

2020年12月11日

证券研究报告·公司研究报告

泡泡玛特 (9992.HK) 休闲用品

持有 (首次)

当前价: 38.50 港元

目标价: ——港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

潮玩市场第一人，全产业链打造 IP 生态

投资要点

- **推荐逻辑:** 国内潮流玩具市场快速扩容，公司作为国内潮玩市场的开拓者在高成长赛道具备先发优势。短期来看，公司渠道铺设及品牌推广已初见成效，在潮玩“出圈”的趋势下，快闪店、线下零售店及线上商店等全渠道消费群体触点将充分发挥流量优势贡献销售增长，并通过社交平台和会员计划提高消费者黏性；长期来看，公司建立全产业链一体化布局，深度绑定 IP 艺术家和设计师，牢牢把控 IP 资源，通过 IP 授权等方式拓宽 IP 变现渠道，生命周期得以延长，变现能力提升带来规模优势。
- **业绩增长亮眼，IP 变现能力强。** 公司成立于 2010 年，自 2015 年开始由潮玩杂货向上游渗透，以 IP 为核心销售潮玩产品。2019 年公司收入达到 16.8 亿元，同比增长 227.2%，收入主要来源于公司以自有 IP、独家 IP 和非独家 IP 自主开发的产品，占比达 82.2%。公司 2019 年毛利率和净利率分别达到 64.8% 和 26.6%，同店销售增长率高达 63.1%，前期投入的销售费用已逐渐彰显成效。2019 年公司实现净利润 4.5 亿元，同比增长 353.3%，业绩高速增长。
- **潮玩市场广阔，盲盒击中消费心理需求。1) 潮玩市场广阔，受众泛化支撑行业不断扩容:** 我国潮玩市场起步较晚但增长迅猛，2019 年中国潮流玩具零售的市场规模为 207 亿元，2015-2019 年复合增长率为 34.6%，高于全球行业规模增速。目前我国潮玩市场 CR5 仅 22.8%，集中度仍有较大提升空间；其中公司以 8.5% 的市占率排名第一，为中国最大的潮玩品牌。盲盒等泛潮玩的出现打破传统潮玩圈层相对封闭的壁垒，使潮玩受众不断扩大，促进行业扩容。2) **需求端消费能力强粘性大+供给端价格门槛降低，助力盲盒潮玩迅速出圈:** 将潮玩 IP 与盲盒营销结合，切中“Z 世代”消费心理，成瘾性使消费滚雪球式增长，稀缺性也赋予潮玩收藏价值与转售价值。公司大部分 IP 盲盒及 IP 周边的单个售价在 29-99 元，其他手办或手工类 IP 周边产品相比价格带更低，降低决策成本，利于获取新用户和提高粉丝忠诚度。3) **IP 授权+改编快速发展，IP 变现渠道拓宽。** IP 具有高附加值，一个成功的 IP 可以开发多种产品形式。目前潮玩 IP 的主要变现方式为潮流玩具零售，随着 IP 的知名度和认可度上升，潮玩 IP 的授权和改编将为 IP 带来新的变现渠道，使其价值远远超过原始版本的价值。
- **全产业链+全渠道打造潮玩闭环，深度整合 IP 资源。** IP 是潮玩行业的核心竞争力，公司建立了“全球艺术家发掘-IP 运营-消费者触达-粉丝和潮玩推广”的产业链闭环，实现良性循环。通过艺术家挖掘、内部设计师团队培养和与顶级 IP 提供商合作保障多样化 IP 来源。公司共运营 85 个 IP，包括 12 个自有 IP，22 个独家 IP 以及 51 个非独家 IP，IP 资源丰富。**渠道上，公司布局全渠道营销实现广泛消费者触达。** 公司建立起线上线下全渠道营销网络，包括 114 家零售店、825 家机器人商店、线上渠道（天猫旗舰店、微信小程序-泡泡抽盒机、葩趣、京东等）、批发渠道（经销商、批量采购的公司客户）和潮玩展会，占总营收比例分别为 43.9%、14.8%、32%、6.6% 和 2.7%，多种渠道全面触达消费者，扩大粉丝群的广度和深度。**用户运营方面，公司打造粉丝社群，推广潮玩文化。** 公司建立葩趣社交平台和会员计划，建立起高黏性粉丝社群，葩趣在安卓客户端下载量超 46 万次，已覆盖约 600 个潮玩品牌；会员计划。会员计划已覆盖

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣

执业证号: S1250517080002

电话: 023-67511807

邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 赵兰亭

电话: 023-67511807

邮箱: zhlt@swsc.com.cn

基础数据

发行前总股本(亿股)	12.46
本次发行(亿股)	1.36
发行后总股本(亿股)	13.82
2019 年每股收益(摊薄)(元)	0.33

主要指标 (2019 年)

每股净资产	0.43
毛利率	64.77%
流动比率	1.88
速动比率	1.63
应收账款周转率	56.17
资产负债率	44.42%
净资产收益率	76.1%

相关研究

320 万名注册会员，复购率高达 58%。2019 年北京国际潮玩展共吸引了 14 个国家及地区的超过 270 位艺术家参与，超过 200 个潮玩品牌参展，参观人次超过 10 万人，宣传效果显著。

- **盈利预测与评级：**预计 2020-2022 年 EPS 分别达到 0.43 元、0.64 元和 0.92 元。考虑到潮玩行业规模成长迅速，公司作为行业先行者渠道铺设初具规模，IP 来源充分且变现能力增强，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**疫情影响扩大的风险，渠道扩张不及预期风险，知识产权风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元人民币)	1683.43	2549.19	3782.95	5476.35
增长率	227.19%	51.43%	48.40%	44.76%
归属母公司净利润(百万元人民币)	451.12	599.99	877.86	1272.40
增长率	353.29%	33.00%	46.31%	44.94%
每股收益 EPS	0.33	0.43	0.64	0.92
净资产收益率	76.10%	48.69%	40.60%	36.25%
PE	99.95	75.15	51.36	35.44

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

目 录

1 公司概况：潮玩市场第一人，成长空间广阔	1
2 行业分析：潮玩市场扩容，“IP+盲盒”抓住消费者心理快速破圈	6
2.1 潮玩圈层覆盖面逐渐泛化，催化潮玩消费市场扩容	6
2.2 购买主力高消费粘性+供给平价，推动潮玩快速破圈	7
2.3 IP 授权+改编快速发展，IP 变现渠道拓宽	10
3 公司分析：全产业链运营+全渠道营销，打造潮玩圈迪士尼	11
3.1 全产业链打造潮玩闭环，IP 来源多元化	11
3.2 全渠道营销，形成全面覆盖的消费者触达	15
3.3 维护高黏性粉丝社群，致力潮玩文化推广	18
4 盈利预测与估值	20
4.1 盈利预测	20
4.2 相对估值	21
5 风险提示	21

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 2014-2019 年公司营收及增速.....	1
图 3: 2014-2019 年公司净利润及增速.....	1
图 4: 2019 年公司主营结构.....	2
图 5: 公司分产品营收 (亿元) 及增速.....	2
图 6: 2019 年公司各销售渠道占比.....	3
图 7: 公司分渠道营收 (亿元) 及增速.....	3
图 8: 公司综合毛利率和净利率.....	3
图 9: 公司同店销售增长率.....	3
图 10: 公司各项销售开支 (百万元).....	4
图 11: 2017-2019 年公司各项费用率.....	4
图 12: 2019 年公司经营性现金净流量 (亿元) 及增速.....	4
图 13: 公司 ROE 情况.....	4
图 14: 公司股权结构.....	5
图 15: 全球潮流玩具市场规模.....	7
图 16: 中国潮流玩具市场规模.....	7
图 17: 中国潮玩市场 CR5.....	7
图 18: 公司为中国最大潮玩品牌.....	7
图 19: 潮玩玩家年龄分布.....	8
图 20: 潮玩玩家职业分布.....	8
图 21: 潮玩的两个属性.....	8
图 22: 潮玩的特点.....	8
图 23: 闲鱼 APP 盲盒月发布量.....	9
图 24: 闲鱼 APP 十大热门盲盒.....	9
图 25: 公司盲盒与其他 IP 产品价格带对比 (元).....	9
图 26: 中国 IP 授权市场规模.....	11
图 27: 中国 IP 改编市场规模 (亿元).....	11
图 28: 公司全产业链闭环.....	12
图 29: 公司合作艺术家.....	13
图 30: 公司合作品牌.....	13
图 31: 2019 年前 4 大 IP 收入.....	14
图 32: 自主开发产品占营收比例.....	14
图 33: Molly 与其他知名 IP 合作.....	14
图 34: Molly 授权伊利产品.....	14
图 35: 2017-2019 年分渠道营收 (亿元) 及增速.....	15
图 36: 2019 年分渠道营收占比.....	15
图 37: 公司零售店网络.....	16
图 38: 公司新增零售店开店数量.....	16
图 39: 公司机器人商店网络.....	16

图 40: 公司新增机器人商店开店数量	16
图 41: 公司天猫旗舰店	17
图 42: 泡泡抽盒机	17
图 43: 公司经销商数量变化	18
图 44: 2019 年上海国际潮玩展	18
图 45: 葩趣 APP 主要功能	18
图 46: 公司会员体系	19
图 47: 公司注册会员人数	19
图 48: 公司专“鼠”潮玩产品	20
图 49: “潮流、玩具、设计”系列讲座现场	20

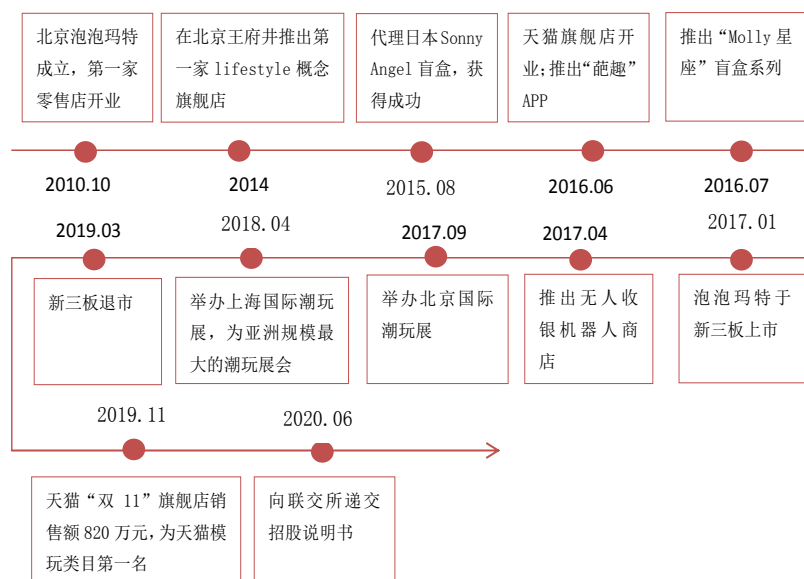
表 目 录

表 1: 公司主要产品	2
表 2: 公司管理层	5
表 3: 潮玩圈层定义	6
表 4: 行业主要盲盒公司产业链覆盖程度对比	10
表 5: 全球最有价值 IP 排行	10
表 6: 公司 IP 分布	13
表 7: 公司授权 IP 合作部分企业	15
表 8: 收入成本拆分	20
附表: 财务预测与估值	22

1 公司概况：潮玩市场第一人，成长空间广阔

公司成立于 2010 年，主营潮流生活百货产品，在 2015 年代理了日本 Sonny Angel 盲盒后开始转型潮流玩具零售，并推进潮玩文化国产化，2016 年 8 月推出知名 IP Molly 的盲盒，其后业绩增速加快。目前，公司建立了以 IP 业务为核心，覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台，包括艺术家发掘、IP 运营、消费者触达和潮玩文化的推广。按 2017-2019 年收入计，公司是中国最大且增长最快的潮流玩具公司，于 2020 年 6 月 1 日递交招股说明书赴港上市。

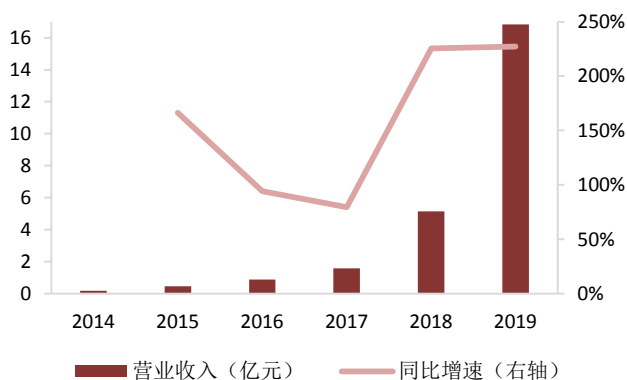
图 1：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

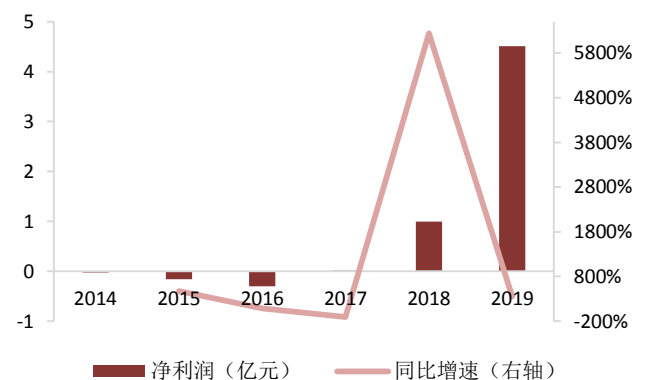
IP+盲盒推动业绩增长进入快车道：公司 2014-2019 年复合增长率为 150.6%，2016 年 7 月推出 Molly 盲盒，销量爆火，此后三年连续推出多个盲盒系列和 IP，收入和净利润步入增长快车道。2019 年公司收入增长 227.2%至 16.8 亿元，净利润于 2017 年转正，2019 年增长 353%至 4.5 亿元。净利润增速快于收入增速，主要由于销量增长后全产业链建设带来的规模效应显现，制造成本控制能力提高。

图 2：2014-2019 年公司营收及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2014-2019 年公司净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

凭借一体化平台和市场领先地位，公司在潮玩行业吸引并维持了一批优质 IP 资源，截至 5 月 22 日，共运营 85 个 IP，包括 12 个自有 IP（收购的和内部设计团队开发的 IP），22 个独家 IP（合作艺术家提供独家的销售和开发权利）和 51 个非独家 IP。公司围绕 IP 开发了不同的潮流玩具产品，包括盲盒、手办、BJD（球窝关节娃娃）和相关衍生品，主要针对客户为成年人及儿童。

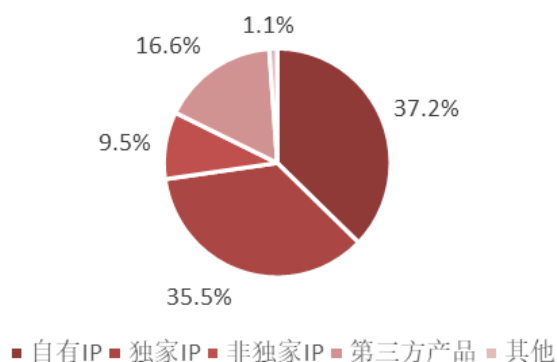
表 1：公司主要产品

	盲盒	手办	BJD	衍生品
产品				
尺寸	4.5-9.5cm	>10cm	10-20cm	多种
价格	49-99 元	199-1499 元	399-799 元	6-389 元

数据来源：公司招股书，西南证券整理

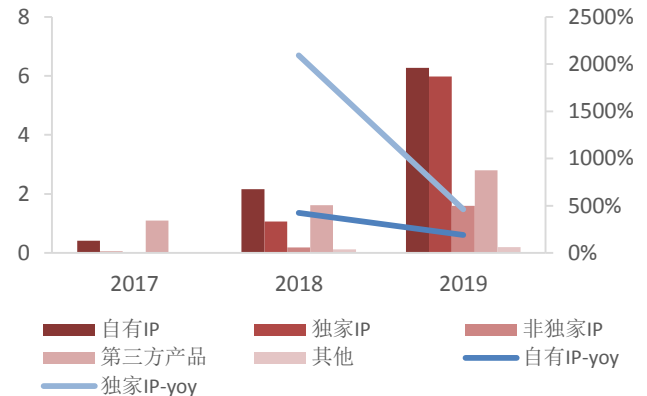
IP 产品支撑核心收入：公司产品以 IP 为核心，主要收入来自根据其 IP 自主开发的产品，2019 年合计 13.8 亿元，占总营收之比达到 82.2%，其中自有 IP、独家 IP 和非独家 IP 营收分别为 6.3 亿、6.0 亿和 1.6 亿元，分别占总营收的比例为 37.2%、35.5%和 9.5%。自有 IP 和独家 IP 近两年复合增长率分别为 391.0%和 1110.6%，公司 IP 变现的能力逐步增强。

图 4：2019 年公司主营结构



数据来源：Wind，西南证券整理

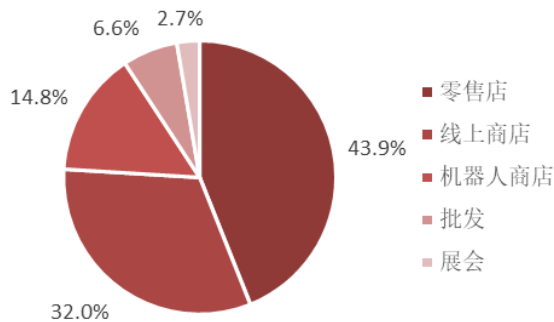
图 5：公司分产品营收（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

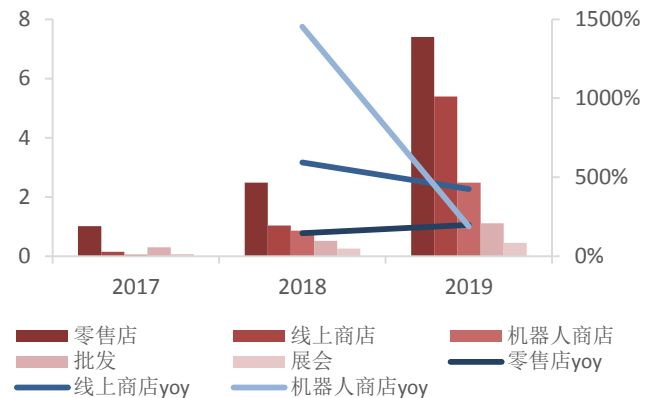
线上线下渠道阔步推进，品牌影响力持续提升。公司两大销售渠道为零售店和线上商店，2019 年二者占比共 75.9%。公司在 33 个城市设立了 114 家零售店，提供最丰富的产品种类，成为公司主要销售渠道，2019 年实现收入 7.4 亿元，同比增长 198%；同时线上商店增长迅猛，2019 年增长 424.1%至 5.4 亿元；机器人商店已有 825 家，覆盖地域广泛，2019 年实现收入 2.5 亿元，同比增长 187.6%。整体来看，随着各渠道铺设完成和覆盖区域扩张，未来业务有望持续高增长。

图 6：2019 年公司各销售渠道占比



数据来源：Wind，西南证券整理

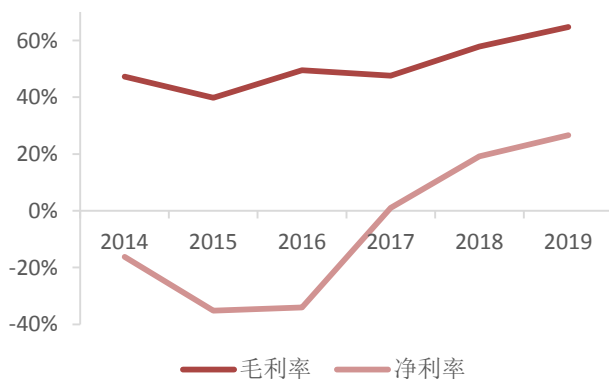
图 7：公司分渠道营收（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

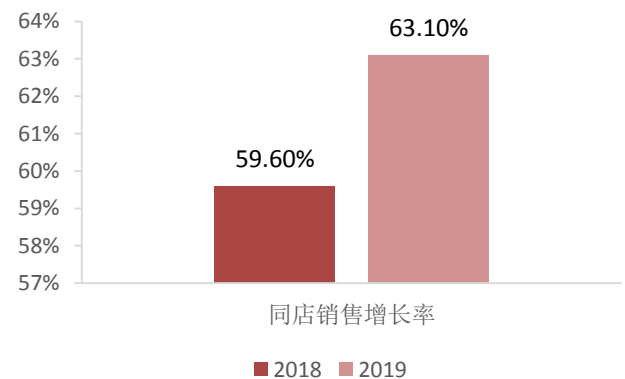
品牌推广效果逐渐反馈，盈利能力可观。公司毛利率近三年逐年提升，均保持在 40% 以上，2018 和 2019 年同比增长 10.3pp 和 6.8pp，19 年毛利率达到 64.8%。净利率在 2017 年由负转正，此后两年持续增长，2019 年增长 7.6pp 至 26.6%。盈利能力持续提升的原因为：1) 公司前期广告营销、产品推广基本完成；2) 全渠道布局形成广泛的消费者触达，渠道的规模效应显现，带动销量和客户认知度提升。

