

文化传媒

泡泡玛特龙头上市，盲盒究竟价值几何？

作者：

分析师 文浩 SAC执业证书编号：S1110516050002

分析师 冯翠婷 SAC执业证书编号：S1110517090001



行业评级：强于大市（维持）
上次评级：强于大市

- 1 行业分析：潮玩行业市场规模扩张迅速，盲盒玩法强化消费体验
 - 1.1中国泛娱乐市场具有明显增长潜力
 - 1.2潮流玩具市场规模扩张迅速,市场集中度较低
 - 1.3潮玩IP授权及改编拓展变现机会，相关市场规模有望持续增长
 - 1.4 潮玩以年轻一代为主要受众，盲盒紧抓消费者心理
 - 1.5 潮流玩具行业产业链
- 2 泡泡玛特公司介绍：IP为核心，中国最大且增长最快的潮流玩具公司
 - 2.1发展历程：从渠道商到潮玩全产业链平台的成长之路
 - 2.2融资历史回溯
 - 2.3股权结构及管理团队：顶级投资机构持股，高管团队年轻化
 - 2.4公司业务：覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台
 - 2.5IPO募资
- 3 泡泡玛特财务分析：积极拓宽销售渠道，多款IP助力增长
 - 3.1营业收入、净利润均大幅增长，线下门店带动销量
 - 3.2营业成本相对稳定，设计及授权费上升
 - 3.3毛利率和净利率大幅增长，费用率波动下降
 - 3.4经营性现金流量符合运营情况，应收账款和存货水平健康
 - 3.5员工总数大幅扩张，平均薪酬逐年增加
 - 3.6公司近三成收入用于商品制造，雇员福利开支排名第二
- 4 泡泡玛特核心竞争力：“优质IP资源+强渠道能力”积淀品牌文化属性，品牌溢价有望持续走高
 - 4.1 IP为帆，盲盒为船，泡泡玛特成为艺术家的商业化平台
 - 4.2 线下门店输出品牌文化属性，全渠道优势提升品牌知名度
- 5 投资建议及风险提示

核心观点

整体泛娱乐市场发展迅速，潮流玩具市场规模增长较快，盲盒特性精准狙击消费者心理。2015-2019年，中国潮流玩具市场规模复合年增长率为34.6%，IP授权及改编进一步拓展潮流玩具变现机会。15-40岁人群是潮流玩具行业的主要受众，盲盒凭借独特的产品形式，提升消费惊喜感和粉丝收藏欲，精准瞄向Z世代消费者心理。

盲盒龙头泡泡玛特上市，公司定位从传统渠道商到潮流玩具全产业链综合运营平台，IP打造及运营能力成为核心竞争优势。泡泡玛特成立于2010年，公司早期为传统的创意产品渠道商，2015年开启向IP孵化运营商的转型，经过多年发展，公司围绕艺术家挖掘、IP孵化运营、消费者触达以及潮玩文化推广与培育四个领域，逐渐成长为覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台。2020年6月1日，公司于港交所递交招股说明书，拟赴港上市。IPO发行后，公司控股股东为王宁及其全资拥有GWF Holding，实际控制人为王宁。

不同销售渠道拓宽销路，多种IP助力共同营收高增长，毛利率逐年增长。2019年公司实现营收16.83亿元，同比增长226.8%，其中零售店渠道营收占比最高，达43.9%，线上渠道营收增长最快，同比增长424.05%。自有IP收入和独家IP收入占比72.6%。受益于自主开发产品比重增加，公司2019年毛利率继续增长到64.8%。根据公司开支明细表，2019年公司售出100元的产品平均有29元为商品成本，9.2元为支付给员工的薪酬，4.2元用于广告及营销开支，3.3元用于公司租赁门店等，2.9元支付给艺术家和IP授权商，2.3元为产品运输费用，1.7元支付给了入驻的电商平台，1.1元支付给机器人商店合作伙伴，其余还有11.5元用于核数师酬金等其他用途。在扣除合资企业盈利和所得税开支后，近似等于26.8元，与利用净利率计算结果相符。

优质IP资源是核心竞争力，线上推广及线下门店扩张加强产品流通价值及文化收藏价值，品牌附加值有望持续提升。泡泡玛特注重打造自有及独家IP，不断挖掘优秀艺术家牢牢把握行业上游稀缺资源，其爆款自有IP“Molly”、独家IP“PUCKY”在2019年分别占总营收比例的27.1%及18.7%。渠道方面，公司坚持开设线下自营门店输出品牌文化价值，线上渠道天猫、葩趣APP等提升交易便捷性，二手交易功能强化潮玩收藏价值，提升整体流通性。公司把握IP核心，深入挖掘潮流玩具价值，未来扩张及授权空间无限，建议积极关注。其他相关个股提示：奥飞娱乐、金运激光、晨光文具等。

风险提示：产品设计风险；IP授权风险；市场竞争风险；海外扩张风险

1 行业分析

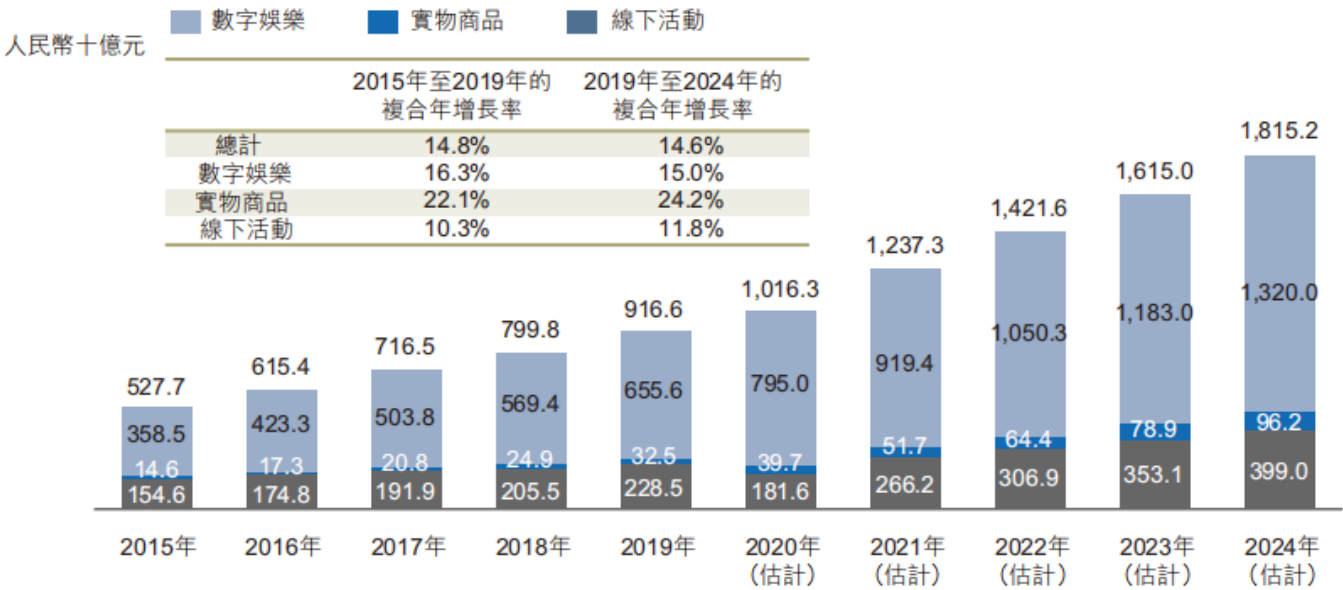
潮玩行业市场规模扩张迅速，盲盒玩法强化消费体验

1.1 中国泛娱乐市场具有明显增长潜力

中国泛娱乐市场目前包括三个部分：数字娱乐、实物商品（包括潮流玩具）和线下活动。根据咨询公司弗若斯特沙利文（Frost & Sullivan）的研究报告，中国泛娱乐行业规模自2015年5277亿元增长至2019年的9166亿元，复合年增长率为14.8%。同时，随着居民可支配收入增长、消费欲望上升，以及优质潮流内容增加和泛娱乐产品及服务需求增长的驱动下中国泛娱乐行业市场规模预计在未来五年保持14.6%的复合增长率，于2024年进一步增长至18152亿元。

潮流文化所背书的实物商品是潮玩爱好者表达对相关内容喜爱的一种方式。根据弗若斯特沙利文报告，实物商品领域在中国泛娱乐行业中增长最快，实物商品的规模由2015年的146亿元增长到2019年的325亿元，复合年增长率为22.1%，并且预计到2024年实物商品市场规模的复合年增长率将会达到24.2%，达到962亿元。

2015-2024年（估计）中国泛娱乐行业的市场规模（按零售价值计）



注：

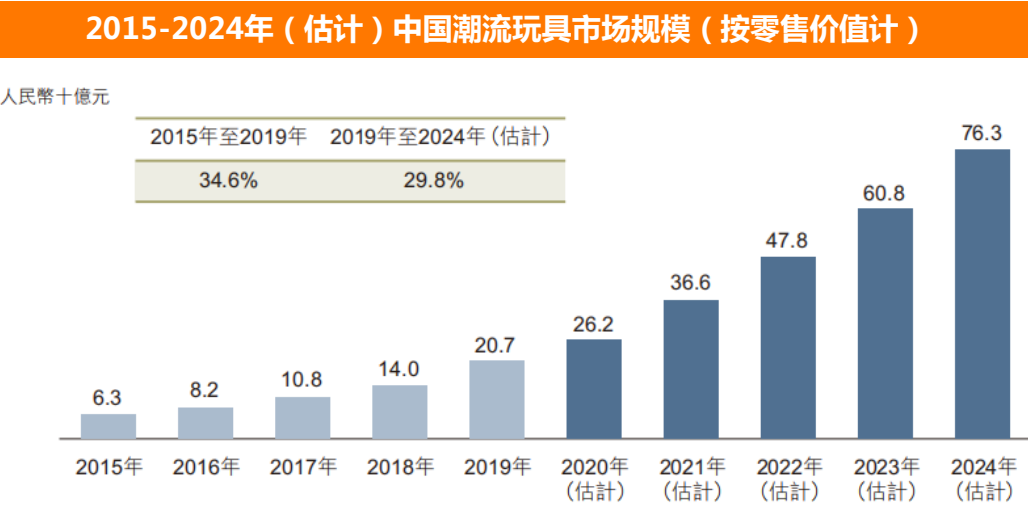
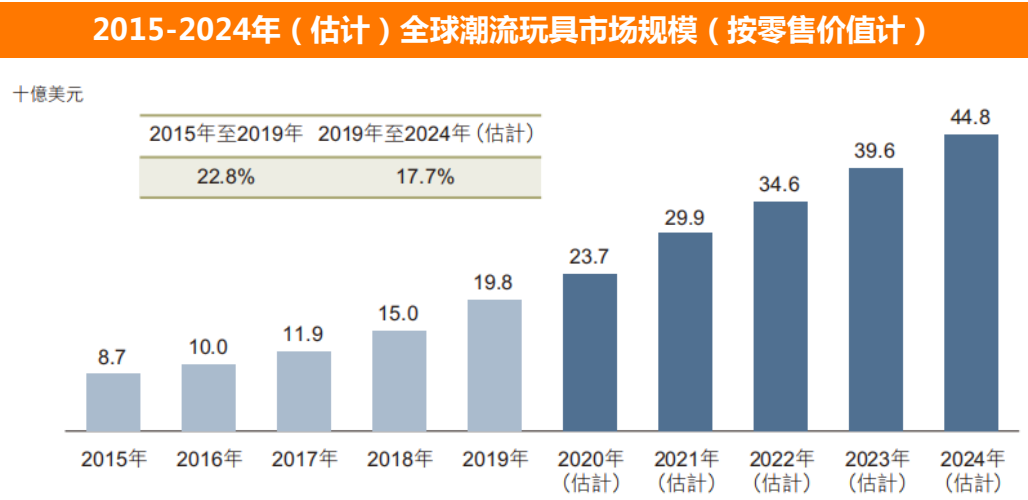
- 1、数字娱乐主要包括数字游戏、在线电影、在线动漫及直播等。
- 2、实物商品主要包括潮流玩具及休闲书籍。
- 3、线下活动主要包括电影、网咖及主题公园。

资料来源：Frost & Sullivan，公司招股说明书，天风证券研究所

1.2 潮流玩具市场规模扩张迅速

潮流玩具指巧妙融合了潮流文化及内容的玩具，通常会与粉丝建立强烈情感联系。潮流玩具IP可由优秀艺术家打造，也可由电影、动漫、游戏或其他内容来源授权而得。艺术家可以通过其设计的潮流玩具作品表达感情和态度，并向粉丝转达。相比传统玩具，潮流玩具以独特设计及美感为特征，内容多数情况来源于授权的潮流内容，因此更适合展示及收藏。潮流玩具品类众多，常见的有盲盒和手办等。

- **全球潮流玩具市场规模：**在潮流文化迅速发展的驱动下，全球潮流玩具市场规模自2015年的87亿美元增长到2019年的198亿美元，复合年增长率为22.8%；2024年全球潮流玩具市场规模将达到448亿美元，复合年增长率为17.7%。
- **中国潮流玩具市场规模：**中国潮流玩具市场过去几年快速增长。整体市场规模由2015年的63亿元增加道2019年的207亿元，复合年增长率为34.6%。受潮流玩具在国内受欢迎程度不断增加，潮流玩具零售的市场规模预期将在未来5年获得29.8%的复合年增长率，并于2024年达到763亿元。



