

泡泡玛特 (9992.HK): 强大的潮玩 IP 孵化及变现能力驱动业务版图全球化扩张

作为中国潮玩行业的领导者,我们认为泡泡玛特在中国消费领域具有三大优势:(1)行业优势:潮玩是为数不多仍处于高速增长的中国消费细分赛道,受益于消费趋势且具有一定抗周期属性;(2)竞争优势:泡泡玛特强大的IP孵化和变现能力使其在中国潮玩行业具有较强的护城河,业务可持续性较强;(3)渠道优势:公司发达的全域销售网络以及对DTC的聚焦在帮助公司触达消费者的同时,能够更精准地满足消费者的需求;(4)出海优势:公司海外业务的高速扩张表明公司出海模式已跑通,并将支撑公司中长期业绩的高速增长。我们首次覆盖泡泡玛特,给予“买入”评级,目标价为51.3港元,潜在升幅27.6%。

强大的IP孵化平台,助力“潮玩”IP出圈:相较竞争对手,泡泡玛特最大的护城河在于它具有潮玩IP产业链一体化的运营能力(集IP运营、产品设计生产、渠道拓展和消费者触达于一身)。作为一个成熟的潮玩IP孵化平台,泡泡玛特强大的IP获取能力为公司打造了丰富的艺术家IP矩阵,同时其高效和专业化的IP运营(包括丰富的产品组合、创新的市场营销策略、以及对IP价值内涵的深度挖掘)赋能旗下艺术家IP实现商业化变现。这使得泡泡玛特的业务长期具有很强的可持续性和可预见性。

发达的销售网络深度触达更多年轻消费者:泡泡玛特全域销售体系同时覆盖线下(包括零售店、机器人商店、展会以及经销商渠道)及线上(包括抽盒机、天猫旗舰店、京东旗舰店、抖音及其他垂类电商)等多种渠道,触达不同消费者。同时,公司聚焦DTC的销售战略助力公司增强与消费者互动、有效传达艺术家IP内涵、提升消费者购买体验与复购率。DTC模式同时也助力公司建立完善的会员体系,收集更完整的消费者画像,从而更精准地满足消费者的需求。

强势出海开辟更为广阔的增长空间:泡泡玛特大力拓展海外业务,既带来新的增长驱动力,也减少公司对中国单一市场的依赖程度,从而减小中国经济短期疲弱趋势可能带来的负面影响。我们相信泡泡玛特未来在海外市场仍有巨大的扩张空间,主要原因包括:(1)潮玩在全球具有普世性,产品的地域局限性较小;(2)海外潮玩市场容量巨大;(3)公司丰富的艺术家IP和产品线能满足不同市场的消费需求;(4)公司本土化营销策略有助于吸引当地消费者;(5)公司海外供应链不断强化支持版图扩张。

估值是主要的矛盾焦点:不少投资者担心泡泡玛特当前估值过高,最终望而却步。然而,我们预测公司2023-2026年净利润复合增长率超45%,而公司目前仅交易在27倍2024年P/E,意味着PEG小于0.6x,低于大部分的中国消费标的。考虑到中国潮玩行业前景可期、公司本身业务能力出众、出海前景乐观,我们认为公司中长期的增长趋势具有较强的确定性。我们使用DCF估值,得到公司目标价51.3港元。

投资风险:(1)消费力下降导致潮玩市场需求减弱;(2)行业竞争大于预期;(3)海外业务增长不及预期;(4)潜在地缘政治风险。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,617	6,301	9,414	12,301	15,074
同比变动 (%)	2.8%	36.5%	49.4%	30.7%	22.5%
股东应占净利	476	1,082	1,866	2,586	3,397
同比变动 (%)	-44.3%	127.5%	72.4%	38.6%	31.3%
PE (X)	107.4	46.3	26.9	19.4	14.8
ROE (%)	6.9%	14.7%	21.9%	25.2%	27.2%

E=浦银国际预测。资料来源:公司报告、浦银国际

林闲嘉

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2024年7月23日

评级

买入

目标价(港元)	51.3
潜在升幅/降幅	+27.6%
目前股价(港元)	40.2
52周内股价区间(港元)	16.9-42.3
总市值(百万港元)	53,986
近3月日均成交额(百万港元)	254.0

市场预期区间



股价相对表现



注:截至2024年7月22日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

首次覆盖

泡泡玛特 (9992.HK)

目录

强大的 IP 孵化平台，助力“潮玩”IP 出圈	4
强大的 IP 获取能力缔造丰富的艺术家 IP 矩阵	6
高效和专业化的 IP 运营带来强大的商业变现能力	9
不断丰富产品组合	10
创新的市场营销和传播手段	12
聚焦深度挖掘 IP 价值和内涵	14
发达的销售网络深度触达更多年轻消费者	17
建立全域销售体系	17
直营线下门店打造极致消费体验	18
机器人商店灵活布局和深耕线下渠道	18
多样化的线上渠道触达更多年轻人	19
聚焦 DTC 直面消费者	20
强势出海开辟更为广阔的增长空间	22
泡泡玛特业绩预测与展望	26
目标价与估值	29
投资风险	30
SPDBI 乐观与悲观情景假设	32
公司背景	33
公司介绍	33
前十大股东	34
公司历史	35
公司管理层	36
财务报表	37

财务报表分析与预测 - 泡泡玛特

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,617	6,301	9,414	12,301	15,074
同比	2.8%	36.5%	49.4%	30.7%	22.5%
营业成本	-1,963	-2,437	-3,394	-4,376	-5,271
毛利润	2,655	3,864	6,020	7,925	9,803
毛利率	57.5%	61.3%	63.9%	64.4%	65.0%
销售费用	-1,509	-2,037	-2,964	-3,745	-4,423
管理费用	-686	-707	-938	-1,137	-1,317
经营利润	459	1,120	2,118	3,043	4,063
经营利润率	9.9%	17.8%	22.5%	24.7%	27.0%
财务费用	68	184	215	203	232
其他营业收入	46	75	109	171	235
其他	67	37	33	33	33
税前利润	640	1,416	2,475	3,450	4,563
所得税	-164	-327	-594	-838	-1,132
所得税率	25.6%	23.1%	24.0%	24.3%	24.8%
净利润	476	1,089	1,881	2,611	3,432
减：少数股东损益	0	-6	-15	-25	-35
归母净利润	476	1,082	1,866	2,586	3,397
归母净利率	10.3%	17.2%	19.8%	21.0%	22.5%
同比	-44.3%	127.5%	72.4%	38.6%	31.3%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5,055	5,981	6,341	7,739	9,817
短期投资	13	8	8	8	8
贸易及应收款项	194	321	480	627	769
预付租金	299	288	430	561	688
其他应收账款	188	180	383	500	613
存货	867	905	1,219	1,519	1,766
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	6,616	7,683	8,862	10,955	13,661
物业、厂房及设备	449	653	842	949	1,018
使用权资产	702	726	866	964	1,006
无形资产	147	116	156	159	153
联营公司投资	542	579	580	581	582
商誉	0	0	0	0	0
递延所得税资产	81	83	83	83	83
贸易及应收款项	44	128	128	128	128
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	1,965	2,285	2,656	2,865	2,971
贸易及应付款项	259	445	284	366	440
合同负债	89	127	127	127	127
即期所得税负债	47	115	115	115	115
其他应付款项	442	694	771	942	1,097
租赁负债	294	352	360	396	418
其他	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,131	1,733	1,658	1,946	2,198
租赁负债	448	426	548	604	638
其他非流动负债	36	29	29	29	29
非流动负债合计	484	455	577	633	667
股本	1	1	1	1	1
储备	6,962	7,769	9,256	11,190	13,681
少数股东权益	2	10	25	50	85
所有者权益合计	6,965	7,780	9,283	11,241	13,767

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税前利润	640	1,416	2,475	3,450	4,563
资产折旧	605	633	773	973	1,164
财务支出	2	184	215	203	232
税务支出	-244	-327	-594	-838	-1,132
租赁负债财务支出	0	-32	-87	-123	-157
存货增减	-82	-38	-314	-300	-247
应收增减	-97	-108	-504	-396	-381
应付增减	97	392	-84	252	229
租赁支出	-396	-559	-841	-1,126	-1,374
其他	44	97	70	216	307
经营活动产生的现金流量净额	568	1,658	1,110	2,311	3,205
资本开支	-1,863	-388	-370	-382	-378
投资支付现金和收益	1,444	224	-87	0	0
其他	-4,279	-102	-1	-1	-1
投资活动产生的现金流量净额	-4,698	-266	-458	-383	-378
股东注资	-634	0	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-220	-87	-291	-531	-749
其他	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-854	-87	-291	-531	-749
现金及现金等价物净增加额	-4,985	1,305	360	1,398	2,078
汇兑损益	405	87	0	0	0
期初现金及现金等价物余额	5,265	685	2,078	2,438	3,835
期末现金及现金等价物余额	685	2,078	2,438	3,835	5,913

财务和估值比率

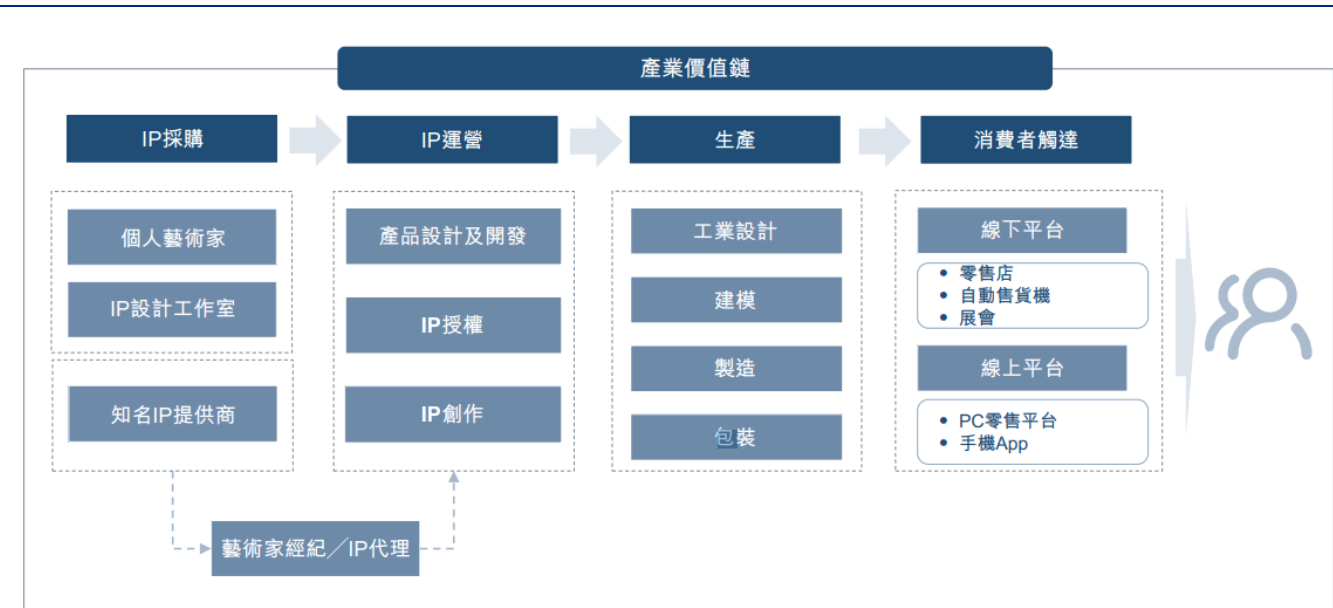
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.35	0.81	1.39	1.93	2.53
每股销售额	3.38	4.70	7.02	9.18	11.24
每股股息	0.09	0.28	0.49	0.68	0.89
同比变动					
收入	2.8%	36.5%	49.4%	30.7%	22.5%
经营溢利	-57.3%	144.0%	89.1%	43.7%	33.5%
归母净利润	-44.3%	127.5%	72.4%	38.6%	31.3%
费用与利润率					
毛利率	57.5%	61.3%	63.9%	64.4%	65.0%
经营利润率	9.9%	17.8%	22.5%	24.7%	27.0%
归母净利率	10.3%	17.2%	19.8%	21.0%	22.5%
回报率					
平均股本回报率	6.9%	14.7%	21.9%	25.2%	27.2%
平均资产回报率	5.6%	11.7%	17.4%	20.4%	22.3%
资产效率					
应收账款周转天数	15.2	18.4	18.4	18.4	18.4
库存周转天数	184.3	159.4	154.4	149.4	144.4
应付账款周转天数	47.5	65.7	30.1	30.1	30.1
财务杠杆					
流动比率 (x)	5.9	4.4	5.3	5.6	6.2
速动比率 (x)	4.8	3.7	4.4	4.6	5.1
现金比率 (x)	4.5	3.5	3.8	4.0	4.5
负债/权益	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率 (x)	107.4	46.3	26.9	19.4	14.8
市销率 (x)	11.1	8.0	5.3	4.1	3.3
股息率	0.2%	0.8%	1.3%	1.8%	2.4%

强大的 IP 孵化平台，助力“潮玩”IP 出圈

与大部分中国潮玩玩家不同，泡泡玛特并非简单的潮流玩具零售商，而是一个强大的潮玩 IP 孵化平台。

相较竞争对手，泡泡玛特最大的竞争优势就在于它已经实现了潮玩 IP 产业链一体化的运营能力：挖掘和绑定优秀的潮玩设计师，通过收购或签署独家授权的方式来获取他们的 IP，然后对旗下的 IP 进行沉淀和孵化，通过商业化的运作，助力年轻且有潜力 IP 的成长和出圈，完成对消费者的触达，最终实现 IP 的商业化变现。

图表 2：潮玩 IP 产业链

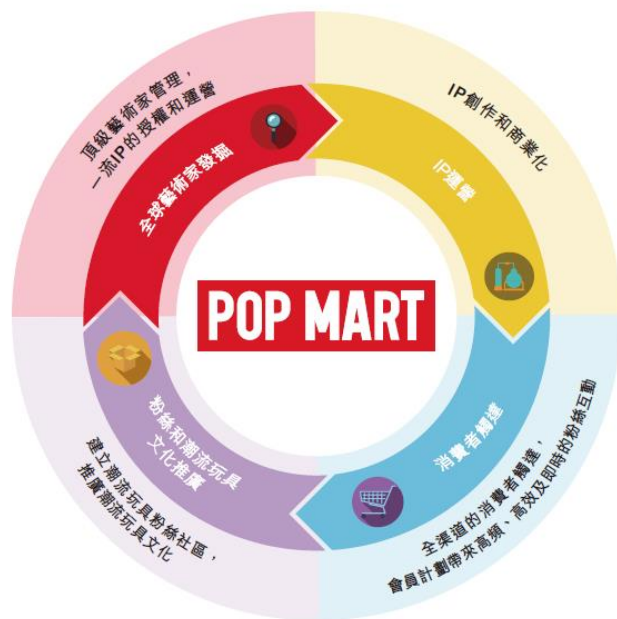


资料来源：泡泡玛特招股书、浦银国际

在中国，大部分的潮玩玩家只参与到潮玩产业链的中游（潮玩产品的设计与生产）和下游（潮玩产品的销售），而很少玩家有能力涉足潮玩 IP 的早期孵化过程。这些玩家通常并不拥有自己的艺术家 IP，而是以签署 IP 授权协议的方式获取特定 IP 的使用权。面对较为成熟和知名的大 IP，普通的潮玩玩家通常不具备太强的议价能力。因此，他们通常签署的是非独家的 IP 使用权，对于旗下 IP 没有太大的掌控力。

作为中国最大的平台型潮玩 IP 企业，泡泡玛特是目前少数参与艺术家 IP 早期孵化和培育过程，并覆盖 IP 全产业链的潮玩玩家。中国潮玩市场里具有这种 IP 产业链一体化运营能力的玩家并不多，而泡泡玛特无疑是其中的领导者和佼佼者。这便形成了泡泡玛特在市场中最大的竞争壁垒。

图表 3：泡泡玛特全产业链



资料来源：泡泡玛特招股书、浦银国际

图表 4：国际和国内潮玩及 IP 汇总

公司名	地区	主要 IP
迪士尼	美国	米老鼠、唐老鸭、小熊维尼
KAWS	日本	KAWS
Medicom Toy	日本	Be@rbrick、Kubrick
Dreams	日本	Sonny Angel、Smiski
泡泡玛特	中国	Molly、Labubu
52 Toys	中国	Megabox、Beastbox、Panda Roll
十二栋文化	中国	草间团子、Gon 的早獭、符录小姜丝、制冷少女
奥飞娱乐	中国	火力少年王、铠甲勇士、飓风战神

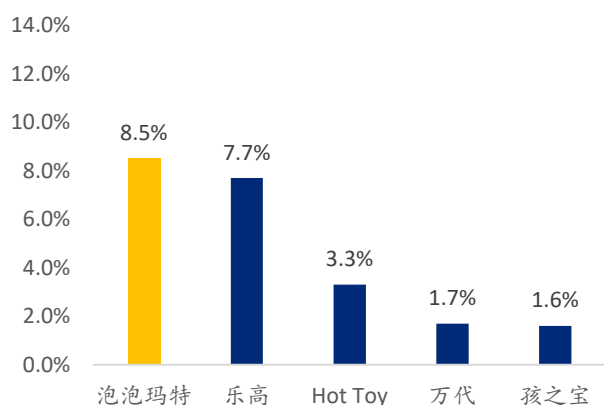
资料来源：各公司官网、浦银国际

我们认为泡泡玛特作为一个具有强大 IP 孵化和运作能力的产业链一体化潮玩 IP 平台，相较其他玩具有以下两大竞争优势：

- （1）强大的 IP 获取能力缔造丰富的艺术家 IP 矩阵；
- （2）高效和专业化的 IP 运营带来强大的商业变现能力。

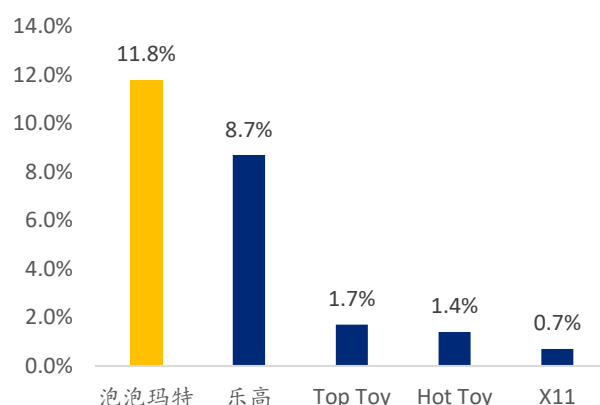
尽管中国潮玩行业目前依然是一个高度分散的行业，但泡泡玛特在这些护城河的帮助下，其竞争优势正在不断释放，与对手的差距也在逐渐拉大。我们预计泡泡玛特会在未来几年持续拉大与对手的差距，扩大自己的市场份额，并进一步整合中国潮玩市场。

图表 5：中国潮玩市场份额，2019



资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

图表 6：中国潮玩市场份额，2022



资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

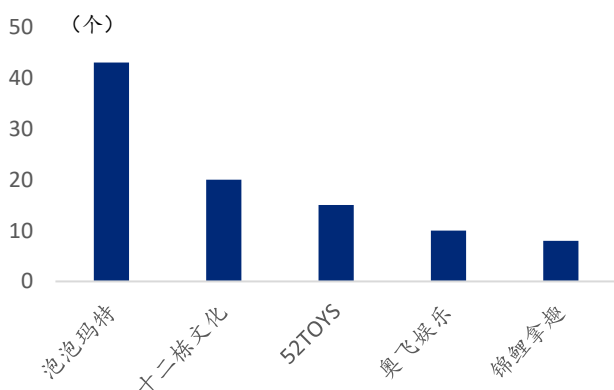
强大的 IP 获取能力缔造丰富的艺术家 IP 矩阵

2018 年，仅 Molly 一个 IP 就贡献了泡泡玛特 42% 的销售额。Molly 对公司收入较高的贡献使市场担心公司对单一 IP 的依赖性过大，这也引起市场对泡泡玛特 IP 孵化能力的质疑。

然而，进入到 2021 年，Skull Panda（简称“SP”）横空出世，强势出圈，在年轻人之间引起极高的话题度，并实现爆发式的销售增长，也打消了市场对于公司 IP 培育能力的顾虑。继 SP 后，泡泡玛特于 2022 年再次牵手香港艺术家 Kasing Lung，将著名的 Monster 系列收入麾下。自此，Monster 系列也表现出强烈的生命力。其中的 Labubu 更是受到消费者的大力追捧。

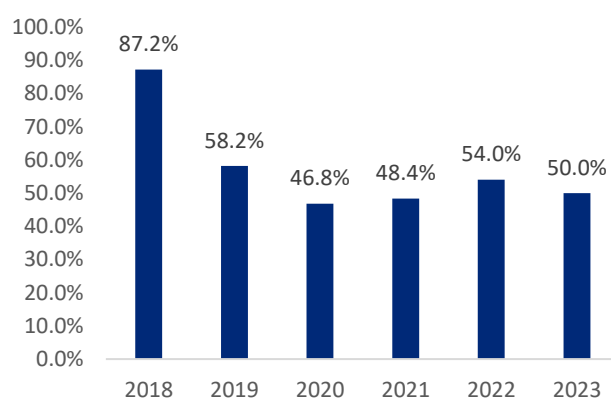
截至 2023 年，泡泡玛特一共拥有 40 多个艺术家 IP（包括自有 IP 及独家 IP）。销售额过亿的艺术 IP 有 10 个之多。其中，SP 和 Molly 的销售都达到了人民币 10 亿元以上，而 Dimoo 也达到了人民币 7 亿元以上。2023 年，前四大 IP 加起来仅贡献了公司 50% 的收入。

图表 7：艺术家 IP 数量比较，2023



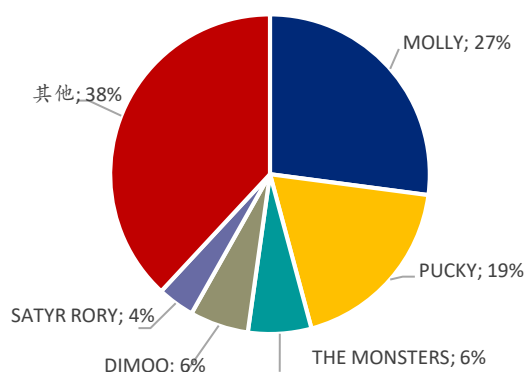
资料来源：浦银国际整理

图表 8：前四大 IP 对收入的贡献占比，2018-2023



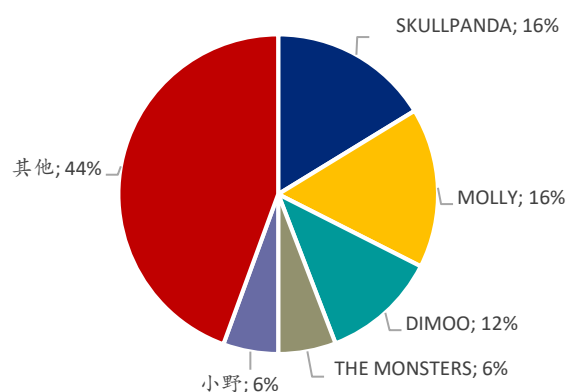
资料来源：公司数据，浦银国际

图表 9：泡泡玛特收入按 IP 分布，2019



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 10：泡泡玛特收入按 IP 分布，2023



资料来源：公司数据，浦银国际

我们认为，泡泡玛特丰富的艺术家 IP 矩阵离不开公司本身强大的 IP 运营能力。正是完善的 IP 孵化体系吸引了众多有潜力的潮玩艺术家愿意与泡泡玛特展开深度合作，放心地将自己创立的 IP 完全交给泡泡玛特来运营和管理。

图表 11：泡泡玛特合作艺术家（包括自有 IP 及独家 IP）



资料来源：泡泡玛特官网、浦银国际

2023 年，艺术家 IP 贡献了泡泡玛特 82.3% 的销售收入，远高于其他潮玩玩家。相较于非独家 IP，艺术家 IP 具有以下优势：

- (1) 公司对艺术家 IP 有较强的掌控力——自有 IP 意味着公司拥有 IP 的知识产权，可以自主开发、设计及销售基于此 IP 的产品，甚至可以授权其他玩家使用此 IP。独家 IP 意味着公司在指定地区拥有开发、设计及销售此 IP 产品的独家权利。

- (2) 艺术家 IP 对设计师的依赖程度相对较小——艺术家 IP 多为自有 IP，而自有 IP 的知识产权归公司所有。即使 IP 的设计师停止了对 IP 的创作，公司也能够持续对 IP 相关产品进行设计开发，对 IP 的生命周期影响有限。

另外，泡泡玛特在潮玩行业的巨大影响力以及在盲盒细分赛道绝对的领先地位，也吸引了众多知名的 IP 品牌运营商授权泡泡玛特进行产品设计和开发，用以扩大 IP 在中国市场的影响力。这促使泡泡玛特合作品牌（即非独家 IP）的队伍不断壮大。

图表 12：泡泡玛特合作 IP 品牌（非独家 IP）



资料来源：泡泡玛特官网、浦银国际

丰富的艺术家 IP 矩阵以及非独家合作 IP 品牌为泡泡玛特未来销售的增长打下了坚实的基础，也使泡泡玛特未来的发展之路具有更强的可持续性和可预见性。

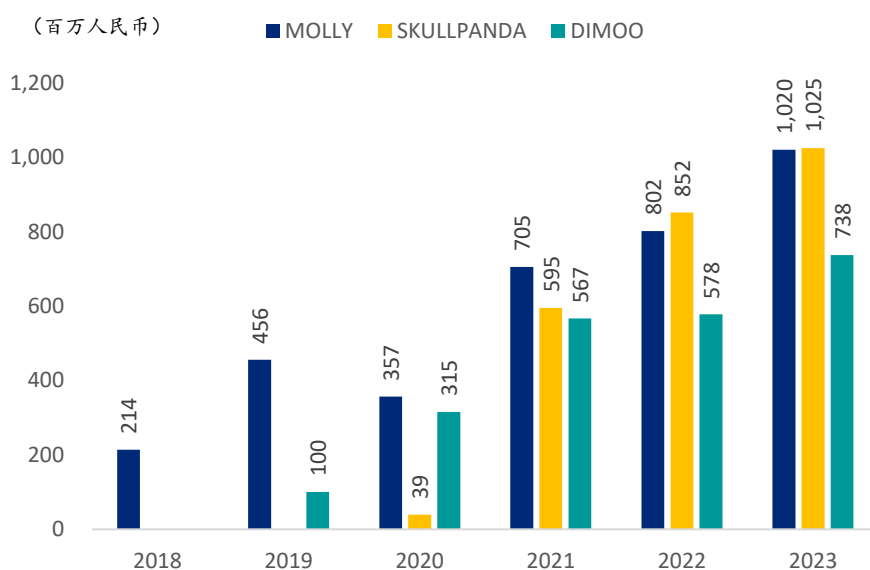
高效和专业化的 IP 运营带来强大的商业变现能力

作为 IP 产业链一体化玩家，泡泡玛特拥有强大的资源和实力为旗下 IP 制定和推行较为成熟的商业化开发和运营方案，包括但不限于产品创意、供应链管理、市场营销和传播、销售渠道建设等一系列复杂的商业环节。

在泡泡玛特全方位的 IP 商业化运营赋能下，公司签约的潮玩艺术家能够更加聚焦于 IP 产品的设计与构思，从而最大限度地挖掘出 IP 的市场潜质，令其能在短时间内出圈，最终实现商业化变现。这也解释了为何 SP 能在推出仅仅两年后，销售额就超过了 Molly，成为了泡泡玛特最赚钱的 IP。

强大的 IP 运营能力也将帮助旗下艺术家 IP 在消费者心中维持较高的新鲜度，从而延长艺术家 IP 的生命周期。泡泡玛特收购 Molly 至今已经 6 年，但 Molly 依然表现出强大的生命力。2023 年，Molly 的销售额同比增长 27.2%，并维持高速增长趋势。

图表 13：主要三大 IP 的收入



资料来源：公司数据、浦银国际

我们从以下几个环节来分析泡泡玛特强大的 IP 运营能力：

- (1) 不断丰富产品组合；
- (2) 创新的市场营销和传播手段；
- (3) 聚焦深度挖掘 IP 价值和内涵。

不断丰富产品组合

过去几年里，泡泡玛特在盲盒的基础上不断拓展自己的潮玩产品品类，形成更丰富的产品组合。此举不仅能够更多元化地来展现和提升艺术家 IP 的内涵，也能够拓宽消费者对潮玩产品更多的场景需求，比如收藏需求、装饰需求、陪伴需求、出行需求等。

图表 14：不同产品的特点、定价和受众汇总

产品类型	盲盒	手办	BJD	搪胶毛绒玩具	积木
特点	增加了购买的不确定性，从而使消费者获得别样的购物体验。	体积更大，设计更精致，用料更高级，具有收藏价值。	为球窝关节连接的肢体可活动、各部件可拆卸的人偶。具有定制化的功能，具有收藏价值。	具有可爱的外形和柔软的触感，适合携带或用于装饰。	具有更强的内容性和互动性，可增强 IP 与消费者之间的情感连接。
定价	49-99 元	199-1499 元	399-799 元	399-999 元	199-399 元
受众	普通年轻消费者	高端消费者	高端消费者	高端消费者	普通年轻消费者

资料来源：公司数据、浦银国际

泡泡玛特的产品主要以盲盒为主。相较其他潮玩产品，盲盒的优势在于（1）盲盒产品的不确定性为消费者带来神秘感，激发消费者对未知的探索与好奇心，（2）在拆盲盒的过程中为消费者带来较强的互动性购物体验，（3）在抽中稀缺产品后，为消费者带来惊喜感以及满足感。

泡泡玛特目前在中国潮玩的盲盒领域是绝对的领导者，具有垄断地位。

图表 15：泡泡玛特盲盒产品



资料来源：泡泡玛特官网，浦银国际

图表 16：泡泡玛特盲盒产品



资料来源：泡泡玛特天猫，浦银国际

为了推动“潮玩艺术化”的趋势，泡泡玛特早在 2021 年便推出了 Molly 的高端产品线 MEGA 珍藏系列——「MEGA 珍藏系列 1000% SPACE MOLLY × 海绵宝宝」和「MEGA 珍藏系列 400% SPACE MOLLY × 海绵宝宝」。相较盲盒，MEGA 产品不仅体积更大，做工也更为精细和考究。继 Molly 之后，公司又推出其他家族成员（包括 SKULLPANDA、DIMOO、FLABJACKS 等）的 MEGA 产品。

MEGA 系列的发售不仅使公司 IP 产品的表现形式更加多元化，更重要的意义在于 MEGA 提升了公司旗下 IP 的艺术价值和收藏价值，使旗下 IP 品牌的调性大幅提升。

图表 17：泡泡玛特 MEGA SPACE MOLLY 产品



资料来源：泡泡玛特官网，浦银国际

图表 18：MEGA SPACE MOLLY 1000% BEAMS 产品



资料来源：泡泡玛特官网，浦银国际

另外，泡泡玛特基于旗下主要艺术家 IP（包括 Molly 和 SP）所推出的 BJD 娃娃产品，市场反响良好。公司去年还涉足了搪胶毛绒公仔的领域，其推出的 Monster 系列的搪胶毛绒产品受到了消费者的广泛欢迎，并成为爆品。

图表 19：泡泡玛特 BJD



资料来源：泡泡玛特官网，浦银国际

图表 20：Monster 系列的搪胶毛绒产品



资料来源：泡泡玛特官网，浦银国际

为了进一步丰富公司潮玩产品的品类，泡泡玛特今年 6 月推出了其第一款积木产品“**The Monsters 森林秘密基地系列拼搭积木**”套装。我们认为，相较其他潮玩品类，积木能包含更多的内容，同时具有更强的互动性，在拼搭的过程中能够有效地向消费者传达 IP 背后的故事，提升 IP 在消费者心中的地位。

尽管市场反响有待进一步验证，但我们认为涉足积木领域为泡泡玛特未来业务的拓展和增长带去更多的想象空间。

图表 21：泡泡玛特 The Monsters 森林秘密基地系列拼搭积木套装



资料来源：泡泡玛特淘宝，浦银国际

图表 22：泡泡玛特 The Monsters 森林秘密基地系列拼搭积木套装（内部设计）



资料来源：泡泡玛特官网，浦银国际

创新的市场营销和传播手段

泡泡玛特有一套完整的市场营销体系，包括线上线下互补式营销布局、IP 联名以及明星推广等等。

针对泡泡玛特的目标消费者的社交需求，泡泡玛特搭建了多种线下营销场景。泡泡玛特在高线城市的热门商圈设置店铺，在年轻人的消费场所中创造销售机会。另外，泡泡玛特也与商场合作，开设快闪店，以限时限量、吸睛的外观等特性，为消费者提供沉浸式的体验，提升品牌的知名度。

面对 Z 世代的目标人群倾向于使用数字媒体获取信息的习惯，泡泡玛特在微博、微信、小红书等平台宣传，也与明星和网红联合进行产品和品牌的推广，拓宽消费群体，提高品牌印象，建立口碑。

图表 23：泡泡玛特快闪店



资料来源：泡泡玛特官微，浦银国际

图表 24：明星晒出泡泡玛特产品



资料来源：微博，Instagram，浦银国际

在泡泡玛特强势的 IP 运作的基础上，公司与各界知名品牌联名。一方面泡泡玛特与知名 IP 强强联手打造爆款产品，带动知名 IP 的粉丝成为购买泡泡玛特的消费者；另一方面，泡泡玛特也使用自有知名 IP（Labubu 等）和消费品品牌联名，拓宽营销半径并提高品牌知名度。

图表 25：Molly 与飞天小女警联名产品



资料来源：泡泡玛特微信公众号，浦银国际

图表 26：Labubu 联名瑞幸



资料来源：瑞幸官微，浦银国际

优秀的市场营销能力和品牌运作能力使泡泡玛特旗下的 IP 具有更大的市场关注度和影响力。这也是泡泡玛特旗下的 IP 能够实现快速出圈的重要原因之一。

聚焦深度挖掘 IP 价值和内涵

在成立初期，泡泡玛特的管理层就曾表示：泡泡玛特不单纯是一家售卖潮玩产品的企业，而是以对标迪士尼作为公司长期的愿景，梦想成为潮玩 IP 全产业链平台的领导者。

然而，迪士尼旗下的 IP 之所以有强大的魅力和吸引力，依靠的是迪士尼强大的内容创造能力。迪士尼旗下大部分的 IP 背后都有生动的故事线。这些故事为 IP 注入了灵魂，使每个 IP 都更加鲜活，具有独特的个性。这是迪士尼旗下很多 IP 能够经久不衰的原因。不仅是迪士尼，泡泡玛特大部分合作的 IP 背后都蕴含着生动的故事内容(包括哈利波特、小猪佩奇、小黄人等)。

反观泡泡玛特，虽然公司已经拥有众多艺术家 IP，但泡泡玛特的艺术家 IP 常常被市场诟病空有外表，缺乏故事性作为支撑，因此缺乏灵魂和内涵。而泡泡玛特在国内的主要竞争对手之一奥飞娱乐，作为一家做动漫起家的公司，其在 IP 内容创作上具有得天独厚的优势。

如果我们比较泡泡玛特与奥飞娱乐，泡泡玛特的自有 IP 数量远远超过奥飞，市场份额也遥遥领先，但奥飞几乎所有的 IP 都有强大的故事作为支撑。无论是喜洋洋与灰太狼还是巴拉巴拉小魔仙对其主要的目标客群（12 岁以下的儿童）来说都是耳熟能详的故事。

图表 27：泡泡玛特与奥飞娱乐 IP、产品等差别

公司名	自有 IP 数量	市场份额	主要自有 IP	主要客群	产品类型
泡泡玛特	>40	11.8%	SkullPanda,Molly,Labubu	年轻消费者	盲盒、积木、手办等
奥飞娱乐	10		喜洋洋灰太狼、巴啦啦小魔仙、超级飞侠、铠甲勇士	K12	陀螺、机器人、积木、手办等

资料来源：公司数据、浦银国际

事实上，我们并不认同潮玩行业的艺术家 IP 必须要有丰富的故事线的支撑才能保持生命力和经久不衰。我们看到不少欧美及日本的潮玩 IP(包括 Hello Kitty 和三丽鸥)背后并没有丰富的内容和故事，仅凭丰富和多样化的艺术表现形式，一样做到了长期受到消费者欢迎。泡泡玛特管理层也曾表示，并不是每个潮流 IP 都适合被赋予内容和故事。过于具象性的内容和故事很可能会限制一些 IP 的艺术价值和潜力。

不过，公司过去两年里一直在对各种新业态进行布局，试图在不久的将来为旗下部分艺术家 IP 注入更多的内容和个性。此举旨在增强艺术家 IP 的内涵，丰富 IP 的表现形式，使旗下 IP 的形象更立体和生动，为消费者带去更沉浸式的情感体验，从而进一步挖掘 IP 背后的价值。

1. 发布游戏

2023 年 5 月，泡泡玛特公布了旗下首款游戏《梦想家园》的宣传影像，并于 6 月 27 日正式上线。

《梦想家园》定位为“模拟经营+派对经营”。在游戏中，玩家可以与泡泡玛特旗下的 IP 产生更多的互动，而这些 IP 也被赋予了更强的生命力。然而，《梦想家园》游戏并未设定太强的剧情，而是通过游戏氛围和形象设计来刻画 IP 人物的个性，增强玩家与 IP 人物的感情连接。

图表 28:《梦想家园》游戏海报



资料来源：泡泡玛特官微，浦银国际

图表 29:《梦想家园》游戏截图



资料来源：《梦想家园》游戏，浦银国际

2. 建造乐园

2023 年 9 月，泡泡玛特首个城市乐园（Pop Land）在北京朝阳公园内开园，是泡泡玛特打造的首个潮玩行业沉浸式 IP 主题乐园。泡泡玛特在 2024 年 5 月与朝阳文旅集团签订了城市乐园二期的合作开发项目。

泡泡玛特城市乐园内拥有 3 个核心区域：1) 泡泡街：互动、游戏、购物；2) Labubu 奇遇森林：还原了知名 IP The Monsters 的生活场景；3) Molly 的城堡：潮玩收藏馆、限定衍生品销售和餐厅。

图表 30：城市乐园中的 Molly 城堡



资料来源：泡泡玛特官微，浦银国际

图表 31：城市乐园中的奇遇森林和泡泡街



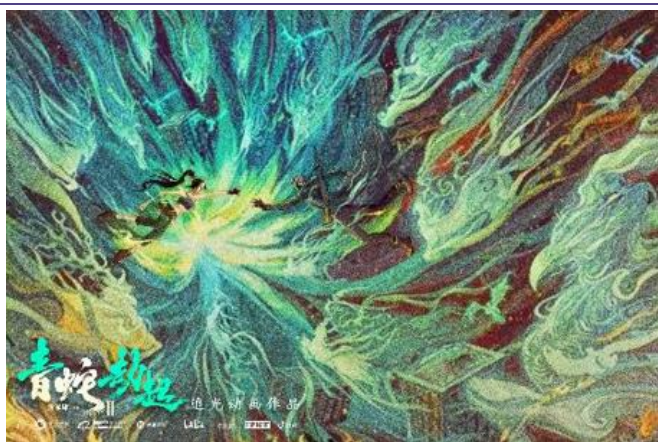
资料来源：泡泡玛特官微，浦银国际

3. 拍动画电影

早在 2021 年，泡泡玛特作为联合出品方推出的动画电影《新神榜：哪吒重生》和《白蛇 2：青蛇劫起》斩获观众良好的口碑，其中《白蛇 2：青蛇劫起》更是获得了中国电影金鸡奖最佳美术片奖。除了出品外，公司也获得了电影相关 IP 的衍生品权利，成为公司的投资的延伸。

在同年 9 月，在国漫崛起的契机下，泡泡玛特领投了武汉两点十分文化传播有限公司——一家小有名气的动画制作公司，以 10.2% 持股比例成为公司第三大股东。两点十分旗下拥有《我是江小白》、《巨兵长城传》、《璃心战纪》等多个热门 IP。除了通过投资两点十分获得影视 IP 的衍生品权利外，泡泡玛特也寄希望于有朝一日可以通过投资动画制作公司，制成自有 IP 的动画电影。

图表 32：《白蛇 2：青蛇劫起》海报



资料来源：搜狐，浦银国际

图表 33：《哪吒重生》衍生 IP 产品



资料来源：Social Beta，浦银国际

发达的销售网络深度触达更多年轻消费者

除了强大的自有艺术家 IP 孵化能力以外，泡泡玛特相较其他潮玩企业还有一个非常大的竞争优势，就是其发达的自营销售渠道网络。

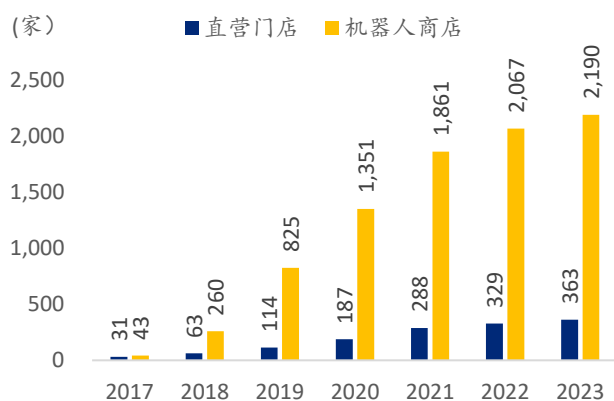
泡泡玛特的渠道网络之所以发达和成熟，主要是因为它具备两大特点：建立全域销售体系以及聚焦 DTC 销售网络。

建立全域销售体系

泡泡玛特的全渠道布局可分为线下与线上两部分。线下渠道包括了零售店、机器人商店、展会以及经销商渠道，而线上渠道主要包括泡泡玛特抽盒机、天猫旗舰店、京东旗舰店、葩趣 APP（自有线上潮玩交流交易社区）和抖音等。

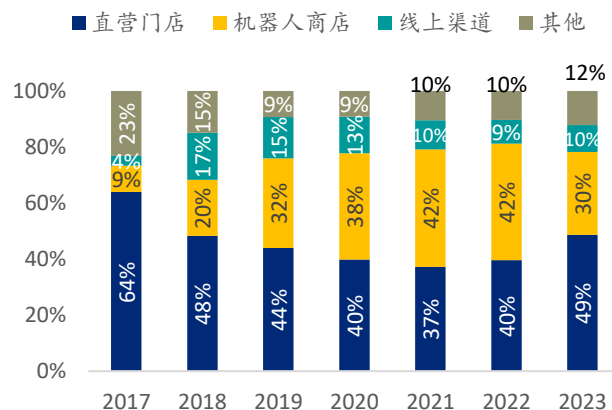
无论是线上还是线下，各个渠道都对泡泡玛特的潮玩 IP 与潮玩产品最终触达消费者起到了重要的作用，同时也在公司增强与消费者互动、提升消费者体验、增加艺术家 IP 在消费者心中的粘性、提升销售转化率等方面扮演了不可替代的角色。

图表 34：泡泡玛特在国内的线下直营门店以及机器人商店数，2017-2023



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 35：泡泡玛特在国内分渠道收入占比，2017-2023



资料来源：公司数据，浦银国际

直营线下门店打造极致消费体验

泡泡玛特的线下门店不仅是公司重要的销售渠道，也是其向消费者展示自己 IP、各类产品以及品牌文化理念的重要场所。因此，泡泡玛特的每家线下门店都试图打造一个充满童趣和梦幻感的空间，为消费者带去快乐美好的沉浸式购物体验的同时，同时也向消费者传递自有艺术家 IP 的不同个性和内涵。

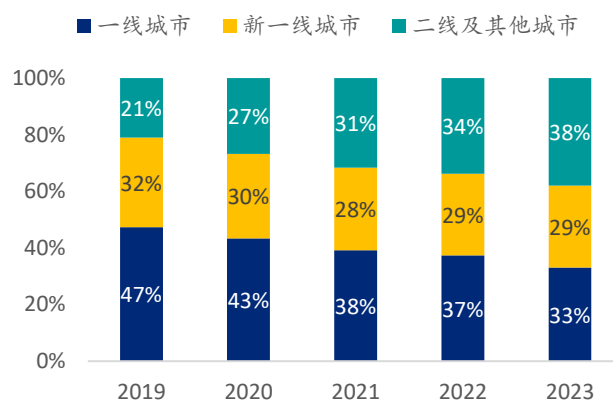
截止到 2023 年底，泡泡玛特在全国一共拥有 363 家线下门店，已基本覆盖所有高线市场，并逐步向低线市场的主要商圈渗透。然而，我们预计泡泡玛特未来在大陆市场的零售门店扩张步伐将有所放缓。

图表 36：泡泡玛特线下零售门店



资料来源：搜狐，浦银国际

图表 37：泡泡玛特大陆线下零售门店按区域的数量比例



资料来源：公司数据，浦银国际

机器人商店灵活布局和深耕线下渠道

早在 2017 年，公司就开始在线下布局机器人商店。作为零售门店在线下渠道的补充，机器人商店不仅具有较高的成本效益（投资低、运营费用低、维护成本低），还具有布局灵活的特点，可进驻非热门商圈、写字楼以及交通枢纽（比如机场、火车站、地铁站等）等场所，满足更广泛的新零售消费场景。

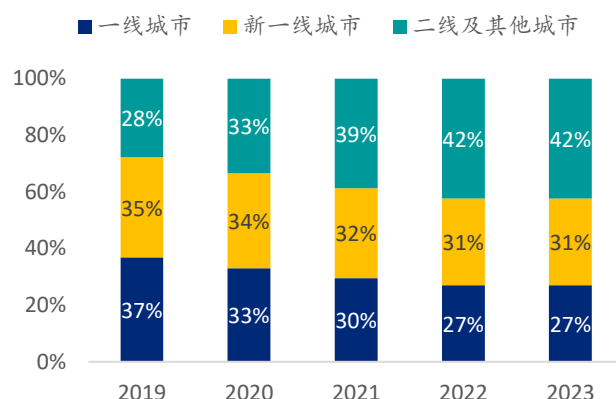
除了深耕市场和渠道渗透，机器人商店也在购物体验上做文章，通过场景布置和氛围营造提升消费者的购买欲望。截至 2023 年底，泡泡玛特在全国的机器人商店数量已达到 2190 个。

图表 38：泡泡玛特机器人商店



资料来源：搜狐，浦银国际

图表 39：泡泡玛特大陆机器人商店按区域的数量比例

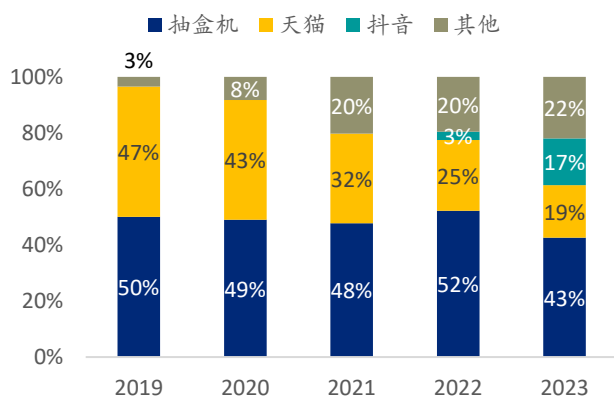


资料来源：公司数据，浦银国际

多样化的线上渠道触达更多年轻人

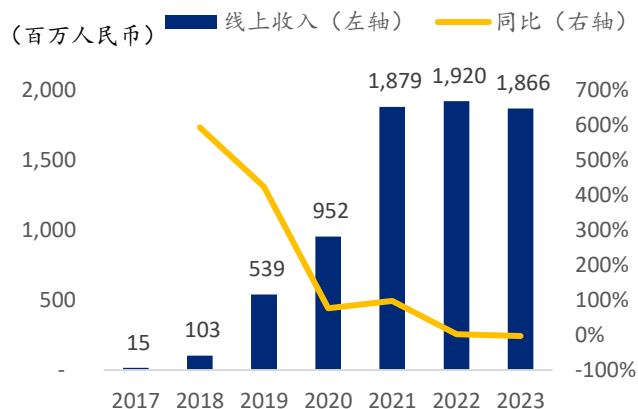
泡泡玛特的线上渠道呈现出较高的多样化。其中，泡泡玛特抽盒机、天猫和抖音渠道是公司线上收入的主要来源，贡献了 2023 年线上收入的 78%。

图表 40：线上渠道的收入组成



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 41：线上渠道收入



资料来源：公司数据，浦银国际

泡泡玛特抽盒机是公司在微信平台上自主研发设计的小程序，完美契合公司盲盒产品的消费特性，旨在创造好玩、有趣又便捷的购物体验。抽盒机于 2019 年起就成为了公司线上收入最大的贡献者，占比保持在 50% 上下。

天猫作为国内最大的电商平台，对泡泡玛特线上收入的贡献也相当可观。可随着消费趋势的改变以及其他电商平台的崛起，泡泡玛特在天猫平台的收入连续两年（2022 与 2023 年）都出现较大幅度的下滑，对公司线上收入的贡献占比下滑至 20% 以下。

另一方面，抖音的强势崛起迅速抢占了天猫原本在线上渠道的份额。2024 年上半年，公司也积极调整线上运营策略，在抖音上开通了针对不同品类、不同使用场景以及艺术家 IP 的直播间，扩大用户触达范围的同时满足更精准用户的需求。截至 2023 年，抖音渠道占公司线上收入的比例达到了 17%。

图表 42：泡泡玛特微信抽盒机小程序



资料来源：泡泡玛特微信抽盒机小程序，浦银国际

图表 43：泡泡玛特抖音直播间



资料来源：泡泡玛特抖音直播间，浦银国际

泡泡玛特从去年年底开始设定线上渠道的差异化战略，对三大线上渠道进行了定位划分：天猫旗舰店承载的是品牌效应，泡泡玛特会在天猫页面的视觉升级上投入较大的精力；泡泡玛特抽盒机承接的是私域流量，为用户进阶成为一个专家类玩家提供渠道；抖音渠道作为新的流量阵地，功能是拉新。

聚焦 DTC 直面消费者

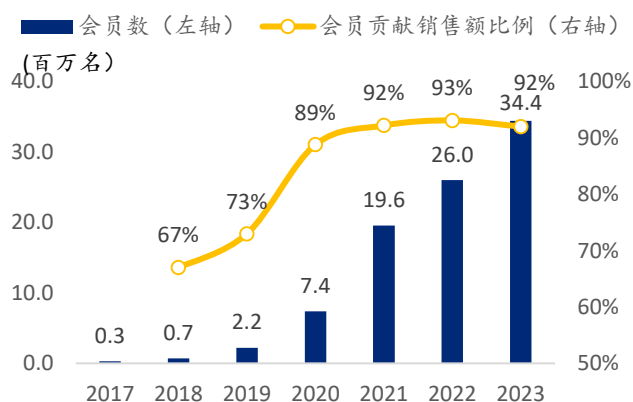
泡泡玛特的销售网络除了全渠道布局以外，另一个优势便是 DTC 直面消费者。无论是线下的零售门店和机器人商店，还是线上的抽盒机、天猫旗舰店或是抖音直播，都属于公司的 DTC (direct-to-consumer) 直营销销售渠道，并由公司严格管理和把控。DTC 直营渠道 2023 年占公司整体收入的 88%。

聚焦 DTC 直营模式的优点在于：

- (1) 能够根据消费者需求进行定制化的购买体验，增强与消费者的互动，从而增强消费者教育，增加客户粘性。无论是直营零售店、机器人商店、抽盒机还是抖音直播，都满足了不同消费者对购物体验与消费场景的需求。
- (2) 收集更多有效的客户信息与消费者画像，包括不同 IP 产品的销售数据，不同年龄段客户对不同产品的喜好，消费者对不同类别的产品（比如 MEGA、积木等）的反馈等。对这些信息进行大数据分析，可以有效帮助管理层对旗下产品设计、营销模式、推广渠道进行调整，从而更精准地满足消费者的需求。

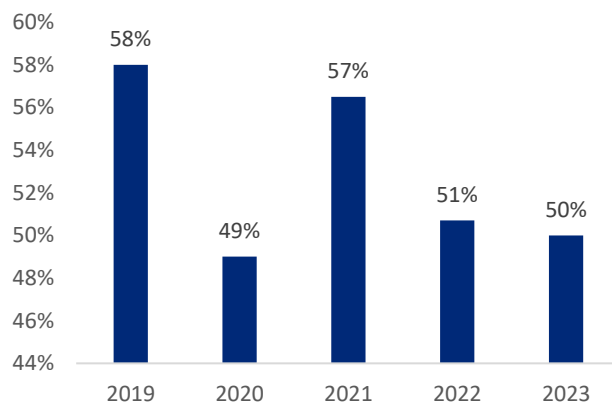
(3) DTC 模式助力公司打通全渠道的客户数据(销售额、积分、等级等),建立起完整的会员运营体系,从而更好地满足消费者需求,提升复购率水平。通过全渠道会员运营,用户数字化规模不断扩大。截止到2023 年底,泡泡玛特在中国大陆的会员总数达到 3435 万人,会员贡献销售额占比达 92%,会员复购率为 50%。

图表 44: 泡泡玛特注册会员数与会员贡献销售额占比



资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 45: 泡泡玛特会员复购率



资料来源: 公司数据, 浦银国际

不仅在中国大陆, 泡泡玛特在中国港澳台地区及海外的业务也正持续推进 DTC 的发展战略。我们将于下一章节对此进行具体介绍。

强势出海开辟更为广阔的增长空间

中国潮玩玩家出海开辟新的增长曲线已是大势所趋。早在疫情前，主要中国潮玩玩家（包括泡泡玛特，52TOYS，Top Toy，TopCity 等）都已开始积极布局海外市场。

大部分玩家一开始都是通过 B2C 的模式（跨境电商）或 B2B 的模式（海外经销商或授权海外代理）打开海外市场。泡泡玛特早在 2018 年成立海外事业中心，开启海外扩张之路，并以 B2C 跨境电商渠道销往海外。B2B/B2C 模式业务简单投入较少，但缺乏直面消费者的机会，难以高效传递品牌文化，也难以提升公司在海外市场的品牌力与知名度。

从 2020 年开始，泡泡玛特开始在海外市场向 D2C 转型，从线上向线下拓展，并在韩国首尔开设了其第一家海外线下直营门店。之后的三年里，泡泡玛特先后在中国港澳台地区、日本、东南亚、英国、美国、新西兰、澳大利亚、法国、荷兰等地开设了线下的直营零售门店或机器人商店。

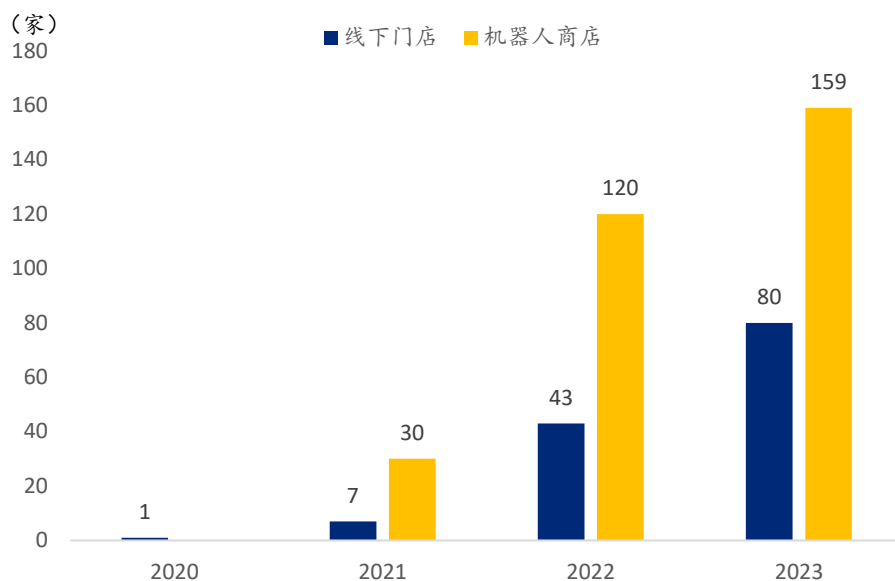
图表 46：泡泡玛特出海大事记

年份	事件
2018 年	正式出海，聘请韩国籍海外业务总裁文德一
2020 年	在韩国开设第一家海外门店
2021 年	参加伦敦的漫展 MCM London 以及艺术设计大会，海外门店达到 7 家，已入驻韩国、日本、美国、加拿大、英国、新加坡等国家。
2022 年	海外门店数量达到 12 家，涵盖中国香港、中国澳门、日本、新加坡、加拿大等地
2023 年	进入法国、马来西亚、泰国、荷兰市场。港澳台及海外零售店铺数量达到 70 家，增加了 42 家
2024 年	计划进入印尼、菲律宾、越南等国家市场；已在越南完成海外工厂第一批产品生产

资料来源：公司资料、浦银国际

截至 2023 年末，泡泡玛特已通过跨境电商触达全球 80 多个海外国家与地区。同时，公司海外门店数达到 80 家（包含合营），机器人商店数量达到 159 家（包含合营及加盟），“直营门店+机器人店”组成的线下 DTC 销售网络已在超过 20 个国家和地区落地。

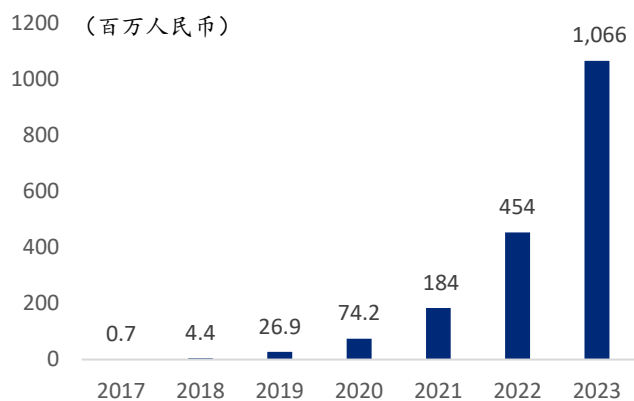
图表 47：泡泡玛特海外门店网络



资料来源：公司资料、浦银国际

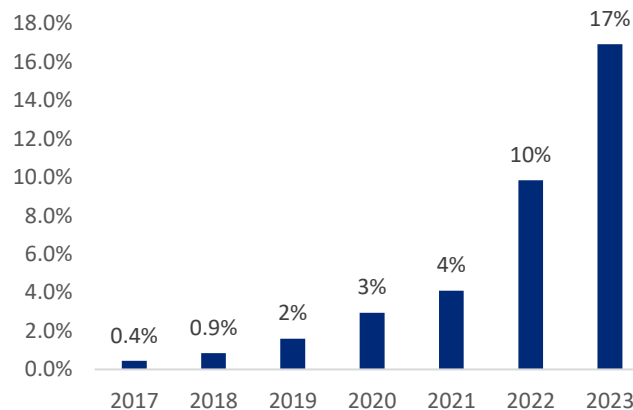
2021-2023 年，泡泡玛特在海外（包括港澳台）的收入取得高速增长，复合增长率达到 140% 以上。2023 年，泡泡玛特的海外收入达到人民币 10.7 亿元，占当年公司总收入的 17%。

图表 48：泡泡玛特海外收入金额



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 49：泡泡玛特海外业务占收入的比例



资料来源：公司资料、浦银国际

除了带来新的增长驱动力以外，泡泡玛特大力发展海外业务最大的正面意义是减少公司对中国单一市场的依赖程度，减小中国经济短期疲弱趋势带来的负面影响。这也解释了为什么泡泡玛特在港股消费板块如此疲弱的情况下依然能维持估值和股价的稳定。另一方面，泡泡玛特在海外市场的布局相对较为分散，同样减少了海外业务对单一市场过大的依赖性。

我们认为，泡泡玛特未来在海外市场依然有着巨大的扩张空间，海外收入将继续维持高速增长的趋势。我们的判断得到以下几方面的支撑：

- (1) **潮玩具有普世性，在全球受众群体广，产品的地域局限性较小：**潮玩产品在海外市场有着比较长的历史，受众群体较广，地域局限性较小。近几年，潮玩在全球不少市场都呈现出蓬勃发展的趋势，尤其是盲盒、手办、公仔等玩具在全球各个市场都有着广泛的接受度。

只要产品足够吸引眼球，中国的潮玩产品在海外市场一样能够得到当地消费者的青睐。这也是泡泡玛特的产品在海外一经推出便可以非常迅速被当地消费者所接受和喜欢的原因。根据我们的观察，无论在东南亚、日韩还是北美，不少当地的年轻消费者都对泡泡玛特的产品高度关注与喜爱。

图表 50：泡泡玛特在海外受到追捧



资料来源：新华日报、浦银国际

- (2) **泡泡玛特丰富的艺术家 IP 和产品线满足不同市场的消费需求：**基于丰富且风格多样的 IP 矩阵，泡泡玛特能够因地制宜地针对不同市场进行产品组合销售，来迎合当地消费者的需求。举例来说，韩国消费者与中国内地消费者偏好比较一致，卖得最好的 IP 为 Molly、Pucky，Dimoo 和 SP，而日本消费者更为钟情于可爱型的 IP 系列，比如 Dimoo、Pino、Labubu 等。与日本相反，美国市场更偏爱个性化的 IP，对可爱型的 IP 接受度较差。新加坡消费者偏爱收藏级商品，比如 MEGA Collection。

- (3) **联手知名 IP 以及推出定制化和本土化产品来吸引当地消费者：**泡泡玛特在盲盒领域强大的产品设计和营销能力以及绝对领先的市场地位也吸引了众多知名 IP 与之合作。即使泡泡玛特的自有艺术家 IP 在海外知名度尚待提升，但公司与知名合作品牌（包括迪士尼，漫威，DC 等）旗下的 IP 合作开发的盲盒产品依然能够吸引到众多的海外消费者的青睐。公司还会根据当地的文化来设计和推出一些本地限定款产品，比如在日本推出招财猫 Labubu、在墨西哥推出 Tycoco 骷髅头系列，在法国推出法国足球国家队手办等。

图表 51：泡泡玛特与漫威联名产品



资料来源：泡泡玛特官微，浦银国际

图表 52：泡泡玛特日本限定款产品



资料来源：Elle 中国，浦银国际

- (4) **海外 DTC 渠道网络扩张空间依然巨大：**泡泡玛特在海外的门店数虽然快速增长，但远未饱和。泡泡玛特目前 70% 的海外门店集中在亚洲，而欧洲、美洲、澳洲的门店总数不到 30%。即使在像美国那么巨大的市场里，泡泡玛特仅有 1 家门店，更别提还有非常多的国家和地区公司尚未踏足。凭借泡泡玛特强大的 IP 营销能力和产品竞争力，以及公司 DTC 网络在更多的市场落地与拓展，我们认为泡泡玛特在海外市场还有巨大的市场空间有待开发。
- (5) **海外供应链不断强化支持版图扩张：**今年 1 月 18 日，泡泡玛特对外宣布公司在越南的工厂已开始正式投产，并已完成其海外工厂的第一批产品生产。我们认为公司海外的产能和供应链未来将持续扩张，满足海外业务的增长需求。这也意味着公司海外市场的供应链将逐步向海外转移，逐步实现海外业务生产和制造的本土化。这将大大减少地缘政治因素为公司海外业务带来的风险。

泡泡玛特业绩预测与展望

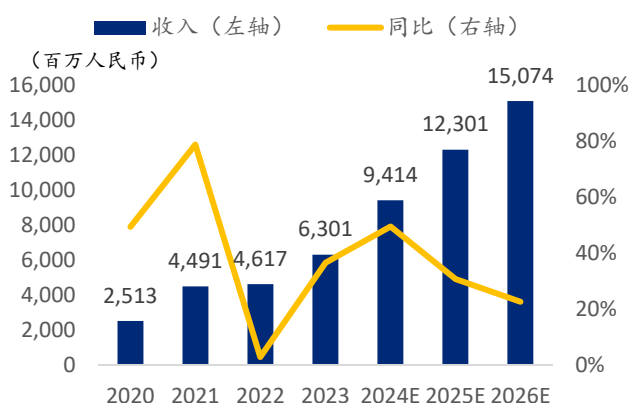
泡泡玛特刚刚公布了其 1H24 的业绩盈利预告。公司预计其 1H24 收入同比增长不低于 55%，而公司核心利润同比增长不低于 90%，远高于市场预期。

公司表示，1H24 收入与利润的高速增长主要归功于：

- (1) 公司品牌及旗下 IP 在全球的认可度进一步提升，多样化的产品品类促进公司收入增长（尤其是海外业务收入高速增长）；
- (2) 持续优化产品成本，加强费用管控，提升盈利能力，以及规模效应使利润增速高于收入。

由于基数原因，我们预测从 2H24 开始，公司收入与利润增速相较 1H24 将有所放缓，但依然将在海外业务的强势扩张下维持较高速的增长。未来三年，海外业务的收入增速将持续高于大陆，收入贡献也将持续提升。

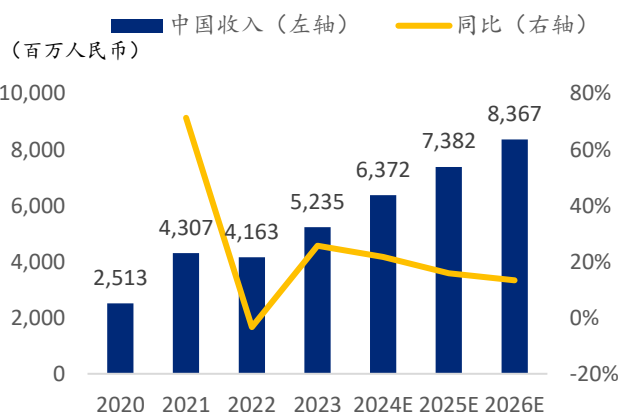
图表 53：泡泡玛特收入及增速，2020-2026E



E=浦银国际预测。

资料来源：公司数据，浦银国际

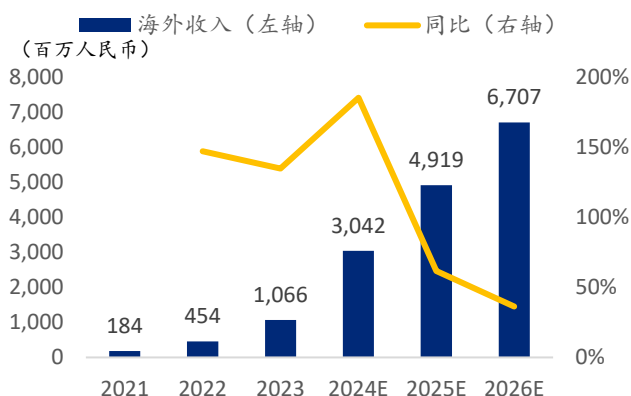
图表 54：中国地区收入及增速，2020-2026E



E=浦银国际预测。

资料来源：公司数据，浦银国际

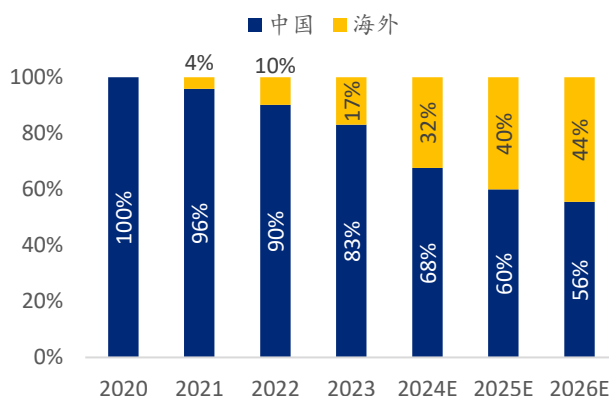
图表 55：泡泡玛特海外收入及增速，2021-2026E



E=浦银国际预测。

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 56：泡泡玛特收入按地区分布，2020-2026E

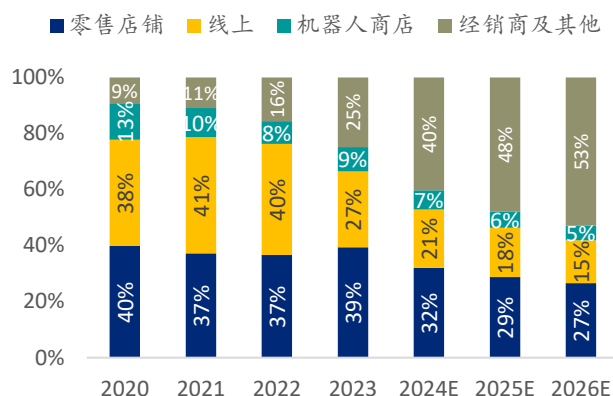


E=浦银国际预测。

资料来源：公司数据，浦银国际

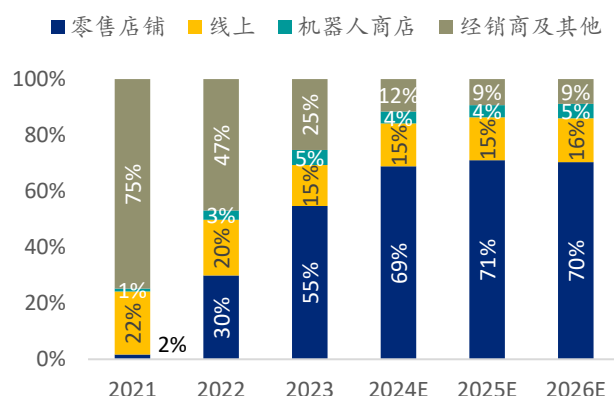
渠道端，我们预测公司未来几年在中国的零售门店扩张会相对较为谨慎，但会通过线上渠道以及机器人商店向低线市场渗透。但在海外，公司将持续通过零售门店网络的扩张来拓展自己在海外的市场。

图表 57：泡泡玛特收入按渠道分布（中国地区），2020-2026E



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

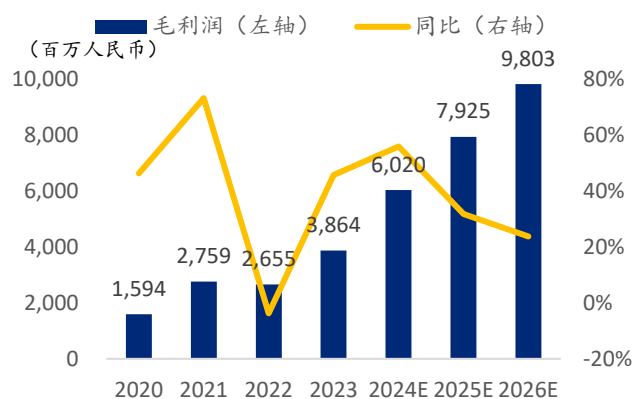
图表 58：泡泡玛特收入按渠道分布（海外），2021-2026E



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

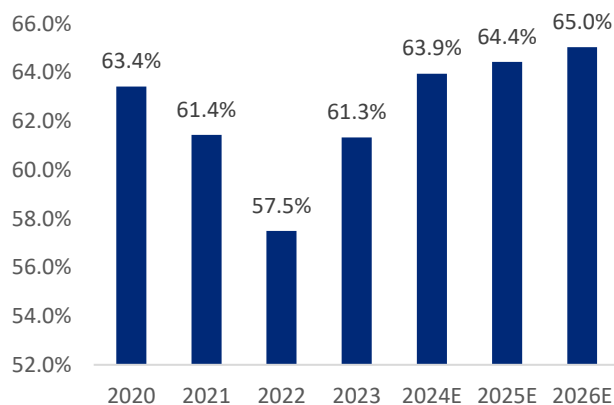
公司 2024 年的毛利率有望在产能优化的帮助下进一步同比大幅扩张。我们预测未来几年，毛利率在规模效应的帮助下依然有持续小幅提升的空间。

图表 59：泡泡玛特毛利润及增速，2020-2026E



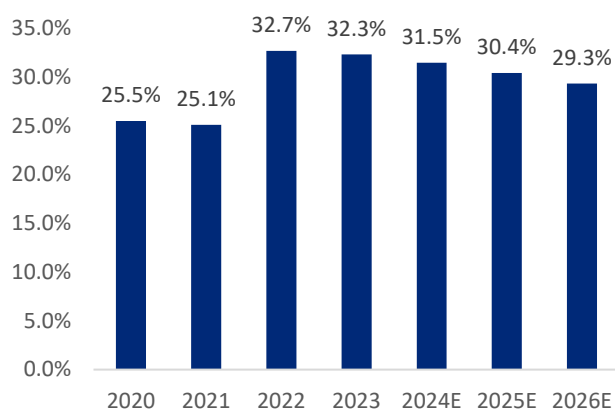
E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 60：泡泡玛特毛利率，2020-2026E



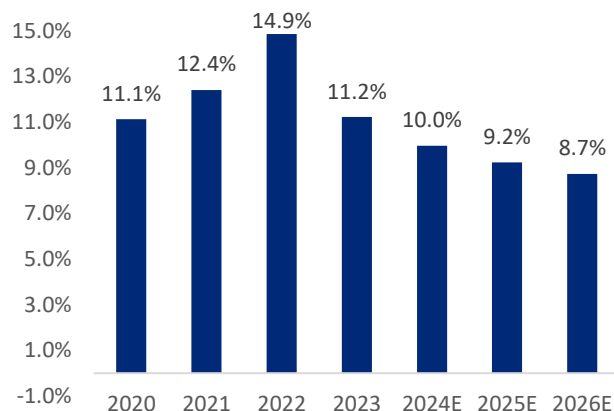
E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 61：泡泡玛特销售费用率，2020-2026E



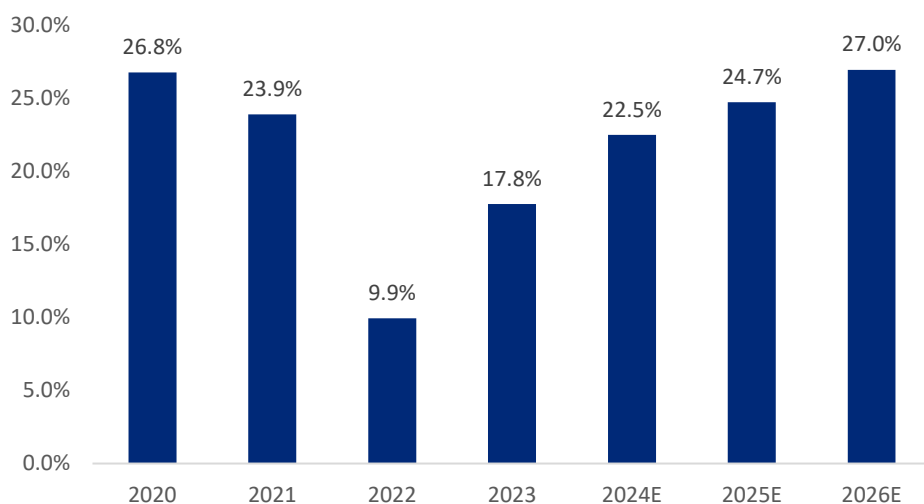
E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 62：泡泡玛特管理费用率，2020-2026E



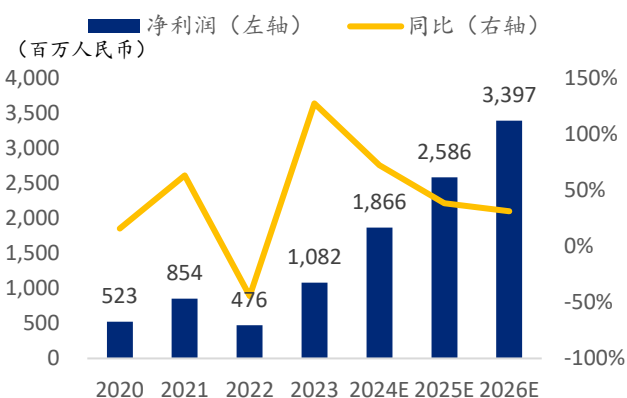
E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 63：泡泡玛特核心经营利润率趋势



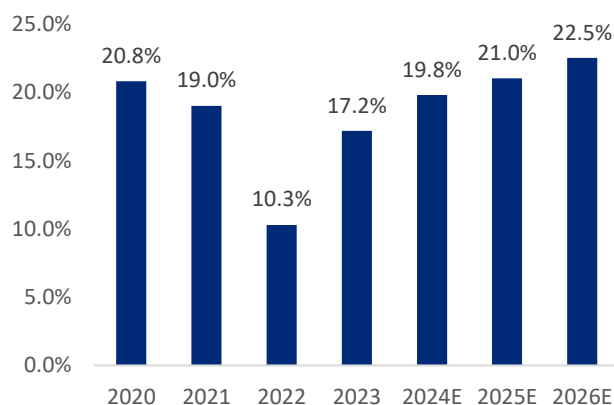
E=浦银国际预测；资料来源：公司资料，浦银国际

图表 64：泡泡玛特归母净利润及同比增速，2020-2026E



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

图表 65：泡泡玛特归母净利率，2020-2026E



E=浦银国际预测。资料来源：公司数据，浦银国际

目标价与估值

我们预测公司 2023-2026 年净利润复合增长率超 45%，而公司目前仅交易在 27 倍 2024 年 P/E，意味着 PEG 小于 0.6x，低于大部分的中国消费标的。考虑到中国潮玩行业前景可期、公司本身业务能力出众、出海前景乐观，我们认为公司中长期的增长趋势具有较强的确定性。我们使用 DCF 估值，得到公司目标价 51.3 港元。

图表 66：泡泡玛特现金流折现模型预测

(百万人民币)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBITDA	2,999	4,186	5,462	6,727	8,050	9,425	10,883	11,971	12,929	13,575
加:营运资本变动	-616	-25	141	316	522	744	488	537	580	609
减: 资本开支	-370	-382	-378	-385	-410	-432	-440	-493	-543	-586
减: 所得税支出	-594	-838	-1,132	-1,465	-1,773	-2,098	-2,449	-2,693	-2,909	-3,054
FCFF	1,419	2,941	4,093	5,193	6,389	7,639	8,482	9,321	10,057	10,544
FCFF现值	1,244	2,260	2,756	3,064	3,304	3,463	3,370	3,246	3,070	2,820
WACC	14.1%					企业价值EV		57,653		
无风险利率	3.0%					加：现金		6,341		
Beta	1.6					减: 借款		0		
市场风险溢价	7.0%					减: 少数股东权益		-25		
股权成本	14.1%					股权价值		63,969		
税后债权成本	4.0%					每股价值 (Rmb)		47.7		
						每股价值 (HKD)		51.3		
长期股权占比	100.0%									
长期债权占比	0.0%					股价上涨空间		27.6%		
永续增长率	4.0%									

E=浦银国际预测；资料来源：公司资料，浦银国际

我们首次覆盖泡泡玛特，给予“买入”评级。

投资风险

泡泡玛特股价可能面对的下行风险包括：

- (1) 消费力下降导致潮玩市场需求减弱；
- (2) 行业竞争大于预期；
- (3) 海外业务增长不及预期；
- (4) 潜在地缘政治风险。

图表 67：SPDBI 目标价：泡泡玛特（9992.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 68：SPDBI 消费行业覆盖公司

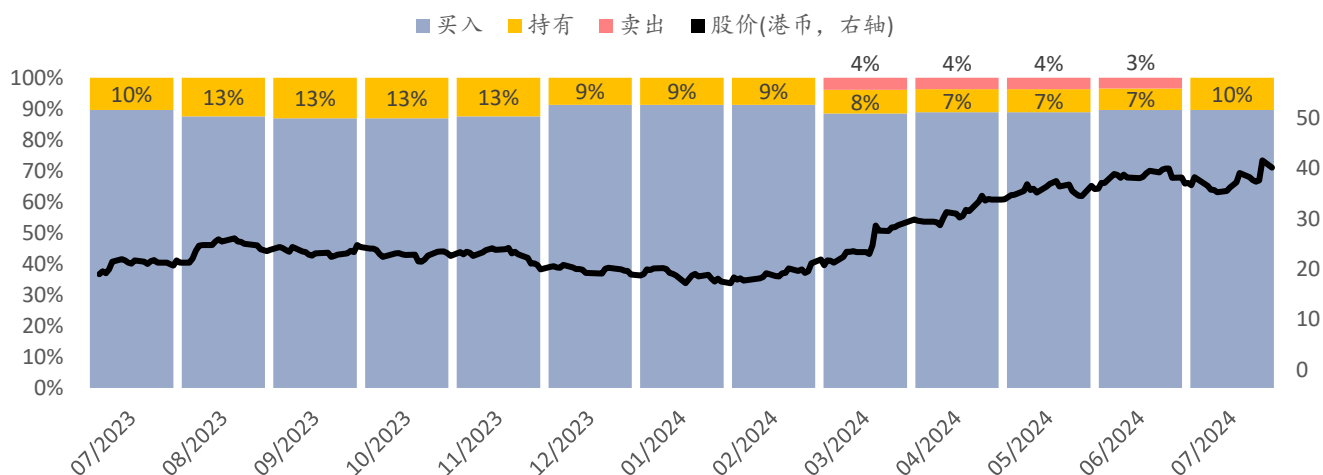
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	15.0	持有	23.0	2024 年 4 月 30 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	72.6	买入	101.0	2024 年 3 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.8	2024 年 3 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.7	买入	7.0	2024 年 5 月 23 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.9	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	30.5	买入	49.9	2024 年 4 月 30 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	238.4	买入	389.3	2024 年 4 月 30 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	13.0	持有	22.5	2024 年 5 月 16 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	12.9	买入	20.8	2024 年 5 月 21 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	16.6	买入	26.7	2024 年 5 月 21 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	3.1	买入	6.8	2024 年 3 月 25 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.3	买入	26.3	2024 年 5 月 7 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	27.9	买入	43.2	2024 年 6 月 19 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	61.2	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	10.1	买入	14.0	2024 年 5 月 8 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	51.2	持有	65.1	2024 年 5 月 6 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	69.7	持有	86.2	2024 年 5 月 6 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.7	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.1	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	14.8	买入	21.1	2024 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.1	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.6	买入	4.65	2024 年 4 月 19 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.0	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	13.6	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	10.1	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	40.2	买入	51.3	2024 年 7 月 23 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	96.2	买入	129.1	2024 年 4 月 21 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	41.1	买入	52.0	2024 年 7 月 2 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	61.0	持有	58.5	2024 年 4 月 30 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	47.3	持有	60.6	2024 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	17.4	买入	22.8	2024 年 7 月 8 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	23.7	买入	31.2	2024 年 7 月 8 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	31.1	买入	40.5	2024 年 7 月 8 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.8	持有	26.8	2024 年 7 月 8 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	12.5	持有	14.0	2024 年 7 月 8 日	酒店

注：截至 2024 年 7 月 22 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

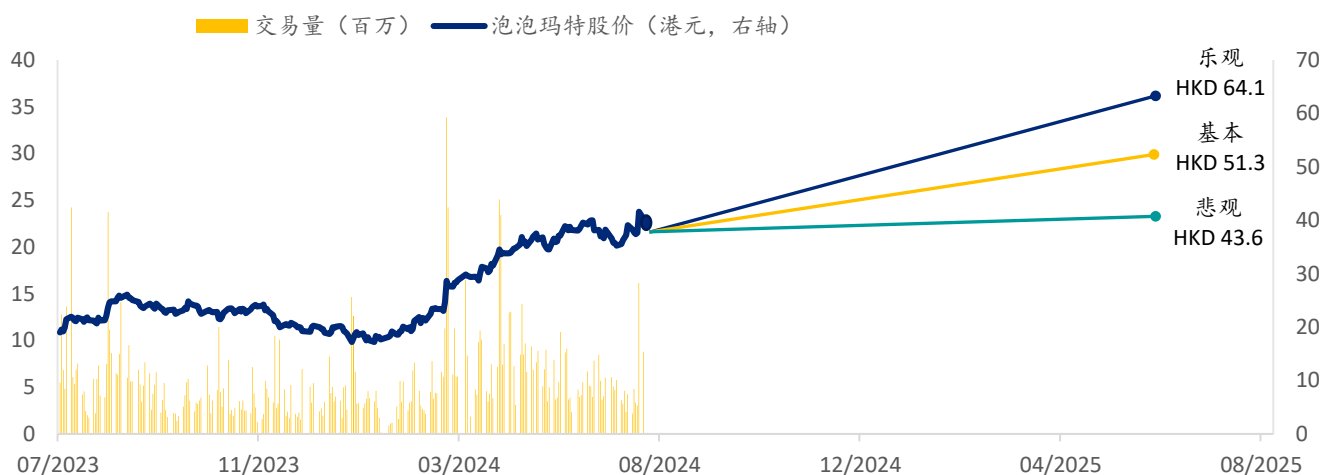
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 69：泡泡玛特（9992.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 70：泡泡玛特（9992.HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：64.1 港元 概率：25%	目标价：43.6 港元 概率：20%
- 泡泡玛特 2024 年海外零售及机器人门店同比增长超 400 家； - 公司 2024 年毛利率水平同比提升 200bps； - 整体费用率增速放缓，经营利润率提升超 600bps。	- 泡泡玛特 2024 年海外零售及机器人门店同比增长 200 家； - 公司 2024 年毛利率水平同比提升 100bps； - 经营利润率提升 300bps。

资料来源：浦银国际

公司背景

公司介绍

泡泡玛特成立于 2010 年,是中国领先的潮流文化娱乐公司。发展十余年来,POP MART 泡泡玛特围绕全球艺术家挖掘、IP 孵化运营、消费者触达、潮玩文化推广、创新业务孵化与投资五个领域,构建了覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台。2020 年,泡泡玛特(9992.HK)在港股成功上市。

截至 2023 年末,公司在中国大陆的线下直营店达到 363 家,拥有 2190 家机器人商店。公司在 2018 年起正式开拓海外市场,截至 2023 年末在中国港澳台地区及海外共经营 80 家直营和合营店。

泡泡玛特已形成了以设计师、零售渠道和产业链为支点的品牌优势。POP MART 泡泡玛特旗下签约了如 Kenny、毕奇、龙家升等知名潮玩设计师,推出了众多粉丝喜爱的潮玩产品,凝聚了强大优质的粉丝群体。同时,泡泡玛特还与世界知名品牌合作,为经典 IP 形象打造时下年轻消费者喜爱的潮流产品。

财务上,公司 2023 年收入人民币 63 亿元,盈利达到人民币 10.8 亿元,归母净利率为 17.2%。

前十大股东

图表 71：泡泡玛特主要股东

	主要股东	占比 (%)
1	GWF Holding Limited	42.59
2	Pop Mart Hehuo	5.43
3	Orient Securities Co Ltd	5.18
4	Wang Ning	2.32
5	Vanguard Group	2.04
6	BlackRock Inc	1.42
7	China Asset Management Co	1.40
8	Borchid Phenix Holding	1.26
9	Fullgoal Fund Management	1.07
10	Sidsi Holding	0.81

注：截至 2024 年 7 月 22 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

公司历史

图表 72：泡泡玛特发展里程碑

时间	里程碑
2010	北京泡泡玛特成立，第一间零售店在中国北京欧美汇购物中心开业
2014	在北京 APM 购物中心推出第一家 Lifestyle 概念旗舰店
2016	在天猫的旗舰店开业；推出自由线上潮玩社区平台“葩趣”移动应用程序；推出“Molly 星座”盲盒系列，这是公司第一个自主潮玩产品系列
2017	推出创新无人收银机器人商店，举办北京国际潮玩展。
2018	举办上海国际潮玩展
2019	天猫旗舰店双十一当日销售在天猫“模玩”类别排名第一；零售店达到 100 间，机器人商店达到 800 间
2020	在香港交易所正式上市
2021	参加伦敦的漫展 MCM London 以及艺术设计大会，海外门店达到 7 家，已入驻韩国、日本、美国、加拿大、英国、新加坡等国家。
2022	海外门店数量达到 12 家，涵盖中国香港、中国澳门、日本、新加坡、加拿大等地
2023	进入法国、马来西亚、泰国、荷兰市场。港澳台及海外零售店铺数量达到 70 家，增加了 42 家
2024	已在越南完成海外工厂第一批产品生产

资料来源：公司资料、浦银国际

公司管理层

图表 73：泡泡玛特公司管理层

姓名	职位	履历
王宁	行政总裁	王先生于 2010 年 10 月成立泡泡玛特，负责公司整体战略规划及管理。王先生于 2009 年 6 月获得中国郑州大学西亚斯国际学院（现为郑州西亚斯学院）广告专业学士学位，并于 2017 年 6 月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。王先生目前担任公司数家主要附属公司的董事，包括北京泡泡玛特及 Pop Mart (Hong Kong) Holding Limited。
刘冉	副总裁	刘女士大学毕业后不久即于 2011 年 7 月加入集团，负责公司的总裁办。刘女士于 2010 年 7 月获得中国郑州大学西亚斯国际学院（现为郑州西亚斯学院）旅游管理专业学士学位，并于 2020 年 7 月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。刘女士目前担任公司主要附属公司北京泡泡玛特的董事。
司德	首席运营官	司先生于 2015 年 3 月加入集团，负责集团运营工作及大陆地区的整体业务。司先生入职集团之初的职务为品牌总监，于 2016 年 7 月晋升为副总裁。司先生于 2011 年 7 月在中国获得中国传媒大学法语专业学士学位，并于 2017 年 7 月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。司先生目前担任公司若干主要附属公司的董事，包括上海葩趣贸易有限公司、北京葩趣互娱科技有限公司及天津泡泡玛特文化传播有限公司。
文德一	副总裁及国际业务总裁	文先生于 2018 年 8 月加入集团，负责监察公司港澳台及海外业务部。在此之前，文先生于 2013 年 7 月至 2018 年 7 月先后担任 CJ CheilJedang Corporation 的业务发展部全球业务规划专员、全球业务规划高级专员及全球业务规划经理，及于 2009 年 1 月至 2013 年 5 月担任 CJ ENM 的全球战略部经理。于 2004 年 12 月至 2008 年 12 月，文先生任职于 Lotte Cinema Co., Ltd. 的规划管理部。文先生于 2005 年 2 月获得韩国建国大学中文学士学位，并于 2018 年 7 月获得中国北京大学工商管理硕士学位。文先生目前担任公司若干主要附属公司及合营企业的董事，包括 Pop Mart (Singapore) Holding Pte. Ltd.、POP MART SOUTH ASIA PTE.LTD.及 POP MART (Thailand) CO., Ltd.。
杨涛	副总裁	杨女士在硕士学位课程结束后于 2010 年 10 月加入集团，负责本公司 IP 运营、产品研发及 Inner flow 艺术机构。杨女士于 2019 年 5 月至 2024 年 3 月担任公司执行董事。杨女士于 2009 年 5 月获得美国福特海斯州立大学通识学学士学位，并于 2010 年 11 月获得香港浸会大学传播学硕士学位。
杨镜冰	首席财务官	杨先生于 2017 年 8 月加入集团，负责公司的财务管理。于加入集团之前，杨先生于 2010 年 3 月至 2017 年 8 月先后担任北京金隅大成开发有限公司（现称北京金隅房地产开发集团有限公司）的财务及资本部经理、总经理助理及首席财务官。于 2009 年 3 月至 2010 年 3 月，杨先生担任北京大成开发有限公司的财务规划部经理。于 2007 年 9 月至 2009 年 3 月，杨先生担任北京金隅股份有限公司的上市办公室财务部成员。于 2002 年 7 月至 2007 年 9 月，杨先生担任北京金隅嘉业房地产开发公司的财务部职员。杨先生于 2002 年 6 月获得中国上海财经大学法学及管理学学士学位，并于 2016 年 6 月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。

资料来源：公司 2023 年报、浦银国际

财务报表

图表 74：泡泡玛特利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,617	6,301	9,414	12,301	15,074
同比	2.8%	36.5%	49.4%	30.7%	22.5%
营业成本	-1,963	-2,437	-3,394	-4,376	-5,271
毛利润	2,655	3,864	6,020	7,925	9,803
毛利率	57.5%	61.3%	63.9%	64.4%	65.0%
销售费用	-1,509	-2,037	-2,964	-3,745	-4,423
管理费用	-686	-707	-938	-1,137	-1,317
经营利润	459	1,120	2,118	3,043	4,063
经营利润率	9.9%	17.8%	22.5%	24.7%	27.0%
财务费用	68	184	215	203	232
其他营业收入	46	75	109	171	235
其他	67	37	33	33	33
利润总额	640	1,416	2,475	3,450	4,563
所得税	-164	-327	-594	-838	-1,132
所得税率	25.6%	23.1%	24.0%	24.3%	24.8%
净利润	476	1,089	1,881	2,611	3,432
减：少数股东损益	0	-6	-15	-25	-35
归母净利润	476	1,082	1,866	2,586	3,397
归母净利率	10.3%	17.2%	19.8%	21.0%	22.5%
同比	-44.3%	127.5%	72.4%	38.6%	31.3%

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 75：泡泡玛特资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5,055	5,981	6,341	7,739	9,817
短期投资	13	8	8	8	8
贸易及应收款项	194	321	480	627	769
预付租金	299	288	430	561	688
其他应收账款	188	180	383	500	613
存货	867	905	1,219	1,519	1,766
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	6,616	7,683	8,862	10,955	13,661
物业、厂房及设备	449	653	842	949	1,018
使用权资产	702	726	866	964	1,006
无形资产	147	116	156	159	153
联营公司投资	542	579	580	581	582
商誉	0	0	0	0	0
递延所得税资产	81	83	83	83	83
贸易及应收款项	44	128	128	128	128
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	1,965	2,285	2,656	2,865	2,971
贸易及应付款项	259	445	284	366	440
合同负债	89	127	127	127	127
即期所得税负债	47	115	115	115	115
其他应付款项	442	694	771	942	1,097
租赁负债	294	352	360	396	418
其他	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,131	1,733	1,658	1,946	2,198
租赁负债	448	426	548	604	638
其他非流动负债	36	29	29	29	29
非流动负债合计	484	455	577	633	667
股本	1	1	1	1	1
储备	6,962	7,769	9,256	11,190	13,681
少数股东权益	2	10	25	50	85
所有者权益合计	6,965	7,780	9,283	11,241	13,767

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 76：泡泡玛特现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税前利润	640	1,416	2,475	3,450	4,563
资产折旧	605	633	773	973	1,164
财务支出	2	184	215	203	232
税务支出	-244	-327	-594	-838	-1,132
租赁负债财务支出	0	-32	-87	-123	-157
存货增减	-82	-38	-314	-300	-247
应收增减	-97	-108	-504	-396	-381
应付增减	97	392	-84	252	229
租赁支出	-396	-559	-841	-1,126	-1,374
其他	44	97	70	216	307
经营活动产生的现金流量净额	568	1,658	1,110	2,311	3,205
资本开支	-1,863	-388	-370	-382	-378
投资支付现金和收益	1,444	224	-87	0	0
其他	-4,279	-102	-1	-1	-1
投资活动产生的现金流量净额	-4,698	-266	-458	-383	-378
股东注资	-634	0	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-220	-87	-291	-531	-749
其他	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-854	-87	-291	-531	-749
现金及现金等价物净增加额	-4,985	1,305	360	1,398	2,078
汇兑损益	405	87	0	0	0
期初现金及现金等价物余额	5,265	685	2,078	2,438	3,835
期末现金及现金等价物余额	685	2,078	2,438	3,835	5,913

资料来源：公司数据、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

