直击 Z 世代消费心理，盲盒出圈时

——潮流玩具行业深度报告

推荐|维持

报告要点：

- **国内潮玩市场：高潜力成长赛道，盲盒品类出圈**

中国潮流玩具市场处于高速成长期，市场规模自 2015 年的 63 亿元增长至 2019 年的 207 亿，4 年复合增长率高达 34.6%，预计 2022 年翻倍至 478 亿。其中，盲盒品类由于强情感联结、低门槛叠加惊喜感和收集欲直击年轻消费群体，呈现爆发式增长。潮玩产业链由 IP 方、IP 运营方以及渠道商共同构成。其中 IP 是产业核心，IP 提供者如潮玩设计师、IP 授权方负责初始的 IP 培育和设计；IP 运营方负责 IP 的潮玩属性再设计以及产品化，一款成功的盲盒产品，不仅需要知名热门或小众吸睛的 IP 形象，也需要符合市场审美的产品化设计与制造。渠道方面，潮玩产品的渠道不断多元化，从线下零售店到无人零售机，再到线上商城、微信小程序、二手交易平台、展览会等，产品和渠道扩张推动潮玩从小众走向主流。竞争格局来看，2019 年龙头泡泡玛特市占率 8.5%，市场份额持续提升，前 5 的公司市场份额达到 23%。

- **泡泡玛特：国内潮玩龙头，持续高增长**

泡泡玛特是国内最大潮流玩具公司，2019 年公司营收 16.8 亿，净利润 4.5 亿，毛利率和净利率分别达到 64.8%和 26.8%，平台化运营优势显著。强大的 IP 孵化运营能力以及渠道价值是公司核心竞争优势。公司目前共运营 85 个 IP，其中自有 IP 12 个（Molly、Dimoo 等）、独家 IP 22 个（PUCKY、the Monsters 等）、非独家 IP 51 个。2020 年，预计新增运营 30 多个 IP。泡泡玛特拥有全渠道销售网络，包括 114 家线下实体零售店、825 家机器人商店、线上商城（天猫、微信小程序以及自有社区 App）、分销商网络等。渠道优势凸出，2019 年公司全渠道均高增长，线下零售店收入占比最高，增长接近 2 倍，线上渠道增速超 4 倍。

- **金运激光：收购无人零售店渠道商玩偶一号，定增加码 IP 运营业务**

2020 年 6 月，公司公告拟收购无人零售渠道商玩偶一号，并定增募集 4.7 亿用于 IP 衍生品运营，IP 业务将主要聚焦盲盒。截至 5 月底，公司共引进开发 12 个 IP 盲盒系列，1 款原创。

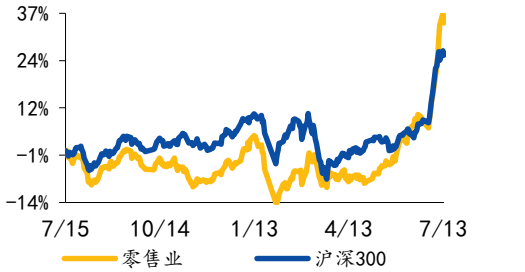
- **投资建议**

国内潮玩市场迅速崛起，潮玩概念推广与渠道扩张正在使潮玩从小众走向大众，而潮流玩具的主要受众——热衷追求个性、展现自我的年轻一代成为消费主力，国内潮玩市场规模增长潜力大，其中盲盒玩具成为潮流玩具最热门品类。建议关注泡泡玛特、金运激光、奥飞娱乐。

- **风险提示**

潮玩行业规模增长不及预期，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期。

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-化妆品行业深度报告之四：从薇诺娜、玉泽和润百颜看功能性护肤品赛道》2020.07.14

《国元证券行业研究-商贸零售行业点评：618 大促增速超去年，直播电商全面爆发》2020.06.22

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

目 录

1、国内潮玩市场快速增长，盲盒成最热品类 4
1.1 国内潮玩市场：国内市场快速增长，19 年规模超 200 亿 4
1.2 盲盒玩具成最热品类，IP 情感链接叠加惊喜感和收集欲切中年轻消费群体 5
1.3 潮玩产业链拆分 6
1.4 潮玩市场格局：泡泡玛特快速成长，市场份额领先 8
2、代表公司与品牌 10
2.1 泡泡玛特：国内最大潮玩公司，盈利能力持续提升 10
2.2 金运激光：收购无人零售店渠道商玩偶一号，大力发展 IP 运营业务 16
3、投资建议 20
4、风险提示 20

图表目录

图 1：全球潮玩市场发展概览 4
图 2：2015-2024E 全球潮流玩具市场规模 5
图 3：2015-2024E 中国潮流玩具市场规模 5
图 4：盲盒热的原因 6
图 5：盲盒产业链的上中下游 6
图 6：2011-2021E 国内城市消费结构（万亿美元） 7
图 7：2015-2024E 国内 IP 授权市场规模（十亿人民币） 7
图 10：泡泡玛特发展历程 10
图 11：泡泡玛特前四大 IP 形象 11
图 12：2017-2019 泡泡玛特前四大 IP 收入情况（百万） 11
图 15：2017-2019 泡泡玛特 IP 收入情况（百万） 12
图 16：2017-2019 泡泡玛特 IP 收入占比 12
图 23：2017-2019 泡泡玛特同店增长率 14
图 24：2017-2019 泡泡玛特毛利率与净利率（%） 14
图 25：2017-2019 泡泡玛特关键成本及占收入比重 15
图 26：2017-2019 公司经销及销售开支及一般及行政开支占收入比重 15
图 27：2017-2019 金运激光营业收入情况（百万） 16
图 28：2018-2019 金运激光各项业务收入情况（百万） 16
图 29：2017-2019 金运激光净利润情况（百万） 16
图 30：2017-2019 金运激光毛利率和净利率情况（%） 16
图 31：玩偶一号 2019 年及 2020Q1 收入情况（万） 18
图 32：玩偶一号零售终端分布（截至 2020 年 3 月底） 18

表 1：国内主要潮玩分类及特点 5
表 2：国内潮玩市场玩家情况 8

表 5：泡泡玛特自有 IP、独家 IP、非独家 IP 相应权利及收入分配情况（截至 2020 年 5 月底）..... 12
表 6：2020 年金运激光布局 IP 运营业务重要事件时间线..... 17
表 7：2020 年金运激光非公开募集资金预案..... 17
表 8：金运激光所运营 IP 盲盒情况（截至 2020 年 5 月 28 日）..... 18
表 9：金运激光 IP 衍生品无人零售机开发情况（截至 2020 年 5 月 28 日）. 19

1、国内潮玩市场快速增长，盲盒成最热品类

1.1 国内潮玩市场：国内市场快速增长，19 年规模超 200 亿

潮流玩具又称艺术玩具或设计师玩具，最早萌芽于 90 年代的中国香港和日本。1999 年加拿大设计师 KAWS（原名 Brian Donnelly）与日本潮流品牌 Bounty-Hunter 合作推出潮流玩偶“同伴 Companion”大获成功，其黑、灰和棕三色玩偶各限量发售 500 个，迅速卖空，竞拍价最高达约两千美元，潮玩热开始向全球蔓延。2005 年，国内出现潮玩工作室和独立设计师，泡泡玛特、19 八 3、酷乐潮玩、52toys 等潮玩企业相继成立。

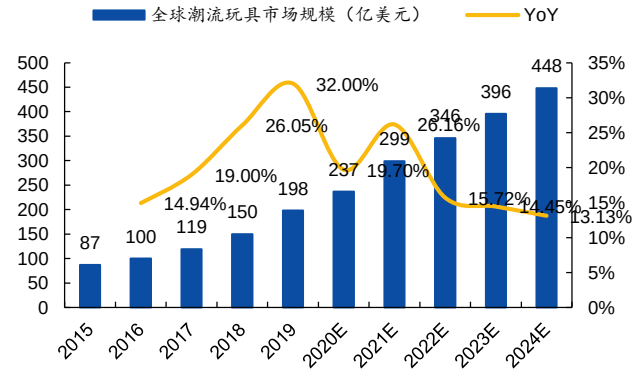
图 1：全球潮玩市场发展概览

萌芽阶段（1990-2000）	探索阶段（2000-2005）	沉寂阶段（2005-2010）	发展阶段（2010-2016）	爆发阶段（2016-）
• 20世纪90年代，潮流玩具以工作室和独立设计师的形式在中国香港和日本出现	• 2001年，日本Medicon Toy公司推出BE@RBRICK系列玩具	• 2005年，国内开始出现工作室和独立设计师；日本Dreams公司推出Sonny Angel系列玩具	• 2010年，POP MART和19八3相继成立，开始布局线下渠道	• 2016年，国内盲盒玩法出现；潮玩社区跪趣上线；POP MART首款潮流MOLLY星座系列上市
• 1999年，KAWS和Bounty Hunter推出首款玩偶	• 2002年，美国艺术家Paul Budnitz成立Kidrobot公司，主营潮玩制造与销售	• 2007年，由于质量安全问题，美国美泰公司召回了近1900万件国产玩具	• 2012年，酷乐潮玩成立，开始布局线下渠道	• 2017年，POP MART在新三板挂牌；首届北京国际潮流玩具展成功举办；同年，十二栋文化着手推出LLJ夹机占
• 2000年，潮流玩具进入美国，并与当地的Lowbrow艺术结合	• 2004年首届台北国际玩具创作大展成功举办	• 2008年，金融危机使我国多家玩具生产商面临资金压力甚至倒闭风险，例如合俊集团（02700.HK）	• 2014年，Toy Soul在香港举办首届亚洲玩具展	• 2018年，首届《KAWS:HOLIDAY》主题巡回展引发轰动；首届上海国际潮流玩具展成功举办；Molly系列产品当年销量超过400万个
			• 2015年，52toys成立，POP MART引入Sonny Angel系列玩具	• 2019年，优衣库和KAWS推出联名款T恤，遭到疯抢；POP MART天猫旗舰店双11总销售额位列天猫玩具大类第一

资料来源：明观投资，创业邦，国元证券研究中心

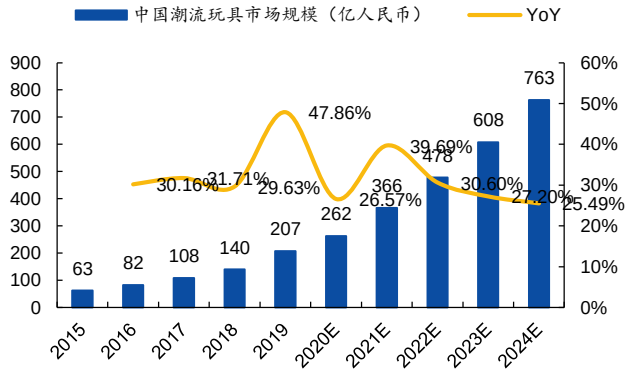
2019 年国内潮玩市场规模超 200 亿，预计 2022 年达到 478 亿。根据 Frost Sullivan 报告，2019 年全球潮玩市场规模 198 亿美金，而国内潮玩市场规模自 2015 年的 63 亿元增长至 2019 年的 207 亿人民币，近 4 年复合增长率 34.6%，预计 2022 年翻倍至 478 亿，行业快速成长。

图 2：2015-2024E 全球潮流玩具市场规模



资料来源：Frost Sullivan，国元证券研究中心

图 3：2015-2024E 中国潮流玩具市场规模



资料来源：Frost Sullivan，国元证券研究中心

1.2 盲盒玩具成最热品类，IP 情感联结叠加惊喜感和收集欲直击年轻消费群体

常见的潮流玩具主要有四类，包括艺术玩具、盲盒公仔、手办模型和 BJD 玩具。艺术玩具注重艺术表达，IP 通常来自知名艺术家原创，具有一定艺术收藏价值，如 KAWS 等。艺术玩具单价通常在百元至上万，价格较高，溢价来自艺术家知名度、高级材质、工艺精致等因素。盲盒公仔重视外形设计，但 IP 来源相对多元，有设计师原创形象、ACG 经典形象、网络表情包形象等，盲盒公仔价格低，通常在几十至几百，能满足大众的潮玩消费需求，代表 IP 有 Molly、Sonny Angel 等。手办模型和 BJD 玩具侧重对原有 IP 的还原度，IP 通常来自 ACG（Animation、Comic、Game，动画、漫画、游戏的总称）中的经典形象，如海贼王、火影忍者、叶罗丽等，需求主要来自 ACG 内容粉丝。

表 1：国内主要潮玩分类及特点

潮玩分类	设计风格	用户群体	价格范围	代表 IP
艺术玩具	注重艺术表达，IP 来自知名艺术家原创形象	追求潮流艺术且消费力较强的年轻人群	几百元-几万元	KAWS、BE@RBRICK
盲盒公仔	注重外形设计，IP 来自签约设计师原创形象、ACG 和表情包形象等	爱好把玩潮流玩具的中青年群体	几十元-几百元	Molly、Sonny Angel
手办模型	注重对原有 IP 还原度，IP 常来自 ACG 中的经典形象	动漫二次元重度用户	几百元-几千元	海贼王、火影忍者
BJD 玩具	可塑性较高，IP 来自 ACG 中的经典角色	动漫二次元重度用户	几百元-几千元	魏无羡、叶罗丽

资料来源：明观投资，创业邦，国元证券研究中心

盲盒玩具成为潮流玩具最热门品类之一。2019 年双十一，天猫泡泡玛特旗舰店 1 小时销售额超 2018 年全天、龙家升 labubu 迷你系列盲盒 9 秒售罄 55000 个，盲盒消费迎来爆发。盲盒一款一盒独立保密包装，购买者拆封才可获知具体款式。这种不确定性的惊喜体验增添了购买乐趣，部分成系列的设计又激起购买者的收集欲，刺激复购。盲盒单价通常在几十元，是潮玩中价格较低、设计又比较精致的产品，适中的价格降低了盲盒的购买门槛。此外不论是 ACG 等艺术作品中的 IP 还是设计师的原创 IP，都能与粉丝建立强烈的情感联结，从而吸引粉丝购买。

图 4：盲盒热的原因

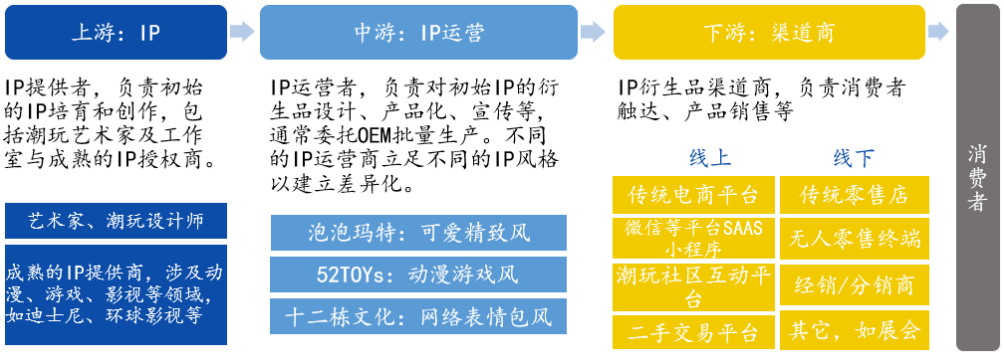


资料来源：国元证券研究中心整理

1.3 潮玩产业链拆分

潮玩产业链由 IP 方、IP 运营方以及渠道商构成。IP 是产业核心，IP 提供者如潮玩设计师、成熟的 IP 授权方负责初始的 IP 培育和设计，IP 运营方负责 IP 的潮玩属性再设计以及产品化，再通过线上线下多元的渠道进行销售。一款成功的盲盒产品，不仅需要或知名热门或小众吸睛的 IP 形象，也需要符合市场审美的产品化设计与制造，以及消费者触手可得的渠道铺设。

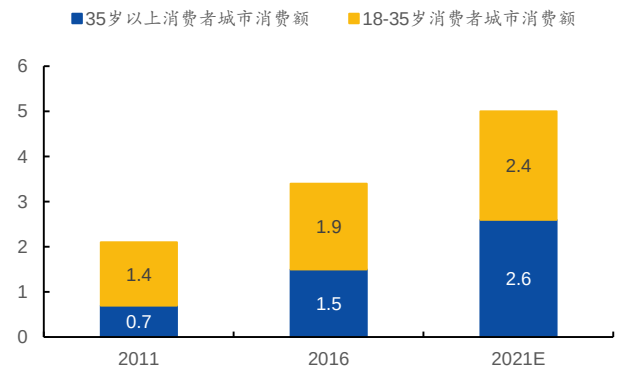
图 5：盲盒产业链的上中下游



资料来源：国元证券研究中心整理

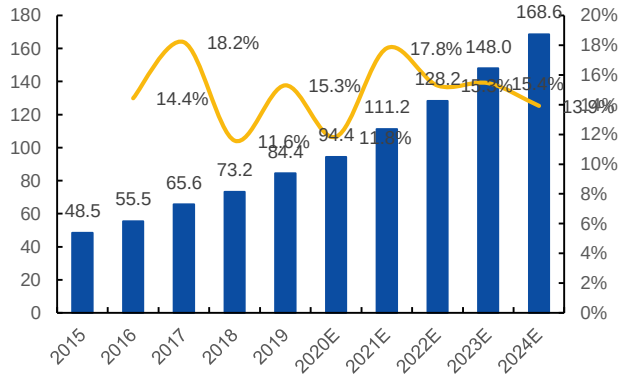
（1）上游 IP 设计与授权：超 800 亿的 IP 授权市场是潮玩的重要上游资源，IP 是潮流玩具的核心，潮玩基于知名或有潜力的新兴 IP 形象制作玩具。据 Frost Sullivan 报告，2019 年中国 IP 授权市场规模达到 844 亿元，未来 5 年复合增速预计在 14.8%。

图 6：2011-2021E 国内城市消费结构（万亿美元）



资料来源：BCG，阿里研究院，国元证券研究中心

图 7：2015-2024E 国内 IP 授权市场规模（十亿人民币）

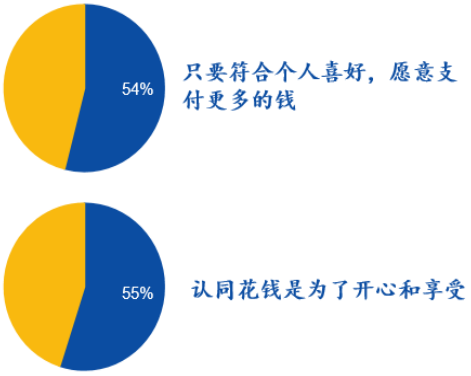


资料来源：Frost Sullivan，国元证券研究中心

（2）产品与渠道扩张推动潮流玩具市场从小众走向主流：潮流玩具产品矩阵不断丰富，吸引不同性别、年龄及消费层次人群，潮玩由最初的公仔、手办到盲盒、扭蛋、毛绒玩具等，收获从男性到女性粉丝，从高消费、“收藏级”粉丝到大众消费、路人级粉丝；同时，粉丝触达潮玩渠道不断增多，从大型商场内的线下零售店到城市小角落的无人零售机，再到线上商城、微信小程序、二手交易平台、展览会等，潮玩正在打造全渠道触达消费者。目前国内对潮流玩具的认知仍处于早期阶段，潮流玩具在新生代的渗透尚有提升空间，产品和渠道扩张将推动潮玩从小众走向主流。

（3）消费群体：崇尚个性、关注新鲜的年轻一代正在成为我国消费主力，爱好个性、追求悦己消费的 80/90 后新生代是国内潮玩的主要受众，他们接触多元的文化、追求展现个性与表达自我，相比上一代人，更愿意为情感需求和悦己行为消费。根据 Frost Sullivan 的市场调查，国内超过 95%的潮玩消费者年龄介于 15-40 岁之间。BCG 预计到 2021 年，18-35 岁人口占中国城镇 15-70 岁人口比重将超过 46%，同时贡献 52%的城市消费，2016-2021 年，69%的城市消费额的增长来自新生代。年轻客群消费潜力大，具有个性时尚属性的潮流玩具正是投年轻一代所好，满足年轻人彰显个性与生活方式的精神需求。

图 8：Z 世代消费者的消费观念



资料来源：凯度，QQ 广告，国元证券研究中心

图 9：悦己型品类线上销售增速



资料来源：淘宝天猫，CBNData，用户说，国元证券研究中心（注：盲盒与 IP 模

玩增速为 CBNData 抓取的 201807-201906 期间同比增速，美容护肤与彩妆增速为用户说抓取的淘宝天猫平台 2019 年品类销售增速）

1.4 潮玩市场格局：泡泡玛特快速成长，市场份额领先

国内潮玩市场主要参与者包括日本的老牌潮玩公司 Dreams、Medicom Toy，以及国内新兴潮玩公司泡泡玛特、52 Toys、十二栋文化等。国内企业多从某个细分领域切入，进行差异化竞争，并逐渐横向扩张。52TOYS 主攻男性潮玩市场，怪兽、动漫、ACG 硬核 IP 手办、扭蛋等为主要产品。十二栋文化偏女性，售卖毛绒玩具、盲盒等潮流玩具产品，以网络表情包 IP 形象衍生，如长草颜团子，其线下“LLJ 夹机站”夹娃娃机店受到市场喜爱，成为网红打卡地。潮玩手办过去多以男性需求为主，如怪兽类、动漫人物类手办等，泡泡玛特则最早切入女性潮玩市场，走萌系可爱风格，代表 IP 如 Molly、Pucky 等，设计力相对较强。

国外企业起步较早，分成高端设计和大众消费两种路线。日本潮玩公司 Dreams 代表 IP 潮玩 Sonny Angel 早期在国内市场热度较高，产品以可爱萌宠风格为主，价格适中，在国内有多家代理。Medicom Toy 同是日本老牌潮玩公司，设计能力强，IP 主要由国际知名潮流设计师设计，产品走精品+限量路线，品牌定位较为高端，在国内收获较多收藏粉丝，BE@RBRICK 系列设计师限量版玩偶拍卖最高成交价达 120 万。

表 2：国内潮玩市场玩家情况

	泡泡玛特	52 Toys	十二栋文化	玩偶一号	Dreams（日本）	MedicomToy（日本）
创立时间	2010	2015	2015	2016	1995	1996
代表 IP	Molly、PUCKY	MEGABOX、BEASTBOX	长草颜团子、制冷少女	UNI、桃子猴	Sonny Angel、SMISKI	BE@RBRICK、KUBRICK
IP 特色	IP 重设计和审美，美丽可爱	以动漫、游戏 IP 居多，签约多个国内外经典 ACG、游戏 IP	IP 以互联网原创卡通动漫形象为主	IP 多为卡通可爱风	IP 设计较弱，但周边产品种类丰富	IP 多由国际知名设计师设计，走精品、限量路线
主要产品	盲盒、手办、BJD	盲盒、扭蛋、手办	盲盒、毛绒玩具	盲盒	盲盒、玩偶	不同大小比例的潮玩模型
产品单价	6-1760 元	29-880 元	59-472 元	39-380 元	55-400 元	30-1800 元，设计师限定款拍卖最高达 120 万
渠道特色	线下零售店+无人售货机；线上微商城（微信小程序）、线上互动平台（葩趣）、天猫旗舰店	线上互动社区+电商平台、天猫旗舰店	高营收低成本 LLJ 夹机站（线下娃娃机店），以托管经营的城市合伙人模式扩张；无天猫旗舰店	无人零售终端	线下零售店铺、线上商城	线下专营或授权零售店铺、线上商城
近两轮融资情况	2020 年 6 月赴港 IPO 2020 年 4 月获得超 1 亿美元战略投资，华兴新经济基金、正心谷资本领投	2019 年 3 月获数千万元的 A+轮融资 2018 年 3 月获 1 亿元 A 轮融资	2019 年 3 月获得险峰旗云近亿元的 B 轮融资 2018 年 4 月获得 4300 万 A+轮融资，真格基金领投、共襄资本和君联资本跟投	2020 年 6 月金运激光拟收购玩偶一号控股权 2019 年 10 月获数千万元的天使轮投资		
2019 年营收	16.83 亿		近亿元（2018 年）	1024 万		

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

龙头泡泡玛特市占率近 8.5%，前五大参与者市场份额 23%。根据 Frost Sullivan 报告，2019 年国内前五大潮玩市场营运商市占率 23%，泡泡玛特市占率 8.5%，潮玩零售市场份额第一，2017-2019 年复合增速超 200%，第二大潮玩公司市占率 7.5%，2017-2019 年复合增速 48%。

表 3：2019 年中国潮流玩具市场竞争格局

	泡泡玛特	公司 A	公司 B	公司 C	公司 D
零售价值（百万）	1,757	1,602	675	359	338
市场份额（%）	8.50%	7.50%	3.30%	1.70%	1.60%
2017-2019 年复合增长率（%）	226.30%	47.60%	33.10%	13.40%	-12.60%

资料来源：Frost Sullivan，国元证券研究中心

2、代表公司与品牌

2.1 泡泡玛特：国内最大潮玩公司，盈利能力持续提升

泡泡玛特是国内最大的潮流玩具公司，零售起家，后转型 IP 综合服务运营商。泡泡玛特成立于 2010 年，最早为化妆品、服装、玩具等产品的零售商。2015 年，公司引进日本 Sonny Angel 系列 IP 潮流玩具收获大卖，其销售额占全年总收入达到 30%，零售重心转至潮流玩具。2016 年，公司战略转型为 IP 综合服务运营商，借 IP 打造品牌增值，签约潜力潮玩设计师，合作推出自营潮玩产品；17 年泡泡玛特登陆新三板并实现扭亏为盈；19 年 4 月退出新三板，19 年全年营收 16.8 亿，净利润 4.5 亿。据 Frost Sullivan 报告，2019 年泡泡玛特已成为国内市场认知度最高、收入规模最大的潮玩零售企业。

图 10：泡泡玛特发展历程



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

通过丰富的产品矩阵满足不同消费目的和需求。公司产品包含盲盒、手办、BJD 及衍生品，其中，盲盒最便宜，适配大众消费，价格较高的手办则适配深度粉丝收藏需求。盲盒是泡泡玛特入门级产品，单价 49-99 元，相对较低，公司每年根据 IP 热度，为各 IP 推出 1-7 个盲盒系列，每个系列含 12 款不同设计，包括一款“隐藏款”（抽中概率为 1/144）。基于受欢迎的 IP，公司制作手办、BJD 等产品。手办尺寸更大、设计更精致、材料更高级、艺术感更强，售价相对较高，满足高端粉丝需求。BJD 产品则支持私人定制，价格中高。

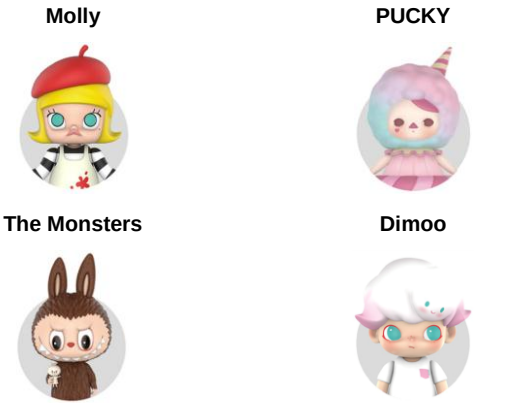
表 4：泡泡玛特产品组合简介

	盲盒	手办	BJD	衍生品
产品形象				
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
产品特征	外包装一致，在打开包装前并不知道内部是何种设计款式	设计精致、材料高级，面向高端消费者	采用球窝关节设计，四肢可自由活动的人偶	吊牌、别针、吊坠等
上市频率	根据 IP 热度，每年每个 IP 推出 1-7 个系列盲盒不等；一个系列通常含 12 款不同设计，包括一款“隐藏款”	基于受欢迎的 IP 开发并销售手办	允许收藏者定制	

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

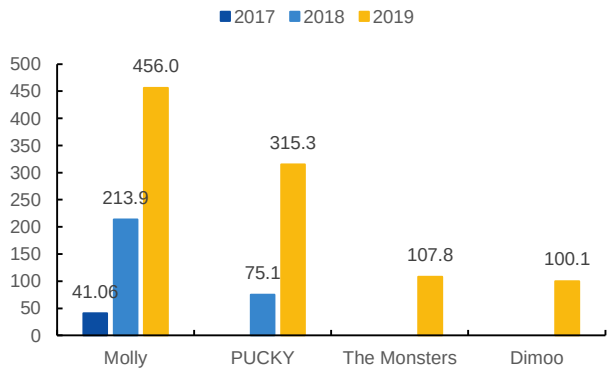
公司前四大 IP 分别为 Molly、PUCKY、The Monster 和 Dimoo，其中 Molly 贡献收入 4.56 亿，占比 32.9%。Molly 诞生于 2006 年，由香港艺术家王信明先生创作，2016 年 4 月公司与王信明签订 Molly IP 的独家授权协议，共同设计、开发，并由公司销售 Molly 潮玩，同年 8 月，公司推出的首个 Molly Zodiac 盲盒系列大获成功，自此 Molly 成为公司招牌 IP。2018 年 7 月、2019 年 4 月公司先后收购了 Molly 在中国以及全球其它地区的所有知识产权，成为公司自有 IP。

图 11：泡泡玛特前四大 IP 形象



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 12：2017-2019 泡泡玛特前四大 IP 收入情况（百万）

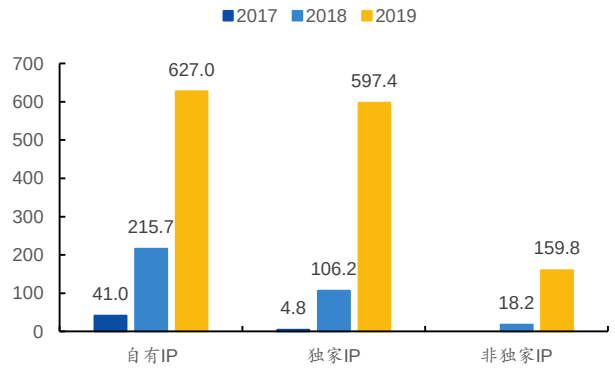


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司的 IP 主要分为自有、独家和非独家三类，2019 年收入占比分别为 45.3%、43.2%、11.5%。公司目前共运营 85 个 IP，其中自有 IP 12 个、独家 IP 22 个、非独家 IP 51 个。自有 IP 包括 Molly、Dimoo，公司拥有完全知识产权，获得路径有收购潜力新兴设计师 IP、内部开发原创 IP，2019 年收入占比超 45%。独家 IP 包括 PUCKY、the Monsters，公司与艺术家合作，协议授权获得独家 IP 产品开发、销售和再授权（通常）权，2019 年收入占比超 43%。非独家 IP 包括米老鼠、Hello Kitty，公司签约国

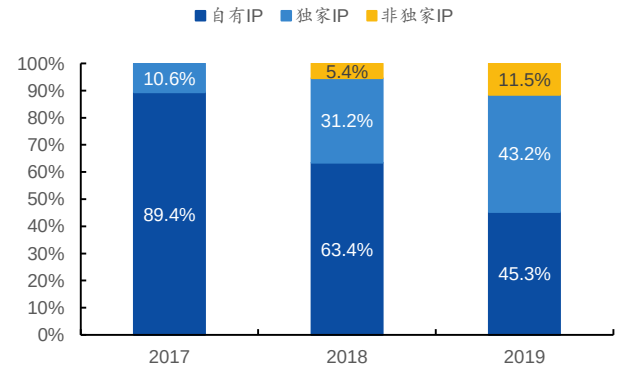
际知名 IP 授权商，获得非独家授权，通常不被允许再授权，且需要向 IP 授权商预先缴纳一定保证金。2020 年，公司预计新增运营 30 多个 IP，有望带来业绩新增长。

图 13：2017-2019 泡泡玛特 IP 收入情况（百万）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 14：2017-2019 泡泡玛特 IP 收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

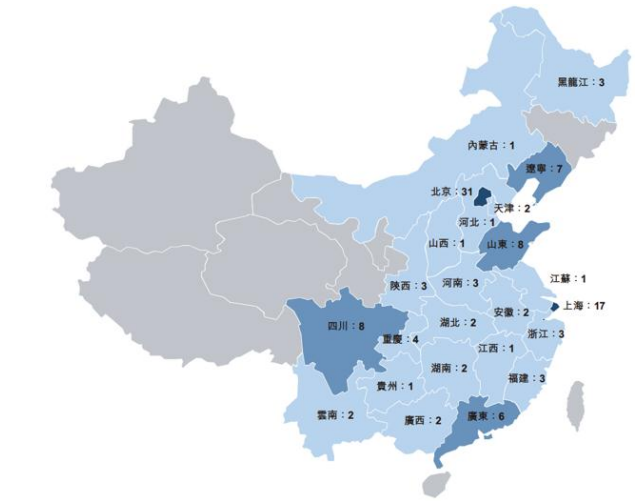
表 3：泡泡玛特自有 IP、独家 IP、非独家 IP 相应权利及收入分配情况（截至 2020 年 5 月底）

IP 类型	数量	代表 IP	权利分配	协议期限	收入分配	2019 年业绩（百万）	
						收入	占比
自有 IP	12	**收购：** MOLLY、Dimoo **内部原创：** Yuki、BOBO&COCO	**泡泡玛特**拥有完全知识产权，包括开发、销售以及再授权	**知识产权转让**	**艺术家：**固定的知识产权转让费+基于销售额获得有上限的设计费	627.0	45.30%
独家 IP	22	PUCKY、the Monsters 及 SATYR RORY 等	**艺术家：**拥有 IP 知识产权 **泡泡玛特：**中国或其他地区开发、销售基于 IP 的潮玩的独家权利，多数有再授权权利 **开发产品的知识产权由双方共同拥有**	**独家授权协议**初始期限一般为 4 年，可延长至 6 年或更久	**艺术家：**基于销量获得有上限的设计费	597.4	43.20%
非独家 IP	51	米老鼠、Despicable Me 及 Hello Kitty 等	**IP 提供商：**拥有 IP 知识产权 泡泡玛特：中国或其它地区设计、开发、销售基于 IP 的潮玩的非独家权利，不得再授权 **共同拥有该类潮玩产品的知识产权**	**非独家授权协议**期限通常为 1-2 年，到期不自动续约	**IP 提供商：**基于销售获得特许权使用费，通常要求最低特许权使用费保证金	159.8	11.50%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

渠道方面，泡泡玛特的销售网络在行业内十分有竞争力，渠道多元、覆盖范围广、影响力大。成立十年，外加早期零售商经验，泡泡玛特目前已拥有覆盖范围较广的销售和经销网络：114 家零售店分布于全国 33 个一二线城市；825 家机器人商店分布于零售店未能覆盖区域；线上天猫旗舰店、微信小程序商城、线上潮玩互动平台；以及每年在北京、上海举办两次大型潮玩展会，全方位触达粉丝。泡泡玛特潮玩展已经成为国内规模最大的潮流玩具展会，对推广潮流文化起到重要作用，也成为公司发掘潜力艺术家的窗口。

图 15：2019 年泡泡玛特零售店分布情况（个）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

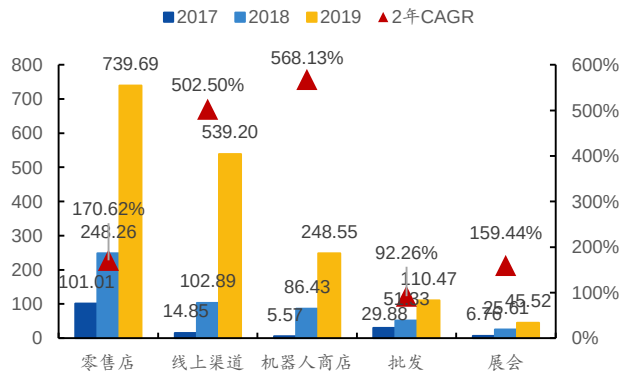
图 16：2019 年泡泡玛特机器人商店分布情况（个）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

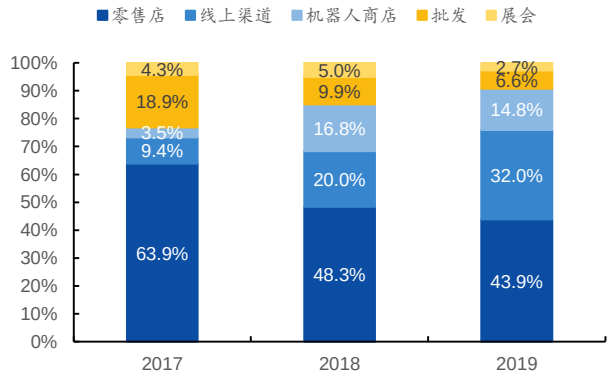
渠道收入看，线下零售店收入占比最高，线上渠道增速最快。2019 年，公司零售店渠道收入 7.40 亿，占比 43.9%，线上渠道收入 5.39 亿，占比 32.0%。线上渠道收入增长强势，天猫旗舰店和微信小程序（泡泡抽盒机）已成为吸引粉丝的重要入口，2019 年两者收入分别为 2.52 亿和 2.71 亿，泡泡玛特天猫旗舰店销售额在所有模玩店铺中排名第一，泡泡抽盒机（微信小程序）收入同比暴增近 11 倍。与此同时，批发和展会收入规模每年以翻倍的速度增长，公司全渠道均实现可观增长。

图 17：2017-2019 泡泡玛特渠道收入情况（百万）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

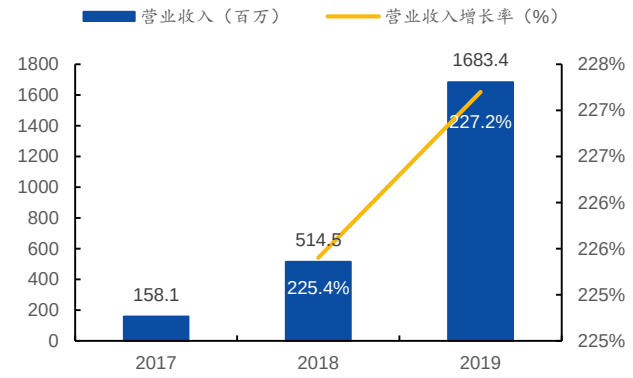
图 18：2017-2019 泡泡玛特渠道收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

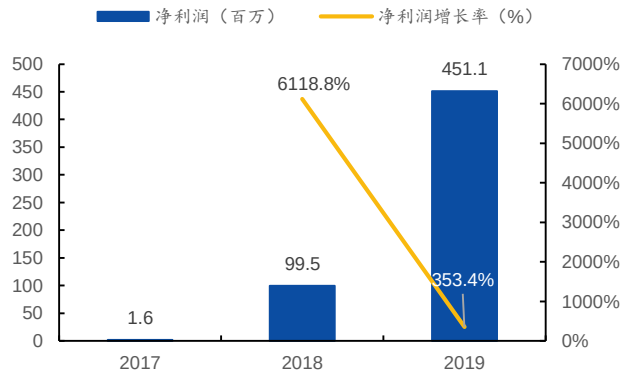
公司业绩处于高速成长期，近三年营收复合增速 226.3%。2019 年，泡泡玛特营业收入同比增长 227.2%至 16.8 亿，净利润同比增长 353.4%至 4.5 亿，业绩高增长，营收增速高于同店增长，收入增长主要来自渠道扩张+IP 及产品组合扩大。

图 19：2017-2019 泡泡玛特营业收入及增速



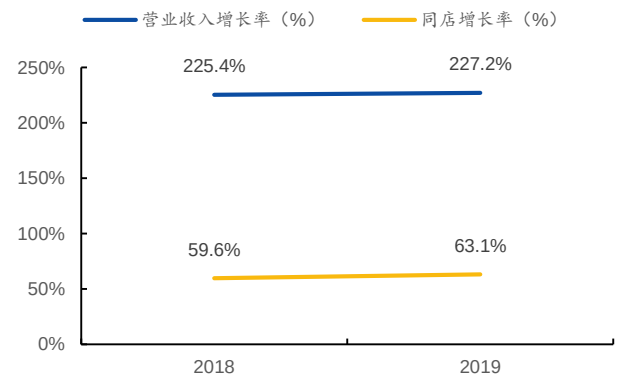
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 20：2017-2019 泡泡玛特净利润及增速



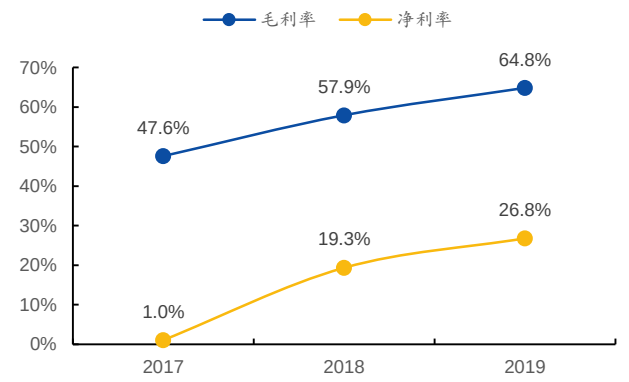
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 21：2017-2019 泡泡玛特同店增长率



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

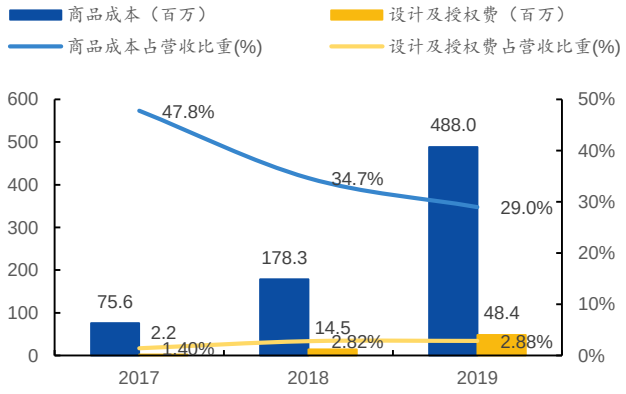
图 22：2017-2019 泡泡玛特毛利率与净利率（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

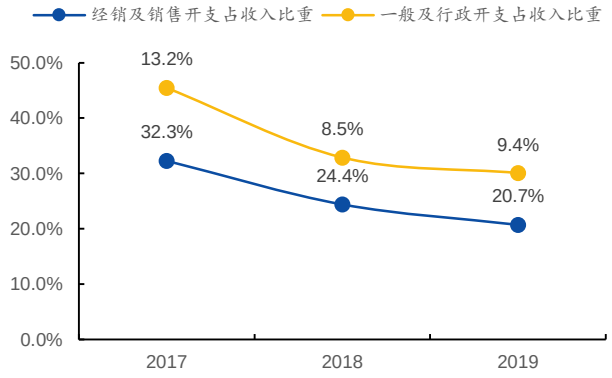
盈利能力持续提升，毛利率近三年持续攀升，2019 年达 64.8%。主要是由于拥有相对较高毛利率的自主开发产品销售占比增加所致。公司的主要营业成本包括商品成本、第三方产品采购成本、支付给艺术家及 IP 供应商的设计授权成本。2019 年商品成本占销售比重下降至 29%，设计及授权费占比 2.88%。净利率持续上升 2019 年达 26.8%。2019 年公司经销及销售开支 3.48 亿，占收入比重 20.7%，一般及行政开支 1.58 亿，占收入比重 9.4%。

图 23：2017-2019 泡泡玛特关键成本及占收入比重



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 24：2017-2019 公司经销及销售开支及一般及行政开支占收入比重



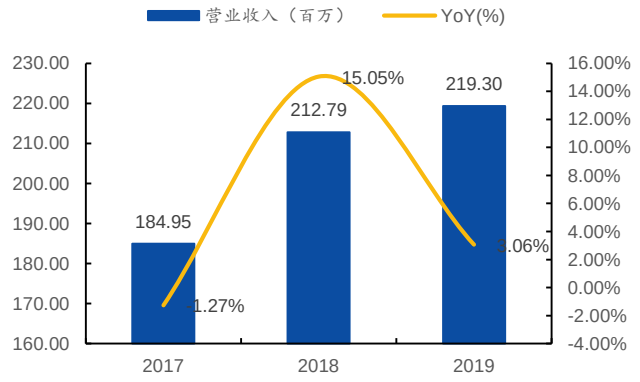
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

我们认为泡泡玛特的核心竞争力体现在持续的爆款 IP 孵化能力以及突出的销售渠道。爆款孵化能力上，泡泡玛特一方面是能找准市场需求，另一方面能与设计师进行良性捆绑合作。公司通过网络互动平台、潮玩展等渠道，获得市场需求与反馈，以此评估 IP 的市场潜力，并签约相应设计师，再与设计师捆绑合作设计产品。公司组建 20 人艺术家发掘团队，时刻关注市场有潜力的新兴艺术家与 350 名艺术家保持紧密联系，设置由 91 名自有设计师组成的内部设计团队，与艺术家和著名 IP 提供方共同合作，同时负责自有 IP 的开发。而泡泡玛特吸引并留住设计师的关键，是公司的产品化能力以及渠道价值。公司为每个签约 IP 制定三年规划，对设计师进行 IP 创作与包装指导，有针对性地培养设计师设计潮玩产品的能力。在合作中，设计师向泡泡玛特提供 IP 系列的设计草图，泡泡玛特有专门的原创和辅助设计师的团队，设计团队再对草图进行 3D 设计，将其产品化，两者相辅相成缺一不可。

2.2 金运激光：收购无人零售店渠道商玩偶一号，大力发展 IP 运营业务

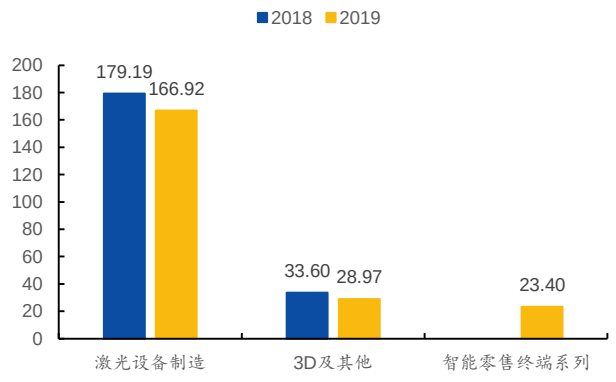
金运激光业务以高端数字激光装备制造为主，2019 年新增 IP 衍生品运营业务。2019 年公司营收 2.19 亿，同比增长 3.06%，归母净利润 0.15 亿，同比增长 111.88%。其中，激光设备制造业务收入 1.67 亿，占比 76.12%，固体激光产品系列贡献超 53%总收入；智能零售终端系列业务，即 IP 衍生品运营，收入 0.23 亿，占比 10.67%。

图 25：2017-2019 金运激光营业收入情况（百万）



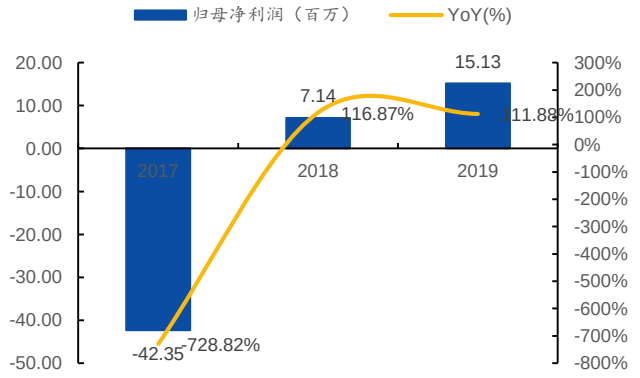
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 26：2018-2019 金运激光各项业务收入情况（百万）



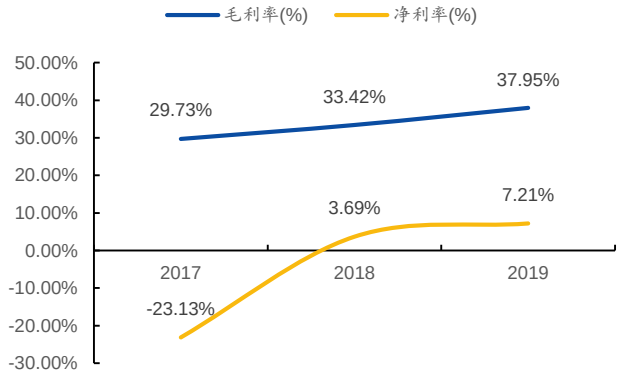
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 27：2017-2019 金运激光净利润情况（百万）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 28：2017-2019 金运激光毛利率和净利率情况（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

拟收购无人机零售渠道商玩偶一号，整合渠道资源。6 月 5 日，公司发布公告拟收购玩偶一号控股权，玩偶一号是一家采用无人零售方式经营 IP 衍生品的专业线下渠道公司，目前主要针对商业体和院线铺设智能无人零售终端用于经营 IP 盲盒产品，玩偶一号法定代表人梁浩东为金运激光实控人梁伟之子，收购有助于整合渠道以及 IP 资源。此前 2020 年 2 月，金运激光全资子公司互动传媒对玩偶一号所经营产品的线上运营与销售、IP 衍生品采购签订了全面托管协议，期限为 3 年。6 月 10 日，金运激光发布非公开发行股票预案，计划募集资金 4.7 亿元用于 IP 衍生品新零售等项目，具体建设内容包括在全国范围内中大型商铺铺设 80 家线下潮玩体验店、8000 台无人零售终端以及搭建直播电商运营中心。

表 4：2020 年金运激光布局 IP 运营业务重要事件时间线

时间	事件	主要内容
2020 年 1 月	与腾讯科技签订框架合作协议	拟就定制化主题机、 IP 行业市场渠道开发、媒体内容运营等方面开展合作。
2 月 17 日	全资子公司互动传媒与玩偶一号签署《托管协议》	玩偶一号将其所经营的产品的线上运营、IP 衍生品的采购和线上销售全面委托给金运互动传媒运营和管理，托管期限为 3 年，但半年来由于疫情影响，托管业务没有实质性进展。
3 月 2 日	与湖畔里程签订战略合作框架协议	湖畔里程将从顾问及战略合作方的角度，协助公司完成项目投资或并购等以促进公司新业务所涉及的 IP 衍生品运营方向上的资源整合。湖畔里程专注于 IP 衍生品、大数据、文化创意方面的投资。
6 月 5 日	与玩偶一号签订收购意向书	拟现金收购玩偶一号控股权。
6 月 5 日	与国广环球合资设立控股子公司国广金运（筹）	合资公司负责 IP 及 IP 衍生品线上线下融合的推广销售及相关业务，将在线下各商圈景点铺设多功能 IP 盲盒游戏机，主要以充值打赏、卖货、承接广告实现盈利。
6 月 10 日	公告 2020 年度非公开发行 A 股股票预案	计划募集资金不超过 7.4 亿元，其中超过 60%募集资金投入 IP 衍生品新零售推广项目，为子公司互动传媒增资。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

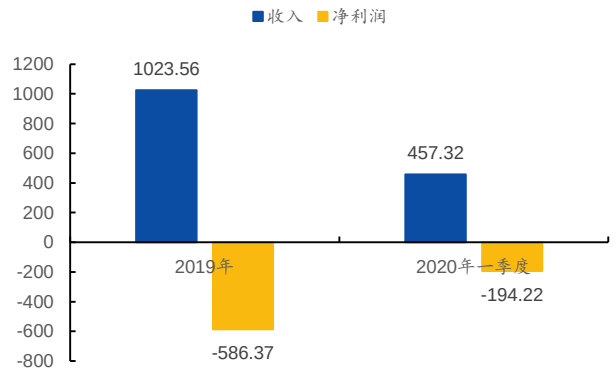
表 5：2020 年金运激光非公开募集资金预案

项目名称	项目内容	项目投资（万元）	募集资金投资额（万元）	占募集资金投资额比例	项目建设期
自动化激光加工设备及配套服务扩产项目	厂房升级改造装修装饰、购买设备等	18,167.00	15,700.00	21.22%	1 年
IP 衍生品柔性化智能制造工厂项目	厂房及配套设施搭建、购买先进设备、安装调试等	9,890.87	8,500.00	11.49%	3 年
IP 衍生品新零售推广项目	对全资子公司金运互动传媒进行增资，在全国范围内的中大型商圈铺设 80 家线下潮玩体验店、8000 台 IP 衍生品无人零售终端以及搭建金运激光新媒体直播电商运营中心。	61,035.47	47,000.00	63.51%	3 年
基于 IP 衍生品的区块链应用研发中心建设项目	基于 IP 衍生品的区块链应用研发中心搭建、先进研发和测试设备的购置、研发团队扩建等	4,222.92	2,800.00	3.78%	3 年
	合计	93,316.26	74,000.00	100%	-

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

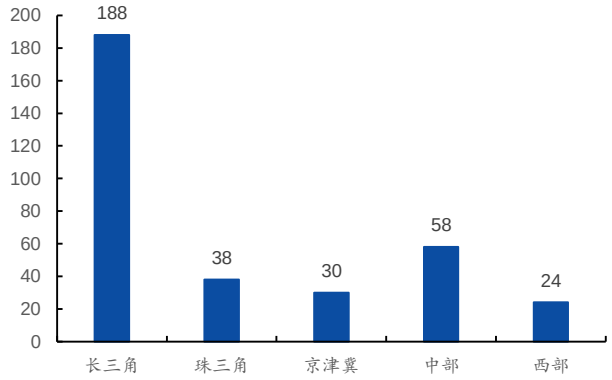
玩偶一号 2019 收入 1023.56 万元，净利润-586.37 万元，2020 年一季度收入 457.32 万元，利润-194.22 万元，盲盒收入占总收入的 92.82%。截至 2020 年 3 月底，玩偶一号在全国多个地区铺设了 338 台无人零售终端，56%的无人零售终端分布在长三角地区，台数达 188 台。

图 29：玩偶一号 2019 年及 2020Q1 收入情况（万）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 30：玩偶一号零售终端分布（截至 2020 年 3 月底）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司目前 IP 衍生品运营主要聚焦盲盒。截至 2020 年 5 月 28 日，金运激光引进开发共 12 个 IP 盲盒系列，其中一款 IP“UNI”为原创设计，其余均为独家或非独家 IP 授权，包括迪士尼小熊维尼、小飞象。另外，公司也为知名 IP 开发特色无人零售主题机，未来有望从开发无人零售主题机向开发 IP 衍生品产品延伸。

表 6：金运激光所运营 IP 盲盒情况（截至 2020 年 5 月 28 日）

IP 盲盒产品名	IP 来源	IP 权属公司	引进开发方式
UNI	原创设计	武汉金运互动传媒有限公司	公司设计人员
桃子猴	独家款商品引进	北京星际成业科技发展有限公司	引进热销盲盒产品，开发独家款，限量款，联名款盲盒进行分销
STUMPWORKS 精灵之森	设计工作室授权	北京树墩子文化传媒有限公司	根据公司的 IP 设计师合伙人计划签约原创设计师和设计工作室
C 酱家	设计工作室授权	杭州翻翻文化创意有限公司	根据公司的 IP 设计师合伙人计划签约原创设计师和设计工作室
MUKAMUKA	独家款商品引进	深圳市西萌玩具有限公司	引进热销盲盒产品，开发独家款，限量款，联名款盲盒进行分销
小黄鸭故宫	独家款商品引进	德盈商贸(深圳)有限公司	引进热销盲盒产品，开发独家款，限量款，联名款盲盒进行分销
小熊维尼	独家款商品引进	华特迪士尼公司	引进热销盲盒产品，开发独家款，限量款，联名款盲盒进行分销
小飞象	独家款商品引进	华特迪士尼公司	引进热销盲盒产品，开发独家款，限量款，联名款盲盒进行分销
Sonny Angel	商品引进	多丽梦（深圳）国际贸易有限公司	引进热销盲盒产品，开发独家款，限量款，联名款盲盒进行分销
变色龙	独家款商品引进	乐之宝（东莞）文化创意有限公司	引进热销盲盒产品，开发独家款，限量款，联名款盲盒进行分销
CareBears	知名 IP 授权	上海魔力红电子商务有限公司	引进知名 IP，获得盲盒生产销售授权
喵室友	知名 IP 授权	南京闳之美文化传播有限公司	引进知名 IP，获得盲盒生产销售授权

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 7：金运激光 IP 衍生品无人零售机开发情况（截至 2020 年 5 月 28 日）

IP 方	合作的主题机	进展情况
多丽梦	Dreams、Sonny Angel	已定型，交由合作方铺设
52TOYS	Kimmy Miki、王者荣耀	已定型，交由合作方铺设
腾讯 QQ	QQ family	持续优化中，即将完成定型
西萌	mukamuka	研发生产中
疯狂的兔子	疯狂的兔子	研发生产中
创科	变色龙	研发生产中
奇萌泰迪	奇萌泰迪	研发生产中

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3、投资建议

国内潮玩市场迅速崛起，潮玩概念推广与渠道扩张正在使潮玩从小众走向大众，而潮流玩具的主要受众——热衷追求个性、展现自我的年轻一代成为消费主力，国内潮玩市场规模增长潜力大，盲盒玩具成为潮流玩具最热门品类。建议关注泡泡玛特、金运激光、奥飞娱乐。

4、风险提示

潮玩行业规模增长不及预期，行业竞争加剧，企业拓渠道、拓 IP 不及预期。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188