

广发海外&传媒&轻工

广视角 | 泡泡玛特：搭乘二次元衍生红利，成就 IP 潮玩龙头

分析师：胡翔宇

分析师：朱可夫

分析师：陆逸



SAC 执证号：S0260517080001



SAC 执证号：S0260518080001



SAC 执证号：S0260519070005



010-59136632



0755-23942152



021-60750604



huxiangyu@gf.com.cn



zhukefu@gf.com.cn



gfluyi@gf.com.cn

请注意，朱可夫、陆逸并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- **潮玩零售起步，向 IP 运营全产业链延伸。**北京泡泡玛特成立于 2010 年，创始人为王宁、杨涛夫妻，主要从事 IP 运营和潮流玩具研发、生产和销售。成立至今，公司完成了三次战略升级：（1）萌芽期：2010~2016 年，引进全球潮流玩具和文创用品，通过线下零售店和概念旗舰店售卖。（2）转型期：2016~2018 年，与重磅 IP 达成战略合作并进行线上转型：独家代理“Molly”并自主推出爆款盲盒系列，开设天猫旗舰店，并上线自有潮玩社区平台“葩趣”APP。（3）爆发期：2018~2020 年，部署线下机器人商店，收购多个 IP 的全球所有权，举办国内最大的潮玩展会。至今，泡泡玛特已成为集“优质 IP 运营、创意潮玩开发、全渠道营销”的头部 IP 运营公司。
- **二次元衍生市场广阔，潮玩创业公司率先突围。**根据弗若斯特沙利文报告显示，超过 95% 的潮流玩具消费者年龄处于 15-40 岁，其中 63% 持有学士或以上学位。虽然，目前的消费群体集中于 80、90 后，但从长期来看，Z 世代（95 后）将逐渐成为潮玩市场的消费主力军，据凯度和腾讯联合发布的《Z 世代消费力白皮书》，Z 世代总人群规模已达到 1.5 亿人，其所处的文化环境具有多元、个性的特点，他们愿意将收入花费至收藏相关商品上。而以“盲盒”为代表的二次元潮玩产品则能较好切合年轻人对社交型消费的需求，根据泡泡玛特 IPO 申请书显示，国内潮玩市场目前仍处于初期开发阶段，2019 年市场规模为 207 亿元，预计未来三年复合增速为 30%。根据百度指数显示，2016~2017 年，“盲盒”关键词在国内的搜索热度快速提升，主要创业型玩家的关注度也均呈现上升趋势，2018 年后仅有泡泡玛特的搜索热度能持续上升，而其他品牌则后劲不足，根据泡泡玛特 IPO 申请书披露，2019 年国内潮玩公司 CR5 为 22.8%，泡泡玛特以 17.6 亿的零售额位列行业第一。
- **Pop Mart：以 IP 矩阵为核，“研发+渠道”为翼。**2016 年 4 月，泡泡玛特获得香港 IP “Molly”独家代理权后，推出的“星座系列”盲盒产品被迅速引爆，成为 17~18 年业绩高增长和盈利能力改善的关键因素，基于“Molly”的成功运营经验，公司继续签约并打造了庞大的 IP 矩阵。在研发方面，组建了近百人的创意设计团队，持续满足不断变化的消费需求；在渠道方面，线下铺设了 114 家零售店和 825 家机器人商店，实现了主要一、二线城市的覆盖，线上开设天猫、京东旗舰店，“葩趣”自营电商平台和微信小程序进行补充，形成立体化的经销网络，实现多场景的用户触达，为后续 IP 新品孵化奠定基础。
- **成本费用控制良好，盈利能力持续提升。**随着销售额快速提升，经营杠杆放大盈利，2019 年营收同增 227% 至 16.8 亿元，毛利率提升至 64.8%，归母净利润为 4.51 亿元，净利率同增 7.45pct 至 26.8%，ROE 达到 76.1%。
- **风险提示：**过于依赖单一 IP 的风险；行业竞争加剧的风险；新 IP 运营和新产品开发失败的风险。

相关研究：

传媒行业：爱奇艺宣布全新星钻 VIP 会员套餐；广电系上市公司确认参与出资组建全国一网

2020-05-31

传媒行业：长视频提价的逻辑基础及 UE 模型下的商业化演进

2020-05-31

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：吴桐 021-60759783 wutong@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

| 股票简称 | 股票代码 | 货币 | 最新 收盘价 | 最近 报告日期 | 评级 | 合理价值 (元/股) | EPS(元) | | PE(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|--------|-----------|-----|-----------|------------|----|---------------|--------|--------|--------|-------|--------------|-------|--------|-------|
| | | | | | | | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E |
| 光线传媒 | 300251.SZ | 人民币 | 12.13 | 2020/4/17 | 买入 | 11.89 | 0.17 | 0.46 | 71.35 | 26.37 | 67.93 | 24.39 | 5.1 | 12.2 |
| 横店影视 | 603103.SH | 人民币 | 17.19 | 2020/3/13 | 买入 | 19.43 | -0.03 | 0.63 | - | 27.29 | 75.67 | 13.99 | -0.7 | 14.5 |
| 芒果超媒 | 300413.SZ | 人民币 | 51.78 | 2020/4/26 | 买入 | 48.18 | 0.87 | 1.02 | 59.52 | 50.72 | 13.53 | 9.94 | 15.0 | 15.4 |
| 平治信息 | 300571.SZ | 人民币 | 47.78 | 2019/10/31 | 买入 | 65.27 | 2.99 | 3.49 | 15.97 | 13.69 | 9.02 | 9.33 | 30.8 | 26.4 |
| 万达电影 | 002739.SZ | 人民币 | 17.31 | 2020/4/23 | 增持 | 17.1 | -0.40 | 0.78 | - | 22.19 | - | 12.34 | -6.3 | 11.1 |
| 新媒股份 | 300770.SZ | 人民币 | 179.66 | 2020/4/19 | 买入 | 219.51 | 4.39 | 5.32 | 40.92 | 33.80 | 32.79 | 26.56 | 20.5 | 19.9 |
| 蓝色光标 | 300058.SZ | 人民币 | 8.03 | 2020/4/29 | 买入 | 9.06 | 0.30 | 0.35 | 26.60 | 23.05 | 17.26 | 15.86 | 8.0 | 8.4 |
| 完美世界 | 002624.SZ | 人民币 | 47.06 | 2020/4/26 | 买入 | 54.42 | 1.81 | 2.10 | 25.94 | 22.43 | 21.78 | 21.78 | 21.0 | 18.6 |
| 吉比特 | 603444.SH | 人民币 | 408.98 | 2020/4/24 | 买入 | 455.4 | 15.18 | 17.13 | 26.93 | 23.87 | 15.62 | 15.13 | 28.7 | 26.3 |
| 三七互娱 | 002555.SZ | 人民币 | 36.80 | 2020/4/29 | 买入 | 39.02 | 1.30 | 1.53 | 28.29 | 24.13 | 22.21 | 20.23 | 28.7 | 25.8 |
| 视源股份 | 002841.SZ | 人民币 | 93.00 | 2020/4/26 | 买入 | 102.35 | 2.56 | 2.96 | 36.35 | 31.41 | 31.54 | 26.02 | 25.1 | 22.3 |
| 鸿合科技 | 002955.SZ | 人民币 | 29.74 | 2020/4/24 | 买入 | 71.17 | 1.40 | 1.88 | 21.31 | 15.83 | 15.73 | 10.93 | 10.1 | 12.0 |
| 分众传媒 | 002027.SZ | 人民币 | 5.42 | 2020/5/12 | 买入 | 6.14 | 0.14 | 0.25 | 39.72 | 21.94 | 29.29 | 16.97 | 12.7 | 18.7 |
| 视觉中国 | 000681.SZ | 人民币 | 19.39 | 2020/5/4 | 买入 | 19.93 | 0.37 | 0.50 | 52.67 | 38.92 | 44.84 | 33.86 | 6.6 | 8.2 |
| 新经典 | 603096.SH | 人民币 | 58.55 | 2020/4/29 | 买入 | 67.43 | 1.98 | 2.33 | 29.52 | 25.18 | 26.25 | 21.97 | 13.0 | 13.9 |
| 中南传媒 | 601098.SH | 人民币 | 11.19 | 2020/4/28 | 增持 | 13.46 | 0.75 | 0.85 | 14.96 | 13.21 | 4.55 | 3.51 | 9.6 | 10.6 |
| 中信出版 | 300788.SZ | 人民币 | 46.50 | 2020/5/1 | 买入 | 46.25 | 1.25 | 1.70 | 37.20 | 27.33 | 36.30 | 24.79 | 12.7 | 15.5 |
| 中国科传 | 601858.SH | 人民币 | 9.08 | 2020/5/2 | 买入 | 12.59 | 0.63 | 0.72 | 14.42 | 12.57 | 6.57 | 4.86 | 11.6 | 12.2 |
| 凤凰传媒 | 601928.SH | 人民币 | 6.76 | 2020/5/2 | 买入 | 8.21 | 0.55 | 0.62 | 12.35 | 10.84 | 3.59 | 2.62 | 9.3 | 9.9 |
| 中国出版 | 601949.SH | 人民币 | 5.48 | 2020/5/2 | 买入 | 7.2 | 0.42 | 0.50 | 12.94 | 11.04 | 5.79 | 4.32 | 10.7 | 11.6 |
| 国联股份 | 603613.SH | 人民币 | 83.60 | 2019/10/25 | 增持 | 79.23 | 1.14 | 1.64 | 73.44 | 50.91 | 46.42 | 33.75 | 17.2 | 19.9 |
| 掌趣科技 | 300315.SZ | 人民币 | 6.64 | 2020/3/1 | 买入 | 7.94 | 0.32 | 0.38 | 20.91 | 17.27 | 29.88 | 22.25 | 15.4 | 17.1 |
| 世纪华通 | 002602.SZ | 人民币 | 13.60 | 2020/6/2 | 买入 | 15.61 | 0.60 | 0.69 | 22.67 | 19.71 | 18.27 | 15.81 | 13.1 | 13.1 |
| 掌阅科技 | 603533.SH | 人民币 | 36.07 | 2020/4/28 | 买入 | 34.96 | 0.74 | 1.04 | 48.99 | 34.56 | 44.20 | 30.30 | 20.0 | 23.6 |
| 猫眼娱乐 | 01896.HK | 港元 | 13.80 | 2020/3/26 | 买入 | 16.41 | 0.22 | 0.94 | 62.73 | 14.68 | 64.02 | 11.80 | 0.1 | 8.9 |
| 美团点评-W | 03690.HK | 港元 | 151.50 | 2020/5/26 | 买入 | 118 | 0.90 | 2.42 | 168.33 | 62.60 | 167.36 | 54.28 | 0.8 | 8.6 |
| 新东方在线 | 01797.HK | 港元 | 31.75 | 2020/5/21 | 买入 | 37.36 | -0.86 | -0.54 | - | - | - | - | -46.2 | -41.7 |
| 心动公司 | 02400.HK | 港元 | 27.25 | 2020/3/31 | 买入 | 36.98 | 1.40 | 1.68 | 19.50 | 16.20 | 10.04 | 9.78 | 25.4 | 24.0 |
| 哔哩哔哩 | BILI.O | 美元 | 34.96 | 2020/5/24 | 买入 | 31.78 | -5.05 | -2.76 | - | - | - | 16.81 | -38.0 | -34.2 |
| 爱奇艺 | IQ.O | 美元 | 17.51 | 2020/5/20 | 买入 | 22.49 | -10.07 | -5.63 | - | - | 1.34 | - | -318.1 | 228.5 |
| 网易 | NTES.O | 美元 | 409.13 | 2020/5/21 | 买入 | 437.6 | 137.39 | 173.80 | 2.98 | 2.35 | 16.75 | 13.94 | 19.5 | 20.1 |
| 趣头条 | QTT.O | 美元 | 2.71 | 2019/9/8 | 买入 | 7.45 | -4.04 | -0.38 | - | - | - | - | -57.7 | -7.0 |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

(注: 猫眼娱乐、美团点评-W、爱奇艺、网易业绩为 NON-GAAP 口径, 每股指标为 ADS)

目录索引

| | |
|---|----|
| 一、概况：潮玩零售店起步，向 IP 运营全产业链延伸 | 5 |
| （一）发展历程：爆款产品驱动成长，引领国内潮玩文化 | 5 |
| （二）管理团队：架构紧密，拥有敏锐市场嗅觉 | 7 |
| （三）股权结构：创始人持股超过半数，管理层稳定 | 8 |
| 二、行业：二次元衍生市场广阔，潮玩创业公司率先突围 | 10 |
| （一）二次元文化衍生市场广阔，Z 世代成为消费主力 | 10 |
| （二）潮玩市场发展迅猛，满足成年人的乐趣幻想 | 11 |
| （三）传统玩家的上下游延伸，垂直创业玩家涌现 | 14 |
| 三、POP MART：以 IP 矩阵为核，“研发+渠道”为翼 | 16 |
| （一）甄选供应商强化质控，自营和经销互为补充 | 16 |
| （二）引爆“MOLLY”奠定 Pop 行业龙头，多方合作构筑 IP 资源池 | 18 |
| （三）线下：强化用户触达，布局“无人零售+IP 店+快闪店”营销矩阵 | 21 |
| （四）线上：强化“葩趣”潮玩社区运营，抓住电商小程序流量入口 | 24 |
| 四、财务：成本费用控制良好，盈利能力持续提升 | 26 |
| 五、风险提示 | 28 |

