

传媒

如何看待泡泡玛特的商业模式？——潮玩盲盒系列报告一

潮玩盲盒有三个关键词，重要性由高到低分别是：**IP、盲盒、潮玩**。潮玩是商业化载体，原型来自于设计师设计的IP形象，IP带来了不同公司的竞争壁垒，赋予了潮玩收集（甚至收藏）性质。盲盒作为强刺激性的玩法（类似日本扭蛋），解决了潮流玩具复购的问题。IP是潮玩盲盒的商业化核心。盲盒玩家可在线上线下多渠道购买盲盒，线下展会、线上社交群、社区/论坛、二手市场中的晒娃、换娃和交易行为既能加大营销价值，加快IP打造，加大粘性与复购。

盲盒核心用户为年轻女性，追求盲抽刺激感、高颜值与社交收藏需求。泡泡玛特女性用户占比75%，以18-29岁的年轻人（58%）为主要消费群体；用户职业为多为具有一定消费能力的白领阶层，收入8000-20000元的用户占比90%。盲盒以其低单价（49-99元）+强渠道打入市场，通过盲抽玩法的强刺激性吸引用户，成功实现从“泛二次元”用户到青年群体的转变，顺势破圈。现有用户因收藏/竞赛/社交需求持续购买盲盒，带来市场热度持续升温。此外，盲盒产品迭代速度快，玩家复购率高。2020年泡泡玛特月均上线盲盒5.8款，高频率新品的强刺激性进一步激发了盲盒忠实用户的购买收藏欲望，泡泡玛特注册会员复购率高达58%。

预计中长期盲盒市场规模可达百亿元，IP授权助力实现长期价值。盲盒为近年来潮玩规模增长的核心驱动力，泡泡玛特2019年收入增速227%，2019年在盲盒上花费超过2万元的玩家已经超过20万人。随着各潮玩企业的布局，不同人群的个性化审美需求得到满足，中长期看盲盒市场规模有望达到百亿级别。此外，低价格的产品线可助力渗透下沉市场，打开增量空间。对标日本IP Sonny Angel，盲盒IP热度顶峰时期持续时长约3年（日本本土2005-2008年，海外市场2014-2017年），通过IP授权、中高低端潮玩布局能够树立IP品牌，打开多元变现空间。

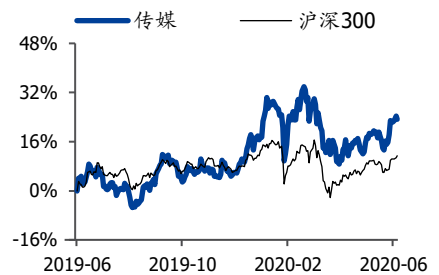
潮玩行业产业链围绕上游IP提供，中游设计生产，下游消费渠道多个环节展开。IP获取和消费交易是产业链的核心，中游生产环节由于代工厂数量众多技术门槛低，不具备强议价能力。由于IP数量众多且行业资金壁垒较低从而众多玩家入局，目前行业集中度相对较低（2019年CR5为22.8%），前五大参与者的市场份额分别为8.5%（泡泡玛特）、7.7%、3.3%、1.7%及1.6%。但由于潮玩独特的“社交+收藏+增值”属性，我们认为头部公司的竞争优势会随着用户及渠道积累而愈发增强。主流潮玩公司分为偏文化属性（围绕IP）和偏零售公司（围绕渠道）两大类。偏文化属性公司（泡泡玛特、十二栋文化）的竞争壁垒在于IP影响力与形象创新，未来的发展路径可对标迪士尼；偏零售属性公司（IP小站、酷乐潮玩）核心在于销售渠道，高效的供应链管理、IP合作与拓展、多元的产品快速迭代以及数字化技术是其核心竞争力。

投资建议：潮玩产业链的核心在于“IP获取”及“销售渠道”环节，主流的潮玩公司打法也围绕这两大核心环节展开并构筑起自身的护城河，且由于潮玩独特的“社交+收藏+增值”属性，我们认为头部公司的竞争优势会随着用户及渠道积累而愈发增强。建议关注泡泡玛特、金运激光。

风险提示：IP的市场吸引力低于预期，知识产权风险，市场竞争风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

分析师 马继愈

执业证书编号：S0680519080002

邮箱：majiyu@gszq.com

研究助理 吴珺

邮箱：wujun@gszq.com

相关研究

- 1、《传媒：视频平台提ARPPU值之路希望与压力并存——基于1078名用户的调研数据分析》2020-05-17
- 2、《传媒：线上娱乐景气度高，龙头公司独具韧性——FY19&1Q20总结》2020-05-11
- 3、《传媒：数字阅读行业年报总结：免费阅读兴起，版权+广告释放新动力》2020-05-07



内容目录

1 什么是盲盒?	4
1.1 盲盒的发展: 潮流玩具与扭蛋“盲抽”属性的结合	4
1.2 盲盒的玩法: 玩法多样, 社交互动新潮流	5
2 盲盒的用户画像是什么? 为什么能够盛行?	8
2.1 悦己型消费活动满足年轻女性多元化需求	8
2.2 低单价+高溢价+高复购率, 盲盒破圈进行时	9
3 盲盒市场空间有多大? 未来发展潜力如何?	11
3.1 盲盒破圈驱动潮玩市场增长, 规模有望达到百亿级别	11
3.2 原创盲盒 IP 变现: 树立品牌效应, 延长产品生命周期	13
4 潮玩盲盒行业的产业链和竞争格局如何?	15
4.1 潮玩产业链: IP 和销售环节为核心, 链条较长参与者众多	15
4.2 竞争格局: 目前行业集中度较低, 泡泡玛特市占率领先	17
4.2.1 偏文化属性: 围绕 IP 做孵化与运营, 发展路径可对标迪士尼	18
4.2.2 偏零售属性: 强大的渠道掌控力, 高效供应链和多元产品迭代是核心	20
5 投资建议	22
风险提示	22

图表目录

图表 1: 潮流玩具主要类型	4
图表 2: Sonny Angel 初代动物系列盲盒	5
图表 3: Bearbrick34 代	5
图表 4: 泡泡抽盒机小程序界面	5
图表 5: 泡泡玛特零售店	6
图表 6: IP 小站智能无人零售终端	6
图表 7: 闲鱼上的盲盒经济	6
图表 8: 线上盲盒社交	7
图表 9: 北京国际潮玩展	7
图表 10: 上海国际潮玩展	7
图表 11: 泡泡玛特用户的年龄分布	8
图表 12: 泡泡玛特用户的职业分布	8
图表 13: 淘宝销量前二十盲盒评论关键词频次 (2019/11/25)	8
图表 14: 撅嘴娃娃 Molly 系列盲盒	8
图表 15: 闲鱼部分隐藏款盲盒二手价格 (2020/6/6, 单位: 元)	9
图表 16: 淘宝上热门潮流玩具价格情况 (价格单位: 元)	10
图表 17: Molly&Pucky IP 系列数量情况 (单位: 个)	10
图表 18: 泡泡玛特月度上新盲盒数量 (单位: 个)	10
图表 19: 盲盒与手办百度指数对比	11
图表 20: 全球潮流玩具市场规模	11
图表 21: 中国潮流玩具市场规模	11
图表 22: 全球潮流玩具市场规模	12
图表 23: 泡泡玛特营收及增速情况	12
图表 24: 不同年龄段男性女性在总人口中的占比 (%)	12
图表 25: 盲盒市场规模测算 (单价=59 元)	13

图表 26: Sonny Angel 海内外市场变化情况.....	13
图表 27: 中国 IP 授权市场规模.....	14
图表 28: Kaws*优衣库联名 T 恤.....	14
图表 29: Bearbrick 不同规格潮玩定价情况.....	15
图表 30: 潮玩产业链.....	15
图表 31: 主要潮玩公司核心 IP 情况.....	16
图表 32: 部分潮玩公司渠道布局情况.....	17
图表 33: 潮玩主要玩家及核心竞争要素.....	18
图表 34: 偏文化类潮玩公司核心竞争力及未来发展空间.....	19
图表 35: IP 是泡泡玛特经营的核心.....	19
图表 36: 十二栋文化核心 IP.....	20
图表 37: 偏零售类潮玩公司核心竞争力及未来发展空间.....	20
图表 38: IP 小站与 IP 授权方合作模式.....	21
图表 39: 酷乐潮玩的合作品牌.....	21

1 什么是盲盒？

1.1 盲盒的发展：潮流玩具与扭蛋“盲抽”属性的结合

潮流玩具发源于上世纪末的中国香港和日本，最初由设计师和艺术家制作，具有极强的艺术性，价格相对较高。发展至今，潮玩的受众群体正在逐步扩大，艺术性正在减弱，取而代之的是 IP 与设计的融合。从玩法来看，潮流玩具主要可以划分为手办、BJD 娃娃和盲盒三种类型。手办（包括中高端艺术玩具如 Kaws）为收藏性人物模型的泛称，通常玩具尺寸在 10 厘米以上；BJD 娃娃是采用球关节链接，以可活动肢体为特点的人偶，尺寸多处于 10-20 厘米之间；而盲盒则为随机抽取模式的玩偶，玩偶尺寸不超过 9.5 厘米，在三种类型中价格最低。

图表 1：潮流玩具主要类型

	盲盒	手办	BJD
			
尺寸	4.5cm-9.5cm	>10cm	10cm-20cm
泡泡玛特产品价格	49元-99元	199元-1499元	399元-799元
产品价格	10元-1000元不等	100元-10000元不等	100元-10000元不等
代表IP	Molly, Sonny Angel	GUNDAM（高达）、ZOIDS	魏无羡

资料来源：泡泡玛特招股书，淘宝，国盛证券研究所

盲盒的玩法为区别于其它潮流玩具的核心特点，玩法可以追溯到日本的扭蛋市场。扭蛋早在上世纪 80 年代就已经出现，半透明的塑料壳中为动漫 IP 制造成的模型，价格多集中在 10-20 元。消费者在扭蛋机中投入硬币，随机掉落一个扭蛋，所以买家无法指定自己的扭蛋玩具形象。扭蛋不同系列有固定的数量，如果集齐某一系列的所有模型一起出售，则能卖出更高的价格。

扭蛋玩具的营销方式和现下大火的盲盒极为相似，只是盲盒的内容物范围被扩充为手办等潮流玩具。潮流玩具 Bearbricks（2001）和 Sonny Angle（2005）首次以盲盒形式出现并受到广泛关注。Be@rbricks 所有系列均以盲盒形式发布，每个箱子有 24 个盲盒。Sonny Angle 通常是 12 个不同的造型为一套，目前形象款式已超过 650 种。中国潮玩盲盒起步较晚，2015 年潮玩品牌泡泡玛特代理 Sonny Angel 系列盲盒获得国内玩家认可，后续逐步通过 Molly, Labubu 等 IP 实现快速发展。目前泡泡玛特运营 85 个 IP，包括 12 个自有 IP，22 个独家 IP 及 51 个非独家 IP。

图表 2: Sonny Angel 初代动物系列盲盒



资料来源: Sonny Angel 官网, 国盛证券研究所

图表 3: Bearbrick34代



资料来源: Bearbrick, 国盛证券研究所

我们认为，潮玩盲盒有三个关键词，重要性由高到低分别是：**IP、盲盒、潮玩**。潮流玩具有商业化载体，原型来自于设计师设计的 IP 形象，受欢迎的 IP 是潮玩盈利的基础，也带来了不同公司的竞争壁垒，赋予了潮玩收集（甚至收藏）性质。盲盒作为强刺激性的玩法，解决了潮流玩具复购的问题。IP 是潮玩盲盒的核心，泡泡玛特将自己对标迪士尼，正是因为 IP 价值与 IP 商业化潜力。

1.2 盲盒的玩法：玩法多样，社交互动新潮流

消费者购买盲盒产品可通过线上和线下两种渠道，线上渠道包括天猫旗舰店、葩趣或其他主流电商平台。盲盒包括基本款和隐藏款，以泡泡玛特为例，一个 IP 系列包括 12 个款式，一箱有 12 套相同系列，一般一箱中都会存在一个隐藏款，其余均为基本款式。因此消费者抽中隐藏款的概率为 1/144 即 0.69% 或更小。消费者在线上可选择单个抽取盲盒，或购买整个系列 12 个不重复的玩偶（又称“端盒”）。此外，泡泡玛特还开发了一款名为“泡泡抽盒机”的抽盒小程序，模拟线下抽盒机。抽盒过程中有三次摇一摇的机会知道里面“不是某一款娃娃”，完善购物体验的同时也提升了用户抽取心仪款式的概率。

图表 4: 泡泡抽盒机小程序界面



资料来源: 泡泡抽盒机小程序, 国盛证券研究所

线下售卖场所主要包括零售店和机器人商店。2010年11月泡泡玛特正式成立，第一家泡泡玛特门店在北京欧美汇购物中心开业，截止2019年12月31日，泡泡玛特在中国33个一二线城市主流商圈共有114家零售店。2017年4月泡泡玛特推出机器人商店，截止2019年底，共有位于57个城市的825间机器人商店。这些线下商店扩大了泡泡玛特接触消费者的范围，为粉丝提供了交互式的购物体验。另一家专业的IP及衍生品推广平台IP小站（IP Station）的智能无人零售终端于2019年末已覆盖全国一二线城市，如北京、广州、上海、武汉。

图表5: 泡泡玛特零售店



资料来源: 泡泡玛特官网, 国盛证券研究所

图表6: IP小站智能无人零售终端



资料来源: IP小站官网, 国盛证券研究所

盲盒抽取结果具备不确定性，二手交易市场能解决玩家重复抽取、缺少对应款式的问题，主流交易平台包括闲鱼和泡泡玛特旗下潮玩社区葩趣。2018年在闲鱼上完成盲盒交易的玩家有30万，最热门的盲盒公仔就是泡泡玛特旗下的Molly。在盲盒二手交易市场中，基本款被分为热门款、“雷款”和普通款三种。热门款是比较受欢迎的造型，价格小幅溢价(+10%~30%)，普通款价格小幅折价(-10%~30%)，而雷款造型大多不符合大众审美，半价或更低价格出售成为可能。由于盲盒隐藏款获得概率极小(1/144)且造型精美，通常具有高溢价，2018年在闲鱼上涨价最多的盲盒公仔涨价39倍。

图表7: 闲鱼上的盲盒经济



资料来源: 闲鱼, 国盛证券研究所

消费者可以在葩趣、B站、小红书、微信群等平台进行盲盒相关分享，形成了盲盒社交链。新品上市之时，玩家在社交媒体上介绍盲盒新品、分享抽盒技巧。购买到盲盒之后，玩家会在视频网站上发布拆盒vlog，这些视频通常会吸引到大量的盲盒玩家粉丝。拆开盲盒之后，玩家会在社交平台上“晒娃”，发布帖子跟其他玩家“换娃”，或者发布“改娃”攻略。此外，部分玩家会购买专门的展示盒收纳玩偶，并将成果发布到社交网站，许多玩家表示看到自己的收纳架逐渐被填满，有一种满足感。另有一些博主会将自己拥有的盲盒公仔尤其是一些热款或隐藏款抽奖送给粉丝。盲盒社交群、社区/论坛、二手市场中的晒娃、换娃和交易行为既能加大传播营销价值，加快IP打造，也使得抽到隐藏款的玩家具备满足感和获利能力，加大粘性和复购。

图表8: 线上盲盒社交



资料来源: 小红书、哔哩哔哩、葩趣, 国盛证券研究所

在线上社交之余，盲盒玩家也会通过潮玩展等场所进行线下交流活动。潮玩展不但可以购买潮玩新品、限定品，还有知名设计师现场作画、设计师签售等活动。泡泡玛特举办的北京国际潮玩展和上海国际潮玩展已经成为中国最大的潮流玩具展。2019年北京国际潮玩展共有14个国家及地区的超过270位艺术家参与，超过200个潮流玩具品牌参展，参观人次超过10万。

图表9: 北京国际潮玩展

图表10: 上海国际潮玩展



资料来源: BTS, 国盛证券研究所

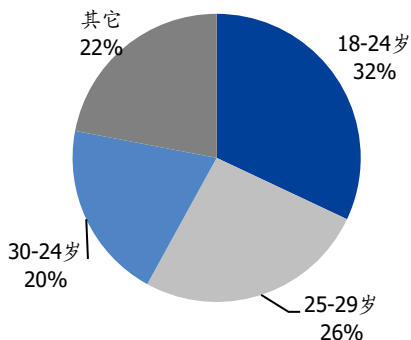
资料来源: STS, 国盛证券研究所

2 盲盒的用户画像是什么？为什么能够盛行？

2.1 悦己型消费活动满足年轻女性多元化需求

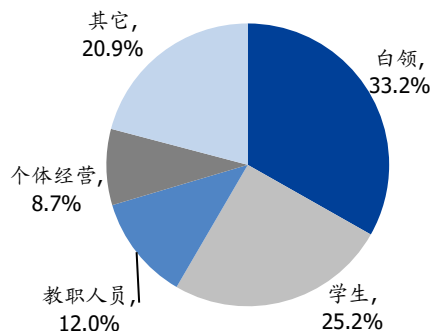
盲盒玩家集中在18-29岁的年轻女性。根据谷雨数据对泡泡玛特用户调研，盲盒女性玩家占比高达75%，以18-29岁的年轻人（58%）为主要消费群体；用户职业多为具有一定消费能力的白领阶层，收入8000-20000元的用户占比达到90%；除此之外，学生也是核心购买群体。悦己型消费是年轻群体购买盲盒的主要特征，包括追求盲抽刺激感、为颜值买单、满足社交收藏需求等。

