

传媒

全球化视野下，潮玩出海空间、格局、业务模式深度探讨——潮玩盲盒系列报告四

引言：过去几年，潮玩在国内加速破圈，跑出本土模式、成功打造爆款 IP 的中国企业也将目光聚焦至海外市场；对于持续打造国际化 IP 矩阵的龙头公司泡泡玛特而言，出海成为了必然选择和未来重要增长极。本篇报告，我们将在深度理解海外潮玩市场的基础上，立足于已成功国际化的 IP/玩具品牌路径，展望公司未来出海路径与打法，为后续跟踪投资作出启示。

海外需求怎么看？文化&精神消费属性，模式已被部分验证。我们从潮玩、盲盒、IP 三个关键词来理解海外市场：**(1) 潮玩：**人均消费力是潮玩的经济基础，文化调性&创新能力决定了不同地区差异化路径与发展空间，沙利文预计 2024 年全球潮玩市场规模 418 亿美元，日韩、欧美地区为重点市场。**(2) 盲盒：**全球盲盒热度持续升温，东方消费者接受度或更高，西方受众盲盒消费者以儿童（重点品牌 LoL! Surprise）为主，潮玩类盲盒仍处于市场培育阶段。**(3) IP：**形象 IP 相对于内容 IP 受众空间更广，但由于审美文化差异等因素单一产品的成功率仍存在不确定性。持续打造国际化、多元化 IP 矩阵的泡泡玛特扩张路径或更具确定性，但参考海外头部形象 IP 来看亦需差异化运营。

如何看待竞争？分散格局、IP&设计为核心，合作或大于竞争。当下参与者包括独立工作室/潮玩品牌/综合玩具厂商三类，IP 差异化、生产端非标准化模式铸就分散格局，韩国/日本/新加坡 TOP3 参与者市占率合计均不超过 50%，且多为乐高、万代等综合性玩具厂商。对于新进入者而言，掌握差异化、受欢迎的 IP 与产品设计或将成为关键突破口；强平台化能力、高工业化程度亦将助力放大品牌影响力。此外，潮玩 IP 间联名合作为常见营销方式，类比 Bearbrick、Molly 可以平台化方式与多种流行文化融合，未来合作或大于竞争。

玩具品牌国际化为必经之路，头部品牌基于自身优势探索国际化方向。2021 年乐高/万代/Funko 海外收入占比分别为 58.2%/29.7%/27.7%，且均有收藏玩具品类布局。其中乐高核心竞争力为品牌&工业化能力，扩张过程中注重产品品质与供应链效率，坚持自有工厂建设与强渠道触达，在当下发力的中国市场已开设 340 家零售店；万代与 Funko 更依赖内容 IP，国际化路径需考虑文化、区域等因素，差异化运营的重要性凸显。Funko 率先拓展欧洲并引入当地特色足球类 IP、万代将中国&美国列为发力重心并重点开发高达系列，均为品牌方基于市场环境差异化运营的重要措施。

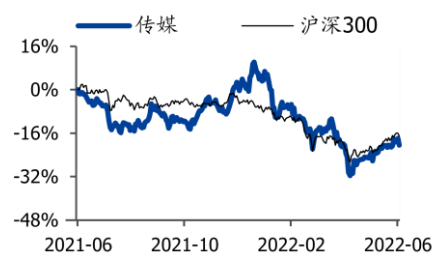
泡泡玛特：百亿空间，出海提速。作为国内潮玩盲盒龙头，公司自 2018 年开始，从 0 到 1 开始搭建海外团队、信息化系统（合作甲骨文）与立体化渠道体系（零售店+快闪店+机器人+跨境电商+分销），加强产品、营销端本地化能力建设，逐步由东南亚向欧美地区扩张，并实现 TOB 向 TOC 端的部分转换。当前公司已进驻海外 23 个国家和地区，2021 年海外批发收入（1.37 亿元）翻倍增长；2022 年公司将加速渠道拓展，进一步验证出海成效。采用两种方式测算，我们预计公司中长期境外收入空间近百亿元。

投资建议：海外潮玩行业空间广阔，且参考海外成熟玩具品牌、IP 出海扩张为必经之路。国内龙头公司泡泡玛特海外业务已实现了从 TOB 至 DTC 的部分转换，2022 年将加速渠道拓展，或将进一步验证出海成效，建议重点关注泡泡玛特（“买入”评级）。

风险提示：行业竞争加剧；IP 吸引力不及预期；疫情反复风险

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 顾晟

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

研究助理 何欣仪

执业证书编号：S0680120090027

邮箱：hexinyi@gszq.com

相关研究

- 《传媒：快手发布首款数字藏品，腾讯光子工作室宣布升级》2022-06-19
- 《传媒：SteamVR 活跃玩家占比大涨，重视文化数字化发展重要性》2022-06-12
- 《传媒：游戏出海市占率持续提升，建议继续关注 VR 及元宇宙板块》2022-06-05

内容目录

引言	5
1 解读海外潮玩盲盒市场的关键问题.....	7
1.1 海外需求怎么看？文化&精神消费属性，模式已被部分验证.....	7
1.1.1 问题一：海外潮玩的发展情况与消费意愿如何	7
1.1.2 问题二：高复购率、强刺激性的盲盒模式能否复制	9
1.1.3 问题三：形象 IP 的普适性与文化壁垒问题	11
1.2 如何看待竞争？分散格局、IP&设计为核心，合作或大于竞争.....	13
2 成功玩具品牌国际化路径探索	16
2.1 乐高：全球化供应链体系，积木龙头国际版图持续扩张	17
2.2 Funko：国际化 IP 构建立体产品矩阵，DTC 赋能海外市场扩张	20
2.3 万代：聚焦 IP 影响力提升，高达或成为玩具出海发力重心	23
2.4 总结：龙头国际化布局的共性与特性	28
3 泡泡玛特：以品牌影响力提升为核心，平台化能力为 DTC 出海保驾护航.....	29
3.1 出海战略：建立“品牌认知”为核心，DTC 模式打开海外市场	29
3.2 能力建设：平台化能力为泡泡玛特出海保驾护航	31
3.2.1 渠道力：全链路+多场景触达用户，立体化渠道体系提升品牌认知	31
3.2.2 本地化：组建本地化运营团队，产品、营销运营端多维度赋能.....	33
3.2.3 信息化：合作甲骨文，建立海外数字化运营体系提升效率	36
3.3 未来展望：预计境外业务远期收入空间近百亿元	37
投资建议.....	40
风险提示.....	40

图表目录

图表 1：中国潮流玩具行业分品类市场规模（亿元）	5
图表 2：潮玩公司最新出海布局情况梳理.....	6
图表 3：泡泡玛特 PE TTM 与总市值（亿港元）变化情况	6
图表 4：泡泡玛特营收及其同比增速变化情况	6
图表 5：泡泡玛特经调整净利润及其同比增速变化情况	7
图表 6：泡泡玛特中国潮流玩具市场市占率变化.....	7
图表 7：日本人均可动人偶消费额增速与 GDP 增速变化相似.....	8
图表 8：各国家/地区潮流收藏玩具市场分析	8
图表 9：不同市场潮流玩具规模（亿美元）与 19-24 年 CAGR.....	9
图表 10：全球潮流玩具产业市场规模变化情况	9
图表 11：日本扭蛋市场规模（单位：十亿日元）及万代市占率变化	10
图表 12：LOLISurprise 在全球玩偶市场市占率（%）变化	10
图表 13：海外市场相关盲盒产品示意图	10
图表 14：Mystery box、Blind box 谷歌搜索热度指数（分）情况.....	11
图表 15：形象 IP 与内容 IP 关键要素对比.....	11
图表 16：运营较为成功的国际化形象 IP 一览	12
图表 17：泡泡玛特旗下全球化核心 IP 一览.....	13
图表 18：全球潮流收藏玩具主要参与玩家情况梳理.....	14

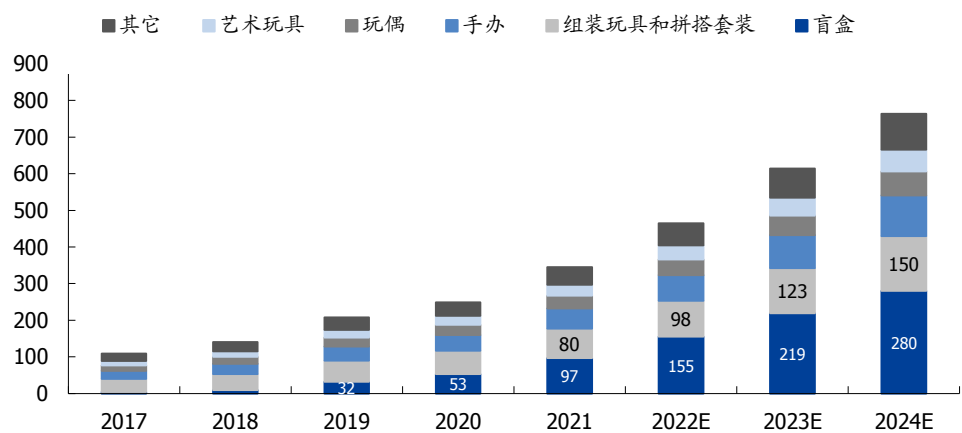
图表 19: 2019 年日本、韩国、新加坡潮流玩具市场竞争格局.....	15
图表 20: 部分潮玩 IP/品牌百度指数性别构成.....	15
图表 21: bearbrick X KAWS Tension 联名产品.....	16
图表 22: Molly 与波普艺术家打造的 SpaceMolly 系列.....	16
图表 23: 乐高、万代、Funko 在全球传统玩具市场的市占率情况.....	16
图表 24: 乐高/万代/Funko/泡泡玛特 2021 财年海外收入占比情况对比.....	16
图表 25: 乐高运营至今收入（十亿丹麦克朗）持续增长.....	17
图表 26: 乐高在全球不同地区积木市场市占率变化情况.....	17
图表 27: 乐高在全球积木市场的市占率变化情况.....	17
图表 28: 乐高分地区收入拆分.....	17
图表 29: 乐高生产工厂分布及其具体情况.....	18
图表 30: 乐高全球零售店数量（家）变化.....	18
图表 31: 乐高中国零售店数量（家）变化.....	18
图表 32: 公司不同类型开支占营收的比重变化情况.....	19
图表 33: 乐高 20 世纪 90 年代部分系列产品.....	20
图表 34: 乐高建筑系列（LEGO® Architecture）.....	20
图表 35: Funko 海外收入（百万美元）及其同比增速变化情况.....	20
图表 36: Funko 在不同地区可动人偶的市占率变化情况.....	20
图表 37: FunkoIP 矩阵.....	21
图表 38: Funko 人偶系列分地区 IP 差异.....	21
图表 39: Funko 不同地区经销商情况.....	22
图表 40: Funko DTC 渠道端收入同比增速.....	23
图表 41: Funko 分季度毛利率变化情况.....	23
图表 42: 万代 FY2006-2022 收入变动（十亿 JPY）.....	23
图表 43: 万代分业务板块收入构成.....	23
图表 44: 万代 FY2006-2022 净利润变动（十亿 JPY）.....	24
图表 45: FY2022 万代分业务板块经营利润率情况.....	24
图表 46: 万代组织架构变化情况.....	24
图表 47: 万代 IP 轴运转模式以及 FY2021 玩具娱乐业务中各 IP 系列收入情况.....	25
图表 48: 万代分区域收入占比情况变化.....	25
图表 49: 万代分地区子公司产业链分工情况.....	26
图表 50: 万代亚太地区（日本以外）授权经销商分布情况.....	26
图表 51: 万代欧美市场分销商情况.....	26
图表 52: 机动高达系列收入及其同比增速（十亿 JPY）.....	27
图表 53: 高达 FY2021 分地区收入占比情况.....	27
图表 54: 乐高在中国地区的具体布局情况.....	27
图表 55: 不同玩具厂商具体情况对比.....	28
图表 56: 2016-2021 年中国玩具（不含游戏）出口额及增速.....	29
图表 57: 2021 年中国玩具（不含游戏）出口额 TOP10 地区占比.....	29
图表 58: 泡泡玛特中国大陆以外批发收入（百万元）变化情况.....	30
图表 59: 泡泡玛特海外零售店数量分布（根据官网不完全统计）.....	30
图表 60: 泡泡玛特出海历史复盘.....	30
图表 61: 日本 IPSonny Angel 在开拓海外市场后，热度呈现上涨趋势生命周期延续.....	31
图表 62: 泡泡玛特重点地区（2022 年 6 月 6 日，根据公司官网不完全统计）.....	32
图表 63: 泡泡玛特海外线下渠道扩张方式.....	32
图表 64: 泡泡玛特近期新品在海外各大平台上的发售情况（2022 年 6 月 8 日统计）.....	33

图表 65: 公司不同地区官网渠道 IP 推介顺序	34
图表 66: 泡泡玛特海外限定发售产品在当地引起热议	34
图表 67: 泡泡玛特日本/韩国地区限定商品	34
图表 68: 泡泡玛特新加坡门店中的特色产品	35
图表 69: 泡泡玛特韩国门店中的本土艺术家 IP	35
图表 70: <i>instagram</i> 海外社交媒体覆盖情况	35
图表 71: 泡泡玛特参与国际潮玩展情况梳理	36
图表 72: 迪拜世博会中国馆纪念商店中泡泡玛特商品	36
图表 73: 泡泡玛特线上英文版潮流玩具展览	36
图表 74: <i>NetSuite OneWorld</i> 具体特性	37
图表 75: 泡泡玛特未来境外潮玩市场规模测算	38
图表 76: 泡泡玛特零售店分城市等级数量占比 (21/12/31)	38
图表 77: 乐高零售店分城市等级数量占比 (22/6/12)	38
图表 78: 泡泡玛特分渠道收入占比变化情况	39
图表 79: 全球重点地区传统玩具市场分渠道收入占比情况	39
图表 80: 泡泡玛特未来境外收入空间测算	39

引言

潮玩本身为舶来品，注重艺术+收藏属性，IP 为差异化核心，早期中国香港、日本、欧美市场主导，根据沙利文数据 2021 年预计全球潮玩市场规模达到 259 亿美元。过去几年，潮玩 IP 以低单价、高复购、强刺激性的“盲盒”形式在国内市场破圈，2020 年泡泡玛特上市引燃资本市场热情，亦跑出了 Dimoo、Skullpanda 等头部 IP，行业百花齐放，众多参与者争相入局。根据沙利文最新数据，2021 年中国潮玩市场规模达到 345 亿元，同比增长 38.6%，预计未来 5 年 CAGR 24.0%。分类型来看，2021 年盲盒品类规模 97 亿元，同比增长 83.0%，成为行业增长核心驱动。

图表 1: 中国潮流玩具行业分品类市场规模 (亿元)



资料来源: 公司公告, 沙利文, 国盛证券研究所

在加速渗透国内市场的同时，跑通本土模式、成功打造爆款 IP 的中国潮玩企业开始将目光聚焦至海外市场。参考成熟玩具品牌乐高、万代、Funko，以及国际化潮玩 IP Bearbrick、SonnyAngel 来看，玩具品牌、IP 出海扩张为必经之路。当前国内企业抢滩登陆海外市场，试图进一步放大 IP 与品牌价值，率先建设全球化体系。具体来看，2021 年出海已成为泡泡玛特、toptoy 等头部潮玩企业的核心战略布局，中小潮玩品牌诸如 Toycity、Lamtoys 亦通过代理、分销模式尝试出海。根据淘宝官方报告，潮玩手办与国产手机、洗地机、汉服等同列 2021 年“海外消费者最爱的十大年货”榜单；根据 2020 年跨境出口市场消费趋势报告，2020 年天猫淘宝海外盲盒消费增速达 400% 以上。

图表 2: 潮玩公司最新出海布局情况梳理

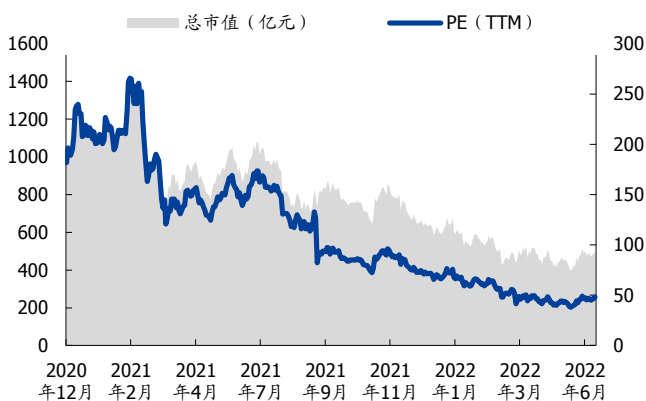
公司名称	最新出海布局情况
泡泡玛特	2018 年开始尝试出海, 截至 2021 年底海外零售店/机器人店分别 7/9 家, 海外分销收入 1.37 亿元同比+85.2%。2022 年将加速拓店与线上渠道触达, TOB 向 TOC 转换加强海外品牌认知。
TopToy	2021 年 4 月 TopToy 宣布将海外店计划, 目前有专业团队在新加坡、日本、韩国等国家选址。
52Toys	2017 年即启动授权海外代理, 已进入日本、东南亚、澳大利亚、美国等多个市场, 2021 年旗下潮玩产品日本亚马逊总销售额同比增长 300%。
ToyCity	采用跨境电商、分销和海外代理模式销往海外。
Lamtoys	代理、经销模式进行出口贸易, 主要为东南亚市场, 海外收入占比 10%。
若态	在欧美市场通过跨境电商业务进行布局, 并借助 Tiktok、Meta、YouTube 等社交媒体进行宣传。
APEX-TOYS	日本、欧美市场均有布局, 海外销量已经占到其总销量的三成。

资料来源: 公司公告, 36 氪, 公开资料整理, 国盛证券研究所

落实到投资维度, 龙头公司泡泡玛特 2021H1/H2 分别交出了营收+116.8%/+60.3%、经调整利润+144.1%/+37.4%的成绩, 但自上市一年以来估值持续下行, PE(TTM)自上市初期的 200x 的下行到当前的 40-50x。除上市初期的泡沫因素外, 估值下行隐含着投资者对于盲盒模式不确定性、用户渗透空间的担忧, 叠加疫情影响业绩增速边际放缓与港股整体投资环境的变化放大情绪, 加剧了股价下行趋势。

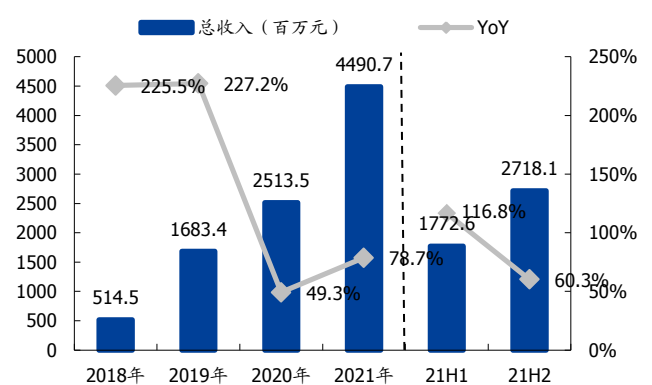
基本面角度, 受到疫情影响 2022 年公司业绩增速或小幅承压; 但中长期维度来看, 公司 IP+渠道竞争力稳固市占率稳步提升, 国内渠道布局陆续推进, 产品矩阵逐步由盲盒向其它潮玩品类扩张, 将持续受益于国内潮玩市场快速发展的红利期。更为重要的是, 对于正在持续打造国际化 IP 矩阵的公司而言, 出海成为了必然选择与未来重要增长极, 或将贡献潜在业绩弹性, 并赋予 IP 更为长久的生命力。公司自 2018 年尝试海外业务以来, 已实现了从 TOB 经销代理至 DTC 自营的部分转换, 2022 年将加速自营渠道拓展, 或将进一步验证出海成效。本篇报告, 我们将在深度理解海外潮玩市场的基础上, 立足已成功国际化的 IP/玩具品牌的路径, 展望泡泡玛特未来出海路径与具体打法, 为后续跟踪与投资作出启示。

图表 3: 泡泡玛特 PE TTM 与总市值 (亿港元) 变化情况



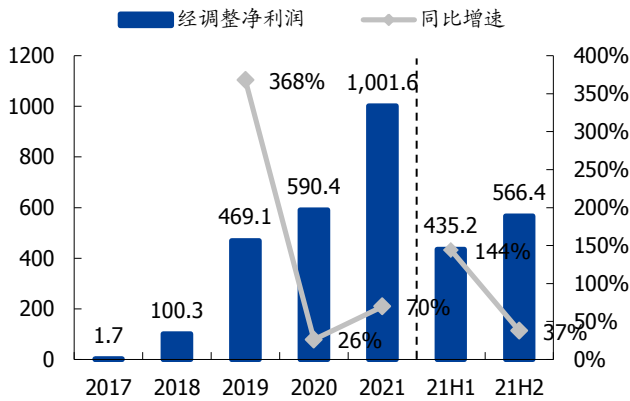
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 泡泡玛特营收及其同比增速变化情况



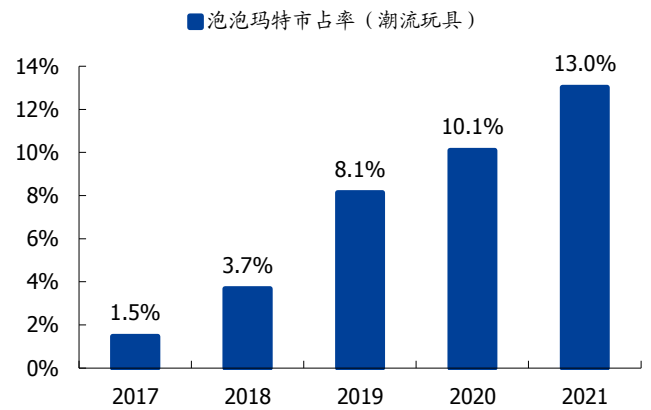
资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 泡泡玛特经调整净利润及其同比增速变化情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 泡泡玛特中国潮流玩具市场市占率变化



资料来源: 公司公告, 沙利文, 国盛证券研究所

1 解读海外潮玩盲盒市场的关键问题

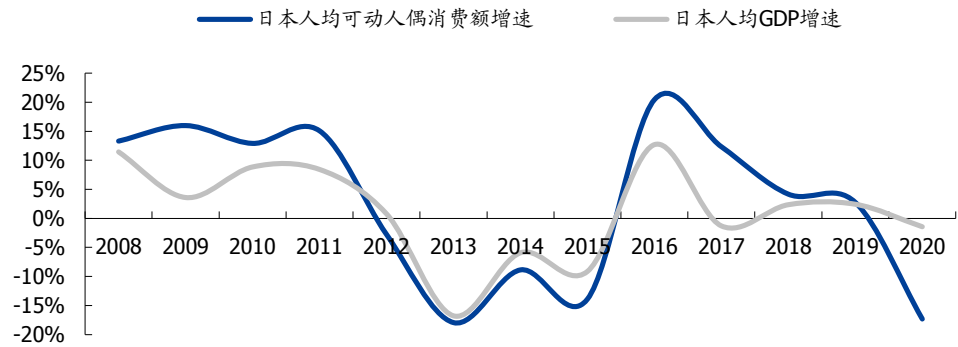
1.1 海外需求怎么看? 文化&精神消费属性, 模式已被部分验证

此前我们在报告《泡泡玛特: 国内潮玩盲盒拓荒者, IP+渠道双管齐下铸就行业龙头》中提到, 公司的商业模式包括三个关键词“潮玩、盲盒、IP”。潮玩本质来源于人们的精神消费诉求, 涵盖审美+收藏多种需求, 包含盲盒、手办、BJD、拼搭玩具、可动玩偶等品类; 盲盒是强刺激性的玩法, 赋予潮玩“盲抽”的属性, 进一步提升用户复购率; IP是潮玩盲盒的核心, 带来了不同公司竞争壁垒。下文我们将基于以上三个关键词, 展望潮玩盲盒模式在海外的关键发展趋势。

1.1.1 问题一: 海外潮玩的发展情况与消费意愿如何

潮玩诞生于海外, 具备艺术+收藏属性, 隶属于改善型精神消费, 需求与人均 GDP 与区域文化发展程度强相关。早期艺术玩具风靡于中国香港、日本、美国地区的小众群体, 伴随着人均消费能力的提升、文化娱乐产业的发展以及互联网流量端的催化, 潮玩从小众迈向主流, 成为了当下年轻人彰显个性、表达自我的一种生活方式, 满足悦己型需求。潮玩消费能力与人均 GDP 关联度较高, 根据 Euromonitor 数据, 日本人均可动人偶 (包含 Funko、万代高达等核心潮流玩具品类, 不包括全部潮玩品类) 消费额增速与人均 GDP 增速呈现同向变化趋势, 增速绝对值略高于 GDP 增速。









图表 7: 日本人均可动人偶消费额增速与 GDP 增速变化相似



资料来源: Wind, Bloomberg, Euromonitor, 国盛证券研究所

文化基调带来潮玩特色的差异性。潮玩具备收藏属性，从设计&IP 内容层面构建情感连接从而提振消费者需求，差异化需求取决于当地的文化氛围。以好莱坞为代表的美国影视文化带动了诸如收藏玩具品牌 Funko(依托于影视授权 IP 的大头公仔)热度快速提升；日本作为动漫文化的领军，诞生了万代、多美、三丽鸥等文化巨头，布局 IP 全产业链，万达旗下高达模型系列成为了风靡全球的收藏玩具。此外，区别于上述内容 IP 主导的收藏玩具，形象设计主导的设计师玩具、创造性玩法主导的搭建类玩具在全球文化产业繁荣地区均具备一定受众群体。乐高诞生于丹麦，目前在全球玩具市场市占率已超过 10% (Euromonitor 数据)；发源于日本的 Bearbrick、美国的 KAWS 以及香港的 Qee 等设计师 IP 玩具在全球范围内均具备一定品牌影响力。

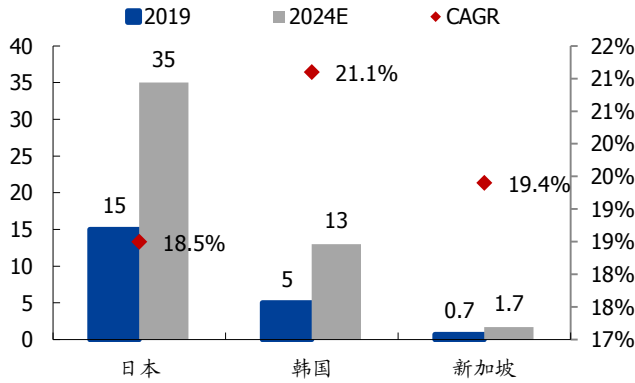
图表 8: 各国家/地区潮流收藏玩具市场分析

	中国香港	韩国	日本	美国	欧洲
人均 GDP (万美元)	4.9	3.5	3.9	6.9	3.8
文化生态	潮流文化	潮流文化/文创	动漫游戏	影视动画	-
潮流玩具、类型	模型/手办/收藏玩具	盲盒/手办/衍生品	模型/手办/收藏玩具	可动玩偶/模型	积木
重点品牌 & IP	Toy2R【Qee】  HotToys【授权 IP】 	RTF【Rico】  Line Friends 	万代【高达】  MedicomToy【Bearbrick】 	Funko【授权 IP】  孩之宝【变形金刚】 	乐高【授权 IP】 

资料来源: 易观分析, IMF, 公开资料整理, 国盛证券研究所

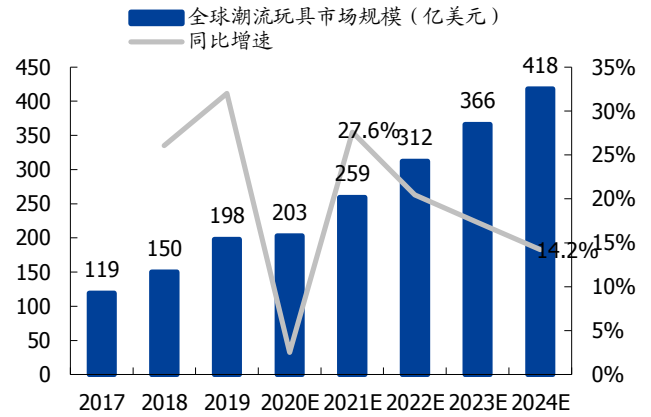
从市场规模上来看，全球潮玩市场仍处于高速发展阶段，亚太地区具有发展潜力。根据泡泡玛特招股书，沙利文预计2021年全球潮流玩具市场规模259亿美元(中国市场345亿元占比约20%)，2024年将达到418亿美元。其中亚太地区日本、韩国、新加坡均有较强的增长潜力，预计2019-24年CAGR分别达到18.5%/21.1%/19.4%。

图表9: 不同市场潮流玩具规模(亿美元)与19-24年CAGR



资料来源: 公司公告, 沙利文, 国盛证券研究所

图表10: 全球潮流玩具产业市场规模变化情况



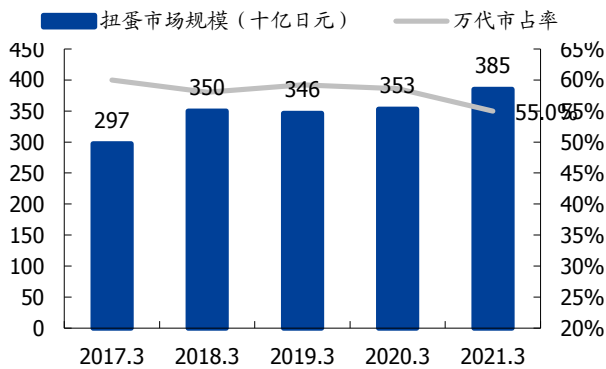
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

整体而言，人均消费能力是潮玩的经济基础，而文化调性&创新能力决定了不同地区差异化路径与发展空间。泡泡玛特早期通过签约成熟IP(中国香港 Molly/Pucky/Labubu)为起点开拓国内潮玩市场，目前已基于全产业链、平台化布局的方式跑出了“形象IP+盲盒”，以年轻女性消费为主的中国潮玩模式，并逐渐向高端手办、BJD、衍生品等其他潮流玩具品类拓张。我们认为，海外部分地区如日韩、欧美市场文化产业成熟，潮流玩具消费意愿强，为国内潮玩盲盒企业出海扩张的根基；而对于泡泡玛特出海空间的探讨，或需重点关注“形象IP+盲盒”的独特模式需求验证情况。管中窥豹，下文将通过海外相似产业布局予以详细拆解。

1.1.2 问题二：高复购率、强刺激性的盲盒模式能否复制

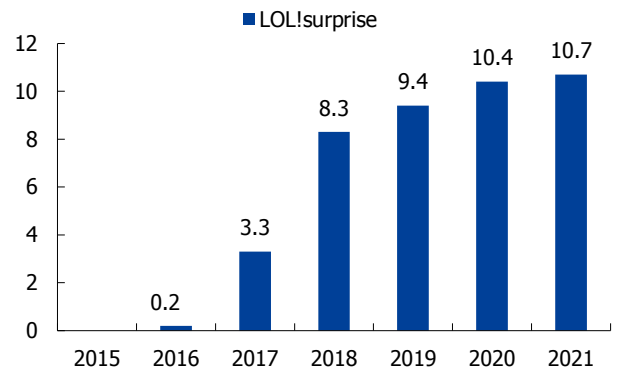
盲盒“随机抽取”的玩具模式最早可追溯到日本扭蛋，近年来欧美众多玩具巨头争相布局。扭蛋玩具已在日本面世60余年经久不衰，2017-2021财年CAGR达到6.7%仍在持续增长，2021财年市场规模达到385亿日元(约合人民币19亿元)。乐高在2010年即推出系列人仔盲盒“Mini Figures”并持续位列品牌头部畅销系列；2016年MGA娱乐玩具公司推出盲盒子品牌“LOL! Surprise”受到消费者欢迎，叠加Youtube“玩具开箱视频热”，引燃欧美市场盲盒热潮，并带动品牌市占率的持续提升。根据Euromonitor数据，2021年LOL!surprise品牌在全球玩偶市场的市占率达到10.7%，仅次于芭比娃娃，成为核心儿童玩具品牌，部分成人亦参与收藏。伴随盲盒热的兴起，Funko(Snapsies产品线)、孩之宝、万代等玩具品牌均开始加速盲盒品类的布局，以强刺激性的方式吸引更多消费者。

图表 11: 日本扭蛋市场规模 (单位: 十亿日元) 及万代市占率变化
(横坐标对应截至3月的年度数据)



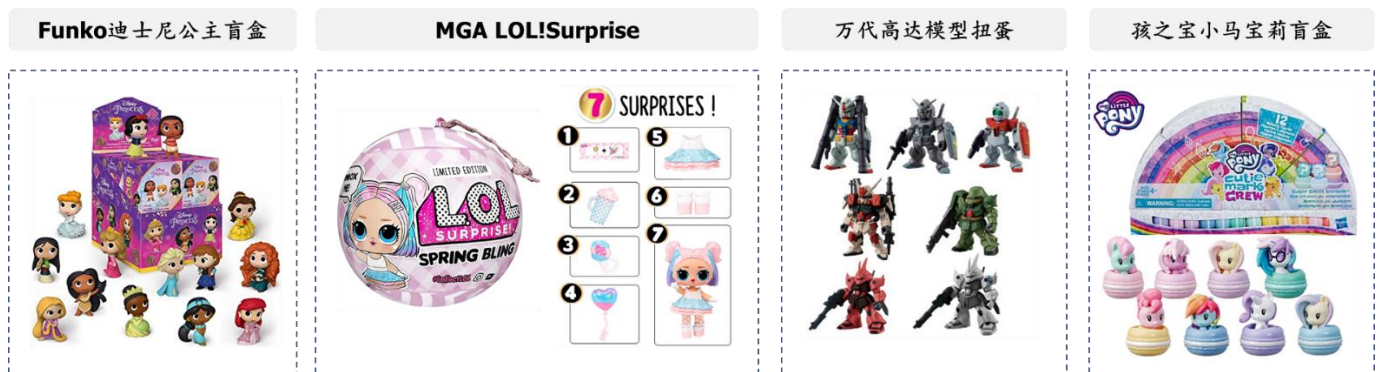
资料来源: 万代, 国盛证券研究所

图表 12: LOL!Surprise 在全球玩偶市场市占率 (%) 变化



资料来源: Bloomberg, Euromonitor, 国盛证券研究所

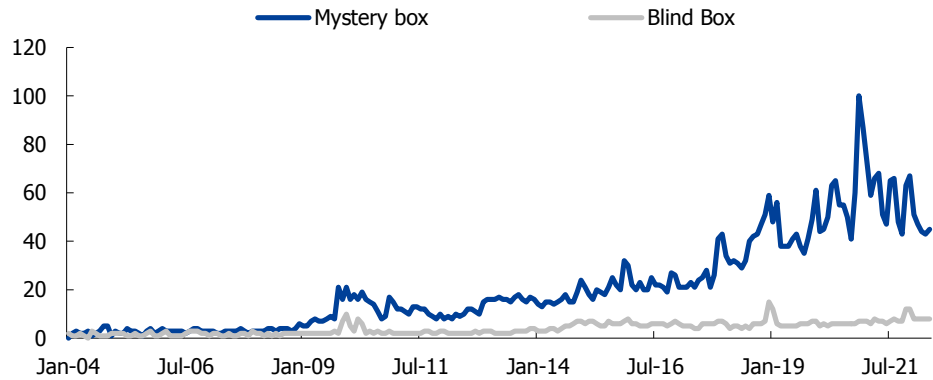
图表 13: 海外市场相关盲盒产品示意图



资料来源: 公司官网, 亚马逊, 国盛证券研究所

从谷歌指数来看, 全球范围内盲盒热度持续升温, 但部分市场仍处于培育阶段。分区域来看: 1) 从当前欧美地区较热门的盲盒产品 LOL 惊喜娃娃来看, 西方盲盒市场核心受众为追求新奇的儿童群体; 而诸如 Funko 等潮玩品牌, 重点品类以可动玩偶、手办玩偶为主, 海外成年人对于强刺激性盲盒玩具的需求或存在一定差异化。根据 2021 年 36 氪对泡泡玛特海外 COO 文德一的访谈, 相对于东方, 西方欧美消费者会更看重玩具的“确定性”而偏好整套购买盲盒, 潮流玩具品类的盲盒玩法仍在消费者培育过程中。2) 东方消费者与国内大陆群体偏好或更为相似, 叠加日本扭蛋、Bearbrick (盲盒+手办+大娃)、中国香港 Qee、韩国 Rico/Farmer Bob 等头部产品的市场教育, 整体而言或对盲盒的强刺激性玩法形式接受度更高。

图表 14: Mystery box、Blind box 谷歌搜索热度指数 (分) 情况



资料来源: 谷歌指数, 国盛证券研究所

1.1.3 问题三: 形象 IP 的普适性与文化壁垒问题

泡泡玛特潮玩运营以形象 IP 为主 (对应公告中自有/独家 IP, 收入占比约 75%), 内容 IP (对应迪士尼、环球影城等非独家 IP) 为辅。形象 IP 一般不具备内容属性, 部分含有世界观背景以搭建情感链接, 以 IP 形象+外观设计为核心, 通过产品迭代+强运营打开知名度; 而内容 IP 往往依托于影视/游戏/动漫中的具体角色, 故事性更强亦带来更强的粉丝黏性, 内容更新将带动衍生消费品的增长。整体而言, 形象 IP 的优势在于受众空间更广 (低文化壁垒)、打造成本较低效率更高 (无需内容投入)、可延展性强 (可作为载体与任意潮流文化相结合), 但与之同时 IP 生命周期、粉丝黏性具有一定不确定性, 因此强营销运营、创新产品快速迭代能力尤为重要。

图表 15: 形象 IP 与内容 IP 关键要素对比

	形象 IP	内容 IP
IP 背景	IP 世界观/设计理念设定, 一般无内容背景	依托于游戏/影视/文学内容中的角色
受众群体	受众群体广泛, 粉丝黏性低于头部内容 IP	主要为内容消费者, 粉丝黏性或更高
生命周期	取决于产品运营策略与社群效应	取决于内容生命周期
运营策略	通过 1) 产品设计、品类更新迭代; 2) 授权联名策略; 3) 强运营; 延长生命周期	内容迭代更新带动 IP 衍生消费
代表性 IP	知名 IP: Hello Kitty/Bearbrick/玲娜贝儿/小黄鸭 泡泡玛特: Molly/Dimoo/Skullpanda	影视: 漫威/DC/哈利波特/星球大战/宝可梦 游戏: 王者荣耀/LOL/原神/堡垒之夜

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

我们列举了当前全球维度较为知名的形象 IP。从外观维度来看, 该类 IP 多具备较为简单的基础形象, 设计契合绝大多数年轻人的审美, 整体风格相对多元化。从运营策略上来看, 头部 IP 结合自身定位, 围绕“产品迭代”+“营销运营”两个核心要素全方位提升 IP 影响力。具体而言, 小黄鸭、Tokidoki、HelloKitty、Rico 围绕 IP 研发包括玩具、文创、生活杂货、服饰箱包等多元化衍生品, 通过联名授权消费品牌打开市场; Bearbrick、SonnyAngel、Qee 则主要定位艺术玩具, 通过盲盒、手办等形式提升 IP 影响力, 并借力 KOL、明星等热度实现社交裂变; 迪士尼新推出的玲娜贝儿则依托线下乐园的人偶互动与周边贩卖, 成功打造无故事属性的新一代 IP 顶流。

图表 16: 运营较为成功的国际化形象 IP 一览

【所属公司】IP 名称	IP 特点	运营策略		
		产品迭代	线上/线下运营	国际化
【三丽鸥】HelloKitty 	三丽鸥 1974 年创建的卡通角色，以衍生周边 & 角色授权为主	结合当年流行趋势做出年度设计，小礼物与衍生品多元化产品布局	重视线下渠道，包括门店 & 主题乐园，且开展 IP 设计师线下见面会；IP 授权联名	全球布局授权业务，美洲批发零售，亚洲直营店加盟。
【德盈国际】小黄鸭 	“中国人的小鸭子”，以衍生周边开发 & 角色授权为主	基于 IP 构建潮流品牌，产品包括服饰箱包、生活杂货、玩具等	重视线下渠道，包括门店、主题商场、乐园、献血车等；IP 授权联名	全球布局授权业务，海外成立办事处，全球 7 名授权代理，建立官方粉丝平台
【Tokidoki】Tokidoki 	日语意为“sometimes”，创立于 2005 年的卡通形象，以衍生周边开发 & 角色授权为主	基于 IP 构建潮流品牌，产品包括服饰箱包、生活杂货以及盲盒玩具等	重视线上渠道，官网和电商平台销售；IP 授权联名，线下活动多在联名 IP 门店	中国大陆、中国台湾地区、韩国主要通过授权合作伙伴 Li & Fung 与本地品牌合作
【RTF】Rico 	设计师基于自身创建的同名角色，以衍生周边开发 & 角色授权为主	基于 IP 构建潮流文创品牌，核心产品包括盲盒玩具、文创衍生品等	线上官网和电商平台销售；IP 授权联名，韩国“衍生品女王”	中国地区通过寻找独角兽代理打开市场空间
【迪士尼】玲娜贝儿 	达菲的家族角色，角色设定为一只爱探险的小狐狸侦探	产品矩阵包括公仔玩偶、服饰箱包等衍生品，于迪士尼官方店内售卖	通过线下迪士尼乐园人偶互动方式与消费者建立情感联系	通过布局全球的迪士尼乐园 & 迪士尼品牌效应提升 IP 影响力
【MedicomToy】Bearbrick 	以“熊”为基础形象，叠加不同流行文化设计（授权联名）构建潮玩产品	盲盒+100%+400%+1000%高频率迭代；玩具形象设计与多元潮流文化联名	跨界联名铸就收藏价，限量发售赋予稀缺性；明星+KOL 曝光提升产品热度	非日本区域通过设置各大地区总代理
【Dreams】Sonny Angel 	以“小天使”为基础形象，品牌方基于不同流行元素进行潮玩产品设计	核心产品包括盲盒（基础款、年限限定款、艺术家收藏款、大师收藏款多种系列迭代）、文创衍生品等	线上官网和电商平台销售；线下门店集中在日本；产品设计围绕情感表达（节日、城市、季节）	非日本区域通过设置各大地区总代理
【Toy2R】Qee 	以“驼背熊”为基础形象，基于设计师款+玩家 DIY 进行设计，叠加品牌联名	基于 IP 构建潮流品牌，核心围绕 DIY 素体熊，形成服饰、玩具、日用品、电子科技等多品类衍生品	跨界联名；线下开展主题授权、巡回展、拍卖会；明星 KOL 曝光提升热度	广州设立全球授权总代理，世界巡回展览、数字化平台合作破圈

资料来源：公开资料整理，公司官网，公司公告，国盛证券研究所

对于形象 IP 出海而言，尽管不依赖内容的特性将进一步降低海外消费者认知壁垒，潜在受众空间或更广；但各个地区审美差异化带来文化壁垒，单一产品的成功率仍具有不确定性。但我们认为，作为正在持续打造国际化 IP 矩阵的泡泡玛特，多元化 IP 组合进一步提升了公司的抗风险能力，同时也在差异化本土化运营维度更具优势，国际市场拓展的路径或更为顺畅。根据公司招股书&公众号，公司最新 IP 矩阵不仅覆盖中国香港/日本/韩国/美国/泰国/欧洲等地区潮玩 IP，亦包括国内头部 IP Dimoo、Skullpanda 和多个 PDC 自有 IP，IP 矩阵风格多元化，未来亦将通过潮玩展等模式触达海内外头部 IP。多元化 IP 矩阵有助于匹配更多消费者偏好，打开国际化市场。

图表 17: 泡泡玛特旗下全球化核心 IP 一览



资料来源：公司公告，泡泡玛特公众号，国盛证券研究所

1.2 如何看待竞争？分散格局、IP&设计为核心，合作或大于竞争

全球范围来看，当前潮玩产业主要包括三类参与者。（1）独立艺术家/工作室：独立运营单个/系列 IP，一般以 IP 设计师为首组成小型工作室，玩具多为自行上色涂装彰显稀缺性，产品迭代效率较低。（2）潮玩品牌：已具备潮玩 IP 平台化、规模化运营能力，运营自有/授权多个 IP，覆盖产业链“设计-生产-销售”环节，产品迭代速度快，为产业的主要参与者。潮玩品牌会与独立设计师/工作室展开合作，协助运营旗下 IP 放大价值。如日本 Medicom Toy 厂商曾与美国 KAWS 展开合作设计联名玩偶；Kennys Work 旗下 Molly 在签约泡泡玛特之后产品迭代效率大幅提升。（3）综合性玩具厂商：万代、多美、孩之宝等玩具巨头产品矩阵亦包括成人向的收藏玩具产品线，包括模玩、手办、兵人、可动人偶等多种类型；乐高基于零件数量、拼搭难度对积木进行区分，部分玩具如兰博基尼、科技系列精细度高，为年轻人喜好的收藏玩具产品系列。

图表 18: 全球潮流收藏玩具主要参与玩家情况梳理

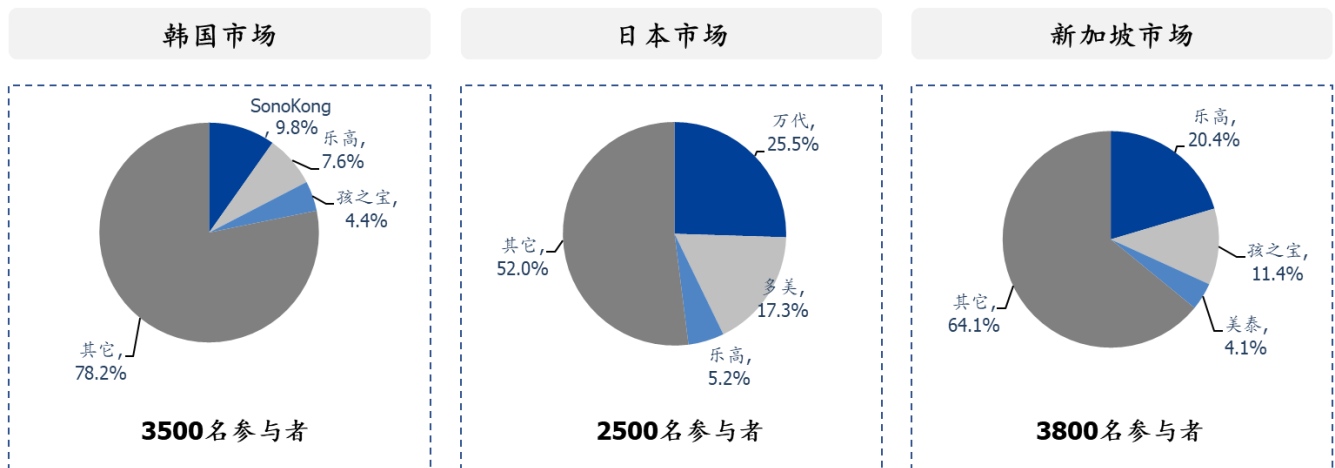
类型	名称	地区	核心合作 IP	潮流玩具业务布局
独立艺术家 /工作室	Kennys Work	中国香港	Molly	Molly IP 运营
	KAWS	美国	KAWS	KAWS IP 运营
潮玩品牌	How2Work	中国香港	Labubu、奈良美智等	手办、可动人偶等
	Medicom Toy	日本	Bearbrick	盲盒手办、可动人偶等
	Toy2R	中国香港	Qee	盲盒手办、可动人偶等
	Kidrobot	美国	Dunny/Labbit	盲盒手办、毛绒衍生品等
	Funko	美国	授权 IP 为主	可动人偶、盲盒手办
	ALTER	日本	授权 IP 为主	手办
	Hot Toys	中国香港	授权 IP 为主	兵人玩具
综合玩具厂商	万代	日本	自有（高达/龙珠等）为主	高达等可动模型、手办模型等
	乐高	欧洲	授权 IP 为主	积木拼搭玩具
	孩之宝	美国	自有（变形金刚/小马宝莉） +授权 IP	G.I. JOE 兵人系列、手办模型等
	美泰	美国	自有（芭比娃娃）+授权 IP	玩偶手办、可动人偶、汽车模型等

资料来源：公司官网，公开资料整理，国盛证券研究所

作为内容产业，潮玩整体工业化程度低，格局相对分散。根据泡泡玛特招股书披露数据，韩国/日本/新加坡市场市占率 TOP1 的企业均为综合性玩具厂商，分别为韩国本土玩具厂商 SonoKong、日本万代以及丹麦乐高，市占率分别达到 9.8%/25.5%/20.4%；各国产业集中度较低，韩国/日本/新加坡 TOP3 品牌方市占率合计均不超过 50%，2019 年参与者数量分别达到 3500/2500/3800 名。

我们认为，综合性玩具巨头产业链建设完善，工业化程度高，整体处于海外领先地位，但潮玩子品类并非企业布局重心（更多专注于儿童玩具市场）。而潮玩本质为内容产业，IP 的差异化、独特性，以及生产端非标准化模式铸就分散格局。一方面，单个潮玩品牌商（如 Medicom Toy、Toy2R 等）仅运营 1-2 款爆款 IP，尚未形成平台化规模效应；另一方面，部分潮玩品牌（如 Funko、Alter、Hot Toys 等）以获取大量授权 IP 进行品类研发为商业模式，聚焦产品工艺的精细化和创新性（如 Funko 独创大头可动玩偶，Hottoys 聚焦兵人品类，Alter 专注于生产高还原度手办），未形成自身 IP 核心竞争力，对 IP 授权方依赖性较强。对于新进入市场者而言，掌握差异化、受欢迎的 IP 与产品设计或将成为关键突破口；强平台化能力、高工业化程度亦将助力放大品牌影响力。

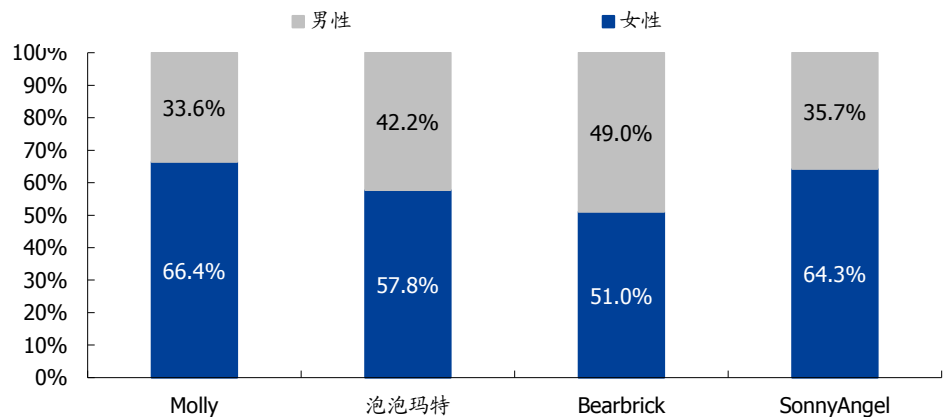
图表 19: 2019 年日本、韩国、新加坡潮流玩具市场竞争格局



资料来源: 泡泡玛特招股书, 国盛证券研究所

未来或差异化拓展海外女性潮玩蓝海市场。海外市场头部 IP Bearbrick/Qee/Kaws 等设计外观均强调简洁性&艺术性, 乐高、万代高达等玩具则注重创造性&可玩性, 更受男性用户欢迎; 而女性或更偏好可爱风、强设计感的玩偶, 以 **Sonny Angel** 为代表 IP, 在潮玩领域的整体关注度相对于前述产品较低。我们认为, 海外女性向潮玩市场仍为蓝海市场, 未来需求空间广阔, 当前尚未有平台化的公司发力布局。国内当前潮玩盲盒核心受众为年轻女性 (15-30 岁年龄女性用户占比达到 75%), 平台化公司泡泡玛特已在 IP 维度初具规模, 有望开拓蓝海市场。

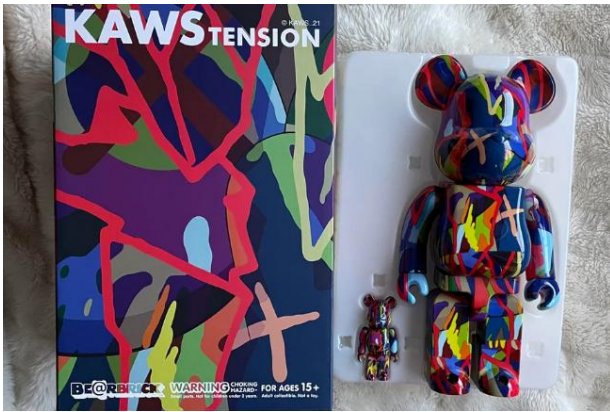
图表 20: 部分潮玩 IP/品牌百度指数性别构成



资料来源: 百度指数, 国盛证券研究所

此外, 潮玩 IP 之间联名合作为常见的营销方式, IP 间合作或大于竞争。潮玩 IP 本身可以作为载体, 通过设计将 IP 以“平台”化的方式与多种流行文化相融合。KAWS 与 Medicom Toy 此前联手打造潮玩品牌 Original Fake, 两大头部 IP 联名的历代产品均为圈内顶级收藏品; 泡泡玛特旗下 Molly 亦与镰田光司打造蒸汽朋克 Molly 系列、与日本大久保博人打造 Instinctoy*Molly 系列, 与波普艺术家 Keith Haring 打造 Space Molly 系列, 在海内潮流圈层内引起了广泛关注。

图表 21: bearbrick X KAWS Tension 联名产品



资料来源: Medicomtoy, 国盛证券研究所

图表 22: Molly 与波普艺术家打造的 SpaceMolly 系列



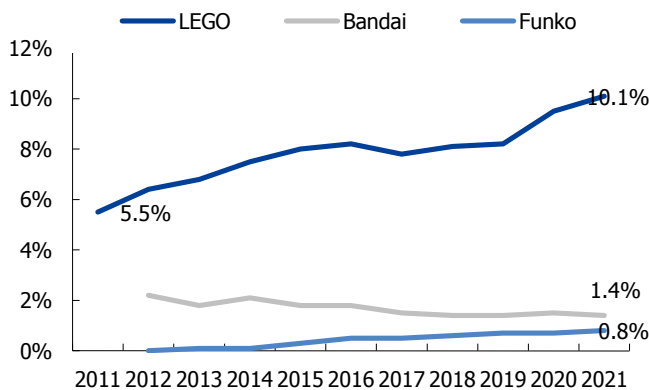
资料来源: 泡泡玛特, 国盛证券研究所

综上, 人均消费能力是潮玩的经济基础, 而文化调性&创新能力决定了不同地区差异化路径与发展空间, 预计 2024 年全球潮玩市场规模 418 亿美元, 日韩、欧美地区为重点市场。当下行业整体格局分散, 对于新进入市场者而言, 掌握差异化、受欢迎的 IP 与产品设计或将成为关键突破口; 强平台化能力、高工业化程度亦将助力放大品牌影响力。此外, 对于 IP 出海存在的文化壁垒问题, 国内龙头公司泡泡玛特聚焦相对普适的形象 IP、具备多元化的 IP 及产品矩阵, 扩张路径或更具确定性; 与之同时, 对不同地区的消费者洞察尤为重要, 差异化、因地制宜运营的重要性凸显, 也是泡泡玛特需要基于自身经验优势, 未来需要重点探索的方向。

2 成功玩具品牌国际化路径探索

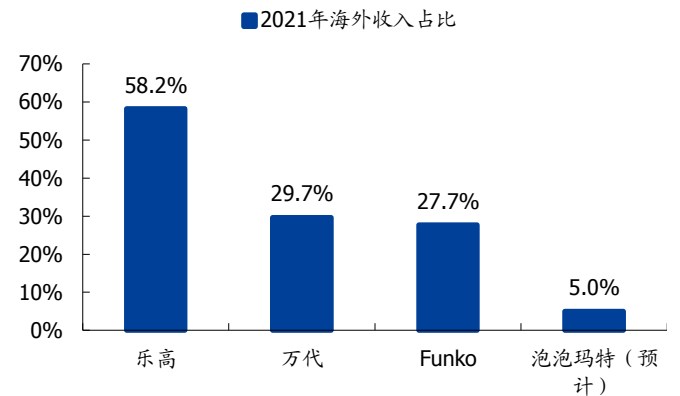
我们选取乐高、万代、Funko 三家公司, 深度分析其国际化路径与具体方法论。三家公司旗下产品均具备收藏玩具属性, 且同涉及零售玩具开店业态, 或对国内潮玩盲盒出海具有一定参考意义。2021 年乐高、万代、Funko 海外地区收入占比分别达到 58.2%/29.7%/27.7%, 高于泡泡玛特当前水平 (我们预计 2021 年约为 5%)。全球范围来看, 乐高/万代/Funko 2021 年全球玩具市场市占率分别达到 10.1%/1.4%/0.8%, 其中乐高、Funko 市占率呈现持续增长态势, 万代作为综合性玩具巨头市占率略有下滑。

图表 23: 乐高、万代、Funko 在全球传统玩具市场的市占率情况



资料来源: Bloomberg, Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 24: 乐高/万代/Funko/泡泡玛特 2021 财年海外收入占比情况对比

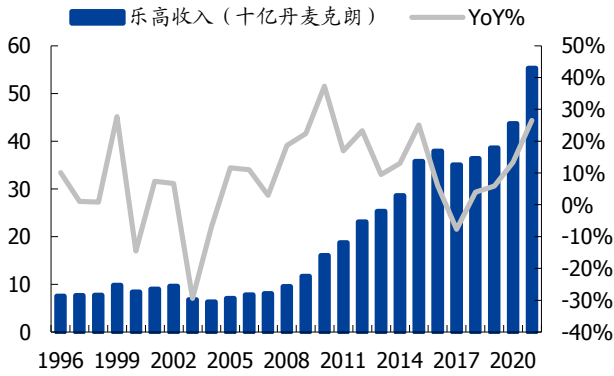


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (乐高本土市场选取为财报中披露的“欧洲&中东&非洲市场”)

2.1 乐高：全球化供应链体系，积木龙头国际版图持续扩张

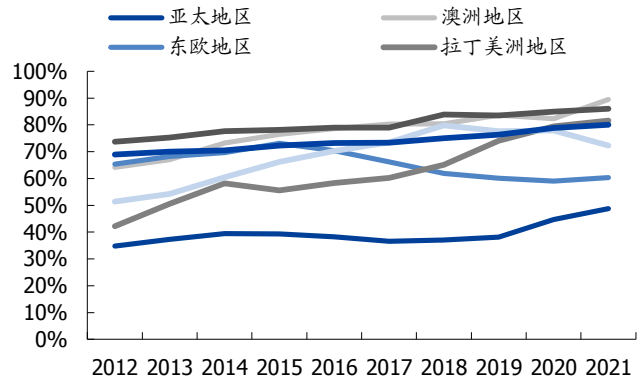
积木巨头在全球搭建起“乐高版图”。乐高为成立于1932年的丹麦公司，依托于高效供应链和经销商体系布局从北向南扩张，依次进军欧洲（1953年）、美洲（1961年）市场，当前阶段新兴市场亚太、中东非洲地区为发展重心。从市占率变化来看，2012-2021年，乐高在不同区域积木市场市占率均有显著提升，其中亚太/澳洲/拉丁美洲/中东非洲地区份额提升显著，分别增加14.0/25.3/39.4/20.9个百分点。

图表 25: 乐高运营至今收入（十亿丹麦克朗）持续增长



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

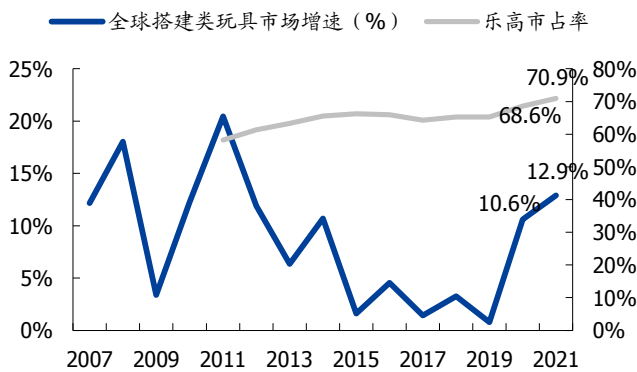
图表 26: 乐高在全球不同地区积木市场市占率变化情况



资料来源：Bloomberg, Euromonitor, 国盛证券研究所

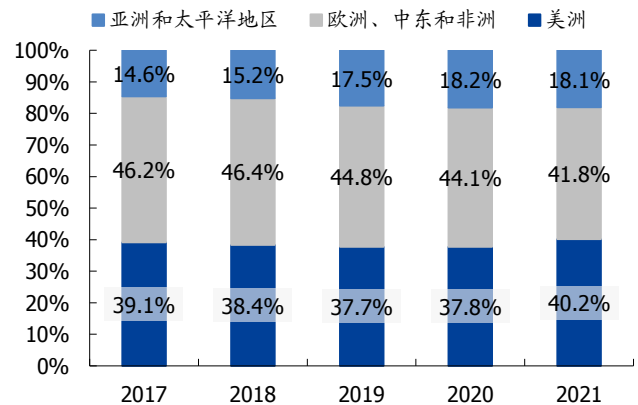
2021年乐高全球积木市场占有率高达70.9%，占据积木市场的半壁江山且市占率仍在持续提升，在全球积木市场行业增速放缓的情况下仍能实现逆势增长。根据公司公告，欧洲、美洲、中东&非洲市场贡献核心收入来源，2021年营收占比合计达到82.0%，亚洲市场收入占比整体呈上升趋势，2021年达到18.1%。乐高总格局下的庞大国际化网络得以稳步前进，其全球化供应链体系以及产品端差异化战略功不可没。

图表 27: 乐高在全球积木市场的市占率变化情况



资料来源：Bloomberg, Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 28: 乐高分地区收入拆分



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

● 全球化供应链体系：生产工厂“中心化”保质，渠道端“去中心化”保量

乐高全球生产体系立足五大工厂为生产中枢，前端连接全球 78 个长期供应商，生产路径清晰集中。全球地理位置上看，丹麦、捷克和匈牙利工厂构成大西洋“三足鼎立”态势，嘉兴、墨西哥工厂覆盖美洲和亚太地区需求，越南、美国工厂尚在建设过程中。丹麦工厂集乐高发源地、产品创新中心和核心生产工厂多个角色为一体，与捷克分销中心联动运行，覆盖全欧洲乐高供应。而匈牙利工厂于 2006 年建成，历经两次扩张，服务于欧洲、中东和非洲经济危机复苏后不断增长的市场需求。墨西哥工厂的发展与匈牙利相似，既是出于生产环节中心化的战略需求，也是需求端引发地区增长要求。嘉兴工厂和 2024 年即将建成的越南工厂则是乐高对于新市场的布局，也是为以亚洲为中心的第三增长极搭建框架。

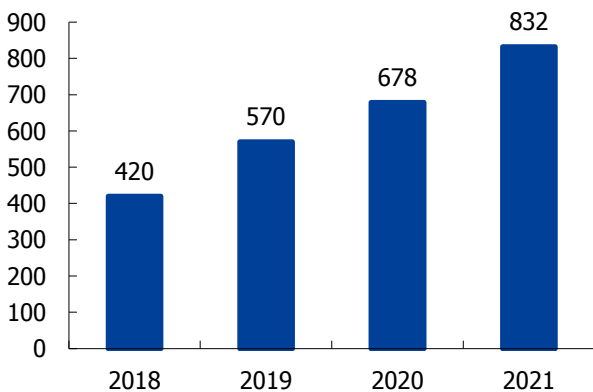
图表 29: 乐高生产工厂分布及其具体情况

生产工厂	环节分配	供应地区	规模（员工数量）	建成时间
丹麦	模塑	欧洲、中东和非洲	700	1953 年
捷克共和国	加工和包装	欧洲、中东和非洲	4500	1990 年
匈牙利	模塑、加工和包装	欧洲、中东和非洲	3100	2006 年
墨西哥	模塑、加工和包装	美洲	3500	2009 年
嘉兴	模塑、加工和包装	中国和亚太	1200	2016 年
越南	模塑和包装	亚太	4000+	预计 2024 年
美国		美洲	1700+	预计 2025H2

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

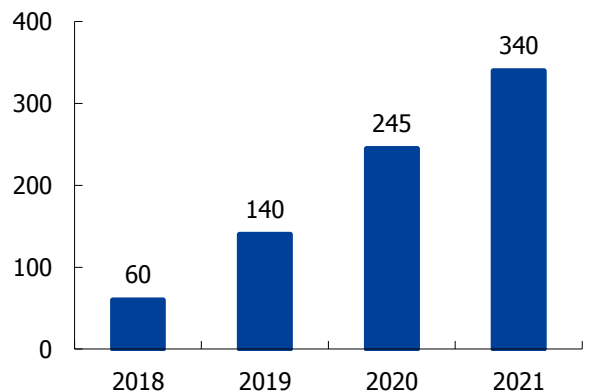
渠道端布局因地制宜，打造线上+线下全渠道体系。（1）线上渠道：以官网直售+电商平台零售为框架，2021 年官网平台超过 2.5 亿次浏览。其他合作电商平台在美国、欧洲主要以亚马逊，而中国以淘宝为主。也包括线下分销商的线上官网，包括沃尔玛、塔吉特等。（2）线下渠道：主要通过分销商超+零售店形态呈现。乐高进入美国市场路径主要是前期授权潜入市场，1972 年前由新秀丽（Samsonite）承包加工和销售，市场了解程度加深后，提高直营店比重。根据公司官网，乐高在美国直营零售店共计 96 家。针对小型专卖店和独立经营的零售商，乐高授权 B2B 平台 ToyHouse 提供全美独家供应；其他渠道包括百货商店 Kohl's、折扣零售商 Dollar、艺术品零售商 Michaels 等。中国市场为乐高当前阶段的拓展重心，自 2018 年开始发力，2021 年底乐高中国地区零售店数量增至 340 家，以授权专卖店为主。

图表 30: 乐高全球零售店数量（家）变化



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

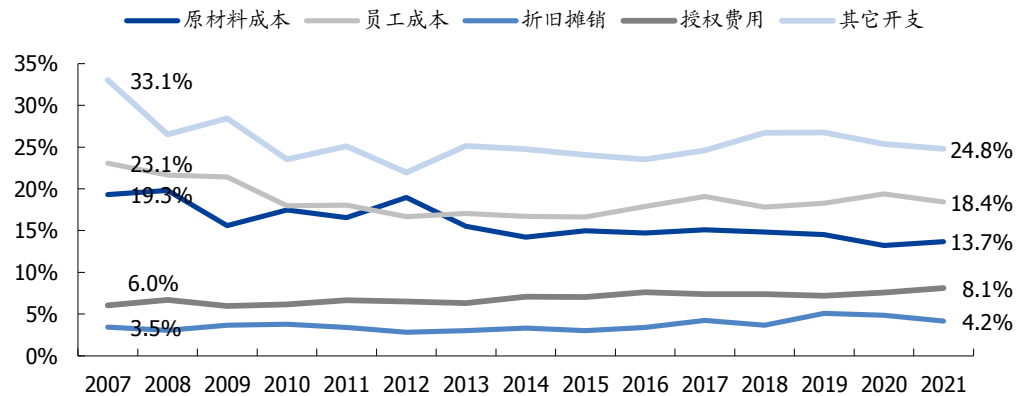
图表 31: 乐高中国零售店数量（家）变化



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

高效率供应链布局下彰显规模效应，费用占营收比持续下行。乐高原材料成本占营收比重从2007年的19.3%降低至2021年的13.7%，供应链改革精简分散的原材料供应商，增加集中度的同时提高弹性要求，至2022年2月乐高全球原材料供应商总计78家。此外，员工成本/其他开支占营收的比重亦有显著下行，07-21年分别下降4.7/8.3pct，折旧摊销占营收比重基本持平；由于乐高授权IP产品数量的增加，乐高授权费用占比呈现小幅上涨趋势，2021年达到8.1%，相比2007年水平增加2.1pct。

图表 32: 公司不同类型开支占营收的比重变化情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

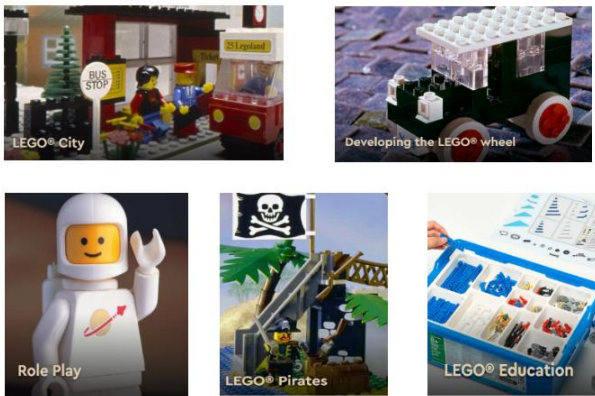
● 产品端：全球化前期立足产品，后期融合差异化 IP 场景

产品设计刺激新市场需求。自1955年乐高研发第一款产品系列——城市系列（LEGO® City）开始，乐高围绕提供多元素的材料和模型搭建，进行了包括机械系列、海盗系列以及乐高小人等系列在内的依托产品本身功能和外观的创新。同时，通过“橱窗策略”进行视觉营销，创新“乐高+教育”模式进行跨界融合，乐高以产品本身为主要基点，单向刺激需求端，提高在北美新市场的占有率。

本地大 IP 发展迅猛。IP 融合产品设计有效地将原 IP 已有的需求存量转化为乐高需求增量，双向联动产生“乘数效应”。2001-2002 年两年间，星球大战和哈利波特两大 IP 的热销带动了乐高该系列一炮而红，成为乐高系列中的常青树。此外，乐高场景化设计更是增加了产品娱乐弹性，2007 年乐高与芝加哥建筑师亚当·里德·塔克(Adam Reed Tucker)合作，通过复刻世界各地标志建筑，研发出乐高建筑系列(LEGO® Architecture)。差异化产品的同时也促进乐高本土化，促进乐高文化和当地文化的融合。

加速 IP 差异化，拓展新兴市场本土化空间。享受外界 IP 带来红利的时候，乐高加深本土化程度，走上依托当地文化土壤实现“娱乐影视创 IP”的道路。2014 年乐高自创的《乐高大电影》上映，乐高产品销售首次超过美泰，成为全球最大玩具厂商。2022 年乐高在中国市场推出悟空小侠系列动漫，借力打力，借助影视作品向中国观众进行“乐高文化输出”，实现了 IP 创造和产品更新的良性双向互动。

图表 33: 乐高 20 世纪 90 年代部分系列产品



资料来源: 乐高官网, 国盛证券研究所

图表 34: 乐高建筑系列 (LEGO®Architecture)

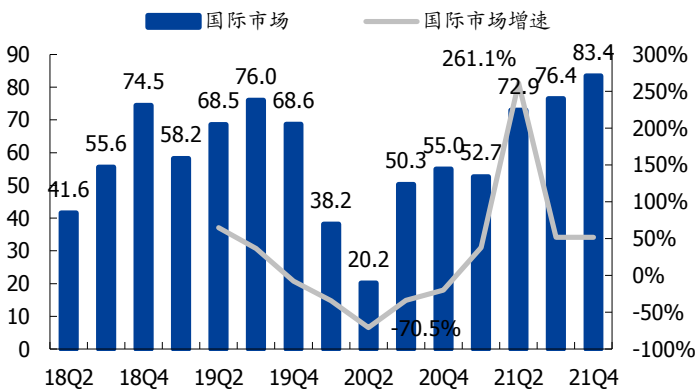


资料来源: 乐高官网, 国盛证券研究所

2.2 Funko: 国际化 IP 构建立体产品矩阵, DTC 赋能海外市场扩张

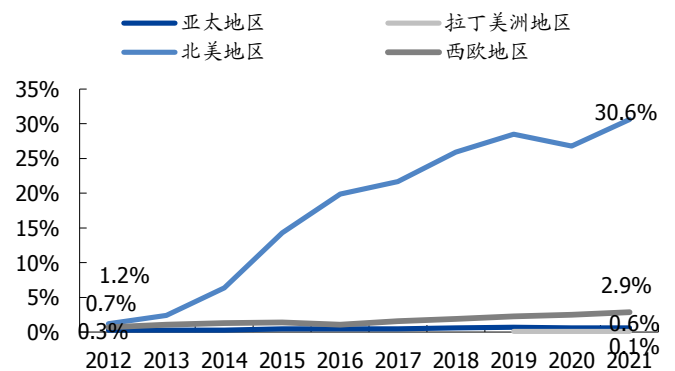
弹性布局国际化, Funko 发展全球流行文化巨擘之路。2017 年上市的 Funko, 作为潮玩市场的一颗新星, 借助 IP 集聚汇能和灵活的供应链布局, 迅速在北美市场站稳脚跟, 同时加速其国际化步伐。自 2012-2021 年, Funko 北美地区可动人偶市占率持续高增, 2021 年达到 30.6%; 国际市场拓展逐渐加速, 其中西欧/拉丁美洲/亚太地区在 2021 年市占率增至 2.9%/0.6%/0.1%。2020 年由于疫情冲击, Funko 部分调整国际业务, 2020Q1-Q3 海外收入分别同比下降 34.4%/70.5%/33.8%; 但同时, 高运营弹性也使得 Funko 蓄能复苏, 实现冲击后的高速增长 (2021Q2 同比增长 261%), 海外市场收入贡献整体稳步上涨, 2021 全年海外市场收入达到 2.86 亿美元, 占总收入的 27.7%, 其中欧洲地区收入占比达到 20.9%。

图表 35: Funko 海外收入 (百万美元) 及其同比增速变化情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: Funko 在不同地区可动人偶的市占率变化情况



资料来源: Bloomberg, Euromonitor, 国盛证券研究所

● 产品端：高认可度的国际化 IP 矩阵，分区域差异化产品布局

Funko 产品矩阵纵向搭建品牌类型——POP!、Loungefly 以及其他品牌，横向构建产品类型——人偶以及其他衍生品（服饰、文创等），通过大量国际化 IP 填充矩阵内容，拓宽领域延伸产品产业链。Funko 产品授权涵盖影视、音乐、体育、游戏、动漫多领域的头部 IP，其中漫威、哈利波特以及曼达洛人系列常居 2021 各季度 TOP3。2021Q4 哈利波特系列销售独占季度收入 3%。根据公开业绩会交流，Loungefly 在欧洲市场表现亮眼，2019 年 Loungefly 因欧洲市场的业务的贡献（增速 32%），同比增速超过 60%。

图表 37: FunkoIP 矩阵

Movies	TV	Music	Sports	Anime	Games
Disney	GAME OF THRONES	THE BEATLES	WWE	DRAGON BALL Z	FORTNITE
Harry Potter	STRANGER THINGS	QUEEN	NFL	POKEMON	OVERWATCH
WB	MANDALORIAN	KISS	NBA	MY HERO ACADEMIA	Five Nights at Freddy's
MARVEL	Rick and Morty	BIG	MLB	降世神通 AVATAR THE LAST AIRBENDER	Call of Duty: Warzone
STAR WARS	the office	Prince	NHL	火影忍者 NARUTO	CUPHEAD
UNIVERSAL	THE SIMPSONS	Post Malone	NASCAR	JOJO'S BIZARRE ADVENTURE	EA GAMES
DC	Seinfeld	*NSYNC	Premier League	FAIRY TAIL	CRASH BANDICOOT
			UFC		

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

Funko 通过捕捉区域性流行偏好，差异化 IP 授权。Funko 抓住各地区潮流影视 IP，日韩市场表现突出的包括《鱿鱼游戏》（2021）、《我的英雄学院》（2016）等。北美市场中美国 IP 产出丰富，涵盖影视、体育、音乐等多领域流行热点。对比体育领域，美国热门赛事包括 NBA、NFL、NHL 等，而欧洲热门赛事围绕足球为核心，赫赫有名的利物浦足球俱乐部因此成为 Funko 欧洲系列限定款。

图表 38: Funko 人偶系列分地区 IP 差异

美国	日韩	中国
<p>《曼达洛人》《青春变形记》《侏罗纪世界》</p>	<p>《七龙珠第二部Z》 《Bruto: 火影新世代》</p>	<p>中国酷乐潮玩独家款：DC皇家英雄系列</p>
<p>《辛普森一家》 漫威新剧《what if?》</p>	<p>《鱿鱼游戏》《我的英雄学院》《忍者神龟》</p>	<p>欧洲</p>
<p>NBA NFL NHL</p>	<p>《小王子》 《哈利波特》 利物浦足球俱乐部</p>	

资料来源：Funko 官网，国盛证券研究所

● **供应链体系：以外包生产分销为核心，疫情冲击下发力布局 DTC 跨境电商**

生产委托亚洲第三方制造商，分销送至自有仓库和第三方物流公司。Funko 将生产主要外包给中国、越南和墨西哥的第三方制造商，部分产品也在美国和哥伦比亚进行生产和组装，生产成品运输至美国、英国和荷兰的自有仓库，以及其他地区第三方物流集聚点，再输送到当地零售店和分销商。分散化且以外包为核心的供应方式，利于缩小进入新兴市场的周期，散点式布局增加市场信息传导有效性，减少固定成本支出，充分利用外包企业现有资源增加供应链运转效率。

渠道销售层面，与各国本地经销商合作，由经销商为本地零售商提供授权零售业务。Funko 合作经销商业务范围囊括北美、拉丁美洲和亚太地区，中国 funk 经销商为北京影舟子文化传媒有限公司，而日本由万代接管 funk 产品发行。

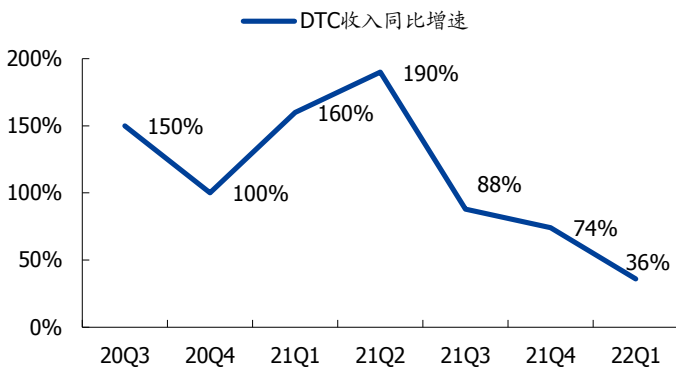
图表 39: Funko 不同地区经销商情况

地区	经销商	地区	经销商
玻利维亚	IMPOR EXPOR ADHEK INTERNACIONAL LTDA	加拿大	Grosnor Distribution 等
拉丁美洲	Alliance Entertainment ; BBCW Distributors Inc	中国香港	香港振光玩具
中美洲&哥伦比亚	BOING GLOBAL	中国台湾	台湾振光玩具
墨西哥	Comercializadora Dure, SA De CV 等	菲律宾	Ban Kee Trading, Inc.
巴拉圭	Gametec S.A. [GTG]	日本	万代
智利	IMPORTADORA Y DISTRIBUIDORA MACROTEL SA ; WIT Entertainment Chile SPA [WIT]	中国	北京影舟子文化传媒有限公司
巴西	Oderco Distribuidora de Electronicos LTDA 等	韩国	BomNamu Co., Ltd.
厄瓜多尔	OMEGA REX SERVICES CORP	马来西亚	Sheldonet Distribution Sdn Bhd
乌拉圭	TOLKIR SA	新加坡/印尼	Simply Toys Wholesale Pte Ltd
阿根廷	Wabro S.A.	泰国	Wisely Tradings Co., LTD.
秘鲁	X-Games Inc	印度	Wizplex

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

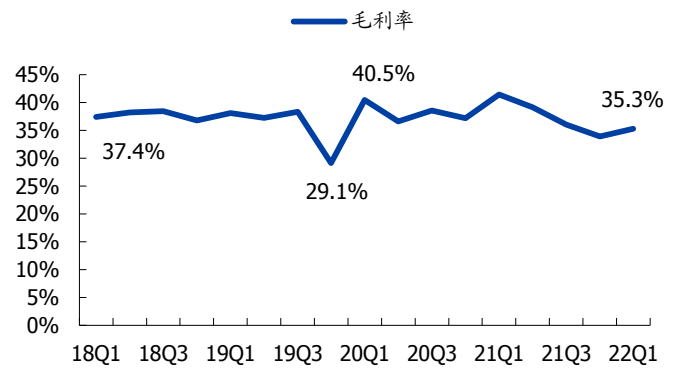
疫情冲击推动 Funko 渠道端优化，国际化布局下 DTC 模式驱动复苏。疫情前 Funko 收入渠道端集中来源于线下分销渠道，国际市场需求的扩大对 Funko 渠道端提出新要求。同时，2019Q4 美国、澳大利亚和加拿大等成熟市场表现不佳，零售业整体疲软，当季收入同比下降 8.4%，毛利率下降至 29.1%，Funko 当季推出官方 APP 应对变化，同时开展粉丝社群计划，为其全面铺设线上 DTC 渠道打下基础。2020Q1 起受到疫情影响，多个分销渠道停业导致 Funko 收入端承压，公司进行成本削减计划以抵抗外部压力，并重启其线上官网销售，释放疫情积压的消费热情，其 DTC 销售收入同比增长三倍以上。同年第二季度，Funko 推出 Loungefly 线上官网 Stitch Shoppe。同年第四季度，Funko 推出欧洲地区官网，Funko DTC 销售收入同比增长一倍。此外，DTC 端开发也为线上数字活动提供渠道，利于形成新的收入增长点。2021Q3 期间，Funko 开发三个线上全新活动——爱丽丝梦游仙境黑光事件、Funkon 以及蝙蝠侠日，单日 DTC 销售收入创下记录。

图表 40: Funko DTC 渠道端收入同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: Funko 分季度毛利率变化情况



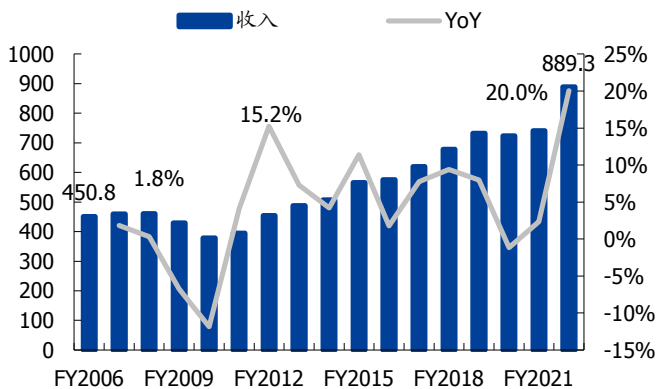
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

当前分区域渠道布局: **1) 欧洲市场线下分销+跨境电商:** Funko 在欧洲市场以英国为中心设立子公司运营, 服务地区由西欧逐渐延伸到东欧。其中包括国际性大众市场零售商 Tesco、Target 等百货商场, 以及专业零售商 Gamestop、Hot topic 等; 线上通过电子商务网站, 包括欧洲地区官网、亚马逊、Fnac 等。 **2) 以当地玩具品牌为跳板, 打入亚太市场。** Funko 通过与中国当地潮玩品牌 (泡泡玛特、玩具反斗城、哈姆雷特、酷乐潮玩等) 构建合作, 授权新系列发行。2021 年酷乐潮玩发售 funk 中国独家系列——DC 皇家英雄系列, 融合中国文化元素, 拓宽本土化渠道。

2.3 万代: 聚焦 IP 影响力提升, 高达或成为玩具出海发力重心

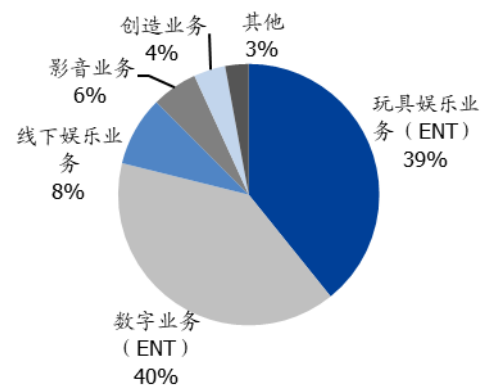
厚积薄发构建娱乐业务经营版图, 玩具与数字内容双轮驱动。 万代自 1950 年创建, 早期专注于玩具研发销售业务, 后续通过 IP、技术、渠道等多维度迭代赋能, 逐步拓宽业务领域至游戏、影音、周边、线下娱乐等全产品体系, 当前已成就日本本土娱乐巨头。在稳步国内市场份额的同时, 万代亦根据市场环境的变化布局海外市场, 在全球各地区均设立子公司, 本土化因地制宜拓展业务。2022 财年万代收入达 8893 亿日元 (约 437 亿人民币), 同比增长 20%, 其中娱乐板块为核心业务板块, 包括数字业务和玩具娱乐业务, 收入占比分别达到 39.2%/39.7%。盈利能力来看, 2022 财年公司实现净利润 1336 亿日元, 同比增长 15%, 数字业务、玩具娱乐业务经营利润率较高, 分别达到 18.4%/14.4%。

图表 42: 万代 FY2006-2022 收入变动 (十亿 JPY)



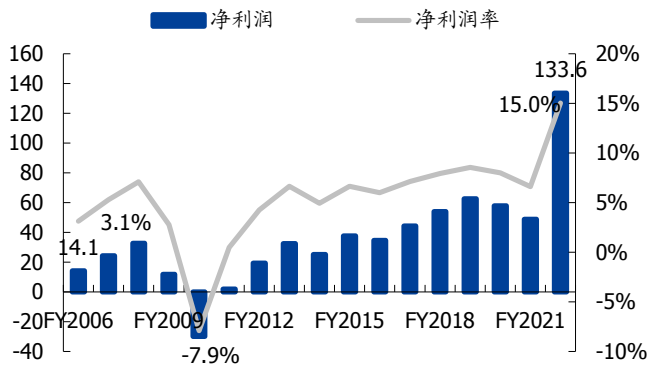
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 万代分业务板块收入构成



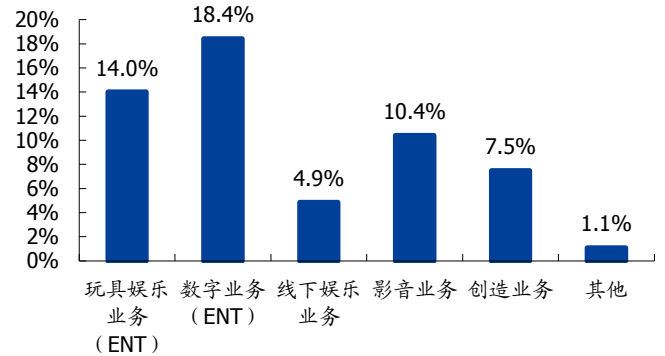
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 万代 FY2006-2022 净利润变动 (十亿 JPY)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

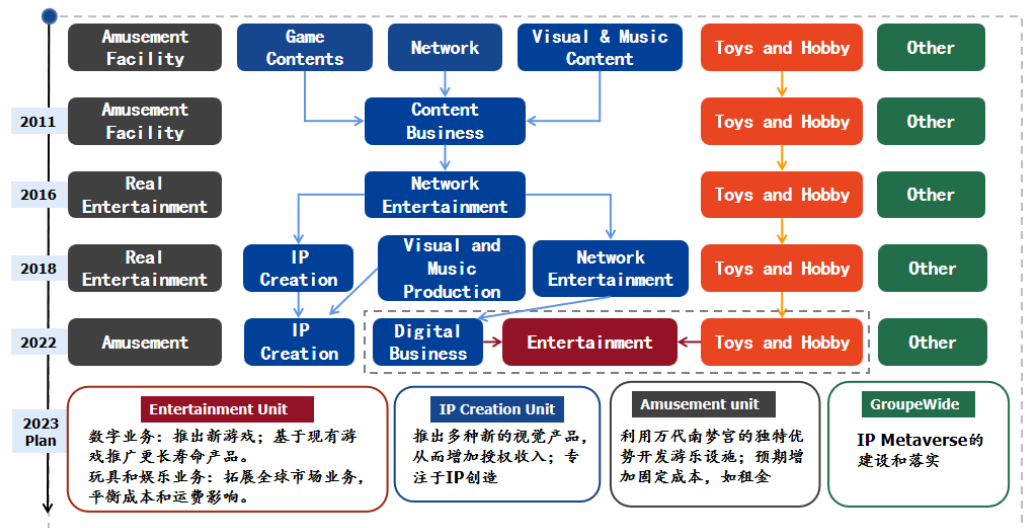
图表 45: FY2022 万代分业务板块经营利润率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

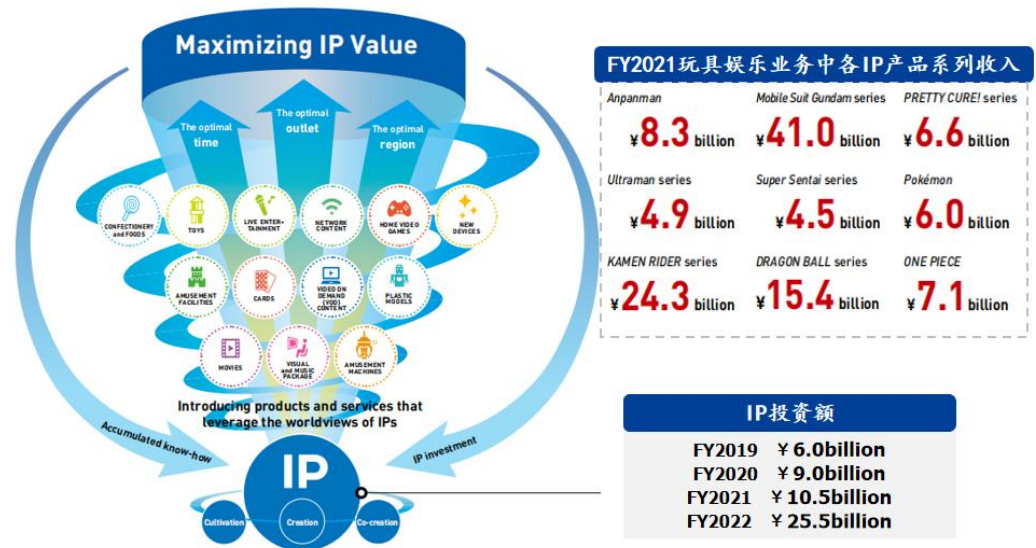
四次组织架构变革转变战略方向, 以 IP 为核心探索全球市场。自 21 世纪开始, 万代历经三次业务板块改革, 且面临第四次业务架构重组。2005 年万代与 NAMCO 合并, 对集团业务架构进行重组, 形成玩具娱乐、娱乐设施、游戏制作、网络、影音制作五大主要业务板块, 该阶段海外市场聚焦美洲、欧洲市场。由于全球经济下行以及整合弱于预期, 公司面临转型瓶颈期, 业绩持续下滑, 2011 年进行业务组织改革, 将游戏、网络内容、影音板块合并。2016 年万代进行了第三次业务板块重组, 整合为三个业务板块, 并于 2018 年扩充为五个(增加了 IP 创造和线下娱乐), 以 IP 为核心的商业模式也逐渐显现。2022 年万代开展第四次组织架构调整, 形成娱乐 (包含玩具和数字内容)、IP 创造、游乐三个事业部, 并计划投入 400 亿日元加速 IP 轴战略模式的形成, 其中 250 亿日元用于 IP 价值最大化, 150 亿日元投资于构建 IP 元宇宙。

图表 46: 万代组织架构变化情况



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

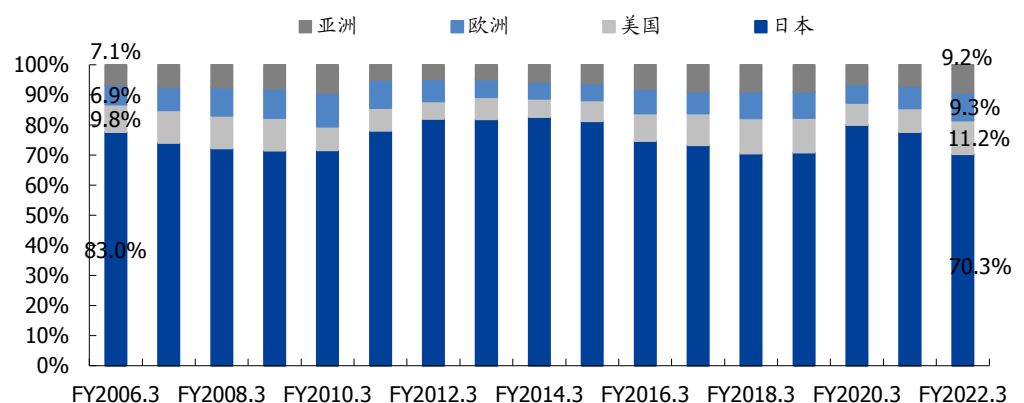
图表 47: 万代 IP 轴运转模式以及 FY2021 玩具娱乐业务中各 IP 系列收入情况



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

海外业务: 多地建立子公司, 本地化管理区域性业务, 当前北美、中国市场为玩具业务发力重心。万代稳定日本市场娱乐格局后, 转向全球市场, 且辐射方向由欧美市场逐渐转向亚洲市场。2006 年先后成立美洲、欧洲区域性控股公司, 2016 年重组亚洲地区子公司框架, 整合成立亚洲控股有限公司, 总揽区域业务, 随着本土化深化, 不断更新各地组织架构。根据 2022 年最新中期计划, 海外市场**中北美、中国将被定位为**主要市场****, 并且通过电商渠道和数字化建设, 积累消费群体。中国地区收入体现出较高的增长性, 2019-2021 财年分别实现收入 180/248/282 亿日元, 亚洲市场的收入占比持续提升, 2022 财年达到 9.2%。

图表 48: 万代分区域收入占比情况变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

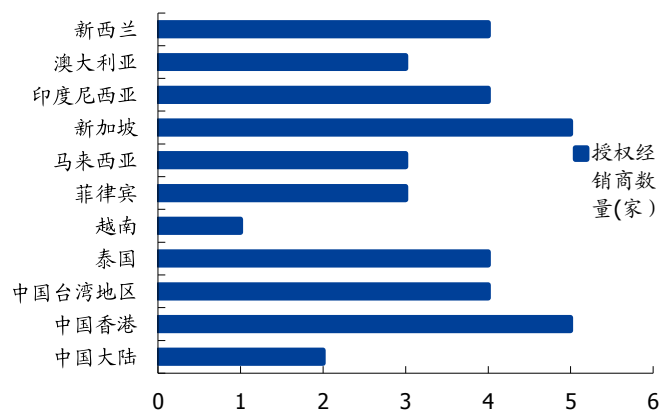
玩具业务分产业链环节情况: 1) **生产端:** 自建工厂与委托第三方工厂相结合。万代自有工厂主要位于日本国内, 国内玩具业务 10 家子公司中 7 家分工中负责生产环节, 而海外市场以分地区子公司为据点, 生产分工分散。欧美市场子公司大多负责销售端, 而亚太市场中, 菲律宾、泰国以及中国深圳和香港地区负责自产或外包。2) **渠道端:** 海外以授权经销渠道为主, 亦包括线下 GUMDAM BASE 高达基地旗舰店和线上跨境电商平台。截止 2020 年 5 月, 北美大型分销商门店中大约有 3000 家销售万代塑料模型。3) **产品端:** 万代产品端发展重心是增强自身 IP 创造和商业化转化。FY2021 万代玩具娱乐业务中 9 个 IP 年收入均超过 45 亿日元, 机动高达、假面骑士和龙珠位居前三。

图表 49: 万代分地区子公司产业链分工情况

地区	子公司	分工
美国	Bandai Namco Toys & Collectibles America Inc	通过本地粉丝活动、电商业务等渠道,对成熟的粉丝群体进行产品的销售和推广
墨西哥	BANDAI CORPORACION MEXICO, S.A. de C.V.	销售玩具相关产品
法国	BANDAI S.A.S.	销售玩具相关产品
西班牙	BANDAI ESPAÑA S.A.	销售玩具相关产品
英国	BANDAI UK LTD.	销售玩具相关产品
亚洲(包括日本)	Bandai Namco Asia Co., Ltd.	亚洲地区(日本除外)玩具采购、销售、进出口等
中国(上海)	Bandai Namco Entertainment (Shanghai) Co., Ltd.	网络内容的策划、运营、生产;策划、销售玩具相关产品;为中国制造和销售玩具等
中国(深圳)	BANDAI (SHENZHEN) CO., LTD.	为合作工厂提供生产指导和发展支持,提供质量控制等相关服务,提供质量检测、工厂审核等服务
韩国	Bandai Namco Korea Co., Ltd.	韩国玩具相关产品的策划与销售
菲律宾	Bandai Namco Philippines Inc.	玩具制造(主要是胶囊玩具、数字玩具和低价玩具)
泰国	Bandai Namco (Thailand) Co., Ltd.	生产超森泰系列机器人玩具以及模具

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

图表 50: 万代亚太地区(日本以外)授权经销商分布情况



资料来源:公司公告,国盛证券研究所

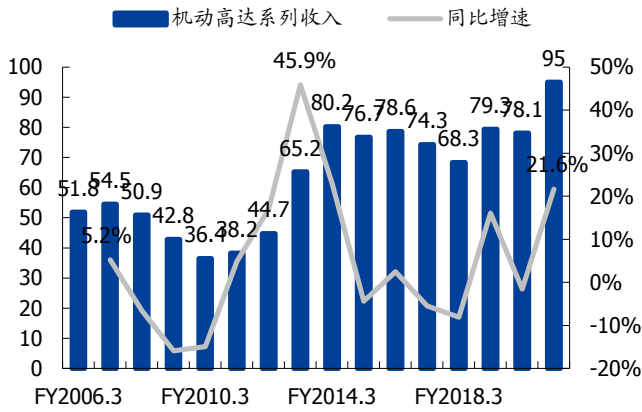
图表 51: 万代欧美市场分销商情况



资料来源:公司公告,国盛证券研究所

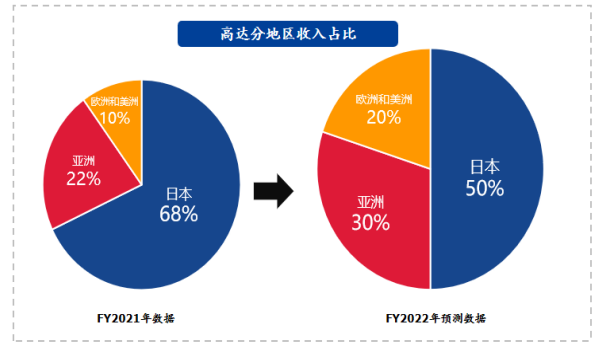
机动高达系列持续表现亮眼,或成为玩具出海发力重心。万代机动高达系列收入自经济危机后呈现极强的增长性。2013 财年收入同比骤增 45.9%,收入增长至 652 亿日元。作为收藏玩具系列,机动高达聚焦高端消费人群,近几年呈现出更强的增长活力,2021 财年收入达到 950 亿日元,占据总收入 10.7%,其中 43.2%来自于玩具业务。根据公司公告,2021 财年高达系列日本/欧美/亚洲收入贡献分别为 68%/10%/22%,预计未来亚洲、欧美市场占比将有所提升,分别达到 30%/20%。

图表 52: 机动高达系列收入及其同比增速 (十亿 JPY)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 53: 高达 FY2021 分地区收入占比情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

具体来看, 为满足北美市场需求, 万代爱好中心(BHC)新大楼于 2020 年 12 月在生产高达塑料模型的 BHC 现场投入使用, 更好服务于当地销售网络。北美地区渠道端也呈现新气象, 2021 年 11 月 26 日, 万代加利福尼亚州动漫展中搭建高达基地圣地亚哥快闪店, 高达系列 COMIC-CON 特别版首次登陆美国。中国市场亦持续加大投入, 渠道端差异化布局增强本土影响力。万代在上海开设两家高达主题基地 (正大广场+Lalaport), 其中 Lalaport 为日本三井不动产旗下运营的商场品牌, 万代在其中建设自由 18 米立项、开设高达自营零售店与室内游乐园 VS Park, 开业初期更是推出多款限定高达产品, 吸引众多粉丝打卡购物, 进一步加强高达文化和产品的集中输出。万代高达在中国主要设立四个业务子公司进行现代化组织管理, 更利于与当地生产销售企业进行对接合作。

图表 54: 乐高在中国地区的具体布局情况



资料来源: 公司公告, 玩具反斗城官网, 国盛证券研究所

2.4 总结：龙头国际化布局的共性与特性

通过复盘上述海外玩具品牌的国际化路径，我们认为玩具品牌国际化为必经之路，关键要素为 IP、供应链、渠道，各公司根据战略不同布局有所差异。

- 乐高作为积木拼搭品牌，其核心竞争力为强品牌效应和工业化能力（重生产与产品设计），产品不依赖于 IP 且不具备强文化壁垒，扩张路径更顺、空间也更大，由此也带来了更高的海外收入占比（58.2%）。公司在扩张过程中更加注重产品品质与供应链效率，坚持海外各地区自有工厂与渠道体系铺设。在当下发力的中国市场，公司已开设 340 家零售店（多数为授权专卖店）并在嘉兴设立工厂，并实现了市占率的快速提升。
- IP 型玩具企业，包括 Funko 与万代，玩具生产依赖于自有/授权 IP（且多数为内容 IP）。对于该类企业而言，国际化路径更需考虑文化、区域等因素，差异化运营的重要性凸显。Funko 率先拓展欧洲市场并引入当地特色足球类 IP、万代将中国&美国市场列为发力重心并重点开发高达系列产品，都是玩具品牌方根据市场环境差异化运营的重要措施。从供应链情况来看，万代与 Funko 主要以合作第三方工厂、产品授权模式布局全球市场；Funko 近期加速 DTC 渠道布局以适应快速变化的潮流文化产业。对比 Funko 来看，万代掌握更多自有 IP 且重点打造 IP 创造事业部，相对于 Funko 而言竞争壁垒或更强。

图表 55：不同玩具厂商具体情况对比

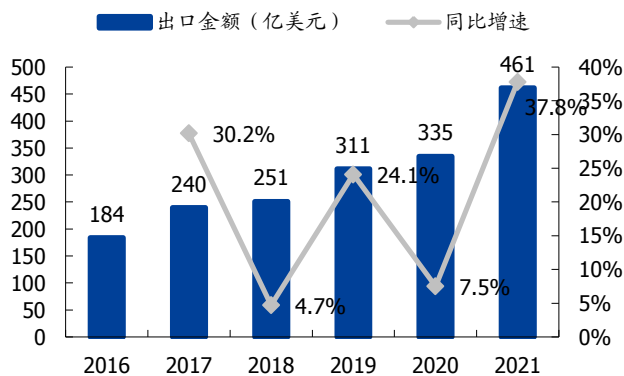
	乐高	万代	Funko	泡泡玛特
核心财务数据（2021）				
收入 (亿美元)	88.0 亿美元 (DKK/USD=0.1591)	80.9 亿美元 (JPY/USD=0.0091)	10.3 亿美元	6.71 亿美元 (CNY/USD=0.1495)
收入拆分 (按地区)	18.1%亚太+41.8%欧洲 中东非洲+40.2%美洲	29.7%来自日本外地区，其中美国 11.2%+ 欧洲 9.3%+亚洲 9.2%	38.4%的收入来自于美国 以外地区，主要为欧 洲市场（20.9%）	预计 5%收入来自于中 国大陆以外地区，主要 为东南亚市场
收入拆分 (按产品)	均为积木产品	玩具 39.2%+数字内容 39.7%+线下娱乐 8.6%+IP 创造 3.9%	POP! 系列 74.5%， Loungefly 系列占比 13.7%	预计盲盒品类收入占比 70%+，30%包括手办 与其他衍生品
毛利率	69.7%	40.1%	37.0%	61.4%
运营利润率	30.7%	14.1%	9.3%	24.4%
核心产业链环节情况				
IP	基本为授权 IP	多为自有 IP，FY 2021 龙珠/机动高达收入占 比 12.8%/17.2%	基本为授权 IP，其中长 青 IP 收入占比 60%+	自有/独家 IP 收入占比 分别达到 58%/17%
生产	已建成全球五大生产中心， 2 家工厂建设中	自建工厂+合作第三方 厂商相结合	合作东南亚、美国、哥 伦比亚第三方厂商，供 应链灵活	与广东地区头部玩具厂 商合作生产，持续优化 供应链信息化系统
渠道	跨境电商+全球 832 家零 售店（英美等重点区域直 营为主，其他多为授权专 卖店）+经销覆盖	玩具业务以 TOB 分销为 主+跨境电商为主，开 设少量高达基地门店	TOB 分销为主，仅在美 国开设 2 家零售店，当 前加速 DTC 跨境电商布 局	国内全部 DTC（线上+ 零售店+机器人店）， 海外部分分销，由 TOB 向 TOC 转换过程中

资料来源：公司公告，国盛证券研究所（财务数据均为 2021 年水平）

3 泡泡玛特：以品牌影响力提升为核心，平台化能力为 DTC 出海保驾护航

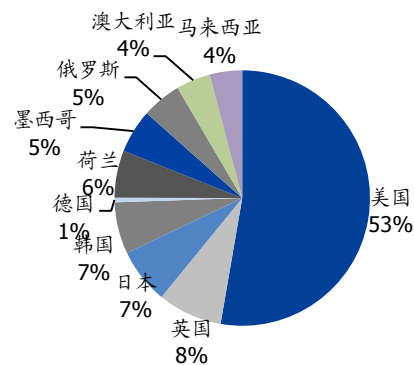
我国玩具产业重出口，工业化程度高但多以代工贴牌模式进行。根据玩具协会数据，2021年中国玩具出口额达到 461 亿美元，持续高增 (YoY+37.8%)，其中美国出口额占比达到 53%，美泰、孩之宝等国际化玩具品牌均有部分产品在国内生产；根据广东省玩具协会数据，目前广东玩具出口约占全国 70%。我国玩具生产配套基础设施完善工艺稳定、产量高，但缺乏上游核心 IP、设计创新实力、以及完善的渠道销售体系，亦是当下无法跑出国际化玩具品牌的关键原因，产业长期处于价值链底端。在潮流玩具领域，泡泡玛特以自有/独家潮玩 IP+DTC 渠道体系为切入口，已在国内跑出平台化模式逐步提升品牌影响力，目前已发力品牌出海，有望打造国际化潮流玩具品牌。下文我们将详细探讨公司具体出海战略与能力建设，并对未来发展空间作出展望。

图表 56: 2016-2021 年中国玩具 (不含游戏) 出口额及增速



资料来源: 中国玩具协会, 国盛证券研究所

图表 57: 2021 年中国玩具 (不含游戏) 出口额 TOP10 地区占比

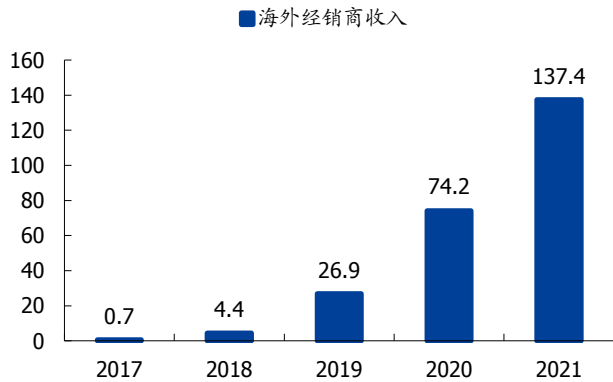


资料来源: 中国玩具协会, 国盛证券研究所

3.1 出海战略：建立“品牌认知”为核心，DTC 模式打开海外市场

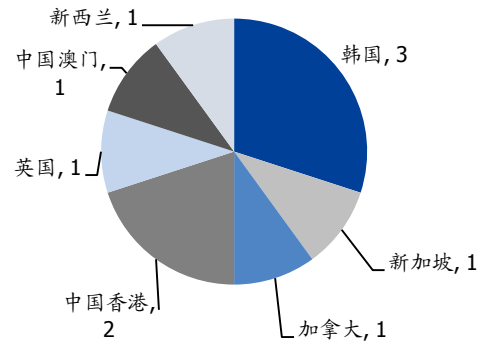
2018 年 PTS 展会中，海外客户提出代销泡泡玛特产品的诉求，成为了公司布局海外业务的早期契机。自 2018 年开始，泡泡玛特从零开始搭建海外业务团队和信息化系统建设，并加速立体化渠道体系布局，当前已进驻海外 23 个国家或地区。截至 2021 年末，公司财报口径开设 7 家海外线下零售店、9 家机器人店、覆盖多个经销商渠道与跨境电商平台，海外批发收入 (1.37 亿元) 21 年翻倍增长。公司副总裁、海外业务负责人文德一表示，2022 年将成为潮玩出海元年，公司海外业务将进入加速发展期。整体而言，泡泡玛特出海战略以提升品牌影响力为核心，未来将重点通过 DTC 模式构建线上+线下渠道体系设加强消费者触达，并通过强运营能力高效率建立与消费者之间的联系。

图表 58: 泡泡玛特中国大陆以外批发收入 (百万元) 变化情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 59: 泡泡玛特海外零售店数量分布 (根据官网不完全统计)



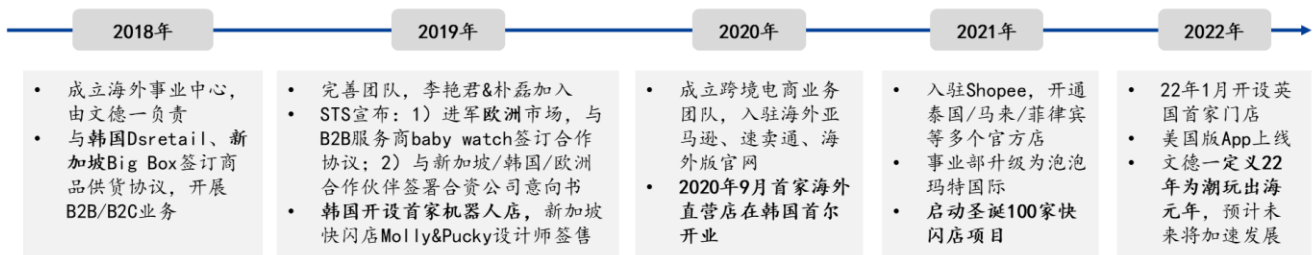
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司海外业务布局遵循两条战略路径: (1) 先 TOB 后 TOC, DTC 为未来发力重心: 海外市场开拓初期 (2018-19 年), 公司主要通过批发开展业务, 参与国际潮玩展亦成为寻求各区域经销商合作的主要方式, 公司会针对经销商的特质进行差异化授权。随着对海外市场的了解程度加深, 2020 年公司开始构建跨境电商体系 (速卖通/亚马逊/Shopee/公司官网) 并于海外 (韩国) 开设首家直营零售店, 初步实现向 DTC 模式的转换; 2021 年开始公司全面发力 DTC 业务, 年末在海外多地开设 100 家快闪店, 预计未来将加速直营零售店/机器人店布局计划。**(2) 由东南亚向欧美地区逐步扩张:** 由于区位&文化因素, 公司早期重点开拓韩国、新加坡、日本、港澳台等东南亚地区市场, 我们预计 21 年上述地区市场占据核心海外收入来源; 2022 年 1 月公司开设欧洲首家门店 (位于英国), 后续上线美国版官方 App 并开设首家美国快闪店, 逐步向欧美地区扩张。

图表 60: 泡泡玛特出海历史复盘

POP MART

始于18年潮玩展海外客户需求, 先TOB后TOC, 由东南亚向欧美地区扩张



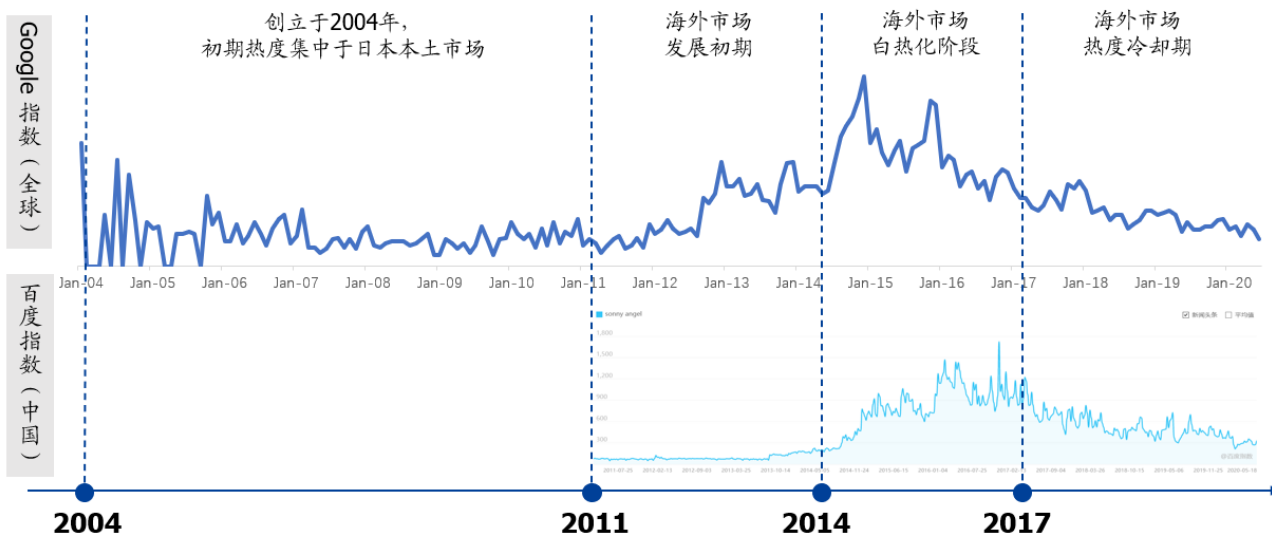
泡泡玛特全球化策略

产品分销	线下门店	机器人店	快闪店	展会	电商平台	海外法人	社交媒体
覆盖多地区经销商渠道	财报口径7家零售店	财报口径9家机器人店	覆盖全球多个地区	参加全球展会; 举办亚洲最大潮玩展	官网/速卖通/亚马逊/Shopee	近10家独资/合资公司	Tiktok/Ins/Facebook

资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 国盛证券研究所

我们认为，泡泡玛特海外战略布局的重要意义在于：1) 扩大市场空间，探索全新增长路径；2) 拉长现有 IP 生命周期。由于各地区审美差异因素，偏好 IP 风格存在差异化；海外市场扩张或赋予国内已进入瓶颈期的 IP 全新生命力；热门 IP 亦能放大影响力，打造全球化头部 IP（类 Sonny Angel 发展路径）。3) 领先触达海外潮流文化市场，与头部设计师建立合作关系，进一步充实潮玩 IP 矩阵，夯实自身 IP 竞争实力。

图表 61: 日本 IP Sonny Angel 在开拓海外市场后，热度呈现上涨趋势生命周期延续



资料来源：百度指数，谷歌指数，国盛证券研究所

3.2 能力建设：平台化能力为泡泡玛特出海保驾护航

品牌出海过程或将面临诸多难点，包括但不限于成本端（物流/人力/租金）、政策环境（玩具准入标准）、需求端（差异化审美/盲盒模式）等多重要素。前文中我们已经分析过海外头部玩具公司国际化发展经验，强调了各头部企业如何基于自身优势，落实产业链环节以实现成功出海。泡泡玛特国内发展过程中，遵循“获取独家/自有 IP-线下渠道加强品牌认知-线上渠道&会员运营加强复购”的核心扩张路径。对于公司海外扩张而言，其国际化 IP 矩阵+强平台化能力或将带来延展潜力，而全球化渠道力、本地化以及信息化能力建设有助于提升全球竞争力、提振扩张确定性。

3.2.1 渠道力：全链路+多场景触达用户，立体化渠道体系提升品牌认知

针对不同区域渠道特点，泡泡玛特全链路+多场景触达用户。从当前公司进驻的核心地区港澳台/日韩/新加坡来看，已实现了线上+线下 DTC 全渠道覆盖，其中韩国作为重点布局区域，已开设 3 家零售店，并通过官网/官方 app 方式线上触达用户；日本地区尚未开设直营门店，但众多直营快闪店+分销渠道铺设亦将助力提升品牌影响力。欧美市场为未来发力重心，目前英国/加拿大地区各开设一家零售店，线上速卖通/亚马逊/官方 App 助力触达用户，预计公司未来将加速海外门店拓展。

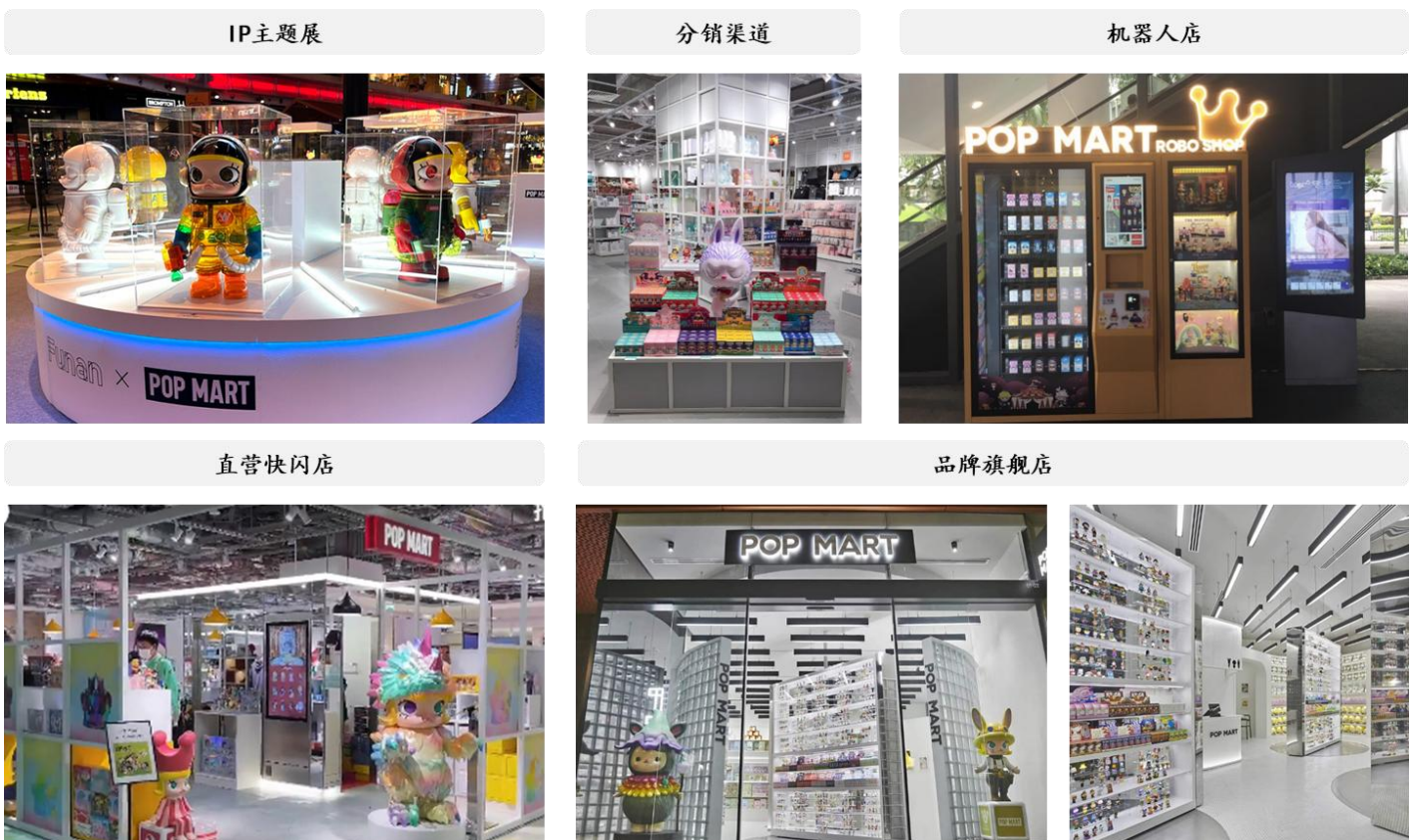
图表 62: 泡泡玛特重点地区 (2022年6月6日, 根据公司官网不完全统计)

地区	核心线上渠道	核心线下渠道
港澳台	天猫/Shopee	中国香港/澳门分别 2/1 家零售店+多家快闪店+多家机器人店
韩国	韩国官网/官方 App	3 家零售店+8 家机器人店
新加坡	新加坡官网/Shopee	1 家零售店+3 家快闪店+18 家机器人店
日本	日本官网/亚马逊	5 家直营快闪店+9 家机器人店+多家分销渠道
欧洲	法国官网/亚马逊/速卖通	英国 1 家零售店; 法国多家分销渠道商
大洋洲	亚马逊	新西兰 1 家零售店; 澳大利亚 1 家快闪店+3 家机器人店
美洲	亚马逊/速卖通/官方 App	加拿大 1 家零售店+多家快闪店

资料来源: 公司官网, 泡泡玛特 Instagram, 国盛证券研究所

线下场景, “快闪店+IP 主题展+机器人店” 打造沉浸式潮玩体验, 零售店布局持续推进。潮玩的渗透需要强体验感的线下触达, 复用国内模式, “IP 主题展+快闪店+机器人店” 的组合打法成为了海外 DTC 渠道拓展的重要方式, 能让消费者直观感知到 IP 与泡泡玛特品牌形象, 以更轻量级、较低成本的方式衡量未来开店可行性。公司已在新加坡陆续开展 Dimoo、Space Molly 主题展, 2021 年末在全球 14 个国家和地区开了 100 家圣诞主题快闪店 (2020 年末在 11 个国家地区开设 29 家快闪店), 开店规模、覆盖率显著提升并且新进驻泰国、菲律宾等新兴市场, 未来将加速各个区域本地化 DTC 渠道拓展。此外, 泡泡玛特海外开设的旗舰店对比国内面积更大、质量更高, 如新加坡门店占地面积达到 150 平方米, 同时也具备差异化灰白色调设计风格。

图表 63: 泡泡玛特海外线下渠道扩张方式



资料来源: 公司官网, 公开资料整理, 国盛证券研究所

线上以跨境电商平台+官方网站/APP 为主。独立站方面，公司已设立国际版官网，海外消费者可通过跨境物流（标准快递时效约 15-45 天）方式进行购物，产品发售范围、时间一般与大陆地区同步；此外，基于重点区域的线下渠道布局，公司同步开设新加坡、韩国、日本、法国官网/独立 App 供消费者线上选购商品（物流时效更快，如韩国交货期 3-5 天），但各地销售产品矩阵、发售时间存在差异，如 6/2 日大陆发售的 Zoe 妖怪物语系列并未在新加坡、日本、法国地区发售，韩国地区也为即将上线状态。电商渠道方面，公司已在 Shopee/Amazon/速卖通等渠道开设官方旗舰店，领先触达全球范围内潮玩消费者，当前速卖通店铺粉丝数已经达到 12 万人。对比发售价格来看，由于跨境物流成本等因素影响，海外产品定价与国内存在一定差异化，部分渠道定价水平略高于中国大陆地区。

整体而言，公司海外立体化渠道体系基础设施建设已实现了从 0 到 1 的转变，线下短期内以 DTC 快闪店+机器人店+分销触达用户，未来将加速零售旗舰店拓店节奏；线上实现跨境电商平台+官网+独立 App 全渠道覆盖，日韩/新加坡等重点区域推出本土化官方网站，DTC 直接接触达消费者群体。但对比国内来看，海外零售店数量、线上销售方式（如泡泡抽盒机尚未推出）均有较大提升空间，随着渠道布局与用户渗透加速，有望在未来持续释放业绩弹性。

图表 64: 泡泡玛特近期新品在海外各大平台上的发售情况 (2022 年 6 月 8 日统计)

	中国大陆	国际版官网	新加坡官网	韩国官网	日本官网	法国官网
发售状态对比						
上野阳介奇妙星球	2022/5/12	当前可售	当前可售	当前可售	暂时售罄	未发售
Dimoo 一起去郊游	2022/5/19	当前可售	单盒可售，端盒售罄	当前可售	当前可售	未发售
Molly 放空的一天	2022/6/1	当前可售	5 月底开放端盒预购，预计 6 月底到货	当前可售	暂时售罄	未发售
Zoe 妖怪物语	2022/6/2	当前可售	未发售	即将到货	暂未发售	未发售
发售价格对比						
Molly 放空的一天	69 元	11.5 美元 (约 77 元)	15.9 新币 (约 77 元)	1.3w 韩元 (约 69 元)	1210 日元 (约 61 元)	-

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.2.2 本地化: 组建本地化运营团队, 产品、营销运营端多维度赋能

如前文所述, 潮玩 IP 亦存在审美差异化、文化壁垒问题, 海外头部玩具品牌乐高、万代、Funko 均在国际化路径中开展了因地制宜的产品营销策略, 本土化能力在潮玩出海路径中尤为重要。泡泡玛特已针对部分重点地区组建了本地化运营团队, 将国内标准化潮玩产品进行本地化输出, 从产品、营销端多维度赋能。

● 产品端

1) 销售产品组合因地制宜: 海外地区 IP、产品形态偏好均存在差异化, 公司 IP 矩阵丰富多元化, 针对不同区域设置不同产品组合。我们分析了公司不同地区海外平台的首页产品推荐页面, 具体来看, 东南亚、韩国消费者与国内偏好较为相似, Molly/ Pucky/ Dimoo/SP 四大核心 IP 均具备较高热度, 在官网渠道率先推介; 日本地区潮玩手办市场成熟度高, 本土艺术家 IP HAPICO、以及 Molly/SP/Dimoo 多款高端手办成为核心推荐产品; 法国市场更偏好精灵、动物类可爱风格 IP, 如 Pucky/MOMIJI 等, 国际化 IP 哈利波特/DC 也较受欢迎; 美国市场潮玩核心受众为男性群体, 亚马逊最畅销产品为个性化

程度高、非可爱类型 IP 产品。

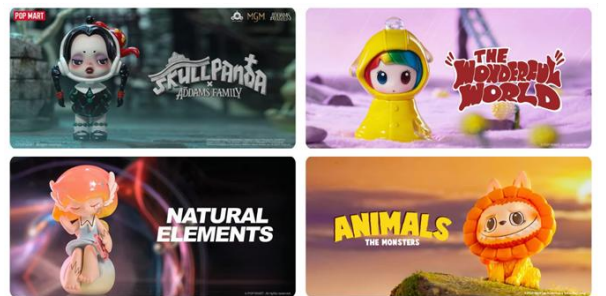
图表 65: 公司不同地区官网渠道 IP 推介顺序



速卖通TOPsellers排序



亚马逊美国站首页Hot Products



资料来源: 公司官网, 亚马逊, 速卖通, 国盛证券研究所

2) 推出区域限定/首发商品: 地区限定/首发产品为收藏玩具品牌 Funko 的重要国际化策略之一, 产品多为限量发售, 具备较高的收藏价值, 是品牌方提升影响力的重要方式。目前泡泡玛特已在日本、韩国等多个海外地区发售了区域限定手办产品, 融合当地文化元素于 IP 形象设计; 并于 2022 年 4 月境外首发 Space Molly 特调 400% 高端收藏级手办 (定价 159 美元), 产品一经发售即引起热议, 受到多个海外媒体报道。此外, 泡泡玛特常规盲盒系列 Dimoo 社会大学即选择在韩国地区首发。

图表 66: 泡泡玛特海外限定发售产品在当地引起热议



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 67: 泡泡玛特日本/韩国地区限定商品



资料来源: 公司官网, 小红书, 国盛证券研究所

3) 引入本土第三方产品: 除自有产品外, 泡泡玛特会与本地潮玩 IP 展开合作, 引入第三方特色产品于门店中销售、展览。在新加坡门店中, 包含来自本地雕塑家 Daniel Yu 的作品《月球蠕变》、玩具设计师 Mitoys 的 Frank! 系列; 在韩国门店中亦设立本土艺术家专区, 包含 DOTOY、Vicious Twin Bros 等作品。根据全天候科技报道, 泡泡玛特韩国门店售卖产品中, 70%为自有 IP, 20%为当地采购的潮玩产品, 10%为当地艺术家设计的商品。我们认为, 本土潮玩产品的引入有助于实现“IP 引流”效果, 并进一步提振公司在潮玩领域的品牌影响力。

图表 68: 泡泡玛特新加坡门店中的特色产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 69: 泡泡玛特韩国门店中的本土艺术家 IP

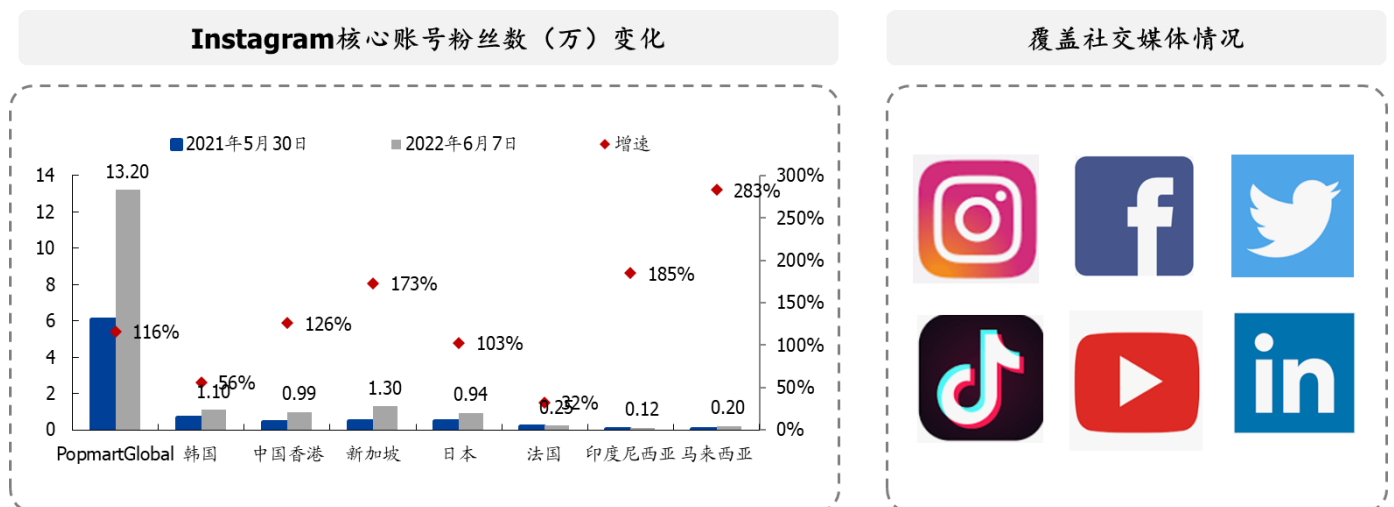


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

● 营销运营端

1) 社交媒体体系与 KOL 合作: 公司已在海外主流社交媒体平台 Instagram/ Facebook/ Twitter/Tiktok/ Youtube 搭建了完善的账号矩阵, 通过官方账号运营与 KOL 合作实现品牌认知力的提升。根据我们的统计, 2022 年 7 月泡泡玛特国际 Ins 账号粉丝数达到 13.2 万人, 同比增幅超过 100%, 其中韩国、新加坡、中国香港、日本地区粉丝数已达到万人水平, 相比去年同期有显著增长。

图表 70: instagram 海外社交媒体覆盖情况



资料来源: Instagram, 国盛证券研究所

2) 参与全球潮玩展: 一方面, 潮玩展将助力增强圈层内影响力, 为泡泡玛特在当地市场扩张打下基础; 另一方面, 参与潮玩展或是推进海外头部潮玩 IP 设计师合作的重要路径。除自行举办的 PTS (亚洲最大的潮玩玩具展) 外, 泡泡玛特近年来还参与了法国、东京、英国地区的多地区潮玩、艺术展览, 进一步提升品牌认知。此外, 在 2022 年 2 月举办的迪拜世博会中, 泡泡玛特举办了 “The Journey of Art Toys” 的主题展览, 并在纪念品商店中售卖相关商品, 输出中国潮流文化, 并成为了未来拓展中东地区的重要尝试。

图表 71: 泡泡玛特参与国际潮玩展情况梳理

展会名称	参展时间	展会具体介绍
泡泡玛特 PTS	每年 2-3 次	作为主办方举办于上海/北京/成都/线上, 亚洲规模最大的潮玩展会 2021 年举办以英语直播线上 PTS, 吸引海外超过万名关注中同时观看
法国 Masion&Object	2019	法国设计博览会, 涵盖从家具到餐具, 从时尚领域到日常用品的艺术品
日本东京 Wonder Festival	2020 年 2 月	世界上规模最大的手办模型展览
DesignerCon UK	2021 年 8 月	全球规模最大的潮流艺术展
MCM London	2021 年 10 月	伦敦动漫展, 涵盖游戏动漫 cosplay 多种类型, 每年举办两次
迪拜世博会	2021 年 10 月	迪拜世博会超过 2500 万人参观, 泡泡玛特产品入驻中国纪念品商店, 同时举办了 “The Journet of Art Toys” 主题抄完嘉年华

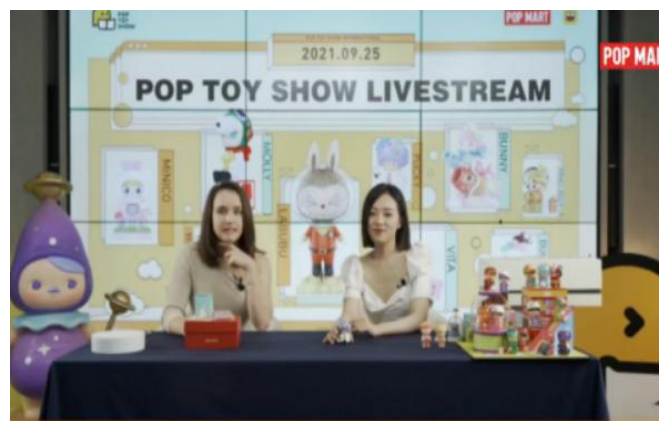
资料来源: 公开资料整理, 泡泡玛特公众号, 国盛证券研究所

图表 72: 迪拜世博会中国馆纪念商店中泡泡玛特商品



资料来源: 中国网财经, 国盛证券研究所

图表 73: 泡泡玛特线上英文版潮流玩具展览



资料来源: 中国网财经, 国盛证券研究所

3.2.3 信息化: 合作甲骨文, 建立海外数字化运营体系提升效率

泡泡玛特已搭建全球化立体化渠道体系, 渠道生态复杂度高, 叠加全球地区政策环境、会计准则、仓储物流系统、渠道环境的差异, 对信息化系统的搭建要求较高。2020 年末泡泡玛特即开始构建小组考虑信息化系统的建设, 2021 年 4 月正式选定甲骨文作为合作伙伴, 并选择 Oracle NetSuite 作为海外业务的核心系统。该系统将助力泡泡玛特打造业务、财务一体化平台, 通过高效率即时整合全渠道数据来助力国际化扩张。根据甲骨文 NetSuite 白皮书, 该系统已部署超过 160 个国家/地区, 能够提供即时的全球化业务洞察, 助力泡泡玛特即时洞察海外用户需求变化, 通过灵活供应链体系实现高效率柔性生产, 精准、即时、灵活地满足消费者需求。此外, 在跨境支付领域, 泡泡玛特选择与第三方支付服务提供商 Adyen 作为战略合作伙伴, 对公司 ERP、软硬件系统进行连接适配, 打通多市场、多种渠道地支付体系。

图表 74: NetSuite OneWorld 具体特性



资料来源: NetSuite 白皮书, 国盛证券研究所

3.3 未来展望: 预计境外业务远期收入空间近百亿元

● 方法一: 基于境外潮玩市场规模与公司市占率测算

我们根据人均 GDP、地理位置以及公司当前战略布局情况筛选出 15 个国家/地区, 并通过各地区“2026 年潮玩市场规模*泡泡玛特市占率”求和加总的方式来测算公司未来的境外业务远期收入空间。

(1) 地区筛选: 当前 15 个地区公司均已通过分销渠道/跨境电商/快闪店/机器人/零售店等渠道有所布局, 其中日韩、新加坡、港澳台市场为重点布局市场。如前文所述, 地区经济实力&文化发展水平决定了潮玩发展空间。在我们所筛选的 15 个地区中, 除马来西亚/泰国/印度尼西亚/菲律宾等东南亚地区 2021 年人均 GDP 均超过 3 万美元。

(2) 潮玩市场规模: 根据潮玩核心品类, 我们选取 Euromonitor 数据库中“可动人偶”(Funko 所属)“建筑玩具”(乐高所属)“人偶手办”(泡泡玛特所属)“机械模型车辆”四项合计值作为潮流玩具市场规模, 2021 年美国/西欧/日本地区位列市场规模 TOP3, 分别达到 110.9/81.9/17.5 亿美元。对于未来市场增速的测算, 沙利文预计 2021-26 年中国潮玩 CAGR26.1%, 预计 2019-24 年全球潮玩 CAGR 达到 16.1%。参考上述数据, 我们预计东南亚、欧美发达地区未来 2021-26 年 CAGR10-15%, 马来西亚/泰国/印尼/菲律宾等发展中国家增速低于行业平均, 15 个地区平均 CAGR13.1%。

(3) 公司市占率预测: 结合沙利文与公司财务数据, 泡泡玛特 2021 年中国市场潮玩市占率达到 13.1% (图表 6), 考虑到文化相近&经济发展&布局顺序等因素, 我们预计未来港澳台、韩国、新加坡市占率亦能接近该水平; 日本市场由于玩具、文化产业发展成熟, 万代、多美等综合性玩具龙头以及 Alter、Medicom Toy 等潮玩手办厂商并驾齐驱, 预计未来市占率将低于其它东南亚地区水平。欧美地区, 考虑到地理位置与文化差异, 参考 Funko 在西欧可动人偶市场当前市占率 (2.9%, 图表 36), 中性情况下我们预计泡泡玛特未来市占率达到 3%。

图表 75: 泡泡玛特未来境外潮玩市场规模测算

国家/地区	2021年				2026E			
	人均GDP (万美元)	人口规模 (亿人)	潮玩规模 (亿美元)	人均潮玩消费 (美元)	潮玩五年 CAGR	潮玩规模 (亿美元)	市占率 预测	泡泡玛特规模 (亿美元)
中国香港	4.97	0.07	1.7	23.1	15%	3.5	★ 12%	0.4
中国澳门	4.38	0.01	0.1	20.3	15%	0.3	★ 10%	0.0
中国台湾	3.38	0.24	2.6	10.7	15%	5.1	★ 10%	0.5
新加坡	7.28	0.06	1.2	21.1	15%	2.4	★ 8%	0.2
韩国	3.48	0.52	7.1	13.8	15%	14.4	★ 8%	1.2
马来西亚	1.14	0.32	1.0	3.2	8%	1.5	★ 7%	0.1
泰国	0.73	0.70	2.1	3.0	8%	3.1	★ 7%	0.2
印度尼西亚	0.44	2.74	1.6	0.6	5%	2.0	★ 6%	0.1
菲律宾	0.36	1.10	1.9	1.7	5%	2.4	★ 6%	0.1
日本	3.93	1.26	17.5	13.9	10%	28.2	★ 5%	1.4
加拿大	5.21	0.38	5.0	13.1	15%	10.1	☆ 3%	0.3
西欧地区	4.64	4.24	81.9	19.3	10%	132.0	☆ 3%	4.0
澳大利亚	6.00	0.26	3.8	14.6	10%	6.1	☆ 3%	0.2
新西兰	4.84	0.06	1.7	29.8	10%	2.8	☆ 3%	0.1
美国	6.92	3.32	110.9	33.5	10%	178.6	☆ 3%	5.4
境外合计 (亿美元)		15.27	240.3	15.7	13.1%	392.5	3.6%	14.2

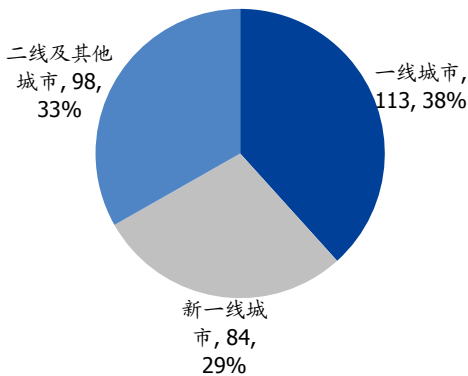
资料来源: Bloomberg, Euromonitor, 沙利文, IMF, 公司公告, 国盛证券研究所

综合来看, 预计远期泡泡玛特境外业务收入空间 **14.2 亿美元** (约人民币 **95 亿元**), 在上述 **15 个国家/地区** 的市占率达到 **3.6%**。其中, 港澳台&东南亚市场为公司早期发力布局重心, 远期收入空间达到 **4.3 亿美元**; 欧美市场潜在空间大, 预计将达到 **9.6 亿美元**, 公司当前已在英国、加拿大开设直营零售店并上线美国官方 app, 近期于美国开设快闪店, 预计未来将加速欧美市场的战略布局。

● 方法二: 基于乐高零售店数量测算未来市场空间

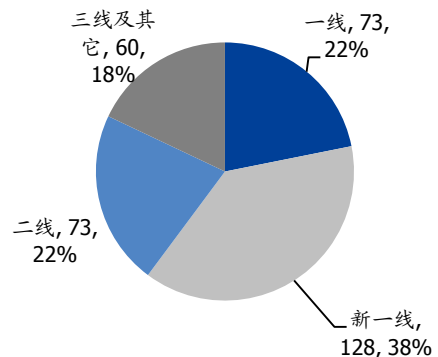
我们选取乐高作为可比公司来测算泡泡玛特未来境外开店空间。从中国零售店数量来看, 2021 年末乐高/泡泡玛特零售店数量分别为 340/295 家, 且从城市分布上来看布局较为相似; 与之同时, 积木、潮玩盲盒同样定位收藏玩具, 受众群体部分相似, 我们认为乐高全球开店数量对于泡泡玛特具有一定参考意义。

图表 76: 泡泡玛特零售店分城市等级数量占比 (21/12/31)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 77: 乐高零售店分城市等级数量占比 (22/6/12)



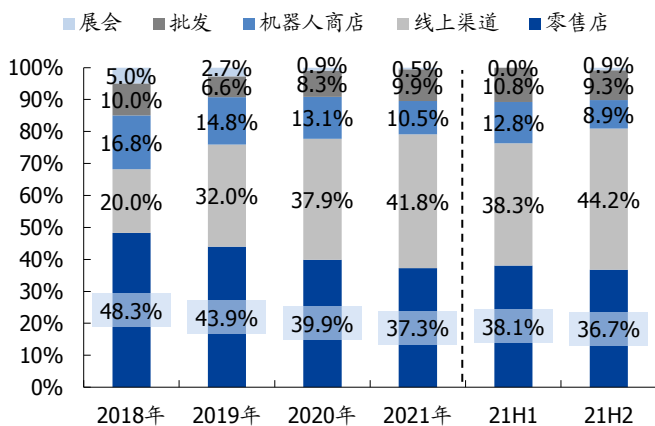
资料来源: 公司官方小程序, 国盛证券研究所

(1) 境外零售店数量: 根据公司公告, 截至 2021 年末乐高全球实体零售店数量 832 家, 其中中国市场 340 家, 中国大陆以外市场 492 家; 2021 年公司新开设 165 家零售店, 其中 75 家于中国大陆以外市场。若假设未来 5 年乐高于中国大陆以外地区年均开设 30 家零售店, 则对应 2026 年中国大陆以外市场零售店 642 家。基于上述数据, 我们假设悲观/中性/乐观情形下泡泡玛特海外零售店数量分别为 300/500/700 家。

(2) 店效: 2019-2021 年泡泡玛特年平均单店收入分别为 836/666/694 万元, 其中一线城市门店 2020/2021 年平均单店收入 740/822 万元。根据我们 2021 年对新加坡门店的草根调研, 公司海外门店店效有望比肩高内水平, 我们假设悲观/中性/乐观情况下海外成熟门店年店效分别为 500/700/900 万元 (假设无疫情影响)。

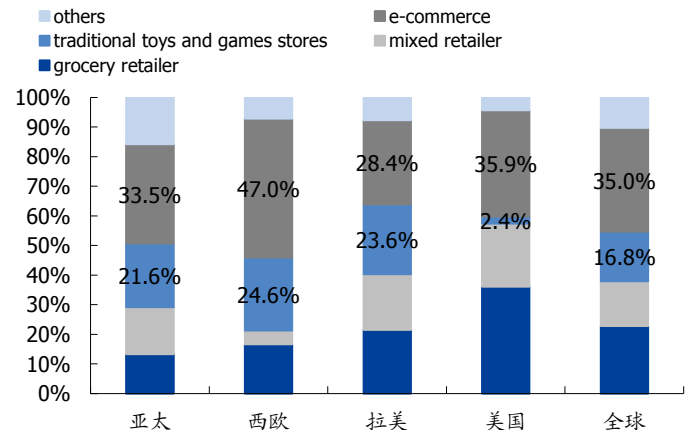
(3) 零售店收入占比: 全球来看传统玩具市场以杂货商、百货商店、玩具专卖店、跨境电商为主, 市场规模占比分别为 22.8%/15.1%/16.8%/35.0%; 其中美国市场玩具专卖店收入占比较低, 仅为 2.4%, 亚太/西欧/拉美地区玩具专卖店占比分别为 21.6%/24.6%/23.6%。考虑到: 1) 线下沉浸式体验是触达潮玩盲盒新用户的重要场景; 2) 泡泡玛特将重点以 DTC 模式布局海外市场, 通过直营零售店、快闪店触达海外市场, 我们预计公司线下门店收入占比将高于同业水平, 假设未来收入占比达到 35%。

图表 78: 泡泡玛特分渠道收入占比变化情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 79: 全球重点地区传统玩具市场分渠道收入占比情况



资料来源: Bloomberg, Euromonitor, 国盛证券研究所

综合来看, 我们预计中性情形下泡泡玛特开设境外零售店数量 500 家, 年店效水平 700 万元, 假设零售店收入占比 35% 则对应境外业务收入空间 100 亿元, 与前述方法一测算结果相似。

图表 80: 泡泡玛特未来境外收入空间测算

	悲观	中性	乐观
境外门店数量空间	300	500	700
店效 (万元)	500	700	900
年线下收入 (亿元)	15	35	63
预计零售店收入占比	35%	35%	35%
年境外总收入 (亿元)	43	100	180

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

投资建议

全球潮玩行业空间广阔，且参考海外成熟玩具品牌、潮玩 IP 出海扩张为必经之路。国内龙头公司泡泡玛特已实现了从 TOB 至 DTC 的部分转换，2022 年将加速渠道拓展，或将进一步验证出海成效，建议关注泡泡玛特（“买入”评级）。

风险提示

- 1) 行业竞争加剧:** 全球潮玩盲盒行业均处于快速发展期，行业红利吸引大量玩家入局，且目前行业集中度较低，存在竞争风险。
- 2) IP 吸引力不及预期:** 泡泡玛特产品是基于自有或代理的 IP 进行设计和推广，以满足消费者的偏好和兴趣。但 IP 的吸引力难以把握，可能会影响公司的盈利能力。
- 3) 疫情反复风险:** 疫情反复会对海外拓店节奏、物流、供应链、消费意愿等多方面带来影响，可能会影响公司的业绩表现。

免责声明

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

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

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

分析师声明

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

投资评级说明

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

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com