

2020 年业绩深度点评：财报背后，渠道、IP、会员是核心；海外、新品类是未来

公司发布 2020 年财报：实现收入 25.13 亿元，yoy+49.3%；2017-2020 年复合增速 151.46%。实现净利润 5.24 亿元，yoy+6%；实现 Non-GAAP 调整后净利润 5.91 亿元，yoy+25.9%，2017-2020 年复合增速为 606.99%。

1、渠道端：疫情后的 2020 年下半年，公司的经营情况恢复如何？

2020H1 全渠道收入环比下降 28.3%，同比增长 50.5%；H2 环比/同比增长 107.5%/48.8%，快速恢复。1）线下：2020H1 疫情短期关店、新老门店结构导致一线城市新增单店营收边际贡献低于其他城市；2）线上：双十一拉新效果显著。泡泡抽盒机和天猫旗舰店是主要线上渠道。

2、IP 端：2020 年公司 IP 运营有何特点？ 1）自主开发产品收入占比提升至 85%。2）Molly 占比降低至 16.7%；3）通过高频新品发售+节日限量款，Dimmo/PUCKY/TheMonsters 等六大新头部 IP 崛起，非独家 IP 拓宽初音未来/火影忍者/周杰伦等。4）SKULLPANDA 等新签 IP 爆发力强；5）PDC 团队 IP 营收贡献过亿，证明内部 IP 打造能力增强。

3、公司会员运营如何？ 2020 年期末泡泡玛特会员数量达 740 万，同比增长 236%，注册会员贡献销售额的 88.8%，相较 2019 年提升 9.9pct。

4、如何看待公司毛利率的变动？ 成本项中，商品成本比重上升是公司主动提升产品品质；授权费比重下降是 IP 平台及原创能力提升。

5、如何理解 2020 年公司费用率的变动？ 1）销售费用：销售人员福利开支增加，用以支持渠道扩张；物流费用增长提升物流效率优化消费者体验。2）管理费用：提升团队内部原创设计能力的设计人员数量。

6、存货快速增加？ 1）IP 数量及产品推出增多，对备货能力提出更高要求。公司核心为自营渠道，通过信息系统、数据系统的提升以及对 IP 销量判断的经营积累，对存货具有良好控制能力。2）疫情及短期关店，导致上半年存货周转明显减慢，下半年公司存货周转水平同时提升。

7、海外市场的亮点在哪里？ 1）以经销商拓海外市场：是效率更高的做法。预计 2021 年将新开 20+ 家海外门店，100+ 家机器人店。2）非亚洲市场拓展：加拿大门店开设，进一步向更广阔的全球市场进行拓展。3）线上跨境业务：官网、速卖通（Aliexpress）、亚马逊、Lazada 等。

8、产品推新情况如何？ 1）产品推新加快：2020H1/H2 分别为 56/111 个。2）新品结构愈加丰富，盲盒占比下降，BJD/手办发售比例提升。

投资建议：疫情下，公司 2020 年收入与业绩增长仍然亮眼，通过快速而稳定的渠道扩张、精细化的 IP 与会员运营，公司作为潮玩行业平台型公司的优势更加凸显。预计公司 2021-2022 年收入为 41.81 亿/72.94 亿，yoy+66.37%/74.45%；预计净利润 10.56 亿/17.83 亿，yoy+101.5%/68.8%，对应市盈率分别为 66x/39x。考虑到公司业务高成长性以及护城河与竞争优势，当前予以持续推荐。

【风险提示】行业竞争加剧带来的风险；知识产权保护风险；政府监管风险

泡泡玛特 (09992. HK)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440519060002

SFC 中央编号：BQI330

发布日期：2021 年 04 月 02 日

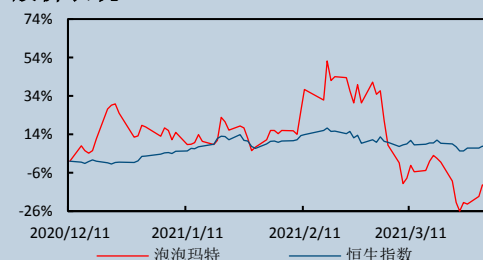
当前股价：64.55 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-33.76/-32.02	-20.65/-26.92	67.66/42.31
12 月最高/最低价 (港元)		107.6/46.65
总股本 (万股)		140,193.76
流通 H 股 (万股)		140,193.76
总市值 (亿港元)		904.95
流通市值 (亿港元)		904.95
近 3 月日均成交量 (万股)		542.81
主要股东		
UBS Trustees (B.V.I.) Ltd.		41.4%

股价表现



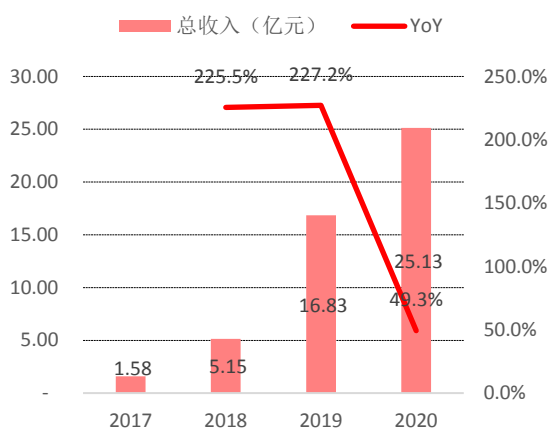
相关研究报告

21.02.21	【中信建投文化传媒】泡泡玛特(9992):盲盒 IP 矩阵化, 非盲盒产品丰富度增加; 商业联名+主题展览变现通道打开
20.12.18	【中信建投文化传媒】泡泡玛特(9992):从小众到引爆: IP 深度运营、线下体验与 Z 世代社交圈层

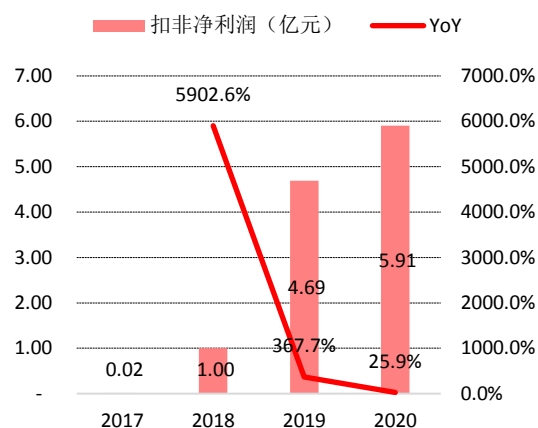
一、2020 年公司经营情况优异，核心指标亮眼

泡泡玛特发布 2020 年财报，公司全年实现收入 25.13 亿元，同比增长 49.3%，**2017-2020 年复合增速为 151.46%**。2020 年，公司实现净利润 5.24 亿元，同比增长 16%；实现 Non-GAAP 调整后净利润 5.91 亿元，同比增长 25.9%，**2017-2020 年复合增速为 606.99%**。

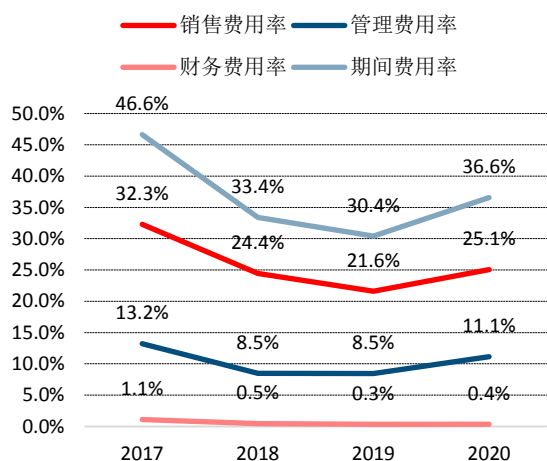
2020 年公司销售费用率/管理费用率分别提升 3.5pct/2.6pct 至 25.1%/11.1%，整体期间费用率提升 6.2pct 至 36.6%。2020 年，公司毛利率略降 1.4pct 至 63.4%，调整后净利率降低 4.4pct 至 23.5%。

图表1： 泡泡玛特总收入与增速


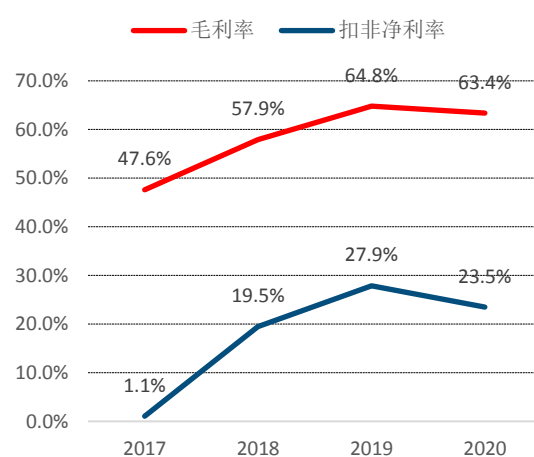
资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

图表2： 泡泡玛特调整后净利润与增速


资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

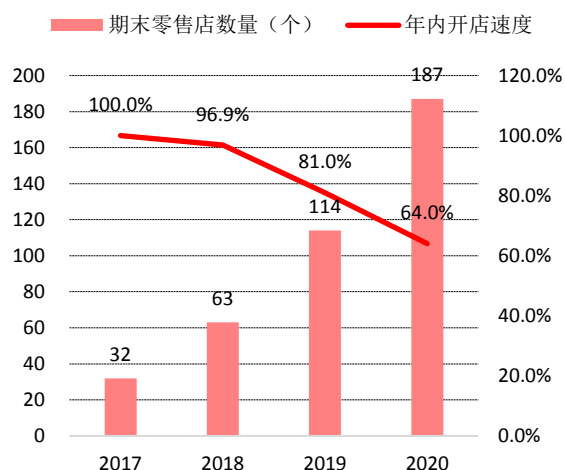
图表3： 毛利率与扣非净利率


资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

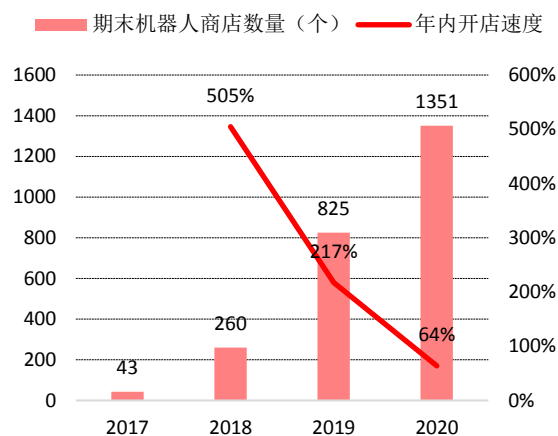
图表4： 毛利率与调整后净利率


资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

2020 年内公司新开 76 家零售店，至年底共有 187 家零售店（由于租期及其他商业原因关闭 3 家），2020 年期末零售店较去年同期增长 64.0%。机器人商店方面，2020 年内公司新开 526 家门店，至年底共有 1351 家机器人商店，2020 年期末机器人商店较去年同期增长 63.7%。

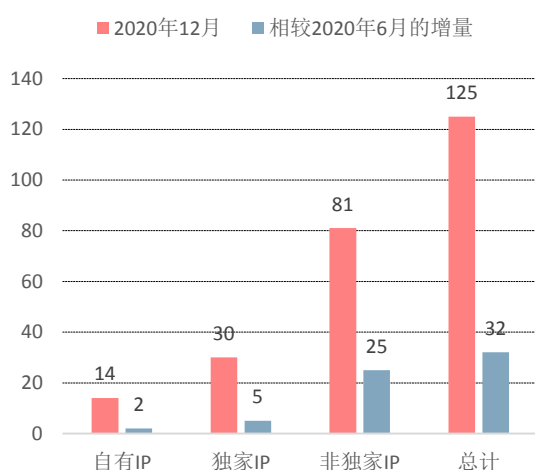
图表5： 泡泡玛特期末零售店数量及开店速度


资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

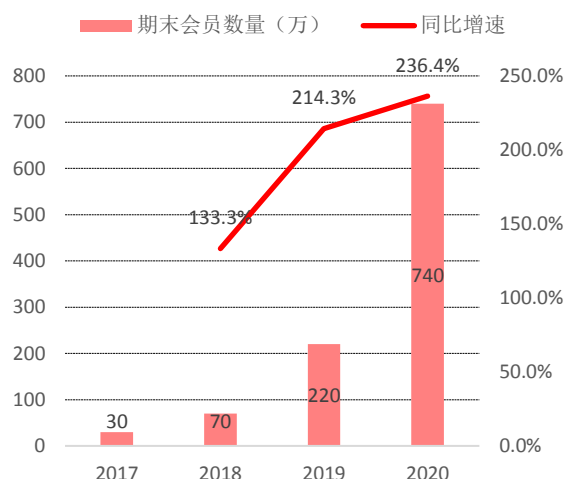
图表6： 泡泡玛特期末机器人商店数量及开店速度


资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

在 IP 运营方面，至 2020 年底，公司共运营 125 个 IP，较 2020 年 6 月增加 32 个。其中自有 IP/独家 IP/非独家 IP 分别为 14/30/81 个，相较 2020 年 6 月分别增加 2/5/25 个。在会员运营方面，至 2020 年底，公司注册会员数量达 740 万，同比增长达 236.4%。

图表7： 泡泡玛特运营的 IP 数量情况


资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

图表8： 泡泡玛特期末会员数量


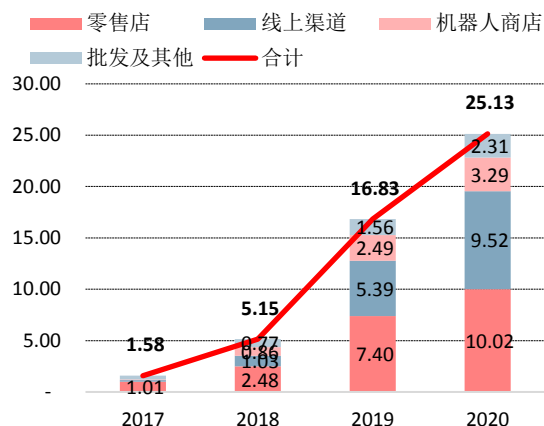
资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

二、财报背后，我们看泡泡玛特的 8 个切面

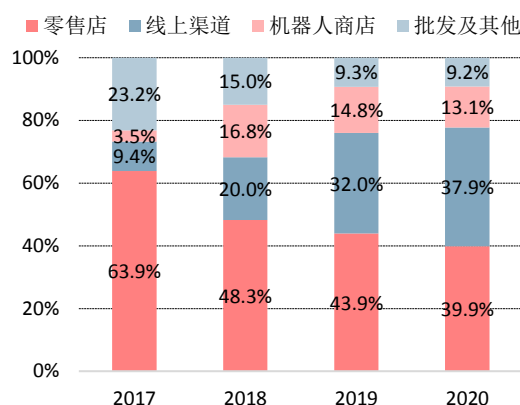
1、渠道端：疫情后的 2020 年下半年，公司的经营情况恢复如何？

首先回顾公司 2020 年全年各渠道的经营表现：2020 年，泡泡玛特的零售店/线上渠道/机器人商店/批发渠道分别实现收入 10.02/9.52/3.29/2.31 亿元，占收入的比重为 39.9%/37.9% 13.1%/9.2%，线上渠道收入占比继续提升 5.9pct，仍是除零售店外的第二大渠道。从增速来看，线上与批发渠道增速最快，分别为 76.5%/48.0%。

图表9：泡泡玛特不同渠道的收入情况（亿元）



图表10：泡泡玛特期分渠道收入占比情况



资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

图表11：2020 年泡泡玛特不同渠道收入的增速情况



资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

下面我们分析各渠道在 2020 年上、下半年的经营变化情况：

1) 全渠道分析：

2020 年上半年受疫情影响，全渠道收入较 2019 年下半年有一定下降，但同比仍保持增长：2020 年上半年，公司实现收入 8.18 亿元，相较 2019 年下半年的 11.4 亿环比下降 28.3%。其中线下的零售店/机器人商店/批发及

其他渠道分别环比下降 38.2%/36.5%/29.3%。线上渠道受疫情影响较小，因此环比下降相对较小，为 11%。虽然上半年受到疫情影响，但是同比来看，上半年全渠道依然整体实现 50.5% 的同比增长：线上增长最快，增速为 104.4%；线下的零售店/机器人商店分别增长 34.5%/27.9%，批发渠道略增 0.4%。2020 上半年，公司零售店和机器人商店仍然分别增加 22/393 家新店。

下半年同比&环比均快速恢复：2020 年下半年，随着疫情好转以及零售店/机器人商店的持续扩张，下半年全渠道收入为 16.97 亿元，环比增长 107.5%，同比增长 48.8%。其中：

零售店环比/同比分别增长 119.8%/35.9%，下半年新开零售店 54 家。

机器人商店环比/同比分别增长 111.6%/34.4%，下半年新开机器人商店 133 家。

线上渠道环比/同比分别增长 84.7%/64.4%，批发及其他渠道环比/同比分别增长 158.7%/82.8%。

图表12： 泡泡玛特不同渠道在 2019/2020 年上下半年的收入情况及同比、环比增速

渠道收入 (亿元)	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2020H1 同比增速	2020H2 同比增速	2020H1 环比增速	2020H2 环比增速
零售店	2.33	5.07	3.13	6.89	34.5%	35.9%	-38.2%	119.8%
机器人商店	0.82	1.66	1.05	2.23	27.9%	34.4%	-36.5%	111.6%
线上渠道	1.64	3.76	3.34	6.18	104.4%	64.4%	-11.0%	84.7%
批发及其他	0.64	0.92	0.65	1.67	0.4%	82.8%	-29.3%	158.7%
总收入	5.43	11.40	8.18	16.97	50.5%	48.8%	-28.3%	107.5%

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

图表13： 泡泡玛特零售店与机器人商店新开店数量

	2020H1	2020H2	合计
零售店	22	54	76
机器人商店	393	133	526

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

2) 零售店：2020 年末公司零售店达 187 家，年内新开 76 家店，2019 年同期，公司新开零售店数量为 51 家，2020 年零售开店速度明显加快。

据公司招股书，2017-2019 年零售店的单店平均年化收入为 421/528/841 万（即零售店总收入除以年内平均店铺数量，平均店铺数量为期初和期末店铺数的平均值），我们按照招股书同口径算法计算 2020 年零售店的单店平均年化收入为 664 万，同比降低 21.1%。

分不同城市来看，2020 年期末公司在一线城市（特指北上广深四地）共计拥有 81 家零售店，年内门店数量增加 27 家。新一城市（主要指成都、杭州、武汉和西安等 15 家城市）期末零售店数量为 56 家，年内门店数量增加 20 家；二线及其他城市期末门店数量 50 家，年内增加 26 家。

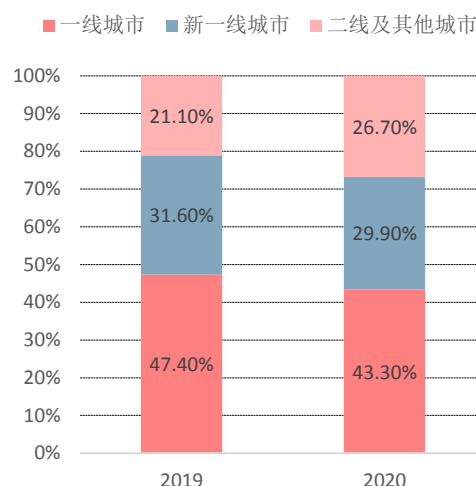
2020 全年，一线、新一线、二线及其他城市的营业收入增加额(2020 营收-2019 营收)分别为 5459.1 万/8316.3 万/1.24 亿元。平均新增一家单店带来的营收边际贡献为 202.1/415.8/519.2 万元。

如何理解北上广深四家一线城市，新增单店营收边际贡献低于新一线及二线城市？这主要是 2020 上半年疫情暂时关闭门店，以及公司新、老门店结构所决定的。

图表14： 泡泡玛特分城际零售店数量及增速

	2017	2018	2019	2020
期末门店数量	32	63	114	187
YoY	100.0%	96.9%	81.0%	64.0%
其中：一线城市			54	81
YoY				50.0%
新一线城市			36	56
YoY				55.6%
二线及其他城市			24	50
YoY				108.3%
年平均店铺数量	24	47	88	151
单店平均收入 (万元)	421	528	841	664
YoY		25.5%	59.1%	-21.1%

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

图表15： 泡泡玛特零售店在城际间的分布比例


资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

- **一线城市：存量老店多，新店增加少。**疫情期间的 2020 上半年，彼时公司共计有 88 家门店，大多数门店关闭了 1-2 个月时间，同店销售在 2020H1 下降了 23.1%（招股书披露）。若以 2019 年期末数据来看，这 88 家门店其中近 50% 均位于一线城市。而 2020 年期末一线城市共计增加 27 家零售店，增幅为 50%，增加幅度最少。
- **新一线及二线城市：存量老店少，新店增加多。**2019 年期末，公司在新一线+二线城市总计的门店数量为 60 家，数量占比为 52%。年内新增的 73 家门店中，新一线+二线城市共计 44 家，增加幅度分别为 55.6% 和 108.3%，**零售店增加幅度明显高于一线城市**。整体来看，新一线、二线城市疫情期间受影响的门店数量约为一线城市的二分之一，而疫情后增加的门店数量又是一线城市近一倍。因此造成一线城市新增单店的边际贡献低于其他城市。

我们认为，这并不代表一线城市单店营收空间见顶

我们利用大众点评/美团，对 2020 年新增的 76 家门店开业时间进行统计，发现公司年内大部分新增门店在 5 月之后开业。具体来看，公司 Q1-Q4 新开业的店铺数量分别为 10/25/22/19。其中：一线城市 Q1-Q4 新开业的店铺数量为 0/10/7/7 家，新一线城市 Q1-Q4 新开业的店铺数量为 4/5/9/6，二线及其他城市新开业的店铺数量为 6/10/7/6 家。

- **分城际来看，公司全年在一线城市开店的节奏不同于其他城市：**一线城市 Q1 无新门店开业，整体开店节奏向下半年推移，而新一线城市、二线城市及其他城市均在 Q1 有新店开业，**其他城市的新店在季度间的开业时间分布较一线城市更平均。**
- **因此一线城市新店的边际收入低于其他城市主要是两方面原因造成的：1) 一线城市的新店数量和比例均低于其他城市；2) 一线城市新店开业节奏较其他城市向下半年推移，导致新店平均营业时间短。**
- 我们计算的 2020 年零售店的单店平均收入为 664 万，即单月单店销售额约 55 万，可以用单店单月销售额*新店的年内开业月数，大致测算出：**一线/新一线/二线及其他城市当年新开零售店对当地全年零售店的收入贡献分别为 13%/28%/51%，全部城市新开零售店对当年零售店收入的贡献为 26%。**
- **可以看到，我们测算的数据验证了一线城市新开零售店的收入贡献最低，二线及其他城市最高，这也**

直接带来了一线城市新店的边际收入贡献低于新一线、二线及其他城市的结果。

图表16： 泡泡玛特 2020 年新零售店开业时间在不同月份的分布情况、新店的收入贡献测算

	一线城市		新一线城市		二线及其他城市		全部城市	
	新店数量	当月新店收入(万元)	新店数量	当月新店收入(万元)	新店数量	当月新店收入(万元)	新店数量	当月新店收入(万元)
1 月			4	220	6	330	10	550
2 月				220		330	0	550
3 月				220		330	0	550
4 月			2	330		330	2	660
5 月	4	220	3	495	4	550	11	1265
6 月	6	550		495	6	880	12	1925
7 月	3	715	4	715	3	1045	10	2475
8 月	1	770	2	825	2	1155	5	2750
9 月	2	880	3	990	2	1265	7	3135
10 月	2	990	3	1155	5	1540	10	3685
11 月	2	1100	1	1210	1	1595	4	3905
12 月	3	1265	2	1320	0	1595	5	4180
2020 年合计	23	6490	24	8195	29	10945	76	25630
当地零售店总收入(万元)	49,921		28,914		21,371		100,205	
新店对当地零售店收入贡献	13%		28%		51%		26%	

资料来源：泡泡玛特招商官网、大众点评、美团、中信建投

3) 机器人商店：2020 年末公司机器人商店 1351 家，年内新开 526 家店，其中一线/新一线/二线及其他城市的门店在 2020 年底的数量为 447/453/451 家，分别较 2019 年期末增加 143/161/222 家。

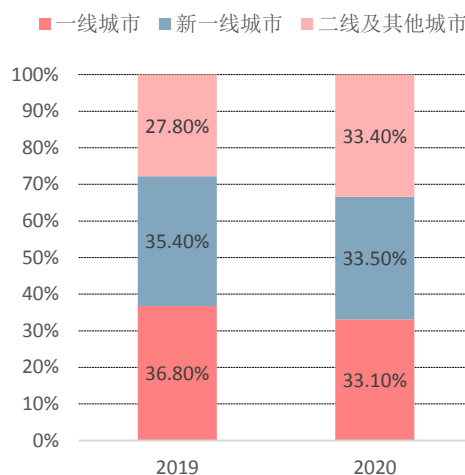
相较于 2020 年零售门店在一线城市的快速拓展，机器人商店则是在二线及其他城市拓展最快。二线城市 2020 期末较 2019 年期末增加 96.9%。机器人商店数量占比从 2019 年不足 30%提升至 33.4%。到 2020 年期末，公司机器人商店分布非常平均，在一线、新一线、二线及其他城市均为 450 家左右，占比均为 33%。

据公司招股书，2017-2019 年机器人商店的单店平均年收入为 25.30/66.50/45.80 万，我们按照招股书同口径算法计算 2020 年机器人商店的单店平均年收入为 30.21 万，同比降低 34%。

图表17： 泡泡玛特分城际机器人商店数量及增速

	2017	2018	2019	2020
期末数量	43	260	825	1351
YoY		504.7%	217.3%	63.8%
其中：一线城市			304	447
YoY				47.0%
新一线城市			292	453
YoY				55.1%
二线及其他城市			229	451
YoY				96.9%
年平均店铺数量	22	130	543	1088
单店平均收入 (万元)	25.30	66.50	45.80	30.21
YoY		162.8%	-31.1%	-34.0%

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

图表18： 泡泡玛特机器人商店在城际间的分布情况


资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

根据我们对公司 2019 年及 2020 年期末零售店和机器人商店的开店数据的分析，我们可以清晰的看到，公司在零售店和机器人商店上不同的开店策略——零售店，北上广深四个核心城市，开店绝对数量上仍然是最多的。而更轻量运营的机器人商店，在二线及其他城市开店数量最多。

据公司业绩交流会，21 年线下开店速度会高于 20 年的开店速度。根据公司招股书预计，公司 2021 年将新增 83 家零售店和 800 家机器人店。

截止 2021 年 3 月 30 日，我们在公司公众号跟踪的数据，目前公司共计开设 212 家零售门店，较 2020 年期末增加 25 家，从一季度来看，公司的开店速度是符合其全年计划的。

图表19： 泡泡玛特 2021 年部分新开门店信息

地点	新店地址	开业月份
山东济南	山东省济南市历下区奥体西路 3699 号奥体天街	1
浙江杭州	浙江省杭州市拱墅区丰潭路 380 号城西银泰负一楼	1
江苏南京	江苏省南京市中央路 201 号金茂汇一楼	1
北京	北京市南三环西路 16 号	1
广东广州	广东省广州市番禺天河城一楼 A 区	1
江苏南京	江苏省南京市天隆寺雨花客厅	1
广东深圳	广东省深圳市人民南路金光华广场 B1	1
贵州贵阳	贵州省贵阳市金阳国贸一楼	1
山东淄博	山东省淄博市张店区金晶大道万象汇 L1	2
广东东莞	广东省东莞市鸿福东路一号民盈国贸中心 5 栋一楼	2
上海	上海市长宁区遵义路 150 号虹桥南丰城北区 L1	2
浙江宁波	浙江省宁波市鄞州区钟公庙街道华侨城欢乐海岸一楼 L1	2

江苏南京	江苏省南京市鼓楼区中央路 201 号览秀城一层	2
江苏南通	江苏省南通市崇川区中南城 A 座一层 L1	2
江苏常州	江苏省常州市钟楼区南大街街道百货大楼一楼	2
上海	上海市凝晖路 37 号	2
北京	北京市天虹购物中心 B1	3

资料来源：泡泡玛特招商官网、大众点评、美团、中信建投

4) 线上渠道变化：核心会员与新会员销售额齐增，双十一拉新效果显著

泡泡玛特的线上渠道包括自有小程序“泡泡抽盒机”、天猫旗舰店、京东旗舰店和其它电商平台。其中泡泡抽盒机和天猫旗舰店在2019/2020年收入合计占线上渠道收入的96.9%/91.7%，是主要线上渠道。据公司业绩说明会，泡泡抽盒机聚集着核心会员，因此会有更多的会员运营玩法，天猫旗舰店则是拉新渠道。分别来看：

- **泡泡抽盒机**：2020年实现收入4.66亿元，占线上渠道收入的49%，仍是第一大线上渠道，同比增长72%。2020年上半年收入分别为1.62/3.05亿元，分别同比增长71.6%/72.2%，核心用户的收入保持稳定高速增长。
- **天猫旗舰店**：2020年实现收入4.06亿元，占线上渠道收入的42.7%，为第二大线上渠道，同比增长61.5%。2020年上半年收入分别为1.47/2.59亿元，分别同比增长120.6%/39.4%。
天猫双十一活动是公司重要的拉新窗口：2019年，泡泡玛特在天猫双11的GMV突破8212万，同增295%，成为天猫玩具类目第一名，天猫双十一销售额占2019年下半年公司天猫销售额的44.15%；2020年，泡泡玛特在天猫双十一的GMV突破1.42亿元，同增72.92%，是天猫玩具行业第一个进入双11亿元俱乐部的品牌旗舰店，天猫双十一销售额占2020年下半年公司天猫销售额的55.47%。
- 此外，**京东与其他电商平台**收入增长快速，2020年分别实现收入0.36/0.43亿元，合计占线上渠道的比例从2019年的3.1%升至2020年的8.3%。

图表20：泡泡玛特线上渠道收入情况

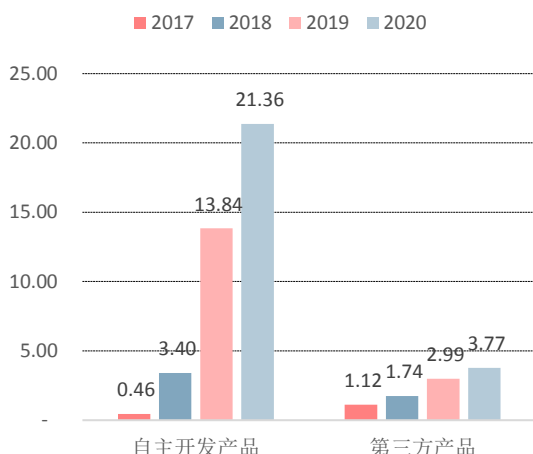
线上渠道年度收入比较					
	2019 年		2020 年		年度收入 同比增长
	收入（亿元）	占线上渠道比重	收入（亿元）	占线上渠道比重	
泡泡抽盒机	2.71	50.3%	4.66	49.0%	72.0%
天猫旗舰店	2.51	46.6%	4.06	42.7%	61.5%
京东旗舰店			0.36	3.8%	
其他电商平台	0.16	3.1%	0.43	4.5%	162.2%
合计	5.39	100.0%	9.52	100.0%	76.5%
主要线上渠道半年度收入比较					
	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	
泡泡抽盒机收入（亿元）	0.94	1.77	1.62	3.05	
同比增速			71.6%	72.2%	
天猫旗舰店收入（亿元）	0.67	1.86	1.47	2.59	
同比增速			120.6%	39.4%	

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

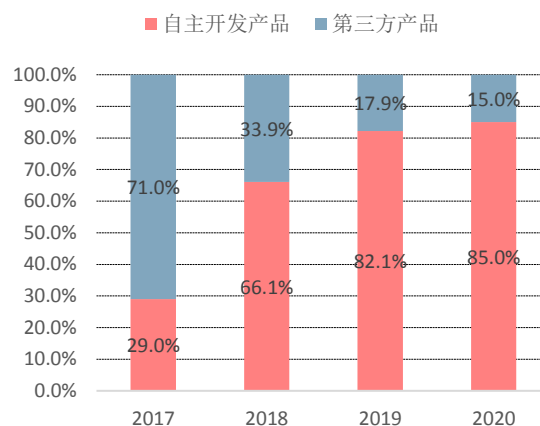
2、IP 端：2020 年公司 IP 运营有何特点？

1) 代理销售产品占比进一步下降：公司产品销售主要分为，自主开发产品以及纯代销的第三方产品。2020 年，自主开发产品和第三方产品分别实现收入 21.36/3.77 亿元，均实现增长。公司自主开发产品的收入占比进一步提升 2.9pct 至 85%，第三方产品占比降至 15%。由此说明，公司将优质的渠道资源，进一步聚焦在自主开发的产品上，代理销售占比进一步降低。

图表21： 泡泡玛特自主开发产品及第三方产品收入（亿元）



图表22： 泡泡玛特自主开发产品及第三方产品收入占比



资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

2) 自主开发产品：六大新头部 IP 集体崛起

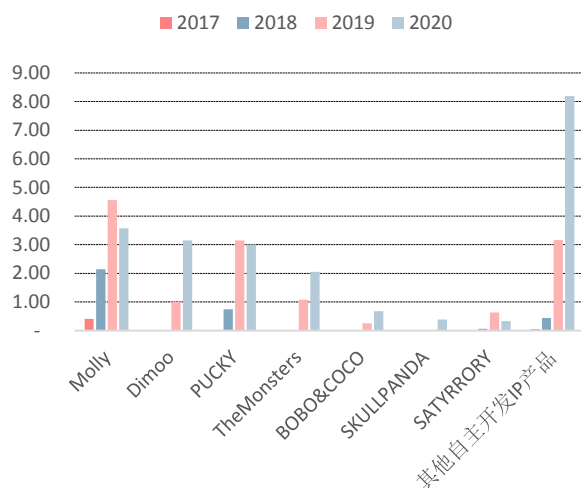
自主开发产品中，以 IP 来源划分，公司分别有自有 IP、独家 IP 和非独家 IP。

截至 2020 年末，公司共运营 125 个 IP，相较 2020 年 6 月底新增 32 个，增幅达 34.4%。其中自有 IP/独家 IP/非独家 IP 分别新增 2/5/25 个。整体来看，非独家 IP 数量增长最快，我们认为非独家 IP 由于从第三方获取授权，因此其一定程度上省去了 IP 原创的环节，主要是 IP 形象的二次开发和设计，因此其储备速度较快。非独家 IP 方面，公司除了继续与迪斯尼、华纳和环球等知名 IP 方合作外，也在 2020 年推出多个新类型的 IP，比如二次元风格的火影忍者 and 初音未来，以及首个真人 IP 周杰伦。

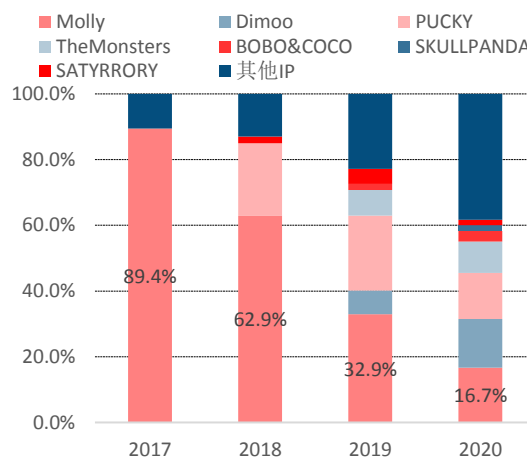
- **Molly 收入占比进一步下降：**Molly 是公司最为人知的 IP 形象。根据公司招股书，2017-2019 年 Molly 形象的盲盒分别销售了 88/415/723 万个，其在公司自主开发产品中的收入占比达到 89.4%/62.9%/32.9%。到 2020 全年，Molly 实现营业收入 3.57 亿元，收入在自主产品中占比进一步降低至 16.7%。根据我们统计，2020 全年，Molly 共计推出 5 个新系列的盲盒产品，包括 Molly 小鼠乐队新年礼盒/Molly 小鸟系列/Molly 蒸汽朋克系列/Molly 的一天系列/Molly 美食派对系列。
- **新头部 IP 集体崛起：**如果说 Molly 是公司最头牌的 IP 形象，那么 Dimoo/PUCKY/TheMonsters/BOBO&COCO/SKULLPANDA/SATYRRORY 等 6 个 IP 则是公司最新的头部 IP。可以看到，这 6 个 IP 在 2020 年共计实现营业收入 9.6 亿元，同比增长 57%；平均单个 IP 实现营业收入 1.6 亿，6 大 IP 在自主开发产品中的占比由 2019 年的 44.2% 提升至 45%，其中，Dimoo、PUCKY 和 TheMonsters 的年收入均超过 2 亿。

- **IP 来源进一步多元化：其他 IP 收入合计高速增长。**除 Molly 和六个新的头部 IP 外，其他 IP 虽然在单 IP 销量上不及 Molly 及其他六个头部 IP，但其合计收入增长迅速，2020 年合计实现收入 8.19 亿，同比提升 159%，在自主开发产品收入中的占比也从 2019 年的 22.9% 升至 2020 年的 38.3%。

图表23：按 IP 划分的自主开发产品收入（亿元）



图表24：公司主要 IP 占自主开发产品收入的比重



资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

2020 年，公司为六大新头部 IP 做了什么？

- **用高频次的新品扩大 IP 影响力：**根据我们在泡泡玛特公众号的统计，Dimoo/PUCKY/TheMonsters 等六大 IP 在 2020 年共计推出了 18 个盲盒系列，平均单个 IP 推出了 3 个盲盒系列，其中销量排名靠前的 Pucky 推出 7 款盲盒，推新频率高于 Molly 系列在 2020 年发售的 5 款新系列盲盒。
- **以限量+节日形式打造 IP 的品牌价值：**在重要的节日进行特殊款的发行，公司也选择以这六大新头部 IP 作为限量款进行发售。以 2020 年圣诞节限量为例，DIMOO 圣诞节限量款共计发售 3000 套（每套 708 元）。在发售当天，各地门店出现了排队抢购。目前 DIMOO 圣诞节限量系列，在二手交易市场平均售价最高达到了 2000 元/套，溢价率超过 100%。此外，公司也选择 PUCKY 发行了圣诞相关的主题盲盒。

图表25：泡泡玛特新六大 IP 在 2020 年推出的盲盒新品信息

首发时间	新品系列名称	IP
2020 年 1 月 6 日	PUCKY 小肥鼠宝宝新年礼盒	PUCKY
2020 年 2 月 12 日	毕奇甜甜系列	PUCKY
2020 年 5 月 1 日	Pucky 精灵星座系列	PUCKY
2020 年 8 月 28 日	Pucky 精灵气球宝宝系列	PUCKY
2020 年 10 月 16 日	PUCKY 精灵怪兽宝宝系列	PUCKY
2020 年 11 月 6 日	Pucky 米奇家族系列	PUCKY
2020 年 11 月 20 日	PUCKY 精灵圣诞巡游系列	PUCKY
2020 年 3 月 7 日	DIMOO 太空旅行系列	DIMOO
2020 年 5 月 15 日	DIMOO 童话系列	DIMOO

2020 年 9 月 16 日	DIMOO 社会大学系列	DIMOO
2020 年 10 月 21 日	DIMOO 圣诞系列	DIMOO
2020 年 4 月 23 日	潘神爱丽丝系列	SATYR RORY
2020 年 8 月 7 日	潘神夏日系列	SATYR RORY
2020 年 4 月 15 日	BOBO&COCO 乐园系列	BOBO&COCO
2020 年 11 月 23 日	BOBO&COCO 极限旅行系列	BOBO&COCO
2020 年 10 月 16 日	THE MONSTERS 精灵野外旅行系列	TheMonsters
2020 年 12 月 31 日	THE MONSTERS TOYS 精灵玩具系列	TheMonsters
2020 年 9 月 16 日	SKULLPANDA 密林古堡系列	SKULLPANDA

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

➤ 非独家 IP：从动画到真人，来源广泛

2020 年，泡泡玛特的非独家 IP 产品既包括迪斯尼、哈利波特、神偷奶爸等经典的影视、动画 IP；以及 LINEFRIEND 等表情包形象合作。同时还拓宽了如初音未来、火影忍者的二次元 IP，也尝试了非人哉、一禅小和尚等国漫 IP。2020 年底，公司推出首个真人形象 IP 周杰伦系列。整体来看，公司的外部合作 IP 矩阵广泛，覆盖各个年龄层和价值圈层取向的用户。

图表26： 泡泡玛特新六大 IP 在 2020 年推出的盲盒新品信息（标红为）

IP 类型	涉及 IP	盲盒新品数量
电影、动画	迪斯尼	6
	芝麻街	3
	哈利波特	2
	新神榜：哪吒重生	1
	GUDETAMA 蛋黄哥	1
	宝可梦	1
	神偷奶爸	1
表情包形象	LINE FRIENDS	3
	KAKAO FRIENDS	2
	乖巧宝宝	1
二次元	初音未来	1
	火影忍者	1
国漫	非人哉	3
	一禅小和尚	1
经典形象	Hello Kitty	2
真人 IP	周杰伦	1

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

3) 新签 IP 的爆发力：2020 年新签约的 IP 形象 SKULLPANDA 共计实现收入 3906.5 万元。若按照 59 元/个的盲盒平均定价，则 2020 年 SKULLPANDA 共计销售了约 57 万个盲盒，这与 2019 年 BOBO&COCO 系列盲盒销售的体量相当(2019 年 BOBO&COCO 卖出 46 万个盲盒)，显示出公司新签 IP 良好的爆发力。

我们查阅公众号可知，SKULLPANDA 第一个产品的发售时间为 2020 年 8 月底的 SKULLPANDA BABY 手

办，2020 全年共计发售了 3 个系列（两个手办系列+一个盲盒系列），平均单个系列销售额为 1302 万元。因此，SKULLPANDA 仅用了 4 个月的时间，以 3 个系列，即获得了近 4000 万元的销售额也再次证明了公司在爆款 IP 上的打造能力。类似的 IP 还有公司在 2021 年 9 月推出的小甜豆 IP。目前该 IP 仅推出 3 个系列（两个盲盒系列+1 个徽章衍生品系列），但是在百度指数、微博讨论度上均快速上升。

图表27： 公司 2020 年新签 IP SKULLPANDA 形象



资料来源：泡泡玛官网，中信建投

图表28： 公司原创 IP 小甜豆形象



资料来源：泡泡玛官网，中信建投

4) 小甜豆火爆的背后是公司原创能力的提升：PDC 团队原创 IP 营收贡献过亿

PDC(Pop Design Center)是公司内部的设计师团队，根据公司财报电话会议，PDC 团队分为两大职能，一部分是内部的设计师，负责 IP 的设计；另一部分则是 IP 的开发，包括 3D 设计、工业设计的团队。根据招股书披露，截至 2020 年上半年，PDC 团队人数达 111 名，公司计划在 2023 年前新增 100 名设计师，进一步壮大公司内部原创能力。

原创 IP 是公司自有 IP 的一个部分，是公司依靠内部人员，实现了从 IP 设计到运营的全内部化流程。截至 2020 年上半年，公司的原创 IP 包括了 BOBO&COCO、小甜豆、Yuki 等 9 个 IP，其中 BOBO&COCO 在 2020 年实现收入 6741.5 亿元，增速达 164.9%，是公司按照销量排序的第五大 IP。从原创 IP 的盲盒发售数量来看，2020 年共计发售 27 个系列新品，其中盲盒新品为 9 个系列，虽然在整体公司盲盒发售数量中占比并不高，但整体过亿的销量，则证明了原创 IP 较好的营收贡献度。

我们认为 PDC 团队是公司的心脏和大脑，一方面 PDC 团队以纯原创的方式设计 IP，保证了公司在原创 IP 上绝对的把控能力和二次开发权益；另一方面，从外部获取的 IP 形象，也需要 PDC 团队进行工业设计，以保证从平面的 IP 到立体的实物产品转化。

图表29： 公司 PDC 团队创作 IP 情况（截至 2020 年 6 月底）

IP	创作年份	产品类别
BOBO&COCO	2019 年	盲盒及衍生品
Yuki	2017 年	盲盒
Viya Doll	2018 年	BJD
BUNNY	2018 年	盲盒
ZOE	2019 年	盲盒
TOOTHY	2019 年	盲盒
SWEET BEAN	2019 年	盲盒
FIMEW	2019 年	盲盒
BREAD ANIMALS	2019 年	盲盒

资料来源：泡泡玛特招股书，中信建投

图表30： PDC 团队 IP 的新品发售（20 年至 21 年 2 月）

新品种类	新品按 IP 划分	新品数量合计
盲盒	BUNNY（3 个）、BOBO&COCO(2 个)、小甜豆（2 个）、ZOE（1 个）、YUKI（1 个）	9
BJD	Viya Doll（4 个）	4
手办	BOBO&COCO（2 个）、TOOTHY（1 个）	3
衍生品	BOBO&COCO（7 个）、BUNNY（2 个）、小甜豆（1 个）、YUKI（1 个）	11

资料来源：泡泡玛特微信公众号，中信建投

我们在泡泡玛特的天猫、京东官方旗舰店页面，以销量查看TOP 10的产品，发现其中PDC团队设计的原创IP占比在20%左右，显示出公司自有IP设计能力逐渐凸显，团队的原创IP已经消费者中打开一定的认可度。

图表31： 泡泡玛特天猫/京东旗舰店全品类产品销量 TOP 10 中 PDC 团队开发的产品

	天猫	京东
1	59 元盲盒手办抽盒机	Bunny 生肖系列
2	Dimoo 星座系列	小甜豆动物宝宝系列
3	小甜豆动物宝宝系列	Dimoo 太空旅行系列
4	Molly 的一天系列	礼遇版 269 福袋
5	Pucky 苹果数据线	99 元定制十周年福袋公仔娃娃
6	Queen's 心选礼袋福袋	Zoe 仲夏精灵夜系列
7	哈利波特魔法世界动物系列	魔法袋随机盲盒福袋公仔
8	Dimoo 太空旅行系列	哈利波特魔法世界动物系列
9	泡泡奇幻魔法袋福袋	Dimoo 社会大学系列
10	Bunny 生肖系列	Queen's 心选礼袋福袋

资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店、泡泡玛特京东旗舰店、中信建投（时间为 2021 年 3 月 29 日）

3、公司的会员运营情况如何？

会员是公司的核心粉丝群体，通常会员可以通过线下门店、线上抽盒机、天猫渠道等进行注册。2020 年期末泡泡玛特会员数量达 740 万，同比增长 236%，其中上半年新增 140 万人，下半年新增 380 万人，共新增注册会员 520 万人。注册会员贡献销售额的 88.8%，相较 2019 年的 78.9%提升 9.9pct。

图表32： 泡泡玛特会员数量及增速

	2017	2018	2019	2020H1	2020H2	2021E
期末会员数量（万）	30	70	220	360	740	1332-1489
期间新增数量（万）		40	150	140	380	592-740
同比增速		133%	214%	236%		80%-100%
会员购买占比			78.9%	88.8%		-

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

我们根据会员贡献收入与会员数量来计算平均单个会员的 ARPPU，2019 年为 607.7 元，对应 59 元的盲盒平均价格，得到每位注册会员平均一年购买 10 个盲盒；而 2020 年会员数量增长了 236% 并驱动会员贡献收入增长 68% 到 22.3 亿，对应 ARPPU 有所调整，降低 50% 至 301.6 元，对应年购买 5 个盲盒，我们认为这主要是，大量的新用户进入会员体系导致的，而新注册用户由于进入会员体系的时间较短，对泡泡玛特的产品的熟悉度和粘性低于老会员，相应地，新用户的 ARPPU 较低。

而据公司业绩说明会，预计 21 年全年注册会员数量将有 80-100% 的增长，即到 21 年底公司注册会员数量将达 1332-1489 万。2020 年公司会员运营以拉新为主，而 2021 年则考虑针对不同类型会员进行分层次的精细化运营，约 50% 考虑拉新，50% 提升会员质量。我们认为这一策略将帮助公司提升会员数量，同时提升 ARPPU，进一步带动会员贡献收入的增长。

图表33： 泡泡玛特会员数量、APRRU 及增速情况

	2019	2020
总收入（万元）	168,343.40	251,347.10
会员贡献收入占比	78.9%	88.8%
会员贡献收入（万元）	132,822.94	223,196.22
YoY		68.0%
会员数量（万）	220.00	740.00
YoY		236.4%
ARPPU（元/年）	603.74	301.62
YoY		-50.0%
平均年购买盲盒数量	10	5

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

4、如何看待公司毛利率的变动？公司毛利率的变动是提升产品品质、平台优势及自主开发 IP 能力提升的共同结果

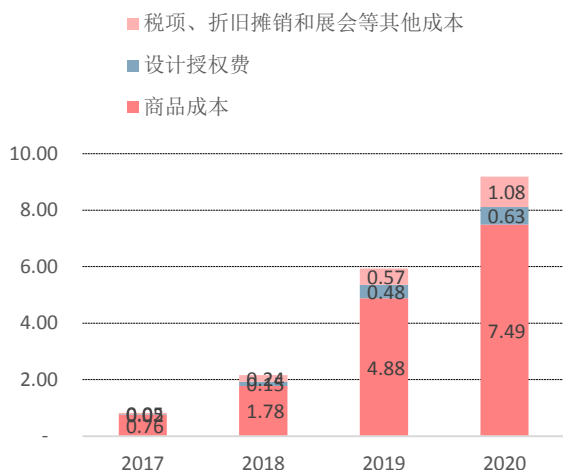
2020 年，公司的毛利率略降 1.4pct 至 63.4%，其背后是公司提升了产品质量、平台优势及自主开发 IP 能力提升的共同结果。具体来看，公司的营业成本包括商品成本、授权及设计费用和其他成本三部分：

- **商品成本**是自主开发产品支付给第三方制造商的成本和第三方产品采购成本，2020 年商品成本达 7.49 亿，在成本中的占比为 81.4%，相较 2019 年略降 0.9pct，仍是成本的最主要构成。
- **设计及授权费**是支付给艺术家及 IP 供应商的设计及授权费，由自主开发产品产生，2020 年该项成本为 0.63

亿，在成本中的占比为 6.8pct，相较 2019 年降低 1.4pct。

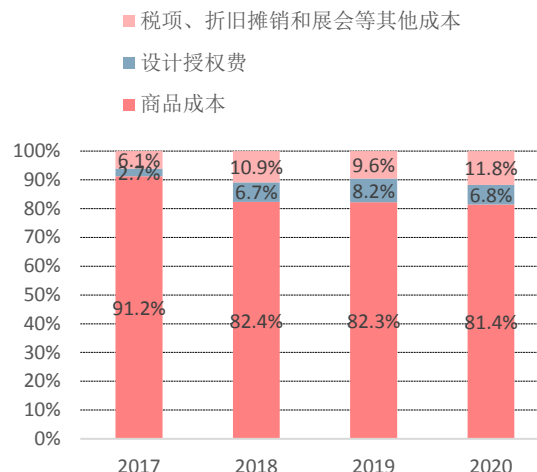
- **其他成本**则包括税金及附加、折旧及摊销成本、展会维修及装修开支，一定程度上可以体现公司渠道、产品线的拓展情况，2020 年该项成本为 1.08 亿，在成本中的占比为 11.8%，相较 2019 年提升 2.2pct。

图表34：泡泡玛特营业成本情况（单位：亿元）



资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

图表35：泡泡玛特成本结构



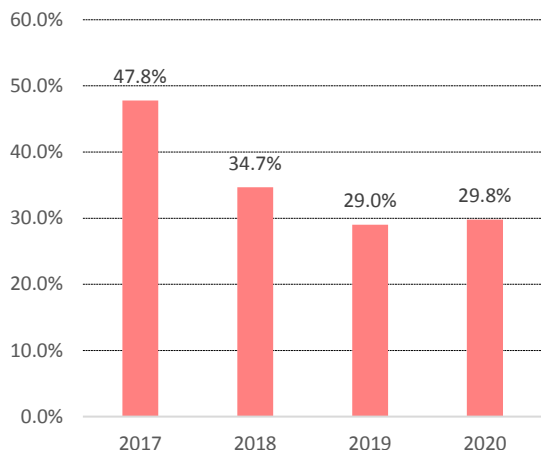
资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

1) 公司的商品成本占收入比重有所上升，背后是产品质量的提升。2017-2019 年，公司商品成本占当期营业收入的比重为 47.81%、34.7%、29%，比例逐渐降低。我们判断主要是，2017 年起公司以盲盒形式以及 Molly 等高影响力 IP 打开了销售空间，随销售量的升高，带来工厂开工的规模效应显现。到 2020 年，公司的销售额仍处于近 50% 的快速增长阶段，在规模效应仍在的情况下，该比例上涨近 1% 至 29.8%，则体现着公司主动提升产品的生产工艺带来的制造成本提升。虽然短期内带来毛利率略微下降，但长期来看，对产品的品控、消费者对品牌的认可度有间接的提升效果。

2) 设计及授权费占自主开发产品比例的降低代表着公司平台属性的优势和自主 IP 开发能力的提升。由于设计及授权费主要由公司自主开发产品带来，我们计算设计及授权费占自主开发产品收入的比重，该比例自 2017 年的 4.8% 持续下降到 2020 年 2.9%，设计及授权费用占自主开发产品收入的比重下降，反映出：

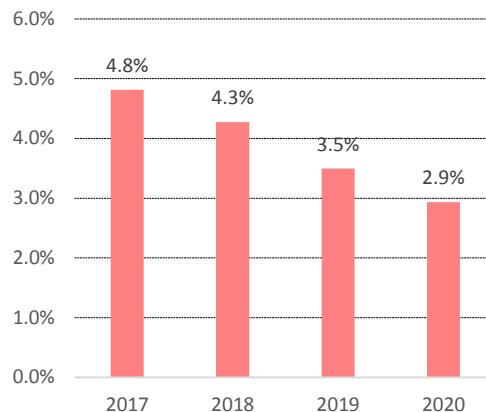
公司的平台属性以及目前在潮流玩具行业最强的渠道能力：对上游 IP 授权方、艺术家的议价能力在逐步提升。根据行业的惯例，IP 授权方和艺术家通常是按照销售数量乘以授权金比例进行提成。公司在渠道方面的优势，可以帮助授权方或艺术家销售出更多的产品，其渠道布局和渠道品牌的优势明显，因此对上游的议价能力在逐步提升。以及**公司自主原创能力的提升：**原创 IP 由公司 PDC 部门自行研发，在成本项中不再显示为授权金成本。

图表36：商品成本占总收入的比重



资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

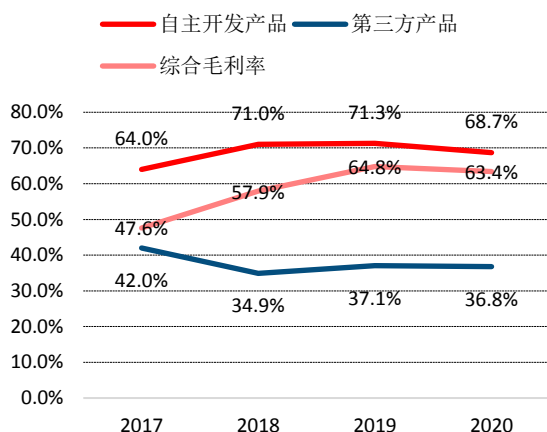
图表37：设计及授权费占公司自主开发产品收入的比重



资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

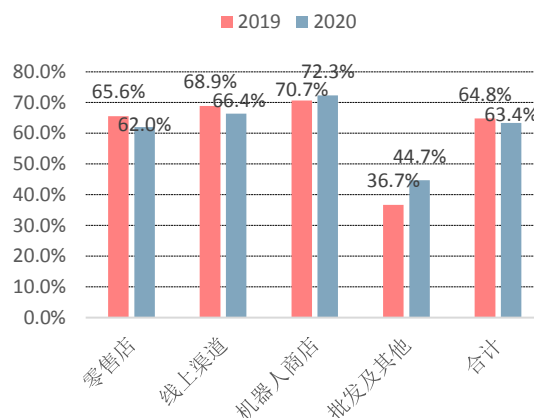
上述产品成本结构的变动带来了整体毛利率的变化，若按产品类型来看，公司自主开发产品的毛利率略降 2.6pct 至 68.7%，第三方产品的毛利率几乎没有变动（仅下降 0.3pct）；按渠道来看，2020 年机器人商店的毛利率为 72.3%，高于其他渠道，我们认为主要是不同渠道售卖的产品结构不同，公司的机器人商店主要销售自主开发产品，而自主开发产品的毛利率高于第三方产品，因此导致公司机器人商店的毛利率高于其他渠道。

图表38：泡泡玛特按产品划分的毛利率



资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

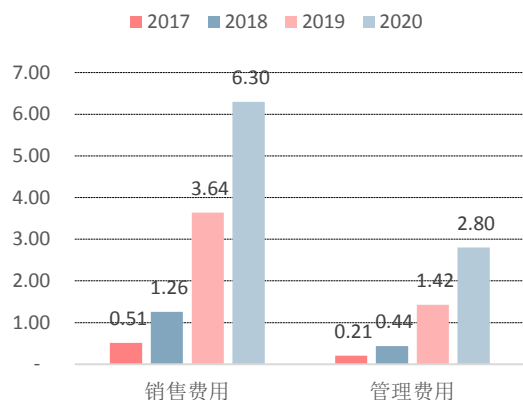
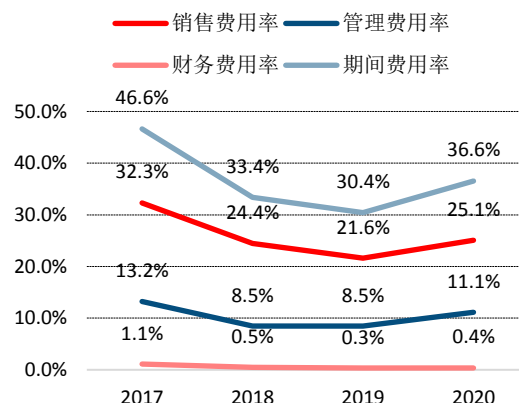
图表39：泡泡玛特按渠道划分的毛利率



资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

5、如何理解 2020 年公司费用率的变动？

2020 年公司的销售费用率和管理费用率分别提升 3.5pct/2.6pct 至 25.1%/11.1%，共同导致期间费用率提升 6.2pct 至 36.6%，其背后是公司渠道扩张、物流效率提升的结果，具体来看：

图表40： 泡泡玛特销售费用与管理费用（亿元）

图表41： 期间费用率情况（亿元）


资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

1) 销售费用：公司的销售费用从 2019 年的 3.64 亿提升到 2020 年的 6.3 亿，增长 73.2%，主要是

- **销售人员福利开支增加，支持渠道扩张：**公司销售人员的福利开支从 2019 年的 0.79 亿增加到 2020 年的 1.13 亿，主要是公司零售店扩张（从 2019 年的 114 家增长 64% 至 2020 年的 187 家），相应带来销售人员的数量增长（由 2019 年的 837 人增长 83.6% 至 1537 人），根据销售员工人数和零售店数量，我们也可以计算得出 2017-2020 年，平均单店的员工数量为 8/8/7/8 人。
- **二线及其他城市平均工资低于一线/新一线，导致销售员工月均工资有所下降。**我们根据销售人员福利开支及员工数量，计算销售员工月均工资在 2020 年为 6115.81 元，同比降低 22.5%，我们判断主要原因是 2020 年二线城市及其他城市新开 26 家门店，在所有门店中的数量占比提升约 6pct 至 27%，而二线及其他城市相较一线、新一线的人均工资水平较低，因此导致零售店整体销售员工月工资有所降低。

图表42： 销售人员福利开支情况

	2017	2018	2019	2020
销售人员福利开支（万元）	1,685.40	3,815.40	7,927.00	11,280.00
YoY		126.4%	107.8%	42.3%
销售员工人数（期末）	246	484	837	1,537
YoY		96.7%	72.9%	83.6%
零售店数量（期末）	32	63	114	187
YoY		96.9%	81.0%	64.0%
平均单店员工数量	8	8	7	8
销售员工月均工资（元）	5,709.35	6,569.21	7,892.27	6,115.81
YoY		15.1%	20.1%	-22.5%

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

- **物流费用增长，提升物流效率进而提升消费者体验：**公司的运输及物流开支由 2019 年的人民币 0.33 亿元增加到 2020 年的 1.06 亿元，而运输及物流开支主要是公司线上渠道带来的。我们用运输及物流开支除以线上渠道的收入，该比例从 2019 年的 6.1% 提升 5pct 至 11.1%，该比例的提升代表公司物流

效率的优化提升，长期来看对提升用户的体验有帮助作用。

- 此外，使用权资产折旧由 2019 年的 0.56 亿元增加到 2020 年的 1.21 亿元，主要是公司年内新开 76 家零售店所致。

图表43： 泡泡玛特物流费用情况

	2017	2018	2019	2020
运输及物流开支（万元）	94.10	531.40	3,287.80	10,560.00
YOY		4.65	5.19	2.21
线上渠道收入（万元）	1,485.40	10,288.60	53,920.10	95,187.50
物流费用占线上渠道的收入	6.3%	5.2%	6.1%	11.1%

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

2) 管理费用：公司管理费用从 2019 年的 1.43 亿元增加到 2020 年的 2.8 亿元，增长 96.5%，其中：

- 雇员福利开支：从 2019 年的 0.76 亿元增加到 2020 年的 1.3 亿元，同比增长 70.9%，主要是公司的行政员工及设计开发人员增长 91.1%，至 793 名，员工数量的增长和福利开支的增长大致匹配。
- 计入公司管理费用的雇员福利开支包括两部分：一部分是行政员工，他们负责产品开发和业务扩张，该部分员工的数量从 2017 年的 146 人增加至 2019 年的 415 人；另一部分是设计人员，他们负责内部创意设计 & 工业设计（即 PDC 团队），该部分员工从 2017 年的 13 人快速增长至 2019 年的 91 人。
- 由于 2020 年公司仅披露设计人员与行政人员的合计数，我们按照 2019 年两种员工数量占比约 2:8，预计 2020 年设计人员与行政人员分别为 159/634 人，增速分别为 74%/96%。
- 可以看到，用以提升团队内部原创设计能力的设计人员数量和用以开发产品的行政人员数量均保持较高增速，二者共同带来管理费用的提升，长期来看对公司的 IP、渠道推进有帮助。
- 另外，公司 2020 年上市产生开支 0.44 亿元，此项为一次性支出，未来不具可持续性。

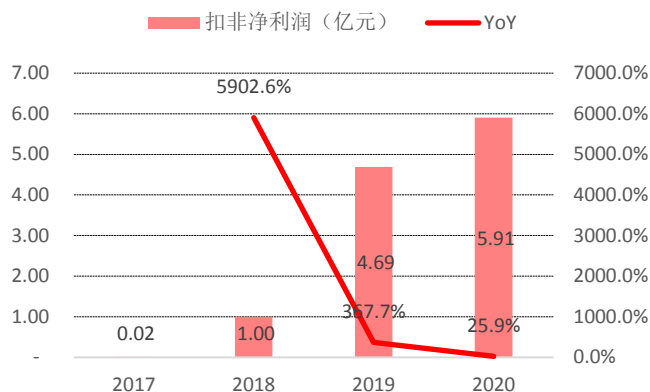
图表44： 销售人员福利开支情况

	2017	2018	2019	2020*
雇员福利开支（百万元）	10.5	24.9	76.2	130.2
YoY		138%	206%	71%
行政及设计开发员工总数	159	246	415	793
YoY		55%	69%	91%
其中：设计人员	13	26	91	159*
YoY		100%	250%	74%
行政人员	146	220	324	634*
YoY		51%	47%	96%

资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投（*2020 年仅披露设计人员与行政人员的合计数，我们按照 2019 年两种员工数量占比约 2:8，预计了 2020 年两类员工的数量）

在上述成本、费用的基础上剔除非经常性损益，公司 2020 年实现扣非净利润 5.91 亿元，同比增长 25.9%，扣非净利率降低 4.4pct 至 23.5%。据公司业绩交流会，未来随着疫情好转，公司的利润率将在 22%-27% 之间。

图表45： 泡泡玛特扣非净利润及增速情况



资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

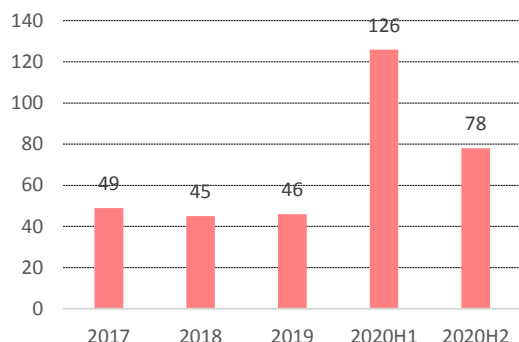
6、如何看待公司存货的增加？

2020年期末，公司存货由9630万元，增加至2.25亿元，同比增长134%，高于公司2020年49%营收增速。存货增加的背后，我们认为有以下几个原因：

原因一：IP数量及产品推出增多，对备货能力提出更高要求：截至2020年末，公司共计运营的IP数量达到125个。根据我们的统计，除衍生品外，公司2020全年共计推出132个系列的新品，其中盲盒新品91个，手办新品29个、BJD新品12个。公司产品的平均销售时间在12-18个月，因此该数字只考虑了当年发售的新品，目前在线上线下渠道销售的还有相当部分2019年及之前发布的产品。

因此，公司IP数量、销售规模在近两年的快速扩大，也的确为公司的存货管理能力提出了更高的要求。但我们认为，这对公司并不是一件难事。除经销商渠道外（2020年经销商收入占比仅9.2%），公司其他渠道都为自营，通过信息系统、数据系统的提升，以及对IP销量判断的经营积累，我们认为公司在存货上具有更良好的控制能力。

原因二：疫情以及短期的关店，导致上半年存货周转明显减慢。2020年存货周转天数为78天，较2019年的46天有所上升，我们认为一方面是疫情原因导致压货，另一方面或是产品备货结构所致。其中上半年存货周转天数为126天，下半年为78天，可以看到疫情逐渐好转的下半年公司存货周转水平同时提升。

图表46： 存货周转天数（天）


资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

7、海外市场的亮点在哪里？非亚洲市场的探索

2020年公司海外收入为7417万，同比提升176%，占总收入的比重提升1.4pct至3%，全部是经销商渠道带来。我们可以清晰看到，海外业务拓展上，公司的三大特点：

1) 经销商政策：公司在中国境内的渠道拓展，无论是线上还是线下，均坚持以发展自营渠道为主。国内批发渠道的收入（批发渠道收入减去海外批发渠道）在2018-2020年分别为0.28/0.45/0.94/1.57亿元，占比分别为17.6%/8.7%/5.6%/6.1%，整体呈持续下降趋势。

而在海外市场，公司则选择拓展经销商来触达海外客户，这背后是对不同国别、不同区域截然不同的营商环境、文化社会环境的考虑，选择经销商拓展海外市场，是效率更高的做法。据业绩交流会，公司已在韩国、日本和新加坡设立合资公司，2020年9月5日，公司首家海外门店在韩国首尔江南区国际贸易中心开业，新加坡和加拿大首家门店分别在今年1月/3月开业。公司预计在海外年底将新开20+家门店，机器人商店计划开设100+家。

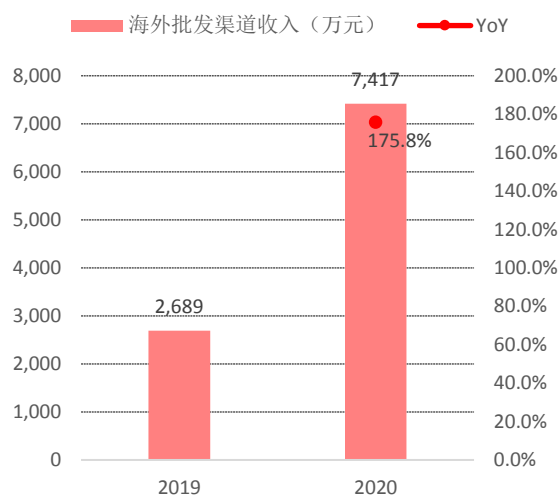
2) 非亚洲市场拓展

今年3月，公司首次走出亚洲区域，在加拿大开辟了第一家门店。潮流玩具和盲盒产品在日本最为发达，一直以来市场认为公司的海外拓展主要集中于东亚及东南亚地区。今年3月公司在加拿大的门店开业，也说明公司希望突破亚洲区域限制，进一步向更广阔的全球市场进行拓展。若海外业务，尤其是非亚洲业务拓展顺利，则公司将找到除国内市场之外的第二增长曲线。据公司业绩交流会，2020年东南亚/亚洲地区占海外销售的80%，今年预计来自东南亚/亚洲的销售额占海外销售60%，西方国家（北美及欧洲）预计占20%以上。

3) 线上跨境业务

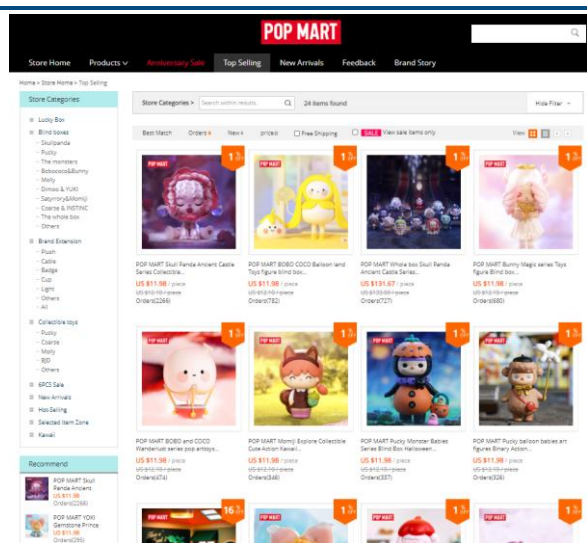
公司将同时推进跨境电商，通过速卖通（Aliexpress）、亚马逊、东南亚地区Lazada和其他地区的电商进行拓展，其中公司速卖通网站自2019年9月上线至今，目前拥有近6万关注者，产品的好评率为97.8%。

图表47： 公司海外批发渠道收入及增速



资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

图表48： 泡泡玛特速卖通平台界面



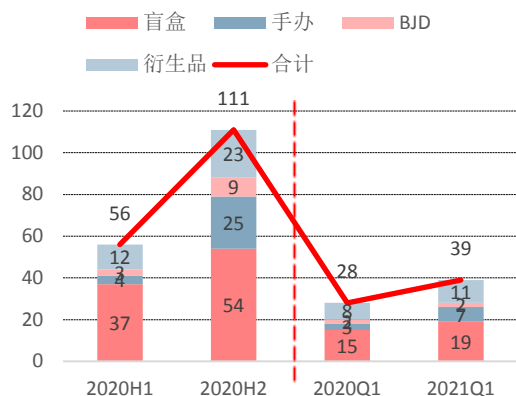
资料来源：泡泡玛特招股书及年报，中信建投

8、公司产品推新情况：全类型产品加速扩张，高单价的手办/BJD 占比提升

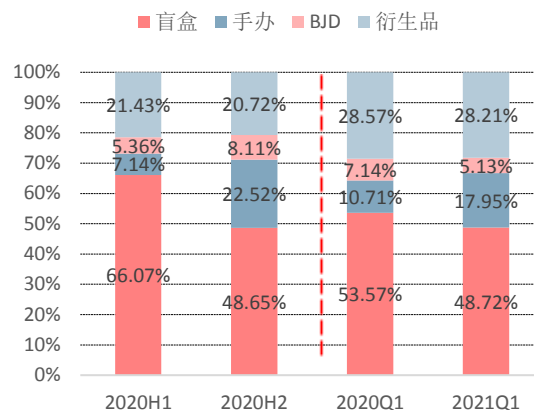
1) 所有品类产品推新速度都在加快：根据我们的统计，2020 上半年公司共计推出 56 个产品，下半年为 111 个，推新速度加快。其中，盲盒上下半年分别推新 37/54 个，手办上下半年分别推新 4/25 个，BJD 上下半年分别推新 3/9 个，衍生品上下半年分别推新 12/23 个，各类型的产品都在加快推新速度。2021Q1，盲盒/手办/衍生品新品数量分别增长 27%/133%/38%，推新速度加快的趋势在 2021 年仍延续。

2) 新品结构愈加丰富，盲盒占比下降。盲盒是公司最主要的产品，2020 年上半年公司盲盒收入占比为 90.19%，手办/BJD/衍生品收入占比为 9.81%。从平均价格来看，盲盒的平均价格更低（平均 50 元左右），购买频次更高，手办&BJD 的平均价格更高（250-350 元），购买频次相对较低。

在 2020 年下半年，公司发售的新品中盲盒占比下降约 17pct 至 49%，高单价的 BJD/手办的发售比例提升明显；2021Q1，盲盒的占比下降约 5pct 至 48%，同时 BJD/手办的发售比例提升。

图表49： 2020 年及 2021Q1 产品推出数量（个）


资料来源：泡泡玛特微信公众号，中信建投

图表50： 2020 年及 2021Q1 产品推出数量（个）


资料来源：泡泡玛特微信公众号，中信建投

三、投资建议

泡泡玛特 2020 年收入与业绩增长亮眼，通过快速而稳定的渠道扩张、精细化的 IP 与会员运营，公司的潮玩平台优势逐渐凸显，能在高速发展的潮玩行业空间中占据龙头的竞争优势。我们预计公司 2021-2022 年收入为 41.81 亿、72.94 亿，增速分别为 66.37%、74.45%，净利润分别为 10.56 亿、17.83 亿，增速分别为 101.5%、68.8%，最新市值对应公司 2021-2022 年净利润的市盈率分别为 66x/39x。考虑到公司的高成长性以及行业内的领先地位及优势，当前予以持续推荐。

风险提示：行业竞争加剧带来的风险；知识产权保护风险；政府监管风险

分析师介绍

杨艾莉：传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015 年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019 年 4 月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获 2019 年 wind 资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020 年 wind 资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020 年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk