

## 泡泡玛特 (09992.HK)

## 泡泡玛特对比三丽鸥：起于同源，前景更优

2021年04月12日

——港股公司深度报告

投资评级：买入（维持）

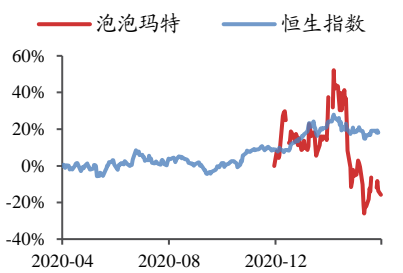
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2021/4/12
当前股价(港元)	58.100
一年最高最低(港元)	107.60/46.650
总市值(亿港元)	814.53
流通市值(亿港元)	814.53
总股本(亿股)	14.02
流通港股(亿股)	14.02
近3个月换手率(%)	23.21

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《港股公司信息更新报告-2020 年收入符合预期，线下开店有望提速》-2021.3.29

《港股公司首次覆盖报告-IP 轻量化孕育成长之机，平台化发展或为长期方向》-2020.12.18

### ● 对比 Hello Kitty 创造者三丽鸥，看好公司长期价值，维持“买入”评级

三丽鸥旗下的 Hello Kitty 是全球最成功的形象 IP 之一，至 2021 年 1 月，发行后累计收入约 845 亿美元。在与同样以形象 IP 为核心的三丽鸥进行对比后，我们认为泡泡玛特的兴起背景与其有相通之处，但长期发展逻辑或更优。维持盈利预测不变，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 11.11/16.45/24.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.8/1.2/1.7 元，当前股价对应 PE 为 61.8/41.7/28.5 倍，维持“买入”评级。

### ● 起于同源：同样以形象 IP 为核心，兴起的时代背景上具有相通之处

三丽鸥与泡泡玛特一样以形象 IP 为核心，客群主要为年轻女性，因此具有较好的对比价值。而三丽鸥快速发展的阶段（1974-1998 年）基本与日本的第三消费社会重合。当时日本社会所具有的个性化精神消费兴起、女性消费能力提升、Kidult 消费倾向流行、重建文化自信等特征，与我国近年的社会发展特征也具有较强的可比性。因此，从时代背景看，三丽鸥和泡泡玛特的兴起具有一定相通性。

### ● 策略对比：从形象 IP 运营策略的对比，看待泡泡玛特形象 IP 热度的持续性

借鉴 Hello Kitty，我们认为形象 IP 单个系列产品的热度持续性是有限的，但可以通过持续推出符合市场需求的新品来不断延续形象 IP 的热度。而泡泡玛特也是通过快速产品迭代延续 IP 热度，并借助充足的终端数据和设计人才储备形成领先的产品迭代能力。此外，三丽鸥和泡泡玛特都在通过积极增加渠道+授权触点来维持 IP 曝光率，而三丽鸥还会以 IP 世界观、小动画等轻度内容辅助销售。

### ● 或将超越：更好的市场、紧跟互联网时代红利、新爆款打造能力已经验证

进入 21 世纪后，三丽鸥业绩持续下滑，我们认为原因主要系（1）日本经济泡沫破裂后，整体行业增速下滑；（2）互联网时代带来 IP 传播介质的变革；（3）始终没能打造出下一个爆款 IP。而从这三点看，我们认为当前的泡泡玛特相较进入 21 世纪后的三丽鸥显然更具优势：（1）我国潮流玩具市场正处于快速发展的红利期；（2）紧跟互联网时代潮流；（3）公司新爆款 IP 打造能力已经验证。

### ● 风险提示：线下开店速度不及预期；新 IP 孵化不及预期；疫情反复等

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1683	2513	4448	6549	9512
YOY(%)	227.6	49.3	77.0	47.2	45.2
净利润(百万元)	469	591	1111	1645	2410
YOY(%)	367.7	25.9	88.1	48.1	46.5
毛利率(%)	64.8	63.4	64.1	64.3	64.7
净利率(%)	27.9	23.5	25.0	25.1	25.3
ROE(%)	79.1	9.6	13.9	17.6	20.4
EPS(摊薄/元)	0.3	0.4	0.8	1.2	1.7
P/E(倍)	146.5	116.3	61.8	41.7	28.5
P/B(倍)	115.8	11.2	8.6	7.4	5.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所（2021 年 4 月 12 日汇率：港元/人民币=0.842）

## 目 录

1、 前言：从形象 IP 和消费者画像角度选择三丽鸥进行对比 .....	5
2、 从时代背景看，泡泡玛特和三丽鸥起于同源 .....	8
2.1、 时代背景共性一：个性化精神消费兴起 .....	9
2.2、 时代背景共性二：女性消费能力显著提升 .....	13
2.3、 时代背景共性三：成年人的 Kidult 消费倾向 .....	16
2.4、 时代背景共性四：从海外文化输入到文化自信 .....	19
3、 借鉴 Hello Kitty，我们认为泡泡玛特 IP 热度具有持续性 .....	22
3.1、 单个系列产品的热度持续性有限，但可不断推出新品延续 IP 热度 .....	22
3.2、 增加渠道+授权触点维持 IP 曝光率，轻度内容辅助销售 .....	25
4、 有望超越：我们认为泡泡玛特前景或相对更优 .....	26
4.1、 优势一：我国潮流玩具市场正处于快速发展的红利期 .....	27
4.2、 优势二：IP 传播载体迭代，互联网红利孕育形象 IP 发展新阶段 .....	28
4.3、 优势三：泡泡玛特新爆款 IP 打造能力已经验证 .....	31
5、 盈利预测与投资建议 .....	33
6、 风险提示 .....	33
附：财务预测摘要 .....	34

## 图表目录

图 1： 三丽鸥著名形象 IP 有 Hello Kitty、美乐蒂等 .....	5
图 2： 三丽鸥每年有一万种以上的商品推向市场 .....	5
图 3： 形象授权总收入世界排名中，Hello Kitty 位居第二 .....	5
图 4： 2020 全球 150 强授权商榜单中，三丽鸥位居第十 .....	5
图 5： 从 IP 内涵划分，盲盒上游的 IP 主要可分为形象 IP 和内容 IP .....	6
图 6： 日本女性偏好具有社交属性和造型可爱的娃娃 .....	7
图 7： 日本男孩偏好电子游戏和动漫等内容 .....	7
图 8： 泡泡玛特以女性用户为主 .....	7
图 9： Hello Kitty 用户主要为女性 .....	7
图 10： 三丽鸥的发展可以广义上分为两个阶段 .....	8
图 11： 20 世纪 80 年代日本人均 GDP 超过 1 万美元 .....	9
图 12： 2019 年中国人均 GDP 超过一万美元 .....	9
图 13： 次团块世代具有较强的消费意识 .....	10
图 14： 中国独生子女一代消费意识显著提升 .....	11
图 15： 泡泡玛特用户主要为 85-00 后 .....	11
图 16： 2019 年 95 后中新消费快速增长 .....	11
图 17： 精神需求成为我国年轻人消费重要驱动力 .....	11
图 18： 1970 年后日本城市化率已处于较高水平 .....	13
图 19： 2019 年中国城镇化率已超过 60% .....	13
图 20： 日本出台系列政策维护女性权利 .....	14
图 21： 日本妻子掌握财权的比例相对高（1982 年数据） .....	14
图 22： 日本雇佣者中女性占比持续提升 .....	15
图 23： 日本服务业增加值占 GDP 比重提升 .....	15

图 24:	日本第三产业中女性就业人数占比提升 .....	15
图 25:	日本女性大学和大专升学率显著提升 .....	15
图 26:	日本女性初婚年龄持续提升 .....	15
图 27:	日本总和生育率（育龄妇女平均生子数）下降 .....	15
图 28:	2018 年我国女性劳动力参与率世界第一 .....	16
图 29:	我国第三产业就业人员占比持续提升 .....	16
图 30:	我国 15 岁及以上女性中文盲占比显著下降 .....	16
图 31:	我国育龄妇女平均初婚年龄提高 .....	16
图 32:	20 世纪 70 年代，日本动漫进入成熟发展期，涌现出宫崎骏等优质动漫创作者 .....	17
图 33:	扭蛋、集卡式营销、抽卡类游戏等盲盒类的玩法由来已久 .....	17
图 34:	20 世纪 70 年代后期日本 GDP 开始下滑 .....	18
图 35:	中国经济进入增速换挡期 .....	18
图 36:	20 世纪 90 年代日本失业率大幅提升 .....	18
图 37:	中国考研人数/应届毕业生人数比例提升 .....	18
图 38:	日本 14 岁以下人口逐渐减少 .....	19
图 39:	中国 14 岁以下人口和出生率呈下降趋势 .....	19
图 40:	日本文化自信的建立主要源于经济快速发展和国家政策引导 .....	20
图 41:	我国当前同样处于建立文化自信的节点上，“国潮”兴起正是最好的例证 .....	20
图 42:	三丽鸥的海外销售额占比由 1999 年的 9.5% 提升至 2010 年的 32.9% .....	21
图 43:	海外经销渠道收入占比提升 .....	21
图 44:	2019 年，海外经销渠道快速招商（单位:个） .....	21
图 45:	依靠高频率、多款式的快速新品迭代，形象 IP 的热度有望不断延续 .....	22
图 46:	Hello Kitty 根据流行趋势和客户反馈做出历年年度设计，不断演化 .....	23
图 47:	泡泡玛特在购物中心开设零售店和机器人店 .....	25
图 48:	三丽鸥打造线下门店 .....	25
图 49:	泡泡玛特组织设计师线下签售会 .....	25
图 50:	三丽鸥打造线下主题公园 .....	25
图 51:	Make Up Forever 推出 Skull Panda 联名款 .....	26
图 52:	Furla 推出 Hello Kitty 联名款钱包 .....	26
图 53:	2019-2024 年全球潮流玩具市场规模 CAGR 预计达 17.7% .....	27
图 54:	2019-2024 年我国潮流玩具市场规模 CAGR 预计达 29.8% .....	27
图 55:	21 世纪，日本动画产业市场规模增速相对较慢 .....	27
图 56:	日本国内动画市场增速基本不高于 10%（日亿元） .....	27
图 57:	日本玩具行业进入龙头市占率提升的阶段 .....	28
图 58:	我国潮流玩具仍处于新兴阶段 .....	28
图 59:	传播载体对于形象 IP 具有重要意义 .....	28
图 60:	Hello Kitty 起初是印在钱包上的图案 .....	29
图 61:	Hello Kitty 伴随贺卡快速传播 .....	29
图 62:	LINE 在日本的收入逐年增长 .....	30
图 63:	缘子小姐借助 Twitter 快速走红 .....	30
图 64:	盲盒以“基础款+隐藏款”刺激玩家收藏欲 .....	30
图 65:	小红书上泡泡玛特相关笔记超过 28 万+篇 .....	30
图 66:	21 世纪以来，Hello Kitty 仍是三丽鸥最热门的 IP .....	31
表 1:	三浦展提出日本 4 代消费社会的概念 .....	8

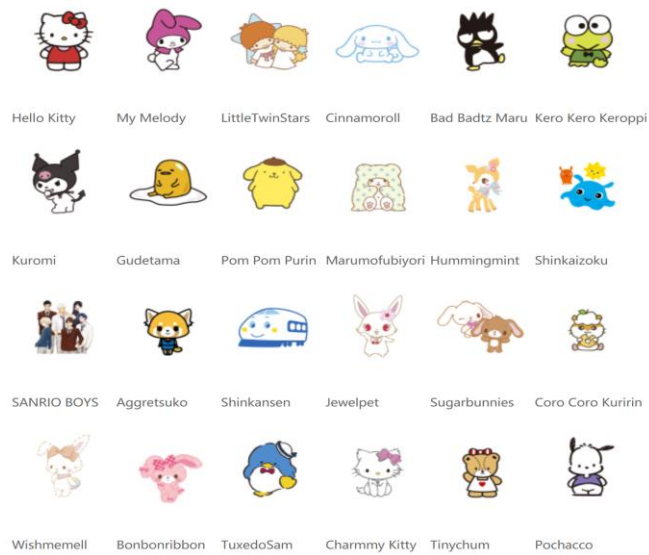
表 2: 人均 GDP 超过 1 万美元后, 经济结构会加速改变.....	9
表 3: 1975-1995 年日本单身家庭比例显著提升 .....	12
表 4: 日本夫妻无孩家庭和单身家庭占比显著提升 .....	12
表 5: 2004 年以来, 我国 1 人和 2 人家庭占比显著提升 (抽样数) .....	13
表 6: 泡泡玛特依靠形象 IP 产品形成的规模优势, 向内容 IP 产品延伸.....	24
表 7: IP 收入分布日益均衡, 自有品牌占比进一步提升, 爆款打造能力继续验证 .....	32



## 1、前言：从形象 IP 和消费者画像角度选择三丽鸥进行对比

三丽鸥公司成立于 1960 年，是全球著名的造型人物品牌发行商，业务分布于 130 个国家以上，拥有以 Hello Kitty、懒蛋蛋和双星仙子等为代表的 500 多个形象 IP，业务范围涵盖商品零售、形象授权和娱乐设施等。

图1: 三丽鸥著名形象 IP 有 Hello Kitty、美乐蒂等



资料来源：三丽鸥官网

图2: 三丽鸥每年有一万种以上的商品推向市场

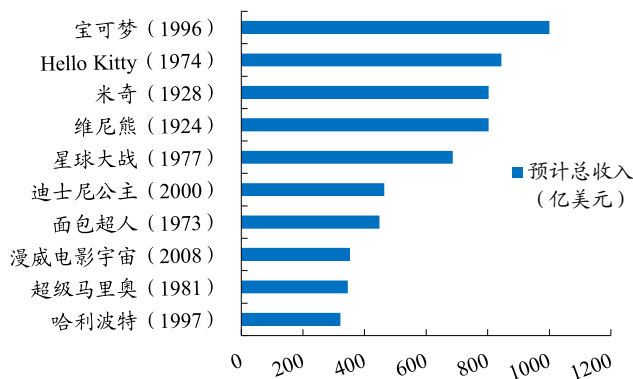


资料来源：三丽鸥官网

三丽鸥旗下最著名的 IP 当属 Hello Kitty，推出至今四十余年仍经久不衰。Hello Kitty 形象诞生于 1974 年。最初的 Hello Kitty 是钱包上的图案，之后又延伸至时钟、文具等众多品类上，并发展成为独立的形象 IP。推出 Hello Kitty 后，1974-1977 年三丽鸥净利润增长了 10 倍，并于 20 世纪 90 年代逐步从日本走向全球。

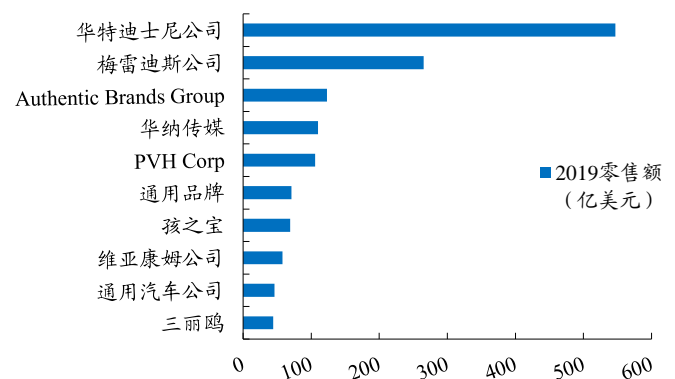
并且，Hello Kitty 是全球最成功的形象 IP 之一。据 Statista 数据，截至 2021 年 1 月，Hello Kitty 发行至今的累计收入约 845 亿美元，仅次于宝可梦。由于宝可梦更偏向于内容 IP，因此 Hello Kitty 可以说在众多形象 IP 中排名第一。而在《License Global》发布的 2020 年全球 150 强授权商排行榜中，三丽鸥公司排名第 10。其中，在以经营 IP 为主的同类型公司中，三丽鸥则高居第四。

图3: 形象授权总收入世界排名中，Hello Kitty 位居第二



数据来源：Statista research、开源证券研究所

图4: 2020 全球 150 强授权商榜单中，三丽鸥位居第十



数据来源：License Global、开源证券研究所

我们在前期的深度报告中提出，形象化 IP 的运营是泡泡玛特的主要特点之一。因此，我们认为将泡泡玛特与迪士尼、万代等内容化 IP 运营公司进行对标，并不能很好的去解释和理解泡泡玛特的优势和特点。只有与同样以形象化 IP 运营为主的公司进行对比才更为合适，也才能更好的对泡泡玛特的未来发展趋势进行一定推演。这也正是我们这篇报告选择三丽鸥与泡泡玛特进行对比的原因。

而对于形象 IP 和内容 IP 的区分，我们在前期报告的基础上也再做一定阐述：

形象 IP 指 IP 的视觉与外观设计没有故事和强逻辑进行背景支撑，主打泛粉丝概念。内容 IP 则指 IP 通过人物关系、剧情、性格等与消费群体产生黏性，主打铁粉概念。因此三丽鸥旗下的大部分 IP（包括 Hello Kitty 等）和泡泡玛特的大部分自有及独家 IP（包括 Molly 等）均是典型的形象 IP。而迪士尼系列 IP、火影忍者等日漫 IP、漫威超级英雄等电影、电视剧的形象基本均可归类于内容 IP。

图5：从 IP 内涵划分，盲盒上游的 IP 主要可分为形象 IP 和内容 IP



资料来源：泡泡玛特公众号、淘宝、开源证券研究所

形象 IP 与内容 IP 的不同特点则对应了用户群体的差异。根据《中外玩具制造》的调查，日本 15-29 岁年轻女性玩具偏好则主要为反映社交潮流偏好的玩具、造型可爱的娃娃等，20-59 岁的女性群体则普遍对造型可爱、服饰考究的娃娃以及成品具有装饰功能的手工玩具具有较强的偏好。而根据日本电脑娱乐协会的调查，日本 3-9 岁的男孩对动漫和流媒体视频有普遍的偏好，而 10-14 岁的男孩则对电子游戏的偏好显著提升。对比来看，我们可以发现形象设计和外观在女性群体选择玩具时占有较高的权重，而男性群体则倾向考虑玩具背后的电子游戏、动漫等内容。因此，在一定程度上，女性用户对形象 IP 的接受成功率或会相对更高。

泡泡玛特和 Hello Kitty 的用户均以女性用户为主。根据谷雨数据，泡泡玛特用户中 75% 为女性群体。而根据三丽鸥早期所做的调研，Hello Kitty 用户中 70% 为 9-15 岁年轻女性或其家长（后期伴随产品策略的变化，预计年龄带有所提升但仍以女性群体为主）。

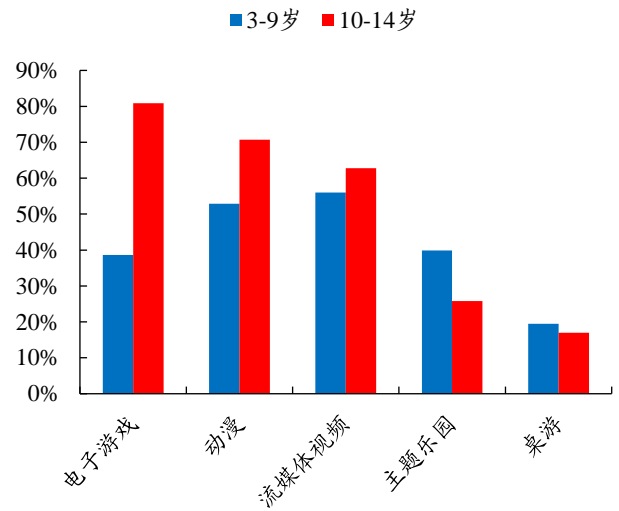
因此，整体来看，我们认为无论从形象 IP 的特点还是其所对应用户画像的相通性上，泡泡玛特和三丽鸥都有较好的对比价值。

图6: 日本女性偏好具有社交属性和造型可爱的娃娃



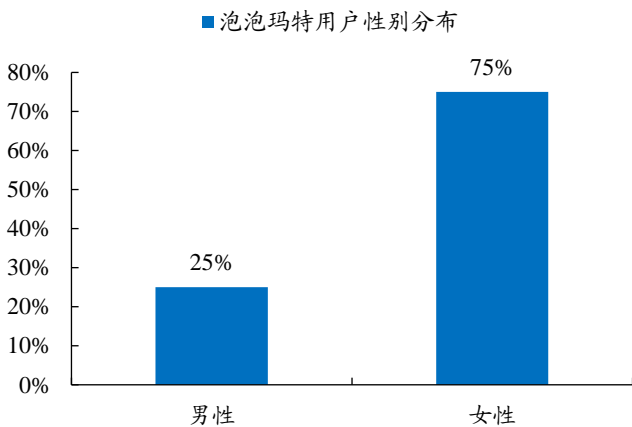
资料来源：三文娱、《中外玩具制造》

图7: 日本男孩偏好电子游戏和动漫等内容



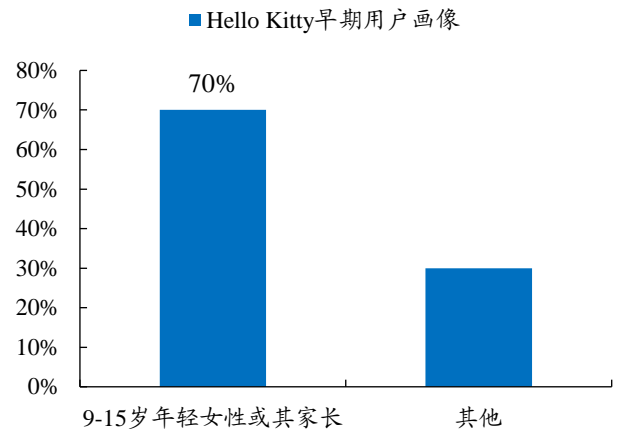
数据来源：日本电脑娱乐协会、开源证券研究所

图8: 泡泡玛特以女性用户为主



数据来源：谷雨数据、开源证券研究所

图9: Hello Kitty 用户主要为女性



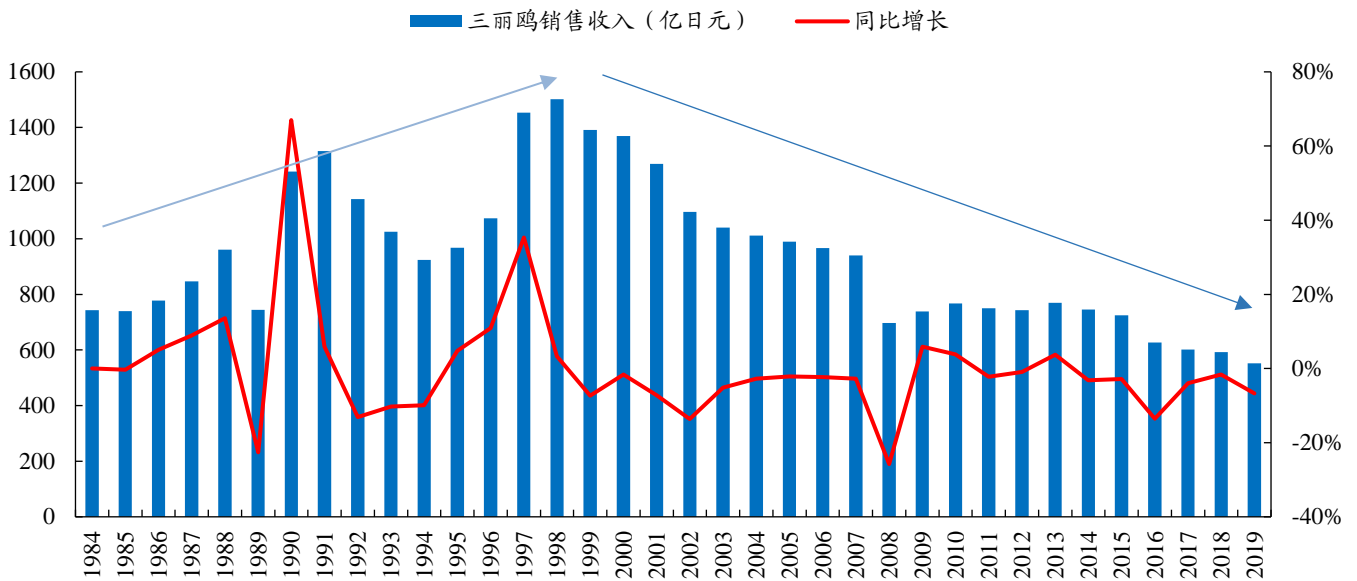
数据来源：三文娱、三丽鸥、开源证券研究所

而三丽鸥四十余年由盛而衰的发展历程对于泡泡玛特具有很好的借鉴意义。如果忽略小的阶段性波动，三丽鸥的发展趋势从广义上可以分为两个阶段。自1974年推出Hello Kitty后，三丽鸥的销售收入整体呈现出较快增长的趋势，并于1998财年到达顶峰。而1998财年以后，三丽鸥的销售收入则呈现出长期的下行趋势。我们认为三丽鸥增长的第一阶段与泡泡玛特先前所处的时代背景和发展逻辑有很多相通之处，而之后的衰退阶段也对泡泡玛特未来发展的推演有一定参考的价值。因此，本篇报告将结合三丽鸥的发展历程，尝试回答市场对于泡泡玛特关心的几个问题：

- (1) 泡泡玛特的模式为什么于近年在国内快速兴起？
- (2) Hello Kitty 热度持续至今，如何看待形象 IP 热度的持续性？
- (3) 如何看待泡泡玛特的长期空间？相比三丽鸥的优势在哪里？



图10: 三丽鸥的发展可以广义上分为两个阶段



数据来源: 三丽鸥官网、Bloomberg、开源证券研究所 (1989年数据由于当年财年变更, 口径有差异)

## 2、从时代背景看, 泡泡玛特和三丽鸥起于同源

日本学者三浦展曾在其著作《第四消费时代》中将20世纪以来日本的社会消费特征划分为四个阶段。对比三丽鸥的发展历程, 我们可以发现三丽鸥快速发展的阶段(1974-1998年)基本与日本的第三消费社会重合。而日本第三消费社会所具有的(1)个性化精神消费兴起、(2)女性消费能力提升、(3)Kidult消费倾向流行、(4)重建文化自信等特征与我国近年的社会发展特征也具有较强的可比性。因此, 本部分内容主要将结合当时日本与当前我国的时代背景, 探究泡泡玛特兴起的原因。

表1: 三浦展提出日本4代消费社会的概念

时代划分	第一消费社会 1912-1941	第二消费社会 1945-1974	第三消费社会 1975-2004	第四消费社会 2005-2034
社会背景	从日俄战争胜利开始至中日战争; 以东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生	从战败、复兴、经济高度增长开始至石油危机; 大量生产、大量消费; 全国一亿人口中产阶级化	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革; 差距拉大	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致收入减少; 人口减少导致消费市场缩小
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5%	5%→2%	2%→1.3-1.4%	1.3-1.4%
老年人比率	5%	5%→6%	6%→20%	20%-30%
国民价值观	National; 消费属于私有主义, 整体来讲重视国家	Family; 消费属于私有主义, 重视家庭、社会	Individual; 私有主义、重视个人	Social; 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化; 大城市倾向	大量消费; 大的就是好的, 大城市倾向, 美式倾向	个性化、多样化、差别化、品牌倾向、大城市倾向、欧式倾向	无品牌倾向、朴素倾向、休闲倾向、日本倾向、本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车; 私人住宅; 三大神器; 3C	从量变到质变, 每家数量、每人一辆到每人数量	联系、几人一辆、汽车分享、住宅分享
消费承担者	中等阶级家庭时尚男女	小家庭, 家庭主妇	单身者; 啃老单身	所有年龄层里单一化的个人

资料来源: 《第四消费时代》、开源证券研究所



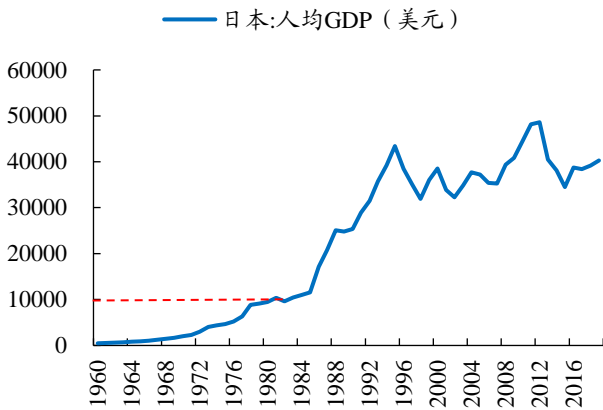
## 2.1、时代背景共性一：个性化精神消费兴起

日本第三消费时代个性化精神消费兴起，我们认为原因主要可以从社会经济基础、人口结构、家庭结构进行分析，并且当时日本社会这三方面特征与国内现今的社会发展有较多的相似之处。

### (1) 经济基础

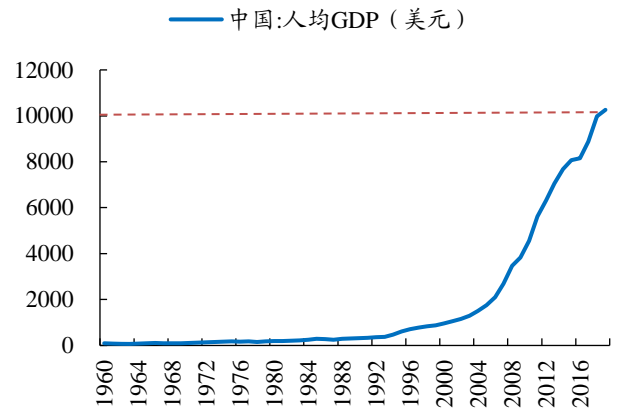
**人均 GDP 迈过 1 万美元大关。**日本在第三消费社会初期的 1981 年人均 GDP 超过一万美元，而中国则于 2019 年人均 GDP 超过一万美元。根据世界银行 2018 年的标准，人均 GDP 一万美元已接近高收入国家的标准（人均 GDP 高于 12055 美元为高收入国家）。而根据发达国家的前期经验，人均 GDP 超过 1 万美元后，经济结构会加速转变。美国、德国、日本及韩国等发达国家在人均 GDP 超过 1 万美元后，GDP 中工业比重均呈现下降趋势，而服务业比重提升的斜率则显著提升。反映到消费行为上则体现为，物质满足型消费向中高端消费、改善型消费、个性化消费转变。因此，类比日本第三消费社会初期，我国个性化精神消费的兴起已具有一定经济基础。

图11：20 世纪 80 年代日本人均 GDP 超过 1 万美元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2019 年中国人均 GDP 超过一万美元



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：人均 GDP 超过 1 万美元后，经济结构会加速改变

		1970 年	1975 年	1980 年	1985 年	1990 年	1995 年	2000 年
美国	人均 GDP (美元)	4997	7516	12179	17588	23037	27559	35081
	工业比重 (%)	35.23	33.23	33.53	30.88	27.88	26.3	23.44
	服务业比重 (%)	61.22	62.68	63.56	66.69	70.05	72.08	75.36
德国	人均 GDP (美元)	2672	6035	11746	9125	21583	30887	22945
	工业比重 (%)	48.08	42.07	41.05	39.04	37.33	32.14	30.49
	服务业比重 (%)	48.24	54.79	56.54	59.02	61.16	66.58	68.23
日本	人均 GDP (美元)	1974	4514	9170	11297	24754	41967	36789
	工业比重 (%)	45.31	41.08	40.68	39.36	39.13	34.34	32.4
	服务业比重 (%)	48.64	53.5	55.68	57.48	58.39	63.76	65.82
韩国	人均 GDP (美元)	\	\	\	2367	6153	11467	11346
	工业比重 (%)	\	\	\	39.07	41.56	41.85	38.06
	服务业比重 (%)	\	\	\	47.38	49.49	51.79	57.3

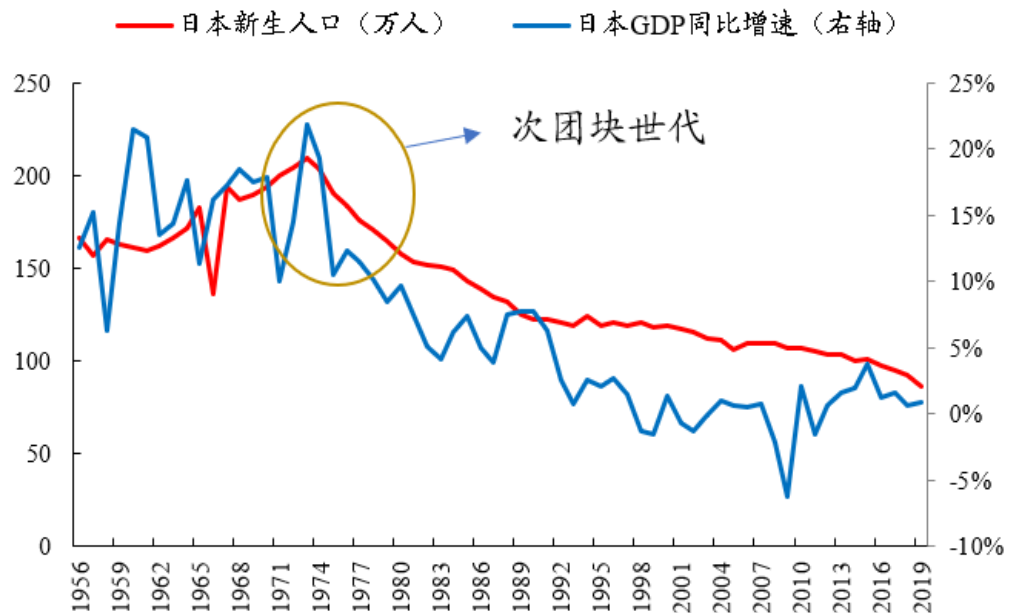
数据来源：政研要报、Wind、开源证券研究所

## (2) 人口结构

日本“次团块世代”是拉动第三消费社会消费增长的重要人口红利。日本二战后出现的婴儿潮被称为“团块世代”（广义上为1946-1954年出生）。而团块世代成家生子后又带来了新一轮婴儿潮，即为“次团块世代”。相较团块世代，日本次团块世代（1973-1980年前后出生）从小在富足环境下成长，他们不仅注重实用价值的必需品消费，其消费观念更加开放，“酷”和“可爱”的商品成为他们的选择。

“次团块世代”对消费的拉动可以说贯穿了整个日本第三消费时代。以Hello Kitty为例，在20世纪70-80年代Hello Kitty的初始发展阶段，其主要定位为15岁以下的年轻女孩，正好对应了次团块世代的童年。而至20世纪90年代，Hello Kitty推出了更多面向高中生年龄以上的产品，进而逐渐成长的次团队世代的怀旧情感和富裕条件下成长所形成的消费观带动了20世纪90年代Hello Kitty的第二轮热潮。

图13: 次团块世代具有较强的消费意识



数据来源: Wind、开源证券研究所

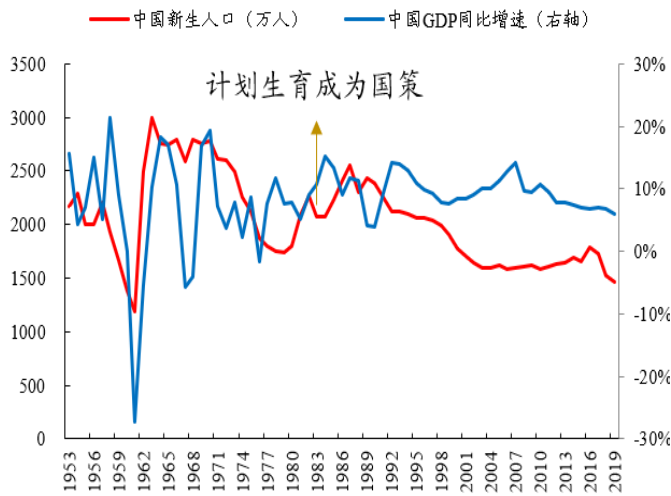
我国在1982年将计划生育上升为国策。因此，“85后”一代中独生子女的占比有显著提升。我们认为中国“85-00”的“独生子女一代”与日本的“次团块世代”有一定的相似之处：

(1) 都还具有新生人口红利。从新生人口数量来看，中国的“85-00”一代和日本的“次团块世代”都是两国新生人口数量较明显下行前的最后一波人口红利。

(2) 物质生活条件相对改善。虽然中国“85-00”一代的童年时期，我国的人均GDP与上世纪70-80年代的日本还有一定差距，但必需的物质生活基本都能得到保障。并且由于独生子女占比提升，“85-00”一代童年往往受到了家长更多的关注。

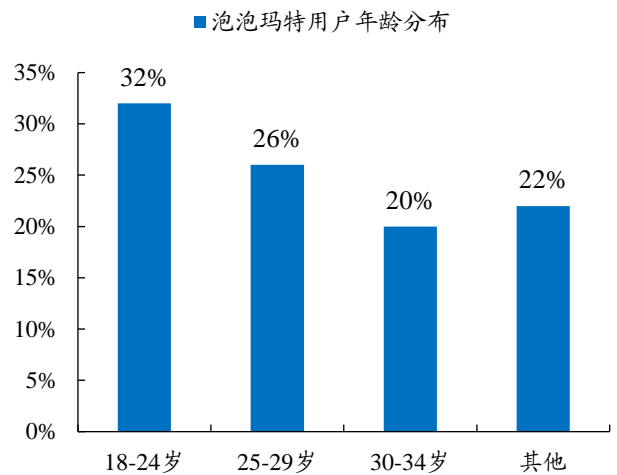
由此，我国“85-00”一代也呈现出了显著的个性化精神消费倾向。以泡泡玛特为例，其18-34岁用户（对应85-00一代）占比接近80%。而根据艾瑞咨询，2019年95后中，以手办、潮鞋等为代表的个性化消费快速增长。Kantar也在其研究中提出，社交、人设、悦己等精神需求已成为我国年轻人消费的重要驱动力。

图14: 中国独生子女一代消费意识显著提升



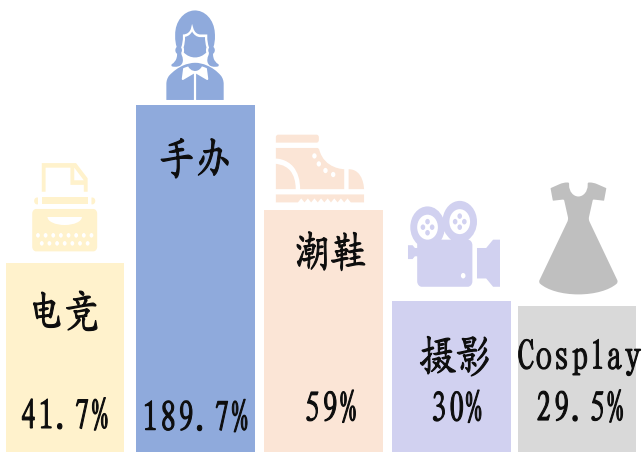
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 泡泡玛特用户主要为 85-00 后



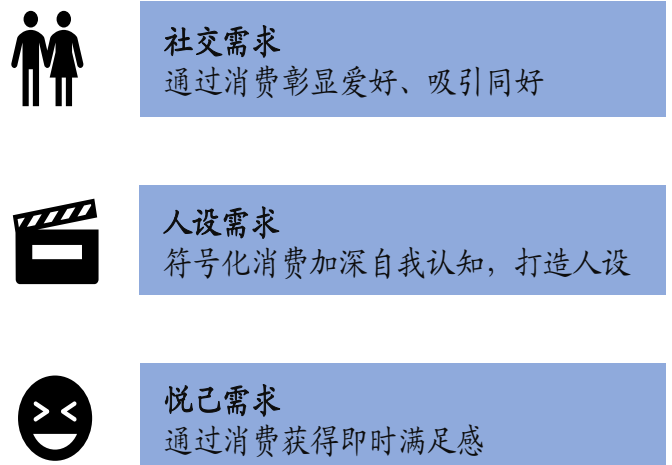
数据来源: 谷雨数据、开源证券研究所

图16: 2019 年 95 后中新消费快速增长



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图17: 精神需求成为我国年轻人消费重要驱动力



资料来源: Kantar、开源证券研究所

### (3) 家庭结构

日本第三消费时代中单身家庭和夫妻无孩家庭的占比大幅提升。1975 年-1995 年, 日本 1 人和 2 人家庭的占比分别由 19.5% 提升至 25.6% 和 15.6% 提升至 23.0%。至 1995 年, 1 人和 2 人家庭合计占比接近 45%。而 4 人及 4 人以上家庭的数量占比则不断下降。并且, 通过进一步详细拆分可以发现, 2 人家庭占比的提升主要源于夫妻无孩家庭占比的显著提升 (1975-1995 年日本夫妻无孩家庭的占比由 11.6% 提升至 17.4%)。而单身家庭和夫妻无孩家庭在家庭日常生活开支上的负担相对更轻, 因此这两个群体占比的大幅提升在一定程度上也直接带动了日本个性化精神消费的发展。

**表3: 1975-1995 年日本单身家庭比例显著提升**

	1人	2人	3人	4人	5人	6人	7人以上
日本不同人数家庭构成比例							
1975年	19.5%	15.6%	18.6%	24.7%	11.6%	6.1%	3.8%
1985年	20.8%	18.4%	17.9%	23.7%	11.1%	5.2%	2.9%
1995年	25.6%	23.0%	18.5%	18.9%	8.0%	3.9%	2.2%
日本不同人数家庭数量复合增长率							
1980-1985年	1.9%	2.9%	0.9%	0.8%	0.7%	-0.3%	-1.4%
1985-1995年	3.6%	3.7%	1.8%	-0.8%	-1.8%	-1.5%	-1.6%

数据来源:《东北亚论坛》、厚生统计协会、开源证券研究所

**表4: 日本夫妻无孩家庭和单身家庭占比显著提升**

年份	夫妻家庭	父子	母子	夫妻和孩子	单身家庭	其他
1960	7.3%	1.1%	6.4%	38.2%	16.1%	30.8%
1970	9.8%	0.8%	4.9%	41.2%	20.3%	23.0%
1975	11.6%	0.8%	4.6%	42.5%	19.5%	21.0%
1980	12.5%	0.8%	4.9%	42.1%	19.8%	19.9%
1985	13.7%	0.9%	5.4%	40.0%	20.8%	19.2%
1990	15.5%	1.0%	5.7%	37.3%	23.1%	17.4%
1995	17.4%	1.1%	6.0%	34.2%	25.6%	15.7%

数据来源:《东北亚论坛》、厚生统计协会、开源证券研究所

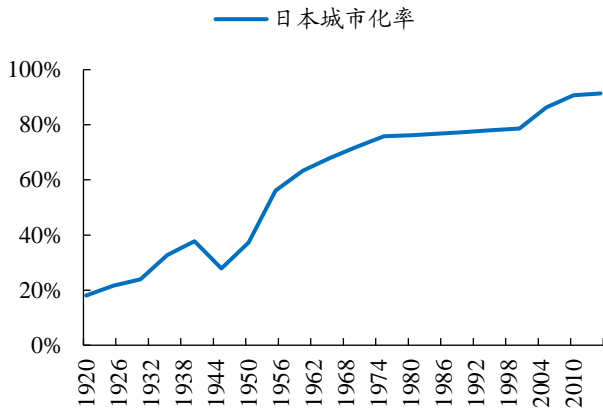
日本单身和夫妻无孩家庭占比提升、多人口家庭占比下降的原因,我们认为有以下几点。并且这些原因,和当前中国社会发展的特征同样也有类同之处。

- (1) **传统观念的改变。**日本和中国类似,历史上也深受儒家思想的影响,重视家庭观念,因此在过去多代同堂的现象也较为普遍。但伴随战后重建和欧美文化的渗透,年轻人的家庭观念不断改变。我国年轻人在一定程度上也出现了这一现象,晚婚、不婚等观念正开始被更多人接受。
- (2) **城镇化率的提升。**在第二消费时代,日本城市化率快速提升。从而大量人口(尤其是年轻人)从农村转移至城市,进而导致农村中原有的大家庭逐渐分裂。至20世纪70-80年代,日本城市化率已接近80%。而我国近年也经历了城镇化率快速提升的阶段。至2019年,我国城镇化率已超过60%。大量年轻人从农村转移至中大城市。
- (3) **生活压力的增加。**第三消费时代的日本和当前的中国均处于经济增速换挡之际,年轻人生活压力有所提升,因此对于婚育的偏好也有所下降。

根据国家统计局抽样调查的数据,2004年以来,我国1人和2人家庭数量的占比也呈现出较明显提升的态势。至2019年,我国1人和2人家庭数量占比约为48.1%,已和日本1995年的水平较为接近。但不同的是,其中,我国单身家庭数量的占比仍相对较低,仅约为日本1975年的水平。

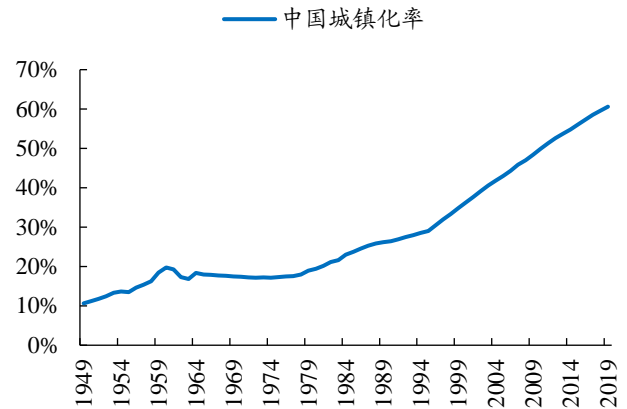


图18: 1970年后日本城市化率已处于较高水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2019年中国城镇化率已超过60%



数据来源: Wind、开源证券研究所

表5: 2004年以来,我国1人和2人家庭占比显著提升(抽样数)

	1人	2人	3人	4人	5人	6人	7人及以上
2004	7.8%	19.6%	31.4%	21.8%	12.4%	4.4%	2.5%
2005	10.7%	24.5%	29.8%	19.2%	10.2%	3.8%	1.8%
2006	9.1%	24.2%	30.7%	20.0%	10.8%	3.6%	1.6%
2007	8.9%	24.4%	30.4%	20.9%	10.1%	3.7%	1.5%
2008	8.9%	24.6%	30.4%	21.0%	10.0%	3.7%	1.5%
2009	10.0%	25.0%	29.4%	19.6%	10.6%	3.8%	1.6%
2011	14.0%	26.0%	27.7%	16.9%	9.4%	4.1%	1.9%
2012	14.1%	26.4%	27.6%	16.8%	9.2%	4.1%	1.8%
2013	14.6%	27.3%	26.9%	17.0%	8.5%	3.9%	1.9%
2014	14.9%	27.7%	26.7%	15.9%	8.8%	4.2%	1.9%
2015	13.1%	25.3%	26.4%	17.9%	10.3%	4.5%	2.4%
2016	14.1%	25.8%	26.1%	17.8%	9.7%	4.3%	2.2%
2017	15.6%	27.2%	24.7%	17.1%	8.9%	4.3%	2.0%
2018	16.7%	28.3%	23.4%	16.5%	8.6%	4.4%	2.2%
2019	18.5%	29.6%	22.3%	15.9%	7.8%	4.1%	1.9%

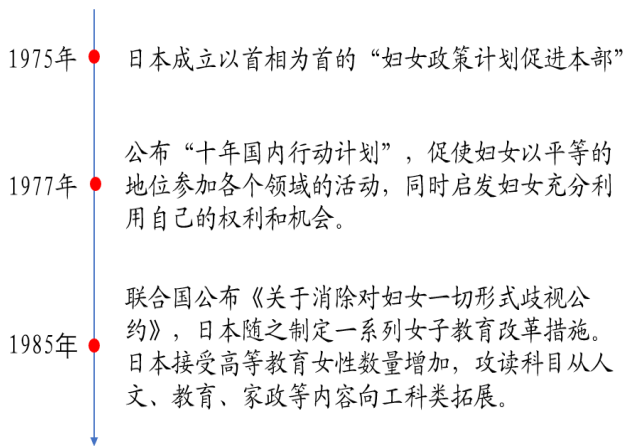
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

## 2.2、时代背景共性二: 女性消费能力显著提升

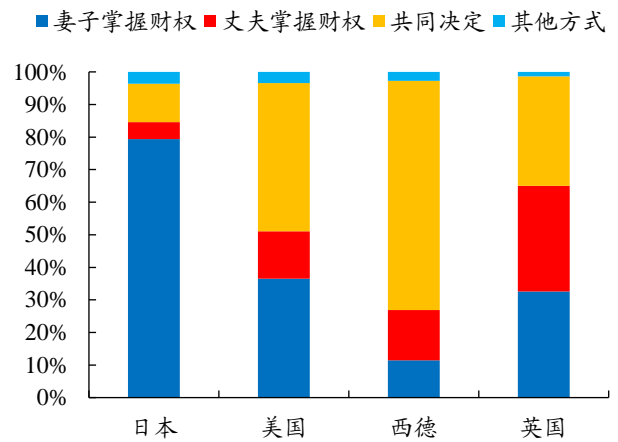
日本二战后女性消费能力的显著持续提升, 主要源于以下几方面:

### (1) 日本女性平权运动推进, 在家庭中掌握财权

二战后日本女权主义运动不断推进, 20世纪70年代后日本出台系列政策以维护女性权利。1975年日本成立以首相为首的“妇女政策计划促进本部”, 1977年公布“十年国内行动计划”进一步推动妇女维护和使用自身权利, 1985年日本推出系列措施维护妇女受教育的权利。伴随女性地位的不断提高以及工薪核心家庭增多(男性职工长时间工作和加班, 妻子负责后勤), 日本家庭中主要由妻子掌握财权。根据国际比较调查的1982年数据, 日本家庭中妻子掌握财权的比例接近80%, 明显高于美国、西德、英国等其他发达国家。

**图20: 日本出台系列政策维护女性权利**


资料来源：《战后日本家庭观念的变迁研究》、开源证券研究所

**图21: 日本妻子掌握财权的比例相对高（1982年数据）**


数据来源：国际比较调查、当代亚太、开源证券研究所

## （2）产业结构调整和教育程度提升，日本女性更多走入职场

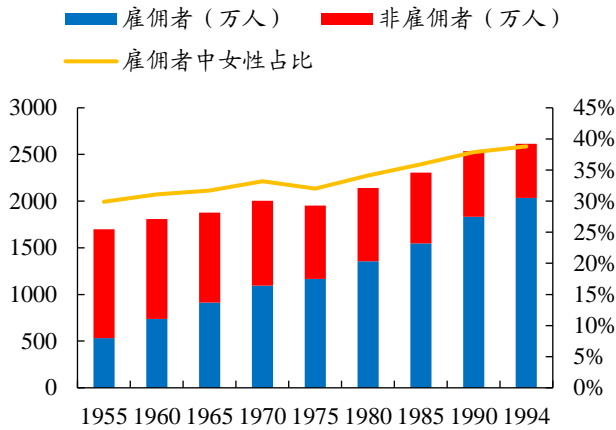
**1975年后，日本雇佣者中女性占比持续提升。**根据日本总务厅数据，1975年至1994年日本女性就业人数由1953万人提升至2614万人。其中，就业人数的增长主要源于正式雇佣者的数量提升，日本女性雇佣者数量由1975年的1167万人上升至1994年的2034万人，而日本整体雇佣者中的女性占比也由1975年的32.0%提升至38.8%。**而日本女性更多走入职场，我们认为主要源于以下三方面原因：**

**日本产业结构调整，第三产业占比提升。**20世纪70年代后，日本服务业增加值占GDP比重持续提升。而相比于第一和第二产业，以服务业为代表的第三产业显然更适合于女性就业。日本第三产业中的女性就业人数占比由1975年的52%逐步提升至1995年的64%。

**日本女性受教育程度提升。**受益于日本出台的系列政策和女性受教育意识提升，日本女性升学率持续提升。以大学和大专（不含升读函授课程）升学率为例，在1975年以后日本女性这一升学率开始超过日本男性，并呈现出持续的上升趋势。

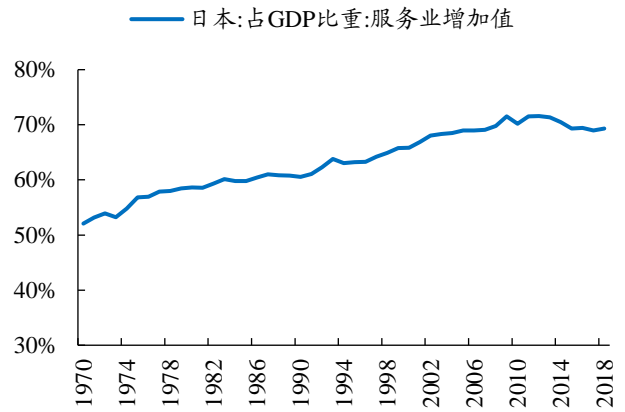
**日本女性平均结婚年龄提升，总和生育率下降，受家庭束缚减少。**1975年以后，日本青年的平均结婚年龄呈提升的趋势。但分性别来看，女性平均结婚年龄提升的斜率相对较高（1975年至2000年，日本男性平均结婚年龄由27岁提升至28.8岁，而日本女性平均结婚年龄由24.7岁提升至27岁）。平均结婚年龄提升的同时，日本妇女的综合生育率由1950年的3.65下降至1998年的1.38。因此，在晚婚且少育的背景下，日本女性更多的从家庭束缚中解放而得以投入职场。

图22: 日本雇佣者中女性占比持续提升



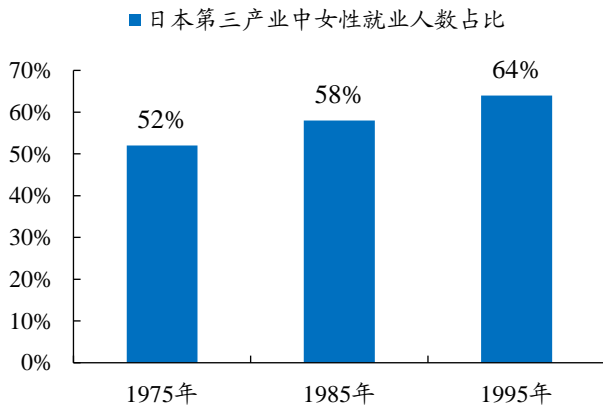
数据来源: 总务厅劳动力调查年报、开源证券研究所

图23: 日本服务业增加值占 GDP 比重提升



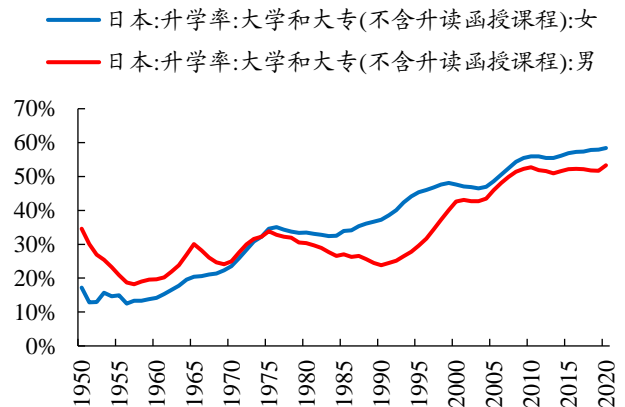
数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 日本第三产业中女性就业人数占比提升



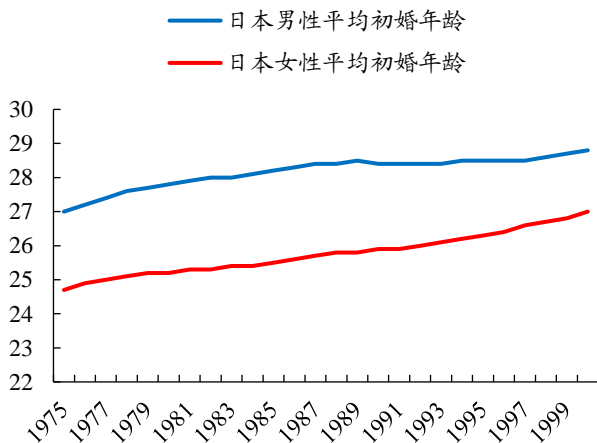
数据来源: 《战后日本家庭观念的变迁研究》、开源证券研究所

图25: 日本女性大学和大专升学率显著提升



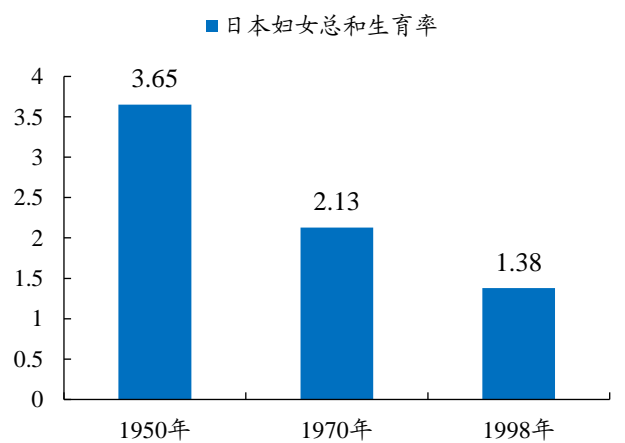
数据来源: Wind、开源证券研究所

图26: 日本女性初婚年龄持续提升



数据来源: 日本人口问题研究所、开源证券研究所

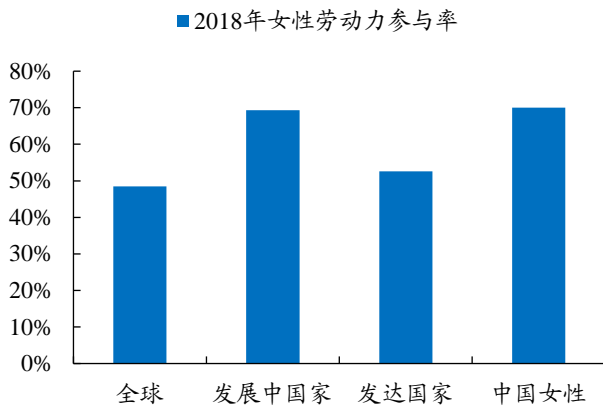
图27: 日本总和生育率 (育龄妇女平均生子数) 下降



数据来源: 人口学刊、开源证券研究所

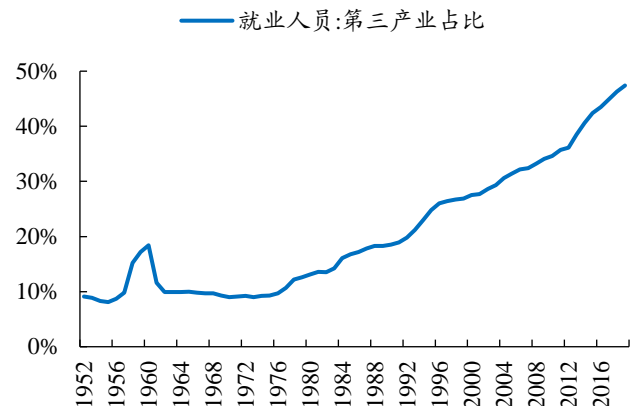
和日本的发展轨迹类似，近年我国女性在职场中的参与度也在显著提升。根据世界银行的数据，2018年我国女性劳动力参与率超过70%，位居世界第一。而与当年日本类似，第三产业就业人员占比提升（2019年我国第三产业就业人员占比持续提升至47.4%）、女性受教育程度提升（我国15岁及以上女性中文盲占比显著下降并且下降斜率明显高于男性）和初婚年龄提升（2017年我国育龄妇女平均初婚年龄提升至25.7岁）等因素均有助于我国女性更多的参与职场工作。

图28：2018年我国女性劳动力参与率世界第一



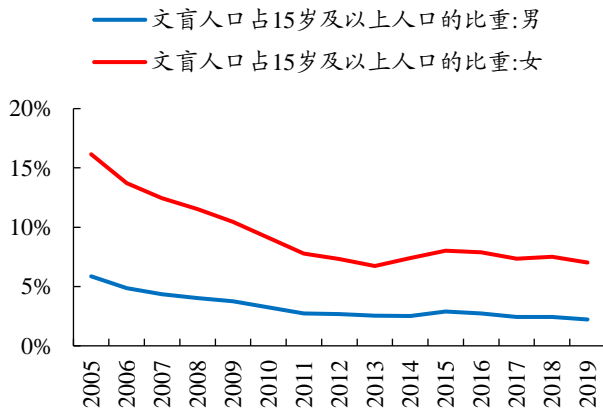
数据来源：世界银行、开源证券研究所

图29：我国第三产业就业人员占比持续提升



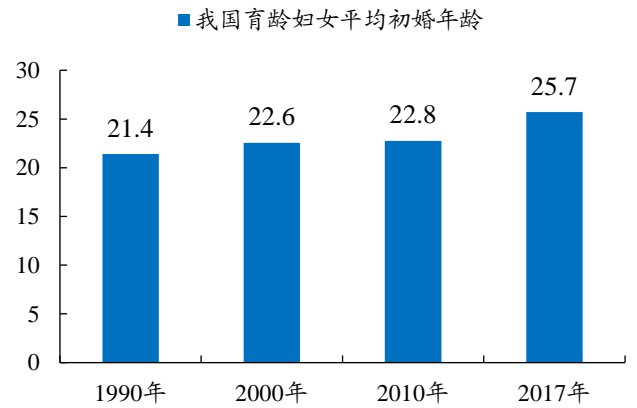
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：我国15岁及以上女性中文盲占比显著下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：我国育龄妇女平均初婚年龄提高



数据来源：国家统计局、前瞻产业研究院、开源证券研究所

## 2.3、时代背景共性三：成年人的 Kidult 消费倾向

Kidult（成人儿童化）是 Kids 和 Adult 的合成词，指年龄已达到成年人标准，但依然童心未泯。在三丽鸥和泡泡玛特所在的玩具/衍生品领域中，Kidult 通常指包括玩具、角色、卡通商品等感兴趣的成年人群体。

20世纪90年代，日本具有 Kidult 倾向的成年消费者日益增多。近年，我国 Kidult 的消费潮流也逐渐兴起并开始被市场关注。我们认为主要原因可从以下方面思考：



(1) 新兴消费人群童年时深受动漫(可爱)文化影响。我们在前文中曾提到,日本次团块世代和中国的“85-00”后一代童年时物质生活需求已较为富足。因此,他们在童年时已经能够较多的接触到动漫、玩具等精神消费。

以日本为例,日本动漫在20世纪70年代后步入成熟发展期,涌现出宫崎骏等优质动漫创作者。Hello Kitty为代表的可爱文化也于20世纪70年代开始流行。因此,20世纪70年代出生的次团块一代在童年时对动漫和可爱文化已经有了非常广泛的接触。进而,20世纪90年代,次团块一代成年并拥有了更强的消费能力后,他们依然愿意并更有能力为动漫和可爱文化付费。Hello Kitty也于20世纪90年代由过去更偏低龄的定位逐渐向高中女生以上的年龄带定位延伸,并取得了优异的成绩。

图32: 20世纪70年代,日本动漫进入成熟发展期,涌现出宫崎骏等优质动漫创作者



资料来源: doremi 微号、开源证券研究所

近年中国相关消费的兴起也与当时的日本有类似的逻辑。以泡泡玛特的盲盒为例,盲盒类的玩法由来已久,贯穿“85-00”后的童年时期。20世纪90年代国内就出现了以小浣熊干脆面为代表的集卡式营销产品。在网络游戏普及后,抽卡系统也成为了游戏中极为普及的玩法。因此对于2016年前后才于国内兴起的盲盒,其玩法并非突然兴起的产物,在“85-00”后人群中有着深厚的基础。当“85-00”后伴随年龄增长,经济实力日益提升后,他们对盲盒等具有童年记忆的玩法的付费能力就越强。

图33: 扭蛋、集卡式营销、抽卡类游戏等盲盒类的玩法由来已久

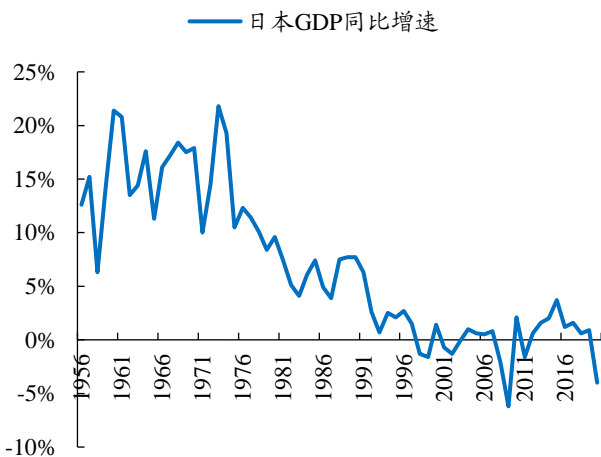


资料来源: 穷游网、阴阳师、泡泡玛特官网、开源证券研究所

(2) 经济增速换挡背景下，年轻人生活压力相对提升。20 世纪 90 年代的日本（经济泡沫破灭）和近年的中国（由于基数提升，GDP 增速相对良性放缓）均处于经济增速换挡的背景下。而经济增速相对下降在一定程度上会导致年轻人就业、生活压力的提升。以日本为例，1992 年初日本的失业率在 2% 左右，而到 2000 年末日本失业率已经超过 5%。而中国，虽然 GDP 增速在相对放缓，但每年应届毕业生人数却还在稳定逐年提升。2016 年以来，我国每年考研人数和应届毕业生人数之比逐年提升，至 2020 年已经达到约 40%，可以从侧面反映出我国年轻人当前面对的就业压力。

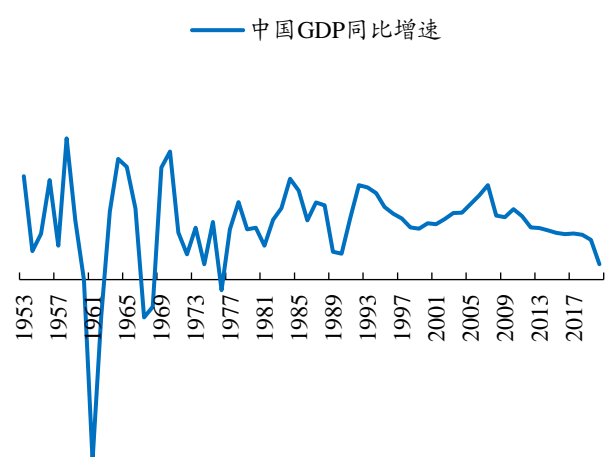
但如我们前文所述，20 世纪 90 年代面对就业压力的“次团块世代”和近年面对压力的“85-00”后一代，他们童年时的生活都相对之前的世代更为富足。因此，他们在面对生活压力时，动漫等童年回忆往往能引起共鸣，可爱文化所具有的精神治愈属性也与他们的需求相契合，进而产生对盲盒等 Kidult 类消费的偏好。

图34: 20 世纪 70 年代后期日本 GDP 开始下滑



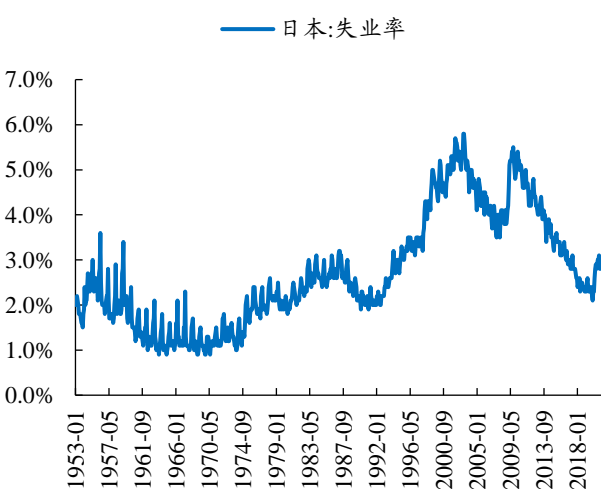
数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 中国经济进入增速换挡期



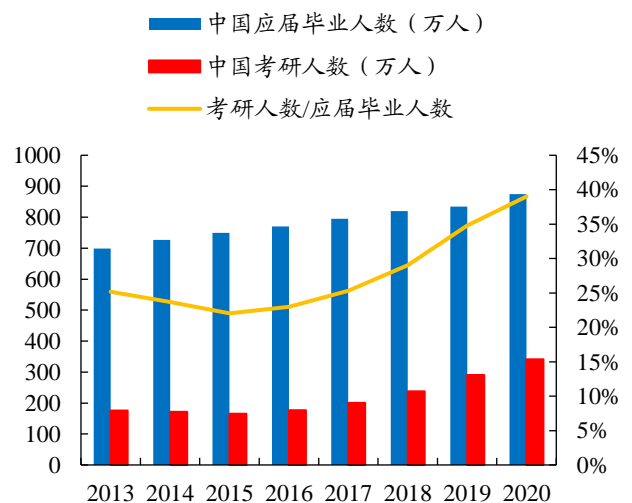
数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: 20 世纪 90 年代日本失业率大幅提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图37: 中国考研人数/应届毕业生人数比例提升

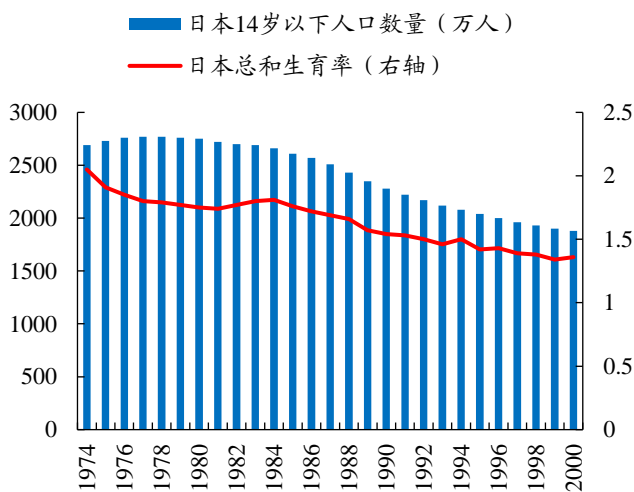


数据来源: Wind、开源证券研究所

(3) **社会老龄化**。中国和日本均面临人口老龄化。1974年-2000年，日本14岁以下人口数量不断下降，总和生育率也由接近2%下降至不到1.5%。而我国14岁以下总人数数量在1990年以后也整体呈现下滑的趋势，出生率由超过20%下滑至约10%。低龄人口数量下降对低龄玩具的市场需求总量将会带来直接的冲击，进而会促使更多的玩具厂商开拓高龄玩具市场，加大对高龄玩具市场需求挖掘的力度。

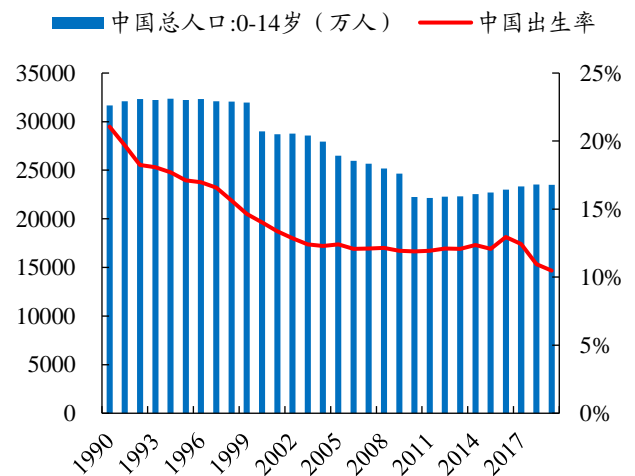
而需求侧结构变化带来的供给端变革最终对高龄玩具这一增量市场形成了有效的挖掘。根据日本玩具协会的数据，2019年日本兴趣类玩具（手办等成人玩具）市场规模达到138355亿日元，约占总市场的17%，并已成为日本第二大玩具品类（仅次于益智玩具，益智玩具约占总市场的20.7%）。而伴随近年泡泡玛特、52toys等品牌的兴起，我国面向成人的玩具市场也开始快速增长。

图38：日本14岁以下人口逐渐减少



数据来源：世界银行、开源证券研究所

图39：中国14岁以下人口和出生率呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

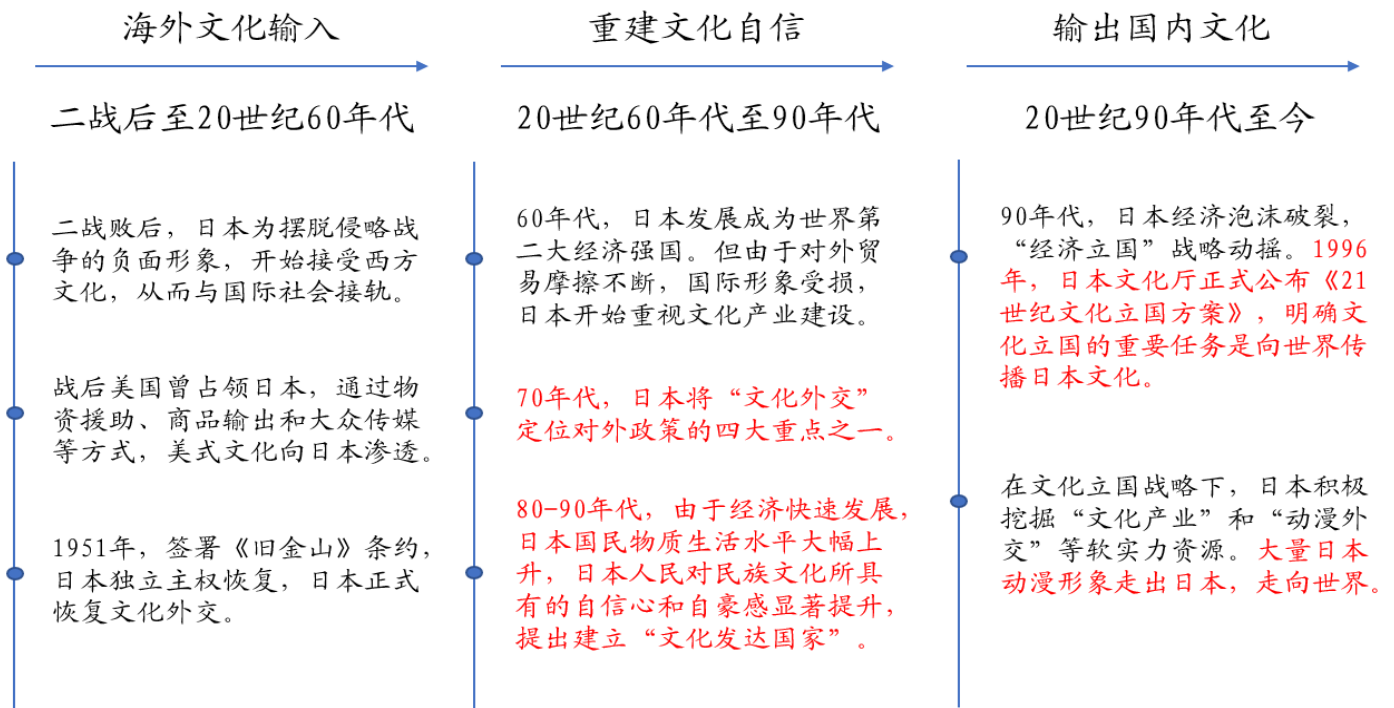
## 2.4、时代背景共性四：从海外文化输入到文化自信

回溯日本战后的发展史，经历了海外文化输入→重建文化自信→输出国内文化的递进历程。而20世纪60年代至90年代，日本重建文化自信进而成为文化强国的时期，也正是三丽鸥等公司蓬勃发展的黄金时期。我国在改革开放后经历了海外文化输入的过程，近年伴随经济发展和国家政策引导等因素推进，我国国民的文化自信也在不断加强。因此，从这个角度对比日本，我们认为以泡泡玛特为代表的国内文创、文化公司也正迎来发展的黄金期。

具体来看，在日本重建文化自信阶段，三丽鸥于国内快速发展。二战战败后，美国通过物资援助等方式向日本进行文化输出，日本为摆脱侵略战争带来的负面影响开始接受西方文化。20世纪60年代至90年代，日本经济腾飞，国民物质生活水平大幅上升，日本人民对民族文化所具有的自信心和自豪感显著提升，“文化外交”等文化发展政策也开始出台。这一时期，万代、三丽鸥等日本动漫产业链公司高速发展。20世纪90年代后，日本经济泡沫破裂，三丽鸥在日本国内的增速开始放缓，Hello Kitty、海贼王、火影忍者等大量日本动漫走出日本、走向世界。



图40: 日本文化自信的建立主要源于经济快速发展和国家政策引导



资料来源：《日本文化软实力的发展经验及其对中国的启示》、开源证券研究所

我国当前同样处于建立文化自信的节点上，泡泡玛特等国内文化产业龙头有望迎来发展机遇。在改革开放后，西方和日韩文化大量进入我国。但伴随我国经济快速发展，以及国家政策扶持（党的十九大报告明确指出要提高国家文化软实力），我国正在重新建立文化自信。近年“国潮”兴起正是最好的例证。故宫文创、中国李宁、秦时明月等为代表的品牌、IP 受到年轻人的追捧，完美日记、元气森林等国内品牌产品接连热卖。根据天猫生意参谋数据，2019年，完美日记共卖出746万件眼影单品，高居天猫眼影品类榜首，年销售额超过第二至第七名的总和。国潮所树立的独立价值观，为民族原创品牌文化生长提供土壤。泡泡玛特作为国内原创潮玩龙头，不仅乘着国潮消费热，也站在中国文化软实力提升的关键点上，有望迎来发展机遇。

图41: 我国当前同样处于建立文化自信的节点上，“国潮”兴起正是最好的例证

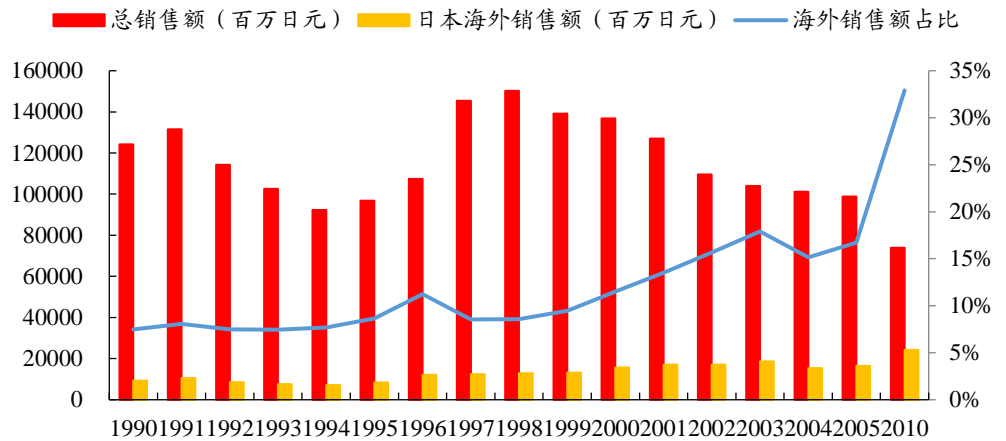
		
<p>根据天猫生意参谋数据，2019年，完美日记共卖出746万件眼影单品，高居天猫眼影品类榜首，年销售额超过第二至第七名的总和。</p>	<p>根据阿里零售平台数据，2019年实际购买过博物馆文创产品的消费者数量已近900万，相比2017年增长超4倍。</p>	<p>2020年双11中，元气森林首次超越常居榜上的国际品牌，同时斩获天猫和京东水饮品类销量第一。</p>

资料来源：天猫生意参谋、阿里零售平台、开源证券研究所



在此之外，我们认为 20 世纪 90 年代后，三丽鸥跟随日本文化出海也具有一定的参考意义。在 20 世纪 90 年代末期，Hello Kitty 在日本国内的销售到达顶峰后开始放缓。而与此同时，三丽鸥的海外市场却迅速扩张，并成为三丽鸥延续发展的二次曲线。三丽鸥的海外销售额占比由 1999 年的 9.5% 提升至 2010 年的 32.9%。

图42: 三丽鸥的海外销售额占比由 1999 年的 9.5% 提升至 2010 年的 32.9%

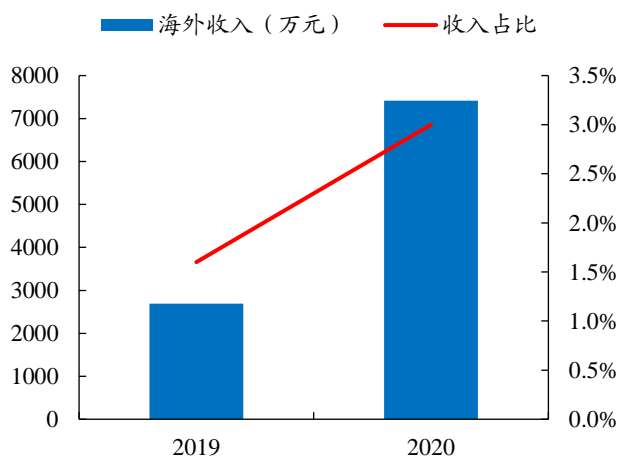


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

如前文所述，我们认为当前我国正处于重建文化自信的阶段。参照 20 世纪 70-90 年代的三丽鸥在日本国内快速发展，泡泡玛特等国内文化产业公司在国内仍具有较长的发展红利期。因此，在较长时间内，国内市场预计将仍然是泡泡玛特发展的核心。但伴随软实力不断提升，我国预计也将逐步具备向海外国家传递我国国内文化的能力，泡泡玛特也将借此迎来海外发展的机遇，因此提前的布局也是必要的。

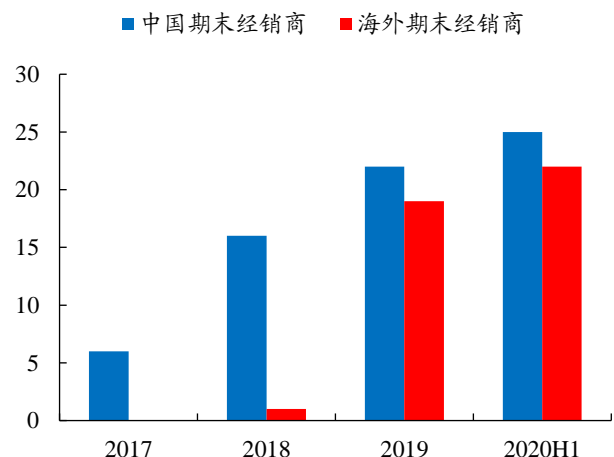
根据招股说明书，泡泡玛特业务已覆盖 21 个海外国家地区，公司已在韩国、新加坡设立合营公司。泡泡玛特计划于 2021 和 2022 年直接或通过海外经销商开设 30 间及 70 间海外零售店，300 间及 700 间海外机器人商店，计划经营海外社交网络账户、组织线下推广活动及参加大型海外潮玩展以提升知名度。公司海外经销渠道正处于快速发展中，仍有很大业绩增量空间，我们期待公司的全球化布局为未来助力。

图43: 海外经销渠道收入占比提升



数据来源: 泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图44: 2019 年，海外经销渠道快速招商 (单位:个)



数据来源: 泡泡玛特招股说明书、开源证券研究所

### 3、借鉴 Hello Kitty，我们认为泡泡玛特 IP 热度具有持续性

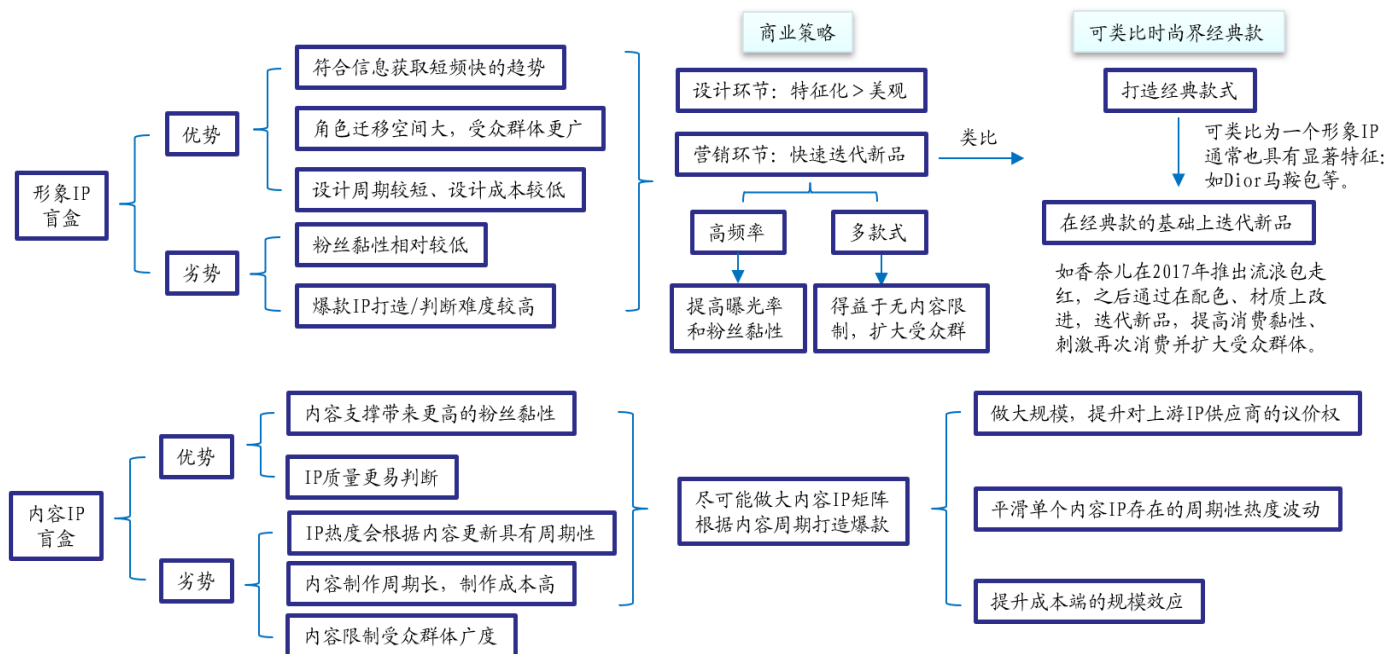
由于泡泡玛特自有及独家 IP 主要为形象 IP，其背后没有内容的支撑，因此，泡泡玛特 IP 热度的可持续性一直为市场所担忧。而 Hello Kitty 同样为形象 IP（曾推出过动画片，但推出时没有内容支撑并且动画片受众有限，所以我们认为可以视为形象 IP），并且其热度已持续四十余年。所以，我们认为借鉴 Hello Kitty 的发展，可以在一定程度上探讨泡泡玛特形象 IP 热度的可持续性。

#### 3.1、单个系列产品的热度持续性有限，但可不断推出新品延续 IP 热度

借鉴 Hello Kitty，我们认为形象 IP 单个系列产品的热度持续性是有限的，但可以通过持续推出符合市场需求的新品来不断延续形象 IP 的热度。Hello Kitty 每年都会推出一份全新的年度设计，以确立当年的商品风格。人物设计师会根据当年的杂志、电视剧判断当年的流行趋势，继而保证 Hello Kitty 年度设计符合潮流。我们认为这正是 Hello Kitty 热度能够持续的核心原因之一。

并且，我们在前期的深度报告中也做过阐述，没有内容支撑虽然会导致形象 IP 粉丝粘性相对较弱，但也会让形象 IP 具备角色迁移空间大、受众群体更广的优势。因此，IP 运营方可以借助这一优势，多款式（受益于无内容限制）、高频率（无内容，因此新品推出周期相对短）的快速迭代新品，进而实现形象 IP 热度的不断延续。

图45：依靠高频率、多款式的快速新品迭代，形象 IP 的热度有望不断延续



资料来源：开源证券研究所

而在不断推出新品延续形象 IP 热度的背后，则是对市场趋势的把控能力和设计能力。对于产品设计来说，三丽鸥会通过三丽鸥线下商店掌握人气商品和流行趋势。并且，三丽鸥并没有硬性规定不能设计的产品，营销和研发部可以发挥主观能动性，这也促成了三丽鸥商品更新换代速度提高，保持了流行度。例如，在 Hello Kitty 复苏发展的 90 年代中期，三丽鸥设计师在日本原宿逛街时发现，粉红色的手表比其它颜色更受欢迎。他们开始把 Hello Kitty 放在粉色的布景前，再将 Hello Kitty 的蝴蝶结改为花朵。此举很大程度吸引了年轻妇女们购买更昂贵的三丽鸥商品。

图46: Hello Kitty 根据流行趋势和客户反馈做出历年年度设计, 不断演化



1981年, Hello Kitty在红色的小赛车里吹着口哨。  
1983年, Hello Kitty在格子布景前啜饮热可可, 并问着“*What’s new*”。  
1988年, Hello Kitty坐在黑红格子布景前。

.....  
第三代Hello Kitty人物设计师山口裕子, 会根据当年的流行趋势、客户的反馈做出年度设计。  
1987年, 山口裕子设计黑白Hello Kitty, 她即是从高中生Kitty迷的来信和当年流行的黑白风中获得灵感。

资料来源: 三丽鸥官网、开源证券研究所

对比即可发现, 泡泡玛特 IP 运营策略和能力与三丽鸥具有较高的可比性, 我们也因此认为泡泡玛特形象 IP 热度的持续性是值得期待的。

(1) 类似的运营策略: 快速产品迭代延续 IP 热度。泡泡玛特对爆款 IP 不断的进行新系列产品迭代进而持续延续 IP 的热度。例如, 2017-2019 年公司分别推出了 7、6、5 个 Molly 系列盲盒。根据招股说明书, 2021 年泡泡玛特会针对 12 个自有 IP 推出 35 个系列产品, 针对 21 个独家 IP 推出 55 个系列产品。

表 1: 泡玛特聚焦于爆款 IP 进行产品迭代

IP	系列	图片	IP	系列	图片
MOLLY	小鸟		PUCKY	马戏团	



IP 系列	图片	IP 系列	图片
鼠年大乐队		三只小猪新年	
艺术大亨		精灵冬日宝宝	
开心火车大派对		精灵睡眠宝宝	
婚礼花童		精灵太空	
校园系列		精灵星座	

资料来源：泡泡玛特公众号、开源证券研究所

表6: 泡泡玛特依靠形象 IP 产品形成的规模优势，向内容 IP 产品延伸

	2017	2018	2019	2020H1	2020H2	2021
自有 IP	7(1)	7(2)	12(5)	7(4)	17(10)	35(12)
独家 IP	1(1)	8(3)	32(14)	17(14)	28(16)	55(21)
非独家 IP	0(0)	2(2)	5(5)	9(8)	18(14)	41(25)

数据来源：开源证券研究所数据来源：泡泡玛特招股说明书、开源证券研究所（左边数字为当期开发盲盒系列数量，右括号内数字为开发盲盒所用到的 IP 数量如，如 7(1)指当期用 1 个 IP 开发了 7 个系列盲盒）

## （2）类似的运营能力：有效的终端数据反馈和优秀的设计人才储备。

截至 2020 年末，公司 2020 年末零售店数量达到 187 个，机器人店数量达到 1351 家，线下终端渠道覆盖已经较为广泛。同时，公司线上渠道收入占比已经接近 40%。因此，公司线上和线下渠道布局均已较为成熟，能够得到有效的终端销售数据反馈。

在人才储备上，一方面，公司内部建立了超过 100 多人的设计团队，已经成功孵化 BOBO&COCO 及 Yuki 等自有 IP。与此同时，公司组建了超过 20 人组成的艺



术家发掘团队在全球范围内发掘优秀艺术家，并通过组队设计比赛、与顶级艺术学院合作等方式广泛接触艺术家、挖掘新人。另一方面，公司积极开办国际潮流玩具展，吸引有潜力的设计师前来参展，并从中挖掘优秀的潜力设计师。

### 3.2、增加渠道+授权触点维持 IP 曝光率，轻度内容辅助销售

内容 IP 由于与内容背景紧密相连，因此 IP 热度主要依靠内容更新。而形象 IP 没有内容支撑，因此更需要维持形象 IP 的高曝光率，尽可能增加 IP 触达目标消费群体的频率。这一逻辑在三丽鸥和泡泡玛特的运营策略上也都可以得到验证，两者均通过建设线下渠道、拓展授权广度来增加 IP 和消费者链接的触点。

线下渠道对于泡泡玛特和三丽鸥，除了是核心的销售渠道之一外还承担了提供体验场景、建立品牌文化等职能。三丽鸥的线下渠道主要包括销售门店和主题公园。而泡泡玛特当前的线下渠道主要包括零售店和机器人店。而参照三丽鸥的线下布局，泡泡玛特在乐园等更多样化形式的线下触点打造上仍有较多选择。此外，泡泡玛特和三丽鸥均会组织 IP 设计师的线下见面会，进而拉近消费者与形象 IP 之间的距离。

图47：泡泡玛特在购物中心开设零售店和机器人店



资料来源：泡泡玛特招股说明书、开源证券研究所

图48：三丽鸥打造线下门店



资料来源：大众点评网

图49：泡泡玛特组织设计师线下签售会



资料来源：凤凰网科技

图50：三丽鸥打造线下主题公园



资料来源：三文娱公众号

除了增加线下触点外,通过IP授权打造联名款也是提高IP曝光率的重要方式。授权收入已经成为了 Hello Kitty 的主要收入来源之一。而在 Molly 等头部 IP 具备一定流量后,泡泡玛特也在积极开始尝试跨界合作,通过IP再授权的方式与其他行业的知名品牌打造联盟款产品。这些合作一方面使泡泡玛特得以获得一定的再授权收入(2017-2020年,公司授权费收入从70万元提升至1870万元),另一方面通过合作品牌,泡泡玛特的IP也获得更高的曝光度。

图51: Make Up Forever 推出 Skull Panda 联名款



资料来源: 小红书

图52: Furla 推出 Hello Kitty 联名款钱包



资料来源: 搜狐

而除了渠道和授权触点外,轻度内容在一定程度上也是形象IP维持热度可选择的补充之一。以 Hello Kitty 为例,其在1993年尝试推出了20集动画片,对当时的IP热度提振起到了较好的效果。而近年伴随业绩承压,三丽鸥也开始更多的尝试电影等内容形式。但整体来看,三丽鸥对于内容的打造是相当克制的。因为,正如我们前文所述,不受内容束缚的灵活性和可塑性正是形象IP的核心优势之一。所以,我们认为对于泡泡玛特来说,内容的打造预计仍然不会是短期的必要选择并且在内容的推出上依然会继续保持谨慎,但包括IP世界观、简单故事背景等在内的轻度内容也是辅助销售可选择的形式,而长期看也并不排除探索更深度内容形式的可能。

#### 4、有望超越: 我们认为泡泡玛特前景或相对更优

进入21世纪后,虽然三丽鸥做出了大举发展海外市场以及减少商品销售转型授权业务等尝试,但始终无法阻止业绩持续下滑,我们认为原因主要系(1)日本经济泡沫破裂后,整体行业增速下滑;(2)互联网时代带来IP传播介质的变革;(3)公司始终没能打造出下一个Hello Kitty。而从这三点看,我们认为当前的泡泡玛特相较进入21世纪后的三丽鸥显然更具优势:(1)我国潮流玩具市场正处于快速发展的红利期;(2)紧跟互联网时代潮流;(3)公司新爆款IP打造能力已经验证。

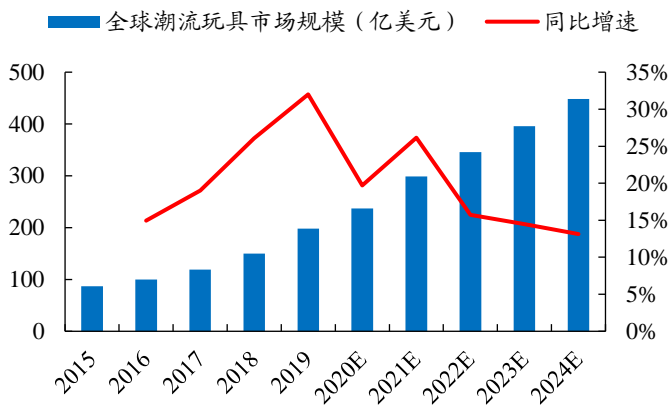


## 4.1、优势一：我国潮流玩具市场正处于快速发展的红利期

我国潮流玩具市场正处于快速发展的红利期。从市场规模看，全球潮流玩具市场规模快速提升，我国潮玩市场规模增速则相对更快。根据弗若斯特沙利文的报告：

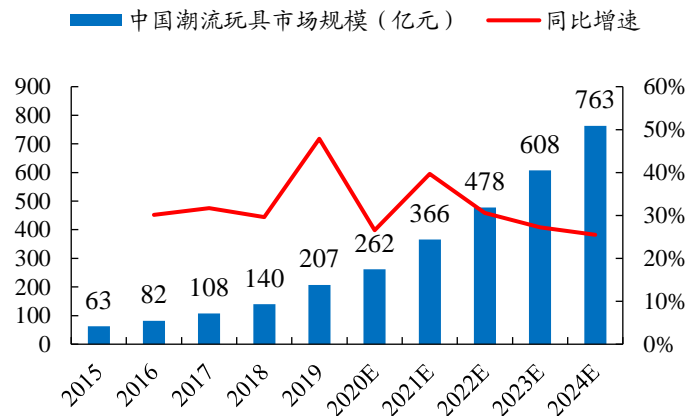
(1) 2019 年全球潮流玩具市场规模达 198 亿美元，相较于 2015 年增长 127.6%，并预计 2019-2024 年复合增速达 17.7%，至 2024 年市场规模将达 448 亿美元；(2) 中国潮流玩具市场 2015-2019 年复合增速达 34.6%，2020 年市场规模预计约 262 亿元。并预计 2024 年我国潮玩市场规模可达 763 亿元，2019-2024 年规模复合增速可达到 29.8%，未来增速将显著高于全球市场增速。

图53：2019-2024 年全球潮流玩具市场规模 CAGR 预计达 17.7%



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

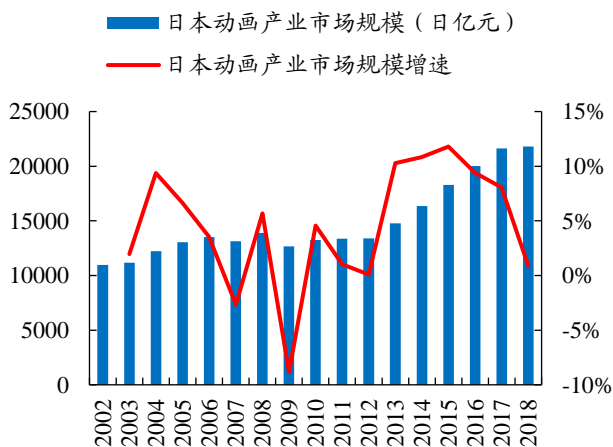
图54：2019-2024 年我国潮流玩具市场规模 CAGR 预计达 29.8%



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

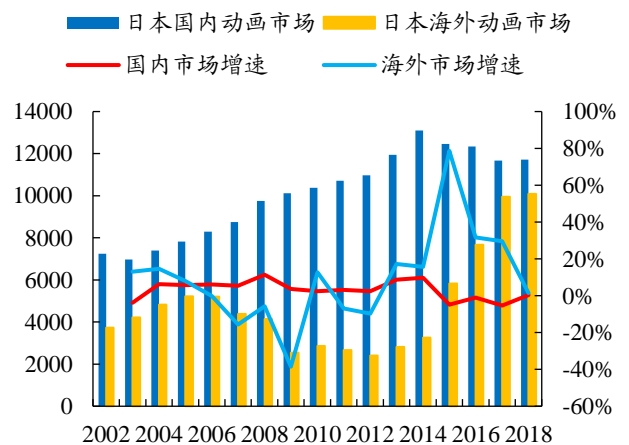
而在进入 21 世纪后，日本的动画产业市场规模增速则已相对较慢。根据日本动漫协会的数据，2002-2018 年日本动画产业市场规模复合增速仅约为 4.4%。其中，2002-2012 年复合增速仅约为 2.0%。而拆分成国内和源于海外市场的收入来看，2012-2018 年日本动画产业市场规模增长提速主要源于海外市场增速加快的影响（尤其是中国市场，近年购买版权费用大幅上行）。2012-2018 年，日本国内动画市场复合增速约为 1.1%，源于海外市场的复合增速约为 30.0%。因此，整体来看，在进入 21 世纪之后，日本动画相关产业的规模增速已经相对较慢。

图55：21 世纪，日本动画产业市场规模增速相对较慢



数据来源：日本动画协会、开源证券研究所

图56：日本国内动画市场增速基本不高于 10% (日亿元)

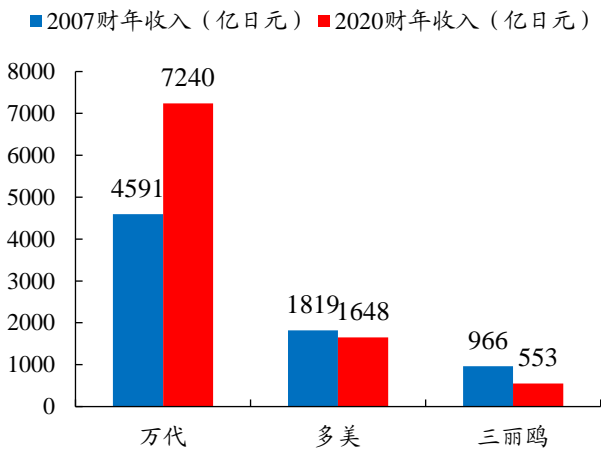


数据来源：日本动画协会、开源证券研究所

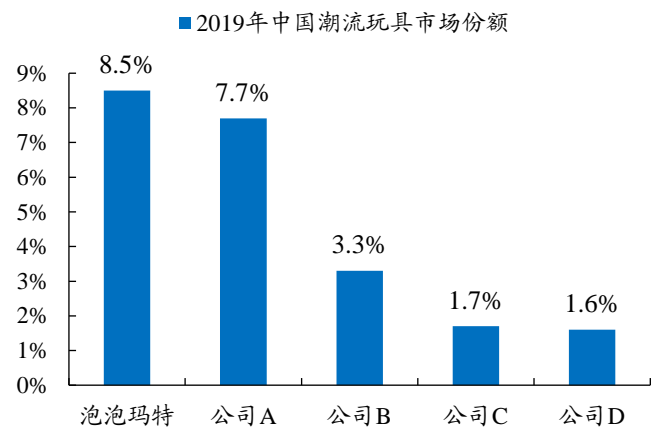
另一方面，我国潮流玩具市场仍较为分散，泡泡玛特发展空间更为广阔且已占据先发优势。日本玩具行业从20世纪60年代起快速发展。至21世纪，在行业整体增速下行的同时，整体市场格局已较为稳定，进入龙头提升市占率的阶段。如日本玩具龙头万代2007财年收入为4591亿日元，而至2020财年收入已提升至7240亿日元。但与此同时，多美和三丽鸥等公司在这一阶段的收入却进入了下降通道。而我国潮流玩具市场仍处于市场分散的新兴阶段。2019年，我国潮流玩具市场CR5仍仅约为22.8%。因此，泡泡玛特等市场参与者仍有广阔的发展空间。与此同时，泡泡玛特市场份额达到8.5%，在国内市占率第一，已占据先发优势。

图57：日本玩具行业进入龙头市占率提升的阶段

图58：我国潮流玩具仍处于新兴阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

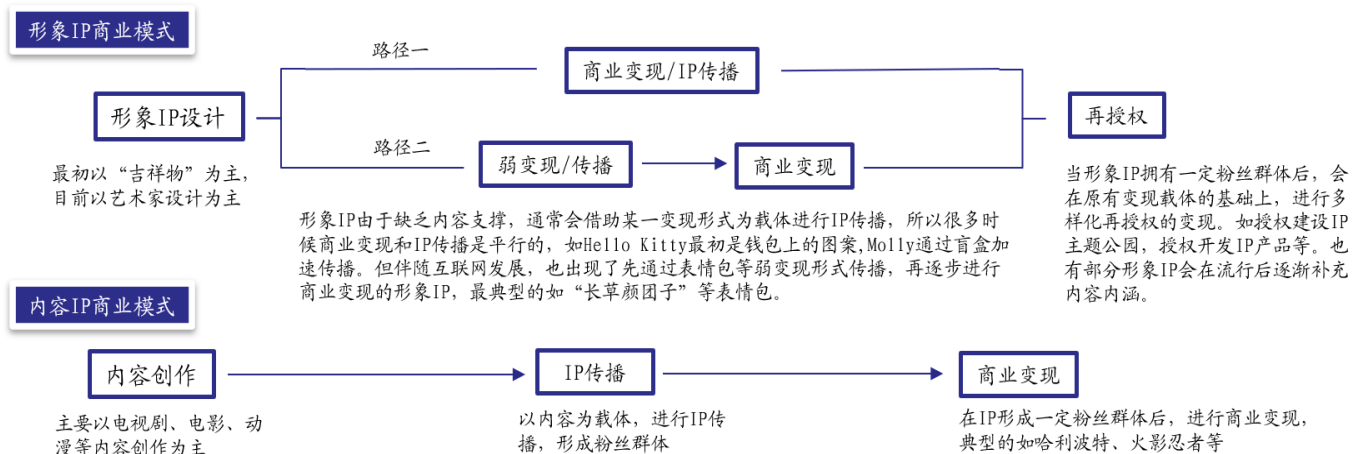


数据来源：泡泡玛特招股说明书、开源证券研究所

## 4.2、优势二：IP传播载体迭代，互联网红利孕育形象IP发展新阶段

我们在前期的深度报告中提出，形象IP和内容IP最大的区别在于传播载体的不同：内容IP的载体即为电影、动漫等内容，而形象IP的传播则普遍需要变现载体。即内容IP的模式为先进进行内容创作，再通过内容载体的传播来获取流量，最后利用流量进行变现。而形象IP由于没有内容载体支撑，因此其传播与变现的环节在很多时候是平行进行的。因此，变现载体通常会对形象IP的传播发展起到重要作用。

图59：传播载体对于形象IP具有重要意义



资料来源：开源证券研究所



Hello Kitty 的兴起很大程度上源于其传播载体抓住了日本送礼文化的特点。日本有非常浓厚的送礼文化。20 世纪 70-80 年代，日本学生经常互相赠送小礼物，而这些小礼物正是 Hello Kitty 能够借助快速传播的变现载体。如 Hello Kitty 起初是印在钱包上的图案，之后开始出现在文具、贺卡等学生经常购买的小物件上。尤其是日本逢节假日有非常普遍的寄贺卡的习惯，Hello Kitty 的形象就会伴随贺卡快速传递。贺卡可以说是日本在互联网时代到来之前，IP 传递非常重要的渠道之一。

图60: Hello Kitty 起初是印在钱包上的图案



资料来源：搜狐

图61: Hello Kitty 伴随贺卡快速传播



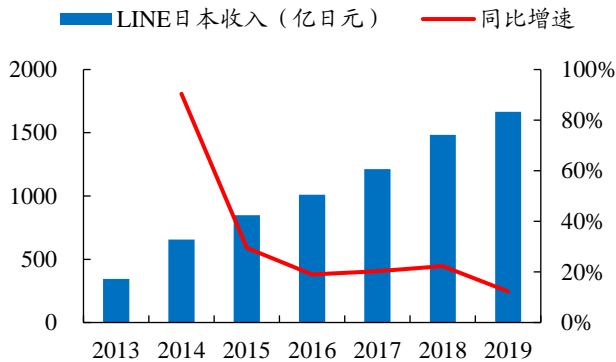
资料来源：淘宝

但伴随互联网时代来临带来传播载体变革，抢占互联网红利的形象 IP 开始兴起。21 世纪以来，互联网时代到来，小礼物、贺卡等不再是 IP 流量传播最有效的方式。取而代之的是 LINE、Twitter 等社交软件所带来的强大的流量裂变能力。

LINE FRIENDS 和缘子小姐两个形象 IP 的兴起即是典型的互联网时代产物。LINE 是日本的即时通讯软件，其在日本收入从 2013 年的 344 亿日元增长至 2019 年的 1665 亿日元，CAGR 约达 30%。而 LINE FRIENDS 即 LINE 中常用的聊天表情包。在表情包随着聊天软件广泛传播后，LINE 也逐渐将其开发成系列衍生品。无独有偶，奇谭俱乐部 2012 年打造的缘子小姐形象也正是依靠智能手机流行、Twitter 使用量大幅提升的背景而快速在网络上走红。

由此，我们可以看到的是互联网时代流量传播载体变革带来的新一轮形象 IP 红利。上一轮载体红利的受益者 Hello Kitty 等受到了较大挑战只能努力变革以跟上时代步伐，而 LINE FRIENDS、缘子小姐等则得以兴起。

图62: LINE 在日本的收入逐年增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图63: 缘子小姐借助 Twitter 快速走红



资料来源: 好奇心日报

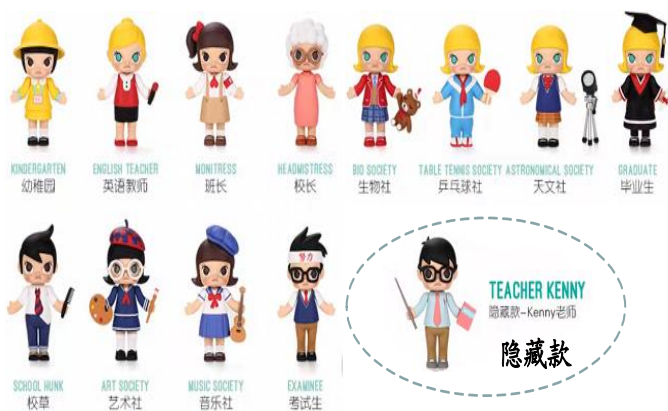
泡泡玛特则将“盲盒”这一形象 IP 的变现载体在国内率先大范围普及和推广。这一符合 Z 世代消费心理和互联网流量传播特征的变现载体,明显加速了形象 IP 的流量裂变。

(1) 整体而言,兼具美感和独特设计的潮玩是盲盒的商品核心,而盲盒是潮玩销量提升的有效工具。相较普通潮玩,其收藏属性一方面可以激发未获得稀有款式消费者的复购欲望,另一方面可以使获得稀有款式消费者具有成就感,产生粘性。

(2) 互联网背景下,“潮玩+盲盒”衍生出的社交属性则是流量裂变的核心理。由于隐藏款有稀缺性,并且消费者会抽到重复款式,因此盲盒产生了交易需求。同时,抽取不确定性和收藏属性会刺激消费者对盲盒抽取体验、心得等产生更强的分享欲望。进而盲盒某种程度上成为了 Z 世代在社交网络上拉近关系的载体。

因此,从形象 IP 传播载体的角度,和 21 世纪后的三丽鸥相比,泡泡玛特具有以下优势:(1)对互联网时代的流量玩法有更深入的理解;(2)率先普及推广的盲盒玩法能够将互联网时代的流量红利充分放大;(3)相较 Hello Kitty 兴起时代礼物和贺卡点对点的流量传播,互联网时代的流量裂变显然让形象 IP 有了更坚实的孕育基础。

图64: 盲盒以“基础款+隐藏款”刺激玩家收藏欲



资料来源: 泡泡玛特官方旗舰店、开源证券研究所

图65: 小红书上泡泡玛特相关笔记超过 28 万+篇

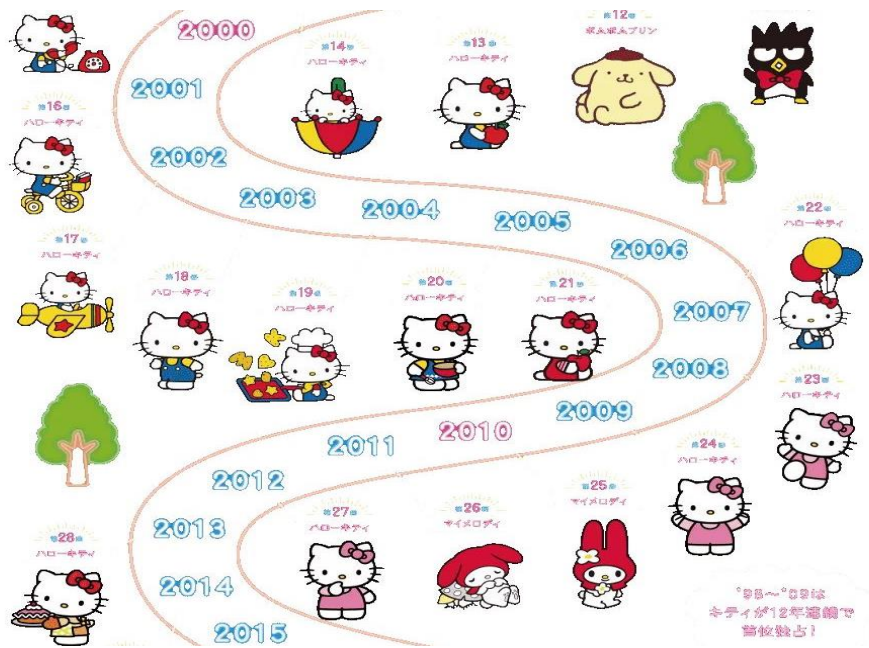


资料来源: 小红书 APP (截至 2021 年 4 月 5 日)

### 4.3、优势三：泡泡玛特新爆款 IP 打造能力已经验证

对于以打造爆款为核心的商业模式而言，爆款的复制能力尤为关键，而三丽鸥始终没能打造出第二个 Hello Kitty。三丽鸥所拥有的 IP 角色数量已经超过 500 个。但从三丽鸥每年举办的最具人气角色评选的结果来看，已经有四十余年历史的 Hello Kitty 依然是三丽鸥最热门的 IP。21 世纪以来，Hello Kitty 在最具人气角色评选中获得第一的数量高居第一并且 2019 年的评选中再度获得第一。可见，虽然三丽鸥也有 My Melody、大耳狗等优质的 IP，但热度和 Hello Kitty 比仍然有较大的差距。

图66: 21 世纪以来，Hello Kitty 仍是三丽鸥最热门的 IP



资料来源：三丽鸥官网

泡泡玛特的 IP 收入分布则日益均衡。2017 年时，泡泡玛特与三丽鸥类似，仅有 Molly 一个爆款 IP，Molly 占到泡泡玛特品牌产品总收入的 89%。但经过近年发展，泡泡玛特各 IP 间的收入分布已经日益均衡。2020 年，收入占比最高的 Molly 占公司总收入的 14.2%，同比下降 12.9pct。而 Molly、Dimoo、Pucky、The Monsters 四个头部 IP 的收入占比均超过了 8%。

并且，公司新爆款 IP 的打造能力不断得到验证。2019 年，公司推出的 Dimoo，当年收入占比即达到 5.9%并于 2020 年上升至 12.5%。公司全新推出 SKULL PANDA 系列，同样深受市场欢迎。2020 年，该系列收入达到 3907 万元，密林古堡系列首发即售出 27.6 万个。此外，内部设计团队 PDC 也不断推出新品原创 IP，2020 年小甜豆等公司原创 IP 收入也已超过 1 亿元。



**表7: IP 收入分布日益均衡, 自有品牌占比进一步提升, 爆款打造能力继续验证**

	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年		2020H2		
	收入 (万 元)	占比 (%)	收入 (万 元)	占比 (%)	收入 (万 元)	占比 (%)	收入 (万 元)	占比 (%)	收入 (万 元)	占比 (%)	
自有 IP	Molly	4102	25.9%	21389	41.6%	45602	27.1%	35692	14.2%	24485	14.4%
	Dimoo					10009	5.9%	31525	12.5%	19778	11.7%
	BOBO& COCO					2545	1.5%	6742	2.7%	3448	2.0%
	SKULLP ANDA							3907	1.6%	未披露	
	其他	0	0.0%	182	0.4%	4547	2.7%	20129	8.0%	未披露	
	小计	4102	26.0%	21571	41.9%	62703	37.2%	97994	39.0%	69915	41.2%
独家 IP	PUCKY		0.0%	7508	14.6%	31532	18.7%	30001	11.9%	18088	10.7%
	The Monsters		0.0%		0.0%	10785	6.4%	20483	8.1%	13478	7.9%
	SATYR RORY		0.0%	689	1.3%	6309	3.7%	3368	1.3%	1776	1.0%
	其他	484	3.1%	2425	4.7%	11111	6.6%	17338	6.9%	10561	6.2%
	小计	484	3.1%	10622	20.6%	59736	35.5%	71190	28.3%	43903	25.9%
非独家 IP		0.0%	1821	3.5%	15982	9.5%	44435	17.7%	31111	18.3%	
泡泡玛特 品牌产品 合计	4586	29.0%	34015	66.1%	138421	82.2%	213620	85.0%	144928	85.5%	
第三方产 品	11026	69.8%	16228	31.5%	27999	16.6%	36840	14.7%	23752	14.0%	
其他	195	1.2%	1209	2.3%	1924	1.1%	888	0.4%	888	0.5%	
合计	15807	100.0%	51451	100.0%	168343	100.0%	251347	100.0%	169568	100.0%	

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

对于三丽鸥为什么始终无法打造出下一个 Hello Kitty, 而泡泡玛特则能在 Molly 一个单独的爆款 IP 的基础上打造出如今较丰富且均衡的 IP 矩阵, 我们认为其中的原因是多方面的。此处, 仅列举一些我们的思考, 或不全面, 仅供参考。

(1) 其一如我们在 4.1 中所述, **增速更快的中国市场对于泡泡玛特等潮玩公司而言尚处蓝海, 有更广阔的发展空间。**而 20 世纪 70-90 年代的日本, 虽然也处于经济高速发展时期, 但囿于国内市场空间有限和动漫产业竞争激烈, 三丽鸥培育新 IP 的难度是相对大的。在 21 世纪后, 三丽鸥的增速来源则已主要来源于海外市场。而在海外市场, 由于文化差异, 想培育全新 IP 的难度也是较大的。

(2) 其二如我们在 4.2 中所述, **互联网时代的到来则又是一个分水岭。**三丽鸥并没有很好得把握住互联网时代的红利。以 2020 年, 三丽鸥人气评选的结果为例, 排名前五的 IP 中最“年轻”的是诞生于 2002 年的大耳狗。由此可见, 在进入互联网时代后, 三丽鸥并没有推出下一个爆款 IP。而泡泡玛特则借助闲鱼、微信小程序、小红书等互联网平台, 积极进行流量裂变和私域流量培育。



(3) 其三则要回到公司战略和管理上，三丽鸥在 20 世纪 80-90 年代的发展黄金期，将大量现金流投入到了当时不断上涨的日本股市中，影响公司经营的同时在经济泡沫破裂后出现了大额的亏损。同时，由于混乱的管理，三丽鸥国际传播公司、主题乐园等拓展业务当时并没有为三丽鸥带来的增量收入，反而严重拖累了公司的资产负债表和现金流周转。因此，三丽鸥最终错过了发展的黄金期。而在 21 世纪后，由于收入下滑的压力，三丽鸥只能继续将资源倾斜于 Hello Kitty 上以维持业绩。而泡泡玛特近年的战略和管理显然更为清晰和合理。在渠道快速拓展的同时又并不盲目，以直营为主并且开店以机器人店为先导。而在 IP 战略上坚持多元化，保证 Molly 等原有爆款稳定的基础上，积极培育更多新爆款 IP。

(4) 其四则是 IP 来源的多元化。三丽鸥的 IP 主要局限于原创的形象 IP，而泡泡玛特则在不断提升外部合作非独家 IP 的收入占比、2020 年，泡泡玛特积极和全球顶级的知名 IP 合作，推出了哈利波特、火影忍者等产品系列，并首次尝试真人 IP，推出周同学系列产品。2020 年，公司非独家 IP 收入占比提升至 14.7%。而非独家 IP 由于 IP 的多样性，能够帮助公司有效拓宽受众群体，形成 IP 拓展的雪球效应。

## 5、盈利预测与投资建议

通过与三丽鸥的对比，我们主要得到以下结论：

### (1) 泡泡玛特的模式为什么于近年在国内快速兴起？

三丽鸥快速发展的阶段（1974-1998 年）基本与日本的第三消费社会重合。而日本第三消费社会所具有的（1）个性化精神消费兴起、（2）女性消费能力提升、（3）Kidult 消费倾向流行、（4）重建文化自信等特征与我国近年的社会发展特征也具有较强的可比性。因此，从时代背景看，三丽鸥和泡泡玛特的兴起具有一定的相通性。

### (2) Hello Kitty 热度持续至今，如何看待形象 IP 热度的持续性？

借鉴 Hello Kitty，我们认为形象 IP 单个系列产品的热度持续性是有限的，但可以通过持续推出符合市场需求的新品来不断延续形象 IP 的热度。此外，通过增加渠道+授权触点维持 IP 曝光率也是泡泡玛特和三丽鸥维持形象 IP 热度的共通方式。从三丽鸥的发展经验来看，轻度内容对形象 IP 产品的销售也有一定辅助作用。

### (3) 如何看待泡泡玛特的长期空间？相比三丽鸥的优势在哪里？

我们认为当前的泡泡玛特相较进入 21 世纪后的三丽鸥的优势在于：我国潮流玩具市场正处于快速发展的红利期、紧跟互联网时代潮流以及公司新爆款 IP 打造能力已经验证。因此，虽然三丽鸥在 21 世纪后业绩不断下滑，但我们依然看好泡泡玛特继续享受行业红利，并实现长期的平台化发展愿景。

我们维持盈利预测不变，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 11.11/16.45/24.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.8/1.2/1.7 元，当前股价对应 PE 为 61.8/41.7/28.5 倍，维持“买入”评级。

## 6、风险提示

线下门店拓展速度不及预期，新 IP 孵化不及预期，疫情反复等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>717</b>	<b>6,256</b>	<b>8,222</b>	<b>10,049</b>	<b>12,686</b>
现金	325	5,680	6,565	8,069	10,440
应收账款	246	347	496	603	721
存货	96	225	237	252	273
其他流动资产	50	3	-0	-0	-0
<b>非流动资产</b>	<b>350</b>	<b>715</b>	<b>924</b>	<b>1,125</b>	<b>1,252</b>
固定资产及在建工程	104	238	378	479	576
无形资产及其他长期资产	246	477	546	646	676
<b>资产总计</b>	<b>1,066</b>	<b>6,971</b>	<b>9,146</b>	<b>11,174</b>	<b>13,938</b>
<b>流动负债</b>	<b>382</b>	<b>665</b>	<b>926</b>	<b>1,587</b>	<b>1,864</b>
短期借款	-0	-0	-0	-0	-0
应付账款	49	116	164	237	278
其他流动负债	333	549	762	1,350	1,586
<b>非流动负债</b>	<b>92</b>	<b>175</b>	<b>210</b>	<b>240</b>	<b>260</b>
长期借款	-0	45	-0	-0	-0
其他非流动负债	92	175	210	240	260
<b>负债合计</b>	<b>474</b>	<b>840</b>	<b>1,136</b>	<b>1,827</b>	<b>2,124</b>
股本	0	1	1	1	1
储备	593	6,128	8,007	9,344	11,811
归母所有者权益	593	6,129	8,008	9,345	11,812
少数股东权益	-0	2	2	2	2
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,066</b>	<b>6,971</b>	<b>9,146</b>	<b>11,174</b>	<b>13,938</b>

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1683</b>	<b>2513</b>	<b>4448</b>	<b>6549</b>	<b>9512</b>
营业成本	-593	-919	-1597	-2338	-3358
营业费用	-364	-630	-1072	-1592	-2349
管理费用	-124	-219	-378	-552	-780
其他收入/费用	15	34	65	102	153
<b>营业利润</b>	<b>617</b>	<b>779</b>	<b>1466</b>	<b>2170</b>	<b>3178</b>
净财务收入/费用	-5	-9	-13	-18	-23
其他利润	5	4	5	6	7
<b>利润总额</b>	<b>617</b>	<b>774</b>	<b>1458</b>	<b>2158</b>	<b>3162</b>
所得税	-147	-184	-347	-513	-752
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>469</b>	<b>591</b>	<b>1111</b>	<b>1645</b>	<b>2410</b>
<b>EBITDA</b>	<b>713</b>	<b>981</b>	<b>1764</b>	<b>2551</b>	<b>3616</b>
<b>扣非后净利润</b>	<b>458</b>	<b>560</b>	<b>1066</b>	<b>1579</b>	<b>2314</b>
<b>EPS(港元)</b>	<b>0.33</b>	<b>0.42</b>	<b>0.79</b>	<b>1.17</b>	<b>1.72</b>

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	227.6	49.3	77.0	47.2	45.2
营业利润(%)	353.9	26.2	88.2	48.0	46.5
归属于母公司净利润(%)	367.7	25.9	88.1	48.1	46.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	64.8	63.4	64.1	64.3	64.7
净利率(%)	27.9	23.5	25.0	25.1	25.3
ROE(%)	79.1	9.6	13.9	17.6	20.4
ROIC(%)	68.5	9.4	13.5	17.2	20.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	44.5	12.0	12.4	16.4	15.2
净负债比率(%)	-39.3	-89.8	-79.4	-83.8	-86.2
流动比率	1.9	9.4	8.9	6.3	6.8
速动比率	1.3	8.7	8.1	5.9	5.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.3	0.6	0.6	0.6	0.8
应收账款周转率	10.4	8.5	10.6	11.9	14.4
应付账款周转率	12.2	11.1	11.4	11.7	13.0
存货周转率	9.5	5.7	6.9	9.6	12.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.4	0.8	1.2	1.7
每股经营现金流(最新摊薄)	0.4	0.5	0.9	1.3	1.9
每股净资产(最新摊薄)	0.4	4.4	5.7	6.7	8.4
<b>估值比率</b>					
P/E	146.5	116.3	61.8	41.7	28.5
P/B	115.8	11.2	8.6	7.4	5.8

### 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，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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。

### 分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn