潮流玩具专题分析报告（二）

数据专题深度研究(深度)

数据解读潮玩帝国

基本结论

潮玩市场处高速增长黄金时期，泡泡玛特为行业龙头，互联网和零售双重属性孵化出泡泡玛特的“高毛利、高复购、高坪效”的生意。毛利远超零售，复购堪比医美，坪效高于海底捞。潮玩之风是否昙花一现，用户是为盲盒买单、为品牌买单、还是为 IP 或者系列买单，我们认为从数据追踪角度，渠道的销售情况以及 IP 的热度追踪是重中之重。

■ **新系列刺激 IP 热度，零售变现以盲盒为主**

我们认为强势 IP 至少可以在千万级以上的收入贡献区间**保持 5 年左右**。IP 热度受新系列发售驱动，稳定的持续输出新系列，给予消费者新鲜感刺激，致使消费者为心仪的新系列买单。2020 年下半年，新系列 Molly 的一天、Dimoo 社会大学对热度指数曲线均有明显拉动。

看龙头企业的产品矩阵，**盲盒仍是主要产品类型**，基于 IP 开发的**其他产品丰富程度稳中有升**，但整体**收入贡献占比不高。**2020 年 H1 泡泡玛特盲盒产品销售产生的收入占比约 84.2%。从 IP 产品丰富度来看，Molly 和 Pucky 的产品更加丰富，除盲盒外，还有手办、充电线、徽章、钥匙扣、联名眼影盘、卸妆水、隔离霜等。

■ **线上复购保持稳定，品牌&IP 吸引力增强**

线上**天猫仍是主战场**，过去三年每年双十一均为年度峰值，11 月约贡献潮玩盲盒行业全年 20%以上的销售额。龙头企业的线上**复购率在 46%~50%左右。线上品牌入口贡献更多最终购买。**潮流玩具的品牌或 IP 对最终购买决策的影响逐渐超过盲盒形式的吸引。

线下主要**发力点仍在一二线城市**。我们的数据覆盖超 1000 家文创潮玩店铺，70 多个城市。通过对同类零售店的店铺分布、店铺数量、商场人流强度的追踪，紧跟竞争形势及城市下沉的进度。**龙头企业的门店坪效高**，可达 6.7 万/平方米/年，高于部分餐饮、零售企业。**机器人商店的毛利率最高**，与其灵活机动的特征相匹配。近三年批发渠道的毛利率提升最高，对经销商的议价能力逐年提升。

刘道明 分析师 SAC 执业编号：S1130520020004
liudaoming@gjzq.com.cn

许隽逸 分析师 SAC 执业编号：S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

廖馨瑶 联系人
liaoxinyao@gjzq.com.cn

未来渗透率的提升将带动潮流玩具市场规模扩大。目前零售是潮流玩具 IP 变现的主要方式，随着领先的潮玩 IP 受欢迎程度提升，IP 授权及改编可以创造更大商业价值，IP 授权业务的市场规模约为潮玩行业规模的 2~3 倍，IP 改编娱乐市场的行业规模约为潮玩行业规模的 7~15 倍。

投资建议

潮玩盲盒具有零售和互联网文化传媒的基因。行业正值高速增长，渗透率提升，扩展目标消费群体。具备 IP 优势和渠道优势的公司会脱颖而出。渠道覆盖及 IP 的生命周期是值得持续关注的参考指标。建议关注赛道上规模大且增长快的龙头公司。

风险提示

核心 IP 过快老化，新产品及新 IP 开发不及预期，渠道拓展进度不及预期，知识产权风险

敬请参阅最后一页特别声明

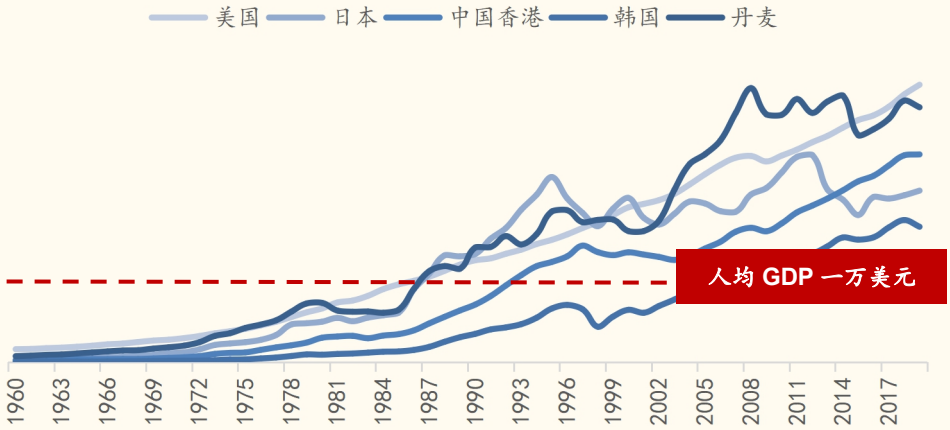
用使司公限有理管资投道宏京北供仅告报此

此报告仅供北京宏道投资管理有限公司使用

一、历史视角：人均 GDP 过一万美元，文化创意产业或迎来繁荣

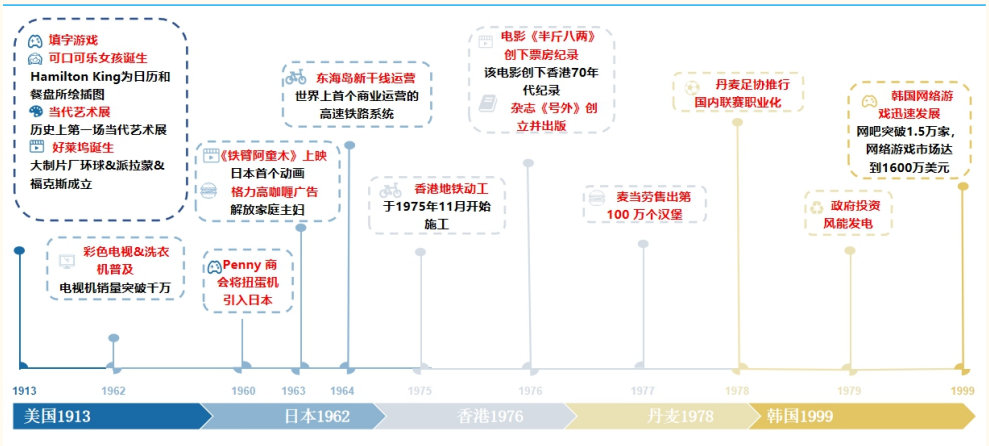
2019 年，中国人均 GDP 按年平均汇率折算达到 10276 美元，首次突破一万美元大关，意味着中等收入群体规模继续扩大，消费升级趋势会进一步加快。经济学上的“人均一万美元”指标通常指当国家 GDP 突破一万美元时，往往会带来文化创意产业的大发展，美国、丹麦、日本及韩国皆是如此。

图表 1：全球人均 GDP 走势



来源：世界银行，国金证券研究所

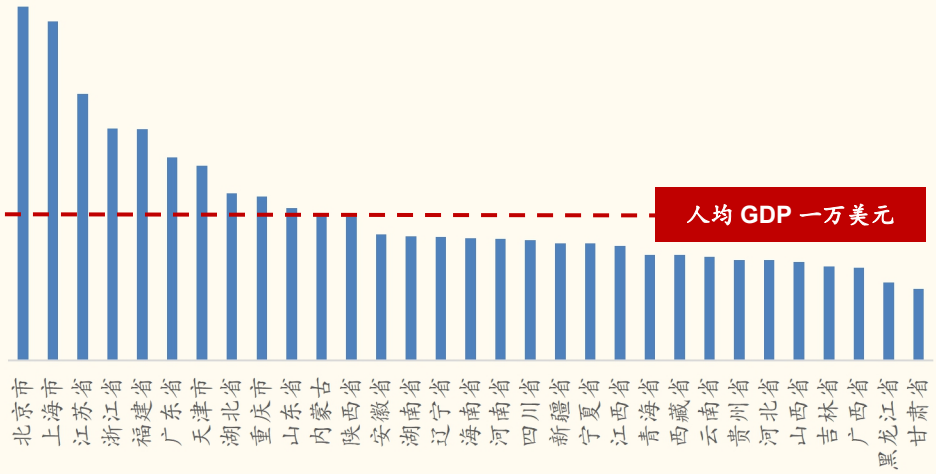
图表 2：人均 GDP 超一万美元后的世界各国的经济发展及文化创意产业繁荣



来源：国金证券研究所

进一步看各省份的人均 GDP，除北、上、广、江、浙等经济发达城市及省份外，天津、重庆、陕西、山东、湖北、福建的人均 GDP 均突破一万美元。

图表 3：中国人均 GDP 超一万美元的省份



来源：国家统计局，国金证券研究所

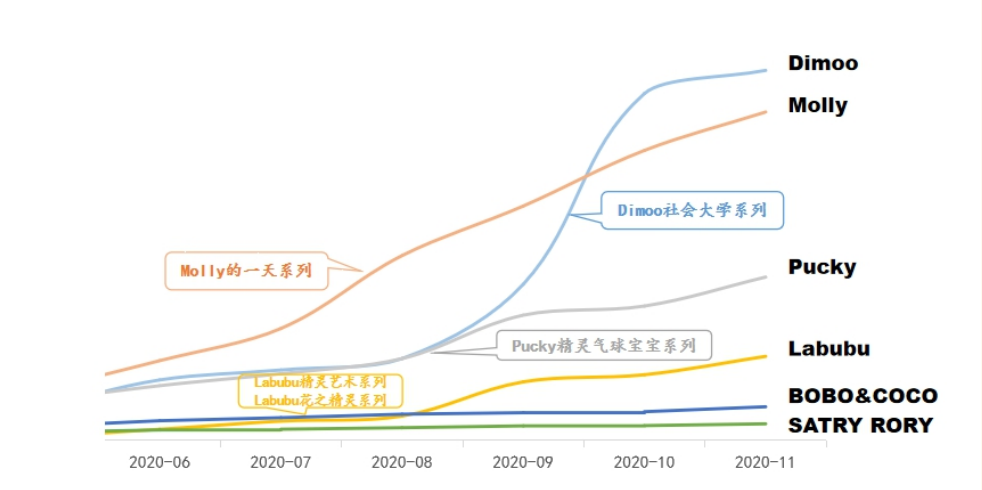
二、新系列刺激 IP 热度，零售变现以盲盒为主

潮玩 IP 是不是昙花一现，我们将 IP 及其系列的热度、产品丰富程度、及生命周期作为核心指标来解读这一问题，及时反馈 2020 年下半年的核心 IP 表现。我们认为强势 IP 至少可以在千万级以上的收入贡献区间保持 5 年左右。

国金 IP 热度指数可反应潮玩盲盒的 IP 及其新发售系列的热度。潮玩盲盒的热度受新系列发售驱动，带动热度上升。可通过稳定的持续输出新系列，给予消费者新鲜感刺激，从而将热度维持。2020 年下半年，Molly 的新系列 Molly 的一天在 8 月发布，Dimoo 的新系列社会大学在 9 月发布，热度指数曲线在对应月份均有明显拉动。

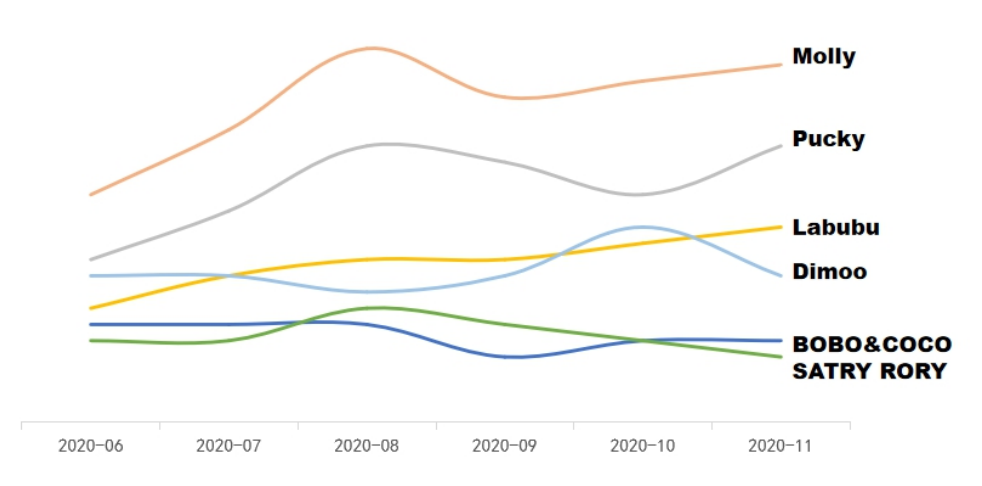
盲盒仍是主要产品类型，基于 IP 开发的其他产品丰富程度稳中有升。2020 年 H1 泡泡玛特盲盒产品销售产生的收入占比约 84.2%。从 IP 产品丰富度来看，Molly 和 Pucky 的产品更加丰富，除盲盒外，还有手办、充电线、徽章、钥匙扣、联名眼影盘、卸妆水、隔离霜等。

图表 4：国金指数_2020 年下半年核心 IP 线上热度指数



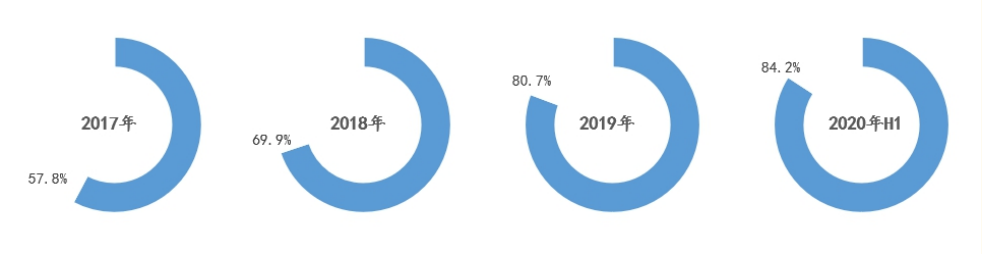
来源：国金证券研究所

图表 5：国金指数_2020 年下半年核心 IP 线上在售产品丰富度



来源：国金证券研究所

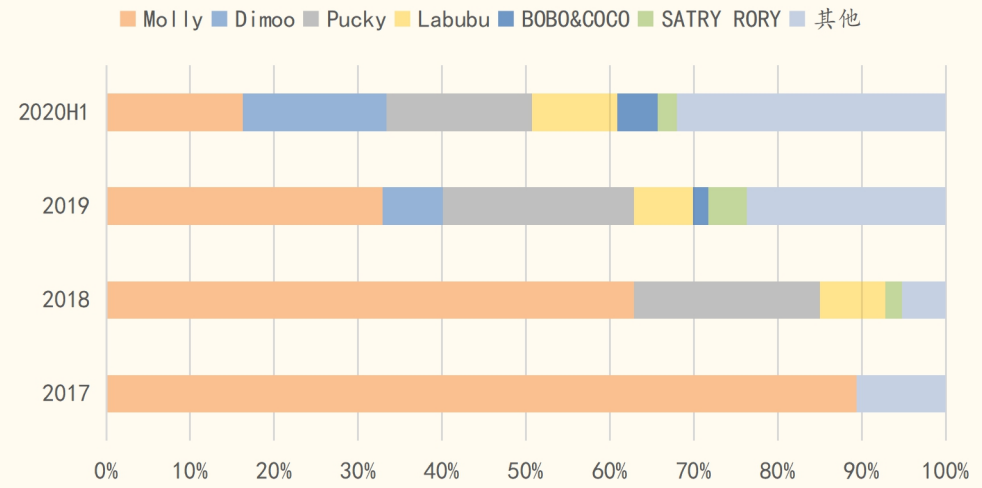
图表 6：泡泡玛特盲盒产品销售收入占比



来源：泡泡玛特招股说明书，国金证券研究所

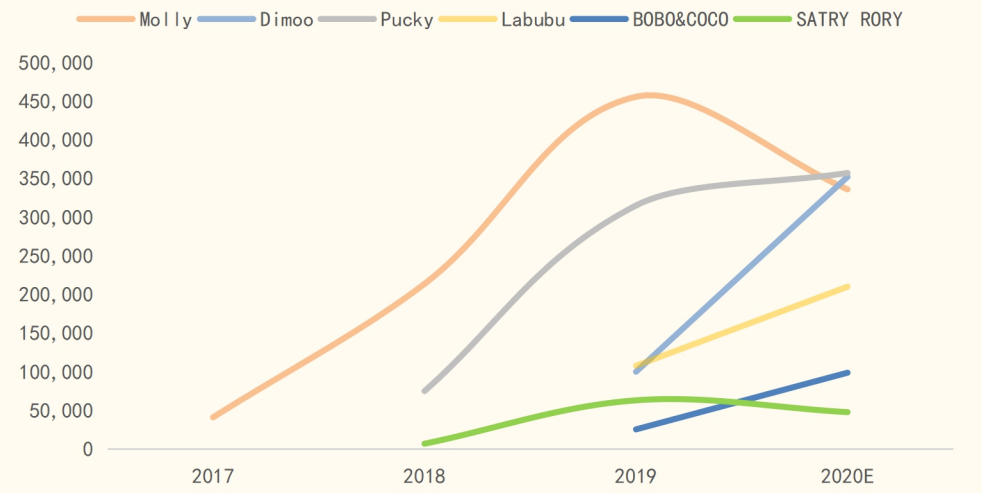
从 IP 的收入贡献比例可看出，IP 逐渐多元化，亿级 IP“一强多大”的局势将向“多强”转变，降低销量集中在头部 IP 的不确定性。

图表 7：泡泡玛特核心 IP 收入贡献占比



来源：泡泡玛特招股说明书，国金证券研究所

图表 8：泡泡玛特核心 IP 收入贡献（单位：千元）

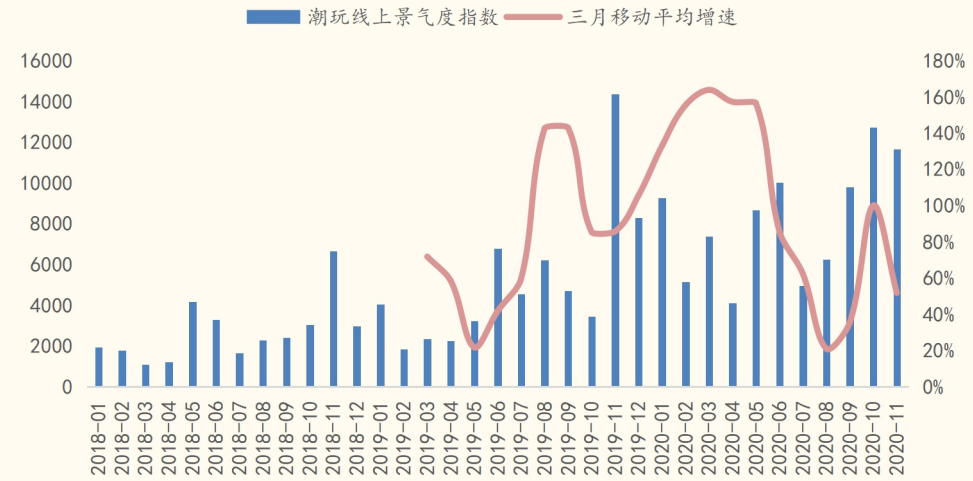


来源：泡泡玛特招股说明书，国金证券研究所

三、线上复购保持稳定，品牌&IP 吸引力增强

线上渠道来看，2018-2020 年间，历年双十一均为潮流玩具景气度的年度峰值，历年 11 月贡献潮玩盲盒行业全年 20%以上的销售额。依据国金指数对于潮玩盲盒行业线上景气度的监测，2020 年 Q3 线上景气度下滑，或由于疫情防控进入常态化，线下消费逐渐复苏。今年双十一提前开启预售，十月景气度指数增速达 100%，十一月增速在 50%左右。

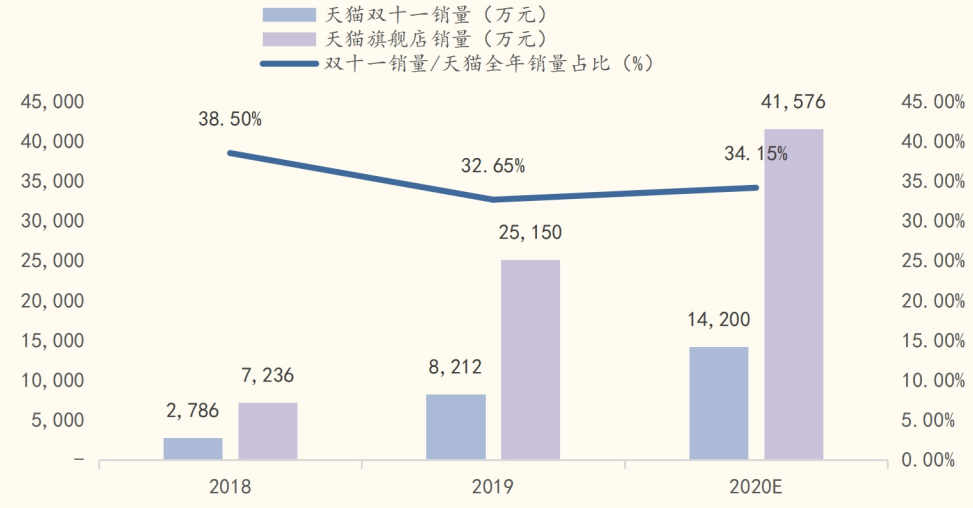
图表 9：国金指数_潮玩线上景气度



来源：国金证券研究所

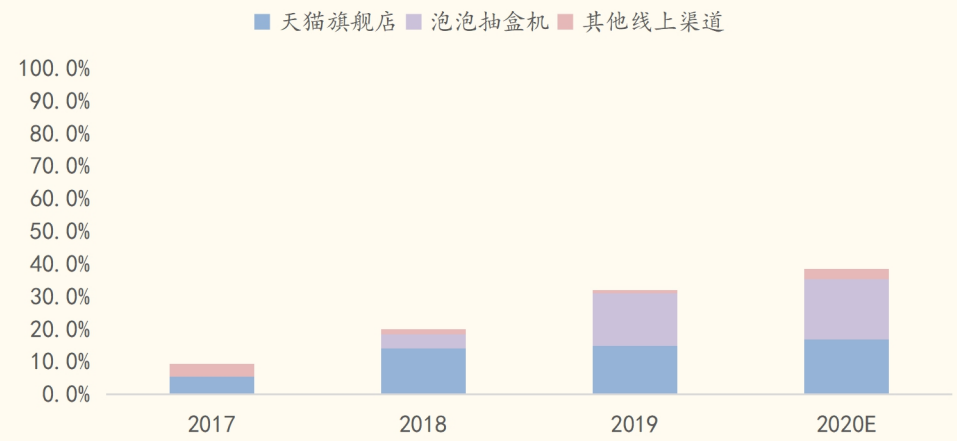
泡泡玛特作为行业龙头，今年双十一天猫旗舰店的最终销售额为 1.42 亿元，成为玩具类目中首家"亿元俱乐部"成员。依据招股说明书披露的数据，泡泡玛特天猫旗舰店收入约占线上收入的一半。每年双十一贡献全年天猫旗舰店约 1/3 的收入。预计今年天猫旗舰店收入可达 4 亿元。

图表 10：泡泡玛特历年双十一销量及收入占比



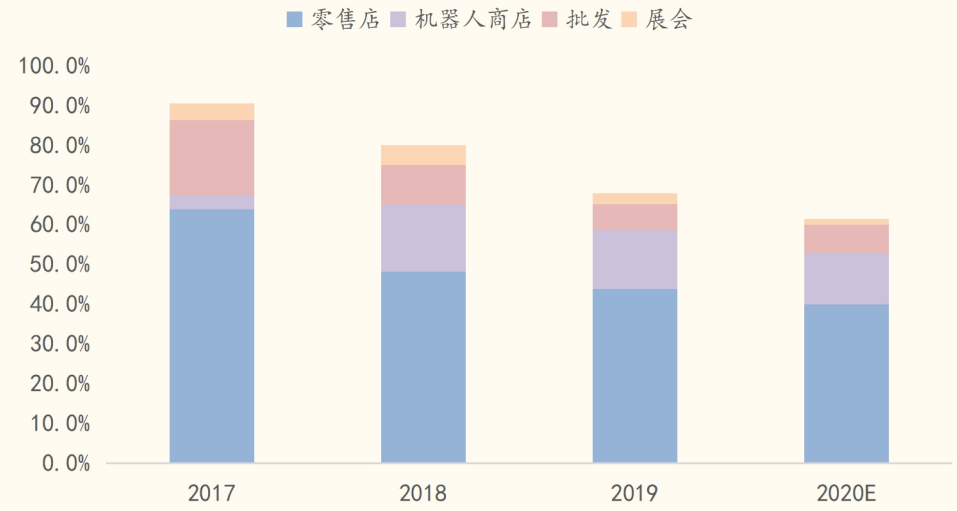
来源：泡泡玛特招股说明书，国金证券研究所

图表 11：泡泡玛特渠道收入占比_线上渠道



来源：泡泡玛特招股说明书，国金证券研究所

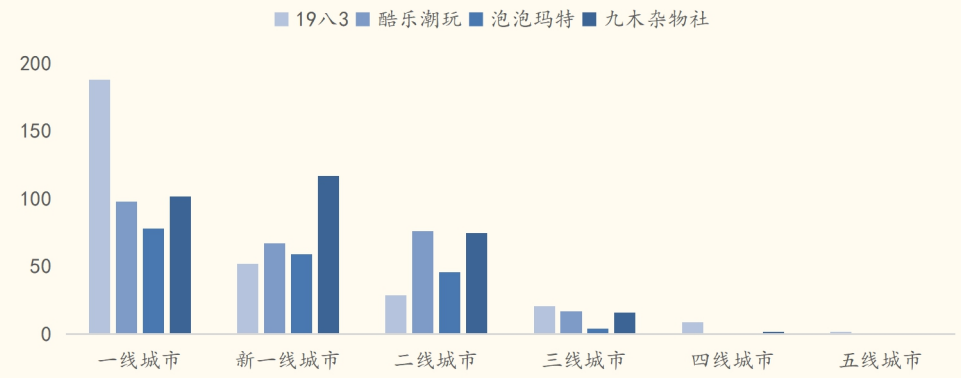
图表 12：泡泡玛特渠道收入占比_线下渠道



来源：泡泡玛特招股说明书，国金证券研究所

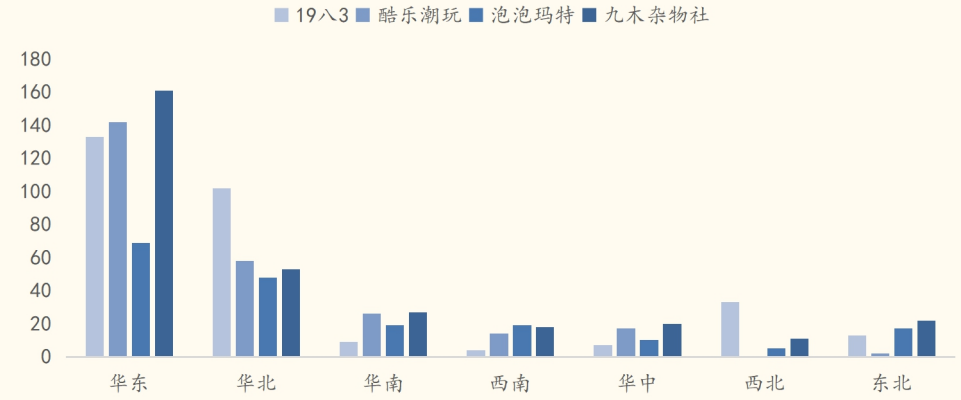
线下渠道来看潮玩盲盒零售店的分布，国金指数共覆盖超 1000 家店铺，70 多个城市。超过 90%的潮玩盲盒的线下零售店分布在二线及以上的城市。线下零售店布局广泛的主要玩家包括 19 八 3、酷乐潮玩、九木杂物社和泡泡玛特。各家区域分布差异点体现在 19 八 3 在北方地区布局更强，九木杂物社目前店铺总数最高，泡泡玛特在华东区域的仍有持续扩店的潜力。

图表 13：潮流玩具门店地域分布_城市级别



来源：各公司官网、公众号、国金证券研究所

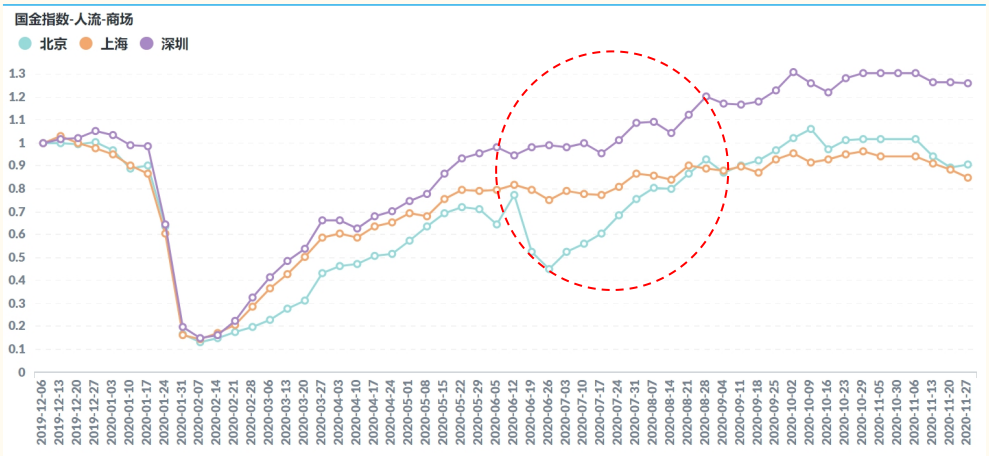
图表 14：潮流玩具门店地域分布_区域分布



来源：各公司官网、公众号、国金证券研究所

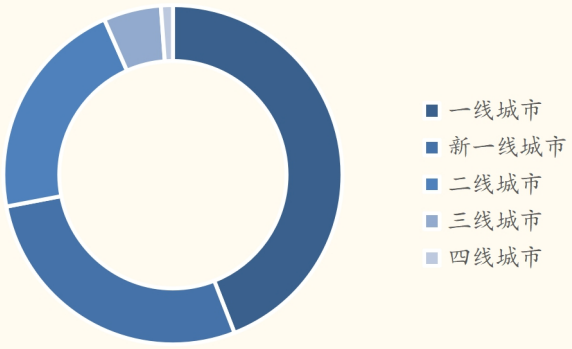
依据国金指数对于一线商场的人流量强度的追踪，Q3 北京上海线下商场人流逐渐恢复至往期 80%左右水平，深圳恢复至往期同水平以上。以此可推测，Q3 线下消费逐渐稳步复苏。

图表 15：国金指数_一线城市商场人流



来源：国金证券研究所

图表 16：国金指数_潮玩线下零售店城市分布



*截至 2020 年 11 月

来源：国金证券研究所

从泡泡玛特的线下机器人商店的分布来看，也符合“GDP 超一万美元”的省份优先布局的规律。线下机器人商店的布局充分发挥雷达效应，四川、陕西、山东的机器人商店数在 40~60 间，是除北上广以外布局最多的省份，零售店铺的数量有望在这些城市进一步提升，四川和陕西将带动激活西北西南市场。

图表 17：泡泡玛特机器人商店分布（截至 2020 年 6 月）



来源：泡泡玛特招股说明书，国金证券研究所

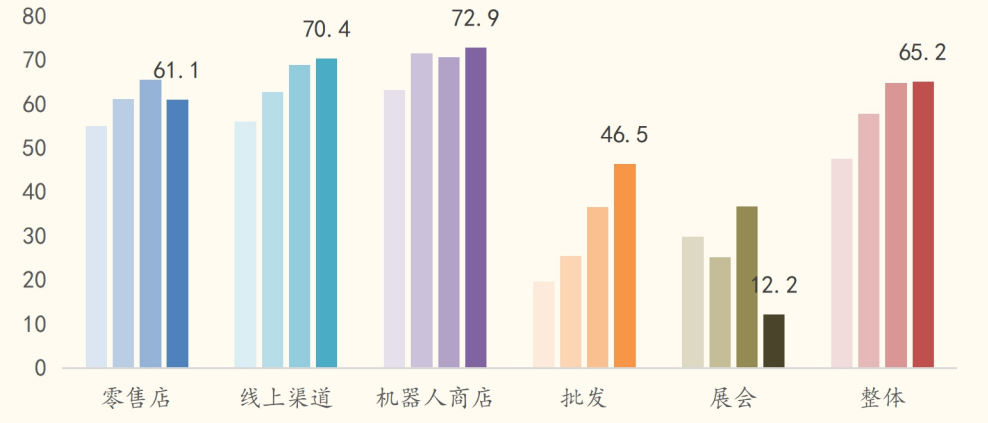
图表 18：泡泡玛特店铺分布（截至 2020 年 6 月）



来源：泡泡玛特招股说明书，国金证券研究所

各渠道的毛利率水平也有较大差异。以泡泡玛特为例，机器人商店的毛利率最高，与其灵活机动的特征相匹配。近三年批发渠道的毛利率提升最高，体现出对经销商的议价能力逐年提升。

图表 19：泡泡玛特各渠道毛利率



来源：泡泡玛特招股说明书，国金证券研究所

四、商业视角：“高复购、高毛利、高坪效”的生意

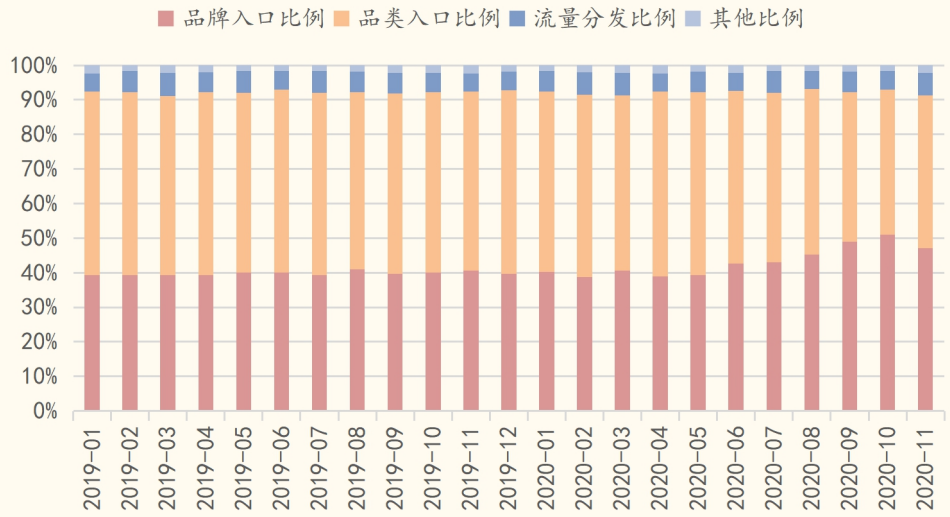
4.1 高粘性高复购，推动收入高增长

潮玩的会员 VIP 分层制度鼓励玩家更多消费，高级会员多，粘性高。2019 年泡泡玛特的 220 万名注册会员的复购率达 58%，会员机制完善，会员福利阶梯递增，提示卡、显示卡、免邮等权益均为线上专属。超过 45%的潮玩消费者每年在潮玩上的花费超过 500 元人民币。2018 年至 2020 年用户线上购买行为的复购率稳定在 46%~50%。

用户粘性是针对盲盒玩法、针对品牌、还是针对 IP，我们从追踪用户的线上流量入口来做解读。通过区分品牌入口和品类入口，可以看出通过搜索品牌或者特定型号进入详情页产生最终购买的比例在 2020 年下半年逐步提升，目前已成为占比最高的入口。潮流玩具的品牌或 IP 对最终购买决策的影响逐渐超过盲盒形式的吸引。

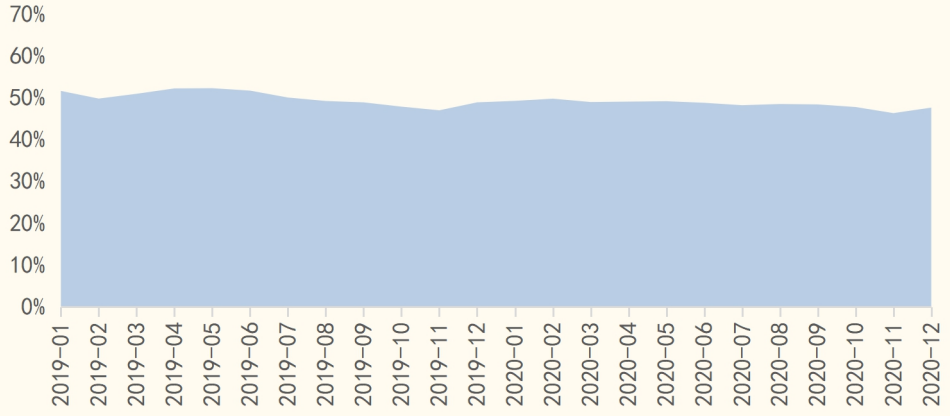
从 IP 粘性来看，据招股书披露，约 70%的潮玩消费者会就渴望的某一特定玩具设计购买盲盒玩具 3 次及或以上。客单价的变动主要由于电商购物节导致，非购物节时段的客单价保持在相对稳定的价格区间。

图表 20：泡泡玛特线上购买过程行为分析



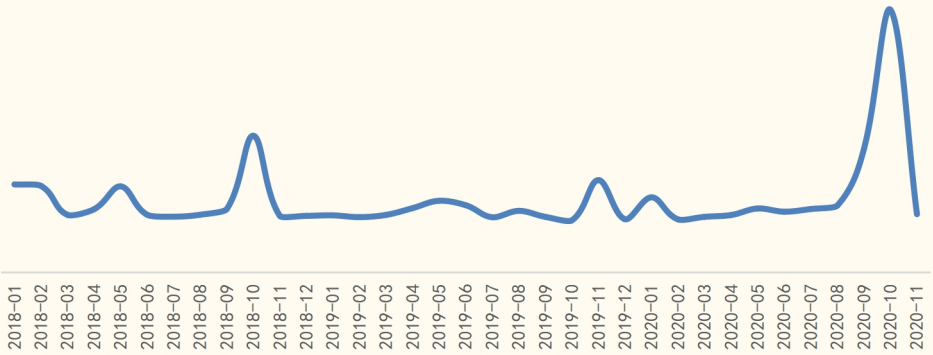
来源：国金证券研究所

图表 21：泡泡玛特线上复购率追踪



来源：国金证券研究所

图表 22：泡泡玛特线上 ASP 指数



来源：国金证券研究所

图表 23：泡泡玛特会员等级及福利阶梯

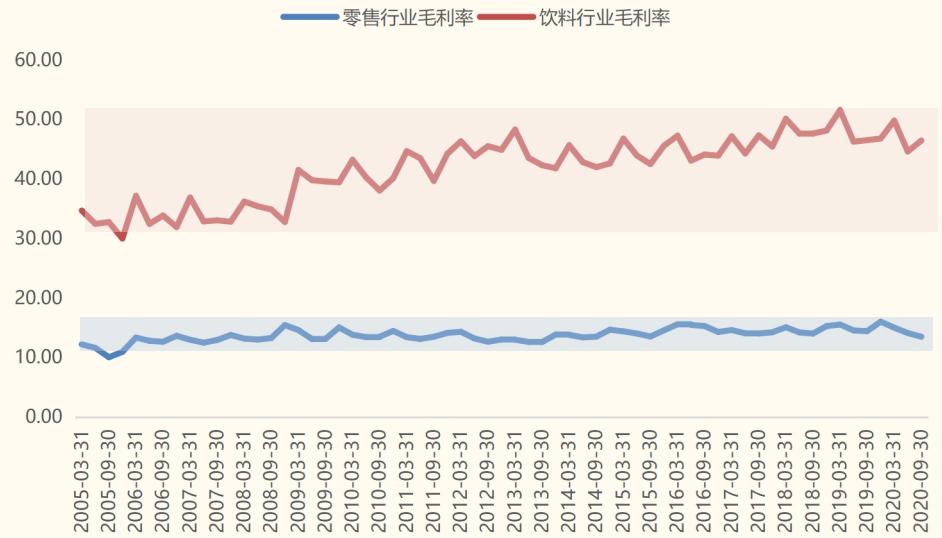


来源：泡泡抽盒机，国金证券研究所

4.2 毛利率持续提升，超行业平均及其他玩具类公司

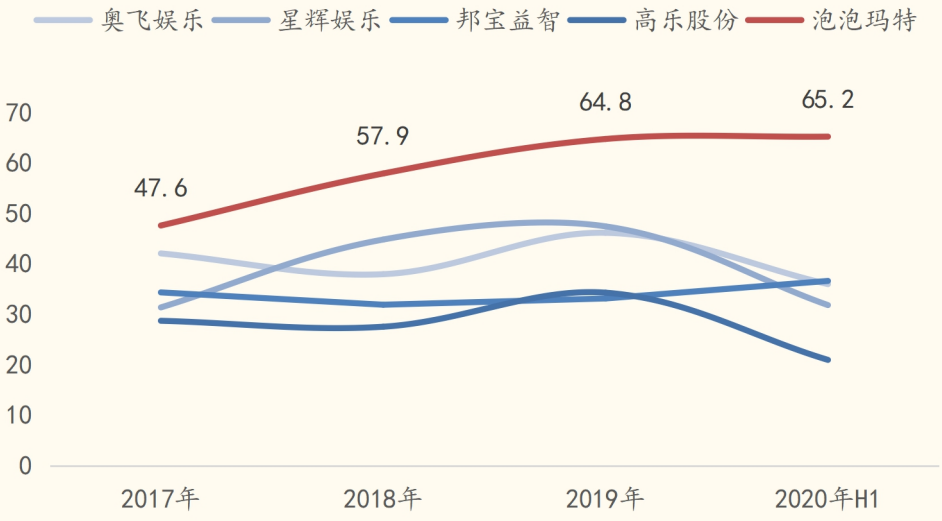
泡泡玛特带有零售属性，但毛利率水平远高于零售行业毛利率。近两年零售行业毛利率区间为 13%~16%，饮料行业的毛利率在 44%~51%，玩具类公司毛利率约为 30~50%的水平。泡泡玛特 2019 年毛利率为 64.8%，在疫情冲击下，上半年的毛利率仍小幅超过去年同期。与同类玩具公司相比，也高于其他玩具类公司。

图表 24：零售行业毛利率



来源：wind，国金证券研究所

图表 25：玩具类公司毛利率（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

4.3 店效增速高，坪效超零售、餐饮类店铺

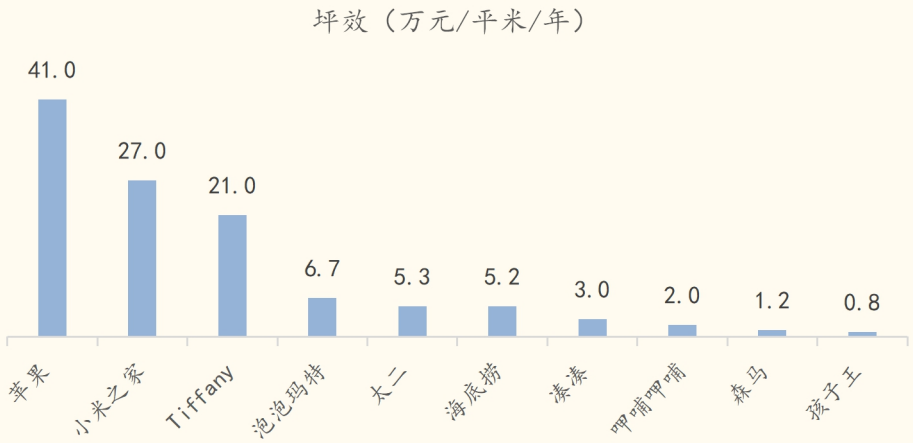
以盲盒为主要产品的潮玩零售店坪效高于综合类文创店。泡泡玛特招股书披露零售店门店面积大多在 100-150 平方米，以平均每店面积 125 平方米计，2019 年门店坪效高达 6.7 万/平方米/年。同样的计算逻辑九木杂物社在 2019 年的门店坪效约为 1.6 万/平方米/年。对比其他类型门店，泡泡玛特坪效高于部分餐饮、零售类店铺。

图表 26：泡泡玛特与晨光生活馆（含九木杂物社）坪效测算

	晨光生活馆（含九木杂物社）	泡泡玛特
2019 年期初店铺数量	255	63
2019 年期末店铺数量	261	114
2019 年平均店铺数量	258	88
营业收入（万元）	60,063.70	73,969
预估单店面积（平米）	150	125
坪效（万元/平米/年）	1.55	6.72

来源：各公司年度报告，国金证券研究所

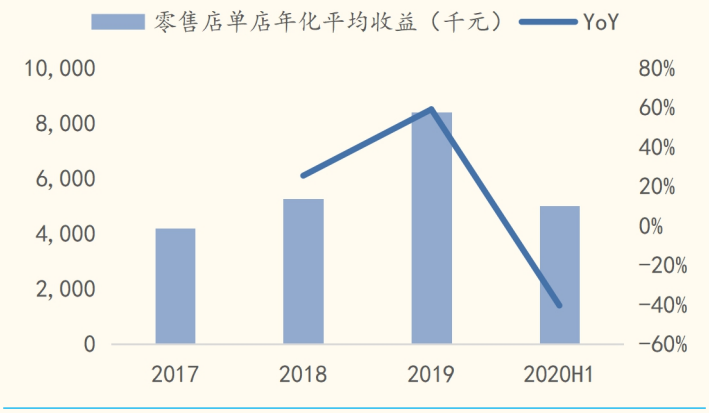
图表 27：潮玩门店与零售、餐饮、消费电子等公司坪效对比



来源：各公司年度报告，国金证券研究所

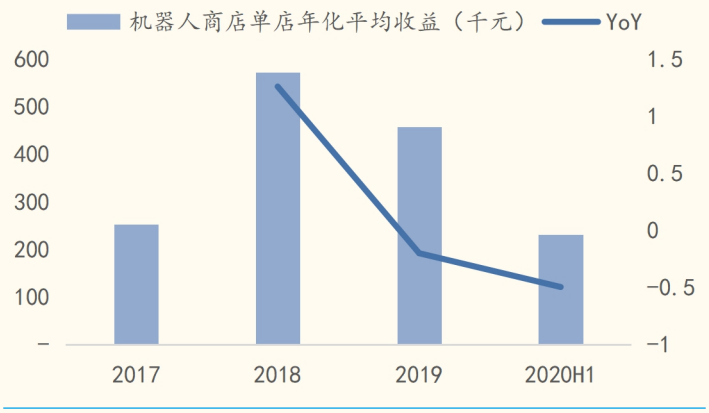
从店效来看，2018-2019 年，泡泡玛特零售门店店效增速高，2019 年泡泡玛特零售店平均店效高达 836 万/店/年，同比增长 60%。机器人商店数量的快速扩张导致店效下滑，2019 年店效为 45.8 万，同比下滑 20%。据招股书披露，机器人商店的管理员负责临近 8 间机器人商店的补货工作，通常两间机器人商店间的距离介乎 3-8km。未来 2021、2022 年，分别计划在中国开设 83、100 家零售店和 800、1000 间机器人店。约 85%~90%的新增零售店仍计划分布于一二线城市。

图表 28：泡泡玛特平均单店收益及增速_零售店



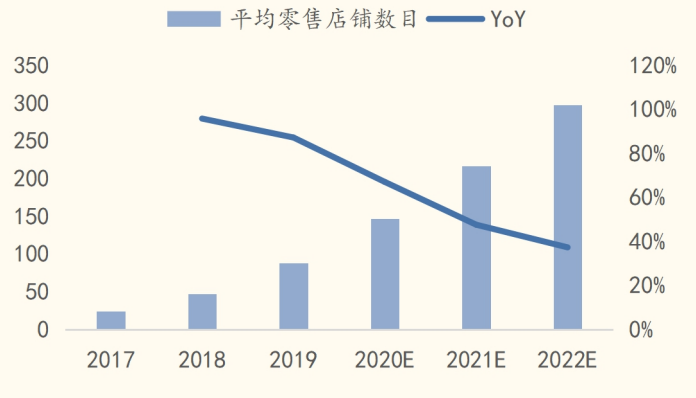
来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

图表 29：泡泡玛特平均单店收益及增速_机器人商店



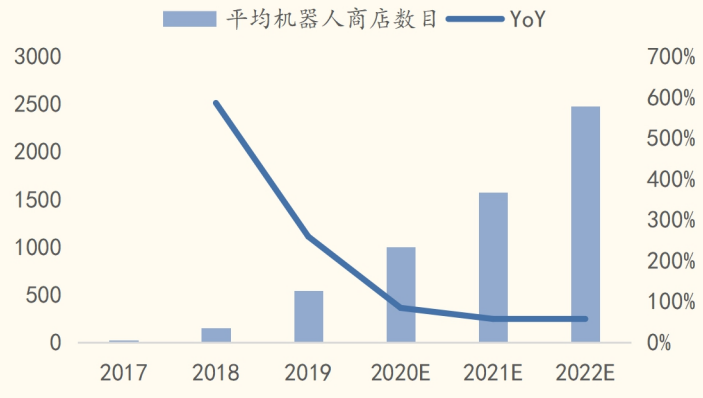
来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

图表 30：泡泡玛特平均店铺数目及增速_零售店



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

图表 31：泡泡玛特平均店铺数目及增速_机器人商店

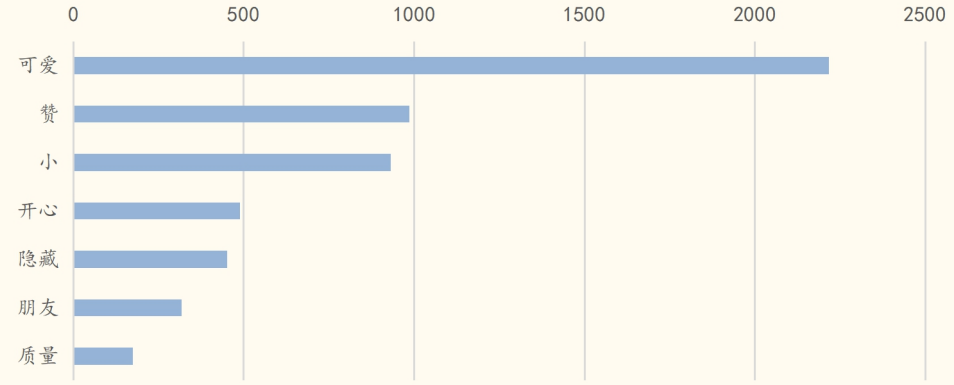


来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

五、增长潜力：潮玩渗透率提升，IP 授权/改编多维变现空间大

目前盲盒类产品的风格以萌系文化占主流。普遍认为女性是潮玩盲盒行业主要购买力。我们通过拆解用户画像，来解构市场规模的增长。通过将用户“触达--购买”的过程对应到线上搜索行为和购买行为，我们看到一些趋势，消费者性别的差异逐步缩小，男性也开始剁手盲盒，或由于猎奇心理驱动而初次购买。据此我们推算潮流玩具市场渗透率，2020 年预计从 8.9%增加到 14.9%。相对 2019 年，男性群体的渗透率有所增加。

图表 32：淘宝销量 Top20 盲盒评论关键词频次



来源：产业信息网，国金证券研究所

图表 33：潮流玩具市场渗透率预估

	2018	2019	2020E
15-39 岁城镇人口（万人）	28,643	29,231	30,196
女性（万人）	13,848	14,145	14,612
男性（万人）	14,820	15,086	15,584
泡泡玛特会员数（万人）	70	220	450
女性占比（%）	73.0%	75.0%	60.8%
男性占比（%）	27.0%	25.0%	39.2%
泡泡玛特市场份额（%）	4.0%	8.5%	10.0%
潮流玩具消费者数（万人）	1,750	2,588	4,500
女性（万人）	1,889	1,941	2,735
男性（万人）	699	647	1,765
潮流玩具消费者渗透率	**6.1%**	**8.9%**	**14.9%**
女性（%）	13.6%	13.7%	18.7%
男性（%）	4.7%	4.3%	11.3%

来源：国家统计局，泡泡玛特招股说明书，国金证券研究所

潮流玩具市场涵盖的产品种类繁多，包括盲盒、手办、GK 手办及成人拼装玩具等。零售是潮流玩具 IP 变现的主要方式，据弗若斯特沙利文预估，以零售额计 2019 年潮流玩具市场规模约 207 亿元，2019-2024 年复合增长率约为 29.8%，仍处于行业高速增长期。

随着领先的潮玩 IP 受欢迎程度提升，IP 授权及改编可以创造更大商业价值，将 IP 的价值扩展到授权商品（除玩具外）、电影、广告、视频等。IP 授权

业务的市场规模约为潮玩行业规模的 2~3 倍，IP 改编娱乐市场的行业规模约为潮玩行业规模的 7~15 倍。

图表 34：潮流玩具 IP 不同变现机会的市场规模（单位：十亿元）



来源：泡泡玛特招股说明书，国金证券研究所

图表 35：潮流玩具不同变现方式的复合年增长率

	潮流玩具行业	IP 授权行业	IP 改编娱乐市场
2015~2019	34.60%	14.90%	21.80%
2019~2024E	29.80%	13.10%	13.80%

来源：泡泡玛特招股说明书，国金证券研究所

风险提示

1. 核心 IP 老化过快

核心 IP 已成为重要收入贡献，潮流文化产品的生命周期不确定性高，IP 热度或极易消褪。若核心 IP 的长期存续能力不足，无法保持现有吸引力且暂未挖掘出可资比较的强劲 IP，行业将受到不利影响。

2. 新产品及新 IP 开发不及预期

潮流品牌需求端增长和持续性存在不确定性。加之优质 IP 孵化周期长，或偏离消费者实时偏好，导致市场表现未达预期。

3. 渠道拓展进度不及预期

持续优化线上线下零售渠道对行业玩家的资源配置能力及日常管理能力有更高要求，若行业玩家管理制度体系不能支持渠道拓展的需要，则可能造成不利影响。

4. 知识产权风险

目前的法律法规，程序及其他限制仅能为知识产权提供有限及不确定的权益保障。知识产权一旦受到侵犯，将有损潮流玩具品牌形象，产生负面影响。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH