

实丰文化（002862）

证券研究报告

2025 年 03 月 26 日

AI+IP 赋能玩具业务发展

玩具领军企业，AI 玩具、小游戏引领新成长。公司成立于 1992 年，三十余年深耕玩具产业，建立起完善的研发、生产及销售体系，产品远销欧美、中东、东南亚等近百个国家和地区，“实丰”品牌知名度较为广泛。公司引领玩具行业潮流趋势，创新融合玩具和网游产业模式，开发了集语音控制、主动交互、具有深度学习能力的系列智能玩具，有望带来全新市场机会。

24 年业绩扭亏为盈。18-23 年公司玩具业务收入占比高达 90%+, 24H1 游戏业务收入 2997 万元, 同比+354%, 收入占比提升至 19%。根据公司业绩预告, 24 年预计归母净利润 800-1200 万元, 利润转正主要系 1) 玩具业务消费回暖, 主要客户订单充足, 总体销售额及利润同比增加; 2) 游戏业务不断丰富游戏产品线, 收入和利润较上年同期有大幅增长。

玩具行业：IP 铸核心，AI+焕新生。全球玩具市场稳步扩容，根据布鲁可招股书，预计 23-28 年全球/中国玩具市场 CAGR 分别为 5.2%/9.5%，其中 IP 玩具为市场核心构成部分，23 年全球/中国 IP 玩具渗透率分别为 67.4%/64.4%。AI 玩具被视为是大模型落地的最佳场景之一，可更好地满足陪伴等精神消费需求及情绪价值，我们认为 AI 融合或为 IP 玩具市场注入生命力。根据 Research and Markets，2022 年全球 AI 玩具市场规模约 87 亿美元（渗透率不到 10%），预计 2030 年达到 351 亿美元，CAGR 超过 16%；当前 AI 玩具需求&形态多元，爆款产品频现，我们预计成长空间广阔。

玩具业务：深度融合 AI+IP，引领行业潮流。公司成熟的研发&生产实力奠定产品创新基础，率先布局 AI 玩具市场，目前已推出“智能飞飞兔 GPT 网络版”及“AI 魔法星”两款 AI 智能玩具，满足陪伴、早教等功能性需求，市场反响较好。公司 IP 储备丰富，目前已获得宝可梦、奶龙、蛋仔派对、贪吃蛇大作战、超级飞侠等热门 IP 授权，产品矩阵有望持续拓宽；宝可梦等系列产品获全球多区域授权，充分彰显公司 IP 商业化变现能力。此外，公司在 AI 玩具方面积累的能力有望拓展至 IP，AI+IP 玩具发展值得期待！

游戏业务：把握流量红利，多元并举扩张 IAA 版图。公司专注于休闲 IAA 小游戏发展，核心团队稳定且经验丰富，目前游戏产品线丰富多样，已推出《小小庇护所》《生存 21 天》《躺平守卫战》等，多款产品名列前茅。公司计划通过多元化获量、提升用户体验、建立玩家社交生态圈等方式夯实小游戏核心地位，后续积极向海外市场及 AI 赛道进军打开成长空间。

盈利预测与评级：公司玩具业务聚焦“智能、IP、潮流”三大产品矩阵，AI+IP 深度融合有望打造人气商品、释放增量；休闲游戏业务保持创新开发，加深出海及 AI 领域布局。我们预计 24-26 年归母净利润分别为 0.1/0.6/1.0 亿，25-26 年对应 PE 分别为 50X/31X，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；汇率波动风险；玩具行业市场竞争风险；互联网游戏行业政策变化的风险；股价波动较大风险；现 24 年业绩仅为预告，请以公司最终公告为准

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	328.54	315.23	442.02	574.89	735.42
增长率(%)	(10.08)	(4.05)	40.22	30.06	27.92
EBITDA(百万元)	20.00	(13.89)	63.20	119.19	158.05
归属母公司净利润(百万元)	(40.47)	(64.09)	10.03	63.77	102.41
增长率(%)	4,061.36	58.35	(115.65)	535.84	60.60
EPS(元/股)	(0.34)	(0.53)	0.08	0.53	0.85
市盈率(P/E)	(78.87)	(49.81)	318.28	50.06	31.17
市净率(P/B)	6.75	7.81	7.63	6.62	5.46
市销率(P/S)	9.72	10.13	7.22	5.55	4.34
EV/EBITDA	87.92	(188.83)	53.32	28.43	21.33

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/文娱用品
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	26.6 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	120.00
流通 A 股股本(百万股)	90.18
A 股总市值(百万元)	3,192.00
流通 A 股市值(百万元)	2,398.71
每股净资产(元)	3.44
资产负债率(%)	37.41
一年内最高/最低(元)	44.00/9.77

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

张彤 联系人
zhangtong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 玩具领军企业，AI 玩具、小游戏引领新成长.....	4
1.1. 深耕行业三十余年，引领玩具产业转型	4
1.2. 股权结构稳定，员工激励充分	5
1.3. 智能玩具+小游戏双驱动，24 年业绩扭亏	6
2. 玩具行业：IP 筑核心，AI+焕新生.....	8
2.1. 市场扩容，IP 玩具渗透率持续提升	8
2.2. AI 玩具：精神消费为先，产业落地提速	9
3. 玩具业务：深度融合 AI+IP，引领行业潮流.....	11
4. 游戏业务：把握流量红利，多元并举扩张 IAA 版图.....	13
5. 盈利预测与投资评级.....	14
6. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：股权结构图（截止 2024 年 9 月）	5
图 3：2017-2024Q1-3 公司总收入及其变动	6
图 4：2017-2024Q1-3 公司归母净利润及其变动	6
图 5：玩具收入拆分：分品类；单位：亿元	7
图 6：玩具收入拆分：分模式；单位：亿元	7
图 7：2017-2024H1 各产品营收（亿元）及增长率	7
图 8：2017 年-2024H1 各产品营收占比	8
图 9：2017 年-2024H1 各产品毛利率.....	8
图 10：2017-2024Q1-3 公司毛利率与归母净利率走势	8
图 11：2017 年-2024Q1-3 公司销售、管理、财务、研发费用率.....	8
图 12：全球玩具市场规模按地域划分，2019-2028（预计），单位：亿元.....	9
图 13：实丰文化的宝可梦系列玩具（左：电动可达鸭；右：宝可梦场景套装系列）	13
图 14：DataEye 与引力引擎联合发布，11 月微信小游戏畅玩榜	13
图 15：实丰（深圳）网络科技有限公司 2020-2024H1 收入及营业利润（单位：万元）	14
表 1：公司代表性玩具	4
表 2：公司董事及高管主要经历	5
表 3：公司员工持股计划的业绩考核	6
表 4：全球玩具市场 GMV 按地域划分	9

