

## 中信证券研究部



王冠然  
首席传媒分析师  
S1010519040005



徐晓芳  
首席商业零售  
分析师  
S1010515010003



郭韵  
轻工分析师  
S1010520100003

泡泡玛特	09992.HK
评级	买入（首次）
当前价	78.50 港元
总股本	1,402 百万股
港股流通股本	1,402 百万股
52 周最高/最低价	89.6/69.0 港元
近 12 月绝对涨幅	103.90%

## 核心观点

泡泡玛特是国内潮玩行业龙头，以 IP 打造为核心，成功构建了设计、制造、渠道、用户的闭环生态。短期看，泡泡玛特的门店数及潮玩人群渗透率提升料将驱动公司业绩稳健增长；长期看，随着泡泡玛特品牌影响力不断扩大，公司积极构建的多元化产品矩阵有望为品牌带来长久的增长空间。我们看好公司作为潮玩龙头的持续进化能力，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 泡泡玛特是当前国内潮玩行业龙头，自有及独家 IP 贡献收入主体。泡泡玛特主要产品类型包括盲盒、手办、BJD 玩偶等，2020H1 盲盒产品贡献收入占比 84%。2019 年/2020H1 公司实现营收 16.83 亿/8.18 亿元，同比分别+227.2%/+50.5%。2020H1 公司自有 IP/独家 IP/非独家 IP 收入占比分别为 34.4%/33.4%/16.3%，自有及独家 IP 贡献主要收入来源。

■ 潮玩行业处于快速增长期，长期看潮玩将形成品牌壁垒。潮流玩具核心受众为 15-40 岁、受过良好教育、拥有高消费能力与审美趣味的一二线城市年轻群体。我们认为潮玩主要满足了消费者情感、社交、不确定的奖励、收藏等维度的需求。潮玩市场处于高速增长期，根据泡泡玛特委托 Frost&Sullivan 所作研究，后者预计 2024 年我国潮玩零售市场规模将超过 700 亿元，对应 2019-24 年 CAGR 为 29.8%；潮玩市场竞争格局方面，按零售价值计，2019 年泡泡玛特以 8.5% 市占率排名第一。长期看，预计潮玩产业将从 IP 驱动向品牌驱动转变，品牌差异化是产业方竞争的核心壁垒。

■ 泡泡玛特以 IP 设计为核心，成功构建了设计、制造、渠道的闭环生态。设计：公司作为潮流玩具行业的龙头公司，拥有丰富的设计师资源，截至 2020H1，公司同超过 350 位艺术家保持紧密联系，且清华美院等多家艺术高等院校有深度合作，持续挖掘新锐艺术家；渠道：公司广泛布局线上线下渠道，公司线下拥有零售店、机器人商店；线上拥有天猫旗舰店、微信小程序等多元销售渠道；制造：渠道高销量反哺潮玩的生产，摊薄模具成本。公司与 20 多家成熟代工厂合作，确保优质产能支撑公司销售。

■ 展望泡泡玛特：以潮玩为始，构建富有艺术内涵的国际化高端潮流品牌。品牌运营方面，参考国际知名潮玩 IP Be@rbrick 和 KAWS 的运营经验，我们认为通过将旗下头部 IP 打造为“平台型”IP，不断与流行或奢侈品牌进行跨界联名以打造符号化标签，有望推动 IP 获得更加长久的生命周期。泡泡玛特已与奢侈品牌 YSL 圣罗兰等开展跨界联名，我们看好公司头部 IP 的发展前景。同时，泡泡玛特本身也将更多引入艺术设计，丰富自身的艺术属性；在产品策略方面，参考奢侈品行业的发展规律，我们认为泡泡玛特需要打造有层次的产品矩阵，以自上而下的潮流引领方式，为品牌的发展带来更为长久的空间。长期看，我们认为泡泡玛特作为行业的先锋者，除了本身在潮玩领域的优势外，更重要的是能融入艺术内涵并持续提升泡泡玛特本身的品牌价值，有望成为具有艺术特质的国际化高端潮流品牌。

■ 风险因素：疫情对线下零售冲击的时间及程度超出预期；潮玩行业增速不及预期；公司原创 IP 推新表现不及预期；行业竞争激烈，公司市场占有率不及预期；盲盒商品形式受舆论及监管负面冲击；盗版产品对公司产品口碑及销量造成冲

击。

**投资建议：**泡泡玛特是国内潮玩行业龙头，以 IP 设计为核心，成功构建了设计、制造、渠道、用户的闭环生态。我们认为，随着泡泡玛特品牌影响力的不断扩大，公司积极构建的多元化产品矩阵有望为品牌带来长久的增长空间。我们预测公司 2020E-2022E 年收入分别为 25.0 亿/49.8 亿/77.9 亿元，净利润分别为 5.5 亿/11.5 亿/19.4 亿元，对应 EPS 预测 0.40/0.82/1.38 元。截至 2021/01/13，公司股价对应 21E/22E PEG 倍数为 0.9x/0.8x，低于 PEG 稳健估值中枢 1.0x。短期来看，我们认为泡泡玛特的门店数及潮玩人群渗透率提升将有望驱动公司业绩稳健增长；长期来看，我们认为随着泡泡玛特品牌影响力不断扩大，公司积极构建的多元化产品矩阵有望为品牌带来长久的增长空间。我们看好泡泡玛特作为潮玩龙头公司的持续进化能力，公司有望成长为面向年轻世代的高端潮流品牌，首次覆盖给予“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	514.51	1,683.43	2,504.01	4,975.31	7,786.89
营业收入增长率 YoY	225.49%	227.19%	48.74%	98.69%	56.51%
净利润(百万元)	99.52	451.12	553.91	1,150.83	1,937.00
净利润增长率 YoY	6242.96%	353.29%	22.79%	107.76%	68.31%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.07	0.32	0.40	0.82	1.38
毛利率	57.92%	64.77%	64.42%	65.05%	66.09%
净资产收益率 ROE	66.87%	111.17%	18.16%	18.92%	25.40%
每股净资产(元)	0.16	0.42	3.93	4.75	6.13
PE	888	196	160	77	46
PEG	-	2.2	3.2	0.9	0.8
PB	404	149	16	13	10

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 13 日收盘价

## 目录

<b>泡泡玛特：潮玩行业龙头，新世代的精神乐园</b> .....	4
泡泡玛特：IP 赋能产品，国内潮玩行业领航者 .....	4
发展历程：从潮流产品渠道商到潮玩品牌龙头 .....	5
公司团队：股权结构稳定集中，高管团队年轻专业 .....	6
<b>财务分析：营收增幅明显，费用率控制良好</b> .....	7
营业收入：营收连续爆发增长，营收结构趋于平衡 .....	7
营业成本：商品成本及设计授权费占比超九成 .....	9
费用率及利润率：费用率控制良好，净利率提升明显 .....	10
<b>潮玩行业趋势：艺术潮流化，潮流商业化</b> .....	11
潮玩历史：成年人的童心所寄 .....	11
用户需求：情感、社交、收藏、悦己 .....	12
行业规模：潮玩市场迅速增长，行业仍处早期阶段 .....	13
产业链完善：从设计到产品 .....	14
潮玩趋势：以原创 IP 为始，以品牌壁垒为目标 .....	17
<b>公司核心竞争力：潮玩生态推动泡泡玛特品牌跃升</b> .....	19
IP 打造能力：极强的审美和艺术鉴赏力 .....	19
渠道布局领先：线下做品牌，线上做销售 .....	20
销量驱动产能，形成规模优势 .....	24
<b>泡泡玛特的未来：不止于潮玩，有望成为具有国际影响力和艺术内涵的高端品牌</b> .....	25
<b>风险因素</b> .....	27
<b>投资建议</b> .....	27
盈利预测核心假设 .....	27
估值与投资建议 .....	31

## 插图目录

图 1: 泡泡玛特的主要业态 .....	4
图 2: 泡泡玛特主要产品及特征 .....	4
图 3: 泡泡玛特主要 IP 类型及代表性 IP .....	5
图 4: 泡泡玛特发展历程 .....	6
图 5: 泡泡玛特股权结构 (2020 年 12 月 IPO 后) .....	6
图 6: 泡泡玛特营业收入及增速 .....	7
图 7: 泡泡玛特各 IP 种类营业收入占总营业收入比例 .....	7
图 8: 泡泡玛特品牌产品自有 IP 内部营业收入占比 .....	8
图 9: 泡泡玛特品牌产品独家 IP 内部营业收入占比 .....	8
图 10: 各 IP 类型盲盒收入及盲盒占总收入比重 .....	8
图 11: 泡泡玛特盲盒产品中不同 IP 类型收入占比 .....	8
图 12: 泡泡玛特按销售及经销渠道划分的营收占比 .....	9
图 13: 泡泡玛特营业成本及增速 .....	9
图 14: 泡泡玛特营业成本组成及占比 .....	9
图 15: 泡泡玛特按产品类别划分的毛利率 .....	10
图 16: 泡泡玛特品牌产品按 IP 类别划分的毛利率 .....	10
图 17: 泡泡玛特三项费用率 .....	10
图 18: 泡泡玛特净利润率 .....	10
图 19: 潮流玩具主要类型 .....	11
图 20: 盲盒的发展与演变历史 .....	11
图 21: 手办的发展与演变历史 .....	12
图 22: 经典艺术玩具 (Michael Lau Gardener 系列) .....	12
图 23: 现代艺术玩具 (KAWS) .....	12
图 24: 2018-2019 天猫模玩手办不同年龄层消费占比 .....	13
图 25: 我国 2018 年人口年龄结构中不同年龄段人群占比 .....	13
图 26: 潮流玩具消费群体的用户心理 .....	13
图 27: 中国潮流玩具市场的市场规模 (按零售价值计) .....	14
图 28: 2018 年潮流品类各类目增速 .....	14
图 29: 2015-2018H1 涂鸦类 IP 线上各类目消费热度 .....	14
图 30: 潮玩产业链分布 .....	15
图 31: 潮玩产业链上游 IP 来源 .....	15
图 32: 2019 年中国 IP 授权所来源的国家与地区 .....	16
图 33: 2019 中国 IP 授权交易方式 .....	16
图 34: 我国是全球玩具出口大国, 玩具加工制造业成熟 .....	16
图 35: 潮玩的终端零售业态 .....	17
图 36: 原创潮玩 IP 的初级形态代表 .....	18
图 37: 原创潮玩 IP 的中级形态代表: Sonny Angel .....	18
图 38: 潮玩 IP Be@rbrick 和 KAWS 与香奈儿、迪奥等奢侈品牌联名 .....	18
图 39: 奢侈品及高端潮玩品牌的产品矩阵对比 .....	19
图 40: 以泡泡玛特为代表的潮玩行业良性商业模式 .....	19
图 41: 泡泡玛特合作艺术家 .....	20
图 42: 泡泡玛特合作品牌 .....	20

图 43: 以迪士尼公主形象为例, 多家潮玩公司均获得 IP 授权 .....	20
图 44: 泡泡玛特线上线下布局的销售网络 .....	21
图 45: 期末零售店数量及增速 .....	21
图 46: 零售店收入及增速 .....	21
图 47: 期末机器人商店数量及增速 .....	22
图 48: 机器人商店收入及增速 .....	22
图 49: 线上渠道收入及增速 .....	23
图 50: 按渠道划分的来自线上渠道的营收占比 .....	23
图 51: 泡泡玛特批发营收及增速 .....	23
图 52: 泡泡玛特批发营收内部占比 .....	23
图 53: 北京国际潮玩展及上海国际潮玩展 .....	24
图 54: 泡泡玛特盲盒生产流程 .....	24
图 55: 泡泡玛特旗下 IP 形象与 YSL、王者荣耀等进行跨界联名 .....	25
图 56: 香奈儿与泡泡玛特的多元化产品矩阵结构 .....	26
图 57: 按产品类别划分的泡泡玛特品牌产品平均售价 .....	26
图 58: 以泡泡玛特为代表的潮玩品牌进阶之路 .....	27

## 表格目录

表 1: 泡泡玛特高管团队 .....	7
表 2: 2019 年中国潮流玩具公司竞争格局 (按零售价值计) .....	17
表 3: 泡泡玛特零售店营收拆分与预测 .....	27
表 4: 泡泡玛特机器人商店营收拆分与预测 .....	28
表 5: 泡泡玛特线上渠道营收拆分与预测 .....	28
表 6: 泡泡玛特批发及展会渠道营收拆分与预测 .....	29
表 7: 泡泡玛特营收拆分及预测 .....	29
表 8: 泡泡玛特市场占有率及零售价值预测 .....	30
表 9: 泡泡玛特毛利率预测 .....	30
表 10: 泡泡玛特盈利预测 .....	31



## ■ 泡泡玛特：潮玩行业龙头，新世代的精神乐园

### 泡泡玛特：IP 赋能产品，国内潮玩行业领航者

泡泡玛特是当前国内潮玩行业龙头，已形成艺术家发掘、IP 运营、消费者触达与粉丝和潮玩文化推广的全产业一体化平台。公司通过自研 IP 以及获取顶级艺术家的一流 IP 形成了国内领先的 IP 矩阵，通过对 IP 进行商业化创作，以潮玩等多种类型的产品触达消费者，进而建立潮玩的粉丝社区，推广潮玩文化。

图 1：泡泡玛特的主要业态



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

泡泡玛特产品线丰富，既包括以盲盒、手办、BJD 为代表的潮流玩具，也包括以挂饰等为代表的潮玩衍生品。盲盒是基于 IP 开发的潮玩产品，各 IP 产品系列数量通常包含 12 种不同的设计，以及一款特殊设计的“隐藏款”。由于消费体验的不可预测性，盲盒增加了消费的乐趣并促进消费者再次购买；手办产品相比于盲盒尺寸更大、设计更精致且价格也更为昂贵，是公司的高端消费产品；BJD 即球关节玩偶，通过球窝关节连接，以可活动的肢体为特点的人偶，主要拟供收藏，并通过可改变可活动部分为客户提供定制服务，因此价格相对于盲盒也较高；潮玩衍生品包括毛绒玩具、蓬松吊坠等。

图 2：泡泡玛特主要产品及特征

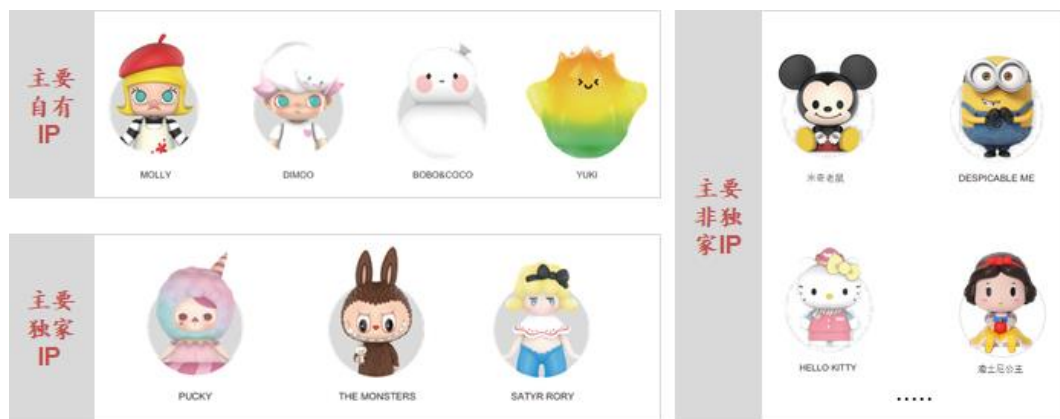
产品	盲盒	手办	BJD	衍生品
形象示例				
尺寸	4.5-9.5cm	>10cm	10-20cm	多种
售价	¥ 49- ¥ 99	¥ 199- ¥ 1499	¥ 399- ¥ 799	¥ 6- ¥ 389

资料来源：公司招股书，中信证券研究部

泡泡玛特的优质 IP 资源助力其稳固潮玩行业领先地位。IP 是公司业务的核心，其一体化平台与行业领先地位使其吸引并维持了潮玩行业的大批优质 IP。截止 2020H1，公司运营 93 个 IP，包括 12 个自有 IP，25 个独家 IP 以及 56 个非独家 IP。

- **自有 IP:** 包含收购的代表性 IP 如 Molly 与 Dimoo，这些 IP 随着原创艺术家创作新版本而不断完善、发展；以及内部设计团队所开发的 IP，如 Yuki 与 BOBO&COCO；
- **独家 IP:** 包括 Pucky、The Monsters 以及 SATYR RORY，这些 IP 由同公司合作的艺术家所创作；
- **非独家 IP:** 包括广受欢迎的米奇老鼠、迪士尼公主、Despicable Me 以及 Hello Kitty 等卡通人物，公司同迪士尼、环球影业等知名 IP 提供商建立稳定的授权关系。

图 3: 泡泡玛特主要 IP 类型及代表性 IP

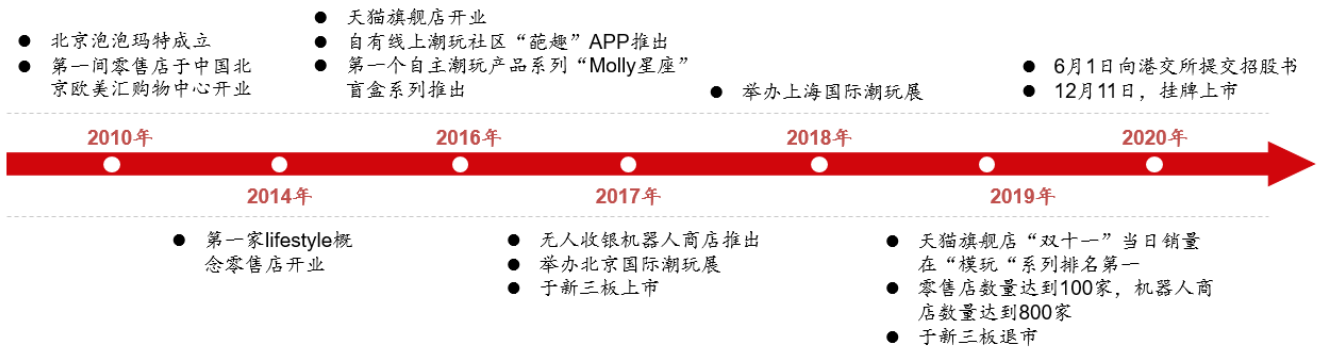


资料来源：公司招股书，泡泡玛特天猫旗舰店，中信证券研究部

## 发展历程：从潮流产品渠道商到潮玩品牌龙头

泡泡玛特由潮流产品渠道商起家，通过引进与自研 IP，铺设多种销售渠道，从而构建品牌效应，奠定潮玩行业龙头地位。公司于 2010 年成立，起初作为渠道商，主要销售代理的潮玩品牌。2016 年公司推出了首款盲盒产品“Molly 星座”，取得巨大成功。随后公司接连推出 DIMOO、PUCKY 等多项火爆 IP。在专注丰富旗下 IP 矩阵的同时，公司积极开展销售渠道布局，线下零售店、机器人商店与线上天猫旗舰店、泡泡抽盒机等双管齐下，抢占销售渠道以取得国内潮玩行业先发优势。

图 4: 泡泡玛特发展历程



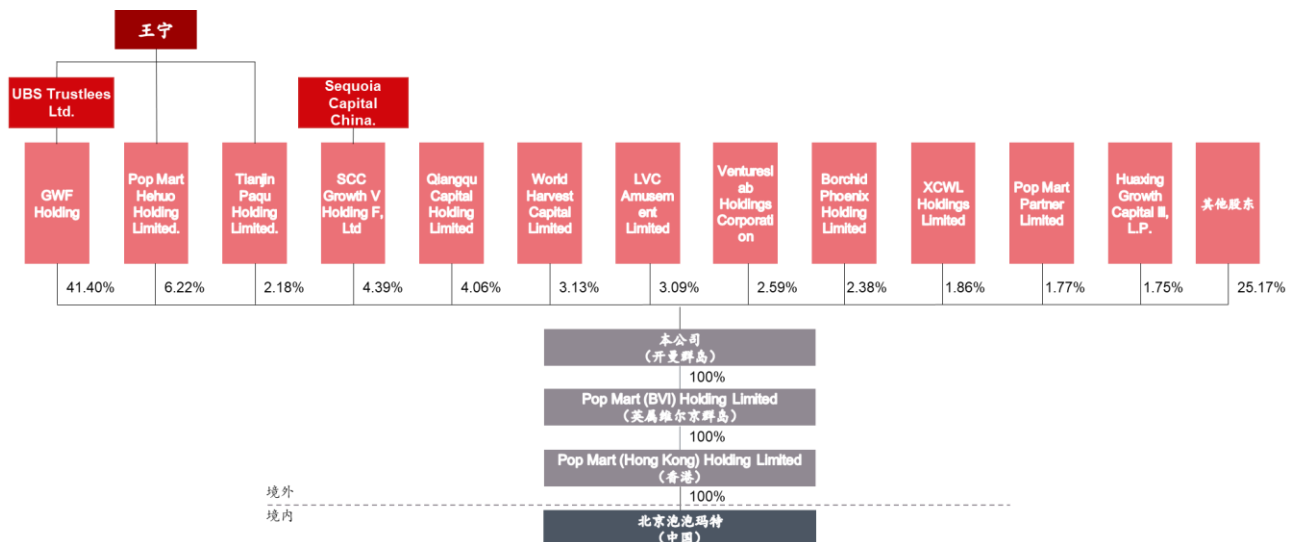
资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

### 公司团队: 股权结构稳定集中, 高管团队年轻专业

公司的控股股东为王宁先生, IPO 后王宁先生合计持股比例 49.40%。王宁先生是公司执行董事、董事会主席及行政总裁。王宁先生大学毕业后不久即于 2010 年 10 月成立泡泡玛特, 负责公司整体战略规划及管理。创始人王宁与其配偶杨涛分别通过 GWF Holding (王宁全资拥有)、Pop Mart Hehuo Holding Limited(王宁持股 43.99%, 杨涛持股 15.11%) 以及 Tianjin Paqu Holding Limited (王宁全资拥有) 持有公司 49.40% 的股份, 创始团队在公司上市后仍保持了较高的持股比例。

此外, 公司经历过多轮融资, 机构投资者中红杉资本中国、上海强趣企业管理中心(有限合伙) 持股占比分别为 4.39%、4.06%, 持股占比靠前。

图 5: 泡泡玛特股权结构 (2020 年 12 月 IPO 后)



资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

泡泡玛特高管团队较为年轻, 从业时间较长, 具有丰富的零售行业及 IP 运营经验。根据招股书披露信息, 公司高管团队平均年龄仅为 35.3 岁, 且平均拥有约十年相关行业经



验，具有丰富的潮流文化行业从业经验。公司富有远见的管理团队引领了中国潮流玩具行业的发展，并设定了行业的标准。管理团队对于市场趋势、行业趋势以及对 IP 创作与运营的深刻见解是公司处于中国潮流玩具行业领先地位的主要原因。

表 1: 泡泡玛特高管团队

姓名	年龄	职位	职务职责	加入集团时间
王宁	33 岁	执行董事、董事会主席及 CEO	负责整体战略规划及管理	2010/10
杨镜冰	41 岁	CFO	负责财务管理	2017/08
司德	32 岁	执行董事及 COO	负责整体运营、监察线上业务部及人力资源部	2015/03
杨涛	33 岁	执行董事及副总裁	负责质检产品部	2010/10
刘冉	32 岁	执行董事及副总裁	负责监察线下业务部	2011/07
文德一	41 岁	副总裁	负责监察海外业务部	2018/08

资料来源：公司招股书，中信证券研究部

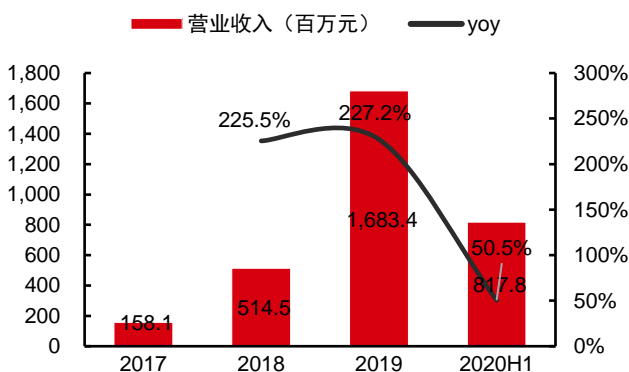
## 财务分析：营收增幅明显，费用率控制良好

### 营业收入：营收连续爆发增长，营收结构趋于平衡

泡泡玛特营收连续三年增幅明显，自有 IP 与独家 IP 营收占比显著提升，公司营收结构不断优化。2018/2019 年公司分别实现营收 514.5/1,683.4 百万元，同比增速分别达到 +225.5%/+227.2%。2020H1 受到疫情对于线下消费的冲击，公司营收增速有所放缓，同比+50.5%。

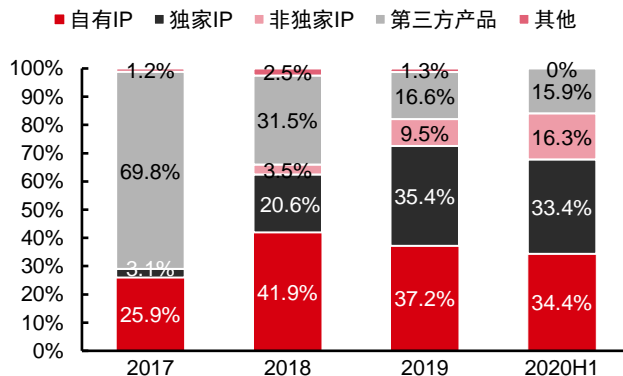
公司营收增长得益于自有 IP 及独家 IP 产品收入的迅速增长、占比不断提升。Molly 系列产品营收占比在 2017 年达到 25.9%，PUCKY 系列产品于 2018 年上线之际即贡献当年营收的 14.6%。2018 年以及 2019 年公司自有 IP 及独家 IP 营收占比分别达到 62.5%/72.6%。营收结构的变化反映了公司由渠道商向潮玩行业龙头企业的战略转型取得成功。

图 6: 泡泡玛特营业收入 (百万元) 及增速 (%)



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

图 7: 泡泡玛特各 IP 种类营业收入占总营业收入比例 (%)

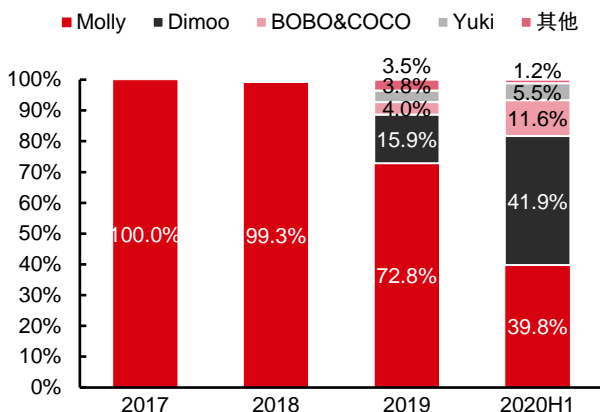


资料来源：公司招股书，中信证券研究部

### 泡泡玛特 IP 布局不断迭代，成功打造多元化 IP 矩阵，自有 IP 及独家 IP 内部营收结

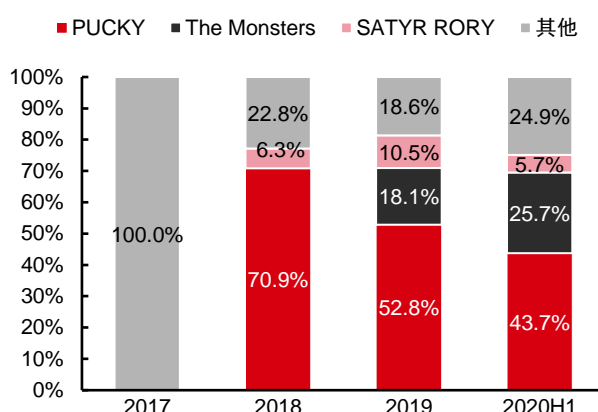
构趋于均衡。自有 IP 中，Dimoo 系列于 2019 年推出当年营收占比即达到 15.9%，并于 2020H1 超越 Molly 系列，营收占比达到 41.9%，成为自有 IP 第一营收引擎。独家 IP 中，公司在热门独家 IP PUCKY 系列之外积极打造多元化的独家 IP 矩阵。从 PUCKY 之外的独家 IP 营收占比来看，2017 年占比仅为 29.1%，2020H1 提升至 56.3%。丰富的 IP 矩阵拓展了公司的产品种类与收入来源，分散了特定 IP 流行程度下降的风险。

图 8：泡泡玛特品牌产品自有 IP 内部营业收入占比 (%)



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

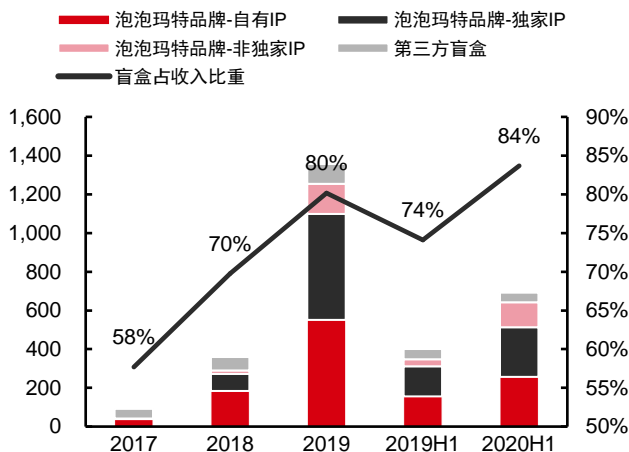
图 9：泡泡玛特品牌产品独家 IP 内部营业收入占比 (%)



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

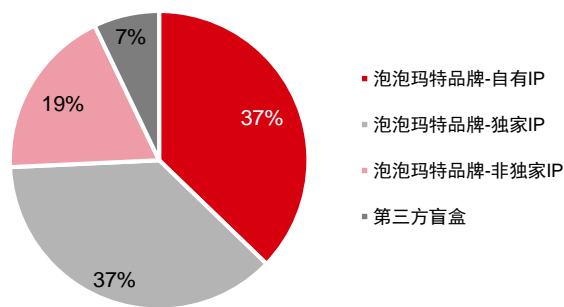
**盲盒为当前公司核心产品形态，2020H1 贡献营收占比 84%，自有和独家 IP 盲盒占核心优势。**泡泡玛特是国内盲盒行业的先行者，在公司的推动下行业迅速进入蓬勃发展期。2020H1 盲盒产品收入占公司总营收 84%，是公司的核心产品业务线。盲盒产品中，泡泡玛特品牌产品占比超过 90%，其中自有 IP 和独家 IP 分别占比 37%，非独家 IP 占比 19%。

图 10：各 IP 类型盲盒收入 (百万元) 及盲盒占总收入比重



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

图 11：泡泡玛特盲盒产品中不同 IP 类型收入占比

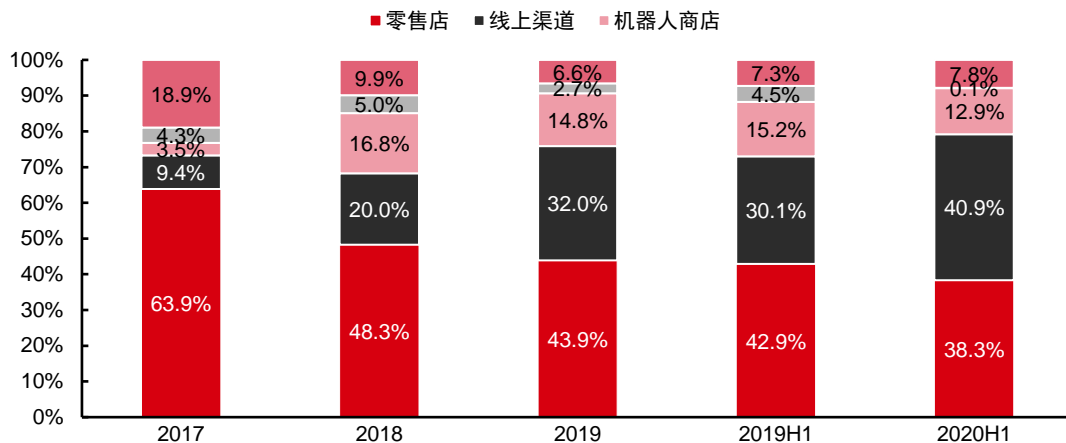


资料来源：公司招股书，中信证券研究部

泡泡玛特通过建立全面、广泛的销售网络来触及消费者，以此推广潮玩文化，巩固公司在行业内的领先地位。截至 2020H1，公司线下布有位于中国 33 个一二线城市主流商圈的 136 间零售店，位于中国 62 个城市的 1,001 间机器人商店；线上拥有天猫旗舰店、泡泡抽盒机、葩趣等渠道；此外，公司还拥有北京国际潮玩展和上海国际潮玩展以及全球 47

家经销商等其他批发渠道。从销售渠道营收占比来看，公司线上渠道营收占比逐步提高，2017 年线上渠道营收占比仅为 9.4%，2020H1 上升至 40.9%，全面且逐渐平衡的销售网络减缓了疫情期间同店收入下降对公司业绩的影响。

图 12：泡泡玛特按销售及经销渠道划分的营收占比

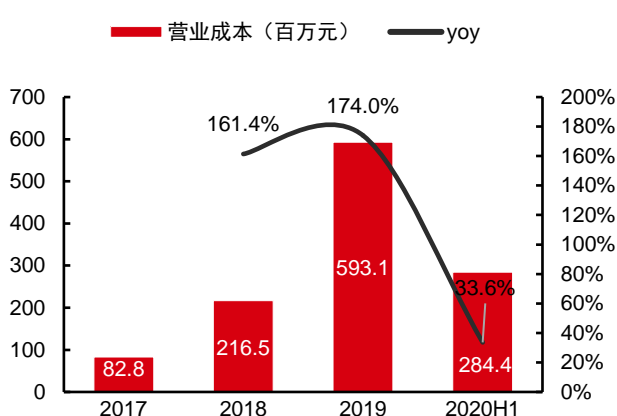


资料来源：公司招股书，中信证券研究部

### 营业成本：商品成本及设计授权费占比超九成

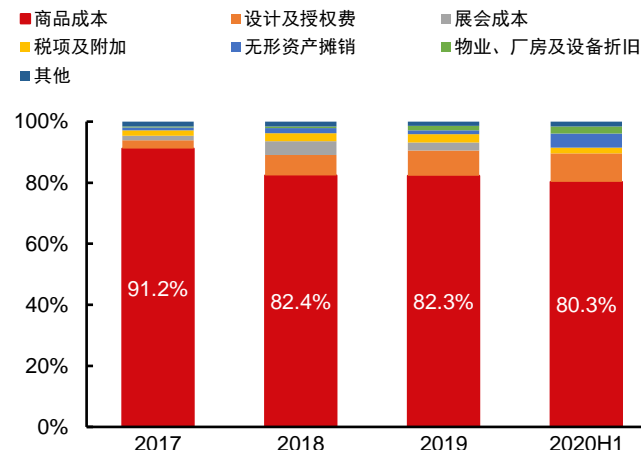
营业成本主要来自商品制造及采购成本，占比超过 80%。营业成本主要包括商品制造与采购成本、设计及授权费、展会成本、无形资产摊销等。2020H1，商品成本占比 80.3%，主要包括支付第三方制造商的商品成本及第三方产品的采购成本；设计及授权费占比 9.3%，主要包括支付予艺术家及 IP 提供商的设计及授权费，二者占比近 90%。

图 13：泡泡玛特营业成本（百万元）及增速（%）



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

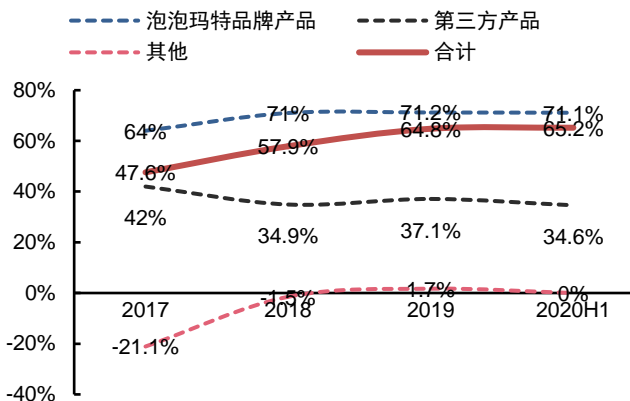
图 14：泡泡玛特营业成本组成及占比（%）



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

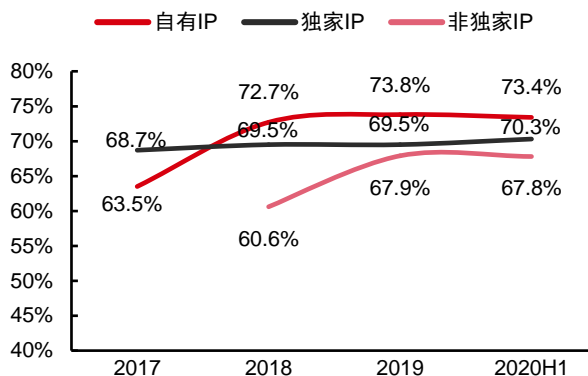
2020H1 公司毛利率超 65%，泡泡玛特自有品牌（自有 IP、独家 IP、非独家 IP）产品毛利率超 70%。近 3 年来，公司毛利率水平持续提升，2020H1 公司毛利率达到 65.2%。相比第三方产品及其他，公司品牌产品毛利率更高，超过 70%。自有品牌产品中，2020H1 自有/独家/非独家 IP 产品毛利率分别为 73.4%/70.3%/67.8%，自有 IP 产品毛利率最高。

图 15: 泡泡玛特按产品类别划分的毛利率 (%)



资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

图 16: 泡泡玛特品牌产品按 IP 类别划分的毛利率 (%)



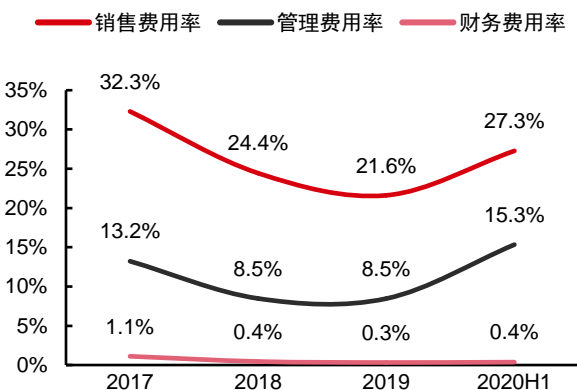
资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

### 费用率及利润率: 费用率控制良好, 净利率提升明显

**2017-2019 年期间费用率处于改善通道, 2020H1 受疫情冲击及开店速度加快致费用率短期抬升。**公司销售费用率自 2017 年的 32.3% 逐步降低至 2019 年的 21.6%, 2020H1 由于公司门店及机器人商店数量增加导致折旧及摊销开支与短期及可变租赁有关开支的增加, 叠加疫情冲击同店销售, 致使公司销售费用率短期内抬升至 27.3% (YoY+5.5pcts)。2020H1 管理费用率为 15.3% (YoY+3.5pcts), 主要由雇员福利开支增加、重新指定普通股为优先股有关的一次性费用及疫情冲击同店销售等原因所致。

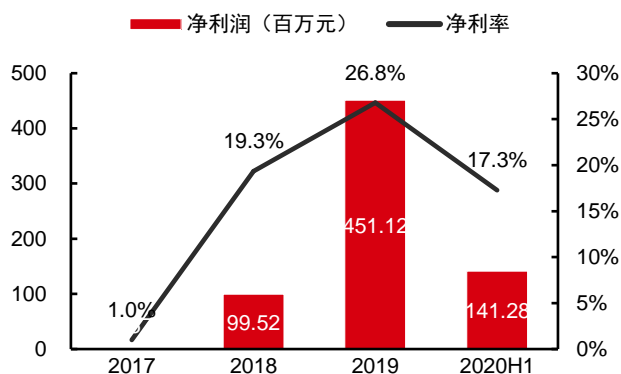
**2019 年净利率达 26.8%, 2020H1 受疫情影响净利率为 17.3%。**2018/2019 年公司净利率分别达到 19.3%/26.8%, 分别同比+18.4/+7.5pcts, 净利率的增长主要得益于泡泡玛特品牌产品占比提升等原因。2020H1 公司净利率为至 17.3% (YoY-3.6pcts), 净利率小幅下滑主要源于疫情导致同店销售下滑以及费用率的提升。

图 17: 泡泡玛特三项费用率 (%)



资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

图 18: 泡泡玛特净利润率 (%)



资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

## 潮玩行业趋势：艺术潮流化，潮流商业化

### 潮玩历史：成年人的童心所寄

潮流玩具发端于艺术玩具和设计师玩具，是以玩具雕塑作为载体，结合了设计师和艺术家有关潮流文化的设计理念的一种文化产品。其细分类别主要包括：盲盒、手办、艺术玩具、BJD 玩具 (Ball-jointed Doll, 亦称作球关节玩偶)、成人组装玩具、GK 手办 (Garage Kits, 即未经涂装上色的套装模件) 等。

图 19：潮流玩具主要类型



资料来源：泡泡玛特官方旗舰店等，中信证券研究部

盲盒上世纪 20 年代发端于美国，80 年代改良于日本，近年流行于中国。二十世纪 20 年代，伴随着自动贩卖机在美国的发展，商家尝试将小玩具用塑料壳包装后放在机器内销售。后这一模式传入日本，被改良吸收后发展成为胶囊玩具，也即“扭蛋”或“转蛋”。80 年代以来，以海洋堂为代表的日本扭蛋制造商广泛运用这一形式进行动漫 IP 手办、玩具模型、饰品挂件的销售。90 年代中国亦出现了类似性质的“集卡式营销”，如小浣熊、小当家等干脆面的水浒英雄卡牌等，可以看做是“盲盒”概念的本土化应用。2016 年以来，中国潮流玩具公司开始将这一形式用于旗下产品的销售。他们通过与玩具设计师合作，打造兼具艺术性与流行度的小型玩偶，通过商城无人零售和网络购物等方式对消费场景进行扩充，驱动了“盲盒”热在中国的风靡。

图 20：盲盒的发展与演变历史



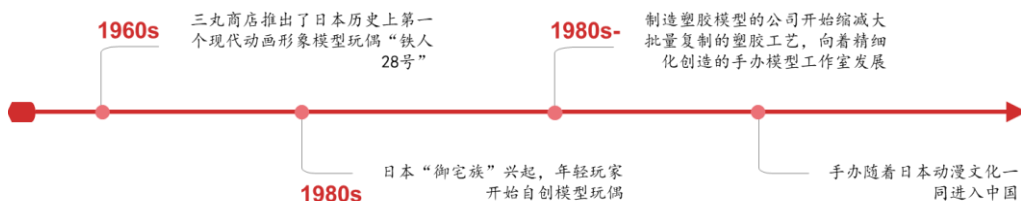
资料来源：中信证券研究部整理

手办上世纪 60 年代起源于日本，随二次元文化进入中国。狭义上的手办起源于日本，早期是作为动漫人物的衍生模型而被推出。20 世纪 60 年代左右，日本战后经济飞速发展，三丸商店推出了日本历史上第一个现代模型，动画形象玩偶“铁人 28 号”。此后，伴随着



动漫产业的不断发展，模型的种类越加丰富，市场也更为广泛。20 世纪 80 年代以来，电视游戏机和 PC 的普及催生了日本的“御宅族”，年轻玩家不再单纯消费商品，反而转型自创商品。而后，一些制造塑胶模型的公司也开始放弃或是缩减传统大批量复制的塑胶工艺，转而向着讲究精细化创造的手办模型工作室发展，著名的模型制造公司海洋堂就是其中之一。手办随着日本动漫文化一同进入中国，随着中国二次元群体近些年的不断扩大，手办的用户受众群也在不断扩大。但是由于手办设计复杂、生产周期较长且单价较高，目前通常采用预定式销售。

图 21：手办的发展与演变历史



资料来源：中信证券研究部整理

**艺术玩具起源于香港的潮流文化。**中国大陆的艺术玩具概念沿袭自香港，目前国内头部的艺术玩具设计师也多来自香港。1999 年，香港设计师 Michael Lau（刘米高）首次使用 12 寸全身可动人偶玩具(action figure)创作艺术作品并举办主题展览，引领了香港搪胶人偶的潮流，被称为艺术玩具先驱。

图 22：经典艺术玩具（Michael Lau Gardener 系列）



资料来源：潮玩平台 52Toys

图 23：现代艺术玩具（KAWS）



资料来源：潮品交易网站 StockX

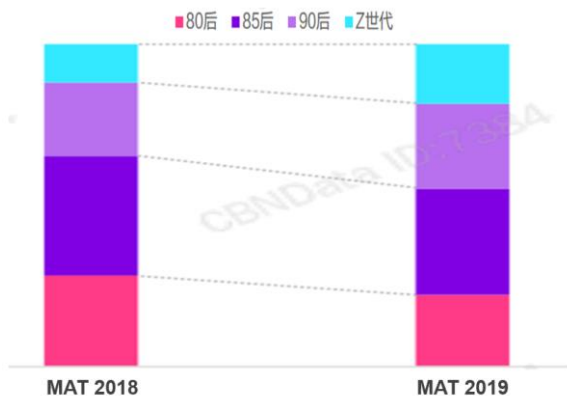
### 用户需求：情感、社交、收藏、悦己

从用户画像来看，潮玩的核心用户为 15-40 岁、受过良好教育、拥有高消费能力与审美趣味的一二线城市年轻群体。根据泡泡玛特招股书转引的 Frost&Sullivan 调研数据，超过 95%的潮流玩具消费者年龄在 15-40 岁之间，其中 63%持有学士或以上学位；从天猫 2018-2019 年模板手办类商品的销售分布来看，90 后与 Z 时代的消费占比显著提升。

随着受过良好教育的年轻一代逐步走上工作岗位，他们有意愿也有经济能力去为自己

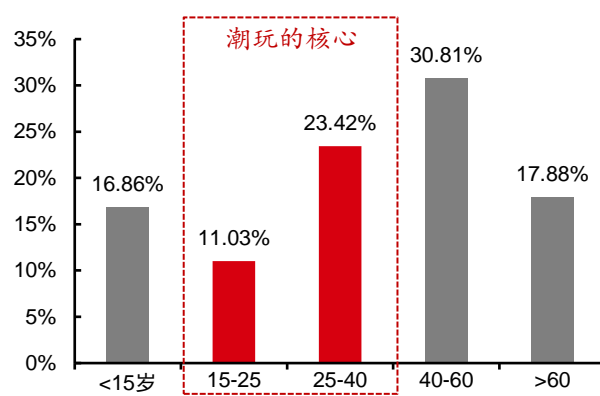
的情感需求支付高溢价。在物质条件极大发展、生活节奏日益加快的当今社会，年轻一代更多地接触多元文化、现代化的生活方式及海量的信息，他们对我表达展现出强烈的渴望，并愿意将其消费能力导流至情感满足之上。

图 24：2018-2019 天猫模玩手办不同年龄层消费占比



资料来源：第一财经&天猫《Z世代圈层消费大报告》注：研究类目包括机甲模型、手办、潮玩盲盒

图 25：我国 2018 年人口年龄结构中不同年龄段人群占比



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

从潮流玩具成为流行的驱动因素和盲盒产品的独特机制设计两个层面来分析，我们认为潮玩消费者心理主要可以从情感需求、社交需求、不确定的奖励、收藏需求 4 个维度进行理解。二次元文化是潮玩 IP 的重要来源之一，契合年轻群体的情感消费取向，且年轻消费者对产品的情感满足感更加重视，愿意为之支付高溢价。消费同样的圈内流行商品利于 Z 世代同朋友维持共同话题，故潮玩可以作为社交关系中吸引他人的道具。盲盒入门门槛较低，且其包含不确定性收益的设计机制容易催生消费者的赌徒心理。同时，稀有产品可以满足消费者的收藏需求。

图 26：潮流玩具消费群体的用户心理



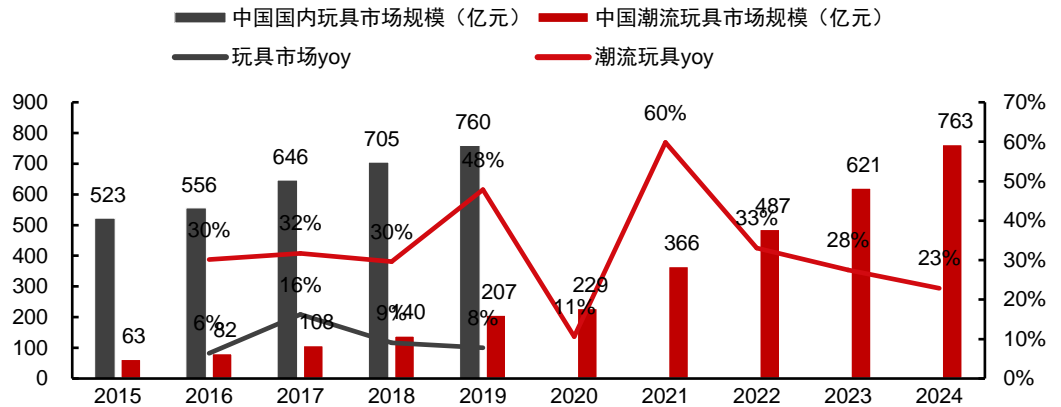
资料来源：中信证券研究部整理

## 行业规模：潮玩市场迅速增长，行业仍处早期阶段

中国内地潮流玩具市场发展仍处于早期阶段，但是过去几年迎来快速增长。2015-2019

年我国潮玩市场规模 CAGR 达到 34.6%，而同期全国玩具市场整体零售总额 CAGR 仅为 9.8%。根据泡泡玛特转引的 Frost&Sullivan 数据，全国潮流玩具零售总额由 2015 年的 63 亿元增至 2019 年的 207 亿元，CAGR 达到 34.6%，且受中国潮流玩具的受欢迎程度不断上升所推动，F&S 预计潮流玩具零售的市场规模将于 2024 年将达人民币 763 亿元，对应 2019-2024 年 CAGR 为 29.8%。

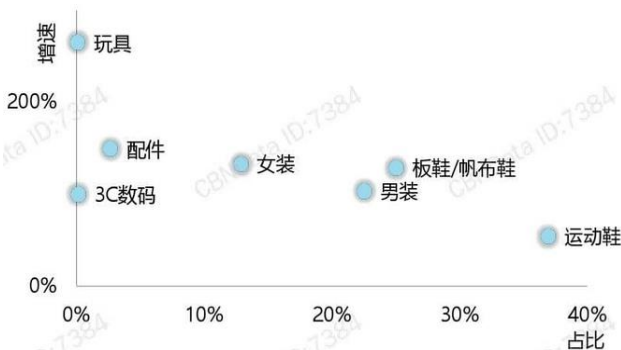
图 27：中国潮流玩具市场的市场规模（按零售价值计）



资料来源：中国玩具和婴童用品协会，Frost&Sullivan（转引自泡泡玛特招股说明书，含预测），中信证券研究部，注：2020-2024 年数据为预测值

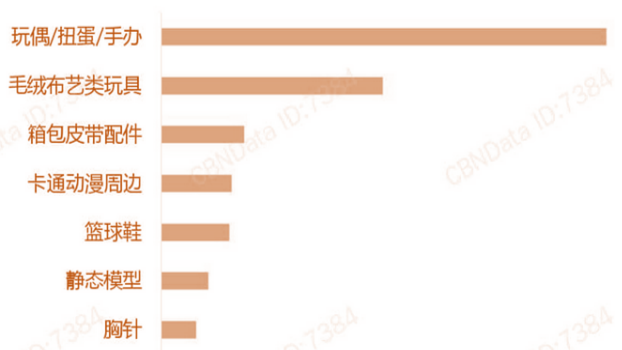
**潮流玩具增速领跑各类潮品。**根据第一财经&天猫《2018 潮流文化发展白皮书》数据，在潮流品牌细分市场中，虽然玩具品类规模占比较小，但是以接近 300% 的增速领跑鞋帽等各类潮品；近三年来涂鸦类 IP 在玩偶/扭蛋/手办品类的热度也领跑毛绒玩具、箱包皮带等品类，展现出潮流玩具有强大的消费号召力与影响力。

图 28：2018 年潮流品类各类目增速



资料来源：第一财经&天猫《2018 潮流文化发展白皮书》

图 29：2015-2018H1 涂鸦类 IP 线上各类目消费热度



资料来源：第一财经&天猫《2018 潮流文化发展白皮书》，注：服饰类目除外

## 产业链完善：从设计到产品

潮流玩具作为典型的文创产品，其诞生需要经历从创意到实物设计，再到批量化生产和零售的全流程。对应的潮玩产业链可以分为上、中、下游三个环节，上游为原创 IP 的

创意或国内外授权 IP 的获取；中游为根据 IP 进行潮玩设计、实体玩具的制作（主要为第三方代工）；下游为终端的销售、二手市场、社区论坛及潮玩 IP 的衍生。

图 30：潮玩产业链分布



资料来源：中信证券研究部绘制 注：Logo 来自各公司官网

潮玩产业上游主要围绕 IP 的原创及授权开展业务，且是潮玩行业的核心环节。头部的潮玩公司一般通过签署玩具设计师布局原创 IP，同时通过外部授权获得独家/非独家的 IP 资源，打造多元化的 IP 矩阵。根据中国玩具和婴童用品协会《2020 中国品牌授权行业发展白皮书》，我国授权 IP 主要来自于卡通动漫、艺术文化、潮流时尚、影视综艺、电子游戏等类型。2019 年，卡通动漫以 26% 的数量占比成为我国授权市场最大 IP 来源，这与潮玩市场的泛二次元属性相一致。

图 31：潮玩产业链上游 IP 来源



资料来源：Funko 投资者交流会展示材料，泡泡玛特公司官网，中信证券研究部

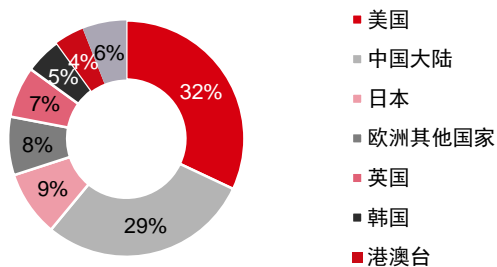
在与潮玩设计师合作方面，头部的潮玩公司通常与其认可的设计师签订知识产权转让协议或独家授权协议，以获取长期的 IP 使用权。作为回报，潮玩公司通常需要以保底授权费+基于销售额的佣金向设计师支付对价。典型的案例为香港设计师 Kenny Wong 原创的玩具 IP 形象 Molly、日本多丽梦 Dreams 公司旗下原创 IP 形象 Sonny Angel 等。

在获取成熟 IP 授权方面，头部的潮玩公司通常与领先的 IP 提供商，如迪士尼、环球



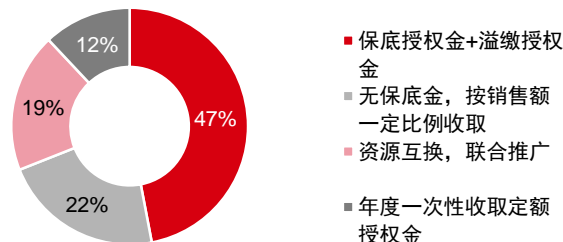
影业等建立授权关系。根据中国玩具和婴童用品协会《2020 中国品牌授权行业发展白皮书》，2019 年我国授权 IP 有 32%来自美国、29%来自中国大陆、9%来自日本。在交易模式方面，我国 IP 授权行业主要采取“保底授权金+溢缴授权金”的交易模式，2019 年有 47%的 IP 以此形式进行授权。

图 32：2019 年中国 IP 授权所来源的国家与地区



资料来源：中国玩具和婴童用品协会《2020 中国品牌授权行业发展白皮书》，中信证券研究部

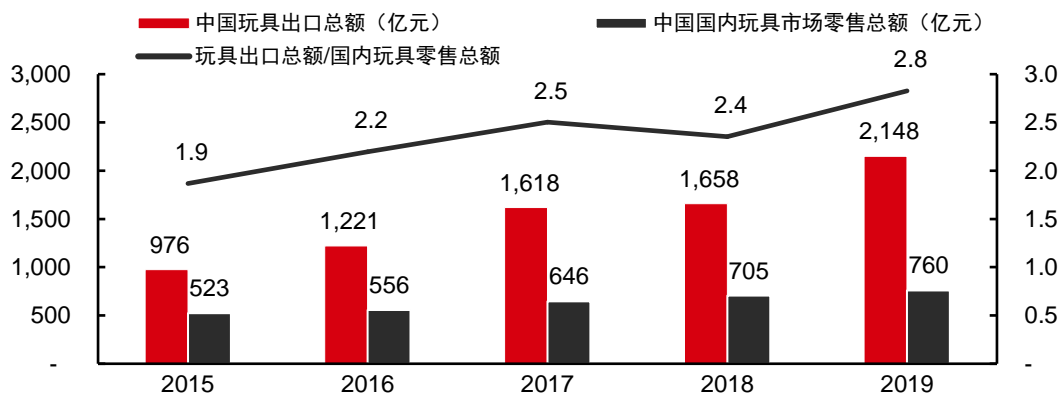
图 33：2019 中国 IP 授权交易方式



资料来源：中国玩具和婴童用品协会《2020 中国品牌授权行业发展白皮书》，中信证券研究部

潮玩产业链的中间环节，包括从 IP 创意变为设计图纸，再加工为产品的过程，其中的主要参与者包括潮玩的设计团队、工业化开发团队和玩具代工厂。玩具设计环节，头部的潮玩公司一般通过内部的设计团队和工业化开发团队与 IP 设计师进行对接，打磨其角色设计，将艺术设计转化为商业化设计。玩具制造环节，一般均为委托第三方代工厂进行加工。我国作为玩具出口大国，是全球玩具产业的主要供应国，玩具制造业成熟且产能充盈。以盲盒为代表的普通潮玩制作工艺相对简单，潮玩公司一般委托第三方玩具制造公司进行生产。根据腾讯科技走访数据，盲盒出厂价一般在 12-17 元之间。

图 34：我国是全球玩具出口大国，玩具加工制造工业成熟



资料来源：中国玩具和婴童用品协会，海关总署，中信证券研究部 注：按照年度平均汇率将玩具出口金额由美元计价转换为人民币计价

潮玩的终端营销与零售环节一般采取线上&线下联动的方式进行销售。目前国内较为知名的潮玩品牌有 IP Station、19 八 3、酷乐潮玩、52Toys、ACtoys 等。线下：门店和



无人售货机通过密集地在核心商圈进行布局扩张，占据流量核心地段与用户心智。线下门店对于推广潮玩形象、增进用户体验与互动起着重要作用。此外，潮玩公司也会通过组织参与潮流玩具展、授权展等展会进行推广与销售。**线上：**各潮玩运营商通在天猫、京东等电商平台建立官方旗舰店，同步上新产品并且方便线下未触达的用户进行购买。此外，头部玩家还通过微信小程序等进行会员转化和推广销售。

图 35：潮玩的终端零售业态



资料来源：酷乐潮玩官网，IP 小站官网，Sonny Angel 天猫旗舰店，中信证券研究部

泡泡玛特是目前中国最大的潮流玩具品牌，2019 年市占率 8.5%。根据公司招股书中转引的 Frost&Sullivan 报告统计数据，中国潮流玩具市场有数百名参与者，按零售价值计，2019 年前 5 大市场参与者所占市场份额分别为 8.5%/7.7%/3.3%/1.7%/1.6%，CR5 为 22.8%，其中泡泡玛特排名第一。2017-2019 年泡泡玛特营收复合年增长率达到 226.3%，远超同业头部公司。

表 2：2019 年中国潮流玩具公司竞争格局（按零售价值计）

排名	公司	市场份额 (2019 年)	零售价值 (人民币百万元)	复合年增长率 (2017-2019)	运营的 IP	公司推测
1	泡泡玛特	8.5%	1,757	226.3%	93 个 IP (12 自有、25 独家、56 非独家)	泡泡玛特
2	公司 A	7.7%	1,602	47.6%	约 28 授权	乐高
3	公司 B	3.3%	675	33.1%	约 80 授权	HotToys
4	公司 C	1.7%	359	13.4%	约 18 自有，1 授权	万代南梦宫
5	公司 D	1.6%	338	-12.6%	约 90 自有，9 授权	孩之宝

资料来源：Frost&Sullivan（转引自泡泡玛特招股说明书，含预测），中信证券研究部

### 潮玩趋势：以原创 IP 为始，以品牌壁垒为目标

我们认为原创 IP 潮玩的运营通常要历经三个阶段：

- **初级阶段：潮玩 IP 具有美学属性，尚无系列化开发。**多数初创潮玩通过“萌”、“有趣”等属性俘获消费者喜爱。不过多数原创潮玩 IP 的发展之路止步于此。由于产品热度有限、IP 自身外延空间较小、设计团队创新能力有限、渠道推广不利等原因，多数原创潮玩 IP 难以成功实现系列化开发，在 1-2 个产品组推出后难以为继。
- **中级阶段：系列化开发，并衍生至多元产品。**部分优秀的潮玩 IP 可以越过初级

形态，进行系列化开发的中级阶段。少数 IP 甚至突破玩具品类，衍生至箱包、服饰、腕表等其他产品类型。以 Sonny Angel 为代表的成熟潮玩 IP，在十余年的发展中不断推陈出新，维持 IP 的吸引力。通过对优质潮玩 IP 的多元产品衍生，构建出完善的产品体系，并进一步夯实 IP 的影响力。

图 36：原创潮玩 IP 的初级形态代表



资料来源：九木杂物社天猫旗舰店等，中信证券研究部

图 37：原创潮玩 IP 的中级形态代表：Sonny Angel



资料来源：Sonny Angel 天猫旗舰店，中信证券研究部

- 高级形态：深度运营 IP，构建潮玩品牌。**我们认为，多数 IP 难逃速兴骤亡的命运的重要原因在于缺乏对于 IP 的深度持续运营。参考国际知名潮玩 IP Be@rbrick 和 KAWS 的运营经验，我们认为通过将旗下 IP 打造为“平台型”IP，不断与流行、奢侈品牌进行跨界联名，同时赋予更多艺术及思想内涵以打造符号化的标签，有望推动 IP 获得更加长久的生命周期。

图 38：潮玩 IP Be@rbrick 和 KAWS 与香奈儿、迪奥等奢侈品牌联名

IP	Be@rbrick			KAWS		
IP 形象						
联名品牌	香奈儿	施华洛世奇	耐克	迪奥	优衣库	耐克 (AJ)
联名产品						

资料来源：迪奥官网，优衣库官网等，中信证券研究部

就产品策略而言，参考奢侈品行业的发展规律，我们认为潮玩品牌需要打造有层次的产品矩阵，长期形成具有特色调性的品牌，并持续拓展 SKU。基于潮流 IP，潮玩品牌可以通过高端产品条线（定制、限量等）引领消费潮流，在消费者中构建向心力；通过中端条线（潮玩套装、衍生服饰及箱包等）对消费者进行深度转化；最后，通过大众消费线（平价手办、盲盒等）降低消费门槛，满足大众消费者需求，并扩大 IP 影响力。这种自上而下

的潮流引领方式，将为品牌的发展带来更为长久的空间。

图 39：奢侈品及高端潮玩品牌的产品矩阵对比

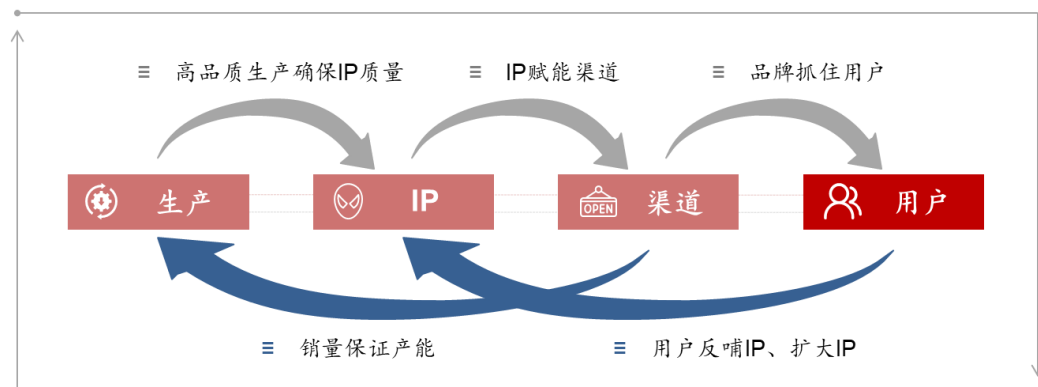
	高端线	中端线	大众线
奢侈品产品矩阵	高级定制	成衣、箱包等	配饰、香水、彩妆等
潮玩品牌产品矩阵	定制玩具、设计师玩具	潮玩套装、潮玩大件 衍生服饰及箱包等	一般手办、盲盒等

资料来源：中信证券研究部绘制

## 公司核心竞争力：潮玩生态推动泡泡玛特品牌跃升

泡泡玛特以 IP 打造为核心，成功构建了设计、制造、渠道、用户的闭环生态。设计：公司作为潮流玩具行业的龙头公司，拥有丰富的设计师资源，把握并引领潮流方向；渠道：公司广泛布局的线上线下渠道，使得旗下 IP 可以最大限度的触达并影响消费者心智，放大 IP 价值；制造：渠道高销量反哺潮玩的生产，摊薄模具成本，并可以支撑更高水准的生产工艺，在制造端形成规模优势。用户：既是潮玩产品的消费者，也是潮玩 IP 的粉丝，用户可以放大 IP 影响力。

图 40：以泡泡玛特为代表的潮玩行业良性商业模式



资料来源：中信证券研究部绘制

## IP 打造能力：极强的审美和艺术鉴赏力

泡泡玛特不仅拥有充分的 IP 储备，还不断通过与顶级艺术家合作和发掘新晋艺术家的方式达到丰富 IP 矩阵的目的，强大的 IP 制作能力吸引更多艺术家与优质 IP 提供商。截止 2020H1，公司运营 93 个 IP，其于 2020H1 推出 16 个新 IP，并于 2020H2 预期推出 14 个或以上的新的 IP。此外，公司汇聚了潮玩行业的顶级艺术家，并与其达成深度合作。通过同艺术家合作，公司打造了 Molly、PUCKY、Dimoo、The Monsters 等广受粉丝喜爱

的重磅 IP。截至 2020H1，公司同超过 350 位艺术家保持紧密联系，并根据知识产权转让协议通过授权或合作安排与其中 28 位艺术家开展合作。

图 41：泡泡玛特合作艺术家



资料来源：公司官网

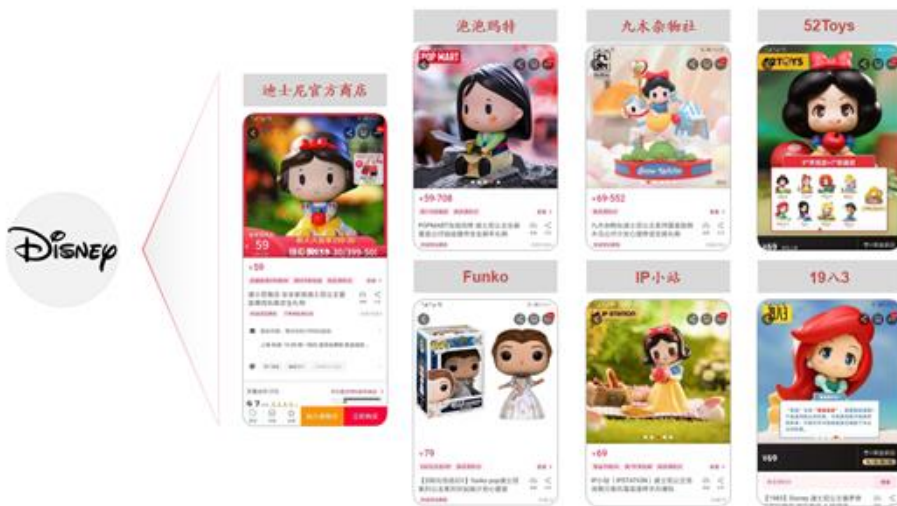
图 42：泡泡玛特合作品牌



资料来源：公司官网

**授权 IP 通常不是独家所有，自有与独家 IP 构建泡泡玛特品牌壁垒。**根据 IP 授权行业惯例，成熟的影视、游戏等 IP 通常不会独家授权给特定公司，而是会通过 IP 运营机构进行多方授权。以迪士尼公主 IP 为例，除迪士尼自营天猫商店外，泡泡玛特、九木杂物社、52Toys、Funko 等国内外潮玩公司均以此 IP 为基础进行盲盒或手办产品开发。我们认为，成熟 IP 多端授权的特性使得单纯依靠外部 IP 难以构建品牌壁垒，而泡泡玛特作为国内潮玩行业的头部玩家，在潮玩艺术家资源方面拥有深厚布局，并通过北京国际潮玩展等展会持续挖掘新晋艺术家。我们认为，泡泡玛特在原创潮玩 IP 领域的储备将为其构建强大的品牌壁垒。

图 43：以迪士尼公主形象为例，多家潮玩公司均获得 IP 授权



资料来源：迪士尼官方天猫商店，泡泡玛特天猫旗舰店等，中信证券研究部

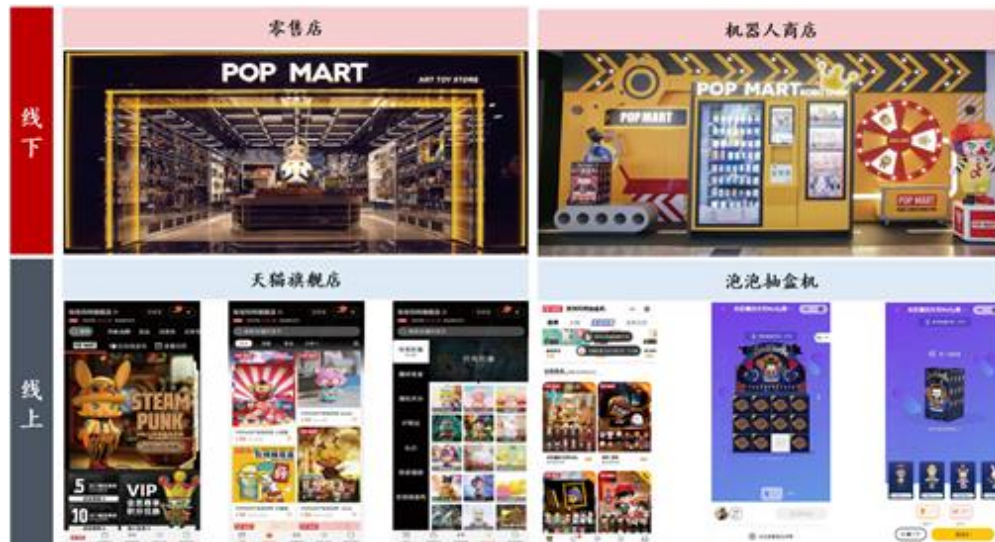
### 渠道布局领先：线下做品牌，线上做销售

泡泡玛特已建立行业内领先的销售及经销网络，线上、线下渠道兼有使得其能够有效触及消费者，并为消费者提供便捷及有趣的购物体验。线下销售渠道包括零售店和机器人



商店，其中零售店主要覆盖国内一二线城市最核心商圈，并设计前卫，突出品牌调性同时吸引人群；机器人商店则作为公司开拓下沉市场的主要手段；公司线上销售渠道包括天猫旗舰店、泡泡抽盒机、葩趣和其他主流电商平台。

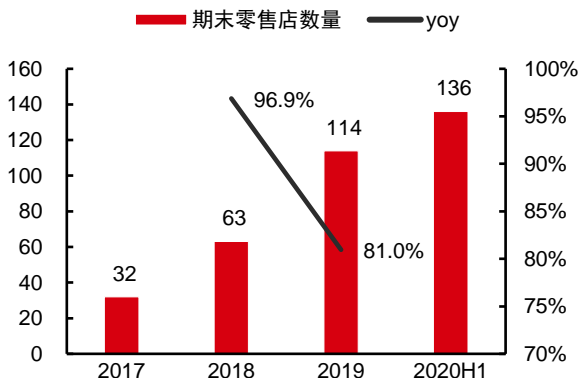
图 44：泡泡玛特线上线下布局的销售网络



资料来源：公司招股书，微信小程序“泡泡抽盒机”，中信证券研究部

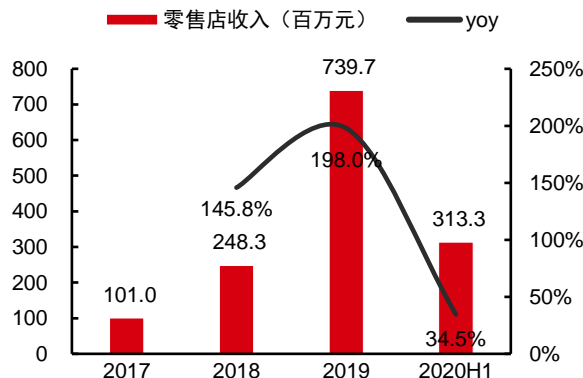
**零售店：线下门店迅速扩张，消费者触达重要渠道。**截至 2020H1，公司零售店数量达 136 家，贡献营收 313.3 百万元 (YoY+34.5%)。零售店是泡泡玛特主要的销售渠道，为客户提供最丰富的产品种类，满足不同客户的消费需求，同时零售店还是公司创设品牌形象，建立粉丝关系的重要渠道。公司线下零售店数量高速扩张中，2020H1 零售店数量达到 136 家，较 2019 年底净增加 24 家。零售店建筑面积一般介于 100-150 平方米，零售店主要分布于国内一二线城市的主流商圈。2019 年零售店营收达到 739.7 百万元 (YoY+198.0%)，2020H1 零售店营收 313.3 百万元 (YoY+34.5%)，增速放缓主要受到疫情对线下零售的冲击。

图 45：期末零售店数量及增速 (%)



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

图 46：零售店收入 (百万元) 及增速 (%)

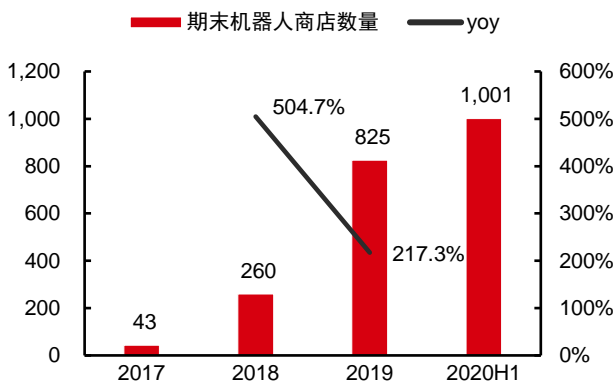


资料来源：公司招股书，中信证券研究部



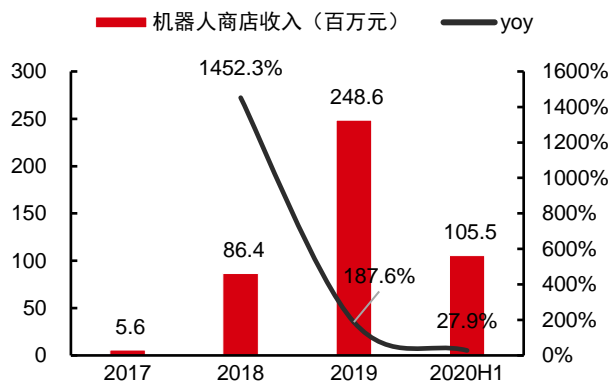
**机器人商店：下沉市场扩张迅速，零售店的有效补充。**机器人商店是泡泡玛特下沉市场的重要手段之一，2020H1 公司机器人商店贡献营收 105.5 亿元 (YoY+27.9%)，增速放缓主要受到疫情对线下零售的冲击。截至 2020H1，公司机器人商店数量达到 1,001 家，较 2019 年底净增加 176 家，机器人商店扩张速度显著高于零售店。机器人商店因租金、人员费用和维护费用的前期成本和持续运营费用较低，因此可以快速复制扩张，进而高效扩张销售网络，到达零售店难以覆盖的地区，泡泡玛特在 23 个省、市、自治区机器人商店数量超过 10 家。公司开设新机器人店主要考虑的因素与开设零售店所考虑的因素基本相同，主要侧重于三线及四线城市。

图 47：期末机器人商店数量及增速 (%)



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

图 48：机器人商店收入 (百万元) 及增速 (%)

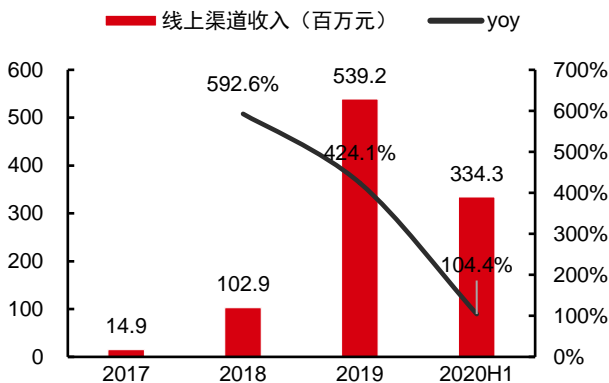


资料来源：公司招股书，中信证券研究部

**线上销售：依托电商平台为客户提供便利的购物体验。**泡泡玛特的线上销售网络为公司的主要销售渠道之一，是 2020 年疫情期间收入增长引擎的动力来源。2020H1 公司线上渠道收入达到 334.3 百万元 (YoY+104.4%)，占收入比重 40.9%。疫情期间线上增速显著高于线下渠道，对疫情期间公司业绩增长提供了的重要支持，展现了公司立体化的销售网络对于突发情况下单一销售渠道受阻时抵抗风险的能力。

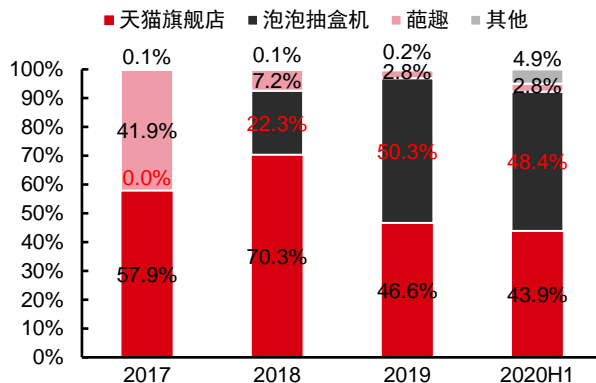
**多种形式的线上渠道互为补充，为客户提供丰富、有趣的购物体验。****天猫旗舰店：**根据公司招股书所引用 Frost&Sullivan 报告数据，2019 年泡泡玛特天猫旗舰店在天猫玩具品牌旗舰店中营收排名第一 (按零售价值计)；**泡泡抽盒机：**泡泡抽盒机自 2018 年在微信上线，2019 年开始成为营收占比最高的线上渠道，2020H1 占线上渠道收入 48.4%。**葩趣：**公司围绕潮玩核心粉丝打造了“葩趣”社区，提供潮玩资讯、分享及销售服务。

图 49: 线上渠道收入 (百万元) 及增速 (%)



资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

图 50: 按渠道划分的来自线上渠道的营收占比 (%)

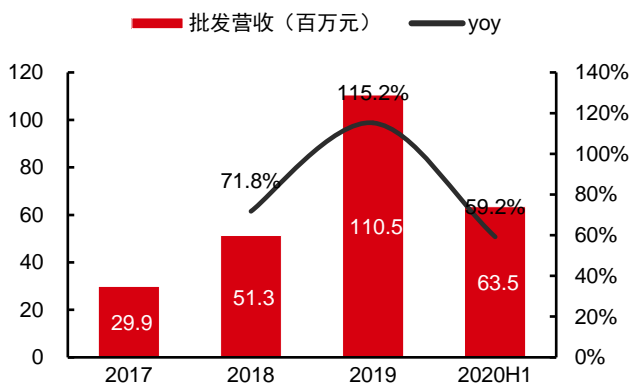


资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

**批发: 经销商为主导模式, 拓宽产品有效覆盖范围。**泡泡玛特也通过经销商销售产品, 经销商通过自营的零售店或向零售商转售泡泡玛特的产品。2020H1 公司实现批发业务收入 63.5 百万元 (YoY+59.2%), 其中经销商占比超过 80%, 是批发业务的主要对象。

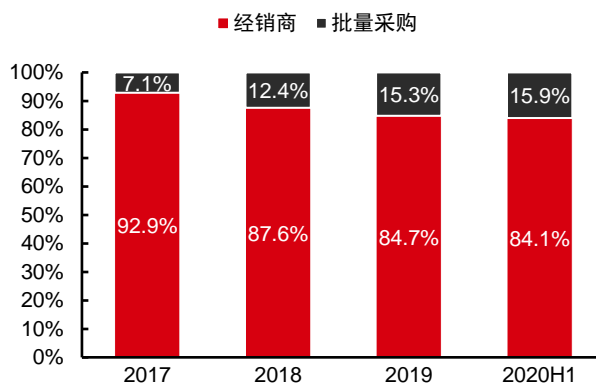
**泡泡玛特借助中国经销商于当地市场的既定渠道, 同时利用海外经销商对国外市场的更深刻的了解与成熟的当地资源扩大公司在全球市场的广度及深度。**截至 2020H1, 公司有 25 名中国经销商及 22 名海外经销商, 建立了覆盖中国 16 个省级地区及 21 个海外国家及地区的广泛经销网络。经销商通常为区域经销商, 主要从事玩具、文具、文创及其他产品的销售及经销, 并拥有完善的本地零售和经销网络。

图 51: 泡泡玛特批发营收 (百万元) 及增速 (%)



资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

图 52: 泡泡玛特批发营收内部占比 (%)



资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

**展会: 发掘潜在艺术家, 向大众推广潮玩文化。**泡泡玛特每年举办两次潮流玩具展, 即北京国际潮玩展和上海国际潮玩展。潮玩展包括签名会、现场绘画、采访及游戏等多种活动, 粉丝可在展会过程中购买公司及第三方潮玩品牌所有者新推出的潮玩产品。截至 2020H1, 公司在中国组织共计 51 场展会及艺术家签名会。受疫情影响, 公司 2020H1 未举办线下展会, 对于展会业务收入造成较大冲击。

**潮玩展为公司寻找及发现新晋艺术家提供机会, 同时也为推广潮玩文化提供平台。**根

据公司招股书转引的 Frost&Sullivan 报告，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，且 2019 年举办的北京国际潮玩展吸引来自 14 个国家及地区的超过 270 名艺术家，超过 200 个潮玩品牌，参观人次超过 10 万名。

图 53：北京国际潮玩展及上海国际潮玩展



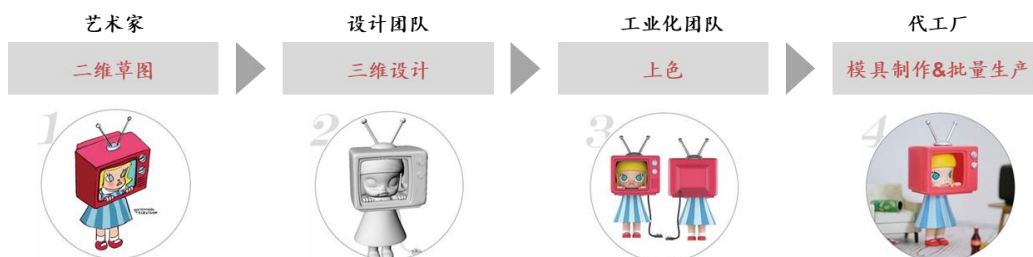
资料来源：公司招股书

### 销量驱动产能，形成规模优势

公司的制造环节主要外包给国内的第三方玩具制造商，泡泡玛特通常与供应商订立 1 年以上的供应协议。我国是玩具制造大国，第三方玩具制造厂具备丰富的玩具代工经验。泡泡玛特与 18 家第三方玩具制造商合作，2019 年及 2020H1，前 5 大供应商的采购额占总采购额的 40.8% 及 50.8%。

根据行业惯例，单个潮玩生产成本与订单数量成反向关系。泡泡玛特作为潮玩行业龙头，可以在与第三方玩具制造商谈判中获得更大的议价权优势。玩具的生产环节分为模具制作与批量加工环节，生产数量的提升也可以有效地摊薄模具成本，并支撑更高水准的生产工艺，在制造端形成规模优势。

图 54：泡泡玛特盲盒生产流程

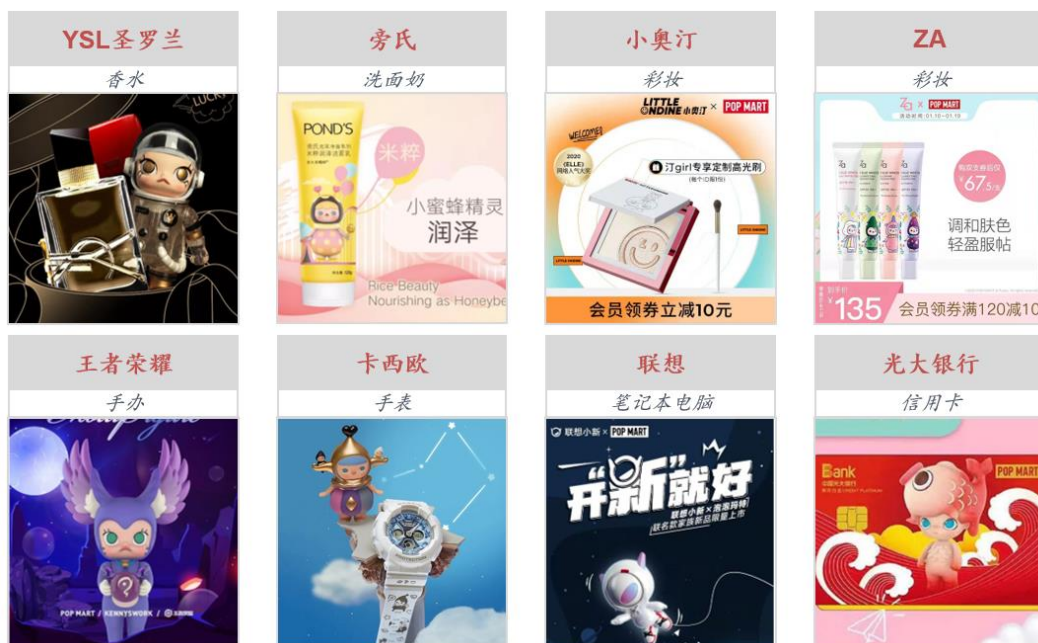


资料来源：公司招股书，中信证券研究部

## ■ 泡泡玛特的未来：不止于潮玩，有望成为具有国际影响力和艺术内涵的高端品牌

展望泡泡玛特的发展前景，我们认为公司有望成为国内最先实现品牌跃升的潮玩品牌。结合我们在潮玩行业商业模式的讨论，原创 IP 潮玩公司若想实现长久的生命力，需要深度运营 IP，不断提高 IP 的影响力和艺术内涵。我们看到，泡泡玛特近年来正积极与头部品牌和 IP 进行跨界联名，不断放大旗下 IP 影响力。2020 年 8 月，泡泡玛特联名奢侈品品牌 YSL 圣罗兰推出香水限定礼盒，礼盒单价 1,379 元；2020 年 10 月，泡泡玛特联名腾讯头部手游《王者荣耀》推出联名手办，单价 599 元。我们认为，随着泡泡玛特市场影响力的进一步扩大，未来旗下 IP 有望与更多奢侈品品牌和流行品牌有更多的联名合作。

图 55：泡泡玛特旗下 IP 形象与 YSL、王者荣耀等进行跨界联名



资料来源：泡泡玛特微信公众号，小奥汀天猫旗舰店，联想小新官方微博等，中信证券研究部

我们认为，随着泡泡玛特对旗下 IP 的运营深化，公司有望打造出对标奢侈品品牌的阶梯化产品矩阵。我们对经典的奢侈品品牌香奈儿，其旗下产品按价格可以主要分为中高低端条线，其中高端线主要为高级定制的服饰及珠宝（价格数十万以上），中端线主要为成衣和箱包等（数万~数十万元），大众线主要为彩妆和香水等（数百~数千元）。阶梯化的产品矩阵让品牌可以兼具调性与市场影响力。我们认为，泡泡玛特旗下的核心潮玩 IP 源于头部设计师的艺术创意，通过对于 IP 的深度运营，公司有望打造出相似的产品矩阵，即高端线以定制潮玩、设计师限量（数千元以上）吸引深度用户，中端线以大型手办等（数百~数千元）对于用户进行转化，大众线则以盲盒、平价手办（数十~数百元）降低转入门槛，扩大 IP 影响力。



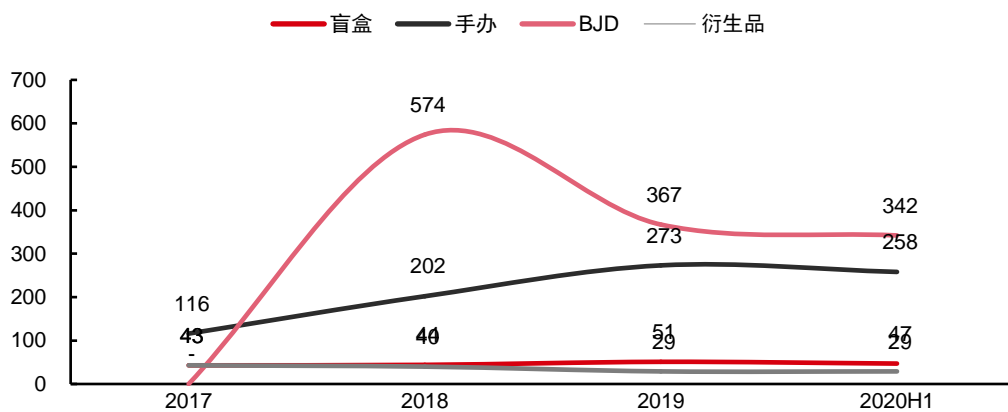
图 56：香奈儿与泡泡玛特的多元化产品矩阵结构



资料来源：香奈儿官方网站，泡泡玛特天猫旗舰店，中信证券研究部

产品矩阵初见成效，手办、BJD 等高单价产品满足消费者多层次需求。除盲盒外，泡泡玛特品牌产品组合中还主要包括手办、BJD 以及衍生品。所有的产品均基于 IP，且均已达到系列化开发的阶段。从平均售价来看，BJD 与手办的平均售价较高，2020H1 均价分别为 342 元/258 元，主要面向潮玩深度爱好者；盲盒与衍生品的平均单价较低，2020H1 分别为 47 元/29 元，主要面向大众消费者。

图 57：按产品类别划分的泡泡玛特品牌产品平均售价（元）



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

长期来看，我们看好泡泡玛特的行业龙头地位与其在商业模式上不断进化的潜力。我们认为，公司有望成为面向 Z 世代的潮流品牌。泡泡玛特以盲盒起家，不断丰富设计系列、IP 系列，正逐步构建多元化的产品组合、打造具有文化影响力的产品 IP。我们认为，随着公司在 IP 运营领域进一步深化、在产品矩阵上不断进行阶梯化、差异化布局，泡泡玛特为旗下 IP 构建出持久的生命力。我们看好泡泡玛特作为行业的先锋者，有望成为面向 Z 世



代的潮流品牌的发展前景。

图 58：以泡泡玛特为代表的潮玩品牌进阶之路



资料来源：中信证券研究部绘制 注：产品形象来自各品牌天猫官方旗舰店

## 风险因素

疫情对线下零售冲击的时间及程度超出预期；潮玩行业增速不及预期；公司原创 IP 推新表现不及预期；行业竞争激烈，公司市场占有率不及预期；盲盒商品形式受舆论及监管负面冲击；盗版产品对公司产品口碑及销量造成冲击。

## 投资建议

### 盈利预测核心假设

我们根据泡泡玛特主要销售渠道（零售店、机器人商店、线上、批发、展会）进行自下而上的拆分预测，对于公司新开门店数、同店增速进行预测；并以潮玩市场空间及公司市占率展望进行自上而下预测进行交叉验证。

我们预测 2020E-2022E 公司当期新开零售店门店数分别为 110 间/80 间/100 间，对应同期营业收入 10.7 亿/22.6 亿/34.0 亿元。结合我们市场调研数据，我们测算 2020 年公司新开门店数约 110 家，对应 2020 年末零售店数量 220 家。我们预测 2021E-22E 公司新开门店数分别为 80/100 家，预计同期同店销售增速分别为+20%/+20%。综合以上参数，我们预测公司 2020E-22E 零售店营业收入分别为 10.7 亿/22.6 亿/34.0 亿元，对应同比增速+45.23%/+109.98%/+50.79%。

表 3：泡泡玛特零售店营收拆分与预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（万元）	10,100.50	24,825.70	73,969.00	107,423.11	225,566.48	340,140.11
yoy		145.79%	197.95%	45.23%	109.98%	50.79%
期末零售店数量	32	63	114	221	298	395

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
当期新开		35	52	110	80	100
当期关闭		4	1	3	3	3
简单平均门店数	24	47	88	168	260	347
新店时间系数	0.50	0.50	0.50	0.40	0.45	0.50
新店坪效系数	0.83	0.83	0.92	0.75	0.92	0.92
新店(时间*坪效)系数	0.42	0.42	0.46	0.30	0.41	0.46
简单平均单店收入(万元)	420.85	528.21	840.56	641.33	869.23	981.65
(时间*坪效)后单店收入(万元)		552.71	856.37	735.27	892.40	993.23
同店销售增速		59.6%	63.1%	-20%	20%	10%

资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部预测

我们预测 2020E-2022E 公司当期新开机器人商数分别为 400 个/500 个/400 个, 对应同期营业收入 3.4 亿/6.6 亿/9.5 亿元。我们预测 2020-22E 公司新开机器人商店数分别为 400 个/500 个/500 个, 预计同期同店销售增速分别为-30%/+30%/+5%。2020 年同店销售增速下滑预测主要基于疫情对于线下消费场景冲击的考量。综合以上参数, 我们预测公司 2020E-22E 零售店营业收入分别为 3.4 亿/6.6 亿/9.5 亿元, 对应同比增速 +38.26%/+93.36%/+42.61%。

表 4: 泡泡玛特机器人商店营收拆分与预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(万元)	556.80	8,643.10	24,855.40	34,364.51	66,447.68	94,759.34
yoy		1452.28%	187.58%	38.26%	93.36%	42.61%
期末零售店数量	43	260	825	1,225	1,725	2,225
当期新开	43	217	565	400	500	500
当期关闭	-	-	-	-	-	-
简单平均门店数	22	130	543	1,025	1,475	1,975
新店时间系数	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
新店坪效系数	0.83	0.83	0.92	0.83	0.92	0.92
新店(时间*坪效)系数	0.42	0.42	0.46	0.42	0.46	0.46
简单平均单店收入(万元)	25.31	66.49	45.77	33.53	45.05	47.98
(时间*坪效)后单店收入(万元)		64.78	47.89	34.65	45.69	48.49
同店销售增速		59.6%	63.1%	-30%	30%	5%

资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部预测

我们预测 2020E-2022E 公司线上销售渠道分别实现营业收入 8.7 亿/17.2 亿/30.1 亿元, 对应同比增速+61.24%/+97.85%/+74.70%。我们预测 2020 年线上渠道收入将在泡泡玛特各渠道中增速最快, 主要得益于当年疫情对于线下零售造成一定冲击, 部分需求转移至线上所致。根据我们的收入拆分模型, 我们预计 2020E-22E 天猫旗舰店收入增速分别为+60.21%/+80.25%/+68.00%; 泡泡抽盒机收入增速分别为+59.99%/+80.25%/+47.00%; 其他线上渠道收入增速为+97.60%/+550.00%/+200.00%。2021 年其他线上渠道高增速主要系考虑电商平台反垄断规范背景下, 公司在京东平台的旗舰店有望贡献收入增量。

表 5: 泡泡玛特线上渠道营收拆分与预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(万元)	1,485.40	10,288.60	53,920.10	86,941.99	172,017.33	300,518.18

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>yoy</b>		<b>592.65%</b>	<b>424.08%</b>	<b>61.24%</b>	<b>97.85%</b>	<b>74.70%</b>
1- 天猫旗舰店 (万元)	860.70	7,235.50	25,149.90	40,293.30	72,628.68	122,016.18
<b>yoy</b>		<b>740.65%</b>	<b>247.59%</b>	<b>60.21%</b>	<b>80.25%</b>	<b>68.00%</b>
2- 泡泡抽盒机 (万元)		2,295.10	27,121.40	43,390.70	78,211.74	114,971.26
<b>yoy</b>			<b>1081.71%</b>	<b>59.99%</b>	<b>80.25%</b>	<b>47.00%</b>
3- 其他线上渠道 (万元)	624.70	758.00	1,648.80	3,257.99	21,176.92	63,530.75
<b>yoy</b>		<b>21.34%</b>	<b>117.52%</b>	<b>97.60%</b>	<b>550.00%</b>	<b>200.00%</b>

资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部预测

我们预测 2020E-2022E 公司批发渠道和展会渠道收入分别为 1.8 亿/2.6 亿/3.5 亿元、0.4 亿/0.7 亿/0.9 亿元。批发业务方面, 我们认为随着公司在海外经销网络的拓展, 公司批发业务有望维持稳健增长。根据我们的收入拆分模型, 我们预测 2020E-22E 该渠道收入增速分别为+63.19%/+45.40%/+31.73%, 对应营业收入 1.8 亿/2.6 亿/3.5 亿元。展会业务方面, 考虑 2020 年疫情影响, 我们预计当年展会收入受到一定冲击。随着疫情发展可控, 我们预计 2021-22E 公司展会业务将恢复稳健增长。我们预测 2020E-22E 公司展会收入分别为 0.4 亿/0.7 亿/0.9 亿元, 对应同比增速-20.00%/+100.00%/+20.00%。

表 6: 泡泡玛特批发及展会渠道营收拆分与预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>批发收入 (万元)</b>	<b>2,988.40</b>	<b>5,132.90</b>	<b>11,046.70</b>	<b>18,027.29</b>	<b>26,212.11</b>	<b>34,528.81</b>
<b>yoy</b>		<b>71.76%</b>	<b>115.21%</b>	<b>63.19%</b>	<b>45.40%</b>	<b>31.73%</b>
1- 经销商 (万元)	2,775.90	4,497.20	9,360.10	16,003.37	23,783.41	31,614.37
<b>yoy</b>		<b>62.01%</b>	<b>108.13%</b>	<b>70.97%</b>	<b>48.62%</b>	<b>32.93%</b>
2- 批量采购 (万元)	212.50	635.70	1,686.60	2,023.92	2,428.70	2,914.44
<b>yoy</b>		<b>199.15%</b>	<b>165.31%</b>	<b>20.00%</b>	<b>20.00%</b>	<b>20.00%</b>
<b>展会收入 (万元)</b>	<b>676.30</b>	<b>2,560.80</b>	<b>4,552.20</b>	<b>3,641.76</b>	<b>7,283.52</b>	<b>8,740.22</b>
<b>yoy</b>		<b>278.65%</b>	<b>77.76%</b>	<b>-20.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.00%</b>
1- 盲盒 (万元)	68.90	269.56	486.72	389.38	778.75	934.50
<b>yoy</b>		<b>291.23%</b>	<b>80.56%</b>	<b>-20.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.00%</b>
2- 其他 (万元)	607.40	2,291.24	4,065.48	3,252.38	6,504.77	7,805.72
<b>yoy</b>		<b>277.22%</b>	<b>77.44%</b>	<b>-20.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.00%</b>

资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部预测

综上, 我们预测公司 2020E-22E 营业收入分别为 25.0 亿/49.8 亿/77.9 亿元, 对应同比增速+48.74%/+98.69%/+56.51%。我们认为疫情对于公司线下零售的冲击已经得到有效控制, 随着公司 2021 年线下零售店及机器人商店的进一步扩张, 叠加线上渠道的持续增长, 我们认为公司 2021 年营收相较于 2020 年有望进一步加速。

表 7: 泡泡玛特营收拆分及预测

收入拆分	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入 (万元)</b>	<b>15,807.40</b>	<b>51,473.72</b>	<b>168,352.65</b>	<b>250,400.74</b>	<b>497,530.59</b>	<b>778,688.66</b>
<b>yoy</b>		<b>225.63%</b>	<b>227.07%</b>	<b>48.74%</b>	<b>98.69%</b>	<b>56.51%</b>
零售店 (万元)	10,100.50	24,825.70	73,969.00	107,423.11	225,566.48	340,140.11
<b>yoy</b>		<b>145.79%</b>	<b>197.95%</b>	<b>45.23%</b>	<b>109.98%</b>	<b>50.79%</b>
线上渠道 (万元)	1,485.40	10,288.60	53,920.10	86,941.99	172,017.33	300,518.18

收入拆分	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
yoy		592.65%	424.08%	61.24%	97.85%	74.70%
机器人商店 (万元)	556.80	8,643.10	24,855.40	34,364.51	66,447.68	94,759.34
yoy		1452.28%	187.58%	38.26%	93.36%	42.61%
批发 (万元)	2,988.40	5,132.90	11,046.70	18,027.29	26,212.11	34,528.81
yoy		71.76%	115.21%	63.19%	45.40%	31.73%
展会 (万元)	676.30	2,560.80	4,552.20	3,641.76	7,283.52	8,740.22
yoy		278.65%	77.76%	-20.00%	100.00%	20.00%

资料来源：公司招股书，中信证券研究部预测

从自上而下的角度来看，我们预测公司 2020E-22E 零售价值将分别达到 25.2 亿/49.4 亿/77.9 亿元，与我们自下而上方法所预测的 25.0 亿/49.8 亿/77.9 亿元相近。根据公司招股书披露，2019 年泡泡玛特在潮流玩具行业市场占有率为 8.5%，我们认为公司作为行业龙头有望凭借品牌与渠道优势进一步夯实市场地位，市占率有望进一步提升。我们预测，公司 2020E-22E 在潮流玩具市场占有率将分别提升 +2.5/+2.5/+2.5pcts，达到 11.0%/13.5%/16.0%。结合泡泡玛特招股书转引的 Frost&Sullivan 数据，2020E-22E 我国潮流玩具行业市场规模将分别达到 229 亿/366 亿/487 亿元，我们预计泡泡玛特 2020E-22E 零售价值将分别达到 25.2 亿/49.4 亿/77.9 亿元，对应同比增速 +43.17%/+96.15%/+57.70%。

表 8：泡泡玛特市场占有率及零售价值预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中国潮流玩具市场规模 (亿元)	140.0	207.0	229.0	366.0	487.0
yoy		47.86%	10.63%	59.83%	33.06%
泡泡玛特市场份额		8.5%	11.0%	13.5%	16.0%
泡泡玛特零售价值 (亿元)		17.60	25.19	49.41	77.92
yoy			43.17%	96.15%	57.70%

资料来源：公司招股书，中信证券研究部预测

利润率方面，我们预计公司 2020E-22E 综合毛利率将分别达 64.42%/65.05%/66.09%，整体呈现小幅改善趋势。2020H1，公司营业成本中商品成本占比 80.3%，设计及授权费占比 9.3%，二者占比近 90%。我们认为公司作为行业龙头，在商品制造代工环节具有相对议价优势，可以通过高批量出货摊薄模具成本；此外，结合行业惯例，支付给设计师的设计费用通常随销售数量呈阶梯下降趋势。综合来看，我们认为公司毛利率仍有小幅改善空间。

表 9：泡泡玛特毛利率预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
综合毛利率	47.61%	57.90%	64.76%	64.42%	65.05%	66.09%
零售店	54.95%	61.24%	65.64%	65.00%	65.00%	66.00%
线上渠道	56.05%	62.83%	68.94%	68.00%	68.50%	69.00%
机器人商店	63.16%	71.45%	70.72%	70.00%	70.00%	70.00%
批发	19.70%	25.56%	36.72%	40.00%	40.00%	40.00%
展会	29.85%	25.32%	36.83%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司招股书，中信证券研究部预测

## 估值与投资建议

泡泡玛特是国内潮玩行业龙头，以 IP 设计为核心，成功构建了设计、制造、渠道、用户的闭环生态。我们预测公司 2020E-2022E 年收入分别为 25.0 亿/49.8 亿/77.9 亿元，净利润分别为 5.5 亿/11.5 亿/19.4 亿元，对应 EPS 预测 0.40/0.82/1.38 元。

考虑到公司所处的潮流玩具行业仍处于高速发展期，且公司作为行业龙头有望凭借品牌优势领跑行业，我们采用 PEG 估值法对公司价值进行估算。截至 2021/01/13，公司股价对应 2021E/2022E 年 PEG 倍数为 0.9x/0.8x，低于 PEG 稳健估值中枢 1.0x。短期来看，我们认为泡泡玛特的门店数及潮玩人群渗透率提升将有望驱动公司业绩稳健增长；长期来看，我们认为随着泡泡玛特品牌影响力不断扩大，公司积极构建的多元化产品矩阵有望为品牌带来长久的增长空间。我们看好泡泡玛特作为潮玩龙头公司的持续进化能力，公司有望成长为面向年轻世代的高端潮流品牌，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：泡泡玛特盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	514.51	1,683.43	2,504.01	4,975.31	7,786.89
营业收入增长率 YoY	225.49%	227.19%	48.74%	98.69%	56.51%
净利润(百万元)	99.52	451.12	553.91	1,150.83	1,937.00
净利润增长率 YoY	6242.96%	353.29%	22.79%	107.76%	68.31%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.07	0.32	0.40	0.82	1.38
毛利率	57.92%	64.77%	64.42%	65.05%	66.09%
净资产收益率 ROE	66.87%	111.17%	18.16%	18.92%	25.40%
每股净资产 (元)	0.16	0.42	3.93	4.75	6.13
PE	888	196	160	77	46
PEG	0.6	2.2	3.2	0.9	0.8
PB	404	149	16	13	10

资料来源：Wind，公司招股书，中信证券研究部 注：公司股价截至 2021/01/13



**利润表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	515	1,683	2,504	4,975	7,787
营业成本	216	593	891	1,739	2,641
毛利率	58%	65%	64%	65%	66%
销售费用	126	364	651	1,274	1,947
销售费用率	24%	22%	26%	26%	25%
管理费用	44	142	238	473	685
管理费用率	8%	8%	10%	10%	9%
金融资产减值亏损净额	-0	-3	1	-	-
其他收入	5	17	25	50	78
营业利润	134	599	750	1,540	2,592
营业利润率	26%	36%	30%	31%	33%
财务费用	2	5	5	5	9
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
所得税	33	147	185	384	646
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%
少数股东损益	-	-	-	-	-
归属于母公司股东的净利润	100	451	554	1,151	1,937
净利率	19%	27%	22%	23%	25%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	97	325	5,074	6,153	8,052
按公允价值计入损益的金融资产	50	50	51	51	51
预付款项及其他流动资产	41	140	200	398	623
存货	29	96	143	261	396
其他应收款项	24	60	100	199	311
贸易应收款项	14	46	63	124	195
总流动资产	255	717	5,631	7,187	9,628
总非流动资产	148	350	626	783	894
总资产	403	1,066	6,256	7,970	10,523
即期所得税负债	12	67	74	153	258
即期租赁负债	40	93	204	324	451
合约负债	10	35	45	87	132
其他应付款项	50	122	178	348	528
即期应付授权费	3	15	18	35	53
贸易应付款项	29	49	89	174	264
总流动负债	145	382	608	1,121	1,686
总非流动负债	39	92	142	192	242
总负债	184	474	750	1,313	1,928
股本	-	0	3	3	3
其他储备	127	170	4,541	4,541	4,541
保留盈利	92	423	962	2,113	4,050
总权益	219	593	5,506	6,657	8,594
总权益及负债	403	1,066	6,256	7,970	10,523

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
除所得税前溢利	132	598	739	1,534	2,583
物业、厂房及设备折旧	9	30	41	63	93
无形资产摊销	4	9	25	47	77
使用权资产折旧	29	70	136	213	290
金融资产减值亏损净额	0	3	-1	-	-
财务开支净额	2	5	5	5	9
营运资金变动	11	-112	-76	-193	-249
已收利息	0	0	7	14	18
已付所得税	-13	-101	-178	-304	-541
经营活动所得现金净额	175	503	691	1,379	2,279
投资活动所得现金净额	-101	-118	-227	-220	-300
融资活动所得现金净额	9	-156	4,301	-80	-80
现金及现金等价物增加	83	229	4,765	1,079	1,899
期初现金及现金等价物	14	97	325	5,074	6,153
现金及现金等价物的汇兑损益	0	-1	-15	-	-
期末现金及现金等价物	97	325	5,074	6,153	8,052

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	225%	227%	49%	99%	57%
营业利润增长率	2951%	348%	25%	105%	68%
净利润增长率	6243%	353%	23%	108%	68%
毛利率	58%	65%	64%	65%	66%
净利率	19%	27%	22%	23%	25%
净资产收益率	67%	111%	18%	19%	25%
总资产收益率	37%	61%	15%	16%	21%
资产负债率	46%	44%	12%	16%	18%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%
股利支付率	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH11994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资者委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。