

证券研究报告

2021年06月24日

行业报告 | 行业深度研究

文化传媒

潮流玩具：行业百舸争流，龙头浪遏飞舟

作者：

分析师 冯翠婷 SAC执业证书编号：S1110517090001

分析师 文浩 SAC执业证书编号：S1110516050002



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

事件：【泡泡玛特】天猫旗舰店销售额4月/5月/618期间（6.1-6.18）达5225万元/3900万元/4393万元，4月30日上线的The Monsters海绵宝宝系列4月销售额达1278万元，货品供应逐步回暖，叠加消费旺季催化，618购物节促进6月销售。【奥飞娱乐】暑期有望推出新的盲盒IP新品，5月29日在重庆开放超级飞侠主题乐园，6月8日最新公告投资上海酷玩，旗下开天工作室提供IP衍生品、影视道具等服务，旨在打造全球一流的中国潮玩雕像品牌，作品题材不限于欧美影视类、日漫IP类、国风原创类。【名创优品】TOPTOY6月1日儿童节上海环球港潮玩梦工厂店营业额超百万元，线下门店数量及供应商合作数量持续增长。其他公司包括晨光文具旗下的九木杂货店、乐高中国等快速发展亦表明国内潮流玩具行业仍处于风口快速发展阶段，我们正文部分将详细分析。

**投资观点：我们特别看好【泡泡玛特（21-23年PE分别为72x/45x/32x）】，同时提醒关注【奥飞娱乐（21H2潮玩业务发展及电影上映催化业绩，21-23年PE分别为70x/39x/29x）、名创优品（TOPTOY潮玩子品牌持续发力）】。**

报告有什么不同？1、【泡泡玛特】等核心公司的经营情况及投资观点更新；2、潮玩行业产业链及价值链的最新梳理。

风险提示：供应链产能不足风险、市场竞争加剧风险、重点IP依赖风险、政策监管风险

潮玩可比公司估值表

公司	收盘价	市值（亿人民币）	PE			PS		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
泡泡玛特	66.25	772.70	72.1	45.3	32.3	17.4	11.5	8.3
奥飞娱乐	6.97	94.59	69.7	39.4	29.0	3.4	3.0	2.7
名创优品	22.9	452.75	83.0	39.3	27.8	5.0	3.6	2.8

资料来源：公司公告、Bloomberg、天风证券研究所；注：A股来自万得盈利预，海外来自彭博一致预期，截至2021年6月18日收盘

# 潮玩行业产业链全景图

上游

上游为IP方和玩具设计方，一般IP方为个人设计师及其工作室、动漫影视出品公司、游戏出品公司，甚至包括真人；而玩具设计方则是获取IP权限后在原有IP的基础上进行潮玩产品设计。

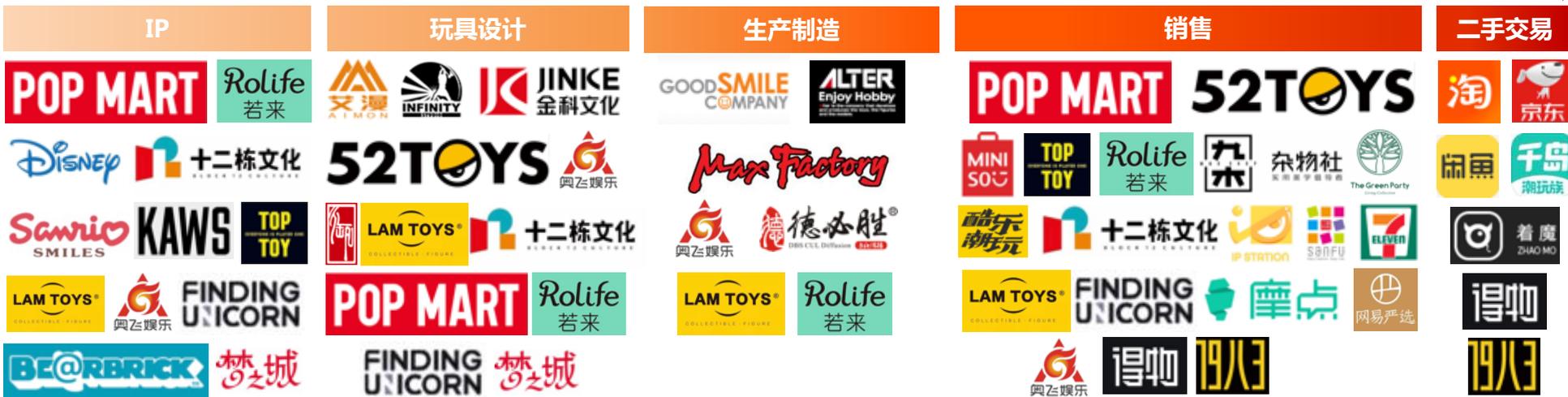
中游

中游为产品生产、制造厂商，国内集中在广东东莞、中山、惠州、汕头等地，日本以手办制造为主

下游

潮玩产业链下游为产品销售端，目前线下渠道有品牌门店、自助售卖机及精品饰品店；线上渠道有电商平台及小程序等等；二手交易市场也十分火爆，除闲鱼、淘宝等公域流量平台外，还有诸多社群。

产业链价值曲线



资料来源：公司公告、公司官网、调研整理、天风证券研究所；注：1、统计口径我们统一设置为：①生产制造环节的企业或其子公司为生产厂家，而部分重要品牌无自己的工厂，但是产能大而稳定对生产厂家重要性非常高；②销售环节的企业至少有线上或线下一销售渠道；③二手交易环节要可以在对应平台上直接交易并支付，如果只有社区没有交易功能不统计在内。2、图表排序按对应环节体量大小排序

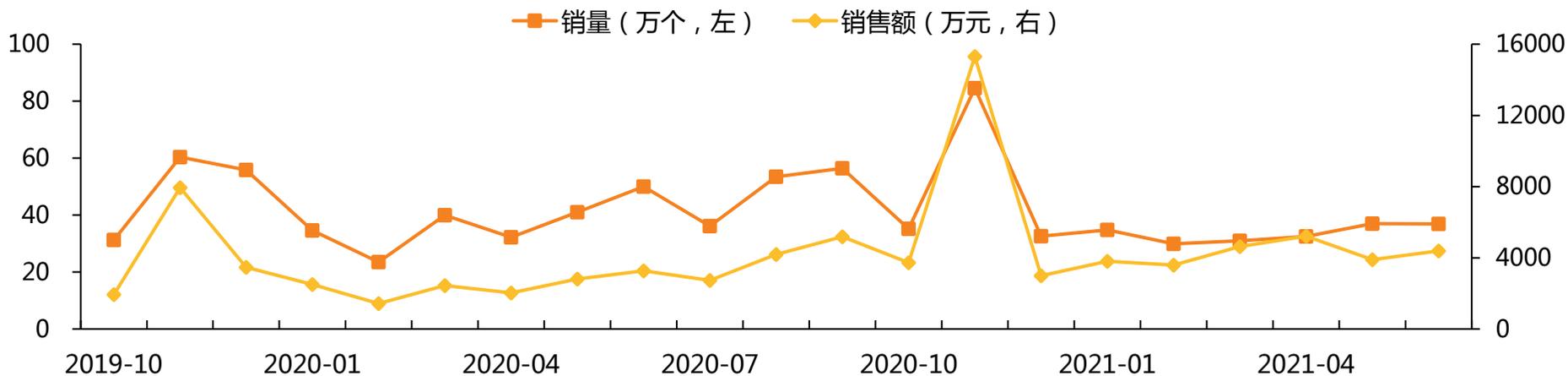
# 1. 泡泡玛特：Q2 新品快速迭代，销售数据亮眼

# 泡泡玛特：龙头地位稳中有升，IP新品推陈出新

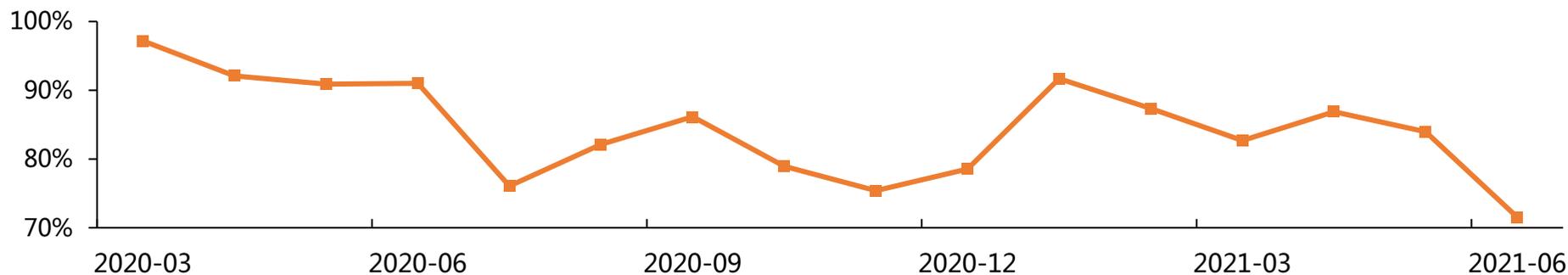
泡泡玛特龙头地位稳中有升，天猫旗舰店销售额4月/5月为5225万元/3908万元，同比增长156.1%/38.5%，618期间（6.1-6.18）达4393万元。

泡泡玛特占据天猫市场潮玩盲盒行业超三分之一的份额。自2021年起，泡泡玛特天猫旗舰店盲盒销售额所占比例整体趋势略有下滑，因今年上线了许多极受欢迎的手办和周边产品，如MOLLY薄荷卡卡、DIMOO黑白系列周边、MOLLY x 海绵宝宝Mega collection 珍藏系列等等。

### 泡泡玛特天猫旗舰店月度销售数据



### 泡泡玛特天猫旗舰店盲盒销售额所占比例



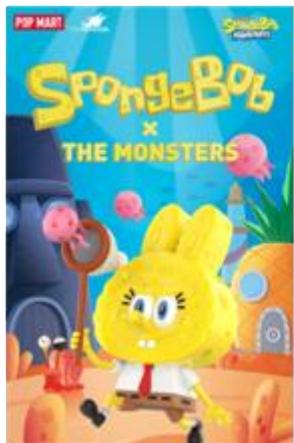
资料来源：淘宝数据、天风证券研究所；注：6月数据仅包括6.1-6.18期间数据。

# 泡泡玛特：龙头地位稳中有升，IP新品推陈出新

## 泡泡玛特4月部分新品



Skull Panda熊喵热潮系列天猫旗舰店销售额连续多月超百万



LABUBU The Monster 海绵宝宝系列天猫旗舰店4月销售额超1278万

资料来源：淘宝数据、泡泡玛特微信公众号、泡泡玛特天猫旗舰店、天风证券研究所

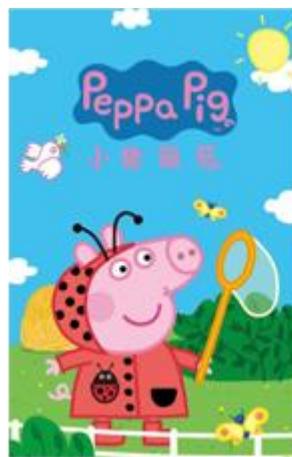
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 泡泡玛特：龙头地位稳中有升，IP新品推陈出新

## 泡泡玛特5月部分新品



MOLLY Instinctoy娃娃装侵蚀系列 天猫旗舰店5月销售额达290万  
LABUBU阿根廷国家队官方系列 天猫旗舰店5月销售额达385万



资料来源：淘宝数据、泡泡玛特微信公众号、泡泡玛特天猫旗舰店、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 泡泡玛特：龙头地位稳中有升，IP新品推陈出新

## 泡泡玛特6月部分新品



BUNNY童心系列  
儿童节上线



小刘鸭表情包系列  
儿童节上线



DIMOO水族馆系列  
可温感变色



资料来源：泡泡玛特微信公众号、泡泡玛特天猫旗舰店、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

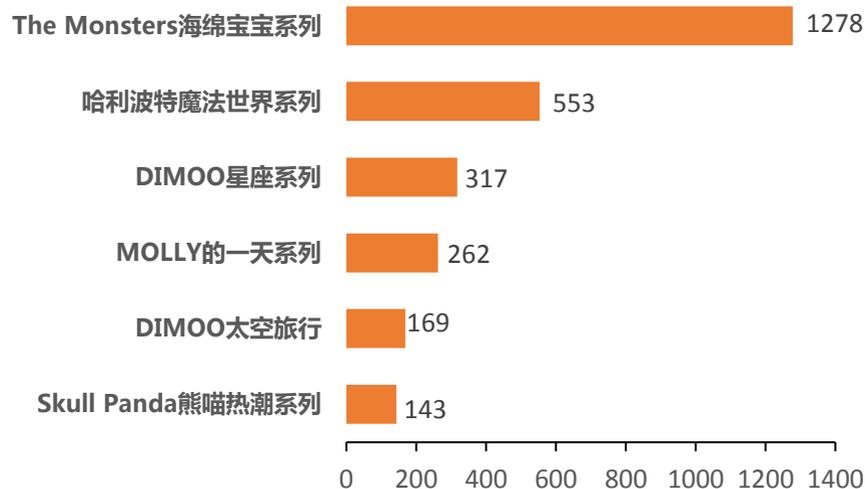
# 泡泡玛特：龙头地位稳中有升，IP新品推陈出新

**天猫旗舰店4月销售数据：**4月23日推出的Skull Panda熊喵热潮系列销售额超百万，4月30日上线的LABUBU The Monsters x 海绵宝宝系列销售额超1278万。经典畅销款销售额突出的有哈利波特魔法世界系列、DIMOO星座系列、MOLLY的一天系列和DIMOO太空旅行系列。

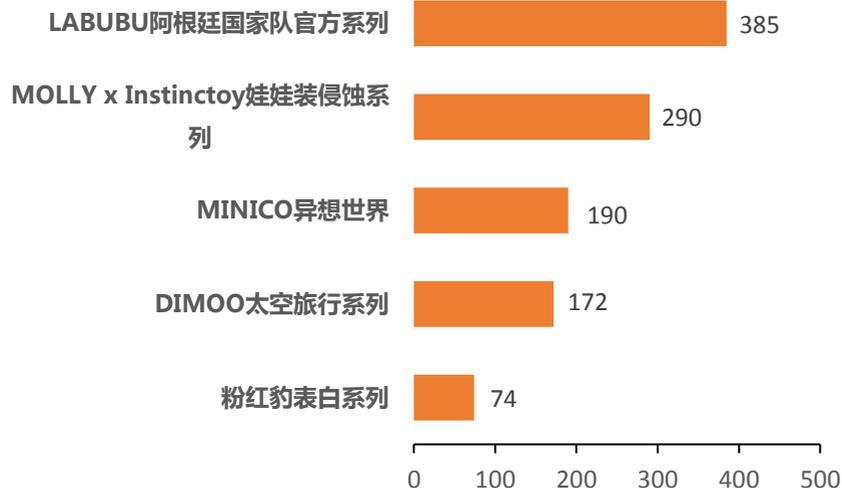
**天猫旗舰店5月销售数据：**泡泡玛特5月新IP产品发布数量首次达到20个。其中IP包含MOLLY、Skull Panda、LABUBU、PUCKY等备受关注，还引入多款非自有IP，经典畅销款表现依旧抢镜。产品除常见的盲盒外，还不乏有经典IP的衍生品和大娃手办。如5月14日推出的MOLLY x Instinctoy娃娃装侵蚀系列预售额达290万，5月28日上线的LABUBU阿根廷国家队官方系列预售额近400万。经典畅销款销售额突出的有MINICO异想世界和DIMOO太空旅行系列，销售额分别约190万元和172万元。

6月也已上线13款新品，截止至6月17日，**天猫旗舰店6月销售数据：**儿童节新品BUNNY童心系列销售额超200万，小刘鸭表情包系列销售额近300万。经典畅销款Skull Panda熊喵热潮系列销售额达443万元。

泡泡玛特旗舰店4月畅销款销售额（万元）



泡泡玛特旗舰店5月畅销款销售额（万元）



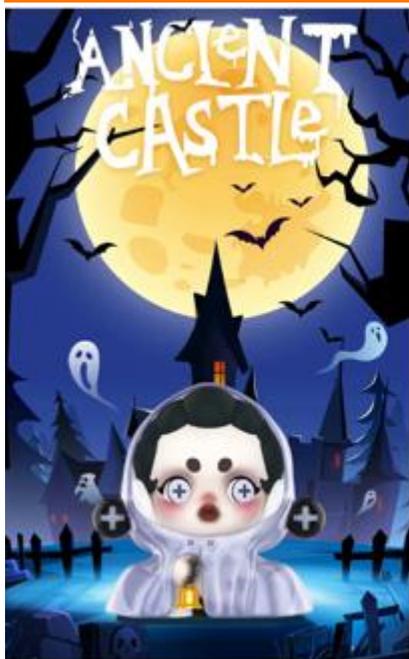
资料来源：淘宝数据、泡泡玛特微信公众号、泡泡玛特天猫旗舰店、天风证券研究所

# 泡泡玛特：近两月高频次补货，产能问题明显改善

5月仅LABUBU阿根廷国家队官方系列和MOLLY x Instinctoy娃娃装侵蚀系列为预售，可见泡泡玛特Q1产能问题得到有效改善。

泡泡玛特自4月至今，泡泡玛特大量补货Skull Panda密林古堡系列和熊猫热潮系列。据小红书数据统计，5月至少补货11种，还包括MOLLY的一天系列、MINICO异想世界系列、DIMOO太空系列、LABUBU阿根廷国家队官方系列、MOLLY x Instinctoy娃娃装侵蚀系列、小甜豆超市系列、LABUBU海绵宝宝系列、DIMOO皮诺曹合作手办、DIMOO星座系列；6月至少已补货9种，还包括DIMOO星座系列、BUNNY童心系列、MOLLY x Instinctoy娃娃装侵蚀系列、LABUBU阿根廷国家队官方系列、MOLLY薄荷卡卡车、MOLLY蒸汽朋克系列和小甜豆动物宝宝系列等。泡泡玛特多次补货证明其供应链问题已得到解决。

泡泡玛特近两月部分补货品种



资料来源：泡泡玛特微信公众号、泡泡玛特天猫旗舰店、小红书、天风证券研究所

# 泡泡玛特：线上线下渠道多元，小程序有赞商城催化线下销量

泡泡玛特收入来自线下零售门店（有赞商城小程序协助线下门店销售）、机器人商店，和线上包括泡泡玛特天猫旗舰店、微信小程序泡泡抽盒机与会员购商城、泡泡玛特京东自营旗舰店、得物App、速卖通官方旗舰店等渠道，还有包括经销商、批量采购的公司客户，以及潮流玩具展等的批发渠道。

2020年底，泡泡玛特在中国大陆共有187家线下门店，共覆盖38个城市。根据我们统计，2021年6月中国大陆共有212家线下门店，共覆盖47个城市。（具体渠道数据分析详见我们3月29日外发的泡泡玛特深度报告）

受疫情影响，泡泡玛特与有赞商城合作，线下100多家门店同步上线小程序，实现同城配送、到店自提服务，既让粉丝们享受“即时到手”的快感，也实现了门店业务的快速转型。基于泡泡玛特的独特经营场景，有赞商城还特别为其定制化开发了爆品限购、设计师签名资格抽选等特别功能，满足其个性。

## 泡泡玛特销售渠道

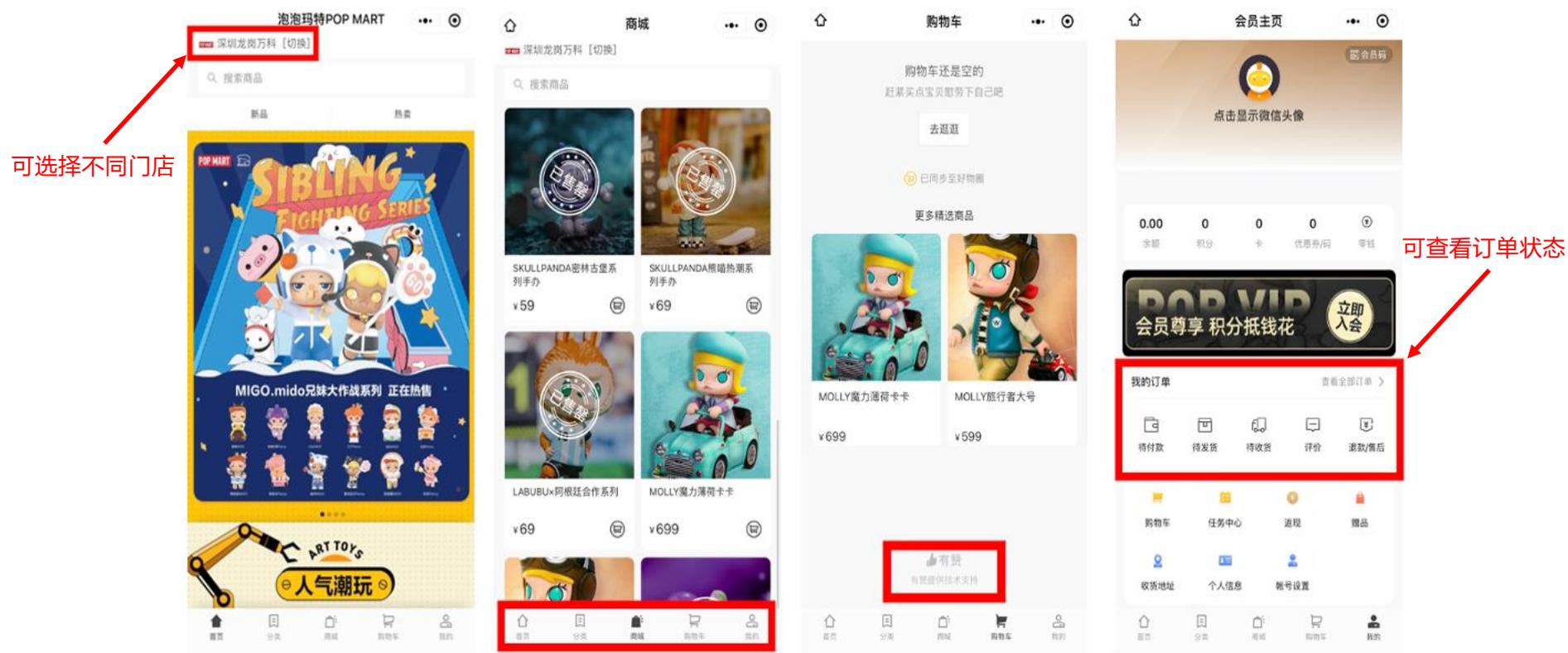


资料来源：泡泡玛特微信公众号、公司官网、天风证券研究所

# 泡泡玛特：线上线下渠道多元，小程序有赞商城催化线下销量

区别于淘宝天猫高额的平台费用和公域流量，有赞微商城提供性价比高、稳定性强、功能强大、操作简便的私域流量平台服务。在泡泡玛特有赞微商城中，顾客可以在线上查看任一门店备货情况，选择不同地区线下门店购买产品，并查看订单物流配送情况。且有赞微商城有各种“任务”、“返现”和“赠品”等活动，泡泡玛特坐拥庞大的粉丝群体，自带流量，通过有赞平台，可更加便利地管理粉丝、吸引私域流量。

## 泡泡玛特有赞微商城界面与功能

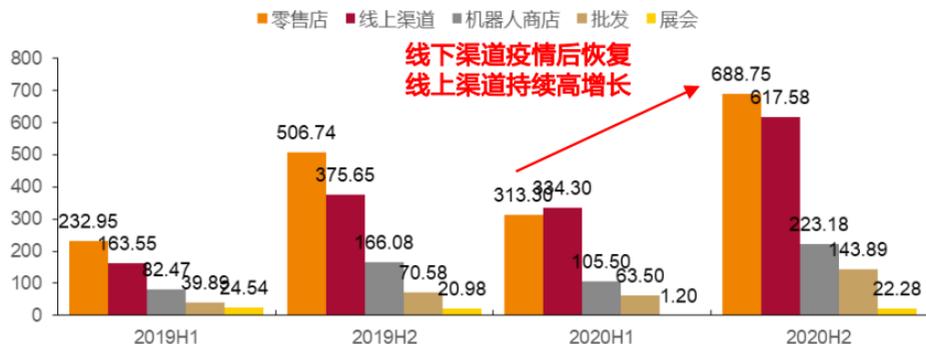


资料来源：泡泡玛特POPMART官方商城小程序、天风证券研究所

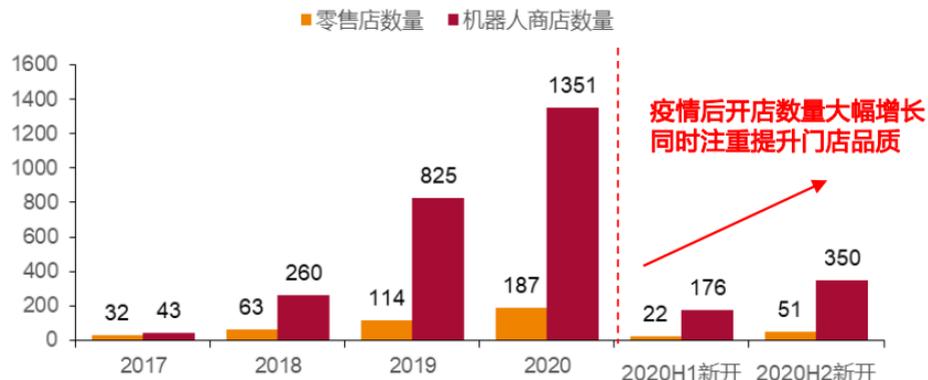
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 泡泡玛特：线上线下渠道多元，小程序有赞商城催化线下销量

## 泡泡玛特2019-2020年半年度分渠道营业收入



## 泡泡玛特2017-2020年零售店及机器人商店数量



## 泡泡玛特特2019-2020年零售店、机器人商店各线城市分布及单店/单机收入（千元）

城市等级	零售店数量				零售店收入				单店收入			
	2019	2020	2020H1	2020H2	2019	2020	2020H1	2020H2	2019	2020	2020H1	2020H2
一线城市	54	81	-	-	444619	499210	-	-	8234	6163	-	-
新一线城市	36	56	-	-	205976	289139	-	-	5722	5163	-	-
二线及其他城市	24	50	-	-	89095	213705	-	-	3712	4274	-	-
合计	114	187	96	162	739690	1002054	313296	688758	6489	5359	3275	4265

城市等级	机器人商店数量				机器人商店收入				单机收入			
	2019	2020	2020H1	2020H2	2019	2020	2020H1	2020H2	2019	2020	2020H1	2020H2
一线城市	304	447	-	-	120496	119667	-	-	396	268	-	-
新一线城市	292	453	-	-	78445	107149	-	-	269	237	-	-
二线及其他城市	229	451	-	-	49613	101863	-	-	217	226	-	-
合计	825	1351	820	1176	248554	328679	105496	223183	301	243	129	190

我们测算  
20H1/H2  
的单店收入  
和单机收入，  
剔除疫情影响  
相较19  
年有实质性  
增长

资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：左上图收入单位为百万元人民币，右上图数量单位为家；一线城市指中国大陆一线城市，包括北京、上海、广州和深圳；新一线城市指中国大陆新一线城市，包括成都、重庆、杭州、武汉、西安、郑州、青岛、长沙、天津、苏州、南京、东莞、沈阳、合肥和佛山；二线及其他城市指中国大陆除去一线城市和新一线城市以外的城市。

# 泡泡玛特：投资潮流生态圈，业务范围不设限

除开拓自身潮玩盲盒业务外，泡泡玛特还投资了多个潮流文化项目，如猫星系、十三余和Solestage，寻求破圈。

提到潮流就不得不提服饰。Lolita、JK制服和汉服合称亚洲时尚文化“三坑”。今年4月，泡泡玛特与B站和正心谷一起投资汉服国风品牌十三余过亿元。此前，十三余已完成数千万元Pre-A轮融资，投资方为著名天使投资人王刚的觉资本。2016年成立于杭州的十三余的创始人小豆蔻儿是汉服圈的网络红人，除创作视频与图片内容外，还主持原创服装设计。

## 十三余联名款国服



资料来源：十三余天猫旗舰店、天风证券研究所

# 泡泡玛特：投资潮流生态圈，业务范围不设限

成立于2018年的猫星系是国内首批连锁性质的三坑线下实体店，主打Lolita和JK制服等泛二次元服饰。今年5月，猫星系完成了数千万元新一轮融资，唯一投资方是“潮玩第一股”泡泡玛特。以上游核心IP品牌资源为切入口的猫星系，独家代理多个IP品牌形成巨大的IP矩阵。经过多年发展和科学运营，构建了上游IP打造、产品开发、设计师及供应链协作，且线上、线下无缝衔接销售模式的全产业链一体化平台。

除衣服外，泡泡玛特的视角还延伸到潮鞋上。潮流空间Solestage是一家潮鞋买手店。今年5月，Solestage首次接受融资，估值近2亿元。泡泡玛特是本轮唯一投资方，投资数千万，入股后将全面参与Solestage中国业务。目前Solestage在北京和上海开设了两家门店，杭州和成都正在筹划当中。泡泡玛特还将在Solestage的门店发售旗下IP的潮流玩具和限量版设计师作品。

猫星系店内实景



资料来源：小红书、天风证券研究所

Solestage实体店



资料来源：小红书、天风证券研究所

## 2. 奥飞娱乐：Q3 潮玩新品可期，电影业务修复

# 奥飞娱乐：努力开拓IP疆域，多项业务齐头并进

奥飞娱乐在19年年底开始孵化年轻人盲盒业务，并在2020年下半年成功推出网易知名游戏IP“阴阳师”Q版盲盒以及叠叠乐系列产品，正式进入年轻人潮玩市场。自20年9月铺货开售至20年12月底，“阴阳师”盲盒相关产品实现销售量超250多万只，销售额突破3000万元，整体销售情况以及市场口碑反馈良好。除了游戏动漫头部IP“阴阳师”、“狐妖小红娘”以外，公司与Sank Toys（藏克潮玩）、星际熊等IP品牌达成了授权合作，在和优秀原创潮玩设计师联动合作方面已有了初步成效。未来公司将聚集资源围绕头部IP为主的多品类潮玩进行深度开发，争取在游戏IP细分领域建立竞争优势。同时以产品力为核心，进一步覆盖线上线下渠道，精准覆盖核心用户群体。

除“阴阳师”“狐妖小红娘”“Sank Toys（藏克潮玩）”“星际熊”等IP外，公司将继续推进获取更多其他同类知名IP的授权合作，并且同步研发奥飞Q宠、喜羊羊、镇魂街、贝肯熊等自有IP的盲盒系列产品，围绕头部IP进行多品类的深度开发。当前主打产品有叠叠乐和Q版人偶盲盒两大类，接下来将陆续推出不倒翁系列、可变场景盲盒、景品手办等更多类型的产品。目前，“奥飞Q宠”、“喜羊羊与灰太狼”、星际熊、阴阳师等多IP系列产品已上线，可在B站会员购等渠道购买。

## 奥飞娱乐部分已上线IP盲盒



资料来源：公司公告、天风证券研究所

# 奥飞娱乐：IP动漫持续推进，运营提升粉丝黏性

奥飞在潮玩领域耕耘，贯彻以IP为核心的战略，持续投入精品IP内容创作。一方面要做好既有IP的续集内容创作与品牌运营，今年计划推出《超级飞侠10》、《超级飞侠11》、《贝肯熊6》、《羊村守护者4》、《羊羊趣冒险2》多部全新动画内容。同时在英雄类型和女孩类型的内容里面需求突破口，“巴拉啦小魔仙”、“巨神战击队”、“铠甲勇士”等IP除了动画剧集以外，还将通过短视频账号运营、虚拟偶像直播等方式，增加粉丝黏性，提高IP热度和影响力；另一方面要继续孵化优质IP，加快相关项目的制作进度，计划在明后两年内推出1到2个全新动漫IP。

奥飞娱乐部分动漫IP



资料来源：灯塔、公司公告、天风证券研究所

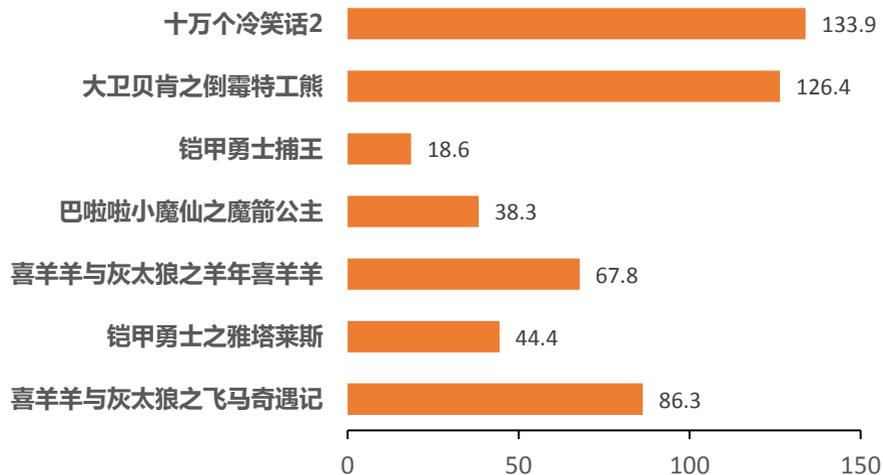
# 奥飞娱乐：时隔几年再出电影，历史推测值得期待

动画电影是公司的重点业务方向之一，也是奥飞自有IP孵化的基石。

《贝肯熊2：金牌特工》大电影已定档于7月23日，出品方为奥飞影业（上海）有限公司、奥飞影业投资（北京）有限公司、霍尔果斯众合千澄影业、麦颂影视投资（上海）有限公司。而2017年上映的《贝肯熊1：倒霉特工熊》获1.26亿票房，出品方为哈尔滨品格文化传播有限公司，奥飞影业（上海）有限公司。

《萌鸡小队》大电影也计划在下半年上映，同时《超级飞侠》动画大电影、《喜羊羊与灰太狼8》大电影以及《镇魂街》、《十万个冷笑话》、《尚善》、《雏蜂》等K12以上IP的多部动画电影项目也在筹备制作当中。公司将在动画电影方面持续发力，围绕头部IP开发电影项目，计划每年上映一到两部动画电影，保持稳定的品牌热度，进一步加强用户对IP的喜爱度和认知度。

### 奥飞娱乐历年电影票房（百万元）



### 《贝肯熊2：金牌特工》、《萌鸡小队》电影海报



资料来源：灯塔、奥飞欢乐世界微信公众号、淘票票、天风证券研究所

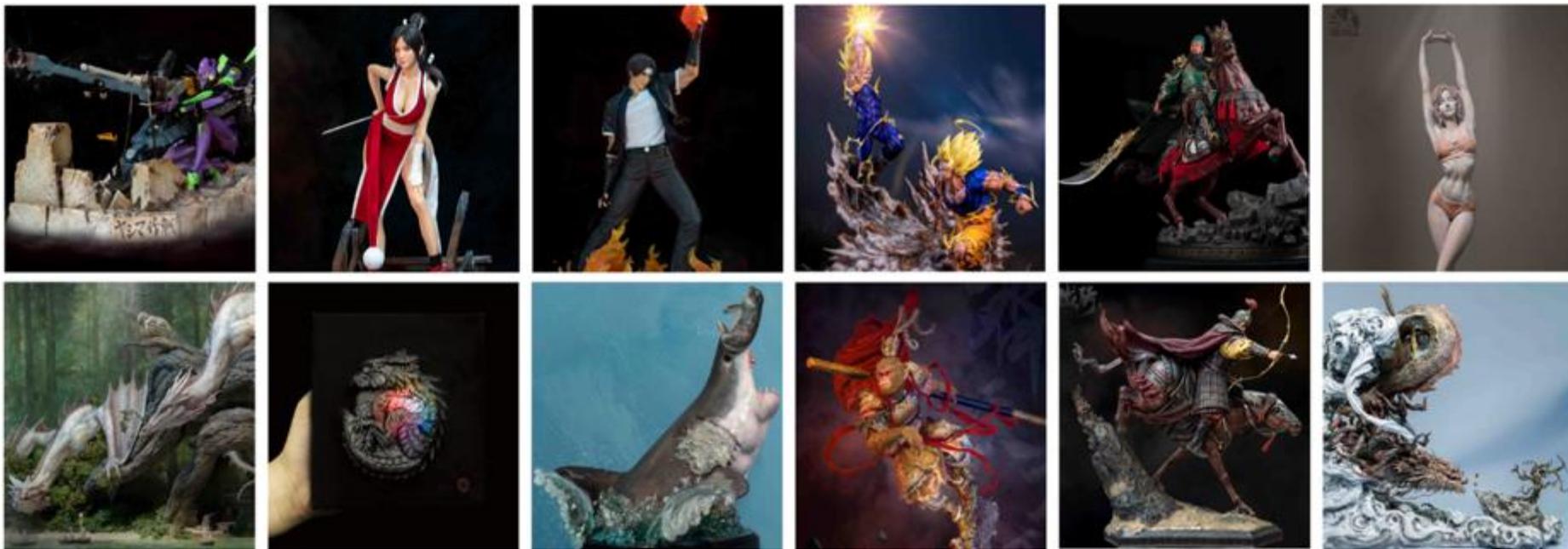
# 奥飞娱乐：投资孵化工作室，开拓IP新类型

除公司自有动漫IP外，奥飞也将目光延伸至投资孵化艺术工作室IP。6月7日，奥飞娱乐公步与福建奥基以合计人民币6000万元认购上海起酷网络科技有限公司新增注册资本164.6091万元，占标的公司股权的12.9032%。

**上海起酷主要运营品牌为开天工作室，其2021年一季度营收2181.33万元，净利润476.9万，本轮融资共6000万元，投前估值4.05亿元。**

开天工作室提供IP衍生品、影视道具、外包美术等服务，旨在打造全球一流的中国雕像品牌，作品题材不限于欧美影视类、日漫IP类、国风原创类，先后获得新世纪福音战士、火影忍者、铁血战士、龙珠、正义联盟及李小龙等多个全球知名IP授权，并围绕其开发收藏级模玩雕像产品。

## 开天工作室部分作品



资料来源：开天工作室官网、天风证券研究所

# 奥飞娱乐：打通线上线下渠道，助力IP变现能力

渠道方面，公司将以线下渠道为主，重点开拓连锁潮玩、社区超市、百货店、便利店等渠道，进一步提高名创优品、三福、KK集团、伶俐（The Green Party）、全家等连锁系统的覆盖渗透率；线上渠道紧盯年轻人聚集的线上平台社区，以品牌营销为助力，提高产品曝光率与转化率，实现品效合一。

## 奥飞娱乐部分线下销售渠道

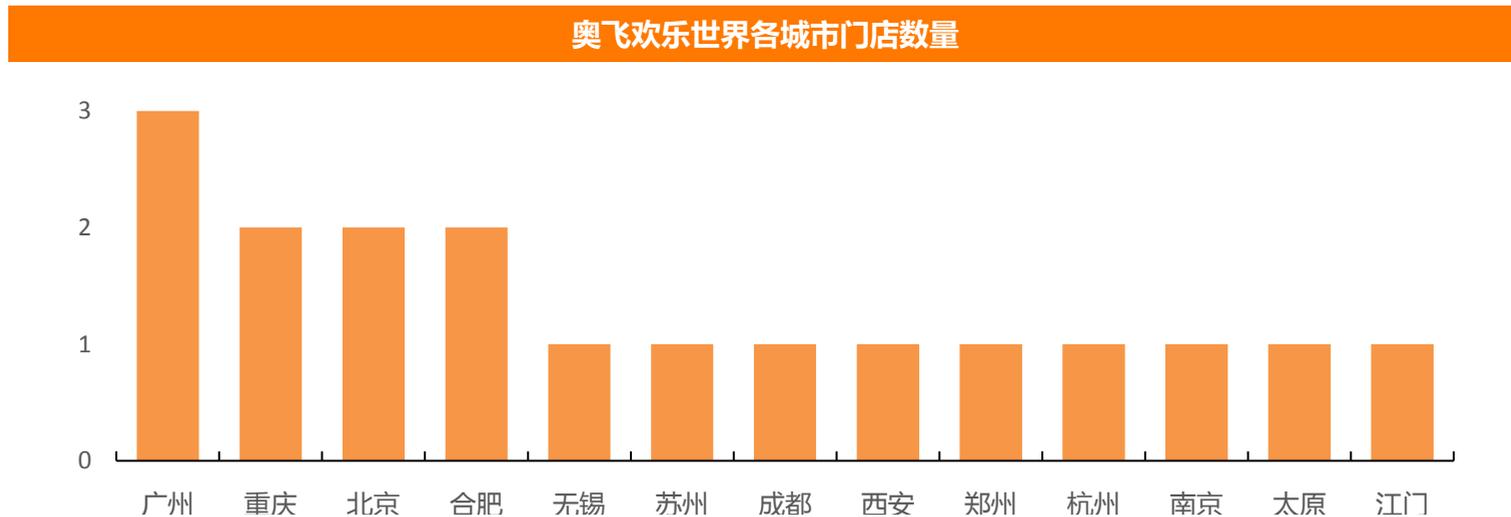


资料来源：公司官网、天风证券研究所

# 奥飞娱乐：多项业务并进，进军主题乐园

除内容创作和玩具销售外，奥飞还有多项业务同步发展。奥飞主要聚焦自有IP，进行游戏开发、发行，以及代理优秀游戏产品的国内发行，同时还研发生产婴童用品，通过海内外相关渠道进行销售。其他还有以主题商业为主，包括室内乐园直营及加盟、主题策展及活动、室外主题乐园等具体业务，线下助力IP变现。

“奥飞欢乐世界”室内主题乐园是线下To C端业务的重要阵地，**目前已开店18家，覆盖13个城市，今年预计新开近20家门店**，覆盖上海、武汉等地区；同时注重升级门店产品模型，继续完善营运体系，提升门店质量，打造更健康、更有生命力的商业模式。奥飞娱乐还将布局开发次级品牌“奥玩奥乐”迷你乐园，产品定位为全场景IP及智慧值守的共享儿童乐园，实行一日一卡一次消费的全场畅玩模式，为商业中心和消费者带来创新性的社区型儿童乐园场景化IP升级与游玩模式变革。迷你乐园面积主要集中在100平米到600平米之间，投资风险更小，回收周期短，可快速复制开店。公司将加快迷你乐园开店速度，在数量上迅速形成突破，预计在年内将拓展70家以上。



资料来源：奥飞欢乐世界微信公众号、大众点评、天风证券研究所

# 奥飞娱乐：多项业务并进，进军主题乐园

奥飞室外主题乐园同样是线下To C端业务的良好渠道。21年5月29日，奥飞娱乐携手重庆华侨城打造的全球首个《超级飞侠》实体主题区于重庆欢乐谷开放，目标无疑是六一儿童节。其占地四万平方米，投资超六亿，可沉浸式体验20多项游乐新项目，以亲子合家欢项目为主。除主题景观与游玩设施外，区内餐厅、酒店、纪念商品店同样与IP主题融合，全套沉浸式体验《超级飞侠》的魅力。超级飞侠实景主题区的开放，是奥飞发挥自有IP优势，以轻资产模式切入空间娱乐业务，将“IP+文旅”深度融合的成果。主题区内有多种IP衍生品消费渠道，助力IP变现，标志着奥飞娱乐业务向下游延伸，实现全产业链布局。

## 奥飞娱乐超级飞侠主题区售卖产品



## 奥飞娱乐超级飞侠主题区实景



## 奥飞娱乐超级飞侠主题区娃娃机



资料来源：大众点评、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

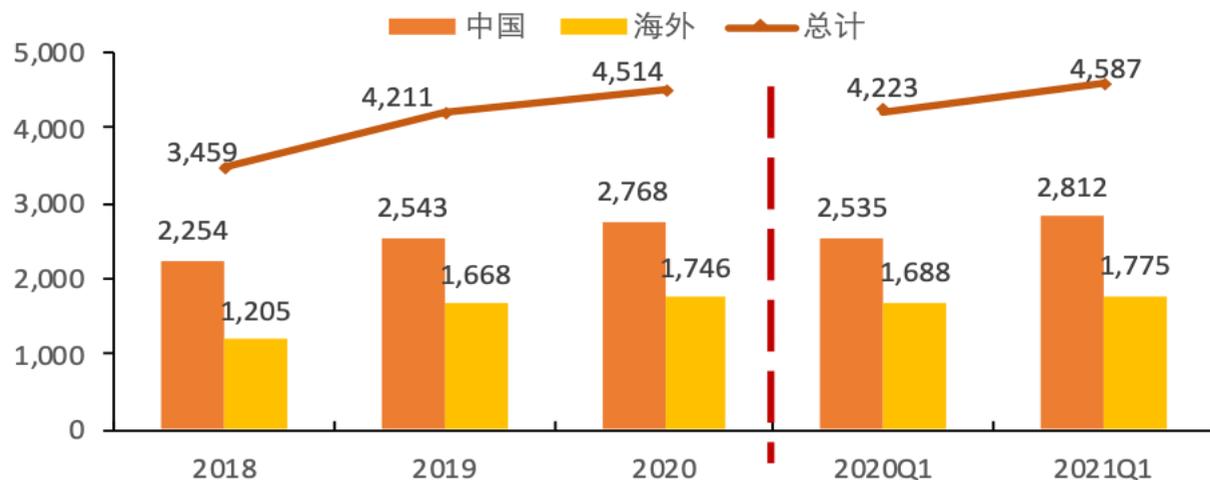
### 3. 其他： 名创优品、晨光文具、乐高

# 名创优品：海外疫情影响收入，国内市场持续向好

名创优品2021财年第三季度收入22.29亿元人民币(3.403亿美元)，符合业绩预期，同比增长36.5%，环比下降3.0%。收入同比增长主要是受2021财年第三季度国内业务复苏的推动。国内市场收入17.88亿元(2.729亿美元)，同比增长74.8%。国际业务收入4.41亿元人民币(6730万美元)，同比下降27.7%，主要原因是新冠肺炎疫情导致门店临时关闭、营业时间减少、客流量减少。

2021财年第三季度毛利润为6.27亿元人民币(9560万美元)，同比增长18.5%，环比下降2.5%；毛利率为28.1%，上年同期为32.4%，上一季度为28.0%。2021财年第三季度营业利润为1.61亿元人民币(2460万美元)，同比增长304.4%，环比增长196.6%。毛利率同比下降主要是由于公司的国际业务收入贡献减少，其毛利率通常高于公司的国内业务。在2021财年第三季度，国际业务贡献了19.8%的营收，而上年同期这一比例为37.3%。毛利率环比增长的主要原因是本季度电商、O2O等线上渠道收入贡献增加，整体毛利率也高于整体国内业务，尽管其海外业务的收入贡献较上季度的20.1%有所下降。

### 名创优品专卖店数量变化趋势



名创优品全球门店数量从2020年3月31日的4223家，到2020年12月31日的4514家，增加到2021年3月31日的4587家，同比增长8.6%。今年1月，公司在葡萄牙开设了第一家名创优品专卖店，进入第94个海外市场。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

# 名创优品：TOP TOY横空出世，多维打造潮流文化集结地

2020年10月15日名创优品于纽交所上市，并推出上市后首个新品牌TOP TOY。TOP TOY定位为全球潮玩集合店，聚焦10至40岁的男女消费群体，商品线覆盖盲盒、手办、高达、BJD娃娃、雕像等八大潮玩核心品类，商品价格为59元至上万元不等。TOP TOY借鉴电影《头号玩家》的理念，汇聚多品牌、多IP于一体，形成沉浸式潮玩体验生态系统。

品牌一经推出，便引发消费者狂热追捧，2020年12月18日，TOP TOY全球首家旗舰店落地广州正佳广场，开业三天进店客流超3万人次，营业额超108万，单日最高业绩42万，平均客单价325元。

## TOP TOY门店实景



资料来源：新商业情报NBT微信公众号、天风证券研究所

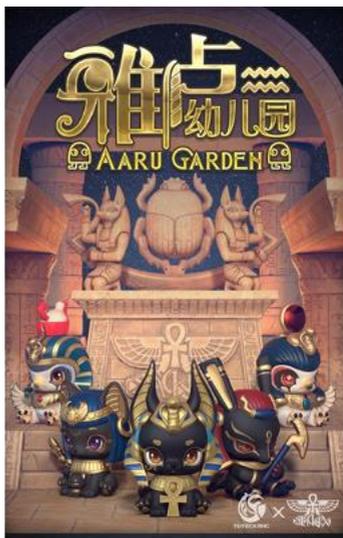
# TOP TOY：依托零售起家，强渠道引热潮

作为全球著名零售商名创优品的子品牌，TOP TOY完美继承了其线下选址和店铺陈设的精髓。如全国首点就开在广州正佳广场，人流量大。TOP TOY店内囊括全球百家IP衍生品，且品类应有尽有，风格多元，任何潮玩爱好者进店都能找到适合自己的那一款。即使是未入潮玩圈的参观者，也很难不被TOP TOY店内应接不暇的商品陈列所吸引。换言之，TOP TOY不放弃任何一类消费者市场，无论年龄、性别还是爱好，也为各类消费人群提供了品质、价格、真假都能得到保证的购买渠道。同时，TOP TOY精美且别具特色的室内装潢与展品陈设，吸各类人群纷纷前来拍照打卡，是免费且有利的广告宣传途径。

## TOP TOY漫威手办



## TOP TOY 部分选品



## TOP TOY积木车



资料来源：TOPTOY天猫旗舰店、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# TOP TOY：依托零售起家，强渠道引热潮

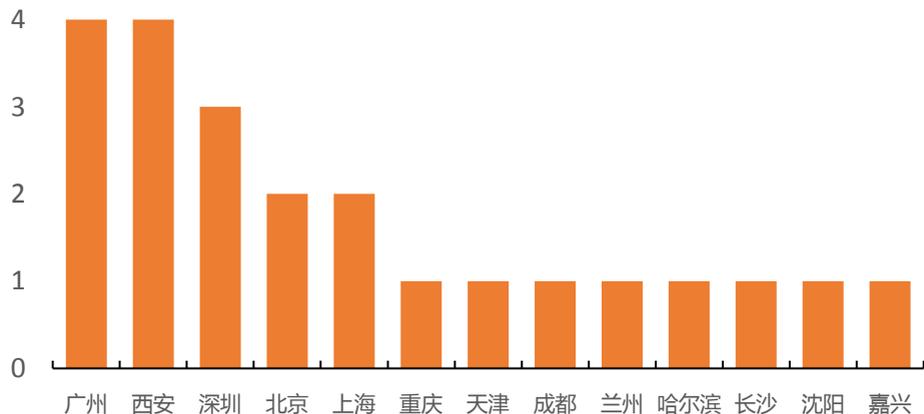
目前TOP TOY已在广州、重庆、西安等多个城市核心商圈开设门店，同时布局机器人商店。5月28日，全球潮玩集合品牌TOP TOY北京首店、西单大悦城梦工厂店正式开业。目前，TOP TOY已在多个一二线城市开店，短短半年店铺数量已有23家。

据TOP TOY官方数据显示，上海环球港潮玩梦工厂店6月1日营业额超百万元。这是TOP TOY成立半年多以来首次单店日销售破百万，突破名创优品集团自成立以来的单店日销售记录。

## TOP TOY广州正佳潮玩梦工厂店



## TOP TOY不同城市开店数量



## TOP TOY上海环球港潮玩梦工厂店



资料来源：大众点评、天风证券研究所

# 晨光文具（九木杂物社）：沉淀线下体验，专注潮流热点

晨光旗下的零售大店业务分为九木杂物社和晨光生活馆两种店铺类型。九木杂物社是以15-29岁的品质女生作为目标消费群体，销售的产品主要为文具文创、益智文娱、实用家居等品类，店铺主要分布在各城市核心商圈的优质购物中心，是公司基于文创生活的新零售模式的探索。

2016年晨光仅有2家九木杂物社，2021年3月全国已有374家九木杂物社。

九木渠道上目前还是集中在一二线城市。在供应链上主要是两方面，一是结合晨光现有核心能力与定位，加强和一些品牌的紧密合作。九木的战略定位不仅仅是一个相对独立的零售经营体，其更大的价值是反哺总部产品开发，提升总部产品开发的精准度。

九木杂物社实景



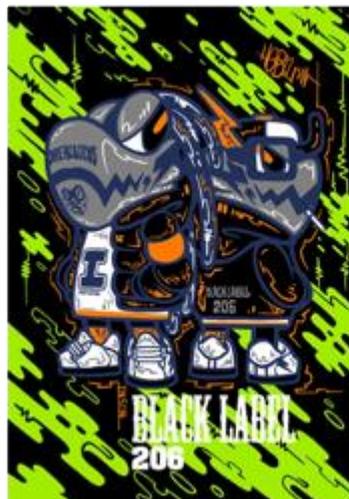
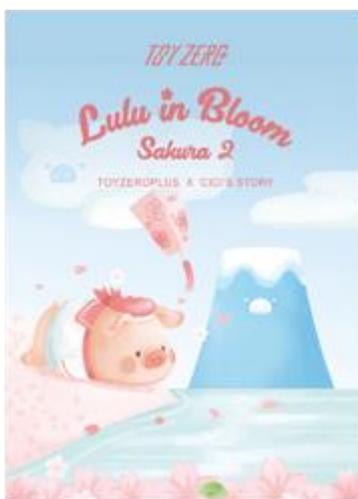
资料来源：大众点评、天风证券研究所

# 九木杂物社：紧随市场潮流选品，线下超强沉浸体验

九木如此重要的战略价值离不开运营者对市场的把控。九木杂物社的产品从来都不是生活必需品，如何在线上消费和行业竞争者中挖掘出生存空间是九木必须解决的问题。随着消费水平不断提高，个性化、情节化、时尚感才是消费者“心之所向”。想要吸引消费者购买非必需品，就必须使消费者产生购买欲望，甚至是情感连结。

与晨光不同，九木将体验感做到极致，将线下优势最大化。消费者的视觉、听觉、嗅觉、触觉九木都考虑在内，从时间轴考虑，店铺布置紧跟季节和节日，以及开学季等重要事项；从IP考虑，选品紧随市场潮流热点，基本为市场上已非常成功的IP；从顾客互动考虑，实物可触摸，甚至开辟出专有免费体验区。除线下体验外，九木也并未放过线上部分，打造私域流量已经成了诸如名创优品等从线下做起的连锁零售品牌的共识。诸如短视频、线上活动等方式，不仅是广告，更是加深粉丝情节、坚固客户纽带、提高用户黏性的方法。

## 九木杂物社部分盲盒选品



资料来源：九木杂物社天猫旗舰店、天风证券研究所

# 九木杂物社：疫情影响逐步减弱，Q1营收增势迅猛

晨光积极打造精品文创店组货和服务模式，全面发展九木杂物社，试点优化晨光生活馆。2020年零售大店业务受新冠疫情影响较大。上半年零售大店大部分营业时间处于停业及非正常营业状态。下半年以来，门店逐步恢复营业，客流量逐步回升，总体来说仍是扩张态势。

2020年晨光生活馆（含九木杂物社）实现总营业收入6.55亿元，同比增长9%，其中，九木杂物社实现营业收入5.58亿元，同比增长21%。2020年12月31日，公司在全国拥有441家零售大店，其中晨光生活馆80家，九木杂物社361家（直营237家，加盟124家）。

21Q1，晨光生活馆（含九木杂物社）实现营业收入2.43亿元，同比增长153.58%，其中九木杂物社实现营业收入2.21亿元，同比增长174.29%。截止2021年3月31日，公司在全国拥有442家零售大店，其中晨光生活馆68家，九木杂物社374家（直营249家，加盟125家）。

### 生活馆近年营收与利润

生活馆（合并）(亿元)	21Q1	2020	2019	2018	三年平均
营业收入	2.43	6.55	6.01	3.06	5.20
净利润	-	-0.50	-0.08	-0.30	-0.30

资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 九木杂物社近年营收与利润

九木杂物社（亿元）	21Q1	2020	2019	2018	三年平均
营业收入	2.21	5.58	4.60	1.53	3.91
净利润	-	-0.42	-0.07	-0.26	-0.25

资料来源：公司公告、天风证券研究所

# 乐高：不受疫情影响，线上购物助力营收

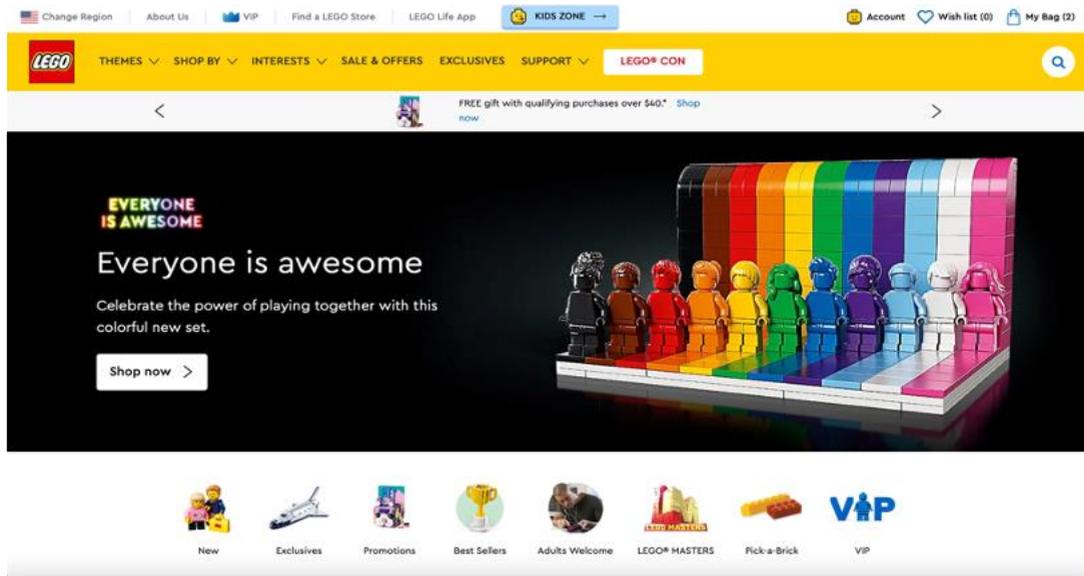
21年3月，乐高公布20年年报，总营收457亿元，同比增长13%，实现净利润104亿元，同比增长19%，总营收与净利润都连续三年增长。疫情期间许多家庭通过玩耍乐高玩具度过居家隔离这一段挑战性的时期，这也带动了乐高的业绩增长。

从地区看，乐高将全球市场分为三大板块，分别为美洲、EMEA（欧洲、中东、非洲）和亚太地区。亚太地区20年营收超过82亿元，是营收最小的地区，但增速最快，同比增长17.7%。美洲和EMEA营收分别有171亿元和199亿元，增速也快于往年，分别为14.1%和11.5%。

从业务构成看，乐高主营业务收入来源仍然是商品零售。20年商品零售收入达452亿元，同比增长21%，总收入占比超99%，而授权收入约有4亿元，同比略有下滑。

疫情导致线下门店关闭，对零售商来说是一个打击，但疫情也促进了电子商务的发展，除各大电商平台的乐高旗舰店外，乐高官方网站也支持线上购物。2020年，乐高官方网站访问量高达2.69亿次，是2019年的两倍。

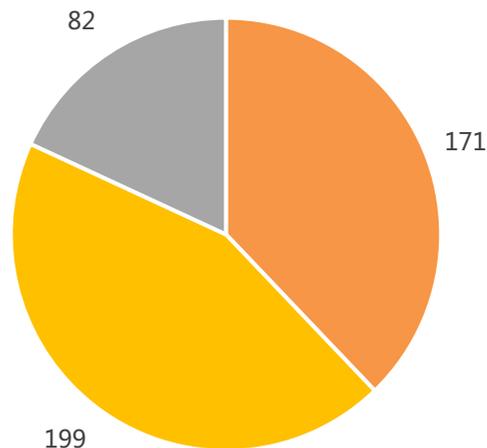
## 乐高官网



资料来源：乐高官方网站，天风证券研究所

## 乐高分地区营收情况（亿元）

■ 美洲 ■ EMEA（欧洲、中东、非洲） ■ 亚太



资料来源：三文娱微信公众号，天风证券研究所

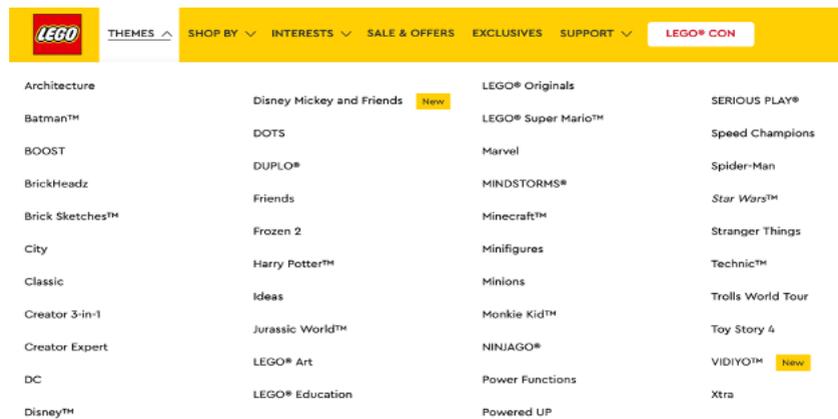
# 盈利能力受疫情、扩张及质量优化等影响略有下降，下半年有改善

乐高目前共有42个主题，与老友记、哈利波特、迪士尼、漫威、DC等等广受欢迎的IP合作。21年4月27日，乐高推出一款复刻电影《速度与激情》中赛车原型的玩具，这仅是乐高众多IP联名产品线中的一员。

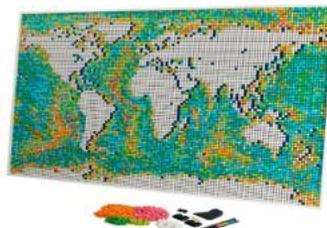
## Dom's Dodge Charger 道奇Charger (速度与激情同款)



## 乐高全部主题



## 乐高部分畅销产品



资料来源：乐高官方网站、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 乐高：居家属性度疫情，线下线上两开花

得益于乐高玩具的居家属性，在过去的特殊一年，乐高营收不降反增。20年底，乐高在全球共有678家门店，其中新开134家门店，且91家在中国，超出了原定的80家目标。未来将继续在中国加大开店力度，预计全球新开120家，中国新开80家，预计年底国内乐高门店达300家。

线下门店热火朝天，主题乐园也在计划内。预计于2024年在上海金山区建成开业的乐高主题度假乐园，除了风格独特的乐高主题游乐设施、主题景点，还有250间客房规模的全场景式主题酒店；2020年4月16日，落地于北京房山区青龙湖镇的乐高主题乐园项目开发工作正式启动，核心区占地超50万平方米；成都市天府新区乐高主题乐园规划设计方案也于2021年4月审签核定，占地约24万平方米，预计年平均接待游客500万人次；2021年2月3日，深圳市大鹏新区正式发布深圳乐高乐园项目公示，拟占地53.4万平方米。此前，乐高主题乐园已在丹麦、英国、德国、美国、马来西亚、迪拜、日本等国开业，每座乐园每年都有百万数量级别的游客参观。

## 乐高主题乐园



资料来源：LEGO乐高微信公众号，天风证券研究所

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS