

泡泡玛特 (09992.HK) 产品场景化布局助力 IP 集团化推进，成长空间可期

2024 年 09 月 18 日

——港股公司深度报告

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	2024/9/17
当前股价(港元)	49.250
一年最高最低(港元)	49.500/16.900
总市值(亿港元)	661.40
流通市值(亿港元)	661.40
总股本(亿股)	13.43
流通港股(亿股)	13.43
近 3 个月换手率(%)	26.5

● 集团化战略有效推进，2024H1 收入业绩维持高增，维持“买入”评级

泡泡玛特 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%）。作为潮玩行业的龙头公司，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加速开拓，主要基于三个方面：（1）先发优势实现 IP 垄断，优秀的供应链赋能助力全流程畅通；（2）场景化设计策略进一步丰富产品矩阵，IP 集团化战略有效推进；（3）优秀的内容运营与 IP 联动，带动品牌价值提升。我们看好公司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，维持 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，对应 EPS 为 1.6/2.1/2.6 元，当前股价对应 PE 为 28.4/21.8/17.1 倍，维持“买入”评级。

● 亮点一：高效商业模式实现 IP 垄断，供应链赋能助力全链路畅通

公司作为潮玩赛道的先行者，率先进入盲盒赛道。IP 布局方面，公司以内部孵化联合外部签约的方式聚拢了大批优秀的 IP 创作者，在多年发展中 IP 矩阵日趋完善，2023 年销售额过亿元的 IP 达到 10 个（同比+4 个），与此同时，公司持续举办各类潮流展会与主题展览，近半年抖音搜索指数均值为 13.3 万，小红书笔记数超 196 万篇，均远超同行业公司。供应链方面，公司持续打造柔性新材料供应链，赋能 IP 设计到终端销售全链路畅通，2024 年越南海外工厂已经完成第一批交付，全球供应链体系进一步扩张。

● 亮点二：产品布局场景化，多点开花打造 IP “集团化”

经过多年发展，公司已经形成了以盲盒产品为主，搪胶玩偶、MEGA 珍藏系列等产品为补充的多样化产品矩阵，2023 年盲盒产品的营收占比首次低于 70%。公司以场景化设计策略进行产品布局：（1）盲盒产品扎堆办公室，工作场景下提供精神陪伴；（2）MEGA 珍藏系列布局家庭场景，兼具收藏与装饰价值。（3）搪胶产品以挂件或玩偶形式陪伴出街，户外“遛娃”成时尚风潮。（4）收藏卡牌与积木产品作为全新尝试进一步拓展产品矩阵。我们看好多点开花的产品布局未来将助力公司以 IP 为核心的“集团化”有效推进，形成泡泡玛特独有的 IP 宇宙。

● 亮点三：内容运营联动 IP，带动品牌价值提升

IP 运营方面，公司 2023 年落地泡泡玛特城市乐园，以“合影留念，精神天堂”的设计理念与 IP 进行联动，创下了开园首月接待游客接近 10 万人次佳绩，并于 2024 年 5 月 19 日与朝阳文旅集团签订了“泡泡玛特城市乐园二期”合作项目；2024 年 6 月 27 日，泡泡玛特首款自研手游《梦想家园》上线，达到 iOS 游戏免费榜第一，总榜第二的好成绩，主打模拟经营+派对游戏玩法，玩家可以与喜爱的 IP 亲切互动，共同体验钓鱼、种田等多样玩法。我们看好公司凭借优秀的内容运营能力，通过 IP 与文旅与游戏等项目的联动，有效带动品牌价值的提升。

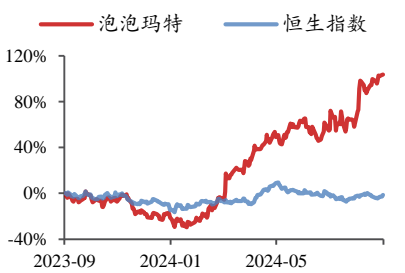
● 风险提示：海外拓展不及预期、新 IP 孵化不及预期、上游供给不及预期。

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)	126.5	55.6	28.4	21.8	17.1
P/B(倍)	8.6	7.7	5.8	4.7	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所（注：2024 年 9 月 13 日港元兑人民币即期汇率为 0.9094）

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024H1 业绩超预期，看好海外拓展稳步推进—港股公司信息更新报告》

-2024.8.24

《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

目 录

1、 核心观点：收入业绩持续高增为股价上行核心驱动，	3
2、 亮点一：高效商业模式实现艺术家 IP 垄断，供应链赋能助力全链路畅通	4
2.1、 内部孵化联合外部签约&抓取线下流量实现有效艺术家 IP 垄断	4
2.2、 柔性新材料供应链&海外产线落地保证全链路畅通	6
3、 亮点二：产品布局场景化，多点开花打造 IP “集团化”	9
3.1、 办公室：工作场景下提供精神陪伴	10
3.2、 居家：家庭场景下 MEGA 兼具收藏与装饰价值	11
3.3、 出街：糖胶系列陪伴出游引领潮流	12
3.4、 新产线尝试：收藏卡牌、积木产品上市，产线进一步拓展	13
4、 亮点三：内容运营联动 IP，带动品牌价值提升	14
5、 盈利预测与投资建议	15
6、 风险提示	15
附：财务预测摘要	16

图表目录

图 1： 泡泡玛特收入业绩维持高增	3
图 2： 内部孵化联合外部签约授权构筑完善 IP 矩阵	4
图 3： 2023 年泡泡玛特 10 个 IP 销售额过亿元	5
图 4： 泡泡玛特抖音搜索指数远超同业公司	5
图 5： 泡泡玛特小红书笔记数量超 196 万篇	5
图 6： 泡泡玛特持续通过开设主题快闪店、举办线下展会、签售会等方式进行引流	6
图 7： 2023 年 7 月泡泡玛特创新材料馆正式揭幕	7
图 8： 2023 年末公司国内门店数量 363 家	7
图 9： 2023 年末公司海外门店数量 70 家（不包含合营）	7
图 10： 2024 年公司海外门店布局加速	8
图 11： 泡泡玛特各层级产品价格均低于其他潮玩公司	9
图 12： 泡泡玛特围绕场景进行产品设计	9
图 13： 泡泡玛特 2024 年盲盒推新 49 款（截至 2024.7.18）	10
图 14： 2024 年推出新 IP INOSOUL，自带冷清与疏离感引起粉丝共鸣	11
图 15： 2024 年推出新 IP 蜡烛精灵 CHAKA	11
图 16： MEGA 珍藏系列保值率高（选取近期交易较为活跃的 MEGA 产品）	12
图 17： 泰国 Central World 店开业当天热度空前	13
图 18： Lisa 在个人社交媒体中晒出多款 LABUBU	13
图 19： LABUBU 坐坐排队糖胶系列溢价率 146%-1016%	13
图 20： 泡泡玛特推出限量收藏卡牌产品	14
图 21： 泡泡玛特推出 LABUBU 积木产品	14
图 22： 泡泡玛特与朝阳文旅集团签订“泡泡玛特城市乐园二期”项目	14
图 23： 《梦想家园》与 2024 年 6 月 28 日公测	15
表 1： 2024 年盲盒推新维持稳中有进	10
表 2： 2024 推出的 MEGA 新品仍然保持高溢价	11

1、核心观点：收入业绩持续高增为股价上行核心驱动，

复盘公司近一年股价，截至2024年9月9日收盘，公司股价较2024年初低点上涨178%。我们认为，公司收入业绩持续高增，频超市场预期为驱动股价上扬的核心原因，具体看可拆分为三个阶段：

- (1) 2023年11月-2024年初：受到宏观环境影响，公司股价震荡下行；
- (2) 2024年2月-2024年6月：自2024年3月始，公司发布2023年业绩公告及2024Q1经营公告，2023年营业收入同比+36.4%，净利润同比+127.6%，2024Q1营业收入同比+40-45%，其中内地收入同比+20%-25%，港澳台及海外收入同比+245-250%；公司股价发生反转，迎来快速上行。
- (3) 2024年7月至今：2024年7月18日，公司发布2024H1预增公告，预计2024H1营业收入同比+55%+，净利润同比+90%+，2024年8月20日，公司发布2024半年度报告，2024H1实现营业收入同比+62.0%，归母净利润同比+93.3%，调整后归母净利润同比+90.1%，股价迎来进一步催化。

我们总结泡泡玛特收入业绩持续高增的原因包括：

- (1) 公司龙头地位稳固，可实现一定程度上IP垄断，叠加完善的供应链系统助力全链路高效运转。
- (2) 产品推进场景化布局，覆盖用户面持续扩大。
- (3) 领先行业的内容运营能力，IP生态链不断丰富。

本研究通过IP、产品、内容运营三个维度深究公司核心竞争力，看好公司具备全流程高效的商业模式有望带动公司集团化与国际化战略持续有效推进，进一步拉动国内市占率的持续提升以及加快海外渠道开拓，国内海外双重增长下带来收入业绩高增可持续，未来成长空间可期。

图1：泡泡玛特收入业绩维持高增



资料来源：泡泡玛特公众号、Wind等、开源证券研究所

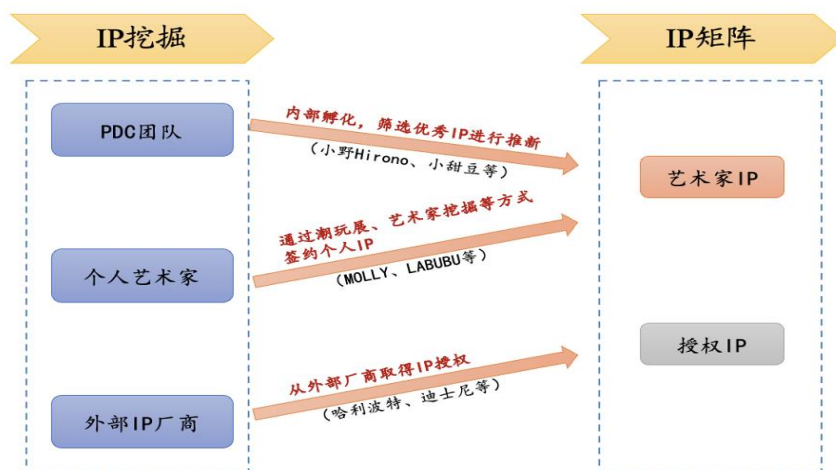
2、亮点一：高效商业模式实现艺术家 IP 垄断，供应链赋能助力全链路畅通

2.1、内部孵化联合外部签约&抓取线下流量实现有效艺术家 IP 垄断

突出的 IP 设计及运营能力一直以来都是公司能够持续领先行业的核心竞争力，公司拥有从艺术家挖掘、IP 矩阵构筑、产品设计、产品品类拓展、后期内容运营的全流程高效商业模式，高效率地保证了经典 IP 的热度维持及爆款 IP 的持续打造，这种高效的商业模式在一定程度上实现了艺术家 IP 垄断。

内部孵化联合外部签约授权，IP 矩阵日趋完善。艺术家 IP 方面，公司拥有数十人的内部艺术家挖掘团队在全球范围内对艺术家进行挖掘，并通过举办潮流玩具展、组队设计比赛、与顶级艺术学院合作等方式广泛接触艺术家，优先签约优质 IP；另外公司的内部设计师团队 PDC (Pop Design Center) 同样持续输出新的优质的 IP，2023 年小野 Hirono、小甜豆等 IP 表现亮眼。授权 IP 方面，公司积极从外部厂商获得 IP 授权，目前已经获得哈利波特、迪士尼等大量内容 IP 的授权，2023 年随着公司海外业务的持续拓展，授权范围进一步推广至全球。

图2：内部孵化联合外部签约授权构筑完善 IP 矩阵

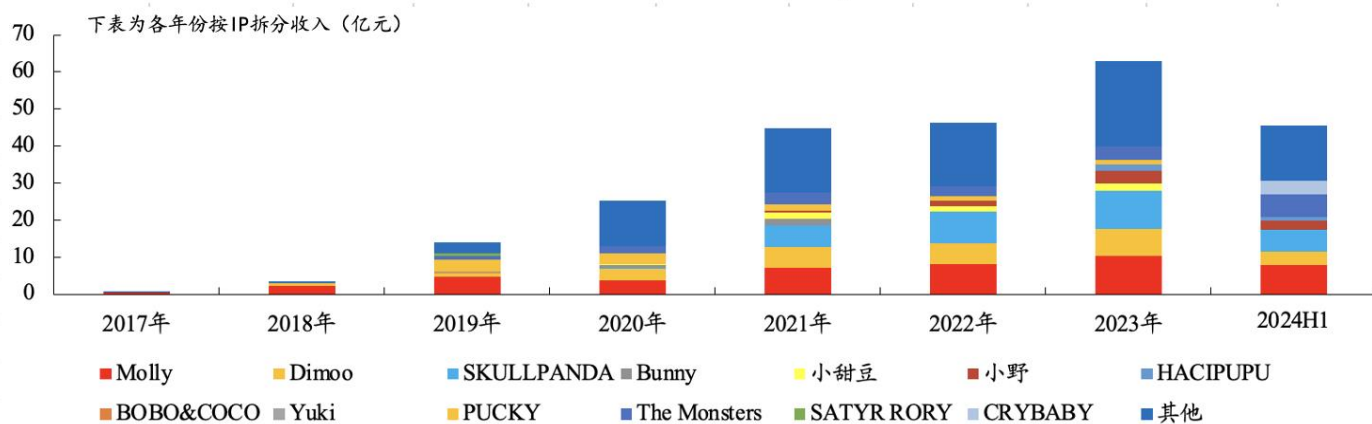


资料来源：开源证券研究所

头部 IP 数量方面，2023 年公司共拥有 10 个销售额过亿元的 IP，其中 6 个为外部艺术家签约 IP，4 个为公司 PDC 团队设计 IP，过亿 IP 个数较 2022 年的 6 个有明显提升，其中 MOLLY 以及 SKULLPANDA 销售额超 10 亿元，SKULLPANDA 温度系列上市以来单系列销售收入达 3.14 亿元；IP 集中度方面，2023 年公司集中度有所下降，CR3 为 44.2% (-4.2pct)，CR5 为 55.6% (-1.6pct)，2024H1CR3 为 43.5%，CR5 为 59.5%，CR5 环比有所提升主系 IP CRABABY 在泰国受到热捧，收入占比快速提升，IP 集中度下降彰显公司多 IP 共同发展路径，IP 矩阵进一步完善。

图3：2023年泡泡玛特10个IP销售额过亿元

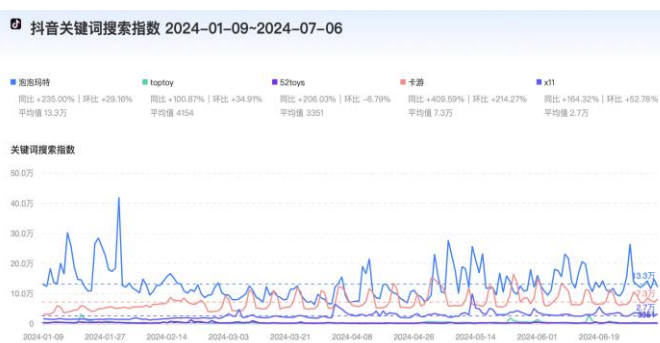
IP名称	SKULLPANDA	MOLLY	DIMOO	LABUBU	小野Hirono	小甜豆	PINO JELLY	HACIPUPU	PUCKY	Zsiga
IP图片										
IP来源	外部艺术家	外部艺术家	外部艺术家	外部艺术家	PDC团队	PDC团队	PDC团队	PDC团队	外部艺术家	外部艺术家
2023年销售额(亿元)	10.2	10.2	7.4	3.7	3.5	2	1.6	1.5	1+	1+
2023新品(部分)	温度系列盲盒	华纳100周年系列盲盒 SPACE MOLLY 周年系列盲盒 (MEGA)	约会日系列盲盒 经典复刻系列盲盒	精灵之家系列盲盒 星座系列系列盲盒	默剧系列盲盒 重塑系列盲盒	成长图鉴系列盲盒 定格时光甜品盒子系列盲盒	味觉性格测试系列盲盒 SWEET BOY系列盲盒	幻想系列盲盒 成长日记系列盲盒	精灵兔兔咖啡馆系列盲盒 沉睡精灵之森系列盲盒	我们，如此可爱系列盲盒
	庭前墨梅系列盲盒 平日奇景系列盲盒	周年雕塑经典回归系列盲盒	今晚不准睡系列盲盒	精灵森林派对系列盲盒	《房间里的大象》版画、雕塑、手办	小甜豆×大久保甜蜜相伴系列盲盒	PINO JELLY心愿男孩系列盲盒	小小英雄系列盲盒	宅家精灵系列盲盒	



资料来源：泡泡范儿公众号、公司公告、泡泡玛特公众号等、开源证券研究所

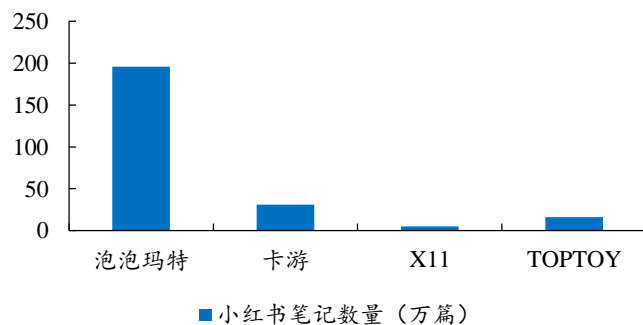
线上流量线下展会垄断，品牌头部效应凸显。线下展会方面，泡泡玛特自2017年起持续开展大型潮流玩具展，迄今为止历届参展观众已超过40万名，2024年4月在泡泡玛特城市乐园举办2024PTS北京国际潮玩节，以“#FUN 开玩”为主题的PTS将举办26场签售活动及近百场演艺活动；2024年6月，公司在上海C PARK Haisu举办了其首场近千平米IP沉浸式主题展览——“SKULLPANDA声音系列 THE SOUND 空间主题展”。线上流量方面，根据巨量算数，近半年泡泡玛特在抖音关键词搜索指数均值为13.3万；截至2024年7月末，泡泡玛特小红书笔记数达196万篇，显著高于卡游、X11等同业潮玩公司，品牌头部效应凸显。

图4：泡泡玛特抖音搜索指数远超同业公司



资料来源：巨量算数

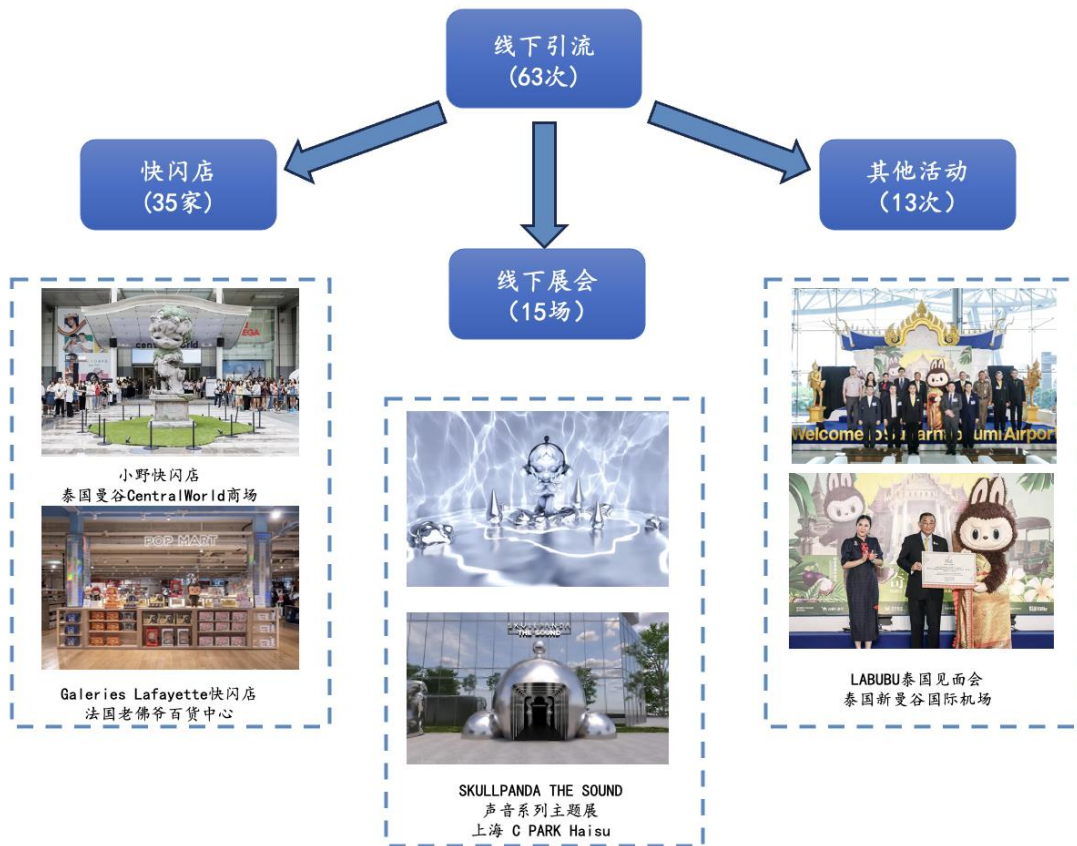
图5：泡泡玛特小红书笔记数量超196万篇



数据来源：小红书、开源证券研究所(时间截至2024.7)

从线下引流拆分来看，泡泡玛特持续通过开设主题快闪店、举办线下展会、签售会等方式进行引流，截至 2024 年 7 月末统计，共举办 63 场次，地点遍布北上广深、泰国曼谷、法国巴黎等城市，其中开设快闪店 35 家、举办线下展会 15 场，其他活动 13 次。

图6：泡泡玛特持续通过开设主题快闪店、举办线下展会、签售会等方式进行引流



资料来源：泡泡范儿公众号、泡泡玛特公众号、开源证券研究所

2.2、柔性新材料供应链&海外产线落地保证全链路畅通

加速打造柔型新材料供应链，赋能 IP 设计到终端销售全链路畅通。2023 年 7 月，泡泡玛特创新材料馆在东莞正式揭幕，展示了泡泡玛特在多年来在材料和工艺创新，磨具演变等方面取得的进展。经过多年的发展，公司的供应链已实现全链路数字化，该技术显著提升了供应链预测准确性，降低了库存压力、业务问题比例，使得产品平均补货周期从 150 天缩短至 60 天。

图7：2023年7月泡泡玛特新材料馆正式揭幕



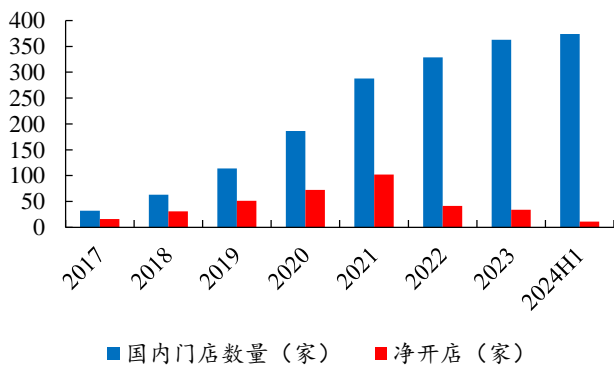
资料来源：泡泡范儿公众号

海外渠道拓展加速，全球供应链落子越南。公司从2018年出海以来，海外业务飞速发展，2023年海外业务收入10.7亿元，同比增长134.9%，营收占比17.0%。2024年1月，公司在越南已经完成其海外工厂的第一批产品生产，泡泡玛特全球供应体系进一步扩展。

受益于公司优质的供应链能力，近几年公司国内门店稳定增长，海外渠道快速开拓，2023年末公司国内门店数量363家，海外门店数量70家（不包含合营）；我们预计2024年公司国内门店数量上升40-50家（保持10%+稳定增长），海外门店数量上升50-60家。

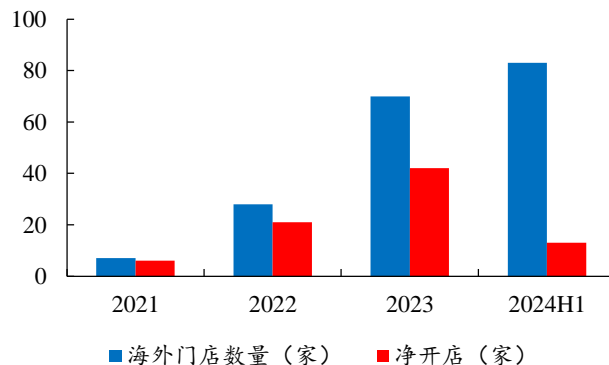
拆分海外门店布局来看，公司海外门店布局主要仍然集中在东亚、东南亚及港澳台地区，截至2024年7月末，公司海外门店总数（不包含快闪店）为92家，其中港澳台地区/东亚/东南亚/澳洲/欧洲/北美分别为27/16/20/11/9/9家。2024年公司加快了对东南亚及欧美地区开店布局：泰国新开小野快闪店、LABUBU主题店；越南新开城堡店；欧洲新开意大利、荷兰首店等。

图8：2023年末公司国内门店数量363家

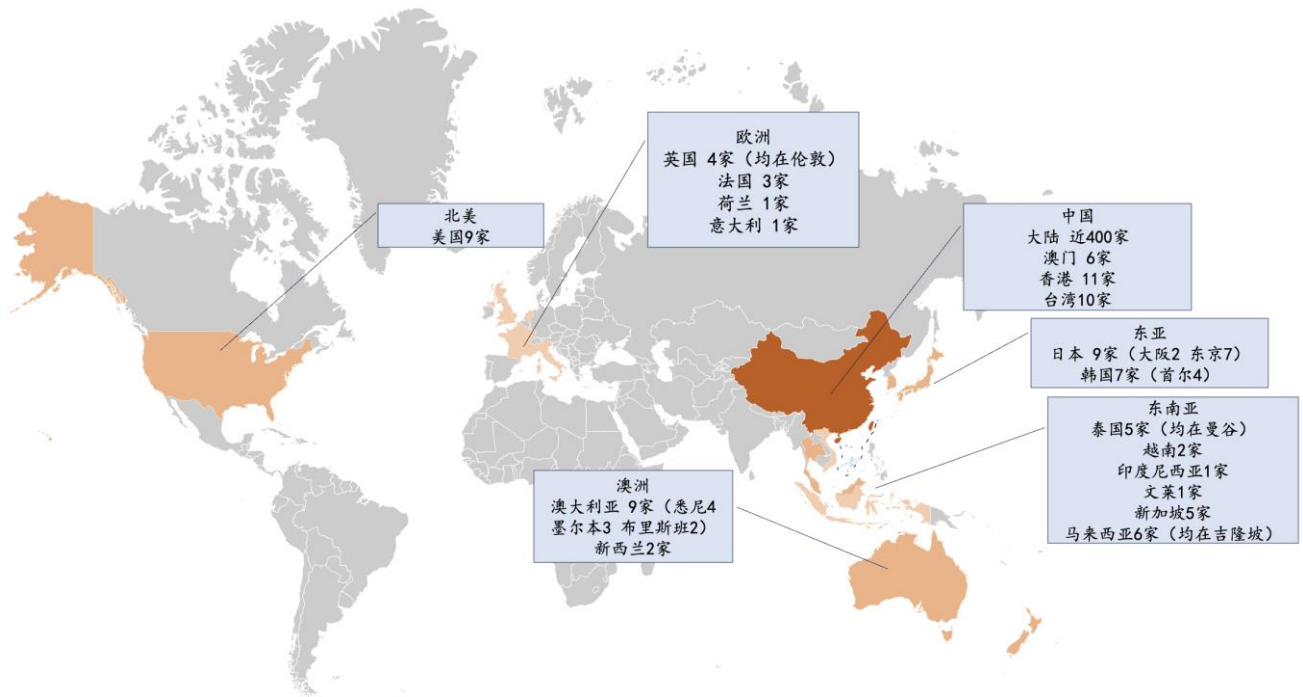


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2023年末公司海外门店数量70家（不包含合营）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2024 年公司海外门店布局加速


资料来源：Google Map、泡泡玛特海外官网等、开源证券研究所

公司产品主流价格带低于同行业公司。我们按照入门产品、进阶产品与高端产品进行简单拆分：

从入门产品来看，泡泡玛特主流盲盒产品价格集中于 69-99 元，共鸣系列手办售价 269-299 元，万代龙珠、奥特曼手办及高达模型售价多集中于 139-500 元区间，乐高赛车系列积木售价 249-499 元（基础款），花束系列积木售价 449-649 元。

从进阶产品来看，泡泡玛特可动玩偶及搪胶毛绒产品售价 399-999 元，手办大娃产品售价 499-799 元，400%MEGA 产品售价 1199-1599 元；万代高达模型（进阶款）价格集中于 500-1500 元；乐高大型积木产品（星球大战大型飞船、迪士尼大型建筑等）价格都在千元以上。

从高端产品来看，泡泡玛特 1000%MEGA 产品售价 4999-6999 元，Inner flow 版画、艺术雕塑等其他艺术品售价 1299-5999 元；万代高达模型（合金款）售价 14499 元；乐高大型积木产品售价 4500-8000 元。

对比来看泡泡玛特、万代、乐高在各层级产品均布局相对完善，在产品品类布局上泡泡玛特品类更为多样化，万代多集中于手办、高达模型，乐高多集中积木产品。

图11: 泡泡玛特各层级产品价格均低于其他潮玩公司

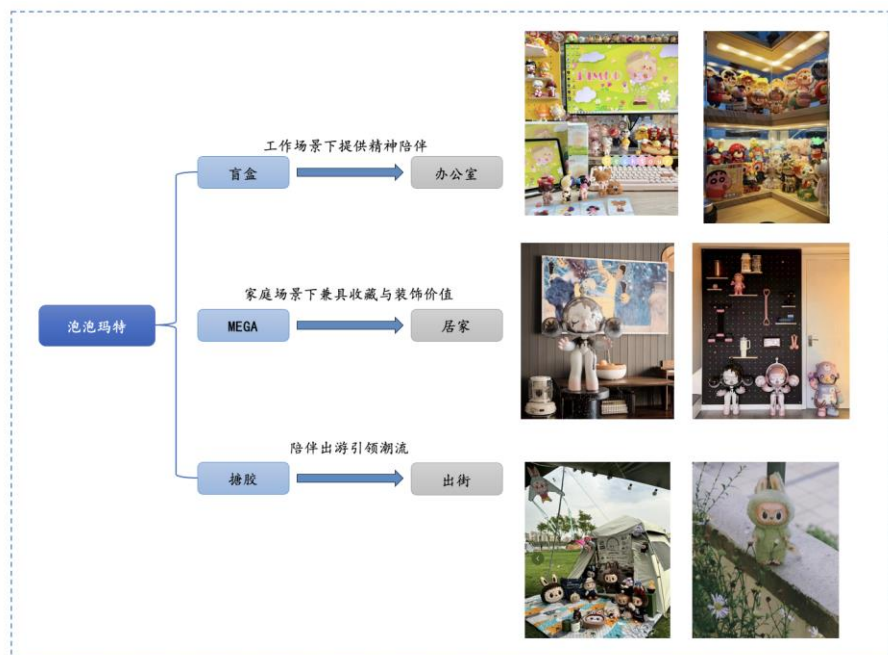


资料来源: 各品牌天猫旗舰店、开源证券研究所

3、亮点二: 产品布局场景化, 多点开花打造 IP “集团化”

产品矩阵快速拓展, 场景化设计策略初见成效。经过多年发展, 公司已经形成了以盲盒产品为主, 搪胶玩偶、MEGA 珍藏系列等产品为补充的多样化产品矩阵, 盲盒陪伴办公、MEGA 居家收藏装饰、搪胶携带出街的场景化设计效果显著, 2024H1 公司手办产品占比降低至 58.3% (-14.2pct), 产品结构进一步改善, 2024 上半年公司推出全新收藏卡牌及积木产品, 下半年公司将尝试更多新的业态, 如泡泡玛特主题甜品屋已于 9 月在其城市乐园中顺利开业。

图12: 泡泡玛特围绕场景进行产品设计



资料来源: 小红书、开源证券研究所

3.1、办公室：工作场景下提供精神陪伴

盲盒扎堆办公室，工作场景下提供精神陪伴。在现阶段的经济背景下，越来越多的年轻人远离故乡、亲人，独居在大城市中工作生活，在高强度的工作环境下，工位为盲盒提供了绝佳的展示场景，盲盒产品不同于内容 IP 会传递其自身价值观与情感，它能更容易让人代入自身的情感，在日复一日的工作中提供精神上的陪伴。

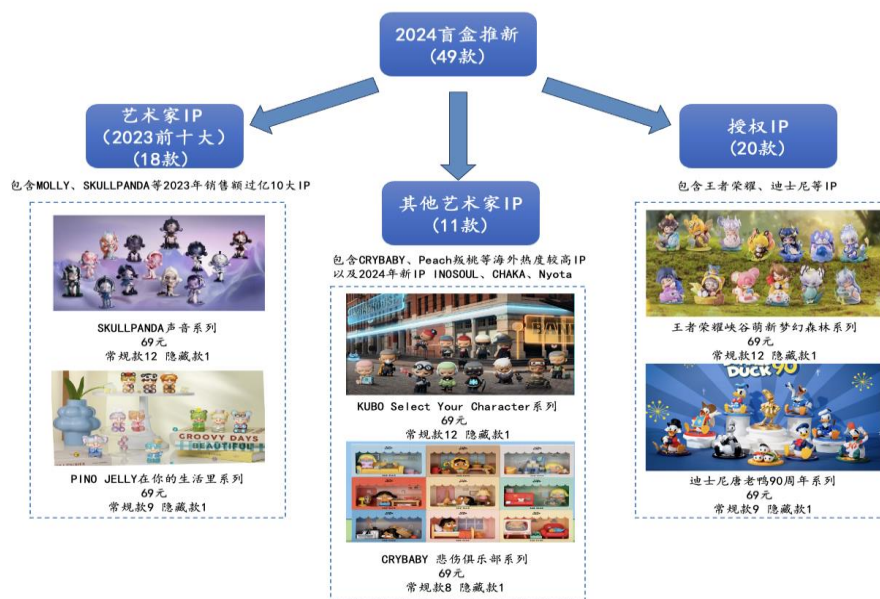
表1：2024 年盲盒推新维持稳中有进

盲盒系列名称	IP	IP 类型	发售日期	常规款数量	隐藏款数量	发售价格
Hirono 庇护所系列	小野 Hirono	艺术家 IP	2024/7/18	12	1	69 元
迪士尼/皮克斯三眼仔沉浸式体验系列	三眼仔	授权 IP	2024/7/11	9	1	69 元
INSTINCTOY 毛怪 秘境花园系列	INSTINCTOY 毛怪	艺术家 IP	2024/7/11	9	1	79 元
CHAKA 逐光精灵系列	CHAKA	艺术家 IP	2024/7/11	12	1	69 元
MOLLY 周年纪念雕塑系列	MOLLY	艺术家 IP	2024/7/4	10	3	79 元
SKULLPANDA 声音系列	SKULLPANDA	艺术家 IP	2024/6/27	12	1	69 元
PINO JELLY 在你的生活里系列	PINO JELLY	艺术家 IP	2024/6/20	9	1	69 元
《环球神偷奶爸 4》系列	环球神偷奶爸 4	授权 IP	2024/6/20	12	1	69 元
海绵宝宝搞怪系列	海绵宝宝	授权 IP	2024/6/13	12	1	69 元
DIMOO 在你身边系列	DIMOO	艺术家 IP	2024/6/13	12	1	69 元

资料来源：泡泡玛特公众号、开源证券研究所

从盲盒娃娃推新拆分 IP 来看，截至 2024 年 7 月 18 日，泡泡玛特共推出 49 款盲盒娃娃，其中艺术家 IP 29 款，外部授权 IP 20 款，公司前五大 IP SKULLPANDA、MOLLY、DIMOO、LABUBU（The Monsters）、小野 Hirono 分别推出 2/3/2/3/1 款系列产品，维持推新稳中有进，实现热门 IP 有机发展，近期推出 INOSOUL、CHAKA 等全新 PDC IP，新 IP 推进速度加快；另外推出数据线、冰箱贴等新盲盒产品，不局限于盲盒娃娃产品，实现盲盒细分品类上的扩张。

图13：泡泡玛特 2024 年盲盒推新 49 款（截至 2024.7.18）



资料来源：泡泡玛特公众号、开源证券研究所

图14：2024年推出新IP INOSOUL，自带冷清与疏离感引起粉丝共鸣


资料来源：泡泡玛特公众号

图15：2024年推出新IP 蜡烛精灵 CHAKA


资料来源：泡泡玛特公众号

3.2、居家：家庭场景下 MEGA 兼具收藏与装饰价值

MEGA 珍藏系列布局家庭场景，兼具收藏与装饰价值。不同于盲盒的小巧便捷，MEGA 珍藏系列主要围绕独特性、艺术性和收藏价值展开，拥有更大的体积和更精巧的设计，更适合用于家庭，它强调与粉丝的互动和共鸣，通过设计元素和故事背景的设定，让收藏者能够感受到更深层次的文化和情感价值。根据千岛 APP 交易数据，2024 年泡泡玛特新推出的 400%MEGA 系列仍然保持较高溢价率，其中 SPACE MOLLY 天擎为 100%。

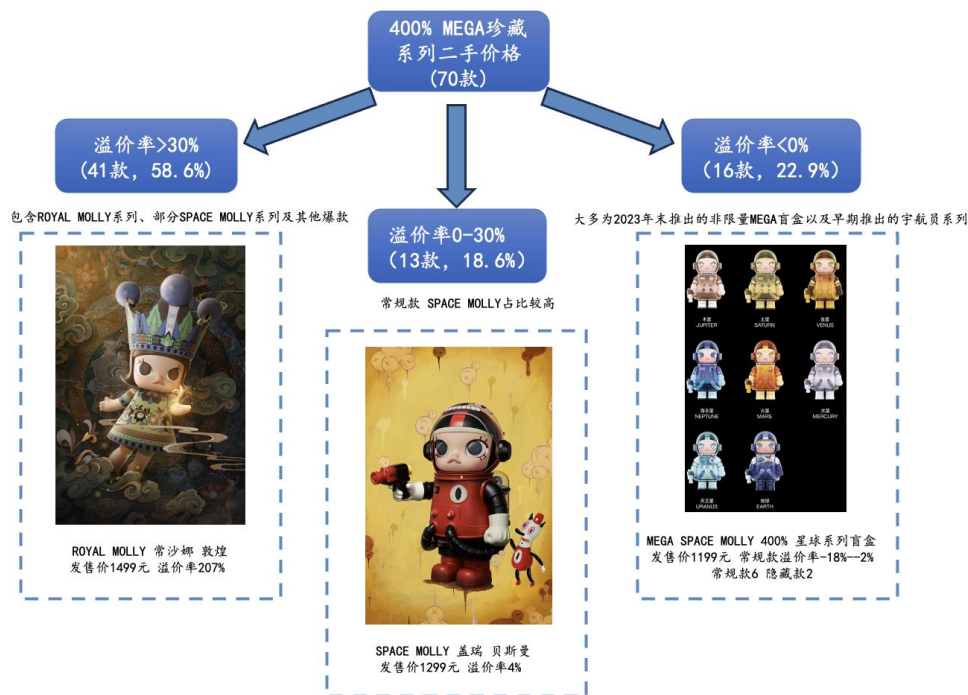
表2：2024 推出的 MEGA 新品仍然保持高溢价

系列名称	尺寸	IP	发售日期	发售价格（元）	二手价格（元）	
					2024.7	溢价率
SPACE MOLLY 加菲猫-B 款	400%	MOLLY	2024/6/27	1299	1476.6	14%
SPACE MOLLY 盖瑞 贝斯曼	400%	MOLLY	2024/6/20	1299	1347	4%
SPACE MOLLY 彩虹	400%	MOLLY	2024/6/7	1600	1849.9	16%
SPACE MOLLY 毛毛	400%	MOLLY	2024/6/6	1499	1250	-17%
SPACE MOLLY 花花	400%	MOLLY	2024/6/6	1499	1208.5	-19%
SPACE MOLLY 天擎	400%	MOLLY	2024/5/17	2999	5995	100%
ROYAL MOLLY 梵高博物馆 杏花	400%	MOLLY	2024/4/5	1499	2400	60%
SPACE MOLLY Louis De Guzman	400%	MOLLY	2024/3/29	1299	1688	30%
ROYAL MOLLY 蜷川实花	400%	MOLLY	2024/1/25	1499	2349	57%
SPACE MOLLY 多爱熊	400%	MOLLY	2024/1/18	1499	1420	-5%
SPACE MOLLY 加菲猫-B 款	400%	MOLLY	2024/6/27	1299	1476.6	14%
SPACE MOLLY 盖瑞 贝斯曼	400%	MOLLY	2024/6/20	1299	1347	4%

资料来源：千岛 APP、开源证券研究所

MEGA 产品二手交易活跃，高溢价产品占比较高。以 400%MEGA 珍藏系列为例，根据二手市场价格对其拆分分析，根据千岛 APP 7 月交易数据，我们选取了 70 款交易较为活跃的 MEGA 产品作为样本：其中有 16 款（占比 22.9%）产品溢价率 < 0%，其中多数为 2023 年末推出的 MOLLY 星球系列以及早期推出的宇航员系列产品；13 款（占比 18.6%）产品溢价率在 0-30% 之间，其中联名款 SPACE MOLLY 占比较高 41 款（占比 58.6%）产品溢价率 > 30%，其中包含 ROYAL MOLLY 系列、部分 SPACE MOLLY 系列及其他爆款产品。溢价率较高的产品在外观形象设计及内涵表达上都更加优秀。

图16：MEGA 珍藏系列保值率高（选取近期交易较为活跃的 MEGA 产品）



资料来源：泡泡玛特公众号、开源证券研究所

3.3、出街：糖胶系列陪伴出游引领潮流

LABUBU 搪胶系列火爆泰国，户外出街引领潮流。2024 年泡泡玛特 LABUBU 搪胶系列在泰国收到空前欢迎，泰国明星 Lisa 的个人账号晒出了多款 LABUBU 产品，Central World 店开业当天聚集了大量当地群众排队购物，LABUBU 搪胶系列的挂件及出街公仔受到当地强烈关注。泡泡玛特最新推出 LABUBU 坐坐派对搪胶毛绒系列盲盒受到追捧，作为非限定款推出即断货，在二手市场中溢价率 146%-1016%（发售价 99 元）。

图17: 泰国 Central World 店开业当天热度空前



资料来源: 泰国澜象网公众号

图18: Lisa 在个人社交媒体中晒出多款 LABUBU



资料来源: 泰国澜象网公众号

图19: LABUBU 坐坐排队搪胶系列溢价率 146%-1016%



整盒-坐坐派对
搪胶毛绒系列
560人想要
¥1399.4



隐藏-趣多多
336人想要
¥1105



眼巴巴
784人想要
¥274



羞答答
859人想要
¥303



甜丝丝
337人想要
¥244



委屈屈
697人想要
¥279



乐呵呵
298人想要
¥244

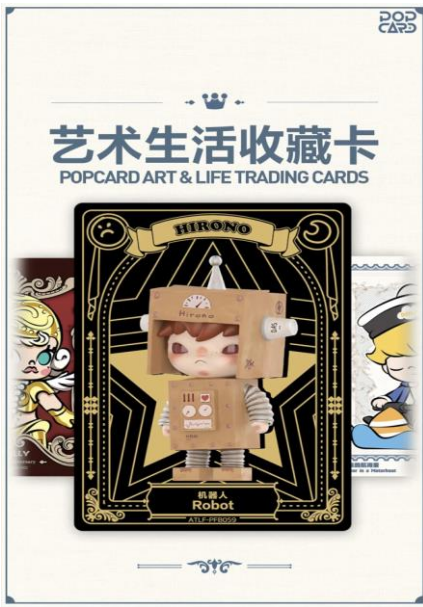


美滋滋
428人想要
¥244

资料来源: 千岛 APP

3.4、新产线尝试: 收藏卡牌、积木产品上市, 产线进一步拓展

收藏卡牌、积木产品上市, 期待未来新产线持续发酵。2024 年公司新推出限量收藏卡牌以及 LABUBU 积木产品。其中收藏卡牌分为基础卡、特卡、限编卡、签字卡, 目前在二手市场中拥有一定交易热度; 积木产品首个系列拥有 5 款产品, 售价 199-399 元。

图20：泡泡玛特推出限量收藏卡牌产品


资料来源：泡泡玛特公众号

图21：泡泡玛特推出 LABUBU 积木产品


资料来源：泡泡玛特公众号

4、亮点三：内容运营联动 IP，带动品牌价值提升

城市乐园运营联动 IP，轻量化内容试点初见成效。泡泡玛特城市乐园自开园以来，创下开园首月接待游客接近 10 万人次，平均在园时常 4.32 小时，园内二次消费占比达 72% 的佳绩。泡泡玛特城市乐园融合了体验经济，以“合影胜地，精神天堂”的设计理念进行 IP 联动，拉近了 IP 与消费者之间的距离，使得 IP 内容在座位消费者情感连接对象时具有了更强的生命力，有效带动泡泡玛特品牌价值的提升。

二期项目敲定，城市乐园迎来进一步扩张。2024 年 5 月 19 日，北京市文旅局与丰台区人民政府联合举办的“精彩北京 畅游京城”活动，泡泡玛特作为国内首个潮玩行业沉静式 IP 主题乐园亮相“最潮酷”“最惠玩”两大主题推介会，并与朝阳文旅集团签订“泡泡玛特城市乐园二期”文旅开发合作项目，城市乐园二期项目开始落地。

图22：泡泡玛特与朝阳文旅集团签订“泡泡玛特城市乐园二期”项目


资料来源：泡泡范儿公众号

历时 5 年终成正果，手游公测引爆热度。2024 年 6 月 27 日，泡泡玛特首款自研手游《梦想家园》上线，自 2019 年正式取得版号后已经过去 5 年，此次公测后达到了 iOS 游戏**免费榜第一，总榜第二**的优秀成绩。《梦想家园》主打模拟经营+派对游戏的玩法，在游戏中，玩家可以与自己喜爱的 IP 亲切互动，与其共同体验钓鱼、种田等多样玩法，作为泡泡玛特 IP 生态等重要一环，《梦想家园》为泡泡玛特 IP 注入了新的活力。

图23：《梦想家园》与 2024 年 6 月 28 日公测



资料来源：泡泡玛特公众号

5、盈利预测与投资建议

作为潮玩行业的龙头公司，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加速开拓，主要基于三个方面：（1）先发优势实现 IP 垄断，优秀的供应链赋能助力全流程畅通；（2）场景化设计策略进一步丰富产品矩阵，IP 集团化战略有效推进；（3）优秀的内容运营与 IP 联动，带动品牌价值提升。

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，我们维持 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，对应 EPS 为 1.6/2.1/2.6 元，当前股价对应 PE 为 28.4/21.8/17.1 倍，维持“买入”评级。

6、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。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6616	7683	10958	14303	19904
现金	5068	5990	8627	11184	15881
应收账款	382	789	968	1294	1655
存货	867	905	1363	1824	2369
其他流动资产	299	0	0	0	0
非流动资产	1965	2285	2721	3244	3871
固定资产及在建工程	449	653	784	941	1129
无形资产及其他长期资产	1516	1632	1937	2303	2742
资产总计	8580	9969	13679	17547	23776
流动负债	1131	1733	2101	2591	3106
短期借款	0	15	0	0	0
应付账款	259	445	542	711	890
其他流动负债	872	1273	1559	1879	2216
非流动负债	175	411	484	455	1181
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	484	455	1181	2111	4148
负债合计	1615	2188	3282	4701	7255
股本	1	1	1	1	1
储备	6962	7769	10386	12834	16509
归母所有者权益	6963	7770	10387	12835	16510
少数股东权益	2	10	10	10	10
负债和股东权益总计	8580	9969	13679	17547	23776

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	891	1701	2549	3230	4067
净利润	476	1082	2121	2760	3509
折旧和摊销	605	726	871	1045	1254
营运资本变动	-113	-144	-487	-576	-723
其他	-77	37	43	1	27
投资活动现金流	-4698	3855	825	-185	1284
资本开支	348	417	501	601	721
其他	-5046	3438	324	-786	563
融资活动现金流	-1177	-485	-513	-582	-655
股权融资	-634	0	0	0	0
银行借款	-323	-230	-258	-270	-253
其他	-220	-255	-256	-312	-402
汇率变动对现金的影响	405	10	0	0	0
现金净增加额	-4579	5081	2860	2557	4696
期末现金总额	685	5767	8627	11184	15881

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4617	6301	10416	13721	17207
营业成本	1963	2437	3750	4926	6160
销售费用	1471	2005	3073	4020	5007
管理费用	686	707	937	1194	1428
其他收入/费用	86	79	79	79	79
营业利润	583	1231	2735	3660	4690
净财务收入/费用	29	152	20	20	20
其他利润	27	33	0	0	0
除税前利润	640	1416	2755	3680	4710
所得税	164	327	634	920	1201
少数股东损益	0	6	0	0	0
归母净利润	476	1082	2121	2760	3509
EBITDA	1080	1808	2992	3805	4763
扣非后净利润	887	1157	2121	2760	3509
EPS(最新摊薄)	0.35	0.81	1.58	2.06	2.61

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	2.8	36.5	65.3	31.7	25.4
营业利润(%)	-49.3	111.0	122.2	33.8	28.2
归属于母公司净利润(%)	-44.4	127.6	96.0	30.1	27.1
获利能力					
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
ROIC(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
偿债能力					
资产负债率(%)	18.8	22.0	24.0	26.8	30.5
净负债比率(%)	79.7	83.1	94.4	103.6	121.3
流动比率	5.9	4.4	5.2	5.5	6.4
速动比率	4.8	3.9	4.6	4.8	5.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	13.0	10.8	10.8	10.6	10.4
应付账款周转率	7.5	6.9	6.9	6.9	6.9
存货周转率	2.4	2.8	2.8	2.7	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.8	1.6	2.1	2.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.7	1.3	1.9	2.4	3.0
每股净资产(最新摊薄)	5.2	5.8	7.7	9.6	12.3
估值比率					
P/E	126.5	55.6	28.4	21.8	17.1
P/B	8.6	7.7	5.8	4.7	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

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