

9992.HK 泡泡玛特

审慎增持 (首次)

潮玩“C位”的黄金年代

2021年1月23日

市场数据

| 日期 | 2021/1/22 |
|----------|-----------|
| 收盘价(港元) | 80.10 |
| 总股本(百万股) | 1,402 |
| 总市值(亿港元) | 1,123 |
| 净资产(百万元) | 1,240 |
| 总资产(百万元) | 1,789 |
| 每股净资产(元) | - |

数据来源: Wind

主要财务指标

| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,683 | 2,845 | 4,733 | 7,322 |
| 同比增长(%) | 227.2 | 69.0 | 66.4 | 54.7 |
| 净利润(百万元) | 451 | 616 | 1,192 | 1,720 |
| 同比增长(%) | 353.3 | 36.5 | 93.4 | 44.4 |
| 毛利率(%) | 64.8 | 65.7 | 64.6 | 62.9 |
| 净利率(%) | 26.8 | 21.7 | 25.2 | 23.5 |
| 净资产收益率(%) | 76.1 | 11.3 | 17.9 | 20.5 |
| 每股收益(元) | 0.32 | 0.44 | 0.85 | 1.23 |

数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

潮玩行业报告_《POP MART 凭何取胜?》_20200723

海外消费研究

分析师: 韩亦佳

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

联系人:

韩亦佳

hanyij@xyzq.com.cn

周灵珮

zhoulingpei@xyzq.com.cn

SAC: S0190119070056

投资要点

本篇报告将重点探讨潮玩在中国的起源及市场空间, 泡泡玛特的商业模式及其积累的先发优势和护城河, 测算泡泡玛特国内开店空间及海外市场拓店进度, 以及泡泡玛特5年期(2020-2024)的业绩展望。

潮玩市场潜力巨大, 1) 当中国在2019年突破了人均GDP一万美元后, 潮玩等精神需求可能迎来跨越式发展; 2) 横向国别比较, 日/韩/新加坡年轻人人均潮玩消费额分别是中国的7、4.5、8倍; 3) 纵向来看, 中国新生代显露出巨大的消费动能, 中国潮玩市场在过去四年的复合年增长率34.6%, 超世界均值。随着中国人均GDP的追赶, 远景万亿级的潮玩新蓝海正待挖掘。

泡泡玛特以盲盒形式助推潮玩出圈, 是国内颇具规模的覆盖潮流玩具全产业链的平台公司。潮玩行业的关键门槛在于IP, 目前泡泡玛特的产品驱动力仍强于其自身的品牌驱动力, 强IP属性也是一种风险。对艺术家而言, 泡泡玛特运营能力强、零售渠道强、品牌效应强, 意味着后续IP变现空间大, 强强联合将是潮玩新进入者难以复制的壁垒。

盲盒对消费场景有着强依赖性, 线下门面形象、展示陈列、灯光等至关重要, 刺激购买欲望, 因此我们也强调泡泡玛特具有“高颜值”的零售属性。公司计划于一二线城市继续扩大渠道, 海外市场也正在起势。预计2024年底零售门店数将扩大4.4倍(较2020年底), 机器人门店数将扩大5倍。我们以星巴克在购物中心的门店数量来测算公司中期开店天花板, 两者通性在于高线城市可以充分渗透、在低线城市下沉难度大, 我们测算国内天花板在1200家门店左右, 开店空间超过5倍。

预计公司2020-2024年收入分别为28.5、47.3、73.2、101.8、133.6亿元, 同比增69%、66.4%、54.7%、39%、31.2%, 净利润分别为6.2、11.9、17.2、23.0、30.5亿港元, 同比增36.5%、93.4%、44.4%、33.5%、27.4%, 当前股价(2021.1.22)对于2021-2024年PE估值分别为79、54、41、32倍。由于并可参考的无同质公司PE, 且泡泡玛特未来三年仍处于高速成长的阶段, 我们给予泡泡玛特目标PEG为1.5倍, 目标价92港元, 首次覆盖, 审慎增持评级。

风险提示: 行业监管风险、艺术家公关风险、消费倾向变化、产品质量风险、竞争格局不清晰、公司头部IP生命力丧失或流失的风险、公司新产品不及预期。

目 录

| | |
|------------------------------|--------|
| 1、公司简介 | - 4 - |
| 1.1、泡泡玛特—中国最大、发展最快的潮流玩具公司 | - 4 - |
| 1.2、发展历史：从杂货零售商到 IP 文化制造者 | - 5 - |
| 1.3、财务分析：业绩亮眼，吸金能力强大 | - 7 - |
| 1.4、管理团队年轻化，核心设计师持股绑定公司利益 | - 9 - |
| 2、万亿新蓝海 | - 11 - |
| 2.1、潮玩发展历程 | - 11 - |
| 2.2、中国万亿级潮玩市场正待挖掘 | - 13 - |
| 2.3、潮玩以盲盒为载体，迅速出圈形成大众级别影响力 | - 15 - |
| 2.4、不止于盲盒，迪士尼、环球最根本为 IP 大亨 | - 17 - |
| 2.5、泡泡玛特做第一个吃螃蟹的人 | - 17 - |
| 3、泡泡玛特：打造产业链闭环平台 | - 20 - |
| 3.1、IP 发掘和运营能力强大 | - 20 - |
| 3.2、线上线下全渠道覆盖，会员体系+葩趣社区加强护城河 | - 27 - |
| 3.3、海外业务起势，龙头再扩版图 | - 32 - |
| 4、盈利预测与投资建议 | - 35 - |
| 5、风险提示 | - 37 - |

图 表

| | |
|------------------------------------|--------|
| 图 1、早期泡泡玛特类似香港 LOG ON 模式 | - 5 - |
| 图 2、泡泡玛特早期模式：潮玩文具杂货零售商 | - 5 - |
| 图 3、Sonny Angel 及泡泡玛特 Molly 形象对比 | - 6 - |
| 图 4、泡泡玛特连续 4 年举办国内最大规模的潮玩展 | - 6 - |
| 图 5、公司自有产品收入实现快速增长 | - 6 - |
| 图 6、公司自有产品收入贡献迅速提升，第三方下降 | - 6 - |
| 图 7、泡泡玛特收入增速 | - 8 - |
| 图 8、经营利润增速 | - 8 - |
| 图 9、净利润增速 | - 9 - |
| 图 10、公司盈利能力持续提升，费用率降低 | - 9 - |
| 图 11、周转天数 | - 9 - |
| 图 12、现金流情况 | - 9 - |
| 图 13、泡泡玛特股权架构 | - 10 - |
| 图 14、潮玩的定义 | - 11 - |
| 图 15、潮玩的发展 | - 13 - |
| 图 16、潮玩人均消费额：中/日/韩/新加坡，2019 年 | - 14 - |
| 图 17、潮玩市场规模：中/日/韩/新加坡，2019 年 | - 14 - |
| 图 18、2019（左）和 2020 年（右）排队的潮玩收藏爱好者 | - 14 - |
| 图 19、2015-2024 年中国潮流玩具的市场规模（按零售值计） | - 15 - |
| 图 20、2015-2024 年全球潮流玩具的市场规模（按零售值计） | - 15 - |
| 图 21、泡泡玛特盲盒的形式 | - 16 - |
| 图 22、盲盒消费的主要动因 | - 16 - |
| 图 23、盲盒的百度搜索指数 | - 17 - |
| 图 24、中国潮流玩具市场市占率,2019 年 | - 17 - |
| 图 25、中国潮玩市场格局：泡泡玛特增速规模第一 | - 17 - |
| 图 26、泡泡玛特依靠 IP 核心建立了完整的产业链 | - 20 - |

| | | |
|-------|--|--------|
| 图 27、 | 泡泡玛特各 IP 占公司总收入占比, 2019 年..... | - 22 - |
| 图 28、 | 泡泡玛特各 IP 收入..... | - 22 - |
| 图 29、 | 泡泡玛特 IP 运营模式..... | - 22 - |
| 图 30、 | 主要独家 IP 的余下授权期限..... | - 24 - |
| 图 31、 | 泡泡玛特每套盲盒的售卖数量逐年提升..... | - 25 - |
| 图 32、 | 泡泡玛特盲盒平均售价..... | - 25 - |
| 图 33、 | Molly 的不完全跨界合作..... | - 26 - |
| 图 34、 | 其它 IP 的不完全跨界合作..... | - 26 - |
| 图 35、 | 泡泡玛特探店..... | - 27 - |
| 图 36、 | 竞品门店布置..... | - 27 - |
| 图 37、 | 零售店分布..... | - 28 - |
| 图 38、 | 机器人商店分布..... | - 28 - |
| 图 39、 | 零售店和机器人商店数量..... | - 29 - |
| 图 40、 | 公司各渠道收入贡献占比..... | - 29 - |
| 图 41、 | 公司自有葩趣平台, 集社区、电商、交易、潮玩资讯于一体..... | - 29 - |
| 图 42、 | 公司注册会员数成倍增长..... | - 30 - |
| 图 43、 | 公司会员具备多项优势, 转换率高..... | - 30 - |
| 图 44、 | 客群肖像: 18-35 岁为主, 白领和学生居多, 复购率高..... | - 30 - |
| 图 45、 | 星巴克和泡泡玛特的门店分布类似, 2020 年..... | - 31 - |
| 图 46、 | 星巴克各类型门店比例, 2019 年..... | - 31 - |
| 图 47、 | 泡泡玛特门店数量展望..... | - 31 - |
| 图 48、 | 泡泡玛特无人零售机数量展望..... | - 31 - |
| 图 49、 | 首家海外直营店位于韩国首尔江南区..... | - 32 - |
| 图 50、 | 泡泡玛特参加日本 Wonder Festival2020 展..... | - 32 - |
| 图 51、 | 海外业务收入及增速..... | - 33 - |
| 图 52、 | 海外市场版图..... | - 33 - |
| 图 53、 | 海外潮玩市场规模潜在增长..... | - 34 - |
| 图 54、 | 泡泡玛特海内外门店数量展望..... | - 34 - |
| 图 55、 | 泡泡玛特海内外无人零售机数量展望..... | - 34 - |
| 表 1、 | 产品组合: 盲盒为主, 手办\BJD 及衍生品面向高端收藏者..... | - 4 - |
| 表 2、 | 公司主要产品形象及销售渠道..... | - 5 - |
| 表 3、 | 公司历史: 从零售商店到潮玩文化缔造者..... | - 6 - |
| 表 4、 | 泡泡玛特简化资产负债表..... | - 7 - |
| 表 5、 | 泡泡玛特简化利润表..... | - 8 - |
| 表 6、 | 公司主要高管..... | - 10 - |
| 表 7、 | 潮玩发展过程中代表性作品..... | - 12 - |
| 表 8、 | 我国潮玩主要玩家及渠道: 泡泡玛特是内地唯一形成规模的覆盖潮流玩具全产业链的平台型公司..... | - 18 - |
| 表 9、 | 泡泡玛特主要 IP 形象..... | - 21 - |
| 表 10、 | IP 逐步丰富, Molly 贡献降至 16.3%, Dimoo 贡献度跃升至第一..... | - 21 - |
| 表 11、 | 2016 之前, Molly 盲盒系列的迭代比较慢..... | - 23 - |
| 表 12、 | 2016 后, Molly 盲盒系列加快迭代, 与拥有者建立更紧密的情感联系..... | - 23 - |
| 表 13、 | 新 IP 孵化能力强..... | - 24 - |
| 表 14、 | 公司发行的盲盒系列数..... | - 25 - |
| 表 15、 | 泡泡玛特进军的海外国家及地区..... | - 33 - |
| 表 16、 | 盈利预测关键假设..... | - 35 - |
| 表 17、 | 盈利预测结果..... | - 36 - |

报告正文

我们在上篇行业报告《POP MART 凭何取胜?》重点分析了 POP MART 的出圈是偶然还是必然? 产品生命力的持久性如何? 以及 POP MART 的盲盒业务能否被轻易复制? 本篇报告是泡泡玛特首次评级报告, 我们将重点探讨潮玩在中国的发展起源及市场空间, 泡泡玛特的商业模式, 其对中国潮玩的推动作用及其积累的先发优势和护城河, 我们将测算泡泡玛特国内开店空间及海外市场拓店进度, 以及泡泡玛特 5 年期 (2020-2024) 的业绩展望。

1、公司简介

1.1、泡泡玛特—中国最大、发展最快的潮流玩具公司

泡泡玛特是集潮流商品零售、艺术家经纪、衍生品开发与授权、互动娱乐和潮流展会主办于一体的中国领先的潮流文化娱乐公司。泡泡玛特主要销售盲盒、手办、BJD (人偶娃娃) 及衍生品。经过十年发展, 公司从曾经的潮流杂货铺成功转型为拥有全产业链覆盖的龙头平台型公司: 包括艺术家发掘、IP 运营、消费者接触及潮流玩具文化推广。根据弗若斯特沙利文报告, 泡泡玛特以 2019 年 16.8 亿元的总收入及 2017-2019 年 226.3% 的复合增长率成为了我国最大且增长最快的潮流玩具公司, 2020 年上半年受疫情影响, 收入增速仍有 50%。

截至 2020 年 6 月,




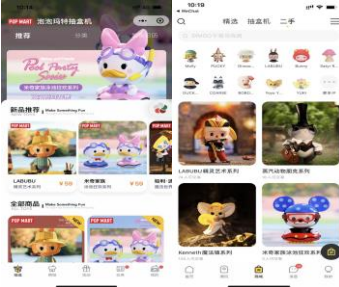


- 品牌方面, 公司拥有 Molly、DIMOO 等 93 个 IP;
- 渠道方面, 于全国一、二线城市拥有 136 个零售店, 1001 家机器人商店, 线上天猫/京东旗舰店、小程序、潮玩社区, 潮玩展和批发;
- 粉丝运营方面, 公司共拥有 3.2 百万名注册会员。

表1、产品组合: 盲盒为主, 手办\BJD 及衍生品面向高端收藏者

| 产品 | 盲盒 | 手办 | BJD | 衍生品 |
|----|---|---|--|---|
| 图片 |  |  |  |  |
| 尺寸 | 4.5-9.5 厘米 | 大于 10 厘米 | 10-20 厘米 | 不同 |
| 价格 | 49-99 元 | 199-1499 元 | 399-799 元 | 6-139 元 |
| 简介 | 基于 IP 开发多系列、多主题产品。每主题包装相同, 一般包含 12 种不同设计, 以及一款稀少的“隐藏款”, 消费者不可预测所购买的款式, 具备乐趣、不确定性及惊喜感。 | 尺寸更大, 为明盒, 价格也更高。设计更精致, 采用更高级的材料, 面向高端消费者。 | 采用球窝关节链接, 人偶关节可活动。多数 BJD 服装、假发、眼睛及四肢组成允许收藏者订制。 | 如吊牌、吊件、数据线、电子设备保护套、徽章、拼图等。 |

资料来源: 招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

表2、公司主要产品形象及销售渠道

| 产品 | 盲盒 |
|---|--|
| 主要 IP 及产品形象 |    |
| 主要渠道: 线上抽盒小程序、天猫/京东旗舰店、葩趣潮玩社交平台; 线下门店及自动售货机 |    |

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、发展历史：从杂货零售商到 IP 文化制造者

从“杂货铺零售商”到“IP 缔造文化商”，泡泡玛特竞争力、盈利能力不断提升：

- 1) 2010-2014 年发展早期：参考香港 LOG ON 模式，于核心商区开设零售连锁，作为渠道商售卖第三方文具、潮玩、文创产品等。如今内地盲盒潮玩销售商酷乐潮玩、九木杂物社、19 八 3 的模式均类似泡泡玛特该阶段；

图1、早期泡泡玛特类似香港 LOG ON 模式

LOG-ON
LOG-ON 從世界各地搜羅最新潮流文具、攝影及電子玩意、時尚飾物、旅遊配件、個人護理及休閒健美用品等等。現時於香港擁有13間 LOG-ON 分店。



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、泡泡玛特早期模式：潮玩文具杂物零售商



数据来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

- 2) 2015年-2017年转型潮玩：2015年公司发现代理的日本IP Sonny Angel盲盒火爆，便致力打造自主潮玩。于2016年成为IP Molly大陆独家授权经销生产商并推出“Molly 星座”盲盒产品。于17年推出创新机器人商店、举办北京国际潮流玩具展。

图3、Sonny Angel 及泡泡玛特 Molly 形象对比



图4、泡泡玛特连续 4 年举办国内最大规模的潮玩展

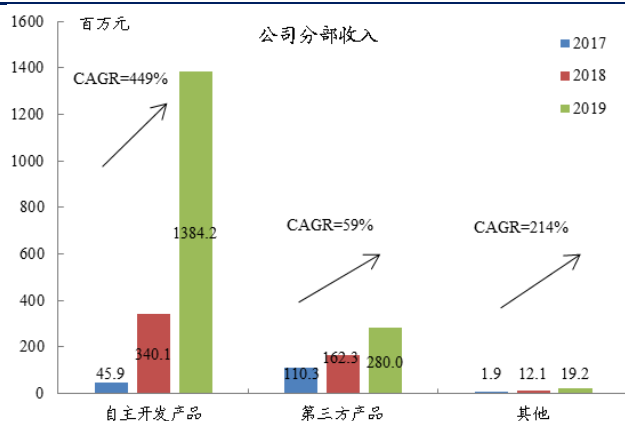


数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

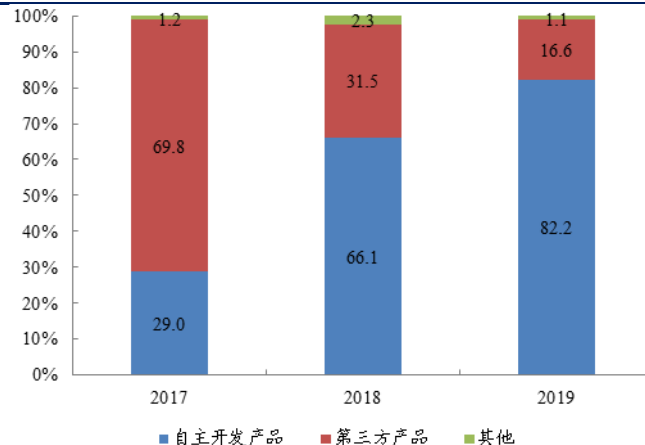
- 3) 2017 年后爆发期：形成了从艺术发掘、IP 商业化、消费者触达到文化推广的全产业链布局。推出多个自有/独家 IP，自有产品占比从 17 年的 27% 迅速提升至 19 年的 82.2%。与此同时，公司加速扩张线上线下渠道，销售额连续两年为天猫双十一玩具品类之首，线上收入贡献从 2017 年的 9.4% 升至 2019 年的 32%。

图5、公司自有产品收入实现快速增长



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司自有产品收入贡献迅速提升，第三方下降



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、公司历史：从零售商店到潮玩文化缔造者

| 年份 | 业务里程碑 |
|------|--|
| 2010 | 北京泡泡玛特成立，第一家零售店在中国北京欧美汇购物中心开业 |
| 2014 | 在中国北京王府井 APM 购物中心推出第一家 lifestyle 概念旗舰店 |
| 2016 | 在天猫的旗舰店开始营业，推出葩趣平台，推出首个自主产品“Molly 星座”盲盒 |
| 2017 | 推出创新机器人商店，举办中国首届大型潮玩展会：北京国际潮玩展 |
| 2018 | 举办上海国际潮流展，按人次计为亚洲规模最大的潮流玩具展会 |
| 2019 | 天猫旗舰店“双 11”当日销量达到人民币 820 万元，在天猫“模玩”类目排名第一 |
| 2020 | 天猫旗舰店“双 11”销售额 1.42 亿元，成为大玩具类目中首家“亿元俱乐部”成员 |

资料来源：招股说明书，泡泡玛特官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、财务分析：业绩亮眼，吸金能力强大

参考 2019 年报表，

- 1 间线下零售店的店面 100-150 平方米，月收入在 70 万元左右（坪效是 5000-6000 元/平方米/月），售出产品的生产成本 25 万元，毛利 45 万元，租金及装修折旧约 10 万/月左右，人力成本约 7 万/月，不考虑总部广告营销等费用，该店税前利润约 28 万元/月，经营利润率 40% 左右。1 间新的零售店的初始投资金额是 2-3 百万元，预计可在 1-2 个月可实现收支平衡，现金投资回报期是 3-6 个月。
- 1 间机器人商店的月收入是 3.8 万元，售出产品的生产成本 1.3 万元，1 台机器人的购入成本是 5.7 万元，分 5 年折旧，每月折旧不足 1 千元，场地租赁费用预计在 5-6 千元/月左右，不考虑总部广告营销等费用，1 间机器人店的税前利润约 1.9 万元/月，经营利润率 50% 左右。机器人商店拥有更高的坪效，更低的租金、人力开支。1 间新的机器人商店的初始投资金额是 7 万元，在 1-2 个月可实现收支平衡，现金投资回报期是 3-6 个月。
- 如果是线上平台销售，除了产品本身的生产成本、物流成本外，需额外支付销售额约 5% 的电商平台服务费，微信平台的泡泡抽盒机无佣金费用，平均佣金率 3%，经营利润率约 60%。

总而言之，泡泡玛特具有强大的吸金能力。

- **成本低，毛利高**。单价 65 元的一款盲盒，总生产成本是 23 元。在这 23 元的生产成本中，支付给艺术家或 IP 提供商的授权费约 5 元，商品采购成本 18 元。
- **随着规模上升，三费率呈下降趋势**。销售费用率 21%（含租金、人力、广告、物流），管理费用率 9%，财务费用率 0.3%。
- 税后净利润率 27%，ROA 是 42%，ROE 是 76%，展现出**极强的盈利能力**。
- 应收账款周转天数 6 天，应付账款周转天数 36 天，**上下游议价能力强**。
- 存货周转天数 46 天，**坪效高，产品周转快**。

表4、泡泡玛特简化资产负债表

| 单位：万元 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020H1 |
|--------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 资产规模 | 14,228 | 40,280 | 106,648 | 178,917 |
| | yoy | 183% | 165% | |
| 占比：现金 | 10% | 24% | 30% | 46% |
| 占比：使用权资产 | 25% | 18% | 17% | |
| 占比：物业、厂房及设备 | 9% | 9% | 10% | |
| 占比：存货 | 11% | 7% | 9% | 13% |
| 占比：租赁负债 | 27% | 19% | 17% | |
| 净资产(不含少数股东) | 7,882 | 21,883 | 59,278 | 123,995 |
| 资产负债率 | 45% | 46% | 44% | 31% |

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表5、泡泡玛特简化利润表

| 单位: 万元 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020H1 |
|----------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| 营业收入 | 15,807 | 51,451 | 168,343 | 81,779 |
| | yoy | 225% | 227% | 50.5% |
| 毛利率 | 48% | 58% | 65% | 65% |
| 销售费用率 | 32% | 24% | 21% | 27% |
| 管理费用率 | 13% | 8% | 9% | 15% |
| 财务费用率 | 1.1% | 0.5% | 0.3% | 0.2% |
| 所得税率 | 31% | 25% | 25% | 28% |
| 净利润(不含少数股东权益) | 157 | 9,952 | 45,112 | 14,128 |
| 净利润率 | 1% | 19% | 27% | 17% |
| | yoy | 6239% | 353% | 24.4% |

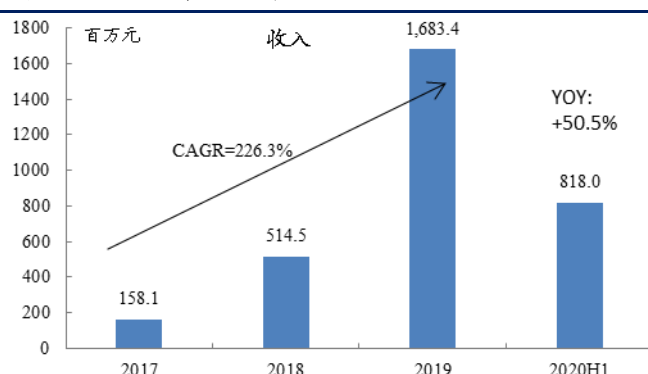
资料来源: 招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

看成长能力, 泡泡玛特经营业绩大幅增长, 收入 2017-2019 两年 CAGR 达 226%, 利润增 287 倍: 得益于自有及独家 IP 的快速发展, 公司自主开发产品收入从 2017 年的 4586 万增至 2019 年的 13.84 亿元, 带动公司整体收入从 2017 年的 1.58 亿迅速增长至 2019 年的 16.83 亿元, 两年复合增长率达 226%。而随着公司自有产品及品牌力提升, 公司费用率持续下降, 盈利能力提升。2017 年至 2019 年, 泡泡玛特的营业利润分别为人民币 437.9 万元、1.34 亿元和 5.99 亿元, 年复合增长率 1069.37%; 净利润为人民币 156.9 万, 9952.1 万, 4.5 亿, 增长 287 倍。

受疫情影响, 疫情影响了线下的客流量和部分 IP 新品的发布时间表, 泡泡玛特 2020 上半年收入 8.18 亿元, 同比增速回落至 50%, 净利润 1.41 亿元, 增速回落至 24.4%。其中, 零售店收入同比增 38% 至 3.13 亿元, 同店收入下滑 23%, 机器人商店收入同比增 28% 至 1.05 亿元, 同店收入下滑 53%, 线上收入同比大增 105% 至 3.34 亿元。

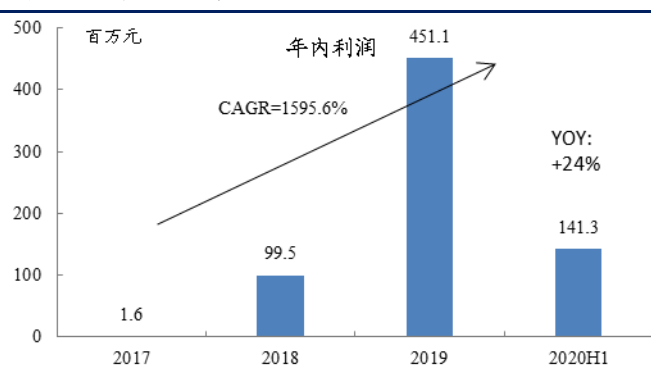
毛利率和净利率稳步上升: 2019 年公司毛利率和净利率达 64.8%、26.8%, 分别同比上升 6.9pct、7.5pct, 主要原因是公司自主开发产品在 2019 年的收入占比增加。公司第三方产品收入占比 2017 年至 2019 年由 69.8% 下降到 16.6%, 自主开发产品占比上升, 大幅增加了公司的毛利率和净利率。

图7、泡泡玛特收入增速



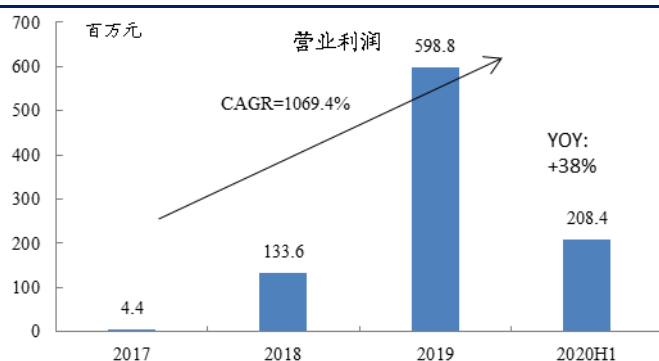
数据来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

图8、经营利润增速



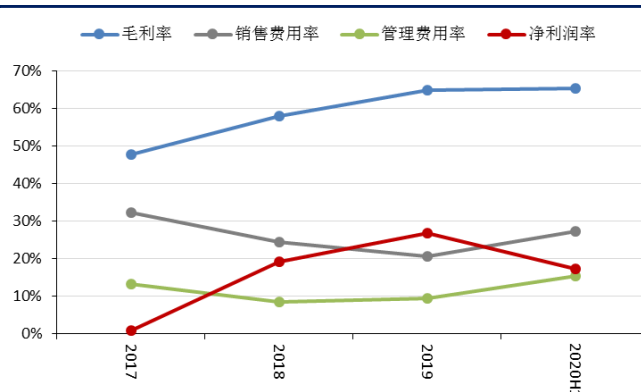
数据来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

图9、净利润增速

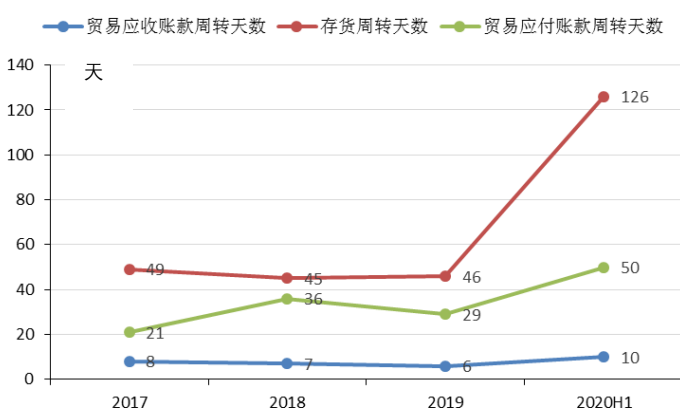


数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、公司盈利能力持续提升，费用率降低

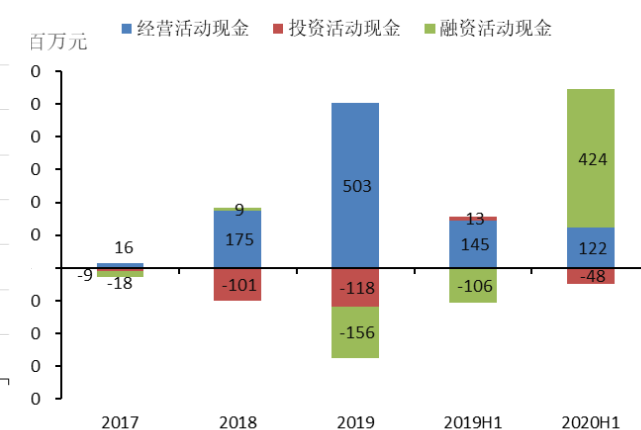


数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、周转天数¹

数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、现金流情况



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、管理团队年轻化，核心设计师持股绑定公司利益

公司高级管理团队年轻化：公司高级管理团队包括执行董事王宁、司德、杨涛、刘冉以及首席财务官杨镜冰、副总裁文德一，高管平均年龄35岁，全部员工平均年龄27岁，年轻化增强了团队对潮流文化的适应性和敏感性。

股权相对集中，核心设计师持股。公司创始人王宁为公司执行董事及行政总裁，同时也是公司第一大股东，王宁和其配偶副总裁杨涛共同持股49%。Molly形象的设计师Kenny Wong在2019年以345万元购入泡泡玛特当时2%股权，上市后，Kenny Wong拥有总股本的1.49%。

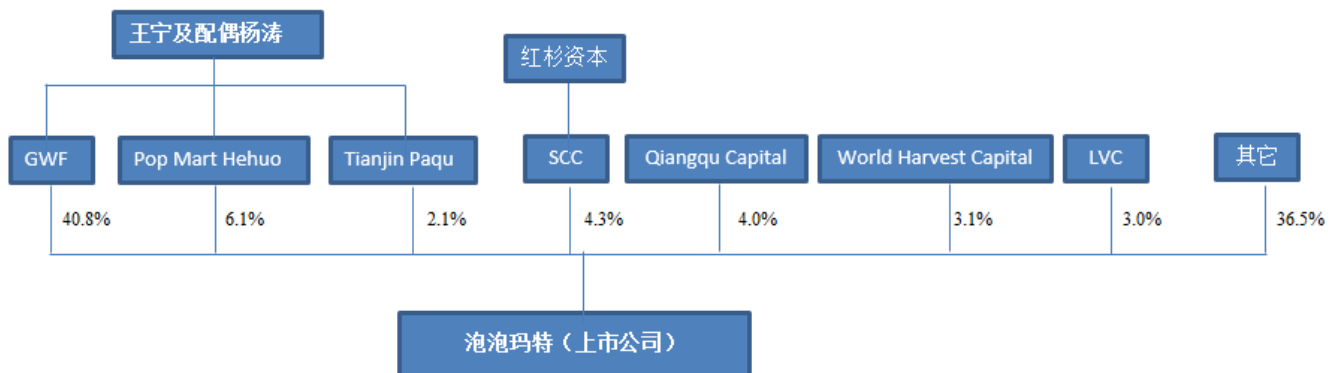
¹ 库存周转天数由2019年的46天增至2020上半年的126天，主要还是受到疫情影响，若干已经生产的新系列的发布推迟到2020下半年。

表6、公司主要高管

| 高级管理 | 年龄 | 职务 | 负责业务 |
|-------|-----|-----------------|----------------------|
| 王宁先生 | 33岁 | 执行董事、董事会主席及行政总裁 | 负责整体战略规划及管理 |
| 司徒先生 | 31岁 | 执行董事及首席营运官 | 负责整体运营及检查线上业务部及人力资源部 |
| 杨涛女士 | 33岁 | 执行董事及副总裁 | 负责监察产品部 |
| 刘冉女士 | 32岁 | 执行董事及副总裁 | 负责监察线下业务部 |
| 文德一先生 | 41岁 | 副总裁 | 负责监察海外市场 |
| 杨镜冰先生 | 41岁 | 首席财务官 | 负责财务管理 |

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、泡泡玛特股权架构



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

2、万亿新蓝海

目前普遍认可的艺术玩具(Art Toy)或潮玩的定义,特指那些由设计师、艺术家为体现独特创意而设计制作的小型软性搪胶(有时也会采用木、瓷或金属类材质)3D 玩偶。艺术玩具不同于从动漫、游戏、影视或传统神话等既有主题衍生的周边产品,从诞生之初就带着深刻而强烈的独立设计之烙印, 如果将玩具行业按照潮流属性及独立IP 两个维度进行分类, 下图右上角用虚线标出的便是我们所定义的潮玩。²

图14、潮玩的定义



数据来源: 腾讯 ISUX , 兴业证券经济与金融研究院整理

2.1、潮玩发展历程

潮玩发源自日本和香港。日本的动漫出版、影视、游戏、主题乐园及周边产品等领域具备成熟而完善的产业链,在2004年二次元产业就已跃升为日本第三大产业。日本战后经济极速腾飞期(20世纪70年代前后)出生、成长的一代,他们拥有丰富的物质生活条件,以及深刻的社会迷茫感和孤独感,他们是二次元文化等各类小众亚文化最早的拥趸者。于此同时,以奈良美智等为第一方阵的一大批日本艺术家迅速崛起,奈良美智在2000年附近创作了一系列的“失眠夜娃娃”, MEDICOM TOY 玩具公司在2001年开发了 Bear Brick 暴力熊。

香港具备了中西思潮碰撞融合的地缘特点、别具一格的街头文化、发达的娱乐工业、较发达的经济和社会教育等特点,很早就形成了浓厚的潮流文化氛围。特别是蔡汉

² 引自《艺术玩具产业在中国的兴起及发展浅析》(朱湘源, 北京大学艺术学院)

成 Raymond 可谓香港潮玩的重要推动者，其于 1995 年创立开放平台型公司 TOY2R，率先与百位知名艺术家们合作，从而将艺术玩具潮流从日本、香港扩展至欧美市场，风靡全球。以陈冠希为代表的香港明星也十分青睐潮玩，无形中推广了潮玩文化。

来自日本和香港的设计风潮，逐渐传入欧美并与当地市场融合。2002 年成立的美国潮流玩具创作者&运营商 kidrobot，与众多国际设计师合作，并顺势推出主打系列玩具“Dunny”和“Munny”等，也是早期的平台玩具代表。

表7、潮玩发展过程中代表性作品

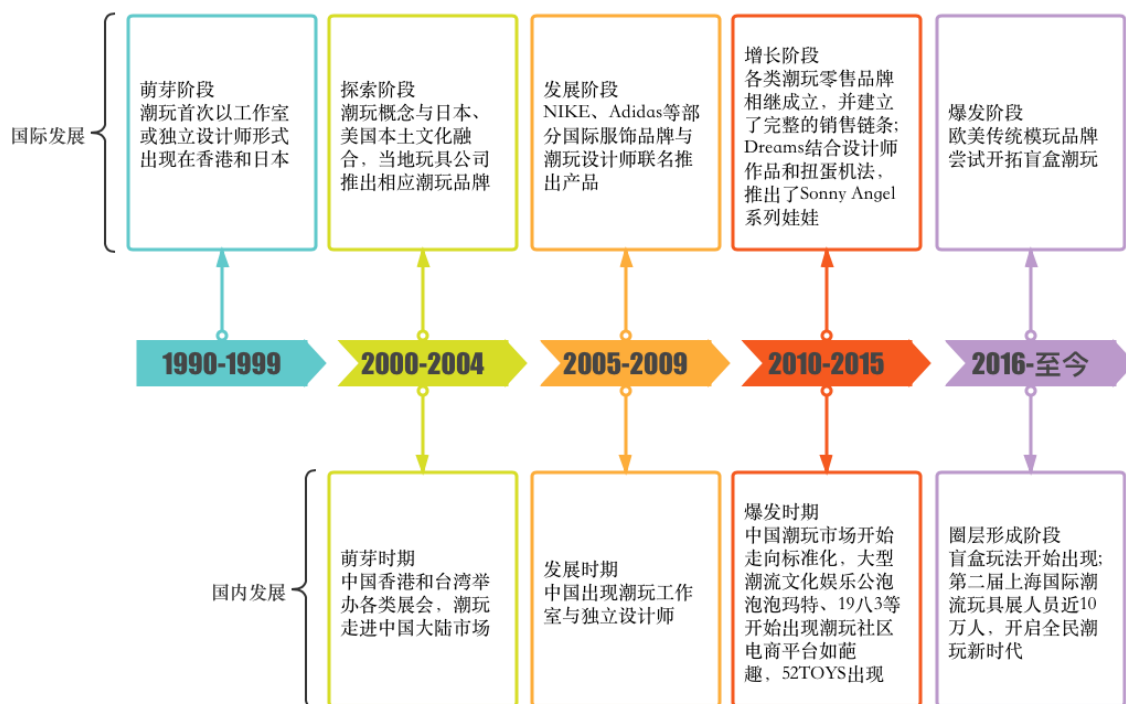
| | | | |
|--|---|--|--|
|  |  |  |  |
| <p>奈良美智作品：失眠夜娃娃 眼尾上吊，看向外界的方式真实而不伪善，有一种玩世不恭的味道，击中 Y 世代“大小孩”的内心</p> | <p>Bear Brick，原型出自日本插画家 Mori Chack，由 MEDICOM TOY 玩具公司 2001 年开发，Bear Brick 融合了街头文化、潮流元素，并与无数 IP 进行跨界合作</p> | <p>香港 TOY2R 在 2000 年左右推出 Qee 钥匙圈系列，除了多变的造型与跨界合作外，另一大特点是首创“Qee D.I.Y.”素体，可吸引艺术爱好者和平面设计师进行二次创作</p> | <p>KAWS 出自美国街头艺术家 Brian Donnelly 之手，其艺术符合“XX 眼”最初以恶搞涂鸦而被熟知，是一种奇思异想街头文化的代表</p> |

资料来源：相关艺术家的宣传资料，兴业证券经济与金融研究院整理

这些艺术家作品具有极高的收藏价值，售价几百元到几万元不等，升值潜力巨大，比如 Bear Brick 的 1000% 熊，发售价在千元左右，二手拍卖购入价基本在万元以上，根据稀有度价格不一。

潮玩在中国内地市场的兴起虽然较迟，但泡泡玛特的出现引爆了内地潮玩市场，并跻身主流市场。自 2011 年泡泡玛特开出线下第一家门店到 2020 年成功开出 200 余家门店和 1000 余家机器人商店，成功的商业化运作为潮玩开辟了全新道路，价格也相对亲民，几十元到几百元不等，Sonny Angel 和 Molly 先后俘获了大量新一代城市年轻人的心。社交媒体的推动、“盲盒”的玩法、及商业化后平民的价格，共同推动了泡泡玛特成为潮玩领域最先“出圈”、形成大众级别影响力的典型代表，潮玩正跻身主流市场。

图15、潮玩的发展



数据来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

总结来看，在 90 年代中期，潮玩最早发源于中国香港与日本，主要以小工作室与个体独立设计师的形式，而后这一设计风潮逐渐传入欧美市场，风靡全球。在 21 世纪初，一小批开放性公司出现，如中国香港 TOY2R，日本 MEDICOM TOY、美国 kidrobot、中国泡泡玛特，商业品牌与潮玩设计师跨界合作联名产品的现象也越来越普遍，潮玩市场逐渐成熟。

潮玩最初的受众群体主要是“大小孩”，他们深受二次元文化的熏陶、并从中“进化”，对艺术玩具十分痴迷。限量发售、盲盒等创新营销方式，以及商业化后亲民的价格，将潮玩从一小批痴迷于艺术玩具的小众群体推至大众市场，全民潮玩的新时代已经开启。

2.2、中国万亿级潮玩市场正待挖掘

纵向来看，中国新生代显露出巨大的消费动能，中国潮流玩具零售的市场规模从 2015 年的人民币 63 亿元增加至 2019 年的人民币 207 亿元（约 30 亿美元），复合年增长率 34.6%。

横向进行国别比较，中国 15-30 岁人群的人均潮玩消费额是 12 美元/年，这一数据在日本是 81 美元/年，在韩国是 53 美元/年，在新加坡是 94 美元/年，日/韩/新加坡人均潮玩消费额分别是中国的 7、4.5、8 倍。

当中国在 2019 年突破了人均 GDP 一万美元后，潮玩等精神需求可能迎来跨越式发展。当国家跨越“人均 GDP 一万美元”这一关键指标后，许多国家会经历文化产品高速发展的时期，如美国出现了好莱坞，日本出现了“二次元”，丹麦出现了“乐高”³，可以预见，中国也在 2019 年突破了人均 GDP 一万美元后，精神层面的消费需求将变得更加重要。

图 16、潮玩人均消费额：中/日/韩/新加坡，2019 年

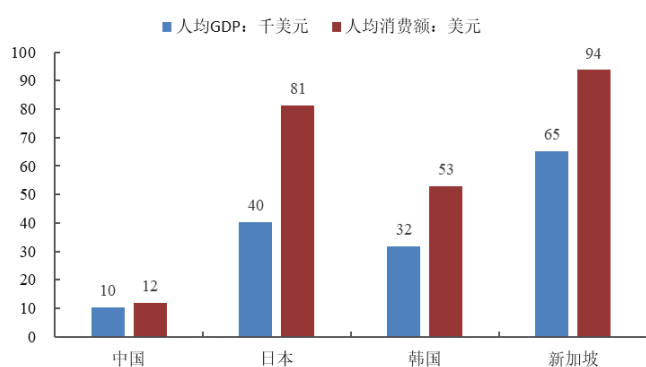
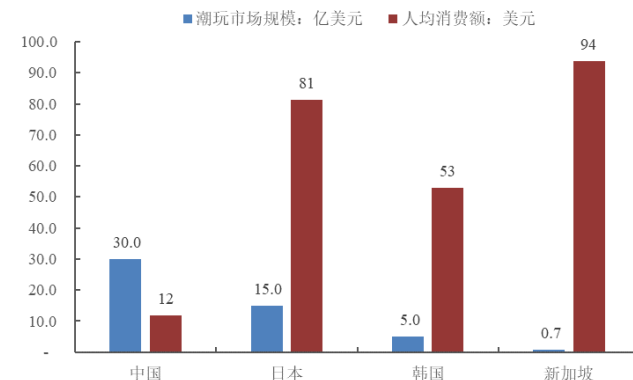


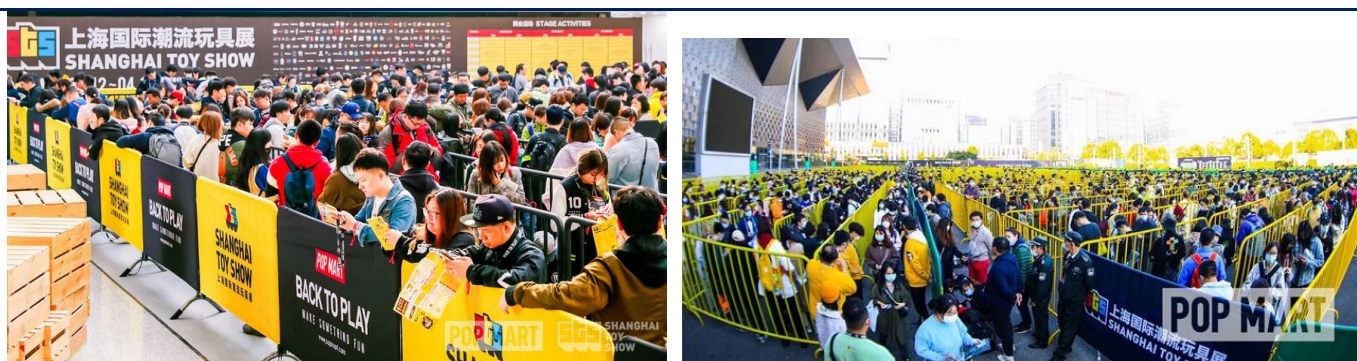
图 17、潮玩市场规模：中/日/韩/新加坡，2019 年



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、2019（左）和 2020 年（右）排队的潮玩收藏爱好者



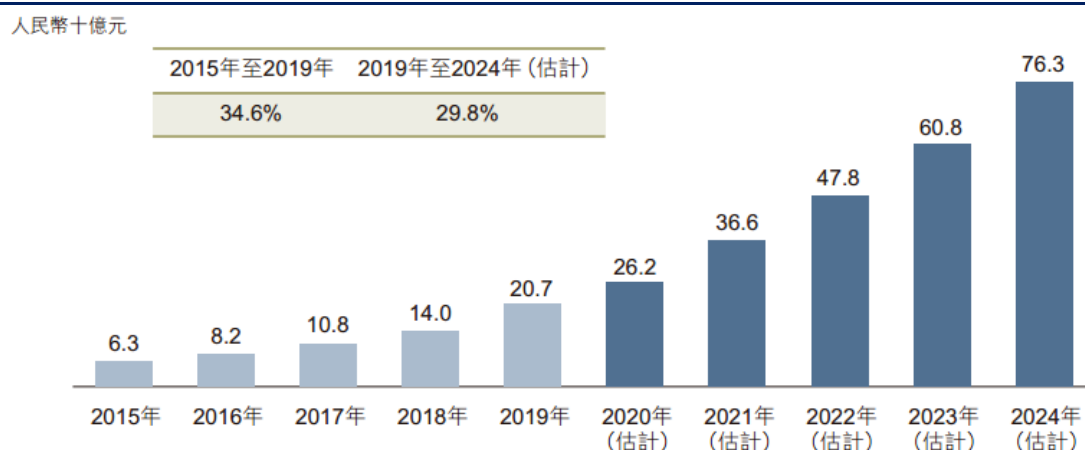
数据来源：新浪新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

随着 Z 世代的崛起，中国潮玩市场潜力巨大，是泛娱乐市场里一条长期向好的朝阳赛道。弗若斯特沙利文预计，中国潮玩的受欢迎程度不断上升将推动其市场规模于 2024 年达 763 亿元，自 2019 年起的复合年增长率为 29.8%；全球潮玩市场规模将于 2024 年达到 448 亿美元，自 2019 年起的复合年增长率为 17.7%。

远景万亿级市场的潮玩新蓝海正待挖掘。中国 15-30 岁的年轻人群基数有 2.55 亿，是日本年轻人群的 14 倍，随着中国人均 GDP 的赶超和对潮玩突飞猛进的需求，若中国这一人群的人均潮玩消费额可达到 60 美元/年，中国潮玩市场将有 150 亿美元/1 万亿人民币的市场规模。

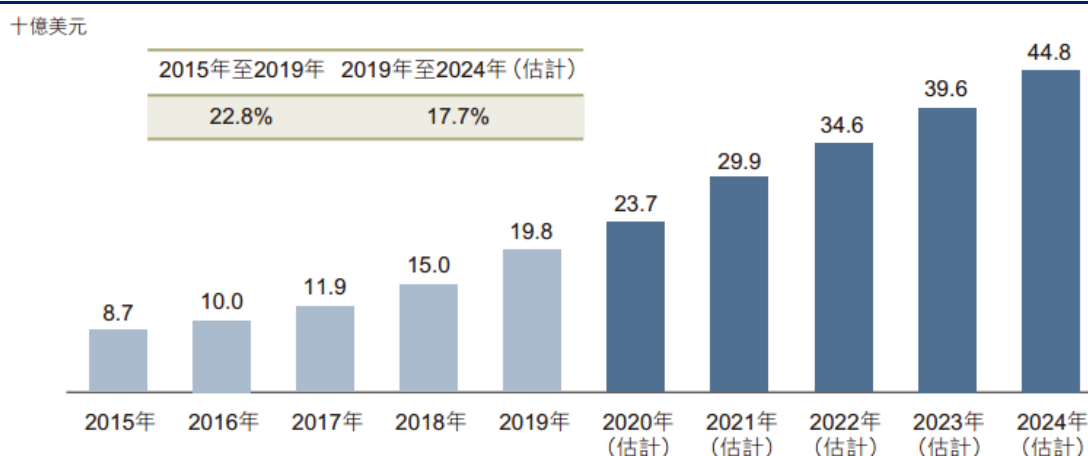
³ 引自米未传媒 CEO 马东 2020 年 10 月 14 日在第八届中国网络视听大会上的发言

图19、2015-2024年中国潮流玩具的市场规模（按零售值计）



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、2015-2024年全球潮流玩具的市场规模（按零售值计）

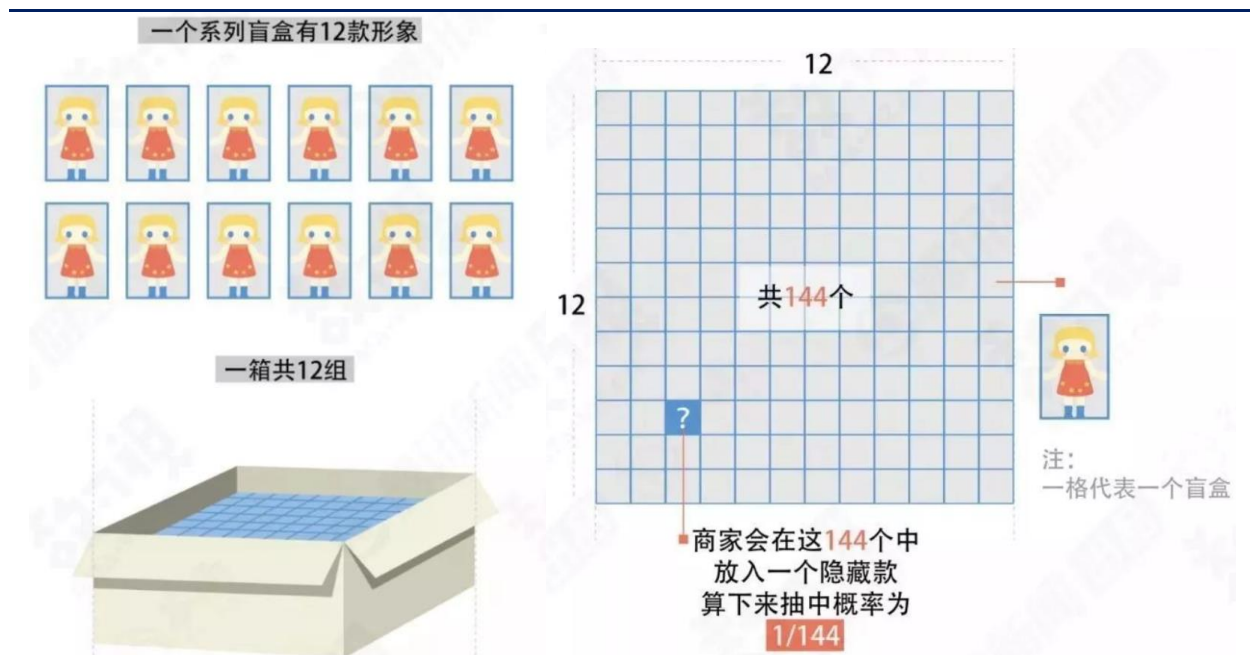


数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、潮玩以盲盒为载体，迅速出圈形成大众级别影响力

盲盒将艺术玩具限量发行、饥饿营销这一特点放大，并融入了类似日本福袋、扭蛋、中国90年代小浣熊干脆面集卡等售卖形式。以泡泡玛特的盲盒为例，1个系列盲盒通常包含12种设计和1款特殊设计的隐藏款。消费者购买时只能选择系列，不能选择具体款式，且隐藏款抽中概率为1/144。盲盒并不是泡泡玛特的首创，早期TOY2R的Qee玩具、日本的Bear Brick和Sony Angel也是盲盒的形式，若买到不喜欢的款式，可互相交换或在二级市场交易。

图21、泡泡玛特盲盒的形式

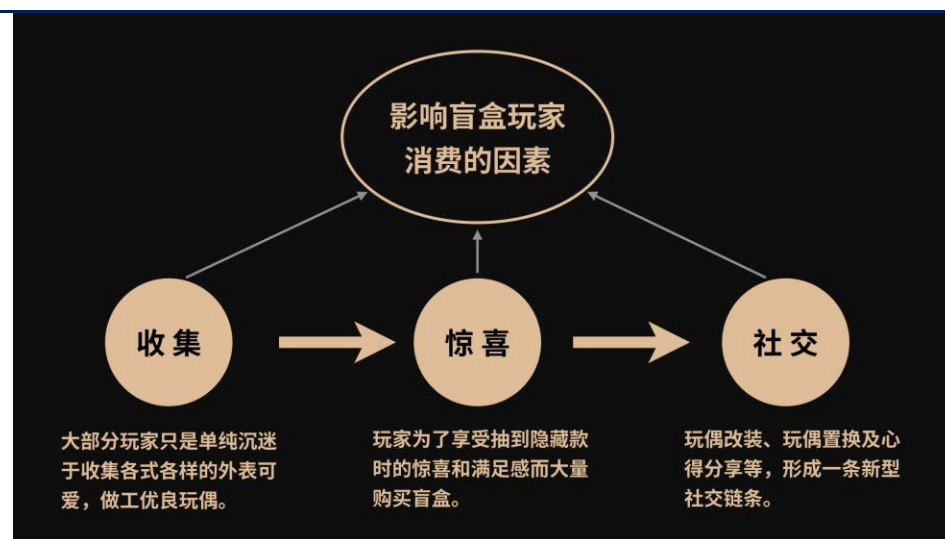


数据来源：搜狐资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

价格亲民的盲盒兼备惊喜消费+收藏+社交性质，满足了消费者以猎奇心、占有欲、炫耀心为原始驱动力的收藏心理需求，盲盒带来的惊喜和社交属性使得消费者与商品本身产生情感联系。因此，盲盒已成了潮玩领域最先“出圈”、形成大众级别影响力的典型代表。

- 1、集齐全套+抽自己喜欢的款式+抽隐藏款的上瘾性，使消费者在购买时便具备一定“赌性”及“刺激性”。
- 2、盲盒制作更为精美，持续创新并推出不同系列和主题，盲盒兼具一定“艺术收藏性”。
- 3、玩家的产品可通过“二手平台”交易交换，“晒娃”、分享抽取经验等，具备“社交属性”。

图22、盲盒消费的主要动因



数据来源：腾讯 ISUX，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、盲盒的百度搜索指数



数据来源：百度指数，兴业证券经济与金融研究院整理

泡泡玛特是盲盒的引领者，盲盒亦成就了泡泡玛特。据头豹研究院数据，2019年中国盲盒市场规模预测值为28.8亿，2019年泡泡玛特的盲盒零售规模约有15亿元，市占率超过50%，盲盒销售额约占泡泡玛特总零售金额的81%，2017-2019年的CAGR有286%，2020年泡泡玛特盲盒销售规模预计有25亿元以上。

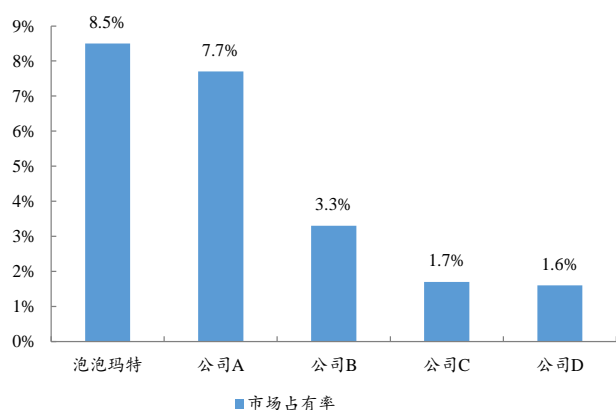
2.4、不止于盲盒，迪士尼、环球最根本为IP大亨

不止局限于盲盒形式的潮玩，IP授权行业仍有高速增长空间。尽管潮玩为现今IP主要变现方式之一。但随着IP的成熟，IP授权及应用空间巨大。参考迪士尼、漫威等众多全球领先的IP创造者，IP价值不仅可体现在潮玩上，更可以在线上数字游戏、电影电视及动画，以及线下商品、游乐园等多场景输出。

2.5、泡泡玛特做第一个吃螃蟹的人

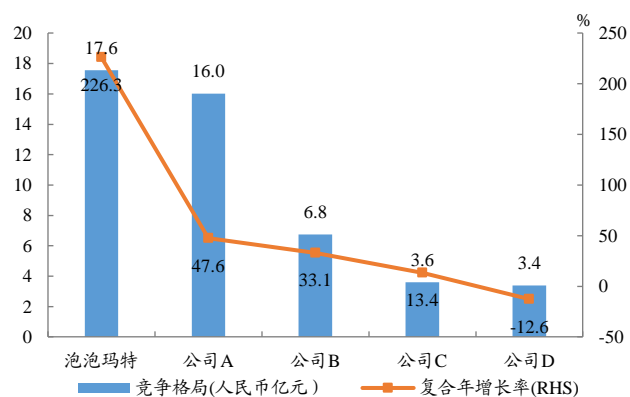
中国潮玩市场有数百名参与者看，泡泡玛特在中国潮流玩具市场市占率第一。2019年中国潮玩CR5市场份额为8.5%、7.7%、3.3%、1.7%和1.6%，除泡泡玛特之外，后四位均非内地本土公司，有乐高、万代等。泡泡玛特可谓为内地市场第一个吃螃蟹的人，也是颇具规模的覆盖潮流玩具全产业链的平台型公司。

图24、中国潮流玩具市场市占率,2019年



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理


图25、中国潮流市场格局：泡泡玛特增速规模第一



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

表8、我国潮玩主要玩家及渠道：泡泡玛特是内地唯一形成规模的覆盖潮流玩具全产业链的平台型公司

| 品牌 | 业务模式简介 | 门店形象 |
|--------------|---|---|
| 泡泡玛特 | <p>线下直营门店超百家，机器人商店超 800 家；线上天猫京东旗舰店，微信小程序，APP；自有+授权，Molly、PUCKY、米老鼠等；强 IP+零售</p> |  |
| TOPTOY 和名创优品 | <p>名创优品旗下的独立集合门店，定位为亚洲潮玩集合店，产品覆盖盲盒、艺术潮玩、日漫手办、美漫手办、娃娃模型、拼装模型、积木等；无自有 IP，零售属性</p> <p>此外，名创优品门店内也有盲盒出售，多为迪士尼、三丽鸥、樱桃小丸子、长草颜团子等更为大众所熟知的 IP，无自有 IP，零售属性</p> |  |
| 19 八 3 | <p>线下直营门店超百家，在低线城市覆盖更广，线上天猫及 APP；代理+自有，Fenni，凸仔，樱桃小丸子等；无强 IP，零售属性更强</p> |  |
| 52toys | <p>线上通过天猫官方旗舰店，线下通过 19 八 3 和酷乐潮玩等授权门店，自有门店较少；拥有樱桃小丸子、蜡笔小新、王者荣耀等国内外知名 IP 的授权，生产周边产品；IP 授权</p> |  |
| 酷乐潮玩 | <p>100 多家线下门店；代理，可口可乐，吾皇万睡等；零售属性</p> |  |
| IP Station* | <p>超 500 台无人零售，小程序、京东天猫；产品提供方授权销售；零售属性</p> |  |

| | | |
|-------------------------|--|---|
| <p>奥飞娱乐 (002292.SZ)</p> | <p>线下通过第三方卖场，线上天猫； 自有+代理，小猪佩奇、海绵宝宝、超级飞侠；文化属性，但 IP 适宜年龄段较窄</p> |  |
|-------------------------|--|---|

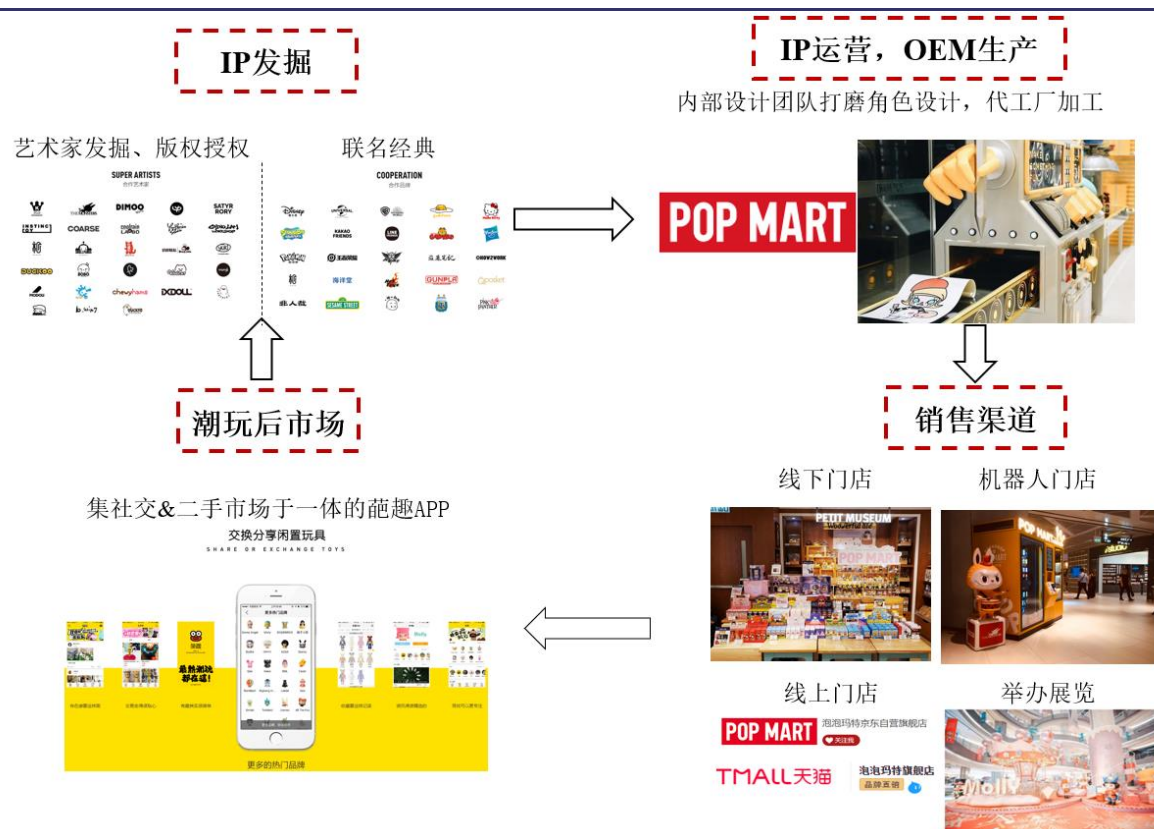
资料来源：招股说明书，各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理；
注：金运激光 (300220.SZ) 旗下玩偶一号拥有 IP Station

3、泡泡玛特：打造产业链闭环平台

泡泡玛特是国内覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台型公司，包括艺术家发掘、IP运营、OEM生产、消费者触达及潮流玩具文化的推广这四个环节，最后一环潮玩后市场的培育又进一步助力前端发掘潜质IP。

泡泡玛特在IP和渠道方面具备先发优势，于港股上市后品牌效应再增，并有潜力发掘更多优质IP，持续拓展产品生命力。

图26、泡泡玛特依靠IP核心建立了完整的产业链



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.1、IP发掘和运营能力强大

泡泡玛特拥有自有/独家/非独家三类IP。截止2020年6月底，泡泡玛特共有93个IP，包括12个自有IP、25个独家IP和56个非独家IP。

- **自有IP**: 公司的自有IP有12个，包括收购的代表性IP(如Molly、Dimoo)、公司内部设计团队开发的IP(如Yuki及BOBO&COCO)。2017、2018、2019、2020上半年公司基于自有IP的收入分别为人民币4100万元、2.16亿元、6.27亿元、及2.81亿元，分别占总收入的26%、42%、37%、34%。

- **独家 IP:** 与选定艺术家签订授权协议, 艺术家一般为公司提供中国及指定地区开发销售基于其 IP 的潮玩产品的独家权利。公司有 25 个独家 IP, 包括由合作艺术家创作的 PUCKY、the Monsters 和 SATYR RORY, 2017、2018、2019 年、2020 上半年, 独家 IP 的自主开发产品所得收入分别为 480 万元、1.06 亿元、5.97 亿元和 2.73 亿元, 分别占总收入的 3%、21%、35% 和 33%。
- **非独家 IP:** 公司的非独家 IP 包括 56 个和第三方合作的卡通人物, 如米老鼠、小黄人和 Hello Kitty 等。2018、2019 年、2020 上半年, 非独家 IP 的自主开发产品所得收入分别为 1820 万元、1.6 亿元和 1.3 亿元, 分别占总收入的 3.5%、9.5% 和 16.3%。

表9、泡泡玛特主要 IP 形象



资料来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

表10、IP 逐步丰富, Molly 贡献降至 16.3%, Dimoo 贡献度跃升至第一

| 千元 | 2017 | | 2018 | | 2019 | | 2020H1 | |
|--------------|---------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 自有 IP | 41,021 | 89.4% | 215,714 | 63.4% | 627,027 | 45.3% | 280,790 | 40.9% |
| Molly | 41,019 | 89.4% | 213,893 | 62.9% | 456,018 | 32.9% | 112,064 | 16.3% |
| Dimoo | | | | | 100,085 | 7.2% | 117,466 | 17.1% |
| BOBO&COCO | | | | | 25,454 | 1.8% | 32,939 | 4.8% |
| Yuki | | | 746 | 0.2% | 23,076 | 1.7% | 15,174 | 2.2% |
| 其他 | 2 | 0.0% | 1,074 | 0.3% | 22,394 | 1.6% | 3,147 | 0.38% |
| 独家 IP | 4,843 | 10.6% | 106,222 | 31.2% | 597,362 | 43.2% | 272,879 | 39.7% |
| PUCKY | | | 75,075 | 22.1% | 315,318 | 22.8% | 119,134 | 17.3% |
| The Monsters | | | | | 107,846 | 7.8% | 70,052 | 10.2% |
| SATYR RORY | | | 6,893 | 2.0% | 63,086 | 4.6% | 15,923 | 2.3% |
| 其他 | 4,843 | 10.6% | 24,254 | 7.1% | 111,112 | 8.0% | 67,770 | 9.9% |

| | | | | | | | | |
|--------|--------|--------|---------|--------|-----------|--------|---------|--------|
| 非独家 IP | | | 18,213 | 5.4% | 159,820 | 11.5% | 133,246 | 19.4% |
| 自主开发合计 | 45,864 | 100.0% | 340,149 | 100.0% | 1,384,209 | 100.0% | 686,915 | 100.0% |

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、泡泡玛特各 IP 占公司总收入占比，2019 年

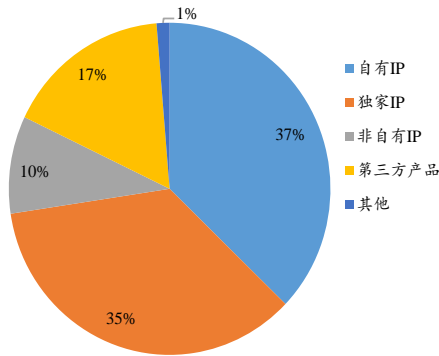
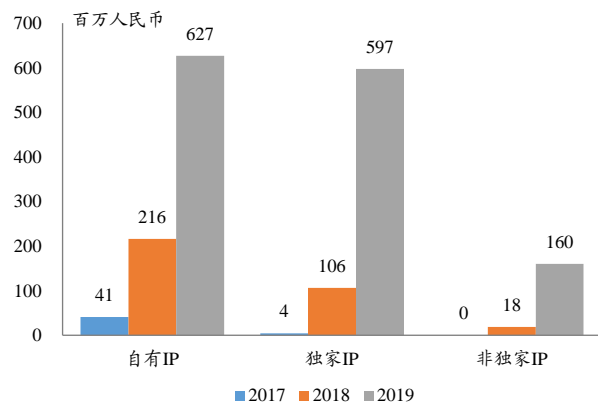


图28、泡泡玛特各 IP 收入

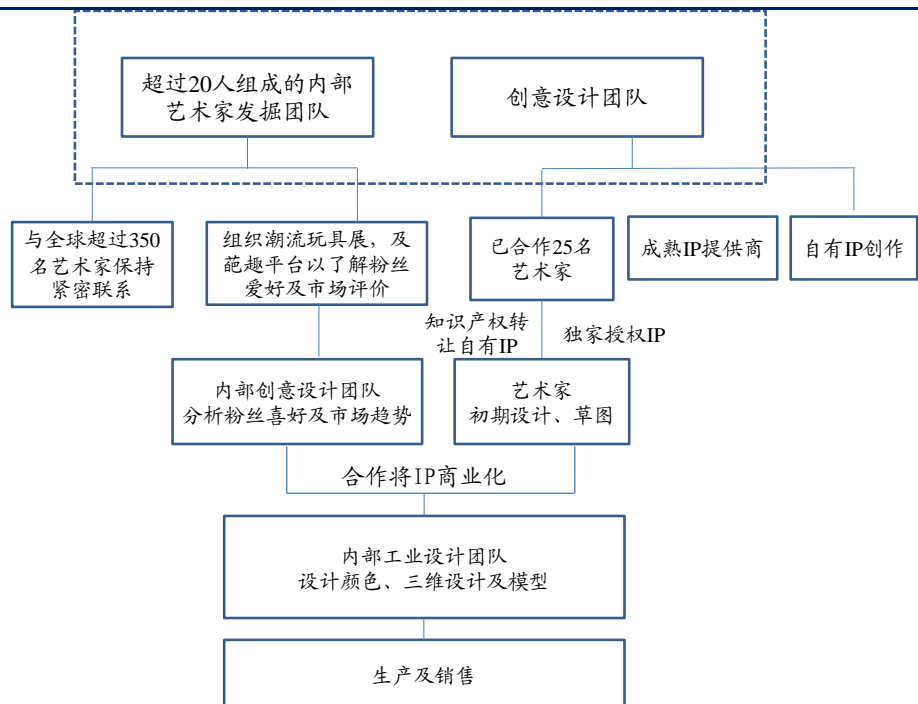


数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

泡泡玛特拥有强大的 IP 创作及运营能力。公司 IP 由艺术家、成熟的 IP 提供商和内部设计师提供。**1、设计师合作方面：**与超过 350 名全球艺术家建立联系，并已与 25 名艺术家通过知识产权转让或独家授权形式打造公司自有及独家 IP；**2、第三方 IP 供应方面：**与全球顶级 IP，包括迪士尼、环球等建立授权关系；**3、内部设计团队：**百名设计师组成的创新团队，与艺术家紧密合作，通过分析粉丝喜好及市场趋势等工作进行三维设计及模具，将艺术家的 IP 形象草图转为商业化产品，从艺术家提供二维草图到内部设计团队落实最终推广方案，这一过程将耗时 8 个月。

图29、泡泡玛特 IP 运营模式



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

通过这种成熟的商业化运作模式，此前设计师通过工作室打造的规模较小的玩具得以借助商业化大批量走向大众市场，以 Molly 为例，Molly 于 2006 年由艺术家 Kenny 创作，过去每年仅可以迭代 1~2 个 Molly 系列，现在设计师可以专注于艺术创作，一年可以创作 5~7 个 Molly 盲盒系列，并创作若干手办、衍生品、集卡及徽章，通过系列迭代加深与拥有者更紧密的情感联系，Molly 也因此 2019 年贡献了 4.56 亿收入，2017-2019 年的复合年增长率为 242%。

表11、2016 之前，Molly 盲盒系列的迭代比较慢

| 时间 | 系列 | 时间 | 系列 |
|------------|------------------|-----------------|--------------------------|
| 2006 年 (1) | 初代 Molly | 2010 年 (1) | Friendly Molly Series 系列 |
| 2007 年 (2) | Molly Qee 系列 1、2 | 2011-2013 年 (0) | - |
| 2008 年 (2) | 运动系列 1、2 | 2014 年 (1) | Baby Molly 系列 |
| 2009 年 (2) | MEET 系列、朱古力魔法系列 | 2015 年 (1) | Baby Molly 系列 2 |

资料来源：Molly 百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：() 内数据为当年发布的系列数目

表12、2016 后，Molly 盲盒系列加快迭代，与拥有者建立更紧密的情感联系

| 2016 年系列 (5) | 推出时间 | 2017 年系列 (6) | 推出时间 | 2018 年系列 (7) | 推出时间 |
|--------------|------------------|--------------|-----------------|--------------|------------------|
| 星座系列 1 | 2016 年 8 月 5 日 | 新年系列 1 | 2017 年 1 月 19 日 | 新年系列 2 | 2018 年 1 月 20 日 |
| 运动系列 | 2016 年 8 月 12 日 | 水果系列 | 2017 年 3 月 26 日 | 海洋系列 | 2018 年 3 月 3 日 |
| 星座系列 2 | 2016 年 11 月 5 日 | 国际象棋系列 | 2017 年 5 月 20 日 | 宫廷瑞兽系列 | 2018 年 6 月 9 日 |
| 圣诞系列 | 2016 年 11 月 23 日 | 十二生肖系列 | 2017 年 6 月 25 日 | 西游系列 | 2018 年 7 月 21 日 |
| 职业系列 1 | 2016 年 12 月 17 日 | 寻找大耳牛系列 | 2017 年 8 月 11 日 | 昆虫系列 | 2018 年 9 月 22 日 |
| | | 职业系列 2 | 2017 年 9 月 30 日 | 胡桃夹子系列 | 2018 年 12 月 25 日 |
| | | | | 伪小丑女系列 | 2018 年 12 月 28 日 |

| 2019 年系列 (5) | 推出时间 | 2020 年系列 (5) | 推出时间 |
|--------------|------------------|--------------|------------------|
| 新年系列 3 | 2019 年 1 月 31 日 | 鼠年大乐队系列 | 2020 年 1 月 7 日 |
| 校园系列 | 2019 年 1 月 31 日 | 小鸟系列 | 2020 年 2 月 14 日 |
| 婚礼花童系列 | 2019 年 6 月 16 日 | 蒸汽朋克系列 | 2020 年 6 月 11 日 |
| 火车大派对系列 | 2019 年 8 月 16 日 | Molly 的一天 | 2020 年 8 月 7 号 |
| 艺术大亨系列 | 2019 年 10 月 21 日 | 美食派对 | 2020 年 10 月 21 号 |

资料来源：Molly 百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：() 内数据为当年发布的系列数目

泡泡玛特的经营模式具有强 IP 属性。调查问卷显示，首次购买和复购的前几大重要因素包括：产品设计好看、盲盒的形式有趣、喜欢的 IP、犒赏自己、喜欢泡泡玛特等，设计和 IP 的排名是比较靠前的。王宁本人也在公开采访中表示“盲盒模式不是很重要的竞争力，潮玩行业的关键门槛在于 IP”⁴。

对消费者而言，目前泡泡玛特的产品驱动力仍强于其本身的品牌驱动力，因此强 IP 属性也是一种风险，IP 流失的风险、IP 断代的等等都是致命一击。

⁴ 引自《经济观察报》，2020-12-6

泡泡玛特凭借先发优势和渠道优势已经签下了众多头部艺术家，与超过 350 名全球艺术家建立联系，泡泡玛特也是目前潮玩产业链里的成熟公司，上市后品牌名气再被放大。对艺术家而言，泡泡玛特运营能力强、零售渠道强、品牌效应强，意味着后续 IP 变现空间大，强强联合将是潮玩新进入者难以复制的壁垒。

公司拥有自有 IP 的完全知识产权，独家 IP 的授权期限一般在 4 年以上，授权到期后，也可参考 Molly 的操作，公司收购热门 IP 的完全知识产权，从而转为自有 IP，彻底解除 IP 流失的担心。

图30、主要独家 IP 的余下授权期限

| IP 形象 |  |  |  |
|------------------------|---|--|---|
| 签约时间 | 2018 年 | 2018 年 | 2019 年 |
| 剩余授权期限 (截至 2020 年底) | 6 年 10 个月 | 9 年 2 个月 | 2 年 3 个月 |

数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

其 IP 矩阵逐步丰富，新 IP 孵化能力强，Molly 后继有人。Molly 贡献降至第二，2019 年下半年推出的 Dimoo（自有 IP，由中国设计师 AYAN 创作）贡献度已经超越 Molly 跃升至第一，2020 年下半年推出的 SKULLPANDA（自有 IP，由中国设计师熊喵创作）也打破了泡泡玛特所有系列的最快销售纪录，小甜豆（自有 IP，由中国设计师雪宸创作）也收获了大量粉丝，有潜力成为下一个“Molly”。

表13、新 IP 孵化能力强

| | SKULLPANDA 密林古堡 | 小甜豆系列 |
|------|---|--|
| |  |  |
| 发售时间 | 2020.9.16 | 2020.9.17 |
| 发售平台 | 泡泡玛特天猫超级品牌日 | 泡泡玛特部分门店、天猫旗舰店、抽盒机等 |
| 发售情况 | SKULLPANDA 首系列线上 6000 个，1 秒内售罄。10 月线下发布，1-2 天几乎全网售罄。 | 陆续发布了小甜豆超市系列、精怪系列节日限定款，收获了大量粉丝。 |

资料来源：泡泡玛特官方公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

泡泡玛特计划在 2021 年发行 131 个盲盒系列（所开发的 IP 数目是 58 个），较 2020 年增 32%。将以主要自有 IP（Molly、Dimoo、BOBO&COCO 及 Yuki）为基础开发 14 个盲盒系列，以其它 8 个自有 IP 为基础开发 21 个盲盒系列；以主要独家 IP（包括 PUCKY、the Monsters 及 SATYR RORY）为基础开发 13 个盲盒系列，以其它 18 个独家 IP 为基础开发 42 个盲盒系列。

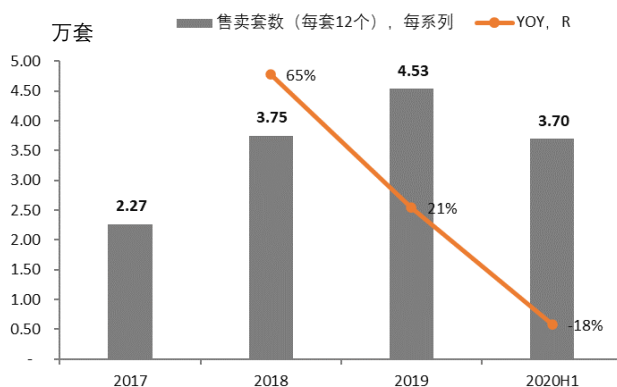
表14、公司发行的盲盒系列数目

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020H1 | 2020H2 | 2021E |
|--------|------|------|------|--------|--------|-------|
| 自有 IP | 7 | 7 | 12 | 7 | 17 | 35 |
| 独家 IP | 1 | 8 | 32 | 17 | 28 | 55 |
| 非独家 IP | | 2 | 5 | 9 | 18 | 41 |
| 合计 | 8 | 17 | 49 | 33 | 66 | 131 |

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

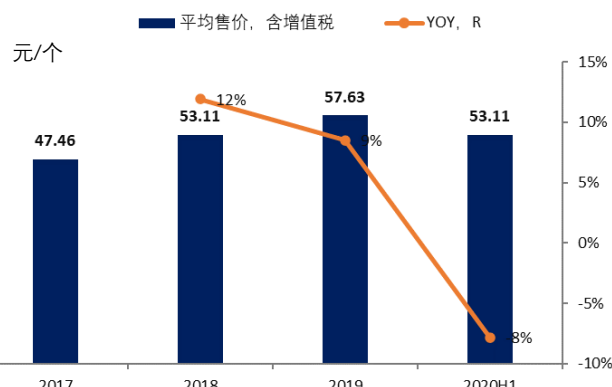
充实 IP 库，做深 IP 的变现能力。公司计划 2024 年前收购 12 个 IP，并计划招募合计 100 名设计师，用于内部开发更多自有 IP。除了 IP 库的充实，公司近年来做 IP 的变现能力也拾级而上，平均每个系列的盲盒的售卖数量在逐年提升。

图31、泡泡玛特每套盲盒的售卖数量逐年提升



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、泡泡玛特盲盒平均售价



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

凭借泡泡玛特 IP 的知名度，IP 形象的商业价值也水涨船高，泡泡玛特借助一系列的跨界合作，IP 形象进一步出圈，另一方面，公司 IP 的授权直接收取相应授权费，可加强公司 IP 变现能力。例入，得益于 Molly 的大火，泡泡玛特推出快乐大本营生日版 Molly、《明日之子》合作款 Molly 以及天猫节日版 Molly、德芙 X molly 定制款、Molly × 芬达、YSL × Molly 周年限定礼盒等，再例如 Labubu 和炫迈的合作，Pucky 和欧莱雅的合作，Dimoo 与娃哈哈的合作。

图33、Molly 的不完全跨界合作



数据来源：公司招股书，泡泡玛特官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、其它 IP 的不完全跨界合作



数据来源：公司招股书，泡泡玛特官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、线上线下全渠道覆盖，会员体系+葩趣社区加强护城河

与一般商品相比，盲盒对消费场景有着强依赖性，线下门店和机器人商店的门面形象、展示陈列、灯光等至关重要，容易刺激购买欲望，因此我们也十分强调泡泡玛特具有“高颜值”的零售属性，泡泡玛特的成功也离不开强渠道。

图35、泡泡玛特探店



数据来源:小红书, 兴业证券经济与金融研究院整理

图36、竞品门店布置

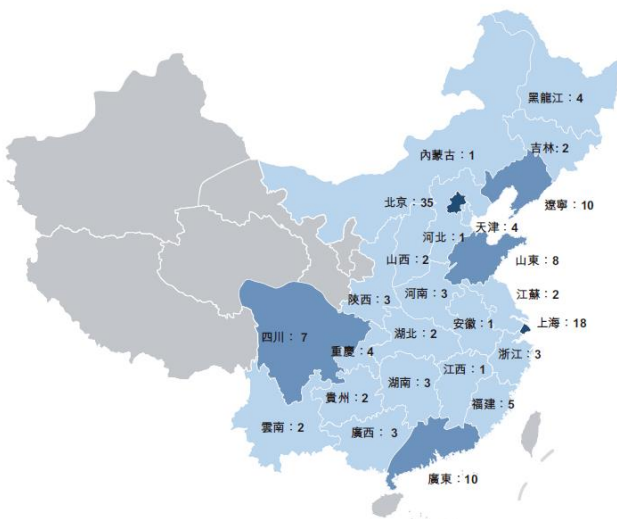




数据来源:小红书, 兴业证券经济与金融研究院整理

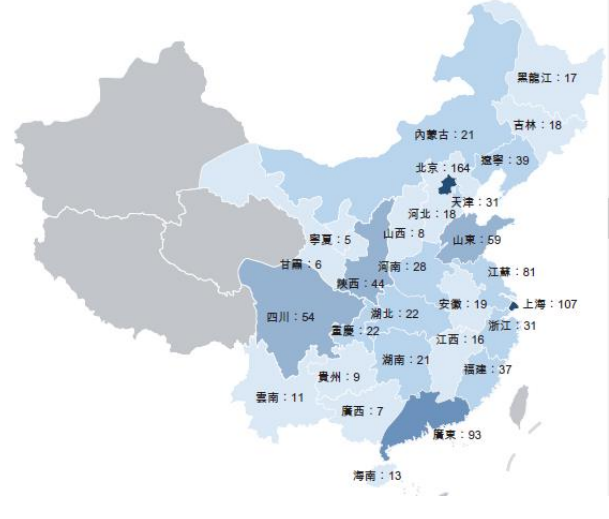
泡泡玛特以零售渠道起家, 公司销售渠道包括零售店、线上渠道、机器人商店、批发和展会, 2019 年收入贡献分别为 43.9%/ 32.0%/ 14.8%/ 2.7%/ 6.6%。截至 2020 年 6 月, 1、零售店有 136 家, 主要覆盖一线、新一线及部分二线城市, 2020 年底零售门店数量已突破 200 家。 2、机器人商店有 1001 家, 主要位于购物中心及地铁站。3、线上有天猫旗舰店、泡泡抽盒机(微信小程序)、京东旗舰店, 渗透率快速提升, 从 2017 年 9.4% 的收入贡献增长至 2019 年 32% 的贡献。4、展会及批发。

图 37、零售店分布



数据来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、机器人商店分布



数据来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

图39、零售店和机器人商店数量

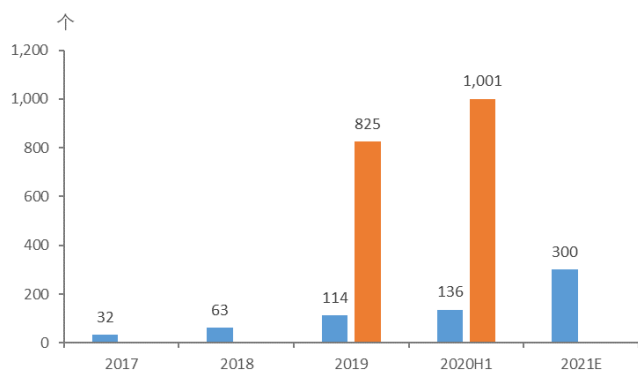
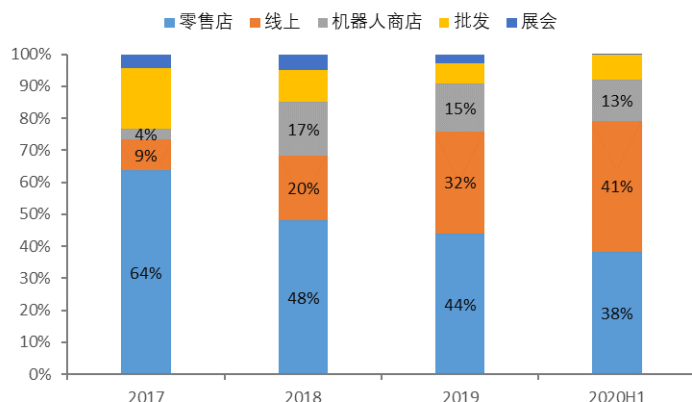


图40、公司各渠道收入贡献占比



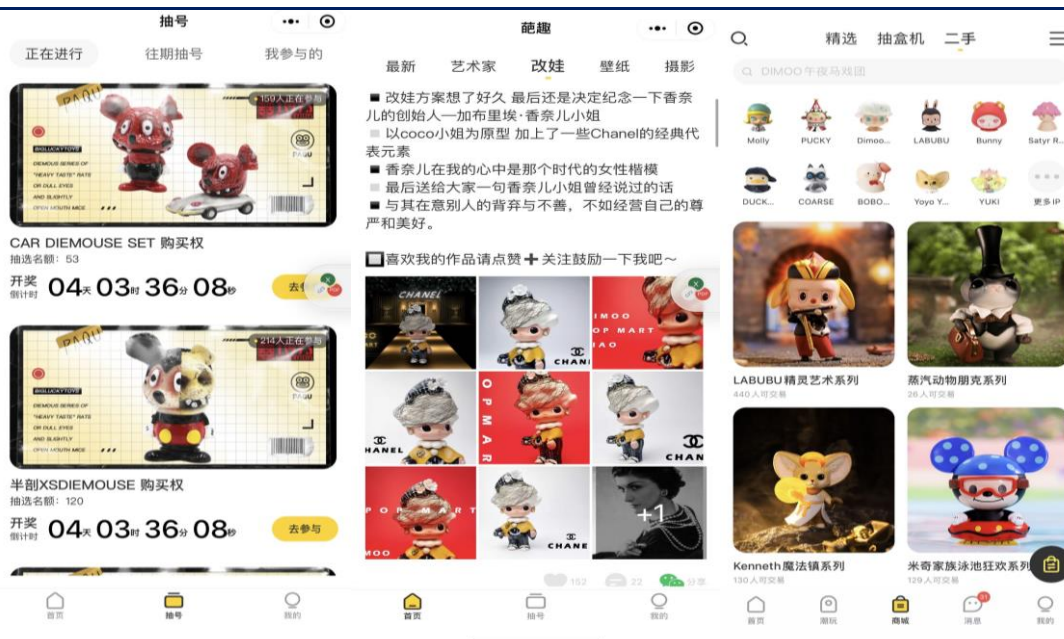
数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

各渠道协同发展，完整产品从购买到二手交易、社交分享全过程：

- 1、线下零售店为公司最主要的销售渠道的同时，也是宣传品牌形象、建立粉丝关系的重要渠道；
- 2、机器人商店在租金、人工费用和维护费用等方面更有优势，可作为零售门店的补充及市场反馈的侦察兵；
- 3、线上渠道亦推出有趣的线上抽盒机，加强互动；
- 4、展会活动在促进销售的同时更推广了潮流文化，协助盲盒迅速出圈；
- 5、葩趣平台作为自有线上玩具社交平台，从购买到增值服务全平台覆盖，二手交易、改娃、晒娃进一步完善了二手交易及潮玩社交性；

图41、公司自有葩趣平台，集社区、电商、交易、潮玩资讯于一体

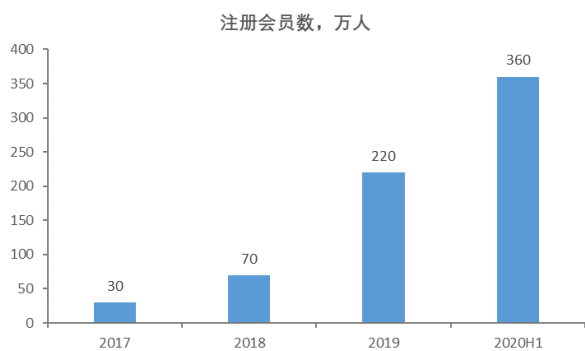


数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

活跃的优质粉丝群及日益壮大的潮流文化。公司注册会员人数成倍增长，粉丝通常

会更愿意购买一个 IP 下的多系列主题产品，加上盲盒的成瘾性，注册会员的粘性极高。根据弗诺斯特沙利文的数据，公司粉丝群体主要覆盖 15 至 35 岁，拥有高消费力、热衷分享的特点。2019 年注册会员整体复购率达到 58%，粉丝黏性强、消费能力稳定，会员的增长为公司未来业绩确定性增长打下了基础。

图 42、公司注册会员数成倍增长



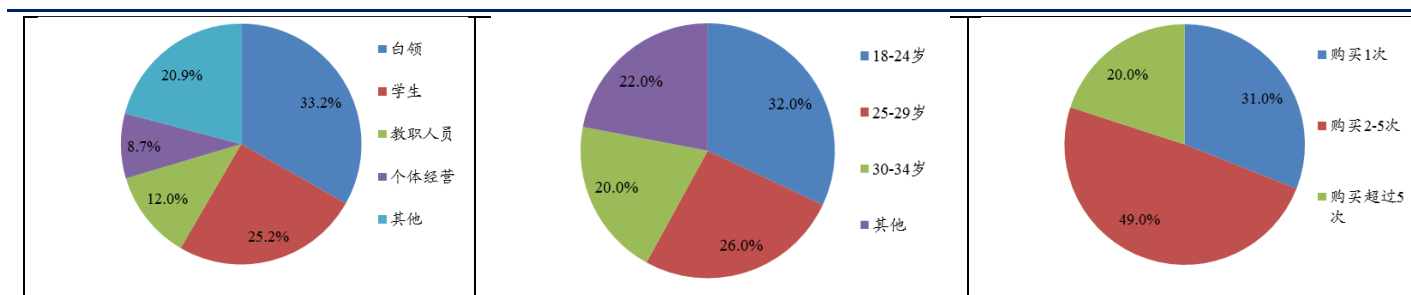
数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、公司会员具备多项优势，转换率高



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、客群画像：18-35 岁为主，白领和学生居多，复购率高



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

上市后，公司计划重点在一、二线城市继续扩大零售网络。

- 公司目前零售门店约 200 家，主要覆盖一线、新一线及部分二线城市，计划 2021 及 2022 年在国内一&二线城市分别开设 83 间及 100 间零售店，在三&四线城市分别开设 8 间及 15 间零售店，公司预计 2023 年及 2024 年开设的零售店数目不低于 2022 年新开数目，按照这个指引，预计公司于 2024 年底国内零售门店数目将达到 640 家左右，较 2020 年底增长超过 2 倍。
- 公司计划 2021 年及 2022 年在中国分别开设 800 间及 1000 间机器人商店，2023 年及 2024 年开设的机器人商店数目不低于 2022 年新开数目，按照这个指引，预计公司于 2024 年底的国内机器人商店数目将超过 5000 家，较 2020 年底增长超过 2.5 倍。

我国一线城市（北/上/广/深）存量购物中心有 500 家左右，2018-2020 年新开了 100 家、94 家、85 家；全国存量的购物中心约 6500 家，且近三年每年新开家数均超过了 500 家。泡泡玛特目前在一线城市有 81 家门店，渗透率⁵约 15%，若一线城市门店

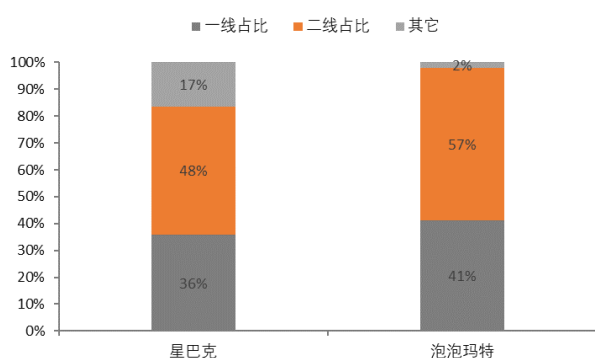
⁵ 泡泡玛特门店数量/购物中心数目

占比不变(40%)，预计2024年泡泡玛特一线城市零售店将扩至250家，推测渗透率提升到30%附近。基于同样算法，预计泡泡玛特在二线城市(31城)将扩至360家，渗透率将从6%提升到16%附近。

基于中国潮玩市场规模庞大且增长潜力巨大，泡泡玛特若可以持续把握潜在市场需求，体现在报表上的坪效稳定，那么2024年泡泡玛特国内收入有望扩大2-2.5倍(较2020年底)，CAGR在35-40%之间。

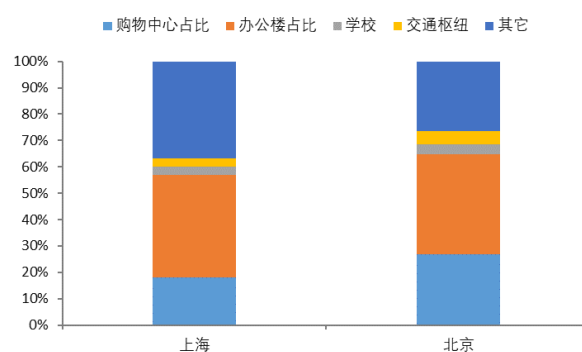
我们用星巴克门店数量来测算泡泡玛特中期的开店天花板，虽然两者消费群体不一样，但两者有“在高线城市可以充分渗透、在低线城市下沉难度大”的通性，以相对成熟的星巴克作为参考，预计国内天花板在1000家左右。1) 星巴克咖啡客单价在饮品中处于较高水平，在低线城市的需求是较低的，但对一、二线城市人群的白领购买力而言，星巴克单价并不高，因此星巴克在不同城市之间的受众差异是比较大的，这一点与泡泡玛特类似。2) 与泡泡玛特不同的是，星巴克更大比例的门店开在办公楼，满足白领日常办公需求。因此，如果我们以星巴克购物中心门店数量来测算泡泡玛特开店天花板，用中国门店总数4706家⁶乘以25%的购物中心占比，预计在1200家左右。

图45、星巴克和泡泡玛特的门店分布类似，2020年



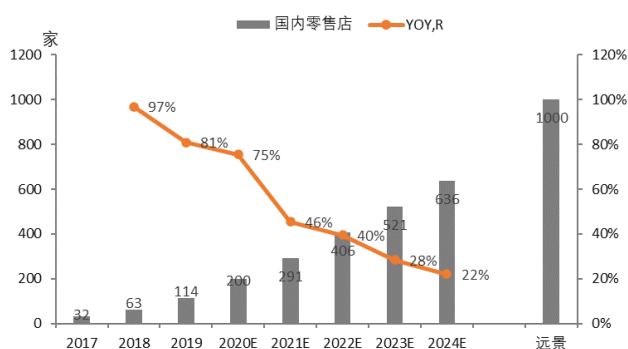
数据来源:星巴克官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图46、星巴克各类型门店比例，2019年



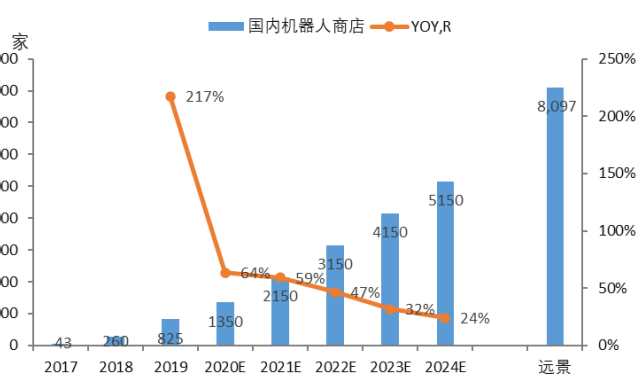
数据来源: 星巴克官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图47、泡泡玛特门店数量展望



数据来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

图48、泡泡玛特无人零售机数量展望



数据来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

⁶ 星巴克指引, 2021财年预计在中国新开600家门店, 2022财年结束前, 星巴克计划进驻中国230个城市, 总店数达6,000家。

3.3、海外业务起势，龙头再扩版图

海外市场是泡泡玛特相对重要的市场。海外业务自 2018 年下半年启动，策略是：

1) 区域上，先向文化相近且极具经济实力的国家和地区拓展业务，再逐步向外辐射。泡泡玛特目前已于韩国、日本、新加坡、泰国及美国、法国等 22 个海外国家及地区有经销商。

2) 模式上，公司将选择 1 家有多年潮流玩具运营经验的合作伙伴作为经销商来打开市场，当海外市场逐渐成熟后，公司往往选择收回经销商，并与经销商成立合资公司，由分销转为直营，在当地开直营门店、引进机器人商店等等，逐步从“to B”转向“to C”。

2020 年 9 月，泡泡玛特于韩国首尔开了第一家海外直营门店，门店近 150 坪，除了 Molly、DIMOO、潘神等 IP 外，也展示了韩国本土艺术家 DOTOY、Vicious Twin Bros 等作品。新加坡是亚太区地区总部首选城市，并具有辐射其它东南亚地区的良好条件，新加坡第一家泡泡玛特直营门店也即将开业。

3) 在铺设渠道的同时，泡泡玛特同步参加海外大型玩具展和艺术设计展，通过多种方式提升在国际上的品牌知名度。

图49、首家海外直营店位于韩国首尔江南区



数据来源：泡泡玛特官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、泡泡玛特参加日本 Wonder Festival 2020 展



数据来源：泡泡玛特官网，兴业证券经济与金融研究院整理

分管海外业务的副总裁文得一先生曾任职韩国最大娱乐传媒公司 CJ 集团业务发展部全球业务规划襄理，熟悉跨国文化差异和政策差异，为泡泡玛特的产品出海和品牌输出打下良好开端。

2019 年，海外销售的份额占泡泡玛特整体营收仅不到 2%，但谷歌搜索显示，泡泡玛

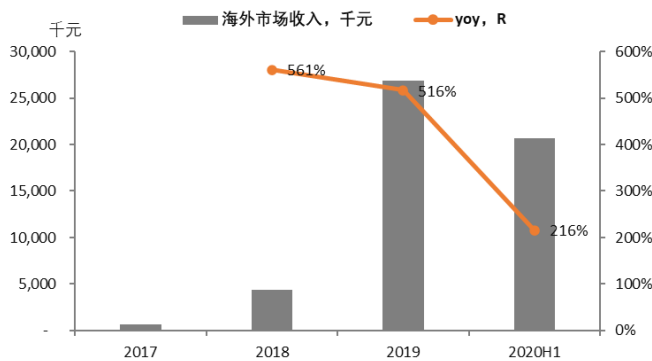
⁷ Wonder Festival 是世界上规模最大的模型玩具展览会

特所聚焦的日韩及东南亚地区正是潮玩的热度区域。

- 公司计划于 2021 及 2022 年（直接或透过与海外经销商合作）在海外分别开设总计 30、70 间零售店，300、700 间机器人商店；2023 与 2024 年扩张不少于 2022 年数目，2024 年底，海外市场将拥有约 240 家零售门店和 3100 家机器人门店。

泡泡玛特或将凭借出色的 IP 发掘和运营能力及丰富的产品矩阵打开更大的市场空间，2024 年海内外零售门店数将扩大 4.4 倍（较 2020 年底），海内外的机器人门店数将扩大 5 倍，CAGR 在 45-50% 之间。

图 51、海外业务收入及增速



数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、海外市场版图



数据来源：泡泡玛特官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 15、泡泡玛特进军的海外国家及地区

| | “Art toys”谷歌搜索热度 ⁸ | 人均 GDP (美元) | 20-35 岁人口总数,万人 |
|-------|-------------------------------|-------------|----------------|
| 新加坡 | 100 | 64,116 | 127 |
| 香港 | 74 | 49,185 | 140 |
| 法国 | 72 | 41,694 | 1,131 |
| 菲律宾 | 59 | 3,485 | 2,783 |
| 澳大利亚 | 46 | 55,175 | 525 |
| 泰国 | 46 | 7,819 | 1,410 |
| 比利时 | 42 | 46,191 | 213 |
| 美国 | 37 | 65,134 | 6,915 |
| 英国 | 36 | 41,927 | 1,327 |
| 马来西亚 | 36 | 11,419 | 870 |
| 加拿大 | 35 | 46,560 | 772 |
| 西班牙 | 30 | 29,812 | 724 |
| 韩国 | 25 | 32,157 | 1,000 |
| 荷兰 | 23 | 53,051 | 317 |
| 越南 | 22 | 2,691 | 2,383 |
| 瑞典 | 21 | 52,937 | 197 |
| 葡萄牙 | 14 | 23,346 | 163 |
| 印度尼西亚 | 12 | 4,136 | 6,354 |
| 日本 | 3 ⁹ | 40,579 | 1,894 |

⁸ 100 为最大值，时间区间位 2020 年

⁹ 在日本，雅虎的使用更为普遍

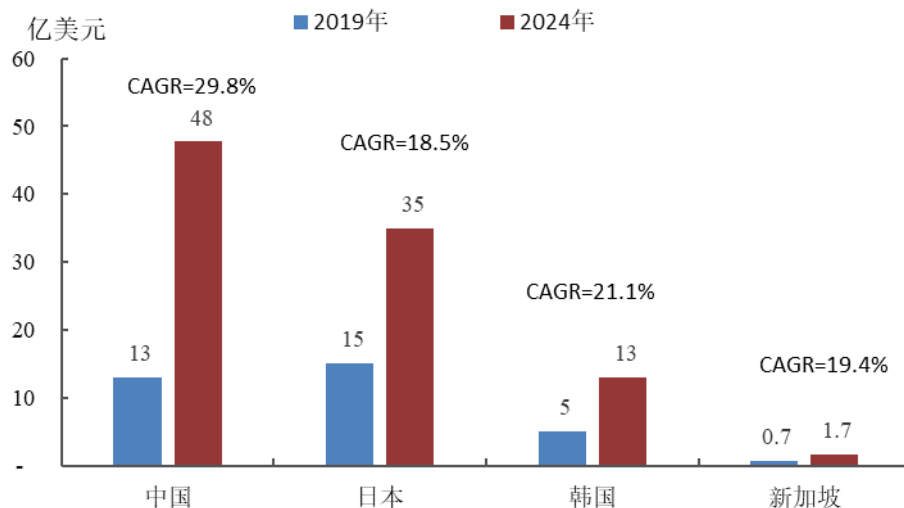
新西兰

43,926

100

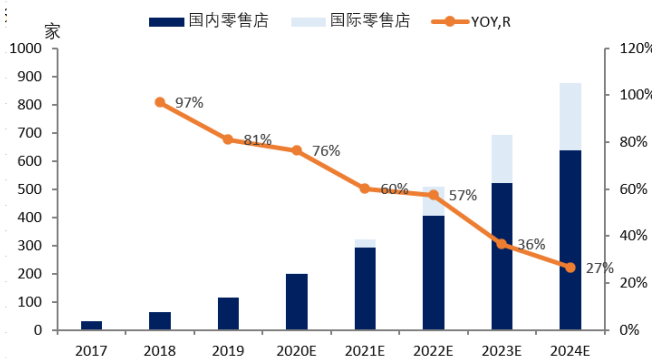
资料来源：谷歌，CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图53、海外潮玩市场规模潜在增长



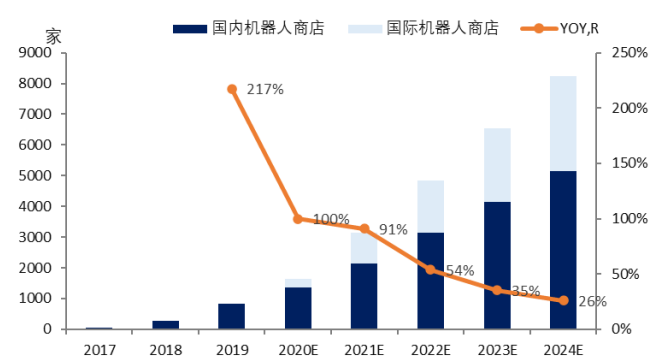
数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图54、泡泡玛特海内外门店数量展望



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图55、泡泡玛特海内外无人零售机数量展望



数据来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测与投资建议

结合公司的开店指引及 IP 储备，我们对三大渠道（国内外零售店、国内外机器人店、线上）未来四年（2021-2024）的收入增速做出如下假设：

1) 零售门店，截至 2024 年国内增至 636 家、海外增至 241 家，未来四年期末零售店数目同比增 60%、57%、36%、27%，国内门店的单店店效保持在 5-10% 的增长，国外门店的单店店效是国内的 0.4-0.6 倍。

那么，国内零售店未来四年收入分别是 22.6、35.2、49.2、64.5 亿元，同比增 72%、56%、40%、31%，国外零售店未来四年收入分别是 0.6、3.3、7.9、13.8 亿元，国内外零售店收入合计 23.2、38.6、57.2、78.3 亿元，同比增 76%、67%、48%、37%。

2) 机器人商店，截至 2024 年国内增至 5150 家、海外增至 3100 家，未来四年期末零售店数目同比增 91%、54%、35%、26%，国内机器人商店的单店店效保持在 2019 年水平，国外的单店店效是国内的 0.6 倍。

那么，国内机器人店未来四年收入分别是 7.8、11.8、16.3、20.8 亿元，同比增 109%、51%、38%、27%，国外机器人店未来四年收入分别是 1.5、3.6、5.5、7.4 亿元，国内外机器人店收入合计 9.3、15.5、21.8、28.1 亿元，同比增 148%、67%、41%、29%。

3) 预计未来四年线上增速分别是 30%、30%、20%、20%，线上收入在未来四年分别是 13.0、16.9、20.2、24.3 亿元。

表16、盈利预测关键假设

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 期末国内零售店数：个 | 32 | 63 | 114 | 200 | 291 | 406 | 521 | 636 |
| 期末海外零售店：个 | | | | 1 | 31 | 101 | 171 | 241 |
| 零售店数目：YOY | | 97% | 81% | 76% | 60% | 57% | 36% | 27% |
| 期末国内机器人商店：个 | 43 | 260 | 825 | 1,350 | 2,150 | 3,150 | 4,150 | 5,150 |
| 期末海外机器人：个 | | | | 300 | 1,000 | 1,700 | 2,400 | 3,100 |
| 机器人店数目：YOY | | 505% | 217% | 100% | 91% | 54% | 35% | 26% |
| 国内零售店单店收入，千 | 4,209 | 5,226 | 8,358 | 8,358 | 9,194 | 10,113 | 10,619 | 11,150 |
| YOY | | 24% | 60% | 0.0% | 10.0% | 10.0% | 5.0% | 5.0% |
| 国外零售店单店收入，千 | | | | 3,678 | 5,057 | 5,840 | 6,690 | 5,057 |
| 国内机器人店单店收入，千 | 232 | 571 | 458 | 344 | 447 | 447 | 447 | 447 |
| YOY | | | 0.2% | -25.0% | 30.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 国外机器人店单店收入，千 | | | | | 223 | 268 | 268 | 268 |
| 线上收入，千元 | 14,854 | 102,886 | 539,201 | 997,522 | 1,296,778 | 1,685,812 | 2,022,974 | 2,427,569 |
| YOY | | 592.6% | 424.1% | 85.0% | 30.0% | 30.0% | 20.0% | 20.0% |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

综上所述核心假设，预计公司 2020-2024 年收入分别为 28.5、47.3、73.2、101.8、133.6 亿元，同比增 69%、66.4%、54.7%、39%、31.2%，2020-2024 年净利润分别为 6.2、11.9、17.2、23.0、30.5 亿港元，同比增 36.5%、93.4%、44.4%、33.5%、27.4%，每股收益 0.44、0.85、1.23、1.64、2.18 元，当前股价（2021.1.22）对于 2021-2024 年 PE 估值分别为 79 倍、54 倍、41 倍、32 倍。

表17、盈利预测结果

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|------|---------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 158 | 515 | 1,683 | 2,845 | 4,733 | 7,322 | 10,176 | 13,357 |
| 同比增长(%) | - | 225.5 | 227.2 | 69.0 | 66.4 | 54.7 | 39.0 | 31.2 |
| 净利润(百万元) | 1.6 | 100 | 451 | 616 | 1,192 | 1,720 | 2,296 | 3,054 |
| 同比增长(%) | - | 6,238.9 | 353.3 | 36.5 | 93.4 | 44.4 | 33.5 | 27.4 |
| 毛利率(%) | 47.6 | 57.9 | 64.8 | 65.7 | 64.6 | 62.9 | 61.6 | 60.7 |
| 净利润率(%) | 1.0 | 19.3 | 26.8 | 21.7 | 25.2 | 23.5 | 22.6 | 22.9 |
| 净资产收益率(%) | 2 | 45.5 | 76.1 | 11.3 | 17.9 | 20.5 | 21.5 | 21.9 |
| 每股收益(元) | - | - | 0.32 | 0.44 | 0.85 | 1.23 | 1.64 | 2.18 |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

潮玩市场潜力巨大，1) 当中国在 2019 年突破了人均 GDP 一万美元后，潮玩等精神需求可能迎来跨越式发展；2) 横向国别比较，中国 15-30 岁人群的人均潮玩消费额是 12 美元/年，日/韩/新加坡分别是中国的 7、4.5、8 倍；3) 纵向来看，中国新生代显露出巨大的消费动能，中国潮玩市场在过去四年的复合年增长率 34.6%，远超世界均值 22.8%。随着中国人均 GDP 的追赶，远景万亿级的潮玩新蓝海正待挖掘。

泡泡玛特创新地以盲盒形式助推潮玩出圈，在某种程度上也成为了年轻人潮玩文化的社交载体，泡泡玛特在 IP 和渠道方面具备先发优势，于港股上市后品牌效应再增，并有潜力发掘更多优质 IP，持续拓展产品生命力。

——充实 IP 库，做深 IP 的变现能力。公司计划 2024 年前收购 12 个 IP，并计划招募合计 100 名设计师，用于内部开发更多自有 IP。

——于一、二线城市继续扩大渠道网络，海外市场也正在起势，多方面触达消费群体。2024 年底海内外的零售门店数将扩大 4.4 倍（较 2020 年底），海内外机器人门店数将扩大 5 倍，CAGR 在 45-50% 之间。我们以相对成熟的星巴克在购物中心的门店数量来测算中期开店天花板，预计国内天花板在 1200 家左右，较 2020 年底门店数目超过 5 倍。

泡泡玛特并无同质的上市公司 PE 估值可对标参考，且泡泡玛特未来三年仍处于高速成长的阶段，我们给予泡泡玛特目标 PEG 为 1.5，2020H2-2021-2022 年三个时间段的平均利润增速为 60%，对应 2021 年 PE 目标估值取 90 倍，目标价 92 港元，较当前股价（2021.1.22）有 15% 的上行空间，首次覆盖，给予“审慎增持”评级。

5、风险提示

【行业风险】

1) 监管风险。

部分盲盒消费人群的非理智消费可能会引起相关职能部门的监管。

2) 消费者消费倾向的变化。

潮玩消费者兴趣发展迅速，不时发生巨大变化，存在无法准确把握最新的消费者潮流趋势的风险。

3) 竞争格局不清晰。

潮流玩具市场正处于高速发展阶段，竞争格局不稳定。

【公司风险】

1) 头部 IP 生命力丧失或流失的风险。

POP MART 对头部 IP 的依赖性较强。其中，自有 IP 存在自身生命力丧失的风险，独家授权 IP 存在到期不能续期的风险。

2) 新产品不及预期。

泡泡玛特可能无法准确把握最新的消费者潮流趋势，而使得新产品不具备吸引力；竞争加剧。

3) 艺术家公关风险。

艺术家个人的舆论风波也会影响其所创作的 IP 产品。

4) 产品质量风险。

存在产品质量是否符合国家标准的风险。

附表

| 利润表 | | | | | 现金流量表 | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 1,683 | 2,845 | 4,733 | 7,322 | 净利润 | 451 | 616 | 1,192 | 1,720 |
| 营业成本 | -593 | -975 | -1,674 | -2,719 | 折旧和摊销 | 30 | 52 | 82 | 116 |
| 销售费用 | -349 | -630 | -994 | -1,538 | 经营资本变动 | -112 | -147 | -131 | -124 |
| 管理费用 | -158 | -300 | -521 | -842 | 经营活动现金流 | 503 | 520 | 1,138 | 1,708 |
| 财务费用 | -5 | -8 | -8 | -8 | 投资活动现金流 | -118 | -131 | -165 | -221 |
| 其他收益及亏损 | 20 | -102 | 52 | 78 | 融资活动现金流 | -156 | 4,263 | 4 | 4 |
| 除税前溢利 | 598 | 830 | 1,589 | 2,294 | 现金净变动 | 229 | 4,652 | 977 | 1,492 |
| 所得税 | -147 | -214 | -397 | -573 | 现金的期末余额 | 325 | 4,977 | 5,954 | 7,445 |
| 年度全面收益 | 451 | 616 | 1,192 | 1,720 | | | | | |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | | | | | |
| 归属股东净利润 | 451 | 616 | 1,192 | 1,720 | | | | | |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 流动资产 | 717 | 5,550 | 6,817 | 8,669 | 成长性(%) | | | | |
| 货币资金 | 325 | 4,977 | 5,954 | 7,445 | 营业收入增长率 | 227.2 | 69.0 | 66.4 | 54.7 |
| 存货 | 96 | 123 | 211 | 343 | 营业利润增长率 | 348.2 | 40.7 | 89.0 | 44.3 |
| 贸易应收账款 | 46 | 50 | 83 | 129 | 净利润增长率 | 353.3 | 36.5 | 93.4 | 44.4 |
| 其它应收&预付 | 200 | 351 | 519 | 702 | | | | | |
| 其它 | 50 | 50 | 50 | 50 | 盈利能力(%) | | | | |
| 非流动资产 | 350 | 565 | 795 | 1,085 | 毛利率 | 64.8 | 65.7 | 64.6 | 62.9 |
| 物业、厂房及设备 | 104 | 182 | 264 | 369 | 净利润率 | 26.8 | 21.7 | 25.2 | 23.5 |
| 有使用权资产 | 179 | 314 | 457 | 637 | ROE | 76.1 | 11.3 | 17.9 | 20.5 |
| 其它 | 67 | 69 | 74 | 79 | | | | | |
| 资产总计 | 1,066 | 6,115 | 7,612 | 9,754 | 偿债能力(%) | | | | |
| 流动负债 | 382 | 483 | 714 | 1,042 | 资产负债率 | 44.4 | 10.6 | 12.5 | 14.1 |
| 应付账款 | 187 | 221 | 380 | 617 | | | | | |
| 租赁负债 | 93 | 159 | 232 | 323 | 营运能力(次) | | | | |
| 其他 | 102 | 102 | 102 | 102 | 资产周转率 | 2.3 | 0.8 | 0.7 | 0.8 |
| 非流动负债 | 92 | 164 | 238 | 331 | 存货周转率 | 9.5 | 8.9 | 10.0 | 9.8 |
| 租赁负债 | 91 | 162 | 236 | 330 | 应收账款周转率 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 |
| 其他 | 1 | 1 | 1 | 1 | 应付账款周转率 | 12.2 | 13.5 | 15.4 | 15.1 |
| 负债合计 | 474 | 647 | 952 | 1,373 | | | | | |
| 股本储备 | 170 | 4,430 | 4,430 | 4,430 | 每股资料(元) | | | | |
| 留存收益 | 423 | 1,039 | 2,231 | 3,951 | 每股收益 | 0.32 | 0.44 | 0.85 | 1.23 |
| 股东权益合计 | 593 | 5,469 | 6,660 | 8,381 | 每股净资产 | - | 3.90 | 4.75 | 5.98 |
| 负债及权益合计 | 1,066 | 6,115 | 7,612 | 9,754 | | | | | |
| | | | | | 估值比率(倍) | | | | |
| | | | | | PE | 152.0 | 78.6 | 54.4 | 40.8 |
| | | | | | PB | - | 17.1 | 14.1 | 11.2 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。