

## 强 IP 运营能力，文化出海进行时

## ——泡泡玛特首次覆盖报告



## 买入(首次)

行业：轻工制造

日期：2024年10月24日

分析师：黄骥

E-mail: huangji@yongxingsec.com

SAC编号: S1760523090002

分析师：李瑶芝

E-mail: liyaozhi@yongxingsec.com

SAC编号: S1760524020001

## 基本数据

10月22日收盘价(港元)	63.45
12mthH 股价区间(港元)	16.90-64.80
总股本(百万股)	1342.94
流通市值(亿港元)	852.10

## 最近一年股票与恒生指数比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 相关报告：

## 核心观点

国内最大潮玩公司，建立了覆盖潮玩全产业链的一体化平台。潮玩种类包括盲盒、手办、BJD 和艺术玩具等，2021 年至今潮玩行业增速始终保持在 30% 以上。作为潮玩行业最大玩家，2023 年公司在国内市占率达 12%，在当下经济相对疲弱大环境下，公司依然能享受行业红利。凭借出色的 IP 运营能力，公司正在多元化变现其 IP 资源，2024H1 公司非手办(包括 MEGA/毛绒玩具/衍生品)产品收入占比已增至 41.7%，手办收入占比同比下降 14.2pct，说明业绩对手办依赖度在不断降低。未来公司有望形成更丰富产品矩阵，实现 IP 多形态收入增长。我们看好公司中长期逻辑中重要一环是 IP 运营能力能带来持续多元化变现。

随着品牌认可度和海外收入占比持续提升，未来盈利能力有进一步提升空间。24H1 公司实现收入/归母净利润 46/9 亿元，YoY+62%/93%。盈利能力方面，24H1 整体毛利率 64%，同比提升 3.7pct。原因一，24H1 内地/港澳台及海外毛利率分别为 61.5%/70%，同比+1.5/7.2 个 pct；原因二，高毛利率的港澳台及海外销售收入占比同比提升 16 个 pct。随着海外市场加速开店，我们预计，其收入占比还有提升空间，整体毛利率将继续上行。

公司另一大竞争优势在于 IP 运营和渠道。根据前瞻研究院，IP 产业链价值分为 4 个环节，分别为 IP 创作/运营/生产/渠道，占比分别为 15/20/25/40%。公司的优势主要体现在：1) 自主产品维持高比例，高毛利率。相较外采产品，我们认为自主产品才能体现公司运营能力。自主产品的收入占比一直维持在 85% 以上(2024H1 达到 96%)，自主产品的毛利率相较外采产品一般高 22-36.5pct；2) 头部 IP 显示出较长时间的热度，23 年公司前三大 IP Molly/Dimoo/Skullpanda 收入分别达 10.2/7.4/10.2 亿元，21-23 年收入 CAGR+20/14/31%，行业标准盲盒产品系列的平均生命周期仅 9 个月至 12 个月；3) 其他 IP 带来的收入也在快速增加，非头部 IP 的收入合计占比 2021-2023 年并无趋势性变化，维持在 52%-58%，对头部 IP 的依赖度并无增加。

东南亚率先成为海外市场的突破口，海外收入有望持续高增长。2024H1，公司在港澳台及海外地区收入 13.52 亿元，YoY+260%，收入占比已从 21 年 4% 持续增加至 24H1 的 30%。公司海外收入高速增长主要受益于东南亚市场的成功开拓，其收入占海外的比重已从 23H1 的 25.6% 增至 24H1 的 41.1%。24H1 在港澳台及海外净新增 DTC 零售店 13 家，机器人商店 44 家，且零售店/机器人商店的单店收入同比分别提高了 134%/34%。后续我们期待公司在欧美市场有所突破。

## 投资建议

公司作为潮玩产业最大的公司，通过自身出色的 IP 运营能力和渠道优势，不断丰富 IP 和产品矩阵，持续推进海外业务。我们预计公司 24-26 年归母净利润 27.4/36.3/45.7 亿元，按 10 月 22 日收盘价，对应 EPS 2.04/2.71/3.4 元，对应 PE28.7/21.6/17.2，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

海外门店开设不及预期的风险；IP 受市场认可低于预期的风险；知识产权被侵权影响收益的风险。

## ■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6301	12018	15666	19300
年增长率 (%)	36%	91%	30%	23%
归属于母公司的净利润	1082	2736	3633	4565
年增长率 (%)	128%	153%	33%	26%
每股收益 (元)	0.81	2.04	2.71	3.40
市盈率 (X)	23.00	28.66	21.58	17.17
净资产收益率 (%)	13.93%	26.99%	27.37%	26.47%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2024年10月22日收盘价）

## 正文目录

1. 公司多元化布局发展，业绩实现高增长 .....	5
1.1. 公司起于潮玩，但不止于潮玩 .....	5
1.2. 24 年上半年公司收入高增，海外增速达 259.6% .....	6
2. 核心壁垒：出色的 IP 运营能力及 IP 资源 .....	8
2.1. 国内潮玩行业市场规模有望超千亿 .....	8
2.2. 公司拥有丰富 IP 资源，IP 运营能力出色 .....	8
3. 公司全渠道布局，境外收入有望持续高增 .....	11
3.1. 公司全渠道布局，线上渠道增速表现亮眼 .....	11
3.2. 海外市场空间仍广阔，境外收入有望持续高增 .....	14
4. 盈利预测与投资建议 .....	16
4.1. 盈利预测 .....	16
4.2. 投资建议 .....	17
5. 风险提示 .....	17

## 图目录

图 1: 公司发展历程图 .....	5
图 2: 2019-2024H1 公司零售店数量 .....	5
图 3: 2019-2024H1 公司机器人商店数量 .....	5
图 4: 2023H1/2024H1 公司收入-按产品类别 (亿元) .....	6
图 5: 2023H1/2024H1 公司收入占比-按产品类别 .....	6
图 6: 手办/MEGA/毛绒玩具/衍生品 .....	6
图 7: 2019-2024H1 公司营业收入及同比 .....	7
图 8: 2019-2024H1 公司归母净利润及同比 .....	7
图 9: 2019-2024H1 公司收入及同比 (分区域) .....	7
图 10: 2019-2024H1 公司收入占比 (分区域) .....	7
图 11: 2019-2024H1 公司毛利率及净利率 .....	7
图 12: 2019-2024H1 公司销售费用率及管理费用率 .....	7
图 13: 2021-2026E 中国潮玩市场规模 (亿元) .....	8
图 14: 2019 年国内潮流玩具零售市场竞争格局 .....	8
图 15: 2019 年国内潮流玩具零售市场前五参与者占比 .....	8
图 16: 潮玩行业产业价值链 .....	9
图 17: 公司自有 IP/独家 IP/非独家 IP 商业化流程 .....	10
图 18: 2017-2024H1 收入占比-按 IP 类型 .....	10
图 19: 2017-2020H1 毛利率拆分-按 IP 类型 .....	10
图 20: 2024H1 收入占比-按 IP 分类 .....	11
图 21: 2020-2024H1 主要 IP 收入 (亿元) .....	11
图 22: MOLLY 系列 .....	11
图 23: 2019-2024H1 公司内地收入及同比增速 .....	12
图 24: 2019-2024H1 公司内地零售店/机器人商店数 .....	12
图 25: 2019-2024H1 公司内地收入占比-按渠道 .....	12
图 26: 2023H1/2024H1 公司内地线下收入-分城市层级 (亿元) .....	12
图 27: 2019-2024H1 公司内地线上收入占比-按渠道 .....	13
图 28: 2017-2024H1 会员人数及同比增速 .....	13
图 29: 2019-2024H1 会员销售贡献占比 .....	13
图 30: 2021-2024H1 公司内地毛利率拆分-分渠道 .....	14
图 31: 2019-2024H1 公司港澳台及海外收入及增速 .....	14
图 32: 2021-2024H1 公司港澳台及海外零售店/机器人商店数 .....	14
图 33: 2019-2024H1 公司港澳台及海外收入-按渠道 (亿元) .....	15
图 34: 2021-2024H1 公司毛利率-分地区 .....	15

图 35: 2021-2024H1 公司港澳台及海外毛利率-分渠道 .....15  
图 36: 23H1/24H1 港澳台及海外收入-分区域 (亿元) .....16  
图 37: 23H1/24H1 港澳台及海外收入占比-分区域 .....16

表目录

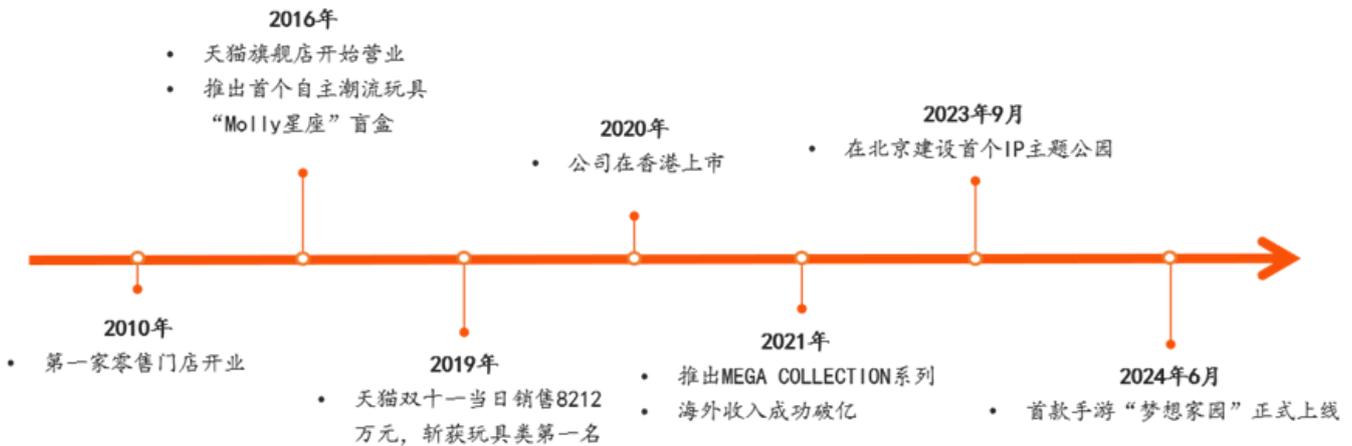
表 1: 2022-2026E 公司收入拆分 .....16  
表 2: 2022-2026E 公司毛利率拆分 .....17

## 1. 公司多元化布局发展，业绩实现高增长

### 1.1. 公司起于潮玩，但不止于潮玩

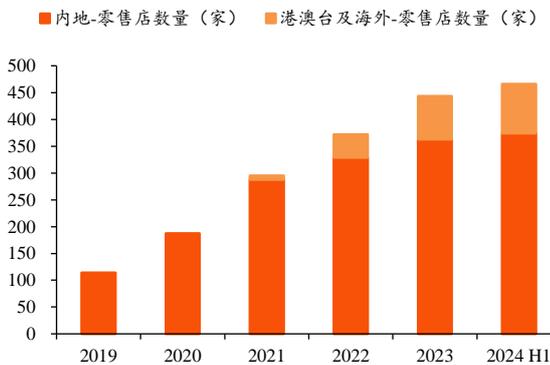
公司创立于2010年，是国内最大的潮流玩具公司，建立了覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台。随着全球化和集团化稳步推进，2023年起公司业务分成IP孵化与运营、潮流玩具与零售、主题乐园与体验、数字娱乐四大版块。截至2024年上半年，公司在内地/港澳台及海外（含合营）零售店数量分别为374/92家，在内地/港澳台及海外（含合营及加盟）机器人商店数量分别为2189/162台。

图1:公司发展历程图



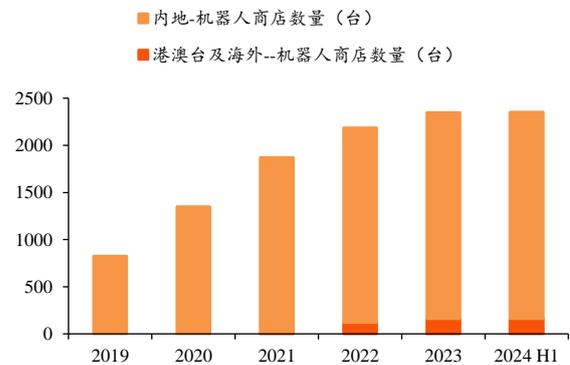
资料来源：公司公告，公司官网，甬兴证券研究所

图2:2019-2024H1 公司零售店数量



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图3:2019-2024H1 公司机器人商店数量

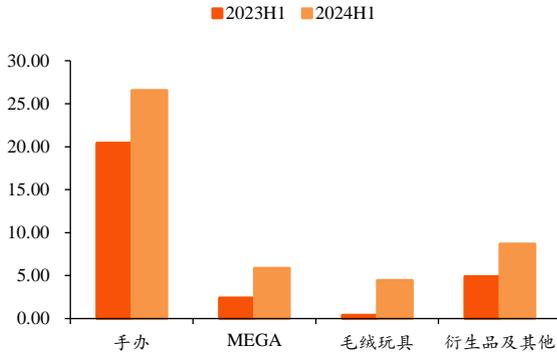


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

**起于潮玩，不止于潮玩。**公司不断推陈出新，丰富产品品类，2024年上半年手办/MEGA/毛绒玩具/衍生品及其他收入分别为26.57/5.86/4.46/8.69亿元，同比分别增长30.2%/141.9%/993.6%/77.5%，占收入比例分别为58.3%/12.9%/9.8%/19%，2024H1公司非手办产品收入占比已增至41.7%，手办收入占比同比下降了14.2pct，说明业绩对手办的依赖度在不断降低。毛绒产品作为23年推出的爆款产品，公司持续深挖IP内核，不断进行产品创新，例如搪胶毛绒类玩具，搪胶工艺使得面部表情更为鲜活灵动、可爱迷

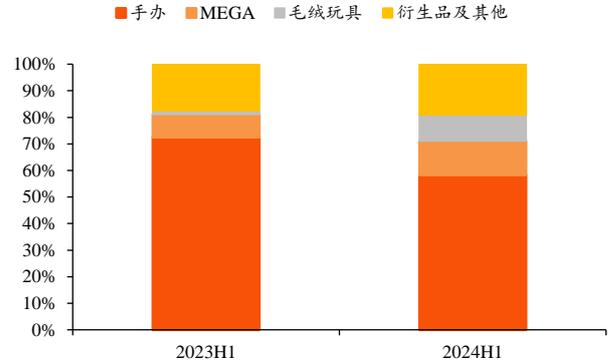
人，而毛绒玩具又具备方便展示、能作为穿搭配饰等特性，不仅增强粉丝与 IP 的情感纽带，还提供更为丰富多样的互动体验，不仅能够吸引众多新粉丝，极大增强粉丝对 IP 的黏性。

图4:2023H1/2024H1 公司收入-按产品类别 (亿元)



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图5:2023H1/2024H1 公司收入占比-按产品类别



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

IP 是公司业务的核心，公司通过不断提升品牌价值、拓展产品品类、创新产品模式，增加用户对泡泡玛特的品牌忠诚度，保持公司市场竞争力。公司将致力丰富 IP 类型，扩大 IP 库，保持高质量的设计创新水平，对 IP 进行持续孵化及运营，强化 IP 内核，加深粉丝与 IP 之间的情感连接。不断拓宽潮玩品类，进一步挖掘 MEGA、毛绒玩具、积木、衍生品等品类的价值。

图6:手办/MEGA/毛绒玩具/衍生品



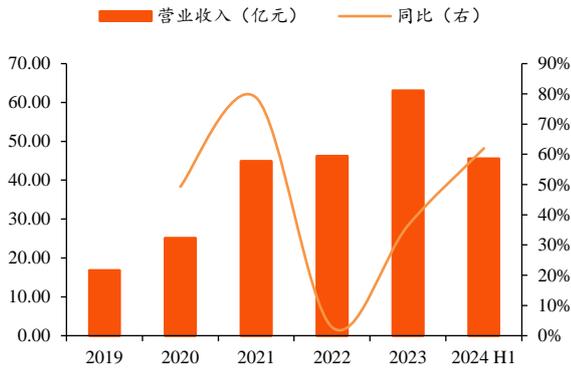
资料来源：泡泡玛特官方商城，甬兴证券研究所

## 1.2. 24 年上半年公司收入高增，海外增速达 259.6%

受益于国际业务高速发展，公司实现“海外再造一个泡泡玛特”。2023 年公司实现营业收入/归母净利润 63.01/10.82 亿元，19 年-23 年公司收入/归母净利润 CAGR 分别为 39.1%/24.5%。2024 年上半年，公司实现营业收入/归母净利润 45.58/9.21 亿元，同比分别增长 62%/93%。公司通过满足用户多元化品类及 IP 需求、差异化渠道定位、精细化提升运营效率，从而拉动内地各渠道销售增长，2024H1 内地销售收入达 32.06 亿元，同比增速 31.5%；公司加大国际市场的开拓力度、深度推进本土化运营，港澳台及海外业务始终保持高速发展，2024H1 港澳台及海外收入达 13.52 亿元，同比增速 259.6%，

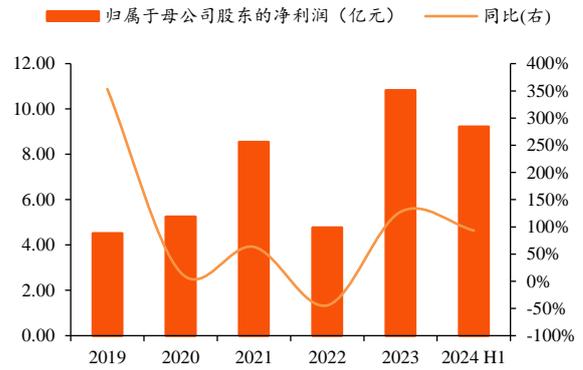
其收入占比达到 29.7%。

图7:2019-2024H1 公司营业收入及同比



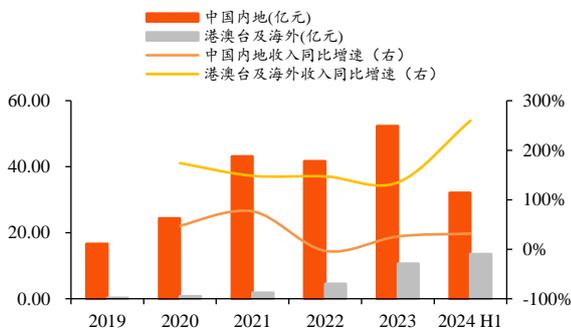
资料来源: IFIND, 甬兴证券研究所

图8:2019-2024H1 公司归母净利润及同比



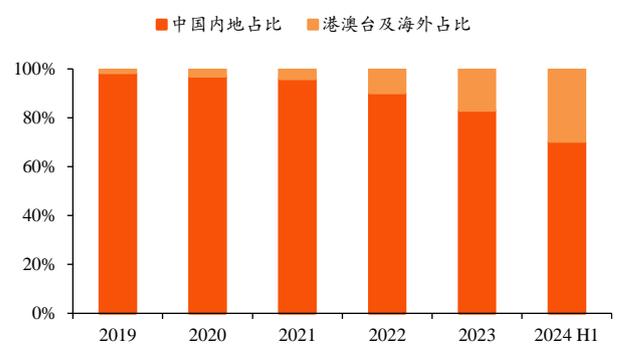
资料来源: IFIND, 甬兴证券研究所

图9:2019-2024H1 公司收入及同比 (分区域)



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

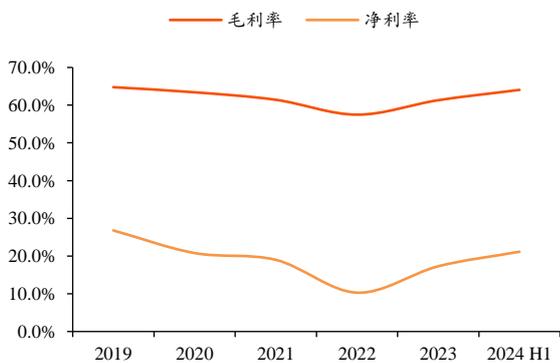
图10:2019-2024H1 公司收入占比 (分区域)



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

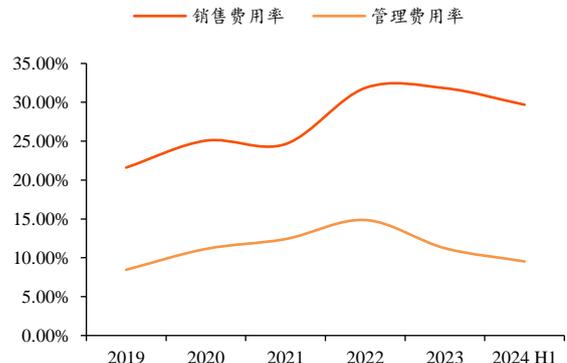
港澳台及海外销售占比提升拉动毛利率增长，未来整体毛利率有望进一步提升。公司毛利率由 2023H1 的 60.4% 增至 2024H1 的 64.0%，提升 3.6 个 pct，主要由于 1) 公司优化产品设计，加强成本管控，提升对供货商的议价能力；2) 港澳台及海外销售占比提升拉动毛利率增长；3) 外采商品逐渐减少占比下降。公司费用率控制得当，公司 2024 上半年销售/管理费用率分别为 29.7%/9.5%，较 2023 年分别降低 2.1/1.7 个 pct。我们认为，随着海外收入占比不断提升，未来整体毛利率有望进一步提升。

图11:2019-2024H1 公司毛利率及净利率



资料来源: IFIND, 甬兴证券研究所

图12:2019-2024H1 公司销售费用率及管理费用率



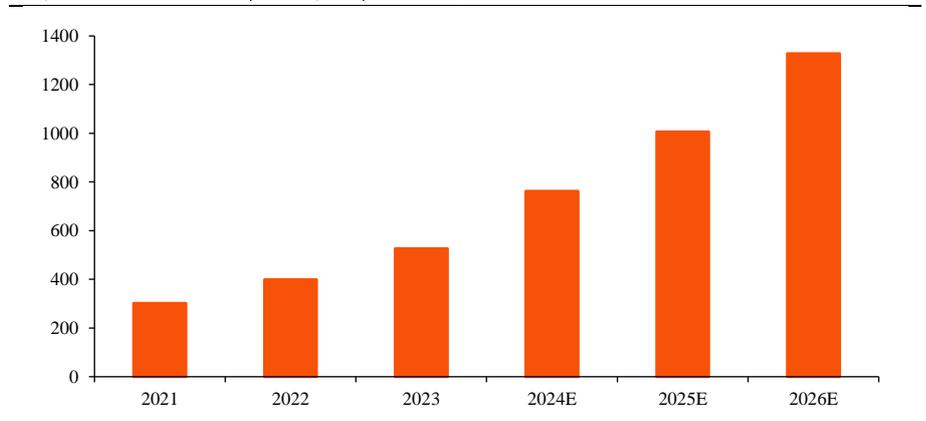
资料来源: IFIND, 甬兴证券研究所

## 2. 核心壁垒：出色的 IP 运营能力及 IP 资源

### 2.1. 国内潮玩行业市场规模有望超千亿

2021 年至今潮流行业增速始终保持在 30% 以上。根据《潮玩产业发展报告 (2023)》，潮流玩具也被称为艺术家玩具或设计师玩具，潮玩种类包括盲盒、手办、BJD 和艺术玩具等；潮玩的价值并不完全取决于生产成本，潮玩拥有独特的设计价值、IP 价值、文化价值，潮玩的利润率远超传统玩具。根据前瞻研究院，根据目前中国潮玩行业的发展趋势，随着 Z 时代消费群体的崛起，潮玩行业仍有较大市场潜力，2021 年至今潮流行业增速始终保持在 30% 以上。2026 年中国潮玩行业市场规模有望达到 1328 亿元，23-26 年 CAGR 有望达 36%。

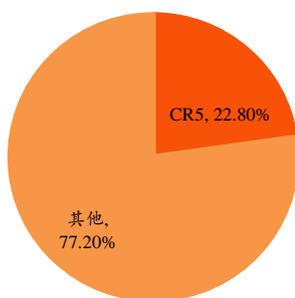
图13:2021-2026E 中国潮玩市场规模 (亿元)



资料来源：前瞻研究院，甬兴证券研究所

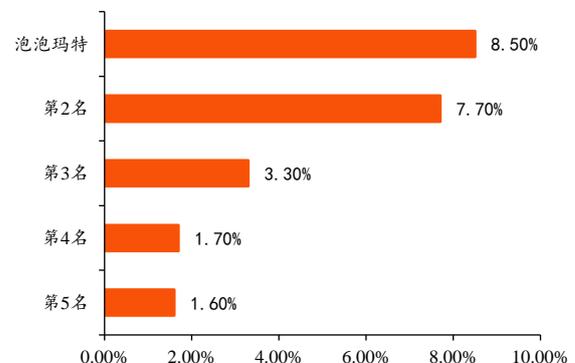
根据弗若斯特沙利文报告，2019 年，中国潮流玩具零售市场前五大所占市场份额分别为 8.5%/7.7%/3.3%/1.7%/1.6%。按照前瞻产业研究院的数据计算，2023 年公司在国内市占率达 12%，由于行业特征，在当下经济相对疲弱大环境下，公司依然能享受行业红利。

图14:2019 年国内潮流玩具零售市场竞争格局



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图15:2019 年国内潮流玩具零售市场前五参与者占比



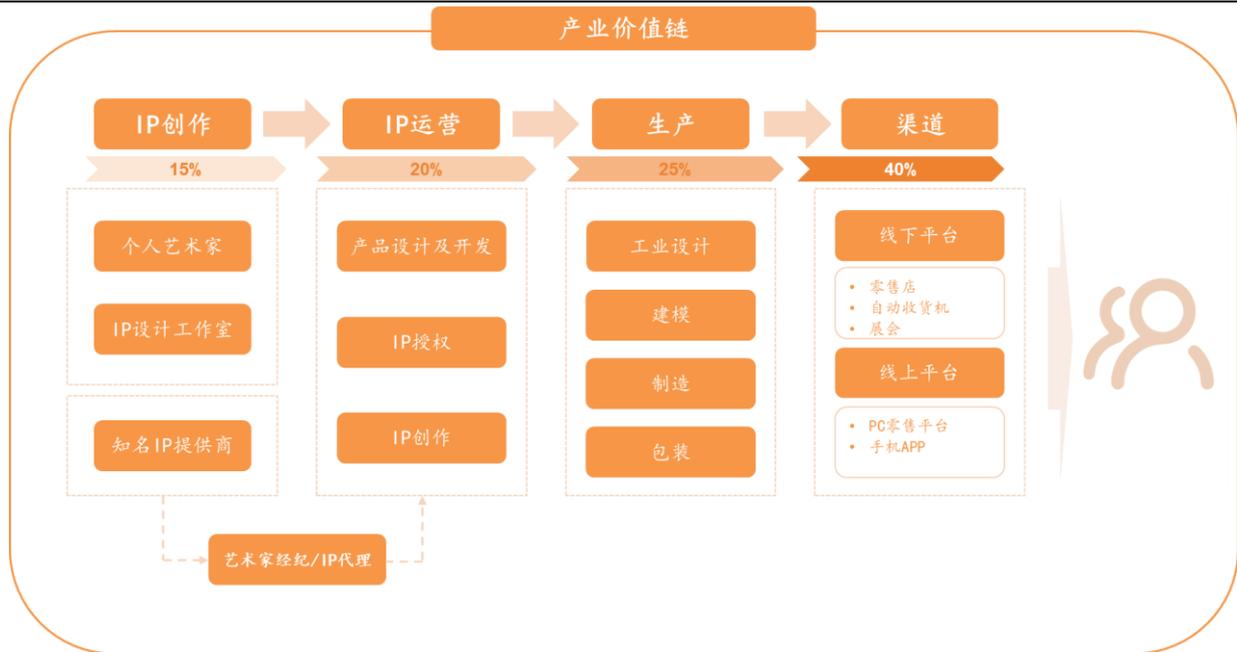
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

### 2.2. 公司拥有丰富 IP 资源，IP 运营能力出色

请务必阅读报告正文后各项声明

根据《潮玩产业发展报告(2023)》，潮玩产业链可分为上游/中游/下游，上游即 IP 打造与授权，IP 设计是潮玩产业链的起点，IP 的迭代更新决定了产品的可延续程度。企业可以通过与艺术家和潮玩 IP 设计师合作，以及与已有的 IP 供应商合作的方式获得 IP；中游包括产品设计及制造、打包，IP 运营方根据上游设计的 IP 形象，进行潮玩属性再设计以及产品化；下游是潮玩产品的营销、流通和社群打造。根据前瞻研究院，潮玩产业链价值分配 IP 创作/IP 运营/生产/渠道分别占比为 15%/20%/25%/40%。

图16:潮玩行业产业价值链



资料来源：公司公告，前瞻研究院，甬兴证券研究所

公司构建潮玩全产业链的一体化平台，搭建了完善的 IP 商业化流程。公司的 IP 主要分为自有/独家/非独家 IP，自有 IP 由公司收购或内部设计团队开发，公司拥有完全知识产权；独家 IP 来自于与公司合作的艺术家创作，拥有独家开发权利；非独家 IP 来源于其他 IP 提供商，拥有非独家开发权利。艺术家 IP(自有+独家 IP)/非独家 IP 的商业化流程时间约为 8 个月/10.5-14.5 个月。

图17:公司自有 IP/独家 IP/非独家 IP 商业化流程

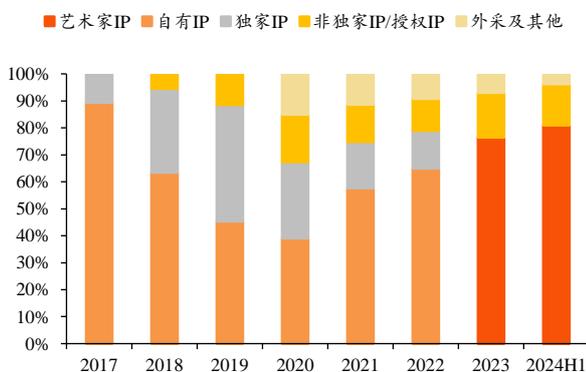


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

公司产品主要为自主产品，艺术家 IP/授权 IP 占比分别为 81%/15%。2024 年上半年，公司自主产品收入 43.83 亿元，公司自主产品占比不断提升，24H1 自主产品占比升至 96.2%。由于不断提升产品的设计创新能力，满足各类消费者的多元需求，以及不断加深与更多版权方合作，持续扩大 IP 授权地域，艺术家 IP/授权 IP 收入分别为 36.88/6.95 亿元，同比增长 70.4%/64.9%，占比 81.0%/15.2%。

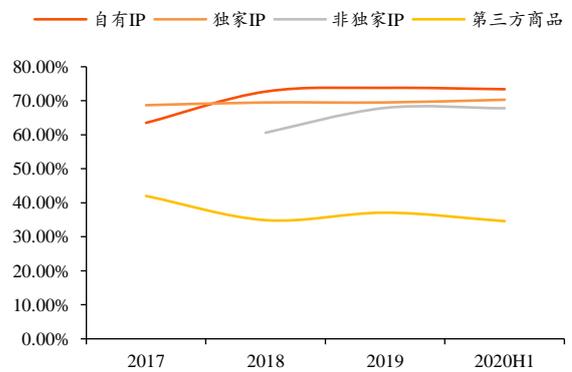
自主产品的毛利率相较外采产品一般高 22-36.5pct。根据公司招股书，2020 上半年公司自主品牌产品整体毛利率为 71.1%，自有 IP/独家 IP/非独家 IP/第三方产品毛利率分别为 73.4%/70.3%/67.8%/34.6%，除第三方商品外，各类型 IP 毛利率均处于较高水平且水平接近。

图18:2017-2024H1 收入占比-按 IP 类型



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图19:2017-2020H1 毛利率拆分-按 IP 类型



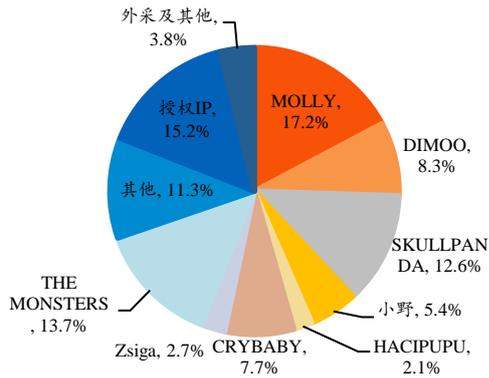
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

公司 IP 运营出色，头部 IP 显示出较长时间的热度。头部 IP MOLLY、THE MONSTERS 和 SKULLPANDA 在 2024H1 分别实现收入 7.82/6.27/5.75

请务必阅读报告正文后各项声明

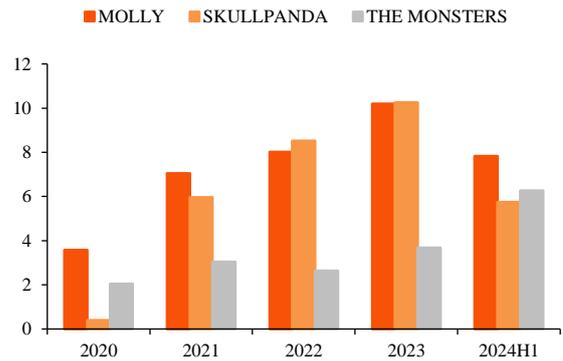
亿元,同比分别增长 90.1%/292.2%/9.2%, 21-23 年收入 CAGR+20/10/31%。根据弗若斯特沙利文报告, 行业标准盲盒产品的平均生命周期仅 9 个月至 12 个月。公司根据 IP 特点实施差异化运营, 有效持续保持 IP 热度, 获得良好销售表现, MOLLY 持续展现蓬勃生命力, 17-23 年 MOLLY 收入 CAGR 高达 71%。其他 IP 带来的收入也在快速增加, 非头部 IP 的收入合计占比 2021-2023 年并无趋势性变化, 维持在 52%-58%, 对头部 IP 的依赖度并无增加。

图20:2024H1 收入占比-按 IP 分类



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

图21:2020-2024H1 主要 IP 收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

图22:MOLLY 系列



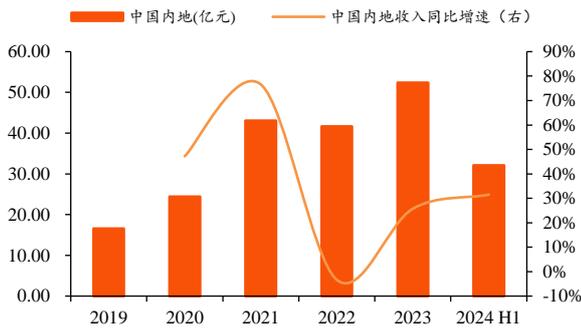
资料来源: 泡泡玛特官方商城, 甬兴证券研究所

### 3. 公司全渠道布局, 境外收入有望持续高增

#### 3.1. 公司全渠道布局, 线上渠道增速表现亮眼

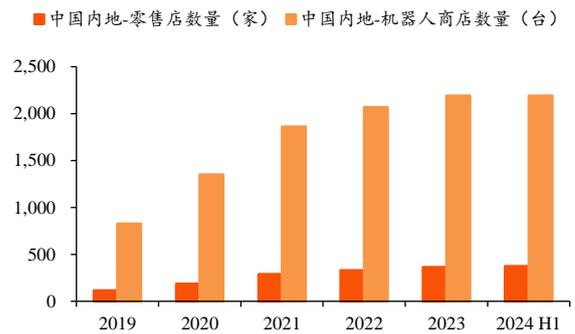
2024 年上半年, 公司在内地新开 20 家门店, 线下门店增至 374 家, 线下机器人商店数量 2189 台。2024 上半年公司在中国内地实现收入 32.06 亿元, 同比增长 32%, 其中线下/线上/批发与其他分别实现收入 17.86/10.96/3.24 亿元, 同比增长 23%/34%/91%, 占内地收入比例分别为 56%/34%/10%。

图23:2019-2024H1 公司内地收入及同比增速



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图24:2019-2024H1 公司内地零售店/机器人商店数

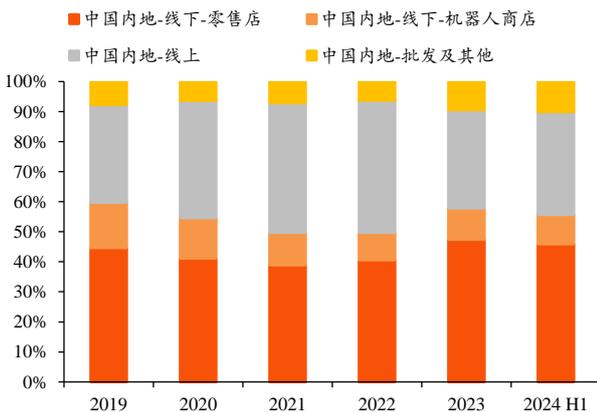


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

24H1 内地线下收入增长 23% 主要由于新一线/二线及其他城市零售店的新开设。2024H1 公司在中国内地线下实现收入 17.86 亿元，同比增长 23.1%，其中一线/新一线/二线及其他城市收入分别为 6.63/5.12/6.12 亿元，同比增长分别为 17.9%/23.8%/28.7%，占比分别为 37.1%/28.7%/34.2%，二线及其他城市收入增速相对较高，新一线城市次之。其中 2024H1 内地零售店的收入在一线/新一线/二线及其他城市分别为 5.78/4.12/4.81 亿元，分别同比增长 17.8%/25.3%/33.7%，门店数量分别增加 1/9/24 家，增至 121/108/145 家；2024H1 内地机器人商店收入在一线/新一线/二线及其他城市分别为 0.84/1/1.31 亿元，同比分别增长为 18.7%/18.2%/13.2%，机器人商店数量分别为 582/678/929 台，较 23H1 分别变动-5/+15/-6 台。

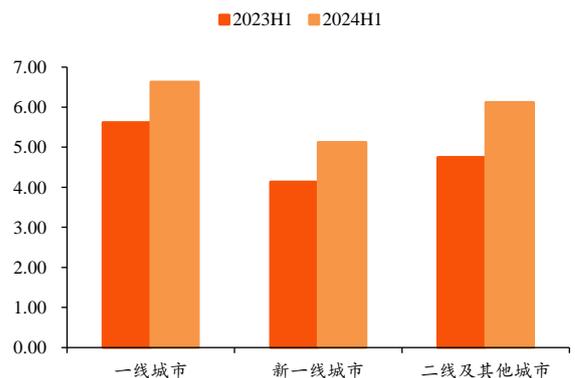
2024H1 公司在中国内地实现批发及其他收入 3.24 亿元，同比增长 90.8%，主要由于泡泡玛特城市乐园带来的收入增加。

图25:2019-2024H1 公司内地收入占比-按渠道



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图26:2023H1/2024H1 公司内地线下收入-分城市层级(亿元)

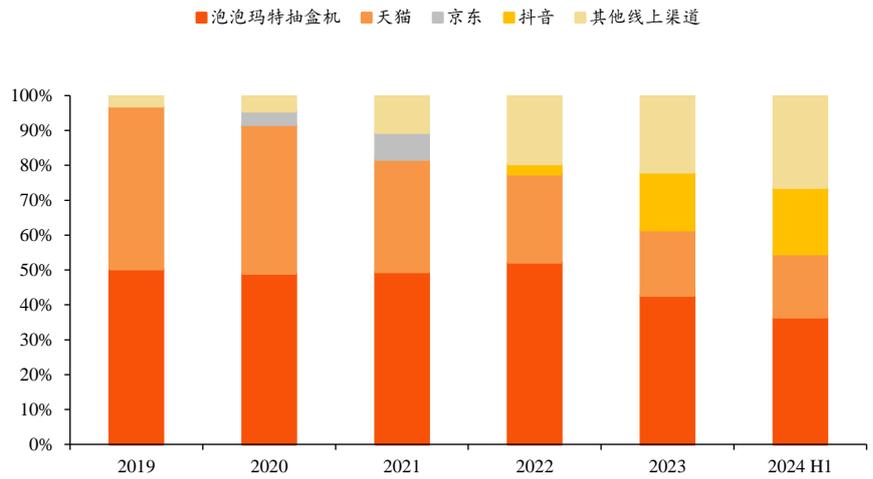


资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

内地线上平台运营进展顺利，24 年 H1 公司线上收入增长 34%，其中抖音平台收入增速高达 90.7%。公司电商团队根据 IP、商品及用户群体特性，搭建聚焦不同品类及使用场景的多个自营直播间，并凭借高质量的内容、丰

富的互动参与、差异化的直播策略，提升流量获取及转化效率。2024 年上半年，公司在内地实现线上收入 10.96 亿元，同比增长 34%，其中，公司在抖音平台实现收入为 2.09 亿元，同比增长 90.7%；天猫旗舰店通过品类多点发力、拓展新圈层人群、优化流量运营效率，延续增长态势，2024H1 收入为 1.99 亿元，同比增速 28.1%，并获 6.18 天猫玩具总榜及天猫潮流玩具的销售额第一名。

图27:2019-2024H1 公司内地线上收入占比-按渠道



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

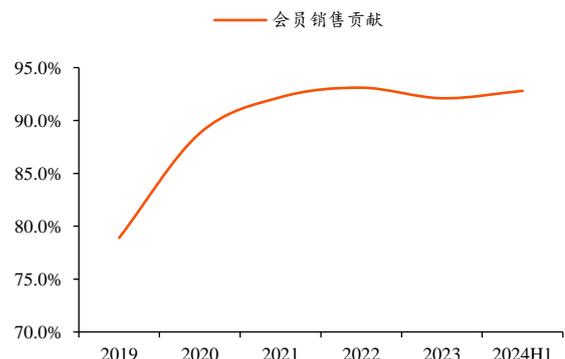
会员人数持续增长，会员维持高位的销售贡献占比。随着渠道持续扩张，IP 及产品种类的不断丰富，并通过全渠道精细化会员运营，会员数字化规模快速扩大，截至 2024 年 6 月 30 日，中国内地累计注册会员总数增至 3892.7 万人，24 年上半年新增注册会员 457.3 万人，2024 年上半年会员贡献销售额占比 92.8%，会员复购率为 43.9%。

图28:2017-2024H1 会员人数及同比增速



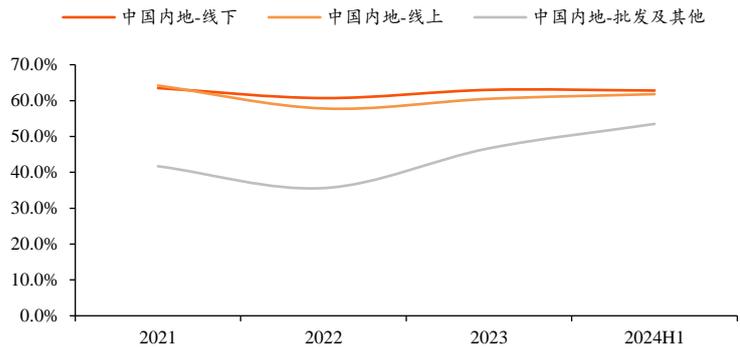
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图29:2019-2024H1 会员销售贡献占比



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图30:2021-2024H1 公司内地毛利率拆分-分渠道



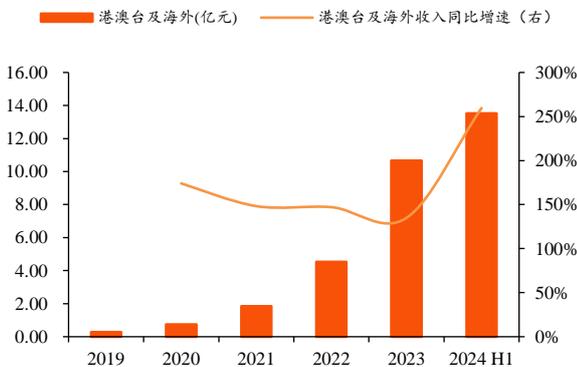
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

### 3.2. 海外市场空间仍广阔，境外收入有望持续高增

公司境外收入高增，“实现海外再造一个泡泡玛特”。公司港澳台及海外业务持续推进 DTC (Direct To Customer) 发展战略，截至 2024 年 6 月 30 日，公司在港澳台及海外门店达到 92 家（含合营），机器人商店达到 162 台（含合营及加盟）。2024 上半年公司在港澳台及海外实现收入 13.52 亿元，同比增长 260%，其中线下/线上/批发与其他分别实现收入 9.47/2.47/1.58 亿元，同比分别增长 397%/335%/23%。

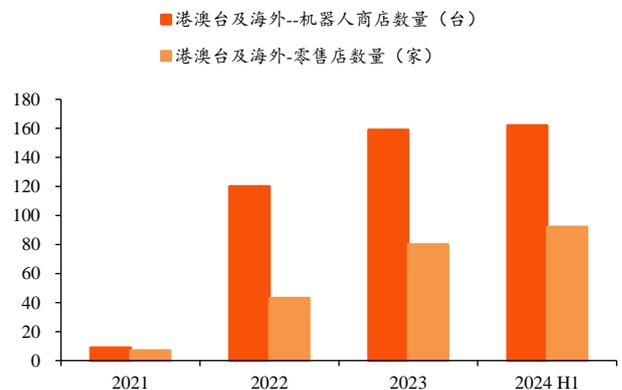
根据公司 2024 中期业绩发布会，公司计划在下半年新增 30-40 家海外门店，24Q4 境外收入占比或超过 40%（24H1 境外收入占比 30%）。

图31:2019-2024H1 公司港澳台及海外收入及增速



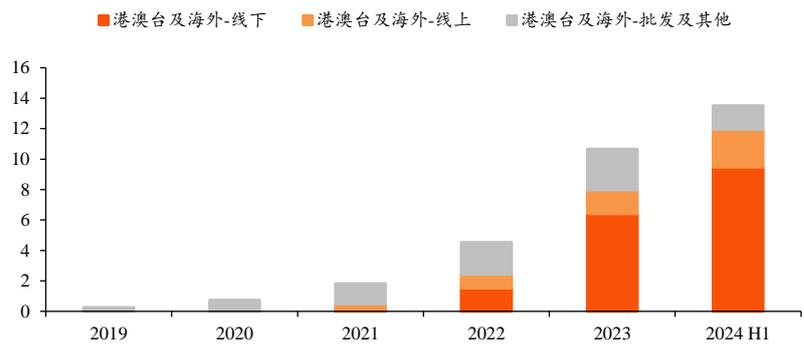
资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图32:2021-2024H1 公司港澳台及海外零售店/机器人商店数



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

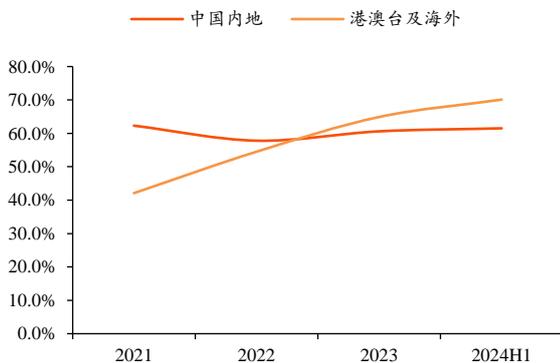
图33:2019-2024H1 公司港澳台及海外收入-按渠道 (亿元)



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

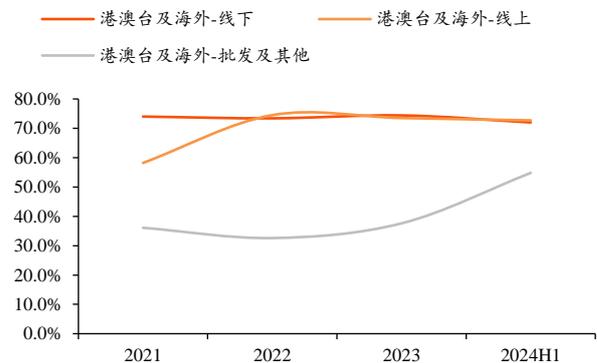
随着境外业务拓展, 公司港澳台及海外整体毛利率不断提升, 其中批发渠道 24H1 同比提升 16.5 个 pct。2024 上半年公司内地/港澳台及海外毛利率分别为 61.5%/70.1%, 较 23 年 H1 增长 1.5/7.2 个百分点, 21-24H1 公司港澳台及海外整体毛利率提升 28 个 pct 至 70.1%。分渠道来看, 港澳台及海外业务线下/线上/批发及其他的毛利率分别为 72%/72.7%/54.8%, 较 23H1 分别变动-3.9/-2.6/16.5 个 pct。我们认为, 批发及其他渠道毛利率的提升或因公司的议价能力提升助力。

图34:2021-2024H1 公司毛利率-分地区



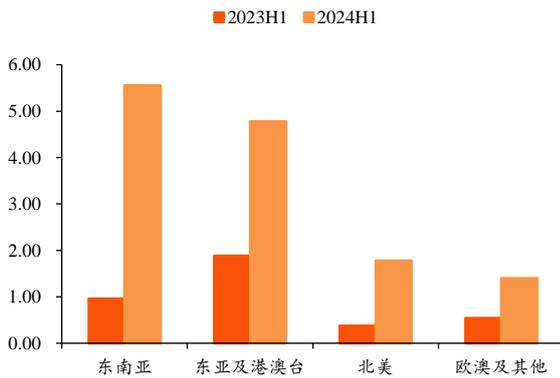
资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

图35:2021-2024H1 公司港澳台及海外毛利率-分渠道

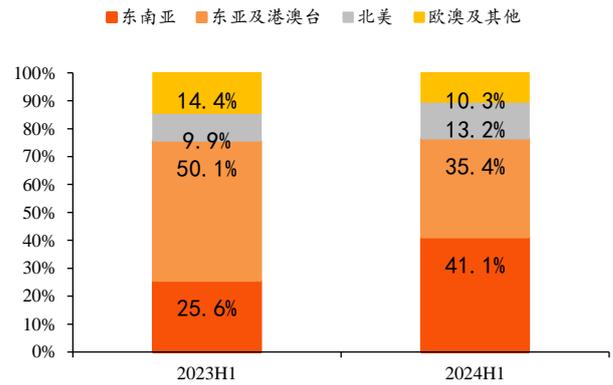


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

东南亚率先成为海外市场的突破口, 海外收入有望持续高速增长。2024H1, 公司在港澳台及海外地区收入 13.52 亿元, YoY+260%, 收入占比已从 21 年 4%持续增加至 24H1 的 30%。分区域来看, 2024 上半年公司在东南亚/东亚及港澳台/北美/欧澳及其他分别实现收入 5.56/4.78/1.78/1.40 亿元, 同比分别增长 478%/154%/378%/159%。公司海外收入高速增长主要受益于东南亚市场的成功开拓, 其收入占海外的比重已从 23H1 的 26%增至 24H1 的 41%。24H1 在港澳台及海外净新增 DTC 零售店 13 家, 机器人商店 44 家, 且零售店/机器人商店的单店收入同比分别提高了 134%/34%。后续我们期待公司在欧美市场有所突破。

**图36:23H1/24H1 港澳台及海外收入-分区域 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

**图37:23H1/24H1 港澳台及海外收入占比-分区域**


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

在中国内地,按照线下/线上/批发与其他三种渠道,我们对公司收入进行了拆分。我们预测 24-26 年线下零售店收入分别 31.37/35.11/37.96 亿元,24-26 年机器人商店收入分别为 6.45/6.70/6.93 亿元;预计 24-26 年公司整体内地线下收入合计为 37.81/41.81/44.89 亿元,同比增速分别为 25%/11%/7%。参考公司 24 中报及三季度业务状况公告,我们预计 24-26 年内地线上的同比增速分别为 68%/15%/10%,可得公司内地线上收入 28.80/33.12/36.44 亿元;我们预计 24-26 年批发及其他的同比增速分别为 75%/30%/30%,可得公司内地批发及其他收入 8.69/11.30/14.69 亿元;

在港澳台及海外,按照线下/线上/批发与其他三种渠道,我们对公司收入进行了拆分。参考公司 24 中报及三季度业务状况公告,我们预测 24-26 年港澳台及海外收入分别为 44.88/70.42/96.98 亿元,同比增速分别为 321%/57%/38%。

综合内地、港澳台及海外业务收入,24-26 年公司预计实现收入 120.18/156.66/193.00 亿元,同比增速分别为 91%/30%/23%。

**表1:2022-2026E 公司收入拆分**

	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
总计收入(百万元)	4,617	6,301	4,558	12,018	15,666	19,300
同比增速	3%	36%	62%	91%	30%	23%
中国内地(百万元)	4,163	5,235	3,206	7,531	8,624	9,602
同比增速	-3%	26%	32%	44%	15%	11%
中国内地-线下(百万元)	2,070	3,028	1,786	3,781	4,181	4,489
同比增速	-3%	46%	23%	25%	11%	7%
中国内地-线上(百万元)	1,830	1,710	1,096	2,880	3,312	3,644
同比增速	-2%	-7%	34%	68%	15%	10%
中国内地-批发及其他(百万元)	264	497	324	869	1,130	1,469
同比增速	-14%	88%	91%	75%	30%	30%
港澳台及海外(百万元)	454	1,066	1,352	4,488	7,042	9,698
同比增速	147%	135%	260%	321%	57%	38%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

参考公司 24 中报，我们预计 24-26 年中国内地毛利率为 61.5%/61.3%/61.1%；预计 24-26 年港澳台及海外毛利率为 70.8%/71.2%/71.5%；综合所得，预计 24-26 年公司整体毛利率为 64.9%/65.8%/66.3%。

**表2:2022-2026E 公司毛利率拆分**

	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
<b>整体毛利率</b>	<b>57.5%</b>	<b>61.3%</b>	<b>64.0%</b>	<b>64.9%</b>	<b>65.8%</b>	<b>66.3%</b>
中国内地	57.8%	60.6%	61.5%	61.5%	61.3%	61.1%
港澳台及海外	54.5%	64.9%	70.1%	70.8%	71.2%	71.5%

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

## 4.2. 投资建议

公司作为潮玩产业最大的公司，通过自身出色的 IP 运营能力和渠道优势，不断丰富 IP 和产品矩阵，持续推进海外业务。我们预计公司 24-26 年归母净利润 27.4/36.3/45.7 亿元，按 10 月 22 日收盘价，对应 EPS 2.04/2.71/3.4 元，对应 PE28.7/21.6/17.2，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**海外门店开设不及预期的风险：**海外新开门店或存在因海外不确定因素导致的门店开设进展不及预期的风险；

**IP 受市场认可低于预期的风险：**公司或存在因 IP 的市场吸引力低于预期，或使用部分 IP 产品销售额不足以满足最低保证特许权使用费的风险；

**知识产权被侵权影响收益的风险：**公司或存在因商标及版权等知识产权受到侵权而影响收益的风险。

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,683	11,691	15,848	20,885
现金	2,078	2,765	4,257	6,642
应收账款及票据	321	601	783	965
存货	905	1,346	1,713	2,077
其他	4,379	6,979	9,094	11,202
非流动资产	2,285	2,244	2,316	2,374
固定资产	653	552	576	588
无形资产	842	864	882	898
其他	790	828	858	888
资产总计	9,969	13,935	18,164	23,260
流动负债	1,733	3,179	4,116	5,049
短期借款	15	15	15	15
应付账款及票据	445	761	968	1,174
其他	1,273	2,404	3,133	3,860
非流动负债	455	496	496	496
长期债务	0	0	0	0
其他	455	496	496	496
负债合计	2,188	3,676	4,613	5,545
普通股股本	1	1	1	1
储备	7,447	9,811	12,953	16,926
归属母公司股东权益	7,770	10,134	13,276	17,249
少数股东权益	10	124	276	466
股东权益合计	7,780	10,259	13,551	17,715
负债和股东权益	9,969	13,935	18,164	23,260

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,301	12,018	15,666	19,300
其他收入	44	0	0	0
营业成本	2,437	4,213	5,362	6,501
销售费用	2,005	3,365	4,386	5,404
管理费用	707	961	1,253	1,544
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-152	-203	-241	-310
除税前溢利	1,416	3,701	4,915	6,176
所得税	327	851	1,130	1,420
净利润	1,089	2,849	3,785	4,755
少数股东损益	6	114	151	190
归属母公司净利润	1,082	2,736	3,633	4,565
EBIT	1,264	3,498	4,675	5,866
EBITDA	1,932	4,028	5,182	6,388
EPS (元)	0.81	2.04	2.71	3.40

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,991	1,486	2,553	3,542
净利润	1,082	2,736	3,633	4,565
少数股东权益	6	114	151	190
折旧摊销	669	530	507	522
营运资金变动及其他	233	-1,893	-1,739	-1,735
投资活动现金流	234	-428	-569	-566
资本支出	-392	-450	-550	-550
其他投资	626	22	-19	-16
筹资活动现金流	-842	-379	-500	-600
借款增加	-385	0	0	0
普通股增加	-334	0	0	0
已付股利	-122	-379	-500	-600
其他	-1	0	0	0
现金净增加额	1,393	687	1,492	2,384

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	36.46%	90.74%	30.35%	23.20%
归属母公司净利润	127.55%	152.74%	32.82%	25.65%
获利能力				
毛利率	61.32%	64.94%	65.77%	66.32%
销售净利率	17.18%	22.76%	23.19%	23.65%
ROE	13.93%	26.99%	27.37%	26.47%
ROIC	12.47%	26.21%	26.53%	25.47%
偿债能力				
资产负债率	21.95%	26.38%	25.39%	23.84%
净负债比率	-26.51%	-26.81%	-31.30%	-37.41%
流动比率	4.43	3.68	3.85	4.14
速动比率	1.66	1.36	1.53	1.81
营运能力				
总资产周转率	0.68	1.01	0.98	0.93
应收账款周转率	24.44	26.06	22.63	22.08
应付账款周转率	6.92	6.99	6.20	6.07
每股指标 (元)				
每股收益	0.81	2.04	2.71	3.40
每股经营现金流	1.48	1.11	1.90	2.64
每股净资产	5.76	7.55	9.89	12.84
估值比率				
P/E	23.00	28.66	21.58	17.17
P/B	3.23	7.74	5.91	4.54
EV/EBITDA	11.93	18.78	14.31	11.24

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。