

# 24 年爆发成长，三大战略有望助力 25 年高增

## 核心观点

布鲁可 2024 年度实现收入 22.41 亿元/+155.6%，净利润-3.98 亿元/同比减亏 91.8%，经调整净利润 5.85 亿元/+702.1%；毛利率 52.6%/+5.3pct，经调整净利率 26.1%/+17.8pct。据此计算，2024 年下半年公司收入 11.95 亿元/+110.8%，经调整净利润 2.92 亿元/+248.2%。分 IP 看，2024 年公司来自奥特曼、变形金刚、英雄无限、假面骑士 IP 玩具的收入分别为 10.96 亿元/+186.2%、4.54 亿元/+263.1%、3.10 亿元/+382.7%、1.70 亿元，收入占比分别为 48.9%、20.2%、13.8%、7.6%。展望 25 年，全价位（推出 9.9 元低价格带产品开拓下沉渠道）、全球化（向东南亚、北美、欧洲等地拓展）、全人群（丰富 IP 矩阵向更高年龄层及女性用户群体扩张）战略或将有效驱动公司业绩持续增长。

## 事件

公司发布 2024 年业绩公告：公司 2024 年度收入 22.41 亿元/+155.6%，净利润-3.98 亿元/同比减亏 91.8%，经调整净利润 5.85 亿元/+702.1%，每股 EPS 为-2.69 元/同比减亏 94.9%；毛利率 52.6%/+5.3pct，经调整净利率 26.1%/+17.8pct。

据此计算，2024 年下半年公司收入 11.95 亿元/+110.8%，经调整净利润 2.92 亿元/+248.2%，毛利率 52.3%/同比+3.1pct/环比-0.6pct，经调整净利率 24.5%/同比+9.7pct/环比-3.5pct。

单季度看，24Q4 公司收入 6.12 亿元/+111.6%，毛利率 51.0%/同比+1.0pct/环比-2.7pct。

## 简评

拼搭角色类玩具销量爆发，IP 多元化逐步推进，海外市场拓展开局良好。

1) 分品类看，①拼搭角色类玩具：2024 年实现收入 22.01 亿元/+186.2%，毛利率 52.9%/+4.4pct，其中下半年收入 11.78 亿元/+123.3%，毛利率 52.5%/+2.2pct。②大颗粒积木玩具：2024 年实现收入 0.39 亿元/-62.9%，毛利率 37.0%/-1.8pct，其中下半年收入 0.16 亿元/-56.9%，毛利率 35.4%/-3.3pct。

## 布鲁可 (0325. HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

发布日期：2025 年 03 月 24 日

当前股价：120.00 港元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
48.15/43.22	/	/
12 月最高/最低价 (港元)		126.70/78.15
总股本 (万股)		24,925.09
流通 H 股 (万股)		24,925.09
总市值 (亿港元)		299.10
流通市值 (亿港元)		299.10
近 3 月日均成交量 (万)		141.38
主要股东		
Next Bloks Limited		45.14%

## 股价表现



2) 分 IP 看, ①**奥特曼 IP**: 2024 收入 10.96 亿元/+186.2%, 收入占比 48.9%, 其中下半年收入 4.95 亿元/+40.3%, 收入占比 41.4%; ②**变形金刚 IP**: 2024 收入 4.54 亿元/+263.1%, 收入占比 20.2%, 其中下半年收入 2.58 亿元/+114.5%, 收入占比 21.6%; ③**英雄无限 IP**: 2024 收入 3.10 亿元/+382.7%, 收入占比 13.8%, 其中下半年收入 1.40 亿元/+206.7%, 收入占比 11.7%; ④**假面骑士 IP**: 2024 年 7 月首次推出, 首月销量 240 万件, 2024 年全年实现收入 1.70 亿元, 收入占比 7.6% (下半年占比 14.2%); ⑤**其他 IP 拼搭角色类玩具**: 2024 收入 1.72 亿元/+642.0%, 收入占比 7.7%, 其中下半年收入 1.14 亿元/+1225.0%, 收入占比 9.6%。

3) 分地区看, ①**中国**: 2024 年收入 21.77 亿元/+151.3%, 其中下半年收入 11.42 亿元/+103.5%; ②**海外**: 2024 年收入 0.64 亿元/+518.2%, 收入占比 2.9%, 其中下半年收入 0.53 亿元/+839.0%, 收入占比 4.4%。进一步拆分, 2024 年亚洲 (除中国) 地区收入 0.39 亿元/+890.8%, 北美收入 0.17 亿元/+253.8%, 其他地区收入 0.08 亿元/+382.2%, 印度尼西亚和美国是公司海外收入规模最大的两个国家。

