

中信证券研究部



**徐晓芳**  
首席商业零售  
分析师  
S1010515010003



**肖昊**  
轻工分析师  
S1010519070002

### 核心观点

**名创优品的消费趋势洞察、IP 洞察、渠道整合和全球化四大能力和中台优势相辅相成，助力公司布局潮玩行业：推出子品牌 TOPTOY 并致力于打造新型潮玩平台；公司将以 TOPTOY 为起点，逐渐向具有智能化、互联网化的新零售企业过渡。**

■ **创立子品牌 TOPTOY，打造亚洲潮玩集合店。**公司于 2020/12 成立子品牌 TOPTOY 并于 12/18 在广州开出首家门店，当前共十余家储备门店。门店销售盲盒、手办等七大品类，集“逛、玩、购”一体化，打造优质场景+极致体验。

■ **四大优势+强中台，“MINISO+X”打造新零售平台。**“千禧一代”和“Z 世代”逐渐成为消费主力，他们具有重颜值、重悦己、爱表达等特点，不断催生新的消费品牌，年轻人群也是潮玩消费市场的主要消费者。根据 Frost&sullivan（转引自泡泡玛特招股说明书）数据，中国潮玩市场规模稳健增长：2015-2019 年中国潮玩市场规模 CAGR 达 34.6%，预计 2020 年市场规模将达 229 亿元。公司拥有消费趋势洞察、IP 洞察、渠道整合和全球化四大能力以及技术、营销、人力资源和财务四大中台优势，创新驱动，老赛道推新产品，新赛道做新模式。

■ **TOPTOY：数据驱动，多方共赢，空间广阔。**TOPTOY 数据驱动优秀选品能力，与国内外优质 IP 合作，买断销售潮玩产品并以门店为平台助力 IP 宣传。TOPTOY 消费客群男女比例均衡（1:1），开业首周客单价高（200 元 VS 泡泡玛特约 110~130 元），品类丰富，商品价格带宽，销售天花板高于同业。假设 TOPTOY2021H1 收入占全年 40%，则我们预计其对上市公司 FY2021 贡献营业收入 1.4~5.0 亿元，拉动收入增速约 1.6%~5.6%。**展望：**公司计划短期完善供应链体系，拓展线下渠道，加强客户粘性；中期增强 IP 孵化能力，全渠道拓展，参加展会；长期布局海外市场与儿童潮玩市场，推广潮流文化。

■ **风险因素：**互联网电商冲击；潮玩行业竞争加剧；海外疫情恢复低于预期。

■ **投资建议：**TOPTOY 目前处于发展初期，开店的速度、单店面积、经营模式（自营 or 加盟）、门店选址等尚在探索。未来，名创优品海外市场的恢复情况、国内市场的渠道下沉和同店走势、TOPTOY 等子品牌的拓展是公司业绩的重要影响因素。维持公司 FY2021-2023 年营业收入预测为 88.6/126.4/155.3 亿元，同比-1.3%/+42.7%/+22.8%；维持 FY2021-2023 年 Non-IFRS 净利润预测为 7.8/16.0/20.2 亿元，同比-19.5%/+104.7%/+26.2%；维持“买入”评级。

名创优品	MNSO.N
评级	买入（维持）
当前价（美元/ADS）	26.68
总股本（亿）	3.04
流通股本（亿）	2.22
52周最高/最低价（美元）	31.60/17.98

项目/年度	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入（百万元）	9,395	8,979	8,860	12,642	15,525
YoY		-4.4%	-1.3%	42.7%	22.8%
Non-IFRS 净利润（百万元）	869	971	782	1,600	2,019
YoY		11.7%	-19.5%	104.7%	26.2%
毛利率	26.7%	30.4%	30.6%	34.7%	35.6%
Non-IFRS 净利率	9.2%	10.8%	8.8%	12.7%	13.0%
EPADS（IFRS，基本，元）	-1.28	-1.04	-1.62	3.47	4.61
EPADS（non-IFRS，基本，元）	2.86	3.19	2.57	5.26	6.64

资料来源：Wind，Bloomberg，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 12 月 29 日收盘价

## 目录

创立子品牌 TOPTOY，打造亚洲潮玩集合店 .....	1
推出子品牌 TOPTOY，打造新型潮玩平台 .....	1
当前十余家储备门店，“逛、玩、购”一体化 .....	1
重场景，强体验，兼具价格优势 .....	2
四大优势+强中台，“MINISO+X”打造新零售平台 .....	5
年轻群体：重颜值、重悦己、爱表达，催生新消费品牌 .....	5
潮玩行业：规模迅速增长，年轻客群主导 .....	6
名创集团：四大能力+中台优势，奠定“MINISO+X”基础 .....	10
TOPTOY：数据驱动，多方共赢，空间广阔 .....	13
挖掘优质 IP，提供 IP 宣传平台 .....	13
高客单价、男女比例均衡，成长空间更为广阔 .....	14
TOPTOY 单店模型及敏感性分析 .....	15
TOPTOY 展望：全渠道拓展，孵化自有 IP .....	16
风险因素 .....	17
投资建议 .....	17

## 插图目录

图 1: TOPTOY 部分品类	1
图 2: TOPTOY 首家线下门店及机器人店	2
图 3: TOPTOY 正佳广场门店入口及收银台排队	2
图 4: TOPTOY 首店店内展品 (非售卖)	3
图 5: TOPTOY 首店时空隧道及拼搭积木	3
图 6: TOPTOY 与某潮玩集合店橱窗布局对比	3
图 7: TOPTOY 橱窗场景	4
图 8: 千禧一代和 Z 世代消费者特征	5
图 9: 全球潮玩市场规模及增速	7
图 10: 中国潮玩市场规模及增速	7
图 11: 潮玩客群年龄结构	8
图 12: 潮玩客群职业背景结构	8
图 13: 潮玩企业注册数量	8
图 14: 2019 年中国潮玩公司零售额与市场份额	9
图 15: 亚洲各国潮玩行业市场规模 CR3	9
图 16: 天猫潮玩盲盒榜 (周销量榜 12/16-12/23) (件)	10
图 17: 名创集团四大能力: 消费趋势洞察、IP 洞察、渠道整合和全球化能力	10
图 18: 名创优品联名优质 IP	11
图 19: 名创优品门店数量 (家) 分区域变化	11
图 20: 名创优品门店数量 (家) 分类型变化	12
图 21: 名创优品四大优势	12
图 22: 潮玩商业模式	13
图 23: 独立开发 IP 类型潮玩	13
图 24: 与知名 IP 合作型潮玩产品	14

## 表格目录

表 1: 部分潮玩系列线下及线上各平台零售渠道终端价格 (元) 对比	4
表 2: 部分新消费品牌汇总	5
表 3: 2019/12~2020/11 淘宝天猫潮玩盲盒品类排行	9
表 4: 潮玩盲盒主要公司	14
表 5: TOPTOY 单店模型估算	15
表 6: TOPTOY 单店营业利润率敏感性分析	16
表 7: TOPTOY 贡献上市公司营业收入 (亿元) 敏感性分析	16
表 8: 盈利预测与估值	17

## ■ 创立子品牌 TOPTOY，打造亚洲潮玩集合店

### 推出子品牌 TOPTOY，打造新型潮玩平台

名创优品于 2020 年 12 月宣布成立子品牌 TOPTOY，致力于打造于亚洲潮流文化集合地。TOPTOY 品牌对应注册公司名“那是家大潮玩（广东）科技有限公司”，名创优品出资 500 万元设立，全资控股。

#### ➤ 定位与品类

TOPTOY 定位亚洲潮玩集合店，聚焦 10-40 岁男女消费群体，商品包括七大潮玩核心品类：艺术潮玩、日漫手办、美漫手办、盲盒、娃娃模型、拼装模型、积木等。产品价格跨度大：盲盒价格多数在 39~49 元，娃娃模型价格在 150~250 元不等，蝙蝠侠、灭霸、神奇女侠模型限量款产品价格高达几千元。

图 1：TOPTOY 部分品类



资料来源：TOPTOY 官方微信公众号

**销售渠道：**1) 线下实体门店；2) 机器人店；3) 展会；4) 线上小程序、电商、社群营销等。

### 当前十余家储备门店，“逛、玩、购”一体化

TOPTOY 首家线下门店于 2020 年 12 月 18 日于广州正佳广场开业，门店面积超 420 平米，SKU 超 1200 个，汇集 HelloKitty、漫威、迪士尼、DC、火影忍者等 52 个全球顶级 IP 及潮玩品牌。门店设置了抽盲盒、置手办、玩拼装、收藏 BJD 娃娃等创新互动，实现“逛、玩、购”一体化。根据首周销售情况，主要客群年龄为 15-28 岁，男女消费者比例约 1:1。预计 TOPTOY 将于首店开出 1 个月内在深圳、重庆、西安等城市新开 14 家门店。



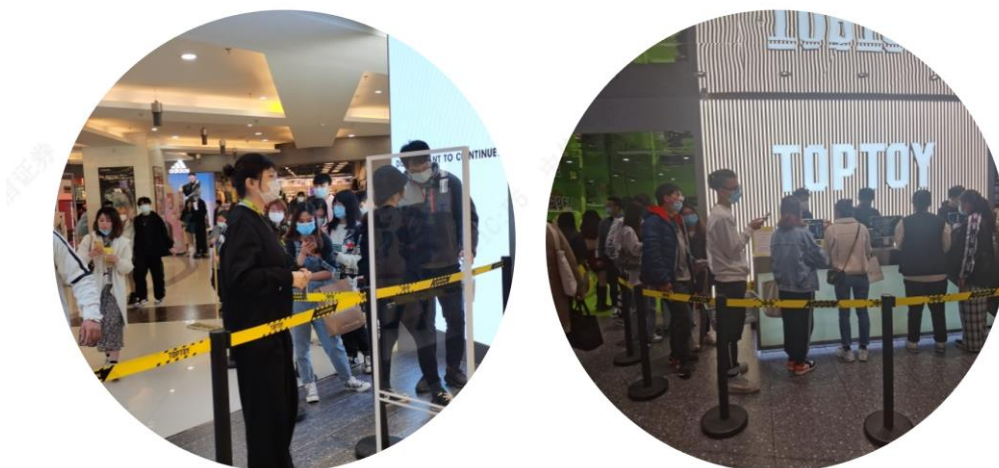
图 2: TOPTOY 首家线下门店及机器人店



资料来源: TOPTOY 官方微信公众号, 联商网, 中信证券研究部 注: 右侧为机器人店

根据草根调研, 12.18-12.20, 即开业前 3 天, 正佳广场店合计销售额超 100 万元; 工作日 (12.21-12.25) 每天销售额 15-20 万, 客单价约 200 元; 我们预计稳态下日流水 10 万元左右。12.25~12.27 草根调研显示, 由于门店客流较多, 正佳广场店实行限流政策, 门店及收银台均有较长排队情况出现。

图 3: TOPTOY 正佳广场门店入口及收银台排队



资料来源: 草根调研, 中信证券研究部

## 重场景, 强体验, 兼具价格优势

**重体验, 每家店呈现不同的风格, 打造差异化。**以首店广州万佳广场店为例, 店中 1/3 的商品是橱窗、展览类型, 不进行售卖, 供消费者体验游玩。TOPTOY 每家店的风格、设计、商品组合都有所不同, 提供不同体验: 如即将开出的深圳中心城店计划主打赛格朋克风; 不同风格与场景能够吸引更多类型消费者。良好的体验有利于品牌形象的树立, 便于布局更多高客单价的手办、拼图等品类, 提升门店客单价及销售额。

图 4：TOPTOY 首店店内展品（非售卖）



资料来源：草根调研，中信证券研究部

图 5：TOPTOY 首店时空隧道及拼搭积木



资料来源：TOPTOY 官方微信公众号

**场景化、故事化的商品呈现方式，让商品消费上升至精神消费。**将手办、盲盒等进行开箱展示，搭配道具等进行场景化、故事化展现，更易打动人心。草根调研发现，场景化、故事化的商品呈现方式，更能激发购买欲望，非场景化的摆放让销售仅停留在商品层面。

图 6：TOPTOY 与某潮玩集合店橱窗布局对比



资料来源：草根调研，中信证券研究部 注：左为 TOPTOY 吾皇万睡橱窗，右为某潮玩集合店吾皇万睡橱窗



图 7: TOPTOY 橱窗场景



资料来源: 草根调研, 中信证券研究部

**良好的店员服务意识。**TOPTOY 店员延续了名创优品门店员工的适度服务意识: 随时关注顾客需求, 在顾客需要的时候及时出现, 既避免了强推销给消费者带来的不适感, 又能在客户需要的时候及时提供针对性服务。

**产品定价低于同业或持平。**我们对“吾皇万睡”“Lulu 猪”等几大第三方潮玩系列在各零售渠道的价格进行对比, TOPTOY 的线下门店零售价格较同业线下门店的价格低 10%~20%或持平。潮玩重度用户的价格敏感性不高, 但对普通用户、“破圈”“初入坑”用户而言价格也是重要的购买决策因素。

表 1: 部分潮玩系列线下及线上各平台零售渠道终端价格(元)对比

系列	TOPTOY 实体店	泡泡玛特 实体店	九牧杂物社 实体店	酷乐潮玩 实体店	西西 弗书店	天猫商城	咸鱼
万代迪士尼公主系列手办	169	199	-	-	-	149-199	79-134
吾皇万睡盲盒	59	-	59	-	59	59-90	35-59
Lulu 猪盲盒	78	-	78	78		49.9-99	45-78
神偷奶爸(小黄人)盲盒	59	59	-	-	-	63	23-35
大可鸭盲盒	59	-	-	-	-	59	28-59
雷姆手办	129	160	-	-	-	189	65-189
鬼灭之刃手办	129-229	160	-	-	-	159.9-418	85-200
海绵宝宝系列盲盒		79	78	39.9	79	25-79	24-79

资料来源: 天猫商城, 闲鱼, 草根调研, 中信证券研究部

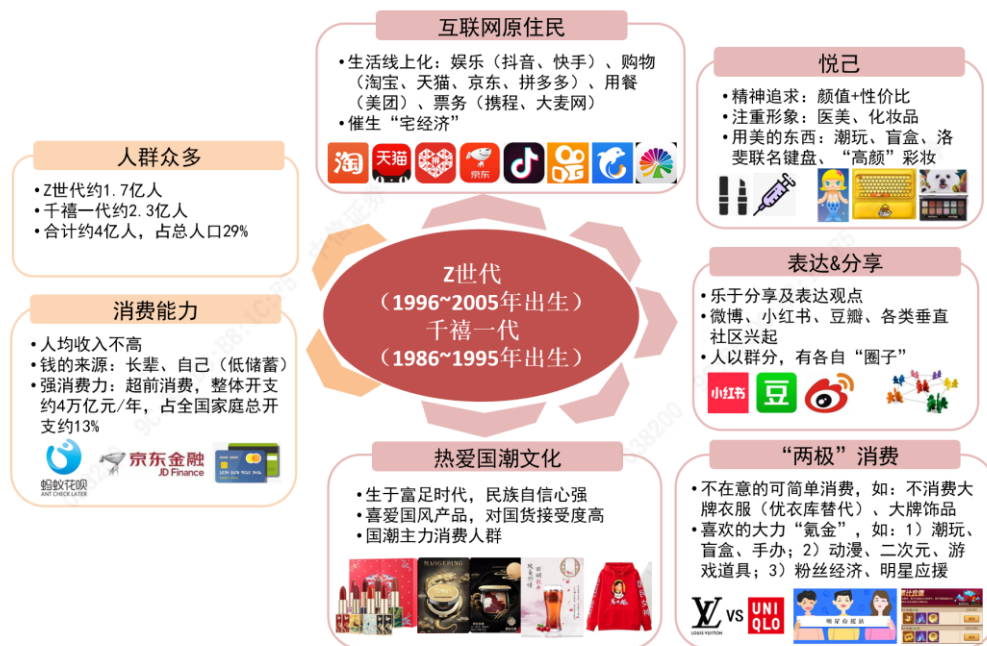
## ■ 四大优势+强中台，“MINISO+X” 打造新零售平台

### 年轻群体：重颜值、重悦己、爱表达，催生新消费品牌

目前中国所处的发展阶段对标欧美上世纪 60-90 年代，90 后消费欲望突出。据灼识咨询 CIC，2019 年中国 Z 世代（出生时间为 1996-2005 年）人数达 1.7 亿人，占中国人口总数的 12.2%；千禧一代（出生时间为 1986 年-1995 年）人数达 2.3 亿人，占比 16.5%；两者合计占中国人口总数的 28.8%，已成为当代中国消费的主力军。

年轻一代消费者的特点为：1) 人均收入不高，储蓄率低，负债、超前消费普遍；2) 互联网原住民，吃穿玩乐线上化，催生“宅经济”；3) 注重悦己，喜欢“高颜值”产品，重个人形象；4) 生于富足时代，民族自信心强，国货接受度高，热爱国潮文化；5) 喜欢表达与分享，催生了微博、小红书、豆瓣等平台及垂直社区的兴起；6) 消费“两极”化：不唯大牌，注重精神共鸣，对偏好的事物不吝“氪金”（如追星、收藏等），在不在意的方面消费极为简单。

图 8：千禧一代和 Z 世代消费者特征



资料来源：各相关公司官方 LOGO，中信证券研究部绘制

表 2：部分新消费品牌汇总

领域	品牌	创始人（团队）	投资方	主营业务等
新中式茶饮	喜茶	聂云宸	今日资本、IDG、黑蚁、龙珠资本、腾讯、红杉、高瓴、Coatue 蔻图资本	业务涵盖原创芝士茗茶、鲜茶水果系列、轻芝士茗茶系列、当季水果限定系列；在 60 个城市拥有 736 个门店（20201229），最新估值 160 亿元
	奈雪	彭心、赵林夫妇	天图资本、深创投	业务涵盖寻好茶、手做软欧包、冷泡茶；在 59 个城市拥有 349 家门店（202002），最新估值约 16 亿美金
	茶颜悦色	吕良	天图资本、元生资本、源码资本	业务涵盖茶颜悦色、中茶西做系列；在 2 个城市拥有 290 多家门店



领域	品牌	创始人(团队)	投资方	主营业务等
	一点点	50 岚的团队	美亚、50 岚	业务涵盖找口感系列、找奶茶系列、找好茶系列、找新鲜系列、红茶拿铁系列；3000 家门店
化妆品	完美日记	黄锦峰	高瓴资本、真格基金、Banyan Partners Entities 等	业务涵盖出色唇妆、精致底妆、魅惑眼妆、界面护肤、甄选套装、美妆工具、梦幻香氛；在 47 个城市拥有 100 家门店，市值约 100 亿美元
	HFP	吕博	青松基金、铂涛集团、晨兴资本	业务涵盖护肤系列、肌肤需求系列、精选套装、精致护理系列
	花西子	吴成宝		业务涵盖定妆系列、唇妆系列、卸妆系列、底妆系列、眼妆/眉妆系列、颊妆系列、美妆工具系列、美妆套装系列
饮品	元气森林	唐彬森	高榕资本、红杉中国和元生资本	业务涵盖气泡水、乳茶、果汁、燃茶、健美轻茶、功能性饮料；最新估值 20 亿美元
零食	三只松鼠	杨红春	IDG、今日资本、李丰	业务主要涵盖食品系列、周边系列、跨界合作；在 22 个省份拥有 516 家门店，市值 162 亿
日用品	AMIRO LED 镜	王念欧	真格基金、太火鸟、小米、顺为资本、达晨财智、弘晖资本、清流资本	业务主要涵盖脱毛仪、MINI 系列、O 系列、奢金系列、随身镜、美容仪、电动牙刷
小家电	小熊电器	李一峰	兆丰投资、永新吉顺	业务主要涵盖厨房小家电、生活小家电、其他小家电等；市值 174 亿
盲盒	泡泡玛特	王宁	墨池山创投、创意工厂、启赋创投、金慧丰倍盈基金、凤博慧鑫基金、中赢股权、金慧丰泰盈基金、中赢股权、横琴合享创投、华强睿哲、正心谷资本、华兴资本、蜂巧资本、黑蚁资本、金鹰商贸、华强资本	业务主要涵盖艺术家发掘、IP 运营、消费者触达及潮流玩具文化的推广；截至 2020/6/30，拥有 136 个零售店和 1001 个机器人店，市值 1100 亿港元

资料来源：Wind，各公司公告，企查查，天眼查，中信证券研究部

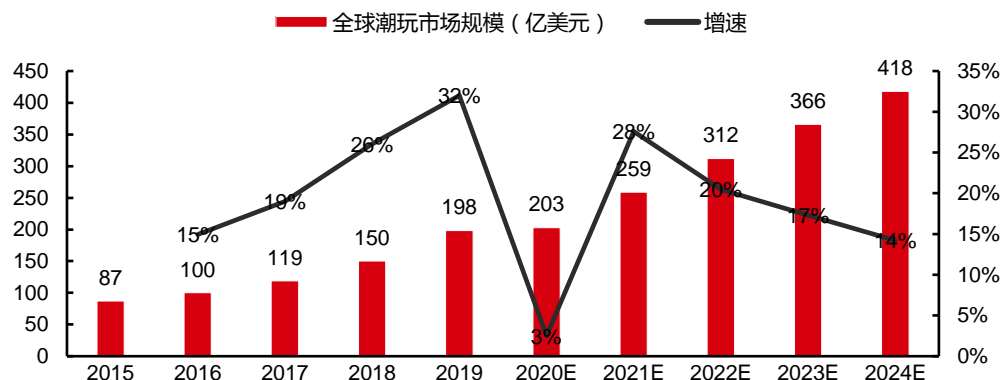
## 潮玩行业：规模迅速增长，年轻客群主导

### ➤ 潮玩市场规模

潮玩（Art Toy 或 Designer Toy），是泛娱乐市场的细分市场，即由艺术家或设计师设计的玩具。不同于传统玩具，潮玩重视的不是玩具本身玩起来的感觉，而主要是从设计、制造工艺、文化等层面的附加属性，具有收藏属性。潮玩可满足两大需求：1）悦己需求；2）潮玩送人满足交友需求。

**全球潮玩市场：**规模稳步增长，根据 Frost&sullivan（转引自泡泡玛特招股说明书）数据，2015-2019 年全球潮玩市场规模 CAGR 达 22.8%，2020 年全球市场规模预计将达 203 亿美元；未来五年市场规模 CAGR 预计达约 16%，2024 年全球市场规模有望达到 418 亿美元。

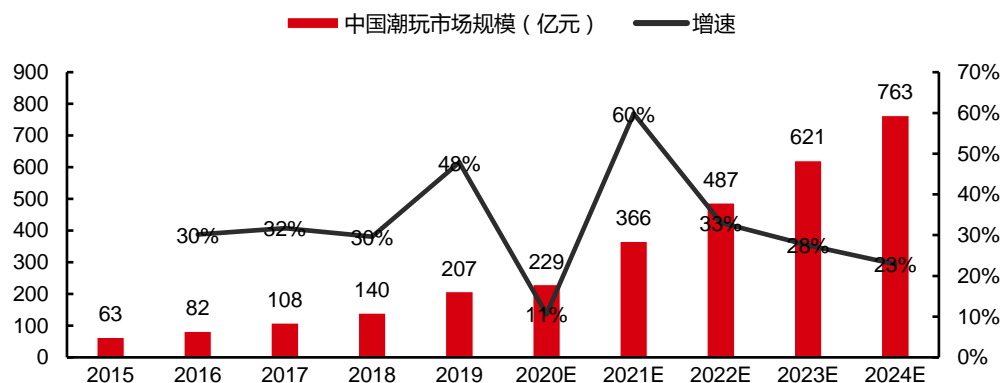
图 9：全球潮玩市场规模及增速



资料来源：Frost&sullivan（转引自泡泡玛特招股说明书，含预测），中信证券研究部

**中国潮玩市场：**中国广大的人口基数和分层的消费习惯保障了潮玩市场的稳健发展。美国人口总数约 3.5 亿，日本人口总数约 1.2 亿，核心消费人口仅 6000 万左右；中国 90 后人口就达 3.3 亿，00 后人口数达 1.9 亿人，再加上拥有强大消费力的 85 后和 80 后，潮玩行业会逐步破圈，从小众市场逐步变为大众市场。根据 Frost&sullivan（转引自泡泡玛特招股说明书）数据，2015-2019 年中国潮玩市场规模 CAGR 达 34.6%，2020 年中国市场规模预计将达 229 亿元；预计未来五年继续保持 CAGR 约 30% 的高速增长，2024 年市场规模有望达 763 亿元。

图 10：中国潮玩市场规模及增速



资料来源：Frost&sullivan（转引自泡泡玛特招股说明书，含预测），中信证券研究部

### ➤ 潮玩市场的火热板块：潮玩盲盒

潮玩是内容，盲盒是形式。潮玩盲盒主要有两大魅力：随机性与相对低价。随机性主要表现在抽中未知的款式和稀有的款式能为消费者带来惊喜与刺激感远远大于购买确定款潮玩的。相对低价表现在盲盒相对于非盲盒的潮玩整体均价更亲民，进入门槛低，市面上爆款的盲盒，定价多在 100 元以内，而确定款潮玩的价格大多为几百元，有些限量款甚至上千上万元，所以相对低价的盲盒能满足大家在经济承受范围类紧跟潮流的需求。国内盲盒营销风靡起于 2016 年，用户说数据显示，11 月份盲盒成交额达今年顶峰（约 2.79 亿元）。

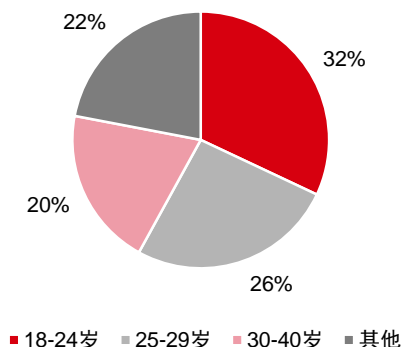
### ➤ 客群特征：青睐低价，年轻白领主导

**价格偏好：**潮玩盲盒的客群整体偏好中低价的产品。根据淘宝天猫全网数据，2019 年 12 月潮玩盲盒 94.2% 的成交价低于 100 元；2020 年这个数字进一步增长，2020 年 11 月，98.8% 的潮玩盲盒成交额低于 100 元。

**年龄特征：**潮玩盲盒的客群整体以追求潮流、前卫的青年人（18-45 岁）为主，18-29 岁的年轻人群体占到总体的 58%，刚进入青壮年的 80 后也是潮玩盲盒的重要客群，占总体 20%。

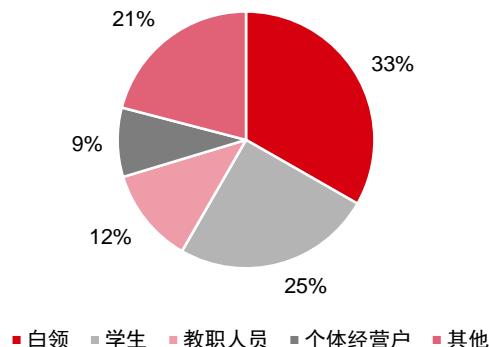
**职业背景：**潮玩盲盒兼具时尚潮流属性，又具文化性、艺术性和收藏性，因此不仅受到学生的追捧，还更多受到具有良好教育背景的白领与教职人员青睐。谷雨数据显示，潮玩盲盒消费客群中，学生占比 25%，白领与教职人员合计占比 45%。

图 11：潮玩客群年龄结构



资料来源：谷雨数据，中信证券研究部

图 12：潮玩客群职业背景结构

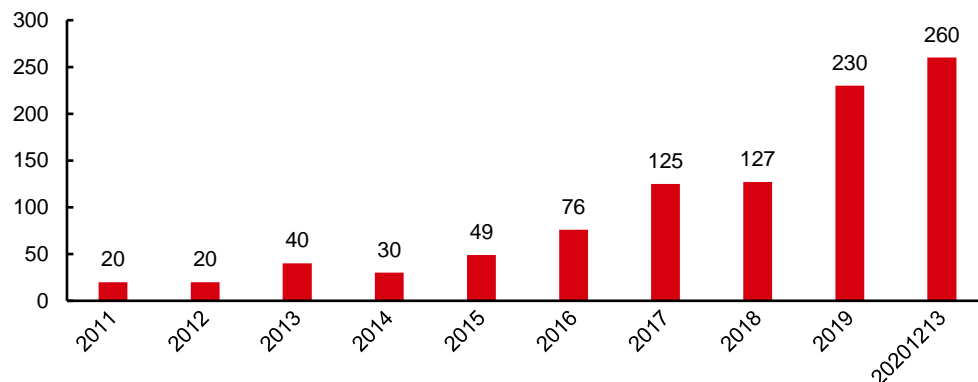


资料来源：谷雨数据，中信证券研究部

### ➤ 行业格局：竞争激烈，龙头市占率低

**行业处于成长期，注册公司数量增长迅速。**我国潮玩市场正处于成长期，进入潮玩领域的公司越来越多。根据天眼查数据，2015-2019 年，中国潮玩企业注册数量由 49 家增至 230 家，公司数量 CAGR 达 47.2%；截至 2020/12/13，潮玩企业注册数量已达 260 家。

图 13：潮玩企业注册数量

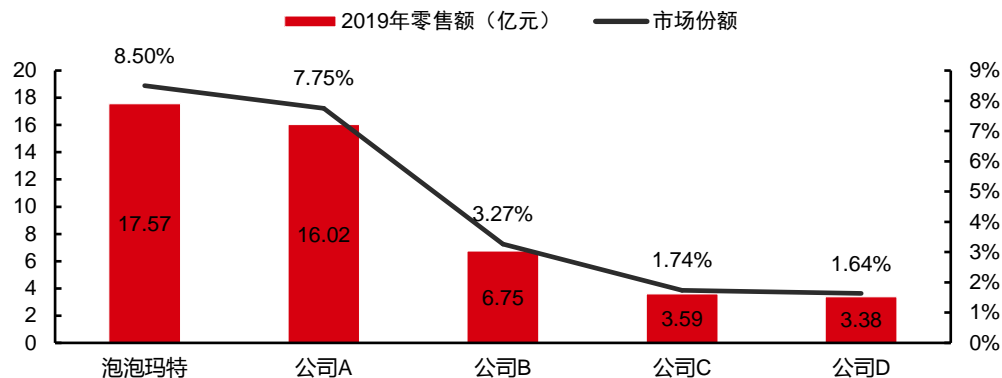


资料来源：天眼查，中信证券研究部



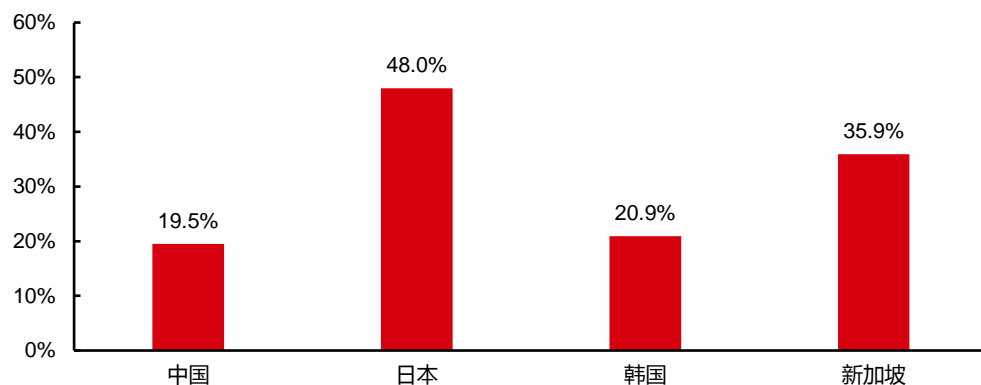
行业竞争者数量多，市场集中度较低。根据 Frost&sullivan（转引自泡泡玛特招股说明书）数据，我国潮玩市场 CR3 为 19.5%，CR5 为 22.9%，市场集中度较低。亚洲成熟潮玩市场中日本/韩国/新加坡 CR3 分别为 48.0%/20.9%/35.9%，中国潮玩市场集中度又较大提升空间。

图 14：2019 年中国潮玩公司零售额与市场份额



资料来源：泡泡玛特招股书，中信证券研究部

图 15：亚洲各国潮玩行业市场规模 CR3



资料来源：Frost&sullivan（转引自泡泡玛特招股说明书），中信证券研究部

国货属性突出。用户说数据显示，2019/12~2020/11 盲盒领域前五大品牌分别是泡泡玛特、若来、寻找独角兽、52toys 和 be@rbrick，除 be@rbrick 为日本品牌外，其余均为国产品牌。

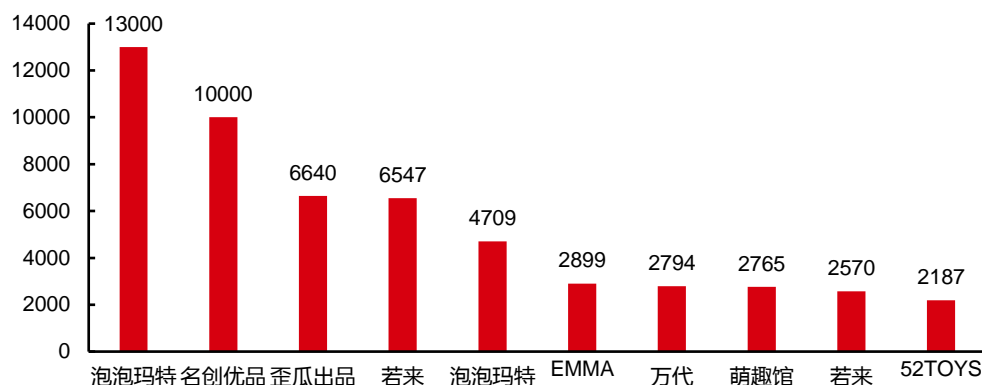
表 3：2019/12~2020/11 淘宝天猫潮玩盲盒品类排行

排名	品牌名	销售指数	市场占有率
1	泡泡玛特	30454.9	32.24%
2	若来	3825.2	4.05%
3	寻找独角兽	3147.8	3.33%
4	52TOYS	3027.2	3.20%
5	be@rbrick	2111.6	2.24%
6	万代	1823.3	1.93%

排名	品牌名	销售指数	市场占有率
7	中动玩具	1796.9	1.90%
8	宫廷宝贝	1646.3	1.74%
9	lam toys	946.1	1.00%
10	淘奇多奇	822	87.00%

资料来源：用户说，中信证券研究部

图 16：天猫潮玩盲盒榜（周销量榜 12/16-12/23）（件）



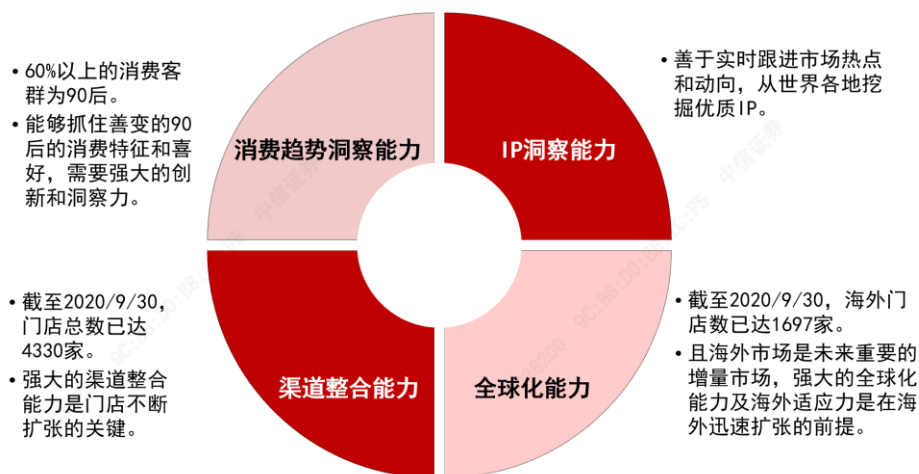
资料来源：天猫商城，中信证券研究部

## 名创集团：四大能力+中台优势，奠定“MINISO+X”基础

### ➤ 四大能力与四大优势

顺应消费者、媒介、渠道的快速变化，名创优品升级为名创集团，全面拥抱互联网、智能化、数字化；依托现有的“消费趋势洞察、IP 洞察、渠道整合和全球化”四大能力和“技术、营销、人力资源、财务”四大中台优势，通过“老赛道新产品，新赛道新模式”打造“MINISO+X”新零售平台。

图 17：名创集团四大能力：消费趋势洞察、IP 洞察、渠道整合和全球化能力



资料来源：中信证券研究部绘制

**名创集团四大核心能力：**1) **消费趋势洞察能力：**公司 60% 以上的消费客群为 90 后，能够抓住善变的 90 后的消费特征和喜好，需要强大的创新和洞察力；2) **IP 洞察能力：**公司善于实时跟进市场热点和动向，从世界各地挖掘优质 IP。

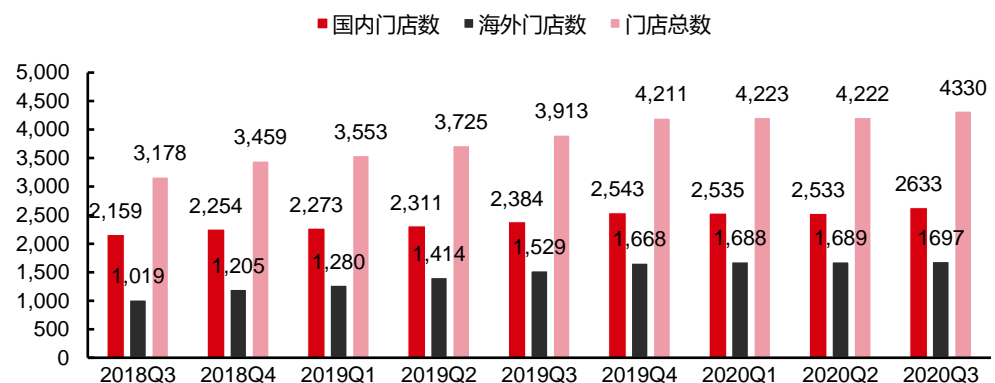
图 18：名创优品联名优质 IP



资料来源：公司官网

**3) 渠道整合能力：强大的门店网络资源与加盟商资源。**名创优品通过类加盟模式轻资产扩张，线下门店数量迅速增长。截至 2020/9/30，公司线下门店总数达 4330 家，其中国内/海外门店数分别达 2633/1697 家，直营店/非直营店分别达 120/4210 家。强大的线下门店网络和加盟商资源保障了公司线下物业、租金等的谈判能力。

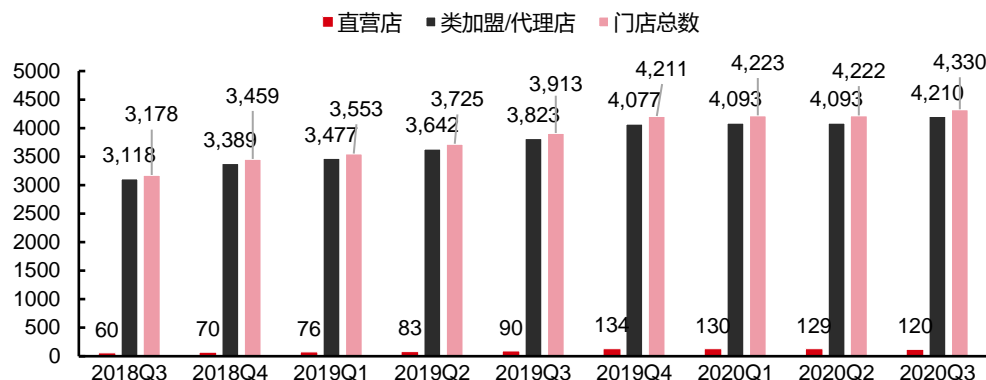
图 19：名创优品门店数量（家）分区域变化



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：日期均为自然年



图 20：名创优品门店数量（家）分类型变化



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：日期均为自然年

**4) 全球化能力：**名创优品是中国品牌类企业中少数实现全球化扩张的公司，是中国零售企业中唯一全球布局的企业。截至 2020/9/30，公司已在海外超 80 个国家拥有 1697 家门店，强大的全球化能力及海外适应力是公司在海外不断扩张的前提，海外市场也是公司未来重要的增量市场。

**名创优品具有技术中台、营销中台、人力资源中台和财务中台四大优势。**1) 技术中台：技术能力背后的保障是强大的技术团队，公司技术人员从 2019 年的 200 人翻倍至 2020 年的 400+人；2) 营销中台：通过对消费者数据进行采集，形成精准的消费画像，千人千面，助力精准营销；3) 人力资源中台：规模的扩大需要强大的组织管理能力，数字化的人力资源系统能够极大提升组织的快反能力；4) 财务中台：与加盟商“T+1”的销售分成模式需要强大的数字化财务中台的支持，是小型初创企业短期无法实现的。

图 21：名创优品四大优势



资料来源：中信证券研究部绘制

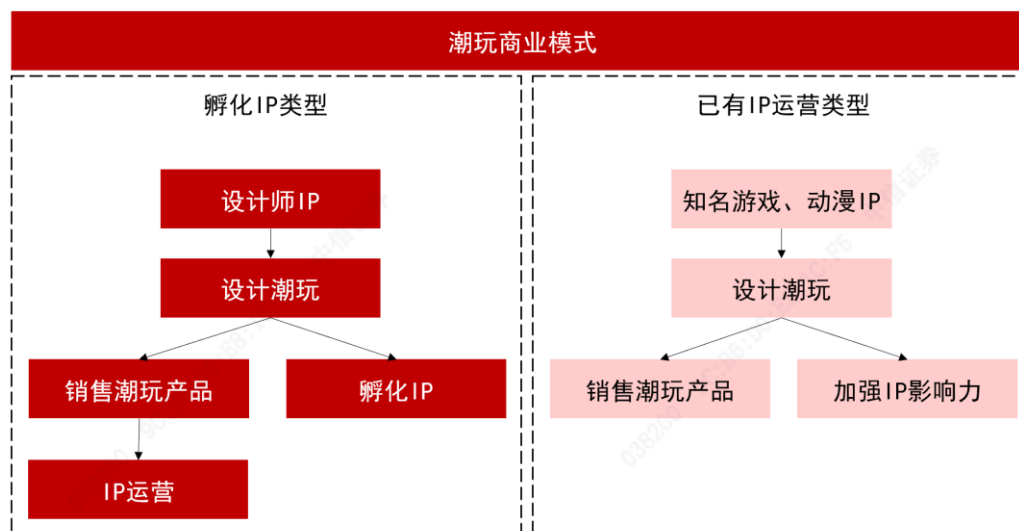
## TOPTOY：数据驱动，多方共赢，空间广阔

### 挖掘优质 IP，提供 IP 宣传平台

#### ➤ 潮玩商业模式

潮玩 IP 主要有两种商业模式：1) 独立孵化 IP，如泡泡玛特的 MOLLY、DIMMO 等；2) 与成熟 IP 合作，生产盲盒，实现 IP 变现，同时进一步加强 IP 影响力，如钢铁侠、冰雪奇缘、阴阳师等潮玩产品。

图 22：潮玩商业模式



资料来源：泡泡玛特招股说明书，中信证券研究部

图 23：独立开发 IP 类型潮玩



资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店、名创优品天猫旗舰店，中信证券研究部 注：从左至右分别为泡泡玛特社会大学系列、名创优品美乐蒂系列、若来 NANCY 的梦境下午茶系列

图 24：与知名 IP 合作型潮玩产品



资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店、名创优品天猫旗舰店，中信证券研究部 注：从左至右分别为冰雪奇缘系列，阴阳师系列，哈利波特系列

### TOPTOY 商业模式

**模式：**目前，TOPTOY 约 90% 的商品为第三方 IP 合作，买断品牌方商品进行销售；约 10% 为名创相关 IP 衍生。截至 2020/12/18，TOPTOY 已完成超 100 家供应商的链条搭建，与国内超 200 个有影响力的工作室和设计师建立关系。未来门店销售将逐步加入 TOPTOY 自有品牌产品，TOPTOY 与合作工作室共同参与产品设计，TOPTOY 负责寻找代工厂及品控。

### 高客单价、男女比例均衡，成长空间更为广阔

国内现有潮玩零售行业主要玩家包括泡泡玛特、名创优品、奥飞娱乐和 52toys 等。根据 TOPTOY 门店首周销售情况，消费客群主要为 15-28 岁年轻人，男女比例为 1:1。TOPTOY 门店首周客单价约 200 元，在可比同业中处于较高水平。TOPTOY 商品包括七大潮玩核心品类：艺术潮玩、日漫手办、美漫手办、盲盒、娃娃模型、拼装模型、积木等，品类更广，商品单价跨度大，从 19.9 元到几千元不等，覆盖广阔的消费人群，长期销售天花板更高。

表 4：潮玩盲盒主要公司

企业	成立年份	产业链	主要盲盒 IP	销售渠道
泡泡玛特	2010	IP 创作+零售+消费者触达	Molly、Pucky 等	零售：截至 2020/6/30，136 个直营零售店、1001 个机器人商店、天猫旗舰店、抽盒机小程序；消费者触达：北京和上海国际潮玩展，葩趣 APP
TOPTOY	2020	潮玩零售	漫威、迪士尼、DC 等授权	零售：线下 TOPTOY 店、机器人店；线上微信小程序、社群营销等
Medicom Toy	1996	IP 创作+零售	Be@Rbrick 系列	-
Dreams	1995	IP 创作	Sonny Angel	-
52toys	2012	IP 创作+零售	樱桃小丸子、蜡笔小新、王者荣耀等授权	零售：线下潮流精品店、无人零售店等；线上京东、天猫旗舰店、自有平台“玩蛋趣”
十二栋文化	2014	IP 创作+零售+消费者触达	长草颜团子等自有 IP	大量 LLJ 娃娃机，实体门店
奥飞娱乐	1993	潮玩零售	小猪佩奇、镇魂街、阴阳师等授权	主要由经销商负责经营
酷乐潮玩	2007	潮玩零售	萌力星球、罗小黑等授权	拥有超过 200 家门店，直营店超过 100 家



企业	成立年份	产业链	主要盲盒 IP	销售渠道
1983	2010	潮玩零售	-	超 100 家直营店
金运激光 (IP 小站)	2016	潮玩零售	Sonny Angel 独家授权, 迪士尼、漫威、宝可梦等授权	超 500 个无人零售机

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

## TOPTOY 单店模型及敏感性分析

**高平效、高租金费用。**TOPTOY 单店模型假设：假设单店面积 400 平米，工作日日销售额约 10 万元，周末日销售额约 20 万元，平均单日销售额约 13 万元，对应年营业收入约 4153 万元，平效达约 10 万元/年；由于初期门店选址高线城市核心区位，因此租金费用较高，我们假设约 120 元/日/平米，租金费用率高达约 42%；据此测算门店营业利润率约 0（不考虑后台费用，如产品开发、仓储配送、IT 系统等费用）。

表 5：TOPTOY 单店模型估算

指标分类	指标	数值假设	备注
门店销售	单店日销售额	13	平日 10 万元销售额，周末 20 万元销售额
	单店年销售额（万元）	4,693	
	单店营业收入（万元）	4,153	增值税率 13%
	单店面积（平米）	400	
	平效（万元/年/平米）	10.4	营业收入口径
毛利	毛利率	50%	
	货品成本（万元）	2,076	
	毛利润（万元）	2,076	
租金	租金水平（元/日/平米）	120	
	年租金（万元）	1,728	
	月租金（万元）	144	
	租金费用率	42%	此处采用核心商圈核心物业的核心位置租金水平，形象店定位；常规店，租金水平有望控制在 20%以内
用工	员工数量（人）	20	
	平均月薪酬（元/人/月）	8,000	含三险一金
	人工费用（万元）	192.0	
	人工费用率	5%	
折旧、摊销	单位面积装修、货架等投入（元/平米）	8,000	
	装修、货架等投入（万元）	320.0	
	折旧、摊销年限(年)	3.0	
	年均折旧、摊销（万元）	106.7	
水电费	水电杂费(万元)	3.60	3000 元/月
其他	其他费率	1.5%	
	其他费用（万元）	62.3	
	营业利润（万元）	-16	

指标分类	指标	数值假设	备注
	营业利润率	0%	

资料来源：草根调研，中信证券研究部测算 注：此处费用只考虑门店层面费用，不包括技术、财务等后台及总部费用；注：此处采用核心商圈核心物业的核心位置租金水平，形象店定位；常规店，租金水平有望控制在 20%以内

我们预计，首批门店客流良好、平效较高；同时，公司计划首批门店选址在一二线城市最核心商圈最核心购物中心的核心位置，由于租金水平高，盈利情况将一般。敏感性分析显示，门店盈利情况对租金水平极为敏感，预计后续选址会相对均衡，租金水平下降，即使平效有所下降门店的盈利能力也可优化；若后续开放加盟，则有望在盈利能力、现金流上有更好的提升。

表 6：TOPTOY 单店营业利润率敏感性分析

		日销售额（万元）							
		0%	5	8	10	13	15	20	25
租金水平（元/ 日/平米）	50	-15%	9%	17%	24%	27%	33%	36%	
	80	-42%	-8%	3%	13%	18%	26%	30%	
	100	-59%	-19%	-5%	7%	12%	22%	27%	
	120	-77%	-30%	-14%	0%	6%	17%	23%	
	150	-104%	-47%	-28%	-11%	-3%	10%	18%	
	180	-131%	-64%	-41%	-21%	-12%	4%	13%	
	200	-149%	-75%	-50%	-28%	-18%	-1%	9%	

资料来源：中信证券研究部测算

2021 年，TOPTOY 计划在国内进行拓展；公司将秉持探索、稳健的思路，不盲目高速拓展门店。敏感性分析：假设 2021 年，TOPTOY 在国内新开 20~50 家自营门店，暂不考虑加盟店，亦暂不对海外开店进行测算；按照平均年中开店，单店日均销售额 10~15 万元测算，TOPTOY 有望给上市公司在 2021 年带来 3.6 亿~12.6 亿元的营业收入，假设 2021 上半年的收入占全年比例为 40%，则对应 FY2021 财年贡献营业收入 1.4~5.0 亿元，拉动收入增速约 1.6%~5.6%。

表 7：TOPTOY 贡献上市公司营业收入（亿元）敏感性分析

		日销售额（万元）							
		6.6	5	8	10	13	15	20	25
2021 年底前 新开门店	15	1.4	2.2	2.7	3.5	4.1	5.5	6.9	
	20	1.8	2.8	3.6	4.6	5.3	7.1	8.9	
	25	2.2	3.5	4.4	5.6	6.5	8.7	10.9	
	30	2.6	4.1	5.2	6.6	7.8	10.3	12.9	
	50	4.2	6.7	8.4	10.8	12.6	16.8	21.0	
	80	6.6	10.6	13.2	17.0	19.9	26.5	33.1	
	100	8.2	13.2	16.5	21.2	24.7	32.9	41.2	

资料来源：中信证券研究部测算

## TOPTOY 展望：全渠道拓展，孵化自有 IP

**规划短期战略：**1) **完善供应链体系：**加强与 7 大品类供应商的合作，优化品类，高效管理库存；2) **线下渠道拓展：**拓展梦工厂门店和机器人门店，基于数据优势和渠道优势进

行规模扩张；3) **加强客户粘性**：通过社群营销和会员体系来搭建用户运营体系，增强获客能力和客户粘性。

**规划中期战略**：1) **增强 IP 孵化能力**：公司现有超 90% 的 IP 为第三方 IP，未来公司在进一步挖掘优质第三方 IP 的同时也会加强 IP 孵化能力（对原有 IP 进行二次创作，孵化小 IP、小工作室）；2) **全渠道拓展**：2021 年逐步布局淘系商城、京东、拼多多等线上渠道；3) **参加展会**：通过参加展会吸引更多客群，提升品牌知名度。

**规划长期战略**：1) **布局海外市场**：名创优品海外近 2000 家门店为 TOPTOY 布局海外市场提供了形象背书和可能性；2) **布局儿童潮玩市场**：TOPTOY 当前店内商品品类主要针对 15 岁及以上人群，未来商品品类会逐渐向儿童市场渗透；3) **推广潮流文化**：通过联名等手段推广艺术创作。

## ■ 风险因素

互联网电商冲击；潮玩行业竞争加剧；海外疫情恢复低于预期。

## ■ 投资建议

TOPTOY 目前处于发展初期，开店的速度、单店面积、经营模式（自营 or 加盟）、门店选址等尚在探索。未来，名创优品海外市场的恢复情况、国内市场的渠道下沉和同店走势、TOPTOY 等子品牌的拓展是公司业绩的重要影响因素。维持公司 FY2021-2023 年营业收入预测为 88.6/126.4/155.3 亿元，同比-1.3%/+42.7%/+22.8%；维持 FY2021-2023 年 Non-IFRS 净利润预测为 7.8/16.0/20.2 亿元，同比-19.5%/+104.7%/+26.2%；维持“买入”评级。

表 8：盈利预测与估值

指标名称	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入（百万元）	9,395	8,979	8,860	12,642	15,525
YoY (%)		-4.4%	-1.3%	42.7%	22.8%
Non-IFRS 净利润（百万元）	869	971	782	1,600	2,019
YoY (%)		11.7%	-19.5%	104.7%	26.2%
毛利率 (%)	26.7%	30.4%	30.6%	34.7%	35.6%
Non-IFRS 净利率 (%)	9.2%	10.8%	8.8%	12.7%	13.0%
EPADS (IFRS, 基本, 元)	-1.28	-1.04	-1.62	3.47	4.61
EPADS (non-IFRS, 基本, 元)	2.86	3.19	2.57	5.26	6.64

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测



**利润表 (百万元)**

指标名称	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入	9,395	8,979	8,860	12,642	15,525
营业成本	-6,884	-6,246	-6,151	-8,258	-10,000
毛利润	2,511	2,732	2,709	4,384	5,524
销售和推广费用	-818	-1,190	-1,293	-1,644	-2,055
管理费用	-593	-796	-862	-1,096	-1,370
经营利润	1,017	767	542	1,634	2,088
利息收入	7	26	40	46	50
利息支出	-25	-31	-32	-35	-36
税前利润	289	81	-137	1,656	2,116
所得税	-280	-211	-227	-480	-606
净利润	-294	-260	-494	1,056	1,400
IFRS 归属普通股 股东净利润	-294	-260	-494	1,056	1,400
Non-IFRS 归属 普通股股东净利 润	869	971	782	1,600	2,019
EPADS (IFRS, 基本)	-1.28	-1.04	-1.62	3.47	4.61
EPADS (NON- IFRS, 基本)	2.86	3.19	2.57	5.26	6.64

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
净利润	-294	-260	-494	1,056	1,400
折旧	192	269	230	249	240
汇兑损益	-9	6	0	0	0
经营活动现金流 净额	1,038	826	656	1,771	2,130
投资活动现金流 净额	-211	463	239	141	150
筹资活动的现金 流量净额	620	-118	2,856	-439	-517
现金及现金等价 物增加额	1,447	1,172	3,751	1,473	1,763
期初现金及现金 等价物	228	1,686	2,854	6,605	8,078
期末现金及现金 等价物	1,686	2,854	6,605	8,078	9,841

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
现金及现金等价 物	1,546	2,854	6,605	8,078	9,841
限制性资金	9	7	7	8	7
应收账款	831	730	752	1,073	1,317
存货	1,309	1,396	1,306	1,863	2,288
其他流动资产	817	0	0	0	0
流动资产总额	4,512	4,987	8,669	11,022	13,454
非流动资产总额	714	850	982	1,201	1,383
<b>资产总额</b>	<b>5,226</b>	<b>5,836</b>	<b>9,652</b>	<b>12,223</b>	<b>14,837</b>
短期借款	3	401	100	80	80
应付账款	2,364	2,420	2,215	3,161	3,881
合同负债	244	218	222	316	388
租赁负债	187	224	195	278	342
其他负债	449	46	59	63	56
流动负债总额	3,246	3,310	2,790	3,898	4,747
非流动负债总额	2,094	2,850	4,327	4,895	5,460
负债总额	5,340	6,159	7,117	8,792	10,207
普通股股东权益	-114	-323	2,535	3,431	4,629
<b>负债和权益总额</b>	<b>5,226</b>	<b>5,836</b>	<b>9,652</b>	<b>12,223</b>	<b>14,837</b>

**主要财务指标**

指标名称	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
增长率 (%)					
营业收入		-4.4%	-1.3%	42.7%	22.8%
毛利润		8.8%	-0.8%	61.8%	26.0%
利润率 (%)					
毛利率	26.7%	30.4%	30.6%	34.7%	35.6%
IFRS 净利率	-3.1%	-2.9%	-5.6%	8.4%	9.0%
Non-IFRS 净利 率	9.2%	10.8%	8.8%	12.7%	13.0%
费用率 (%)					
销售费用率	8.7%	13.3%	14.6%	13.0%	13.2%
管理费用率	6.3%	8.9%	9.7%	8.7%	8.8%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场监管局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。