资料来源：Frost & Sullivan，公司招股说明书，天风证券研究所

中国潮流玩具零售市场的主要增长驱动力

根据弗若斯特沙利文报告，中国潮流玩具零售市场的主要增长驱动力包括：

- **专注且日益壮大的粉丝群。**潮流玩具中注入了消费者耳熟能详的潮流文化内容，同时拥有着时尚设计及审美价值，可用于展示、收藏或交换。潮流玩具往往会给潮玩爱好者带来愉悦感及陪伴感，令他们感到慰藉及舒适，通过购买富含个人审美色彩的潮流玩具也可以表达其与众不同的生活方式及社会地位。随着忠实粉丝群体的不断扩大，中国的潮流玩具零售也在快速增长。
- **从小众市场到主流市场。**过去，由于潮流文化接受度和关注度有限及潮玩产品的价格相对较高，潮流玩具市场具有小众市场特征。近年来，在鼓励多元化及个性的背景下，中国消费者对各式各样以往属于小众的潮流文化抱持更加开放及热情的态度。同时，社交媒体的发展推动了潮流文化的普及，Z世代为代表的群体越来越多关注潮玩内容及加入相关线上社群，展现亲和力。此外，“盲盒”等产品设计及业界在开拓的经销网络使潮流玩具对粉丝而言更加合宜、实惠并提升了购买的便捷度，从而进一步带领潮流玩具市场跻身主流市场。
- **卖座IP的持续发布。**随着中国泛娱乐市场的发展，已经发布及宣传的卖座IP数量不断增加，继而导致对基于此类卖座IP开发的潮流玩具的更高需求。高质量内容及IP亦为跨界合作创作机会，以吸引更多粉丝。
- **日益增长的可支配收入及消费力。**中国居民可支配收入及生活标准在过去十年间持续上升，在日积月累的影响下，已导致中国整体消费模式发生了较大变化。中国的消费者正追求更精致的生活方式及愈加注重货品质量及其所带来的情感满足，从而增加了潮流玩具的购买量。

资料来源：Frost & Sullivan，公司招股说明书，天风证券研究所

中国潮流玩具市场集中度较低，泡泡玛特为市场龙头

根据Frost & Sullivan， 2019年按零售价值计，五大市场参与者于中国潮流玩具零售市场所占的市场份额分别为8.5%、7.7%、3.3%、1.7%及1.6%，除泡泡玛特以外的公司为专注于IP发掘及授权的主要跨国玩具制造公司，而泡泡玛特在其中零售，价值和复合年增长率均为最高，市场份额为8.5%。2019年，公司天猫旗舰店产生的收益为人民币2.52亿元，在天猫所有模玩旗舰店中排名第一。泡泡玛特也是唯一拥有覆盖产业链（包括IP运营、OEM生产、消费者接触及潮流玩具文化推广）的整合平台的厂商。

中国潮流玩具市场参与者：

- IP小站：成立于2016年，定位为IP及衍生品推广平台，上市公司金运激光参股5%投资“玩偶一号”（旗下拥有IP小站）。已与孩之宝、迪士尼、北京乐自天成、北京影舟子、广州潮汛动漫、梦之城等三十多家中外 IP 供应商达成合作，引进 IP 衍生品达 800多种，已推出王者荣耀、星际争霸、阿狸、汪汪队、超级飞侠等热门盲盒。
- 52TOYS：成立于 2015 年，是一个汇聚二次元衍生品及玩家的互联网社交平台，专注于 IP 衍生品的开发和销售。针对 B 端企业，提供衍生品的整体解决方案；针对C端，主动获取知名版权方授权或自行设计开发产品，已拥有包括变形金刚、异形、樱桃小丸子、蜡笔小新等在内的国内外 20+IP 授权。

中国2019年潮流玩具公司的竞争格局（按零售价值计）

排名	人民币百萬元	複合年增長率 (2017年至2019年)
1	泡泡瑪特 1,757	226.3%
2	公司A 1,602	47.6%
3	公司B 675	33.1%
4	公司C 359	13.4%
5	公司D 338	-12.6%

资料来源：Frost & Sullivan，公司招股说明书，天风证券研究所

中国潮流玩具零售市场的入行门槛包括：

- 顶级的潮流内容资源：定期推出别致产品需要把握高质量潮流内容的能力
- 强大的IP发掘及运营能力：既能产出杰出的艺术家和高质量的潮流内容，又要即使了解和预测消费者的喜好并以商业化方式运营IP
- 具有优秀营运能力的全渠道网络：覆盖日益分散的消费渠道，并确保供应链管理，同时在各个渠道提供一致的购物体验
- 受认可的品牌：声誉良好的品牌形象对于吸引消费者及业务伙伴至关重要

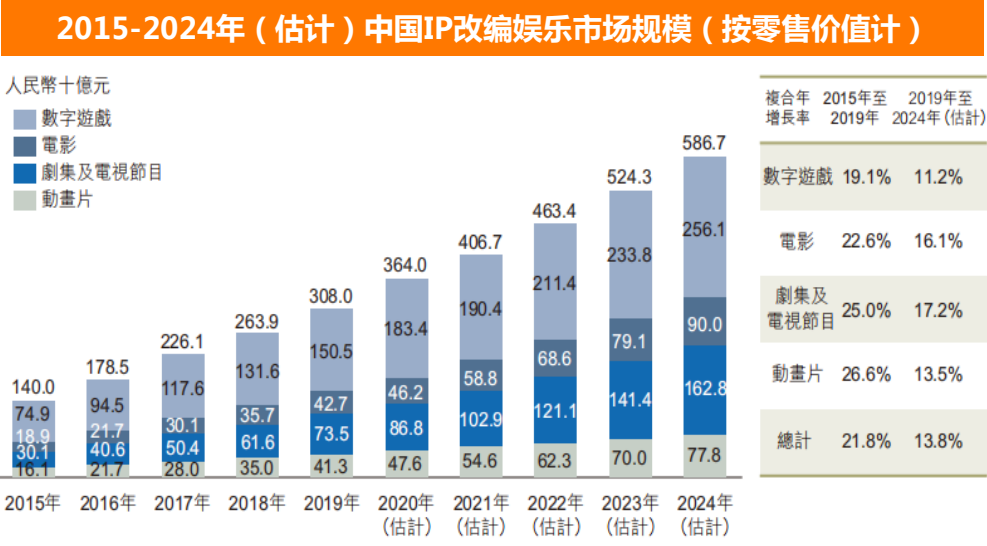
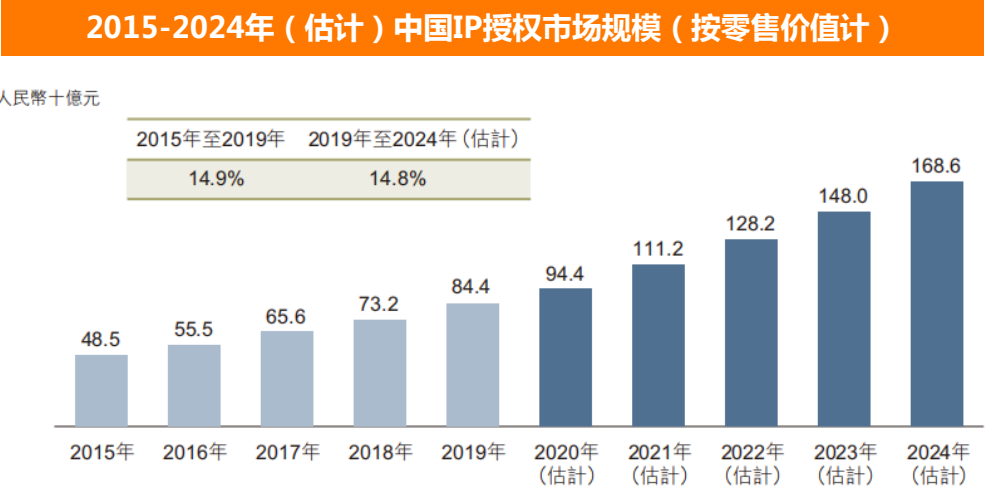
1.3 潮玩IP授权及改编拓展变现机会，相关市场规模有望持续增长

授权及改编IP为潮流玩具提供新的变现机会。潮流玩具零售为潮流玩具IP的主要变现方式，但是随着部分热门潮流玩具IP获得成功，潮流玩具公司可以利用IP授权及改编，如授权商品（玩具除外）、广告、视频游戏、电影、漫画书等，获得新的变现机会，扩展潮流玩具IP价值。

IP授权主要包括商品授权及空间授权两类。商品授权是指IP拥有者在特定时期内允许被授权人利用IP开发及销售品牌产品；空间授权指使用IP及相关概念进行旨在提供沉浸式体验的主题活动或空间装饰（如展会、展览、主题店及主题公园）以及销售IP相关产品。

IP授权行业在中国拥有明显的增长机会。受持续增长的需求推动，2019年IP授权行业在中国市场规模为844亿元，自2015年起的复合增长率为14.9%；中国的IP授权行业的市场规模预计在2024年前达到1686亿元，自2019年起复合年增长率为14.8%。

潮流玩具营运商可能授权其他公司在数字游戏、电影、剧集及电视节目及动画片中改编其IP以进行商业应用。中国IP改编娱乐市场从2015-2019年的复合年增长率为21.8%，市场规模从2015年的1400亿元上升到2019年的3080亿元，并在2024年有望达到5867亿元，在未来五年以13.8%的复合年增长率增长。

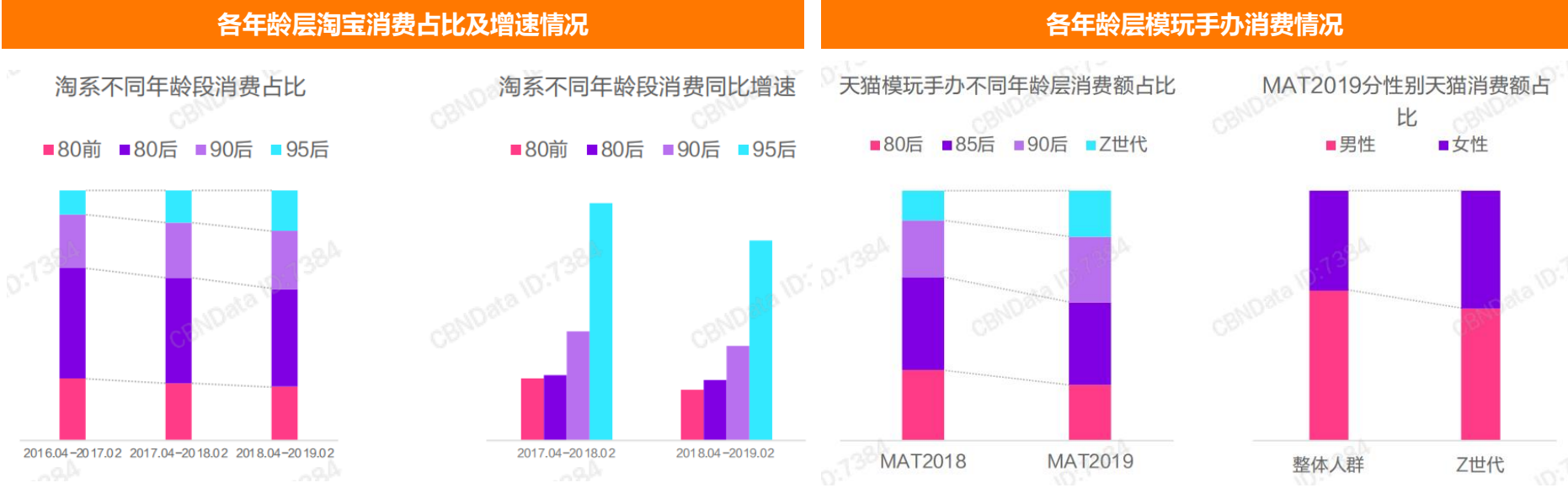


资料来源：Frost & Sullivan，公司招股说明书，天风证券研究所

1.4 潮玩以年轻一代为主要受众，盲盒紧抓消费者心理

受过良好文化教育的年轻一代是潮流玩具行业的主要受众。根据咨询公司弗若斯特沙利文（Frost & Sullivan）的报告，超过95%的潮流玩具消费者年龄在15至40岁之间，其中63%持有学士或以上学位。同时根据该报告，许多潮流玩具消费者已从偶然的买家演变为潮玩粉丝，对潮流玩具表现出很高的忠诚度，且能够接受较高的零售价。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五次，27.6%的潮流玩具客户愿意为其喜爱的潮流玩具支付高于人民币500元。同时，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。

从线上消费情况来看，Z世代消费能力在不断提升，其对于潮流玩具也在展现越来越强烈的偏好。天猫2019年8月发布的《95后玩家剁手力榜单》显示，95后最“烧钱”的爱好中，潮玩手办排名第一，天猫上潮玩手办销量的同比增长达到近190%。Z世代人群是伴随着ACG文化成长起来的一代，潮流玩具很好的满足了他们对于自我表达及个性展现出强烈的渴望，并推动Z世代群体将其消费能力转换至自身情感满足。



资料来源：CBNData，淘宝，天猫青年实验室，天风证券研究所

1.4 潮玩以年轻一代为主要受众，盲盒紧抓消费者心理

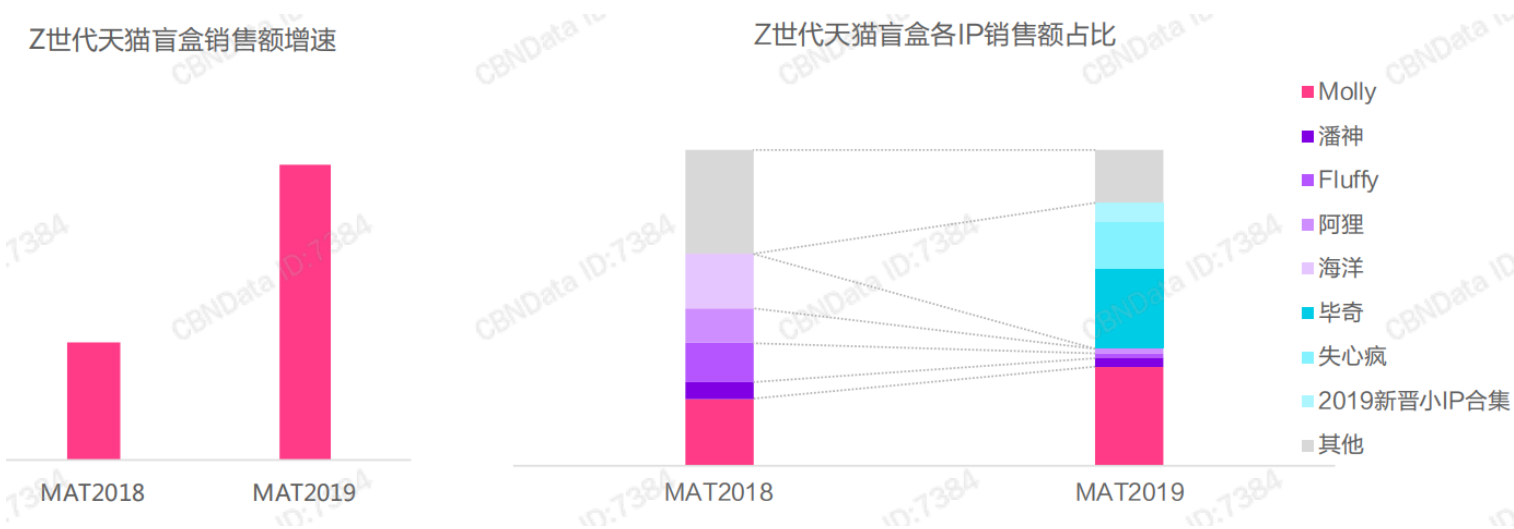
盲盒凭借独特的产品形式，精准瞄向Z世代消费者心理。盲盒即为在购买前无法得知具体产品款式的玩具盒子，潮流玩具以盲盒为载体，使其成为最受欢迎的潮流玩具产品类型之一。盲盒中商品的不确定性带来的惊喜感，成套性激发的收藏欲，以及普遍不高的单价（49-99元），使其能够精准狙击Z世代人群，也大大提升了产品的复购率。

盲盒强化购物体验，增强娱乐性。盲盒销售的模式增加了购物的不确定性，使得购物过程更具娱乐化，类似抽奖的刺激感提升了消费过程的乐趣。

隐藏款带来惊喜营销。泡泡玛特推出的盲盒中，常使用“固定款+隐藏款”的模式，这一设定增强了盲盒带来的惊喜感，同时提升了复购率。隐藏款出现的概率不尽相同，如一套 MOLLY 系列盲盒通常有 12 个常规造型，这些造型会印在包装盒上，但隐藏款则没有介绍图，抽中的概率约为 1/144。

盲盒爱好者组建社群，热衷分享展示。潮流玩具粉丝展现了Z世代群体的一大特点，即热衷于通过社交媒体分享情感及喜好，同时抽中盲盒限量款、隐藏款的粉丝属于较少数，他们往往愿意在微博、B站、葩趣APP等社交媒体上分享，这在另一方面也帮助了潮流玩具文化得到进一步传播。

Z世代天猫盲盒销售情况



资料来源：CBNData，天猫青年实验室，天风证券研究所

1.5 潮流玩具行业产业链

目前，潮流玩具产业链主要潮玩产业链主要可以分为 IP 培育、产品设计、生产制造、销售、潮玩社区及文化推广几大环节。

上游：主要包括成熟的IP提供商、富有创造力的艺术家，完成潮流玩具初始的IP培育及创作。优质的IP资源是潮流玩具能否火爆的重要因素，目前潮流玩具行业的IP主要有两种类型：一类是知名影视、动漫、游戏等有故事背景的重量IP，主要来自于成熟的IP提供商，另一类是潮玩设计师设计的没有故事背景的轻量IP。重量IP一般由潮流玩具公司获得非独家授权，进行IP运营；轻量IP则一般通过公司自行挖掘有潜力的潮玩设计师、签约知名设计师自主设计或获得独家授权的方式获得。

中游：以潮流玩具公司为主，负责IP运营，包括产品设计、生产、宣传等。目前行业内的主要潮玩公司有泡泡玛特、IP小站、52TOYS等，以泡泡玛特为例，其在运营IP的过程中，内部设计团队会与艺术家紧密合作，从商业及技术角度出发，打磨其角色设计，并适用于盲盒、手办、BJD等各种产品类型，内部工业设计团队就最终商业化设计的颜色、三维设计及模型进行加工后才大量生产并于市场发布。

下游：触达消费者，覆盖线上线下的销售渠道，展会及各类潮玩社区。潮流玩具线下销售渠道既有零售门店、无人售货机等传统形式，也会通过举办潮流玩具展会等方式扩大影响促进营销；线上主要通过淘宝、天猫等电商平台进行销售，大型潮流玩具公司搭建自有渠道通过专门App构建社区平台，泡泡玛特有葩趣APP（包含最新潮流文化信息、线上商城、二手交易、改娃等功能），IP小站也有APP，帮助线上宣传及销售增长。



2 泡泡玛特公司介绍

IP为核心，中国最大且增长最快的潮流玩具公司

2.1 发展历程：从渠道商到潮玩全产业链平台的成长之路

泡泡玛特成立于2010年，经过近十年的发展，围绕艺术家挖掘、IP孵化运营、消费者触达以及潮玩文化推广与培育四个领域，泡泡玛特逐渐成为覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台，成长为目前中国最大且增长最快的潮流玩具公司，2019年公司实现营收16.83亿元，同比增长227.2%。2020年6月1日，公司于港交所递交招股说明书，拟赴港上市。

- **2010-2014年：阵痛，创意产品渠道商的探索。**泡泡玛特创始人兼董事长王宁在最初创立公司时，对标香港公司“LOG-ON”的销售模式，定位“潮流生活小百货”，售卖家居、文具、箱包、饰品、玩具等生活创意产品。但由于公司代理的品牌缺乏竞争壁垒，同时很多品牌商品在线上渠道以更低的价格售卖，挤压了公司作为渠道商的利润，泡泡玛特开始思考如何从渠道商升级为IP运营方。
- **2015-2016年：转型，中国潮玩文化的开拓者。**2015年公司注意到Sonny Angel系列潮流玩具产品复购率极高，贡献了公司年销售额的30%。自此公司开始尝试推出自营潮流玩具，2016年4月取得Molly的IP授权并引入盲盒玩法、6月上线潮流玩具社区“葩趣”APP，开启向IP孵化运营商的转型。
- **2017-2020年：发展，强大的IP库与销售网。**2017年开始，公司不断向潮玩上游产业链衍生，通过自有IP创作以及和艺术家、IP提供商合作，陆续挖掘大量IP资源。同时，公司也在高效拓展线上线下销售渠道，举办大型国际潮流玩具展，完善销售网络。

泡泡玛特发展历程



资料来源：公司招股说明书、公司官网、天风证券研究所

2.2 融资历史回溯

截至泡泡玛特递交招股说明书前，公司共经历了9轮融资：

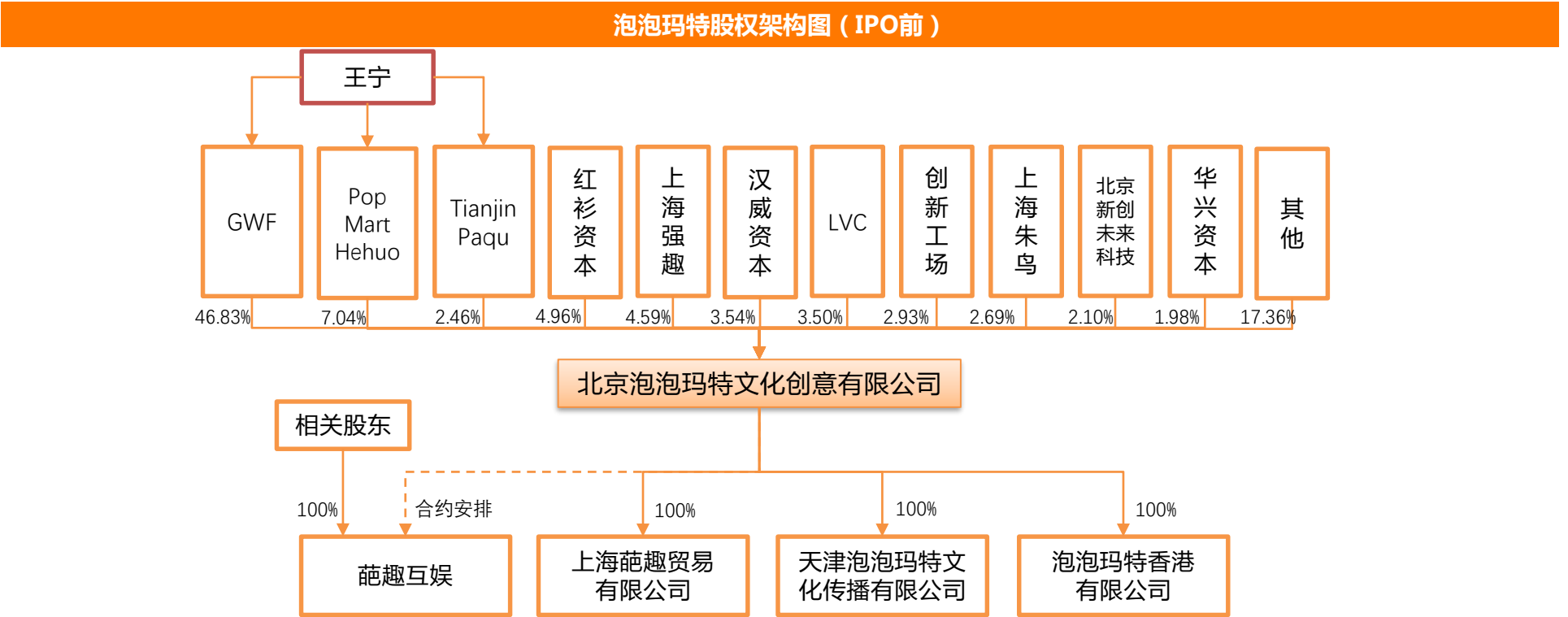
泡泡玛特融资历史回溯

序号	时间	融资轮次	融资金额	投资方
1	2020年4月	F轮	超1亿美元	华兴资本，正心谷资本
2	2017年12月	新三板定增	4000万人民币	宁波华强睿哲投资合伙企业（有限合伙）
3	2017年1月	新三板	-	-
4	2015年7月	C轮	未披露	凤博投资，金慧丰投资，启赋资本
5	2015年7月	B轮	3600万人民币	启赋资本，金鹰商贸集团，金慧丰投资
6	2014年8月	Pre-B轮	数百万人民币	北京启赋创业投资中心（有限合伙）
7	2014年7月	A+轮	数千万人民币	启赋资本，墨池山创投
8	2014年5月	A轮	1990万人民币	金鹰商贸集团
9	2013年5月	天使轮	600万人民币	墨池山创投

资料来源：启信宝、天风证券研究所

2.3 股权结构及管理团队：顶级投资机构持股，高管团队年轻化

根据招股说明书，在本次发行前，公司董事长王宁透过GWF Holding、Pop Mart Hehuo Holding Limited、Tianjin Paqu Holding Limited三家公司共计持有公司股份56.33%，为公司实际控制人；Sequoia Capital China（红杉资本中国基金）持股4.96%，为公司第一大机构股东，其他知名机构股东主要有汉威资本、LVC、创新工场、上海强趣、上海朱鸟、北京新创未来科技、华兴资本等。招股书披露IPO完成后，王宁仍为公司实控人，王宁及其全资拥有GWF Holding仍为公司的控股股东。



注：1、上海强趣企业管理中心（有限合伙）的普通合伙人为独立第三方宁波华强睿明投资合伙企业（有限合伙）。
2、上海朱鸟企业管理合伙企业（有限合伙）的普通合伙人为苏州蜂巧礼智创业投资合伙企业（有限合伙）。苏州蜂巧礼智创业投资合伙企业（有限合伙）的普通合伙人为上海蜂巧投资管理有限公司，后者由泡泡玛特的非执行董事屠铮拥有83%。
3、北京新创未来科技股份有限公司由独立第三方麦刚先生（北京泡泡玛特前董事，任职至2018年11月）拥有35.87%股权及其他22家实体和个人拥有64.13%股权。
4、于2019年12月18日，北京泡泡玛特与（其中包括）葩趣互娱及相关股东订立构成合约安排的多项协议，据此，北京泡泡玛特将对葩趣互娱的经营实施有效控制，并享有其基本上所有经济利益，而葩趣互娱持有集团经营业务所需的若干牌照及许可证。
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.3 股权结构及管理团队：顶级投资机构持股，高管团队年轻化

泡泡玛特高管情况			
姓名	年龄	职位	主要经历
王宁	33岁	执行董事、董事会主席及行政总裁	北京大学MBA，负责整体战略规划及管理，担任泡泡玛特主要子公司的董事，包括北京泡泡玛特、葩趣互娱、Pop Mart(Hong Kong) Holding Limited及天津泡泡玛特文化传播有限公司，为执行董事杨涛的配偶。
杨镜冰	41岁	首席财务官	北京大学MBA，负责财务管理。2017年8月加入公司，2010年3月-2017年8月先后担任北京金隅大成开发有限公司（现称北京金隅房地产开发集团有限公司）财务及资本部经理、总经理助理及首席财务官。
司德	31岁	执行董事及首席营运官	北京大学MBA，负责整体运营及监察在线业务部及人力资源部，2015年3月入职公司品牌运营主任，于2016年7月晋升为副总裁。
杨涛	33岁	执行董事及副总裁	香港浸会大学传播学硕士，负责监察产品部，董事长王宁的配偶。
刘冉	32岁	执行董事及副总裁	郑州大学西亚斯国际学院（现为郑州西亚斯学院）旅游管理专业学士，负责监察线下业务部，2011年加入公司。
文德一	41岁	副总裁	北京大学MBA，负责监察海外业务部。2018年8月加入公司，2013年7月-2018年7月先后担任CJ CheilJedang Corporation业务发展部全球业务规划专员、全球业务规划高级专员及全球业务规划襄理。

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

泡泡玛特主要子公司情况		
子公司名称	主要业务活动	成立及开业日期
北京泡泡玛特（公司实际经营主体）	设计及销售潮流玩具	2010年10月20日
葩趣互娱	互联网技术服务	2016年3月8日
天津泡泡玛特文化传播有限公司	销售潮流玩具	2016年11月29日
泡泡玛特香港有限公司	海外营运及销售潮流玩具	2017年1月27日
上海葩趣贸易有限公司	销售潮流玩具	2017年9月21日

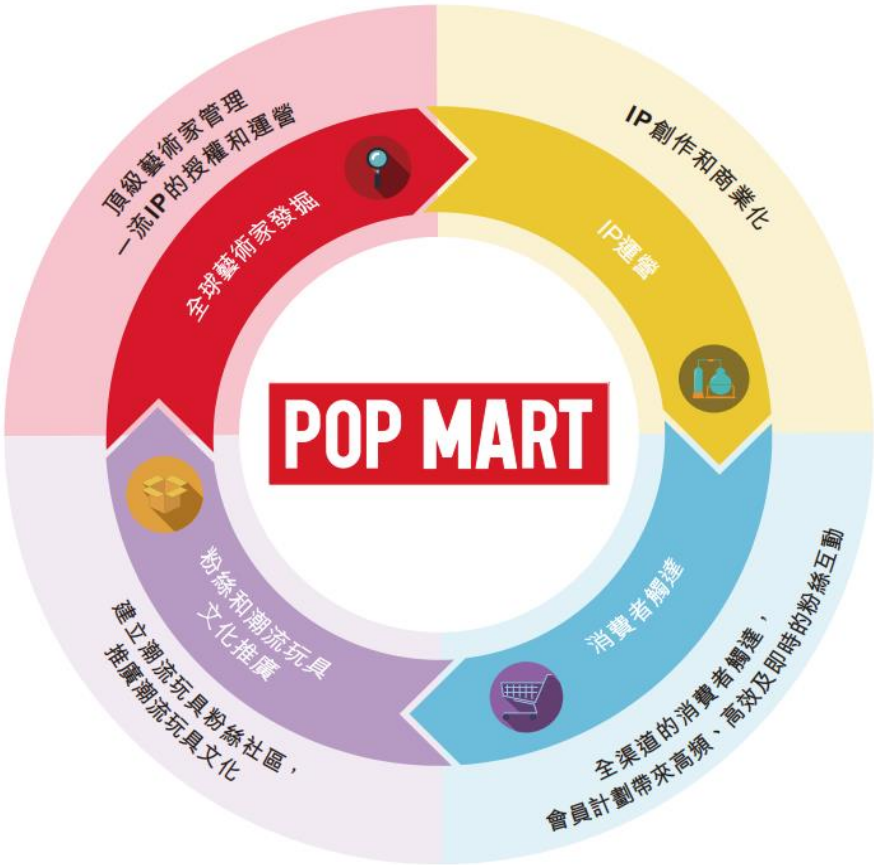
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.4 公司业务：覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台

目前，泡泡玛特已形成了一个平台化的生态闭环：

- **全球艺术家发掘：**公司通过邀请艺术家参与公司举办的潮流玩具展、组织设计比赛以及与顶级艺术学院合作开设讲座及课程，发掘具有商业前景的全球艺术家。
- **IP创作及运营：**内部创意和工业设计团队与艺术家紧密合作，共同开发潮流玩具产品；同时，和全球IP提供商建立授权关系，如迪斯尼及环球影画。
- **消费者触达：**公司已建立全面的销售及经销网络，包括零售店、机器人商店、线上渠道、潮流玩具展会、批发渠道（主要包括经销商）以及短期主题快闪店。
- **粉丝和潮流玩具文化推广：**公司致力于通过举办潮流玩具展会、建立潮玩在线社群葩趣、制定会员计划等方式推广潮流玩具文化，扩大粉丝群体并提升粉丝黏性。

泡泡玛特业务全产业链一体化平台



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.4.1 IP创作与运营

泡泡玛特已经形成从IP创作到IP运营的良好循环：

第一步：IP创作。由合作艺术家、成熟的IP提供商及内部设计团队完成，并由此形成公司的IP库，目前公司共运营85个IP，包括自有IP、独家IP、非独家IP；

泡泡玛特IP创作	
IP创作者	具体介绍
艺术家	公司和超过350名艺术家保持紧密联系，并通过授权或合作安排与其中25名艺术家开展合作，以保证长期获得优质IP。公司与艺术家签订知识产权转让协议或独家授权协议，针对热门IP公司会考虑进行收购。
成熟的IP提供商	公司与迪士尼、环球影画等知名全球IP提供商建立授权关系，并选择适合潮流玩具的IP与IP提供商签订非独家授权协议。截至目前，公司已与IP提供商签订了11份协议。
内部设计团队	公司内部创意设计团队由91位有丰富经验的设计师组成，内部设计团队同时参与自有IP创作，目前团队已创作9个自有IP。

泡泡玛特IP库			
IP类型	数量	主要来源	具体介绍
自有IP	12	合作艺术家，内部设计团队	自有IP主要有收购的代表性IP，如Molly及Dimoo（公司已收购Molly在全球的知识产权所有权），及内部设计团队开发的IP，如Yuki及BOBO&COCO。
独家IP	22	合作艺术家	独家IP由合作艺术家创作，如PUCKY、the Monsters及SATYRRORY。公司与艺术家签订授权协议，合作艺术家一般为公司提供在中国及（视情况而定）其他指定地区开发及销售基于其IP的潮流玩具产品的独家权利。
非独家IP	51	成熟的IP提供商	非独家IP由迪斯尼及环球影画等知名IP提供商提供，包括广受欢迎的卡通人物，如米老鼠、Despicable Me及Hello Kitty。公司通常和IP提供商签订非独家授权协议，有关IP提供商授予公司在中国及（视情况而定）其他指定地区开发及销售基于其IP的潮流玩具产品的非独家权利。

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.4.1 IP创作与运营

泡泡玛特自有IP（12个）

PROPRIETARY IPS



MOLLY



DIMOO



BOBO&COCO



YUKI



PUCKY



THE MONSTERS



SATYR RORY

泡泡玛特独家IP（22个）

MAJOR EXCLUSIVE LICENSED IPS

泡泡玛特非独家IP（51个）

MAJOR NON-EXCLUSIVE LICENSED IPS



MICKEY MOUSE



DESPICABLE ME



HELLO KITTY

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.4.1 IP创作与运营

第二步：IP运营。公司基于已有IP资源进行**产品设计及创作**，并形成包括盲盒、手办、BJD、衍生品在内的**四种产品类型**，实现相关IP的商业价值；

- **针对自有IP及独家IP：**首先自艺术家收取二维草图，并基于对粉丝喜好及市场趋势的洞察，对草图提供反馈与建议；其后，内部设计团队与艺术家紧密合作，从商业及技术角度出发，打磨其角色设计；最后，内部工业设计团队就最终商业化设计的颜色、三维设计及模型进行加工后才大量生产及于市场发布。
- **针对非独家IP：**公司创意设计团队及工业设计团队将泡泡玛特独特的设计风格融入IP，以设计出能与粉丝产生共鸣的产品。
- 通过**自有IP授权、独家IP再授权**，拓宽变现渠道。

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

泡泡玛特产品设计及开发			
类型	价格	具体介绍	
盲盒	49-99元/个	公司基于IP开发多个系列的盲盒产品。各IP产品系列的数量各不相同，根据需求及受欢迎程度通常每年推出1~7个不等。各盲盒产品系列具有独特的主题，通常包含十二种不同的设计，包括一款特殊设计的“隐藏款”。同一系列中所有设计的盲盒包装相同，拆盒前粉丝无法知道玩具的具体设计，也因此盲盒娱乐性强、复购率高。	
手办	199-1499元/个	公司就热门IP开发及销售手办。手办相比盲盒尺寸更大，设计更精致及有艺术风格，采用更高级的材料，通常面向高端消费者。	
BJD	399-1299元/个	BJD是采用球窝关节链接，以可活动的肢体为特点的人偶。大多数BJD由可轻松拆卸的服装、假发、眼睛及四肢组成，允许收藏者订制。	
衍生品	29-199元/个	公司开发各种具有潮流IP及功能的潮流玩具衍生品，如吊牌、别针及蓬松吊坠。	

泡泡玛特产品形象			
SELF-DEVELOPED POP TOY PRODUCTS			
BLIND BOX	ACTION FIGURES	BJD	ACCESSORIES
SIZE	4.5-9.5 CM	OVER 10 CM	10-20 CM
PRICE	RMB49 – RMB99	RMB199– RMB1499	RMB399 – RMB799
			RMB6– RMB139

2.4.2 销售及经销渠道

公司在中国建立了广泛的销售渠道网络，截至2019年12月31日，包括：(i)114家零售店；(ii)825家机器人商店；(iii)在线渠道，包括天猫旗舰店、泡泡抽盒机、葩趣及其他中国主流电商；(iv)每年举办的北京国际潮玩展及上海国际潮玩展；(v)批发渠道，包括经销商及批量采购的公司客户。其中机器人商店、泡泡抽盒机均主要用于销售盲盒产品。

- **直营零售店主要布局全国一、二线城市。**目前公司共有114家零售店，分布在全国的33个城市，其中北京（31家）、上海（17家）、四川（8家）、山东（8家）、辽宁（7家）、广东（6家）等地分布较为密集。
- **机器人商店以购物中心为主要投放地，业绩反馈为零售店拓展提供数据洞察。**公司通过广泛铺设机器人商店覆盖零售店未涵盖区域，并以购物中心等人流较高的位置为主要投放地点。绝大部分机器人商店由公司运营，其中有81家机器人商店聘请选定的机器人商店合作伙伴，其负责存货、位置租赁及维护工作，公司计划未来不再聘请新的机器人商店合作伙伴。

泡泡玛特零售店



泡泡玛特机器人商店



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.4.2 销售及经销渠道

➤ 线上渠道多样，提升消费便捷度。公司2019年线上渠道营收有明显增长，线上抽盲盒能够模拟线下抽盒体验，同时没有地域要求，因此愈发受到消费者青睐。线上抽盲盒的流程如下：消费者每次购买时选中盲盒后，有三次“摇盒”机会，摇晃手机后系统会对盒中玩偶款式进行排除性提示，模拟线下抽盒体验。线上抽盲盒整个选择系列→付款→抽取盲盒→获得实物的流程并未改变，消费者也依然可以体验到刺激感和购买乐趣。

泡泡玛特天猫旗舰店



TMALL FLAGSHIP STORE

泡泡抽盒机（微信小程序）

WECHAT MINI PROGRAM



STEP 1:

CHOOSE YOUR FAVORITE POP MART SERIES, E.G. DIMOO

STEP 2:

WAIT FOR YOUR TURN TO SELECT A BLINDBOX

STEP 3:

AFTER CHOOSING A BLIND-BOX, USER CAN DECIDE EITHER TO BUY IT OR SWAP IT FOR ANOTHER ONE

STEP 4:

AFTER COMPLETING THE PURCHASE WITH WECHAT PAY, USER CAN OPEN THE BOX ONLINE. THE BLIND BOX WILL BE DELIVERED IN 2-7 DAYS



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.4.3 粉丝和潮流玩具文化推广

泡泡玛特的粉丝群体主要由15至35岁具高消费能力，且热衷分享与展示的人们组成。为提升粉丝社群黏性及挖掘培养新兴艺术家，同时进一步帮助潮流玩具文化从小众走到公众视野，扩大该行业潜在市场规模，公司致力于潮流玩具文化的推广。

- 制定多渠道会员计划，粉丝可以通过在线渠道及线下渠道免费注册为会员，截至目前公司有320万名注册会员，2019年注册会员的整体重复购买率达58%。
- 在线上，推出“葩趣APP”，二手交易功能增强潮玩流通性，强化IP价值。粉丝可在“葩趣”取得潮流玩具文化资讯和最新消息、买卖潮流玩具（涵盖线上商城和二手交易功能）及与志趣相投的粉丝社交互动。此外，粉丝亦可通过微信公众号了解产品发布、活动及各种潮流玩具信息。
- 在线下，举办国际潮流玩具展会。公司自2017年9月举办了首届中国北京国际潮玩展后，每年举办北京国际潮玩展和上海国际潮玩展。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个潮流玩具品牌参展，参观人次超过100,000。截至2019年，除潮流玩具社群和展会，公司在各地合共举办了44场展览和艺术家签名会。



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.5 IPO募资用途

据公司招股书披露信息，公司拟利用募集资金就包括IP资源、销售网络等方面的核心优势进一步投资建设，以提升泡泡玛特品牌知名度及加深公司护城河。各项业务投资总额目前尚未披露。

- **扩展公司销售网络及海外市场。**公司计划加强全渠道销售优势，包括开设新零售店、机器人商店及其他消费者触达渠道；针对海外市场，公司计划进一步扩展业务至亚洲、欧洲及北美市场。
- **战略投资及收购。**公司将对行业价值链的公司进行投资、收购及与该等公司建立战略联盟拨资。截至目前，公司尚未物色任何潜在收购目标。投资技术计划以提升业务的数字化程度。公司计划进一步加强大数据及人工智能实力，实现精准营销以改善营销效率；优化自营APP及小程序，提升用户体验；计划继续部署及优化各种信息技术系统，以提高经营效率。
- **扩大公司IP库。**在海内外举办及参加更多潮流玩具展和活动，挖掘更多潜在优秀艺术家；招募有才华的设计师加入公司内部设计团队，以增强内部IP发掘实力及增加自有IP数目。
- **用作营运资金及一般公司用途。**

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

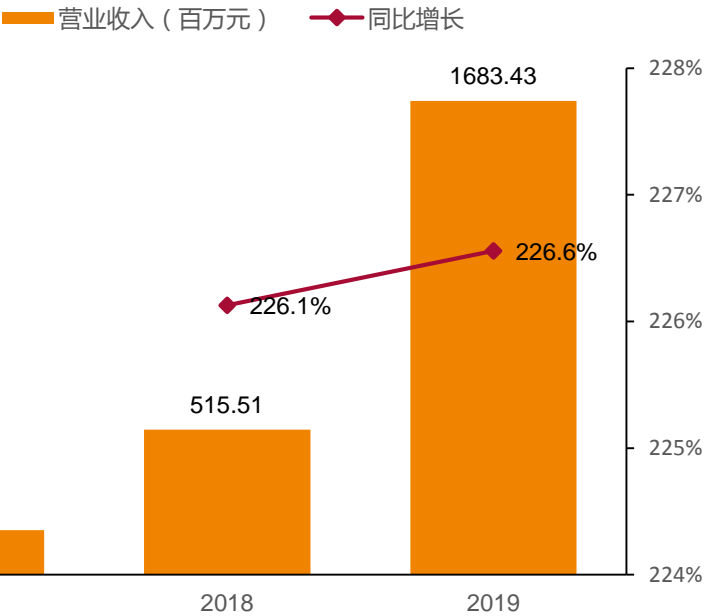
3 泡泡玛特财务分析

积极拓宽销售渠道，多款IP助力增长

3.1 营业收入、净利润均大幅增长，线下门店带动销量

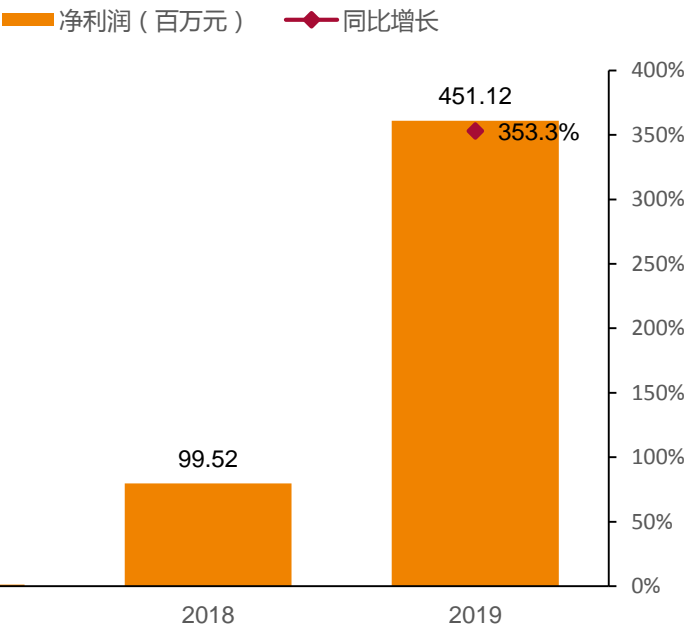
泡泡玛特近三年来凭借涵盖潮流玩具全产业链的一体化平台，营业收入和净利润保持持续增长能力。公司2017-2019年营业收入每年保持在200%以上的快速增长，从2017年不到2亿增长到2018年5.15亿和2019年16.83亿；公司净利润同步保持大幅增长，2017-2019年净利润分别为157万元、0.99亿元和4.51亿元，增长率分别为6248.9%和353.3%。公司业绩的大幅增长主要来源于公司线下门店和机器人店数量增加以及较高的同店收益增长率。根据弗若斯特沙利文报告，分别以2019年的收益及2017年至2019年的收益增长计，泡泡玛特是中国最大且增长最快的潮流玩具公司。公司作为中国潮流玩具文化的开拓者及主要推广者，已经成为全中国最具受欢迎的潮流玩具品牌。

泡泡玛特2017-2019年营业收入



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

泡泡玛特2017-2019年净利润



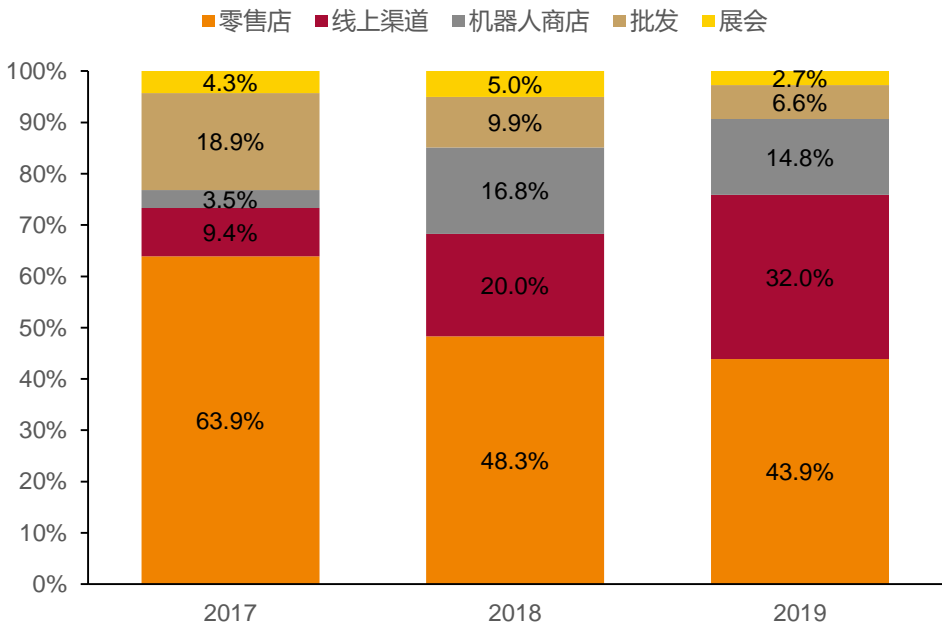
注：2018年净利润同比增长6238.9%

多种销售渠道并行，线上渠道和机器人商店成为亮点

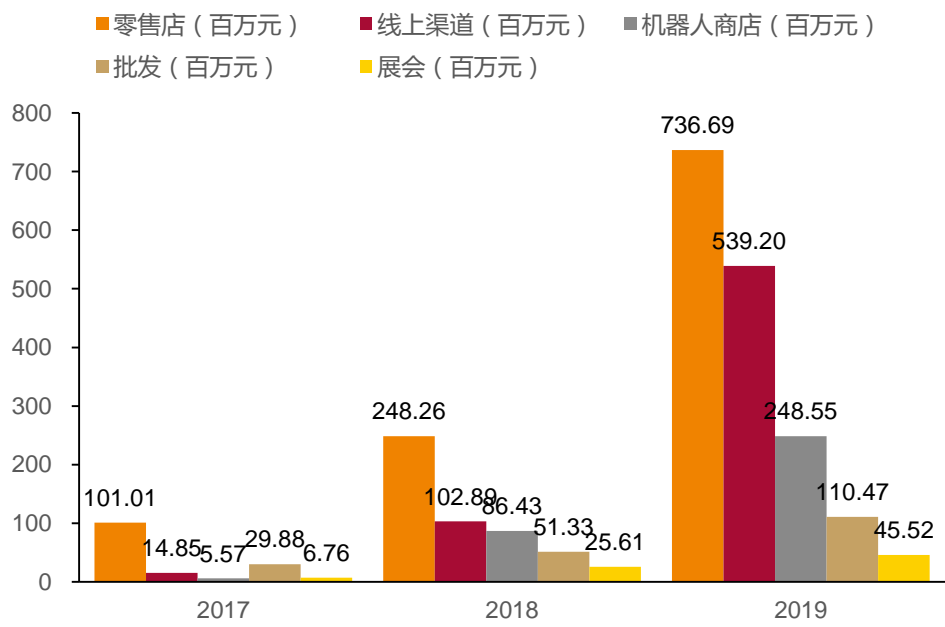
零售店为公司最主要的销售渠道，但近三年公司从线上渠道和机器人商店获得的收入逐步增加。零售店收入2019年贡献了总收入的43.9%；线上渠道收入则从2017年总收入的9.4%上升到2019年的32.0%；机器人商店收入从2017年总收入的3.5%增长到2019年的14.8%。线上渠道2019年收入5.39亿元，近两年复合增长率602.58%，机器人商店2019年收入2.49亿元，近三年复合增长率668.00%。

公司零售店收入增加主要由于门店网络和单店销售提升，包括天猫、葩趣等平台的线上渠道收入增加主要由于用户数增加和公司在线上营销做出的努力，且公司于2018年开通微信小程序“泡泡抽盒机”带动线上渠道销售，无人收银机器人商店收入增加主要由于公司可以提供交互式的有趣购物体验。

泡泡玛特2017-2019年分渠道收入占比



泡泡玛特2017-2019年分渠道收入



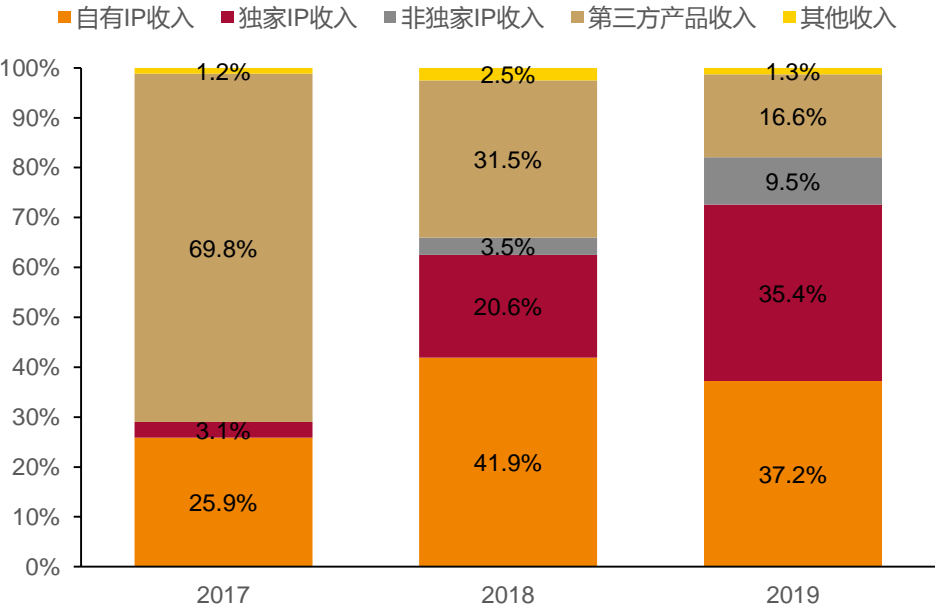
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所 注：零售店包括来自短期限时快闪店的销售

自有IP和独家IP助力业绩快速增长

公司近三年业务结构出现明显变化。与2017年相比，2018年和2019年公司的自有IP业务和独家IP业务得到快速增长，收入的绝对值和在营业收入中的占比均稳步提升。从收入结构上分析，公司2019年自有IP收入、独家IP收入、非独家IP收入、第三方产品收入和其他收入占比分别为37.2%， 35.4%， 9.5%， 16.6%， 1.3%。与之相对的是2019年相比2017年第三方产品收入占比下降了53.2pct。 2017年-2019年，公司自有IP收入5.87亿元，独家IP收入增长5.92亿元。

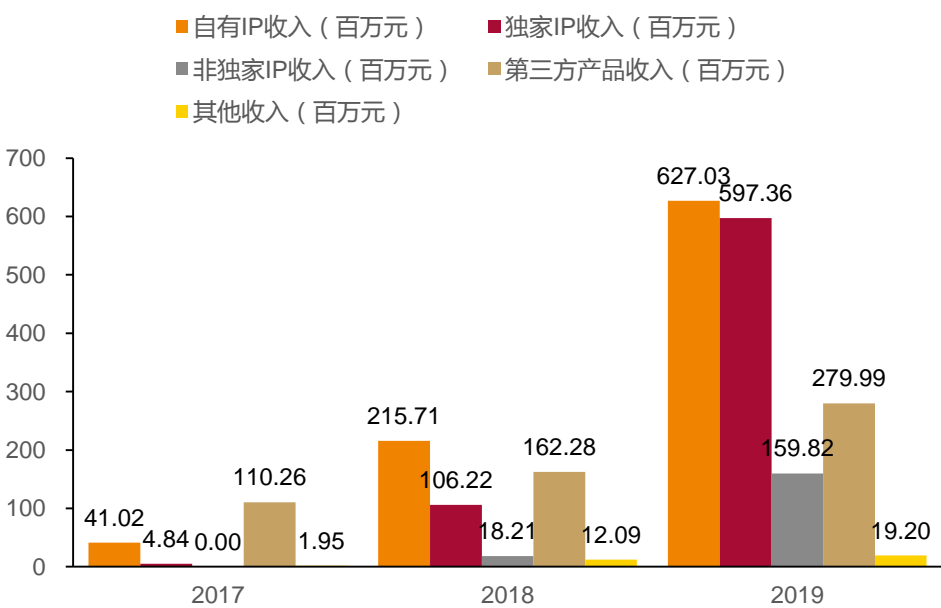
公司出现这样的变化主要得益于IP受欢迎程度提升、产品组合扩大和销售及经销网络扩张，同时公司的自主开发产品收益占总收益比例的不不断提升也 与公司专注自主开发产品而精简第三方产品的业务策略相符。

泡泡玛特2017-2019年收入结构



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

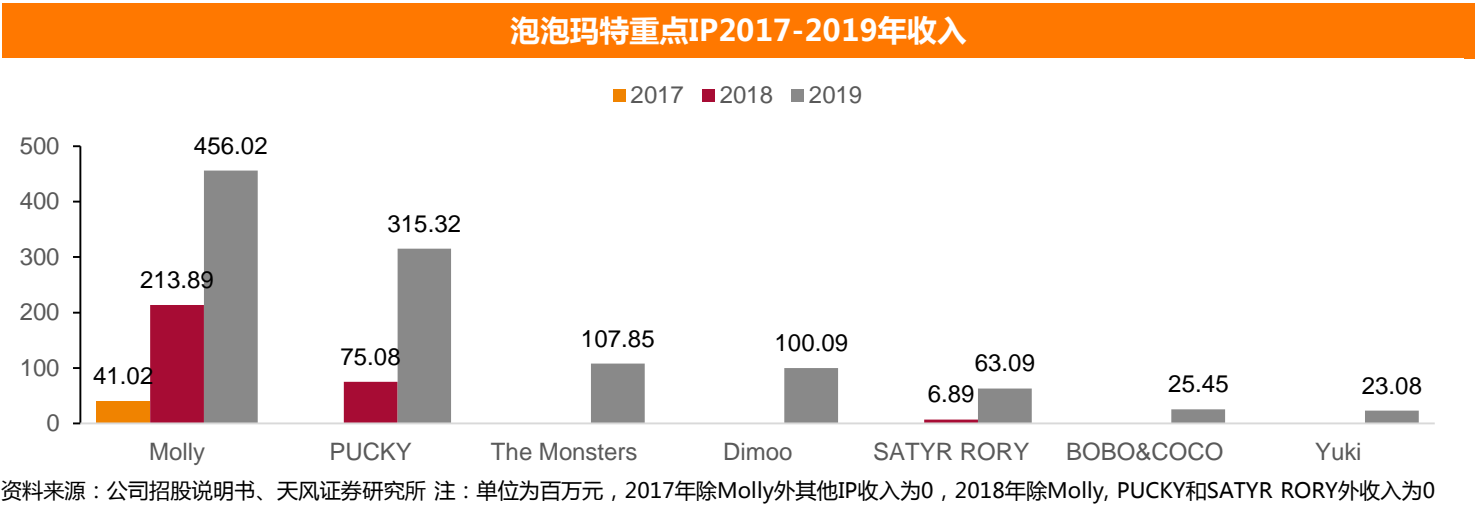
泡泡玛特2017-2019年各业务收入额



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

产品IP多元化，Molly/PUCKY等IP产品收入过亿

公司包含自有IP、独家IP和非独家IP的自主开发产品收入2019年占总营业收入的82.1%，创下新高。其中，自有IP包括Molly，Dimoo，Yuki，独家IP包括PUCKY，SATYR RORY，The Monsters。公司着力打造多个爆款IP，其中共有4款2019年收入过亿元，相比2018年只有1款IP收入过亿元提升显著。



泡泡玛特重点IP情况简介

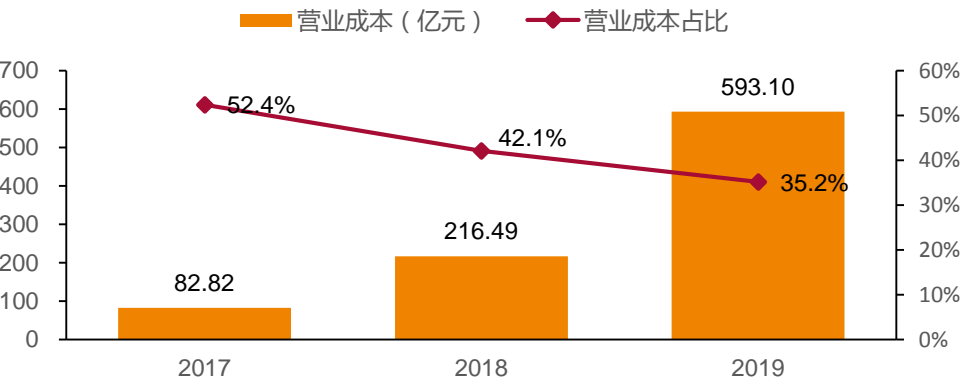
	Molly	PUCKY	The Monsters	Dimoo	BOBO&COCO	SATYR RORY	Yuki
单品售价	29元-69元	29-59元	29-59元	29-59元	29-119元	29-59元	59元
在售总SKU	132	117	52	78	78	65	11
产品形象							
IP类别	自有	独家	独家	自有	自有	独家	独家

资料来源：公司招股说明书、天猫、葩趣、天风证券研究所 注：在售总SKU定义为所有款式，比如一个系列有12个普通款和1个隐藏款则为13个SKU 单品售价不包括限量款

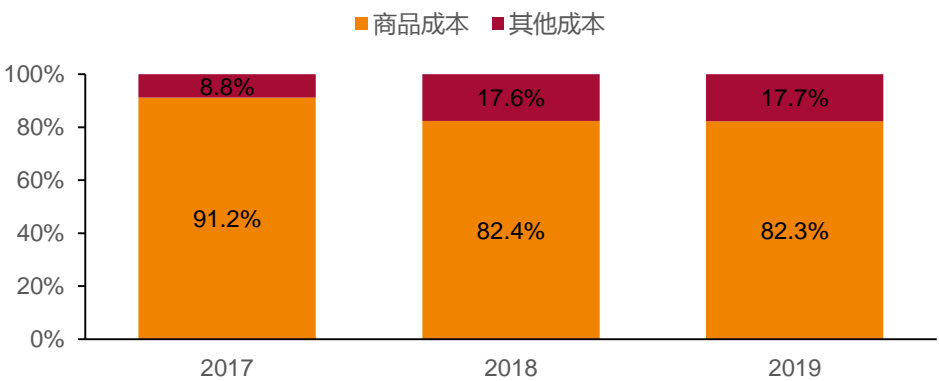
3.2 营业成本相对稳定，设计及授权费上升

公司营业成本主要来源于商品成本，商品成本在公司各年的营业成本中占比均超过80%。营业成本的增加反映出公司业务的增长，商品成本的增加主要原因是销售增加，而其他成本的增加主要原因是公司加大IP发掘力度带来的设计及授权费增加。2019年公司售出100元商品有35.2元为成本，其中的2.9元为公司支付给艺术家及IP供应商的设计及授权费。

泡泡玛特2017-2019年营业成本及占比



泡泡玛特2017-2019年营业成本构成

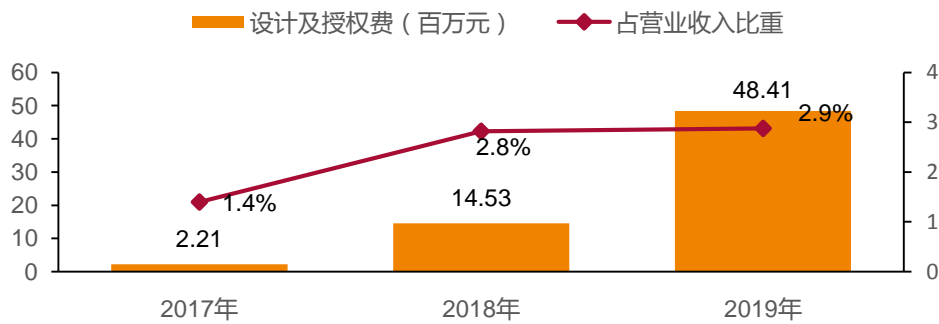


泡泡玛特营业成本细分

成本类型	具体成本构成
商品成本	支付给第三方制造商的商品成本
	第三方产品采购成本
其他成本	支付给艺术家及IP供应商的设计及授权费
	税金及附加
	折旧及摊销成本
	展会维修及装修开支等

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

泡泡玛特2017-2019年设计及授权费



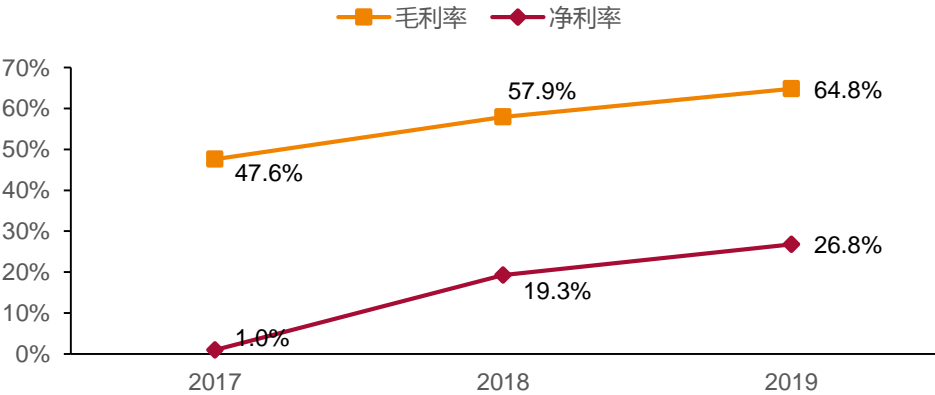
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.3毛利率和净利率大幅增长，费用率波动下降

2017-2019年，公司毛利率和净利率均出现了大幅增长。2019年毛利率同比增长6.9pct, 达到64.8%；净利率同比增长7.5pct，达到26.8%。公司毛利率的增长主要得益于拥有相对较高毛利率的自主开发产品在公司销售占比中不断增加。2017-2019年，公司三项费用率呈现波动下降的趋势。2019年三项费用率为31.4%，同比下降2.9pct。

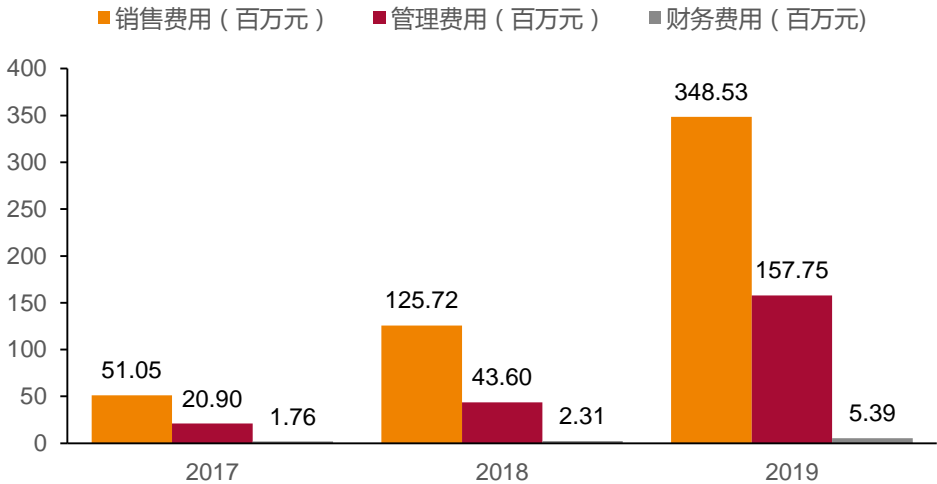
- **销售费用率：**2019年公司销售费用率为20.7%，同比下降3.7pct。公司近年来由于业务扩张在广告和营销开支、电商平台服务费及支付给机器人商店合作伙伴佣金上的费用不断增长，一定程度带动了销售费用增长。
- **管理费用率：**2019年公司管理费用率为9.4%，同比增长0.9pct。
- **财务费用率：**2019年公司财务费用率为0.3%，同比下降0.1pct。

泡泡玛特2017-2019年毛利率和净利率

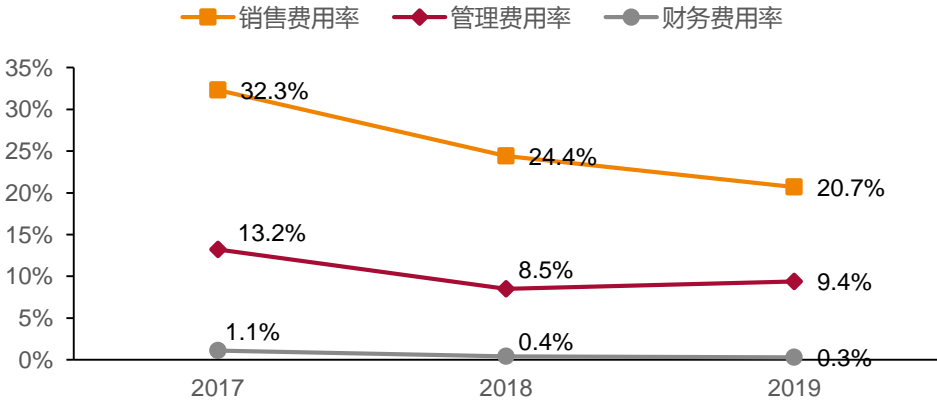


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

泡泡玛特2017-2019年期间费用



泡泡玛特2017-2019年费用率

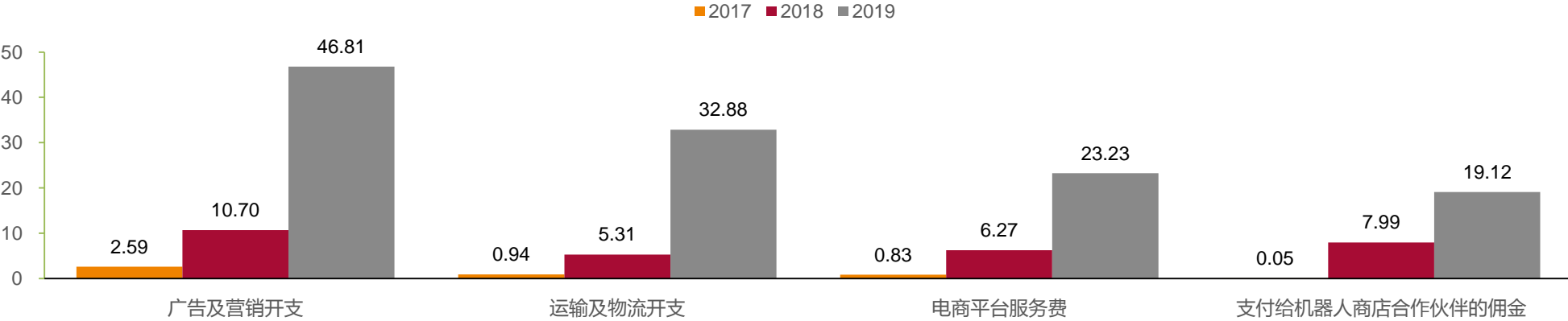


推广开支不断增长，线上抽盲盒热提升电商平台服务费

公司的销售费用可以分为8小项，管理费用可以分为4小项。公司近年来受业务扩张需要，广告及营销开支不断提升。同时，公司的线上销售渠道占比不断提升，公司也入驻了天猫、京东等多家电商，一定程度上带动电商平台服务费的提升。但是电商平台服务费占线上销售毛利的比重下降，可能由于规模效应导致。公司目前拥有825间机器人商店，其中81间引入了负责存货、位置租赁及维护工作的合作伙伴，公司每月将相关机器人商店总销售收益的35%支付给机器人商店合作伙伴。

泡泡玛特2017-2019年销售费用和管理费用明细		
费用类型	具体费用构成	
销售费用	雇员福利开支	折旧及摊销
	与短期或可变租赁有关的开支	广告及营销开支
	运营及物流开支	电商平台服务费
	支付给机器人商店合作伙伴的佣金	其他
管理费用	雇员福利开支	折旧及摊销
	待确定开支	其他

泡泡玛特2017-2019年不同种类销售费用



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所 注：单位为百万元

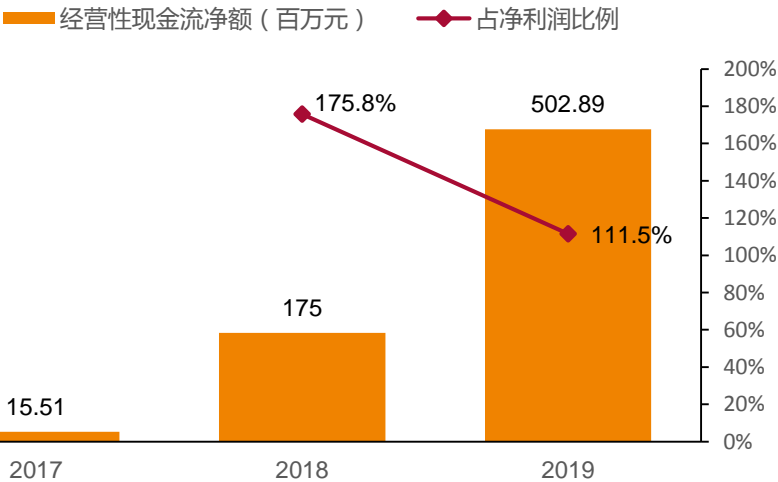
3.4 经营性现金流量符合运营情况，应收账款和存货水平健康

2017-2019年，公司经营性现金流净额保持稳定增长，符合其净利润增长情况。经营性现金流净额增长主要得益于公司的盈利能力提升，而经营性现金流量占公司净利润比例超过100%说明公司具有较好的收现能力。

