

轻工制造

2024年05月16日

三问美国零售高地，明确中国品牌 and IP 的出海之路

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

吴晨汐（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

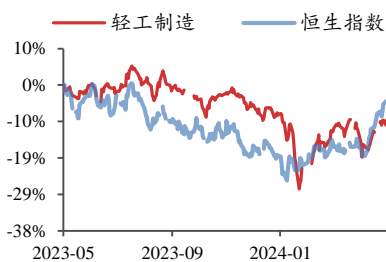
wuchenxi@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120013

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《泡泡玛特：全流程高效 IP 赋能阿尔法彰显，渠道复苏潮玩龙头再起航——公司深度》-2024.2.22

《名创优品：时代造就全球家居零售龙头，看好品牌战略升级&海内外渠道扩——公司首次覆盖》-2023.05.19

● 三问美国零售高地，明确中国品牌出海之路的可行性与成长性

本文主要探讨三个问题：（1）美国 IP 商品零售的生意好坏，（2）中国品牌面对本土龙头的竞争优势，（3）其在美国市场的成长空间。通过这三个问题的探讨，我们明确了美国 IP 商品零售市场空间较大且需求持续增加，但缺乏优质供给；而名创优品、泡泡玛特具备明显竞争优势，有望填补这一供给缺口。经过测算，两公司均具备较大开店空间和店效提升潜力，我们推荐标的名创优品、泡泡玛特。

● 问题一：IP 商品零售在美国是一门好生意吗？一是，大市场供小于求

IP 商品零售在美国是一门好生意，美国具备充足的 IP 商品的用户基础和市场规模，美国 IP 产业已历经百年，发展较为完善，2022 年美国 IP 商品零售人均销售额 3077 元，相较于全球/英国/日本分别高出 12.6/1.3/4.3 倍。而从供需角度看，IP 衍生商品参与方主要为版权方、品牌方、用户三部分，高通胀低信心下用户倾向小额可选&情感需求增长，版权方也希望依靠 IP 战略驱动业绩增长并且增强粉丝联系，均对 IP 衍生品的需求增长，然而美国却缺乏兼具性价比和情感需求的线下零售品牌这类优质供给。

● 问题二：面对美国本土龙头，中国品牌的竞争优势在哪里？一高毛利差异化

我们对比发现，美国本土龙头的 ROE 处于 15%-25% 的较高水平，其中硬折扣龙头依靠较低费用率和高周转，软折扣龙头依靠优秀的选品带来的较高盈利能力，但毛利率均低于 35%，高通胀下服务成本增长挤压本土零售商利润空间。而中国品牌凭借中国供应链具备天然成本优势；在此基础上名创优品：兼具高周转和高盈利，ROE 表现突出，我们认为其竞争优势在于一方面优质全球供应链&数字化系统支撑高频上新和足够的毛利空间，另一方面丰富的 IP 联名赋能产品差异化和高毛利；泡泡玛特：相较于名创优品，泡泡玛特的出海之路还处于早期阶段，但是泡泡玛特 DTC 全渠道布局，各渠道发挥不同作用，共同把握美国市场；同时，自有 IP 衍生叠加本土化，产品具备高毛利和独特性，发展潜力较大。

● 问题三：中国品牌在美国市场的成长空间怎么看？一开店&店效高潜力

开店叠加店效提升，中国品牌成长高潜力。（1）名创优品：IP 战略下，美国已经成为海外市场增长的重要驱动力，我们参考 Five Below 的选址和门店规模，预计中期开店空间为 1682 家，中部具备较大发展空间，有望完成公司未来 5 年开店 1000 家+的目标；同时，店效提升叠加成本下降下，美国门店模型将持续优化。（2）泡泡玛特：泡泡玛特在美国的线下布局仍处于早期阶段，但是已经显现发展潜力。现有零售店均位于核心大都市中心购物中心，对标乐高，中短期在美国具备 75 家零售店和 110 家机器人商店开店空间。

● 风险提示：汇率波动、北美市场拓展不及预期、IP 上新/联名不及预期。

目录

1、 核心观点：三问美国零售高地，明确中国品牌出海之路.....	4
2、 问题一：IP 商品零售在美国是一门好生意吗？	4
2.1、 IP 商品：IP 产业发源于美国，IP 衍生商品满足消费者情感需求	4
2.2、 需求端：用户倾向小额可选&情感需求增长，版权方聚焦 IP 战略	6
2.2.1、 用户需求端：高通胀低信心下，小额可选占优&情感需求增长	6
2.2.2、 版权方需求端：各大品牌方发展 IP 战略，驱动业绩增长&增强粉丝联系	7
2.3、 供给端：生活百货折扣零售格局稳定，IP 商品零售仍是星辰大海	8
2.3.1、 生活百货折扣零售市场：折扣零售格局稳定且集中，以低价食品和刚需为主	8
2.3.2、 玩具零售市场：以线上销售为主，线下较少打造完整 IP 消费场景	10
3、 问题二：面对美国本土龙头，中国品牌的竞争优势在哪里？	12
3.1、 美国本土龙头：硬折扣高周转、软折扣高盈利，支撑高 ROE 水平	12
3.2、 名创优品：全球供应链+丰富 IP 联名，兼具高盈利和高周转	13
3.3、 泡泡玛特：DTC 全渠道+差异化自有 IP，具备高毛利和独特性	14
4、 问题三：中国品牌在美国市场的成长空间怎么看？	17
4.1、 名创优品：中期开店空间 1682 家，门店模型具备优化潜力	17
4.2、 泡泡玛特：中短期开店空间 75 家，主要分布在核心都市圈	19
5、 盈利预测与投资建议	20
6、 风险提示	20

图表目录

图 1： IP 产业发源于美国，美国进行全产业链开发，而日本则在版权委员会并行开发下发展衍生品	5
图 2： IP 衍生商品满足消费者情感需求	5
图 3： 2022 年月美国 IP 商品人均销售额为 3077 元/人	5
图 4： 2023 年美国 CPI 同比涨幅回落至 3%-4% 的区间	6
图 5： 2024 年 4 月美国消费者信心指数仍处于历史低位	6
图 6： 2023 年美国人均收入增速从 8.4% 放缓至 6.4%	6
图 7： 2024 年 2 月美国个人消费支出增速下降至 4.9%	6
图 8： 美国食品价格环比持续增长	7
图 9： “娱乐通胀”显现，情感需求增长	7
图 10： 核心 IP 芭比驱动美泰业绩持续增长	8
图 11： 迪士尼体验收入持续恢复，快于公司整体	8
图 12： 孩之宝自有品牌收入增速快于整体	8
图 13： 三大核心 IP 带动万代南梦宫收入持续增长	8
图 14： 2023 年美国生活百货折扣零售市场 3188 亿美元	9
图 15： 美国折扣零售各子赛道集中度均维持较高水平	9
图 16： 各龙头占据主要折扣零售市场份额	10
图 17： 硬折扣零售商坪效高出软折扣零售商 4-5 倍	10
图 18： 美国玩具零售种类丰富，玩偶、手办、建筑模型和拼图市场规模较大	10
图 19： 美国玩具线上销售占比持续提升	11
图 20： 33% 的美国消费者购买玩具时首选亚马逊	11
图 21： 美国线下较少打造完整 IP 消费场景，IP 衍生品价格较高	11

图 22: 硬折扣高周转、软折扣高盈利, 支撑高 ROE.....	12
图 23: 零售商盈利能力比较: 软折扣>商超>硬折扣	12
图 24: 零售商存货周转比较: 硬折扣>商超>软折扣	13
图 25: 零售商总资产周转率比较: 硬折扣>商超>软折扣	13
图 26: 2020 年以来, 名创优品的 ROE 持续提升.....	13
图 27: 名创优品的存货周转天数低于软折扣零售商.....	13
图 28: 优质的全球供应链组合支撑名创优品高频上新 (截至 2023.09)	14
图 29: 名创优品的定价为空白利基市场	14
图 30: 泡泡玛特海外较美国本土龙头盈利能力优势突出.....	15
图 31: 泡泡玛特存货周转天数开始改善	15
图 32: 泡泡玛特线下为展会+快闪&机器人商店+零售店	15
图 33: 海外线下零售店和机器人商店收入大幅增长.....	15
图 34: 泡泡玛特线上为跨境电商+官方 APP+国际官网.....	16
图 35: 海外线上渠道收入同比增长 73% (单位: 亿元)	16
图 36: 产品定价匹配美国当地消费水平, 依托中国供应链具备高毛利特征.....	16
图 37: 北美市场 GMV 连续 4 个季度增速超 100%.....	17
图 38: 美国为直营市场重要发展市场 (2023 年 1-9 月数据)	17
图 39: 相较于美国本土龙头, 名创优品门店数仍较少	18
图 40: 软折扣龙头的门店面积约为名创优品的 2-2.5 倍	18
图 41: 参考 Five Below 的选址和门店布局, 中期来看名创优品在美国具备 1682 家开店空间.....	18
图 42: 店效提升叠加成本下降, 美国门店模型持续优化.....	19
图 43: 美国泡泡玛特零售店均位于核心大都市中心购物中心.....	20
表 1: 美国多家零售龙头业绩表现出客单价承压, 折扣需求表现较好.....	7
表 2: 美国多家折扣零售龙头以低价食品和刚需为主.....	9
表 3: 对标乐高, 泡泡玛特的开店空间为 75 家零售店和 110 家机器人商店	20
表 4: 重点推荐公司盈利预测与估值	20

1、核心观点：三问美国零售高地，明确中国品牌出海之路

本文主要探讨三个问题：(1) 美国 IP 商品零售的生意好坏，(2) 中国品牌面对本土龙头的竞争优势，(3) 其在美国市场的成长空间。通过这三个问题的探讨明确了中国品牌出海道路的可行性和成长性。

1、美国 IP 商品零售的生意好坏：是一门好生意，美国 IP 商品零售市场较大，而从供需角度看，美国本土品牌零售商较难满足版权方 IP 变现需求和用户的情感需求。中国品牌名创优品、泡泡玛特有望填补这一供给缺口。

2、中国品牌面对本土龙头的竞争优势：我们对比发现，美国本土龙头的 ROE 处于 15%-25% 的较高水平，但毛利率均低于 35%，高通胀下服务成本增长，挤压了本土零售商利润空间。而中国品牌凭借中国供应链具备天然成本优势，在此基础上，(1) 名创优品兼具高周转和高盈利，ROE 表现突出；(2) 泡泡玛特具备高毛利和独特性，发展潜力较大，具备出海美国的可行性。

3、中国品牌在美国市场的成长空间：(1) **名创优品：**IP 战略下，美国已经成为海外市场增长的重要驱动力，我们参考 Five Below 的选址和门店规模，预计中期开店空间为 1682 家，美国中部具备较大发展空间，有望完成公司未来 5 年开店 1000 家+的目标；同时，店效提升叠加成本下降下，美国门店模型有望持续优化。(2) **泡泡玛特：**泡泡玛特在美国的线下布局仍处于早期阶段，但是已经显现发展潜力。现有零售店均位于核心大都市市中心的购物中心，对标乐高，中短期在美国具备 75 家零售店和 110 家机器人商店开店空间。

2、问题一：IP 商品零售在美国是一门好生意吗？

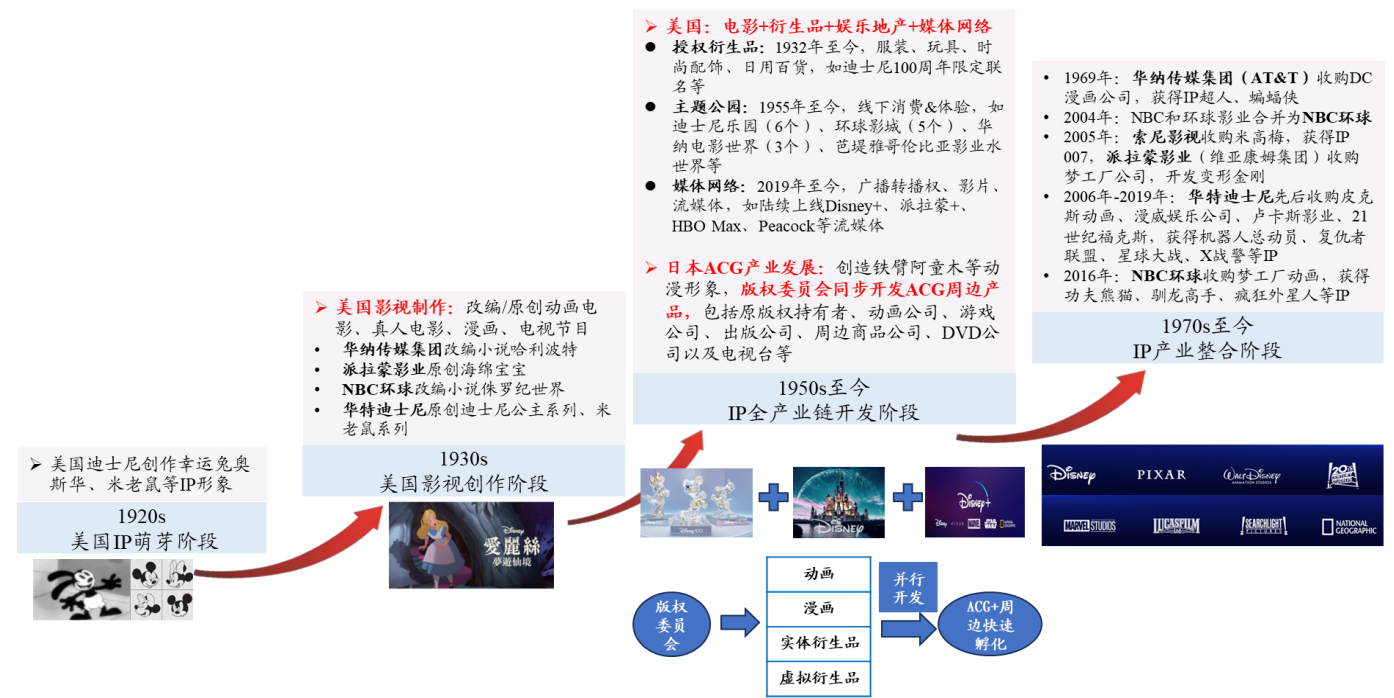
首先，IP 商品零售在美国具备广阔的市场规模和充足的用户基础。IP 产业发源于美国，发展百年间，美国 IP 全产业链的开发较为完善。2022 年美国 IP 商品零售人均销售额 3077 元，相较于全球/英国/日本分别高出 12.6/1.3/4.3 倍。

其次，从供需角度来看，IP 商品零售的两大参与方版权方和用户对于 IP 衍生品的需求增长，然而美国却缺乏兼具性价比和情感需求的线下零售品牌。IP 衍生商品参与方主要为版权方、品牌方、用户三部分，从需求端来看，在高通胀低信心的环境下，用户倾向小额可选，同时情感需求增长，而 IP 衍生商品能够满足消费者情感需求；而版权方拥有众多知名 IP 资源，也希望依靠 IP 战略驱动业绩增长并且增强粉丝联系。从供给端来看，美国能够满足性价比需求的生活百货零售商较多，且格局稳定集中，但是多以低价食品和刚需产品为主；玩具零售则多以线上销售为主，线下较少打造完整的 IP 消费场景以满足情感需求。综合来看，兼具性价比和情感需求的线下零售品牌较少。

2.1、IP 商品：IP 产业发源于美国，IP 衍生商品满足消费者情感需求

IP 产业发源于美国，美国进行全产业链开发，而日本则在版权委员会并行开发下发展衍生品。(1) **美国：**IP 产业发展历经百年，1920s 诞生于迪士尼兄弟动画工作室，其先后创造出幸运兔奥斯华、米老鼠形象，后各影业集团开始影视创作，逐步开发全产业链，拓展成“电影+衍生品+娱乐地产+媒体网络”的全产业链 IP 开发，如华特迪士尼影业集团、华纳传媒集团、NBC 全球集团等；1970s 至今，行业各龙头整合其他公司并再次发挥其 IP 价值。(2) **日本：**1950s 开始，ACG 产业逐步发展，并通过版权委员会并行开发周边产品，授权模式独特且高效，实现 IP 的二次变现。

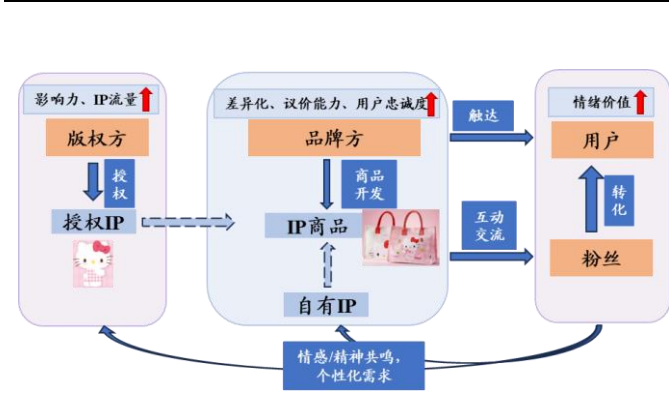
图1: IP 产业发源于美国, 美国进行全产业链开发, 而日本则在版权委员会并行开发下发展衍生品



资料来源: 新京报、各官方网站、智研咨询、界面新闻等、开源证券研究所

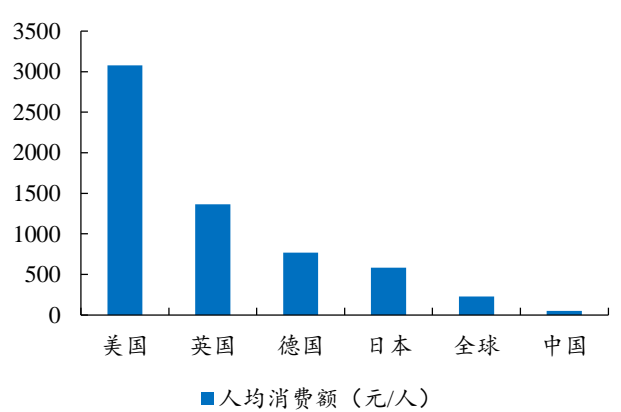
IP 衍生商品满足消费者情感需求, 美国 IP 商品零售市场广阔。粉丝与 IP 产生精神和情感的共鸣, 而其 IP 衍生商品则能与粉丝更好地互动交流, 满足其情感需求, 从而提升购买意愿, 将其转化为用户; 品牌方则通过 IP 衍生商品销售, 提升差异化和议价能力, 同时随着更直接地触达用户进一步提升用户忠诚度。剔除游戏、电影、娱乐, 2022 年美国 IP 商品零售市场达 1.02 万亿, 人均销售额 3077 元, 相较于全球/英国/日本人均消费额分别高出 12.6/1.3/4.3 倍, IP 产业在美国发展较为完善, 具备广阔的 IP 商品零售市场规模和充足的用户基础。

图2: IP 衍生商品满足消费者情感需求



资料来源: 南方都市报、名创优品官方公众号、开源证券研究所

图3: 2022 年月美国 IP 商品人均销售额为 3077 元/人



数据来源: 名创优品官网、开源证券研究所

2.2、需求端：用户倾向小额可选&情感需求增长，版权方聚焦 IP 战略

2.2.1、用户需求端：高通胀低信心下，小额可选占优&情感需求增长

美国通胀水平仍处于较高水平，而消费者信心指数处于历史低位。2021 年以来，美国 CPI 同比涨幅持续走高，2022 年 3 月至 9 月连续 7 个月同比涨幅超过 8%，维持在近 40 年高位，2023 年 CPI 同比涨幅开始回落至 3%-4% 的区间，但仍处于较高水平。然而，2023 年美国人均可支配收入增速从 8.4% 放缓至 6.4%，2024 年 2 月人均可支配收入季调折年数为 6 万美元，同比增长 3.6%。通胀维持较高水平叠加收入增速放缓，2023 年以来美国个人消费支出同比增速持续下降，从 2023 年 1 月的 7.9% 下降至 2024 年 2 月的 4.9%，根据密歇根大学消费调查统计，2024 年 4 月美国消费者信心指数为 78，虽较 2022 年底略有回升，但仍处于历史低位。

图4：2023 年美国 CPI 同比涨幅回落至 3%-4% 的区间

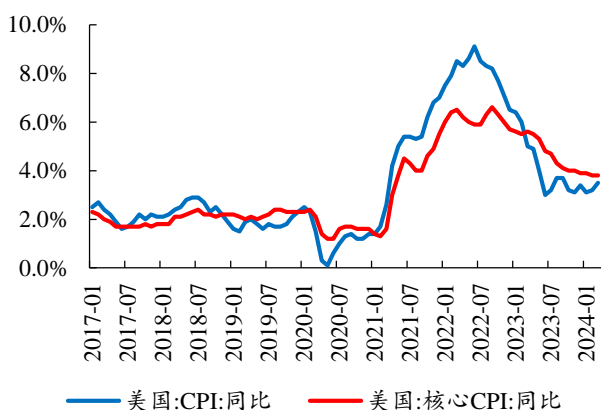
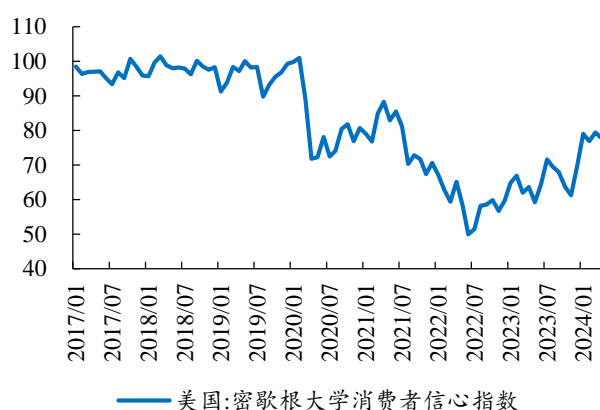


图5：2024 年 4 月美国消费者信心指数仍处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023 年美国人均收入增速从 8.4% 放缓至 6.4%

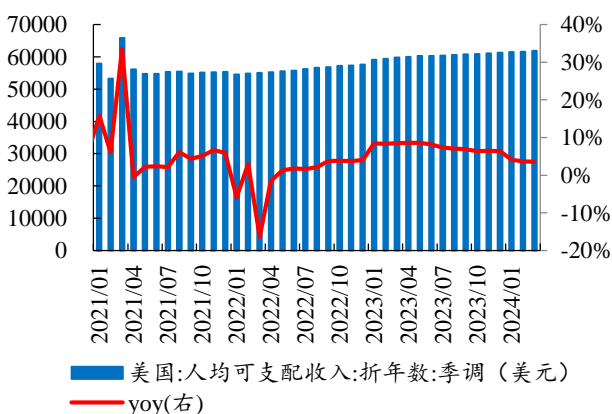
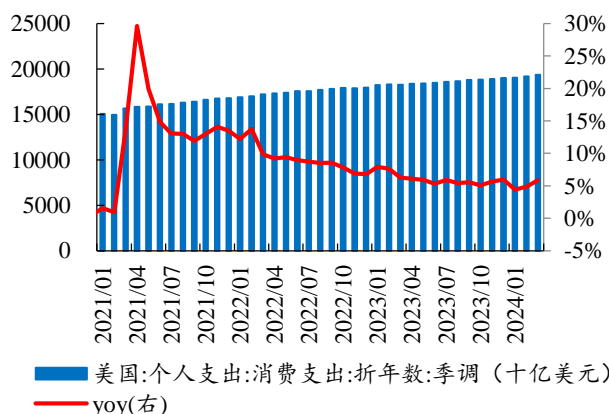


图7：2024 年 2 月美国个人消费支出增速下降至 4.9%



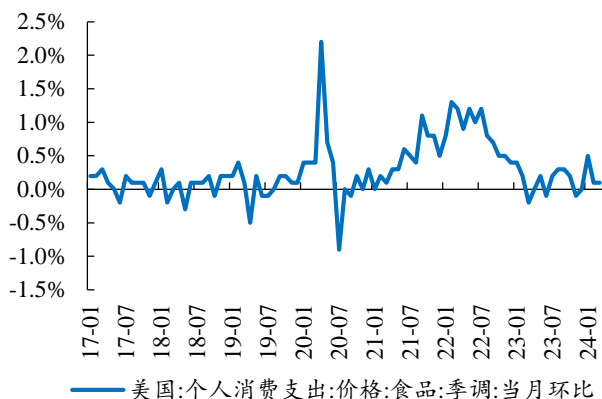
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

高通胀低信心下，小额可选占优&情感需求增长。居民追求情感和社交需求是长期持续的，不同时期会寻找不同的自我表达出口，在消费力相对承压的情况下，居民倾向小额可选，同时情感需求增长。**(1) 物质消费方面**，生活必需品价格上涨挤压可选消费品支出占比，美国沃尔玛、家得宝等多家零售龙头业绩均表现出客单价下降现象，特别是大额和高端消费品需求，家得宝、梅西百货 FY2023 可比同店销

售分别下滑 3.2%/6.9%，而平价、折扣需求如沃尔玛、TJX FY2024 可比同店销售分别增长 5.6%/5%；(2) 精神消费方面，“娱乐通胀”显现，以“霉霉经济学”为代表的娱乐消费相关票价均有上涨，消费者更愿意把钱花在音乐会、旅行等生活体验上。

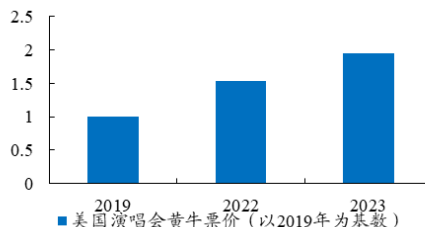
图8：美国食品价格环比持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：“娱乐通胀”显现，情感需求增长

- 2023年以来，演唱会、体育比赛、电影、游乐园等娱乐消费较好，票价均上涨，如演唱会黄牛票价同比上涨27%，较2019年增长95%，以“霉霉经济学”为代表



- 据Experian 2023年6月调研统计，59%的千禧一代和63%的Z世代，更愿意把钱花在从音乐会到旅行等“生活体验”上

数据来源：节点财经、开源证券研究所

表1：美国多家零售龙头业绩表现出客单价承压，折扣需求表现较好

零售商	简介	观点	可比同店销售	分析
沃尔玛 Walmart	大众零售巨头	对未来保持谨慎	Walmart+5.6%/ Sam's+4.8%(FY2024)	FY2024Q4 Walmart/ Sam's 客单价 下滑 0.3%/0.4%
塔吉特 Target	品质折扣零售 龙头	Q3 零售行业量需求下降 2-4%，连续 7 个 季度下滑；Q4 零售处于缓慢恢复中	-3.7%(FY2023)	新店销售下滑
家得宝 Home Depot	家居零售龙头	大额非必需品购买疲软	-3.2%(FY2023)	Q4 是同店销售额连续第五个月下 滑，其中量/客单价下滑 2.1%/1.3%
TJX (T.J. axx、 Marshall's 等)	折扣百货龙头	多次上调销售和利润预期	+5%(FY2024)	基本来自量增，位于指引高段
梅西百货 Macy's	高端百货商场	2024 年盈利指引不及预期，未来 3 年拟 关闭 150 家低效门店	-6.9%(FY2023)	Q4Macy's 美妆和折扣业务增速强 劲，鞋服业务疲软

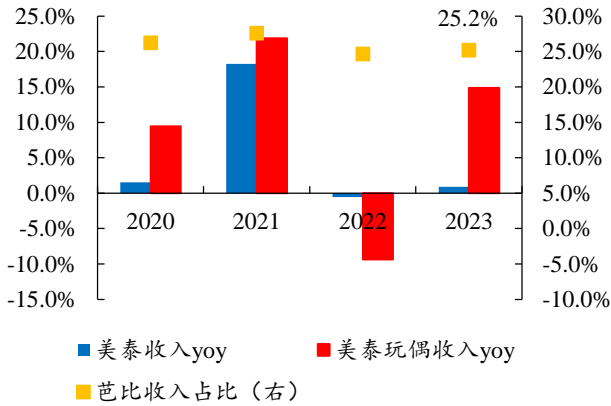
资料来源：各公司官网、新浪财经、开源证券研究所

2.2.2、版权方需求端：各大品牌方发展 IP 战略，驱动业绩增长&增强粉丝联系

各大版权方发展 IP 战略，驱动业绩增长&增强粉丝联系。美泰、万代核心 IP 带动公司收入持续增长。(1) 美泰：2023 年收入同比增长 1%，主要来自娃娃类产品同比增长 15%，其中自有 IP 芭比/精灵高中分别贡献 2%/6%的增长、合作 IP 迪士尼公主、冰雪奇缘系列产品贡献 10%增长。2023Q1-Q2 芭比收入同比下降 41%、6%；2023 年 7 月 21 日《芭比》电影上映后，2023Q3-Q4 同比增长 16%、27%，核心 IP 芭比（收入占比 25%）驱动美泰业绩持续增长。(2) 万代南梦宫：FY2024 收入预计同比增长 1%，主要来自玩具和爱好业务预计同比增长 9.5%，其中海贼王预计同比增长 24%，核心 IP 海贼王、七龙珠、高达驱动万代业绩持续增长。迪士尼、孩之宝聚焦 IP 授权业务，带动消费体验并增强粉丝联系。(1) 迪士尼：FY2023 体验收入同比增长 16%，快于公司整体增速，其中中国区授权消费品业绩同比双位数增长，毛绒玩具销售 FY2021-2023 复合增速 50%，公司通过 IP 授权带动消费体验并增强粉丝联系。(2) 孩之宝：2020-2023 年自有品牌收入增速均快于整体，2023 年变形金刚收入同比增长 25%，自有 IP 具备粉丝基础；蓝图 2.0 规划将 IP 授权业务作为重要

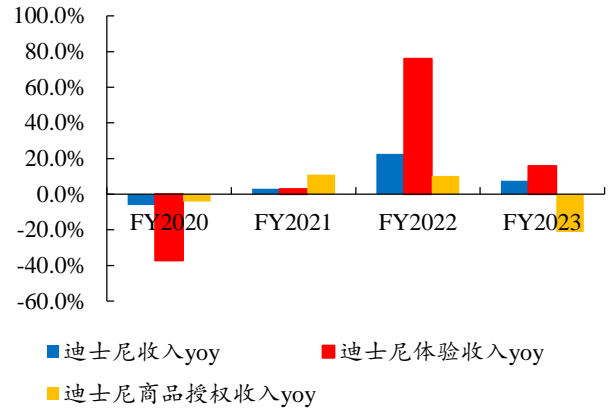
部分，通过拓展合作方组合来拓展品牌授权规模，并围绕品牌建立粉丝社区和情感连接。

图10：核心 IP 芭比驱动美泰业绩持续增长



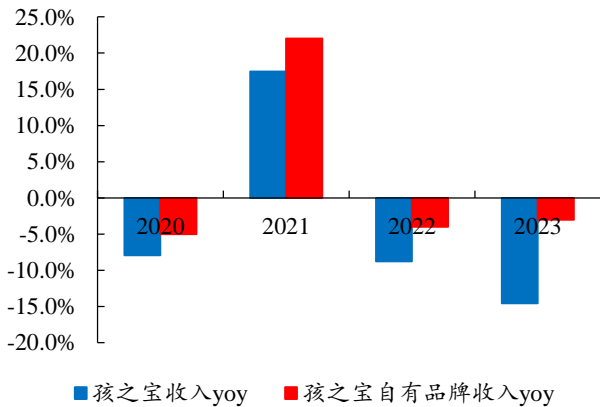
数据来源：美泰公司官网、开源证券研究所

图11：迪士尼体验收入持续恢复，快于公司整体



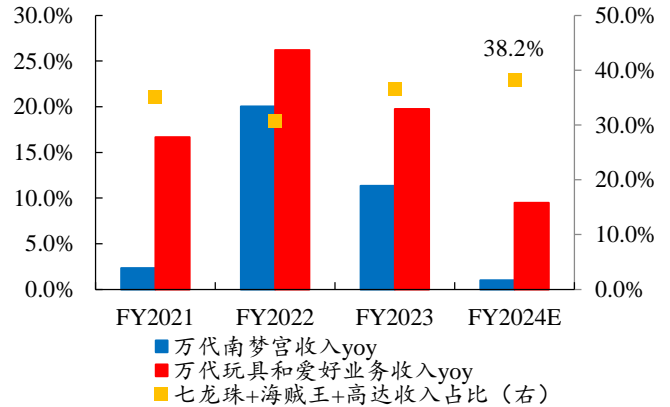
数据来源：迪士尼公司官网、开源证券研究所

图12：孩之宝自有品牌收入增速快于整体



数据来源：孩之宝公司官网、开源证券研究所

图13：三大核心 IP 带动万代南梦宫收入持续增长



数据来源：万代南梦宫公司官网、开源证券研究所

2.3、供给端：生活百货折扣零售格局稳定，IP 商品零售仍是星辰大海

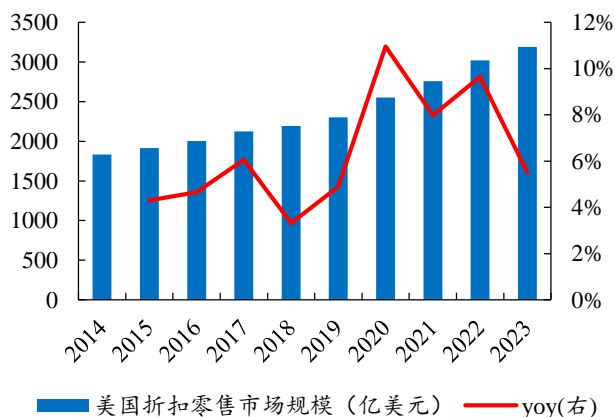
2.3.1、生活百货折扣零售市场：折扣零售格局稳定且集中，以低价食品和刚需为主

美国生活百货折扣零售市场为千亿规模。根据欧睿国际统计，2023年美国生活百货折扣零售市场规模为3188亿美元，占美国线下零售市场的10%，2014-2023年CAGR为6.3%，快于线下整体零售市场2.9%的复合增速。零售商主要分为两类，(1) **软折扣零售商**：零售商挑选尾货、临期等瑕疵产品实现低价，以Dollar Tree、Dollar General、Five below为代表，Dollar Tree、Dollar General主要针对中低收入家庭的生活必需品采购，SKU数量较多，可以满足较多日常需求；而Five below则是针对青少年的个性化乐趣购物，休闲产品以及时尚家居等产品占比较大；(2) **硬折扣零售商**：零售商通过供应链优化、降低经营成本实现低价，其中分为**仓储会员零售商**：主要玩家为Costco、Sam's，均针对中产家庭的优质低价需求，SKU数量在4000左右；以及**硬折扣零售商**：以Aldi为代表，以精简SKU、提高自有品牌占比来降低价格满足中低收入群体的食品等刚需采购需求。硬折扣零售商的门店坪效高出软折扣

零售商 4-5 倍。

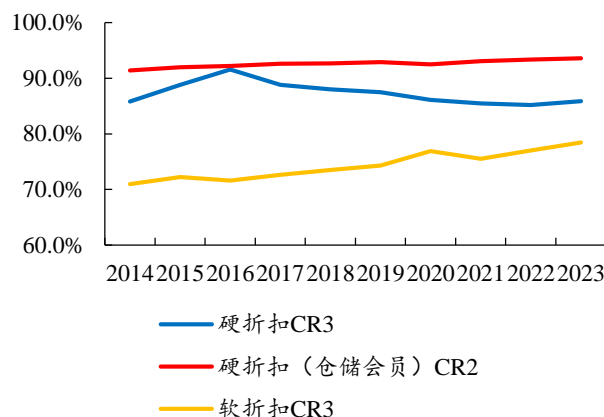
折扣零售格局稳定且集中，以低价食品和刚需为主。2023 年硬折扣/仓储会员/软折扣 CR3 分别为 85.9%/99.9%/78.4%，各子赛道集中度均多年维持较高水平。具体零售商来看，市占率前三分别为 Costco、Sam's、Dollar General，市占率为 37.02%/19.41%/12.93%。从产品结构来看，折扣零售商产品主要以食品、刚需消耗品为主，基本消耗品占比 50%左右，部分超过 80%，主要以满足性价比需求为主，对于 IP 衍生品或者玩具等兴趣消费产品的采购较少，部分如 Five below 会有类似选品。

图14：2023 年美国生活百货折扣零售市场 3188 亿美元



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

图15：美国折扣零售各子赛道集中度均维持较高水平



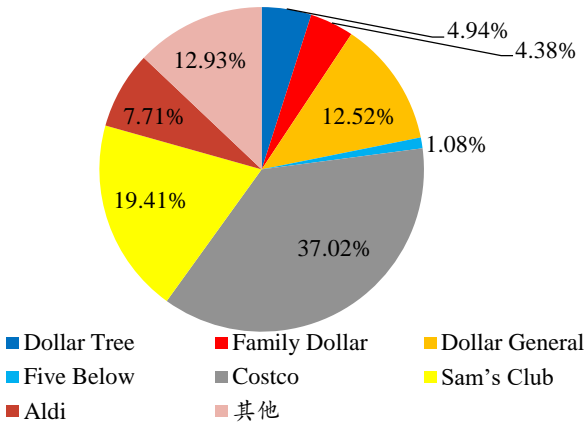
数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

表2：美国多家折扣零售龙头以低价食品和刚需为主

分类	零售商	品牌	成立时间	SKU 数量	产品结构	消费人群	消费特点
软折扣	Dollar Tree	Dollar Tree	1953	8000	基本消耗品 (47%)、可选品 (53%)	大众消费者	多种类产品消费
		Family Dollar		11800	基本消耗品 (80%)、可选品 (20%)	大众家庭	生活必需品采购
	Dollar General	1955	10000~12000	基本消耗品 (81%)、季节性产品 (10.6%)、家居产品 (5.6%)、服装 (2.8%)	低收入和固定收入家庭	社区采购	
	Five Below	2002	4000	休闲品 (48%)、时尚&家居 (29%)、零食&季节性产品 (23%)	青少年	个性化乐趣购物	
硬折扣 (仓储会员)	Costco		1976	近 4000	食品和杂货 (51%)、非食品 (32%)、生鲜 (17%)	中产会员	高品质低价消费
	Walmart Sam's Club		1983	4000	消耗品和杂货 (65%)、燃料&烟草等 (15%)、家居&服装 (11%)、健康 (6%)、科技&办公和娱乐 (3%)	中产会员	品质价优消费、支持服务获取
硬折扣	Aldi		1913	1800	食品、杂货，自有品牌占比 90%+	中低收入消费者	折扣超市采购

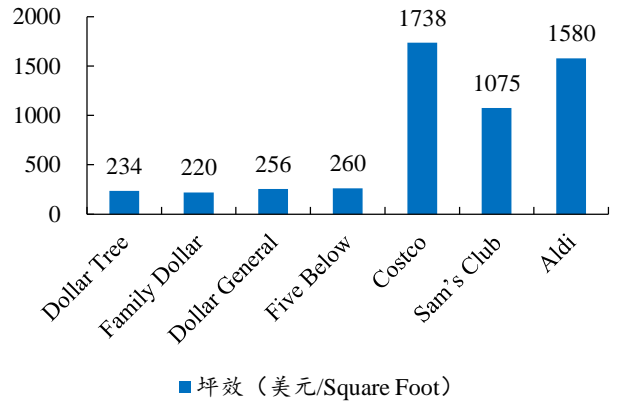
资料来源：各公司官网、财讯网、零售威观察公众号、开源证券研究所

图16: 各龙头占据主要折扣零售市场份额



数据来源: 欧睿国际、开源证券研究所

图17: 硬折扣零售商坪效高出软折扣零售商 4-5 倍

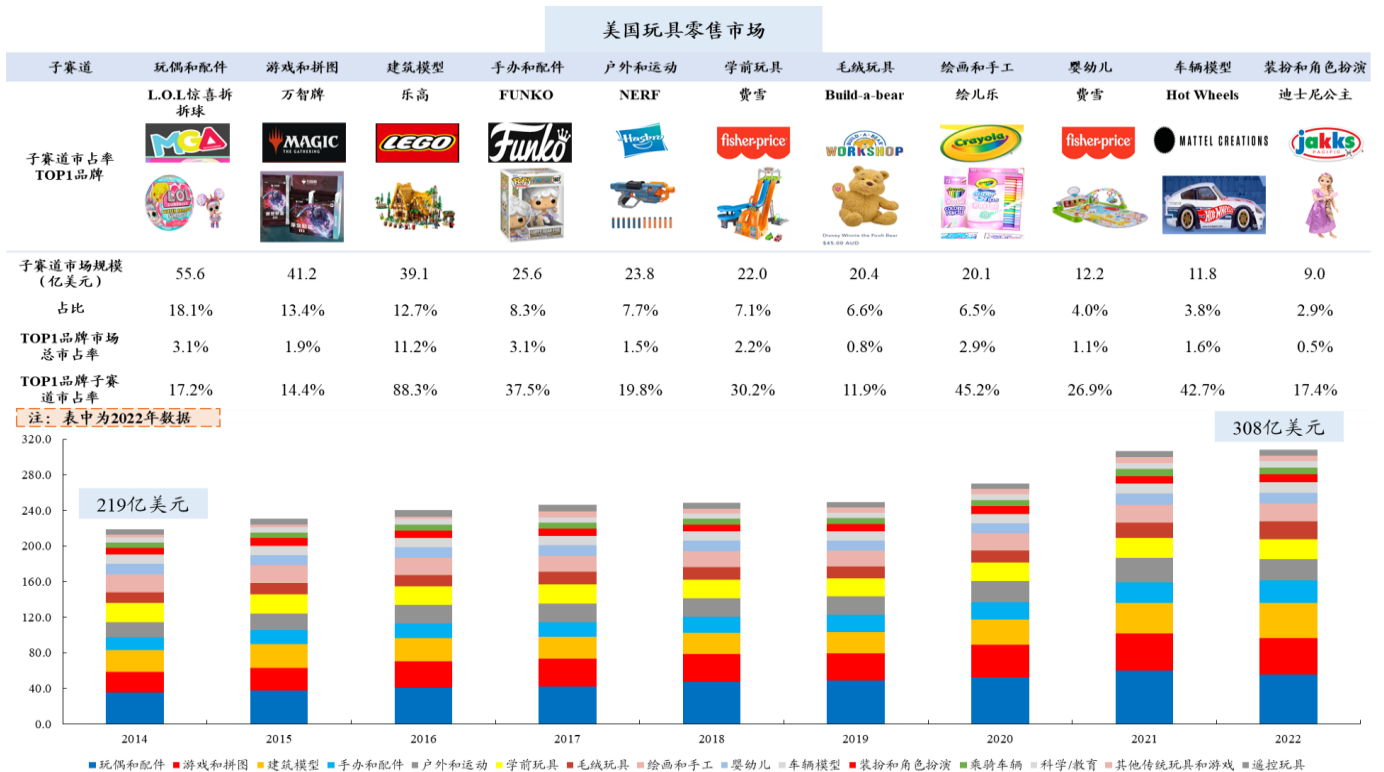


数据来源: 各公司官网、开源证券研究所

2.3.2、玩具零售市场: 以线上销售为主, 线下较少打造完整 IP 消费场景

美国玩具零售种类丰富, 玩偶、拼图、建筑模型和手办的市场规模较大。根据欧睿国际统计, 2022 年美国玩具零售市场规模为 308 亿美元, 2014-2022 年 CAGR 为 4.4%; 其中占比比较大的品类分别为玩偶和配件、游戏和拼图、建筑模型、手办和配件, 市场规模为 55.6/41.2/39.1/25.6 亿美元, 同时, 2014-2022 年复合增速快于大盘, 分别为 5.8%/7.4%/6.0%/8.1%, 目前上述品类的龙头品牌主要为 MGA 的 LOL Surprise、万智牌、乐高、FUNKO, 产品以盲盒、手办、积木为主, 均为 IP 较易开发衍生品的品类。

图18: 美国玩具零售种类丰富, 玩偶、手办、建筑模型和拼图市场规模较大

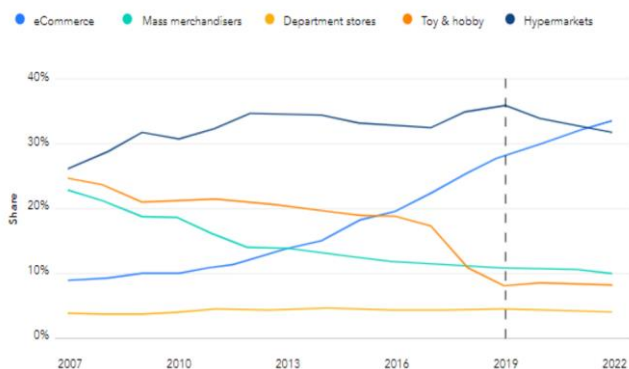


资料来源: 欧睿国际、各公司官网、开源证券研究所

分渠道来看，玩具线上销售占比提升，线下较少打造完整 IP 消费场景。孩之宝披露的官方购买渠道中，主要集中在亚马逊、Target、Entertainment Earth 等线上渠道、以及 Walmart、Kroger、Dollar Tree 等线下零售渠道。

(1) 线上渠道：玩具线上销售占比持续提升，玩具反斗城倒闭后 33% 的美国消费者购买玩具时首选亚马逊。根据美国商务部的数据，2022 年玩具和业余爱好类前 1000 名零售商的线上销售额占全渠道销售额的 34.9%，同比提升 1pct。

图19：美国玩具线上销售占比持续提升



数据来源：中国玩具和婴童用品协会

图20：33%的美国消费者购买玩具时首选亚马逊



数据来源：中国玩具和婴童用品协会

(2) 线下渠道：线下较少打造完整 IP 消费场景。线下玩具或 IP 衍生品的购买渠道主要分为零售商经销和版权方直销两类，(a) 零售商：Walmart、Five Below 等大型零售商的玩具专区，或者市中心街边的动漫集合店、礼品店等，以销售产品为主，较少打造完整的 IP 消费场景；(b) 版权方：以乐园店、市中心旗舰店为主，虽然版权方门店有 IP 场景打造，但是一方面门店数量较少，根据迪士尼官网显示，美国共有 21 家官方线下门店，另一方面部分门店在乐园中，不具备购买便利性。

图21：美国线下较少打造完整 IP 消费场景，IP 衍生品价格较高



资料来源：YELP、各公司官网、开源证券研究所

3、问题二：面对美国本土龙头，中国品牌的竞争优势在哪里？

上文分析到美国玩具或 IP 衍生品品牌较少打造线下消费场景，故选取线下本土零售龙头进行分析。我们通过对比发现，美国本土龙头的 ROE 处于 15%-25% 的较高水平，其中硬折扣龙头依靠较低费用率和高周转，软折扣龙头依靠优秀的选品带来的较高盈利能力。但毛利率均低于 35%，高通胀下服务成本增长挤压本土零售商利润空间，而中国品牌凭借中国优质供应链具备天然的成本优势；在此基础上，名创优品兼具高周转和高盈利，ROE 表现突出；泡泡玛特具备高毛利和独特性，发展潜力较大。

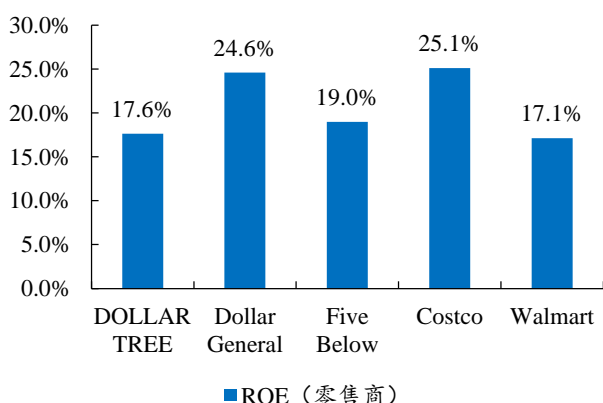
(1) 名创优品：2023 年北美市场连续 4 个季度 GMV 同比增速超 100%，我们认为其竞争优势在于一方面优质全球供应链&数字化系统支撑高频上新和足够的毛利空间，另一方面丰富的 IP 联名赋能产品差异化和高毛利。

(2) 泡泡玛特：相较于名创优品，泡泡玛特的出海之路还处于早期阶段，但是泡泡玛特 DTC 全渠道布局，各渠道发挥不同作用，共同把握美国市场；同时，自有 IP 衍生叠加本土化，产品具备高毛利和独特性。

3.1、美国本土龙头：硬折扣高周转、软折扣高盈利，支撑高 ROE 水平

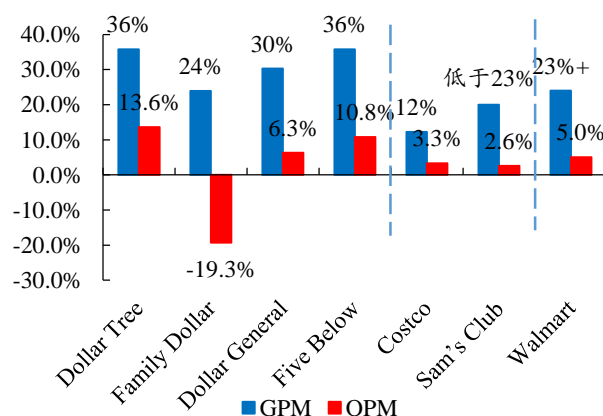
硬折扣高周转、软折扣高盈利，支撑高 ROE 水平。我们对比较折扣、硬折扣、传统商超零售商龙头的最新年度财务数据可以发现，不同类型的优质龙头 ROE 均处于 15%-25% 的较高水平，其中 Dollar Tree、Dollar General 等软折扣零售商的毛利率在 25%-35% 之间，经营利润率在 5%-15% 之间，高 ROE 主要来自优秀的选品带来较高盈利能力；而 Costco、Sam's Club 等仓储会员零售商的毛利率在 10%-15% 之间，经营利润率在 2%-4% 之间，在低毛利的情况下，高 ROE 主要来自较低费用率、高周转，Costco 的存货周转天数为 30 天左右，总资产周转效率为 3 以上，而 Dollar Tree、Dollar General 等软折扣龙头存货周转天数为 90 天左右，总资产周转效率在 1-1.5 之间。

图22：硬折扣高周转、软折扣高盈利，支撑高 ROE



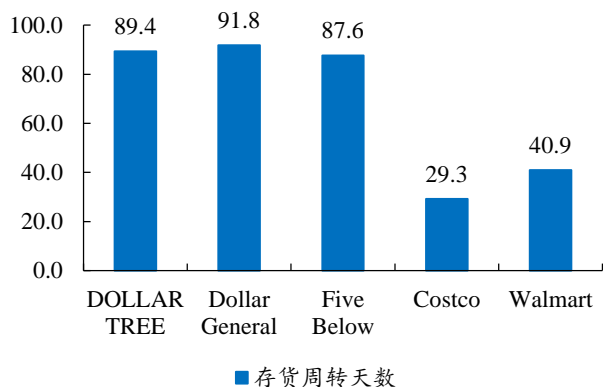
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：Costco 为 FY2023 数据 (2022.09-2023.08)，Walmart 为 FY2024 数据 (2023.02-2024.01)，其余均为 FY2023 数据 (2023.02-2024.01)，下同

图23：零售商盈利能力比较：软折扣>商超>硬折扣



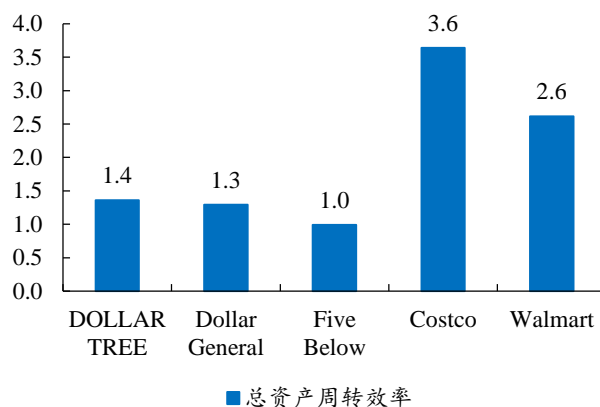
数据来源：各公司官网、Wind、开源证券研究所

图24：零售商存货周转比较：硬折扣>商超>软折扣



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：零售商总资产周转率比较：硬折扣>商超>软折扣

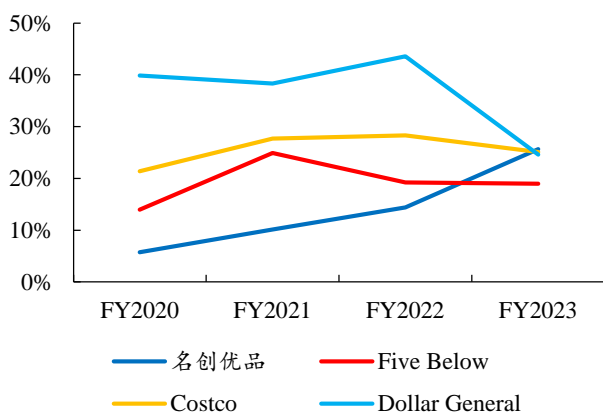


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、名创优品：全球供应链+丰富 IP 联名，兼具高盈利和高周转

名创优品的 ROE 高于美国本土龙头，主要来自高盈利和较高周转。随着 IP 战略持续推进以及美国直营市场开拓，名创优品的 ROE 从 2020 年的 6% 提升至 2023 年的 26%，超过 Five Below、Costco、Dollar General 等零售商。OPM 从 2020 年的 1% 逐步提升至 2023 年的 20%，其中 2023 年下半年美国业务 OPM 约为中双位数，明显优于美国本土龙头；而存货周转天数也低于软折扣零售商，2023 年名创优品的存货周转天数为 76 天，相较于 Five Below、Dollar General 分别少 11、16 天。

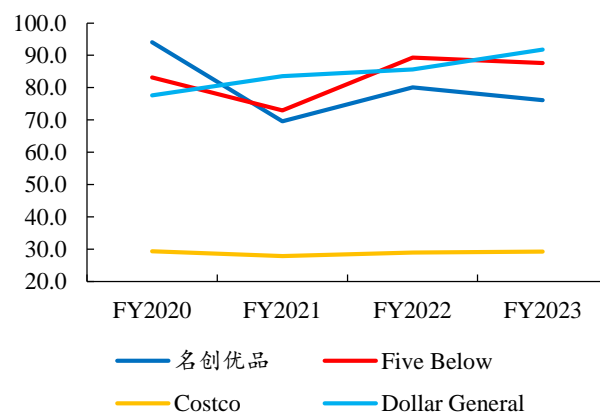
图26：2020 年以来，名创优品的 ROE 持续提升



数据来源：Wind、名创优品公司公告、开源证券研究所

注：名创优品为 CY2023 数据（2023.01-2023.12），下同

图27：名创优品的存货周转天数低于软折扣零售商

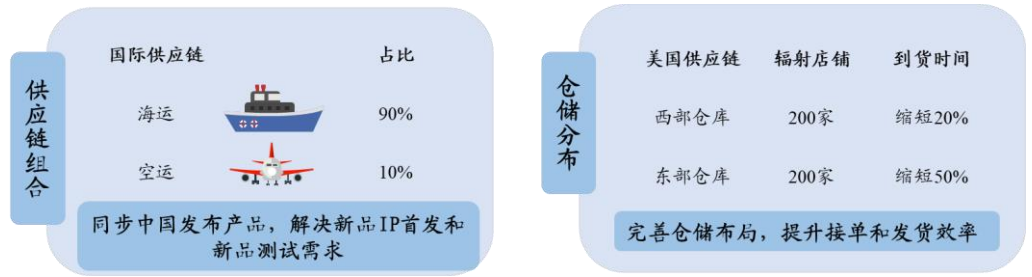


数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为名创优品的优势一方面来自于公司优质的全球供应链以及数字化系统，可以支撑高频上新和足够的毛利空间。美国本土软折扣龙头大多以第三方外采产品为主，对产品开发的把控能力有限，名创优品则基于数字化系统把握消费者偏好变化，并通过全球供应链快速匹配消费者核心诉求，实现快速上新。同时，针对美国海运周期较长的问题，公司采用空运的形式同步中国发布产品，目前空运占比 10%，能够解决新品 IP 首发和新品测试需求。名创优品持续完善仓储布局，提升接单和发货效率，2023 年新增东部仓库，东部、西部仓库货品到店时间分别缩短 50%、20%。此外，上文所述的美国本土龙头毛利率在 25%-35% 之间，而名创优品基于优质供应

链开发自有品牌，商品毛利率达 60%，具备足够的毛利空间。

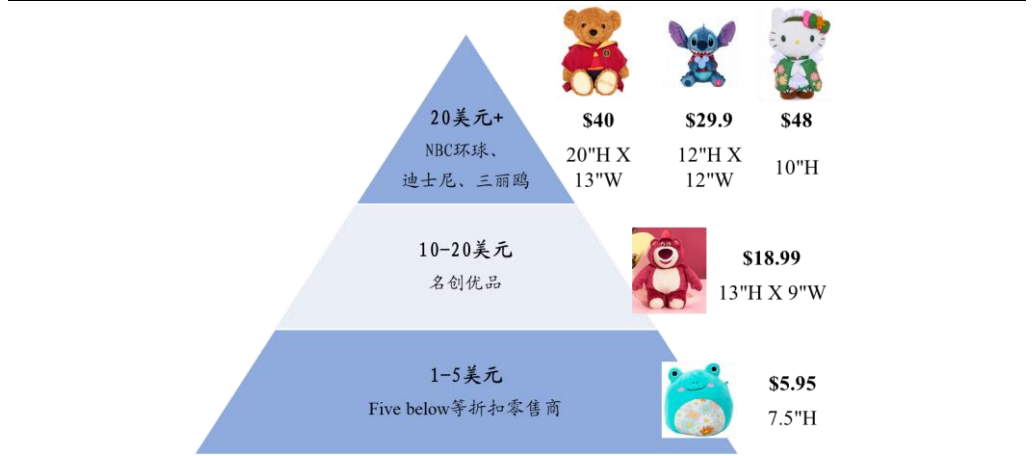
图28：优质的全球供应链组合支撑名创优品高频上新（截至 2023.09）



资料来源：名创优品公司官网、开源证券研究所

另一方面，名创优品丰富的 IP 联名使得产品具备差异化和高毛利。目前美国 IP 产品占比达 70%，定价主要在 10 美元左右。从产品来看，相较于 Five Below 与星球大战、迪士尼、漫威、Squishmallows 等大公司合作，以销售合作方热门 IP 的授权产品，名创优品选择与全球多个热门 IP 版权方合作，共同开发差异化产品并打造 IP 消费场景，具备线下零售的独特性。从定价来看，名创优品的定价为空白利基市场，折扣零售商的产品售价主要集中在 1-5 美元区间，而 IP 版权方衍生品销售价格较高，以 10 英寸左右的玩偶为例，普遍定价在 20-50 美元之间，名创优品的 IP 联名产品同时满足消费者的性价比需求和情感消费需求，也使得产品具备差异化和议价能力，带动盈利能力提升。

图29：名创优品的定价为空白利基市场

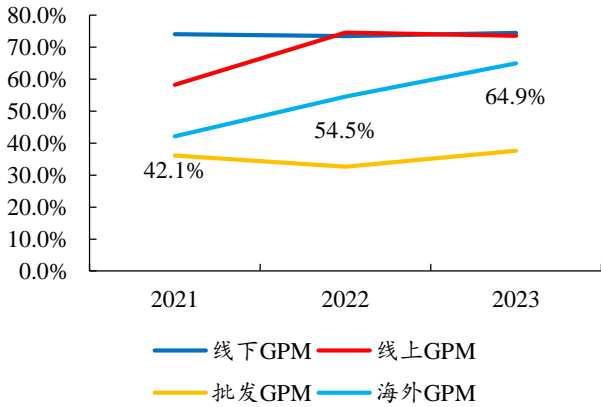


资料来源：亚马逊官网、各公司官网、开源证券研究所

3.3、泡泡玛特：DTC 全渠道+差异化自有 IP，具备高毛利和独特性

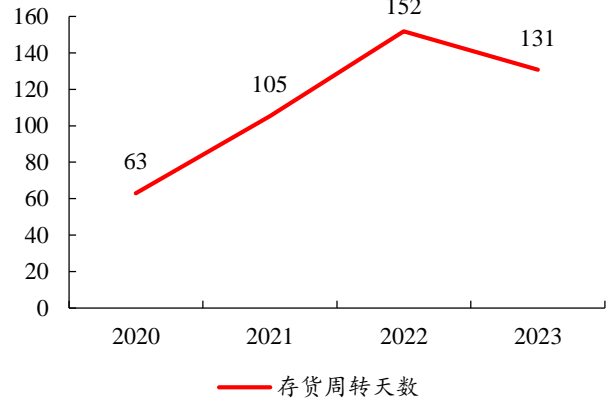
泡泡玛特盈利能力优势突出，GPM、OPM 高于美国本土龙头。泡泡玛特的海外 GPM 从 2021 年的 42% 逐步提升至 2023 年的 65%，OPM 也同样提升至 18%，其中线下渠道的 GPM 约为 75% 左右，较美国本土龙头优势突出。疫情备货导致存货周转天数短期承压，2023 年存货周转天数开始改善，从 152 天下降至 131 天，持续缩小与 Five Below、Dollar General 的差距。

图30：泡泡玛特海外较美国本土龙头盈利能力优势突出



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图31：泡泡玛特存货周转天数开始改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

相较于名创优品，泡泡玛特的出海之路还处于早期阶段，但是泡泡玛特通过DTC全渠道布局共同把握美国市场；同时，自有IP衍生叠加本土化，产品具备高毛利和独特性。

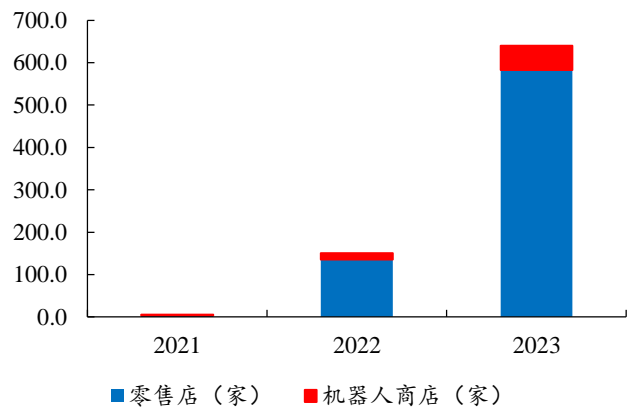
DTC全渠道多样化模式布局，快速把握美国市场。线下为“展会露出+快闪&机器人商店试点+零售店落地”的模式，2023年海外线下渠道收入同比增长325%，零售店和机器人商店均大幅扩张，2023年内分别新增42/50家门店，收入分别同比增长330%/277%；线上采用“跨境电商+官方APP+国际官网”组合的模式快速触达终端，2023年海外线上渠道收入同比增长73%，泡泡玛特通过多样化的直营渠道进行拓展，在把握终端消费者喜好的同时，展会能够快速提升品牌认知度以打开美国市场，机器人商店和线上渠道的补充有效的弥补了前期零售店试错和资本开支的问题，快速覆盖市场；而海外零售店的单店店效高于国内，有望持续贡献收入带来新业绩增长点。

图32：泡泡玛特线下为展会+快闪&机器人商店+零售店



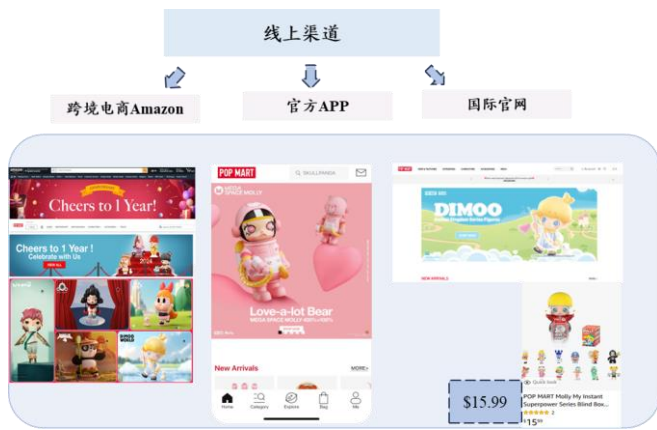
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图33：海外线下零售店和机器人商店收入大幅增长



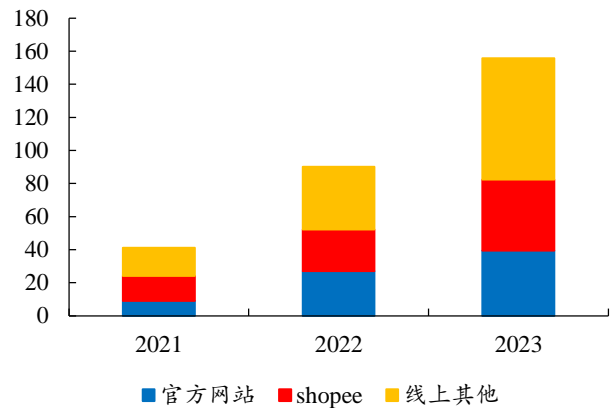
数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图34：泡泡玛特线上为跨境电商+官方APP+国际官网



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

图35：海外线上渠道收入同比增长 73%（单位：亿元）



数据来源：泡泡玛特公司公告、开源证券研究所

自有 IP 衍生叠加本土化，产品具备高毛利和独特性。从产品来看，盘点美国亚马逊和官方网站的热销盲盒 IP，我们可以看到主要为小野 Hirono、SKULLPANDA、Molly、Dimoo 这四大中国核心 IP，以及 Crybaby、Peach Riot 等海外艺术家 IP，哈利波特、加菲猫等合作 IP 也同样受到美国当地欢迎。一方面，自有 IP 具备高毛利和独特性，且公司对于 IP 的衍生开发与运营有较强的把控力和稳定性；另一方面，与头部第三方的 IP 合作将有效提升知名度打开市场，本土化 IP 更易获得当地消费者文化认同。**从定价来看，**产品定价匹配美国当地消费水平，依托中国供应链具备高毛利特征。泡泡玛特核心盲盒定价在 15.99 美元，FUNKO 和 MGA 的手办价格在 12-30 美元左右；而 MEGA、毛绒玩具等产品则定价在 40-1000 美元区间，和环球影城、Brick Bear 的定价相近，其产品定价匹配美国当地消费水平，较国内溢价率为 70%，依托中国供应链，泡泡玛特毛利率优势显著。

图36：产品定价匹配美国当地消费水平，依托中国供应链具备高毛利特征

	泡泡玛特						竞品		
盲盒 \$15.99	亚马逊热销 TOP10	小野Hirono默剧	Molly瞬间超能力	小野Hirono-小小的使坏	SKULLPANDA 温度系列	SKULLPANDA 漫相集	售罄产品	孩之宝 星球大战手办 \$84.99	孩之宝 变形金刚手办 \$33.99
	官方网站热销 TOP5	SKULLPANDA 庭前墨梅	小野Hirono重塑	DIMOO 动物王国	Crybaby x Powerpuff Girls	加菲猫白日梦	叛桃 成名在望	FUNKO POP! 明盒 \$12	MGA L.O.L.惊喜拆拆球 \$29.99
其他产品	配件 \$5.99-69.99	杯子 \$21.99-37.99	毛绒玩具 \$7.99-99.99	包 \$21.99-49.99	其他盲盒 \$7.99-21.99	设计师雕像 \$14.99-349.9	MONSTERS 心动马卡龙拖鞋脸毛绒挂件	环球影城 周边毛绒玩具 \$40	Brick bear 1000% \$416
						MEGA \$199.99-1199.9	MONSTERS 圣诞毛绒挂件		

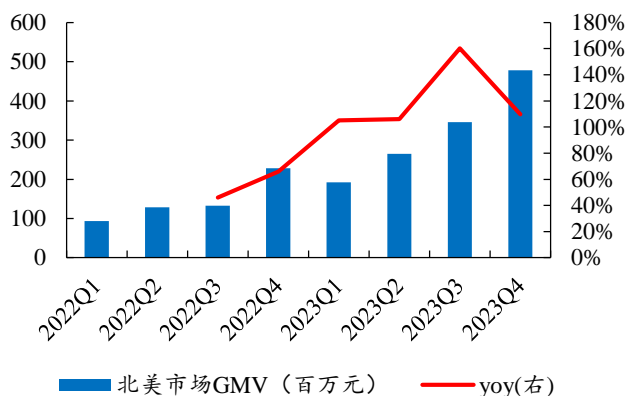
资料来源：亚马逊官网、各公司官网、开源证券研究所

4、问题三：中国品牌在美国市场的成长空间怎么看？

4.1、名创优品：中期开店空间 1682 家，门店模型具备优化潜力

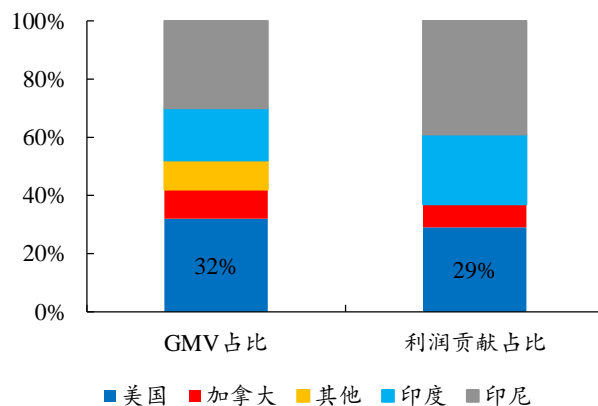
IP 战略升级下，美国业务快速发展驱动海外收入增长。2023 年名创优品把美国的品牌定位调整为以 IP 设计为特色的生活潮流品牌。随着美国战略升级持续推进，名创优品的美国业务快速增长，2023 年实现 GMV 近 10 亿元，带动北美市场连续 4 个季度 GMV 增速超 100%。美国门店数量从 2022 年 9 月末的 66 家逐步增加至 2023 年底的 118 家。美国市场也逐渐成为直营市场的重要增长动力，2023 年直营市场收入同比增长 83%，占海外收入的比重提升 9pct 至 47.6%，2023Q1-3 美国 GMV 贡献占直营市场的 32%，利润贡献占直营市场的 29%。

图37：北美市场 GMV 连续 4 个季度增速超 100%



数据来源：名创优品公司官网、开源证券研究所

图38：美国为直营市场重要发展市场（2023 年 1-9 月数据）



数据来源：名创优品公司官网、开源证券研究所

中期来看，名创优品在美国具备 1682 家开店空间。截至 2023 年 12 月，名创优品在美国共 118 家门店，其中东/西/中部分别 39/51/28 家。相较于美国本土龙头 1500 家甚至万店的门店规模，名创优品的门店拓展仍具备潜力；且折扣龙头的门店面积约为名创优品的 2-2.5 倍，名创优品在选址方面具备更多的灵活性和可能性。我们参考 Five Below 的门店布局和选址，名创优品可选择的开店业态共 13746 个，包含 1126 个 mall、2333 个 power center、634 个 lifestyle、9653 个 community。对标 Five Below 名创优品在美国中期具备 1682 家开店空间，未来随着仓储中心和运输等本土供应链的逐步完善，中部具备较大发展空间，有望完成公司未来 5 年开店 1000 家+的目标。

图39：相较于美国本土龙头，名创优品门店数仍较少

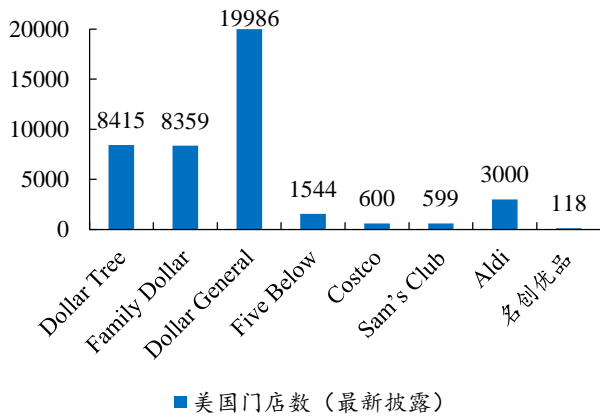
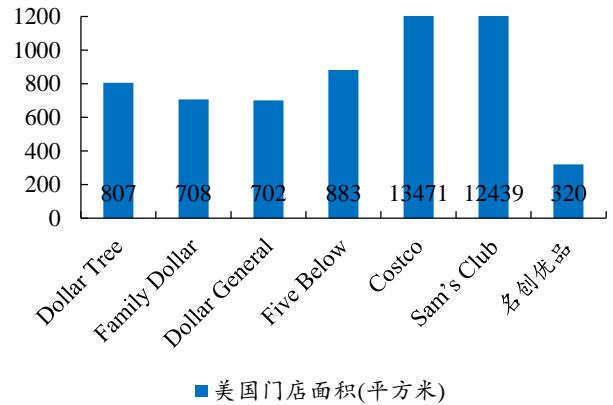


图40：软折扣龙头的门店面积约为名创优品的 2-2.5 倍



数据来源：各公司官网、开源证券研究所

数据来源：各公司官网、开源证券研究所

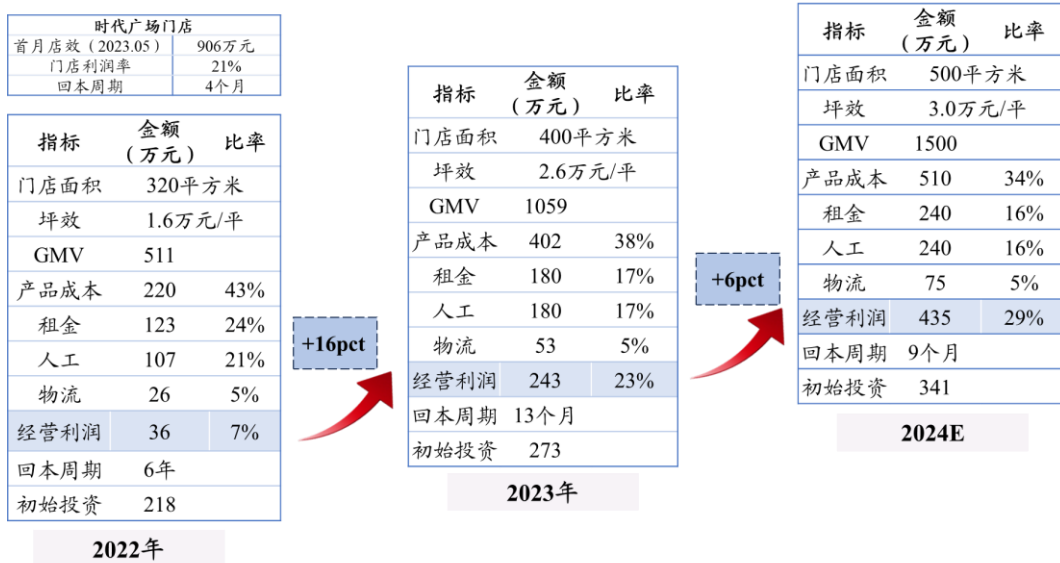
图41：参考 Five Below 的选址和门店布局，中期来看名创优品在美国具备 1682 家开店空间



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

店效提升叠加成本下降，美国门店模型持续优化。根据公司披露的经营数据推算，目前平均单店日均销为 2.9 万元，同比提升 107%；成本端：商品毛利率提升至约 62%，门店的租金和人工均下降至 17%-20% 区间；综合测算来看，门店经营利润率为 23%，同比 2022 年提升 16pct，回本周期缩短至 13 个月，主要系 IP 战略持续推进带动店效和商品毛利率提升，叠加品牌知名度和门店规模逐步提升下，经营杠杆释放。未来名创优品持续深耕美国市场，IP 战略推进带动店效和商品毛利率提升，获得的门店资源和开店条件有望持续改善，叠加自助收银机落地减少人工，门店的经营成本将进一步压缩，经营利润率有望提升至 29%。Five Below 的门店利润率最高时为 25%，对比 Five Below，名创优品的门店模型仍具备竞争优势。

图42：店效提升叠加成本下降，美国门店模型持续优化



资料来源：名创优品公司官网、Five Below 公司官网、开源证券研究所

4.2、泡泡玛特：中短期开店空间 75 家，主要分布在核心都市圈

美国泡泡玛特零售店均位于核心大都市中心购物中心。截至 2024 年 4 月，美国共 7 家零售店和 13 家机器人商店，零售店主要位于加州洛杉矶、旧金山湾区、纽约都市圈内，这些区域的人均个人收入较高，普遍在 7.5 万美元以上；机器人商店也位于人均个人收入位于全国均值左右的区域，即 6.5 万美元以上。考虑到现阶段美国市场为渠道拓展初期，门店多为首城首店，店效不具备代表性，但售价处于 13~150 美元区间，店效具备突破千万的潜力。

对标乐高，中短期泡泡玛特在美国具备 75 家零售店开店空间。考虑到乐高的自有 IP 和玩具属性，且定价与泡泡玛特相近，我们认为乐高在美国的开店情况具备参考价值。根据美国经济分析局统计，我们选取人均个人收入超过 7.5 万美元的大都市统计区，即排名前 25 的区域，主要分布在加州、纽约州、佛罗里达州等，乐高在这些区域的门店数量为 64 家，平均每个区域 1-5 家门店，其余区域共 41 家门店。中短期来看，泡泡玛特在美国的零售店开店空间为 75 家，剩余区域可以采取机器人商店的模式进行初步的渠道拓展，人均个人收入超过全国均值的区域共 73 个，平均每个区域布局 1-2 个，开店空间为 110 个。

图43: 美国泡泡玛特零售店均位于核心大都市中心购物中心



资料来源: 泡泡玛特公司官网、乐高公司官网、U.S. BEA、开源证券研究所

表3: 对标乐高, 泡泡玛特的开店空间为 75 家零售店和 110 家机器人商店

门店类型	都市圈人均收入水平	区域个数(个)	单区域开店空间(家)	目前门店数量(家)	开店空间(家)
零售店	7.5w+	25	1~5	7	75
机器人商店	6.5w+	73	1~2	13	110

资料来源: 泡泡玛特公司官网、乐高公司官网、U.S. BEA、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

通过上文三个问题的探讨, 我们明确了美国 IP 商品零售商品零售市场空间较大且需求持续增加, 但缺乏优质供给; 而名创优品、泡泡玛特具备明显竞争优势, 有望填补这一供给缺口。经过测算, 两公司均具备较大的开店空间和店效提升潜力。我们推荐标的名创优品、泡泡玛特。

表4: 重点推荐公司盈利预测与估值

公司标的	评级	PE				净利润(亿元)			净利润增长率(%)		
		2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
名创优品	买入	19.7	16.1	13.2	22.5	28.6	35.1	43.0	27.1	22.6	22.4
泡泡玛特	买入	29.7	23.1	18.2	10.8	14.5	18.6	23.5	33.7	28.4	26.7

数据来源: Wind、开源证券研究所(盈利预测均为开源证券研究所预测, 2024年5月15日汇率: 港币: 人民币=0.91, 收盘日截至2024年5月14日)

6、风险提示

汇率波动、北美市场拓展不及预期、IP 上新/联名不及预期。

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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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9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