

商业贸易

泡泡玛特 | 中国潮玩龙头，全产业链布局，IP 变现空间广阔

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

公司是中国最大且增长最快的潮流玩具公司，自下而上全产业链布局。公司建立了覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台，包括艺术家发掘、IP 运营、消费者触达及潮流玩具文化的推广。2010 年，公司成立，彼时公司为一家文创用品与潮玩零售店。2016 年公司向上游探索，签约香港设计师推出“Molly 星座”盲盒系列。2017-2019 年间，公司探索全渠道销售及经销商网络，继续铺开零售店渠道，并拓展了无人收银机器人商店渠道、天猫旗舰店渠道。此外，公司积极举办展览推广 IP，包括北京国际潮玩展、中国首届大型潮流玩具展会、上海国际潮玩展。

公司建立 IP 库，开发并出售潮流玩具产品，同时通过 IP 授权变现。公司 IP 库包括：①自有 IP，主要包括 MOLLY、DIMOO、BOBO&COCO、YUKI；②独家 IP：主要包括 PUCKY、THE MONSTERS、SATYR RORY；③非独家 IP：主要包括米老鼠、DESPICABLE ME、HELLO KITTY。公司自主开发潮流玩具产品包括盲盒、手办、BJD、衍生品。公司基于广泛普及的 IP，与各行业知名公司合作，探索多样化变现机会，进一步推广 IP。

潮玩市场景气度高企，竞争格局分散，变现空间广阔。收入水平提升及“治愈&社交”诉求催生潮玩需求，社交媒体兴起助力小众文化传播破圈，加速潮玩市场渗透。中国潮玩行业竞争格局分散，2019 年五大市场参与者于中国潮流玩具零售市场所占的市场份额分别为 8.5%、7.7%、3.3%、1.7%、1.6%，泡泡玛特位居第一。受持续增长的需求推动，IP 授权行业在中国拥有巨大增长机会。

公司在 IP 开发、IP 运营、销售渠道全产业链布局，品牌先发优势明显。①IP 开发：在强大的 IP 创作及运营能力的支持下，公司已建立起领先地位及良好的行业声誉，进而吸引更多的顶尖艺术家和高质量的 IP 提供商与公司建立长期的合作关系。②IP 运营：公司 IP 运营推广手段多样，包括会员计划、展会、展览、签名会、比赛、讲座、课程等。公司积极举办北京国际潮玩展、中国首届大型潮流玩具展会、上海国际潮玩展，奠定公司行业话语权。

公司打造全渠道零售及经销商网络，占据核心商圈核心点位，紧抓新增流量。公司销售渠道包括零售店、线上渠道、机器人商店、展会、批发。①零售店为最主要的销售渠道，同时具备创设品牌形象，建立粉丝关系作用。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有主要位于中国 33 个一二线城市主流商圈的 114 家零售店公司。2019 年零售店收入占比 43.9%。②机器人商店获取市场反馈，提供数据洞察。截至 2019 年 12 月 31 日，公司设立 825 家机器人商店。2019 年机器人商店收入占比 14.8%，较 2017 年增加 11.3pct。③公司通过国内增长迅猛的线上渠道（包括天猫旗舰店、泡泡抽盒机、葩趣和其他主流电商平台）提供便捷和有趣的购物体验。2019 年线上渠道收入占比 32%，较 2017 年增加 22.6pct。

风险提示：潮玩需求不达预期的风险、行业竞争过于激烈的风险、核心设计师人才流失的风险、产品单一、产品可能涉及潜在的诉讼风险。

内容目录

1. 潮流玩具全产业链布局，收入高速增长业绩加速释放	4
1.1. 中国最大的潮流玩具公司，自下而上产业链一体化	4
1.2. 建立 IP 库，通过潮流玩具产品及 IP 授权变现	4
1.3. 创始人控股，股权结构稳定	5
1.4. 收入高速增长，叠加规模效应业绩加速释放，现金流健康	6
2. 潮玩市场景气度高企，竞争格局分散，变现空间广阔	8
2.1. 收入水平提升及“治愈&社交”诉求催生潮玩需求，社交媒体兴起助力小众文化传播，潮玩市场景气度高企	8
2.2. 中国潮玩行业竞争格局分散	9
2.3. 潮玩行业 IP 授权变现空间广阔	10
3. IP 开发+运营+销售渠道全产业链布局，品牌先发优势明显	11
3.1. 依靠品牌力汇聚玩具行业头部艺术家，马太效应显著，多合作方式开发 IP	11
3.2. IP 运营推广手段多样，开创潮玩展会奠定公司行业话语权	11
3.3. 打造全渠道零售及经销商网络，占据核心商圈核心点位，紧抓新增流量	13

图表目录

图 1：公司历史	4
图 2：公司 IP 库主要 IP	4
图 3：自主开发潮流玩具产品	5
图 4：公司股权结构图	6
图 5：公司收入情况	6
图 6：公司自主开发产品收入拆分（亿元）	6
图 7：公司自有 IP 品牌收入拆分（亿元）	6
图 8：公司独家 IP 品牌收入拆分（亿元）	6
图 9：公司毛利率（%）	7
图 10：公司费用率（%）	7
图 11：公司净利润（万元）	7
图 12：现金流（亿元）	7
图 13：中国人均 GDP（元）	8
图 14：中国出生人数（万人）	8
图 15：2015 年至 2024 年（估计）中国泛娱乐行业的市场规模（按零售价值计，十亿元）	8
图 16：社交媒体传播方式逐步进化到“关注”文明	9
图 17：2015 年至 2024 年（估计）中国潮流玩具市场的市场规模（按零售价值计，十亿元）	9
图 18：（中国）2019 年潮流玩具公司的竞争格局（按零售价值计，百万元）	9
图 19：2015 年至 2024 年（估计）中国 IP 授权市场的市场规模（按零售价值计，十亿元）	10
图 20：2015 年至 2024 年（估计）中国 IP 改编娱乐市场的市场规模（按零售价值计，十亿元）	10

图 21: 公司会员计划.....	12
图 22: 公司展会情况.....	12
图 23: 公司展览照片.....	13
图 24: 2017 年按销售渠道划分收益.....	13
图 25: 2019 年按销售渠道划分收益.....	13
图 26: 公司零售店.....	14
图 27: 公司机器人商店.....	14
图 28: 公司零售店网络（家）.....	14
图 29: 公司机器人商店网络（家）.....	14
图 30: 公司天猫旗舰店.....	15
图 31: 公司微信小程序.....	15

1. 潮流玩具全产业链布局，收入高速增长业绩加速释放

1.1. 中国最大的潮流玩具公司，自下而上产业链一体化

公司是中国最大且增长最快的潮流玩具公司，IP 是公司业务核心。公司建立了覆盖潮流玩具全产业链的一体化平台，包括艺术家发掘、IP 运营、消费者触达及潮流玩具文化的推广。2010 年，公司成立，彼时公司为一家文创用品与潮玩零售店。2016 年公司向上游探索，签约香港设计师推出“Molly 星座”盲盒系列。2017-2019 年间，公司探索全渠道销售及经销商网络，继续铺开零售店渠道，并拓展了无人收银机器人商店渠道、天猫旗舰店渠道。此外，公司积极举办展览推广 IP，包括北京国际潮玩展、中国首届大型潮流玩具展会、上海国际潮玩展。

图 1：公司历史

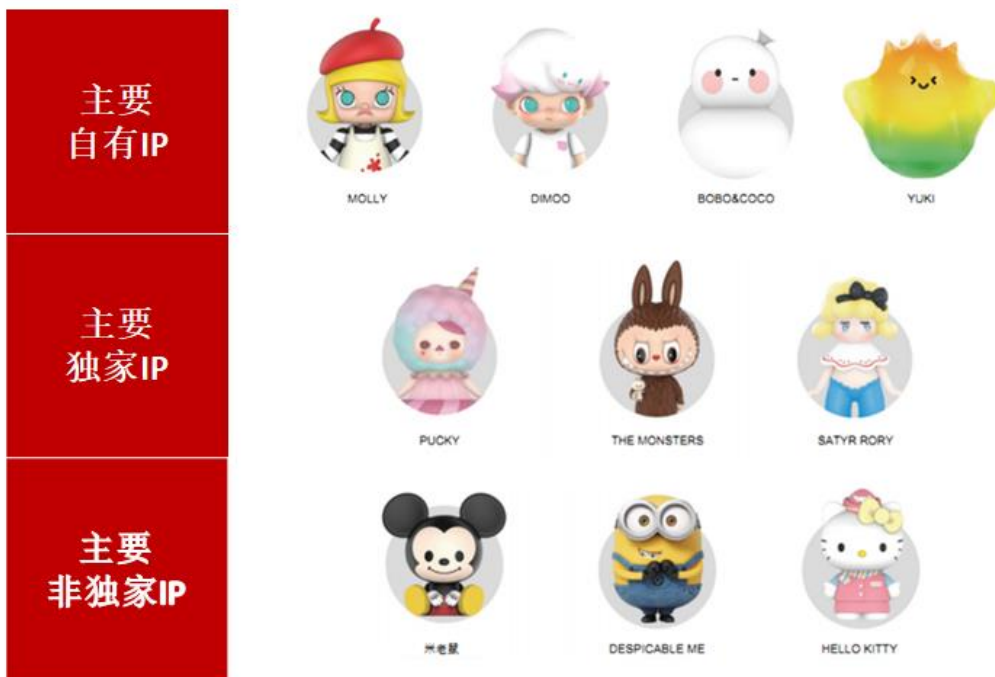


资料来源：招股书，天风证券研究所

1.2. 建立 IP 库，通过潮流玩具产品及 IP 授权变现

公司建立 IP 库，开发并出售潮流玩具产品，同时通过 IP 授权变现。公司 IP 库包括：①自有 IP，主要包括 MOLLY、DIMOO、BOBO&COCO、YUKI；②独家 IP：主要包括 PUCKY、THE MONSTERS、SATYR RORY；③非独家 IP：主要包括米老鼠、DESPICABLE ME、HELLO KITTY。

图 2：公司 IP 库主要 IP



资料来源：招股书，天风证券研究所

公司自主开发潮流玩具产品包括盲盒、手办、BJD、衍生品。其中，盲盒尺寸较小，客单价较低，且具备抽奖的乐趣，因此普及度最高。公司基于广泛普及的 IP，与各行业知名公司合作，探索多样化变现机会，进一步推广 IP。公司或授权自有 IP 及再授权独家 IP 予合作伙伴，从而扩宽变现渠道。例如，公司于 2019 年授权伊利使用 Molly 推广调味乳饮品。再授权独家 IP 时，公司通常向合作伙伴收取固定授权费，与艺术家分享这笔费用。

图 3：自主开发潮流玩具产品

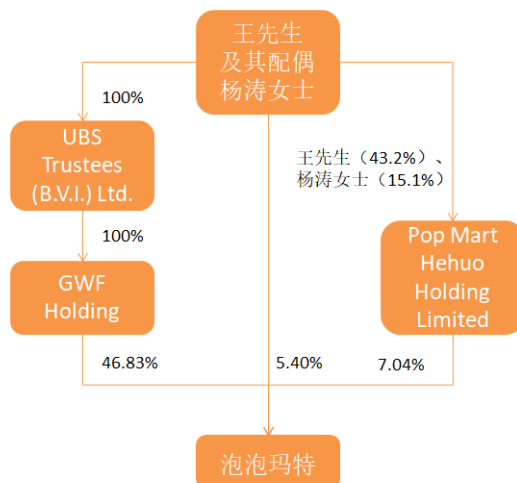
自主開發潮流玩具產品	盲盒	手辦	BJD	衍生品
尺寸	4.5至9.5厘米	超過10厘米	10至20厘米	多種
價格	人民幣49元至人民幣99元	人民幣199元至人民幣1,499元	人民幣399元至人民幣799元	人民幣6元至人民幣389元

资料来源：招股书，天风证券研究所

1.3. 创始人控股，股权结构稳定

创始人王宁及其妻子杨涛为公司实控人，合计持股 56.33%。其中，通过全资子公司 UBS Trustees (B.V.I.) Ltd. 的全资子公司 GWF Holdings 间接持有公司 46.83%股份。此外，Pop Mart Hehuo Holding Limited 占公司股份 7.04%，王宁持股 43.2%，杨涛持股 15.1%。

图 4：公司股权结构图

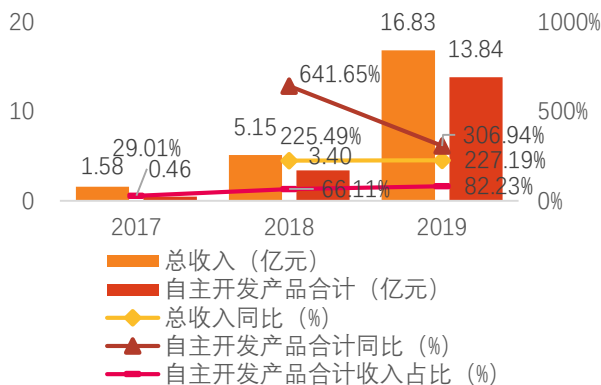


资料来源：招股书，天风证券研究所

1.4. 收入高速增长，叠加规模效应业绩加速释放，现金流健康

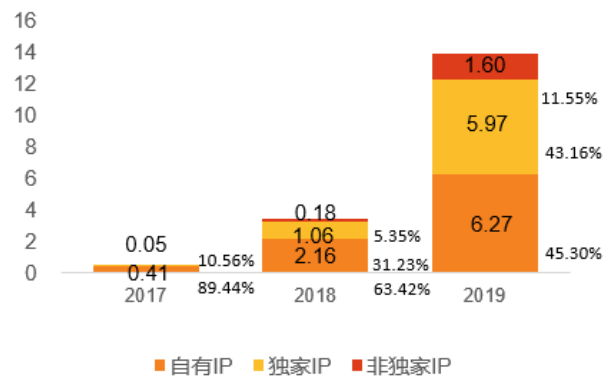
公司 2019 年收入 16.83 亿元，同比增长 227.19%，保持高速增长。其中，自主开发产品收入 13.84 亿元，同比增长 306.94%，占比 82.23%。自主开发产品中，自有 IP 收入 6.27 亿元，占比自主开发产品收入 45.30%；独家 IP 收入 5.97 亿元，占比 43.16%；非独家 IP 收入 1.60 亿元，占比 11.55%。

图 5：公司收入情况



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 6：公司自主开发产品收入拆分 (亿元)

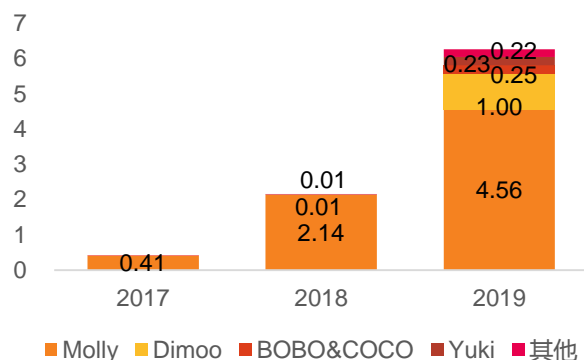


资料来源：招股书，天风证券研究所

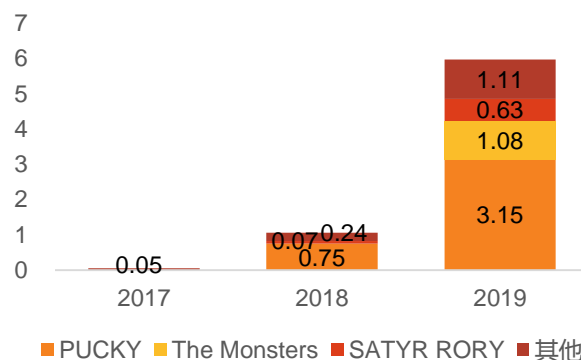
截至 2019 年，公司已经打造出四大已达亿元规模的 IP，包括自有 IP 品牌的 Molly (4.56 亿元)、Dimoo (1.00 亿元)，以及独家 IP 品牌的 PUCKY (3.15 亿元)、The Monsters (1.08 亿元)。此外，公司千万元收入级别的 IP 共 3 款，包括自有 IP 品牌的 BOBO&COCO (0.25 亿元)、Yuki (0.23 亿元)，以及独家 IP 品牌的 SATYR RORY (0.63 亿元)。

图 7：公司自有 IP 品牌收入拆分 (亿元)

图 8：公司独家 IP 品牌收入拆分 (亿元)



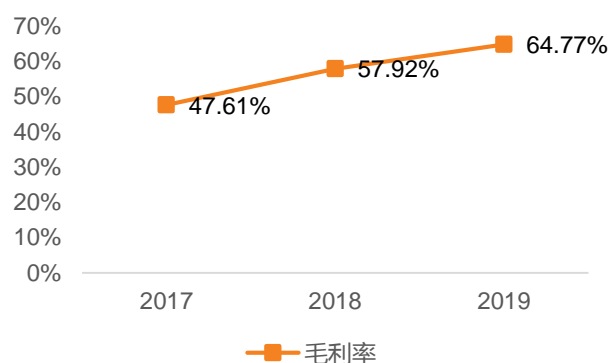
资料来源：招股书，天风证券研究所



资料来源：招股书，天风证券研究所

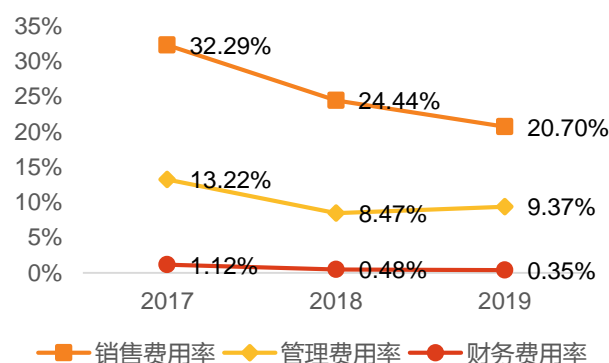
随着收入增长，规模效应推动公司毛利率不断提升、销售费用率持续下降。2019 年公司毛利率 64.77%，同比增加 6.84pct；销售费用率 20.70%，同比降低 3.73pct。

图 9：公司毛利率 (%)



资料来源：招股书，天风证券研究所

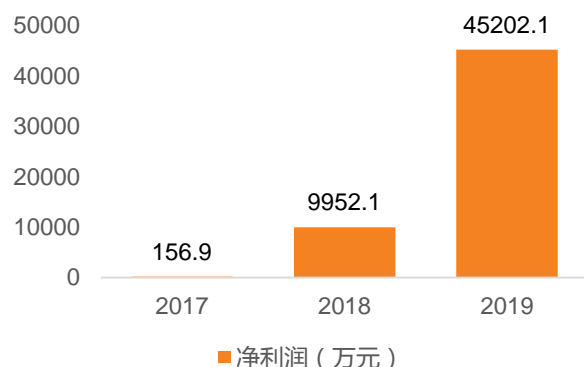
图 10：公司费用率 (%)



资料来源：招股书，天风证券研究所

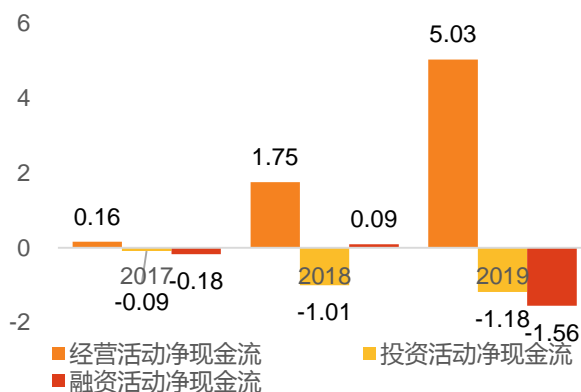
公司利润加速释放，现金流健康。2019 年公司净利润 4.52 亿元，去年为 9952 万元。2019 年公司经营活动净现金流 5.03 亿元，远超投资活动现金流净流出与融资活动现金流净流出数额。

图 11：公司净利润 (万元)



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 12：现金流 (亿元)



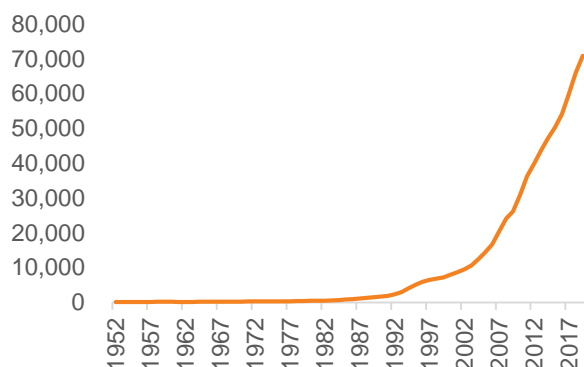
资料来源：招股书，天风证券研究所

2. 潮玩市场景气度高企，竞争格局分散，变现空间广阔

2.1. 收入水平提升及“治愈&社交”诉求催生潮玩需求，社交媒体兴起助力小众文化传播，潮玩市场景气度高企

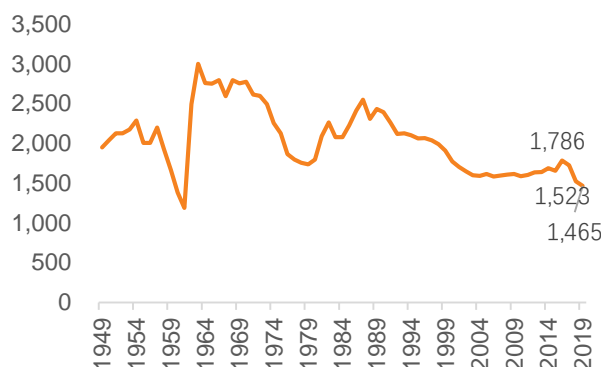
收入水平提升及“治愈&社交”诉求催生潮玩需求。2019年中国人均GDP达7.09万元，收入水平提升为人们满足精神需求提供了物质条件。1978年计划生育政策正式写入宪法，数十年来独生子女政策下，大多数80后、90后、00后的成长过程没有兄弟姐妹陪伴，对于治愈型及社交属性的泛娱乐行业（如潮流玩具）的需求被放大。

图 13：中国人均 GDP（元）



资料来源：wind，天风证券研究所

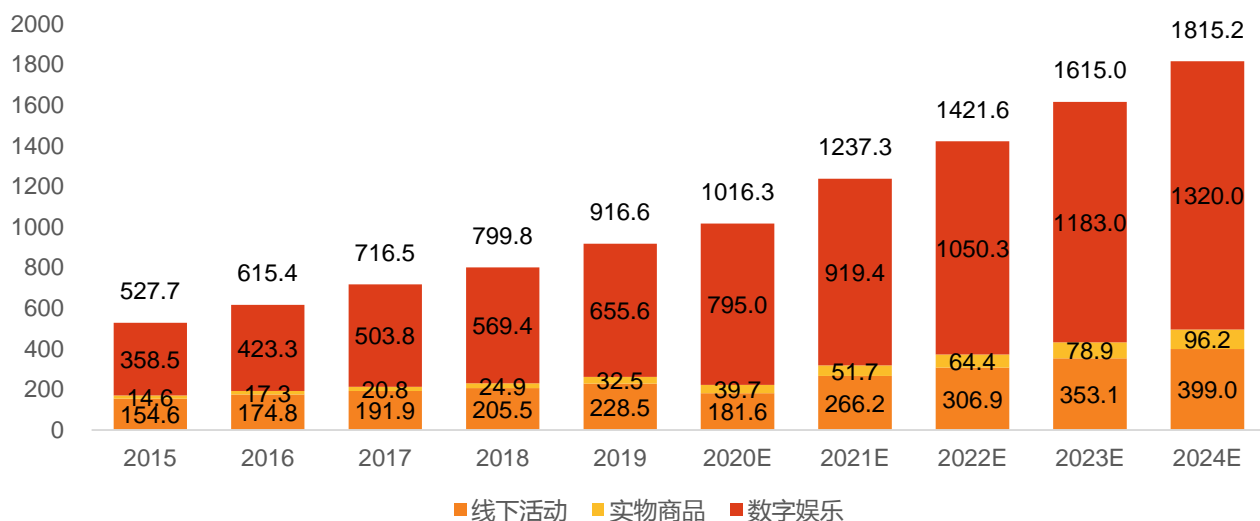
图 14：中国出生人数（万人）



资料来源：wind，天风证券研究所

2019年中国泛娱乐行业的市场规模 9166 亿元，2015-2019 年 CAGR 14.8%，预计 2019-2024 年 CAGR 14.6%。其中，2019 年中国数字娱乐/实物商品/线下活动市场规模分别为 6556 亿/325 亿/2285 亿元，2015-2019 年 CAGR 分别为 16.3%/22.1%/10.3%，预计 2019-2024 年 CAGR 分别为 15.0%/24.2%/11.8%。

图 15：2015 年至 2024 年（估计）中国泛娱乐行业的市场规模（按零售价值计，十亿元）



资料来源：招股书，天风证券研究所

社交媒体兴起助力潮流玩具小众文化传播破圈。伴随着互联网企业的兴起，消费者获取信息的方式，从最早期的导航网页点击获取，迁移到搜索引擎的搜索获取，又迁移到基于关注关系的信息获取。在“点击”文明与“搜索”文明的时代，大众品牌优势明显，占据绝大部分注意力。在“关注”文明时代，人的个性被放大，消费者可以关注自己喜欢的 KOL。有利于同为小众文化的潮玩破圈进入大众视野。

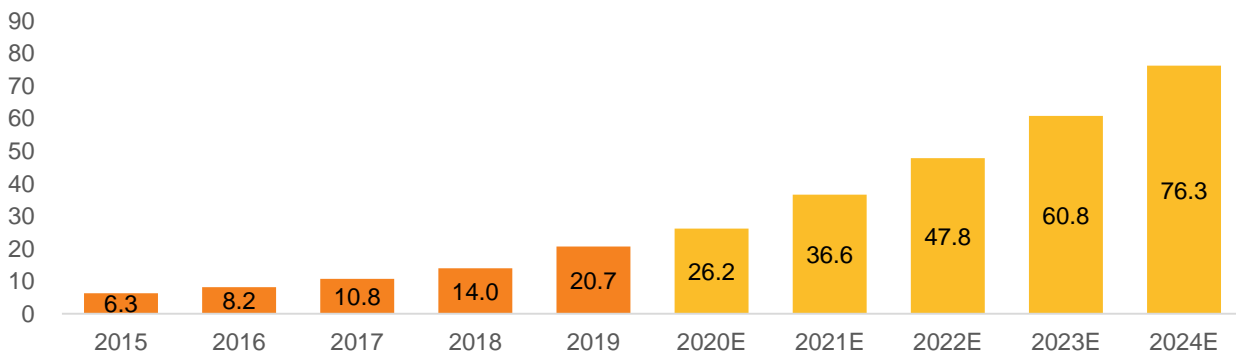
图 16：社交媒体传播方式逐步进化到“关注”文明



资料来源：天风证券研究所

中国潮流玩具零售市场仍处早期阶段，并在过去数年见证了快速增长。中国潮流玩具市场零售市场规模 2019 年达 207 亿元，2015-2019 年 CAGR 34.6%。受中国潮流玩具的受欢迎程度不断上升推动，预计中国潮流玩具市场零售市场规模 2024 年将达 763 亿元，2019-2024 年 CAGR 29.8%。

图 17：2015 年至 2024 年（估计）中国潮流玩具市场的市场规模（按零售价值计，十亿元）

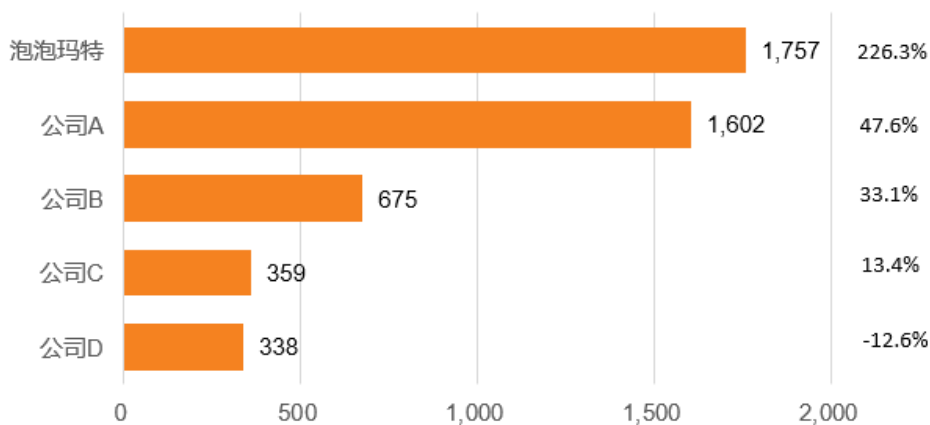


资料来源：招股书，天风证券研究所

2.2. 中国潮玩行业竞争格局分散

中国潮玩行业竞争格局分散。2019 年按零售值计，五大市场参与者于中国潮流玩具零售市场所占的市场份额分别为 8.5%、7.7%、3.3%、1.7%、1.6%。其中，泡泡玛特排名第一位，2019 年零售价值 17.57 亿元，同比增长 226.3%。

图 18：（中国）2019 年潮流玩具公司的竞争格局（按零售价值计，百万元）

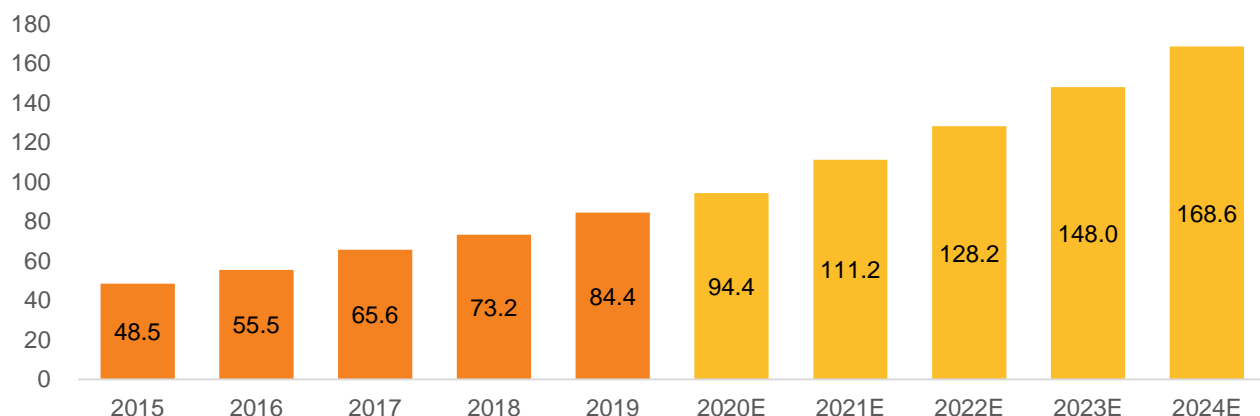


资料来源：招股书，天风证券研究所

2.3. 潮玩行业 IP 授权变现空间广阔

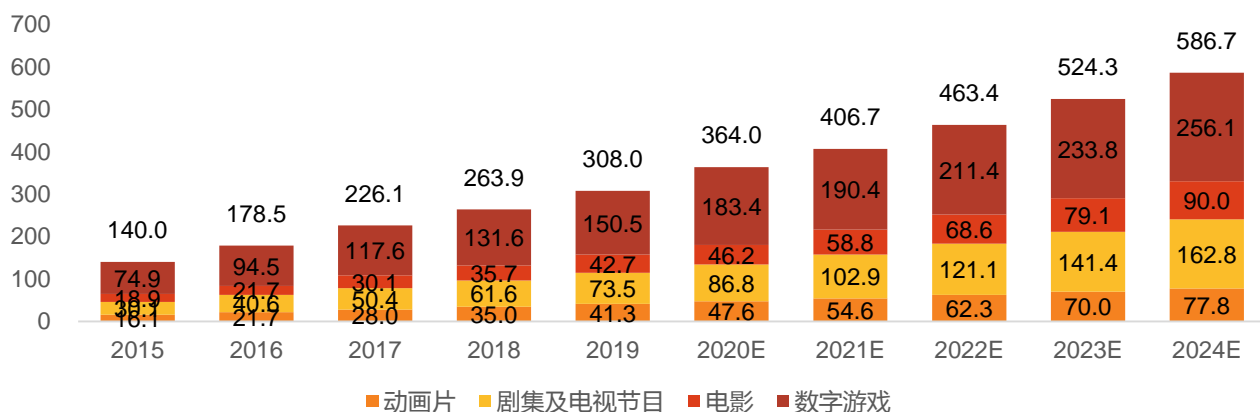
IP 授权行业在中国拥有巨大增长机会。受持续增长的需求推动，中国 IP 授权行业市场规模预测在 2024 年将达 1686 亿元，2019-2024CAGR 14.8%；中国 IP 改编娱乐市场的市场规模预测在 2024 年将达 5867 亿元，2019-2024CAGR 13.8%。

图 19：2015 年至 2024 年（估计）中国 IP 授权市场的市场规模（按零售价值计，十亿元）



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 20：2015 年至 2024 年（估计）中国 IP 改编娱乐市场的市场规模（按零售价值计，十亿元）



资料来源：招股书，天风证券研究所

3. IP 开发+运营+销售渠道全产业链布局，品牌先发优势明显

3.1. 依靠品牌力汇聚玩具行业头部艺术家，马太效应显著，多合作方式开发 IP

依靠品牌力汇聚潮流玩具行业头部艺术家，达成深度合作，品牌先发优势显著。在强大的 IP 创作及运营能力的支持下，公司已建立起领先地位及良好的行业声誉，进而吸引更多的顶尖艺术家和高质量的 IP 提供商与公司建立长期的合作关系。截至招股说明书最后实际可行日期，公司与超过 350 位艺术家保持紧密联系，并通过授权或合作安排与其中 25 位来自全球的艺术师开展合作。

竞争对手难以复制公司品牌建立过程。公司品牌建立初期，以较低的成本汇聚了一批有创作实力的香港设计师，通过先渗透潮玩圈 KOL，进而通过 KOL 营销降维打击大众市场的方式，乘社交媒体发展之风，逐步占据了消费者心智。当前，公司品牌已经树立，优秀设计师倾向于与有品牌背书、全产业链布局能高效推广 IP 的领先者合作。此外，潮玩圈曝光度逐渐增长，竞争对手汇聚有实力设计师的成本增加。

公司 IP 由艺术家、著名 IP 提供商及公司内部设计团队创作。除了被公司一体化平台吸引而来以外，公司还积极寻求与公司根据第一手市场反馈和公司的专业判断而确定的新进艺术家以及迪士尼及环球影画等著名 IP 提供商接触及合作，以面向大众市场将其 IP 商业化及/或再创作及进一步变现其 IP。公司的创业及工业设计团队与艺术家及著名 IP 提供商紧密合作，并能够将有趣而独特的设计风格融入其 IP 当中，从而创作出能引起粉丝共鸣的产品设计。

合作方式上，公司艺术家创作潮流玩具产品的初期艺术设计，公司一体化潮流玩具平台则将相关艺术设计转换为商业化产品及实现相关 IP 的商业价值。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有一支由 91 名成员组成的内部创意设计团队及工业开发团队。凭借公司深刻行业见解、优秀的设计能力和丰富的 IP 运营经验，公司能够赋予艺术家灵感，从艺术及商业层面共同创作成功的 IP。通过一个基于公司的自有 IP 及独家 IP 开发潮流玩具产品的典型流程，公司首先自艺术家收取二维码草图。继而，基于对粉丝喜好及市场趋势的第一手分析见解，对草图提供反馈与建议。其后，公司内部设计团队与艺术家紧密合作，从商业及技术角度出发，打磨其角色设计。最后，公司内部工业设计团队就最终商业化设计的颜色、三维设计及模型进行加工后才大量生产及于市场发布。

就非独家 IP 而言，公司的创意设计团队及工业设计团队将公司的乐趣及独特设计风格融入 IP，以创作与公司的粉丝产生共鸣的产品设计。例如，公司与迪士尼合作并于 2019 年 3 月推出“Sitting Babies Series1-Mickey Family”盲盒系列。公司的创意及工业设计团队重新设计知名的迪士尼角色，如米老鼠，并开发出坐姿宝宝角色的潮流玩具产品。

3.2. IP 运营推广手段多样，开创潮玩展会奠定公司行业话语权

①粉丝运营

公司设有会员计划，打造粉丝社群增加重复购买。截至招股说明书最后实际可行日期，公司已有 320 万名注册会员。公司的粉丝群主要由 15-35 岁具高消费能力，且热衷分享展示的人们组成。公司制定多渠道会员计划，粉丝可以通过线上渠道（包括微信、支付宝等多平台接入）及线下渠道（如零售店）免费注册会会员。会员计划涵盖 4 个会员等级，不同会员等级提供不同权益。会员等级由“泡泡值”决定，泡泡值根据会员近六个月的购买金额、购买频率及其他活动计算。会员享受一系列权益，如积分兑换、生日促销活动等。会员在线上或线下购物会积累“泡泡值”。公司推出粉丝在线社群葩趣，可取得潮流玩具文化资讯和最新消息、买卖潮流玩具及与志趣相投的粉丝社交互动。

图 21：公司会员计划



资料来源：招股书，天风证券研究所

②展会

在中国没有大型潮流玩具活动的情况下，公司于 2017 年 9 月举办了首届潮流玩具展会北京国际潮玩展。公司每年举办 2 次潮流玩具展会，即北京国际潮玩展及上海国际潮玩展。公司邀请数百名艺术家带来其设计与潮流玩具粉丝见面，从而为公司提供了搜索及发现新进艺术家的机会。据弗若斯特沙利文，就访客人数而言，北京国际潮玩展及上海国际潮玩展已成为中国最大德尔潮流玩具展会。2019 年北京国际潮玩展吸引了来自 14 个国家及地区的超过 270 名艺术家，超过 200 个潮流玩具品牌，参观人次超过 10 万。

公司在潮流玩具展会上组织各种活动，如签名会、现场绘画、采访及游戏。粉丝可以在展会上与其喜欢的艺术家见面及交流。此外，粉丝可在展会上购买公司及第三方潮流玩具品牌所有者新推出的潮流玩具产品。

图 22：公司展会情况



资料来源：招股书，天风证券研究所

③其他推广

除了潮流玩具社区及展会外，公司也通过展览、签名会、比赛、讲座、课程来推广潮流玩具文化。截至 2019 年 12 月 31 日，公司在中国组织了合共 44 次展览及艺术家签名会。公司通常与大型购物中心合作举办展览及活动，吸引消费者。同时，公司组织审核及比赛以及中国顶级艺术学院合作开设办讲座及课程及让更多粉丝参与潮流玩具文化及培优新兴艺术家。

图 23：公司展览照片



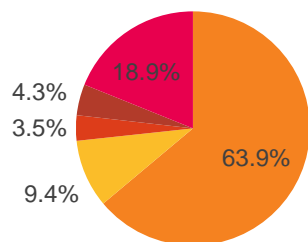
资料来源：招股书，天风证券研究所

3.3. 打造全渠道零售及经销商网络，占据核心商圈核心点位，紧抓新增流量

公司全渠道零售及经销商网络形成全面且覆盖广泛的消费者触达。公司销售渠道包括零售店、线上渠道、机器人商店、展会、批发。其中，零售店为最主要的销售渠道，2019 年零售店收入占比 43.9%。线上渠道和机器人商店收入占比增长较快，2019 年线上渠道收入占比 32%，较 2017 年增加 22.6pct；机器人商店收入占比 14.8%，较 2017 年增加 11.3pct。公司积极扩大全球市场据点的广度和深度。截至 2019 年 12 月 31 日，公司建立了覆盖 21 个海外国家和地区的广泛经销网络。

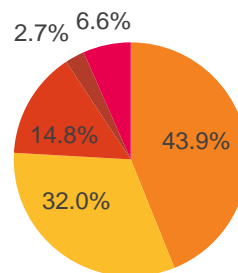
图 24：2017 年按销售渠道划分收益

图 25：2019 年按销售渠道划分收益



■ 零售店 ■ 线上渠道 ■ 机器人商店 ■ 展会 ■ 批发

资料来源：招股书，天风证券研究所



■ 零售店 ■ 线上渠道 ■ 机器人商店 ■ 展会 ■ 批发

资料来源：招股书，天风证券研究所

公司零售店为主要销售渠道，创设品牌形象，建立粉丝关系；公司机器人商店获取市场反馈，提供数据洞察。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有主要位于中国 33 个一二线城市主流商圈的 114 家零售店。公司零售店为主要销售渠道，提供最丰富的产品种类，满足不同客户需求。截至 2019 年 12 月 31 日，公司设立 825 家机器人商店。与零售店相比，机器人商店在租金、人员费用和维护费用方面的前期成本和持续运营费用较低。公司可高效快速扩展机器人商店网络，到达零售店未能覆盖的地区。另外，公司机器人商店的销售业绩和市场反馈为零售店扩展战略提供了有价值的洞察。公司可能会开设零售店取代高销量的机器人商店。

图 26：公司零售店



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 27：公司机器人商店



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 28：公司零售店网络（家）



图 29：公司机器人商店网络（家）



资料来源：招股书，天风证券研究所

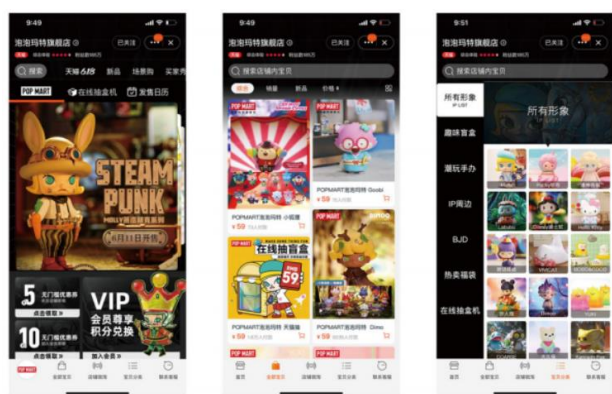
资料来源：招股书，天风证券研究所

注：截至 2019 年 12 月 31 日

注：截至 2019 年 12 月 31 日

公司通过国内增长迅猛的线上渠道（包括天猫旗舰店、泡泡抽盒机、葩趣和其他主流电商平台）提供便捷和有趣的购物体验。公司的天猫旗舰店是吸引粉丝的主要渠道之一。2019 年天猫旗舰店产生收益 2.52 亿元，在天猫所有玩具品牌旗舰店中以零售额计排名第一。泡泡抽盒机自 2018 年 9 月推出以来实现了强劲增长。泡泡抽盒机产生的收益从 2018 年的 2300 万元增至 2019 年的 2.71 亿元。此外，公司在线潮流玩具社区葩趣聚集最热情的粉丝，以潮流玩具文化资讯和最新消息、电子商务以及社交互动为特色。

图 30：公司天猫旗舰店



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 31：公司微信小程序



资料来源：招股书，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com