

互联网传媒 | 公司研究
2020年12月23日

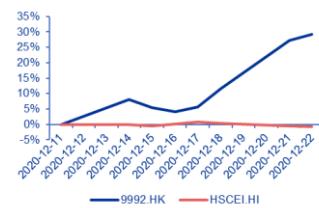
增持

首次覆盖

市场数据：2020年12月22日

收盘价（港币）	89.10
恒生中国企业指数	10,384
52周最高/最低价（港币）	96.45/61.20
H股市值（亿港币）	1249.13
流通H股（百万股）	1,402
汇率（人民币/港币）	1.18

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

林起贤
A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉
A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com
屠亦婷
A0230512080003
tuyt@swsresearch.com

研究支持

袁航
yuanh@swsresearch.com

联系人

袁伟嘉
(+86) 21 2329 7818
yuanwj@swsresearch.com

泡泡玛特：潮玩之王，掘金Z世代文娱消费

泡泡玛特 (09992:HK)

泡泡玛特是国内最大且高速成长的潮玩零售商。公司建立了涵盖艺术家发掘、IP运营、文化推广和消费者触达的全产业链一体化平台。截至1H20，公司运营93个IP，包括12个自有IP，25个独家IP及56个非独家IP，拥有线下零售店、机器人商店以及线上销售平台，在国内潮流玩具市场中份额排名第一（2019年8.5%）。创始人王宁连续三次创业，管理经验丰富，持股46.32%为公司实际控制人。高管团队平均年龄35岁，多人拥有约十年零售行业及IP运营经验。

盲盒模式驱动潮玩破圈，潜在市场规模超过400亿。盲盒一方面以不确定性加强用户期待，另一方面降低了潮玩的消费门槛，将潮玩变成了一个可量产、大众化的新消费品。潮玩新颖丰富的IP设计满足了年轻人个性化精神需求，盲盒的随机属性又增强了潮玩的可玩性。我们认为，在泡泡玛特等潮玩企业的积极推动下，潮玩文化在年轻人中的普及度将进一步提升。此外，类比喜茶、海底捞的门店扩张路径，低线城市有望为泡泡玛特贡献新的增量。中长期看，消费人群有望达到2378万。与此同时，付费结构走向重度化，年花费500元以下的玩家占比下降、中重度消费人群扩张。我们测算得到潮玩盲盒远期市场空间达到449.4亿，是当前市场规模76.9亿的5.8倍。

泡泡玛特的护城河：龙头品牌溢价、爆款复制迭代、广泛消费者触达。我们认为公司的核心竞争力可从三个维度分析：1) 面对同类潮玩厂商，泡泡玛特能凭借市场领先地位和知名度使其IP系列在市场上享有一定的龙头品牌溢价，并持续吸引优秀的艺术家来打造更好的IP。2) 面对拥有丰富经典IP的厂商（如迪士尼），泡泡玛特商业模式可类比偶像经济：虽然IP生命周期不长，但商业价值仍高；通过IP快速迭代打造持续爆款，形成良性成长。3) 面对线上流量巨头（如B站），潮玩行业目前仍处于市场教育的阶段，线下渠道才是潮玩市场核心领域，泡泡玛特渠道铺设广泛、全方位触达消费者。

业绩三年高速增长，规模效应推动盈利能力不断提升。17-19年公司分别实现营收1.58亿、5.15亿、16.83亿元，三年CAGR为226.3%；17-19年毛利率分别为47.6%/57.9%/64.8%；17-19年分别实现Non-IFRS净利润167万、1.0亿、4.7亿元。渠道扩张收入增加，自主研发产品比例增加，版权成本相对减少，规模效应推动公司毛利率和净利率持续提升。

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计泡泡玛特20-22年收入为25.43/46.27/66.65亿，同比增长51%/82%/44%，预计20-22年Non-IFRS归母净利润为6.02/12.15/18.03亿，同比增长28%/102%/48%。考虑到泡泡玛特高增长，我们采用PE/G的方式对其估值。基于可比公司的PE/G水平，我们给予泡泡玛特21年1.7倍PE/G，对应21年96倍的目标PE，目标市值为1170.9亿人民币（1388.5亿港元），目标价为99.04港元。考虑相比现价11.2%的涨幅，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：1) 与IP高度绑定的明星设计师的流失风险；2) IP更新迭代的速度和效果不及预期；3) 行业竞争加剧造成市场份额下滑、盈利能力下降。

财务数据及盈利预测

人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	515	1,683	2,543	4,627	6,665
同比增长率（%）	225%	227%	51%	82%	44%
Non-IFRS净利润（百万元）	100	469	602	1,215	1,803
同比增长率（%）	5903%	368%	28%	102%	48%
Non-IFRS每股收益（元）	0.87	4.06	0.43	0.87	1.29
净资产收益率（%）	46%	79%	40%	45%	40%
市盈率（倍）	1,050	225	175	87	58
市净率（倍）	481	178	70	39	23

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

Investment highlight:

Pop Mart is the largest and fast-growing art toy retailer in China. It has established an integrated platform covering the entire industry chain, including artist exploration, IP operation, cultural promotion, and consumer reach. To the date of 1H20, the company operates 93 IPs, including 12 proprietary IPs, 25 exclusive IPs, and 56 non-exclusive IPs. It sells its products through offline retail stores, robot stores, and online platforms. It ranks first in the domestic art toy market (8.5% of market share in 2019). The founder Ning Wang started his business three times continuously, so he has rich management experience. He holds 46.32% of shares as the actual controller of the company. The average age of the senior management team is 35 years old, with an average of about ten years of experience in the retail industry and IP operations.

Blind box drives art toy to reach the public, and the potential market size exceeds 40 billion. On the one hand, Blind Box enhances customers' expectations by uncertainty, and on the other hand, it lowers the threshold of art toy consumption, turning it into mass-produced and popular new goods. The novel and rich IP designs of art toy meet the individual spiritual needs of young people, and the uncertainty of blind box further enhances the playability of trendy toy. We believe that, under the active promotion of Pop Mart and other players, the popularity of art toy culture among young people will improve. Taking the expansion path of Hey Tea and Haidilao as references, lower-tier cities may provide additional user growth to Pop Mart. In the medium or long term, the number of consumers is expected to reach 23.78 million. At the same time, the payment structure is becoming heavier. The proportion of players who spend less than 500 yuan per year is decreasing, and the moderate and heavy consumer groups are expanding. It is estimated that the forward market size of the art toy blind box will reach 44.94 billion yuan, 5.8 times the current market size of 7.69 billion yuan.

Moat of Pop Mart: premium brand value as a leading company, fast iteration of hot IPs, and extensive consumer reach. We believe that the company's core competitiveness comes from three dimensions: 1) Facing similar art toy players, Pop Mart can make its IP series enjoy a brand premium in the market by virtue of its market-leading position and popularity, and keep attracting outstanding artists to create better IP. 2) Facing manufacturers with rich classic IPs (such as Disney), the business model of Pop Mart is similar to the idol economy: Although the IP life cycle is short, the commercial value is high. Through the rapid iteration of IP, it can expand continuously and healthily. 3) Facing internet giants (such as Bilibili), the trendy toy industry is still in the stage of market education, so offline retail channels are the core of the art toy market. Pop Mart's channels are extensively laid, and they can reach consumers in all directions.

Investment Advice: Outperform. We estimate that Pop Mart's revenue from 2020 to 2022 will be 2,543, 4,627, and 6,665 million yuan respectively. The YOY increase will be 51%, 82%, and 44% respectively. The non-IFRS net profit attributable to the parent is expected to be 602, 1,215, and 1,803 million yuan respectively, increasing 28%, 102%, and 48% respectively. Considering Pop Mart's high growth, we adopt the PE/G method to value it. Based on the PE/G of comparable companies, we give it 1.7x PE/G, corresponding to the target PE 96x in 2021, and the target market value is 117.1 billion RMB (e.g.138.9b HKD), and the target price is 99.04 HKD, with 11.2% upside, we give Outperform rating.

投资案件

投资评级与估值

我们预计泡泡玛特 2020-2022 年收入为 25.43/46.27/66.65 亿，同比增长 51%/82%/44%，Non-IFRS 归母净利润预计为 6.02/12.15/18.03 亿，同比增长 28%/102%/48%。考虑到泡泡玛特高增长，我们采用 PE/G 的方式对其估值。基于可比公司的 PE/G 水平，我们给予泡泡玛特 21 年 1.7 倍 PE/G，对应 21 年 96 倍的目标 PE，目标市值为 1170.9 亿人民币（1388.5 亿港元），目标价为 99.04 港元。考虑相比现价 11.2% 的涨幅，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

基于公司招股说明书披露的未来计划，我们预计公司上市后将继续保持较快的扩张节奏，预计 2020-2022 年泡泡玛特的年内平均零售店数为 153/233/324 家，年内平均机器人商店数为 1013/1601/2501 家。单店的人流量有望进一步提升，并持续保持较高的复购水平，我们预计 2020-2022 年泡泡玛特零售店收入增速为 54%/70%/43%，机器人商店收入为增速为 20%/110%/46%。

考虑到第三方授权 IP 的增加，后续毛利率微降，我们预计 20-22 年毛利率为 64%/63%/63%。

有别于大众的认识

市场对潮玩盲盒的市场空间认识不足。我们认为，未来潮玩盲盒的用户增长逻辑将来自已覆盖区域渗透率提升和一二线向三线市场下沉，中长期消费人群超过 2300 万；付费结构走向重度化，年花费 500 元以下的玩家占比下降\中重度消费人群扩张。测算得到潮玩盲盒远期市场空间超过 400 亿，是当前市场规模的 5.8 倍。

市场对于泡泡玛特竞争壁垒认识不足。我们认为 1) 面对同类潮玩厂商，泡泡玛特能凭借市场领先地位和知名度使其 IP 系列在市场上享有一定的龙头品牌溢价，并持续吸引优秀的艺术家来打造更好的 IP。2) 面对拥有丰富经典 IP 的厂商（如迪士尼），泡泡玛特商业模式可类比偶像经济：虽然 IP 生命周期不长，但商业价值仍高；通过 IP 快速迭代打造持续爆款，形成良性成长。3) 面对线上流量巨头（如 B 站），潮玩行业目前仍处于市场教育的阶段，线下渠道仍是潮玩市场核心领域，泡泡玛特渠道铺设广泛、全方位触达消费者。

股价表现的催化剂

线下零售店、机器人商店扩张速度和单店收入超预期。

新 IP 爆款出现。

葩趣用户快速增长。

核心假设风险

对老 IP 过于依赖。

竞争对手线上/线下快速扩张。

核心设计师流失。

1. 泡泡玛特：抓住“盲盒”风口，成为快速崛起的潮玩消费龙头

1.1 公司概况：国内最大且高速成长的潮流玩具公司

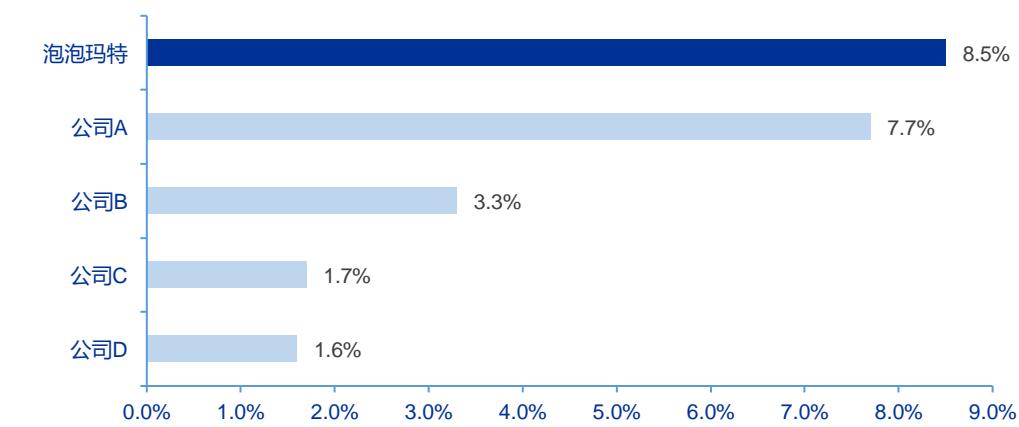
公司创立于 2010 年，发展模式经历多次演变，逐渐形成以潮玩设计与销售为主的商业模式。目前业务包括：零售业务（线下零售/机器人商店/展会、线上天猫/小程序/葩趣）、IP 孵化衍生（IP 孵化及开发、供应链整合、IP 授权） 、IP 娱乐化平台（葩趣 APP、IP 主题游戏）以及展会等。

图 1：泡泡玛特业务布局



公司成长迅速，2017 至 2019 年期间营收复合年增长率为 226.3%。根据弗若斯特沙利文，2019 年潮玩零售市场泡泡玛特份额达到 8.5%，排名第一。超过市场其他主要参与者。

图 2：2019 年中国潮流玩具零售市场份额



资料来源：弗若斯特沙利文，泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

2020 年 6 月 1 日，泡泡玛特递交港股 IPO；2020 年 12 月 11 日公司正式挂牌上市。在此之前，公司已经历多轮融资，参与投资者包括正心谷资本、华兴新经济基金等机构。

表 1：泡泡玛特融资历程

融资时间	融资轮次	交易金额	投资方
2020.4	战略融资	超 1 亿美元	华兴新经济基金、正心谷创新资本
2019.5	股权融资	未披露	中赢控股集团
2018.3	定向增发	4000 万人民币	黑蚁资本、蜂巧资本、华强资本
2015.7	战略融资	未披露	凤博投资、国睿中青创投
2016.9	B 轮	未披露	金慧丰投资
2014.5	A 轮	数千万人民币	金鹰商贸集团
2013.5	Pre-A 轮	数千万人民币	墨池山创投、启赋资本
2013.1	天使轮	数百万人民币	创业工场、墨池山创投

资料来源：天眼查，申万宏源研究

1.2 发展历史：商业模式多次演变，逐渐以“盲盒”为主

2010-2016，公司定位为“潮玩杂货铺”，但是连续亏损。2010 年王宁在北京欧美汇开出泡泡玛特的第一家门店，但由于定位不准确，售卖的产品种类过多且缺乏竞争力，公司连年亏损。2014 年至 2016 年 5 月，泡泡玛特累计亏损超过 4300 万元。

2016-2018，王宁与 Molly 创作者王信明的合作成为了泡泡玛特的转折点。2015 年王宁从 Sonny Angel 的热卖中看到商机，下定决心将品类集中于潮玩。通过在微博上与潮玩粉丝的互动，王宁了解到 Molly 这一形象和它背后的设计师王信明。王宁亲自来到香港，与王信明签约，让泡泡玛特获得了 Molly 的独家授权。当时的王信明已经是潮玩圈中头部的艺术家，搭配上新颖刺激的盲盒玩法，Molly 盲盒一炮而红，让泡泡玛特扭亏为盈。

2018-2020，逐渐摆脱对 Molly 系列的单一依赖，品类拓展，持续打造火爆 IP。王信明的加入不仅带来了 Molly，也为王宁和泡泡玛特介绍了其他艺术家，包括 Pucky 的设计师毕奇。在 Molly 之后，泡泡玛特陆续推出 Dimoo、PUCKY 等多款爆火的系列产品，形成多元化 IP 矩阵。2020 上半年，Molly 系列的营收占比已从 18 年高峰的 41.6% 下降到 13.7%。

图 3：泡泡玛特发展历程

资料来源：泡泡玛特招股说明书，公司官网，申万宏源研究

1.3 创始人及高管团队：年轻化且凝聚力强

创始人王宁是一个管理经验丰富，经历过挫折的连续创业者。王宁毕业于郑州大学西亚斯国际学院，大学期间是街舞社社长、校园风云人物、大学生创业者、潮玩达人。王宁白手起家创业，做过仓库管理员、店员、采购员，面临过店长带着所有店员突然离职、店铺连续亏损、合伙人退出等各种挑战。王宁的创业从大学开始，他制作的生活集锦视频在同学间广泛传播。毕业后，王宁推出了出租零售空间的格子街。2010年，王宁在欧美汇开了泡泡玛特第一家店，做小商品零售。今天的泡泡玛特已经成为国内潮玩产业的领军企业。

高管团队凝聚力强，年轻化，但有丰富IP运营和零售行业经验。创始人与公司高管间关系紧密。杨涛（执行董事及副总裁）是王宁的妻子，刘冉（执行董事及副总裁）是王宁的本科校友。司德（执行董事及COO）、文德一（副总裁）、杨镜冰（CFO）三人是王宁在北大光华MBA的校友。公司高管平均年龄35岁，多人拥有约十年零售行业及IP运营经验，多人曾先后就读北京大学光华管理学院等知名学府。

表2：泡泡玛特高管团队

姓名	年龄	职位	职务职责	履历
王宁	33	执行董事、董事会主席及行政总裁	负责整体战略规划及管理	郑州大学西亚斯国际学院学士，北京大学光华管理学院工商管理硕士。2010年成立泡泡玛特
杨镜冰	41	首席财务官	财务管理	北京金隅房地产开发集团有限公司财务及资本部经理、总经理助理及首席财务官等
司德	31	执行董事及首席运营官	整体运营和监察线上业务部及人力资源部	中国传媒大学学士，北京大学光华管理学院工商管理硕士。2015年加入公司
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学士、香港浸会大学硕士，2010年加入
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学士，2011年加入公司
文德一	41	副总裁	监察海外业务部	曾任CJ CheilJedang Corporation业务发展部全球业务规划专员等，曾任CJ ENM 全球战略部经理。曾于Lotte Cinema Co., Ltd.规划管理部。

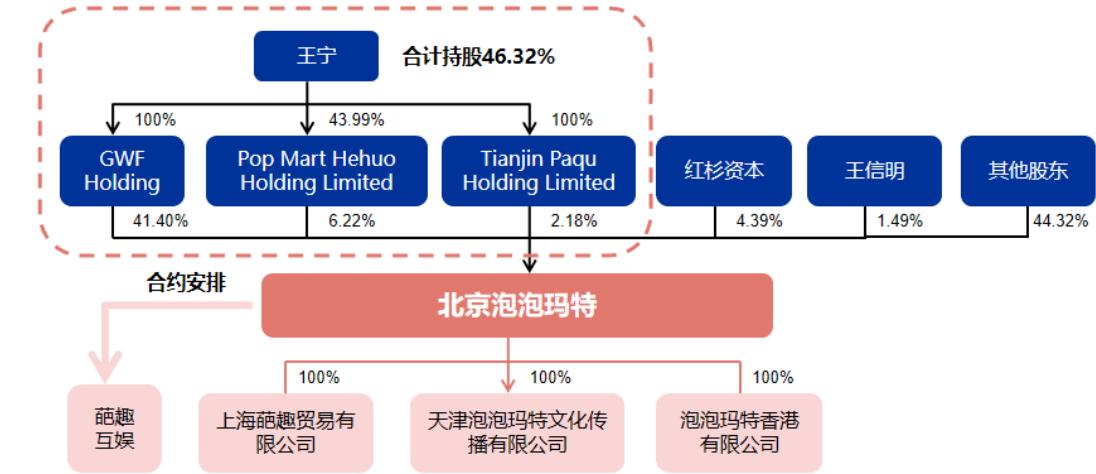
资料来源：泡泡玛特招股书，申万宏源研究

1.4 股权结构：实控人王宁持股46.32%

创始人王宁持股46.32%，为公司实控人。IPO发行前王宁通过GWF Holding(全资拥有)、Pop Mart Hehuo Holding Limited(王宁持股43.99%，杨涛持股15.11%，司德持股2.02%，刘冉持股9.23%，其余股份由其他12名雇员共同持有)、Tianjin Paqu Holding Limited(全资拥有)合计持有公司46.32%的股份，为公司实控人。

Molly 设计师王信明通过 Wong Shun Ming Holding Limited 和 Kenny Wong Holding Limited 分别持股 1.25% 和 0.24%，合计持股 1.49%。机构投资者中，红杉资本持股 4.39%，正心谷资本持股 3.09%，华兴新经济基金持股 1.75%，为重要机构股东。

图 4：泡泡玛特股权结构



资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

2. 潮玩行业景气向上，盲盒为行业注入新活力

2.1 潮玩市场富有生命力且持续健康增长

玩具的消费需求一直存在，行业经久不衰。“玩”是人类自古以来就存在的生活需求之一。玩具的历史最早可追溯到远古时代，远古人将石球、陶球等作为玩具来帮助儿童在游戏中掌握使用工具的基本技能。一直到近现代，人类对玩具的消费需求都一直存在。优秀的玩具品牌和经典的玩具设计能够做到经久不衰。例如，芭比娃娃自 1959 年问世以来，畅销 60 年；日本“扭蛋机”文化自上世纪 70 年代起风靡日本，至今依然流行全球；乐高发展已有 88 年的历史，至今依然是儿童最喜欢的玩具之一。

图 5：玩具演变的历史



资料来源：百强网，《秋庭戏婴图》，百师通，Hobbyss 高达模型，申万宏源研究

中国玩具产业过去五年持续健康成长，内销市场规模全球第二。中国是全球最大的玩具生产国。中国玩具和婴童用品协会发布报告指出，2019 年中国玩具内销市场规模为 759.7 亿元，同比增长 7.8%，规模达到全球第二，占全球约 15%，仅次于美国（占全球市场 23%）。

图 6：2014-2019 中国玩具行业内销市场规模（亿人民币）



资料来源：中国玩具和婴童用品协会，申万宏源研究

潮玩是一种“大龄儿童”的玩具，满足了部分年轻人的精神需求。天猫大数据显示，“大童”是当前潮玩消费的主力，2018 年超过 1200 万人购买潮流玩具，其中近 60% 的用户年龄分布在 18-35 岁之间，以一二线城市用户为主。现代社会生活节奏加快，年轻人走入社会后，工作与生活的压力也随之增加，心中的种种烦恼无人倾诉，时常感到内心的孤独。潮玩成为了他们精神慰藉/个人陪伴的一种方式。

近 5 年中国潮玩行业景气度持续向上。根据弗若斯特沙利文的测算，2015 年中国潮玩市场规模 63 亿元，2019 年增长至 207 亿人民币，CAGR 为 34.6%；预计 2024 年达到 763 亿元，自 2019 年起 CAGR 为 29.8%。中国潮玩市场规模大且增速领先全球。

图 7：全球潮玩市场规模（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 8：中国潮玩市场规模（亿人民币）

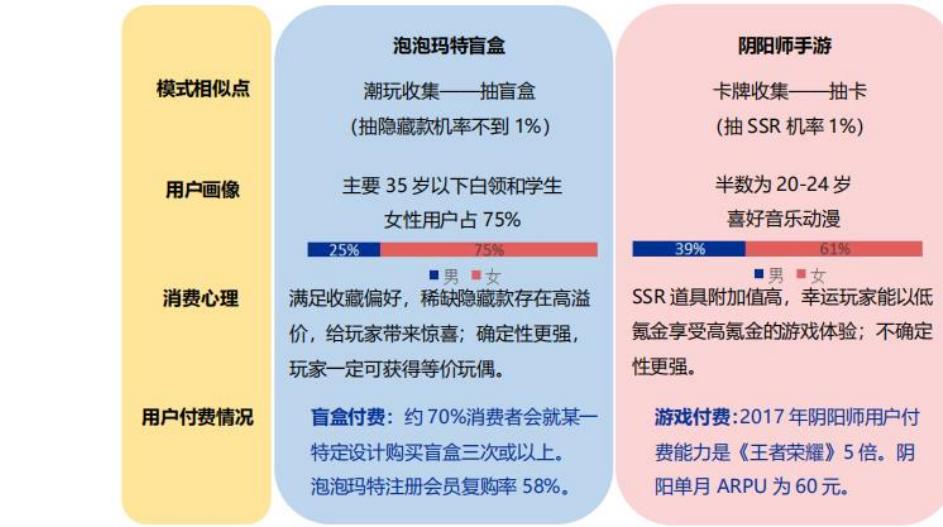


资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

2.2 盲盒模式驱动潮玩破圈，潮玩从小众走向大众

盲盒以确定性黏住用户，以不确定性加强用户期待。盲盒的消费与游戏中的“抽卡”有一定的相似之处。通过在确定性中引入不确定性，玩家有机会获得超人气的隐藏款或自己想要的款式，收获惊喜。盲盒和游戏抽卡让玩家在消费过程中体验到更多的刺激感。相比于游戏抽卡，盲盒的确定性更强，只要用户花了钱就一定能获得一个等价的玩偶。而在游戏抽卡中，用户花了钱很可能得到低价值的道具（视不同游戏而定）。

图 9：泡泡玛特盲盒、阴阳师手游模式对比



资料来源：极光大数据，伽马数据，Quest Mobile，申万宏源研究

注：选取 2017 年《王者荣耀》《阴阳师》手游数据

不确定性能强化处于情感决策模式下的消费者的购买欲望。根据分离效应，处于理性认知决策模式下的消费者在面临不确定性时，购买意愿会降低。因为不确定性让人焦虑，人们希望等到信息充分披露后再做决定。根据 Laran & Michael Tsiros 的研究（《An Investigation of the Effectiveness of Uncertainty in Marketing Promotions Involving Free Gifts》，Journal of Marketing），处于情感决策模式下的消费者，在面对不确定性时购买意愿会加强。因为人

们在情感决策模式下，决策中包含了许多情绪感觉，处于这种情境中的人们会期待不确定带来的惊喜感。

这种通过引入不确定性为处于情感决策模式下的消费者带来惊喜感的商业模式并不局限于盲盒和游戏“抽卡”。单列模式的短视频产品同样应用了这一原理，有趣或优质的视频随机地出现，不确定性让用户无法获知下一个视频是什么时，会带着期盼去切换，而用户的每一次下滑都有可能带来惊喜。

盲盒降低了潮玩的价格门槛，吸引更多玩家“入坑”。过去传统意义上的潮玩通常价格在500元到2000元之间，它们是设计师在特定时间发售、限量、具有收藏意义的玩具。盲盒通过“低客单价+随机抽”的模式，让每个系列的潮玩销售从几百个达到几百万个，从而让成本快速下降，将潮玩变成了一个可量产、大众化的新消费品。盲盒价格一般在29元到79元之间。通过低客单价，盲盒吸引了更多玩家“入坑”，扩大了潮玩的受众规模（而12寸以上的手办、兵人、BJD等更大尺寸的潮流玩具多以“以销定产”为主，销量规模较小、单价较高）。

