

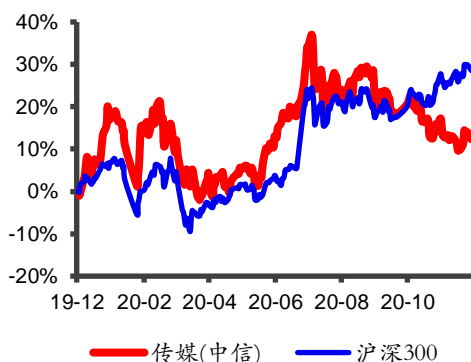


Z世代正当时，泡泡玛特引领潮流玩具兴起

行业评级：增 持

报告日期：2020-12-11

行业指数与沪深300走势比较



分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

报告亮点：

目前市场对于潮流玩具行业的规模、竞争格局以及产业链情况的描述较多，但对于潮流玩具以及盲盒兴起的底层逻辑探讨较少，本篇报告的主要亮点在于：

- 1) 从Z世代切入，自上而下探讨潮流玩具的兴起；
- 2) 提出潮流玩具对于Z世代的收藏品属性；
- 3) 梳理泡泡玛特的短中长期逻辑：短期看IP塑造，中期看品牌效应，长期看IP裂变。

主要观点：

● Z世代正当时，加速泛娱乐产业重构

Z世代泛指95后，是具备高消费力、高学历、高孤独感等特征的新一代主力消费人群。由于生活背景的不同，Z世代在消费时更关注商品带来的情感体验或社交资本，因此“非必需品”的消费增加，消费行为表现出“重娱乐”特征，是泛娱乐产业高速发展的重要驱动力之一。同时，我们认为泛娱乐产业也因Z世代的到来而发生重构，主要体现在：1) 线上娱乐：Z世代在众多主流手游、视频和漫画APP中的占比均超过50%，成为推动数字娱乐发展的重要驱动力；2) 线下娱乐：因Z世代的到来呈现出“多元化+圈子化”的发展趋势，如“桌游馆”、“动漫展”等；3) 实物商品：依托于潮流玩具有望重构实物商品市场，是Z世代独有个性表达方式的实物化。

● 潮流玩具是Z世代的收藏品，盲盒助力破圈

潮流玩具是一种以“潮流文化”为内核，玩具为载体的文化产品，已有20余年的历史，但近年来才因“盲盒玩法”而破圈。我们认为潮玩本质上是Z世代的收藏品，如同集邮之于X世代，集“水浒卡”之于Y世代，其底层的驱动力在于心理层面，是一种对于精神需求的满足。此外，盲盒作为一种玩法创新也进一步刺激了消费者的购买欲望。所以我们认为，潮流玩具不是短期风潮，而是应Z世代当下的精神情感需求催生出的新兴行业，未来空间广阔。

● 潮流玩具龙头：泡泡玛特

泡泡玛特是国内潮流玩具产业龙头。公司早期以潮玩零售业务为主，2016年通过引入盲盒玩法，打造出爆款IP Molly，业绩进入高速增长通道，2017/2018/2019净利润分别为0.01/1.00/4.51亿元。后续公司顺势扩张线下零售体系，并建立线上潮玩社区。目前，公司共拥有93个IP，136家线下零售店、1001间机器人商店以及线上潮玩社区“葩趣”，形成了上游IP获取与运营，中游OEM代工，下游全渠道触达的业务闭环，是国内唯一一家拥有全产业链覆盖和完整消费者触达体系的潮玩公司。

● **泡泡玛特：短期看 IP 塑造，中期看品牌效应，长期看 IP 裂变**

我们认为，泡泡玛特未来的成长逻辑在于：1) **短期看 IP 塑造**：公司有望凭借丰富的 IP 储备和获取能力，以及优秀的 IP 运营实力稳固龙头地位，保持高于行业水平的增速；2) **中期看品牌效应**：公司通过“多渠道+广覆盖”形成品牌效应，使得“泡泡玛特”品牌深入人心，以巩固消费者黏性，同时反哺上游增强 IP 获取能力；3) **长期看 IP 裂变**：公司有望凭借自身优质的 IP 摆脱玩具这一载体，不断裂变向泛娱乐其他产业渗透，在保持 IP 自身热度的同时拓宽变现渠道。泡泡玛特未来有望打造出中国版的“Hello Kitty”，形成多个长线化运营的 IP 矩阵。

投资建议：

我们认为，潮流玩具是应 Z 世代当下的精神情感需求催生出的新兴行业，目前仍处爆发期，行业空间广阔。而泡泡玛特以**先发优势奠定龙头地位，是国内唯一一家拥有全产业链覆盖和完整消费者触达体系的潮流玩具公司**。中短期来看，泡泡玛特有望凭借自身 IP 和品牌效应，持续在潮流玩具这一新兴赛道里保持高于行业的增速；长期来看，泡泡玛特未来有望打造出中国版的“Hello Kitty”，形成多个长线化运营的 IP 矩阵。建议重点关注：**泡泡玛特**（9992.HK）。A 股上市公司中建议关注：**奥飞娱乐，晨光文具，金运激光**。

风险提示：

- 1) 潮流玩具行业增速不及预期的风险；
- 2) IP 获取和 IP 运营不及预期的风险；
- 3) 知识产权受到侵犯的风险。

正文目录

1	Z世代正当时，驱动泛娱乐产业加速发展	6
1.1	出生于数字时代的新一代，有望成为消费引领者	6
1.2	Z世代画像：高消费能力、高学历、高孤独感	7
1.3	Z世代加速泛娱乐重构，实物商品高速发展	8
2	Z世代下的新赛道：潮流玩具	11
2.1	潮流玩具蔚然成风，盲盒玩法破圈加速	11
2.2	潮流玩具是Z世代的收藏品，盲盒助力破圈	13
2.3	市场规模：潮流玩具市场方兴未艾，盲盒是主要驱动力	14
2.4	产业链：潮流玩具产业链格局清晰，行业集中度有望提升	16
3	潮流玩具龙头：泡泡玛特	18
3.1	公司概况：潮玩零售起家，以爆款IP打通全产业链，奠定龙头地位	18
3.2	股权结构：公司股权集中，管理团队深谙潮玩文化	19
3.3	公司财务：行业红利叠加龙头效应，业绩呈指数式增长	20
4	“IP+品牌”双重赋能，奠定泡泡玛特龙头地位	24
4.1	IP为核心，渠道为载体，造就行业龙头	24
4.2	上游：以IP为核心，打造坚实竞争壁垒	25
4.3	中游：OEM模式议价能力强，掌控程度高	27
4.4	下游：线下高覆盖形成品牌效应，线上社区化提升用户黏性	28
4.5	主要逻辑：短期看IP塑造，中期看品牌效应，长期看IP裂变	33
5	A股相关标的	34
5.1	奥飞娱乐：国内动漫产业龙头，IP赋能开拓潮玩市场	34
5.2	晨光文具：文具龙头布局新零售，盲盒助力品类扩张	35
5.3	金运激光：激光企业战略转型，全产业链布局盲盒赛道	35
	风险提示	36

图表目录

图表 1 各世代出生人数统计.....	6
图表 2 各世代人群分类及特征.....	6
图表 3 我国居民消费水平变迁.....	7
图表 4 我国高等教育在校人数及毛入学率变迁.....	7
图表 5 我国妇女生育子女个数变迁.....	8
图表 6 Z 世代消费支出结构.....	8
图表 7 我国泛娱乐产业市场规模.....	9
图表 8 Z 世代在 ACG 各类 APP 中使用人数占比.....	9
图表 9 Z 世代线下泛娱乐产业呈多元化发展.....	10
图表 10 潮流玩具概览.....	10
图表 11 潮流玩具分类.....	11
图表 12 潮流玩具与传统玩具的区别.....	12
图表 13 潮流玩具发展历史.....	12
图表 14 盲盒发展标志性事件.....	13
图表 15 X、Y、Z 世代收藏品对比.....	14
图表 16 盲盒系列、隐藏款及闲鱼交易.....	14
图表 17 全球潮流玩具市场规模及增长率.....	15
图表 18 中国潮流玩具市场规模及增长率.....	15
图表 19 潮玩产业链各环节及代表企业.....	16
图表 20 国内潮玩产业参与者重点 IP 情况梳理.....	16
图表 21 主要潮玩产业玩家销售渠道梳理.....	17
图表 22 潮玩产业竞争格局分析.....	18
图表 23 泡泡玛特发展历程.....	19
图表 24 泡泡玛特股权结构.....	20
图表 25 泡泡玛特主要高管团队介绍.....	20
图表 26 2015-2020H1 泡泡玛特营业收入及增长率.....	21
图表 27 2015-2020H1 泡泡玛特净利润及增长率.....	21
图表 28 2017-2020H1 泡泡玛特按产品划分的收入构成.....	21
图表 29 2017-2020H1 泡泡玛特品牌产品中各 IP 收入构成.....	21
图表 30 2017-2020H1 泡泡玛特按渠道划分的收入构成.....	22
图表 31 2017-2020H1 泡泡玛特毛利率及净利率水平.....	22
图表 32 2017-2020H1 泡泡玛特成本构成.....	23
图表 33 2017-2020H1 泡泡玛特其他成本构成.....	23
图表 34 2017-2020H1 泡泡玛特费用率.....	23
图表 35 潮流玩具竞争格局数据一览.....	24
图表 36 泡泡玛特业务模式.....	24
图表 37 2017-2020H1 泡泡玛特 IP 收入及占收入比重.....	25
图表 38 2020H1 泡泡玛特各类 IP 占比.....	25
图表 39 泡泡玛特主要 IP 矩阵.....	25
图表 40 MOLLY 诞生之路.....	26
图表 41 泡泡玛特与万代推出高达联名盲盒.....	27

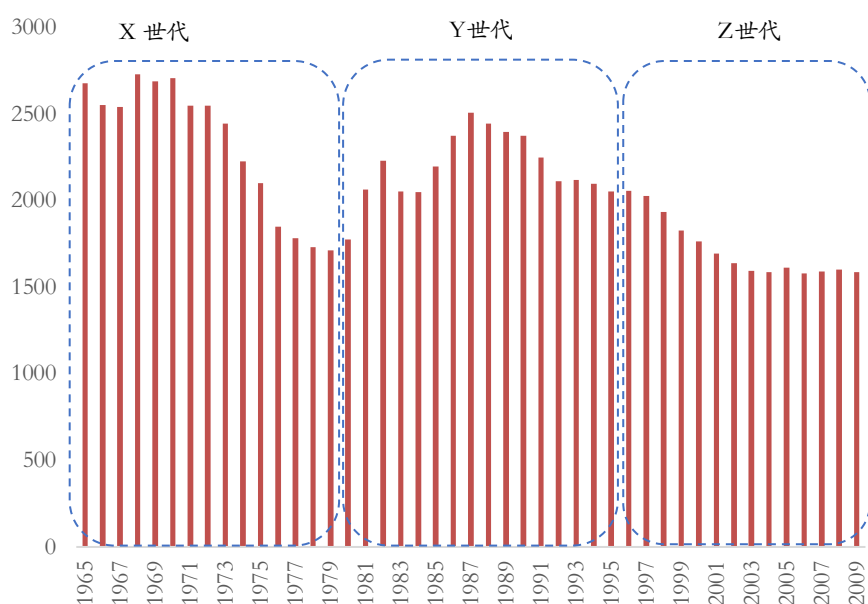
图表 42 泡泡玛特与伊利牛奶联名.....	27
图表 43 泡泡玛特新生代 IP 形象.....	27
图表 44 2018—2020H1 泡泡玛特新生代 IP 营收（亿元）.....	27
图表 45 2017-2020H1 泡泡玛特商品成本及占营收比值.....	28
图表 46 2017-2020H1 泡泡玛特贸易应付款项.....	28
图表 47 2017-2020H1 泡泡玛特零售店收入及增长率.....	28
图表 48 2017-2020H1 泡泡玛特零售店数量及单店收入.....	28
图表 49 泡泡玛特零售店布局.....	29
图表 50 2017-2020H1 泡泡玛特机器人店收入及增长率.....	29
图表 51 2017-2020H1 泡泡玛特机器人商店数量及单店收入.....	29
图表 52 泡泡玛特机器人商店布局.....	30
图表 53 泡泡玛特线下潮玩展.....	30
图表 54 泡泡玛特限时主题快闪店.....	30
图表 55 泡泡玛特位居 2019 年天猫双十一销量玩具类 TOP 1.....	31
图表 56 泡泡玛特微信小程序—泡泡抽盒机.....	31
图表 57 泡泡玛特自建线上社区—葩趣.....	31
图表 58 泡泡玛特闭环式核心竞争优势.....	32
图表 59 泡泡玛特主要销售渠道.....	32
图表 60 泡泡玛特与著名 IP 相关授权合作系列.....	33
图表 61 知名潮玩 IP KAWS 与潮牌单品合作.....	34

1 Z世代正当时，驱动泛娱乐产业加速发展

1.1 出生于数字时代的新一代，有望成为消费引领者

Z世代泛指95后，是未来的新兴一代。“世代”是指社会中年龄相仿的人群，由于生活环境与所经历的历史事件相似，他们往往具有类似的行为模式和集体价值观。按照出生的年代，可将人群分为X世代（1965-1980年）、Y世代（1980年-1995年）和Z世代（1995-2009年）。其中，X世代经历了由物质匮乏到逐步改善的过程，消费观念偏保守；Y世代经历了中国经济的腾飞和互联网的普及，更易于接受新鲜事物和新科技；Z世代出生在信息爆炸的数字时代，拥有全新的消费观念和需求。目前，我国Z世代人口数约为2.6亿，约占人口总数的19%。

图表 1 各世代出生人数统计



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

Z世代正逐渐成为消费的引领者。首批Z世代（95后）均已超过20岁，并逐步步入职场，实现经济独立与消费独立。同时，处于学生阶段的Z世代也拥有较为宽松的消费自主权，主要系新世代的家长在消费观念上更为开放，对消费的限制较少。同时，随着经济发展，Z时代可支配收入显著增加，在除去必要的生活开支外，依然有剩余可用于其他消费品。Z世代正逐渐成为消费引领者。

图表 2 各世代人群分类及特征

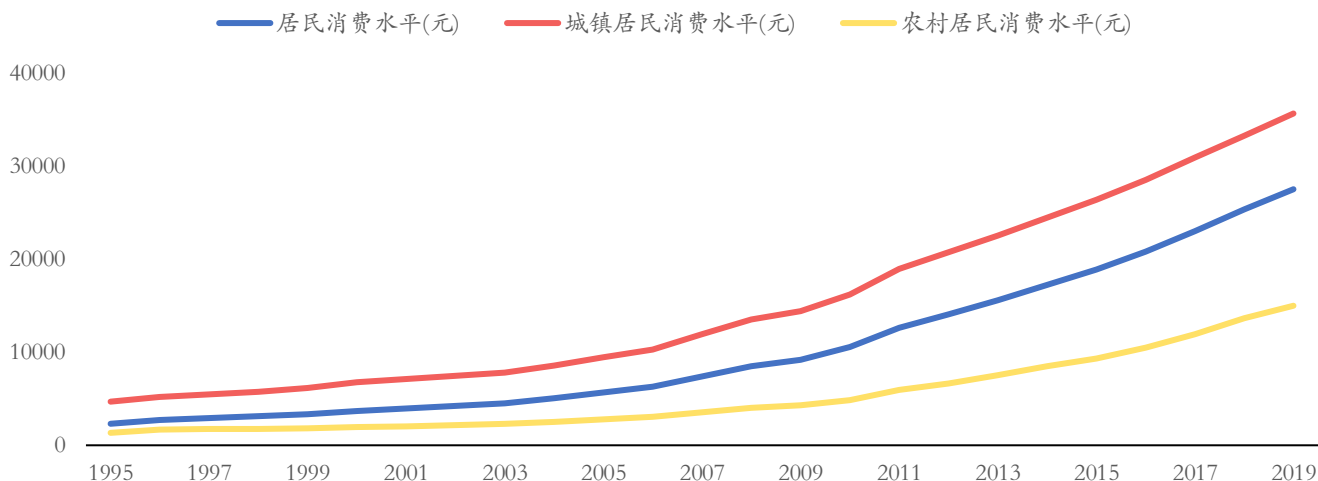
	X世代	Y世代	Z世代
出生年代	1965-1980	1980-1995	1995-2009
社会背景	科技发展 物质生活丰富	互联网革命 数码时代	信息爆炸 数字时代
人群特征	财务稳定 注重消费安全性	易于接受新科技 热衷在线购物 生活态度积极	收入来源广泛 热衷为兴趣消费 追求便捷高效

资料来源：凯度&腾讯《Z世代消费力白皮书》，华安证券研究所

1.2 Z世代画像：高消费能力、高学历、高孤独感

高消费能力：Z世代是生活优渥的一代。纵观我国经济建设发展史，Z世代所处的是经济进一步开放与加速市场化的“黄金时代”，居民人均可支配收入由2363元增长至3.07万元，CAGR高达10.81%。得益于经济的快速发展，Z世代在成长阶段拥有丰富的物质资源，其2018年每月可支配收入为3501元，高于全国居民平均收入水平。

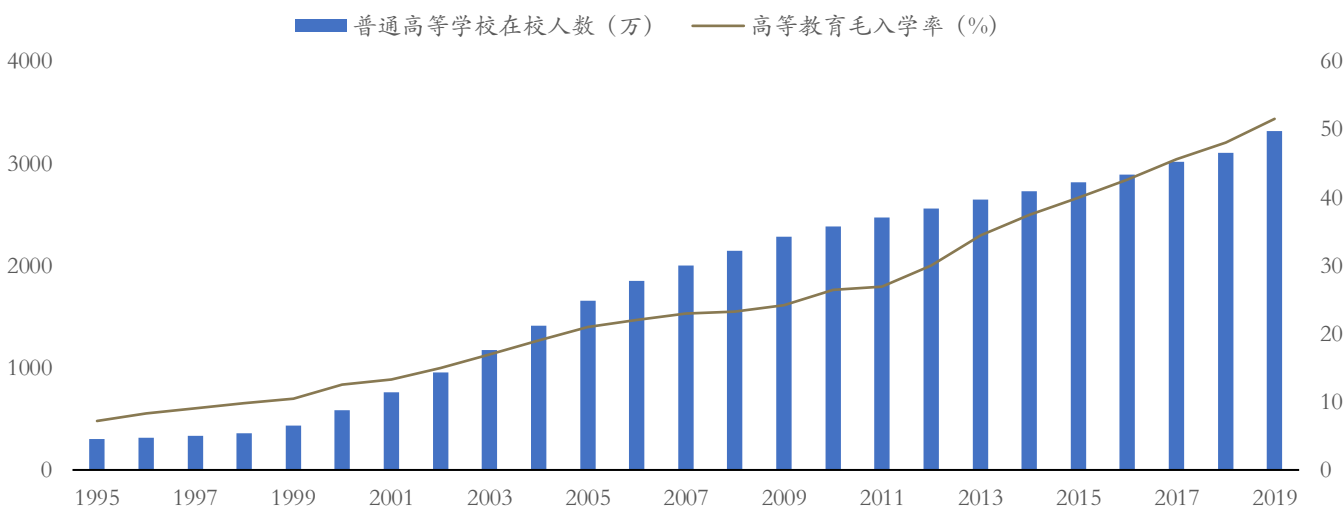
图表3 我国居民消费水平变迁



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

高学历：Z世代是受教育程度更高的一代。教育制度的诸多红利也在Z世代上有所体现，其中高校扩招最为突出。自首批Z世代进入高校测算（2013年），我国高等教育毛入学率均值为42.87%，显著高于此前水平，意味着Z世代文化水平的全面提升。而文化水平的提高，加强了个体对于精神内容的需求，体现在Z世代对非实体消费的追求更强，对精神消费的要求更高。

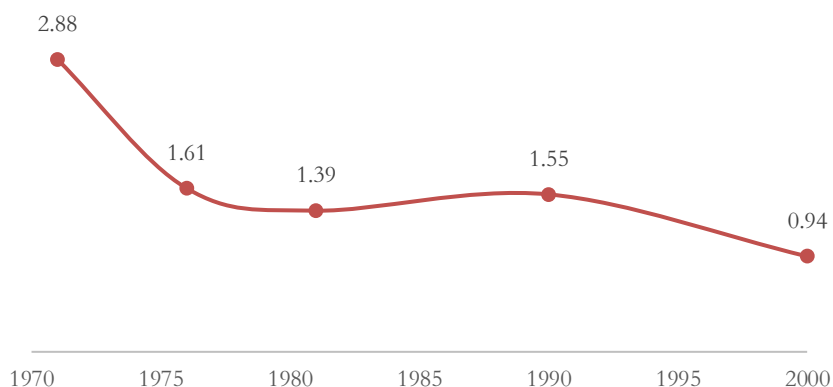
图表4 我国高等教育在校人数及毛入学率变迁



资料来源：教育部教育统计数据，华安证券研究所

高孤独感：Z世代也是孤独的一代。我国妇女生育子女个数在1995年后首次下降到了1以下，2000年降至0.94，意味着大多数Z世代是独生子女，缺乏能够随时交流的同龄人。在缺乏足够倾诉渠道的情况下，Z世代渴望通过社交或通过其他方式寻找情感寄托，以满足内心的情感需求。

图表 5 我国妇女生育子女个数变迁

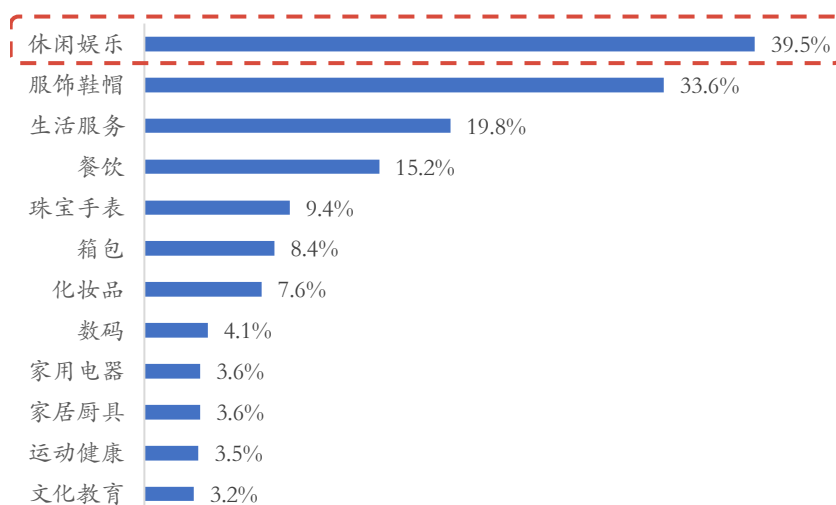


资料来源：企鹅智库，华安证券研究所

1.3 Z世代加速泛娱乐重构，实物商品高速发展

不同于前辈，Z世代独有的消费偏好使其表现出“重娱乐”的特点。Z世代的消费需求包括：1) **社交需求**，即在消费中结识具有相同爱好的伙伴；2) **悦己需求**，即通过购买高品质、高颜值商品来提高幸福感；3) **自我塑造的需求**，即通过体验式消费寻找答案，从而完善自我认知，并实现自我塑造。由此，我们判断不同于X世代与Y世代更看重商品或服务的实用性以及性价比，Z世代在消费时更关注商品所能够带来的情感体验、独特性或社会资本，因此“非必需品”的消费增加，消费行为表现出“重娱乐”的特征，从而驱动泛娱乐产业加速发展。

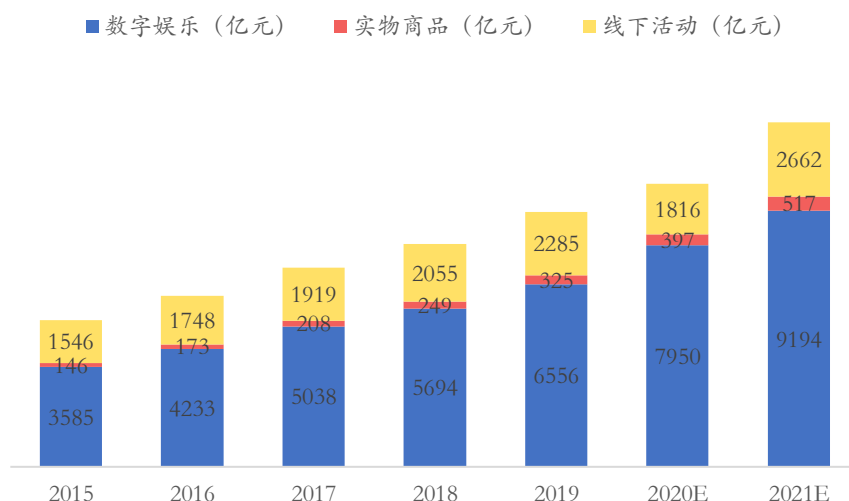
图表 6 Z世代消费支出结构



资料来源：华安证券研究所整理

Z世代是泛娱乐产业快速增长的重要驱动力之一。随着Z世代的崛起，以及其“重娱乐”的消费特征，中国泛娱乐产业近年来进入高速增长通道，由2015年的5277亿元增长至2019年的9166亿元，CAGR为14.8%。其中，数字娱乐是泛娱乐市场规模最大的板块，2019年达到6556亿元；线下娱乐板块2019年规模为2285亿元，但预计增长趋势会因疫情冲击而终止；实物商品市场是增长最快的泛娱乐产业板块，2019年占比为3.55%，实现规模325亿元，同增30%。

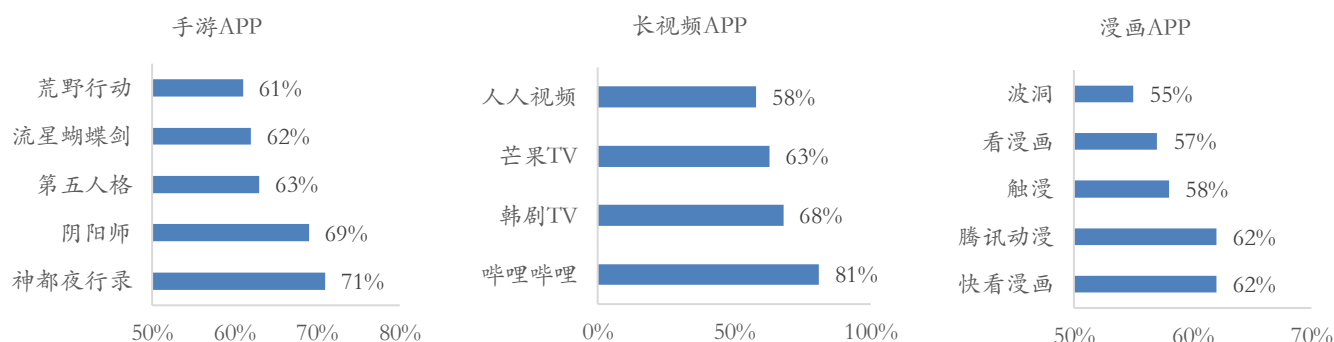
图表 7 我国泛娱乐产业市场规模



资料来源：泡泡玛特招股说明书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

线上娱乐：Z世代在线上数字娱乐中占比过半，是线上娱乐主要的参与人群。线上娱乐是泛娱乐产业中规模最大的板块，包括了游戏、视频、漫画、音乐和网络文学等多个细分领域。Z世代作为互联网原住民，对各类线上娱乐的接受度高，在众多主流手游、视频和漫画APP中的占比均超过50%，是该领域的主要用户。具体来看，Z世代人群在手游APP中占比整体水平高于长视频和漫画APP，在几款热门游戏中的比重均高于60%；而B站作为二次元聚集地，Z世代用户显著多于其他长视频APP，占比达到81%；此外，漫画同样是Z世代休闲娱乐的主要途径，其约占总使用人数的60%。

图表 8 Z世代在ACG各类APP中使用人数占比



资料来源：明略科技，AdMaster，华安证券研究所

线下娱乐：Z世代“独而不孤”，多兴趣、多圈层合力催生多元线下泛娱乐新玩法。作为成长在互联网中的一代，Z世代一方面充分享受着网络发展的红利，拥有海量的社

交资源；但另一方面又受制于网络的虚拟性，缺乏互动性和体验感。为突破网络的虚拟性，Z世代首先借助互联网，通过兴趣爱好相互结识，找到属于自己的圈子，并构建专属的交流语言和体系，再以“圈子”为单位，前往线下开展娱乐活动。为迎合Z世代的需求，线下娱乐活动逐渐突破单一老套的形式内容，向多元化发展。例如，近年来兴起的电竞馆是游戏玩家线下“竞技”的场所，动漫展和桌游馆以“二次元”或“桌游”为社交纽带，为Z世代提供同好兴趣交流平台，VR体验馆则为科技数码爱好者提供了接触前沿数码产品的机会，线下娱乐因Z世代的到来呈现出“多元化+圈子化”的发展趋势。

图表 9 Z世代线下泛娱乐产业呈多元化发展



资料来源：华安证券研究所整理

实物商品：潮流玩具横空出世，重构实物商品市场。Z世代强调审美、表达与情感寄托，但原有的实物商品大多为现有IP的衍生品和普通玩具，通常不具备表达性和艺术内涵，无法满足Z世代的情感需求。作为一个兼具时尚感、艺术感与话题性的线下泛娱乐消费品，潮流玩具的推出使得这一空白被迅速填补，并带动实物商品成为增速最快的泛娱乐产业板块，占比从2015年的2.77%上升至2019年的3.55%。我们认为除了对线上、线下泛娱乐市场产生的重构外，Z世代还将依托于潮流玩具，重构实物商品市场，是Z世代独有个性表达方式的实物化。

图表 10 潮流玩具概览



资料来源：华安证券研究所整理

2 Z世代下的新赛道：潮流玩具

2.1 潮流玩具蔚然成风，盲盒玩法破圈加速

以“潮流文化”为内核，玩具为载体，具备多种表现形态。潮流玩具（潮玩）起源于“艺术玩具”（Art Toy）和“设计师玩具”（Designer’s Toy），是以玩具作为载体，结合了设计师和艺术家有关潮流文化的设计理念的一种文化产品。根据类别的不同，潮玩可以细分为四类：1) **艺术玩具**：来自知名艺术家的原创形象，注重艺术表达，价格通常在千元以上，消费群体为追求潮流艺术、消费能力较强的年轻人；2) **BJD 娃娃**：类似于芭比娃娃的球形关节人偶，但工艺更为精美，价格在千元左右，消费群体主要为18-30岁的年轻白领女性。3) **手办模型**：动漫IP衍生品，注重IP形象的还原度，价格在几百到几千元不等，消费群体为动漫二次元的重度爱好者，多为男性。4) **盲盒**：基于艺术师原创IP打造的小物件，形象简单、款式丰富，价格通常较为亲民（一百元以下），消费群体是追求潮流的青年群体，是消费门槛最低，最贴近大众的潮流玩具。

图表 11 潮流玩具分类

分类	设计特点	制作与生产	主要用户画像	价格	主要形象
艺术玩具	知名艺术家创作的原创IP形象，作品包含艺术家精神	限量发行	追求潮流艺术、消费能力强的年轻群体	千元以上，少数可拍卖至百万	Kaws Be@R BRICK
BJD 娃娃	球形关节人偶，可通过换装等自由给娃娃更换形象	特别定制，工艺制作精美	18-30岁的年轻女性，以“领养BJD”娃娃为乐趣的养娃娃族	国内工作室300-3000元，国外品牌3000-5000元	魏无羡 叶罗丽
手办模型	形象来源于动漫IP，属于二次元衍生品，注重IP形象的还原度	可定制或批量生产，制作精细	动漫二次元重度爱好者，多为男性	几百到几千元不等	美人鱼海贼王
盲盒公仔	注重外形设计，多为设计师的原创IP	批量生产	追求潮流并且消费能力中上的18-35岁女性	几十到几千元不等	Molly Sonny Angel

资料来源：华安证券研究所整理

潮流玩具因其丰富的文化内涵区别于普通玩具。1) 从设计艺术性角度来看，潮玩以设计师为核心，融合了时装、文化、艺术等潮流因素，而普通玩具多为卡通形象，缺乏艺术家或专业设计师参与制作。2) 从受众角度来看，潮玩的目标受众是愿意为潮流买单的年轻群体，而传统玩具则通常定位于儿童或青少年群体。3) 从功能性角度来看，普通玩具分为拼图类、益智类等多种类型；潮流玩具不强调本身的游戏性，而是更多依靠外在形象突出它的观赏价值。因此，潮流玩具不仅是玩具，更是艺术的表达方式，具有丰富的文化内涵。

图表 12 潮流玩具与传统玩具的区别

	潮流玩具	普通玩具
设计艺术性	设计师为核心 结合潮流元素	缺乏专业设计师
受众群体	付费意愿强的年轻人	儿童/青少年
功能性	观赏价值突出	益智类、拼图类等多种类型

资料来源：华安证券研究所整理

潮流玩具始于小众娱乐，已有二十载发展历程。潮流玩具始于上个世纪九十年代的日本和香港，最开始由潮玩工作室和独立艺术家进行设计与制作，属于高端且小众娱乐商品。进入 21 世纪后，得益于以 Sonny Angel、Kaws 为代表的潮玩明星产品的推出，以及和时尚品牌进行的多次联动，潮流玩具正式走入大众视野，同时期中国开始逐渐出现潮玩工作室与设计师。近十年，随着潮玩产业标准化与商业化体系日渐完善，IP 和产品打造能力不断提升，行业呈高速增长态势，涌现出一批诸如“泡泡玛特”、“19 入 3”等大型潮玩公司。2016 年后，泡泡玛特引入盲盒的玩法，打造出爆款 IP Molly，由此助力潮玩迅速破圈，正逐渐成为 Z 世代下消费的重要场景。

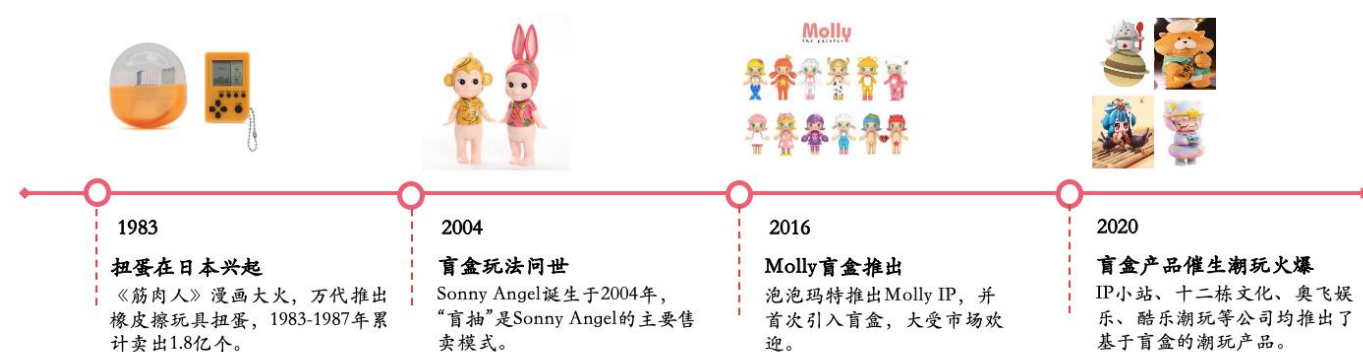
图表 13 潮流玩具发展历史



资料来源：华安证券研究所整理

盲盒概念源于扭蛋，助力潮流玩具快速破圈。1983年，扭蛋在日本兴起，在动漫《筋肉人》的推动下，4年内销量达到1.8亿个。2004年，Sonny Angel借鉴扭蛋的概念，首次推出“盲抽”手段，成为21世纪初期最为成功的潮玩品牌之一。2016年，泡泡玛特模仿Sonny Angel的销售形式，推出Molly星座盲盒系列，借助盲盒玩法将潮玩引入国内大众视野，并一举引爆市场。此后，诸如IP小站、十二栋文化、奥飞娱乐等公司均推出了基于盲盒的潮玩产品，国内潮玩行业在盲盒玩法的加持下进入高速增长通道。

图表 14 盲盒发展标志性事件




资料来源：华安证券研究所整理

2.2 潮流玩具是Z世代的收藏品，盲盒助力破圈

精神内核层面：潮流玩具是对精神陪伴、个性表达和情感消费的满足。从精神陪伴需求来看，Z世代大都为独生子女，更需要某种维持社交关系的工具，潮玩作为一种融合了时装、艺术等潮流属性的物品，拥有极强的社交属性，有助于满足Z世代对于精神陪伴的需求。从个性表达的需求来看，Z世代出生于多元化、注重个性的环境中，其通过消费具有潮流属性的潮玩、参与潮玩相关展览，能够凸显自己的个性和品味，完成自我表达。此外，Z世代在消费时更关注商品所能够带来的幸福感与满足感，而非实用性，因此主打文化内涵的潮流玩具，同样契合Z世代对于情感消费的需求。

收藏属性：潮流玩具是Z世代的收藏品。心理学研究认为，收藏行为能够为个体带来心理安慰和安全感，因此收藏是各世代共有的爱好。同时，由于所处社会背景的差异性所带来的不同的性格特征和偏好，各个世代对收藏品的需求又有所不同。X世代热衷收集邮票和明信片等，因为邮票艺术性高、形象生动、易于储藏，会随时间的推移而升值，符合X世代相对保守的消费观念。Y世代热衷收集贴纸、水浒人物卡等，因为水浒卡描绘了小说或传说中的人物形象，符合Y世代对童年的回忆。Z世代热衷收集潮流玩具，因为潮玩单价亲民、艺术内涵丰富，同时又能满足情感、表达等多种精神需求，对Z世代有着巨大的吸引力。我们认为，对于Z世代来说，潮流玩具具有显著的收藏品属性。

图表 15 X、Y、Z 世代收藏品对比

X世代	Y世代	Z世代
邮票  13-850元/版	水浒卡  58-200元/套	盲盒公仔  59-1000元/个
明信片  15-75元/套	贴纸  2-10元/版	手办  100-2000元/个
连环画  1.5-15元/本	卡牌  1-5元/张	模型  价格不等
古玩钱币  价格不等	专辑  30-1000元/张	潮鞋  900-3000元/双

资料来源：华安证券研究所整理

玩法创新：盲盒的玩法刺激了消费者的购买欲望。盲盒的玩法具有两大特点：1) **购买玩偶的未知性**：同一系列中所有盲盒的包装相同，且开盒前无法知晓盒内产品，因此消费者能否得到喜欢的款式具有很强的未知性，而这种未知以及不确定性极大地刺激了消费者的购买欲；2) **隐藏款的惊喜感**：每个系列的盲盒中会有一个“隐藏款”，隐藏款数量稀少（抽中的概率大约在0.6%）、设计独特，具备收藏价值，在二手市场上售价较高，比如闲鱼上隐藏款价格大多可以达到千元以上，或激发起部分消费者的赌徒心理。我们认为这种未知性和惊喜感的结合，是盲盒消费高粘性和高频次的主要原因，由此催生了潮玩市场的火爆。

图表 16 盲盒系列、隐藏款及闲鱼交易



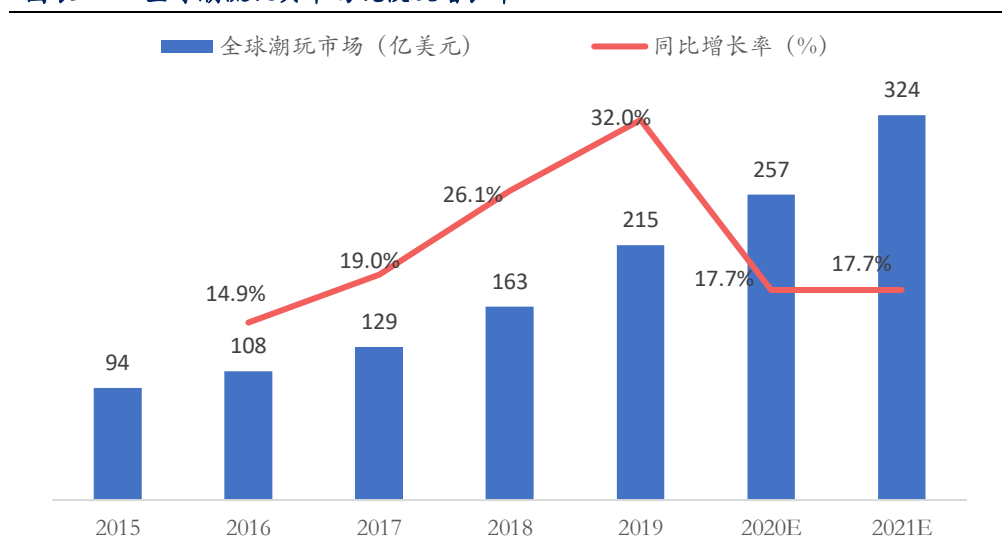
资料来源：华安证券研究所整理

2.3 市场规模：潮流玩具市场方兴未艾，盲盒是主要驱动力

全球潮流文化产业迅速发展，推动潮流玩具市场高增长。近年来，在可支配收入增加和潮流文化产业兴起的背景下，全球潮流玩具市场实现高速增长。2015-2019年，全球

潮流玩具市场规模由 87 亿美元增长至 207 亿美元，CAGR 为 22.8%，且 2019 年同比增长率高达 32%，提示行业仍处于高速增长阶段。

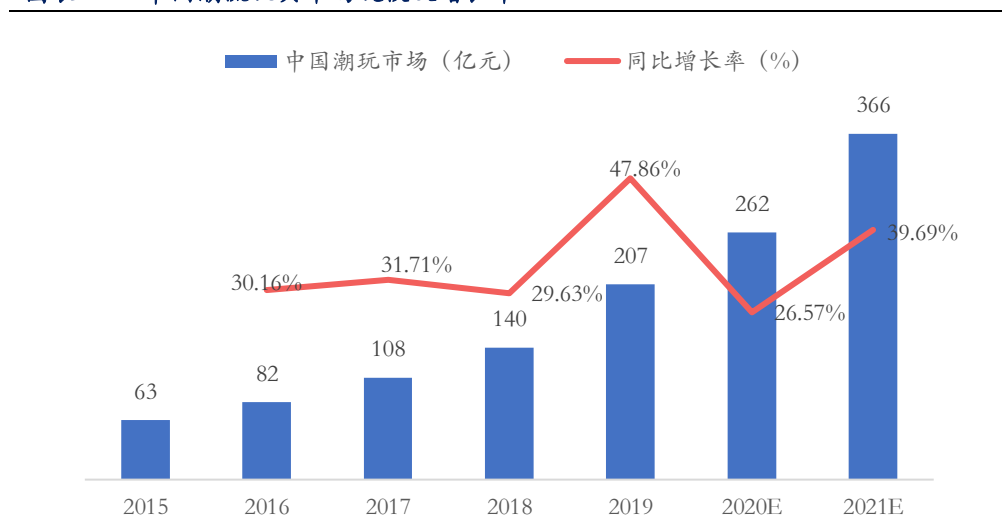
图表 17 全球潮流玩具市场规模及增长率



资料来源：泡泡玛特招股说明书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

盲盒驱动中国潮玩市场过去四年规模增速领先全球。在全球潮玩行业高增速的背景下，我国潮玩市场规模也由 2015 年的 63 亿元增长至 2019 年的 207 亿元。此外，我国潮玩产业近五年的复合增长率为 34.6%，显著高于全球水平，主要系盲盒的火爆驱动潮玩加速破圈，带动行业快速增长。我们预计在盲盒的加持下，潮流玩具的受欢迎程度有望进一步提升，赛道前景广阔。

图表 18 中国潮流玩具市场规模及增长率



资料来源：泡泡玛特招股说明书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

2.4 产业链：潮流玩具产业链格局清晰，行业集中度有望提升

IP 和渠道为核心，链条长且参与者众多。作为文化创意产品的一类，潮流玩具围绕着 IP 创意、设计生产、零售等多个环节展开。其中上游为 IP 运营方，IP 来源通常为自有 IP 和代理 IP，代表企业包括泡泡玛特、IP Station 等；中游为生产制造方，模式分为自有工厂和工厂代工两种，代表企业有五星玩具等；下游则包括了产品的销售渠道和潮流文化社区的运营，代表企业有泡泡玛特、酷乐潮玩等。

图表 19 潮玩产业链各环节及代表企业



资料来源：华安证券研究所整理

上游:IP 的培育和获取是潮玩产业链的核心环节。潮玩产业链的上游是 IP 运营方，主要通过三种方式获取 IP：1) 自行创作或收购；2) 签约外部艺术家和设计团队；3) 从全球成熟 IP 提供商处获得授权。代表企业有泡泡玛特、52TOYS 和十二栋文化等，其中泡泡玛特 IP 资源丰富，自有 IP 和代理 IP 同步发展，注重艺术感，风格偏可爱，主要面向女性消费群体；52TOYS 则以代理 IP 为主，主攻男性潮玩市场，签约国内外多个经典游戏、动漫 IP；十二栋文化以自有 IP 为主，偏重女性潮玩市场，致力于以互联网卡通动漫形象为主的自有 IP 创作和周边产品的经营，同时也会向第三方授权，代表 IP 有长草颜团子。

图表 20 国内潮玩产业参与者重点 IP 情况梳理

潮玩公司	自有 IP	代理 IP
泡泡玛特	Molly, Dimoo, Bobo&Coco, Yuki 等	米奇老鼠, Hello Kitty 等
IP 小站	UNI 等	Sonny Angel, QQ family, 罗小黑, 阿狸等
奥飞娱乐	十万个冷笑话, 雏蜂, 巴啦啦小魔仙, 喜羊羊与灰太狼等	阴阳师等
十二栋文化	长草颜团子, 破耳兔, 符录, 巴吉等	四毛, 罗小黑, 软萌兔 mongmong 等
酷乐潮玩	-	吾皇万睡, 王者荣耀等
52toys	猛兽匣, Kimmy&Miki, 超活化等	樱桃小丸子, 复仇者联盟等
19 八 3	Mallow, Mochi, Fenni, Quay 等	阿狸, 樱桃小丸子等

ACTOYS	猫铃铛，人之下，仓啾啾等	圣斗士，海贼王，七龙珠等
阿狸	阿狸樱花上上签系列，阿狸黑暗古堡系列等	-
Sonny Angel	Sonny Angel Vegetables Series, Flower Series 等	-

资料来源：华安证券研究所整理

中游：以 OEM 代工为主，制造商话语权较低。潮玩产业链的中游是制造环节，分为自有工厂模式和代工模式。自有工厂模式是指由专业设计师负责 IP 原型的工业设计、打样精修及正式制作，此模式下成本较高且产量有限；而工厂代工模式则是指 IP 方完成 3D 建模后外包给第三方 OEM 厂商进行批量生产，是大多数潮玩企业的选择对象。此外，由于我国玩具代工厂门槛较低、数量众多，行业竞争格局较为分散，加之处于产业链低端，制造商在整个产业链的议价能力也相对较弱。

下游：线下渠道“野蛮”发展，线上渠道强调复购。潮玩产业链的下游是产品的营销以及销售环节，分为线下渠道以及线上渠道。线下销售渠道包括实体零售店和无人零售机，近年来呈现出高速增长态势，诸如泡泡玛特、九木杂物社等公司均持续加码零售店扩张，而 IP 小站则主打无人零售机的铺设。线上销售渠道包括官网、专属 APP、微信小程序、传统电商平台和二手交易平台，主打购物的便利性，以及提升复购率。此外，企业也会通过搭建线上潮流文化社区、组织线下潮流玩具展会的方式促进玩家间的社交，从而增加用户的黏性。

图表 21 主要潮玩产业玩家销售渠道梳理

主要潮流玩家	线下渠道	线上渠道		
		电商平台	微信小程序	APP
泡泡玛特	136 家零售店，1001 间机器人商店	天猫旗舰店 京东自营	泡泡抽盒机	POP MART
IP 小站	约 600 台线下无人零售机	天猫旗舰店 京东旗舰店	IP 小站 正版盲盒潮流首发平台	IP 小站
奥飞娱乐	奥飞动漫专卖店，奥飞欢乐世界	天猫旗舰店 京东自营	奥飞商城	无
酷乐潮玩	约 158 家门店，覆盖 14 省 38 座城市	天猫旗舰店	酷乐潮玩+	酷乐潮玩
九木杂物社	约 295 家门店，覆盖 25 省 55 座城市	天猫旗舰店	九木杂物社	无
19 八 3	超 100 家门店，覆盖 50 个城市	天猫旗舰店 京东旗舰店	19 八 3 抽盒精灵	19 八 3
十二栋文化	约 15 家门店，通过出夹机占贩卖	无	十二栋潮玩 盲盒手办抽盒机	无

资料来源：华安证券研究所整理

我国潮玩市场仍处于早期阶段，行业集中度相对较低。以 2019 年零售额计，泡泡玛特以 17.57 亿元的零售额位居行业龙头，对应市占率达 8.5%，剩余四家参与者都是专注于 IP 发掘及授权的跨国玩具制造公司，市占率分别为 7.7%、3.3%、1.7% 和 1.6%，CR5 为 22.8%，行业集中度较低。我们认为潮玩市场仍处于发展红利期是行业集中度相对较低的主要原因。从供给端来看，由于 IP 来源广泛，代工厂数量众多，叠加销售渠道可依靠无人零售机以及线上平台快速成型，因此众多企业被行业用户红利和较低的进入壁垒所吸引，进入潮流玩具行业。从需求端来看，潮流玩具仍处于发展初期，消费者尚未形

成品牌认知，而更多是在猎奇心理下的尝试，因此龙头公司的品牌效应还未完全显现，各厂商间的机会大致相同。我们预计随着潮玩行业的逐渐成熟，头部企业将凭借在 IP 以及渠道方面的优势，形成品牌效应并提高市占率，行业集中度有望提升。

图表 22 潮玩产业竞争格局分析

公司名称	市占率 (%)	复合年增长 (2017-2019)	背景	运营的 IP
泡泡玛特	8.5%	226.30%	一家总部位于中国的潮流玩具公司，拥有覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台，包括艺术家发掘、IP 运营、消费者触达及潮流玩具文化的推广。	93 个 IP，包括 12 个自有 IP，25 个独家 IP 及 56 个非独家 IP
公司 A	7.7%	47.60%	一家总部位于欧洲的跨国玩具生产公司，其特色玩具主要包括连锁塑料积木，亦于全球经营数个游乐园及众多零售店。	约 28 个授权 IP
公司 B	3.3%	33.10%	一家总部位于香港的跨国生产公司，设计，开发及制造面向全球市场的工艺精细收藏玩具或手办。	约 80 个授权 IP
公司 C	1.7%	13.40%	一家总部位于日本的领先上市娱乐公司，在玩具的开发，生产及销售方面拥有雄厚的实力，并拥有众多流行的卡通及视频游戏 IP。	约 18 个自有 IP 及 1 个授权 IP
公司 D	1.6%	-12.60%	一家总部位于美国的跨国玩具及棋盘游戏上市公司，拥有许多基于电影及动漫 IP 的知名玩具及其他产品品牌。	约 90 个自有 IP 及 9 个授权 IP

资料来源：泡泡玛特招股说明书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

3 潮流玩具龙头：泡泡玛特

3.1 公司概况：潮玩零售起家，以爆款 IP 打通全产业链，奠定龙头地位

泡泡玛特以潮玩零售商起家，通过爆款 IP 打通产业链上下游。泡泡玛特成立于 2010 年，是国内唯一覆盖全产业链的潮流玩具企业。公司在创立之初主要从事零售渠道业务，售卖文创产品、玩具以及杂货；2016 年以后，受 Sonny Angel 的启发，公司开始聚焦 IP 运营，通过引入盲盒玩法打造出爆款 IP Molly，业绩进入高速增长通道。在爆款 IP 的加持下，公司顺势扩张线下零售体系以及线上平台，通过“多渠道+广覆盖”逐渐形成品牌效应。得益于在潮流玩具赛道的先发优势，公司当前在 IP 持有量、运营能力、线下渠道数、以及品牌影响力方面都位居行业前列，并实现从上游 IP 获取、运营到下游消费者触达的全产业链布局，是国内潮流玩具的行业龙头。

图表 23 泡泡玛特发展历程

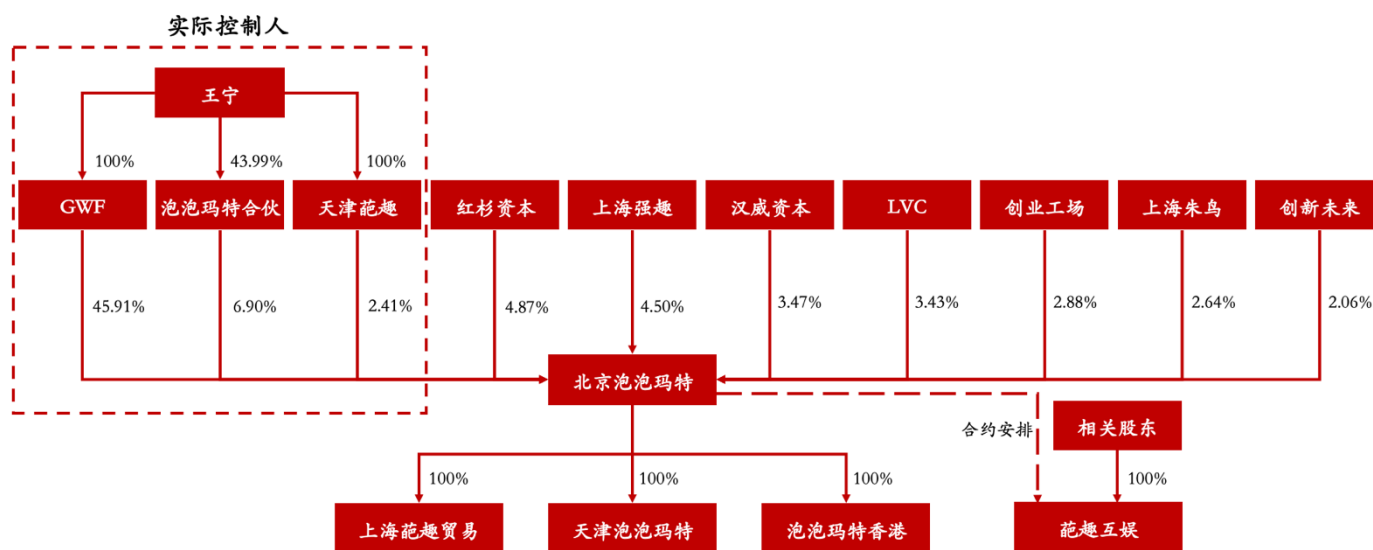


资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

3.2 股权结构：公司股权集中，管理团队深谙潮玩文化

公司股权集中，获多个知名投资机构参股。截止上市前，公司创始人王宁合计持有公司 51.36%的股份，是公司的实际控制人。具体来看，王宁分别通过其全资控股公司GWF和天津葩趣持股 45.91%和 2.41%；通过泡泡玛特合伙持股 3.04%。此外，公司在上市前的多轮融资中曾获得众多知名机构投资。目前红杉资本持股 4.87%，是公司的第三大股东，而上海强趣、汉威资本、LVC、创业工场、上海朱鸟、创新未来等机构分别持股 4.5%、3.46%、3.43%、2.88%、2.64%以及 2.06%，公司前十大股东合计持股 79.07%，股权结构集中且清晰。

图表 24 泡泡玛特股权结构



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

管理团队整体年轻化，且深谙潮玩文化。公司管理团队较为年轻，联合创始人王宁、杨涛夫妇为“85后”，属于国内较早一批投身于潮流文化的创业者，对潮玩行业以及IP的开发与运营有着深刻的见解。副总裁刘冉是公司早期成员，在线下业务领域具有丰富经验。首席运营官司得则熟悉工业设计、供应链、市场营销等领域。杨静冰曾担任北京金隅的CFO，拥有丰富的财务管理经验，现任公司首席财务官。公司高管整体呈现出年轻化、专业化，在潮玩行业有独到的优势，是公司后续发展的坚实基础。

图表 25 泡泡玛特主要高管团队介绍

高管	年龄	公司职务	子公司职务	履历
王宁	33	执行董事	北京泡泡玛特董事	2010年联合创办泡泡玛特，现任公司董事会主席、执行董事，负责整体战略规划及管理
		董事会主席	葩趣互娱董事	
		行政总裁	Pop Mart (Hong Kong) 董事	
杨涛	33	执行董事	北京泡泡玛特董事	2010年联合创办泡泡玛特，现任公司副总裁，负责监察产品开发部；与王宁系夫妻关系
		副总裁		
刘冉	32	执行董事	北京泡泡玛特董事	2011年7月加入公司，负责监察线下业务部
		副总裁		
司得	31	执行董事	上海葩趣贸易董事	2015年3月加入公司，曾任品牌运营主任，现任首席运营官，负责公司整体运营及人力资源部
		首席运营官	天津泡泡玛特董事	
杨静冰	41	首席财务官	-	曾任北京金隅总经理助理、CFO，2017年8月加入公司，现任公司首席财务官
文德一	41	副总裁	-	2018年8月加入公司，负责监察海外业务部

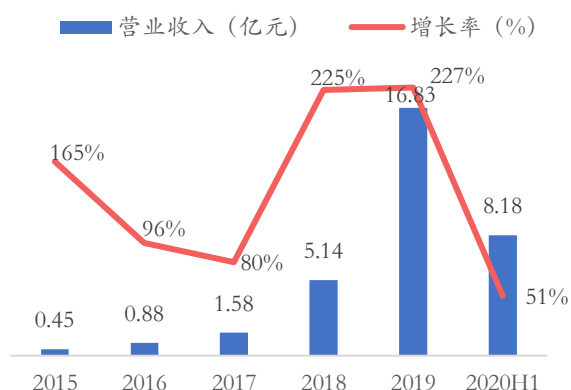
资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

3.3 公司财务：行业红利叠加龙头效应，业绩呈指数式增长

聚焦潮玩赛道，业绩呈指数式增长。公司自2016年起聚焦潮玩赛道，通过引入盲盒玩法，打造出爆款IP Molly，实现营业收入大幅增长，由2017年的1.58亿元增长至2019年的16.83亿元，CAGR为226%。同时，公司的净利润也同步保持大幅增长，由

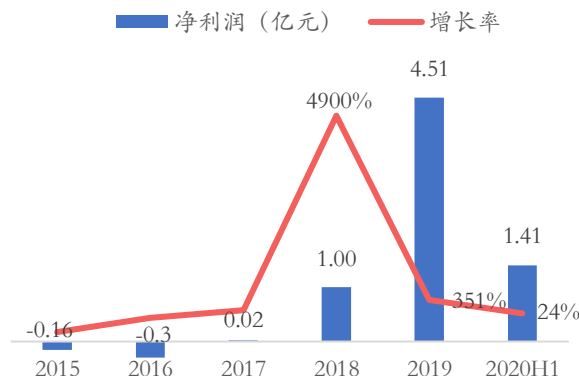
2017年的0.02亿元增长至2019年的4.51亿元，CAGR为1402%。2020年上半年，公司实现营业收入8.18亿元，同比增长51%；实现净利润1.41亿元，同比增长24%，业绩增速放缓主要系1) 疫情对线下零售店造成的影响；2) 公司快速扩张导致管理费用增加；3) 人员工资成本有所提升。

图表 26 2015-2020H1 泡泡玛特营业收入及增长率



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

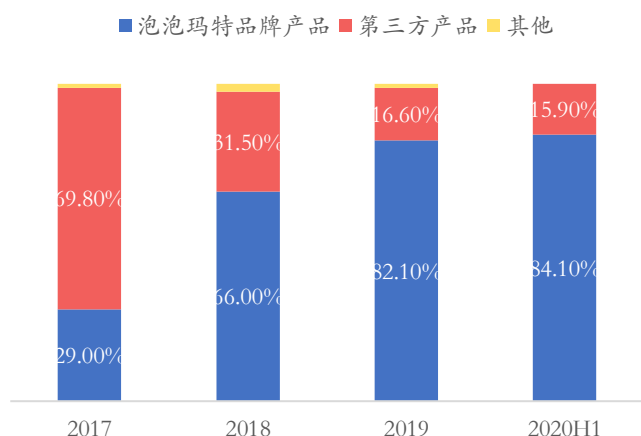
图表 27 2015-2020H1 泡泡玛特净利润及增长率



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

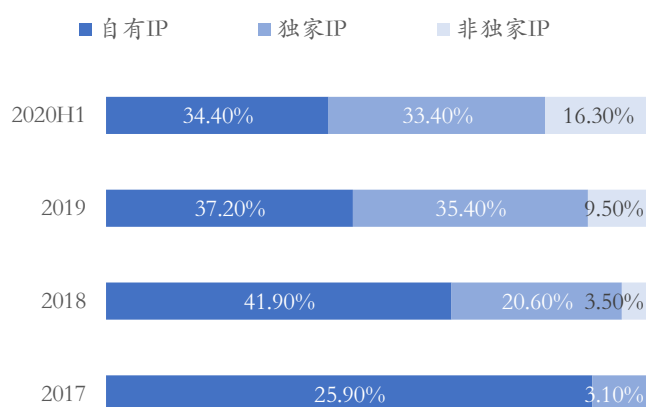
从产品类型划分来看,2017 泡泡玛特转型完成后,自有品牌产品成为主要收入来源。公司的产品按性质可分为第三方产品和泡泡玛特品牌产品,其中第三方产品是指公司作为渠道商代理销售的产品,而泡泡玛特品牌产品是指公司基于 IP 开发的各种潮流玩具及其衍生品。第三方产品在公司转型前一直是主要的收入来源,2017 年占比接近 70%。2017 年以后,公司聚焦潮玩赛道,并基于独家 IP 进行自主产品的开发,导致泡泡玛特品牌产品占比大幅上升,其 2017/2018/2019 年的收入占比分别为 29%/66%/82%,是公司收入的主要来源。此外,公司自主品牌产品内部也表现出 IP 来源多元化的趋势,从 2017 年自有 IP 占主导地位,逐渐演化成自有 IP、独家 IP、非独家 IP 三足鼎立的格局。

图表 28 2017-2020H1 泡泡玛特按产品划分的收入构成



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

图表 29 2017-2020H1 泡泡玛特品牌产品中各 IP 收入构成

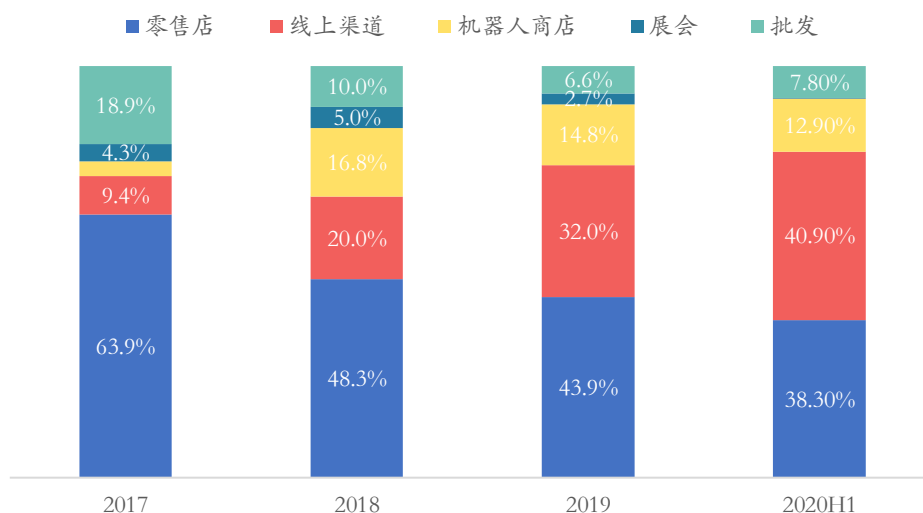


资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

从渠道划分来看,线上渠道收入增长明显,线下渠道仍是公司主要收入来源。公司的收入渠道主要分为线上和线下两部分,其中线上渠道主要为微信小程序和公司各大电商平台开设的旗舰店,线下渠道则包括零售店和机器人商店。具体来看,线下渠道仍是公司最大的收入来源,其中零售店占比有所下滑,2020H1 为 38.3%,而机器人商店占

比大体保持稳定，2020H1 为 12.9%；2020 年后，由于疫情对线上经济的提振作用，公司线上渠道发展迅猛，从 2019 年的 32% 提升至 2020H1 的 41%。

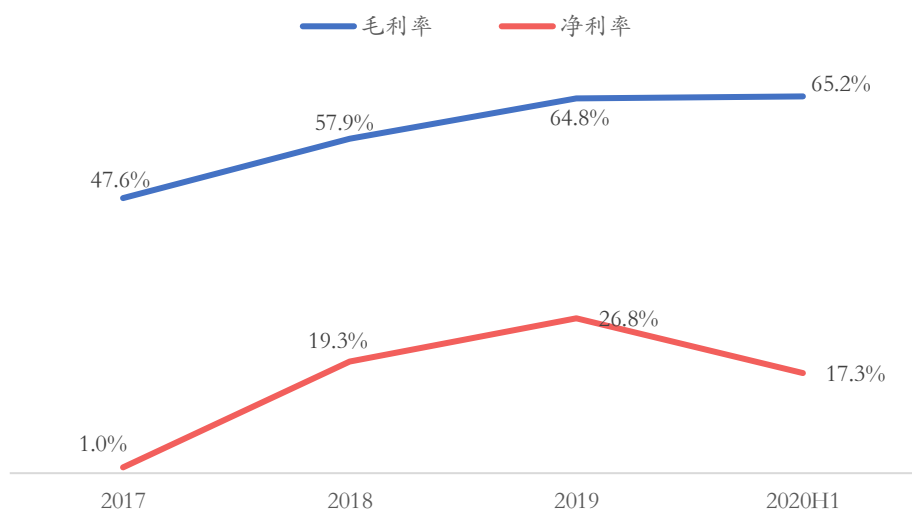
图表 30 2017-2020H1 泡泡玛特按渠道划分的收入构成



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

整体毛利率处于较高水平，盈利能力稳步提升。2017-2019 年公司毛利率分别为 47.6%、57.1%、64.8%，净利率分别为 1%、19.3%、26.8%。2020 年上半年，公司毛利率和净利率分别为 65.2% 和 17.3%，其中净利率下滑的主要原因为：1) 公司快速扩张导致费用增加；2) 人员工资成本有所提升；3) 疫情因素。我们认为毛利率与净利率的上升说明公司具有良好的成本控制能力，预计在疫情进入平稳期后，公司的盈利能力有望稳步提升。

图表 31 2017-2020H1 泡泡玛特毛利率及净利率水平

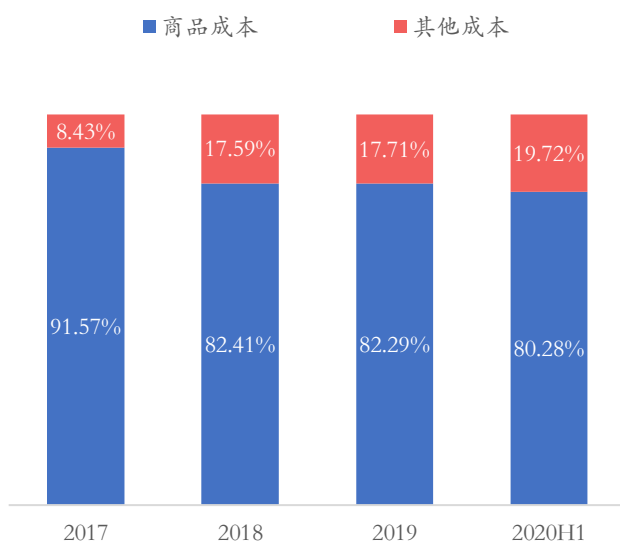


资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

商品成本占比下降，约为总成本的 80%；设计及授权支出提升明显，约占总成本的 10%。商品成本是指公司从第三方制造方的采购成本，即 OEM 制造成本。由于对制造商的议价能力逐步提高，商品成本占公司总成本的比值逐年下降，2017-2020H1 分别为 91.57%、82.14%、82.29%、80.28%。同时，在其他成本中，设计及授权费的比重提升明

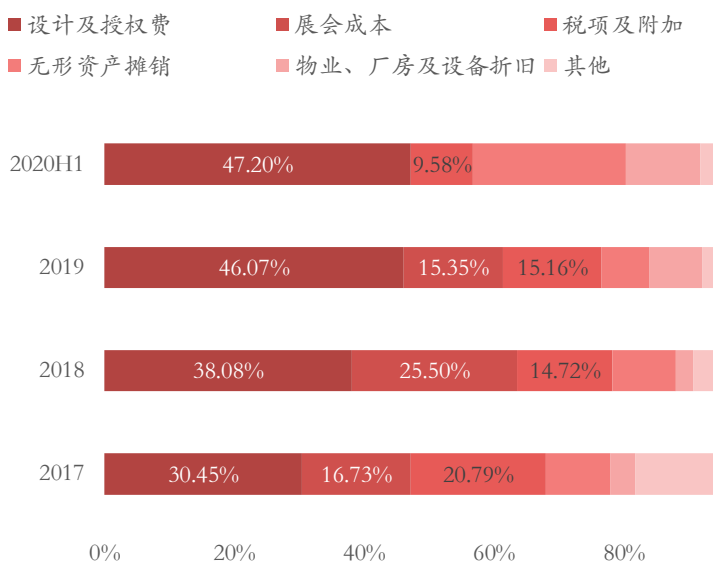
显，从 2017 年的 30.45% 逐年上升至 2020H1 的 47.2%，说明公司正在通过加码 IP 投入建立起核心竞争优势，对中游制造商议价能力强。

图表 32 2017-2020H1 泡泡玛特成本构成



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

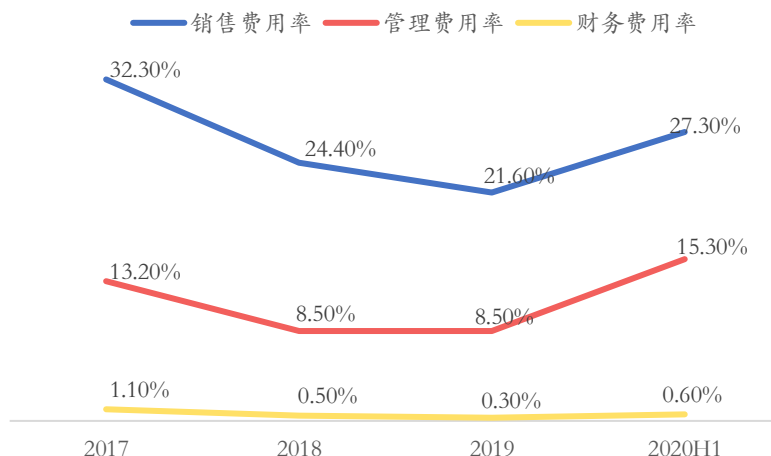
图表 33 2017-2020H1 泡泡玛特其他成本构成



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

疫情冲击打断费用率下降趋势。2020 年以前，公司三大费用率整体呈下降趋势，从 2017 年的 46.6% 逐渐下降至 2019 年的 30.4%，主要系公司形成规模效应，以及线下机器人商店和线上渠道的兴起降低了部分成本。2020 年受疫情冲击，公司费用率大幅增加，上半年回升至 44.2%，但我们判断公司费用率长期仍将处于下降趋势，主要基于以下两点：1) 公司是潮玩行业龙头，规模效应有望进一步凸显；2) 公司品牌效应有望持续扩大，驱动销售效率持续提升。

图表 34 2017-2020H1 泡泡玛特费用率



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

4 “IP+品牌”双重赋能，奠定泡泡玛特龙头地位

4.1 IP为核心，渠道为载体，造就行业龙头

潮玩行业细分赛道众多，泡泡玛特是盲盒领域的绝对龙头。泡泡玛特 2019 年营收达 17.57 亿元，市占率为 8.5%，两者均是行业第一。公司 IP 数量共计 93 个，其中自有 IP/独家 IP/非独家 IP 分别为 12/15/56 个，位于行业领先地位。此外，公司 2017 至 2019 年复合增长率为 226.3%，增速显著高于行业内其他公司。基于以上四个维度，我们认为公司龙头地位凸显，未来有望进一步巩固。

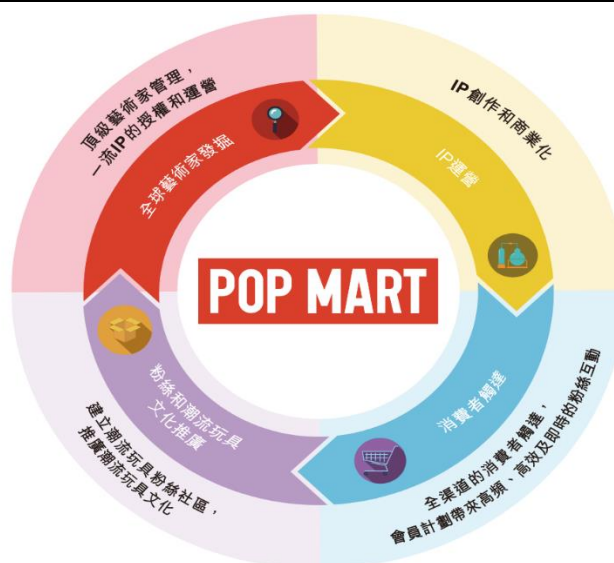
图表 35 潮流玩具竞争格局数据一览

公司名称	营收 (亿元)	市占率 (%)	复合增长率 (2017-2019)	IP 数量 (个)
泡泡玛特	17.57	8.5%	226.3%	93
公司 A	16.02	7.7%	47.6%	28
公司 B	6.75	3.3%	33.1%	80
公司 C	3.59	1.7%	13.4%	19
公司 D	3.38	1.6%	-12.6%	99

资料来源：泡泡玛特招股说明书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

IP 为核心，渠道为载体。潮玩产业链条长，参与者众多，包括了 IP 设计与运营、OEM 生产、产品的零售和推广等，而 IP 和渠道是整条产业链的核心所在。具体来看，IP 赋予了潮玩情感属性和收藏需求，是公司建立起自身竞争壁垒的关键，而渠道作为消费者触达以及品牌形象的载体，能够反哺 IP 运营及代理，是公司竞争优势的放大器。作为行业龙头，泡泡玛特成功的关键在于已经形成了上游 IP 获取与运营、中游 OEM 代工、下游全渠道触达以及上游接收反馈的业务闭环，是唯一一家拥有全产业链覆盖和完整消费者触达的公司。

图表 36 泡泡玛特业务模式



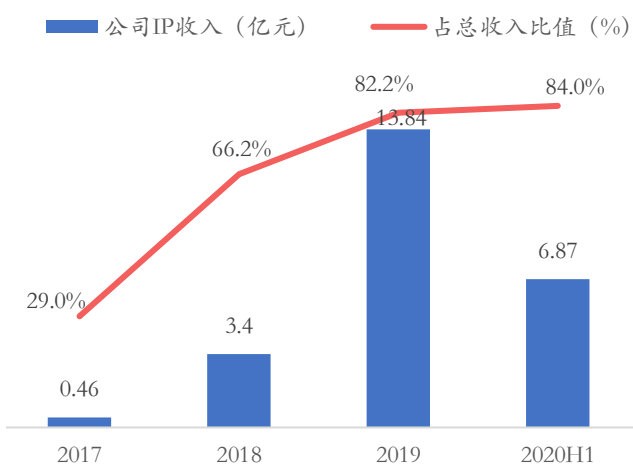
资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

4.2 上游：以 IP 为核心，打造坚实竞争壁垒

4.2.1 现有 IP 矩阵丰富

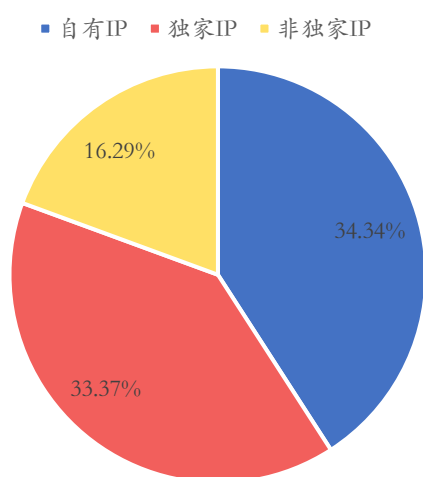
公司 IP 矩阵丰富。在 Molly 一举引爆潮玩市场后，公司持续加码 IP 投入，迅速形成了自有 IP、独家 IP 以及授权 IP 构成的多元化 IP 矩阵。具体来看，自有 IP 是公司享有完全知识产权与开发运营权的 IP，目前共有 12 个，其中包括了从外部购买的代表性 IP 如 Molly、Dimoo，以及内部团队设计开发的 IP 如 Yuki 等。独家 IP 是指公司拥有在中国地区独家开发、销售、以及再授权的 IP，通常由公司的合作艺术家创作，目前共有 15 个，代表形象包括了 Pucky、Labubu 等。非独家 IP 是指由 IP 提供商提供，公司不具有再授权权利的 IP，目前共有 56 个，代表形象包括了 Hello Kitty、米老鼠等。我们认为上述 IP 中，既有 Molly、米老鼠、Hello Kitty 等成熟 IP，同时也有 Dimoo、Labubu 等尚处于增长阶段的新 IP，两者互为补充，形成多维度 IP 矩阵。

图表 37 2017-2020H1 泡泡玛特 IP 收入及占收入比重



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

图表 38 2020H1 泡泡玛特各类 IP 占比



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

图表 39 泡泡玛特主要 IP 矩阵

IP 类型	说明	IP 形象
自有 IP	公司拥有完整的知识产权，包括开发及销售潮流玩具、对外授权以获得额外变现机会的权利。	 MOLLY DIMOO BOBO&COCO YUKI
独家 IP	主要由与公司签订协议的合作艺术家创作，可以在中国或其他地区销售基于该 IP 的潮流玩具，同时公司拥有将 IP 再授权的权利。	 PUCKY THE MONSTERS SATYR RORY
非独家 IP	与 IP 提供商签订非独家授权协议，可以在中国或其他指定地区销售基于该 IP 的潮流玩具，但不能再授权。	 米老鼠 DESPICABLE ME HELLO KITTY

资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

4.2.2 后续 IP 获取能力强

“挖掘+创造”，多维度的 IP 来源是公司后续成长的有力保障。公司 IP 的来源主要包括：1) **艺术家**：公司与超过 350 名艺术家保持紧密联系，并与其中 28 位来自全球的知名艺术家开展合作。通过发掘潮流玩具行业的头部艺术家，公司曾打造出 Molly、Pucky 等重磅 IP；2) **内部设计团队**：公司拥有由 91 名设计师组成的设计团队，主要负责从艺术和技术角度共同创作并改善 IP，以及进行三维设计和模型加工，再最终投入商业生产和发布；3) **IP 供应商**：公司与全球著名的 IP 供应商建立代理授权联系，以选择合适的 IP 进行开发与运营，已推出了包括米奇米妮、冰雪奇缘、玩具总动员等经典 IP。得益于公司拥有艺术家、设计团队和供应商三个稳定的 IP 来源，我们预计在潮玩产业向成熟期过度，IP 的重要性将愈发显现的背景下，公司有望维持在 IP 获取上的优势，保障后续的高成长性。

4.2.3 IP 运营能力突出

公司具备行业领先的 IP 运营能力。以公司的核心 IP Molly 为例：卡通形象 Molly the Painter 由香港设计师王信明创作于 2006 年，最初在港澳台地区享有一定知名度。2016 年，公司与王信明签订 IP 授权协议，推出首款盲盒 Molly Zodiac，引发市场广泛关注。在 2017-2019 年间，公司陆续推出了 18 个 Molly 盲盒系列，以密集且稳定的上新节奏保持 IP 的市场热度。同时，公司为 Molly 推出徽章、手办、集换卡等系列衍生品，并积极推进 Molly 与高达、伊利、德芙等多领域知名品牌的联名合作，进一步扩大了消费群体对 IP 的认知度。稳定的产品迭代和丰富的营销方式使 Molly 的市场热度保持高位，其 2017/2018/2019 年分别实现收入 0.41/2.14/4.56 亿元，年复合增长率达 242%。

图表 40 Molly 诞生之路



资料来源：华安证券研究所整理

图表 41 泡泡玛特与万代推出高达联名盲盒



资料来源：泡泡玛特官网，华安证券研究所

图表 42 泡泡玛特与伊利牛奶联名



资料来源：泡泡玛特官网，华安证券研究所

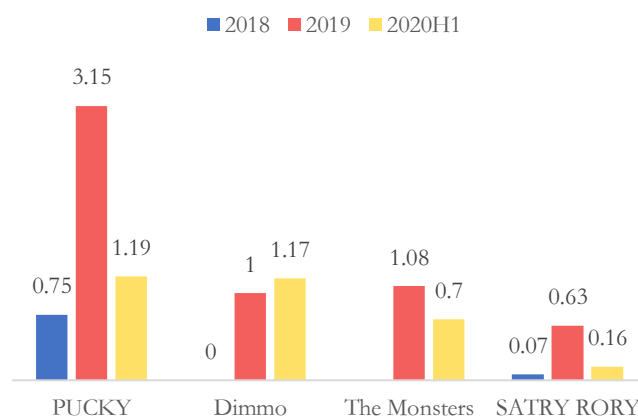
新 IP 持续涌现，IP 打造能力经市场多次验证。 受益于因 Molly 所积累下的从孵化到推广的全流程 IP 运营经验，公司在 2018-2020 年间持续打造出数个全新的爆款 IP，打破“Molly 一枝独秀”的局面。其中，2018 年 4 月推出的 Pucky 已成长为公司新一代核心 IP。公司在 2018-2020 年间推出了 Pucky Pool Babies 等十余款盲盒系列，并通过与多款化妆品跨界合作、举办线下主题展览等多种推广方式使品牌持续升温。至 2020 年上半年，Pucky 销售额已超越 Molly，成为公司新一代爆款 IP。同时，公司其他腰部 IP 的商业价值也正快速提升，诸如 The Monsters、Dimmo、Satyr Rory 等 IP 收入均在 2019 年实现高速增长。

图表 43 泡泡玛特新生代 IP 形象



资料来源：泡泡玛特官网，华安证券研究所

图表 44 2018—2020H1 泡泡玛特新生代 IP 营收（亿元）

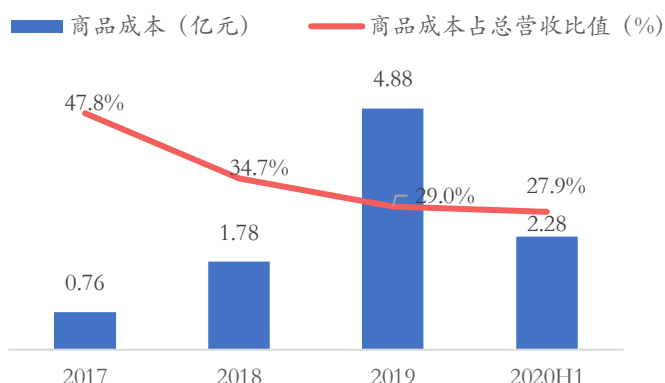


资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

4.3 中游：OEM 模式议价能力强，掌控程度高

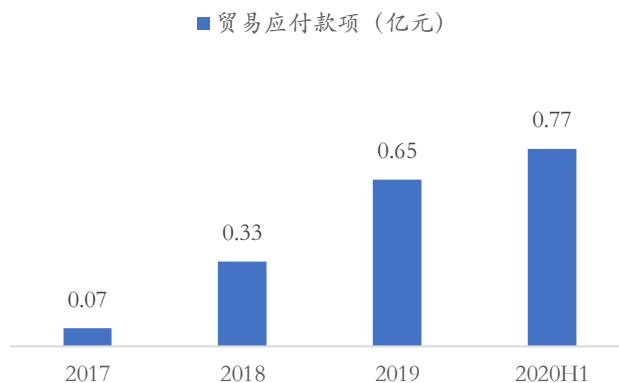
公司采取外包模式，对制造商的议价能力呈持续提升趋势。目前，公司所有产品的生产均采用了外包模式，共拥有 18 家制造商。由于近年来潮玩产业发展迅速，产品销量大幅提升，公司逐渐凭借庞大的需求量形成了较高议价能力。从成本来看，2017-2019 年，公司的商品成本占总营收比例从 48% 降至 29%，2020H1 降至 28%；从应付款项来看，公司对供应商的应付款项由 2017 年的 0.07 亿元，提升至 2020H1 的 0.77 亿元。由此，我们判断公司对制造商的议价能力呈持续提升趋势。

图表 45 2017-2020H1 泡泡玛特商品成本及占营收比值



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

图表 46 2017-2020H1 泡泡玛特贸易应付款项



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

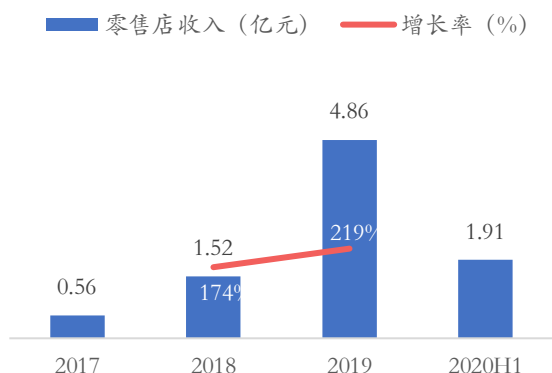
除议价能力的提升外，公司对于制造商的掌控能力也属于行业较高水平。主要体现在三方面：1) 自行设计模具。由于拥有所有用于制造过程中的模具，公司能够随时将模具转让给替代制造商，保证了公司在制造商选择方面的弹性；2) 标准制定权。虽然公司自身不进行生产，但其对运营程序、原型设计以及模具都有着相当的掌控；3) 产权保护。公司与制造商签订了相关协议，保护知识产品不受侵害。

4.4 下游：线下高覆盖形成品牌效应，线上社区化提升用户黏性

4.4.1 线下渠道：受益于爆款 IP，门店数量高速增长

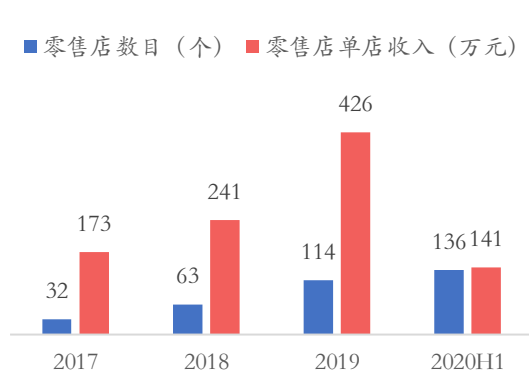
零售店：扩张态势依旧，实现用户导流。零售店是公司最为主要的线下销售渠道，其通常坐落于一二线城市的主流商圈里，面积为 100-140 平米。2017 至 2019 年，在潮玩行业快速增长，以及爆款 IP Molly 的加持下，公司迅速建立起其线下门店体系，其零售店的数量从 32 所增长至 114 所，销售额从 1.01 亿元增长至 7.04 亿元，平均单店年销售额从 316 万元翻番至 649 万元，三者均保持高速扩张态势。2020 年以后，公司零售店数量增至 136 所，扩张态势依旧。此外，泡泡玛特还与购物中心合作，推出限时主题快闪店，旨在满足用户的交互式购物体验需求，因此我们认为线下零售店是公司为实现用户导流而构建的独特消费场景，是公司凝聚粉丝、对外输出品牌文化的重要场景。

图表 47 2017-2020H1 泡泡玛特零售店收入及增长率



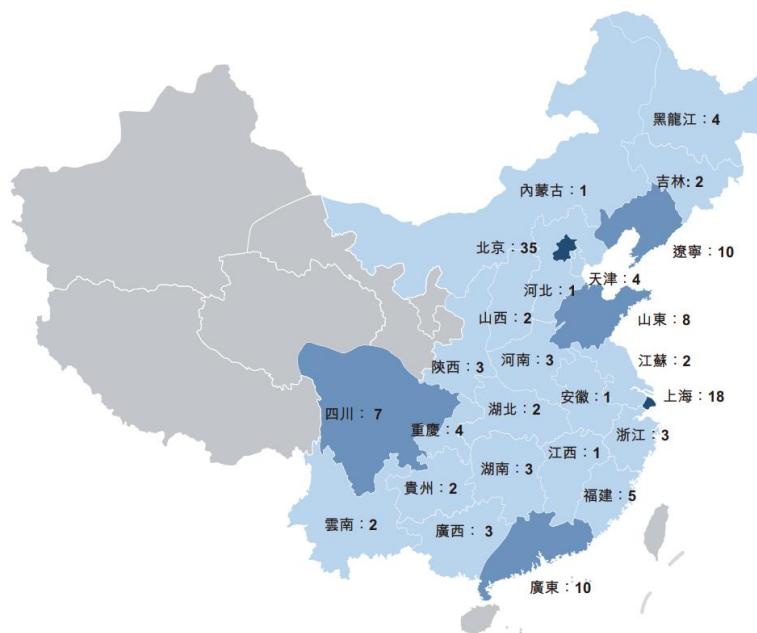
资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

图表 48 2017-2020H1 泡泡玛特零售店数量及单店收入



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

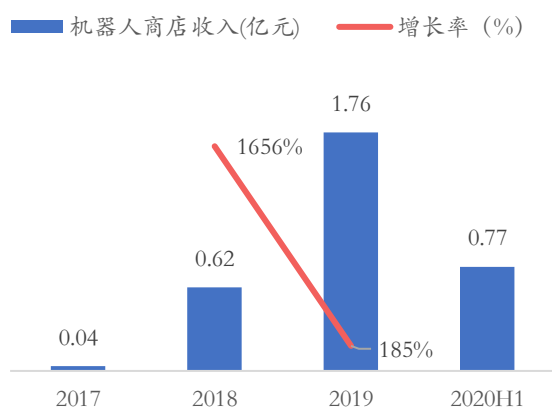
图表 49 泡泡玛特零售店布局



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

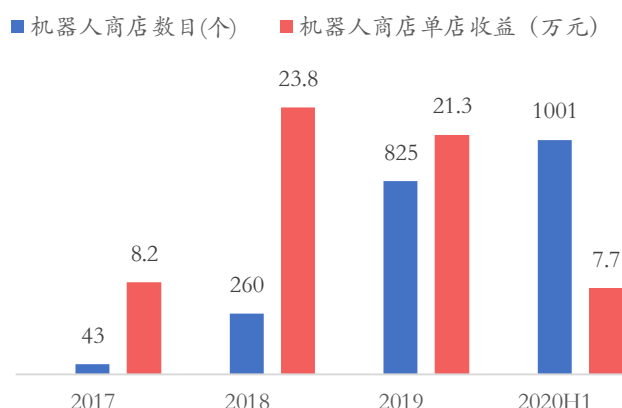
机器人商店：渠道下沉利器，是零售店的有机补充。机器人商店是公司于 2017 年首创的线下互动式无人销售终端。其类似于自动贩卖机，单台最多能储存约 60 个货品，大多布局在一、二线城市的购物中心与人流量较高的位置。由于具备成本低、回本快，选址灵活等优势，机器人商店近年来铺设加速，2017 至 2019 年，公司机器人商店的数量分别为 43、260、825 台，营业收入分别为：0.06、0.86、2.49 亿元，平均单间销售额从 18.75 万元增长至 218.4 万元，充分实现了从用户触达到销售的转化。同时，机器人商店还具备提供至商业洞察的功能，其通过视觉识别搜集消费者性别、年龄和购买信息，为后续 IP 设计、运营以及零售店布局打下数据基础。考虑到机器人商店的低成本、高触达、以及与其他业务产生的协同效应，我们预计公司后续将持续推进该商业模式。

图表 50 2017-2020H1 泡泡玛特机器人店收入及增长率



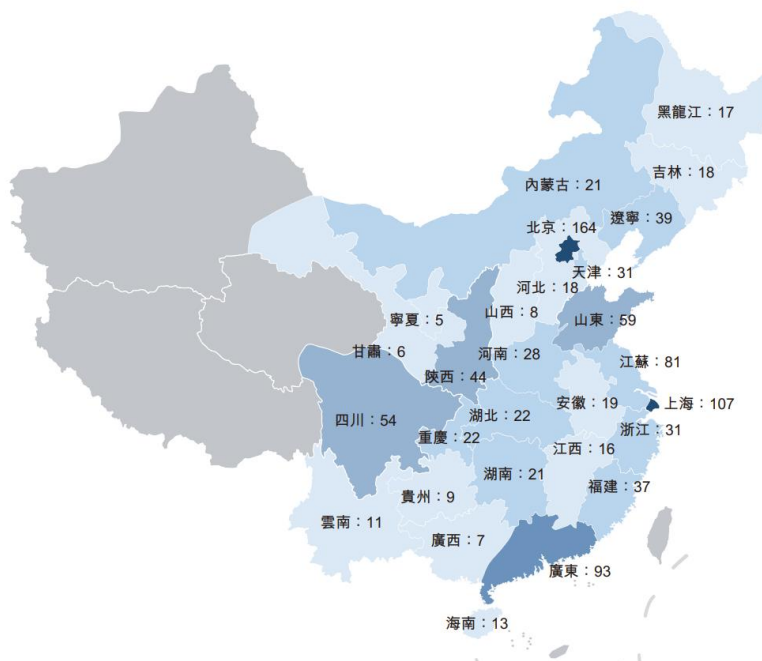
资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

图表 51 2017-2020H1 泡泡玛特机器人商店数量及单店收入



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

图表 52 泡泡玛特机器人商店布局



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

展会：引领行业发展，放大品牌效应。在国内潮玩展处于空白的背景下，公司于2017年9月举办了首届潮玩展，并从此形成每年上半年在上海、下半年在北京依次举办潮玩展的模式，吸引众多顶级艺术家、品牌、与潮玩粉丝参加。我们认为公司的行业龙头地位不仅体现在销售额或IP数量上，更体现在通过潮玩展会以及其他形式引导行业发展，并由此放大品牌效应的能力上。

图表 53 泡泡玛特线下潮玩展



资料来源：华安证券研究所整理

图表 54 泡泡玛特限时主题快闪店



资料来源：华安证券研究所整理

4.4.2 线上渠道：打造社区文化，提升用户黏性

电商平台和小程序：服务已转化用户，驱动重复购买。除线下渠道的快速扩张，公司线上渠道的发展同样迅猛，其中主要包括了以天猫旗舰店为主的各大电商平台以及“泡泡抽盒机”（微信小程序）。电商平台方面，2019年，公司天猫的旗舰店实现收入

2.5 亿元，京东自营旗舰店实现月销售额 650 万元。微信小程序方面，公司于 2018 年 9 月首创了“泡泡抽盒机”，其通过扭蛋机、娃娃机等功能，突破场景限制，还原线下消费体验。由于“泡泡抽盒机”在商业形态上的创新，其销售收入由 2018 年的 2300 万元增加至 2019 年的 2.7 亿元，增势迅猛。我们认为公司的电商平台和小程序主要服务于已在线下门店有过消费的盲盒玩家，并基于网购的便利性以及不定期推出优惠活动和新玩法，提高用户复购率，如“泡泡抽盒机”的复购率高达 80%。

图表 55 泡泡玛特位居 2019 年天猫双十一销量玩具类 TOP 1 图表 56 泡泡玛特微信小程序—泡泡抽盒机



资料来源：泡泡玛特招股说明书，天猫，华安证券研究所

资料来源：泡泡抽盒机，华安证券研究所

葩趣：打造潮玩社区文化，实现“链式效应”传播。2016 年 7 月，公司上线了自有的粉丝社区“葩趣”，目的在于推广潮玩文化，扩大潮玩粉丝群体。目前，葩趣已覆盖超过 540 个潮玩品牌，拥有潮玩资讯、二手交易、线上商城、社交等多个功能，聚集了众多潮玩爱好者以及设计师。我们认为随着潮流文化的高速发展，葩趣已初步形成独有的社区文化，有望通过用户间的社交，实现“链式效应”传播。

图表 57 泡泡玛特自建线上社区—葩趣

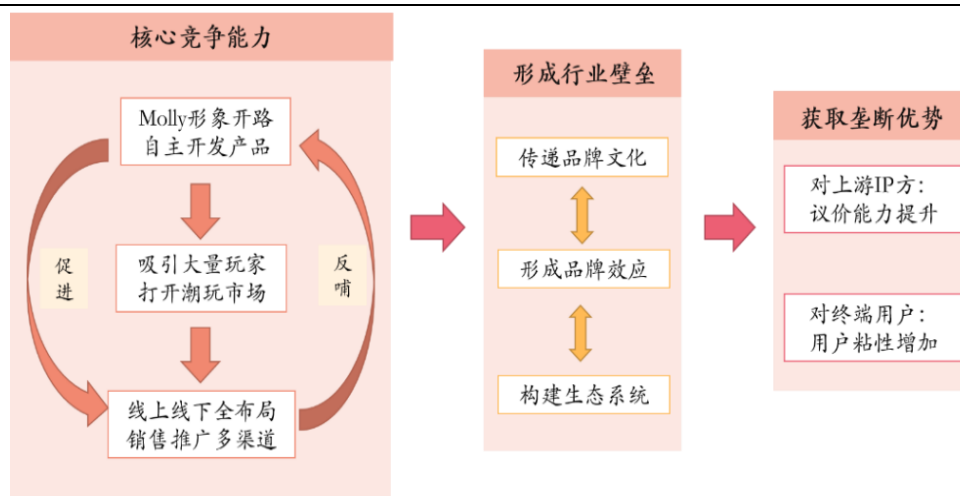


资料来源：葩趣，华安证券研究所

4.4.3 渠道广覆盖使得泡泡玛特品牌深入人心，潮玩线下流量入口价值逐渐显现

渠道广覆盖形成品牌效应。我们认为渠道的作用不仅在于广泛的用户触达，其更是一个传递品牌文化的窗口。泡泡玛特在2016年推出爆款IP Molly，业绩呈几何式增长的背景下，迅速扩张线上线下渠道，打造出线下以零售店、机器人商店为主，线上以电商旗舰店以及微信小程序为主的渠道布局，做到了多渠道广覆盖。得益于渠道的广覆盖以及消费者的高触达，我们认为公司已初步形成品牌效应，给予消费者“泡泡玛特即潮玩”的印象，从而构建起品牌文化以及品牌生态，并形成闭环式核心竞争优势。

图 表 58 泡泡玛特闭环式核心竞争优势



资料来源：华安证券研究所整理

品牌效应带来高用户粘性，泡泡玛特有望成为线下潮流玩具流量入口。得益于泡泡玛特渠道多、入口广所带来的品牌效应，公司目前具有一批黏性极强的用户。具体体现在：1) 公司当前共计拥有360万名注册会员，且2019年注册会员复购率达58%，显著高于行业平均水平(50.4%)；2) 公司2020年双十一销售额达到1.42亿，是玩具类目中首家破亿的公司；3) 由泡泡玛特举办的潮玩展，是国内潮玩届最重要的展会之一，单次展会参观人次可达5万人以上。

图 表 59 泡泡玛特主要销售渠道



资料来源：泡泡玛特招股说明书，华安证券研究所

品牌效应反哺公司上游 IP 获取能力。除了用户粘性的增加，公司的品牌效应还有利于反哺对上游 IP 的获取能力。对于 IP 艺术家、设计师而言，由于其更希望看到自己设计的 IP 最终转化为受用户欢迎的商品，而公司的品牌效应在此能成为一个强有力的背书，因此能够推动优秀的艺术家与公司进行合作，并提升公司的议价能力。同时，对于知名 IP 授权商而言，其更为注重公司在行业的地位以及影响力，此时公司的品牌效应同样能取决定性作用。由此我们认为，多渠道的规模优势加强了公司的行业龙头地位和品牌效应，从而提高公司对优质 IP 的获取能力，促进公司在 IP 质量和数量上的双重提升。

4.5 主要逻辑：短期看 IP 塑造，中期看品牌效应，长期看 IP 裂变

短期看 IP 塑造：我们认为，公司短期逻辑在于丰富的 IP 储备和获取能力，以及优秀的 IP 运营实力。自 2016 年 Molly 一举引爆潮玩市场后，公司持续加码 IP 投入，迅速形成了多元化的 IP 矩阵，目前 IP 数量共计 96 个，属于行业领先水平。同时，公司合作艺术家实力强劲，曾打造出 Molly、Pucky、Labubu、Dimoo 等多个热门 IP，是保障公司 IP 推陈出新的基石。运营能力方面，公司运营 IP 的能力已多次被市场验证，以 Molly 为例，其推出时间已超过四年，但目前仍维持着高热度。此外，诸如 Labubu、Dimoo 等新热门 IP 的不断涌现也表明 Molly 的火爆不是偶然，而是公司强运营能力下的成果。

中期看品牌效应：公司的中期逻辑在于塑造的“泡泡玛特”品牌深入人心，主要体现在对上游的议价能力和对行业话语权的制定上。截止到 2020 上半年，泡泡玛特已与迪士尼及环球电影等知名 IP 提供商建立了稳定的授权关系，共签订 11 份授权协议；此外，公司的合作 IP 还包括了国内著名动漫 IP “非人哉”，以及日本万代经典 IP “高达”等。我们认为上述国际大厂愿意与泡泡玛特合作的主要原因是公司已经在国内潮玩界具备一定的品牌效应。同时，泡泡玛特的品牌效应能够给予玩家“泡泡玛特即潮玩”的印象，从而造就一批高黏性的用户，而当该批玩家数量到达一定规模后，公司在潮玩行业的龙头地位有望得到巩固，马太效应显著。

图表 60 泡泡玛特与著名 IP 相关授权合作系列



资料来源：华安证券研究所整理

长期看 IP 裂变：长期来看，公司有望凭借自身优质的 IP 摆脱玩具这一载体，不断裂变向泛娱乐其他产业渗透，在保持 IP 自身热度的同时拓宽变现渠道。公司未来有望打造出中国版的“Hello Kitty”，形成多个长线化运营的 IP 矩阵。我们认为，公司未来可以拓展的方向包括：**1) 向潮流文化 IP 授权拓展：**潮流文化是一个广泛范围，其中不仅涵盖潮玩，还涉及到潮牌服饰以及其他单品。得益于潮流文化的互通性，我们预计公司未来有望凭借丰富的 IP 矩阵以及优质的设计师资源，向潮流文化 IP 授权拓展；**2) IP 内容化：**我们认为在后续 IP 资源足够丰富的前提下，公司有望编织出各个 IP 之间的故事，并在此基础上形成游戏、影视、动漫等，逐步实现 IP 内容化，在延长现有 IP 的生命周期的同时，也为公司向泛娱乐产业 IP 提供商转型奠定基础。

图表 61 知名潮玩 IP KAWS 与潮牌单品合作



资料来源：KAWS，华安证券研究所

5 A 股相关标的

5.1 奥飞娱乐：国内动漫产业龙头，IP 赋能开拓潮玩市场

公司以玩具业务起家，丰富 IP 储备及多元业务布局奠定其国内动漫产业龙头地位。公司成立于 1993 年，前身为奥迪玩具，2009 年上市后通过自主研发以及收购、授权等方式构建全年龄层 IP 矩阵：K12 IP 方面，公司拥有“巴啦啦小魔仙”、“铠甲勇士”等原创 IP，并通过收购的方式获取“喜羊羊与灰太狼”、“贝肯熊”等知名 IP；K12+ IP 方面，公司通过收购“有妖气”平台，获得“十万个冷笑话”、“镇魂街”为代表的优质国产二次元 IP。在丰富 IP 资源基础上，公司围绕 IP 进行玩具、影视、游戏、主题乐园等多个文化领域的全产业链开发，已成为国内动漫泛娱乐产业龙头企业。

公司通过内部 IP 矩阵的转化以及与外部爆款 IP 的合作，开拓潮玩盲盒市场空间。2019 年，公司通过“巴啦啦小魔仙”系列自有 IP 初探盲盒玩具市场，后陆续推出“小猪佩奇”、“贝肯熊”等十余款 K12 盲盒产品。2020 年 8 月，公司通过与网易合作，在 Bilibili 发行爆款游戏 IP“阴阳师”系列盲盒，半个月销售量破 10 万只，后积极铺开线上线下渠道，至今总订单额破千万元，正式打开全年龄层潮玩盲盒市场。后续，公司

有望继续借力外部爆款 IP，同时挖掘“十万个冷笑话”等 K12+自有热门 IP 价值，拓展全年龄层潮玩盲盒产品线，打开玩具业务新的增长点。

5.2 晨光文具：文具龙头布局新零售，盲盒助力品类扩张

公司从书写工具起家，逐步拓展至办公直销和精品文创业务，是国内文具行业的龙头。公司成立于 1996 年，初期主要从事晨光品牌文具产品的设计、制造和销售，近年来积极探索新兴业务模式。公司于 2013 年通过线下文创零售大店“晨光生活馆”和“九木杂物社”布局新零售商业模式，2015 年成立晨光科技覆盖电商平台，2017 年收购欧迪巩固办公领域竞争壁垒，2019 年收购上海安硕进一步做强学生文具主业。目前，公司已形成以传统核心业务（书写工具等）为主，办公直销和新零售为辅的深度业务布局，巩固了在国内文具市场的龙头地位。

公司自有零售品牌“九木杂物社”通过“文创产品+盲盒模式”实现品类扩张。

目前，“九木杂物社”门店销售的盲盒产品包括：1) 代理销售的潮玩盲盒，包括 Sonny Angel、Tokidoki、阿狸等数十个知名 IP；2) 以盲盒形式销售的自有文具 IP，如“航海王”系列文具产品，二者销量均位居前列。2020 年上半年，“九木杂物社”在新冠疫情下逆势扩张，全国线下门店数增至 295 家，营业收入增长 19% 至 1.96 亿元，其中盲盒类产品 SKU 占比超过 20%，是业绩增长的推动力之一。后续，公司有望通过上游推出自有 IP 的“文创+盲盒”创新产品，下游继续拓展线下及线上销售渠道，进一步发挥盲盒类产品对公司营收的促进作用。

5.3 金运激光：激光企业战略转型，全产业链布局盲盒赛道

公司主要从事数字激光业务，近年积极探索新兴业务领域。金运激光成立于 2005 年，最初从事数字激光加工设备的生产制造。2011 年在创业板上市后，公司积极探索新兴业务领域。2014 年，公司通过控股“落地创意”科技公司布局 3D 打印市场，先后设立 3D 打印线下体验店“记梦馆”和 3D 打印线上服务平台“意造网”。2017 年，公司参股 5% 投资线下潮玩零售渠道“玩偶一号”，开始布局 IP 衍生品市场。

2020 年，公司通过从上游 IP 孵化到下游销售渠道的全产业链布局，全面发力 IP 衍生品市场。上游：公司通过整合潮玩盲盒头部公司“玩偶一号”获得包括 Sony Angel 在内 700 多个品牌的 IP 授权，同时推出原创经营类盲盒品牌 UNI，通过对外合作以及孵化自有品牌建立丰富的 IP 矩阵；中游：公司定增 9891 万元建设 IP 衍生品柔性化智能制造工厂项目，包括基于 3D 打印等工业技术储备提高生产效率；下游：公司收购线下销售渠道“玩偶一号”后，定增 6.1 亿元用于 IP 衍生品新零售推广，计划铺设 80 家线下门店、新增 8000 台无人零售终端，加速扩展线下实体零售规模；此外，公司于 6 月参与设立子公司国广金运，开发线上直播平台，进一步促进 IP 衍生品线上、线下销售渠道的融合发展。未来公司有望通过在潮玩盲盒等 IP 衍生品领域全渠道、全产业链的深化布局，开拓全新市场空间。

风险提示

- 1) **潮流玩具行业增速不及预期的风险**：不排除未来潮流玩具行业受到消费者需求的变化从而导致行业增速不及预期的风险；
- 2) **IP 获取和 IP 运营不及预期的风险**：不排除因 IP 获取和 IP 运营不及预期，从而导致相关公司未来收入和利润放缓的风险；
- 3) **知识产权受到侵犯的风险**：不排除相关公司知识产权受到侵犯，从而导致收入下滑的风险。

分析师与研究助理简介

姚天航，传媒行业高级研究员，中南大学本硕。三年传媒上市公司经验，曾任职于东兴证券、申港证券，2020年加入华安证券研究所。

郑磊，传媒行业高级研究员，英国萨里大学银行与金融专业硕士。三年买方传媒行业研究经验，两年传媒上市公司内容战略和投资经验，2020年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。