公司近三年应收账款保持增长趋势，这主要由于第三方（包括商场、批发客户及电商平台）付款增长，与公司业务的大幅增长一致。但应收账款周转天数在逐年下降，证明公司应收账款状况良好。

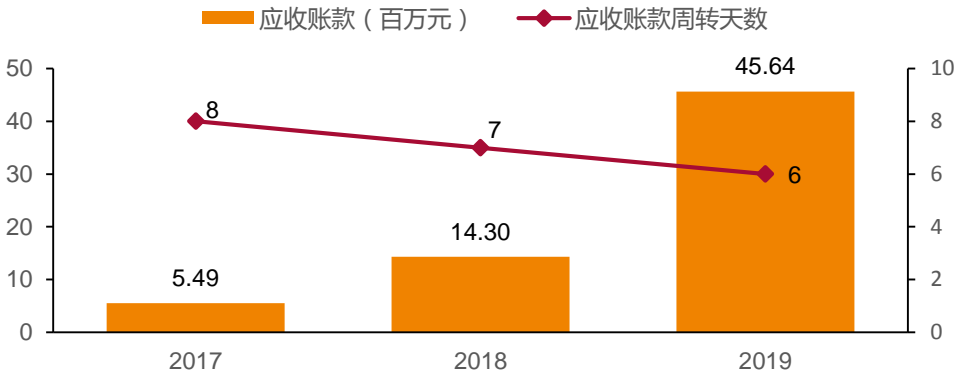
公司近三年存货保持增长趋势，主要由于公司增加了产品库存，以满足不断增长的产品需求，公司的存货周转天数保持稳定。公司2019年存货中54.3%已于2020年4月30日以前售出。

泡泡玛特2017-2019年经营性现金流量净额

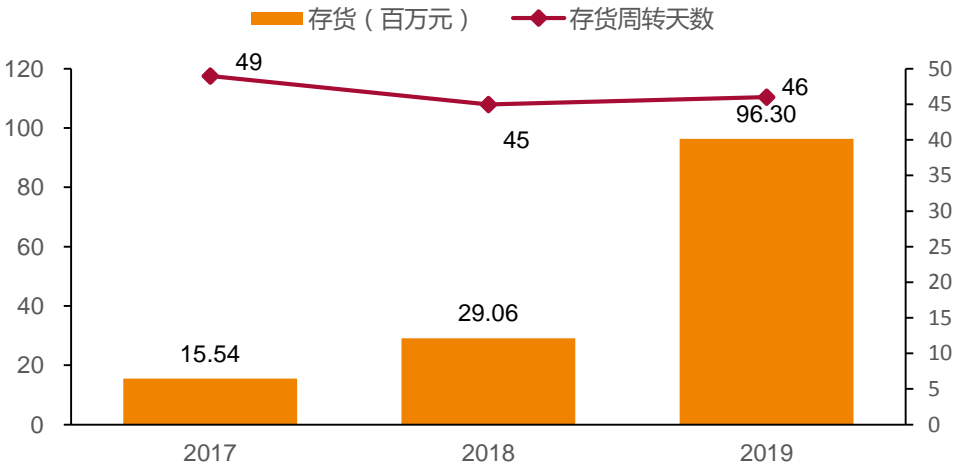


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所 注：2017年经营性现金流净额占净利润1019.1%

泡泡玛特2017-2019年应收账款

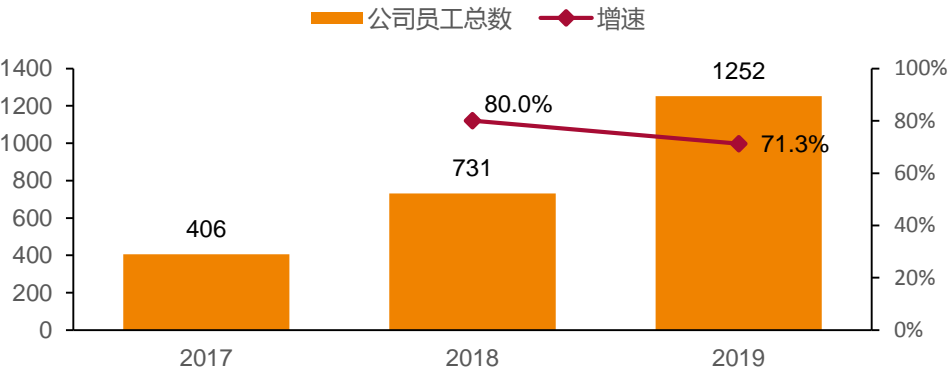


泡泡玛特2017-2019年存货

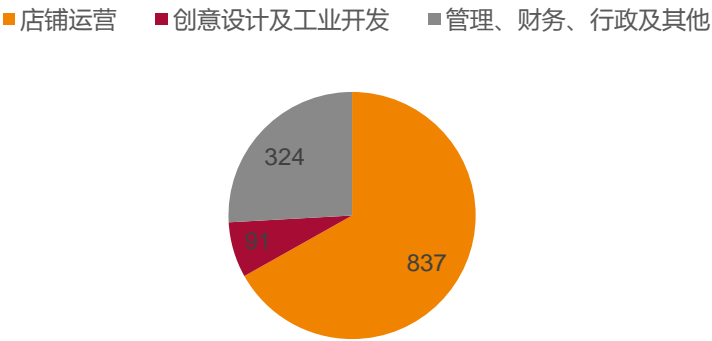


3.5 员工总数大幅扩张，平均薪酬逐年增加

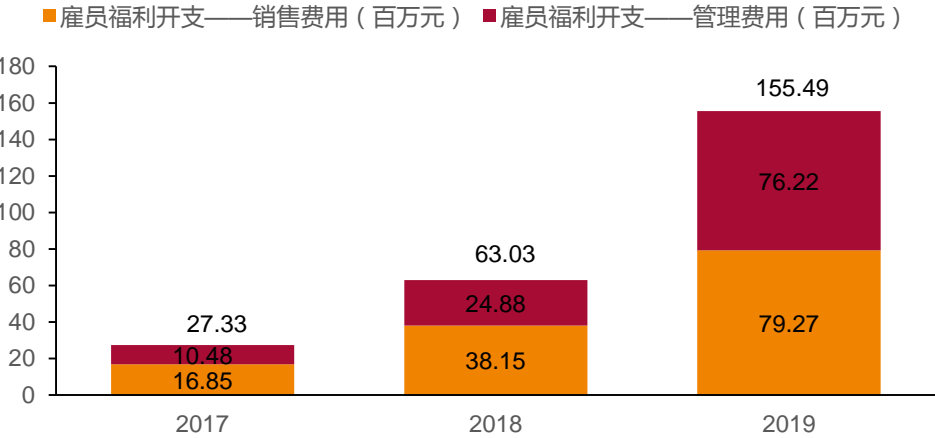
泡泡玛特2017-2019年员工总数



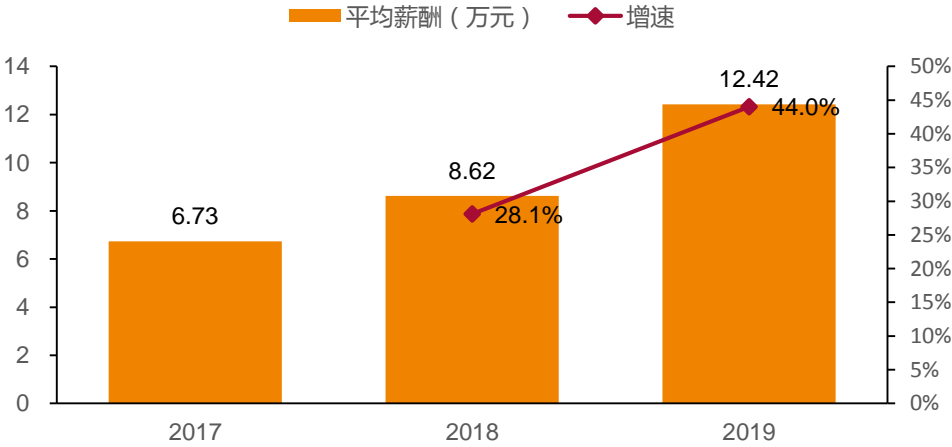
泡泡玛特2019年员工构成



泡泡玛特2017-2019年雇员福利开支



泡泡玛特2017-2019年平均薪酬



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.6 公司近三成收入用于商品制造，雇员福利开支排名第二

2019公司售出100元的产品平均有29元为商品成本，9.2元为支付给员工的薪酬，4.2元用于广告及营销开支，3.3元用于公司租赁办公场所和门店等设备，2.9元支付给艺术家和IP授权商，2.3元为产品运输费用，1.7元支付给了入驻的电商平台，1.1元支付给机器人商店合作伙伴，其余还有11.5元用于资产折旧、摊销、减值、核数师酬金等其他用途。

泡泡玛特2017-2019年总开支明细表及占营业收入比例

	2017		2018		2019	
	开支额（百万元）	占比	开支额（百万元）	占比	开支额（百万元）	占比
商品成本	75.57	47.8%	178.34	34.6%	488.04	29.0%
雇员福利开支	27.37	17.3%	63.11	12.2%	155.49	9.2%
使用权资产折旧	17.05	10.8%	29.36	5.7%	70.42	4.2%
广告及营销开支	2.92	1.8%	20.91	4.1%	70.55	4.2%
短期租赁及可变租赁有关开支	8.41	5.3%	19.89	3.9%	55.21	3.3%
设计及授权费	2.21	1.4%	14.53	2.8%	48.41	2.9%
运输及物流开支	0.98	0.6%	5.59	1.1%	39.33	2.3%
物业、厂房及设备折旧	5.68	3.6%	8.74	1.7%	29.58	1.8%
电商平台服务费	0.90	0.6%	6.40	1.2%	28.84	1.7%
支付机器人商店合伙人的佣金	0.01	0.0%	7.99	1.5%	19.12	1.1%
税项及附加费	1.66	1.1%	5.84	1.1%	16.40	1.0%
待确定开支	0.00	0.0%	0.00	0.0%	16.35	1.0%
无形资产摊销	0.78	0.5%	4.30	0.8%	8.80	0.5%
核数师酬金	0.05	0.0%	0.01	0.0%	0.00	0.0%
物业、厂房及设备以及无形资产减值	0.00	0.0%	0.00	0.0%	2.64	0.2%
存货减值	0.01	0.0%	0.02	0.0%	1.71	0.1%
其他	9.61	6.1%	20.57	4.0%	48.60	2.9%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

4 泡泡玛特核心竞争力

“优质IP资源+强渠道能力” 积淀品牌文化属性，
品牌溢价有望持续走高

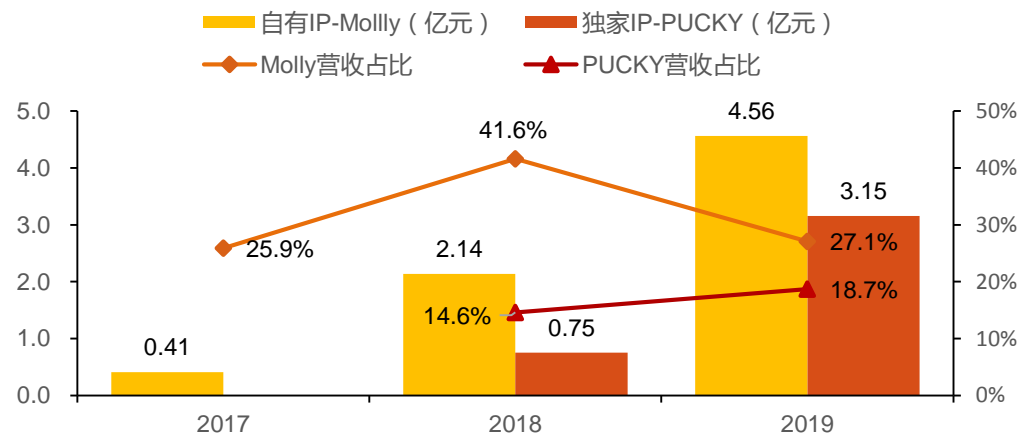
4.1 IP为核心要素，泡泡玛特成为艺术家的商业化平台

- 注重打造自有及独家IP，孵化泡泡玛特自身品牌附加值。2019年其与迪斯尼、环球影画等知名IP提供商合作的非独家IP带来的收入占比仅有9.5%，而其爆款自有IP “Molly” 、独家IP “PUCKY” 在2019年分别占总营收比例的27.1%及18.7%。通过培育自有及独家IP，泡泡玛特品牌知名度不断提升。
- 与IP小站走开放的合作模式、合作大量知名IP不同，泡泡玛特更注重艺术家合作。由小众艺术家所创造的轻量IP与漫威、迪士尼等本身存在宏大世界观的知名重量级IP不同，其给予了潮玩爱好者更多的留白和想象空间，降低了入手门槛。
- “泡泡玛特的迅速壮大，核心要素还是IP本身。我们的用户多数都是成年人，真正吸引他们的不只是拆盲盒所带来的惊喜感，更重要的还是盒子里面的东西。” ——泡泡玛特创始人兼CEO王宁

(左) 自有IP “Molly” (右) 独家IP “PUCKY”



“Molly” 与 “PUCKY” 营收情况



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所 注：公司2018年4月推出 “PUCKY” 系列产品

自有“Molly”的发展之路

- 2006年，Molly诞生：Molly是一个嘟着特色嘴唇、有着湖蓝色大眼睛的可爱小女孩，于2006年由香港艺术家王信明先生创作，王信明基于Molly形象开发了多个定制系列及备受欢迎的潮流玩具，但是由于制造成本、商业机遇的多种原因，该玩具的销量及经销仍维持在规模较小的水平。

“MOLLY” 艺术大亨系列



资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店，天风证券研究所

“MOLLY” 婚礼花童系列



- 2016年8月，泡泡玛特推出Molly首个盲盒系列：2016年4月，公司与王信明签订独家授权协议，并开始Molly的大规模商业化。根据协议，公司有权开发及销售基于Molly形象的潮流玩具产品，将根据销售的产品向王信明支付固定年费及设计费。于2016年8月，我们推出了首个“Molly Zodiac”盲盒系列并取得成功。自此，Molly成为招牌IP。

自有“Molly”的发展之路

- 2017-2020年，Molly全面的IP运营计划：2017-2019年，公司分别推出了七、六及五个Molly盲盒系列，每个系列的盲盒具有独特的主题，通常包含十二种不同的设计，包括一款特殊设计的“隐藏款”。同时，公司也在为Molly开发各种手办及衍生品，并促进Molly与其他世界知名IP之间的合作，例如“Mickey and Minnie”、“Despicable Me”及“Hello Kitty”。
- Molly的盈利能力：2017-2019年，基于Molly形象的自主开发产品产生的收益分别为人民币4100万元、2.14亿元及4.56亿元，复合年增长率为242.1%。此外，2019年，公司将Molly授权予伊利，并授权伊利使用Molly推广调味乳饮品，进一步扩大Molly的商业价值。

“Molly”盲盒天猫旗舰店销售情况

序号	Molly天猫旗舰店盲盒在售系列	销售情况
1	艺术大亨系列	59元，2912件/月
2	婚礼花童系列	59元，4078件/月
3	校园系列	59元，3306件/月
4	宫廷系列	59元，2019件/月
5	十二生肖系列	59元，2114件/月
6	开心火车大派对系列	69元，1813件/月
7	小鸟系列	59元，2481件/月
8	职业系列	59元，593件/月

资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店，天风证券研究所 注：天猫销售数据为2020年5月5日-6月5日

“Molly”联名系列产品



独家IP “PUCKY” 的培育之路

- **PUCKY诞生：**PUCKY是梦森林世界的精灵，由才华洋溢的香港女艺术家毕奇所创作。
- **2017-2019年，与PUCKY合作：**公司于2017年与艺术家毕奇签订独家授权协议。2018年4月，公司推出第一个“PUCKY Pool Babies”盲盒系列。在“双十一”，泡泡玛特天猫旗舰店推出的限量版“PUCKY Xmas Babies”盲盒系列是最热销的产品之一，总共5000件在一分钟内售空。2018年，公司在北京与杭州举办两场以PUCKY为主题的展览，以进一步提高其知名度。
- **PUCKY的盈利能力：**2018-2019年，公司分别推出了三个及六个PUCKY盲盒系列，PUCKY产生的收益分别为人民币7510万元及3.15亿元。除潮流玩具产品外，公司同时考虑将PUCKY再授权，以进一步提升IP变现能力。

“PUCKY” 盲盒系列产品



“PUCKY” 盲盒天猫旗舰店销售情况

序号	Molly天猫旗舰店盲盒在售系列	销售情况
1	马戏团系列	59元，9000+件/月
2	泡泡圈系列	59元，10000+件/月
3	甜甜系列	59元，7000+件/月
4	精灵森林系列	59元，2258件/月
5	精灵星座系列	59元，10000+件/月
6	精灵睡眠宝宝	59元，3620件/月
7	精灵太空系列	59元，1269件/月

资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店，天风证券研究所 注：天猫销售数据为2020年5月7日-6月7日

挖掘高商业价值艺术家，确保优质IP资源

优秀艺术家是公司IP的主要创作者，也是行业产业链最上游的稀缺资源。截至目前，公司共与超过350名艺术家保持紧密联系，并通过授权或合作安排与其中25名艺术家开展合作。

公司拥有完善的艺术家孵化体系。截至2019年12月，公司组成了超过20人的内部艺术家发掘团队，结合来自展会、展览及葩趣的第一手市场反馈，艺术家粉丝关注及公司专业判断，积极主动地在全球寻找具有开创性及商业价值的新进艺术家，并通过公司现有的IP运作模式和广泛的销售网络帮助其作品走进大众市场，公司预计将在2020年运营超过30个新IP。

公司会与合作艺术家签订知识产权转让协议或独家授权协议，针对欢迎或优秀的IP，也可能获取相关IP知识产权的拥有权。

泡泡玛特与合作艺术家签订协议	
协议类型	协议主要条款概述
知识产权转让协议	知识产权。合作艺术家应于中国及其他特定地区（视情况而定）转让其IP的所有知识产权，公司所开发产品的知识产权乃由公司拥有。
	转让费。公司将向艺术家支付固定金额的转让费，其价格按单独基准磋商。
独家授权协议	合作。转让知识产权后，合作艺术家将继续与我们基于相关IP合作设计及开发潮流玩具产品，并将基于公司产品的销售额收取设有上限的设计费。
	独家权利。公司与艺术家订立的独家授权协议赋予公司独家权利于协议期限内基于其IP开发及销售潮流玩具。
	再授权。根据大部分的独家授权协议，公司亦有权将他们的IP再授权予第三方。
	期限。授权协议的初始期限一般为四年，可延长至六年或更长时间。
	费用安排。根据公司与艺术家订立的授权协议，通常艺术家会根据公司出售产品的数量收取设有上限的设计费。
	知识产权。知识产权由艺术家拥有，公司开发产品的知识产权由艺术家和公司共同拥有。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

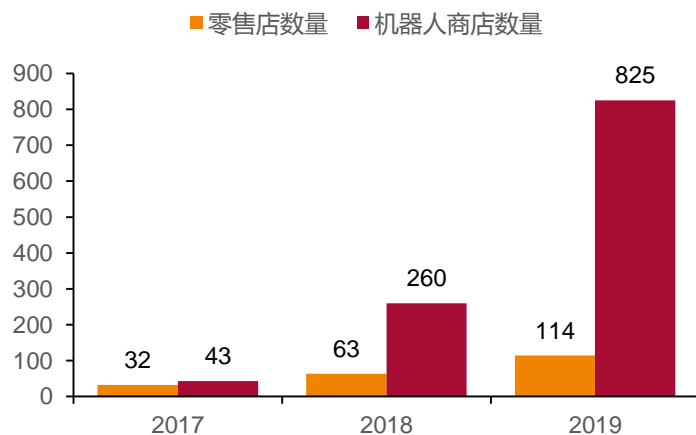
4.2 线下门店输出品牌文化属性，全渠道优势提升品牌知名度

- **坚持线下门店自营模式，输出品牌文化属性。**2019年，公司在33个一二线城市主流商圈铺设了114家零售店，铺店数量同比增长80.95%，店铺面积一般为100-140平方米，2019年线下零售店销售额占营收比43.9%。一直以来，泡泡玛特坚持开设线下直营门店，线下零售店不仅是公司目前最为重要的销售渠道，同时也是品牌持续输出自有语言体系、承载品牌文化的重要空间。相比之下，IP小站在线下零售终端主打投放机器人商店，不开设门店销售。
- **线下门店提升盲盒爱好者的购物体验。**从摇盒估算重量和声音，到购买和拆盲盒的过程中，能够帮助粉丝与品牌建立起娱乐化的情感关系，整个购买过程也更加有趣。

泡泡玛特线下零售店



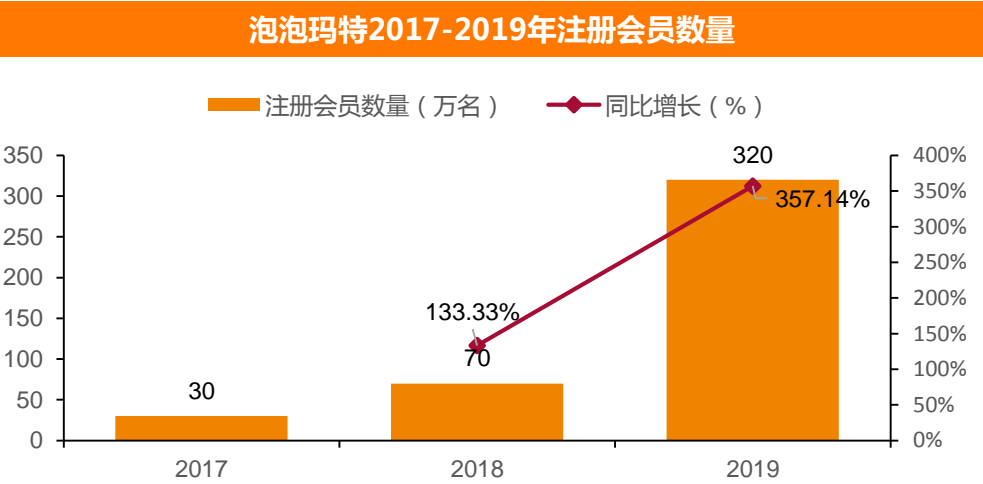
泡泡玛特线下销售渠道



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

线上渠道拓宽销售路径，“葩趣”推广潮流玩具文化

- 线上渠道提升交易便捷程度。公司的线上渠道天猫旗舰店、泡泡抽盒机、葩趣等致力于还原粉丝线下购物体验，并提升了交易便捷性，帮助公司进一步拓展市占率，2019年公司线上渠道营收占比增长至32%。2019年，公司天猫旗舰店产生的收益为人民币2.52亿元，在天猫所有模玩旗舰店中排名第一。同时2019年“双十一”，公司天猫旗舰店上线的天猫小程序游戏实现了平均 90 分钟的用户在线时长，当日总销售额冠绝天猫的所有玩具旗舰店。
- 葩趣APP二手交易功能反映IP重要性，强化潮玩收藏价值，提升整体流通性。葩趣APP内嵌二手交易功能，部分盲盒隐藏款产品展现了极高的溢价。同时，在2019年二手交易平台闲鱼披露的报告中，泡泡玛特原价59元的潘神圣诞隐藏款，闲鱼卖到2350元，涨39倍；原价59元的molly胡桃夹子王子隐藏款，闲鱼均价1350元，涨幅22倍，充分体现粉丝对于潮玩IP的重视程度及产品收藏与流通价值。
- 相比IP小站，泡泡玛特通过葩趣APP，帮助其线上销售渠道更具粉丝聚集效应，能够有效提升粉丝黏性。扩大粉丝群及提高粉丝参与度是公司收益增长的关键驱动因素，同时也有助于公司吸引顶级艺术家及IP供货商。泡泡玛粉丝可以通过在线渠道及线下渠道免费注册为会员，过去三年间公司会员数量实现快速增长，截至2019年，公司共拥有320万名注册会员，注册会员的整体重复购买率达58%。



泡泡玛特与IP小站线上销售渠道情况		
公司	线上渠道	功能备注
IP小站	IP小站（微信小程序+APP）	IP小站主要功能为线上商城，目前不提供官方的讨论社区、二手交易平台和改娃服务。
泡泡玛特	天猫旗舰店、京东旗舰店、泡泡抽盒机（微信小程序）、葩趣APP	葩趣APP集合线上商城、潮流玩具文化资讯和最新消息传递、粉丝社交互动（改娃、二手交易等）、艺术家分享等功能为一体。

资料来源：公司招股说明书，IP小站官网，天风证券研究所

5

投资建议及风险提示

投资建议及风险提示

- **投资建议：**潮流玩具市场规模快速增长，15-19年CAGR达34.6%，盲盒特性精准狙击Z世代消费者心理，15-40岁人群是潮流玩具行业的主要受众，发展空间无限。泡泡玛特成立于2010年，目前公司围绕艺术家挖掘、IP孵化运营、消费者触达以及潮玩文化推广与培育四个领域，逐渐成长为覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台，港股上市值得期待，优质IP资源是公司核心竞争力，线上推广及线下门店扩张加强产品流通价值及文化收藏价值，品牌附加值有望持续提升。公司注重打造自有及独家IP，不断挖掘优秀艺术家牢牢把握行业上游稀缺资源，其爆款自有IP“Molly”、独家IP“PUCKY”在19年分别占营收比27.1%及18.7%。渠道方面，公司坚持开设线下自营门店输出品牌文化价值，线上渠道天猫、葩趣APP等提升交易便捷性，二手交易功能强化潮玩收藏价值，提升整体流通性。公司把握IP核心，深入挖掘潮流玩具价值，未来扩张及授权空间无限，建议积极关注。
- **其他相关个股提示：**奥飞娱乐（A股动漫IP龙头，已有小猪佩奇盲盒，其他产品仍在筹划中）、金运激光（拥有IP小站4.66%股份、实控人梁伟拥有IP小站22.35%股份）、晨光文具（九木杂货社在售盲盒型潮玩及以盲盒形式销售的文具）等。
- **风险提示：**
 - 1、**产品设计风险：**消费者兴趣变化迅速，公司需要预测吸引消费者的IP及产品，如果公司设计的产品无法被消费者接受，那么公司产品的生命周期较短；同时，随着数字产品市场的增长和潮流文化的数字化程度变高，消费者可能会减少实体产品的需求。公司从Molly获得很大一部分收益，一旦Molly对于消费者失去吸引力，公司可能无法找到合适的替代IP。此外，公司目前不断在进行海外扩张，无法保证公司能够设计出吸引全球各种消费者的产品。
 - 2、**IP授权风险：**公司部分产品根据授权协议开发，协议期限通常为一至四年，部分协议不会自动续期。公司的成功部分取决于授权方及其IP的剩余，如果受到影响公司、艺术家或IP提供商的不利影响，公司的营业可能会受到损害。
 - 3、**市场竞争风险：**公司目前与潮流玩具公司和国内外众多较少收藏品及制造商竞争，竞争对手可能拥有并投入更多资源打造产品并进行推广；并且，互联网的发展使得新参与者也可以在短时间内获得消费者的青睐。同时，公司的IP供应商并非独家，可能与市场上的竞争对手及/或新参与者合作。
 - 4、**海外扩张风险：**公司已覆盖21个国家及地区，但是可能无法吸引到足够的客户；此外，公司可能面临特定国家或地区的政治或经济状况不确定以及遵守不同国家或地区法律的困难。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS