

2020 年 11 月 18 日

看好

# 从泡泡玛特潮流玩具展看潮玩行业的黄金时代

——潮玩盲盒行业深度报告之二

## 相关研究

《潮玩盲盒迅速崛起，玩家共享巨大行业红利——潮玩盲盒行业深度》2020 年 6 月 18 日

## 证券分析师

徐睿潇 A0230518110004  
xurx2@swsresearch.com

## 研究支持

徐睿潇 A0230518110004  
xurx2@swsresearch.com

## 联系人

徐睿潇  
(8621)23297818×转  
xurx2@swsresearch.com

## 本期投资提示：

- **2020STS 火热背后，国内潮玩文化的黄金时代。**潮玩展作为玩家和粉丝的行业盛事，展现了潮玩发展的新趋势，2020 上海国际潮流玩具展（STS）已经是泡泡玛特第六次举办潮流玩具展，参与的有 500 名设计师和超过 250 个潮流玩具品牌，参观人次再次超过十万。潮玩展会火热背后是潮玩消费文化的兴起，区别于快消品与普通的玩具，潮流玩具的艺术属性更强，潮流玩具带给人的更多是精神消费的满足。2016 年之前，潮流玩具在中国属于小众圈层的市场，随着中国最大潮流零售商泡泡玛特盲盒的流行，潮玩从少部分人的兴趣爱好上升为一种精神消费。在国内人均 GDP 达到了一万美金之后，国民的精神消费需求也愈发增长，和传统靠内容打造而成名的 IP 相比，潮玩设计师创作的 IP 往往没有背景故事，接触门槛较低，更容易受到粉丝追捧，成为了当下最火热的潮流文化派系。
- **泡泡玛特盲盒风起，引领国内潮玩出圈。**泡泡玛特于 2016 年成功推出第一个自主潮流玩具产品“Molly 星座”盲盒系列，吸引了大批粉丝追捧购买，实现了大规模商业化，后续推广和运营了数个爆款 IP 盲盒，颠覆了潮玩业态。我们估计国内潮玩消费群体有 300 万~500 万人（主要集中在 18~35 岁群体），消费主力军为 Z 世代（1995~2009 年间出生的人）。随着盲盒载体形式的潮玩在国内快速普及，潮玩盲盒从高颜值的外表，到普适合大众的悦己、陪伴、治愈、解压以及抽盲盒的刺激感等情绪价值，将潮玩的品类的消费人群扩展到了新锐白领与精致宝妈群体，同时逐步从一二线城市扩展到下沉市场。
- **新零售时代，盲盒经济驱动潮玩产业蓬勃发展。**根据弗若斯特沙利文数据显示，2019 年全球潮玩市场规模为 198 亿美元，中国潮流玩具零售的市场规模由 2015 年的 63 亿人民币增长到 2019 年 207 亿人民币，预期将于 2024 将达人民币 763 亿元，CAGR 达到 29.8%。在 2020STS 场馆同时举行的还有首届潮流玩具产业论坛，也是中国首次潮流玩具产业论坛，论坛上泡泡玛特联合天猫新品创新中心发布了《潮流玩具行业发展趋势白皮书》，预计到 2024 年盲盒在国内潮玩市场中的占比将从 2019 年大约 15%，增长到 2024 年的 41%。
- **合作主流电商平台，线上营销成为更具潜力的新阵地。**泡泡玛特线上渠道主要包括天猫旗舰店、微信泡泡抽盒机小程序等主流电商平台。泡泡玛特天猫旗舰店在 2019 年和 2020 年天猫“双十一”活动中当日销售额在天猫“模玩”类目排名第一，2020 年双十一更是成为天猫大玩具类历史上首个进入亿元俱乐部的旗舰店。借助线上天猫等数据平台，打造直播带货、线上抽盒等新玩法，丰富和优化的线上购物体验，潮玩产业规模有望迅速提升，根据《潮流玩具行业发展趋势白皮书》2019 年潮玩的线上销售占比仅为 2 成，大约 40 亿规模，预计 2019~2024 年线上的复合增速有望达到 60.7%。
- **泡泡玛特品牌与平台优势突出，携手电商巨头共同壮大潮玩产业。**2019 年泡泡玛特作为国内盲盒类潮玩的代言品牌，我们推算其销售额在国内盲盒市场当中占据半壁江山，而第二梯队玩家有 IP 小站、19 八 3、52toys 等。我们认为盲盒的商业模式可复制性强，核心的壁垒在于平台一体化优势。泡泡玛特公司业务覆盖了潮玩的全产业链，在潮玩圈搭建了自己的生态系统，凭借广泛的行业联动、既有的发行渠道以及强大的 IP 发掘及运营能力，竞争优势突出，作为头部玩家带领推广潮玩文化，吸引更多设计师进入和玩家，同时合作线上电商平台提升知名度和圈层社交流量，共同壮大潮玩产业。
- **风险提示：**潮玩 IP 昙花一现；新进入者斥重金入场加剧竞争；个别潮玩炒作的法律风险。



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 结论和投资建议

盲盒经济兴起，驱动潮玩破圈，潮玩文化在国内逐步进入黄金时代，而盲盒分赛道将表现更优，玩家有望共同分享行业红利。潮玩盲盒行业当中头部公司泡泡玛特，我们估计其份额占国内盲盒市场近半壁市场江山，凭借一体化平台、品牌力和行业影响力，携手主流电商，将共同引领潮玩盲盒行业发展壮大。

### 原因及逻辑

我们估计国内潮玩消费群体有 300 万~500 万（主要集中在 18~35 岁群体），除了二次元群体、Z 世代，盲盒形式的兴起将潮玩的品类的消费人群扩张到新锐白领与精致宝妈，同时有望从一二线城市扩展到下沉市场，在潮玩文化的推广下，引入更多玩家入场，共同扩大潮玩产业蓬勃发展，根据 2020《潮流玩具行业发展趋势白皮书》，国内的潮玩市场到 2024 年预计能到 700 亿以上，而盲盒市场在潮玩行业中的占比将从 2019 年大约 15%增长到 2024 年将达到 41%。

依托电商平台广泛提升知名度圈层社交流量，潮玩产业线上规模有望迅速提升，例如泡泡玛特合作天猫，通过大数据精准营销，筛选分类出潮玩、潮奢人群，并打造直播带货、线上抽盒等新玩法，丰富和优化的线上购物体验，根据《潮流玩具行业发展趋势白皮书》，2019 年潮玩的线上销售占比仅为 2 成，大约 40 亿规模，预计 2019~2024 年线上的复合增速有望达到 60.7%。

### 有别于大众的认识

市场对潮玩盲盒市场对其高成长的持续性不确定，甚至个别认为会是昙花一现。我们认为潮玩文化未来将进入黄金时代，盲盒作为一个载体，更重要的是内涵的情绪价值，给玩家带来了乐趣、治愈、陪伴、解压以及个性的释放，其广泛流行背后也是潮玩文化的在国内的兴起，潮玩已经逐步从少部分人的兴趣爱好上升为一种精神消费，当前国内人均 GDP 达到一万美金的门槛之后，国民精神消费需求逐步提升，具有强大的消费潜力。

市场认为盲盒商业模式的门槛较低，参与者众多，对潮玩行业龙头的护城河认识不足，我们认为泡泡玛特作为潮玩盲盒的头部公司，1）泡泡玛特是国内盲盒的标准的制定者，打上了品牌标签，并且依托行业地位不断提升平台影响力与议价能力。2）以泡泡玛特为代表的潮玩全产业链，在 IP 的创造、运营推广和消费者触达以及授权环节形成了产业链闭环，可实现价值最大化。

## 目录

|                                      |           |
|--------------------------------------|-----------|
| <b>1. 国内潮玩文化兴起，盲盒引领潮玩出圈.....</b>     | <b>6</b>  |
| 1.1 潮玩展会火热背后 国内潮玩文化的黄金时代.....        | 6         |
| 1.2 泡泡玛特盲盒风起 引领国内潮玩出圈.....           | 9         |
| <b>2. 新零售时代盲盒经济 驱动潮玩进入高增长赛道.....</b> | <b>11</b> |
| 2.1 盲盒经济兴起 引领潮玩消费变革.....             | 11        |
| 2.2 携手电商平台共同发力 潮玩线上阵地潜力更大.....       | 14        |
| <b>3. 头部公司平台优势突出 潮玩行业热度持续 .....</b>  | <b>16</b> |
| 3.1 深耕潮玩十年 树立品牌和平台影响力 .....          | 16        |
| 3.2 一体化运营孵化 IP 焕发潮玩生命力 .....         | 19        |
| <b>4. 投资建议.....</b>                  | <b>24</b> |

## 图表目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图 1：Sonny Angel 部分系列 .....                | 6  |
| 图 2：用户在“葩趣”平台上分享 Sonny Angel 的摄影 .....    | 6  |
| 图 3：泡泡玛特 STS 展会现场 .....                   | 7  |
| 图 4：泡泡玛特 STS 展会现场 .....                   | 7  |
| 图 5：泡泡玛特 STS 展会活动时间表 .....                | 8  |
| 图 6：泡泡玛特 STS 展会地图 .....                   | 8  |
| 图 7：泡泡玛特过往展会现场 .....                      | 8  |
| 图 8：泡泡玛特过往展会情况 .....                      | 8  |
| 图 9：葩趣 APP 服务界面 .....                     | 9  |
| 图 10：葩趣 APP 服务界面 .....                    | 9  |
| 图 11：泡泡玛特主要产品 .....                       | 10 |
| 图 12：引领潮玩审美 .....                         | 10 |
| 图 13：盲盒规则 .....                           | 11 |
| 图 14：产品展示 .....                           | 11 |
| 图 15：泡泡玛特渠道营收（百万元） .....                  | 12 |
| 图 16：泡泡玛特毛利率、净利率快速增长 .....                | 12 |
| 图 17：泡泡玛特线下门店 .....                       | 12 |
| 图 18：泡泡玛特机器人商店 .....                      | 12 |
| 图 19：泡泡玛特线下门店场景实拍 .....                   | 13 |
| 图 20：泡泡玛特机器人商店购物场景实拍 .....                | 13 |
| 图 21：小程序抽盒图 .....                         | 14 |
| 图 22：热门款式、预售新品被抢光（2020 年 10 月 27 日） ..... | 14 |
| 图 23：天猫泡泡玛特“双十一”界面 .....                  | 15 |
| 图 24：天猫泡泡玛特“双十一”界面 .....                  | 15 |
| 图 25：泡泡玛特受到明星粉丝的热捧 .....                  | 16 |
| 图 26：泡泡玛特 B 站 UP 主带货视频 .....              | 16 |
| 图 27：2020STS 展会现场 IP .....                | 17 |
| 图 28：2020STS 展会现场 IP .....                | 17 |

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 29：泡泡玛特近 3 年营收高增长（亿元） .....           | 17 |
| 图 30：泡泡玛特近 3 年归母净利润（亿元） .....           | 17 |
| 图 31：潮玩商业模式 .....                       | 18 |
| 图 32：“Molly” 部分代表系列 .....               | 19 |
| 图 33：“Molly” 系列的盲盒、徽章 BJD 及周边等 .....    | 19 |
| 图 34：泡泡玛特业务营收（百万元） .....                | 20 |
| 图 35：重磅 IP 收入情况（百万元） .....              | 20 |
| 图 36：公司自有 IP 代表 .....                   | 20 |
| 图 37：公司独家 IP 代表 .....                   | 20 |
| 图 38：泡泡玛特合作的艺术家（工作室） .....              | 21 |
| 图 39：泡泡玛特针对自有和独家 IP 开发潮流玩具产品的典型流程 ..... | 21 |
| 图 40：泡泡玛特合作的品牌 .....                    | 22 |
| 图 41：泡泡玛特 2020 年热门非独家 IP 产品 .....       | 22 |
| 图 42：泡泡玛特&哈利波特系列 .....                  | 23 |
| 图 43：Enesco&哈利波特系列 .....                | 23 |
| 图 44：合作伊利推广调味乳饮品 .....                  | 23 |
| 图 45：合作王者荣耀推出梦奇手办 .....                 | 23 |
| 表 1：可比公司估值表 .....                       | 26 |

# 1. 国内潮玩文化兴起，盲盒引领潮玩出圈

“文化，是一种成为习惯的精神价值和生活方式，它的最终成果，是集体人格。”——余秋雨《中国文化课》

## 1.1 潮玩展会火热背后 国内潮玩文化的黄金时代

**全球潮流玩具市场快速成长。**我们在上一篇报告《潮玩盲盒迅速崛起，玩家共享巨大行业红利》当中提到，在日本率先掀起盲盒旋风的 Sonny Angel，出自以艺术玩具制造为主业的日本公司 Dreams，并未在角色内涵，IP 人物的世界观背景和娱乐内容上投入，而是直接在产品制造和营销上进行了设计。Sonny Angel 在 2005 年问世，成为了大众化的商品，红遍亚洲，持续至今销售额稳定，经久不衰。根据弗若斯特沙利文报告，在可支配收入增加、潮流文化产业迅速发展，尤其是越来越多优质潮流玩具 IP 于市场成功孵化的驱动下，全球潮流玩具市场规模自 2015 年的 87 亿美元增长至 2019 年的 198 亿美元，CAGR 为 22.8%，并预期将于 2024 年达到 448 亿美元。

图 1：Sonny Angel 部分系列



资料来源：葩趣 APP，申万宏源研究

图 2：用户在“葩趣”平台上分享 Sonny Angel 的摄影



资料来源：葩趣 APP，申万宏源研究

**新生代潮玩 IP 崛起 成为当下火热的潮流文化派系。**潮流玩具又称艺术玩具 (Art Toy) 或设计师玩具 (Designer Toy)。潮玩主要将艺术、设计、潮流绘画，时尚雕塑等多元化艺术理念倾注在一个小小的身躯之内。区别于快消品与普通的玩具，其艺术的属性更强，往往被艺术家赋予感情，潮流玩具带给人的也是精神消费的满足——例如 Sonny Angel 已经远不止是一个公仔，更重要的是内涵的情绪价值，给玩家带来了乐趣、治愈、陪伴、解压以及个性的释放，受到了深长的喜爱。和传统靠内容打造而成名的 IP 相比，潮玩设计师创作的 IP 往往没有背景故事，接触门槛较低、接纳度更广，容易受到粉丝追捧，成为了当下最火热的潮流文化派系。

图 3：泡泡玛特 STS 展会现场



资料来源：网易新闻网，申万宏源研究

图 4：泡泡玛特 STS 展会现场



资料来源：网易新闻网，申万宏源研究

**展会火热背后是潮玩消费文化在国内兴起。**2016 年之前，潮流玩具在中国属于小众圈层的市场，部分玩家需要通过代购方式购买日本的潮玩，最近几年来，随着中国最大潮流零售商泡泡玛特的爆发增长，使得越来越多成年人接触到盲盒，潮玩从少部分人的兴趣爱好上升为一种精神消费，表现出强大的消费潜力。对于潮玩玩家，潮玩展会也变成了一个越来越大的行业盛事。2020 上海国际潮流玩具展（STS）已经是泡泡玛特第六次举办潮流玩具展，此前泡泡玛特多次举办亚太规模最大的潮流玩具盛会。2019 年泡泡玛特举办的北京国际潮玩展吸引了来自 14 个国家及地区的超过 270 名艺术家、超过 200 个潮流玩具品牌，参观人次超过十万，而 2020STS 以“密林游乐园”为主题，在艺术家品牌入驻、主题搭建、现场活动等方面都有重大升级，展馆总面积近 20000 平，参与的有 500 名设计师和超过 250 个潮流玩具品牌，包括行业顶级潮玩品牌 Kennyswork、PUCKY、The Monsters、Dimoo World 等。

与潮玩展同时举行的还有首届潮流玩具产业论坛，也是中国首次潮流玩具产业论坛，泡泡玛特创始人王宁发言讲到“一定程度上，潮玩会对未来的艺术、设计产生非常深远的影响，中国会因为潮玩文化而诞生出非常多优秀的设计师乃至艺术家，因为潮玩真的非常纯粹，没有任何功能，可以诞生出‘永恒’。最后，潮玩慢慢会形成一种文化”，展会上嘉宾之一的米未创始人、CEO 马东在演讲中分享了在现场听到了一些有趣的故事：**即便疫情影响，今年的门票还是 4 秒就售罄；成年人对于玩具的狂热让人难以想象，为了抢到现场发售的限量款，有近 1500 人凌晨就在展馆外排队**——现场火爆程度可想而知，而背后正是潮玩文化在国内的崛起，根据弗若斯特沙利文报告，中国的潮流玩具零售市场仍处于早期阶段，并在过去数年见证了快速增长，中国潮流玩具零售的市场规模由 2015 年的人民币 63 亿元增加至 2019 年的人民币 207 亿元，CAGR 达到 34.6%。预期于 2024 将达人民币 763 亿元，CAGR 达到 29.8%。

图 5：泡泡玛特 STS 展会活动时间表

|       |             |                                                                                                                                        |
|-------|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 11月6日 | 10:00—11:00 | 2020STS开幕式 2020 STS Opening Ceremony                                                                                                   |
|       | 11:00—12:00 | 迪士尼 x 阿达达斯三叶草 x 泡泡玛特 合作发布会<br>Disney x adidas Originals x POP MART Launch Event                                                        |
|       | 12:45—13:00 | 全民来探险 (互动小游戏) Interactive Adventure Game                                                                                               |
|       | 13:00—13:30 | 超画舞团街舞秀 Super Mask Crew Dance Show                                                                                                     |
|       | 13:30—14:30 | 艺术家访谈 Artist Interview 艺术家 Artist Yoyo Yeung                                                                                           |
|       | 14:45—15:15 | 全民来探险 (互动小游戏) Interactive Adventure Game                                                                                               |
| 11月7日 | 15:15—16:15 | 现场创作 On-site Painting 艺术家 Artist 伍超                                                                                                    |
|       | 10:00—11:00 | 泡泡玛特 x 预之宝合作发布会-Molly x Blythe小画家套盒首发分享会<br>POP MART x Hasbro Cooperative Conference Launch Event<br>Molly x Blythe Little Painter Set |
|       | 11:15—12:00 | 艺术家访谈 Artist Interview 艺术家 Artist SKULLPANDA                                                                                           |
|       | 12:45—13:00 | 全民来探险 (互动小游戏) Interactive Adventure Game                                                                                               |
|       | 13:00—13:30 | 超画舞团街舞秀 Super Mask Crew Dance Show                                                                                                     |
|       | 13:30—14:30 | 涂鸦表演 Graffiti Show 艺术家 Artist 泡泡玛特设计师 Ninego                                                                                           |
| 11月8日 | 14:45—15:15 | 全民来探险 (互动小游戏) Interactive Adventure Game                                                                                               |
|       | 15:15—16:15 | 天猫双11Molly美食派对新品发布会<br>Tmall 11.11 Molly Yummy Party Series Launch Event                                                               |
|       | 11:15—12:00 | 艺术家访谈 Artist Interview 艺术家 Artist MODOLI                                                                                               |
|       | 12:45—13:00 | 全民来探险 (互动小游戏) Interactive Adventure Game                                                                                               |
|       | 13:00—13:30 | 超画舞团街舞秀 Super Mask Crew Dance Show                                                                                                     |
|       | 13:30—14:30 | SankToys 藏克潮玩 新品发售会<br>SankToys New-Production Signing Session                                                                         |
|       | 14:45—15:15 | 全民来探险 (互动小游戏) Interactive Adventure Game                                                                                               |

资料来源：泡泡玛特官网，申万宏源研究

图 6：泡泡玛特 STS 展会地图



资料来源：泡泡玛特 STS 现场实拍，申万宏源研究

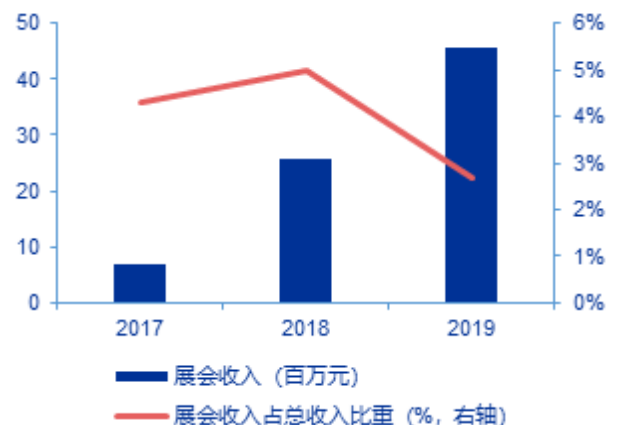
**头部玩家推广潮玩文化，引领潮玩审美走向主流大众市场。**作为中国潮流玩具文化的开拓者，泡泡玛特激起了人们对潮流文化及玩具的热情，秉着“创造潮流，传递美好”的使命，多次举办亚洲最大的专业潮流玩具展会，打造潮玩爱好者的乐园，除此之外还有艺术家签名会、发行限量款等，泡泡展会以开放的态度，合作各方 IP 行业里的玩家，共同推进潮玩行业的发展。另外泡泡玛特还联合顶级品牌举办设计比赛，更与顶级艺术院校合作开设潮玩课程，并在全国一、二线城市推出潮玩文化主题活动，培育与潮玩从小众文化发展成长为大体量市场。

图 7：泡泡玛特过往展会现场



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 8：泡泡玛特过往展会情况



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

组建社区培育更大潮玩市场圈层，开启潮玩发展的黄金时代。泡泡玛特自主开发了国内最专业的潮流玩具社交平台——葩趣 APP，已经覆盖超过 540 个潮玩品牌，平台上聚集了大量的潮玩爱好者，以及众多的潮玩设计师入住开设专栏，平台上可以看到粉丝发帖分享和展示自己的收藏、设计师发布和出售自己的新作品，除了盲盒和手办，还有关于潮玩的摄影、壁纸和周边，还有“改娃”“转娃”“换娃”等新的互动方式，另外还可以看到各种新品发布和展会信息等，成熟的潮玩社区与盲盒圈层也让潮玩盲盒更为风行。根据《每日经济新闻》报道，泡泡玛特的创认识王宁认为，潮玩市场是小众文化很早期的阶段，并没有真的成为特别大体量的行业，但从文化的维度看，现在是潮玩的黄金年代。

图 9：葩趣 APP 服务界面



社区



电子商城

图 10：葩趣 APP 服务界面



玩具百科



玩具库

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

## 1.2 泡泡玛特盲盒风起 引领国内潮玩出圈

扩张消费品类人群，从小众市场走向主流。我们在《潮玩盲盒迅速崛起，玩家共享巨大行业红利》重点介绍了盲盒消费主力军“Z 世代”（出生于 1995-2009 年）的用户画像，当红 IP 的潮玩盲盒从高颜值的外表到形象契合年轻人价值观的内涵，从最初的个性标榜，到普适大众的悦己、陪伴、治愈、解压等，抽盲盒的刺激感，背后是精神消费需求愈发增长，2019 年国内人均 GDP 已经达到了一万美金，历史上发达国家人均收入破万美金之后，文化产业往往迎来蓬勃发展，催生例如乐高、动漫等产业，随着盲盒载体形式的潮玩在国内快速普及，潮玩的品类的消费人群，也从最初泛二次元群体或男性为主，扩张到了以 Z 世代群体、新锐白领与精致妈妈（集中在 15~35 岁）为主的群体，同时也正在逐步从一二线城市扩展到下沉市场，我们估计国内潮玩消费群体有 300 万~500 万。

**爆款产品“Molly 盲盒”问世，引爆潮玩用户增长：**北京泡泡玛特文化创意有限公司成立于2010年，经营潮流玩具的设计和营销。2016年从前期销售爆款IP“Sonny Angel”的潮玩当中找到灵感，借鉴盲盒的模式，泡泡玛特推出第一个自主潮流玩具产品系列“Molly 星座”盲盒，吸引了大批粉丝追捧购买，实现了大规模商业化，Molly 为市场上各种潮流玩具IP中最受欢迎的产品之一。产品也覆盖了潮玩的主要品类，除了盲盒为主，还有手办、BJD 和其他相关的衍生品。近几年泡泡玛特逐步推出众多知名盲盒IP，如 Pucky、The Monsters、Dimoo、Satyr Rory 等，公司发展速度驶入快车道，迅速养成了一个庞大且活跃的粉丝社群，2017~2020 年 6 月泡泡玛特注册会员从 30 万增长至 320 万名，2019 年销售额达到了 16.8 亿。

图 11：泡泡玛特主要产品



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 12：引领潮玩审美



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**泡泡玛特盲盒“出圈”，颠覆国内潮玩业态。**过往艺术家在小型工作室工作，部分艺术家在潮玩圈当中有一定名气，但受众群体规模偏小。以 Molly 为例，早在 2006 年就已经被创作出来，但长久一直仅在小众圈子当中流行，通过公司的市场洞察力及经验，泡泡玛特发现了 Molly 巨大的潜力，在 2016 年获得授权之后，公司开始围绕 Molly 定制全面的 IP 运营计划。于 2017 年~2019 年，分别推出七、六及五个 Molly 盲盒系列。此外亦为 Molly 开发各种手办及衍生品，包括集换卡及徽章。在运营自己的潮流 IP 设计平台 PDC（Pop Design Center）成功打造了如 Bobo & Coco，Bunny 等潮玩新星，也其改变了了潮玩业态，推动潮玩逐步流行。

**“泡泡玛特”是国内潮玩盲盒的代言品牌。**随着潮玩文化的逐渐兴起，泡泡玛特引领着和快速推进中国潮流玩具大规模商业化，根据弗若斯特沙利文报告，2019 年按零售价值计算，泡泡玛特在中国潮流玩具零售市场中排名第一，市场份额为 8.5%；为中国最受欢迎的潮流玩具品牌，2019 年和 2020 年在天猫旗舰店“双十一”当日销售额在天猫“模玩”类目排名第一。2020 年 6 月泡泡玛特正式提交赴港上市招股书，作为潮流玩具的领军者，泡泡玛特充分享受了 Z 世代消费崛起的红利，公司主要采用盲盒的形式销售产品，同时覆

盖了潮玩的全产业链，无论在潮玩 IP 打造、运营和销售上，国内都可以称作行业标杆，是研究潮玩行业的重要案例。

## 2. 新零售时代盲盒经济 驱动潮玩进入高增长赛道

### 2.1 盲盒经济兴起 引领潮玩消费变革

根据《中国青年报》对上海师范大学影视传媒学院出版传媒系副系主任王月琴的采访，对盲盒的理解——盲盒热本质上是一种“惊喜经济”。“‘惊喜经济’会创造出意想不到的精神价值与物质价值，是产生心理愉悦机能的便捷手段，它可以让用户在简单的购物中感受到不平凡的刺激和震惊，通过不高的经济代价获得较多的喜悦，且能通过圈子在交流分享中完成社交、得到共识和身份认同”。

**新零售时代盲盒经济，引领潮玩消费变革。**盲盒又称“惊喜玩具”，里面装着未知的“惊喜”玩偶，泡泡玛特基于 IP 开发多个系列的盲盒产品，通常每年推出一到七个不等，具体取决于需求及受欢迎程度，各盲盒产品系列具有独特的主题，通常包含十二种不同的设计，包括一款特殊设计的“隐藏款”。同一系列中所有涉及的盲盒包装相同，盲盒分为固定款和隐藏款，通常有十二个。消费者购买的时候并不可知其具体样式，只有拆开才能看到，因此在打开盲盒的一瞬间会给用户带来强烈的刺激，于此不可预测性以及未知诱惑激发猎奇心理，盲盒增加了乐趣并增加重复购买，2019 年泡泡玛特复购率达到 58% 以上。

图 13：盲盒规则



资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店，申万宏源研究

图 14：产品展示

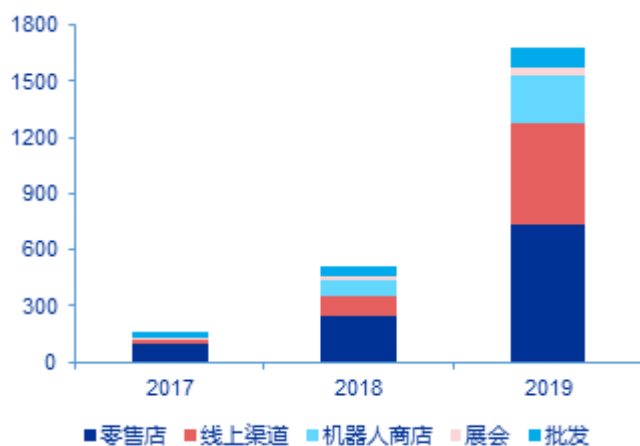


资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店，申万宏源研究

**泡泡玛特占据国内盲盒市场半壁江山。**泡泡玛特引领盲盒潮玩行业进入高增长赛道。在 2020 上海国际潮流玩具展（STS）展会上，泡泡玛特联合天猫新品创新中心发布了《潮流玩具行业发展趋势白皮书》对行业发展做出了展望：2020 国内的潮玩市场约 200 亿，预计到 2024 年预计能到 700 亿，而盲盒市场在潮玩行业中的占比将从 2019 年大约 15% 增长到 2024 年将达到 41% 以上。我们推算泡泡玛特的销售额占据国内盲盒市场的近一半，

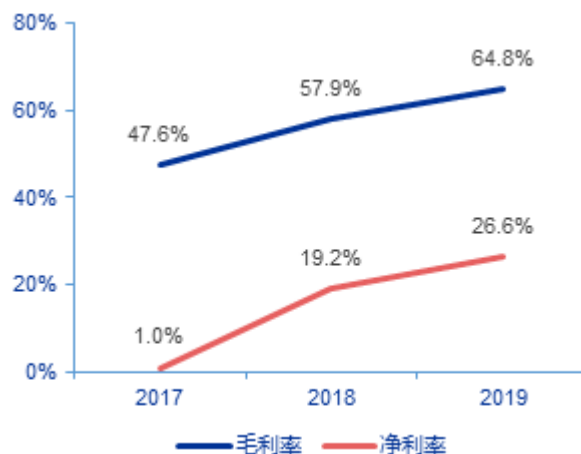
泡泡玛特布局 OMO 全渠道，通过线上线下联动，探索出更多途径触达消费者，促进销售潮流玩具，同时潮玩文化的推广下引入更多设计师进入和创造新品，以及线上电商平台广泛知名度圈层社交流量，共同扩大潮玩产业蓬勃发展。

图 15：泡泡玛特渠道营收（百万元）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 16：泡泡玛特毛利率、净利率快速增长



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**盲盒线下销售主要是通过零售店与机器人。**以泡泡玛特为例，截至 2020 年 6 月在中国 33 个一二线城市主流商圈的 114 家零售店，铺设了位于 57 个城市的 825 间创新机器人商店。同时，泡泡玛特已入驻韩国、港台、欧美、东南亚和澳洲等地区和国家，全球布局不断扩展。零售店是确立市场地位及与粉丝互动联系的重要渠道。2017 年至 2019 年，泡泡玛特的零售店数量从 32 家增长至 114 家。零售店均月收入持续高增长，由 2017 年的 26.3 万元增长至 2019 年的 69.7 万元，复合年增长率为 62.8%。泡泡玛特同时用机器人商店形式迅速扩张渠道布点，2017 年至 2019 年机器人商店从 43 家增长到 825 家，铺设速度远超零售店。

图 17：泡泡玛特线下门店



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 18：泡泡玛特机器人商店



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**泡泡玛特线下门店数据表现优异。**我们在上一篇报告《潮玩盲盒迅速崛起，玩家共享巨大行业红利》当中重点分析了泡泡玛特零售店不断提升高坪效，2019 年达到 6.7 万元/

平米/年，零售店和机器人商店投资回收期分别在 2 年和 1 年内。泡泡玛特线下门店大多捆绑商场和购物中心等人流聚集区，通过零售店凝聚大量粉丝、体验新产品、提升购物体验及提高品牌知名度。众多的玩家和消费者或进店欣赏，或驻足“掂量”或“摇一摇”的方式挑选盲盒，零售店的广告效应更加突出。而机器人商店售货机为自动式及互动式自动售货机，往往投放在人流较高的位置，例如地铁站等，每间机器人商店能够存储最多约 60 个货品品类，相比零售店当中往往要排队的情况，机器人商店购买更便捷，而机器人商店的数据将为零售店的拓展提供有力的数据洞察，如果销售火爆则可能会被零售店代替。

图 19：泡泡玛特线下门店场景实拍



资料来源：现场实拍，申万宏源研究

图 20：泡泡玛特机器人商店购物场景实拍



资料来源：现场实拍，申万宏源研究

**依托经销商渠道走向海外市场，盲盒经济催生庞大二手交易市场。**泡泡玛特的客户除了粉丝之外，还有经销商渠道，截至 2019 年底，泡泡玛特在中国拥有 22 名经销商及于韩国、日本、新加坡及美国等 21 个海外国家及地区拥有 19 名经销商，于 2017 年、2018 年及 2019 年，来自经销商的收入分别为人民币 27.7 百万元、人民币 44.9 百万元及人民币 93.6 百万元。另外二手市场也是盲盒的重要交易渠道，在上一篇报告《潮玩盲盒迅速崛起，玩家共享巨大行业红利》当中，我们重点分析了，盲盒因其未知性产生大量交换和转让需求，在国内最大的二手交易平台闲鱼上，盲盒交易已形成千万级市场。

## 2.2 携手电商平台共同发力 潮玩线上阵地潜力更大

**线上玩法创新，优化抽盲盒体验。**盲盒消费具有较强的视觉冲击力和体验感，线下消费难以完全替代，但目前互联网手段逐步丰富，线上渠道可以触达更多消费者，泡泡玛特在线上营销中玩法不断创新，尤其是以直播互动、综艺游戏为载体的模式，持续优化线上消费体验，会将部分已经形成粘性的玩家引导至线上，我们认为在行业玩家和互联网平台等共同发力下，线上营销是行业的下一步发展趋势。

**泡泡抽盒机+天猫旗舰店驱动强劲增长。**得益于线上天猫旗舰店与微信小程序抽盒机，2019 年泡泡玛特线上渠道的收入增长到 5.39 亿，线上销售对营收贡献的占比也在逐渐提升。泡泡玛特微信公众号拥有超过 200 万粉丝，头条阅读量均 10 万+，据清博指数，泡泡玛特微信公众号活跃粉丝预估超过 100 万。泡泡玛特在 2018 年 9 月在微信上线泡泡抽盒机线上抽盒增加趣味性 微信的小程序的“摇一摇盲盒”可以排除掉三个选项，小程序符合盲盒的特征且内嵌有互动功能，创造了好玩、有趣的购物体验，从而增加智能手机上盲盒的销售。泡泡抽盒机推出以来，收入由 2018 年的人民币 2300 万元增加至 2019 年的人民币 2.7 亿元。截至 2020 年 10 月底，我们发现泡泡玛特预售的热门款式已经提前抢光，“密林古堡系列”预售至 2021 年 1 月发货。

图 21：小程序抽盒图



资料来源：泡泡玛特微信小程序，申万宏源研究

图 22：热门款式、预售新品被抢光（2020 年 10 月 27 日）



资料来源：泡泡玛特微信小程序，申万宏源研究

**深度合作天猫平台，泡泡玛特晋升大玩具类目中首家“亿元俱乐部”成员。**泡泡玛特在天猫的旗舰店拥有 340 万粉丝，泡泡玛特开创和定义了天猫的潮玩类目，2019 年天猫旗舰店“双十一”当日售卖出超过 200 万个潮玩，销售额达到人民币 8,212 万元，在天猫“模玩”类目排名第一，超越了乐高、万代等知名国际玩具品牌，盒销量位居第一，也超过了 Sonny Angel、Line Friends 等著名品牌。而在 2020 年天猫“双十一”活动期间，泡泡玛特天猫旗舰店销售额达 1.42 亿元，成为大玩具类目中首家“亿元俱乐部”成员。

图 23：天猫泡泡玛特“双十一”界面



资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店，申万宏源研究

图 24：天猫泡泡玛特“双十一”界面



资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店，申万宏源研究

**精准营销定位潮玩圈层，线上有望迎来更高速提升。**首届潮流玩具产业论坛，天猫快速消费品&服饰时尚事业部总经理古迈在主题演讲中表示，天猫如今的潮玩交易规模在 40 亿元左右，“任何一个垂直赛道，理论上至少要做到 300-500 亿才能够得上成为一个垂直赛道。从天猫这个垂直赛道，我们看到了潮玩的机会，未来两三年，我个人认为线上渠道可能会有 7 倍的成长。”根据《潮流玩具行业发展趋势白皮书》预计，2019 年潮玩的线上销售占比仅为 2 成，大约 40 亿规模，预计 2019~2024 年线上的复合增速有望达到 60.7%。天猫平台通过大数据精准营销，筛选分类出潮玩、潮奢人群，同时结合天猫直播带货、线上抽盒、天猫小游戏等新玩法，丰富和优化的线上购物体验，借助天猫等平台数字化产品发展，未来线上有望增速有望进一步提升。

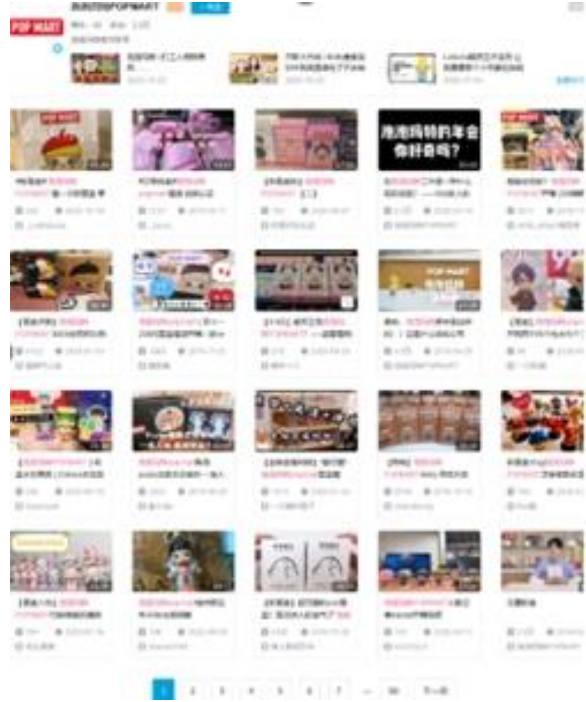
**合作短视频、直播等平台，实现互联网口碑裂变。**泡泡玛特作为 IP 综合运营商，不断探索出更多途径触达消费者，从而收获流量和粉丝。从葩趣 App 到微信“抓娃娃”小游戏，再到微信小程序“泡泡抽盒机”，形成社交效应，互联网传播裂变，引发消费口碑的传播，同时直播、短视频（天猫、抖音、快手、B 站、小红书）等处于风口的内容载体推广，成功带来更多的曝光的机会，截至 2020 年 11 月 12 日，泡泡玛特抖音已有 105.5 万粉丝，微博已有 87 万粉丝。越来越多的盲盒玩家通过社媒渠道录制开箱视频，分享自身喜悦的同时也会吸引更多的新玩家。

图 25：泡泡玛特受到明星粉丝的热捧



资料来源：泡泡玛特微信公众号，申万宏源研究

图 26：泡泡玛特 B 站 UP 主带货视频



资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

### 3. 头部公司平台优势突出 潮玩行业热度持续

#### 3.1 深耕潮玩十年 树立品牌和平台影响力

盲盒商业模式可复制性强，核心的壁垒在于平台一体化优势。我们在潮玩展会中看到各式各样的 IP 和盲盒，盲盒的风口掀起之后，吸引力众多玩家相继进场，2019 年泡泡玛特以 8.5% 的市占率在潮玩市场排名第一，第二梯队玩家有 IP 小站、19 八 3、52toys 等，盲盒行业玩家众多，但以小玩家居多，集中度低，业内还有部分玩家仅仅只做设计、生产或者销售中的单一环节，全产业链的玩家相对较少。盲盒的商业模式可复制性强，核心的壁垒在于平台一体化优势，泡泡玛特凭借强大的 IP 发掘和运营推广能力，建立起一个涵盖整个 IP 运营价值链的一体化平台，提高其 IP 的商业价值并提升 IP 的品牌知名度及变现能力。

图 27：2020STS 展会现场 IP



资料来源：现场实拍，申万宏源研究

图 28：2020STS 展会现场 IP



资料来源：现场实拍，申万宏源研究

**自主开发潮玩，盲盒带动业绩实现高速增长。**泡泡玛特成立于 2010 年，初期是以售卖创意小百货为主玩具集合店，创立前几年持续亏损，在推出“Molly”盲盒之后，自营的潮流玩具销量迅速增长，泡泡玛特逐步转型为 IP 综合运营商，主要业务模式：艺术家挖掘，对 IP 进行孵化、创作设计，再进行标准化生产，之后运营推广，主要以盲盒形式触及消费者。2017 年、2018 年及 2019 年，公司营收分别为人民币 1.6 亿元、5.1 亿元及 16.8 亿元，2018 年和 2019 年分别同比增长 225.5%和 227.2%。2017 年公司成功扭亏为盈，2017-2019 年归母净利润分别是 157 万元、9952 万元及 4.5 亿元，2018 和 2019 年分别同比增长 6243%和 353%。

图 29：泡泡玛特近 3 年营收高增长（亿元）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 30：泡泡玛特近 3 年归母净利润（亿元）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**定义潮玩盲盒玩法，占领用户心智。**对于潮流玩具来说，设计价值大于原材料价值，根据泡泡玛特披露，2019 年公司产品毛利率可以达到 64.8%，价值往往明显高于制造成本，

而如何让旗下的产品区别于一般快消品，让消费者为艺术和品牌买单，是商家的竞争力以及产业得以发展的关键所在。泡泡玛特作为中国潮玩届的头部企业，在引入并扩大盲盒形式的营销后，打上了泡泡玛特的标签，推广过程中不断塑造自身品牌形象，给消费者形成品牌认知。根据泡泡玛特创始人兼 CEO 王宁介绍，泡泡玛特推广盲盒，其实是在输出自己的玩法、尺寸和语言标准。围绕盲盒，诞生了诸如隐藏、雷款、拆盒、欧气这些衍生词，它们正在沉淀为一套标准语言体系，有助于提升泡泡玛特的品牌辨识度和商业价值。

**IP 的综合孵化和运营平台，打造全球领先的潮流文化娱乐公司。**泡泡玛特构建了覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台，公司力图打造覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台（1）积极发掘具有商业前景的全球艺术家；（2）IP 运营：通过动用一体化平台的资源及领先的产品设计和开发能力，不断根据 IP 创作原创、独特和有趣的自主开发的潮流玩具产品，从而提升 IP 知名度及商业价值；（3）消费者触达：建立了全面且广泛的销售及经销网络，包括零售店、机器人商店、在线渠道、潮流玩具展会和批发渠道；（4）潮流玩具文化的推广。成立十年以来，已经发展成了为集潮流商品销售、艺术家经纪、衍生品开发与授权、互动娱乐和潮流展会主办于一体的潮流文化娱乐公司。

图 31：潮玩商业模式



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**依托全产业链平台，围绕 IP 搭建生态系统。**泡泡玛特对于成功 IP 商业化及保持竞争优势：1）依托平台的品牌、影响力吸引顶级的艺术家，并且保持长期的合作关系，凭借广泛的行业联动、既有的发行渠道以及强大的 IP 发掘及运营能力，头部玩家将更有利的条件以获取一流的潮流内容资源，并在过程中拥有更强大的议价能力；2）同时凭借庞大的数据库及粉丝群，精准定位解及预测消费者的喜好，物色或培育杰出的艺术家及高质量的潮流

内容；3）与同行相比，泡泡玛特开发周期更短，保证产品上新速度领先，更快更好地满足消费者需求；4）泡泡玛特的 IP 运营资历、专业团队及对整个运营周期有效管理，实现 IP 价值最大化。

### 3.2 一体化运营孵化 IP 焕发潮玩生命力

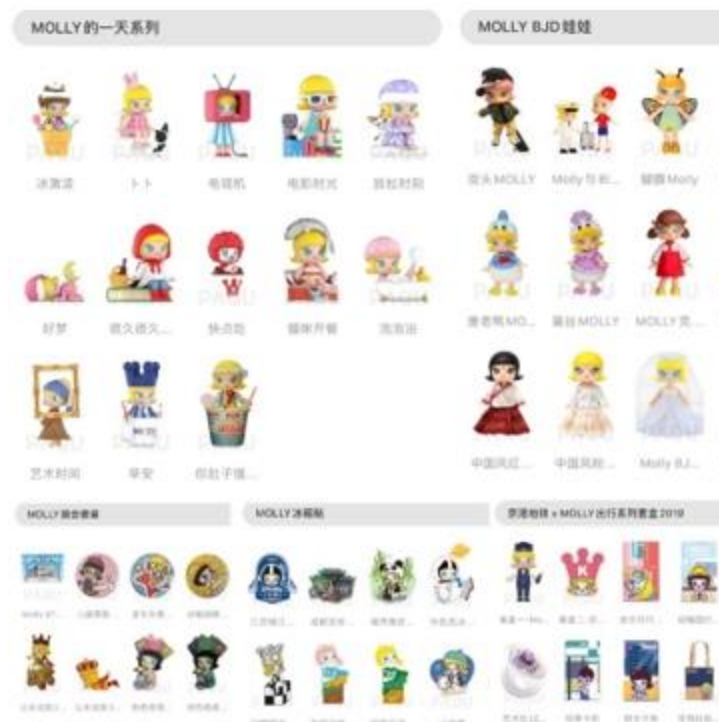
**依托新品迭代推出，保持潮玩 IP 热度。**优秀的设计才能更容易赋予潮玩 IP 的生命，由于原创的 IP 没有故事背景，不断的推出新品是维持热度、丰富的产品系列提供了多元化的选择，即便是同一个形象，在不同的情景设定中有独特的妙趣横生，或软萌可爱，或古灵精怪，总有一款能击中消费者的内心，满足精神消费的需求，受到了玩家持续追捧。以泡泡玛特的招牌 IP——Molly 为例，初生代的 Molly 以小朋友的形象为原型，具有一双湖绿色大眼睛和嘟嘟嘴为代表特征，其倔强、聪明、傲娇的性格设定和灵活百变的造型，不断吸引了一批又一批的粉丝。截至 2020 年 10 月，在葩趣 APP 上可以看到相关的盲盒、手办、周边等共计 141 个系列，围绕 IP 不断打造新品，延长 IP 的寿命。

图 32：“Molly”部分代表系列



资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店，申万宏源研究

图 33：“Molly”系列的盲盒、徽章 BJD 及周边等

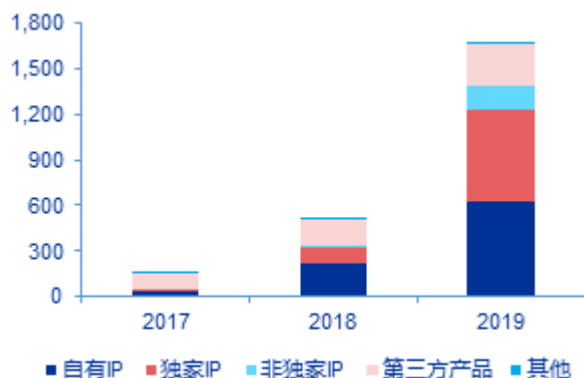


资料来源：葩趣 APP，申万宏源研究

**借助过往成功模式，推出多款新“爆款”IP 盲盒。**根据泡泡玛特披露的招股书，一方面“Molly”系列的收入急剧增长，2019 年基于 Molly 形象的自主开发产品产生的营收达到了 45.6 亿，3 年复合年增长率为 242.1%。公司在 Molly 上不断地推出新的系列，体现出了其巨大的潜力；另外一方面“Molly”在公司总收入的占比逐渐下滑，从一开始的 89.4% 到 2019 年的 32.9%，也是证明了公司不在不断地推出的新的产品，增加其他 IP 的种类，2018 年 4 月，公司推出第一个“PUCKY Pool Babies”盲盒系列。独家 IP Pucky 在 2018

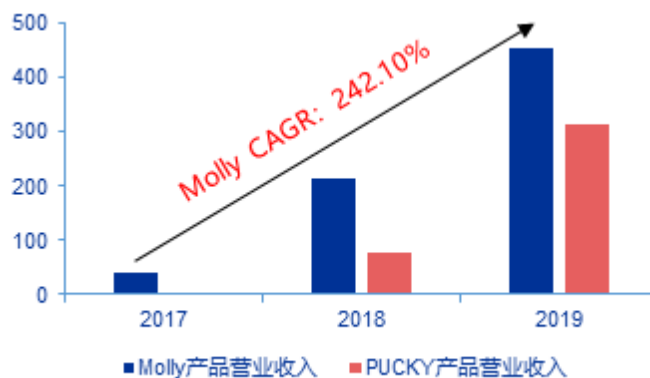
年达到了 0.75 亿，2019 年达到了 3.15 亿，而 2019 年新推出的“Dimoo”和“The Monster”收入达到了 1 亿。

图 34：泡泡玛特业务营收（百万元）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 35：重磅 IP 收入情况（百万元）



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**前期圈占稀有 IP 资源，积累储备丰富。**泡泡玛特的迅速壮大，盲盒只是作为载体，根据弗若斯特沙利文调查，70% 的用户会为了自己心仪的特定款式的购买盲盒玩具超过 3 次以上，核心要素还是 IP 本身，而高质量潮流内容通常稀缺。泡泡玛特在前期储备了大量的稀缺 IP 的独家授权，基于拥有的 IP 持续开发原创、独特及有趣的潮流玩具产品，从而提升 IP 的知名度及商业价值；另一方面，截至 2020 年 6 月共运营了 85 个 IP（包括 12 个自有 IP、22 个独家 IP 和 51 个非独家 IP），公司预计将在 2020 年运营超过 30 个新 IP。

图 36：公司自有 IP 代表



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 37：公司独家 IP 代表



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**自建 IP 能力领先——广泛物色培育+深度绑定顶尖潮玩艺术家。**泡泡玛特主要是走自建为主 IP 的路线，不断开发新的 IP，同时与经典 IP 合作，扩大 IP 库。通常孵化 IP 的难度大、壁垒高。泡泡玛特一方面与超过 350 位艺术家保持紧密、稳定的合作关系，并通过授权或合作安排与其中 25 位来自全球的才华横溢的艺术家开展合作；另一方面发掘艺术家的能力，为物色具商业价值的艺术家，截至 2019 年底由逾 20 人组成的内部艺术家发掘团队积极主动地在全球寻找人才，同时通过包括展会、比赛以及和院校开设的相关讲座接触。

泡泡玛特凭借领先的市场地位、成熟的变现渠道、广泛的销售网络及庞大的粉丝群，帮助将艺术家的作品带进大众市场，使得设计师可以专注作品，公司帮助运营和推广。

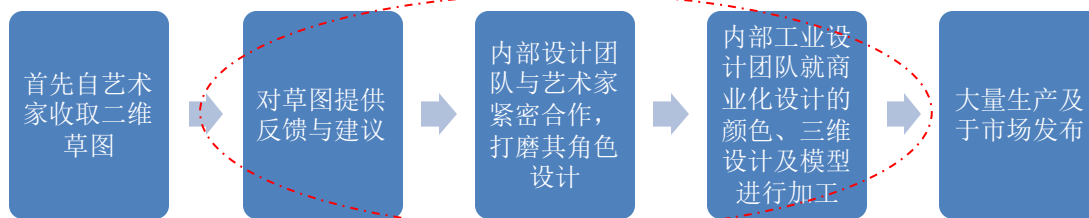
图 38：泡泡玛特合作的艺术家（工作室）



资料来源：泡泡玛特官网，申万宏源研究

**市场数据反哺研发设计，从艺术及商业层面共同创作成功的 IP。**潮流玩具公司需要源源不断地推出新的别致产品以把握不断演变的消费者需求。泡泡玛特的艺术家负责创作潮流玩具产品的初期艺术设计，公司的一体化潮流玩具平台，则将相关艺术设计转换为商业化产品及实现相关 IP 的商业价值。截至 2019 年底，公司拥有一支由 91 名成员组成的内部创意设计团队，依托公司深刻的行业见解、优秀的设计能力和丰富的 IP 运营经验，赋予艺术家灵感，同时依托线上销售平台大数据，基于对粉丝喜好及市场趋势的第一手分析见解，从商业及技术角度出发开发打磨其角色设计，配匹配最佳的商业化生产。

图 39：泡泡玛特针对自有和独家 IP 开发潮流玩具产品的典型流程



资料来源：申万宏源研究

**携手知名 IP 推出合作款，提升品牌国民度。**泡泡玛特同时合作市场上自带热度的经典 IP，经过创意设计团队及工业设计团队再次创作设计，2019 年此类业务的收入也接近 1.6 亿。非独家 IP 通常来自电影、动漫或游戏等，例如迪士尼、漫威、梦工厂、皮克斯、环球、暴雪等公司旗下，可选择的 IP 库较大，同时这些 IP 已经拥有庞大的粉丝基础，可以吸引粉丝群体部分转化为自身用户，最初推出「Mickey and Minnie」、「Despicable Me」及「Hello Kitty」，到“迪斯尼公主”（2019 年 10 月 12 日）、“迪士尼反派”（2020 年 9 月 25 日）、“哈利波特”（2020 年 6 月 19 日）等系列受到热捧。泡泡玛特同时还促进只有 IP 与其与世界知名 IP 之间的合作，以运营 Molly 为例，推出了「Mickey and Minnie」、「Despicable Me」及「Hello Kitty」系列。

图 40：泡泡玛特合作的品牌



资料来源：泡泡玛特官网，申万宏源研究

图 41：泡泡玛特 2020 年热门非独家 IP 产品



资料来源：泡泡玛特微信公众号，申万宏源研究

**非独家的 IP 的成功与平台一体化能力密不可分。**泡泡玛特合作的非独家 IP 通常已经很成熟，也同时被授权给多个公司，竞争对手也会生产手办与盲盒等潮玩产品，而泡泡玛特的产品能够取得认可，首先与其设计密不可分，在打造当中注重将其独特设计风格和乐趣融入 IP，以创作与粉丝产生共鸣的产品，同时对于合作的 IP 方的粉丝来说，也在众多设计当中突出，同时借助泡泡玛特平台上也触达更多粉丝，成为具备特色标签的 IP。对比同样的哈利波特 IP 的盲盒，根据淘数据天猫销量的差别可看出，泡泡玛特在 2020-06 至 2020-11 期间合计约 15 万份销量，总计 1012.36 万元销售额；远超过 Enesco 在 2020-09 至 2020-11 期间合计 1,270 份销量，总计 12.25 万元销售额。

图 42：泡泡玛特&哈利波特系列



资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店，申万宏源研究

图 43：Enesco&哈利波特系列



资料来源：Enesco 天猫旗舰店，申万宏源研究

**跨界合作全品类玩法、潮流文化赋能产品。**以盲盒形式爆红的 IP，下一步有望进入到其他实体产品或虚拟内容领域，焕发更强的生命力。相关玩家也有望从单纯的潮玩盲盒领域玩家蜕变至以 IP 为核心的可持续的新兴消费引领者。泡泡玛特 2018 年开始全面开展 IP 授权业务 2019 年授权伊利使用 Molly 推广调味乳饮品，目前已与德芙、芬达、旁氏、IPSA、味可滋、娃哈哈等各行业领军品牌等各行业的领军品牌展开了密切合作。泡泡玛特利用丰富的 IP 资源，开放的授权理念，可定制的属性，极高国民认可度都为授权项目带来了极佳的市场反馈以及传播效果，为各大优质品牌赋能，注入新鲜定义个性，同时拓宽变现渠道。

图 44：合作伊利推广调味乳饮品



资料来源：泡泡玛特官方微博，申万宏源研究

图 45：合作王者荣耀推出梦奇手办



资料来源：泡泡玛特官方微博，申万宏源研究

## 4. 投资建议

**投资建议及相关标的：**我们认为目前行业处在高速爆发期，集中度较低，能够获取资金和资源的玩家快速跑马圈地，其中一体化平台的公司将保持竞争优势，拥有自创 IP、品牌以及渠道优势等公司有望共享行业红利。相关标的：港股拟上市公司泡泡玛特，A 股金运激光（旗下 IP 小站）、奥飞娱乐、晨光文具等。

**金运激光：轻资产转型盲盒 IP 运营，全面进军潮文化新兴消费。**金运激光先以智能零售终端（盲盒售卖机）切入盲盒行业。旗下 IP 小站成立于 2016 年，由上金运激光并提供软硬件解决方案支持，为其供应盲盒售卖机以及三维数字技术。2020 年金运激光与腾讯签署战略框架协议，合力为“QQfamily”IP 铺设爆火之路。IP 小站已与孩之宝、迪士尼、梦之城、北京影舟子等 30 余家中外知名 IP 供应商合作，引进 IP 衍生品 700 余种，现已推出《阿狸》、《蜡笔小新》、《猫和老鼠》、《罗小黑》等热门盲盒。金运激光与腾讯的合作也将积极打造以 QQ 企鹅为样本的盲盒，同时还拥有日本超人气娃娃 Sonny Angel 的线下售卖机渠道的中国独家代理权。截至到 2020 年 1 月 12 日，IP 小站在线下一共覆盖了 21 个城市，接近 600 台设备，被金运激光收购之后，拟募投项目在 3 年内铺设 80 家线下潮玩体验店，4 年内增设 8,000 台无人零售终端。

**奥飞娱乐：依托国内动画原创 IP，进军下游盲盒行业。**奥飞娱乐是中国目前最具实力和发展潜力的动漫及娱乐文化产业集团公司之一。自创立以来，奥飞娱乐历经三次转型升级，成功打造了以 IP 为核心，集动漫、玩具、婴童、授权、媒体、影视、游戏等一体的泛娱乐产业链系统，实现了从精品 IP 打造到全产业链变现的运作模式。目前，奥飞娱乐囊括了国内众多、覆盖全龄段、拥有广泛知名度的 IP 群：面向儿童及青少年领域的“喜羊羊与灰太狼”、“铠甲勇士”、“巴啦啦小魔仙”、“超级飞侠”、“火力少年王”等 IP；面向全年龄段人群的“十万个冷笑话”、“镇魂街”、“贝肯熊”等 IP。同时积极推进“奥飞欢乐世界”室内乐园落地，预计 2020 年底将有 29 家左右门店开业，助力公司打造泛娱乐生态圈。奥飞娱乐 2020 年 8 月初推出阴阳师系列盲盒，9 月份开始铺开销售渠道，拓展名创优品、全家等线下门店以及奥迪双钻旗舰店、网易游戏商城等线上渠道，截至 Q3，累计销售超过 44.6 万只，未来将推出更多系列盲盒。

**晨光文具：文创巨头布局盲盒，品牌渠道共同助力。**晨光文具是一家整合创意价值与服务优势的综合文具供应商，产品涵盖书写工具、学生文具、办公文具及其他相关产品。“九木杂物社”成立于 2016 年，是晨光文具打造的一个生活百货连锁品牌，专注于文具、文创、生活领域，定位精品小百货。2020Q1-Q3，九木杂物社实现营收 3.60 亿元（YoY+17.41%）；截至 2020Q3，九木杂物社全国范围内已开店 334 家（直营 211 家，加盟 123 家），并且仍在快速扩张。九木杂物社主要销售文创、手办、电子及生活产品，且实现部分自主生产，有利于打造自身品牌，扩大品牌影响力和提升核心竞争力。杂物社内有盲盒陈列销售，其目标用户与其他商品完成重合，盲盒类产品 SKU 占比超过 20%，并上线九木杂物社天猫旗舰店，借助于晨光文具的渠道和资源优势，有望成为盲盒行业的重要渠道和品牌商。

**名创优品：渠道网络优势突出，携手知名 IP 走平价路线。**名创优品创办于 2013 年，是“年轻人都爱逛”的生活好物集合店。自 2016 年以来，名创优品与 Hello Kitty、漫威、迪士尼等 17 个全球知名 IP 合作，推出联名爆款，多元化产品设计和创新，提升品牌价值与知名度的同时，为消费者打造更愉悦的购买体验。2019 年 11 月，名创优品推出盲盒系列，在完善的供应链和强大的 IP 能力下，平均定价仅为 29.9 元，平价盲盒推出第一周销售超过 10 万个。截至 2020Q2，名创优品全球门店共 4222 家，其中在中国 300 多个城市拥有 2500 多家，根据弗若斯特沙利文报告，至 2020Q2，名创优品是全球覆盖范围最广的生活方式产品零售网络。

表 1：可比公司估值表

| 股票代码      | 简称   | 2020/11/17 |        | EPS   |       |       | PE    |       |       | PB  |
|-----------|------|------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
|           |      | 收盘价（元）     | 市值（亿元） | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |     |
| 300220.SZ | 金运激光 | 26.60      | 40.2   | 1.30  | 3.16  | 5.56  | 33.2  | 13.7  | 7.8   | 15  |
| 002292.SZ | 奥飞娱乐 | 7.56       | 102.6  | 0.05  | 0.18  | 0.25  | 137.5 | 40.9  | 29.7  | 2.6 |
| 603899.SH | 晨光文具 | 81.88      | 759.4  | 1.31  | 1.63  | 2.03  | 62.6  | 50.1  | 40.4  | 14  |

资料来源：Wind，申万宏源研究（注：金运激光 EPS 暂不考虑定增）

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|    |     |              |                                                                          |
|----|-----|--------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 华东 | 陈陶  | 021-23297221 | <a href="mailto:chentao1@swsresearch.com">chentao1@swsresearch.com</a>   |
| 华北 | 李丹  | 010-66500631 | <a href="mailto:lidan4@swsresearch.com">lidan4@swsresearch.com</a>       |
| 华南 | 陈左茜 | 755-23832751 | <a href="mailto:chenzuoxi@swsresearch.com">chenzuoxi@swsresearch.com</a> |
| 海外 | 朱凡  | 021-23297573 | <a href="mailto:zhufan@swsresearch.com">zhufan@swsresearch.com</a>       |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20% 以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并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。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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。