



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2020-01-04

公司深度报告

买入/维持

晨光文具 (603899)

目标价: 59.00

昨收盘: 47.53

轻工消费

## 7小时暗访静安大悦城店，九木经营情况究竟如何？

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	920/920
总市值/流通(百万元)	43,728/43,728
12个月最高/最低(元)	50.89/27.78

晨光文具 (603899) 《晨光文具: Q3 利润超预期, 传统业务回升, 科力普利润释放+九木展店顺利》  
--2019/10/27

晨光文具 (603899) 《晨光文具: 利润端超预期, 科力普+九木持续快速增长》  
--2019/08/25

晨光文具 (603899) 《核心标的之 1H FY19 业绩前瞻系列: 晨光文具》  
--2019/08/06

证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

**暗访对象及门店的选择。**1) 以静安大悦城店为调研对象, 大悦城一贯积极拥抱潮流创意商业玩法, 适合培育新的零售业态。同时该商场内同时有九木杂物社、酷乐潮玩、POP MART、MUJI、名创优品, 便于我们控制变量进行不同品牌间的比较。2) 同时我们对泡泡玛特、酷乐潮玩进行草根调研, 以便比较分析。

**九木杂物社(上海静安大悦城店) 7小时暗访。**门店面积 400 平, 直营店, 6 楼电梯口。根据我们统计, 从 13:00-20:00 的 7 小时内进店人数合计 338 人, 买单人数 113 人, 按照买单人数/进店人数口径计算的转化率为 33.6%, 实际成交单数为 66 单。客单值约为 98 元/单。从产品品类来看, 盲盒销售额占比最高, 约 28%; 以 7 个小时的数据为样本, 我们估计该门店单月销售额约 50 万元, 则坪效约 1.5 万/m<sup>2</sup>/年。

**泡泡玛特(上海静安大悦城店) 7小时暗访。**门店面积约 80 平, 电梯口, 绝佳地理位置, 人流量大。从 13:00-20:00 的 7 个小时内进店人数合计 430 人, 买单人数 152 人, 按照买单人数/进店人数口径计算的转化率为 35.5%, 实际成交单数为 69 单。客单值约 140 元, 其中 90% 的销售额为盲盒。根据我们测算, 月销售额约 69 万元, 坪效约 10 万/m<sup>2</sup>/年。

**酷乐潮玩(上海静安大悦城店) 7小时暗访。**6 楼电梯口, 门店面积约 150 平米, 从 13:00-20:00 的 7 个小时内进店人数合计 399 人, 买单人数 116 人, 按照买单人数/进店人数口径计算的转化率为 29%, 实际成交单数为 66 单。客单值约 73 元, 其中盲盒销售额 839, 销售占比 37%。根据我们测算, 月销售额约 37 万元, 坪效约 3 万/m<sup>2</sup>/年。

**九木、酷乐潮玩、泡泡玛特草根数据比较。**从进店人数及转化率来看, 泡泡玛特客流量最大, 且转化率最高; 从客单值来看, 泡泡玛特客单值明显高于其他 2 家; 从销售额及坪效来看, 泡泡玛特月销售额和坪效都最高

**此次草根调研对九木杂物社运营的启示。**1) 门店选址至关重要; 2) 门店面积不宜过大; 3) 场景化产品展示提高客单值; 4) 改善消费体验提高转化率。5) 注重“盲盒”爆品的运营。

**投资建议: 看好晨光文具发展, 传统业务构筑高护城河, 新业务有望成文新的业绩发力点, 我们预计公司 2019-2020 年公司 EPS 分别为 1.19、1.42 元, 当前股价对应 19-20PE 分别为 35 和 28 倍, 维持“买入”评级。**

**投资风险: 传统主业增速不达预期, 新业务拓展不及预期。**

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8535	11044	13916	17136
(+/-%)	34.26	29.40	26.01	23.14
净利润(百万元)	807	1009	1261	1555
(+/-%)	27.25	25.09	24.98	23.30
摊薄每股收益(元)	0.88	1.10	1.37	1.69
市盈率(PE)	54.0	43.2	34.7	28.1

