

2020-01-10

公司深度报告

买入/维持

晨光文具 (603899)

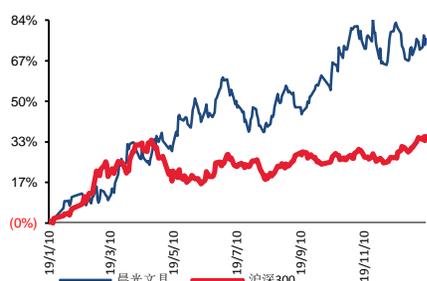
目标价: 59.00

昨收盘: 49.68

轻工消费

九木系列深度之二：九木杂物社运营渐入佳境，未来空间巨大

■ 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)	45,706/45,706
12 个月最高/最低(元)	50.89/27.94

晨光文具 (603899) 《7 小时暗访静安大悦城店，九木经营情况究竟如何?》—2020/01/04

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

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

九木杂物社的新解读。1) 渠道升级的桥头堡，发展已渐入佳境。2) 底层运营逻辑，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，凭借设计、颜值、创意等定位中高端。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。

从我们草根调研以及对门店的财务模型推算来看，九木在加盟商最看重的投资回收期这一指标上表现抢眼，大部分可以在1年多的时间实现投资的回收，考虑到总部给予的装修补贴政策，有一些三四线城市代理商甚至做到了6~9个月回本，我们认为至此，九木门店的财务模型已经基本跑通，这也是2019年九木开店超预期的核心原因。

从“盲盒”看九木的爆品运营能力，从“盲盒”产品运营来看，我们认为，我们认为，九木杂物社在盲盒这一爆品单品的销售过程中很好地利用了盲盒在引流和相对于其他文创类产品更加高频的属性，但和泡泡玛特之间尚存在一定差距。泡泡玛特在盲盒运营方面更胜一筹的主要因素：1) 渠道多元化布局，线上线下多途径触达消费者，2) 深入盲盒全产业链运营，上游IP资源、中游销售、下游自建社群APP，打造IP综合运营商，九木和酷乐潮玩更多的是盲盒渠道商。

从“手账”看九木的文创文具运营能力。我们认为九木进入手账市场具有先天优势。持续推出原创设计产品是关键。九木进入手账市场，可以先从手账本开始。在背靠晨光的品牌优势基础上，更要注重产品的设计性。持续推出高颜值、设计性、概念性的手账产品，获得消费者的情感认可。

对九木未来发展的五点建议：1) 零售是一门苦生意，标准化的大规模复制&精细化管理；2) 在产品辐射未来辐射方面给出了我们的建议；3) 产品设计持续推陈出新，前瞻判断消费趋势；4) 尚处品牌培育期，门店选址至关重要；5) 目前设计端的特色尚未形成，未来若能形成的话将有助于提升九木的护城河。

我们假设19-23年九木门店数分别为260/460/690/950/1260，我们预计九木19-23报表口径收入分别为4.48/7.86/11.63/15.81/20.51亿元，归属于母公司净利润分别为(-0.10)/0.71/1.26/1.90/2.46亿元。按照新零售行业给予35X估值，该部分业务2023年可以给予市值86亿，按照10%的折现率，可以在2020年给予60亿市值。

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PE分别为36.3、29.4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：

	2018A	2019E	2020E	2021E
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)	56.5	45.2	36.3	29.4

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

投资要点

研究背景及目的：

晨光文具作为优质消费标的，业绩稳健增长，股价不断创新高。公司经营战略清晰，三大业务协同发展，当前传统业务仍是现金奶牛，贡献主要业绩，科力普快速发展，盈利能力稳步提升，万亿办公文具市场提供较大发展空间，新业态九木杂物社渐入佳境，即将实现盈亏平衡。我们认为，九木杂物社模式能否跑通对晨光文具的估值提升至关重要，不过目前市场上对于九木的研究较少，因此本文专门对九木杂物社的模式进行分析，对其中长期成长路径做出我们的判断。

我们区别于市场的观点：

1、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，凭借设计、颜值、创意等定位中高端。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。

2、我们对九木加盟模式下的盈利模型进行详细拆分，包括加盟商的前期投入、经营费用、总部和加盟商的销售额分成，并对加盟商的利润率和投资回报期进行计算。

3、我们从“盲盒”和“手账”出发，分析了九木在爆品运营方面的能力，我们同时对盲盒行业进行分析，并对泡泡玛特、酷乐潮玩、九木杂物社进行比较研究，并指出了九木杂物社的优势和有待提高的方面。

4、我们对于九木杂物社未来中长期成长期发展提出了5点建议：1) 零售是一门苦生意，标准化的大规模复制&精细化管理；2) 在产品辐射未来辐射方面给出了我们的建议；3) 产品设计持续推陈出新，前瞻判断消费趋势；4) 尚处品牌培育期，门店选址至关重要；5) 目前设计端的特色尚未形成，未来若能形成的话将有助于提升九木的护城河。

5、行业内首次对九木开店空间进行详细测算，并对九木杂物社未来的收入和利润给出了我们的预测。我们从全国购物中心数量去测算九木杂物社的开店空间，以赢商网数据对全国购物中心进行统计，根据我们的统计，截止2019年底，全国已开业购物中心5190家，适合九木杂物社开店的约1691家。

目录

1. 我们对九木杂物社的“另类”解读.....	6
1.1 九木杂物社：渠道升级的桥头堡，运营已渐入佳境.....	6
1.2 九木运营逻辑：专业文创基因，洞察消费热点爆品引流.....	11
2. 打造“盲盒”超级爆品，引流效果显著.....	16
2.1 盲盒：行业以 IP+社交为核心，抓住人性的成瘾性实现超高速增长.....	16
2.2 竞品之一：盲盒界巨头泡泡玛特，以 IP 为核心打造产业链闭环.....	21
2.3 竞品之二：酷乐潮玩-创意生活杂货品牌.....	26
2.4 盲盒爆品运营，九木的特色是什么？有哪些需要提高的点？.....	30
4. 成长期九木发展建议：九木模式如何更好地跑通？.....	40
4.1 零售是一门苦生意，标准化的大规模复制&精细化管理.....	40
4.2 产品辐射两步走，产品的延伸主线？品牌标签？.....	43
4.3 产品设计持续推陈出新，前瞻判断消费趋势.....	44
4.4 尚处品牌培育期，门店选址至关重要.....	45
4.5 设计端特色尚未形成，若能形成会有更利于提升护城河.....	46
5. 九木开店空间及未来收入盈利测算.....	47
6.风险提示.....	50

图表目录

图表 1: 公司业务布局包括传统业务和新业务两部分	6
图表 2: 生活馆&九木杂物社是晨光渠道升级的桥头堡	7
图表 3: 晨光生活馆门店	7
图表 4: 九木杂物社门店	7
图表 5: 九木杂物社 7 大产品系列	8
图表 6: 九木微信小程序界面	8
图表 7: 九木微信小程序界面	8
图表 8: 公司零售大店（生活馆&九木）收入	9
图表 9: 九木杂物社收入快速增长	9
图表 10: 公司生活馆&九木门店数	9
图表 11: 生活馆&九木净利润	9
图表 12: 九木门店加盟商盈利模型拆分	10
图表 13: 九木门店销售额对总部及加盟商按一定比例进行分成	11
图表 14: 九木杂物社主要产品品类	11
图表 15: 九木杂物社主要产品品类	12
图表 16: 九木出售的航海王系列礼盒套装	13
图表 17: 九木出售的大英博物馆系列产品	13
图表 18: 九木出售的航海王单肩包	13
图表 19: 九木出售的大英博物馆系列产品	13
图表 20: 九木销售的高颜值乐桃系列产品	14
图表 21: 九木 9.1 开学季活动产品陈列	14
图表 22: 九木的文具产品货架	14
图表 23: 九木独家代理芬理希梦 500 色彩铅笔	14
图表 24: 九木微信小程序人气排行 TOP1 产品	15
图表 25: 九木标注人气产品和超人气产品	15
图表 26: 九木推出的手账季活动	15
图表 27: 九木爆品“盲盒”	15
图表 28: 2006 年诞生的初代 MOLLY 形象	17
图表 29: POP MART 销售的 MOLLY 盲盒	17
图表 30: 以 IP 为核心的盲盒产业链	17
图表 31: 盲盒的二手交易市场情况	18
图表 32: Z 世代消费呈互联网化	18
图表 33: Z 世代拥有较高的消费能力	18
图表 34: 我国泛二次元人群逐渐扩大	19
图表 35: 95 后最烧钱五大爱好	19
图表 36: IP 小站盲盒售卖机	20
图表 37: IP 小站 SONNY ANGEL 主题自动售卖机	20
图表 38: 2018 年中国及全球授权商品零售规模（亿美元）	21
图表 39: POP MART 收入实现快速增长	22
图表 40: 2017 年 POP MART 扭亏为盈	22
图表 41: POP MART 毛利率趋势向上	22
图表 42: POP MART 净利率由正转负	22
图表 43: POP MART 合作品牌	23
图表 44: 泡泡玛特参与 IP 运营全过程进行产品生产、销售	23
图表 45: POP MART 线下门店	24
图表 46: POP MART 机器人商店	24

图表 47: 截止 2019 年 7 月 POP MART 已进驻 52 个城市（直营门店+机器人商店）	24
图表 48: 泡泡抽盒机小程序界面	25
图表 49: 泡泡抽盒机抽盒界面展示	25
图表 50: 泡泡抽盒机的“福盒”使用说明	25
图表 51: 泡泡盲盒机使用说明	25
图表 52: 葩趣 APP 的二手交易	26
图表 53: 葩趣 APP 提供潮玩资讯	26
图表 54: 酷乐潮玩历史沿革	27
图表 55: 酷乐潮玩 MM 店	27
图表 56: 酷乐潮玩+店	27
图表 57: 酷乐潮玩主要产品	27
图表 58: 与酷乐潮玩合作的 IP 品牌	28
图表 59: 与酷乐潮玩合作的品牌	28
图表 60: 酷乐潮玩全国店铺分布情况	28
图表 61: 酷乐潮玩微信小程序主界面	29
图表 62: 酷乐潮玩微信小程序销售 TOP 榜	29
图表 63: 萌力星球 X 酷乐潮玩独家联名系列	29
图表 64: TOKIDOKI X 酷乐潮玩圣地亚哥系列	29
图表 65: POPMART、酷乐潮玩、九木杂物社比较	31
图表 66: POPMART、酷乐潮玩、九木杂物社盲盒产品比较	32
图表 67: 名创优品销售的盲盒产品售价 19.9	33
图表 68: 创优品销售的盲盒产品	33
图表 69: 大英博物馆主题文具产品	34
图表 70: 九木杂物社门店实拍	34
图表 71: 初樱朝阳格刺绣手账本套装（128 元/套）	34
图表 72: 九木学霸手账本（初樱限定）（30 元/本）	34
图表 73: 手账的功能和用途	35
图表 74: 制作手账可能会使用到的工具	36
图表 75: 小红书手账分享	36
图表 76: 豆瓣手账分享	36
图表 77: HOBONICHI 历年收入情况	37
图表 78: HOBONICHI 历年净利润情况	37
图表 79: HOBONICHI 历年毛利率情况	38
图表 80: HOBONICHI 历年净利率情况	38
图表 81: 不同品牌手账产品比较	38
图表 82: 九木杂物社与名创优品加盟模式比较	42
图表 83: 文具产品定位延伸分析图	43
图表 84: 基于“品牌标签”的产品延伸分析图	44
图表 85: 九木杂物社门店开设分析逻辑	45
图表 86: 全国各省适合九木开店购物中心数量统计	48
图表 87: 九木杂物社门店利润预测	49

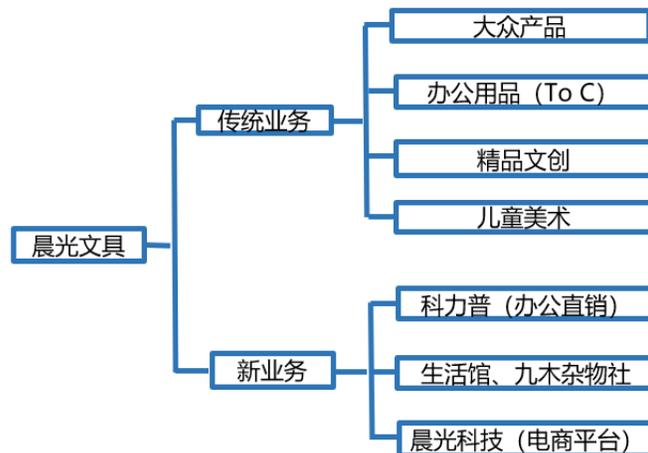
1. 我们对九木杂物社的“另类”解读

九木作为晨光文具渠道升级的桥头堡，自 2016 年成立以来发展渐入佳境，本章节我们首先厘清九木的底层运营逻辑，很多投资者会把名创、MUJI 等零售业态和九木进行对标研究，但在我们看来，不管是名创还是 MUJI，都和九木杂物社的底层逻辑差异较大。我们认为九木杂物社是融合文化、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，凭借设计、颜值、创意等定位中高端。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。

1.1 九木杂物社：渠道升级的桥头堡，运营已渐入佳境

晨光文具：传统业务构筑护城河，新业务开拓增长点。晨光文具 1990 年公司由做文具代理商起步，现已发展为文具制造商&零售商，行业龙头地位稳固。公司业务包括传统业务和新业务两部分，传统业务由四大产品赛道构成：大众产品、办公用品（To C）、精品文创、儿童美术，约 8 万家零售终端形成高护城河。新业务科力普负责办公直销、零售大店（晨光生活馆&九木杂物社）进行渠道升级、晨光科技负责线上销售。2019H1 公司传统业务收入（总收入-新业务）30 亿元，同比增长 13.5%，新业务合计收入 18.56 亿元，同比增长 60%。

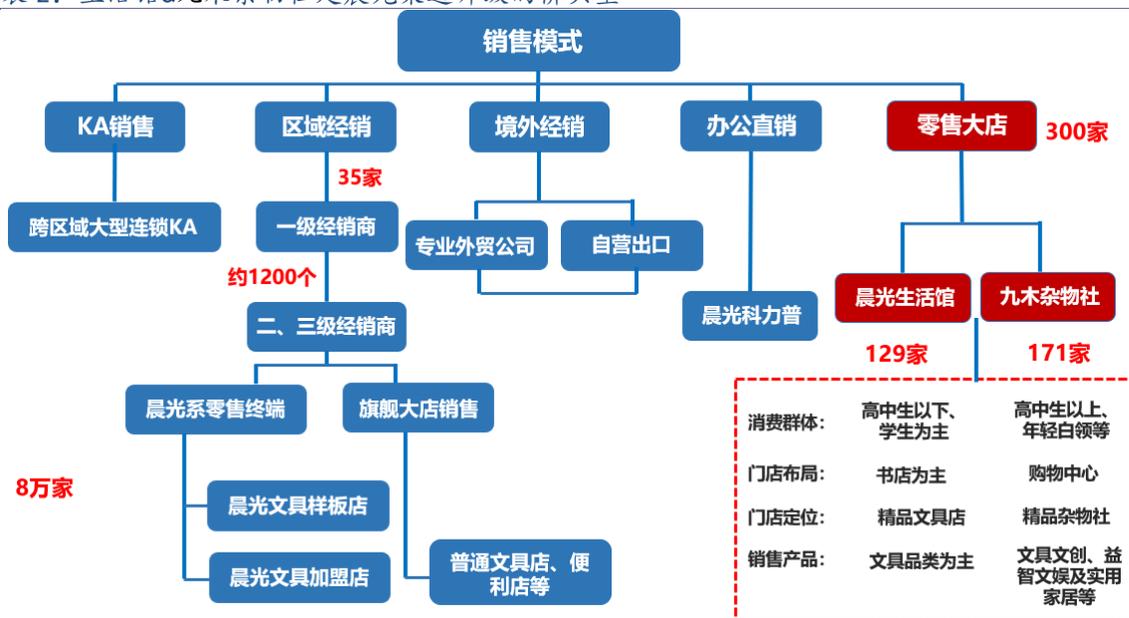
图表1：公司业务布局包括传统业务和新业务两部分



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

生活馆&九木杂物社：渠道升级的桥头堡。公司 2013 年成立控股子公司晨光生活馆，持股比例 60%，2016 年公司在生活馆的基础上开设九木杂物社，晨光生活馆业务分为晨光生活馆和九木杂物社两种店铺类型。九木杂物社是在购物中心渠道的精品杂物店，销售的产品主要为文具文创、益智文娱及实用家居等品类，主要客户群体为高中生以上，是公司对文创生活为主的零售新模式的探索。九木以“搜罗全球好物，只为实用美学”为品牌主旨，致力于打造全球精品杂货买手。晨光生活馆是主要集中在新华书店渠道的精品文具店，销售的产品大多数为文具品类，主要客户群体为高中生以下，是公司对现有渠道进行升级的探索。

图表 2：生活馆&九木杂物社是晨光渠道升级的桥头堡



资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋研究院整理 注：零售大店数据截止2019H1

图表3：晨光生活馆门店



资料来源：网络资料，太平洋研究院整理

图表4：九木杂物社门店



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

九木延伸产品线，已经涵盖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。除了线下实体门店，九木杂物社还上线了微信小程序，多触点触达用户，给九木杂物社会员提供了线上购物的渠道，实现线上营销到销售利润的高效转化。

图表5：九木杂物社7大产品系列



资料来源：九木微信小程序，太平洋研究院整理

图表6：九木微信小程序界面



资料来源：九木微信小程序，太平洋研究院整理

图表7：九木微信小程序界面



资料来源：九木微信小程序，太平洋研究院整理

九木渐入佳境，门店拓展持续加速。2019Q1-Q3 生活馆（含杂物社）收入 4.2 亿元，同比增 91%，其中生活馆收入 1.12 亿元，九木杂物社收入 3.08 亿元，同比增长 221%。开店方面，九木开店加速，今年全年预计新开店 超 120 家，生活馆门店以优化调整为主，截止 2019Q3 公司在全国拥有 337 家零售大店，其中晨光生活馆 125 家，九木杂物社 212 家（直营 136 家，加盟 76 家）。九木门店面积一般在 140 m²上下，整体坪效接近 2 万元/m²/年。

图表8：公司零售大店（生活馆&九木）收入



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表9：九木杂物社收入快速增长



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表10：公司生活馆&九木门店数



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表11：生活馆&九木净利润



资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 九木加盟商盈利模型拆分

九木线下门店经过 2 年多的培育，于 2018 年下半年开放加盟模式，截止 2019 年三季报，九木门店共计 212 家，其中加盟店 76 家。九木加盟店实行“投资型加盟”，加盟模式为加盟商按照合同约定缴纳加盟费、经营保证金，并承担门店装修费用，加盟保证金当加盟商终止合作时退回，预收的装修款项待门店实际装修完成后，多退少补，门店的装修由总部统一进行。加盟门店的租金、人员工资及水电费由加盟商自行承担。即加盟商提供资金与渠道资源，总部统一输出标准化管理。

我们对加盟商盈利模型进行拆分：以二三线城市面积 140 m² 的门店为样本，根据草根调研及计算，1) 加盟商前期投入（约 40 万元）=加盟费+装修费用+收银系统、设备使用费+消防改造、附加广告牌等，（此处不考虑经营保证金，因为合同结束后可以退回）；2) 加盟商经营费用（7-7.5 万/月）=门店租金+人员工资+水电杂费等；3) 加盟商销售额分成=门店销售额（20-25 万/月）* 固定比例；4) 加盟商经营利润（月度）=加盟商销售额分成-加盟商经营费用；5) 加盟商利润率（约 25%-30%）=加盟商经营利润/加盟商销售额分成；6) 加盟商投资回收期（约一年多）=加盟商前期投入/加盟商经营利润。

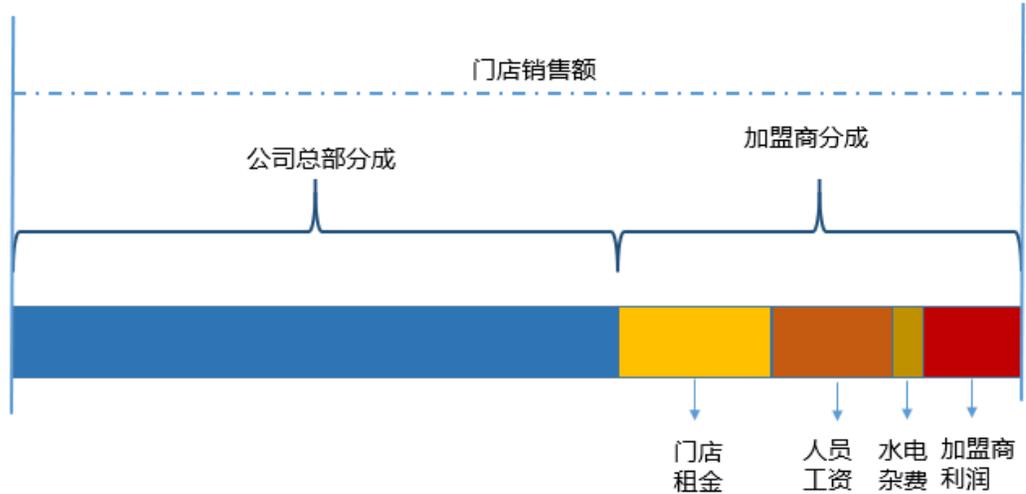
从我们草根调研的情况来看，九木杂物社在加盟商最看重的投资回收期这一指标上表现较为抢眼，大部分可以在 1 年多的时间实现投资的回收，考虑到总部给予的装修补贴政策，有一些三四线城市的代理商甚至做到了 6-9 个月回本，我们认为至此，九木杂物社的门店模型已经基本可以宣告跑通，这也是 2019 年九木开店超预期的核心原因。

图表 12：九木门店加盟商盈利模型拆分

	加盟商收支	详细条款
门店面积	140 m ² （二三线城市为例）	门店面积一般在 140 m ² 上下
前期投入	加盟费	5w，第 3 家店开始免除加盟费
	经营保证金	租赁合同履约结束可退
	装修费用（硬装+道具）	加盟商承担装修费，总部制定统一装修标准并负责施工，相对来说，门店面积越大，平均每平米装修成本越低
	收银系统、设备使用费	收银设备每家店 2 台左右
	消防改造、附加广告牌等	装修费不包括空调消防改造、额外添加的侧招等广告牌
	前期投入合计	约 40 万（不考虑经营保证金）
经营费用（月度）	门店租金	5-7 元/平米/天
	人员工资	平均按 1 店长+3 店员计算（店员实行三班倒）
	水电杂费及其他	4000 左右
	经营费用合计（月度）	约 7-7.5 万
销售额（月度）	按 20-25 万元计算（则坪效约为 2 万元/m ² /年）	
加盟商分成（月度）	约 8-10 万元（加盟商和总部按固定比例分成，月结）	
加盟商经营利润（月度）	销售额分成-经营费用合计	
加盟商利润率（经营利润/销售额分成）	约 25%-30%	
投资回收期（前期投入/月利润）	1 年左右（若考虑总部的装修补贴政策，则投资回收期更短）	

资料来源：草根调研，公示资料，太平洋研究院整理

图表 13：九木门店销售额对总部及加盟商按一定比例进行分成

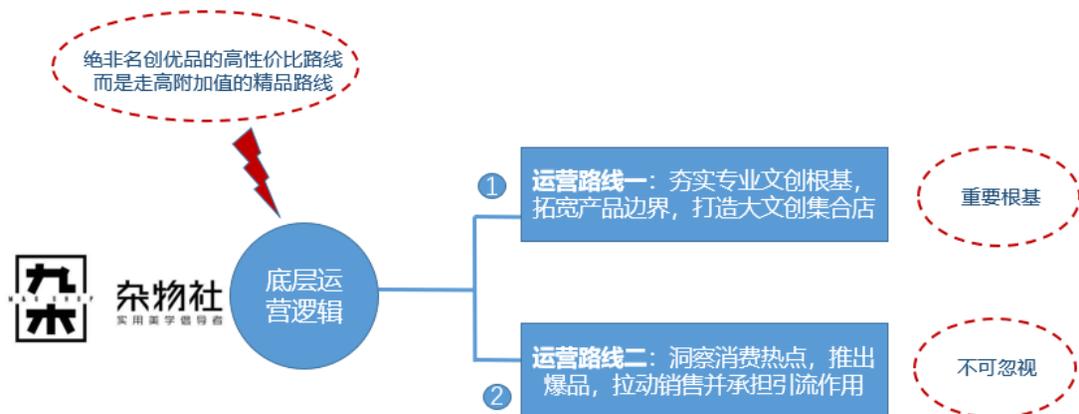


资料来源：草根调研，公司资料，太平洋研究院整理

1.2 九木运营逻辑：专业文创基因，洞察消费热点爆品引流

九木杂物社作为晨光旗下独立品牌，定位精品杂物店铺，倡导实用美学。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，凭借设计、颜值、创意等定位中高端。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。

图表 14：九木杂物社主要产品品类



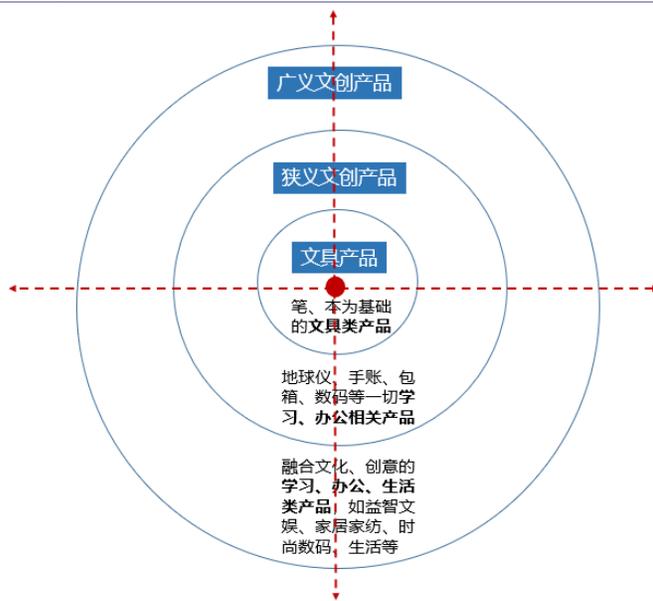
资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

➤ 凭借专业文创的先天优势，九木打造大文创集合店

文创产品是指融合文化和创意的产品，除了强调产品的功能性，还注重产品的文化性与创意性，与消费者建立情感连接。随着经济发展、消费升级，文创产品越来越受到消费者青睐，从国内市场来看，书店、文具企业、集合店（如九木杂物社、名创优品、酷乐潮玩）等都有销售文创产品。我们将文创产品分为狭义文创产品和广义文创产品，狭义文创产品定义为与学习、办公相关的文化创意类产品，广义文创产品定义为融合文化、创意的学习、办公、生活类产品。

从文具向文创延伸，九木打造大文创集合店。九木杂物社作为晨光文具旗下品牌，具有专业文创的天然优势，九木本身承载着晨光从文具向文创延伸、升级品牌形象的职责。九木以文具产品为基础，逐步向文创产品辐射，涵盖学习+办公+生活类相关的几乎所有产品。背靠母公司晨光的在文具领域的品牌力，九木向文创产品延伸具有天然优势，致力于打造成大文创集合店，将品牌力从文具领域延伸到文创市场。

图表 15：九木杂物社主要产品品类



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

九木产品更多地是走高附加值的精品路线，销售高颜值、融合文化与创意、建立情感连接（融合 IP/跨界/联名）的文创产品。

融合 IP，建立情感连接。通过与世界著名博物馆、美术馆、流量明星、知名作家、知名 IP 等开展跨界合作，融合各类超强 IP，借助 IP 自带粉丝及新颖的创意和产品设计，培育出深受粉丝型消费者喜爱的文创产品，并且产品价格高于市场一般价格。九木产品的 IP 化不仅局限于一般的文具产品，还开发了以 IP、情感为核心的系列产品，如航海王系列的包、具有情怀游戏的充电宝等产品都比较畅销。

图表16：九木出售的航海王系列礼盒套装



资料来源：九木微信小程序，太平洋研究院整理

图表17：九木出售的大英博物馆系列产品



资料来源：九木微信小程序，太平洋研究院整理

图表18：九木出售的航海王单肩包



资料来源：九木微信小程序，太平洋研究院整理

图表19：九木出售的大英博物馆系列产品



资料来源：九木微信小程序，太平洋研究院整理

主题化、场景化产品陈列，高颜值产品激发消费欲望。九木本身强调实用美学，因此除了注重产品的功能性，对设计性也有更高追求，不断推出富有设计性的高颜值文创产品。另外，九木非常注重产品的主题化和场景化陈列，如“9.1 开学季”活动等，场景化的产品陈列及精美产品改善消费体验，使消费者进店欲望和购买冲动更为强烈。

图表20：九木销售的高颜值乐桃系列产品



资料来源：九木门店实拍，太平洋研究院整理

图表21：九木9.1开学季活动产品陈列



资料来源：九木门店实拍，太平洋研究院整理

从我们草根调研情况来看，九木的货品展示一般2-3个月会根据销售情况进行调整，文具产品一般在门店的中心位置，且占产品展示货架的20%左右，另外还有美术类产品展示，除了自有美术产品外，九木还独家代理felissimo(芬理希梦)500色彩铅笔。从草根的门店销售数据来看，文具产品占销售额的近10%。不过文具产品中晨光自有产品比例较高。文具类文创产品是九木的根基，但是由于文具产品客单值比较低，九木发展的关键是要从文具产品到文创产品的延伸。

图表22：九木的文具产品货架



资料来源：九木门店实拍，太平洋研究院整理

图表23：九木独家代理芬理希梦500色彩铅笔



资料来源：九木门店实拍，太平洋研究院整理

洞察消费趋势，爆品运营吸引客流

文创产品的消费频次一般不会很高，为了持续捕获客流还要打造爆品，爆品对增加客流促进销售、提高品牌知名度至关重要。九木运营团队洞察消费趋势，持续推出紧跟消费潮流的产品，并致力于打造成九木的爆品。另外九木在线下门店货架及微信小程序上都会实时根据销售情况，标注“人气排行TOP”产品、及“超人气”产品，强化消费者的畅销品认知。

图表24：九木微信小程序人气排行TOP1产品



资料来源：九木微信小程序，太平洋研究院整理

图表25：九木标注人气产品和超人气产品



资料来源：九木微信小程序，太平洋研究院整理

手账&盲盒引流九木爆品消费。九木的爆品之一是“手账”系列产品，并将9-10月定义为“手账季”进行系列推广活动，同时线下门店会将手账货架摆放在门口比较醒目的位置。另外，在盲盒风口之际，盲盒产品也成为了九木最为畅销的产品，根据我们草根情况，在上海为代表的一线城市，盲盒在九木门店的销售额占比超30%，在南京、镇江等二三线城市盲盒销售占比超50%。

图表26：九木推出的手账季活动



资料来源：九木门店实拍，太平洋研究院整理

图表27：九木爆品“盲盒”



资料来源：九木门店实拍，太平洋研究院整理

2. 打造“盲盒”超级爆品，引流效果显著

今年九木最畅销的单品当属“盲盒”无疑，九木紧抓消费热点，在“盲盒”风口爆发之际，九木积极引入盲盒产品，借助盲盒爆品拉动销售并具备较强的引流效果。本章节我们首先介绍盲盒产业并分析其背后的消费逻辑，同时对泡泡玛特、酷乐潮玩、九木进行比较。

以2016年泡泡玛特上市销售“Molly”盲盒为开端，盲盒风口正式爆发。盲盒以年轻女性消费者为主，盲盒火爆背后反映的消费心理：1) Z世代消费群体强支撑，泛二次元市场逐渐扩大；2) 低客单价形成低门槛，新品迭代激发收藏欲望；3) 隐藏款催化上瘾情绪，促成盲盒产品的高复购率；4) 衍生社交功能，强化消费的满足感。九木紧抓“盲盒”风口，切入盲盒市场，并使其成为今年九木门店内销售最为火爆的单品。

我们认为，九木杂物社在盲盒这一爆品单品的销售过程中很好地利用了盲盒在引流和相对于其他文创类产品更加高频的属性，但和泡泡玛特之间尚存在一定差距。泡泡玛特在盲盒运营方面更胜一筹的主要因素：1) 渠道多元化布局，线上线下多途径触达消费者，自助售货机低成本迅速铺开，微信小程序“泡泡抽盒机”解锁盲盒更多玩法，九木杂物社和酷乐潮玩在盲盒销售渠道上尚有提升空间。2) 深入盲盒全产业链运营，上游IP资源、中游销售、下游自建社群APP，打造IP综合运营商，九木和酷乐潮玩更多的是盲盒渠道商。渠道的多元化以及全产业链运营值得九木学习借鉴。

2.1 盲盒：行业以IP+社交为核心，抓住人性的成瘾性实现超高速增长

盲盒：购买过程充满不确定性，低单价、高复购率。盲盒概念起源于日本，指用不透明的密封盒售卖系列玩具，类似于高配的扭蛋，最初叫做Mini Figures，后被称为“Blind Box”。盲盒的魔力在于玩家在拆封前并不知道盒子里装的是哪一款玩具，只有完成支付打开盒子之后才能看到。盲盒里一般装着一只8-9厘米高的玩具，售价在39-69元，名创优品推出了售价19.9的盲盒。

盲盒里的玩偶形象大致可以分为两类：一类是由设计师设计的独立IP形象，没有内容产品作为依托，就是纯形象IP，比如有名的Sonny Angel、泡泡玛特的Molly；还有一类是由内容产品衍生出来的IP形象，和动漫手办相似，比如IP小站（IP Station）销售火热的吾皇巴扎黑系列。

Molly，盲盒领域最具代表IP。Molly最早诞生于2006年，由香港设计师Kenny Wong创作，初代Molly是一个嘟着嘴、湖绿色眼睛和金黄色卷发的小女孩。2016年POP MART签约与Molly创作者Kenny Wong签约并开始以盲盒的形式销售Molly，在POP MART公司的包装下，Molly会根据主题穿上不同的服饰、道具，置身于各种场景中，盲盒玩法也成为了Molly最流行的玩法。2018年POP MART的Molly系列产品一年内卖了400万个，在中国的销售额超过2亿元，2019年预计销量至少翻倍。

图表28：2006年诞生的初代Molly形象



资料来源：网络资料，太平洋研究院整理

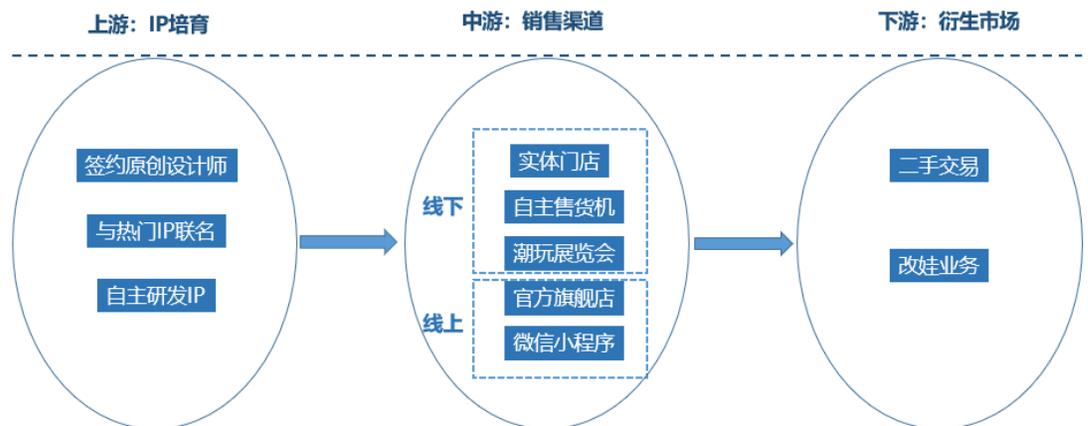
图表29：POP MART销售的Molly盲盒



资料来源：网络资料，太平洋研究院整理

以 IP 为核心的盲盒产业链链：盲盒产品链包括上游的 IP 培育、中游的销售以及下游的衍生市场。1) **上游 IP 培育是决定盲盒产品能否畅销的核心。**企业可通过签约原创设计师、与已有的知名 IP 联名合作、自主设计 IP 三种途径培育 IP。2) **中游销售渠道扩大与消费者的触点。**IP 转化为盲盒产品后传到消费者离不开中间的销售环节，目前盲盒的销售渠道包括线上和线下两种，线下主要是实体门店和自助售货机以及潮玩展览等，线上主要是官方旗舰店和微信小程序。3) **催化出活跃的下游市场。**盲盒产品由于随机性激起消费者的收藏欲望，同时隐藏款或限定款催化活跃的二手交易市场，据闲鱼官方数据，过去一年中，有 30 万盲盒玩家在闲鱼上进行交易，最受追捧的盲盒价格狂涨 39 倍。另外下游孵化出盲盒改娃业务，即给玩偶换脸，目前市场上的改娃价格一般在 300 元到 600 元之间。

图表 30：以 IP 为核心的盲盒产业链



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

图表 31：盲盒的二手交易市场情况



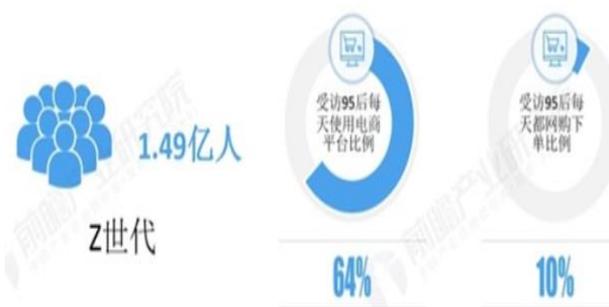
资料来源：闲鱼，前瞻产业研究院，太平洋研究院整理

盲盒为什么火起来？背后反映怎样的消费心理？

1) Z世代消费群体强支撑，泛二次元市场逐渐扩大

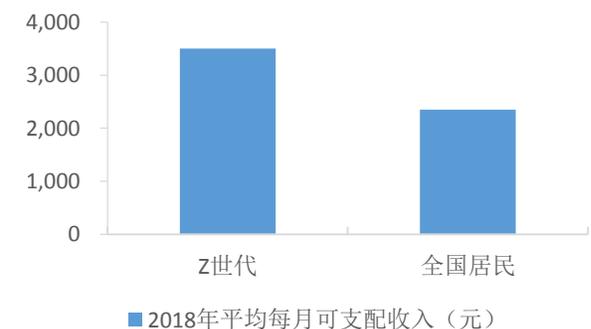
当前Z世代构成盲盒的消费主力军。Z世代是指1995-2019年出生的一批人（巴克莱银行定义），Z世代消费三大特征：1) **互联网属性较强**：根据CBNData数据统计，中国当前Z世代人口总数约为1.49亿人，其中约64%每天使用电商平台，消费的互联网化促进社群分享，扩大消费群体。2) **较高的消费能力**：根据Kantar数据，2018年Z世代每月可支配收入高达3501元，远高于全国居民人均可支配收入2352元，并且预计到2020年，Z世代将占据整体消费力的40%。这就意味着，对于潮鞋、盲盒这类新事物，Z世代更敢于去消费。3) **更愿意为兴趣买单**。根据AdMaster发布的数据显示，ACG文化（动画、漫画、游戏）已成为中国Z世代年轻人最普遍的兴趣爱好，截至2018年底，中国泛二次元市场人群数量已经增至3.46亿人左右，连续两年同比增长超过10%。

图表32：Z世代消费呈互联网化



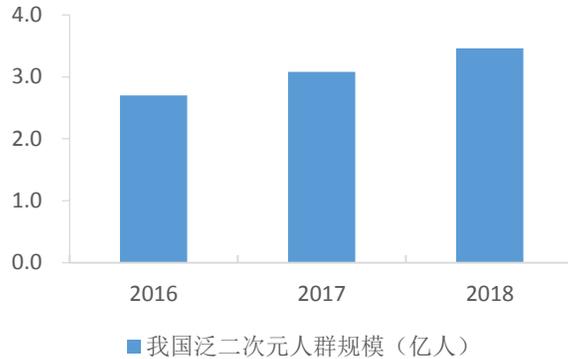
资料来源：CBNData，前瞻产业研究院，太平洋研究院整理

图表33：Z世代拥有较高的消费能力



资料来源：Kantar，太平洋研究院整理

图表34：我国泛二次元人群逐渐扩大



资料来源：AdMaster，太平洋研究院整理

图表35：95后最烧钱五大爱好



资料来源：天猫，太平洋研究院整理

2) 低客单价形成低门槛，新品迭代激发收藏欲望

相比于其他限量版潮流玩具或者手办等产品，盲盒单价较低，一般在49-69元/个，且购买方便，消费者更容易接受，甚至出现“端箱”行为，即一次购买一整个系列产品（一般为12个，售价约588-828元），同时盲盒产品系列可以不断更新迭代，一个系列中又有十几个款式，每个款式中的人设动作、表情、服装等细节都有所变动，消费者收藏欲望被激发，希望能集齐一个完整系列。

3) 隐藏款催化上瘾情绪，促成盲盒产品的高复购率

为了提高复购率，盲盒产品在销售过程中通常会设置隐藏款，盲盒购买过程中的不确定性会给消费者带来一定惊喜，隐藏款的设置则可以放大消费者惊喜，商家在每个系列产品中一般都会设置“隐藏款”，消费者事前并不知道隐藏款的造型，且隐藏款出现的概率不尽相同，以Molly盲盒为例，隐藏款抽中概率为1/144，消费者为了抽中隐藏款会不断重复购买行为。

4) 衍生社交功能，强化消费的满足感

潮玩IP本身不具有内容，但盲盒的未知性和抽选技巧却提供了内容创作空间，在闲鱼上，已经有30多个与盲盒相关的鱼塘，在抖音、B站、小红书等内容社区，“拆盒”作为一个独立内容TAG出现，并集合了大量UGC内容。部分盲盒爱好者还会发布经验贴，交流如何根据盲盒重量、尺寸、摇晃手感等因素判断盲盒中潮玩手办的造型。这种衍生出的社交行为能够强化盲盒消费所能带给消费者的满足感，也在很大程度上能够帮助商家把握目标消费群体的动态，对下一步营销、产品规划作出改进。

国内盲盒领域龙头企业：泡泡玛特（POP MART）和 IP 小站（IP Station）：1) 泡泡玛特的定位是一家“集设计、采购、销售于一体的时尚潮品零售公司”，致力于自建 IP 之路，最成功的 IP 品牌就是 Molly，泡泡玛特销售渠道涵盖线上（天猫商城、微信小程序）和线下（全国 100 多家直营门店及 400 多家自动售卖店）。2) IP 小站（IP Station）是玩偶一号（武汉）科技有限公司（上市公司金运激光参股 5%）的品牌项目，定位是通过打造专业的 IP 及衍生品推广渠道平台，除了自身运营盲盒产业，还为 IP 方提供无人零售盲盒机（每台售价约 5 万元）和各种 AR/VR 游戏 3D 体感游戏内容的创意制作的服务。IP 小站已拥有包括 Sonny Angel 在内的 700 多家 IP 授权，销售渠道覆盖线上商场和线下智能无人零售机，IP 小站的智能无人零售终端铺设已达到 500 多台，2019 年计划共投放 1000 台智慧零售终端，2020 年公司预计投放 10000 台。

图表36：IP 小站盲盒售卖机



资料来源：微信小程序，太平洋研究院整理

图表37：IP 小站 Sonny Angel 主题自动售卖机



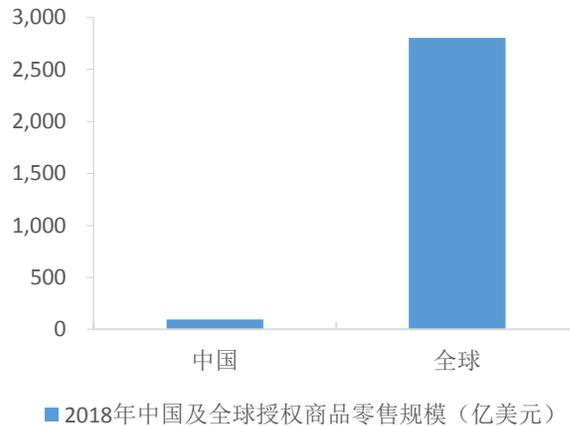
资料来源：微信小程序，太平洋研究院整理

我们对盲盒产业的解读：Z 时代为兴趣买单，IP 衍生市场潜力巨大。虽然由于投机者的介入以及二手交易市场的高溢价率，使部分群体对盲盒贴上“炒作”的标签，我们认为盲盒产品具有更深层次的含义：

1) 盲盒产品火爆的背后体现出 Z 世代、泛二次元购买群体为消费心理、消费兴趣买单的强大购买力。这一群体对潮流玩具形成强大支撑，赋能小众市场，根据天猫大数据显示，2018 年，有超过 1200 万人购买过潮流玩具，据估算国内的潮玩用户已经达到 8000 万。盲盒作为潮玩的代表产品更是以该群体为主，根据泡泡玛特的官方数据显示，其 30%的消费者年龄介于 18 岁~24 岁之间，25 岁~29 岁的占比为 26%，75%的用户为女性；按职业划分，白领占到 33.2%，学生占到 25.2%；有 90%的消费者月收入在 8000~20000 元之间。

2) IP 衍生产品潜力巨大。盲盒产品只是 IP 衍生市场的冰山一角，国外的 IP 开发产业链已经比较完善，比如迪士尼的 IP 衍生品盈利远远大于它的动画本身，而我国在这一块还处于比较初级的阶段，更大市场尚待挖掘。根据国际授权业协会最新发布的《2019 年全球授权业市场调查报告》显示，2018 年全球授权商品零售额增长至 2803 亿美元，我国仅为 95 亿美元，占比 3.4%。盲盒产品链以 IP 为核心迎来火爆的消费现象，通过注重上游 IP 的培育，促进盲盒和 IP 的双向赋能，则我国 IP 衍生市场的释放更大潜力。

图表 38：2018 年中国及全球授权商品零售规模（亿美元）



资料来源：国际授权业协会，前瞻产业研究院，太平洋研究院整理

2.2 竞品之一：盲盒界巨头泡泡玛特，以 IP 为核心打造产业链闭环

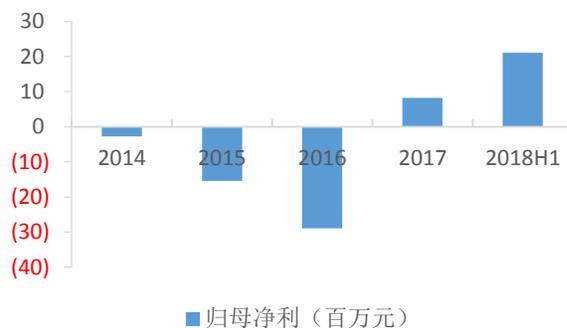
POP MART（泡泡玛特）是目前国内在盲盒领域做得最成功的企业，是盲盒市场最大的受益者，也是盲盒蓬勃发展的推动者。POP MART 成立于 2010 年，是集潮流商品销售、艺术家经纪、衍生品开发与授权、互动娱乐和潮流展会主办于一体的潮流文化娱乐公司。2015 年底 POP MART 泡泡玛特从渠道商向 IP 运营升级，签约了一大批顶级潮玩设计师，尝试与设计师们合作推出自营玩具产品，2016 年 POP MART 首款潮流玩具产品 Molly 星座系列上市，开始盲盒产品的销售。受益于盲盒产品的火爆，2017 年 POP MART 首次扭亏为盈。

图表39：POP MART收入实现快速增长



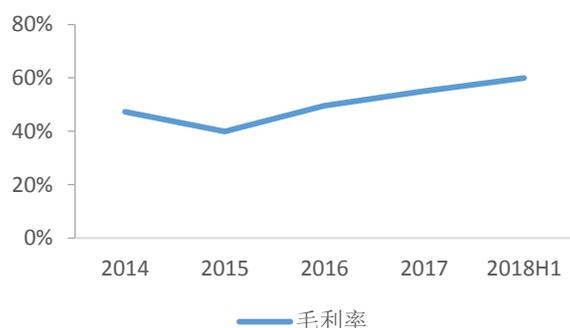
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表40：2017年POP MART扭亏为盈



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表41：POP MART毛利率趋势向上



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表42：POP MART净利率由正转负



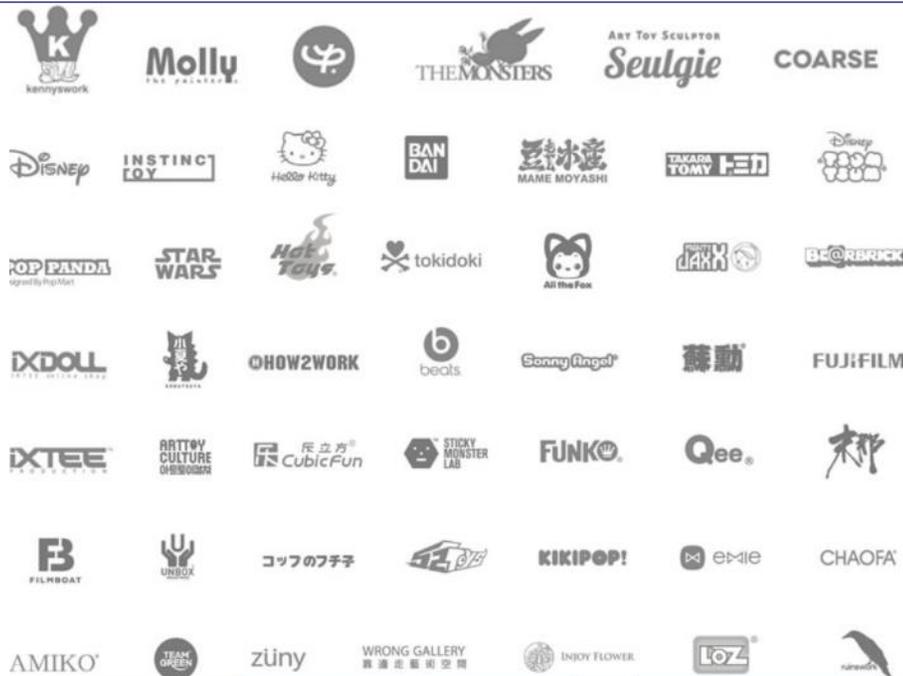
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

➤ 从单纯的渠道商向 IP 运营商转型

偶然中的必然，挖掘 IP 以盲盒形式引爆卖点。2015 年之前泡泡玛特只是一个平台渠道商，其售卖的大多数品牌并不具有独家代理权，商品利润不高，并且难以与消费者产生互动。因此创始人王宁决定对泡泡玛特门店的品类做减法，砍掉 SKU 数量多、管理复杂的品类，聚焦核心品类，发现并孵化出潮流玩具市场。潮流玩具也被称作是艺术玩具(Art Toy)或设计师玩具(Designer Toy)，最早起源于上世纪末的中国香港，很多知名潮玩艺术家深受消费者喜爱，并形成特有的潮玩文化圈子，通过对粉丝的调查，2016 年泡泡玛特签约 Molly 设计师 Kenny Wong，并成为 Molly 大陆地区独家授权经销商及独家授权生产厂商。

Molly 盲盒产品的成功促使公司向 IP 运营转型。泡泡玛特 2016 年发行的第一个 Molly 系列一套有 12 个盲盒，售价 708 元/套，开卖仅 4 秒，泡泡玛特天猫旗舰店 200 套 Molly 产品就被粉丝们一抢而空，2016 年 7 月到 12 月的半年时间，由泡泡玛特生产的 Molly 公仔在全世界卖出了超过 30 万个。正是从 Molly 开始，泡泡玛特的商业模式发生了改变，开始向 IP 运营商转型，挖掘、开发和孵化 IP 品牌，成为泡泡玛特的发展核心。除了 Molly，泡泡玛特还与包括 Fluffy House、妹头、Satyr 等众多国内外知名 IP 达成全面战略合作。

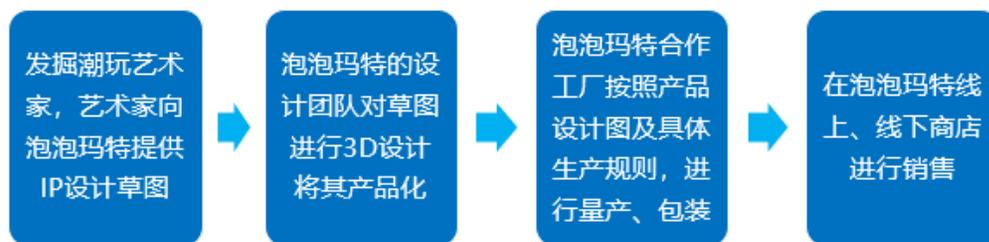
图表 43：POP MART 合作品牌



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

泡泡玛特的 IP 运营过程：由下游渠道向上游产品渗透。1) 发掘到有潜力的潮玩艺术家，与其达成合作，一起孵化 IP；2) 艺术家向泡泡玛特提供 IP 系列的设计草图，再由泡泡玛特的设计团队对草图进行 3D 设计，将其产品化。3) 泡泡玛特的合作工厂按照泡泡玛特提供的产品设计图以及具体生产规则，进行量产、包装，最终在泡泡玛特商店进行销售。泡泡玛特打造了一个完整的供应链体系，从 IP 产品化设计到工厂生产的统一流程、统一生产规则：统一的尺寸、统一的盲盒形式，每个盲盒里普通产品的比例、隐藏系列的比例等。泡泡玛特除了把 IP 进行产品化设计、工业化生产，推向市场销售外，还会以小型展览、跨界合作，大型展会等更多形式推广 IP 品牌，打造其知名度。

图表 44：泡泡玛特参与 IP 运营全过程进行产品生产、销售



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

➤ 线上、线下渠道布局，多触点捕获客群

泡泡玛特通过线下直营门店、无人售货机、线上天猫旗舰店、微信小程序四种渠道布局形成多触点，充分捕获客群：

1) 线下直营门店：目前泡泡玛特在全国门店超 100 家，所有门店均为直营，主要集中在一、二线城市的核心商圈。泡泡玛特对线下门店的管理并不以坪效作为考核标准，而是精细到单元格效率，考核每个主题、品牌或产品线的数据。

2) 无人售货机：2017 年 4 月 POP MART 推出自助销售终端设备——机器人商店，目前已在线下铺设超 500 台机器。机器人商店成本低、辐射速度快，2~3 天补货一次，在门店尚未进入的地区和商圈。这些无人售货机还起着“探针”的作用，以较低的投入成本测试不同地方的销售情况，并将销售数据作为泡泡玛特新门店选址的重要参考。

图表45：POP MART线下门店



资料来源：网络资料，太平洋研究院整理

图表46：POP MART 机器人商店



资料来源：网络资料，太平洋研究院整理

图表 47：截止 2019 年 7 月 POP MART 已进驻 52 个城市（直营门店+机器人商店）

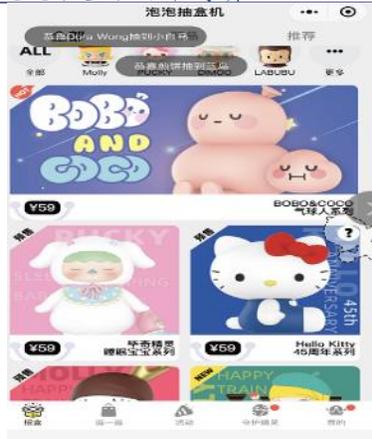


资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

3) **天猫旗舰店**：线上渠道打破地理限制，覆盖线下门店和无人售货机尚未渗透的地区，捕获更广泛客群。2018年POP MART天猫“双十一”当日销量2786万，斩获天猫模玩类目第一名。另外POP MART旗舰店具有较高的据亿邦动力网数据，泡泡玛特天猫旗舰店的复购率达到了40%。

4) **微信小程序**：2018年POP MART上线微信小程序“泡泡抽盒机”，打造零售娱乐化体验。泡泡抽盒机上有“福盒”和“盲盒机”两种，线上小程序还原线下消费体验，并增加游戏趣味性，里面有一套完整的积分系统，用户可以通过签到、竞猜、试手气等活跃行为来获得积分，这些积分可以在线上抽盒时购买显示卡，在抽之前先打开一个盲盒，增加抽中“心水款”的概率。

图表48：泡泡抽盒机小程序界面



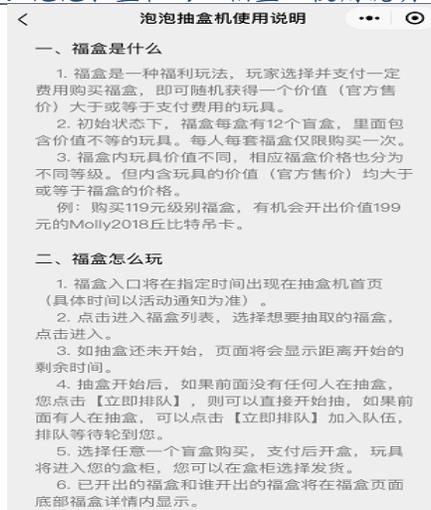
资料来源：微信小程序，太平洋研究院整理

图表49：泡泡抽盒机抽盒界面展示



资料来源：微信小程序，太平洋研究院整理

图表50：泡泡抽盒机的“福盒”使用说明



资料来源：微信小程序，太平洋研究院整理

图表51：泡泡盲盒机使用说明



资料来源：微信小程序，太平洋研究院整理

➤ 自建社群 App “葩趣”

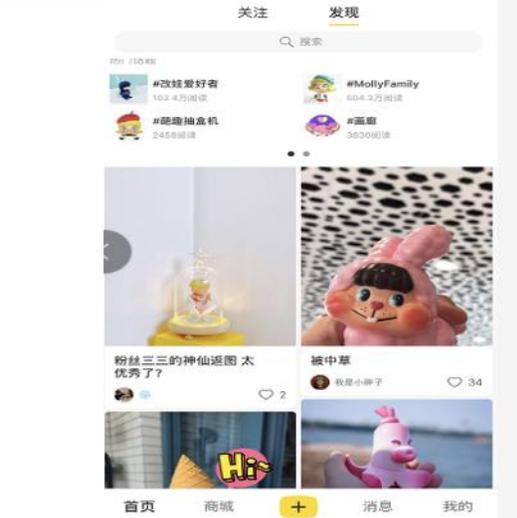
POP MART 在 2016 年打造潮流玩具社交 APP “葩趣”，葩趣为潮流玩具爱好者搭建玩具交易平台、提供专业玩具咨询。在葩趣上，粉丝们可以选择加入自己喜欢的潮玩 IP 圈子，发表帖子，与志同道合的网友进行交流与分享，并进行“换娃”、“卖娃”和“改造娃”等活动，既满足了玩家二手交易的需求，也满足了他们的社交需求。

图表52：葩趣APP的二手交易



资料来源：葩趣 APP，太平洋研究院整理

图表53：葩趣APP提供潮玩资讯

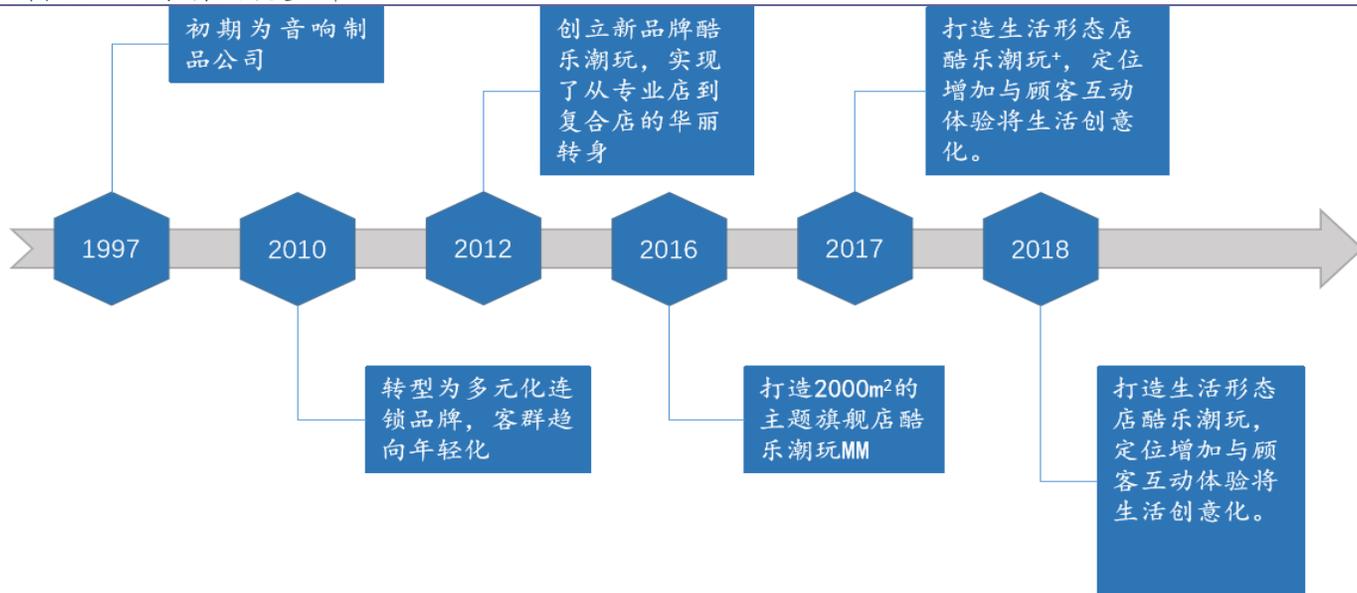


资料来源：葩趣 APP，太平洋研究院整理

2.3 竞品之二：酷乐潮玩-创意生活杂货品牌

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。

图表 54：酷乐潮玩历史沿革



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

图表 55：酷乐潮玩 MM 店



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

图表 56：酷乐潮玩+店



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

酷乐潮玩作为创意生活杂货品牌，消费群体为 18-35 岁喜欢自我表现的快乐一族，主要销售生活用品、美妆、流行音乐、文创礼品、潮流数码、时尚配饰、动漫玩品。

图表 57：酷乐潮玩主要产品

<p>酷 流行音乐</p> <p>掌握最前沿的娱乐资讯， 搜罗全球明星名作， 用跳跃的音符演奏别样的生活。</p>	<p>潮 潮流数码 潮流配饰</p> <p>无论是低调出街还是高调亮相， 巧用配饰都可以让你速变型， 化身潮流教主。</p>	<p>玩 动漫玩品 毛绒玩具</p> <p>光速前进的超变时代， Show idea everywhere,做个创 变生活的时尚玩童吧！</p>
<p>乐 文创礼品</p> <p>我们宣扬不潮不玩，玩创一切， 即使生活中的点滴细节， 也要幻化成天马行空的奇思妙想。</p>	<p>乐 文创礼品</p> <p>我们宣扬不潮不玩，玩创一切， 即使生活中的点滴细节， 也要幻化成天马行空的奇思妙想。</p>	<p>玩 动漫玩品 毛绒玩具</p> <p>光速前进的超变时代， Show idea everywhere,做个创 变生活的时尚玩童吧！</p>

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

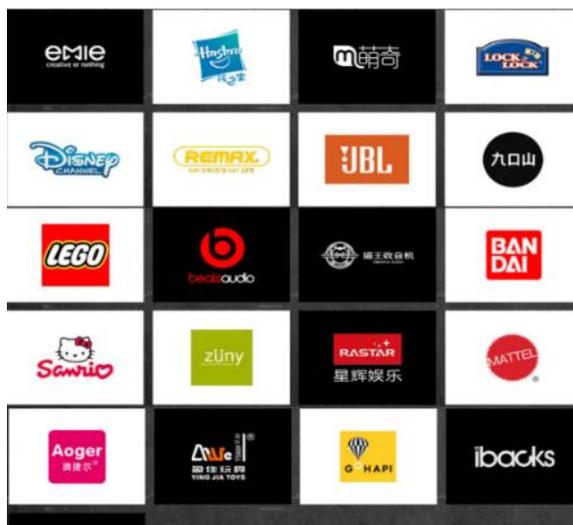
“酷乐潮玩”采用商业品牌 IP 化运营，其中 30%IP 授权+IP 自主打造，40%自有品牌商品，从萌力星球、Piyo、兔斯基、芝麻街再到 TOKIDOKI，酷乐潮玩已成为了杂货界的 IP 跨界联名的趣集地。公司已和萌奇、EGO、Disne、Hasbeoy 等国内外多个品牌建立起了合作关系，吸引了大量年轻消费群体。如今会员超过 700 万，微信粉丝 500 万。

图表58：与酷乐潮玩合作的IP品牌



资料来源：微信小程序，太平洋研究院整理

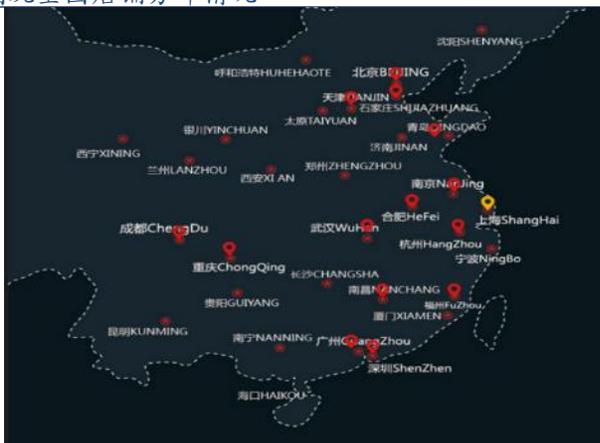
图表59：与酷乐潮玩合作的品牌



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

渠道：线下直营门店+微信小程序。目前酷乐潮玩线下门店均为直营，尚未放开加盟，2018 年新增开店数 97 家，合计店数 235 家，店铺增长速 68.8%；2018 年已入驻北京、上海、广州、深圳等近 55 个城市，业绩 8.3 亿。到 2019 年 5 月为止，酷乐潮玩已在全国拥有 252 家以上连锁分店，足迹遍布各繁华商业中心。在线下店迅猛发展的同时，酷乐潮玩上线微信小程序，多渠道地满足顾客的需求。

图表60：酷乐潮玩全国店铺分布情况



资料来源：网络资料，太平洋研究院整理

紧跟“盲盒”潮流，销售渠道涵盖线下门店和线上微信小程序。在盲盒风口之际，酷乐潮玩也销售盲盒产品，根据我们草根调研数据，盲盒在线下门店销售额占比约40%。酷乐潮玩的盲盒销售渠道包括线下实体门店和线上微信小程序。酷乐潮玩不仅和潮流品牌合作推出联名款盲盒，而且利用自己的品牌优势推出新型的盲盒。今年7月，与日本网红日牌TOKIDOKI推出全球独家隐藏款盲盒“圣地亚哥系列”，深受消费者喜爱，与萌力星球推出的独家联名系列更是长期占据微信小程序销售TOP榜的第一位。未来酷乐潮玩还将扩展IP周边全品类商品，解锁和完善盲盒玩法，提供更完整的潮流玩物生态体验。

图表61：酷乐潮玩微信小程序主界面



资料来源：微信小程序，太平洋研究院整理

图表62：酷乐潮玩微信小程序销售TOP榜



资料来源：微信小程序，太平洋研究院整理

图表63：萌力星球 X 酷乐潮玩独家联名系列



资料来源：微信小程序，太平洋研究院整理

图表64：TOKIDOKI X 酷乐潮玩圣地亚哥系列



资料来源：微信小程序，太平洋研究院整理

2.4 盲盒爆品运营，九木的特色是什么？有哪些需要提高的点？

从九木的“爆品”运营逻辑来看，并以今年最畅销的产品“盲盒”作为分析对象，我们选择 POP MART、酷乐潮玩作为九木杂物社的对标。首先，我们对三个品牌的品牌定位、目标消费群体、销售产品、销售渠道、客单价等进行对比分析：

POP MART：POP MART 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（直营、超 100 家），自助售货机超 400 台。根据我们草根数据，客单价在 140 元左右。

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，根据我们草根数据，客单价在 140 元左右。销售渠道涵盖线下实体门店（超 250 家，直营）和线上微信小程序。根据我们草根数据，客单价在 73 元左右。

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），线上微信小程序。根据我们草根数据，客单价在 100 元左右。

图表 65：POPMART、酷乐潮玩、九木杂物社比较

		POP MART	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，潮流玩具	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
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(直营)、自助售货机近 500 台	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
客单值		约 140 元	约 73 元	约 100 元

资料来源：网络资料、公司资料、草根调研，太平洋研究院整理

从“盲盒”产品运营来看，我们认为，泡泡玛特已成为盲盒市场的龙头，九木杂物社和酷乐潮玩虽然都有销售盲盒产品，且都有自身的特色，但和泡泡玛特之间尚存在一定差距。泡泡玛特在盲盒运营方面更胜一筹的主要因素：1) 渠道多元化布局，线上线下多途径触达消费者，自助售货机低成本迅速铺开，微信小程序“泡泡抽盒机”解锁盲盒更多玩法，九木杂物社和酷乐潮玩在盲盒销售渠道上尚有提升空间。2) 深入盲盒全产业链运营，上游 IP 资源、中游销售、下游自建社群 APP，打造 IP 综合运营商，九木和酷乐潮玩更多的是盲盒渠道商。

我们对三个品牌在盲盒运营方面进行对比分析，具体来说：

从产品种类来看：POP MART 专注做盲盒，盲盒产品销售额占比超 90%，其他还有一些手办产品；酷乐潮玩和九木杂物社销售产品种类较多，但是盲盒产品是其当前最为畅销的产品。根据我们的草根调研，盲盒在酷乐潮玩门店销售额占比约 40%，在上海等一二线城市九木杂物社里盲盒销售额占比约 20-30%，在三线城市盲盒销售额占比超 40%。

从盲盒的销售渠道来看：POP MART 渠道布局最广、触点最多，POP MART 盲盒销售渠道涵盖线下门店、自助售货机、天猫旗舰店、微信小程序，且“泡泡抽盒机”微信小程序的盲盒玩法充满游戏性，增强消费体验的趣味性。相比之下，酷乐潮玩和九木杂物社的盲盒销售渠道比较单一，涵盖线下实体门店和微信小程序，不过以线下门店为主，另外两者微信小程序的盲盒售卖尚需解锁更多玩法。

从盲盒的 IP 资源来看：泡泡玛特 IP 资源最为丰富，除了与知名 IP 合作外，还与众多设计师合作，参与 IP 运营全过程，销售拥有如 Molly 为代表的独家 IP 资源。酷乐潮玩和九木杂物社的盲盒更多是与 IP 进行合作，少有差异化的独家 IP 资源。

从盲盒消费群体来看：泡泡玛特的盲盒消费者包括一些“上瘾”万家，即一次性购买多个盲盒并且复购率较高的玩家，甚至出现“端箱”行为的玩家。相比之下，酷乐潮玩和九木杂物社的盲盒购买者可能吸引的更多是盲盒的浅度爱好者。

图表 66：POPMART、酷乐潮玩、九木杂物社盲盒产品比较

盲盒比较			
	POP MART	酷乐潮玩	九木杂物社
盲盒销售额占比	超 90%	约 40%	一线城市约 30%，二三线超 50%
盲盒产品比较	将盲盒做到极致，国内盲盒龙头、IP 资源丰富、拥有独家热销 IP	盲盒作为爆品具有引流效果	盲盒作为爆品具有引流效果
盲盒消费群	覆盖所有盲盒消费群体，包括深度玩家	吸引的主要是盲盒浅度爱好者	吸引的主要是盲盒浅度爱好者
盲盒销售渠道	线下门店、自助售货机、天猫旗舰店、微信小程序	实体门店、自主售货机、微信小程序	以线下门店为主、微信小程序
自建社群 APP	葩趣	无	无

资料来源：网络资料、公司资料、草根调研，太平洋研究院整理

另外，需要注意的是名创优品也开始销售盲盒产品。名创的盲盒产品继续沿用其极致性价比的经营理念，单个盲盒售价多在 19.9 元/个，个别系列 29.9 元/个，第一周就大卖 10 万个。名创用其获得的 IP 授权来生产极致性价比的盲盒，并通过其强大零售终端迅速铺开，推出芝麻街和三只熊的等合作款盲盒。名创优品创始人叶国富认为，2019 年名创的盲盒的销售额预计可以达到 5 亿元，2020 年全球市场计划销售额 15 亿元，未来三年甚至可能做到年 30 亿以上的销售额。

图表67：名创优品销售的盲盒产品售价19.9



资料来源：网络资料，太平洋研究院整理

图表68：创优品销售的盲盒产品



资料来源：网络资料，太平洋研究院整理

3. 从“手账”入手，看九木“文创文具”产品升级

手账是九木杂物社的主打产品，根据公司口径，手账属于“文创文具”大类，因此分析手账可以洞察九木对文创文具产品的运营能力。本部分我们对手账文化进行介绍，并对九木切入手账市场进行分析。我们认为九木进入手账市场具有先天优势，持续推出原创设计产品是关键，九木进入手账市场，可以先从手账本开始，在背靠晨光的品牌优势基础上，更要注重产品的设计性，持续推出高颜值、设计性、概念性的手账产品，获得消费者的情感认可。

九木杂物社将手账作为主打产品之一，推出多款 IP 手账。如大英博物馆和孤独星球的定制旅行手账等，从而提高手账本的附加值，价格在 40-200 元不等。九木的手账周边产品“纸胶带”也深受消费者喜爱，九木纸胶带采用日本和纸、台湾制作、杂物社原创图案、拥有上百种图案。“樱花系列”可以说是九木最受欢迎的商品之一了，其中新推出的原创樱花季限定的学霸手账本，全国限量 5000 本。纸胶带更是有挑不玩的款式和花色，满满的少女心，深受广大女性消费者的喜爱。

“手账季”打造手账文化，线下活动促进与消费者交流。九木 9、10 月推出“手账季”活动，线下门店在产品陈列时将手账本及周边产品的将其放在门口显眼位置，并为消费者打造场景式消费体验，在手账专区，消费者可以一次性购齐制作手账所需的商品。在手账季活动中，九木不仅推出了手账系列新品，而且还现场举办手账交流分享会，分享手账制作的各种技巧，与手账爱好者进行互动。

九木进入手账市场具有先天优势，持续推出原创设计产品是关键。九木作为晨光旗下品牌，在文具市场具有先天优势，手账虽不同于一般文具产品，但是仍以“本”和“笔”为基础，目前九木销售的手账本以原创设计为主，同时销售母公司晨光的“水笔”及“彩笔”等书写、绘画产品，不过贴纸胶带等周边产品以采购的为主，主要来自日韩两国。手账消费者除了对产品的质量提出更高要求外，也对设计性具有更高诉求，我们认为九木进入手账市场，可以先从手账本开始，在背靠晨光的品牌优势基础上，更要注重产品的设计性，持续推出高颜值、设计性、概念性的手账产品，获得消费者的情感认可。

图表69：大英博物馆主题文具产品



资料来源：九木门店实拍，太平洋研究院整理

图表70：九木杂物社门店实拍



资料来源：九木门店实拍，太平洋研究院整理

图表71：初樱朝阳格刺绣手账本套装（128元/套）



资料来源：九木微信公众号，太平洋研究院整理

图表72：九木学霸手账本（初樱限定）（30元/本）



资料来源：九木微信公众号，太平洋研究院整理

手帐最早流行于日本，是一种用来记事的本子，可以在手账本上通过写字、画画、拼贴的方式实现记录生活、管理自我的目的，除了记录功能外，手账还被视为倾诉减压、提升生活仪式感的工具，手账消费群体以学生和年轻白领女性为主。相比传统的记事本，消费者对手账的质量和颜值有着更高的要求。

手账功能不仅在于记事，更是让生活充满仪式感。如今的手账本早就超过了对记事本的传统定义，根据手账的功能来划分，手账有规划型和记录型和兴趣型三种。规划型手账主要是学习和工作为主，对每天要做的事进行规划。记录性的手账主要是生活为主，记录每天的点滴，也包括一些旅游和读书心得。兴趣型的手账以收藏为主，大都根据自己的喜好DIY，具有自己的风格和爱好。

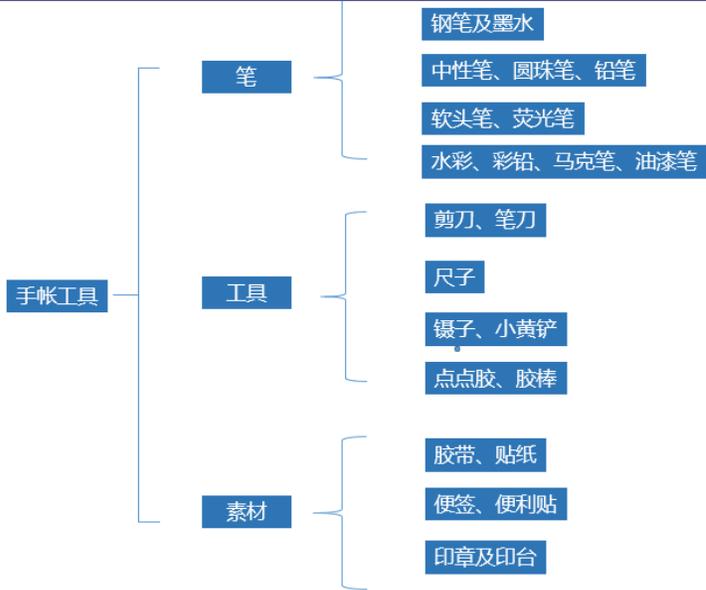
图表 73：手账的功能和用途



资料来源：网络资料，太平洋研究院整理

手帐的火热也带动其周边商品的热销。制作手账除了手账本，还需要纸胶带、印章、贴纸、彩笔等多种工具，因此也衍生出手账周边市场。手账制作者一般对手账本及周边产品颜值有较高要求，尤其是纸胶带，有各种各样的图案，几乎成了手帐集市上每家摊位的必备商品，数量甚至比手帐本都多，主要是由于胶带消耗起来比较快。这些周边价格 5-200 元不等，相比于同类产品有较高的溢价。

图表 74：制作手账可能会使用到的工具



资料来源：网络资料，太平洋研究院整理

手账兴趣联盟、具有一定社交属性。手账在中国兴起时已经是中国互联网快速发展的时期，学习和工作无纸化的趋势使得手账的工具属性并不是其流行的主要因素，社交属性显得更为突出。在中国社交电商和自媒体的快速发展的大背景下，手账 DIY 和高颜值的特点大大增加手账的社交属性。消费者在小红书和豆瓣等社交电商或交流平台展示自己的手账内容，推荐不同的款式和排版，交流心得，分享自己生活的点滴，寻找和自己有相同兴趣爱好的小伙伴，逐渐形成了“以本会友”的方式。

图表 75：小红书手账分享



资料来源：小红书 APP，太平洋研究院整理

图表 76：豆瓣手账分享



资料来源：豆瓣 APP，太平洋研究院整理

日本、欧美手账市场较为成熟，高端品牌获得较高溢价。在日本和欧美等地，手帐已有悠久历史和相对庞大的用户基础，市场非常成熟。欧日品牌大多走高端精致路线，商务感强，在设计上已自成风格，功能完备，身价不菲。一些口碑良好的品牌，其价格一般在两三百元以上，一些经典限量款甚至高达数千元。如风格多样、做工精良的日本品牌 Hobonichi，深受梵高、海明威等艺术家喜爱的意大利品牌 Moleskine，拥有近百年历史的英国活页本品牌 Filofax，以无酸纸防洩墨技术著称的德国品牌 Leuchtturm1917 等，这些老牌产品在内地手帐圈亦有众多粉丝，认知度颇高。

手账标杆 Hobonichi 品牌。“Hobonichi”的日文是“ほぼ日”，即“几乎每天”的意思。公司成立于 1979 年，2017 年 3 月 16 日日本创业板 JASDAQ 上市。公司于 2001 年创立原创手账品牌 Hobonichi，2012 年发售英文版 Hobonichi 工作手册。公司虽规模不大，仅有员工 85 名，但截止到 2019 年 8 月，年销售额达 55 亿日元，净利润超 4 亿日元。可以说，Hobonichi 是日本手账文化的代表性品牌。

Hobonichi 旗下手账风格多样，做工精良，一直采用的超轻量的巴川纸来做内页，不仅书写顺滑，而且可以很方便地 180 度平摊，其中最著名的“一日一页”系列手账本，自 2002 年诞生以来就备受好评，已经 12 年来连续销量第一。

图表 77: Hobonichi 历年收入情况


资料来源：公司官网，太平洋研究院整理
 注：财年截止日为 8.31

图表 78: Hobonichi 历年净利润情况

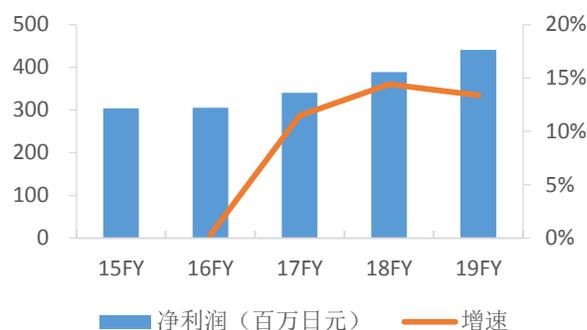

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理
 注：财年截止日为 8.31

图表 79: Hobonichi 历年毛利率情况



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理
注：财年截止日为 8.31

图表 80: Hobonichi 历年净利率情况



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理
注：财年截止日为 8.31

本土手账快速崛起，市场趋势看旺。我国手账市场起步较晚，随着自媒体的发展和国风审美的兴起，从最初产品需要由海外代购，到如今本土工作室快速崛起，市场趋势看旺。如一些文具品牌、书店也开始涉足手帐领域。相比于国外品牌，国内的手账符合本土审美，设计感和创意性强，具有性价比高的优势。

广博集团旗下的时尚文具品牌 Kinbor，于 2016 年初开始推出手帐系列产品，单向空间书店推出了 Solo 系列和 Symphony 系列单向手帐等。这些品牌越来越注重自己的原创设计，且价格相对亲民，大多在百元上下。上海知名手帐品牌九口山是本土原创品牌的代表者之一，不仅自主设计裸装、九口山猫、生活主题等系列产品，与插画高手黎明、野风集工作室等合作，推出 Daybreak 黎明释兽、自然收集物等系列。这样的跨界合作，引发了手指控的热烈追捧，还让九口山收获了更多粉丝。

图表 81: 不同品牌手账产品比较

品牌	品牌介绍	价格区间 (CNY)	产品示意图
HOBONICHI	Hobonichi 是日本一家的行事历生产商，是日本手账的知名品牌。公司旗下手账风格多样、做工精良，其中“一日一页”系列手账本，设计新颖，是公司手账中最受欢迎的产品。	100-2000	

KOKUYO	<p>KOKUYO 是日本最大的综合性办公用品供应商。旗下手账适合从商务人士到学生的广泛人群，热销的自我手账功能强大，内芯为 Life 内册、Diary 内册、Idea 内册和 Business 内册，是一本可以用一生的笔记本。</p>	20-200	
MIDORI	<p>Midori 作为日本最顶级的生活文具品牌，专业做纸 60+ 年，纸品手感独特。走的一向是简洁的性冷淡风，没有过于花哨可爱的设计，靠的就是气质感和高档感。</p>	20-300	
Filofax	<p>Filofax 作为英国手册的鼻祖，历史悠久，设计优雅，制作精良，用料奢华。封面大都用牛皮、鳄鱼皮、意大利皮革等皮质材料制成。内页设计偏商务，经久耐用，是西方国家管理者的必备。</p>	100-2000	
MOLESKINE	<p>MOLESKINE 作为一个梵高、毕加索、海明威等艺术家都挚爱的意呆利品牌，魅力非凡。“硬封面+长方形圆角+竖本绑带+后夹袋”是它的经典设计。</p>	100-500	
珠友	<p>珠友是中国台湾的一家文具公司，成立 30 年来一直致力于提供高质量、美观、实用性的产品。旗下有有多种日志手账，书套以 DIY 居多，样式多样。</p>	30-200	

KINBOR	广博集团旗下的时尚文具品牌 Kinbor，于 2016 年初开始推出手帐系列产品，样式多样，单向空间书店推出了 Solo 系列和 Symphony 系列单向手帐。书套材质大都是水洗牛仔布的、布面等。	10-300	
九木	晨光是中国专注于文具事业的综合文具公司。产品涵盖书写工具、学生文具、办公文具及其他相关产品。旗下手账设计亮眼，款式多样，价格亲民，深受广大年轻人的喜爱	40-200	
九口山	上海知名手帐品牌九口山是本土原创品牌的代表者之一，不仅自主设计裸装、九口山猫、生活主题等系列产品，与插画高手黎明、野风集工作室等合作，推出 Daybreak 黎明释兽、自然收集物等系列。这样的跨界合作，引发了「手帐控」的热烈追捧	25-300	

资料来源：互联网公开资料，太平洋研究院整理

4. 成长期九木发展建议：九木模式如何更好地跑通？

根据前文分析，我们认为，九木杂物社“文创集合店+爆品”的运营逻辑在成长初期基本没有太大问题。我们认为未来若九木想有更好的增长，需在运营制度的标准化的精细化，产品延伸线的清晰度，设计端的可辨识度，对消费趋势的前瞻性判断，渠道端的多元化以及争取更好的门店位置等多维度去提升自己的竞争力。不过九木尚处培育期，公司对九木的运营模式也在探索中，我们不妨对九木的成长给予更多耐心和信心。

4.1 零售是一门苦生意，标准化的大规模复制&精细化管理

零售是一门苦生意，对运营制度和精细化管理有着较高要求。1) 零售的本质是基于标准化的大规模复制。2) 零售是一门需要精细化管理的生意。

因此对于九木的发展需要关注两个问题：**是否具备标准化的大规模复制能力？管理的精细化程度？**目前九木在这两个问题上可能都有一定提升空间。我们分别对名创优品大规模复制能力和

无印良品的精细化管理进行分析，对九木发展提供一点思路。

➤ 零售的本质是基于标准化的大规模复制

公司切入新的零售业态，一般先以直营门店进行运营模式的探索，直营门店利于公司对品牌形象、门店管理的把控，待模式探索成熟后若要实现门店的快速铺开，还是要开设加盟渠道。九木杂物社选择“投资型加盟”，自 2018 年开始推动加盟，加盟模式为加盟商按照合同约定缴纳加盟费、经营保证金，并承担门店装修费用，加盟保证金当加盟商终止合作时退回，预收的装修款项待门店实际装修完成后，多退少补，门店的装修由生活馆总部统一进行。加盟门店的租金及水电费由加盟商自行承担，加盟门店人员工资由加盟商承担。**即加盟商提供资金与渠道资源，总部统一输出标准化管理。**

根据 2019 年中报数据，九木杂物社门店数 171 家，其中直营 114 家、加盟 57 家，门店扩张初期总部管理压力较小，但当门店数量尤其加盟门店数量达到一定规模时将对总部的运营制度、信息系统、管理团队提出更高要求。为了使九木杂物社运营模式更大范围内得到复制，公司应未雨绸缪，探索出适合的渠道扩张路径，总部输出标准化管理，吸引加盟商投资助力门店快速铺开，这一点可以参考名创优品对大规模零售终端的复制管理。

名创优品：“零售的本质是基于标准化的大规模复制”。名创优品自 2013 年成立以来，截至 2018 年营收突破 25 亿美元，在全球有超过 3500 家门店，每月保持新开 100 家新店的开店速度，门店迅速扩张背后是名创门店强大复制能力的支撑。名创成立之初全力打造直营店，树立标杆店铺探索运营标准。模式探索成熟后，要求加盟者众多，最终名创确立了直营店、合作店、加盟店三种方式，三者占比分别为 10%、15%、75%，对于合作店，双方按照 1:1 比例出资成立合资公司，风险共担、收益共享，按照出资比例分红。

名创优品实行投资型加盟，加盟商提供资金与渠道资源，总部负责品牌输出与标准化管理。名创采取“品牌使用费+货品保证金制度+次日分账”加盟模式，与传统的货品买断制不同，货品保证金是首批配货和后续每次入货的抵押金，保证合作期内源源不断的货品供应，免去加盟商的订货烦恼和库存压力。加盟商缴纳特许商标使用金：8 万元/年（投资商按年支付，开一年支付一年）、货品保证金：75 万（合约期满后履约退还货品保证金），加盟商承担店铺转让、装修、租赁、水电、员工工资、工商税务等费用开支，每日分享前日营业额的 38%（食品、饮料 33%）作为收益。合作期满，货品保证金如数退回。投资型加盟政策大幅提升开店速度。

强大信息系统，用数据管控商品流。名创首先以标杆店铺为模板，通过全面托管运营和较高水平的投资回报率吸引加盟商大批量复制店铺。然后依托前台的店铺资源和后台的数据分析，进行批量小、周期短、紧贴流行的商品开发，上新周期仅为 7 天，最大限度地满足年轻消费者求新尝鲜的诉求。并且通过集成 IT 信息系统、仓储物流系统，去除中间环节，将工厂直达店铺变为现

实，在此基础上进行小批量精准配送，平均每两天进行一次配货，完全解除库存压力。

总部输出经营管理服务，注重人员培训。总部对加盟商的管理体现在店铺统一装修、日常经营管理、人员管理与培训。店铺装修，提供店铺装修设计方法与图纸，高质量装修材料和专业装修队伍，同时操持店铺开业典礼活动服务；经营管理服务，为店铺提供日常经营管理活动，包括商品陈列、店铺线上线下推广、收银服务为店铺招聘高素质工作人员同时对其进行专业培训；提供零售行业的专业咨询服务。

图表 82：九木杂物社与名创优品加盟模式比较

	名创优品	九木杂物社
门店类型	直营+合作+加盟	直营+加盟
加盟模式	投资型加盟	投资型加盟
加盟商前期投入	特许商标使用金：8 万元/年（投资商按年支付，开一年支付一年） 货品保证金：75 万（合约期满后履约退还货品保证金）	加盟费：5 万（三家店以上第四家店开始免除加盟费） 经营保证金：20 万（租赁合同履约结束可退）
加盟商其他费用	装修费用、店铺租金、人工、电费、工商及税收等杂费	装修费用、店铺租金、人工、电费、工商及税收等日常运营管理的其他费用
总部职责	1) 店铺装修：提供店铺装修设计方法与图纸，高质量装修材料和专业装修队伍，同时操持店铺开业典礼活动服务 2) 经营管理：为店铺提供日常经营管理活动，包括商品陈列、店铺线上线下推广、收银服务 3) 人才招聘和管理：为店铺招聘高素质工作人员同时对其进行专业培训 4) 行业资讯：提供零售行业的专业咨询服务	1) 店铺装修：总部专业空间设计团队根据实际店面提供最佳店面装修设计方法 2) 总部运营团队从店面管理、人员管理、市场营销等方面对投资商进行系统指导 3) 负责铺货、品牌输出和日常经营管理
分成方式	日结，每日分享前日营业额的 38%（食品、饮料 33%）	月结，加盟商分 40% 的销售额

资料来源：草根调研，公示资料，太平洋研究院整理

➤ 零售是一门需要精细化管理的苦生意

无印良品发布标准化开店指南 MUJIGRAM，实行全面经营改革。无印良品成功 90% 靠制度，松井社长(Tadamitsu Matsui)长推行的标准化改革最后形成了一套共 13 册,1000 多页的“MUJIGRAM”，于 2004 年正式投入使用。这部庞大的标准化手册囊括了“良品计划”所有的公司业务，包括店内业务、销售场地布置，会计、劳务等管理部门，列出了标准化数据。比如，收款业务，从接收顾客付款后钱款的点数方法到找钱的点数方法都有明确规定；又比如商品在货架上的陈列，如何按色彩和大小铺设都有详细规定；对公司该在哪里开分店也提出了开设标准。

这个规范手册，对于松井的改革来说，既是手段也是目的。员工参照手册使销售的商品和提供的服务标准化，那是“手段”；而通过制定规范手册这个过程，对公司业务重新进行审视、划分，在改善业务的过程中不断发现不足，纠正错误则是目的。也就是说，这个庞大的一整套手册不断完善的过程便是松井这次经营改革的过程。

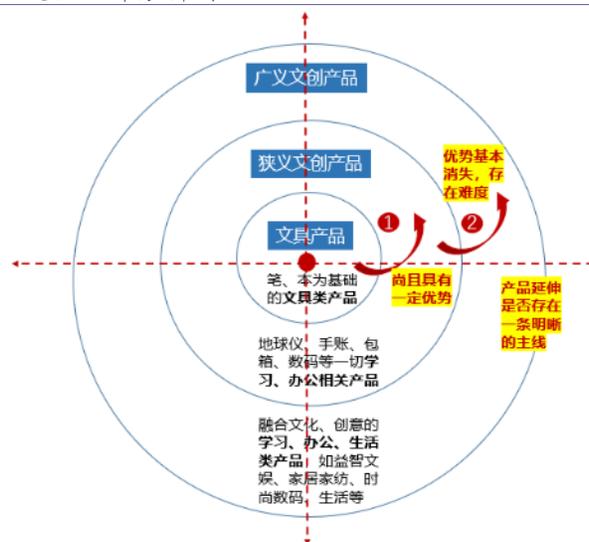
4.2 产品辐射两步走，产品的延伸主线？品牌标签？

前文我们提到九木杂物社的运营逻辑之一就是：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。九木的愿景是以文具产品为基础，逐步向文创产品辐射，即从文具产品延伸至狭义文创产品（学习+办公）再延伸至广义文创产品（学习+办公+生活），九木凭借母公司晨光在文具领域优势明显，那么产品带的两步辐射如何成功则是需要公司考虑并解决的问题。

1) 从第一步辐射来看，从文具产品至狭义文创产品，九木尚可具备一定优势，毕竟具备文具基因，利于塑造专业文创的品牌形象。

2) 从第二步辐射来看，从狭义文创产品至广义文创产品还是具有一定难度的，文具基因优势难以发挥太多作用，而这一步的辐射对于九木发展至关重要，否则九木很难发展成真正的大文创集合店。

图表 83：文具产品定位延伸分析图

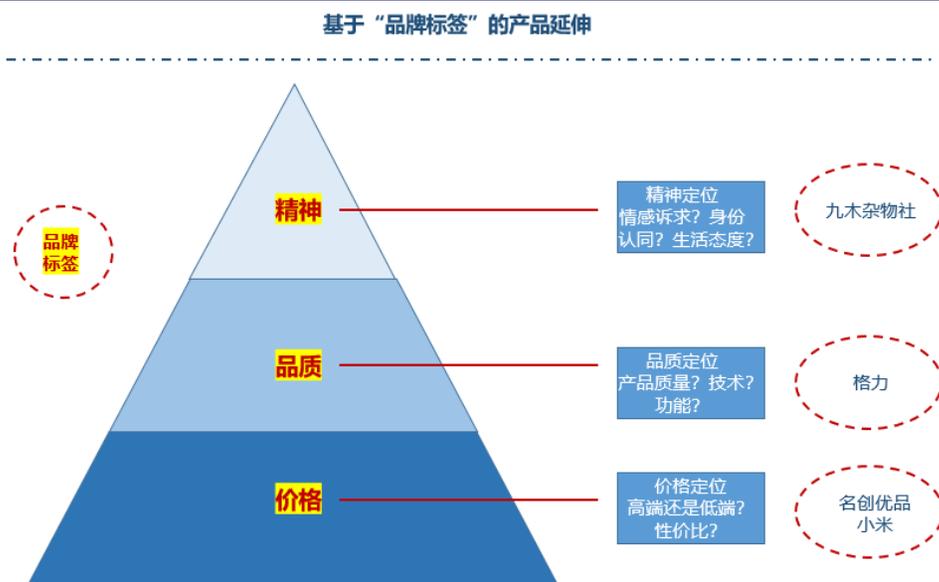


资料来源：草根调研，公示资料，太平洋研究院整理

产品的辐射最好沿着一条主线，基于“品牌标签”进行产品延伸。每个品牌在客户心智中都有一定的定位，也即“品牌标签”，品牌竞争的终极战场是消费者的心智。产品延伸绝非无序而是沿着一条主线，一般是基于“品牌标签”进行延伸。常见的“品牌标签”有价格定位、品质定位和精神定位，如小米和名创优品都是凭借“高性价比”这一品牌标签进行产品延伸。

九木的产品延伸是否存在一条主线？九木致力于打造什么样的“品牌标签”，这是九木在进行产品延伸时需要考虑的两个问题。鉴于九木的产品更多地是走高附加值的精品路线，提供高颜值、创意性、建立情感连接（融合 IP/跨界）的文创产品，所以与九木模式最贴切的标签是“精神定位”，不过这一品牌形象还需要不断强化。

图表 84：基于“品牌标签”的产品延伸分析图



资料来源：草根调研，公示资料，太平洋研究院整理

4.3 产品设计持续推陈出新，前瞻判断消费趋势

对于九木杂物社这样的“文创集合店+爆品”零售业态，前文我们提到九木的运营路线有两条：一是夯实专业文创根基，二是持续推出爆品。

从文创产品运营来看，产品的原创设计能力至关重要，文创产品不同于一般的产品，除了强调产品的功能性，还融合了文化、创意、情感等，因此九木运营好文创产品，必须搭建强大的设计团队，持续推出原创设计产品，打造“好用+好看+好玩”的文创产品。

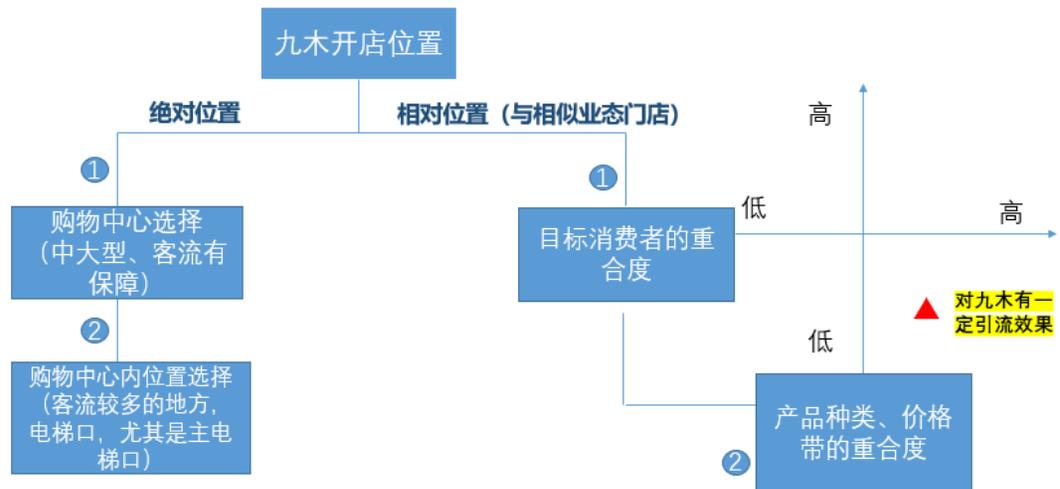
从爆品运营来看，一是要必须紧抓消费热点，洞察消费者喜好，及时推出爆品，在拉动销售的同时并承载引流作用；二是最好能做到前瞻性地判断消费趋势，尽早占领消费者的心智。这对九木的消费热点跟踪及趋势判断提出较高要求。

产品的上新周期与消费频率有关，一般消费频率越高的产品上新周期越短。名创优品是典型的“高周转”模式，九木杂物社销售的产品频率平均低于名创优品。当消费频次没那么高时，就需要有前瞻判断和设计，持续打造爆品。盲盒之后的下一个爆品是什么？会不会是福袋？B站上什么东西卖得最火？我们认为这都需要九木的团队进行紧密跟踪和研判。

4.4 尚处品牌培育期，门店选址至关重要

九木尚处品牌培育期，门店选址非常重要。九木自 2016 年开店以来，经过三年多的探索业绩开始逐步释放，不过品牌尚处培育期，自身聚客能力较低，因此当前九木的运营门店选址是至关重要的因素。九木主要开在购物中心，购物中心的自然客流成为九木的主要客流来源。我们从绝对位置和相对位置两个维度对九木的门店选址进行分析。

图表 85：九木杂物社门店开设分析逻辑



资料来源：草根调研，公示资料，太平洋研究院整理

从绝对位置来看，首先购物中心的选择，适合九木开店的购物中心一般为中大型商业中心、客流量有保障。其次购物中心内位置选择，九木要开在购物中心的客流较多的地方，如电梯口，尤其是主电梯口。对绝对位置高客流的要求会使九木门店租金较高，但是这在品牌培育期是难以避免的，这方面的不利因素未来会随着九木品牌力的增强而不断降低。

从相对位置看，主要是指九木与相似业态门店相对位置。一般购物中心会按照业态进行楼层的划分，如餐饮类、服饰类、美妆护肤、精品杂物类新零售业态等都分属于不同楼层。在门店位置可选范围内与相似业态门店的相对位置来看，我们认为九木相对位置的选择，一要看九木的目标消费者与相似业态目标消费者的重合度（年龄、性别、收入等），二要看门店内产品类别、价格带的重合度。若目标消费者重合度较高、店内产品类别差异较大，且对手具有一定聚客能力，则对九木而言是最佳相对位置。若目标消费者、店内产品类别均具有一定重合度，但是产品价格带明显低于九木（如酷乐潮玩），则对九木而言并不是理想的开店位置。

对于零售门店而言，**品牌培育足够成功的话便可获得低租金成本优势**，我们以“海底捞”为例，海底捞凭借其强大品牌力和聚客能力相比于其他餐饮门店具有一定租金成本优势，主要来源有两种，一是海底捞品牌力足够强，本身可以开在商场的非核心位置，从而降低租金成本；二是海底捞具有一定聚客能力，商场尤其是新开商场为了快速吸引客流可能会邀请海底捞入驻，并给予租金优惠；因此，品牌力如海底捞这般强大的门店便可获得低租金成本优势。我们认为，未来随着九木杂物社品牌力的提升，门店租金有望逐步下降。并且从草根调研的数据来看，也支持我们的这个判断。

4.5 设计端特色尚未形成，若能形成会有更利于提升护城河

在设计上打造自己的特色有助于强化品牌形象、提升产品辨识度，加深消费者的品牌认知，目前来看九木尚未在产品方面形成自身特色。而“MUJI”是典型地在产品上拥有自己特色的零售品牌，较高的产品辨识度利于其护城河的形成。

MUJI 虽然极力淡化品牌意识，但是其遵循统一的设计理念所推出的尚品都诠释了其简约朴素的品牌形象。MUJI 的产品在色彩、用材、包装设计方面都沿用了统一的风格。色彩上，MUJI 的产品多采用较为素雅的色彩，白色、米色、褐色、黑色等自然色被大量的使用，减少了消费者在购物过程中因过亮的色彩而带来的视觉疲劳，同时增加了品牌的亲和力。用材上，多使用天然材料，如服装和床上用品均采用棉、麻、毛以及丝等天然材料制成。包装设计上，MUJI 同样遵循了简约的原则，以朴素的包装形象展现出来无印良品的包装以“无”为主，即设计中淡化一切色彩的装饰，也没有复杂多变的设计图案，更没有柔美细腻的装饰线条。

5. 九木开店空间及未来收入盈利测算

鉴于九木杂物社开在购物中心，而且我们认为九木的产品品类和价格带决定了其只适合开在购物中心，因此我们从全国购物中心数量去测算九木杂物社的开店空间。

我们以赢商网数据对全国购物中心进行统计，根据我们的统计，截止 2019 年底，全国已开业购物中心 5190 家，适合九木杂物社开店的约 1691 家。根据赢商网数据，5190 家购物中心具体到县一级，我们在评判一家购物中心是否适合开九木杂物社时，主要从当地经济发展水平、消费能力，购物中心的已入驻品牌的调性几个维度去把握。（详细统计数据可联系我们团队索取）

我们假设 19-23 年九木门店数分别为 260/460/690/950/1260，直营店有效坪分别为 1.83/1.85/1.87/1.9/1.93 万元，加盟店有效坪效分比为 1.74/1.76/1.78/1.81/1.83，我们预计九木 19-23 终端口径收入分为 4.72/9.42/14.89/21.23/28.63 亿元，报表口径收入分别为 4.48/7.86/11.63/15.81/20.51 亿元，2019-2023 九木杂物社业务对应的净利润分别为 (-0.17)/1.18/2.09/3.16/4.1 亿元，考虑合并报表后，归属于母公司净利润分别为 (-0.10)/0.71/1.26/1.90/2.46 亿元。按照新零售行业给予 35X 估值，该部分业务 2023 年可以给予市值 86 亿，按照 10%的折现率，可以在 2020 年给予 60 亿市值。

图表 86：全国各省适合九木开店购物中心数量统计

省份及直辖市	已开业购物中心数量	适合九木开店的购物中心数量
上海市	317	75
北京市	192	68
天津市	101	45
重庆市	157	69
黑龙江省	75	21
吉林省	76	23
辽宁省	171	52
山西省	102	14
陕西省	136	45
贵州省	84	22
四川省	244	86
新疆	57	5
内蒙古	76	12
西藏	5	0
青海省	10	3
甘肃省	37	2
江西省	133	34
江苏省	540	214
山东省	254	83
安徽省	198	48
宁夏	20	4
海南省	28	9
浙江省	377	148
广东省	746	221
福建省	162	73
湖南省	178	69
湖北省	202	80
河南省	180	47
河北省	147	52
云南省	98	30
广西	87	37
合计	5190	1691

资料来源：太平洋研究院整理

图表 87：九木杂物社门店利润预测

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
门店数	260	460	690	950	1260
新增门店数	145	200	230	260	310
直营店数	160	200	230	250	260
新增直营门店数	45	40	30	20	10
直营门店（有效门店）	133	176	212	238	254
直营店面积（m ² ）	170	170	170	170	170
直营店有效坪效（万元/m ² /年）	1.83	1.85	1.87	1.9	1.93
直营门店单店收入（万元）	311.1	314.5	317.9	323	328.1
直营收入（万元）	41376.3	55352	67394.8	76874	83337.4
直营利润（万元）	-2068.815	8302.8	12131.064	15374.8	16667.48
加盟门店数	100	260	460	700	1000
新增加盟门店数	100	160	200	240	300
有效加盟门店数	25	164	340	556	820
加盟店面积（m ² ）	135	135	135	135	135
加盟店坪效（万元/m ² /年）	1.74	1.76	1.78	1.81	1.83
加盟店单店收入（万元）	234.70	237.26	239.83	243.68	247.52
加盟业务收入（终端口径）（万元）	5867.44	38911.05	81541.35	135483.30	202968.45
加盟业务收入（报表口径）（万元）	3520.46	23346.63	48924.81	81289.98	121781.07
加盟业务利润（归属于九木总部）（万元）	352.05	3501.99	8806.47	16258.00	24356.21
九木收入合计（终端口径）（万元）	47243.74	94263.05	148936.15	212357.30	286305.85
九木收入合计（报表口径）（万元）	44896.76	78698.63	116319.61	158163.98	205118.47
九木杂物社净利润（万元）	-1716.77	11804.79	20937.53	31632.80	41023.69
九木利润合计（归属于九木总部）（万元）	1000.00	7000.00	10000.00	10000.00	21000.00

资料来源：太平洋研究院整理

6.风险提示

传统主业增速不达预期，新业务拓展不及预期。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	436	1047	2012	3014	4327	营业收入	6357	8535	11044	13916	17136
应收和预付款项	515	851	681	858	1056	营业成本	4721	6330	8172	10256	12621
存货	872	1043	1388	1742	2144	营业税金及附加	26	35	94	139	171
其他流动资产	1151	1159	1319	1390	1470	销售费用	570	789	1103	1424	1765
流动资产合计	2975	4100	5401	7004	8996	管理费用	384	494	690	884	1071
长期股权投资	0	30	30	30	30	财务费用	-3	-8	-100	-183	-251
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	21	3	0	0	0
固定资产	871	877	875	852	808	投资收益	38	35	20	20	20
在建工程	27	25	45	65	85	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	196	188	211	234	256	营业利润	683	935	1104	1417	1779
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	63	25	70	50	30
其他非流动资产	1414	1578	1571	1591	1589	利润总额	746	960	1174	1467	1809
资产总计	4388	5678	6972	8595	10585	所得税	119	152	188	235	289
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	627	808	986	1232	1519
应付和预收款项	961	1467	1342	1685	2073	少数股东损益	-7	1	-23	-29	-36
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	634	807	1009	1261	1555
其他负债	514	714	1378	1656	1969						
负债合计	1474	2181	2720	3341	4042						
股本	920	920	920	920	920	预测指标					
资本公积	272	272	272	272	272		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	1642	2218	2998	4029	5354	毛利率	25.73%	25.83%	26.00%	26.30%	26.35%
归母公司股东权益	2834	3411	4190	5222	6547	销售净利率	9.97%	9.45%	9.14%	9.06%	9.08%
少数股东权益	80	86	62	33	-3	销售收入增长率	36.35%	34.26%	29.39%	26.01%	23.14%
股东权益合计	2914	3497	4253	5255	6544	EBIT 增长率	31.73%	28.11%	12.78%	19.51%	21.39%
负债和股东权益	4388	5678	6972	8595	10585	净利润增长率	28.63%	27.25%	25.09%	24.98%	23.30%
						ROE	22.37%	23.66%	24.09%	24.16%	23.76%
						ROA	14.45%	14.21%	14.48%	14.68%	14.69%
						ROIC	25.21%	33.15%	40.87%	48.85%	59.93%
						EPS(X)	0.69	0.88	1.10	1.37	1.69
						PE(X)	35.78	34.49	43.35	34.69	28.13
						PB(X)	8.01	8.16	10.44	8.38	6.68
						PS(X)	3.57	3.26	3.96	3.14	2.55
						EV/EBITDA(X)	24.65	23.28	34.15	28.03	22.53

现金流量表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	717	828	1018	1352	1682
投资性现金流	-617	-296	-52	-120	-140
融资性现金流	-230	-225	0	-230	-230
现金增加额	-1	3	0	0	0

资料来源：WIND，太平洋证券

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。