

互联网 | 公司研究

2024年6月4日

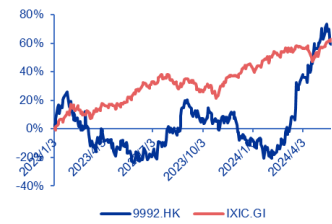
买入

维持

## 市场数据：2024年6月4日

收盘价（港币）	38.700
恒生中国企业指数	6554.32
52周最高/最低价（港币）	40.35/16.12
H股市值（亿港元）	520
流通H股（亿股）	13.43
汇率（人民币/港币）	1.0788

## 股价表现：



资料来源：Wind

## 证券分析师

林起贤  
A0230519060002  
linqx@swsresearch.com  
任梦妮  
A0230521100005  
renmn@swsresearch.com

## 联系人

任梦妮  
(8621)23297818 x 转  
renmn@swsresearch.com

# 泡泡玛特：IP 扩品类破圈，海外布局加速扩张

## 泡泡玛特 (09992.HK)

泡泡玛特通过 IP 孵化、品类扩展和渠道铺新等方式维持稳健增长，IP 平台逻辑持续验证；海外加速新店扩张，并直接复制 IP 扩品类成功经验。泡泡玛特公告 2024 年第一季度业绩预告。实现整体收入同比增长 40-45%，其中中国内地收入同比增长 20-25%，中国港澳台地区及海外收入同比增长 245-250%。1) 1Q24 中国内地线上渠道抖音增速亮眼（同比增长 95-100%），预计公司将继续梳理线上各平台的定位，通过新品类、直播等方式强化内容买点，抖音渠道有望在 24 年全年继续保持强劲增长。2) 出海能力验证，1Q24 中国港澳台地区及海外营收同比增长 245-250%，全年海外预期高增。

**泡泡玛特海外持续高增长，出海能力验证。**根据泡泡范儿公众号，泡泡玛特海外首家古堡主题店巴拿山乐园古堡主题店在越南岬港开业，该店位于越南客流量最大的主题公园。2024 年来，泡泡玛特海外核心地区稳扎稳打，悉尼四号店、巴黎老佛爷百货快闪店相继开业。我们预计，24 年泡泡玛特海外新增 50-60 家门店。海外 Labubu、crybaby 等 IP 热度走高，IP 本土化逻辑不断验证。2023 年，泡泡玛特海外收入 10.66 亿，同比增长 134.9%，海外门店数到达 80 家（含合营），直营门店 70 家，新增 42 家，其中 32 家在下半年完成。全年海外 OPM 达到 18%，同比+5.6pcts。毛利率回升主要受益于收入结构优化，海外高毛利占比提升，供应链成本管控及外采降低。我们预计未来泡泡玛特利润率有望持续提升。

**中国内地收入稳健增长，头部 IP+ 品类扩张逻辑不断验证。**头部 IP 维持高热度，Labubu 新品春天野在家系列发售，Labubu 近期与瑞幸咖啡联名，推出椰皇拿铁，变色保温杯等周边，在社交平台出圈且维持较高热度。Labubu 海外明星自然流量带火搪胶公仔。根据泡泡范儿公众号，公司近期推出多个高热度 IP 新品类和联名款：1) 泡泡玛特推出首套限量艺术生活收藏卡牌，包括经典 IP 的普卡、异色卡、签名卡等；2) 将于 6 月 13 日上线 labubu 森林秘密基地系列拼搭积木，拓展积木新品类；3) hirono 与运动品牌 vans 联名款上线销售火热。根据泡泡范儿，泡泡玛特城市乐园与朝阳文旅集团签订“泡泡玛特城市乐园二期”文旅开发合作项目并将启动规划设计工作。泡泡玛特城市乐园一期自 2023 年 9 月开业至今为泡泡玛特带来更多用户增量，也帮助公司更好地分析不同 IP 擅长点，提升 IP 的生命周期和价值，预计未来能够通过丰富品类进一步深挖 IP 价值。

**维持买入评级。**泡泡玛特是满足现代年轻人精神需求的产品，公司头部 IP 扩张+品类扩张+区域扩张逻辑不断验证。我们更新泡泡玛特盈利预测，我们下调此前泡泡玛特 2024 年营收预期至 86.64 亿（原预测 90.27 亿），考虑公司供应链持续优化，高增长的海外业务毛利率更高提升盈利能力，我们上调 2024 年 Non-IFRS 经调整纯利预期至 17.49 亿（原预测 15.92 亿），新增 2025 年-2026 年收入预期分别为 109.81 亿元，131.41 亿元，2025 年-2026 年 Non-IFRS 经调整纯利预期分别为 22.73 亿元，27.51 亿元。维持买入评级。

**风险提示：**海外地缘政治影响扩张速度；新品销量不及预期；行业竞争加剧影响利润率

### 财务数据及盈利预测

人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,779	6,301	8,664	10,981	13,141
同比增长率（%）	6	32	37	27	20
Non-IFRS 经调整纯利（百万元）	574	1,191	1,749	2,273	2,751
同比增长率（%）	(43)	108	47	30	21
Non-IFRS 摊薄每 ADS 收益（元）	0.42	0.86	1.30	1.68	2.04
净资产收益率（%）	8%	15%	19%	20%	20%
市销率（倍）	10	7	5	4	4
市盈率（倍）	81	39	26	20	17

注：“Non-IFRS 摊薄每 ADS 收益”为 Non-IFRS 归属于母公司所有者的净利润除以 IFRS 加权 ADS 份额

## 附录 – 财务报表

合并利润表					
百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	4,779	6,301	8,664	10,981	13,141
营业成本	-2,124	-2,437	-3,180	-3,898	-4,591
毛利	2,655	3,864	5,483	7,083	8,551
其他收益净额	86	79	58	60	64
经销及销售开支	-1,471	-2,005	-2,686	-3,404	-4,074
一般及行政开支	-686	-707	-866	-1,098	-1,314
财务成本净额	29	152	156	154	158
其他成本	27	33	-	-	-
除稅前盈利	640	1,416	2,146	2,794	3,385
所得税开支	-164	-327	-536	-698	-846
净利润-non IFRS	574	1,191	1,749	2,273	2,751
少数股东损益	0	6	10	13	15
归属于母公司股东净利润-non IFRS	573	1,184	1,739	2,260	2,735

资料来源：公司数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入（BUY）：股价预计将上涨 20%以上；

增持（Outperform）：股价预计将上涨 10-20%；

持有（Hold）：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持（Underperform）：股价预计将下跌 10-20%；

卖出（SELL）：股价预计将下跌 20%以上。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。