

文娱用品行业深度研究报告

“盲盒”热度爆发，赋予文创行业发展新动力

推荐（维持）

- ❖ **潮流玩具填补“超龄儿童”玩具市场空缺。**潮流玩具，是融入了艺术、设计、潮流、绘画、雕塑等多元理念的成人类型玩具。它以其艺术性和内涵的社交属性满足了“超龄儿童”对于玩具的需求，填补了“超龄儿童”玩具市场的空缺。根据产品定位的差别，潮流玩具可分为高端玩家级潮玩和盲盒型潮玩两大类。玩家级潮玩的入门门槛较高，相对小众。盲盒型潮玩大多造型简单可爱、价格便宜，易于被大众接受。较低的购买门槛加上独特的抽奖式“盲盒”销售方式使盲盒型潮玩受到欢迎。
- ❖ **盲盒缘何火爆？高吸引力、高消费粘性是答案。**1) 盲盒可爱的外形和刺激性的购买方式契合年轻人消费逻辑，合适的价格（单个盲盒的售价大多集中在49到79之间）大部分消费者能够接受，吸引大批消费者购买。2) 商家通过搭建潮玩社区的方式提高消费者身份认同感，通过发行系列产品刺激玩家收藏欲，从而提高盲盒消费粘性。**Z世代群体成为消费主力军，盲盒市场空间有望进一步扩大。**Z世代可支配收入较多，愿意为社交、认同感等等情感性原因消费，是盲盒行业的主要消费群体，Z世代的成长推动着盲盒市场的进一步发展。此外，潮流文化不断渗透，《潮流文化发展白皮书》显示全球潮流市场规模已于2017年达到2000亿美元，玩具于2016到2017年间增速达300%，是近年来增长速度最快的潮流细分品类；泛二次元群体数量不断增长，已于2018年达3.46亿人次，同样推动盲盒行业的发展。
- ❖ **盲盒产业链：IP打造—现代化零售—社区培育环环相扣。上游设计和IP利润最厚。**上游的艺术设计、IP授权提高了行业壁垒、规范了产品的设计质量，为行业良性发展打下基础；中游的零售业、策展业让盲盒走进公众视线，吸引大批消费者购买；下游的社区培育、二手交易让消费者了解盲盒、认同盲盒，提高消费粘性。其中，上游和设计和IP环节是整个产业链利润最厚的环节。单价59元的Tokidoki系列盲盒的代工厂报价仅为13元。
- ❖ **盲盒参与者现状：巨额毛利吸引企业纷纷入局，参与者多为初创型企业，国内龙头泡泡玛特成功打造IP。**毛利率高是盲盒行业的显著特点之一。中国网库中报价显示，一个手掌大小的搪胶玩具的厂家定价均在10元以下，而一个盲盒的售价通常为59元。泡泡玛特2018年上半年营业收入1.6亿元，毛利率近几年逐年提高，2018年上半年高达59.91%。国外的潮玩企业Funko 2018年营收6.86亿美元，毛利率稳定在35%以上。盲盒行业毛利率高，吸引各类企业以各种形式纷纷入局。不仅迪士尼、哆啦A梦等传统玩具商家推出了盲盒产品，瑞幸咖啡、呷哺呷哺等和玩具完全不相关的商家也利用盲盒产品来提高自己的营收。目前有众多企业涉足盲盒产品，但其中大部分为初创型企业，规模较小，除泡泡玛特能够涉足盲盒行业产业链全链条，其余企业均探索各种模式专注于产业链的部分环节。此外，我国玩具行业与IP授权行业均处于高速发展阶段，IP类玩具市场需求不断扩大，开始受到资本青睐。
- ❖ **九木杂物社利用渠道、品牌优势实现盲盒业务升级、提高营收。线上线下齐发力，盲盒业务打造自有IP、与文具销售相结合是未来发展方向。**晨光文具2016年开始探索的九木杂物社也开始进军盲盒产业，目前店内在售盲盒类产品两类：盲盒型潮玩和以盲盒形式销售的文具。虽然目前九木杂物社主要参与盲盒产业链中利润较低的零售环节，但其依托于上市公司晨光文具公司规模大、专业性强，相比其他初创型盲盒行业参与者优势尽显。还可将盲盒销售方式应用于更多的自有文具、家纺等产品，使销售更具娱乐性、实现文具业务升级、提高营收。
- ❖ **风险提示：**宏观经济情况变动，行业消费者偏好变动剧烈，行业格局发生重大改变。

华创证券研究所
证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

联系人：葛文欣

电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	70	1.86
总市值(亿元)	4,333.46	0.68
流通市值(亿元)	2,918.13	0.63

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	4.31	2.56	14.37
相对表现	1.26	-0.91	-16.59


相关研究报告

《文娱用品行业深度研究报告：复盘无印良品发展之路，以观九木杂货社强劲扩张》

2019-09-15

《文娱用品行业深度研究报告：复盘办公用品巨头史泰博发展，观晨光科力普强劲扩张》

2019-09-24

《文娱用品行业深度研究报告：复盘日本百年书写工具制造商百乐，观晨光文具传统业务稳健增长》

2019-09-30

目录

一、潮流玩具填补“超龄儿童”玩具市场空缺.....	5
(一) 什么是潮流玩具.....	5
(二) 盲盒型潮玩受众广泛，关注度日益提高.....	6
1、盲盒型潮玩法：“玩偶抽奖”.....	6
2、盲盒关注度日益提高.....	7
二、盲盒缘何火爆？高吸引力高消费粘性是答案.....	9
(一) 四大特征提高初次消费吸引力.....	9
1、盲盒切合年轻人消费逻辑.....	9
2、优化购买流程，刺激冲动消费.....	9
3、价位适中、高颜值提高购买欲望.....	9
4、“中奖”诱惑吸引消费者购买.....	10
(二) 收藏欲及强社交性提高消费粘性.....	11
1、系列产品刺激玩家收藏欲、维持玩家较高购买频率.....	11
2、构建玩家交流社区，提高盲盒社交属性，加强消费者身份认同感.....	12
3、盲盒销售模式刺激消费者，提高消费粘性.....	12
(三) Z世代群体成为消费主力军，盲盒市场空间有望进一步扩大.....	12
三、盲盒产业链：IP 打造—现代化零售—社区培育环环相扣.....	15
(一) 上游：“IP 打造”构筑行业壁垒，提高销售额.....	15
(二) 中游：现代化零售持续推动盲盒产业发展.....	17
(三) 下游：二手交易、改娃等衍生服务发展，延伸盲盒产业链.....	18
四、盲盒行业参与者现状：参与者多为初创型企业，泡泡玛特成功打造 IP.....	20
(一) 巨额毛利吸引企业纷纷入局.....	20
(二) 行业投融资情况：头部机构入局不多，IP 类玩具锋芒初现.....	22
(三) 泡泡玛特：渠道商成功转型行业龙头的典例.....	23
(四) IP 小站：专业化的 IP 推广渠道公司.....	25
五、从盲盒行业参与者现状看九木杂物社未来发展空间.....	26
六、风险提示.....	28

图表目录

图表 1: Painter 系列 Molly.....	5
图表 2: 海洋系列 Molly.....	5
图表 3: KAWS 首个系列 Companion.....	6
图表 4: Kaws x Dior 联名款公仔.....	6
图表 5: 盲盒型潮玩与玩家型潮玩对比.....	6
图表 6: 盲盒型潮玩法.....	7
图表 7: 盲盒样式.....	7
图表 8: 盒与芭比娃娃百度搜索指数对比.....	7
图表 9: 小红书中 KAWS、Molly 和盲盒笔记数量对比.....	8
图表 10: 泡泡玛特线上抽盒机.....	10
图表 11: 泡泡玛特线下专营店.....	10
图表 12: 闲鱼上售卖的 Molly 隐藏款.....	11
图表 13: 闲鱼上售卖的 Labubu 隐藏款.....	11
图表 14: 各系列 Molly.....	11
图表 15: 玩家收藏的 Pucky.....	11
图表 16: 葩趣举办各类活动, 让潮玩不断融入玩家生活.....	12
图表 17: 玩家在社区中分享带娃出游照片.....	12
图表 18: Z 世代正成为消费主力军.....	13
图表 19: Z 世代月均可支配收入远高全国平均水平.....	13
图表 20: Z 世代愿意为社交消费, 盲盒属性契合此需求.....	13
图表 21: Z 世代爱少量多次消费, 盲盒属性符合此特点.....	13
图表 22: 潮流市场规模不断扩大.....	14
图表 23: 潮流细分品类增速.....	14
图表 24: 我国泛二次元用户规模.....	14
图表 25: 盲盒产业链分析.....	15
图表 26: 天猫盲盒销售额占比.....	15
图表 27: IP 类型及来源分析.....	15
图表 28: 乐高 mini figures 盲盒.....	16
图表 29: 泡泡玛特迪士尼合作款盲盒.....	16
图表 30: 产业链上游参与者.....	16
图表 31: 盲盒销售方式.....	17
图表 32: 盲盒宣传方式.....	17
图表 33: 泡泡玛特潮玩展.....	18

图表 34: 电视剧《我只喜欢你》中 Molly 的植入广告	18
图表 35: 改娃作品	18
图表 36: 淘宝中的热卖娃衣	18
图表 37: 盲盒产业链下游参与者	19
图表 38: 泡泡玛特历年毛利率、净利率	20
图表 39: Funko 历年毛利率、净利率	20
图表 40: 目前推出盲盒产品的企业	20
图表 41: 涉足 IP 类玩具企业融资动向	23
图表 42: 泡泡玛特发展历程	24
图表 43: 泡泡玛特营业收入及同比	24
图表 44: 泡泡玛特净利润（百万元）	24
图表 45: IP 小站与 30 余家 IP 供应商合作	25
图表 46: 九木杂货店营收占比不断提升	26
图表 47: 九木杂货社门店数量爆发性增长	26
图表 48: 九木杂物社微店在售产品	26
图表 49: 九木杂物社盲盒型产品	27

一、潮流玩具填补“超龄儿童”玩具市场空缺

玩具不是小孩子的专属产品，部分成年人同样希望拥有自己的玩具，这类童心未泯的群体被称为“超龄儿童”。近年来，我国“超龄儿童”玩具市场需求逐渐扩大，中国社会调查事务所调查显示，34%的被访青年表示他们需要智力玩具和观赏性玩具。然而前瞻产业研究院《谈一谈我国玩具制造行业的发展特点》研究显示，我国玩具的生产、设计和销售主要针对儿童，成人玩具供给少、品种缺乏，“超龄儿童”玩具市场存在很大开拓空间。同容易满足的小孩子不同，“超龄儿童”对玩具的质量、细节要求更高，更注重玩具的可收藏性。近年来兴起的潮流玩具以其艺术性和内涵的社交属性满足了“超龄儿童”对于玩具的需求，极好地填补了“超龄儿童”玩具市场的空缺。

（一）什么是潮流玩具

潮流玩具，又称艺术玩具（Art toy）或设计师玩具（Designer toy），是融入了艺术、设计、潮流、绘画、雕塑等多元素理念的成人类型玩具。它们由设计师或艺术家设计、制作，尺寸由100%的6厘米常规款到1000%的60厘米款不等。潮玩的材料主要为易塑性的搪胶，偶尔也会出现木制材质和金属材质，在材质上与普通玩具并不存在很大的区别，但是较之普通玩具，潮流玩具往往存在数倍甚至数十倍的溢价，其溢价的核心来源便是IP。潮流玩具IP来源主要有两大类：一是设计师、艺术家的自主创作，如Molly、Labubu、Kaws等；二是动漫、表情包的衍生，如阿狸、罗小黑、蜡笔小新等。

Molly

Molly,由香港设计师Kenny Wong设计，是2019年最火的潮流玩具，是一个湖蓝色眼睛，金色头发，撅着嘴的可爱小女孩。Molly初代Painter系列发布于2006年，至今已累计发售超过四十个系列。在初期，Molly凭借可爱的外形吸引力一定规模的粉丝，但是设计师难以凭借自身的资源和财力进行量产，商业化进程较慢，Molly仅在小众圈子里流行。2016年，泡泡玛特取得了Molly的独家IP版权，Molly开始商业化的生产、销售模式，规模得到迅速提升，泡泡玛特官网资讯显示，2018年Molly公仔销售量达400万个。目前，Molly主要以盲盒形式在泡泡玛特门店、自动售卖机、电商平台销售。

图表 1: Painter 系列 Molly



资料来源：百度百科Molly词条，华创证券

图表 2: 海洋系列 Molly



资料来源：泡泡玛特官网，华创证券

KAWS

这个交叉眼的玩偶就是KAWS，他由美国知名艺术家Kaws（本名Brain Donnelly）设计。Brain最初的身份为街头艺术家，20世纪90年代，他经常偷偷在广告海报上涂上自己的招牌“X_X”眼，被人们成为“涂鸦怪盗”。他的恶搞备受欢迎进而逐渐走红，CALVIN KLEIN等知名品牌甚至邀请Brain对他们的海报进行涂鸦。借着这道东风，KAWS逐渐商业化。1999年Brain与日本知名公司Bounty Hunter合作，推出了首个Companion系列KAWS玩偶。在这之

后 Brain 又推出了不同系列的玩偶，这些玩偶越做越大，造型也越来越有特点，再加上限量销售的模式，KAWS 玩偶的价格随之水涨船高，2018 年其与 Dior 联名款玩偶 BFF 售价更是高达 7500 美元。

图表 3: KAWS 首个系列 Companion



资料来源: NOWRE, 华创证券

图表 4: Kaws x Dior 联名款公仔



资料来源: 小红书 APP, 华创证券

(二) 盲盒型潮玩受众广泛，关注度日益提高

1、盲盒型潮玩法：“玩偶抽奖”

根据产品定位的差别，潮流玩具可分为高端玩家级潮玩和盲盒型潮玩两大类。玩家级潮玩通常由知名艺术家设计，有些甚至由艺术家亲自制作，艺术性较强，最初售价从几百元到几万元不等，目标客户为对潮流文化较为认同、经济实力较强的玩家。这类产品大多限量发行，某些特别款式需要玩家通过排队、摇号等方式获取购买资格，有时玩家甚至会制作玩具海报来表达对玩具的喜爱从而提高被设计师抽中的几率。饥饿营销方式使得玩家级潮玩的入门门槛较高，只有愿意在潮玩上花费大量时间和金钱的人才能“入坑”，这也使得玩家级潮玩相对“小众”。

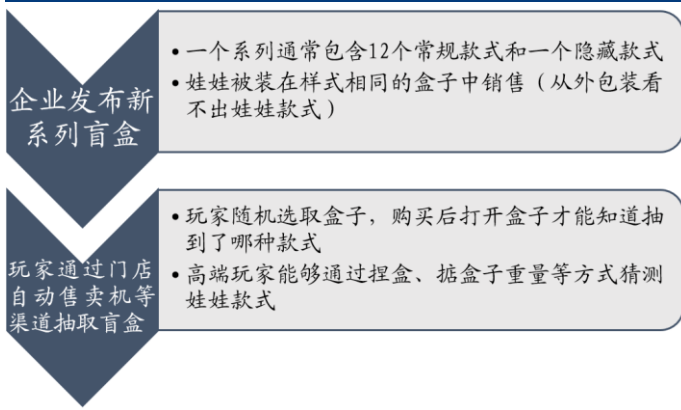
同玩家级潮玩的注重个性、艺术表达性不同，盲盒型潮玩大多造型简单可爱，易于被大众接受。销售方式多采用“盲盒销售”，即在相同的盒子里装上不同样式的玩偶手办，消费者在购买时只能选择购买系列而不能选择具体样式，抽到这一系列里的哪一款全凭运气，运气好的能抽到人见人爱的款式或者自己喜欢的款式，运气更好的能抽到隐藏款。这种方式增加了购物的不确定性，提高了购物的趣味性。

图表 5 盲盒型潮玩与玩家型潮玩对比

	玩家级潮玩	盲盒型潮玩
造型特点	注重个性表达，艺术性强	简单可爱，造型有辨识度
销售方式	饥饿营销，玩家通过排队、摇号等方式获取购买资格	盲盒模式销售，有时也整套售卖
玩具售价	几千至几万不等，定价远高于普通玩具	50 左右，定价略高于普通玩具
目标客群	对潮流文化认同度高，经济实力较强的高端玩家	以年轻人为主的喜欢萌系玩具的普通消费者
代表性 IP	KAWS, Bearbrick	Molly, Labubu

资料来源: 华创证券整理

图表 6: 盲盒型潮玩法



资料来源：华创证券

图表 78: 盲盒样式



资料来源：淘宝网，华创证券

2、盲盒关注度日益提高

单个盲盒的定价在 50 元左右，较低的购买门槛加上极强的趣味性使得盲盒受众广泛，比玩家型潮玩更易于被普通消费者接受。在小红书上，关于盲盒的笔记有 7 万篇以上，关于 Molly（盲盒型潮玩的代表 IP）的笔记有 3 万篇以上，而关于 KAWS（玩家级潮玩的代表 IP）的笔记仅有 1 万篇以上。盲盒的关注度近年来也日益提高。从百度搜索指数上看，盲盒的搜索热度持续上升，于 2019H2 爆发，其搜索次数连续三个月超过传统玩具的代表“芭比娃娃”的搜索次数。

图表 8: 盲盒与芭比娃娃百度搜索指数对比



资料来源：百度指数，华创证券

图表 9: 小红书中 KAWS、Molly 和盲盒笔记数量对比

搜索关键词	笔记数量	搜索关键词	笔记数量
Kaws	1万+篇笔记	Molly	3万+篇笔记
kaws公仔		mollybox	
kaws鞋带		MollyBox魔力猫盒	品牌账号 笔记-215 粉丝-2.1万
kaws画		盲盒	7万+篇笔记
kaws壁纸		盲盒	291件商品
kaws展		盲盒收纳	
kaws卫衣		盲盒开箱	
kaws包		盲盒技巧	
kaws蛋糕		盲盒隐藏	
		盲盒攻略	
		盲盒推荐	
		盲盒娃娃	
		盲盒福袋	

资料来源: 小红书 APP, 华创证券

二、盲盒缘何火爆？高吸引力高消费粘性是答案

2019年“盲盒”一词在社交网络上热度爆发，仿佛一夜间朋友圈里、微博上到处都是开盲盒、“晒娃”的朋友。闲鱼官方数据显示，2019年有超30万人在闲鱼上进行过二手盲盒交易，每月的盲盒类宝贝发布数量均较上年同期增长320%以上。2019年“双十一”期间盲盒消费更是被推到了高潮，天猫官方数据显示，55000个龙家升Labubu迷你系列盲盒9秒钟即被抢购一空。盲盒型潮玩的火爆并非偶然，它准确抓住了当今时代的消费需求。首先，盲盒以自身鲜明的特点迎合了消费者们精神消费的需求，吸引众多玩家“入坑”。之后，商家通过营造社群、刺激消费者收藏欲等方式进一步提高消费者精神上的满足感，增加消费者消费。

（一）四大特征提高初次消费吸引力

1、盲盒切合年轻人消费逻辑

“全球企业研究者先锋”之一的托马斯·科洛波洛斯认为当代年轻人的三个消费逻辑为：追求个性化、追求丰富完整的购物体验、在意购买决策背后的用户标签。这些消费逻辑意味着成长于物质丰富年代并作为新时代消费主力的年轻人对商品使用价值的要求开始逐渐降低，对情感消费的需求日益提高，他们会为了满足自己的精神需求而去购买一些看似无用的商品。盲盒型潮玩个性化的设计、刺激性的购买方式、暗含的潮流文化特征完全切合了新时代年轻人的消费逻辑，让年轻人愿意去了解盲盒并为之买单。

2、优化购买流程，刺激冲动消费

盲盒的购买方式分为线上和线下，在线下消费者可以通过设置在商场里的自动售卖机、泡泡玛特专营店、九木杂物社等处购买。和朋友逛商场时见到新奇可爱的商品消费者会更愿意去仔细看一看商品，玩具精巧的外形更能吸引消费者，刺激冲动消费。在线上消费者可通过淘宝端和微信端的线上抽盒机进行购买。消费者选中盲盒后可以获得三次“摇盒”机会，通过摇动手机获得盒中玩偶款式的排除性提示，以此模拟线下抽盒中的“捏盒”动作，使购买体验更加真实有趣。这种极富趣味的购买方式吸引了很多对盲盒本无太多兴趣的人去体验，从而提高初次消费吸引力、刺激冲动消费。

3、价位适中、高颜值提高购买欲望

潮玩外形一般精致可爱易被大众接受，使得玩家经常发出“一秒入坑”的感慨。不同于手办、动漫衍生品等故事性极强的重量IP，潮玩这类不需要了解背景故事、可以独立存在的轻量IP的购买门槛较低，只要造型可爱就能吸引众多消费者。除此之外，单个盲盒的售价大多集中在49到79之间，是大多数消费者能够负担的支出额度。适当的价格加上高颜值的外观无疑使消费者的购买欲望被加强。

图表 10: 泡泡玛特线上抽盒机



资料来源: 泡泡玛特天猫旗舰店, 华创证券

图表 11: 泡泡玛特线下专营店



资料来源: 泡泡玛特官网, 华创证券

4、“中奖”诱惑吸引消费者购买

每个系列的盲盒都有隐藏款, 据泡泡玛特店员表示消费者抽中隐藏款的概率为 1/144 或更低, 极低的“中奖率”使隐藏款在二手市场的价格水涨船高。Labubu 一代山椒鱼大隐藏款在闲鱼上由 59 元被炒到 1680 元, Molly 胡桃夹子隐藏款由 59 元被炒到 1700 元。极高的溢价赋予抽盲盒一定的抽奖意味, 任何人群都希望分一杯羹, 使其受众进一步扩大。这种“中奖”诱惑也成为了很多人首次购买盲盒的原因。

图表 12: 闲鱼上售卖的 Molly 隐藏款



资料来源: 闲鱼 APP, 华创证券

图表 13: 闲鱼上售卖的 Labubu 隐藏款



资料来源: 闲鱼 APP, 华创证券

(二) 收藏欲及强社交性提高消费粘性

1、系列产品刺激玩家收藏欲、维持玩家较高购买频率

收藏欲驱动玩家频繁买进系列产品。成系列发售、有一定的收藏价值和流通能力、能够有效刺激大众消费者收藏欲的商品通常价格适中,让普通大众有能力且愿意去购买。潮玩商家们抓住了这一商机,频频推出新的玩具系列吸引消费者。Molly 仅 2016 年至 2019 年着 3 年间就发布了 22 个系列; Bearbrick 从 2001 年至今也发布了 36 个系列。产品高频次的更新换代让玩家们对产品始终保持着较高的新鲜感,使得玩家的收藏欲不断被激发,进而使复购次数维持在较高水平。

图表 14: 各系列 Molly



资料来源: 什么值得买 APP, 华创证券

图表 15: 玩家收藏的 Pucky



资料来源: 小红书 APP, 华创证券

2、构建玩家交流社区，提高盲盒社交属性，加强消费者身份认同感

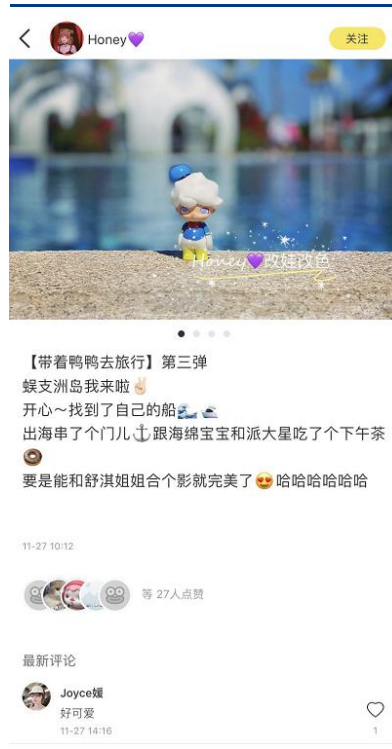
大量年轻人通过盲盒彰显自己的个性，证明自己对于潮玩文化的认同。为了提高消费者这一“盲盒玩家”的身份认同感，泡泡玛特打造了“专业的潮流玩具社区”葩趣 APP，给玩家提供一个可以互相交流心得、展示自己藏品的平台。通过葩趣 APP，玩家能够分享自己带“娃”出游的照片、自己制作的娃衣、自己的抽盒心得等等有趣的话题。这一社交属性让消费者“盲盒玩家”这一身份认同感得到有效加强。此外，葩趣 APP 还会不时举办各类活动吸引玩家参加，比如圣诞节期间举办娃娃摄影大赛，晒出为娃娃布置的圣诞场景等活动，让盲盒型潮玩不断融入玩家生活，玩家的身份认同感得到了进一步加强。

图表 16: 葩趣举办各类活动，让潮玩不断融入玩家生活



资料来源：葩趣 APP，华创证券

图表 17: 玩家在社区中分享带娃出游照片



资料来源：葩趣 APP，华创证券

3、盲盒销售模式刺激消费者，提高消费粘性

盲盒独特之处在于其销售模式，在拆开盒子前消费者不知道买到的是哪一款玩具、不确定能不能抽到喜欢的款式甚至隐藏款，这种由不确定性带来的刺激感吸引了大批消费者。芝加哥大学布斯商学院的克里斯托弗·赫西(Christopher Hsee)教授在研究中写到“人们更多地是因为不确定的刺激而重复一项任务，而不是为了那些已经确定的刺激”。这一观点体现在抽盲盒中便是消费者倾向重复购买直到抽到自己喜欢的款式。消费者总觉得下一次一定能抽到心仪甚至隐藏的款式，这种心理使得盲盒消费次数明显高于普通销售模式的玩具。

(三) Z 世代群体成为消费主力军，盲盒市场空间有望进一步扩大

随着 Z 世代（指 95 年到 09 年间出生的年轻人）逐渐成为消费的主力军、潮流文化的不断渗透、泛二次元用户的持续增加，盲盒的市场空间有望进一步扩大。

Z 世代消费能力强，盲盒特点契合 Z 世代消费需求。 凯度 Z 世代消费力白皮书显示，Z 世代年轻人有两大鲜明的消费特点：一是愿意为社交消费，Z 世代多为独生子女是富足但孤独的一代，所以更希望获得同辈的认同感，社交需

求较高。当消费能够带给他们谈资、吸引志同道合之人并成功拓展社交圈时，他们会毫不犹豫地消费；二是偏爱少量多次式消费，Z世代的消费频次明显高于其他年龄段的消费者，单次消费金额明显低于其他年龄段的消费者。盲盒的强社交属性与快消属性极其符合Z世代的消费特点。此外，凯度数据显示，中国约有1.49亿Z世代人口，其2018年每月可支配收入高达3501元，远高于全国人均可支配收入2352元，这给Z世代的消费能力打下坚实基础。强大的消费能力加上盲盒鲜明的特点使Z世代对盲盒的兴趣远高于其他年龄段的消费者。

图表 18: Z世代正成为消费主力军



资料来源: 凯度《Z世代消费力白皮书》，华创证券

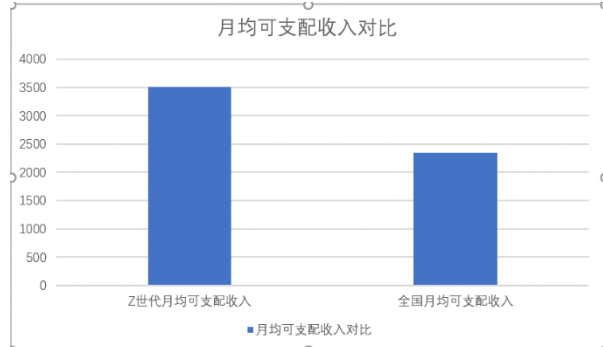
图表 20: Z世代愿意为社交消费，盲盒属性契合此需求



资料来源: 凯度《Z世代消费力白皮书》，华创证券

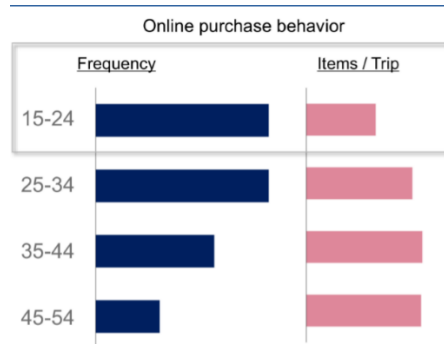
潮流文化的不断渗透为盲盒的进一步发展提供保障。盲盒是潮流文化的载体之一，潮流文化的壮大有利于盲盒的发展。第一财经商业数据发布的《潮流文化发展白皮书》显示，潮流文化逐渐被更多人所知晓、理解，其影响力通过社交媒体的传播被逐渐扩大。随着追求个性Z世代的成长，潮流文化渗透率将会越来越高。此外，《报告》还显示全球潮流市场规模已于2017年达到2000亿美元，其中服饰所占市场份额最大，但玩具是近年来增长速度最快的潮流细分品类，其于2016至2017年间的增速接近300%。作为潮流文化的载体、潮玩的细分种类，盲盒行业进一步发展的动力源自潮流文化的大众化和潮玩的超高增速，而潮流文化大众化、高增速的动力又来自Z世代对其的支持，Z世代的成长有利于盲盒行业的发展。

图表 19: Z世代月均可支配收入远高全国平均水平



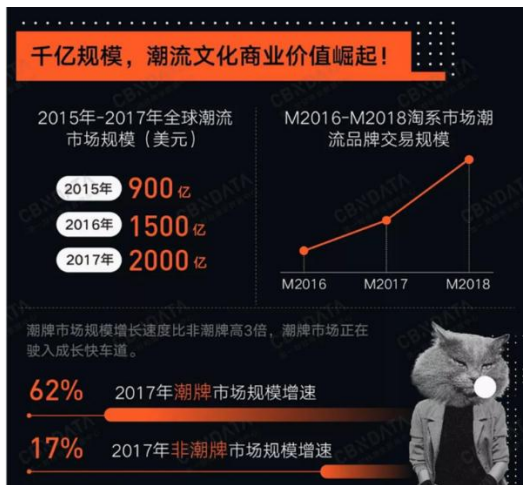
资料来源: 第一财经商业数据中心《2018潮流文化发展白皮书》，华创证券

图表 21: Z世代爱少量多次消费，盲盒属性符合此特点



资料来源: 凯度《Z世代消费力白皮书》，华创证券

图表 22: 潮流市场规模不断扩大



资料来源：第一财经商业数据中心《2018 潮流文化发展白皮书》，华创证券

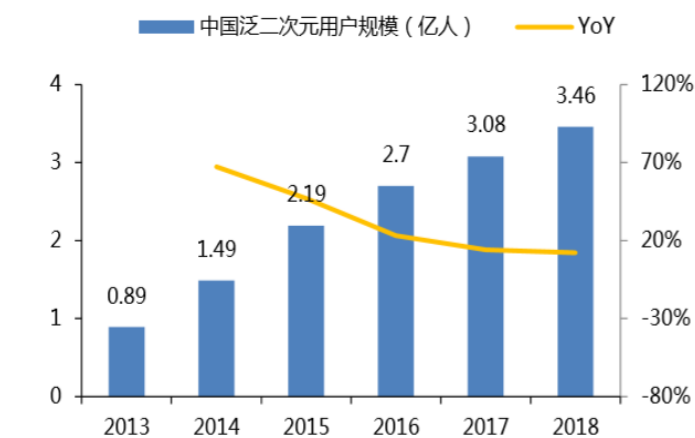
图表 23: 潮流细分品类增速



资料来源：第一财经商业数据中心《2018 潮流文化发展白皮书》，华创证券

泛二次元用户的不断增长是盲盒市场扩张的重要动力。泛二次元用户指对动漫有一定兴趣，会观看热门动漫，但投入精力、财力有限的人群。这类群体不会购买昂贵的手办和BJD娃娃，对动漫IP衍生品热情度也一般，但比较喜欢二次元画风，对萌萌的物品没有抵抗力。盲盒产品形象大多精致可爱，价格也相对便宜，比较受泛二次元群体的喜爱。根据艾瑞咨询报告，我国泛二次元群体人数呈不断增长趋势，这极大促进盲盒消费的进一步发展。

图表 24: 我国泛二次元用户规模

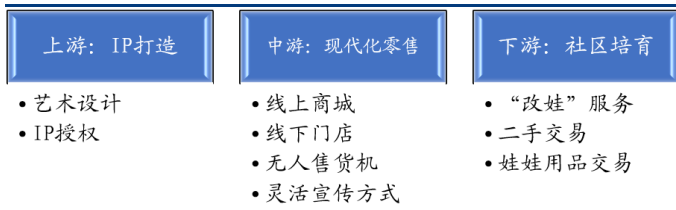


资料来源：艾瑞咨询《中国二次元行业报告》，华创证券

三、盲盒产业链：IP 打造—现代化零售—社区培育环环相扣

“盲盒”这一词于 2019 年才进入普通大众视线的，其实“盲盒”为今年的爆红已经蛰伏了数年，盲盒成熟的产业链是使其风靡全国的强大后盾。上游的艺术设计、IP 授权提高了行业壁垒、规范了产品的设计质量，为行业良性发展打下基础；中游的零售业、策展业让盲盒走进公众视线，吸引大批消费者购买；下游的社区培育、二手交易让消费者了解盲盒、认同盲盒，提高消费粘性，这三个阶段环环相扣、缺一不可。

图表 25: 盲盒产业链分析

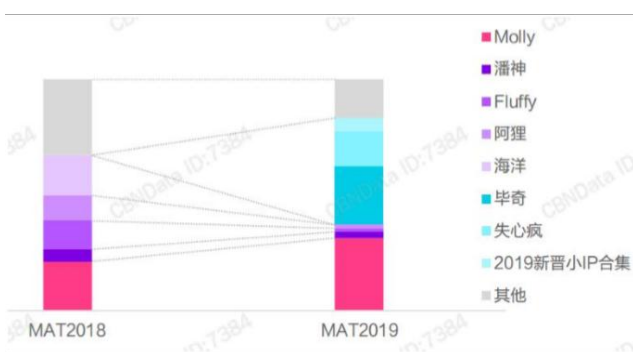


资料来源：华创证券整理

(一) 上游：“IP 打造”构筑行业壁垒，提高销售额

盲盒型潮玩本质上属于潮流玩具，IP 对盲盒销售额的提升起决定性作用：第一，有 IP 加持的潮玩往往存在更高的溢价；第二，有 IP 加持的潮玩更受消费者喜爱。天猫青年实验室与第一财经商业数据中心联合发布的《Z 世代圈层消费大报告》中对天猫盲盒销售额占比的分析结果显示，有知名 IP 加持的盲盒产品销售额占比更高，2019 年 Molly 盲盒销售额最高，毕奇次之。

图表 26: 天猫盲盒销售额占比



资料来源：第一财经商业数据中心《Z 世代圈层消费大报告》，华创证券

图表 27: IP 类型及来源分析

盲盒 IP 类型	代表性 IP	盲盒 IP 来源
重量 IP。	复仇者联盟、惊奇队长、哆啦 A 梦等。	自身原有 IP。
		IP 持有者授权。
轻量 IP。	Molly、Labubu、毕奇等。	签约设计师自主设计。
		代理。

资料来源：华创证券整理

“IP 打造”提高盲盒行业壁垒、规范行业发展。盲盒行业发展初期门槛比较低，规范性不强，随便一些玩具都能以盲盒形式销售来吸引消费者。这些行为使盲盒里的玩具质量难以得到保证，若不加以规范会使消费者失去对盲盒类产品的信任，对盲盒行业的发展产生一定影响。“IP 打造”极好地解决了这一问题。首先，企业与一些专业度高的设计师签约，获得一批设计精美、艺术性强的潮玩 IP 的代理权。这一过程筛选出了质量较高的作品，从根本上解决了盲盒里玩具产品质量难以得到保证这一问题。之后，企业为每个 IP 量身定制发展方案，制定营销策略，让这个 IP 被大众所熟识，消费者更倾向于自己熟识的 IP，上文提到的天猫盲盒销售额占比的分析结果显示，2018 年到 2019 年其他无 IP 加持的盲盒销售额下降迅速，无 IP 产品的生存空间越来越小，无形中提高了盲盒行业的壁垒。

盲盒行业上游企业非常重视“IP 打造”。现今盲盒产品 IP 主要有两种类型：一是来自知名影视、动漫、游戏等有故事背景的重量 IP，二是潮玩设计师设计的没有故事背景的轻量 IP。其中，重量 IP 一般自身原有或来自 IP 持有者

的授权。轻量 IP 一般通过自行挖掘有潜力的潮玩设计师、签约知名设计师自主设计或代理这两种方式获得。哆啦 A 梦、迪士尼、乐高等传统玩具大牌的盲盒 IP 来源主要由两部分组成，一是自身原有 IP，二是与知名影视 IP 如复联、惊奇队长等合作发布联名款盲盒产品。国内玩具行业的后起之秀泡泡玛特主要是签约设计师自主打造 Molly 这类轻量 IP，而另一潮玩企业 IP 小站则采取合作代理模式，既代理 SonnyAngel 这类的轻量 IP 又代理吾皇巴扎黑这类的有一定背景故事的重量 IP。近年来国内授权市场规模的不断扩大，《2018 年全球授权业市场调查报告》显示，我国授权市场规模已达 90 亿美元，位居全球第五。逐渐强大的授权市场使得企业获取 IP 授权愈发普遍，这让产品得以不断更新换代，给消费者带来新鲜感，有利于盲盒行业的持续发展。

图表 28: 乐高 mini figures 盲盒



资料来源：乐高官网，华创证券

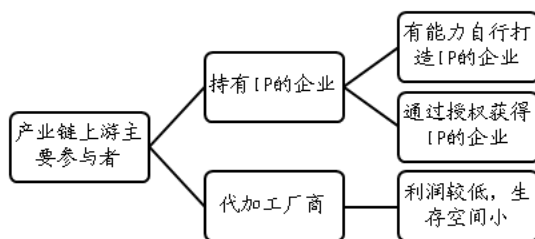
图表 29: 泡泡玛特迪士尼合作款盲盒



资料来源：淘宝网，华创证券

盲盒产业链上游的参与者主要为有 IP 打造能力的潮玩企业、拥有知名 IP 的设计师和盲盒加工生产厂商。仅提供加工服务的代工厂利润较低，腾讯科技发布的《代工厂调查：一只盲盒如何从 10 元炒至千元？》显示，单价 59 元的 Tokidoki 系列盲盒的代工厂报价仅为 13 元。随着人工成本的不断增加代工厂的利润不断降低，生存空间较小。盲盒溢价主要来自 IP，参与到 IP 领域的企业利润较高，其中泡泡玛特这一类自有 IP 的企业利润最高，IP 小站这一类通过代理获取 IP 使用权的企业利润次之。从天猫盲盒销售额占比数据来看，目前较火爆的盲盒 IP 大多为国产 IP，但国外知名 IP 也不可小觑，若《冰雪奇缘》这类六年间衍生品销售额高达 116 亿美元的超级 IP 进军盲盒行业，我国国产 IP 将受到一定冲击。

图表 30: 产业链上游参与者



资料来源：华创证券整理

（二）中游：现代化零售持续推动盲盒产业发展

线上线下联动零售是使盲盒迅速发展的重要推手之一。在线下，企业通过专营店和无人售货机销售盲盒。潮玩产品专营店通常陈列时尚，有鲜明的品牌特点，能够吸引消费者让其沉浸在玩具的梦幻海洋中，给商品提供了非常优质的宣传窗口。无人售货机则标准化程度较高，陈列在商超一角，给玩家们提供方便的购买途经，这些机器前期投入较低、管理方便，能够快速铺设销售网点。截至 2019 年 7 月泡泡玛特线下直营店突破 120 家，无人售卖机突破 600 家，覆盖全国 52 余个城市。另一盲盒巨头 IP 小站截至 2019 年 10 月已投放 500 余个无人售卖机，覆盖北上广深等一线城市。在线上，企业通过天猫店铺、微信小程序等方式售卖。泡泡玛特开发了微信小程序、天猫商店、葩趣 APP 三种线上销售渠道；酷乐潮玩开发了天猫商店、微信小程序两种线上销售渠道；IP 小站目前仅开发了微信小程序一种线上销售渠道。

图表 31：盲盒销售方式

销售方式	渠道	代表性企业
线上	微信小程序	IP 小站、酷乐潮玩、泡泡玛特
	天猫商城	酷乐潮玩、泡泡玛特
	葩趣 APP	泡泡玛特
线下	专营门店	泡泡玛特、酷乐潮玩
	无人售货机	IP 小站、酷乐潮玩、泡泡玛特

资料来源：华创证券整理

影视剧带货、明星带货、开办潮玩展、社交 app 推送软文等方式进行灵活营销。近来泡泡玛特便采取了“影视剧带货”的宣传方式。不久前的热播剧《我只喜欢你》中便被植入了 Molly，Molly 还成为了男女主角感情升温的重要见证者，引起了粉丝的讨论。这样带剧情的广告植入方式不仅不会引起观众的反感反而能借助影视剧的热潮吸引无数粉丝。明星带货也是泡泡玛特的宣传方式之一，林志玲、郭碧婷、杜海涛等人气明星都曾公开晒娃。另外一种推广形式“开办潮玩展”可以说是最有效的宣传潮玩文化的方式，泡泡玛特从 2017 年以来已举办 5 次潮流玩具展，每次展览均口碑爆棚，被媒体争相报道，通过媒体报道非玩家也能了解到潮玩文化。和泡泡玛特相比，其他盲盒商家的宣传手段要相对弱一些，IP 小站和酷乐潮玩等盲盒行业商家大多在小红书等软件上雇佣大 V 做测评等方式来吸引消费者。盲盒企业紧跟潮流的销售及宣传方式使盲盒产业得以持续发展。

图表 32：盲盒宣传方式

宣传方式	代表性宣传案例
开办或参加潮玩展	泡泡玛特举办的潮玩展、IP 小站参加玩具展览
影视剧带货	Molly 在热播剧《我只喜欢你》中的植入广告
明星带货	明星晒与泡泡玛特产品的合影
社交软件软文	IP 小站、酷乐潮玩的推荐帖

资料来源：华创证券整理

图表 33: 泡泡玛特潮玩展



资料来源: 泡泡玛特官网, 华创证券

图表 34: 电视剧《我只喜欢你》中 Molly 的植入广告



资料来源: 搜狐新闻, 华创证券

盲盒产业链中游的参与者主要为以泡泡玛特为代表的盲盒企业和以九木杂物社、酷乐潮玩为代表的创意生活零售企业。仅仅参与盲盒销售的零售类企业利润相对较低, 但能通过盲盒吸引消费者进店选购从而带动店内其他产品的销售。

(三) 下游: 二手交易、改娃等衍生服务发展, 延伸盲盒产业链

盲盒行业产业链下游是对盲盒交易的延伸, 主要包括盲盒二手交易、改娃、娃娃用品交易。改娃即自己制作出一个属于自己的独一无二的娃娃。玩家通常用喷漆涂改娃娃的脸给娃娃换脸、换颜色, 用补土捏出喜欢的形态给娃娃换造型。娃娃用品通常指给娃娃换装的自制小衣服, 满足部分娃友根据天气给娃娃换衣服—冬天给娃娃穿上毛衣、夏天给娃娃换上裙子的需求。盲盒二手交易相对方便, 抽到自己不喜欢的娃娃放到闲鱼上卖掉即可, 但改娃、卖娃衣、交流养娃经验等活动相对高阶, 娃友通常难以在现实生活中找到同道中人。于是娃友们开始通过豆瓣、小红书、葩趣等社交软件自发形成潮玩社区, 互相交流改娃经验、组团抽盲盒、互相交换喜欢的娃娃等等。潮玩社区为玩家们提供了一个交流平台。玩家可以其中交流养娃心得、改娃经验, 晒出自己的改娃作品、新买的娃衣等等。随着潮玩社区的发展壮大和娃友们需求的增加, 盲盒衍生服务逐渐兴起, 产业链得到延伸。

图表 35: 改娃作品



资料来源: 小红书, 华创证券

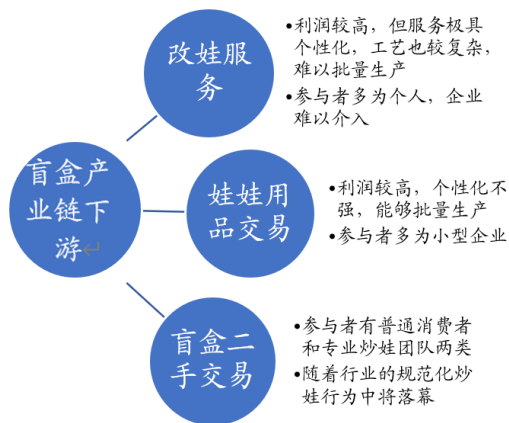
图表 36: 淘宝中的热卖娃衣



资料来源: 淘宝网, 华创证券

目前，改娃、娃娃用品交易等衍生服务已初具雏形，目前主要由个人和小企业提供相关服务，暂无专业化的大企业进入此领域。**改娃：**综合比较小红书中各改娃师的报价，单个娃娃改娃价格在 50 到 500 不等，随造型复杂程度增加而增加。简单的喷漆换颜色价格较低大多为 50 元，需要较高技巧的改娃价格多在百元以上。而改娃常用的快干型 AB 补土在淘宝均价为 18 元/100 克、水性漆淘宝均价为 8 元/18 毫升。从原料上看改娃利润较高，但其工艺较复杂，玩家的造型要求又极个性化，难以形成规模，企业介入较困难。**娃娃用品：**综合比较淘宝中各类娃衣的价格我们发现单套娃衣价格在 30 元到 100 元不等，款式越复杂、做工越精细价格越高。制作娃衣对技术要求相对较低，加之娃衣个性化不强，较容易规模生产，企业介入较容易。一平方米布料大约可做十五套娃衣，市面上一平方米娃衣布料约售 3.5 元。从原材料上看，售卖娃衣毛利率极高。极高的毛利率加上较低的准入门槛吸引了一批企业进入娃衣制作这个领域，但目前主要是一些小企业批量生产并销售娃衣。**盲盒二手交易服务：**逐渐兴起，参与到二手交易的群体主要为普通玩家和专业化炒娃团队：普通娃友抽到自己不喜欢或者重复的娃娃便会拿到二手交易平台上售卖，这种交易几乎无利润；炒娃团队会专门收集隐藏款，将其炒出高价，这种交易利润极高，但此类交易利用了玩家的不理性心理，随着盲盒行业的规范化这类服务生存空间料将不断降低。

图表 37：盲盒产业链下游参与者



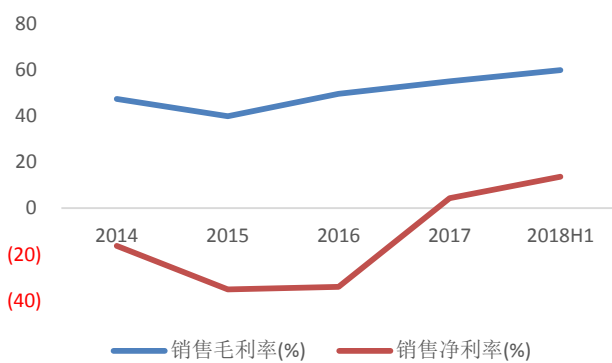
资料来源：华创证券整理

四、盲盒行业参与者现状：参与者多为初创型企业，泡泡玛特成功打造 IP

（一）巨额毛利吸引企业纷纷入局

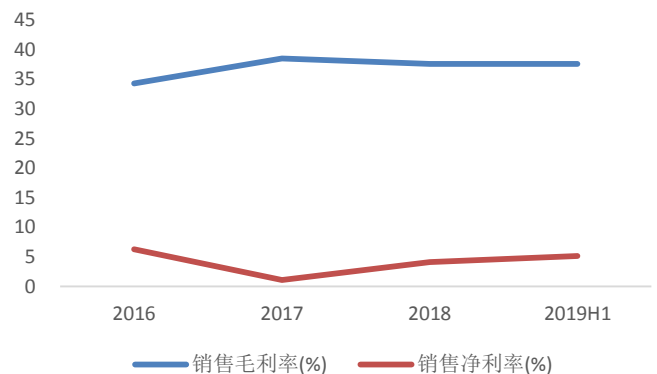
盲盒行业毛利率高，吸引各类企业以各种形式纷纷入局。于 2018 年热度爆发后行业规模保持高速增长，知名 IP 不断发布新系列、盲盒销售额不断冲击新高。闲鱼官方数据显示，盲盒二手交易已达千亿市场，仅 2018 年就有 30 余万人发布了盲盒相关宝贝。盲盒在我国尚处于发展初期，其显著特点是毛利率高。中国网库中报价显示，一个手掌大小的搪胶玩具的厂家定价均在 10 元以下，而一个盲盒的售价通常为 59 元。盲盒毛利率高同样体现在盲盒龙头企业的财务报表中。泡泡玛特 2018 年上半年营业收入 1.6 亿元，毛利率近几年逐年提高，2018 年上半年高达 59.91%。国外的潮玩企业 Funko 2018 年营收 6.86 亿美元，毛利率稳定在 35% 以上。但高端潮玩注重 IP、成功路径难以复制，企业将目光放在了相对低端、更易发行的盲盒型潮玩，纷纷推出盲盒系列产品。迪士尼、乐高、哆啦 A 梦等传统玩具大牌都推出了盲盒产品；瑞幸咖啡推出了买周边杯子送盲盒的活动；甚至谷歌这类科技公司也推出了安卓小人系列盲盒产品。其他零售行业也渐渐开始盲盒化，Soda 这类服装电商在收取顾客的穿衣风格、尺码之后由搭配师自行搭配合适的衣服，以盲盒的形式寄给顾客，顾客只有在拿到盒子之后才能知道自己买了什么款式的衣服；九木杂物社这类文创产品零售商家不仅开始以盲盒形式销售自有品牌航海王系列书写工具，还开始在门店中销售数十种知名 IP 盲盒。

图表 38：泡泡玛特历年毛利率、净利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 39：Funko 历年毛利率、净利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 40：目前推出盲盒产品的企业

商家名称	售卖盲盒类产品形式	产品图
泡泡玛特	专业潮玩商家，旗下多系列盲盒产品	
IP 小站	专业潮玩商家，旗下多系列盲盒产品	

商家名称	售卖盲盒类产品形式	产品图
九木杂物社	文创杂货铺，涉足盲盒业务	
酷乐潮玩	潮玩商家，旗下多款盲盒产品	
Funko	潮玩商家，旗下多款盲盒产品	
迪士尼	推出自有 IP 迪士尼公主系列盲盒	
谷歌	推出安卓小人系列盲盒	
瑞幸咖啡	买杯子送刘昊然形象盲盒	<p>8/19起 购杯赠送</p> <p>青春校草 高能侦探 虎牙学长 路边摄影师</p> <p>8/26起 购卡赠送</p> <p>暖阳爱豆 驯鹿少年</p> 

商家名称	售卖盲盒类产品形式	产品图
呷哺呷哺	消费加 50 元换购《攀登者》系列盲盒	
Soda	搭配师根据顾客身材信息搭配服装，以盲盒形式寄给顾客	<p>苏打罐是什么</p>  <p>购衣新方式 先试穿再购买 不买即自邮寄回</p> <p>一盒 5 件 还有 12 套 搭配方案</p> <p>个性化搭配 根据身材数据 智能选衣</p> <p>服务流程</p> <p>选购服务卡 单次搭配，三次卡和无限卡三种卡可选 不同的卡，领取不同次数的苏打罐</p>

资料来源：各品牌官网，华创证券整理

（二）行业投融资情况：头部机构入局不多，IP 类玩具锋芒初现

盲盒所属的玩具行业近年来发展迅速，但成本上升导致传统玩具制造利润下降，行业为寻求新的附加值将玩具与动漫、网游行业融合，形成 IP 类玩具，因高额的利润这类玩具逐渐受到资本青睐。2018 年 H1 我国玩具行业共发生投融资事件 15 起，其中 IP 动漫玩具融资次数就占了 6 起，平均融资 2600 万元。纵观近年获得融资的 IP 类玩具的企业可以发现，这些企业大多为初创型、头部机构入局也不多，但近年来相关融资逐渐频繁，IP 类玩具锋芒初现。

图表 41: 涉足 IP 类玩具企业融资动向

企业名称	融资时间	金额	投资方
52Toys	2019年3月	数千万	三千资本、启明创投、回音资本
	2018年3月	1亿	启明创投、弘道资本、盛景网联、阿特列斯资本、毅凯火石信标资本、凡卓资本
	2015年7月	1500万	澳银资本
IP 小站	2019年10月	数千万	投资方未透露
泡泡玛特	2017年12月	4000 千万	华强股权投资
	2017年2月	未透露	未透露
	2014年5月	2000万	金鹰商贸集团、风博投资、金慧丰投资、中青创投
	2013年5月	数千万	墨池山创投、启赋资本
超级萌工厂	2011年1月	数百万	创业工厂、墨池山创投
	2018年7月	1000万	原创资本、聚卓资本、星汉资本
IPSTAR 潮玩星球	2019年7月	未透露	艾漫动漫
	2018年7月	3000万	米哈游、深圳厚德前海基金、联创永宣、哔哩哔哩、达晨创投、耀途资本、火山石资本、穆棉资本
	2018年3月	数千万	深圳厚德前海基金、穆棉资本
御座文化	2018年3月	3000万	同创作业
	2016年12月	数百万	元气资本
声影动漫	2018年3月	未透露	字节跳动
	2017年9月	数千万	文徽投资、磐谷创投
	2016年8月	500万	乐游资本、潮衫资本、澳银资本、磐谷创投
Hobbymax	2018年2月	数千万	华文宏盛
	2017年5月	未透露	如川投资、磐谷创投

资料来源: IT 桔子, 华创证券

(三) 泡泡玛特: 渠道商成功转型行业龙头的典例

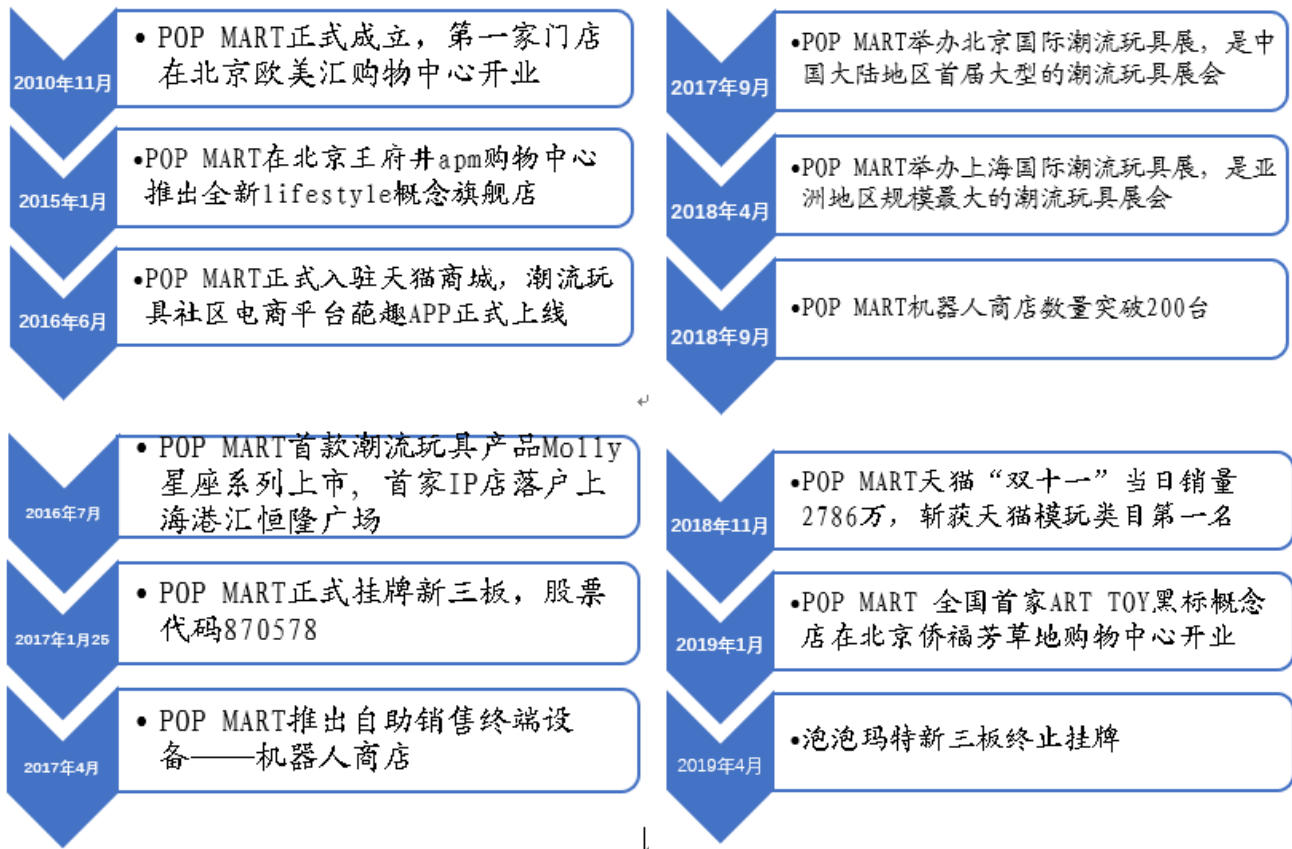
泡泡玛特是如今国内当之无愧的盲盒龙头企业,但在 2014 年泡泡玛特还是一个净利润为负的零售商,主要售卖各类文创、杂货和玩具。回顾泡泡玛特的发展历程,我们将其分为三个阶段:

(1) 2010-2014 传统玩具渠道商: 泡泡玛特成立于 2010 年,它最初的经营目标是做一个成功的潮流杂货连锁品牌,但经销、库存、代理权等一系列问题导致利润微薄,2014 年公司甚至出现了亏损,2014 年开始削减动销比不佳的品类,将门店的品类由几千降至几百。

(2) 2015-2016 转型期: 削减品类后,创始人王宁发现一款名为 Sonny Angel 的日本 IP 玩具销量增长惊人,2014 年其销售额达 3000 万,约占当年总销售额的 30%。泡泡玛特开始注意到潮流玩具这个新兴市场,经过一番调查后团队决定向 IP 运营方向转型,并先后签下 Molly 的设计师王明信、Pucky 的设计师毕奇等当时已小有名气的设计师。

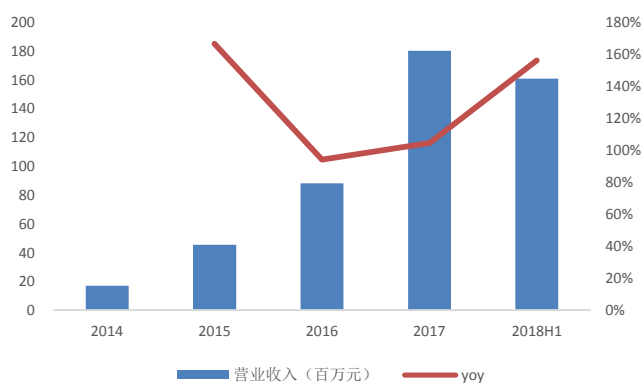
(3) 2017-2019 渠道扩张、成功转型: 2017 年泡泡玛特新增无人售货机销售方式,无人售货机前期投入少、设置便捷等特性使公司渠道得以高速扩张。得益于无人售货机的销售渠道的铺设,2017 年公司营收达到 1.8 亿元,净利润更是转亏为盈。同时,泡泡玛特从 2017 年开始开启了潮玩生态圈的培育,通过葩趣 APP 和潮玩会展将潮玩文化推向大众,并将中国潮玩龙头企业这一形象深深植入消费者脑海之中。

图表 42: 泡泡玛特发展历程



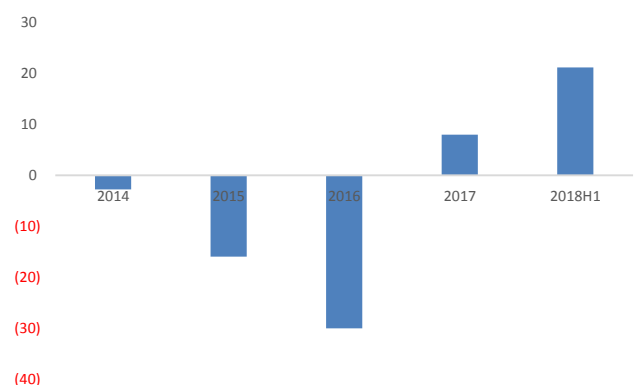
资料来源：泡泡玛特官网，华创证券

图表 43: 泡泡玛特营业收入及同比



资料来源：Wind, 华创证券

图表 44: 泡泡玛特净利润 (百万元)



资料来源：Wind, 华创证券

经过 2018、2019 将近两年的飞速发展，泡泡玛特已成为我国潮玩龙头企业，占领了国内头部潮玩 IP，并以 IP 为核心搭建了从渠道、供应链、社区到展会一套完整的生态链，泡泡玛特也是唯一一家能够涉足盲盒行业全产业链的企业。2018 年 Molly 的年销量超过 500 万个，以其均价 59 元来计算，Molly 2018 年为泡泡玛特带来了约 3 亿元的营收，

爆款 Molly 几乎承担了泡泡玛特的大部分营收。

（四）IP 小站：专业化的 IP 推广渠道公司

IP 小站成立于 2016 年，是盲盒行业另一行业巨头，虽然同泡泡玛特一样，均以销售盲盒为核心业务，但二者的运营模式与企业定位并不相同。在 IP 来源方面，泡泡玛特走签约设计师自行打造 IP 之路，IP 小站走开放合作模式，与各大知名 IP 合作，引进 IP 衍生品。据 IP 小站官方数据显示，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 800 余种，现已推出《阿狸》、《蜡笔小新》、《猫和老鼠》、《罗小黑》等热门盲盒。在企业定位方面，泡泡玛特旨在普及潮玩、引导潮玩市场完善发展并将零售娱乐化，而 IP 小站旨在建成一家专业化的 IP 推广渠道公司。IP 小站另一独特之处在于加盟门槛。IP 小站以极低的加盟门槛让所有人有机会进入这一新蓝海，形成价值网络。

图表 45：IP 小站与 30 余家 IP 供应商合作

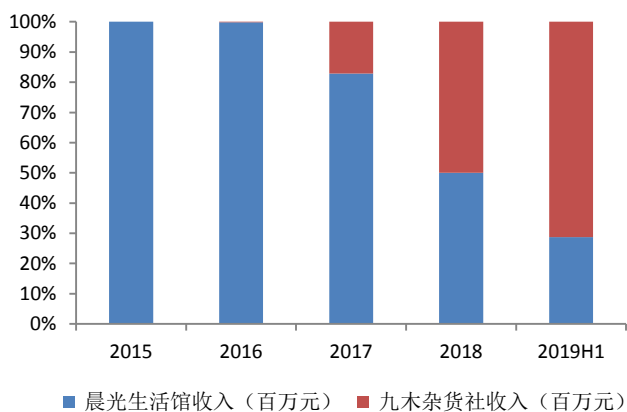


资料来源: IP 小站官网, 华创证券

五、从盲盒行业参与者现状看九木杂物社未来发展空间

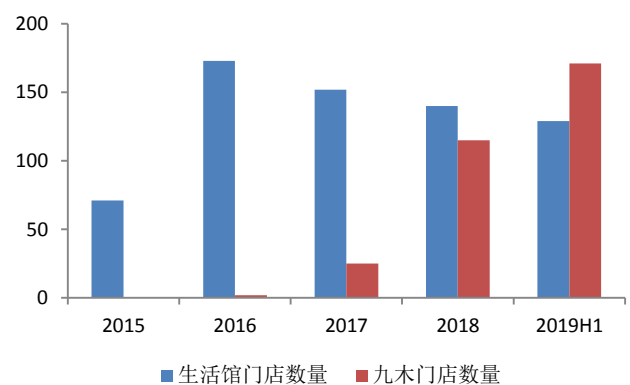
九木杂物社分属于晨光生活馆业务，为生活馆 2016 年打造的新业务模式，成立时间较短，目前处于发展阶段，其定位为“一个注重生活美学的品牌”，门店以开在购物中心为主，采取工业化零售模式。销售的产品覆盖服装、箱包、文具等各种生活百货，旨在为对生活有追求、有热情、有理想的年轻人提供既美观又实用的商品。自九木杂物社创立以来发展迅猛，2019 年 H1 实现营业收入 1.6 亿元，同比增长 240%，其营收在晨光生活馆业务营收中占比也不断提高。此外，晨光文具逐渐将零售大店的重心转向“九木杂货社”。九木杂货社门店数量实现爆发性增长，2019 年 6 月底达到 171 家，其中包括直营店 114 家，加盟店 57 家。九木杂货店于 2018 年第三季度开放加盟，公司对加盟门店实行统一化管理，选品、采购、物流、库存等环节均由公司承担，预计 2019 年共新增九木杂货社 100-120 家。坪效方面，目前九木杂货社的坪效为 18000 元/平米，有较大的提升空间。

图表 46：九木杂货店营收占比不断提升



资料来源：晨光文具公司公告，华创证券

图表 47：九木杂货社门店数量爆发性增长



资料来源：晨光文具公司公告，华创证券

九木杂物社利用渠道、品牌优势实现盲盒业务升级、提高营收。如今参与到盲盒行业有两类企业：第一类是本身属于文化行业，希望借助潮玩发展的东风将自身业务与盲盒结合起来，实现业务升级、增加企业盈利，如泡泡玛特、IP 小站、九木杂物社等；第二类是本身与文化行业不沾边，只是希望借盲盒提高公众关注度、提高盈利，如呷哺呷哺、瑞幸咖啡等。这两类企业中仅第一类企业可能与进军盲盒行业的九木杂物社形成竞争关系。但目前竞争并不激烈，原因有两点：第一，我国盲盒行业仍处于初期发展阶段，行业空间非常充足；第二，九木杂物社依托晨光集团这一强大的上市公司，有较高的资源及零管理优势，而其他企业多为初创企业，优势不及九木杂物社。

九木杂物社线上线下齐发力，盲盒业务打造自有 IP、与文具销售相结合是未来发展方向。九木主销各类生活百货、文创杂货，有能力充分抓住盲盒高速发展这一机遇，目前店内在售盲盒类产品两类：盲盒型潮玩和以盲盒形式销售的文具。微店在售盲盒共 58 个系列，价格 29 元至 189 元不等，这些盲盒型潮玩为九木杂物社吸引力众多消费者。但这些盲盒中仅有一个系列为九木杂物社自有 IP，九木杂物社虽参与到了盲盒产业中，但其所处的零售环节利润较低。从长远来看，九木杂物社需要推出自有 IP 的盲盒产品，摆脱盲盒零售商身份，涉足盲盒产业链上游这一利润较高的环节。此外，微店中以盲盒形式销售的文具仅有大英博物馆系列中性笔这一款。九木杂物社还可将盲盒销售方式应用于更多的自有文具、家纺等产品，使销售更具娱乐性、实现文具业务升级、提高营收。对以上两类盲盒型产品进行改进升级后九木杂物社营收有望进一步提高。

图表 48：九木杂物社微店在售产品




产品类别	产品细分	品牌状况	在售数量
文创文具	笔、本、胶带等文具	自有品牌	166 款
		授权零售	0 款

	印章、胸针等文创产品	自有品牌	27款
		授权零售	0款
益智文娱	盲盒型潮玩	自有品牌	1款
		授权零售	87款
	积木等益智玩具	自有品牌	0款
		授权零售	19款
时尚数码	手机壳等数码配件	自有品牌	16款
		授权零售	1款
	音箱等数码产品	自有品牌	0款
		授权零售	8款
生活用品	帽子、围巾等服饰	自有品牌	其余所有
		授权零售	10款
	抱枕、餐垫等家居用品	自有品牌	7款
		授权零售	其余所有

资料来源：九木杂物社微店，华创证券

图表 49：九木杂物社盲盒型产品

在售盲盒形式文具				
文具类型	在售系列	品牌	特点	造型
中性笔	1	晨光文具 X 大英博物馆	独创盲盒形式发售文具	
在售盲盒型潮玩				
热门 IP	在售系列	品牌	特点	造型
元气樱桃	1	九木杂物社	九木自有 IP	
独角兽家族	11	TOKIDOKI	日本知名 IP，造型可爱，深受女性玩家喜爱	
吾皇巴扎黑	2	52Toys	知名漫画 IP，粉丝多为年轻人	

罗小黑	6	52Toys	知名动漫 IP	
阿狸	13	阿狸	知名国产动漫 IP，粉丝千万	
樱桃小丸子	5	52Toys	全球知名 IP，粉丝众多，受众年龄跨度极大	
蜡笔小新	2	52Toys	全球知名 IP，粉丝众多，受众年龄跨度极大	
瑜伽猫宝宝	1	Elska&Animal life	小 IP，形象可爱	
KIMMY&MIKI	2	52Toys	小 IP，形象可爱	
哆啦 A 梦	2	Rockbear	全球知名 IP，粉丝众多，受众年龄跨度极大	

资料来源：九木杂物社微店，华创证券

六、风险提示

宏观经济情况变动，行业消费者偏好变动剧烈，行业格局发生重大改变。

轻工组团队介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyinqing@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500
---	--	--