

# 泡泡玛特 (09992.HK)

## 再论泡泡玛特的壁垒与空间

公司“IP-供应链-渠道”等各环节都比竞争对手领先2-3年，构筑了先发优势并形成平台化能力，由此带来规模优势及品牌认知。(1) IP壁垒最为核心：已与国内外知名设计师、IP提供商建立紧密联系，并组建了111人的自有设计团队，IP储备数量、知名度远高于同业。TOP30粉丝数IP泡泡玛特 STS 参展率达到90%，在IP获取环节更具优势。(2) 渠道壁垒：唯一具备头部IP且建立全渠道体系的公司。(3) 供应链壁垒：覆盖“IP设计-产品定级-模具制作-批量生产”全流程，推新频率高于同业。(4) 规模优势及品牌认知：截至2020年会员数达到740万人，天猫旗舰店粉丝数(382万人)、新浪微博粉丝数(86万人)远高于其它品牌商。2019年盲盒销量2642万个，规模优势助力摊薄开模成本提高产品毛利率。

长期行业空间超400亿元，龙头市占率有望提升。2020年国内盲盒市场规模超过百亿元(YoY+36%)，公司25亿元的营收市占率约为25%。预计盲盒市场高速增长可持续，主要驱动力来自于IP破圈和渠道加速布局，远期市场空间达400亿元。在泡泡玛特“IP-供应链-渠道”先发优势构筑的壁垒之下，头部IP将向头部企业集中，盲盒市场集中度有望提升。假定公司盲盒市占率达到30%，则中期看公司国内盲盒收入空间有望达到120亿元。

未来三大看点：海外市场、高端手办、IP授权。(1) 海外市场：采取“先TOB、后TOC”打法，率先攻略具备潮玩受众基础的亚太市场。目前4家零售店，21年预计30家。公司海外Ins账户已具备一定知名度，有望借助旗下海内外知名IP打开市场。(2) 高端手办：潮玩IP的差异化、高粘性、强创新属性带来提价基础和高端品类拓展空间，满足不同用户的多元化需求。公司发售手办数量逐年提升，并全新推出MEGA珍藏系列定位专业收藏玩具，目前已进入系列化开发阶段。(3) IP授权：Hello Kitty母公司Sanrio和小黄鸭母公司德盈国际控股均以IP授权业务为变现核心(商品+空间授权)，泡泡玛特旗下IP矩阵多样性显著优于上述公司，且IP持续生产能力和爆款孵化能力已得到验证，未来授权IP数量和种类仍有较大拓展空间。

盈利预测与投资建议：公司作为潮玩盲盒领导者，先发优势构筑的“IP-供应链-渠道”壁垒将带动市占率的提升，同时基于IP的多元化变现方式也有望展现高成长性。我们预计公司2021-2023年实现归母净利润11.46、17.25、24.27亿元，分别同比增长118.9%、50.6%、40.7%，维持“买入”评级。

风险提示：IP吸引力不及预期，零售店扩张不及预期，行业竞争加剧

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,683	2,513	4,626	6,677	9,195
增长率yoy(%)	227.2	49.3	84.0	44.3	37.7
归母净利润(百万元)	451	524	1,146	1,725	2,427
增长率yoy(%)	353.3	16.0	118.9	50.6	40.7
EPS最新摊薄(元/股)	0.32	0.37	0.82	1.23	1.73
净资产收益率(%)	76.1	8.5	15.7	19.2	21.2
P/E(倍)	179.9	155.0	70.8	47.0	33.4
P/B(倍)	136.9	13.2	11.2	9.0	7.1

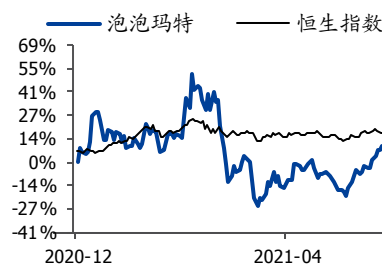
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年6月9日收盘价

### 买入(维持)

#### 股票信息

行业	玩具及休闲用品
前次评级	买入
6月9日收盘价(港元)	68.75
总市值(百万港元)	96,383.21
总股本(百万股)	1,401.94
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	2.90

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 顾晨

执业证书编号：S0680519100003

邮箱：gusheng@gszq.com

##### 分析师 马继愈

执业证书编号：S0680519080002

邮箱：majiyu@gszq.com

##### 研究助理 何欣仪

邮箱：hexinyi@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《泡泡玛特(09992.HK)：IP矩阵多元化可持续发展，多渠道体系加速扩张》2021-03-30
- 2、《泡泡玛特(09992.HK)：国内潮玩盲盒拓荒者，IP+渠道双管齐下铸就行业龙头》2020-12-11

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	717	6256	7649	9512	12360	<b>营业收入</b>	1683	2513	4626	6677	9195
现金	325	5683	6638	8249	10538	营业成本	593	919	1675	2362	3221
应收票据及应收账款	46	78	107	190	219	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	60	91	160	220	291	营业费用	364	630	1063	1430	1853
预付账款	140	178	360	449	642	管理费用	142	280	398	548	717
存货	96	225	384	403	670	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	50	0	0	0	0	财务费用	5	9	-45	23	143
<b>非流动资产</b>	350	715	817	912	1127	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	22	50	54	58	61	其他收益	-3	0	0	0	0
固定资产	104	238	336	411	475	公允价值变动收益	0	-6	-2	-3	-4
无形资产	198	380	399	410	555	投资净收益	5	4	3	4	4
其他非流动资产	27	47	28	34	36	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1066	6971	8466	10424	13487	<b>营业利润</b>	593	679	1536	2316	3261
<b>流动负债</b>	382	665	1087	1300	1926	营业外收入	5	29	12	15	19
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	46	116	163	230	307	<b>利润总额</b>	598	708	1548	2331	3280
其他流动负债	336	550	924	1070	1619	所得税	147	184	403	606	853
<b>非流动负债</b>	92	175	102	123	133	<b>净利润</b>	451	523	1145	1725	2427
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	-1	-1
其他非流动负债	92	175	102	123	133	<b>归属母公司净利润</b>	451	524	1146	1725	2427
<b>负债合计</b>	474	840	1190	1423	2059	EBITDA	697	783	1712	2699	3597
少数股东权益	0	2	1	1	0	EPS (元)	0.32	0.37	0.82	1.23	1.73
股本	0	1	1	1	1	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	170	5189	5189	5189	5189	<b>会计年度</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	423	939	2085	3809	6236	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	593	6129	7275	9000	11428	营业收入(%)	227.2	49.3	84.0	44.3	37.7
<b>负债和股东权益</b>	1066	6971	8466	10424	13487	营业利润(%)	358.3	14.4	126.2	50.8	40.8
						归属于母公司净利润(%)	353.3	16.0	118.9	50.6	40.7
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	64.8	63.4	63.8	64.6	65.0
						净利率(%)	26.8	20.8	24.8	25.8	26.4
						ROE(%)	76.1	8.5	15.7	19.2	21.2
						ROIC(%)	64.8	6.3	13.7	17.1	19.2
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	44.4	12.1	14.1	13.7	15.3
						净负债率(%)	-39.2	-89.8	-89.8	-90.3	-91.0
						流动比率	1.9	9.4	7.0	7.3	6.4
						速动比率	1.3	8.8	6.3	6.7	5.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	2.3	0.6	0.6	0.7	0.8
						应收账款周转率	56.2	40.5	50.0	45.0	45.0
						应付账款周转率	19.8	11.4	12.0	12.0	12.0
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.32	0.37	0.82	1.23	1.73
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.59	1.03	1.64	2.31
						每股净资产(最新摊薄)	0.42	4.37	5.19	6.42	8.15
						<b>估值比率</b>					
						P/E	179.9	155.0	70.8	47.0	33.4
						P/B	136.9	13.2	11.2	9.0	7.1
						EV/EBITDA	116.0	96.6	43.6	27.1	19.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 6 月 9 日收盘价

## 内容目录

1 “IP-供应链-渠道”先发优势构筑壁垒	5
1.1 IP 壁垒：数量与关注度远高于同业，IP 获取环节更具优势	6
1.2 渠道壁垒：唯一具备头部 IP 且建立全渠道体系的公司	8
1.3 供应链壁垒（改进强化中）：生产体系高效灵活，推新频率高于同业	9
1.4 先发优势构筑规模优势与品牌力护城河	10
2 新用户、新品类、新业态，看好公司长期成长空间	11
2.1 新用户：国内渗透率仍有提升空间，海外市场增量可期	11
2.1.1 国内市场：中长期行业规模超 400 亿元，龙头市占率有望提升	11
2.1.2 海外市场：加速渠道拓展，拉长 IP 生命周期	14
2.2 新品类：差异化创新铸就提价能力，高端手办发展亦可期	17
2.3 新业态：参考 Sanrio 与小黄鸭，IP 授权打开长期空间	20
3 盈利预测及投资建议	24
风险提示	24

## he 图表目录

图表 1：潮玩盲盒产业链	5
图表 2：泡泡玛特主要竞争对手分类	5
图表 3：泡泡玛特国内及海外市场竞争对手 IP 数量及市占率（2019 年）	6
图表 4：潮玩族 TOP30 粉丝数 IP 所属品牌方分布统计	6
图表 5：泡泡玛特、若来、独角兽独家/自有 IP 二手交易市占率合计	7
图表 6：泡泡玛特独家/自有 IP 在 TOP30 二手交易榜单中的数量	7
图表 7：TOP30 粉丝数潮玩族 IP 展会覆盖率情况	7
图表 8：公司旗下核心 IP 基本情况概览（按上线时间排序）	8
图表 9：潮玩主要玩家渠道布局情况	9
图表 10：2021 年泡泡玛特不同产品系列上新数量	10
图表 11：2021 年泡泡玛特与其它品牌商盲盒上新数量对比	10
图表 12：各潮玩 IP 在 2019-2021 年系列盲盒上新数量	10
图表 13：泡泡玛特头部 IP 盲盒销量情况（万）	11
图表 14：泡泡玛特会员数（万人）变化情况	11
图表 15：主流潮玩品牌商天猫旗舰店粉丝数对比	11
图表 16：主流潮玩品牌商微博粉丝数对比	11
图表 17：2015-2021E 盲盒市场规模	12
图表 18：盲盒核心消费群体年龄分布（2020.11）	12
图表 19：盲盒与手办 Z 世代消费者性别比例对比	12
图表 20：盲盒 APP 用户城市等级占比	12
图表 21：泡泡玛特分地区零售店收入（百万元）及其同比增速	13
图表 22：泡泡玛特分地区机器人店收入（百万元）及其同比增速	13
图表 23：泡泡玛特线上渠道付费会员平均指出（元/年）	13
图表 24：盲盒市场规模测算（亿元）	14
图表 25：泡泡玛特营收及其市占率变化情况（根据 Mob 研究院测算）	14
图表 26：泡泡玛特海外经销商收入及其同比增速	15
图表 27：泡泡玛特旗下签约设计师 IP 来自不同地区的艺术家数量	15

图表 28: Sonny Angel 海内外市场变化情况.....	15
图表 29: 泡泡玛特海外经销商数量变化情况 (个) .....	16
图表 30: 泡泡玛特海外地区布局情况.....	16
图表 31: 泡泡玛特各地区 Instagram 和 Youtube 粉丝数 (个) 对比 (2021 年 5 月 30 日) .....	16
图表 32: 海外潮流玩具市场规模 (亿美元) 及其复合增长率.....	17
图表 33: 海外潮流玩具市场参与者数量 (家) .....	17
图表 34: 泡泡玛特自有/独家 IP 相关 Ins 账号/话题关注度对比 (2021 年 5 月 30 日) .....	17
图表 35: 泡泡玛特新加坡门店中 DanielYu 作品《月球蠕变》 .....	17
图表 36: 泡泡玛特 2021 年涨价的盲盒系列 (同 IP 此前价格多为 59 元) .....	18
图表 37: Skullpanda 熊喵热潮系列 .....	18
图表 38: Molly X Instinctory 侵蚀系列 .....	18
图表 39: 泡泡玛特 Molly BJD 米奇款.....	18
图表 40: 泡泡玛特不同品类玩具平均售价 (元) .....	18
图表 41: 泡泡玛特头部 IP 19-20 年间推出的手办数量 (款) .....	19
图表 42: 泡泡玛特手办推出数量变化 (款) .....	19
图表 43: 泡泡玛特头部 IP 部分手办发售具体情况.....	19
图表 44: 截至 2021 年 6 月 4 日泡泡玛特已官宣的五款 MEGA 珍藏系列产品.....	20
图表 45: Sanrio 营收变化情况.....	21
图表 46: Sanrio 营业利润变化情况 .....	21
图表 47: Sanrio 营收结构变化情况 (亿日元) .....	21
图表 48: Sanrio 分业务毛利率变化情况 .....	21
图表 49: 德盈国际控股营业收入 (百万港元) 及同比增速.....	22
图表 50: 德盈国际控股校色授权业务收入拆分.....	22
图表 51: 德盈国际控股收入拆分.....	22
图表 52: 德盈国际控股商品授权收入按产品类别划分 .....	22
图表 53: Sanrio、德盈国际控股、泡泡玛特 IP 及其授权业务对比 .....	23
图表 54: 近年泡泡玛特品牌联名及合作情况.....	23
图表 55: 泡泡玛特授权费收入及其同比增速.....	23
图表 56: Skullpanda 熊喵热潮系列与 Make up forever 联名礼盒.....	23

## 1 “IP-供应链-渠道”先发优势构筑壁垒

在我们此前发布的《如何看待泡泡玛特的商业模式——潮玩盲盒系列报告一》中，我们详细梳理了潮玩盲盒赛道的产业链构成。潮玩产业链围绕上游 IP 提供，中游设计生产，下游消费渠道多个环节展开，也由此衍生出了布局不同产业链环节的参与者，我们将其分为四种类型：1) 平台型公司：产业链一体化平台，覆盖“IP+供应链+渠道”全环节；2) 潮玩品牌商：主要覆盖 IP 获取+设计生产环节，产品线上自营+线下分销；3) 潮玩零售店/集合店：主要覆盖线下销售交易环节；4) 潮玩交易平台：主要覆盖线上一手及二手交易环节。泡泡玛特作为头部平台型公司，“IP-供应链-渠道”等各环节都比竞争对手领先 2-3 年，构筑了先发优势并形成平台化能力，由此带来规模优势及品牌认知。

图表 1: 潮玩盲盒产业链



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2: 泡泡玛特主要竞争对手分类

类型	代表参与者	特征
平台型公司	泡泡玛特、IP 小站、十二栋文化、52Toys	产业链一体化平台，覆盖 IP 获取、设计生产、销售交易全流程，线上+线下渠道均为自营
潮玩品牌商	寻找独角兽、若态若来、Toycity	主要覆盖 IP 获取与设计生产环节，产品线上自营+线下多渠道分销
潮玩零售店/集合店	酷乐潮玩、九木杂物社、朴坊、X11、TopToy	主要覆盖销售交易环节，产品多来自于上述潮玩品牌商/工作室等
潮玩交易平台	潮玩族、美拆、盲盒星球、得物	主要覆盖线上销售交易环节，涵盖一手交易以及二手交易平台

资料来源：公司公告，公司官网，国盛证券研究所

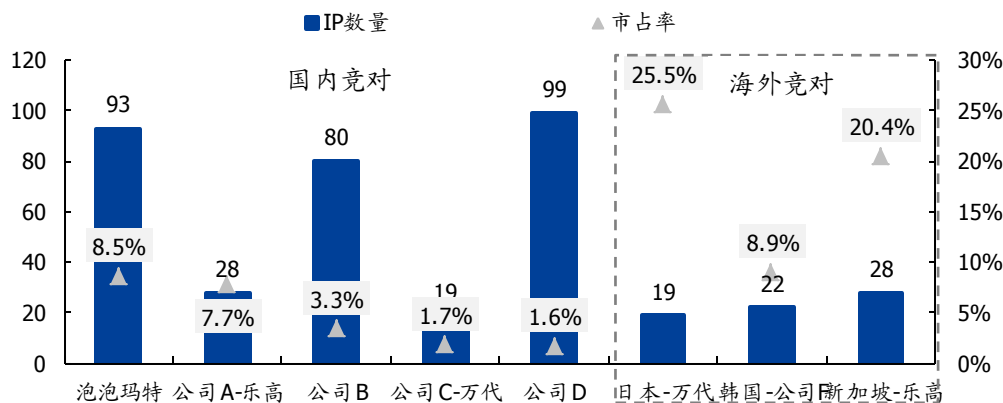


## 1.1 IP 壁垒：数量与关注度远高于同业，IP 获取环节更具优势

潮玩盲盒作为创意型产业，消费者为喜好的 IP 形象与设计买单，潮玩公司最为核心的壁垒即为 IP。对于平台型公司、潮玩品牌商而言，潮玩 IP 来自于：1) 签约外部 IP 设计师；2) 自行培育 IP 设计团队；3) 与知名 IP 提供商展开合作（迪士尼、环球影城等）。泡泡玛特已与国内外知名设计师、IP 提供商建立紧密联系，并组建了超过 100 人的自有设计团队（Pop Design Center），在 IP 储备数量、IP 知名度上优势显著。

**储备数量：**截至 2020H1 年共运营 93 个 IP（12 个自有 IP、25 个独家 IP、56 个非独家 IP），高于国内其他竞争对手，也高于日韩新加坡市占率第一的潮玩企业。

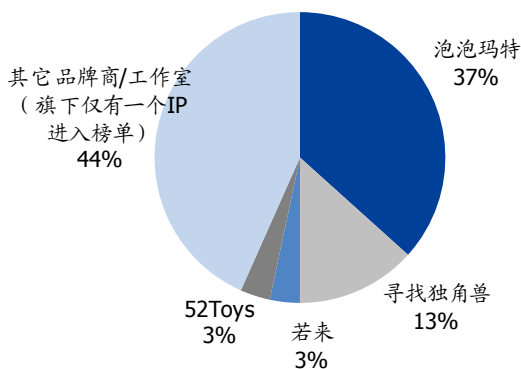
图表 3：泡泡玛特国内及海外市场竞争对手 IP 数量及市占率（2019 年）



资料来源：泡泡玛特招股书，国盛证券研究所

**IP 关注度：**头部 IP 集中度高，潮玩族 TOP30 粉丝数 IP 中，11 个为泡泡玛特独家/自有 IP，占比达到 37%（2021 年 5 月 27 日数据）。其余 IP 所属品牌商相对分散，除寻找独角兽旗下四个 IP 进入 TOP30 外，其它品牌商仅有一个 IP 进入榜单。

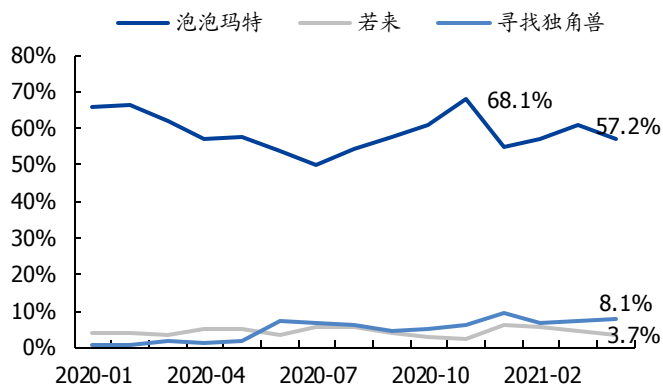
图表 4：潮玩族 TOP30 粉丝数 IP 所属品牌方分布统计



资料来源：潮玩族，国盛证券研究所

**二手交易市占率：**根据潮玩族公众号披露的月度 IP 二手交易量榜单，2020 年全年泡泡玛特独家/自有 IP（不包括哈利波特、迪士尼等非独家 IP）在 TOP30 二手交易量榜单中的市占率均超过 50%，在榜 IP 数目也在 11-16 个之间。其中 11 月二手交易量占比达到 68.1% 的高峰，主要受益于公司推出“泡泡玛特十周年”系列盲盒表现良好。从最新的数据来看，2021 年 4 月泡泡玛特 IP 市占率 57.2%（2020 年以来始终在 50% 以上），远高于寻找独角兽（8.1%）、若来（3.7%）等竞争对手。

图表 5: 泡泡玛特、若来、独角兽独家/自有 IP 二手交易市占率合计



资料来源: 潮玩族, 国盛证券研究所

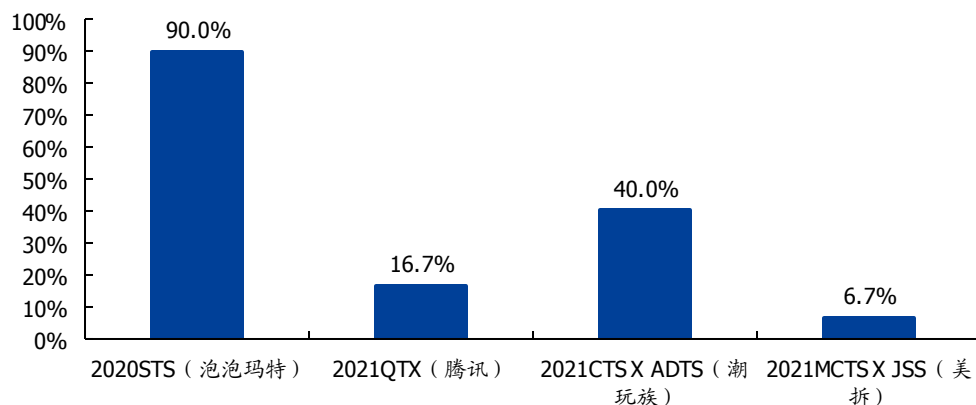
图表 6: 泡泡玛特独家/自有 IP 在 TOP30 二手交易榜单中的数量



资料来源: 潮玩族, 国盛证券研究所

预计泡泡玛特的 IP 优势会随着用户及渠道积累而愈发增强, 头部 IP 向头部企业集中。考虑到潮玩展会是平台触达外部设计师 IP 的重要渠道之一, 我们统计了潮玩族 TOP30 粉丝数 IP 参与热门潮玩展会的情况。2020STS (泡泡玛特)、2021QTX (腾讯)、2021CTS X ADTS (潮玩族)、2021MCTS X JSS (美拆) TOP30 粉丝数 IP (包含 11 个泡泡玛特自有独家 IP, 基本不参与其它潮玩展) 参展率分别为 90.0%、16.7%、40.0%、6.7%, 以此体现泡泡玛特在潮玩设计师圈层中更强的品牌认知, 相对于其它平台在外部设计师签约、IP 获取环节更有优势。此外, 泡泡玛特自有团队 (111 人) 设计能力提升, 是未来 IP 推陈出新的有效保障。2020 年 PDC 旗下原创 IP 收入超过 1 亿元, Bunny、BOBO&COCO、小甜豆潮玩族二手交易量占比均位列行业前列, 2020 年分别达到 2.8%、1.5%、1.3%。

图表 7: TOP30 粉丝数潮玩族 IP 展会覆盖率情况



资料来源: 潮玩族, 国盛证券研究所

图表 8: 公司旗下核心 IP 基本情况概览 (按上线时间排序)

IP 名称	类型	签约/ 创作年份	首款盲盒 推出时间	潮玩族粉 丝数(个)	营业收入(百万元)			2020 年度潮玩族 二手交易量占比
					2018	2019	2020	
Molly	自有 IP (签约)	2016	2016	10899	213.9	456	356.9	10.30%
PUCKY	独家 IP	2017	2018	9053	75.1	315.3	300	8.50%
SATYR RORY	独家 IP	2017	2018	3441	6.9	63.1	33.7	1.70%
<b>Yuki</b>	<b>自有 IP (PDC)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2336</b>	<b>0.7</b>	<b>23.1</b>		<b>0.80%</b>
Dimoo	自有 IP (签约)	2019	2019	16638		100.1	315.2	11.5%
The Monsters	独家 IP	2018	2019	13354		107.8	204.8	13.80%
<b>Bunny</b>	<b>自有 IP (PDC)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6316</b>				<b>2.80%</b>
<b>BOBO&amp;COCO</b>	<b>自有 IP (PDC)</b>	<b>2019</b>	<b>2019</b>	<b>3791</b>		<b>25.5</b>	<b>67.4</b>	<b>1.50%</b>
Skullpanda	自有 IP (签约)	2020	2020	未披露			39.1	2.80%
<b>小甜豆</b>	<b>自有 IP (PDC)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>3317</b>				<b>1.30%</b>

资料来源: 公司公告, 潮玩族公众号, 国盛证券研究所

## 1.2 渠道壁垒: 唯一具备头部 IP 且建立全渠道体系的公司

线下渠道是加强品牌认知、触达新用户的重要路径; 线上渠道助力增强粘性, 提升复购率。我们认为, 在潮玩盲盒公司运营初期, 强线下渠道触达是打开市场的关键, 后续随消费者对于品牌、IP 的粘性增强, 线上渠道的重要性日益凸显。泡泡玛特自 2017 年开始加速线下零售店建设, 根据公司官网与公告, 截至 2021 年 5 月泡泡玛特已在一二三线城市核心商圈开设 200 余家直营零售店, 率先把控优质渠道资源, 预计 2021、2022 年在国内分别开设 83、100 家零售店, 800、1000 家机器人店; 自 2019 年开始公司加强线上渠道运营与建设, 2020 年小程序抽盒机带来的收入 (4.66 亿元), 已超过天猫旗舰店 (4.06 亿元) 水平。

对比同业来看, 泡泡玛特是唯一具有自有头部 IP 且建立了线上 (电商平台+小程序+葩趣社区)+线下 (200 家以上零售店+1000 家以上机器人店+批发+展会) 渠道体系的公司。与其它平台型公司、潮玩品牌商对比, 泡泡玛特线下零售店数量更多, 且基本为直营模式。与潮玩零售店/集合店对比, 泡泡玛特直营门店数量接近酷乐潮玩、九木杂物社水平, 但线上渠道运营能力与知名度均领先于其它公司, 目前已在主流平台如京东、抖音、天猫设立官方旗舰店, 且天猫旗舰店粉丝数 (382 万人) 远高于其它品牌商。名创优品旗下潮玩品牌 TopToy 自 2020 年起开始快速开店, 预计 2021 年将开设 100 家零售店, 超过 1000 家机器人店, 市场担忧线下竞争是否加剧。但我们认为, 泡泡玛特独家、自有 IP 的差异化优势以及基于渠道先发优势构筑起的强品牌效应将持续巩固其在行业中的龙头地位。



图表 9: 潮玩主要玩家渠道布局情况

公司类型	参与玩家	自有/ 独家 IP	渠道布局情况							
			线下渠道	京东	抖音	快手	视频号	天猫 旗舰店	微信 小程序	APP
平台型 公司	泡泡玛特	44 个	2020 年直营店 187 家, 机器人店 1351 家	✓	✓✓	✓×	✓	✓	✓	POP mart
	IP 小站	Umi	1621 台线下无人零售机, 3 家零售店和 6 家快闪店	✓	✓✓	✓×	✓	✓	✓	IP 小站
	十二栋 文化	长草颜文字	14 家门店, LLJ 夹机	×	✓×	✓×	×	×	✓	MOJIG O
	52Toys	Kimmy &Miki	5 家零售店+多渠道分销	✓	×	×	✓	✓	✓	✓
潮玩 品牌商	寻找 独角兽	Bob、Rico	多渠道线下分销	×	✓×	×	×	✓	✓	——
	若来	Nanci	多渠道线下分销	✓	✓✓	×	✓	✓	✓	——
	Toycity	Laura	多渠道线下分销	×	✓×	×	✓	✓	✓	——
零售店/ 集合店	酷乐潮玩	/	100 多家直营门店	×	✓×	×	✓	✓	✓	酷乐 潮玩
	九木 杂物社	/	350+门店, 其中直营门店 数量 100+家	×	✓✓	×	✓	✓	✓	——
	朴坊	/	35 家以上门店	✓	×	×	×	✓	✓	——
	X11	/	超过 5 家实体店	×	×	×	✓	×	✓	——
	TOPTOY	30%自有	广州、重庆、西安 14 家门 店, 预计 21 年 100 家零售 店, 1000 个机器人店	✓	✓✓	×	✓	✓	✓	——

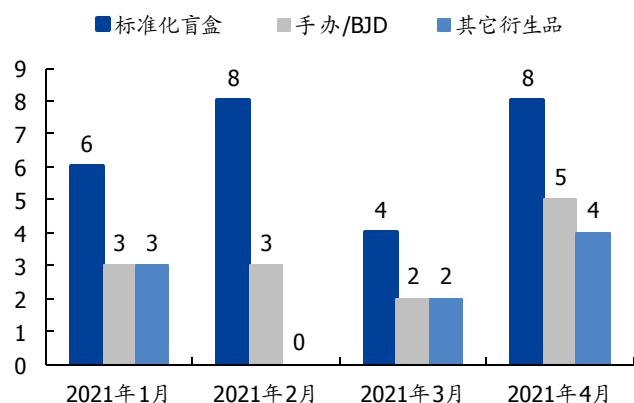
资料来源: 京东, 抖音, 快手, 淘宝, 微信, 公司官网, 国盛证券研究所 (抖音、快手首个符号表示是否有抖快账号, 第二个符号表示是否有小黄车商品)

### 1.3 供应链壁垒 (改进强化中): 生产体系高效灵活, 推新频率高于同业

盲盒具备低单价和强刺激性的属性, SKU 和迭代速度是关键。泡泡玛特已建立了成熟的供应链生产体系, 覆盖 “IP 设计-产品定级-磨具制作-批量生产” 全流程, 持续时长约为 8-14.5 个月不等。其中设计过程由外部设计师/IP 提供商、内部设计团队共同完成; 生产过程委托给合作工厂进行, 自有/独家 IP 生产周期约为 2 个月, 非独家 IP 生产周期一般为 3-6 个月。截至 2020H1, 泡泡玛特与 18 家制造商展开合作, 2020H1 TOP5 制造商采购金额占总采购金额的百分比分别为 15.8%、13.4%、9.0%、8.1%、4.6%。此外, 泡泡玛特在产品品质和细节上投入精力, 拥有 18 人的质控团队并定期将员工分配至工厂, 残品率低于行业平均水平。

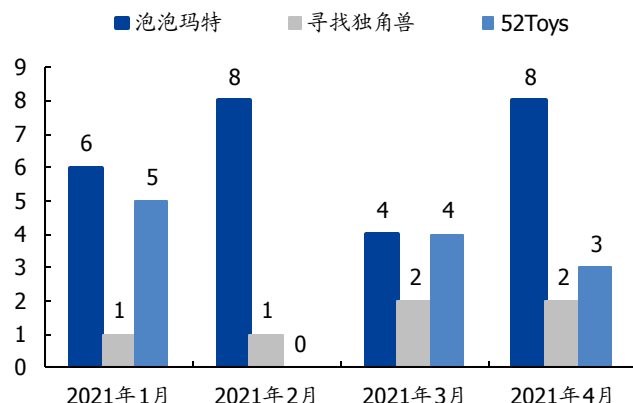
高效的供应链体系体现在高于同业的推新频率之上。根据我们对泡泡玛特公众号上新情况的跟踪, 泡泡玛特每月上新 3-4 次, 累计上新产品 (涵盖标准化盲盒、手办、BJD、衍生品等) 超过 10 款, 盲盒上新数量高于其它品牌商。若考虑单 IP 情况, 泡泡玛特头部 IP 每年会推出 3-5 个盲盒系列, 仅低于 52Toys 旗下 Kimmi&Miki 2020 年推新频率, 但整体高于其它品牌商水平。

图表 10: 2021 年泡泡玛特不同产品系列上新数量



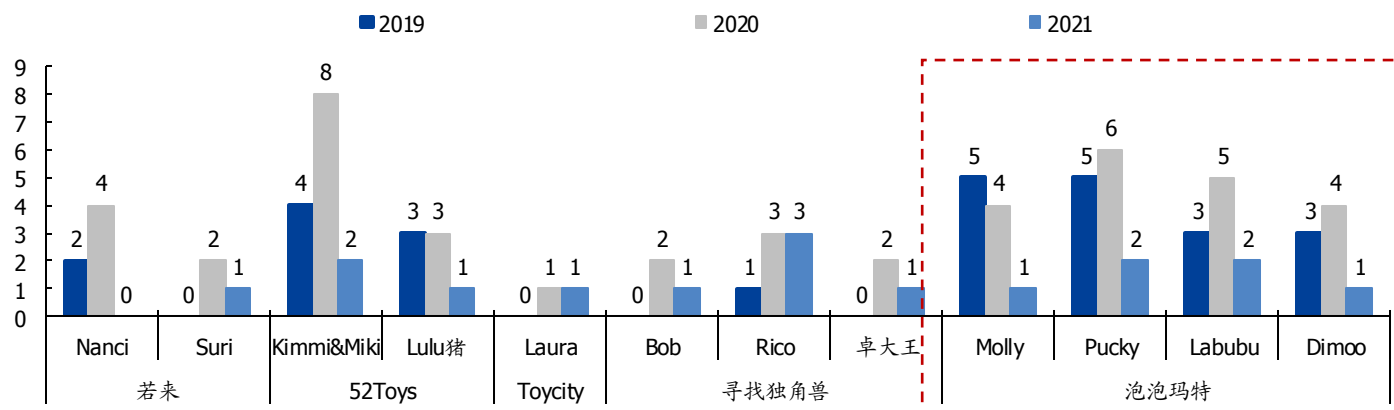
资料来源: 泡泡玛特公众号, 国盛证券研究所

图表 11: 2021 年泡泡玛特与其它品牌商盲盒上新数量对比



资料来源: 各公司公众号, 国盛证券研究所

图表 12: 各潮玩 IP 在 2019-2021 年系列盲盒上新数量

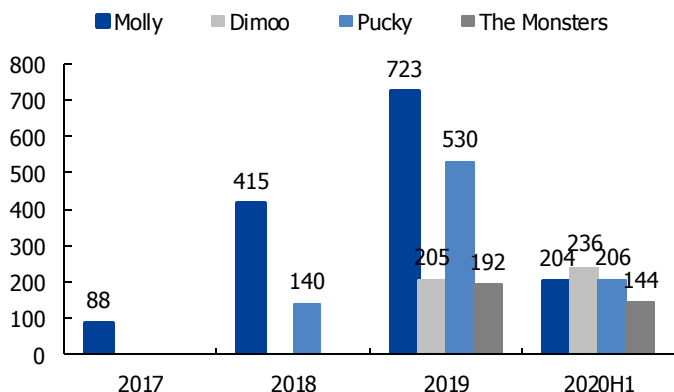


资料来源: 各品牌公众号, 国盛证券研究所

## 1.4 先发优势构筑规模优势与品牌力护城河

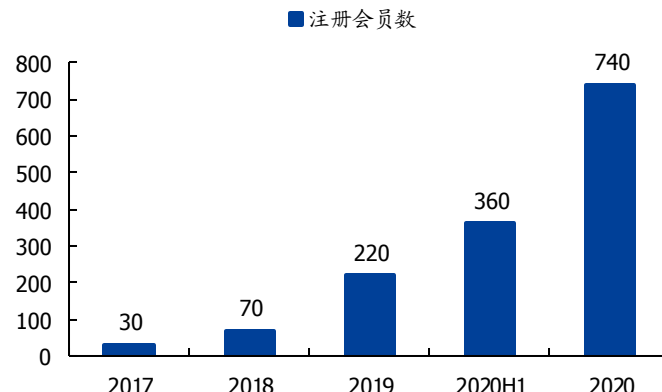
**规模优势与品牌力凸显:** 基于上述“IP-供应链-渠道”各环节建立的先发优势, 泡泡玛特逐步构筑用户与产品规模优势, 进一步加强品牌认知, 吸引优质设计师从而汇集更多头部 IP。截至 2020 年泡泡玛特会员数达到 740 万人, 天猫旗舰店粉丝数 (382 万人)、新浪微博官方账号粉丝数 (86 万人) 远高于其它潮玩盲盒品牌商。2019 年公司累计盲盒销量达到 2642 万个, 其中 Molly、Dimoo、Pucky、The Monsters 四大头部 IP 2019 年盲盒销量分别达到 723、205、530、192 万个。由于盲盒开模成本取决于单款产品销量, 泡泡玛特的规模优势也将助力摊薄成本, 提高自主开发产品毛利率。

图表 13: 泡泡玛特头部 IP 盲盒销量情况 (万)



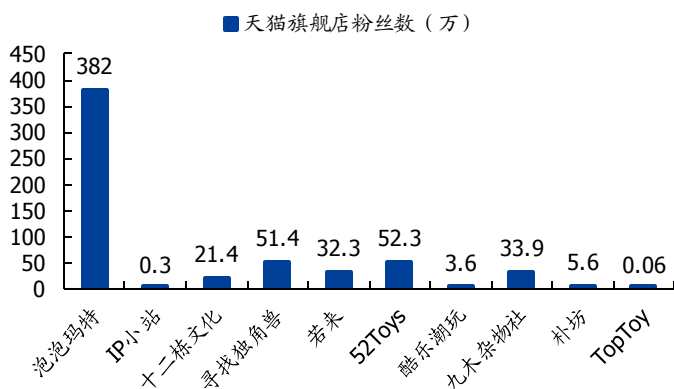
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 泡泡玛特会员数 (万人) 变化情况



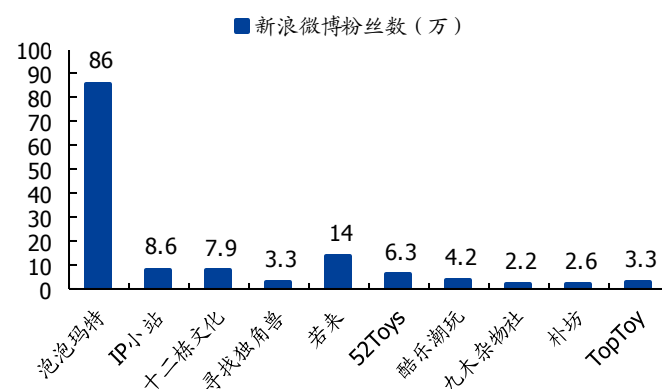
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 主流潮玩品牌商天猫旗舰店粉丝数对比



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 16: 主流潮玩品牌商微博粉丝数对比



资料来源: 新浪微博, 国盛证券研究所

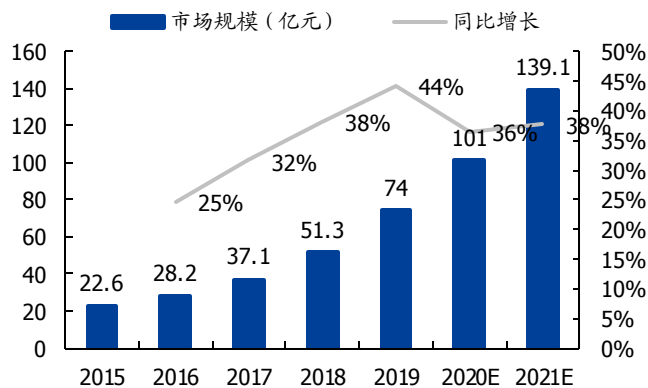
## 2 新用户、新品类、新业态, 看好公司长期成长空间

### 2.1 新用户: 国内渗透率仍有提升空间, 海外市场增量可期

#### 2.1.1 国内市场: 中长期行业规模超 400 亿元, 龙头市占率有望提升

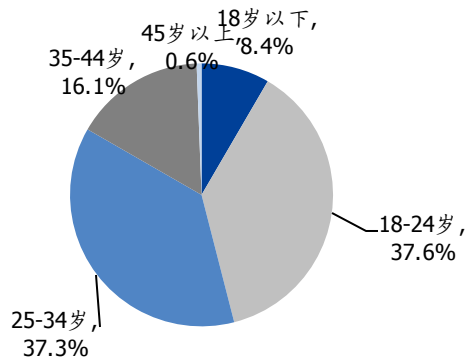
**2020 年国内盲盒市场规模超过百亿元。**根据 Mob 研究院数据, 2016-2019 年盲盒市场规模快速攀升, 2020 年达到 101 亿元, 则泡泡玛特 2020 年 25 亿元的营业收入对应市占率约为 25%。截至 2020 年泡泡玛特注册会员数 740 万人, 占 15-30 岁年轻群体 (2.68 亿人, 2018 年统计局数据) 的渗透率为 2.76%。

图表 17: 2015-2021E 盲盒市场规模



资料来源: Mob 研究院, 国盛证券研究所

图表 18: 盲盒核心消费群体年龄分布 (2020.11)



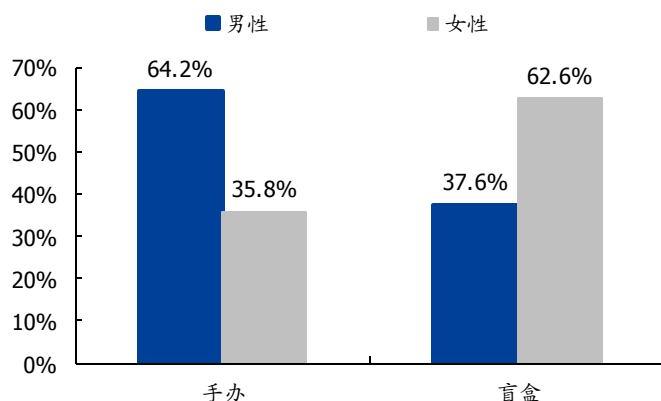
资料来源: Mob 研究院, 国盛证券研究所

我们认为国内盲盒市场规模高增长可持续, 用户渗透仍有提升空间, 主要驱动力来自于 IP 破圈和渠道加速布局:

**(1) IP 形象破圈:** 创意性产业“供给创造需求”, 决定消费者规模的关键还是 IP 形象设计是否能够满足用户喜好。随着行业高速发展, 更多插画师、游戏美术设计师入局潮玩, 潮玩盲盒市场 IP 多样性与丰富度提升。2020 年泡泡玛特也推出了“异次元”、“个性化”的 Skullpanda 系列盲盒, 旨在丰富 IP 风格, 满足不同人群的潮玩消费需求。若对比盲盒和手办的年龄构成, 盲盒男性用户还有较大渗透空间。

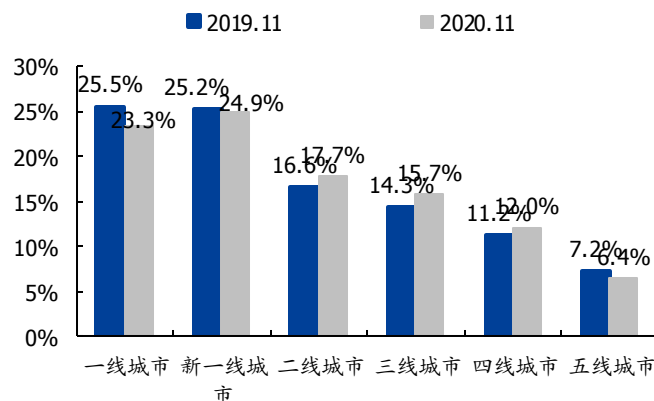
**(2) 渠道加速布局:** 随着线上渠道成熟度的提升和 IP 影响力的提升, 盲盒消费者已逐步开始向下沉市场渗透, 2020 年 11 月盲盒 APP 用户中, 三线及以下城市占比为 34.1%, 相较于 2019 年 11 月水平 (32.7%) 同比增加 1.4pct。但线下零售店, 作为触达潮玩盲盒新用户的核心消费场景, 目前主要开设在一二线城市, 2020 年泡泡玛特一线及新一线城市零售店收入占比达到 79%。泡泡玛特已经通过机器人店 (2020 年二线及以下城市收入占比 31%) 前瞻性布局部分下沉市场以考量开店可行性, 预计未来一二线城市渠道加密和三四线城市加速渗透将共同驱动潮玩盲盒用户规模增长。

图表 19: 盲盒与手办 Z 世代消费者性别比例对比



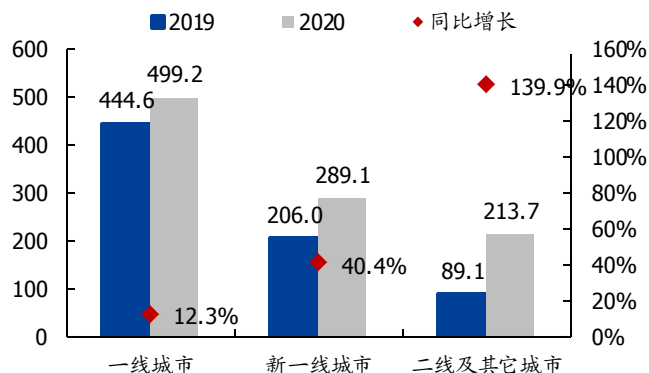
资料来源: Mob 研究院, 国盛证券研究所

图表 20: 盲盒 APP 用户城市等级占比



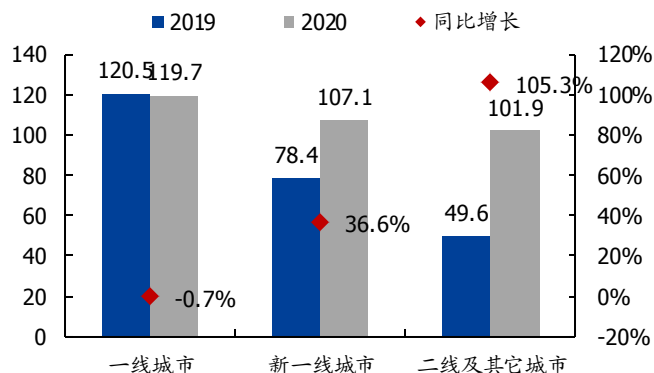
资料来源: Mob 研究院, 国盛证券研究所

图表 21: 泡泡玛特分地区零售店收入 (百万元) 及其同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

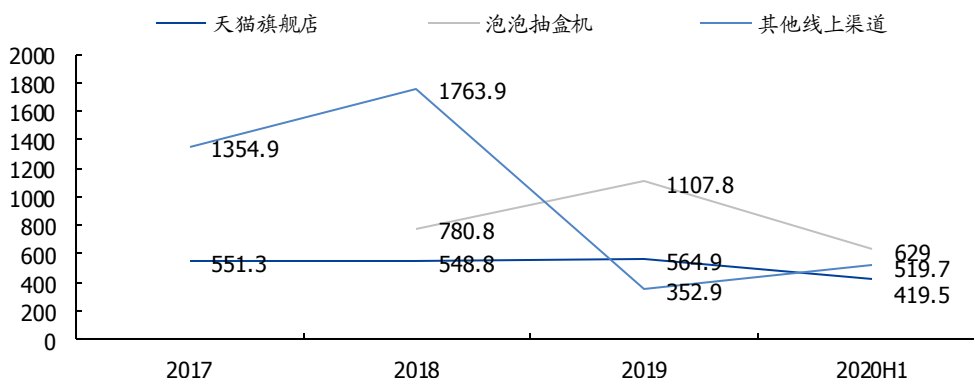
图表 22: 泡泡玛特分地区机器人店收入 (百万元) 及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从客单价&复购频次来看, 盲盒市场整体呈现二八法则, 重度玩家贡献主要规模。**1) 平均情况:** 线上渠道可参考泡泡玛特招股书, 2019 年天猫旗舰店、泡泡抽盒机付费会员平均支出分别为 565、1108 元, 以当年均价 51 元计约为 11、22 个盲盒。此外, 约 70% 的潮流玩具消费者会就某一特定玩具设计购买盲盒玩具三次或以上。**2) 核心玩家:** 根据 2019 年天猫剁手力榜单, 2019 年在盲盒上花费 2 万元的用户超过 20 万人 (约 340 个盲盒), 2019、2020 年分别有 30、44 万玩家在咸鱼上进行盲盒交易。

图表 23: 泡泡玛特线上渠道付费会员平均支出 (元/年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

综上, 盲盒市场消费主力为年轻女性, 整体呈现二八法则, 重度玩家贡献主要规模。假定未来年轻女性渗透率达到 15%, 男性渗透率达到 5%, 则潜在用户群体约为 2600 万人。假设其中重度用户占比 10%, 年消费金额 1 万元 (约 200 个盲盒), 剩余 90% 的泛用户平均每年购买 10 个盲盒, 则中长期看盲盒市场规模有望达到 **400 亿元**。我们认为, 在泡泡玛特“IP-供应链-渠道”先发优势构筑的壁垒之下, 头部 IP 将向头部企业集中, 盲盒市场集中度有望提升。根据 Mob 研究院盲盒市场规模与泡泡玛特收入测算得到公司盲盒市占率持续提升, 若假定未来市占率达到 **30%**, 则中期看公司国内盲盒品类收入空间即有望达到 **120 亿元**。

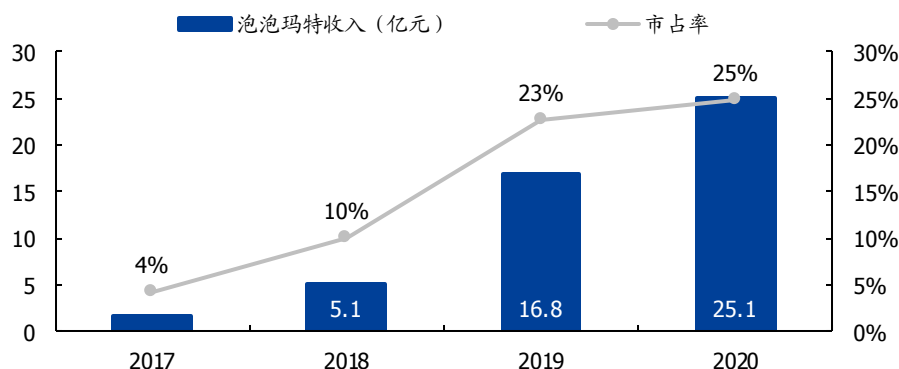


图表 24: 盲盒市场规模测算 (亿元)

人均消费 盲盒个数	15-30 岁男性群体渗透率					
	2%	3%	5%	7%	8%	10%
	15-30 岁女性群体渗透率					
	5%	10%	15%	20%	25%	30%
重度用户消费规模						
200 (约 1w 元)	91	169	260	351	429	520
非重度用户消费规模						
5	24	45	69	93	114	138
7	34	63	97	131	159	193
10	49	90	138	187	228	276
12	58	108	166	224	273	331
15	73	134	207	280	342	414
20	97	179	276	373	455	552

资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所测算

图表 25: 泡泡玛特营收及其市占率变化情况 (根据 Mob 研究院测算)

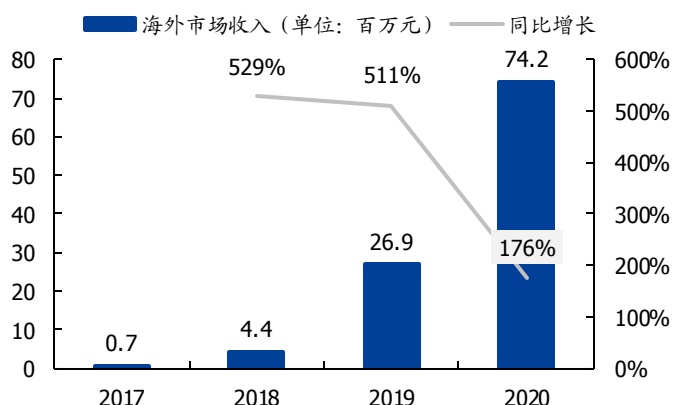


资料来源: Mob 研究院, 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.1.2 海外市场: 加速渠道拓展, 拉长 IP 生命周期

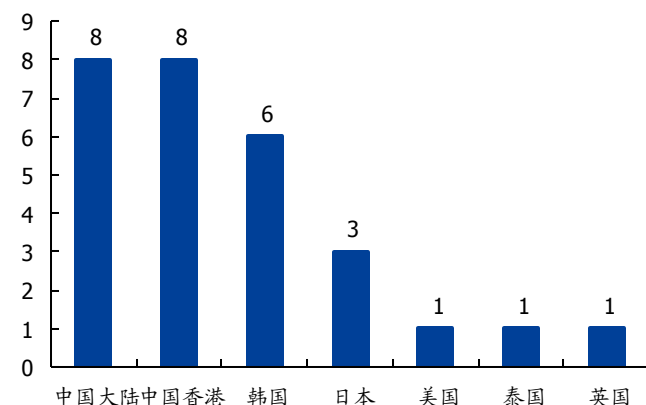
泡泡玛特加速海外市场布局, 过去三年海外经销商收入翻倍增长。盲盒 IP 多不具备内容与文化属性, 这也为公司产品拓展海外市场提供可行性基础, 2020 年公司实现海外经销商收入 7420 万元, 同比增长 176%。我们认为, 泡泡玛特海外战略布局的重要意义在于: 1) 扩大开店空间, 探索全新增长路径; 2) 拉长现有 IP 生命周期, 扩大品牌影响力。以日本盲盒 IP Sonny Angel 为例, Sonny Angel 上线初期热度主要集中于日本本土市场, 持续时长约 3 年; 后续 IP 进军欧美、亚太市场, 热度明显回温且高于上线初期水平, IP 影响力与生命周期大幅提升。3) 领先触达海外潮流文化市场与头部设计师, 扩大 IP 矩阵和多样性。在泡泡玛特合作的 28 名艺术家中, 包括 8 名中国大陆设计师, 8 名中国香港设计师以及 12 名海外设计师, 部分地区潮玩成熟度 (如日本、韩国、中国香港) 高于中国大陆市场。

图表 26: 泡泡玛特海外经销商收入及其同比增速



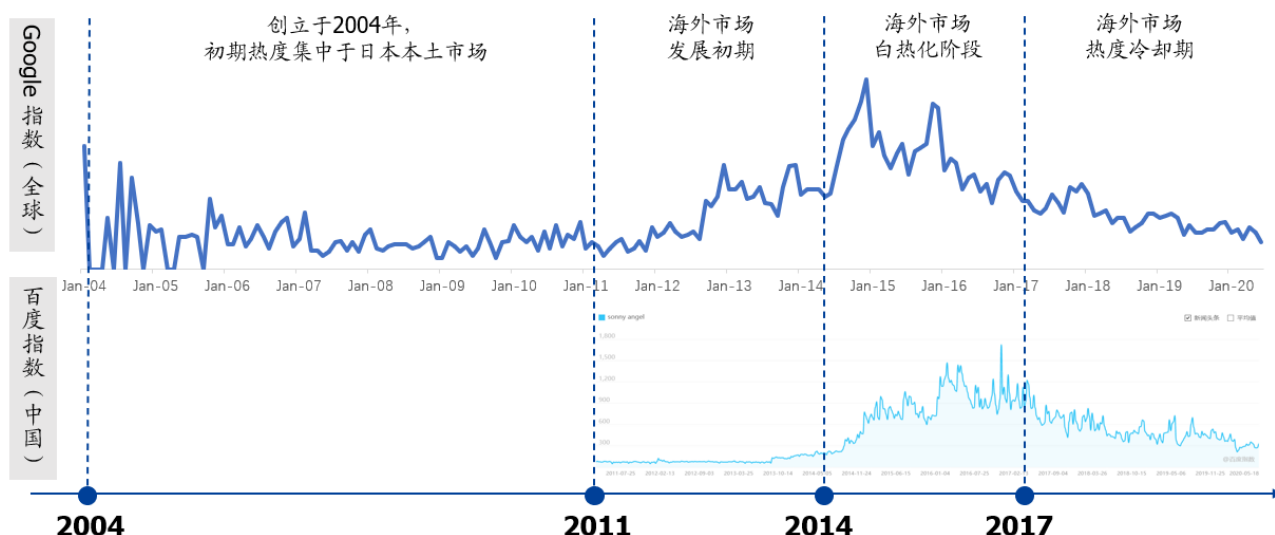
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 泡泡玛特旗下签约设计师 IP 来自不同地区的艺术家数量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

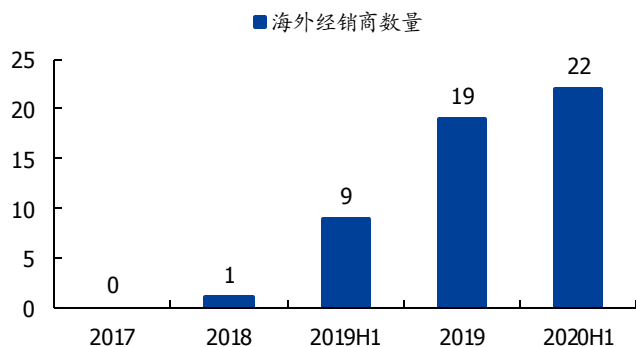
图表 28: Sonny Angel 海内外市场变化情况



资料来源: 百度指数, 谷歌指数, 国盛证券研究所

具体来看, 公司海外市场拓展战略采取“先 TOB (经销商及电商平台), 后 TOC (线下自营零售店和机器人店)”的打法, 率先攻略亚太地区市场。自 2018 年开始公司即开始与海外地区渠道商展开合作, 截至 2020H1 海外经销商数量达到 22 家, 并于 2019 年 9 月入驻阿里全球速卖通平台。若某个地区渠道商销售情况表现良好, 公司则会进一步考量开设机器人店、零售店的可行性。目前泡泡玛特在海外韩国 (2 家)、新加坡、加拿大累计拥有 4 家零售店, 并计划 2021-2022 年分别开设 30、70 家海外零售店。截至 2021 年 5 月 30 日, 泡泡玛特官方账号“PopmartGlobal”在 Instagram 上拥有 6.1 万个粉丝, 韩国、中国香港、新加坡、日本等地区官方账号分别拥有 7042、4387、4758、4661 个粉丝。

图表 29: 泡泡玛特海外经销商数量变化情况 (个)



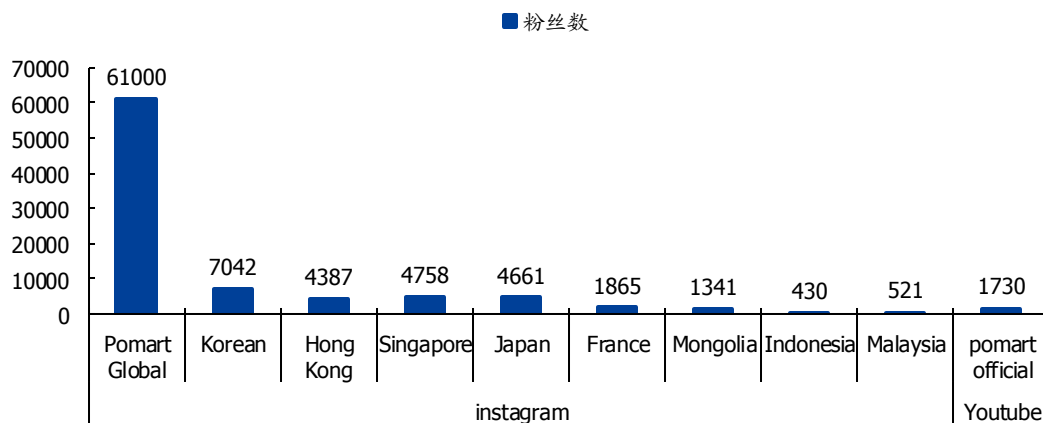
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 泡泡玛特海外地区布局情况



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

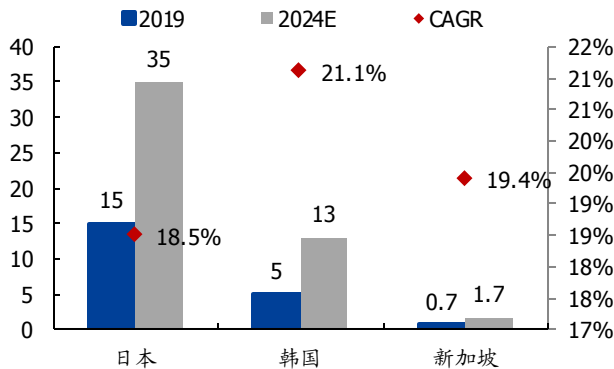
图表 31: 泡泡玛特各地区 Instagram 和 Youtube 粉丝数 (个) 对比 (2021 年 5 月 30 日)



资料来源: Instagram, Youtube, 国盛证券研究所

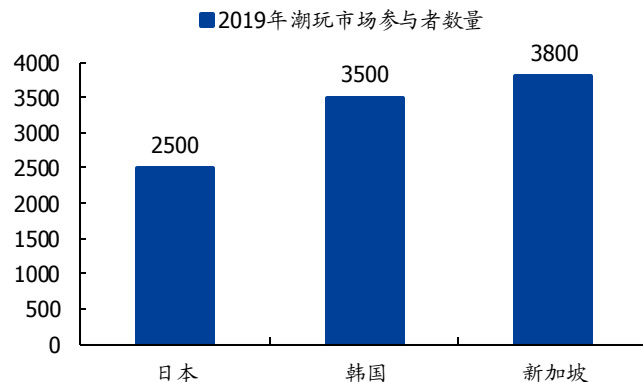
亚太市场潮玩市场具备受众基础和增长潜力, 泡泡玛特有望借助旗下海内外知名 IP 打开市场。根据公司公告, 2019 年日本、韩国、新加坡潮流玩具市场规模分别为 35、13、1.7 亿美元, 未来 5 年复合增长率预计分别达到 18.5%、21.1%、19.4%。泡泡玛特旗下 IP 在海外市场具备广泛受众基础, Labubu (独家 IP) 设计师龙家升, Instinctoy (独家 IP) 设计师大久保博人、Flabjacks (独家 IP) Instagram 粉丝数分别达到 4.2、3.4、1.9 万人; 非独家 IP 迪士尼、哈利波特、火影忍者更是广为人知的内容属性 IP。此外, 泡泡玛特因地制宜, 在海外零售店中引入当地特色产品。如新加坡零售店中多款产品来源于本地艺术家、雕塑家设计, 包括雕塑家丹尼尔·于的作品《月球蠕变》、艺术家杰西卡·埃米特设计的 Draffi Pup 系列和 Unicom 系列等。我们认为, 公司多元化的 IP 矩阵为拓展海外市场提供了受众基础, 有望借助旗下知名 IP 逐步打开市场空间, 增强品牌影响力并打造第二条增长曲线。

图表 32: 海外潮流玩具市场规模 (亿美元) 及其复合增长率



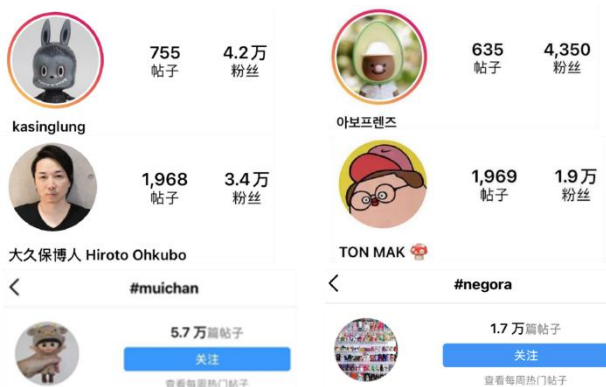
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 海外潮流玩具市场参与者数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 泡泡玛特自有/独家 IP 相关 Ins 账号/话题关注度对比 (2021 年 5 月 30 日)



资料来源: Instagram, 国盛证券研究所

图表 35: 泡泡玛特新加坡门店中 DanielYu 作品《月球蠕变》



资料来源: 月球蠕变, 国盛证券研究所

## 2.2 新品类: 差异化创新铸就提价能力, 高端手办发展亦可期

2021 年泡泡玛特针对部分头部 IP 盲盒系列进行提价。潮玩 IP 具备差异化、高粘性的特性, 消费者对 IP 忠诚, 相应价格敏感度即更低。此外, 泡泡玛特本次提价的 4 款产品相对以往产品更具创新性: (1) IP 联名: 包括海绵宝宝、阿根廷国家队、Instinctoy 等; (2) 玩法创新: Molly X Instinctoy 侵蚀系列玩法全新升级, 全套盲盒涵盖 12 个常规款+12 个特别款 (即异色款)+2 个隐藏款, 消费者端盒即可获得至少一个特别款, 相对于常规玩法更具刺激性和收藏意义。(3) 拍摄潮流短片: 针对 Skullpanda 熊喵热潮系列产品, 泡泡玛特联合高校拍摄潮流短片, 用多样化的表现形式解读 IP 设计背后的故事。截至 2021 年 6 月 4 日, 下表中四款产品在小程序抽盒机中均为预售状态并无现货产品 (预计 7 月 10 日以后发货), 产品提价后热度不减。我们认为, 在不断迭代的设计能力之上, 泡泡玛特对潮流文化的前瞻性和创新布局是公司能够保持用户粘性的关键要素, 提价彰显公司品牌价值与发展信心, 预计将在中长期带动公司业绩增长。



图表 36: 泡泡玛特 2021 年涨价的盲盒系列 (同 IP 此前价格多为 59 元)

系列名称	IP	发售时间	单价	特色
Labubu 海绵宝宝系列	The Monsters	2021 年 4 月 30 日	69	海绵宝宝联名
SKULLPANDA 熊喵热潮系列	SKULLPANDA	2021 年 4 月 23 日	69	IP 高热度, 推出多款短片
Molly X Instinctoy 侵蚀系列	Molly	2021 年 5 月 14 日	79	Instinctoy 联名, 12 常规款 +12 特别款+2 隐藏款新玩法
Labubu 阿根廷国家队系列	The Monsters	2021 年 5 月 28 日	69	阿根廷国家队联名

资料来源: 泡泡玛特公众号, 国盛证券研究所

图表 37: Skullpanda 熊喵热潮系列



资料来源: 泡泡玛特, 国盛证券研究所

图表 38: Molly X Instinctoy 侵蚀系列



资料来源: 泡泡玛特, 国盛证券研究所

加强手办、BJD 等品类布局, 客单价有望进一步提升。泡泡玛特通过强刺激性、低单价的盲盒产品带动潮玩 IP 走进大众视野, 而手办、BJD 等收藏性和可玩性更强的品类将满足 IP 粉丝更高维度的消费需求。根据泡泡玛特公众号统计, 公司 2019 年初至 2021 年 5 月累计发售了 75 款独立手办 (同一系列计算为一款产品) 以及 19 款 BJD 可动玩偶。

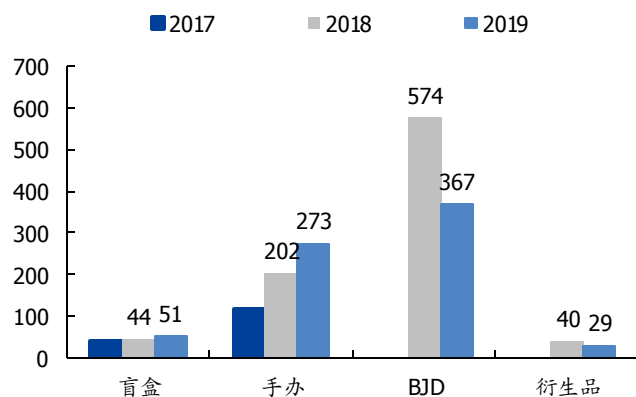
(1) BJD: 2019 年至今发售的 19 款 BJD 中 14 款为 Molly BJD, 多数为常规款单价 399 元/个, 部分合作款价格更高 (799、999 元)。2019、2020、2021.1.1-6.1 公司分别发售 3、14、2 款 BJD, BJD 发售数量在 2020 年达到高峰。

图表 39: 泡泡玛特 Molly BJD 米奇款



资料来源: 泡泡玛特公众号, 国盛证券研究所

图表 40: 泡泡玛特不同品类玩具平均售价 (元)

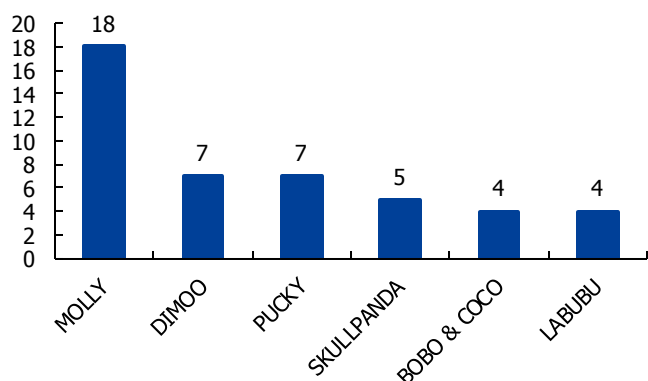


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

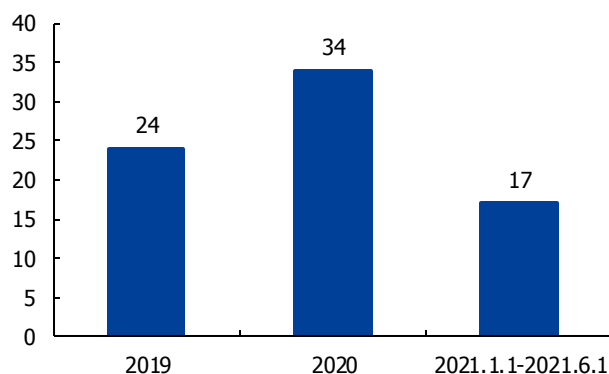


(2) 手办: 2019 年公司主要基于 Molly、Pucky 两个 IP 发售手办, 2020 年开始拓展 DIMOO、SKULLPANDA、LABUBU 等 IP 的手办系列, 累计发售系列数达到 34 个, 手办发售类型和数量均有显著提升。在统计的 75 款手办中, 包括 36 款常规手办 (不限量, 会不定时补货)、34 款限定手办 (需抽选、预定或准点抢购, 二手溢价更高) 以及 5 款限时不限量产品 (常规款+隐藏款模式售卖)。

图表 41: 泡泡玛特头部 IP 19-20 年间推出的手办数量 (款)



图表 42: 泡泡玛特手办推出数量变化 (款)



资料来源: 泡泡玛特公众号, 国盛证券研究所

资料来源: 泡泡玛特公众号, 国盛证券研究所

图表 43: 泡泡玛特头部 IP 部分手办发售具体情况

产品名称	MOLLY 蒸汽朋克鳄鱼兔子	MOLLY INSTINCTOY 印克	DIMOO 昼夜	DIMOO 匹诺曹
款式图				
发售时间	2019 年 4 月 27 日	2021 年 5 月 14 日	2020 年 1 月 17 日	2021 年 2 月 12 日
发售模式	限量 700 套抽选	不限量	限时不限量	不限量
单价 (元)	2598	999	820	599
潮玩族二手价	-	1320	1079/1999/5100 (隐藏)	550
闲鱼二手价	4100	999	800/750/5200 (隐藏)	520

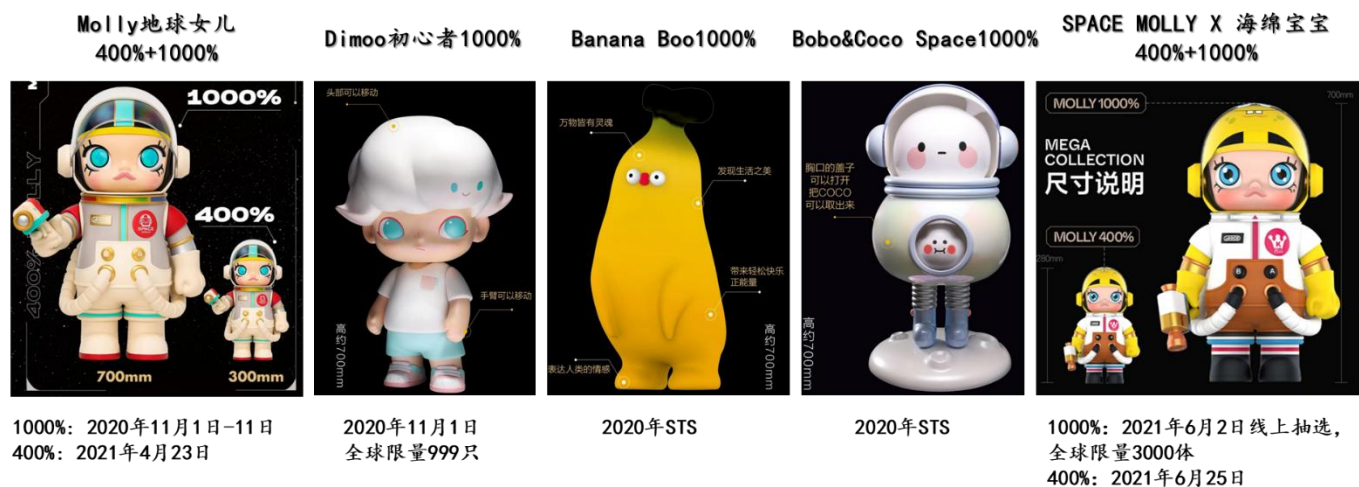
产品名称	DIMOO THE KITTENS FAMILY	SKULLPANDA SPILT	SKULLPANDA 白化吸血鬼	SKULLPANDA MONSTER
款式图				
发售时间	2021 年 2 月 26 日	2020 年 7 月 15 日	2020 年 8 月 28 日	2021 年 5 月 21 日
发售模式	限时不限量	限时不限量	限量 170 套抽选	限时不限量
单价 (元)	899	780	780	820
潮玩族二手价	700/3000/700/2000	2588/18888 (隐藏)	6700	666/700/2000 (隐藏)
闲鱼二手价	750/2599/720/2300	18880/15000 (隐藏)	7000	700/700/2000 (隐藏)

资料来源: 泡泡玛特公众号, 潮玩族, 闲鱼, 国盛证券研究所

全新推出 **MEGA 珍藏系列**，对标 **Bearbrick** 有望开启高端潮玩新增长点。2020 年 10 月 23 日，泡泡玛特首次官宣推出 MEGA 珍藏系列手办，首发包括 Molly 地球女儿、Dimoo 初心者、Banana Boo、Bobo&Coco Space 四个系列，于上海国际潮流玩具站或线上渠道发售，2021 年 6 月新推出 Space Molly X 海绵宝宝全新系列。

**MEGA 珍藏系列**定位专业收藏玩具，包含 **1000%**和 **400%**两种尺寸的超大号手办。其中 1000%（70cm）款式价格一般为 4999 元/体，400%（30cm）款式价格 999 元、1299 元不等，多为限量发售。对比来看，日本 Medicom Toy 旗下潮玩 IP Bearbrick 即会基于不同形象设计发售 50%-1000% 不等大小的手办，每月发售数十余款，在海内外市场具备极高的知名度，其中限量款 1000% 手办具备极高艺术价值。我们认为，泡泡玛特 **MEGA 珍藏系列**的推出，是公司在高端潮玩和艺术收藏品领域的全新拓展，助力进一步沉淀 IP 价值，并满足不同用户的多元化需求。公司 MEGA 珍藏系列已进入系列化开发阶段，预计未来多个 IP 均将推出系列高端产品，有望打开高端潮玩全新增长空间。

图表 44: 截至 2021 年 6 月 4 日泡泡玛特已官宣的五款 MEGA 珍藏系列产品



资料来源: 泡泡玛特公众号, 国盛证券研究所

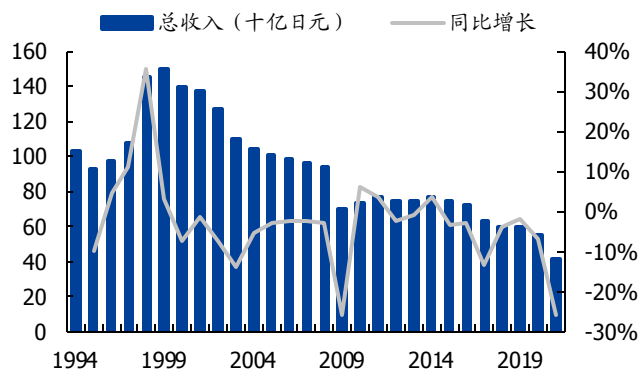
### 2.3 新业态: 参考 Sanrio 与小黄鸭, IP 授权打开长期空间

泡泡玛特作为覆盖 IP 开发运营全产业链的公司，当前 IP 主要以实物盲盒、手办、衍生品实物形态变现。我们选取了两家运营知名形象 IP 的公司 Sanrio（Hello Kitty）、德盈国际控股（小黄鸭）作为参考，以考量泡泡玛特未来 IP 授权业务的长期发展空间。

#### ● Sanrio（Hello Kitty 母公司）

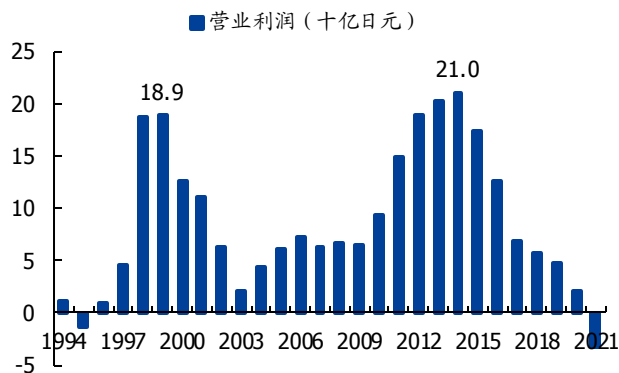
Sanrio 业务以 HelloKitty（占比约 50%）为主的超过 450 个 IP 形象展开，业务主要包括授权业务、产品销售、主题乐园。复盘公司财务表现，公司经历了两轮兴衰：（1）90 年代 Hello Kitty 引发一轮狂热，叠加年轻女性消费能力的提升，公司营收实现高增长并达到 1999 年 1501 亿日元的高峰。但由于公司对单一 IP 依赖性高，随 Hello Kitty 热度下滑公司业绩也呈现下滑趋势。（2）2008 年鸠山玲人加入公司，海外市场战略改革带来业绩增长，采取“减少自有产品销售、增加授权给合作方”的核心战略。但自 2012 年起，海外增长也较为萎靡，叠加日本国内业绩下滑，公司营收利润下滑明显。

图表 45: Sanrio 营收变化情况



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

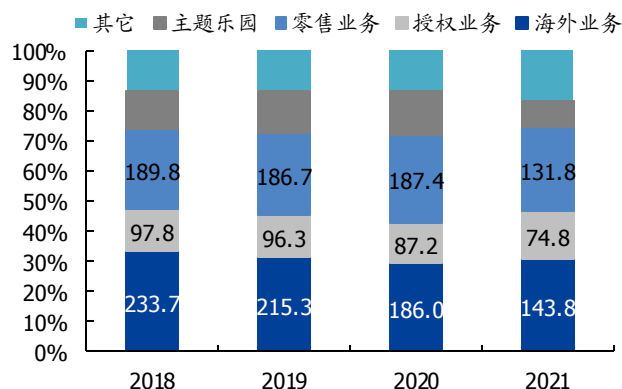
图表 46: Sanrio 营业利润变化情况



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

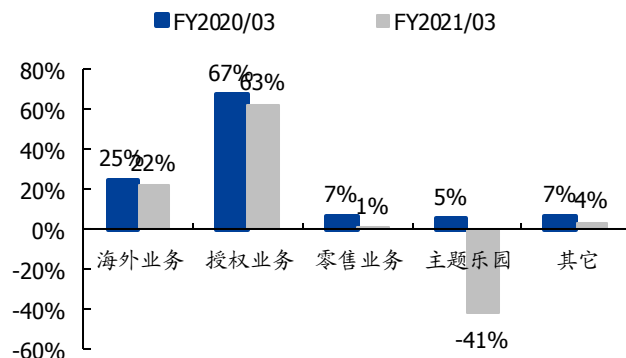
公司主要利润由授权业务贡献。受到疫情影响, 2021 财年公司各项业务毛利率都呈现一定程度的下滑, 本土授权业务、零售业务毛利率分别为 62.7%、0.6%, 主题乐园业务亏损程度较大。公司本土授权业务为利润贡献核心, 涵盖产品许可 (玩具、日用品、服饰等)、促销许可 (银行卡、广告等) 和空间设计 (咖啡馆、酒店等其它室内设计) 三大类型, 2020 财年、2021 财年本土授权业务分别贡献毛利 58.8、46.9 亿日元, 占总毛利的比重分别达到 45.9%、72.0%。

图表 47: Sanrio 营收结构变化情况 (亿日元)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 48: Sanrio 分业务毛利率变化情况

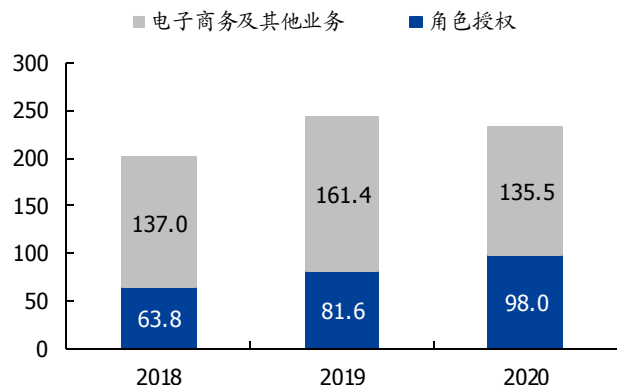


资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

### ● 德盈国际控股 (小黄鸭母公司)

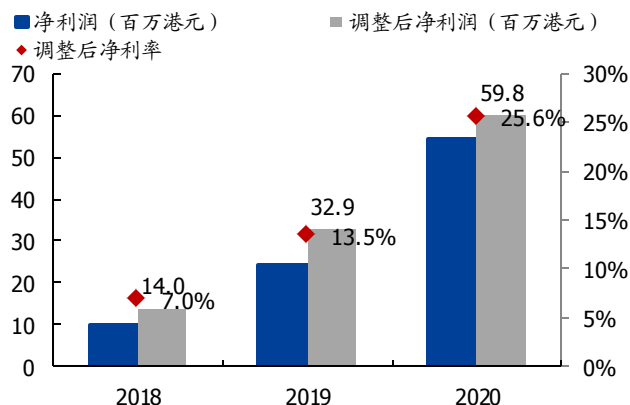
德盈国际控股旗下角色授权业务、电子商务及其它业务围绕 B.Duck 和它的家族成员及朋友共 26 个 IP 展开, 其中 B.duck 小黄鸭贡献主要营收 (2020 年占比达到 76.5%)。高毛利的角色授权业务占比提升成为了驱动利润增长的关键因素之一, 2018-2020 年以来公司净利率持续提升, 分别为 7.0%、13.5%、25.6%。

图表 49: 德盈国际控股营业收入 (百万港元) 及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

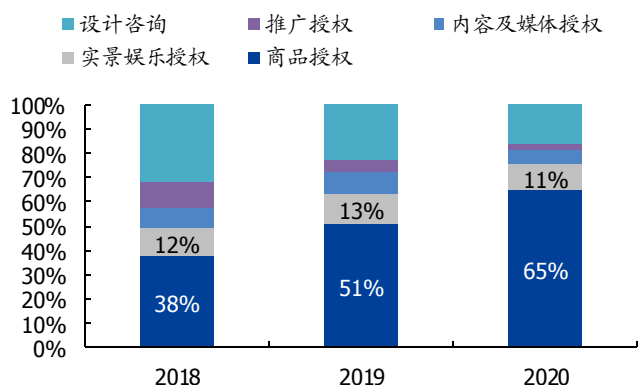
图表 50: 德盈国际控股校色授权业务收入拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

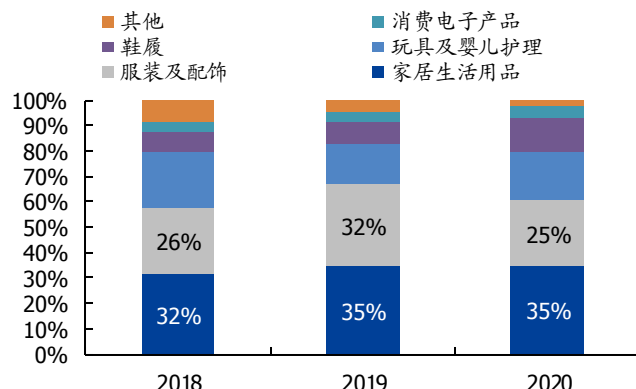
小黄鸭授权业务主要通过商品 (65%) + 实景娱乐 (11%) 变现, 2020 年两者分别实现营收 6339、1035 万港元。其中, 生活用品与服饰授权在商品授权中最为广泛, 2020 年营收体量分别达到 2223 万港元和 1608 万港元, 占商品授权收入的比重为 35%、25%。实景娱乐授权包括主题公园及经典、餐饮以及其它营销推广活动, 如 2020 年公司与华侨城合作开设的南京小黄鸭主题乐园。

图表 51: 德盈国际控股收入拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 52: 德盈国际控股商品授权收入按产品类别划分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

参考 Sanrio 和德盈国际控股, 高毛利的 IP 授权业务是形象 IP 变现的重要路径之一, 其中商品合作授权、实景娱乐授权最为核心。考虑到泡泡玛特相对于三丽鸥和小黄鸭潮流属性更强且受众定位群体相异 (Hello Kitty 核心群体为青少年及儿童), 公司对授权方质量和授权数量会相对谨慎。但泡泡玛特旗下 IP 矩阵多样性显著优于上述公司, 且 IP 持续生产能力和爆款孵化能力已得到验证, 未来授权 IP 数量和种类仍有较大拓展空间。



图表 53: Sanrio、德盈国际控股、泡泡玛特 IP 及其授权业务对比

	Sanrio	德盈国际控股	泡泡玛特
头部自有 IP	Hello Kitty	小黄鸭	Molly、Dimoo、Skullpanda
用户画像	0-50 岁全覆盖, 青少年儿童为主	15-35 岁年轻女性为主	15-30 岁年轻女性为主
授权品类	商品、空间	商品 (65%)、空间 (11%)	商品、空间
商品授权品类	生活用品、服饰、玩具等	生活用品 (35%)、服饰 (25%)、玩具 (19%)、鞋履 (14%)	美妆、食品饮料
授权规模	2020 年本土授权收入 74.8 亿元 (对应 4.4 亿人民币)	250 名被授权商和 7 名授权代理 2020 年授权收入 9804 万港元	2020 年授权收入 1870 万元

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

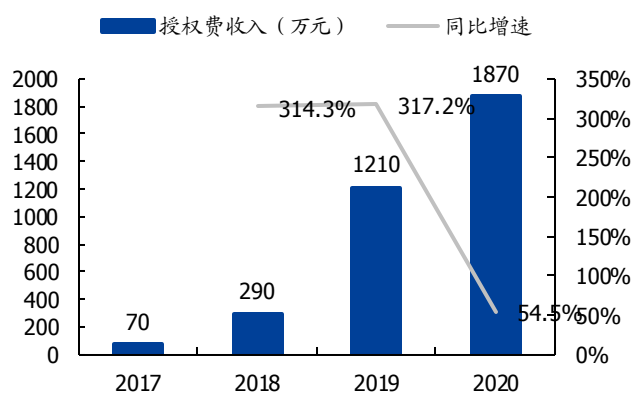
目前泡泡玛特针对自有 IP Molly、Dimoo、Bunny、Skullpanda 以及独家 IP Pucky 展开了一系列商品授权活动, 多以礼盒形式推出, 消费者购买礼盒可获取对应商品和盲盒, 合作品牌包括美妆 YSL、Make up forever、丝芙兰、科颜氏, 食品饮料哇哈哈、哈根达斯、好利来等。2017-2020 年公司 IP 授权收入分别为 70、290、1210、1870 万元, 呈逐年增长态势。预计随着公司自有 IP 产出能力的提升 (PDC 团队+外部签约) 和 IP 知名度的扩大, 公司 IP 授权业务将实现深度和广度的全面提升, 打开长期增长空间。

图表 54: 近年泡泡玛特品牌联名及合作情况

时间	泡泡玛特 IP	合作品牌方	合作形式
2020.8	MOLLY	YSL	Molly Space 周年礼盒 (售价 1379 元), 包含流梦时光限定 Molly
2020.5	DIMOO	娃哈哈	14 瓶盲水+1 款 Dimoo 太空系列盲盒 (售价 66 元, 5000 箱)
2021.1	DIMOO	丝芙兰	丝芙兰消费满 399 元获得 Dimoo 联名吊卡
2021.3	DIMOO	哈根达斯	Dimoo 系列华夫筒冰淇淋限时售卖
2021.5	DIMOO	科颜氏	Dimoo 联名白泥&高保湿霜 (瓶盖上有 mini Dimoo 公仔)
2021.5	PUCKY	好利来	Pucky 主题甜品盲盒
2021.4	BUNNY	嘉宝	联名礼盒, 涵盖一款 bunny 盲盒
2021.4	SKULLPANDA	玫珂菲	联名礼盒, 涵盖一款 Skullpanda 盲盒

资料来源: 小红书, 国盛证券研究所

图表 55: 泡泡玛特授权费收入及其同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 56: Skullpanda 熊喵热潮系列与 Make up forever 联名礼盒



资料来源: 京东, 国盛证券研究所



### 3 盈利预测及投资建议

公司作为潮玩盲盒领导者，先发优势构筑的“IP-供应链-渠道”壁垒将带动市占率的提升，同时基于 IP 的多元化变现方式也有望展现高成长性。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 11.46、17.25、24.27 亿元，分别同比增长 118.9%、50.6%、40.7%，维持“买入”评级。

### 风险提示

- **IP 吸引力不及预期：**公司的产品是基于自有或代理的 IP 进行设计和推广，以满足消费者的偏好和兴趣。但 IP 的吸引力难以把握，可能会影响公司的盈利能力。
- **零售店扩张不及预期：**公司的主要销售渠道为线下零售店，零售店扩张不及预期可能会影响公司的业绩表现。
- **行业竞争加剧：**我国潮玩行业处于快速发展期，行业红利吸引大量玩家入场，且目前行业集中度较低，存在竞争风险。此外，公司与 IP 方的合作若是非独家，则可能面对同 IP 产品的激烈竞争。

## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
