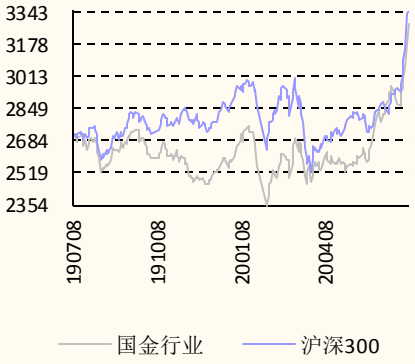
消费升级与娱乐研究中心

商业贸易产业行业研究 买入（维持评级） 行业深度研究

从小浣熊到泡泡玛特，潮玩盲盒出圈进行时

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金商业贸易产业指数	3281
沪深 300 指数	4698
上证指数	3345
深证成指	13164
中小板综指	12170



相关报告

1.《超市百强发布，永辉进入前三，盒马增长最快-超市百强发布，永辉...》，2020.7.6

2.《京东在港上市，成为香港年内最大 IPO-京东在港上市，成为香港...》，2020.6.21

3.《内需恢复与渠道&品牌价值重估-《2020-06-18 行业中期...》，2020.6.19

4.《敏感肌护肤品牌薇诺娜冲刺 A 股 IPO-敏感肌护肤品牌薇诺娜冲刺...》，2020.6.14

5.《618 秒破亿的背后：玩法复杂化，直播战火燃-电商行业深度》，2020.6.9

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 分析师 SAC 执业编号：S1130520020001
zhenghuilin@gjzq.com.cn

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。**潮玩是“大人的玩具”，其设计中融入各类艺术潮流形式，主要商品形式包括盲盒、人偶公仔等。据弗若斯特沙利文数据显示，2019 年国内潮玩市场规模达 207 亿元，同增 47.9%，正处高速发展黄金时期，预计未来 5 年 CAGR 达 29.8%，2019 年国内潮玩 CR5 为 22.8%，泡泡玛特以 17.6 亿零售额和 8.5%市占率位列行业第一。目前盲盒为潮玩的主要销售形式之一，2019 年 9 月“盲盒经济”引爆舆论后，盲盒走入大众视野热度迎来新高，同月闲鱼二手盲盒商品月发布量增长 320%。

- **盲盒迅速火爆的原因是什么？——通过“收集 X 惊喜 X 社交”组合拳切中新世代痛点。**盲盒的核心玩法由来已久，类似于扭蛋、小浣熊水浒卡。“收集性”在于产品设计制造精美且款式较多，诱导玩家集齐全套；“惊喜感”在于开封前难以得知内容物，且有概率获得稀有款、隐藏款；“社交性”在于玩家通过社群互通有无，交换、交易所需的款式，此外还能通过社群炫耀藏品。**泡泡玛特盲盒典型消费者画像——女大学生及都市女白领，**他们更看重消费的刺激体验，对群体认同感也有较高需求，盲盒切中此类群体痛点后得以迅速火爆市场。

- **泡泡玛特转型成为潮玩品牌后迎来业绩爆发，步入发展快车道，成为行业龙头。**泡泡玛特成立于 2010 年，创立之初为潮流杂货铺，产品包括家居、数码产品和文具杂货等，2015 年代理的日本潮玩 SonnyAngel 销量大好，占收入比重迅速提升至 30%以上，公司受到启发后签约 Molly，正式开始向潮玩品牌转型。目前公司处于快速增长期，2019 年实现收入 16.8 亿元/+227%YoY，归母净利 4.5 亿元/+353%YoY；主要销售渠道包括零售店/线上渠道（天猫、小程序等）/机器人商店/其他，2019 占比分别为 44%/32%/15%/9%。至 2019 年底公司在 33 个城市拥有 114 家零售店，在 57 个城市拥有 825 个机器人商店网点，基本覆盖我国东部主要城市。

- **泡泡玛特的核心优势在于①拥有稀缺 IP 资源，②成熟运营模式和③高效渠道布局保证触达。**具体来看：①IP 是潮玩行业的核心要素，公司早在 2016 年就发现潮玩行业巨大的商业潜力，并开始将优秀 IP 签入名下，把握上游稀缺资源；②过硬的运营能力帮助优秀 IP 兑现商业价值，公司拥有一支 91 人的设计团队，操刀工业设计等环节，辅助设计师加快新系列的开发速度，保证 IP 活力；③公司早期经营潮玩杂货铺沉淀下优质实体铺面和宝贵运营经验，有助于高效触达目标消费群体，我们估算 2019 年公司店效为 836 万元/+60%YoY，坪效约 6.7 万元。高效渠道是传递品牌文化、转化潜在客户、推广新 IP 的重要途径。

- **投资建议：**泡泡玛特是国内潮玩赛道龙头，通过早期代理日本潮玩 SonnyAngel 成功发现潮玩赛道机遇，之后迅速签下一批优质 IP，并与业内优秀设计师展开深度合作，把握上游稀缺的 IP 资源。目前，公司通过良好的运营成功变现优秀 IP 的商业价值，业绩迅速增长，公司的品牌与 IP 的知名度进一步扩大。未来，随着居民可支配收入增长与消费观念改变，娱乐消费占比有望进一步提升，实物潮玩市场前景可期。建议更多关注高增速、好前景的潮玩赛道以及赛道龙头企业泡泡玛特。

- **风险提示：**新产品不及预期，竞争加剧，核心 IP 老化过快，疫情影响等

内容目录

1. 泛娱实物市场显增长潜力，潮玩盲盒率先突围 5
1.1. 潮玩：百亿市场正处高速增长期，泡泡玛特为市场龙头 5
1.2. 泛娱市场增长+潮玩出圈，未来增长根基稳固 8
2. “收集 X 惊喜 X 社交”组合拳，潮玩盲盒切中新世代痛点 9
2.1. 进阶版的“扭蛋”、“小浣熊”，盲盒核心玩法久经考验 9
2.2. 聚焦于大城市高消费年轻群体，关键词——收集&惊喜&社交 11
2.3. 详解：盲盒潮玩和手办的区别是什么？ 15
3. 泡泡玛特：转向潮玩后迎来业绩爆发，步入发展快车道 17
3.1. 从渠道商转型成潮玩龙头，现主要产品为盲盒、手办及衍生品等 17
3.2.盲盒销售火爆，公司近两年收入 CAGR 超 200% 19
4. 泡泡玛特成功秘诀：IP&运营&触达 21
4.1. Molly+PUCKY 领衔，拥有大量高质量 IP 资源 21
4.2. 掌握头部艺术家资源，成熟运营模式加快 IP 推新&产品迭代 24
4.3. 线下完善网点+线上有趣玩法，打造无缝衔接体验提升顾客粘性 25
5. 股权结构集中，高管团队年轻且拥有丰富的零售、IP 运营经验 30
6. 投资建议 32
风险提示 32

图表目录

图表 1：启封前无法判断盲盒中潮玩的具体款式，分普通款和稀有隐藏款 5
图表 2：同系列的盲盒包装相同，但内容物可能不同 5
图表 3：中国潮玩市场正处快速增长期 6
图表 4：以零售额计，泡泡玛特是潮玩赛道龙头 6
图表 5：潮玩赛道 CR5 为 22.8%，集中度仍有提升空间 6
图表 6：国内潮玩行业主要企业情况 7
图表 7：潮玩产业链主要分设计、原型、制作、销售、社群五个环节 8
图表 8：泛娱乐市场规模持续扩大，2019 年达万亿级别 9
图表 9：泛娱实物市场增速高，15-19 年 CAGR 为 22% 9
图表 10：2019 年 9 月“盲盒经济”引爆舆论后，盲盒搜索量整体上升 9
图表 11：万代扭蛋机——将扭蛋发扬光大的鼻祖之一 10
图表 12：历史悠久的扭蛋玩具在日本仍有较大市场规模 10
图表 13：小浣熊水浒卡——90 年代末的盲盒范本 11
图表 14：水浒卡具有“收集性”，玩家为集齐全套会自发地交易、交换 11
图表 15：闲鱼平台盲盒交易活跃增速高，Molly 居热度榜之首 12
图表 16：隐藏款盲盒潮玩可有数十倍涨价空间 13
图表 17：泡泡玛特直接购买 12 只盲盒可保证不出现重复 13

图表 18：盲盒龙头泡泡玛特的消费者中 75%为女性 14
图表 19：泡泡玛特消费者以 18-24 岁居多 14
图表 20：泡泡玛特盲盒消费人群以白领和学生为主 14
图表 21：15-40 岁潮玩消费者中 63%持学士及以上学位 14
图表 22：发达省份盲盒热度更高，京、粤、浙合占 40% 14
图表 23：闲鱼前 5 大盲盒交易收发地均为一线、新一线城市 14
图表 24：狭义手办指“ PF”和 “GK”，国内通常也将 “景品” 归为手办 15
图表 25：国内市场上的 “ 手办” 通常为 PF 和景品，PF 更为精致和昂贵 16
图表 26：手办属于二次元衍生品，盲盒属于潮玩，二者属性大有不同 17
图表 27：泡泡玛特发展里程碑 18
图表 28：从渠道商转型成为潮玩品牌，2019 年自主产品占收入 82% 18
图表 29：泡泡玛特自主开发的产品形象及信息 19
图表 30：2019 年公司拥有注册会员 220 万，同增 214% 19
图表 31：收入快速增长，2019 年为 16.8 亿/+227%yoy 19
图表 32：员工人数快速增长，2019 年达 1525 人 20
图表 33：2019 年泡泡玛特员工结构——67%为店铺运营 20
图表 34：2019 年毛利率大幅增长 6.9pct 至 64.8% 20
图表 35：近三年公司费用率总体呈下降趋势 20
图表 36：泡泡玛特净利润、净利率同步增长 20
图表 37：2019 年经营现金流 5.03 亿，同增 187% 20
图表 38：泡泡玛特的 IP 分为自有 IP、独家 IP、非独家 IP 21
图表 39：自主产品收入中自有 IP 占比最高，独家和非独家 IP 占比提升 22
图表 40：泡泡玛特各 IP 收入（亿元） 22
图表 41：泡泡玛特招牌 IP——Molly，一个嘟嘴的可爱蓝眼睛小女孩 22
图表 42：通过 IP 授权开拓 Molly 潜力，与伊利合作推出限量合作款 23
图表 43：泡泡玛特第二大 IP——PUCKY，是“梦森林世界的精灵” 23
图表 44：重视艺术家合作与发掘，把握产业上游 IP 资源 24
图表 45：各大主要 IP 推出时间——泡泡玛特拥有持续推出重磅 IP 的能力 25
图表 46：随着新 IP 推出，公司对 Molly 的依赖程度逐年减少 25
图表 47：零售店渠道为主，线上渠道占比快速增长 26
图表 48：各渠道收入分拆（亿元） 26
图表 49：泡泡玛特零售店遍及全国，主要在一二线城市 26
图表 50：开店速度快，零售店数量持续增长 26
图表 51：陈设巧妙的机器人商店也有较好的展示效果 27
图表 52：2017 年推出后，机器人商店数量快速增长 27
图表 53：2019 年零售店店效 836 万，同增 60% 27
图表 54：2019 年机器人商店店效 46 万，同减 20% 27
图表 55：泡泡玛特快闪店一般位于购物中心中庭 28
图表 56：快闪店能吸引大量目光，起到宣传营销的效果 28

图表 57：泡泡玛特组织的北京、上海潮玩展已成为国内最大的潮玩展会.....28
图表 58：线上渠道以天猫旗舰店和泡泡抽盒机为主.....29
图表 59：泡泡玛特天猫旗舰店——一个主要的线上渠道.....29
图表 60：泡泡抽盒机有抽盒、任务、活动等界面.....29
图表 61：泡泡抽盒机“摇一摇”能排除一个盲盒内款式.....29
图表 62：泡泡玛特会员分为 4 个层级，每个层级对应不同福利.....30
图表 63：“葩趣”社区与众多潮玩品牌达成合作.....30
图表 64：泡泡玛特股权图——创始人持股比例高达 56%.....31
图表 65：泡泡玛特融资历史回溯.....31
图表 66：高管年轻有活力，并具有丰富的零售、IP 运营经验.....31
图表 67：泡泡玛特募资用途.....32

1. 泛娱实物市场显增长潜力，潮玩盲盒率先突围

1.1. 潮玩：百亿市场正处高速增长期，泡泡玛特为市场龙头

- **潮玩即潮流玩具，主要受众为成年人。**不同于传统的面向孩童的玩具，潮玩在其设计中融入更多的艺术潮流元素，包括艺术、设计、潮流、绘画、雕塑等多种元素，主要形式包括盲盒、人偶公仔等，主要受众为 15-40 岁的成年人。主流的盲盒大小（长宽高）约为 5cm*5cm*10cm，盒中玩具高度在 5-8cm 左右。
- **“盲盒”是潮玩的一个重要品类，**其将特定式样的潮玩放入不透明的盒子出售，购买前仅能选择所属系列，基本无法准确预知盒中潮玩的具体款式。以泡泡玛特出售的盲盒为例，每个系列的盲盒中可能会出现 12 款玩具，其中通常包括一个隐藏款。隐藏款出现几率低（仅为 1/144），且包装盒上没有画出具体样式，因此也常常成为炒作的对象。

图表 1：启封前无法判断盲盒中潮玩的具体款式，分普通款和稀有隐藏款



来源：实物拍摄，国金证券研究所

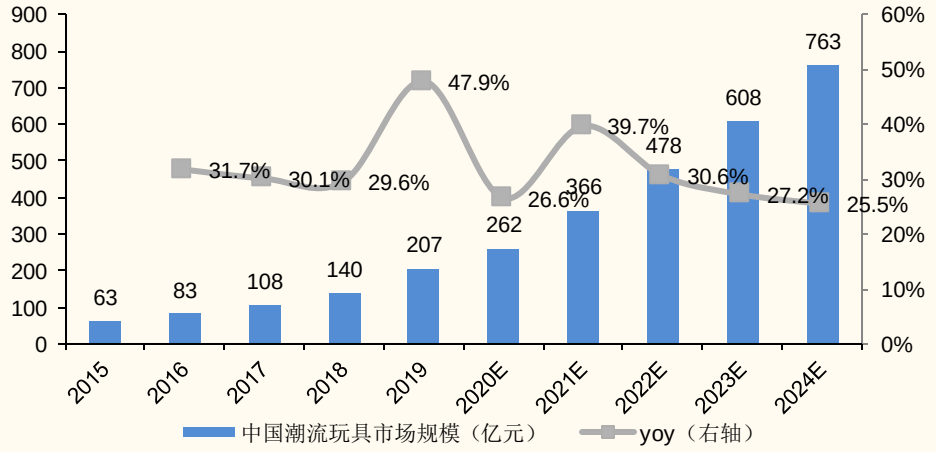
图表 2：同系列的盲盒包装相同，但内容物可能不同



来源：实物拍摄，国金证券研究所

- **我国潮玩市场正处高速增长黄金时期。**据弗若斯特沙利文统计，以零售额计 2019 年我国潮玩市场规模达 207 亿元，同比增长 47.9%；2015-2019 年 CAGR 为 34.6%，正处高速发展的黄金时期，预计 2024 年市场规模将达 763 亿，2019-2024 年 CAGR 达 29.8%。盲盒是潮玩的主要形式之一，根据弗若斯特沙利文，约 70%的潮玩消费者重复购买某一系列的盲盒达三次及以上。

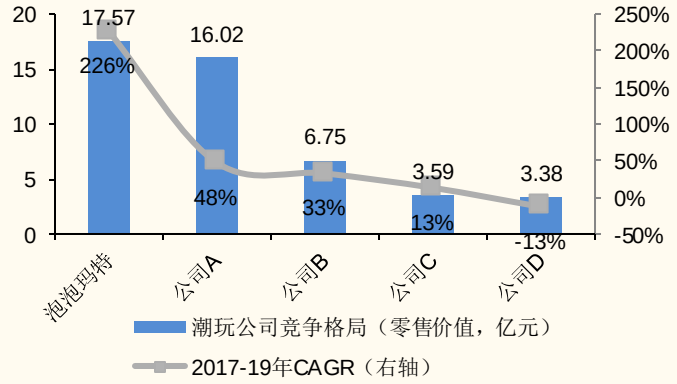
图表 3：中国潮玩市场正处快速增长期



来源：弗若斯特沙利文，泡泡玛特招股书，国金证券研究所

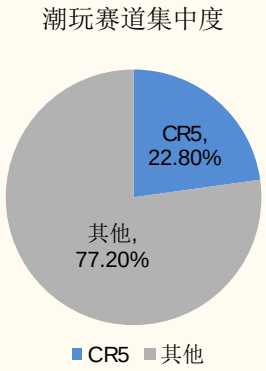
■ **泡泡玛特异军突起成为国内潮玩领头羊，目前集中度尚有提升空间。**据弗若斯特沙利文数据，以 2019 年零售额计，泡泡玛特是中国潮流玩具赛道龙头，零售额达 17.57 亿元，对应市占率达 8.5%。泡泡玛特几年来增速惊人，其在 2017 年至 19 年间零售额 CAGR 高达 226.3%，在赛道前五大公司中最高。总体来看，赛道 CR5 为 22.8%，前 5 大参与者的市场份额分别为 8.5%、7.7%、3.3%、1.7%及 1.6%，市场集中度未来尚有提升空间。

图表 4：以零售额计，泡泡玛特是潮玩赛道龙头



来源：弗若斯特沙利文，泡泡玛特招股书，国金证券研究所

图表 5：潮玩赛道 CR5 为 22.8%，集中度仍有提升空间



来源：弗若斯特沙利文，泡泡玛特招股书，国金证券研究所

■ **潮玩赛道其他主要企业的经营模式与行业龙头泡泡玛特有所不同。**与泡泡玛特业态较为相似的是酷乐潮玩和 19 八 3，目前这两家的业态类似于转型成为品牌商前的泡泡玛特。十二栋文化最初以自主 IP 设计授权，近年来开始发展线下网点，主要系通过 LLJ 娃娃机运营的方式，线下门店数量较少，据深响统计至 2019 年 11 月十二栋仅有 12 家线下实体门店。52Toys 拥有国内外知名 IP 的授权，但没有重磅自主 IP，业态以生产周边为主。52toys 没有自营线下门店，线下渠道主要是通过 19 八 3、酷乐潮玩等第三方潮玩商店进行销售。IP 小站则是走 IP 授权推广的平台化模式，线下渠道主要是通过 IP Station 无人售货机来布局，至 2019 年 10 月已投放 500 余个无人售货机。

图表 6：国内潮玩行业主要企业情况

公司	创立年份	主要产品、业态	门店情况
泡泡玛特	2010	潮玩品牌，拥有自主 IP，独家授权 IP 和非独家授权 IP，自行开发盲盒、手办等产品	至 2019 年底在 33 个城市中拥有 114 个直营零售店，在 57 个城市拥有 825 个机器人商店，基本覆盖我国东部主要城市。
酷乐潮玩	2007	潮流杂货，类似于早期的泡泡玛特	31 个一、二线城市中有超过 200 家门店，其中直营店超过 100 家
19 八 3	2010	潮流杂货，店内有售 Molly 盲盒	相比酷乐潮玩和泡泡玛特，在低线城市覆盖更广，已在 50 个城市开设超 100 家直营门店
十二栋文化	2014	开发自主 IP 经营周边产品，并向第三方授权。爆款 IP 包括长草颜团子等	运营大量 LLJ 娃娃机，至 2019 年 11 月有 12 家实体门店
52Toys	2012	拥有樱桃小丸子、蜡笔小新、王者荣耀等国内外知名 IP 的授权，生产周边产品	线上通过天猫官方旗舰店，线下通过 19 八 3 和酷乐潮玩等授权门店
IP 小站	2016	主要采用无人售货机的形式经营的 IP 及衍生品线下推广渠道平台	至 2019 年 10 月已投放 500 余个无人售卖机

来源：各公司官网，官方微博，深响，国金证券研究所

- **潮玩盲盒产业链主要分设计、原型、制作、销售、社区五个环节：**
  - ①IP 设计环节是指设计原有 IP，并不断更新推出新系列。这一环节主要由特定的 IP 设计师/设计团队完成，IP 来源通常包括潮玩品牌自有 IP、代理 IP 和收购等；
  - ②原始 IP 设计完成后，会有工作室负责工业设计，并制作打样原型进行进一步精细修改；
  - ③正式制作环节不是盲盒潮玩的重点所在，一般会选择外包第三方工厂进行批量生产；
  - ④销售环节主要包括线下零售、网络销售、展会等方式，近年来网络销售的占比快速提高；
  - ⑤社群&二手交易平台，实际上二者有时并不好区分，社群通常是由交易需求催生同样具交易功能，而闲鱼等二手交易平台上的“鱼塘”、“仅展示”商品有时也起到促进同好交流的社群功效。

图表 7：潮玩产业链主要分设计、原型、制作、销售、社群五个环节



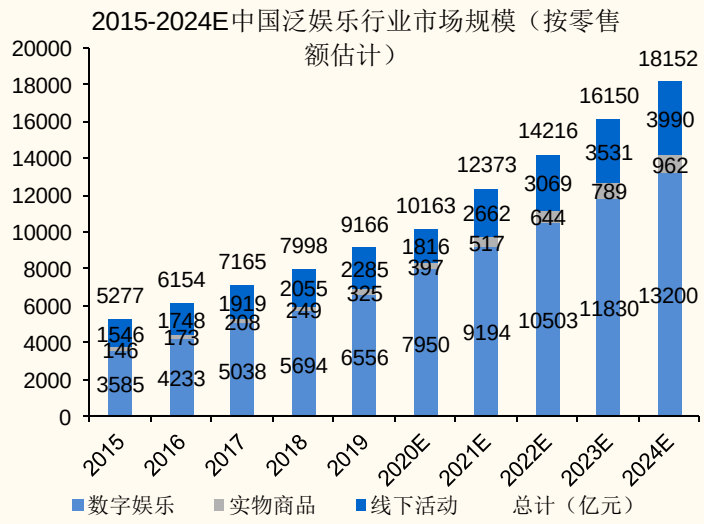
来源：深响，国金证券研究所整理绘制

1.2. 泛娱市场增长+潮玩出圈，未来增长根基稳固

- **泛娱市场迅猛发展，潮玩目标人群扩大。**泛娱乐市场主要包括：①数字娱乐（主要包括数字游戏、在线影视播放、直播等），②实物商品（其中包括手办、潮玩、书籍等），③线下活动（电影、主题展会等）。据弗若斯特沙利文数据，2019 年我国泛娱乐市场规模达 0.92 万亿，2015-2019 年 CAGR 为 14.8%；预计 2024 年市场规模将达到 1.85 万亿，2019-2024 年 CAGR 为 14.6%。泛娱乐市场的持续增长是居民可支配收入增长的一个结果，也是人们消费结构、消费观念的发生变化的一个体现。潮流文化在日常生活中占据越来越重要的地位，人们愿意在泛娱乐消费里投入更多金钱，以获取精神层面的情感满足。

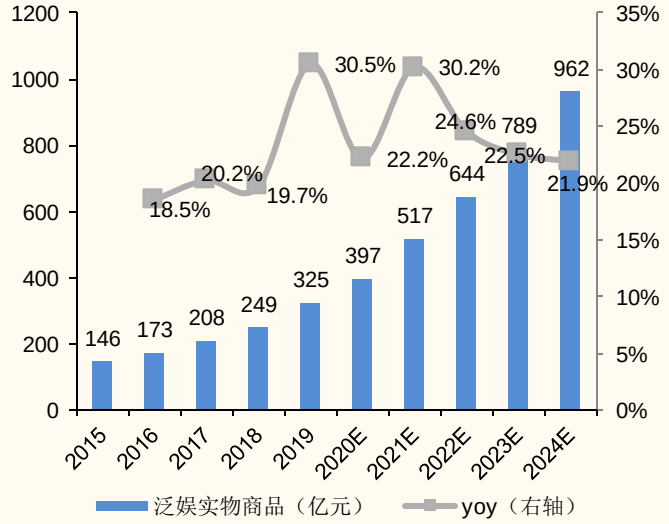
- **泛娱实物商品具备较高增长弹性。**目前泛娱实物商品在整个泛娱市场中占比不高，据弗若斯特沙利文数据，2019 年泛娱实物商品市场规模达 325 亿元，仅占整个泛娱市场的 3%；增速较高，2015-2019 年 CAGR 为 22.1%，预计 2024 年将达 962 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 24.2%。我们认为泛娱实物商品市场规模的快速增长是泛娱市场发展出现阶段性变化的体现：一是泛娱渗透加深后更多玩家开始寻求更“硬核”的实物商品消费；二是社会对泛娱、泛二次元文化的认可的提升使更多玩家开始公开展示其喜好，从而促进泛娱、泛二次元文化出圈，并进一步带动泛娱实物商品消费。因此泛娱实物商品未来有望展现较高的增长弹性，其渗透的深入有利于潮玩盲盒类产品进入主流市场，获得大众群体的接受和认同。

图表 8：泛娱乐市场规模持续扩大，2019 年达万亿级别



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

图表 9：泛娱实物市场增速高，15-19 年 CAGR 为 22%



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

■ **盲盒潮玩借“炒盲盒”事件成功迈出“出圈”第一步。**据百度指数统计，2019 年 9 月中旬开始，“盲盒”的搜索量暴增，主要原因是“炒盲盒”和“盲盒经济”话题的兴起。在此前很长的一段时间里盲盒只在小圈子内流转，总体而言传播程度并不高。此次“炒盲盒”事件中人民网、新华社等各大官媒均有报道，主要传播渠道集中在网页和综合门户，在微博等主流社交平台也有较高的舆论量。此后盲盒、潮玩开始进入大众视野，日常搜索量较 9 月份之前整体上了一个台阶，并在 2019 年双十一迎来一波线上盲盒热销。

图表 10：2019 年 9 月“盲盒经济”引爆舆论后，盲盒搜索量整体上升



来源：百度指数，国金证券研究所

■ **潮玩社群不断成熟壮大，且成员粘性高。**目前主流的潮玩社群包括葩趣、潮玩族等。潮玩由于具有展示、收藏、交换价值，潮玩社群本身即拥有较高的活跃程度，潮玩用户加入网络社群的比例高，潮玩社群的活跃又进一步增强玩家的归属感、群体认同感，从而提高社群成员的粘性和复购率，最终将其发展成为潮玩的忠实粉丝。随着此类社群的逐步发展，粉丝群体进一步固化、壮大，并最终推动潮玩零售的增长。

2. “收集 X 惊喜 X 社交”组合拳，潮玩盲盒切中新世代痛点

2.1. 进阶版的“扭蛋”、“小浣熊”，盲盒核心玩法久经考验

■ **一般认为，盲盒是进阶版本的“扭蛋”。**扭蛋外壳通常为塑料壳，消费者向扭蛋机投入硬币后随机掉落，内容物多为主题 IP 玩具。盲盒有许多特性与扭蛋相似，如：盒子中物品多为格式玩具；购买前不知道盒子里具体是什么东西；若想要集齐一个系列需要多次购买，甚至无可避免地会买到很多重复的玩具；玩家在论坛、二手交易平台交换手中重复物件；成套玩具和稀有款型停产后有升值空间等。之所以说盲盒是扭蛋的进阶版本，主要是：①盲盒包装、展示和制作更精美；②价格相应更高；③盲盒建立在潮玩、互联网社区的基础上，拥有更广的受众和更好的交易、交流、交换条件。

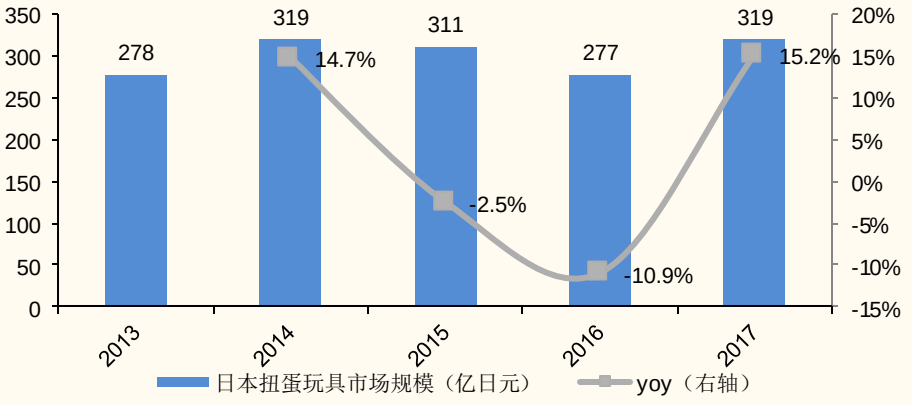
图表 11：万代扭蛋机——将扭蛋发扬光大的鼻祖之一



来源：Bandai 官网，国金证券研究所

■ **“扭蛋”玩具由来久，变种多，至今在其发源地日本仍有旺盛需求。**据三文娱，扭蛋机起源于美国，在 1907 年被发明出来的时候是口香糖贩卖机。1960 年代 Penny 商会将扭蛋机引入日本，1977 年万代（Bandai）进入扭蛋玩具市场开始使用扭蛋机销售玩具，至今已有 43 年，至 2019 年 3 月万代在日本放置 36 万台扭蛋机，共售出 35.66 亿个扭蛋玩具。据日本玩具协会的数据，2017 年日本扭蛋玩具市场规模 319 亿日元（约 19.2 亿人民币）,可见通过良好的运营，以及不断的推陈出新，扭蛋玩具是可以做到经久不衰的。“扭蛋“类玩法在日本本土发展出众多变种，如“福袋”（日本新年传统促销方式，袋子中具体商品未知，甚至渗透到服装、电子产品等领域）、“景品机”（抓盲盒的机子）、“食玩”（零食里附赠小玩具，类似小浣熊）、“一番赏”（动漫周边盲盒抽奖）等，这类玩法的共同特性是开箱前不知道内容物，通过不确定性给人带来除商品本身外额外的快感。

图表 12：历史悠久的扭蛋玩具在日本仍有较大市场规模



来源：日本玩具协会，国金证券研究所

注：以当年平均汇率计，2013-17 年市场规模分别相当于人民币 17.64、18.58、16.04、16.95、19.22 亿

- **如果用国人更熟悉的物品来类比如今的盲盒，那一定非小浣熊莫属。**“小浣熊”是统一集团旗下的干脆面品牌，最初上市时间在 1994 年前后。小浣熊干脆面在包装中随机附赠卡片贴画，最初为各种“小浣熊”主题，如小浣熊日常生活、小浣熊周游各国等。在这一阶段，小浣熊卡片仅仅是作为干脆面的附属产品存在，也没有激起收集热。1999 年，统一集团开始在小浣熊干脆面中附赠水浒卡，并迅速引发搜集热。

图表 13：小浣熊水浒卡——90 年代末的盲盒范本



来源：Bing，国金证券研究所

- **小浣熊当年的成功可作为当下盲盒运营的范本。**小浣熊火爆的原因可大致归结如下：①“IP”知名度高：水浒 108 将是妇孺皆知的大 IP，拥有广泛的知名度；②卡片制作精良，从绘画、用料到制作工艺都是高水准：绘画方面创新地结合日漫的画风击中学生群体的喜好，制作方面的高水准使得至今仍未能有仿卡在细节上达到相同水准；③良好的运营：厂商有意把控投放卡片的节奏，每月仅推出数个人物，藏家能够持续复购才能集齐全套，延续热度，同时投放各类稀有“闪卡”，激发复购收集欲望。

图表 14：水浒卡具有“收集性”，玩家为集齐全套会自发地交易、交换



来源：Bing，国金证券研究所

- **对“盲盒”类产品的喜好伴随多代人，其需求根基稳固。**国人 80 后痴迷小浣熊水浒卡，90 后、00 后玩盲盒；而日本扭蛋玩具风靡数十年，这些都是“盲盒”类产品长期吸引力的体现。

2.2. 聚焦于大城市高消费年轻群体，关键词——收集&惊喜&社交

- **纵观扭蛋、小浣熊、盲盒，这些产品的共同之处在于同时具有“收集性”、“不确定性”和“社交性”：**收集性在于通过不断复购可以集齐全套卡片，从而给玩家提供一个复购的标的（即，我需要的是这个款式）；不确定性在于打开包装前顾客不清楚盒子内装的是什么，另外还通过稀有品（如闪卡、隐藏玩偶等）拉高预期激发尝试欲；社交性则是玩家自发地交换款式，集齐全套或拥有稀有款式的玩家可向圈子内其他人炫耀。具体以盲盒为例：
  - **IP 设计是盲盒链条的起点，而 IP 的迭代更新决定产品“收集性”的可延续程度。**IP 设计直接决定玩家购买尝试的概率，进而决定“入坑”消费者的数量，弗若斯特沙利文数据显示，53.3%的现有及潜在客户认为创意造型是购买或考虑购买潮流玩具的主要原因。此外盲盒潮玩多通过网络社群传播，因此知名度高的 IP 将得到更多曝光，从而吸引更多潜在顾客。由于集齐全套是盲盒复购的初始诉求之一，因此潮玩商家需要不断更新现有 IP 的系列，否则在多数玩家集齐全套后 IP 热度将有消退的可能，如小浣熊水浒卡，在 108 张卡片发放完毕，IP 迭代停止后热度便迅速消散。正面的例子以 Molly 为例，泡泡玛特于 2017-19 年间分别推出 7 个、6 个、5 个盲盒系列，此外还有手办、集换卡、徽章等衍生品，各个系列的不断迭代出新使得这个拥有 14 年历史的老 IP 如今仍有强大的生命力。
  - **“惊喜感”和“社交圈”是促进复购的主要武器。**惊喜感的来源是不确定性，即玩家在开盒之前不知道盒子里装的是什么，打开后或是得到心仪款式甚至隐藏款的欣喜，或是得到不喜欢的款式甚至是重复款式的失落。如此跌宕起伏之间会产生极大的刺激，从而迫使玩家不断开盒子。社交圈最初源于玩家出售、交换重复潮玩，在复购流程中起到“刷存在感”和“回血”的作用。常见的社群包括闲鱼鱼塘、“潮玩族“微信小程序等。玩家以出手重复潮玩为目的加入社群后，后续能不断收到相关讯息。以潮玩族小程序为例，社区里不仅有交易信息，也会推送潮玩新品的咨询和上手评测等，相关内容刷足存在感后有助于激发玩家复购行为。

图表 15：闲鱼平台盲盒交易活跃增速高，Molly 居热度榜之首



来源：闲鱼官方微博，国金证券研究所

- **“惊喜感”的另一大来源是各类隐藏款，是炒盲盒的标的，也是社群认同感的重要来源。**隐藏款具有稀有、新奇、昂贵三大特性。以泡泡玛特的盲盒为例，通常一个系列中拥有 12 个标准款+隐藏款，出现隐藏款的概率为 1/144。部分系列的隐藏款不止一个，以 Molly 蒸汽朋克系列为例，其拥有大小两个隐藏款。隐藏款二手价格可能高出盲盒原

价的数十倍以上，因此成为炒盲盒标的；由于隐藏款的稀有、高价的特性，成为盲盒社群成员的主要炫耀对象。各类炫耀贴下不乏其他玩家充满羡慕的回复，给贴主带来认同感、满足感。

图表 16：隐藏款盲盒潮玩可有数十倍涨价空间



来源：闲鱼官方微博，国金证券研究所

- **总之，IP 设计为潮玩盲盒的核心，对惊喜、刺激感的追求相当程度上驱动玩家“入坑”后的复购行为：**IP 设计决定玩家“想要收集”的第一诉求，“盲盒”的不确定性设计带来刺激感提高购物体验。对于大多数系列而言，若直接一次性买足 12 只盲盒，即可保证收到的盲盒中不出现重复。但实际上更多玩家选择小批量购买，为了获得全套而一次买足 12 只盒子不是主流玩法：一是这样购买一次性开销过高，二是预先知道盒内物品会一定程度上降低开盒的乐趣和快感，因此我们可以认为主流潮玩玩家愿意为“刺激感”支付一定的体验溢价。

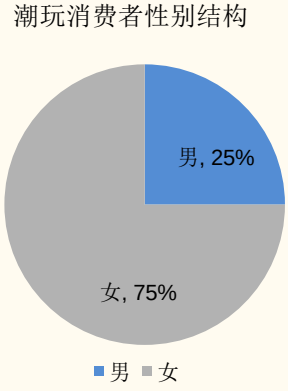
图表 17：泡泡玛特直接购买 12 只盲盒可保证不出现重复



来源：泡泡玛特天猫官方旗舰店，国金证券研究所

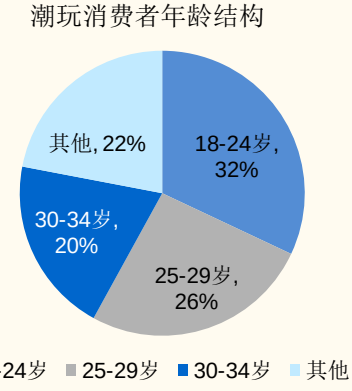
- **潮玩盲盒典型消费者画像：大城市里的①女大学生，②本科以上学历的白领女性。**总体上看潮玩、盲盒的主力消费群体是高消费、高受教育程度的年轻人，以女性用户为主。谷雨数据分析国内盲盒代表泡泡玛特的用户画像后得出，其消费者中有 75%为女性；年龄结构方面，18-24 岁群体占比最高，达 32%，其次是 25-29 岁群体，占比 26%，18-34 岁占比达 78%；职业方面，白领占比 33.2%，学生占比 25.2%；收入方面，90%的消费者月收入介于 8K 至 20K 之间。弗若斯特沙利文数据显示，超过 95%的潮流玩具消费者年龄在 15-40 岁之间，其中 63%持有学士及以上学位，可见受过良好文化教育的年轻一代是潮流玩具行业的主要受众。

图表 18：盲盒龙头泡泡玛特的消费者中 75%为女性



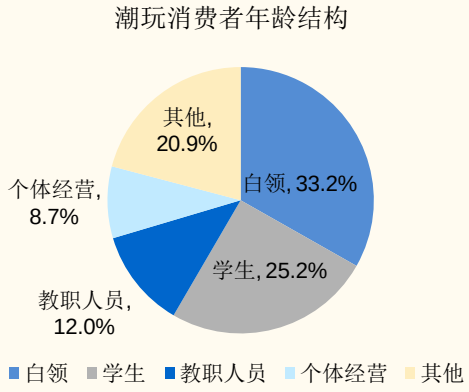
来源：谷雨数据，国金证券研究所

图表 19：泡泡玛特消费者以 18-24 岁居多



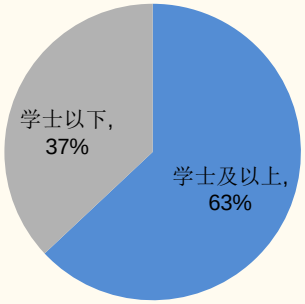
来源：谷雨数据，国金证券研究所

图表 20：泡泡玛特盲盒消费人群以白领和学生为主



来源：谷雨数据，国金证券研究所

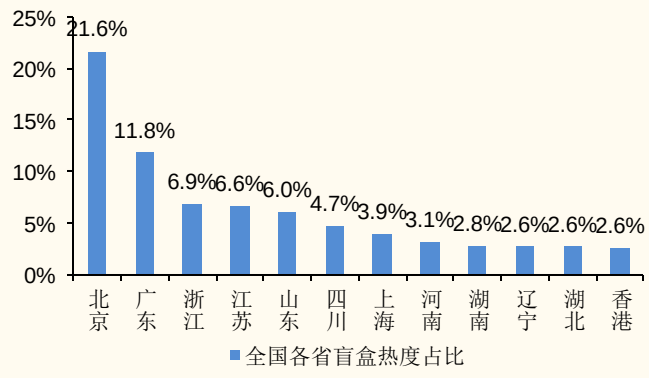
图表 21：15-40 岁潮玩消费者中 63%持学士及以上学位



来源：弗若斯特沙利文，泡泡玛特招股书，国金证券研究所

- **盲盒消费人群主要集中在一二线城市及各大发达省份。**据艾媒咨询，盲盒的主要消费者是高购买力的年轻女性，因此北京、广东、浙江等发达地区占比较高。闲鱼 2019 年 7 月的统计盲盒前五大交易收发地为依次上海、北京、广州、天津、杭州，均为一线、新一线城市。高消费、高知群体构成盲盒潮玩主要消费力的一大原因是这类群体更多地接触多元文化、现代生活方式和海量信息，因此对自我表达、展现个性拥有更高需求，也更愿意进行情感满足式、奖励式的消费行为。

图表 22：发达省份盲盒热度更高，京、粤、浙合占 40%



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表 23：闲鱼前 5 大盲盒交易收发地均为一线、新一线城市



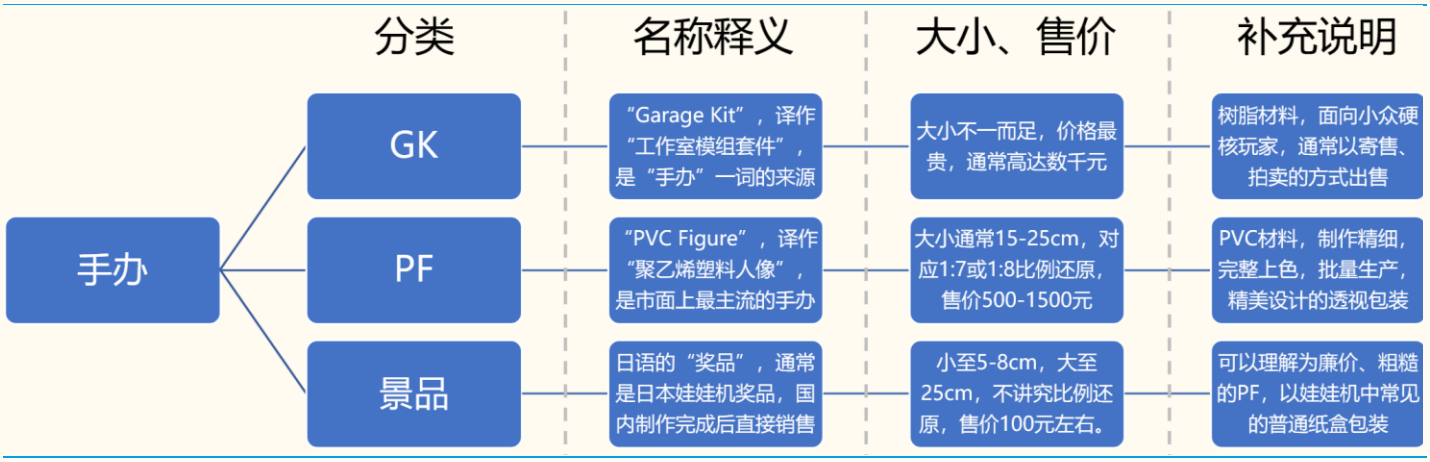
来源：闲鱼，国金证券研究所

- **消费行为画像：复购率高，消费预算高。**随着时间推移，众多潮玩消费者从偶然买家固化为高频发烧玩家。据弗若斯特沙利文的数据，曾经有过潮玩购买经历的消费者中有 68.5%在 2019 年有过购买行为（包括首次购买及复购），其中 19.8%的潮玩消费者购买次数超过 5 次，体现出潮玩消费者的高复购的特性；而 27.6%的客户表示其潮玩预算高于 500 元人民币，考虑到盲盒的价格多在 50-60 元左右，此等预算对应 8-10 件潮玩盲盒的潜在消费。

2.3. 详解：盲盒潮玩和手办的区别是什么？

- 总体上看，盲盒和手办属于不同类型的消费品，盲盒属于潮流玩具，属于工业艺术品；而手办属于二次元动漫、游戏周边。因此，二者在消费群体画像、消费模式上有所不同，进而造成消费者的购买驱动与产品侧重点上也有所不同。
- **狭义的手办指的大多指的是“PF”和“GK”，售价均显著高于盲盒。**在国内主流手办市场上的产品主要为“PF”和“景品”。具体来看：

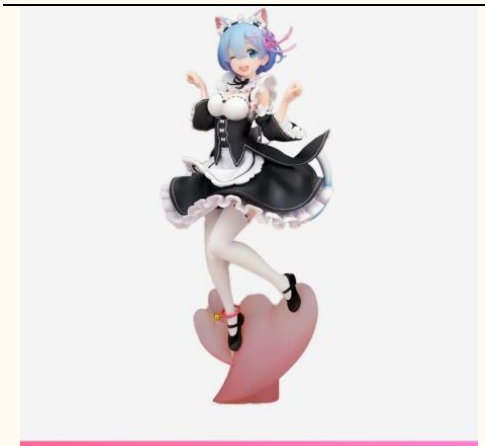
图表 24：狭义手办指“PF”和“GK”，国内通常也将“景品”归为手办



来源：国金证券研究所整理绘制

- “GK”即“Garage Kit”（译作“工作室模组套件”），是小工作室/资深玩家小批量手工打造的人像模型，也是“手办”一词的最初来源。这类手办价格最高，可达数千元，大小方面不一而足，材料通常为更容易定型的树脂。售卖方式以寄售、拍卖为主，出售时可能为没有涂装的全白色半成品，总体而言是更小众也更硬核的产品。
- “PF”即“PVC Figure”（译作“聚乙烯人像”），其售价通常在 1000 元左右，其中较便宜的也要 500 元以上。一般而言 PF 的大小（身高）在 15-25cm 左右，对应还原比例通常为 1:7 或 1:8，是整个手办市场上流通最大的手办种类之一。
- “景品”手办为国内特有，可以理解为廉价粗糙版 PF。其可小至 5-8cm 左右，和盲盒潮玩相仿；也可大至 25cm 左右，与手办相仿，总体而言其与 PF 的核心差异在于做工的精细程度。景品的市面价格通常在 100 元左右，高出盲盒一倍之多。“景品”在日语中意为“奖品”，这类手办大多是作为日本娃娃机的奖品，其在国内制成后直接被授权代理商拿到中国市场作为手办销售。

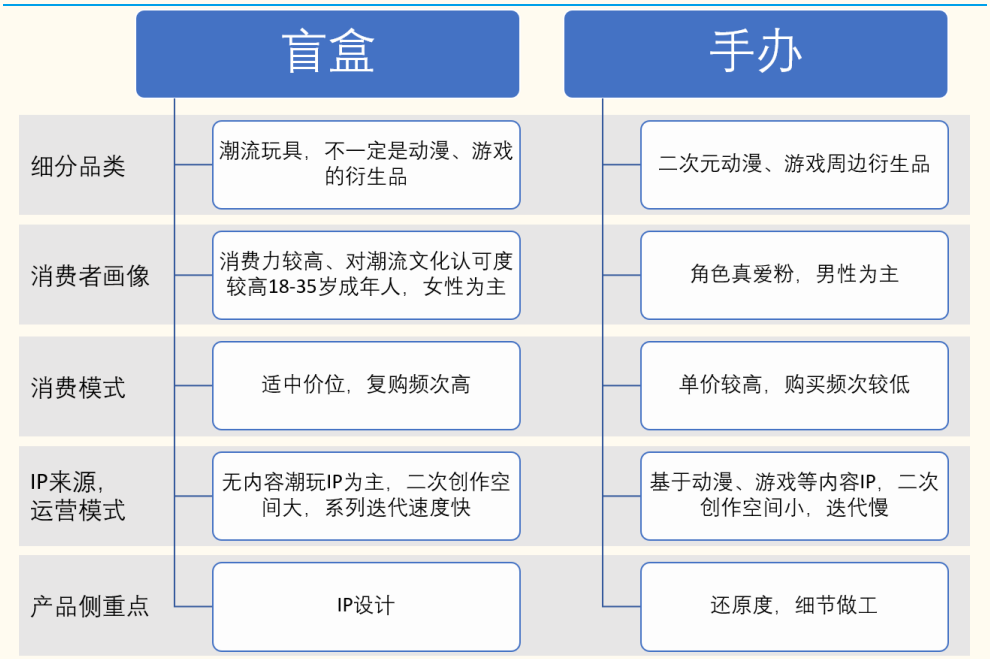
图表 25：国内市场上的“手办”通常为PF和景品，PF更为精致和昂贵

PF ￥1079	景品 ￥99
	

来源：Bilibili 会员购，国金证券研究所

- **手办属于“二次元衍生品”，并非潮玩，其对应的核心需求不同。**手办大多具有原始 IP，对应的核心需求是把玩、观赏需求。大多数玩家购买手办的原始驱动是“喜欢动漫里的这个角色”，其价值直接建立在原有角色 IP 的基础上，讲究“还原度”，因此应当归类为二次元附属产品。还原度直接决定手办的可把玩性和观赏价值，因此手办的生产过程中更看重对原版角色的还原，制作用料、工艺尤为关键，而在设计方面可发挥余地不大；与此相对盲盒的重点在于 IP 和设计环节，制造工艺方面只要合格即可。因此，市面上出售的手办相比盲盒做工更好，价格更高。
- **因此手办与盲盒具有许多截然相反的消费属性。**手办是较高单价、较低频率消费：愿意掏钱买手办的多为真爱粉，要的就是确定性，其对细节品质有高要求，愿意付出高单价；而既然是真爱就必定对角色、款式有所选择，由于党争等原因一般很少有人会把所有角色的手办都买下来，因此总体上手办消费频率不会太高。盲盒更看重复购的频率：盲盒玩家追求的是集齐全套的满足和抽中隐藏款的刺激，有天然的动力持续购买；如果单价设置得太高会适得其反，浇灭玩家的复购欲望，因此盲盒价格一般在数十元左右，通过运营手段促进玩家复购。

图表 26：手办属于二次元衍生品，盲盒属于潮玩，二者属性大有不同



来源：国金证券研究所整理绘制

- **我们认为，盲盒可以选择面向资深玩家推出系列主题手办，但传统意义上的手办不适合以盲盒作为主要销售手段。**从盲盒隐藏款动辄上千元的流通价格中可以看出，盲盒玩家群体拥有为一只潮玩付出上千元人民币的购买力，因此盲盒 IP 的主题手办是拥有市场空间的。日本市场上确有抽奖类手办，主要为“盒蛋”和“一番赏”等，但实际上这类产品的重心偏向抽奖，且奖品中除了手办外也有可能加入诸如挂扣、毛巾等周边产品，已经脱离传统手办的范畴。对于手办这样的动漫周边而言，由于其动漫相关 IP 二次创作发挥空间小，难以像盲盒 IP 一样做到不断更新迭代，因此在延续性、普适性上有天然缺陷；且手办的潜在消费者购买前通常有非常明确的角色偏好，因此手办不如 Molly 等自有 IP 适合通过盲盒的手段进行销售。
- **总结二者区别，潮玩具有更好的普适性，因此有更大的市场空间。具体来看：**
  - ①潮玩核心卖点在于 IP 设计，通过不同的 IP 设计能够迎合更广阔的群体需求；而传统手办作为二次元衍生品，IP 二次开发余地小，聚焦的仅为资深二次元人群，面向的群体小。
  - ②盲盒消费的快感来源于开盒时不确定性带来的惊喜和刺激感，这类快乐具有一定的普遍性；手办消费的快感还是来源于对原始动漫角色的喜爱，而资深二次元圈子小，因此此类喜好不具有普遍性。
  - ③盲盒价格适中，有利于吸引新客户尝试，消费频次高，寻求刺激的“上瘾感”会不断推动复购，使得消费行为有持续性；而手办单价较高，有时会直接劝退潜在客户，且难以进一步提升消费频次，另外消费同一角色的手办会产生边际效用递减，因此消费持续性有限。
  - 因此，从目标客户群体范围和个体消费频次来看，盲盒潮玩都比手办拥有更大的市场空间。

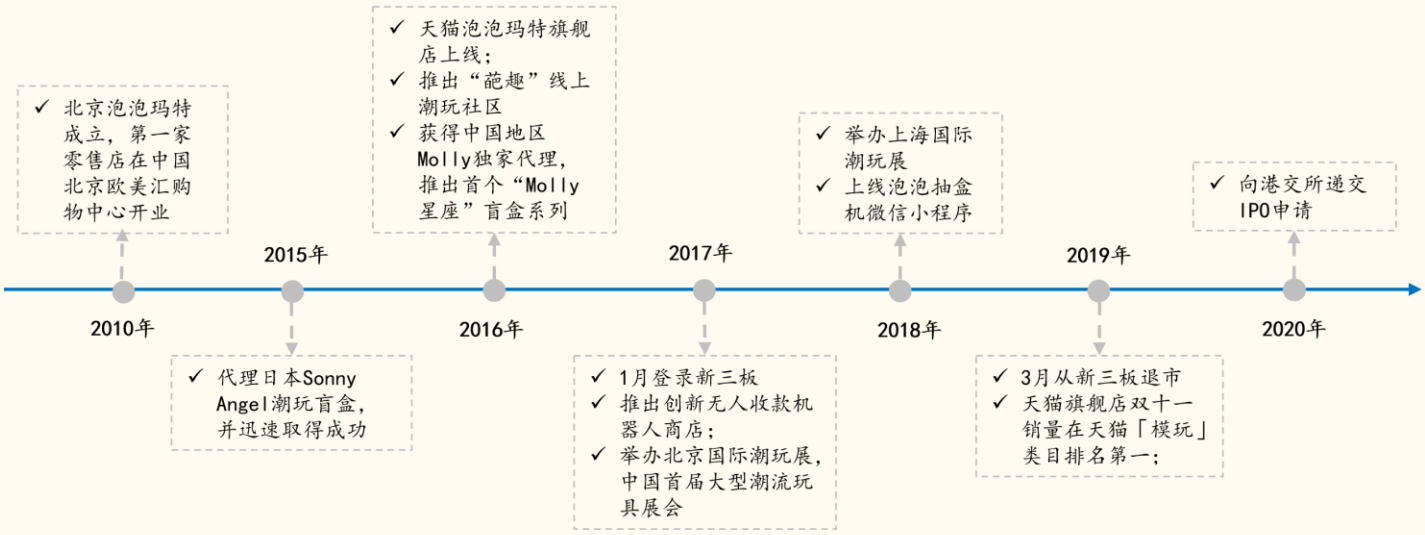
3. 泡泡玛特：转向潮玩后迎来业绩爆发，步入发展快车道

3.1. 从渠道商转型成潮玩龙头，现主要产品为盲盒、手办及衍生品等

- **泡泡玛特创立于 2010 年，是目前国内潮流文化娱乐龙头企业。**近十年来，公司围绕艺术家挖掘、IP 孵化运营、消费者触达以及潮玩文化推广与培育

四个领域进行开拓和发展。公司的全球布局不断扩展，截至 2019 年 12 月 31 日，泡泡玛特在国内开设 114 家线下直营门店、825 家机器人商店，入驻中国港台、欧美、东南亚和澳洲等 22 个地区和国家。2020 年 6 月 1 日，泡泡玛特向港交所递交 IPO 申请。

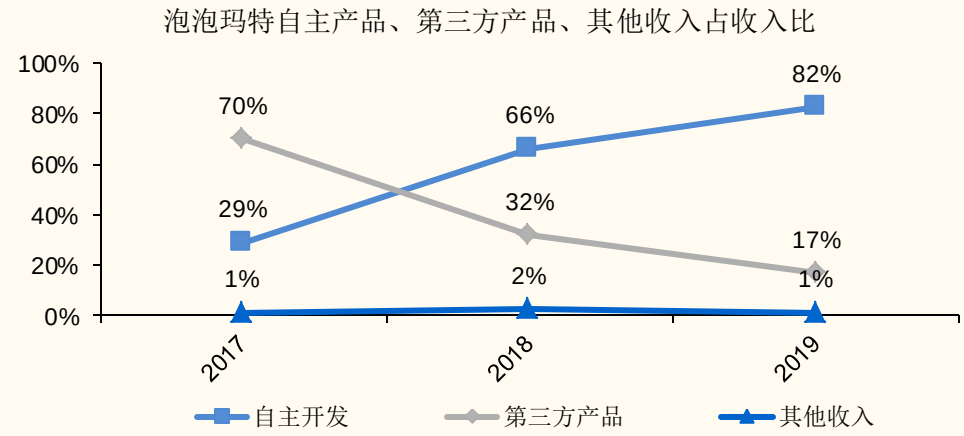
图表 27：泡泡玛特发展里程碑



来源：泡泡玛特官网，招股书，国金证券研究所

泡泡玛特最初是潮流杂货渠道商，后转型成为潮玩品牌。在 2010 年成立之初，泡泡玛特的商品包括家居（如皮革家饰、香氛等），数码（如 Apple Watch、Beats 耳机等），文具杂货（如糖果、JanSport 背包等）等，属于潮流杂货渠道商。其后公司 2015 年从日本引进的 SonnyAngel 潮玩盲盒收入增长迅速，其贡献的收入占比很快超过 30%。创始人王宁在 36Kr 的专访中提到，泡泡玛特团队从 SonnyAngel 的成功中受到启发，开始发掘潮流艺术家作品。2016 年，泡泡玛特与 Molly 签约，其后推出 Molly 盲盒很快引爆市场，Molly 也成为目前公司的当家 IP。2018 年，泡泡玛特自主开发产品收入首次超过第三方产品收入，达 66%；至 2019 年，自主开发产品占总收入之比已达 82%。

图表 28：从渠道商转型成为潮玩品牌，2019 年自主产品占收入 82%



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

泡泡玛特的潮玩产品线包括盲盒、手办、BJD 和其他衍生品等，以盲盒为主。具体来看：

- 盲盒即装有潮玩的不透明盒子，其包装相同，顾客打开前不知道盒子里潮玩的款式。通常一个系列的盲盒中拥有 12 个不同设计的普通款，以及若干个隐藏款。
- 手办面向更高端的消费者，购买前可以知道具体样式。与盲盒中的潮玩相比，手办尺寸更大，价格更高，且设计、做工、用料也更精致。
- BJD 即“Ball-Jointed Doll”，译作“球形关节玩偶”，类似于芭比娃娃。其特点是人偶的四肢可以活动（一般潮玩、手办的关节都是固定的），且服装、假发等部件可以拆装，顾客可以一定程度上自行定制。
- 泡泡玛特的衍生品包括潮玩 IP 相关的吊牌、别针、蓬松吊坠等。

图表 29：泡泡玛特自主开发的产品形象及信息

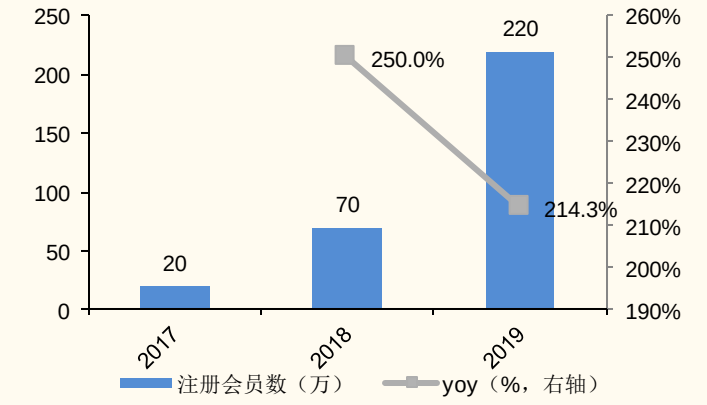


来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

3.2.盲盒销售火爆，公司近两年收入 CAGR 超 200%

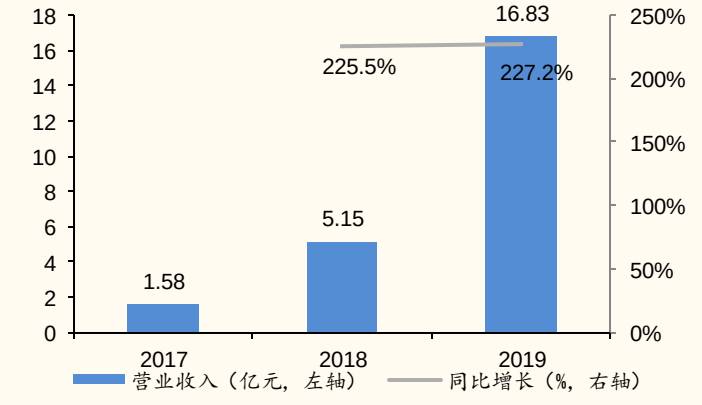
- **注册粉丝数量不断壮大，推动公司收入高速增长。**公司 2018-19 营收同比增幅均超过 200%，使收入由 2017 年的 1.58 亿元增加至 2019 年的 16.83 亿元。拥有完善的会员机制，截至招股书最后实际可行日期，公司拥有 320 万名注册会员，较 2019 年底增长 45.5%；会员复购率高，2019 年的 220 万名注册会员的复购率达 58%。**随业务拓展员工人数快速增长。**2019 年泡泡玛特拥有员工 1525 人，同比增长 108.6%。其中 837 名员工从事店铺运营做工作，占比 67%。

图表 30：2019 年公司拥有注册会员 220 万，同增 214%



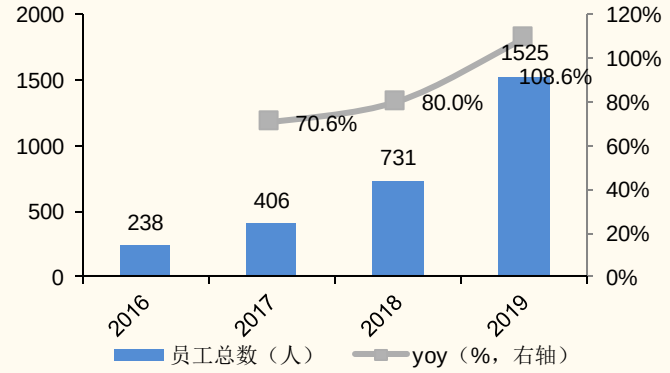
来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

图表 31：收入快速增长，2019 年为 16.8 亿/+227%yoy



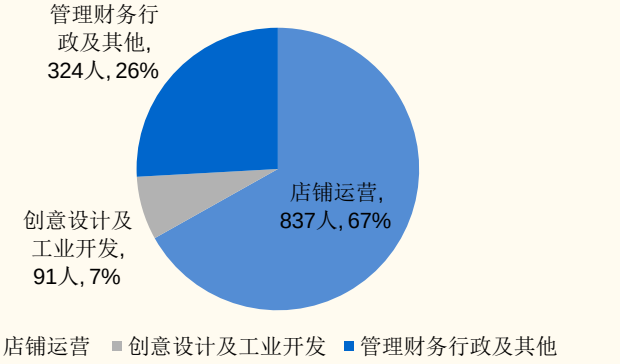
来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

图表 32：员工人数快速增长，2019 年达 1525 人



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

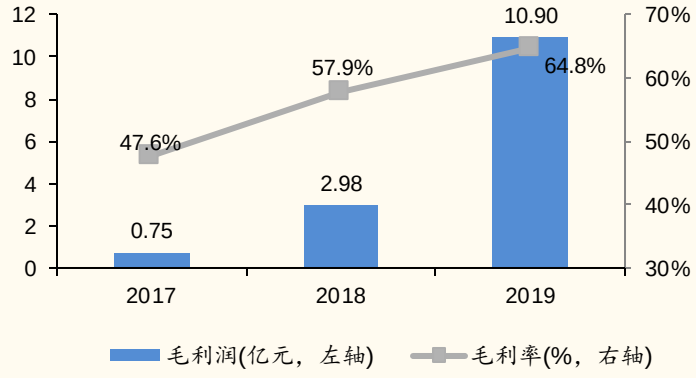
图表 33：2019 年泡泡玛特员工结构——67%为店铺运营



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

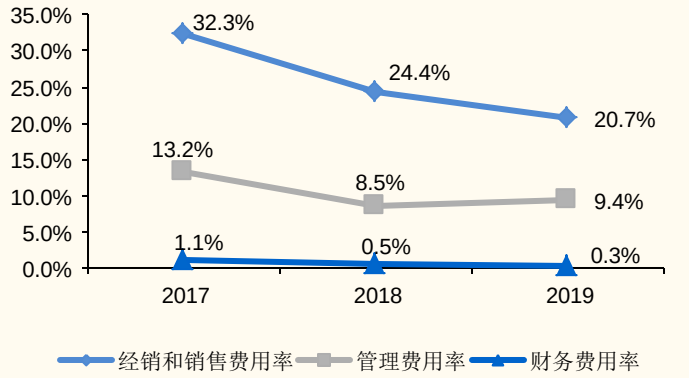
■ **公司处高速增长期，利润率边际持续大幅提升。**2017-19 年整体毛利率分别为 47.6%、57.9%/+10.3pct、64.8%/+6.9pct，毛利率的增长主要来自公司自主开发的相对毛利率较高产品的销售比重的上升。2019 年销售/管理/财务费用率分别为 20.7%/ 9.4%/ 0.3%，收入的高速增长摊薄费用率，公司由于业务扩张 2018-19 年销售费用分别增长 147%、177%，但销售费用率分别下降 7.9pct、3.7cpt。**净利润、现金流净额大幅增长。**2018/19 年归母净利润分别为 1.0 亿/4.5 亿，同比增长 6118%/ 353%。 经营现金流量净额增速高，2019 年达 5.03 亿，同比增长 187.4%。

图表 34：2019 年毛利率大幅增长 6.9pct 至 64.8%



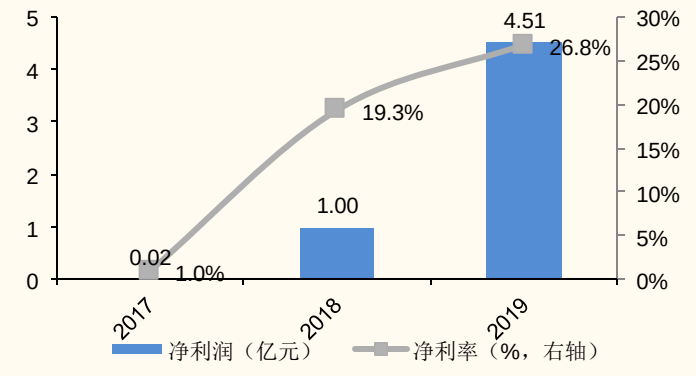
来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

图表 35：近三年公司费用率总体呈下降趋势



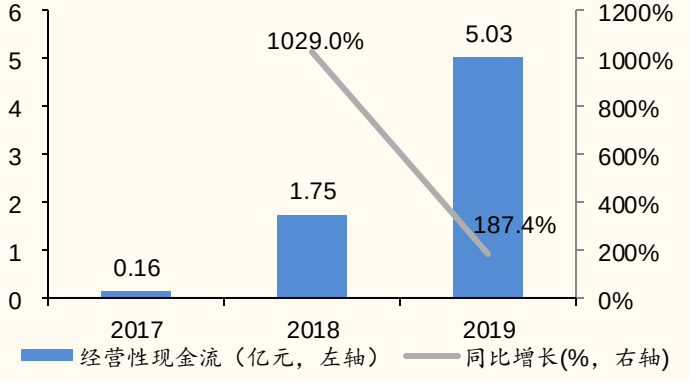
来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

图表 36：泡泡玛特净利润、净利率同步增长



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

图表 37：2019 年经营现金流 5.03 亿，同增 187%



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

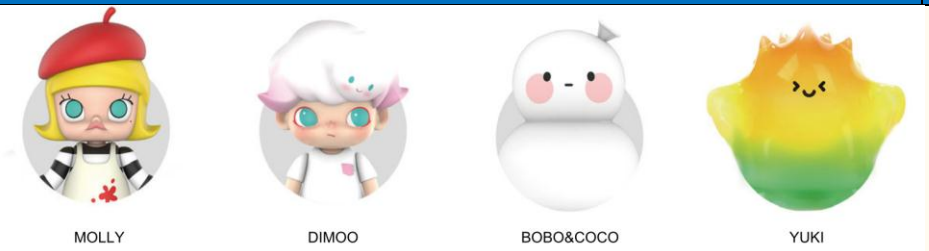
4. 泡泡玛特成功秘诀：IP&运营&触达

- **总体上看，我们认为泡泡玛特的核心优势在于①拥有稀缺 IP 资源，②成熟运营模式和③高效渠道布局保证触达。**
  - ①IP 是潮玩行业的核心要素，根据 36Kr，公司早在 2016 年就发现潮玩行业巨大的商业潜力，那时公司就开始将优秀 IP 签入名下，现已沉淀下 12 个自有 IP 和 22 个独家 IP，签约 51 个非独家 IP。早期签下的优秀 IP 典型代表正是目前公司的招牌 IP“Molly”。至今，公司仍通过发掘团队等渠道和举办潮玩展等方式继续发掘潜力潮玩 IP。
  - ②过硬的运营帮助优秀 IP 兑现其商业价值，泡泡玛特拥有一支 91 人的设计团队，操刀工业设计等环节，辅助设计师加快新系列的开发速度，保证 IP 活力。以 Molly 为例，其在 2016 年与公司合作之前每年推出新系列的数量仅为 2-3 个，而合作之后 2017-19 年平均每年推出 6 个新系列，推新速度大大加快。
  - ③公司早期经营潮玩杂货铺沉淀下优质实体铺面和宝贵运营经验，有助于高效触达目标消费群体，我们估算 2019 年公司店效 836 万元/+60%YoY，坪效达 6.7 万元。高效渠道即是传递品牌文化、转化潜在客户的重要途径，也是促进新 IP 迅速成功的重要推广途径。
- **具体来看：**

4.1. Molly+PUCKY 领衔，拥有大量高质量 IP 资源

- **IP 设计是潮玩产业的核心重点，泡泡玛特拥有大量的高质量 IP 资源。**截至 2020 年 6 月 1 日，公司共运营 85 个 IP，其中包括 12 个自有 IP、22 个独家 IP、51 个非独家 IP。自有 IP 包括收购的 IP 如 Molly 和 Dimoo，和公司内部团队开发的 IP 如 Yuki 和 BOBO&COCO 等，这些 IP 不断被原创艺术家完善；独家 IP 由公司和艺术家签订授权协议，合作开发；非独家 IP 是公司与 IP 提供商建立稳定的授权关系的产物，包括知名卡通人物如米老鼠、小黄人、Hello Kitty 等。

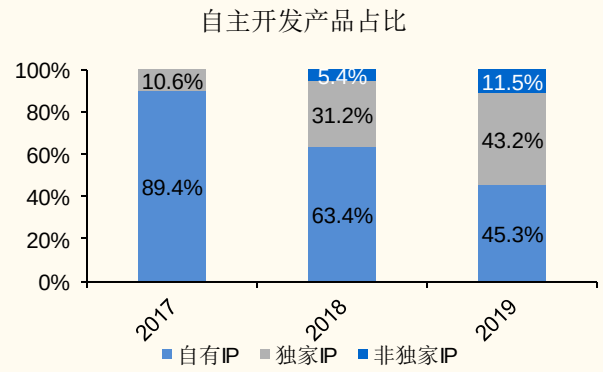
图表 38：泡泡玛特的 IP 分为自有 IP、独家 IP、非独家 IP

类型	数量	主要 IP	简介&说明
自有 IP	12 个		享有完全知识产权，包括收购的 Molly 和 Dimoo 等，以及内部团队开发的 Yuki 和 BOBO&COCO 等
独家 IP	22 个		协议期内独家享有基于 IP 开发及销售潮玩的权利，包括 PUCKY，The Monsters，SATYR RORY 等。
非独家 IP	51 个		与全球著名 IP 提供商签署的非独家授权协议，允许公司设计、开发和销售潮玩，包括米老鼠、小黄人、Hello Kitty 等

来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

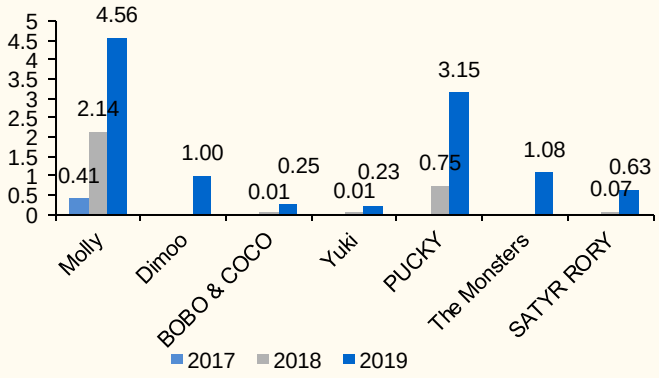
- **分 IP 来看：**2019 年自有 IP 占收入比重最高，达 45.3%；独家 IP 紧随其后，占比达 43.2%；非独家 IP 占比为 11.5%。独家 IP 和非独家 IP 的收入增速高，因此占比也在逐年提高。2019 年共有 4 个 IP 贡献收入过亿，按收入排名分别为 Molly（4.56 亿，2016 年推出）、Pucky（3.15 亿,2018 年推出）、The Monsters（1.08 亿，2019 年推出）和 Dimoo（1.00 亿，2019 年推出）。在四个亿元 IP 中，Dimoo 和 The Monsters 为 2019 年新推出的 IP，体现出公司具有较为成熟高效的发掘推新能力。

图表 39：自主产品收入中自有 IP 占比最高，独家和非独家 IP 占比提升



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

图表 40：泡泡玛特各 IP 收入（亿元）



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

- **Molly 创作于 2006 年，泡泡玛特于 2016 年 8 月推出首个 Molly 系列盲盒后 Molly 成为招牌 IP。**Molly 于 2006 年由来自香港的王信明先生创作，自那时以来王先生基于 Molly 开发多个定制潮流玩具。2016 年 4 月泡泡玛特与王先生签下独家协议，Molly 开始大规模商业化，同年 8 月 Molly 的首个盲盒“Zodiac”系列取得成功后，Molly 就成为了泡泡玛特的招牌 IP。2019 年 4 月，泡泡玛特与王信明先生签下知识产权转让协议，获得 Molly 的全球所有权，Molly 正式成为泡泡玛特的自有 IP。

图表 41：泡泡玛特招牌IP——Molly，一个嘟嘴的可爱蓝眼睛小女孩



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

- **Molly 盲盒成功后公司制定全面经营计划，进一步尝试开拓该 IP 的潜力。**首先是持续推出新的 Molly 盲盒系列，2017-19 年分别推出 7/6/5 个 Molly 盲盒系列。此外，为 Molly 开发手办与衍生品、并和其他知名 IP 合作等，

合作对象包括米奇、小黄人和 hello kitty。2019 年，公司将 Molly 授权给伊利，允许其使用 Molly 推广调味乳制品，以此开始尝试通过 IP 授权变现。

- **在有效的经营下，Molly 这个 14 年历史的老牌 IP 仍富有活力。**据 36Kr，Molly 从 2006 诞生起至 2016 年签约泡泡玛特前的十年间，一直在其设计师 Kenny Wong 的工作室里售卖，处于半商业化状态，在小圈子内流行。2016 年被泡泡玛特发掘后，Molly 迅速出圈，成为一个商业化大 IP，展现强大的生命力。2019 年 Molly 实现收入 4.56 亿元，同比增长 113%。由此我们认为优秀的 IP/艺术设计在成功的经营下，是可以做到历久弥新的，Molly 正是一个好例子。

图表 42：通过 IP 授权开拓 Molly 潜力，与伊利合作推出限量合作款



来源：苏宁易购，国金证券研究所

- **PUCKY 系列盲盒于 2018 年 4 月推出，是“梦森林世界的精灵”，**2018/19 年分别推出 3/6 个盲盒系列。PUCKY 由一位香港女艺术家毕奇创作，2017 年泡泡玛特与之签下独家授权协议，自此 PUCKY 成为泡泡玛特的独家 IP。在经营过程中，泡泡玛特通过推出限量版（如 2018 年双十一推出的 PUCKY Xmas Babies 系列盲盒）、举办主题展览等方式进一步提高 PUCKY 的知名度，至今 PUCKY 已成为公司第二大 IP。

图表 43：泡泡玛特第二大 IP——PUCKY，是“梦森林世界的精灵”



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

4.2. 掌握头部艺术家资源，成熟运营模式加快 IP 推新&产品迭代

- **艺术家是 IP 之母，泡泡玛特与行业头部艺术家建立深度联系，并组建艺术家挖掘团队把握行业上游资源。**根据公司招股书，至最后实际可行日期，公司于超过 350 位艺术家保持紧密联系，并通过授权或合作安排与其中 25 位艺术家展开合作。泡泡玛特通过一个内部艺术家发掘团队积极发掘新的有商业价值的艺术家，至 2019 年底团队成员超过 20 人。发掘的方式包括邀请艺术家参加潮玩展、组织设计比赛以及与顶级的艺术学院合作开展讲座、课程等。

图表 44：重视艺术家合作与发掘，把握产业上游 IP 资源



来源：泡泡玛特招股书，官网，国金证券研究所

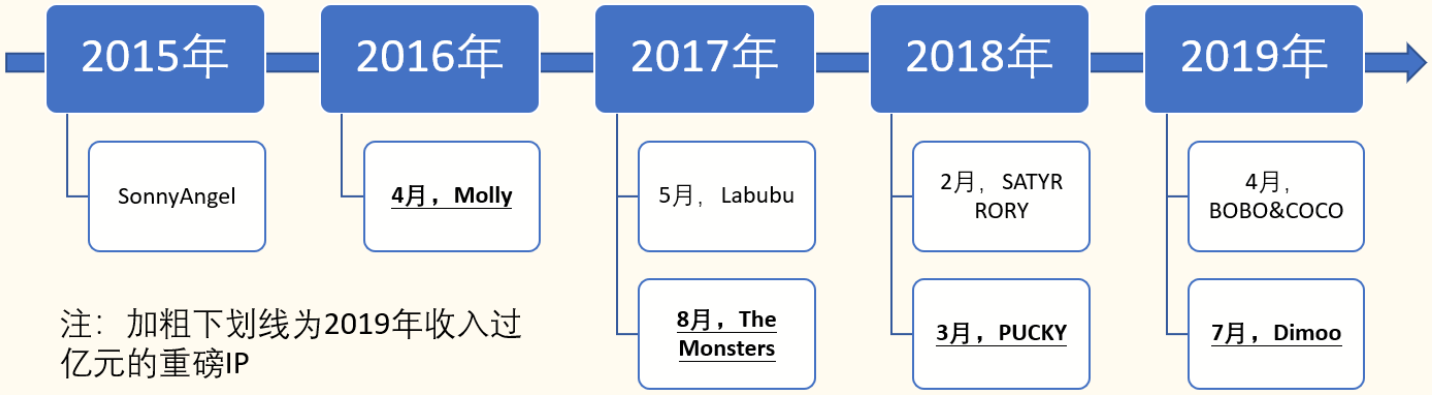
- **盲盒潮玩运营的一大重点是保证 IP 推出新系列的速度。**其意义在于：①一个 IP 通过同时出售数个系列能够在潜在消费者心中“刷存在感”，同时提供更多选择促进消费；②充分消化资深玩家购买力，目前盲盒玩家中高粘性资深玩家比例较高，这类玩家能够较快地集齐一个系列，保持有节奏的推新速度能充分消化其购买力，同时使这类玩家保持对 IP 的持续关注；③潮玩的特点是销售一段时间后会退市，使老系列“绝版”激发收藏欲，而只有保证新系列的推出，老系列才能正常退市。泡泡玛特在运营中一般要求每个 IP 每年都要出 8 个系列，包括 5 个常规款，3 个特殊节日发售的限量款，以充分保证 IP 热度持续。

- **通过成熟的内部设计团队赋能艺术家，加快创作进程保证推新速度。**在潮玩的生产环节中，设计师完成原稿后还需进行 3D 建模、原型生产微调、涂装上色等工业设计环节，这些步骤通常由设计团队完成。泡泡玛特拥有一支由拥有丰富艺术及设计经验的设计师组成的内部创意设计团队，2019 年底人数达 91 人。设计团队与艺术家紧密合作，在颜色、三维设计、模具、工艺等方面改善原始角色设计，使其兼顾商业性及艺术性，并最终投产，推向市场。以 Molly 为例，其在 2016 年与公司合作之前每年推出新系列的数量仅为 2-3 个，而合作之后 2017-19 年平均每年推出 6 个新系列，推新速度大大加快。

- **发掘团队+设计团队双重赋能下，泡泡玛特拥有高效的 IP 推新、运营能力。**公司具有快速推新的能力，计划 2020 年推出 30 个新 IP，加上 2019 年底已有的 85 个 IP，至 2020 年底 IP 数量有望达到 115 个；同时新 IP 能以较快速度成长，如 2019 年新推出的 Dimoo、The Monsters 系列在当年的收入均超过 1 亿元。运营能力以 Molly 为例，2016 年前 Molly 仅是一个小 IP，

在小众圈子里流行。2016 年公司与创作者王信明先生达成合作后，Molly 得以开始大规模商业化。通过成功的持续创作及市场运营，Molly 最终成为泡泡玛特的标志性 IP 之一。

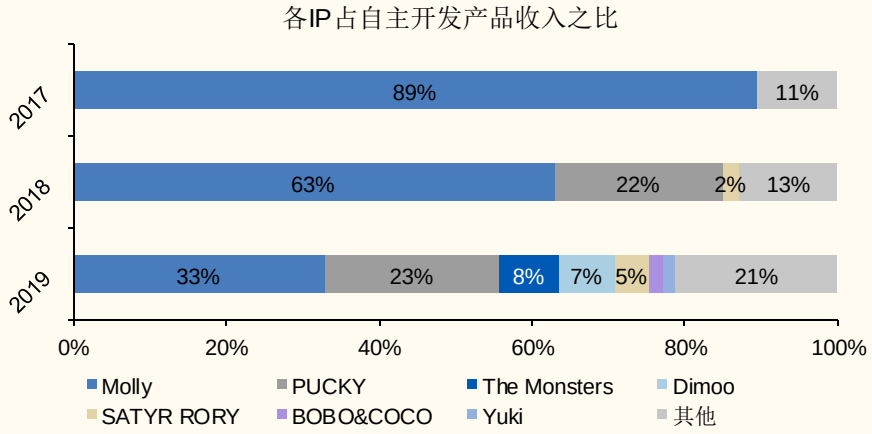
图表 45：各大主要 IP 推出时间——泡泡玛特拥有持续推出重磅 IP 的能力



来源：泡泡玛特官方微博，招股书，国金证券研究所

- **通过持续推出火热的 IP，泡泡玛特得以降低对 Molly 等首要 IP 的依赖程度。**Molly 一直是泡泡玛特最重要的 IP 之一。于 2017 年公司自主开发产品中，Molly 产品贡献的收入占比高达 89%。随着 PUCKY、Dimoo 等重磅 IP 的持续推出，Molly 占自主开发产品收入之比逐年减少，至 2019 年已减少至 33%，大幅降低由于过度依赖某个 IP 所产生的经营风险，体现公司具有较强的推新能力。

图表 46：随着新 IP 推出，公司对 Molly 的依赖程度逐年减少

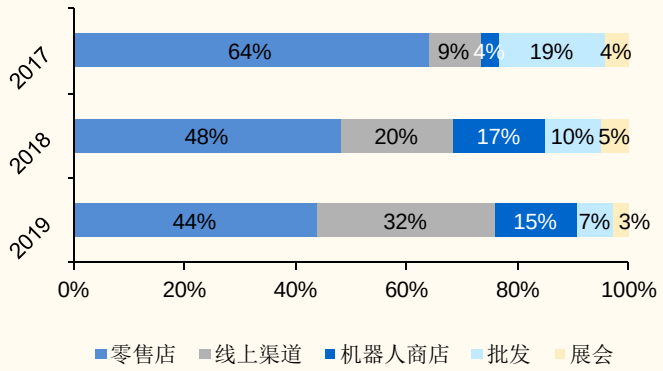


来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

4.3. 线下完善网点+线上有趣玩法，打造无缝衔接体验提升顾客粘性

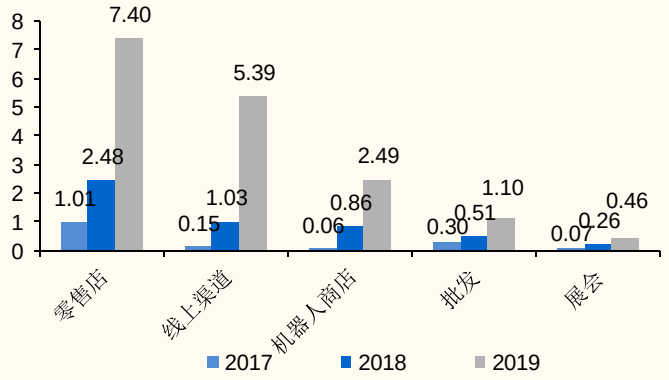
- **总体上看，目前泡泡玛特以线下渠道为主，线上渠道占比快速增长。**线下方面，至 2019 年底公司在 33 个城市拥有 114 家零售店，在 57 个城市拥有 825 个机器人商店。2019 年零售店收入占比 43.9%、机器人商店占比 14.8%，批发占比 6.6%。线上渠道主要是天猫旗舰店和泡泡抽盒机，占比 32.0%。展会渠道占比 2.7%，主要是北京、上海两大潮玩展。我们认为，完善、高效的渠道即是传递品牌文化、转化潜在客户的重要途径，也是促进新 IP 迅速成功的重要推广途径，是泡泡玛特的一大核心竞争优势。

图表 47：零售店渠道为主，线上渠道占比快速增长



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

图表 48：各渠道收入分析（亿元）



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

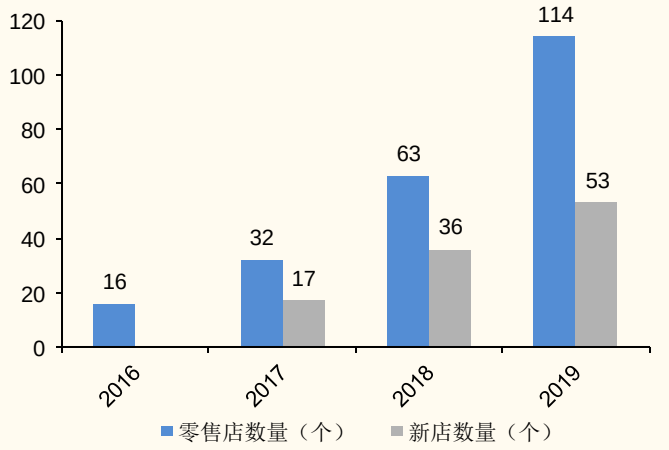
- **114 家零售店遍及全国 33 城，是目前最主要的销售渠道。**至 2019 年底，泡泡玛特在中国 33 个一二线城市的主流商圈拥有 114 家零售店。泡泡玛特零售店面积一般在 100 至 150 平米之间。**店铺多位于大型商圈，陈设整齐精美。**门店大多位于核心商圈 B1 层，通常门面较大且位于显眼位置。门店陈列有大号潮玩模型及若干陈列柜，柜子上半部分通常用于展示潮玩本体和对应衍生品，下半部分则是供抽取的盲盒。

图表 49：泡泡玛特零售店遍及全国，主要在一二线城市



来源：实地拍摄，国金证券研究所

图表 50：开店速度快，零售店数量持续增长



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

- **至 2019 年底机器人商店数量已达 825 个，覆盖 57 个城市。**机器人商店数量增长快，2019 年全年新增 565 个机器人商店网点。公司于 2017 年 4 月推出无人收银的机器人商店，以扩大线下渠道的覆盖范围。机器人商店主要用于销售盲盒商品，泡泡玛特大多数盲盒产品包装尺寸较小（据我们实际测量，通常长宽高为 5cm*5cm*10cm 左右），因此适合通过机器人商店销售。
- **机器人商店拥有良好展示效果的同时，相比零售店能显著降低成本。**机器人商店同样位于大型商圈，通过巧妙的布置和陈设能起到较好的展示效果。由于能够节省租赁费、人工费和维护费用，公司能够高效快速地扩张机器人商店网络。此外，机器人商店的销售信息和反馈为公司实体零售店扩张提供宝贵的洞察数据，未来将新开零售店取代销量很大的机器人商店。
- **大多数机器人商店由泡泡玛特运营，也有少部分合作运营。**至 2019 年底，825 个机器人商店中有 81 个为合营，合营占比为 9.8%。合作伙伴负责存货管理、位置租赁与机器的维护工作。合营商店中出售的产品的所有权由公司直接转移给消费者，合作伙伴不承担库存风险。公司通常每月将总销

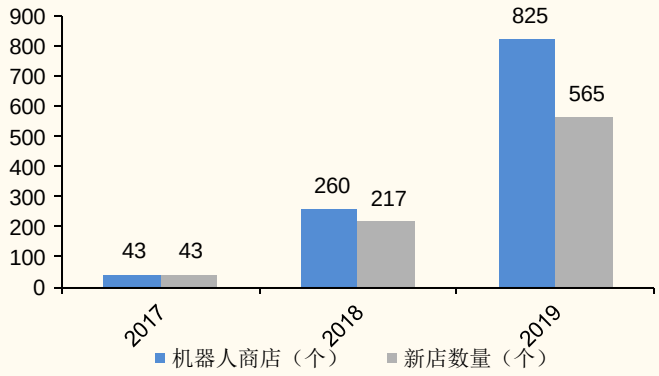
售收入的 35%支付给合作伙伴。日后泡泡玛特计划不再聘请新的机器人商店合作伙伴。

图表 51：陈设巧妙的机器人商店也有较好的展示效果



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

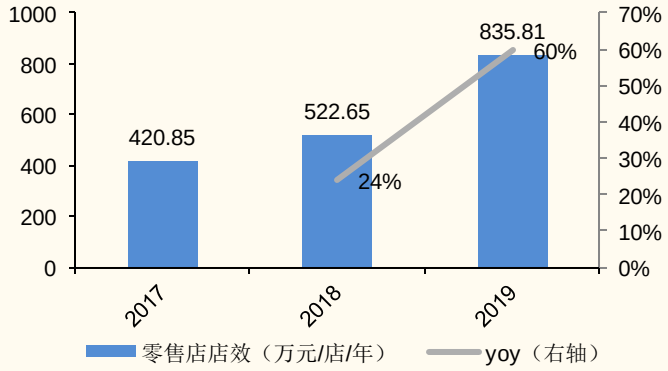
图表 52：2017 年推出后，机器人商店数量快速增长



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

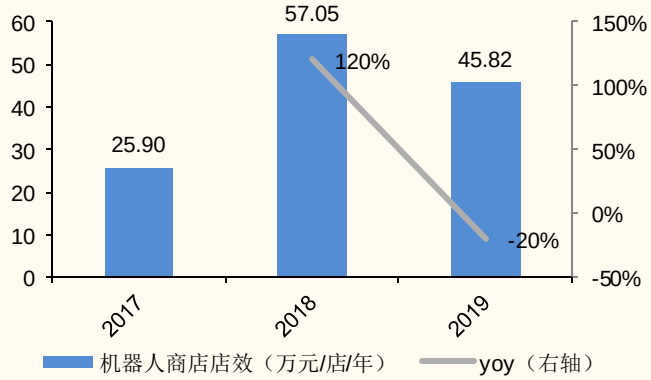
- **店效分析：零售店店效增速高。**2019 年泡泡玛特零售店平均店效高达 836 万/店/年，同比增长 60%，平均每店每日贡献收入 2.3 万元。公司招股书披露零售店门店面积大多在 100-150 平方米，以平均每店面积 125 平方米计，2019 年门店坪效高达 6.7 万/平方米/年。2019 年机器人商店店效为 45.8 万，同比减少 20%。公司机器人商店数量增长快，2019 年新增 565 个，年底机器人商店数量较年初增长 217%，因此店效下滑是正常现象。

图表 53：2019 年零售店店效 836 万，同增 60%



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

图表 54：2019 年机器人商店店效 46 万，同减 20%



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

- **推出限时快闪店，创造身临其境的购物体验。**2017 年起公司于购物中心合作，推出限时主题快闪店，一般期限为 1 至 3 个月。快闪店主要是以营销为目的，一般位于购物中心一楼中庭，通过布置大型模型吸引目光，给消费者身临其境的感觉，同时起到宣传品牌、吸引新的消费者加入的目的。

图表 55：泡泡玛特快闪店一般位于购物中心中庭



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

图表 56：快闪店能吸引大量目光，起到宣传营销的效果



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

- **每年举办两届潮流玩具展会，提升潮玩渗透。**早些时候国内没有大型潮流玩具活动展览。泡泡玛特于 2017 年 9 月举办首届北京国际潮玩展，自彼时起，公司每年举办两次大型潮流玩具展会，分别为北京国际潮玩展和上海国际潮玩展。展会中公司邀请设计师带来其设计的潮玩，不仅为粉丝提供和设计师面对面的机会，也帮助公司搜寻有潜力的新设计师和新 IP。据弗若斯特沙利文数据，北京国际潮玩展和上海国际潮玩展是国内参与人数最多的潮玩展会，2019 年的北京潮玩展吸引了来自 14 个国家和地区的 270 名艺术家，带来超过 200 个玩具品牌，参观人次超 10 万。

图表 57：泡泡玛特组织的北京、上海潮玩展已成为国内最大的潮玩展会

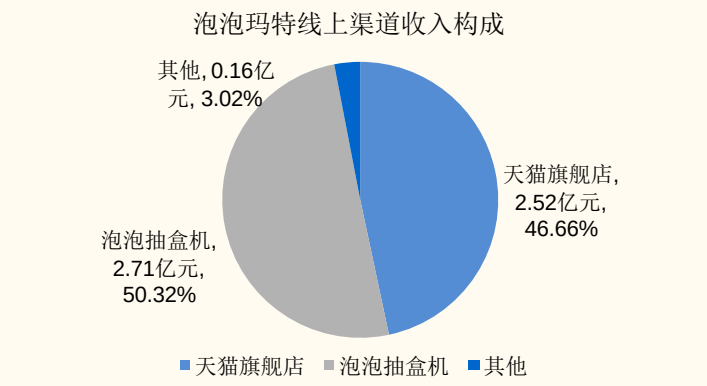


来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

- **线上渠道以天猫旗舰店、泡泡抽盒机为主，也包括葩趣及其他电商平台。**泡泡玛特天猫旗舰店开设于 2016 年 6 月，2019 年收入 2.52 亿元，占线上渠道收入的 46.66%。据弗若斯特沙利文数据，泡泡玛特天猫旗舰店在 2019 年双十一期间销量居天猫所有玩具旗舰店之首。泡泡抽盒机是一个微信小程序，于 2018 年 9 月上线，2019 年收入 2.71 亿元，占线上收入的 50.32%，目前已是泡泡玛特最主要的线上渠道。
- **线上渠道迅速崛起的一大原因是其提供特殊福利，这一定程度上是对玩家等待盲盒过程的弥补。**如泡泡抽盒机小程序提供“摇一摇”、提示卡、透视卡等福利玩法，摇一摇能排除一个可能（即告诉顾客盒子里不是某某款），

每次购买前有两次机会；提示卡和透视卡是 VIP 会员专属功能，其中提示卡能多给一次提示机会，透视卡可以直接告诉顾客盒中物品。

图表 58：线上渠道以天猫旗舰店和泡泡抽盒机为主



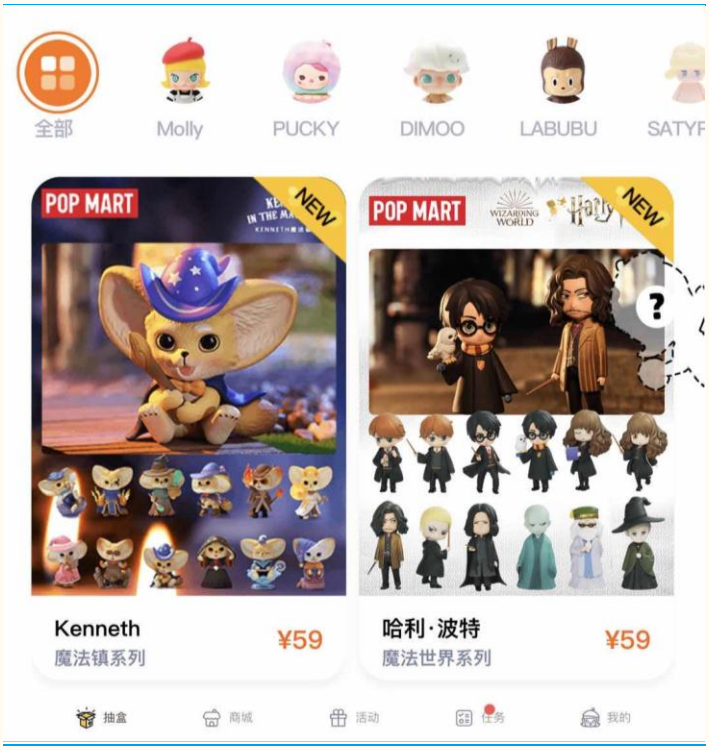
来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

图表 59：泡泡玛特天猫旗舰店——一个主要的线上渠道



来源：泡泡玛特旗舰店，国金证券研究所

图表 60：泡泡抽盒机有抽盒、任务、活动等界面



来源：泡泡抽盒机小程序，国金证券研究所

图表 61：泡泡抽盒机“摇一摇”能排除一个盲盒内款式



来源：泡泡抽盒机小程序，国金证券研究所

- **会员 VIP 分层制度鼓励玩家更多消费，高级会员多，粘性足。**会员系通过微信扫码免费注册，后续可通过电话号码积分。会员专属福利包括生日当天 8 折优惠；消费 1:1 积分，可 20:1 兑换现金；年底积分兑换专属潮玩等。VIP 根据年消费分为 4 个等级，等级由泡泡值决定，泡泡值可以通过购物、做任务等方式积累。每个会员等级均对应不同特权和福利，特权包括抽盒机盲盒内容提示卡等。至 2019 年 7 月，注册会员中有 15%是最高等级；2019 年全年，注册会员的整体复购率达 58%，高等级会员多，会员整体体现出较高粘性。

图表 62：泡泡玛特会员分为 4 个层级，每个层级对应不同福利



来源：泡泡玛特会员中心小程序，国金证券研究所

- **组建微信公众号、葩趣平台促进粉丝互动。**泡泡玛特组建了“葩趣”社区，提供潮玩信息最新资讯、交流论坛和自营商城。据公司招股书，至最后实际可行日期葩趣社区已覆盖超过 600 个潮玩品牌。泡泡玛特的微信公众号主要用于推送新系列新产品发布信息及各类活动信息，至 2019 年底已经拥有 200 万名粉丝。

图表 63：“葩趣”社区与众多潮玩品牌达成合作

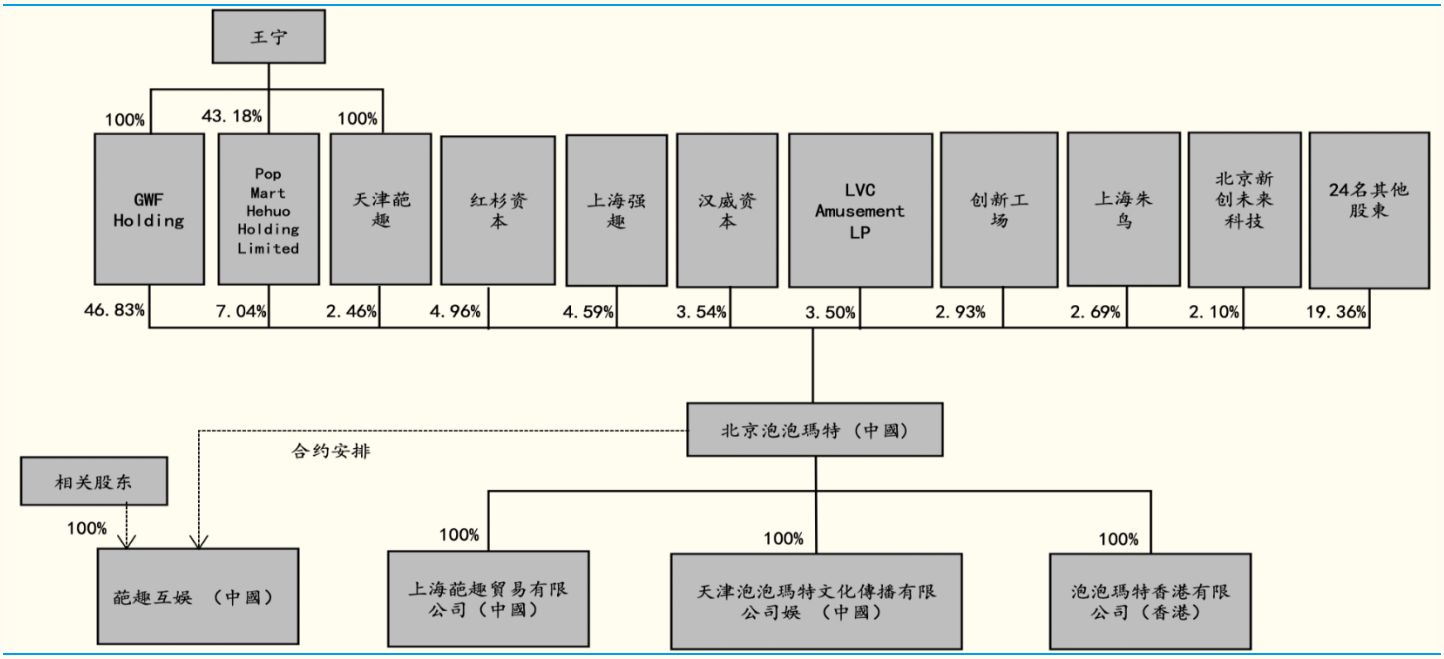


来源：葩趣官网，国金证券研究所

5. 股权结构集中，高管团队年轻且拥有丰富的零售、IP 运营经验

- **泡泡玛特实际控制人为王宁，上市前持股比例达 56.33%。**据泡泡玛特招股说明书，在本次 IPO 前，公司执行董事兼董事会主席及行政总裁王宁通过三家公司 GWF Holding（由王宁通过 UBS Trustees (B.V.I.) Ltd.设立的信托全资拥有）、Pop Mart Hehuo Holding Limited（王宁持有 43.18%股份）和天津葩趣（王宁全资拥有）共持有公司 56.33%的股份。公司第一大机构股东为红杉资本，持股比例 4.96%。本次资本化发行后，王宁仍为泡泡玛特公司控股股东。

图表 64：泡泡玛特股权图——创始人持股比例高达 56%



来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

注：①GWF Holding 为一家于英属维京群岛注册成立的获豁免投资控股公司，由王宁先生通过 UBS Trustees（B.V.I.）Ltd.设立信托全资拥有。

②Pop Mart Hehuo Holding Limited 为一家于英属维尔京群岛注册成立的获豁免投资控股公司，由王宁（43.18%）、杨涛（15.11%）、司德（0.92%）、刘冉（9.23%）及公司 12 名其他雇员共同拥有。

③天津葩趣为一家根据英属维尔京群岛法律注册成立的公司，由王宁全资拥有。

图表 65：泡泡玛特融资历史回溯

融资时间	融资轮次	融资金额	投资方
2013 年 5 月 16 日	天使轮	600 万人民币	墨池山创投
2014 年 5 月 1 日	A 轮	1990 万人民币	金鹰商贸集团
2014 年 7 月 1 日	A+轮	数千万人民币	启赋资本、墨池山创投
2014 年 8 月 15 日	Pre-B 轮	数百万人民币	北京启赋创业投资中心（有限合伙）
2015 年 7 月 1 日	B 轮	3600 万人民币	启赋资本、金鹰商贸集团、金慧丰投资
2015 年 7 月 31 日	C 轮	未披露	凤博投资、金慧丰投资、启赋资本
2016 年 11 月 9 日	D 轮	3250 万人民币	华强资本、中赢股权、金慧丰泰盈、横琴合享创投等
2017 年 1 月 25 日	新三板	未披露	—
2017 年 12 月 28 日	新三板定增	4000 万人民币	—
2020 年 4 月 29 日	F 轮	超 1 亿美元	华兴新经济基金、正心谷资本

来源：公司新三板公告，启信宝，国金证券研究所

- **公司的高管团队年轻有活力且富有经验：**据招股书，公司高级管理人员的平均年龄仅 35 岁；团队成员零售行业及 IP 运营经验丰富，平均每人有约 10 年的零售行业或 IP 运营相关经验 。

图表 66：高管年轻有活力，并具有丰富的零售、IP 运营经验

姓名	年龄	职务及职责	简历
王宁	33 岁	执行董事、董事会主席及行政总裁	**公司创始人，**郑州大学西亚斯国际学院（现为郑州西亚斯学院）广告专业学士学位，北京大学光华管理学院工商管理硕士学位，**负责公司整体战略规划及管理，担任泡泡玛特数家主要附属公司的董事，**包括北京泡泡玛特、 葩趣互娱、Pop Mart(Hong Kong) Holding Limited 及天津泡泡玛特文化传播有限公司。

杨涛	33 岁	执行董事及副总裁	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，于**2010 年 10 月加入，负责监察公司的产品开发部，**为董事会主席王宁先生的配偶。
刘冉	32 岁	执行董事及副总裁	郑州大学西亚斯国际学院（现为郑州西亚斯学院）旅游管理专业学士学位，**于 2011 年 7 月加入，负责监察本公司的线下业务部。**
司德	31 岁	执行董事及首席营运官	中国传媒大学法语专业学士学位，北京大学光华管理学院工商管理硕士学位，**于 2015 年 3 月加入，负责整体运营及监察本公司的在线业务部及人力资源部。**入职之初为品牌运营主任，**于 2016 年 7 月晋升为副总裁。**

来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

- **IPO 集资金主要用于支持后续扩大业务所需的各项投入。**包括扩展海外市场及加强消费者接触渠道，潜在投资与收购，技术投资以增强营销及提升业务数字化程度，增强 IP 开发能力、增加自有 IP 数量来扩大 IP 库，以及补充营运资金等。具体来看：
  - **扩展海外市场及加强消费者接触渠道：**公司计划扩展亚洲、欧洲及北美市场业务，同时加强全渠道消费者接触网络，包括开设新零售店、机器人商店和其他消费者接触渠道。
  - **潜在投资与收购：**公司将用于对本行业价值链的公司进行潜在投资、收购及拨资给与公司建立战略联盟的合作伙伴。
  - **技术投资以增强营销及提升业务数字化程度：**为了通过精准营销提高公司的营销效率，公司计划提升大数据及人工智能实力。同时，公司计划优化自营应用程序及小程序，以改进功能及提升用户体验。此外，公司计划继优化各种信息技术系统以提高经营效率。
  - **通过增强 IP 开发能力、增加自有 IP 数量来扩大 IP 库：**公司计划通过举办潮玩展等方式吸引优秀艺术家、招募艺术家来增强 IP 开发能力并增加 IP 数目。

图表 67：泡泡玛特募资用途

用途	说明
拓展海外市场	计划通过开设新零售店、机器人商店等方式拓展亚、欧及北美市场
潜在投资和收购	对本行业价值链公司进行潜在投资、收购及拨资给战略联盟合作伙伴
技术投资	提升大数据和 AI 实力；改进小程序提升用户体验；优化信息系统等
扩大 IP 库	通过举办潮玩展吸引并招募优秀艺术家
营运资金及一般公司用途	

来源：泡泡玛特招股书，国金证券研究所

6. 投资建议

- 公司是国内潮玩赛道龙头，通过早期代理日本潮玩 SonnyAngel 成功发现潮玩赛道机遇，之后迅速签下一批优质 IP，并与业内优秀设计师展开深度合作，把握上游稀缺的 IP 资源。目前，公司通过良好的运营成功变现优秀 IP 的商业价值，业绩迅速增长，公司的品牌与 IP 的知名度进一步扩大。未来，随着居民可支配收入增长与消费观念改变，娱乐消费占比有望进一步提升，实物潮玩市场前景可期。建议更多关注高增速、好前景的潮玩赛道以及赛道龙头企业泡泡玛特。

风险提示

- **新产品不及预期：**潮流玩具运营中的一大重点是不断更新迭代，且目标消费者喜好较难预测。若潮玩公司新 IP、新系列的市场反应不及预期，其收入、利润可能大幅下降。
- **竞争加剧：**潮玩行业处于成长期，新对手加入及现有对手扩大投入都可能使行业竞争加剧，从而影响公司业绩。
- **核心 IP 老化过快：**潮玩市场新进入者众多，消费者口味变化快，若核心 IP 老化过快将可能影响公司业绩。
- **疫情影响线下销售：**大多数潮玩通过实体店、自动售货机等线下网点销售，疫情下居民减少出行将一定程度上影响线下销售额，进而影响公司整体业绩。
- **IP 授权协议续约失败：**目前泡泡玛特自有产品收入中有 43%来自独家协议 IP，若独家协议到期后续约失败造成 IP 流失，将可能对公司收入造成较大影响。
- **供应链风险：**泡泡玛特潮玩供应商主要为第三方制造商，存在供给不足的断货风险及因材料、工艺不合格引致的法律风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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