

# 从布鲁可看中国拼搭角色类玩具崛起之路

## ——IP衍生品行业研究之拼搭角色玩具

证券研究报告 2025年1月14日

证券分析师: 李典

邮箱: lidian@gyzq.com.cn

SAC执业资格证书编码: S0020516080001

联系人: 徐梓童

邮箱: xuzitong@gyzq.com.cn

- **拼搭角色类兼具拼搭体验及情绪价值，成玩具赛道第一高增细分。**拼搭类玩具可玩性和益智性强，相对非拼搭类具备更强的消费者黏性和品牌忠诚度，全球及国内市场规模快速增长，增速远超非拼搭类。细分市场中建筑类仍占据主导，拼搭角色类玩具结合拼搭体验和与角色的情感连接，作为新兴品类预计将引领市场增长。供给端优质IP的出现以及拼搭类玩具工艺的优化叠加需求端消费人群年龄段破圈以及情绪消费的兴起，国内拼搭角色类玩具市场规模预计将由2023年的58亿元增长至2028年的325亿元，CAGR达到41.3%。预计2025年角色类将超过建筑类成为拼搭类玩具第一大细分赛道。目前市场竞争格局较为集中，按2023年GMV计，国内拼搭角色类玩具市场前五大市场参与者份额合计达到76.9%，布鲁可市场份额30.3%居首位，海外头部厂商包括万代和乐高。
- **拼搭玩具产业链主要涵盖IP授权、玩具开发、生产、经销等多个环节。**
  - (1) 上游环节：主要包括IP授权，版权方包括各大影视、游戏公司以及玩具公司，如圆谷、万代、环球影业等。价值链分配方面，以布鲁可为例，2023/24H1 IP授权费占授权IP产品收入比重分别为10.1%/10.7%；
  - (2) 中游环节：主要为玩具研发生产，参与方包括布鲁可、万代等拼搭角色类玩具厂商。价值链分配方面，以布鲁可为例，2023/24H1毛利率分别为48.4%/53.3%，外包生产及采购成本收入占比40.8%/35.7%。
  - (3) 下游环节：主要是经销商和零售终端，根据价格带有所区分，包括大型商超、连锁玩具和潮玩店如玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等，以及文创店、文具店等。价值链分配方面，以布鲁可为例，热销奥特曼系列平均售价在20元左右，终端定价39元，经销商毛利率近50%。
- **从布鲁可看中国拼搭角色类玩具的崛起之路：**布鲁可系国内领先拼搭类玩具企业，积木玩具起家积累丰富供应链经验，IP赋能下拼搭类产品爆发式增长。2023年公司成为国内最大拼搭角色类玩具企业，实现GMV18亿元，增速超170%。
  - (1) 产品：主营小颗粒拼搭产品，授权IP+自有IP双轮驱动，目前以中低年龄段客群为主力消费人群，同时产品性价比优势突出，与头部厂商形成错位布局。截至24H1拥有授权IP约50个，自有IP2个。其中奥特曼IP贡献主要收入，24H1收入占比57.4%，平均上新周期为6-7个月，通过快速推新迭代拉动复购。
  - (2) 生产：凭借积木玩具领域的长期深耕建立了和代工厂之间的的良好供应链关系，500多项零件和生产工艺相关专利布局保障媲美乐高的模具精度和极致性价比，24H1产品均价仅19元，自建工厂进一步扩大规模优势。
  - (3) 渠道：线下经销网络全面渗透，截至24H1已与超过450名经销商合作，有效覆盖了国内约15万个线下网点，覆盖所有一线与二线城市，以及超过80%的三线与以下城市，平均库存周转天数仅46天。海外方面进入包括美国、欧洲、东南亚等多个主要玩具市场。24H1海外销售收入超1000万元，同比增长135.5%。
  - (4) 营销：内容为基。动画片培养自有IP心智，带动销售增长。官方账号、KOL及KOC、UGC等多渠道内容营销带动用户破圈，微信小程序、天猫旗舰店等多渠道会员计划增强用户黏性推动复购。
- **风险提示：**政策监管收紧的风险，产品表现不及预期等风险，行业进入者增加竞争加剧的风险，重点IP热度波动的风险，现有IP后续合作受限的风险，消费需求变化的风险等。

