

泡泡玛特 (09992.HK)

IP、渠道双边效应强，海外发展迅速

作为潮玩龙头公司，我们看好公司持续获取/培育 IP 及运营的能力。在多渠道覆盖下，公司有望持续业绩持续增长。我们预计公司 24-26 年实现经调整净利润 16.3/20.8/25.7 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。

- 公司建立了覆盖潮玩玩具全产业链一体化平台，包括艺术家发掘、IP 运营、渠道与销售等。我们将公司发展历程大致分为三个阶段：1) 2010 年-2014 年：百货商店模式。售卖玩具、家居、数码、零食等的“潮流百货商店”；2) 2015-2019 年：聚焦盲盒，扩大 IP 储备，完善渠道布局。2015 年开始逐步聚焦潮玩盲盒，逐步推出 Molly/Labubu/Pucky/Dimoo 等 IP 对应的系列产品，布局和发展线上线下结合的销售体系；3) 2020 年至今：产品和变现渠道多元化发展。继续扩大 IP 储备，推出 Skullpanda/小甜豆等 IP 产品，推出高端产品线 MEGA 系列、创立 inner flow；探索游戏、动画、城市乐园等变现方式。23 年线下复苏显著，公司收入同比增长 36.5%至 63.01 亿元；毛利率同比增长 3.8pct 至 61.3%；经调整净利润同比增长 107.6%至 11.9 亿元，对应经调整净利率为 18.9%，同比增长 6.5pct。
- 公司股权结构集中，管理团队经验丰富。创始人兼董事长王宁为第一大股东及实际控制人，持股比例为 49.85%。核心团队深耕潮玩领域，王宁、杨涛、刘冉自公司创立之初（刘冉为公司创立第二年）在公司任职，深耕潮玩领域积累了丰富的行业经验。后续随着业务的不断发展不断引入新的高级人才，负责集团运营、海外业务监察等工作。
- 我们认为公司护城河主要由用户、IP 及渠道构成。用户端，年轻用户和女性用户为主要群体，主要用户群体有较强的购买能力。核心用户群体复购亿元较强。23 年会员数同比增长 32%至 3435 万。IP 端，公司凭借先发优势与大批艺术家合作。随渠道布局不断完善，保持公司对艺术家的吸引力。此外，公司也建立内部设计师团队，自有 IP 加速上新。渠道端，公司建立起全渠道触达，门店坪效较高，门店数量及单店创收实现双升。
- 展望未来，我们认为公司增长空间主要来自于 IP 类型多样化及产品多元化发展、国内及零售门店拓展，以及乐园等业务的多元化布局。我们预计公司 24-26 年实现经调整净利润 16.3/20.8/25.7 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：新品拓展不及预期、海外推广不及预期、监管及舆情风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	4617	6301.0	8173	10181	12146
同比增长	3%	36%	30%	25%	19%
营业利润(百万元)	583	1231	1760	2313	2889
同比增长	-49%	111%	43%	31%	25%
归母净利润(百万元)	476	1082	1534	2001	2484
同比增长	-44%	128%	42%	30%	24%
经调净利(百万元)	574	1191	1634	2081	2566
同比增长	-43%	108%	37%	27%	23%
PE	79.0	38.1	27.7	21.8	17.7

资料：公司数据、

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/传媒

目标估值：NA

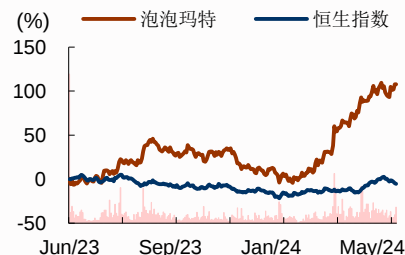
当前股价：37.1 港元

基础数据

总股本 (百万股)	1343
香港股 (百万股)	1343
总市值 (十亿港元)	49.8
香港股市值 (十亿港元)	49.8
每股净资产 (港元)	6.4
ROE (TTM)	13.9
资产负债率	22.0%
主要股东	GWF Holding Limited
主要股东持股比例	42.42%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	62	125



相关报告

- 1、《泡泡玛特 (09992) 一疫情影响渠道公司业绩承压，IP 运营能力较强看好后续消费复苏》2022-07-18

正文目录

一、 公司简介	6
1、 发展历程：从潮流百货店到集中潮玩盲盒到产品和变现渠道多元化发展 ...	6
2、 商业模式：覆盖潮流玩具全产业链一体化平台	6
3、 公司 IP：自有 IP 为主要收入，收购 IP 销售表现相对强劲	7
4、 公司业绩：23 年实现收入利润双增，海外增速亮眼	8
5、 股权结构：股权结构集中，主要管理人员深耕潮玩领域	10
二、 护城河：IP 开发与渠道双边效应强，核心用户需求稳定	11
1、 用户端：会员数量驱动收入增长，核心会员需求稳定	11
2、 IP 资源：先发优势较强，多渠道触达优质 IP 资源	13
（1）中国潮玩第一批入局者，与众多知名艺术家达成合作	13
（2）艺术家触达渠道不断完善，保持对艺术家的吸引力	14
（3）建立内部设计师团队，自有 IP 加速上新	15
3、 渠道：门店坪效处于行业较高水平，线上渠道丰富	16
（1）泡泡玛特建立了线上+线下的全渠道销售体系	16
（2）线下渠道：零售店为主要收入，门店坪效较高	18
（3）线上渠道：三方电商平台+自有平台多渠道布局	20
4、 IP 运营能力：运营周期长，中台能力较强	21
（1）建立完善的 IP 商业化流程	21
（2）公司有较强的 IP 运营能力	22
5、 主要潮玩企业商业模式比较：IP 及渠道能力突出	25
（1）名创优品：SKU 更迭上新快	25
（2）三丽鸥：IP 变现模式多样，衍生品品类较多	26
（3）乐高：IP 化特点突出	28
三、 增长驱动：IP、渠道不断丰富	29
1、 IP 端：IP 品类不断丰富，拓展多形式 IP 变现	29
（1）客群扩展，推出更多男性向的 IP 产品	29
（2）逐渐丰富的产品矩阵助力扩展用户群体	30
（3）公司产品不断丰富，不同产品用户画像存在差异，有助于扩展消费群体	32
2、 渠道端：海外门店拓展顺利，线上布局不断丰富	33
（1）零售店开店空间测算	33

（2）线上渠道.....	34
（3）海外业务.....	34
4、多元化业务：乐园.....	36
三、投资建议.....	37
四、风险提示.....	39
1、新品拓展不及预期.....	39
2、海外推广不及预期.....	39
3、监管及舆情风险.....	39

图表目录

图 1：泡泡玛特发展历程.....	6
图 2：泡泡玛特国内线下零售店和机器人商店数量.....	6
图 3：泡泡玛特商业模式和价值链拆解.....	7
图 4：泡泡玛特 IP 类型对比.....	8
图 5：泡泡玛特分产品收入构成.....	8
图 6：泡泡玛特主要 IP 收入贡献.....	8
图 7：泡泡玛特营业收入及同比增速.....	8
图 8：泡泡玛特毛利及毛利率变化情况.....	10
图 9：泡泡玛特经调纯利及经调净利率.....	10
图 10：泡泡玛特股权结构.....	10
图 11：泡泡玛特会员数量.....	12
图 12：泡泡玛特抖音用户画像年龄分布.....	13
图 13：泡泡玛特抖音用户画像性别分布.....	13
图 14：泡泡玛特潮设计及授权成本及占收比.....	15
图 15：泡泡玛特消费者触达渠道.....	16
图 16：泡泡玛特不同渠道收入贡献占比变化.....	17
图 17：泡泡玛特不同渠道收入贡献同比增速变化.....	17
图 18：泡泡玛特线下渠道收入贡献.....	19
图 19：2023 年线下单店年收入对比（单位：百万元）.....	19
图 20：泡泡玛特零售店城市分布.....	19
图 21：泡泡玛特机器人商店城市分布.....	19

图 22: 泡泡玛特线上渠道收入贡献占比变化	21
图 23: 泡泡玛特线上渠道收入变化 (单位: 百万元)	21
图 24: 泡泡玛特 IP 商业化流程	22
图 25: 潮玩企业微博/天猫粉丝数对比 (单位: 万人)	22
图 26: 潮玩族热门 IP 排行榜前 5/10 中泡泡玛特 IP 数量	22
图 27: 名创优品的业务流程	26
图 28: 名创优品 SKU 数量	26
图 29: SANRIO 的 IP 变现模式更加多元化	27
图 30: SANRIO (non-consolidated) 中产品销售业务和授权业务占日本国内总收入的比例	27
图 31: 乐高产品销售业务模式	28
图 32: 乐高 2017-2022 年推出的系列数量和套装数量	28
图 33: 公司主要头部 IP 抖音用户画像	29
图 34: 公司主要头部 IP	30
图 35: 泡泡玛特每月推出的盲盒数量	30
图 36: 泡泡玛特每月推出的周边系列数量	30
图 37: 泡泡玛特不同产品抖音话题用户年龄画像	32
图 38: 泡泡玛特不同产品抖音话题用户性别画像	32
图 39: 泡泡玛特天猫销量排行榜/抖音直播榜	34
图 40: 泡泡玛特海外收入增长和占比	35
图 41: 泡泡玛特海外门店数量	35
图 42: 泡泡玛特不同渠道对海外收入贡献	35
图 43: 泡泡玛特城市乐园地图-轻投入方式	36
图 44: 三丽鸥乐园经营利润率	36
图 45: 泡泡玛特自研游戏 TapTap 评分达到 9.6 分	37
图 46: 两点十分部分主要作品	37
图 47: 泡泡玛特历史 forward PE	39
表 1: 泡泡玛特按渠道划分收入	9
表 2: 主要管理层	10
表 3: 泡泡玛特会员收入贡献及客单价测算	12
表 4: 中国潮玩行业发展历程-泡泡玛特布局较早掌握先发优势	13

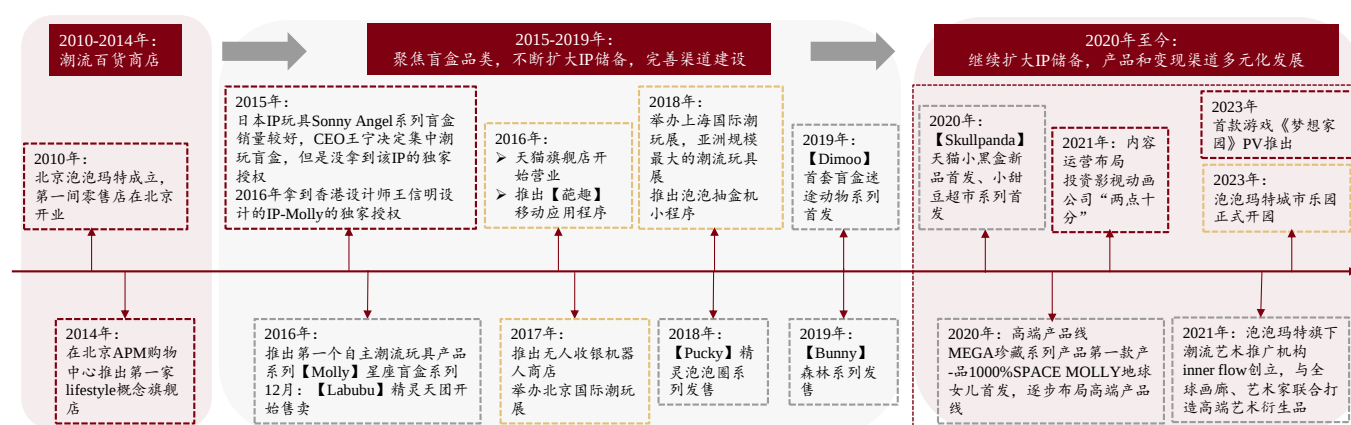
表 5: 泡泡玛特主要签约艺术家及对应的 IP	14
表 6: 泡泡玛特潮玩展参展艺术家及品牌数量	15
表 7: 泡泡玛特主要自有 IP	15
表 8: 潮玩行业主要企业渠道/IP 对比	17
表 9: 泡泡玛特主要 IP 每月上新产品系列数量	18
表 10: 泡泡玛特零售店数量及平均单店年收入变化情况	20
表 11: 2022 年泡泡玛特及同业店铺坪效计算	20
表 12: 泡泡玛特天猫旗舰店收入拆解	21
表 13: 泡泡玛特泡泡抽盒机收入拆解	21
表 14: 潮玩族 2023 年 10 月交易量 top10 的 IP	23
表 15: 潮玩族 2023 年 11 月交易量 top10 的 IP	23
表 16: 泡泡玛特公众号 2023 年宣布停售的产品系列销售时长	23
表 17: 泡泡玛特天猫旗舰店销量排名前 20 的产品推出时长	24
表 18: 潮玩族 2023 年 11 月交易量 top30 产品系列推出时长	24
表 19: 泡泡玛特 2023 年 11 月推出的产品数量	26
表 20: 乐高和泡泡玛特产业链对比	28
表 21: 泡泡玛特 11 月推出的周边系列和单价统计	31
表 22: 最近半年泡泡玛特 MEGA 产品系列推出节奏	31
表 23: 最近半年泡泡玛特公仔/手办/可动人偶产品系列推出节奏	31
表 24: 泡泡玛特门店分布	33
表 25: 泡泡玛特开店空间测算	33
表 26: 泡泡玛特主要渠道收入空间测算	35
表 27: 三丽鸥乐园主要运营指标	36
表 28: 分渠道收入端预测（百万，人民币）	37
表 29: 泡泡玛特盈利预测（2022A-2026E）	38
表 30: 可比公司估值	38
附：财务预测表	40

一、公司简介

1、发展历程：从潮流百货店到集中潮玩盲盒到产品和变现渠道多元化发展

泡泡玛特发展历程可以分为3个阶段：1）2010年-2014年：百货商店模式。售卖玩具、家居、数码、零食等的“潮流百货商店”；2）2015-2019年：聚焦盲盒，扩大IP储备，完善渠道布局。2015年开始逐步聚焦潮玩盲盒，逐步推出Molly/Labubu/Pucky/Dimoo等IP对应的系列产品，布局和发展线上线下结合的销售体系；3）2020年至今：产品和变现渠道多元化发展。继续扩大IP储备，推出Skullpanda/小甜豆等IP产品，推出高端产品线MEGA系列、创立inner flow；探索游戏、动画、城市乐园等变现方式。

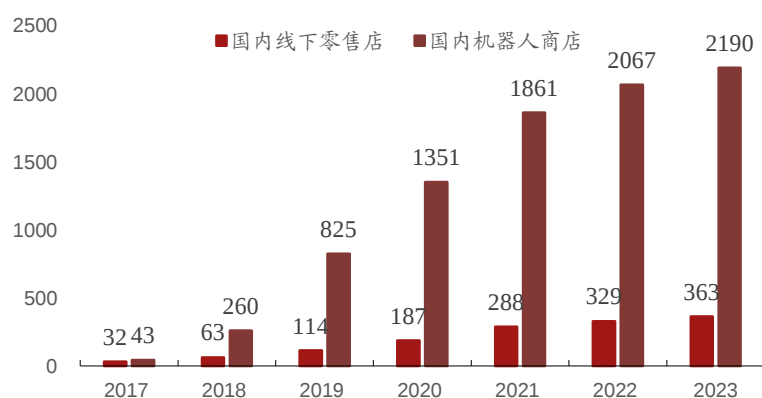
图1：泡泡玛特发展历程



资料：公司公告、澎湃新闻、泡泡玛特官方公众号、

注：盲盒系列产品首推时间根据公众号信息统计

图2：泡泡玛特国内线下零售店和机器人商店数量



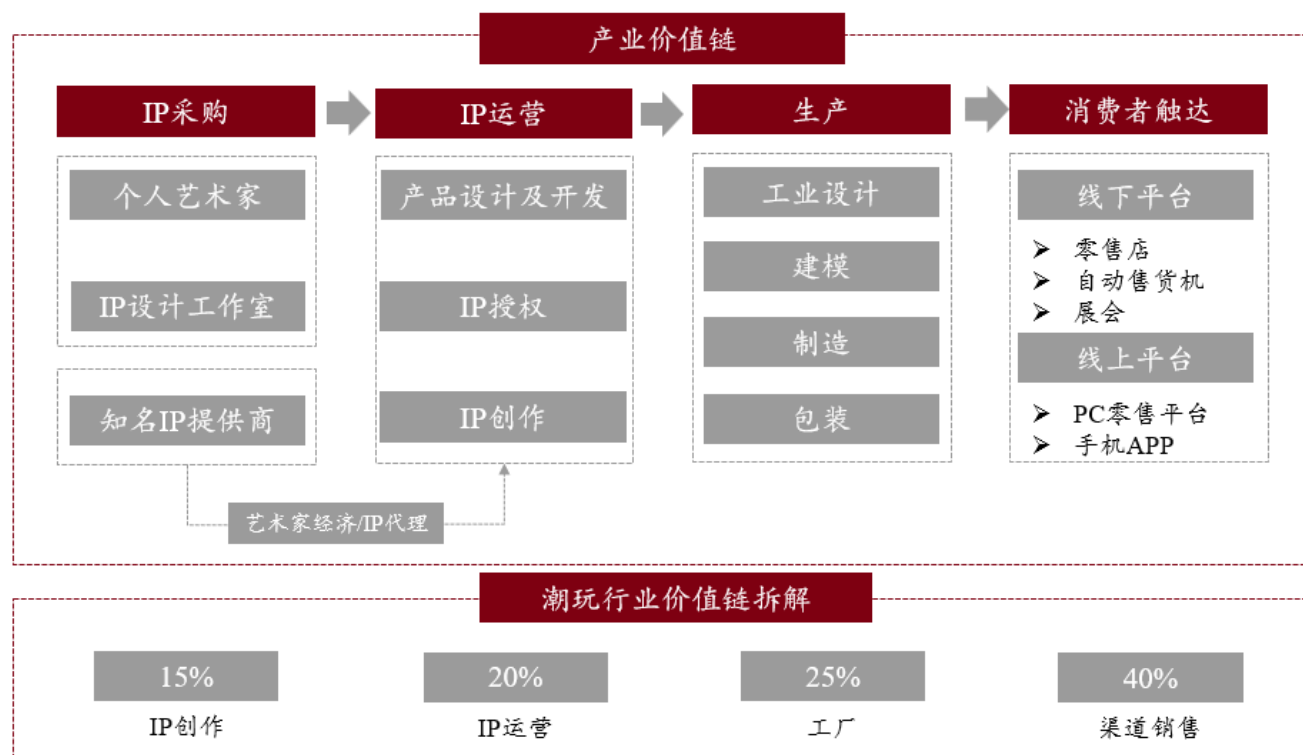
资料：公司公告、

2、商业模式：覆盖潮流玩具全产业链一体化平台

从商业模式来看，泡泡玛特建立了覆盖潮流玩具全产业链一体化平台，包括艺术家发掘、IP运营、渠道与销售等。

从价值链拆解来看，泡泡玛特的工厂均为代工厂且主要分布在东莞，价值链中 IP 创作和工厂生产部分占比分别为 15%/25%，IP 商业化和渠道销售为价值链中附加值高的环节，分别占比 20%/40%。

图 3：泡泡玛特商业模式和价值链拆解



资料：公司公告、前瞻产业研究院、

3、公司 IP：自有 IP 为主要收入，收购 IP 销售表现相对强劲

泡泡玛特 IP 可以分为 3 类：自有 IP/独家 IP 和非独家 IP。根据招股说明书，截至 2020 年 6 月公司一共运营了 93 个 IP，包括 12 个自有 IP，25 个独家 IP 和 56 个非独家 IP。2020 年 6 月以后还有 zoe/minico/小野等多个新 IP 的产品系列相继上线。23 年财报将 IP 重新分类成为：艺术家 IP（对应原自有 IP+独家 IP），非独家 IP，及外采+其他。

1) 自有 IP：公司自有 IP 是目前最主要的收入，收购 IP 收入贡献较大。22 年自有 IP 占收比达到 65%；自有 IP 有购和内部孵化两种模式，目前收购 IP 为主要收入，22 年公司占收比前 3 名的 IP 为 Skullpanda/Molly/Dimoo，占收比分别为 18.4%/17.4%/12.5%，均为自有 IP 中的收购 IP。自有 IP 中的小甜豆/小野分为为泡泡玛特于 2020/2021 年新推出的内部孵化 IP，2021/2022/2023 小甜豆和小野的收入贡献分别为 3.6%/3.2%/3.2%和 1.2%/3.1%/5.6%。

2) 独家 IP：公司通过签订独家授权协议的方式获得，公司被授予指定地区开发销售潮玩的独家协议，同时大部分可再授权给第三方。近两年独家 IP 占收比显著下降，20-22 年分别为 28%/17%/14%，主要 IP 包括 Pucky 和 the monsters，22 年收入贡献分别为 2.6%/5.7%。

3) 非独家 IP：一般为全球著名的 IP 提供商，如迪士尼和环球影业等。公司获授

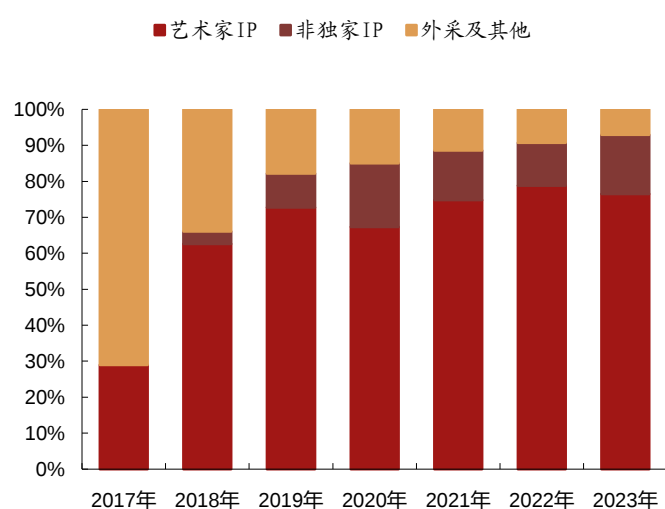
开发及销售该等 IP 的潮流玩具产品的非独家权利。

图 4：泡泡玛特 IP 类型对比

IP 类型	合作模式	权力归属	分成协议	合作期限	代表 IP
自有 IP	1) 收购：知识产权转让协议 2) 内部设计团队创作	收购 IP 知识产权、开发产品的知识产权归属泡泡玛特所有（中国或其他特定地区）	收购 IP 向艺术家支付固定金额的转让费，同时基于产品销售额支付设计费，设计费设置年度上限，根据合作时长、商业化潜力、独家程度及预期销量厘定	不限	Molly, Dimoo, Skullpanda, 小甜豆, 小野
独家 IP	独家授权协议	知识产权：IP 归艺术家所有，产品知识产权归艺术家和泡泡玛特共有 独家权利：公司被授予指定地区开发销售潮玩的独家协议，同时大部分可再授权给第三方	艺术家根据出售产品的数量收取设计费	初始期限 4 年，可延长至 6 年或更长	Pucky, The monsters
非独家 IP	授权协议（非独家）	知识产权：IP 知识产权归提供商所有，产品知识产权归公司与提供商共有 泡泡玛特通常不得对 IP 再授权	基于产品销售额支付特许权使用费，同时部分需支付最低特许权使用费保证金	1-2 年，且不会自动续约，拥有续约优先权	米奇, 小黄人

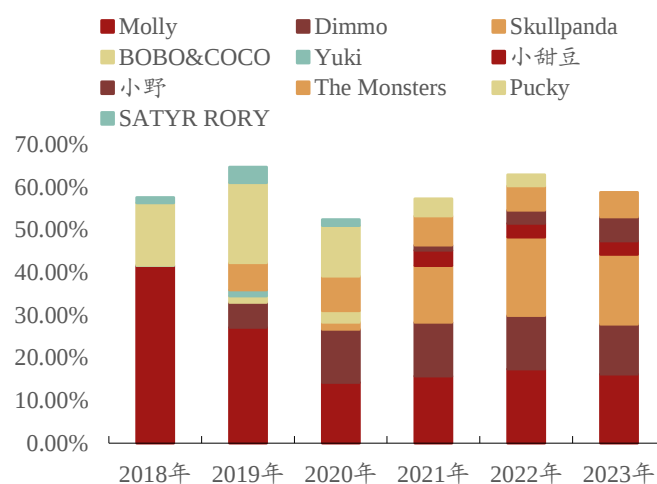
资料：公司公告、泡泡玛特官方公众号、

图 5：泡泡玛特分产品收入构成



资料：公司公告、

图 6：泡泡玛特主要 IP 收入贡献

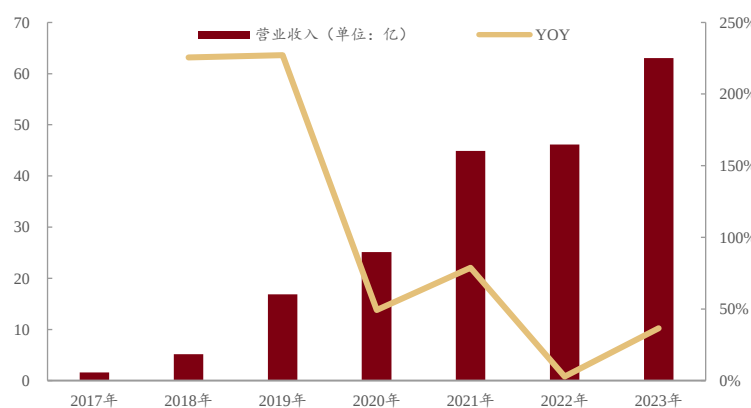


资料：公司公告、

4、公司业绩：23 年实现收入利润双增，海外增速亮眼

2023 年收入增长亮眼，海外起量迅速。2017-2023 年公司收入保持高速增长，17-21 年 CAGR 为 131%，2023 年公司收入同比增长 36.5%至 63.01 亿元。

图 7：泡泡玛特营业收入及同比增速



资料：公司公告、

2023 年大陆地区收入同比增长 25.7%至 52.4 亿元。国内分渠道来看，1) 线下渠道：收入同比增长 46.3%至 30.3 亿元。其中，零售店贡献收入同比增长 46.6%至 24.8 亿元。零售门店数量净增 34 家至 363 家（具体结构来看，一线城市减少 3 家，新一线城市增加 10 家，二线及其他城市增加 27 家）。机器人商店收入同比增长 44.8%至 5.48 亿元。机器人商店在 23 年增加 123 间至 2190 间。2) 线上渠道：收入同比下降 6.5%至 17.1 亿元。其中，抖音及其他渠道增长相对亮眼，分别同比增长 432.1%/4.6%至 2.8/3.8 亿元。泡泡抽盒机及天猫渠道收入有所下滑，分别同比下降 23.6%/30.4%至 7.3/3.2 亿元。

2023 年非大陆地区收入同比增长 135%至 10.7 亿元，占比提升至 16.9%。1) 线下渠道：收入同比增长 324.7%至 6.4 亿元。其中，零售店收入同比增长 330%至 5.8 亿元。零售门店数量净增加 42 家至 70 家。机器人商店收入同比增加 277.3%至 5738 万元。机器人商店在 23 年净增 50 间至 99 间。2) 线上渠道：收入同比增长 72.7%至 1.6 亿元。其中，Shopee/泡泡玛特官网/其他线上渠道收入分别为 4289/3948/7344 万元，对应同比增长分别为 70.3%/45.9%/93.4%。

表 1: 泡泡玛特按渠道划分收入

按渠道收入划分 (单位: 百万)	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	2439	97%	4307	96%	4163	90%	5235	83%
线下渠道	1331	53%	2138	48%	2070	45%	3028	48%
线上渠道	952	38%	1861	41%	1830	40%	1710	27%
批发及其他	157	6%	307	7%	264	6%	497	8%
海外	74	3%	184	4%	454	10%	1066	17%
收入合计	2513	100%	4491	100%	4617	100%	6301	100%

资料来源：公司公告。

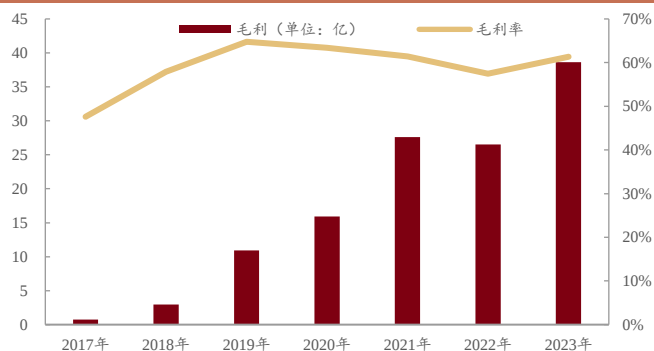
产品提价及原材料供应商管控带来毛利率改善，商品成本和设计及授权成本整体可控。19-23 年公司毛利率分别为 65%/63%/61%/57%/61%。公司销售成本主要由商品成本和设计及授权成本构成。商品成本和授权成本变动的原因包括：

1) 设计及授权成本增长主要是由于公司自主产品(自有 IP+独家 IP+非独家 IP)，需要支付更多的 IP 授权费以及产品设计费；

2) 自主产品毛利率同比+3.7pct 至 63.4%主要受益于公司加大了对原材料供应商的成本管控，并增强了主要类别商品的供应商集中采购，保持供应商价格体系稳定。

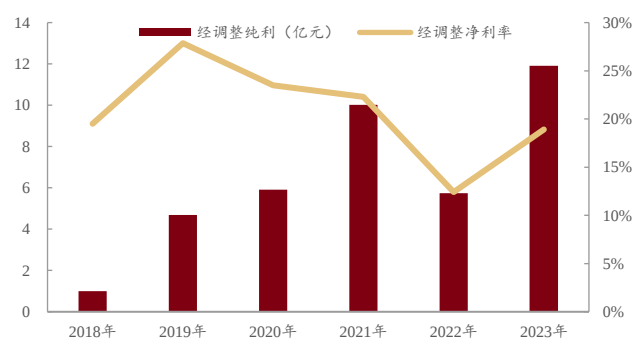
2017-2021 年公司经调整纯利保持高速增长，2021 年经调整纯利为 10 亿。2023 年公司经调整净利润达 11.9 亿，同比增长 108%，经调整净利率为 19%，同比提升 6.5pct。

图 8：泡泡玛特毛利及毛利率变化情况



资料：公司公告、

图 9：泡泡玛特经调纯利及经调净利率

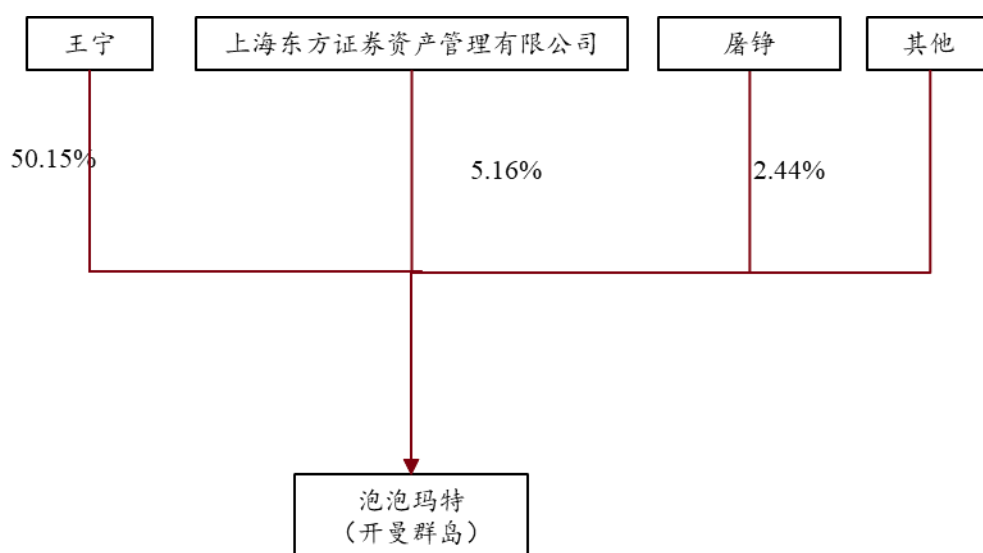


资料：公司公告、

5、股权结构：股权结构集中，主要管理人员深耕潮玩领域

公司股权结构集中，管理层深耕潮玩领域，引入新的高级人才。创始人兼董事长王宁为第一大股东及实际控制人，持股比例为 50.15%。王宁、杨涛、刘冉自公司创立之初（刘冉为公司创立第二年）在公司任职，深耕潮玩领域积累了丰富的行业经验。后续随着业务的不断发展不断引入新的高级人才，负责集团运营、海外业务监察等工作。创始人王宁注重持续地学习，曾就读北京大学光华管理学院工商管理硕士，学习深造过程中也积累了优秀的校友资源。王宁在读 MBA 期间与文德一相识，后邀请文德一负责海外业务。多位高级管理人员获得光华管理学院工商管理硕士学位。

图 10：泡泡玛特股权结构



资料：公司公告、

表 2：主要管理层

姓名	职位	职责	经历
----	----	----	----

姓名	职位	职责	经历
王宁	执行董事、 董事会主席 及行政总裁	公司整体战略规划及管理	王先生于 2009 年 6 月获得中国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，并于 2017 年 6 月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。
杨镜冰	首席财务官	管理公司的财务	2010 年 3 月至 2017 年 8 月先后担任北京金隅大成开发有限公司（现称北京金隅房地产开发集团有限公司）的财务及资本部经理、总经理助理及首席财务官。2009 年 3 月至 2010 年 3 月，彼担任北京大成开发有限公司的财务规划部经理。2007 年 9 月至 2009 年 3 月，杨先生担任北京金隅股份有限公司的上市办公室财务部成员。2002 年 7 月至 2007 年 9 月，杨先生担任北京金隅嘉业房地产开发公司的财务部职员。2002 年 6 月获得中国上海财经大学法学及管理学学士学位，并于 2016 年 6 月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。
司德	执行董事、 首席运营官	负责集团运营工作及大陆地区的整体业务	2011 年 7 月在中国获得中国传媒大学法语专业学士学位，并于 2017 年 7 月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。司先生目前担任公司若干主要附属公司的董事，包括上海葩趣贸易有限公司、北京葩趣互娱科技有限公司及天津泡泡玛特文化传播有限公司。
杨涛	执行董事及 副总裁	负责公司 IP 运营、产品研发及 Inner flow 艺术机构	杨女士于 2009 年 5 月获得美国福特海斯州立大学通讯学学士学位，并于 2010 年 11 月获得香港浸会大学传播学硕士学位。杨女士目前担任公司主要附属公司北京泡泡玛特的董事。杨女士为公司执行董事、董事会主席及行政总裁王先生的配偶。
刘冉	执行董事及 副总裁	负责总裁办	刘女士于 2010 年 7 月获得中国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，并于 2020 年 7 月获得中国北京大学光华管理学院工商管理硕士学位。刘女士目前担任本公司主要附属公司北京泡泡玛特的董事。
文德一	副总裁及国际业务 总裁	监察海外业务	文先生于 2013 年 7 月至 2018 年 7 月先后担任 CJ CheilJedang Corporation 的业务发展部全球业务规划专员、全球业务规划高级专员及全球业务规划经理，及于 2009 年 1 月至 2013 年 5 月担任 CJ ENM 的全球战略部经理。于 2004 年 12 月至 2008 年 12 月，文先生任职于 Lotte Cinema Co.,Ltd. 的规划管理部。文先生于 2005 年 2 月获得韩国建国大学中文学士学位，并于 2018 年 7 月获得中国北京大学工商管理硕士学位。

资料来源：公司公告、

二、护城河：IP 开发与渠道双边效应强，核心用户需求稳定

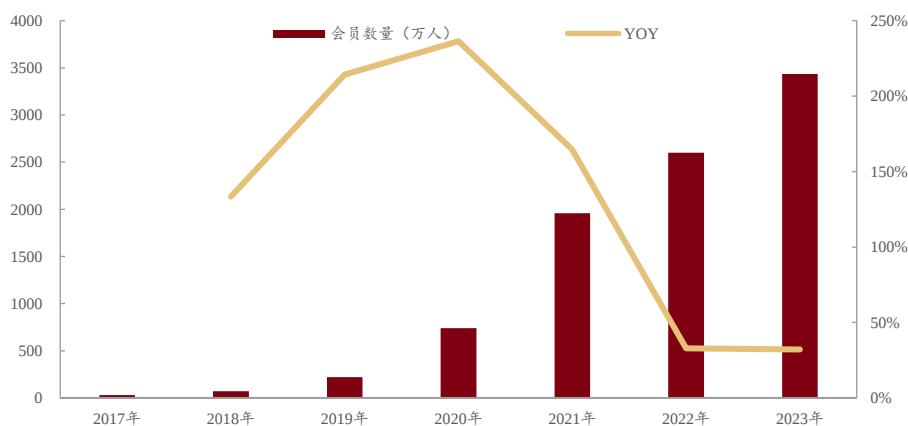
1、用户端：会员数量驱动收入增长，核心会员需求稳定

公司会员数量高速增长，贡献主要收入。公司营业收入可以拆分为：收入=非会

员收入+非复购会员数量×非复购会员客单价+复购会员数量×复购会员客单价。
公司会员数量从2017年30万增加到2023年末3435.4万人,CAGR为158.1%,
会员贡献公司主要收入,2020-2023 会员销售额贡献分别达到
88.8%/92.2%/93.1%/92.1%。

随着会员数量高增,复购率有所下降,但复购会员数量保持增长,客单价触底回升。随着会员数量的高速增长复购率从2019年58%下降到2023年50.0%,但是复购会员数量保持增长,从2019年128万增加到2022年1718万。单复购会员创收有所下降,从19年991元下降至23年的269元。

图 11: 泡泡玛特会员数量



资料：公司公告、

表 3: 泡泡玛特会员收入贡献及客单价测算

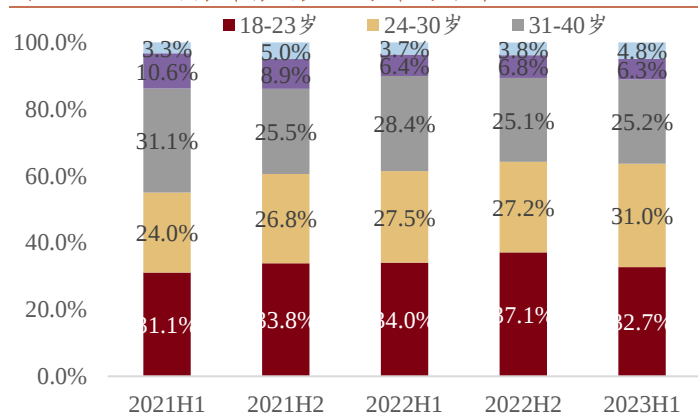
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
会员数量 (万人)	220.0	740.0	1958.0	2600.4	3435.4
YOY	214.3%	236.4%	164.6%	32.8%	32.1%
销售额贡献	78.9%	88.8%	92.2%	93.1%	92.1%
复购率	58.0%	51.0%	56.5%	50.7%	50.0%
总收入 (亿元)	16.8	25.1	44.9	46.2	63.0
会员销售收入 (亿元)	13.3	22.3	41.4	43.0	58.0
非复购会员数量 (万)	92.4	362.6	851.7	1,282.0	1,717.7
单会员收入 (元)	69.0	69.0	69.0	69.0	69.0
非复购会员收入 (亿)	0.6	2.5	5.9	8.8	11.9
复购会员数量 (万)	127.6	377.4	1,106.3	1,318.4	1,717.7
单会员收入 (元)	991.0	525.1	321.1	259.0	268.8
复购会员收入 (亿)	12.6	19.8	35.5	34.1	46.2

资料：公司公告、注：1）假设非复购会员客单价为单个盲盒价格 69 元；2）2020 年全年复购率数据年报中未披露，用 2020 年上半年复购率替代。

从用户画像来看,根据巨量算数,23H1 泡泡玛特抖音用户女性占比达到 65%,18-40 岁人群占比达到 89%。与谷雨数据 2019 年公布的泡泡玛特用户画像基本一致:75%为女性用户,18-34 岁人群占比达到 78%。

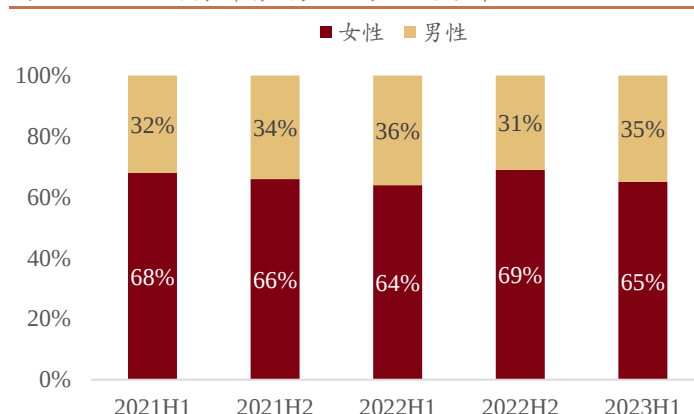
从抖音用户画像变化趋势来看,年轻用户占比提升、男性用户占比提升。18-40 岁人群占比从 21H1 的 86%提升至 23H1 的 89%;21H1-23H1 男性用户占比存在波动,但整体上占比提升,由 21H1 的 32%增加到 23H1 的 35%。

图 12: 泡泡玛特抖音用户画像年龄分布



资料：巨量算数、

图 13: 泡泡玛特抖音用户画像性别分布



资料：巨量算数、

2、IP 资源：先发优势较强，多渠道触达优质 IP 资源

（1）中国潮玩第一批入局者，与众多知名艺术家达成合作

泡泡玛特是潮玩行业第一批入局者。泡泡玛特成立于 2010 年，2015 年以后开始业务聚焦，是行业中艺术家挖掘和 IP 运营的第一批入局者。

凭借先发优势，与行业众多知名艺术家保持合作。目前泡泡玛特有 26 位签约艺术家。公司早期合作的艺术家包括【Molly】的艺术家王信明、【Pucky】的艺术家 Grace、【Labubu】的艺术家 Kasing Lung，目前已经保持 7 年/6 年/5 年的合作关系。公司签约的多位艺术家在潮玩领域有较大的影响力。例如，王信明在 2022 国际潮流艺术家影响力排行榜排名 37，位于中国第一名；Kasing Lung 是全球首位荣获比利时出版社插画大奖的华人插画家，和艺术家的合作为公司提供丰富的 IP 矩阵的同时，也能帮助吸引部分粉丝群体。

表 4: 中国潮玩行业发展历程-泡泡玛特布局较早掌握先发优势

时间	事件
2005 年	中国出现工作室和独立设计师
2010 年	【泡泡玛特】和【19 八 3】成立，开始布局线下渠道
2012 年	【酷乐潮玩】成立，开始布局线下渠道
2015 年	【52toys】成立，目前业务覆盖 IP 合作与孵化、产品创意企划、供应链管理、销售渠道建设、市场传播等全产业链 【泡泡玛特】引入 Sonny Angel 系列玩具
2016 年	【泡泡玛特】潮玩社区葩趣上线；【泡泡玛特】推出 Molly 首款盲盒系列
2017 年	【泡泡玛特】在科创板挂牌；首届北京国际潮流玩具展成功举办；【十二栋文化】着手推出夹机占
2018 年	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
2019 年	泡泡玛特天猫旗舰店双 11 总销额位列天猫玩具大类第一

2020 年【TOP TOY】与深圳文和友联合推出深圳文和友潮玩博物馆；【泡泡玛特】首家海外门店在韩国首尔开业

资料：前瞻产业研究院、泡泡玛特官网、公司招股书、

表 5：泡泡玛特主要签约艺术家及对应的 IP

IP	艺术家	IP 类型	合作年限
Molly	王信明	收购 IP	7
Dimoo	Ayan	收购 IP	4
skullpanda	SKULLPANDA	收购 IP	3
the monsters	Kasing Lung	独家 IP	5
Pucky	Grace	独家 IP	6
SATYR RORY	Seulgie Lee	独家 IP	6
INSTINCTOY	hokubo	独家 IP	4
Coarse	Mark Landwehr & Sven Waschke	独家 IP	6
coolrain_LABO	coolrain & 205	独家 IP	4
Kenneth	Yoyo Yeung	独家 IP	5
Biggie Fish	Chino Lam	独家 IP	5
negora	konatsu	独家 IP	4
Yuki	Lang	PDC IP	
Duckoo	chokocider	独家 IP	5
BOBO&COCO	卡卡	PDC IP	
Bunny	思琪	PDC IP	
ViViCat	Robin	独家 IP	5
MOMIJI	Helena stamulak	独家 IP	5
MODOLI	BBKK	独家 IP	4
Okluna	Kaiser	独家 IP	5
Chewy Hams	FUNI	独家 IP	5
FLABJACKS	Ton Mak	独家 IP	4
Migo	Gwen	收购 IP	3

资料：泡泡玛特官网、公司招股书、

（2）艺术家触达渠道不断完善，保持对艺术家的吸引力

组建专门内部团队物色有商业前景的艺术家，完善艺术家触达渠道。截至 2020 年 6 月，泡泡玛特有 20 人组成的内部艺术家发掘团队主动在全球寻找人才。触达途径包括：1）潮流玩具展；2）组织设计比赛；3）与顶级艺术学院合作开设讲座课程。然后公司根据来自展会、展览以及葩趣的一手市场反馈和公司团队的专业判断，有选择地与艺术家进行合作。

潮流玩具展参展艺术家及玩具品牌数量持续增长，泡泡玛特保持对艺术家的吸引力，同时帮助筛选出优秀艺术家和 IP。公司自 2017 年开始举办国际潮流玩具展，参与艺术家及玩具品牌数量持续增长，23 年举办的国际潮流玩具展已经吸引世界各地近 400 个潮玩品牌，证明公司对艺术家仍然保持较高的吸引力。潮流玩具展帮助公司筛选出优秀艺术家，例如，【Dimoo】设计师 Ayan 在 2018 年泡泡玛特主办的第二届上海国际潮玩展上，向泡泡玛特团队讲述了自己创作 Dimoo 的故事，19 年 Dimoo 成为泡泡玛特的自有 IP。根据《晚点 LatePost》，每年的展会大约都会有 200 多位设计师或者工作室来接触泡泡玛特希望合作，能够进入到 IP 合作部门视野的大概 10 家左右，最后签约的通常只有 1-2 位。公司每年支付的设计及授权成本占收入比较低，2022 年为 3%，公司有持续

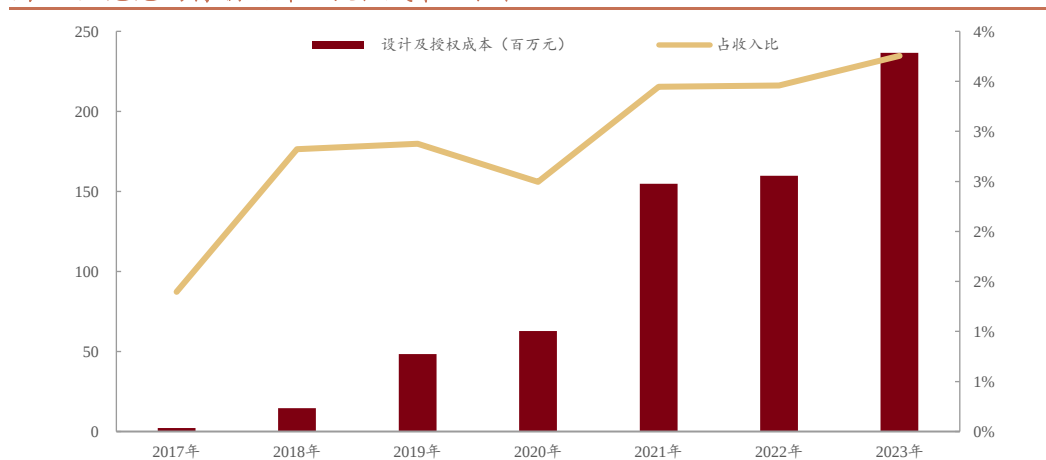
挖掘优质艺术家并支付相应的成本费用。

表 6：泡泡玛特潮玩展参展艺术家及品牌数量

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2023 年
上海国际潮流玩具展		全球超 200 个艺术家/玩具品牌	251 名艺术家/潮玩品牌	超过 300 名艺术家/潮玩品牌		近 400 个潮玩品牌
北京国际潮流玩具展	超 110 名知名设计师/玩具品牌	超 300 个艺术家玩具品牌	270 艺术家 + 200 潮流玩具品牌		超过 400 个潮玩品牌及艺术家	

资料：泡泡玛特官方公众号、

图 14：泡泡玛特潮设计及授权成本及占收比



资料：公司公告、

（3）建立内部设计师团队，自有 IP 加速上新

内部设计师加快 IP 推出节奏，进一步扩大公司的 IP 储备。公司组建了内部设计师团队，我们根据泡泡玛特官方公众号发布的信息统计，公司自有 IP 中收购 IP 有 4 款，由 PDC 设计师设计的 IP 有 15 款。PDC IP 中 2020 年推出的【小甜豆】和 2021 年推出的【小野】收入贡献相对较高，23 年占比分别达到 3.2%/5.6%。

表 7：泡泡玛特主要自有 IP

序号	IP 名称	IP 类型	设计师	首款产品推出时间
1	MOLLY	收购 IP	王信明	2016
2	DIMOO	收购 IP	Ayan	2019
3	SKULLPANDA	收购 IP	SKULLPANDA	2020
4	MIGO.mido	收购 IP	Gwen	2020
5	HIRONO 小野	PDC IP	Lang	2021
6	BOBO&COCO	PDC IP	卡卡	2019
7	YUKI	PDC IP	Lang	2018
8	BUNNY	PDC IP	思琪	2019
9	小甜豆	PDC IP	雪宸	2020
10	ZOE	PDC IP	思琪	2020
11	MINICO	PDC IP	HUI	2021
12	鱼喵	PDC IP	WEN	2021

13	COOGI 柯基	PDC IP	WEN	2021
14	VITA	PDC IP	NINEGO	2021
15	PINO JELLY	PDC IP	YUMI	2021
16	AZURA	PDC IP 二云 Two Clouds		2021
17	牙龈怪 GUMMY	PDC IP 房子沐 GRACE		2021
18	TAPOO	PDC IP	Ciecy	2022
19	Zsiga	PDC IP	DAN 吾丹丹	2022

资料：泡泡玛特官方公众号、

3、渠道：门店坪效处于行业较高水平，线上渠道丰富

（1）泡泡玛特建立了线上+线下的全渠道销售体系

泡泡玛特建立完善全渠道的消费者触达路径。泡泡玛特建立了线上+线下的全渠道销售体系，并通过打造社群生态加强与消费者之间的互动与联系。线下渠道包括零售店和机器人商店，线上渠道包括三方电商平台（天猫/京东/抖音等）和自有平台（抽盒机/葩趣等）。

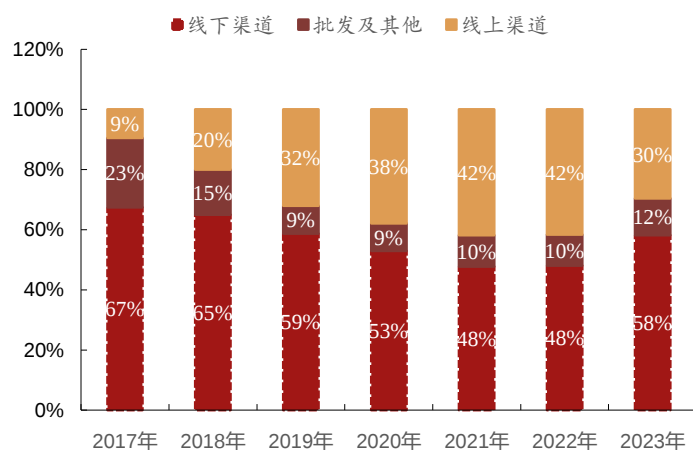
线上渠道收入贡献增长较快，22 年收入贡献于线下渠道基本持平。线上渠道的收入贡献从 17 年的 9% 增长到 22 年的 42%，随着线上渠道的快速发展线下渠道的收入占比呈下降趋势，从 17 年 67% 下降到 22 年 48%。

图 15：泡泡玛特消费者触达渠道



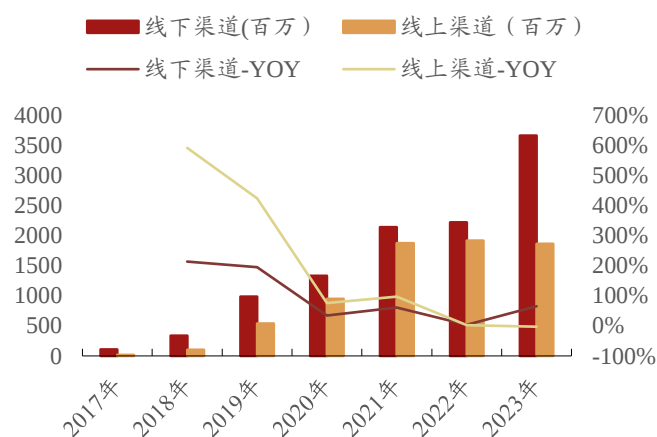
资料：泡泡玛特官网、泡泡玛特招股书、公司公告、

图 16: 泡泡玛特不同渠道收入贡献占比变化



资料：公司公告、

图 17: 泡泡玛特不同渠道收入贡献同比增速变化



资料：公司公告、

泡泡玛特零售店数量与产业链下游(重渠道和销售)酷乐潮玩和九木杂物社接近,与 52toys/十二栋文化等从事 IP 孵化和运营的企业相比渠道布局端规模优势显著,销售端优质资源帮助吸引艺术家与公司合作。目前潮玩市场除了泡泡玛特以外还有 52toys/IP 小站/十二栋文化/九木杂物社/名创优品/酷乐潮玩等。其中九木杂物社/TOP TOY/酷乐潮玩的业务主要在潮玩产业链的下游,主要是拿到 IP 授权后进行潮流玩具/衍生品的生产和销售,从门店数量来看,泡泡玛特截至 2023 年 6 月线下零售店 340 家,与酷乐潮玩(300 家)/九木杂物社(直营 387 家)数量差距较小,同时泡泡玛特还有 2185 家机器人商店;与潮玩行业从事上游 IP 孵化以及 IP 运营的主要企业 52toys、十二栋文化相比,泡泡玛特渠道端优势显著,目前 52toys 只有国内 14 家线下网点,十二栋文化有 30 家门店。

多个优质 IP 储备保证产品上新速度,支持门店的销售和发展:根据泡泡玛特公众号统计,23 年 6-11 月除了头部 IP【MOLLY】每月产品系列上新速度保持稳定以外,其他 IP 上新节奏存在一定不确定性,大量 IP 储备保证每月上新 IP 产品系列总数相对稳定,支持门店的销售和发展。

表 8: 潮玩行业主要企业渠道/IP 对比

业务模式	渠道	IP 数量
泡泡玛 艺术家挖掘、IP 运营、渠道销售全产业链	截至 2023 年 6 月,中国内地 线上零售店 340 家,机器人商店 2185 家;海外零售店 38 家,和 56 个非独家 IP,根据公众号信息统计,目前机器人商店 106 家	根据招股说明书,截至 2020 年 6 月公司一共运营了 93 个 IP,包括 12 个自有 IP,25 个独家 IP 和 56 个非独家 IP,公司自有 IP 有 20 个
52toys 业务覆盖 IP 合作与孵化、产品创意设计、供应链管理、销售渠道建设、市场传播等全产业链	线下渠道:国内 14 家线下网点 线上渠道:自主研发的社区电商平台蛋趣+三方电商平台	14 个原创 IP+44 个合作 IP
IP 小站 联合中外优选 IP 授权商及被授权商,与高流量商场形成深度合作,集潮流商品销售、互动体验和 IP 推广于一体的科技潮玩互联网公司	在全国范围内铺设超过 900 余台体验式智能零售终端机器;线上小程序/APP、三方电商平台	拥有 5 个自有 IP,30 余个独家授权 IP,合作 IP 总数超过 200 个
十二栋 以卡通形象 IP 驱动的娱乐消费公司,拥有形象 IP 整合运营平台与角色形象孵化研发平台、线下新零售品牌“LLJ 店夹机占”、衍生品品牌“十二栋潮玩”	18 个一二线城市共计 30 家门店	11 原创 IP+17 个合作 IP

晨光旗下生活百货连锁品牌，与晨光生活馆主打亲子的百货超市定位相比，九木杂物社更注重 IP 文创，店内几乎所有商品都有 IP 属性	截至 2023 年 9 月，九木杂物社门店 572 家(直营 387 家，加盟 185 家)	九木杂物社推介的 IP 集中在 RiCO、Nanci、molinta、ShinWoo、三丽鸥家族、甄嬛传系列
以 IP 设计为特色的丰富多样的潮流生活家居产品的全球价值零售商，孵化 TOP TOY,业务为潮流玩具的设计、购买和销售	截至 2023 年 6 月，名创优品全球门店 5791 家(包括自营、合伙人、代理门店)，top toy 门店数量 118 家	截至 2023 年 6 月 30 日，已与 80 个 IP 授权商建立品牌联名关系，也与独立艺术家联名将新 IP 开发成潮流 IP 产品
酷乐潮玩潮流杂货 IP 零售平台	在全国拥有超 300 家门店	2022 年，酷乐潮玩重点合作的 IP，包括：虎桔、焦绿猫、菜狗、FUKILAND、乐逸蔬果、迪士尼、三丽鸥、Mikko、RiCO、提摩西、耙老师、面包兔等

资料：泡泡玛特公司官网、52toys 官网、IP 小站官网、十二栋文化官网、晨光年报、名创优品年报、泡泡玛特公众号、

表 9：泡泡玛特主要 IP 每月上新产品系列数量

	2023 年 6 月	2023 年 7 月	2023 年 8 月	2023 年 9 月	2023 年 10 月	2023 年 11 月
MOLLY	3	3	2	3	4	4
DIMOO			3	2		3
HACIPUPU		1			1	1
PINO JELLY	1	1				1
SKULLPANDA	1			1		2
小甜豆				1		1
小林家的龙女仆					1	1
DUCKOO		1			1	
the monsters			1	1	3	
NORI					1	
小野		1	1		1	
standard love dance				1		
HAPICO			1			
LILIOS	1	1				
BUNNY		1				
TAPOO		1				
Zsiga	1					
KUBO	1		1			
PUCKY	1	1		1		
合计	9	11	9	10	12	13

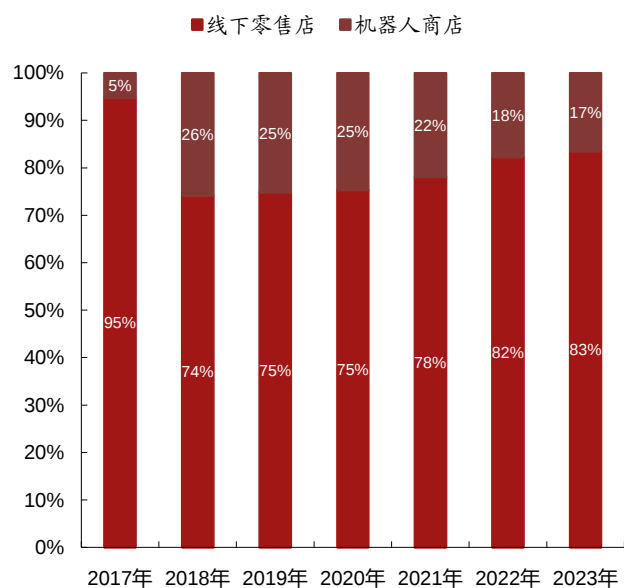
资料：泡泡玛特公众号、注：1) 产品包括 MEGA/周边/可动人偶/手办；2) 上述表格中未包含知名 IP 提供商授权 IP 的产品系列，如迪士尼、哈利波特等。

(2) 线下渠道：零售店为主要收入，门店坪效较高

零售店贡献线下渠道的大部分收入。公司线下渠道主要包括零售店和机器人商店，其中零售店是线下渠道收入的主要，22 年收入贡献达到 82%。

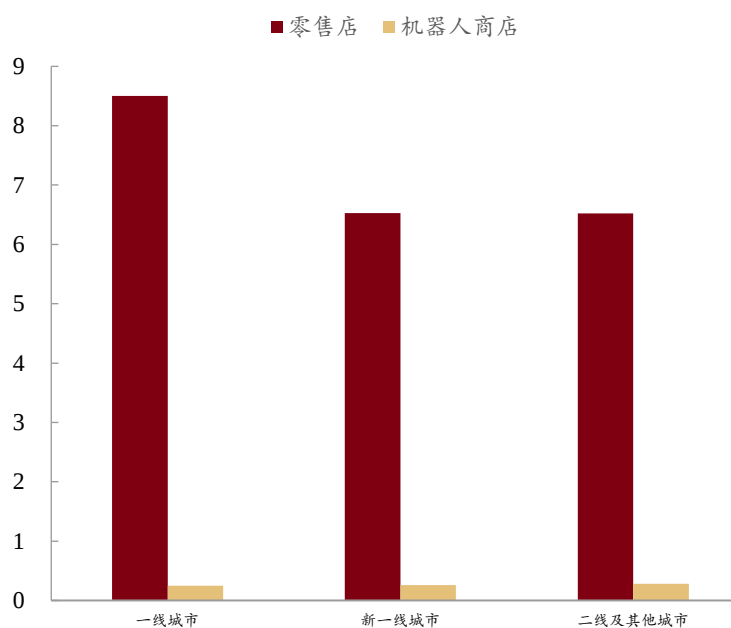
机器人商店收入贡献相对较低，但数量快速扩张帮助扩展销售网络，为零售店布局提供市场洞察。公司机器人商店平均单店收入远低于零售店，机器人商店单店年收入在一线城市/新一线城市/二线及其他城市的单店收入分别为 18/万/19 万/19 万，远低于零售店平均单店年收入 557 万/517 万/468 万。但机器人商店的开店成本相对较低，19 年以来数量快速增长从 825 家增加到 2116 家，有效扩大了泡泡玛特线下销售网络，同时为零售店的扩张提供市场反馈和洞察。

图 18: 泡泡玛特线下渠道收入贡献



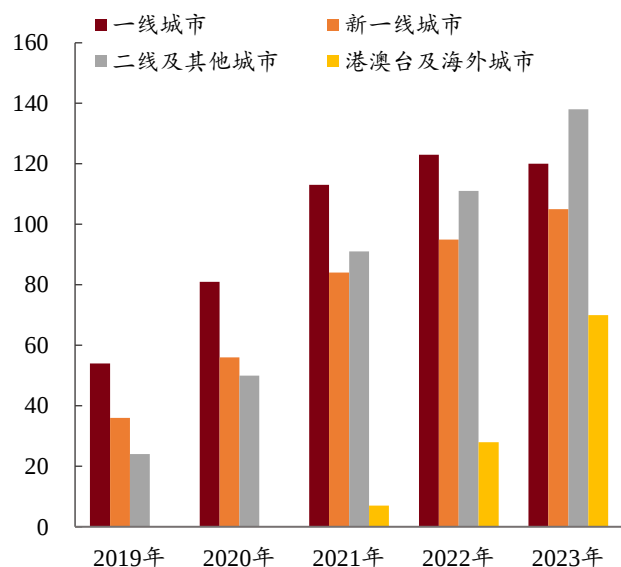
资料：公司公告、

图 19: 2023 年线下单店年收入对比 (单位: 百万元)



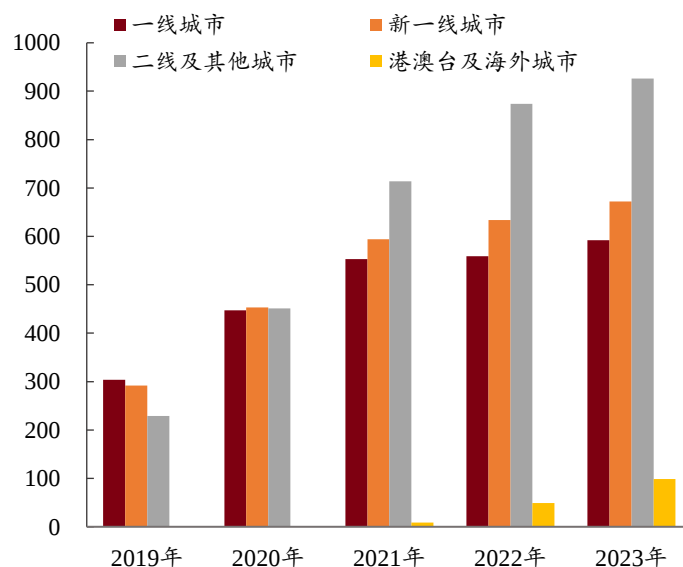
资料：公司公告、

图 20: 泡泡玛特零售店城市分布



资料：公司公告、注：二线及其他城市包括中国内地一线城市二线城市以外的城市、中国港澳台、海外城市。

图 21: 泡泡玛特机器人商店城市分布



资料：公司公告、注：二线及其他城市包括中国内地一线城市二线城市以外的城市、中国港澳台、海外城市。

整体来看零售店数量快速增长的同时单店年平均收入变动保持相对稳定，驱动零售店的收入高速增长。整体来看零售店19-23年零售店数量增长CAGR为34%，单店平均年收入基本稳定，零售店收入19-22年CAGR为35%。

分城市类别看，二线及其他城市零售店数量和单店平均年收入19-22年CAGR为55%/11%，数量和收入均保持增长；一线城市和新一线城市单店平均年收入基本稳定，19-22年CAGR为1%/3%。

泡泡玛特店铺平均坪效较高。根据2022年门店收入以及门店数量计算，泡泡玛特坪效为3.4万/年/平方米，高于名创优品、九木杂物社、X11。

表 10：泡泡玛特零售店数量及平均单店年收入变化情况

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	CAGR
一线城市						
零售店收入（百万）	445	499	798	685	1020	23%
零售店数量（个）	54	81	113	123	120	22%
零售店单店平均年收入（百万）	8.2	6.2	7.1	5.6	8.5	1%
新一线城市						
零售店收入（百万）	206	289	480	491	685	35%
零售店数量（个）	36	56	84	95	105	31%
零售店单店平均收入（百万）	5.7	5.2	5.7	5.2	6.5	3%
二线及其他城市						
零售店收入（百万）	89	214	393	515	774	72%
零售店数量（个）	24	50	91	111	138	55%
零售店单店平均收入（百万）	3.7	4.3	4.3	4.6	5.6	11%
国内零售店总体						
零售店收入（百万）	740	1002	1670	1691	2479	35%
零售店数量（个）	114	187	288	329	363	34%
零售店单店平均年收入（百万）	6.5	5.4	5.8	5.1	6.8	1%
海外城市						
零售店收入（百万）				3	136	583
零售店数量（个）				7	28	70
零售店单店平均年收入（百万）				0.5	4.8	8.3

资料：公司公告、注：2020 年公司首家海外门店在韩国开业，但 2020 年之前未单独披露海外门店收入，故在“二线及其他城市”中统一计算，2021 年以后开始分开计算。

表 11：2022 年泡泡玛特及同业店铺坪效计算

	门店数量	单门店收入（万）	单门店平均面积	坪效 (万/年/平方米)
泡泡玛特	329	514.0	150.0	3.4
九木杂物社	489	166.3	150.0	1.1
名创优品	3,604	210	200.0	1.05
名创优品-top toy	118	500.0	200.0	2.5
X11	50	479.2	180.0	2.7

资料：公司公告、KK 集团招股书、阿尔法工厂研究院、消费最前线、亿邦动力、赢商网、玩时代、招股说明书，2022 年酷乐潮玩中国 GMV 为 2 亿，假设 GMV 全额记收入计算单门店收入。

注：1）根据 kk 集团

（3）线上渠道：三方电商平台+自有平台多渠道布局

泡泡玛特抽盒机收入快速增长驱动线上渠道收入增长。泡泡玛特抽盒机自 2018 年推出，可以线上模拟盲盒抽取过程，具有较强的游戏属性，推出后收入快速增长，对线上渠道的收入贡献从 2018 年 22%增长到 50%，19 年以后收入贡献基本保持稳定，泡泡抽盒机收入从 2018 年 0.23 亿增长到 7.29 亿。

19 年泡泡抽盒机收入快速增长的关键。付费会员数量和会员客单价同步驱动。泡泡抽盒机会员数量从 2018 年 2 万增加到 2019 年 23 万，付费会员人均支出从 2018 年 781 元增加到 1108 年，付费会员数量和人均支出同步增长促进泡泡抽盒机的收入 2019 年快速起量。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/325213231221011221>