

潮玩行业深度研究报告

从泡泡玛特看潮玩零售发展

推荐（维持）

潮玩定义及载体，用户群体，行业空间及增速，国内竞争格局：

- **何为潮玩：**潮流玩具，简称潮玩，又可以称为艺术玩具（Art Toy）或者设计师玩具（Designer Toy）。潮流玩具巧妙融合了潮流文化和内容。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，适合展示及收藏。潮流玩具通常根据文化与娱乐 IP 设计，可为消费者带来围绕原始内容与图稿的沉浸式体验。天猫大数据显示：2018 年超过 1200 万人购买潮流玩具，其中近 60% 的用户年龄分布在 18-35 岁之间，以一二线城市为主。
- **行业概况：**全球潮玩市场规模持续维持高两位数增长，中国的潮流玩具零售市场起步晚却增长迅速，年复合增长率领先全球水平，根据弗若斯特沙利文报告，中国潮流玩具零售市场规模 2015 年至 2019 年的年复合增长率为 34.6%，而 2019 年至 2024 年的年复合增长率为 29.8%。
- **国内竞争格局：**目前国内潮玩零售市场较为分散，市场集中度不高。据弗若斯特沙利文统计报告，2019 年，前五大潮玩公司市场份额为 8.5%、7.7%、3.3%、1.7%、1.6%。泡泡玛特当前市占率为第一。
- **主要载体：**潮流玩具目前可以分为艺术玩具、盲盒公仔、手办模型、BJD 玩具（Ball - jointed Doll，球型关节人偶）四种类型。

圈子文化“收集癖”VS 阶段性金融属性。作为“亚文化”组成部分，潮玩以整套发行满足了小众玩家群体的收集欲，且盲盒玩法具有惊喜感，满足了用户的猎奇心理，因此复购率较高。隐藏款盲盒类似于限量版球鞋，会成为小众圈子里的社交货币，也具有阶段性金融属性。

泡泡玛特在港交所递交 IPO：作为国内第一家申请上市的潮玩公司，泡泡玛特成立于 2010 年，最初以售卖潮流杂货（文创、玩具等）为主，2016 年转型至潮流玩具市场，率先将潮流玩具和盲盒玩法结合，开设天猫旗舰店、葩趣线上潮流玩具社区平台、推出明星 IP 形象 Molly，2017 年在北京举办了中国首届潮流玩具展会，目前是国内潮玩市场排名第一的潮流玩具公司。2019 年公司实现营收 16.83 亿元，同增 227.2%，三年复合增长率高达 226.3%，净利润 4.51 亿元，同增 353.4%，净利率为 26.8%。

- **公司代表性：**泡泡玛特是国内市场排名第一的潮玩公司，已经打通潮玩全产业链，包括 IP 打造和运营、OEM 生产、线上线下渠道销售（零售门店、自主售货机、天猫、微信小程序等）、潮玩社区搭建（葩趣 APP）及潮流玩具文化推广（举办国内最大规模潮玩展会）等。覆盖消费群体广泛，普通款盲盒单价基本在 59/69 元，满足了大众消费，部分限定版/定制款在几百元至上千元。
- **主要用户画像，IP 资源：**据泡泡玛特招股书披露，超过 95% 的潮流玩具消费者年龄介乎 15 至 40 岁，其中 63% 持有学士或以上学位。会员整体复购率高达 58%。截至招股书披露日，泡泡玛特共运营 85 个 IP，包括 12 个自有 IP、22 个独家 IP 及 51 个非独家 IP。其中 4 个 IP 形象 2019 年贡献营收超 1 亿元。

风险提示：品控风险；行业竞争加剧；IP 老化、新品推广不及预期

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	97	2.51
总市值(亿元)	8,856.1	1.3
流通市值(亿元)	6,734.84	1.35

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	8.32	11.71	6.98
相对表现	5.85	8.64	-5.84



相关研究报告

《电商代运营：驱动传统变革，机遇挑战并存》
2020-01-13

《【华创商社】淘品牌 2.0：DTC 渠道品牌的逆向生长之路》

2020-03-04

《【华创商社】1-2 月社零数据点评：社零跌幅超非典，静待消费回暖》

2020-03-17

投资主题

报告亮点

本篇深度报告从泡泡玛特在港交所 IPO 看到潮流玩具行业发展,梳理了国内外潮流玩具行业空间和市场增速,国内潮玩市场竞争格局,目标用户群体,潮玩行业的发展史和盲盒玩法的多样性;潮玩隐藏款 / 限量版鞋子的阶段性金融属性;以及泡泡玛特作为国内市场占有率第一潮玩公司的代表性和独特性。

投资逻辑

国内外潮玩市场快速增长: 全球潮玩市场规模持续维持高两位数增长,中国的潮流玩具零售市场起步晚却增长迅速,年复合增长率领先全球水平,根据弗若斯特沙利文报告,中国潮流玩具零售市场规模 2015 年至 2019 年的年复合增长率为 34.6%,而 2019 年至 2024 年的年复合增长率为 29.8%。

泡泡玛特目前国内市占率第一,线上线下渠道覆盖最广,100+零售门店,800+机器人商店(自助贩卖机),每年举办国内规模最大潮玩展会;IP 资源丰富,截至招股书披露日,泡泡玛特共运营 85 个 IP,包括 12 个自有 IP、22 个独家 IP 及 51 个非独家 IP,旗下 4 个 IP 资源 2019 年收入破亿;头部明星 IP 形象 Molly 2019 年营收为 4.56 亿元,同比增长 113.2%。

用户粘性高,复购率高。会员整体复购率高达 58%,目前会员用户总数超 3.2 百万人。

目 录

一、潮玩行业发展趋势.....	6
(一) 国内外潮玩市场规模.....	6
(二) 潮玩行业发展史及国内潮玩市场竞争格局	7
(三) 潮玩公司的核心竞争力：IP 资源.....	10
二、盲盒玩法的多样性.....	11
(一) 从炒鞋到炒盲盒.....	11
(二) 国内外类似盲盒玩法	12
三、泡泡玛特概况.....	13
四、风险提示.....	19

图表目录

图表 1	2015 年至 2024 年全球潮流玩具市场规模（十亿美元）	6
图表 2	2015 年至 2024 年中国潮流玩具市场规模（十亿人民币）	6
图表 3	2015 年至 2024 年中国泛娱乐行业的市场规模（十亿人民币）	7
图表 4	中国潮流品牌及品类市场规模占比及近两年增速	7
图表 5	泡泡玛特自主开发潮流玩具的主要类别	8
图表 6	常见潮玩及价格	8
图表 7	潮玩行业发展史	8
图表 8	日本成田机场的扭蛋机	9
图表 9	泡泡玛特上中下游产业链	9
图表 10	2019 年中国潮流玩具公司的竞争格局（按销售收入计算）	9
图表 11	2015 年至 2024 年中国 IP 授权市场的市场规模（十亿人民币）	10
图表 12	2015 年-2024 年中国 IP 改编娱乐市场的市场规模（十亿人民币）	10
图表 13	洛天依和李佳琦直播	11
图表 14	“斗牛 DoNew” APP 上部分 Yeezy 鞋交易价格	12
图表 15	Molly 隐藏款在二手平台交易	12
图表 16	look fantastic 网站 beauty box	13
图表 17	屈臣氏、兰蔻盲盒	13
图表 18	泡泡玛特发展历史	14
图表 19	泡泡玛特营收及同比（千元）	14
图表 20	泡泡玛特净利润及同比（千元）	14
图表 21	泡泡玛特销售费用率，管理费用率	14
图表 22	泡泡玛特员工薪酬费用率和租金费用率	14
图表 23	公司股权结构	15
图表 24	公司融资历程	15
图表 25	泡泡玛特商业模式	16
图表 26	泡泡玛特合作品牌	16
图表 27	同店销售增长率	16
图表 28	公司毛利率和净利率	16
图表 29	泡泡玛特自主开发产品分类	16
图表 30	第三方产品营收及占比（千元）	17
图表 31	自主开发产品营收及占比（千元）	17
图表 32	自有 IP 收入占比	18

图表 33	独家 IP 收入占比	18
图表 34	明星 IP molly 历年营收及占比（千元）	18
图表 35	Molly IP 被授权给伊利	18
图表 36	各渠道营收占比（%）	18
图表 37	零售商店和机器人商店数量	18
图表 38	泡泡玛特零售门店和机器人商店	19
图表 39	葩趣 APP 抽盒机和二手交易平台	19

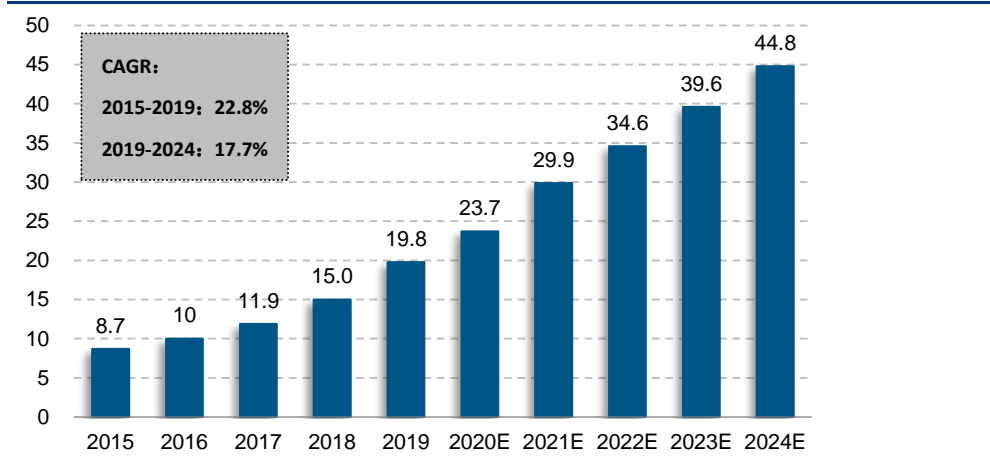
一、潮玩行业发展趋势

6月1日，泡泡玛特在港交所递交IPO，是国内第一家申请上市的潮玩公司，泡泡玛特成立于2010年，最初以售卖潮流杂货（文创、玩具等）为主，2016年左右，公司转型至潮流玩具市场，率先将潮流玩具和盲盒玩法结合，开设天猫旗舰店、葩趣线上潮流玩具社区平台、推出明星IP形象Molly，2017年在北京举办了首届潮流玩具展会，目前是国内潮玩市场排名第一的潮流玩具公司。由泡泡玛特上市可以看出未来潮玩市场巨大的增长空间。

（一）国内外潮玩市场规模

全球潮玩市场规模持续维持高两位数增长，根据弗若斯特沙利文报告，全球潮流玩具市场规模由2015年的87亿美元增长至2019年的198亿美元，年复合增长率为22.8%，并预期市场规模将于2024年达到448亿美元，2019年至2024年的年复合增长率为17.7%。

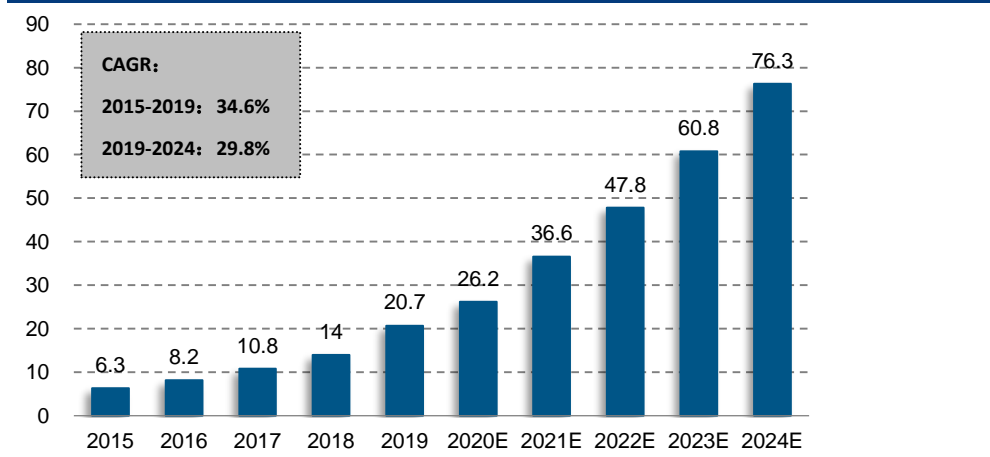
图表 1 2015年至2024年全球潮流玩具市场规模（十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华创证券

中国的潮流玩具零售市场起步晚却增长迅速，根据弗若斯特沙利文报告，中国潮流玩具零售市场规模由2015年的63亿元增加至2019年的207亿元，年复合增长率为34.6%，领先全球水平。预计将于2024年达到763亿元，2019年至2024年的年复合增长率为29.8%，依旧维持高速增长。当前中国市场在全球潮玩市场占比1/7。

图表 2 2015年至2024年中国潮流玩具市场规模（十亿人民币）

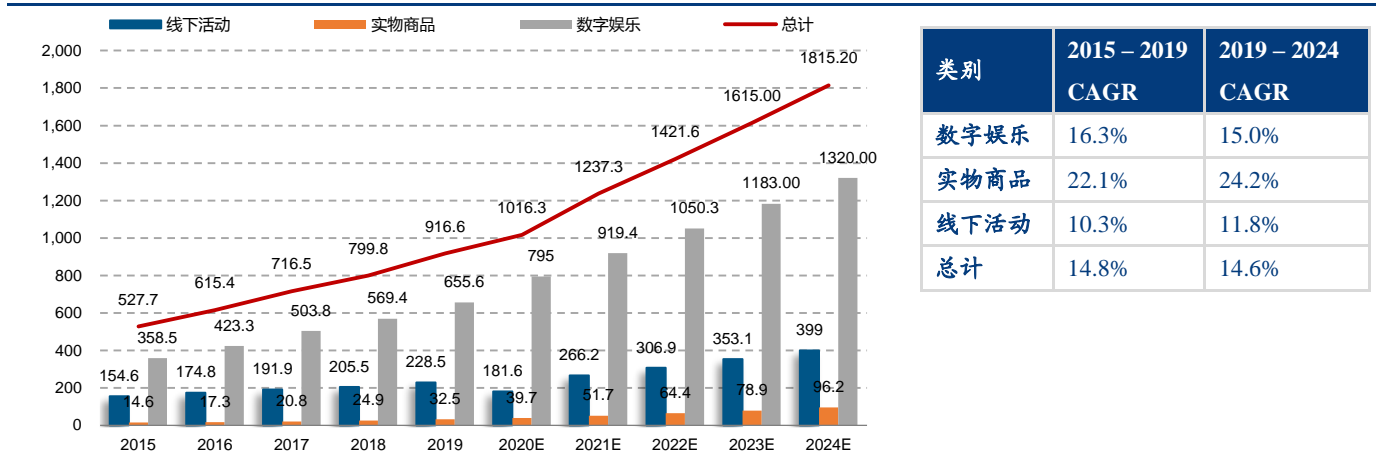


资料来源：弗若斯特沙利文，华创证券

潮流玩具可以归入泛娱乐市场，从细分品类来看，目前中国泛娱乐市场主要包括数字娱乐（数字游戏，在线电影，在线动漫及直播等）；实物商品（包括潮流玩具及休闲书籍）；线下活动（电影，网咖及主题公园）。根据弗若斯特沙利文数据，我国泛娱乐市场增长迅速，市场规模由 2015 年的 5,277 亿元增长至 2019 年的 9,166 亿元，期间复合年增长率为 14.8%。预计泛娱乐市场将于 2024 年进一步增长至 18,152 亿元，2019 年至 2024 年的年复合增长率为 14.6%。

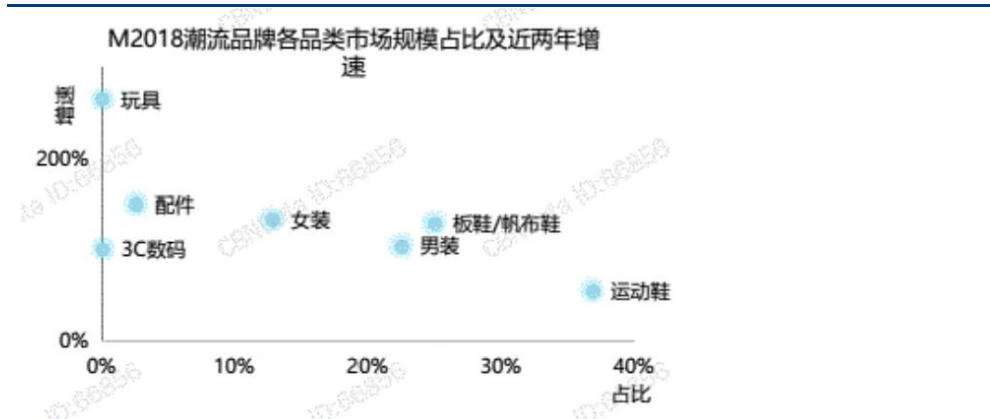
据统计，实物商品在泛娱乐行业中增长最快，而玩具又在实物商品中增速最快。实物商品的市场规模从 2015 年的 146 亿元增长至 2019 年的 325 亿元，复合年增长率为 22.1%，预计 2024 年将进一步增长至 962 亿元，2019 年至 2024 年的年复合增长率为 24.2%。根据 CBNDATA《2019 潮流文化白皮书》，各个潮流品类中，玩具类目前占比较低，近两年增速较高，超过 200%。

图表 3 2015 年至 2024 年中国泛娱乐行业的市场规模（十亿人民币）



资料来源：弗若斯特沙利文，华创证券

图表 4 中国潮流品牌及品类市场规模占比及近两年增速



资料来源：CBNDATA《2019 潮流文化白皮书》

(二) 潮玩行业发展史及国内潮玩市场竞争格局

潮流玩具，简称潮玩，又可以称为艺术玩具（Art Toy）或者设计师玩具（Designer Toy），潮流玩具目前可以分为艺术玩具、盲盒公仔、手办模型、BJD 玩具（Ball-jointed Doll，球型关节人偶）四种类型。

图表 5 泡泡玛特自主开发潮流玩具的主要类别



资料来源：公司招股书

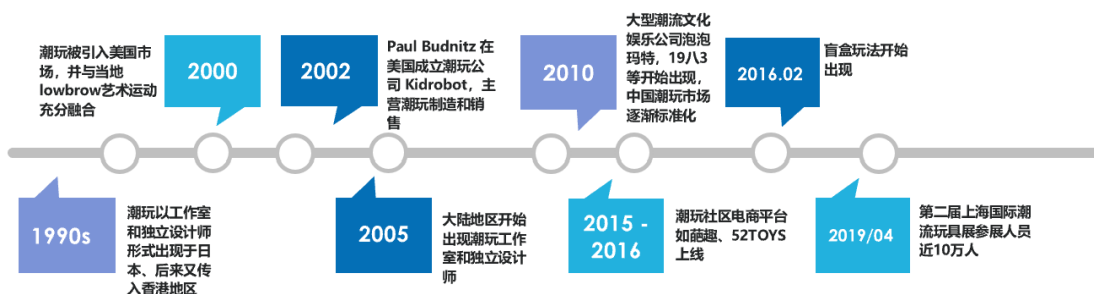
图表 6 常见潮玩及价格

	兵人	SD 娃娃（BJD 里的一个品牌）	JP 娃娃	日本寿屋	万代高达手办
潮玩					
尺寸	30 厘米左右	43 - 60 厘米	30-50 厘米	一般 25 厘米	12 厘米 - 20 厘米
单个价格（人民币元）	50 - 860 元	2000 - 上万元	1000 - 上万元	40 - 1000+元	50 - 4000 元

资料来源：淘宝网，华创证券

细观潮玩行业发展史，潮玩最早以工作室和独立设计师形式诞生于日本和香港地区，后来传入美国，并诞生了潮玩公司 Kidrobot，2005 年左右，内地开始出现潮玩工作室和独立设计师，此时潮玩文化仍然偏向小众，2010 年左右，泡泡玛特，19 八 3 等潮玩公司的诞生标志着潮玩市场开始走向标准化和商业化。

图表 7 潮玩行业发展史



资料来源：亿欧网，华创证券

而盲盒玩法在 20 世纪 80 年代初期诞生于日本，以扭蛋形式出现，是指把多个相同主题的玩具模型归置成一个系列，分别放入蛋状的半透明塑料壳里，再通过投币或插卡随机抽取进行售卖。价格在 5-30 元人民币不等，因售价低廉且玩法新奇，不确定性满足了人们的猎奇心理，成套发售满足了部分玩家的收藏欲，问世之后颇受欢迎。

图表 8 日本成田机场的扭蛋机



资料来源：穷游网

目前国内潮玩零售市场较为分散，市场集中度不高。据弗若斯特沙利文统计报告，2019 年，前五大潮玩公司市场份额为 8.5%、7.7%、3.3%、1.7%、1.6%。泡泡玛特是行业中唯一打通潮玩全产业链（包括 IP 打造和运营）、OEM 生产、线上线下渠道销售、潮玩社区搭建（葩趣 APP）及潮流玩具文化推广（大型潮玩展会）的公司。潮玩公司的核心竞争力来源于 IP 资源，潮玩 IP 的获取方式包括艺术家原创或者由电影、动漫、游戏或者其他内容授权而得。成功的 IP 拥有巨大的商业价值，据招股书披露，全球排名最高的 IP 分别为精灵宝可梦、Hello Kitty、小熊维尼，分别于 1996 年、1974 年及 1924 年推出，他们的市场价值分别为 950 亿美元、860 亿美元及 760 亿美元。

图表 9 泡泡玛特上中下游产业链

	产业链
上游	盲盒设计师、艺术家、潮流玩具展会等获取 IP 资源的方式；OEM 代工厂
中游	线下渠道：零售门店，机器人商店，展会；线上渠道：天猫，葩趣，抖音，微信小程序
下游	潮玩互动社区，二手交易平台等

资料来源：公司招股书，华创证券整理

图表 10 2019 年中国潮流玩具公司的竞争格局（按销售收入计算）

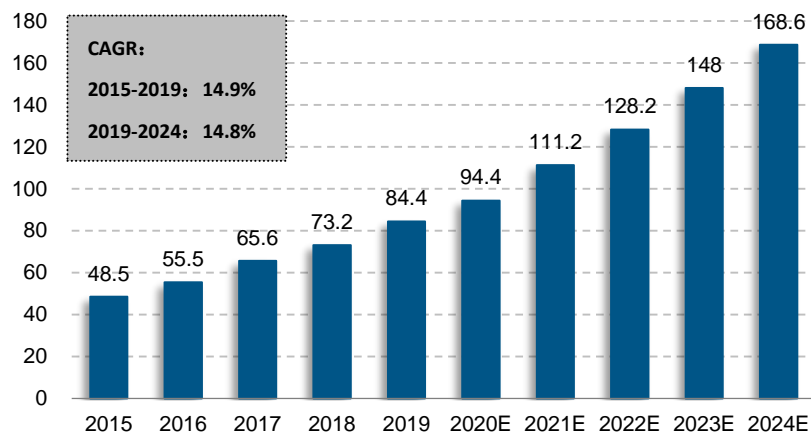
	市占率	2019 年销售收入（亿元）	2017 年-2019 年复合增速
泡泡玛特	8.5%	17.57	226.3%
公司 A	7.7%	16.02	47.6%
公司 B	3.3%	6.75	33.1%
公司 C	1.7%	3.59	13.4%
公司 D	1.6%	3.38	-12.6%

资料来源：弗若斯特沙利文，华创证券整理

(三) 潮玩公司的核心竞争力：IP 资源

IP 资源主要通过对外授权实现商业价值。IP 授权可分为商品授权和空间授权，商品授权是指授权 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 授权行业在中国发展前景广阔。受持续增长需求推动，中国的 IP 授权行业市场规模预计在 2024 年前将达到 1,686 亿元，2019 年至 2024 年的复合增长率为 14.8%。

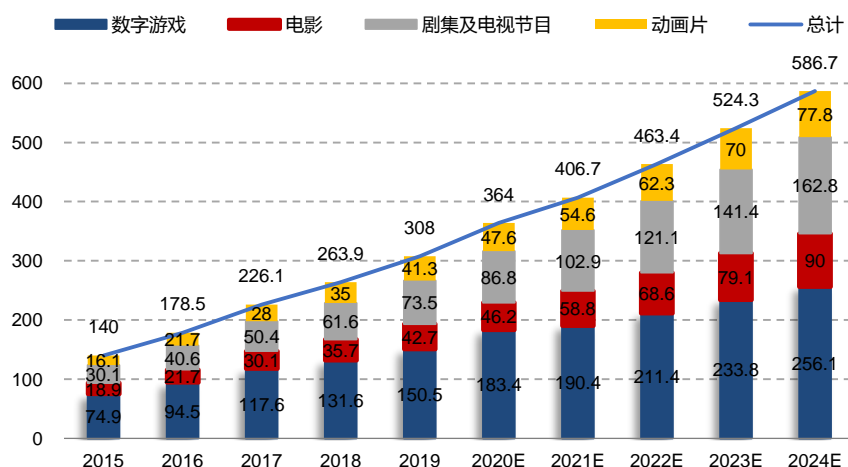
图表 11 2015 年至 2024 年中国 IP 授权市场的市场规模（十亿人民币）



资料来源：弗若斯特沙利文，华创证券

潮玩公司可以授权其他公司在数字游戏、电影、剧集、电视节目及动画片中改编其 IP 进行商业化。较为典型的比如，迪士尼和漫威的经典动漫形象，以及 2012 年推出的虚拟形象洛天依，据网络公开数据，罗永浩的坑位费可达到 60 万，李佳琦 23~42 万（根据佣金浮动），而虚拟偶像洛天依淘宝直播的坑位费高达 90 万。对于品牌来说，虚拟偶像相较于真人更加稳定可控，虚拟偶像的形象设定等都可以根据品牌的要求改变，且不存在舆论风险。按收入计，中国 IP 改编娱乐市场在 2015 年至 2019 年间年复合增长率为 21.8%，预计将于 2019 年达 3,080 亿元，预计将于 2024 年达到 5,867 亿元，2019 年至 2024 年年复合增长率为 13.8%。

图表 12 2015 年-2024 年中国 IP 改编娱乐市场的市场规模（十亿人民币）



类别	2015-2019 CAGR	2019-2024 CAGR
数字游戏	19.1%	11.2%
电影	22.6%	16.1%
剧集及电视节目	25.0%	17.2%
动画片	26.6%	13.5%
总计	21.8%	13.8%

资料来源：弗若斯特沙利文，华创证券

图表 13 洛天依和李佳琦直播



资料来源：淘宝直播

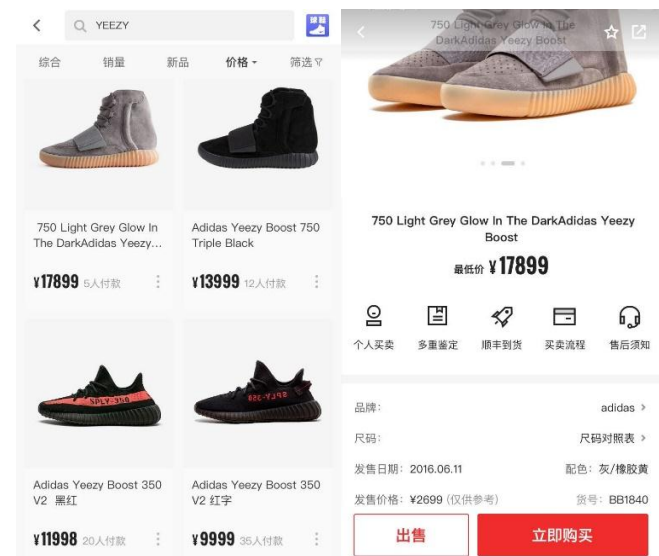
根据泡泡玛特招股书披露，泡泡玛特 53.3% 的现有及潜在客户认为创意造型是购买潮流玩具的主因。超过 95% 的潮流玩具消费者年龄介乎 15 至 40 岁，其中 63% 持有学士或以上学位。复购率方面，68.5% 的潮流玩具消费者于 2019 年购买超过一次，其中 19.8% 的潮流玩具消费者购买超过五次。

二、盲盒玩法的多样性

(一) 从炒鞋到炒盲盒

炒鞋与炒盲盒逻辑类似，都是建立在原版物品供给稀缺性的基础之上，炒鞋是指购鞋者买到限量款球鞋之后，并非自用而是转卖给收藏者赚差价的行为。品牌方如耐克，阿迪通常会严格控制限量版鞋子的数量，只在特定渠道发售，以维持稀缺性。Kanye West 与 Adidas 合作的 Yeezy 系列和 Nike 旗下的 Air Jordan 都在炒鞋圈颇受追捧。发售数量少或意义特别的鞋子（如限量款、设计师合作款、球星 / 明星同款）更容易成为“天价鞋”。球鞋二级市场的交易价格往往高于出厂价数倍，以 Yeezy（750 light grey glow 型号）为例，目前二手交易价格是出厂价的 6.6 倍左右，并形成完整交易市场（官方发售、购鞋者、黄牛、二手交易平台、炒鞋 APP）；“炒鞋”成为年轻男性中的时尚活动，二手交易市场提供鉴定、翻新、报价、撮合成交、储存、物流、发现实时价格等功能，并且抽取佣金。

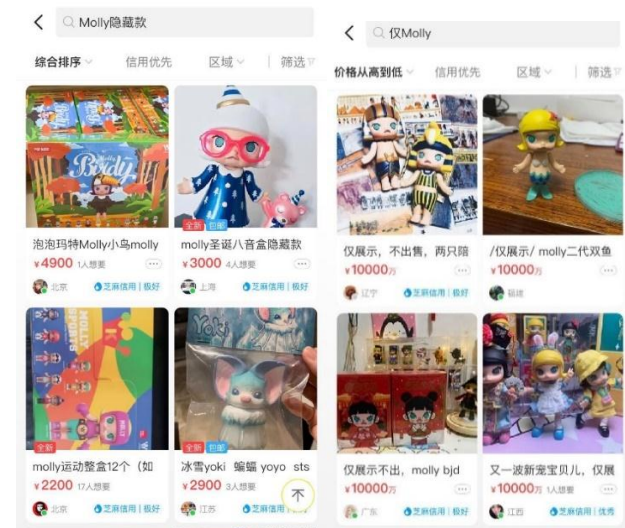
图表 14 “斗牛 DoNew” APP 上部分 Yeezy 鞋交易价格



资料来源：斗牛 DoNew

一套 Molly 系列盲盒通常包含 12 个常规造型和 1 个“隐藏款”，抽中隐藏款的概率约为 1/144。普通款 Molly 玩偶的价格大致在 59/69 元左右，隐藏款 Molly 娃娃的价格在二手市场被炒到几千块不等。隐藏款盲盒在盲盒收藏圈内颇具社交展示价值，二手平台不乏挂出隐藏款仅供展示的玩家。

图表 15 Molly 隐藏款在二手平台交易

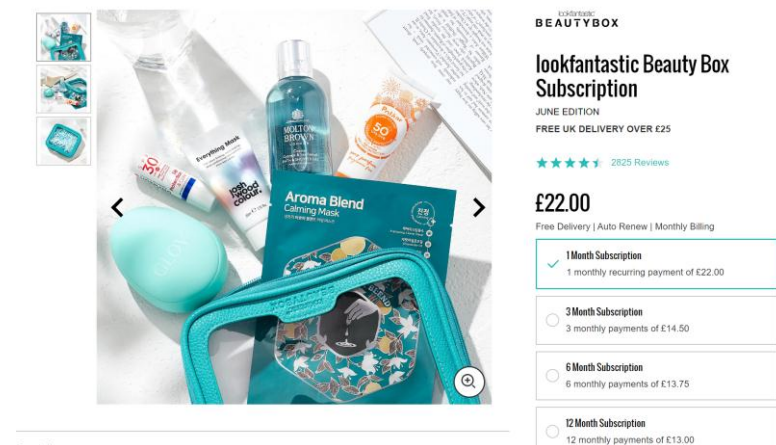


资料来源：闲鱼 APP

(二) 国内外类似盲盒玩法

英国美妆电商平台 look fantastic 提供每个月可以订购的 beauty box，单个售价在 13 - 22 英镑之间，用户提前订购后每月收到一个由不同品牌不同单品组成的 beauty box，总价值通常会超过订购价。

图表 16 look fantastic 网站 beauty box



资料来源：look fantastic 官网

盲盒营销方式目前颇受美妆品牌青睐。屈臣氏、兰蔻等美妆品牌也开始售卖盲盒，屈臣氏售卖的盲盒单价为 47 元，8 种盲盒中有一个隐藏款。兰蔻与 FARMER BOB 合作出了联名限定款盲盒。

图表 17 屈臣氏、兰蔻盲盒

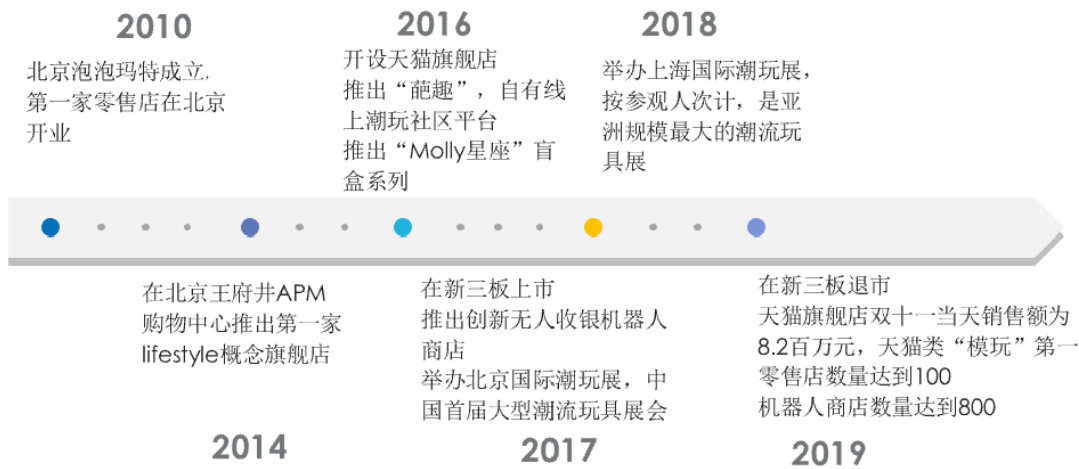


资料来源：屈臣氏官网，兰蔻官网

三、泡泡玛特概况

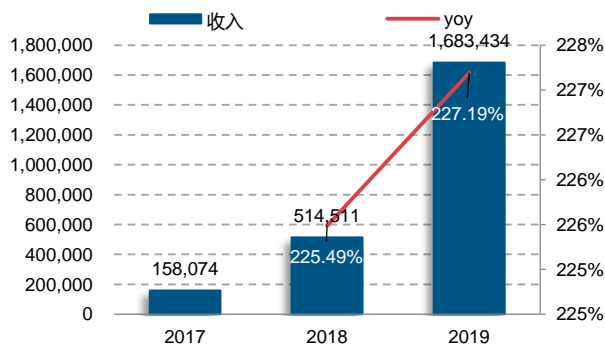
泡泡玛特成立于 2010 年，最初以售卖潮流杂货（文创、玩具等）为主，2016 年左右，公司转型至潮流玩具市场，将潮流玩具和盲盒玩法结合，开设天猫旗舰店、葩趣线上潮流玩具社区平台、推出明星 IP 形象 Molly，2017 年在北京举办了中国首届潮流玩具展会，目前是国内潮玩市场排名第一的潮流玩具公司。目前公司高管平均年龄约为 35 岁。2019 年实现营收 16.83 亿元，同增 227.2%，三年复合增长率高达 226.3%，净利润 4.51 亿元，同增 353.4%，净利率为 26.8%。

图表 18 泡泡玛特发展历史



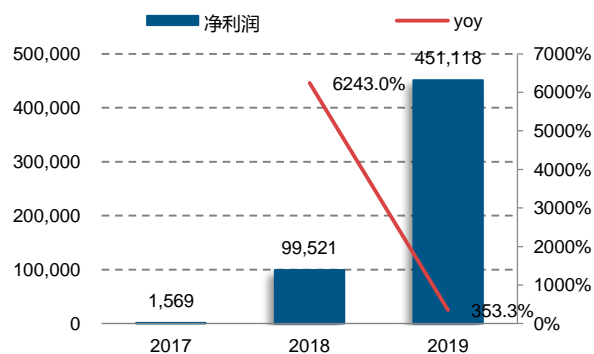
资料来源：公司招股书，华创证券

图表 19 泡泡玛特营收及同比（千元）



资料来源：公司招股书，华创证券

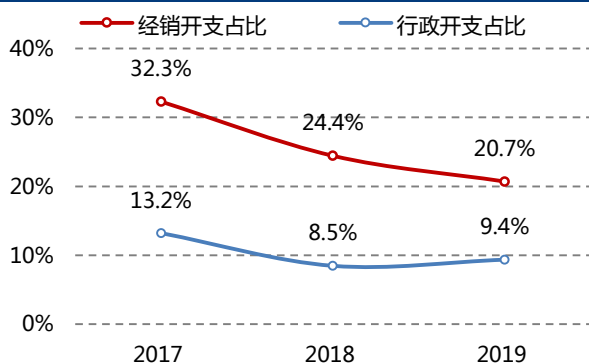
图表 20 泡泡玛特净利润及同比（千元）



资料来源：公司招股书，华创证券

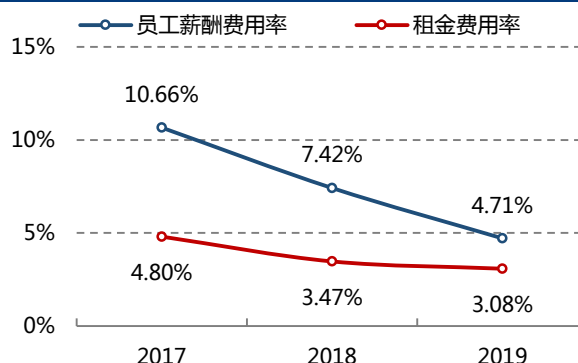
公司成本费用控制得当，占比逐年下降，随着机器人商店的大范围推广和公司 IP 知名度上升，整体费用率逐渐下降，门店租金议价能力提升，租金费用率逐年下降。

图表 21 泡泡玛特销售费用率，管理费用率



资料来源：公司招股书，华创证券

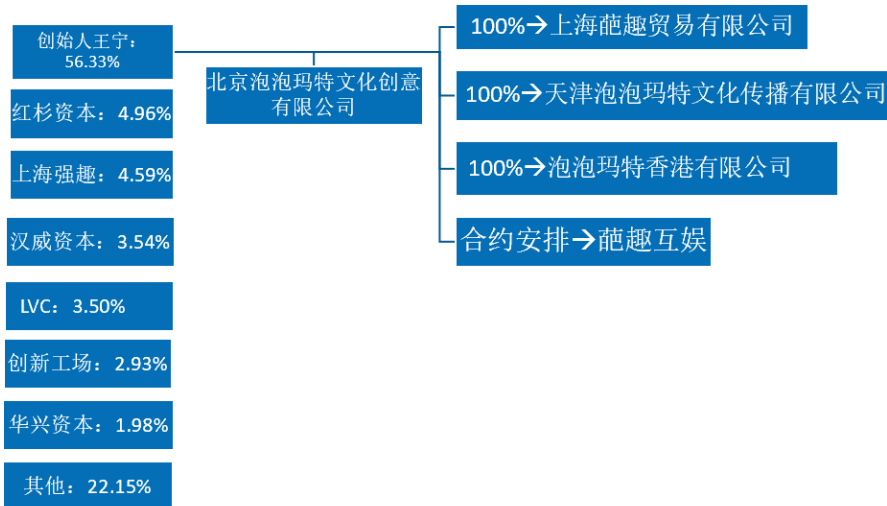
图表 22 泡泡玛特员工薪酬费用率和租金费用率



资料来源：公司招股书，华创证券

公司因经历多轮融资，股权分散，创始人持股比例高。自 2011 年起，公司经历了多次融资，吸引了华兴新经济基金，正心谷创新资本，黑蚁资本，蜂巧资本，创业工场，金慧丰投资等多家机构投资者。目前创始人王宁先生为第一大股东，持股比例高达 56.33%。

图表 23 公司股权结构



资料来源：公司招股书，华创证券

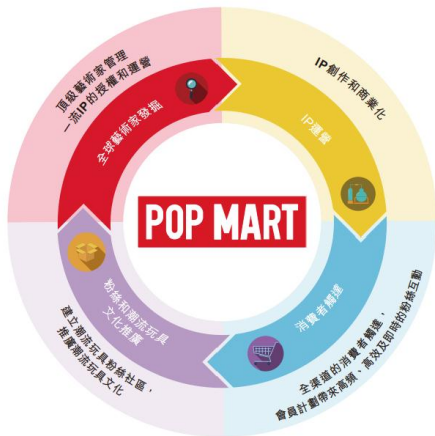
图表 24 公司融资历程

披露日期	融资类型	融资金额	投资方
2020/04/29	战略融资	超 1 亿美元	华兴新经济基金；正心谷创新资本
2019/05/06	股权融资	未披露	中赢控股集团
2018/03/19	定向增发	4000 万人民币	黑蚁资本；蜂巧资本；华强资本； 在册股东
2015/07/31	战略融资	未披露	凤博投资；国睿中青创投
2016/09/01	B 轮	未披露	金慧丰投资等
2014/05/01	A 轮	数千万人民币	金鹰商贸集团
2013/05/01	Pre-A 轮	数千万人民币	墨池山创投；启赋资本
2011/01/01	天使轮	数百万人民币	创业工场；墨池山创投

资料来源：天眼查，华创证券

公司商业模式以 IP 业务为核心，覆盖潮流玩具全产业链，包括艺术家发掘、IP 运营、消费者触达以及潮流玩具文化推广。截至招股书披露日，泡泡玛特共运营 85 个 IP，包括 12 个自有 IP、22 个独家 IP 及 51 个非独家 IP。头部 IP 营收较高，2019 年，已有 4 个 IP 单独产生收入超过了 1 亿元人民币，分别是 Molly, Dimoo, PUCKY, The Monsters。同时，泡泡玛特预计今年将推出超过 30 个新 IP。除了自主开发潮流玩具产品，公司也销售第三方产品。同时，公司制定会员计划提高粉丝社区粘性，截至 2019 年底及最后可行日期，公司共有 2.2 百万及 3.2 百万注册会员。2019 年会员复购率高达 58%。

图表 25 泡泡玛特商业模式



资料来源：公司招股书

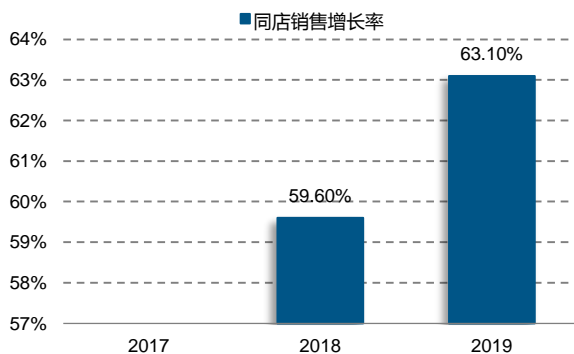
图表 26 泡泡玛特合作品牌



资料来源：公司官网，华创证券

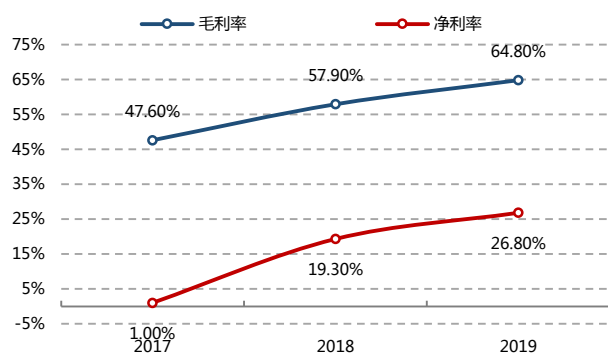
2018 年、2019 年公司同店销售增长率为 59.6% 和 63.1%。2019 年公司净利率为 26.8%，毛利率为 64.8%。

图表 27 同店销售增长率



资料来源：公司招股书，华创证券

图表 28 公司毛利率和净利率



资料来源：公司招股书，华创证券

公司目前以自开发 IP 为主，销售第三方产品为辅。2019 年公司自主开发产品收入占比为 82.1%，第三方产品收入占比为 16.6%。自主开发产品中，自有 IP 收入占比 37.2%，独家 IP 收入占比 35.4%，非独家 IP 收入占比 9.5%。

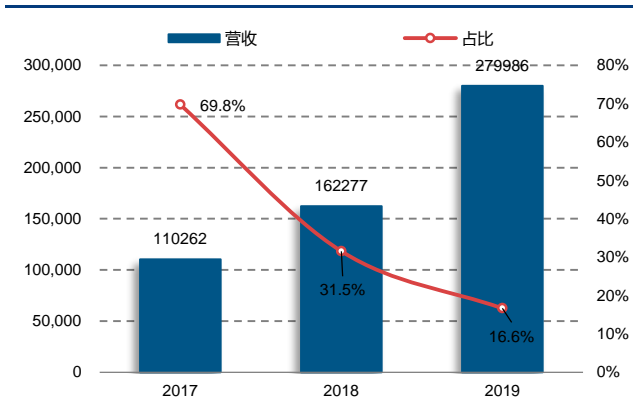
图表 29 泡泡玛特自主开发产品分类

	公司权利	获取途径	产品
12 个自有 IP	公司有完全知识产权，可开发销售潮流玩具或对外再授权	外部收购 IP 形象（如 Molly、Dimoo）和自主开发设计（如 Yuki、BOBO&COCO）	<p>主要自有 IP</p> <p>MOLLY DIMOO BOBO&COCO YUKI</p>

	公司权利	获取途径	产品
22 个独家 IP	公司在中国及其他指定地区有开发销售该 IP 系列玩具的独家权利，部分可以再授权	与艺术家签约获得授权	<p>主要独家IP</p>    <p>PUCKY THE MONSTERS SATYR RORY</p>
51 个非独家 IP	公司在中国及其他指定地区有开发销售该 IP 系列玩具的非独家权利，不能再授权	与迪士尼和环球影城等合作	<p>主要非独家IP</p>    <p>米老鼠 DESPICABLE ME HELLO KITTY</p>

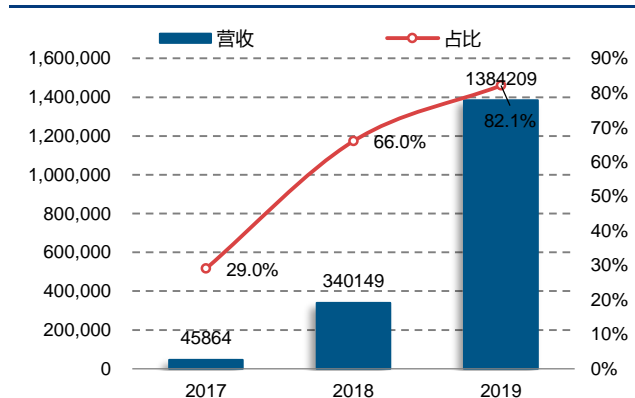
资料来源：公司招股书，华创证券

图表 30 第三方产品营收及占比（千元）



资料来源：公司招股书，华创证券

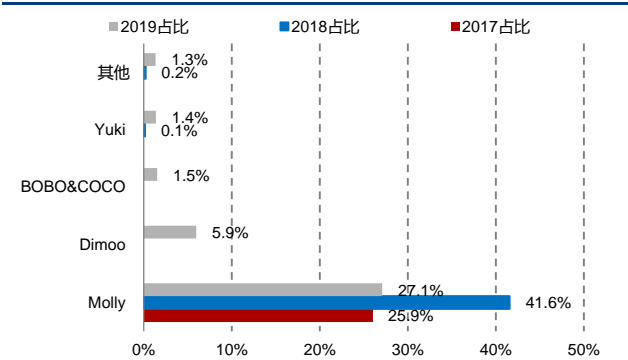
图表 31 自主开发产品营收及占比（千元）



资料来源：公司招股书，华创证券

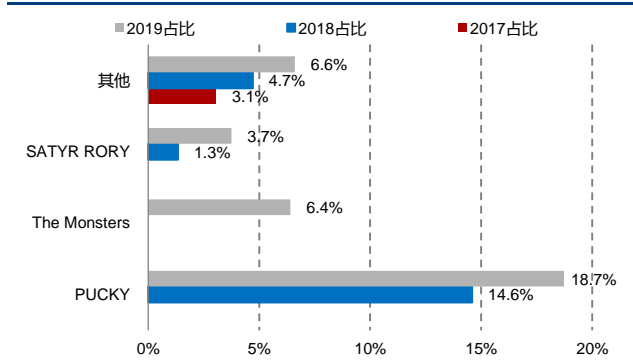
公司 2016 年推出了明星 IP 形象 Molly。Molly 初代形象诞生于 2006 年，但是因为未经量产和大范围推广宣传，仅在小范围的盲盒玩家中流行。2016 年，泡泡玛特取得 Molly IP 形象的独家版权，开始量产和推广。2019 年 Molly 系列营收为 4.56 亿元，同比增长 113.2%，2017 年、2018 年、2019 年 Molly 营收占比分别为 25.9%、41.6%、27.1%。Molly 的 IP 形象甚至都被授权给伊利、香港美心月饼以推广产品。除 Molly 之外，公司还开发出 Dimmo、BOBO&COCO、Yuki 等 IP 形象，同时公司还拥有 PUCKY、The Monsters 等独家 IP，PUCKY 和 The Monsters 2019 年营收占比分别为 18.7%，6.4%。

图表 32 自有 IP 收入占比



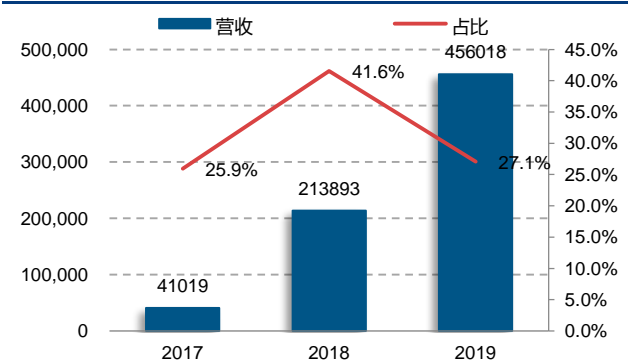
资料来源：公司招股书，华创证券

图表 33 独家 IP 收入占比



资料来源：公司招股书，华创证券

图表 34 明星 IP molly 历年营收及占比（千元）



资料来源：公司招股书，华创证券

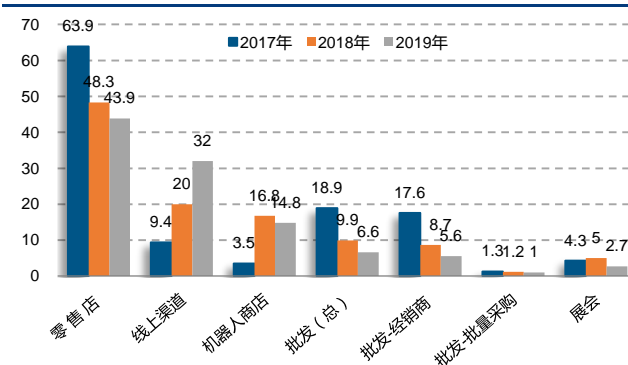
图表 35 Molly IP 被授权给伊利



资料来源：搜狐网

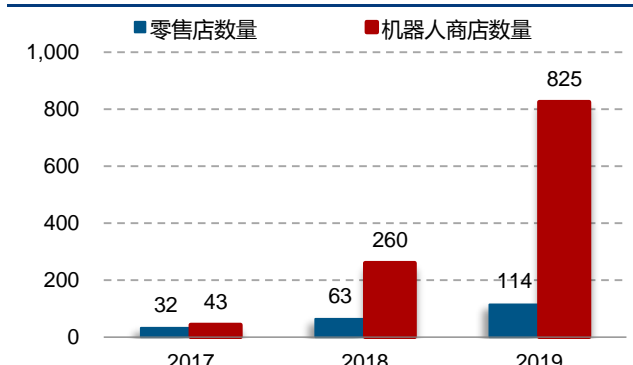
线上线下多渠道布局触达消费者，线下以低成本机器人商店（自助售货机）和零售门店并行铺开渠道。截至 2019 年底，公司在中国 33 个一二线城市的主流商圈拥有 114 家直营零售店、全国 57 个城市拥有 825 家机器人商店。2018 年单个机器人商店收入为 33 万，2019 年单个机器人商店收入为 30 万。除此之外，公司每年举办北京和上海国际潮玩展以扩大影响力和收集新创意。批发渠道方面，目前国内拥有 22 家经销商，海外有 19 家经销商。2019 年零售店收入占比为 43.9%，线上渠道收入占比 32%，机器人商店收入占比为 14.8%。

图表 36 各渠道营收占比 (%)



资料来源：公司招股书，华创证券

图表 37 零售商店和机器人商店数量



资料来源：公司招股书，华创证券

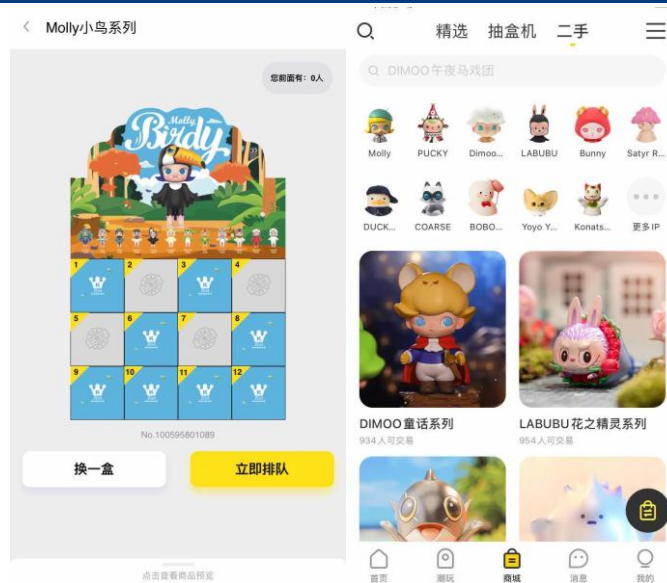
图表 38 泡泡玛特零售门店和机器人商店



资料来源：搜狐网

线上渠道包括天猫旗舰店、泡泡抽盒机（微信小程序）、葩趣等潮玩电商平台以及其他主流电商平台。2019 年天猫双十一活动中，公司在玩具类品牌店中销售额排名第一。泡泡抽盒机自 2018 年 9 月推出之后大受欢迎，销售收入由 2018 年的 23 百万元增长至 2019 年的 271.2 百万元。

图表 39 葩趣 APP 抽盒机和二手交易平台



资料来源：葩趣 APP

四、风险提示

品控风险；行业竞争加剧；IP 老化、新品推广不及预期。

商社组团介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名。

分析师：胡琼方

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500