

# 认识泡泡玛特：小盲盒的大生意

## ——新经济系列研究报告系列（一）

分 析 师：刘欣 执业证号：S0100519030001  
分 析 师：钟奇 执业证号：S0100518110001

2020年12月16日

风险提示：对核心IP的依赖风险；行业未  
来竞争加剧；新品研发效果不及预期

守 民  
正 生  
出 在  
新 勤



- ✓ **泡泡玛特是中国最大的潮流玩具公司：**
  - ✓ **卖什么？** 公司主要销售盲盒/手办/BJD/衍生品四大类产品，其中盲盒为公司最主要的品类，以2020H1为例，盲盒营收6.9亿元，占公司总营收84.2%，其中泡泡玛特品牌的盲盒营收6.4亿，第三方品牌盲盒营收0.5亿。
  - ✓ **从哪儿买？** 公司的渠道布局非常完备，消费者可通过线下和线上两种方式采购公司产品：其中线下占比约60%，覆盖全国33个一二线城市的136间零售店、62个城市的1001间机器人商店、短期快闪店和国际潮玩展（北京&上海）等渠道；线上占比约40%，包含天猫旗舰店、泡泡抽盒机（微信小程序）、微信官方商城、葩趣APP和其他电商平台。
  - ✓ **谁在买？** 高消费的年轻女性群体。泡泡玛特75%的消费者为女性，“85后/95前”用户占46%，1/3为白领，90%消费者收入在8000-20000元之间。
- ✓ **十年复盘：生活百货零售商起步，向IP全产业链运营平台进发。** 公司自2010年以生活百货店起步到如今成长为中国最大的潮玩公司，十年发展历程可大致分为自生活百货店（2011~2015年）→潮流玩具店（2015~2016年）→潮玩IP运营平台（2017年至今）三个成长阶段。
- ✓ **从IP打造→产品系列研发及代工生产→线上线下全渠道销售→线上线下粉丝运营的全产业链IP运营平台。** IP方面目前共拥有自有、独家、非独家三种类型的93个IP，最畅销四款IP占公司营收近50%，且与公司绑定关系紧密；产品研发方面，110人的工业设计及研发团队保障每年IP→系列产品的稳定和持续的产出；渠道方面线上线下全渠道且数字化的触达消费者。粉丝运营方面通过葩趣社区和国际潮玩展触达粘性用户群体。
- ✓ **风险提示：** 对核心IP的依赖风险；行业未来竞争加剧；新品研发效果不及预期。

- ✓ 泡泡玛特是中国最大的潮流玩具公司，按销售的产品类型分为盲盒/手办/BJD/衍生品四种类型。
  - ✓ 盲盒为公司最主要的产品（2020H1盲盒产品营收占公司总营收84%）。公司单个盲盒的售价在49~99元之间，2020H1泡泡玛特品牌盲盒的平均售价为47元/个。公司销售的盲盒通常价格为59元/个，一个系列通常有12个普通款+1个隐藏款，每个IP一年出1~7个系列。
  - ✓ 除盲盒之外，公司还有手办（单价更高，设计更精致）、BJD（可活动肢体的人偶，单价更贵）、衍生品（如毛绒玩具/吊坠/别针等）、扭蛋等产品，均是基于公司已有IP所开发的玩具产品。

图：泡泡玛特销售产品的主要类别

	 盲盒	 手办	 BJD	 衍生品
售价范围	49~99元	199~1499元	399~799元	6~389元
尺寸	4.5~9.5cm	>10cm	10~20cm	多种
平均售价 (2020H1)	47	258	342	29

图：以MollyIP为例展示公司销售的产品类型

 Molly为公司自有IP，2020H1MollyIP营收占比达27%

	<b>盲盒：</b> 以「Molly的一天」系列为例，共12+1个款式，单价59元/个		<b>手办：</b> 以「王者荣耀梦奇」手办为例，共1款，单价599元/个
	<b>BJD：</b> 以「米妮米奇」系列为例，共2款，单价399元/个		<b>衍生品：</b> 以「Molly的一天」系列徽章为例，共12+1款，29元/个

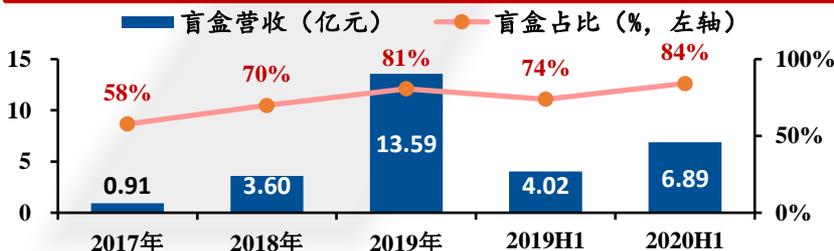
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

- ✓ 盲盒为公司最主要的品类，以2020H1为例，盲盒营收6.9亿元，占公司总营收84.2%，其中泡泡玛特品牌的盲盒营收6.4亿，第三方品牌盲盒营收0.5亿。在公司的93个储备IP（截至2020H1）中，Dimoo/Pucky/Molly/The monsters为公司最畅销的四款IP，2020H1四款IP盲盒产品的营收分别占总营收的13.3%/13.1%/12.7%/8.1%。
- ✓ 以Molly IP为例，2017~2020H1累计发布21个系列，其中2020上半年新发售「小鸟」「蒸汽朋克」「molly的一天」三个系列，每个系列分别包含13/14/13个盲盒，单个均价分别为59元/69元/59元。

图：2020H1公司盲盒产品销量排行前5的IP

	销量 (万个)	平均售价 (元)	销售额 (亿元)	营收占比 (%)
 Dimoo	236.3	46	1.09	13.3
 PUCKY	206.0	52	1.07	13.1
 Molly	203.5	51	1.04	12.7
 TheMonsters	48.5	57	0.28	8.1
 BOBO&COCO	14.8	55	0.08	3.0

图：2017~2020H1盲盒营收占公司总营收比例变化



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图：以MollyIP2020H1发售的系列为例展示公司销售盲盒研发销售流程：IP→系列→产品

MollyIP2020H1新发售3个盲盒系列如下：




「Molly小鸟」系列盲盒  
12普通款+1隐藏款  
59元/个  
发售时间：2020年2月14日




「Molly蒸汽朋克」系列盲盒  
12普通款+2隐藏款  
69元/个  
发售时间：2020年6月11日




「Molly的一天」系列盲盒  
12普通款+1隐藏款  
59元/个  
发售时间：2020年8月13日

- ✓ 按公司销售产品的来源，可将公司产品分为泡泡玛特品牌和第三方品牌。
  - ✓ 泡泡玛特品牌产品是公司的工业设计团队根据获取的IP自主开发的产品系列，毛利率高（~70%），近年来占公司总营收比例持续提升：2017~2019及2019~2020H1占同期总营收的比例分别为29%、66%、82.1%，72.7%、84.1%。
  - ✓ 第三方品牌产品主要为公司向国际知名品牌（如万代、Banpresto）采购的潮流玩具，毛利率相对较低（~35%），近年来营收占比逐渐下降。

图：第三方品牌产品展示



手办：哈利波特

手办：冰雪奇缘



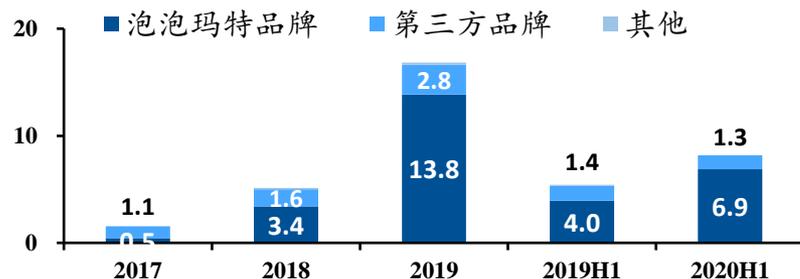
盲盒：阿狸



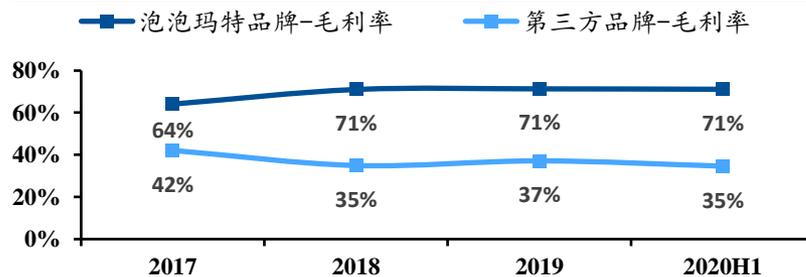
扭蛋：口袋妖怪

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图：公司自有品牌和第三方品牌营收规模变化(亿元)



图：公司自有品牌和第三方品牌毛利率变化图



- ✓ 公司的渠道布局非常完备，消费者可通过线下和线上两种方式采购公司产品：
  - ✓ 线下渠道：包含全国33个一二线城市主流商圈的136间零售店、位于中国62个城市的1001间机器人商店、短期快闪店、国际潮玩展（北京&上海）。
  - ✓ 线上渠道（增长迅速）：天猫旗舰店、泡泡抽盒机（微信小程序）、微信官方商城、葩趣APP、其他电商平台（如抖音小店、得物APP、京东自营旗舰店、海外速卖通官方店等）。

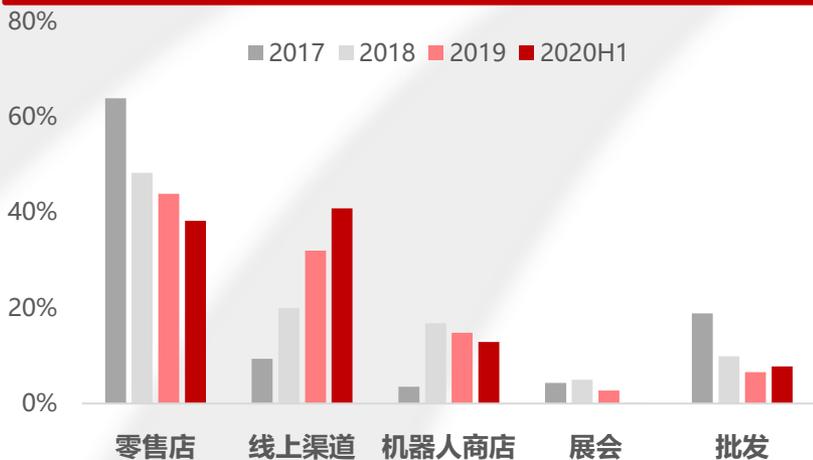
图：公司销售渠道图示



资料来源：招股说明书，各线上渠道官网，民生证券研究院

- ✓ **销售渠道：线上反超零售店。**2017-2019年，泡泡玛特最主要的收益来源渠道为零售店销售，但占比逐年下降；2020年H1受疫情影响，线上渠道占比进一步提升，达到40.9%，超过零售店渠道（38.3%）。机器人商店、批发和展会渠道共贡献20%-30%左右收益份额。
- ✓ **零售店兼具品牌形象打造作用。**截至2020H1，公司在全国33个一二线城市开设136间零售店作为主要销售渠道，零售店是创设品牌形象、建立粉丝关系的重要渠道。
- ✓ **机器人商店：费用优势、获取市场数据。**截至2020H1，公司有1001间机器人商店。在租金、人员和维护费用较低的优势之外，其销售业绩和市场反馈也为未来零售店拓展提供了一手数据。
- ✓ **线上渠道（天猫、泡泡抽盒机、葩趣APP等）增长迅猛。**其中天猫旗舰店2020H1收益1.47亿元，同比增长120.4%；泡泡抽盒机（微信小程序）2020H1收益1.62亿元，同比增长71.5%。

图：公司按销售及经销渠道划分的收益（2017-2020H1）



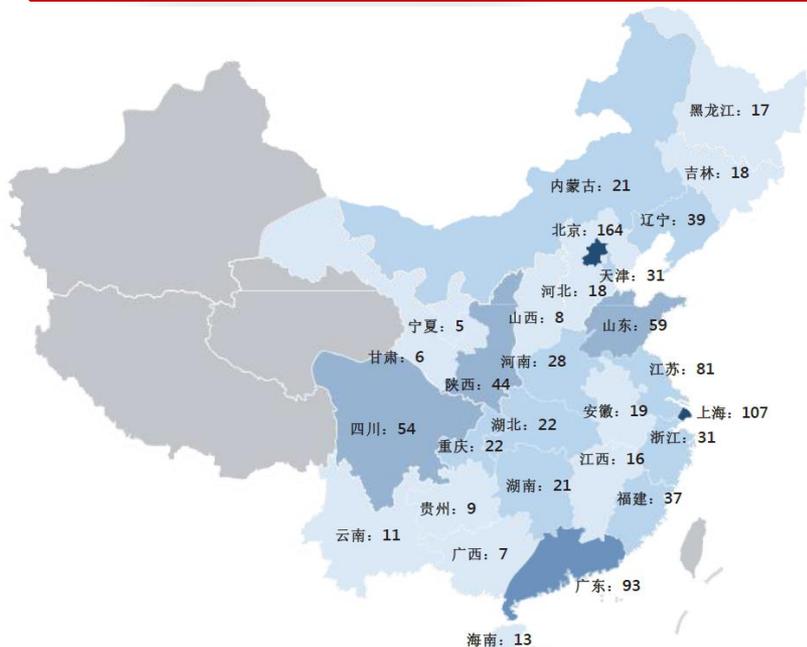
图：公司销售渠道



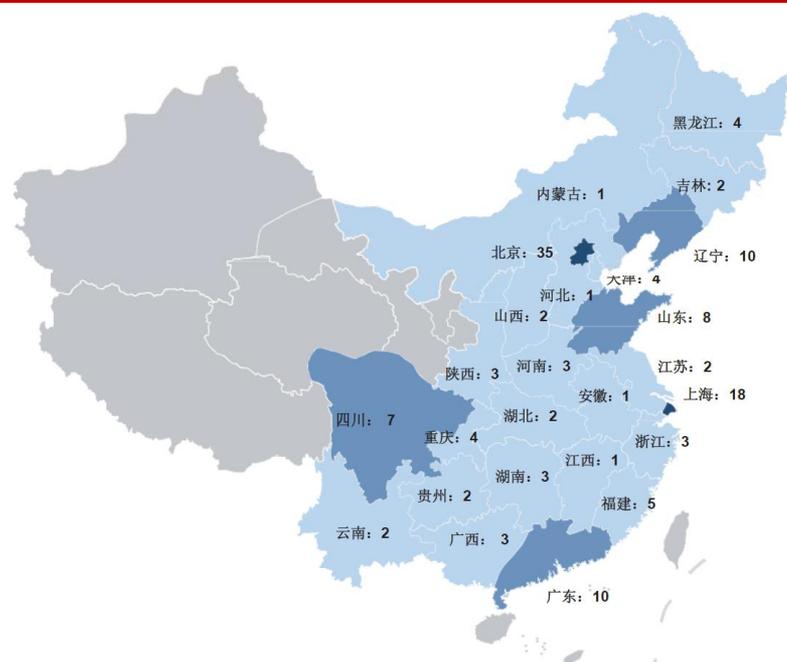
资料来源：招股说明书，各线上渠道官网，民生证券研究院

- ✓ 公司136间零售店分布在一二线的33个城市（城市数量覆盖率5%左右），其中开店数量排名前三的省市分别为北京35家，上海18家，广东10家，占比分别为26%、13%、7%。零售门店布局主要在核心商圈高人流区域，门店装修风格较为时尚潮流。
- ✓ 公司的1001间机器人商店共分布在62个城市，且头部城市集中度相对较低，开店数量前三名的北京上海广东门店占比分别为16%、11%、9%。机器人店是公司2017年推出的创新零售渠道，主要分布在高人流的购物中心和地铁站，具有①完备的用户交易数据积累；②单店开设成本低（单店年人员租金等成本不足30万），便于快速扩张试错；③相比零售店利润率更高等优点。

图：截至2020H1公司机器人店全国覆盖情况



图：截至2020H1公司零售店全国覆盖情况



资料来源：招股说明书，各线上渠道官网，民生证券研究院

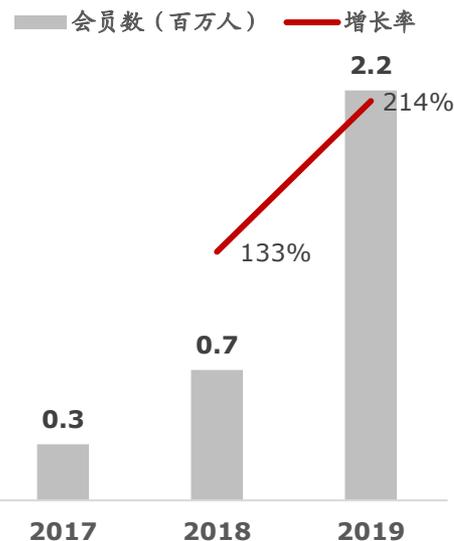
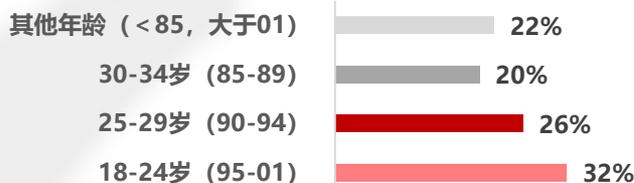
- ✓ **潮玩消费者：年轻、教育程度高、复购率高。**根据弗若斯特沙利文的调查，超过95%的潮玩消费者年龄在15到40岁，其中63%持有学士或以上学位。68.5%的潮玩客户于2019年购买超过一次，其中19.8%购买超过五次。
- ✓ **泡泡玛特会员增长迅速。**注册会员数量从2017年的30万增长至2020H1的360万，年复合增长率为170.2%。整体重复购买率为58%，略高于中国潮玩零售场参与者前十平均水平（约50.4%）。
- ✓ **核心用户画像：高消费年轻女性群体。**泡泡玛特75%的消费者为女性，“85后/95前”用户占46%，1/3为白领，90%消费者收入在8000-20000元之间。

图：公司核心用户画像：高收入年轻女性白领群体

图：泡泡玛特会员增长迅速



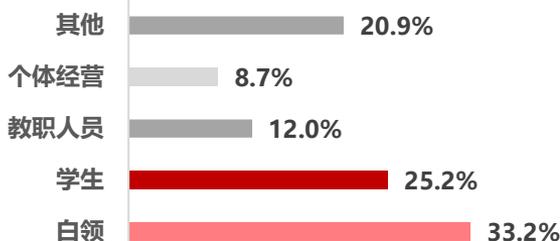
#### ➤ 年龄



#### ➤ 性别



#### ➤ 职业



#### ➤ 收入



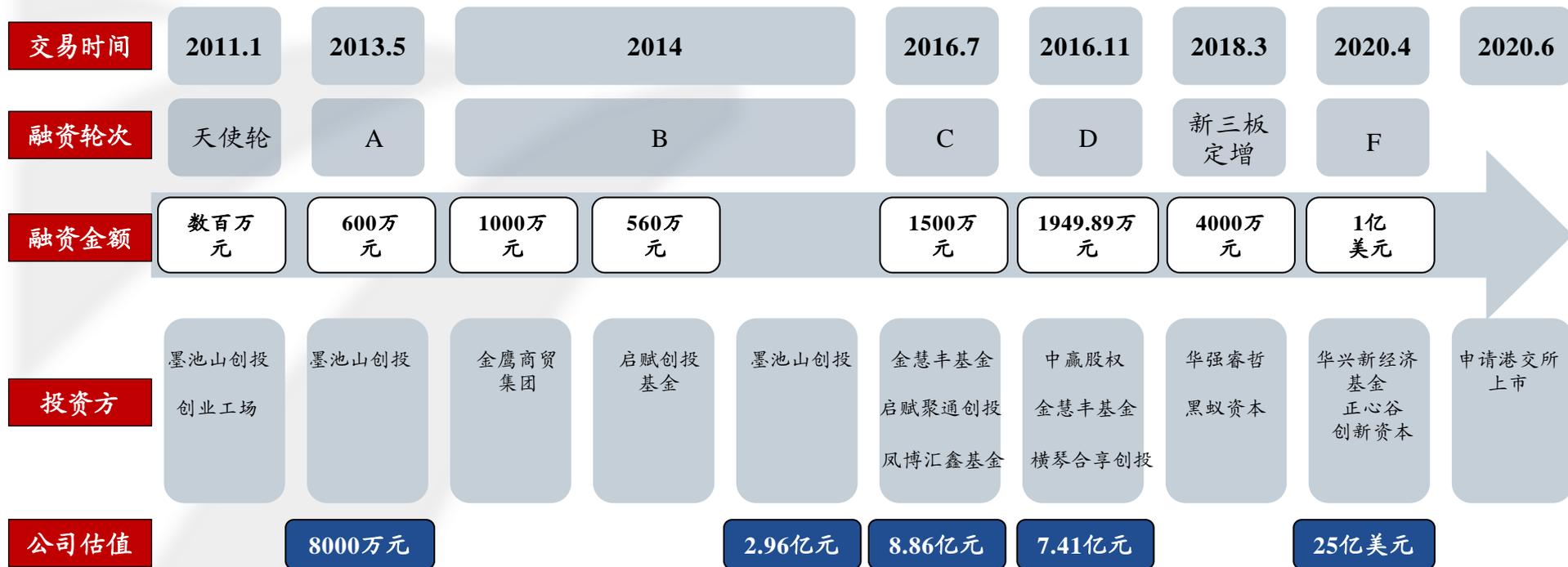
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

- 公司自2010年以生活百货店起步到如今成长为中国最大的潮玩公司，十年发展历程可大致分为自生活百货店→潮流玩具店→潮玩IP运营平台三个成长阶段：
- **阶段一（2010~2015年）：“潮流生活百货店”起步**——公司发展初期聚焦线下渠道，产品主要为第三方品牌代销，涉及玩具和文创用品；这一阶段积累了较多的渠道和线下店铺运营经验；
  - **阶段二（2015~2016年）：转型潮流玩具店，积极寻求海外优质IP**——公司从零售店潮玩品类的热销中嗅到潮玩市场爆发的趋势，进而将货品从生活类持续倾斜至潮玩类。2015年拿下日本知名潮玩IP Sonny Angel的版权后获得营收高增长；2016年4月挖掘并独家代理Molly，推出第一款自主研发的[星座]系列盲盒，后Molly迅速成为支撑公司高速增长的核心IP。
  - **阶段三（2017~现今）：潮玩IP的综合服务平台**——公司在IP布局（从独代→建设自研团队→不断扩大IP合作库）、产品研发（100人+的工业化设计团队，新品研发速度不断加快）、渠道建设（线下、线上、社区、展会，全方位触达消费者）等多个方面快速布局，同期营收利润迎来高速增长。



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

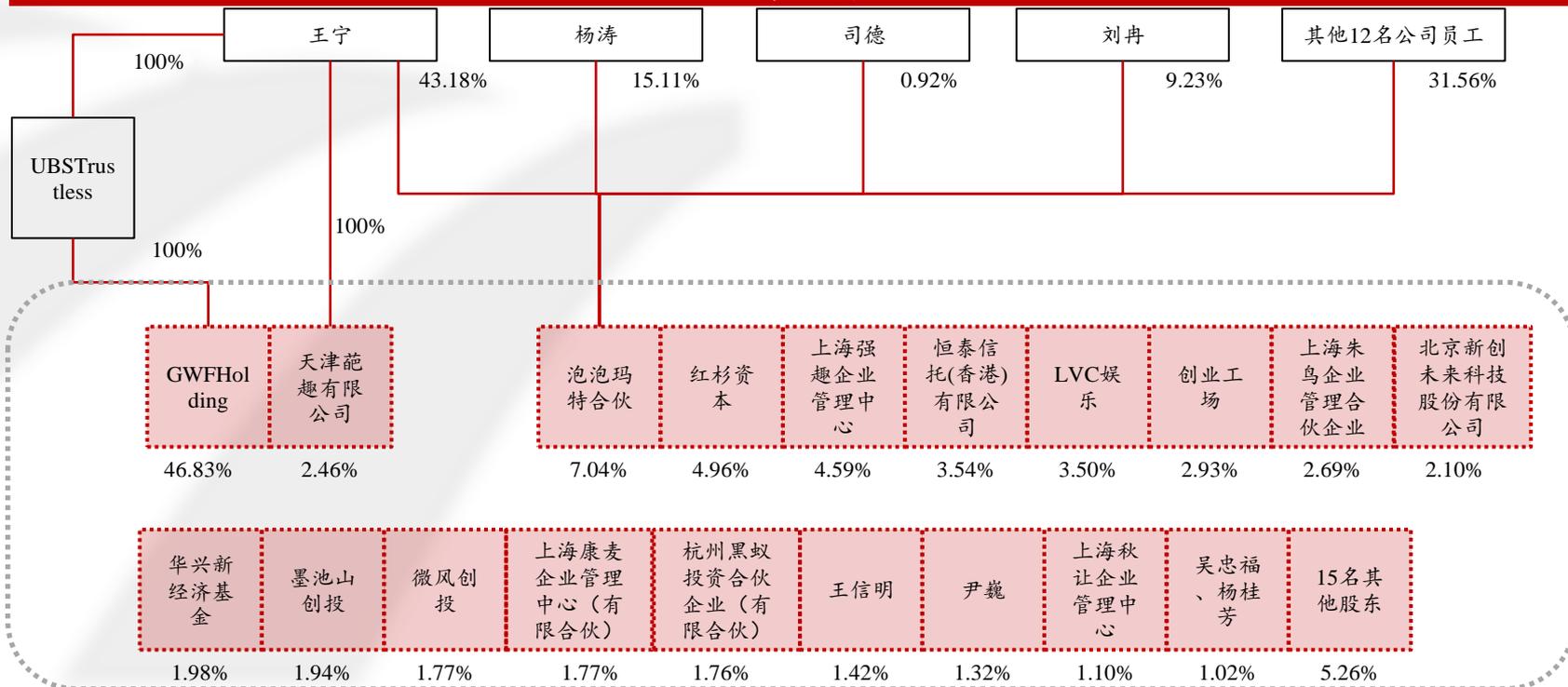
- 公司2011年拿到成立后的第一笔天使融资，其后五年融资金额和机构参与数量较少，一直到2014年估值仅不足3亿元；公司2017年在新三板挂牌上市，上市前经历两轮融资，估值不足8亿元。2018~2019年是公司快速发展的两年，2019年4月公司于新三板退市时市值尚不足50亿元，2020年4月上市前融资公司估值已达25亿美元，由华兴资本、正心谷资本领投。公司2020年6月递交港股上市申请，12月9日正式于港交所上市。



资料来源：公司公告，民生证券研究院

- IPO前，公司创始人及CEO王宁通过旗下3家公司合计持有上市公司56.33%的股权（GWF持有46.83%、天津葩趣文化有限公司持有2.46%、泡泡玛特合伙持有7.04%），创始人持股比例非常集中。公司第二大股东为核心员工共同持股的泡泡玛特合伙（持股泡泡玛特7.04%）：其中王宁和妻子杨涛分别持有43.18%和15.11%，司徒持有0.92%，刘冉持有9.23%。公司核心IP的Molly的创作者王信明持股1.42%，除此之外，其他股东主要为一级市场投资机构，如创业工场2.93%，华兴新经济基金1.98%，墨山池创投1.94%。

## 股东结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

- 公司管理团队整体呈年轻化，学历较高，架构紧密。高管平均年龄约为35岁，其中多名毕业于北大光华，杨涛（与董事长王宁为夫妻关系）、刘冉为创始团队成员，整体而言合作经验丰富，内部联系紧密。
- 高管背景多元，平均拥有约11年相关行业经历，拥有丰富的零售及IP运营经验。

#### ● 公司高管情况一览

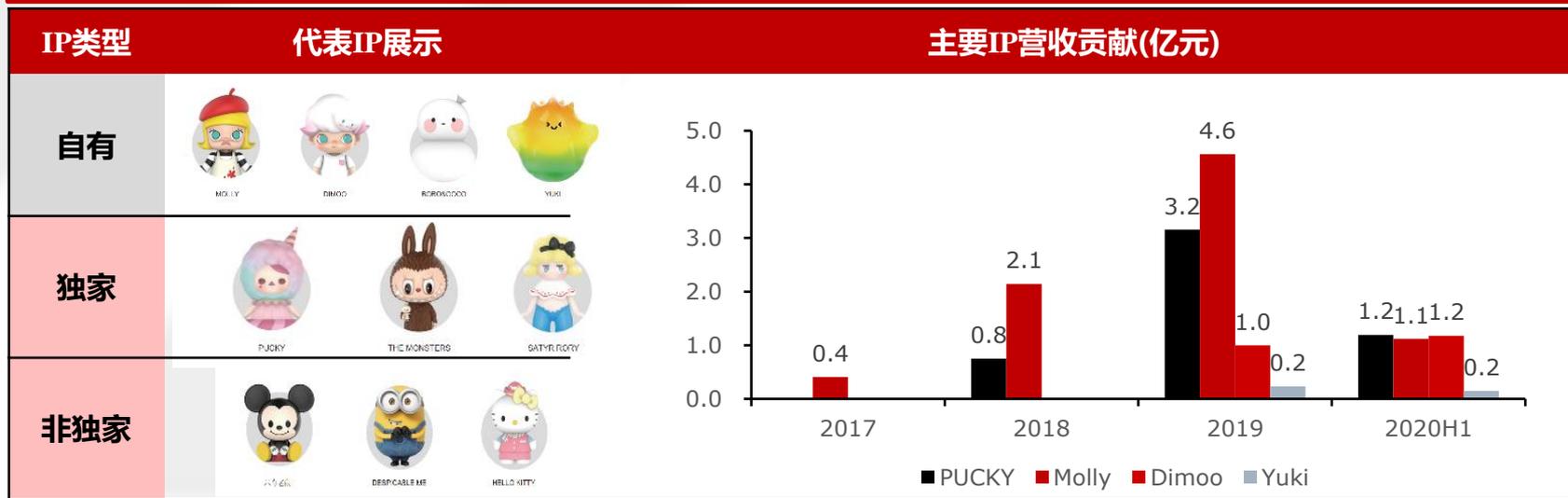
姓名	年龄	职位	职责	教育背景	加入公司时间
王宁	33	执行董事、董事会主席及CEO	负责整体战略规划及管理	郑州大学西亚斯国际学院广告专业学士； <u>北京大学光华管理学院MBA</u>	2010年10月20日
杨涛	33	执行董事及副总裁	监察产品部	美国福特海斯州立大学通识学学士；香港浸会大学传播学硕士	2010年10月20日
司德	31	执行董事及COO	负责整体运营及监察线上业务部及人力资源部	中国传媒大学法语学士； <u>北京大学光华管理学院MBA</u>	2015年3月2日
杨镜冰	41	CFO	负责公司财务管理	上海财经大学法学及管理学学士； <u>北京大学光华管理学院MBA</u>	
刘冉	32	执行董事及副总裁	监察线下业务部	郑州大学西亚斯国际学院旅游管理专业学士	2011年7月1日
文德一	41	副总裁	监察海外业务部	韩国建国大学中文学士； <u>北京大学光华管理学院MBA</u>	2018年8月6日

资料来源：公司公告，民生证券研究院

# 3.1.1 公司目前有哪些IP?

- ✓ **IP是泡泡玛特业务的核心**，截至2020年6月30日，公司目前共拥有自有、独家、非独家三种类型的93个IP，其中自有12个、独家25个、非独家56个：
  - ✓ 自有IP指公司收购的IP（如Molly和Dimoo）和公司内部设计团队开发的IP（如Yuki和BOBO&COCO）；
  - ✓ 独家IP由与公司合作的艺术家创作，典型IP如pucky、The monsters、satyr rory；
  - ✓ 非独家IP来自全球成熟的IP提供商（如迪士尼及环球影业），典型IP如米奇老鼠、小黄人、HelloKitty等。
- ✓ **最畅销四款IP占公司营收近50%，且与公司绑定关系紧密。**在公司的93个储备IP（截至2020H1）中，Dimoo（自有IP）/Pucky（独家IP，授权协议到期日为2028年10月）/Molly（自有IP）/The monsters（独家IP，授权协议到期日为2030您4月）为公司最畅销的四款IP，2020H1四款IP盲盒产品的营收分别占总营收的13.3%/13.1%/12.7%/8.1%。

表：泡泡玛特IP类型及主要IP营收

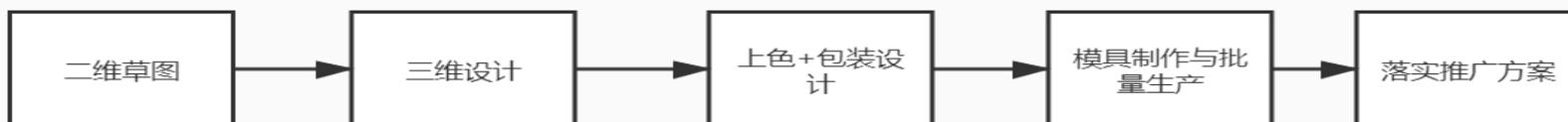


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

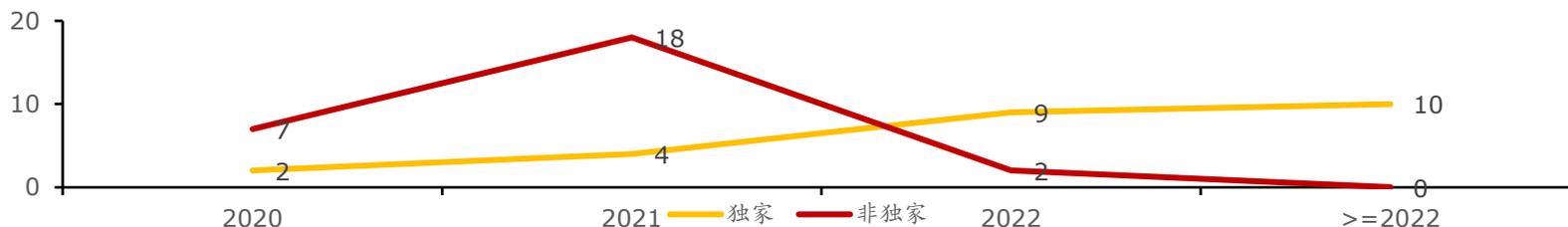
## 3.1.2 未来如何保证IP创作的持续性？

- ✓ 公司目前有20人的设计师发掘团队在全球范围招募设计师，目前已经和350名设计师保持联系，并和其中28名艺术家建立更深的合作关系。主要通过潮流玩具展、设计比赛、高校讲座课程以及葩趣等线上媒体社区的粉丝反馈发掘符合公司需求的艺术家。
- ✓ IP的创作一方面靠艺术家创作，另一方面则靠与IP提供商合作。回顾历史，早期艺术家主要通过参加艺术展览和玩具展的方式贩卖作品，公司选择热门展览的艺术家签约，Molly、Labubu均为早期签下。随着影响力的扩大，泡泡玛特逐渐转化为艺术家的创作平台，并因其成熟的变现方式、广泛的销售网络以及巨大的粉丝基础对艺术家产生较大的吸引力。

图：IP制作流程



图：授权IP协议到期情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图：公司目前部分合作艺术家一览

IP	艺术家	国家/地区	合作类型	关系年限
Molly	王信明	香港	收购IP	四年
Pucky	Grace	香港	独家IP	三年
SATYRRORY	SeulgieLee	韩国	独家IP	三年
COARSE	MarkLandwehr&SvenWaschk	美国	独家IP	三年
LABUBU	KasingLung	香港	独家IP	两年
Kenneth	YoyoYeung	香港	独家IP	两年
ViViCat	Robin	中国	独家IP	两年
DUCKOO	chokocider	韩国	独家IP	两年
MOMIJI	Helenastamulak	英国	独家IP	两年
BiggieFish	ChinoLam	香港	独家IP	两年
OKluna	Kaiser	香港	独家IP	两年
Chewyhams	FUNI	韩国	独家IP	两年
Dimoo	Ayan	中国	收购IP	一年
negora	konatsu	日本	独家IP	一年
Mui-Chan	mafai	香港	独家IP	一年
INSTINCTOY	hokubo	日本	独家IP	一年
Steampunk	KAMATAMITSUJI	日本	独家IP	一年
coolrain_LABO	coolrain&205	韩国	独家IP	一年
MODOLI	BBKK	中国	独家IP	一年
FEIRENZAI	Air	中国	独家IP	一年
Flabjacks	TonMak	香港	独家IP	一年

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

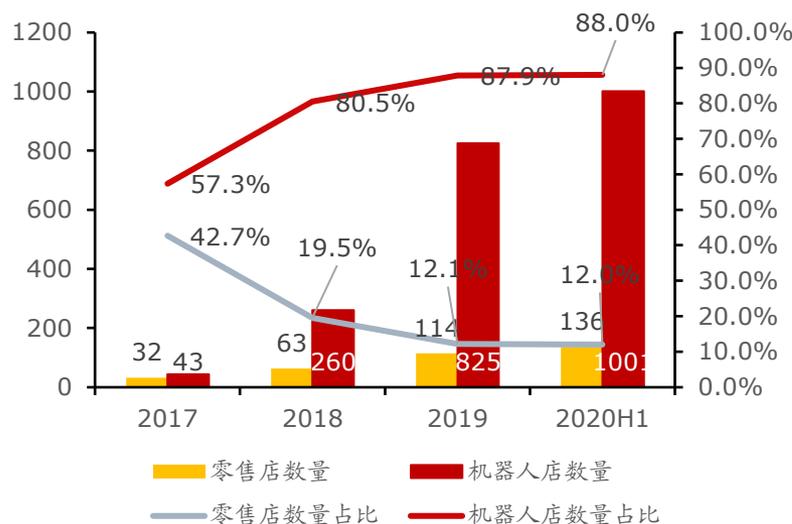
## 3.2.1 公司如何进行渠道布局？

- ✓ **公司销售渠道可以分为线上和线下，早期通过线下店直接触达消费者。**目前，公司拥有136家零售店和1001家机器人店，体现了公司强大的供应链和渠道能力，保证了直接触达消费者。
- ✓ **除了通过快闪店、零售店提供沉浸式的购物体验以外（快闪店实际上可以归类于零售店），公司还在2017年4月推出了无人收银的机器人店，**截至2020年上半年中国已经有1,001家机器人店，每家店最多可以储存60个库存单位。公司还为其中81家聘请了负责位置选择和机器维护的合伙人，其分成为所负责店铺营收的35%。从消费者角度而言，机器人商店为其提供了方便快捷的购买体验，从公司角度而言，机器人商店起到了降低租赁费、人工费和维护费等成本的作用。

图：快闪店（上）、零售店（下左）与机器人店（下右）



图：线下店铺数量及占比变动

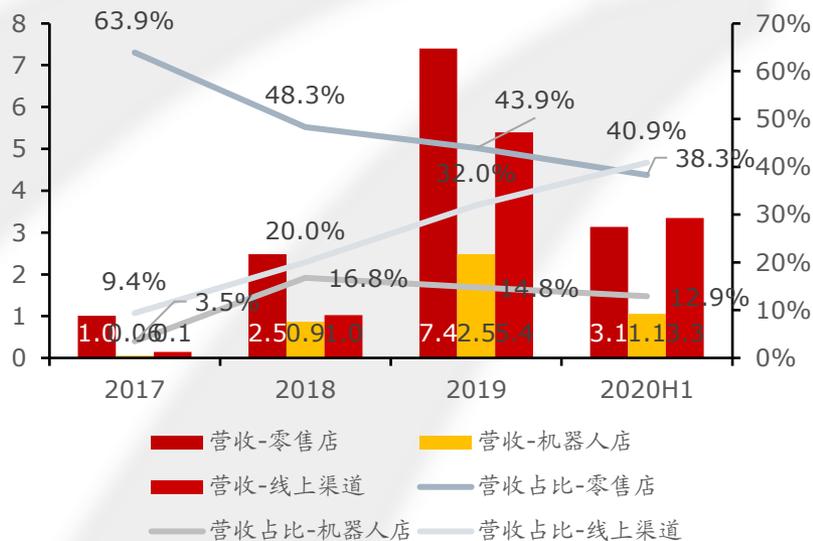


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

## 3.2.2 公司如何进行渠道布局？

- ✓ 从销售渠道总体来看，零售店营收绝对数额在2017-2019年保持首位，2020年上半年的营收为3.1亿元，说明线下渠道仍是公司创收的重要来源，然而其营收占比逐年下降，说明零售店在创收上的重要程度有所下滑；机器人店在2018年以后营收占比基本保持稳定；线上渠道收入的增加背后既有互联网经济发展的中长期因素，又有疫情冲击的短期因素，2020年上半年线上渠道营收达3.3亿元，占比40.9%，首次超过零售店。
- ✓ 天猫旗舰店仍是线上渠道的创收主力，2019年营收高达2.5亿元；泡泡抽盒机后发先至，营收及占比在两年多里迅速提升，截至2020年6月30日已经反超天猫旗舰店。

图：各销售渠道营业收入（亿元）及其占总营收比



表：线上渠道营业收入明细（亿元）及其占线上营收比重

营收 (千元) / 年份	2017	2018	2019	2020H1
营收-天猫旗舰店	0.1	0.7	2.5	1.5
营收-泡泡抽盒机	-	0.2	2.7	1.6
营收-其他线上渠道	0.1	0.1	0.2	0.3
占比-天猫旗舰店	57.9%	70.3%	46.6%	43.9%
占比-泡泡抽盒机	-	22.3%	50.3%	48.4%
占比-其他线上渠道	42.1%	7.4%	3.1%	7.7%

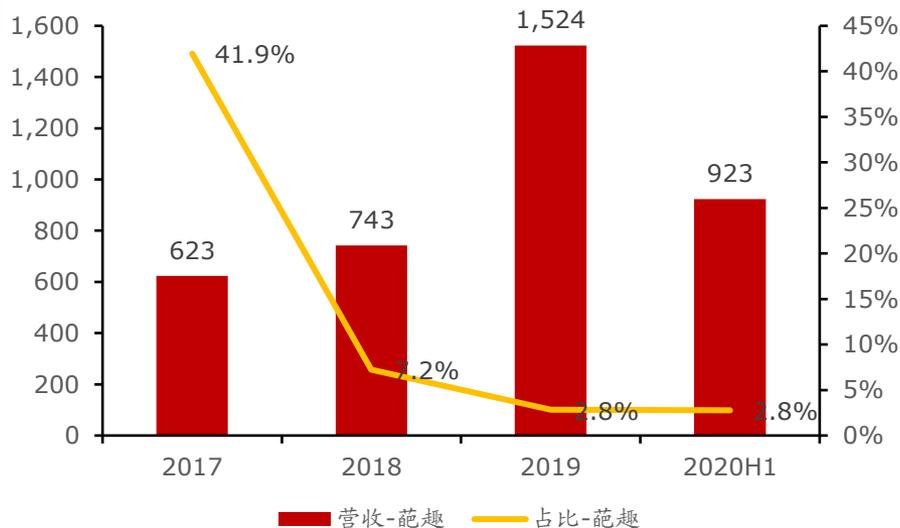
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

- ✓ 葩趣社区是泡泡玛特自主开发的，集信息、交易、社交功能于一身的线上社区APP。对于消费者来说，葩趣社区使其能够便捷地接触到更多关于潮玩产品、品牌和艺术家的相关动态并进行相关交易；对于公司而言，葩趣有助于了解消费者偏好和市场动态，并进一步推出符合市场喜好的产品，同时提升消费者粘性。
- ✓ 2017年，葩趣社区营收占线上渠道营收比重一度达到41.9%，但是随着泡泡抽盒机的推出与发展，葩趣的商店功能被弱化，2019年营收占比仅为2.8%，但与之相对的是作为信息、交易平台的功能加强，截至2020年11月23日，葩趣已经覆盖约650个潮玩品牌。

图：葩趣社区界面



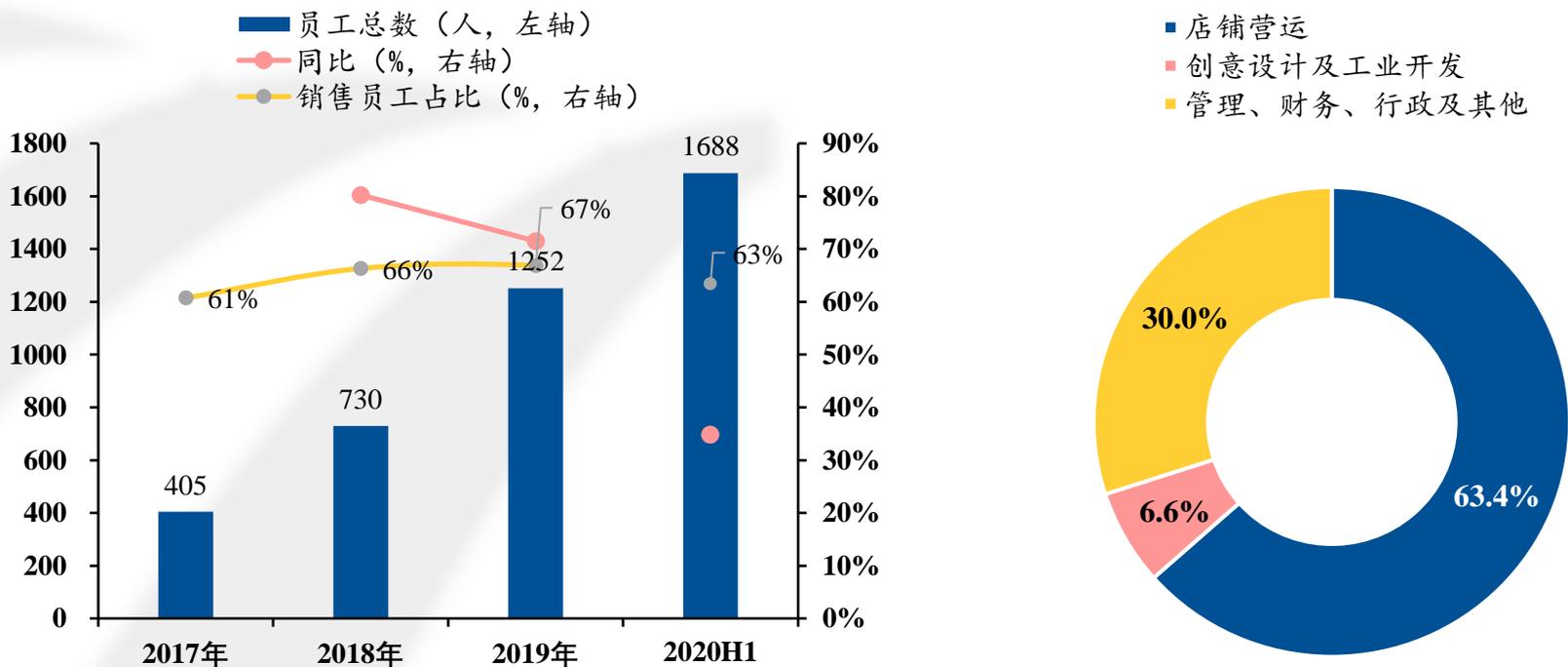
图：葩趣社区营收（万元）及其占线上渠道营收比重



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

- 公司规模持续扩大，员工数量逐年增加。2017年-2020年H1，公司员工总数由405人增加至1688人；销售员工占比较高，近年在63%上下浮动。
- 截至2020H1，公司总员工数达1688人，包括店铺营运员工1071人，占比63.4%；创意设计与开发人员111人，占比6.6%；管理、财务、行政和其他人员506人，占比30%。
- ~~创意设计与开发-111；市场推广团队-26；~~

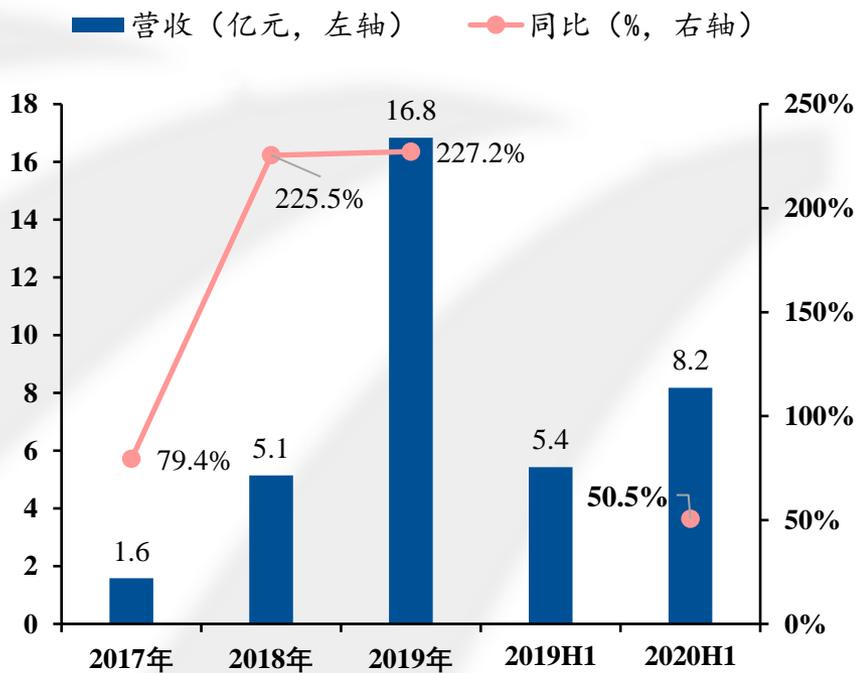
## ● 公司员工总数、同比及销售员工占比变化趋势



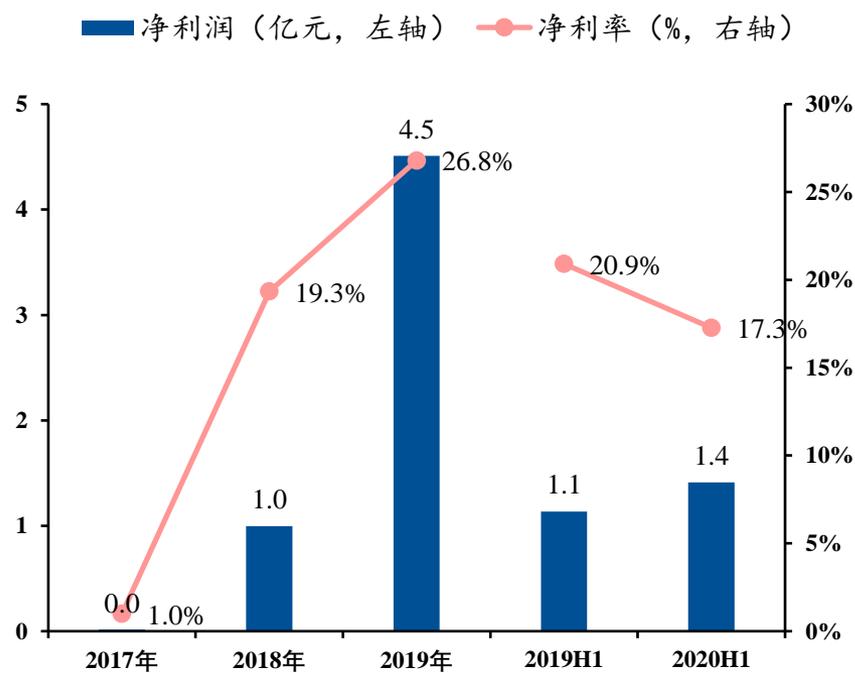
资料来源：公司公告，民生证券研究院

- 2017-2019年泡泡玛特营收1.6/5.1/16.8亿元，CAGR226%维持高速增长。
- 2020H1受疫情影响，公司营收及净利增速均有所放缓，营收同比增加50.5%达8.2亿元，净利润同比增长24%达1.4亿元，同期净利率为17.3%。

## ● 公司营收及同比变化趋势



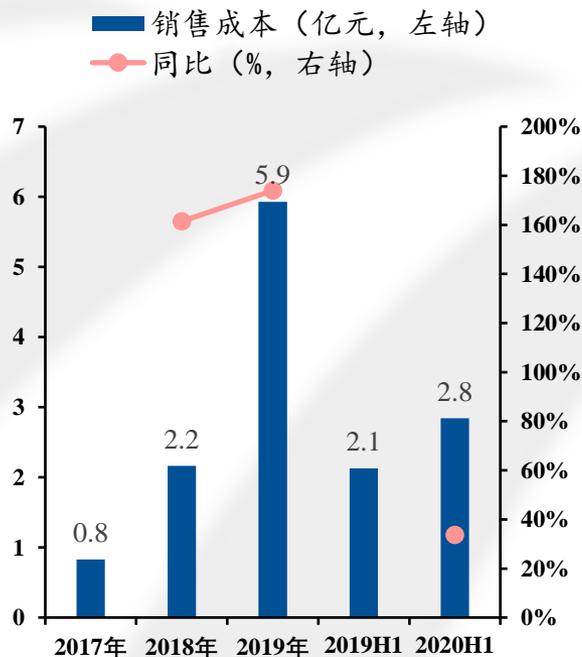
## ● 公司净利润及净利率变化趋势



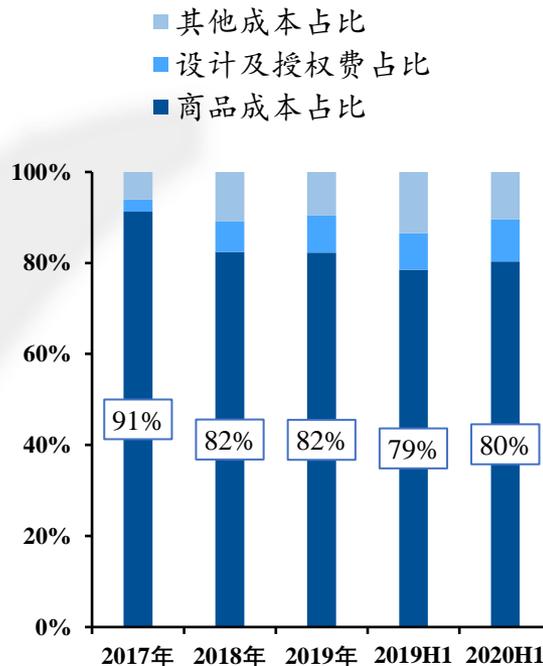
资料来源：公司公告，民生证券研究院

- 2017-2019年及2019H1-2020H1，销售成本分别为0.8/2.2/6.0/2.1/2.8亿元，分占同期营收52.4%/42.1%/35.2%/39.2%/34.8%。销售成本大幅增加反映公司业务强劲增长。
- 公司销售成本主要包括商品成本、设计及授权成本（支付艺术家及IP提供商的设计及授权费）以及其他成本（潮流玩具展会成本、税项及附加、无形资产摊销等）。其中商品成本为主要组成部分，占总销售成本的83%左右，包括就公司产品支付第三方制造商的成本及第三方产品采购成本。

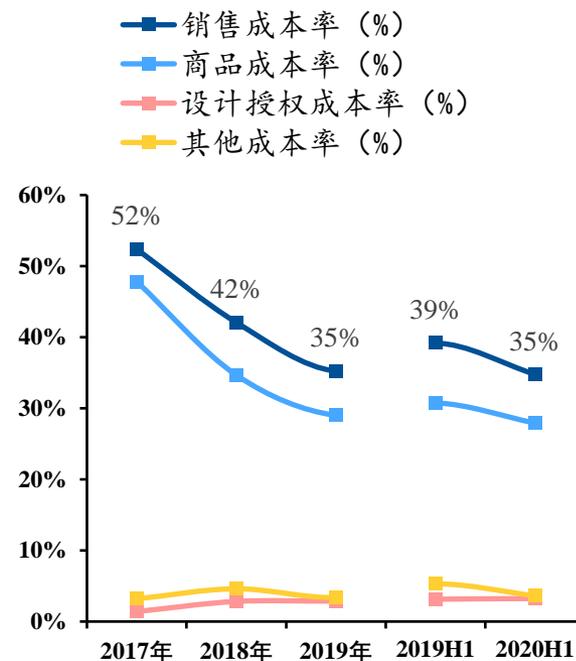
#### ● 公司销售成本及同比变化趋势



#### ● 公司销售成本各项占比变化趋势



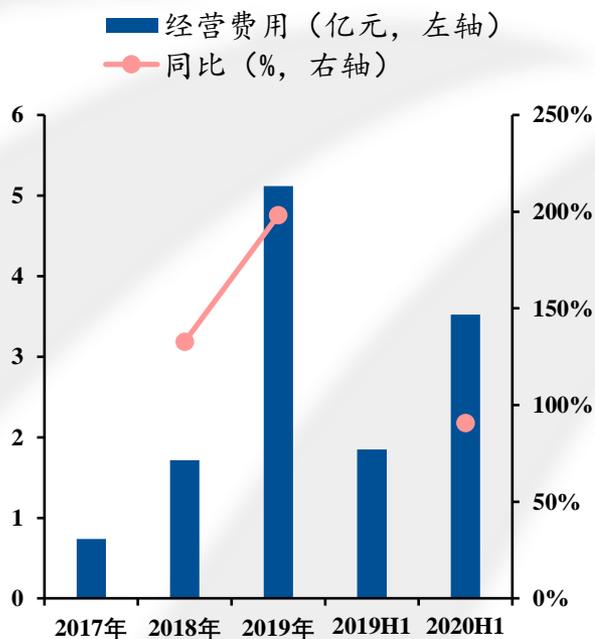
#### ● 公司各项成本率变化趋势



资料来源：公司公告，民生证券研究院

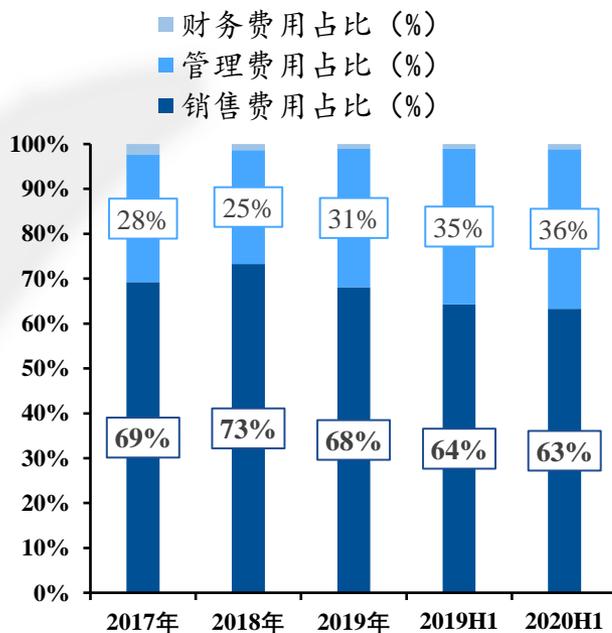
- 2020H1公司经营费用3.5亿元，同比增长90.7%。2017-2019年及2019H1-2020H1，公司销售费用率分别为32.3%/24.4%/21.6%/21.8%/27.3%，管理费用率分别为13.2%/8.5%/8.5%/11.8%/15.3%。
- 2017-2019年销售及管理费用率有所下降主因实现规模经济导致营收提升。2019H1-2020H1销售费用率增加，主因零售店及机器人商店数量增加导致折旧摊销等开支增加，以及疫情期间门店销售下滑。管理费用率因增加员工福利开支（以支持IP组合扩张及业务增长），重新指定普通股为优先股有关的一次性费用，以及门店销售下滑而有所上升。

#### ● 公司经营费用及同比变化趋势

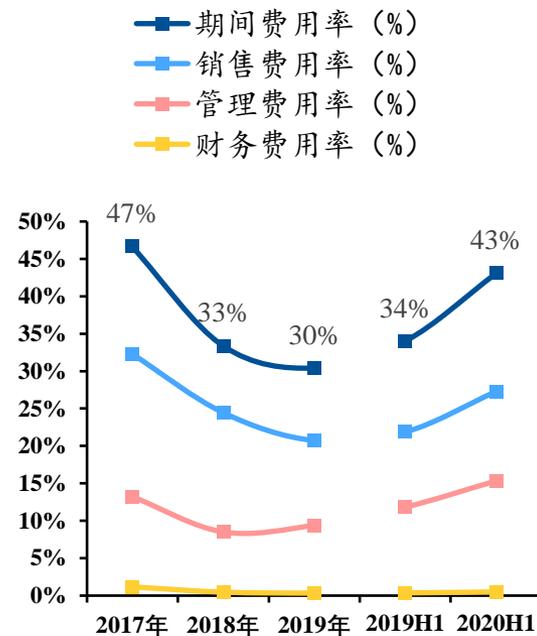


资料来源：公司公告，民生证券研究院

#### ● 公司销售成本各项占比变化趋势

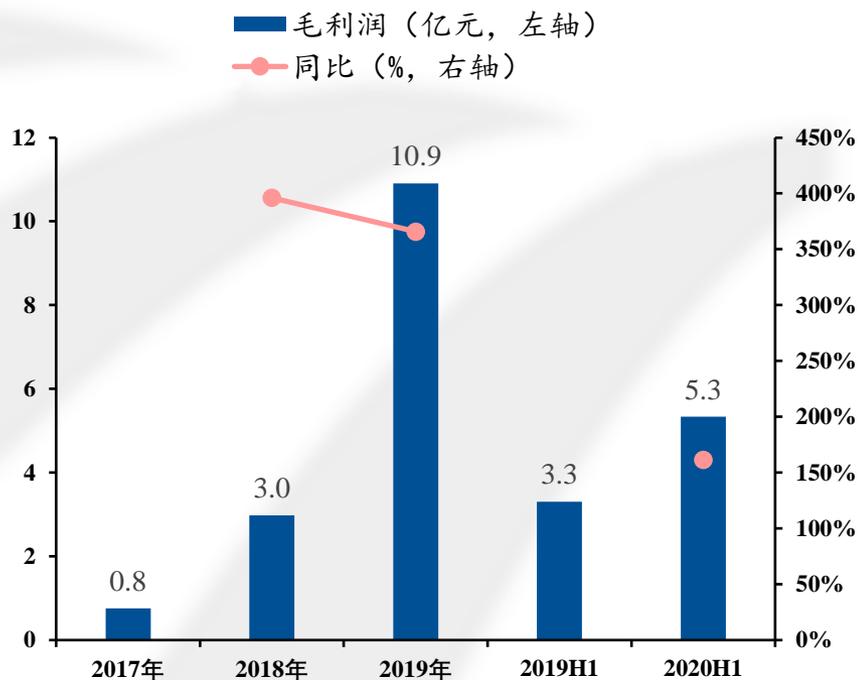


#### ● 公司各项成本率变化趋势

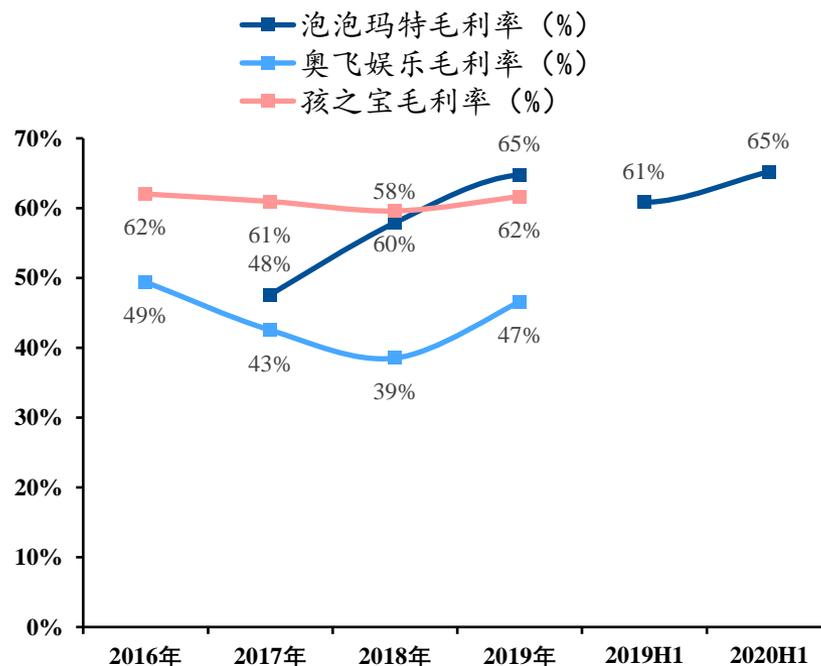


- 2017-2019年及2019H1-2020H1，公司毛利润为0.8/3.0/10.9/3.3/5.3亿元；同期毛利率为47.6%/57.9%/64.8%/60.8%/65.2%，毛利逐年提升主因实现规模经济。其中盲盒产品毛利率稍高于整体水平，为58.9%/64.7%/67.6%/67.0%/70.5%。
- 公司毛利率水平逐年上升，近年来总体高于奥飞娱乐，与孩之宝毛利水平接近。

#### ● 公司毛利润及同比变化趋势



#### ● 泡泡玛特、奥飞娱乐、孩之宝毛利率水平对比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## • 分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，2019年1月加入民生证券。

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

### 分析师承诺：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内 公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内 行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

### 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005  
 上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122  
 深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。