

证券研究报告

公司研究

深度报告

泡泡玛特 (9992. HK)

投资评级

上次评级

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

泡泡玛特 (9992. HK) 24H1 点评: 全球化布局迎来收获期, 品牌势能不断进阶

2024 年 8 月 21 日

事件: 公司发布 24H1 业绩, 实现收入 45.58 亿元, 同增 62%, 经调整净利润 10.18 亿元, 同增 90.1%, 经调整后净利率 22.3%, 同比提升 3.3PCT。

点评:

头部 IP 矩阵再扩容, 丰富品类组合&爆品打造彰显 IP 深度延展能力。 24H1 共有 7 个 IP 实现收入超亿元, 经典 IP 再创佳绩, MOLLY、THE MONSTERS、SKULLPANDA 于 24H1 分别实现收入 7.82/6.27/5.75 亿元, 同比增长 90.1%/292.2%/9.2%。新锐 IP 不断破圈, 公司原创 IP 工作室 PDC 孵化的 Hirono 小野依托独特的设计语言引发粉丝情感共鸣, 24H1 收入同比增长 124.3%; 2022 年推出的 Zsiga 收入同增 169.5%; 24H1, PDC 团队还持续推出了 Nyota、OIPIPI、inosoul 等新 IP, 公司 IP 矩阵持续扩容, 不同 IP 所展现的独特鲜明风格驱动泡泡玛特用户数量不断增长。品类方面, 公司积极尝试新领域, 探索不同 IP 所更为适配的品类, 其中 THE MONSTERS 依托毛绒、积木等新品类取得亮眼增长成为今年以来爆品打造的代表性案例。24H1 公司首度划分手办、MEGA、毛绒玩具、延伸品及其他共四大品类, 传统品类手办的占比首次降至 60% 以下, 毛绒玩具 24H1 实现收入 4.46 亿元、大幅增长 993.6%。24H1 中国大陆新增注册会员 457 万人, 累计注册会员数达到 3893 万人, 会员贡献销售额占比 92.8%, 会员复购率 43.9%。

全球化布局迎来收获期, 品牌势能不断进阶。 分地区来看, 24H1 中国大陆/中国港澳台及海外分别实现收入 32.06/13.51 亿元, 同增 32%/260%, 中国港澳台及海外地区仅 24H1 就实现了超 2023 全年的收入规模, 占集团收入比达到 29.7%, 我们认为主要来自海外市场本地化运营的深化, 多个国家的多个地标性门店开业大大提升了泡泡玛特全球品牌势能。24H1 中报公司首次披露了中国港澳台及海外市场分四大区域的业绩构成, 东亚及中国港澳台/东南亚/北美/欧澳及其他地区收入占比分别为 35.4%/41.1%/13.2%/10.3%。

盈利指标优化, 我们预计 IP&产品催化的单店销售增长带动单店盈利向上弹性可观。 24H1 毛利率 64%, 同比提升 3.6PCT; 毛利率分区域来看, 中国大陆/中国港澳台及海外分别为 61.5%/70.1%, 同比提升 1.5/7.2PCT。毛利率的提升主要得益于: 1) 优化产品设计, 加强成本管控, 提升对供应商议价能力; 2) 毛利率更高的中国港澳台及海外地区收入贡献提升; 3) 外采商品占比下降。24H1 销售/管理费用率分别为 29.69%/9.53%, 同比 -1.52/-2.24PCT。我们认为盈利指标的优化主要来自单店经营效率的提升。中国大陆来看, 截至 2024.6.30 线下门店 374 家, 机器人商店 2189 台, 24H1 分别净开店 11 家/净关店 1 家, 在门店数没有明显增加的情况下, 中国大陆线下收入增长 23%。中国港澳台及海外市场来看, 由于多家地标性门店开

业，对于区域销售有强驱动作用，加上海外市场毛利率更高，单店盈利弹性更大。截至 2024.6.30 中国港澳台及海外市场门店数（含合营）92 家，机器人店（含合营及加盟）162 台，分别净开店 12 家/3 家。24H1 期末公司存货周转天数 101 天，较 2023 期末加快 32 天，海内外门店动销优异、货品周转顺畅、库存管理效率明显优化。

盈利预测：公司在 23 年重新梳理未来业务四大版块——IP 孵化与运营、潮流玩具与零售、主题乐园与体验、数字娱乐（游戏、内容等），构建覆盖潮玩 IP 全产业链的综合运营平台。我们预计公司 24-26 年收入 102/135/172 亿元，同增 62%/32%/27%，归母净利润 21.55/29.37/38.38 亿元，同增 99%/36%/31%，主要考虑中国港澳台及海外收入增幅快于中国大陆，且中国港澳台及海外市场毛利率高于中国大陆，叠加规模效应，有望带来集团利润率提升。24-26 年 EPS 预测分别为 1.61/2.19/2.86 元，对应 8 月 21 日收盘价 PE 分别为 26/19/15X。估算 2024 年经调整净利润 22.6 亿元，对应 8 月 21 日收盘价 PE 为 25X。

风险提示：开店不及预期，新 IP&产品销售不及预期，海外市场环境不确定性，汇率波动。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4,617	6,301	10,237	13,491	17,167
增长率 YoY %	2.82%	36.46%	62.47%	31.79%	27.25%
归属母公司净利润(百万元)	476	1,082	2,155	2,937	3,838
增长率 YoY%	-44.32%	127.55%	99.13%	36.25%	30.70%
毛利率%	57.5%	61.3%	65.1%	66.1%	66.9%
净资产收益率ROE%	6.83%	13.93%	21.72%	22.83%	22.99%
EPS(摊薄)(元)	0.345	0.803	1.605	2.187	2.858
市盈率 P/E(倍)	52.31	22.94	26.21	19.23	14.72
市净率 P/B(倍)	3.57	3.19	5.68	4.37	3.36

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 21 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,616	7,683	10,779	14,552	19,302
货币资金	685	2,078	3,574	5,149	7,414
应收款项	681	789	1,058	1,380	1,738
存货	867	905	1,020	1,269	1,558
其他流动资产	4,382	3,912	5,127	6,754	8,592
非流动资产	1,965	2,285	2,341	2,366	2,431
长期投资	83	107	112	117	122
固定资产	449	653	599	569	582
无形资产	848	842	946	996	1,044
资产总计	8,580	9,969	13,120	16,918	21,732
流动负债	1,131	1,733	2,712	3,544	4,482
短期借款	0	15	15	15	15
应付款项	259	445	649	831	1,034
其他流动负债	872	1,273	2,047	2,698	3,433
非流动负债	484	455	455	455	455
长期债务	0	0	0	0	0
其他长期负债	484	455	455	455	455
负债合计	1,615	2,188	3,167	3,999	4,937
归属母公司股东权益	6,963	7,770	9,925	12,861	16,699
少数股东权益	2	10	28	57	96
负债和股东权益	8,580	9,969	13,120	16,918	21,732

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,617	6,301	10,237	13,491	17,167
同比(%)	2.82%	36.46%	62.47%	31.79%	27.25%
归属母公司净利润	476	1,082	2,155	2,937	3,838
同比(%)	-44.32%	127.55%	99.13%	36.25%	30.70%
毛利率(%)	57.5%	61.3%	65.1%	66.1%	66.9%
ROE%	6.83%	13.93%	21.72%	22.83%	22.99%
EPS (摊薄)(元)	0.345	0.803	1.605	2.187	2.858
P/E	52.31	22.94	26.21	19.23	14.72
P/B	3.57	3.19	5.68	4.37	3.36
EV/EBITDA	21.95	16.29	18.10	14.61	10.88

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,617	6,301	10,237	13,491	17,167
营业成本	1,963	2,437	3,571	4,570	5,685
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	1,471	2,005	3,020	3,980	5,064
管理费用	686	707	973	1,282	1,631
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-29	-152	-70	-108	-156
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	532	1,196	2,674	3,660	4,787
营业外收支	79	68	60	60	60
税前利润	640	1,416	2,803	3,828	5,003
所得税	164	327	631	861	1,126
净利润	476	1,089	2,173	2,966	3,877
少数股东损益	0	6	17	30	39
归属母公司净利润	476	1,082	2,155	2,937	3,838
EBITDA	1,102	1,397	2,924	3,900	5,026
EPS (当年)(元)	0.34	0.80	1.60	2.19	2.86

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	891	1,568	1,742	1,782	2,511
净利润	476	1,082	2,155	2,937	3,838
少数股东损益	0	6	17	30	39
非经营收益	-77	101	-42	-29	-20
营运资金变动					
其他变动	-113	139	-621	-1,365	-1,547
投资活动现金流	-4,698	234	-245	-205	-245
资本开支	-348	-392	-300	-260	-300
投资	-4,362	610	-5	-5	-5
其他	11	16	60	60	60
筹资活动现金流	-1,177	-842	-1	-1	-1
现金流净增加额	-4,579	1,393	1,496	1,575	2,264

研究团队简介

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、零售、潮玩板块。

宿一赫，社服行业研究助理。南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA 三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

张洪滨，复旦大学金融学院硕士，复旦大学经济学院学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区、免税。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：恒生指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。