



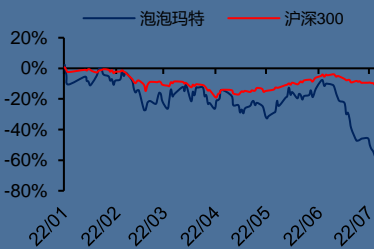
Research and
Development Center

泡泡玛特——潮玩领袖，长坡厚雪

—泡泡玛特(9992)公司深度报告

2022年07月31日

范欣悦 社服零售行业首席分析师
S1500521080001
15201927096
fanxinyue@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
泡泡玛特 (9992)
投资评级 买入
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (港元)	18.00
52 周内股价波动区间 (港元)	57.87-18.00
最近一月涨跌幅 (%)	-68.9
总股本 (亿股)	13.98
流通 H 股比例 (%)	100
总市值 (亿港元)	251.64

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

泡泡玛特：潮玩领袖，长坡厚雪

2022 年 07 月 31 日

本期内容提要：

- ◆**我国潮玩行业领军者。**公司是我国最大且增速最快的潮玩公司，建立覆盖潮玩全产业链的一体化平台。全球艺术家发掘、IP 孵化运营、消费者触达与潮流玩具文化的推广方面均有布局，钩织了潮流玩具生态网络。
- ◆**上游：IP 丰富且生命力强，构筑潮玩帝国。**通过自有、独家、非独家 IP 组成丰富的 IP 池。内生：自有储备 IP 丰富，目前自有 IP 数达到 21 个；PDC 创作能力强、效率高，有望不断丰富自有 IP 池。外延：通过收购、举办潮玩展、资本运作来布局 IP，同时一体化平台对艺术家具有较强吸引力。经典 IP 生命力旺盛，头部 IP 开发的多个标准盲盒产品系列拥有超过 2 年的生命周期；新 IP 颇具增长潜力，Hirono 小野为 PDC 设计师 Lang 继 YUKI 后又一力作，上市后深受粉丝喜爱。
- ◆**中游：产品日趋高端。**公司基于 IP 开发盲盒、手办、BJD、衍生品等潮流玩具产品。21 年正式推出高端潮玩产品线“MEGA 珍藏系列”，引领了产品高端化，实现从入门级潮玩盲盒到高端收藏潮玩产品全覆盖，中性假设下 MEGA 系列有望贡献收入 3 亿元+，且其线上表现优异，有望成为新增长点。盲盒、手办、BJD 等产品提价趋势明显。
- ◆**下游：全渠道打通，线上玩法增加趣味性。**全渠道覆盖，最大程度触达消费者。截至 21 年末，公司拥有 295 家零售店与 1870 家机器人商店，基本实现全国覆盖。未来开店重心将逐步转向海外，加快对海外投入。根据公司中报预告交流会，计划未来短期主要拓展亚洲国家，长期辐射欧美，海外计划截至 22 年底零售门店开至 42 家（其中长期门店 27 家），机器人商店 150 台。
- ◆**潮玩行业：成长空间大，盲盒 IP 渐成双寡头格局。**潮玩是年轻人彰显个性的媒介，我国潮玩零售市场仍处于早期阶段，发展空间大。我国潮玩市场规模 19 年达 207 亿元，5 年复合增速达 34.6%，预计 20~24 年复合增速将达到 29.8%。集中度较低，公司领跑市场（19 年市占率达 8.5%），在 IP 丰富度、渠道更具优势，并在盲盒 IP 热门度方面与寻找独角兽形成 IP 双寡头格局。
- ◆**投资建议：**我国潮玩市场仍处于早期阶段，发展空间大，且盲盒消费具有较强的粘性，增长确定性较高。公司作为行业龙头和先行者，仍处于快速扩张期，IP 丰富度高，经典 IP 生命周期长，新 IP 颇具增长潜力。另外，海外有望成长为公司第二增长曲线。当前股价对应 PE 为 27x/16x/13x，考虑到公司的龙头地位，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆**风险提示：**疫情反复对线下消费的影响，宏观经济对潮玩行业的影响。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2513	4491	5884	7848	9781
增长率 YoY %	49	79	31	33	25
归属母公司净利润 (百万元)	524	854	811	1353	1728
增长率 YoY%	16	63	(5)	67	28
毛利率%	63	61	58	59	59
净资产收益率 ROE%	9	13	11	15	17
EPS(摊薄)(元)	0.37	0.61	0.58	0.97	1.24
市盈率 P/E(倍)	-	25	27	16	13
市净率 P/B(倍)	-	4	3	3	2

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 07 月 29 日收盘价，当日汇率 1HKD=0.86RMB

目录

公司分析：国内潮玩	7
一、泡泡玛特：我国潮玩行业领军者	7
二、上游：IP 丰富且生命力强，构筑潮玩帝国	10
内生+外延并重，IP 池逐渐丰富	10
经典 IP 生命力旺盛，新 IP 颇具增长潜力	14
三、中游：产品日趋高端	17
MEGA 系列引领高端化，产品提价趋势明显	18
四、下游：全渠道打通，线上玩法增加趣味性	22
零售店为形象中心，机器人商店触达广泛	24
线上抽盒玩法趣味性高	28
全球拓张进行时	28
试水乐园业务	29
五、会员规模日益庞大，粘性强	30
六、财务分析：头部 IP 贡献稳定，线上高增长	31
潮玩行业：成长空间大，盲盒 IP 渐成双寡头格局	37
潮玩用户画像：年轻、女性为主，购买频次高	38
市场参与者多元化、流动性好等共同助力潮玩市场快速增长	41
集中度较低，IP 端呈现双寡头格局	45
盈利预测及投资建议	49
风险提示	50

表目录

表 1 公司管理层梳理	9
表 2 公司自有 IP 梳理	11
表 3 PDC 设计师思琪创作 IP 系列	12
表 4 公司收购 IP 梳理	13
表 5 国际潮流玩具展参展情况	13
表 6 泡泡玛特投资事件梳理	14
表 7 热门系列排行	15
表 8 泡泡玛特 21 年以来联名梳理	17
表 9 公司产品分类	18
表 10 公司 21 年至今发售 MEGA 产品	19
表 11 MEGA 收入测算	20
表 13 泡泡玛特近期盲盒系列发售价格	22
表 12 泡泡玛特产品 17-19 年平均价格	22
表 14 泡泡玛特 21 年产品均价及 SKU	22
表 15 零售店及机器人商店数量	23
表 16 零售店单店模型	24
表 17 机器人商店单店模型	26
表 18 开店计划	28
表 19 潮玩市场主要玩家对比	47
表 20 22 年 1-6 月热门潮玩 IP 排行榜	48
表 21 公司收入拆分及预测	49
表 22 可比公司估值	49

图 目 录

图 1 公司一体化平台.....	7
图 2 Sonny Angel 盲盒.....	8
图 3 泡泡玛特发展历程.....	8
图 4 公司股权结构图.....	9
图 5 公司 IP 分类.....	10
图 6 内部设计师深度参与独家及非独家 IP 运营.....	11
图 7 公司内部设计师人数.....	12
图 8 Molly Zodiac 系列与 SATYR RORY Classics 系列.....	14
图 9 头部系列销量表现（万元）.....	15
图 11 Hirono 小野 The other one 系列（左）及 Pino Jelly 你的男孩系列（右）.....	16
图 10 联名手办.....	16
图 12 SP 密林古堡系列淘宝旗舰店评论.....	18
图 13 私家小镇系列与 MIX 超级赛道系列.....	20
图 14 魔法袋玩法.....	21
图 15 公司淘宝店铺分产品类型收入（万元）.....	21
图 16 公司淘宝店铺 MEGA 系列分 IP 营收（万元）.....	21
图 17 公司渠道划分.....	23
图 18 公司零售店全国布局.....	23
图 19 公司机器人商店全国布局.....	23
图 20 泡泡玛特零售店.....	24
图 21 泡泡玛特快闪店.....	24
图 22 零售店分城市等级数量.....	25
图 23 零售店单店年化平均收益（百万元）.....	25
图 24 零售店分城市等级单店年化平均收益（百万元）.....	25
图 25 机器人商店.....	26
图 26 机器人商店分城市等级数量.....	27
图 27 机器人商店单店年化平均收益（万元）.....	27
图 28 机器人商店分城市等级单店年化平均收益（万元）.....	27
图 29 泡泡抽盒机流程.....	28
图 30 公司目前已进入市场.....	29
图 31 海外营收及增速（百万元）.....	29
图 32 海外毛利率及海外营收占比.....	29
图 33 Molly 亮相豫园灯展及公司环影概念店.....	30
图 34 注册会员人数（百万人）与会员销售贡献率.....	30
图 35 付费会员平均支出.....	30
图 36 泡泡玛特优享卡.....	31
图 37 泡泡玛特社群.....	31
图 38 公司营收按产品类型拆分（百万元）.....	32
图 39 公司自主产品营收按产品类型拆分.....	32
图 40 公司头部 IP 营收（百万元）.....	32
图 41 公司头部 IP 营收占自有产品比例.....	32
图 42 公司线上营收呈现季节性.....	33
图 43 公司盲盒分 IP 销售收入（万元）.....	33
图 44 盲盒分 IP 销售收入占比.....	33
图 45 公司自主产品与外采及其他产品毛利率.....	34
图 46 公司分渠道营收及增速（百万元）.....	34
图 47 分渠道营收占比.....	35
图 48 线上营收及增速（百万元）.....	35
图 49 线上营收拆分.....	35
图 50 分渠道毛利率.....	36
图 51 公司三费费用率.....	36
图 52 公司归母净利润（百万元）及增速.....	37
图 53 Non-GAAP 净利率.....	37
图 54 潮玩适合展示与收藏.....	37
图 55 潮玩发展历程.....	38
图 56 潮流玩具产业价值链.....	38
图 57 中国潮玩消费者性别分布.....	39
图 58 潮玩消费者职业分布.....	39
图 59 潮玩消费者学历分布.....	39
图 60 19 年潮玩消费者购买次数.....	40

图 61 潮玩消费者 21 年购买盲盒消费（元）	40
图 62 购买盲盒的原因	40
图 63 潮玩消费者	41
图 64 21 年潮玩人群画像	41
图 65 全球潮玩市场规模及增速（十亿美元）	42
图 66 中国潮玩市场规模及增速（十亿元）	42
图 67 19 年 9 月-20 年 9 月潮玩市场增长的核心为消费群体的增长	42
图 68 全国人均可支配收入（万元）	43
图 69 泡泡玛特客户平均购买份数	44
图 70 咸鱼盲盒交易火热	44
图 71 咸鱼盲盒交易火热改娃换娃备受关注	45
图 72 手作钥匙扣、停车牌	45
图 73 中国 IP 授权市场规模及增速（十亿元）	45
图 74 19 年中国潮流玩具市场竞争格局（按零售额计）	46
图 75 21 年潮玩行业品牌数及销售额（万元）	46
图 76 21 年 11 月潮玩行业销售额（万元）及占比	47

投资聚焦

报告亮点:

从上游（IP）、中游（产品）、下游（渠道）以及会员体系等方面剖析公司基本面，全方位梳理公司搭建的潮玩一体化平台。上游通过自有、独家、非独家 IP 组成丰富的 IP 池，并不断通过内生+外延拓展；中游产品逐渐趋于高端化；下游全渠道打通，线上渠道玩法趣味性高；会员体系日益庞大，粘性强。报告还对潮玩行业发展历程、用户画像、市场空间、格局以及发展趋势做出阐述。

投资逻辑:

泡泡玛特：我国潮玩行业领军者。公司是我国最大且增速最快的潮玩公司，建立覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台。全球艺术家发掘、IP 孵化运营、消费者触达与潮流玩具文化的推广方面均有布局，钩织了整张潮流玩具生态网络。

上游：IP 丰富且生命力强，构筑潮玩帝国。通过自有、独家、非独家 IP 组成丰富的 IP 池。内生：自有储备 IP 丰富，目前自有 IP 数达到 21 个；PDC 创作能力强、效率高，有望不断丰富自有 IP 池。外延：通过收购、举办潮玩展、资本运作来布局 IP，同时一体化平台对艺术家具有较强吸引力。经典 IP 生命力旺盛，头部 IP 开发的多个标准盲盒产品系列拥有超过 2 年的生命周期；新 IP 颇具增长潜力，Hirono 小野为 PDC 设计师 Lang 继 YUKI 后又一力作，上市后深受粉丝喜爱。

中游：产品日趋高端。公司基于 IP 开发盲盒、手办、BJD、衍生品等潮流玩具产品。21 年正式推出高端潮玩产品线“MEGA 珍藏系列”，引领了产品高端化，实现从入门级潮玩盲盒到高端收藏潮玩产品全覆盖，中性假设下 MEGA 系列有望贡献收入 3 亿元+，且其线上表现优异，有望成为新增长点。盲盒、手办、BJD 等产品提价趋势明显。

下游：全渠道打通，线上玩法增加趣味性。全渠道覆盖，最大程度触达消费者。渠道主要分为线上与线下，其中线上渠道主要包括泡泡玛特抽盒机、天猫旗舰店、京东旗舰店、葩趣（自有线上潮玩交流、交易平台），线下渠道包括零售店、机器人商店、展会以及经销渠道。截至 21 年末，公司拥有 295 家零售店与 1870 家机器人商店，基本实现全国覆盖。未来开店重心将逐步转向海外，加快对海外投入。根据公司中报预告交流会，计划未来短期主要拓展亚洲国家，长期辐射欧美，海外计划截至 22 年底零售门店开至 42 家（其中长期门店 27 家），机器人商店 150 台。

会员规模日益庞大，粘性强。公司注册会员人数增长迅速，截至 21 年末，累计注册会员总数从 20 年 12 月末的 740 万人增至 1958 万人。会员销售贡献率逐年提升，由 19 年的 78.9% 提升至 21 年的 92.2%。会员体系粘性强，复购率超过 50%。

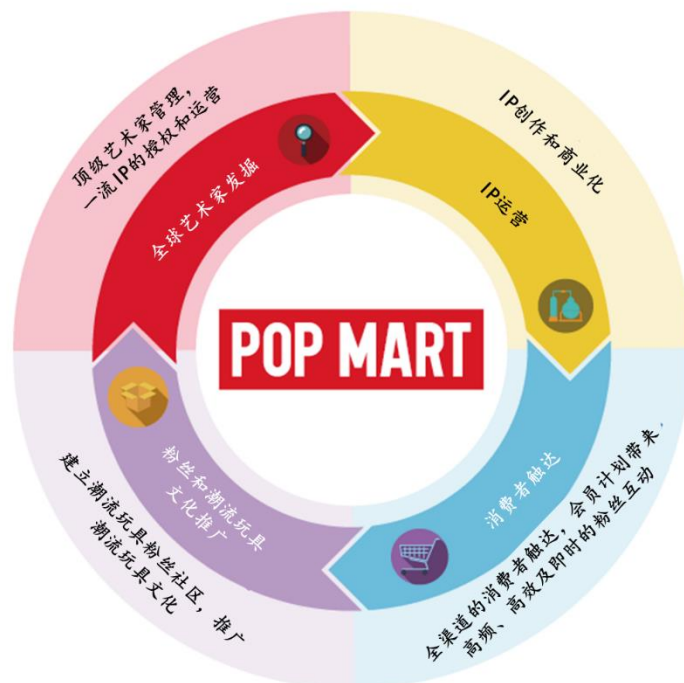
潮玩行业：成长空间大，盲盒 IP 渐成双寡头格局。潮玩是年轻人彰显个性的媒介，用户以年轻人、女性为主，购买频次高。我国潮玩零售市场仍处于早期阶段，发展空间大。我国潮玩市场规模 19 年达 207 亿元，5 年复合增速达 34.6%，预计 20~24 年复合增速将达到 29.8%。潮玩行业集中度较低，公司领跑市场（），在 IP 丰富度、渠道更具优势，并在盲盒 IP 热门度方面与寻找独角兽形成 IP 双寡头格局。

公司分析：国内潮玩领军者

一、泡泡玛特：我国潮玩行业领军者

公司是我国最大且增速最快的潮玩公司，建立覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台。全球艺术家发掘、IP 孵化运营、消费者触达与潮流玩具文化推广方面均有布局，钩织整张潮流玩具生态网络。旗下签约了如 Kenny、毕奇、龙家升等知名潮玩设计师，推出了众多粉丝喜爱的潮玩 IP 如 Molly、Dimmo、Skullpanda 等，凝聚了强大优质的粉丝群体。举办国际潮流玩具展，推广国内潮流玩具文化，现已在北京和上海成功举办了六届亚洲最大规模的国际潮流玩具展。截至 21 年末，泡泡玛特的线下直营门店已达 295 家，拥有超 1870 台机器人商店，深度覆盖了全国 103 个城市，并入驻韩国、日本、美国、加拿大、英国、新加坡等 23 个海外国家及地区。根据公司招股书，以 19 年的零售价值以及 17~19 年的增速计，公司为中国最大且增长最快的潮流玩具公司。

图 1 公司一体化平台



资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

精品零售百货商店起家，逐步进入潮玩领域。公司最初定位精品零售商店，10 年在北京开创第一家零售店，主要售卖潮玩、数码、家居、糖果等产品。14 年开始，公司代理的以 Sonny Angel 为代表的潮玩迎来高速增长，仅 Sonny Angel 一款产品的月销售额就超过了 300 万元，15 年 Sonny Angel 系列 IP 贡献 30~40% 的主营收入。看到潮流玩具的巨大潜力，公司此后积极在潮玩领域探索，截至 16 年 9 月，与超过 20 个世界知名潮玩品牌建立深度合作。16 年，签约 Molly 并率先尝试盲盒营销方式，获得了市场的热烈反响，Molly 的第一个系列 Zodiac 首发 200 套 4 秒内即售罄。此后公司大力向潮玩领域进军，Pucky、Dimmo、SKULLPANDA 系列盲盒接踵推出，将国内潮玩从小众爱好推向市场风口。

图 2 Sonny Angel 盲盒


资料来源: Sonny Angel 官网, 信达证券研发中心

图 3 泡泡玛特发展历程


资料来源: 公司招股书, 公司公告, 公司官网, 信达证券研发中心

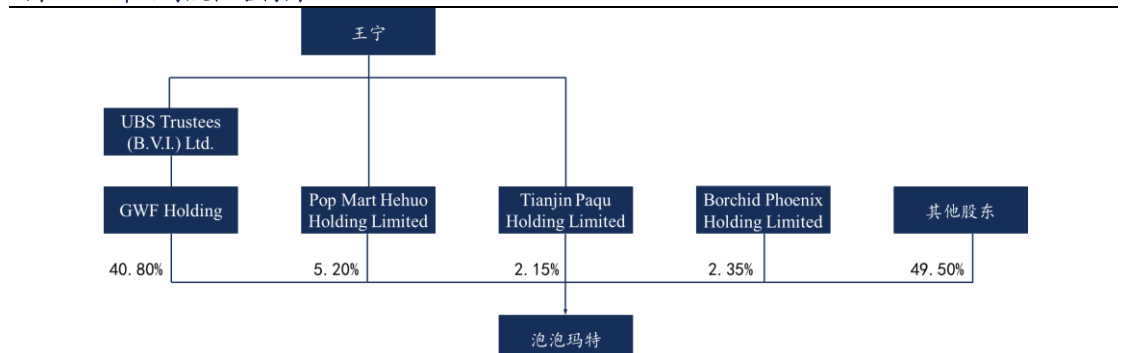
管理层年轻且充满活力、具有互联网思维。公司管理层引领了中国潮流玩具行业的发展, 并设定了行业的标准。团队年轻且充满活力, 平均年龄约为 36 岁, 知悉年轻人思想; 具有丰富的零售行业及 IP 运营经验, 并且其中多数具备互联网工作经验, 平均拥有 12 年相关行业经验, 助力公司在快时尚领域精准把握风向。