4) 分渠道看, ①**经销**: 2024 年收入 20.63 亿元/+181.5%, 收入占比 92.1%, 其中下半年收入 11.05 亿元/+123.4%, 收入占比 92.5%; ②**委托销售**: 2024 年收入 0.22 亿元/-39.5%, 收入占比 0.9%, 其中下半年收入 0.08 亿元/-50.2%, 收入占比 4.4%; ③**线上**: 2024 年收入 1.56 亿元/+46.5%, 收入占比 6.9%, 其中下半年收入 0.81 亿元/+49.3%, 收入占比 6.8%。

**全价位、全球化、全人群驱动增长, 打造角色拼搭类玩具的中国“乐高”。**展望 25 年, 我们认为全价位、全球化、全人群战略或将有效驱动公司业绩持续增长: ①**全价位, 尤其是低价格段**: 继 2024.11.15 公司推出定价 9.9 元的变形金刚星辰版后, 2025.2.17 已更新至星辰版第 2 弹, 并于 2024.12.25 推出集合了奥特曼、假面骑士、机动战士三大 IP 的 9.9 元英雄总动员星辰版第 1 弹, 我们预计公司将保持推新速度, 全年有望推出 10 弹平价产品, 平价价格带产品 SKU 的丰富, 或有助于公司渠道进一步向下沉市场扩展 (24H1 末布鲁可三线及以下城市经销商仅 128 个, 占全部经销商的 25%), 预计 1-2 月份的表现很好。②**全球化, 东南亚先行**: 公司 2024 年海外收入 0.64 亿元/+518.2%, 收入占比 2.9%, 海外收入占比较小, 未来提升空间广阔。随着 IP 授权范围扩大、增加境外销售区域, 如在东南亚、北美、欧洲等市场或有望复制奥特曼、变形金刚等 IP 在国内的热销。③**全人群, 女性和 16 岁+**: 当前公司产品客群主要集中在小学男生, 未来通过 IP 扩展有望促进客群向更高年龄层及女性用户扩张 (目前已获得约 50 个 IP 授权、推出 682 个 SKU), 截至 25 年 3 月我们已观察到公司推出宝可梦、初音未来、新世纪福音战士等 IP 新品, 预计 25Q2 起将陆续推出三丽鸥、小黄人、哈利波特、名侦探柯南、正义联盟、超人、蝙蝠侠、神奇女侠等 IP 新品。

渠道端, 展望 25 年, 公司将进一步强化线下渠道, 已在九木杂物社、Top Toy 等渠道设立专柜强化品牌认知, 另外, 公司今年有望试水开设线下专卖店, 向成为积木人 (角色拼搭类) 品类的“乐高”不断迈进。

**盈利预测**: 我们预计布鲁可 2025-2027 年营业收入分别为 40.15、52.94、65.93 亿元, 同比分别增长 79.2%、31.9%、24.5%, 经调整归母净利润分别为 11.19、14.88、18.59 亿元, 同比分别增长 91.4%、32.9%、24.9%, 对应最新 PE 分别为 24.7x、18.6x、14.9x (截至 2025 年 3 月 21 日收盘)。

**风险分析**: 1) **IP 授权续期风险**: 对 IP 的喜爱是消费者购买动机之一, 公司合作多个知名 IP, 以奥特曼、变形金刚为主, 若 IP 到期授权无法续期、或续期条款苛刻, 将对公司经营造成不利影响。2) **渠道管理风险**: 公司自 2022 年起快速拓展线下经销商渠道, 24 年收入占比 92.1%, 若公司渠道管理能力不足, 造成渠道库存积压、价格体系混乱, 或影响品牌形象及产品销售。3) **玩具流行趋势变动风险**: 玩具的流行趋势更迭较快, 若公司未能与受消费者喜爱的 IP 开展合作、及时开发符合消费者需求的新产品, 或影响公司的经营业绩和成长性。4) **市场竞争加剧风险**: 公司净利率水平较高, 若积木人行业竞争对手增多, 或者采用激进的竞争策略, 则对公司的收入、业绩增长带来不利影响。

图 1: 布鲁可近期新 IP 产品



数据来源: wind, 中信建投证券

表 1: 布鲁可部分 IP 产品推出及授权到期时间

IP	产品推出时间	授权到期年份
奥特曼	22.1	2027 (中国) 2025 (北美、欧洲及亚洲部分地区)
三体	22.10	2027 (中国)
叶罗丽	23.2	2026 (除美国、墨西哥、加拿大以外的全球地区)
变形金刚	23.6	2028 (全球超过 50 个国家)
火影忍者	23.10	2025 (中国)
漫威: 无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	24.5	2025 (在亚洲的九个国家)
假面骑士	24.7	2025 (中国)
初音未来	24.10	2026 (中国)
圣斗士星矢	24.11	2026 (中国)
新世纪福音战士	24.11	2026 (中国)
宝可梦	24.12	2025 (中国)
芝麻街	24.12	2026 (亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的 40 个国家)
小黄人	25.3	2027 (全球超过 150 个国家)
三丽鸥: 凯蒂猫、美乐蒂、大耳狗喜拿、布丁狗、库洛米、帕恰狗、半鱼人和小香姆		2027 (中国)

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

斗罗大陆	2026（中国）
名侦探柯南	2026（中国）
新·假面骑士	2025（中国）
王者荣耀	2026（中国）
超级战队	2025（中国）
机动奥特曼	2026（中国）
哈利·波特和 DC：超人、蝙蝠侠、正义联盟、海王、闪电侠及神奇女侠	2027（中国）
星球大战	2028（中国）

资料来源：公司公告、布鲁可积木人公众号，中信建投证券

**图 2: 布鲁可营收及毛利拆分预测**

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入 (百万元)	330	326	877	2241	4015	5294	6593
yoy		-1.3%	169.3%	155.6%	79.2%	31.9%	24.5%
经调整净利润	-356	-225	73	585	1119	1488	1859
yoy				702.1%	91.4%	32.9%	24.9%
经调整净利率	-107.9%	-69.2%	8.3%	26.1%	27.9%	28.1%	28.2%
<b>一、收入分品类</b>							
1、拼搭角色类玩具	0	118	769	2201	3995	5282	6584
yoy			553.5%	186.2%	81.5%	32.2%	24.6%
占比	0.0%	36.1%	87.7%	98.2%	99.5%	99.8%	99.9%
1) 奥特曼		111	557	1096	1260	1424	1581
yoy			399.4%	96.8%	15%	13%	11%
占比	0.0%	34.2%	63.5%	48.9%	31.4%	26.9%	24.0%
2) 变形金刚			125	454	907	1225	1531
yoy				263.1%	100%	35%	25%
占比	0.0%	0.0%	14.3%	20.2%	22.6%	23.1%	23.2%
3) 英雄无限		2	64	310	527	674	809
yoy			3342.5%	382.7%	70%	28%	20%
占比	0.0%	0.6%	7.3%	13.8%	13.1%	12.7%	12.3%
4) 假面骑士				170	408	530	663
yoy					140%	30%	25%
占比	0.0%	0.0%	0.0%	7.6%	10.2%	10.0%	10.1%
5) 其他IP (漫威、圣斗士等)	0	4	23	172	893	1428	2000
yoy			435.0%	642.0%	420%	60%	40%
占比	0.0%	1.3%	2.6%	7.7%	22.2%	27.0%	30.3%
2、积木玩具	322	207	106	39	20	12	8
yoy		-35.8%	-48.6%	-62.9%	-50%	-40%	-30%
占比	97.5%	63.5%	12.1%	1.8%	0.5%	0.2%	0.1%
3、其他	8	1	1	0	0	0	0
yoy		-84.6%	9.3%	-71.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	37.4%	37.9%	47.3%	52.6%	52.9%	53.0%	53.0%
拼搭角色类玩具		36.8%	48.4%	52.9%	53.0%	53.0%	53.0%
积木玩具	36.8%	38.2%	38.7%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
其他	60.2%	100.0%	100.0%	131.6%	100.0%	100.0%	100.0%
<b>二、收入分地区</b>							
1、国内	325	317	866	2177	3598	4251	4714
yoy		-2.3%	173.0%	151.3%	65.3%	18.1%	10.9%
2、海外	5	8	10	64	417	1044	1878
yoy		66.8%	25.5%	518.2%	550%	150%	80%
占比	1.5%	2.5%	1.2%	2.9%	10.4%	19.7%	28.5%
销售及经销开支	389	233	189	283	458	604	745
费率	117.9%	71.5%	21.6%	12.6%	11.4%	11.4%	11.3%
行政开支	58	51	49	465	177	228	264
费率	17.7%	15.7%	5.6%	20.8%	4.4%	4.3%	4.0%
研发开支	83	98	95	192	273	360	448
费率	25.2%	30.2%	10.8%	8.6%	6.8%	6.8%	6.8%
所得税率	10.1%	7.5%	-9.3%	-34.6%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源: wind, 中信建投证券

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>682</b>	<b>1,215</b>	<b>2,454</b>	<b>3,957</b>	<b>5,885</b>
现金	369	752	1,365	2,522	4,100
应收票据及应收账款合计	38	112	188	248	309
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	191	73	440	580	722
存货	76	279	460	606	754
其他流动资产	7	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>330</b>	<b>391</b>	<b>363</b>	<b>812</b>	<b>1,214</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	48	154	139	351	766
无形资产	64	79	66	53	39
其他非流动资产	219	158	158	408	408
<b>资产总计</b>	<b>1,013</b>	<b>1,606</b>	<b>2,817</b>	<b>4,768</b>	<b>7,099</b>
<b>流动负债</b>	<b>731</b>	<b>3,182</b>	<b>1,776</b>	<b>2,340</b>	<b>2,912</b>
短期借款	0	2,207	0	0	0
应付票据及应付账款合计	260	567	1,060	1,396	1,738
其他流动负债	471	408	716	944	1,174
<b>非流动负债</b>	<b>1,890</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
长期借款	1,848	0	0	0	0
其他非流动负债	42	25	25	25	25
<b>负债合计</b>	<b>2,621</b>	<b>3,207</b>	<b>1,801</b>	<b>2,365</b>	<b>2,937</b>
少数股东权益	-2	0	2	5	8
股本	0	0	0	0	0
资本公积	-1,606	-1,601	46	46	46
留存收益	0	0	967	2,352	4,107
归属母公司股东权益	-1,606	-1,601	1,014	2,399	4,154
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,013</b>	<b>1,606</b>	<b>2,817</b>	<b>4,768</b>	<b>7,099</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>285</b>	<b>-</b>	<b>1,251</b>	<b>1,637</b>	<b>2,044</b>
净利润	-207	-398	969	1,388	1,759
折旧摊销	45	-	28	51	98
财务费用	2	2	78	-19	-33
其他经营现金流	446	396	177	218	221
<b>投资活动现金流</b>	<b>-43</b>	<b>-</b>	<b>0</b>	<b>-500</b>	<b>-500</b>
资本支出	12	17	-	500	500
其他投资现金流	-56	-17	0	-1,000	-1,000
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-70</b>	<b>-</b>	<b>-432</b>	<b>19</b>	<b>33</b>
短期借款	-5	2,207	-2,207	-	-
长期借款	274	-1,848	-	-	-
其他筹资现金流	-339	-359	1,775	19	33
<b>现金净增加额</b>	<b>171</b>	<b>-</b>	<b>613</b>	<b>1,157</b>	<b>1,577</b>

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>877</b>	<b>2,241</b>	<b>4,015</b>	<b>5,294</b>	<b>6,593</b>
营业成本	462	1,062	1,890	2,490	3,100
销售费用	189	283	458	604	745
管理费用 (含研发)	144	658	450	588	712
融资成本	2	2	78	-19	-33
投资收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>79</b>	<b>232</b>	<b>1,140</b>	<b>1,633</b>	<b>2,069</b>
其他非经营损益	-269	-527	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>-190</b>	<b>-296</b>	<b>1,140</b>	<b>1,633</b>	<b>2,069</b>
所得税	18	102	171	245	310
<b>净利润</b>	<b>-207</b>	<b>-398</b>	<b>969</b>	<b>1,388</b>	<b>1,759</b>
少数股东损益	-1	3	2	3	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-206</b>	<b>-401</b>	<b>967</b>	<b>1,385</b>	<b>1,755</b>
经调整项目	280	983	150	100	100
<b>经调整净利润</b>	<b>73</b>	<b>585</b>	<b>1,119</b>	<b>1,488</b>	<b>1,859</b>

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	169.3	155.6	79.2	31.9	24.5
经调整净利润(%)		702.0	91.4	32.9	24.9
归母净利润(%)	50.9	-91.8	343.4	43.2	26.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	47.3	52.6	52.9	53.0	53.0
净利率(%)	-23.7	-17.8	24.1	26.2	26.7
经调整净利率(%)	8.3	26.1	27.9	28.1	28.2
所得税(%)	-9.3	-34.6	15.0	15.0	15.0
ROE(%)	12.8	25.1	95.4	57.7	42.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	258.8	199.7	63.9	49.6	41.4
流动比率	0.9	0.4	1.4	1.7	2.0
速动比率	0.8	0.3	1.1	1.4	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.4	1.4	1.1	0.9
应收账款周转率	22.9	20.0	21.3	21.3	21.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.83	-1.61	3.88	5.56	7.04
每股净资产(最新摊薄)	-6.44	-6.42	4.07	9.62	16.67
<b>估值比率</b>					
P/E (经调整)	-134.2	-68.9	24.7	18.6	14.9
P/B	-17.2	-17.3	27.2	11.5	6.6

数据来源: wind, 中信建投

## 分析师介绍

### 叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

### 张舒怡

中信建投证券轻工纺织服装及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，专注于造纸包装、纺织制造、出口链、黄金珠宝、个护文娱等消费服务产业研究，3年证券从业经验。

### 黄杨璐

中信建投证券轻工纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

### 崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk