

四问四答：补货、IP 周期、海外拓展、国内市场

核心观点

本篇报告对市场近期关心的四个问题进行了解答。

问题一：如何看待补货、二手价格、基本面的关系？

- 公司并不参与二手市场，而关心的是普通消费者的需求与购买体验，与公司“传递美好”的价值初衷一致。补货反映的是真实消费者的需求旺盛，二手价格的波动并不能反映 IP 价值。公司主动打击黄牛的行为，有利于普通消费者的购买体验感，长期维护了品牌与 IP 形象。
- 补货常态化，说明畅销款正在走向“常青款”。历史上 Molly 的一天、SKULLPANDA 温度 系列，在售周期均超过 30 个月，明显大于潮玩行业平均半年至一年的销售周期，我们相信 Labubu 搪胶 1~3 代将成为公司新的长青销售系列。长青款的需求，主要还是来自用户对 IP 的喜爱和对设计的认可，部分产品从“可选”走向“必选”。除了 Labubu，今年 Crybaby 豹豹猫猫系列、星星人 123! 系列，正成为新的长青销售款。

问题二：怎么看待泡泡玛特 IP 的生命周期、运营节奏？

- 对 LABUBU 的长线运营能力保持信心。根据谷歌搜索趋势，Labubu 最近一年的全球热度大幅提升，在我们统计的迪士尼，哈利波特，宝可梦，Taylor Swift 等全球热门 IP 当中，LABUBU 最年轻，体现出强劲的爆发力。如何在下一个十年依然保持 IP 热度和活力，我们对此保持信心：1) 相较内容 IP，形象 IP 脱离传统内容的长制作周期，能有更高频的 SKU 发售，通过消费者高频复购与日常佩戴（包挂、发卡、手机壳等），以最原始的物理接触，不断将 IP 影响渗透到消费者心智中；2) 另一方面，通过动画影片、线下乐园、珠宝积木等多样化 IP 运营，使得 IP 形象更加丰满与立体。
- 二线 IP 势能快速提升。泡泡玛特已经形成较强的潮玩平台属性，在头部 IP 带动下，其他 IP 势能提升迅速。从 Tik Tok 小店累计销售额占比看，英国市场排名前三的 IP 为 Labubu（52%）、Crybaby（26%）、SKULLPANDA（9%）。菲律宾为小野（46%）、Crybaby（40%）、HA CIPUPU（4%），部分市场新 IP 销售占比突出。近 5 个月来看，Labubu、Molly、SKULLPANDA 的 SKU 更新数量 15~20 个，二梯队的小野、星星人、Zsiga 也保持 10 个左右的 SKU 发售数量。

泡泡玛特 (9992.HK)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

010-56135147

SAC 编号:S1440523110001

发布日期：2025 年 07 月 08 日

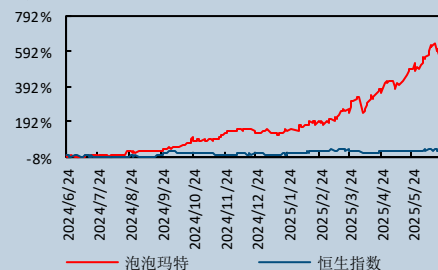
当前股价：269.60 港元

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
9.41/8.79	81.83/81.83	540.10/508.71
12 月最高/最低价 (港元)		275.00/35.25
总股本 (万股)		134,294.32
流通 H 股 (万股)		134,294.32
总市值 (亿港元)		3,279.47
流通市值 (亿港元)		3,279.47
近 3 月日均成交量 (万)		1618.20
主要股东		
GWF Holding Limited		41.78%

股价表现



相关研究报告

25.04.01 【中信建投传媒】泡泡玛特(9992):24 年报点评：IP 多极增长，海外业绩高增

问题三：海外市场拓展，到了什么阶段？

- 美国：25年明显打开市场，开店空间仍大。**一季度公司北美收入同比增长 895%-900% 表现亮眼，核心依靠的是潮流流行文化在本土消费者的渗透提升、客流与单店亮眼，而存量的店铺数量目前并不算多。截至 6 月 19 日，我们统计的美国门店数为 **39 家**，明显低于北美市场典型的新消费品牌，比如 **YSL（59 家）、乐高（120 家）、Lululemon（475 家）、PANDORA（563 家）、丝芙兰（628 家）**，中期开店空间仍大，目前公司在美国店铺 56% 位于加州、德州与华盛顿州，未来**进入新州、单个州内加密**的空间都较大。
- 欧洲：文化艺术高地，战略意义大，长期有望看齐北美。**欧洲本土诞生了大量世界级潮流与奢侈品牌，代表欧洲市场对审美的高要求，在欧洲市场的成功，对公司的品牌形象具有重要意义。目前泡泡玛特已进入 5 个国家，分别为英国（8 家）、法国（6 家）、西班牙（1 家）、荷兰（1 家）和意大利（1 家）。期待更多**本土地标型店铺**（如卢浮宫、大英博物馆），以及**本土联名与限定款等更针对性的运营**，后续门店数量和单店收入都有望向北美看齐。
- 东南亚：基本盘深厚，IP 影响力助力中泰建交。**东南亚是公司出海成功第一站，IP 与消费者的基础深厚，目前东南亚门店 41 家，今年二季度新开门店 10 家，主要由泰国和印尼贡献。今年是中泰建交 50 周年，**Labubu 和 Dimoo** 深度参与其中，包括相关活动形象露出与限定款，将进一步提升在东南亚的国民度。

问题四：回归国内基本盘，消费群体渗透率到什么阶段？

- 我们预计中长期国内潮玩消费群体的规模为 1.8-2.4 亿人。**潮玩消费群体主要为 Z 世代和新中产。目前国内 Z 世代约 2.32 亿人，我们预计潮玩渗透率为 50%-80%；30 岁以上新中产约 1.56 亿人，潮玩渗透率预计为 Z 世代的一半。**截至 24 年底，泡泡玛特在中国内地的累计注册会员为 4608 万，估算中长期在国内的用户渗透还有较大的空间。**

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2026E
营业收入(百万元)	6,301	13,038	25,523	36,750	48,544
增长率(%)	36.5%	106.9%	95.8%	44.0%	32.1%
Non-GAAP 净利润(百万元)	1,191	3,403	6,929	10,380	13,766
增长率(%)	107.6%	185.9%	103.6%	49.8%	32.6%
EPS(元/股，摊薄)	0.89	2.53	5.16	7.73	10.25
P/E(倍)	266.1	93.1	45.7	30.5	23.0

资料来源：wind，中信建投

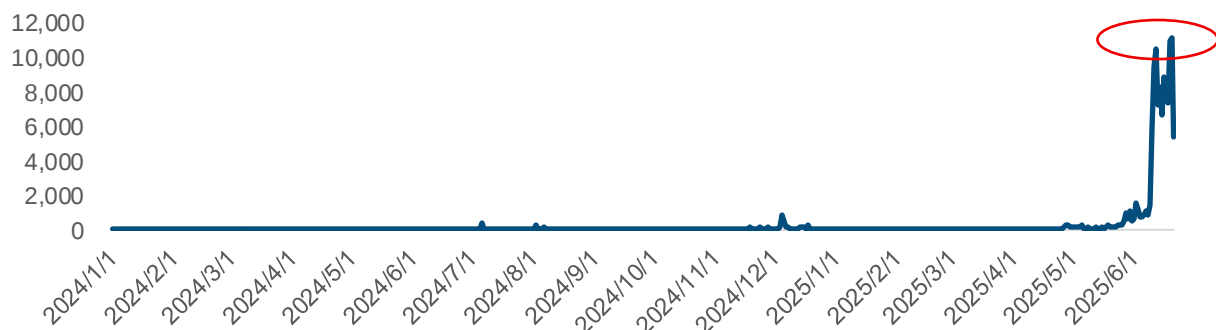
问题一：如何看待补货、二手价格、基本面的关系

今年 618 期间，Labubu3.0 搪胶毛绒进行大规模补货，导致二手市场价格下跌，公司股价也有所调整。6 月 18 日 Labubu3.0 搪胶毛绒首次在泡泡玛特官方小程序、天猫旗舰店等线上渠道进行补货预售，共放出八个预售批次，发货时间从 7 月 17 日到 9 月 22 日。目前这批货都已售罄，我们通过各预售链接上显示的销量，估计本轮放出约 200 万件商品，补货导致二手市场价格有所下跌。

我们认为此次补货，无论是对公司 IP 和品牌形象，以及基本面均有正向影响：

- 1) **IP 和品牌形象**：短期看，此次补货是公司主动戳破二级市场的价格泡沫，让更多人以正常价格买到 Labubu 产品，既能满足用户需求、提升购买体验，也能进一步扩大 Labubu 触达用户的范围，提升 IP 知名度。关键词“Labubu”的微信指数在补货后的第三天（6 月 20 日）创近 1 年以来新高。长期看，此次补货也遵循了泡泡玛特一贯的价值追求，对 IP 的长期运营和健康的市场环境有正向促进。公司 CEO 王宁在 4 月的全员信中就提到，希望品牌带给用户温暖和美好，让真正的用户都购买到公司的产品。
- 2) **公司基本面**：公司不参与二手市场，二手价格涨跌不会对一手产品的零售价和公司业绩产生影响。且二手价格下跌主要是由于短期内供给增加，而非用户需求规模减少，不会对未来的销售产生负面影响。相反此次补货是公司产能和运营效率提升的表现，在持续供不应求的状态下，补货对业绩有正向作用。

图表1：补货提升 IP 触达的用户范围和知名度，Labubu 微信搜索指数创近一年新高（万）

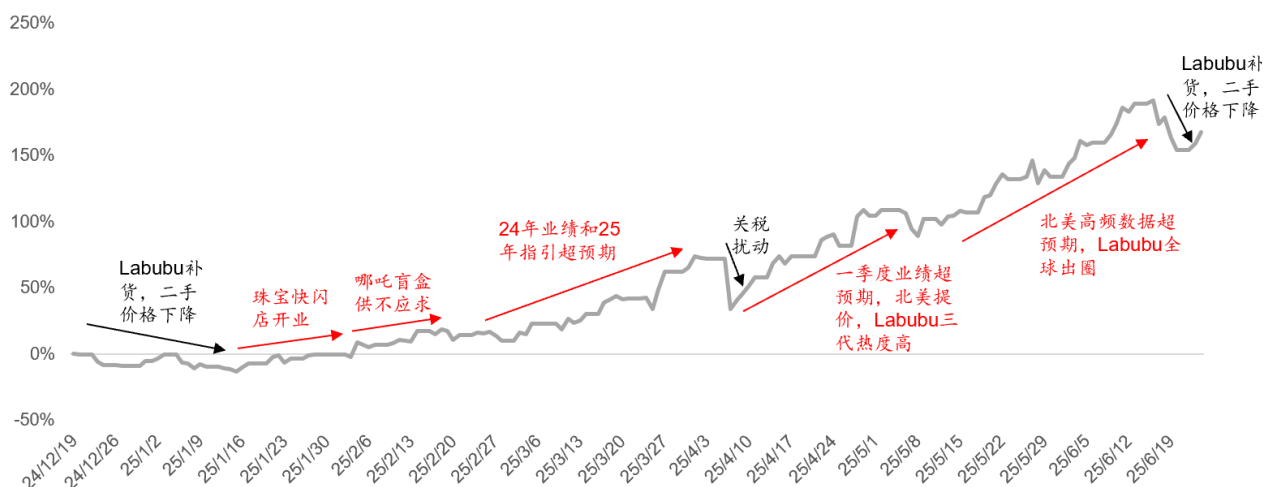


资料来源：微信搜索指数，中信建投；

回顾上一轮 Labubu 搪胶毛绒补货后，带来的更多是 IP 影响力的提升，以及业绩的增长。24 年 12 月 Labubu 搪胶毛绒的一代、二代和可口可乐款进行补货，导致二手价格下跌，其中可口可乐和第一代隐藏款分别下跌约 35%和 30%。从而导致 24 年 12 月 20 日至 25 年 1 月 15 日，泡泡玛特股价下跌 14%。但正是因为大量补货，才铺开了 Labubu 的 IP 影响力和销售额，25 年一季度公司国内收入同比增长 95~100%，除了低基数和哪吒的增量外，主要就是热门款的补货带来的。且随着 1 月 16 日珠宝快闪店开业，IP 珠宝业务正式落地，公司的股价反弹，5 天时间内快速修复前期的下跌幅度，并持续创新高，1 月 16 日至今股价涨幅达 200%。

另外我们也观察到，虽然今年以来 Labubu 一代、二代搪胶毛绒还进行了多轮补货，但目前二手价格仍有约 100%的溢价空间。据千岛 App，目前一代单个产品的二手价格为 200-247 元，一盒 6 个的二手价格为 1183 元，均为原始零售价的两倍左右。说明补货只是部分满足了用户的购买需求，产品仍然还在需求非常旺盛的状态。

图表2： 24 年 12 月 20 日至今公司股价复盘



资料来源: Wind, 泡泡玛特公告, 中信建投

Labubu 搪胶毛绒有望成为泡泡玛特又一个长青系列产品，后续补货可能将成为常态。泡泡玛特已打造出多款长青系列产品，生命周期最长达近 3 年。经典手办盲盒“Molly 的一天”在 20 年 8 月发售，23 年 5 月停产，销售时间长达 34 个月。泡泡玛特小程序也开设了补货专栏，持续对供不应求的产品进行补货。目前参与补货的产品就包括 SKULLPANDA 温度系列手办盲盒、DIMOO 在你身边系列手办盲盒，上市时间分别为 22 年 11 月和 24 年 6 月，上市至今已经有 32 和 12 个月。潮玩是讲求高频迭代、供给创造需求的行业，大多数潮玩产品通常在半年左右就失去热度。但上述案例表明，泡泡玛特部分产品凭借时尚性和实用性，获得稳定的需求释放和长时间的销售周期，穿越牛熊，逐渐从可选消费品向必选消费品过渡。而公司也通过持续的补货动作，试图去满足所有有需求的用户，直到目标用户都被满足、二手市场溢价陆续消失才停产。

Labubu 一代、二代搪胶毛绒分别在 23 年 10 月和 24 年 7 月上市，上市至今均已超过 11 个月，但经过多轮补货后仍处于供不应求的状态，二手市场也有溢价。因此我们预计 Labubu 搪胶毛绒可能成为继 Molly 的一天盲盒、SKULLPANDA 温度系列盲盒后的又一个长青产品。

图表3： 泡泡玛特部分经典产品，已经成为突破传统销售周期的“长青款”

				
产品名称	Molly的一天系列	SKULLPANDA温度系列	Labubu心动马卡龙系列搪胶毛绒	小野重塑系列
上市时间	2020年8月	2022年11月	2023年10月	2023年12月
累计销售时长	34个月	32个月	20个月	18个月
	已停售		持续补货	
				
产品名称	Labubu春天野在家系列搪胶毛绒	DIMOO在你身边系列	Labubu坐坐派对系列搪胶毛绒	
上市时间	2024年4月	2024年6月	2024年7月	
累计销售时长	15个月	12个月	12个月	
	持续补货			

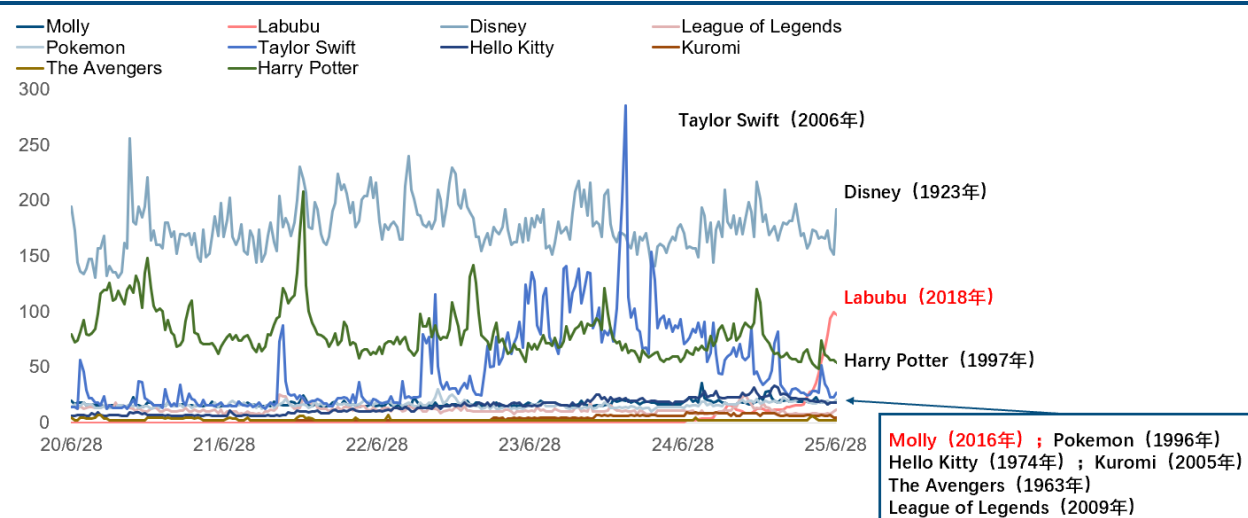
资料来源：泡泡玛特官方商城小程序，中信建投

问题二：怎么看待 IP 的生命周期、运营节奏？

泡泡玛特 IP 在全球范围内出圈。在海外，泡泡玛特实现更全面的明星 KOL 示范效应，从去年的 BLACKPINK 成员 Lisa，到今年的歌手 Rihanna、NBA 球星、贝克汉姆等，均主动将 Labubu 搪胶毛绒挂在书包上，且产品价格在大多数人的可承受范围内，因此吸引大量粉丝模仿。在国内，泡泡玛特获得新华网、人民日报等官媒报道，Labubu 三代在二级市场的高溢价也成为社会性话题。而且泡泡玛特在海外的爆火，又进一步激发了国内的热度。目前全球范围内购买泡泡玛特、在书包上悬挂 Labubu 搪胶毛绒都成为彰显潮流个性的行为之一。

泡泡玛特头部 IP 的关注度已与部分知名度高、寿命长的 IP 相当。从谷歌搜索指数看，海外经典 IP 的搜索热度普遍围绕一定的数值上下波动。Molly 的搜索热度长期与宝可梦、Hello Kitty 等 IP 相当，已进入长青运营阶段；Labubu 的搜索热度则从 24 年下半年以来持续攀升，最新热度已超过哈利波特、复仇者联盟、英雄联盟等 IP，但与迪士尼 IP 还有一定差距，后续增长空间较大。

图表4：泡泡玛特头部 IP 的谷歌搜索热度与海外经典 IP 相当（括号内为 IP 诞生时间）

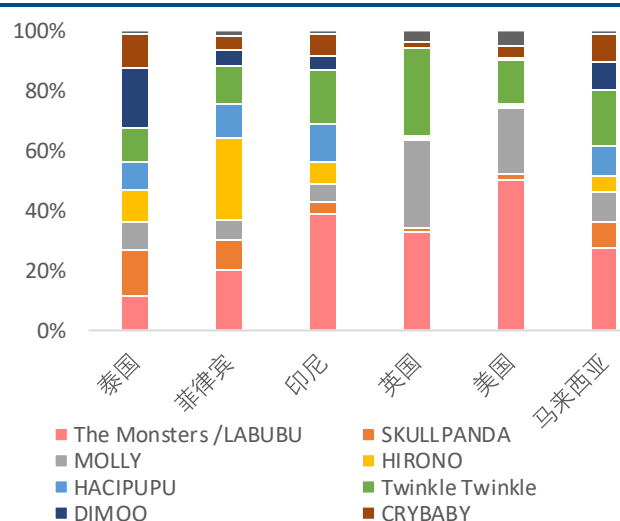


资料来源：谷歌搜索指数，中信建投；注：Labubu 和 Molly 的年份为泡泡玛特与 IP 签约时间

不同国家对泡泡玛特旗下 IP 的偏好并不一致。我们从两个视角观察不同国家对各个 IP 的偏好差异，一是各个 IP 在不同国家的谷歌搜索热度占比，二是各个 IP 在不同国家官方 TikTok 小店的累计销售额占比。Labubu 这一 IP 在海外热度最高，占泰国和美国 TikTok 小店的累计销售额比例分别为 75.24% 和 71.10%。Crybaby 受欢迎程度仅次于 Labubu，从 TikTok 小店累计销售额占比看，Crybaby 在印度尼西亚、菲律宾、马来西亚以及英国市场销售额占比分别为 46.84%、40.26%、27.47% 和 25.50%。

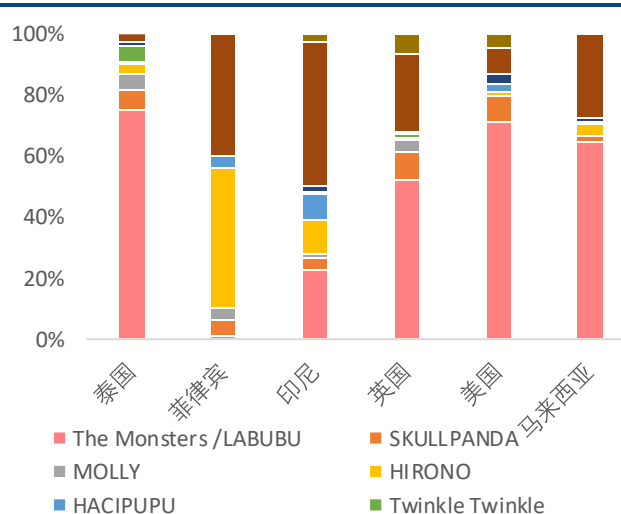
而不同国家的 IP 偏好差异在于：小野是菲律宾最受欢迎的 IP，在谷歌搜索指数和 TikTok 小店累计销售额中的占比均位列第一，分别是 27.17% 和 46.00%。英国市场则呈现出 Labubu、Molly 和星星人平分的局面，谷歌搜索指数占比均在 30% 附近。

图表5：各 IP 在不同国家的谷歌搜索热度占比

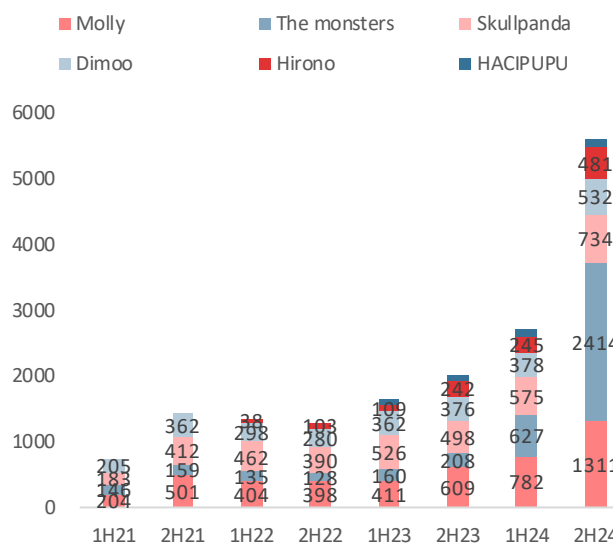


资料来源：谷歌搜索指数，中信建投

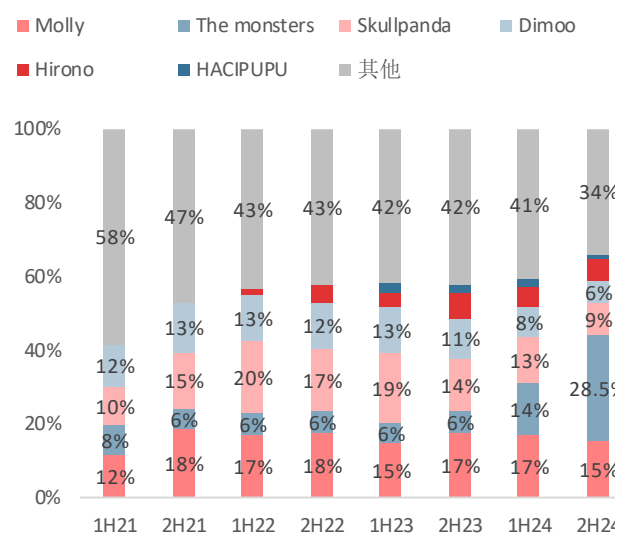
图表6：泡泡玛特各国 TikTok 小店累计销售额，按 IP 拆分



资料来源：Fastmoss，中信建投

图表7： 公司各 IP 收入情况（百万元）


资料来源：泡泡玛特公告，中信建投

图表8： 公司各 IP 收入占比


资料来源：泡泡玛特公告，中信建投

今年以来头部 IP 引领整体 IP 势能提升，新 IP 起量快。一方面，今年二线 IP 推新积极，我们统计 3 月 1 日-6 月 19 日泡泡玛特推出的新产品，Molly、SKULLPANDA、Labubu 等经典 IP 的新品数量依然排名前列，分别达 18、18 和 16 款，但小野、星星人、Zsiga 这些新 IP 的 SKU 数量也在 10 款左右。从品类看，搪胶毛绒已拓展至星星人和 Crybaby 两大新 IP，5 月 Crybaby 搪胶毛绒发售首日，国内多数门店售罄，成为二季度 Labubu 3.0 后的又一爆款。同时 Zsiga 和星星人分别发布了积木和首饰，新 IP 和新品类双轮驱动。

图表9： 泡泡玛特今年以来 IP 产品上新统计

分类	IP 名称	手办	毛绒	Mega	衍生品	合计
经典 IP	Molly	2	1	8	7	18
	SKULLPANDA	2	1	2	13	18
	Labubu	1	1	1	13	16
新 IP	小野	1			11	12
	星星人	1	1		9	11
	Zsiga	2			8	10
	Crybaby		1		4	5
	Chaka	1				1
	Insoul	1				1

资料来源：泡泡玛特公众号，中信建投证券

另一方面，一线 IP 也带动二线 IP 的搜索热度提升。23 年以来 Labubu、Molly 等头部 IP 的谷歌搜索指数大幅提升，带动 Crybaby、小野等二线 IP 的热度也呈现快速增长趋势。从谷歌搜索热度的年度平均值看，Crybaby 在 24、25 年增速分别为 32%和 26%，小野分别为 357%和 146%。

图表10：一线 IP 带动二线 IP 的谷歌搜索热度提升



资料来源：谷歌搜索，中信建投；注：25 年数据截至 6 月 26 日

无论是头部还是二线 IP，我们均看好泡泡玛特 IP 的长青运营，主要原因在于：

1) 从 IP 产品角度：泡泡玛特的 IP 均为形象 IP，虽然缺少内容做支撑，但凭借时尚潮流的外形设计和陪伴属性，也会具有较长的生命力。当前热度最高的 IP 毛绒盲盒兼具时尚性和实用性，除了作为桌面摆饰，还能当成书包挂件，与最初的手办盲盒相比，使用范围更广、用户黏性更高，能较好地提高 IP 的陪伴属性。

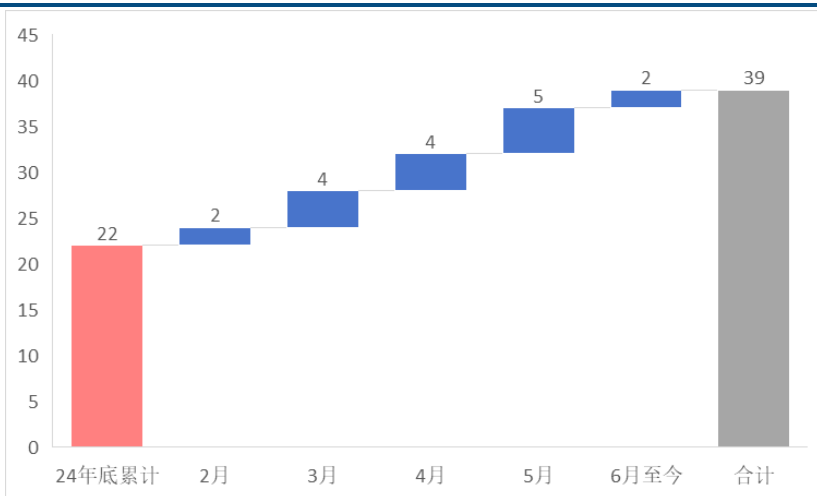
2) 从 IP 运营角度：新业态丰富，持续提升 IP 生命力。珠宝门店已在上海和北京开业。公司对珠宝新业态和珠宝门店的筹备由来已久，2025 年 1 月正式推出新潮首饰品牌 POPOP，首发 IP 包括小野、Molly、SKULLPANDA 等，品类包括手链、项链、戒指与耳饰，产品单价 300-3000 元，定价对标 Mega 的消费人群。乐园成为 IP 形象展示与互动的重要渠道，此前已推出 The Monsters 家族的线下互动演出，其中 Zimomo 大首领之舞在社交媒体广泛传播，相关话题在抖音和小红书的阅读量达 640 万、143 万。IP 内容布局也逐渐落地，目前已成立电影工作室，将推出《Labubu 与朋友们》动画剧集，后续还可能做电影。

问题三：海外拓展渗透到哪一步了？

1、美国市场：今年重点发力的地区，线下门店量价齐升可期

北美市场是今年海外业务的主要发力区域，不单纯依靠门店数量拓展，单店收入+客群拓展+明星效应破圈也是主要驱动力。据公司公告，一季度北美收入同比增长 895%-900%。我们根据公司官网、官方 ins 账号、谷歌地图等渠道统计美国门店数量，截至 6 月 19 日为 39 家，较 24 年底增加 17 家，增幅为 77%，其中 2-6 月每月开店数量分别为 2 家、4 家、4 家、5 家、2 家。我们认为今年以来美国收入高增，不单纯是新开门店带动，还有更高的单店表现，以及用户客群从留学生为主，拓展至本土年轻用户。从官方宣传视频看，德州、纽约等地区的新门店开业时，排队客户包含大量美国本土消费者。

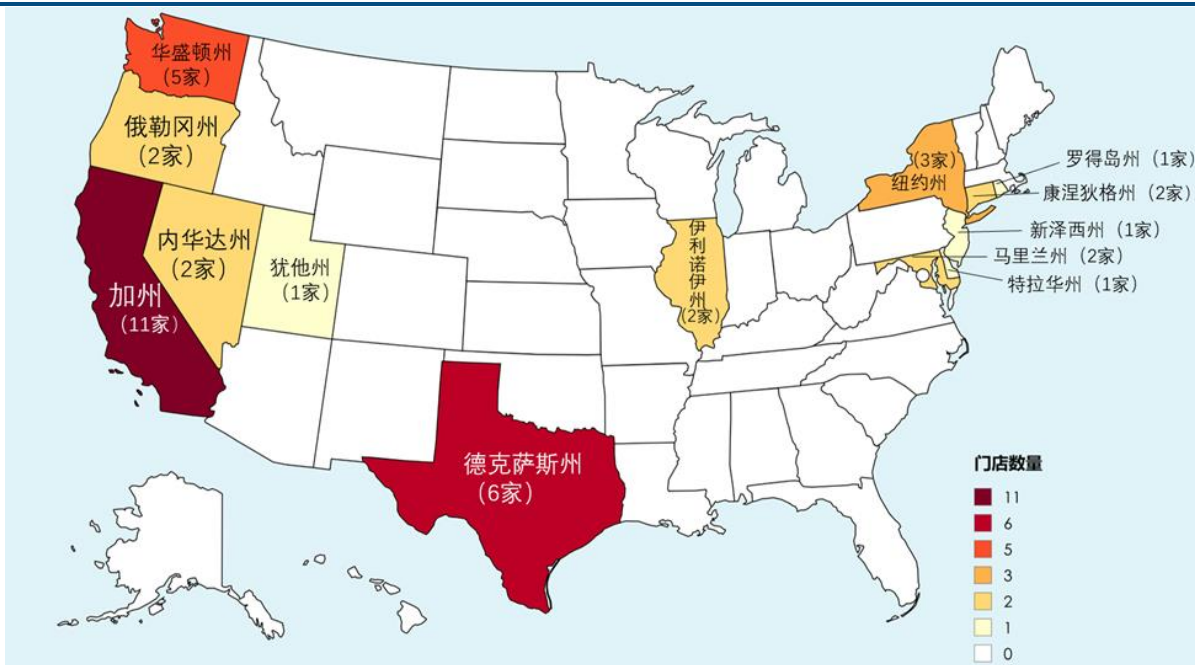
图表11：今年以来美国泡泡玛特开店情况



资料来源：泡泡玛特官网，谷歌地图，中信建投；注：上述数据包含三家从24年开放至今的快闪店，分别位于西雅图Alderwood Mall、芝加哥Michigan Avenue、洛杉矶Victoria Gardens；6月数据截至6月19日

目前美国门店主要集中在华人比较多的地区。目前泡泡玛特门店仅入驻了美国13个州，其中门店数量最多的前三个州分别是加州、德克萨斯州和华盛顿州，分别有11、6和5家，合计22家，占比达56%。这三个州也是华裔人口数量最多的前十个州之一。公司也在加速拓展其他州，4月至今已在特拉华州、罗德岛州、犹他州开出首店。随着消费人群拓展至更多本土年轻用户，有望加速拓展新的地区。

图表12：泡泡玛特美国门店主要集中在华人较多的州



资料来源：泡泡玛特官网，谷歌地图，中信建投；注：数据截至6月19日

我们通过对标其他新消费品牌的美国线下业务数据，展望泡泡玛特的增长空间。我们选取乐高、YSL、丝芙兰、Lululemon、潘多拉五大品牌进行对标。虽然全球范围内没有一家公司在产品、用户画像、渠道、业绩规模和增速等方面与泡泡玛特完全对标，但上述公司在其中多个维度与泡泡玛特一致。

1) 从主营产品看, 乐高、YSL、丝芙兰、Lululemon 和潘多拉分别主营积木、美妆服饰箱包、美妆、运动服饰和珠宝, 整体业务均属于新消费的范畴。

2) 从产品单价看, 乐高和 YSL 普遍为 100 美元以上, 其余均集中在数十美元的区间。

3) 从用户画像看, 乐高的积木玩具覆盖各年龄层, 用户画像以儿童和高学历高收入男性为主, 虽然性别与泡泡玛特不一样, 但高学历、高收入的用户特征类似。其他四个品牌则面向高收入的年轻女性用户, 与泡泡玛特重合度高。

4) 从销售渠道看, 乐高线上收入占比略高于线下门店, 其他均主要采取线下直销模式, 自营门店主要位于高线城市的中高端商场, 与泡泡玛特重合度高。

图表13: 上述四大对标品牌, 均在多个维度上与泡泡玛特一致

公司名称	主营产品	热销产品 均价 (美元)	用户 画像	线下门店 收入占比	美国线下门店 数量
 泡泡玛特	IP手办、毛绒和衍生品	20	✓ 15-30岁Z世代占85% ✓ 女性60%, 男性40%	58%	39
 YSL	彩妆和香水为主, 还有服饰箱包、眼镜等	93	✓ 25-40岁都市女性占75% ✓ 本科以上学历白领占超70%	82%	59
 乐高	拼搭积木	189	✓ 4-12岁儿童/高收入家庭的孩子占50%, 18-45岁成人收藏家占40% ✓ 男性60%, 女性40%	35%	120
 Lululemon	瑜伽服饰起家, 拓展各类运动服饰、瑜伽垫等	88	✓ 28-45岁中产占60% ✓ 女性70%, 男性30%	47%	475
 潘多拉珠宝	珠宝手链项链	48	✓ 20-35岁女性占95% ✓ 节日礼品消费占40%	60%	563
 丝芙兰	化妆品集合店	29	✓ 18-35岁年轻女性占90% ✓ 学生和初入职场者为主		628

资料来源: 各公司官网, 各公司公告, 中信建投; 注: 线下门店收入占比均为24年数据, 其中泡泡玛特为海外门店收入占比, 乐高为全球线下零售店收入占比, 其余为全球线下自营门店收入占比; 均价为美国官网Top10热销产品的平均单价; 美国线下门店数据截至6月19日, 来源公司官网, 其中潘多拉仅统计自营门店数量

从门店数量看, 泡泡玛特在美国开店空间大。目前泡泡玛特门店数量 39 家, 略低于 YSL 的 59 家, 但显著少于乐高、Lululemon、潘多拉、丝芙兰的 120、475、563 和 628 家。YSL 门店数量较少, 是因为品牌定位最高端、客单价较高。而泡泡玛特主流的手办和毛绒盲盒在美国只卖 15.99 到 22.99 美元, 相当于 5-7 杯星巴克的价格, 覆盖人群更广、购买频次更高, 理论上开店空间也更大。如果直接去对标乐高、Lululemon、潘多拉、丝芙兰四个品牌, 则泡泡玛特至少还有 2 倍的开店空间。后续开店有两大方向:

1) **进入新的州:** 目前泡泡玛特仅进入美国 13 个州, 即便是门店数量很少的 YSL, 也进入了 19 个州, 较泡泡玛特多 46%。而乐高、丝芙兰、Lululemon、潘多拉均进入了 40-50 个州, 覆盖美国绝大部分地区。

2) **单个州内的门店加密:** 与产品类型最相近的乐高相比, 泡泡玛特在德州、纽约州、伊利诺伊州这三个大

州的门店数量分别仅为后者的 79%、60%和 40%。而在目前泡泡玛特门店数量最多的三个州（加州 11 家、德州 6 家、华盛顿州 5 家），Lululemon、潘多拉和丝芙兰的门店数量是泡泡玛特的 2-11 倍。

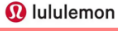
图表 14： 目前泡泡玛特美国门店数量与其他消费品牌对比

州名称	泡泡玛特	YSL	乐高	Lululemon	潘多拉 (自营门店)	丝芙兰	州名称	泡泡玛特	YSL	乐高	lululemon	潘多拉 (自营门店)	丝芙兰
加州	11	16	14	66	71	116	俄克拉荷马州			2	2	4	4
德克萨斯州	6	5	10	38	50	60	明尼苏达州			1	10	8	6
华盛顿州	5	1	4	11	12	15	南卡罗来纳州			1	7	6	5
纽约州	3	7	11	28	46	61	威斯康星州			1	6	5	4
内华达州	2	4	2	7	17	9	阿拉巴马州			1	6	5	3
伊利诺伊州	2	2	5	15	27	20	路易斯安那州			1	5	3	5
俄勒冈州	2	1	1	8	5	7	印第安纳州			1	4	7	6
马里兰州	2		3	7	11	12	内布拉斯加州			1	3	2	3
康涅狄格州	2		2	7	3	9	阿肯色州			1	3	2	2
新泽西州	1	2	6	16	26	26	爱达荷州			1	3	2	2
犹他州	1		3	8	5	5	肯塔基州			1	2	4	4
罗德岛州	1		1	3	2	3	堪萨斯州			1	2	3	4
特拉华州	1		1	1	3	1	新罕布什尔州			1	2	3	3
佛罗里达州		7	8	39	58	51	爱荷华州			1	2	2	2
夏威夷		4	1	6	5	7	密西西比州			1	2	2	1
佐治亚州		2	2	15	19	19	缅因州				2	1	1
马萨诸塞州		1	5	18	16	22	密苏里州				8	6	6
北卡罗来纳州		1	5	13	13	15	阿拉斯加州				3	1	1
亚利桑那州		1	3	10	11	17	蒙大拿州				2	1	
科罗拉多州		1	2	19	8	15	哥伦比亚特区				2		5
田纳西州		1	2	13	10	11	新墨西哥州				1	1	1
宾夕法尼亚州		1	2	12	19	17	北达科他州				1	1	1
密歇根州		1	2	12	13	9	南达科他州				1	1	1
波多黎各		1			9	1	佛蒙特州				1		
弗吉尼亚州			5	12	14	15	怀俄明州				1		
俄亥俄州			4	10	19	15	西弗吉尼亚州					1	
总计								39	59	120	475	563	628

资料来源：各公司官网，谷歌地图，中信建投；注：数据截至 6 月 19 日

从单店收入看，北美新消费品牌的线下单店收入普遍较高。24 年泡泡玛特美国单店收入为 450 万美元，显著高于潘多拉的 162 万美元，主要是潘多拉门店数量多，但单门店面积较小。而乐高、YSL、Lululemon 三家在北美深耕超 20 年的品牌，单门店收入分别达 1214、947 和 833 万美元，主要是品牌知名度和客单价更高。随着后续泡泡玛特用户客群从华裔向更多本土年轻用户拓展，以及珠宝、Mega 等高单价产品发力，美国单店收入有望进一步提升。

图表15： 24 年泡泡玛特与乐高、YSL、丝芙兰、Lululemon、潘多拉的数据对比

品牌名称	乐高 	YSL 	Lululemon 	泡泡玛特 	潘多拉（自营门店） 
美国/北美收入（亿美元）	55.52	8.43	79.28	1.01	15.22
线下门店收入占比	35%	82%	47%	58%	60%
美国/北美门店数量	160	73	450	13	563
美国单店收入（万美元）	1214	947	833	450	162
注释					
美国/北美收入	北美收入354亿丹麦克朗	北美收入7.20亿欧元	北美收入79.28亿美元	北美收入7.23亿元人民币	美国收入97.09亿丹麦克朗
线下门店收入占比	据官网，24年线上/线下零售店/第三方零售商贡献的销量占比约为40%/35%/25%	全球自营门店收入占整体收入的82%	全球自营门店收入占整体收入的47%	海外收入中，线下门店占比58%	全球自营门店收入占整体收入的60%
美国/北美门店数量	据官网，目前美国、加拿大和墨西哥门店分别为120、12和28家，预计变化较小	据官网，目前美国、加拿大和墨西哥门店分别为59、7、7家，预计变化较小	年初/年末北美自营门店数量分别为438/462家	年初美国2家，加拿大1家；年末美国22家、加拿大1家	据官网，目前美国自营门店563家，预计变化较小

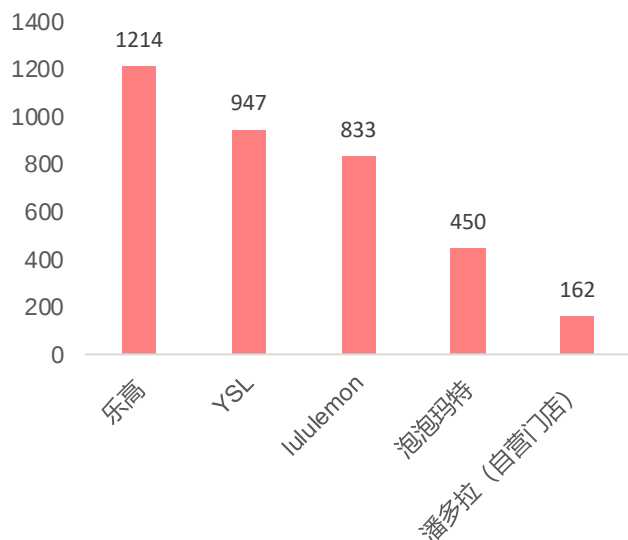
资料来源：各公司官网，各公司公告，中信建投；注：此处lululemon 门店数量与上图不一致，因为这里仅计算自营门店

我们预计，后续美国线下门店将长期实现量价齐升，主要原因在于：

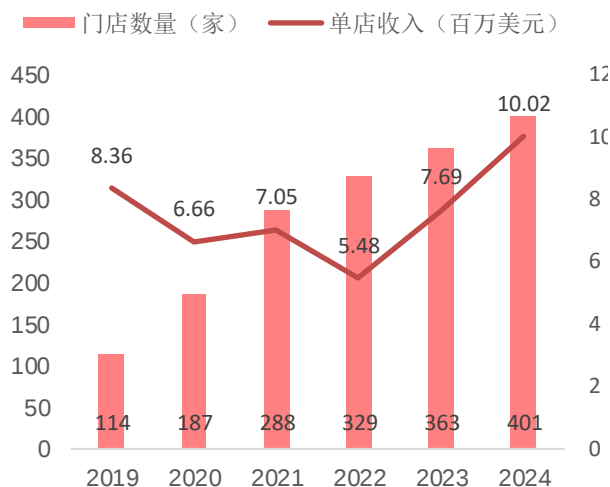
1) 门店开拓的过程也是泡泡玛特向更多本土年轻用户拓展的过程。随着泡泡玛特在美国的用户群体从华人向本土年轻用户拓展，单店收入有望再上一个台阶。目前泡泡玛特在海外的本土化运营持续取得亮眼表现，美国 tiktok 官方账号 POP MART US SHOP 过去 28 天，平均每天涨粉 0.57 万，此前在 TikTok 和 Instagram 发布 LABUBU、DIMOO 和 MOLLY 三款玩具产品的短视频，分别获得了超过百万和千万的播放量。

2) 2019 年以来国内门店收入同样经历了量价齐升的过程。IP 新消费是供给创造需求的行业，泡泡玛特高频的产品迭代和知名度提升，既驱动原有用户复购（2024 年会员复购率达 49%），也能不断拓展新用户，因此门店加密的过程中单店收入也快速上涨。2019-2024 年国内门店数量从 114 家增加至 401 家，单店收入也从 840 万元增加至 1002 万元，对应 CAGR 分别为 28.60% 和 3.69%。

图表16: 各品牌 2024 年美国单店收入对比 (万美元)



图表17: 泡泡玛特国内线下门店也演绎量价齐升的逻辑

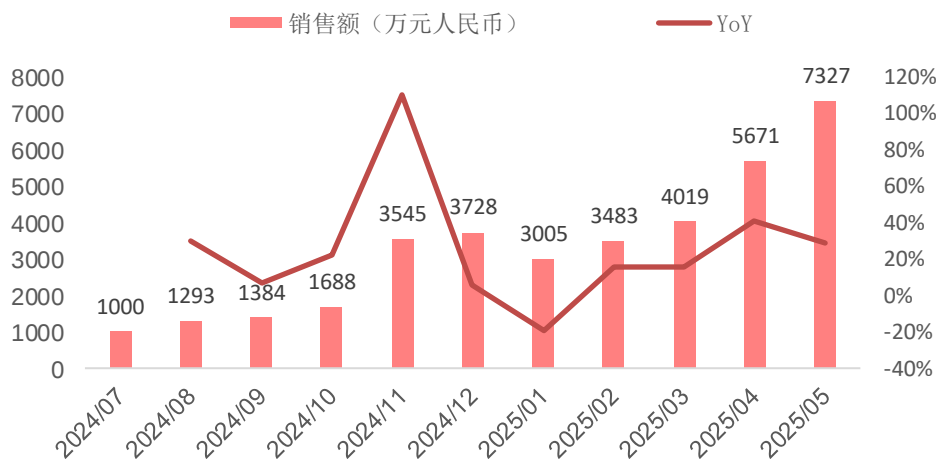


资料来源: 各公司官网, 各公司公告, 中信建投

资料来源: 公司公告, 中信建投

美国线上销售收入同样呈现快速发展趋势。美国线上销售渠道包括官方网站、Shopee、TikTok 小店等。根据 Fastmoss 平台, 今年 5 月美国 Tiktok 小店销售额达 7327 万元人民币, 显著超过其他所有国家; 环比增加 29.21%, 去年 7 月至今月度环比 CAGR 为 22%, 增势强劲。

图表18: 美国 Tiktok 小店销售额快速增长



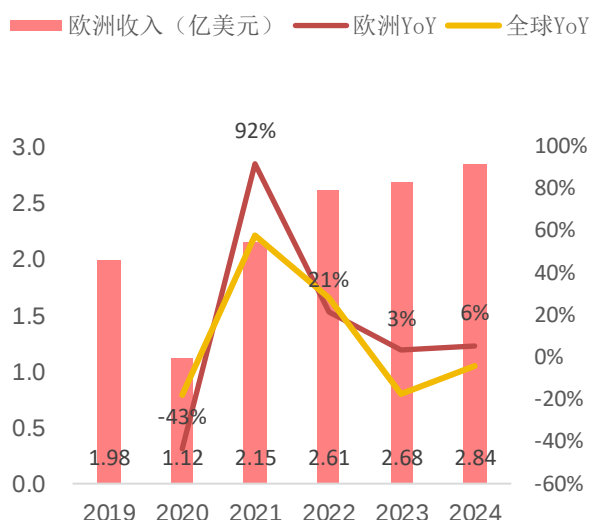
资料来源: Fastmoss, 中信建投

2、欧洲市场：文化艺术高地，针对性发力在即

虽然近年来欧洲没有诞生全球闻名的潮玩新品牌, 但多个美国和日本品牌已完成初始的消费者教育。美国潮玩品牌 Funko 主营可动玩偶和潮流服饰, 24 年欧洲收入 2.84 亿美元, 同比增长 6%, 近 5 年欧洲销售收入稳中有升, 增速普遍高于全球增速。来自日本的暴力熊 BE@RBRICK 在 21-22 年风靡全球, 在欧洲的关注度同样很

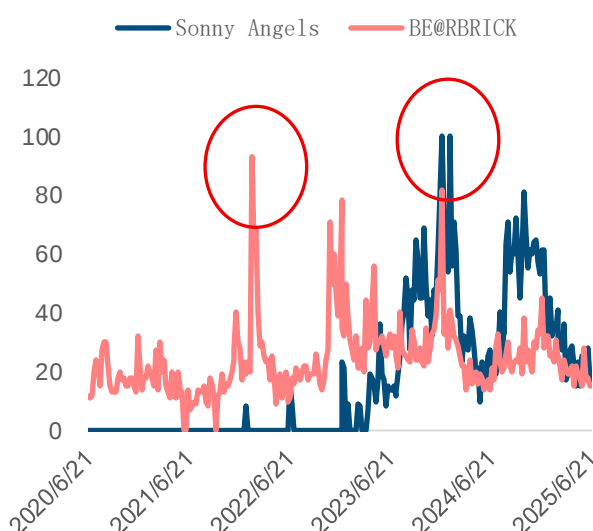
高，21年底在法国的谷歌搜索指数创下近5年来新高。然后日本形象IP Sonny Angeles又在欧洲出圈，该IP最早诞生在2004年的日本，拥有类似Molly的可爱娃娃形象，23年底凭借社交媒体上的拆盒、收藏展示视频迅速获得高关注度，在法国的谷歌搜索热度同样创下近5年新高。

图表19: Funko 欧洲收入稳中有升



资料来源: Funko 公告, 中信建投

图表20: BE@RBRICK 和 Sonny Angeles 在法国的谷歌



资料来源: 谷歌指数, 中信建投

对于泡泡玛特而言，打入欧洲市场具有战略性的意义。欧洲的潮流玩具市场虽然不及美国、日韩活跃，近些年也没有诞生太多科技和消费品牌“新贵”，但欧洲有大量世界级的奢侈品品牌，这些品牌在全球的成功，一定程度上代表了欧洲人对审美的极高要求。因此在欧洲的成功，对泡泡玛特的品牌形象具有重要意义。

从打法上看，泡泡玛特则因地制宜地采取各个国家逐一突破+本土限定款的方式。

1) 各个国家逐一突破: 欧洲市场小而分散，各国都有不同的文化偏好，例如英国法国消费者喜欢 Crybaby 和星星人，西班牙消费者则更偏向 SKULLPANDA。因此泡泡玛特采取小步快跑、逐一突破的方法，首先在英国和法国采取高举高打的策略，提升品牌知名度，既在卢浮宫、大英博物馆等地标性区域开设门店，也参与当地的艺术活动。随后才将门店逐步扩展到荷兰、意大利和西班牙等国家。

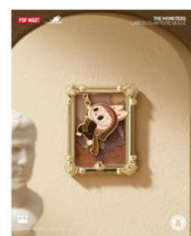
图表21： 泡泡玛特在欧洲各国的首店梳理

国家	城市	开店时间	商场	开店首日情况
英国	伦敦	2022 年 1 月	位于伦敦中心地段 Shaftesbury Avenue 的 Soho 区, 伦敦知名潮流文化商业街区之一, 聚集多个独立品牌店铺、音乐艺术场景	大批英国华人和本土粉丝到场
法国	巴黎	2023 年 2 月	巴黎市中心的沙特莱广场	开业人流量大
荷兰	阿姆斯特丹	2024 年 7 月	荷兰阿姆斯特丹最繁华的购物中心 Westfield Mall 内	开业当天平均排队 2-3 个小时
意大利	米兰	2024 年 7 月	位于布宜诺斯艾利斯大街, 邻近威尼斯门比邻, 是欧洲最长的购物街道之一	开业引发数百人排队
西班牙	巴塞罗那	2024 年 11 月	位于市中心的 El Triangle 商场	近千名消费者排队

资料来源：公司官网，公司公众号，中信建投

2) 本土限定款：欧洲消费者极为推崇本土文化和艺术家，推出本土限定款或艺术家联名款可以拉近品牌与用户的距离。23 年至今泡泡玛特已推出欧洲、法国和卢浮宫限定产品，并与梵高博物馆、法国时装设计师品牌 BALMAIN、巴黎水推出联名手办。联名产品主要为限量 Mega 系列产品，既能提高品牌知名度，也可以提升品牌调性。

图表22： 泡泡玛特推出的欧洲限定款和联名款梳理

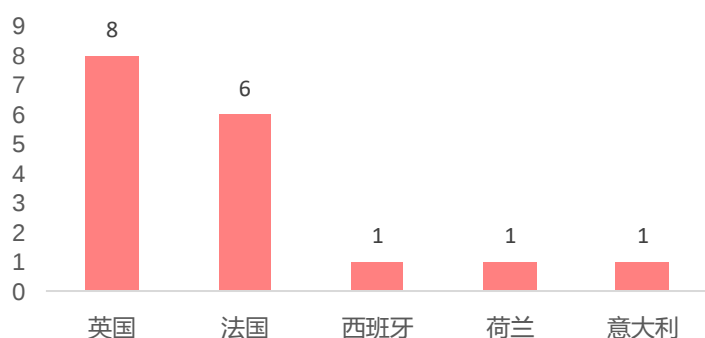
	发布时间	2023 年		2023 年		2024 年
	IP	ZIMOMO		DIMOO		Molly
	联名情况	法国限定		DIMOO 与巴黎水联名		MOLLY 与梵高博物馆联名
	产品类型	手办		手办、衍生品		Mega
	发布时间	2024 年		2024 年		2025 年
	IP	Molly		LABUBU		SKULLPANDA
	联名情况	与法国品牌 BALMAIN 联名		Labubu's Artistic Quest 卢浮宫限定系列		欧洲限定
	产品类型	Mega		衍生品		毛绒

资料来源：公司官网，公司公众号，中信建投

目前欧洲门店虽少但精，后续门店数量和单店收入都有望向北美看齐。据我们统计，目前欧洲市场有 17 家门店，分散在 5 个国家，除了英国和法国分别有 8 家和 6 家门店以外，其余国家均只有零星一家门店。其中法国卢浮宫门店是泡泡玛特出海欧洲的关键里程碑。2024 年 7 月巴黎奥运会首个正式比赛日，泡泡玛特卢浮宫店正式开业。卢浮宫是世界四大博物馆之首、全球最高艺术殿堂之一，泡泡玛特卢浮宫门店也打破了常规的风格，用经典的法式线条与复古镜前灯呈现潮流艺术画廊的感觉，成为潮流玩具与艺术结合的典型案例。开业首日，门店还推出全球限量 49 体的 Skullpanda「染浸之尾」，将潮流 IP 与欧洲经典艺术元素深度融合。

今年以来欧洲新增门店较少，二季度至今仅新开两家。明年看泡泡玛特在欧洲市场发力，有望在增加门店布局的同时，通过艺术家联名、博物馆联名等 IP 运营活动，实现门店数量和单店收入中长期向北美看齐。

图表23：目前欧洲各国家的门店数量



资料来源：公司官网，谷歌地图，中信建投；注：数据截至6月19日

3、以泰国为首的东南亚市场：收入规模大、基础稳，印尼新开门店多

24 年东南亚是海外收入规模最大、增速最快的地区。从收入规模看，24 年东南亚收入 24.02 亿元，在海外收入中占比 47.4%，排名第二的东亚及港澳台地区收入占比 27.4%。从增速看，24 年东南亚达 619.1%，高于第二名北美的 556.9%。主要是因为 Labubu 第二代搪胶爆火驱动。以泰国为例，24 年 1 月，泡泡玛特泰国 Facebook 账号更新 LABUBU 搪胶系列信息，采取网上登记注册、线下抢购的发售方式，首批产品快速售罄；24 年 3 月，网友发现泰国公主在自己的包上悬挂了一只绿色的 LABUBU 毛绒公仔；24 年 4 月，泰国顶流明星 Lisa 在社媒分享 LABUBU，Lisa 是韩国人气女团 Blackpink 成员，在 ins 拥有超过 1 亿粉丝，影响力广。Lisa 和泰国公主的明星效应，引起一轮在包上挂 LABUBU 公仔的全民热潮。用户不仅在泰国门店外排队抢购，还进入国内门店和泡泡玛特的抖音直播间抢货。

图表24：泰国公主在包上悬挂 LABUBU 公仔



图表25：Lisa 带货 LABUBU，泰国门店排队抢购

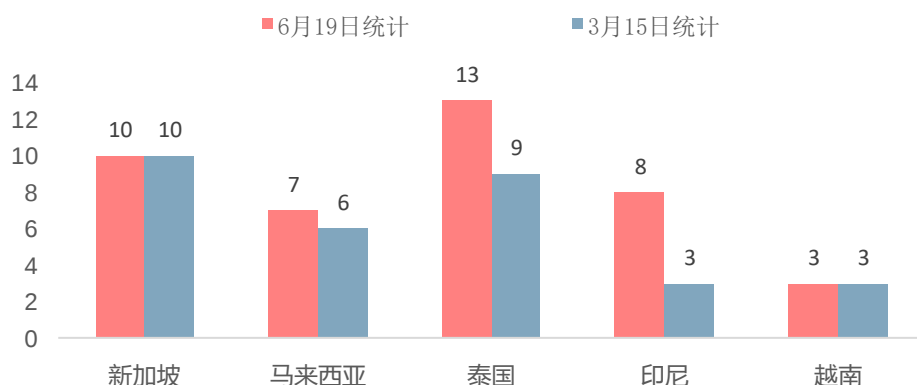


资料来源：Vista 氢商业，vogue，中信建投

资料来源：Vista 氢商业，X@KGAJA，中信建投

目前东南亚门店 41 家，3-6 月在高基数下仍新开门店 10 家，增量主要来自于泰国和印尼。根据统计，截至 6 月 19 日东南亚门店 41 家，其中泰国、新加坡、印尼、马来西亚和越南分别有 13、10、8、7 和 3 家。3-6 月新开门店 10 家，其中泰国、印尼和马来西亚分别开了 4、5 和 1 家。

图表26：东南亚门店数量变化



资料来源：各公司官网，谷歌地图，中信建投

泰国：门店基数大，但仍有拓展空间。目前泡泡玛特在泰国有 13 家门店，其中曼谷有 11 家，且集中于当地的中高端购物中心，例如泰国首家门店位于 Central World 商场，这个商场里同时还开了潘多拉、丝芙兰、YSL 和乐高门店。未来泡泡玛特有望在两方面拓店：1）曼谷门店加密：虽然曼谷门店数量已超过丝芙兰、YSL、乐高等其他品牌，但与潘多拉的 42 家仍有较大空间；2）新城市开拓：目前曼谷以外的泡泡玛特门店只有 2 家，分别在清迈和芭提雅。普吉岛作为消费水平较高、人流较大的旅游城市，已开有 YSL、lululemon 和潘多拉的门店，后续泡泡玛特也有望进驻。

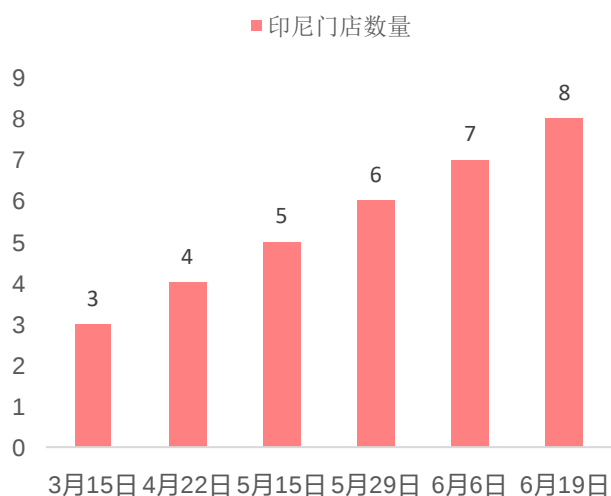
图表27： 目前泡泡玛特泰国门店数量与其他消费品牌对比

	潘多拉 (自营门店)	泡泡玛特	丝芙兰	YSL	乐高	lululemon
曼谷	42	11	8	4	5	3
清迈	2	1				
普吉岛	3		1	1		1
芭提雅		1				
其他	5		3			
合计	52	13	12	5	5	4

资料来源：各公司官网，谷歌地图，中信建投

印尼：二季度新开门店多，旅游区门店落地较快。3月以来印尼的门店从3家快速增加至8家，其中7家分布在雅加达和泗水的大型购物中心里。6月6日巴厘岛门店开业，设定为Labubu主题店，室内设计融合大量Labubu和巴厘岛本土自然元素，还在海边设置了Labubu形象打卡点，既能为游客提供限定商品，也能满足本土居民的潮玩消费需求。

图表28： 泡泡玛特印尼门店快速增加



资料来源：公司官网，谷歌地图，中信建投

图表29： 巴厘岛门店兼具 Labubu 与本土自然元素



资料来源：公司公众号，中信建投

随着泡泡玛特成为中国出海东南亚的典型案列，Labubu 和 Dimoo 深度参与中泰建交 50 周年庆典，有望进一步提升在东南亚的知名度。2025 是中泰建交 50 周年，24 年泡泡玛特旗下 IP 就参与至周年庆活动中。24 年 6 月泰国国家旅游局授予了 LABUBU “神奇泰国体验官”的身份，这是泰国官方层面首次为一个潮玩 IP 形象授予如此高级别的称号。24 年 11 月中泰建交 50 周年官方标识发布会中，泰国外交部宣布将和泡泡玛特旗下 IP DIMOO 联合推出一款中泰建交 50 周年官方限定形象，DIMOO 也被官方授予了“中泰建交 50 周年特邀挚友”的荣誉称号。随着建交 50 周年限定产品落地，DIMOO IP 有望继 Labubu 和 Crybaby 后，成为第三款在泰国出圈的 IP。

问题四：回归国内市场，用户渗透空间怎么看？

国内潮玩消费群体主要为 Z 世代和新中产。

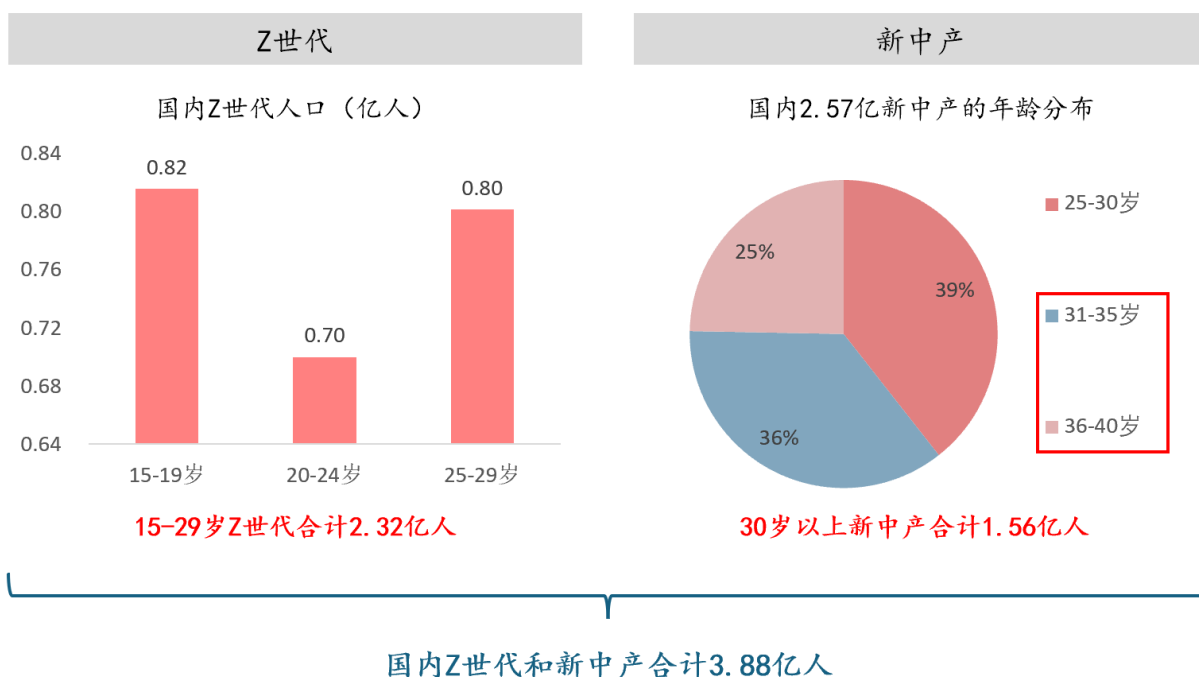
1) Z 世代：Z 世代通常指 1995-2009 年出生的人群，根据 2023 年国内人口抽样调查数据测算，这部分人群占中国总人口的 16.5%，对应约 2.32 亿人。一方面他们与经历过物质短缺的父母辈相比，基本生活保障已无大忧，消费偏好自然转向身份认同、社交归属感和自我价值的表达，更愿意为情绪价值付费。另一方面，面对高企的房价，他们对储蓄和购置房产的热情低于父母长辈，悦己消费需求则更高。

2) 新中产：Questmobile 将新中产定义为 25-40 岁、位于三线及以上城市、消费能力较高的人群，24 年 7 月这批用户规模为 2.57 亿人，同比增长 4.8%。这些人群通常具有较高的可支配收入，对智能科技、运动赛事、旅游出行、游戏等非生活必需品展现出较高的参与积极性，对潮玩等新消费的接受度也比较高。

我们测算中长期国内潮玩消费群体的规模为 1.82-2.36 亿人，测算思路如下：

1) 测算国内 Z 世代和新中产合计 3.88 亿人。Z 世代目前年龄 15-30 岁，根据 2023 年国内人口抽样调查数据测算，15-19 岁、20-24 岁、25-29 岁人口占比分别为 5.79%、4.97%和 5.69%，合计 16.45%，对应 2.32 亿人。根据 Questmobile，国内新中产 2.57 亿人，其中 31-40 岁占比 60.6%，对应 1.56 亿人。因此国内 Z 世代何新中产合计 3.88 亿人。

图表30： 测算国内 Z 世代和新中产合计 3.88 亿人



资料来源：国家统计局，Questmobile，中信建投

2) 假设潮玩消费群体的渗透率：根据 25 年 1 月中国青年报面向全国高校大学生的调查，81%的受访者曾有情绪消费经历，其中 50%会进行兴趣型消费，如购买潮玩、动漫周边等，我们预计中长期潮玩在 Z 世代中的

渗透率为 50%-80%。考虑到新中产整体年龄更大、消费需求更丰富，我们预计中长期潮玩在新中产中的渗透率约为 Z 世代的一半，对应 25%-40%。

基于渗透率进行敏感性分析，我们预计中长期国内潮玩消费群体的规模为 1.82-2.36 亿人。

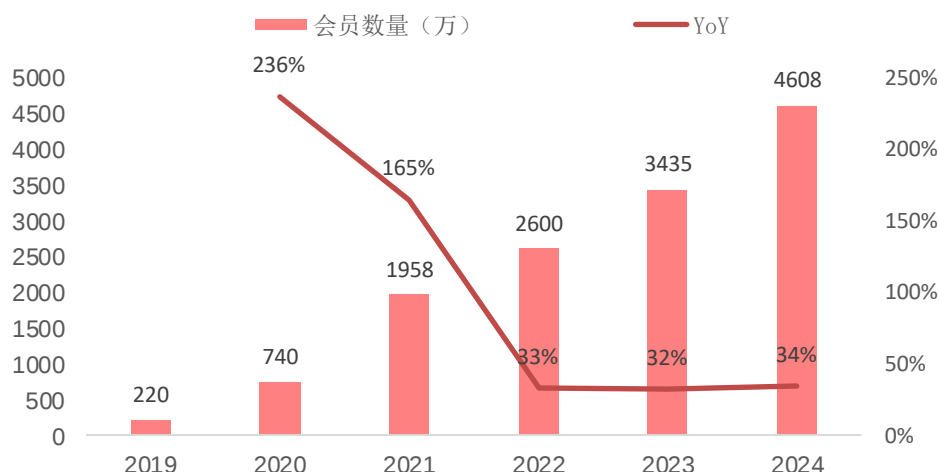
图表31： 中长期国内潮玩消费群体的规模测算（亿人）

潮玩在Z世代中的渗透率		50%	58%	65%	73%	80%
潮玩在30岁以上新中产中的渗透率	25%	1.55	1.72	1.90	2.07	2.24
	31%	1.65	1.82	1.99	2.17	2.34
	38%	1.74	1.92	2.09	2.26	2.44
	44%	1.84	2.01	2.19	2.36	2.53
	50%	1.94	2.11	2.28	2.46	2.63

资料来源：中青报，国家统计局，Questmobile，中信建投

在购买人群层面，泡泡玛特在国内还有 3-4 倍的渗透空间。截至 24 年底泡泡玛特在中国内地的累计注册会员达 4608 万。泡泡玛特会员没有注册门槛，新用户到店购物时通常会引导注册为会员，因此泡泡玛特的会员数据很好地表征了目前触达的用户规模。此前我们测算出中长期国内潮玩消费群体的规模为 1.82-2.36 亿人，则在购买人群层面，泡泡玛特在国内还有 3-4 倍的渗透空间。

图表32： 24 年底泡泡玛特中国内地累计注册会员数量 4608 万



资料来源：公司公告，中信建投

投资建议：今年泡泡玛特在国内与海外的爆品运营全面开花，同时我们对公司 IP 长线运营能力保持信心。国内方面，泡泡玛特品牌在全社会层面出圈，购买基本盘快速拓展，Labubu 同步带动其他 IP 如 crybaby，星星人、小野提升，以及毛绒品类快速放量。在海外，美国持续超预期之外，看好其他市场可能的预期差，包括欧洲（西班牙英国新店表现好），东南亚（印尼开店快，今年中泰建交 50 周年，Labubu 和 Dimoo 建交大使），日韩（流行文化跟随美国，今年影响力提升快）等。我们预计公司 2025-2027 年经调整归母净利润为 69.29/103.80/137.66 亿元，同比增长 103.6%/49.8%/32.6%，2025 年 7 月 8 日收盘价对应 PE 为 45.7/30.5/23.0x，维持“买入”评级。

风险提示：盲盒经营管理政策的风险、海外市场政策监管的风险、未成年人盲盒购买限制政策的风险、二级市场炒作致价格体系失序的风险、消费者需求不充分的风险、新系列上线节奏不及预期的风险、新系列销量不及预期的风险、核心会员流失的风险、会员人数增长不及预期的风险、公司产品影响力下降的风险、IP 生命周期的风险、头部 IP 影响力下滑的风险、第三方 IP 发生版权纠纷的风险、新品被抄袭的风险、重点单品发行或运营失误风险、行业竞争激烈、核心人才流失风险、线上线下渠道开拓不及预期。

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获 2024 年新浪财经金麒麟评选传媒行业菁英分析师第一名；2024 年 21 世纪金牌分析师评选传媒互联网行业第三名；2024 年 Wind 金牌分析师评选传媒行业第四名；2024 年证券时报·新财富杂志最佳分析师评选入围。

杨晓玮

中信建投证券传媒互联网行业研究员，上海交通大学金融硕士，主要研究游戏、XR、AI 应用、潮流玩具等

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/或其附属机构（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
 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