

泡泡玛特 (9992.HK)

品类扩张和出海带动增长，潮玩龙头打开新空间

公司研究 · 深度报告

传媒 · 其他数字媒体

投资评级：优于大市（维持评级）

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

证券分析师：陈瑶蓉
0755-81983074
chenyaorong@guosen.com.cn
S0980523100001

公司概况：公司为潮玩行业规模最大、成长最快的企业。泡泡玛特以IP为核心，布局全产业链，运营水平和消费者触达能力持续提升、品牌知名度和美誉度良好。2021年开始公司布局海外渠道，出海十分顺利，年收入持续呈现现象级增长，截至2024上半年出海收入占比接近30%，门店已开设到20多个国家/地区。

行业概况：中国潮玩行业市场规模600亿元，泡泡玛特份额位居第一。潮玩是拥有IP和潮流属性的玩具，主要消费群体为40岁以下且具备一定消费能力的年轻群体，可以满足消费者的社交需求和情感需求。潮玩行业发展迅猛，行业规模从2015年的68亿元增长至2023年的600亿元，年均复合增长率超过30%。从竞争格局看，泡泡玛特份额8.5%，在中国潮玩行业位居第一。

业务介绍：公司的IP开发、IP运营、产品制造、供应链、渠道铺设、会员运营能力领先。1) IP为核心壁垒：公司形成了庞大的IP矩阵，核心IP (SKULLPANDA、MOLLY、DIMOO、THE MONSTERS) 交替成长、生命周期长，自有IP占比持续上升；2) 开发流程清晰，IP孵化能力强：公司的IP孵化能力强，产品开发流程清晰，在产品的推出节奏上较为克制，IP孵化成功率高；3) 渠道布局全方位触达消费者，会员运营能力强：公司建立了对线上、线下渠道全面覆盖，2024上半年会员数达3893万人，会员销售贡献销售90%+，会员复购率在45%左右，粘性强。4) 产品制造能力强，柔性供应链实现供需动态平衡。

成长动力：产品端IP商业化成功率高、品类扩张顺利，渠道端国内同店增长较快、出海开店空间充足。1) IP商业化成功率高，变现强。2) 品类扩张战略推进顺利。公司近年拓展了游戏、乐园、毛绒、积木、卡牌等品类，反响十分良好，游戏和乐园增强了粉丝和IP的互动，而毛绒、积木、卡牌等品类丰富了产品形态、扩展了价格段，带来了较快的同店增长。3) 从渠道端看，线下同店店效受益品类扩张战略有较快提升，海外开店空间十分充足。4) 海外收入呈现现象级增长，文化出海顺利，海外开店空间充足。

投资建议：看好潮玩龙头的品类扩张成效和在海外的成长空间，维持“优于大市”评级。公司的头部IP维持亮眼表现，新品推出节奏稳定，IP打造与运营能力得到持续验证；此外，公司的海外市场维持高速增长，成为公司的新增长极。由于公司三季度东南亚收入增长加快带动利润率提升，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26.1/35.1/42.4亿元（原为21.1/25.6/29.3亿元），分别同比增长141%/35%/21%；摊薄EPS分别为1.94/2.62/3.15，当前股价对应PE=40/30/20x，维持“优于大市”评级。

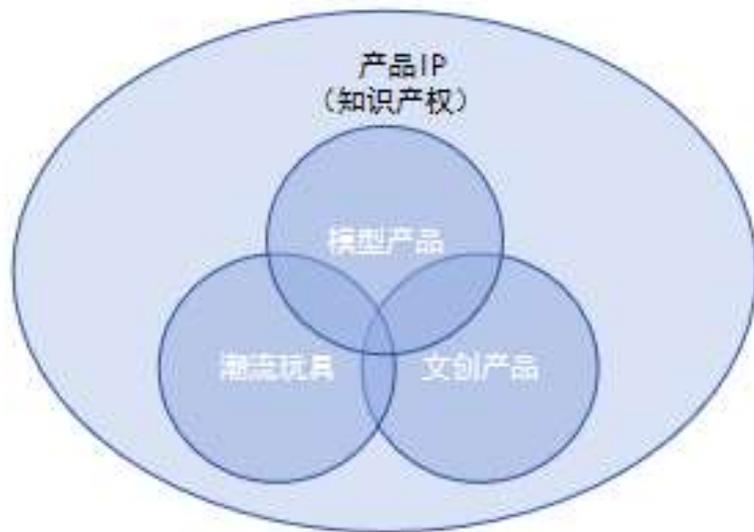
- [01] 行业情况：潮玩行业快速增长，泡泡玛特份额第一
- [02] 公司概况：潮玩龙头，具备全产业链布局
- [03] 业务介绍：IP矩阵庞大，变现能力强
- [04] 成长空间：IP商业化成功率高，出海空间充足

1. 行业情况：潮玩行业快速成长，泡泡玛特份额第一

潮玩行业：产品IP是潮玩的核心

潮玩是拥有独立IP并具有潮流属性的玩具，在设计和制作过程中通常融入了艺术、设计、绘画、雕塑、动漫等多元素理念。潮玩种类包括盲盒、手办、BJD和艺术玩具等。产品IP是潮流玩具发展的核心领域，也是消费者考虑购买潮玩的核心，IP可以由艺术家创作，也可以来源于电影、动漫、卡通、游戏和小说中，如迪士尼米妮米奇和玲娜贝儿IP、万代的高达IP，均能唤起消费者的共鸣。因此，IP对于潮玩行业的发展至关重要。

图：公司历年经营性现金流及变化情况



资料来源：前瞻产业研究院。国信证券经济研究所整理

图：潮玩与普通玩具的区别

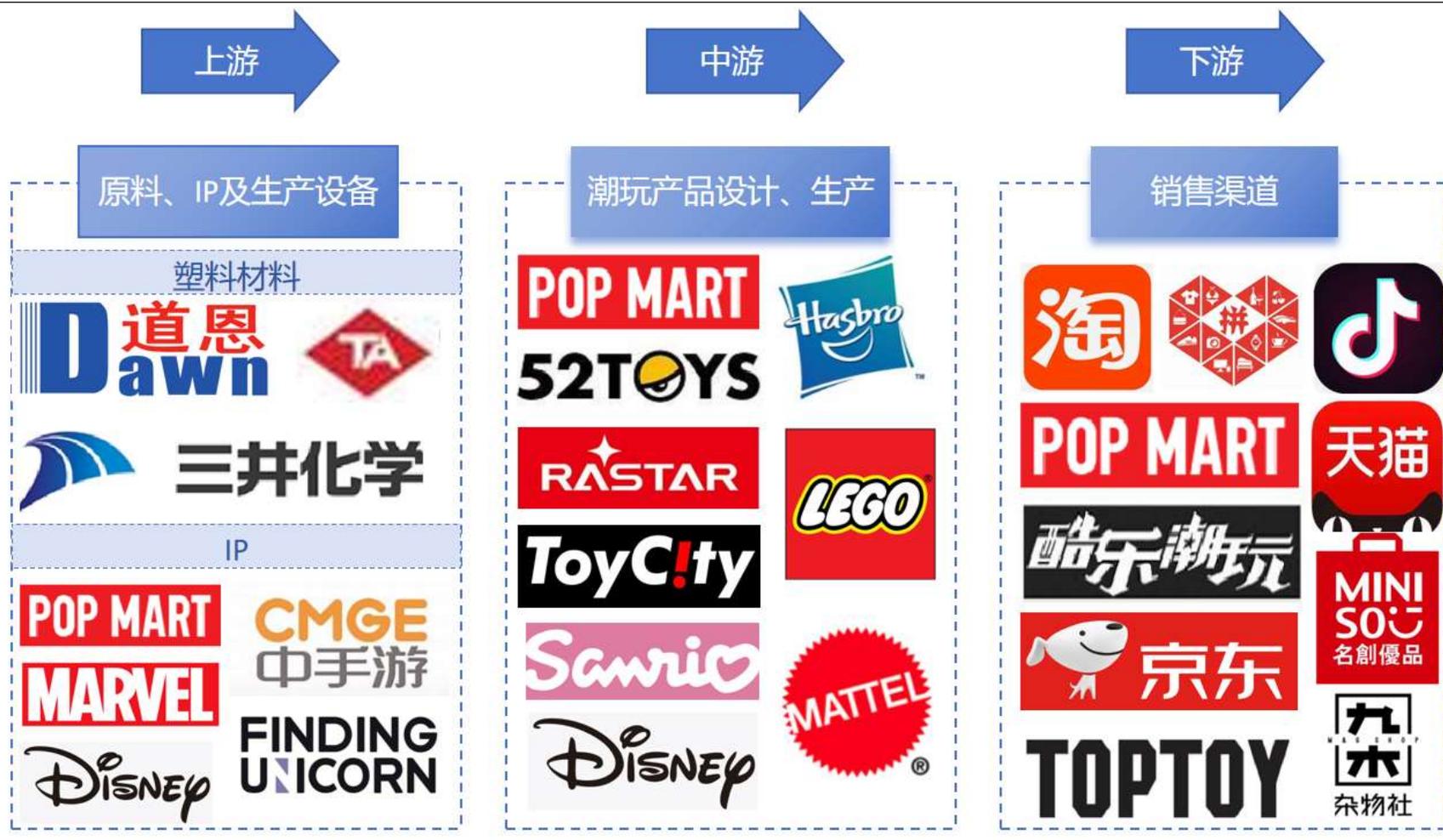


资料来源：前瞻产业研究院。国信证券经济研究所整理

潮玩行业：泡泡玛特覆盖潮玩全产业链

从产业链结构来看，潮玩的上游主要包括品牌IP、塑料材料、生产设备等供应和服务厂商；中游主要为潮玩设计、生产企业，如涉及和生产盲盒、模型、人偶的厂商；下游领域主要包括线上和线下的销售渠道。

图：潮玩行业产业链情况

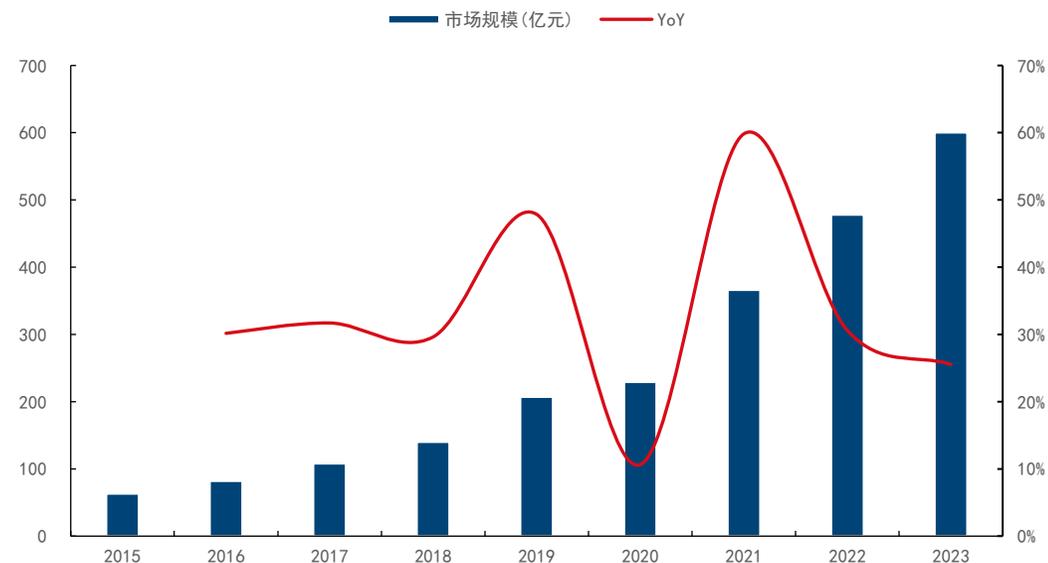


资料来源：前瞻产业研究院。国信证券经济研究所整理

潮玩行业：市场规模600亿，未来年均增速超过20%

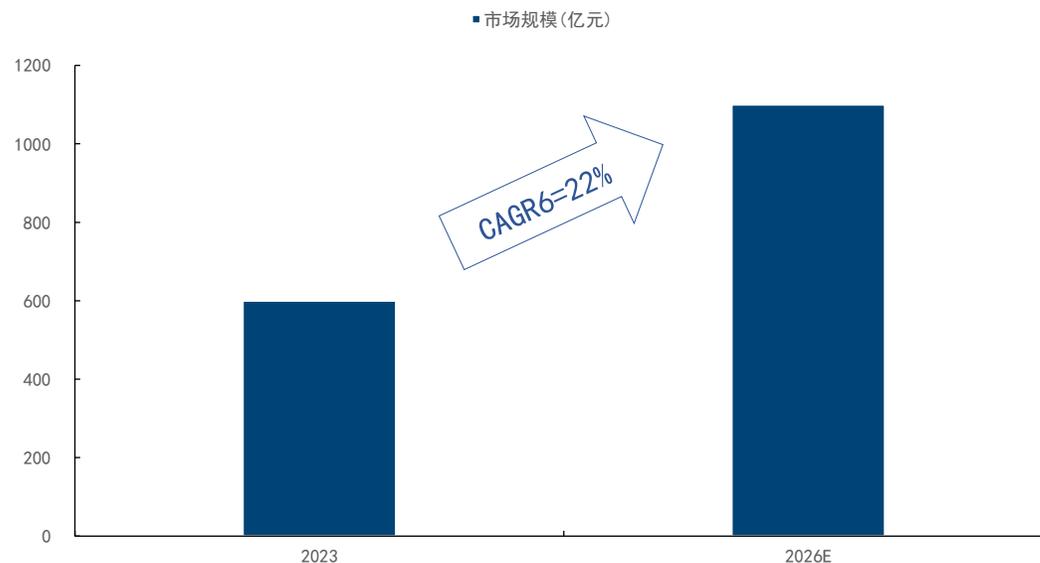
我国的潮玩市场规模增长迅猛。2015-2023年我国潮玩行业市场规模逐年扩大。2015年我国潮玩产业规模已经达到63亿元，2023年我国潮玩行业市场规模上升至600亿元左右，2015年-2023年复合年增长率超过30%，未来将以20%以上的增速提升，2026年预计市场规模将达到1100亿元左右。

图：中国潮玩市场规模及变化情况(单位：亿元)



资料来源：前瞻产业研究院、《中国潮玩和动漫产业发展报告》。国信证券经济研究所整理

图：中国潮玩市场规模预测(单位：亿元)

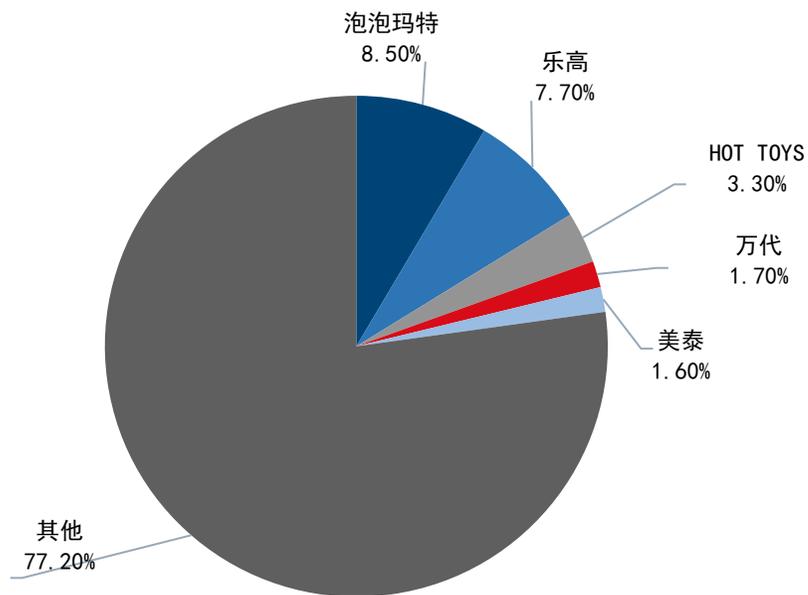


资料来源：《中国潮玩和动漫产业发展报告》。国信证券经济研究所整理

潮玩行业：潮玩市场集中度低，泡泡玛特份额位居市场第一

中国潮玩行业市场竞争激烈，泡泡玛特在国内的份额为8.5%。中国潮玩行业的CR5占比不到25%，行业竞争较为激烈，头部厂商主要为泡泡玛特、乐高、HOT TOYS、万代、美泰等，其中泡泡玛特市占率为8.5%，排名第一。展望未来，中国潮玩行业竞争激烈，尾部企业将逐步被淘汰，而头部企业由于IP、IP及产品开发能力的优势，有望在未来的市场竞争中获取更多的市场份额。

图：中国潮玩行业市场集中度



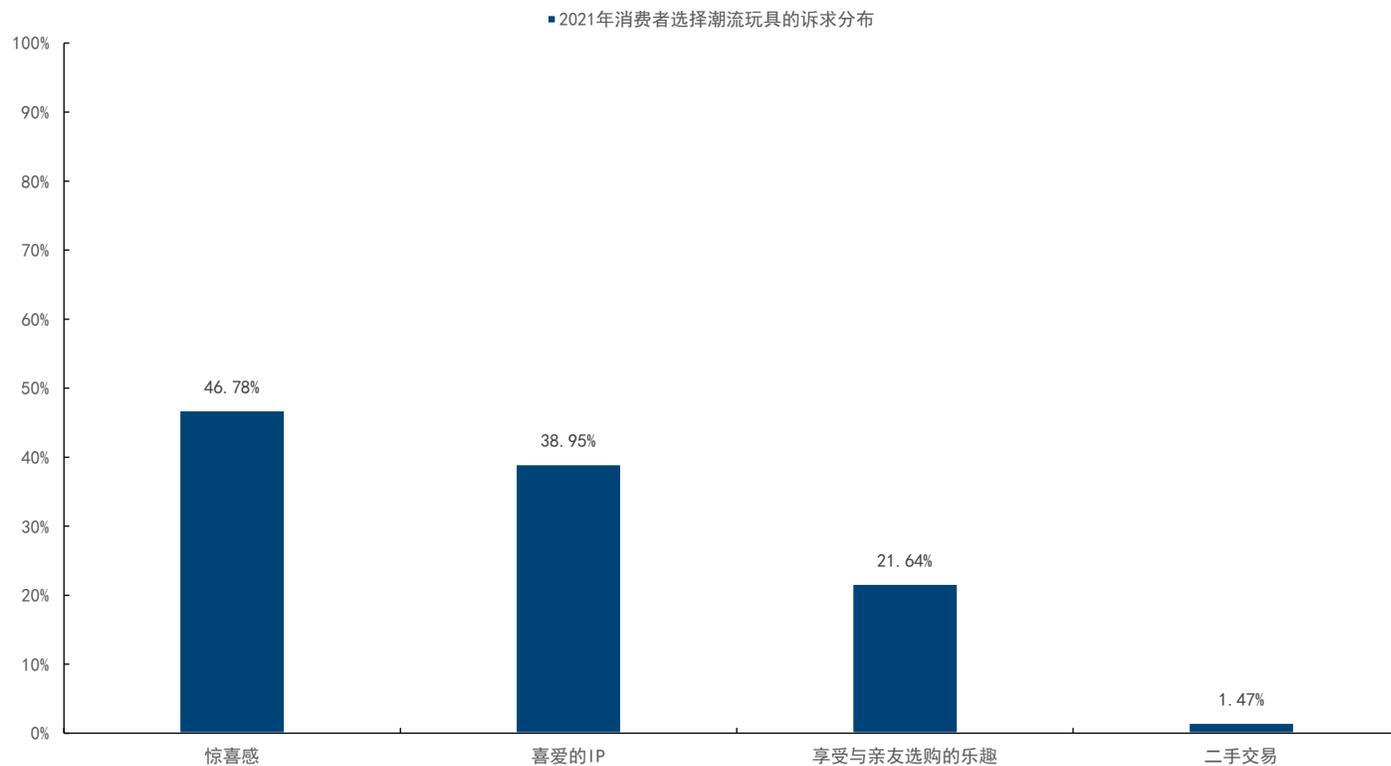
表：潮玩行业发展趋势分析

发展趋势	具体分析
市场竞争趋势	我国潮流玩具市场集中度较低，行业竞争十分激烈，市场空白仍较多，可以容纳更多的参与者进入良性竞争。预期短期内我国潮玩行业新进入者将持续增加，尾部企业将会被逐步淘汰。
细分市场趋势	潮玩主要分为盲盒、手办、拼插模型等。盲盒由于兼顾了时尚和流量两大要素，成功推广做大，潜在市场空间为细分市场中最大的。手办、拼插模型等市场相对小众，但是核心群体较为稳固，长期看有较大的发展潜力。
销售渠道趋势	线上渠道的重要性日益凸显，但从潮玩的产品属性来看，线下零售门店仍然是主要的渠道，目前一二线门店构成龙头线下销售的核心，而零售店、机器人商店等下沉布局未来也不可或缺。

潮玩行业：消费者选择潮玩的主要原因来自对IP的喜爱

消费者选择购买潮玩的核心理由是惊喜感和喜爱的IP。根据中国社会科学院国情调查与大数据研究中心发布的《2021中国潮流玩具市场发展报告》，46.78%的消费者认为惊喜感是进行潮玩消费的主要原因；而有38.95%的消费者是为喜爱的IP买单，购买IP相关的周边；21.64%的消费者享受与亲友选购潮玩的乐趣；仅有1.47%的消费者购买潮玩为进行二手交易。因此，综合来看，潮玩产品的核心诉求集中在社交和自我愉悦上，而交易投资并非消费者购买潮玩的主要动机。

图：中国潮玩产品诉求分布（可多选）



资料来源：中国社会科学院。国信证券经济研究所整理

2. 公司概况：潮玩龙头，具备全产业链布局

公司概况：潮玩龙头，具备全产业链布局



公司是中国规模最大、成长最快的潮流玩具公司。泡泡玛特是成立于2010年的潮玩品牌，11月在北京开设第一家门店经营潮流百货；2015年潮流百货行业下行，泡泡玛特转攻潮玩赛道并推出Molly、Pucky两大爆款IP，并在北京推出全新lifestyle概念旗舰店；2016年泡泡玛特与设计师Kenny签署战略合作，开发了属于粉丝的潮流玩具——Molly Zodiac星座系列潮流公仔，线下渠道拓展至上海、线上入驻天猫商城；此后通过举办潮流玩具展、拓展渠道等，品牌知名度与认可度提升，2020年公司上市，2021年公司持新增共鸣工作室、POPMART LAND主题乐园、INNER FLOW艺术机构等新业务板块，此外高端潮玩MEGA也取得重大突破；同时，渠道端开始往海外拓展，2018年起公司持续拓展海外渠道，目前渠道遍布韩国首尔、日本东京、澳大利亚、美国、新加坡等超过30个海外国家/地区，2024年上半年公司海外收入占比接近30%。此外，公司还不断丰富产品线，截至2024年6月末盲盒销售占比少于六成。



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

公司概况：股权较为集中，前四大股东持股56%



从持股情况看，公司的股权集中在大股东手中。公司的股权集中，前四大股东持股比例56.4%。其中，第一大股东GWF Holding（持股比例42.6%）的实际控制人为公司董事长王宁；第二大股东泡泡玛特(有限合伙)持股比例5.4%，主要股东有王宁先生、杨涛女士、刘冉女士及公司其他12位员工；第四大股东天津葩趣持股比例2.3%，其主要股东为王宁先生及公司其他29位员工。公司的高管持股比例高，董事会主席王宁持股比例分别为50.3%，执行董事司德//非执行董事屠铮分别持股0.8%/1.3%。

表：公司大股东持股情况（截至2024年6月30日）

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
1	GWF Holding Limited	571,981,960.00	42.59
2	Pop Mart Hehuo Holding Limited	72,903,027.00	5.43
3	上海东方证券资产管理有限公司	69,574,800.00	5.18
4	Tianjin Paqu Holding Limited	31,196,420.00	2.32
5	Sidsi Holding Limited	10,933,075.00	0.81
合计		757,412,572.00	56.39

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：公司董监高持股情况（截至2024年6月30日）

姓名	职务	持股比例（%）
王宁	董事会主席，执行董事，行政总裁	50.34%
司德	执行董事，区域总裁，首席营运官，副总裁	0.81%
闻德一	执行董事	0.06%
屠铮	非执行董事	1.26%

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司概况：管理团队年富力强，具备管理、传媒、金融背景



高管团队具备管理、传媒、金融背景。创始人王宁先生、杨涛女士、刘冉女士具有广告学、管理学背景，杨涛女士主要负责IP运营。司徒先生、文德一先生分别负责国内、国际业务；何愚先生、屠铮先生有金融战投/创投从业背景，目前担任公司董事。

表：公司董监高持股情况(截至2024年6月30日)

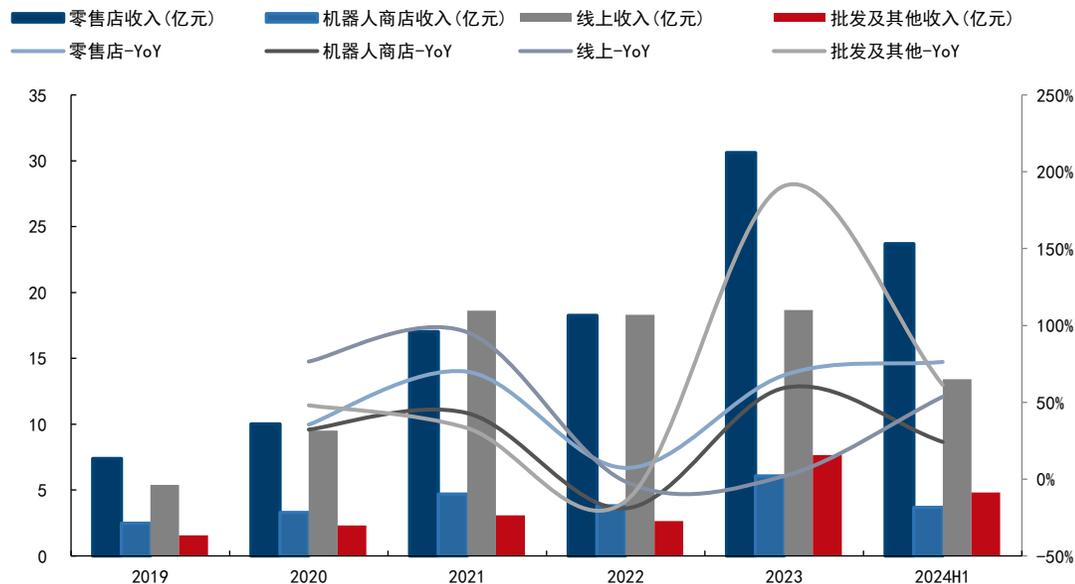
姓名	职务	年龄	简介
王宁	董事会主席, 执行董事, 行政总裁	36	王先生于2010年10月成立本集团, 负责本公司整体战略规划及管理。王先生于2009年6月获得中国郑州大学西亚斯国际学院(现为郑州西亚斯学院)广告专业学士学位, 并于2017年6月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。王先生目前担任本公司数家主要附属公司的董事, 包括北京泡泡玛特及Pop Mart (Hong Kong) Holding Limited。王先生为执行董事杨涛女士的配偶。
刘冉	执行董事, 副总裁	35	刘女士大学毕业后不久即于2011年7月加入本集团, 负责本公司的总裁办。刘女士于2010年7月获得中国郑州大学西亚斯国际学院(现为郑州西亚斯学院)旅游管理专业学士学位, 并于2020年7月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。刘女士目前担任本公司主要附属公司北京泡泡玛特的董事。
杨涛	执行董事, 副总裁	36	杨女士在硕士学位课程结束后于2010年10月加入本集团, 负责本公司IP运营、产品研发及Inner flow艺术机构。杨女士于2009年5月获得美国福特海斯州立大学通识学学士学位, 并于2010年11月获得香港浸会大学传播学硕士学位。杨女士目前担任本公司主要附属公司北京泡泡玛特的董事。杨女士为本公司执行董事、董事会主席及行政总裁王先生的配偶。
司徒	执行董事, 区域总裁, 首席营运官, 副总裁	34	司徒先生于2015年3月加入本集团, 负责集团运营工作及大陆地区的整体业务。司徒先生入职本集团之初的职务为品牌总监, 于2016年7月晋升为副总裁。司徒先生于2011年7月在中国获得中国传媒大学法语专业学士学位, 并于2017年7月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。司徒先生目前担任本公司若干主要附属公司的董事, 包括上海葩趣贸易有限公司、北京葩趣互娱科技有限公司及天津泡泡玛特文化传播有限公司。
何愚	非执行董事	42	何先生于2019年5月获委任为本公司非执行董事, 负责向董事会提供专业建议。何先生于2016年2月创办并担任深圳前海黑蚁创新投资合伙企业(有限合伙)的合伙人。在此之前, 何先生于2015年8月至2016年2月担任北京字节跳动科技有限公司的战略投资部主管。何先生于2003年6月获得中国南开大学国际经济与贸易专业学士学位, 并于2005年11月获得英国兰卡斯特大学金融系硕士学位。何先生于2008年9月获特许财经分析师学会认可为特许金融分析师, 并于2017年2月获中国证券投资基金业协会颁发中国证券投资基金从业证书。何先生目前担任北京泡泡玛特的董事。
屠铮	非执行董事	45	屠铮先生, 本公司非执行董事。屠先生于2019年5月获委任为本公司非执行董事, 负责向董事会提供专业建议。屠先生自2018年5月起担任上海蜂巧投资管理有限公司的合伙人。彼于2015年5月至2018年4月担任深圳市启赋资本管理有限公司的合伙人。于2007年6月至2015年4月, 屠先生于深圳市达晨财智创业投资管理有限公司任职, 先后担任投资经理、投资总监及浙江分公司总经理、华东地区副总经理兼TMT部门负责人。屠先生于2000年6月获得中国浙江大学英语专业学士学位, 并于2003年6月获得美国芝加哥大学公共政策硕士学位。屠先生目前持有由中国证券投资基金业协会于2017年8月授出的中国证券投资基金从业证书。屠先生目前担任北京泡泡玛特的董事。
杨镜冰	首席财务官	44	杨镜冰先生, 本公司首席财务官。杨先生于2017年8月加入本集团, 负责本公司的财务管理。于加入本集团之前, 杨先生于2010年3月至2017年8月先后担任北京金隅大成开发有限公司(现称北京金隅房地产开发集团有限公司)的财务及资本部经理、总经理助理及首席财务官。于2009年3月至2010年3月, 彼担任北京大成开发有限公司的财务规划部经理。于2007年9月至2009年3月, 杨先生担任北京金隅股份有限公司的上市办公室财务部成员。于2002年7月至2007年9月, 杨先生担任北京金隅嘉业房地产开发公司的财务部职员。杨先生于2002年6月获得中国上海财经大学法学及管理学学士学位, 并于2016年6月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。
文德一	副总裁, 业务总裁	44	文先生于2018年8月加入本集团, 负责监察本公司海外业务部。在此之前, 文先生于2013年7月至2018年7月先后担任CJ CheilJedang Corporation的业务发展部全球业务规划专员、全球业务规划高级专员及全球业务规划经理, 及于2009年1月至2013年5月担任CJ ENM的全球战略部经理。于2004年12月至2008年12月, 文先生任职于Lotte Cinema Co., Ltd. 的规划管理部。文先生于2005年2月获得韩国建国大学中文学士学位, 并于2018年7月获得中国北京大学工商管理硕士学位。
李鸿轩	公司秘书	32	李先生于2019年4月加入本集团, 一直担任负责投资者关系的高级经理。在此之前, 李先生于2014年12月至2019年1月担任中信建投证券股份有限公司的投资银行部高级经理, 并于2019年2月至2019年3月担任中信建投证券股份有限公司的创新融资部高级经理。李先生于2013年9月及2014年11月获得澳大利亚麦考瑞大学商业学士学位及金融硕士学位。
李菁怡	公司秘书	—	李女士为恒泰商业服务有限公司(一家全球性专业服务公司)上市公司服务部经理。彼于公司秘书领域拥有约十年专业经验。彼现时为兴科蓉医药控股有限公司(一家于香港联交所上市的公司)的联席公司秘书。李女士为英国特许秘书及行政人员学会及香港特许秘书公会会员。彼于2011年10月获得香港岭南大学社会科学学士学位, 并于2015年7月获得香港城市大学专业会计及公司治理硕士学位。

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析：收入主要来自国内，海外收入持续现象级增长

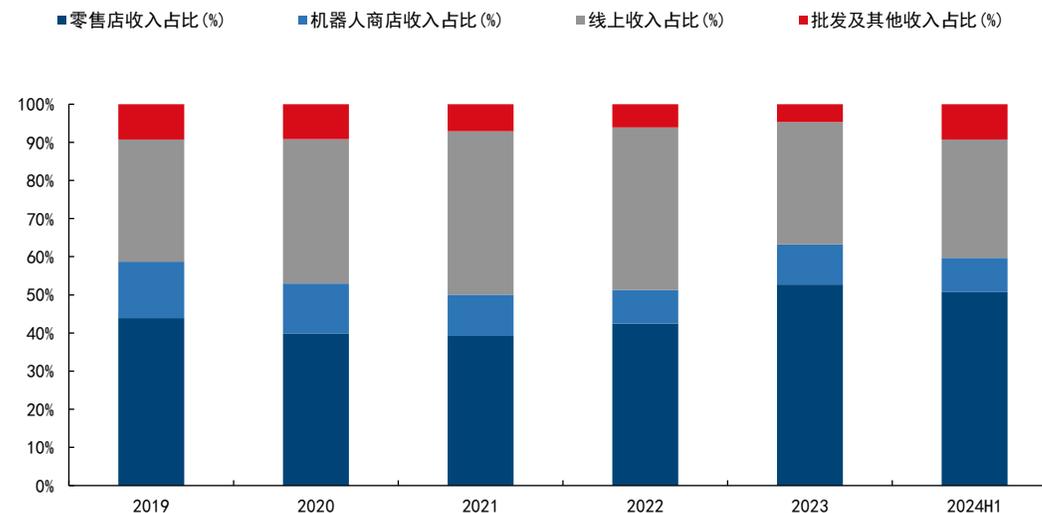
品类扩张计划推进顺利，各渠道2024年以来维持较好的增长势头。1) 从收入占比来看，公司的海内外零售店/机器人商店占比分别在五成/一成左右，线上/批发渠道的占比分别为三成/一成左右。2) 从增长趋势看，公司2022年收入受到公共卫生事件冲击下滑，2023年开始逐季稳步复苏，2024年上半年品类扩张计划推进顺利线下、线上、机器人渠道维持20%以上的增速，批发渠道收入增速90%以上。

图：公司国内分渠道收入（亿元）及变化情况



资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

图：公司国内分渠道收入占比(%)及变化情况

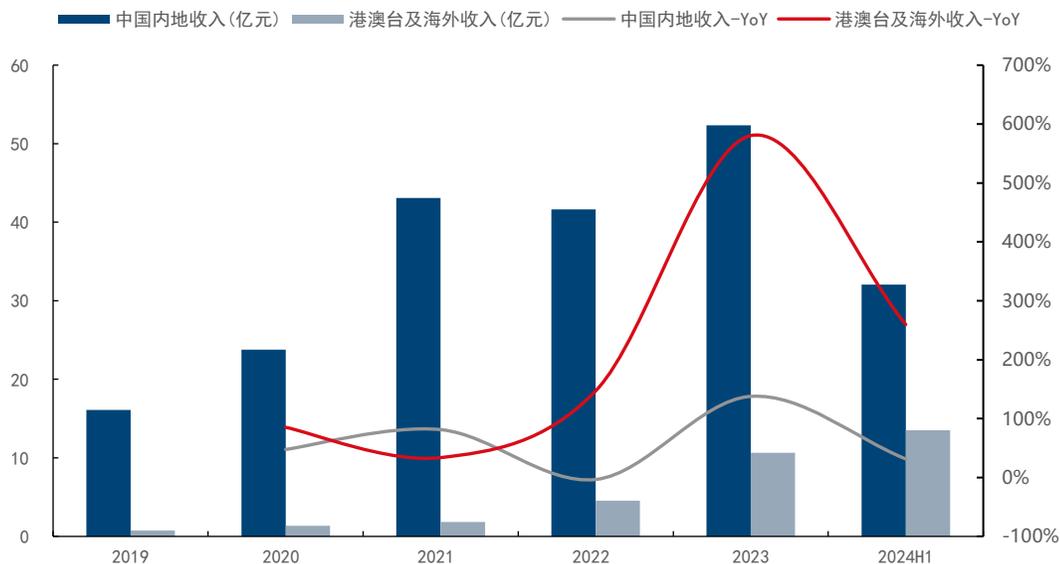


资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

财务分析：收入主要来自国内，海外收入占比提升较快

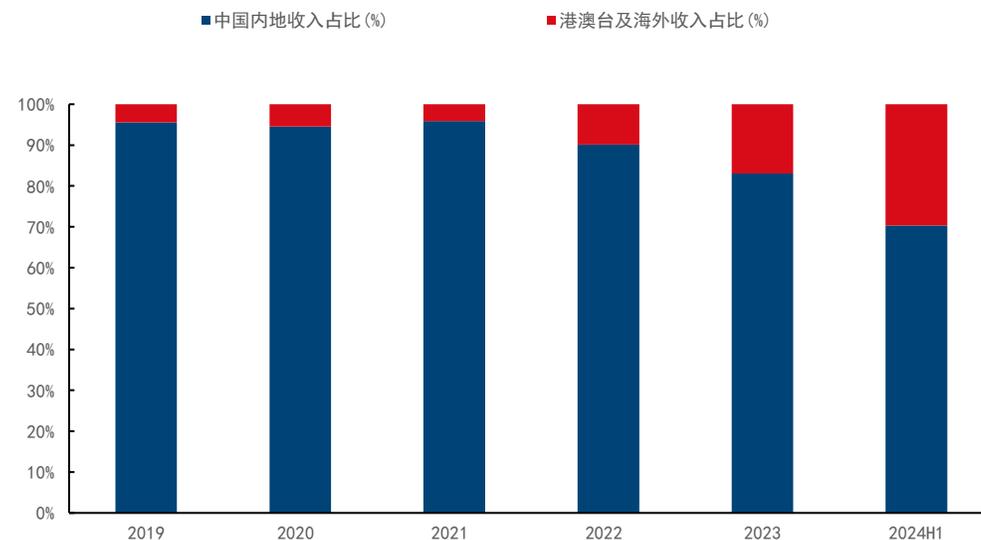
分地区看，2024上半年公司的海外收入提升至接近三成。1) 从占比来看，近年公司的海外收入呈现现象级的增长，2024上半年公司国内/海外收入占比分别为70%/30%。2) 从增速来看，公司国内收入在2020-2021年呈40%以上的高速增长，2022年公共卫生事件影响下滑3%，2023年新品上线节奏加快以及新开店带动收入增长138%，2024上半年品类扩张战略施行收入增长32%。海外收入增速从2022到2024上半年维持现象级增长，2024上半年海外收入占比30%，第三季度海外收入仍在加速增长。

图：公司历年分地区收入（亿元）及变化情况



资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

图：公司分地区收入占比(%)及变化情况

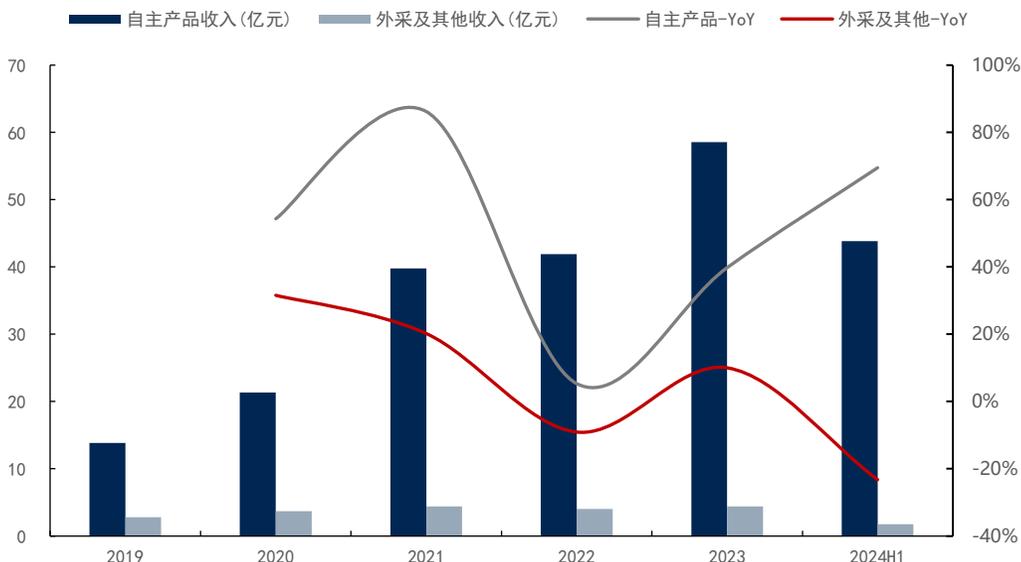


资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

财务分析：头部IP带动自主产品强劲增长

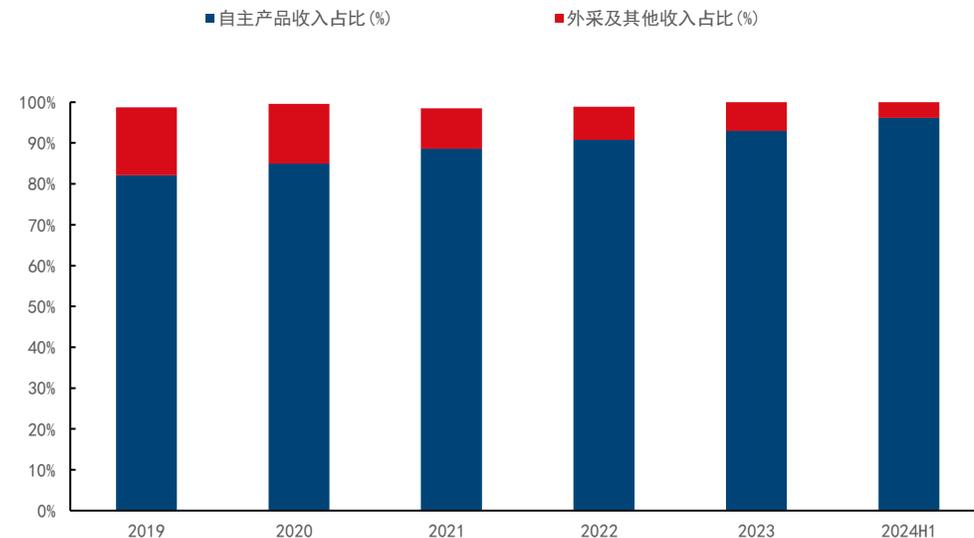
公司的自主产品表现强劲，主要由头部IP带动。IP运营与创作是推动公司发展的核心驱动力，公司持续丰富IP矩阵并推出多种风格的产品以满足不同用户群体的需求，因此公司自主产品（包括自有IP和独家IP产品）保持强劲的增长，2024上半年同比增长69%；自主产品的占比也逐年提升，从2019年的82%提升至2024上半年的96%，其中MOLLY、SKULLPANDA、DIMOO、THE MONSTERS等头部IP贡献较大、增长稳健，而新推出的IP如HACIPUPU、Zsiga等表现十分亮眼。

图：公司历年分IP收入（亿元）及变化情况



资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

图：公司分IP收入占比(%)及变化情况

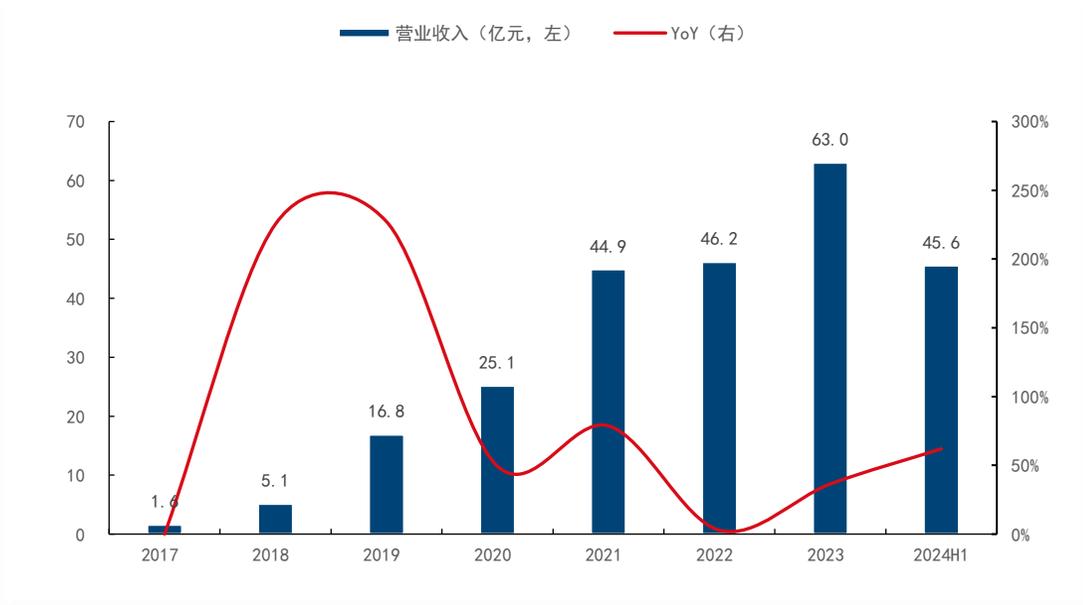


资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

财务分析：公司业绩高速增长，疫情后恢复较快

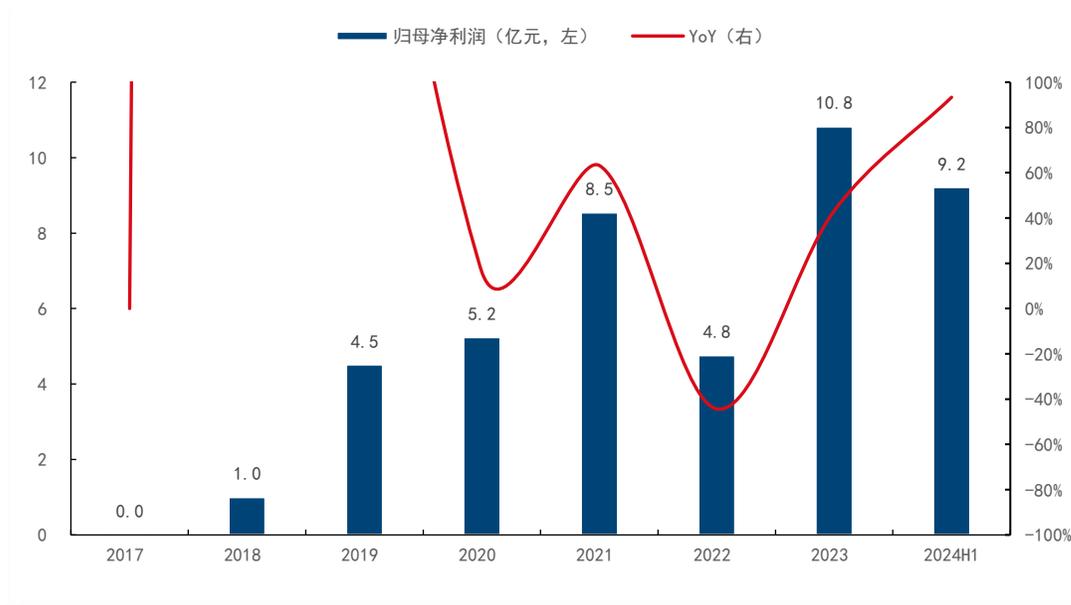
公司收入和净利润保持快速增长，疫情后恢复较快。1) 从收入方面来看，公司2018~2021年收入均保持高速增长，主要得益于潮玩行业的爆发、销售渠道的扩张、IP产品受欢迎程度增加以及公司IP产品组合扩大；2022年由于新冠影响线下零售店有232家闭店1-3个月，公司收入增速放缓至3%；2023年国内开店节奏恢复、海外收入现象级增长，公司整体收入恢复36.5%的强劲增长；2024上半年公司的品类扩张战略推进收入同比增长62%至45.6亿元。2) 从净利润方面来看，公司2018~2019年净利润成倍数增长，2020年增速为16.0%，2021年在收入高增长的带动下提升63.2%；2022年由于封控及物流暂停收入增长放缓、公司2022上半年扩张线下店销售费用率大幅上升、以及股份支付费用增加，2022年净利润同比-44.3%；2023年由于开店和推新品节奏恢复利润回升，同比+43.2%；2024上半年品类扩张战略推进、出海加速，利润同比+93.3%。

图：公司历年收入（亿元）及变化情况



资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

图：公司历年归母净利润（亿元）及变化情况

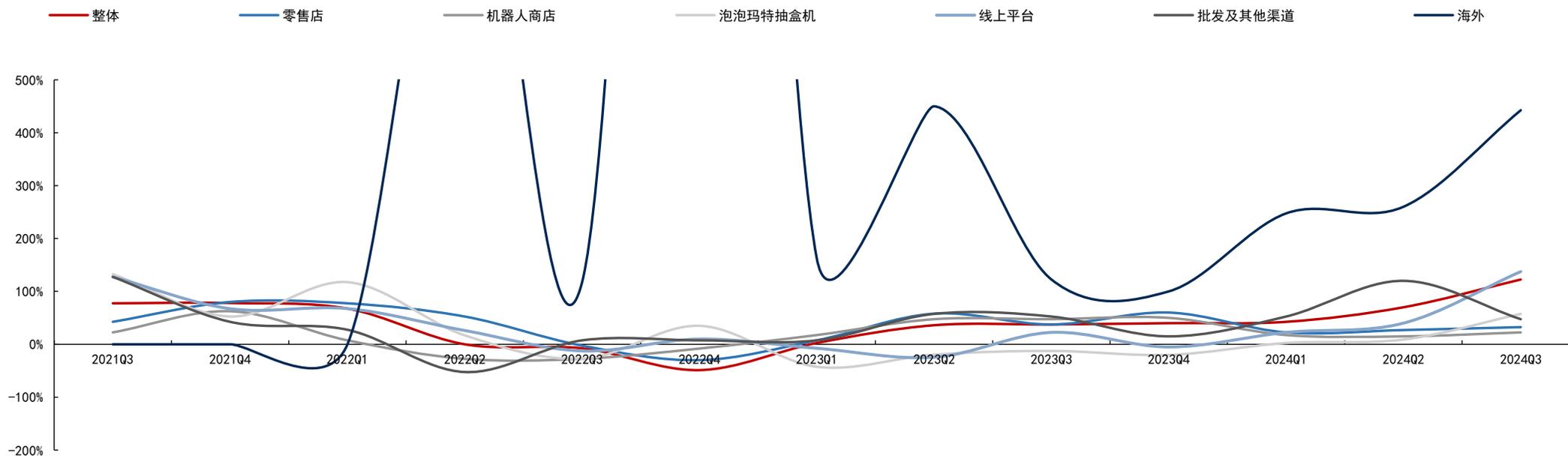


资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

财务分析：公司业绩高速增长，品类扩张带来新成长机遇

2023年持续高增长，2024年收入增速加快。公司的各渠道增速在2022年第二季度开始受到疫情的较大冲击有所下滑，2023年第二季度起恢复30%以上的高速增长，2024年第一至第三季度在较高的基数下维持40%~100%的收入同比增长，收入增长呈加速趋势。

图：泡泡玛特季度流水增速（单位：%）



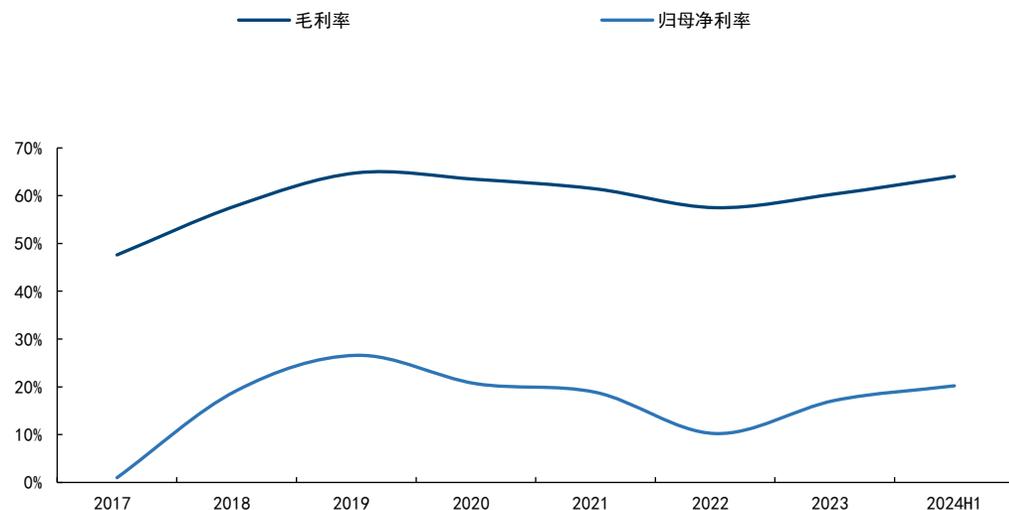
资料来源：前瞻产业研究院。国信证券经济研究所整理 注：每个Q2、Q4的数据均为推测数据。

财务分析：公司业绩高速增长，疫情后恢复较快

公司近年毛利率维持在60%以上的较高水平，净利率已恢复至15%以上。公司持续优化供应链能力，不断提高产品设计增强议价能力，近年毛利率基本维持在60%以上，2023上半年已恢复到60.4%，同比提升2.3个百分点。净利率在2022年下降主要是受到开店率的拖累，2023至2024上半年开店率恢复、品类扩张同店增长，净利率提升至17%~20%。

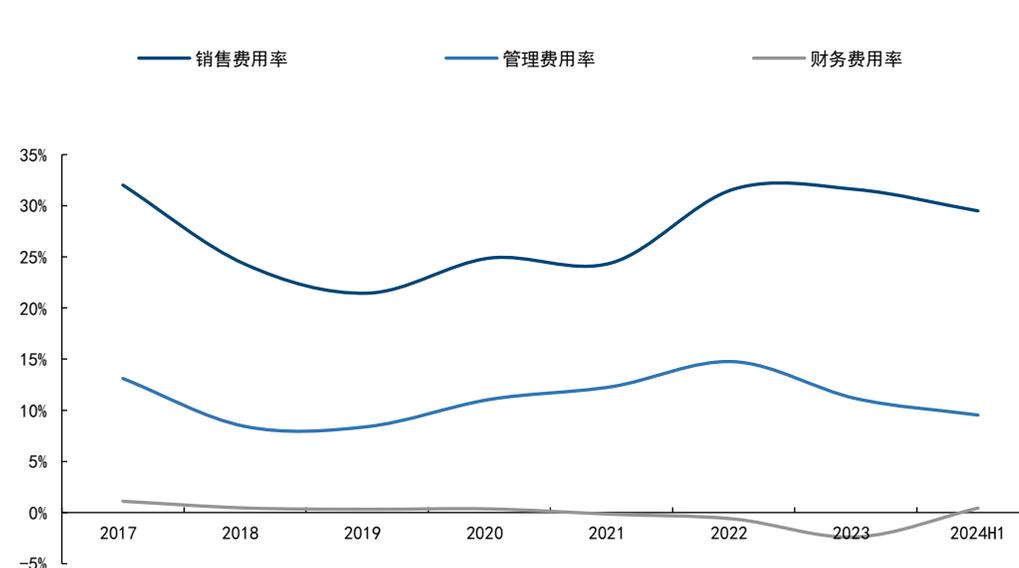
费用率方面，近年公司的费用率有一定上升，销售费用率从24%左右上升至30%左右，主要是由于公司增加销售人员以及线下渠道扩张；管理费用率维持在9%~11%左右的水平；财务费用率占比较低，在-2%~1%之间。

图：公司历年毛利率、净利率（单位：%）及变化情况



资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

图：公司历年费用率（单位：%）及变化情况



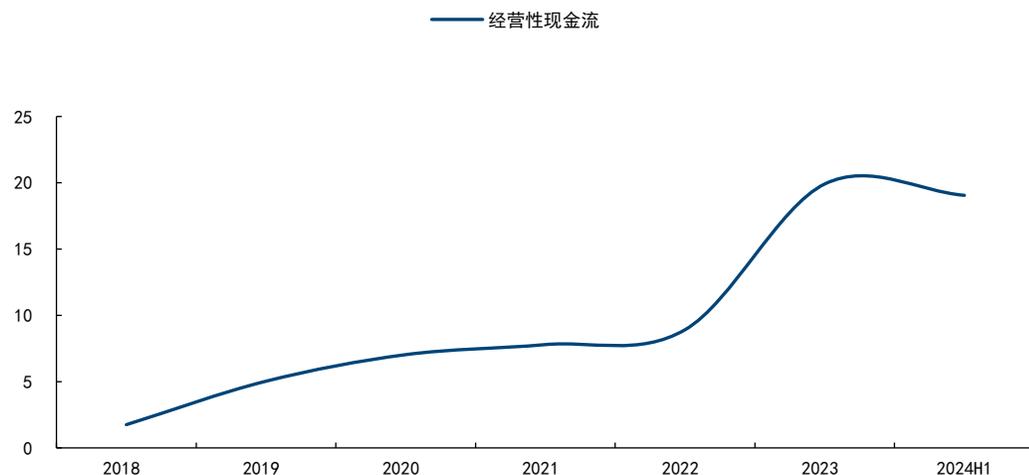
资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

财务分析：公司业绩高速增长，现金流健康



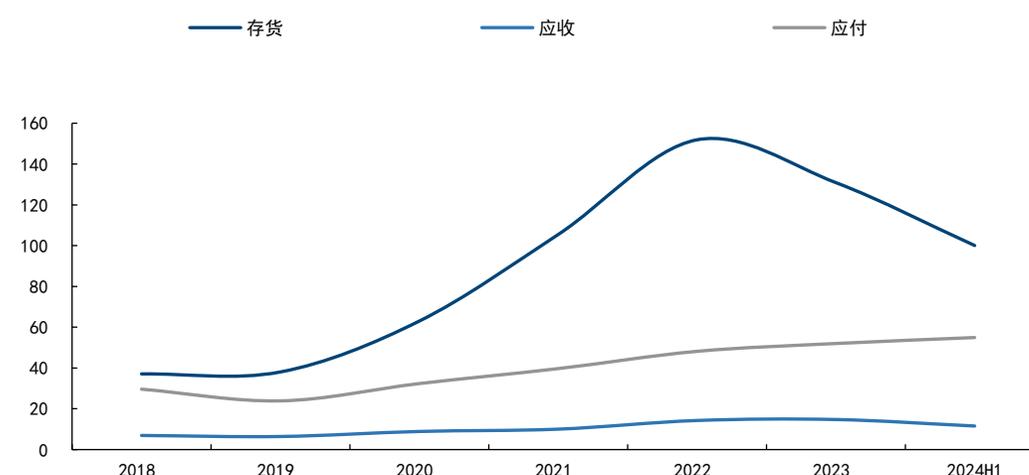
营运状况良好，现金流呈提升趋势。公司的存货周转天数从2018~2019年的37~38天有所上升，2022年在152天左右，2024上半年下降至100天左右，主要是由于目前公司采用柔性的供应链，对订单数量有很好的控制；应收及应付款周转较快。公司的经营性现金流呈明显的提升趋势，2024上半年为19.1亿元，环比基本持平。

图：公司历年经营性现金流（单位：亿元）及变化情况



资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

图：公司营运能力指标指标（单位：天）



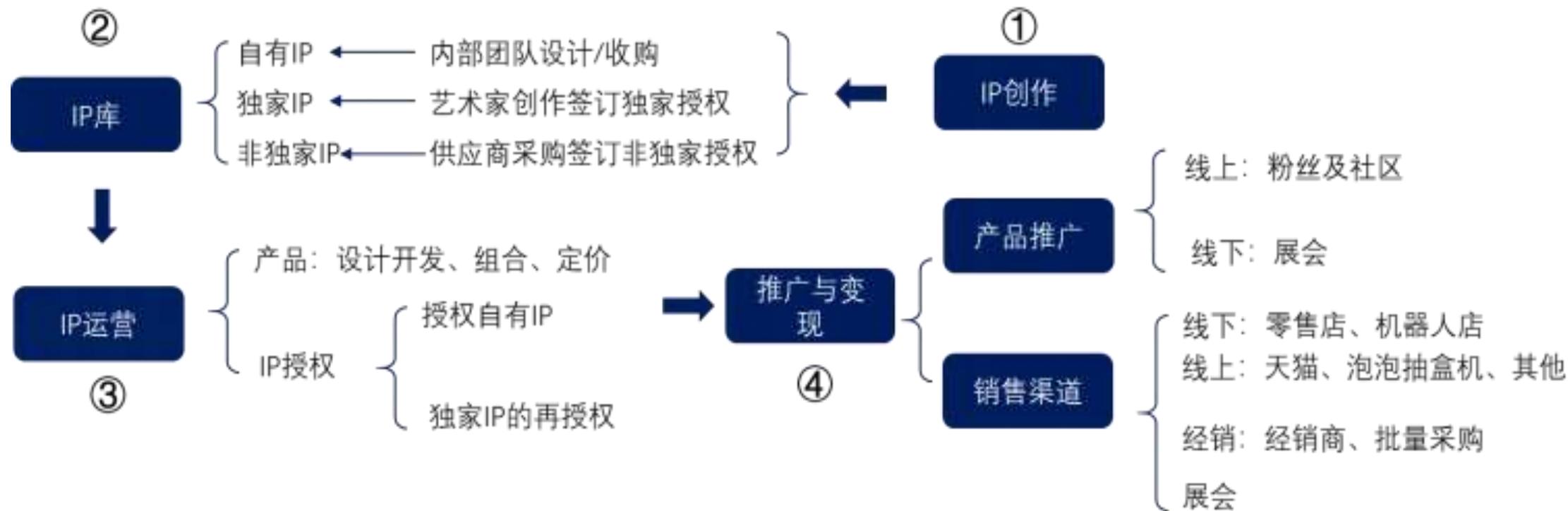
资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

3. 业务介绍：IP矩阵庞大，变现能力强

业务介绍：IP生产流程标准化，变现能力强

公司的业务主要可以分为产品端和变现端。1) 产品端主要包括“IP创作-IP库-IP运营”三个环节，公司通过IP创作、IP发掘丰富IP库，IP运营是IP库成功商业化的关键，公司主要通过不断推出和宣传有趣的IP潮玩产品、IP授权，扩大IP的知名度和影响力。2) 在变现端，公司通过产品推广和线上下销售渠道触达批发商和消费者，截至2023年6月末，公司国内/国外门店数分别为340/38家，线上渠道覆盖国内的天猫、京东、抖音，以及海外的Amazon、Shopify等。

图：公司“产品端-变现端”生产流程



资料来源：公司公告、招股书。国信证券经济研究所整理

业务介绍：IP挖掘、生产流程标准化



足够的IP和艺术家储备是打造爆款产品的必要条件，公司具备完整的IP发掘与IP产品打造生态。公司的IP主要是由自主发掘的艺术家、成熟的IP提供商以及内部设计团队开发：1) 合作艺术家是公司IP的主要创作者，公司与超过350位艺术家保持紧密联系，对于优秀IP公司会购买知识产权的拥有权（如Molly、Pucky等），对于其他IP公司主要通过支付转让费、合作的方式获取IP。2) 公司与全球知名的IP提供商建立了稳固的授权关系，例如迪士尼和环球影业，公司会选择适合潮流玩具的IP，并与IP提供商签订非独家授权协议。3) 公司拥有一支具备丰富行业经验的设计师团队（PDC），开发出的BOBO&COCO、小野、小甜豆、PINO JELLY、Zsiga等IP受到消费者的广泛认可。

表：IP创作方式一览

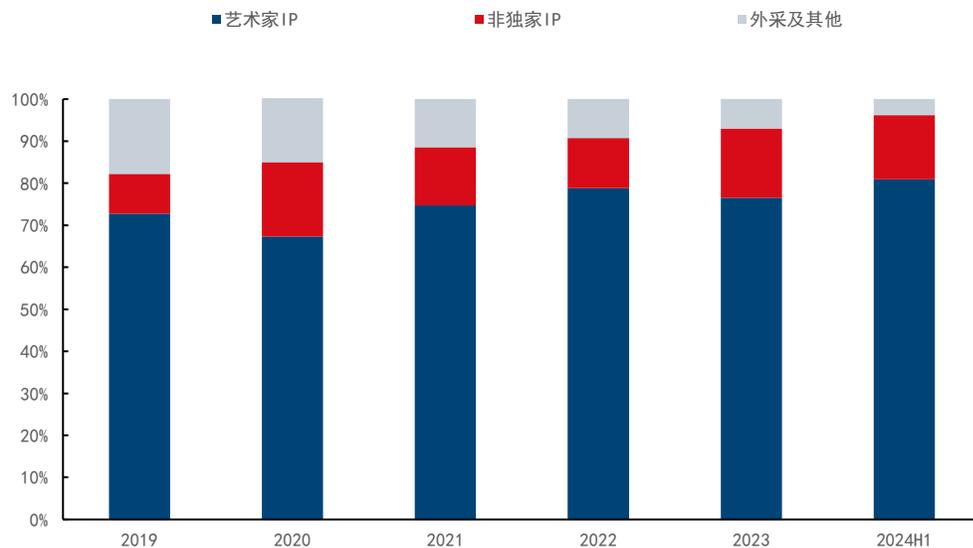
合作模式	IP
知识产权转让协议	Molly、Dimoo、Skullpanda等
内部设计团队	BOBO&COCO、小甜豆等
独家授权协议	THE MONSTERS、PUCKY、其他独家IP等
非独家授权协议	迪士尼、环球影业、名侦探柯南、漫威等

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

产品端：IP矩阵庞大，自有IP占比持续提升

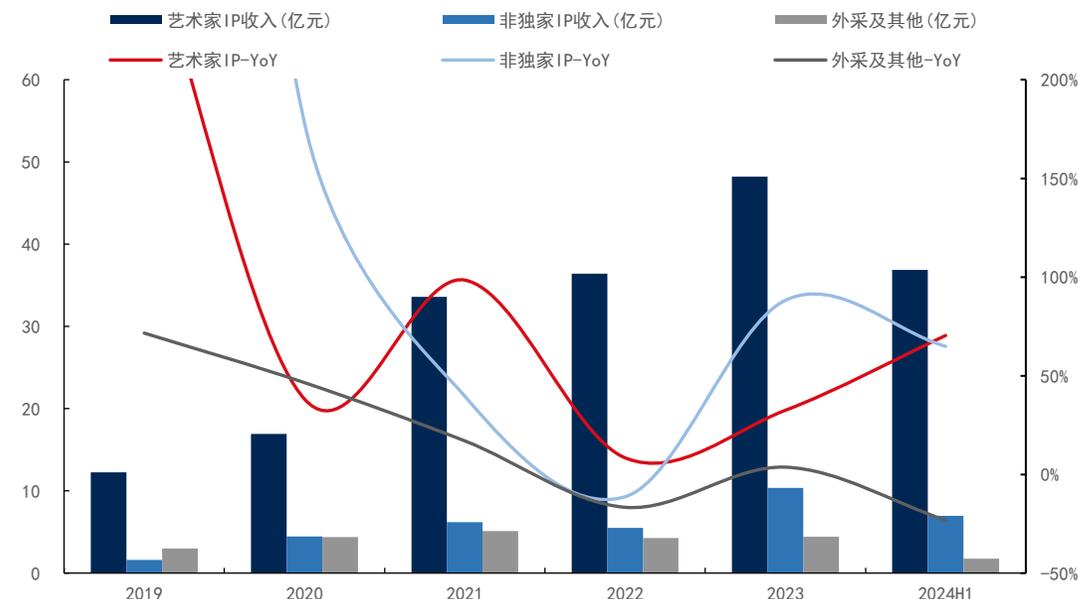
公司形成了庞大的IP矩阵，核心IP稳健增长、生命周期长，自有IP占比持续上升。1) 公司的IP矩阵庞大，据泡泡玛特天猫旗舰店，目前热门艺术家IP共有27个，此外公司还与漫威、柯南等知名IP合作。2) 分IP看，公司的核心是艺术家IP（包括自有IP和独家授权IP），近年合计占比在70%~80%，占比呈提升趋势；非独家IP的占比近年在10%~15%之间波动，除2022年均保持较快的增速；外采IP的比例逐年下降，近年下降至10%以下。

图：公司自有、独家、非独家IP收入占比



资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

图：公司自有、独家、非独家IP收入（单位：亿元）及增长

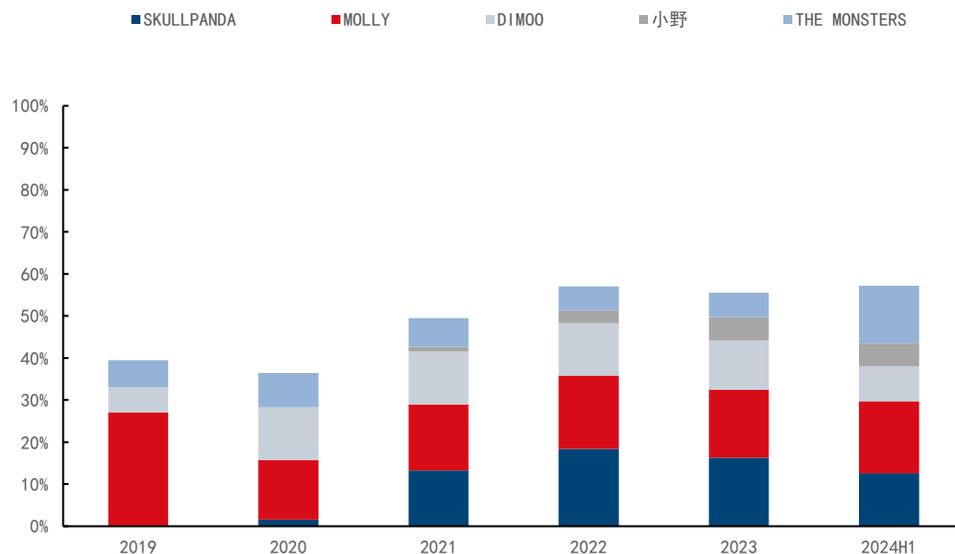


资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

产品端：核心头部IP表现出色，THE MONSTERS成为新晋头部IP

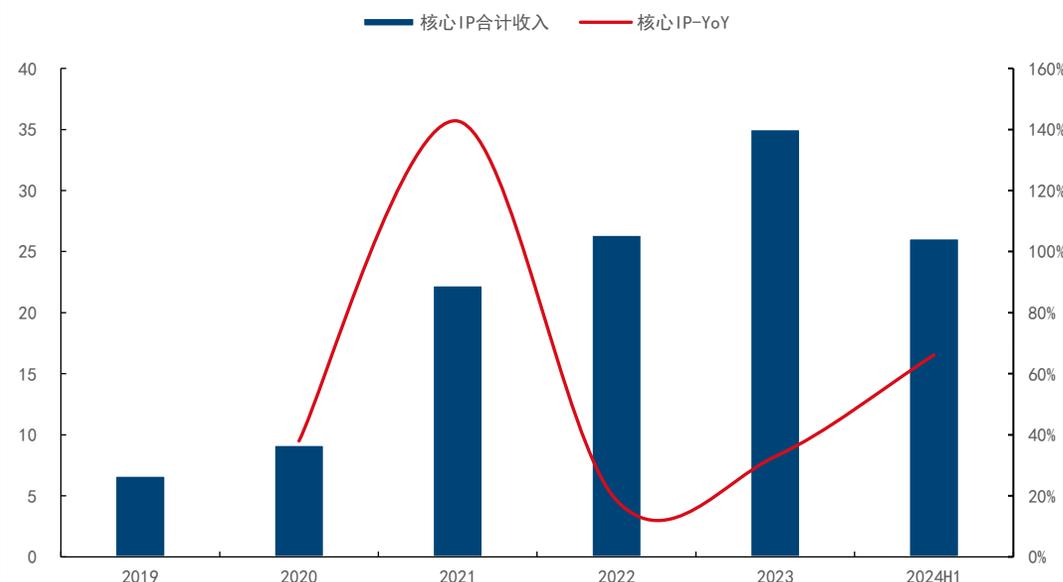
公司的核心头部IP表现出色，新IP不断丰富。公司的头部IP已从2019年的MOLLY拓展到SKULLPANDA、MOLLY、DIMOO，近年SKULLPANDA、MOLLY、DIMOO的收入占比分别在13%~20%/14%~17%/8%~13%之间；此外，DIMOO、小野近年成长速度较快，补充头部IP矩阵；2024上半年THE MONSTERS在LABUBU搪胶和积木产品的拉动下同比增长292%，占比达14%。整体来看，公司的头部IP交替互补、THE MONSTERS品类扩张+出海成功成为新晋头部IP，共同推动公司快速成长。

图：公司核心头部IP收入占比变化



资料来源：公司年报。国信证券经济研究所整理

图：公司核心IP收入及增速



资料来源：公司年报。国信证券经济研究所整理

产品端：供应链管理为IP价值的变现保驾护航

供应链是实现IP设计的必要通道，2D设计到3D产品的落地对潮玩销售也至关重要。1) 泡泡玛特供应链的制造环节在细节方面极为严苛，泡泡玛特副总裁袁俊杰接受《新商业理论局》采访时表示，“从前端开模开始算，一个10厘米或者20厘米的小公仔，一百多道工序那还算是少的，多的话两三百道工序也有。”潮玩产品的零件普遍也在20~30个左右。泡泡玛特产品的工艺细节在行业内领先，据泡泡玛特高级采购专家孟强“模具制造、分模线打磨、结构配位的紧密程度，以及对搪胶、高透、渐变色产品的工艺应用等均是行业领先水平。2) 柔性供应链改革顺利。泡泡玛特供应链管理中心像是一个中台，连接起IP管理与授权、市场、工厂、门店多个环节，既要对产品质量负责，也要动态把控前端需求和后端生产的供需平衡。2020年起公司就开始着手柔性供应链的改革，不断提高对销售预测的准确性，对订单数量也有很好的控制，因此库存周转天数从2022年的156天下降至2023年6月30日的132天。

图：制作中的MOLLY部分



资料来源：《新商业理论局》，国信证券经济研究所整理

图：公司供应链团队与工厂不断探讨细节

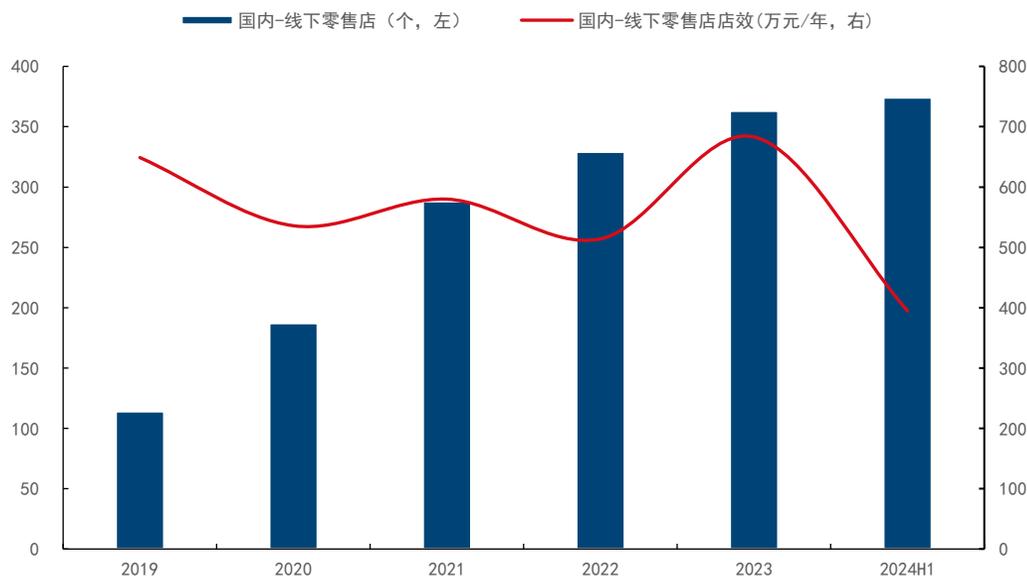


资料来源：《新商业理论局》，国信证券经济研究所整理

变现端：品类扩张推动线下店效提升

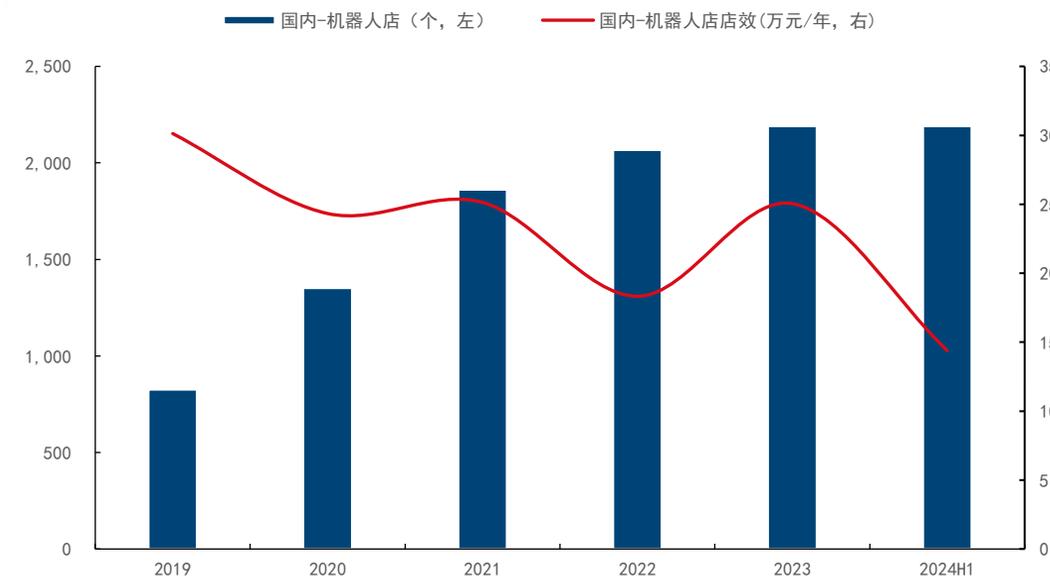
渠道是公司触达消费者的关键环节，公司通过线下零售店、抽盒机、天猫抖音线上店、微信公众号等多方位触达消费者，构建了立体的渠道网络。1) 从线下渠道看，2023年以来公司国内收入的增长主要由同店店效提升所驱动，2024上半年公司国内的零售店和机器人商店的数量相比2023年末+3%/-0.05%，2023年店效为683万元/年、2024上半年店效为395万元/半年（同比增长13.8%），同店店效提升主要是受到了品类扩张战略的带动。

图：公司国内线下零售店数量（单位：个）和店效（单位：万元/年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司国内抽盒机数量（单位：个）和店效（单位：万元/年）

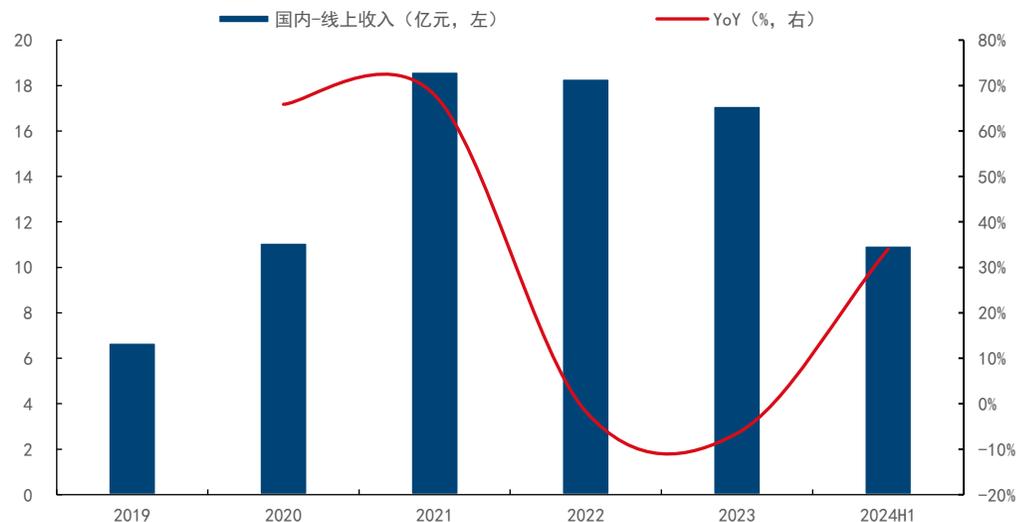


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

变现端：线上多方位触达消费者，抖音渠道发展迅猛

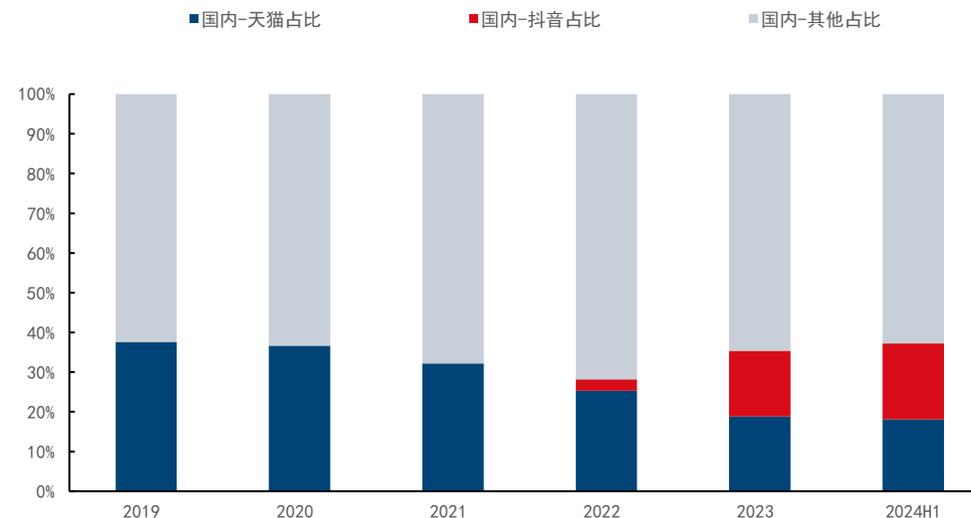
渠道是公司触达消费者的关键，公司通过线下零售店、抽盒机、天猫抖音线上店、微信公众号等多方位触达消费者，构建了立体的渠道网络。2) 公司近年的线上渠道结构变化紧跟线上电商平台的变迁，2023年开始公司的抖音渠道迅速崛起，2024上半年抖音渠道占线上收入的19.1%。整体来看，2024上半年受到积木、卡牌等品类的拉动，收入同比增长34.0%至11.0亿元。

图：公司线上收入（单位：亿元）与变化情况



资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

图：公司线上渠道结构占比

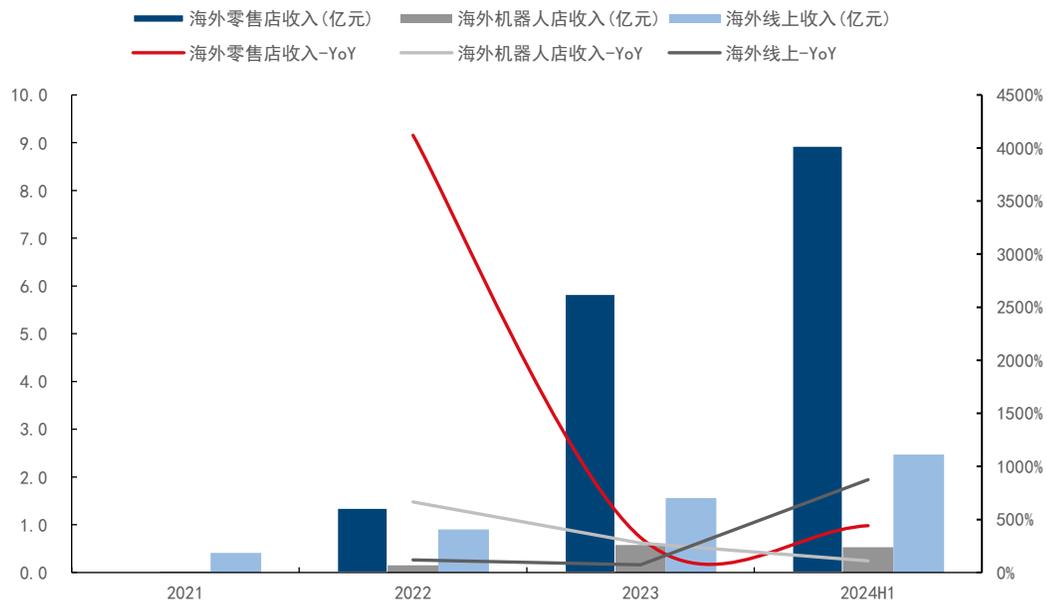


资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

变现端：海外收入持续高增长，渠道覆盖超过20个国家和地区

渠道是公司触达消费者的关键环节，公司通过线下零售店、抽盒机、天猫抖音线上店、微信公众号等多方位触达消费者，构建了立体的渠道网络。3) 公司2018年开始布局全球海外市场，持续获得现象级的增长，在较高的基数之上2024年上半年海外零售店/海外机器人店/海外线上分别同比增长442%/110%/875%。截至2024年6月末，公司在港澳台及海外地区的零售店数量达到92家，同比增加54家，在20多个国家和地区均实现线上和线下的全渠道入驻，在日本、韩国、新加坡、美国、澳大利亚、新西兰、英国等国家，开设了多家线下品牌店和快闪店；线上通过开设全球官网独立站，入驻亚马逊Amazon各国站点、速卖通Aliexpress、虾皮Shopee和Lazada等主流电商平台，销往了超过80个国家和地区。

图：公司海外线下零售店、抽盒机和线上收入（单位：亿元）及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司海外渠道分布情况

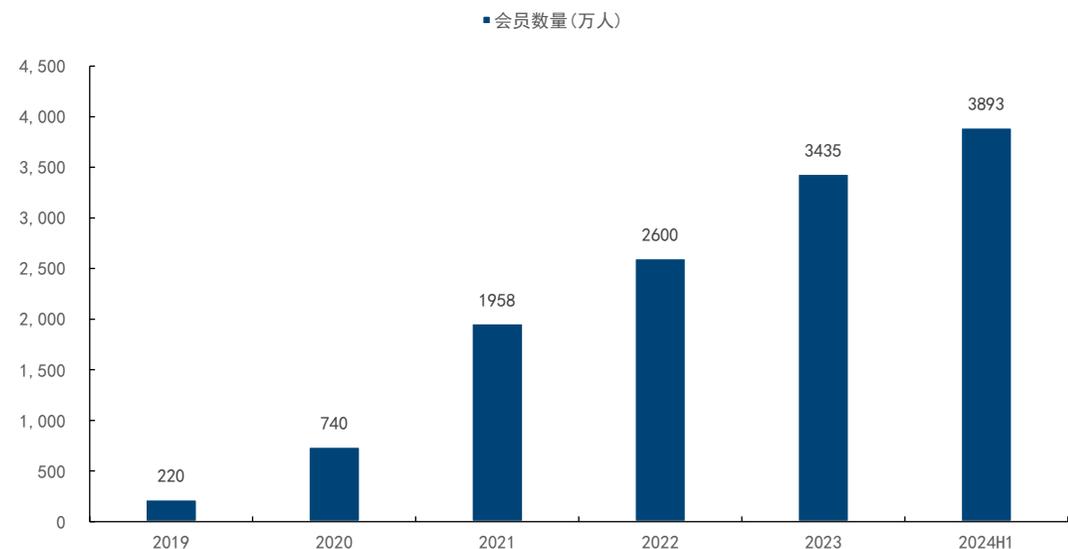


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

变现端：“会员+社区+展会”全方位运营粉丝社群

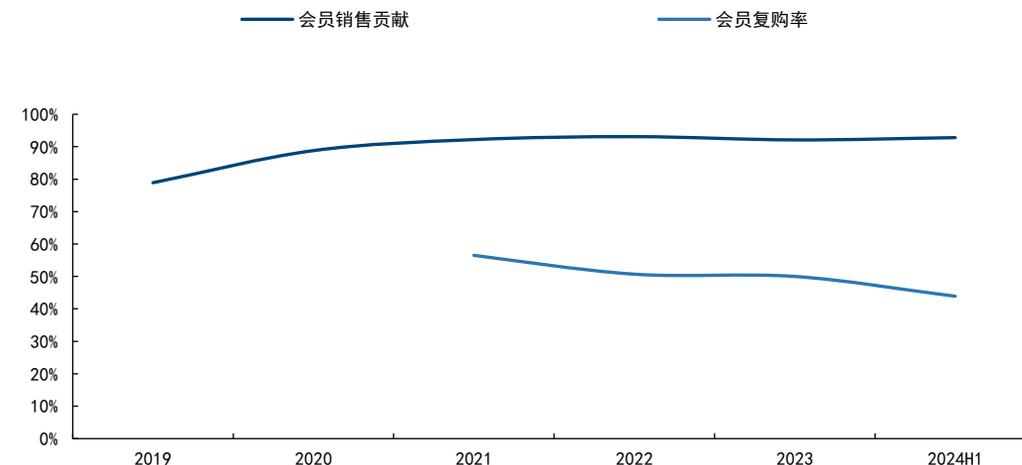
渠道是公司触达消费者的关键环节，公司通过线下零售店、抽盒机、天猫抖音线上店、微信公众号等多方位触达消费者，构建了立体的渠道网络。4) 公司的线上下渠道、IP、会员体系相辅相成，近年来会员数量保持强劲增长，截至2024年6月末，会员数量达3893万人，同比增长28.1%，会员销售贡献保持在90%以上的高水平，会员复购率在45%左右。

图：公司会员数量（单位：万人）变化



资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

图：公司会员销售贡献与复购率



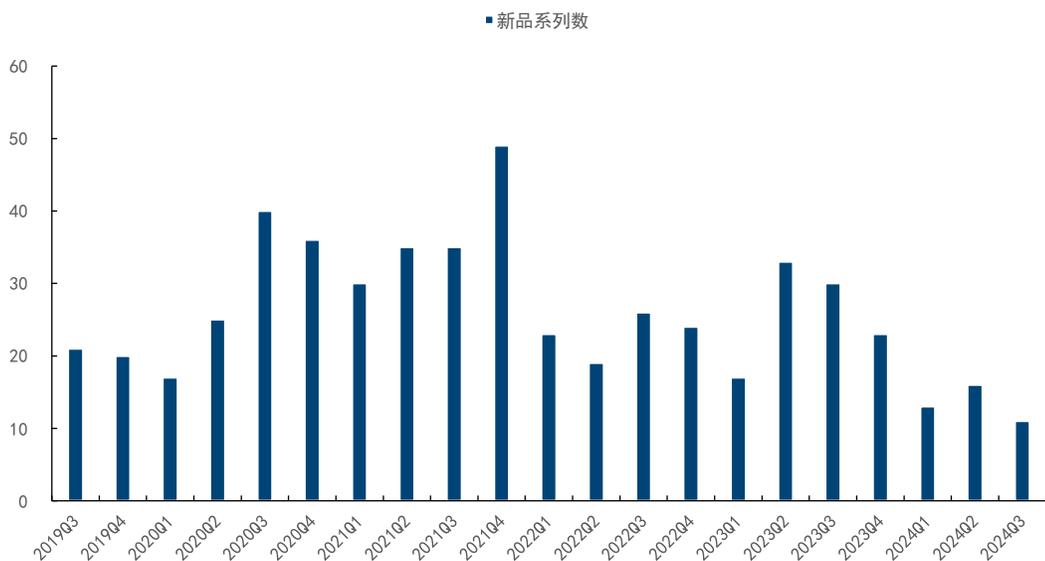
资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

4. 成长动力：IP商业化成功率高，出海空间充足

成长动力：近期推新节奏稳定，新品类较多

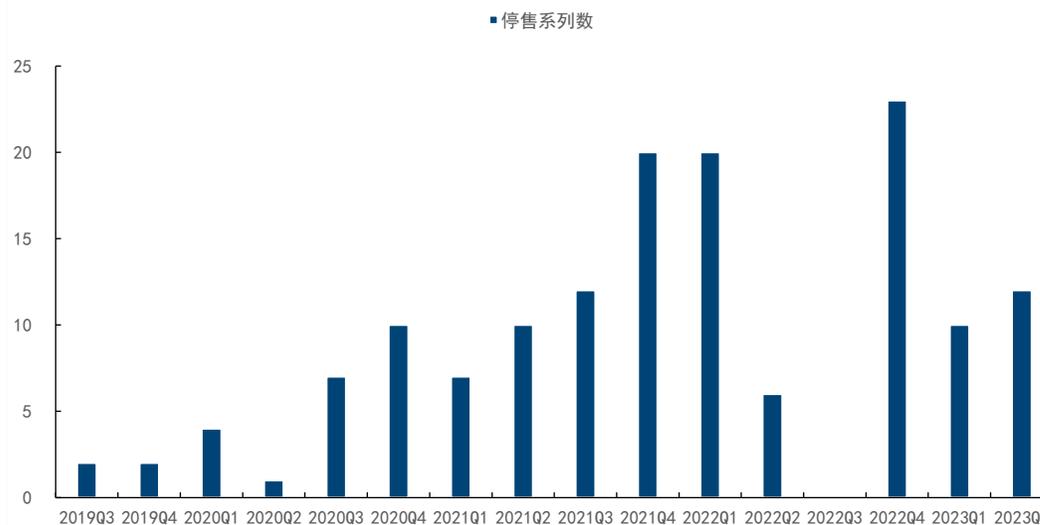
从产品周期看，近期推新数稳定、新品类较多。1) 推新节奏稳定、新品类较多。公司2023年起推新节奏恢复，2023年以来每个季度推出新品数量在10~30个之间，新品包括搪胶类、毛绒类、萌粒、MEGA系列等。2) 停售IP系列数下降，2023年下半年起没有停售系列。公司以往的停售系列IP较少，2020年平均每季度停售5~7个，2021~2022年疫情影响严重停售系列数量明显上升，平均每个季度在15~20个。2023年上半年每季度有10~12个系列停售，2023年2月至今没有系列停售。

图：公司新品系列数（单位：个）变化



资料来源：公司官微。国信证券经济研究所整理 注：PTS专供款或不包含在内

图：公司停售系列数（单位：个）变化



资料来源：公司官微。国信证券经济研究所整理

成长动力：盲盒退潮后，推出迷你潮玩并增加玩法

公司十分擅长IP产品的设计，在盲盒退潮后推出了迷你潮玩。盲盒的热度比起往年有所下滑，主要痛点在于“盲盒价格高，负担不起”“收纳占地方，没地方摆”。对此问题，泡泡玛特于2022年6月推出了全萌粒产品线（POP BEAN），迷你潮玩的产品尺寸约为2~3厘米。该产品线的首个甜心杯系列囊括了MOLLY、PUCKY、DIMOO、LABUBU等10个IP的17个经典造型，售价59~99元之间，新玩法包括按瓶销售、相框展示，解决了收纳困难的痛点。

除了销售玩法的改变，迷你潮玩还增加了收藏、陈列之外的玩法。如玩点无限叠叠乐系列的多个公仔可叠起来，消费者可以挑战如何将公仔叠得更高、更稳；泡泡玛特的哈利·波特飞行系列萌粒增加了咬线器功能，每颗萌粒可以卡在直径3mm的电源数据线上；ToyCity的贴贴乐-小小糖派对系列添加磁铁，使公仔变身冰箱贴等。

图：泡泡玛特“萌粒”系列



资料来源：中外玩具网、泡泡玛特官网。国信证券经济研究所整理

图：泡泡玛特LABUBU冰箱贴



资料来源：小红书、泡泡玛特官网。国信证券经济研究所整理

成长动力：游戏、乐园等品类扩张较为顺利

游戏、乐园等品类扩展较为顺利，丰富变现端可能性。1) 6月27日，公司的首款自研手游《梦想家园》正式上线，玩法上将“模拟经营”和“派对玩法”相融合，上线首周在模拟经营类游戏中排名前三、TapTap评分达9.1分。2) 泡泡玛特城市乐园位于北京市朝阳区朝阳公园内，于2023年9月开业，截至目前已初步积累了一批必游、必吃、必买的项目与产品，并在2024年上半年加大了经典节目的每日演出频次，创排推出了新的演出节目，根据不同的节庆与假期落地相应主题的装置及活动，并上新系列IP主题餐品和商品，不断加深泡泡玛特IP与用户的情感连接。2024年5月19日，在“5·19中国旅游日”北京市主会场活动的文旅产业千亿签约仪式上，泡泡玛特城市乐园与朝阳文旅集团签订了“泡泡玛特城市乐园二期”文旅开发合作项目。

图：泡泡玛特首款游戏“梦想家园”



资料来源：TapTap官网、泡泡玛特官网。国信证券经济研究所整理

图：泡泡玛特城市乐园



资料来源：东方财富网、泡泡玛特官网。国信证券经济研究所整理

成长动力：毛绒、积木类产品反响良好

2024年以来公司推出毛绒搪胶、积木、卡牌类产品，反响良好。1) 毛绒产品是公司2023年推出的爆款品类，2024上半年收入4.5亿元（占比9.8%），在此期间，公司继续推出搪胶毛绒类玩具，使产品的面部表情更为鲜活，而毛绒类方便展示、适合作为穿搭配饰的特性，加强了粉丝与IP的情感纽带，加强了粉丝粘性。2) 积木类产品是公司在2024年6月中旬上架的，该产品借助积木拼搭的形式，加强了粉丝与IP的互动。公司的积木在工艺、材质、玩法上均有创新，扩大了粉丝群体。3) 2024年5月泡泡玛特推出卡牌，包括MOLLY、Hirono、Skullpanda、Dimoo、Labubu这五个头部IP，定价290元/10盒（29元/盒），进一步丰富了产品形态。

图：泡泡玛特积木产品定价199元、月销过万；



天猫 POPMART泡泡玛特LABUBU THE MONSTERS 森...
118万+爱娃一族看过
¥199.00 1万+人付款 江苏
新品 退货宝 包邮
泡泡玛特旗舰店

资料来源：泡泡玛特天猫官旗。国信证券经济研究所整理

图：搪胶毛绒LABUBU在二手店月销过万



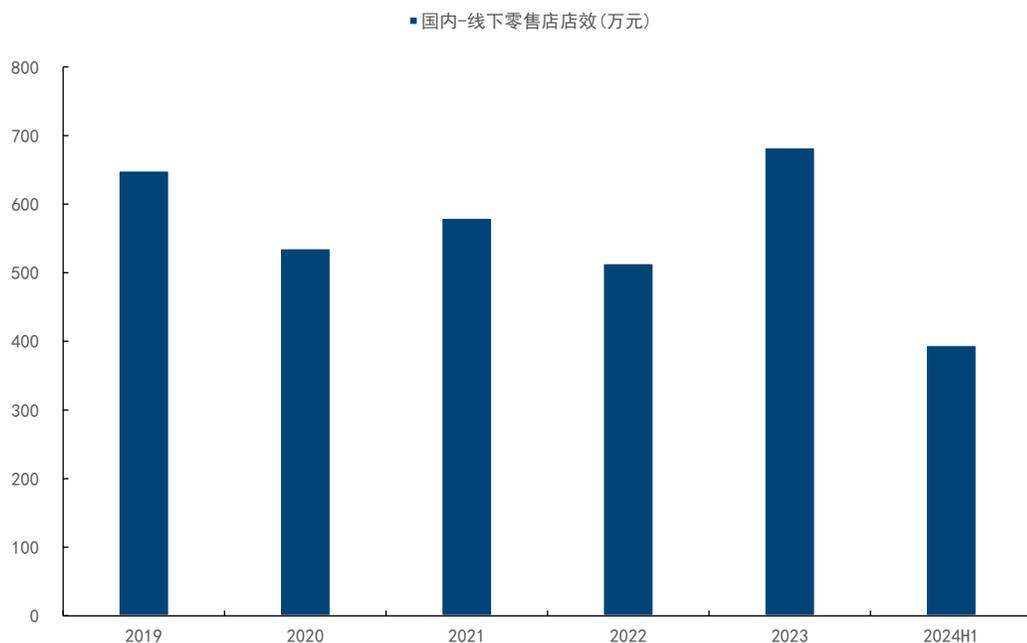
POPMART泡泡玛特Labubu
拉布布心动马卡龙搪胶脸盲...
静态
¥145.00 1万+人付款 上海
店铺满99减2 包邮
猫薄荷盲盒小店

资料来源：泡泡玛特天猫官旗。国信证券经济研究所整理

成长动力：线下同店增长较快，线上抖音渠道成长迅猛

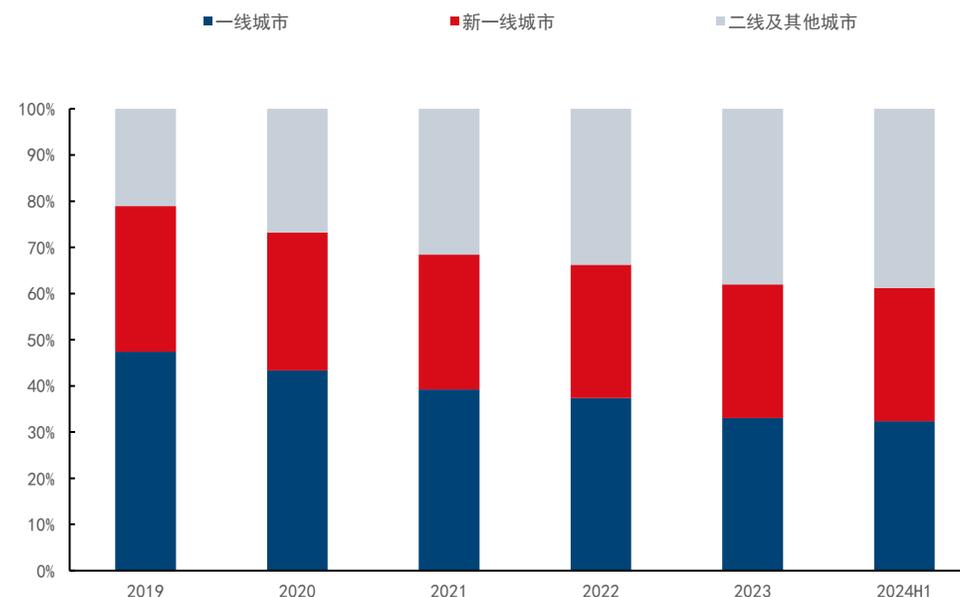
国内线下渠道方面，品类扩张推动线下同店增长，渠道有进一步下沉的空间。1) 2023年线下店效超过2019年，2024上半年品类扩张推动店效持续增长。公司2023年线下店效683万元/年，相比2019年增长5.3%；2024上半年线下店效进一步提升，半年平均店效395万元，同比增长13.8%。2) 泡泡玛特在新一线和低线城市的店铺数占比逐渐提升，2024年6月末，一线城市的店铺数占比下降至32%左右，新一线城市的店铺数占比提升至接近30%，二线及以下城市的店铺数占比提升至39%，低线城市店铺的开店费用、租金费用较低，因此净利率普遍高于一线城市，渠道下沉有望提升公司的净利率。

图：公司店效及变化情况（单位：万元/年、万元/半年）



资料来源：公司公告。国信证券经济研究所整理

图：公司国内零售店渠道结构

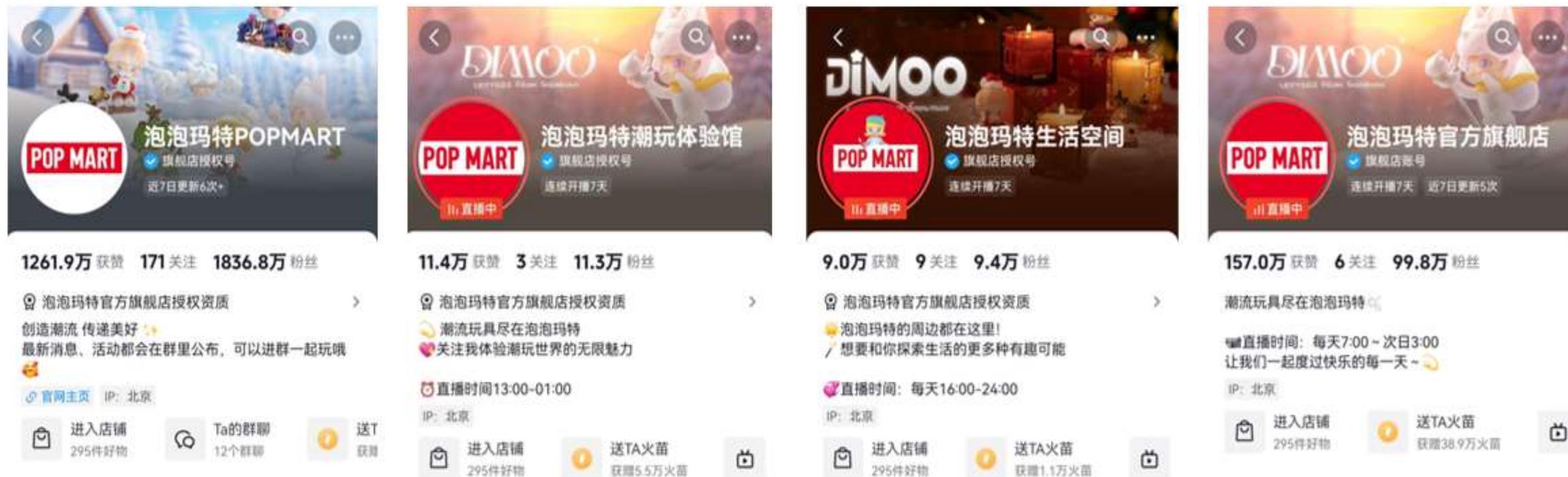


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

成长动力：线下恢复开店节奏，线上抖音渠道成长迅猛

国内线上渠道方面，抖音渠道成长迅猛。公司根据IP特点和系列特色，搭建了多个抖音自营直播间，在抖音平台输出优质的直播内容，2024上半年收入2.1亿元，同比增长91%。公司的抖音账号粉丝数为1837万人，天猫旗舰店粉丝数为615万人，而目前抖音渠道的收入为天猫渠道的70%，未来一方面共享抖音的景气成长继续提升粉丝数，另一方面提升销售转化率，空间十分充足。

图：公司抖音自营店



资料来源：抖音，国信证券经济研究所整理

成长动力：文化出海顺利，海外开店空间充足

泡泡玛特文化出海顺利，海外开店空间充足。泡泡玛特在海外开店过程中，会优先通过海外电商端的数据，进行“拓展预期”。如果一个市场在Lazada、亚马逊等电商端口的销量开始明显增长，以及在INS等海外SNS渠道热度持续走高，那么泡泡玛特将会在这些国家市场派出更多的地面调研人才，去进行点位搜索。目前，公司的产品销往了80多个国家/地区，而门店仅覆盖了20余个国家，出海空间十分充足。

目前，公司在海外的渠道扩展较为顺利。据虎嗅报道，截至2024年10月底，泡泡玛特最新门店总数为480个，其中海外门店数为106个，占比22%，贡献公司50%左右的收入。2024年产品端进一步赋能海外业务，今年起泡泡玛特内部在进一步精细化拆分产品团队，不同品类的IP产品会有独立的产品团队（比如毛绒、积木等不同品类），这些团队会分别与国际团队协作，然后进行本地化开发。

图：泰国曼谷LABUBU接机现场



资料来源：虎嗅商业。国信证券经济研究所整理

图：泡泡玛特越南古堡主题店



资料来源：虎嗅商业、泡泡玛特官网。国信证券经济研究所整理

盈利预测假设

由于公司三季度东南亚收入增长加快带动利润率提升，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26.1/35.1/42.4亿元（原为21.1/25.6/29.3亿元），分别同比增长141%/35%/21%。具体看：

收入：公司的自有IP矩阵主要包括SKULLPANDA、MOLLY、DIMOO、小甜豆、小野、THE MONSTERS等头部IP，其中THE MONSTERS爆火，2024H1收入增长接近300%、下半年预计加速，2024年全年预计收入增长480%、2025/2026年收入预计同比增长55%/30%；MOLLY、SKULLPANDA 2024年推出的新系列较受欢迎，预计2024年收入增长120%/70%，2025-2026预计将以25%~30%的增速成长；整体看艺术家IP2024-2026年增速预计为108%/34%/24%。此外，公司还有授权IP对IP矩阵进行补充，公司2024上半年的授权费用为1.92亿元，同比增长148%主要是由于授权产品的增长，预计2024年授权IP产品将增长70%左右，2025-2026年预计授权IP增长20%~25%。外采方面，公司主动收缩外采业务，预计未来3年收入规模在3-4亿元左右。综合来看，预计公司24-26年收入同比增长93.2%/32.0%/23.3%。

毛利率假设：公司所在的潮玩行业竞争较为激烈，公司未来将持续优化产品设计和供应链，且品类扩张顺利带动规模效应，预计公司未来3年的毛利率将提升至66~67%左右的水平。

费用率假设：

- 1) 销售费用：公司的销售费用主要由销售人员工资和使用权资产折旧构成，公司目前的收入增长主要由同店增长驱动，预计未来3年销售费用率将下降至28%~29%左右的水平。
- 2) 管理费用：公司的管理费用中占比较高的是管理人员工资，2024-2026年预计收入规模增长较快，而管理团队相对稳定，预计管理费用率将下降，预计公司2024-2026年管理费用率为9.8%~10%。
- 3) 财务费用：公司的财务费用占比较小，历年来占比在-1%~1%之间，我们预计公司2024-2026年财务费用率为-0.4%/-0.8%/-0.6%。

盈利预测

表：公司收入、利润预测

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入					
收入(百万元)	4617	6301	12175	16072	19816
增速(%)	2.8%	36.5%	93.2%	32.0%	23.3%
艺术家IP	3640	4822	10013	13446	16730
增速(%)	40.7%	32.5%	107.6%	34.3%	24.4%
授权IP	550	1036	1761	2201	2641
增速(%)	-29.0%	88.0%	70.0%	25.0%	20.0%
外采及其他	403	443	377	395	415
增速(%)	-9%	10%	-15.0%	5.0%	5.0%
其他	25	0	25	30	30
增速(%)	-104%	-100%	-	20%	0%
毛利率					
毛利率	57.5%	61.3%	66.0%	66.5%	66.5%
费用率					
销售费用率	31.9%	31.8%	28.8%	28.5%	29.0%
管理费用率	14.9%	11.2%	9.8%	10.0%	10.0%
财务费用率	-0.6%	-2.4%	-0.4%	-0.8%	-0.6%
利润					
归母净利润(百万元)	471	1082	2606	3512	4236
增速(%)	-44.9%	130.0%	140.8%	34.8%	20.6%
归母净利率(%)	10.2%	17.2%	21.4%	21.9%	21.4%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理预测

绝对估值：91.1-112.1港元

表：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	2.82%	36.46%	93.23%	32.01%	23.29%	15.00%	15.00%	10.00%
营业成本/营业收入	42.51%	38.68%	34.00%	33.50%	33.50%	33.50%	33.50%	33.50%
管理费用/营业收入	14.86%	11.23%	9.80%	10.00%	10.00%	9.80%	9.80%	9.80%
销售费用/销售收入	31.85%	31.82%	28.80%	28.50%	29.00%	29.00%	29.00%	29.00%
营业税及附加/营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税税率	25.60%	23.10%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
股利分配比率	0.00%	19.35%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表：资本成本假设

无杠杆Beta	0.93	T	23.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.02%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆Beta	0.95
公司股价（元）	77.6085	Ke	8.18%
发行在外股数（百万）	1343	E/(D+E)	85.00%
股票市值(E, 百万元)	87683	D/(D+E)	15.00%
债务总额(D, 百万元)	3242	WACC	7.53%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

绝对估值： 91.1-112.1港元

表：FCFF估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	3,302.3	4,466.6	5,415.7	6,756.7	8,392.8
所得税税率	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
EBIT*(1-所得税税率)	2,542.8	3,439.3	4,170.1	5,202.7	6,462.5
折旧与摊销	105.3	118.2	132.5	147.8	162.0
营运资金的净变动	(1,876.1)	(4,479.5)	(616.3)	8,471.7	(1,388.5)
资本性投资	(217.5)	(221.0)	(224.5)	(200.0)	(200.0)
FCFF	554.5	(1,143.0)	3,461.7	13,622.2	5,036.0
PV(FCFF)	515.7	(988.6)	2,784.4	10,189.7	3,503.3
核心企业价值（人民币百万元）	127,956.8				
减：净债务	3,116.3				
股票价值（人民币百万元）	124,840.5				
每股价值（港元）	100.58				

资料来源：国信证券经济研究所预测

表：盈利预测的敏感性分析（元）

折现率变化	6.9%	7.2%	7.53%	7.8%	8.1%	
永续增长率变化	2.9%	124.67	114.94	106.49	99.08	92.53
	2.6%	117.71	109.04	101.43	94.71	88.73
	2.3%	111.65	103.85	96.95	90.82	85.32
	2.0%	106.33	99.25	92.96	87.33	82.25
	1.7%	101.62	95.16	89.38	84.17	79.47
	1.4%	97.42	91.49	86.15	81.32	76.93
	1.1%	93.65	88.17	83.22	78.72	74.61

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：84.2-103.6港元

从IP潮玩的角度看，公司的主要同类公司有：奥飞娱乐、汤姆猫。奥飞娱乐的主营业务为IP运营、潮玩产品销售、婴童品牌运营，2024H1收入分别占比7%/54%/38%；汤姆猫为围绕“会说话的汤姆猫家族”的全栖IP运营商，主要收入来源为APP广告、游戏业务以及亲子乐园业务，2024H1收入分别占比75%/10%/11%。

考虑到公司在潮玩行业具备从IP孵化到潮玩品牌运营的全产业链布局，具备稀缺性，给予2025年30-40倍的估值较为合理，对应股价区间为84.2-103.6港元。

表：相关公司及估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (人民币元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
9992.HK	泡泡玛特	优于大市	80.25	1078	0.35	0.81	1.94	2.62	227	100	40	30
002292.SZ	奥飞娱乐	优于大市	7.61	113	(0.12)	0.06	0.09	0.15	(66)	120	89	50
300459.SZ	汤姆猫	优于大市	6.51	229	0.13	(0.25)	-	-	52	(26)	-	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

估值与投资建议



国信证券
GUOSEN SECURITIES

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	12175	16072	19816
应收款项	681	789	1434	1761	2117	营业成本	1963	2437	4140	5384	6638
存货净额	867	905	1449	1888	2329	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	4369	3904	6358	11187	12139	销售费用	1471	2005	3506	4581	5747
流动资产合计	6616	7683	14649	20644	22594	管理费用	723	707	1227	1641	2015
固定资产	449	653	849	986	1111	财务费用	29	152	(52)	(121)	(116)
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
资产总计	8580	9969	17107	23214	25266	营业利润	555	2526	3405	4587	5531
短期借款及交易性金融负债	0	15	3242	5343	2775	营业外净收支	85	(1110)	0	1	2
应付款项	322	639	1059	1379	1702	利润总额	640	1416	3405	4588	5533
其他流动负债	809	1079	2367	3102	3852	所得税费用	164	327	783	1055	1273
流动负债合计	1131	1733	6668	9824	8329	少数股东损益	0	6	15	21	25
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	471	1082	2606	3512	4236
其他长期负债	484	455	515	575	635	现金流量表 (百万元)					
长期负债合计	484	455	515	575	635	净利润	471	1082	2606	3512	4236
负债合计	1615	2188	7183	10400	8964	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	2	10	22	38	57	折旧摊销	246	0	105	118	132
股东权益	6963	7770	9907	12787	16260	公允价值变动损失	0	0	(50)	0	0
负债和股东权益总计	8580	9969	17112	23224	25281	财务费用	29	152	52	121	116
关键财务与估值指标						营运资本变动	(4523)	780	(1876)	(4479)	(616)
每股收益	0.35	0.81	1.94	2.62	3.15	其它	0	5	12	16	19
每股红利	0.00	0.16	0.35	0.47	0.57	经营活动现金流	(3807)	1867	797	(833)	3771
每股净资产	5.19	5.79	7.38	9.52	12.11	资本开支	0	(204)	(218)	(221)	(225)
ROIC	5%	12%	25%	22%	23%	其它投资现金流	8	4	0	0	0
ROE	7%	14%	26%	27%	26%	投资活动现金流	(14)	(224)	(233)	(236)	(240)
毛利率	57%	61%	66%	67%	67%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	18%	27%	28%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	18%	28%	29%	28%	支付股利、利息	0	(209)	(469)	(632)	(762)
收入增长	3%	36%	93%	32%	23%	其它融资现金流	(759)	168	3227	2102	(2569)
净利润增长率	-45%	130%	141%	35%	21%	融资活动现金流	(759)	168	3227	2102	(2569)
资产负债率	19%	22%	42%	45%	36%	现金净变动	(4579)	1393	3322	400	200
息率	0.0%	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	5265	685	2078	5400	5800
P/E	186.3	81.0	33.6	25.0	20.7	货币资金的期末余额	685	2078	5400	5800	6000
P/B	12.6	11.3	8.9	6.9	5.4	企业自由现金流	0	1462	555	(1143)	3462
EV/EBITDA	126.3	78.0	27.8	21.4	17.4	权益自由现金流	0	1796	3798	952	895

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在91.1-103.6港元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.5%、风险溢价6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司TV增长率为2.0%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相近的奥飞娱乐、汤姆猫的相对估值指标进行比较，选取了可比公司2022年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司前瞻布局数据要素行业，未来成长性强，给予公司25年30-36倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来3年收入增长93.2%/32.0%/23.3%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。

我们预计公司未来3年毛利率分别为66.0%/66.5%/66.5%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

- 一、供应链管控能力不足的风险：公司的业务涉及IP、生产、发售环节，可能排期和管控问题导致库存积压或供不应求，影响公司的业绩。
- 二、渠道扩张不及预期风险：拓展线下门店的前期费用通常较高，如果公司的线下门店扩张节奏或新开店的店效不及预期，将会损失开店前期的装修费用、租金费用等等。
- 三、潮牌IP衰减速度快于预期的风险：潮玩产品的核心是IP价值，IP运营和IP产品如果不能紧跟潮流趋势、满足消费者的需求，可能存在IP价值衰减、IP产品销售不及预期的风险。
- 四、行业竞争加剧的风险：国内潮玩行业竞争激烈，公司市场份额位列第一。如果行业竞争进一步加剧，公司的行业地位将受到挑战。

经营风险

- 一、供应链管控能力不足的风险：公司的业务涉及IP、生产、发售环节，可能排期和管控问题导致库存积压或供不应求，影响公司的业绩。
- 二、渠道扩张不及预期风险：拓展线下门店的前期费用通常较高，如果公司的线下门店扩张节奏或新开门店的店效不及预期，将会损失开店前期的装修费用、租金费用等等。
- 三、潮牌IP衰减速度快于预期的风险：潮玩产品的核心是IP价值，IP运营和IP产品如果不能紧跟潮流趋势、满足消费者的需求，可能存在IP价值衰减、IP产品销售不及预期的风险。
- 四、行业竞争加剧的风险：国内潮玩行业竞争激烈，公司市场份额位列第一。如果行业竞争进一步加剧，公司的行业地位将受到挑战。

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.GSI）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±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±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

分析师承诺

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。

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、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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