

研究所:

证券分析师: 姚蕾 S0350521080006

yao02@ghzq.com.cn

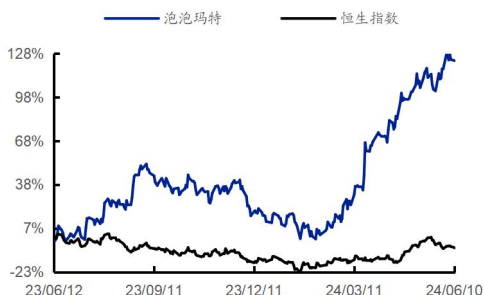
证券分析师: 方博云 S0350521120002

fangby@ghzq.com.cn

品类扩张逻辑持续验证, 海外加速破圈

——泡泡玛特 (9992.HK) 公司动态研究

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/06/11

表现	1M	3M	12M
泡泡玛特	9.1%	71.0%	128.5%
恒生指数	-4.2%	9.6%	-6.3%

市场数据

2024/06/11

当前价格 (港元)	38.05
52周价格区间 (港元)	16.68-40.35
总市值 (百万港元)	51,098.99
流通市值 (百万港元)	51,098.99
总股本 (万股)	134,294.32
流通股本 (万股)	134,294.32
日均成交额 (百万港元)	179.41
近一月换手 (%)	9.43

相关报告

《泡泡玛特(9992.HK)2024Q1业绩点评: 2024Q1收入增幅超预期, 海外维持高速增长(买入)*文娱用品*姚蕾, 方博云》——2024-04-23

《泡泡玛特(9992.HK)2023年业绩点评: 海外与抖音收入猛增, 净利润翻倍(买入)*文娱用品*姚蕾, 方博云》——2024-03-25

《泡泡玛特(9992.HK)2023Q3经营情况点评: 2023Q3收入增幅符合预期, 海外维持高速增长(买入)*文娱用品*姚蕾, 方博云》——2023-10-26

《泡泡玛特(09992)2023年中报点评: 业绩强劲

投资要点:

■ 积木等新品类上线, IP持续破圈。

(1) 新品 Labubu 森林秘密基地系列拼搭积木预计于6月13日晚上8点于线上平台首发, 该系列含5个场景, 单独售价在199-399元区间, 整套售价为1335元。截至6月11日, 天猫官方旗舰店超1万人加购。近期新品泡泡玛特 POPCARD 收藏卡天猫销量超5000件, 公司预计2024年将推出三大新产品线, 我们预计非盲盒产品占比将持续提升, 有望提升国内市场增速、提升国内门店同店收入。

(2) 公司通过潮玩展、线下门店、商场展览、联名合作、头部明星及KOL带货等多种方式进行IP及潮玩文化推广, 进一步加速IP破圈。泡泡玛特首款游戏梦想家园将于6月27日正式上线, 官网预约人数已超330万, 且北京泡泡玛特城市乐园二期规划正式启动, 有望持续提升IP全球势能。

■ 出海迈向1-100阶段, 开启乘数效应。

(1) 公司从2018年开始全球化布局, 起初采取经销B2B、B2B2C的模式, 2022年起战略重心转移至DTC, 开始成规模开设线下门店进行渠道扩张。2020年在韩国开设海外首家直营门店, 2023年底拥有80家门店, 2024年预计将开50-60家店。

(2) 2023年海外收入10.66亿元(YOY+134.9%), 营收占比16.9%(同比提升7.1pct)。2024Q1海外收入同比增长245%至250%, 随着Labubu、Crybaby、Peach Riot等IP在全球火爆, 公司海外增长将呈现“IP势能x渠道增长”的乘数效应, 预计2024年海外收入增速不低于100%(即21亿元+)。此外, 海外产品定价更高, 毛利率比国内高(2023年海外/大陆毛利率64.9%/60.6%), 且有望通过全球供应链降低物流/生产成本, 提高运营效率。

■ 抖音渠道高速发展, 产品推新维持正常节奏。

(1) 根据灰豚, 泡泡玛特抖音3个官方账号2024年1-5月GMV分别为3764/3823/4243/6045/7963万元(环比-9.9%/+1.6%/+11.0%/+42.5%/+31.7%), 合计2.58亿元(YOY+126%)。其中【泡泡玛特抖音旗舰店】5月GMV为6114万元(环比+45.5%), 2024年1-5月合计1.87亿元(YOY+76%); 【泡泡玛特生活空间】【泡泡玛特拆盒体验馆】5月GMV分别为1377/471万元。

恢复，海外及 IP 战略持续落地（买入）*文娱用品*姚蕾，方博云，杨仁文》——2023-08-24

《泡泡玛特（09992）2023H1 业绩预告点评：2023H1 业绩超预期，下半年低基数和营收旺季双重催化业绩释放（买入）*文娱用品*姚蕾，方博云》——2023-07-22

（2）近期发售【HACIPUPU 森林奇遇】【Zsiga 允许这一切】等新品盲盒系列以及【MEGA SPACE MOLLY 400%+100%飞天小女警】【MEGA SPACE MOLLY 400%+1000%迪迦奥特曼】等 MEGA 新品。根据泡泡玛特官方公众号统计，2024 年 1-5 月合计发售了 37 款盲盒新品以及 16 款 MEGA 新品（2023 年同期为 41/14 款）。

- **盈利预测和投资评级：**公司作为潮玩文化及商业化的先行者与龙头，基于全产业链与平台优势，多维度运营 IP 并变现。且产品品类扩张逻辑持续验证，出海 2.0 开启乘数效应。基于此，我们上调公司盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入 86.37/112.04/136.27 亿元，归母净利润 16.34/21.56/27.00 亿元，经调整净利润为 17.37/22.68/28.15 亿元，对应经调整 PE 为 26.8/20.5/16.5X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**供应链供货及质量控制、经营管理、人力/租金/营销成本增加、市场竞争加剧、人员流失、IP 续约不及预期、单一 IP 依赖、估值中枢下移、诉讼、海外扩张不及预期、存货减值等风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6301.00	8637.25	11203.64	13626.55
增长率(%)	36.46	37.08	29.71	21.63
归母净利润（百万元）	1082.34	1633.61	2156.26	2700.15
增长率(%)	127.55	50.93	31.99	25.22
摊薄每股收益（元）	0.81	1.22	1.61	2.01
ROE(%)	13.93	18.08	19.94	20.63
P/E	42.78	28.48	21.58	17.23
P/B	6.01	5.15	4.30	3.55
P/S	7.36	5.32	4.10	3.37
EV/EBITDA	23.11	16.56	12.52	9.63

资料来源：Wind、国海证券研究所 注：货币单位均为人民币。

附表：泡泡玛特盈利预测表

证券代码:	9992.HK		股价:	38.05	投资评级:	买入	日期:	2024/06/11	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	14%	18%	20%	21%	EPS	0.81	1.22	1.61	2.01
毛利率	61%	62%	62%	61%	BVPS	5.76	6.73	8.05	9.75
期间费率	43%	41%	40%	38%	估值				
销售净利率	17%	19%	19%	20%	P/E	42.8	28.5	21.6	17.2
成长能力					P/B	6.0	5.2	4.3	3.6
收入增长率	36%	37%	30%	22%	P/S	7.4	5.3	4.1	3.4
利润增长率	128%	51%	32%	25%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.68	0.80	0.87	0.87	营业收入	6301	8637	11204	13627
应收账款周转率	24.44	27.28	30.87	30.33	营业成本	2437	3296	4292	5254
存货周转率	2.75	3.32	3.14	2.98	销售费用	2005	2659	3399	4048
偿债能力					管理费用	707	869	1036	1188
资产负债率	22%	23%	24%	23%	财务费用	-152	-159	-163	-166
流动比	4.43	4.27	4.02	4.18	其他费用/(-收入)	1	0	0	0
速动比	1.66	2.27	2.48	2.91	营业利润	1196	1926	2613	3315
					营业外净收支				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润总额	1416	2134	2817	3528
现金及现金等价物	2078	3660	5465	7897	所得税费用	327	491	648	811
应收款项	321	312	414	484	净利润	1089	1643	2169	2716
存货净额	905	1080	1657	1868	少数股东损益	6	10	13	16
其他流动资产	4379	4241	4060	3972	归属于母公司净利润	1082	1634	2156	2700
流动资产合计	7683	9293	11596	14221	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
固定资产	653	593	564	540	经营活动现金流	1991	2657	3002	3690
在建工程					净利润	1082	1634	2156	2700
无形资产及其他	842	916	1000	1085	少数股东权益	6	10	13	16
长期股权投资	107	118	198	298	折旧摊销	669	615	627	651
资产总计	9969	11684	14182	16998	公允价值变动	95	-14	-4	-6
短期借款	15	15	15	15	营运资金变动	139	413	210	329
应付款项	445	476	656	759	投资活动现金流	234	-671	-781	-796
其他流动负债	1273	1683	2211	2630	资本支出	-392	-629	-682	-712
流动负债合计	1733	2175	2882	3404	长期投资	610	-91	-140	-130
长期借款及应付债券	0	0	0	0	其他	16	49	41	46
其他长期负债	455	455	455	455	筹资活动现金流	-842	-414	-425	-472
长期负债合计	455	455	455	455	债务融资	-385	0	0	0
负债合计	2188	2630	3337	3859	权益融资	-334	0	0	0
股本					其它	-123	-414	-425	-472
股东权益	7780	9054	10845	13139	现金净增加额	1393	1582	1805	2432
负债和股东权益总计	9969	11684	14182	16998					

资料来源: Wind、国海证券研究所 注: 股价货币单位为港元, 其他均为人民币; 汇率为 6 月 11 日收盘汇率。

【传媒小组介绍】

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业 9 年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业 6 年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

谭瑞峤，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业 5 年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

【分析师承诺】

姚蕾，方博云，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。