

2020 年 06 月 14 日

零售

## 剖析泡泡玛特“吸金之术”

■为何泡泡玛特如此吸金？盲盒营销+强IP运营能力+全渠道触达消费者，三管齐下带来公司高利润成长空间。①盲盒营销成为高利润大门钥匙：公司2014~2016年1-5月连续亏损且不断加大，2016年8月推出首个Molly盲盒后实现扭亏并打开高利润大门，至2019年实现净利润4.51亿元/YoY+353%；营销模式看，盲盒可满足消费者猎奇心理+收藏成就感；且凭借衍生的社交属性可赋予产品更广市场空间，未来销量可期。②强IP运营能力为产品力竞争关键：强IP运营能力是IP库商业化能否成功的关键，并帮助公司持续吸引全球顶级设计师资源。目前，公司共运营85个IP，包括12个自有IP、22个独家IP及51个非独家IP；2019年自主研发产品营收占比82%，构筑了利润核心。公司凭借一体化的全产业链布局和强大的IP创作运营能力，吸引众多优质艺术家达成合作，推动产品款式层出不穷。③全渠道经销+高粘性会员构筑核心护城河：泡泡玛特经销渠道主要由零售店、机器人商店、线上渠道、展会及批发五种。其中零售店为公司主要销售渠道，2019年营收占整体比重43.9%，已在全国33个城市布局114家零售店；机器人商店用于补充零售店空缺，同时在租赁费、人工费以及维护费等方面具有更大优势，截止2019年底已铺设825家机器人商店，营收占比14.8%。针对线上销售渠道，泡泡玛特的天猫旗舰店强势崛起，并通过小程序、小游戏等方式增强粉丝的购物趣味性，2019年天猫“双十一”期间销售额突破8212万，成天猫玩具类目第一名。全渠道经销网络布局可使公司触达更大范围的消费者，叠加目前公司会员已至320万，复购率达58%，高粘性+全渠道构筑核心护城河。

■潮玩行业市场空间如何？泛娱乐行业重要性凸显，泡泡玛特龙头地位难撼动。①行业空间：随人们消费方式转变，潮流文化重要程度逐步提升；中国的潮流玩具零售市场虽处于早期阶段，但市场规模已由2015年的63亿元增加至2019年207亿元，CAGR达34.6%；消费群体具有年轻、高学历及高消费等特点；95%以上位于15~45岁年龄段；约63%消费者具有本科以上学历；年购买次数超五次的客群占19.8%。日益增长的粉丝群体+较高的购买能力推动中国潮玩市场空间未来可期。②竞争格局：2019年中国潮玩行业CR5市占率分别为8.5%/7.7%/3.3%/1.7%/1.6%，泡泡玛特位居第一。公司的竞争对手包括Dreams、Medicom Toy、52 Toys、十二栋文化等。Dreams和Medicom Toy为老牌日本玩具公司，其中：1) Dreams在盒蛋/盲盒玩具领域深耕已久，但其内容多为动物系列等摆件，具备一定收藏价值，但缺少潮流IP和顶尖艺术家合作。2) Medicom Toy发迹较早，旗下be@rbrick形象已火爆多年，但售价较为昂贵，与泡泡玛特定位形成一定差异。3) 52 Toys为中国本土潮玩品牌，与泡泡玛特相比目标客群年龄更低，同样推出了扭蛋抽奖模式，客户粘性较高。4) 十二栋文化与泡泡玛特类似，核心竞争力在于出色的IP运营和挖掘能力，依托长草颜团子等卡通形象，实现了低成本高流量的转换。相比竞争对手，我们认为泡泡玛特的核心优势在于业内顶尖的IP运营能力+全渠道销售网络+盲盒会员高黏性，叠加龙头位置下更容易获取顶级潮流资源、上市募资后平台建设加速，公司护城河有望进一步强化。

■如何看待泡泡玛特未来发展？继续加大渠道建设、产业链并购、提升数字化及强化艺术家吸引力，多领域齐发力助推成长。公司管理团队具有丰富的零售行业经验与IP开发经验，团队中多人曾先后就读北京大学MBA等知名工商管理学府，且高管平均拥有约十年相关行业经验，资深团队优势为公司未来发展保驾护航。此外，公司未来计划在四大领域重点发展：①扩大与消费者的接触渠道，并向亚洲、欧美等市场拓展，具体包括了开设新的零售店，机器人商店等；②对同行业价值链的公司投资，收购或建立战略联盟投资，进一步提升市占率。③增强营销和提升业务数字化程度，优化自营应用程序和小程序等提升用户体验。④通过在国内举办潮流

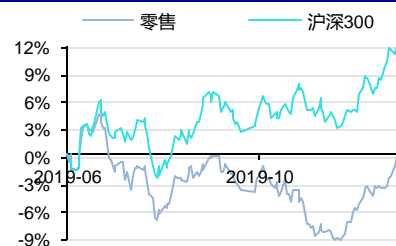
## 行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A  
首次评级

首选股票	目标价	评级
-	-	-

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.25	-10.15	-25.80
绝对收益	-0.24	-9.87	-17.18

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

### 相关报告

玩具展会和活动等方式，强化对优秀艺术家的吸引力并同时招募优秀设计师成内部团队，持续拓展公司的 IP 库。

■**投资建议：**泡泡玛特（H01378.HK）凭借盲盒营销打开潮流玩具高利润市场；独特一体化产业链平台保障 IP 持续获取及运营能力，全渠道布局触达更广泛消费群体&提升会员粘性；叠加中国潮玩行业迅速扩张的背景下，公司凭借强 IP 创作及运营+募资助力有望巩固龙头壁垒，未来成长潜力可期，建议重点关注！

■**风险提示：**IP 吸引力下降，IP 协议的授权风险、市场认知度及商誉受到损害所引致的销售风险、业绩增长率低于预期、行业竞争加剧、疫情对产品零售影响风险。

## 内容目录

<b>1. 为什么泡泡玛特如此吸金？</b>	<b>5</b>
1.1. 高利润空间大门钥匙：盲盒营销	5
1.1.1. 借盲盒扭亏为盈，泡泡玛特打开高利润空间	5
1.1.2. 盲盒成消费者行为转变载体，心理战术+社交属性加持使盲盒备受推崇	5
1.2. 利润高速增长的关键：强 IP 运营能力	6
1.2.1. 招牌 IP Molly 扛下 3 成收益，自主研发产品占比大幅提升	6
1.2.2. 一体化平台+全球艺术家发掘+优质 IP 资源，强大推新能力拉高利润增长	8
1.3. 高盈利能力的保证：全渠道经销+高粘性会员	9
1.3.1. 经销网络布局全国，机器人商店降本提利	9
1.3.2. 会员规模带来广阔利润空间，多渠道发力提高会员粘性	11
<b>2. 行业空间如何？泛娱乐行业重要性凸显，潮玩市场有望持续扩张</b>	<b>14</b>
2.1. 中国泛娱乐市场发展迅速，重要性凸显	14
2.2. 潮流文化推动潮玩行业迅速发展，中国市场规模未来可期	14
2.2.1. 潮流文化产业迅速发展，中国潮玩市场规模潜力可期	15
2.2.2. 粉丝高粘性+跻身主流市场+IP 持续发布驱动中国潮玩市场快速发展	16
2.3. 中国潮玩零售市场竞争格局愈加集中，入行门槛高龙头地位难撼动	16
2.4. IP 市场持续发展，潮玩 IP 变现机会多样	18
<b>3. IP 孵化构筑泡泡玛特利润核心，潮玩引领未来增长</b>	<b>20</b>
3.1. 公司是潮玩开拓者，业务覆盖潮玩行业全产业链	20
3.2. 潮玩玩具收益模式逐渐成熟，19 年净利率达 26.80%	21
3.2.1. 潮玩模式逐渐成熟，IP 集群构筑核心收益	21
3.2.2. IP 孵化始现成果，公司盈利能力激增	23
3.3. 线上线下齐发力全国布局逐步推进，团队经验丰富未来可期	23
3.4. 募投资金助力市场扩张，大数据提升用户粘性，IP 库保障持续增长	24
3.5. 未来发展：以 IP 创作及运营为核心，延续龙头优势	25
<b>4. 投资建议</b>	<b>27</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图 1：泡泡玛特 2017 年后营收飞速增长（单位：亿元）	5
图 2：泡泡玛特 2017 年后净利润扭亏为盈（单位：亿元）	5
图 3：Vlog 在线拆盲盒视频获得高流量关注	6
图 4：B 站中拆盲盒视频观看次数过万	6
图 5：泡泡玛特主要 IP 矩阵	7
图 6：按 IP 分类的自主开发潮流玩具产品所得收益（单位：千元）	7
图 7：自有 IP Molly 营收快速增长（单位：亿元）	8
图 8：自有 IP Molly 2019 年营收占总营收比重近三成	8
图 9：覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台	8
图 10：IP 创作来源	9
图 11：公司的销售及经销渠道布局	9
图 12：零售店为泡泡玛特主要销售渠道收益（单位：百万元）	10
图 13：公司 2019 年零售店达 114 家	11
图 14：公司 2019 年底机器人商店达 825 家	11

图 15: 截至 2019 年公司零售店&机器人商店网络布局	11
图 16: 线上渠道: 天猫旗舰店	11
图 17: 线上渠道: 微信小程序	11
图 18: 2017-2019 泡泡玛特注册会员人数	12
图 19: 泡泡玛特会员计划	12
图 20: 公司推出葩趣, 打造粉丝线上平台	13
图 21: 潮玩会展成功线下引流	13
图 22: 潮玩会展推出签名会活动	13
图 23: 中国泛娱乐行业市场规模及预期 (单位: 十亿元)	14
图 24: 全球潮流玩具市场规模及预期 (单位: 十亿美元)	15
图 25: 中国潮玩市场规模及预期 (单位: 十亿元)	15
图 26: 2019 年中国五大潮流零售玩具市场规模 (单位: 百万元)	17
图 27: 泡泡玛特及行业内竞争对手分析	17
图 28: 中国 IP 授权市场规模及预期 (单位: 十亿元)	19
图 29: 中国 IP 改编娱乐市场规模及预期 (单位: 十亿元)	19
图 30: 2017-2019 年泡泡玛特营收迅猛增长 (亿元)	21
图 31: 泡泡玛特营收主要包括自主研发产品、第三方销售产品收入	22
图 32: 公司自主研发产品营收快速增长 (单位: 百万元)	22
图 33: 2017-19 年公司产品结构不断变化, 自主率提高	22
图 34: 19 年自有 IP 和独占 IP 产品收益占自主研发产品收益 88%	23
图 35: IP 归属在自主研发产品中的占比变化	23
图 36: 泡泡玛特 2017-2019 年毛利率和净利率迅速增长	23
图 37: 2019 年天猫“双十一”期间销售额突破 8212 万	24
图 38: 泡泡玛特拥有一支经验丰富的管理团队	24
图 39: 泡泡玛特融资历程	25
图 40: 未来发展策略	26
表 1: 中国潮玩市场消费群主要特点	16
表 2: 中国潮玩行业入行门槛较高, 构筑泡泡玛特核心壁垒	18
表 3: 泡泡玛特业务发展大事一览	20
表 4: 泡泡玛特潮玩产品资料	21

