

泡泡玛特 (09992.HK) 2024H1 业绩超预期，看好海外拓展稳步推进

2024 年 08 月 24 日

— 港股公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐 (分析师)

骆扬 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

luoyang@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790122120029

日期 2024/8/23

当前股价(港元) 47.750

一年最高最低(港元) 48.250/16.900

总市值(亿港元)	641.26
----------	--------

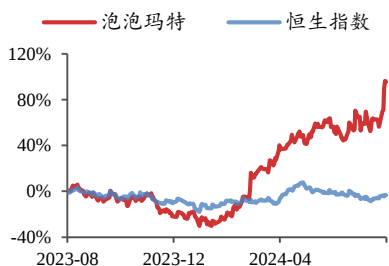
流通市值(亿港元) 641.26

总股本(亿股)	13.43
---------	-------

流通港股(亿股) 13.43

近3个月换手率(%)	27.5
------------	------

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024Q1 收入增速超预期，海外业务
增速靓丽—港股公司信息更新报告》
-2024.4.24

《2023 年业绩超预期，看好海外市场
第二成长曲线—港股公司信息更新报
告》-2024.3.21

《全流程高效 IP 赋能阿尔法彰显，渠道复苏潮玩龙头再起航—港股公司深度报告》-2024.2.22

● 2024H1 业绩超预期，看好海外拓展稳步推进，维持“买入”评级

公司 2024H1 实现收入 45.6 亿元 (同比+62.0%，下同)，归母净利润 9.2 亿元 (+93.3%)，调整后归母净利润 10.2 亿元 (+90.1%)，2024H1 公司国内门店店效显著提升，线上渠道重回增长；海外门店持续扩张。公司上调 2024 年收入指引，2024 年营收增长不低于 60%，其中港澳台及海外渠道增长不低于 200%，同时鉴于 2024H1 业绩超预期，我们上调 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 21.2/27.6/35.1 亿元 (原值分别为 14.5/18.6/23.5 亿元)，对应 EPS 为 1.6/2.1/2.6 元，当前股价对应 PE 为 27.7/21.3/16.7 倍，我们看好公司在国内市占率提升以及海外渠道开拓，维持“买入”评级。

● 盈利能力：毛净利率稳步提升，规模效应下期间费用率显著改善

公司 2024H1 毛利率 64.0% (+3.7pct)，毛利率提升我们预计主系毛利率较高的海外业务占比提升及供应链持续优化下上游采购成本降低所致，销售/管理费用率分别为 29.7%/9.5%，分别同比-1.5/-2.2pct，规模效应下期间费率显著改善，综合影响下，公司归母净利率 20.2% (+3.3pct)，调整后净利率 22.3% (+3.6pct)。我们看好未来海外占比提升及本土化运营效率增加带动公司盈利能力持续提升。

● IP 拆分：多元化运营初见呈现、MOLLY 等 IP 表现靚眼

2024H1 公司有 7 个 IP 销售过亿元。经典 IP 方面，四大经典 IP 收入 23.6 亿元（+61.8%），营收占比 51.8%，仍然保持较高热度，其中 IP MOLLY 通过多元化运营打造出 SPACE MOLLY、ROYAL MOLLY、BABY MOLLY 的基本形象，进一步捕捉消费者的喜好，充分展现公司对 IP 的运营能力。**新兴 IP 方面**，CRYBABY 形象受到泰国粉丝追捧，2024H1 收入 3.5 亿元，成为公司第五大 IP；另外，2024H1 公司还推出了 Nvota、OIPIPPI、inosoul 等新 IP，IP 矩阵持续拓宽。

● **渠道拆分：海外渠道稳步拓展，盈利能力显著改善**

国内方面，2024H1 公司境内收入 32.1 亿元（+31.5%），实现经营利润 8.9 亿元（+76.9%），经营利润率 27.7%（+7.1pct），线下零售门店数量对比 2023 年末提升 11 家至 374 家，线上抽盒机通过加强与线下门店联动重回增长，抖音渠道低基数下维持较高增长。**海外方面**，2024H1 公司境外收入 13.5 亿元（+259.6%），实现经营利润 4.0 亿元（+407.3%），经营利润率 29.6%（+8.6pct），零售门店数量对比 2023 年末提升 13 家至 83 家。展望 2024H2，我们看好泡泡玛特在国内市占率的持续提升以及海外渠道的持续开拓。

● **风险提示：**海外拓展不及预期、新 IP 孵化不及预期、上游供应链供给不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4617	6301	10416	13721	17207
YOY(%)	2.8	36.5	65.3	31.7	25.4
净利润(百万元)	476	1082	2121	2760	3509
YOY(%)	-44.4	127.6	96.0	30.1	27.1
毛利率(%)	57.5	61.3	64.0	64.1	64.2
净利率(%)	10.3	17.2	20.4	20.1	20.4
ROE(%)	6.8	13.9	20.4	21.5	21.2
EPS(摊薄/元)	0.4	0.8	1.6	2.1	2.6
P/E(倍)	123.4	54.2	27.7	21.3	16.7
P/B(倍)	8.4	7.5	5.6	4.5	3.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

1 / 9

目 录

1、海外开拓加速，收入业绩高增长	3
2、毛净利率稳步提升，规模效应下期间费用率显著改善	4
3、收入拆分：海外拓展持续，盈利能力显著改善	4
3.1、IP 拆分：多元化运营初见呈现、MOLLY 等 IP 表现靓眼	4
3.2、渠道拆分：海外渠道稳步拓展，盈利能力显著改善	5
3.3、产品拆分：多品类高速增长，毛绒产品成最大惊喜	6
4、盈利预测与投资建议	6
5、风险提示	7

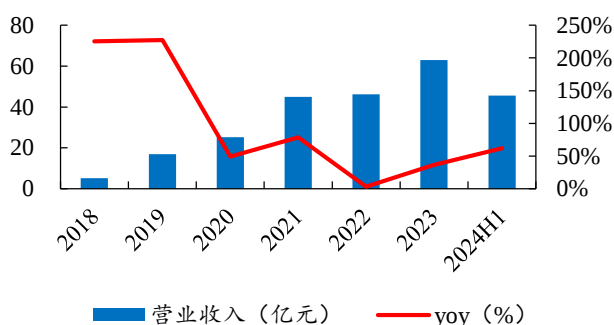
图表目录

图 1：2024H1 营业收入 45.6 亿元（同比+62.0%）	3
图 2：2024H1 归母净利润 9.2 亿元（同比+93.3%）	3
图 3：2024H1 境外收入 13.5 亿元（+259.6%）	3
图 4：2024H1 境外收入占比 29.7%（+16.3pct）	3
图 5：公司 2024H1 毛利率 64.0%（+3.7pct）	4
图 6：规模效应下期间费用率显著改善	4
图 7：2024H1 四大经典 IP 营收占比 51.8%	5
图 8：2024H1 手办营收占比 58.3%	6

1、海外开拓加速，收入业绩高增长

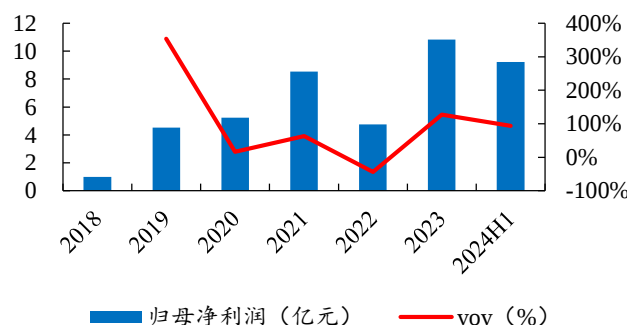
公司 2024H1 实现收入 45.6 亿元（同比+62.0%，下同），归母净利润 9.2 亿元（+93.3%），调整后归母净利润 10.2 亿元（+90.1%），2024H1 公司国内门店店效显著提升，线上渠道重回增长；海外门店持续扩张。展望 2024 全年，公司上调 2024 年收入指引，2024 年营收增长不低于 60%，其中港澳台及海外渠道增长不低于 200%，全年营收有望突破 100 亿元。

图1：2024H1 营业收入 45.6 亿元（同比+62.0%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

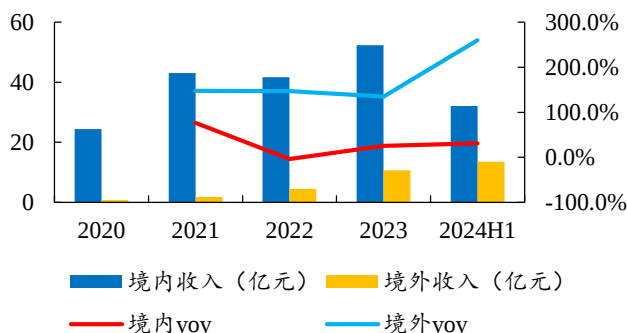
图2：2024H1 归母净利润 9.2 亿元（同比+93.3%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

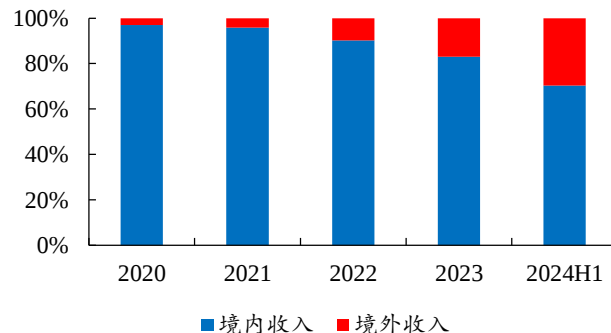
2024H1 公司境内收入 32.1 亿元（+31.5%），境外收入 13.5 亿元（+259.6%），境外收入占比显著提升，由 2023 年 16.9%提升 12.7pct 至 29.7%，展望 2024H2，境外业务有望继续保持强劲增长势头，2024Q4 占比有望超过 40%，12 月（圣诞月）有望超 50%。

图3：2024H1 境外收入 13.5 亿元（+259.6%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2024H1 境外收入占比 29.7%（+16.3pct）

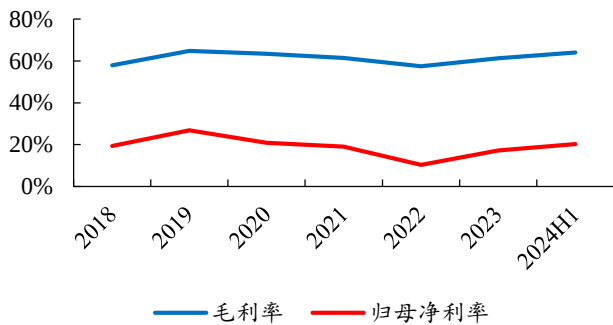


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、毛净利率稳步提升，规模效应下期间费用率显著改善

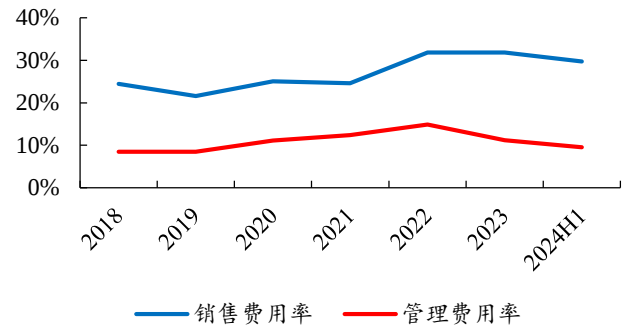
整体盈利能力来看，公司 2024H1 毛利率 64.0% (+3.7pct)，毛利率显著提升我们预计主系毛利率较高的海外业务占比提升以及供应链持续优化上下游采购成本降低所致，销售/管理费用率分别为 29.7%/9.5%，分别同比-1.5/-2.2pct，规模效应下期间费用率显著改善，综合影响下，公司归母净利率 20.2%(+3.3pct)，调整后净利率 22.3% (+3.6pct)。存货周转方面，规模效应下公司存货周转天数由 2023 年末的 131 天下降至 100 天，营运能力显著提升。我们看好未来境外收入占比进一步提升，本土化团队及运营效率增加带动公司盈利能力持续提升。

图5：公司 2024H1 毛利率 64.0% (+3.7pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：规模效应下期间费用率显著改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、收入拆分：海外拓展持续，盈利能力显著改善

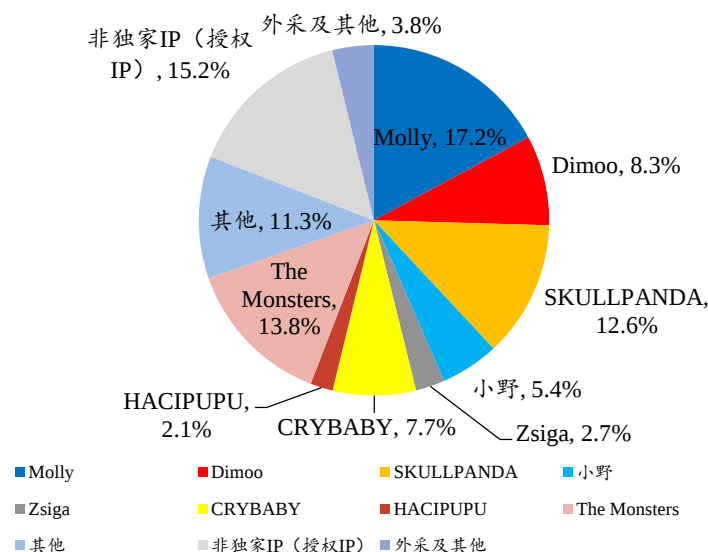
3.1、IP 拆分：多元化运营初见呈现、MOLLY 等 IP 表现靓丽

2024H1 公司有 7 个 IP 销售过亿元，MOLLY、SKULLPANDA、LABUBU 分别在 MEGA 系列、盲盒、毛绒方面表现靓丽，分别收入 7.8/5.7/6.3 亿元，分别同比 +90.1%/+9.2%/292.2%。

经典 IP 方面，Molly、SKULLPANDA、LABUBU、DIMMO 四大经典 IP 收入 23.6 亿元 (+61.8%)，营收占比 51.8%，仍然保持较高热度，其中 IP MOLLY 通过多元化运营打造出 SPACE MOLLY、ROYAL MOLLY、BABY MOLLY 的基本形象，进一步捕捉消费者的喜好，充分展现公司对 IP 的运营能力。

新兴 IP 方面，CRYBABY 形象受到泰国粉丝追捧，2024H1 收入 3.5 亿元，成为公司第五大 IP；Hirono 小野在各大城市开设生活方式快闪店，其独特设计语言收到粉丝们的青睐，2024H1 收入 2.5 亿元(+124.3%);另外，2024H1 公司还推出了 Nyota、OIIPIPI、inosoul 等新 IP，IP 矩阵进一步拓宽。

我们认为公司凭借优秀的 IP 运营能力，未来 IP 矩阵将逐步拓宽，头部 IP 数量有望进一步增多；随着海外本土团队和本土渠道的增加，海外 IP 挖掘能力将逐步增强，有望进一步满足本土消费者的喜好。

图7：2024H1 四大经典 IP 营收占比 51.8%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、渠道拆分：海外渠道稳步拓展，盈利能力显著改善

国内方面，2024H1 公司境内收入 32.1 亿元 (+31.5%)，实现经营利润 8.9 亿元 (+76.9%)，经营利润率 27.7% (+7.1pct)，拆分来看：

- (1) 线下渠道：2024H1 零售门店收入 14.7 亿元 (+24.7%)，零售门店数量对比 2023 年末提升 11 家至 374 家。机器人商店收入 3.1 亿元 (+16.2%)，机器人商店数量对比 2023 年末下降 1 台至 2189 台。
- (2) 线上渠道：2024H1 泡泡抽盒机收入 4.0 亿元 (+7.0%)，通过加强与线下门店联动重回增长；抖音收入 2.1 亿元 (+90.7%)；天猫旗舰店收入 2.0 亿元 (+28.1%)，作为品牌人群入口，受益于品牌价值持续发酵，实现较好增长。
- (3) 批发及其他：2024H1 收入 3.24 亿元 (+90.8%)，主要系泡泡玛特城市乐园带来收入增加所致。

海外方面，2024H1 公司境外收入 13.5 亿元 (+259.6%)，实现经营利润 4.0 亿元 (+407.3%)，经营利润率 29.6% (+8.6pct)，拆分来看：

- (1) 线下渠道：2024H1 零售门店收入 8.9 亿元 (+441.5%)，零售门店数量对比 2023 年末提升 13 家至 83 家；机器人商店收入 0.5 亿元 (+109.7%)，机器人商店数量对比 2023 年末提升 44 台至 143 台。
- (2) 线上渠道：2024H1 泡泡玛特海外官网实现收入 0.7 亿元 (+465.5%)；Lazada 以及 Shopee 分别实现收入 0.5/0.5 亿元，主要受益于在泡泡玛特品牌在泰国的持续火热。
- (3) 批发及其他：2024H1 实现收入 1.6 亿元 (+22.5%)。

分地区来看,受益于 CRYBABY 及 LABUBU 盲盒以及搪胶产品在泰国的火爆,2024H1 东南亚地区收入 5.6 亿元 (+478.3%);东亚及港澳台地区收入 4.8 亿元 (+153.7%);北美收入 1.8 亿元 (+377.7%);欧澳及其他收入 1.4 亿元 (+158.8%)。展望 2024H2,公司已新开印尼雅加达店、巴黎奥运店、意大利米兰店等,我们看好公司海外门店持续扩展,收入维持较高增长。

3.3、产品拆分：多品类高速增长，毛绒产品成最大惊喜

2024H1 公司首次将产品结构分为手办、MEGA、毛绒玩具、衍生品及其他四个品类,分别实现收入 26.6/5.9/4.5/8.7 亿元。手办作为公司的核心品类,仍然实现了超过 30%的增长;毛绒玩具在搪胶毛绒这个特殊品类的拉动下,增长接近 10 倍,成为公司最大惊喜,2024Q2 在海外售卖的搪胶 LABUBU 超过了 Q1 售卖数量的 4 倍,我们看好 2024H2 搪胶产品延续热度,带动毛绒产品维持高增长。

图8：2024H1 手办营收占比 58.3%



资料来源：泡泡范儿公众号

4、盈利预测与投资建议

我们看好公司凭借其全流程高效赋能 IP 商业模式,随着国内全渠道体系建设日趋完善,海外市场拓展逐步加速,保持潮玩行业龙头地位,以 IP 为核心的集团化战略将持续推进。公司上调 2024 年收入指引,2024 年营收增长不低于 60%,其中港澳台及海外渠道增长不低于 200%,同时鉴于 2024H1 业绩超预期,我们上调 2024-2026 年盈利预测,预计 2024-2026 年归母净利润分别为 21.2/27.6/35.1 亿元(原值分别为 14.5/18.6/23.5 亿元),对应 EPS 为 1.6/2.1/2.6 元,当前股价对应 PE 为 26.6/20.4/16.1 倍,我们看好公司在国内市占率提升以及海外渠道开拓,维持“买入”评级。

5、风险提示

海外拓展不及预期：公司海外业务预计为公司未来为主要营收主要增长来源之一，由于经济、文化、政治等因素有所差异，海外拓展可能出现不及预期情况，或将对营收增长产生影响。

新 IP 孵化不及预期：公司的核心竞争力为全流程的 IP 变现模式，上游 IP 孵化不及预期将影响下游 IP 变现，新 IP 孵化不及预期或将对营收增长产生影响。

上游供应链供给不及预期：公司全球业务规模逐步扩大，对供应链的要求对应逐步提高，由于公司产品均为上游厂商代工制造，如果上游厂商供给不及预期或将对营收增长产生影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn