

聚光灯下

# 潮玩背后的财富密码：泡泡玛特IPO估值或超60亿美元

■本报记者 谢若琳

11月22日晚间，泡泡玛特通过港交所聆讯，并披露聆讯后资料集，泡泡玛特本次赴港IPO的募资规模预计为2亿美元至3亿美元。据相关媒体报道称，泡泡玛特的IPO估值或超60亿美元。

对于公司估值，泡泡玛特方面向《证券日报》记者表示，一切以港交所公示为准。不过一位资深投行人士认为，该估值符合当前资本市场对泡泡玛特的预期。

来咖智库CEO王春霞在接受《证券日报》记者采访时称，用长远的角度来看泡泡玛特的市值和估值，不应该局限在玩具或者盲盒本身。“因为在人均GDP突破1万美元的时代，能带来精神愉悦的东西扩张性将是无边界的。如果有一个指标，能测试出某产品带来的愉悦值，那么则可以称之为情绪价值，情绪估值法。中国未来新兴消费必然有巨大的空间，虽然不一定能在海外找到成熟路径去完全对标，但这个领域的超级物种也必将创造出资本市场的奇迹。”

## 前三季度 售出盲盒27476个

在招股书中，泡泡玛特称自己为“推广潮流玩具文化”的公司，而现实生活中，很多年轻人仍将其看作“盲盒”的代名词。

在资深粉丝李天的嘴里，盲盒里的玩偶被称作“娃”。李天是一位年轻老师，她对“娃”的热爱却鲜为人知。“平时很少在办公室谈论盲盒，似乎成年人痴迷玩具是一件羞耻的事情。”事实上，每次泡泡玛特出新品，李天都会去线下购买，大部分时候选择“端盒”，她告诉记者，端盒是指将所有新品一次性买齐，一个大盒子中通常有12个盲盒，偶尔会有一个“隐藏款”，尽管抽到隐藏款的概率不高，但她依旧想把每一套盲盒都集齐。

在听到记者说泡泡玛特即将

上市的消息后，李天惊讶地问，“是我们把它买上市了吗？”

今年前三季度，泡泡玛特盲盒产品销量27476个，同比增加70.5%；盲盒产品的平均售价46元，同比下降6.1%。

销售渠道方面。截至2020年6月30日，泡泡玛特的销售和经销网络主要分为五类：其一是主要位于中国33个一二线城市主流商圈的136家零售店；其二是位于62个城市的1001家创新机器人商店，其可提供交互式的有趣购物体验；其三则是天猫旗舰店、泡泡抽盒机、葩趣等线上渠道；其四是北京国际潮玩展和上海国际潮玩展；第五则是批发渠道，包括国内的25家经销商以及国外的22家经销商。

其中，线上平台是增速最快的一个渠道，2017年至2019年的收入占比分别为9.4%、20.0%和32.0%，2020年上半年的占比进一步提升至40.9%。

值得注意的是，2020年上半年泡泡玛特天猫旗舰店的收入为1.47亿元，较2019年同期的0.67亿元增长122.2%；而“泡泡抽盒机”小程序的上半年收入为1.62亿元，同比增长72.3%。泡泡玛特天猫旗舰店在2019年和2020年天猫“双11”活动中当日销售额在天猫“模玩”类目均排名第一。

## Molly去年贡献收益 4.56亿元

泡泡玛特的收入渠道不仅限于卖盲盒。

从财务情况来看，2017年至2019年，泡泡玛特的营收分别为1.58亿元、5.15亿元和16.83亿元，复合年增长率为226.3%；净利润分别为156.9万元、9952.1万元和4.51亿元，净利润率分别为1.0%、19.3%和26.8%；毛利率则分别为47.6%、57.9%和64.8%。

今年前三季度，泡泡玛特的营收15.44亿元，同比增加49.3%；毛利率64%，上年同期为63.7%。

公司的收入来源包括商品销售、



展会收益、授权费收入及其他收入。

截至2020年6月30日，泡泡玛特共运营93个IP，包括12个自有IP、25个独家IP以及56个非独家IP。其中，泡泡玛特上半年推出16个新IP，预计下半年推出14个或以上IP。在2019年，前四大IP产生的收益均超过1亿元。

产品构成方面，泡泡玛特品牌产品分为“自有IP”“独家IP”和“非独家IP”三类，其中自有IP包括Molly、Dimoo、BOBO&COCO、Yuki，独家IP包括PUCKY、The Monsters、SATYR RORY。

其中，Molly是最核心的IP资源，也是泡泡玛特最早商业化的成功案例，2016年泡泡玛特推出的第一个自主潮流玩具产品“Molly星座”盲盒系列，吸引了大批粉丝追捧购买。2019年，仅Molly形象的泡泡玛特品牌产生的收益就有4.56亿元，同比增长113%。

## 盲盒模式难复制？

根据弗若斯特沙利文的报告，

按2019年的收入及2017年至2019年的收入增速计算，泡泡玛特已是中国最大且增长最快的潮流玩具公司。其中，按2019年零售额计算，泡泡玛特在中国潮流玩具市场的占有率为8.5%。

用户画像上，泡泡玛特的粉丝群主要覆盖15岁至35岁、拥有高消费力、热衷分享和展示的人群。申万宏源研报显示，估计国内潮玩消费群体有300万人至500万人（主要集中在18岁至35岁群体），消费主力军为Z世代（1995年至2009年间出生的人）。

可以说，国内盲盒潮玩市场潜力已经显现，但在全行业中，泡泡玛特有核心竞争力吗？

盲盒商业模式可复制性强，核心的壁垒在于平台一体化优势。申万宏源研报认为，2019年泡泡玛特以8.5%的市占率在潮玩市场排名第一，第二梯队玩家有IP小站、1918、52toys等，盲盒行业玩家众多，但以小玩家居多，集中度低，业内还有部分玩家仅仅只做设计、生产或者销售中的单一环节，全产业链的玩家相对较少。

泡泡玛特凭借强大的IP发掘和运营推广能力，建立起一个涵盖整个IP运营价值链的一体化平台，提高其IP的商业价值并提升IP的品牌知名度及变现能力。

来咖智库CEO王春霞告诉记者，泡泡玛特是目前唯一一个形成了全产业链的闭环企业。上游有自己的设计师群体，还不断在签约新的设计师。中游制造运营，潮玩普遍都适应代工，而不是自建工厂，大体量的泡泡玛特是最好的代工选择。下游渠道，泡泡玛特线下直营店+机器人商店+线上直营店模式几乎是业内唯一的。

“盲盒不仅仅是玩具，也不仅仅是消费品。泡泡玛特即将上市，大概又会迎来一场行业分类之争。泡泡玛特如果只是玩具，那么则是轻工制造；不过后来有了自己的品牌和渠道，那么则更像消费新零售；可是如今的泡泡玛特，并不是在卖东西，实物只是载体，消费的是精神愉悦，那么更像一个内容公司。”王春霞进一步表示。

# 华晨集团合资工厂生产经营正常 宝马回应增持股份合同不受影响

■本报记者 龚梦泽 李 勇

因债务问题陷入破产重整风波的华晨汽车集团控股有限公司（以下简称华晨集团），成为又一家因经营不善而走上重整道路的汽车制造企业。

11月20日，就在汽车业内都在为2020年收官之战的广州车展忙碌之际，老牌车企华晨集团却以进入重整程序的方式引发业内关注。当天，辽宁省沈阳市中级人民法院正式裁定受理债权人对华晨集团重整申请，标志着华晨集团正式进入破产重整程序。

据《证券日报》记者了解，目前，华晨集团旗下拥有华晨中国、金杯汽车股份有限公司、上海申华控股股份有限公司等多家上市公司，160余家全资、控股和参股公司，旗下拥有中华、金杯、华颂三个自主品牌以及华晨宝马、华晨雷诺两个合资品牌。

就在华晨集团破产重整的消息正式宣布后，11月20日，金杯汽车以及申华控股紧急发布公告称，公司生产经营不会受到影响，但可能波及公司股权结构等方面。受破产重整消息影响，20日当天华晨中国短线上扬，申华控股和金杯汽车却意外纷纷涨停。

11月23日，《证券日报》记者走访了华晨集团位于沈阳市大东区的集团总部。记者从接受采访的华晨宝马以及华晨雷诺员工处获悉，华晨集团业绩亏损已经是公开的秘密，目前来看各家合资公司生产经营暂未受到影响。

## 华晨集团宣告破产重整 旗下上市公司股价表现分化

事实上，作为国内著名的汽车企业，华晨集团一直以来都因旗下的合资品牌华晨宝马被国人所熟知。但没有人会想到，深度捆绑豪车巨头盈利颇丰的华晨宝马，其母公司竟会一夜之间跌进破产程序。

11月13日，汽车冲压模具研产公司格致汽车一纸诉状，向辽宁省沈阳市中级人民法院申请了对华晨集团的破产重整。尽管公告对于重整的原因和进展未披露更多信息，却成为压倒华晨集团的最后一根稻草，将早已负债高企的华晨集团置于镁光灯下。

《证券日报》记者查阅的数据显示，截至今年一季度，华晨集团累计负债高达1226.75亿元。

对此，华晨集团坦陈，目前集团已构成债务违约金额合计65亿元，逾期利息金额合计1.44亿元。因企业资金紧张，续作授信审批未完成，造成无法偿还。

资深公司法律师马向对《证券日报》记者表示，根据我国《破产法》相关规定，破产分为破产清算和破产重整两种情形，其中破产重整也称破产重整和破产保护。破产重整后，通常债务人还会持有其资产偿付债务，同时仍被允许进行商业活动。

今年以来，巨额的财务亏空使得华晨集团多次因未按时履行法律义务被法院强制执行。天眼查显示，华晨集团被法院列为被执行人次数高达16次，年内累计被执行金额达1.67亿元，当前被执行总金额近3.9亿元。同时，华晨集团还有6条股权出质信息，目前均处于有效状态，出质的股权数额高达4.47亿股。

值得一提的是，就在华晨集团宣布破产重整的11月20日，证监会表示，已依法对华晨集团开展专项检查，决定对其涉嫌信息披露违法违规立案调查，严肃查处有关违法违规行为。

11月22日晚间，申华控股、金杯汽车相继发布公告称，上述立案调查事项系证监会针对华晨集团的调查，与公司无直接关联，不会对公司日常生产经营产生影响。11月23日开盘不多时，华晨集团旗下多数上市公司便呈现股价分化。截至当日收盘，华晨中国下跌1.6%，金杯汽车和申华控股则分别

上涨6.24%和9.18%。

## 深度捆绑宝马沦为“代工” 华晨合资品牌生产经营无恙

实际上，华晨集团在资本市场运筹多年，早已做透了“宝马概念”。记者注意到，目前华晨集团除了华晨中国，还经营金杯汽车，新晨动力和申华控股等多家上市公司，并无一例外地与宝马实现了“定点帮扶”。

首先，金杯汽车与宝马零部件供应业务一直以来都保持着紧密的业务往来。以2017年为例，金杯汽车尽管主营销量相对孱弱，但公司当年仍实现了1.01亿元的净利润收入。财报显示，2017年金杯汽车实现扭亏的主要利润贡献即是源于政府补贴和零部件业务。其中依靠零部件业务与宝马车型的深度配套捆绑，当年其零部件业务营业收入高达47.87亿元，同比增长39.54%；汽车座椅、内饰销量则达到33.5万台套和35.8万台套，同比增幅高达33.36%和17.5%。

而作为国内少数拥有独立研发汽车发动机实力的轻型汽油机和轻型柴油机生产商，新晨动力在2014年就获得了生产宝马N20发动机的授权。在2017年新晨动力获得了包括1.6T（CE16）和1.8T（CE18）两款发动机的授权。目前如东风旗下的风行X7、风行T5以及越来越多的自主车型搭载了这款“宝马芯”。

至于申华控股，也在2017年通过重大资产重组完成了对申华宝100%股权的收购，实现了对申华宝下属21家宝马等豪华品牌4S店股权的合并。旗下宝利丰4S店更是宝马销售的主要经销商群体。

可以看出，通过上述一系列缜密的产业布局，华晨从整车生产、零部件供应、发动机生产和后期销售等环节套住了宝马昂首的“马头”。在此背景下，华晨集团成为辽宁省属经营规模最大、上缴利税

最多的国有企业。据不完全统计，目前华晨集团员工规模已达5万余人，这家省属企业带动了省内零配件配套企业200余家，拉动地方就业约25万人。

那么，母公司启动破产重整是否真的“不会对（旗下）公司日常生产经营产生影响”呢？

带着上述疑问，11月23日，《证券日报》记者来到了华晨集团位于沈阳市大东区的集团总部。记者注意到，该部分厂区被山嘴子路分为南北两块，北部厂区是集团办公区，华晨宝马的大东工厂、华晨雷诺和华晨金杯也皆位于该厂区内，马路南边的厂区则是华晨中华事业部。

到达现场的时候正值中午，记者看到，工人出入厂区均需刷卡，外来人员则需要有人接待才能进入厂区。在东望路和山嘴子路上的几个大门均不时有车辆和人员出入。

“跟这边没关系，我们这边是金杯。”在北部厂区1号门附近，两位身着华晨雷诺工装的工人在《证券日报》记者询问有关华晨集团破产重整的情况时，对记者说。

而在厂区西面的4号门，一位在华晨宝马工作的青年工人告诉记者，“华晨那边不怎么样，跟华晨宝马这块没啥关系，这边生产经营都很正常，并没看出来有什么影响。”

另外，一位在华晨雷诺工作的老师傅向记者透露，华晨目前的经营状况并不好，但雷诺这块应该没什么影响。据记者观察，在该厂区门口出入的大多数是华晨宝马、华晨雷诺等工厂的工人。以当天的华晨集团表现的情况来看，似乎并未对他们的工作生活造成多大影响。

“华晨宝马是沈阳最大的纳税企业，创造了近2万个工作岗位，其体量在东北仅次于一汽大众。”新浪财经专栏作家林示对《证券日报》记者表示，相比华晨集团主业空心化的持续亏损，宝马汽车已建成的两家高端制造工厂，旗下合资品牌也铺设了完善的产业

链，显然更值得保全。

## 宝马运营业务未受影响 专家称不排除独资造车可能

华晨集团破产重整一石激起千层浪，人们关注的另一个焦点便是华晨宝马未来走向如何，其股比调整和运营业务是否会因华晨方面的债务而受影响。

针对华晨集团破产事宜，宝马公开回应称，其增持在华合资企业华晨宝马股份的交易不会受到后者母公司华晨汽车集团债务问题的影响。目前没有迹象显示，此前合同的效力会因华晨母公司目前的情况而受到限制，华晨宝马的运营业务也不会因华晨方面的债务而受影响。

需要指出的是，近年来宝马集团在挑选新合资伙伴，以及调整现有合资公司控制权方面动作频频。2018年7月10日，宝马集团与长城汽车在德国签约，共同出资成立了中外合资公司光束汽车，意图在中国研发和生产电动汽车。

同年10月11日，宝马集团车圈再登头条，宣布将在2022年以36亿欧元的价格收购华晨宝马25%的股份，从而使持股比例从现有的50%提高至75%，以获得华晨宝马的控制权，并将股东双方合资协议延长至2040年。

“随着华晨集团的破产，宝马自然会对长城合资抱有更大期望。”据悉，长城汽车徐水分公司已在铺设宝马3系生产线，预计2024年开始量产。在林示看来，宝马希望通过长城汽车本土营销和渠道能力，提升宝马入门车型销量意图已相当明显。同时，林示表示，宝马持有华晨宝马股权将在2022年达到75%，相比与长城合资光束汽车的50%，在更大的持股比例和更强的控制力下，将宝马X5等高端高利润车型交由华晨宝马生产，安排光束汽车产量低端走量车型的做法，更符合宝马方面的利益。此外，不排除今后宝马会全资控制合资公司华晨宝马，如此便可实现华独资建厂的目标。

## 直击世界互联网大会：人工智能和5G落地应用超预期

■本报记者 李春莲 李乔宇

烟雨江南，古镇水乡，世界互联网大会再次进入“乌镇时间”。

11月23日，以“数字赋能 共创未来——携手构建网络空间命运共同体”为主题的“世界互联网大会·互联网发展论坛”在浙江乌镇开幕，这个千年古镇再次吸引了全世界的目光。

在互联网之光博览会上，阿里、华为、腾讯、百度等130家有影响力的企业、创业创新企业及团队、科研机构集中展示人工智能、云计算、大数据、区块链、5G等数字新技术、新产品、新应用、新成果。

尽管这两天的乌镇阴雨绵绵，但展馆里人头攒动，不少观众都兴致勃勃地去体验这些高科技产品。

《证券日报》记者在现场看到，阿里智能物流机器人“小蛮驴”、中兴通讯5GAI指挥家装置、百度L4级自动驾驶乘用车红旗Robotaxi等不少产品前面都围满了前来参观和体验的人。

## 数字经济和人工智能成焦点

每年的世界互联网大会都备受关注，不仅是因为这里聚集了当下最先进的产品和技术，展示了互联网新趋势和新前沿动态，也不只是因为互联网大佬饭局中透露出的些许端倪，这里更多的是企业与企业之间思想的碰撞以及对未来的谋划和期待。

在中南财经政法大学数字经济研究院执行院长、教授盘和林看来，互联网大会对数字经济发展最重要的意义是参与者共同商讨未来的发展方向，推动全球范围内数字经济融合发展。

据了解，世界互联网大会主论坛包括“数字经济和科技抗疫”“科技发展与创新驱动”，在24日的分论坛上，有“工业互联网的创新与突破——数字赋能新智造”“人工智能：育新机 开新局”等。

从论坛的主题设置不难发现，数字经济、人工智能、工业互联网等成为本次互联网大会的焦点。

中国工程院院士钟南山在23日发表主题演讲时表示，当今，大数据、云计算、人工智能等技术加速与交通、医疗、教育、科研等领域深度融合，助推了全社会的信息化转型升级。特别是在这次抗疫工作中，信息通信技术为疫情防控提供了非常强大支撑，在态势的研判、信息共享、流行病学的分析等方面显示出巨大的能量。

盘和林表示，我国正经历用户从互联网向移动端转移的关键期，直接引爆了数字经济发展，数字经济的发展最终还是要依托于完善的基础设施，特别是新基建。

## 智能产品落地应用超预期

与往年不同，今年互联网大会以“线上+线下”的方式同步展示和传播，但来到博览会现场参观的人依然不少，还有不少家长带着孩子来现场感受“高科技”。

百度展台展示的无人车和小度机器人，有很多小朋友在排队体验。此外，百度虚拟AI助手晓晓也吸引了众人围观讨论。“主要想让孩子来亲身体验一下机器人，还有AI这些技术的真正应用。”有一位来自嘉兴的妈妈告诉《证券日报》记者。

在互联网领域创业的小章和他的同事，专门从北京过来，对每家企业的最新产品进行调研。

“人工智能和5G的应用比想象中快多了。”小章在参观时向《证券日报》记者表示，很多以前还停留在概念中的产品现在都落地了。

阿里首次在线下展示的智能物流机器人“小蛮驴”集成了阿里达摩院最前沿的人工智能和自动驾驶技术，可提供安全、智能、高效的末端物流服务。而“小蛮驴”更是因为可爱呆萌的形象，不断有参观者过来和它合影。

此前，《证券日报》记者在旷视位于金隅智造工厂的机器人实验室也看到，一台台人工智能物流机器人正井然有序地穿梭在一排排的货架之间。他们相互配合、相互让路，陆续执行着取件、运送、送达传送带等任务。智能物流机器人已在徐福记的沙琪玛生产车间有了投入使用的成功案例，投入使用后，现场搬运作业人员数量减少100%，整体的运营效率也得到了改善和提升。

旷视联合创始人兼CTO唐文斌告诉《证券日报》记者，物流行业与人工智能正在经历双向选择，旷视充分看到了AI技术在物流行业的价值与使命。传统物流行业，人的工作压力大、部分工作环境苛刻，物流成本连年攀升，企业主动寻求降本增效之道。而疫情期间，众多企业选择的人机协作自动化场景又多次被验证为十分可靠，AI帮助物流行业进行数智化升级成为必然命题。

从此次各家企业互联网大会上展示的产品来看，我国在人工智能领域的应用越来越多。腾讯展示了“数字方舟计划”，人工智能动态图像识别最新成果——腾讯医典即时体态评估功能等。此外，百度AI眼底筛查一体机和伊和利技术前面也一直排着长长的队伍，吸引着越来越多的人过来体验。

“在人工智能技术研究领域，中国具备许多工业化国家所垂涎的先发优势。”英国爱丁堡大学机器人学学者施嘉瑞（Gary Smith）告诉《证券日报》记者。

施嘉瑞表示，首先中国具备完善的工业制造体系，高性价比高质量的工业产品能迅速让消费者所接受；其次，中国是世界上极少数掌握5G网络技术的国家，随着2020年北斗卫星系统的全球组网，人工智能设备可实现高通量信息交互；中国还具备大量的互联网技术人才储备，能提供云计算技术及云技术支撑；最为关键的是，中国拥有全球最为庞大的互联网用户，已经建立了互联网认知逻辑和使用习惯，为人工智能设备收集消费者行为数据，建立数据库，构建模型及完成自我改善下达指令提供样本支撑。



本版主编 沈明 责编 孙华 制作 王敬涛 E-mail: zmxz@zqrb.net 电话 010-83251785