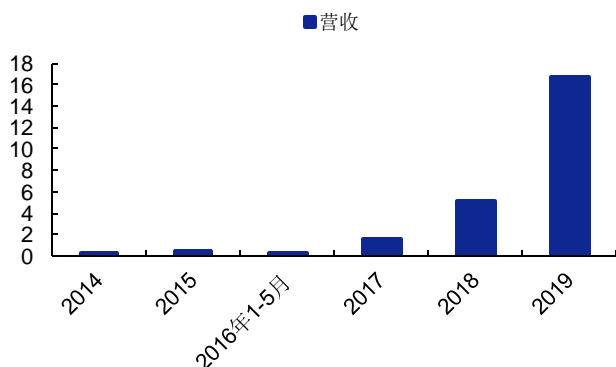
## 1. 为什么泡泡玛特如此吸金？

### 1.1. 高利润空间大门钥匙：盲盒营销

#### 1.1.1. 借盲盒扭亏为盈，泡泡玛特打开高利润空间

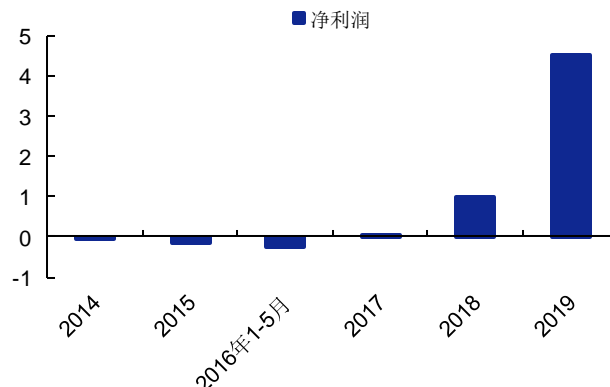
根据泡泡玛特招股书显示,2017-2019 年公司实现营收 1.58 亿元/5.14 亿元/16.83 亿元,2018 年和 2019 年的同比增幅分别为 225.4%/ 227.2%; 净利润方面, 2017-2019 年实现净利润 160 万元/9950 万元/4.51 亿元, 2018 年和 2019 年的同比增幅高达 6119%/353%。反观泡泡玛特 2017 年之前却连续亏损且程度不断加大。2014 年至 2016 年 1-5 月, 泡泡玛特营收分别为 0.17 亿元/0.45 亿元/0.29 亿元; 净亏损分别为 277.29 万元/1598.04 万元/2483.53 万元。从连年亏损到净利润高翻, 盲盒成其扭亏为盈重要一环。2015 年泡泡玛特代理日本超高人气玩偶 Sonny Angel, Sonny Angel 被誉为“盲盒鼻祖”, 其定义了“盲盒”玩偶的基本模式, 泡泡玛特由此嗅到盲盒商机, 引入盲盒经济。泡泡玛特于 2016 年 8 月推出首个 Molly 盲盒, 并在此后 3 年相继推出 18 个 Molly 盲盒系列等其他产品。继盲盒上市, 泡泡玛特迅速转亏为盈, 净利润实现了快速增长。

图 1: 泡泡玛特 2017 年后营收飞速增长 (单位: 亿元)



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

图 2: 泡泡玛特 2017 年后净利润扭亏为盈 (单位: 亿元)



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

#### 1.1.2. 盲盒成消费者行为转变载体, 心理战术+社交属性加持使盲盒备受推崇

**猎奇心理+限量隐藏, 打响心理战术, 盲盒风靡畅销。**“盲盒”即在盒子中装入不同的物品, 消费者购买时并不知道盒子里面具体物品, 买到后才知道内容, 得到哪一款全靠随机抽中。随着消费者可支配收入及消费能力日益增长, 以马斯洛需求理论为出发点, 消费者更倾向于选择满足自身精神层面的需求, 而盲盒正是抓住了消费者行为方式及消费心理的转变。①**猎奇心理**: 盲盒以看不见、碰运气作载体和表现形式, 从开发、包装、玩法上都能满足消费者好奇心, 盲抽更具有神秘感与惊喜感, 未知的诱惑和猎奇心理吸引消费者尝试购买。②**收集心理**: 当消费者通过一次盲抽满足好奇心理后, 进一步盲盒成套的特殊性让消费者更想集齐全套, 满足自己收藏癖和强迫症。而盲盒的两个关键设置——限量款与隐藏款以及持续更新的系列, 提高了盲盒集齐的难度。因此若想集齐成套以及买到隐藏款, 会“端箱”购买, 提高复购率, 增加用户粘性, 进而带来可观收益。



社交属性赋能为盲盒营销提供肥沃成长土壤。移动互联网的出现和社交媒体的繁荣，为盲盒营销的发展提供了肥沃的土壤。①“晒娃”社交圈：由于社交媒体的繁荣，消费者收集盲盒后，热衷于在社交媒体上分享，泡泡玛特专门推出“葩趣”App 社交电商平台，让用户在葩趣社交平台上分享故事、结识达人等。除此之外还衍生出“拆箱视频”，在社交网站上不乏有众多博主直播拆盲盒，分享拆盲盒的喜悦。根据抖音数据，抖音上的盲盒相关视频播放量已经达到 8.4 亿，微博上也有博主在线抽盲盒的 Vlog，进一步推动了盲盒营销的发展。②交换社交圈：因为盲盒的特殊玩法，为了集齐整个系列的娃娃，这些粉丝们常常会自发组建微信、QQ 等社群，用于交换娃娃。根据闲鱼 APP 统计，2019 年闲鱼上有 30 万盲盒玩家进行交易，且每个月发布闲置盲盒数量比前一年增长 320%，最受追捧的盲盒价格溢价达 39 倍。

图 3：Vlog 在线拆盲盒视频获得高流量关注



资料来源：Vlog，安信证券研究中心

图 4：B 站中拆盲盒视频观看次数过万



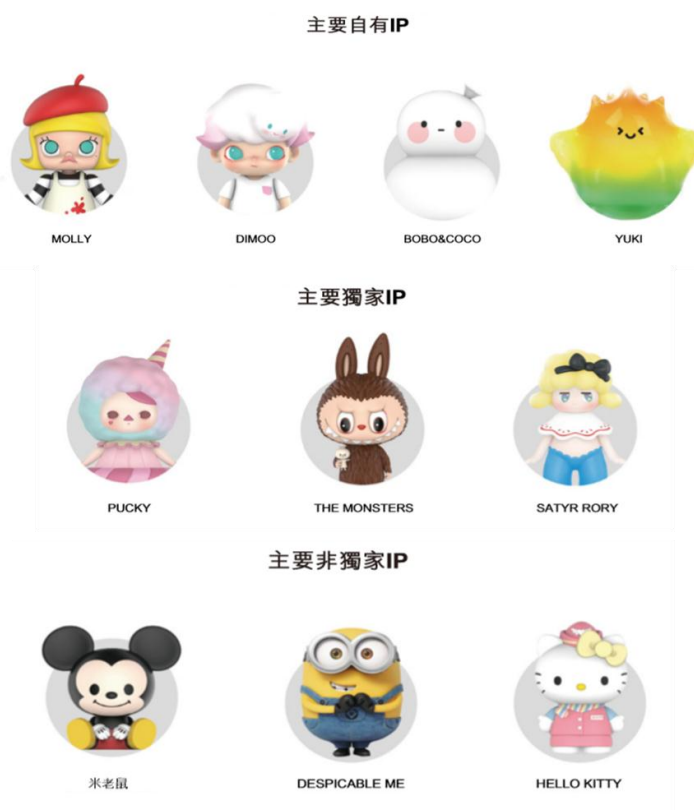
资料来源：哔哩哔哩，安信证券研究中心

## 1.2. 利润高速增长的关键：强 IP 运营能力

### 1.2.1. 招牌 IP Molly 扛下 3 成收益，自主研发产品占比大幅提升

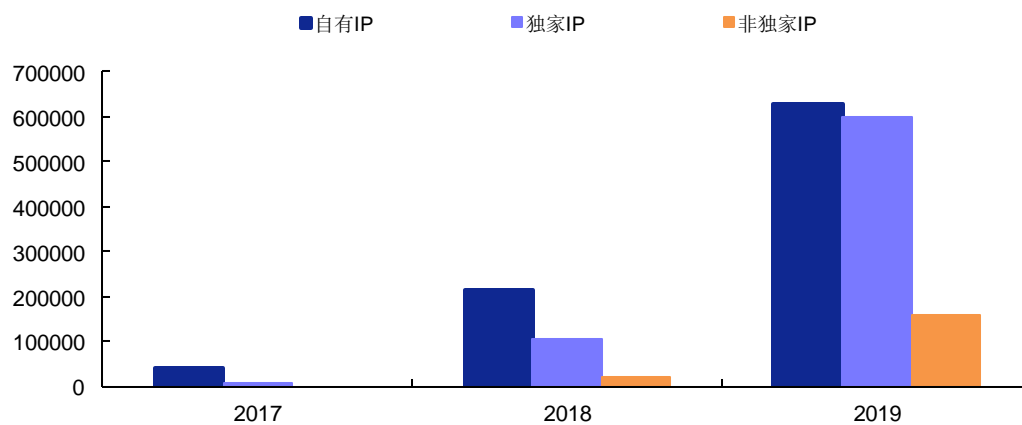
IP 是公司业务的核心，公司强大的 IP 运营能力对 IP 库成功商业化至关重要，使公司保持竞争优势。公司根据其 IP 源源不断地创作原创、独特和有趣的潮流玩具产品，转而提升其知名度并增加其商业价值。截至招股书披露日，公司共运营 85 个 IP，包括 12 个自有 IP、22 个独家 IP 及 51 个非独家 IP。2017-2019 年，泡泡玛特自主开发产品营收分别为 0.46 亿元/3.40 亿元/13.84 亿元，占比分别为 29%/66.1%/82.2%，连年大幅提升。其中，基于自有 IP 的自主开发产品实现营收分别为 0.41 亿元/2.16 亿元/6.27 亿元，占自主开发产品营收比重 89.3%/63.4%/45.3%。公司众多 IP 中，最亮眼的为自有 IP Molly，泡泡玛特于 2016 年开始与 Molly 创作者王信明先生合作，并开始 Molly 的大规模商业化。Molly 2017-2019 年实现营收 0.41 亿元/2.14 亿元/4.56 亿元，营收占比分别为 25.9%/41.6%/27.1%，经过不断的 IP 创作及运营，Molly 已经成公司标志性 IP 之一。

图 5：泡泡玛特主要 IP 矩阵



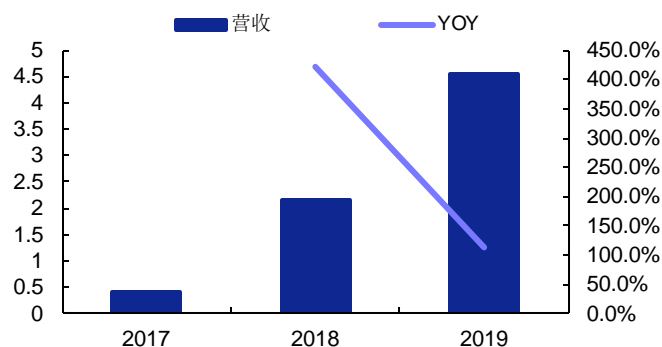
资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 6：按 IP 分类的自主开发潮流玩具产品所得收益（单位：千元）



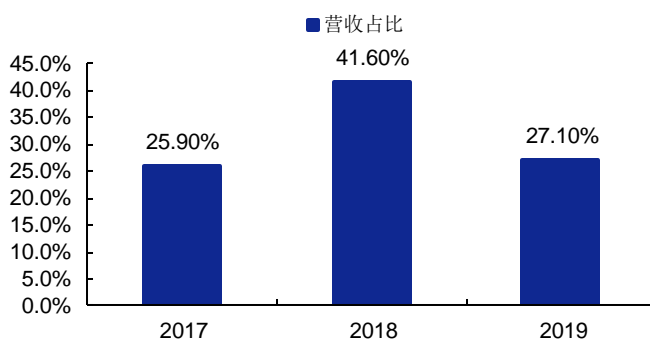
资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 7：自有 IP Molly 营收快速增长（单位：亿元）



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 8：自有 IP Molly2019 年营收占总营收比重近三成

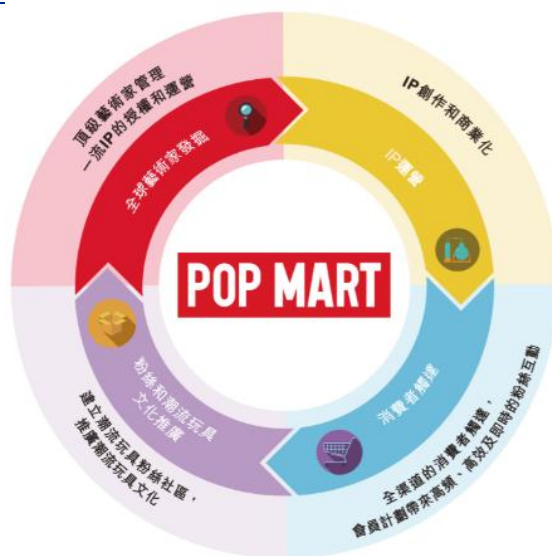


资料来源：招股书，安信证券研究中心

### 1.2.2. 一体化平台+全球艺术家发掘+优质 IP 资源，强大推新能力拉高利润增长

公司建立了覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台，包括艺术家发掘、IP 运营、消费者触达及潮流玩具文化的推广。泡泡玛特高速增长利润增长速度很大程度得益于能够不断创作以及推出消费者感兴趣的新产品的能力，而凭借一体化平台及市场领先地位，公司 IP 推新及运营能力强大。

图 9：覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台



资料来源：招股书，安信证券研究中心

凭借顶尖艺术家发掘能力+IP 创作及运营，IP 推新有保证，招股书显示公司预计在 2020 年运营超过 30 个新 IP。1) 全球艺术家发掘：公司致力于通过邀请艺术家参与潮流玩具展、组织设计比赛以及与顶级艺术学院合作开设讲座及课程，积极发掘具有商业前景的全球艺术家。此外公司的一体化潮流玩具平台也吸引了优秀的艺术家，将他们的作品推向大众市场。基于一手的市场反馈和公司的专业判断来吸引全球各地的开创性和新进艺术家。2) IP 创作及运营：通过动用公司的一体化平台的资源及领先的产品设计和开发能力，公司不断推出 IP 创作原创、自主开发的优质潮流玩具产品，从而提升公司 IP 知名度及商业价值。凭借公司对客户的一手见解及市场趋势提供反馈和建议，公司实施多渠道创作，包括了与开创性及新进艺术家合作、与全球 IP 提供商建立授权关系，以及通过内部设计团队进行 IP 创作等。

① 与开创性及新进艺术家合作：公司在与艺术家签订合约之前对艺术家进行全面评估。根

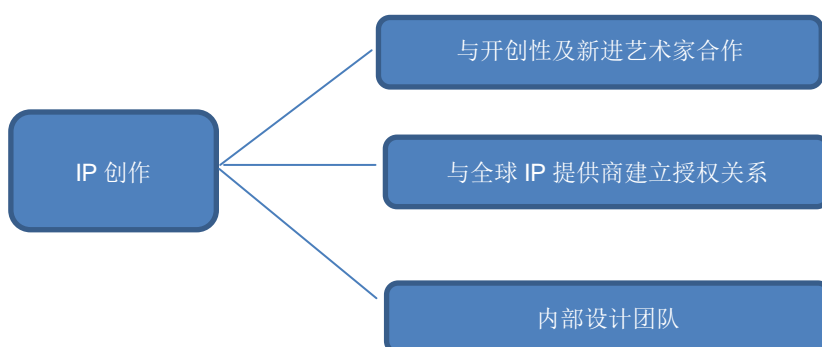


据来自展会、展览及葩趣的第一手市场反馈，其粉丝关注及公司的专业判断，有选择地与开创性及新进艺术家合作。公司或与艺术家订立知识产权转让协议，抑或订立独家授权协议。

② **与全球 IP 提供商建立授权关系**：公司吸引并与许多著名的全球 IP 提供商建立巩固的授权关系，例如迪斯尼及环球影画。公司选择适合潮流玩具的 IP，并与 IP 提供商签订非独家授权协议。招股书数据显示，公司已与成熟的 IP 提供商签订了 11 份协议。

③ **内部设计团队**：公司拥有一支由 91 名拥有丰富艺术及设计相关行业经验的设计师组成的内部创意设计团队。内部设计师与艺术家及著名 IP 提供商紧密合作，通过在颜色、三维设计及模具方面的工作并兼顾商业及艺术角度而改善其角色设计，以进行最终商业生产及于市场发布。此外，公司的内部设计团队亦参与自有 IP 创作。

图 10：公司的 IP 创作来源



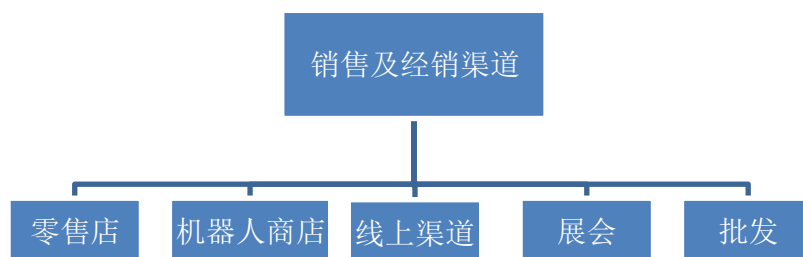
资料来源：招股书，安信证券研究中心

### 1.3. 高盈利能力的保证：全渠道经销+高粘性会员

#### 1.3.1. 经销网络布局全国，机器人商店降本提利

经销网络布局全国，全渠道销售方式触达消费者，机器人商店降本提效增厚利润。公司目前已建立全面而广泛的经销网络，全方位触达消费者，经销网络包括零售店、机器人商店、线上渠道、潮玩展以及批发渠道（主要包括经销商）。除长期零售店及机器人商店外，公司同样与购物商场合作开设短期主题快闪店。公司的在线渠道也提供便捷及有趣的购物体验。

图 11：公司的销售及经销渠道布局



资料来源：招股书，安信证券研究中心

**1) 零售店是公司主要销售渠道：**零售店提供最丰富的产品选择，以满足不同粉丝的需求。公司于 2017-2019 分别开设 17/36/53 家零售店，实现持续高速扩张。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有主要位于中国 33 个一二线城市主流商圈的 114 家零售店，零售店实现营收占比 43.9%。

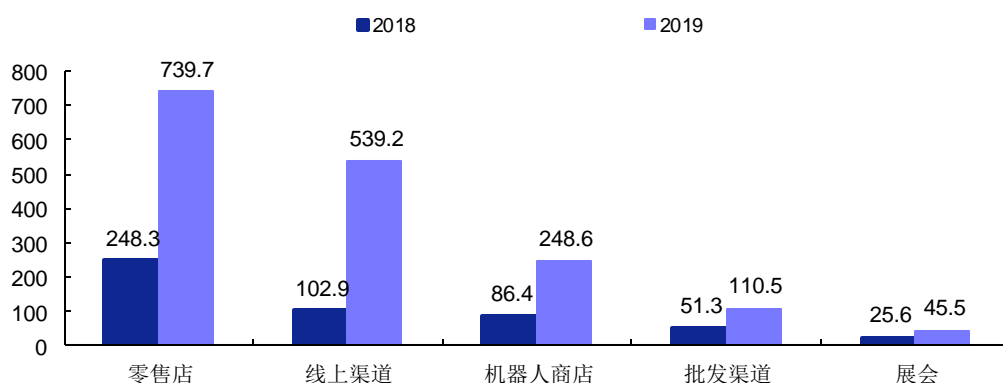
**2) 机器人商店扩大客户范围降本提利：**公司于 2017 年 4 月推出创新无人收款机器人商店，并提供交互式的有趣购物体验。机器人商店主要位于购物中心及人流量较高的位置，自动覆盖零售店未涵盖区域，以扩大客户范围。截至 2019 年底，公司共拥有 825 家机器人商店，覆盖全国 57 个城市。与零售店相比，机器人商店在租赁费、人工费以及维护费等方面具有极大优势，能够降低成本及开支，增厚利润。2017-2019 年机器人商店营收占比为 3.5%/16.8%/14.8%。

**3) 线上渠道提供便捷购物：**公司通过国内在线渠道（包括天猫旗舰店、泡泡抽盒机、葩趣及其他中国主流电商平台）提供便捷和有趣的购物体验。天猫经营旗舰店已经成为公司吸引新粉丝的主要渠道之一，根据招股书数据，2019 年公司天猫旗舰店收入为 2.52 亿元，零售额在天猫所有玩具品牌旗舰店中排名第一。此外，微信泡泡抽盒机自 2018 年 9 月推出以来实现强劲增长，公司微信泡泡抽盒机小程序产生的收益由 2018 年 0.23 亿元增加至 2019 年的 2.71 亿元。

**4) 展会限量版产品吸引粉丝：**在潮流玩具展会上，粉丝可以自公司及第三方潮流玩具品牌所有者购买潮流玩具产品。对于参与第三方潮流玩具品牌拥有人，公司通过固定价格预购产品、销售收入总额收取佣金或收取固定展位费实现收入。

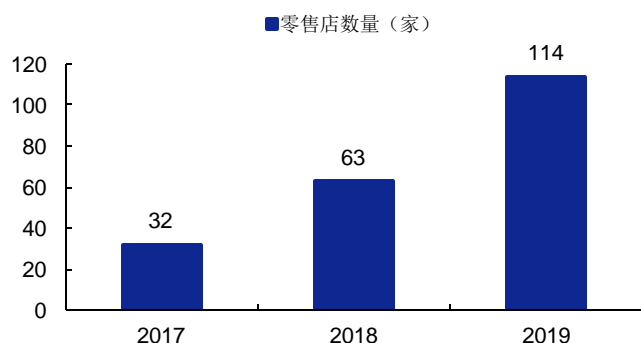
**5) 经销商批发：**公司通过经销商销售产品，截至 2019 年 12 月 31 日，公司有 22 名中国经销商及 19 名海外经销商，并建立了覆盖中国 16 个省级地区及 21 个海外国家及地区的广泛经销网络。

图 12：零售店为泡泡玛特主要销售渠道收益（单位：百万元）



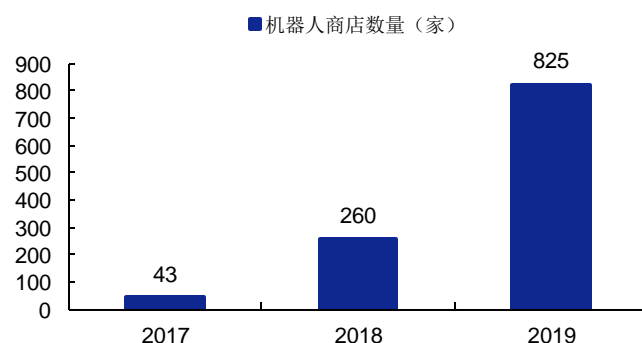
资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 13：公司 2019 年零售店达 114 家



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 14：公司 2019 年底机器人商店达 825 家



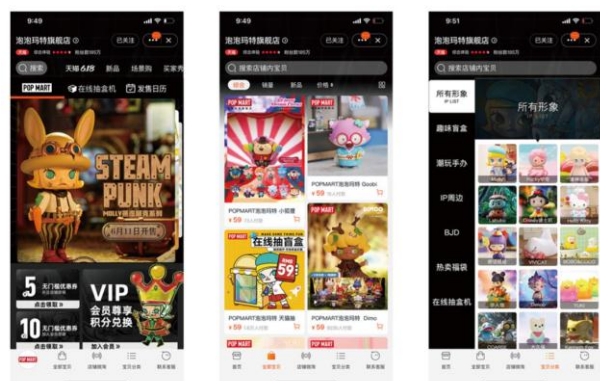
资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 15：截至 2019 年公司零售店&机器人商店网络布局



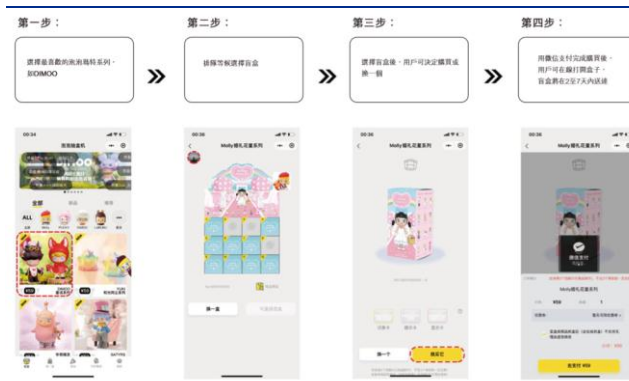
资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 16：线上渠道：天猫旗舰店



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 17：线上渠道：微信小程序



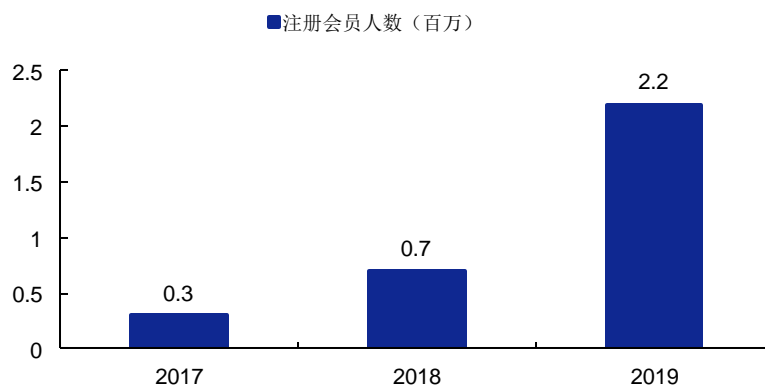
资料来源：招股书，安信证券研究中心

### 1.3.2. 会员规模带来广阔利润空间，多渠道发力提高会员粘性

会员数量规模大、粘性高，带来广阔利润空间。作为中国潮流玩具文化的开拓者及主要推广者，公司拥有快速扩大及热情的会员群。公司注册会员人数快速增长，由 2017 年 30 万增长

至 2019 年 220 万，截至招股书披露日公司注册会员已达 320 万人。并且公司会员粘性保持高位，2019 年泡泡玛特注册会员的整体重复购率达 58%。根据公告，泡泡玛特粉丝群年龄主要介于 15-35 岁，且具有高消费能力。据弗若斯特沙利文报告，中国潮玩市场消费群有 63% 以上持有本科以上学历，超过 45% 消费者每年在潮玩上的花费超过 500 元，且有 19.8% 的人在 2019 年购买超过 5 次。

图 18：2017-2019 泡泡玛特注册会员人数



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 19：泡泡玛特会员计划



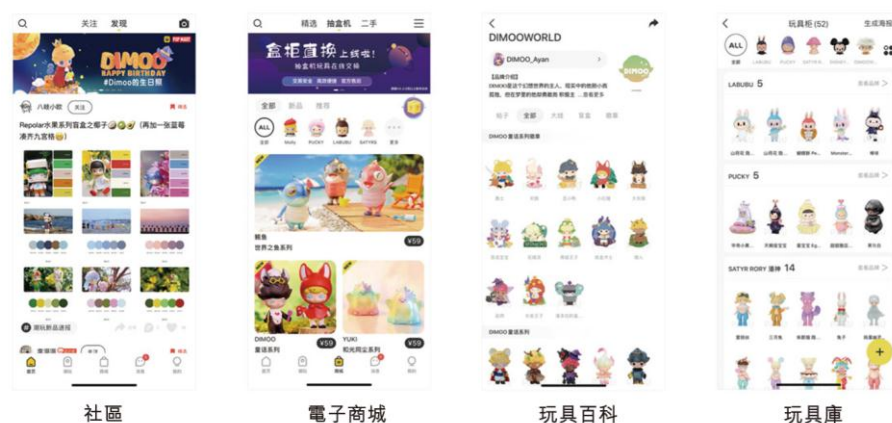
资料来源：招股书，安信证券研究中心

多渠道齐发力保证会员数量及粘性，巩固市场空间。公司为保证会员粘性，提供多样会员权益，通过多种方式吸引更多会员及提高复购率。除了会员计划外，公司推出葩趣，打造粉丝线上平台。①葩趣+微信公号线上吸粉：通过粉丝在线社群葩趣，粉丝可获得潮玩文化信息、



最新资讯及与其他粉丝互动的机会，目前葩趣已覆盖约 600 个潮玩品牌。同时，公司设立微信公号供粉丝了解产品发布活动等，截至 2019 年底公司微信公号已拥有 200 万粉丝。②展会+比赛讲座线下引流：公司于 2017 年举办首届潮玩展会北京国际潮玩展，自此每年举办两场潮玩展，即北京&上海国际潮玩展。通过展会，邀请数百名艺术家与粉丝见面，增加粉丝粘性实现线下引流。据弗若斯特沙利文报告，公司 2019 年北京国际潮玩展吸引了来自 14 个国家及地区超 270 名艺术家以及超 200 个潮玩品牌，参观人次超 10 万人。同时公司组织设计比赛以及与中国顶级艺术学院合作开设讲座及课程，以吸引更多粉丝融入潮流玩具文化及培养新兴艺术家。通过多渠道会员计划及凭借在线和线下渠道与会员进行频繁、有效的实时沟通，吸引了黏性极高的活跃粉丝群，共同推广潮玩文化，从而进一步扩大的粉丝群。

图 20：公司推出葩趣，打造粉丝线上平台



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 21：潮玩会展成功线下引流



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 22：潮玩会展推出签名会活动



资料来源：招股书，安信证券研究中心

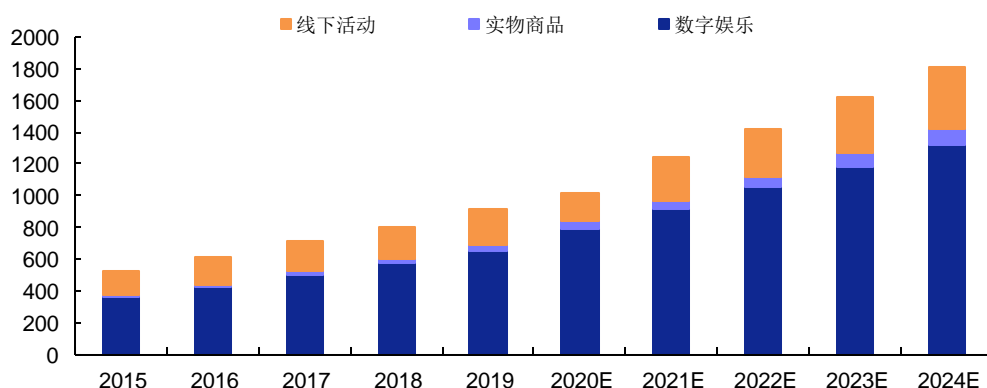


## 2. 行业空间如何？泛娱乐行业重要性凸显，潮玩市场有望持续扩张

### 2.1. 中国泛娱乐市场发展迅速，重要性凸显

中国泛娱乐市场迅猛发展，2014-19 年复合年增长率达 14.8%，未来市场规模仍可期。中国泛娱乐市场包括数字娱乐、实物商品（其中包括潮流玩具）及线下活动三部分。据弗若斯特沙利文报告，近年来中国泛娱乐市场发展迅速。中国泛娱乐行业的市场规模（按零售价计）自 2015 年的 5277 亿元增长至 2019 年 9,166 亿元，复合年增长率为 14.8%。此外，中国泛娱乐市场仍有进一步增长的巨大潜力。在可支配收入及消费意愿上升、优质潮流内容增加及泛娱乐产品及服务需求增长的驱动下，中国泛娱乐行业的市场规模预期将于 2024 年进一步增长至 18,152 亿元，自 2019 年起的复合年增长率预计为 14.6%。

图 23：中国泛娱乐行业市场规模及预期（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

实物商品（其中包括潮流玩具）领域成泛娱乐行业中增长最快的行业，2024 年市场规模预计达 962 亿元。潮流文化（囊括人们可能热衷的各种事物）在日常生活中已变得越来越重要。潮流文化或内容所背书的实物商品为粉丝表达其对有关文化及内容的喜爱及亲和力的便捷途径。实物商品领域为中国蓬勃发展的泛娱乐行业中增长最快的行业。实物商品的市场规模从 2015 年 146 亿元增加至 2019 年 325 亿元，复合年增长率为 22.1%，并预计进一步增长至 2024 年的 962 亿元，自 2019 年起复合年增长率预计达到 24.2%。

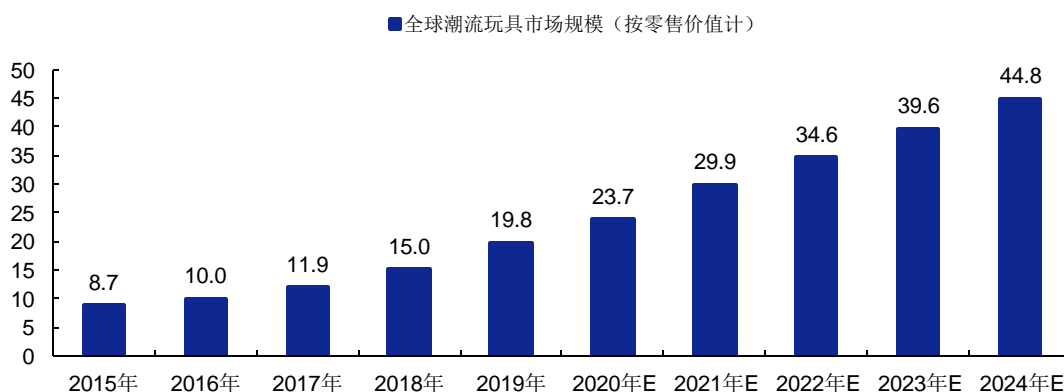
### 2.2. 潮流文化推动潮玩行业迅速发展，中国市场规模未来可期

潮玩玩具融合潮流文化，根据娱乐文化 IP 设计，打造围绕原始内容与图稿的沉浸式体验。不同于传统玩具，潮流玩具一般以独特设计及美感为特征，多数情况下来源于授权的潮流内容，使其超越功能用途而言更适合展示及收藏。潮流玩具涵盖产品种类繁多，其中包括盲盒、手办、GK 手办及成人拼装玩具。潮玩 IP 可由杰出的艺术家打造，亦可由电影、动漫、游戏或其他内容来源授权而得。多种 IP 间的跨界合作对潮流玩具 IP 发掘亦举足轻重。IP 的受欢迎程度及嵌入潮流玩具的引人入胜的设计同时吸引成人及儿童，故而为收藏带来满足感并同时带来较高的转售价值（尤其就限量版而言）。艺术家可以通过潮流玩具作品表达感情和态度，并向粉丝转达。作为内容及艺术表现的体现，潮流玩具通常与粉丝建立强烈情感联系。根据弗若斯特沙利文对中国潮玩市场的调查报告显示，53.3% 的现有及潜在客户认为创意造型是购买或考虑购买潮流玩具的主因。

### 2.2.1. 潮流文化产业迅速发展，中国潮玩市场规模潜力可期

受潮流文化产业驱动，2019 年全球潮玩市场规模达 198 亿美元。根据弗若斯特沙利文报告，随可支配收入增加，以及潮流文化产业迅速发展，尤其是越来越多优质潮流玩具 IP 于市场成功孵化的驱动下，全球潮流玩具市场规模自 2015 年的 87 亿美元增长至 2019 年的 198 亿美元，复合年增长率为 22.8%，并预期将于 2024 年达到 448 亿美元，自 2019 年起的复合年增长率为 17.7%。

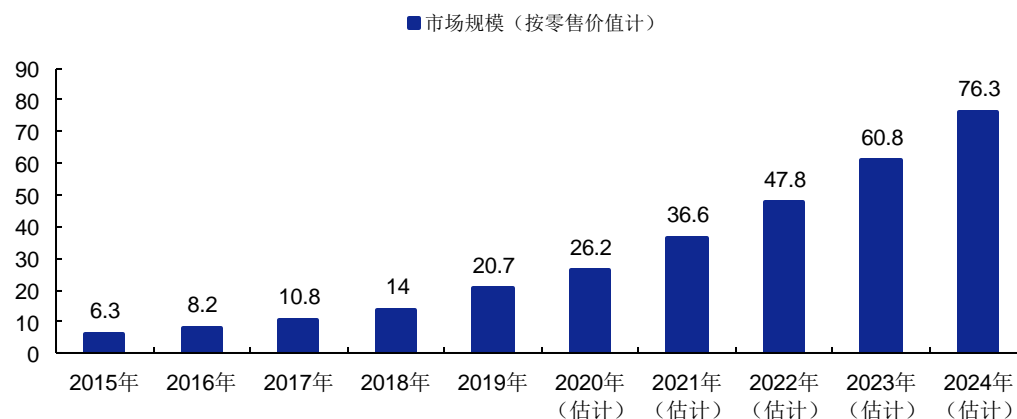
图 24：全球潮流玩具市场规模及预期（单位：十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

中国的潮流玩具零售市场仍处于早期阶段，未来有较大增长空间。根据弗若斯特沙利文报告，中国潮流玩具零售的市场规模由 2015 年的 63 亿元增加至 2019 年 207 亿元，复合年增长率为 34.6%。受中国潮流玩具的受欢迎程度不断上升所推动，潮流玩具零售的市场规模预期于 2024 年将达 763 亿元，自 2019 年起的复合年增长率为 29.8%。

图 25：中国潮玩市场规模及预期（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

中国潮玩市场主要消费群粘性大+购买能力高，未来发展空间可期。根据弗若斯特沙利文对中国潮玩行业市场调研数据显示，我国潮玩行业消费群超 95% 年龄位于 15~45 岁，年龄普遍较低。一半以上潮玩消费者会加入潮玩社群，电商平台、线下商店及自动售货机为客户三大购买渠道。约 70% 潮玩消费者会就某一特定玩具设计购买盲盒三次以上。

**表 1：中国潮玩市场消费群主要特点**

	特点
消费群年龄	超 95% 的潮流玩具消费者的年龄介于 15 至 40 岁，而 63% 持有学士或以上学位。
购买力	超过 45% 潮流玩具消费者每年在潮流玩具上的花费超过人民币 500 元，其中 19.8% 的人在 2019 年购买潮流玩具超过五次。
粉丝社群	几乎一半的潮流玩具消费者为潮流玩具社群的成员。会员活动及促销活动为会员加入社区的主要原因。
影响购买决定的因素	创意设计为消费者购买潮流玩具时考虑的最重要因素。
零售渠道	电子商务、线下商店及自动售货机为购买潮流玩具的三大渠道。
盲盒	约 70% 的潮流玩具消费者会就所想的某一特定玩具设计购买盲盒玩具三次或以上。

资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心整理

### 2.2.2. 粉丝高粘性+跻身主流市场+IP 持续发布驱动中国潮玩市场快速发展

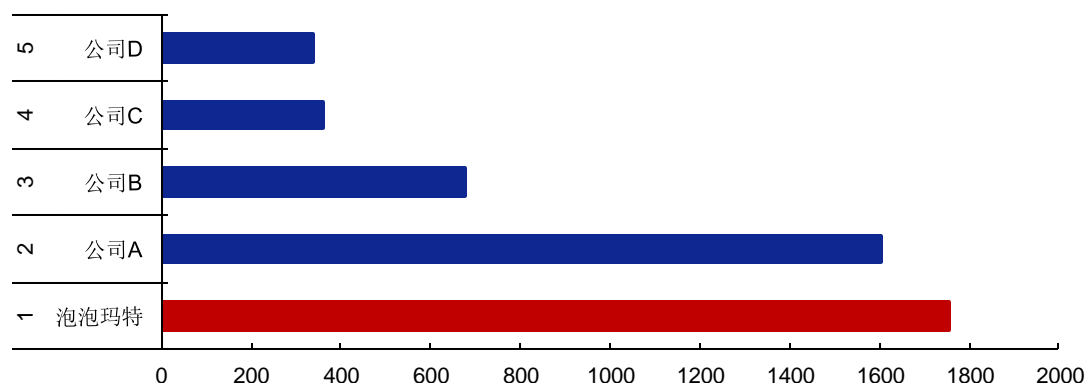
专注且日益壮大的粉丝群+主流市场转变+卖座 IP 的持续发布+日益增长的消费力，成为中国潮玩市场高增长主要动力。

- 1) 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。拥有时尚设计及审美价值，潮流玩具可拥有作展示、收藏或交换之用。潮流玩具往往会带来愉悦感及陪伴感，令消费者感到慰藉及舒适，而粉丝可通过购买不同的潮流玩具表达其独特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亦在快速增长。
- 2) 从小众市场到主流市场：过去，由于文化接受度和关注度有限及价格高企，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，世界各地的人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，社交媒体推动了有关趋势，原因为人们越来越多参与内容及彼等的社交小区，以表现对有关内容的亲和力。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、实惠及更易获得，从而进一步带领潮流玩具市场跻身主流市场。
- 3) 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。
- 4) 日益增长的可支配收入及消费力：可支配收入及生活标准在数十年间持续上升，在日积月累的影响下，已导致中国整体消费模式发生了天翻地覆的变化。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。

### 2.3. 中国潮玩零售市场竞争格局愈加集中，入行门槛高龙头地位难撼动

中国潮玩行业市场愈加集中，2019 年行业前五大参与者共占 22.8% 市场份额，泡泡玛特系行业龙头。据弗若斯特沙利文报告，2019 年，按照零售价值计算，中国潮玩行业前五大市场参与者分别占据 8.5%、7.7%、3.3%、1.7%、1.6% 市场份额，泡泡玛特位居第一。除泡泡玛特外，其他主要市场参与者为专注于 IP 发掘及授权的主要跨国玩具制造公司。据公司招股书原文描述，按零售价值计算，泡泡玛特已成为中国最大的潮玩品牌，且是拥有覆盖产业链（包括 IP 运营、OEM 生产、消费者接触及潮流玩具文化推广）的整合平台的唯一参与者。

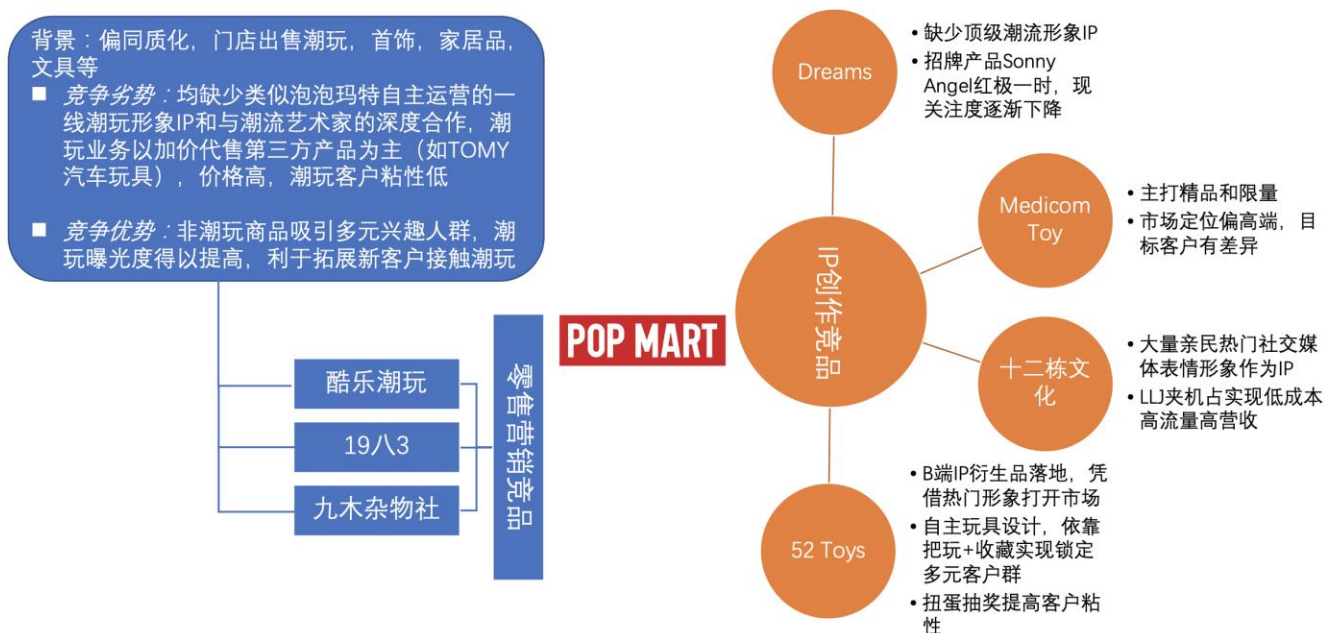
图 26：2019 年中国五大潮流零售玩具市场规模（单位：百万元）



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

泡泡玛特市占率第一且护城河有望强化，其余竞争对手包括 Dreams、Medicom Toy、52 Toys、十二栋文化等。Dreams 和 Medicom Toy 为老牌日本玩具公司，其中：1) Dreams 在盒蛋/盲盒玩具领域深耕已久，但其内容多为动物系列等摆件，具备一定收藏价值，但缺少潮流 IP 和顶尖艺术家合作。2) Medicom Toy 发迹较早，旗下 be@rbrick 形象已火爆多年，但售价较为昂贵，与泡泡玛特定位形成一定差异。3) 52 Toys 为中国本土潮玩品牌，与泡泡玛特相比目标客群年龄更低，同样推出了扭蛋抽奖模式，客户粘性较高。4) 十二栋文化与泡泡玛特类似，核心竞争力在于出色的 IP 运营和挖掘能力，依托长草颜团子等卡通形象，实现了低成本高流量的转换。相比竞争对手，我们认为泡泡玛特的核心优势在于业内顶尖的 IP 运营能力+全渠道销售网络+盲盒会员高黏性，叠加龙头位置下更容易获取顶级潮流资源、上市募资后平台建设加速，公司护城河有望进一步强化。

图 27：泡泡玛特及行业内竞争对手分析



资料来源：各家公司官网，安信证券研究中心整理



中国潮流玩具零售市场的进入门槛较高，泡泡玛特龙头地位难以撼动。泡泡玛特作为行业龙头，能够实时掌握一流潮流信息内容，定期推出新颖别致产品；龙头地位助力形成强大数据库，吸引优质艺术家合作保证 IP 挖掘及运营能力；凭借全国布局确保供应链管理，全渠道触达消费者构筑品牌影响力；公司规模优势凸显，形成备受认可的品牌及声誉。泡泡玛特核心规模壁垒难以突破，行业龙头地位难撼动。

**表 2：中国潮玩行业入行门槛较高，构筑泡泡玛特核心壁垒**

门槛	具体内容
①顶级的潮流内容资源	潮流玩具公司需要定期推出新的别致产品以把握不断演变的消费者需求。因此，把握高质量潮流内容的能力对成功至关重要。凭借广泛的行业联动、既有的发行渠道以及强大的 IP 发掘及运营能力，领先的市场参与者拥有更有利的条件以获取一流的潮流内容，并在过程中拥有更强大的议价能力。
②强大的 IP 发掘及运营能力	潮流玩具公司应该充当内容提供商及零售消费者之间的连结。一方面，其能够物色或培育杰出的艺术家及高质量的潮流内容，而先决条件是拥有庞大的数据库及粉丝群。另一方面，需要准确了解及预测消费者的喜好，并有能力将原 IP 配以最佳定价及市场推广策略订制以作商业化生产。
③具有卓越营运能力的全渠道网络	由于消费渠道日益分散，潮流玩具公司需要建立具规模的全渠道销售及经销网络并确保供应链管理，同时充分考虑产品特性、消费者需求及与业务合作伙伴的协调，以提供一致、顺畅及充满趣味的购物体验。
④备受认可的品牌名称	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。建立品牌名称及执行有效的推广需要坚实的往绩记录、消费者洞察力及营销投资。

资料来源：招股书，安信证券研究中心整理

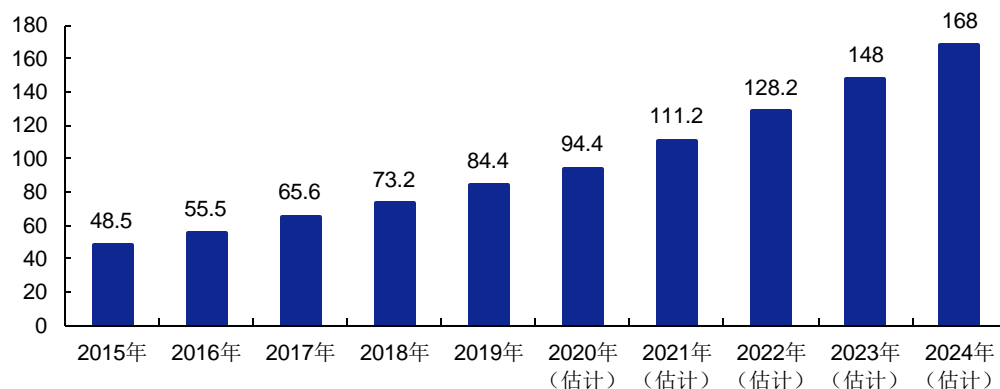
## 2.4. IP 市场持续发展，潮玩 IP 变现机会多样

潮流玩具零售现为潮流玩具 IP 的主要变现方式，成功 IP 具有远超其原始版本的重大商业价值。随着领先的潮流玩具 IP 在粉丝中大受欢迎，授权及改编提供额外变现机会，以将潮流玩具 IP 的价值扩展至广泛领域，如授权商品（玩具除外）、广告、视频游戏、电影、漫画书等。根据弗若斯特沙利文报告，于 2019 年，按累计业务价值计量，全球三大 IP（分别于 1996 年、1974 年及 1924 年推出）的市场价值分别为 950 亿美元、860 亿美元及 760 亿美元。

IP 授权主要包括两类，商品授权及空间授权，IP 授权行业拥有巨大增长机会。商品授权是指 IP 拥有人通常在特定时期内允许被授权人凭借受欢迎的 IP 开发及销售品牌产品的安排。空间授权指使用 IP 及相关概念进行主题活动或空间装饰（如展会、展览、主题店及主题公园）旨在提供沉浸式体验以及销售 IP 相关产品。根据弗若斯特沙利文报告，IP 授权行业在中国拥有巨大的增长机会。受持续增长的需求所推动，中国的 IP 授权行业的市场规模预测在 2024 年前将达 1,686 亿元，自 2019 年起的复合年增长率为 14.8%。



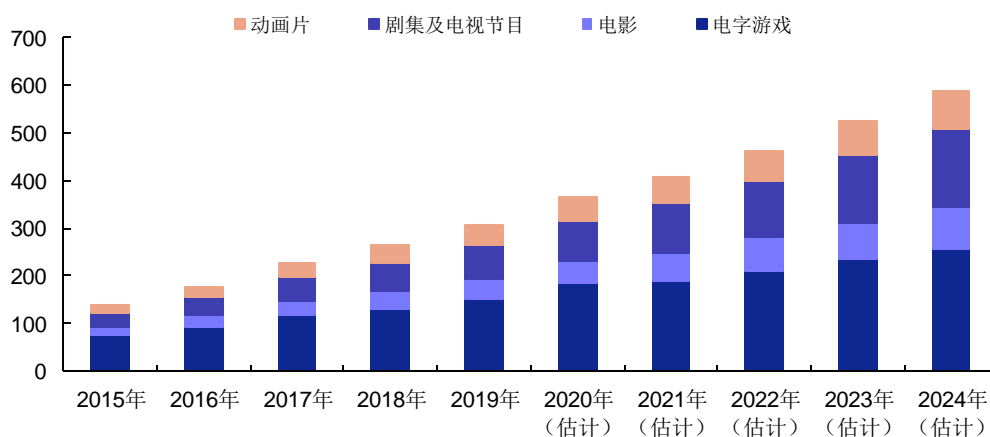
图 28：中国 IP 授权市场规模及预期（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

改编 IP 市场具有持续增长前景，预计 2024 年将达 5,867 亿元。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。根据弗若斯特沙利文报告，按收益计，中国 IP 改编娱乐市场于 2015 年至 2019 年期间按复合年增长率 21.8% 增长，于 2019 年达 3,080 亿元，且预期于 2024 年将达 5,867 亿元，自 2019 年起的复合年增长率为 13.8%。

图 29：中国 IP 改编娱乐市场规模及预期（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，安信证券研究中心

### 3. IP 孵化构筑泡泡玛特产品力核心，潮玩引领未来增长

#### 3.1. 公司是潮玩开拓者，业务覆盖潮玩行业全产业链

北京泡泡玛特文化创意有限公司 2010 年于北京成立，十几年发展历程业务涉及潮流玩具的整个产业链。2010 年第一家购物中心在北京欧美汇购物中心开业。2014 年泡泡玛特在北京王府井 APM 购物中心推出第一家 lifestyle 概念旗舰店。2016 年泡泡玛特开辟电子销售渠道：泡泡玛特天猫旗舰店开始营业；泡泡玛特自有线上潮流玩具社区平台——“葩趣”的移动应用程序上架应用商店。2017 年泡泡玛特创新地推出无人收银机器人超市，同年公司举办北京国际潮玩展，这是中国首届大型潮流玩具展会。2018 年，泡泡玛特更进一步举办了亚洲规模最大的潮流玩具展会——上海国际潮玩展。截至 2019 泡泡玛特天猫旗舰店凭借 8.2 百万人民币的日销售额成为天猫玩具大类排名第一。线下业务扩张同步进行，零售店达到 100 间，机器人超市达到 800 间。公司凭借优质的服务和良好的口碑，在潮玩行业获得广泛认可，合作对象涉及大量知名成熟的艺术家和品牌。

表 3：泡泡玛特业务发展大事一览

年份	里程碑事件
2010 年	北京泡泡玛特成立，第一家零售店在北京欧美汇购物中心开业
2014 年	第一家 lifestyle 概念旗舰店在北京王府井 APM 购物中心开业 泡泡玛特天猫旗舰店开始营业
2016 年	线上潮流玩具社区平台——“葩趣”移动应用上线 第一个自主潮流玩具产品系列“Molly 星座”盲盒系列推出
2017	泡泡玛特推出创新无人收银机器人商店 泡泡玛特举办北京国际潮玩展，中国首届大型潮流玩具展
2018	泡泡玛特举办上海国际潮玩展，根据弗若斯特沙利文，按参观人次计，这是亚洲最大的潮流玩具展
2019	天猫双十一旗舰店当日销量达到人民币 8.2 百万元，在天猫“模玩”类目排名第一 泡泡玛特的零售店达到 100 间 泡泡玛特的机器人商店达到 800 间

资料来源：招股书，安信证券研究中心

基于 IP 开发各种潮流玩具产品，推出盲盒、手办及 BJD 系列潮玩产品。①盲盒：公司基于 IP 开发多个盲盒产品，各 IP 产品系列的数量各不相同，每年推出 1-7 个。各盲盒产品系列具有独特的主题，通常包含 12 种不同的设计，并且会包含一款特殊设计的“隐藏款”。同一系列中所有设计的盲盒包装相同，消费者不知道自己将获得哪个系列的具体设计。由于此不可预测性，盲盒增加了乐趣与复购性。②手办：就若干受欢迎的 IP 而言，公司开发及销售手办。与盲盒相比，手办尺寸更大，价格也更高。手办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。③BJD：BJD 是采用球窝关节连接，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。

表 4：泡泡玛特潮玩产品资料

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

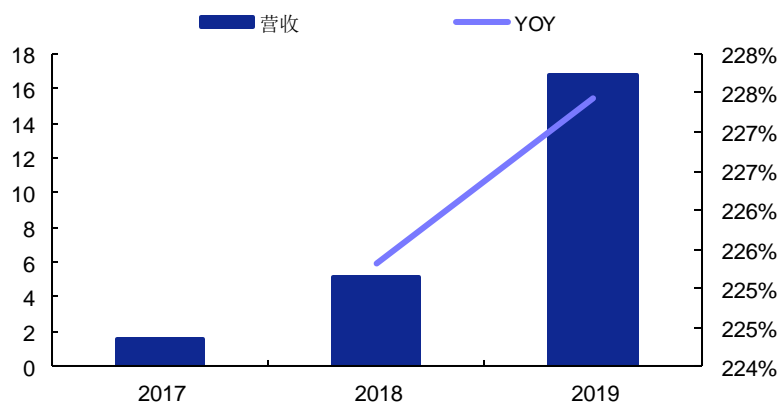
资料来源：招股书，安信证券研究中心

### 3.2. 潮玩玩具收益模式逐渐成熟，19 年净利率达 26.80%

#### 3.2.1. 潮玩模式逐渐成熟，IP 集群构筑核心收益

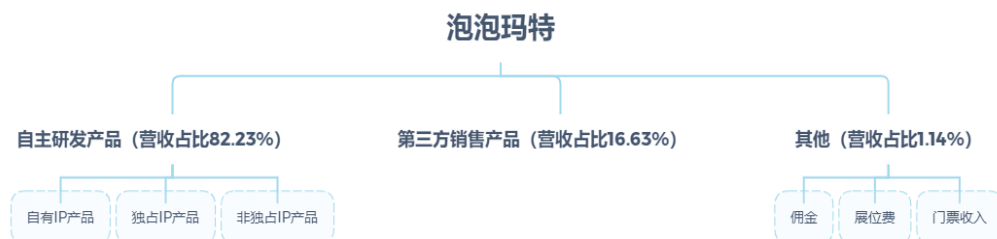
公司营收增长迅猛，收益主要来自销售潮玩玩具，自主潮玩收入占比 82.23%。根据泡泡玛特招股书，2017-2019 年泡泡玛特实现营收 1.58 亿元/5.14 亿元/16.83 亿元，2018-2019 年同比增幅分别为 225.4%/227.2%，潮玩收益模式逐渐成熟，营收增速均超 200%。公司的收益主要来自销售潮玩玩具产品，潮玩玩具产品主要包括自主开发的潮流玩具产品以及向第三方购买代为销售的第三方产品；此外还有部分收益来自于展会上销售第三方产品的佣金、向参展艺术家和潮流玩具品牌收取的展位费以及展会门票收益。2019 年自主开发产品收入、第三方销售收入以及其他收入分别占比 82.23%/16.63%/1.14%。

图 30：2017-2019 年泡泡玛特营收迅猛增长（亿元）



资料来源：招股书，安信证券研究中心

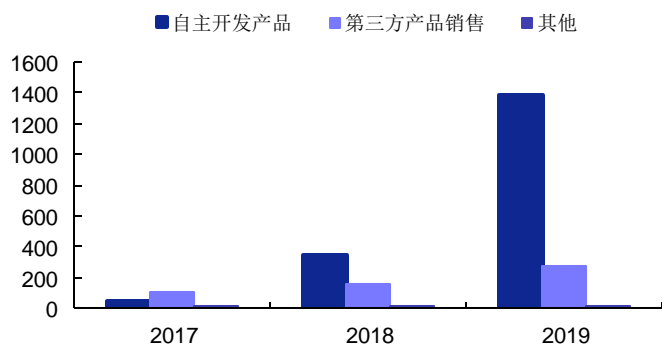
图 31：泡泡玛特营收主要包括自主研发产品、第三方销售产品收入



资料来源：招股书，安信证券研究中心

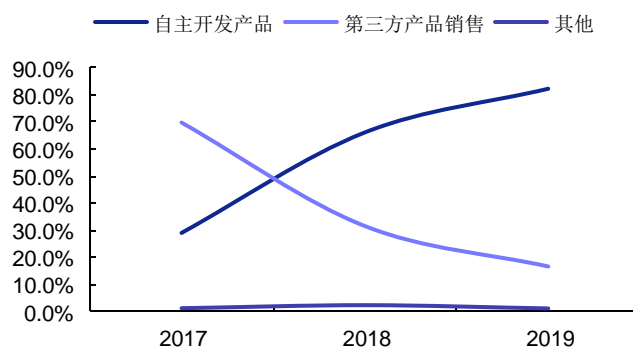
公司注重自主开发产品而精简第三方产品，自主率逐步提升至收入核心。公司近年加大力度自主开发推出优质 IP 潮玩产品，而不断精简第三方产品销售。公司自主开发产品营收所占比重逐步提高，由 2017 年 29.01% 提升至 2019 年 82.23%；而第三方产品的销售额占比逐年下降，从 2017 年的 69.75% 逐渐降到 2019 年 16.63%。如今自主开发的潮流玩具已经成为了公司最核心的业务。

图 32：公司自主研发产品营收快速增长（单位：百万元）



资料来源：招股书，安信证券研究中心

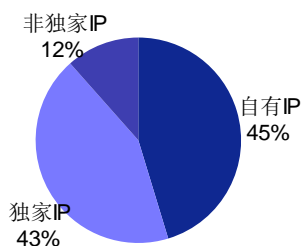
图 33：2017-19 年公司产品结构不断变化，自主率提高



资料来源：招股书，安信证券研究中心

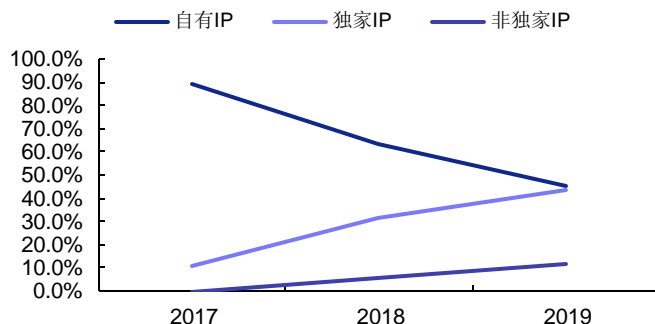
泡泡玛特 IP 集群越发丰富，截至招股书披露日，公司共有 85 个 IP，包括 12 个自有 IP、22 个独家 IP 及 51 个非独家 IP。公司自主研发的产品不仅基于自有 IP 开发，而且重视品牌合作。17-19 年泡泡玛特自主研发的产品收益主要来自自有 IP 产品和独占 IP 产品，自有 IP 产品收益从 17 年的 0.41 亿元增长到 19 年的 6.27 亿元。非独占 IP 产品从无到有，19 年非独占 IP 占自主研发产品收益的 11.55%。19 年公司基于自有 IP 和独占 IP 研发的潮玩产品收益占自主研发产品收益的 88.45%。

图 34:19 年自有 IP 和独占 IP 产品收益占自主研发产品收益 88%



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 35: IP 归属在自主研发产品中的占比变化

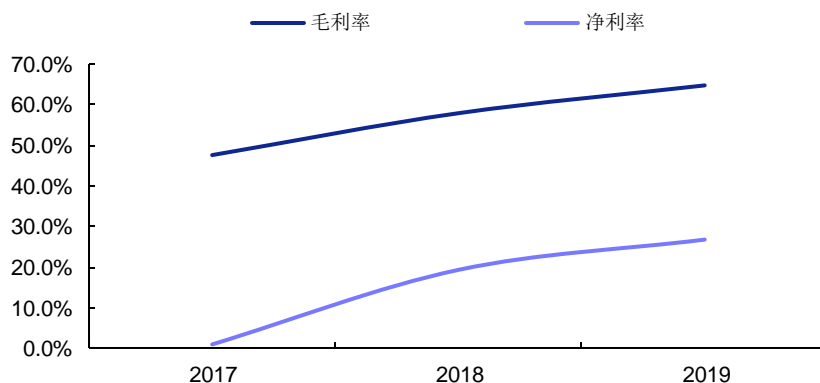


资料来源：招股书，安信证券研究中心

### 3.2.2. IP 孵化始现成果，公司盈利能力激增

泡泡玛特 IP 孵化始现成果,公司 2019 年净利率达 26.80%/+7.46pct。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不断自主开发新产品。近年来,自主研发产品变现能力显现,毛利率和净利率逐年提高。2019 年毛利率达 64.77%/+6.85pct,净利率达 26.80%/+7.46pct,公司盈利能力强,IP 孵化成果显现。

图 36: 泡泡玛特 2017-2019 年毛利率和净利率迅速增长



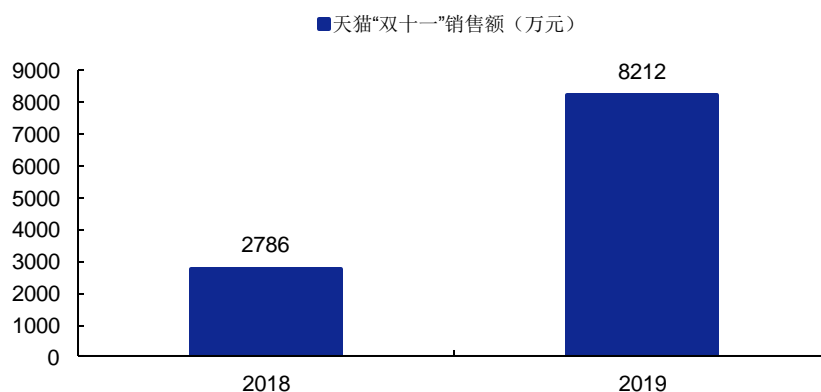
资料来源：招股书，安信证券研究中心

### 3.3. 线上线下齐发力全国布局逐步推进，团队经验丰富未来可期

公司通过畅通发达的线上线下销售渠道提供丰富的潮玩产品，逐步实现全国布局、全球化运营。根据公司招股书，截至 2019 年末，泡泡玛特的线下直营门店已经达 114 家，深度覆盖了全国 33 个城市；且拥有 825 台机器人商店。针对线上销售渠道，泡泡玛特天猫旗舰店强势崛起，通过小游戏、小程序等方式增强粉丝的购物趣味性，2019 年天猫“双十一”期间销售额突破 8212 万，扩大近三倍，成为天猫玩具类目第一名。同时公司入驻中国港台、欧美、东南亚和澳洲等 22 个地区和国家，全球布局不断扩展。对于欧洲市场，泡泡玛特则宣布与欧洲合作伙伴 baby watch 签署欧洲拓展协议，双方将从法国开始拓展欧洲市场，进一步实现全球化运营。



图 37：2019 年天猫“双十一”期间销售额突破 8212 万



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

管理团队经验丰富，先进商业理念为公司长期发展保驾护航。泡泡玛特管理团队具有丰富的零售行业经验与 IP 开发经验，团队中多人曾先后就读北京大学 MBA 等知名工商管理学府，将最先进的商业管理理念引入公司日常运营。泡泡玛特现有员工 1500 余人，在北京、上海、南京、东莞均设有办公室，负责全国门店运营、商品研发、IP 授权、APP 开发及大型展会主办等业务。截至招股书披露日，公司高级管理人员平均年龄约为 35 岁，且平均拥有约十年相关行业经验。

图 38：泡泡玛特拥有一支经验丰富的管理团队

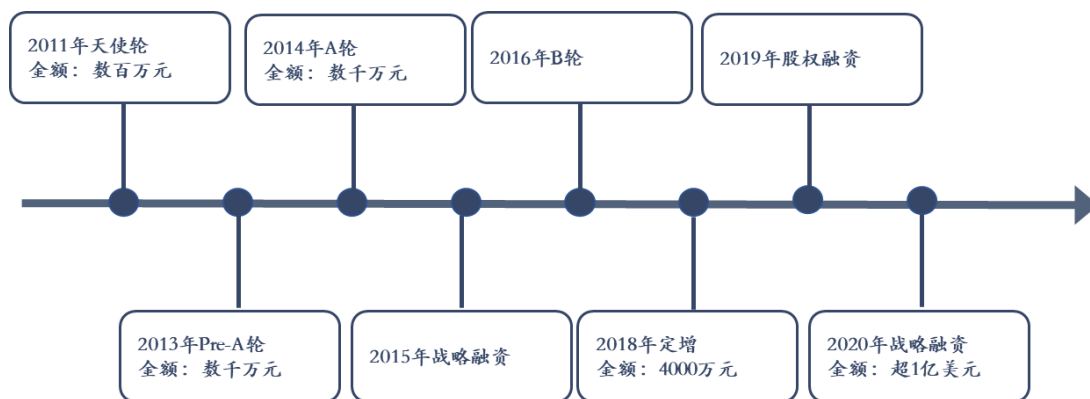


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

### 3.4. 募投资金助力市场扩张，大数据提升用户粘性，IP 库保障持续增长

泡泡玛特自 2011 年天使轮融资获得数百万元后，相继完成 8 轮融资，累计融资近 8 亿元。2020 年 4 月，泡泡玛特完成 Pre-IPO 轮融资，此次融资由正心谷资本领投，金额超过 1 亿美元。2020 年 6 月 1 日正式递交招股书，拟赴港上市。

图 39：泡泡玛特融资历程



资料来源：天眼查，安信证券研究中心

**募投资金扩消费接触渠道，助力市场扩张。**①将募投资金用于拓展与消费者的接触渠道和海外市场拓展计划：泡泡玛特计划用募集资金开设新的零售店，机器人商店，以及其他接触渠道。以便更好的满足消费者的消费需求。另一方面，泡泡玛特计划进军亚洲，欧洲和美洲市场。②使用募投资金对同行业价值链的公司投资，收购或建立战略联盟拨资：泡泡玛特计划用募集资金投资，收购同行业价值链公司或与其建立战略联盟拨资，进一步提升市场占有率。③计划使用募投资金增强营销以及提升业务数字化程度：泡泡玛特计划用募集资金进一步加强自身的大数据和人工智能实力，从而针对性的改善营销效率。此外，计划利用投资优化自营应用程序和小程序，以改进功能提升用户体验。④将募投资金用于拓展泡泡玛特的 IP 库：泡泡玛特计划在中国海内外举办更多的潮流玩具展和活动，加强物色优秀艺术家的能力。另一方面，泡泡玛特亦计划招募有才华的设计师加入内部设计团队。泡泡玛特也可以使用募投资金收购一些优质 IP。

### 3.5. 未来发展：以 IP 创作及运营为核心，延续龙头优势

**公司内外齐发展，延续 IP 核心战略，进一步提升艺术家发掘及 IP 创作和运营能力。**在艺术家发掘方面，公司未来将透过加大推广力度来持续增加行业影响力，以吸引更多艺术家到公司平台进行创作。同时扩大公司的内部艺术家发掘团队，提升对出色艺术家的鉴别能力。此外，公司计划招募有天赋的设计人员加入公司的内部设计团队，增强内部的 IP 发掘能力，增加自有 IP 的数量，以进一步扩充公司 IP 库。

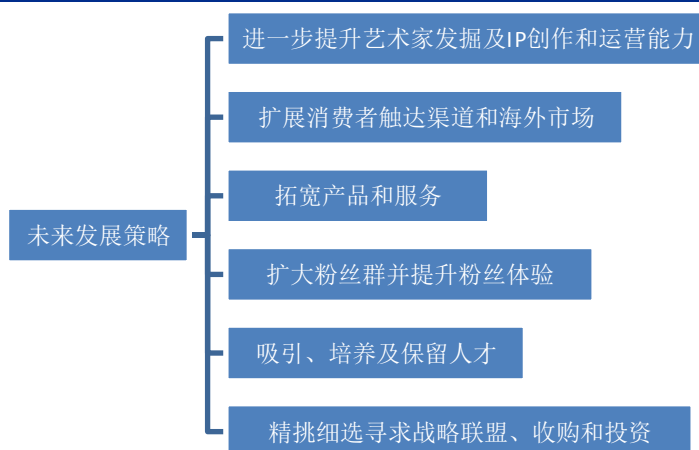
**继续提高消费者触达渠道广度&深度，提高公司三四线城市渗透率，继续拓展全国布局。**根据招股书，公司未来将进一步提高国内城市渗透率，并继续推动全球布局。1) 提高国内城市渗透率：公司计划在中国一二线城市继续增加店铺数量，并通过提升在中国三四线城市的渗透，有效把握其巨大的发展潜力。与此同时，进一步发展在线渠道并持续着重开发在线互动娱乐的功能，为粉丝提升购物的便利性和体验。2) 推进全球布局：未来计划将业务拓展到亚洲、欧洲及美洲市场。公司将针对不同海外市场来量身定制扩展计划。例如，公司预计在韩国和新加坡设立合营企业，在日本和泰国聘用经销商，在部分其他海外地区开设零售店。

**持续拓宽产品和服务，继续挖掘潜力粉丝提升客户粘性。**1) IP 商业化拓宽产品服务：为发掘粉丝经济变现的巨大潜力，未来将持续拓宽 IP 商业化并使收入来源多样化。公司致力于成为更多全球知名 IP 提供商进军中国市场的首选合作伙伴，并在公司一体化平台上开发更多产品类别。在未来，公司计划将更多的 IP 进行对外授权，并拓展至其他形式的合作机会。

2) 加大营销力度提高粉丝粘性：公司未来计划加大营销的力度，提升品牌影响力。可通过潮流玩具展、签名会、展览以及其他推广活动来吸引更多的粉丝。同时将优化会员计划和流量管理计划，并增进与粉丝的互动。

吸引、培养及保留人才，寻求投资战略联盟。根据公司业务发展，未来将继续吸引、培养及保留设计、销售及市场推广、IP 运营及研发等方面的人才。将通过内部培训并辅以外部聘用继续推行以培养人才为核心的策略，与专业机构合作，向员工提供全面的培训计划。精挑细选寻求战略联盟、收购和投资。此外，为实现公司的增长战略，未来公司计划在潮流玩具行业价值链上精挑细选地寻求战略联盟、收购和投资。

图 40：未来发展策略



资料来源：招股书，安信证券研究中心

## 4. 投资建议

**投资建议：**泡泡玛特（H01378.HK）凭借盲盒营销打开潮流玩具高利润市场；独特一体化产业链平台保障 IP 持续获取及运营能力，全渠道布局触达更广泛消费群体&提升会员粘性；叠加中国潮玩行业迅速扩张的背景下，公司凭借强 IP 创作及运营+募资助力有望巩固龙头壁垒，未来成长潜力可期，建议重点关注！

## 5. 风险提示

- 1) IP 吸引力下降：潮流文化变化迅速，我们无法向您保证，公司将能够设计及开发受消费者欢迎的产品，或公司将能够保持成功产品的受欢迎程度。
- 2) IP 协议的授权风险：公司面临有关 IP 授权协议及授权方的多项风险，这可能会对公司的业务及经营业绩造成重大不利影响。
- 3) 市场认知度及商誉受到损害所引致的销售风险：公司的业务在很大程度上取决于「泡泡玛特」品牌的市场认知度，且对公司的品牌、商标或声誉的任何损害，或未能有效推广我们的品牌，均可能对公司的业务及经营业绩造成重大不利影响。
- 4) 业绩增长率不如预期的风险：公司过往的增长率未必为我们未来业绩的指标，公司的成功取决于公司执行业务策略的能力。
- 5) 行业间竞争所导致的风险：公司所处的行业竞争激烈。如果公司无法与现有或新的竞争对手有效竞争，公司的销量、市场份额及盈利能力可能下降。
- 6) 疫情对产品零售产生影响的风险：COVID-19 疫情会可能对公司的财务状况及经营业绩产生重大不利影响。



## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。



### ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

### 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034