图 8：公司综合毛利率和净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

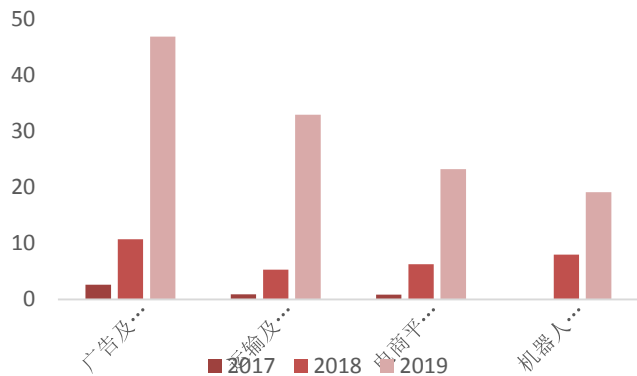
图 9：公司同店销售增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

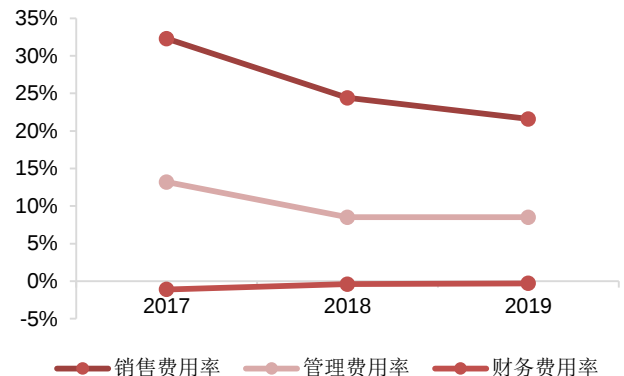
费用率方面，由于公司加快业务扩张和渠道布局，公司各项费用逐年提升，但收入的大幅度增长摊薄费用率，使费用率呈现逐年下降趋势。其中，2019 年销售费用率为 20.7%，2018-2019 年销售费用分别增长 147% 和 177%，销售费用率分别下降 7.9pp 和 2.8pp；管理/财务费用率保持较低水平，2019 年分别为 8.5% 和 -0.3%。

图 10: 公司各项销售开支 (百万元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

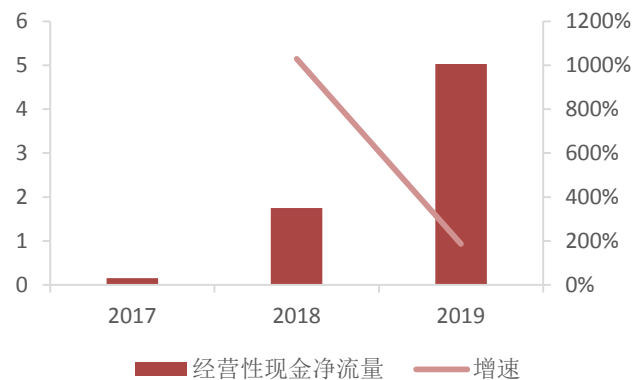
图 11: 2017-2019 年公司各项费用率



数据来源: Wind, 西南证券整理

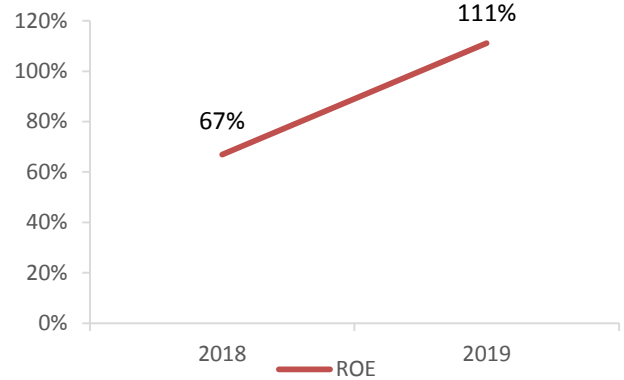
2018-2019 年底公司经营性现金流分别为 1.8 和 5.0 亿元, 同比增长 1028.5% 和 187.4%, 现金流充沛。ROE 近两年增速较快, 2019 年 ROE 增长 44pp 至 111%。

图 12: 2019 年公司经营性现金净流量 (亿元) 及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

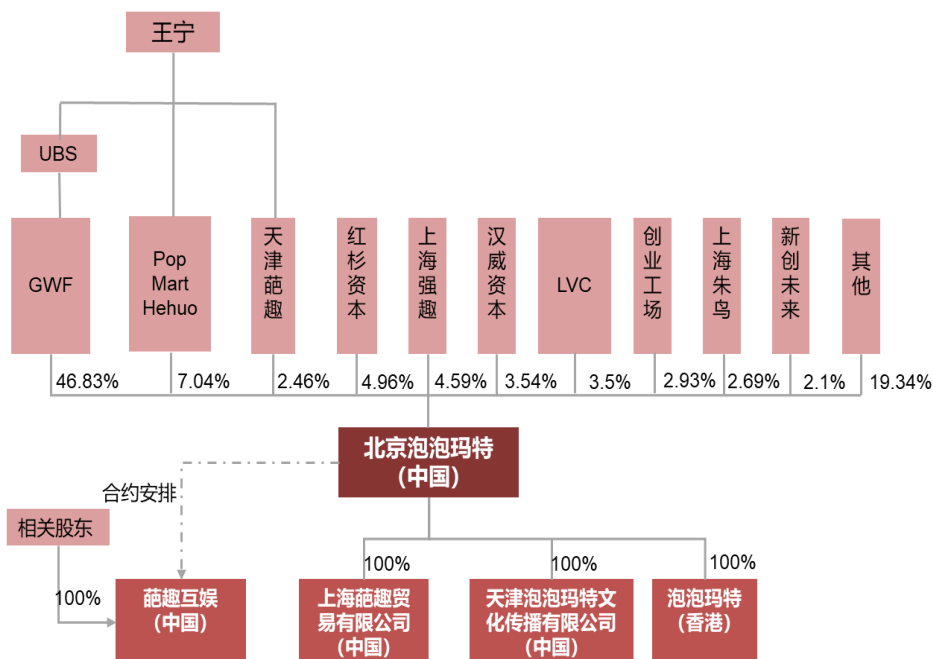
图 13: 公司 ROE 情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

股权结构相对集中, 实际控制人王宁持股 56.3%。根据公司招股书, 创始人王宁及其配偶杨涛通过 GWF (由王宁创立的信托 UBS 全资拥有)、Pop Mart Hehuo (王宁持有 43.2%、杨涛持有 15.1%) 和天津葩趣 (王宁全资拥有) 三家公司共持有公司 56.3% 的股份, 是公司实际控制人。公司经历多轮融资, 机构投资者持股较高, 其中红杉资本为第一大机构股东, 持股 4.96%; 其他机构股东有上海强趣、汉威资本等。

图 14：公司股权结构



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

管理层专业化、年轻化，经验丰富。根据招股书，公司董事及管理层几乎均为硕士及以上学历，平均年龄仅 36.5 岁，管理团队年轻且专业化程度高，具有丰富的 IP 运营和投资管理工作经验更能快速感知和接受潮流市场风向，抓住公司成长机遇。

表 2：公司管理层

姓名	年龄	学历及工作经历	职位	上任年限(年)
王宁	33	学士：郑州西亚斯学院广告专业 硕士：北京大学光华管理学院工商管理	执行董事、董事会主席、行政总裁	10
杨涛	33	学士：美国福特海斯州立大学通识学 硕士：香港浸会大学传播学	执行董事、副总裁	10
刘冉	32	学士：郑州西亚斯学院旅游管理	执行董事、副总裁	9
司德	31	学士：中国传媒大学法语专业 硕士：北京大学光华管理学院工商管理	执行董事、COO	5
屠铮	42	学士：浙江大学英语专业 硕士：美国芝加哥大学公共政策专业 曾任深圳市达晨财智创投公司投资总监、深圳市启赋资本合伙人以及上海蜂巧投资合伙人	非执行董事	3
何愚	39	学士：南开大学国际经济与贸易专业 硕士：英国兰卡斯特大学金融系 曾任北京字节跳动科技有限公司战略投资部主管	非执行董事	1
杨镜冰	41	学士：上海财经大学管理学 硕士：北京大学光华管理学院工商管理 曾任北京金隅房地产开发集团财务及资本部经理、总经理助理及 CFO	CFO	3

姓名	年龄	学历及工作经历	职位	上任年限 (年)
文德一	41	学士：韩国建国大学中文专业 硕士：北京大学光华管理学院工商管理 曾任 CJ CheilJedang Corporation 全球规划襄理、CJ ENM 全球战略部经理及 Lotte Cinema Co. Ltd 规划管理部	副总裁，全球业务规划	2

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2 行业分析：潮玩市场扩容，“IP+盲盒”抓住消费者心理快速破圈

2.1 潮玩圈层覆盖面逐渐泛化，催化潮玩消费市场扩容

泛潮玩降低消费者进入圈层的门槛，受众面扩大。传统潮玩市场相对垂直化，圈层形态更加小众。在互联网解构之下，市场开始针对不同垂直人群形成细分市场，消费者倾向于和有共同兴趣、态度、爱好、价值观的人群打交道，从而形成特定的社交和消费圈子。每一个圈层背后都有一个核心的圈层文化作为支撑，由此产生小众的经济形态。潮玩起源于 90 年代香港和日本的设计师群体把自己的灵感与玩具结合的产物，这些风格极强的作品，得到了许多小众圈层的追捧，随之逐步形成了潮玩圈。与风格性较强、原创元素占比较高、有更高的艺术价值和收藏价值的狭义的潮玩不同，泛模玩以还原知名 IP 形象为主，著名 IP 包括广为人知的迪士尼动漫角色、漫威系列角色、星球大战、美少女战士等，不具备高原创性，使这类玩具大多数可以批量生产，摊薄设计及制作成本，使终端价格可以为更广泛的受众所接受。

