

证券研究报告|行业深度报告
信息技术|影视动漫

盲盒常有，泡泡玛特却不常有一——论泡泡玛特的竞争壁垒

泡泡玛特 (9992. HK)

顾佳

Email: gujia@cmschina.com.cn

执业号: S1090513030002

研究助理: 王邵哲

Email: wangshaozhe@cmschina.com.cn

CMS 招商证券

2021年7月14日

泡泡玛特2020年12月上市以来，先后与周杰伦、哈利波特、嫦娥五号、NBA、哈根达斯等知名IP联动，通过音乐、影视、电商、运动、航天、美妆等诸多领域延伸IP影响力，依靠IP、渠道和品牌建立的先发优势持续放大品牌价值。与此同时，公司先后投资Solestage（主营潮流服饰、球鞋）、十三余（主营汉服国风）、猫星系（主营Lolita、JK等泛二次元服饰）等，从潮玩向潮流生活品牌进行积极探索。未来伴随公司依托新产品向男性用户破圈、将IP资源向平台化方向发展以及网点持续扩张，公司潮玩平台型地位将进一步凸显。

从潮玩产业看，2019年中国潮玩市场规模约207亿元，伴随潮玩产业成熟，行业有望保持高景气度发展，假设2020-22年潮玩人均开支增速保持在过去三年35.8%的平均增速水平，预计2022年中国潮玩市场规模达550亿元。若潮玩线下、线上销售比例达6:4、零售店单店销售额700万元，则2022年全国线下门店市场空间预计可达4716家，以2020年底泡泡玛特187家线下零售店计算，公司目前国内市场渗透率仅为4.0%，伴随潮玩行业日益成熟，泡泡玛特作为头部公司将率先受益。与此同时，公司海外业务扩张也将为公司带来新的增量空间。

风险提示：IP市场吸引力低于预期、行业竞争加剧、渠道建设效果不佳、国际业务发展不及预期等。

目录

一、上市以来公司多角度提升品牌影响力

二、公司壁垒在哪里？

三、公司未来将走向何方？

四、风险提示

目录

一、上市以来公司多角度提升品牌影响力

1.1 上市后公司与一系列知名IP联动提升品牌影响力

1.2 多品牌发力推动均衡增长

1.1 上市后公司与一系列知名IP联动提升品牌影响力

图表：上市后泡泡玛特品牌联动概览

- 携手芬达推出联名礼盒，Molly入驻芬达罐
- 推出宝可梦系列盲盒
- 联名美妆品牌丝芙兰推出限定美妆双盲盒套装
- 推出NBA限定手办
- 联名哈根达斯带来冰淇淋主题盲盒
- 加拿大首店开业,落户温哥华，这是在北美开设的第一家店铺
- 联合好利来推出“好利来Pucky甜甜蛋糕”
- 联合美妆品牌ADDICTION推出INK魔法BUNNY礼盒
- 联合彩妆品牌Judydoll橘朵推出PUCKY精灵飞行系列彩妆
- 泡泡玛特投资二次元零售品牌猫星系
- 联合阿根廷国家队发布盲盒系列

2020年12月



玫瑰周

2021年1月



2021年2月



2021年3月



2021年4月



2021年5月



2021年6月

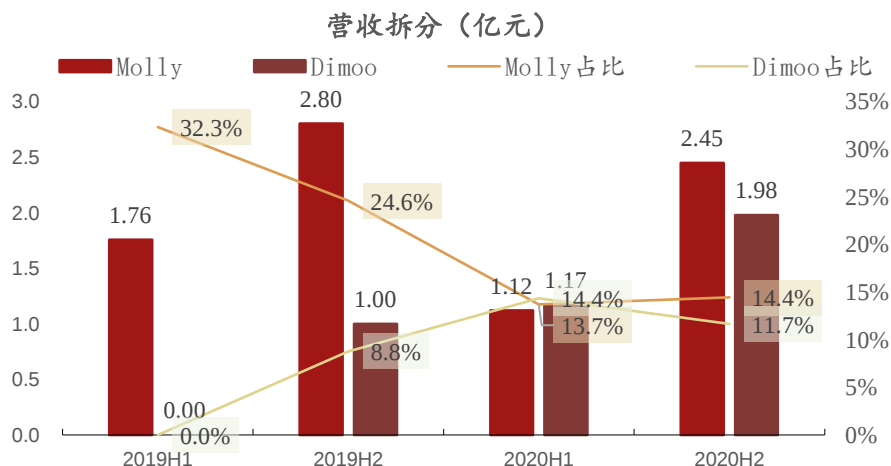


- 与周杰伦联名，周同学周游记系列发售
- 与哈利波特联名，哈利波特魔法世界动物系列发售
- 嫦娥五号月球旅行之际，联合埃依斯航天推出“航天公益特别款”
- 联合京东推出限量DIMOO X JOY STUDIO合作手办
- 购买礼橙专车出行卡有机会获得Bunny限量款卡套
- 联合电影IP《哪吒重生》推出盲盒、手办
- 联名联想小新推出小新盲盒
- 泡泡玛特文和友店开业联名联想小新推出小新盲盒
- 泡泡玛特跟投汉服国风品牌“十三余”
- 泡泡玛特上海环球港迪士尼特装门店开业
- 泡泡玛特投资潮牌买手店 Solestage
- 联合海绵宝宝打造MEGA珍藏系列手办
- 与蜂巧资本签订协议，参投新一期基金

1.2 多品牌发力推动均衡增长

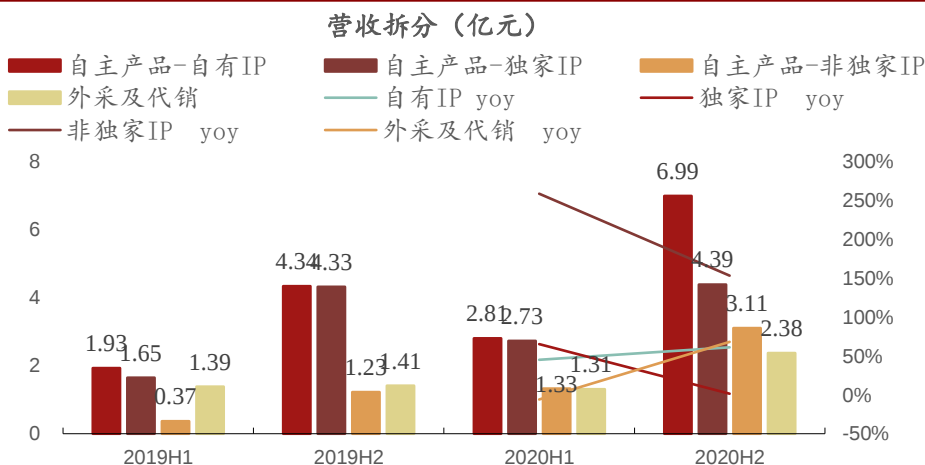
- 2020年12月上市以来，公司先后与周杰伦、哈利波特、嫦娥五号、京东、芬达、NBA、哈根达斯等多款知名IP联动，板块涉及音乐、影视、电商、运动、航天、美妆等诸多领域。
- 自有IP加速发展，孵化新IP印证模式复制能力。2020年公司营收25.1亿元，同增49.3%，其中自有IP收入9.8亿元，同增56.3%。传统优势IP Molly营收3.6亿元，占营收比重的14.2%。Dimoo、BOBO&COCO、SKULLPANDA占营收比重分别为12.5%、2.7%、1.6%。SKULLPANDA作为公司2020年新孵化IP，其收入快速增长是公司新IP孵化能力的又一次印证。

图表：泡泡玛特自有头部IP营收及占比



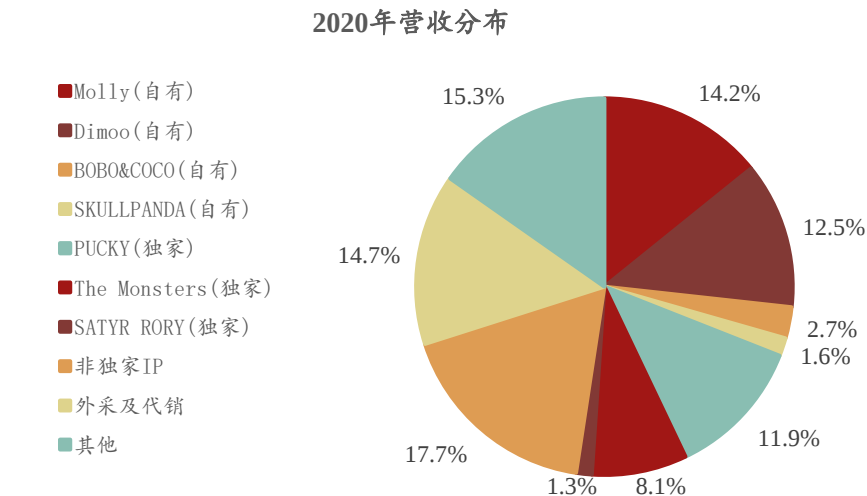
资料来源：公司公告，招商证券

图表：泡泡玛特营收拆分



资料来源：公司公告，招商证券

图表：泡泡玛特2020年各IP营收分布更加均衡



资料来源：公司公告，招商证券

二、公司壁垒在哪里？

2.1 泡泡玛特是潮玩赛道的先行者

2.2 泡泡玛特率先积累优质IP资源并抢占用户心智

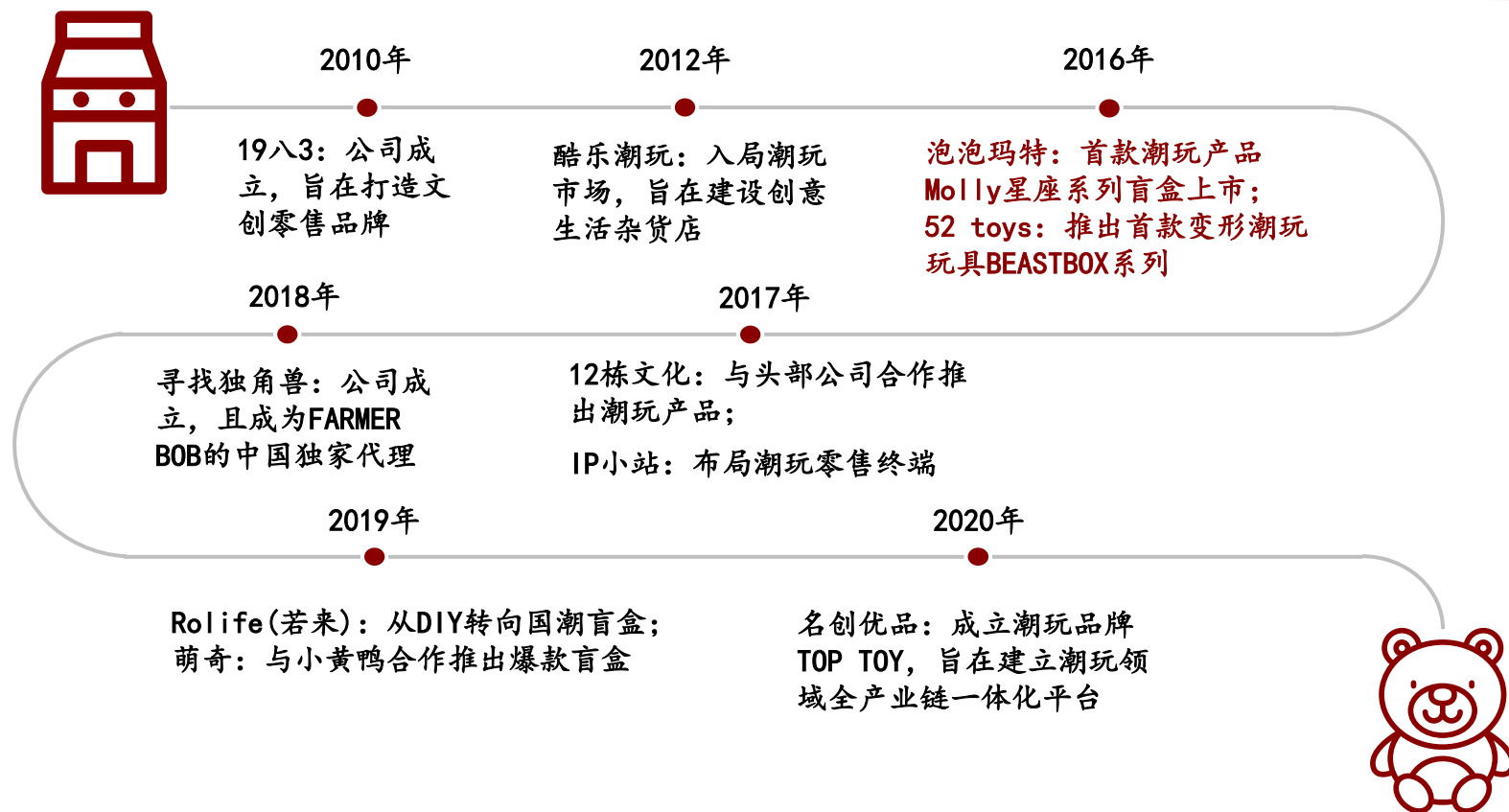
2.3 伴随品牌影响力提升，泡泡玛特持续优化供应链能力

2.4 泡泡玛特同业对比一览

2.1 泡泡玛特是潮玩赛道的先行者

- 泡泡玛特是国内潮玩第一批入局者。泡泡玛特2010年成立并于2016年推出首款潮玩产品Molly星座系列盲盒。2016年以来伴随潮玩赛道加速发展，12栋文化、IP小站、寻找独角兽等公司相继加码，而泡泡玛特则在潮玩行业中扮演先行者的角色。

图表：潮玩代表公司入局时间线梳理

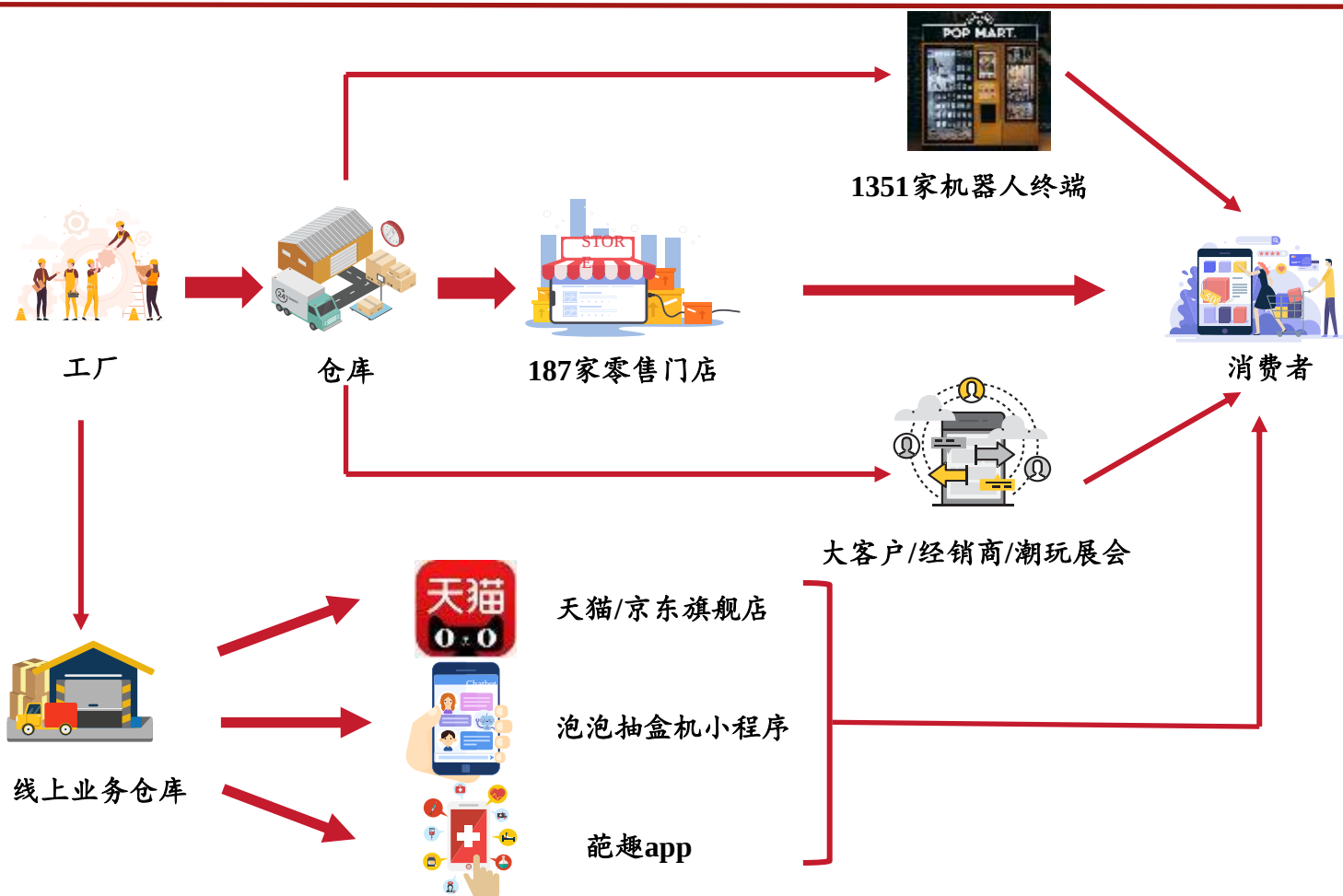


资料来源：公司公告，公司官网，公司公众号，招商证券

2.1 泡泡玛特是潮玩赛道的先行者

- 泡泡玛特依托先发优势，率先在行业建立起强渠道触达。泡泡玛特在日渐激烈的潮玩行业中率先搭建起涵盖艺术家发掘、IP沉淀、线上线下终端零售、社群互动的一体化平台，为IP商业化效率最大化提供了基础。

图表：泡泡玛特建立起线上（电商+小程序+葩趣社区）+线下（零售店+机器人店+批发+展会）的强渠道触达（数据截至2020年底）



2.1 泡泡玛特是潮玩赛道的先行者

- 泡泡玛特依托先发优势，率先在行业建立起强渠道触达。同业对比看，截至2021/6/20，泡泡玛特线上京东、天猫旗舰店粉丝数分别达140、392万，相比于同样专注于潮玩赛道的52 toys、寻找独角兽、IP小站等，泡泡玛特线上粉丝规模优势显著。线下网点分布看，泡泡玛特近200家门店与1000余家机器人商店为公司建立起远超同业的渠道触达能力。

图表：泡泡玛特旗舰店粉丝数仅次于名创优品（截至2021.6.20）

旗舰店粉丝数(万)	京东	天猫
泡泡玛特	140.3	392.4
52 toys	4.1	54.5
19八3	1.3	54.5
寻找独角兽	无	53.2
Rolife/若来	32.5	32.8
萌奇	9.6	7.1
酷乐潮玩	0.0	4.1
IP小站	0.1	0.5
toptoy	1	0.5
十二栋文化	无	0.3

资料来源：天猫，京东，招商证券

图表：同业门店对比

	泡泡玛特 (9992.HK)	酷乐潮玩	金运激光(IP 小站相关) (300220.SZ)	toptoy	奥飞娱乐 (002292.SZ)	19八3	十二栋文化	52 Toys	寻找独角兽	若来
网点数目	187家门店， 1351家机器人商店	250家门店	6家门店，近 2000家机器人商店	30家门店	27家门店	19家门店	14家门店	8家门店	线上为主	经销商销售为主
销售品类	盲盒、人偶、 卡通周边等	流行音乐、 潮流数码及 配饰，动漫 玩品等	盲盒、手办、 动漫周边等	盲盒、积木、 手办、高达 等	动漫、玩具、 媒体、影视、 游戏等	盲盒、箱包、 服饰、家居 产品等	盲盒、潮玩、 动漫周边等	盲盒、人偶、 卡通及影视 周边、高达 模型等	潮玩手办、 盲盒、周边 配件等	IP潮玩、 DIY文化、 文创生活、 苏子衿汉服
销售特点	C端	C端	C端	C端	B端销售为主	C端	C端	C端	C端	C端

资料来源：公司公告，公司官网，公司公众号，高德地图，招商证券

2.1 泡泡玛特是潮玩赛道的先行者

- 登陆港交所进一步放大了泡泡玛特的品牌价值。根据百度搜索指数，泡泡玛特成立以来，热度持续低于零售品牌名创优品，而在2020年6月泡泡玛特递交港股申请后，热度首次超越名创优品，2020年12月上市后，泡泡玛特影响力大幅提升，此后其热度实现对名创优品的反超。
- 考虑到泡泡玛特最大的优势在于其在潮玩领域率先建立起集合上中下游的生态平台，通过IPO事件营销，公司的平台价值得到进一步巩固和加强。

图表：泡泡玛特上市后，百度搜索指数反超名创优品

地域范围 全国 设备来源 PC+移动 时间范围 2016-09-01 ~ 2021-06-01

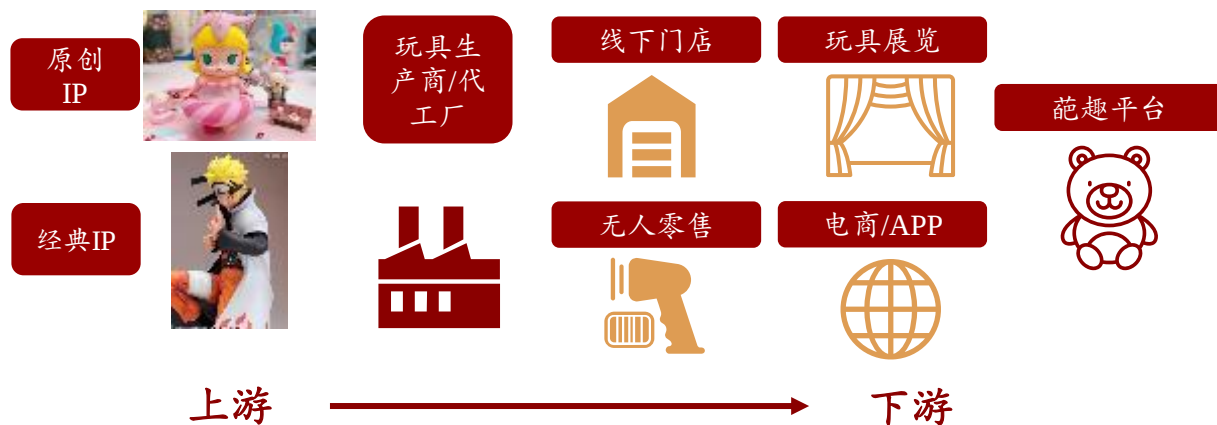


资料来源：百度搜索指数，招商证券

2.2 泡泡玛特率先积累优质IP资源并抢占用户心智

- IP是潮玩商业化发展的起点，泡泡玛特依托先发优势，率先在行业积累了一批优质IP资源，为商业化发展提供基础。而公司链接上游IP资源和下游线上线下零售终端的一体化商业平台，则是实现IP商业效率最大化的根本保障。

图表：泡泡玛特的一体化平台是实现IP商业化效率最大化的保障



图表：潮玩代表公司IP统计

资料来源：公司公告，招商证券

产业链位置	代表公司	自主IP数	第三方IP数	IP总数
一体化平台	泡泡玛特*	37	56	93
IP运营为主	MedicomToy	16	43	59
	十二栋文化	11	68	79
	寻找独角兽	9	0	9
	52toys	8	27	35
	Rolife/若来	4	0	4
零售渠道布局为主	萌奇	0	30+	30+
	IP小站	30+独家授权，5个自有IP	200+	235+
	19八3	11	6	17
	酷乐潮玩	0	10	10
	名创优品	0	17	17

资料来源：公司公告，公司官网，招商证券

注：泡泡玛特为截至2020.6数据

2.2 泡泡玛特率先积累优质IP资源并抢占用户心智

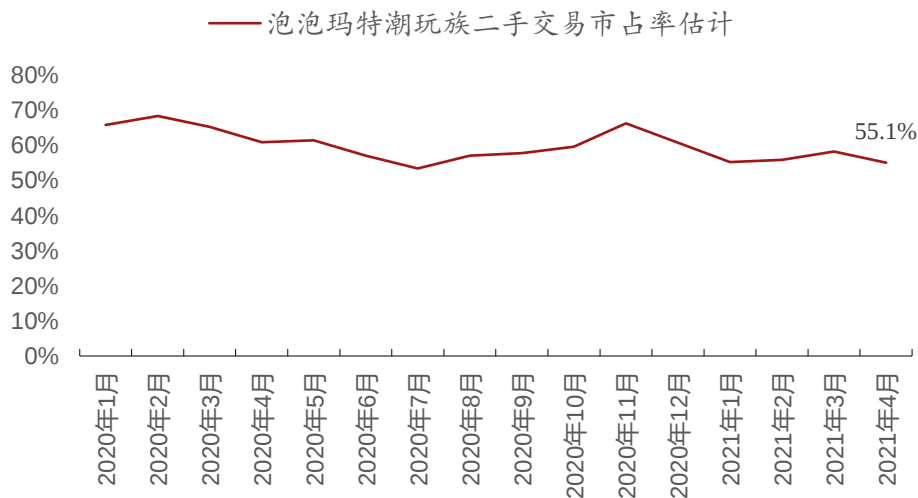
- IP商业化体系搭建带来的先发优势使泡泡玛特成功抢占用户心智。根据潮玩盲盒社区“潮玩族”数据，2020年至今泡泡玛特在潮玩族二手交易平台的市占率始终维持在50%以上，在潮玩族前30大热门IP中，1/3为泡泡玛特旗下品牌，其中前三大热门IP始终为泡泡玛特所占据，前三大IP的二手交易量占比始终维持在30%以上。

图表：潮玩族2021.4前四大热门IP均为泡泡玛特品牌

排名	IP	交易量占比	排名较上月变动
1	LABUBU	17.65%	持平
2	SKULLPANDA	12.17%	▲ 2
3	DIMOO	9.36%	▼ 1
4	Molly	6.84%	▼ 1
5	Nanci国苦	3.66%	持平
6	毕奇	3.28%	持平
7	Bunny	3.06%	持平
8	RiCO	2.29%	▲ 1
9	迪士尼	2.13%	▲ 1
10	小甜豆	2.12%	▼ 2

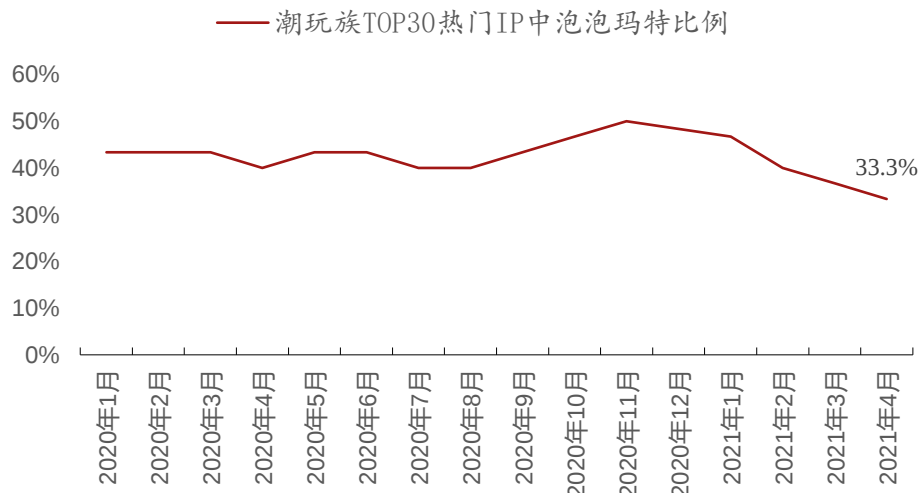
资料来源：潮玩族，招商证券

图表：泡泡玛特在潮玩族热门IP交易市占率位居第一



资料来源：潮玩族，招商证券

图表：泡泡玛特在潮玩族热门IP中数目位居第一



资料来源：潮玩族，招商证券

2.3 伴随品牌影响力提升，泡泡玛特持续优化供应链布局

泡泡玛特构建了以直销为主的线上、线下结合的销售体系：

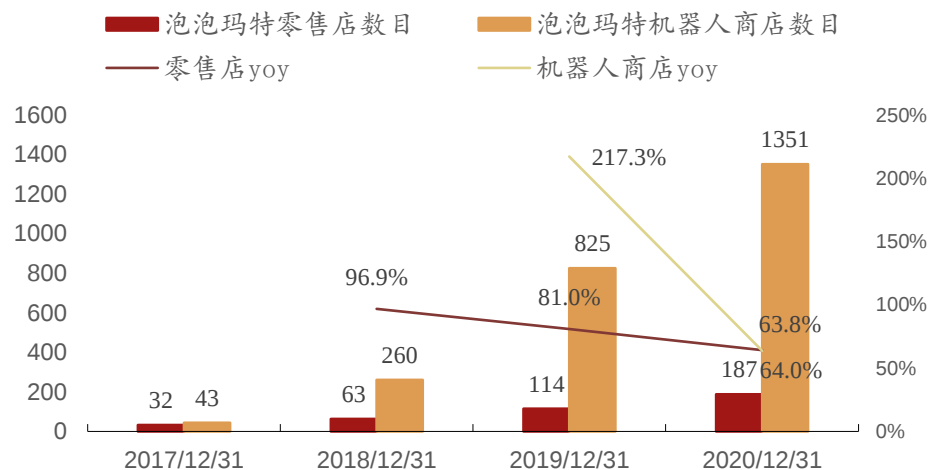
- 线下：截至2020年底，公司零售店数目187家，同增64.0%，机器人商店1351家，同增63.8%。公司网点覆盖以一线及新一线城市为主，其零售店、机器人商店占比分别为73%、67%。2020年9月公司首家海外门店在韩国首尔开业，截至2021年6月，公司网点已进入美国、加拿大、英国、澳大利亚等海外市场。
- 线上：2020年公司新增京东旗舰店线上渠道，线上渠道营收9.5亿元，同增76.5%，线上收入占营收比重达37.9%，同增5.8个百分点。

图表：泡泡玛特全球布局（截至2021/6/18）



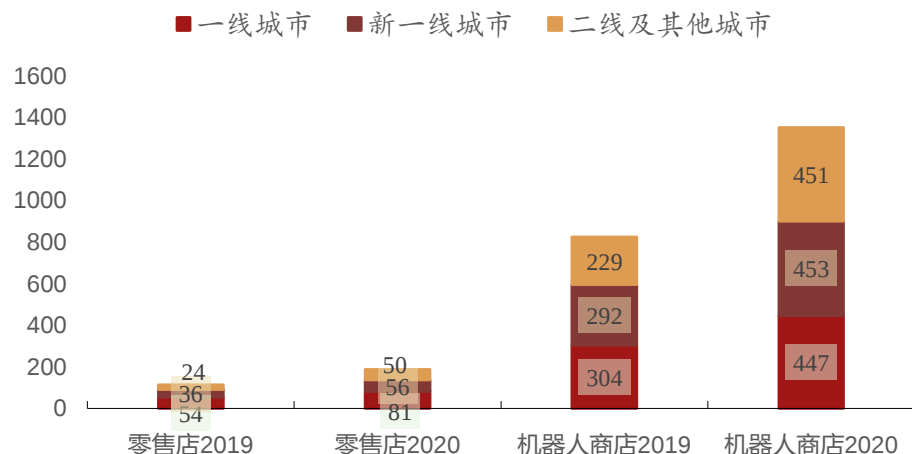
资料来源：公司官网，招商证券

图表：泡泡玛特经销网络规模持续扩张



资料来源：公司公告，招商证券

图表：泡泡玛特经销网络分布



资料来源：公司公告，招商证券

2.3 伴随品牌影响力提升，泡泡玛特持续优化供应链能力

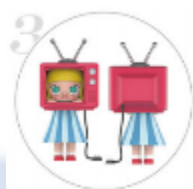
➤ 泡泡玛特自有IP产品生产流程(8个月):



1个月：艺术家提供二维草图，开发团队完善设计



3个月：开发团队完成三维设计



1个月：完成上色并落实最终产品包装



2个月：模具制作及批量生产



1个月：制定产品推广方案

➤ 泡泡玛特独家IP产品生产流程(8个月):



1个月：艺术家提供二维草图，开发团队完善设计



3个月：开发团队完成三维设计



1个月：完成上色并落实最终产品包装



2个月：模具制作及批量生产



1个月：制定产品推广方案

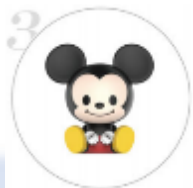
➤ 泡泡玛特非独家IP产品生产流程(10.5-14.5个月):



1.5个月：艺术家提供二维草图，开发团队完善设计



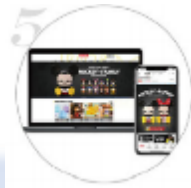
3个月：开发团队完成三维设计



1个月：完成上色并落实最终产品包装



3-6个月：收到IP提供商批准后，制作模具及批量生产



2-3个月：制定产品推广方案

2.3 伴随品牌影响力提升，泡泡玛特持续优化供应链能力

- 率先打通“IP-供应链-渠道”帮助泡泡玛特建立规模优势，持续的大订单需求为公司提升代工厂管控能力提供基础。而公司依托潮玩展会IP热度、线上预售数据等，增强了对新品销售热度的预测能力。
- 2020年新冠疫情期间公司下单量较小，伴随疫情后市场复苏，公司部分产品出现断货。2020年底公司签约供应链信息化公司富勒科技，伴随公司持续优化供应链，其增量订单补货生产周期缩短至3个月左右，2021年5月公司共推出15款新盲盒，达到近一年来的最高水平，日益完善的供应链体系为公司新产品推出和销售提供保障。

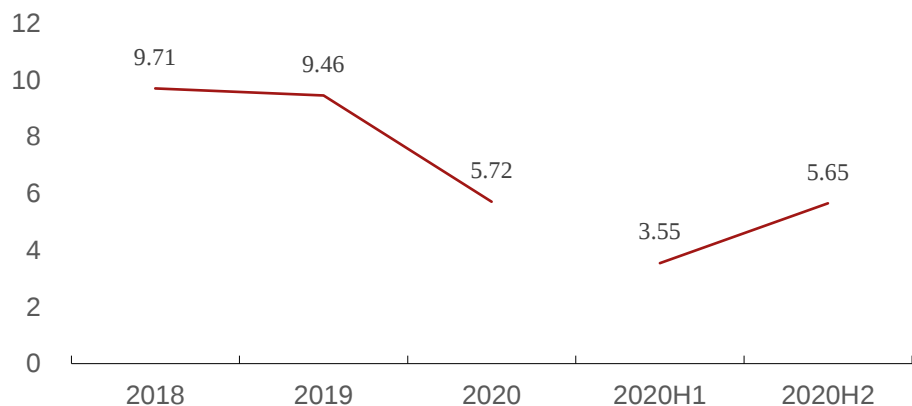
图表：泡泡玛特线上预售、预约示意图



资料来源：公司小程序，天猫旗舰店，招商证券

图表：疫情短期影响供应链能力

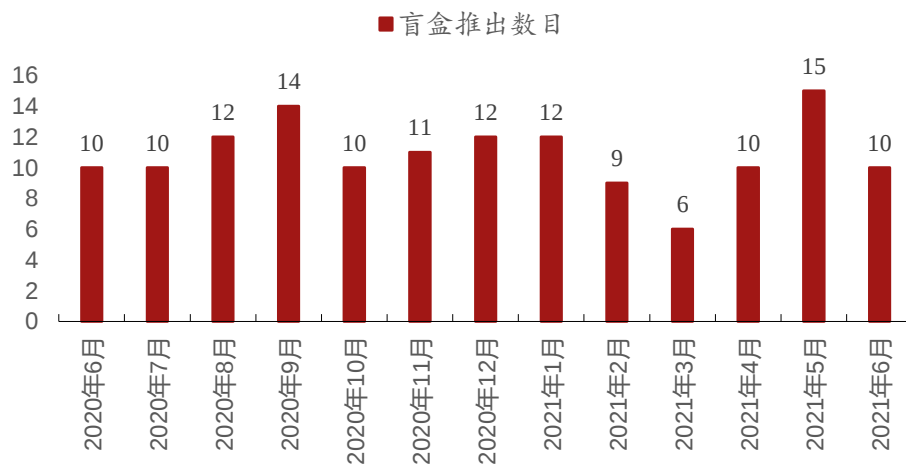
泡泡玛特存货周转次数（年化）



资料来源：公司公告，招商证券

注：存货周转次数=营业成本*2/(期初存货+期末存货)，半年度数据以年化数据处理

图表：泡泡玛特盲盒推出频率



资料来源：公司官方公众号，招商证券

2.3 伴随品牌影响力提升，泡泡玛特持续优化供应链能力

图表：基于日渐成熟的供应链，泡泡玛特头部IP每季度推出1-3款新品

IP	主要新品系列及产品形式	推出时间
Dimoo	DIMOO水族馆系列 12个常规款+1个隐藏款 产品：盲盒、流沙手机壳、流沙耳机壳、徽章	2021年6月
	DIMOO THE KITTENS FAMILY 2个基础款+2个隐藏款 产品：盲盒、猫碗	2021年2月
	DIMOO星座系列 12个基础款+1个隐藏款（含有隐藏款的情况下相对应基础款会随机减少一种款式） 产品：盲盒、徽章	2021年2月
Pucky	PUCKY精灵飞行系列手办 8个基础款+1个隐藏款（含有隐藏款的情况下相对应基础款会随机减少一种款式） 产品：盲盒	2021年5月
	PUCKY精灵牛奶宝宝系列 6个基础款+1个隐藏款（含有隐藏款的情况下相对应基础款会随机减少一种款式） 产品：盲盒、徽章	2021年1月
Labubu	LABUBU阿根廷国家队官方系列 6个常规款（含有隐藏款的情况下相对应基础款会随机减少一种款式） 产品：盲盒	2021年5月
The Monsters	THE MONSTERS×海绵宝宝系列 12个基础款+1个隐藏款（含有隐藏款的情况下相对应基础款会随机减少一种款式） 产品：盲盒、手办	2021年4月
Skullpanda	SKULLPANDA LITTLE MONSTER系列 2个基础款+1个隐藏款 产品：盲盒	2021年5月
	SKULLPANDA熊喵热潮系列 12个基础款+1个隐藏款（含有隐藏款的情况下相对应基础款会随机减少一种款式） 产品：盲盒、手指滑板、徽章、袜子、方巾	2021年4月
Molly	MOLLY×INSTINCTOY娃娃装侵蚀系列 12个基础款+1个特别款（100%获得，基础款会随机减少一种款式）+1个隐藏款（含有隐藏款的情况下相对应基础款会随机减少一种款式） 产品：盲盒、徽章、手办	2021年5月

资料来源：公司官方公众号，招商证券

2.4 泡泡玛特同业对比一览

图表：泡泡玛特同业对比

	泡泡玛特 (9992. HK)	酷乐潮玩	金运激光(IP 小站相关) (300220. SZ)	toptoy	奥飞娱乐 (002292. SZ)	19八3	十二栋文化	52 Toys	寻找独角兽	若来
成立时间	2010	2012	2016	2020	1997	2010	2016	2015	2020	2017
网点数目	187家门店, 1351家机器人商店	250家门店	6家门店, 近 2000家机器人商店	30家门店	27家门店	19家门店	14家门店	8家门店	线上为主	经销商销售为主
天猫旗舰店粉丝数(万)	392	4	1	0.5	-	55	0.3	55	53	33
京东旗舰店粉丝数(万)	140	0.0	0.1	1	-	1	-	4	-	33
销售品类	盲盒、人偶、卡通周边等	流行音乐、潮流数码及配饰, 动漫玩品等	盲盒、手办、动漫周边等	盲盒、积木、手办、高达等	动漫、玩具、媒体、影视、游戏等	盲盒、箱包、服饰、家居产品等	盲盒、潮玩、动漫周边等	盲盒、人偶、卡通及影视周边、高达模型等	潮玩手办、盲盒、周边配件等	IP潮玩、文创生活、汉服
销售特点	C端	C端	C端	C端	B端销售为主	C端	C端	C端	C端	C端
渠道特点	自建线上线下渠道, 涵盖专卖店、无人零售机、电商旗舰店等, 覆盖一二线城市	自建线上线下渠道	自建线上线下渠道, 终端零售机覆盖一二线城市	自建线上线下渠道, 门店手办、拼装模型、盲盒等产品最为畅销	线上与B站合作, 线下通过名创优品、全家等第三方渠道销售	自建线上线下渠道, 门店内除盲盒外, 还提供服饰、箱包等其他潮流产品	自建线上线下渠道, 线下主要以夹机占运营	以自营+合作提升渠道覆盖面	线上为主	线上线下相结合, 国内海外相结合
盲盒代表IP	Molly, Bunny, Dimoo	Laura, KIMMY & MIKI, 变色龙, 蜡笔小新, 吾皇, Laura, Nanci, TOKIDIKI, 航海王	变色龙, MIO, 幻想猫, 猫铃铛	达摩, 科比, Tammy, zooparty	现世奇趣盒蛋、达摩叠叠乐	Amber, Fenni, 艾比如魔法女神	长草颜团子, Gon的旱獭, 制冷少女	Kimmy&Miki, 蜡笔小新, 吾皇万睡巴扎黑	FARMER BOB, RICO, REPOLAR	Nanci, Suri, Yoola

资料来源：官方旗舰店，官方公众号，公司公告，招商证券

三、公司未来将走向何方？

3.1 面向男性破圈扩大用户规模

3.2 IP平台化，延伸品牌影响力

3.3 定位中高端提升产品差异度

3.4 产品力优势突出带来高店效，网点扩张可期

3.1 面向男性破圈扩大用户规模

- 根据TalkingData数据，中国盲盒用户中女性比例超过70%，而考虑男性为女性买单的影响后，女性用户占比预计达到80%以上，Molly、Dimoo等女性向IP也是泡泡玛特近年快速发展的重要原因。上市以来，泡泡玛特先后联合周杰伦、NBA、阿根廷国家队等，推出“周同学-周游记”、“LABUBU阿根廷国家队官方系列”等男性向潮玩产品，以产品挖掘用户，面向男性用户持续破圈。

图表：泡泡玛特向男性持续破圈

IP	主要系列及产品形式	推出时间
阿根廷国家队	LABUBU阿根廷国家队官方系列 6个基础款+1个隐藏款（含有隐藏款的情况下相对应基础款会随机减少一种款式） 产品：盲盒	2021年5月
NBA	NBA吉祥物手办 4支球队的吉祥物 产品：手办	2021年1月
哈利波特	哈利·波特魔法世界动物系列 12个基础款+1个隐藏款（含有隐藏款的情况下相对应基础款会随机减少一种款式） 产品：盲盒	2020年12月
周杰伦	周同学周游记系列 12个基础款+1个隐藏款（含有隐藏款的情况下相对应基础款会随机减少一种款式） 产品：盲盒、徽章	2020年12月
初音未来	初音未来职业系列 9个基础款+1个隐藏款 产品：盲盒	2020年7月
火影忍者	火影忍者疾风系列 6个基础款+2个惊喜组合款+2个隐藏款（含有隐藏款的情况下相对应基础款或惊喜组合款会随机减少一种款式） 产品：盲盒	2020年6月

资料来源：公司官方公众号，招商证券

3.2 IP平台化，延伸品牌影响力

- 伴随IP知名度不断提升，泡泡玛特将IP资源向平台化方向发展，以IP为媒介，与影视、运动、航天等品牌、概念联动，以老IP新内容的模式延长既有IP的生命周期。

图表：泡泡玛特上市后与多款知名IP联动维护IP热度，销售内容也延伸至大型手办、美食等领域

联合IP/品牌 时间 产品			联合IP/品牌 时间 产品			
周杰伦	2020.12	周同学周游记系列盲盒		哪吒重生	2021.2 哪吒重生系列手办盲盒	
哈利波特	2020.12	魔法世界动物系列盲盒		联想小新	2021.2 小新盲盒	
埃依斯航天	2020.12	航天公益特别款盲盒		哈根达斯	2021.3 冰淇淋主题盲盒	
京东	2020.12	限量DIMOO X JOY STUDIO合作手办		好利来	2021.3 好利来Pucky甜甜蛋糕	
芬达	2021.1	联名礼盒，Molly入驻芬达罐		美妆 Addiction	2021.3 INK魔法BUNNY礼盒	
宝可梦	2021.1	宝可梦系列盲盒		文和友	2021.4 文和友内开店	
丝芙兰	2021.1	限定美妆双盲盒套装		Judydoll橘朵	2021.5 PUCKY精灵飞行系列彩妆	
NBA	2021.1	限定手办盲盒		阿根廷国家队	2021.5 阿根廷国家队成员盲盒	
礼橙专车	2021.2	购买礼橙专车出行卡有机会获得Bunny限量款卡套		海绵宝宝	2021.6 MEGA珍藏系列手办	

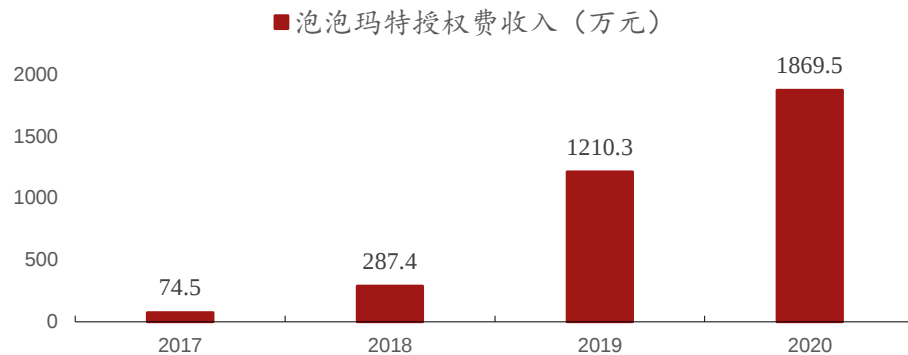
资料来源：公司官方公众号，招商证券

3.2 IP平台化，延伸品牌影响力

- 品牌影响力的提升为公司授权业务打开增长空间。2020年公司受益于德芙、欧莱雅等品牌合作的IP授权费增加，授权收入同增54%。
- 公司既有的平台资源在未来有望向其他潮流领域延伸。2021年泡泡玛特先后投资Solestage（主营潮流服饰、球鞋）、十三余（主营汉服国风）、猫星系（主营Lolita、JK等泛二次元服饰）等，从潮玩向潮流生活品牌延伸。

图表：泡泡玛特投资泛二次元市场

图表：泡泡玛特授权费收入快速增长



资料来源：公司公告，招商证券

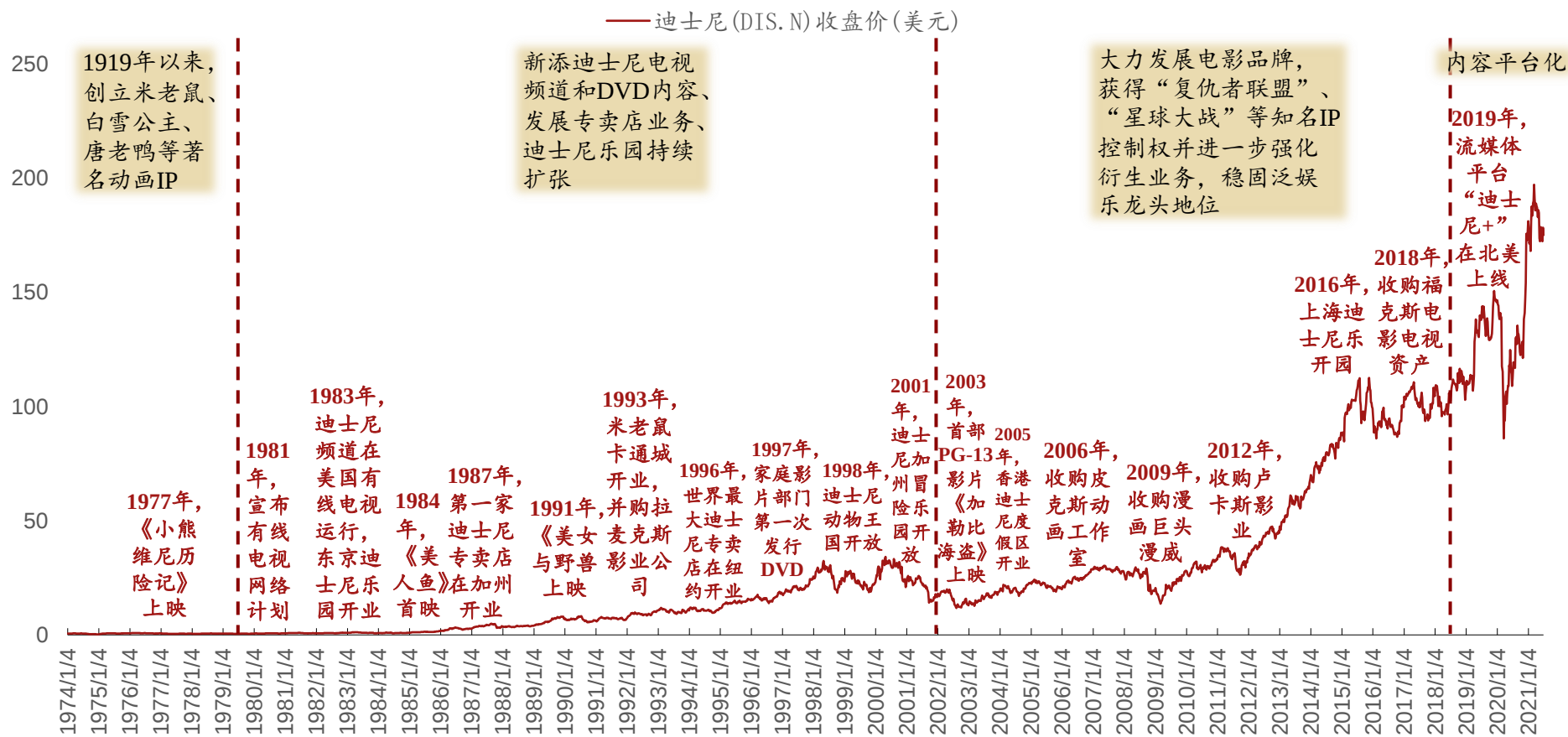
品牌	主要领域	主要产品	主要经营形式	投资时间
十三余	泛二次元服饰	汉服	以网络营销+电商销售模式向线下实体店延伸	2021年4月
猫星系	泛二次元服饰	Lolita、JK制服等	泛二次元零售实体门店	2021年5月
Solestage	潮牌买手店	限量鞋款、潮流服饰与周边	潮流服饰实体门店	2021年4月
木木美术馆	艺术馆	策划创意服务、承办展览展示、组织文化艺术交流活动、影视策划等	实体美术馆	2020年8月

资料来源：公司官方公众号，招商证券

3.2 IP平台化，延伸品牌影响力

- 迪士尼创立以来，依靠米老鼠、唐老鸭、白雪公主等IP形象积聚粉丝、发展乐园和影视产业，将IP平台化，拓宽业务发展半径，不断稳固公司的娱乐产业龙头地位、
- 依托Molly等品牌形象，泡泡玛特已初步建立起其IP影响力，而其渠道体系的完善提升了公司持续孵化IP的能力。未来伴随公司IP资源的平台化以及在新领域的多方投资和探索，品牌影响力有望进一步延伸，为衍生产业发展提供了想象空间。

图表：迪士尼以动画IP起步，开拓衍生业务并将IP平台化，成长为泛娱乐龙头公司



3.3 定位中高端提升产品差异度

- 2020年4月，由于供应链原料价格上涨、人工成本增加、设计精细化等因素，泡泡玛特部分新品售价定至69元，并推出公仔、手办等客单价更高的潮玩产品，持续向中高端市场扩张。

图表：泡泡玛特潮玩产品向中高端开拓

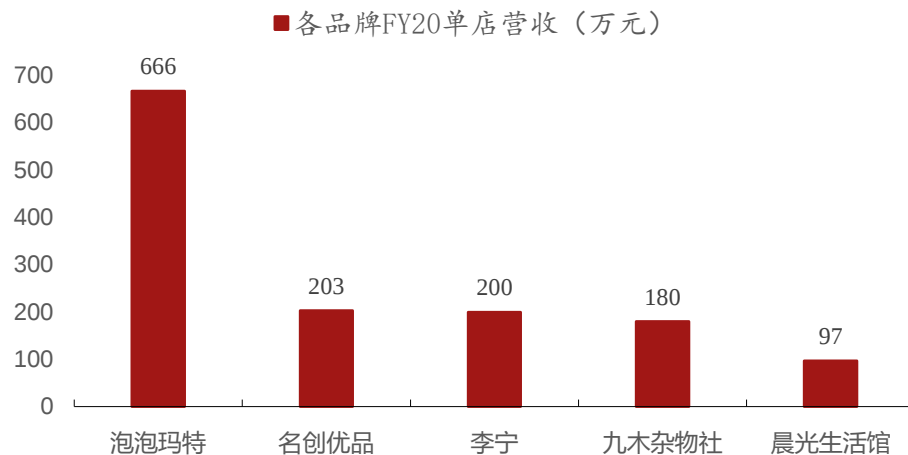
IP	时间	产品	价格	IP	时间	产品	价格
SKULLPANDA	2021.04	SKULLPANDA熊喵热潮系列盲盒	69元	MOLLY	2021.04	MOLLY地球女儿“珍藏系列”400%手办	999元
THE MONSTERS	2021.04	THE MONSTERS×海绵宝宝系列盲盒	69元	THE MONSTERS	2021.04	海绵宝宝×LABUBU手办	599元
MOLLY	2021.05	MOLLY×INSTINCTORY娃娃装侵蚀系列盲盒	79元	MOLLY	2021.05	MOLLY×INSTINCTORY印克手办	999元
COARSE	2021.05	小小冒险家系列6-贪吃鬼系列盲盒	89元	SKULLPANDA	2021.05	SKULLPANDA LITTLE MONSTER手办	820元
发呆哪吒	2021.05	非人哉-发呆哪吒之十二时令花系列盲盒	69元	MOLLY	2021.05	MOLLY魔力薄荷卡卡手办	699元
LABUBU	2021.05	LABUBU阿根廷国家队官方系列盲盒	69元	BOBO&COCO	2021.05	BOBO&COCO魔法师手办	499元
DIMOO	2021.06	DIMOO水族馆系列盲盒	69元	SATYR RORY	2021.05	SATYR RORY小象叮当手办	499元
COOLABO	2021.06	coolrainLABO放松一刻系列盲盒	79元	MOLLY	2021.06	MEGA珍藏系列1000%SPACE MOLLY×海绵宝宝手办	4999元
PUCKY	2021.05	PUCKY精灵熊猫系列-AirPods Pro保护套	79元	MOLLY	2021.06	MEGA珍藏系列400%SPACE MOLLY×海绵宝宝手办	1299元
PUCKY	2021.05	PUCKY精灵熊猫系列-马克杯	169元	DUCKOO	2021.06	DUCKOO复古轮滑YA手办	499元
PUCKY	2021.05	PUCKY精灵熊猫系列-吸管杯	169元	BUNNY	2021.06	BUNNY黑白天使手办	499元
BUNNY	2021.05	BUNNY纸鸢吊卡	199元	PUCKY	2021.06	PUCKY精灵巧克力兔宝宝手办	199元
库伊拉	2021.05	库伊拉VIYA DOLL可动人偶	699元	LABUBU	2021.06	LABUBU男孩大号手办	499元
DIMOO	2021.06	DIMOO水族馆系列-流沙手机壳（北极熊）	79元	YUKI	2021.06	ROAR YUKI双色拼接牛仔公仔	299元
DIMOO	2021.06	DIMOO水族馆系列-流沙耳机壳（北极熊）	69元	LABUBU	2021.06	LABUBU手机壳	99元
LABUBU	2021.06	LABUBU精灵玩具手指滑板徽章	69元	SATYR RORY	2021.06	SATYR RORY蜜蜂吊卡	199元

资料来源：公司官方公众号，招商证券

3.4 产品力优势突出带来高店效，网点扩张可期

- 背靠潮玩优质赛道，泡泡玛特单店营收显著高于零售行业。FY20泡泡玛特单店营收666万元，而名创优品、李宁、晨光生活馆等品牌同期单店营收在97-203万元之间。优质赛道叠加强品牌力，保证公司业务快速增长。
- 目前以高线城市布局为主，网点扩张空间广阔。从网点分布看，泡泡玛特目前网点布局以一线（北上广深）及新一线（成都、重庆、杭州、武汉、西安等）城市为主。

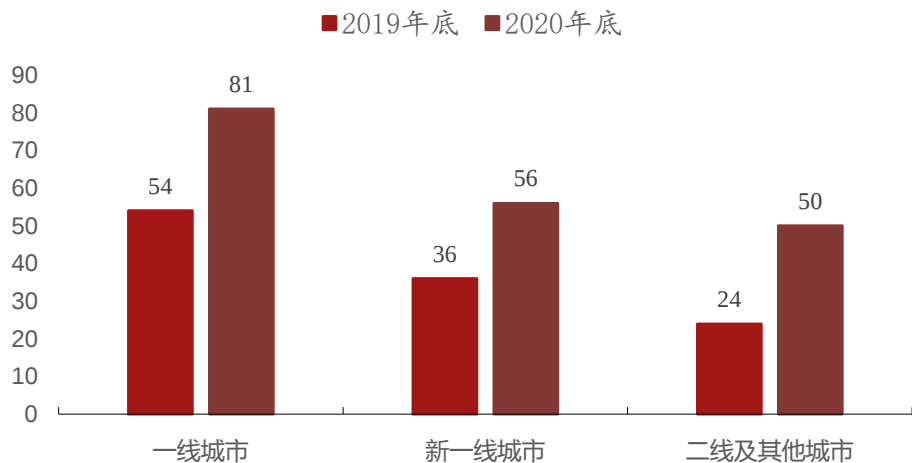
图表：泡泡玛特经销网络规模持续扩张



资料来源：公司公告，招商证券

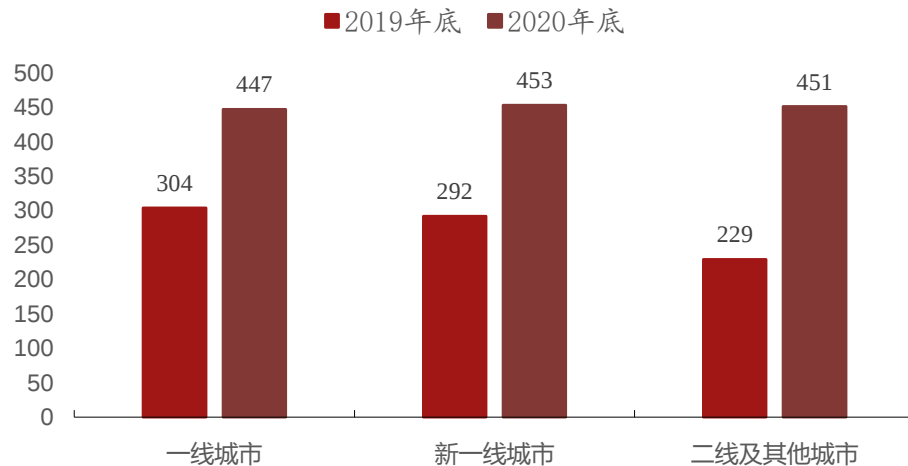
注：单店营收=当年零售业务收入/期初、期末网点数平均值

图表：泡泡玛特零售店数目



资料来源：公司公告，招商证券

图表：泡泡玛特机器人商店数目



资料来源：公司公告，招商证券

3.4 产品力优势突出带来高店效，网点扩张可期

- 据国家统计局及弗若斯特沙利文数据，2019年中国城镇人口8.5亿人，其中15-39岁人口占比约34%，估算中国潮玩目标受众(15-39岁人口)约2.9亿人。2019年潮玩人均开支预计达72元/人/年，同增47.0%，2017-2019年潮玩人均开支平均增速约35.8%。考虑到目前潮玩人均消费基数低，且伴随潮玩产业成熟，行业有望保持高景气度发展，预计2020-2022年潮玩人均开支有望维持高增长，假设人均潮玩开支同比增速维持2017-2019年平均增速，**2022年中国潮玩规模预计将达550亿元。**
- 行业远期规模看，2018年中国文化产业GDP占比4.3%，低于欧美等国水平，若以日本文化产业GDP占比20%对标，则中国当下文化产业有近4倍的增长空间。**受益于市占率提升与行业发展，潮玩龙头公司远期收入体量预计可达百亿量级。**

图表：2018年各国文化产业占GDP比重对比

	2018年文化产业占GDP比重（概数）
美国	31%
日本	20%
韩国	15+%
欧洲	10%-15%
中国	4.3%

资料来源：国家统计局，文化软实力蓝皮书，搜狐，招商证券

图表：中国潮玩市场空间估算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中国城镇人口（万人）	77,116	79,298	81,347	83,137	84,843	86,540	88,271	90,036
yoy		2.8%	2.6%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
15-39岁人口占比	36.6%	35.9%	35.3%	34.5%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
潮玩目标群体规模（万人）	28,201	28,444	28,740	28,641	28,813	29,389	29,977	30,576
人均潮玩开支（元/人）	22	29	38	49	72	98	132	180
yoy		29.0%	30.4%	30.1%	47.0%	35.8%	35.8%	35.8%
中国潮玩市场规模（亿元）	63	82	108	140	207	287	397	550
yoy		30.2%	31.7%	29.6%	47.9%	38.5%	38.5%	38.5%

资料来源：艾媒咨询，弗若斯特沙利文，国家统计局，招商证券

3.4 产品力优势突出带来高店效，网点扩张可期

- 门店扩张空间上，以2022年中国潮玩规模550亿元测算，若潮玩线下、线上销售比例达6:4、零售店单店销售额700万元，则2022年全国线下门店市场空间预计可达4716家，以2020年底泡泡玛特187家线下零售店计算，公司目前国内市场渗透率仅为4.0%。
- 2020年9月泡泡玛特首家海外门店在韩国首尔开业，目前公司网点已进入美国、加拿大、英国、澳大利亚等海外市场，伴随公司海外业务逐步发力，公司成长空间有望进一步提升。

图表：门店空间测算

2022年线下零售店容量估计 假设零售店单店销售额700万元	线上销售渠道占比				
	30%	35%	40%	45%	50%
线上市场规模（亿元）	165	193	220	248	275
线下市场规模（亿元）	385	358	330	303	275
线下门店市场空间（个）	5502	5109	4716	4323	3930
泡泡玛特门店渗透率	3.4%	3.7%	4.0%	4.3%	4.8%

资料来源：公司公告，国家统计局，招商证券

四、风险提示

1、IP市场吸引力低于预期的风险

IP的受欢迎程度会显著影响公司销量及盈利能力。若一个或多个IP的表现未能达到预期，或者消费者的品味普遍偏离公司所推出的IP，公司的经营业绩可能会受到不利影响。

2、行业激烈竞争的风险

公司所在的潮流玩具行业当前及未来将保持激烈竞争，主要竞争对手包括潮流玩具公司及国内外众多较小收藏品设计商及制造商。竞争对手可能拥有更多的财务、技术、营销及其他资源，更广泛的行业关系、更久的运营历史及更大的品牌知名度，并且可能会投入更多的资源来开发、推广及支持产品。

3、渠道建设效果不佳的风险

开设新零售店及机器人商店的延迟或失败可能对公司的增长策略及预期业绩产生重大不利影响。

4、扩大国际业务的风险

公司的海外销售及扩张面临各种风险，包括：特定国家或地区的政治动荡、不同境外国家实施的进出口许可规定、保护知识产权及个人数据安全的成本增加、经销成本、航运中断或可获得货运服务减少、不同的监管架构及监管环境的突然变化等。

5、新冠疫情恶化影响业务开展的风险

目前国内新冠疫情已得到有效控制，但若未来新冠疫情出现反复，可能对公司线下业务产生不利冲击。同时，海外新冠疫情如果持续恶化，可能对公司海外业务开拓产生不利影响。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾佳：招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。2017年新财富第五名。2018年水晶球第三名，第一财经第二名。2019年新财富第三名。

王邵哲：招商证券研发中心传媒行业研究助理。复旦大学金融学硕士，中国人民大学经济学学士，2019年加入中信建投证券教育&中小市值组，2020年加入招商证券传媒组。2020年新财富最佳港股及海外市场研究团队成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师中小市值研究团队成员，2020年新财富最佳传播与文化研究团队成员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。



感谢支持
ThankYou