表3：潮流玩具分类

潮玩分类	设计风格	用户群体	价格范围	代表IP
盲盒	注重外形设计，IP来自设计师原创形象，ACG和表情包	中青年潮玩爱好者	几十到几百	Molly, Sonny Angel
手办模型	还原ACG经典角色	二次元重度用户	几百到几千	FATE, 火影, 高达
BJD玩具	可塑性较高，IP来自ACG中的经典角色	二次元重度用户	几百到几千	魏无羡, 叶罗丽
艺术玩具	注重艺术表达，IP来自艺术家原创形象	追求潮流艺术且消费力较强的年轻人群	几百到几万	KAWS, BE@R BRICK

资料来源：明观投资，创业邦研究中心，申万宏源研究

盲盒让潮玩成为经济新风口，多家潮玩企业获得融资，扩大行业供给，加速用户教育。京东数据显示，今年“6·18”当日，以盲盒为代表的潮流玩具销量增长明显，成交额是去年同期的12倍。盲盒的爆火吸引了众多资本的眼球，成为经济新风口。除泡泡玛特外，近三年来已有多家盲盒企业先后成功获得融资，大多处于天使轮或A轮，融资金额可高达数千万人民币。更多创新企业的加入，扩大了行业供应，频繁推出的新品满足了消费者多样化的消费需求。

表4：国内其他潮玩公司

盲盒品牌	融资历史		发展概况
IP Station	2020/6/4	玩偶一号被收购	拥有5个自有IP，30余个独家授权IP，合作IP总数超过200个，全国范围内铺设超过900余台体验式智能零售终端机器。
	2019/10/25	数千万天使轮融资	
	2018/3/19	金运激光股权转让	
52Toys	2020/2/24	股权转让	IP获取：拥有国内外20+IP授权。设计研发：2018年新推出的SKU百余个，包括万能匣系列、猛兽匣系列。销售渠道：合作终端数量超过5000家。
	2019/03/13	数千万A+轮融资	
	2018/3/13	一亿A轮融资	
超级萌工厂	2018/7/20	千万级Pre-A轮融资	已开设的40多家店铺，分布在全国各大购物中心，以3C潮流玩具类产品为主，计划到19年底开设300家线下零售店。
IPSTAR 潮玩星球	2018/7/13	3000万Pre-A轮融资	旗下代理IP近300个，单店SKU近300个。
	2018/3/23	1000万天使轮融资	
御座文化	2018/3/26	3000万A轮融资	主攻BJD设计开发，手办、兵人、软周边等的制作。
Hobbymax	2018/2/26	数千万A轮融资	人形手办和时尚小物的设计、生产与销售服务商。

资料来源：各公司官网，天眼查，申万宏源研究

2.3 潮玩盲盒产业链：始于 IP，成败取决于 IP

潮玩盲盒的商业模式可以分成 IP 运营、生产、渠道销售三个环节。以泡泡玛特为例，**1) IP 运营方面**，泡泡玛特签约了王信明、毕奇、龙家升等知名潮玩设计师。此外，泡泡玛特还与世界知名品牌合作，为经典 IP 形象打造时下年轻消费者喜爱的潮流产品。**2) 生产方面**，泡泡玛特与至少 30 个代工厂达成合作。**3) 渠道销售方面**，截止 2020 上半年泡泡玛特开设 136 家零售店和 1,001 家机器人商店，并同时铺设了天猫旗舰店、微信小程序、葩趣等线上渠道。

图 10：潮玩盲盒产业链



资料来源：明观投资，创业邦研究中心，申万宏源研究

上游——玩具生产本身没有壁垒，决定销售成败和生命周期的关键是 IP。玩具本身不具备增值意义，让消费者产生购买欲的是 IP。例如，小米商城米兔盲盒销量平淡，瑞幸咖啡联名“遇见昊然（刘昊然）”盲盒遭遇粉丝哄抢。**IP 同时也是延长产品生命周期的关键。**脱离了 IP 和功能性需求，产品周期必然短暂。因此，将 IP 变为有长期价值和功能性需求的“教派式品牌”是树立竞争壁垒和拉长产品生命周期的关键。

表 5：2019 年各赛道 IP 公司盈利能力对比

	玩具				电影	游戏
公司	泡泡玛特	孩之宝	奥飞娱乐	邦宝益智	光线传媒	任天堂
核心	孵化形象 IP	玩具、游戏	动画影视 IP	婴幼儿玩具	动画电影	游戏
IP 类型	形象 IP	影视 IP	动画 IP	动画 IP	动画 IP (原创)	游戏 IP (原创)
主要 IP	Molly 和 PUCKY	变形金刚、热火	喜羊羊、贝肯熊	小猪佩奇	哪吒、大鱼海棠	马里奥、动物之森
毛利率	64.8%	51.1%	45.7%	33.7%	39.9%	49.0%
归母净利润率	26.8%	11.0%	4.4%	14.1%	33.5%	19.8%

资料来源：Capital IQ，申万宏源研究

注：孩之宝、任天堂取 2020 财年，国内公司取 2019 年数据

下游——开设线下门店对消费者形成触达，起到市场教育的作用。潮玩盲盒目前仍处于方兴未艾的阶段，消费者需要接受一定时间的市场教育来了解这一新事物。线下渠道在教育用户方面发挥了重要作用，无人售货机和零售店不仅解决了商品销售的问题，还满足了线下娱乐场景化的需求。年轻人在商场逛街购物时，有可能会被新颖的门店吸引，从而“入坑”盲盒。对

线下渠道给予高度重视的代表企业有泡泡玛特、酷乐潮玩、19八3等。其中，泡泡玛特的零售店截止到2020上半年已经达到136家，分布在33个城市。

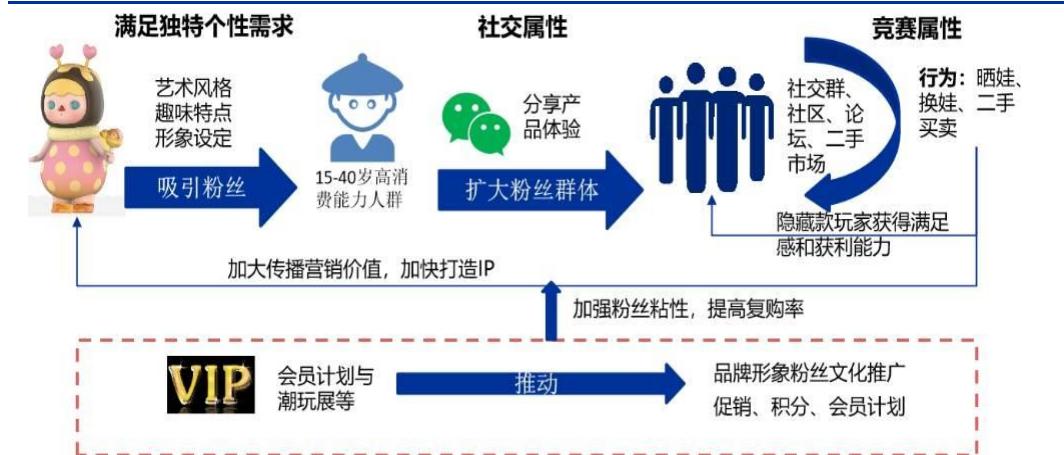
表 6：部分潮玩企业的销售渠道布局

公司名称	线下渠道	线上渠道
泡泡玛特	1) 门店：截至1H20覆盖33个城市的136家零售店，和覆盖62个城市的1001家机器人商店；2) 举办北京潮玩展和上海潮玩展	1) 微信小程序“泡泡抽盒机”；2) 移动APP“葩趣”；3) 天猫旗舰店
19八3	1) 门店：20+家零售店，~200家机器人商店，覆盖18个省份；2) 展会：18年在798艺术区举办ATS潮玩艺术展，20年举办八3 TOYS；3) 天猫旗舰店 线上潮玩展	
酷乐潮玩	门店：~160家零售店，覆盖14个省份	1) 微信小程序；2) 天猫旗舰店；3) 京东旗舰店
九木杂物社	门店：~350家门店，覆盖55个城市，部分为加盟	天猫旗舰店
名创优品	门店：4000+家门店	天猫旗舰店等

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

下游——在线社区提供社交和展示平台，提升用户粘性、引导复购。潮玩满足了年轻人独特的个性需求，潮玩玩家会自发性地在社交平台上“晒娃”，分享产品体验。这一行为间接地帮助潮玩品牌推广其产品的影响力。另一方面，潮玩的消费具备一定的竞赛属性，拥有隐藏款的玩家能在分享中收获满足感和成就感。盲盒厂商可通过有效的社区运营，引导潮玩粉丝间形成独特的“圈层文化”，从而提升用户粘性，提高复购率。例如，泡泡玛特通过旗下潮玩社区葩趣，为潮流玩家提供了一个互动交流、了解潮玩资讯与购物的社区平台。

图 11：社区运营扩大用户粘性和提高复购率



资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

2.4 潮玩盲盒的需求与空间：潜在市场规模超过400亿

从消费心理分析，通过潮玩寻找情感满足成为新消费时代下“Z世代”的迫切需求。潮玩的玩家会根据自己的想象赋予潮玩不同的理解和意义，将潮玩当做情感的归属物。泡泡玛特最火的潮玩IP系列Molly的设计成功之处就在于，她是一个撅着嘴巴、没有表情设计的小女孩，消费者不管是快乐还是沮丧，都可以把自己的情感投射在她的身上，从而在Molly的身上找到精神寄托。眼下“Z世代”的年轻人正在迅速崛起并主宰消费市场，潮玩让他们找回了童年的乐趣，对他们而言，潮玩玩具不仅是单纯的玩具，也是情感的归属物。

图 12：Molly 星座系列盲盒

资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店，申万宏源研究

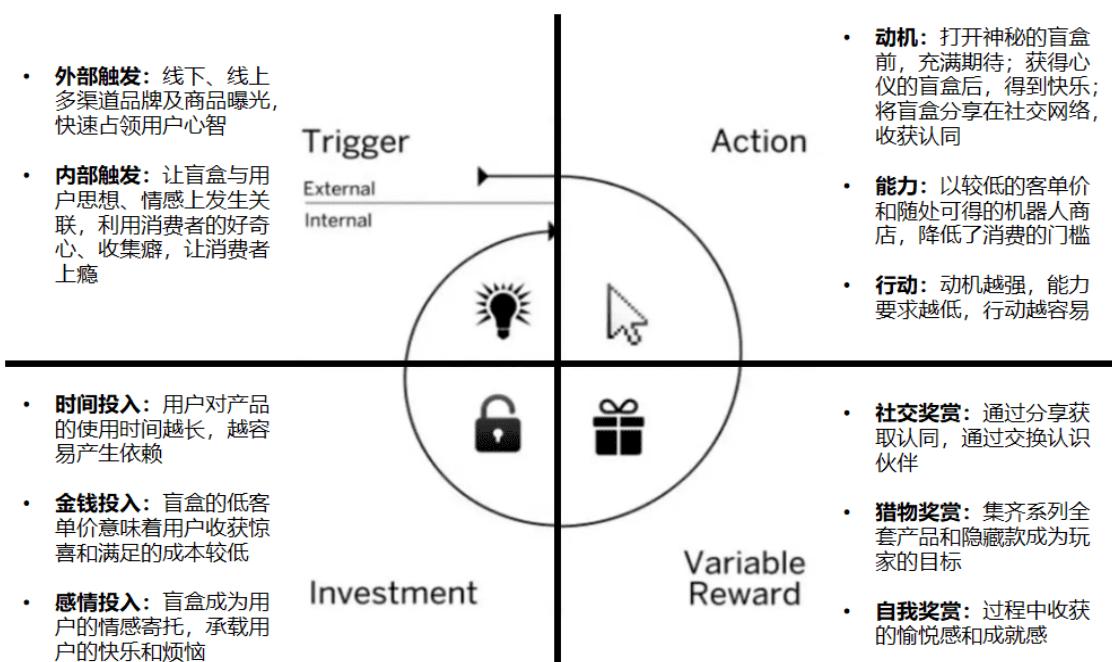
以经济学的视角去看，盲盒让消费者以较低的客单价，满足了“悦己”和“悦她”的消费需求。盲盒的客单价较低，一般在 29-79 元之间，相当于年轻人购买两三杯奶茶的钱。对爱美的女生来说，盲盒好看而且萌，花几十块钱就能享受到新奇刺激的“开盖”体验，满足了“悦己”需求。此外，29-79 元的盲盒也可以成为一种情侣之间、亲子之间高性价比的礼物。

图 13：盲盒的主要受众群及消费心理分析

资料来源：乐活资讯，申万宏源研究

从产品设计的角度剖析，盲盒“主题系列”的设计成为玩家自我奖赏的催化剂。玩家有集齐盲盒的欲望。和普通潮玩不同，盲盒以系列的形式销售，一个主题系列的盲盒会出 5~12 款。玩家每完成一次盲抽，获得短暂的愉悦感后，便有可能产生将盲盒系列集齐的欲望，以满足自己的成就感和完成感。

图 14：盲盒的产品设计模型



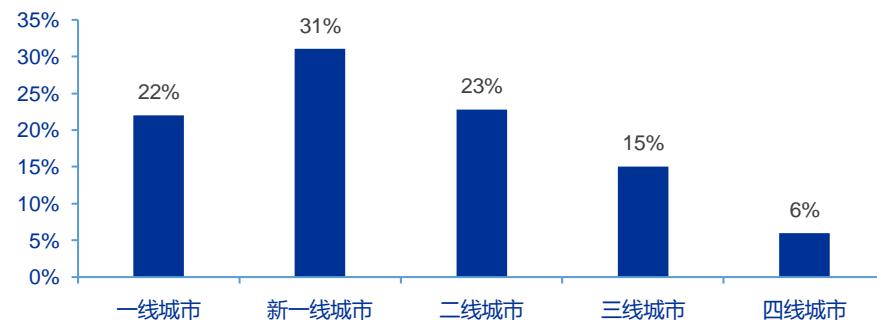
资料来源：PM28、申万宏源研究

潮玩盲盒潜在消费人群超过 2378 万。 经过我们测算，潮玩盲盒当前的潜在消费人群达到 649 万人，但中长期的潜在消费人群有望达到 2378 万，是当前的 3.7 倍。主要驱动力在于：

1) 已覆盖区域的渗透率提升。 潮玩与其他网红消费品（如喜茶）存在诸多相似之处，包括高颜值、以女性用户为主、注重线下门店消费体验、带有一定轻奢属性等。参考喜茶的传播路径，随着潮玩盲盒在社交媒体和平台上的进一步传播和推广，其在目标人群中的渗透率有望进一步提高。

2) 从一二线下沉至三线城市。 作为潮玩盲盒引领者，截至 1H20 泡泡玛特的机器人商店已开设至全国 62 个城市（零售店覆盖 33 个城市），基本涵盖一线、新一线和二线城市。类比其他网红消费品的城市扩张，我们认为三线城市对潮玩也具备较强的消费能力。比如，喜茶目前已扩张到揭阳、湛江等三线城市，海底捞已扩张至洛阳、潍坊等三线城市。但下沉到四线城市会有一定难度，喜茶在四线城市几乎没有门店，海底捞四线城市的门店数量占比仅为 6%。

图 15：海底捞门店分布



资料来源：海底捞公司官网，申万宏源研究

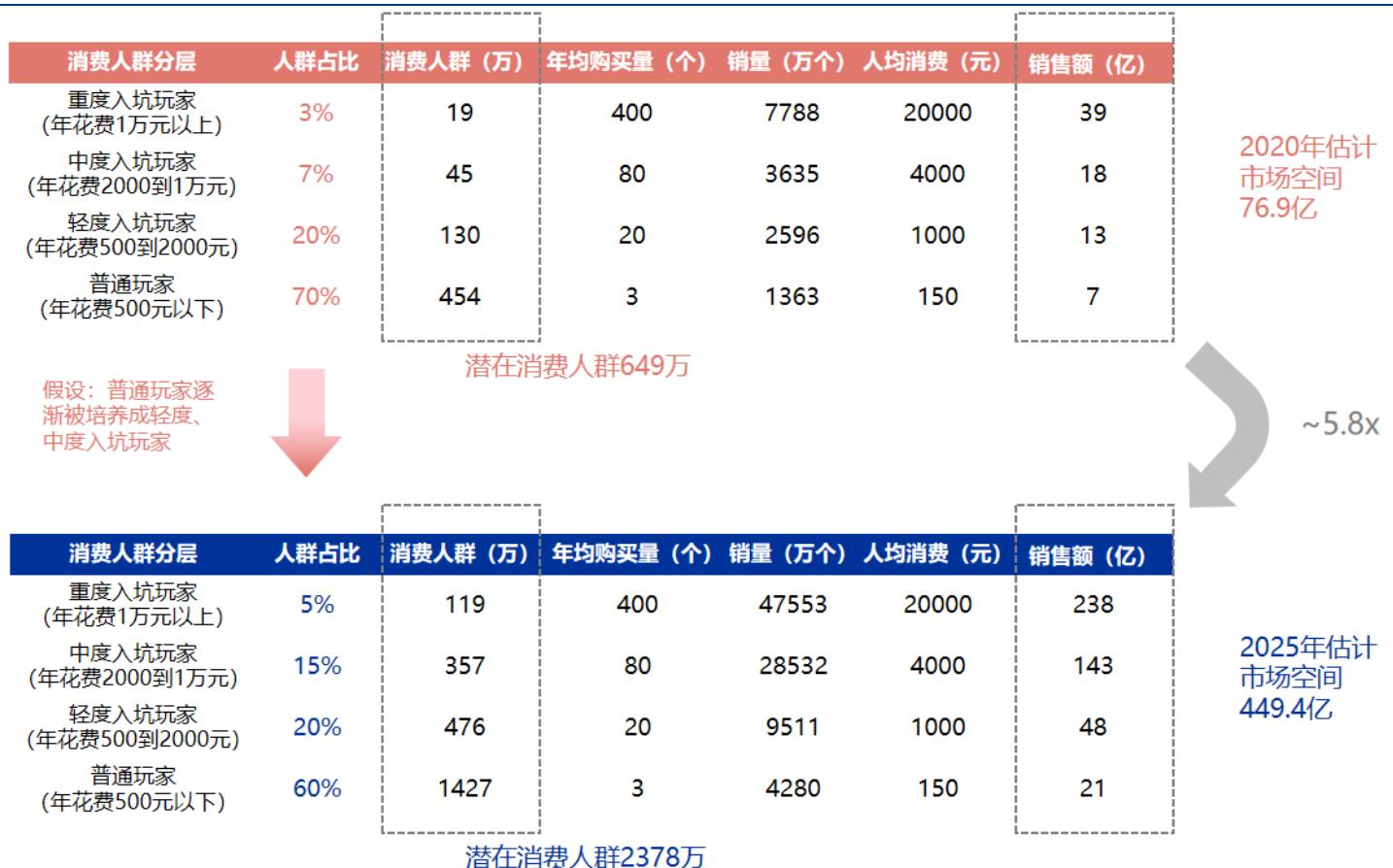
图 16：潮玩盲盒的潜在消费人群测算

	当前	2025E	核心假设
人口总量 一线城市 (4个) 新一线城市 (15个) 二线城市 (30个)	4.4亿	人口总量 一线至二线城市 (59个) 三线城市 (70个)	潮玩盲盒从一二线城市渗透到三线城市。目前泡泡玛特的机器人商店已开设至全国62个城市。
15-40岁人口比例 (核心消费群)	35%	15-40岁人口比例 (核心消费群)	根据弗若斯特沙利文，15-40岁的年轻一代占总人口约35%，是潮玩的主要消费人群
潮玩盲盒在15-40岁人群中的渗透率	4%	潮玩盲盒在15-40岁人群中的渗透率	根据商场客流转化率估算，对比其他网红消费品有提升空间 (e.g. 喜茶朝阳大悦城门店的商场客流转化率约为10%，当前泡泡玛特朝阳大悦城门店的商场客流转化率约为5%，低线城市渗透率可能更低)
潮玩盲盒核心消费人群 (15-40岁)	617万	潮玩盲盒核心消费人群 (15-40岁)	根据上述假设计算得到
15-40岁消费人群的占比	95%	15-40岁消费人群的占比	根据弗若斯特沙利文，95%的潮玩消费者年龄介于15-40岁
潮玩盲盒消费人群	649万	潮玩盲盒消费人群	根据上述假设计算得到

资料来源：第一财经，中国各城市统计局，弗若斯特沙利文咨询，艾媒咨询，蛋解创业，腾讯地图，申万宏源研究

潮玩盲盒潜在消费市场空间超过 400 亿。 经过我们测算，潮玩盲盒当前的市场空间为 76.9 亿，5 年后将提升至 449.4 亿，约合当前 5.8 倍。“入坑”程度不同的玩家，一年的消费支出和购买的盲盒数量会有很大差异。因此，我们以年消费 500 元、2000 元、10000 元为界限将潜在消费人群进一步分为普通玩家，轻度入坑玩家，中度入坑玩家和重度入坑玩家四类，分别计算不同层级的玩家为这个市场所能贡献的销售额。在这一测算模型下，我们会发现潮玩盲盒的消费主要来自中度和重度入坑的玩家。而事实也是如此，中度和重度入坑玩家的氪金能力是超出想象的。天猫 2019 年发布的《95 后玩家剁手力榜单》显示，近 20 万人一年花 2 万元集盲盒，公开报道的最硬核玩家一年能“烧”上百万元。现阶段盲盒的消费还处于非常早期的阶段，但中长期看，普通玩家会渐渐被培养成轻度入坑玩家和中度入坑玩家。简言之，盲盒的高复购特点将使得轻度、中度、重度入坑玩家占比不断提升，最终驱动人均支出不断上升。

图 17：潮玩盲盒的潜在市场空间测算



资料来源：泡泡玛特招股说明书，天猫《95后玩家剁手力榜单》，申万宏源研究

核心假设：1、假设重度入坑玩家占比由 3%提升至 5%，天猫 2019 年发布的《95 后玩家剁手力榜单》显示，近 20 万人一年花 2 万元集盲盒。

2、假设轻度入坑玩家占比保持 20%。

3、假设普通入坑玩家占比由 70%下降至 60%。根据泡泡玛特招股说明书，注册会员的复购率约为 60%，换言之，40%的用户在获得短暂的消费体验后并不会成为入坑玩家。

4、中度玩家占比=1-其他玩家占比。

5、客单价假设为 50 元/个，保持不变。

3. 泡泡玛特的护城河：品牌溢价+自研 IP 能力+广泛的消费者触达

面对同类潮玩厂商，泡泡玛特的核心竞争力体现在其能凭借市场领先地位和知名度让其 IP 系列在市场上享有一定的龙头品牌溢价，并持续吸引优秀的艺术家来打造更好的 IP。对比迪士尼等具有丰富经典 IP 的外部竞争者，泡泡玛特的 IP 更“潮”。泡泡玛特能集中资源让新 IP 在短时间内得到集中曝光，快速“走红”。尽管 IP 的生命周期不长，但 IP 在短时间内的商业化价值高。凭借快速迭代，一年打造一爆款的能力，泡泡玛特依旧能保持高增长。这一商业模式类似于一些通过选秀，每年不断推出新偶像的艺人经纪公司。对比哔哩哔哩等具有强大线上分发能力的流量巨头，泡泡玛特的优势体现在其线下布局更完善，覆盖更广。当下，潮玩盲盒仍处于市场教育的阶段，线下渠道是多数人接触和了解这一新鲜事物的主要方式。

3.1 面对同类潮玩厂商，泡泡玛特强者恒强

3.1.1 潮玩龙头出品的盲盒在二手市场存在一定的品牌溢价

盲盒是具有一定收藏和投资价值的消费品。盲盒的不确定性催生出交易/交换的需求。面对重复的或者不喜欢的产品，玩家可以在闲鱼、小红书等平台进行二手交易，这就形成了潮玩买卖的“二手市场”。盲盒的金融属性体现在于其可以在二手市场上交易，且具有一定的升值能力。例如，泡泡玛特潘神系列隐藏款“天使洛丽”在闲鱼上从 59 元炒到 2350 元，涨价近 39 倍 ($2350/59-1 \approx 39$)。

图 18：隐藏款在二手市场获得增值



潮玩隐藏款可以在二手市场寻求价值提升，增加投资价值。Molly 胡桃夹子王子隐藏款涨价 22 倍，潘神天使洛丽涨价 39 倍。

资料来源：南方日报，申万宏源研究

大厂出品的盲盒在“二手市场”流动性更佳。潮玩和其他艺术收藏品的交易一样存在着“有价无市”的问题。流行的系列由于收藏和交易的人更多，在二手市场上更好找到买家和卖家。对于资深玩家来说，购买大厂出品的系列能够更容易实现转手和交换。同时，大厂出品的热门系列在二手市场上的升值空间更大，从而更具有收藏和投资价值。

从消费品的角度去理解，品牌的附加值来源于大众认可度。类似于女生收集名牌包，男生收集限量版球鞋，集齐一个知名品牌的系列更能让人在“潮玩圈”中得到认可，享受更高的成就感。

图 19：隐藏款的升值空间会因厂商不同、系列不同而产生巨大差异



资料来源：闲鱼，申万宏源研究

3.1.2 凭借市场领先地位，持续吸引优质 IP

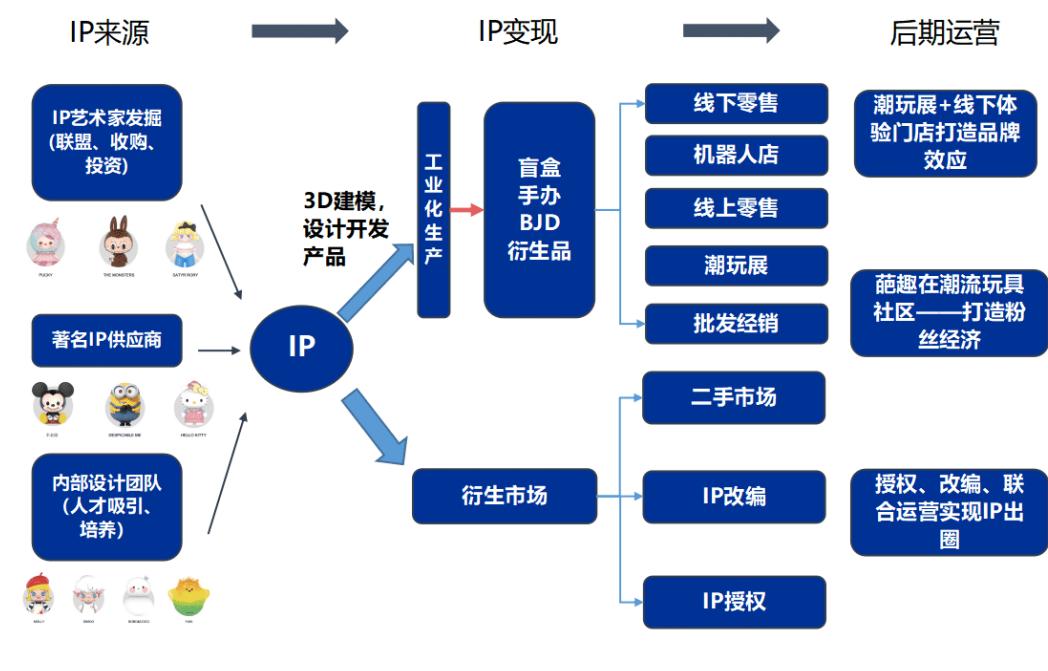
凭借一体化平台和市场领先地位，公司吸引并维持优质 IP 资源。与艺术家的签约合作成为了泡泡玛特 IP 的主要来源。泡泡玛特目前已与国内外 25 位知名设计师及工作室合作，如王信明、毕奇、龙家升等。为了进一步物色具有商业价值的艺术家，公司成立了超过 20 人的内部艺术家发掘团队，与全球超过 350 名艺术家保持联系。公司通过邀请艺术家参加潮流玩具展，组织设计比赛以及与顶级艺术学院合作等方式对全球艺术家形成广泛触达，扩散自身行业影响力并维持与艺术家的关系。

表 7：泡泡玛特 IP 开发团队

IP 创作	目前概况	未来进展	合作方式	主要 IP
合作艺术家	Kenny Wong、毕奇、龙家升等国内外知名设计师和团体	与超过 350 名艺术家保持紧密联系	转让协议 独家授权协议 IP 收购	Molly、PUCKY 及 Dimoo
成熟 IP 提供商	与包括迪士尼、环球影业在内的 IP 提供商签订 11 份协议	授权协议期限通常为 1-2 年，不自动续期，之后按销售支付特许权使用费	非独家授权	米老鼠、小黄人、Hello Kitty
内部设计团队	111 名艺术设计经验丰富的设计师组成的内部团队	与艺术家和 IP 供应商就 3D 设计及模具等方面合作并创作自有 IP	内部团队	Yuki 及 BOBO&COCO

资料来源：泡泡玛特招股书，申万宏源研究

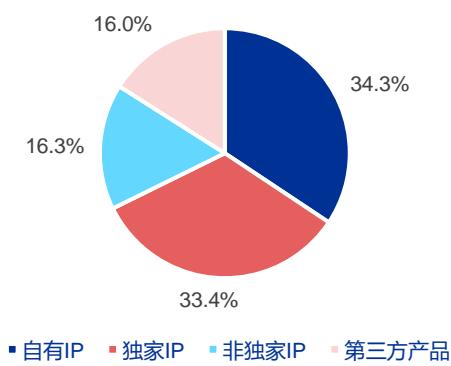
图 20：泡泡玛特 IP 变现流程



资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

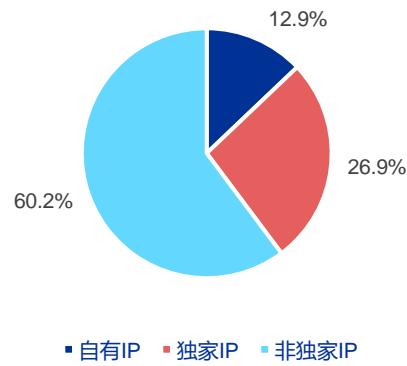
成熟 IP 提供商+内部自有设计团队，为公司提供了丰富多元的 IP 补充。1) 在成熟 IP 提供商合作方面，泡泡玛特通过成熟 IP 提供商获取授权，代表性 IP 有米老鼠、小黄人、Hello Kitty 等，合作的期限通常 1-2 年。2) 在内部建设方面，公司现有内部设计团队成员 111 人，主要负责与艺术家和 IP 供应商在工业化设计方面的合作并创作自有 IP，例如 Yuki 等。截止 2020 年 6 月，泡泡玛特共运营 93 个 IP，其中包括 12 个自有 IP，25 个独家 IP，56 个非独家 IP，营收占比分别为 34.3%，33.4%，16.3%。

图 21：1H20 各类 IP 收入占比



资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

图 22：截至至 1H20，各类 IP 数量占比



资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

3.2 面对经典 IP，泡泡玛特更“潮”，在生命周期内最大化商业价值

泡泡玛特相比经典 IP 厂商（如迪士尼），IP 缺乏历史沉淀和用户基础，但它们的关系可类比传统艺人与偶像经济的关系。年轻偶像的沉淀时间和生命周期不如通过多部作品、经过长

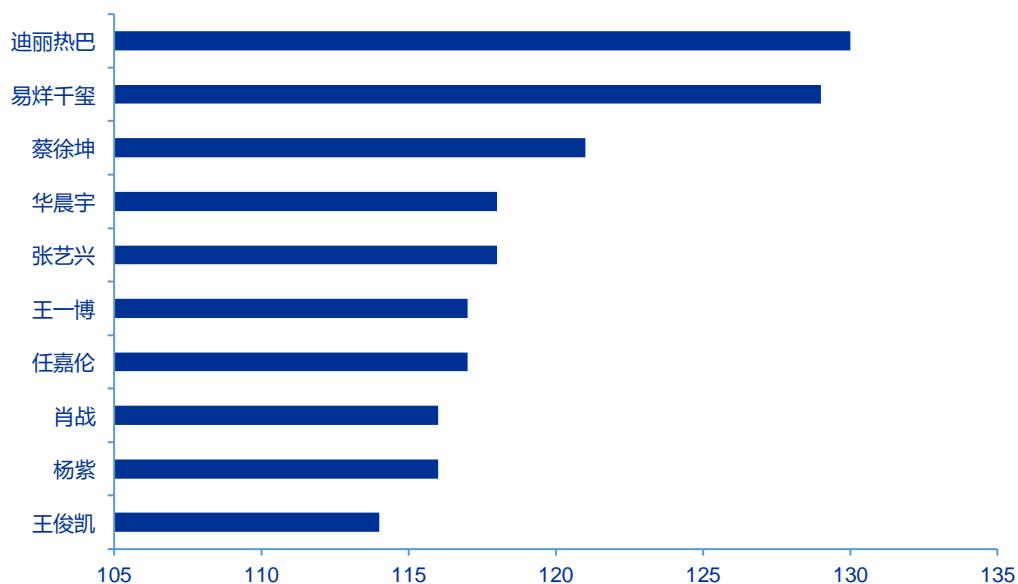
时间积累的资深艺人，但在其生命周期内，许多年轻偶像的商业价值甚至高于资深艺人。与此同时，偶像经济通过快速迭代，不断推出捧出新的年轻偶像，从而保证持续成长性。泡泡玛特通过举办潮流玩具展，展览，品牌联名等方式，泡泡玛特将 IP 在短时间内集中曝光，推动 IP “潮流化”，使其 IP 在短时间内具备超越许多经典 IP 的商业价值；又通过 IP 迭代、爆款复制形成持续成长性。

图 23：泡泡玛特与哇唧唧哇 IP 运营对比

		泡泡玛特	哇唧唧哇
IP挖掘	成立艺术家挖掘团队	成立星探团队	
IP绑定	与设计师团队签约	与练习生签约	
IP运营	组织潮流玩具展 与大型购物广场长期合作 与知名消费品牌联名宣传	制作大型综艺 与影视制作公司长期合作 参与写真、杂志、广告的拍摄	
IP商业化	销售潮流玩具、IP授权等	专辑、演唱会、粉丝见面会门票等	
IP运营的核心竞争力	潮流玩具展成为了推广IP的渠道，过往的成功合作让泡泡玛特与商场形成长期稳定的合作关系，与品牌合作的联名宣传活动对其他品牌有示范效应	过往的成功合作让艺人经纪公司积累广泛的业内人脉，能够与影视综艺制作团队、品牌、杂志等形成长期稳定的合作关系，从而持续捧红新人	

资料来源：泡泡玛特招股说明书，哇唧唧哇官网，申万宏源研究

图 24：CSI 明星商业价值榜 TOP10



资料来源：秒针系统 CSI 明星甄选系统，申万宏源研究

3.2.1 多维度曝光形成可持续的 IP 运营体系

曝光是推动和打造潮流 IP 的关键。练习生往往通过 2-3 个月的偶像选秀节目得到集中曝光、出道后商业价值会在短期内大幅提升。同样，泡泡玛特通过潮流玩具展，品牌联名等方式对新 IP 进行集中曝光，让新系列产品在短时间内具备一流的创收能力。

泡泡玛特连续四年举办潮流玩具展，推广潮流文化。自 17 年举办首届北京国际潮玩展 (BTS) 起，泡泡玛特每年都在北京和上海两地举办国际潮玩展。根据弗若斯特沙利文报告，公司 19 年举办的 BTS 共吸引了来自 14 个国家及地区的超过 270 名艺术家参与，超过 200 个潮流玩具品牌参展，观展人次超过 100,000 名。潮玩展与选秀综艺类似，能够让更多人了解潮玩文化并喜欢上潮玩，让潮玩爱好者接触新 IP，让公司挖掘、培育有潜力的潮玩设计师和品牌。

图 25：2019 年北京国际潮玩展



2019年北京国际潮玩展

- ✓ 来自14个国家和地区
- ✓ 超过270名艺术家
- ✓ 超过200个潮玩品牌
- ✓ 观展人次超过100,000

资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

公司与商场长期稳定合作，通过主题展曝光新 IP。泡泡玛特有能力在国内一二线城市的黄金商圈举办主题展。这些与泡泡玛特有长期合作的商场，每年会给泡泡玛特预留场地档期。泡泡玛特会根据不同的 IP 进行不同主题的商业展。例如，由泡泡玛特打造的全国首场蒸汽朋克风主题展——“潮酷冒险岛” 在 2020 年 9 月登陆南京东路商圈的世茂广场。以高达 4.5 米的卡通塑像占据合照 “C 位”的是新 IP 中人气火爆的 Labubu。泡泡玛特招股说明书显示，截止至 2020 年 6 月 30 日，泡泡玛特在中国各地合计举办了 51 场展览和艺术家签名会。

图 26：泡泡玛特蒸汽朋克风主题展“潮酷冒险岛”



资料来源：文汇报，申万宏源研究

IP 与品牌联名，跨界营销实现破圈。泡泡玛特旗下 IP 与多家品牌开启联名营销模式，各种品牌限定和隐藏款更是赢得了消费者的热烈追捧。2020 新年初启，芬达与泡泡玛特推出了联名礼盒，1月15日0点在天猫旗舰开售时，瞬间售罄。2020年9月，化妆品品牌 Za 与泡泡玛特 Pucky 森林系列联名，以梦、宇宙和森林为主题，以 Pucky 精灵为元素推出限定合作款产品高颜值，深受年轻女性消费者尤其是学生党的喜爱。而与品牌联盟又进一步扩大了泡泡玛特 IP 的用户触达。

图 27：泡泡玛特旗下 IP 与各大消费品牌的跨界营销

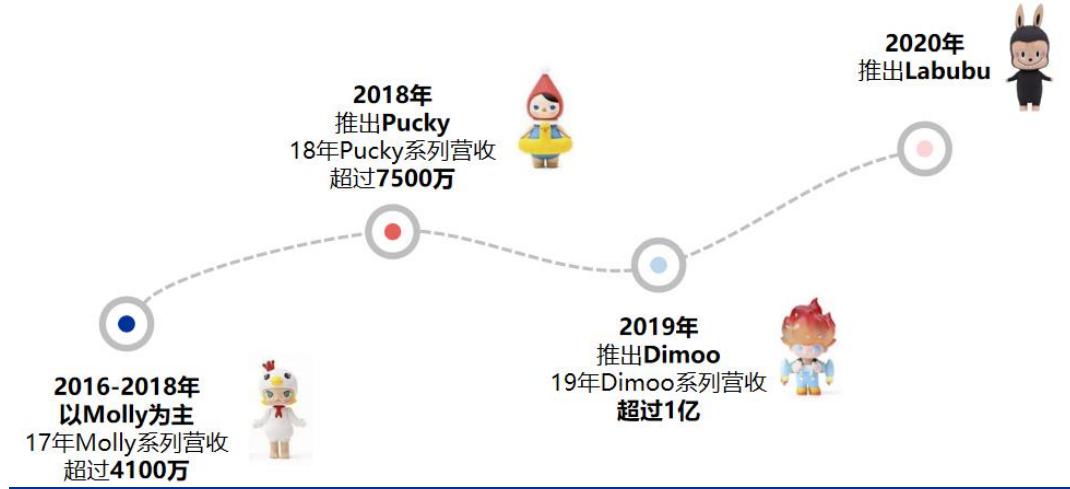


资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

3.2.2 “潮”意味着 IP 快速迭代，形成不断更新的产品矩阵

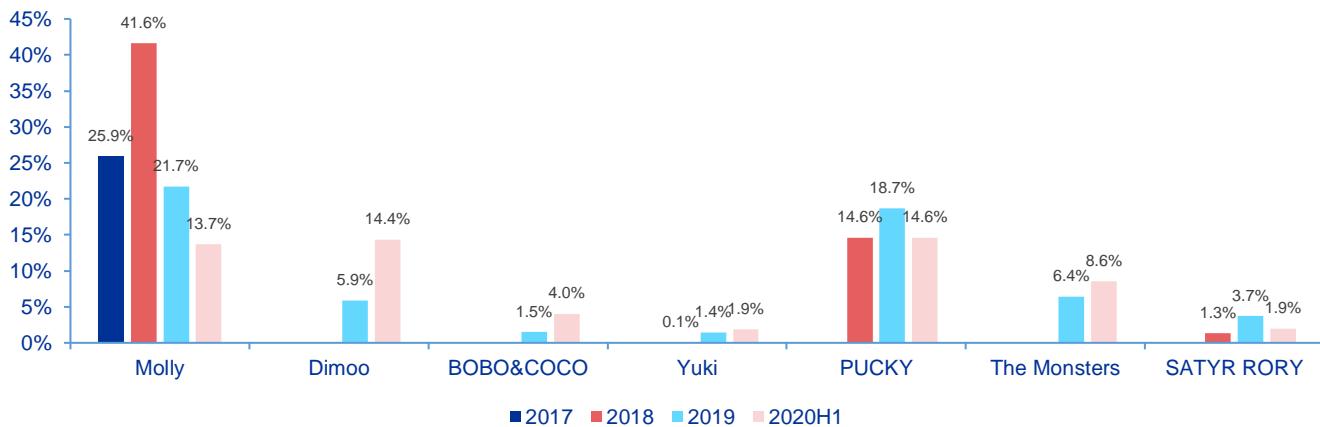
IP 快速迭代，一年一主推。单个潮玩 IP 发布后 1-2 年达到热度高点，非长生命周期产品。经过多年的发展，泡泡玛特已经摸索出一套 IP 迭代和推广的体系，能够很好地把握推广新 IP 的节奏、懂得如何让 IP 更快速地被人接受。为了集中资源，泡泡玛特每年会主推一个 IP，利用潮玩展、主题展、品牌联名等多种方式让新 IP 在短时间内得到曝光。2016年至2018年，泡泡玛特主推 Molly，三年卖出 500 万个 Molly 盲盒；2018年下半年公司开始主推 Pucky，比如采用 Pucky 的形象作为上海国际潮玩展的主视觉，一年内卖出 300 万个 Pucky 盲盒，2018年至2020年上半年，Pucky 为公司带来 5.1 亿元的营收；19 年公司主推 Dimoo，2019 年至 2020 上半年，Dimoo 为公司创造营收 2.2 亿元。与此同时，Molly 的营收占比从 2018 年的 41.6% 下降到 2020 上半年的 13.7%，公司逐渐摆脱对单一 IP 的依赖，形成不断更新的产品矩阵，构建出一套独特的产品更迭体系。

图 28：泡泡玛特的 IP 更迭



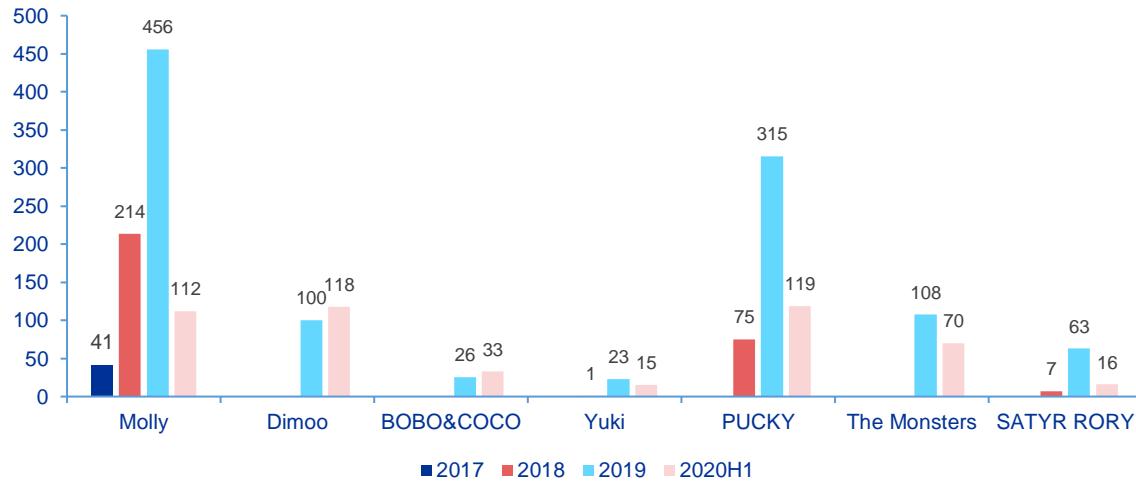
资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

图 29：泡泡玛特各 IP 营收占比变化



资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

图 30：泡泡玛特各 IP 营收（百万元）



资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

3.3 面对线上流量巨头，“线上 + 线下”全渠道覆盖形成更广泛的消费者触达

泡泡玛特相比线上流量巨头如哔哩哔哩，线上分发能力具有较为明显的劣势。但我们认为，潮玩盲盒目前仍处于市场教育的阶段，零售店和机器人商店等线下渠道才是潮玩市场核心领域。

渠道铺设广泛，全方位触达消费者。全渠道推广能吸引用户快速“下场”，提升用户体验。泡泡玛特在线下的布局包括体验店、机器人店、漫展、经销商等多种渠道，涵盖地铁、步行街、商场、展馆、影院、KTV 等各类场景，线上的布局则以天猫、京东、微信小程序和自研 APP 为主。泡泡玛特的渠道涉及生活中的多种场景，能在消费者目光可能触及到的各场景吸引顾客进行购买，增加用户“入坑”机率，为消费者提供了便捷且娱乐性强的购物体验。

图 31：泡泡玛特渠道布局



资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

线下扩张迅猛，抢占用户心智。公司线下店铺的扩张速度迅猛，截至 2020 上半年，已在中国 33 个一二线城市主流商圈开设 136 家零售店，在 62 座城市设有 1,001 间创新机器人店。零售店起到了教育市场，凝聚粉丝，分发新品、改善购物体验和提高品牌知名度的作用。机器人商店则降低了成本及经营开支，有效补充了零售店无法触达的区域。

图 32：泡泡玛特各渠道增长



资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

图 33：零售店及机器人商店收入（百万元）及占比



资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

海外市场前景广阔，公司加速海外门店和机器人商店扩张。根据弗若斯特沙利文，亚太地区的潮玩市场将在未来五年迅速增长。按零售价值计算，2019 年，日本，韩国及新加坡的潮玩零售市场规模分别为 15 亿、5 亿、0.7 亿美元、预期到 2024 年分别达到 35 亿、13 亿、1.7 亿美元、复合年增长率分别为 18.5%、21.1%、19.4%。海外潮玩市场前景巨大，公司已委任

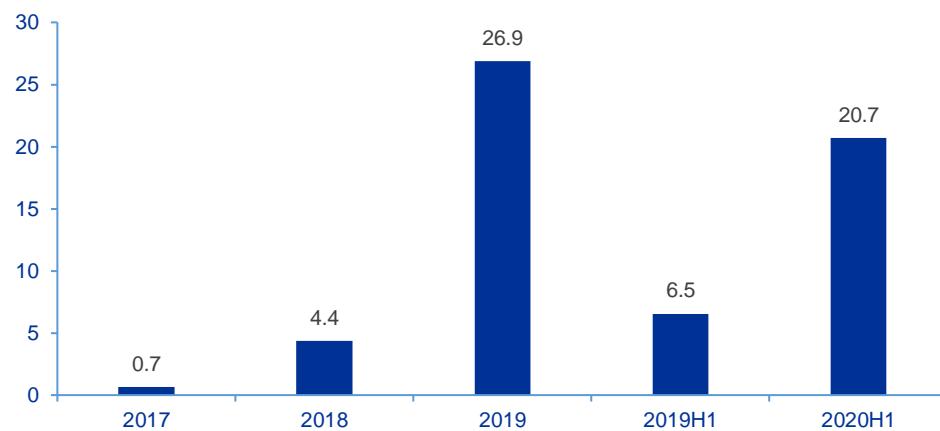
副总裁文德一（韩国背景）负责海外业务。2020 上半年，公司海外业务营收规模达到了 2067.2 万元，同比增长 216%。根据招股说明书，泡泡玛特预计将在 2021 年在海外开设 30 家零售店和 300 家机器人商店，在 2022 年开设 70 家零售店和 700 家机器人商店。

表 8：亚太主要国家潮玩市场零售价值前景预测

国家	2019	2024E	复合增长率
日本	15 亿美元	35 亿美元	18.5%
韩国	5 亿美元	13 亿美元	21.1%
新加坡	0.7 亿美元	1.7 亿美元	19.4%

资料来源：弗若斯特沙利文，泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

图 34：泡泡玛特海外业务营业收入（百万元）



资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

4. 财务表现：近三年高速增长，盈利能力不断提升

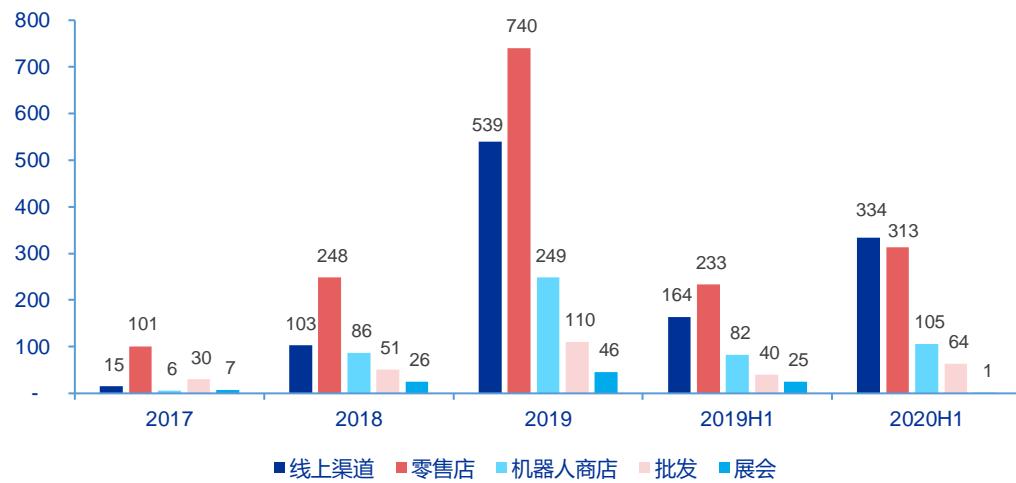
过去三年公司营收保持高速增长。2019年公司实现营业收入16.8亿元，2017至2019年营业收入复合年增长率达到226.3%。1H20受疫情影响，收入增长不及预期，实现营业收入8.2亿元。分渠道看：

零售店渠道依然是销售主力。2017, 2018, 2019年及2020上半年零售店收入分别为1.0亿元、2.5亿元、7.4亿元、3.1亿元，占营收的比重分别为63.9%、48.3%、43.9%、38.3%。

线上渠道增长最快，成为当前发展的一大亮点。2018年线上渠道从“0”到“1”，营收突破1亿元。2019年线上渠道爆发性增长，实现营收5.4亿元；1H20线上渠道实现营收3.3亿元，成为收入占比最高的渠道，为40.9%。

机器人商店自2018年起步，目前高速发展。机器人商店为线下渠道的重要补充，目前处于高速发展阶段。2017, 2018, 2019年及2020上半年机器人商店收入分别为0.1亿元、0.9亿元(+1452.3%)、2.5亿元(+187.6%)、1.1亿元(+27.9%)，营收比重从2017年的3.5%提升至1H20的12.9%。

图35：泡泡玛特营业收入（百万元）



资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

公司期间费用控制能力加强，期间费用率由17年的45.5%减少19年到30.1%。在一定粉丝基础的助推下，企业销售费用率大幅削减，从17年32.3%下降到19年21.6%。管理费用率控制较好，规模效应下管理费用被逐渐摊平，管理费用率从17年的13.2%下降至19年的8.5%。1H20受疫情影响，公司收入同比增长不及预期，销售费用率升高至27.3%，管理费用率升高至15.3%。

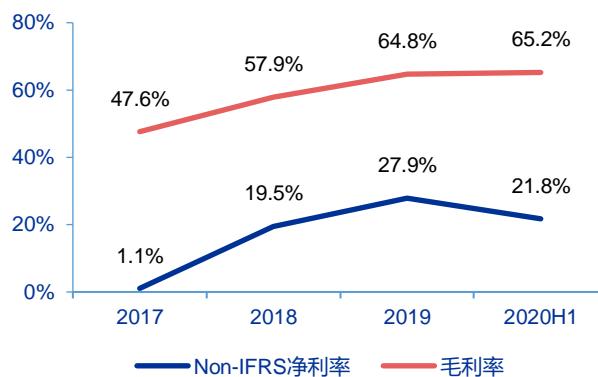
规模效应下，盈利能力大幅提升。渠道扩张收入增加，自主研发产品比例增加，版权成本相对减少，规模效应推动公司毛利持续提升。2017-2019年公司毛利率分别为47.6%、57.9%、64.8%，Non-IFRS净利率为1.1%、19.5%、27.9%，盈利能力大幅提升。1H20公司毛利率继续提升至65.2%，净利率受疫情影响下降至21.8%。

图 36：泡泡玛特期间费用率



资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

图 37：泡泡玛特毛利率与 Non-IFRS 净利率

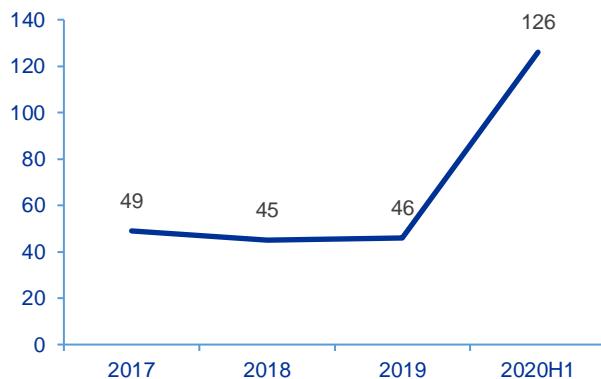


资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

存货周转天数保持稳定，2020 上半年受疫情影响存货积压严重。2017 年至 2019 年公司存货周转天数保持在 45 天到 50 天的稳定水平。2020 上半年公司的销售受疫情影响严重，存货周转天数达到 126 天。

应收账款回笼周期稳定，应付账款周转稳中有升，议价能力体现。2017、2018、2019 年及 2020 上半年公司存货周转天数分别为 8 天、7 天、6 天、10 天，整体处于较低水平；应付账款周转天数分别为 21 天、36 天、29 天、50 天，稳中有升体现了公司议价能力增强。

图 38：泡泡玛特存货周转天数



资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

图 39：泡泡玛特应收及应付账款周转天数



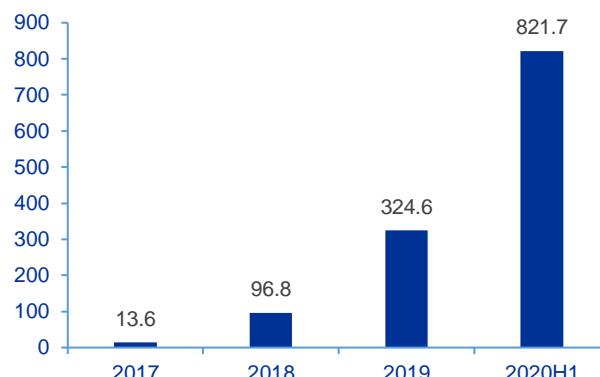
资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

经营活动现金流逐年攀升。2017-2019 年公司经营活动现金流分别为 1551 万元，1.8 亿元，5.0 亿元，持续攀升，得益于公司向盲盒模式战略转型的成功。1H20 公司经营活动现金流受疫情影响缩减至 1.2 亿元。公司经营现金流与经营溢利变化趋势一致，保持健康水平。

期末现金 8.2 亿元，充裕的现金储备保证公司持续扩张。截止至 1H20 公司期末现金为 8.2 亿元，期末现金充裕，保证公司持续的规模扩张。公司在港股上市的发售价定为每股 38.5 港元，IPO 募资约 50.3 亿港元，其中 30% 用于为消费者触达渠道及海外市场扩展计划拨付部分资金，27% 将用于为潜在投资、收购本行业价值链上下游公司及与公司建立战略联盟拨资，15% 将用于投资技术举措，以增强公司的营销及粉丝参与力度及提升业务的数字化程度，18% 将用于扩大公司的 IP 库，10% 将用于营运资金及一般公司用途。

图 40：泡泡玛特经营现金流与经营溢利（百万元）

资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

图 41：泡泡玛特期末现金（百万元）

资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

表 9：亚太主要国家潮玩市场零售价值前景预测

使用比例	募资资金用途
30%	消费者触达渠道及海外市场扩展计划
27%	潜在投资、收购本行业价值链上下游公司及与公司建立战略联盟
15%	投资技术举措
18%	扩大公司的 IP 库
10%	营运资金及一般公司用途

资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值分析

(1) 零售店单店盈利能力稳步提升，利润率升至 40%。根据公司招股说明披露的相关信息，我们搭建出泡泡玛特的零售店单店模型。2017 至 2019 年，泡泡玛零售店的经营溢利率稳步提升，分别为 20.3%，32.6%，40.7%（实际值），2020 上半年受疫情影响，经营溢利率下降至 28.0%（实际值）。基于测算，我们认为盈利能力的提升主要来源于商品实际售价的提升、商品成本的下降、单店收入的提升、规模效应下人力及租金成本被摊薄。

表 10：泡泡玛特零售店单店模型

	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
销售收入相关：					
单店收益 (千元)	4,208.5	5,282.1	8,405.6	3,148.0	2,506.4
YoY		25.5%	59.1%		-20.4%
商品单价 (元)	41.9	47.2	51.1	48.5	48.4
单店销售数量 (千个)	100.5	112.0	164.6	64.9	51.8
YoY		11.5%	46.9%		-20.1%
销售成本相关：					
单个商品分摊的商品成本 (元)	20.0	16.3	14.8	14.9	13.5
单个商品分摊的设计及授权费用 (元)	1.0	1.9	1.8	2.1	1.9
单个商品的销售成本 (元)	21.0	18.3	16.6	17.0	15.4
单店平均销售成本 (千元)	2,113.8	2,044.6	2,738.3	1,101.4	796.6
毛利润相关：					
单个商品贡献的毛利润 (元)	20.85	28.90	34.44	31.53	32.99
单店毛利润 (千元)	2,094.7	3,237.5	5,667.2	2,046.6	1,709.8
毛利率	49.8%	61.3%	67.4%	65.0%	68.2%
人力相关：					
单店平均销售人员数量 (人)	7.7	7.7	7.3	7.3	7.9
销售人员薪酬开支 (千元)	68.5	78.8	94.7	47.4	37.2
单店人力 (千元)	526.7	605.6	695.4	347.7	292.8
租金相关：					
单店使用权资产折旧 (千元)	710.3	624.6	799.1	354.2	451.0
单店短期/可变租赁开支 (营收*9%)	378.8	475.4	756.5	283.3	225.6
盈利相关：					
经营溢利 (千元)	479.0	1,531.8	3,416.3	1,061.4	740.4
经营溢利率 (估算，根据我们的模型)	11.4%	29.0%	40.6%	33.7%	29.5%
经营溢利率 (实际，根据招股书)	20.3%	32.6%	40.7%	28.2%	28.0%
误差分析	8.9%	3.6%	0.1%	-5.5%	-1.5%

资料来源：泡泡玛特招股书，申万宏源研究

相关假设：1) 单店收益=期间内来自零售店的收入/期间内平均店铺数；2) 商品单价为泡泡玛特盲盒和第三方盲盒的按数量加权平均价格；3) 单个商品分摊的商品成本=商品成本率*商品单价，商品成本率为公司的商品成本/营业收入；4) 单个商品分摊的设计及授权费用=设计及授权费用/商品总销量；5) 单店平均销售人员数量=期末销售人员数/期末零售店数；6) 销售人员薪

酬开支=归属于销售费用的雇员及福利开支/销售人员数；7) 单店使用权资产折旧=期间内产生的使用权资产折旧/期间内平均零售店数量；8) 单店短期/可变租赁开支=单店营收*9%，根据招股说明书，公司部分租赁采用可变租赁付款条款，比例介于收入的9%-18%；9) 误差分析=实际经营溢利率-估算经营溢利率，误差均在10pct以内。

(2) 机器人商店保持高盈利水平，利润率接近50%。相比于零售店，机器人商店的租金及人力成本更少，因此利润率能够长期维持在50%左右的较高水平。根据公司招股说明披露的相关信息，我们搭建出泡泡玛特的机器人商店单店模型。2017至2019年，泡泡玛特机器人商店的经营溢利率保持稳定，分别为48.6%，53.3%，51.2%（实际值），2020上半年受疫情影响，经营溢利率下降至45.1%（实际值）。

表11：泡泡玛特机器人商店单店模型

	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
销售收入相关：					
单店收益（千元）	253.1	664.9	457.7	268.6	115.5
YoY		162.7%	-31.2%		-57.0%
商品单价（元）	41.9	47.2	51.1	48.5	48.4
单店销售数量（千个）	6.0	14.1	9.0	5.5	2.4
YoY		133.4%	-36.4%		-56.9%
销售成本相关：					
单个商品的销售成本（元）	21.0	18.3	16.6	17.0	15.4
单店平均销售成本（千元）	127.1	257.4	149.1	94.0	36.7
毛利润相关：					
单个商品贡献的毛利润（元）	20.8	28.9	34.4	31.5	33.0
单店毛利润（千元）	126.0	407.5	308.6	174.7	78.8
毛利率	49.8%	61.3%	67.4%	65.0%	68.2%
其他固定支出（租金、人力、设备折旧等）：					
其他固定支出	3.0	53.1	74.3	37.4	26.7
其他固定支出占比	1.2%	8.0%	16.2%	13.9%	23.1%
盈利相关：					
经营溢利（千元）	123.0	354.4	234.4	137.3	52.1
经营溢利率（实际，根据招股说明书）	48.6%	53.3%	51.2%	51.1%	45.1%

资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

注：测算方法与零售店单店模型相同

融资后快速扩张，预计未来两年国内新开零售店183家、机器人商店1800家。根据公司官网披露的门店地址相关信息，我们统计出泡泡玛特截止至2020年12月13日在全国范围内共有186家门店，其中78家门店分布在北上广深四个一线城市，59家门店分布在天津等新一线城市，45家分布在厦门等二线城市，还有4家在广西柳州等三线城市。

根据公司招股说明书，泡泡玛特预计将在2021年在全国范围内进一步开设83家门店，其中75家在一二线城市，8家在三四线城市，开设800家机器人商店，其中680家在一二线城

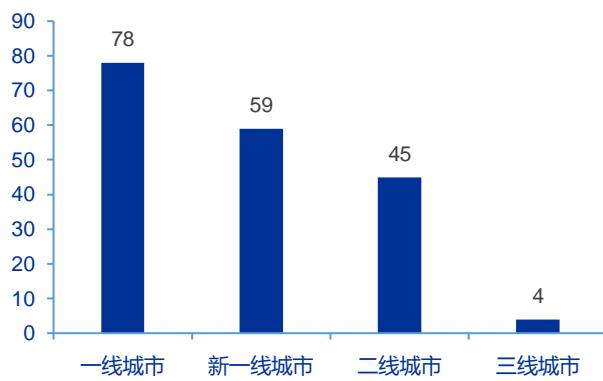
市，120家在三四线城市；2022年开设100家门店，其中85家在一二线城市，15家在三四线城市，开设1000家机器人商店，其中800家在一二线城市，200家在三四线城市。

表 12：泡泡玛特门店分布详细情况（截止至 2020 年 12 月 13 日）

城市	数量	城市	数量	城市	数量
北京	39	陕西	5	云南	3
上海	25	天津	5	贵州	2
广东	16	福建	7	江西	2
江苏	15	湖北	4	山西	2
辽宁	10	黑龙江	4	安徽	1
四川	9	湖南	3	河北	1
山东	9	广西	3	内蒙古	1
浙江	9	吉林	3	合计	186
重庆	5	河南	3		

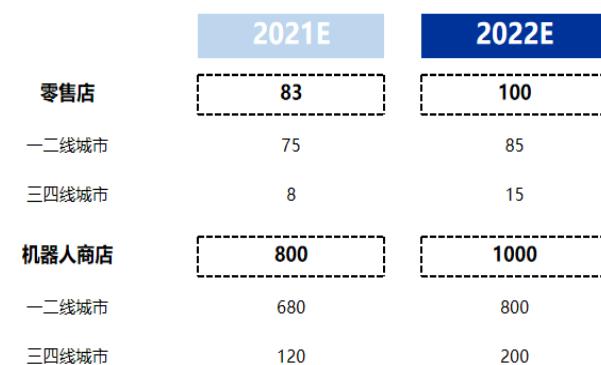
资料来源：泡泡玛特官网，申万宏源研究

图 42：泡泡玛特门店按城市等级的分布情况



资料来源：泡泡玛特官网，申万宏源研究

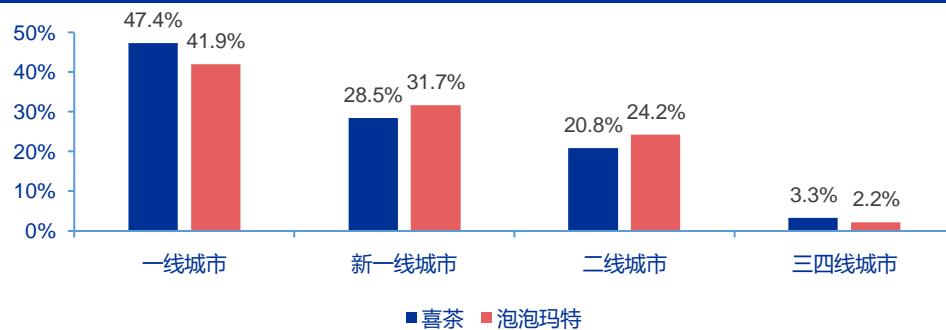
图 43：泡泡玛特未来开店计划（中国）



资料来源：泡泡玛特招股书，申万宏源研究

通过比较喜茶与泡泡玛特的门店分布（按城市等级）情况，我们发现喜茶与泡泡玛特的门店分布十分相似。两者的消费人群和需求也有一定的重合，均以女性为主，能给消费者带来愉悦。截止至 2020 年 12 月 13 日，泡泡玛特的门店数量为 186 家，而喜茶的门店数量已达 720 家，是泡泡玛特的 3~4 倍。

图 44：喜茶与泡泡玛特门店分布（按城市等级）对比



资料来源：喜茶官网，泡泡玛特官网，申万宏源研究

表 13：喜茶与泡泡玛特门店数量对比

	泡泡玛特 (1)	喜茶 (2)	(2) / (1)
一线城市	78	341	4.4
新一线城市	59	205	3.5
二线城市	45	150	3.3
三四线城市	4	24	6.0
合计	186	720	3.9

资料来源：喜茶官网，泡泡玛特官网，申万宏源研究

基于公司招股说明书披露的未来计划，我们预计公司上市后将继续保持较快的扩张节奏，预计 2020-2022 年年内平均零售店数 ((期初+期末)/2) 为 153/233/324 家，年内平均机器人商店数 ((期初+期末)/2) 为 1013/1601/2501 家。单店的人流量有望进一步提升，并持续保持较高的复购水平，我们预计 2020-2022 年泡泡玛特零售店收入增速为 54%/70%/43%，机器人商店收入增速为 20%/110%/46%。

我们预计泡泡玛特 2020-2022 年收入为 25.43/46.27/66.65 亿，同比增长 51%/82%/44%，增长的主要驱动力将是线下零售店的持续扩张和线上销售额的快速增长。考虑到第三方授权 IP 的增加，后续毛利率微降，我们预计 20-22 年毛利率为 64%/63%/63%。考虑到后续无一次性上市开支，以及销售与行政费用的杠杆效应，我们预计公司运营利润率为 24%/35%/36%，运营利润增速为 2%/166%/49%。Non-IFRS 归母净利润预计为 6.02/12.15/18.03 亿，同比增长 28%/102%/48%。

表 14：泡泡玛特盈利预测与拆分

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	515	1,683	2,543	4,627	6,665
YoY	225%	227%	51%	82%	44%
1) 零售店经营及销售	248	740	1,138	1,937	2,778
%Rev	48%	44%	45%	42%	42%
年内平均店数	47	88	153	233	324
单店收入	5.28	8.41	7.46	8.33	8.58
2) 批发	51	110	138	199	259
%Rev	10%	7%	5%	4%	4%
年内平均经销商数	12	29	49	64	79
单经销商收入	4.46	3.81	2.85	3.14	3.29
3) 机器人商店销售收入	86	249	299	628	919
%Rev	17%	15%	12%	14%	14%
年内平均店数	130	543	1,013	1,601	2,501
单机器人店收入	0.66	0.46	0.29	0.39	0.37
4) 线上销售服务	103	539	935	1,797	2,628
%Rev	20%	32%	37%	39%	39%
天猫旗舰店	72	251	443	819	1,409
泡泡抽盒机	23	271	445	890	1,068
其他线上渠道	8	16	48	88	152
5) 展会许可费收入	26	46	33	67	80
%Rev	5%	3%	1%	1%	1%

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
综合毛利	298	1,090	1,632	2,914	4,216
YoY	296%	266%	50%	79%	45%
毛利率	58%	65%	64%	63%	63%
运营利润	134	599	612	1,630	2,422
YoY	2951%	348%	2%	166%	49%
运营利润率	26%	36%	24%	35%	36%
归母净利润 (Non-IFRS)	100	469	602	1,215	1,803
YoY		368%	28%	102%	48%
归母净利润率 (Non-IFRS)	19%	28%	24%	26%	27%

资料来源：泡泡玛特招股说明书，申万宏源研究

我们从海内外选择了六家以 IP 运营为核心的娱乐公司作为可比公司。泡泡玛特的商业模式是以 IP 运营为基础，通过潮流玩具、IP 授权等方式进行变现。因此，在选择可比公司时，我们重点关注那些以 IP 运营为核心，拥有自有 IP，通过销售 IP 衍生玩具或 IP 授权进行获利的娱乐公司。在此基础上，我们排除了一些市值过小，经营不善，业绩亏损的公司。最终，我们选择了两家美国公司（迪士尼、孩之宝），三家日本公司（万代南梦宫、卡普空、任天堂），以及中国公司奥飞娱乐共六家公司作为可比公司。每家公司都拥有属于自己的代表性 IP。例如，迪士尼培育了米老鼠、冰雪奇缘、漫威英雄等知名 IP，并将销售 IP 衍生玩具作为主要变现途径。这一商业模式与泡泡玛特有相似之处。

表 15：泡泡玛特可比公司基本情况

可比公司	公司简介	代表性 IP
迪士尼	迪士尼是全球最大的娱乐及媒体公司之一，拥有影视娱乐、主题乐园、媒体网络、消费品等业务	
孩之宝	孩之宝是一家以 IP 运营为基础的娱乐公司，旗下业务涉及玩具、游戏、电视节目、动画片、电子游戏等	变形金刚、小马宝莉、地产大亨
万代南梦宫	万代是日本最大的综合性娱乐公司之一，主要涉及娱乐、网络、动漫产品及其周边等	龙珠、海贼王、火影忍者
卡普空	卡普空是日本电视游戏软件公司	街头霸王、洛克人、怪物猎人
任天堂	任天堂是全球最有影响力的游戏生产商之一，是便携式游戏机平台的领导者	马里奥、塞尔达传说
奥飞娱乐	奥飞娱乐是国内领先的动漫文化传播公司，以动漫制作、形象设计、版权代理等卡通形象事业为核心业务	喜羊羊与灰太狼、火力少年王、巴啦啦小魔仙

资料来源：公司官网，申万宏源研究

我们认为采用 PE/G 作为可比估值法对泡泡玛特进行估值更为合理。一级市场的投资机构常常通过 P/S 来对新消费品牌进行估值。考虑到泡泡玛特已经具备稳定盈利能力，我们认为从盈利的角度出发对泡泡玛特更为合理。但如果以 PE 作为估值指标，我们容易忽视泡泡玛特所处的生命阶段与可比公司存在重大差异的基本事实。泡泡玛特目前仍处于高速增长期，而可比公司均处于较为成熟的发展阶段。

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。根据我们的预测，泡泡玛特 19-22 年的 non-IFRS 净利润 CAGR 为 57%。可比公司平均 PE/G 为 1.6，考虑到泡泡玛特较高的复合增速以及潮玩

作为 Z 世代消费赛道的强成长性，我们给予泡泡玛特 1.7x PE/G（略高于可比公司均值），对应 21 年目标 PE 96 倍，目标市值为 1170.9 亿人民币，即 1388.5 亿港币（1 人民币=1.1858 港币，2020 年 12 月 22 日），对应目标价 99.04 元。考虑相比现价 11.2% 的涨幅，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 16：泡泡玛特可比公司 PE/G 估值（截至 2020 年 12 月 22 日）

可比公司	最新收盘价 (12/22)	FY	Normalized EPS			EPS 复合 增长率	Forward PE (2021E)	PE/G
迪士尼	170.69	2.02	1.90	4.82	5.96	43%	89.84	2.07
孩之宝	93.60	4.08	3.53	4.46	5.33	9%	20.99	2.25
万代南梦宫	8,994	262.4	260.1	352.7	387.4	14%	25.50	1.84
卡普空	6,620	146.9	200.3	242.1	264.5	22%	27.34	1.26
任天堂	64,260	2171.2	3275.4	3114.0	3056.9	12%	20.64	1.71
奥飞娱乐	6.26	0.05	0.07	0.20	0.24	69%	31.30	0.46
平均值								1.60

资料来源：Capital IQ、申万宏源研究

注：1) 货币单位为原始货币。迪士尼、孩之宝为美元，万代南梦宫、卡普空、任天堂为日元，奥飞娱乐为人民币。

2) Normalized EPS 历史值和预测值均来自 Capital IQ 一致预测。

3) FY 指最新的历史财务年度，FY+1 指下一财务年度（预测），FY+2 和 FY+3 以此类推。

4) 孩之宝的奥飞娱乐的 FY 是 2019 年，它们的财务年度截止到每年的 12 月。万代南梦宫、卡普空、任天堂的 FY 是 2020 年，它们的财务年度截止到每年的 3 月。迪士尼的 FY 是 2020 年，它的财务年度截止到每年的 9 月。

5) Forward PE (2021E) 是最新收盘价除以各公司 2021 年（自然年）的 EPS。由于万代南梦宫、卡普空、任天堂的财务年度截止到每年的 3 月，因此 2022 财年实际对应 2021 年 4 月到 2022 年 3 月，我们选择 2022 财年的预测作为万代南梦宫、卡普空、任天堂的 2021 年 EPS 预测值。其他公司则选择 2021 财年的 EPS 预测。

风险提示

与 IP 高度绑定的明星设计师的流失风险。IP 是潮玩行业的核心，而 IP 的续约与否取决于设计师，明星设计师对公司具有极高的议价权。比如，为了吸引 Molly 设计师王信明，公司让出了部分股权。未来，如果公司与明星设计师在经营理念、利益分配或其他事宜上出现分歧，设计师可能会流失。而设计师的流失或使公司失去对部分核心 IP 的支配权，从而影响公司收入的可持续性。

IP 更新迭代的速度和效果不及预期。Molly 曾经是公司拥有的最受欢迎的 IP。但在 2020 上半年，Molly 的销售收入出现下降(2020 上半年 Molly 系列收入 1.12 亿，同比下降 36.2%)。这说明单一 IP 的生命周期有限。公司需要持续地寻找更受欢迎的 IP 来保持增长。否则，公司可能出现收入不及预期的情况。

行业竞争加剧造成市场份额下滑、盈利能力下降。潮玩行业增长迅速，但整体来看行业集中度较低。截至 2019 年，潮玩市场销售前五合计占有的市场份额不到 25%。潮玩的高 ROE 吸引了众多企业和资本的关注，潜在竞争者增加，新晋玩家中包括了名创优品等传统零售企业，也包括了哔哩哔哩等互联网平台。市场竞争的激烈加剧或使得公司市场份额下滑、盈利能力下降。

财务摘要

合并利润表

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	515	1,683	2,543	4,627	6,665
销售成本	-216	-593	-912	-1,713	-2,448
毛利	298	1,090	1,632	2,914	4,216
其它收入	5	15	31	20	29
销售费用	-126	-349	-657	-959	-1,336
一般及行政开支	-44	-158	-393	-345	-487
EBITDA	177	712	740	1,925	2,944
EBIT	135	604	606	1,632	2,425
财务费用	-2	-5	-11	-19	-30
其他费用	1	5	0	2	2
税前利润	132	598	595	1,614	2,395
所得税	-33	-147	-159	-403	-598
净利润 (non-IFRS)	100	469	625	1,215	1,803
少数股东权益	-	-	-0	-	-
归属公司股东净利润 (non-IFRS)	100	469	602	1,215	1,803

资料来源：公司数据，申万宏源研究

合并现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	132	598	595	1,614	2,395
加：折旧与摊销	42	109	134	293	519
营运资本变动	11	-112	-164	-141	-207
经营活动产生的其它现金净额	-11	-92	-170	-421	-628
经营活动所得现金净额	175	503	395	1,344	2,079
资本性支出	-51	-118	-492	-788	-1,092
投资活动产生的其它现金净额	-49	-1	38	9	-32
投资活动所用现金净额	-101	-118	-454	-779	-1,124
股票发行收益	39,703	-	398	-	-
负债净值变动	-	-80	-	-	-
融资活动产生的其它现金净额	-39,694	-76	93	19	30
融资活动所得现金净额	9	-156	491	19	30
净现金流量	83	229	432	584	985

资料来源：公司数据，申万宏源研究

合并资产负债表

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	255	717	1,359	2,248	3,604
现金及现金等价物	97	325	757	1,341	2,325
贸易及其他应收款项	14	46	71	130	187
预付款项、定金及其他资产	41	140	212	386	556
其它流动资产	50	50	-	-50	-100
非流动资产	148	350	729	1,282	1,953

物业、厂房及设备	36	104	193	319	471
无形资产与其他	18	19	155	362	596
其它非流动资产	94	228	381	601	886
总资产	403	1,066	2,089	3,530	5,557
流动负债	145	382	487	718	948
贸易及其他应付	33	65	102	180	260
其它流动负债	112	317	386	537	688
非流动负债	39	92	92	92	92
总负债	184	474	580	810	1,040
少数股东权益	-	-	2	2	2
股东权益	219	593	1,507	2,718	4,515
权益总额	219	593	1,509	2,720	4,517
权益负债总额	403	1,066	2,089	3,530	5,557

资料来源：公司数据，申万宏源研究

重要财务指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标(人民币)					
每股收益 (Non-IFRS)	0.87	4.06	0.43	0.87	1.29
摊薄每股收益 (Non-IFRS)	0.87	4.06	0.43	0.87	1.29
每股经营活动产生的现金流	0.12	0.36	0.28	0.96	1.48
每股股息	-	0.06	-	-	-
每股净资产	0.16	0.42	1.08	1.94	3.22
主要经营指标(%)					
资本回报率 (ROIC)	60%	101%	39%	59%	53%
净资产收益率 (ROE)	46%	79%	40%	45%	40%
毛利率	58%	65%	64%	63%	63%
EBITDA 利润率	34%	42%	29%	42%	44%
EBIT 利润率	26%	36%	24%	35%	36%
收入同比增速	225%	227%	51%	82%	44%
净利润同比增速	5903%	368%	28%	102%	48%
资产负债率	46%	44%	28%	23%	19%
净资产周转率	2	3	2	2	1
总资产周转率	1	2	1	1	1
实际税率 (%)	25%	25%	27%	25%	25%
估值指标(x)					
P/E	1,050	225	175	87	58
P/B	481	178	70	39	23
EV/Sales	205	63	41	23	16
EV/EBITDA	595	148	142	55	36

资料来源：公司数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司强烈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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。