表 3：潮玩圈层定义

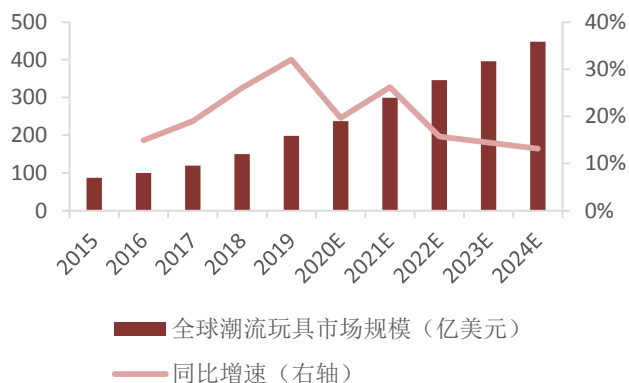
	狭义潮玩圈	传统模玩圈
定义	基于设计师灵感与玩具结合，风格性较强	以还原知名 IP 形象为主的玩具，如 ACG 角色或影视人物
代表玩具模型	原生艺术玩具、盲盒玩偶	拼装模型、积木模型、手办、兵人、BJD 等
代表产品	Molly、BE@RBRICK、KAWS 等	变形金刚、乐高、手办等
代表厂商	POPMART、可米生活、52toys 等	万代、乐高、GSC、Hot Toys、Volks 等
		

数据来源：艺恩数据，赞意，西南证券整理

潮玩借助盲盒形式快速出圈，中国潮玩零售市场规模加速提升。据弗若斯特沙利文报告，潮流文化产业迅速发展，伴随越来越多优质潮流玩具 IP 成功孵化，全球潮玩市场规模自 2015 年的 87 亿美元增长至 2019 年 198 亿美元，年复合增长率为 22.8%，预计未来将于 2024 年达到 448 亿美元。而中国潮流玩具零售的市场规模由 2015 年的 63 亿元增加至 2019 年 207 亿元，复合年增长率为 34.6%，增速整体高于全球市场规模增速。2019 年中国潮玩市

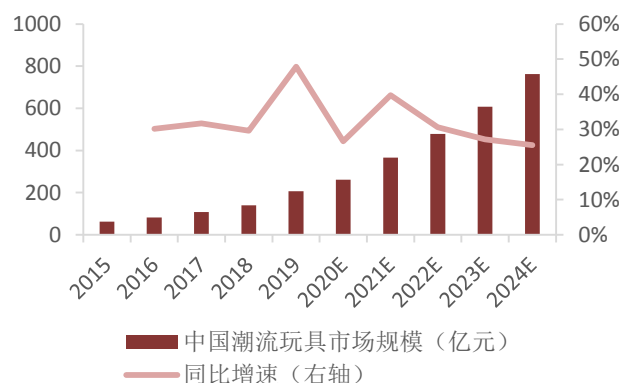
场规模同比增速达到 48%，市场规模再上台阶，主要依赖于盲盒形式切中消费者的多种心理，带动潮玩复购率及曝光率均显著提升。

图 15：全球潮流玩具市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

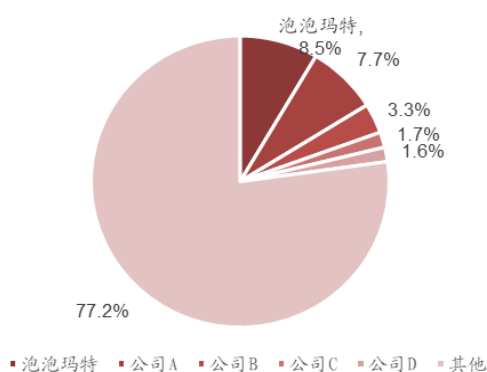
图 16：中国潮流玩具市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

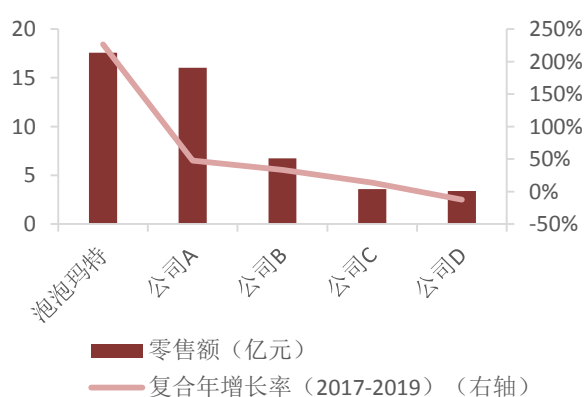
中国的潮流玩具零售市场分散，头部市占率仍有提升空间。按零售额计，中国潮玩市场 CR5 市占率仅 22.8%，市场集中度低。潮流玩具行业主要入行门槛包括掌握高质量潮流内容的能力、IP 发觉和运营能力、广泛的 IP 发行和零售渠道以及良好的品牌形象，因此具有先发优势、建立起潮玩全产业链的企业在竞争中更有优势，行业具有较高的进入壁垒，未来集中度有望提升，龙头企业优先受益。公司作为中国最大的潮玩品牌，2019 年市占率为 8.5%。2019 年零售额达到 17.6 亿元，2017-2019 年复合增长率高达 226.3%，超过其他所有主要参与者。2019 年天猫双十一购物节中，公司在天猫玩具品牌旗舰店中排名第一。截至 2020 年 5 月，公司会员计划已有 320 万名注册会员，会员整体复购率达到 58%，客户粘性较高。

图 17：中国潮玩市场 CR5



数据来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，西南证券整理

图 18：公司为中国最大潮玩品牌



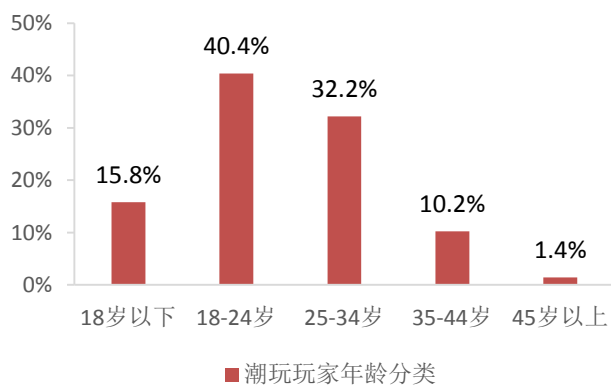
数据来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，西南证券整理

2.2 购买主力高消费粘性+供给平价，推动潮玩快速破圈

潮玩粉丝以 90 后人群为主流消费群体，购买力强且粘性大。艺恩数据显示，35 岁以下的潮玩玩家高达 88.4%，呈现年轻化趋势，95 后学生群体和 90 后白领大军为核心粉丝。根据弗若斯特沙利文调查，超过 95% 的潮玩消费者年龄在 15-40 岁之间，其中 63% 持有学士

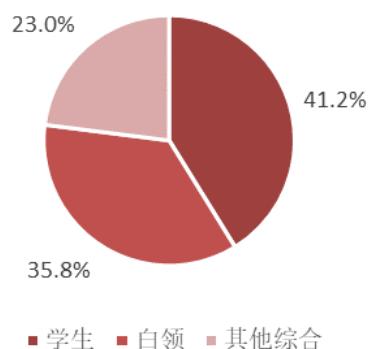
及以上学历，这类群体在自我表达和个性展现方面有较强烈的渴望，愿意为情感满足买单并且购买力强。潮玩消费者表现出较高的忠诚度。调查显示，68.5%的潮流玩具消费者于2019年购买超过一次，其中19.8%的潮流玩具消费者购买超过5次，68.9%的潮流玩具客户在该调查前六个月曾购买潮流玩具，而27.6%的潮流玩具客户愿意为其喜爱的潮流玩具支付高于500元。

图 19：潮玩玩家年龄分布



数据来源：艺恩数据，西南证券整理

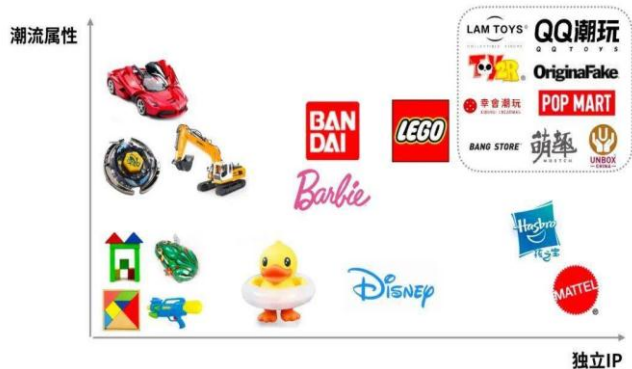
图 20：潮玩玩家职业分布



数据来源：艺恩数据，西南证券整理

盲盒切中“Z世代”消费心理，成瘾性使消费滚雪球式增长，稀缺性也赋予潮玩收藏价值与转售价值。盲盒消费的成瘾性主要来自消费者的收藏心理与博彩心理。盲盒呈系列推出，集齐产品能够给消费者带来极大的自我认同感和成就感，吸引消费者重复购买；稀缺性来自开盒结果的不确定性和隐藏款、限定款赋予产品的隐型附加价值。由于开盒结果随机，每款盲盒都存在相对稀缺性，如果抽到重复的玩偶，可通过社交媒体或二手交易平台与其他玩家进行二次交换，而隐藏款和限定款抽中概率更低，在二手市场中可获得更高溢价。根据闲鱼统计，2019年闲鱼上有30万盲盒玩家进行交易，月均盲盒发布数量较上年增长320%，最受追捧的盲盒价格可达原价的40倍；抖音关于“盲盒”、“拆盲盒”相关话题的播放量已分别达到47.5亿次和14.6亿次，盲盒的二手交易和话题传播已经形成了较为完善的生态圈。

图 21：潮玩的两个属性



数据来源：ISUX，西南证券整理

图 22：潮玩的特点



数据来源：ISUX，西南证券整理

图 23: 闲鱼 APP 盲盒月发布量



数据来源: 闲鱼APP, 西南证券整理

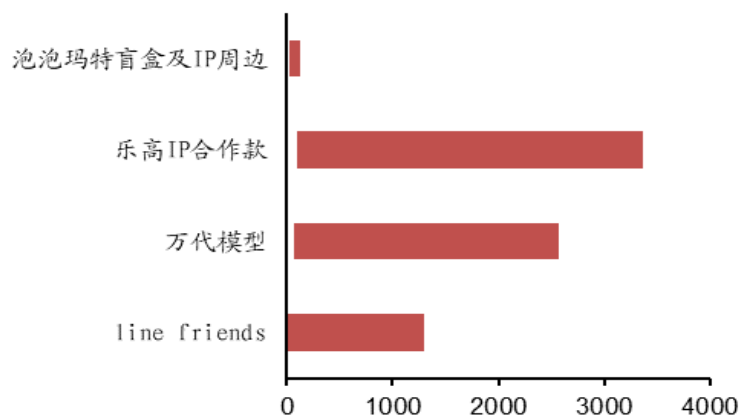
图 24: 闲鱼 APP 十大热门盲盒



数据来源: 闲鱼APP, 西南证券整理

规模化生产使盲盒价格相对亲民，更易获取新用户并提高用户粘性。公司大部分 IP 盲盒及 IP 周边的单个售价在 29-99 元，与 IP 款乐高或游戏 IP 周边相比价格带更低，降低了出于好奇心理首次尝试购买盲盒人群的决策成本，利于获取新用户；同时也保证高氪粉丝完成图鉴收藏的成本在可接受范围内，提高粉丝忠诚度。

图 25: 公司盲盒与其他 IP 产品价格带对比 (元)



数据来源: 京东, 西南证券整理

2.3 IP 授权+改编快速发展，IP 变现渠道拓宽

潮玩行业产业链包括 IP 创作、产品生产、产品销售和消费者触达四个流程。IP 创作包括知名艺术家设计、设计团队设计或者从已有 IP 获得授权，是潮玩行业的核心竞争力，目前国内主要涉及 IP 创作的企业包括公司、52toys、十二栋文化等。打造一个成功的 IP 首先需要有好的设计，深挖 IP 的价值内核，因此所掌握的艺术资源也就成为关键。

表 4：行业主要盲盒公司产业链覆盖程度对比

企业	成立年份	产业链	主要盲盒 IP	销售渠道
公司	2010	IP 创作+零售+消费者触达	Molly、Pucky 等	零售：114 个直营零售店、825 个机器人商店、天猫旗舰店、抽盒机小程序 消费者触达：北京和上海国际潮玩展，葩趣 APP
Medicom Toy	1996	IP 创作+零售	Be@Rbrick 系列	-
Dreams	1995	IP 创作	Sonny Angel 等	-
52toys	2012	IP 创作	Lulu 猪、樱桃小丸子、蜡笔小新、王者荣耀等授权	零售：线下潮流精品店、无人零售店等；线上京东、天猫旗舰店、自有平台“玩蛋趣”
十二栋文化	2014	IP 创作+零售	长草颜团子等自有 IP	大量 LLJ 娃娃机，至 2019 年 11 月有 12 家实体店
奥飞娱乐	1993	IP 创作+零售+消费者触达	小猪佩奇、镇魂街、阴阳师等自有 IP	主要由经销商负责经营
酷乐潮玩	2007	潮玩零售	萌力星球、罗小黑等授权	拥有超过 200 家门店，其中直营店超过 100 家
19 八 3	2010	潮玩零售	-	在 50 个城市开设超 100 家直营门店
金运激光 (IP 小站)	2016	潮玩零售	Sonny Angel 独家授权，迪士尼、漫威、宝可梦等授权	超过 500 个无人售卖机

数据来源：各公司官网，西南证券整理

IP 具有高附加值，一个成功的 IP 可以开发多种产品形式。目前潮玩 IP 的主要变现方式为潮流玩具零售，随着 IP 的知名度和认可度上升，潮玩 IP 的授权和改编将为 IP 带来新的变现渠道，使其价值远远超过原始版本的价值。根据 TitleMax 统计，按累计业务价值计，2019 年全球三大 IP 分别为精灵宝可梦、Hello Kitty 和小熊维尼，市场价值分别为 920、800 和 750 亿美元。第一大 IP 宝可梦的原始版本为日本任天堂掌机游戏系列《宝可梦》，代表形象为皮卡丘，后因其游戏形象软萌可爱而爆火，孵化出一系列衍生品，如动画《神奇宝贝》、漫画《精灵宝可梦：无印版》、电影《大侦探皮卡丘》以及与各大品牌的合作等，创造了巨大的商业价值。

表 5：全球最有价值 IP 排行

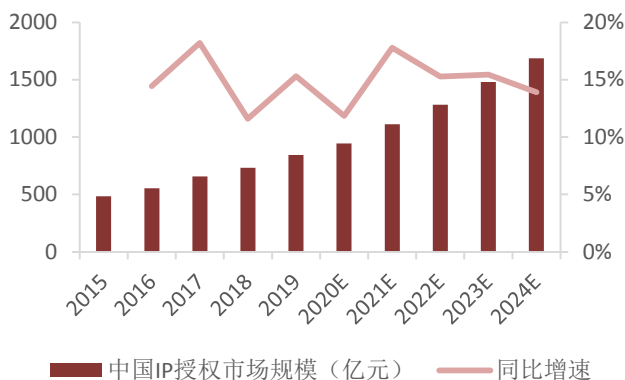
排名	IP	诞生年份	总价值 (亿美元)	主要收入渠道	原始版本	IP 拥有者
1	宝可梦	1996	921.2	商业化、电子游戏、交易卡	电子游戏	日本任天堂
2	Hello Kitty	1974	800.3	商业化	卡通角色	日本三丽鸥
3	小熊维尼	1924	750.3	商业化	图书	美国迪士尼
4	米老鼠唐老鸭系列	1928	705.9	商业化	动画片	美国迪士尼
5	星球大战	1977	656.3	商业化、电影、家庭娱乐	电影	美国迪士尼
6	面包超人	1973	602.9	商业化	漫画	日本 FROEBEL 馆
7	迪士尼公主	2000	451.9	商业化	动画片	美国迪士尼

排名	IP	诞生年份	总价值 (亿美元)	主要收入渠道	原始版本	IP 拥有者
8	马里奥	1981	361.4	电子游戏	电子游戏	日本任天堂
9	少年 jump	1968	341.2	动漫	漫画	日本集英社
10	哈利波特	1997	308.7	电影	小说	JK 罗琳

数据来源: TitleMax, 西南证券整理

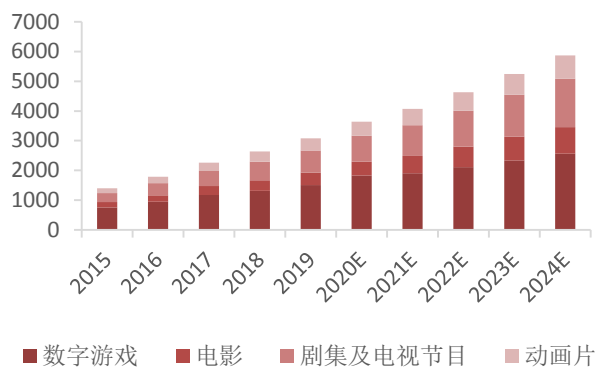
中国 IP 授权增长空间巨大, IP 改编前景广阔。IP 授权分为商品授权和空间授权, 商品授权指 IP 所有者在特定时期内允许被授权人使用 IP 开发和销售品牌产品的安排, 空间授权指使用 IP 及相关概念进行主题活动或空间装饰 (如展会、展览、主题店和主题公园), 旨在提供沉浸式体验和销售 IP 相关产品。根据弗若斯特沙利文报告, 受需求增长推动, 中国 IP 授权市场规模在 2019 年达到 844 亿元, 预计 2024 年前将达到 1686 亿元, 2019-2024 年复合增长率为 14.8%, 未来增长空间巨大。IP 改编指 IP 所有人可能授权其他公司在数字游戏、电影、剧集和电视节目和动画片中改编其 IP 进行商用。中国 IP 改编娱乐市场 2019 年达到 3080 亿元, 且预期 2024 年达到 5867 亿元, 综合年复合增长率为 13.8%, 其中剧集和电视节目的增长率有望达到 17.2%。

图 26: 中国 IP 授权市场规模



数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

图 27: 中国 IP 改编市场规模 (亿元)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

3 公司分析: 全产业链运营+全渠道营销, 打造潮玩圈迪士尼

3.1 全产业链打造潮玩闭环, IP 来源多元化

3.1.1 全产业链一体化平台促进良性循环

公司由成立之初的潮流杂货店铺逐步转型为潮流文化娱乐公司, 搭建了一个覆盖艺术家挖掘——IP 开发与运营——全渠道消费者触达——潮玩文化推广的全产业链闭环的平台。通过产业链闭环, 公司可以持续增强 IP 的商业化价值以及延长 IP 的生命周期, 实现产业链的良性循环。

全球艺术家发掘: 艺术家发掘是第一环也是核心的一环。艺术家对打造 IP 至关重要, 是一个非常重要的资产, 公司致力于通过潮流玩具展、组织设计比赛以及与顶级艺术学院合

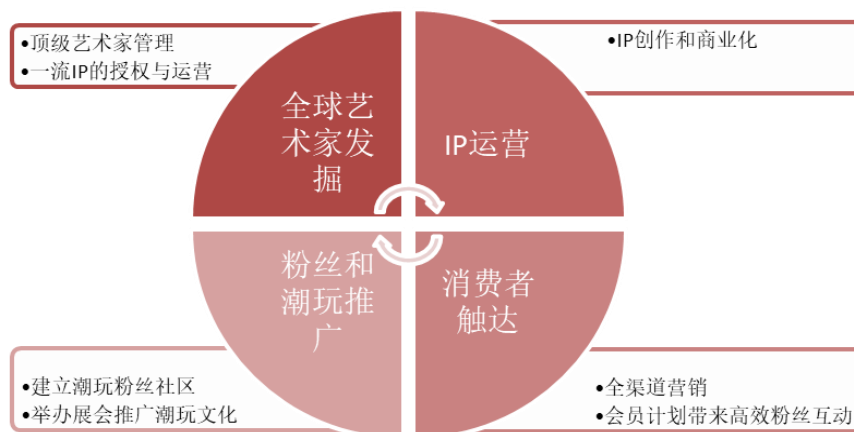
作开设讲座和课程，挖掘全球范围里极具潜力的艺术家和设计师，打造一系列的顶级 IP 并获得这些 IP 的独家授权。

IP 运营：通过一体化平台的资源和领先的产品设计和开发能力，公司不断开发出独特有趣的潮玩产品，从而提升 IP 的知名度和商业价值。

消费者触达：公司建立了线上线下+二手交换的全渠道经销网络，实现全方面的消费者触达，使公司有效解除目标客群，增强产品品牌力，提高粉丝粘性。

潮玩文化推广：通过开设潮玩讲座和选修课程、举办潮玩展会、搭建社群平台，推广潮玩文化，吸引新兴艺术家，为公司提供设计人才储备；同时公司取得市场最新资讯和一手的客户见解，反过来又可以为 IP 的开发创作提供有效信息，实现良性循环。

图 28：公司全产业链闭环



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.1.2 发掘顶级艺术家，整合 IP 资源

合作艺术家+培育艺术家+IP 供应商三大渠道稳定获取 IP 设计，保证 IP 供应。截至 2020 年 5 月，公司与超过 350 位艺术家保持紧密关系，并通过授权或合作安排与其中 25 位来自全球的优秀艺术家开展合作。例如，公司最著名的 IP “Molly” 则是从香港艺术家王信明处获得。除此之外，公司目前合作的艺术家还有 Kenny Wong，龙家升，毕奇，Ayan 等艺术家，同时也和大久保博人，Helena Stamulak，Seulgi Lee 等国外艺术家展开合作。公司建立的一体化潮玩平台“葩趣”和国际潮玩展还吸引了优秀的新兴艺术家，为公司提供人才储备。

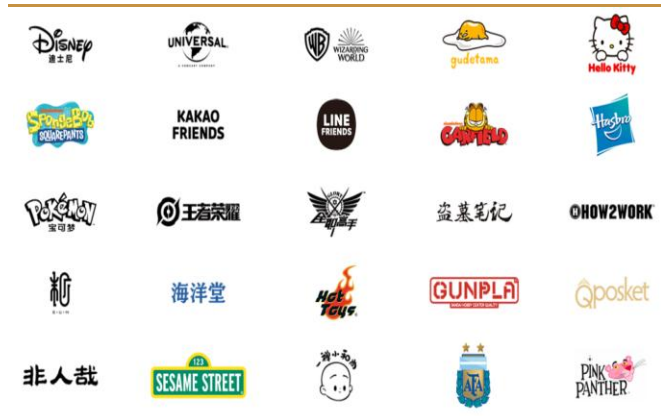
公司还培养了一支拥有 91 名极富艺术和设计经验的设计师团队，不断孵化着自有 IP，以及将创意和独特的设计风格融入艺术家的 IP 中。目前内部设计团队已经开发出 Yuki、BOBO&COCO 等 9 个自有 IP。

图 29: 公司合作艺术家



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 30: 公司合作品牌



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

此外, 公司还与知名 IP 提供商保持密切合作。截至 2020 年 5 月, 公司与包括迪士尼和环球影业在内的成熟 IP 提供商签订了 11 份协议, 二次开发重塑了米老鼠 sitting series、小黄人和 Hello Kitty 等知名影视 IP。这些 IP 已有巨大的粉丝群体, 与他们合作将扩大公司消费者边界, 产生溢出效应。

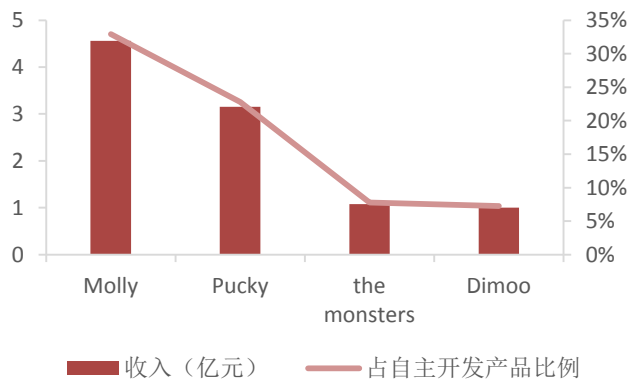
表 6: 公司 IP 分布

类型	数量 (个)	典型 IP
自有 IP	12	 MOLLY  DIMOO  BOBO&COCO  YUKI
独家 IP	22	 PUCKY  THE MONSTERS  SATYR RORY
非独家 IP	51	 米老鼠  DESPICABLE ME  HELLO KITTY

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

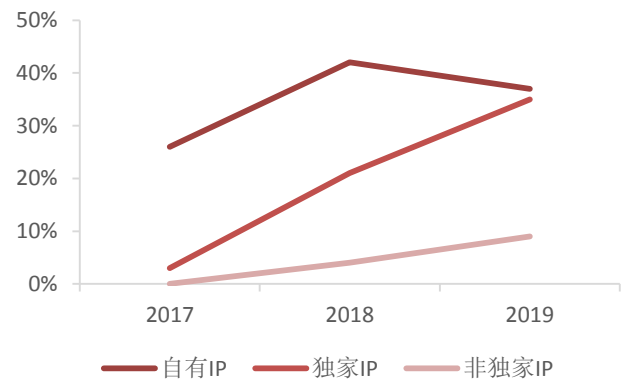
IP 库的不断丰富拉高公司自主开发产品占总营收的比例。截至 2019 年 12 月 31 日, 公司共运营 85 个 IP, 包括 12 个自有 IP, 22 个独家 IP 以及 51 个非独家 IP。其中前四大 IP 在 2019 年的收入均超过 1 亿元。凭借强大的 IP 运营能力和优秀的创意设计, IP 库的不断丰富带动了公司自主开发产品占总营收的比例, 2019 年占总营收比例达到 82.2%, 同比增长 16.1 个百分点。公司预计将在 2020 年运营超过 30 个新 IP。

图 31: 2019 年前 4 大 IP 收入



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 32: 自主开发产品占营收比例



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

3.1.3 IP 授权打开多元化变现渠道

授权各行业公司合作, 打开多元变现机会。公司通过授权公司的自有 IP 及再授权公司的独家 IP 予合作伙伴, 同时致力于与商业伙伴的跨界合作, 来增强 IP 的再设计能力和商业价值, 延长 IP 的生命周期, 提升 IP 认知度和变现能力, 拓宽变现渠道。以公司最热门 IP Molly 为例, 2017-2019 年公司共推出 18 个盲盒系列, 也开发了包括集换卡和徽章在内的各种手办及衍生品, 产品类型丰富。另外, 公司一直探索 Molly 的额外变现机会。例如促进与其他知名 IP 米老鼠、小黄人和 Hello Kitty 之间的合作, 以及授权其他企业合作。目前, 公司已通过授权和联名其他企业, 发展出虚拟产品授权、外包装授权、定制联名礼盒、定制 IP 形象等多种合作方式, 实现跨行业互助, 打造零售文娱化的 IP 运营生态圈。除此之外, 公司还探索线上养成类小游戏、IP 形象影视化等其他产品形式, 期望打造“潮玩圈的迪士尼”。

图 33: Molly 与其他知名 IP 合作



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 34: Molly 授权伊利产品



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

表 7：公司授权 IP 合作部分企业

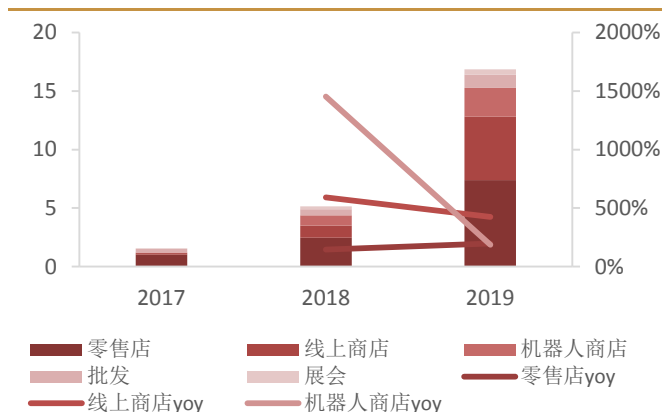
合作方式	合作品牌	产品	时间
外包装授权	STAYREAL	STAYREAL×Molly 联名服饰系列	2019.04
	旁氏	盲盒洗面奶	2020.03
	IPSA	定制款周边	2019.11
	伊利	味可滋牛奶	2019.06
联名礼盒	芬达	盲盒汽水	2020.01
	欧莱雅	联名欧莱雅小美盒	2020.05
	星巴克	联名盲盒、联名咖啡杯	2020.04
	德芙	联名盲盒、联名巧克力	2019.11
	卡西欧	联名 BABY-G 手表	2020.06
	美心月饼	美心茉莉公仔·嫦娥造型系列月饼	2019.09
	喜茶	联名圣诞节特别定制版杯套	2018.12
定制款 IP 形象	央视节目《国家宝藏》	合作款 Molly 李白	2018.06
	综艺节目《明日之子》	限定款 Molly	2018.07
	FluffyHouse、太平洋咖啡	订制 IP 公仔	2019.06
	电视剧《我只喜欢你》	Molly 婚礼款	2019.05
虚拟产品授权	B612 咔叽	定制款 Molly 贴纸	2018
	黄油相机	「Molly 西游」滤镜	2018

数据来源：各公司官网，西南证券整理

3.2 全渠道营销，形成全面覆盖的消费者触达

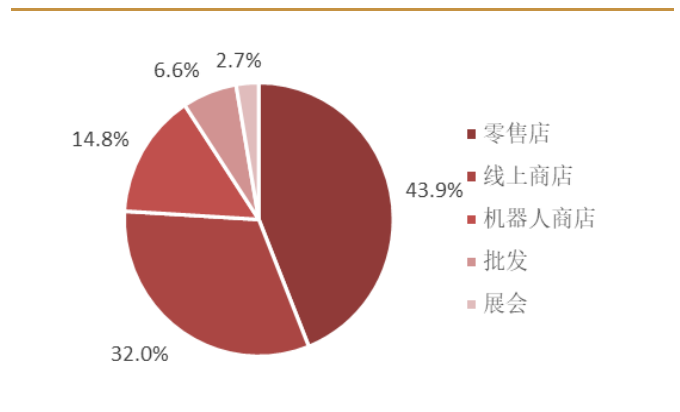
公司已在全国范围内建立起全面广泛的销售和经销网络，包括 114 家零售店、825 家机器人商店、线上渠道（天猫旗舰店、微信小程序-泡泡抽盒机、葩趣、京东等）、潮玩展会和批发渠道（经销商、批量采购的公司客户）。

图 35：2017-2019 年分渠道营收（亿元）及增速



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 36：2019 年分渠道营收占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

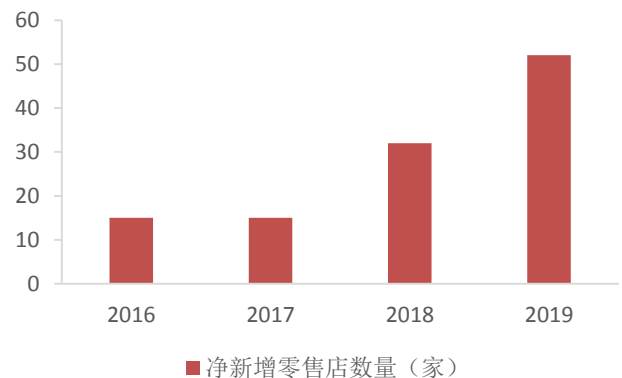
1) 零售店：零售店提供最丰富的产品类型，是公司最主要的销售渠道和确定公司市场地位及与粉丝互动联系的重要渠道。2019 年，零售店创造 7.4 亿销售额，同比增长 198%，占总营收的 43.9%。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有在中国 33 个一二线城市主流商圈的 114 家零售店，每家零售店建筑面积一般为 100-150 平。零售店给消费者提供了消费体验场景，购物时有直接观感与深度参与感，有利于凝聚粉丝、提升购物体验和提高品牌知名度。除零售店外，公司从 2017 年开始也推出限时 1-3 个月的主题快闪店，创造身临其境的购物体验。

图 37：公司零售店网络



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

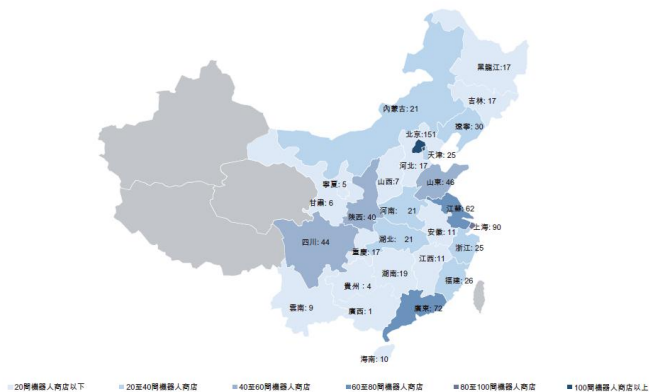
图 38：公司新增零售店开店数量



数据来源：公司官网，西南证券整理

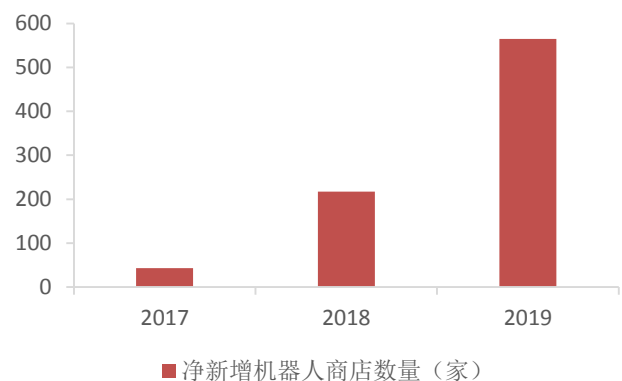
2) 机器人商店：公司的无人收银机器人商店自 2017 年 4 月推出，主要位于购物中心和地铁站等人流量大的区域，以扩大客户范围。截至 2019 年 12 月 31 日公司已有 825 家机器人商店。2017-2019 年，机器人商店分别实现 0.1 亿、0.9 亿、2.5 亿元收入，同比增长 1452.3%和 187.6%，2019 年收入占总营收比例为 14.8%。机器人商店主要销售盲盒产品，盲盒都采用标准且尺寸较小的包装，能增加每间机器人商店的库存单位数量，每间机器人商店最多能够存储 60 个货品品类。相比零售店，机器人商店在租赁费、人工费及维护费方面节省了经营支出，能够高效快速的向零售店未覆盖的区域扩张。另外，机器人商店的销售业绩和市场反馈为零售店的拓展战略提供数据洞察，公司可能在机器人商店销量大的地方开设零售店，给予消费者更好的购物体验。

图 39：公司机器人商店网络



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 40：公司新增机器人商店开店数量

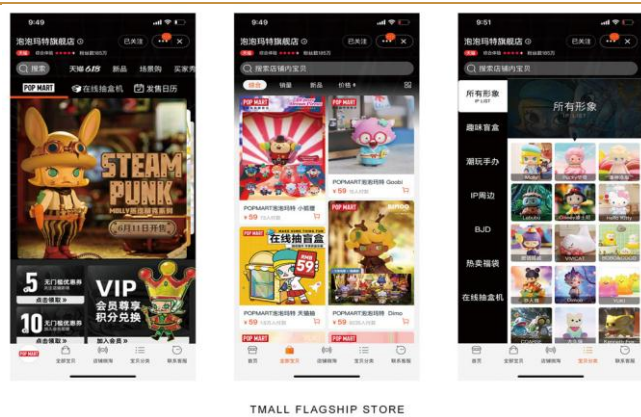


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3) 线上渠道：线上渠道是公司增长最快的渠道，2017-2019 年线上渠道实现收入 0.1 亿、1.0 亿和 5.4 亿元，2019 年收入同比增长 424.1%，贡献了 32% 的总收入，是公司第二大营销渠道。线上渠道不用支付场地租金等成本，未来占比提升将有利于公司毛利率的提升。

分平台看，2019 年天猫旗舰店收入 2.5 亿元，在天猫所有模玩旗舰店中排名第一，主要系天猫旗舰店购物用户增加以及公司自有 IP 和产品增加、品牌知名度上升；2019 年双十一当天，天猫旗舰店销售额高达 8212 万元，超越天猫所有玩具旗舰店。微信小程序泡泡抽盒机于 2018 年 9 月上市，符合盲盒的特性且内嵌有互动功能，创造有趣的购物体验，从而增加智能手机上盲盒的销售。泡泡抽盒机收入由 2018 年的 0.23 亿元增加至 2019 年的 2.7 亿元，增长超 10 倍。

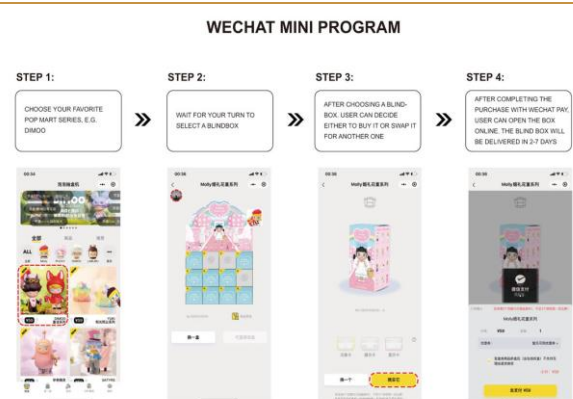
图 41：公司天猫旗舰店



Tmall FLAGSHIP STORE

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 42：泡泡抽盒机

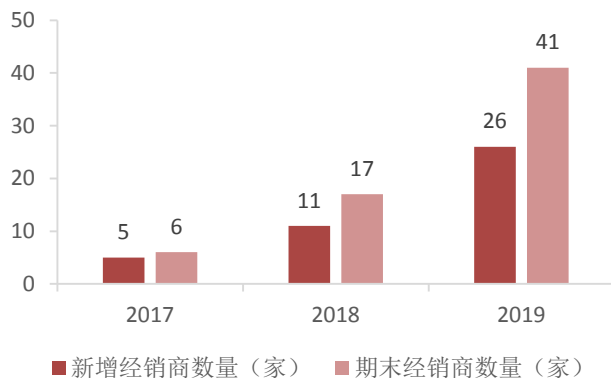


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

4) 批发渠道：批发渠道主要通过经销商和公司客户集采实现。批发渠道在 2019 年的收入分别为 1.1 亿元，占公司总收入的 6.6%。其中经销商收入 9360.1 万元，占批发渠道 84.7%，同比增长 108.1%。经销商模式有助于公司销售网络的有效覆盖，控制经销成本，同时扩大品牌市场的广度和深度。截至 2019 年 12 月 31 日，公司有 22 名中国经销商和 19 名海外经销商，建立了覆盖中国 16 个省级地区和 21 个海外国家及地区的广泛经销网络。经销商收入占比近三年逐年下滑，分别为 17.6%、8.7%和 5.6%，主要系公司加大了自营渠道的扩张。

5) 潮玩展会：潮玩展会是公司推广潮玩文化的重要渠道。在展会上，公司可通过对第三方潮玩品牌收取产品预购费、销售佣金和固定展位费等获得收入。2019 年实现展会收入 4552.2 万元，占比 2.7%，同比增长 77.8%。2020 年受疫情影响，上海国际潮玩展从 4 月推迟至 11 月举行，随着疫情影响消退，预计参展人数将逐渐恢复，展会收入保持稳定。

图 43：公司经销商数量变化



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 44：2019 年上海国际潮玩展



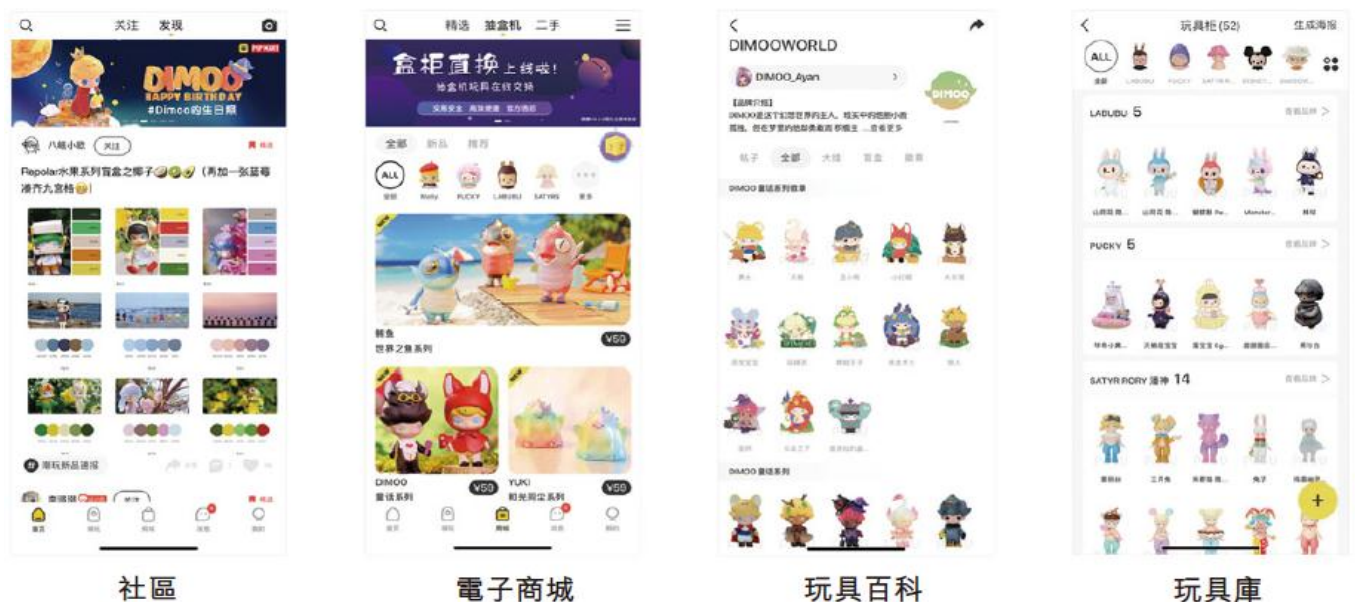
数据来源：新浪，西南证券整理

3.3 维护高黏性粉丝社群，致力潮玩文化推广

3.3.1 自建“葩趣”APP 平台，会员计划提高粉丝粘性

自建潮玩社交平台葩趣，为用户提供交易及兴趣社交平台。为迎合年轻人以来互联网、具有强烈网络社交需求的特点，公司于 2016 年推出了粉丝在线社区 APP “葩趣”，APP 主要功能有 1) 取得潮玩文化资讯和最新消息；2) 买卖潮玩；3) 志趣相投的粉丝进行社交互动，分享“改娃&晒娃”趣事；4) 重复玩偶的交换和二次出售等。葩趣在安卓客户端下载量超 46 万次，是仅次于蛋趣 APP 的潮玩社交平台，目前已覆盖约 600 个潮玩品牌。

图 45：葩趣 APP 主要功能



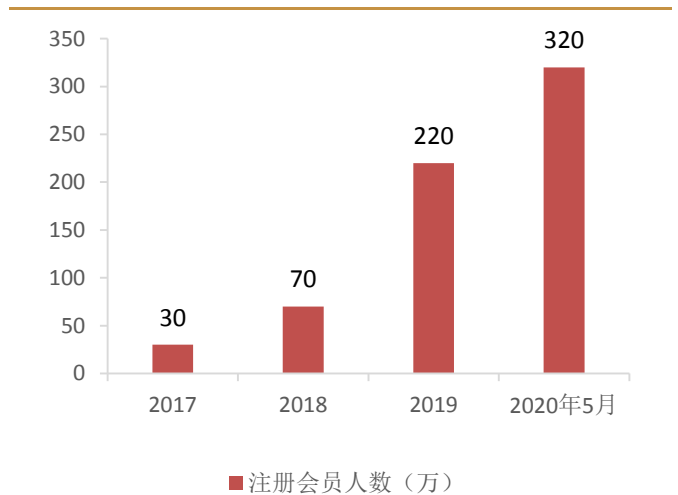
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

多渠道统一会员计划，深耕会员复购率。为加强粉丝粘度和增加重复购买率，公司制定了线上线下统一的会员计划，提供了多样化的会员权益，打造尊享购物体验。截至 2019 年 12 月 31 日和 2020 年 5 月，公司分别有 220 万名和 320 万名注册会员，会员的复购率高达 58%。公司粉丝群主要是 15-35 对具有高消费能力、热衷分享展示的人们，他们被产品的艺术性和趣味特点吸引，产生较高的忠诚度，通过向好友分享产品，进一步扩大粉丝群。

图 46：公司会员体系



图 47：公司注册会员人数



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.3.2 开展潮玩展会，推广潮玩文化

开创潮玩展会，宣传出圈效果显著。为弥补国内潮玩展会的空缺，公司开创性的在 2017 年 9 月举办了国内首届潮玩文化展 BTS，自此每年在北京和上海举办两次潮玩展，吸引了大量艺术家和潮玩爱好者参与。据弗若斯特沙利文报告，2019 年北京国际潮玩展共吸引了 14 个国家及地区的超过 270 位艺术家参与，超过 200 个潮玩品牌参展，参观人次超过 10 万人，是中国最大的潮玩展会。

除展会外，公司还在中国各地共举办了 44 场展览和艺术家签名会，加强粉丝与潮流文化的参与。2019 年 6 月，公司还与中央美术学院联合举办“潮流、玩具、设计”系列讲座，向参加讲座的央美学生以及潮玩爱好者们讲述潮玩行业发展历程，分享潮玩创作的经验，吸引更多粉丝融入潮玩文化以及培养挖掘新兴艺术家和设计师。2019 年 2 月，公司与迪士尼联合举办潮玩设计作品评选活动“专‘鼠’潮玩”，选出了专“鼠”潮玩三款获奖作品，并于 2020 年 7 月上市销售。这些活动丰富了潮流文化传播的形式，也成为充实公司的 IP 库的一个重要渠道。

图 48：公司专“鼠”潮玩产品



数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 49：“潮流、玩具、设计”系列讲座现场



数据来源：ACtoys，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：疫情后公司线下渠道销售回暖，展店速度恢复，预计线下零售店数量在 2020 年-2022 年分别达到 200 家、280 家和 350 家。

假设 2：IP 变现能力增强，自有 IP 及独家 IP 收入占比提升，2022 年自有 IP 及独家 IP 合计收入占比提升至约 78%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 8：收入成本拆分

		2019	2020E	2021E	2022E
营业收入合计		1,683.4	2,549.2	3,783.0	5,476.4
	同比增长率	227.2%	51.4%	48.4%	44.8%
营业成本合计		593.1	871.5	1,323.1	1,932.8
	毛利率	64.8%	65.8%	65.0%	64.7%
自有 IP	销售收入	627.0	940.5	1,429.6	2,144.4
	销售收入增长率	190.7%	50.0%	52.0%	50.0%
	成本	164.6	235.1	386.0	600.4
	毛利率	73.8%	75.0%	73.0%	72.0%
独家 IP	销售收入	597.4	955.8	1,433.7	2,078.8
	销售收入增长率	462.4%	60.0%	50.0%	45.0%
	成本	182.2	291.5	444.4	654.8
	毛利率	69.5%	69.5%	69.0%	68.5%
非独家 IP	销售收入	159.8	239.7	347.6	486.7
	销售收入增长率	777.5%	50.0%	45.0%	40.0%

		2019	2020E	2021E	2022E
	成本	51.2	76.7	118.2	170.3
	毛利率	68.0%	68.0%	66.0%	65.0%
第三方产品	销售收入	280.0	392.0	548.8	740.8
	销售收入增长率	72.5%	40.0%	40.0%	35.0%
	成本	176.2	246.9	351.2	481.5
	毛利率	37.1%	37.0%	36.0%	35.0%
其他	销售收入	19.24	21.2	23.3	25.6
	销售收入增长率	59.2%	10%	10%	10%
	成本	18.91	21.2	23.3	25.6
	毛利率	1.73%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

按公司招股书披露的发行后 13.8 亿流通总股本计算, 公司上市后市值预期在 435.2-531.9 亿港元; 按发行价区间 31.5-38.5 港元、以公司招股书披露的人民币对港币汇率折算, 公司 2019 年 PE 为 80.9-100 倍。由于同行业港股上市公司可比性较弱, 对比日本和美国 IP 玩具商万代和孩之宝, 2019 年日本万代南梦宫控股和美国孩之宝估值水平分别为 20.2 和 25.7 倍, 公司估值相对较高。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.43、0.64 和 0.92 元, 考虑到潮玩行业规模成长迅速, 公司作为行业先行者渠道铺设初具规模, IP 来源充分且变现能力增强, 首次覆盖给予“持有”评级。

5 风险提示

疫情影响扩大的风险, 渠道扩张不及预期风险, 知识产权风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	324.61	1008.16	2005.32	3426.39	营业额	1683.43	2549.19	3782.95	5476.35
应收账款	45.64	76.15	113.01	163.59	销售成本	593.10	871.47	1323.12	1932.75
预付款项、按金及其他应收款项	199.00	360.90	535.58	775.32	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	363.82	586.31	862.51	1232.18
存货	96.30	140.67	213.57	311.98	管理费用	142.47	305.90	446.39	640.73
其他流动资产	51.05	64.26	71.17	80.64	财务费用	5.39	-2.33	-5.27	-9.51
流动资产总计	716.60	1650.15	2938.64	4757.92	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	103.56	94.24	84.92	75.60	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	578.66	787.84	1156.21	1680.19
无形资产	197.56	158.05	118.53	79.02	其他非经营损益	19.72	8.77	8.77	8.77
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	598.38	796.60	1164.98	1688.96
其他非流动资产	48.76	48.76	48.76	48.76	所得税	147.26	196.61	287.11	416.56
非流动资产合计	349.88	301.05	252.22	203.38	税后利润	451.12	599.99	877.86	1272.40
资产总计	1066.48	1951.20	3190.85	4961.31	归属于非控股股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东利润	451.12	599.99	877.86	1272.40
应付账款	64.58	100.44	152.49	222.75	EBITDA	712.47	843.10	1208.53	1728.29
其他流动负债	316.99	526.34	784.20	1136.77	NOPLAT	440.32	591.63	867.28	1258.64
流动负债合计	381.57	626.78	936.68	1359.52	EPS(元)	0.33	0.43	0.64	0.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他非流动负债	92.13	92.13	92.13	92.13	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
非流动负债合计	92.13	92.13	92.13	92.13	成长能力				
负债合计	473.70	718.91	1028.81	1451.65	营收额增长率	2.27	0.51	0.48	0.45
股本	0.08	0.19	0.19	0.19	EBIT 增长率	3.49	0.32	0.46	0.45
储备	592.70	596.64	596.64	596.64	EBITDA 增长率	3.03	0.18	0.43	0.43
留存收益	0.00	635.46	1565.21	2912.83	税后利润增长率	3.53	0.33	0.46	0.45
归属于母公司股东权益	592.78	1232.29	2162.04	3509.66	盈利能力				
归属于非控股股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	0.65	0.66	0.65	0.65
权益合计	592.78	1232.29	2162.04	3509.66	净利率	0.27	0.24	0.23	0.23
负债和权益合计	1066.48	1951.20	3190.85	4961.31	ROE	0.76	0.49	0.41	0.36
					ROA	0.42	0.31	0.28	0.26
					ROIC	3.57	1.53	2.02	2.60
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	估值倍数				
税后经营利润	436.25	593.39	871.25	1265.80	P/E	99.95	75.15	51.36	35.44
折旧与摊销	108.70	48.83	48.83	48.83	P/S	26.78	17.69	11.92	8.23
财务费用	5.39	-2.33	-5.27	-9.51	P/B	76.06	36.59	20.85	12.85
其他经营资金	-47.46	-4.79	18.57	24.62	股息率	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
经营性现金净流量	502.89	635.09	933.39	1329.75	EV/EBIT	-0.34	-1.00	-1.44	-1.74
投资性现金净流量	-118.27	6.60	6.61	6.61	EV/EBITDA	-0.29	-0.95	-1.38	-1.69
筹资性现金净流量	-155.58	41.85	57.17	84.72	EV/NOPLAT	-0.46	-1.35	-1.93	-2.32
现金流量净额	229.04	683.54	997.16	1421.07					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn