

# 泡泡玛特 (9992. HK)

## 股价下跌原因深度分析报告

—— 泡沫消退还是价值重估？ ——

报告日期 2026年3月29日

分析对象 泡泡玛特国际集团 (9992. HK)

股价表现 从高点339.8港元跌至150.7港元

市值蒸发 约2,000亿港元

# 一、核心事件回顾

## 1.1 股价暴跌概况

指标	数据	说明
暴跌当日跌幅	>22%	创近一年最大单日跌幅
当前股价	150.70 HKD	截至2026年3月29日
52周最高点	339.80 HKD	2025年高点
52周最低点	118.80 HKD	当前接近支撑位
市值蒸发	约2,000亿港元	从峰值大幅回落
动态市盈率	约14倍	从高点110倍大幅回落

## 1.2 财报数据表现

尽管营收和利润均大幅增长，但不及市场预期，引发投资者恐慌性抛售。

财务指标	2025年实际	市场预期	同比增长
营业收入	371.2亿元	380亿元	+184.7%
净利润	127.8亿元	126.4亿元	+308%
每股收益 (EPS)	9.61元	-	+308%
净资产收益率 (ROE)	57.3%	-	+28pp

核心矛盾：

业绩增长强劲（营收+185%，净利润+308%），但市场认为增速已达峰值。管理层给出的2026年增长指引仅20%+，远低于市场预期，引发估值体系重构。

## 二、股价下跌六大原因深度解析

### 原因一：过度依赖单一IP——Labubu风险集中暴露

THE MONSTERS系列（Labubu）2025年营收达**141.6亿元**，同比增长**365.7%**，贡献了总营收的**38.1%**。

- 若加上毛绒品类（主要也是Labubu贡献），该IP对收入贡献超过50%
- 市场担忧公司命运与一只尖牙兔子深度绑定
- 历史参照：20世纪90年代豆豆娃(Beanie Babies)同样席卷全球，最终热度退去后一地鸡毛

### 原因二：Labubu二手市场崩盘，炒作逻辑证伪

指标	补货前(2025年8月)	补货后(2025年9月)	当前(2026年3月)	跌幅
Labubu 3.0整盒价格	2,500-2,800元	683元	650-800元	-73%
隐藏款本我价格	10,000+元	829元	约500元	-95%

影响链条：

- ① 泡泡玛特为抑制炒作选择**补货放量** → ② 稀缺性消失 → ③ 二手市场价格暴跌 → ④ 炒作逻辑证伪 → ⑤ 品牌溢价受损

### 原因三：分红率下调传递负面信号

- 2024年分红派息率：35%
- 2025年分红派息率：**25%**（下调10个百分点）
- 市场解读：管理层对**未来增长信心不足**或需要更多现金用于海外扩张

### 原因四：2026年增长指引大幅低于预期

管理层给出的2026年增长指引仅为**20%+**，意味着：

- 营收增长将从184.7%骤降至约25%
- 净利润增长将从308%降至约30%
- 分析师普遍预期公司增长峰值已过

### 原因五：海外市场增长出现放缓迹象

尽管2025年海外市场表现亮眼，但2026年初数据显示：

- 美国市场增速持续放缓（摩根士丹利第三方数据）
- 东南亚市场高基数效应显现

- 海外扩张面临关税政策、文化差异、运营成本等多重挑战

### 原因六：估值泡沫消化，大行纷纷下调目标价

投行	评级	目标价调整
高盛	-	184港元（下调幅度最大）
花旗	-	415 → 350港元
野村	买入（维持）	372 → 261港元
美银	中性（下调）	300 → 170港元
汇丰	-	增长轨迹趋于正常化

估值逻辑切换：高盛将估值参照系从20倍PE切换为**迪士尼10年历史均值**，反映市场对消费公司定位的重新认可。

## 三、股价走势研判

### 3.1 短期走势（3-6个月）

偏谨慎，震荡筑底为主

支撑因素：

- 当前PE约14倍，已接近消费零售行业合理区间
- 净利润持续增长，静态估值有支撑
- 分红回报（末期息2.38元）提供一定安全垫

压力因素：

- 机构抛售压力仍存
- 分析师下调预期尚未结束
- 港股整体风险偏好波动

关键价位：

- 强支撑位：118-130港元（52周低点+心理关口）
- 阻力位：180-200港元（均线系统压力）

### 3.2 中期走势（6-18个月）

核心变量：新IP能否接力

情景	概率	触发条件	股价表现
乐观情景	30%	新IP成功复制Labubu路径 欧美市场开辟第二增长极	重回200港元以上
中性情景	50%	业绩增长趋于平稳 (20-30%增速)	120-180港元区间震荡
悲观情景	20%	新IP孵化失败 海外扩张遇阻	考验100港元支撑

### 3.3 长期走势（3年以上）

关键成功因素：

- IP多元化：能否从Labubu依赖转向多IP矩阵
- 品类扩展：从盲盒向更广泛生活方式延伸
- 全球化深度：东南亚→欧美→全球的战略落地

④ 品牌护城河：设计能力、艺术家生态、供应链壁垒

长期估值框架：

- 若成功转型为东方迪士尼，可享受25-35倍PE
- 若维持潮玩零售定位，合理PE为15-20倍

## 四、投资建议与风险提示

### 关键风险提示

风险类型	风险描述	严重程度
单一IP风险	Labubu热度若退潮，业绩面临大幅下滑	★★★★★
二级市场泡沫	炒作需求不可持续，溢价空间持续收窄	★★★★★
估值回调风险	从成长股向价值股估值切换，PE中枢下移	★★★★☆
海外政策风险	关税、文化差异、供应链挑战	★★★☆☆
竞争加剧	潮玩赛道日趋拥挤，份额面临侵蚀	★★★☆☆

### 关键跟踪指标

- 月度会员数增长：反映用户粘性和复购意愿
- 新IP收入占比：多元化进度，理想目标是单IP占比降至20%以下
- 海外门店扩张速度：第二曲线培育进度
- 二手市场价格走势：需求健康度的先行指标

## 五、附录：关键数据汇总

### 财务摘要

年度	营收(亿元)	净利润(亿元)	营收增长	净利润增长	EPS(元)
2023	45.0	4.2	-	-	0.32
2024	130.4	31.3	+107%	+188%	2.36
2025	371.2	127.8	+185%	+308%	9.61
2026E	466.7	166.9	+26%	+30%	12.54

### IP收入结构（2025年）

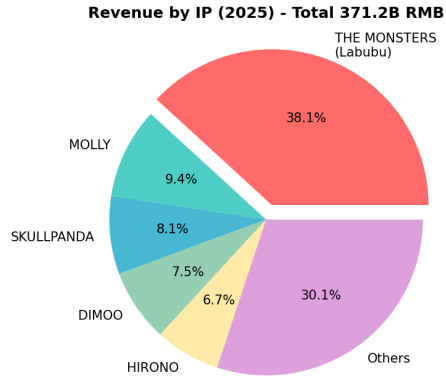
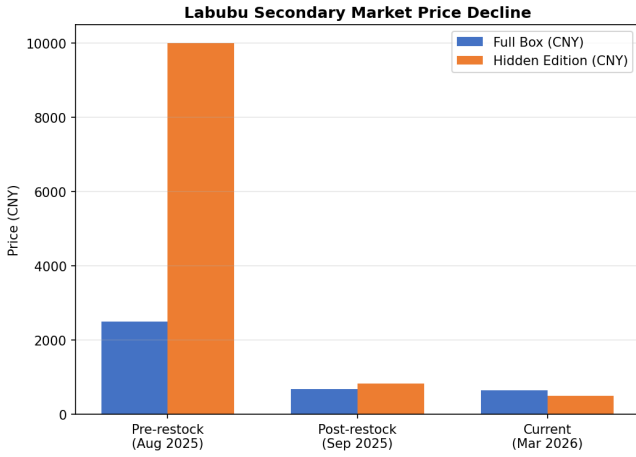
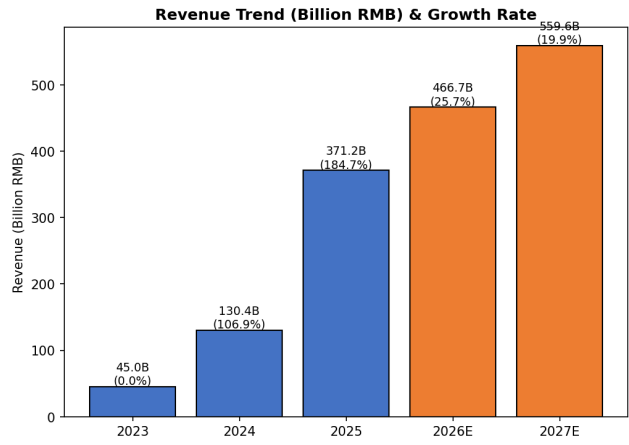
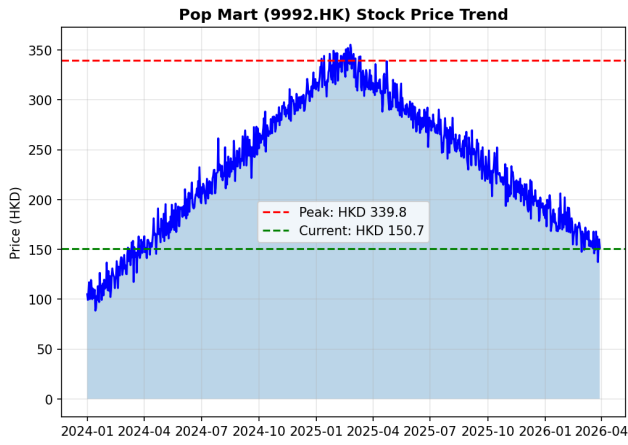
IP系列	营收(亿元)	占比	同比增长
THE MONSTERS (Labubu)	141.6	38.1%	+365.7%
MOLLY	35.0	9.4%	-
SKULLPANDA	30.0	8.1%	-
DIMOO	28.0	7.5%	-
HIRONO	25.0	6.7%	-
其他	111.6	30.2%	-

---

免责声明

本报告仅供参考，不构成投资建议。股票投资有风险，入市需谨慎。投资者应根据自身风险承受能力做出投资决策。

## 六、附录：数据分析图表



图表说明：左上图为泡泡玛特股价走势；右上图为营收增长趋势；左下图为Labubu二手市场价格变化；右下图为IP收入结构。