## 1. 拼搭角色类兼具拼搭体验及情绪价值，成玩具赛道第一高增细分

1.1 拼搭玩具：可玩性和益智性强，增速远超非拼搭类

1.2 拼搭角色类玩具：兼具拼搭体验及情绪价值，供需共振下增速靓丽

2. 拼搭角色类玩具产业链

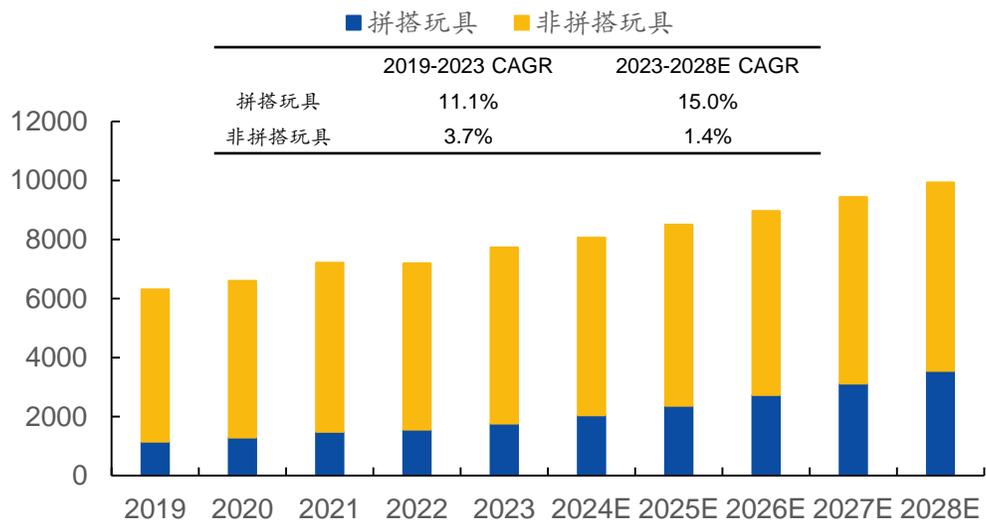
3. 从布鲁可看中国拼搭角色类玩具崛起之路

4. 风险提示

# 1.1 拼搭玩具：可玩性和益智性强，增速远超非拼搭类

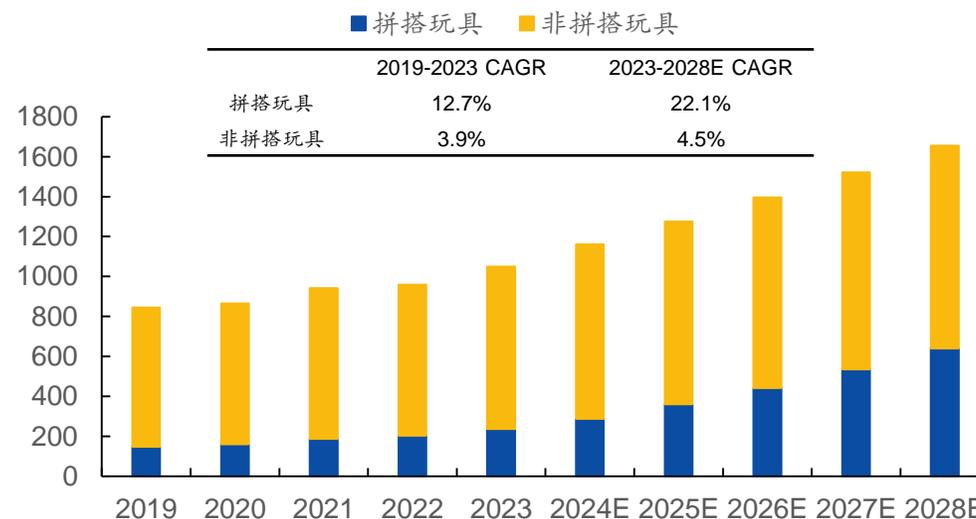
- 拼搭类玩具可玩性和益智性强，相对非拼搭类具备更强的消费者黏性和品牌忠诚度。拼搭类玩具需要消费者投入一定的时间，将各类不同形状、大小和功能的组建拼搭为不同形状的玩具成品，例如角色、载具和建筑等。拼搭玩具既可以按照产品的设计思路拼成确定形态的成品，又可以根据消费者的个性化想法进行一定的创意发挥，可玩性和益智性强。此外，拼搭类玩具所用零部件一般具有一定比例的标准通用件，通常可在不同产品之间兼容，并且能够较好地控制质量和成本，从而实现更强的消费者黏性和品牌忠诚度。
- 拼搭类玩具全球及国内市场规模快速增长，增速远超非拼搭类。2023年全球拼搭类玩具的市场规模达到人民币1765亿元，占比22.8%，2019-2023年的CAGR达到11.1%，预计2023-2028年的CAGR达到15.0%，同期非拼搭类预期增速为1.4%。国内拼搭类玩具市场预计将从2023年的237亿元增至2028年的640亿元，CAGR达到22.1%，同样远高于非拼搭类的4.5%。

图：全球玩具市场拼搭类和非拼搭类GMV规模（亿人民币）



资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

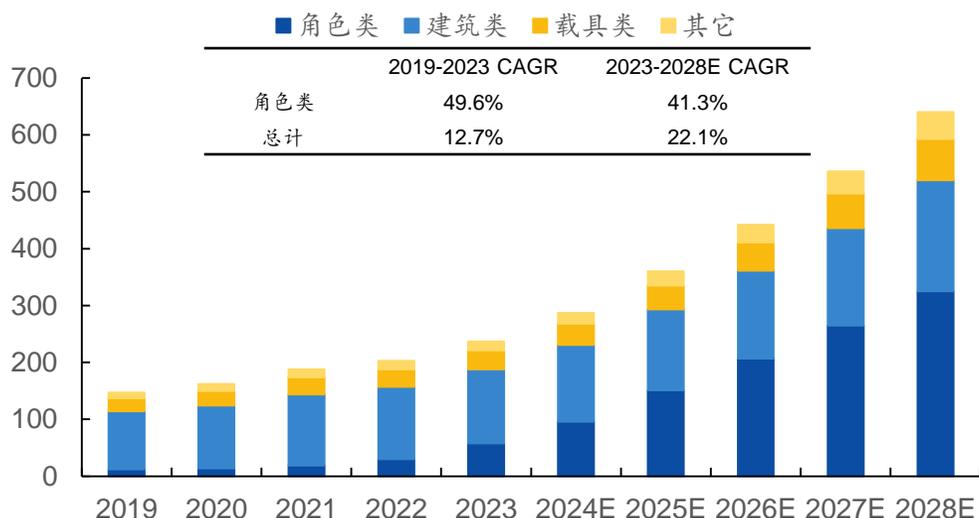
图：中国玩具市场拼搭类和非拼搭类GMV规模（亿人民币）



资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

■ 细分市场中建筑类仍占据主导，供需共振下角色类增速亮眼。预计国内拼搭角色类玩具市场规模2023-2028年由58亿元增长至325亿元，CAGR达41.3%。拼搭玩具按照玩具的最终形态可分为角色类、建筑类和载具类，2023年分别占比24%/55%/14%。细分赛道中建筑类仍占主导，拼搭角色类玩具结合拼搭体验和与角色的情感连接，作为新兴品类预计将引领市场增长。供给端优质IP的出现以及拼搭类玩具工艺的优化叠加需求端消费人群年龄段破圈以及情绪消费的兴起，国内拼搭角色类玩具市场规模预计将由2023年的58亿元增长至2028年的325亿元，CAGR达到41.3%。预计2025年角色类将超过建筑类成为拼搭类玩具第一大细分赛道。

图：中国拼搭角色类玩具分品类GMV规模（亿人民币）



资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

图：全球拼搭角色类玩具GMV规模（亿人民币）及渗透率

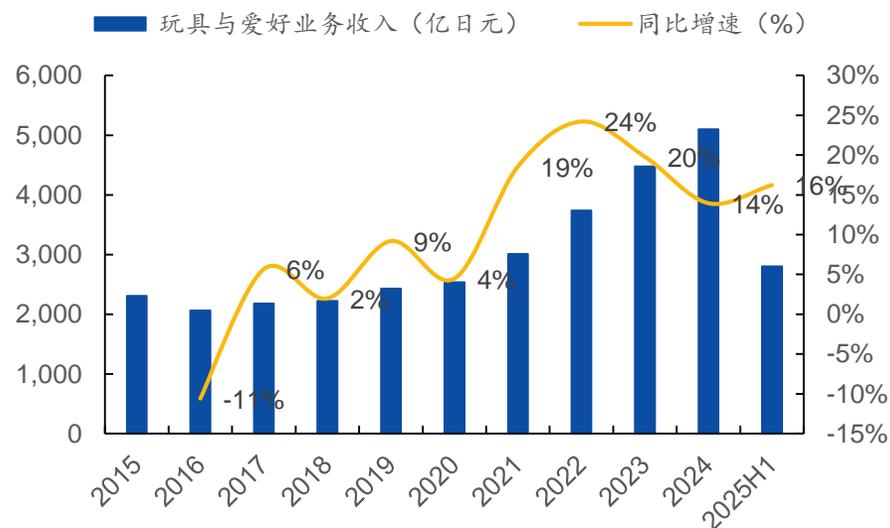


资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

## 1.2 拼搭角色类玩具：兼具拼搭体验及情绪价值，供需共振下增速靓丽

- **竞争格局方面，拼搭角色类玩具行业集中度较高。**全球市场方面，按2023年GMV计，前五大参与者份额合计达到87.1%。前两大跨国公司总部分别位于日本东京和丹麦比伦，2023年GMV分别为110/100亿元，市占率分别为39.5%/35.9%。国内最大的拼搭角色类玩具厂商布鲁可全球市占率6.3%。国内市场方面，前五大市场参与者市场份额合计达到76.9%，布鲁可市占率最高达30.3%，2023年GMV达17亿元，总部位于日本东京和丹麦比伦的两家跨国公司市占率分别为20%/14.8%。
- **万代南梦宫：IP轴战略赋能，拼搭模型产品以中尺寸为主，具备收藏属性。**万代南梦宫为日本综合性娱乐和玩具公司。2024年玩具及相关产品收入达到5099亿日元，25H1收入同比增长16%。万代自2010年起启动IP轴战略，其玩具娱乐业务整合玩具、手办、拼装模型、扭蛋、卡片、食玩、服饰、日用品等众多领域，其中拼搭模型涵盖机动战士高达、新世纪福音战士、数码宝贝、宝可梦等经典头部日本IP产品线。以高达系列为例，成品高度集中在13cm-40cm，部分产品以抽奖形式发售（一番赏），具备较强收藏属性。

图：万代南梦宫玩具与爱好业务收入（亿日元）及同比增速

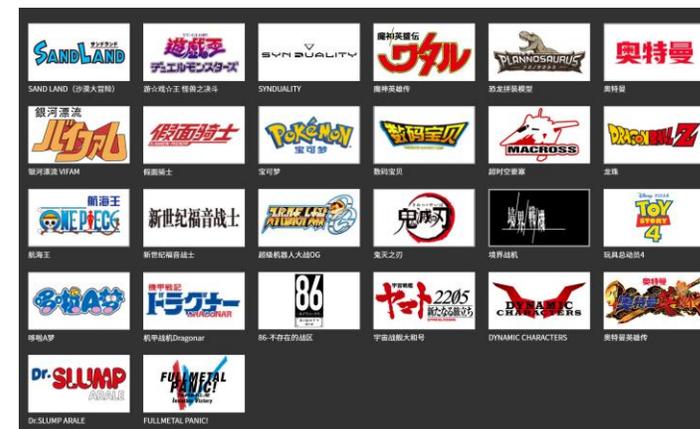


资料来源：公司公告，国元证券研究所  
注：公司年度财务报表日为每年3月31日。

图：万代玩具及拼装模型产品线各系列高达拼装模型尺寸



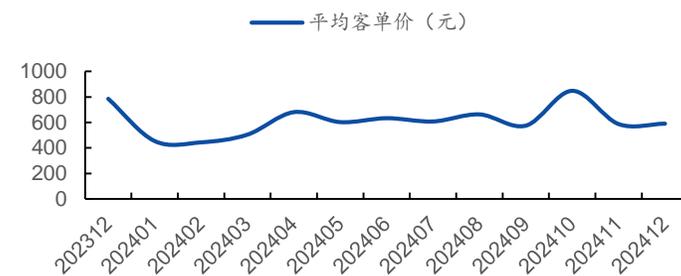
资料来源：万代南梦宫官网，万代模型官方微博，国元证券研究所



## 1.2 拼搭角色类玩具：兼具拼搭体验及情绪价值，供需共振下增速靓丽

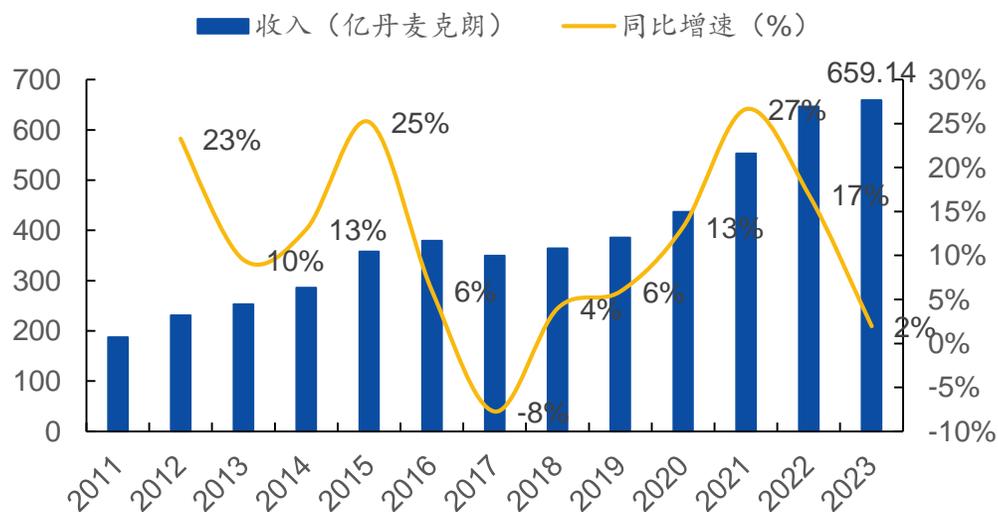
- **乐高集团：专注大颗粒积木60余年，强研发设计和专利储备，品牌自带IP，溢价能力强。** 丹麦拼搭类玩具公司乐高集团早在1958年便申请了首个改良版自锁性积木专利，截至2017年底，乐高已经在全球范围内获得了涵盖积木设计、生产工艺、机械结构等方面超过5000项专利，致力于大颗粒积木玩具的创新研发。2023年公司营业收入达659亿丹麦克朗，折合人民币约为696亿元，同比增长2%。公司产品矩阵涵盖一系列自有及合作IP，2023年表现较好的自有IP系列包括乐高城市、乐高机械组和乐高好朋友，合作IP系列包括乐高星球大战、乐高漫威和乐高哈利·波特等。根据乐高天猫官方旗舰店数据，品牌平均客单价在500-600元。

图：乐高天猫旗舰店平均客单价



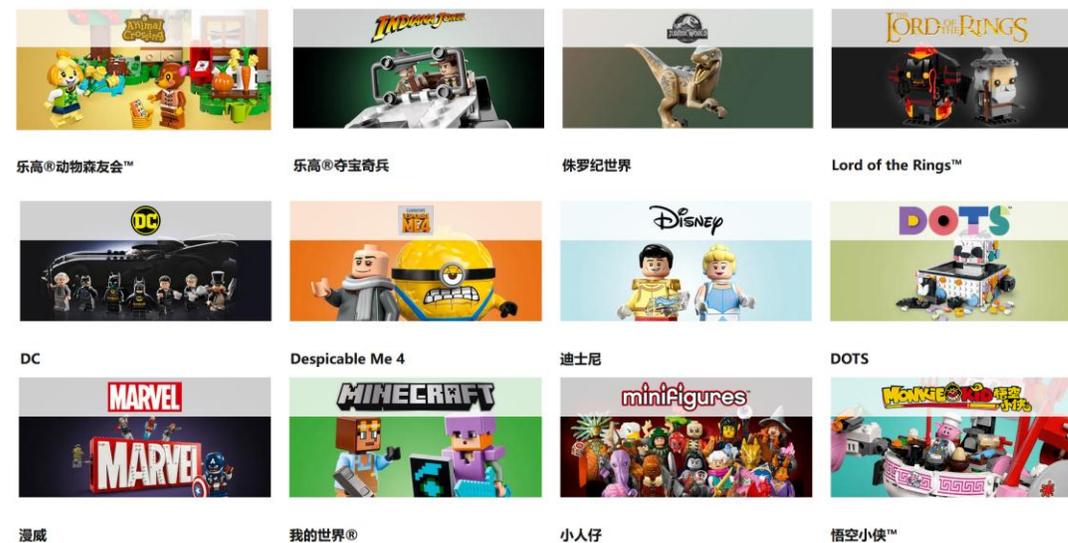
资料来源：炼丹炉，国元证券研究所

图：乐高集团收入（亿丹麦克朗）及同比增速



资料来源：乐高集团官网，国元证券研究所

图：乐高集团部分IP合作系列



资料来源：乐高集团官网，国元证券研究所

1. 拼搭角色类兼具拼搭体验及情绪价值，成玩具赛道第一高增细分

2. 拼搭角色类玩具产业链

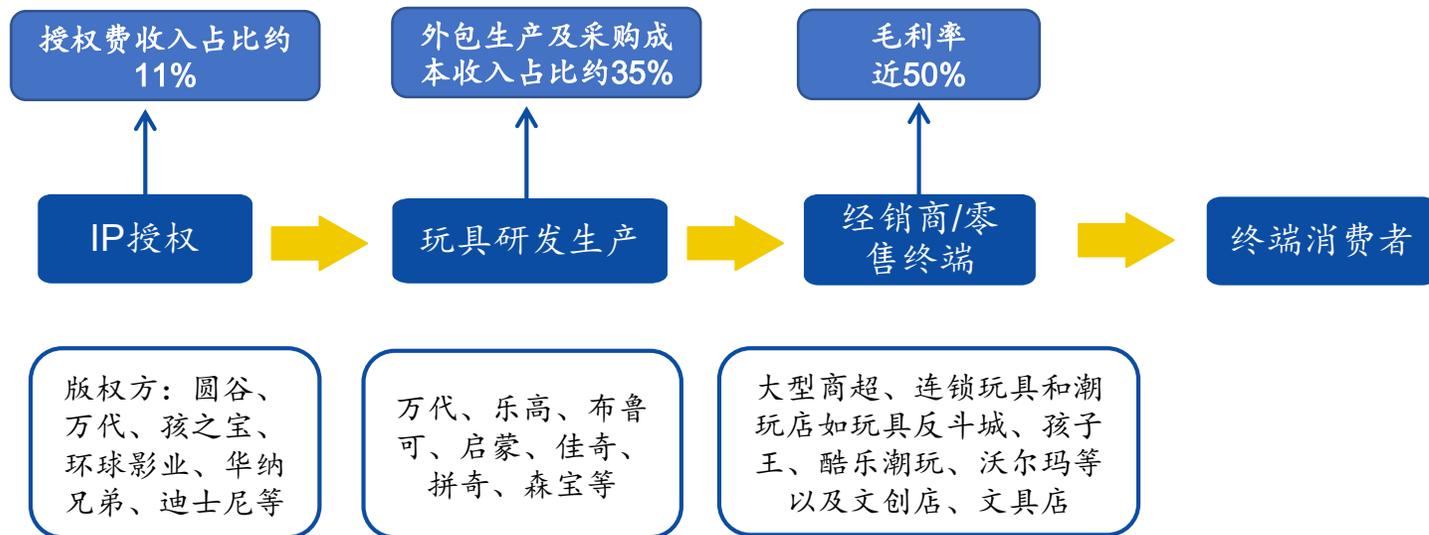
3. 从布鲁可看中国拼搭角色类玩具的崛起之路

4. 风险提示

## 2. 拼搭角色类玩具产业链

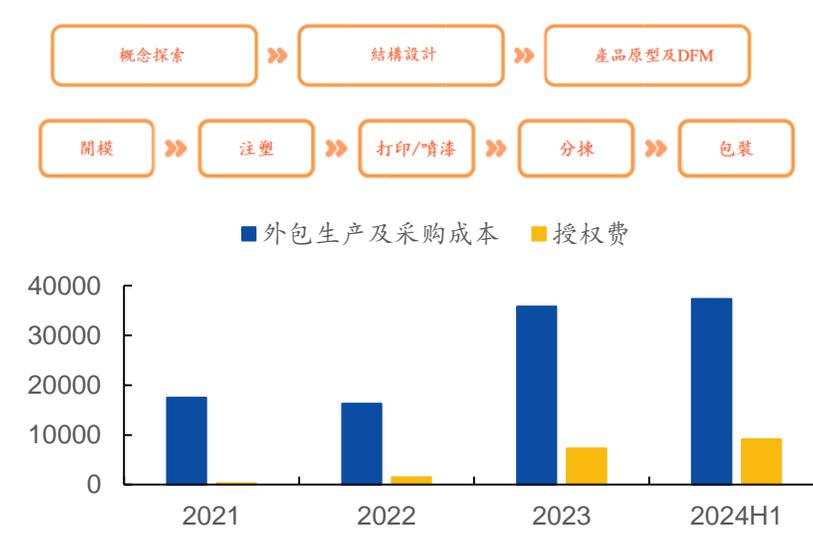
- 拼搭玩具产业链主要涵盖IP授权、玩具开发、生产、经销等多个环节。(1) 上游环节：主要包括 IP 授权，版权方包括各大影视、游戏公司以及玩具公司，如圆谷、万代、环球影业等。价值链分配方面，以布鲁可为例，2023/24H1 IP授权费占授权IP产品收入比重分别为10.1%/10.7%。(2) 中游环节：主要为玩具研发生产，参与方包括布鲁可、万代等拼搭角色类玩具厂商。玩具厂商获取IP授权进行产品设计并交由合作外包生产厂商或自行生产。以布鲁可为例，其产品设计开发流程涵盖概念探索-结构设计-产品原型及DFM三大阶段。首先结合IP背景确定产品的形式、定价成本及开发计划；在结构设计阶段确定产品视觉设计、所需零件和数量，确保成本效益最大化；最后与合作工厂深度讨论确定零件的最佳组合并进入模具制造阶段。生产环节包括开模、注塑、喷漆等。价值链分配方面，以布鲁可为例，2023/24H1毛利率分别为48.4%/53.3%，外包生产及采购成本收入占比40.8%/35.7%。(3) 下游环节：主要是经销商及零售终端，根据价格带有所区分，包括大型商超、连锁玩具和潮玩店如玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等，以及文创店、文具店等。价值链分配方面，以布鲁可为例，热销奥特曼系列平均售价在20元左右，终端定价39元，经销商毛利率近50%。

图：拼搭角色类玩具产业链



资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

图：布鲁可产品设计与开发及生产流程（上）  
外包生产与授权费（下，单位：万元）



资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

1. 拼搭角色类兼具拼搭体验及情绪价值，成玩具赛道第一高增细分

2. 拼搭角色类玩具产业链

3. 从布鲁可看中国拼搭角色类玩具崛起之路

3.1 布鲁可：国内领先拼搭类玩具企业，营收爆发式增长

3.2 产品：IP赋能产品矩阵打造，快速推新迭代拉动复购

3.3 生产：供应链及丰富专利布局保障性价比，规模优势凸显

3.4 渠道：线下经销网络全面渗透，海外拓展稳步推进

3.5 营销：动画片夯实IP心智，多渠道内容营销带动破圈

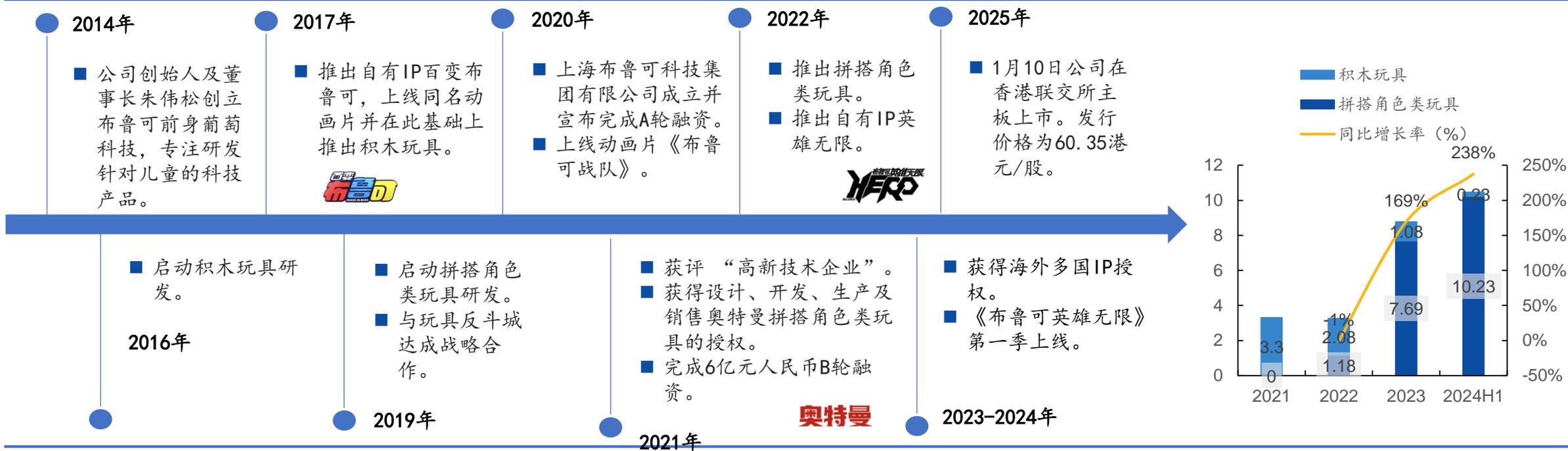
4. 风险提示

# 3.1 布鲁可：国内领先拼搭类玩具企业，营收爆发式增长

国内领先拼搭类玩具企业，积木玩具起家积累丰富供应链经验，IP赋能下拼搭类产品爆发式增长。2014年游族网络联合创始人朱伟松成立葡萄科技，专注研发针对儿童的科技产品。2016年启动积木玩具研发，2017年推出自有IP百变布鲁可，并在此基础上推出积木玩具，在积木玩具领域积累了丰富的生产及供应链经验。2019年公司启动拼搭角色类玩具研发并于2021年获得奥特曼IP授权。得益于奥特曼拼搭角色玩具的推出，公司业绩实现高速增长。2022/2023/2024H1拼搭角色类玩具分别实现收入1.18/7.69/10.23亿元，其中奥特曼IP系列产品销售2023/2024H1分别贡献63.5%/57.4%。2023年公司成为国内最大拼搭角色类玩具企业实现GMV18亿元，增速超170%，2024H1公司实现收入10.46亿元，同比增长238%，经调净利润为2.92亿元，毛利率为52.9%，经调整净利率为27.9%。市占率方面，目前公司在中国拼搭类玩具市场份额达30.3%，先发优势明显。

图：布鲁可发展历程

图：2021-2024H1布鲁可拼搭角色类及积木玩具收入(亿元)



资料来源：布鲁可招股书，北京商报，布鲁可积木公众号，国元证券研究所

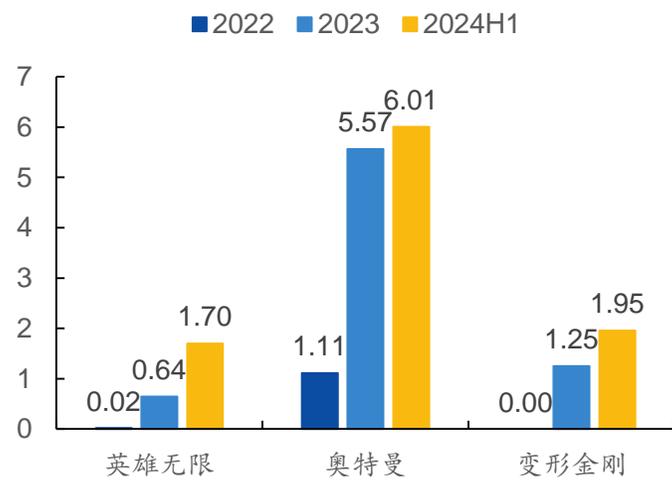
## 3.2 产品：IP赋能产品矩阵打造，快速推新迭代拉动复购

■ 授权IP+自有IP双轮驱动，目前以中低年龄段客群为主力消费人群，同时产品性价比优势突出。截至24H1布鲁可已与约50个知名IP建立了合作关系，包括奥特曼、变形金刚、火影忍者等，目前商业化知名IP共12个。自有IP包括2017年推出的面向儿童市场的百变布鲁可和2022年推出以中国传统文化为主题英雄无限。其中奥特曼IP贡献主要收入，24H1收入占比57.4%，较23年的63.5%已有明显降低。第二大IP为变形金刚，24H1收入占比18.7%。第三大IP为英雄无限，其拼搭玩具24H1收入同比增长818%，占比提升至16.2%。公司结合IP与人群的适配性推出产品组合，依托百变布鲁可IP销售针对6岁以下儿童的益智类积木玩具（116个SKU），依托英雄无限、奥特曼、变形金刚、火影忍者IP触达6-16岁人群（295个SKU）、16岁以上人群（20个SKU）。目前主力消费人群以中低年龄段为主，热销大众价格带39元，在此基础上积极下探9.9-19.9元价格带拓展人群触达，与头部厂商形成错位布局。

图：布鲁可拼搭角色类玩具产品矩阵



图：布鲁可拼搭角色类玩具分IP收入（亿元）



图：布鲁可产品年龄段和价格带组合



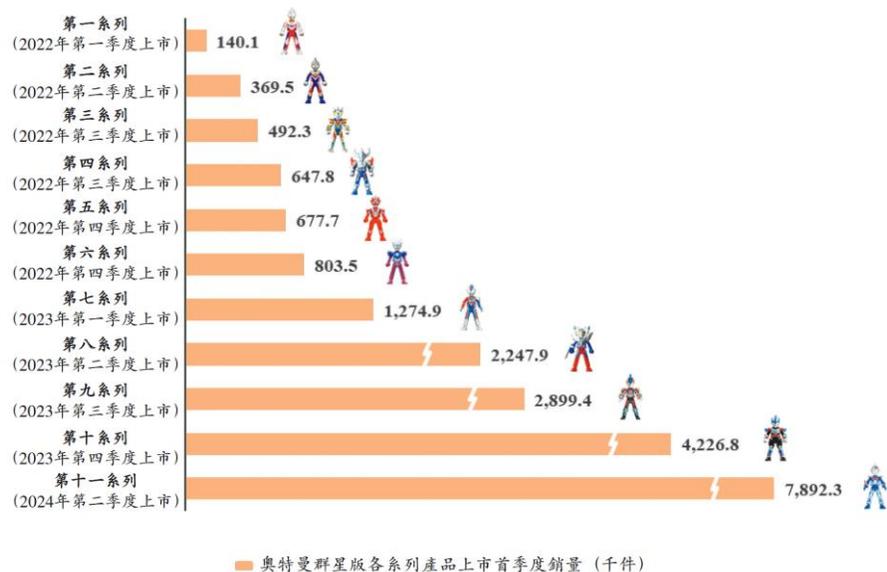
资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

## 3.2 产品：IP赋能产品矩阵打造，快速推新迭代拉动复购

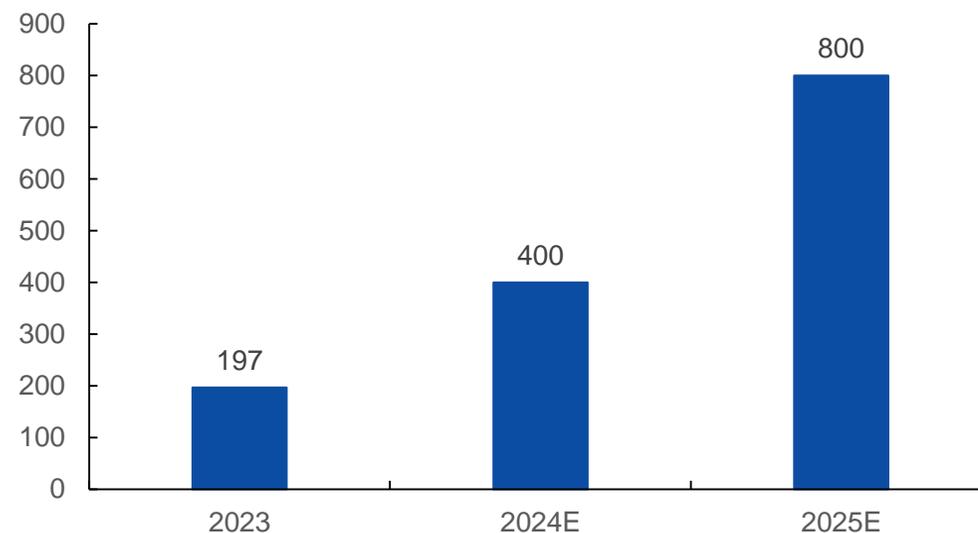
- 快速迭代推新延长IP周期，拉动复购。公司拼搭角色类产品从概念探索到量产的平均上新周期为6-7个月，低于10-12个月的行业平均水平。2023-2024H1，公司每季度推出30至90款SKU，2023年共推出197款SKU，并计划2024/2025年分别推出约400/800款SKU。以奥特曼为例，布鲁可累计推出7个版本和26个系列，截至2024年6月30日在售的SKU有134个。目前奥特曼群星版累计推出的所有13个系列的产品均在售，其中第十一系列首季销量相较第十系列增长86.7%。

图：奥特曼群星版各系列产品上市首季度销量（千件）



资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

图：布鲁可上新SKU数量（个）

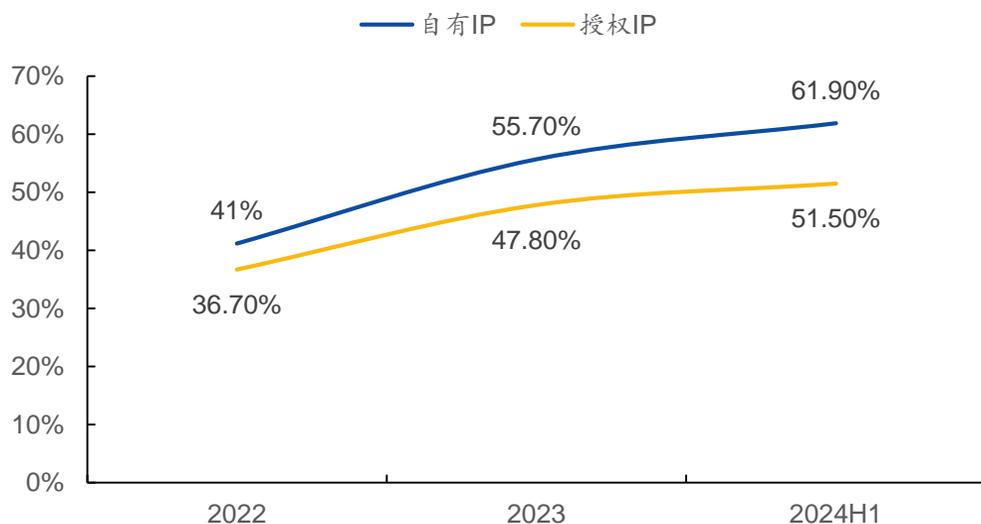


资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

### 3.3 生产：供应链及丰富专利布局保障性价比，规模优势凸显

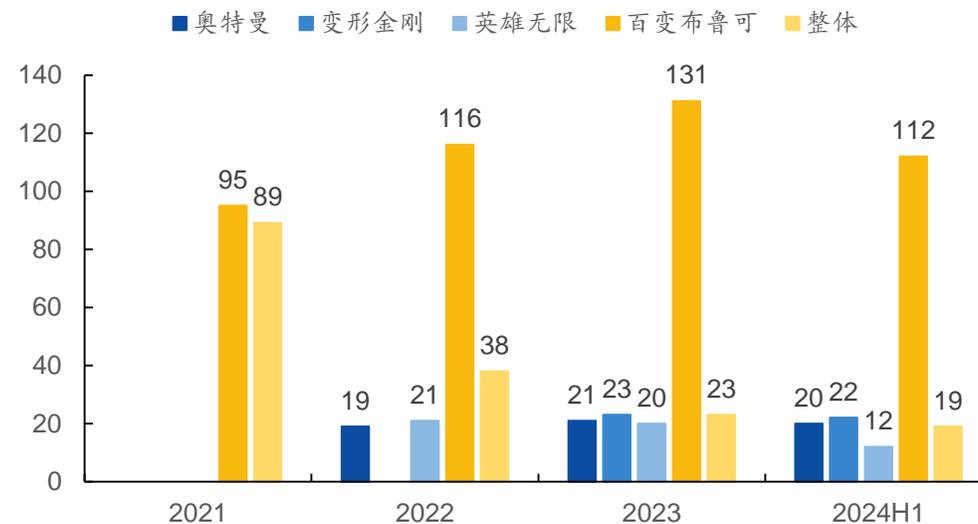
- 代工为主，供应链关系深厚，丰富专利布局保障性价比。积木玩具及拼搭类玩具的原材料及生产流程相似。公司凭借积木玩具领域的长期深耕建立了和代工厂之间的的良好供应链关系，三家合作工厂分别从2017年、2018年及2021年起与布鲁可合作生产积木玩具，并持续为公司生产拼搭类玩具零件。截至24H1公司在国内拥有500多项零件和生产工艺相关专利布局，其中发明专利75项，为代工厂提供技术和工艺基础，把控产品品质的同时实现零件的标准化规模生产和连接，保障性价比优势。在产品质量方面，公司采用“标准零件+特征零件”的玩具架构，模具精度达到0.004毫米（乐高为0.005毫米），保障流畅的拼搭体验；在价格方面，主流产品价格带在9.9元-399元，2024年产品平均售价 19元，远低于乐高500-600元的均价水平。公司在提供性价比产品的基础上仍然能保持50%以上的毛利率水平，供应链优势凸显。
- 积极布局自营工厂，规模效应有望进一步提升。公司自营工厂预期将于2026年年底前后竣工，设计产能为每月约900万件（截至24H1拼搭玩具销量5620万件）。自营工厂的建成将进一步提升公司的规模效应，助力公司在玩具市场持续发展。

图：布鲁可自有IP及授权IP产品毛利率



资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

图：布鲁可分IP系列产品均价（元）



资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

## 3.4 渠道：线下经销网络全面渗透，海外拓展稳步推进

■ 线下经销网络全面渗透，下沉市场广泛触达，存货高周转，渠道管理能力强。布鲁可销售渠道聚焦线下，以经销商为核心，2021-24H1经销商数量由225家增至511家，线下经销销售占比由34.2%提升至91.6%。截至24H1，布鲁可已与超过450名经销商合作，覆盖国内约15万个线下网点，包括大型商超和专业网点，线下流通渠道覆盖所有一线与二线城市以及超过80%的三线与以下城市。网点拓展带动销售增长，同时丰富的线下触点使得公司能够根据产品价格带和消费者画像匹配对应渠道，实现精细化布局。截至24H1拼搭角色玩具品类产品从入库到出库平均约为30天，24H1公司存货周转天数为46天，渠道管理能力强。

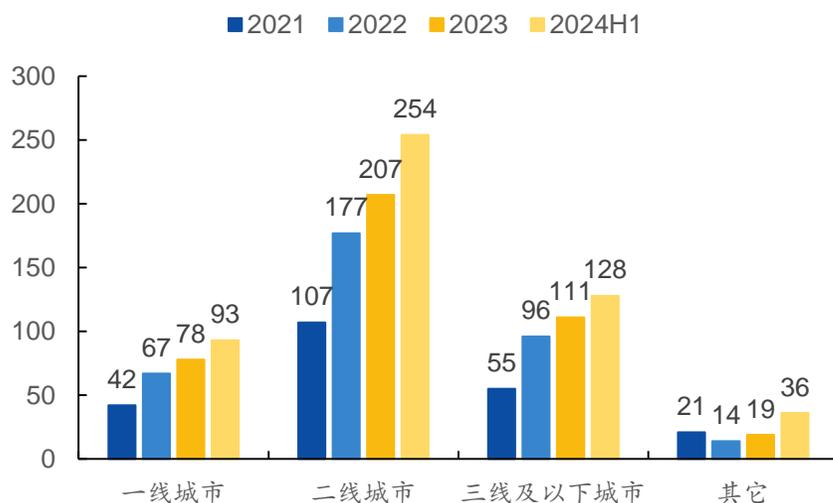
■ 合作IP全球影响力突出，海外拓展稳步推进。目前公司合作奥特曼、变形金刚等全球知名IP已获多个海外市场销售授权，截至24H1公司通过亚马逊、玩具反斗城、7-Eleven、沃尔玛等线上线下渠道进入美国、欧洲、东南亚等多个主要玩具市场。24H1海外销售收入超1000万元，同比增长135.5%，有望借助合作IP的全球影响力和供应链优势实现海外市场快速增长。

表：布鲁可海外IP授权情况

IP	授权地区	授权期限
奥特曼	中国	2027
	北美洲、欧洲及亚洲部分地区	2025
变形金刚	全球超过50个国家	2028
漫威：无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	亚洲9个国家	2025
小黄人	全球超过150个国家	2027
芝麻街	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲40个国家	2026
叶罗丽	除美国、墨西哥及加拿大外全球地区	2026

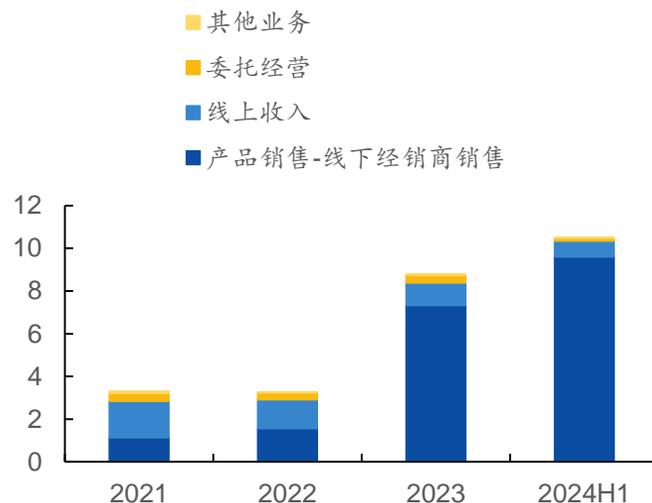
资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

图：布鲁可经销商分城市线级数量



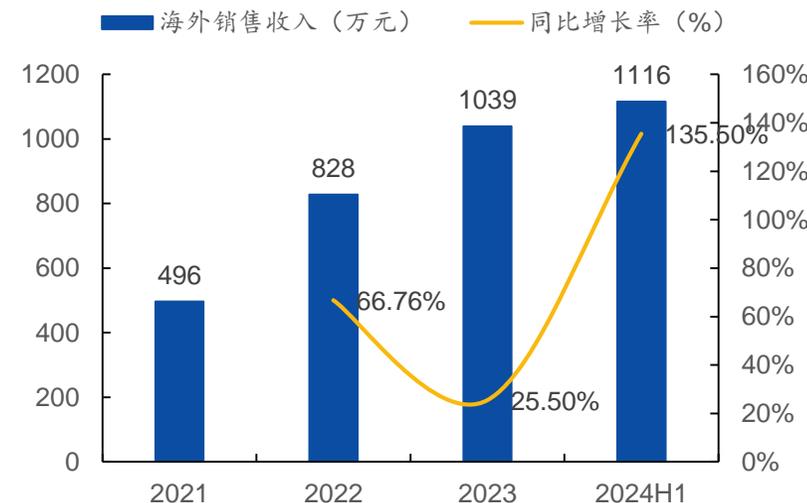
资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

图：布鲁可分渠道销售收入（亿元）



资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

图：布鲁可海外销售收入（万元）及增速

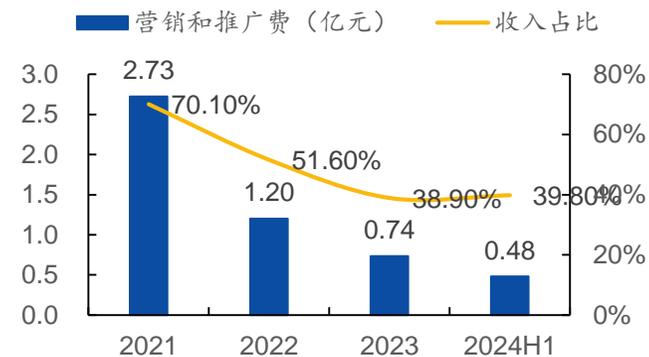


资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

# 3.5 营销：动画片夯实IP心智，多渠道内容营销带动破圈

- 动画片培养自有IP心智，带动销售增长。公司自2017年开启动画片赋能自有IP的内容战略。2017年6月《百变布鲁可》第一季上线，在央视少儿、金鹰卡通等五大少儿卫视播出，多次蝉联金鹰卡通收视第一。2020年布鲁可儿童积木全年渠道营销增长232%，2021年双11登榜儿童积木Top1。2023年公司推出英雄无限动画系列，带动其拼搭玩具24H1收入同比增长818%至1.7亿元。截至24H1两大动画系列累计播放量超152亿，总关注人数超500万。
- 多渠道内容营销带动用户破圈，私域运营沉淀用户。拼搭角色类玩具兼具拼搭体验和IP带来的情绪价值，易带来消费者之间的情感连接。公司采用内容驱动的方式，通过官方账号以及900多个KOL及KOC发布拼搭视频，并通过模玩大赛、线下展会等鼓励消费者、粉丝及BFC（布鲁可积木人创作者）发布二创等用户生成内容，通过微信小程序、天猫旗舰店等多渠道会员计划增强用户黏性推动复购。截至24H1，布鲁可及相关话题全网浏览量超110亿次。天猫旗舰店会员超880万名，布鲁可积木人club小程序注册会员超200万，其中80%会员有产品激活记录，平均激活拼搭玩具约五件。

图：布鲁可营销和推广费及收入占比



资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

图：《百变布鲁可》及《布鲁可英雄无限》动画片 图：布鲁可内容驱动的营销策略



原来你是这样的爵士！布鲁可变形金刚「群星版」第1弹 护目镜一戴，谁都不爱！声光一开，全场最嗨！请戳：爵士太阳！

官方账号



布鲁可银河奥特曼 周年版 #我的玩具分享 #大人也要玩玩具 #玩具 #奥特曼 #银河奥特曼 #布鲁可 #布鲁可奥特曼

与KOL及KOC合作



布鲁可英雄无限新角色 新角色刘备，这次眼睛除了增加发光，还有不错的透光效果，简单涂个金属色，质感会有明显提升，我的改装更酷！ #布鲁可英雄无限

用户生成内容



共创基地



图鉴体系

资料来源：布鲁可招股书，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 拼搭角色类兼具拼搭体验及情绪价值，成玩具赛道第一高增细分

2. 拼搭角色类玩具产业链

3. 从布鲁可看中国拼搭角色类玩具崛起之路

4. 风险提示

- 政策监管收紧的风险，产品表现不及预期等风险，行业进入者增加竞争加剧的风险，重点IP热度波动的风险，现有IP后续合作受限的风险，消费需求变化的风险等。

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证50指数。

## 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

### 国元证券研究所

#### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券  
邮编：230000

#### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券  
邮编：200135

#### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
邮编：100027