

# 泡泡玛特 (09992.HK)

## 出海表现出色、品类扩张成效显著，上半年收入增长 62%

优于大市

### 核心观点

**出海和品类扩张带动公司上半年收入增长 62%、利润增长 93%。**公司上半年收入 45.6 亿元，同比增长 62%，其中，中国除港澳台/海外地区收入分别为 32.1/13.5 亿元，分别同比+31.5%/+259.6%；归母净利润 9.2 亿元，同比增长 93.3%，主要由于供应链管理加强以及海外业务的规模效应提升。利润率维持高水平，公司上半年毛利率 66.9%，同比增长 6.6 个百分点；费用率持续优化，销售/管理/财务费用分别下降 0.2/1.8/0.5 个百分点至 31.0%/10.0%/-2.1%。

**从 IP 来看，THE MONSTERS 和 PDC 出品的 Hirono 也增长亮眼。**1) 成熟 IP 方面，MOLLY/THE MONSTERS/SKULLPANDA/DIMOO 收入分别为 7.8/6.3/5.7/3.8 亿元，分别同比增长 90.1%/292.2%/9.2%/4.4%，THE MONSTERS 在泰国人气超高。2) 新 IP 方面，PDC 旗下多个 IP 取得出色成绩，Hirono/Zsiga/HACIPUPU 收入分别为 2.5/1.2/0.9 亿元，分别同比增长 124.3%/169.5%/37.3%。

**新品破圈效果显著，手办占比降至 6 成以下。**1) 乐园方面，2024 年 4 月公司联合乐园举办“2024PTS 北京国际潮玩节”，产生协同效应。2) 游戏方面，6 月 27 日首款自研手游《梦想家园》上线，上线首周在模拟经营类游戏中排名前三。3) 公司上半年还上线了毛绒、积木、卡牌类产品，目前手办占比已降至 58.3%。品类扩张在扩粉丝圈的同时增强了粉丝对 IP 的粘性。

**东南亚和北美地区增长迅猛，下半年计划新增 30-40 家海外门店。**公司东南亚/东亚及港澳台/北美/欧澳地区收入分别为 5.6/4.8/1.8/1.4 亿元，分别同比+478.3%/153.7%/377.7%/158.8%，海外将持续推进 DTC 战略，下半年将在 92 家门店的基础上继续新增 30-40 家门店。

**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 上半年海内外收入增长超出预期，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 21.1/25.6/29.3 亿（原为 19.3/23.2/26.7 亿），同比增长 94.7%/21.6%/14.3%；摊薄 EPS=1.57/1.91/2.18 元，当前股价对应 PE=22/18/16x。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、卡牌有望提升 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。

### 公司研究·财报点评

#### 传媒·数字媒体

证券分析师：张衡 021-60875160  
zhangheng2@guosen.com.cn  
S0980517060002

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

#### 基础数据

投资评级 合理估值 优于大市(维持)  
收盘价 46.25 港元  
总市值/流通市值 62111/62111 百万港元  
52 周最高价/最低价 46.50/16.75 港元  
近 3 个月日均成交额 212.37 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) - 出海及新 IP 表现亮眼，上半年净利润预增 90%以上》——2024-07-20  
《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

### 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	10,004	11,936	13,713
(+/-%)	2.8%	36.5%	58.8%	19.3%	14.9%
净利润(百万元)	471	1082	2108	2564	2931
(+/-%)	10.2%	130.0%	94.7%	21.6%	14.3%
每股收益(元)	0.35	0.81	1.57	1.91	2.18
EBIT Margin	10.0%	18.3%	26.6%	27.2%	27.3%
净资产收益率 (ROE)	6.8%	13.9%	22.2%	22.1%	20.9%
市盈率 (PE)	97.15	42.2	21.69	17.84	15.60
EV/EBITDA	66.95	41.59	18.71	15.89	13.40
市净率 (PB)	6.57	5.89	4.81	3.94	3.27

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

出海和品类扩张带动公司上半年收入增长 62%、利润增长 93%。公司上半年收入 45.6 亿元，同比增长 62%，其中，中国除港澳台/海外地区收入分别为 32.1/13.5 亿元，分别同比+31.5%/+259.6%，其中东南亚地区收入同比增长超过 4 倍；归母净利润 9.2 亿元，同比增长 93.3%，主要由于供应链管理加强以及海外业务的规模效应提升。

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

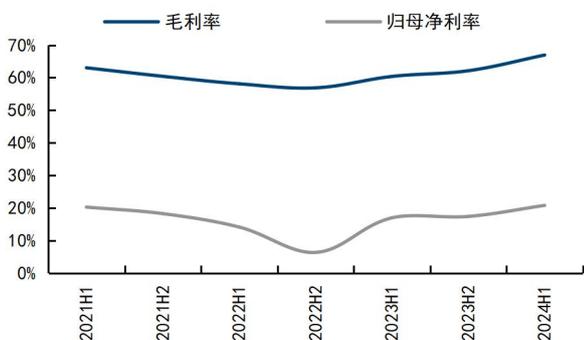
图2：公司半年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

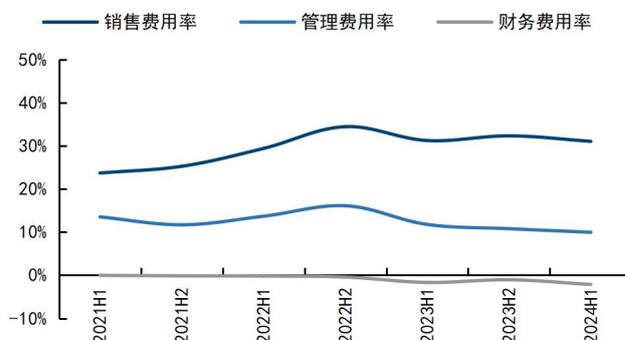
利润率维持高水平，公司上半年毛利率 66.9%，同比增长 6.6 个百分点；费用率持续优化，销售/管理/财务费用分别下降 0.2/1.8/0.5 个百分点至 31.0%/10.0%/-2.1%。

图3：公司半年度利润率及变化（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度费用率及变化（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

从 IP 来看，THE MONSTERS 和 PDC 出品的 Hirono 也增长亮眼。1) 成熟 IP 方面，MOLLY/THE MONSTERS/SKULLPANDA/DIMOO 收入分别为 7.8/6.3/5.7/3.8 亿元，分别同比增长 90.1%/292.2%/9.2%/4.4%，THE MONSTERS 在泰国人气超高。2) 新 IP 方面，PDC 旗下多个 IP 取得出色成绩，Hirono/Zsiga/HACIPUPU 收入分别为 2.5/1.2/0.9 亿元，分别同比增长 124.3%/169.5%/37.3%。

新品破圈效果显著，手办占比降至 6 成以下。1) 乐园方面，2024 年 4 月公司联合乐园举办“2024PTS 北京国际潮玩节”，产生协同效应。2) 游戏方面，6 月 27 日首款自研手游《梦想家园》上线，上线首周在模拟经营类游戏中排名前三。3) 公司上半年还上线了毛绒、积木、卡牌类产品，目前手办占比已降至 58.3%。品类扩张在扩粉丝圈的同时增强了粉丝对 IP 的粘性。

图5: 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6: 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

**东南亚和北美地区增长迅猛，下半年计划新增 30-40 家海外门店。**公司东南亚/东亚及港澳台/北美/欧澳地区收入分别为 5.6/4.8/1.8/1.4 亿元，分别同比 +478.3%/153.7%/377.7%/158.8%，海外将持续推进 DTC 战略，下半年将在 92 家门店的基础上继续新增 30-40 家门店。

图7: 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8: 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 上半年海内外收入增长超出预期，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 21.1/25.6/29.3 亿（原为 19.3/23.2/26.7 亿），同比增长 94.7%/21.6%/14.3%；摊薄 EPS=1.57/1.91/2.18 元，当前股价对应 PE=22/18/16x。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、卡牌有望提升 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。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	685	2078	5400	5800	6000	营业收入	4617	6301	10004	11936	13713
应收款项	681	789	1179	1308	1465	营业成本	1963	2437	3451	4058	4662
存货净额	867	905	1204	1415	1625	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	4369	3904	5224	8307	8400	销售费用	1471	2005	2881	3402	3840
<b>流动资产合计</b>	<b>6616</b>	<b>7683</b>	<b>13015</b>	<b>16839</b>	<b>17499</b>	管理费用	722	707	1014	1227	1474
固定资产	449	653	849	986	1111	财务费用	29	152	(46)	(100)	(90)
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	411	(116)	50	0	0
长期股权投资	83	107	117	127	137	其他收入	(289)	1641	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8580</b>	<b>9969</b>	<b>15472</b>	<b>19410</b>	<b>20172</b>	营业利润	555	2526	2754	3348	3827
短期借款及交易性金融负债	0	15	2609	3865	1658	营业外净收支	85	(1110)	0	1	2
应付款项	322	639	880	1034	1188	<b>利润总额</b>	640	1416	2754	3349	3829
其他流动负债	809	1079	1955	2314	2658	所得税费用	164	327	633	770	881
<b>流动负债合计</b>	<b>1131</b>	<b>1733</b>	<b>5444</b>	<b>7212</b>	<b>5503</b>	少数股东损益	0	6	13	15	17
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	471	1082	2108	2564	2931
其他长期负债	484	455	515	575	635	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>484</b>	<b>455</b>	<b>515</b>	<b>575</b>	<b>635</b>	<b>净利润</b>	471	1082	2108	2564	2931
<b>负债合计</b>	<b>1615</b>	<b>2188</b>	<b>5959</b>	<b>7788</b>	<b>6138</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	2	10	20	31	44	折旧摊销	246	0	105	118	132
股东权益	6963	7770	9498	11601	14004	公允价值变动损失	0	0	(50)	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8580</b>	<b>9969</b>	<b>15477</b>	<b>19420</b>	<b>20187</b>	财务费用	29	152	46	100	90
<b>关键财务与估值指标</b>						营运资本变动	(4523)	780	(833)	(2851)	97
每股收益	0.35	0.81	1.57	1.91	2.18	其它	0	5	9	11	13
每股红利	0.00	0.16	0.28	0.34	0.39	<b>经营活动现金流</b>	<b>(3807)</b>	<b>1867</b>	<b>1340</b>	<b>(158)</b>	<b>3174</b>
每股净资产	5.19	5.79	7.07	8.64	10.43	资本开支	0	(204)	(218)	(221)	(224)
ROIC	5%	12%	21%	18%	19%	其它投资现金流	8	4	0	0	0
ROE	7%	14%	22%	22%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(14)</b>	<b>(224)</b>	<b>(232)</b>	<b>(236)</b>	<b>(240)</b>
毛利率	57%	61%	66%	66%	66%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	18%	27%	27%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	18%	28%	28%	28%	支付股利、利息	0	(209)	(379)	(461)	(528)
收入增长	3%	36%	59%	19%	15%	其它融资现金流	(759)	168	2594	1255	(2207)
净利润增长率	-45%	130%	95%	22%	14%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(759)</b>	<b>(251)</b>	<b>2215</b>	<b>794</b>	<b>(2735)</b>
资产负债率	19%	22%	39%	40%	31%	<b>现金净变动</b>	<b>(4579)</b>	<b>1393</b>	<b>3322</b>	<b>400</b>	<b>200</b>
息率	0.0%	0.5%	0.8%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	5265	685	2078	5400	5800
P/E	97.2	42.2	21.7	17.8	15.6	货币资金的期末余额	685	2078	5400	5800	6000
P/B	6.6	5.9	4.8	3.9	3.3	企业自由现金流	0	1462	1101	(453)	2883
EV/EBITDA	66.9	41.6	18.7	15.9	13.4	权益自由现金流	0	1796	3718	812	698

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