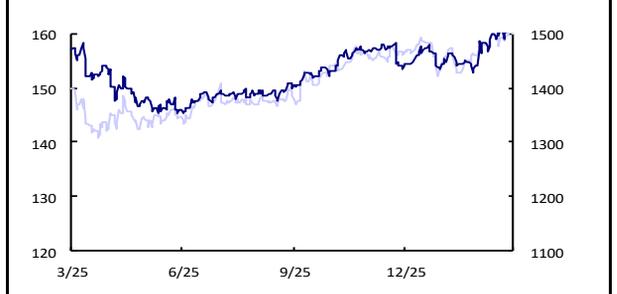
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	(1.1)	(1.1)	(4.8)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	12	(2.0)	(2.0)	6.3
英鎊	13	(16)	(16)	2.5



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	160.3	2.3	2.3	7.0
韓圓	15112	4.6	4.6	2.8



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年4月1日
零售業銷售額	月		26年4月1日
商業庫存	月		26年4月1日
貿易收支	月		26年4月2日
就業報告	月		26年4月3日
耐久財訂單	月		26年4月7日
個人收入與支出	月		26年4月9日
生產者物價指數	月		26年4月14日
新屋開工與營建許可	月		26年4月29日
新屋銷售	月		26年5月5日
工廠訂單	月		26年4月10日
首次申請失業保險金人數	週		26年4月2日
批發庫存	月		26年4月9日
消費者物價指數	月		26年4月10日
成屋銷售量	月		26年4月13日
工業生產指數	月		26年4月16日
國內生產毛額	季		26年4月9日
消費者信心指數	月		26年3月31日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年3月31日
外匯儲備	季		26年4月7日
M2貨幣供應量	月		26年4月9日
生產者物價指數	月		26年4月10日
消費者物價指數	月		26年4月10日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		26年3月31日
零售業銷售額	月		26年4月1日
採購經理人指數	月		26年4月8日
外匯儲備	月		26年4月9日
失業率報告	月		26年4月23日
消費者物價指數	月		26年4月23日
貿易收支	月		26年4月28日
國內生產毛額	季		26年5月5日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部

**分析員**

王學宏 (Howard Wong)  
李旭佳 (Alan Li)

**電郵**

howard.wong@sunwahkingsway.com  
alan.li@sunwahkingsway.com

**電話**

(852)22837307  
(852)22837306



## 免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

滙富金融服務及/或其聯屬公司實益擁有泡泡瑪特國際集團有限公司(9992.HK)之股票。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

## 總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港  
滙富金融服務有限公司  
香港金鐘道89號  
力寶中心1座7樓  
電話：852-2283-7000  
傳真：852-2877-2665

廣州  
廣東新華滙富商業保理有限公司  
中國廣州市南沙區  
蕉西路130號3棟6樓601-5室  
郵編511455