

泡泡玛特 (870578)
时尚潮品连锁零售企业
基本数据

2017 年 5 月 10 日	
收盘价(元)	
总股本(万股)	2550
流通股本(万股)	192
总市值(亿元)	
每股净资产(元)	2.49
PB(倍)	

财务指标

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(万元)	1703.21	4537.53	8811.85	14980.15	23968.23
净利润(万元)	-277.29	-1598.04	-3003.02	-1655.99	730.55
毛利率(%)	47.32	39.85	49.58	49.58	49.58
净利率(%)	-16.28	-34.03	-32.79	-11.05	3.05
ROE (%)	-	-	-	-	14.45
EPS(元)	-0.75	-0.81	-1.22	-0.65	0.29

北京泡泡玛特文化创意股份有限公司成立于 2010 年 10 月，2017 年 1 月挂牌新三板。公司是一家集设计、采购、销售于一体的时尚潮品零售公司，主要从事时尚潮品的连锁经营零售业务、定制业务及批发业务。

随着国内经济增速放缓，零售业增速基本处于逐年放缓的趋势。小众化或者定位鲜明的门店抗风险能力将会显著增强。未来中国零售业将进入个性化、小众化的企业与大企业长期共存的时代。

公司所处的行业长期发展趋势良好，细分市场前景广阔，公司竞争优势明显，具有多元化、综合化业务发展潜力。公司通过聚焦潮流玩具市场，公司逐渐提高品牌辨识度，在供应链条中拥有更多的话语权和主动性。公司独家 IP 资源逐渐增多，核心部门管理能力的不断增强、销售渠道逐渐拓宽，公司的业务规模逐渐增大，盈利能力不断增强。

盈利预测与估值

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司 2017、2018 年归属于上市公司股东的净利润分别-1655.09 万元和 730.55 万元，每股收益分别为-0.65 元和 0.29 元。按 2017 年 3 倍 PS 估算，其市值参考水平为 4.49 亿元。

风险提示

市场竞争风险，存货周转率降低风险，新开店选址风险，管理能力与规模不匹配风险。

李菲菲

lifefei@wtneeq.com

010-85715117



目 录

■ 风险分析	1
■ 时尚潮品连锁零售企业	2
■ 实际控制人、管理团队及员工概况	4
■ 零售行业迎来个性化、小众化时代	5
■ 聚焦潮流玩具市场，市场前景广阔	6
■ 逐渐显现竞争优势，营收高速增长	8
■ 盈利预测及估值	9

图表目录

图表 1 IP 收藏类产品示例.....	2
图表 2 自主类产品示例.....	2
图表 3 公司为合作企业设计生产的“定制产品”.....	3
图表 4 公司各业务板块营收占比.....	3
图表 5 公司股权结构.....	4
图表 6 公司员工结构.....	4
图表 7 公司员工学历结构.....	5
图表 8 我国城镇总人口及占人口总数比例.....	5
图表 9 葩趣 APP.....	7
图表 10 公司 2014 年以来营业收入、营业利润及净利润.....	9
图表 11 公司 2014 年以来毛利率、净利润率和期间费用率	9
图表 12 公司盈利预测.....	9

■ 风险分析

公司实际控制人及管理团队方面：

通过公开信息，未发现公司实际控制人及管理团队方面存在明显风险。

财务方面：

1、 存货周转率降低风险

2016 年、2015 年、2014 年，公司的存货周转率分别为 3.84 次、4.04 次和 4.97 次，而存货余额分别为 1245.41 万元、1065.74 万元和 2846.52 万元。存货周转率虽然目前呈稳定趋势发展，但公司以自营为主的连锁经营模式决定了公司库存量较高。加之，公司连锁门店数量较多并处于扩张阶段，存货管理与配送难度会不断加大，若届时存货周转率降低，存货周转速度变慢，导致资金占用水平偏高，存货积压，企业的变现能力以及资金使用效率可能会受到一定的负面影响。

公司业务及行业方面：

1、 新开店选址风险

对于连锁零售企业而言，门店的选址极为重要，需要综合考虑目标消费群体的构成、居民消费支付能力、预期客流量、交通便利条件、商业辐射能力、可选用的门店面积和附近已有或潜在的商业竞争程度，以及是否能以合适的价格购买或租赁经营场地等多种因素。门店选址一旦失当，不仅会使既定的目标市场地位难以实现，而且也会因开店前期产生的装修费等资本性支出和筹办费不能收回等因素而给公司带来较大的经营损失。

2、 管理能力与规模不匹配风险

未来随着公司规模不断扩大，将对公司资源配置能力以及日常管理能力提出更高的要求，如果公司管理水平的提升不能支持公司业务拓展的需要，则可能对公司日常运营和发展造成不利影响。

■ 时尚潮品连锁零售企业

北京泡泡玛特文化创意股份有限公司成立于 2010 年 10 月，2017 年 1 月挂牌新三板。公司是一家集设计、采购、销售于一体的时尚潮品零售公司。主要从事时尚潮品的连锁经营零售业务、定制业务及批发业务。其中零售业务包括 IP 收藏类、自主品牌类、家居生活类、数码影音类、食品糖果类、服饰配饰类等。公司目标客户定位于具有一定消费能力的白领和创意杂货、收藏类玩具爱好者，采用全直营线下连锁和移动端社群 APP 立体营销模式，目标市场和战略定位明确。

公司的零售业务按品种分为七类，具体如下：

（1）IP 收藏类产品

IP 收藏类产品拥有独特的设计理念，形象本身具有较强延伸性，不断的按系列推陈出新，并有节奏的创作限量版本，以少量经典带动全系列销售，由于部分模具和部分产品版本生产后不具备复制性，收藏性也不断的提高。

图表 1 IP 收藏类产品示例



Sonny Angel



Tomica

资料来源：公开转让说明书

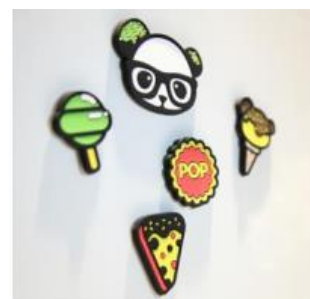
（2）自主类产品

除了引进品牌合作产品外，公司拥有自己的设计师团队，不断推出自主设计类产品。

图表 2 自主类产品示例



POP PANDA 毛绒玩具



冰箱贴

资料来源：公开转让说明书

(3) 家居类产品

家居生活类产品涵盖了消费者日常生活的大部分需求，不断的提升大众的生活品质，注重生活细节的乐趣，是公司产品选择的方向。

(4) 数码产品

(5) 糖果类

(6) 玩具娱乐

(7) 服装配饰

除零售业务外，公司针对合作企业的不同需求，设计并生产出符合企业理念的独一无二的周边衍生品。

图表 3 公司为合作企业设计生产的“定制产品”



陌陌科技



中信出版



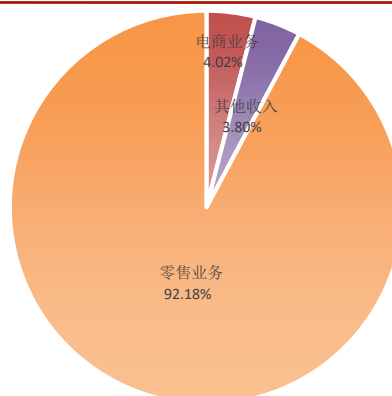
乐视集团



咖啡之翼

资料来源：公开转让说明书

图表 4 公司各业务板块营收占比



资料来源：Choice

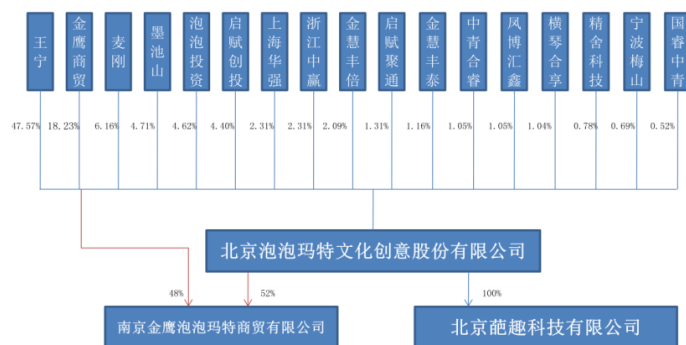
■ 实际控制人、管理团队及员工概况

● 公司创始人为“八零后”，获金鹰商贸注资

公司控股股东、实际控制人为王宁先生。王宁先生，中国国籍，无境外永久居留权，1987年生，本科学历。2005年9月至2009年6月，就读于郑州大学西亚斯国际学院，主修广告学，取得学士学位；2014年至今，就读于北京大学，主修工商管理硕士。2010年10月至2016年7月，任北京泡泡玛特贸易有限公司董事、总经理；2016年7月至今，任北京泡泡玛特文化创意股份有限公司董事长、总经理。

王宁先生现直接持有公司股份 1,212.8 万股，占公司总股本的 47.5701%；间接持有公司股份 14.3832 万股，占公司总股本的 0.5642%。合计持有公司 1,227.1832 万股，占公司总股本的 48.1343%。

图表 5 公司股权结构



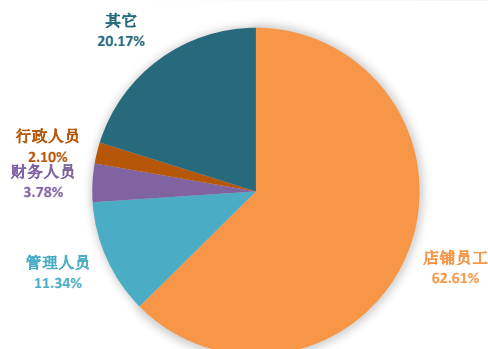
资料来源：公开转让说明书

2014年05月泡泡玛特(POPMART)获得香港上市公司金鹰商贸集团数千万元人民币投资，企业估值过亿元。金鹰商贸目前持股 18.23%。

● 员工整体素质较高

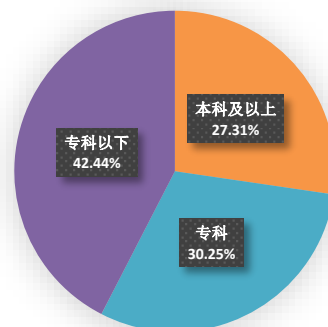
截止 2016 年年底，公司共有员工 238 人，包括店铺员工、管理人员等。57.56%具有大学专科及以上学历。

图表 6 公司员工结构



资料来源：2016 年报

图表 7 公司员工学历结构



资料来源：2016 年报

■ 零售行业迎来个性化、小众化时代

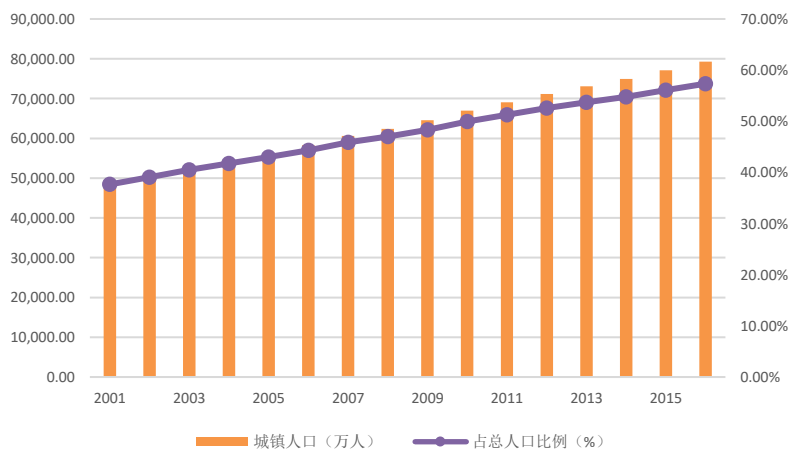
● 城镇化的推进将带来消费支出的更大增长

根据纳萨姆曲线的规律，一个国家的城市化率在达到 30%后将进入一个高速发展阶段，这一阶段一直要持续到城市化率达到 70%时才有所放缓。我国城市化率在 1998 年首次突破 30%，17 年间增长了 26%，在 2015 年我国城市化率达到 56.1%。虽然该指标与欧洲美国等发达国家超过 70%的城市化了相差仍然较大，但已达到世界平均水平，并且与其发达国家差距正在缩小。

城市化的推进使大中型城市不断扩容，中小型城市不断向现代城市转变，新增城市人口，尤其是在中小型城市，创造了极大消费需求，为零售业长期稳定增长提供了可以预计广阔空间。我国城镇居民的收入与消费水平明显高于农村居民，城市人口的增加和城市化率的不断提高将持续拉动消费增长。

2014 年，我国城镇居民人均消费支出为 19,968.10 元，是农村居民人均消费支出 8382.60 元的 2.38 倍，城镇化的推进将带来消费支出的更大增长。

图表 8 我国城镇总人口及占人口总数比例



资料来源：2016 年报

● 居民消费能力不断提高

国民经济的稳定发展及居民收入水平的提升推动国内消费需求增长随着我国经济持续快速增长,人均国内生产总值和国内居民人均可支配收入稳步上升,这直接带动了居民人均消费性支出的增加。2005-2014年,我国人均国内生产总值从14,259.00元增长到46,652.00元,年复合增长率为12.58%,城镇居民人均消费性支出从7,942.88元增长至19,968.00元,年复合增长率为9.66%,

经济的持续稳定增长和人民生活水平的不断提高促进了消费增长,这为居民消费能力的增强奠定了坚实基础。

● 消费结构转型提升行业发展动力

我国城镇居民生活水平持续提高和人口结构变动推动了消费需求快速增长和升级,消费升级换代加快,消费结构不断优化,居民消费从满足基本生存需求向提高生活质量转变,城镇居民消费需求也由生存型向享受型、发展型转变,高端消费比重不断增加。消费者的品牌意识更为强烈,对商品品质、服务品质、购物环境等的要求更高。品牌消费、网络消费、信贷消费、健康消费和体验消费等新兴消费概念和消费方式不断发展,新兴的零售业态随之涌现,传统业态也在自我创新。消费升级为零售企业的发展提供了巨大的空间和持续的动力。

● 零售行业迎来个性化、小众化的企业与大企业长期共存的时代

随着国内经济增速放缓,零售业增速基本处于逐年放缓的趋势。国内限额以上企业与全国百家大型零售企业零售额增速由2012年的14.8%与10.8%,逐步下移至2016年上半年的7.6%与-3.2%。整个零售市场进入了个别细分领域异军突起、但整体呈现中低速温和增长的常态中,零售市场也逐步从做大蛋糕步入切分蛋糕的存量竞争阶段,这其中既有人口结构、经济发展、可支配收入等宏观环境的影响,同样也有社会消费文化、购买决策、消费渠道等市场微观环境的影响。在这样的宏观环境下,作为品牌商而言,更加需要零售商理解消费者需求,顺应消费者行为的转变,不断创新。

零售业包括百货、家电、超市等企业,几乎都有一个共同的法则:面向所有的顾客。然而越想大而全,越想满足所有人的需求,越想将所有不同年龄、不同层次的顾客全部装到自己门店里来的企业,可能在未来越缺乏竞争力。小众化或者定位鲜明的门店抗风险能力将会显著增强。我国零售业已经真正到了个性化、小众化的企业与大企业长期共存的时代。

■ 聚焦潮流玩具市场,市场前景广阔

泡泡玛特目标客户定位于具有一定消费能力的白领和创意杂货、收藏类玩具爱好者,采用全直营线下连锁和移动端社群APP立体营销模式,无论是目标市场定位、企业发展战略定位、经营模式定位均不同于其他企业,经过6年的发展,泡泡玛特已经成为行业内时尚百货细分品类的领导企业。

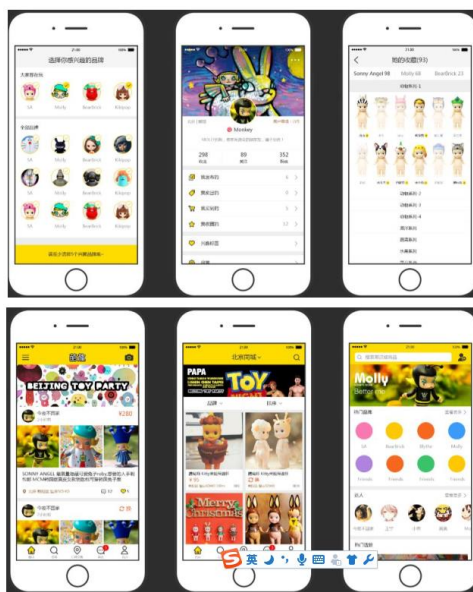
● 线上线下立体化融合

公司致力于满足顾客的个性化需求,通过线上社群、线下实体营销渠道同时搭建的方式,将线上线下营销手段进行立体化融合,以实现零售业效率的大

幅度提高。

葩趣 APP 是公司开发的 IP 线上社区平台，APP1.0 版本已于 2016 年 6 月上线。葩趣 APP 第一阶段将聚焦潮流玩具市场，通过社交、电商、游戏等功能打造集社群、娱乐与电商为一体的潮流玩具线上社区平台。葩趣 APP 第二阶段将由潮流玩具市场扩展至二次元动漫、电影等 IP 类市场，致力于打造中国优质的 IP 线上社区平台之一。

图表 9 葩趣 APP



资料来源：2016 年报

对收藏玩家而言，葩趣 APP 致力于打造分享型平台，及时对收藏类 IP 系列新品进行报道。不断的制作有价值的资讯和小游戏从而吸引更多用户，打造社群经济。

对品牌商而言，葩趣 APP 可以帮助构建合理的宣传渠道，扩大品牌及产品的知名度，此营销渠道可以帮助品牌商在目标消费群聚集地精准投放信息，并陆续收到来自精准市场的反馈，迅速收集这些信息，分析目标消费群，此时，线上社群、线下实体营销渠道同时搭建的多维性就打造了泡泡玛特的特有竞争优势。

● 致力于回归商业本质

泡泡玛特提倡回归商业本质，注重“商品经营”和“消费体验”功能，除子公司部分门店与金鹰商贸体系内商场属于商场联营模式，公司其余门店均采用自营模式经营，公司全部门店亦未采用联营模式。泡泡玛特在利用互联网工具提升自身零售效率外，还借鉴国际经验，坚持采用自营模式经营，重视顾客消费体验的同时保障了公司毛利率水平。

● 顺应新文化潮流崛起

二次元、吃货战队、生活家、玩具收藏、奇葩杂货等已经成为了我国新生代消费升级的重要组成部分。中国的 90 后新生代大概有 3.5 亿人，他们有着极

强的消费能力。新文化崛起，使脱胎于该文化的诸多商业模式得以形成并飞速发展，新文化是次文化的衍生品，是一种更加符合年轻人审美的新潮文化，早期主要变现为受美国、日本流行文化较深影响的超级英雄以及动漫、Cosplay 等二次元文化；其后，中韩年轻偶像所引领的潮流、明星动态加入其中，渐渐地，能够展示新生代个性与活力的文化，体现在一些新奇特的产品设计中。在这些文化逐渐受到人们广泛认可的同时，新文化的相关产品也变得愈加丰富，显示出新生代消费力度的大幅增强。凭借着强大的购买力，新生代们正在悄悄发起一场消费革命，年轻消费生态正在被各个消费领域关注。泡泡玛特凭借对年轻人兴趣及消费心理的深度观察，能够及时顺应新文化潮流崛起。

● 品牌创意优势

泡泡玛特目前注册商标近 70 个，公司创意团队拥有多年创意执行经验，保障公司在品牌 and 商品创意持续保持竞争优势。

■ 逐渐显现竞争优势，营收高速增长

通过聚焦潮流玩具市场，公司逐渐提高品牌辨识度，在供应链条中拥有更多的话语权和主动性。

2015 年至今，公司已与超过 20 个世界知名的潮流玩具品牌建立了深度合作。以香港知名潮流玩具品牌“Molly”为例，公司与其签订了长期的独家销售以及独家生产的合约，双方合作的第一个系列在泡泡玛特天猫网店预售的第一天（2016 年 7 月 7 日）就卖出了近四十五万元。双方计划每年推出八到十个系列，预计年销售额不低于三千万元。

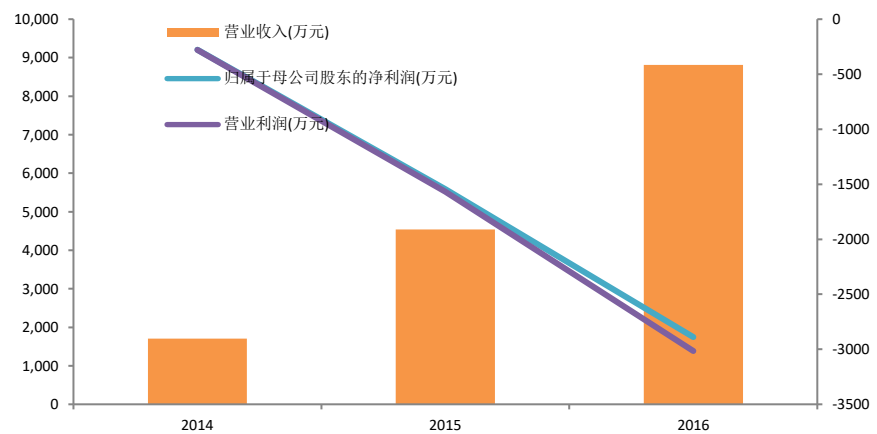
公司独家 IP 资源逐渐增多，核心部门管理能力的不断增强、销售渠道逐渐拓宽，公司的业务规模逐渐增大，盈利能力不断增强。

2016 年，公司实现营业收入 8811.85 万元，同比增长 94.20%，净利润-3003.02 万元，较去年同期增加 87.92%；归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益后的净利润-12,33.25 万元。公司虽然亏损，但已经度过经营谷底，剔除非经营性损益后同比亏损收窄。

公司亏损的原因主要有：（1）股权激励增加管理费用 1,650 万元；（2）公司不断进行总部管理部门、企业信息系统、潮流玩具 IP 授权、葩趣 APP 等前端投入，受制于店铺数量不多，使现有店铺分摊总部费用较多；（3）部分门店销售不够理想，影响公司整体经营结果，公司已经逐步对于业绩较差门店进行关闭或缩柜。

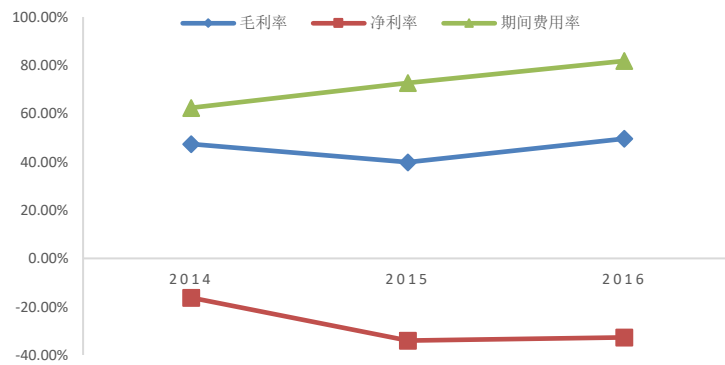
公司具有稳定的市场，目标客户质量和忠诚度较高。公司所处的行业长期发展趋势良好，细分市场前景广阔，公司竞争优势明显，具有多元化、综合化业务发展潜力。

图表 10 公司 2014 年以来营业收入、营业利润及净利润



资料来源：Chocie

图表 11 公司 2014 年以来毛利率、净利润率和期间费用率



资料来源：Chocie

■ 盈利预测及估值

根据对行业状况及公司情况的分析, 对公司进行盈利预测, 预测公司 2017、2018 年归属于上市公司股东的净利润分别-1655.09 万元和 730.55 万元, 每股收益分别为-0.65 元和 0.29 元。按 2017 年 3 倍 PS 估算, 其市值参考水平为 4.49 亿元。

图表 12 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入 (万元)	1703.21	4537.53	8811.85	14980.15	23968.23
净利润 (万元)	-277.29	-1598.04	-3003.02	-1655.99	730.55
毛利率 (%)	47.32	39.85	49.58	49.58	49.58
净利率 (%)	-16.28	-34.03	-32.79	-11.05	3.05
ROE (%)	-	-	-	-	14.45
EPS(元)	-0.75	-0.81	-1.22	-0.65	0.29

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。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它人,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入—未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

流动性评级参考债券评级,暂定为 A(AA、A)、B(BA、B、BC)、C、D 等 4 类 7 级,分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。



梧桐研究公会

电话: 010-85715117

传真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

