

2024 年 8 月 23 日

泡泡玛特 (9992.HK)

公司动态分析

证券研究报告

潮玩

步入大潮玩时代，IP 持续出圈带动业绩增长

事件：泡泡玛特公布 24H1 业绩表现，业绩超市场预期，营收实现 62% 的高速增长，归母净利润同比增长 93.3%，同时公司调高 24 年增长指引。随着海外业务的持续扩张和新款 IP 产品的继续推出，相信公司将实现更亮眼的业绩表现。

报告摘要

收入实现高速增长，海外业务持续扩张。2024 年上半年，泡泡玛特凭借着出色的 IP 运营能力，持续推出了更多深受消费者喜爱的新 IP 和新品系列，使得旗下 IP 持续出圈，在全球的认可度也进一步提升，从而取得亮眼的销量表现。目前泡泡玛特旗下有 MOLLY、THE MONSTERS、SKULLPANDA 等知名的自有 IP，也有授权 IP 产品。上半年公司实现营收 45.58 亿元，同比增长 62%。分地区来看，中国内地收入同比增长 31.5% 至 32.06 亿元，主要是由于差异化的渠道定位和精细化运营管理带动了各渠道的增长；港澳台及海外收入同比增长 259.6% 至 13.51 亿元，主要是由于公司加大国际市场的开拓力度、推进本土化运营，使得海外分部业务保持高增速。

中国内地业务：按渠道划分，线下渠道收入同比增长 23.1%，占收入比为 39.2%，主要构成是零售店及机器人商店，收入分别为 14.71/3.15 亿元，同比分别增长 24.7%/16.2%；线上渠道收入同比增长 34.0%，占收入比为 24.0%，主要构成为泡泡玛特抽盒机、天猫旗舰店、抖音、其他线上渠道（包括京东及其他平台），上半年收入分别为 3.99/1.99/2.09/2.89 亿元，同比增长分别为 7.0%/28.1%/90.7%/60.8%；批发及其他渠道收入为 3.24 亿元，同比快速增长 90.8%，主要是泡泡玛特城市乐园带来了收入增长，占收入比为 7.1%。

港澳台及海外业务：按渠道划分，线下渠道收入同比增长 397.3%，占收入比为 20.8%，主要构成是零售店及机器人商店，收入分别为 8.94/0.53 亿元，同比分别增长 441.5%/109.7%；线上渠道收入为 2.47 亿元，同比增长 335.4%，占收入比为 5.4%，公司持续开拓新的线上平台，以覆盖更多国家和地区，并通过优化营销资源配置提高了销售转化率，目前海外主要线上渠道有官网、Lazada、Shopee 及其他，均实现翻倍增长；批发及其他渠道收入为 1.58 亿元，同比增长 22.45%，占收入比为 3.5%。

毛利率提升，盈利能力持续加强。公司的毛利率水平从 2023 年上半年 60.4% 提升至 64.0%，同比提升 3.6pp，主要是由于公司的成本管控加强和对供应商的议价能力提升、海外销售占比提升，以及外采占比下降。在收入的快速提升和毛利率的显著改善下，公司的归母净利率同比提升 3.2pp 至 20.3%。

上调全年增长预期，海外持续扩张。中期业绩表现亮眼，好于市场预期，因此公司也进一步调整了全年增长预期：预计全年收入增长不低于上半年增幅，上调全年收入增长指引至不低于 60%（原指引为不低于 30%），上调海外增长指引至不低于 200%（原指引为不低于 100%）。同时，公司预计全年毛利率水平将同比提升约 3pp，下半年经调整净利润则因海外节日因素或将高于上半年。同时，公司计划下半年在东南亚及北美等地区开设 30-40 家新店铺，提高线上渠道渗透率，并加强和明星及网红 KOL 的合作，提高旗下 IP 的知名度。未来公司在全球的供应链管理和布局上也会进一步加强，以满足不同地区的产品需求和业务发展。随着海外业务的持续扩张和新款 IP 产品的继续推出，我们相信公司将实现更亮眼的业绩表现。

风险提示：宏观经济下行；行业竞争加剧；地缘政治风险；海外拓展不及预期。

投资评级：

未有

目标价格：

未有

现价 (2024-8-23)：

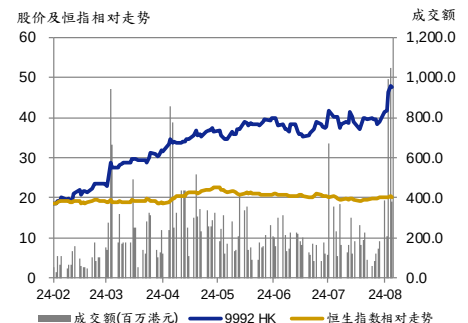
47.75 港元

总市值(百万港元)	64,125
流通市值(百万港元)	64,125
总股本(百万股)	1,343
流通股本(百万股)	1,343
12 个月低/高(港元)	16.59/48.25
平均成交(百万港元)	230.7

股东结构

王宁	43.18%
Pop Mart Hehuo Holding	5.50%
上海东方证券资产管理	5.25%
其他股东	46.07%
总共	100.00%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	16.6	43.8	132.3
绝对收益	18.3	38.4	137.6

数据来源：Bloomberg、港交所

杨怡然 消费行业分析师

+852-22131401

laurayang@eif.com.hk

收入表现及拆分

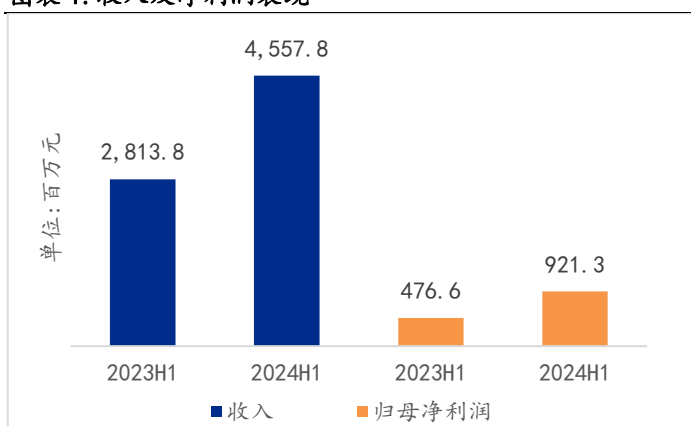
2024 年上半年，公司在出色的 IP 运营能力的基础上，持续推出了更多深受消费者喜爱的新 IP 和新品系列，使得旗下 IP 在全球的认可度得以进一步提升，从而取得亮眼的销量表现。

上半年，公司实现营收 45.58 亿元，同比增长 62%；归母净利润为 9.21 亿元，同比增长 93.3%，整体表现超市场预期，也大幅好于公司此前的指引目标。

分地区来看，中国内地收入同比增长 31.5%至 32.06 亿元，主要是由于差异化的渠道定位和精细化运营管理带动了各渠道的增长；港澳台及海外收入同比增长 259.6%至 13.51 亿元，主要是由于公司加大国际市场的开拓力度、推进本土化运营，使得海外分部业务保持高增速。

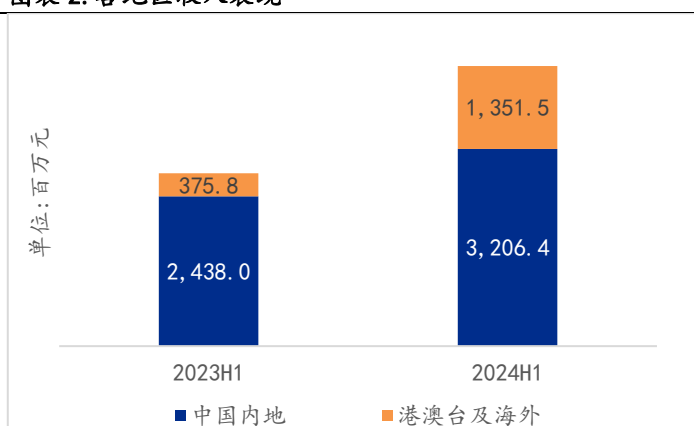
港澳台及海外地区中，东南亚地区收入贡献最大，占港澳台地区及海外分部的比重为 41.1%，其次是东亚及港澳台地区，收入占港澳台地区及海外分部的比重为 35.4%，北美地区收入占港澳台地区及海外分部的比重为 13.2%，欧澳及其他地区收入占港澳台地区及海外分部的比重 10.3%。

图表 1. 收入及净利润表现



资料来源：公司财报，安信国际

图表 2. 各地区收入表现



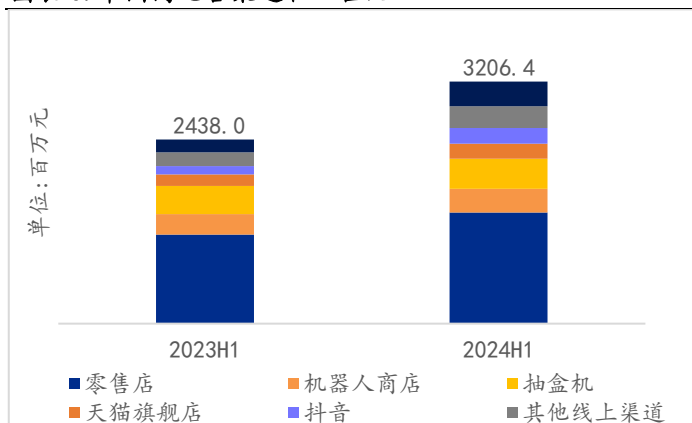
资料来源：公司财报，安信国际

中国内地业务：按渠道划分，线下渠道收入同比增长 23.1%，占收入比为 39.2%，主要构成是零售店及机器人商店，收入分别为 14.71/3.15 亿元，同比分别增长 24.7%/16.2%；线上渠道收入同比增长 34.0%，占收入比为 24.0%，主要构成为泡泡玛特抽盒机、天猫旗舰店、抖音、其他线上渠道（包括京东及其他平台），上半年收入分别为 3.99/1.99/2.09/2.89 亿元，同比增长分别为 7.0%/28.1%/90.7%/60.8%；批发及其他渠道收入为 3.24 亿元，同比快速增长 90.8%，主要是泡泡玛特城市乐园带来了收入增长，占收入比为 7.1%。

港澳台及海外业务：按渠道划分，线下渠道收入同比增长 397.3%，占收入比为 20.8%，主要构成是零售店及机器人商店，收入分别为 8.94/0.53 亿元，同比分别增长 441.5%/109.7%；线上渠道收入为 2.47 亿元，同比增长 335.4%，占收入比为 5.4%，公司持续开拓新的线上平台，以覆盖更多国家和地区，并通过优化营销资源配置提高了销售转化率，目前海外主要线上渠道有官网、Lazada、Shopee 及其他，均实现翻倍增长；批发及其他渠道收入为 1.58 亿元，同比增长 22.45%，占收入比为 3.5%。

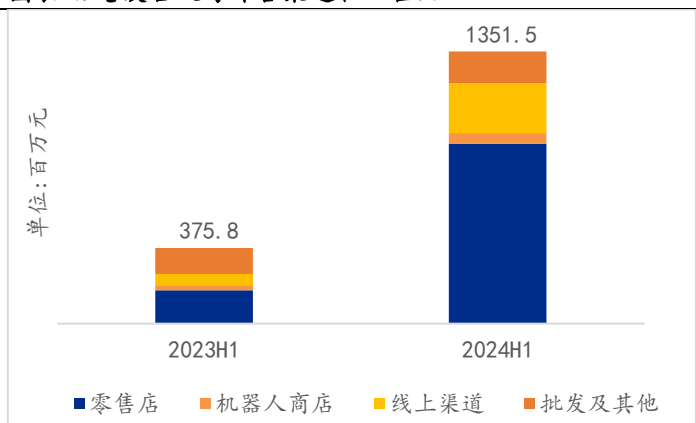
门店数量方面：中国内地线下零售门店数量同比净增 34 家至 374 家（一线/新一线/二线及其他城市分别有 121/108/145 家），机器人商店数量同比净增 4 台至 2189 台（一线/新一线/二线及其他城市分别有 582/678/929 台）；港澳台及海外线下零售门店数量同比净增 45 家至 83 家，机器人商店同比净增 37 台至 143 台。

图表 3. 中国内地各渠道收入占比



资料来源：公司财报，安信国际

图表 4. 港澳台及海外各渠道收入占比

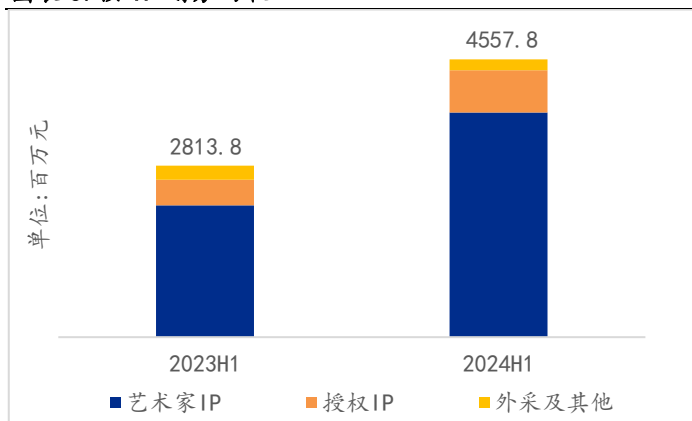


资料来源：公司财报，安信国际

IP 的运营与创意设计是推动公司发展的关键因素，公司也凭借着成熟的 IP 运营体系，成功塑造出备受欢迎的潮流文化 IP 形象，持续出圈，并通过强化产品的设计创新力度，进一步丰富产品品类，满足消费者的多元需求。根据 IP 对收入进行划分，可分为自主产品（艺术家 IP 和授权 IP）和外采及其他。其中艺术家 IP 贡献了 81% 的收入，2024 年上半年收入为 36.9 亿元，同比增长 70.4%。

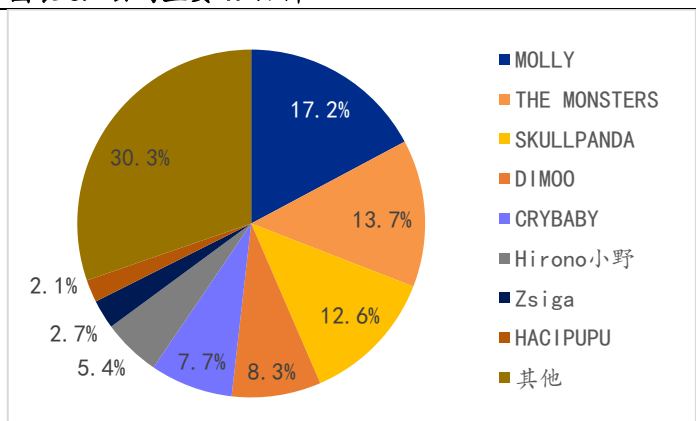
在公司目前的 IP 矩阵中，MOLLY、THE MONSTERS 和 SKULLPANDA 是占比最大的三个 IP，上半年分别实现收入 7.82/6.27/5.75 亿元，占收入比为 17.2%/13.7%/12.6%。MOLLY 通过多元化的商业化运营，成功打造了经典 MOLLY、SPACE MOLLY、ROYAL MOLLY、BABY MOLLY 的基本形象，上半年收入实现了 90.1% 的同比增长；THE MONSTERS 则通过丰富多样的产品品类设计以及偶装互动表演等呈现形式，赢得了更多粉丝的青睐，上半年收入实现了 292.2% 的大幅增长；SKULLPANDA 持续突破，聚焦潮玩手办的设计与创作，为粉丝带来更多元化的艺术和收藏体验，上半年收入实现了 9.2% 的同比增长。在运营现有 IP 的基础上，公司也在持续推出新的 IP，以吸引更多优质的新粉丝。

图表 5. 按 IP 划分的收入



资料来源：公司财报，安信国际

图表 6. 公司主要 IP 矩阵



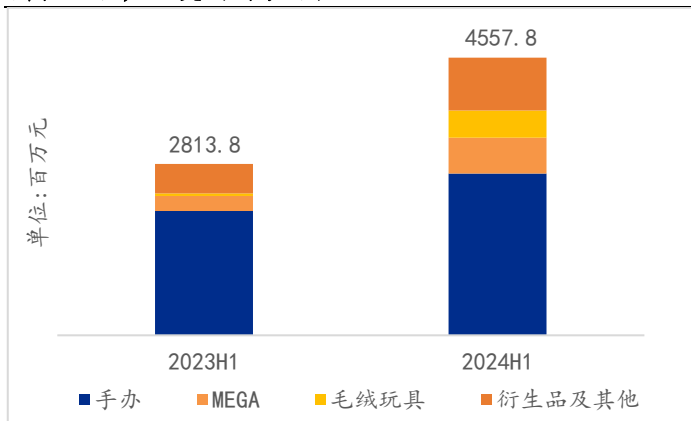
资料来源：公司财报，安信国际

公司在产品层面持续推陈出新，丰富产品品类，目前公司的产品类别可分为：手办、MEGA、毛绒玩具、衍生品及其他，上半年各产品收入占比分别为 58.3%/12.9%/9.8%/19.0%，收入增速为 30.2%/141.9%/993.6%/77.5%。尽管手办类产品（盲盒）仍然是收入贡献最大的一类产品，但其他类型产品的快速增长使得公司收入不会过度依赖于某一类产品的销售，收入来源更加多元化。

盈利能力层面，公司的毛利率水平从 2023 年上半年 60.4% 提升至 64.0%，同比提升 3.6pp，主要是由于公司的成本管控加强和对供应商的议价能力提升、海外销售占比提升，以及外采

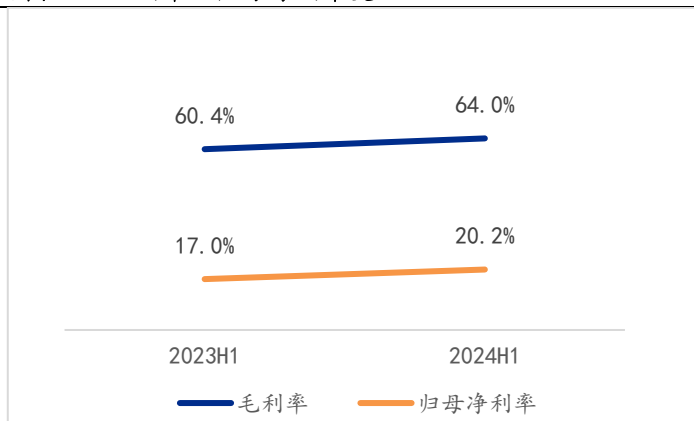
占比下降。在收入的快速提升和毛利率的显著改善下，公司的归母净利率同比提升 3.2pp 至 20.3%。

图表 7. 按产品类别划分的收入



资料来源：公司财报，安信国际

图表 8. 毛利率及归母净利率变化



资料来源：公司财报，安信国际

业绩指引

中期业绩发布后，公司上调了 2024 年全年预期：预计全年收入增长不低于上半年增幅，上调全年收入增长指引至不低于 60%（原指引为不低于 30%），上调海外增长指引至不低于 200%（原指引为不低于 100%）。同时，公司预计全年毛利率水平将同比提升约 3pp，下半年经调整净利润则因海外节日因素或将高于上半年。

下半年的海外扩张计划：公司计划下半年在东南亚及北美等地区开设 30-40 家新店铺，提高线上渠道渗透率，并加强和明星及网红 KOL 的合作，提高旗下 IP 的知名度。

未来公司在全球的供应链管理和布局上也会进一步加强，以满足不同地区的产品需求和业务发展。随着海外业务的持续扩张和新款 IP 产品的继续推出，我们相信公司将实现更亮眼的业绩表现。

图表 9. 24 年全年预期调高

	原指引	新指引
总收入增长	30%+	60%+
海外收入增长	100%+	200%+

资料来源：公司资料，安信国际

客户服务热线

香港：22131888

国内：4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-22131000 传真：+852-22131010