

# 潮玩产业：玩具不止于孩童

2021年6月15日

看好/持续

轻工制造 | 行业报告

分析师	刘田田	电话：010-66554038	邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
研究助理	常子杰	电话：010-66554040	邮箱：changzj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070055

## 报告摘要：

**潮流玩具中增长最快的为盲盒公仔。**潮流玩即潮流玩具，又称为设计师玩具，是一种融入艺术、潮流、动漫等多元素理念的玩具，一般被认为是15岁以上群体的收藏品，具有艺术品的收藏属性。潮流玩具目前主要品类有四种，分别为艺术玩具、盲盒公仔、手办模型、BJD玩具（Ball-jointed Doll，球形关节人偶），目前增长最快的是盲盒公仔。2016年，泡泡玛特推出第一款盲盒，Molly星座系列，由此开启了盲盒在中国的风靡，是小众潮玩进入到大众流行视野。

**我国潮玩产业高速增长，消费者需求多元化是关键。**潮流文化的逐步渗透，尤其是越来越多优质潮玩IP进入大众视野，推动世界潮玩市场保持快速发展。根据沙利文的报告，世界潮玩市场规模由2015年的87亿美元增长到2019年的198亿美元，年复合增长率达到22.8%，预计未来除2020年受疫情影响增长较慢外，继续保持高速增长，预计2020年后四年复合增长率为19.8%。

**潮玩产业涵盖产品从设计到最终交易的全过程，游渠道是关键。**上游包括IP的获得和原版的设计，即根据IP做出潮玩产品的原版设计。IP主要分为设计类IP和内容类IP两种，前者包括设计师的艺术风格和产品形象的设计，如Molly、Be@rbrick，后者包括动漫、游戏等内容作品以及品牌、人物等，如海贼王、宝可梦、NBA。中游为产品的正式制作，除部分高价艺术玩具为设计师亲自手工制作外，大部分通过工厂代工制作。中国为主要玩具出口国，玩具制造产能充裕，同时也较为分散。产业链下游为消费者的触达，不仅仅是线上线下店铺的一手产品销售，也包括社区、二手交易市场的运营。社区和二手交易市场作为产业链中重要的一环，可以为运营者提供得到消费者反馈以及产品营销的场所，同时，也能通过交易价格体现出潮玩产品的收藏价值，推动产品销售。

**渠道优势助力头部企业实现形成多IP多品类布局。**1) 线下渠道仍为核心，头部品牌构建渠道护城河。潮玩作为实物玩具，用户现场体验十分重要。线下购物体验远强于线上，且人流聚集容易产生从众心理，吸引顾客进店消费，因此对于潮玩潜在消费者来说，购买行为更容易在线下实现。头部下游公司依托渠道优势，发展自有IP矩阵。2) IP是潮玩产品力的核心。培育IP会有较大的不确定性风险，头部潮玩公司拓展IP矩阵，有效对抗IP培育不确定性。头部潮玩公司积极开发自有IP，提高自身利润水平。完全依靠外部授权的FUNKO，净利润率多年保持在5%以下；主要依靠自有IP或品牌的泡泡玛特和乐高，净利润率则在20%以上。

## 主要上市公司：

- 1) **泡泡玛特 (9992.HK)**，不予评级。公司成立于2010年，IP是公司业务的核心。公司业务覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台，包括艺术家发掘、IP运营、消费者触达及潮流玩具文化的推广。2020年泡泡玛特营业总收入为25.32亿元，同比增长49.25%，扣非后归母净利润4.93亿元，同比增长11.51%。2018-2020年收入的复合增速分别为152%，仍处在快速发展期。
- 2) **孩之宝 (HAS.O)**，不予评级。孩之宝是全球第二大玩具制造商，公司的业务范围从玩具到电视节目、动画片、电子游戏，目前拥有包括变形金刚、热火、培乐多等多个大IP品牌。2020年孩之宝的收入规模达到54.65亿美元，同比增长15.79%，扣非后归母净利润2.23亿美元，同比下降57.25%。

## 目录

<b>1. 在供需双向推动下，潮玩产品走向大众视野</b>	<b>4</b>
1.1 源于海外，兴于国内	4
1.1.1 通过不确定性引发购买行为的盲盒公仔	4
1.1.2 同二次元文化一起发展的手办模型	4
1.2 供需共振推动潮玩产业发展	5
1.2.1 需求端：多种需求激发消费动力	5
1.2.2 供给端：IP 变现的需求	5
<b>2. 我国潮玩产业高速增长，下游需求和渠道布局是关键</b>	<b>6</b>
2.1 潮玩产业处于高速发展阶段	6
2.2 潮玩产业的快速发展，主要由下游需求和渠道推动	7
2.2.1 上游：潮玩创意源于缤纷多彩的 IP	7
2.2.2 中游：制造多为代工，价值含量不高	8
2.2.3 下游：销售渠道丰富，集中度有增长趋势	9
2.3 行业集中度低，全产业链布局的龙头份额有望提升	10
<b>3. 渠道优势助力头部企业实现形成多 IP 多品类布局</b>	<b>11</b>
3.1 线下渠道仍为核心，头部品牌构建渠道护城河	11
3.2 头部下游公司依托渠道优势，发展自有 IP 矩阵	11
3.3 盲盒玩法带动潮玩市场整体扩容，高端潮玩依靠收藏价值提高销量	12
<b>4. 同业上市公司比较</b>	<b>13</b>
4.1 泡泡玛特	13
4.2 孩之宝	14
4.3 主要公司市值和估值比较	15

## 插图目录

图 1：潮玩主要品类	4
图 2：世界潮流玩具市场规模及同比增速	6
图 3：中国潮流玩具市场规模及同比增速	6
图 4：潮玩产业链	7
图 5：2020 年中国授权 IP 类型占比	8
图 6：2020 年中国 IP 授权交易模式占比	8
图 7：2020 年中国 IP 被授权商开展业务时间	8
图 8：2020 年中国被授权商业类型	8
图 9：中国玩具出口金额远大于国内零售额	9
图 10：泡泡玛特线上销售占比不断提升	9
图 11：潮玩产业链下游	10
图 12：潮玩产业链下游竞争格局	10
图 13：头部潮玩企业门店数量处于高速增长期	11

图 14: 万代新 IP 带来的收入在短暂爆发后迅速下行 .....	12
图 15: 泡泡玛特盲盒收入占比不断提升 .....	13
图 16: 2017-1020 年泡泡玛特收入规模及增速 .....	13
图 17: 2017-2020 年泡泡玛特扣非净利及增速 .....	13
图 18: 2016-2020 年孩之宝收入规模及增速 (单位: 亿美元) .....	14
图 19: 2016-2020 年孩之宝扣非净利及增速 (单位: 亿美元) .....	14
图 20: 孩之宝五个品牌组合 .....	14

## 表格目录

表格 1: 盲盒公仔发展与演变过程 .....	4
表格 2: 手办模型发展过程 .....	5
表格 3: 泡泡玛特、孩之宝对比 (数据截取时间 2021.6.11) .....	15

## 1. 在供需双向推动下，潮玩产品走向大众视野

### 1.1 源于海外，兴于国内

潮玩的主要品类包括盲盒公仔、手办模型、艺术玩具、球型关节人偶四种，此外行业中还存在众多的细分品类。各品类基本均源于海外，但发展轨迹不尽相同。近年来，盲盒公仔、手办模型这两种玩具类型在国内蓬勃发展，颇具代表性，本报告中我们也着重分析这两种具有代表性的潮玩类型。

图 1：潮玩主要品类

盲盒公仔	手办模型	艺术玩具	球型关节人偶
39-99 元	300 元以上	1000 元以上	300-800 元
			

资料来源：天猫旗舰店，东兴证券研究所

#### 1.1.1 通过不确定性引发购买行为的盲盒公仔

盲盒源于日本，最早可追溯到明治末期。当时日本一些百货公司在新年会销售福袋，福袋中的产品购买前不可知，但产品价格通常高于福袋的价格。作为盲盒的前身，福袋更多是一种商家处理尾货的方式。20 世纪 20 年代，美国商家尝试将小玩具用塑料壳包装之后放在自动贩卖机内销售。到 80 年代，日本玩具制造商综合上述营销思路，首次推出“扭蛋”来销售玩具。之后扭蛋发展迅速，时至今日，扭蛋机在日本已经随处可见。扭蛋的定位与福袋不同，但与盲盒一致，是公司日常销售产品的方式。

90 年代，中国也出现类似的集卡式销售，如小浣熊等干脆面品牌在产品中附加随机的英雄卡片。这种模式可看作是盲盒思路最早的本土化应用。2016 年，泡泡玛特推出第一款盲盒，Molly 星座系列，由此开启了盲盒在中国的风靡，是小众潮玩进入到大众流行视野。

表格 1：盲盒公仔发展与演变过程

时间	事件
1900s	明治末期，日本百货公司销售福袋
1920s	美国商家将小玩具用塑料壳包装之后放在自动贩卖机内销售
1980s	日本玩具制造商借鉴福袋思路，首次推出“扭蛋”
1990s	中国出现集卡式销售，如小浣熊等品牌会在干脆面中附加随机的英雄卡片
2016	泡泡玛特首次推出盲盒产品，将“盲盒思路”带入中国。

资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

#### 1.1.2 同二次元文化一起发展的手办模型

手办模型起源于日本，早期是作为动漫人物的衍生品被推出。在上世纪 60 年代左右，三丸商店推出了日本历史上第一个现代模型，动画形象玩偶“铁人 28 号”。此后随着漫画、电子游戏等产业的不断发展，模型

的种类和取材愈加丰富。80年代以后，游戏机及电脑的普及催生出日本热衷二次元的“御宅族”，年轻玩家对衍生品品质有了更高的追求，需要自行组装涂色的高达模型就是在这一时间首次推出，收到了广大欢迎。因此一些橡胶模型制造的公司，逐步放弃传统大批量复制的生产模式，转而开始生产一些更具设计感，更精细的手办模型，向手办模型工作室模式发展，著名的玩具公司海洋堂正是在这一时期完成了其自身的重要转型。

中国对于“手办”的定义相较于日本更加丰富，通常将所有的虚拟角色模型都称为手办，既包括传统 GK 手办（Garage Kits，未经安装上色的套装组件），也包含模型、扭蛋、黏土等。手办随着日本的动漫文化一同进入中国，随着二次元的受众在中国不断扩大，手办的受众群体也有逐年扩大的趋势。

**表格 2：手办模型发展过程**

时间	事件
1960s	三丸商店推出了日本历史上第一个现代动画模型“铁人 28 号”
1980s	日本模型制造公司为迎合消费者需求，逐步放弃大批量复制的生产模式，开始生产更具设计感的手办模型
1990s 以后	手办模型随日本二次元文化一起传入中国

资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

## 1.2 供需共振推动潮玩产业发展

以盲盒为典型产品的潮流玩具在近些年逐渐由小众文化圈走向大众视野，受到玩家的支持追捧，是得益于需求端与供给端共振形成的双向推动。

### 1.2.1 需求端：多种需求激发消费动力

**潮流玩具的受众主要是受到良好教育的年轻一代。**根据泡泡玛特的调查数据，15-40 岁的消费者占比达到 95%，持有学士学位以上的消费者占比达到 65%。在物质条件极大提升，文化呈现多元发展的当今社会，年轻群体有相对更强的新兴事物接受能力和更加丰富的自我表达需求。其中感情、社交、不确定性和收藏这四大需求是促使潮玩快速发展的主要动力。

**感情需求：**潮玩普遍具有新奇好看的外表，易得到消费者的情感认同，引发购买行为。此外，潮玩产品很多作为泛二次元文化的衍生品，本身承载着爱好者的喜爱，能够契合爱好泛二次元文化的年轻群体的情感需求。年轻群体在消费中也呈现出一种注重情感满足而非商品的实用价值的趋向，愿意为爱好支付高溢价。

**社交需求：**年轻群体喜爱交流潮流文化，一方面可以突出个性，另一方面也能够通过爱好增加话题，融入朋友圈，潮玩就充当了消费者在社交中与他人相互吸引、沟通的工具。

**不确定性的刺激：**时代的快速发展，使得当前年轻群体有较大压力需要调节。以盲盒为代表的潮流玩具，在完成购买行为之前并不知道自己所购产品的样式。这样不确定性的反馈机制类似于刮彩票，使消费者感到兴奋和刺激，由此产生有很大的减压效用。

**收藏需求：**隐藏款、限量款潮玩有一定的稀缺性，且经过艺术家的设计，具备一定的艺术价值，因此有较强的收藏属性。收藏行为能够使得玩家获得一定的满足感和自我认同感，推动消费者产生购买动机。

### 1.2.2 供给端：IP 变现的需求

**IP (Intellectual Property, 知识产权) 是潮玩产业发展的重要源动力之一**，一个成功的 IP 通过授权能为潮玩企业带来很大的商业价值。同样，IP 持有方也可以通过授权使手中的 IP 资源变现，IP 变现的需求极大促进了潮玩产业的发展。

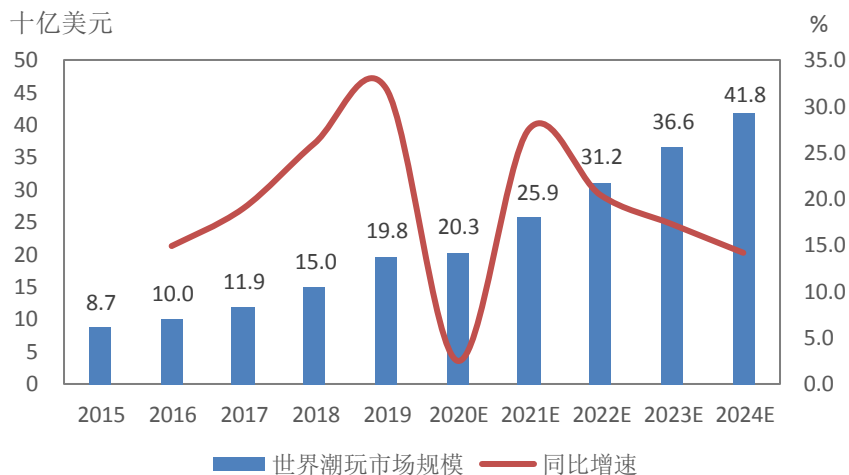
潮玩产业的 IP 主要包括授权和设计两大类。内容类 IP 以文创作品为主，包括文学、影视、动漫、游戏等，如海贼王、宝可梦；设计类 IP 指设计师设计出的形象或是设计风格，如 Molly、Be@rbrick。两者都有很强的变现需求：内容的流行具有不确定性，内容类 IP 的持有方需要通过衍生品增加成名内容产品的收入，使利润最大化，同时 IP 授权不需要持有方投入资本，承担资金风险，是非常好的增收手段；设计类 IP 主要由设计师持有，IP 变现的主要方式就是产品的售卖，所以设计类 IP 会更加依赖潮玩产业的发展。

## 2. 我国潮玩产业高速增长，下游需求和渠道布局是关键

### 2.1 潮玩产业处于高速发展阶段

潮流文化的逐步渗透，尤其是越来越多优质潮玩 IP 进入大众视野，推动世界潮玩市场保持快速发展。根据沙利文的报告，世界潮玩市场规模由 2015 年的 87 亿美元增长到 2019 年的 198 亿美元，年复合增长率达到 22.8%，预计未来除 2020 年受疫情影响增长较慢外，继续保持高速增长，预计 2020 年后四年复合增长率为 19.8%。

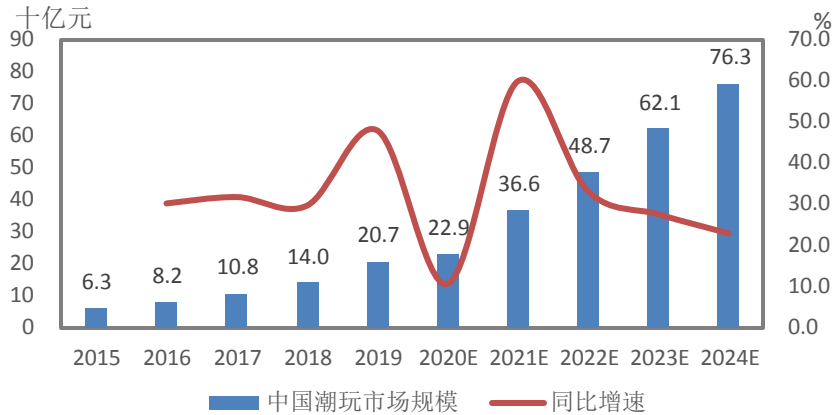
图 2：世界潮流玩具市场规模及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文、泡泡玛特招股书，东兴证券研究所

中国潮玩市场起步相对较晚，仍处于初期快速发展阶段，在过去数年保持高于世界平均水平的增速，2015 到 2019 年复合增长率达到 34.6%。鉴于当前中国潮玩市场仍处于早期阶段，且潮玩公司较少覆盖有很大消费潜力的下线城市，潮玩市场规模未来仍有很大增长空间。沙利文的报告预计，2020 年后的四年复合增长率仍能达到 35.1%，继续高速发展。

图 3：中国潮流玩具市场规模及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文、泡泡玛特招股书，东兴证券研究所

## 2.2 潮玩产业的快速发展，主要由下游需求和渠道推动

潮玩产业链包括上游 IP 获取及运营，中游产品设计制作，以及下游产品流通三个主要环节。目前下游需求及渠道拓展是行业增长的关键，市场中知名潮玩公司如泡泡玛特，19 八 3 等均是渠道拓展起家，逐步向上游延伸，建立全产业链布局。

图 4：潮玩产业链



资料来源：中国玩具婴童网，泡泡玛特招股说明书，东兴证券研究所

### 2.2.1 上游：潮玩创意源于缤纷多彩的 IP

产业链上游主要围绕 IP 的获取及运营开展工作。IP 提供方包括 IP 授权公司，如迪士尼、集英社，和潮玩产品设计师，如 Molly 的设计者 Kenny Wong。IP 提供方极少向下延伸，多为潮玩公司负责上游的运营以及中下游的拓展。潮玩公司通过购买知识产权或签署独家/非独家授权协议的方式来获得 IP 资源，其中头部公司一般会与多家提供方签署协议，打造多 IP 矩阵。

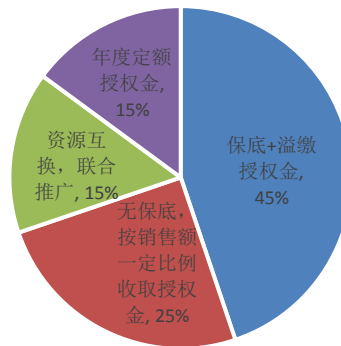
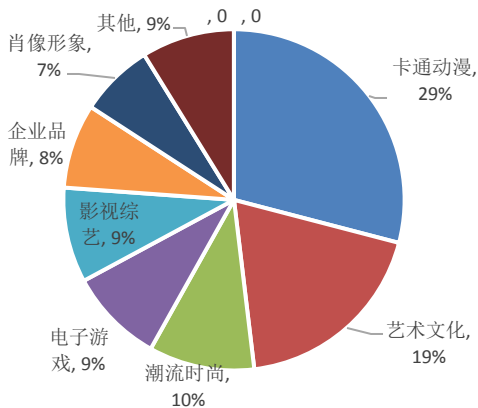
- **设计类 IP** 开始一般都为个人设计师所有，因没有内容产品支撑而影响力相对较小。因此设计类 IP 持有方在产业链上的话语权通常较弱，潮玩公司获取此类 IP 一般都通过购买知识产权或签署独家授权协议的方式。而内容类 IP 持有方多为内容制作类公司，其中不乏迪士尼这样横跨多领域的行业巨头，产业链话语权相对较强，除少数小公司外，基本都与潮玩公司签署非独家授权协议。独家授权协议相对于非

独家，一般会分配被授权方更大比例的收入，且允许其进行二次授权。

- **授权 IP 类型多种多样**，根据中国玩具和婴童用品协会发表的《2021 年中国品牌授权行业发展白皮书》，IP 类型以娱乐类 IP 为主，主要来自于卡通动漫、艺术文化、潮流时尚、影视综艺、电子游戏，其中卡通动漫占比最高，为 26%，综合来看 IP 主要构成类型与潮玩的二次元文化契合。IP 类型多为娱乐类，所以部分拥有大量 IP 的大型娱乐公司在潮玩产业链中有比较大的话语权。2020 年中国 IP 授权的主要交易模式以授权方更为受益的“保底+溢缴授权金”模式为主，47%的 IP 通过此种模式授权，交易模式即可侧面反映出大型 IP 授权商占比较高。

图 5：2020 年中国授权 IP 类型占比

图 6：2020 年中国 IP 授权交易模式占比



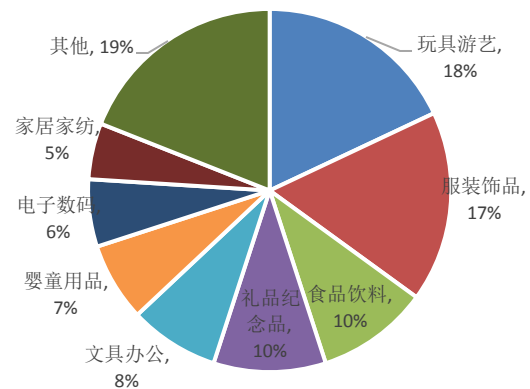
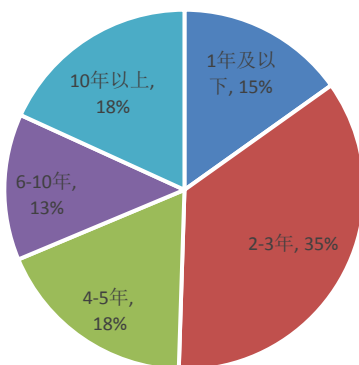
资料来源：《2021 年中国品牌授权行业发展白皮书》，东兴证券研究所

资料来源：《2021 年中国品牌授权行业发展白皮书》，东兴证券研究所

被授权商方面，由于潮玩产业处于初期，公司普遍年轻化，根据《2021 年中国品牌授权行业发展白皮书》，50%以上公司开展业务时间短于 3 年。从 IP 应用场景来看，被授权商有 18%从事玩具游艺行业，占比最高，可见玩具行业是 IP 最重要的授权方式。

图 7：2020 年中国 IP 被授权商开展业务时间

图 8：2020 年中国被授权商业务类型



资料来源：《2021 年中国品牌授权行业发展白皮书》，东兴证券研究所

资料来源：《2021 年中国品牌授权行业发展白皮书》，东兴证券研究所

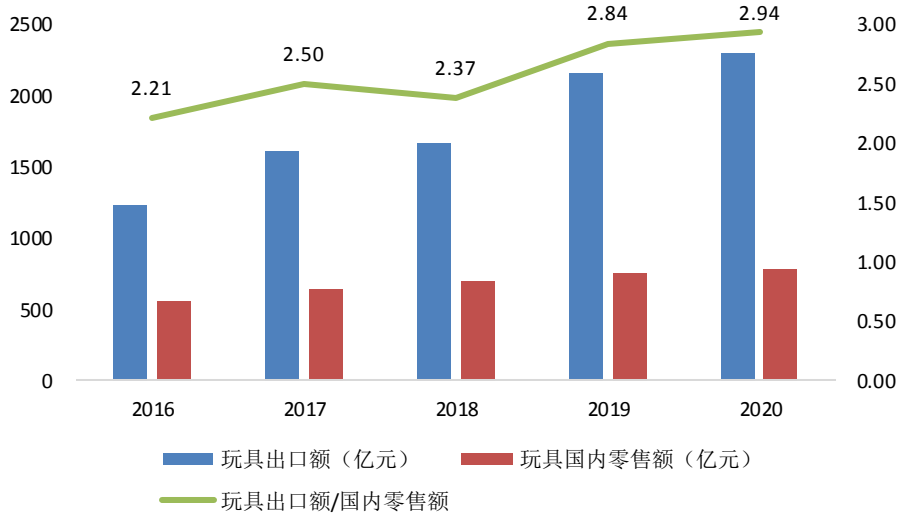
### 2.2.2 中游：制造多为代工，价值含量不高

产业链中游为产品制造的全流程，包括工业设计、制造、包装等。潮玩中销售额占比较大的盲盒公仔、手办模型等产品制作工艺简单，所以大多潮玩公司会自行负责工业设计，而将其余产品制造流程委托给第三方工厂代工，即 OEM 代工模式。仅有部分高端潮玩由设计师亲自制作，价格较高。中国是玩具出口大国，玩具制



造量远高于本土消费量，因此行业成熟且产能充沛。玩具制造商当前格局较为分散且制作工艺简单，所以此环节价值含量不高，根据腾讯科技走访数据，盲盒出厂价一般在 12-17 元，远低于 59 元的主流售价。

**图 9：中国玩具出口金额远大于国内零售额**

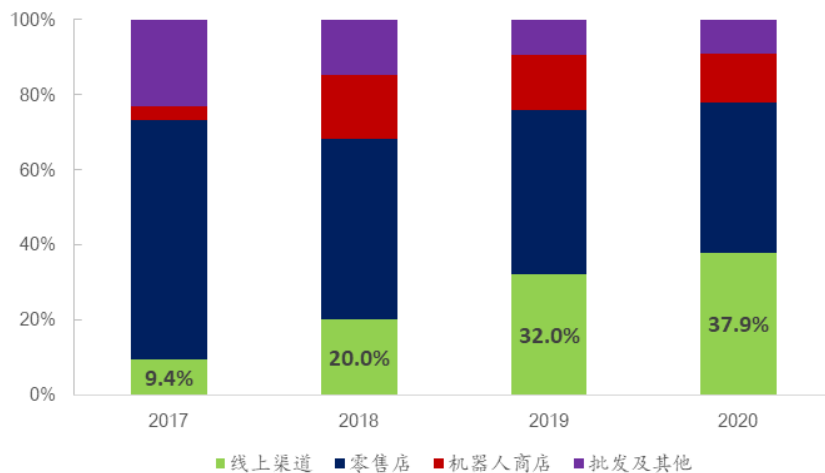


资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 2.2.3 下游：销售渠道丰富，集中度有增长趋势

产业链下游即为产品最后的销售环节，知名的潮玩公司均来自下游，如泡泡玛特、19 八 3、酷乐潮玩等。终端销售分为线下和线上渠道，目前来看线下渠道仍为主流，但头部潮玩公司如泡泡玛特有线上渠道占比增加的趋势。头部潮玩公司将线下作为引流的渠道，通过引入会员体系等方法留存客户，再通过线上渠道销售产品，目前线上占比逐年增加。随着头部品牌的份额提升，线上渠道占比会有所增加。

**图 10：泡泡玛特线上销售占比不断提升**



资料来源：泡泡玛特公司公告，东兴证券研究所

➤ **线下渠道：**潮玩公司多将门店和无人售货柜密集地布局在核心商圈，以占领消费者心智，带动客户消费。线下布局起到宣传品牌形象，提升客户体验，拉动新客户的作用。潮玩公司也会举办潮玩展，授权展等

展会活动，通常展会中会有低价福利商品，以此吸引客户参与，起到维护和扩大粉丝群体的作用。

➤ **线上渠道：**潮玩公司通常都会在天猫、京东等电商平台开设官方旗舰店，同步上新产品，以对消费者进行更全面地覆盖。头部公司还会打造小程序和自有手机应用以进行会员转化和深度营销。

**产业链下游不仅包括终端销售，也包括二手交易平台、会员社区等交易后市场。**二手交易市场是潮玩，尤其是盲盒生态的重要一环，包括闲鱼、转转等二手交易平台。由于盲盒的不确定性，消费者会有出售重复的产品或购买指定款式产品的需求，此时即可通过交易平台进行转让或购买。此外，盲盒中的隐藏款和已停止销售的珍藏款通常会在平台上有超过挂牌价的交易价格，侧面印证此类产品的收藏价值。头部公司还会自建玩家社区，如泡泡玛特旗下的葩趣。此类社区平台集一手购买、二手交易、产品交流等多种功能于一身，助力维护粉丝群体，赋予潮玩产品社交功能，还可以得到消费者反馈以反哺 IP 制作。

图 11：潮玩产业链下游

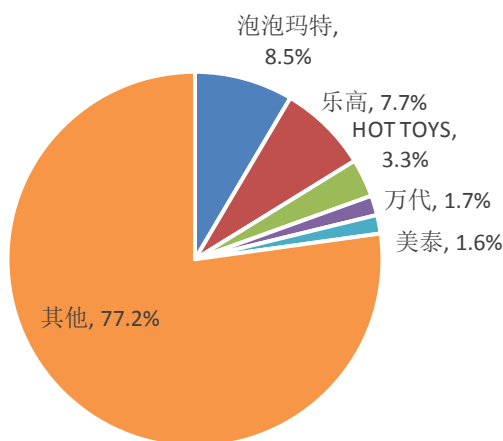


资料来源：品牌官网及公众号、东兴证券研究所

### 2.3 行业集中度低，全产业链布局的龙头份额有望提升

2019 年，中国潮玩零售市场有数百家参与者，包含业务拓展至潮玩的传统玩具商以及专注潮玩品类的新兴玩具商。行业集中度较低，前五大市场参与者市场份额仅为 22.8%，其中泡泡玛特 8.8%，乐高 7.7%，HOT TOYS 3.3%，万代 1.7%，美泰 1.6%，均为专注潮玩的玩具商。泡泡玛特、乐高、HOT TOYS 在 2017-2019 的年复合增长率分别为 226.3%、47.6%、33.1%。2.3 行业集中度低，全产业链布局的龙头份额有望提升。

图 12：潮玩产业链下游竞争格局



资料来源：泡泡玛特公司公告，东兴证券研究所

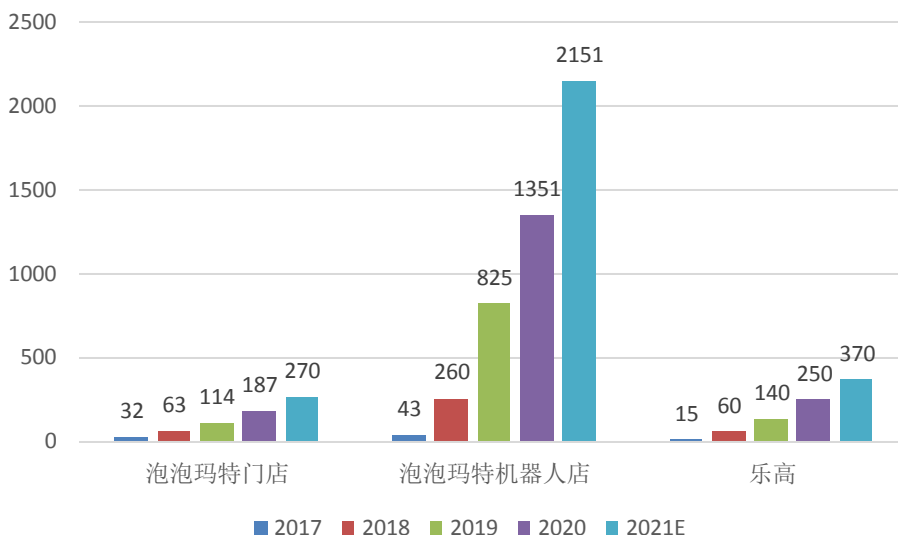
### 3. 渠道优势助力头部企业实现形成多 IP 多品类布局

#### 3.1 线下渠道仍为核心，头部品牌构建渠道护城河

潮玩作为实物玩具，用户现场体验十分重要。线下购物体验远强于线上，且人流聚集容易产生从众心理，吸引顾客进店消费，因此对于潮玩潜在消费者来说，购买行为更容易在线下实现。在客户完成购买行为后，潮玩公司一般会通过会员体系留存客户，并在线上渠道对会员进行合力营销，促使消费者复购。同时，潮玩线下门店一般具有鲜明的装修风格，并不时举办各式活动，使得其不仅是购物的场所，也是拍照打卡、社交娱乐的空间。由此可见，线下门店对于潮玩公司来说起到了流量入口和宣传品牌形象的作用，而线上渠道则更多作为补充渠道用于维护现有客户。

在潮玩行业还处于发展初期的当下，能够占领消费者心智的线下渠道对于潮玩公司的重要性要远超线上。目前潮玩头部品牌均保持较高的开店速度，力求快速拓展市场，率先赢得潜在消费者。以泡泡玛特和乐高国内开店数据为例，过去三年两公司均保持超高的开店速度，且 2021 年，泡泡玛特计划新开 83 家线下门店，800 家机器人店；乐高计划新开 120 家门店，速度仍然未降。

图 13：头部潮玩企业门店数量处于高速增长期



资料来源：泡泡玛特公司财报，东兴证券研究所

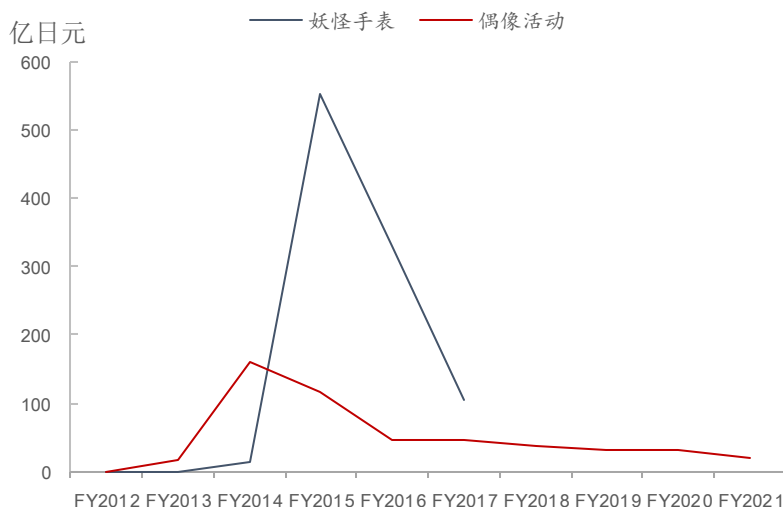
购物中心需要引入潮玩等新式商品以丰富自身门店种类。随着人均收入的提高和消费需求的愈加多样化，商场已由传统的百货大楼转变为集吃、喝、玩、购于一体的商业中心，角色定位也慢慢由购物中心转向综合娱乐中心，因此商场需要丰富自身门店种类以吸引更多的人留置更长的时间。年轻人是商场的主要消费群体，潮玩作为对年轻人有较大吸引力的商品，对商场而言具有较强的置店优先级，尤其是已有良好品牌效应和较高坪效记录的头部品牌，商场会优先考虑为其安排店位。

头部公司具备先发优势，有望通过线下扩张持续提高市占率。商场方面的支持能够助力先发潮玩公司顺利扩张线下渠道，但由于商场一般会限制单一品类的店铺数量，后起潮玩公司进驻核心商圈的难度将会加大。潮玩产业门槛较低，近年来随着盲盒的火热，出现大量新进入的企业。抢先占据优质线下渠道的头部潮玩品牌，由于渠道的排他性，有望构建零售网络壁垒，不断扩大品牌效应，持续提高自身份额，由此增强对产业链上游的话语权。

#### 3.2 头部下游公司依托渠道优势，发展自有 IP 矩阵

IP是潮玩产品力的核心,但培育IP会有较大的不确定性风险。IP的影响力将很大程度上决定产品的销售额,如知名IP一般就是潮玩公司的重要收入来源:泡泡玛特2020年前三大IP产品收入占潮玩收入34%、万代南梦宫上述占比为39%。IP培育消耗资本和时间,但结果如何却难以预测。即使培育成功,也只有少数的IP能长青,大多数的IP都只有短暂的生命周期。如万代南梦宫的玩具收入多来自龙珠、海贼王等十年以上的IP,而近年新培育的妖怪手表、偶像活动等IP产生的收入仅在数年间高涨,之后迅速降低。内容类IP的沉寂多源于对应内容的完结或没落,而设计类IP本身就很难成为长青IP,很容易因消费者失去对单一形象风格的热情而沉寂。

图 14: 万代新IP带来的收入在短暂爆发后迅速下行



资料来源:万代南梦宫官网,东兴证券研究所

**头部潮玩公司拓展IP矩阵,有效对抗IP培育不确定性。**多维度的IP矩阵能够分散单一IP培育的不确定性风险,为潮玩公司输出源源不断的高热度产品,提供稳定的增长动能。头部潮玩公司大多利用自身积累的渠道优势吸引成熟IP授权、孵化新生IP,以此不断拓展IP矩阵,从而将渠道优势转化为IP优势,强化自身龙头地位。当前头部潮玩公司均同时运营众多IP,而小型潮玩公司由于资源有限,多以少量IP大量品类的方式运营。由于IP的不确定性,小型潮玩公司也有一定可能性通过某个爆款IP突围,争取到自己的生存空间。因此未来行业格局或为:头部有渠道优势的公司份额进一步提升且地位稳定,拥有少量优质IP的中小公司占据一定的份额,但份额会随着在手IP热度的变化而变化。

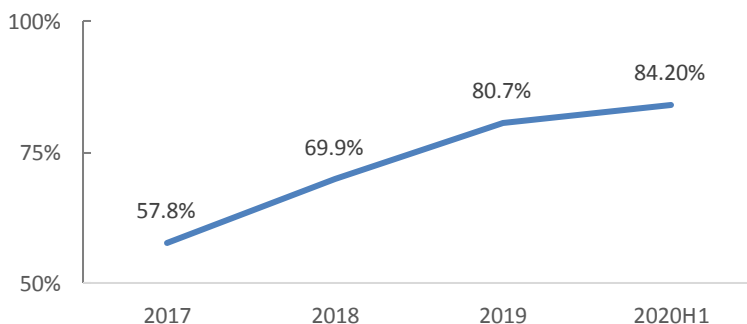
**头部潮玩公司积极开发自有IP,提高自身利润水平。**授权IP多具备较大的影响力,可为潮玩公司带来稳定的收入,但由于授权方会抽取收入分成,如果没有自有原创性IP,潮玩公司的利润率只能保持低位。如完全依靠外部授权的FUNKO,净利润率多年保持在5%以下;主要依靠自有IP或品牌的泡泡玛特和乐高,净利润率则在20%以上。头部潮玩公司为提升利润天花板,多会积极开发原创IP,由下游延伸至上游。渠道优势在产业延伸中同样至关重要。设计类IP的影响力即产生于下游渠道的运营,内容类IP的影响力虽主要来自内容本身,但潮玩公司可利用渠道优势提高对上游话语权甚至孵化新IP。

### 3.3 盲盒玩法带动潮玩市场整体扩容,高端潮玩依靠收藏价值提高销量

**盲盒玩法还将进一步扩张,带动潮玩市场规模增长。**盲盒的不确定性使得消费过程产生较强的兴奋感和刺激感,促使玩家不断购买。盲盒会包含低概率的隐藏款,如泡泡玛特盲盒一般包含12个普遍款和一个隐藏款,其中隐藏款概率为1/144。隐藏款的存在会激发出消费者的赌徒心理,进一步促进交易的实现。泡泡玛特就是通过盲盒公仔的迅速发展,实现2017-2019年间200%以上的超高年复合增长率,跃居市场份额第一的宝座。

当前盲盒已成为潮玩产品中最重要的品类之一，各家潮玩公司以至圈外的杂货品类公司均推出了自家的盲盒，未来随着营销的不断深入，盲盒的地位还将进一步巩固，玩法也可能产生进一步的创新。

图 15：泡泡玛特盲盒收入占比不断提升



资料来源：泡泡玛特公司公告，东兴证券研究所

**高端潮玩立足 IP，不断强化产品收藏属性。**市场上高价的潮玩一般都依托于人气内容类 IP 或知名艺术家 IP，具有较高的收藏价值，在二手交易市场通常会有价格溢价，受到资深玩家喜爱。此类高价潮玩经常采用限量发行的方式销售，玩家需要通过排队、抽签等方式获取购买资格。这种销售方式可充分凸显产品的稀缺性，提高产品收藏价值，同时还可以形成广告效应，为产品获取更高的市场关注度和消费者流量。随着潮玩认可度的不断提高，高端潮玩的市场空间也在不断扩大，收藏性是未来潮玩公司提高高端产品销量的关键切入点。

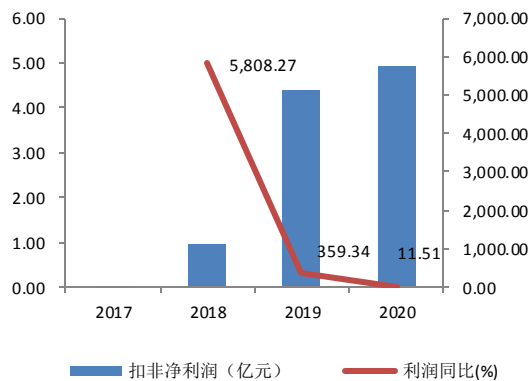
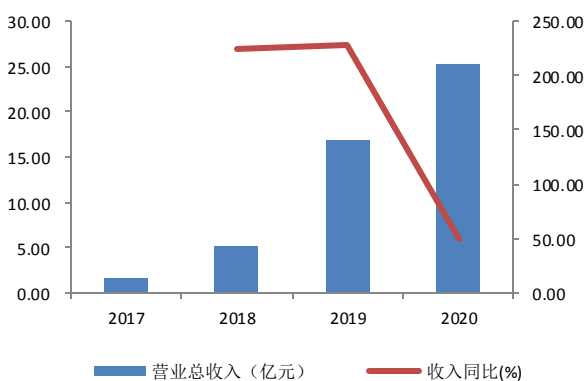
## 4. 同业上市公司比较

### 4.1 泡泡玛特

POP MART 泡泡玛特，成立于 2010 年。发展近十余年，围绕艺术家挖掘、IP 孵化运营、消费者触达以及潮玩文化推广与培育四个领域。2020 年泡泡玛特营业总收入为 25.32 亿元，同比增长 49.25%，扣非后归母净利润 4.93 亿元，同比增长 11.51%。2018-2020 年收入的复合增速分别为 152%。

图 16：2017-2020 年泡泡玛特收入规模及增速

图 17：2017-2020 年泡泡玛特扣非净利及增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

资料来源：Wind，东兴证券研究所

泡泡玛特为满足不同用户群体的需求，不断丰富 IP 类型、输出风格多样的产品。推出 MOLLY、SKULLPANDA 等自有 IP 产品同时，与全球顶级知名 IP 合作，推出哈利波特、火影忍者等产品系列。其中自有 IP 是泡泡玛特的主要商品类型，2020 年自有 IP 收入占总收入的 39%，独家 IP 占比 28.3%，非独家 IP 占比 17.7%。

泡泡玛特的客群多为年轻女性，相对于手办及儿童款潮玩来说市场更广，同时也有较多面向男性的特征产品。销售渠道方面，泡泡玛特以线下零售店为主。2020年其零售店收入占总收入的比例为39.9%，线上零售渠道占比66.4%，机器人商店占比13.1%。

## 4.2 孩之宝

孩之宝创立于1923年，总部位于美国罗德岛波塔基特，是全球第二大玩具制造商，也是一家大型游戏公司。2020年孩之宝的收入规模达到54.65亿美元，同比增长15.79%，扣非后归母净利润2.23亿美元，同比下降57.25%。2018-2020年收入的复合增速分别为1.6%。

图 18：2016-2020 年孩之宝收入规模及增速（单位：亿美元）

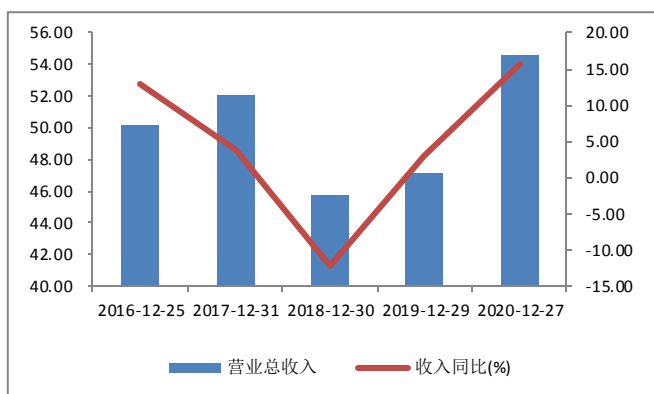
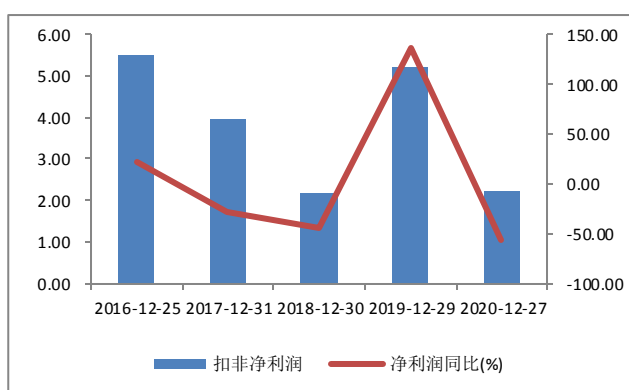


图 19：2016-2020 年孩之宝扣非净利及增速（单位：亿美元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司多种品类、全产业链布局，打造娱乐帝国。从玩具和游戏，到电视节目、动画片、电子游戏及全方位的授权节目，孩之宝拥有众多知名品牌，包括龙与地下城、小猪佩奇（2019年收购）、变形金刚、星球大战、小马宝莉、地产大亨等大约1500个IP品牌，包括五个品牌组合：特许经营品牌、合作品牌、孩之宝游戏、新兴品牌和电视、电影和娱乐。2020年各品牌组合收入分别占总收入的41.83%、19.75%、14.91%、8.79%、14.73%。孩之宝不仅有一些最具标志性的IP连接孩子和家庭，也有巨大的未来潜力IP与所有年龄段的成年人产生共鸣。

图 20：孩之宝五个品牌组合



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司成立之初在于生产铅笔盒与学习用品。随后在 19 世纪 40 年代进军玩具市场。1968 年，公司更名为孩之宝工厂，在美国股票交易所公开上市。之后在玩具系列和收购方面屡获成功。1995 年孩之宝进入电视游戏市场，推出众多基于自有品牌的成功软件，包括 TONKA 和地产大亨。1999 年，孩之宝在纽交所上市。近年来，公司通过与其他公司合作、收购等战略加强了公司品牌组合，及电视、电影和其他媒体的特许经营能力。

### 4.3 主要公司市值和估值比较

表格 3：泡泡玛特、孩之宝对比（数据截取时间 2021.6.11，孩之宝收入、市值换算为人民币）

公司	市值（亿元）	收入（亿元）	扣非净利润（亿元）	PE（亿元）
泡泡玛特	756.97	25.32	4.93	147.62
孩之宝	839.36	357.07	14.54	32.13

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

## 研究助理简介

---

额

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

单击此处输入文字。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526