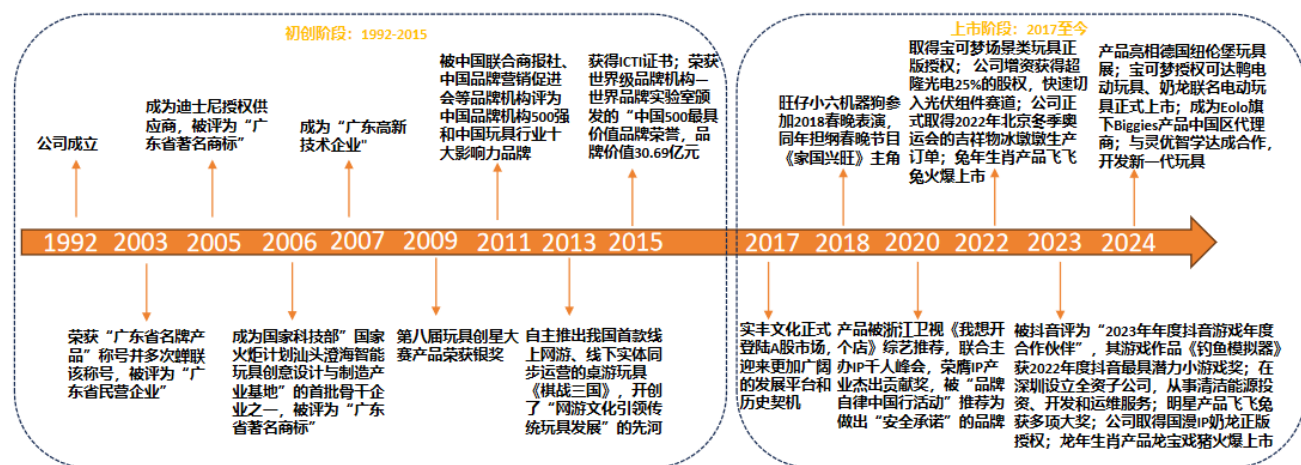
表 5：市面 AI 玩具信息	10
表 6：公司玩具业务获得的部分重要奖项	11
表 7：公司智能玩具产品线	12
表 8：收入拆分及预测	15

1. 玩具领军企业，AI 玩具、小游戏引领新成长

1.1. 深耕行业三十余年，引领玩具产业转型

实丰文化成立于 1992 年，三十余年深耕玩具产业，建立起完善的研发、生产及销售体系，产品远销欧美、中东、东南亚等近百个国家和地区，“实丰”品牌知名度较为广泛，2017 年成功于深交所上市。此外公司引领玩具行业潮流趋势，创新融合玩具和网游产业模式，全面实施“玩具与高新技术创新融合”发展战略，开发了集语音控制、主动交互、具有深度学习能力的系列智能玩具，有望带来全新市场机会。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，实丰文化公众号，公司公告，天风证券研究所

三大产品线协同并进，向 AI+IP 转型。随着科技的进步，公司不断调整和优化产品策略，形成“智能电动玩具、IP 动漫衍生品玩具、潮流玩具”三大主要产品线。在智能电动玩具方面，公司将 AI 技术、GPT 技术与玩具有机结合，打造了 GPT 网络版智能飞兔等智能产品；在 IP 动漫衍生品玩具方面，公司积极与重磅优质 IP 合作，目前获得宝可梦、奶龙、蛋仔派对、贪吃蛇大作战、超级飞侠等热门 IP 授权，已开发宝可梦场景套装玩具系列、可达鸭款（电动）、奶龙款（电动）玩具正热销中；同时公司不断打造自主研发、原创的 IP 产品，打造了小鹦鹉奇奇、智能飞兔象等多款热销智能电动玩具，融入多种文化元素，让玩具更具人文关怀和温度，进一步的满足不同年龄段消费者更高的需求。

表 1：公司代表性玩具

玩具名称	图片
宝可梦场景套装系列	
可达鸭款电动模玩	
智能机器兔 飞兔兔	

奶龙电动模玩



资料来源：中外玩具网，天风证券研究所

1.2. 股权结构稳定，员工激励充分

实控人持股 33%，股权结构稳定。公司董事长蔡俊权先生持股比例为 33.14%，为公司控股股东及实际控制人，实控人及其一致行动人（蔡俊权、蔡俊淞、蔡锦贤）合计持股比例达 42.85%；2023 年 5 月蔡俊淞向王盛忠协议转让 600 万股无限售流通股，目前王盛忠持股比例为 4.92%；此外，深圳市高新投集团有限公司持股比例为 4.00%。

图 2：股权结构图（截止 2024 年 9 月）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

上市以来公司发布两期员工持股计划，充分调动员工积极性。2024 年 9 月发布“永丰者”第二期员工持股计划，拟向董监高、核心管理人员及业务骨干总计不超过 60 人授予 120 万股，考核要求为：若公司 2024 年度营业收入相较 2023 年度同比增长达到 10%以上（含 10%）或 2024 年度净利润扭亏为盈，则可解锁 100%。

表 2：公司董事及高管主要经历

姓名	职务	经历
蔡俊权	董事长、董事、总经理	中国国籍，无境外永久居留权，1967 年出生，本科学历。汕头市第十三、十四届人民代表大会代表，第八届、第九届汕头市澄海区政协委员，广东省玩具协会理事会副会长，广东省玩具文化经济发展研究会理事会副会长，汕头市澄海区第五届青年企业家协会副会长，澄海玩具协会副会长。1992 年创立澄海县澄城西门实丰塑胶玩具厂，2001 年 8 月至 2014 年 2 月担任实丰有限总经理，历任福建建迪电子科技有限公司执行董事兼总经理，现任公司董事长、总经理。
李恺	董事、董事长助理	中国国籍，无境外永久居留权，1982 年出生，本科学历。历任公司总经理秘书、总经理助理，2014 年 5 月至 2017 年 8 月担任公司监事，现任公司董事、董事长助理。
吴宏	董事、财务总监	中国国籍，无境外永久居留权，1981 年出生，大专学历，中国注册会计师，国际注册高级内部审计师。2010 年 3 月至 2013 年 8 月担任众业达电气股份有限公司审计经理，2013 年 9 月至 2017 年 9 月担任广东华乾会计师事务所合伙人，2017 年 11 月加入公司，现任公司董事、财务总监。
王依娜	董事、董事会秘书	中国国籍，无境外永久居留权。1989 年出生，本科学历。2014 年 8 月至 2017 年 10 月任职于凯撒（中国）文化股份有限公司证券事务代表职位。2018 年 4 月起任职于公司证券法务部，担任公司证券事务代表。现任公司董事、董事会秘书。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：公司员工持股计划的业绩考核

考核期	对应考核年度	业绩考核目标	解锁比例
2024 年度	2024 年	公司 2024 年度营业收入相较 2023 年度同比增长达到 10%以上（含 10%）或 2024 年度净利润扭亏为盈	100%
		虽 2024 年度净利润未能扭亏为盈，但公司 2024 年度营业收入相较 2023 年度同比增长 5%至 10%（含 5%，不含 10%）	80%
		虽 2024 年度净利润未能扭亏为盈，但公司 2024 年度营业收入相较 2023 年度同比增长 3%至 5%（含 3%，不含 5%）	60%
		虽 2024 年度净利润未能扭亏为盈，但公司 2024 年度营业收入相较 2023 年度同比小幅增长 3%以内（不含 3%）	30%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 智能玩具+小游戏双驱动，24 年业绩扭亏

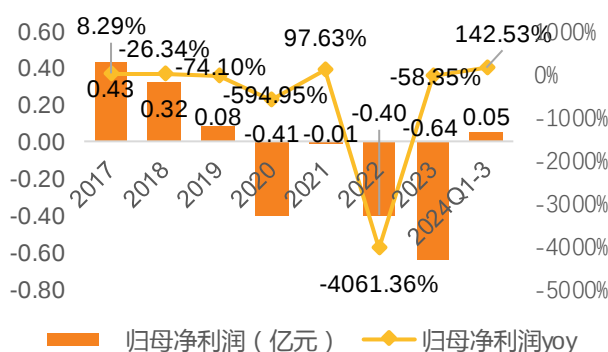
24 年收入高增、业绩扭亏为盈。公司收入及利润表现较为波动，2021/2022/2023 年营业收入分别为 3.65 亿元/3.29 亿元/3.15 亿元，分别同比+45.54%/-10.08%/-4.05%；归母净利润分别为-0.01 亿元/-0.40 亿元/-0.64 亿元。2024Q1-3 公司实现营业总收入 3.1 亿元，同比+40%，归母净利润 452 万元，根据公司业绩预告，24 年预计实现归母净利润 800-1200 万元，同比+112%-119%，扣非归母净利润亏损 3900-4500 万元，同比+34%-43%。归母净利润转正主要系 1)玩具业务消费回暖，主要客户订单充足，总体销售额及利润同比增加；2)游戏业务不断丰富游戏产品线，收入和利润较上年同期有大幅增长。

图 3：2017-2024Q1-3 公司总收入及其变动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2017-2024Q1-3 公司归母净利润及其变动

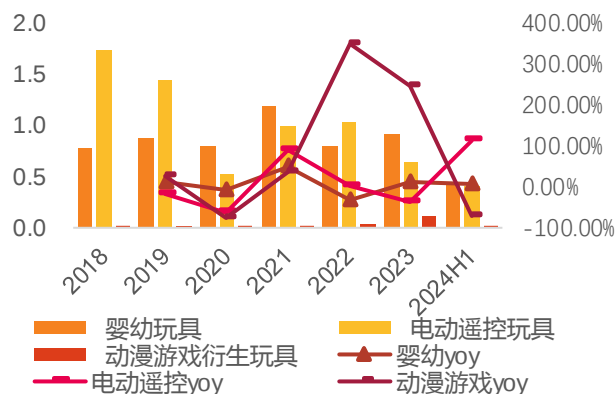


资料来源：公司公告，天风证券研究所

玩具贡献主要收入，积极推进智能转型；游戏业务为新增长点

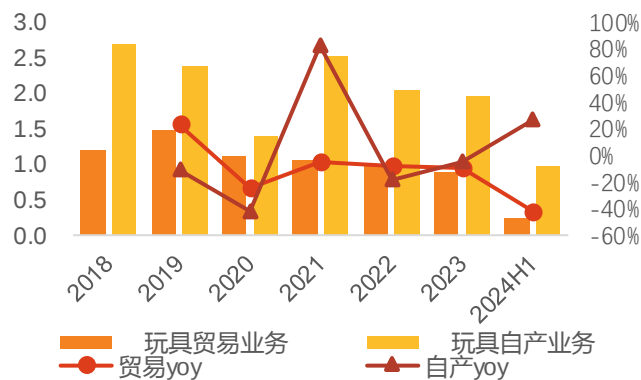
玩具业务：公司深耕各类玩具的研发设计、生产与销售，产品规格品种达 1000 多种，产品销往全球近百个国家和地区，2018-2023 年玩具业务收入占比高达 90%+。分经营模式来看，24H1 玩具自产/玩具贸易分别实现收入 0.97 亿元/0.24 亿元，分别同比+26%/-42%；分品类来看，24H1 电动遥控/婴幼儿玩具/动漫衍生品分别实现收入 0.40 亿元/0.45 亿元/0.02 亿元，分别同比+112.34%/8.00%/-72.86%。此外，公司率先布局 AI 玩具市场，推出“智能飞飞兔”等系列智能宠物玩具，有望持续贡献业绩增量。

图 5：玩具收入拆分：分品类；单位：亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：玩具收入拆分：分模式；单位：亿元

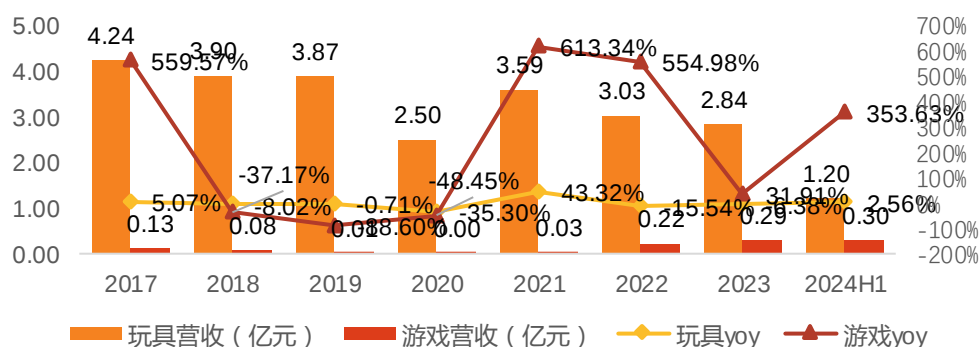


资料来源：公司公告，天风证券研究所

游戏业务：公司专注于 IAA 游戏的研发与发行，游戏产品线丰富多样，发行了《小小庇护所》、《冲一冲专家》、《小小生存队》、《魔性大冒险》等多款优质游戏作品。2024 年公司游戏业务板块运营模式从抖音发行人短视频发展延伸至抖音直投、网络直播、快手直投，瞄准海外市场，同时密切关注 VR/AR、AI 算法等技术突破发展动态，和用户习惯、政策环境等配合的最新动态，牢牢把握红利周期。2024H1 游戏业务收入 2997 万元，同比+354%，收入占比提升至 19.28%。

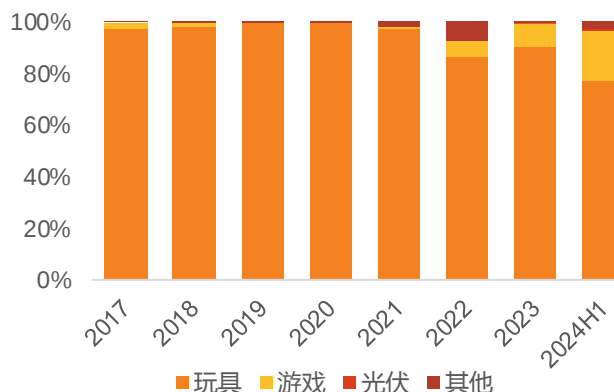
新能源业务：2022 年公司以 1 亿元增资安徽超隆光电科技有限公司，持股比例达 25%，进军新能源产业。近年来公司专注于光伏电站等新能源项目的投资、EPC 建设及运维，已参股权投资的光伏组件制造厂，能保证公司投资建设电站所需组件的稳定提供。目前公司投资建设的多个分布式发电项目经过科学地评估、严谨地设计与严格地施工，均已并网使用中。24H1 公司成立下属公司广东实丰电来充科技有限公司，主要从事机动车充电销售、电动汽车充电基础设施运营、集中式快速充电站、充电桩销售、智能输配电及控制设备销售等新能源项目。24H1 公司光伏收入 125 万元，参股公司安徽超隆光电实现收入 1.5 亿元，亏损 1814 万元。

图 7：2017-2024H1 各产品营收（亿元）及增长率



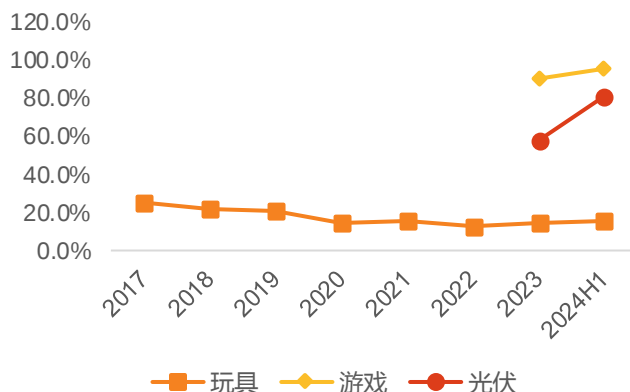
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2017 年-2024H1 各产品营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

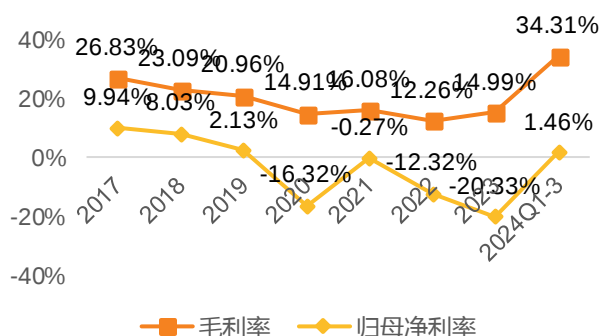
图 9：2017 年-2024H1 各产品毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

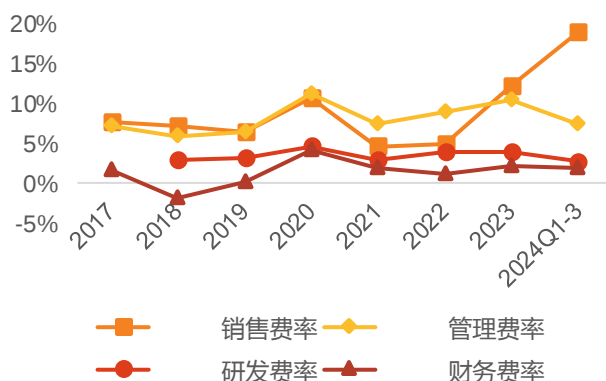
24Q1-3 盈利能力改善，游戏费用投入增加。24Q1-3 公司毛利率为 34.31%，相比 23Q1-3 提高 13.58 个百分点，归母净利率为 1.46%，相比 23Q1-3 提高 6.26 个百分点，我们预计主要系玩具业务规模放量以及高毛利的游戏、光伏业务收入占比提升所致。费用方面，研发、管理、财务费用相对稳定，2023 年/2024Q1-3 销售费用率分别提升至 12.0%和 18.7%，主要系小游戏业务在抖音、微信及快手等平台的流量投放费用增加所致。

图 10：2017-2024Q1-3 公司毛利率与归母净利率走势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2017 年-2024Q1-3 公司销售、管理、财务、研发费用率



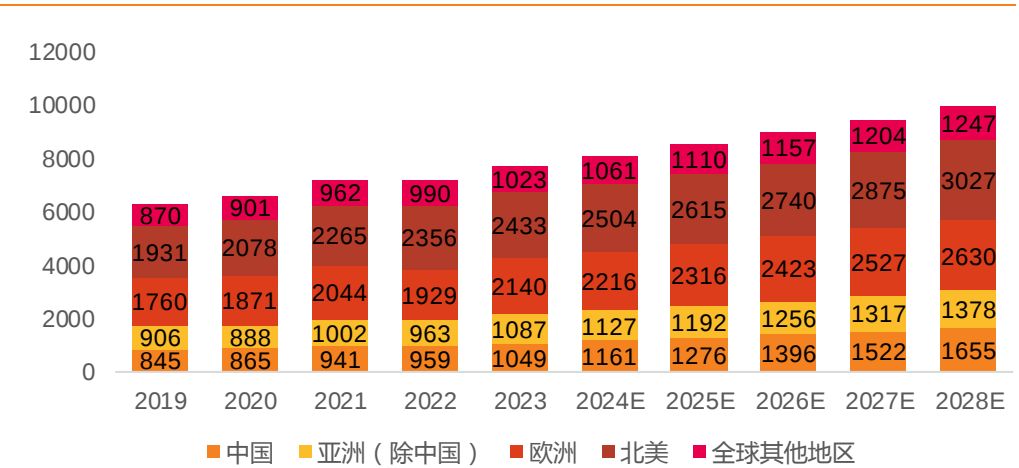
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 玩具行业：IP 筑核心，AI+焕新生

2.1. 市场扩容，IP 玩具渗透率持续提升

全球玩具市场持续扩容，中国为最大的生产国及消费国。根据布鲁可招股书，2019-2023 年全球玩具市场 GMV 从 6312 亿元增长至 7731 亿元，CAGR 为 5.2%，预计 23-28 年 CAGR 为 5.1%。其中，中国是全球玩具最大的生产国及消费国之一，生产了全球大部分玩具，2023 年 GMV 为 1049 亿元。伴随玩具消费人群扩张以及消费者对 IP 玩具喜爱度提升，加上近年来本土企业研发、产品品质和 IP 商业化能力持续提升以及新型玩具品类的出现，中国玩具市场有望呈现加速增长态势。根据布鲁可招股书，预计 23-28 年中国玩具市场 CAGR 达到 9.5%。

图 12：全球玩具市场规模按地域划分，2019-2028（预计），单位：亿元



资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，中国国家统计局，布鲁可公司公告，天风证券研究所

表 4：全球玩具市场 GMV 按地域划分

地区	年均复合增长率（2019-2023）	年均复合增长率（2023-2028E）
中国	5.6%	9.5%
亚洲（除中国）	4.7%	4.9%
欧洲	5.0%	4.2%
北美	5.9%	4.5%
全球其他地区	4.1%	4.0%
全球	5.2%	5.1%

资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，中国国家统计局，公司公告，天风证券研究所

IP 玩具为玩具市场核心构成部分，渗透率有望持续提升。根据布鲁可招股书，2023 年全球/中国 IP 玩具市场规模为 5213 亿元/676 亿元，渗透率为 67.4%/64.4%。具备知名度的 IP 赋予玩具更高的辨识度，其叙事性结合丰富的内容更易吸引消费者购买，此外 IP 的广大粉丝基础及粉丝和 IP 的长期情感联结进一步扩大了消费者范围。随着影视、动漫角色等各类 IP 在全球的广泛传播和玩具行业 IP 商业化能力的不断提高，全球及中国 IP 玩具市场的渗透率也将持续提升，预计将在 2028 年分别达到 73.8%/74.5%。

2.2. AI 玩具：精神消费为先，产业落地提速

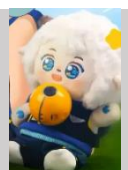
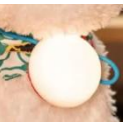
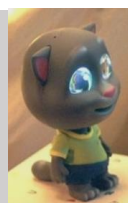
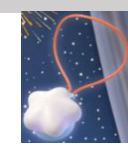
AI 玩具为 AI 核心落地场景之一，有望赋予 IP 玩具生命力。随着“AI+硬件”的深度融合，AI 玩具被视为是大模型落地的最佳场景之一，可更好地满足陪伴等精神消费需求及情绪价值。市场研究机构 Research and Markets 发布的数据显示，2022 年全球 AI 玩具市场规模约 87 亿美元（渗透率不到 10%），预计 2030 年达到 351 亿美元，年复合增长率超过 16%，我们认为 AI 融合或为玩具市场及 IP 市场注入生命力。

AI 大模型迭代，产业进程有望提速。“2024 火山引擎 FORCE 原动力大会”重磅发布豆包视觉理解模型，具备①更强内容识别能力②更强理解和推理能力③更细腻视觉描述能力，进一步打开大模型的场景应用天花板；2025 年 DeepSeek-R1 进一步凭借低成本+高性能+开源显著提升 AI 大模型产业应用能力，其将每百万 token 的价格从 o1 的 60 美元降至 2.19 美元，让企业和开发者们可以根据自身条件灵活选择，这种包容性策略正在重新定义 AI 的可及性。我们认为伴随 AI 大模型持续迭代，AI 玩具产业化落地进程有望提速。

AI 玩具爆款频现，市场参与者众多。卡西欧联合初创公司 Vanguard Industries 推出的 AI 毛绒宠物玩具 Moflin，单价折合人民币约 3000 元，却在预售期直接售罄；特斯拉推出售价 40 美元的 1:10 迷你版人形机器人玩具，也在上线 24 小时内售罄；字节跳动 AI 陪伴人偶“显眼包”作为节日礼品而非商品，在二手平台被炒至 500 元。2025 年 CES 上数十家公司展示了 AI 玩具、AI 陪伴机器人等形态的产品，其中包括三星、TCL 等头部电子企业，也包括众多初创公司，当前市场呈现百花齐放之势。

需求&形态多元，可拓展应用场景广阔。目前主流 AI 玩具按形态可以分为 AI 机器人玩具（如特斯拉人形机器人玩具）、AI 毛绒玩具（如字节跳动的 AI 陪伴玩偶“显眼包”、FoloToy 的 AI 仙人掌玩具）、AI 挂件玩具（如跃然创新的对话交互式挂件“BubblePal”）等；按功能可以分为陪伴（如卡西欧与初创公司 Vanguard Industries 联合推出的 AI 宠物 Moflin）、教育（如灵优智学与实丰文化合作的 AI 魔法星）、娱乐、健康等，潜在应用场景众多，可以满足不同年龄层、不同类型用户需求，我们预计成长空间广阔。

表 5：市面 AI 玩具信息

图片	名称	公司	定价	上市时间	功能
	AI 仙人掌	Folotoy	订阅价 258 元	2023 年 7 月	可根据需求随时应答，不仅反映灵敏、充满温度，还会通过积极互动鼓励探索；可提供个性化陪伴
	喜羊羊超能铃铛娃娃	奥飞娱乐	399 元	2024 年 5 月	身高 20cm，材质安全、柔软度高，内置 AI 芯片；自带夸夸模式和蓝牙模式；在蓝牙模式下，“超能铃铛”能变为音响，播放儿歌和故事
	Bubblepal	Haivivi	399 元	2024 年 7 月	不仅可以为你讲述动人的故事，更能与你一起「互动故事」，一同参与故事的创作；支持众多角色，每个角色不仅仅是形象和声音的变化，在背后更是拥有着不同故事与性格，还可以通过自主创建的方式来定义属于自己的玩偶人设。
	显眼包	字节跳动	无	2024 年 9 月	蓝白配色的毛绒玩具，内嵌豆包大模型、扣子专业版等 AI 技术，可以与人进行对话交互和情感交流；
	Moflin	Casio	约合 2815 元	2024 年 10 月	Moflin 是一款全新的人工智能宠物机器人，拥有由人工智能驱动独立情感，它的情绪会根据周围环境和与主人的交流而变化。当 Moflin 与主人共度时光时，他的情绪以多种方式增长。他们会记住主人的声音。
	人形机器人	特斯拉	约合 289 元	2024 年 11 月	以 1:10 比例精准复刻特斯拉第二代人形机器人 Optimus；整机巧妙融合了超过 40 个独立部件与 20 个灵活关节；配套迷你充电座模型以及一把 Cyber hammer
	爱小伴（奶龙款）	亿家亿伴	799 元	2024 年 12 月	积累专有儿童语料；可以将交互信息、外部知识、交互记忆、角色设定等各部分融合，让 AI 毛绒玩伴具备“灵魂”；具备成长性、个性化和长期记忆；具有自控式故事流、交互式过家家、主动情绪互动等多种玩法
	AI 童伴机器人	汤姆猫	1499 元	2024 年 12 月	底层模型上采用 MOE（混合专家模型）架构，搭载定制的“汤姆猫情感陪伴垂直模型”，同时调用豆包、DeepSeek 等模型的部分能力；交互内容、语速快慢、情感共鸣与情感传递上“真人化”，而且操作层面上手简单，任何年龄段均能快速使用、语音唤醒，并可随身携带
	AI 魔法星	实丰文化	399 元	2025 年 1 月	产品基于 AIGC 技术，运用豆包先进的大模型底层，进行二次训练出符合儿童对话习惯且脱离敏感话题的后台的模式。它的特点是能支持不同性格的多角色切换，而且针对不同语境适时进行回复和提问，进行深层次对话，让对话不再千篇一律

资料来源：淘宝网，Haivivi 官网，财联社，多知公众号等，天风证券研究所

3. 玩具业务：深度融合 AI+IP，引领行业潮流

研发&生产实力奠定产品创新基础。深耕玩具行业三十余年，公司拥有一支技术实力优秀的研发队伍，可完成从产品概念提出直至生产过程完成的全流程工作；公司及下属子公司研发体系完善，设有游戏及动漫制作部、外观设计组、结构设计组、模型制作组、平面设计组、电子设计组，形成了以综合技术见长的研发系统，近年来公司研发费用持续投放，且荣获多个高价值量玩具奖项。此外，公司生产制造能力优越，拥有先进的加工设备、高素质的生产队伍、先进的模具设计中心、高效的注塑、压铸、产品涂装、装配等生产车间，致力于保证产品品质、提高生产效率。

表 6：公司玩具业务获得的部分重要奖项

序号	颁奖单位	奖项名称	获奖时间
1	中外玩具网	2023 年中外玩具大奖-年度热销奖（智能飞飞兔）	2023 年 3 月
2	澄海玩具协会	工业设计大赛专项奖（智能飞飞兔）	2023 年 4 月
3	澄海玩具协会	汕头玩具设计大赛-年度功能创新奖（智能飞飞兔）	2023 年 4 月
4	深圳市儿童智能产业协会	2023 中国儿童智能产业行业创新品牌奖	2023 年 5 月
5	广东省商务厅	粤贸全国“粤靓 100”品牌企业	2023 年 11 月
6	广东省玩具协会	企鹅嗡嗡-2024 中外玩具大奖-年度网红产品奖	2024 年 4 月
7	玉猴奖组委会和深圳 IP 设计周组委会	第七届“玉猴奖”——“2024 年度十佳被授权商”	2024 年 4 月

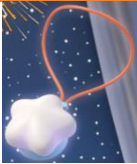
资料来源：公司公告，天风证券研究所

率先布局 AI 智能玩具，满足陪伴、早教等功能性需求。在 AI 玩具及 GPT 智能玩具市场“从 0 到 1”的发展过程中，公司率先推出一系列智能宠物玩具，如智能飞飞兔、智能机器狗、智能小怪兽等，产品集合了包括学舌、躲猫猫互动、DIY 更换配件等多个早教益智功能，旨在为孩子们提供一个多元化的娱乐和学习体验，在市场上取得了不错的反响。此外，公司率先融合 AI 大模型，目前已开发两款 AI 智能玩具：

①**智能飞飞兔 GPT 网络版：**2023 年 12 月公司率先融合应用 GPT 技术，推出智能飞飞兔 GPT 网络版，该玩具产品使用的主控芯片是全志科技的商用等级芯片，加入了语音识别、内容过滤等功能，测试了语音交互、连续对话等产品性能，初步验证了相关技术实现的可行性。这是一款专为 3-5 岁儿童定制的集合 AI 聊天、学习和玩乐为一体的智能陪伴型互动玩具产品，搭载了脱敏版（多层技术过滤，为儿童提供积极、健康的内容）GPT 语音聊天技术，区别于传统的针对特定任务和场景开发的电子玩具。飞飞兔 GPT 可以处理各种类型的自然语言输入和输出，让玩具更加智能化、互动化，提供更加有趣、创新的玩具体验。

②**AI 魔法星：**为公司与灵优智学（深圳）科技有限公司合作开发的第二代 AI 智能玩具，是公司在玩具智能化领域的一次重要尝试。该产品基于 AIGC 技术，运用豆包先进的大模型底层，进行二次训练出符合儿童对话习惯且脱离敏感话题的后台的模式，能支持不同性格的多角色切换，而且针对不同语境适时进行回复和提问题，进行深层次对话，让对话不再千篇一律。目前已在公司线上渠道进行预售，公司希望借助 AI 玩具可以进一步扩大公司的品牌的影响力，快速积累品牌知名度，从而使公司在市场竞争中占据更大份额。

表 7：公司智能玩具产品线

产品图片	产品名称	价格	产品功能
	AI 魔法星	¥399	基于 AIGC 技术的对话交互式智能挂件，通过自然交流和情感陪护功能，成为孩子的智慧伙伴；可记录每日在线使用时长，每时每刻交流内容文字储存；亲肤材质，安全呵护，轻便携带。
	智能飞飞兔	¥199	炫酷的太空造型，1.眼镜可以自由装卸；2.手中道具可以自由 DIY 组合；3.耳朵可以摆动遮住眼睛进行躲猫猫智慧环境声控游戏互动；4.机智学舌模式搞怪变声；5.内置多首音乐
	奶龙电动模玩	¥69	系列玩具都拥有奶龙萌萌外观和专属音效主题曲带来温馨陪伴，硅胶材质 Q 弹柔软。这一系列产品是当下年轻人喜欢的玩具形态，可玩、可摆、还便于随身携带，不仅能够提供娱乐，还能在日常生活中发挥装饰和陪伴的作用，是年轻人的治愈解压新选择。
	企鹅嗡嗡	¥129	1.在游戏模式下，可用蜂蜜棒敲击桌面或是敲打产品都可以演奏乐曲，敲击速度越快则音乐节奏越快，培养乐感新体验；2.具有丰富早教益智内容，包含有音乐儿歌、国学经典、摇篮安抚等；3.头顶的竹蜻蜓和翅膀都会跟随音乐节奏转动和摆动；4.具有智能学舌互动功能，你说一句，它学一句；5.配备丰富配件，可自由 DIY 搭配
	可达鸭电动模玩	¥129	环境声音，感应前进，高度还原可达鸭走路姿态；红外避障，抱头后退，复刻经典抱头动作；趣味语音互动，倒地脚掌扑腾；加厚 ABS，防摔抗撞；待机、低电状态特殊音效提醒，保证正常使用

资料来源：淘宝网，天风证券研究所

IP 储备丰富，产品矩阵持续扩宽。在 IP 动漫衍生品玩具领域，公司积极推进自有 IP+ 优质授权 IP 产品开发；目前已获得宝可梦、奶龙、蛋仔派对、贪吃蛇大作战、超级飞侠等热门 IP 授权，已开发宝可梦场景套装玩具系列、可达鸭款（电动）、奶龙款（电动）玩具正热销中；同时公司不断打造自主研发、原创的 IP 产品，打造了小鹦鹉奇奇、智能飞飞象等多款热销智能电动玩具，融入多种文化元素，让玩具更具人文关怀和温度。未来公司将继续紧跟时代潮流，推动 IP 版图扩张，与更多优秀 IP 展开合作，结合每个 IP 的属性形成独一无二的设计风格，能够满足不同年龄层、不同审美需求的消费者。

IP 变现能力强，产品迭代、出海多维赋能成长。根据《License Global》发布的《2022 年度全球玩具报告》，2022 年 10 大畅销顶级玩具品牌之一的 Pokemon 宝可梦位居榜首，2022 年公司正式取得宝可梦正版授权，并开发了宝可梦场景套装系列玩具，获得市场广泛好评；2024 年公司进一步推出可达鸭款电动玩具，是一款集娱乐、互动、收藏于一体的多功能玩具伙伴。2024 年，公司在拥有上述玩具的中国内地与中国港澳台地区授权后，再度获得新加坡、马来西亚、越南、印度尼西亚等国家的授权，这一布局标志公司在海外市场的拓展卖出了坚实的一步。

宝可梦作为全球最受欢迎的动漫形象之一，拥有庞大的粉丝群体和极高的品牌价值；公司玩具产品高度还原角色形象，在互动性和娱乐性上做出创新，并获宝可梦全球多区域授权，我们认为充分彰显公司 IP 商业化变现能力。此外，公司在 AI 玩具方面积累的能力有望拓展至 IP，实现 AI 对 IP 赋能，后续发展值得期待！

图 13：实丰文化的宝可梦系列玩具（左：电动可达鸭；右：宝可梦场景套装系列）



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

4. 游戏业务：把握流量红利，多元并举扩张 IAA 版图

专注休闲 IAA 游戏开发，多款产品名列前茅。公司的游戏业务专注于休闲 IAA 小游戏的研发与发行，主要集中在抖音、微信以及快手。公司积极引进高端游戏人才，紧密把握新时代游戏文化的发展趋势，致力于为玩家提供轻松愉快的游戏体验。目前游戏产品线丰富多样，包括《小小庇护所》《冲一冲专家》《小小生存队》《魔性大冒险》《生存 21 天》《躺平保卫战》《我不修仙只练剑》《纸上攻防战》等多款受欢迎的游戏作品。2024 年 11 月，公司旗下的《小小庇护所》在引力引擎微信小游戏畅玩榜中排名 top20。

图 14：DataEye 与引力引擎联合发布，11 月微信小游戏畅玩榜

20		小小庇护所 AD 🔥	休闲：第19名 实丰文化发展股份有限公司	-13 ▼
21		吃碰消消消 AD 🔥	休闲：第20名 厦门屿晃科技有限公司	-5 ▼
22		全民企业家 AD 🔥	休闲：第21名 深圳市掌上乐游科技有限公司	29 ▲
23		逆袭从养猪开始 AD 🔥 新进榜	休闲：第22名 长沙市米小游网络科技有限公司	
24		宿管来了 AD 🔥	休闲：第23名 成都木木互娱科技有限公司	-3 ▼

资料来源：网易新闻，天风证券研究所

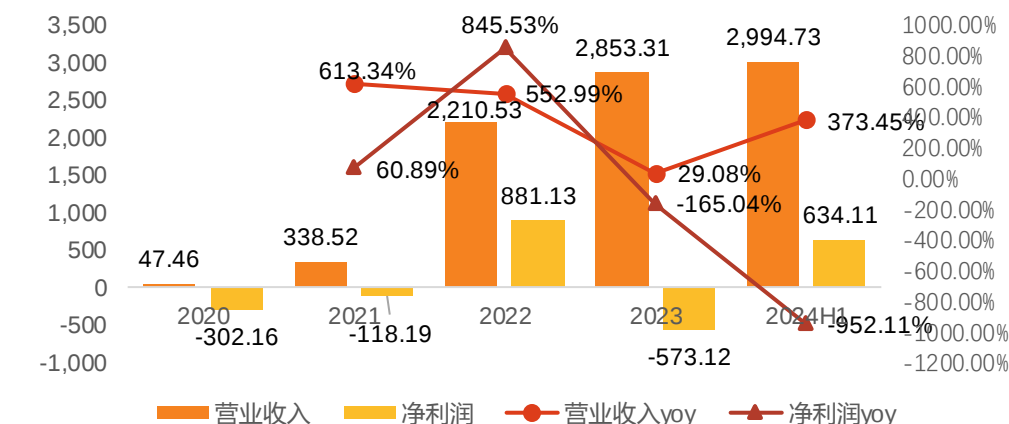
核心团队稳定且经验丰富，业务向海外及 AI 进军。公司游戏团队目前共 60 余人，投放团队 20 余人，团队核心人员均拥有超 10 年的行业经验，具备较强的市场敏锐嗅觉、较深厚的研发及运营底蕴。2024 年，游戏业务板块的运营模式将从抖音发行人短视频发展延伸至抖音直投、网络直播、快手直投，瞄准海外市场，进入大航海时代，同时公司将密切关注 VR/AR、AI 算法等技术突破发展动态，和用户习惯、政策环境等配合的最新动态，随着元宇宙技术的不断进步，游戏作为元宇宙概念的最佳载体，牢牢抓住新一轮的红利周期。未来公司的游戏业务将在原有业务的基础上加深布局海外市场以及 AI 领域，最终以研发+运营一体化的方式，打造自主的产业闭环生态链。

多元路径深挖小游戏商业价值。现阶段公司游戏业务围绕游戏买量展开，即与多元广告平台达成合作，精准采买流量资源，继而凭借游戏内植入广告的形式，将流量转化为实际收

益，深挖游戏商业价值。2024H1 子公司实丰网络收入 2995 万元、利润 634 万元，净利率达到 21%。

后续 IAA 游戏行业的市场竞争更加激烈，为实现小程序游戏的增长持续性，公司团队计划采取以下措施：**1) 多元化获量路径：**挖掘小红书、哔哩哔哩、微信视频号等平台的流量潜力，利用其流量快速扩张和用户时长增长的优势，低成本获得丰富流量；通过与影视、动漫等热门 IP 联动，拓展用户群体，提升知名度，但要注重与自身产品的契合度；运用试玩广告，让用户提前感知游戏内容，提升兴趣与参与感。**2) 提升用户体验：**优化游戏玩法与内容，关注玩家需求，不断推陈出新，开发新玩法，提升游戏的趣味性与挑战性；加快前期节奏，通过内容驱动及成长驱动让玩家对游戏形成期望；利用微信服务通知等适当发送游戏提醒，提高用户对游戏的关注度。**3) 建立玩家社交生态圈：**依附于微信等平台的生态，充分复用社交链，通过排行榜、社交互动等功能，提高裂变速度，增强用户之间的互动与竞争，增加用户黏性和传播度。

图 15：实丰（深圳）网络科技有限公司 2020-2024H1 收入及营业利润（单位：万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

收入方面，公司玩具业务聚焦“智能、IP、潮流”三大产品矩阵，AI+IP 深度融合有望打造人气商品、释放增量；休闲游戏业务保持创新开发，加深出海及 AI 领域布局。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 4.4/5.7/7.4 亿元，收入增速分别为 40.2%/30.1%/27.9%，毛利率分别为 40.5%/45.2%/46.7%，

分行业来看：

- 1) 玩具业务：公司积极顺应 AI 玩具及 GPT 智能玩具市场发展趋势，目前上线智能飞飞兔 GPT 版本、AI 魔法星两款 AI 智能玩具产品，市场反响热烈，业绩增量有望稳步释放；此外，公司 IP 储备丰富，已开发宝可梦场景套装玩具系列、可达鸭款（电动）、奶龙款（电动）玩具正热销中，部分产品获得新加坡、马来西亚、越南、印度尼西亚等国家的授权，出海有望进一步贡献增量；展望未来 AI+IP 深度融合打开想象空间。我们预计 24-26 年玩具业务收入分别为 3.0/3.7/4.7 亿元，同比增长 6.93%/21.45%/26.41%。
- 2) 游戏业务：公司专注于休闲 IAA 小游戏的研发与发行，积极引进高端游戏人才，游戏产品线丰富多样，如《小小庇护所》等在微信小游戏畅玩榜中名列前茅，有效支撑收入放量。未来公司发力多元化获量路径、提升用户体验、建立玩家社交生态圈，业务团队将持续提高自研能力及发行能力，预计持续推出新的游戏作品，满足市场的多样化需求。我们预计 24-26 年收入分别为 1.3/2.0/2.6 亿元，同比增长 350%/50%/30%。

利润方面，公司加大技术研发打造 AI 玩具产品矩阵，有望实现规模放量的同时优化玩具产品盈利结构，同时高毛利的游戏业务在多元战略赋能下收入占比持续提升，我们预计公司盈利能力有望稳步释放，预计公司 24-26 年归母净利润分别为 0.1/0.6/1.0 亿，25-26 年对应 PE 分别为 50X/31X。

表 8：收入拆分及预测

单位（百万元）	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	365.39	328.54	315.23	442.0	574.9	735.4
yoy	45.54%	-10.08%	-4.05%	40.22%	30.06%	27.92%
毛利率	16.08%	12.26%	14.99%	40.5%	45.2%	46.7%
主营业务收入拆分：						
玩具						
收入	358.78	303.04	283.72	303.4	368.4	465.8
yoy	43.32%	-15.54%	-6.38%	6.93%	21.45%	26.41%
毛利率	15.58%	12.76%	14.45%	15.41%	16.54%	17.51%
游戏						
收入	3.39	22.17	29.25	131.6	197.4	256.6
yoy	613.34%	554.98%	31.91%	350.00%	50.00%	30.00%
毛利率			90.19%	96.00%	97.00%	98.00%

资料来源：WIND，天风证券研究所

实丰文化前瞻性把握行业红利布局智能 AI 玩具，后续 AI+IP 融合有望打开想象空间，首次覆盖给予“增持”评级。

6. 风险提示

宏观经济波动风险。公司产品以外销为主，在通胀风险、供求关系变化、供应链等问题的影响下，如未来公司主要产品市场受到宏观经济波动的不利影响，将可能造成公司在国外市场的订单减少、存货积压等状况。

汇率波动风险。目前公司境外收入占营业收入比重较大，公司的出口产品大部分以美元结算，如果未来人民币大幅升值或贬值将给公司的经营业绩带来一定影响。

玩具行业市场竞争风险。目前我国玩具行业集中度不高，具有自主品牌并具有较大市场影响力的较少，叠加国内劳动力成本上涨压力，众多技术含量较低且无品牌影响力的中小型企业所采用的低价竞争等策略对玩具行业产生不利影响。

互联网游戏行业政策变化的风险。随着游戏行业发展，监管机构的监管法律、法规将越来越规范和完善，虽然目前游戏版号已重新开启审核下发，但依然存在未来行业政策变动对公司主要游戏业务进展产生影响的风险，包括影响国内市场的游戏业务推进、整体产品储备等方面。

股价波动较大风险。公司进军 AI 玩具业务，股价易受到市场情绪影响，股价或波动幅度较大。

现 24 年业绩仅为预告，请以公司最终公告为准。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	135.18	69.52	35.36	45.99	58.83
应收票据及应收账款	103.50	111.12	143.56	215.74	245.61
预付账款	16.31	10.73	25.49	14.37	33.31
存货	102.91	91.96	96.65	130.63	152.15
其他	14.37	10.10	19.87	17.69	20.96
流动资产合计	372.28	293.44	320.92	424.42	510.87
长期股权投资	111.50	81.54	81.54	81.54	81.54
固定资产	163.03	168.46	195.50	205.73	215.62
在建工程	6.42	33.14	51.42	62.48	69.73
无形资产	43.20	42.08	40.98	39.87	38.76
其他	7.81	11.36	7.27	8.81	9.15
非流动资产合计	331.97	336.58	376.71	398.44	414.81
资产总计	704.25	630.02	697.63	822.86	925.68
短期借款	100.12	113.80	160.50	188.67	197.01
应付票据及应付账款	20.14	31.88	12.41	41.59	28.12
其他	71.35	37.14	58.71	58.92	78.26
流动负债合计	191.61	182.81	231.62	289.18	303.39
长期借款	37.50	38.50	47.29	51.32	37.46
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.26	0.12	0.44	0.27	0.28
非流动负债合计	37.76	38.62	47.73	51.59	37.73
负债合计	231.53	221.50	279.34	340.77	341.12
少数股东权益	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	267.80	267.31	267.31	267.31	267.31
留存收益	97.32	33.23	43.26	107.03	209.44
其他	(12.43)	(12.03)	(12.28)	(12.25)	(12.19)
股东权益合计	472.71	408.51	418.29	482.09	584.56
负债和股东权益总计	704.25	630.02	697.63	822.86	925.68

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(40.55)	(64.25)	10.03	63.77	102.41
折旧摊销	22.57	26.59	29.78	31.82	33.96
财务费用	6.16	6.96	7.72	10.32	10.78
投资损失	(0.45)	18.05	6.38	1.20	1.00
营运资金变动	12.19	31.66	(51.62)	(63.42)	(70.44)
其它	12.28	2.81	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	12.20	21.81	2.28	43.68	77.70
资本支出	117.07	27.79	73.68	52.17	50.00
长期投资	88.37	(29.96)	0.00	0.00	0.00
其他	(276.95)	(113.50)	(154.06)	(105.37)	(101.00)
投资活动现金流	(71.52)	(115.66)	(80.38)	(53.20)	(51.00)
债权融资	19.95	20.80	44.19	20.11	(13.92)
股权融资	(0.05)	(0.09)	(0.25)	0.03	0.06
其他	(3.60)	10.33	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	16.29	31.04	43.94	20.15	(13.86)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(43.03)	(62.81)	(34.16)	10.63	12.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	328.54	315.23	442.02	574.89	735.42
营业成本	288.28	267.97	263.05	314.99	391.71
营业税金及附加	1.94	1.90	2.56	3.28	4.12
销售费用	15.95	37.96	84.12	106.70	134.07
管理费用	29.10	32.63	45.17	47.43	60.30
研发费用	12.28	12.45	17.02	21.56	26.84
财务费用	3.33	6.34	7.72	10.32	10.78
资产/信用减值损失	(10.83)	(2.42)	(10.21)	(7.82)	(6.82)
公允价值变动收益	(6.67)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.45	(18.05)	(6.38)	(1.20)	(1.00)
其他	34.80	40.90	0.00	(0.00)	0.00
营业利润	(40.08)	(64.45)	5.79	61.60	99.79
营业外收入	1.14	0.73	4.32	2.06	2.37
营业外支出	0.11	0.26	0.12	0.16	0.18
利润总额	(39.05)	(63.98)	9.99	63.50	101.97
所得税	1.49	0.27	(0.04)	(0.27)	(0.43)
净利润	(40.55)	(64.25)	10.03	63.77	102.41
少数股东损益	(0.07)	(0.16)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	(40.47)	(64.09)	10.03	63.77	102.41
每股收益（元）	(0.34)	(0.53)	0.08	0.53	0.85

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-10.08%	-4.05%	40.22%	30.06%	27.92%
营业利润	264.34%	60.81%	-108.99%	963.50%	61.99%
归属于母公司净利润	4061.36%	58.35%	-115.65%	535.84%	60.60%
获利能力					
毛利率	12.26%	14.99%	40.49%	45.21%	46.74%
净利率	-12.32%	-20.33%	2.27%	11.09%	13.93%
ROE	-8.56%	-15.69%	2.40%	13.23%	17.52%
ROIC	-8.55%	-12.39%	2.73%	12.12%	16.37%
偿债能力					
资产负债率	32.88%	35.16%	40.04%	41.41%	36.85%
净负债率	1.30%	24.22%	44.23%	42.48%	32.30%
流动比率	1.92	1.60	1.39	1.47	1.68
速动比率	1.39	1.10	0.97	1.02	1.18
营运能力					
应收账款周转率	3.24	2.94	3.47	3.20	3.19
存货周转率	3.16	3.24	4.69	5.06	5.20
总资产周转率	0.48	0.47	0.67	0.76	0.84
每股指标（元）					
每股收益	-0.34	-0.53	0.08	0.53	0.85
每股经营现金流	0.10	0.18	0.02	0.36	0.65
每股净资产	3.94	3.40	3.49	4.02	4.87
估值比率					
市盈率	-78.87	-49.81	318.28	50.06	31.17
市净率	6.75	7.81	7.63	6.62	5.46
EV/EBITDA	87.92	-188.83	53.32	28.43	21.33
EV/EBIT	-684.73	-64.78	100.83	38.78	27.17

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，相对同期沪深 300 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，相对同期沪深 300 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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com