

泡泡玛特 (09992.HK)

出海及新 IP 表现亮眼，上半年净利润预增 90%以上

优于大市

核心观点

海外销售增长强劲，泡泡玛特 2024 上半年收入预计增长 55%以上。根据公司业绩预告，2024 上半年收入同比增长不低于 55%（对应收入 37.8 亿元以上），主要由于国内进一步稳健复苏以及出海收入高速增长；公司费用管控加强、规模效应提升，毛利率提升费用率下降，归母净利润预计同比增速不低于 90%（对应归母净利润不低于 9.1 亿元）。

头部 IP 维持强劲表现、新 IP 有序推出，品类扩张初见成效。1) 成熟 IP 方面，2023 年 SKULLPANDA/MOLLY/DIMOO/THE MONSTERS 全年收入分别同比增长 20.3%/27.2%/27.6%/39.9%，2024 上半年推出 MOLLY 周年雕塑、MOLLY 飞天小女警、SKULLPANDA “看见声音”、DIMOO 小飞象等新品反响良好，天猫旗舰店销售额同比增长超过 12%。2) 新 IP 方面，公司 2024 上半年 Peach Riot 叛桃、CHAKA、POLAR、Nyota 等新 IP 有序推出。3) 此外，公司积极拓展游戏、乐园、积木等新品类，丰富 IP 的变现方式。6 月 27 日公司推出《梦想家园》游戏，根据七麦数据，上线 3 周 iPhone 端累计下载量超过 70 万；泡泡玛特乐园 6 月 21 日至 8 月 31 日开展“玩水派对”活动；品类的扩张有望进一步增加 IP 的影响力。

IP 全球影响力持续提升，国际化拓展顺利。公司近年出海收入增速十分迅猛，2023 年海外收入 10.7 亿元，2024 年第一季度海外收入持续维持 245%~250% 的高增长，公司预计 2024 全年海外收入将不低于 100%。公司海外开店节奏加快，近期意大利米兰、荷兰阿姆斯特丹、韩国明洞店先后开业，7 月 5 日开业的泰国曼谷 LABUBU IP 主题店首日营业额突破 1000 万元，创造了海外门店单日销售新记录。

风险提示：门店扩张不及预期；潮玩材料成本上行；IP 运营效果低于预期等。

投资建议：看好潮玩龙头的 IP 运营能力和出海空间，维持“优于大市”评级。由于公司 2024 上半年收入增长和费用优化效果超出预期，我们上调盈利预测，预计 2024-2026 年经调整后归母净利润分别为 19.3/23.2/26.7 亿（原为 15.6/19.2/22.9 亿），同比增长 78.2%/20.1%/15.3%；摊薄 EPS=1.44/1.72/1.99 元，当前股价对应 PE=21/18/15x。公司头部 IP 维持亮眼表现、新品推出稳定，IP 打造与运营能力得到持续验证；海外渠道持续扩张，成为公司新增长极；同时 IP 乐园、游戏产品、积木有望提升 IP 运营深度，长线 IP 打造与运营、商业化变现能力有望持续增强，继续维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,617	6,301	8,224	9,888	11,424
(+/-%)	2.8%	36.5%	30.5%	20.2%	15.5%
净利润(百万元)	471	1082	1928	2316	2669
(+/-%)	10.2%	130.0%	78.2%	20.1%	15.3%
每股收益(元)	0.35	0.81	1.44	1.72	1.99
EBIT Margin	37.0%	34.9%	31.6%	30.5%	30.3%
净资产收益率 (ROE)	6.8%	13.9%	20.9%	21.1%	20.6%
市盈率 (PE)	87.40	38.0	21.33	17.77	15.41
EV/EBITDA	21.88	19.69	17.04	15.23	12.89
市净率 (PB)	5.91	5.29	4.46	3.76	3.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

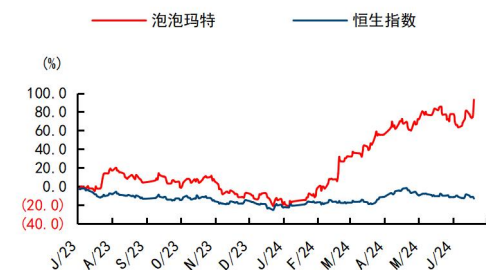
传媒·数字媒体

证券分析师：张衡 证券分析师：陈瑶蓉
021-60875160 021-61761058
zhangheng2@guosen.com.cn chenyaorong@guosen.com.cn
S0980517060002 S0980523100001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	41.60 港元
总市值/流通市值	55866/55866 百万港元
52 周最高价/最低价	42.30/16.75 港元
近 3 个月日均成交额	252.04 百万港元

市场走势



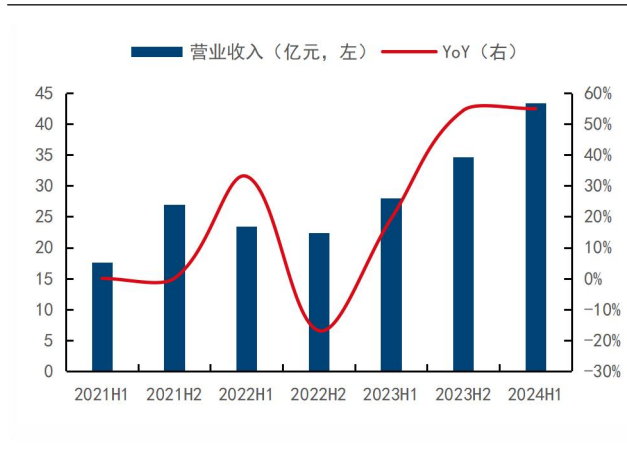
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《泡泡玛特 (09992.HK) -2023 年收入利润全面恢复，IP 运营和出海能力持续验证》——2024-04-09
- 《泡泡玛特 (09992.HK) -全产业链一体化运作的潮玩龙头》——2024-01-05
- 《泡泡玛特 (09992.HK) -营收及利润同比向上，IP 打造及海外市场值得持续期待》——2023-09-04
- 《泡泡玛特 (09992.HK) -头部自有 IP 保持高增，加快海外门店扩张》——2022-08-29

海外销售增长强劲，泡泡玛特 2024 上半年收入预计增长不低于 55%。根据公司业绩预告，2024 上半年收入同比增长不低于 55%（对应收入 37.8 亿元以上），主要由于国内进一步稳健复苏以及出海收入高速增长；公司费用管控加强、规模效应提升，毛利率提升费用率下降，归母净利润预计同比增速不低于 90%（对应归母净利润不低于 9.1 亿元）。

图1：公司半年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

头部 IP 维持强劲表现、新 IP 有序推出，品类扩张初见成效。1) 成熟 IP 方面，2023 年 SKULLPANDA/MOLLY/DIMOO/THE MONSTERS 全年收入分别同比增长 20.3%/27.2%/27.6%/39.9%，2024 上半年推出 MOLLY 周年雕塑、MOLLY 飞天小女警、SKULLPANDA “看见声音”、DIMOO 小飞象等新品反响良好，预计天猫旗舰店销售额同比增长超过 12%。2) 新 IP 方面，公司 2024 上半年 Peach Riot 叛桃、CHAKA、POLAR、Nyota 等新 IP 有序推出。

图3：泡泡玛特 MOLLY 周年雕塑



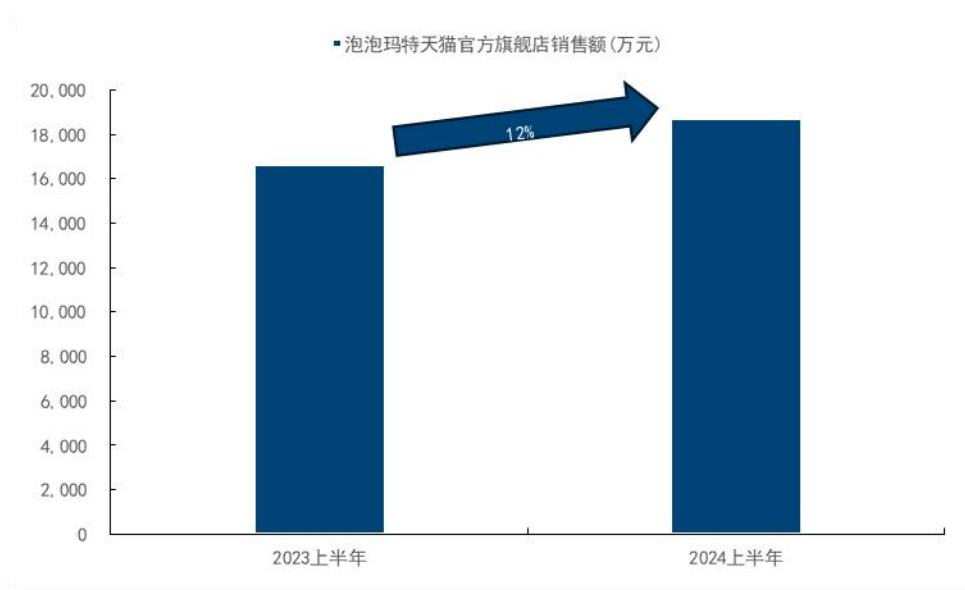
资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理

图4：泡泡玛特新 IP 有序推出



资料来源：泡泡玛特公众号、国信证券经济研究所整理

图5: 泡泡玛特 2024 年 1-6 月官方旗舰店销售额（万元）及增长



3) 此外, 公司积极拓展游戏、乐园、积木等新品类, 丰富 IP 的变现方式。6 月 27 日公司推出《梦想家园》游戏, 根据七麦数据, 上线 3 周 iPhone 端累计下载量超过 70 万、收入预计超过 90 万; 泡泡玛特乐园 6 月 21 日至 8 月 31 日开展“玩水派对”活动; 品类的扩张有望进一步增加 IP 的影响力。

图6: 泡泡玛特《梦想家园》游戏界面



资料来源: 泡泡玛特公众号、国信证券经济研究所整理

图7: 泡泡玛特“玩水派对”活动



资料来源: 泡泡玛特公众号、国信证券经济研究所整理

IP 全球影响力持续提升, 国际化拓展顺利。公司近年出海收入增速十分迅猛, 2023 年海外收入 10.7 亿元, 2024 年第一季度海外收入持续维持 245%~250% 的高增长, 公司预计 2024 全年海外收入将不低于 100%。目前, 公司的海外开店节奏加快, 近期意大利米兰、荷兰阿姆斯特丹、韩国明洞店先后开业, 7 月 5 日开业的泰国曼谷 LABUBU IP 主题店首日营业额突破 1000 万元, 创造了海外门店单日销售新记录。

图8: 泡泡玛特意大利米兰店



资料来源: 泡泡玛特公众号、国信证券经济研究所整理

图9: 泡泡玛特泰国 LABUBU 主题店



资料来源: 中国经济网、国信证券经济研究所整理

投资建议: 看好潮玩龙头的 IP 运营能力和出海空间, 维持 “优于大市” 评级。 由于公司 2024 上半年收入增长和费用优化效果超出预期, 我们上调盈利预测, 预计 2024-2026 年经调整后归母净利润分别为 19.3/23.2/26.7 亿 (原为 15.6/19.2/22.9 亿), 同比增长 78.2%/20.1%/15.3%; 摊薄 EPS=1.44/1.72/1.99 元, 当前股价对应 PE=21/18/15x。公司头部 IP 维持亮眼表现、新品推出稳定, IP 打造与运营能力得到持续验证; 海外渠道持续扩张, 成为公司新增长极; 同时 IP 乐园、游戏产品、积木有望提升 IP 运营深度, 长线 IP 打造与运营、商业化变现能力有望持续增强, 继续维持 “优于大市” 评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
002292.SZ	奥飞娱乐	优于大市	5.88	87	-0.12	0.06	0.14	0.21	(51)	93	43	29

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	685	2078	5400	5800	6000	营业收入	4617	6301	8224	9888	11424
应收款项	681	789	969	1084	1221	营业成本	1963	2437	3290	4054	4707
存货净额	867	905	1146	1414	1641	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	4369	3904	4295	6882	6998	销售费用	630	1106	1563	1879	2171
流动资产合计	6616	7683	11818	15188	15868	管理费用	316	558	774	943	1085
固定资产	449	653	720	725	761	财务费用	(9)	7	(78)	(176)	(158)
无形资产及其他	848	842	808	775	741	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	584	683	683	683	683	资产减值及公允价值变动	(39)	(116)	(79)	(132)	(90)
长期股权投资	83	107	117	127	137	其他收入	(1124)	448	0	0	0
资产总计	8580	9969	14147	17497	18190	营业利润	555	2526	2597	3056	3530
短期借款及交易性金融负债	0	15	2293	3364	1576	营业外净收支	85	(1110)	(10)	50	50
应付款项	322	639	617	761	884	利润总额	640	1416	2587	3106	3580
其他流动负债	809	1079	1491	1825	2114	所得税费用	164	327	647	777	895
流动负债合计	1131	1733	4401	5949	4573	少数股东损益	0	6	12	14	16
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	471	1082	1928	2316	2669
其他长期负债	484	455	515	575	635	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	484	455	515	575	635	净利润	471	1082	1928	2316	2669
负债合计	1615	2188	4916	6525	5209	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	2	10	19	30	42	折旧摊销	246	0	105	118	132
股东权益	6963	7770	9216	10953	12954	公允价值变动损失	0	0	79	132	90
负债和股东权益总计	8580	9969	14152	17507	18205	财务费用	(9)	7	78	176	158
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(4523)	780	(363)	(2432)	(9)
每股收益	0.35	0.81	1.44	1.72	1.99	其它	0	5	9	11	12
每股红利	0.00	0.16	0.36	0.43	0.50	经营活动现金流	(3807)	1867	1758	145	2895
每股净资产	5.19	5.79	6.86	8.16	9.65	资本开支	0	(204)	(218)	(221)	(224)
ROIC	19%	15%	18%	18%	18%	其它投资现金流	8	4	0	0	0
ROE	7%	14%	21%	21%	21%	投资活动现金流	(14)	(224)	(232)	(236)	(240)
毛利率	57%	61%	60%	59%	59%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	37%	35%	32%	30%	30%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	42%	35%	33%	32%	31%	支付股利、利息	0	(209)	(482)	(579)	(667)
收入增长	3%	36%	31%	20%	16%	其它融资现金流	(759)	168	2278	1070	(1788)
净利润增长率	-45%	130%	78%	20%	15%	融资活动现金流	(759)	(251)	1796	491	(2455)
资产负债率	19%	22%	35%	37%	29%	现金净变动	(4579)	1393	3322	400	200
息率	0.0%	0.5%	1.2%	1.4%	1.6%	货币资金的期初余额	5265	685	2078	5400	5800
P/E	87.4	38.0	21.3	17.8	15.4	货币资金的期末余额	685	2078	5400	5800	6000
P/B	5.9	5.3	4.5	3.8	3.2	企业自由现金流	0	2268	1473	(276)	2496
EV/EBITDA	21.9	19.7	17.0	15.2	12.9	权益自由现金流	0	2474	3750	746	678

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032