



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

手办&盒蛋行业报告：快速增长的消费赛道， IP 和渠道构筑壁垒

潮流玩具行业深度

2021 年 4 月 23 日

证券研究报告

行业研究

深度报告

潮流玩具 行业

王建会 传媒互联网分析师

执业编号: S1500519120001

联系电话: 021-61678587

邮箱: wangjianhui@cindasc.com

执业编号: S1500519120001

李盈睿 研究助理

联系电话: 021-61678587

邮箱: liyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

快速增长的消费赛道, IP 和渠道构筑壁垒

2021 年 4 月 23 日

本期内容提要:

- **从手办、盒蛋的生产过程看模型玩具类壁垒:** 手办为高档玩具, 生产过程精细, 手工比重较多, 对原型师技术要求较高, 一般采用硅胶模具, 导致量产难度大, 但精细化程度高, 产品属性偏定制性, 面向核心群体, 定价较高。盒蛋为大众消费品, 一般为搪胶玩具生产壁垒低, 价值创造在产业链两端即 IP 形象端和品牌渠道端。目前行业还处在导入和成长期, 市场参与者众多且集中度较低, 我们归纳现阶段盲盒销售三要素为品牌/渠道、IP 形象、艺术形象, 拥有品牌和完善渠道的盒蛋能更多的触达消费者, IP 形象可帮助引流实现销售, 艺术形象是盒蛋产品区别于其他玩具的本质特征, 实现吸引消费者购买。
- **以泡泡玛特的成长史为例, 探索盲盒行业的品牌成功因素:** 1、IP 能力: 爆款 IP、艺术家与持续扩张的系列; 2、渠道能力: 零售店、机器人商店与线上渠道实现消费者触达; 3、品牌能力: 文化推广、会员培育与消费者心智。在潮流玩具的蓝海市场中, 泡泡玛特率先实现了品牌渠道优势, 拥有 Molly、Dimmo 等自有 IP 持续贡献收入, 并搭建潮流玩具平台签约艺术家合作推出新品类, 从渠道和 IP 两方面持续巩固先发优势。
- **从日本经验看我国手办&盒蛋产业的成长性:** 1、宏观因素: 我国现阶段与日本 80 年代手办产业爆发时的人均 GNI 和 GDP 增速为同一水平 (或更高), 宏观经济支撑娱乐产业消费, 2、文化产业链: IP 消费增多且可以实物商品化的上游 IP 更多, 从供给端带来产业的爆发, 3、制造基础: 我国为玩具制造大国, 玩具制造产业链完备, 盒蛋产品的制作量产容易, 手办等精细化模型玩具的人才逐步培养起来。
- **风险因素:** 1、消费升级动力不足, 盒蛋玩具需求不足无法支撑产业快速发展; 2、盲盒玩法热度下降, 影响盒蛋玩具销售; 3、IP 创新能力不足, 产品生命周期进入衰退期, 新产品受欢迎程度下降。

目 录

一、从手办、盒蛋的生产过程看模型玩具类壁垒	5
1、手办产业链：精细的模型玩具，手工占比更高	5
2、盒蛋细分：更大众化的潮流玩具，快速增长的动画商品化市场	10
3、手办与盒蛋的不同：用户、消费者心智与制造精细度	15
二、以泡泡玛特的成长史为例，探索盲盒行业的品牌成功因素	17
1、IP 能力：爆款 IP、艺术家与持续扩张的系列	18
2、渠道能力：零售店、机器人商店与线上渠道实现消费者触达	20
3、品牌能力：文化推广、会员培育与消费者心智	21
三、从日本经验看我国手办&盒蛋产业的成长性：GDP、文化产业链与制造基础	21
1、爆发时间：宏观 GDP 水平支撑潮流玩具消费	21
2、产业要素：制造业基础与完善的玩具产业链	24
3、上游文化产业链逐渐完善，IP 内容增多	24
四、风险因素：	25

表 目 录

表 1：我国手办工作室示例	7
表 2：以盒蛋为主要产品的潮玩工作室介绍	14
表 3：潮玩品类 11 月 11 日 9 点交易指数 4 万+ 的天猫排名前十的店铺	15
表 4：泡泡玛特主要产品推出时间	18
表 5：泡泡玛特各 IP 线收入及占比情况	20
表 6：Bilibili 国创区和番剧区播放和追番排名前十的动漫	25

图 目 录

图 1：GK 白模手办图片	5
图 2：手办成品图	6
图 3：手办等潮玩销售平台示例	6
图 4：手办出品产业链	9
图 5：手办、景品手办、扭蛋与盲盒	10
图 6：扭蛋形象 Fuchiko	11
图 7：搪胶玩具示例	12
图 8：盒蛋玩家购买过程	12
图 9：泡泡玛特对潮流玩具的定义	13
图 10：盲盒销售三要素（淘宝）	13
图 11：2020 年潮玩衍生品工作室 50 强	15
图 12：2017-2020H1 泡泡玛特按销售渠道划分的收益	15
图 13：手办墙	16
图 14：盒蛋产业链的微笑曲线	16
图 15：2017-2020 年泡泡玛特营业收入情况（亿元）	17
图 16：2017-2020 年泡泡玛特净利润情况（亿元）	17
图 17：2017-2020 年泡泡玛特毛利率	17
图 18：2017-2020 年泡泡玛特净利率	17
图 19：泡泡玛特的四块核心能力	18
图 20：2019-2020 年泡泡玛特不同渠道收入情况（亿元）	20
图 21：泡泡玛特主办的国际潮流玩具展	21
图 22：中国大陆和日本人均 GNI 与 GDP 增速对比	22
图 23：日本动画市场规模（广义动画市场）（亿日元）	22

图 24: 日本动画市场各细分类别规模（广义动画市场）（亿日元）	22
图 25: 日本动画市场（广义动画市场）各类别份额占比情况	23
图 26: 日本过去 15 年扭蛋玩具市场规模变化统计	23
图 27: 中国和日本人口数量（万人）	23
图 28: 2015-2019 年我国玩具出口金额与增速（亿美元，%）	24

一、从手办、盒蛋的生产过程看模型玩具类壁垒

1、手办产业链：精细的模型玩具，手工占比更高

1.1 手办的生产工艺介绍

手办从设计到量产包括以下环节：设计、原型、翻模、涂色、钢膜、量产。以手办预售时点为划分，可以分为手办制作和手办制造两个阶段，前者包括原型制作与色样制作，后者包括使用 GK 套件重新拆件做钢膜再量产的过程。

首先原型师需要根据原画做出素体，素体为直接使用原始材料做成人形或其他形状，再对素体进行细节刻画，并打磨使其表面光滑，打磨过程中会喷涂水补土，灰色比白色更容易发现气泡和不平整，再次进行打磨，最后得到的成品叫做灰模。灰模用于在设计阶段制作复制件进行涂装，翻模过程中会被损坏，需要在下一阶段之前完成对灰模的全部修改意见。

色样制作：

灰模是原型师全手工做成的模型原型，一般不会进行售卖，后续会使用翻模的方式得到 GK 套装。翻模过程为将去掉气泡的硅胶浇筑在灰模或拆件后的灰模上，再次去除气泡等待凝固，之后切开硅胶拿出灰模及导管，使用胶布将硅胶再次密封，将挑好的液体树脂材料（resin）顺着预留的导管浇筑入硅胶内部，使用真空机再次去除气泡冷却之后将模型拿出，对开模线进行打磨，修饰细节，即可得到树脂材料的白模手办，也叫作 GK 套件。一个硅胶膜具一般使用寿命为十几次，而灰模在翻模的过程中会被损坏，因此树脂版 GK 套件一般只出品十几个，价格较贵。

制作出 GK 套件之后，使用喷枪对材料进行上色。在处理完分模线后对材料进行清洗，晾干后将材料固定；再调制颜料，一般使用模型专用喷漆，原型师利用自己的技术将颜料均匀的涂在白膜上，或制造出渐变或阴影效果，最终得到色彩样品。

随着 3D 打印技术的发展，3D 打印也被应用于手办制作的部分环节，但目前没有完全替代手工。3D 打印参与的手办制作流程为：

原画—建模—3D 打印—手工打磨修补—翻模—涂装—完成

与手工相比，3D 打印需要在电脑上进行建模，后打印出素体，但由于目前技术打印出的纹路较为明显，仍需要手工打磨、精修以及后续涂装，高精度手办制作中还不能完全取代手工，现在同时掌握建模的原型师比较少，未来不排除原型师们更多使用 3D 打印技术制作前期素体。

图 1：GK 白模手办图片



资料来源：淘宝网，信达证券研发中心

制作量产：

以上为生产 GK 套件的过程，一般的大众手办玩家如 B 站会员购、泡泡玛特等潮玩渠道销售的为 PVC/ABS 材质的涂装完整版手办【PVC 人形（PVC figure/PF）】，与手工制作或 3D 打印的树脂材质的 GK 套装不同。PVC/ABS 材质的涂装完整版手办制作过程分为产前样打样和大货量产两个阶段，产前样打样的过程为：拆件—开发钢模—开发功能板—制作装饰板及包材打样—得到产前样，大货量产过程为批量生产—QC 质检—包装—大货抽检。

产前样打样：

与一般的工业制造相同，遵循从手板-打样-试产-量产的过程，在 PF 的制作过程中手板为原型师经过上面的步骤做出的原型，后续的翻模一般通过硅胶膜或钢模，在实际量产中两者均有，硅胶膜一般用于较少量、非热熔比如树脂材料，一个硅胶模成本在几百元左右，但使用寿命仅 10-20 次，钢模用于产量大、热熔性材料如 PVC，开一个钢模的成本在上万元，总成本是拆件数量*单个钢模成本，需要出货量在几千个以上才能收回成本，因此适用于出货量大的量产，PVC 等热熔性材料一般使用钢模。

注模后为造型测试打样阶段，设计师与工厂沟通主要关注松紧、功能组装、流道、锐度、水纹等，以及包装、颜色色彩还原等。功能板是指用于测试手办量产品的造型，具体测试次数视实际打样状况而定，通常需 5~6 次。包材主要包含彩盒、内衬、吸塑、说明书、特典等手办本体以外的包装类材料，在功能板 T2 完成后开始进行。装饰板用于测试手办量产品的色彩，在功能板 T2 完成后开始进行。具体测试次数视实际打样状况而定，通常需要 3~4 次。最终得到符合设计师标准的样板产品。最后进入量产阶段，跟进工厂完成批量生产、QC 质检、包装、大货抽检等生产流程，生产过程完毕，完成出货。

图 2：手办成品图

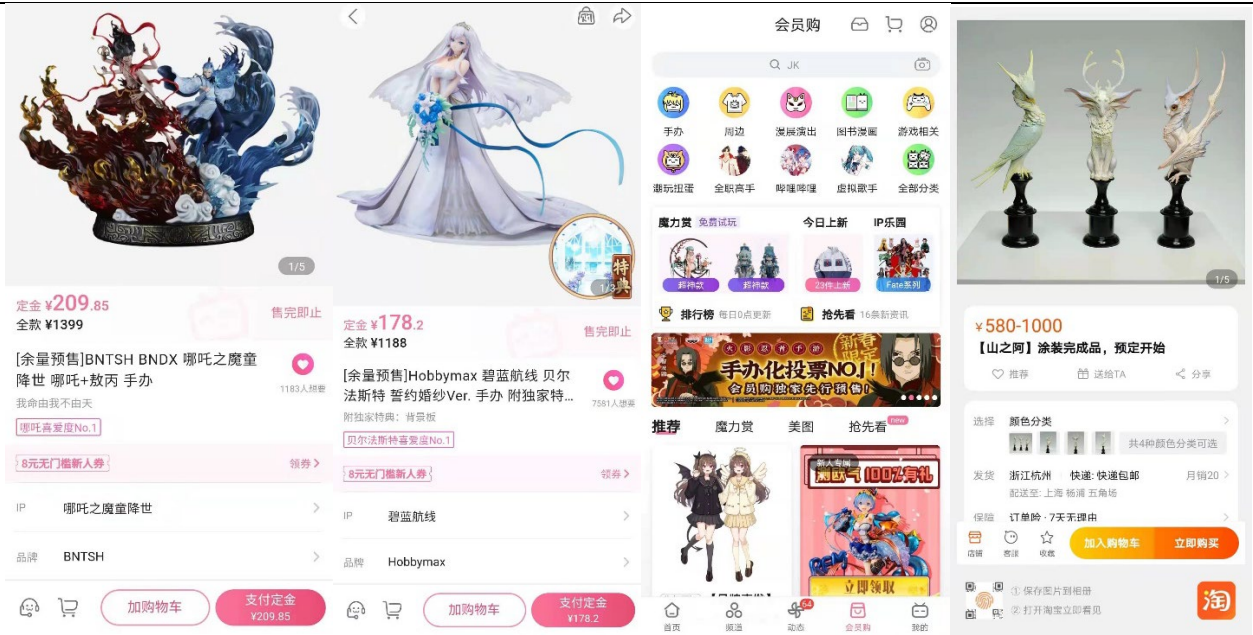


资料来源：哔哩哔哩会员购，信达证券研发中心

1.2 行业参与者较为分散，一般采用预售模式

手办一般采用预售方式，主要因整体工期较长，销量不稳定，设计方需要向工厂预付款。预售时点一般为已经制作出了可用于展示的色彩样本，预售平台一般为核心用户群体集中地平台，比如 Bilibili 会员购、52TOYS 等潮玩平台、淘宝店铺等，以 B 站会员购为例，需要先支付定金，后支付尾款。商家可能同时在多个平台上上架预售，统计所有平台的预售数量作为生产基准向工厂确认订单。

图 3：手办等潮玩销售平台示例



资料来源: BILIBILI 会员购, 淘宝, 信达证券研发中心

国产正版手办厂商还未形成较大规模, 主要以工作室为主 (这里指高精度手办, 而非盒蛋景品等)。国内较知名工作室有 ACTOYS、HOBBYMAX、Myethos、末那工作室、擎苍工作室、御座文化、开天工作室、北裔堂、藏克工作室、铜师傅、魂作模玩、APEX INNOVATION 等, 不同工作室作品风格不同, 比如末那工作室、北裔堂、开天工作室的硬核雕塑风, 御座文化以 BJD 娃娃为主。

表 1: 我国手办工作室示例

工作室	介绍	作品	作品示例
ACG 二次元风格工作室			
ACTOYS	2016 年发力手办设计产销市场	手办: 2233 娘、打伞冯宝宝、狐妖小红娘四姐妹、亚丝娜; 潮玩盒蛋类: 猫铃铛、非人哉盒蛋 (非人哉)、达摩盒蛋 (网易)	
HOBBYMAX	原型师 Kiking 和妻子哈佳的夫妻店, 2015 年从日本回国开工作室 Hobbymax	大手办: 魔卡少女樱审判者-月、saber、毛瑟、全职高手的叶修、王者荣耀系列手办; 小手办: 战舰少女 r、少女前线;	

Myethos

2014 年创办、老板镜叔

崩坏学园希尔、芽衣、莉莉丝、another 白兔



APEX
INNOVATION

2018 年成立于中国上海，以手办、潮流玩具、周边等商品的企划、开发、制造、海外代理和商品销售为主要业务的文化科技品牌，与米哈游关系密切

崩坏学园 3、少女前线、战舰少女 r、梦幻西游 IP 手办



擎苍工作室

深圳工作室，成立于 2013 年，与腾讯合作良好

DNF 正比例手办、q 版手办、风暴骑兵雕塑（2018 年）、CF 王者荣耀周边、狐妖小红娘 Q 版手办



御座文化

以 A 轮融资 3000 万元，主营 BJD 娃娃、手办、兵人等硬周边，也有服装 T 恤、钥匙链等软周边业务

《魔道祖师》BJD 娃娃（销量达到顶尖水平，定价 4300 元）

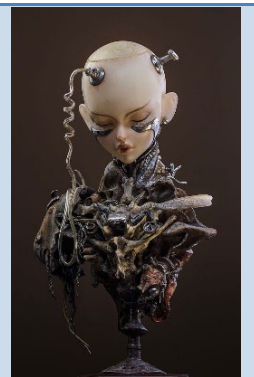


雕塑类作品风格工作室

末那工作室

偏硬核雕塑类，手艺能力强，作品别具一格，为游戏厂商、影视动漫 IP 设计手办，比如光线的大鱼海棠系列

大鱼海棠、齐天大圣、乱之西游、逗兽记、黑猫警长等



开云工作室

偏雕塑类，与巨人网络、游族、三七等游戏公司有合作，取得火影忍者、新世纪福音战士等 IP 授权，从大比例雕像起步，目前有英雄、神话、狭义、二次元、博物、Q 版、游戏 7 条 IP 线

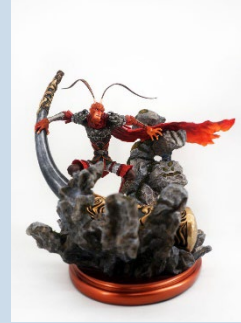
大比例雕像：三国系列（赵云、马超、张飞、孙尚香等，3000-4000 一个）、三生三世 Q 版、火影忍者



北裔堂创作联盟

珠海工作室，硬雕塑风格，大手办，最近也出品盒蛋系列，设计师锈石等

大手办：传奇世界（盛大游戏授权）、大圣归来、风语咒（男女主朗朗+小妖孽 10CM 手办）；盒蛋：EMO 宜沫“甜蜜记忆”盲盒



藏克工作室

设计师宅仔灰羊创办的潮玩品牌 SANKTOYS，成名产品藏客

藏客



铜师傅

铜制工艺品、艺术收藏品，非 PVC 品类，小米、海泉基金投资，资本市场活跃

漫威、流浪地球授权产品



魂作模玩

2013 年成立，深圳工作室，

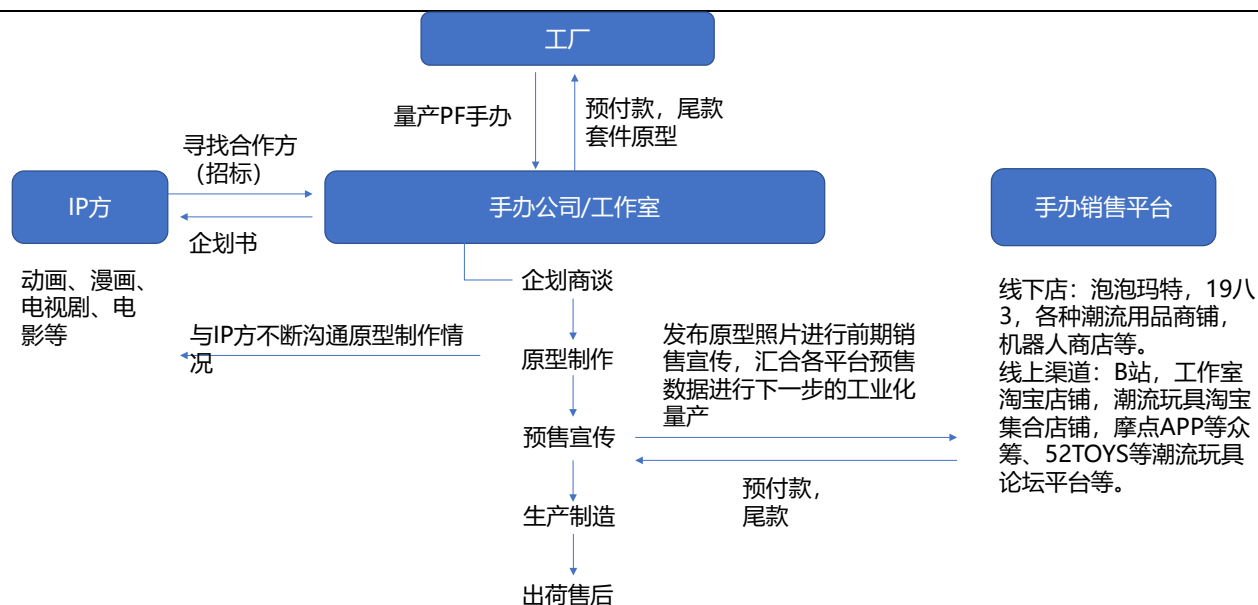
水浒传系列，八仙九猫系列



资料来源：知乎，信达证券研发中心

手办公司主要由企划、制作、制造、宣传、渠道这五大块构成，上游对接 IP 授权方，下游对接手办制作工厂和渠道，需要手办产品的自主研发能力，在企划前期就能独立完成一款产品的设计概念，位于微笑曲线的较高位置。手办公司成本主要为原型师、策划设计等人员的人力成本、IP 授权成本、工厂加工成本等，收入为出品的手办销售收入。

图 4：手办出品产业链



资料来源：信达证券研发中心

手办厂商与 IP 方的合作有两种模式，一种是授权，一种是 OEM，在设计、制作、制造、宣传、渠道各个环节的责任有所不同。授权模式下手办厂商支付版权方一定比例的版权费（一般为基础版权费+分成模式），然后独立出品手办，在尊重版权方意志的前提下承担起从设计、制作到制造，再到宣传、渠道一系列环节；OEM（外包）模式下，手办厂商作为制造商只负责手办的原型制作和量产制造，造型设计有双方协商决定，但是产品宣传和渠道推广由版权方负责，版权方作为该产品的出品方负责宣传推广和售后服务。

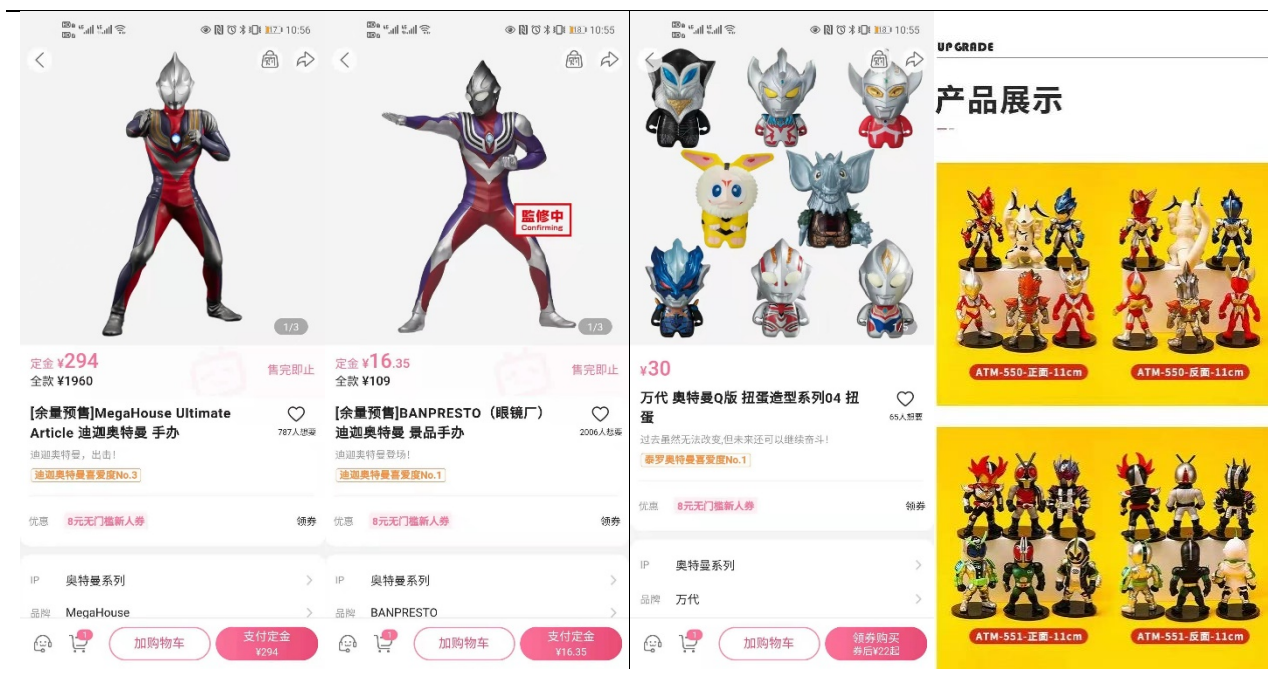
2、盒蛋细分：更大众化的潮流玩具，快速增长的动画商品化市场

2.1 盒蛋是怎么兴起的？

盒蛋的兴起在于与手办类似的内容，但面向大众。盒蛋是比手办更小的摆件模型，制作上较手办工艺更简单可实现工业化制作，也是以形象、工艺为主要卖点的 PVC 模型玩具。本文所述的盒蛋包括景品手办、扭蛋、盲盒等。盒蛋与手办相比，更为大众化，主要表现在制造大众、价格大众、形象大众。因此盒蛋的需求出发点与手办类似，对模型精细度要求更低需求更大。

- 制造大众：人物形象的盒蛋更偏重 Q 版人物，细节较少因此量产容易，比较适合工业化生产，同时销售量也大，多为拆件包装；
- 价格大众：盒蛋售价便宜，一般在 50-90 元之间，一套盒蛋一般在三四百元，部分便宜的日本扭蛋单个在 20、30 元附近；
- 形象大众：并非是说形象平庸，而是盒蛋是走量的商业模式，形象设计需要满足更多人的审美引发共鸣，产生购买行为。而最大众的形象是 IP，因此动漫 IP 形象的盒蛋是重要的销售品类。

图 5：手办、景品手办、扭蛋与盲盒



资料来源:BLIBILI, 淘宝, 信达证券研发中心

盒蛋的兴起原因与对任何其他玩具的需求相同,能满足人需要游戏、玩乐的本性。在日本人们购买扭蛋主要是因为玩具有趣、可爱,并有想要集齐的冲动,以至于反复购买,比如爆款扭蛋贞子小姐、食物品类扭蛋等,扭蛋公司也不断推出新的系列吸引购买。另一种扭蛋玩具是动漫 IP 扭蛋,比如万代的美少女战士扭蛋,人们购买主要因为对 IP 形象的喜爱。在我国盲盒玩法多于扭蛋,盲盒只需要将产品放置于不透明的小盒子中就可售卖,不需要专门的扭蛋机,并且可以放置较大体型的玩具,成为销售盒蛋玩具的主要方式。

图 6: 扭蛋形象 Fuchiko



资料来源:雅趣, 信达证券研发中心

2.2 盒蛋商业模式: 工业化的制造工艺, 消费具有强复购性

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 11

盒蛋的制作工艺为搪胶工艺。盒蛋包装上一般会写属于搪胶玩具，搪胶是一种制造工艺，在玩具制造上应用广泛且成熟。搪胶工艺制作过程为在原型基础上制作金属模具，以 PVC 糊状树脂的乳胶状态（加入各种增塑剂调节软硬度）灌入模具，均匀加热后进行冷却，开模取出即可得到玩具成品。该工艺的优点在于工艺成熟、成本较低，缺点在于 PVC 糊状树脂工艺过程无压力，糊状 PVC 流动性较差，无法制作精细复杂度较高的产品。

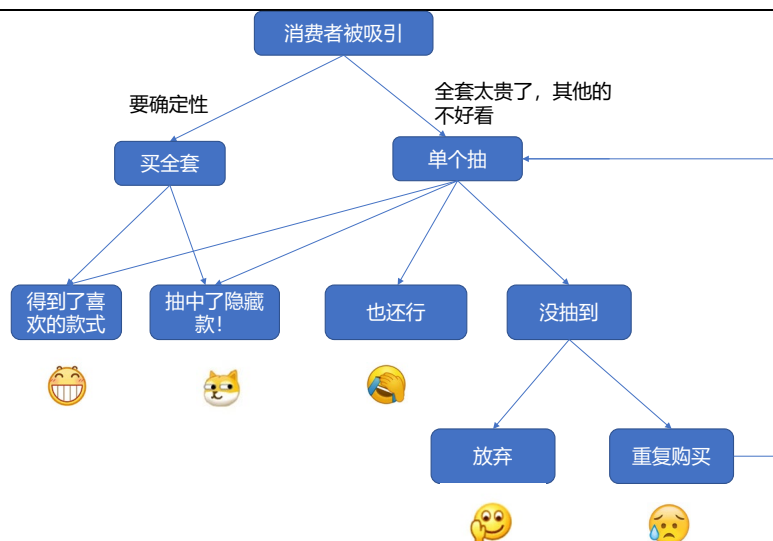
图 7：搪胶玩具示例



资料来源：阿里巴巴，信达证券研发中心

销售模式：盒蛋按系列出，并且为封闭包装，消费者购买时并不知道是系列中的哪个商品。我们可以得到如下消费者的购买过程，首先消费者被某个系列的设计所吸引，他/她有两个选择，全部购买，用增加单价的方式消除不确定性，一定能得到喜欢的款式，或者单个抽盲盒，如果选择后者，通过“摇盒”（线下）、“一发入魂”（B 站魔力赏）等仪式性行为后，消费者将得到一个封闭包装的“薛定谔”盒蛋，拆盒观察的一瞬间或得到自己想要的款式（快乐），或得到不想要的款式（失望），后者可能带来新的消费行为，再买一个盒蛋，然后重复上面的过程。另外系列中还包含隐藏款，如果买到就是中奖，在二手市场上可以按照数倍的价格转让。收集癖也可能引发消费者反复购买，直到将所有系列中集齐。盲盒购买本身即是游戏的一部分，增加了复购率与玩具的好玩程度。

图 8：盒蛋玩家购买过程



资料来源：信达证券研发中心

盒蛋玩家的消费人群与手办有较大的重复度，但因为更为大众的原因，覆盖范围更广。根据泡泡玛特用户画像数据，该公司用户主要分为三类，都市白领、精致妈妈、Z 世代，其中女

性用户的占比超过7成，出于悦己减压，治愈陪伴，个性表达等多层次的用户需求，这些核心人群也表现出更强的购买力与忠诚度。泡泡玛特本身 IP 形象偏向女性喜欢的可爱，总体潮玩用户年龄层在 15-40 岁左右，男性也有较高参与度，男性更偏向于汽车模型、怪兽系列、少女系列、漫威变形金刚等经典 IP 潮玩模型。

图 9：泡泡玛特对潮流玩具的定义



资料来源：三文娱，信达证券研发中心

2.3 市场参与者：品牌和渠道分散

盒蛋出品方：盒蛋品牌众多，品牌与 IP 效应显著。从淘宝上搜索盲盒关键字，可以发现各种款式的盲盒，这些盲盒总的可以分为几种：

- 1、头部品牌的盲盒：已经有品牌加持的盲盒，品牌一定程度上等于渠道，因此这些盲盒可以通过大店铺获得流量加成，快速的展示在消费者眼前，比如 52TOYS，POPMART，以及日本万代等。
- 2、头部 IP 盲盒：手办、盲盒是重要的 IP 周边，阴阳师、迪士尼形象等著名 IP 会采用授权其他工作室开发周边的方式，IP 本身自带流量，竞争中品牌与渠道的加成可以弱化。
- 3、个性 IP 盲盒+渠道：除了头部渠道铺设完整的品牌和众所周知或圈层性的 IP 形象，还有些有意思的、设计精美的盲盒也在展示之列，一般出自盲盒大分销店铺，有渠道加持。

图 10：盲盒销售三要素（淘宝）

盲盒销售三要素

品牌/渠道

IP形象

艺术形象

流量

故事的喜欢

第一眼的喜欢



资料来源：淘宝网，信达证券研发中心

盲盒的头部品牌商主要为泡泡玛特、52toys、若态若来等，还有众多创意潮玩工作室，都在出品盲盒玩具，其中泡泡玛特是目前最大的一家，2020年12月已经在港交所完成上市。

表 2：以盒蛋为主要产品的潮玩工作室介绍

工作室	介绍	作品	作品示例
52toys	2015 年切入手办潮玩市场，2016 年专注潮玩和变形玩具，质量较好，产能重组，原创产品系列效率较高，渠道线包括扭蛋平台玩蛋趣 APP，产业链布局较为完善。	变形玩具：王者荣耀鲁班、墨子，异性、漫威等，原创有猛犸、恐龙、鹦鹉等；盲盒：长斑颜团子、吾皇巴扎黑授权盲盒、招财宇航员、头顶有粮、Kimmy&Miki	
泡泡玛特	港股上市公司，国内潮玩第一股，2020 年 12 月上市引发行业空前关注度，知名产品 Molly，产业链完善，线上平台葩趣 APP，同时有线下实体店，机器人商店。	盲盒：Molly, dimmo 等多个系列、IP 系列包括冰雪奇缘、哈利波特等；BJD 娃娃；手办；	
若态若来	苏州潮玩公司，营销推广较好，有线下机器人商店、线下商场渠道，线上在京东、淘宝均有店铺。也是一种形象设计多个系列的模式。	若来 (Rolife)	
Little amber	成都潮玩工作室，2018 年产品上市，与 19 个品牌合作线下渠道销售，一种形象设计出不同系列，商业模式类似 Molly	little amber 萌神系列、十三泰宝系列、熊抱抱系列	

资料来源：知乎，信达证券研发中心

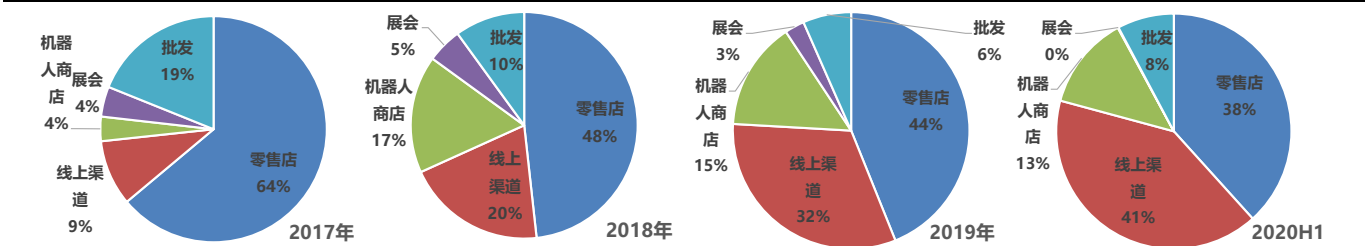
图 11：2020 年潮玩衍生品工作室 50 强

251	52TOYS	287	灰马文化	323	奇域恒清	263	MengMax	299	立昂兴	335	太乙动漫	275	潮漫盟	311	魁世奇	347	新时模型
252	ACGBOX	288	集智创想	324	清川至物	264	Suplay	300	龙魂人形社	336	唐威玩具	276	潮玩族	312	米饼儿	348	兴均祥动漫
253	APEX-TOY	289	精英动漫	325	若态	265	ToyFX	301	漫拼	337	铁风筝	277	次元仓	313	米糖文化	349	旭翼文化
254	DODOWO多多窝	290	九舍龙魂	326	桑甜文化	266	Yuki动漫	302	漫趣	338	蜜瓜出品	278	粗造工作室	314	苗灵气	350	寻找独角兽
255	ENSOUTOYS	291	开天工作室	327	上海艺模	267	艾集创意	303	漫想者	339	玩具控	279	迪露雪	315	模型王国	351	言仓工作室
256	HELLOBOX	292	空格动漫	328	尚酷动漫	268	艾丽斯卡	304	漫踪	340	玩明堂	280	东来也	316	模言工社	352	衍生工场
257	HobbyMax	293	酷品汇	329	深圳漫优动漫	269	艾漫	305	猫受屋	341	玩物得志	281	反身网络	317	魔法集市	353	宇宙尘埃
258	IATOYS	294	快乐扭蛋	330	神和动漫	270	北鸢堂	306	猫小兜	342	顽物致造	282	广州乐易文化	318	魔者匠心	354	御座文化
259	IP小站	295	蓝烟斗	331	十二栋文化	271	比例文化	307	美拆	343	微尘文化	283	广州漫优设计	319	未那	355	着魔
260	JOYTOY	296	乐立方	332	仕特玩具	272	波普自然	308	萌购	344	未及文化	284	红胶囊	320	南京初心堂	356	织布熊
261	KufuHouse	297	乐七桃	333	手滑科技	273	博泰文化	309	萌奇	345	無料SAKI	285	幻物工坊	321	泡泡玛特	357	重拾营造
262	LAMTOYS	298	乐艺	334	随想曲科技	274	超级萌工厂	310	萌新社	346	心奇EAKI	286	黄油猫	322	品漫会	358	珠亿耀舞

资料来源：三文娱，信达证券研发中心

盲盒销售的渠道方主要包括线上淘宝店铺、线下品牌玩具商场店、机器人商店、专门的潮流用品销售店。以泡泡玛特为例，销售主要通过三个渠道，商场品牌自营店铺、机器人商店和线上淘宝店铺与众多分销店铺，在 2019 年公司零售店销售占比 44%、线上渠道占比 32%、机器人商店占比 15%、展会占比 3%、批发占比 6%，2020H1 由于疫情影响线上占比超过线下零售店，成为最主要的收入来源渠道。目前有线下自营商铺的盲盒品牌较少，自营渠道主要还是通过线上淘宝工作室店铺的方式经营，线下渠道还有专门的潮流玩具销售用品店、手办盒蛋销售商铺如 19 八 3、dream castle、酷乐潮玩等。

图 12：2017-2020H1 泡泡玛特按销售渠道划分的收益



资料来源：泡泡玛特招股书，信达证券研发中心

表 3：潮玩品类 11 月 11 日 9 点交易指数 4 万+的天猫排名前十的店铺

天猫排名	店铺名称	主要品类
1	泡泡玛特旗舰店	盲盒（品牌店）
2	乐高官方旗舰店	乐高（品牌店）
3	万代官方旗舰店	手办、模型玩具（品牌店）
4	linefriends 旗舰店	轻松熊等 IP 衍生周边（杂货店铺）
5	HotToys 旗舰店	兵人（品牌店）
6	Disney 迪士尼官方旗舰店	迪士尼周边
7	bilibili 旗舰店	渠道店铺
8	MaosouHouse 猫受屋	手办（分销店铺，主要分销日本正版手办）
9	空格动漫专营店	模型手办（万代、CSG、眼镜厂等品牌玩具分销）
10	auldey 奥迪双钻旗舰店	传统玩具（品牌店铺）

资料来源：淘宝网，信达证券研发中心

3、手办与盒蛋的不同：用户、消费者心智与制造精细度

尽管手办与盒蛋有众多相似之处，厂商、用户重叠度较高，但两种商品的商业模式并不相同：

手办专注于核心用户，而盒蛋用户层级更泛。手办是深度粉丝会购买的商品，粉丝在对 IP 产生强烈的情感联结后，虚拟的形象无法满足会寻求实物支撑，手办力求栩栩如生，溢价较高。盒蛋是更泛化的喜爱，这种喜爱可能是对 IP 也可能单纯对形象，盒蛋有更多的设计与种类。从用户性别上讲，手办男性用户为主，多为硬核玩家，盒蛋女性较多，泡泡玛特 7 成用户为女性。

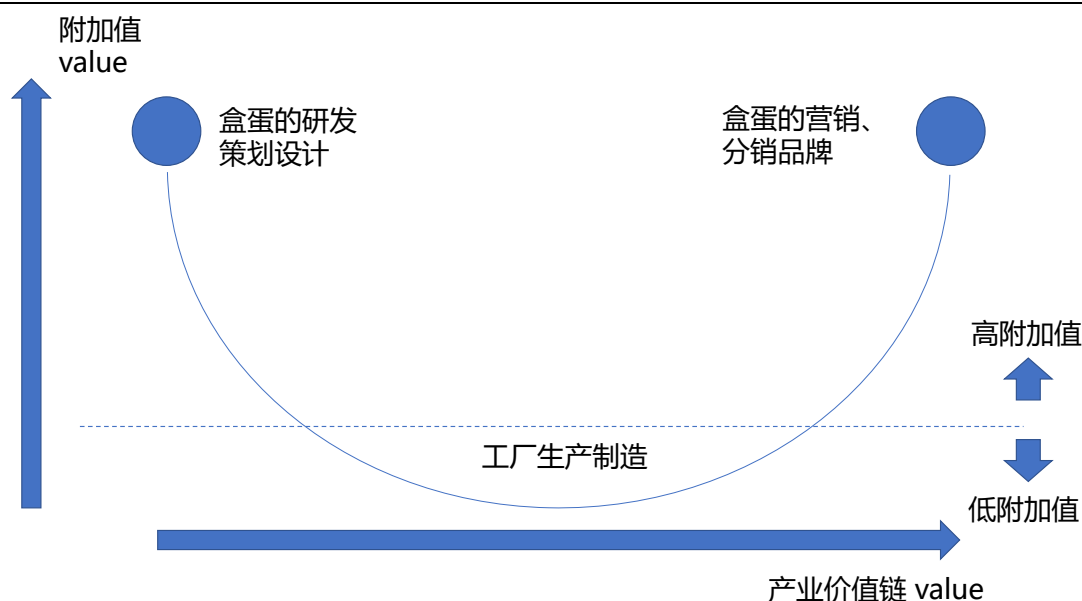
图 13：手办墙



资料来源：三文娱，信达证券研发中心

盲盒是走量的大众消费产品，对渠道的依赖度很大，在行业生命周期的早期，还未到比拼产品质量的程度，对渠道的依赖度甚至大于设计。盒蛋一般使用的搪胶工艺，这种一种成熟的玩具制造工艺，也是使用原型、工厂来样加工量产，多使用 PVC\ABS 材料进行热熔加工，成本可控，工艺成熟。因此盒蛋玩具商的主要竞争优势在于微笑曲线两端，设计策划与品牌渠道，推出优秀的设计原型吸引消费者视线进行购买，或者拥有成熟的分发渠道、以及品牌力，与优质加工厂的对接保证产品质量则是一个成熟企业应该具备的基本素质。

图 14：盒蛋产业链的微笑曲线



资料来源：信达证券研发中心

二、以泡泡玛特的成长史为例，探索盲盒行业的品牌成功因素

泡泡玛特是主营以盲盒为形式的潮流模型玩具的销售，旗下有 Molly、Pucky、Dimoo 等个自有 IP 和独家代理 IP。2010 年北京泡泡玛特成立，前期主要销售各种潮流产品，类似杂货铺，在 2015 年销售 SonnyAngel 系列玩具脱颖而出，为公司带来 3000-4000 万/年营收，占总营收 30%，之后公司转型纯粹的盲盒潮流玩具销售商，并签下 Molly 等一系列 IP 盲盒作品，2016 年开发线上渠道，天猫旗舰店开始营业，同年推出葩趣移动应用程序，2017 年推出机器人商店，2018 年举办国际潮玩展，按照参观人次计是亚洲最大的潮流玩具展，2020 年 12 月实现香港上市。

在潮流玩具行业快速增长的大背景下，泡泡玛特收入实现快速增长，上市后市值最高达到 1300 多亿港元。2017-2020 年公司营业收入从 1.59 亿元增加到 25.32 亿元，CAGR 为 151.6%，净利润从 0.02 亿元增长到 5.24 亿元，CAGR 为 540%；公司毛利率从 47.61% 增加到 63.42%，净利率从 0.98% 增长到 20.66%。

图 15：2017-2020 年泡泡玛特营业收入情况（亿元）

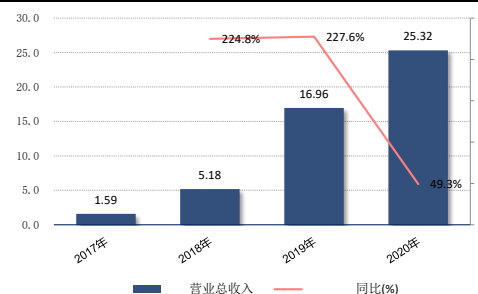
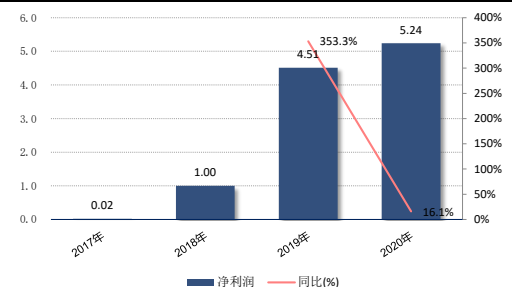


图 16：2017-2020 年泡泡玛特净利润情况（亿元）

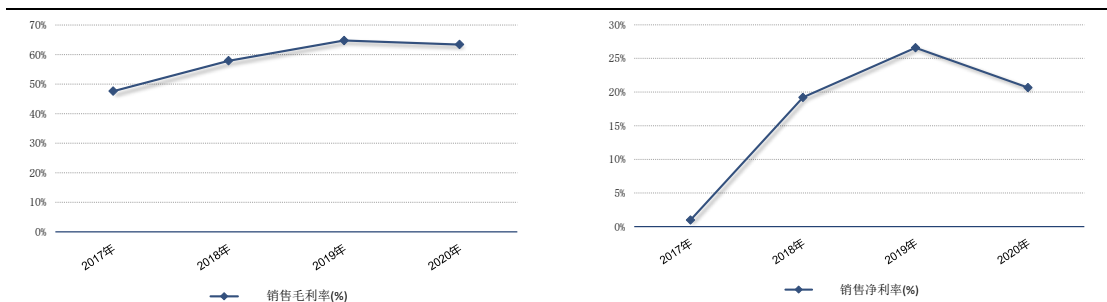


资料来源：泡泡玛特公司公告，信达证券研发中心

资料来源：泡泡玛特公司公告，信达证券研发中心

图 17：2017-2020 年泡泡玛特毛利率

图 18：2017-2020 年泡泡玛特净利率

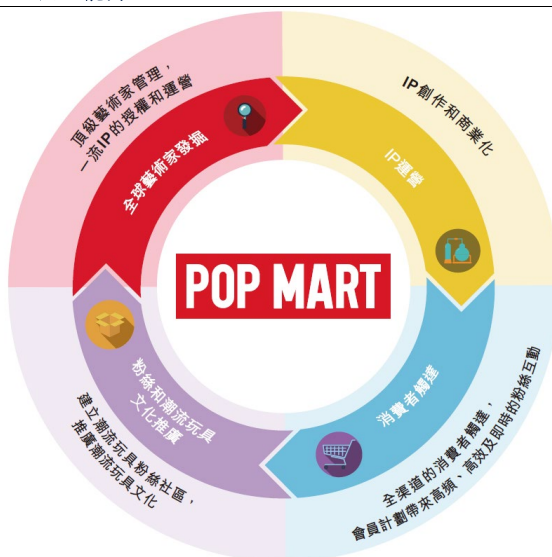


资料来源: 泡泡玛特公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 泡泡玛特公司公告, 信达证券研发中心

泡泡玛特将自己的能力分成四块, 艺术家发掘、IP 运营、消费者触达、潮流玩具文化的推广, 分别对应 IP 的创作、IP 运营、产品分销、消费者培养等盲盒产品全产业链。首先找到消费者喜欢的形象并独家经营(代理/购买), 宣传推广这个形象(小红书、葩趣等受众聚集地), 提前放出预售图, 做成盲盒后在商场店、机器人商店、线上商店等进行铺货(甚至预售时已经抢空), 针对特定人群反复强化这种销售模式, 培育盲盒文化(消费文化), 并不断推出新品, 增加品牌知名度。

图 19: 泡泡玛特的四块核心能力



资料来源: 泡泡玛特招股说明书, 信达证券研发中心

1、IP 能力: 爆款 IP、艺术家与持续扩张的系列

爆款 IP 支撑销售基本盘, 每年对每个 IP 形象推出多个系列。泡泡玛特旗下 IP 包括自主 IP 如 Molly、DIMOO、bobo&coco、skullpanda 等, 独家 IP 包括 Pucky、the monsters、STAYR RORY 等, 在 2017 年 Molly 贡献 89.4% 的销售收入, 2020 年 Molly 的销售收入占比下降到 14.2%, 其他 IP 形象系列收入占比逐渐增多, 公司对 Molly 系列的依赖程度在下降。

表 4: 泡泡玛特主要产品推出时间

	2015 年	2018 年	2019 年	2020 年
自有 IP				

Molly



dimoo

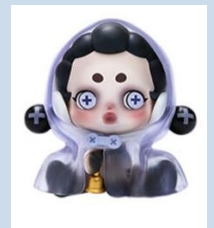


bobo&coco

(来源：内部设计师
团队)



skullpanda



独家 IP

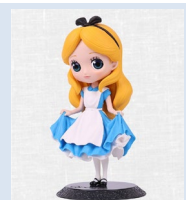
pucky



the monsters



STAYR RORY



资料来源：信达证券研发中心

艺术家发掘是保证新系列创作的重要基础。公司目前旗下 IP 包括，2020 年推出新品收到广泛欢迎，新品方面 2020 年 8 月推出 Molly 的一天系列，年底销售额突破 1 亿元；设计师熊

喵合作推出的 skullpanda 系列广受好评，密林古堡系列首发售出 276000 个；公司还拥有内部设计师团队 PDC（Pop Design Center），推出小甜豆系列等受欢迎 IP；同时与全球顶级知名 IP 合作，如哈利波特、火影忍者等，尝试真人 IP，推出周同学产品系列。

表 5：泡泡玛特各 IP 线收入及占比情况

单位：万元	2017 年	收入占比	2018 年	收入占比	2019 年	收入占比	2020 年	收入占比
自有 IP								
Molly	4101.9	89.4%	21389.3	62.9%	45601.8	32.9%	35691.8	16.7%
dimoo					10008.5	7.2%	31524.8	14.8%
bobo&coco					2545.4	1.8%	6741.5	3.2%
Yuki			74.6	0.2%	2307.6	1.7%		
skullpanda							3906.5	1.8%
其他自有 IP	0.2	0.0%	107.4	0.3%	2239.4	1.6%	20129.4	9.4%
自有 IP 小计	4102.1	89.4%	21571.4	63.4%	62702.7	45.3%	97994	45.9%
独家 IP								
pucky			7507.5	22.1%	31531.8	22.8%	30000.9	14.0%
the monsters					10784.6	7.8%	20482.8	9.6%
STAYR RORY			689.3	2.0%	6308.6	4.6%	3368.4	1.6%
其他独家 IP	484.3	10.6%	2425.4	7.1%	11111.2	8.0%	17338.3	8.1%
独家 IP 小计	484.3	10.6%	10622.2	31.2%	59736.2	43.2%	71190.4	33.3%
非独家 IP			1821.3	5.4%	15982	11.5%	44435.2	20.8%
泡泡玛特自有品牌合计	4586.4	100.0%	34014.9	100.0%	138420.9	100.0%	213619.6	100%

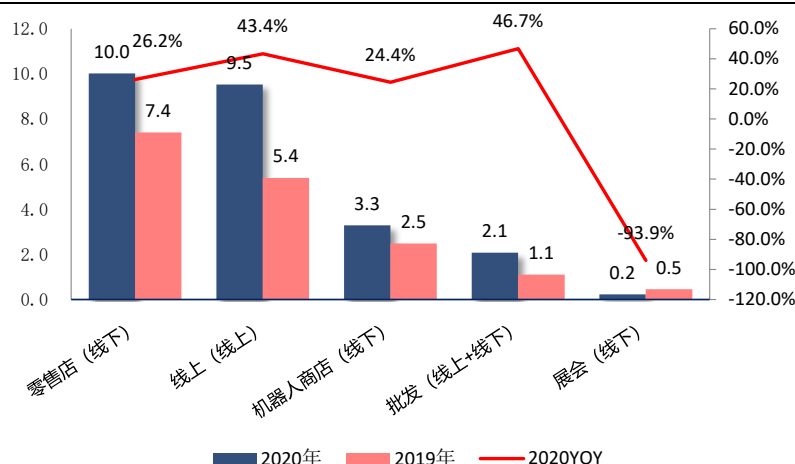
资料来源：泡泡玛特公司公告，信达证券研发中心

2、渠道能力：零售店、机器人商店与线上渠道实现消费者触达

铺设广泛的渠道实现消费者触达。公司拥有线下和线上两种渠道，线下渠道包括线下零售门店、机器人商店和展会、批发商等渠道，线下渠道主要为电商及批发商渠道。公司零售店实现一二线城市广泛的覆盖，目前在快速开店阶段，2020 年中国大陆新增门店 76 家，存量从 114 家增加到 187 家，2020 年机器人商店新增 526 家，存量从 825 家增加到 1351 家。线上渠道包括天猫旗舰店、泡泡抽盒机（微信平台上自主研发设计的小程序）及其他中国主流电商。

从销售额角度，线下店贡献大部分收入，线上渠道快速增长。2020 年零售店渠道贡献收入 10 亿元，占比 39.9%，同比增长 26.2%，其次为线上渠道贡献收入 9.5 亿元，占比 37.9%，同比增长 43.4%，线上渠道增速为所有渠道中最高。毛利率方面，公司毛利率维持 60% 以上水平，机器人商店渠道毛利率达到 72.3% 为所有渠道中最高。

图 20：2019-2020 年泡泡玛特不同渠道收入情况（亿元）



资料来源：泡泡玛特招股说明书，信达证券研发中心

3、品牌能力：文化推广、会员培育与消费者心智

通过潮流玩具展、会员运营等方式，培育消费者心智，促进潮流玩具文化的传播。公司从2017年开始每年举办两场潮流玩具展（北京国际潮玩展和上海国际潮玩展），2020年上海国际潮流玩具展吸引了500名设计师、超过300个潮玩品牌参展，参会人数超过十万；开发葩趣APP，增加粉丝互动，作为获取潮流玩具文化的资讯与社交平台；推出面向高阶会员的内刊《PLAYGROUND》，传播泡泡玛特品牌文化。潮流玩具是新消费的一种，市场尚处在前期培育期和成长期，泡泡玛特的规模和潮流玩具宣传将潮玩行业与公司品牌连接在一起，抓住消费者心智，同时注重会员的培养，帮助品牌的形成。

图 21：泡泡玛特主办的国际潮流玩具展

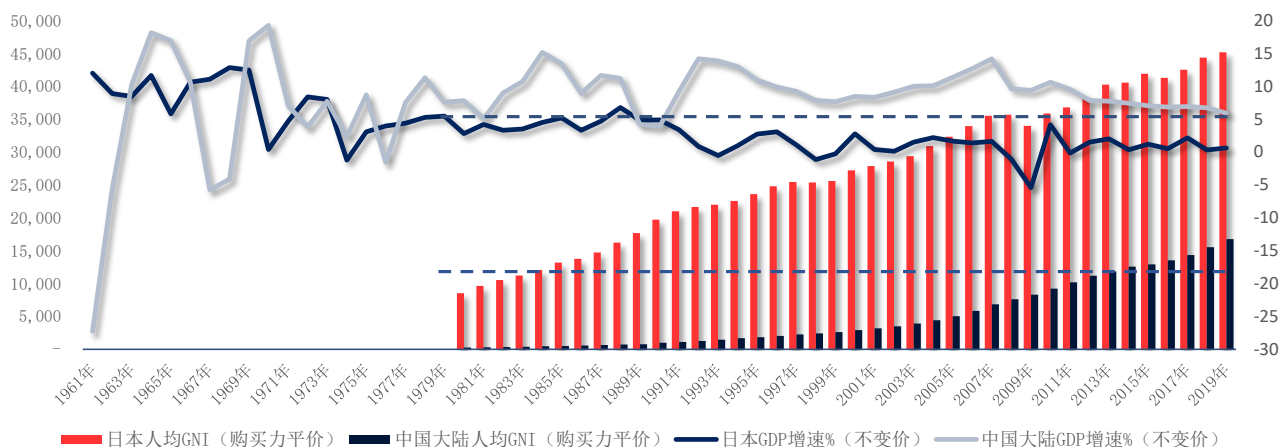


资料来源：信达证券研发中心

三、从日本经验看我国手办&盒蛋产业的成长性：GDP、文化产业链与制造基础

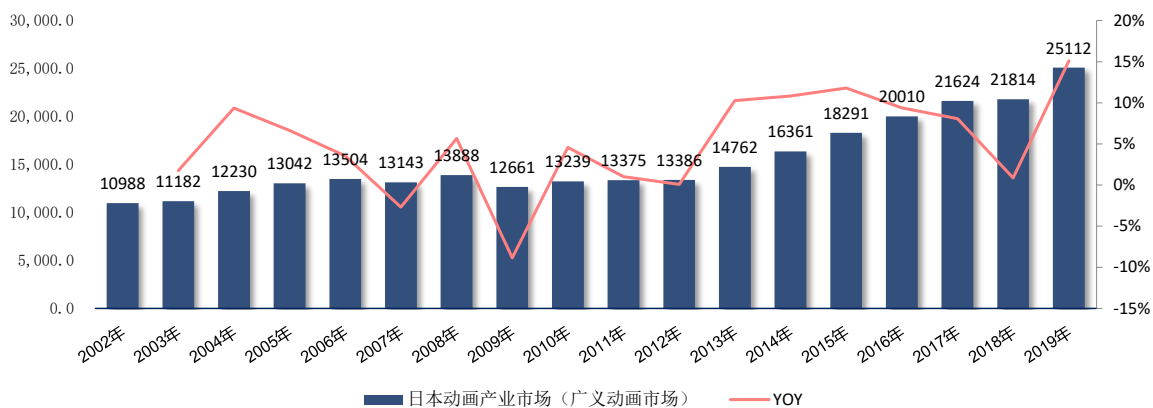
1、爆发时间：宏观 GDP 水平支撑潮流玩具消费

我国经济已经到了可以支撑手办产业的水平。日本手办产业兴起在20世纪八十年代，当时日本人均GNI在8500-17700国际元（购买力平价口径），人均GDP增长率为在3%-6%之间，我国人均GNI水平在2010年时达到9210国际元，2019年人均GNI超过16000国际元，十年间GDP增速在6%-8%之间，宏观国民收入水平与日本1980年代处于类似的阶段，对应手办产业的快速发展期。

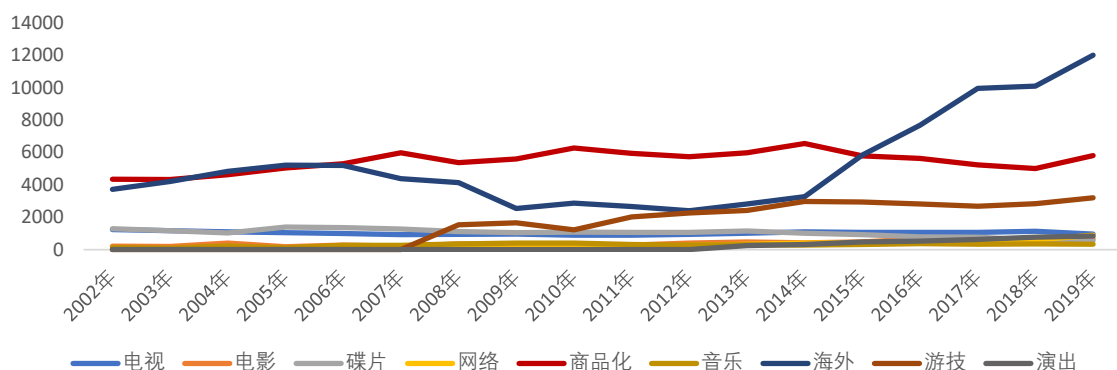
图 22：中国大陆和日本人均 GNI 与 GDP 增速对比


资料来源：wind，信达证券研发中心

日本动漫产业规模达到 2.5 万亿日元（人民币约 1500 亿元左右），商品化市场达到 5813 亿日元（人民币 365 亿元左右）。根据《日本动画产业报告 2020》，在 2019 年日本动漫产业（广义动画市场）实现国内收入 1.3 万亿日元，海外收入 1.2 万亿日元；按收入类别分，贡献最大的分别是海外收入、商品化市场和游戏，2019 年商品化市场收入达到 5813 亿元（365.6 亿元人民币），同比增长 16.2%，商品化市场主要包括手办、扭蛋、食玩、其他授权衍生品。

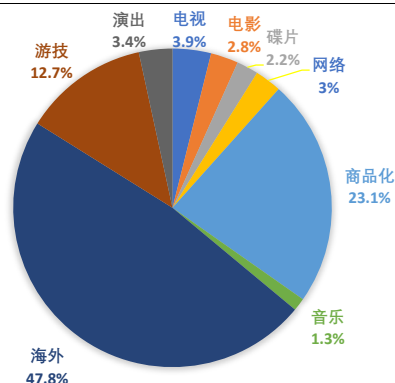
图 23：日本动画市场规模（广义动画市场）（亿日元）


资料来源：《日本动画产业报告 2020》，信达证券研发中心

图 24：日本动画市场各细分类别规模（广义动画市场）（亿日元）


资料来源:《日本动画产业报告 2020》, 信达证券研发中心

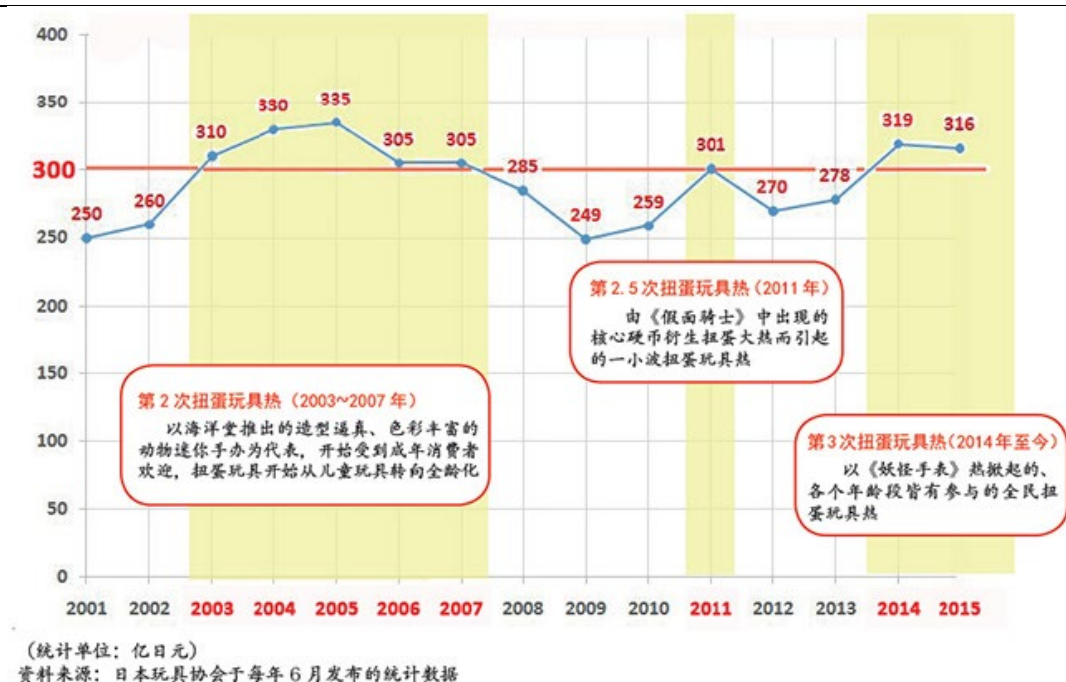
图 25: 日本动画市场 (广义动画市场) 各类别份额占比情况



资料来源:《日本动画产业报告 2020》, 信达证券研发中心

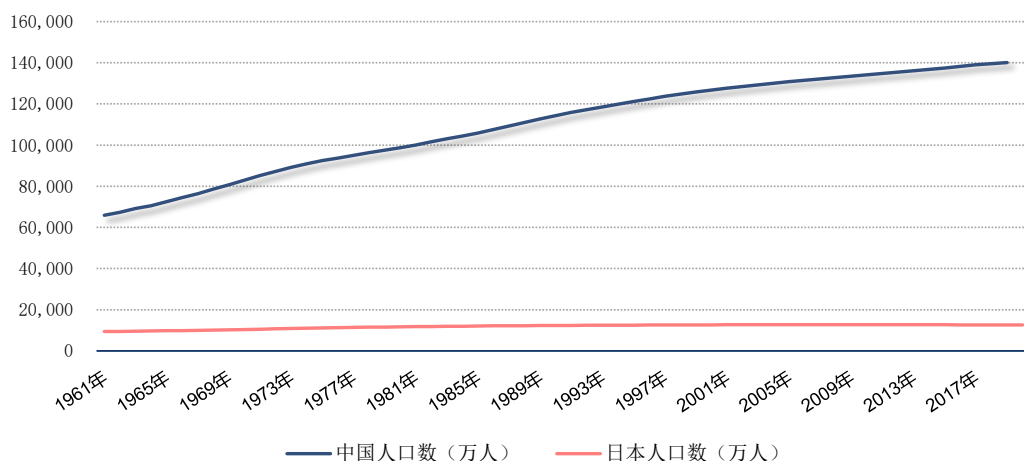
单从日本扭蛋玩具产业的规模看, 根据日本玩具协会的数据, 日本盒蛋产业近十年来规模在 300 亿日元附近 (约人民币 18 亿元), 在新 IP 出现时会向上波动。中国人口是日本人口的 11 倍, 2019 年中国人口 14 亿, 日本人口 1.26 亿人, 在潜在的市场空间上单扭蛋类玩具市场空间预计达到 200 亿人民币。另外日本扭蛋玩具的定价在 100-500 日元不等 (人民币 6-30 元), 而我国盒蛋的定价一般在 20 元以上, 20-99 元不等, 做工方面更加精细, 体型更大, 更多偏向工艺品性质而非小玩具, 因此市场空间上远高于日本扭蛋类玩具。

图 26: 日本过去 15 年扭蛋玩具市场规模变化统计



资料来源: 日本玩具协会, 信达证券研发中心

图 27: 中国和日本人口数量 (万人)

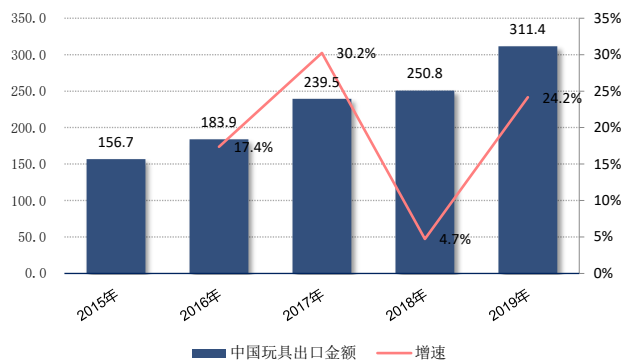


资料来源: wind, 信达证券研发中心

2、产业要素：制造业基础与完善的玩具产业链

制造端优势是我国手办市场的传统优势。我国手办行业起步也较早，但长期集中在产业链下游，OEM 方式承接日本、美国的手办生产，与整个玩具产业中我国在全球的产业地位类似。整个玩具产业中，玩具制造行业区域特征明显，主要集中在广东省、江苏省、山东省、浙江省、福建省和上海市，广东省、福建省的玩具生产企业以电动和塑料玩具为主，江苏省、上海市的企业以毛绒玩具为主，浙江省以木制玩具为主。

图 28：2015-2019 年我国玩具出口金额与增速(亿美元，%)



资料来源: 海关总署, 信达证券研发中心

人才储备：优质的原型师和设计师。原型师在手办创作过程中非常重要，原型师的工艺水平与方案设计能力决定了手办的艺术性。与国外手办企业长期合作中丰富了我国手办原型师的数量和工艺技术水平，不少原型师从国外学成归来自己开设工作室，上文列出众多手办工作室也有很多原型师有国外求学工作背景，另外我国雕塑、CG 等文化产业的发展也为手办行业贡献设计人才。

3、上游文化产业链逐渐完善，IP 内容增多

可用的上游 IP 更加丰富，且形象更加深入人心。IP 版权业务近年来不断提升，一直以来我国 IP 授权业务无法走通的原因之一是强劲有力的上游 IP 较少，下游授权是巧妇难为无米之炊，最适合的 IP 授权一般为动漫、漫画、电影电视剧等，而我国现在大量 IP 仍停留在网文阶段，没有适合衍生的具体形象。但近年 IP 市场有了较大的变化，国漫从数量上和质量上都有较大增长，B 站目前国创区与番剧区的头部动漫的追番数、播放数等数据已经处于同一

量级，出现了《全职高手》《狐妖小红娘》《刺客五六七》等多部经典国漫，相应的 IP 授权业务也在不断跟进，手办、场景授权等不断增加。

表 6: Bilibili 国创区和番剧区播放和追番排名前十的动漫

国创区				番剧区			
	播放次数		追番人数		播放次数		追番人数
狐妖小红娘	6.6 亿	伍六七之玄武国篇	749.1 万	鬼灭之刃	6 亿	鬼灭之刃	943.9 万
镇魂街	4.3 亿	天官赐福	661 万	JOJO 的奇幻冒险 黄金之风	3.4 亿	Re: 从零开始的异世界生活 2 后半	801 万
仙王的日常生活	3.7 亿	镇魂街	652.3 万	OVERLORD	3.2 亿	工作细胞 2	786 万
非人哉	3.4 亿	灵笼	642.7 万	关于我转生成史莱姆这档事	3.1 亿	鬼灭之刃（中配）	785.1 万
天官赐福	3.1 亿	伍六七之最强发型师	632.9 万	OVERLORD3	3.1 亿	Re: 从零开始的异世界生活 第二季 前半	748.9 万
一人之下 2	3 亿	狐妖小红娘	618.1 万	OVERLORD2	2.9 亿	工作细胞	726.4 万
王者别闹	3 亿	仙王的日常生活 2	595.3 万	小林家的龙女仆	2.4 亿	关于我转生成史莱姆这档事 2	714.8 万
灵笼	3 亿	仙王的日常生活	586.1 万	咒术回战	2.3 亿	辉夜大小姐想让我告白~天才们的恋爱头脑战	697.3 万
刺客伍六七	2.8 亿	全职高手 1	523.7 万	Re: 从零开始的异世界生活	2.3 亿	埃罗芒阿老师	648.1 万
元龙	2.6 亿	刺客伍六七	522.9 万	辉夜大小姐想让我告白~天才们的恋爱头脑战	2.2 亿	小林家的龙女仆	640.6 万

资料来源: BILIBILI, 信达证券研发中心

四、风险因素:

- 1、消费升级动力不足，盒蛋玩具需求不足无法支撑产业快速发展。
- 2、盲盒玩法热度下降，影响盒蛋玩具销售。
- 3、IP 创新能力不足，产品生命周期进入衰退期，新产品受欢迎程度下降。

研究团队简介

王建会，信达证券传媒团队首席研究员，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

王晓羽，上海财经大学金融硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖游戏与海外互联网。

李盈睿，西南财经大学财务管理硕士，2020年加入信达证券研发中心，主要覆盖影视、出版板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。