图表索引

| | |
|---|----|
| 图 1: 泡泡玛特的发展历程 | 5 |
| 图 2: 泡泡玛特分业务营业收入分拆 (百万元) 和同比增速 (%) | 6 |
| 图 3: 泡泡玛特员工人数 (人) 和同比增速 (%) | 8 |
| 图 4: 泡泡玛特员工结构 (%) | 8 |
| 图 5: 泡泡玛特的股权架构图 (截至 2020 年 6 月 1 日) | 8 |
| 图 6: 国内二次元产业链分布 | 10 |
| 图 7: 国内二次元用户数量 (万人) 和增速 (%) | 11 |
| 图 8: 国内娱乐/人物授权商品零售额 | 11 |
| 图 9: 潮玩及其他衍生品变现产业链 | 11 |
| 图 10: 中国潮玩消费市场规模 (十亿元) 和同比增速 (%) | 12 |
| 图 11: 潮玩和盲盒的用户年龄结构对比 | 13 |
| 图 12: 潮玩和盲盒的用户性别结构对比 | 13 |
| 图 13: “Molly”百度指数的年龄分布 (%) | 14 |
| 图 14: “Molly”百度指数的性别分布 (%) | 14 |
| 图 15: 国内潮玩市场头部玩家的营业收入 (百万元) 和复合增长率 (%) | 16 |
| 图 16: 中国潮玩公司的百度指数走势图 | 16 |
| 图 17: 泡泡玛特达成合作的艺术家/工作室 | 17 |
| 图 18: 泡泡玛特员的设计、生产和销售模式 | 17 |
| 图 19: Molly 的营业收入 (亿元) 和同比增速 (%) | 18 |
| 图 20: Molly 和 SonnyAngel 系列产品发布速度 | 19 |
| 图 21: Molly 各系列的产品的发布情况 | 19 |
| 图 22: 泡泡玛特营业收入结构按照 IP 分类 (%) | 20 |
| 图 23: 泡泡玛特 IP 资源和合作品牌矩阵 | 20 |
| 图 24: 2019 年泡泡玛特自有 IP 营收占比 (%) | 21 |
| 图 25: 2019 年泡泡玛特独家 IP 营收占比 (%) | 21 |
| 图 26: 泡泡玛特旗下零售门店和机器人商店的数量 (家) | 22 |
| 图 27: 泡泡玛特线下渠道销售额 (亿元)、占比 (%) 和同比增速 (%) | 22 |
| 图 28: 机器人商店的数量及单机器年销售额 (万元) | 23 |
| 图 29: 零售店数量及单店年销售额 (万元) | 23 |
| 图 30: 泡泡玛特线下北京和上海的潮玩展会 | 23 |
| 图 31: 按照 IP 分类的天猫旗舰店月销量 | 24 |
| 图 32: 按照 IP 分类的京东旗舰店月销量 | 24 |
| 图 33: “葩趣”APP 的功能情况 | 25 |
| 图 34: 泡泡玛特注册会员数量 (万人) 和同比增速 (%) | 25 |
| 图 35: 泡泡玛特的营业收入 (百万元) 和同比增速 (%) | 26 |
| 图 36: 泡泡玛特的毛利率与期间费用率 (%) | 26 |
| 图 37: 泡泡玛特存货和应收账款周转率 (次/年) | 27 |
| 图 38: 泡泡玛特的现金流情况 (百万元) | 27 |
| 图 39: 泡泡玛特的归母净利润 (亿元) 与归母净利率 (%) | 27 |
| 图 40: 泡泡玛特的 ROE (%) 和杜邦拆分 (%) | 28 |

一、概况：潮玩零售店起步，向 IP 运营全产业链延伸

（一）发展历程：爆款产品驱动成长，引领国内潮玩文化

泡泡玛特（国际）前身为北京泡泡玛特股份有限公司。北京泡泡玛特成立于2010年，创始人王宁、杨涛夫妻二人，公司主要通过连锁零售和IP运营孵化来自主开发、销售潮流玩具。

2016年曾在新三板完成挂牌，并于2019年退市，2020年经过重组后成为泡泡玛特国际集团有限公司的全资子公司。

发展至今，公司完成了三次战略升级：（1）萌芽期：2010~2016年，引进全球潮流玩具和文创用品，通过线下零售店和概念旗舰店售卖。（2）转型期：2016~2018年，与重磅IP达成战略合作并进行线上转型：独家代理“Molly”并自主推出爆款盲盒系列，开设天猫旗舰店，并上线自有潮玩社区平台“葩趣”APP。（3）爆发期：2018~2020年，部署线下机器人商店，收购多个IP的全球所有权，举办国内最大的潮玩展会。至今，泡泡玛特已是集“优质IP运营、创意潮玩开发、全渠道营销”的头部IP运营公司。

图1：泡泡玛特的发展历程



数据来源：泡泡玛特 IPO 申请书，泡泡玛特官网，广发证券发展研究中心

（1）萌芽期：2010-2016年，经销代销+线下门店，寻求IP转型

泡泡玛特初期模仿香港潮玩超市LOG-ON，建立31家线下门店，经销、代销全球新

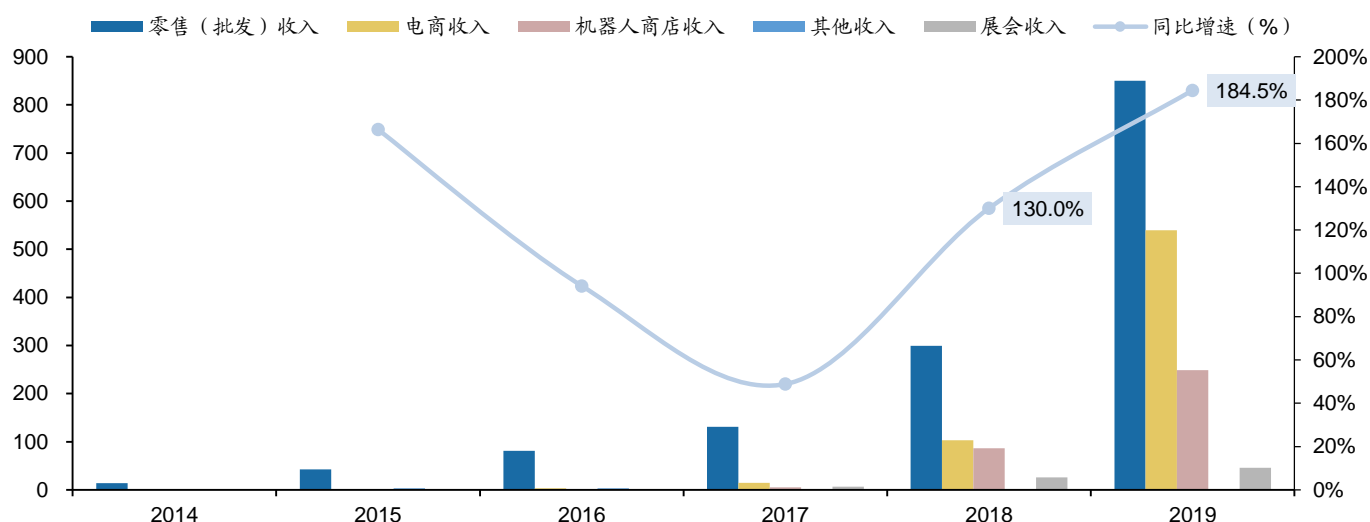
奇玩具和文创用品。获取墨池山创投和金鹰商贸集团合计3千万元融资后，泡泡玛特在2015年尝试代理知名潮玩IP“Sonny Angel”，并自主研发“盲抽”系列，运营效果显著，该系列月销售额迅速升至300万元。2014年营收达到1千万元，2015年营收突破4500万元（YOY+166.4%），净利润为负值，2014年公司估值达到1亿元。

（2）转型期：2016-2018年，代理、孵化爆款IP，线上天猫+APP双发力

代理Molly，孵化爆款，扭亏为盈。Sonny Angel成功后，泡泡玛特积极获取海外的优质IP代理权，在2016年4月，成功挖掘未商业化的香港IP“Molly”并独家代理，并在2016年7月，迅速推出自主设计“星座系列”，引发链条式传播，该IP被迅速孵化为年营收4千万元的爆款品牌，成为泡泡玛特扭亏为盈的关键。2017年营收攀升至1.8亿元（YOY+104%），净利润从2016年的负值转为2017年的157万元。

扩展线上渠道，成功挂牌新三板。2016年为泡泡玛特的电商元年，进驻天猫旗舰店，电商业务实现营收350万元（YOY+241%），2017年升至951万元（YOY+169%）。此外，在2016年7月，泡泡玛特上线自有潮玩社区APP“葩趣”，粉丝数量由2017年的30万迅速翻三番至2018年的90万。融资方面，2017年1月，泡泡玛特在新三板上市，并在2017年底，定向增发4千万元，整体估值达到10亿元。

图2：泡泡玛特分业务营业收入分析（百万元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，泡泡玛特 IPO 申请书，广发证券发展研究中心

（3）爆发期：2018-2020年，收购重磅IP产权，线下创新无人零售

为深化绑定优质IP，2018-2019年，泡泡玛特收购Molly国内和全球的IP所有产权，同时提高推新频率，使Molly潮玩在2019年实现销售额4.56亿元，同比翻番。在获得上市融资和多笔战略投资后，泡泡玛特将资源着重配置于开设“机器人商店”和扩充IP资源库。2017年4月，泡泡玛特试水线下无人零售，2018年加快布局，以每月平均新开18家的速度迅速达到200家，其销售额在2018年增长14倍至8640万元，2019年增长至2.48亿元。同时，泡泡玛特建立IP资源库，扩大自有和独家IP矩阵，接连收购萌系IP“Dimoo”“BOBO&COCO”，此外，扩大优秀设计师团队，延伸至上游创作端。随着线上线下渠道的打通、IP矩阵的完善，泡泡玛特在2018-2019年维持营收的高增速发展，平均增速为2.2倍，年营收分别为5.14亿元（YOY+225%），16.83亿元（YOY+227%）。净利润更是呈现爆发式增长，2018年净利为9952万元（YOY+6243%），2019年净利为4.51亿元（YOY+353%）。

引领行业方向，冲击港股上市。泡泡玛特在2018和2019年成功举办北京和上海国际潮流玩具展，完成亚洲地区规模最大的行业交流活动，动员超10万人次、500个优秀品牌和设计师参展，巩固自己在国内潮玩行业的龙头地位。2019年退市新三板后，泡泡玛特发展迅速，盈利改善显著，获得了正心谷和华兴新经济基金领投的1亿美元F轮融资，估值再次提升至18亿美元，并于2020年6月1日向港交所递交IPO申请书。

（二）管理团队：架构紧密，拥有敏锐市场嗅觉

从公司管理团队来看，多位高管均毕业于北大光华，创业团队联系紧密。泡泡玛特的董事会主席、CEO兼创始人王宁先生，创业10年以来对新零售有独到见解，以“85后”的视角瞄准当代年轻人的文娱需求，成功捕捉到潮玩的风口。

CFO杨镜冰先生、文德一先生均在财务、运营、海外零售等领域具有多年工作经验。COO司德先生负责整体产品运营，在工业设计、供应链、市场营销等领域具有丰富的经验和深刻认知。

杨涛女士、刘冉女士是创始团队成员，杨涛女士是董事长王宁先生的配偶，高管团队合作经验丰富，内部联系紧密。

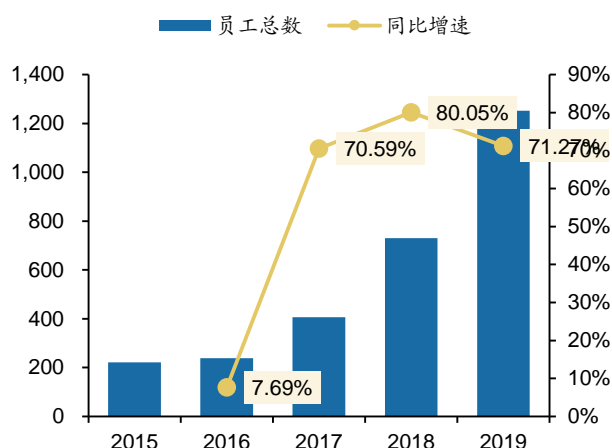
表1：公司的高管团队情况

| 姓名 | 年龄 | 职位 | 主要经历 | 加入集团时间 |
|-----|-----|---------------------|--|-------------|
| 王宁 | 33岁 | 执行董事、董事会主席兼CEO | 公司创始人，10年从业经验。郑州大学西亚斯国际学院广告专业学士，北京大学光华管理学院MBA | 2010年10月20日 |
| 杨镜冰 | 41岁 | CFO | 具有丰富财务管理经验。曾任北京金隅大成开发有限公司财务及资本部经理、总经理助理及CFO，上海财经大学法学及管理理学学士、北大光华MBA | 2017年8月1日 |
| 司德 | 31岁 | 执行董事兼COO | 2015年加入泡泡玛特，中国传媒大学法语学士，北京大学光华管理学院MBA | 2015年3月2日 |
| 杨涛 | 33岁 | 执行董事兼副总裁 监察产品部 | 创始人，美国福特海斯州立大学通识学学士学位，香港浸会大学传播学硕士学位 | 2010年10月20日 |
| 刘冉 | 32岁 | 执行董事兼副总裁 监察线下业务部 | 2011年加入泡泡玛特，郑州大学西亚斯国际学院旅游管理专业学士 | 2011年7月1日 |
| 文德一 | 41岁 | 副总裁 监察海外业务部 | 曾任CJCheilJedangCorporation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经理。韩国建国大学中文学士，北京大学光华管理学院MBA | 2018年8月6日 |

数据来源：公司IPO申请书，广发证券研究中心

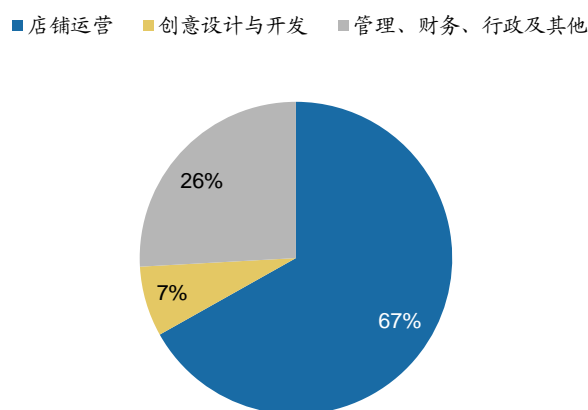
随着泡泡玛特规模持续扩大，员工数量也在不断增加，截至2019年底，公司的总员工人数达到1252人，其中837人为店铺运营人员，占总员工的67%；创意设计与开发人员为91人，占总员工的7%；管理、财务、行政和其他人员324人，占比为26%。根据历史年报计算，线下零售单店需要配备平均员工人数（不含兼职）为5人，其他辅助人员（办公室、物流其他人员）为2~3人。

图3: 泡泡玛特员工人数(人)和同比增速(%)



数据来源: 泡泡玛特IPO申请书, 广发证券发展研究中心

图4: 泡泡玛特员工结构(%)



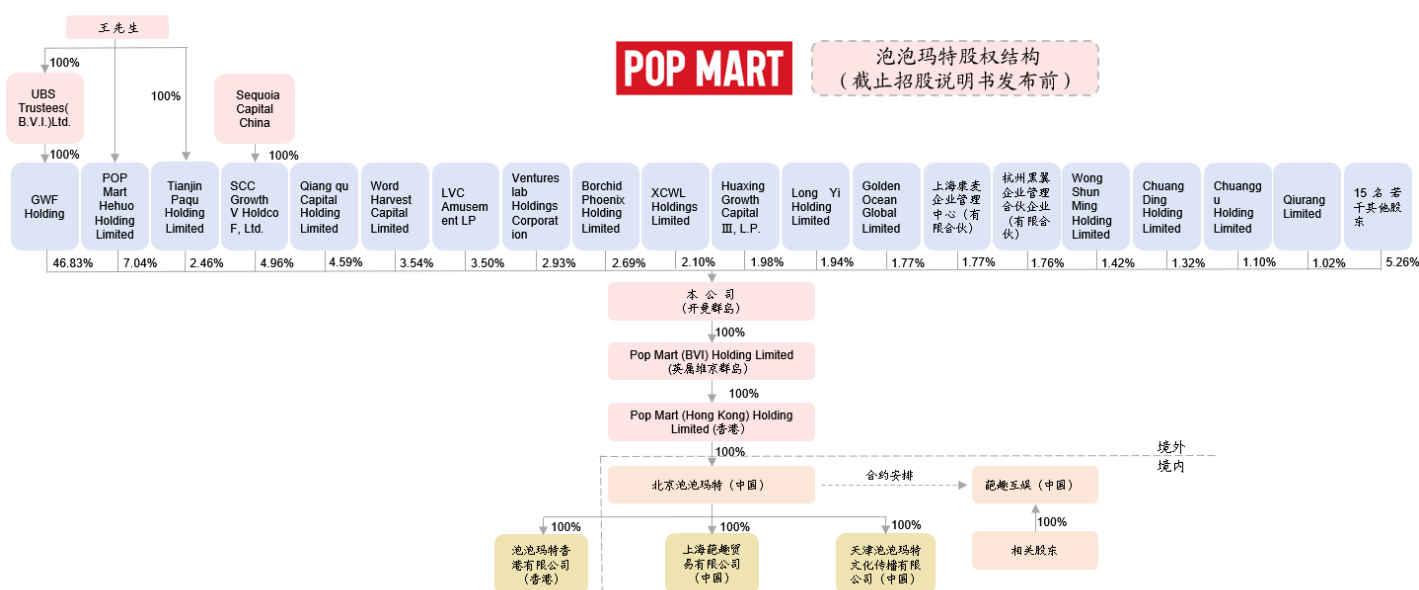
数据来源: 泡泡玛特IPO申请书, 广发证券发展研究中心

(三) 股权结构: 创始人持股超过半数, 管理层稳定

根据提交的港交所IPO申请书显示,截至2020年5月31日,公司创始人及董事长王宁通过名下3家公司合计持有上市公司56.33%的股权(B.V.I持有46.83%、天津葩趣文化有限公司持有2.46%、Popmart Hehuo持有7.04%),王宁与配偶杨涛共同持有6880万股。

核心管理层王宁、杨涛、司徒、刘冉四人分别持有泡泡玛特合伙有限公司已发行股本的43.18%、15.11%、0.92%及9.23%,Popmart Hehuo持有上市公司7.04%的股份。其他股东主要为历史5轮融资进入的投资者,股权比例较高的包括F轮进入的正心谷创新资本(LVC)(持股占比3.5%),华兴新经济基金(Huangxing Growth Capital)(持股占比1.98%)。

图5: 泡泡玛特的股权架构图(截至2020年6月1日)



数据来源: 公司 IPO 申请书, 广发证券发展研究中心

表2: 泡泡玛特的重要股东情况

| 机构名称 | 持股占比 (%) | 备注 |
|---------------------------------|----------|---|
| GWF Holding | 46.83% | 由王宁全资拥有的 UBSTrustees(B.V.I.)Ltd.持有。 |
| PopMart Hehuo Holding Limited | 7.04% | 由王宁(43.18%)、杨涛(15.11%)、司徒(0.92%)、刘冉(9.23%)及本公司 12 名其他雇员共同拥有。 |
| SCC GrowthV HoldcoF,Ltd | 4.96% | 由独立第三方 Sequoia Capital China Growth Fund V,L.P.全资拥有。 |
| Qiangqu Capital Holding Limited | 4.59% | 由上海强趣企业管理中心(有限合伙)全资拥有。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)。 |
| World Harvest Capital Limited | 3.54% | 由 Trident Trust Company(HK)Limited (作为由独立第三方尹巍先生及另一名人士为受益人所设立信托的受托人)全资拥有。 |

数据来源: 泡泡玛特 IPO 申请书, 广发证券发展研究中心

本次IPO发行主要投向线下零售和海外业务,同时考虑加强策略性收购,并提升运营数字化能力和扩展IP储备库。根据公司IPO申请书,资金投向领域包括:

- (1) 考虑消费者触达渠道,尤其重视新增开设新零售店和机器人商店,同时关注扩展亚洲、欧洲市场。
- (2) 将加强对上游供应商及分销渠道策略性收购与投资,再次升级资源整合能力。
- (3) 将增强营销能力,高效经营粉丝社群,进行业务的数字化升级。同时注重丰富IP储备,在内容供应层面进行合理有效的收购和合作。

表3: 泡泡玛特港交所IPO募集资金用途

| 募资用途 | 具体内容 |
|--------------|---------------------------------|
| 营运升级及拓展海外市场 | 开设新零售店、机器人商店,进一步扩展业务至亚洲、欧洲及北美市场 |
| 策略性收购及投资 | 对本行业价值链的公司进行潜在投资、收购及与该等公司建立战略联盟 |
| 数字化技术创新 | 投资技术计划,以增强营销及粉丝参与力度及提升业务的数字化程度 |
| IP 储备及内容供应拓展 | 扩充优质的潮玩或者二次元文化 IP |
| 营运资金及一般企业用途 | |

数据来源: 泡泡玛特 IPO 申请书, 广发证券发展研究中心

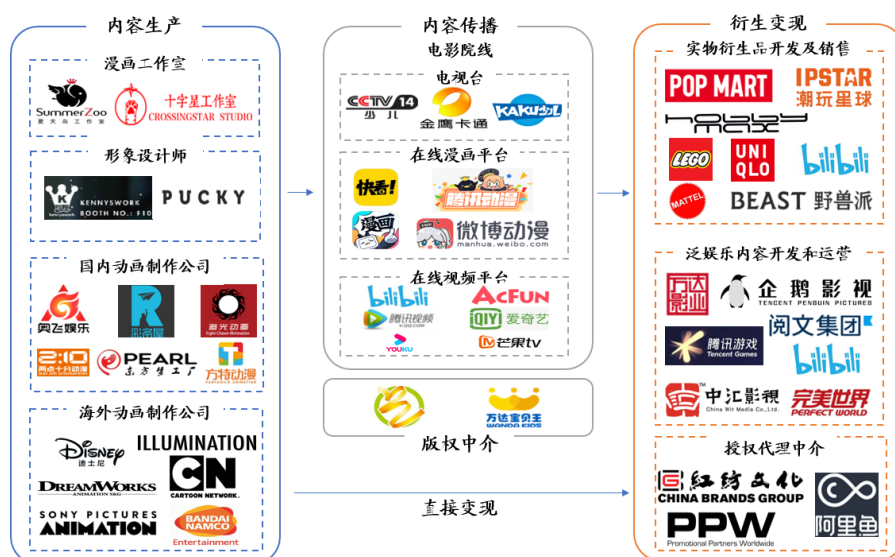
二、行业：二次元衍生市场广阔，潮玩创业公司率先突围

（一）二次元文化衍生市场广阔，Z世代成为消费主力

伴随全球文娱的繁荣发展，二次元文化已经逐步踏上主流文化的阶梯，受众范围不断扩大，2019年中国二次元用户规模已达3.9亿，且用户多为受教育程度高、人均可支配收入水平较高的Z世代（1995-2009年出生的人群）。小众文化转型为主流文化的过程中，IP版权在不同的内容形式中流转，也不断向商品和特定场景衍生。

二次元产业链的上游为内容生产端，动漫制作公司、设计师工作室创作出具体的IP形象和故事主题，为中游的电影、漫画制作公司提供素材，帮助其打造出IP背景下的影视、游戏、漫画作品，进一步扩大传播和产生收入。而当前最受瞩目的是IP衍生的下游产业——衍生品变现市场。

图6：国内二次元产业链分布

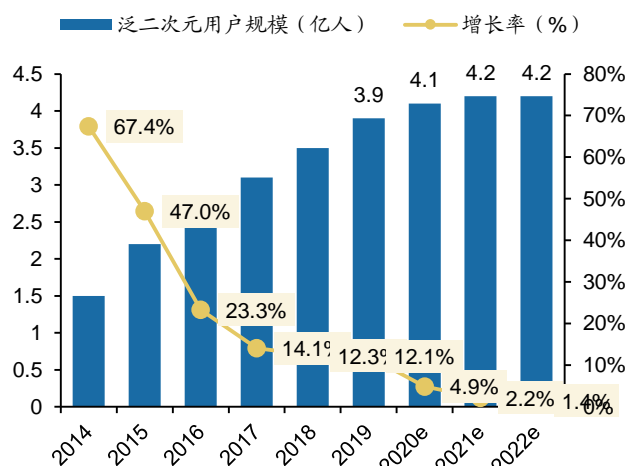


数据来源：三文娱公众号，广发证券发展研究中心

衍生品是热门IP的重要商业变现形式，通常分为硬周边和软周边。硬周边主要指依据IP人物打造的手办和模型，软周边指加入新奇创意和玩法的玩具，如盲盒、扭蛋、毛绒玩具、日用挂饰等。同时，品牌还可以授权代理商售卖IP相关的服饰、食品、饮料等。此外，IP衍生逐步扩展到特殊场景中，如空间展会、互动体验展、快闪店、主题乐园、主题小镇等实景娱乐。

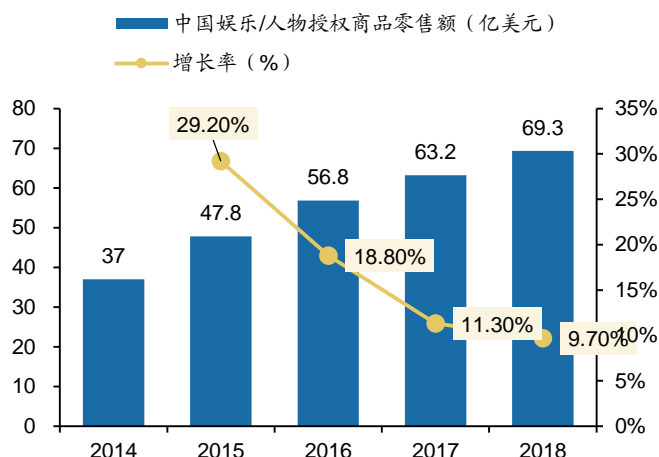
二次元衍生品的的主要受众是受过良好文化教育的年轻一代。据调查，超过95%的潮流玩具消费者年龄处于15-40岁，其中63%持有学士或以上学位。凯度和腾讯联合发布的《Z时代消费力白皮书》显示，2018年，我国1.5亿的Z世代人群月均可支配收入达3501元，远高于全国人均可支配收入2352元。Z世代所处的信息、文娱环境具有多元、注重个性的特点，因此他们强烈渴望表达自我、享受情感体验，且愿意将收入花费至收藏相关商品上。二次元衍生品能较好切合年轻人对社交型消费的需求，通过消费衍生品来维系和扩大相关社交圈；对人设型消费的需求，通过参与展览、了解相关品牌来凸显自己的品味和特质；对悦己型消费的需求，通过购买二次元产品，迅速获得即时性的温暖、热血、治愈等体验。

图7：国内二次元用户数量（万人）和增速（%）



数据来源：公司IPO申请书，广发证券发展研究中心

图8：国内娱乐/人物授权商品零售额

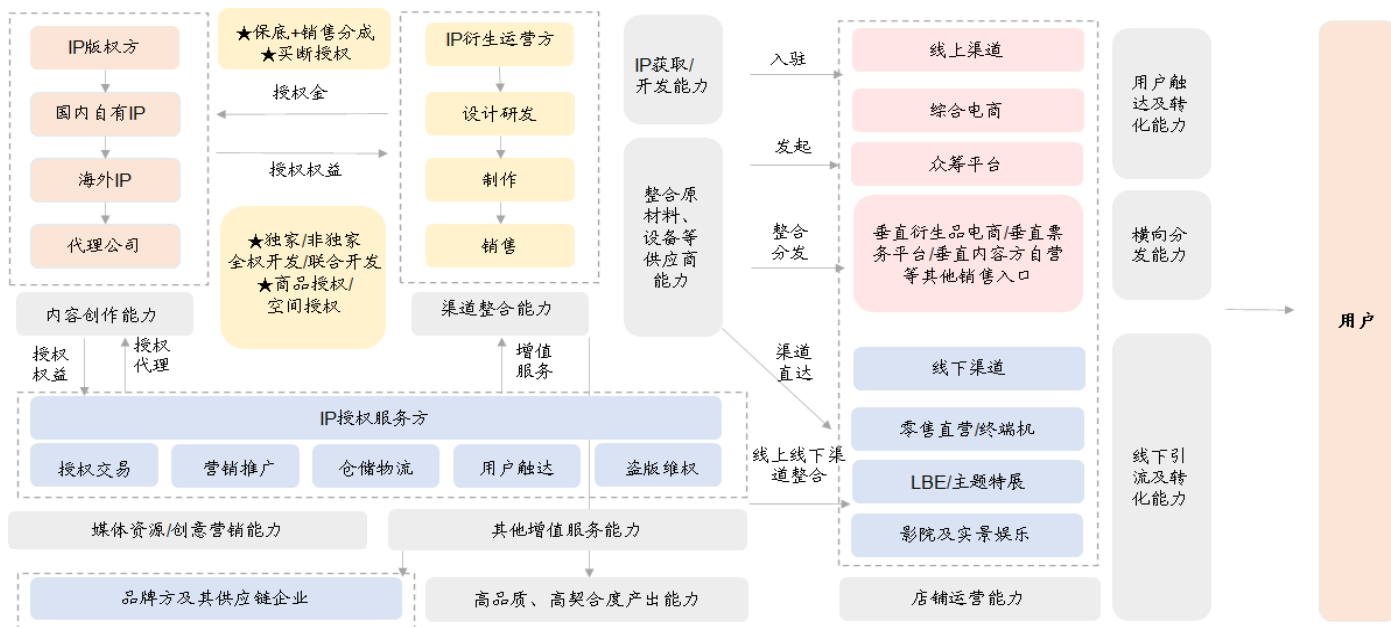


数据来源：公司IPO申请书，广发证券发展研究中心

（二）潮玩市场发展迅猛，满足成年人的乐趣幻想

潮流玩具是融入了艺术、设计、潮流、绘画、雕塑等多元素理念的玩具类型，根据产品定位的差别，可分为高端玩家级潮玩和盲盒型潮玩两大类。玩家级潮玩的入门门槛较高，相对小众。盲盒型潮玩大多造型简单可爱、价格便宜，易于被大众接受。较低的购买门槛+独特的未知抽奖式销售+IP内部世界观使得玩家对盲盒型潮玩的消费热度经久不衰。

图9：潮玩及其他衍生品变现产业链



数据来源：三文娱公众号，广发证券发展研究中心

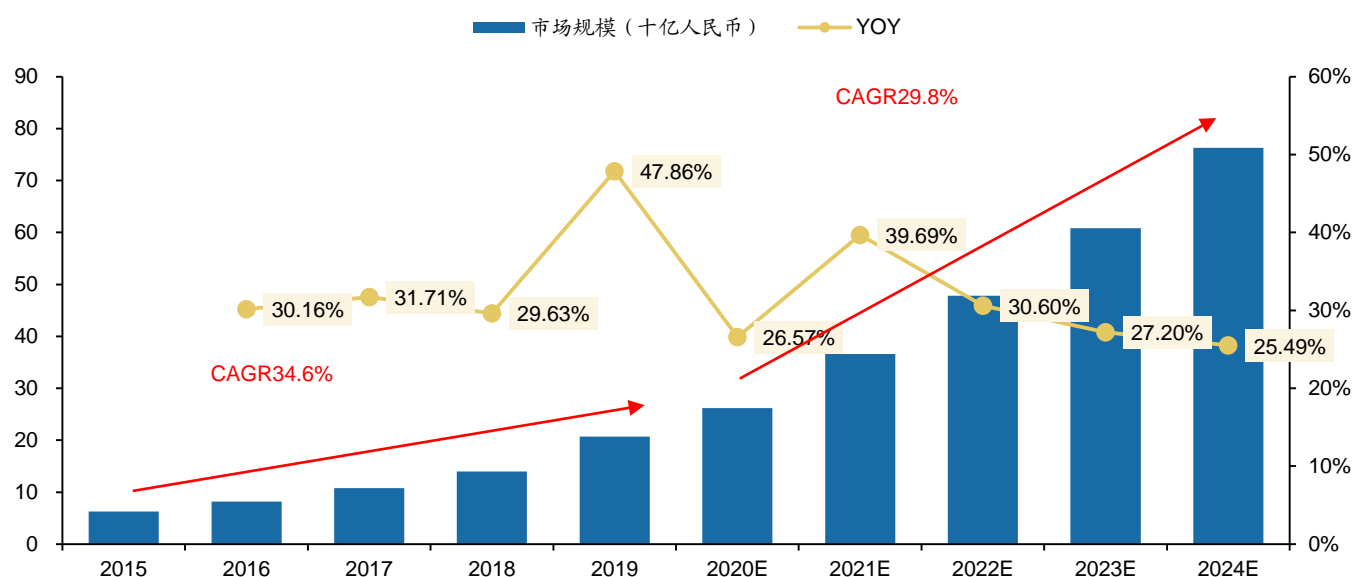
潮玩产业链主要包括“版权方创作+运营方设计研发+渠道方整合”。上游版权方深耕创作，设计出创意IP，并联动更多相关人物和场景，以较快速度进行版本更新或者情节延伸。当IP的世界观渐趋完整和成熟，将其与实事、季节性热门话题结合后推出新系列，如：圣诞系列、匠心系列等，会更好带动实体消费冲动和收藏偏好。而IP项目

的开发选择、设计师的合作与授权金、后续产品的设计规划，是产业链的关键环节。通过前期评估IP可持续价值，IP运营方通过独家代理、收购IP等方式与IP内容创作方洽谈授权合作，同时对IP研发制作进行详细的系统规划：系列上新速度、多维IP联动、市场趋势调查等。另一方面，运营方还需掌握良好的供应商资源，保证周边产品的量产能力、产品质量，以满足在特定时期开发短时间热点的需求。下游渠道方需整合线上线下营销，瞄准受众需求，运营多种新鲜玩法，如快闪店、小程序、H5等，刺激销量。

同时潮玩消费还具备高复购率的特点。根据弗若斯特沙利文报告，68.5%的潮流玩具消费者在2019年的购买次数在2次及以上，其中19.8%的消费者购买次数超过5次，27.6%的潮玩用户愿意为其喜爱的潮流玩具支付的金额在500元以上。由于潮玩法新奇和年轻一代倾向于通过社交传达喜好，潮玩消费具备强大的社群传播基础，能促进用户发展为中高频买家，这类买家对品牌表现出较高忠诚度，且对价格敏感性较低。

根据公司招股书显示，国内潮流玩具零售市场处于初期开发阶段，由2015年的63亿元增加至2019年的207亿元，复合年增长率为34.6%，预期于2024年增加至763亿元，复合年增长率为29.8%。电商主要潮玩零售品牌线上销售数据显示，三四线城市零售额增速呈现赶超一二线城市的趋势，说明低线城市消费者因当地线下运营渠道的相对匮乏，会选择线上购买以满足持续增长的消费需求。由此，伴随着未来线上、线下渠道在低线城市的深度铺开，其潮玩消费的市场规模潜力将再次得到提升。

图10：中国潮玩消费市场规模（十亿元）和同比增速（%）



数据来源：泡泡玛特 IPO 申请书，广发证券发展研究中心

盲盒销售是潮流玩具的热门种类。“盲盒”是指将玩偶用不透明的包装盒进行包装，且包装上不标注具体的款式信息，消费者在购买时只能选择购买系列，无法提前知晓具体款式。盲盒爆火的核心原因在于切中了人类对“不确定性奖励”的着迷，让玩家可以充分享受拆箱过程中的惊喜，令消费者“低门槛垂直入坑，高粘性难以出坑”。

“低门槛垂直入坑”源于可爱艺术的外形、较低的单价及“抽奖”诱惑。

（1）盲盒类潮玩外形多涉及精灵、萌宠等形象，精致可爱，同时蕴含艺术个性，具

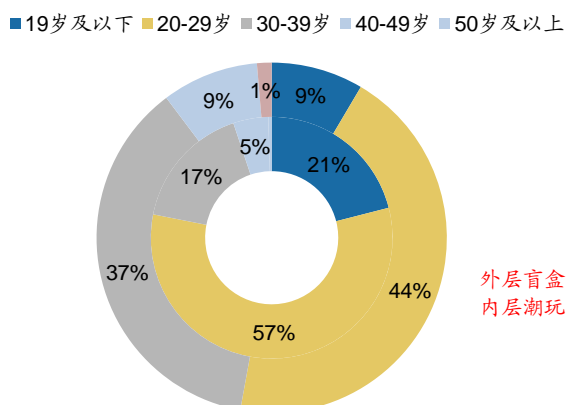
有一定的收藏和观赏价值。(2)盲盒类潮玩售价在40-80元之间,是大多数消费者日常易接受的价格,从而促进了冲动消费的可能。(3)盲盒类潮玩的系列产品通常设置12个普通造型+1个隐藏款造型,隐藏款造型的抽中率仅0.6%,该销售模式精准切中人类对“不确定性奖励”欲罢不能的期待心理,鼓励消费者抱着“抽奖”态度来进行首次消费。

“高粘性难以出坑”源于系列性产品粘性强、社交属性强、具备一定投资价值。

(1)系列潮流玩具适合统一摆放展示,具有一定的艺术价值和收藏价值。因为多元造型及隐藏款的收藏吸引力较大,同时系列产品更新迭代快,所以玩家大概率会进行重复购买,因而盲盒的复购率较高。(2)收藏盲盒具备投资价值。Molly是闲鱼交易最热门的盲盒产品。2018年,原价59元到79元不等的Molly娃娃,在闲鱼上的交易超过23万单,均价270元,价格最高的一款涨至原价的39倍。(3)盲盒玩家形成社交圈层。在“盲盒圈”内,玩家为了获得自己喜爱的某一款式或是限量款玩偶,会组成团队合作抽盲盒,“换娃”、“改娃”等置换方式渐趋流行。通过交换藏品、交流抽盒攻略、共同参加展会活动等方式,盲盒圈的社交属性会持续刺激玩家的购买需求。

潮玩和盲盒主要受众都是Z世代,但具体群体特质也有一定区别。据百度指数统计,57%潮玩用户是20-29岁的Z世代,年龄集中度较高,而“盲盒”的用户比例则集中于20-39岁的中青年,说明盲盒具备更广泛的受众群体。在性别结构上,潮玩的女性占比达到70%,盲盒的男女性别占比更为均衡,这说明盲盒对普通消费者的吸引力比潮玩更大。

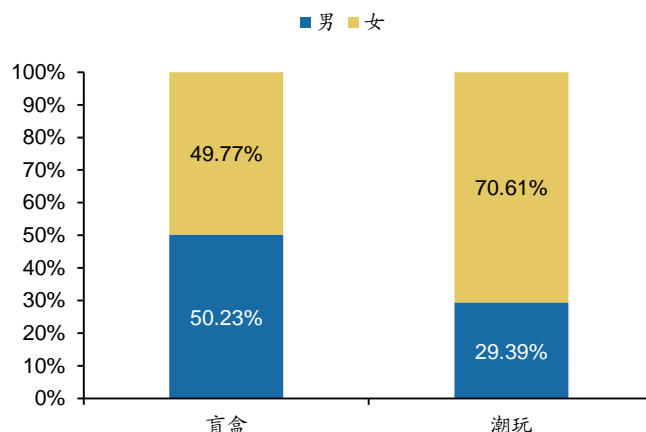
图11: 潮玩和盲盒的用户年龄结构对比



数据来源: 百度指数, 广发证券发展研究中心

注: 统计时间2020年6月8日

图12: 潮玩和盲盒的用户性别结构对比



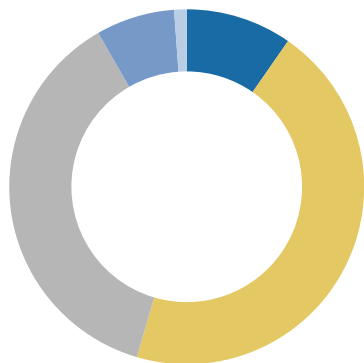
数据来源: 百度指数, 广发证券发展研究中心

注: 统计时间2020年6月8日

Molly IP主要吸引Z世代白领女性。据百度指数统计,搜索Molly的用户45%集中在20-29岁的Z世代,37%是30-39岁的中青年,说明主要受众是年轻、具有审美消费能力的人群。性别数据方面,女性受众占比65%,是男性受众的近2倍。说明Molly古灵精怪、精致可爱的特点主要符合女性审美,同时女性更易为具有收藏价值的流行潮玩买单。

图13: “Molly”百度指数的年龄分布 (%)

■ 19岁及以下 ■ 20-29岁 ■ 30-39岁 ■ 40-49岁 ■ 50岁及以上

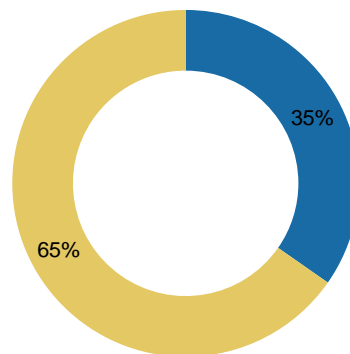


数据来源：百度指数，广发证券发展研究中心

注：统计时间2020年6月8日

图14: “Molly”百度指数的性别分布 (%)

■ 男 ■ 女



数据来源：百度指数，广发证券发展研究中心

注：统计时间2020年6月8日

(三) 传统玩家的上下游延伸，垂直创业玩家涌现

随着“盲盒”市场的快速发展，吸引了部分传统文化专营店的介入，如晨光九木杂货社也在扩充潮玩产品SKU，而垂直型创业玩家在2010年以后开始涌现，主要包括泡泡玛特、艾漫（潮玩星球）、52TOYS、十二栋文化、御座文化等品牌。梳理发现，拥有广泛的行业联动、成熟的发行渠道以及强大的IP发掘及运营能力是构成行业竞争要素的核心：

(1) 拥有优质的内容资源。潮玩公司的运营关键在于建立自有品牌和维持品牌热度，因此优秀公司会定期推出新的创意产品以满足不断演变的消费者需求。

(2) 配备强大的IP运营能力。优秀的潮玩公司应该做好内容提供商及消费者之间的桥梁。一方面，公司需要拥有庞大的数据库及粉丝群，才能够具备足够的数据基础和品牌影响力来物色或培育杰出的艺术家及高质量的潮流内容；另一方面，公司需要拥有准确了解、预测消费者喜好的能力，还需拥有渠道和资源进行精准的IP定价和市场营销以达到对原IP进行商业孵化的目的。

(3) 具有多元的渠道能力。由于消费者的购物方式逐渐多元，潮流玩具公司需要建立规模的全渠道销售及经销网络并确保对供应链的管理，同时充分考虑产品特性、消费者需求及与供应商的协调。

表4: 中国潮玩垂直市场创业型玩家

| 品牌名称 | 创始人 | 始创时间 | 最新融资轮数 | 商业模式 | 代表 IP | 运营渠道 |
|-----------|-----|--------|---------------------------------|--|--|--|
| 泡泡玛特 | 王宁 | 2010 年 | F 轮-上市前，投资方包括正心谷、华兴，累计融资额近 8 亿元 | 以 IP 培育和代理为基础，进行潮玩创意设计、新品研发、产品销售的全产业链覆盖。 | 自有 IP: Molly, Dimoo; 独家 IP: PUCKY, SATYR RORY、The Monsters 等 | 线下零售店 Pop Mart, 机器人商店, 快闪短期店; 线上自营电商平台, 天猫、京东旗舰店, 小程序电商等。 |
| 艾漫动漫&潮玩星球 | 吴伟诚 | 2013 年 | C 轮融资，投资方包括哔哩哔哩，累计融资额达 2 亿元 | 运营 IP 周边授权，提供周边衍生品设计，为渠道商提供 IP 衍生周边产品。同时上线“潮玩+轻食餐饮”复合零售模式。 | 代理全职高手、火影忍者、阴阳师、纪念碑谷等 IP，原创 IP 小柯菊系列 | 与 IP 线下零售品牌“潮玩星球”合并，创新推出“IP+餐饮”、“IP+茶饮”、“IP 快闪店”等模式，覆盖上海、广州、武汉、天津等地；上线京东、淘宝等 |

旗舰店

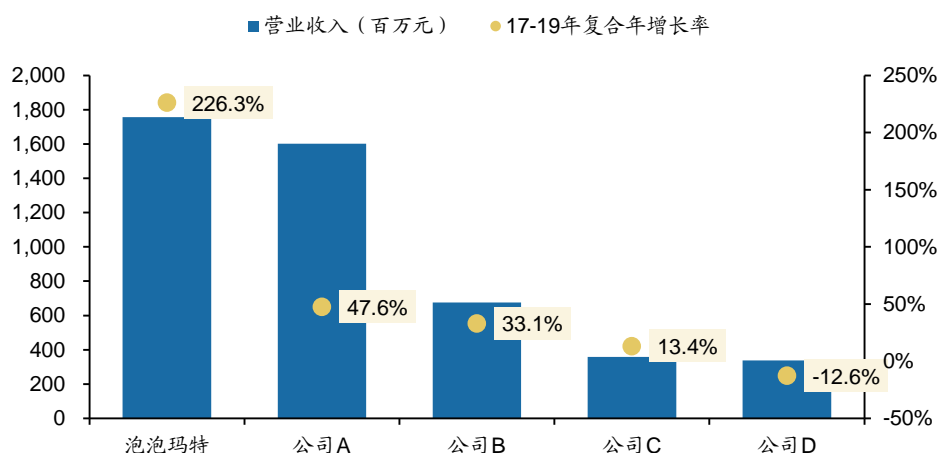
| | | | | | | |
|--------------|-----|--------|-------------------------------|--|---|--|
| 52TOYS | 陈威 | 2012 年 | A+轮, 累计融资金额达 1.5 亿元 | 针对 B 端提供衍生品解决方案, 针对 C 端获取知名版权开发品牌玩具。 | 拥有樱桃小丸子、蜡笔小新、王者荣耀、长草颜团子、吾皇万睡等授权, 国内外知名 IP 授权数量达 20+ | 线下主要通过入驻精品商超、复合型书店、电影院线等方式售卖潮玩, 线上主要通过天猫旗舰店及自有平台“玩蛋趣”; 收购国内最大的动漫模玩论坛「78 动漫」。 |
| 十二栋文化 | 王彪 | 2013 年 | B 轮, 累计融资达 1.8 亿, 投资方包括真格基金 | 以卡通形象 IP 的原创版权为基础, 开发自主 IP 形象、设计产品与周边衍生 | 原创爆款 IP 包括: 长草颜团子、制冷少女、小僵尸、破耳兔、正经人、芮小凹凸, 孵化超 IP20+, 代理 300+ 个形象版权 | 线下以“LLJ 夹机+零售门店”方式为主, LLJ 夹机成为北京潮玩文化现象级打卡点, 日均客流量 6000+ 人次。线下零售门店达 10 家。 |
| IP 小站 (玩偶一号) | 梁浩东 | 2016 年 | 被金运传媒 (金运激光子公司) 收购, 与腾讯达成战略合作 | 采用无人零售方式来经营 IP 衍生品的专业线下渠道公司 | 拥有 QQfamily、carebears、精灵之森、C 酱家、喵室友等知名 IP 授权, 原创 IP 包括 UNI | 主要在全国范围针对商业体和院线去铺设智能无人零售终端, 用于经营 IP 盲盒产品。同时开发与生产智能无人零售终端、配套软件、防伪溯源和链接功能的 NFC 芯片。 |
| 御座文化 | 黄山 | 2006 年 | A 轮, 融资额为 3000 万元, 投资方为同创伟业 | 设计开发原创 BJD 人偶品牌, 孵化布局公司原创 IP, 继而拓展到全品类的衍生品生产包括扭蛋、抱枕类的软周边、服装饰品, 此外亦制作手办、兵人、软周边等 | 已与国内外 20 多个 IP 达成授权开发协议, 如《黑执事》、《魔道祖师》、《剑网 3》、《大圣归来》 | 参加海内外展会, 每年均会受邀参加欧美日、东南亚等行业内艺术/商业相关展会; |
| HobbyMax | 刘舜熠 | 2015 年 | A 轮, 融资额为数千万元, 投资方为华文宏盛 | 以手办为基础布局动漫产业链, 专注于整合企划、原型制作、量产制造、贸易渠道、营销推广为一体的专业衍生品发展 | 和国内外头部 IP 合作, 陆续制作、出品了 b 站的 2233 娘、《全职高手》叶修、《少女前线》毛瑟, 知乎“刘看山”、罗小黑, 以及近期推出的《琅琊榜之风起长林》景品等手办产品 | 和 Stronger 达成全面战略合作伙伴关系, 两者合作设立了东京 figure 电商平台。 |
| “1983” | 柯天从 | 2012 年 | | 专注于潮流创意商品零售和开发, 集合了趣味盲盒, 商城, 圈子交友, 二手市场, 拍卖 | 独家 IP 有 MALLOW、MOCHI、FENNI、QUAY, 亦包括来自泰国、韩国、美国、西班牙、等国内外知名潮玩 | 线上推广, 线下开设体验店; 开设智能优选店, 无人贩售设有导购 |

数据来源: 艾漫动漫、52TOYS、十二栋文化官网, 金运激光公告, 广发证券发展研究中心

泡泡玛特 IPO 申请书显示, 在 2019 年, 按照各公司的零售额计算, 中国潮玩市场的五大市场参与者份额分别为 8.5%、7.7%、3.3%、1.7% 及 1.6%。泡泡玛特是中国最大的潮流玩具品牌, 市场份额为 8.5%, 过去三年的 CAGR 领先于其他竞争对手的 5 倍以上

上达到226.3%。在天猫2019年双十一购物节中，泡泡玛特的零售额在天猫玩具品牌旗舰店中排名第一，超过日本万代、丹麦乐高等全球品牌。

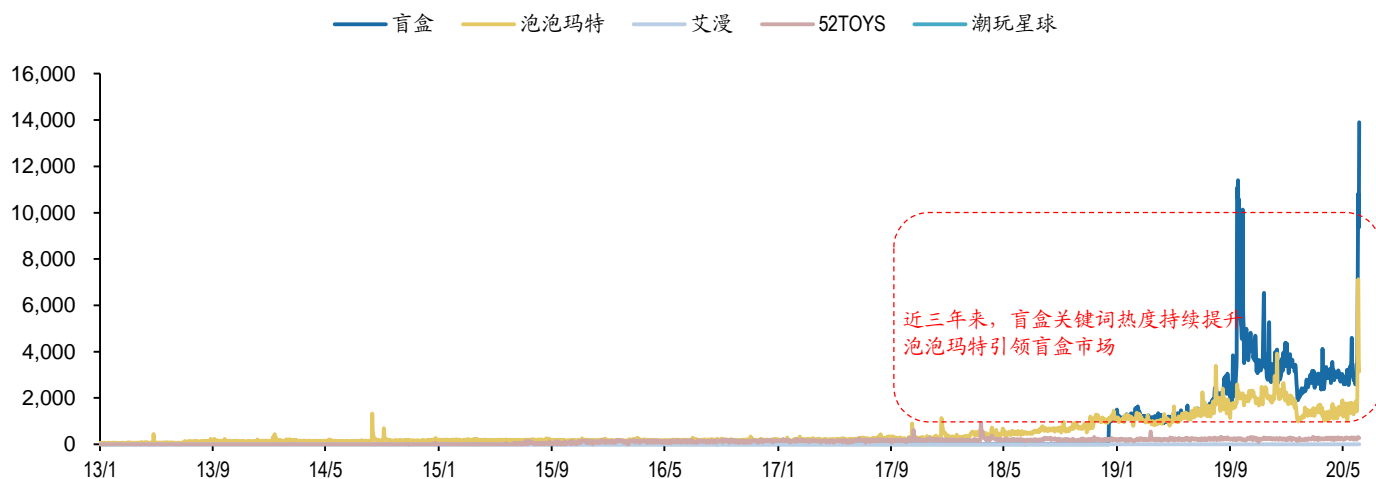
图15: 国内潮玩市场头部玩家的营业收入(百万元)和17~19复合增长率(%)



数据来源: 泡泡玛特, 广发证券发展研究中心

中国潮流玩具行业者中，泡泡玛特是唯一实现“IP运营+OEM生产+消费者触达”的全产业链参与者。根据百度指数显示，2017~2018年，“盲盒”关键词在国内的搜索热度快速提升，主要创业型玩家的关注度也均呈现上升趋势。但从2018年中开始，泡泡玛特的热度持续高涨，而其他品牌则后劲不足。同时，泡泡玛特与盲盒的热度在2018~2019年互相促进，泡泡玛特知名度的提高也推动着“盲盒”潮玩进入大众视野，侧面说明泡泡玛特已成为影响该行业产品形态和热度的龙头玩家。

图16: 中国潮玩公司的百度指数走势图



数据来源: 百度指数, 广发证券发展研究中心

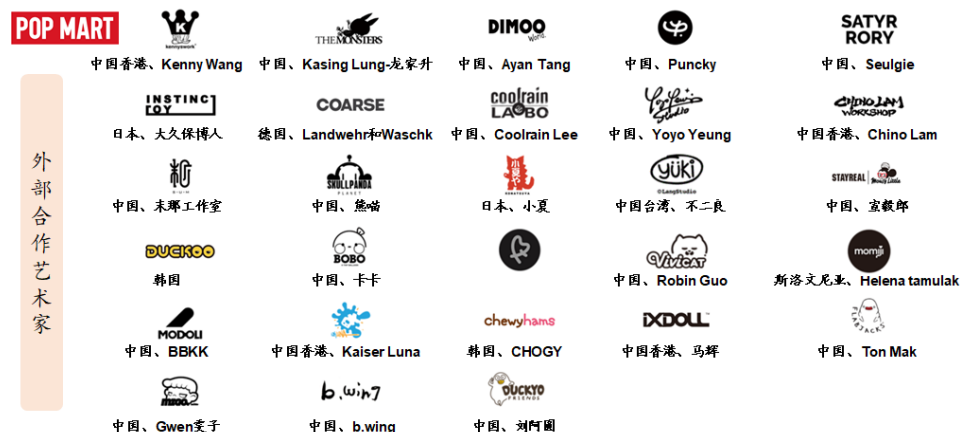
三、Pop Mart: 以 IP 矩阵为核，“研发+渠道”为翼

（一）甄选供应商强化质控，自营和经销互为补充

泡泡玛特（POP MART）是一家集设计、采购、销售于一体的时尚潮品零售公司。其商业模式可分为设计模式、采购模式和销售模式三部分。

设计模式分为定向设计和自主设计两种。定向设计指公司为目标客户提供定制服务，设计过程中不断与客户沟通需求、调整设计，并最终投入生产；自主设计则是公司结合市场需求进行设计制作，而后将产品投放市场。

图17：泡泡玛特达成合作的艺术家/工作室

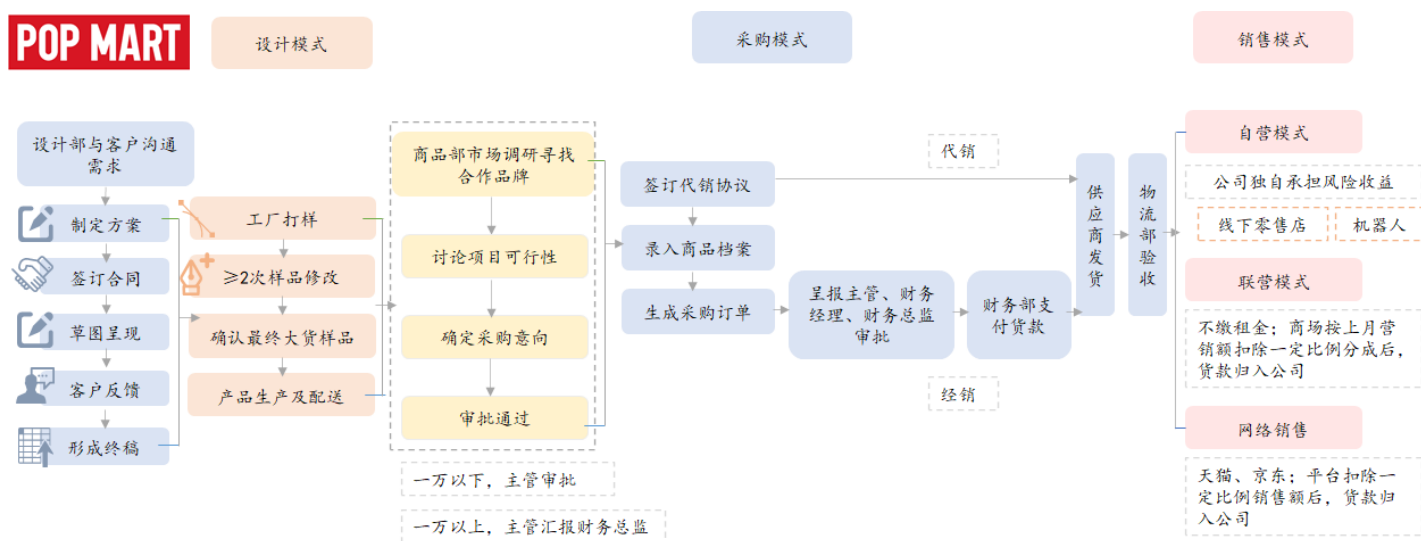


数据来源：泡泡玛特 IPO 申请书，广发证券发展研究中心

采购主要由商品部完成，选择第三方潮玩产品的供应商，合作方式主要有经销和代销两种，其中采购额中80%以上采用经销模式。经销模式下，商品所有权归公司，根据商品送达验收单据进行结算。代销模式下，商品所有权归供应商，采取账期结算方式，按当期商品实际销售额结算，未销售产品可退回供应商。

销售模式分为自营、联营、网络销售三类，主要为自营模式。自营模式下，销售方式主要为线下零售店和机器人商店，公司承担相关风险和收益，以赚取进销差为盈利模式。联营模式下，公司与商场联合经营，无租金，商场按上月营销额扣除一定比例分成后，货款归入公司。网络销售有天猫、京东两个渠道，货款在网络平台扣除一定比例销售额后，归入公司。

图18：泡泡玛特员的设计、生产和销售模式



数据来源：泡泡玛特 IPO 申请书，广发证券发展研究中心

上游甄选供应商，仓储物流管理成熟。泡泡玛特会严格筛选供应商的合法资质，订立长于一年的供应协议。2017年、2018年及2019年，向五大供应商（制造商）的采

购额分别约占总采购额的43.8%、41.3%及40.8%，其中向最大供应商的采购额约占总采购额的19.7%、18.8%及15.0%。自营中央仓库及外包仓库是泡泡玛特的主要仓储方式。2个中央仓库分别位于北京及南京，专注于线下销售及经销，配备ERP系统智能化管理，总建筑面积为4310平方米。在嘉兴、东莞等地同时运营多个外包仓库。

配备质量控制团队，实时监督生产质量。目前质控团队有14名成员，定期实地调研供应商的生产场所，以监控生产过程。在整个生产过程中，对调漆、产品模具的设计、组成以及生产计划管理等事项进行监督和建议。

紧密合作经销商，头部经销商占比逐年降低。泡泡玛特与区域经销商紧密合作，利用其完善的本地零售或经销网络，泡泡玛特将每月或者每季度收到的经销商报告的销售统计资料与自有内部数据库进行交叉检查，得到更准确的市场数据反馈。同时，根据经销商的采购订单及销售报告，泡泡玛特评估其存货水平并随时优化产品供应。

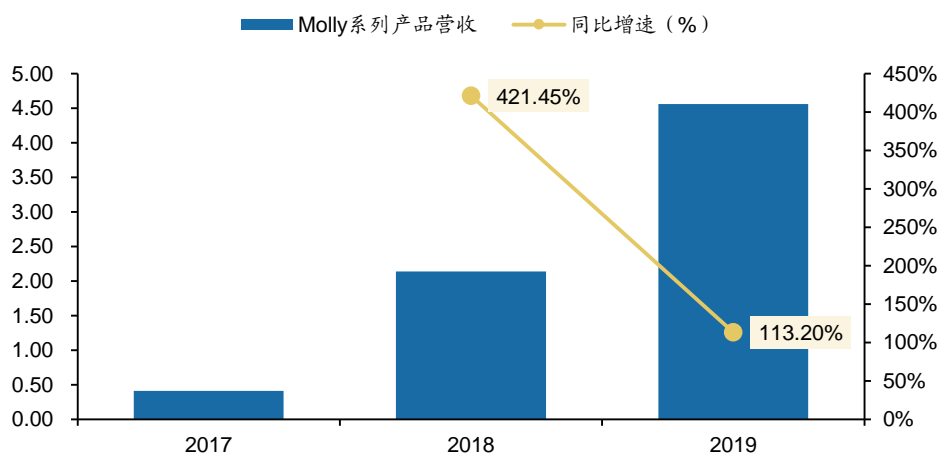
在2017年、2018年及2019年，前五大客户（包括经销商及批量采购公司客户）的总收入分别占营收的17.8%、8.2%及4.3%，其中，最大经销商南京金鹰泡泡玛特的收入分别占营收的16.6%、6.9%及3.3%，客户集中度指标逐年降低。

（二）引爆“Molly”奠定 Pop 行业龙头，多方合作构筑 IP 资源池

从授权到收购，“Molly”成为泡泡玛特IP运营典范。泡泡玛特享有对自有IP的完全知识产权，在2017-2019年，Molly占据自有IP营收的大壁江山，该系列所得收益分别为4100万元、2.15亿元（YOY+425%）及6.27亿元（YOY+191%）。

泡泡玛特围绕Molly制定全面的IP运营计划，以年均6个新系列的开发速度推出Molly相关盲盒系列，以保持Molly的市场热度。同时，泡泡玛特为Molly开发多种手办、集换卡及徽章，并多次促进Molly与其他世界知名IP之间的联名合作，联动自有与非独家IP如米老鼠、小黄人、hellokitty，为双方提高曝光度。此外，泡泡玛特通过授权Molly于第三方进行额外IP变现。横跨零食、饮料、护肤等多个领域，Molly与德芙、伊利、芬达、Ipsa等品牌进行联名，潮玩与饮品、巧克力、柔肤水打包售卖，引发零售消费者和玩家两端的热捧，双方品牌获得双赢。

图19: Molly的营业收入（亿元）和同比增速（%）

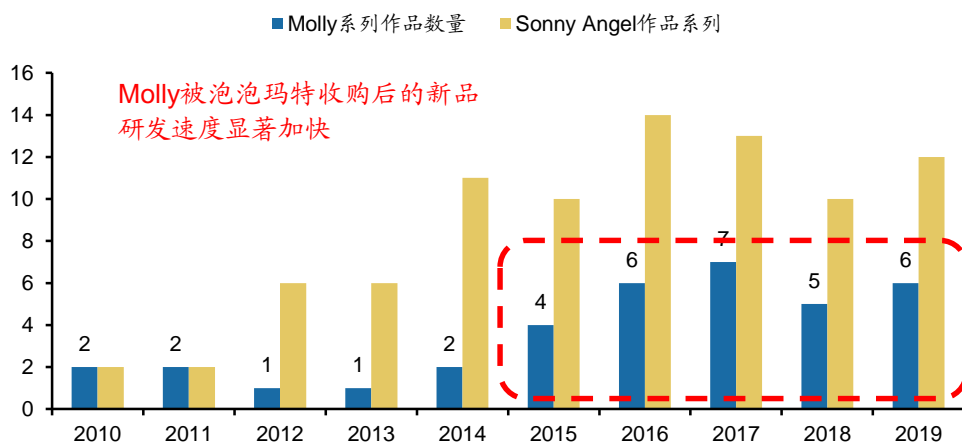


数据来源：泡泡玛特 IPO 申请书，广发证券发展研究中心

强大的设计和新品研发能力，系列产品推陈出新。泡泡玛特的自有创意设计及其工业开发团队规模达91人，开发一款IP潮玩需要设计师和自有研发团队的紧密合作。开

发潮玩的典型流程：艺术家创作玩具二维草图---自有研发团队基于粉丝喜好及市场趋势的分析，对草图提供修改建议---双发多轮修改打磨角色设计---自有工业设计团队进行三维设计和工业加工，最后得以量产。数据显示，Molly被泡泡玛特收购后的年新品开发速度显著加快至5.6个系列，现已积累28个完整产品系列，其中多个系列为定期发售。此外，结合当期流行热点进行修改，多个经典系列的热度持续升温。天猫、京东等线上数据显示，圣诞系列、星座系列在线上电商月销量超过2万件。

图20: Molly和SonnyAngel系列产品发布速度



数据来源：泡泡玛特 IPO 申请书，广发证券发展研究中心

截止2020年6月，泡泡玛特与超过350位艺术家保持紧密关系，并与其中25位来自多元文化背景的设计师进行合作，同时泡泡玛特拥有超20人的挖掘艺术家的商务团队。公司还通过举办业内设计师专属潮玩展览、组织设计比赛和开设行业交流讲座等形式，促进合作设计师群体一直维持行业顶尖水准和保有持续的创作动力。

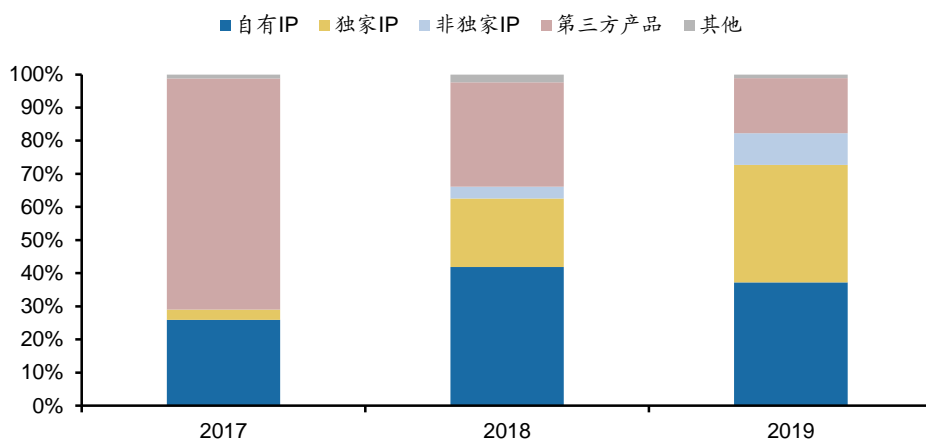
图21: Molly各系列的产品的发布情况

| 产品系列名称 | 具体系列 | 系列图标 |
|---------|--------------------|------|
| 星座系列 | 2016 Molly星座系列1 | |
| | 2016 Molly星座系列2 | |
| 运动系列 | 2016 Molly 运动系列 | |
| 十周年 | 2016 Molly 十周年 | |
| 圣诞系列 | 2016 Molly 圣诞系列 | |
| | 2017 Molly 圣诞系列 | |
| 职业系列 | 2016 Molly 职业系列1 | |
| | 2017 Molly 职业系列2 | |
| 新年系列 | 2017 Molly 新年系列 | |
| | 2018 Molly 新年系列 | |
| | 2019 Molly 新年系列 | |
| 水果系列 | 2017 Molly 水果系列 | |
| 国际象棋系列 | 2017 Molly 国际象棋 | |
| | 2018 Molly 国际象棋系列 | |
| 十二生肖系列 | 2017 Molly 十二生肖 | |
| 寻找大耳牛系列 | 2017 Molly 寻找大耳牛 | |
| 胡桃夹子系列 | 2018 Molly 胡桃夹子系列 | |
| 宫廷瑞兽系列 | 2018 Molly 宫廷瑞兽系列 | |
| 海洋系列 | 2018 Molly 海洋系列 | |
| 艺术家系列 | 2019 Molly 艺术家系列 | |
| 校园系列 | 2019 Molly 校园系列 | |
| 昆虫系列 | 2019 Molly 昆虫系列 | |
| 开心火车系列 | 2019 Molly 开心火车大派对 | |
| 花童系列 | 2019 Molly 花童系列 | |

数据来源：泡泡玛特 IPO 申请书，官方网站，广发证券发展研究中心

“自有+独家”IP收入贡献占比超7成，单一IP的依赖度下降。截至2020年6月，泡泡玛特旗下运营85个IP，包括12个自有IP、22个独家IP和51个非独家IP。营业收入按照IP划分来看，2019年自有IP收入占比为37.25%、独家IP收入占比为35.48%、非独家IP占比为9.5%，第三方产品及其他为17.77%。随着公司其他IP的商业价值正在快速提升，单一IP的依赖度下降，自有IP“Molly”在2017~2019年的营收占开发产品总收入的89.3%、63.4%及45.3%，呈现逐年下降趋势。

图22：泡泡玛特营业收入结构按照IP分类（%）



数据来源：泡泡玛特 IPO 申请书，广发证券发展研究中心

图23：泡泡玛特IP资源和合作品牌矩阵



数据来源：泡泡玛特 IPO 申请书，广发证券发展研究中心

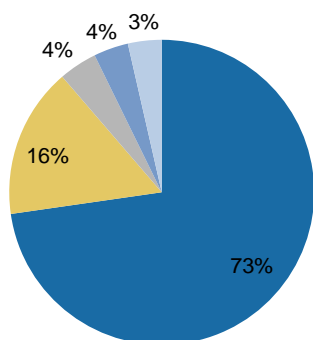
“PUCKY、the Monsters及SATYRRORY”等独家IP同样具备高成长潜质。在2017年、2018年及2019年，独家IP的自主开发产品所得收益分别为480万元、1.06亿元（YOY+2093%）及5.97亿元（YOY+462%），分别占总收益的10.5%、31.2%及43.2%。PUCKY作为独家IP的当家花旦于2018年4月上线，主要瞄准少女市场。在天猫双十一当天，5000件商品在1分钟内售空。此外，泡泡玛特展现超强的IP运营能力，2018

年在北京与杭州举办两场以PUCKY为主题的展览，进一步提高了品牌知名度，同时听取粉丝的改进建议，建立紧密的消费者互动关系。近两年，该系列实现7510万元及3.15亿（YOY+320%）的营收贡献。

非独家IP包括全球知名卡通人物，如米老鼠、Despicable Me及Hello Kitty。通过与迪士尼、环球影城等建立授权关系，泡泡玛特享有在中国基于其IP开发潮玩并进行销售的非独家权利。2019年非独家IP实现营收1.59亿元，占公司IP开发总收益11.5%。

图24：2019年泡泡玛特自有IP营收占比（%）

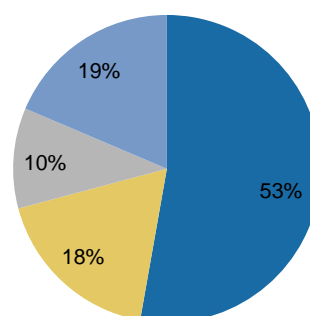
■ Molly ■ Dimoo ■ BOBO&COCO ■ Yuki ■ 其他自有IP



数据来源：公司IPO申请书，广发证券发展研究中心

图25：2019年泡泡玛特独家IP营收占比（%）

■ PUCKY ■ The Monsters ■ SATYR RORY ■ 其他独家IP



数据来源：公司IPO申请书，广发证券发展研究中心

（三）线下：强化用户触达，布局“无人零售+IP店+快闪店”营销矩阵

“零售店—旗舰店—IP店”，逐步打造自有线下门店体系。截止2019年底，泡泡玛特线下自营门店已达114家，以自营模式打造独特的门店和IP文化。2010年，Pop开业的首家零售店主营杂货售卖和玩具代销，2015年，在北京王府井开设大型概念旗舰店，包揽所有IP系列产品及为玩家提供氛围式购物空间。2016年首家小型IP店落座上海港汇恒隆，主打“店面较小+瞄准具体IP”特色，为玩家提供某一具体IP系列的相关玩具和指定款式，“零售+概念旗舰+IP”线下门店体系满足玩家的多元需求。

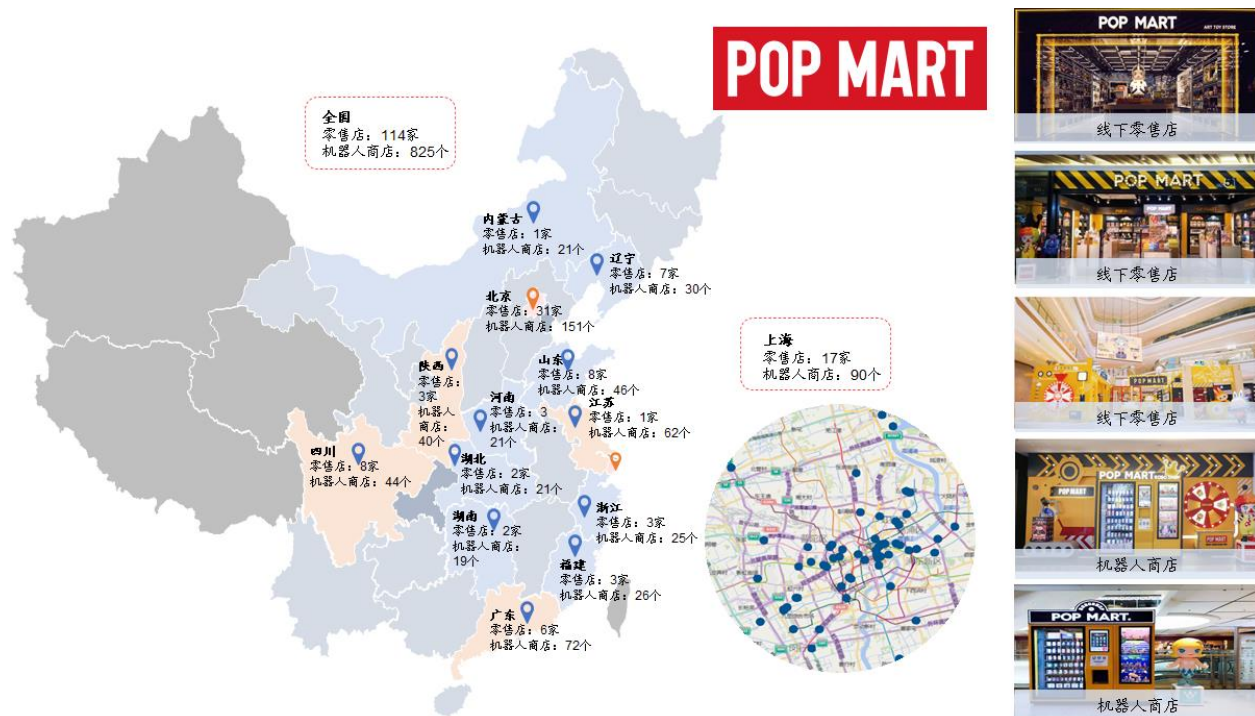
2017年4月，泡泡玛特首创线下互动式无人销售终端“机器人商店”，以低成本、高收入、可复制化的新型商业模式再一次激发营收和利润的增长。截止2019年底，机器人商店数量已升至825家，零售店数量升至114家，深度覆盖国内52个城市，多集中于东南沿海和华中发达城市。前15位覆盖程度较深的省市内，平均拥有47.5家机器人商店，6.6家零售店。店面密度最高的是北京和上海，分别有90和150家机器人商店集中于上海额北京的各大热门商场。受益于渠道数量扩张和同店增长，2019年线下渠道的销售收入达9.88亿元，同比增长195%。

“零售店+机器人店+快闪”连接多元消费场景，品牌知名度迅速传播。零售店是泡泡玛特的主要销售渠道，营业面积多在100~200平方米的区间，也有近500平的旗舰店：如王府井APM、大悦城店、南京江宁店等。零售店的SKU水平超过机器人商店，供货稳定性高，为消费者提供最丰富的产品选择。此外，泡泡玛特与所在购物中心进行合作，推出为期1个月到3个月的限时主题快闪店，创造类似小型主题乐园的购物场所，大幅提升品牌知名度和刺激线下消费。

目前，Pop的零售店数量从2017年的32家翻倍至2018年的63家，在2019年再次扩充到114家，已经覆盖中国33个一二线城市主流商圈，平均单店年零售额从2017年的

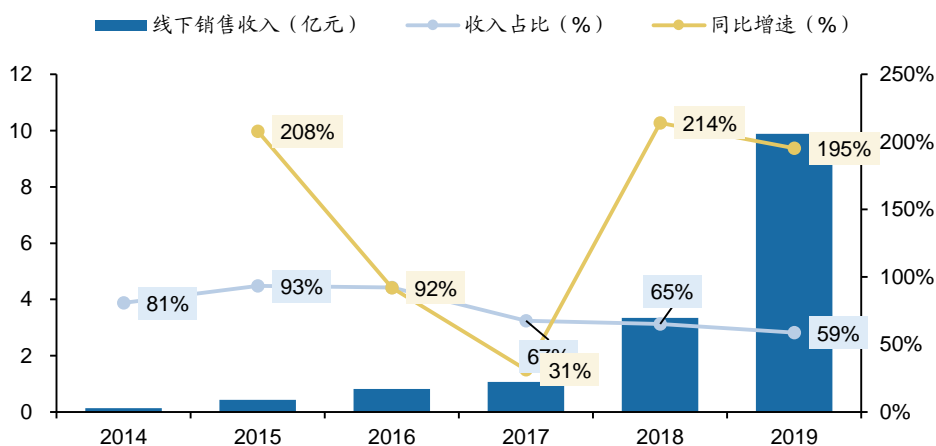
316万元不断增长，至2019年达到峰值649万元，实现翻倍。从同店模型来看，受益于潮玩消费红利和泡泡玛特的产品丰富度、品牌知名度提升，2018~2019年同店零售额增长率分别为59.6%、63.1%，保持高速增长的态势。

图26：泡泡玛特旗下零售门店和机器人商店的数量（家）



数据来源：Wind，公司 IPO 申请书，广发证券发展研究中心

图27：泡泡玛特线下渠道销售额（亿元）、占比（%）和同比增速（%）



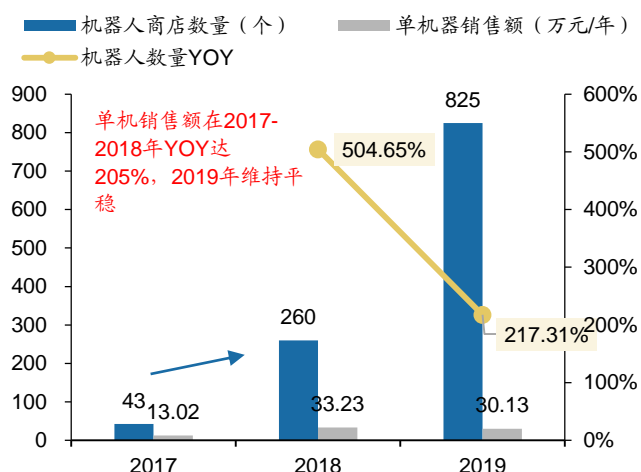
数据来源：Wind，公司 IPO 申请书，广发证券发展研究中心

机器人商店迅速提升用户触达范围，搜集并沉淀用户信息。泡泡玛特的互动式无人零售商店主要销售盲盒类产品，每间机器人商店能够存储最多约60个SKU，主要放置于购物中心、地铁站和社区活动中心等人流量密集地。在2017年期初投放43家机器人商店试水成功后，2018~2019两年合计新建782家，铺设速度明显加快，截至2019年底，公司旗下的机器人商店达到至825家，平均每月新建47家。单机年销售额从2017年的13.02万元，迅速增长两倍至2018年的39万元（YOY+205%），2019

年提升至44万元（YOY-9.3%），但平均单店收入有所下滑。

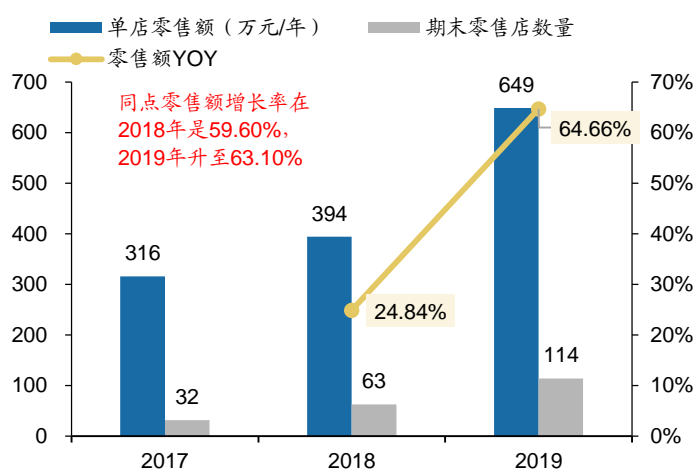
与零售店相比，机器人商店在选址上更加灵活，同时在租赁费、人工费及维护费等方面降低了经营开支，能够更快的触达更多消费者。同时，机器人商店作为商业前端，其市场反馈可为用户人群画像构建、新品开发、零售店选址等提供重要的数据来源。在825家机器人商店中，744家机器人商店为泡泡玛特自营，81家为聘请合作伙伴进行管理，相关管理成本大约是每月单机总销售收益的35%。在2017~2019年期间，机器人商店营收分别为560万元、8640万元（YOY+1442%）及2.48亿元（YOY+187%），占总营收的比例分别为3.5%、16.8%及14.8%。

图28：机器人商店的数量及单机器年销售额（万元）



数据来源：泡泡玛特IPO申请书，广发证券发展研究中心

图29：零售店数量及单店年销售额（万元）



数据来源：泡泡玛特IPO申请书，广发证券发展研究中心

潮玩国际展，联结全球品牌商和艺术家。在国内没有大型潮玩活动的情况下，2017年9月泡泡玛特作为行业龙头举办了首届北京国际潮玩展会（BTS），首届举办即有100个品牌参展，观展人数近2万人次。随后于2018年4月举办了首届上海国际潮玩展（STS），参会人数突破至5万人，参与设计师超过300名。让更多人认识到了潮玩业态，让资本方、潮玩品牌、艺术家之间有了更多的合作和接触，有效推动了国内潮玩行业的发展，同时也建立了公司与全球知名品牌商和艺术家之间的联系。

图30：泡泡玛特举办的北京和上海国际潮玩展会



数据来源：公司年报、IPO 申请书，广发证券发展研究中心

2017~2019年期间，Pop累计举办了5场展会，形成了年度春季上海展和秋季北京展的定期展会活动。随着公司品牌影响力扩大，展会规模也在持续升级，过去三年办展分别为公司贡献营业收入676.3万元，2560.8万元和4552.2万元。

（四）线上：强化“葩趣”潮玩社区运营，抓住电商小程序流量入口

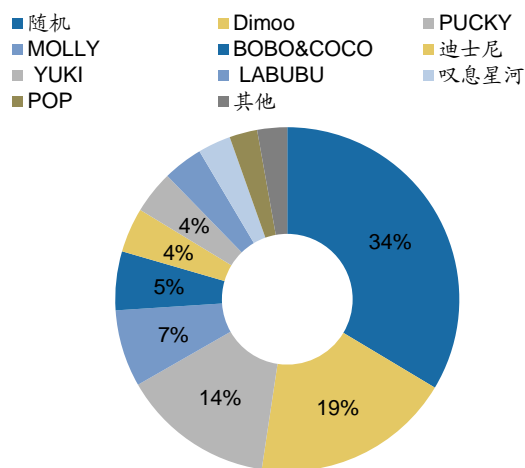
线上多渠道运营，“电商+社群APP+小程序”促进销售额迅速增长。

旗舰店主力销售，非官方店铺助力增量。2016年6月，泡泡玛特正式入驻天猫商城，开启线上转型。在2018年双11当天，泡泡玛特天猫旗舰店销售额超过2700万元。2019年双11的销售额更是达到了8212万元，同比增长295%，在天猫玩具大类中排名第一，首次超过了乐高、万代等国际品牌。根据泡泡玛特天猫旗舰店的销量统计，天猫官方旗舰店的月销量达15万件，零售额达1000万元。销售额前五主要集中于自有和独家IP，平均月销量为2.4万件，“随机抽盒”、“MOLLY”、“PUCKY”的月销量位列前三，分别为5.2万件、2.9万件及2.2万件，合计占总销量的66.72%。

京东自营旗舰店量级稍低，月零售额达650万元，自有IP“Dimoo”最畅销，月销量达1.1万件，占比31%，同时独家IP“PUCKY”月零售额达263万元。迪士尼作为非独家IP的产品销售数据也较亮眼，月销量占比约为5%，零售额达40万元。

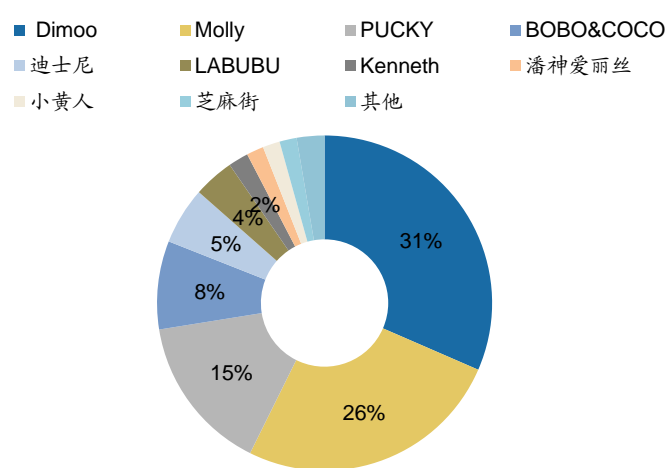
另外，淘宝和京东平台上有多家非官方旗舰店，售卖近200个泡泡玛特旗下SKU，组成多元化售卖渠道。天猫平台上，泡泡玛特产品销量排名前五的非官方店铺多为家居装饰专营店旗舰店，平均月销量达5332件，其中最高销量达1.2万件，单店上架的泡泡玛特的SKU达16.8件。

图31：按照IP分类的天猫旗舰店月销量



数据来源：泡泡玛特天猫旗舰店，广发证券发展研究中心
统计时间：2020年5月31日

图32：按照IP分类的京东旗舰店月销量



数据来源：泡泡玛特京东旗舰店，广发证券发展研究中心
统计时间：2020年5月31日

自有社群APP，商城功能上线激发流量、营收双增长。葩趣APP是泡泡玛特的自有社群APP，也是中国最大最专业的潮流玩具平台之一。葩趣APP上线于2016年，在2017年9月增加重磅商城功能，通过社群效应为葩趣带来更多流量和营收，改版后用户数量增加400%，DAU增加800%。从玩家需求端来看，葩趣APP为潮玩粉丝集合“潮玩资讯+玩家社交+潮玩购买+二手转置”等多项功能，承接粉丝对潮玩的所有需求入口；从潮玩品牌商家的经营角度来看，葩趣APP可以为商家提供扩大IP影响力和维系粉丝的平台，商家更精准的对接粉丝对产品的建议和需求，同时也有更直接的

渠道向粉丝宣传营销活动和售卖商品。葩趣APP第二阶段将由潮流玩具市场扩展至二次元动漫、电影等IP类市场，致力于打造中国优质的IP线上社区平台。

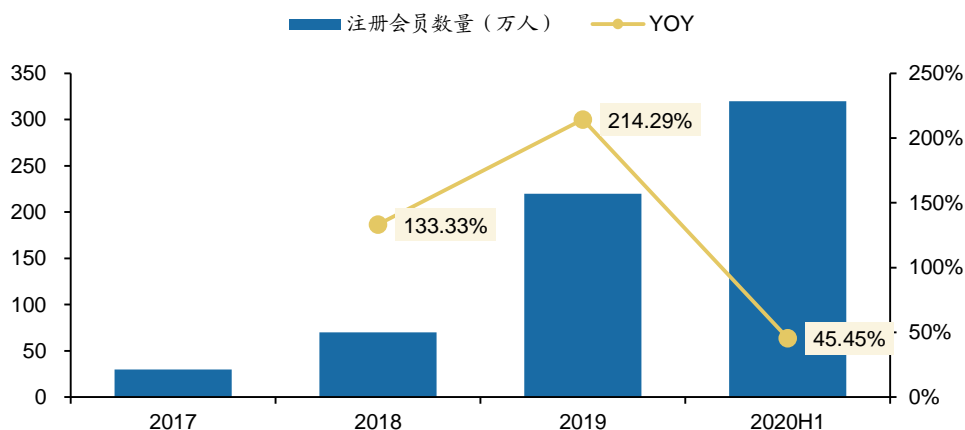
图33：“葩趣”APP的功能情况



数据来源：Wind，公司 IPO 申请书，广发证券发展研究中心

通过“Sonny Angel”、“Molly”等产品的热销，泡泡玛特积累了大量的潮流玩具粉丝，从2017年的30万迅速升至2019年的220万，并在2020上半年突破300万。泡泡玛特通过多渠道会员计划对粉丝精准营销和多维互动：为不同等级的会员提供不同权益，将用户的“购买金额+频率”与增值权益挂钩，建立粉丝社群、加强其黏度及提高复购率。2019年，泡泡玛特注册会员的整体重复购买率达58%。

图34：泡泡玛特注册会员数量（万人）和同比增速（%）



数据来源：Wind，公司 IPO 申请书，广发证券发展研究中心

融入游戏属性，“显示卡新玩法”推动营收快速提升。2018年泡泡玛特上线“泡泡抽盒机”小程序，通过线上扭蛋器、抓娃娃机等功能设置，突破消费者购物的物理场景和SKU的数量限制。并不定期推出线上“分享砍价”、“抽奖福袋”、“一番赏”等活动，以通过用户社群关系扩大营销，同时小程序内配有完整的积分系统。系统会根据用户过去180天内的消费情况将其分成1~4级，根据用户等级会发放不同张数的“泡泡抽盒

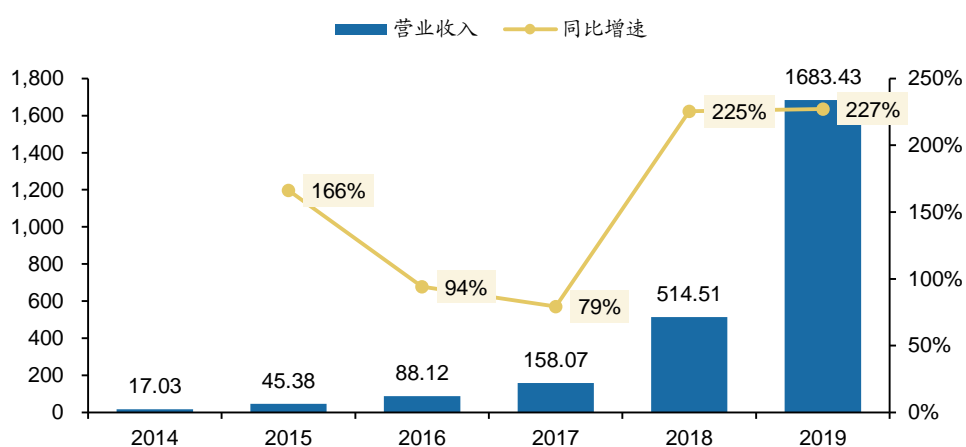
机显示卡”，可用来提前预知待抽取的产品款式。在各类活动和积分系统双重促进下，用户抽盒的复购率提升至80%。

2018年小程序贡献营收为2300万元，2019年增长10倍至2.71亿元，占电商渠道销售额的40%，成为最具潜力线上渠道。“电商+社群APP+小程序”帮助泡泡玛特打造集IP品牌资源、供应链、销售渠道和社交平台于一体的生态闭环。

四、财务：成本费用控制良好，盈利能力持续提升

渠道持续扩张，整体销量高速增长。2017~2019年泡泡玛特的营收分别为1.58亿元、5.14亿元和16.83亿元，17~19年的复合增速为226%。

图35：泡泡玛特的营业收入（百万元）和同比增速（%）

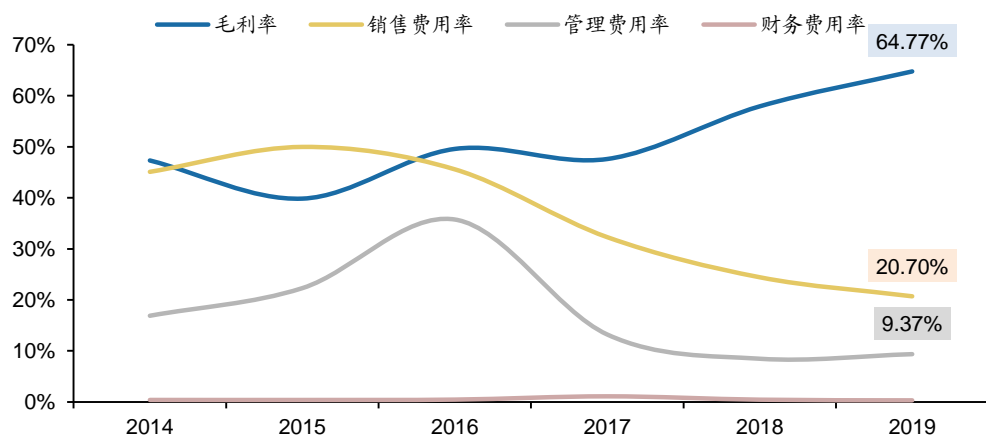


数据来源：Wind，公司 IPO 申请书，广发证券发展研究中心

注：2014~2016 年数据为新三板挂牌时的财务数据，下同

公司的营业成本主要包括商品成本、支付给艺术家的创意设计和产品开发成本、IP 供应商的设计和授权费、折旧摊销（主要包括购买 IP 产权的无形资产摊销）等。其中，商品成本占总销售成本的82%左右，主要包括自主开发产品支付给第三方制造商的成本及第三方产品采购成本。而销售额提升带来规模经济效应，2017年以来泡泡玛特的毛利率处于持续提升阶段，2019年达到64.77%，同比增加17.16pct。

图36：泡泡玛特的毛利率与期间费用率（%）



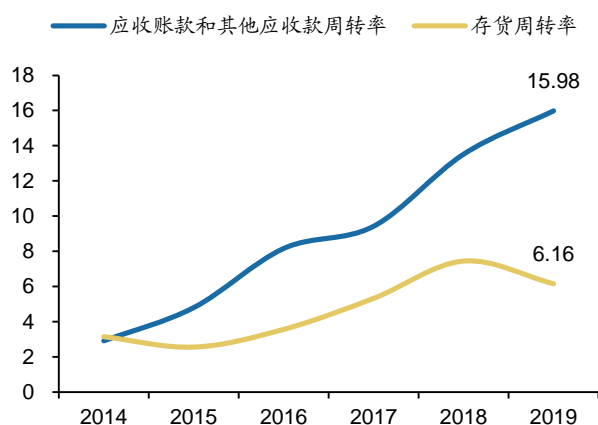
数据来源：Wind，公司 IPO 申请书，广发证券发展研究中心

销售费用主要包括销售人员工资薪酬、物业厂房及设备折旧、门面租赁等开支，2019年销售费用为3.49亿元，同比增长177%。2017年以来，由于线下零售额增速远高于成本薪酬增长，同时摊低了门店折旧摊销和租金等固定开支项，销售费用率从32.29%下降至2019年的20.70%。2019年管理费用为1.58亿元，同比增长262%，管理费用率9.37%，同比增长0.9pct；财务费用为539万元，财务费用率0.32%，过去6年均维持在低位水平。

应收账款周转率持续提升，经营性现金流和净利润基本匹配。2017~2019年，公司存货周转率分别为7.4、8.0和7.8，基本保持稳定，应收账款周转率分别为45.0、51.4、60.0，账款周转率持续提速，现金回款能力增强。2017年经营性现金流转正，同时实现盈亏平衡，2018年实现归母净利润9952万元，归母净利率为19.3%；2019年继续扩大盈利，归母净利润大幅增长至4.51亿元，归母净利率同比大幅提升7.45pct为26.8%，账面货币资金余额为3.25亿元。

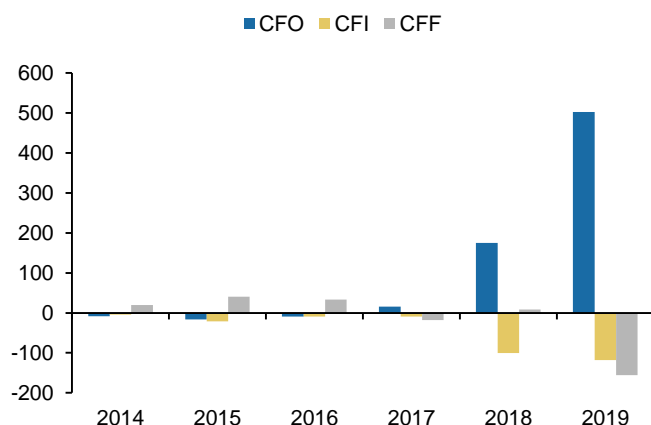
2017~2019年泡泡玛特的ROE分别为2%、45.5%和76.1%，从杜邦分析来看，权益乘数相对稳定，总资产周转率和净利率是驱动ROE提升的核心因子。

图37：泡泡玛特存货和应收账款周转率（次/年）



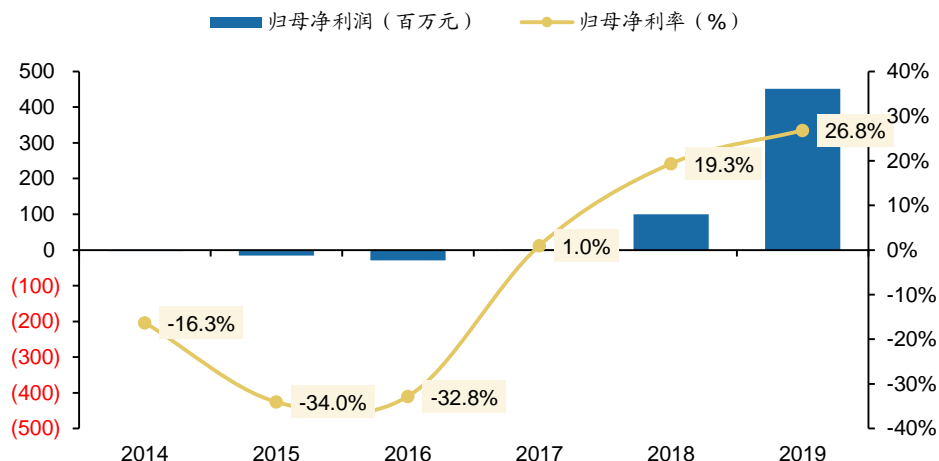
数据来源：Wind，公司IPO申请书，广发证券发展研究中心

图38：泡泡玛特的现金流情况（百万元）



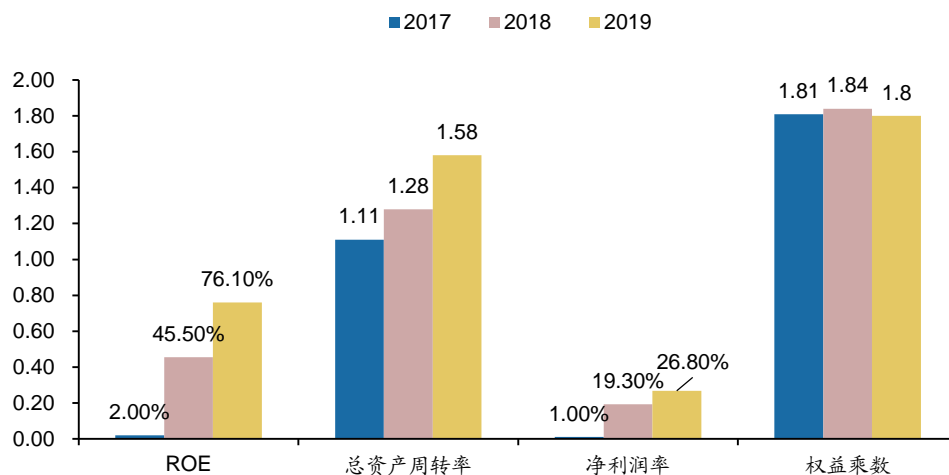
数据来源：Wind，公司IPO申请书，广发证券发展研究中心

图39：泡泡玛特的归母净利润（亿元）与归母净利率（%）



数据来源：Wind，公司IPO申请书，广发证券发展研究中心

图40: 泡泡玛特的ROE (%)和杜邦拆分 (%)



数据来源: Wind, 公司 IPO 申请书, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

(一) 对个别商品品类、品牌依赖的风险。2015年开始, 公司所售SonnyAngel系列商品销售额占主营业务收入比重迅速攀升, 公司零售业务出现了对热销商品依赖的迹象, 虽然公司在2016年签署了多个新的收藏类玩具授权, 努力摆脱对个别品类的依赖, 但是在热销商品种类足够丰富、收入贡献逐渐均衡前, SonnyAngel系列商品授权如若被终止, 将对公司的营收产生不利影响。

(二) 潮牌IP价值衰减的运营风险。潮流品牌具有较强的时效性特点, 这要求企业必须准确把握流行趋势、推出符合甚至带动市场潮流的产品, 若不能准确把握流行趋势, 将直接影响到公司的持续盈利能力。

(三) 线下门店选址风险。门店选址一旦失当, 不仅会使既定的目标市场地位难以实现, 而且也会因开店前期产生的装修费等资本性支出和筹办费不能收回等因素而给公司带来较大的经营损失。

(四) 品牌供应商合约终止的风险。公司与品牌供应商的合约通常一年一签, 如果大量主要供应商终止与公司的合约或者未续约, 而公司未能及时找到其他合适的品牌供应商替代, 可能会对公司的经营产生一定的风险。

(五) 行业竞争加剧的风险。如果国内潮玩同业态的竞争进一步加剧, 公司在细分市场的先发优势将有受到挑战的风险。

(六) 疫情的短期影响。受COVID-19疫情影响, 公司1~3月份的线下渠道暂停营业, 同时物流及经销也受到限制。另外, 原定于2020年4月召开的展会推迟至11月举行, 对公司上半年整体经营造成了较大影响。但是疫情期间, 泡泡玛特的线上销售额仍然实现同比增长, 预计疫情恢复后整体销售将实现恢复。

广发研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014 年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015 年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017 年新财富最佳海外研究（团队）第五名。2019 年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014 及 2015 年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018 年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。2019 年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017 年 3 月加入广发证券，2011-2017 年 2 月，供职于中银国际证券，带领团队荣获 2019 年新财富传播与文化行业第一名。
- 朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 吴桐：高级研究员，武汉大学金融学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。2019 年度新财富最佳分析师第 4 名（团队），IIChina 最佳分析师第 1 名（团队），水晶球最佳分析师第 3 名（团队）。
- 陈佳妮：海外大消费行业高级分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|---------------------------|-----------------------------|-------------------------|----------------------------|-------------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层 | 北京市西城区月坛南街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼 | 香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。