图表 11: 泡泡玛特用户的年龄分布



资料来源：谷雨数据，国盛证券研究所

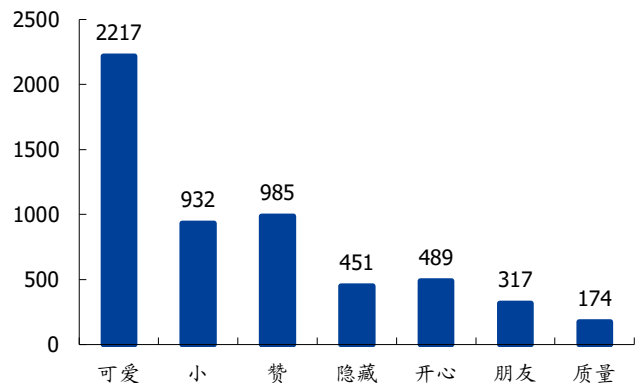
图表 12: 泡泡玛特用户的职业分布



资料来源：谷雨数据，国盛证券研究所

高颜值与强设计感满足年轻人的个性化审美需求。盲盒IP多为原创，本身不具备长时间的内容积累，消费者执行购买决策的首要考虑即为玩偶颜值。丰富的IP系列和不同IP形象满足不同年轻人的个性化审美需求，为“颜值”买单。从淘宝销量TOP20盲盒评论关键词频次来看，“可爱”出现在评论的频次高达2217次，与盲盒年轻女性的用户画像相符。此外，在审美需求之上，盲盒IP个性化的形象设计往往给年轻人带来想象空间，从而得到精神层面的治愈感和认同感。部分95后消费者表示，撅嘴少女“Molly”表达了自己的内在形象，时刻提醒自己要勇敢做自己和表达自我。多数消费者会将喜欢的玩偶摆在自己的工作学习场景，在欣赏个性化形象中得到解压。

图表 13: 淘宝销量前二十盲盒评论关键词频次 (2019/11/25)



资料来源：淘宝，澎湃新闻，国盛证券研究所

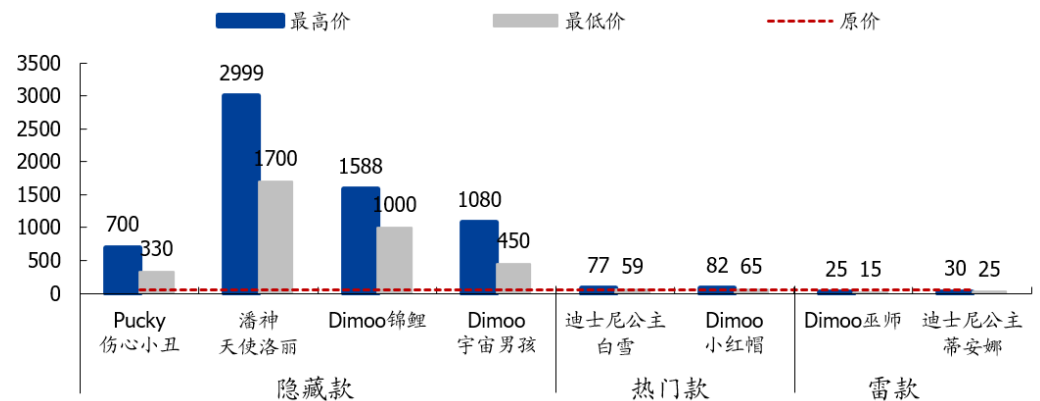
图表 14: 撅嘴娃娃 Molly 系列盲盒



资料来源：泡泡玛特公众号，国盛证券研究所

玩法上，博彩心理是用户入坑盲盒并反复抽取的核心原因。一套常规盲盒系列有 12 个款式，由于审美各异，消费者往往只会钟情于其中个别玩偶。一方面，不确定性带来的刺激感加强了娱乐体验；另一方面，对个别玩偶的偏好引导消费者重复决策，直到抽到许愿款式为止，通过抽取获得许愿款式的乐趣远大于直接购买所得。根据泡泡玛特招股书调研数据，约 70% 的潮流玩具消费者会就某一特定玩具设计购买盲盒玩具三次或以上。此外，“隐藏款”盲盒（抽取概率 1/144）的设置进一步放大了博彩心理的作用，抽到隐藏款不仅可得到“欧气爆棚”的满足感，在二级市场出售也能获得不小的收益。

图表 15: 闲鱼部分隐藏款盲盒二手价格 (2020/6/6, 单位: 元)



资料来源: 闲鱼, 国盛证券研究所

IP 价值赋予盲盒收藏和社交属性，加强消费者身份认同感。一个系列盲盒一般拥有 12 个形象，部分 IP 忠实粉丝会选择成套购买放在家中收藏。此外，消费者通过二手交易、线上社交（图 8）和线下社交（展会）等渠道认识了具有相同爱好的圈内玩家，加强身份认同感并提升了购买粘性。作为年轻女性中的潮流玩物，盲盒话题热度较高，其社交性质也进一步加大了传播营销价值。

2.2 低单价+高溢价+高复购率，盲盒破圈进行时

相对其它潮流玩具，盲盒产品价格相对较低，降低消费门槛和购买决策成本。盲盒定价多集中于 59/69 元两档，热门款盲盒全套端盒的售价也普遍在 1000 元以下。其它潮流玩具如高端手办、BJD 娃娃普遍超过千元，与盲盒内玩偶形象较为相似的 Q 版粘土手办价格也在 300 元以上。盲盒门店普遍布局在一二线城市核心商圈，几十元的价格对于周边白领人群来说相对亲民，更易吸纳新人购买入圈，同时也降低了复购门槛。

图表 16: 淘宝上热门潮流玩具价格情况 (价格单位: 元)

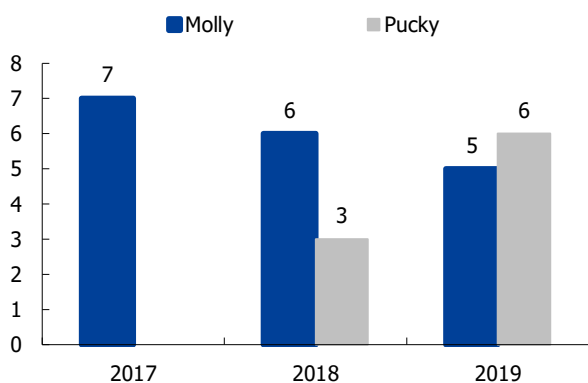
天猫店铺/厂家	类型	IP 系列	单价	款式数量	端盒价格
泡泡玛特	盲盒	Dimmo 童话	59	12	708
泡泡玛特	盲盒	Pucky 马戏团系列	59	12	708
泡泡玛特	盲盒	迪士尼公主坐姿	59	12	708
泡泡玛特	盲盒	Molly 婚礼花童	59	12	708
泡泡玛特	盲盒	VIVICAT 懒躺	69	9	621
泡泡玛特	盲盒	Molly 开心火车	69	12	828
Sonny Angel	盲盒	仙人掌系列	59	12	708
寻找独角兽	盲盒	卓大王苹果村	69	12	828
52Toys	盲盒	吃货仓鼠	66	8	528
GSC	Q 版粘土人	鬼灭之刃	340	-	-
ANIPLEX+	PVC 高端手办	FGO	1446	-	-
Alter	PVC 高端手办	贝尔贝特·库劳	1145	-	-
Volk	BJD 娃娃	Williams W	2000	-	-
Gem of Doll	BJD 娃娃	艾莉 Eiliy	1912.5	-	-

资料来源: 淘宝, 天猫, 国盛证券研究所

盲抽玩法与 IP 价值赋予盲盒高额溢价水平。盲盒本质上为 PVC 玩偶摆件, 并无功能性用途, 盲盒消费者往往乐意为盲抽刺激感和 IP 形象买单。从泡泡玛特招股书来看, 盲盒生产成本主要为支付给第三方的商品成本, 2019 年公司综合毛利率高达 64.8%。从收藏价值来看, 对于限量款、隐藏款 (抽中概率 1/144) 盲盒, 二手平台交易价值大幅高于原价 (图 5), 如 Dimoo 迷途系列锦鲤最低二手挂牌价格 1000 元, 相对 59 元的售价溢价高达 17 倍; 部分热门款常规盲盒 (抽中概率 1/12) 价值也小幅高于原价, 如迪士尼公主系列白雪和 Dimoo 迷途系列小红帽等。

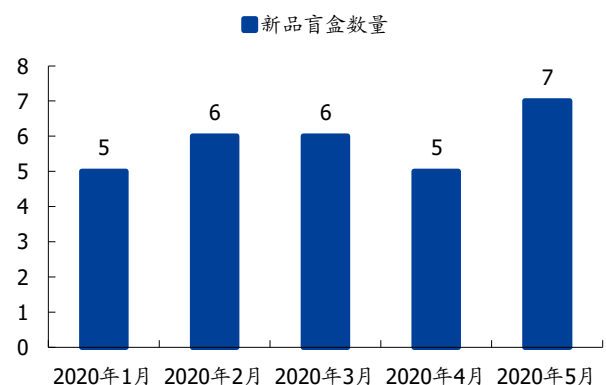
盲盒产品迭代速度快, 玩家复购率高。为了维持对消费者的吸引力, 盲盒商家发力布局 IP 形象创新和新 IP 拓展, 推陈出新提高产品迭代速度。泡泡玛特知名 IP Molly 在 2017-2019 年分别推出 7/6/5 个系列, 2018 年新晋 IP Pucky 在 18-19 年分别推出 3/6 个系列, 而目前 Molly 与 Pucky 在售盲盒系列均为 7 款。从新品上新速度来看, 2020 年泡泡玛特月均上线盲盒 5.8 款, 每月 4 次上新, 每次上新 1-3 款不等。高频率新品的强刺激性进一步激发了盲盒忠实用户的购买收藏欲望, 泡泡玛特注册会员复购率高达 58%。

图表 17: Molly&Pucky IP 系列数量情况 (单位: 个)



资料来源: 泡泡玛特公众号, 国盛证券研究所

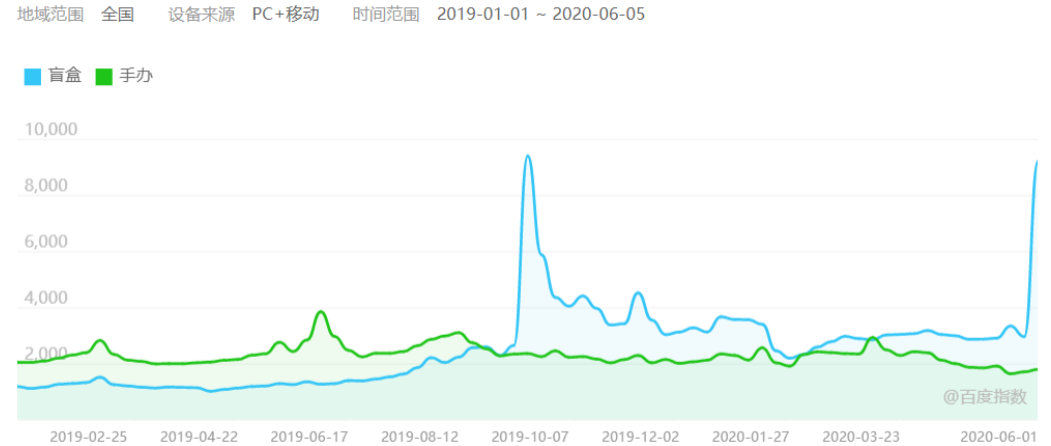
图表 18: 泡泡玛特月度上新盲盒数量 (单位: 个)



资料来源: 泡泡玛特公众号, 国盛证券研究所

盲盒市场热度升温显著。潮流玩具本为小众群体藏品，如动漫手办具有长时间的内容积累，玩家往往集中在动漫内容粉丝，中高端艺术玩具由于价格较贵也多为限量版出售，普通群众少有接触。盲盒形象一般以原创 IP/成熟动画 IP 为基础，并无动漫内容壁垒，受众相对广泛。此外，盲盒以其低单价+强渠道打入市场，通过盲抽玩法的强刺激性吸引用户，成功实现从“泛二次元”用户到青年群体的转变，顺势破圈。现有用户因收藏/竞赛/社交需求持续购买盲盒，带来市场热度持续升温。从百度指数可以看到，盲盒搜索指数在 2019 年下半年超过手办，后续始终维持相对高位。

图表 19: 盲盒与手办百度指数对比



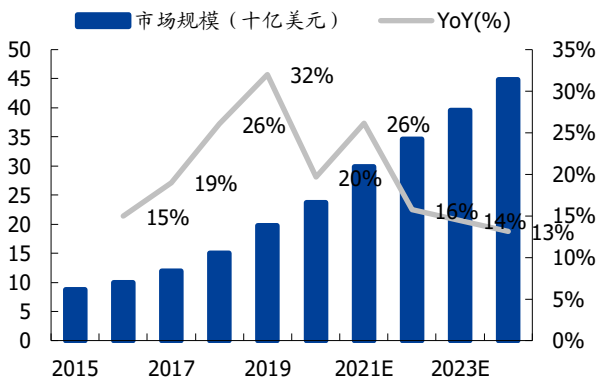
资料来源: 百度指数, 国盛证券研究所

3 盲盒市场空间有多大? 未来发展潜力如何?

3.1 盲盒破圈驱动潮玩市场增长, 规模有望达到百亿级别

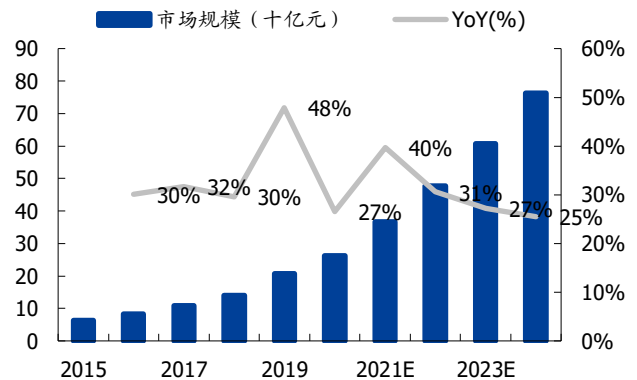
中国潮流玩具市场仍处于发展早期阶段, 过去数年实现较快增长。2019 年全球潮流玩具市场规模 198 亿美元, 5 年 CAGR 为 22.8%; 2019 年中国潮流玩具市场规模为 207 亿人民币, 5 年 CAGR 为 34.6%。盲盒为近年来潮流玩具规模增长的核心驱动力, 知名品牌泡泡玛特 2019 年收入增速高达 227%, 2019 年在盲盒上花费超过 2 万元的玩家已经超过 20 万人。在人均可支配收入提高和盲盒破圈的带动之下, 中国潮流玩具市场预计持续处于增长阶段, 预期 19-24 年 CAGR 为 29.8%。

图表 20: 全球潮流玩具市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 泡泡玛特招股书, 国盛证券研究所

图表 21: 中国潮流玩具市场规模



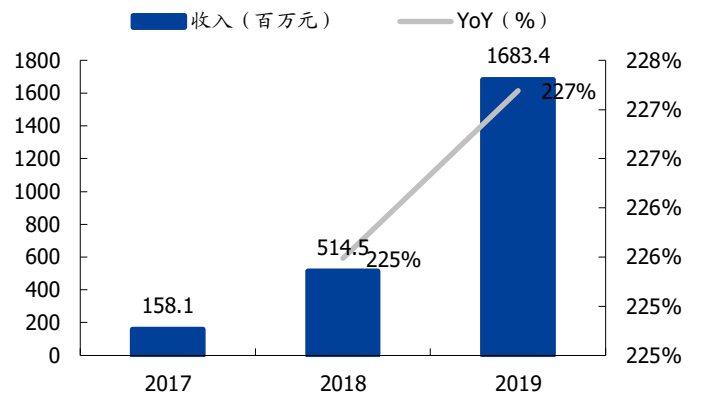
资料来源: 弗若斯特沙利文, 泡泡玛特招股书, 国盛证券研究所

图表 22: 全球潮流玩具市场规模



资料来源: 谷雨数据, 《95后玩家剁手力榜单》, 国盛证券研究所

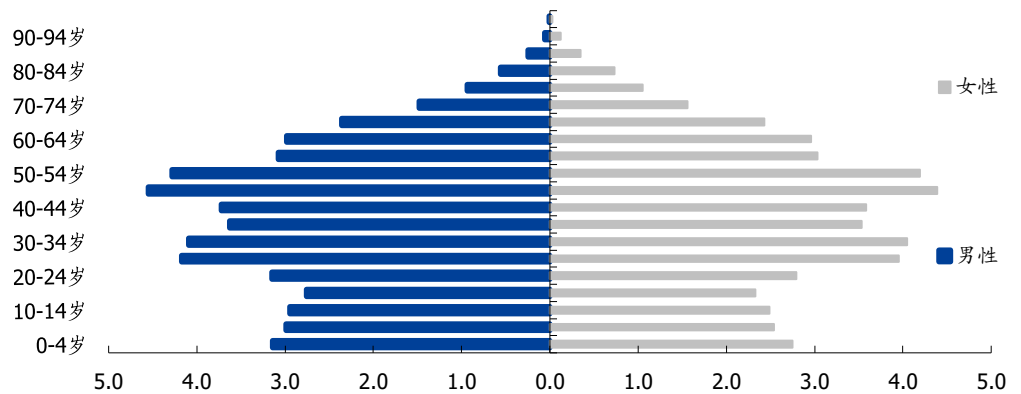
图表 23: 泡泡玛特营收及增速情况



资料来源: 泡泡玛特招股书, 国盛证券研究所

结合前述用户画像, 由于盲盒“高颜值+强刺激性”属性, 核心用户多为追求个性化的女性(占比 75%)及年轻群体(18-29岁占比 58%)。根据国家统计局人口调查数据, 2018年国内总人口数 13.95 亿, 15-30 岁女性占比为 9.07%, 人数为 1.27 亿人, 15-30 岁男性占比 10.08%, 人数为 1.41 亿人。假设女性渗透率为 10% (一二线城市学生和白领为主), 男性渗透率为 3%, 则潜在核心用户群体约为 1700 万人。

图表 24: 不同年龄段男性女性在总人口中的占比 (%)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

我们认为, 随着各潮玩企业的布局, 盲盒 IP 丰富度将逐渐提升, 能够满足不同人群的个性化审美需求。目前泡泡玛特约 300 万名注册会员, 距离 1700 万人的天花板仍有一定距离, 预计盲盒将在中短期内持续渗透。考虑到盲盒消费者的高复购率, 假设人均每年消费 5 个盲盒即 300 元 (单价 59 元), 则盲盒全行业市场规模 50 亿元; 若人均购买数量达到 10 个, 中长期看盲盒市场规模有望达到百亿级别。此外, 若行业内推出更低价格的产品线, 则盲盒可向下沉市场逐步渗透, 打开增量空间。

图表 25: 盲盒市场规模测算 (单价=59元)

人均消费盲盒个数	15-30岁男性群体渗透率					
	2%	3%	5%	7%	8%	10%
	15-30岁女性群体渗透率					
	5%	10%	15%	20%	25%	30%
2	10.78	19.91	30.69	41.48	50.60	61.38
5	26.96	49.77	76.73	103.69	126.50	153.46
7	37.74	69.68	107.42	145.16	177.10	214.84
10	53.92	99.54	153.46	207.38	253.00	306.92
12	64.70	119.45	184.15	248.85	303.60	368.30
15	80.88	149.31	230.19	311.06	379.50	460.37

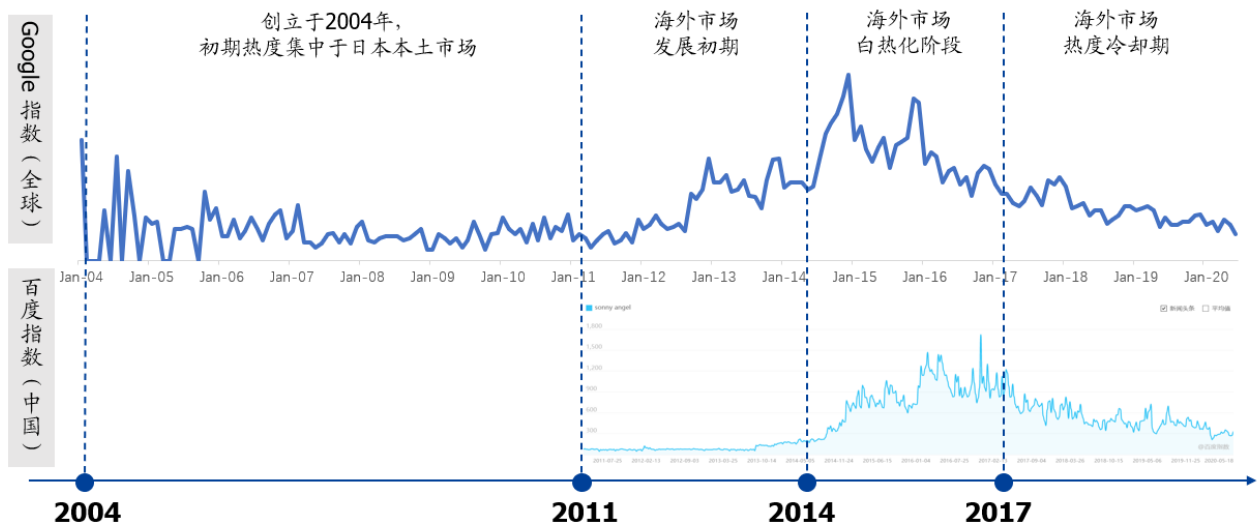
资料来源: 国盛证券研究所测算

3.2 原创盲盒 IP 变现: 树立品牌效应, 延长产品生命周期

盲盒破圈之余, 如何延长 IP 生命周期, 打开多元变现空间也是持续发展、树立竞争壁垒的关键要素。国内盲盒 IP 起步相对较晚, 仍处于高速发展期。对标海外来看, 日本 IP Sonny Angel 诞生于 2004 年, 以 18cm 玩偶起家, 通过迷你摆件系列盲盒迅速扩大海内外知名度, 16 年以来持续推出超过 650 款形象, 具有一定参考意义。我们对比了 Sonny Angel 的 Google 搜索指数和百度搜索指数, 梳理 Sonny Angel 发展路径如下:

- 2004-2011 年: 2004 年 Sonny Angel 以身长 18CM 眼睛可以转动的人偶形象面世, 第二年推出迷你摆件盲盒动物系列, 一经发行即在日本引起轰动。在常规款盲盒之外, Dreams 公司陆续推出季节限量系列、艺术家系列、合作系列等, 在此阶段, IP 热度主要集中在日本本土市场。
- 2011-2014 年: 从谷歌搜索指数来看, 该阶段 Sonny Angel 初步进军海外市场, 热度上升最为显著的是香港、比利时、印度尼西亚地区。

图表 26: Sonny Angel 海内外市场变化情况



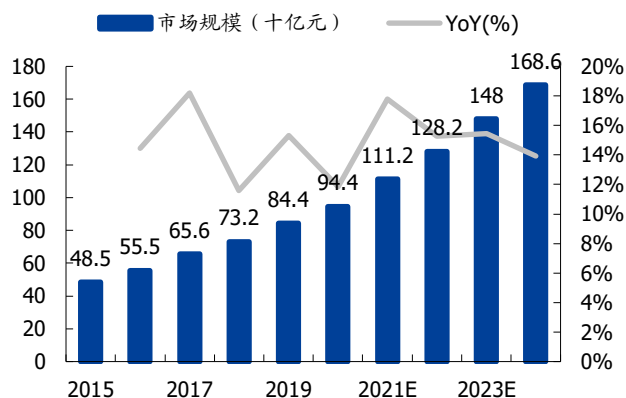
资料来源: 百度指数, 谷歌指数, 国盛证券研究所

- 2014-2017年: Sonny Angel 在海外市场的知名度进一步打开, 大陆市场知名度迅速提升。从豆瓣 Sonny Angel 小组帖子回复来看, 最后回复时间 2016-2018 年的帖子数量分别为 14/126/36 条, 交流信息集中于玩偶的二手交易。
- 2017 年至今: Sonny Angel 在海外市场的热度呈缓慢下降趋势, IP 影响力逐步减弱。

从上述发展路径来看, Sonny Angel 热度顶峰时期持续时长约 3 年(日本本土 2005-2008 年, 海外市场 2014-2017 年), 在此期间玩家购买及收藏兴趣达到白热化阶段, 论坛上二手交易贴数量也达到峰值。随后尽管 IP 热度有所下滑, 但由于 IP 知名度已显著提升, 形成品牌效应, 下滑速度相对缓慢。盲盒 IP 转化为品牌, 是树立竞争壁垒和拉长产品生命周期、实现长期变现价值的关键之一。

盲盒 IP 通过授权市场跨界合作, 建立 IP 与品牌知名度。根据弗若斯特沙利文测算, 中国 IP 授权市场规模持续增长, 2019 年达到 844 亿元, 预计 2024 年 1686 亿元, 五年 CAGR 为 14.8%。对于品牌主来说, 与知名 IP 合作能够打开品牌知名度并实现销量增长; 对于 IP 授权方来说, 授权合作助力增强 IP 影响力并赋予全新变现空间。潮玩 IP Kaws 在 2019 年上半年与优衣库合作系列 T 恤, 6 月 3 日零点上线 3 秒即售罄; 2020 年 5 月泡泡玛特 Dimoo 联手哇哈哈苏打水推出“盲水”, 苏打水口味和瓶身包装设计均为随机分配, 引发众多网友讨论。

图表 27: 中国 IP 授权市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 泡泡玛特招股书, 国盛证券研究所

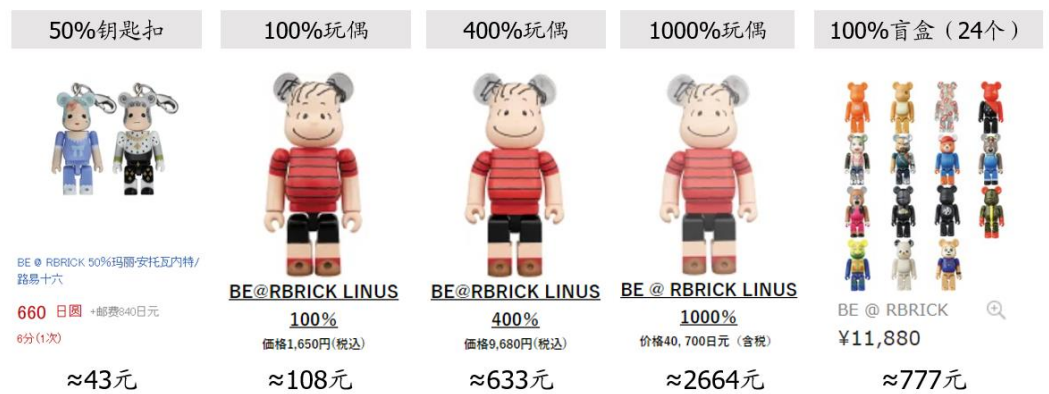
图表 28: Kaws*优衣库联名 T 恤



资料来源: 小红书, 优衣库, 国盛证券研究所

在 Sonny Angel 之外, 日本 IP Bearbrick (积木熊) 也是潮玩盲盒经久不衰的代表之一。Bearbrick 与 Sonny Angel 一样, 都具备简单而符合大众审美的基础造型。不同的是 Bearbrick 推出了 50%/100%/400%/1000% 等不同尺寸的玩偶, 其中 100% 款式价格相对亲民, 主要通过盲盒方式整盒销售; 而 400%/1000% 尺寸玩偶多为艺术款式, 供中高端玩家直接选购收藏。通过盲盒打开 IP 市场知名度, 并借助不同大小玩偶布局低端到高端潮流玩具市场, 也是加强 IP 品牌建设, 拓宽市场空间的重要路径之一。

图表 29: Bearbrick 不同规格潮玩定价情况



资料来源: Bearbrick 官网, 国盛证券研究所

4 潮玩盲盒行业的产业链和竞争格局如何?

4.1 潮玩产业链: IP 和销售环节为核心, 链条较长参与者众多

潮玩行业产业链围绕上游 IP 提供, 中游设计生产, 下游消费渠道多个环节展开, 产业链较长, 涉及参与方众多。总的来说, IP 获取和消费交易是产业链的核心, 中游生产环节由于代工厂数量众多技术门槛低, 不具备强议价能力。

图表 30: 潮玩产业链



资料来源: 国盛证券研究所绘制整理

上游 IP 提供: 潮玩产业链的最核心环节, 优质 IP 提升消费者对潮玩的认可度。

- 潮流玩具的 IP 按照属性分为: (1) 设计师 IP: 多来源于艺术家或工作室自主创作, 如 Molly、Pucky、Bear Brick 等。此类 IP 没有背景故事和特定世界观, 玩家根据自己的理解赋予形象意义。潮玩企业获取代理权的方式为与艺术家签约或孵化原

创 IP。(2) 基于成熟 IP 的二次创作：此类 IP 包括知名影视、游戏中的人物角色所衍生出的热门 IP 形象，如猫和老鼠、樱桃小丸子等；也包括真人明星的形象设计，如瑞幸咖啡推出的基于刘昊然的“遇见昊然” IP 系列。这种类型的 IP 提供商主要为影视公司、艺人公司，如迪士尼、华纳兄弟等。

- IP 按照来源可分为：(1) 自有 IP：公司拥有 IP 的版权，比如公司或旗下设计师独立创作的 IP，以及公司买断的 IP。代表潮玩公司包括 Kaws 公司的“KAWS”、Medicom Toy 的“BE@R BRICK”，国内十二栋文化的“长草颜文字”，“制冷少女”、以及泡泡玛特的 MOLLY 等；(2) 代理 IP：又细分为独家代理和非独家代理的 IP，通常授权期为 3-5 年。

图表 31: 主要潮玩公司核心 IP 情况

潮玩公司	成立时间	IP 类型	核心 IP
Kaws (设计师)	—	自有	KAWS
Medicom Toy	1996	自有	BE@R BRICK, KUBRICK
DREAMS	1996	自有	Sonny Angel
19 八 3	2010	代理&自有	Fenni, 凸仔, Little Amber, 樱桃小丸子
52toys	2015	代理	樱桃小丸子、王者荣耀、吾皇万睡等
泡泡玛特	2010	自有&代理	Molly、PUCKY、Labubu
十二栋文化	2014	自有&代理	制冷少女, 长草颜文字
酷乐潮玩	2016	代理	b duck、吾皇万睡、可口可乐、萌力星球
ACTOYS	2011	代理	非人哉、猫铃铛、山海镜花

资料来源：各官网，国盛证券研究所

中游设计生产：进入门槛较低，议价能力偏弱。除少量设计师亲自参与涂作的潮玩外，绝大多数潮流玩具企业委托工厂进行量产。流程一般是艺术家向潮玩公司提供设计草图，再由专业设计团队对草图进行 3D 建模，但外包的风险在于盗版潮玩流入市场损害公司利益，因此外包时产品生产流程被分割成多段外包给不同企业，单独一家代工厂无法获得产品完整生产流程。在工厂生产环节，由于代工厂数量众多技术门槛低，不具备强议价能力。

下游销售渠道：线上渠道发展迅猛，线下渠道主要布局高线城市。目前潮玩的线下渠道主要局部一二线城市的大型商场，具体形式包括实体店、无人零售机，潮流玩具会展以及各类潮玩品牌举办的个展。线上渠道如天猫旗舰店、微信小程序等发展迅速，以泡泡玛特的招股说明书披露的渠道数据为例，线上渠道销售占比由 2017 年 9% 迅速提升至 2019 年 32%。且由于低线城市线下布局目前还较少，线上渠道成为潮玩销售的重要增量市场。以下为部分潮玩公司渠道布局情况：

图表 32: 部分潮玩公司渠道布局情况

潮玩主要玩家	渠道布局情况			
	线下渠道	线上渠道		
		天猫旗舰店	微信小程序	APP
泡泡玛特	目前线下直营门店突破 140 家，拥有超 800 台机器人商店，覆盖全国 63 个城市	√	√	POP mart
十二栋文化	线下主要是通过 LLJ 夹机实现销售	—	—	—
酷乐潮玩	目前全国范围内拥有 100 多家直营门店。	√	√	酷乐潮玩
九木杂物社	目前在全国范围内共开设 212 家门店，其中直营门店 136 家，加盟门店 76 家	√	√	—
19 八 3	目前开设超过 100 家直营门店，在全国范围内覆盖 50 个城市	√	—	19 八 3
IP 小站	900 台线下无人零售机	—	√	2020.6.10 上线

资料来源: 创业邦, 国盛证券研究所

4.2 竞争格局: 目前行业集中度较低, 泡泡玛特市占率领先

行业集中度较低, 泡泡玛特市占率领先。根据弗若斯特沙利文统计的数据, 2019 年按零售价值计, 中国潮玩行业 CR5 为 22.8%, 集中度仍较低, 前五大参与者的市场份额分别为 8.5%、7.7%、3.3%、1.7% 及 1.6%。其中泡泡玛特是最大的潮流玩具品牌, 市占率为 8.5%。

根据弗若斯特沙利文预测的数据, 2024 年中国潮玩的零售规模将达到 763 亿元, 离 2019 年 207 亿元的销售规模仍存在较大空间, 当前我国仍处于潮玩发展的早期阶段。我们分析当前阶段潮玩市场集中度不高的原因可能在于:

● **供给端: IP 数量众多, 资金壁垒较低, 吸引玩家入局高速发展的潮玩行业。**

(1) IP 是潮玩的“灵魂”, 可以来自于设计师原创或影视、游戏及明星形象授权。一方面, 大量的 IP 形象有成为爆款的潜力, 潮玩公司取得授权或孵化出原创 IP 即可以进入行业分享高红利; 另一方面, 虽然在潮玩市场发展早期能够有较大影响力的 IP 数量较少, 但 IP 方可以进行多家授权, 如“吾皇万睡”在 52toys 和酷乐潮玩均有授权。

(2) 潮玩产业链的核心在于 IP 获取和渠道销售, 占用人力和资产较多的生产环节可以实现外包且成本较低, 而在渠道销售上, 除实体店外资产较轻的无人零售机即可以实现潮玩的销售, 且线上渠道的消费者购买力也较强。所以, 在获取 IP 之后, 潮流公司的资金壁垒较低。

● **需求端: 对新品类的猎奇心理, 较低的购买成本让消费者容易“入新坑”。**

(1) 潮玩的核心词在于“潮流”, 在行业发展早期消费者的猎奇心态驱使消费者尝试不同的品类, 而不同的品类及系列可能对应不同的公司, 使得行业集中度被稀释。

(2) 大众级潮玩(比如盲盒)将对于其他潮流单品(潮鞋等)单价较低(目前市面主流的盲盒定价多在 30-80 元之间), 消费者对于新系列或新 IP 的购置成本较低。

但由于潮玩独特的“社交+收藏+增值”属性，我们认为头部公司的竞争优势会随着用户及渠道积累而愈发增强。在前文中已经提到，潮玩产业链的核心在于“IP获取”及“销售渠道”环节，而较为主流的潮玩公司打法也围绕这两大核心环节展开，我们将其分为偏文化属性（围绕IP）和偏零售公司（围绕渠道）两大类，并试图分析两类公司核心竞争优势及未来发展空间。

图表 33: 潮玩主要玩家及核心竞争要素

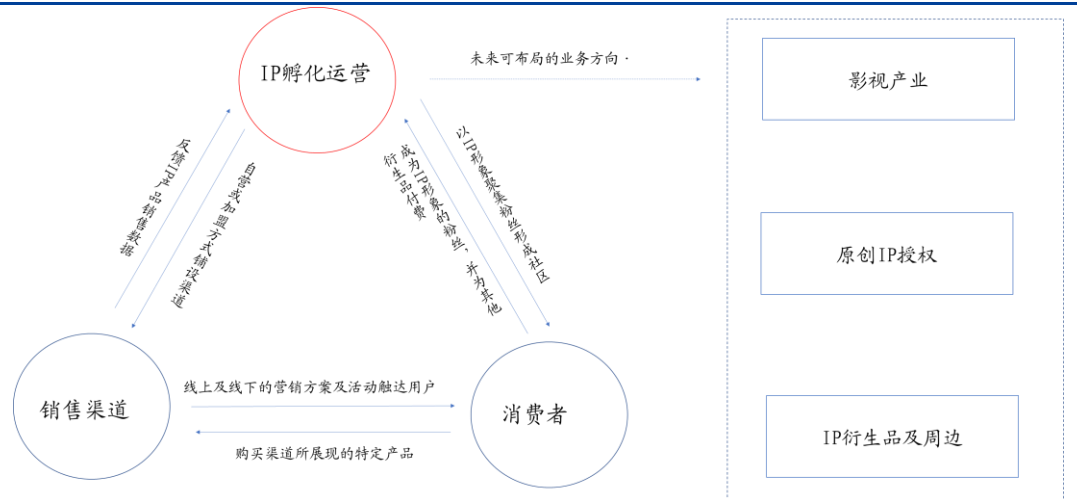
属性	潮玩主要玩家	主要销售品类	核心竞争力	核心 IP
文化属性公司	泡泡玛特	盲盒，明盒，衍生周边	IP 的运营与孵化，潮玩全产业链布局	Molly、PUCKY、Labubu
	十二栋文化	玩具及动漫周边 (通过夹娃娃机实现)	原创 IP 的孵化	制冷少女，长草颜文字
零售属性公司	酷乐潮玩	数码产品，毛绒玩具，服装配饰，礼品	高效的产品供应链，高 SKU	b duck、吾皇万睡、可口可乐、萌力星球
	九木杂物社	配饰、文具、餐具、居家用品、创意礼品	自有供货渠道（晨光文具）	——
	19 八 3	盲盒、箱包、玩偶、服装、家居办公产品	高效供应链，高 SKU	Fenni，凸仔，Little Amber，樱桃小丸子
	IP 小站	盲盒、手办、动漫周边	潮玩领域的零售规模领先，数字化技术	小熊维尼，sonny angel，你好喵室友

资料来源：泡泡玛特招股书，国盛证券研究所

4.2.1 偏文化属性：围绕 IP 做孵化与运营，发展路径可对标迪士尼

我们认为偏文化属性公司的竞争壁垒在于 IP 影响力与形象创新，未来的发展路径可对标迪士尼。偏文化属性的公司通过原创/独代 IP 收获了数量庞大的粉丝，基于潮玩的社交和增值属性，其粉丝及消费人群有望产生裂变式的增长。此类公司的竞争力在于先发优势带来的首批核心用户的积累、IP 形象的持续获取与运营，以及全产业链布局的规模优势。文化类公司的未来发展路径可对标迪士尼，可能的业务空间包括影视产业、原创 IP 授权及 IP 衍生品售卖。

图表 34: 偏文化类潮玩公司核心竞争力及未来发展空间



资料来源: 公开资料, 国盛证券研究所绘制整理

泡泡玛特: 围绕 IP 做全产业链布局。公司 2016 年签约香港设计师推出“Molly 星座”盲盒系列进入高速增长通道, 此后公司与大量知名 IP 提供商和内部设计团队合作, 在潮玩行业吸引并维持了一批优质 IP 资源。目前公司 IP 库包括: ①自有 IP, 主要包括 MOLLY、DIMOO、BOBO&COCO、YUKI; ②独家 IP: 主要包括 PUCKY、THE MONSTERS、SATYR RORY; ③非独家 IP: 主要包括米老鼠、DESPICABLE ME、HELLO KITTY。公司业务均基于丰富的 IP 资源库, 借此可以与各行业知名公司合作, 探索多样化的变现机会, 进一步推广 IP, 借此形成正向的循环。

与此同时, 泡泡玛特布局完善高效的销售渠道, 变现 IP 的流量价值。公司销售渠道主要包括 114 家零售店, 825 家创新机器人店, 线上渠道 (天猫旗舰店、泡泡抽盒机、葩趣)、潮玩展和批发渠道。其中线上渠道增势强劲, 2019 年全年公司天猫旗舰店产生的收益为 2.52 亿元, 在天猫所有模玩旗舰店中排名第一; 微信小程序泡泡抽盒机产生的收益为 2.71 亿元。

图表 35: IP 是泡泡玛特经营的核心



资料来源: 泡泡玛特招股书, 国盛证券研究所

十二栋文化: 以 IP 孵化为核心, 布局 ACG 全产业链条。团队主营原创动漫品牌创作、自主 IP 形象开发与授权、产品设计与周边衍生以及运营推广等多项业务, 旗下拥有“长草颜团子”、“小僵尸”、“制冷少女”等多位原创动漫形象, 现已成为系统性布局 ACG 全

产业链条的 IP 孵化公司。十二栋的优势在于：**1) 对自有 IP 掌控力强**：公司大多数 IP 形象均隶属于公司旗下，公司会与画家们共同建立工作室，有一些甚至成为公司的股权持有人，自有 IP 数量多，对于 IP 的掌控力较强。**2) 全产业链布局**：公司在上海、山西、广州都有子公司，目前十二栋的总部位于北京，负责旗下所有 IP 形象的运营与开发。而各地子公司则分别承担了 IP 授权、产品设计生产、衍生品电商销售等工作。

图表 36: 十二栋文化核心 IP

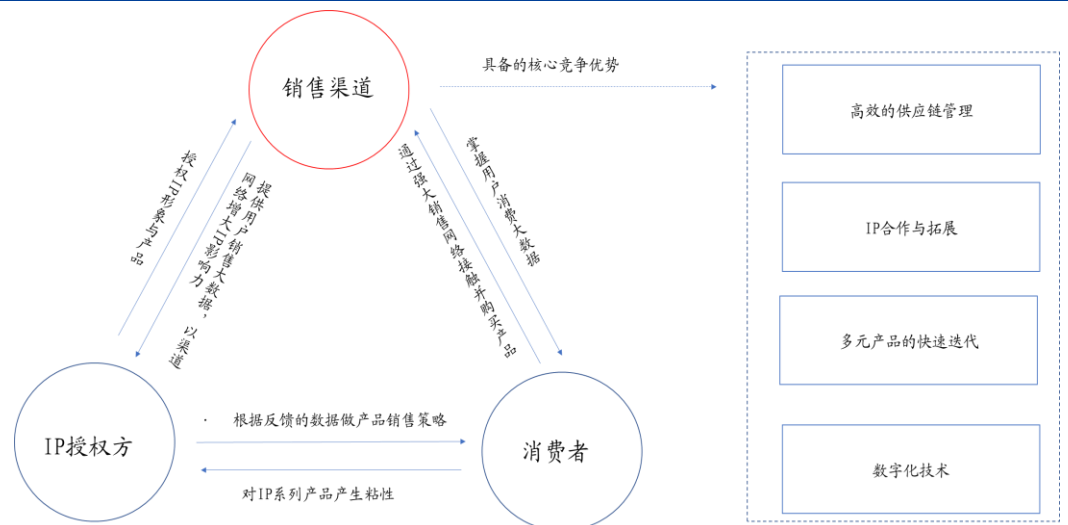


资料来源：十二栋文化官网，国盛证券研究所

4.2.2 偏零售属性：强大的渠道掌控力，高效供应链和多元产品迭代是核心

偏零售公司核心在于销售渠道，高效的供应链管理、IP 合作与拓展、多元的产品快速迭代以及数字化技术是其核心竞争力。此类潮玩公司以广泛的销售渠道布局为核心，一方面，公司密集的渠道布局能够快速触达消费者，实现 IP 的大范围宣传扩散；另一方面，用户通过渠道消费产生海量数据，公司可以根据不同点位的情况调整销售策略，实现“千店千面”的精准营销。代表公司包括 IP 小站、酷乐潮玩及九木杂物社。

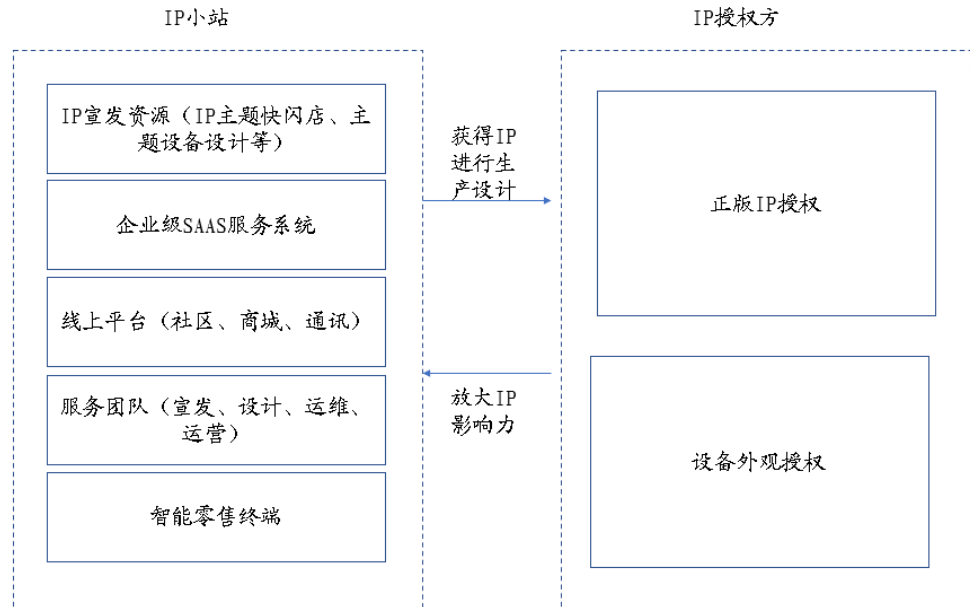
图表 37: 偏零售类潮玩公司核心竞争力及未来发展空间



资料来源：公开资料，国盛证券研究所绘制整理

IP 小站: 以体验式智能无人零售终端为载体, 建立全国性盲盒网络化销售渠道。其核心竞争力在于: (1) IP 小站拥有独家的数字化技术, 在大数据方面可以根据用户性别、年龄、行为等关键数据, 为商户建立用户数据库, 总结用户偏好和购物习惯, 指导内容产生, 引导创新走向。(2) 凭借布局全国的销售网络, IP 小站已经与国内外多家知名 IP 授权企业达成了紧密合作, 拥有包括大热 IP Sonny angel 在内的 700 多家 IP 授权, 其完善的渠道布局可以帮助品牌孵化 IP、扩大 IP 的影响力, 持续吸引 IP 方加入。

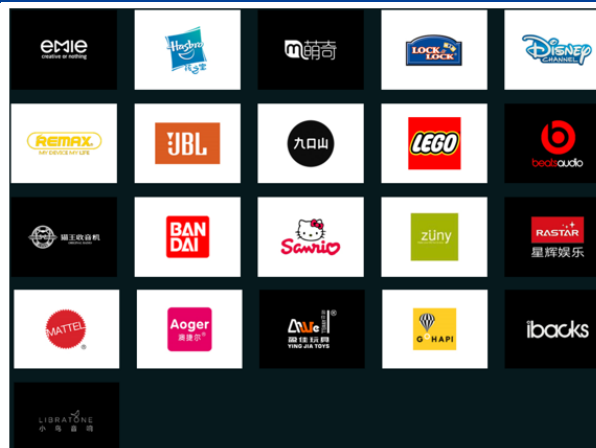
图表 38: IP 小站与 IP 授权方合作模式



资料来源: IP 小站官网, 国盛证券研究所绘制整理

酷乐潮玩: 聚焦 95 后 00 后的创意生活杂货品牌, 核心竞争力在于高 SKU 及高效的供应链管理。公司主营流行音乐、文具礼品、潮流数码、潮流配饰、动漫玩品、毛绒玩具等文创生活用品, 合作多个创意品牌。酷乐潮玩在全国拥有 100 多家线下门店, 盲盒销售是其中的重要品类之一。

图表 39: 酷乐潮玩的合作品牌



资料来源: 酷乐潮玩官网, 国盛证券研究所绘制整理

5 投资建议

盲盒消费的核心特点是低单价、高溢价和高复购率。与其他娱乐消费品对比，相对较低的单价（49-99元）降低消费门槛和购买决策成本，能够平民化；IP+盲盒相互推动带来高溢价（高毛利率）和强刺激性，叠加低单价和强渠道（线上线下、零售店+售货机），带来高复购率（泡泡玛特注册会员复购率58%）。

中国潮流玩具行业处于发展的早期，增速高、空间大、且粉丝表现出较强的忠诚度和购买力。预计2024年中国的潮流玩具市场规模将达人民币763亿元，自2019年起CAGR为29.8%。潮玩定位于年轻群体，“潮流”是其灵魂，“玩具”只是物质载体，满足了消费者更深层次的情感需求，转化为超强的购买力，调研显示超过45%的潮流玩具消费者每年在潮流玩具花费超过500元，其中19.8%的人在2019年购买潮流玩具超过五次。

投资建议：潮玩产业链的核心在于“IP获取”及“销售渠道”环节，主流的潮玩公司打法也围绕这两大核心环节展开并构筑起自身的护城河，且由于潮玩独特的“社交+收藏+增值”属性，我们认为头部公司的竞争优势会随着用户及渠道积累而愈发增强。建议关注：

- **泡泡玛特：**公司为中国潮流玩具文化的开拓者及最早推广者，占据潮玩市场份额第一（8.5%）。公司具备优质IP资源和强大的IP运营能力，且已建立全面的销售渠道触及消费者，线上渠道增势强劲。
- **金运激光：**公司在IP衍生品运营的下游渠道方面，已具备了提供无人零售机、区块链记帐器等硬件设备、管理软件等产品的能力。公司公告拟投资收购玩偶一号科技有限公司，玩偶一号是目前在IP盲盒领域的知名公司，通过打造IP及衍生品推广渠道平台IP小站(IP Station)，将智能无人零售终端与IP衍生品市场（盲盒等）无缝结合。

风险提示

IP的市场吸引力低于预期风险：公司的产品是基于自有或代理的IP进行设计和推广，以满足消费者的偏好和兴趣。但IP的吸引力难以把握，可能会影响相关公司的盈利能力。

知识产权风险：公司的产品很大程度上取决于产品设计，虽然公司有注册合法的知识产权，但是若授权方无法维持和保护相关知识产权，公司竞争力可能受到负面影响

市场竞争风险：我国潮玩行业处于快速发展期，行业红利吸引大量玩家入场，且目前行业集中度较低，存在竞争风险。此外。公司与IP方的合作若是非独家，则可能面对同IP产品的激烈竞争。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com