

泡泡玛特 (09992.HK)

公司 IP 价值持续释放, 全年利润有望超预期

买入 (维持)

2024 年 06 月 19 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 郭若娜

执业证书: S0600122080017
guorn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4651	6344	8782	11347	13543
同比(%)	2.67	36.40	38.42	29.22	19.35
归母净利润 (百万元)	475.66	1,082.34	1,628.75	2,154.36	2,641.13
同比(%)	(44.32)	127.55	50.48	32.27	22.59
Non-IFRS 净利润 (百万元)	573.54	1,190.52	1,708.59	2,214.14	2,680.87
同比(%)	(42.74)	107.57	43.52	29.59	21.08
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.35	0.81	1.21	1.60	1.97
P/E (现价最新摊薄)	103.84	45.64	30.33	22.93	18.70
PE (Non-IFRS)	86.12	41.49	28.91	22.31	18.42

投资要点

■ **24H1 经典 IP 及 PDC IP 新品亮眼, 新品类挖掘受众需求。**根据我们对泡泡玛特公众号文章信息的统计, 2024 年上半年, 公司推出 47 款新品盲盒, Q1/Q2 分别为 24/23 款, 23Q1/Q2/Q3/Q4 分别为 19/33/27/29 款, Q2 优秀新品颇多, 如经典 IP labubu 的看不见我系列、baby molly 当我三岁时系列、PDC IP zsig 的允许这一切系列和新 IP inosoul 清醒梦系列等等。非盲盒品类上, MEGA 出新稳定, 24H1 公司推出 8 款 MEGA (23H1 为 10 款), 其中 Molly 7 款, SP 1 款; 5 月以来收藏卡牌、积木等新品类逐步落地, 我们期待公司将 IP 和设计优势与新品类玩法做更好的结合, 更好释放 IP 的价值。此外, 梦想家园手游公测已定档 6 月 27 日 (截至 24/6/18, TAPTAPiOS 预约榜 TOP8), 城市乐园已与朝阳文旅集团签订二期, 公司 IP 生态版图正逐步扩大。

■ **IP 出圈带动全渠道销售, 国内外收入有望均超预期。**1) **海外全年收入有望超预期。**4 月以来公司 IP labubu 和 crybaby 在泰国市场热度持续提升, nyota 等 IP 在美国市场亦有较好的人气, 有望驱动海外业务全年高速增长。公司门店扩张亦在稳步推进, 据我们不完全统计, 24Q2 公司在越南、法国、澳洲等地均有新开门店 (含快闪店)。24Q1 公司海外收入同比增长 245%~250%, 验证海外需求潜力以及公司出海实力, 我们看好海外业务在 24 年贡献显著业绩增量。2) **我们预计 Q2 国内销售亮眼, 尤其是抖音有加速趋势。**根据飞瓜数据, 6/1-6/17 公司抖音渠道“官方旗舰店”账号直播销售额约 5000-7500 万元, 明显超过 5 月全月销售额。从产品结构上看, crybaby 飞天小女警系列、the monster 的 I found you 搪胶脸公仔和看不见我系列等新品均有亮眼销售表现, 我们认为部分受益于相关 IP 在泰国等国家走红。24Q1 公司在中国内地零售店收入同比增长 20%-25%, 抖音渠道同比增长 95%-100%, 微信及天猫渠道同比增速转正, 我们预计 Q2 整体收入同比增速或好于 Q1。

■ **重视运营杠杆带来的利润率超预期。**公司线下门店具有较强的运营杠杆, 考虑到 24H1 公司国内外开店节奏稳健, 我们预计主业利润率有望超预期, 部分被新品类收入扩大带来毛利率波动, 游戏、乐园等新业务小幅投入所抵消。

■ **盈利预测与投资评级:**考虑到公司上半年海外 IP 出圈超过我们预期, 我们将 2024-2026 年经调整净利润预测从 15.08/19.30/22.70 亿元上调至 17.09/22.14/26.81 亿元, 对应 PE 约 29/22/18 倍, 维持“买入”评级。(人民币兑港元汇率取 2024/6/18 1 港币 = 0.9288 人民币)。

■ **风险提示:**海外增长不及预期, 海外投入影响盈利, 国内需求不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	39.20
一年最低/最高价	16.68/40.85
市净率(倍)	6.80
港股流通市值(百万港元)	52,643.37

基础数据

每股净资产(元)	5.76
资产负债率(%)	21.95
总股本(百万股)	1,342.94
流通股本(百万股)	1,342.94

相关研究

《泡泡玛特(09992.HK.): 24Q1 运营数据点评: 国内增长有韧性, 海外高速增长超预期》

2024-04-23

《泡泡玛特(09992.HK.): 2023H2 业绩点评: 业绩好于预期, 期待 24 年海外高速增长》

2024-03-22

泡泡玛特三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,683.47	10,047.45	13,364.01	17,061.77	营业总收入	6,344.46	8,781.72	11,347.46	13,542.63
现金及现金等价物	2,077.93	4,350.09	7,502.87	11,186.57	营业成本	2,436.93	3,377.85	4,371.54	5,221.71
应收账款及票据	321.34	484.54	627.08	749.03	销售费用	2,004.71	2,599.07	3,363.66	4,017.82
存货	904.71	1,079.04	1,275.03	1,450.47	管理费用	707.30	825.02	1,067.72	1,275.37
其他流动资产	4,379.50	4,133.79	3,959.03	3,675.69	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2,285.39	2,225.71	2,175.27	2,133.10	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	653.28	647.79	643.12	639.15	经营利润	1,195.52	1,979.78	2,544.53	3,027.72
商誉及无形资产	841.94	757.75	681.97	613.77	利息收入	184.22	207.79	348.01	517.70
长期投资	107.00	127.00	147.00	167.00	利息支出	32.34	33.01	33.01	33.01
其他长期投资	471.77	481.77	491.77	501.77	其他收益	68.35	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	211.41	211.41	211.41	211.41	利润总额	1,415.76	2,184.56	2,889.53	3,542.41
资产总计	9,968.86	12,273.16	15,539.27	19,194.87	所得税	326.98	546.14	722.38	885.60
流动负债	1,733.30	2,372.60	3,066.13	3,659.50	净利润	1,088.77	1,638.42	2,167.15	2,656.81
短期借款	15.06	15.06	15.06	15.06	少数股东损益	6.43	9.67	12.79	15.68
应付账款及票据	444.94	656.80	850.02	1,015.33	归属母公司净利润	1,082.34	1,628.75	2,154.36	2,641.13
其他	1,273.30	1,700.74	2,201.05	2,629.11	EBIT	1,263.88	2,009.78	2,574.53	3,057.72
非流动负债	455.18	455.18	455.18	455.18	EBITDA	1,431.04	2,199.46	2,754.98	3,229.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	Non-IFRS	1,190.52	1,708.59	2,214.14	2,680.87
其他	455.18	455.18	455.18	455.18					
负债合计	2,188.48	2,827.78	3,521.31	4,114.68					
股本	0.89	0.89	0.89	0.89	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	10.46	20.12	32.91	48.58	每股收益(元)	0.81	1.21	1.60	1.97
归属母公司股东权益	7,769.93	9,425.26	11,985.05	15,031.61	每股净资产(元)	5.77	7.03	8.95	11.23
负债和股东权益	9,968.86	12,273.16	15,539.27	19,194.87	发行在外股份(百万股)	1,342.94	1,342.94	1,342.94	1,342.94
					ROIC(%)	13.17	17.47	17.97	16.91
					ROE(%)	13.93	17.28	17.98	17.57
					毛利率(%)	61.32	61.27	61.27	61.27
					销售净利率(%)	17.18	18.67	19.09	19.59
					资产负债率(%)	21.95	23.04	22.66	21.44
					收入增长率(%)	36.40	38.42	29.22	19.35
					净利润增长率(%)	127.55	50.48	32.27	22.59
					P/E	45.64	30.33	22.93	18.70
					P/B	6.37	5.23	4.11	3.28
					EV/EBITDA	16.28	20.49	15.21	11.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年6月18日的0.9288,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>