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

1. 暗访对象及门店的选择 .....	4
2. 九木杂物社（上海静安大悦城店）7小时暗访.....	6
3. 泡泡玛特（上海静安大悦城店）7小时暗访.....	13
4. 酷乐潮玩（上海静安大悦城店）7小时暗访.....	14
5. 九木、酷乐潮玩、泡泡玛特草根数据比较.....	15
6. 此次草根调研对九木杂物社运营的启示.....	16
7. 风险提示 .....	17

## 图表目录

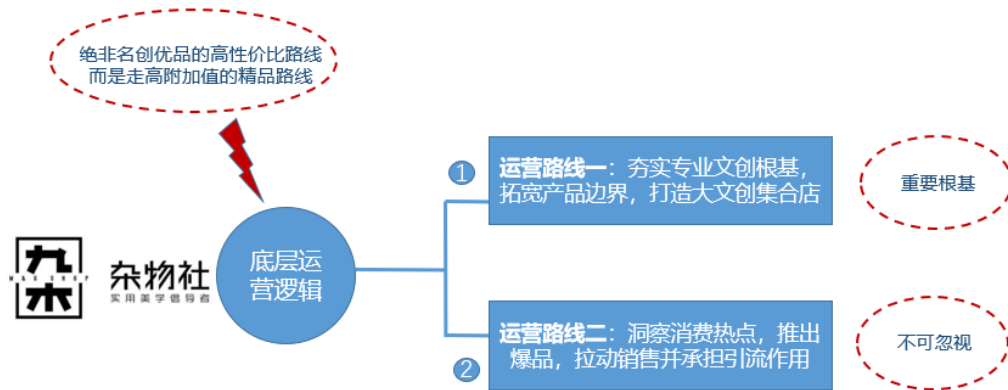
图表 1: 九木杂物社运营策略 .....	4
图表 2: 静安大悦城示意图 .....	5
图表 3: 静安大悦城北座楼层布局 .....	5
图表 4: 泡泡玛特、酷乐潮玩、九木杂物社比较 .....	6
图表 5: 静安大悦城 L6 平面图 .....	7
图表 6: 九木杂物社招聘公告板 .....	7
图表 7: 九木杂物社门店实拍 .....	7
图表 8: 九木杂物社 7 大产品系列 .....	8
图表 9: 九木杂物社商品实拍(1) .....	9
图表 10: 九木杂物社商品实拍(2) .....	9
图表 11: 九木杂物社商品实拍(3) .....	9
图表 12: 九木杂物社商品实拍(4) .....	9
图表 13: 九木杂物社商品实拍(5) .....	10
图表 14: 九木杂物社商品实拍(6) .....	10
图表 15: 九木杂物社商品实拍(7) .....	10
图表 16: 九木杂物社商品实拍(8) .....	10
图表 17: 九木杂物社静安大悦城店进店人流及买单统计 .....	11
图表 18: 九木杂物社进店客户性别结构 .....	11
图表 19: 九木杂物社进店客户年龄结构 .....	11
图表 20: 九木杂物社进店顾客族群结构 .....	12
图表 21: 九木杂物社产品销售结构 .....	12
图表 22: 九木杂物社商品包装袋 .....	12
图表 23: 九木杂物社消费打印单 .....	12
图表 24: 泡泡玛特门店实拍(1) .....	13
图表 25: 泡泡玛特商品实拍(2) .....	13
图表 26: 泡泡玛特静安大悦城店进店人流及买单统计 .....	14
图表 27: 静安大悦城 L6 平面图 .....	14
图表 28: 酷乐潮玩静安大悦城店进店人流及买单统计 .....	15
图表 29: 九木、POP MART、酷乐潮玩草根调研对比 .....	16
图表 30: 九木其他门店草根情况 .....	17

## 1. 暗访对象及门店的选择

九木杂物社作为晨光旗下独立品牌，承载着晨光渠道升级的桥头堡，自2016年成立以来，九木经营渐入佳境，2019年前三季度九木实现收入3.07亿元，截止11.1九木在全国门店226家。我们对九木杂物社（上海静安大悦城店）进行7小时暗访，探寻九木经营实况。

我们认为九木杂物社的底层运营逻辑绝非名创优品的高性价比路线。而是融合文化、创意、情感等，打造从文具到文创再到生活的精品杂物类集合店。九木的运营路线有两条：一是夯实专业文创根基，拓宽产品边界，打造大文创集合店，实现产品及品牌形象的升级；二是洞察消费热点，持续推出爆品，拉动销售并承担引流作用。（关于九木运营模式的分析详见我们即将发布的深度报告）

图表 1：九木杂物社运营策略



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院整理

### 为什么选择静安大悦城店？

此次门店暗访我们选择静安大悦城店（上海市静安区西藏北路166号），大悦城与南京东路商圈衔接，位处地铁8号线和12号线的换乘处，区位优势明显。大悦城一贯积极拥抱潮流创意商业玩法，适合培育新的零售业态。同时该商场内同时有九木杂物社（北楼6F）、酷乐潮玩（北楼6F）、POP MART（南座B1）、MUJI（北楼3F）、名创优品（B1过道），便于我们控制变量进行不同品牌间的比较。静安大悦城营业时间：10:00-22:00。

图表 2：静安大悦城示意图



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

图表 3：静安大悦城北座楼层布局



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

除了九木我们还暗访了什么？盲盒作为九木今年爆品，销售额占比约 30%，我们选择盲盒龙头泡泡玛特作为对标，同时酷乐潮玩作为杂货类零售业态，我们也将其作为草根调研对象。

在对草根数据分析之前，我们先对三个品牌的品牌定位、目标消费群体、销售产品、销售渠道进行介绍：

**九木杂物社：**九木定位大文创集合店、精品杂物社，产品以文创文具、益智文娱等为主，消费群体以高中生以上、年轻白领为主。渠道布局包括实体门店超 220 家（直营+加盟）和线上微信小程序。

**泡泡玛特：**泡泡玛特是 IP 综合运营商，消费者以 Z 世代、泛二次元为主，盲盒界巨头，销售渠道涵盖线上线下，线下以实体门店（超 100 家、均为直营），自助售货机超 400 台。

**酷乐潮玩：**酷乐潮玩定位创意生活杂货品牌，产品 SKU 较多，涵盖的消费群体也比较广，以 18-35 岁喜欢自我表现的快乐一族为主，销售渠道涵盖线下实体门店（超 250 家，均为直营）和线上微信小程序。

图表 4：泡泡玛特、酷乐潮玩、九木杂物社比较

		泡泡玛特	酷乐潮玩	九木杂物社
成立时间		成立于 2010 年，2015 年底向 IP 运营升级	始创于 1997 年，2012 年由专一店转型为复合店	成立于 2016 年
收入规模		1.6 亿（2018H1）	8.3 亿（2018 年）	1.64 亿（2019H1）
品牌定位		IP 综合运营商	创意生活杂货品牌	大文创集合店，精品杂物品牌
销售产品		以盲盒为主，还有少部分手办产品	数码音乐、礼品、服装配饰、玩具类等	文创文具、益智文娱、时尚数码、家居家纺等 7 大类
产品价格带		盲盒单价 39-69 元，也有价格在几百元甚至千元的其他手办等	产品种类繁多，价格从几元到百元、也有几百元的商品	文具类在几元至几十元甚至百元，其他在几十至百元多，也有少数千元产品
客户群		Z 世代、泛二次元为主	年龄层跨度较广，以 18-35 岁喜欢自我表现的快乐一族为主	高中生以上、年轻白领
渠道布局	线下	实体门店超 100 家（均为直营）；自助售货机超 400 台	实体门店超 250 家（均为直营）	实体门店超 220 家（直营+加盟）
	线上	天猫旗舰店、微信小程序	微信小程序	微信小程序

资料来源：网络资料、公司资料，太平洋证券研究院整理

## 2. 九木杂物社（上海静安大悦城店）7 小时暗访

**时间：**2019.9.17（周二），13:00-20:00

**位置：**北楼 6 楼电梯口，左边潮 CI 界，右边哈里小屋，酷乐潮玩。

**门店介绍：**门店面积 400 平，直营店，店内 1 店长+2 店员（实际编制 1 店长+4/5 店员），店长和店员多在巡店，为有购买意向的客户主动送上购物篮。店门口店员招聘、积分兑奖展示牌。

图表 5：静安大悦城 L6 平面图



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

图表 6：九木杂物社招聘公告板



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

图表 7：九木杂物社门店实拍



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

**涵盖7大产品系列:**按照公司口径划分,九木销售的产品包括7大品类,分别为文创文具(笔、手账本等)、益智文娱(积木、盲盒等)、美丽生活(香薰、蜡烛等)、舒适家纺(抱枕、袜子等)、实用家居(保温杯、餐垫等)、时尚数码(手机壳、充电宝等)、快乐旅行(包、帽子等)等7大产品系列。

图表 8: 九木杂物社 7 大产品系列



资料来源: 九木微信小程序, 太平洋证券研究院整理

**店内布局:**店内除墙壁展示区外,共有17个货架,每个货架约2.5米长1.5米宽。店门口货架为开学季综合类产品,2个盲盒货架放在门口附近较为显眼的位置。将17个货架归类来看,1) **文具文创类**,具体来说普通文具(1个)、地球仪文创(1个)、手帐及周边(1个)、乐桃系列文具(2个);2) **益智文娱类**,具体来说盲盒(2个)、玩具(1个)、八音盒系列(1个)、积木系列(1个)、玩偶(1个);3) **时尚数码类**,具体来说手机卡充电宝类(1个);4) **美丽生活类**,饰品(1个)、香薰(1个);5) **舒适家纺类**,厨房家居(1个);6) **实用家居类**,杯子类(1个)。三面墙壁的展示区分别为手帐彩笔类,快乐旅行类(如行李箱、包、帽子等)。

(注: 货架会根据销售情况每2-3个月调整一次)



图表 9：九木杂物社商品实拍(1)



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

图表 10：九木杂物社商品实拍(2)



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

**畅销产品重点标记：**门店会根据产品销售情况在货架会标注人气产品 TOP1-TOP10 和超人气产品，每 2-3 个月调整一次。部分 TOP 产品例如，TOP1:盲盒系列，单价多在 39-69 之间。TOP2: 八音盒，TOP4:植物种植，TOP5 包，TOP6 充电宝，TOP7 拼酷积木，TOP10 帽子。

图表 11：九木杂物社商品实拍(3)



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

图表 12：九木杂物社商品实拍(4)



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

图表 13：九木杂物社商品实拍(5)



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

图表 14：九木杂物社商品实拍(6)



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

图表 15：九木杂物社商品实拍(7)



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

图表 16：九木杂物社商品实拍(8)



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

**客流&买单统计：**根据我们统计，从13:00-20:00的7小时内进店人数合计338人，买单人数113人，按照买单人数/进店人数口径计算的转化率为33.6%，实际成交单数为66单。

图表 17：九木杂物社静安大悦城店进店人流及买单统计

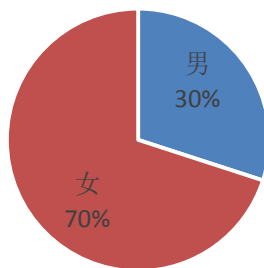
时间	进店人数	买单人数	成交单数
13:00-14:00	42	10	5
14:00-15:00	35	10	7
15:00-16:00	27	5	5
16:00-17:00	48	11	8
17:00-18:00	50	15	10
18:00-19:00	64	32	16
19:00-20:00	72	30	15
合计	338	113	66
转化率=买单人数/进店人数=33.6%			

资料来源：草根调研、太平洋证券研究院整理

**进店客流的画像：**以18-30岁的女性为主。我们对进店的338人进行画像分析：1) 性别分析，女性占比70%，男性占比30%；2) 年龄分析，18岁以下占比7%，18-30岁占比85%，30岁以上占比8%；3) 客群组合分析，独自1人占比28%，2人组合占比57%，3人及以上组合占比15%。

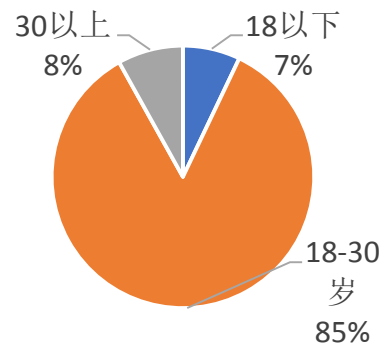
**买单样本分析。**我们对其中42单进行买单数据跟踪，合计销售额4125元，则客单值约为98元/单。从产品品类来看，盲盒销售额占比最高，约28%；文具文创类产品占比约12%。

图表 18：九木杂物社进店客户性别结构



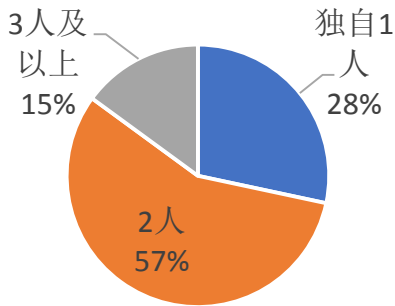
资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

图表 19：九木杂物社进店客户年龄结构



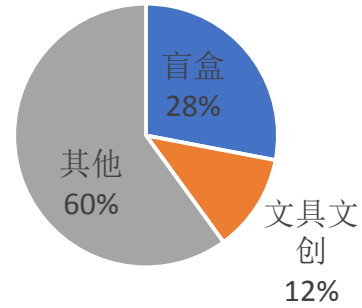
资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

图表 20：九木杂物社进店顾客组群结构



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

图表 21：九木杂物社产品销售结构



资料来源：草根调研，太平洋证券研究院整理

**坪效计算：**通过草根观察，大悦城的周末效应比较明显，我们假设周末客流是工作日的四倍，以工作日 13:00-20:00 的 7 个小时的数据为样本，我们估计该门店单月销售额约 50 万元，则坪效约 1.5 万/m<sup>2</sup>/年，低于九木平均坪效水平（约 2 万/m<sup>2</sup>/年）。我们认为这主要是因为大悦城的九木门店面积较大影响坪效，该门店承载着品牌展示、新品首发试验地的作用，该门店还有花园区、休息区等。

**买单：**普通购物袋 1 块，其他礼品袋 5 块以上。满一定额度一元兑换，兑换产品多为笔类，印章类，橡皮泥等。会员有积分满减活动。

图表 22：九木杂物社商品包装袋



资料来源：草根调研，太平洋研究院整理

图表 23：九木杂物社消费打印单



资料来源：草根调研，太平洋研究院整理

### 3. 泡泡玛特（上海静安大悦城店）7小时暗访

POP MART（泡泡玛特）是目前国内在盲盒领域做得最成功的企业，是盲盒市场最大的受益者，也是盲盒蓬勃发展的推动者。POP MART 成立于 2010 年，是集潮流商品销售、艺术家经纪、衍生品开发与授权、互动娱乐和潮流展会主办于一体的潮流文化娱乐公司。2015 年底 POP MART 泡泡玛特从渠道商向 IP 运营升级，签约了一大批顶级潮玩设计师，尝试与设计师们合作推出自营玩具产品，2016 年 POP MART 首款潮流玩具产品 Molly 星座系列上市，开始盲盒产品的销售。受益于盲盒产品的火爆，2017 年 POP MART 首次扭亏为盈。

时间：2019.9.19（周四），13:00-20:00

绝佳地理位置，人流量大。泡泡玛特位于大悦城的南座 B1，地铁 12/8 号线曲阜路站 5 号站出口处，人流量大。门店对面是屈臣氏，门店面积约 80 平，当时门店值守的店员 3 个店员。

图表 24：泡泡玛特门店实拍(1)



资料来源：草根调研，太平洋研究院整理

图表 25：泡泡玛特商品实拍(2)



资料来源：草根调研，太平洋研究院整理

**客流分析：**根据我们统计，从 13:00-20:00 的 7 个小时内进店人数合计 430 人，买单人数 152 人，按照买单人数/进店人数口径计算的转化率为 35.5%，实际成交单数为 69 单。

**买单分析。**以我们统计的 45 单成交样本分析，45 单销售额合计 6290 元，则客单值约 140 元，其中 90%的销售额为盲盒，其余为一些手办。由于地铁站平时客流的影响，我们假设周末客流是工作日的 3.5 倍，则月销售额约 69 万元，坪效约 10 万/m<sup>2</sup>/年。我们认为该店坪效高于泡泡玛特平均水平，主要与其地铁口附近、人流量大的绝佳地理位置有关。

值得注意的是，在我们统计的 45 单样本中，出现 3 单 600 元/单的本样本，即消费者一次性购买超 10 个盲盒。

图表 26: 泡泡玛特静安大悦城店进店人流及买单统计

时间	进店人数	买单人数	成交单数
13:00-14:00	45	13	6
14:00-15:00	38	11	5
15:00-16:00	34	10	6
16:00-17:00	39	12	6
17:00-18:00	78	27	12
18:00-19:00	145	65	25
19:00-20:00	51	14	9
合计	430	152	69
转化率=买单人数/进店人数=35.5%			

资料来源: 草根调研、太平洋证券研究院整理

#### 4. 酷乐潮玩（上海静安大悦城店）7小时暗访

酷乐潮玩是宁波酷乐潮玩文化创意有限公司的旗下品牌，总部位于宁波市，始创于1997年，初期是一家音响制品公司。公司于2009年转型成为文化体验店，2012年创立新品牌酷乐潮玩，实现了从专业店到复合店的华丽转身，2016年建立了主题旗舰店酷乐潮玩MM，2017建立了生活形态店酷乐潮玩+，2018年打造生活形态店酷乐潮玩，增强与客户的互动体验，将生活创意化。酷乐潮玩融合音乐，文具，配饰，动漫等文创生活用品，并结合礼品的表现形式和平价消费理念，致力于打造中国创意生活杂货第一品牌。

时间: 2019.9.19 (周四), 13:00-20:00

位置: 北楼6楼电梯口，左边哈里小屋、九木杂物社。

图表 27: 静安大悦城 L6 平面图



资料来源: 草根调研、太平洋证券研究院整理

**门店介绍：**门店面积约 150 平米，店内值守的店员共 4 个。店内产品种类较多，如盲盒、文具、饰品、(耳环、项链)，帽子、围巾、毛绒玩具、益智玩具、电子产品（耳机、充电宝）等，盲盒货架放在门口较为显眼的位置。

**客流统计：**根据我们统计，从 13:00-20:00 的 7 个小时内进店人数合计 399 人，买单人数 116 人，按照买单人数/进店人数口径计算的转化率为 29%，实际成交单数为 66 单。

**买单情况：**以我们统计的 31 单成交数据为样本进行分析，31 单合计销售额 2259 元，客单值约 73 元，其中盲盒销售额 839，销售占比 37%。我们假设周末客流是工作日的 4 倍，则月销售额约 37 万元，坪效约 3 万/m<sup>2</sup>/年。

图表 28：酷乐潮玩静安大悦城店进店人流及买单统计

时间	进店人数	买单人数	成交单数
13:00-14:00	42	11	7
14:00-15:00	40	10	7
15:00-16:00	45	14	8
16:00-17:00	47	12	7
17:00-18:00	60	20	11
18:00-19:00	72	22	12
19:00-20:00	93	27	14
合计	399	116	66
转化率=买单人数/进店人数=29%			

资料来源：草根调研、太平洋证券研究院整理

## 5. 九木、酷乐潮玩、泡泡玛特草根数据比较

我们对三个品牌进行对比分析：

从进店人数及转化率来看，泡泡玛特客流量最大，且转化率最高，转化率约 35.5%，酷乐潮玩客流量高于九木杂物社，不过就转化率来看，九木高于酷乐潮玩，九木转化率 33.6%，酷乐潮玩 29%，

从客单值来看，泡泡玛特客单值明显高于其他 2 家，约 140 元/单，九木杂物社客单值约 98 元/单，酷乐潮玩客单值最低，约 73 元/单。

从销售额及坪效来看，泡泡玛特月销售额和坪效都最高，月销售额 69 万元，坪效约 10 万/m<sup>2</sup>/年，九木销售额 50 万元，高于酷乐潮玩的 37 万元，不过由于门店面积较大拖累坪效，九木坪效约 1.5 万/m<sup>2</sup>/年，酷乐潮玩坪效约 3 万/m<sup>2</sup>/年。

从盲盒销售占比来看，泡泡玛特作为盲盒运营商，销售占比超 90%（其他还有一些手办产品），九木杂物社盲盒销售占比约 28%，酷乐潮玩盲盒销售占比约 37%。

图表 29：九木、popmart、酷乐潮玩草根调研对比

	九木杂物社	泡泡玛特	酷乐潮玩
门店面积	400 平方米	80 平方米	150 平方米
地理位置	北楼 6 楼电梯口, 左边潮 CI 界, 右边哈里小屋, 酷乐潮玩	南座 B1, 地铁 12/8 号线曲阜路站 5 号站出口处, 人流量大	北楼 6 楼电梯口, 左边哈里小屋、九木杂物社。
进店人数	338 人	430 人	399 人
转化率	33.60%	35.50%	29%
客单值 (元/单)	98	140	73
月销售额 (万元)	50	69	37
坪效 (万/㎡/年)	1.5	10	3
盲盒销售额占比	约 28%	超 90%	约 37%

资料来源：草根调研、太平洋证券研究院整理

## 6. 草根调研对九木杂物社运营的启示

有一点要说明的是，静安大悦城的门店是我们草根调研的第一站，也是坪效相对来说比较低的一家门店（1.5 万的坪效显著低于公司平均水平），造成较低坪效的原因是多方面的，但我们认为最大的原因还是在于门店过大的情况下，拖累整体坪效，但该门店较为特殊，算是上海直营体系的旗舰店规格，会有形象展示的功能在，因此相对来说数据未必公允。希望看到更多门店坪效数据的投资者，可以参考我们本章节最后一张表格。

**1、门店选址至关重要。**从静安大悦城门店来看，九木和酷乐潮玩位于电梯口，泡泡玛特位于地铁站出口，绝佳地理位置，人流量大。对于九木这种尚处于品牌培育期的新业态而言，门店选址尤其重要。

**2、门店面积不宜过大。**虽然较大的门店会呈现比较好的产品展示效果，但是也会影响经营数据，从草根数据来看，九木杂物社月销售额高于酷乐潮玩，但是由于门店面积过大拖累坪效。

**3、场景化产品展示提高客单值。**就九木杂物社来看，客单值仍有一定提升空间，门店可通过打造场景化产品展示，如通过某些特色活动，来满足更多消费者一站式产品购买需求，从而提升客单值。

**4、改善消费体验提高转化率。**根据我们草根数据，九木的转化率约 33.6%，略低于泡泡玛特，高于酷乐潮玩。我们认为泡泡玛特转化率比较高与其主营的盲盒产品有关，当然九木的转化率也有一定提升空间，如提升店员的服务及营销能力，在消费者逛店时积极为其介绍及推荐相关产品。

**5、注重“盲盒”爆品的运营。**我们草根观察到，在泡泡玛特会有消费者一次性买 5 个以上的盲盒，而在九木、酷乐潮玩购买盲盒的消费者多为盲盒的浅度爱好者，尝试性买 1-2 个，因此九木对于“盲盒”这样的爆品还需提升其运营，如丰富 IP 资源、扩充渠道增加用户触点、建立盲盒



社群等，才能得到盲盒“上瘾”者的认可。

图表 30：九木其他门店草根情况

所在城市	门店经营情况
北方某省会城市	门店 A：面积 100 平，加盟店，开业不到 1 个月收入 40 万
	门店 B：面积 177 平，加盟店，开业不到 5 个月，月均收入接近 40 万
	门店 C：直营店，面积 100 平，开业不到 1 个月，月销售额 10 万
长三角某二线城市	门店 A：直营店，月销售额 15-17 万
	门店 B：面积 180 平，开业近两年，月销售额 20 万
	门店 C：面积 200 平，开业不到 1 年，月销售额约 25 万
长三角某省会城市	直营店，面积 100 平，开业 2 年，月销售额 30-40 万
长三角某三线城市	加盟店，面积 100 平，开业 1 个月，月销售额 10-15 万

资料来源：草根调研、太平洋证券研究院整理

## 7. 风险提示

传统主业增速不达预期，新业务拓展不及预期



## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。