表 1 公司管理层梳理

姓名	主要职位	主要职责	简介
王宁先生	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广告专业学士学位，北京大学光华管理学院工商管理硕士。目前担任本公司数家主要附属公司董事，包括北京泡泡玛特、葩趣互娱及 Pop Mart (Hong Kong) Holding Limited。
杨涛女士	董事会主席及副总裁；王宁先生的配偶	负责检查产品部	美国福特海斯州立大学通讯学学士学位，香港浸会大学传播学硕士学位。
刘冉女士	副总裁	负责检查线下业务部	郑州大学西亚斯国际学院旅游管理专业学士学位，中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。目前担任本公司主要附属公司北京泡泡玛特的董事。
司德先生	首席运营官及中国区业务总裁	负责整体运营及监察本公司的线上业务部及人力资源部	中国传媒大学法语专业学士学位，北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。目前担任公司若干主要附属公司的董事，包括上海葩趣贸易有限公司及天津泡泡玛特文化传播有限公司。
屠铮先生	非执行董事	负责向董事会提供专业建议	浙江大学英语专业学士学位，美国芝加哥大学公共政策硕士学位。先后担任 深圳市达晨睿智创业投资管理有限公司的投资经理 、投资总监及浙江分公司总经理、华东地区副总经理兼 TMT 部门负责人 ；深圳市启赋资本管理有限公司的合伙人；上海蜂巧投资管理有限公司的合伙人。
何愚先生	非执行董事	负责向董事会提供专业建议	南开大学国际经济与贸易专业学士学位，英国兰卡斯特大学金融系硕士学位。先后担任北京 字节跳动 科技有限公司的 战略投资部主管 ；创办并担任深圳前海黑蚁创新投资合伙企业（有限合伙）的合伙人。
张建君先生	独立非执行董事	负责向董事会提供独立意见及判断	北京大学法学学士及硕士学位，美国加州大学伯克利分校社会学博士学位，现为北京大学光华管理学院组织与战略管理系教授。于 2014 年 11 月至 2017 年 8 月，担任建信人寿保险股份有限公司的独立董事。
吴联生先生	独立非执行董事	负责向董事会提供独立意见及判断	武汉大学经济学学士及硕士学位，中南财经大学管理学博士学位。先后担任担任多家公司独立董事，包括华能国际电力、联交所及纽约证券交易所、荣盛房地产发展、西部矿业、万达电影院线、中国建材、新华网、中银国际证券。
颜劲良先生	独立非执行董事	负责向董事会提供独立意见及判断	美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院经济学理学学士学位。先后担任 UBS AG 的董事和香港及中国互联网研究主管 ；美图公司首席财务、联席公司秘书、公司秘书；云游控股有限公司首席营运官、首席财务官及联席公司秘书。

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

公司股权结构集中，股权激励有望持续落地。创始人王宁与其妻杨涛为公司实际控制人，截至 21 年 12 月 31 日，王宁夫妇直接或间接拥有公司 48.2% 的股权，股权较为稳定且集中。截至 22 年 4 月末，根据“首次公开发售后股份奖励计划”可供发行的股份总数为 977.1 万股，相当于公司的全部已发行股本约 0.70%，21 年合计授出奖励股份数为 513.5 万股，股权激励计划有望随着公司进一步发展而落地。

图 4 21 年公司股权结构图


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、上游：IP 丰富且生命力强，构筑潮玩帝国

自有、独家、非独家 IP 组成丰富的 IP 池。截至 20 年 6 月末，公司运营 IP 共计 93 个，包括 12 个自有 IP、25 个独家 IP 和 56 个非独家 IP。

自有 IP 享有完全知识产权，即开发、销售潮流玩具及授权来获得变现机会的权利，包括（1）内部设计师团队 PDC (Pop Design Center) 创作 IP，如 Yuki、BOBO&COCO、小甜豆、Hirono、Bunny 等；（2）收购的代表性 IP，如 Molly、Dimmo、SKULLPANDA 等。

独家 IP 一般为获得在国内及其他指定地区开发及销售基于 IP 的潮流玩具产品的独家权利，也可以将独家 IP 再授权给合作伙伴；一般由个人艺术家开发，相对小众但拥有忠实的粉丝群体，如 Pucky、The Monsters、Satyr Rory 等。

非独家 IP 一般为获得在国内及其他指定地区开发、销售基于 IP 的潮流玩具产品的非独家权利，一般为知名 IP 供应商拥有的世界著名 IP，如迪士尼、环球影城。

图 5 公司 IP 分类



资料来源：公司招股书，泡泡玛特公众号，信达证券研发中心

内生+外延并重，IP 池逐渐丰富

内生：自有储备 IP 丰富，PDC 创作力可期

内部设计师团队负责自有 IP 的创作及其他 IP 的运营。PDC (POP Design Center) 是公司的内部设计师团队，设计了一批优秀的 IP，如 Bunny、小野 (Hirono)、小甜豆等；还负责独家 IP、非独家 IP 及跨界合作的 IP 运营。一般情况下由设计师提供二维草图，内部设计及工业开发团队负责三维设计、上色与包装设计、监督模具制作及量产并制定最终产品的推广方案。从艺术家的初期艺术设计到最终产品落地的过程，内部设计及工业开发团队提供了大量的增值工作。自有 IP 与独家 IP 产品开发流程一般为 8 个月，较非独家 IP 开发流程更短，跨界合作流程较长，需要约 12~20 个月。

图 6 内部设计师深度参与独家及非独家 IP 运营


资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

公司自有 IP 储备丰富。公司自有 IP 储备丰富，根据公司官方公众号统计，目前自有 IP 数达到 21 个（20 年 6 月 12 个），其中大部分为 PDC 创作，收购的 IP 数量仅为 4 个。

表 2 公司自有 IP 梳理

IP	来源	产品类别	创作人
Molly	18 年收购其在中国的知识产 权	盲盒及衍生品	王信明
Dimoo	收购于 2019 年	盲盒及衍生品	Ayan Deng
SKULLPANDA	收购 IP	盲盒及衍生品	熊喵
MIGO.mido	收购于 2020 年	盲盒及衍生品	Gwen
BUNNY	PDC 创作于 2018 年	盲盒及衍生品	思琪
BOBO&COCO	PDC 创作于 2019 年	盲盒及衍生品	卡卡
Yuki	PDC 创作于 2017 年	盲盒及衍生品	Lang
Viya Doll	PDC 创作于 2018 年	BJD	顾问：清水 BABY 身体设计：内部设计师
ZOE	PDC 创作于 2019 年	盲盒	思琪
TOOTHY	PDC 创作于 2019 年	手办	PDC 团队
小甜豆	PDC 创作于 2019 年	盲盒及衍生品	雪宸
鱼喵	PDC 创作于 2019 年	盲盒	WEN
BREAD ANIMALS	PDC 创作于 2019 年	盲盒	PDC
PINO JELLY	PDC 创作	盲盒及衍生品	YUMI
HIRONO	PDC 创作	盲盒	Lang
Ayla	PDC 创作	盲盒	Ayla
KOOKY	PDC 创作	盲盒	夏扬
MINICO	PDC 创作	盲盒	HUI
COOGI 柯基	PDC 创作	盲盒	WEN
VITA	PDC 创作	盲盒	NINEGO
AZURA	PDC 创作	盲盒	二云

资料来源：公司招股书，泡泡玛特公众号，信达证券研发中心

PDC 创作能力强、效率高。如 PDC 设计师思琪为公司贡献了两个重量级 IP——BUNNY 与 ZOE: BUNNY 首个系列“森林系列”于 19 年推出, 21 年上新提速, 合计上新 4 个系列, 贡献收入达 1.6 亿元; 在 21 年 BUNNY 高上新频率的同时, ZOE 上新 2 个系列, 可见思琪的旺盛创作力。Lang 设计的 Yuki 于 18 年 9 月推出第一个系列 Color Transparent, 一度成为公司头部 IP, 在 Yuki 逐渐式微后, Lang 又创作出重磅 IP 小野 (HIRONO), 一经推出便好评如潮, 21 年贡献收入达 0.5 亿元。根据公司公众号, 21 年自有 IP 合计上新 33 个系列, 其中 PDC 合计上新 22 个系列, 可见 PDC 具有优异的创作能力和效率。

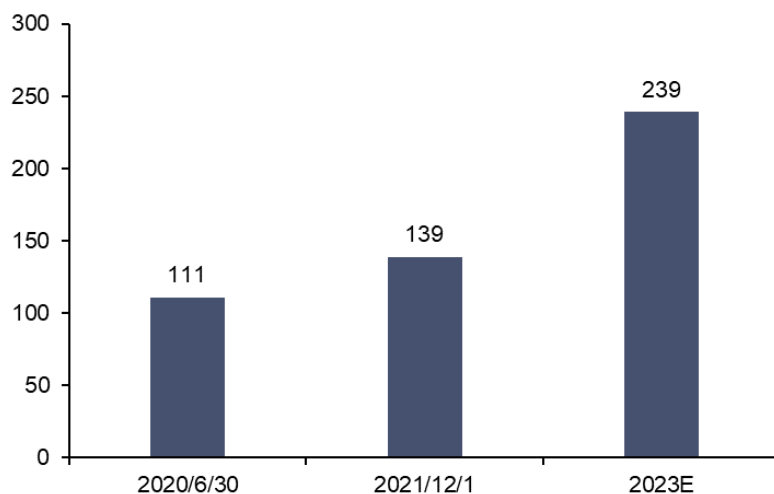
表 3 PDC 设计师思琪创作 IP 系列

系列	推出时间
Bunny 系列	
森林系列	2019 年 8 月
圣诞系列	2019 年 11 月
魔法世界系列	2020 年 8 月
冬季系列	2020 年 11 月
恭贺新禧系列	2021 年 1 月
十二生肖系列	2021 年 3 月
童心系列	2021 年 5 月
圣诞系列	2021 年 10 月
春和景明系列	2022 年 2 月
Zoe 系列	
仲夏精灵夜系列	2020 年 1 月
水果星球系列	2021 年 6 月
花语星座系列	2021 年 11 月

资料来源: 公司招股书, 泡泡玛特公众号, 信达证券研发中心

内部设计师团队逐步扩充。截至 21 年 12 月, 公司内部创意设计 & 工业开发团队拥有 139 名设计师, IPO 发行所得款项的 0.68 亿元将会用于设计师团队的扩张, 公司预计 23 年将达到 239 人的规模。

图 7 公司内部设计师人数



资料来源: 公司招股书, 公司公告, 信达证券研发中心

外延：平台吸引力强

收购引入头部 IP。公司会收购受欢迎或优秀 IP 知识产权的所有权，截至 20 年 12 月，公司已收购 4 个 IP。公司会支付给艺术家一定金额的转让费，IP 的知识产权即转让为公司所有，艺术家将继续参与 IP 的设计及潮玩产品的开发，并基于产品销售额收取设计费（一般时限为 10 年以内）。头部三个 IP——Molly、SP、Dimoo 均通过收购获得，21 年这三个 IP 贡献约 40% 收入。

表 4 公司收购 IP 梳理

IP	来源	创作人
Molly	18 年收购其在中国的知识产权	王信明
Dimoo	收购于 2019 年	Ayan Deng
SKULLPANDA	收购 IP	熊喵
MIGO.mido	收购于 2020 年	Gwen

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

引领潮玩文化，吸引优秀设计师。公司每年于北京、上海定期举办两次国际潮流玩具展（PTS），邀请数百名艺术家带来数百款作品与粉丝见面，并借此发现新艺术家。按参观人次计，北京国际潮玩展和上海国际潮玩展已成为中国最大的潮流玩具展，有助于公司吸引更多优质人才。20 年上海国际潮流玩具展吸引了 500 名艺术家参展，参展品牌突破 300 个，参展人次超过 10 万；21 年因疫情原因展会由线下改为线上，共举办两场线上 PTS。首届线上 PTS 于 21 年 8 月举办，150+ 家潮流玩具品牌参展，发售 800+ 件限定品，三方品牌商家数达 121 家，第二届线上 PTS 200+ 家潮流玩具品牌参展，超 800 款限定品首发，三方品牌商家数达 176 家。

表 5 国际潮流玩具展参展情况

	2018	2019	2020
上海国际潮流玩具展			
参展艺术家	300+	/	500
参展人数	5 万+	10 万+	10 万+
参展品牌	/	/	300+
北京国际潮流玩具展			
参展艺术家	300+	270	20 年取消
参展人数	5 万+	10 万+	/
参展品牌	/	200+	/

资料来源：泡泡玛特公众号，公司招股书，公司年报，新京报，信达证券研发中心

资本运作完善 IP 布局。公司对动漫、国风潮牌、潮玩品牌等领域投资，从源头布局 IP。自 20 年起，公司完成了 10 余起投资，领投了动漫创作公司两点十分，其累计创作了 100 余部作品，拥有《银之守墓人》、《我是江小白》、《巨兵长城传》、《璃心战纪》、《秘宝之国》等十余个优质原创热门 IP。在参投两部优秀国内动漫电影《新神榜：哪吒重生》、《白蛇 2：青蛇劫起》后，公司推出了相应 IP 的潮玩盲盒。21 年 4 月、22 年 1 月，公司分别投资潮牌买手店 Solestage、暗星文化传媒（旗下拥有收藏玩具品牌 Underverse），产生业务战略联动。未来公司的资本运作将有望进一步丰富 IP 矩阵。

表 6 泡泡玛特投资事件梳理

投资事件	时间
投资《新神榜：哪吒重生》	2020 年初
投资木木美术馆经营主体木睦艺术，持股比例约 10%	2020 年 8 月
投资汉服国风品牌“十三余”	2021 年 4 月
投资潮牌买手店 Solestage	2021 年 4 月
投资二次元周边垂直电商平台“猫星系”	2021 年 5 月
投资搜特吉商贸	2021 年 8 月
领投动漫创作公司两点十分	2021 年 9 月
投资《白蛇 2:青蛇劫起》	2021 年末
投资暗星文化传媒，旗下拥有收藏玩具品牌 Underverse	2022 年 1 月

资料来源：投中网，企查查，信达证券研发中心

作为平台型潮玩公司，公司对艺术家更具吸引力。专业的 IP 孵化及运营帮助 IP 成功面世，而广泛的消费者触达及潮玩文化的推广则让 IP 有机会与更多消费者接触，因此平台型公司更加吸引艺术家签约。公司为潮玩行业中的平台型企业，在全球艺术家发掘、IP 孵化运营、消费者触达与潮流玩具文化的推广方面均有布局。截至 20 年 12 月，公司与 350 名艺术家保持紧密联系，并有 20 余人的内部艺术家发掘团队积极主动地在全球寻找优质艺术家。

经典 IP 生命力旺盛，新 IP 颇具增长潜力

头部 IP 生命周期长于行业平均水平。公司头部 IP 系列生命周期得到市场的验证，标准盲盒产品系列（限量版除外）的平均生命周期约为 9 个月~2 年，基于成功及流行 IP 开发的多个标准盲盒产品系列则拥有超过 2 年的生命周期，例如，Molly Zodiac 系列盲盒系列于 2017 年 6 月发布，并销售超 3 年，SATYR RORY Classics 系列盲盒系列于 2018 年 2 月发布，并销售超 2.5 年。根据弗若斯特沙利文报告，公司标准盲盒产品系列（限量版除外）的平均生命周期长于行业平均水平 9~12 个月。

图 8 Molly Zodiac 系列与 SATYR RORY Classics 系列


资料来源：泡泡玛特公众号，小红书，信达证券研发中心

SP 系列热度不减。SKULLPANDA 为公司签约设计师熊喵创作，20 年 8 月一推出便受到粉丝的热烈追捧，SP 密林古堡系列首发即售出 27.6 万个。21 年 SP 实现收入 6.0 亿元，同增 1423.8%。根据潮玩族公众号热门潮玩盲盒排行榜（根据二级市场交易量排名），SP 一

代密林古堡系列在 20 年全年排名第二，21 年 1~10 月稳居前两名，22 年 1-6 月稳居前五名，21 年全年排行中前三名均为 SP 系列，可见该 IP 的持续生命力。21 年 SP 系列营收占公司自主产品营收的 15.0%，成为头部 IP。淘宝线上销量数据同样可以得到验证，SP 密林古堡系列于 20 年 8 月销售，但在 21 年的表现依旧强劲。根据淘数据显示，10 月 SP 密林古堡系列销售额超 2000 万元，21 年全年单系列贡献超 4000 万元。

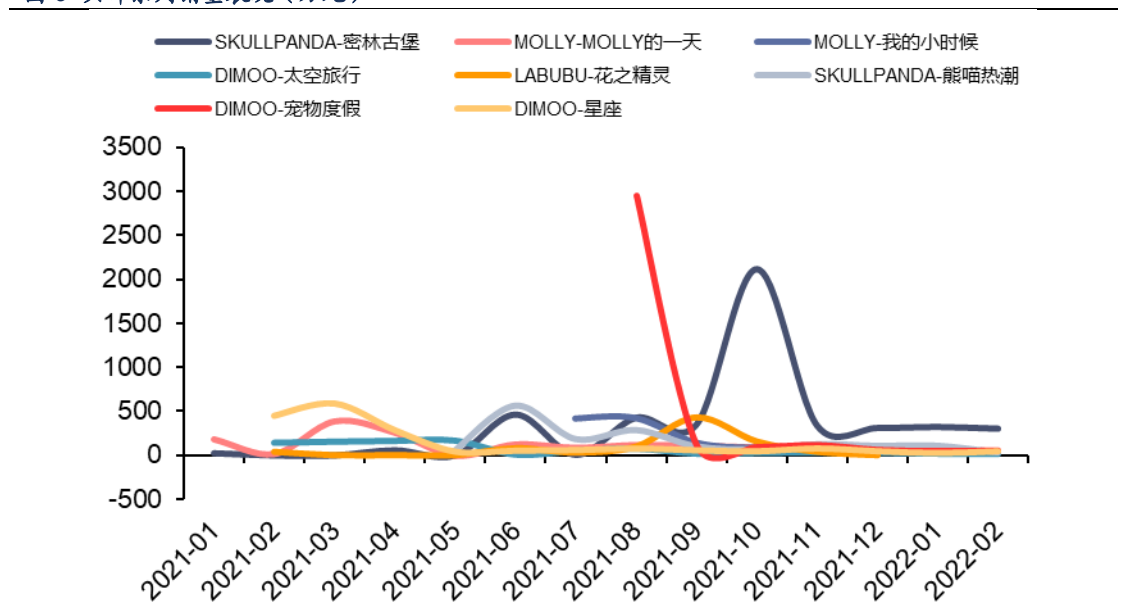
表 7 热门系列排行

2020全年	2021年1月	2021年2月	2021年3月	2021年4月	2021年5月
太空旅行系列 DIMOO	密林古堡系列 SKULLPANDA	星座系列 DIMOO	密林古堡系列 SKULLPANDA	熊喵热潮系列 SKULLPANDA	熊喵热潮系列 SKULLPANDA
密林古堡系列 SKULLPANDA	精灵玩具系列 LABUBU	密林古堡系列 SKULLPANDA	精灵甜品系列 LABUBU	密林古堡系列 SKULLPANDA	密林古堡系列 SKULLPANDA
Molly的一天系列 Molly	恭贺新禧系列 Bunny	精灵甜品系列 LABUBU	花之精灵系列 LABUBU	星座系列 DIMOO	娃娃装侵蚀系列 Molly
精灵甜品系列 LABUBU	Molly的一天系列 Molly	花之精灵系列 LABUBU	星座系列 DIMOO	精灵甜品系列 LABUBU	星座系列 DIMOO
怪物嘉年华 LABUBU	十二生肖系列 Nanci 团菌	Molly的一天系列 Molly	玩具系列 LABUBU	Molly的一天系列 Molly	海绵宝宝系列 LABUBU
花之精灵系列 LABUBU	B环游世界盲盒系列 FARMER E	十二生肖系列 Nanci 团菌	怪物嘉年华 LABUBU	玩具系列 LABUBU	Molly的一天系列 Molly
圣诞系列2020 DIMOO	圣诞系列2020 DIMOO	恭贺新禧系列 Bunny	Molly的一天系列 Molly	花之精灵系列 LABUBU	太空旅行系列 DIMOO
精灵艺术系列 LABUBU	精灵甜品系列 LABUBU	太空旅行系列 DIMOO	精灵艺术系列 LABUBU	太空旅行系列 DIMOO	精灵甜品系列 LABUBU
送你ZIMOMO系列 LABUBU	花之精灵系列 LABUBU	森林音乐会系列 LABUBU	太空旅行系列 DIMOO	精灵艺术系列 LABUBU	异想世界系列 MINICO
林深不知处 Nanci 团菌	草大王日记系列盲盒 草大王	圣诞系列2020 DIMOO	动物宝系列小甜豆	怪物嘉年华 LABUBU	玩具系列 LABUBU
2021年6月	2021年7月	2021年8月	2021年9月	2021年10月	2021全年
密林古堡系列 SKULLPANDA	密林古堡系列 SKULLPANDA	密林古堡系列 SKULLPANDA	人生如戏系列 SKULLPANDA	密林古堡系列 SKULLPANDA	密林古堡系列 SKULLPANDA
熊喵热潮系列 SKULLPANDA	熊喵热潮系列 SKULLPANDA	熊喵热潮系列 SKULLPANDA	密林古堡系列 SKULLPANDA	人生如戏系列 SKULLPANDA	人生如戏系列 SKULLPANDA
水族馆系列 DIMOO	我的小时候系列 Molly	宠物度假系列 DIMOO	宠物度假系列 DIMOO	The little monsters LABUBU	熊喵热潮系列 SKULLPANDA
星座系列 DIMOO	娃娃装侵蚀系列 Molly	我的小时候系列 Molly	熊喵热潮系列 SKULLPANDA	The other one 小野	宠物度假系列 DIMOO
娃娃装侵蚀系列 Molly	水族馆系列 DIMOO	色彩系列 FARMER BOB	色彩系列 FARMER BOB	森林之夜 DIMOO	色彩系列 FARMER BOB
色彩系列 FARMER BOB	星座系列 DIMOO	星座系列 DIMOO	我的小时候系列 Molly	宠物度假系列 DIMOO	我的小时候系列 Molly
Molly的一天系列 Molly	色彩系列 FARMER BOB	水族馆系列 DIMOO	娃娃装侵蚀系列 Molly	熊喵热潮系列 SKULLPANDA	娃娃装侵蚀系列 Molly
重心系列 Bunny	Molly的一天系列 Molly	娃娃装侵蚀系列 Molly	星座系列 DIMOO	魔力卡卡系列 Molly	星座系列 DIMOO
玩具系列 LABUBU	太空旅行系列 DIMOO	精灵甜品系列 LABUBU	太空旅行系列 DIMOO	色彩系列 FARMER BOB	水族馆系列 DIMOO
太空旅行系列 DIMOO	睡衣系列 LAURA	精灵艺术系列 LABUBU	精灵艺术系列 LABUBU	娃娃装侵蚀系列 Molly	Molly的一天系列 Molly
2022年1月	2022年2月	2022年3月	2022年4月	2022年5月	2022年6月
夜之城系列 SKULLPANDA	夜之城系列 SKULLPANDA	动物系列 LABUBU	亚当斯一家系列 SKULLPANDA	亚当斯一家系列 SKULLPANDA	海岛系列 FARMER BOB
虎跃新春系列 泡泡玛特各IP	宠物度假系列 DIMOO	DIMOO去哪儿系列 DIMOO	夜之城系列 SKULLPANDA	密林古堡系列 SKULLPANDA	梦境系列 Rico
我在这里系列 小甜豆	2021圣诞系列 Bunny	夜之城系列 SKULLPANDA	宠物度假系列 DIMOO	夜之城系列 SKULLPANDA	密林古堡系列 SKULLPANDA
密林古堡系列 SKULLPANDA	悠然冬日系列 潘神洛丽	宠物度假系列 DIMOO	密林古堡系列 SKULLPANDA	宠物度假系列 DIMOO	亚当斯一家系列 SKULLPANDA
KFC联名探秘美味奇境 DIMOO	密林古堡系列 SKULLPANDA	密林古堡系列 SKULLPANDA	人生如戏系列 SKULLPANDA	动物系列 LABUBU	夜之城系列 SKULLPANDA
MIX超级赛道系列 泡泡玛特各IP	超市二代系列 小甜豆	人生如戏系列 SKULLPANDA	动物系列 LABUBU	人生如戏系列 SKULLPANDA	放空的一天系列 Molly
水果系列 LABUBU	人生如戏系列 SKULLPANDA	水果系列 LABUBU	DIMOO去哪儿系列 DIMOO	园游会系列 毕奇	谁是魔女系列 草大王
宠物度假系列 DIMOO	小甜豆超市系列 小甜豆	水族馆系列 DIMOO	水果系列 LABUBU	森林之夜 DIMOO	牧场之狼 草大王
人生如戏系列 SKULLPANDA	水果系列 LABUBU	熊喵热潮系列 SKULLPANDA	我在这里系列 小甜豆	DIMOO去哪儿系列 DIMOO	樱花咖啡系列 草大王
惬意日常系列 Rico	熊喵热潮系列 SKULLPANDA	社会大学系列 DIMOO	熊喵热潮系列 SKULLPANDA	复古穿搭系列 Molinta	人生如戏系列 SKULLPANDA

资料来源：潮玩族公众号，信达证券研发中心

注：20、21 年与 22 年 6 月排名依据潮玩族二手交易量排名，22 年 1-5 月排名依据潮玩族心愿单占比排名

图 9 头部系列销量表现 (万元)



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

新 IP 崭露头角，颇具成长潜力。 Hirono 小野为 PDC 设计师 Lang 继 YUKI 后又一力作，于 21 年 10 月份上市，通过深色调以及做旧的设计元素表达焦虑、茫然等情绪，引起粉丝的情感共鸣，深受粉丝的喜爱，21 年实现收入 0.5 亿元；截至 22 年 7 月末，潮玩族 APP 中，7.7 万人将小野 “the other one” 系列标记为想要。Pino Jelly 同为 PDC 设计师创作，21 年 9 月发布首个系列，在市场中收获了不小热度；截至 22 年 7 月末，潮玩族 APP 中，3.7 万人将 Pino Jelly “你的男孩” 系列标记为想要，4.5 万人将 Pino Jelly “美味世界” 系列标记为想要。

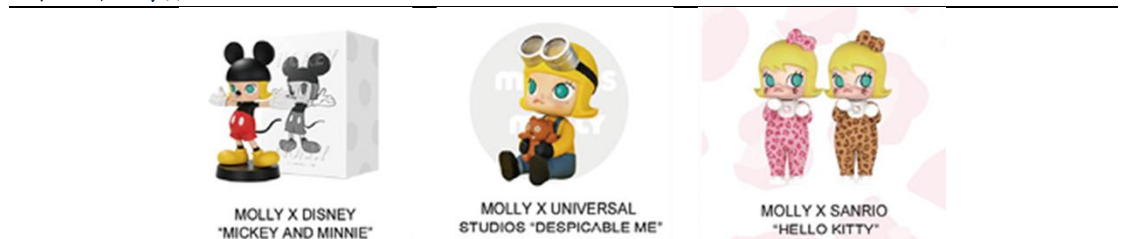
图 10 Hirono 小野 The other one 系列（左）及 Pino Jelly 你的男孩系列（右）



资料来源：泡泡玛特公众号，信达证券研发中心

与知名 IP 推出联名手办，延长 IP 生命周期。 公司积极寻求 IP 跨界合作的机会，得以覆盖更加广泛的粉丝群。Molly 曾与 The Monsters、Despicable Me 和 Hello Kitty 等世界知名 IP 联名推出手办产品。粉丝群的不断拓张令 IP 生命周期得以延长。

图 11 联名手办



资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

积极授权 IP，提升品牌曝光度。公司积极将 IP 授权于品牌方，品牌方有权使用 IP 进行产品推广，公司不但可以收取授权费，还可以进一步推广 IP。根据官方公众号，我们梳理了 21 年以来截至 22 年 3 月来的 IP 授权事件，期间共计授权 20 个品牌，包含彩妆、配饰、零食、手机、电脑等品牌。

表 8 泡泡玛特 21 年以来联名梳理

联名品牌	IP	推出时间
vivo	DIMOO	2022 年 3 月
爱尔康	小甜豆	2022 年 2 月
乐事	小甜豆	2022 年 1 月
fresh	MOLLY	2021 年 12 月
欧莱雅	BUNNY	2021 年 11 月
雷朋	MOLLY	2021 年 12 月
AGATHA	BUNNY	2021 年 11 月
MAKE UP FOR EVER	SKULLPANDA	2021 年 10 月
哈根达斯	DIMOO	2021 年 10 月
梦妆	SATYR RORY	2021 年 9 月
innisfree	小甜豆	2021 年 9 月
上下	DIMOO	2021 年 9 月
必胜客	BOBO&COCO	2021 年 8 月
Libresse 薇尔	Bunny	2021 年 6 月
橘朵	PUCKY	2021 年 5 月
ADDICTION	BUNNY	2021 年 3 月
联想小新	YUKI	2021 年 2 月
礼橙专车	Bunny	2021 年 2 月
丝芙兰	DIMOO	2021 年 2 月
徐福记	Bunny	2021 年 1 月

资料来源：泡泡玛特公众号，信达证券研发中心

三、中游：产品日趋高端

公司基于 IP 开发盲盒、手办、BJD、衍生品等潮流玩具产品。

(1) 盲盒：每个产品系列有独特的主题，通常包含 12 种不同的设计和 1 款特殊设计的“隐藏款”，同一系列中所有盲盒包装相同，打开包装前并不知晓具体款式。

(2) 手办：尺寸较盲盒更大、超过 10cm，价格较高，设计更精致、细节考究，采用更高级的材料，一般面向高端消费者。

(3) BJD：为采用球窝关节连接，可以活动肢体的人偶，尺寸通常在 10~20cm，由聚氨酯树脂支撑，部件用粗橡皮筋串起来，大多数由可轻松拆卸的服装、假发、眼睛及四肢组成，通过改变可活动部分来实现定制；与盲盒相比价格更高。

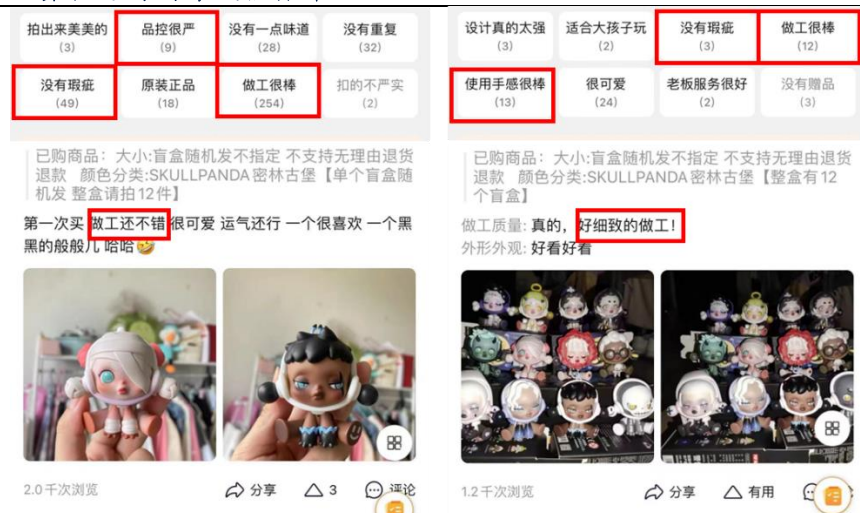
(4) 衍生品：如毛绒玩具、蓬松吊坠、吊牌及别针，由棉、塑料及金属等材料制成，尺寸各异，可以用于日常生活中，如悬挂或固定在包、行李、钥匙及手机上；与盲盒类似，别针产品每个系列具有特殊的主题，包含 12 种不同的设计及 1 款特殊设计“隐藏款”。

表 9 公司产品分类

	盲盒	手办	BJD	MEGA	衍生品
定义	一个系列通常包含 12 种设计，外加一款 隐藏款 (概率一般为 1/144)，同系列包装相同，打开前无法得知获得的是哪种设计 各 IP 每年推出 1-7 个系列	较盲盒 更加精致、细节考究 ，采用更高级的材料，通常面向高端消费者	可活动肢体 ，由可轻松拆卸的服装、假发、眼睛及四肢组成，主要拟供收藏及定制	21 年推出的高端潮玩产品线，定位“年轻人的第一件收藏品”	潮流 IP 的衍生品，如毛绒玩具、蓬松吊坠、吊牌及别针
尺寸	4.5-9.5cm	超过 10cm	10-20cm	28cm/70cm	多种
定价	49-99 元	199-1499 元	399-799 元	400%: 799-1299 元 1000%: 3999-6999 元	6-389 元
示例					

资料来源：公司招股书，泡泡玛特公众号，信达证券研发中心

产品做工质量较高。产品由专门生产玩具的第三方制造商制造。截至 20 年 12 月，公司与 18 家第三方制造商合作，负责制定标准营运程序及设计产品原型和模具，审慎甄选供应商并测试制造商生产的产品以确保产品质量。我们在公司淘宝官方旗舰店评论页面发现，评论关键词“品控很严”、“做工很棒”为较高频词汇，消费者对于产品质量较为满意。

图 12 SP 密林古堡系列淘宝旗舰店评论


资料来源：泡泡玛特淘宝官方旗舰店，信达证券研发中心

MEGA 系列引领高端化，产品提价趋势明显

推出 **MEGA 珍藏系列**，布局高端市场。21 年正式推出高端潮玩产品线“MEGA 珍藏系列”，定位“年轻人的第一件收藏品”，一经推出便迅速引爆市场。MEGA 产品通常有两种尺寸：400%体（28cm）与 1000%体（70cm），1000%体通常以限时限量形式发售，400%体通常不限时不限量。21 年 6 月发售 MEGA 珍藏系列 **SPACE MOLLY x 海绵宝宝** 联名款，其

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

中 1000%限量 3000 体，以抽签的方式购买，吸引超过 100 万人次参与，原价 4999 元/体在二手交易平台（千岛）目前成交均价达到近 1 万元。除了海绵宝宝联名款以外，21 年还发售了 9 款 100%SPACE MOLLY 珍藏系列产品，共吸引超过 870 万人次参与抽签。除 MOLLY 以外，YUKI、SKULLPANDA 也逐步投入 MEGA 系列的研发，带动产品高端化。公司产品实现从入门级潮玩盲盒到高端收藏潮玩产品全覆盖。

表 10 公司 21 年至今发售 MEGA 产品

系列名称	发售时间	发售大小	发售数量	价格
SPACE MOLLY x PHILIP COLBERT	2022 年 6 月	1000%	每 ID 限购 1 体	5999 元
JUST DIMOO x 让·米歇尔·巴斯奎特	2022 年 5 月	1000%	每 ID 限购 1 体	5999 元
SPACE MOLLY 可口可乐	2022 年 5 月	1000%/400%	每 ID 限购 1 体	1000%: 5999 元 400%: 1299 元
α SKULLPANDA 融	2022 年 4 月	1000%	每 ID 限购 1 体	6999 元
SPACE MOLLY 特调系列	2022 年 4 月	400%	每 ID 限购 2 套	999 元
SPACE MOLLY x INSTINCTOY	2022 年 3 月	1000% / 400%	每 ID 限购 1 体	1000%: 5999 元 400%: 1299 元
SPACE MOLLY x MONCLER	2022 年 1 月	1000%	全球限量 2000 体	5999 元
SPACE MOLLY x 美林·密码	2022 年 1 月	1000%	全球限量 3000 体	5999 元
SPACE MOLLY x EDG	2021 年 12 月	1000%/100%	均为限时不限量	1000%: 5999 元 400%: 199 元
SPACE MOLLY 圣诞	2021 年 12 月	1000%/400%	1000%中国大陆限量 1470 体 400%不限量	1000%: 4999 元 400%: 1099 元
YUKI 极夜	2021 年 12 月	400%	不限时不限量	799 元
SPACE MOLLY 小画家	2021 年 11 月	1000%/400%	均为全球限量发售	1000%: 4999 元 400%: 1099 元
SPACE MOLLY x Keith Haring	2021 年 10 月	1000%	全球限量 3500 体	5999 元
SPACE MOLLY 月岩	2021 年 10 月	1000%	限量 500 体，其中 200 体嵌入火箭本地材料	
SPACE MOLLY 果冻	2021 年 9 月	1000%/400%	1000%全球限量 2000 体 400%不限量	1000%: 4999 元 400%: 1099 元
YUKI RAINBOW	2021 年 9 月	400%	不限时不限量	799 元
SPACE MOLLY 西瓜	2021 年 8 月	1000%/400%	1000%全球限量 2500 体 400%不限量	1000%: 3999 元 400%: 1099 元
SPACE MOLLY 太妃	2021 年 8 月	1000%/400%	均限量，其中 1000%全球限量 3000 体	1000%: 3999 元 400%: 1099 元
SPACE MOLLY 回归系列	2021 年 8 月	400%	不限时不限量	899 元
SPACE MOLLY x 海绵宝宝	2021 年 6 月	1000%/400%	1000%全球限量 3000 体 400%不限量	1000%: 4999 元 400%: 1299 元
MOLLY 地球女儿	2021 年 4 月	1000%/400%	限时不限量	1000%: 4999 元 400%: 999 元
HOWL!YUKI!	2021 年 3 月	400%	限量	6999 元

资料来源：泡泡玛特公众号，信达证券研发中心

中性假设下 MEGA 系列 22 年有望贡献收入 3 亿元+。假设 1000%售价为 5999 元，400%售价为 1299 元；并假设全年发售 24 款 MEGA 产品（1000%、400%各 12 款）。测算出在中性假设下，MEGA 系列 22 年预计贡献收入约 3.8 亿元，较 21 年 MEGA 系列收入 1.7 亿翻番。

表 11 MEGA 收入测算

	乐观	中性	悲观
1000%每款平均销量(体)	6000	4000	2000
400%每款平均销量(体)	10000	6000	3000
MEGA 系列产品营收(万元)	58780.8	38148	19074

资料来源: 信达证券研发中心测算

推出混合 IP 系列盲盒, 联动提升知名度。21 年 12 月, 公司推出跨 IP 合作 MIX 超级赛道系列, 系列中含 PUCKY、Molly、LABUBU、SKULLPANDA、DIMOO 5 个头部 IP, 不同 IP 间合作不但可以分担设计师间设计压力, 同时高人气 IP 还能带动较低人气 IP 销量。混合 IP 盲盒系列还有虎跃新春系列、可爱私家车系列等。

图 13 私家小镇系列与 MIX 超级赛道系列


资料来源: 泡泡玛特公众号, 信达证券研发中心

福袋、魔法袋引领潮玩新玩法。公司将盲盒玩法延伸, 推出福袋、魔法袋, 如 99 元魔法袋可能获得高于售价为 99 元的 N 个盲盒或衍生品周边或其他手办, 并且还有机会获得限定品或手办。相比消费者单独购买, 福袋、魔法袋更加实惠, 商品官价总和一定高于福袋售价, 并且未知能够获得何种盲盒以及物品会勾起消费者的好奇心以及购买欲, 若获得额外奖励则会激起消费者重复购买。同时, 福袋、魔法袋还能有助于公司库存的消化。根据淘数据显示, 21 年 11 月, 福袋产品销售额超 400 万元。

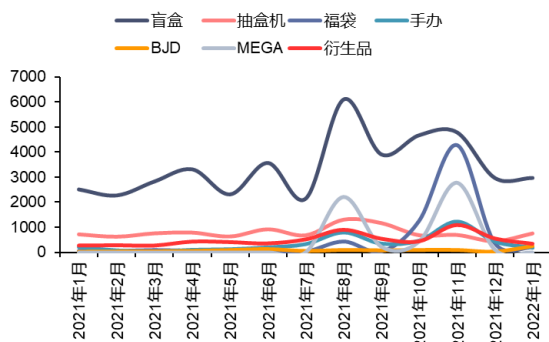
图 14 魔法袋玩法



资料来源：天猫，信达证券研发中心

MEGA 系列线上表现优异，有望成为新增长点。根据淘数据显示，公司淘宝店铺销售中，盲盒产品占据主导地位，MEGA 系列引领盲盒外产品高端化，福袋引领潮流玩法，有望成为新的增长点。MOLLY 在 MEGA 系列中表现较优，尤其在 21 年 11 月，Molly MEGA 贡献超 2500 万元。

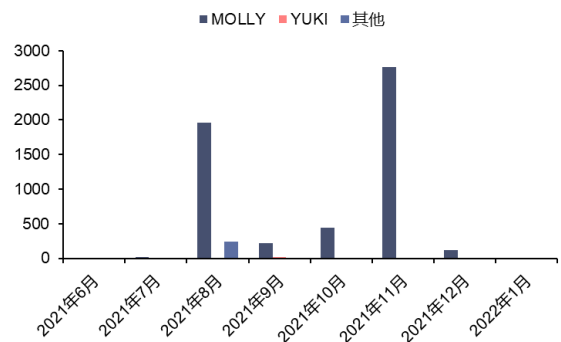
图 15 公司淘宝店铺分产品类型收入（万元）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

注：不含购物金

图 16 公司淘宝店铺 MEGA 系列分 IP 营收（万元）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

盲盒本身具有提价的空间。从近期发售的盲盒系列看，发售价格逐渐提高，其中 Molly 提价较为明显，20 年 8 月发售的 Molly 的一天系列发售价为 59 元/盒，22 年 1 月发售的蒸汽朋克动物机车系列发售价达 99 元/盒。

表 12 泡泡玛特近期盲盒系列发售价格

SKULLPANDA 系列	密林古堡	熊猫热潮	人生如戏	糖果怪物小镇	夜之城	亚当斯一家
发售价格	59 元/个	69 元/个	69 元/个	69 元/个	69 元/个	69 元/个
发售日期	20 年 8 月	21 年 4 月	21 年 9 月	21 年 11 月	22 年 1 月	22 年 4 月
MOLLY 系列	Molly 的一天	美食派对	娃娃装侵蚀	我的小时候	魔力卡卡	蒸汽朋克动物机车
发售价格	59 元/个	59 元/个	79 元/个	59 元/个	89 元/个	99 元/个
发售日期	20 年 8 月	20 年 10 月	21 年 5 月	21 年 7 月	21 年 9 月	22 年 1 月

资料来源：泡泡玛特公众号，信达证券研发中心

手办、BJD 提价明显。20H1 盲盒、手办、BJD、衍生品均价分别为 47/258/342/29 元，构成差异化价格带。根据淘数据 21 年泡泡玛特线上销量数据，用销售额除以销量计算得平均单价（淘数据口径单个客户购买多份同款盲盒产品仅算为一份销量，因此由此方法计算得盲盒与衍生品平均单价略偏高，手办、BJD、MEGA 产品客户平均购买份数接近于 1，因此计算得平均单价接近真实情况），21 年盲盒/手办/BJD/MEGA/衍生品平均单价分别为 144/428/445/1303/114 元，手办、BJD、MEGA 均处于较高价格带，其中手办提价最为明显，21 年平均单价较 20H1 有 170 元的提升，BJD 次之，21 年平均单价较 20H1 提价 103 元，高端化趋势明显。

表 13 泡泡玛特产品 17-19 年平均价格

	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
盲盒	43	44	51	48	47
手办	116	202	273	327	258
BJD	—	574	367	377	342
衍生品	43	40	29	28	29

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

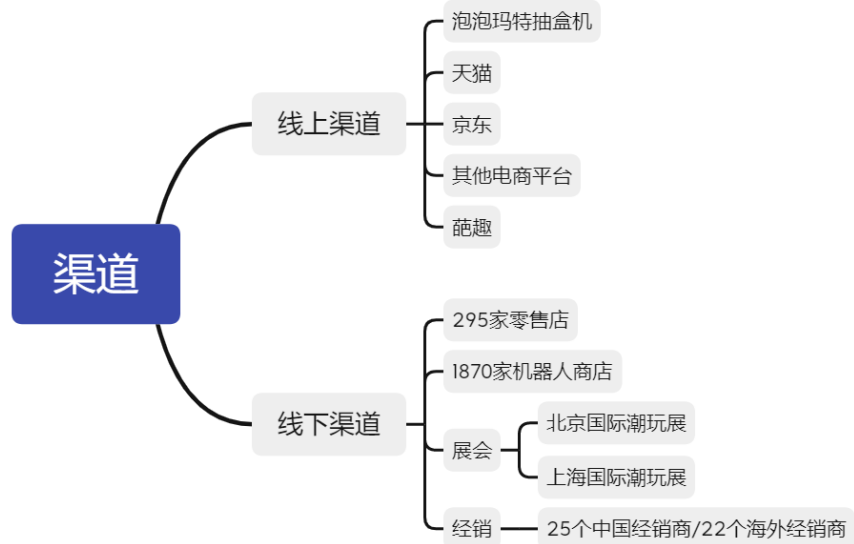
表 14 泡泡玛特 21 年产品均价及 SKU

	21 年平均单价	22 年 1 月淘宝 SKU
盲盒	144	165
手办	428	81
BJD	445	13
MEGA	1303	2
衍生品	114	166

资料来源：淘数据，信达证券研发中心测算

四、下游：全渠道打通，线上玩法增加趣味性

全渠道覆盖，最大程度触达消费者。渠道主要分为线上与线下，其中线上渠道主要包括泡泡玛特抽盒机、天猫旗舰店、京东旗舰店、葩趣（自有线上潮玩交流、交易社区），线下渠道包括零售店、机器人商店、展会以及经销渠道。

图 17 公司渠道划分


资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

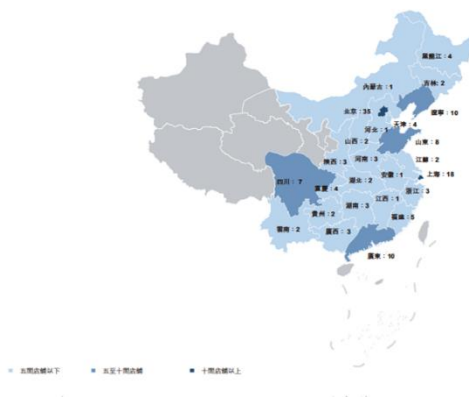
注：零售店、机器人商店数量截至 21 年末，经销商数量截至 20 年 6 月末

线下渠道已基本完成全国覆盖。截至 21 年末，公司拥有 295 家零售店与 1870 家机器人商店。截至 20 年 6 月末，公司零售终端已基本完成全国布局，仅个别省份尚未覆盖，其中零售店北京、上海、广东门店数较多，分别为 35/18/10 家门店，机器人商店北京、上海、广东门店数排名前三，分别为 164/107/93 家。

表 15 零售店及机器人商店数量

	2017	2018	2019	2020	2021
零售店数量	32	63	114	187	295
机器人商店数量	43	260	825	1351	1870

资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

图 18 公司零售店全国布局


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

注：截至 2020 年 6 月 30 日

图 19 公司机器人商店全国布局


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

注：截至 2020 年 6 月 30 日

零售店为形象中心，机器人商店触达广泛

零售店是公司确立市场地位及与粉丝互动联系的重要渠道。公司主要专于一、二线城市开设零售店，选取标准主要考量商业区的区位、商圈消费者的平均可支配收入、高峰时客流量等因素，面积一般为 100~150 平方米，并指定专人负责运营及补货。国内零售店的平均初始投资额约为 230 万港币，现金投资回报期约为 3-6 个月。零售店定位于可以聚集大量粉丝、体验新产品、提升购物体验并提高品牌的知名度。

图 20 泡泡玛特零售店



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

表 16 零售店单店模型

	国内零售店	海外零售店
平均初始投资额	230 万港元	120 万港元
收支平衡	1~2 个月	/
现金投资回报期	3-6 个月	/

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

快闪店提高曝光度，提升品牌知名度。公司通过与购物中心合作，推出限时主题的快闪店，快闪店形式多样化且一般位于商场较为显眼位置，提高品牌曝光度，创造沉浸式的购物体验并且提升品牌知名度。快闪店的期限一般为 1~3 个月。

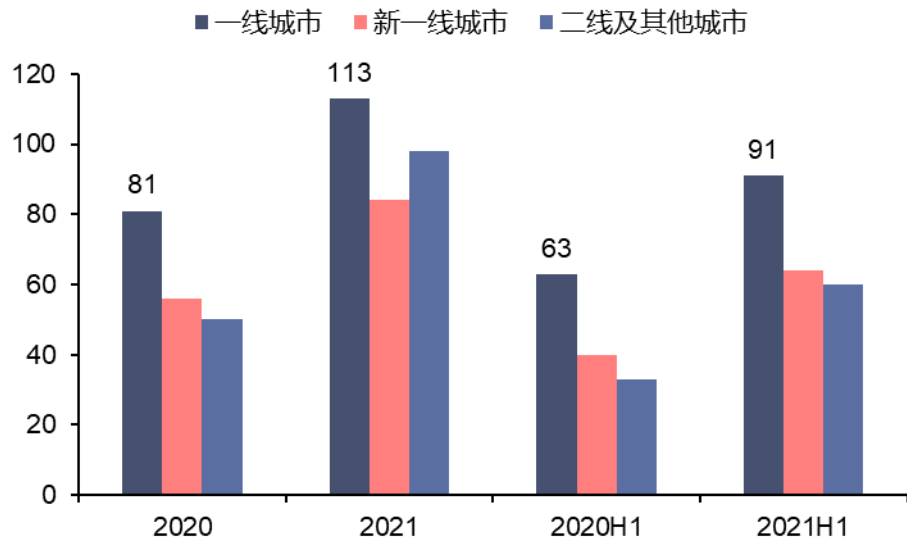
图 21 泡泡玛特快闪店



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

零售店主要分布在一线城市。从门店数量来看，零售店主要分布在一线城市，21年一线城市/新一线城市/二线及其他城市分别拥有113/84/98家零售店。从新增门店数量来看，二线及其他城市拓店最快，21年一线/新一线/二线分别新增32/28/48家。

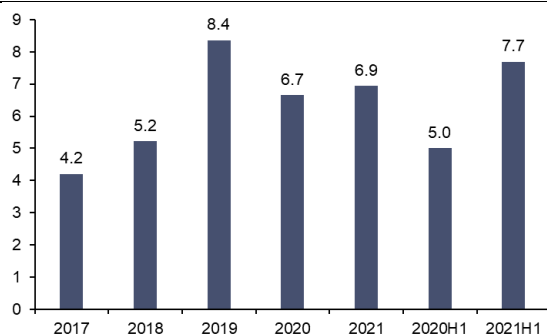
图 22 零售店分城市等级数量



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

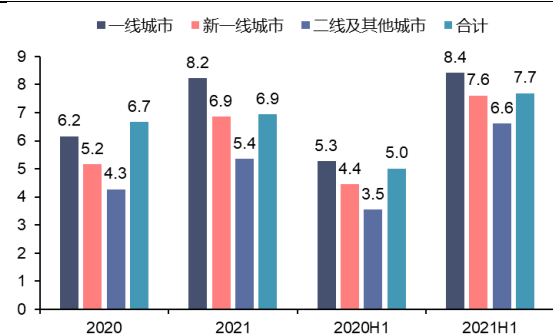
高级城市单店年化平均收益更优。17~19年零售店单店年化平均收益（零售店收入除以当期平均店铺数）逐年提升，盈利能力增强；20年受疫情影响，单店年化平均收益略有下滑；21年略有回暖，但尚未恢复至疫前水平。分城市等级来看，高级城市的年化平均收益高于低线城市。

图 23 零售店单店年化平均收益（百万元）



资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

图 24 零售店分城市等级单店年化平均收益（百万元）



资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

注：无19年6月末分城市等级门店数据，故20H1平均店铺数使用20年6月末店铺数代替，分城市等级数据较真实数据偏低，其余数据无影响

机器人商店提供交互式的有趣购物体验。机器人商店为自动式、交互式自动售货机，均配
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 25

备了用户友好型触摸屏，简单易操作，消费者仅需单击数下即可获得包括产品说明、促销活动及售后服务等功能，为消费者提供了交互式的有趣购物体验。主要投放于人流量高的商场、地铁站等位置，每台机器人商店大约可存储 60 个库存单位。

图 25 机器人商店



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

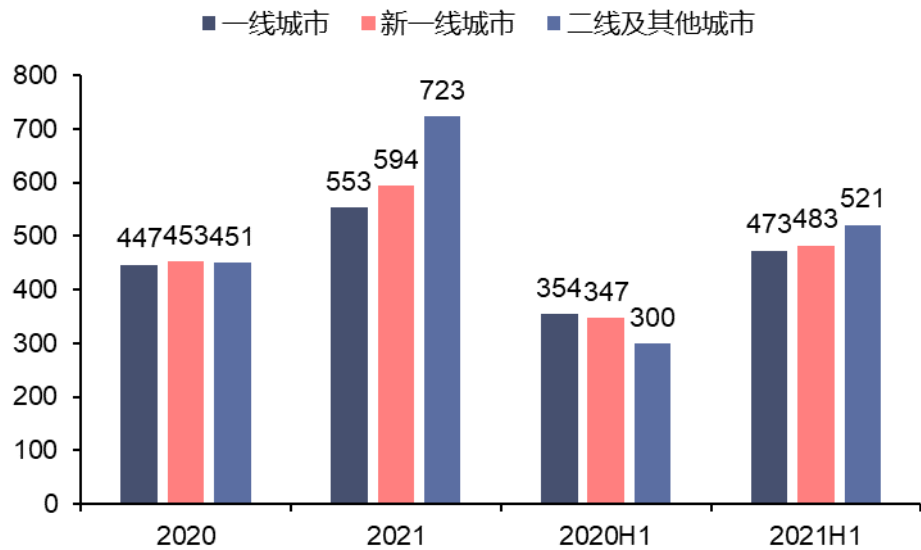
机器人商店使渠道拓展更加高效、快速、广泛，为零售店扩张提供支持。国内与海外机器人商店的前期平均初始投资额为 8 万港元，且租赁费、人工费及维护费方面较零售店成本更低，因此机器人商店可以支撑快速、高效的扩张，覆盖零售店未涉足的区域。另外，机器人商店的销售表现及市场反馈（包括粉丝喜好、客流量及消费模式）可以为零售店拓张提供数据支持。

表 17 机器人商店单店模型

	国内机器人商店	海外机器人商店
平均初始投资额	8 万港元	8 万港元
收支平衡	1-2 个月	/
现金投资回报期	4-5 个月	/

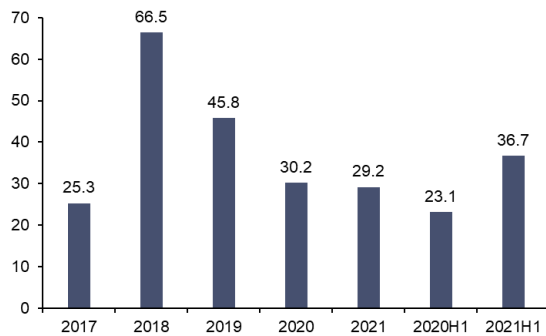
资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

21 年机器人商店拓店侧重二线及以下城市。从门店数量来看，机器人商店主要分布在二线及其他城市，21 年一线/新一线/二线及其他城市分别拥有 553/594/723 家零售店。从新增门店数量来看，二线及其他城市拓店最快，21 年一线/新一线/二线分别新增 106/141/272 家，布局呈加速趋势，未来侧重在低线级城市开设新机器人商店。

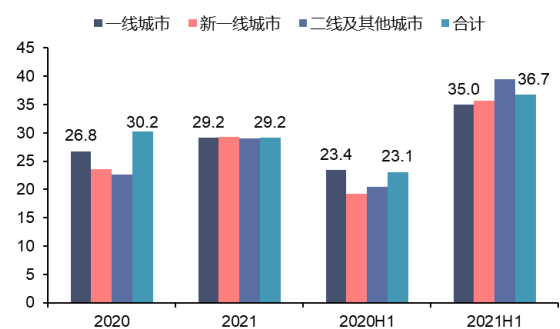
图 26 机器人商店分城市等级数量


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

不同线级城市平均单店收益接近。18~21 年机器人商店单店年化平均收益逐年下降，虽然 21H1 略有提升，但由于 H2 疫情反复，影响终端销售，全年平均收益下滑。分城市等级来看，不同线级城市平均单店收益较为接近。

图 27 机器人商店单店年化平均收益（万元）


资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

图 28 机器人商店分城市等级单店年化平均收益（万元）


资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

注：无 19 年 6 月末分城市等级门店数据，故 20H1 平均店铺数使用 20 年 6 月末店铺数代替，分城市等级数据较真实数据偏低，其余数据无影响

22 年国内拓店或将不及预期。公司计划于 21/22 年在国内分别拓展 83/100 家零售店及 800/1000 家机器人商店。21 年零售店拓店超预期，截至 21 年末，公司零售门店数达 295 家，较 20 年期末净增 108 家，机器人商店 1870 家，较 20 年期末净增 519 家。22 年上半年新开零售门店 20 家，我们预计下半年开店速度与上半年趋同，全年零售店拓店或将不及招股书预期。

表 18 开店计划

	2021&2022E				2021-国内	2022-国内	2021-海外	2022-海外
	一线	二线	三线	四线				
零售店	75	85	8	15	83	100	30	70
机器人商店	680	800	120	200	800	1000	300	700

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

线上抽盒玩法趣味性高

线上抽盒带来新体验。18年9月，公司在微信推出泡泡抽盒机，小程序模拟了盲盒的抽盒体验，可以线上选盲盒并开盒，并且内嵌有互动功能，创造了好玩、有趣的购物体验。线上抽盒流程为，消费者首先在线上抽盒机中选择自己喜欢系列，随后进入队列排队在一端（12盒）盲盒中抽选想要的一款盲盒；消费者可“摇一摇”来排除个别款式；使用提示卡获取盲盒内商品信息提示；使用显示卡直接显示盲盒内商品。确定选择后，客户在线支付完成订单后，可在线打开盲盒，盲盒将在2~7天配送。

线上抽盒收入高增长。18~21年线上渠道中，抽盒机增速最高，CAGR达239.5%，21年收入达到9.0亿元。

图 29 泡泡抽盒机流程

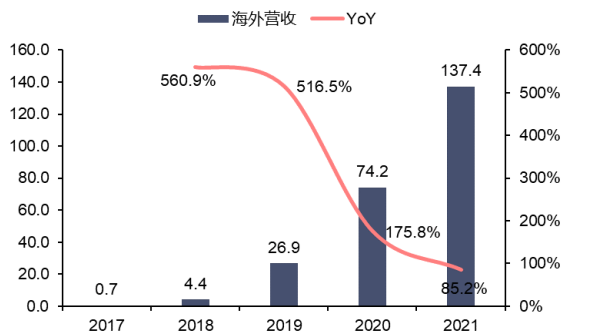

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

全球拓张进行时

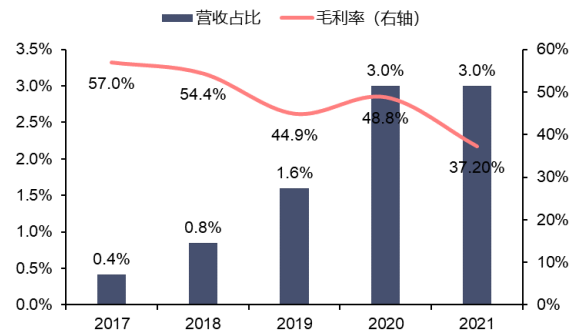
海外快速拓张，营收占比提升。目前公司海外业务已遍布20多个国家和地区，包括中国港澳台地区、日韩、东南亚、澳洲、北美和欧洲等。线上线下渠道均有布局，其中机器人商店成功进入韩国、新加坡等国。17~20年海外收入CAGR达312.4%，21年海外收入继续高增，增速达85.2%。海外收入贡献持续提升，21年达到3.0%。

图 30 公司目前已进入市场


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 31 海外营收及增速（百万元）


资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

图 32 海外毛利率及海外营收占比


资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

未来开店重心向海外转移。公司开店重心将逐步转向海外，加快对海外投入。根据公司中报预告交流会，22H1，在美国、韩国、日本陆续开业门店，首日开业收入分别为 25 万元/6 万元/15 万元。截至 22 年 7 月，海外已开业 26 家门店，其中 12 家是长期门店，14 家是快闪店（一年左右租赁期），机器人商店超过 100 家，经营表现超出国内水平或持平。公司计划未来短期主要拓展亚洲国家，长期辐射欧美，计划在 22 年末，海外零售门店达到 42 家（其中长期门店 27 家），机器人商店达到 150 家。

试水乐园业务

乐园业务小试牛刀。21 年 2 月，Molly 在上海豫园灯会中亮相，公司在乐园业态的布局版图逐渐展露。同年 8 月，成立北京泡泡玛特乐园管理有限公司，由北京泡泡玛特文创全资持有，经营范围囊括城市公园管理、游乐园等。21 年 9 月，全球概念店入驻北京环影。22 年 1 月，公司与北京朝阳公园合作开发线下乐园，朝阳公园授权公司使用园区内“欧陆风韵”项目及其周边街道、森林，项目占地面积为 0.03 平方千米。

图 33 Molly 亮相豫园灯展及公司环影概念店

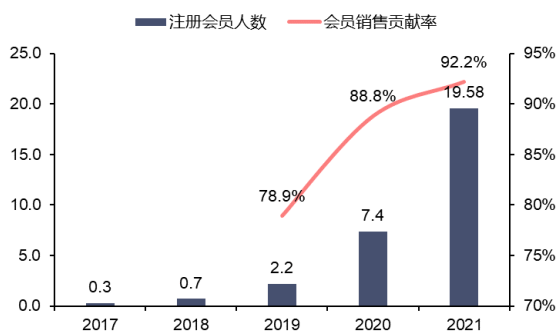

资料来源：小红书，环球网，信达证券研发中心

五、会员规模日益庞大，粘性强

免费注册会员，积分抵现。粉丝可以通过在线渠道及线下渠道免费注册为会员，不同的会员等级提供不同的权益如积分兑换、生日促销活动等。会员每消费1元即可获得1个积分，生日当天消费获得双倍积分，每20积分可抵扣1元现金使用，还可参与不定期推出的积分兑换活动，兑换限量或限定玩具。

会员人数持续高增，贡献收入占比明显提升。公司注册会员人数增长迅速，截至21年末，累计注册会员总数从20年12月末的740万人增至1958万人。会员销售贡献率逐年提升，由19年的78.9%提升至21年的92.2%。

抽盒机付费会员平均支出较天猫更高。天猫旗舰店付费会员平均支出相对稳定，在500元以上，泡泡玛特抽盒机付费会员平均支出较天猫会员平均支出更高。

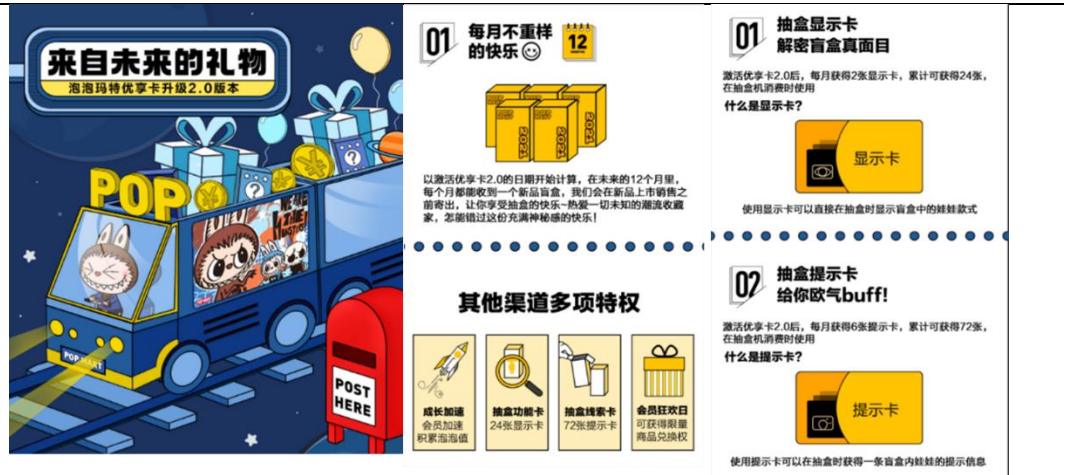
图 34 注册会员人数（百万人）与会员销售贡献率


资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

图 35 付费会员平均支出


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

会员体系粘性强，复购率超过50%。公司推出了独具特色的会员运营方式——优享卡，购买优享卡后每个月会在新品发售前寄出给粉丝，提前享受新品，并且享有显示卡（显示盲盒的款式）。特色会员运营使复购率保持较高水平，21年会员复购率高达56.5%（19年复购率为58.0%，高于中国潮玩市场十大玩家的平均值50.4%）。

图 36 泡泡玛特优享卡


资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店，信达证券研发中心

精细化私域流量运营。公司通过微信公众号发布新产品信息，以加强品牌知名度。截至 20 年 6 月末，泡泡玛特官方微信公众号拥有 240 万名粉丝。通过微信公众号还可以加入泡泡玛特社群，社群内设有专人维护，每日与粉丝互动，不定期发送盲盒优惠券、大娃购买资格以及新品发售信息，私域流量运营精细化。

图 37 泡泡玛特社群


资料来源：泡泡玛特官方社群，信达证券研发中心

六、财务分析：头部 IP 贡献稳定，线上高增长

构筑自主产品为核心的产品体系。公司除自主产品以外，其余为外采及代销。公司在 17 年以外采及代销为主，后逐步构建起自主产品为主的产品体系，自主产品收入贡献从 17 年 29.0% 提升至 21 年 88.6%。

自有 IP 为自主产品主要收入来源。公司自主产品包括自有 IP、独家 IP 和非独家 IP。在自主产品中，17~19 年自有 IP 收入贡献逐年下降，主要是独家 IP 增速较快所致，独家 IP 收入复合增速达 1010.6%，Pucky、The Monsters 为独家 IP 的主要增长来源。19 年开始，Dimoo、BOBO & COCO 等自有 IP 的靓丽表现打破了 MOLLY 独大的局面（MOLLY 在自

有 IP 的收入贡献从 18 年的 99.2% 降至 21 年的 27.3%)，20 年开始，自有 IP 开始发力，占自主产品比例逐渐回升，自 19 年的 45.3% 提升至 21 年的 65.0%，成为自主产品的主要收入来源。

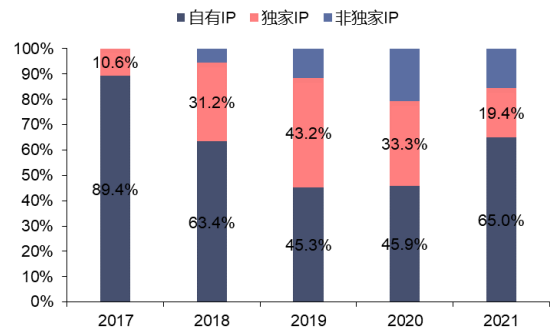
MOLLY、SKULLPANDA、Dimoo 为头部三大 IP。公司已形成以头部自有 IP 为核心的多元化的 IP 矩阵，21 年 MOLLY、SKULLPANDA、Dimoo、The Monsters 分别占自主产品营收的 17.7%/15.0%/14.2%/7.7%，头部三大 IP 的收入贡献比较均衡。

图 38 公司营收按产品类型拆分 (百万元)



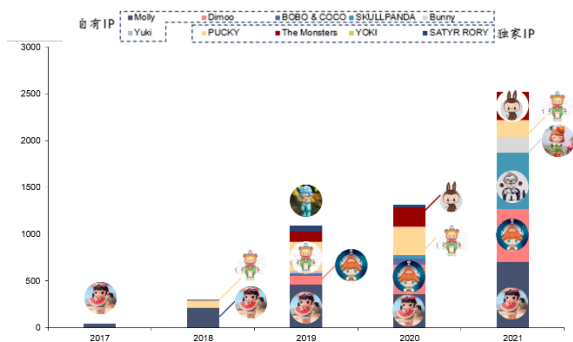
资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

图 39 公司自主产品营收按产品类型拆分



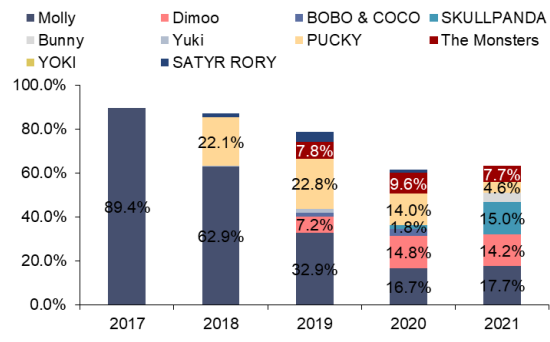
资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

图 40 公司头部 IP 营收 (百万元)



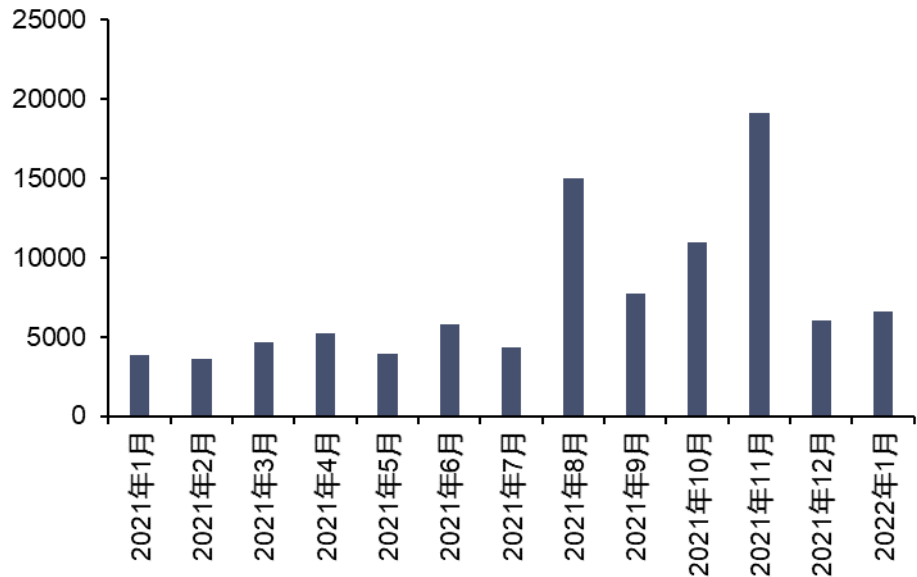
资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

图 41 公司头部 IP 营收占自有产品比例

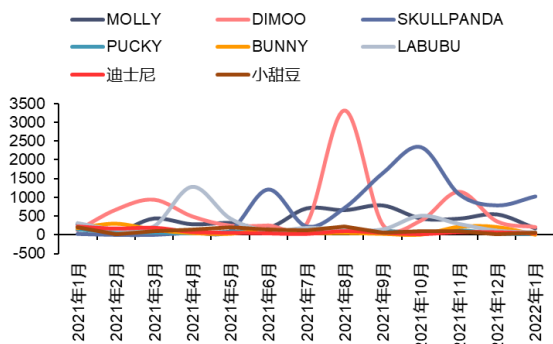


资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

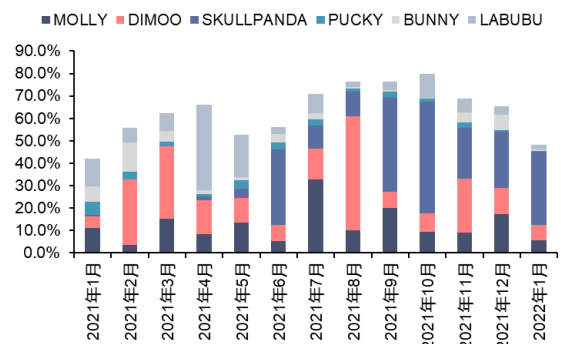
线上淘宝收入来看，头部 IP 轮番表现。上新 IP 一般情况下会以盲盒的形式面向消费者。公司去年线上盲盒销量数据呈现出以下几个特点：1) 盲盒销量由头部 IP MOLLY、DIMOO、SKULLPANDA、LABUBU 轮番表现；2) 公司收入呈现出一定的季节性，下半年受益于“天猫双十一”、“双十二”购物节促销活动，导致下半年整体销售情况较上半年更优；3) SKULLPANDA 下半年销售情况颇为亮眼，占据线上盲盒营收的较大份额。

图 42 公司线上营收呈现季节性


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

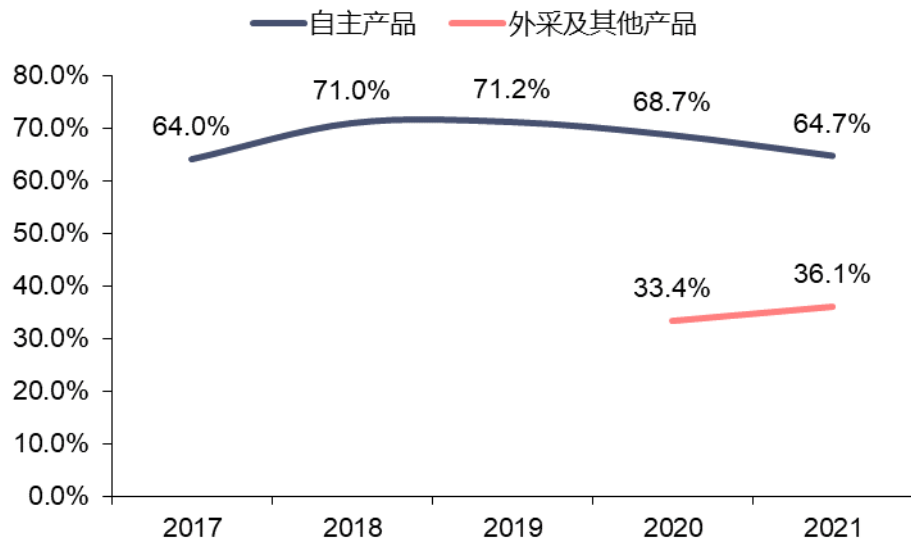
图 43 公司盲盒分 IP 销售收入 (万元)


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

图 44 盲盒分 IP 销售收入占比


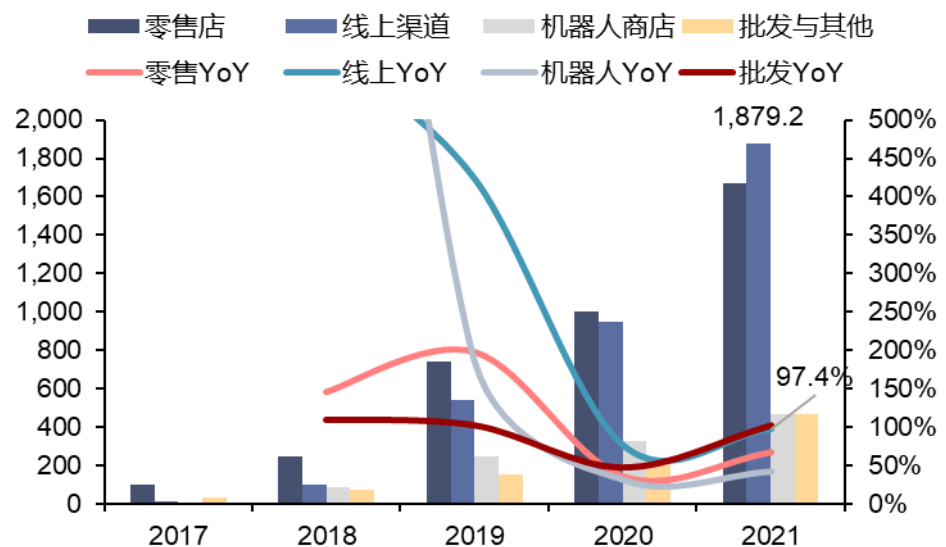
资料来源：淘数据，信达证券研发中心

自主产品盈利能力更强。近年来，自主产品毛利率在 65%以上，较外采产品（约 35%）盈利能力更强。19~21 年，自有产品毛利略有下滑，主要是产品工艺质量提高、复杂程度变高所致。

图 45 公司自主产品与外采及其他产品毛利率


资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

分渠道看，零售店与线上渠道高速增长。18 年，公司线上与机器人渠道快速爬坡，驱动收入快速增长。18~20 年，线上渠道、零售店、机器人商店营收 CAGR 分别为 204.2%/100.9%/95.0%，线上渠道复合增速最高；20 年受疫情影响，线下渠道收入增速显著下滑，线上渠受疫情影响有限，增速达 76.5%。21 年各渠道均恢复高速增长，其中线下渠道在疫情得到有效控制及零售店、机器人商店的快速拓店（零售店数由 20 年的 187 家增至 21 年的 295 家，机器人商店数由 20 年的 1351 家增至 21 年的 1870 家）的背景下，收入高增长，线上渠道因会员人数增长及其他电商渠道拓展的作用下，收入持续高增长。

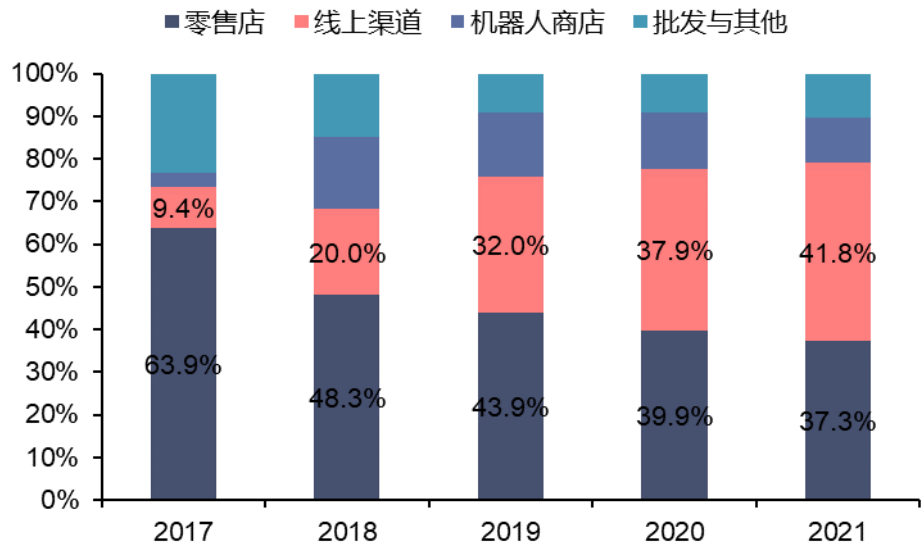
图 46 公司分渠道营收及增速（百万元）


资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

线上收入占比赶超零售店。从收入占比来看，由于线上渠道收入的复合增速更高，公司从

17年的以零售店渠道为主（收入占比线上渠道/零售店渠道分别为9.4%/63.9%），逐步变为21年的线上渠道（收入占比41.8%）占比高于零售店渠道（收入占比37.3%）。

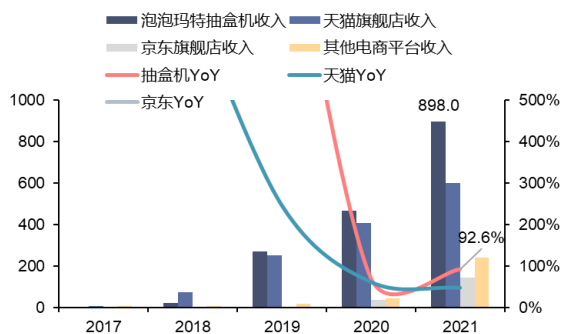
图 47 分渠道营收占比



资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

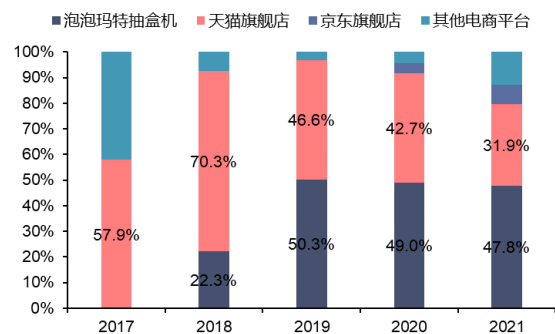
公司线上渠道收入增长迅猛，泡泡抽盒机贡献高增速。线上收入增长迅猛，18~20年CAGR为204.2%，增速高于其他渠道，主要是抽盒机与天猫旗舰店收入大幅增加所致。线上收入占比来看，17~19年抽盒机与天猫旗舰店营收占比逐年提升，19年两者合计占线上营收96.9%，20、21年两者收入占比有所下滑，主要是新增其他电商渠道且收入高速增长所致。公司线上第三方平台佣金一般为总销售额的5%，泡泡玛特抽盒机为自有销售平台，无需支付佣金。

图 48 线上营收及增速（百万元）



资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

图 49 线上营收拆分

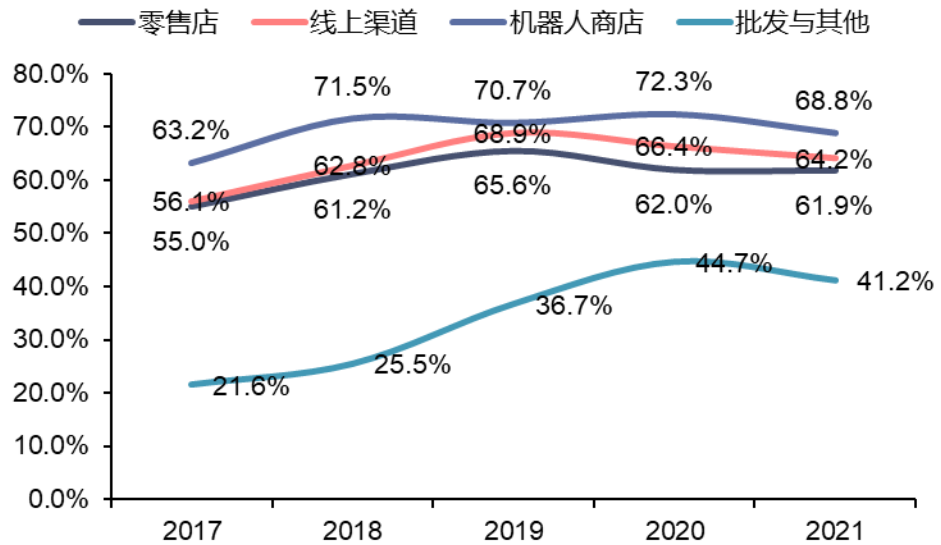


资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

机器人商店毛利率水平较高。机器人商店毛利率水平较零售店更高，在70%水平左右浮动，主要因为机器人商店租赁费、人工费及维护费较零售店成本更低。线上渠道毛利水平介于机器人商店与零售店之间。批发与其他渠道主要为经销商、批量采购的公司渠道以及展会

渠道，经销商及批量采购的公司渠道产品价格拥有折扣（折扣幅度为销售单价的 15%-45%），因此毛利相对较低；展会渠道因需支付展会成本因此毛利率水平相对较低。

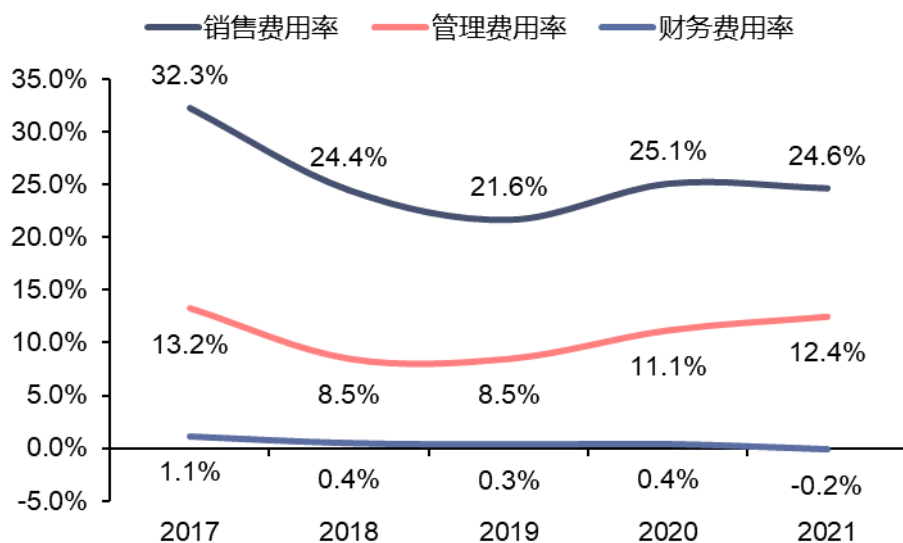
图 50 分渠道毛利率



资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

公司费用控制良好。17~19 年，公司期间费用率逐年降低。20 年，销售费用率同增 3.5pct 至 25.1%，主要原因是零售店的快速扩张（由 19 年末的 114 家增至 20 年末的 187 家）致使用权资产折旧大幅增加，及线上销售渠道的扩张导致运输及物流开支大幅增长；管理费用率同增 2.6pct 至 11.1%。21 年，销售费用率同减 0.5pct 至 24.6%；管理费用率略有提升，同增 1.3pct 至 12.4%，主要是行政员工及设计开发人员人数大幅增加（由 20 年末的 793 名员工增加至 21 年末的 1617 名）所致。

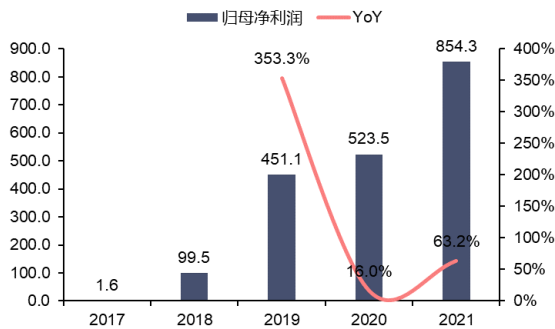
图 51 公司三费费用率



资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

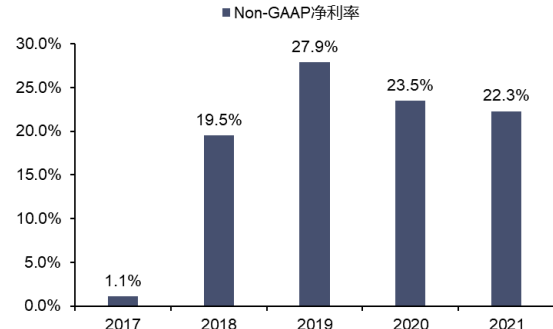
归母净利润持续高增，盈利水平保持相对稳定。近年公司归母净利润爆发式增长，20 年增速略有放缓，主要是疫情所致；21 年恢复高增，实现净利润 8.5 亿元，同增 63.2%；实现 Non-GAAP 净利润 10.0 亿元，调整项为股份支付。Non-GAAP 净利率超过 20%，21 年同减 1.2pct 至 22.3%。

图 52 公司归母净利润（百万元）及增速



资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

图 53 Non-GAAP 净利率

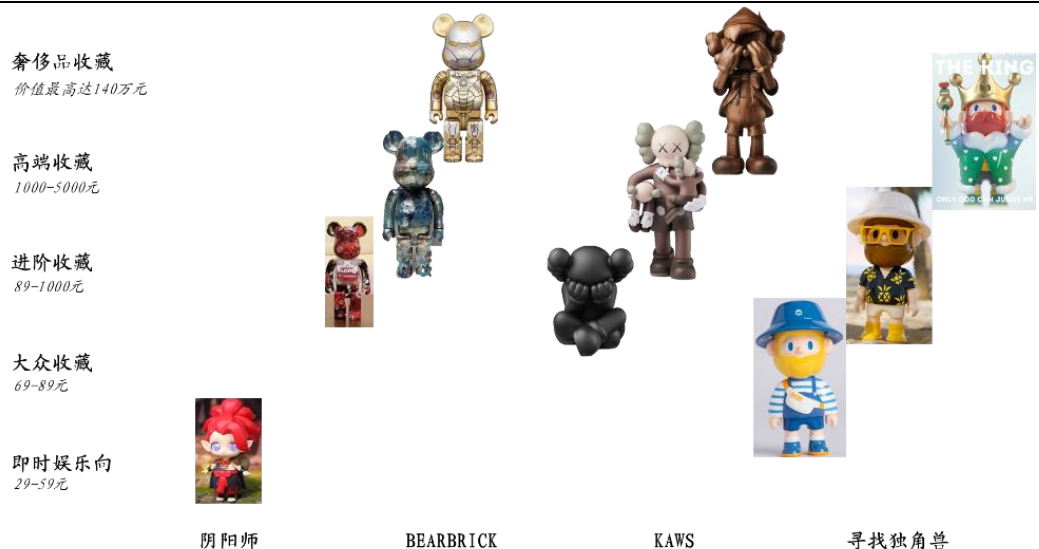


资料来源：公司招股书，公司公告，信达证券研发中心

潮玩行业：成长空间大，盲盒 IP 渐成双寡头格局

潮玩是年轻人彰显个性的媒介。潮流玩具涵盖产品种类繁多，包括盲盒、手办、GK 手办以及成人拼装玩具。不同于传统玩具，潮玩具有独特的设计和艺术性，适合展示与收藏，同时也是现代年轻人表达个性与态度的媒介。

图 54 潮玩适合展示与收藏

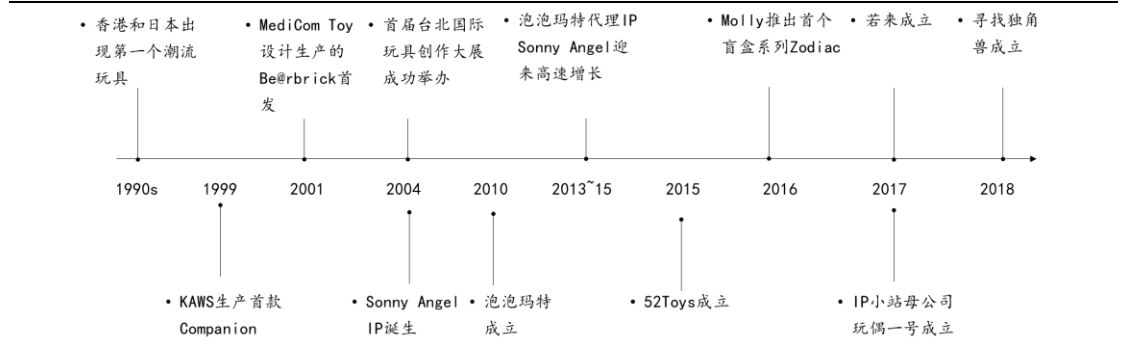


资料来源：寻找独角兽经销商展会，信达证券研发中心

目前中国潮流行业处于快速发展阶段。1) 萌芽期 (90s~2010 年): 90 年代的香港和日本诞生了第一批潮流玩具，世界著名潮玩品牌如 KAWS、MediCom Toy 也于千禧年左右诞生，潮玩文化在海外得到快速传播，国内潮玩属于较为小众的爱好。2) 探索期 (2010~2015

年): 公司起初定位于精品零售百货商店, 代理的 Sonny Angel 在 13~15 年迎来高速增长后, 发掘出国内潮玩市场的巨大潜力。3) 快速发展期 (2016 至今): 16 年公司签约设计师王信明创作 IP Molly, 并以盲盒形式推出 Molly 首个系列后大获成功, 此后潮玩行业迎来雨后春笋般快速生长, 众多国内优秀潮玩公司纷纷成立。

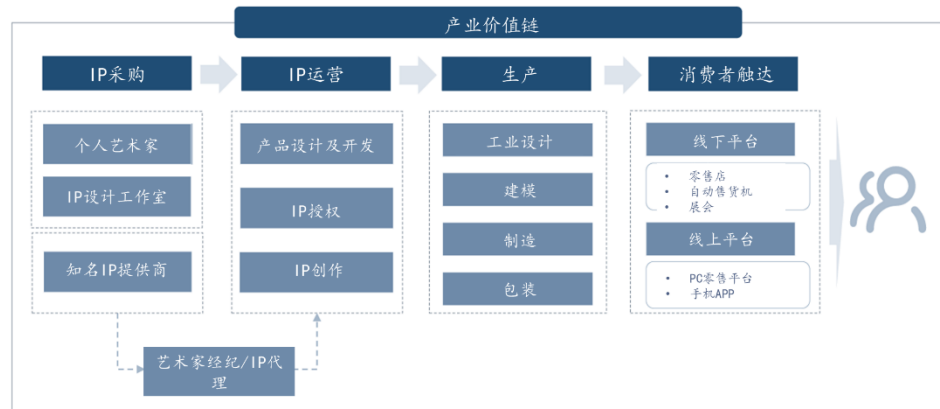
图 55 潮玩发展历程



资料来源: 泡泡玛特招股书, 各公司官网, 信达证券研发中心

潮玩产业链的壁垒主要为上游 IP 获取及运营。潮玩产业价值链涵盖设计 IP 采购、IP 运营、生产以及消费者触达。潮玩行业需要定期推出新品从而满足消费者的需求, 得到众多消费者喜爱且生命周期长的优秀潮玩 IP 较为稀缺, 因此潮玩产业链的主要壁垒在于上游 IP 的获取及运营。获取顶级潮玩 IP 要求潮玩公司拥有强大的 IP 发掘以及 IP 运营能力。潮玩公司主要以代工为主, 20 年, 我国经过 30 余年的发展已是全球最大的玩具生产与出口国, 全球 70% 以上的玩具由中国供应, 我国在玩具生产领域拥有丰富的产能以及完善的产业配套, 因此生产端壁垒较小。

图 56 潮流玩具产业价值链



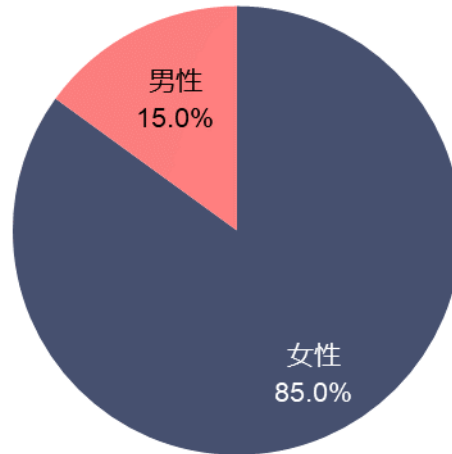
资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

潮玩用户画像: 年轻、女性为主, 购买频次高

潮玩消费者年轻且以女性为主。根据公司招股书, 19 年, 超过 95% 的潮玩消费者年龄介于 15 至 40 岁之间, 该年龄段人群占总人口比例超过 35%。他们拥有强烈自我表达及个性展现的渴望, 并愿意消费以取得精神上的满足。从消费者性别分布来看, 根据社科院公布数

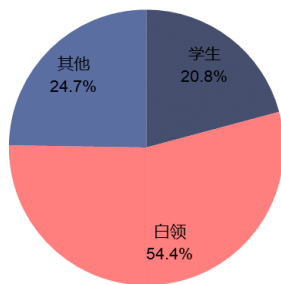
据，21年，女性消费者为潮玩主要消费群体，约占85.0%。从消费者职业分布来看，21年，白领与学生群体为主要消费者，占比分别为54.4%与20.8%。消费者群体大多以本科学历及以上为主，其中本科学历占绝大多数，为83.8%。

图 57 21 年中国潮玩消费者性别分布



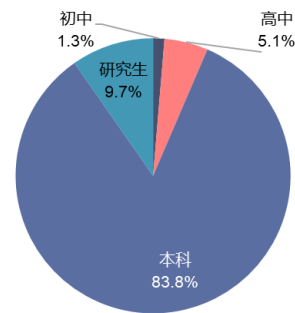
资料来源：社科院《2021 中国潮流玩具市场发展报告》，信达证券研发中心

图 58 21 年潮玩消费者职业分布



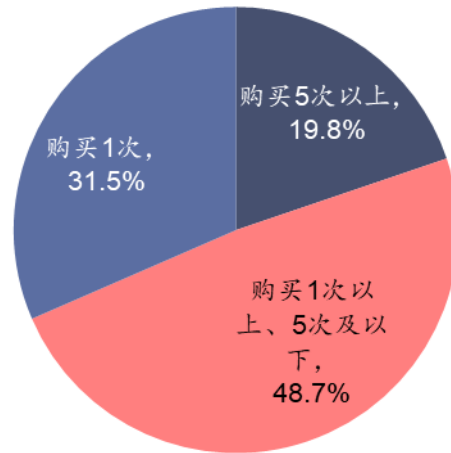
资料来源：社科院《2021 中国潮流玩具市场发展报告》，信达证券研发中心

图 59 21 年潮玩消费者学历分布

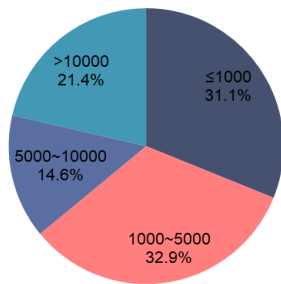


资料来源：社科院《2021 中国潮流玩具市场发展报告》，信达证券研发中心

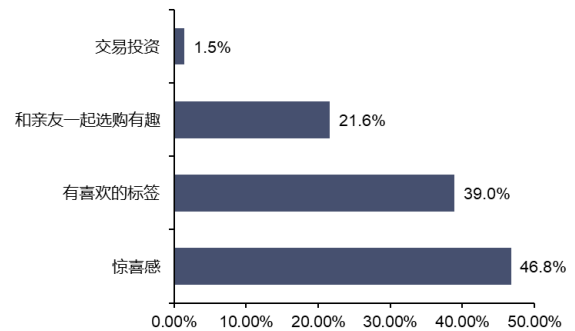
购买频次与消费水平均较高，惊喜感为购买盲盒主要原因。根据公司招股书，潮流消费者购买频次较高，19 年购买一次以上的消费者占 68.5%，其中购买 5 次以上的消费者占 19.8%。据社科院公布数据显示，潮流消费者购买盲盒消费水平较高，21 年有近 7 成的潮玩玩家潮玩盲盒消费达 1000 元以上，其中 32.9% 消费为 1000~5000 元，21.4% 超过 1 万元。从购买原因来看，惊喜感与有喜欢的标签为主要购买原因，分别占比 43.0%/35.8%，交易投资目的较少，占比仅为 1.4%。

图 60 19 年潮玩消费者购买次数


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 61 潮玩消费者 21 年购买盲盒消费（元）


资料来源：社科院《2021 中国潮流玩具市场发展报告》，信达证券研发中心

图 62 购买盲盒的原因


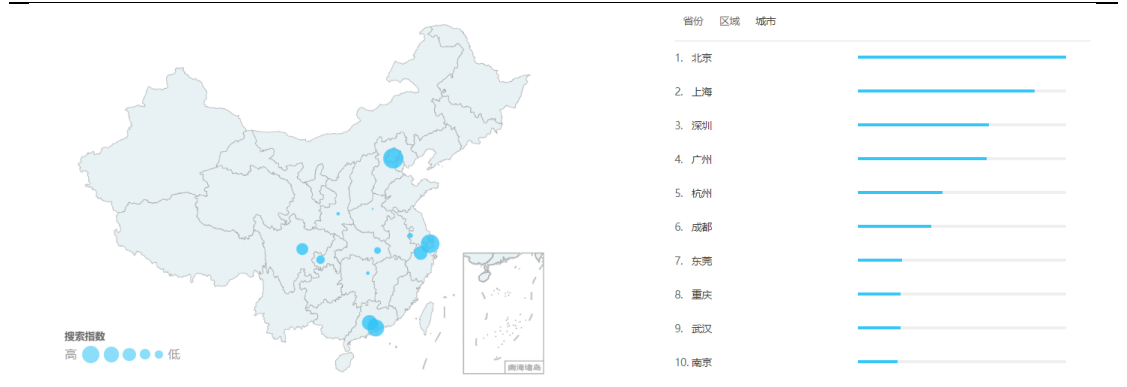
资料来源：社科院《2021 中国潮流玩具市场发展报告》，信达证券研发中心

潮玩主要满足了消费者悦己、社交、个性化方面的需求。精致妈妈、新锐白领、Z 世代消费群体的购买动机分别为悦己减压、治愈陪伴与个性圈层。可见潮玩已成为当代年轻人表达自我以及寻求陪伴的感性消费，而非实用主义的理性消费。

图 63 潮玩消费者


资料来源：天猫新品中心《潮流玩具行业发展趋势白皮书》，信达证券研发中心

关注潮玩文化的人群集中在较发达城市。分地域用户画像来看，21年，北、上、深、广四个城市的人群对潮玩的关注度位列搜索指数前四，对于潮玩关注度较高的用户一般来自于较为发达省会城市或直辖市，集中于长三角及京津冀地带，一般该地区的人均收入水平及消费水平较其他地区更高。

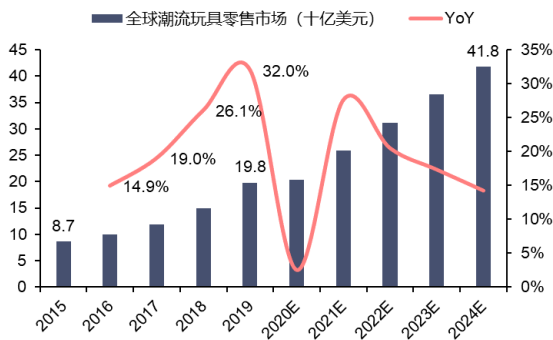
图 64 21年潮玩人群画像


资料来源：百度指数，信达证券研发中心

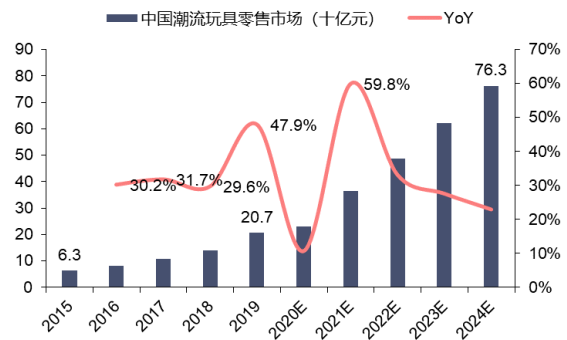
市场参与者多元化、流动性好等共同助力潮玩市场快速增长

全球潮玩零售市场继续高增长。根据公司招股书，随着潮流文化产业的快速发展，更多优质的潮玩IP涌现，全球潮玩零售市场规模由15年的87亿美元增至19年的198亿美元，CAGR为22.8%，预计20~24年CAGR将达到16.1%，24年全球潮玩零售市场规模将达到418亿美元。

我国潮玩零售市场仍处于早期阶段，发展空间大。我国潮流玩具市场规模由15年的63亿元增至19年的207亿元，CAGR达34.6%，预计20~24年复合增速将达到29.8%。

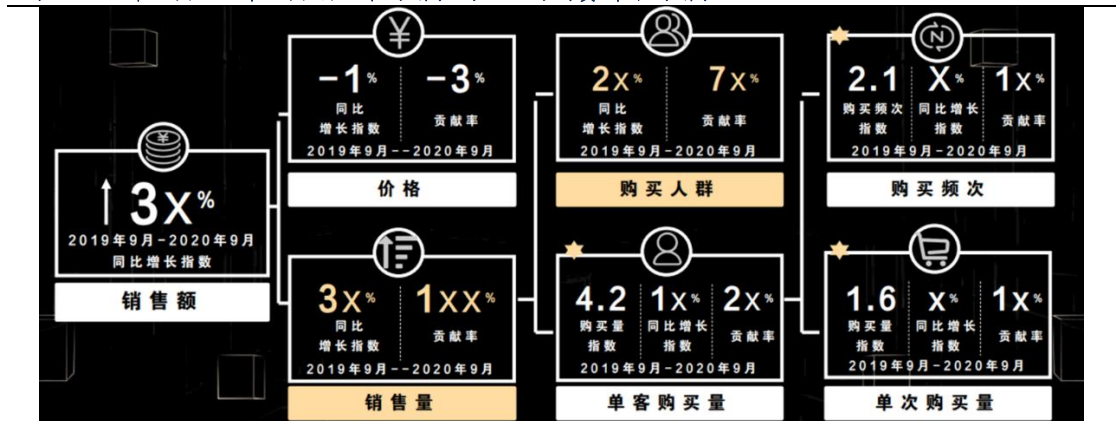
图 65 全球潮玩市场规模及增速 (十亿美元)


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 66 中国潮玩市场规模及增速 (十亿元)


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

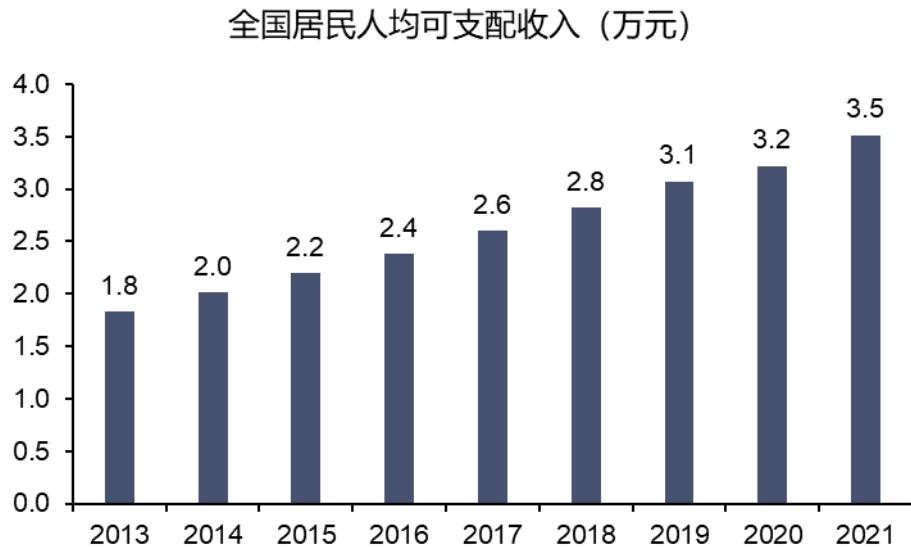
潮玩粉丝群的不断扩大。根据天猫新品中心数据显示，19年9月~20年9月潮玩盲盒的销售体量增长主要来自消费群体的扩大，并且购买人群及频次方面有较大的提升空间。随着潮玩粉丝群的不断扩大，潮玩零售市场有望快速增长。

图 67 19年9月-20年9月潮玩市场增长的核心为消费群体的增长


资料来源：天猫新品中心《潮流玩具行业发展趋势白皮书》，信达证券研发中心

潮玩文化逐渐从小众市场变为主流市场。随着寻找独角兽、IP 小站、若来等公司相继成立，越来越多的潮玩公司宣传潮玩文化，推出优质 IP，原本小众的市场逐步走进大众视野。

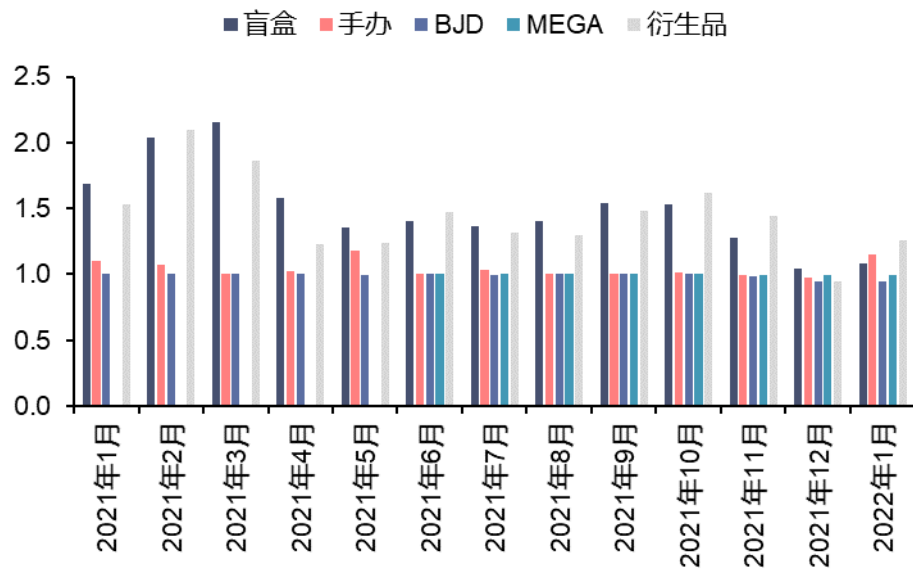
日益增长的消费力带来的潮玩购买量的增加。我国可支配收入及生活标准在数十年间持续增长，消费者渴望精致的生活方式，并且注重商品质量及其带来的情感满足。

图 68 全国人均可支配收入 (万元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

潮玩盲盒具有一定成瘾性，满足消费者的收集欲。盲盒被设计成不同风格系列，拆开盒子前无法预知盒子里具体是哪款玩偶，所以购买盲盒就存在着很大的不确定性。**1) 不确定性使盲盒具有成瘾性：**消费者在抽取盲盒时，正是这种不确定性让人感到兴奋与期待，并且与大脑的奖赏系统紧密关联，若抽出心仪的款式将会分泌多巴胺，让其产生继续抽取盲盒的动力，一旦再次抽中心仪款式便会加强该奖赏循环，进而成瘾。**2) 为满足收集欲而不断购买：**不少消费者收集盲盒会执着于收集整套不重复款式，然而抽取某一款式的不确定性以及隐藏款式（概率大多为 1/144）的存在造成收集整套并不是很容易的事情。为了集齐一套玩偶，许多消费者不得不整端（12 盒同系列盲盒为一整端）购买或大量重复的购买。

盲盒产品依赖量的提升，手办类产品依赖价的提升。正如前文所述，盲盒具有随机性，继而带来盲盒的复购。以公司为例，盲盒客户的平均购买份数较其他产品更多（大部分衍生品也以盲盒形式售卖）。因此，盲盒的核心在于拓展客源及持续推出爆款以增加复购。而手办、BJD、MEGA 为已知款式，大多数客户不会复购同款产品，因此核心在于提升价格带以及不断推出新品。

图 69 泡泡玛特客户平均购买份数


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

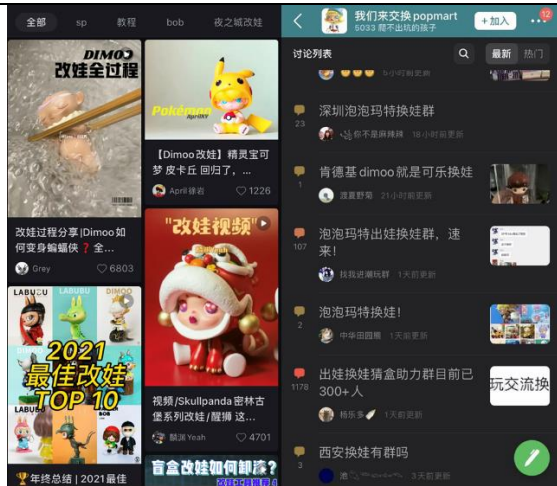
二级市场的火热为盲盒一级市场销售的助推剂。根据咸鱼发布的数据显示，19年，30万盲盒玩家成功达成交易，二手盲盒交易发布量增速超 300%。以咸鱼、潮玩族为代表的 APP 成为了潮玩二级市场聚集地，热门系列的隐藏款在二级市场中价格极高，如 21 年 SKULLPANDA 系列中隐藏款“面无表情的温丝黛”二级市场价格为发售价 10 倍以上。二级市场的火爆提高了潮玩的流动性，成为盲盒一级市场销售的助推剂。

图 70 咸鱼盲盒交易火热


资料来源：咸鱼，信达证券研发中心

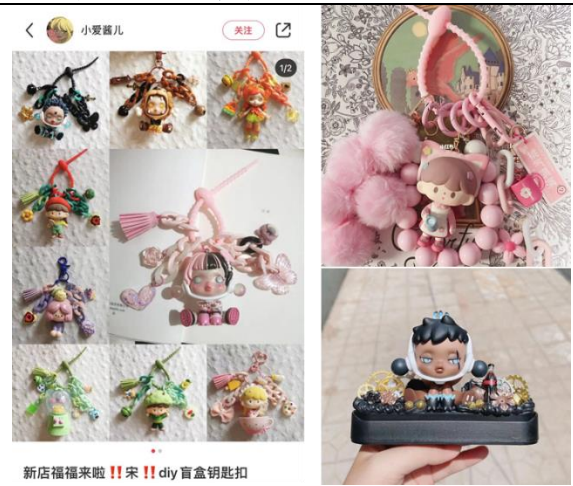
改娃、手作进一步赋予盲盒实用性和生命力。盲盒销售日益火爆，改娃应运而生，小红书 APP 中有众多改娃笔记，不少改娃者将盲盒中的热门款式进行二次创作后，在社交平台发布改娃流程或最终成品，吸引了新老潮玩玩家，并形成了新的改娃粉丝群体。同时市场中还出现了盲盒手作，即手作者通过将盲盒加入一定自身设计元素外加手工改造为钥匙扣、奶油胶摆、停车牌等实用物件后进行售卖，且售价可高达 200~300 元，远高于单款盲盒价格。玩家的二次创作赋予了潮玩新话题，从而吸引更多人步入潮玩的行列。

图 71 咸鱼盲盒交易火热改娃换娃备受关注



资料来源: 小红书, 豆瓣, 信达证券研发中心

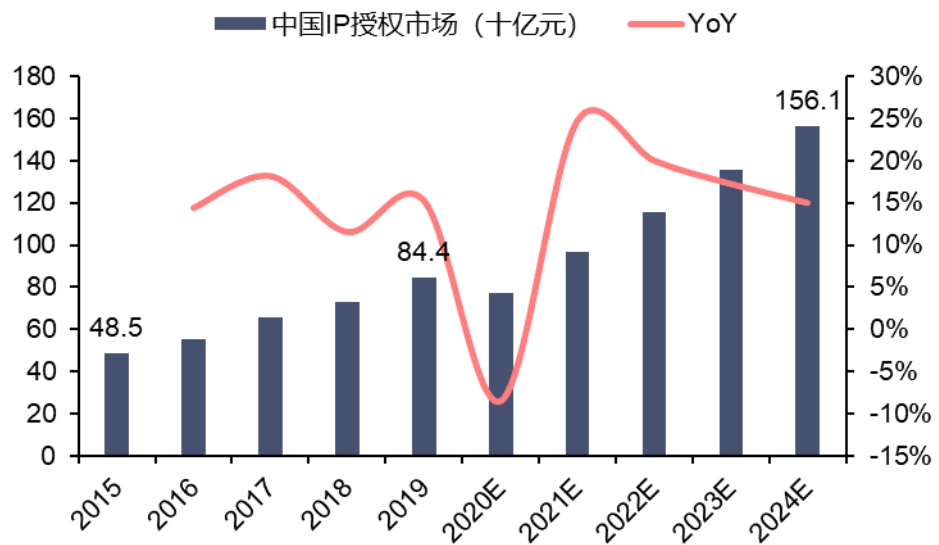
图 72 手作钥匙扣、停车牌



资料来源: 小红书, 信达证券研发中心

潮玩经济赋能中国 IP 授权市场。潮流玩具零售现为潮流玩具 IP 的主要变现方式, 随着越来越多优质潮玩 IP 诞生, 授权成为额外的变现机会, 潮玩 IP 授权市场将受益于潮玩经济的增长。我国 IP 授权市场规模由 15 年的 48.5 亿元增至 19 年的 84.4 亿元, CAGR 达 14.9%, 预计 19-24 年 CAGR 为 13.1%, 24 年 IP 授权市场规模将达 156.1 亿元。

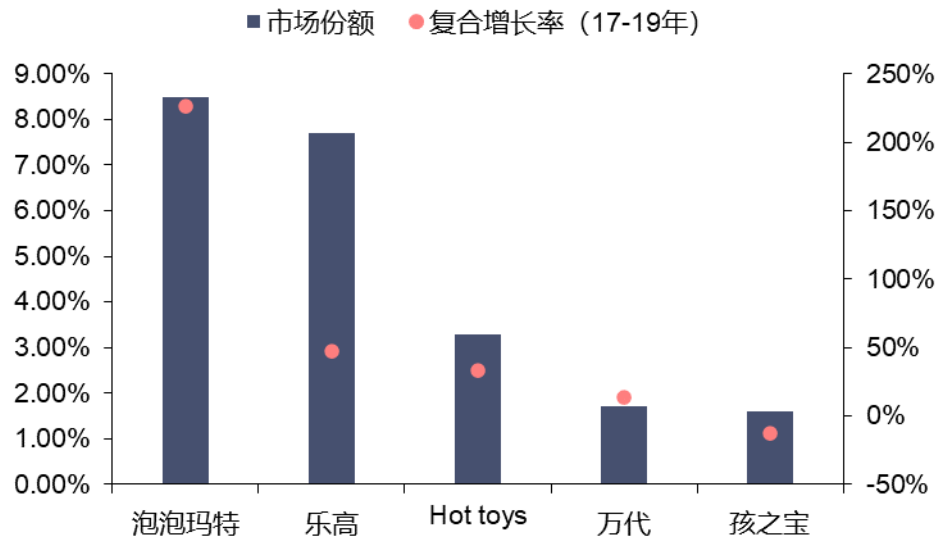
图 73 中国 IP 授权市场规模及增速 (十亿元)



资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

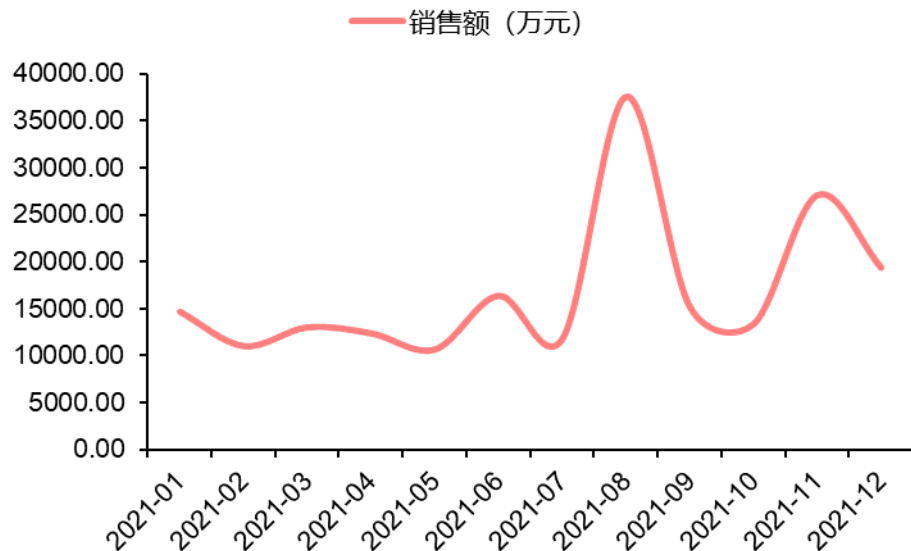
集中度较低, IP 端呈现双寡头格局

我国潮玩行业集中度较低, 公司领跑市场。截至 19 年, 我国潮玩行业前五大玩家的市场份额分别为 8.5% (泡泡玛特)、7.7% (推测为乐高)、3.3% (推测为 Hot toys)、1.7% (推测为万代) 及 1.6% (推测为孩之宝), 前五合计市场份额为 22.8%, 集中度较低。公司作为我国最大的潮玩品牌, 17~19 年仍保持快速增长, CAGR 高达 226.3%, 规模和增速均领跑市场。

图 74 19 年中国潮流玩具市场竞争格局（按零售额计）


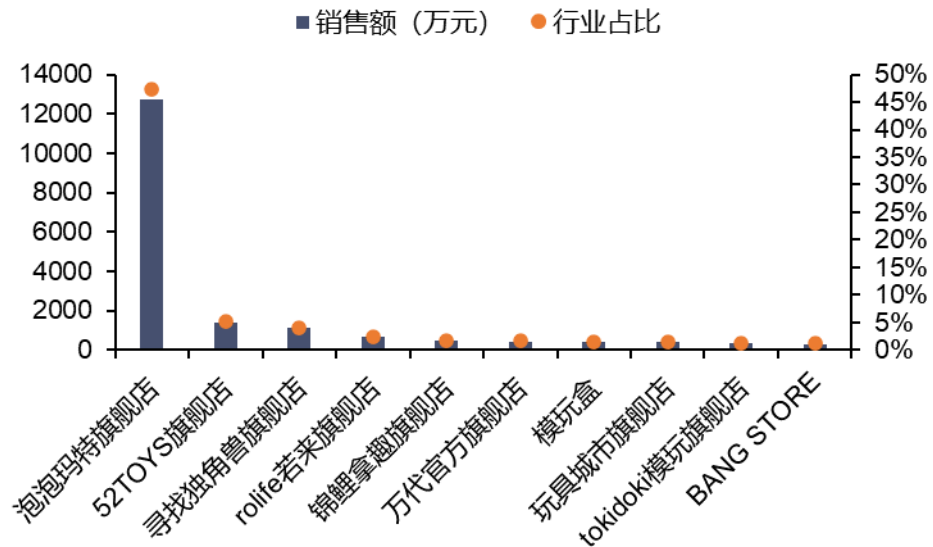
资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

从线上销量来看，行业销售额呈现明显季节性。根据淘数据潮玩品类销量数据显示，21 年潮玩行业下半年销售额达到巅峰，下半年为双十一、双十二等电商购物节，促销力度较大，故销售额较上半年更多，行业呈现明显周期性特征。

图 75 21 年潮玩行业品牌数及销售额（万元）


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

线上销量呈现长尾态势，泡泡玛特天猫份额占比较大。以 21 年 11 月为例，泡泡玛特为淘宝潮玩销量绝对龙头，销售额占行业销售额比重接近 5 成，52toys 仅占不到 5%，差距明显。根据淘数据显示，21 年 11 月潮玩盲盒有近 1308 个品牌，行业呈现长尾态势。

图 76 21 年 11 月潮玩行业销售额（万元）及占比


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

泡泡玛特在 IP 丰富度、渠道更具优势。潮玩企业大致可分为三类公司：1）覆盖全产业链的平台型企业，如泡泡玛特；2）主要覆盖产业链上游的品牌类企业，如寻找独角兽；3）经销渠道为主的下游分销商，如酷乐潮玩。泡泡玛特具有完善的潮玩全产业链一体化平台，包括艺术家发掘、IP 运营、消费者触达及潮玩文化的推广。对比 IP 小站与 52toys，渠道铺设更加广泛，且自营渠道占据主导地位，因此更具渠道把控力。从 IP 数量来看，公司拥有更加丰富的 IP 矩阵。

表 19 潮玩市场主要玩家对比

品牌	线下渠道	APP	IP	定位
泡泡玛特	门店：250； 机器人商店数量：1687 经销渠道：47 家经销商 (其中 22 家海外，截至 20 年 6 月末)	葩趣	截至 20 年 6 月末，拥有 12 个自有 IP、25 个独家 IP、56 个非独家 IP；知名 IP 包括 Molly、Dimmo、Skullpanda 等	覆盖潮玩全产业链： 1) 上游 IP 获取、IP 设计； 2) 中游设计生产； 3) 下游自营线上线下渠道+经销商经销渠道
IP 小站	机器人商店：900+	IP 小站	5 个自有 IP，30 余个独家 IP，与 SonnyAngel、阿狸、十二栋文化、ACTOYS、乐自天成等 IP 方合作	
52toys	门店：10 家直营店 机器人商店：1000+ 经销渠道：合作过万家	52toys； 蛋趣	自研 IP 包括 KIMMY&MIKI、BOX 系列、超活化系列、招财宇航员、皮奇奇、Lilith 等	
寻找独角兽	分销与经销	-	签约并孵化 IP 包括 FARMER BOB、RiCO、ShinWoo、卓大王、FLCORN、嘜啾啾 YEAOHUA 等	主要覆盖产业链上游： 自研、孵化、运营 IP 以及设计生产，产品销售线上
若来	全球 900+经销商	若吧 app	自有 IP 包括 Nanci 因茜、Suri 苏蕊、桃阮阮家族、Hanhan Nai 乃憨憨、Yoola 悠拉等	自营、线下为经销或分销
Toycity	国内外分销渠道超过 3000+	-	培育三十多位内部设计团队与研发人员，知名自有 IP 包括 Laura、Angel Boy 等	
酷乐潮玩	门店：300+家	酷乐潮玩	-	主要覆盖下游销售环节， 产品来自于上述潮玩品牌
九木杂物社	门店：436 家(直营 299 家，加盟 137 家，截至 21 年 9 月末)	-	-	

资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

IP 热门度层面，泡泡玛特与寻找独角兽市场领先。根据潮玩族公众号数据显示，22 年 1-6 月 IP 热门度排行榜中，排名前十的 IP 基本出自泡泡玛特与寻找独角兽，其中泡泡玛特占 6-7 位，寻找独角兽占 2-4 位。

表 20 22 年 1-6 月热门潮玩 IP 排行榜

2022年1月	2022年2月	2022年3月	2022年4月	2022年5月	2022年6月
SKULLPANDA 泡泡玛特	SKULLPANDA 泡泡玛特	SKULLPANDA 泡泡玛特	SKULLPANDA 泡泡玛特	SKULLPANDA 泡泡玛特	SKULLPANDA 泡泡玛特
LABUBU 泡泡玛特	LABUBU 泡泡玛特	DIMOO 泡泡玛特	LABUBU 泡泡玛特	DIMOO 泡泡玛特	卓大王 寻找独角兽
DIMOO 泡泡玛特	DIMOO 泡泡玛特	LABUBU 泡泡玛特	DIMOO 泡泡玛特	卓大王 寻找独角兽	DIMOO 泡泡玛特
FAMERBOB 寻找独角兽	Molly 泡泡玛特	RiCO 寻找独角兽	卓大王 寻找独角兽	LABUBU 泡泡玛特	FAMERBOB 寻找独角兽
Molly 泡泡玛特	FAMERBOB 寻找独角兽	卓大王 寻找独角兽	Molly 泡泡玛特	Molly 泡泡玛特	Molly 泡泡玛特
小甜豆 泡泡玛特	Nanci 若来	FAMERBOB 寻找独角兽	FAMERBOB 寻找独角兽	FAMERBOB 寻找独角兽	RiCO 寻找独角兽
Bunny 泡泡玛特	Bunny 泡泡玛特	Molly 泡泡玛特	RiCO 寻找独角兽	RiCO 寻找独角兽	LABUBU 泡泡玛特
Nanci 若来	小甜豆 泡泡玛特	小甜豆 泡泡玛特	小甜豆 泡泡玛特	LAURA Toycity	LAURA Toycity
卓大王 寻找独角兽	毕奇 泡泡玛特	ShinWoo 寻找独角兽	ShinWoo 寻找独角兽	小甜豆 泡泡玛特	小甜豆 泡泡玛特
RiCO 寻找独角兽	卓大王 寻找独角兽	Bunny 泡泡玛特	LAURA Toycity	毕奇 泡泡玛特	毕奇 泡泡玛特

资料来源：潮玩族公众号，信达证券研发中心

注：该排行榜以潮玩族二手交易量排行，由于各公司 IP 系列出货量不同，排名反映的热门程度并不一定代表真实 IP 热度

盈利预测及投资建议

收入及毛利率：根据业绩预告，22H1 收入同增不低于 30%，主要是因为 22H1 各地散发疫情，暂停了部分区域线下零售门店以及机器人商店的运营所致。基于对公司各渠道的拓店及表现预测，我们估计 22/23/24 年收入 58.9/78.5/97.8 亿元、同增 31.0%/33.4%/24.6%。

表 21 公司收入拆分及预测

(单位, 百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
零售店	1,002	1,673	2,093	2,632	3,291
YoY	35.5%	67.0%	25.1%	25.7%	25.0%
机器人商店	329	470	583	711	839
YoY	32.2%	42.9%	24.1%	22.0%	18.0%
线上渠道	952	1,879	2,450	3,380	4,195
YoY	76.5%	97.4%	30.4%	38.0%	24.1%
批发与其他	231	468	757	1,125	1,456
YoY	48.0%	102.8%	61.7%	48.5%	29.4%
总计	2,513	4,491	5,884	7,848	9,781
YoY	49.3%	78.7%	31.0%	33.4%	24.6%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

净利润及 EPS：21 年实现归母净利润 8.5 亿元，同增 63.2%，根据 22H1 业绩预告，受到新冠疫情反复及业务扩张的影响，净利润同减不高于 35%。我们估计 22/23/24 年归母净利润为 8.1/13.5/17.3 亿元，同比增长-5.1%/66.8%/27.7%，对应 EPS 0.58/0.97/1.24 元或 0.67/1.13/1.44 港元（假设未来港币汇率为 0.86）。

可比公司分析：选用全球 3 家潮流玩具上市公司奥飞娱乐（002292 SZ）、孩之宝（HAS NASDAQ）、万代南梦宫（7832 TYO）作为可比公司，2022~24 年平均估值为 34x/18x/16x。公司作为我国潮玩行业的龙头企业，理应享受估值溢价。

表 22 可比公司估值

	股价	货币单位	EPS				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
奥飞娱乐 002292 SZ	4.70	RMB	0.21	0.09	0.20	0.22	22	52	24	21
孩之宝 HAS NASDAQ	78.72	USD	5.23	5.23	5.84	6.89	15	15	13	11
万代南梦宫 7832 TYO	10360.00	JPY	272.93	498.73	473.69	419.09	38	21	22	25
平均							19	34	18	16
泡泡玛特 9992 HK	18.00	HKD	0.71	0.67	1.13	1.44	25	27	16	13

资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

注：股价为 2022 年 7 月 29 日收盘价，当日汇率为 1HKD=0.86RMB，泡泡玛特为信达证券研发中心预测，其余均为 Bloomberg 一致预期。

投资建议：我国潮玩市场仍处于早期阶段，发展空间大，且盲盒消费具有较强的粘性，增长确定性较高。公司作为行业龙头和先行者，仍处于快速扩张期，IP 丰富度高，经典 IP 生

命周期长，新 IP 颇具增长潜力。另外，海外有望成长为公司第二增长曲线。当前股价对应 PE 为 27x/16x/13x，考虑到公司的龙头地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

疫情反复对线下消费的影响：部分城市疫情反复将导致出行受限以及门店暂停营业，对线下消费产生短期负面影响。

宏观经济对潮玩行业的影响：宏观经济下行对可选消费及潮玩行业产生负面影响。

拓店不及预期的影响：可能面临拓店速度不及预期，将导致盈利不及预期。

IP 孵化不及预期的影响：新 IP 的孵化可能无法达到公司预期销售额。

研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。