IP 孵化+IP 变现，潮玩盲盒前景广阔

——潮玩盲盒跟踪专题报告一

行业深度

● 潮玩盲盒发展迅速，Z 世代为消费主力

盲盒=潮玩手办产品+扭蛋销售形式。潮玩盲盒发源自福袋扭蛋，经泡泡玛特国产化大力推广后迅速发展，我国潮流玩具市场规模增长显著，由 2015 年的人民币 63 亿元增加至 2019 年的人民币 207 亿元，复合年增长率 34.6%，预期未来 5 年仍将保持 20%以上的高速增长，至 2024 年市场规模达到 763 亿元。Z 世代逐步成为盲盒消费主力，消费能力强且用户粘性高。

● 盲盒与 IP 深度联动，既可孵化 IP，也可实现 IP 变现

盲盒商业模式可分为两种：第一种是用设计师设计的非知名 IP 生产盲盒，形成一定的粉丝群体后再进一步进行 IP 运营，如泡泡玛特的 MOLLY 推出多个联名款，并展开跨界授权合作。第二种是使用成熟的知名 IP 生产盲盒，实现 IP 变现，同时加强 IP 影响力，如阴阳师、火影忍者等盲盒产品。

● 泡泡玛特为盲盒潮流领导者，IP 经营成熟

泡泡玛特为中国盲盒潮流领导者，2016 年推出首款盲盒产品后发展迅速，2019 年营收 16.96 亿元，同比增长 227.61%；净利润 4.51 亿元，同比增长 353.29%。泡泡玛特以 IP 为核心，共计运营 85 个 IP，分为自有 IP、独家 IP 及非独家 IP。截至 2020 年 5 月 22 日，注册会员数为 320 万名，2019 年注册会员整体复购率达 58%。

● 奥飞娱乐为玩具龙头，拥有海量优质 IP，盲盒产品陆续推出

奥飞娱乐为中国玩具行业的领导品牌，在玩具生产技术上非常成熟。旗下拥有海量优质 IP，既可开发自有 IP 盲盒，也可凭借技术优势合作推出盲盒产品。奥飞娱乐自 2019 年 6 月陆续推出盲盒产品，截至 2020 年 6 月已推出 15 款盲盒，2020 年上半年以低价+IP 打法为主，进店门店数累计达 6000 家以上。 2020 年下半年主推阴阳师系列盲盒，进入主流盲盒价格段。

● 金运激光旗下玩偶一号拥有 IP 小站，深耕盲盒终端

玩偶一号主要通过线上线下渠道销售潮玩盲盒实现盈利，核心竞争力是能在短期内铺设大量的线下无人零售 IP 主题机形成规模化经营，并以此为条件向上游加强同 IP 的合作，逐步获得热门 IP 盲盒的独家经营权。目前玩偶一号未开展 IP 授权和原创 IP 开发盲盒业务，销售的 IP 盲盒均由产品提供方授权销售。玩偶一号深耕盲盒终端，截止到 2020 年 3 月底已铺设 338 台无人零售终端。

● 受益标的： 奥飞娱乐、泡泡玛特、金运激光、金科文化等公司。

● 风险提示： 盲盒消费需求热度下降，行业竞争加剧，自有 IP 开发不及预期，IP 运营不及预期等。

重点公司财务及估值

证券代码	股票名称	市值（亿元）	ROE（%）	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002292.SZ	奥飞娱乐*	118.89	0.54	0.09	0.10	0.16	97.33	87.60	54.75
H01378.HK	泡泡玛特	-	-	0.01	0.86	3.91	-	-	-
300220.SZ	金运激光	54.92	2.47	0.12	1.27	2.59	302.67	28.60	14.02
300459.SZ	金科文化	123.32	-72.85	-0.78	0.26	0.31	-4.46	13.38	11.23

资料来源：wind，新时代证券研究所，（带*为新时代传媒行业覆盖标的，其余公司均采用 wind 一致预期，市值为 2020 年 7 月 6 日市值）

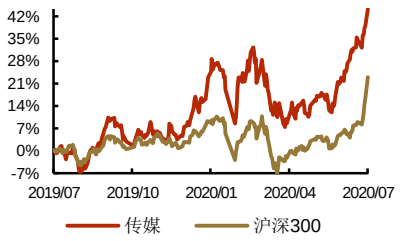
推荐（维持评级）

胡皓（分析师）
huhao@xsdzq.cn
证书编号：S0280518020001

殷成钢（联系人）
yinchenggang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120020006

陈磊（联系人）
chenlei3@xsdzq.cn
证书编号：S0280520040001

行业指数一年走势



相关报告

《把握传媒中报行情，拉长时间周期加配传媒板块》2020-07-05

《奥飞娱乐：第一期合伙人计划落地，看好激励效果及管理团队执行能力》2020-05-26

《奥飞娱乐：拟非公开募资 11 亿元拓展业务，关注复工后公司经营改善》2020-05-12

《奥飞娱乐：调整完毕业绩重回增长，关注疫情后经营改善情况》2020-04-12

《奥飞娱乐：动漫龙头战略调整再出发，迎来 IP 多元变现的黄金时代》2020-04-02

目 录

1、 概况：潮玩盲盒发展迅速，Z 世代为消费主力 4
1.1、 盲盒=潮玩手办产品+扭蛋销售形式 4
1.2、 发源自福袋扭蛋，潮玩盲盒引入中国后迅速发展 5
1.3、 我国潮流玩具行业蓬勃发展，预期 2024 年市场规模达到 763 亿元 8
1.4、 Z 世代逐步成为盲盒消费主力，消费能力强且粘性高 9
2、 商业模式：盲盒与 IP 深度联动，既可孵化 IP，也可实现 IP 变现 12
2.1、 以泡泡玛特为例，已成功孵化多个 IP，展开联名合作 12
2.2、 诸多知名 IP 开始将盲盒作为新的 IP 变现方式 13
3、 公司：推荐奥飞娱乐，关注泡泡玛特、金运激光 14
3.1、 泡泡玛特为盲盒潮流领导者，IP 经营成熟 14
3.2、 奥飞娱乐为玩具龙头，拥有海量优质 IP，盲盒产品陆续推出 18
3.3、 金运激光旗下玩偶一号拥有 IP 小站，深耕盲盒终端 21
4、 投资建议 23
5、 风险提示 23

图表目录

图 1： 泡泡玛特的盲盒 MOLLY 4
图 2： IP Station 独家代理的盲盒 Sonny Angel 4
图 3： 泡泡玛特哈利波特系列盲盒规则 4
图 4： 奥飞娱乐超级飞侠盲盒规则 4
图 5： 泡泡玛特线下专卖店 5
图 6： IP Station 盲盒零售机 5
图 7： 泡泡玛特天猫旗舰店 5
图 8： 泡泡玛特小程序泡泡抽盒机 5
图 9： 盲盒发展历史 6
图 10： 日本百货公司的福袋 6
图 11： 日本扭蛋机 7
图 12： 扭蛋产品多与 ACG 二次元相关 7
图 13： 小浣熊水浒英雄卡 7
图 14： Bearbrick 小熊 8
图 15： Sonny Angel 8
图 16： Molly 星座系列 8
图 17： 中国泛娱乐市场蓬勃发展 9
图 18： 实物商品 2015-2019CAGR 达 22.1% 9
图 19： 全球潮玩市场规模保持稳定增长 9
图 20： 我国潮流玩具市场规模增长显著 9
图 21： 中国 Z 世代人群约 1.49 亿人 10
图 22： Z 世代每月可支配收入达 3501 元 10
图 23： Z 世代更愿意为兴趣买单 10
图 24： 泡泡玛特用户中约一半为 Z 世代用户 11
图 25： 泡泡玛特用户以白领、学生为主 11
图 26： 潮玩消费者忠诚度高，付费意愿强 11
图 27： 盲盒商业模式 12

图 28: Molly 潮流玩具产品 12
图 29: Puck 潮流玩具产品 12
图 30: Molly 明日之子限定款 13
图 31: 味可滋芝士莓果 Molly 之家特别版 13
图 32: PUCKY 旁氏联名洗面奶 13
图 33: 三款 PUCKY 联名洗面奶 13
图 34: 《第五人格》盲盒产品 14
图 35：《非人哉》发呆哪吒童话系列盲盒 14
图 36：《非人哉》饭来张口系列盲盒 14
图 37: 泡泡玛特以 IP 为核心，建立起完善的盲盒产业链 15
图 38: 泡泡玛特发展历程 15
图 39: 泡泡玛特营业收入迅速增长 16
图 40: 泡泡玛特 2019 年净利润达 4.51 亿元 16
图 41: 泡泡玛特会员体系完善 17
图 42: 泡泡玛特中国潮玩市占率第一 18
图 43: 奥飞娱乐动漫玩具产品 18
图 44: 奥飞娱乐婴童玩具产品 18
图 45: 奥飞娱乐目前 6 大 IP+最新超级 IP“机灵宠物车” 19
图 46: 超级飞侠眨眼盲盒 20
图 47: 小猪佩奇盲盒 20
图 48: 海绵宝宝盲盒 20
图 49: 超级精灵米西莫盲盒 20
图 50: 当前预售中的阴阳师妙趣盒蛋 21
图 51: 玩偶一号旗下 IP 小站 22
图 52: IP 小站拥有众多优质 IP 22

表 1: 泡泡玛特按 IP 近三年营收构成（万元） 16
表 2: 泡泡玛特按销售渠道近三年营收构成（万元） 17
表 3: 奥飞娱乐旗下拥有海量动漫 IP 19
表 4: 玩偶一号无人零售终端区域布局 22
表 5: 重点公司盈利预测及估值 23

1、 概况：潮玩盲盒发展迅速，Z 世代为消费主力

1.1、 盲盒=潮玩手办产品+扭蛋销售形式

盲盒=潮玩手办产品+扭蛋销售形式。盲盒为玩偶手办的一种形式，通常是动漫、影视作品的周边，或者设计师单独设计出来的玩偶。盲盒的独特之处在于产品以系列形式推出，通常一个系列包含超过 10 种不同玩偶。类似扭蛋或游戏抽卡机制，消费者购买拆盒之前无法得知具体款式，不确定性为盲盒消费增加了一种类似抽奖的独特体验。

图1： 泡泡玛特的盲盒 MOLLY



资料来源：泡泡玛特官网，新时代证券研究所

图2： IP Station 独家代理的盲盒 Sonny Angel



资料来源：Sonny Angel 官网，新时代证券研究所

盲盒玩法充分刺激消费者购买欲望。盲盒可以单独购买，也可整盒购买，整盒购买被称为“端盒”，可避免出现重复的玩偶，并且有更大可能出隐藏款。隐藏款是一套盲盒中最稀有的款式，买到的概率很低，充分刺激消费者购买欲望，消费者为了抽中自己喜欢的款式或隐藏款往往会重复购买。

图3： 泡泡玛特哈利波特系列盲盒规则



资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店，新时代证券研究所

图4： 奥飞娱乐超级飞侠盲盒规则



资料来源：奥迪双钻天猫旗舰店，新时代证券研究所

盲盒的主要销售渠道包括线下专卖店、线下自动售货机、线上购买实体盒和线上抽盒。线下专卖店是实际体验感最好的销售方式，也是种类最齐全的。自动售货

机一般分布在各大商场，非常方便购买。线上购买往往会有价格优惠，而且快递到家非常便捷。线上抽盒是通过微信小程序或者 APP 来抽取盲盒，在线上购买便利性的基础上增加了一定的趣味性。

图5： 泡泡玛特线下专卖店



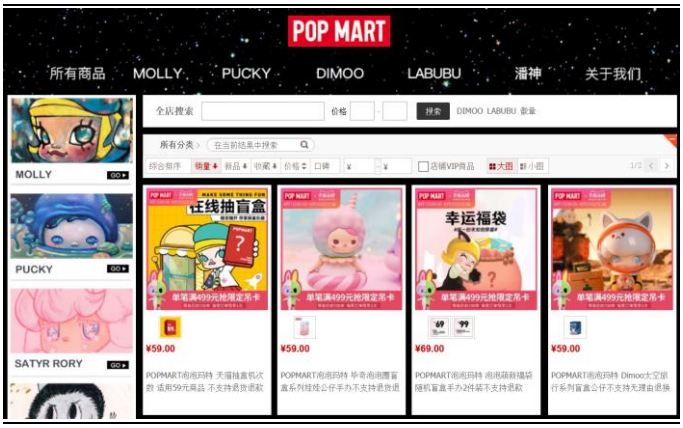
资料来源：亿欧，新时代证券研究所

图6： IP Station 盲盒零售机



资料来源：和讯网，新时代证券研究所

图7： 泡泡玛特天猫旗舰店



资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店，新时代证券研究所

图8： 泡泡玛特小程序泡泡抽盒机



资料来源：泡泡玛特小程序，新时代证券研究所

1.2、 发源自福袋扭蛋，潮玩盲盒引入中国后迅速发展

盲盒的发展从产品上经历了由百货商品促销到二次元周边，再到潮流玩具的过程。21 世纪初潮玩盲盒已逐渐在中国兴起，但产品主要为进口，推广力度一般，受众较少。2016 年泡泡玛特将潮玩盲盒的概念引入中国，大力推广国产盲盒产品，盲盒产业迅速发展，由较为小众的亚文化衍生产品发展为广受群体消费者认可的玩具。

图9： 盲盒发展历史



资料来源：新时代证券研究所整理制作

明治末期的日本，福袋成为百货公司促销手段。盲盒起源于日本，最初是百货公司在新年期间销售福袋。福袋中的内容不会公开，但放入其中的商品价值往往高于福袋标价。福袋通常用来作为商品尾货处理的促销手段，在让客户有趣味性体验的同时，商家也清理了库存。

图10： 日本百货公司的福袋



资料来源：人民网，新时代证券研究所

1980 年代，借鉴福袋的营销思路而产生的模型产品“扭蛋”风靡日本。1980 年代，福袋的营销思路影响了一批模型爱好者，他们大量制作模型并将其商业化，于是出现了扭蛋。扭蛋与福袋大致相同，只是其中的内容多与二次元有关，销售的商品大多是动漫 IP 手办、玩具模型、饰品挂件等。扭蛋在日本风靡了近 40 年，近年来国内线下商场也时常能看到扭蛋机。但进口扭蛋价格较高，营销推广程度一般，主要受众为核心二次元爱好者，在国内受欢迎程度有限。

图11： 日本扭蛋机



资料来源：人民网，新时代证券研究所

图12： 扭蛋产品多与 ACG 二次元相关



资料来源：淘宝网，新时代证券研究所

90 年代的中国出现了“集卡式营销”。集卡可以看作盲盒营销在本土的早期应用，通过购买产品随机获得卡片，购买时看不到里面的卡片具体是什么。典型代表是干脆面的水浒英雄卡，还有笑傲江湖任务卡、游戏王周边卡等。水浒英雄卡由于水浒传人物多并且干脆面价格低而最为风靡，游戏王卡片由于印有人物的攻击力、防御力等设定，被用作卡牌游戏的道具。

图13： 小浣熊水浒英雄卡



资料来源：第一财经，新时代证券研究所

21 世纪初，Bearbrick 小熊和 Sonny Angel 结合潮玩和盲盒玩法，开始在国内市场兴起。随着潮玩逐渐进入中国，由日本 Medicom 出品的 Bearbrick 小熊和 Dreams 出品的 Sonny Angel 在国内流行起来。其造型不依托于传统二次元动漫，在国内一些线下精品店开始火爆。很多消费者在线下抽到重复或是不想要的款式时，会在玩友 qq 群或微信群里互相交换自己没有的款式。虽然由于各个款式配比率不同而产生价格差别，但玩友之间主要以交换收藏为主，囤货稀有款炒作较少。

图14： Bearbrick 小熊



资料来源：Bearbrick 官网，新时代证券研究所

图15： Sonny Angel



资料来源：Sonny Angel 官网，新时代证券研究所

2016 年之后国产盲盒迅速兴起。2016 年起，泡泡玛特瞄准潮玩盲盒市场，签约许多潮玩设计师，同时大力开展线上线下营销，布局线下专卖店、无人售货机、线上 App，**潮玩+盲盒的玩法成功破圈，原本在国内小众的亚文化圈产物进入大众流行视野。**

图16： Molly 星座系列

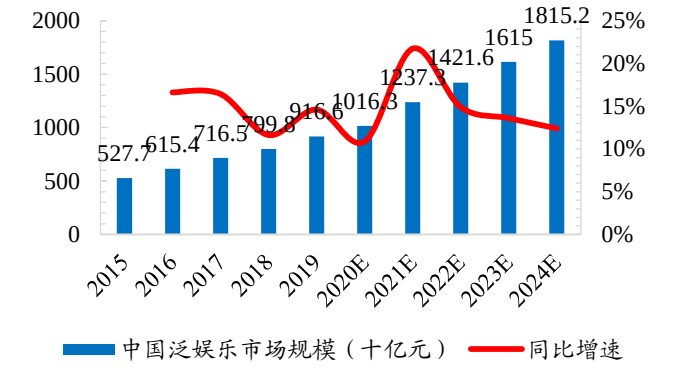


资料来源：淘宝网，新时代证券研究所

1.3、 我国潮流玩具行业蓬勃发展，预期 2024 年市场规模达到 763 亿元

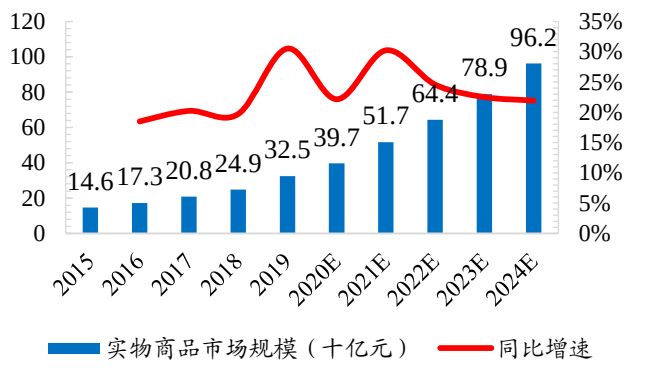
泛娱乐市场蓬勃发展，其中实物商品 2015 年-2019 年 CAGR 达 22.1%。中国泛娱乐市场包括三个部分：数字娱乐、实物商品（其中包括潮流玩具）及线下活动。随着人民可支配收入的增加以及消费者对泛娱乐产品消费意愿的提升，中国泛娱乐行业的市场规模从 2015 年的人民币 5277 亿元增长至 2019 年的人民币 9166 亿元，复合年增长率为 14.8%。实物商品为泛娱乐行业中增长最快的行业，市场规模从 2015 年的人民币 146 亿元增加值 2019 年的人民币 325 亿元，复合年增长率为 22.1%，并预计将进一步增长至 2024 年的人民币 962 亿元。

图17： 中国泛娱乐市场蓬勃发展



资料来源：泡泡玛特招股书，新时代证券研究所

图18： 实物商品 2015-2019CAGR 达 22.1%

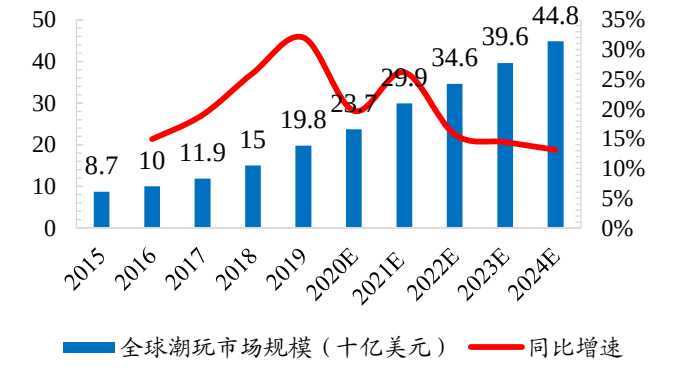


资料来源：泡泡玛特招股书，新时代证券研究所

注：数字娱乐主要包括数字游戏、在线电影、在线动漫及直播等；实物商品主要包括潮流玩具及休闲书籍；线下活动主要包括电影、网咖及主题公园。

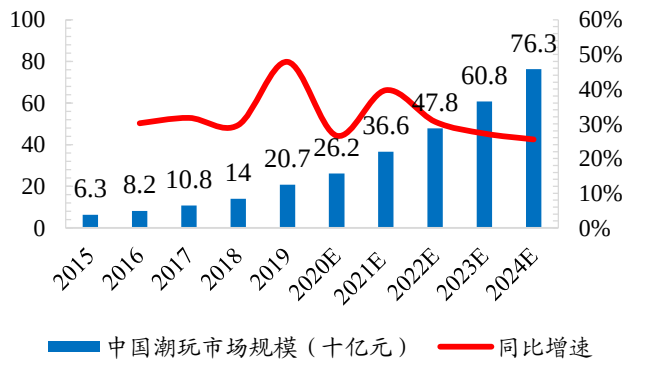
我国潮流玩具市场规模增长显著，2015 年-2019 年 CAGR 达 34.6%。全球潮流玩具市场规模保持稳定增长，从 2015 年的 87 亿美元增加到 2019 年的 198 亿美元，复合年增长率 22.8%，我国潮流玩具市场规模增长更为显著，由 2015 年的人民币 63 亿元增加至 2019 年的人民币 207 亿元，复合年增长率 34.6%，预期未来 5 年仍将保持 20%以上的高速增长，至 2024 年市场规模达到 763 亿元。

图19： 全球潮玩市场规模保持稳定增长



资料来源：泡泡玛特招股书，新时代证券研究所

图20： 我国潮流玩具市场规模增长显著

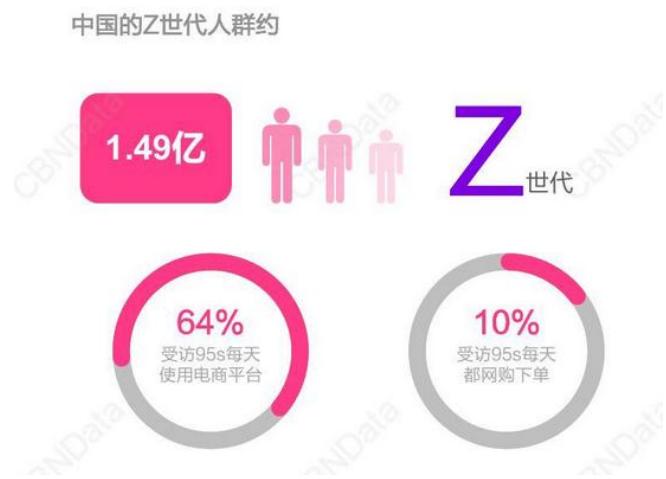


资料来源：泡泡玛特招股书，新时代证券研究所

1.4、 Z 世代逐步成为盲盒消费主力，消费能力强且粘性高

优渥物质条件下生长的 Z 世代消费能力较强。Z 世代意指在 1995-2009 年间出生的人，又称网络世代、互联网世代，统指受到互联网、即时通讯、短讯、MP3、智能手机和平板电脑等科技产物影响的一代人，当前年龄在 10-25 岁。根据 CBNData 2019 年《Z 世代圈层消费报告》，中国的 Z 世代人群约为 1.49 亿，每月可支配收入高达 3501 元，远高于全国居民月人均可支配收入 2352 元。

图21： 中国 Z 世代人群约 1.49 亿人



资料来源：CBNData，新时代证券研究所

图22： Z 世代每月可支配收入达 3501 元



资料来源：CBNData，新时代证券研究所

Z 世代为爱好付费意愿更强。近年来中国飞速发展，年轻一代更多地接触到多元文化、现代的生活方式及海量信息，对自我表达及个性展现出强烈的渴望，并愿意将其消费能力导流至情感满足上。Z 世代更愿意为符合自己价值观的东西买单，为兴趣和情感代入感强的产品买单，也越来越多地关注产品背后的故事。Z 世代常为以精神消费为驱动的实体消费，如明星周边、IP 手办等。

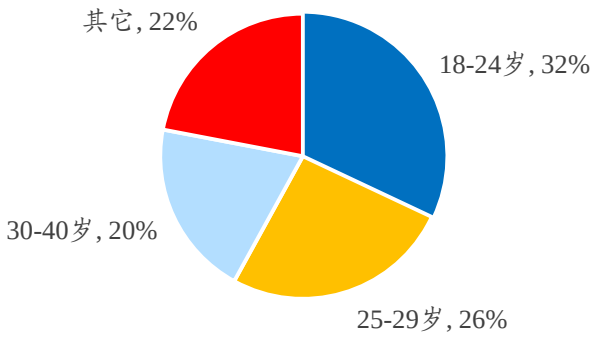
图23： Z 世代更愿意为兴趣买单



资料来源：CBNData，新时代证券研究所

Z 时代成潮流玩具消费主力。中国潮流玩具主要受众为 15 至 40 岁、受过良好文化教育的年轻一代。根据弗若斯特沙利文报告，95%以上的潮流玩具消费者是 15 至 40 岁的年轻人。根据谷雨数据对泡泡玛特用户的调研，18 到 24 岁的年轻消费者占 32%，考虑 40 岁以上泡泡玛特消费者较少，10 岁以下消费者对潮流玩具的消费力较差，占比 22%的其他分类中大多数为 10-18 岁的 Z 世代用户，因而泡泡玛特用户中 Z 世代用户占比约一半。

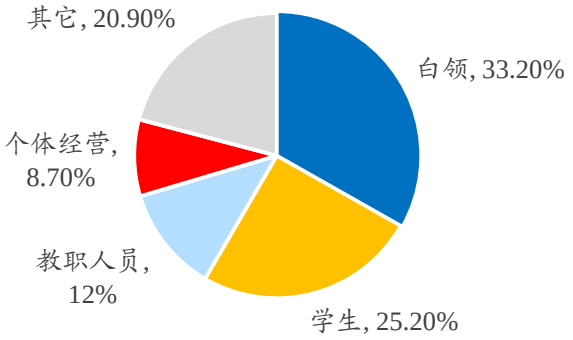
图24： 泡泡玛特用户中约一半为 Z 世代用户



资料来源：谷雨数据，新时代证券研究所

潮流玩具消费者受教育程度高，多为白领、学生。根据弗若斯特沙利文报告，我国潮流玩具消费者中 63%持有学士或以上学位，受教育程度高。根据谷雨数据，泡泡玛特消费者中 33.2%为白领，25.2%为学生，二者合计占比达 58.4%。

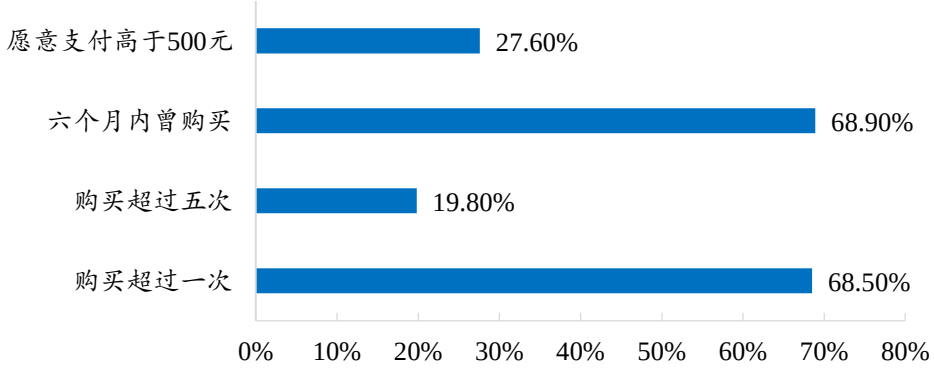
图25： 泡泡玛特用户以白领、学生为主



资料来源：谷雨数据，新时代证券研究所

潮流玩具的消费者表现出很高的忠诚度，愿意重复购买并且能够接受较高的零售价。根据弗若斯特沙利文调查，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 5 次，68.9%的潮流玩具客户在该调查前六个月曾购买潮流玩具，而 27.6%的潮流玩具客户愿意为其喜爱的潮流玩具支付高于人民币 500 元。

图26： 潮玩消费者忠诚度高，付费意愿强

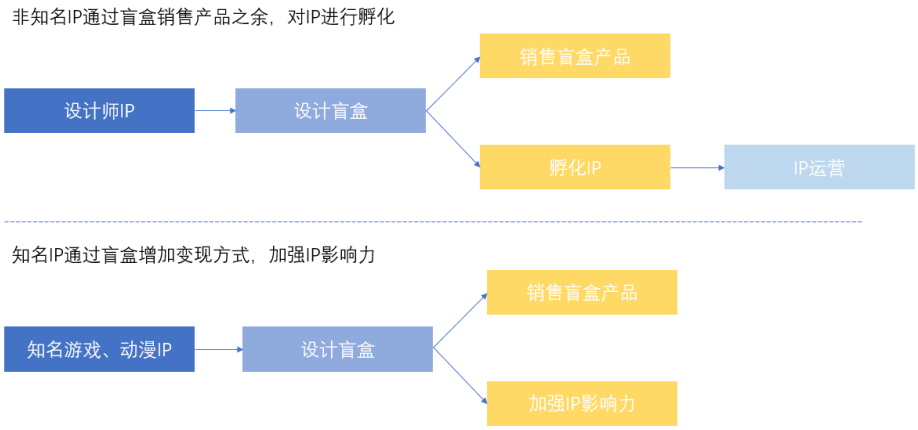


资料来源：泡泡玛特招股书，新时代证券研究所

2、 商业模式：盲盒与 IP 深度联动，既可孵化 IP，也可实现 IP 变现

盲盒既可孵化 IP，也可实现 IP 变现。盲盒商业模式可分为两种：第一种是用设计师设计的非知名 IP 生产盲盒，形成一定的粉丝群体后再进一步挖掘 IP 价值，进行 IP 运营，如泡泡玛特的 MOLLY 推出多个联名款，并展开跨界授权合作。第二种是使用成熟的知名 IP 生产盲盒，实现 IP 变现，同时加强 IP 影响力，如阴阳师、火影忍者等盲盒产品。

图27： 盲盒商业模式



资料来源：新时代证券研究所整理制作

2.1、 以泡泡玛特为例，已成功孵化多个 IP，展开联名合作

主流潮玩形式的盲盒产业链为：设计师针对潮流玩偶 IP 设计盲盒款式，通过线上线下渠道销售盲盒，逐步孵化形成盲盒 IP 的粉丝群体，进而开展 IP 运营，实现多样化变现。盲盒 IP 授权可覆盖 C 端消费领域的各个方面，包括餐饮、日用等，潜力巨大。

泡泡玛特已成功孵化多个 IP，旗下重磅 IP Molly、Pucky 价值可观。泡泡玛特重磅 IP 中，Molly 2019 年收益为 4.56 亿元，同比增长 113.2%，Pucky 2019 年收益为 3.15 亿元，同比增长 320%。收益体量及高增速充分体现盲盒 IP 价值。

图28： Molly 潮流玩具产品



资料来源：泡泡玛特招股书，新时代证券研究所

图29： Puck 潮流玩具产品



资料来源：泡泡玛特招股书，新时代证券研究所

Molly 已推出多个联名款，并展开授权合作。Molly 除原创造型外，多次与其他世界知名 IP 合作，例如 Mickey and Minnie、 Despicable Me 及 Hello Kitty 等，并且跨界与综艺《明日之子》合作，推出联名限定款。授权方面，2019 年泡泡玛特授权伊利使用 Molly 推广调味乳饮品，推出味可滋芝士莓果 Molly 之家特别版套装。

图30： Molly 明日之子限定款



资料来源：中国日报网，新时代证券研究所

图31： 味可滋芝士莓果 Molly 之家特别版



资料来源：中国青年网，新时代证券研究所

Pucky 与 Ponds 合作，推出联名洗面奶。Pucky 形象可爱，可授权领域广泛。2020 年 3 月，Pucky 与化妆品品牌旁氏合作，推出联名洗面奶，发售以来受到众多消费者的好评。

图32： PUCKY 旁氏联名洗面奶



资料来源：南方网，新时代证券研究所

图33： 三款 PUCKY 联名洗面奶



资料来源：南方网，新时代证券研究所

2.2、 诸多知名 IP 开始将盲盒作为新的 IP 变现方式

随着新兴消费群体对盲盒消费的热情持续高涨，越来越多的知名游戏、动漫 IP 形象选择盲盒作为周边衍生产品，进行 IP 变现。

手游《第五人格》推出手办盲盒，售价 169 元。《第五人格》为网易首款自研 3D 视角非对称对抗竞技游戏，此款游戏采用了蒂姆-伯顿式的哥特画风，并凭借其独特的游戏画风和风格设计吸引了很多玩家，公司紧跟潮流推出与角色对应的盲盒，售价 169 元，拥有 6 款造型，其中包含两款隐藏款。

图34： 《第五人格》盲盒产品



资料来源：第五人格官方旗舰店，新时代证券研究所

知名漫画《非人哉》推出多款盲盒产品。《非人哉》为国产四格漫画，以漫画的形式，展开对中国古代传统神话故事中神话人物的日常生活想象。《非人哉》已与泡泡玛特、ACTOYS 等多家公司合作，推出多款盲盒产品。

图35： 《非人哉》发呆哪吒童话系列盲盒



资料来源：淘宝网，新时代证券研究所

图36： 《非人哉》饭来张口系列盲盒



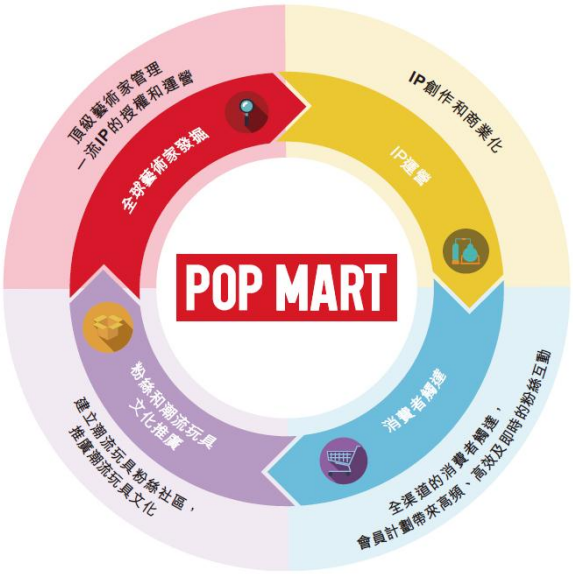
资料来源：淘宝网，新时代证券研究所

3、 公司：推荐奥飞娱乐，关注泡泡玛特、金运激光

3.1、 泡泡玛特为盲盒潮流领导者，IP 经营成熟

泡泡玛特为中国盲盒潮流领导者。以高质量 IP 资源为核心，泡泡玛特通过艺术家挖掘、IP 运营及潮流玩具文化的推广实现平台全产业链一体化覆盖。 2019 年市场份额占据中国潮流玩具零售市场首位，并成为中国近年最大且收益增长最快的潮流玩具公司。

图37： 泡泡玛特以 IP 为核心，建立起完善的盲盒产业链



资料来源：泡泡玛特招股书，新时代证券研究所

2016 年推出首款盲盒产品后发展迅速。 泡泡玛特于 2010 年成立，2016 年推出首款盲盒《MOLLY 星座系列》，此后通过线上线下宣传，举办展会等方式，迅速推广盲盒产品，截至 2019 年，零售店达 100 家，机器人商店达 800 家。泡泡玛特 2017 年曾于新三板上市，并于 2019 年退市，2020 年 6 月 1 日，泡泡玛特向港交所递交了 IPO 申请，拟赴港上市。

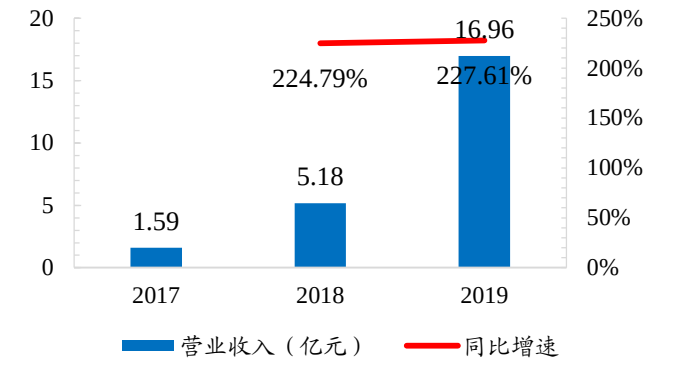
图38： 泡泡玛特发展历程



资料来源：泡泡玛特招股书，新时代证券研究所

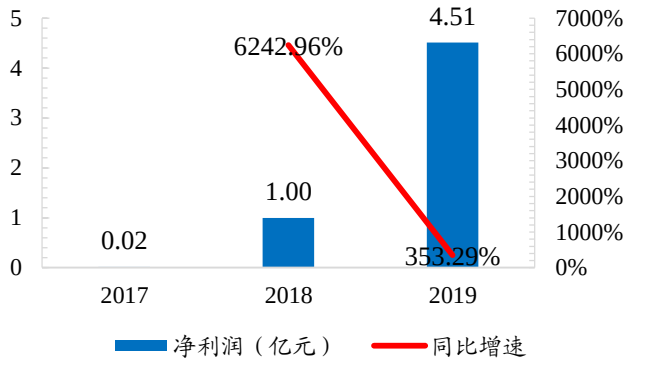
泡泡玛特业绩增长迅速，2019 年营收、净利润分别同比增长 227.61%、353.29%。泡泡玛特自主开发各种潮流玩具产品，包括盲盒、手办、BJD 及衍生品等，凭借艺术性及收藏性产品潮流玩具吸引成人及儿童。公司业绩实现快速增长，2019 年实现收入 16.96 亿元，同比增长 227.61%，实现净利润 4.51 亿元，同比增长 353.29%。

图39： 泡泡玛特营业收入迅速增长



资料来源：wind，新时代证券研究所

图40： 泡泡玛特 2019 年净利润达 4.51 亿元



资料来源：wind，新时代证券研究所

泡泡玛特共计运营 85 个 IP，分为自有 IP、独家 IP 及非独家 IP，2019 年分别创收 6.27 亿、5.97 亿及 1.59 亿，收入占比合计 82.1%；此外，公司有 16.6%收入来自第三方产品。

表1： 泡泡玛特按 IP 近三年营收构成（万元）

		2017 年		2018 年		2019 年	
		收入	%	收入	%	收入	%
自有 IP	Molly	4101.9	25.9	21389.3	41.6	45601.8	27.1
	Dimoo					10008.5	5.9
	BOBO&COCO					2545.4	1.5
	Yuki			74.6	0.1	2307.6	1.4
	其他	0.2	0.0	107.4	0.2	2239.4	1.3
	小计	**4102.1**	**25.9**	**21571.3**	**41.9**	**62703**	**37.2**
独家 IP	PUCKY			7507.5	14.6	31531.8	18.7
	The Monsters					10784.6	6.4
	SATYR RORY			689.3	1.3	6308.6	3.7
	其他	484.3	3.1	2425.4	4.7	11111.2	6.6
	小计	**484.3**	**3.1**	**10622.2**	**20.6**	**59736**	**35.4**
非独家 IP				**1821.3**	**3.5**	**15982**	**9.5**
自主开发商品合计		**4586.4**	**29.0**	**34014.9**	**66.0**	**138421**	**82.1**
第三方产品		**11026.2**	**69.8**	**16227.7**	**31.5**	**27999**	**16.6**
其他		**194.8**	**1.2**	**1208.5**	**2.5**	**1924**	**1.3**
合计		**15807.4**	**100.0**	**51451.1**	**100.0**	**168343**	**100.0**

资料来源：泡泡玛特招股书，新时代证券研究所

泡泡玛特拥有全面而广泛的销售和经销网络。截至 2019 年 12 月 31 日，泡泡玛特的销售和经销网络包括：(1) 114 家零售店；(2)位于 57 个城市的 825 家创新机器人商店；(3)天猫旗舰店、泡泡抽盒机小程序、葩趣线上潮流玩具社区和其他中国主流电商平台等线上渠道；(4)北京国际潮玩展和上海国际潮玩展；(5)批发渠道，主要包括中国的 22 家经销商及韩国、日本、新加坡和美国等 21 个海外国家及地区的 19 家经销商。

零售店为第一大销售渠道，线上及机器人商店增长迅速。零售店为泡泡玛特第一大销售渠道，2017、2018、2019 年占比分别为 63.9%、48.3%、43.9%。线上渠道增长迅速，2017 年占比为 9.4%，2019 年增长至 32%，占比已接近 1/3。机器人

商店为第三大渠道，2019 年占比为 14.8%。

表2： 泡泡玛特按销售渠道近三年营收构成（万元）

	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	%	收入	%	收入	%
零售店	10100.5	63.9	24825.7	48.3	73969	43.9
线上渠道	1485.4	9.4	10288.6	20.0	53920.1	32.0
机器人商店	556.8	3.5	8643.1	16.8	24855.4	14.8
批发	2988.4	18.9	5132.9	9.9	11046.7	6.6
展会	676.3	4.3	2560.8	5.0	4552.2	2.7
总收益	15807.4	**100.0**	51451.1	**100.0**	168343.4	**100.0**

资料来源：泡泡玛特招股书，新时代证券研究所

注册会员数迅速增长，用户粘性强。泡泡玛特致力于推广潮流玩具文化，借以提升品牌的认知度，巩固行业领先地位及加强商业化能力。通过不懈的努力，泡泡玛特吸引并打造了年轻、热情并快速增长的粉丝群。泡泡玛特还制定了会员计划，提供多种多样的会员权益，以提高粉丝社区的黏性，打造专享购物体验。**截至 2019 年 12 月 31 日及 2020 年 5 月 22 日，注册会员数分别为 220 万名及 320 万名。2017 年底及 2018 年底注册会员数分别为 30 万名及 70 万名。2019 年注册会员整体复购率达 58%。**

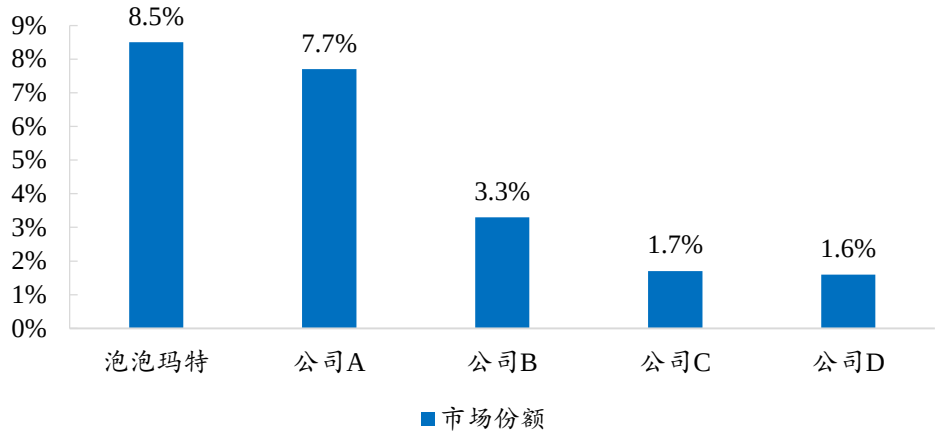
图41： 泡泡玛特会员体系完善



资料来源：泡泡玛特招股书，新时代证券研究所

泡泡玛特中国潮玩市占率第一，达 8.5%。2019 年，按零售价值计，前五大市场营运商分别占中国潮流玩具零售市场份额的 8.5%、7.7%、3.3%、1.7%及 1.6%，包括国际品牌及本土品牌。根据弗若斯特沙利文报告，2019 年按零售价值计，泡泡玛特于中国潮流玩具零售市场排名第一，市场份额为 8.5%。

图42： 泡泡玛特中国潮玩市占率第一



资料来源：泡泡玛特招股书，新时代证券研究所

3.2、 奥飞娱乐为玩具龙头，拥有海量优质 IP，盲盒产品陆续推出

奥飞娱乐为国内玩具行业龙头，相关技术经验丰富。奥飞玩具主要包括动漫玩具与婴童玩具，动漫玩具以国内知名品牌“奥迪双钻”为主：围绕自主创作的动漫 IP“超级飞侠”、“萌鸡小队”、“巴啦啦小魔仙”、“火力少年王”等，开发生产系列的变形玩具、人偶、装备、陀螺、悠悠球、四驱车等多种样式的玩具；与知名 IP 授权合作的玩具，例如“小猪佩奇”、“睡衣小英雄”、“海绵宝宝”等系列。“维思积木”、“奥玩奥乐”等新的动漫玩具品牌系列也在近年陆续推出市场。婴童玩具以国内知名品牌“澳贝”为主，致力为 0-3 岁婴幼儿提供专业益智玩具，畅销款式包括分龄摇铃、床铃、牙胶、布书等。

图43： 奥飞娱乐动漫玩具产品



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

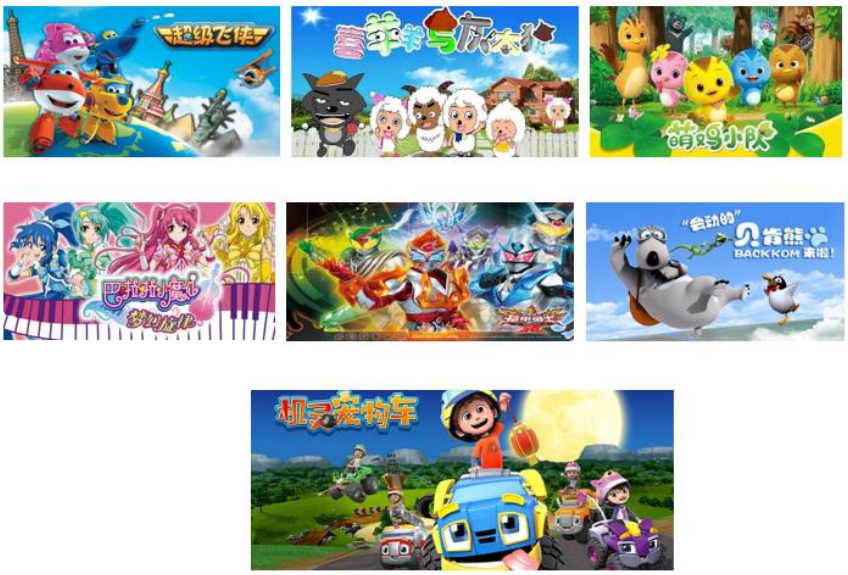
图44： 奥飞娱乐婴童玩具产品



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

奥飞拥有海量优质动漫 IP，覆盖不同观众群体，全方位构建 IP 网络。公司动漫领域拥有众多 IP，目前形成 6 大 IP，“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”、“萌鸡小队”、“巴啦啦小魔仙”、“铠甲勇士”、“贝肯熊”，2019 年 9 月新的超级 IP“机灵宠物车”推出，从男孩、女孩、学龄前和 K12 等不同的维度打造 IP。

图45： 奥飞娱乐目前 6 大 IP+最新超级 IP“机灵宠物车”



资料来源：奥飞娱乐官网，新时代证券研究所

表3： 奥飞娱乐旗下拥有海量动漫 IP

奥飞旗下创作主体		代表动漫作品
奥飞文化		**火力少年王** • 飓风战魂 • 电击小子 •神魄 • 梁家妇女 • 战龙四驱 • **雷速登** • 零速争霸 • **萌鸡小队**• **机灵宠物车**
原创动力		**喜羊羊与灰太狼** • 小宋当家 • 七色战记 • 宋代足球小将 • 宝贝女儿好妈妈 • 欢乐大联盟
四月星空（有妖气）		十万个冷笑话 • 端脑 • **雏蜂** • **镇魂街** • 神明之胄 • 馒头日记 • 死灵编码
千骐动漫		翼空之巅 • 翼飞冲天之天际战骑 • **超级飞侠** • 爆裂飞车 • 御兽王者 • 奇博少年 • 机甲兽神
明星创意		开心宝贝
事业部	英雄	**铠甲勇士** • 巨神战击队
	凯能	超限猎兵凯能
	女孩	**巴啦啦小魔仙**
其他	中奥影迪	淘气包马小跳
	潘高文化	绿树林的故事
	攀塔工作室	撸时代
	狼烟动画	功夫料理娘 • 斗战神 2D• 上海蝙蝠侠 • 小小大战争 • 猫天猫地 • 蜀山
	PT 动画	太极鼠
	奥飞贝肯	**贝肯熊**
	震雷动画	弦月梦影

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

奥飞娱乐自 2019 年陆续盲盒产品，已积累一定经验。公司自 2019 年 6 月陆续有推出超级飞侠眨眼、巴啦啦和铠甲 Q 版、小猪佩奇小人偶、海绵宝宝史莱姆、反反车、铠甲积木人偶和 Q 宠合金车等盲盒系列。截至 2020 年 6 月，奥飞已推出 15 款盲盒，2020 年上半年以低价+IP 打法为主，进店门店数累计达 6000 家以上。

图46： 超级飞侠眨眼盲盒



资料来源：奥迪双钻天猫旗舰店，新时代证券研究所

图47： 小猪佩奇盲盒



资料来源：奥迪双钻天猫旗舰店，新时代证券研究所

图48： 海绵宝宝盲盒



资料来源：奥迪双钻天猫旗舰店，新时代证券研究所

图49： 超级精灵米西莫盲盒



资料来源：奥迪双钻天猫旗舰店，新时代证券研究所

奥飞娱乐 2020 年下半年主推阴阳师系列盲盒，进入主流盲盒价格段。根据奥飞娱乐公众号，2020 年下半年主推“阴阳师”盲盒，针对 K12+年龄段群体，进入主流盲盒的价格段。

参考阴阳师预售盲盒，价格略高于主流价位，产品精美。根据天猫旗舰店信息，当前处于预售状态中的阴阳师盲盒产品为妙趣盒蛋，最晚 2020 年 8 月 31 日 24 点前发货，拥有 6 款基础款+2 款隐藏款，单款售价 79 元，整盒 6 件套为 474 元，单价略高于主流价位的 69 元。阴阳师盲盒产品精美，面部、服装、发饰十分精致。盲盒中的角色均为阴阳师游戏中非常受欢迎的式神，拥有庞大粉丝群体。

图50： 当前预售中的阴阳师妙趣盒蛋



资料来源：onmyoji 天猫旗舰店，新时代证券研究所

看好作为动漫玩具龙头的奥飞娱乐进军盲盒行业。奥飞娱乐为中国玩具行业的领导品牌，在玩具生产技术上非常成熟。旗下拥有海量优质 IP，既可开发自有 IP 盲盒，也可凭借技术优势合作推出盲盒产品，结合盲盒行业发展前景，奥飞在盲盒方面潜力巨大。

3.3、 金运激光旗下玩偶一号拥有 IP 小站，深耕盲盒终端

收购玩偶一号，整合 IP 衍生品产业链上下游资源，经营 IP 盲盒产品。2020 年 6 月 4 日，金运激光发布公告，公司拟投资收购玩偶一号（武汉）科技有限公司。交易标的为梁浩东（公司实控人）、梁伟（公司一致行动人）、武汉金块链科技股份有限公司分别持有的 55.88%、22.35%、4.66%玩偶一号的股权。交易完成后，玩偶一号将成为公司的控股子公司。此前于 2020 年 2 月 17 日，公司全资子公司武汉金运互动传媒有限公司与玩偶一号签署了《托管协议》，玩偶一号将其所经营产品的线上运营、IP 衍生品的采购和线上销售全面委托给武汉金运互动传媒。

玩偶一号(武汉)科技有限公司是集潮流商品销售、互动体验和 IP 推广于一体的科技潮玩公司。旗下拥有国内专业的 IP 衍生品推广渠道——IP 小站（IP Station），在全国范围针对商业体和院线去铺设智能无人零售终端（IP 小站）用于经营 IP 盲盒产品。

图51： 玩偶一号旗下 IP 小站



资料来源：IP 小站官网，新时代证券研究所

玩偶一号通过授权取得 IP，拥有 338 台线下无人零售终端。玩偶一号现阶段主要是通过线上线下渠道销售潮玩盲盒实现盈利，目前的核心竞争力是能在短期内铺设大量的线下无人零售 IP 主题机形成规模化的经营，并以此为条件向上游加强同 IP 的合作，逐步获得热门 IP 盲盒的独家经营权。**目前玩偶一号未开展 IP 授权和原创 IP 开发盲盒的业务，玩偶一号销售的 IP 盲盒均由产品提供方授权销售。截止到 2020 年 3 月底，玩偶一号铺设了 338 台无人零售终端。**

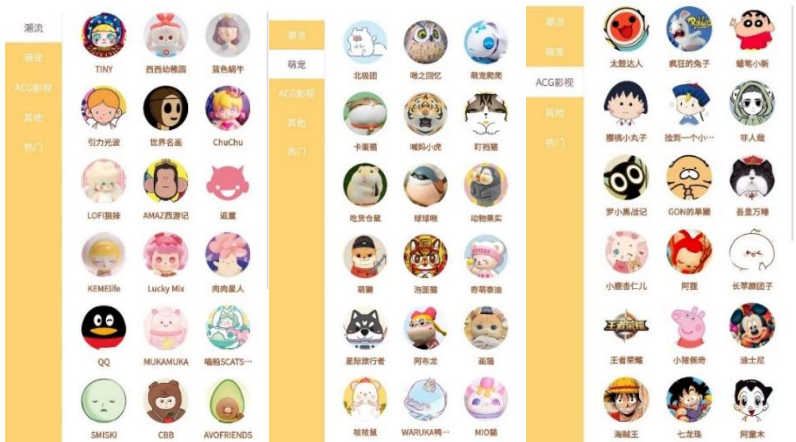
表4： 玩偶一号无人零售终端区域布局

区域	台数
长三角	188
珠三角	38
京津冀	30
中部	58
西部	24
合计	338

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

玩偶一号盲盒产品多元化，拥有众多热门盲盒产品。玩偶一号拥有大量的 IP 品牌资源和 IP 矩阵，包括 Sonny Angel、猫铃铛等，用户覆盖了国内大部分盲盒爱好者。

图52： IP 小站拥有众多优质 IP



资料来源：IP 小站 App，新时代证券研究所

共同投资设立成立国广金运，布局网红直播及智能盲盒。2020 年 6 月 4 日，金运激光公布拟与国广环球在线文化传媒（北京）有限公司（简称“国广环球”）及赵岩共同投资设立国广金运科技（武汉）有限公司（筹）（简称“国广金运”），专注于 IP 及 IP 衍生品的线上线下融合的推广销售及相关业务，其中上市公司出资 2520 万元，占比 70%；其他二方均认缴出资 540 万元，各占比 15%。

此次合作主要目的为：

（1）开发具有直播资质的智能盲盒线上 APP 平台。

（2）开发具有网红直播及广告功能的无人零售机，搭建网红带货线上线下推广渠道。

（3）为 B 端品牌方提供 IP 引流的推广赋能业务。

（4）利用合作各方的资源开展互联网视听从业人员的培训、选拔、教育等项目。

公司目标以盲盒为入口，构建设计师和粉丝群体，最终通过数字化技术为品牌服务。公司在上游签约 SonyAngel 等多种 IP，与腾讯合作打造 QQFamily 主题机，同时签约和培养设计师，加强 IP 资源的聚集和创造，构建设计师和粉丝群体。另外，公司深耕多年数字化技术，同时应用区块链，在盲盒中内置 NFC 芯片，赋予盲盒可溯源、可追踪的特征，降低造假风险。公司未来希望盲盒成为连接用户和品牌的渠道，将盲盒进行数字化改造，强化 IP 内容赋能 B 端，最终为品牌服务。

4、 投资建议

盲盒行业在泡泡玛特将潮玩盲盒国产化大力推广后迅速发展，与 IP 运营深度结合的商业模式逐渐成熟，已成为 IP 孵化与 IP 变现的重要方式。目前行业仍处于高速发展期，未来随 Z 世代消费群体购买力持续上升，盲盒 IP 生态越发完善，行业空间广阔。推荐奥飞娱乐，公司为玩具龙头，拥有海量优质 IP，盲盒产品陆续推出。受益标的有泡泡玛特、金运激光、金科文化等公司。

表5： 重点公司盈利预测及估值

证券代码	股票名称	市值	EPS				PE				PB
		（亿元）	TTM	2019A	2020E	2021E	TTM	2019A	2020E	2021E	
002292.SZ	奥飞娱乐*	118.89	0.02	0.09	0.10	0.16	547.39	97.33	87.60	54.75	2.96
H01378.HK	泡泡玛特	-	-	0.01	0.86	3.91	-	-	-	-	-
300220.SZ	金运激光	54.92	0.04	0.12	1.27	2.59	855.87	302.67	28.60	14.02	21.15
300459.SZ	金科文化	123.32	-0.79	-0.78	0.26	0.31	-4.38	-4.46	13.38	11.23	3.19

资料来源：wind，新时代证券研究所（带*为新时代传媒行业覆盖标的，其余公司均采用 wind 一致预期，股价为 2020 年 7 月 6 日收盘价）

5、 风险提示

盲盒消费需求热度下降，行业竞争加剧，自有 IP 开发不及预期，IP 运营不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009 年 4 月加盟光大证券研究所，期间曾获 2010 年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011 年加盟银河证券，2012、2014 年新财富最佳分析师第四名，2015 年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/