

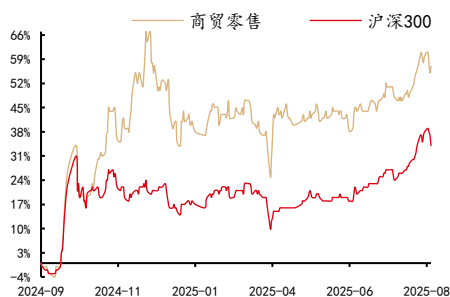
行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	2350.88
52 周最高	2501.51
52 周最低	1442.73

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 李鑫鑫
SAC 登记编号: S1340525010006
Email: lixinxin@cnpsec.com

近期研究报告

《老铺黄金 (6181.HK)：拓店与出海并举，年内二次提价，未来展望积极》 - 2025.09.03

IP 系列深度之一

海外复盘：乐高——百年积木帝国的创新传奇

● 投资要点

IP 产业海外发展早于中国，很多公司旗下 IP 都已家喻户晓，如日本的三丽鸥 (Hello Kitty)、万代 (高达)、任天堂 (宝可梦) 等，美国的迪士尼 (星黛露)、孩之宝 (小巴宝莉)、美泰 (芭比娃娃) 等，丹麦的乐高。这些公司大多起源于二战以后，腾飞大多在 2000 年左右，而我国 IP 潮玩行业起源于 2010s，快速发展在 2020s 以后。

因此我们推出 IP 海外复盘系列，这是系列一，复盘百年积木帝国的创新传奇——乐高。

乐高：从玩具制造商到全球文化符号。乐高集团 1932 年创立于丹麦比隆，是全球玩具行业领军者，以塑料积木为核心，业务涵盖玩具、教育、游戏等领域，秉持想象力、品质和可持续发展价值观。截至 25 年 8 月，拥有 22 个授权 IP 和 19 个自有主题系列，24 年五大畅销系列体现授权 IP 与自有经典主题互补格局。股权由 KIRKBI A/S 和乐高基金会集中持有，家族四代继承人各有贡献，核心高管经验丰富。2020-2024 年营收复合增速 14.22%，24 年创历史新高；美洲是主要市场且占比持续增长。近 5 年净利润略有波动，毛利率、净利率维持在 70%、20%，强品牌力保障了较高溢价空间。

发展历程：乐高产业链布局的上游迁移之路。乐高发展历经四阶段实现产业链上游迁移。(1) 1932-1997 年，从木质玩具工坊起步，推出塑料积木并获专利，构建标准化体系，加速国际化与产品深化，但后期盲目扩张濒临破产，此阶段依赖外部 IP 授权。(2) 1998-2010 年，开启 IP 授权自救，与《星球大战》《哈利·波特》合作，后因过度依赖遇危机，新 CEO 推行三大“回归”措施扭转局面，仍以中下游生产为主，上游 IP 授权被动且成本高。(3) 2011-2020 年，打造自有 IP，推出动画、电影，拓展客群与授权 IP 版图，激活粉丝社群，业务重心向上游迁移，形成 IP 内生能力。(4) 2021 年至今，构建 IP 全产业链生态，上游多维度开发运营 IP，中游全球布局供应链，下游多渠道触达消费者，IP 成为全产业链核心驱动力。

竞争优势：百年乐高的成长密码。乐高的竞争优势体现在三方面。一是精准定位客群需求，1979 年起建立产品体系，如今拓展至 41 个主题系列，针对幼儿、低龄儿童、青少年、成人等不同群体推出适配产品，且精准定位反哺营销渠道，线下分区陈列、线上差异化推送。二是推动产品“乐高化”，授权合作中用积木语言解构 IP，结合“万物皆可乐高”理念与标准化体系，使“LEGO”成为文化符号。三是坚持创新与粉丝共创，从材质、技术、IP 合作到平台搭建持续创新，通

过“乐高大使”计划、LEGO Ideas 平台等，让粉丝从消费者变为参与者，催生“砖块文化”，形成创意生态。

● 投资建议

IP 潮玩行业商业模式大致可分为造星（IP 平台化）和追星（IP 商业化）两类，大部分公司最初都是追星模式，最终/终极目标都是造星模式。复盘当下海外 IP 公司，他们目前都为 IP 平台化公司，即具有极强的 IP 打造能力，但是他们的发展并非一帆风顺，也并非最初就是平台化公司。我们梳理他们的发展历程，大致可分为三类：1) 玩具起家的如乐高、孩子宝、美泰等；2) 渠道起家的如三丽鸥等；3) 内容起家的如迪士尼、任天堂等。

我国 IP 产业发展起步较晚，当下阶段，我们认为无论是造星模式（IP 平台化）还是追星（IP 商业化）公司均有机会。

相关标的：泡泡玛特、布鲁可、名创优品等。

● 风险提示：

市场竞争加剧风险；政策超预期风险；海外发展不及预期；IP 合作风险；创新不及预期。

重点公司盈利预测与投资评级

代码	简称	投资评级	收盘价 (港元)	总市值 (亿港元)	EPS (元)		PE (倍)	
					2025E	2026E	2025E	2026E
9992. HK	泡泡玛特	买入	306.60	4117	4.99	7.87	56.13	35.59
300590. SZ	布鲁可	买入	96.70	241	4.32	7.03	20.46	12.57
9896. HK	名创优品	未评级	46.26	575	2.35	3.02	17.93	13.94

资料来源：iFinD，中邮证券研究所（注：未评级公司盈利预测来自 iFinD 机构的一致预测）

目录

1 公司概况：从玩具制造商到全球文化符号	5
1.1 基本情况：百年传承缔造龙头企业	5
1.2 管理团队：家族企业人才辈出，管理层经验丰富	6
1.3 财务分析：规模效应加速营收增长，利率稳中有减	7
2 发展历程：乐高产业链布局的上游迁移之路	9
2.1 1932-1997 年：中下游筑基—从玩具工坊到标准化玩具制造商	9
2.2 1998-2010 年：上游探索起点—IP 授权开启上游跃迁路	12
2.3 2011-2020 年：上游纵深拓展—从“借力 IP”到“自创 IP”	14
2.4 2021 年至今：上游创造到下游落地的生态化贯通	15
3 竞争优势：百年乐高的成长密码	17
3.1 精准定位客群需求，针对性推出主题产品	17
3.2 产品“乐高化”，将“LEGO”打造成文化符号	19
3.3 坚持创新理念，粉丝创作壮大砖块文化	20
4 投资建议	23
5 风险提示	23

图表目录

图表 1: 乐高品牌框架.....	5
图表 2: 乐高产品主题套装.....	6
图表 3: 乐高高管履历背景.....	7
图表 4: 公司近 5 年收入及增速（亿丹麦克朗）.....	8
图表 5: 公司近 5 年分地区收入占比.....	8
图表 6: 公司近 5 年净利润及增速（亿丹麦克朗）.....	9
图表 7: 公司近 5 年毛利率及净利率.....	9
图表 8: Kiddicraft 公司与乐高公司积木对比.....	10
图表 9: 乐高积木 Logo.....	10
图表 10: 乐高多模式“凸起管”技术.....	11
图表 11: 乐高系统产品.....	11
图表 12: 乐高首次授权 IP——星球大战.....	12
图表 13: 乐高与哈利波特 IP 合作.....	12
图表 14: 乐高德宝系列火车玩具.....	13
图表 15: 乐高社群平台.....	13
图表 16: 乐高好朋友系列 IP 巩固女性市场.....	15
图表 17: 乐高大电影开启“自创 IP”阶段.....	15
图表 18: 乐高联名 IP“三支火箭”.....	16
图表 19: 乐高主题乐园分布.....	16
图表 20: 乐高部分系列客群定位.....	18
图表 21: 乐高《星球大战》风暴兵.....	20
图表 22: 乐高霍格沃茨城堡.....	20
图表 23: 乐高创新史.....	21
图表 24: Brickccn 玩具展会上乐高玩家展示作品.....	22
图表 25: LEGO Ideas 平台上市作品——打字机.....	22
图表 26: 乐高积木搭建的密苏里号战舰队.....	22
图表 27: 内森·萨瓦亚与原创乐高积木艺术品《Yellow》.....	22
图表 28: IP 潮玩商业模式比较.....	23

1 1 公司概况：从玩具制造商到全球文化符号

1.1 基本情况：百年传承缔造龙头企业

乐高集团（The LEGO Group）创立于 1932 年，总部位于丹麦比隆，是全球玩具行业的领军企业，以其标志性的塑料积木玩具而闻名于世。其以积木玩具为核心，通过标准化零件设计、IP 生态运营及全球化布局，构建了独一无二的商业帝国。秉持想象力、品质和可持续发展的核心价值观，乐高致力于通过拼搭和玩耍，启迪和培养未来的建设者。

图表1：乐高品牌框架

信仰	孩子是我们的榜样
使命	激励和发展明天的建设者
愿景	通过游戏学习的全球力量
想法	玩乐系统
价值	想像·乐趣·创造·关怀·学习·能力
承诺	玩的好 共同成长成功 积极的影响 互相创造价值
精神	只有最好的才是够好的

资料来源：乐高官网，中邮证券研究所

乐高目前的业务板块以**积木玩具**为主，除此之外还涉足了**教育、游戏**等领域。

IP 梳理：截至 25 年 8 月，乐高共计拥有 22 个授权 IP 主题系列与 19 个自有主题系列，自有主题包括悟空小侠、幻影忍者、梦境城猎人、好朋友 4 个自有 IP 主题系列与 15 个乐高经典无 IP 主题系列。

畅销主题：根据公司年报，24 年最畅销的主题系列依次为：乐高城市组、乐高机械组、乐高 Icons、乐高星球大战以及乐高哈利·波特。

授权 IP 与自有经典主题相互补充。这五大畅销系列中，乐高城市组、机械组、Icons 属于自有经典无 IP 主题系列，凭借贴近生活的场景设计、硬核的机械原理还原和面向成人的收藏属性持续吸引受众；而星球大战、哈利·波特则是授权 IP 系列，依托全球知名的影视 IP 影响力，多年来稳居畅销榜单。

图表2：乐高产品主题套装

产品类型		主题套装
授权 IP		    
		    
自有	自有 IP	    
	无 IP 主题	    

资料来源：乐高官网，中邮证券研究所整理

1.2 管理团队：家族企业人才辈出，管理层经验丰富

家族企业控制，股权高度集中。据乐高官网所示，乐高集团由 KIRKBI A/S（持有 75%股份）和乐高基金会（持有 25%股份）拥有，其中前者为 Krik Kristiansen 家族的投资公司，后者为 Krik Kristiansen 家族以“激励和培养未来的建设者”为使命设立。

家族四代继承人各有所长。乐高家族四代继承人各自为品牌发展做出了卓越的贡献。创始人奥莱·柯克·克里斯第森确立“只有最好的才是足够好”的品牌发展理念，毅然投入塑料玩具生产，奠定乐高发展基石。二代哥特弗雷德开创“乐高玩乐系统”，开发“积木颗粒耦合系统”并申请专利，解决积木固定问题，推动

全球化扩张，奠定现代乐高集团基本架构。三代克伊尔德明确“寓教于乐”理念，开发众多主题系列，打开美国市场，带领乐高成为全球知名玩具公司。四代托马斯加快开拓新兴市场，尤其是与中国电商平台合作推动线上销售增长，重点发展儿童教育方向，将实体玩具与数字体验结合，让乐高紧跟时代步伐。

当下核心高管团队经验丰富。乐高的核心管理团队延续了家族传承的匠心与远见，成员多具备数十年行业发展经验，既熟悉全球市场动态，又深谙品牌核心价值的坚守与创新平衡，在产品研发、市场拓展、数字化转型等领域展现出深厚积淀与前瞻视野，为乐高的持续发展注入稳健动力。

图表3：乐高高管履历背景

姓名	职位	履历
Thomas Kirk Kristiansen	董事会主席	Kirk Kristiansen 家族第四代继承人
Niels B. Christiansen	总裁、CEO	曾担任 Danfoss A/S 和 GN Netcom 的首席执行官，2017 年 10 月加入公司，兼任 Demant A/S 董事会主席和 Tetra Laval Group 董事会成员。
Atul Bhardwaj	首席数字技术官	英国诺丁汉大学电气工程学士，曾担任 Tesco PLC 首席信息官，在亚洲和公司总部担任技术和物流职位十年，2018 年加入德国消费电子零售产品零售商 Media Markt Saturn，担任首席技术官和供应链执行副总裁，2020 年 11 月加入乐高。
Carsten Rasmussen	首席运营官	奥胡斯大学物流硕士，Evolve Additive Solutions 和 Nobia AB 董事会成员。2001 年加入乐高，2017 年被任命为首席运营官。
Colette Burke	首席商务官	哈佛大学金融硕士。2021 年 1 月加入乐高，担任执行副总裁兼首席商务官，负责集团的全球商业战略。
Jesper Andersen	首席财务官	奥胡斯商学院工商管理硕士和南丹麦商学院工商管理学士。2020 年 10 月加入乐高，担任执行副总裁兼首席财务官，负责公司的财务团队，并负责监督公司的法律、合规和风险管理、战略和转型以及业务服务团队。
Julia Goldin	首席产品与营销官	芝加哥大学商学院国际营销和金融硕士。曾担任可口可乐多个高级全球和地区营销职位以及露华浓全球首席营销官。2014 年加入乐高，同时兼任联合国博物馆、Fiskars 集团和全国广告商协会的董事会成员。
Loren I. Shuster	首席人事官	欧洲工商管理学院工商管理硕士和麦吉尔大学商学士。曾在谷歌、诺基亚和其他跨国公司担任商业和营销高级领导职务，2014 年加入乐高，2017 年担任首席人才官。

资料来源：乐高官网，中邮证券研究所

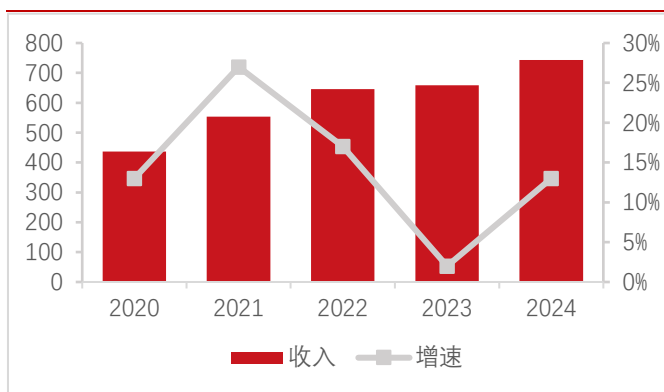
1.3 财务分析：规模效应加速营收增长，利率稳中有减

创新驱动下，过去五年收入 CAGR 达 14.22%。2020-2024 年公司收入分别为 437 /553 /646 /659/743 亿丹麦克朗，收入同比增长 13%/27%/17%/2%/13%，20-

24 年复合增速为 14.22%。2024 年收入创历史新高主要得益于大量创新产品矩阵（24 年共开发 840 款新品）与全球化布局扩大品牌影响力。

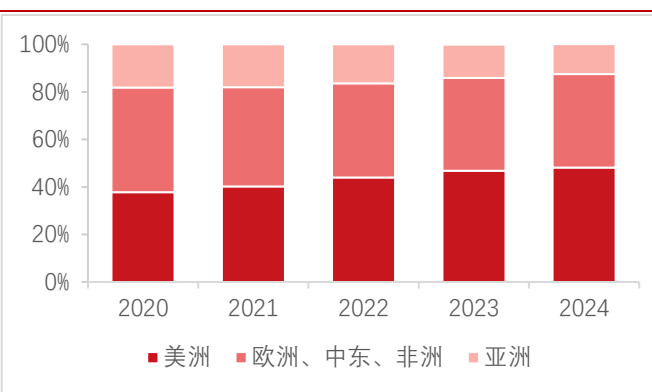
虽起源于丹麦，但美洲市场占主要地位且占比持续增长。乐高公司起家于丹麦，但得益于美洲地区成熟的消费能力和对创意玩具的高接受度，以及乐高在供应链上的区域化布局（如墨西哥工厂的扩建），确保了产品供应的灵活性与及时性，共同推动美洲成为乐高全球最重要的收入贡献区域。2020 年-2024 年美洲地区收入分别占总收入的 37.78%/40.17%/43.97%/46.80%/48.20%，逐渐增长至支撑起乐高近半收入。

图表4：公司近 5 年收入及增速（亿丹麦克朗）



资料来源：乐高年报，中邮证券研究所

图表5：公司近 5 年分地区收入占比

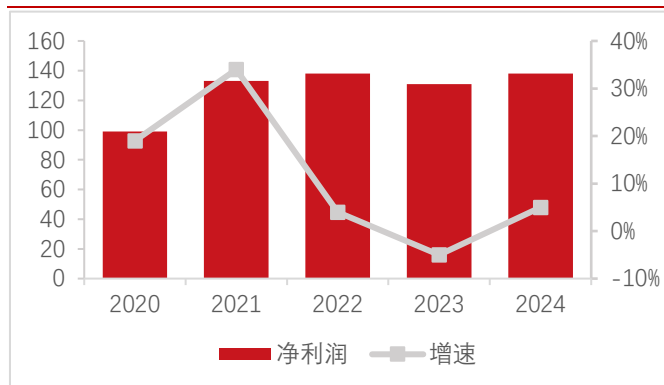


资料来源：乐高年报，中邮证券研究所

近 5 年净利润略有波动。2020-2024 年公司净利润分别为 99/133/138/131/138 亿丹麦克朗，净利润同比增长 19%/34%/4%/-5%/5%，除了 23 年其他年份利润增速均有不错增长。23 年净利润下滑主要是在全球玩具市场不景气的大环境下，公司为了保证收入增长加大了战略举措支出。净利润波动主要受可持续材料支出和数字化投资的影响。

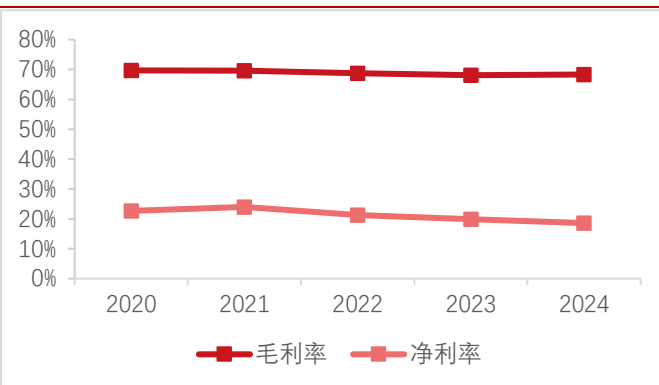
毛利率净利率维持在 70%、20%左右。2020 年-2024 年公司毛利率、净利率各自保持在 70%、20%左右，乐高凭借近百年的品牌积淀构建了以“创造力”“高品质”为核心的全球认知，这种强品牌力支撑了产品的溢价空间，直接保障了乐高相对较高且稳定的毛利率、净利率。此外今年乐高毛利率净利率略有下降，主要是这几年高持续加大在可持续发展、数字化和战略合作等方面的投入，战略投资增加。

图表6：公司近5年净利润及增速（亿丹麦克朗）



资料来源：乐高年报，中邮证券研究所

图表7：公司近5年毛利率及净利率



资料来源：乐高年报，中邮证券研究所

2 发展历程：乐高产业链布局的上游迁移之路

纵观乐高的发展史，我们认为是从传统玩具制造商，逐步向上游迁移的过程。

乐高从传统玩具制造商向 IP 产业链上游的跃迁，经历了从依赖外部授权到自创 IP、再到生态化运营的战略转型，其业务重心逐步从中下游制造、销售向上游的内容创作和 IP 运营延伸，现已成长为以 IP 为核心，覆盖“玩-教-娱”三域的全产业链巨头。

2.1 1932-1997 年：中下游筑基—从玩具工坊到标准化玩具制造商

——玩具工坊时代（1932-1957）

1932 年，丹麦木匠奥莱·柯克·克里斯蒂安森于比隆小镇创立了乐高，秉持“leg godt”（玩得快乐）的理念，公司专注于基础木质玩具生产。直至 1939 年奥莱·柯克·克里斯蒂安森和他的儿子哥特弗雷德接触到了英国 Kiddicraft 公司生产的塑料方块玩具，这种色彩鲜艳、兼具耐用性与灵活性的新材质玩具使父子二人深受启发，并在经英国 Kiddicraft 公司同意后于 1949 年推出了自家首款塑料积木“自动结合积木”，这款积木带着 Kiddicraft 的影子，却又悄悄埋下了属于乐高的基因。随着产品影响力的扩大，乐高对这款积木进行了进一步的品牌化升级，1953 年，“自动结合积木”更名为“LEGO Mursten”，且 LEGO 品牌名开始印在每块积木上，强化了产品的品牌辨识度。1955 年，乐高迈出了国际化的关键一步——出口瑞典，首次实现真正意义上的出口，这一举措不仅让乐高

的产品走出了丹麦本土，更在北欧市场打开了新的局面，为其后续在全球范围内的品牌扩张奠定了重要基础。

图表8: Kiddicraft 公司与乐高公司积木对比



资料来源：知乎，中邮证券研究所

图表9: 乐高积木 Logo

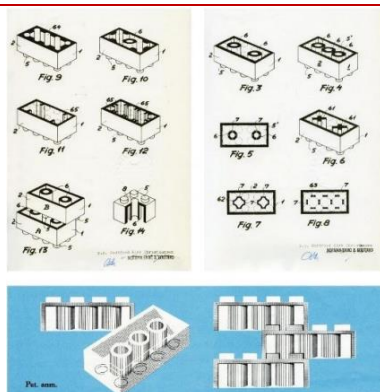


资料来源：詹斯·安德森《乐高传》，中邮证券研究所

——标准化玩具制造商初具雏形（1958-1990）

1958 年“凸起管”拼插技术获得专利，奠定了标准化乐高积木体系。1954 年，乐高第二代负责人哥特弗雷德·柯克·克里斯蒂安森提出构建标准化“乐高体系”，核心理念是通过标准化、兼容的积木组件激发用户创造力并延长产品生命周期。这一体系的实现离不开 1958 年凸起管（stud-and-tube）技术的专利突破——积木表面的圆钉与底部的圆管结构能实现稳固咬合，既解决了早期积木易散的问题，又确立了统一接口标准，让不同系列、不同年份生产的积木都能完美兼容，为“乐高体系”的落地提供了核心技术支撑。凭借这一技术加持的标准化体系，乐高积木的玩法灵活性和场景扩展性大幅提升，不仅深受儿童和家长认可，市场需求快速增长，更推动其从丹麦本土品牌向国际化玩具巨头迈进，为后续的全球扩张奠定了坚实基础。1960 年，乐高的木质玩具工厂遭遇火灾被烧毁，这一事件促使乐高彻底结束木质玩具的生产，全力专注于乐高积木的研发与推广。

图表10：乐高多模式“凸起管”技术



图表11：乐高系统产品



资料来源：詹斯·安德森《乐高传》，中邮证券研究所 资料来源：知乎，中邮证券研究所

标准化体系构建后，乐高进入了高速发展期。1) 国际化加速推进：1961 年，乐高与美国公司达成授权协议，推动产品进入北美市场，同时扩建比隆的 System House 以支撑国际业务，为全球布局奠定基础。1962 年，乐高正式进军亚洲市场，进一步拓宽全球版图。1975 年，乐高全年生产 7.06 亿个积木，产品覆盖 42 个国家和地区，规模化与全球化效应凸显。2) 持续深化产品体系：1962 年发明的乐高车轮，为积木玩法增添了动态维度，深受市场欢迎。1977 年推出的乐高科技系列，凭借齿轮等复杂零件满足高阶需求；1978 年引入的乐高小人仔与城镇、太空、城堡等主题细分，让积木世界有了更丰富的故事场景。这一时期，“LEGO System in Play”理念确立，所有积木的兼容特性成为核心竞争力。3) 多元化拓展受众群体（主题乐园+低龄用户）：1968 年是重要节点，丹麦比隆乐高主题公园开业，最初仅 3 英亩的园区后来扩展至 24 英亩，成为融合产品体验与娱乐的标志性景点，强化了品牌影响力；同年试销的大颗粒得宝系列，次年推向国际，成功覆盖低龄用户群体。1990 年，乐高的营收已经达到了五亿美元，成为了全球玩具行业的巨头。

——行业冲击下步入调整（1990-1997）

行业冲击下，公司盲目转型导致乐高一度濒临破产。1990 年，乐高积木专利到期，市场的竞争者们开始纷纷涌入了积木玩具的行业。同时游戏机与互联网的兴起迅速分流用户，对整个玩具市场造成了巨大的冲击。为了应对此次危机，乐高在开发积木外，疯狂跨界拓展至游戏、杂志、媒体、服饰、乐园等娱乐领域，但这些并非其熟悉的业务板块，过多资源投入导致产品结构大范围调整，资源配置失衡，大量资金耗费在收益甚微的产品上，挤压了传统核心业务的发展空间。

1998 年，乐高的营收达到了 77 亿丹麦克朗，却首次出现亏损，净利润负 2.8 亿丹麦克朗。乐高也被迫裁员一千多人，但依旧没有挽回颓势。整个企业站在了破产的边缘。

——总结（产业链角度）

纵观这一时期，我们认为这是乐高的中下游筑基阶段。这一阶段乐高在中下游的生产制造领域仍占据主导地位；上游则通过授权引入外部 IP，以此增强产品差异化。不过这种 IP 使用方式较为被动，且成本高昂，对公司的利润空间造成一定影响。

2.2 1998-2010 年：上游探索起点—IP 授权开启上游跃迁路

破产危机下，乐高试图通过 IP 联名进行自救，正式开启 IP 授权道路。1999 年，乐高首次获得《星球大战》IP 授权，推出主题积木套装。当时，乐高对这一系列产品的市场表现并无十足把握，然而最终的销量却达到预期的 6 倍，这一成果有力验证了“影视 IP+积木”模式的可行性，也开启了乐高公司历史上最为成功的篇章之一。2001 年，乐高与《哈利·波特》展开合作，借助电影的超高热度成功拉动了产品销售，取得了显著的业绩提升。但这种合作模式也存在弊端，过度依赖外部 IP 使得乐高的版权成本居高不下。2003 年，IP 主题热潮消退，乐高业绩断崖式下跌，营收同比下降 30%，亏损约 2.4 亿美元，机械组系列也濒临停产，公司负债高达 50 亿丹麦克朗（约 8 亿美元），面临严峻的破产危机。

图表12：乐高首次授权 IP——星球大战



图表13：乐高与哈利波特 IP 合作



资料来源：詹姆斯·安德森《乐高传》，中邮证券研究所

资料来源：詹姆斯·安德森《乐高传》，中邮证券研究所

首位家族非 CEO 临危受命，三大“回归”措施力挽狂澜。2004 年，约恩·克努德斯托普上任后，迅速找到乐高陷入困境的根本所在——偏离公司发展核心，从而迅速推动三大“回归”改革以帮助公司重获新生。

1) 回归核心业务：约恩·克努德斯托普上任后，明确乐高的核心业务是积木玩具，开始大刀阔斧地削减成本，优化产品线。他将乐高积木的基本零件种类从 1.3 万种减少到 6500 种，去除了许多华而不实的独特设计，简化生产流程，提升生产效率。同时，暂停或关闭了一些非核心的业务，如电子游戏开发、服装和珠宝生产线等，集中资源投入到积木产品的研发和生产中。

2) 回归“乐趣”本质：为了找回乐高产品的“乐趣”本质，公司将企业使命由“通过玩耍学习”更改为“激发创造力、想象力、乐趣和学习”，深入研究儿童的玩乐习惯和需求。公司开创性地邀请孩子们到公司“上班”，观察他们玩乐高的过程，了解他们的喜好和想法。例如，德宝系列火车玩具原本复杂的齿轮掉头结构，经观察发现 3 岁小孩只是直接拿起火车转向，于是团队拆掉齿轮，不仅降低成本，还让玩具更符合孩子需求，成为爆款。

3) 回归用户群体：2005 年，乐高推出“乐高大师计划”，从全球 30 多个成人玩家社群中挑选出 20 名大使，这些大使肩负着重要使命，他们一方面负责收集社群中的问题和需求，并及时反馈给乐高；另一方面，乐高的设计者也通过他们广泛搜集各类想法，以及用户对于正在开发产品的意见与建议。此后，这些“大使们”逐渐成长为乐高创新的重要驱动力，促成了乐高第一个共创群体——乐高官方认证社群的形成。

图表14：乐高德宝系列火车玩具



资料来源：百度百科，中邮证券研究所

图表15：乐高社群平台



资料来源：乐高大使官网，中邮证券研究所

——总结（产业链角度）

纵观这一时代，我们认为这是乐高上游探索的起点。这一阶段乐高在中下游的生产制造领域仍占据主导地位；上游则通过授权引入外部 IP，以此增强产品差异化。不过这种 IP 使用方式较为被动，且成本高昂，对公司的利润空间造成一定影响。

2.3 2011-2020 年：上游纵深拓展—从“借力 IP”到“自创 IP”

吸收前期过度依赖授权 IP 的教训，乐高开始打造自有 IP。乐高在 IP 生态布局上逐步探索并深化，2011 年推出首部原创动画《乐高幻影忍者》，同步配套游戏及玩具，开启自创 IP 生态的试水之路；2014 年《乐高大电影》以 4.68 亿美元的全球票房亮眼表现，创新地以“广告电影”形式将乐高积木作为叙事核心载体，成功实现 IP 内容对产品销售的反哺，使乐高收获一大批潜在客户，成为其在 IP 上游突破的关键节点。

这一时期，乐高开始围绕积木开展有节制的“同心多元化”扩张，主要有：

1) 拓展客户群体：对于女性群体，2015 年，借《冰雪奇缘》系列精准打入女性市场，弥补了此前在性别覆盖上的短板。2019 年，推出的乐高好朋友新品凭借独特的粉色城堡主题深受女孩喜爱，进一步巩固了在女性市场的地位。对于成年消费者，2020 年正式推出 18+ 产品线，涵盖城镇规划、星球大战、DC 超级英雄等系列套装。这些产品在零件数量和搭建难度上提升，且注重设计的艺术性与收藏价值，吸引了大量成年粉丝。

2) 拓展授权 IP 版图：除了继续深化与星球大战、哈利·波特等经典 IP 合作，还新增多个热门 IP 授权。2015 年，与《侏罗纪世界》深度联动，同步推出游戏与玩具，构建“影视+游戏+玩具”的协同模式；2020 年与任天堂合作推出乐高超级玛丽套装，创新性地融入互动玩法，并配备 APP 应用程序，让玩家能在现实与虚拟世界中体验超级玛丽游戏乐趣，该产品全球累计销量超两百万套，成为爆款。

3) 激活粉丝社群：乐高上线 Lego Ideas 平台，鼓励粉丝提交设计创意并参与投票，将获选的 UGC 作品（如 NASA 土星五号火箭）量产，让用户共创成为 IP 的重要来源。这一系列举措不仅让自己的乐高粉丝群体能够始终保持热情，同时也能源源不断地吸引新的粉丝入场。

图表16：乐高好朋友系列 IP 巩固女性市场



图表17：乐高大电影开启“自创 IP”阶段



资料来源：詹斯·安德森《乐高传》，中邮证券研究所 资料来源：詹斯·安德森《乐高传》，中邮证券研究所

——总结（产业链维度）

纵观这一时代，我们认为这是乐高上游纵深拓展的过程。乐高的业务重心逐渐向上游迁移，通过自创影视、动画 IP 与深化外部 IP 合作夯实上游基础，再结合中下游的 IP 衍生品制造与销售，形成了**强韧**能力，为品牌持续注入活力。

2.4 2021 年至今：上游创造到下游落地的生态化贯通

2021 年以来，乐高逐渐构建起坚实的生态壁垒，实现 IP 全产业链覆盖。

1) 上游：IP 多维度开发与运营。乐高联名 IP 主要可以分为以下三类：影视超级 IP、文化符号 IP 与用户共创 IP，凭借 IP 热度与粉丝基础扩展影响力。此外，IP 开发不仅仅局限于积木玩具，还在游戏、影视等方面持续推新，如游戏领域推出《乐高：次元》等跨平台作品，打通实体玩具与虚拟角色的联动。同时，乐高注重凸显其教育属性，1980 年乐高组建教育部门，为丹麦学前班至初中供应适配教学的组合产品。随后它联合荷兰特温特大学等高校，基于积木开发大学阶段课程，帮助开展机械、编程等方面的实践教学。全球 127 所中小学将乐高纳入创客课程，FLL 机器人赛事与奥赛齐名，持续强化 IP 的教育属性。

图表18：乐高联名 IP “三支火箭”

IP 类型	IP 定位	代表性 IP
影视超级 IP	快速吸引流量	漫威，迪士尼
文化符号 IP	提升品牌高端调性	法拉利、NASA
用户共创 IP	低成本试错并增强粉丝粘性	LEGO Ideas 平台

资料来源：趣尔思 cheers 品牌策划，中邮证券研究所整理

2) 中游：供应链全球布局。乐高目前在丹麦比隆、墨西哥蒙特雷、匈牙利、捷克和中国嘉兴共设立 5 个自有工厂，另外在越南平阳和美国弗吉尼亚州有 2 个在建工厂，其中越南工厂为新可再生能源制造基地，预计 2026 年初实现 100% 可再生能源运营，其能缓解生产压力，并可能借东南亚地理优势，配合嘉兴工厂等，更好调配亚太供应资源，助力热门 IP 产品按时供应。

3) 下游：多零售渠道触达消费者。乐高产品除了通过自营零售店、专卖店、在线商店以及各种零售商店售卖外，也通过乐高主题乐园扩展产品渠道，形成“IP+场景+消费”的完整闭环。目前全球已开业的乐高主题乐园共有 12 家，其凭借“教育+娱乐”的差异化定位服务亲子文旅市场，将积木创意精神转化为可触摸的快乐体验，延续“玩得快乐”的品牌理念。乐园通常设有创意工坊、乐高角色见面会等诸多能体验乐高创意或与 IP 近距离互动的的项目，来延伸消费场景与游客的沉浸式体验。

图表19：乐高主题乐园分布

国家	地区	乐高主题乐园	开幕时间
丹麦	比隆	比隆乐高乐园	1968. 6. 7
德国	希尔克斯多夫	希尔克斯多夫乐高乐园	1973. 6. 1-1976
	金茨堡	德国乐高乐园	2002. 5. 17
英国	温莎	温莎乐高乐园	1996. 3. 17
美国	卡尔斯巴德	加利福尼亚乐高乐园	1999. 3. 20
	温特黑文	佛罗里达乐高乐园	2011. 10. 15
	戈申	纽约乐高乐园	2021. 5. 29
马来西亚	伊斯干达公主城	马来西亚乐高乐园	2012. 9. 15
阿联酋	迪拜	迪拜乐高乐园	2016. 10. 31
日本	名古屋	日本乐高乐园	2017. 4. 1
意大利	加尔达新堡	加尔达乐高乐园	2021. 6. 15
韩国	春川	韩国乐高乐园	2022. 5. 5
中国	上海	上海乐高乐园	2025. 7. 5

资料来源：乐高官网，中邮证券研究所

——总结（产业链维度）

纵观这一时代，我们认为乐高上下游已打通，生态体系逐步建立。从产业链来看，上游主导自有 IP 创作，统筹全球 IP 授权管理与多媒介内容分发；下游延

伸至制造、教育、乐园、医疗等全场景衍生，使 IP 成为贯穿全产业链的核心驱动力，支撑起乐高的持续增长与竞争优势。

3 竞争优势：百年乐高的成长密码

3.1 精准定位客群需求，针对性推出主题产品

1979 年，产品线已清晰划分。1979 年，乐高第三代继承人克伊尔德·克里斯蒂安森接任公司后，敏锐洞察到不同客群的差异化需求，着手建立完整玩乐体系，将产品划分为三大核心系列：乐高建筑玩具作为核心根基，承载着最经典的基本拼装功能，以基础颗粒和通用组件满足全年龄段对“创造无限可能”的底层需求；DUPLLO 系列则精准锁定婴幼儿群体，通过增大颗粒尺寸、简化拼搭逻辑，既规避了低龄儿童误吞的安全风险，又以鲜艳色彩和生活化造型（如动物、交通工具）启蒙认知，成为幼儿动手能力培养的入门选择；SCALA 系列则聚焦女童市场，以可组装珠宝、时尚场景为核心，贴合女孩对装饰、社交场景的兴趣偏好，填补了针对性别细分需求的空白。

当下，乐高“玩乐”体系日益壮大。如今，乐高的产品矩阵持续壮大，已从当年的三大系列拓展至如今满足不同客群需求的 41 个主题系列，针对不同群体的细分布局愈发精细。例如，在女性群体中，除早期 SCALA 系列的理念延续，自有 IP 好朋友系列聚焦女孩的社交与情感需求，以友谊俱乐部、城市生活场景为核心，角色设计更贴近现代女孩的多元形象；授权 IP 迪士尼公主系列则将经典童话角色与城堡、场景结合，满足女性对梦幻叙事的喜爱；而自有经典无 IP 系列花植系列以仿真花卉、多肉植物为主题，凭借高颜值和装饰性，成为成年女性装饰家居、释放压力的热门选择。

这种分类方式背后，是对目标人群的深度拆解。1) 幼儿阶段（3-6 岁）正处于感官探索阶段，DUPLLO 系列的大颗粒设计不仅降低了操作难度，其搭配的动物、交通工具等具象化造型，能通过拼搭帮助孩子建立“形状对应”“空间组合”的基础认知；2) 低龄段儿童（7-12 岁）开始对故事产生联想，基础建筑玩具的进阶设计（如融入角色互动的小颗粒套装，像城市系列中的消防救援场景、农场生活套装），通过“搭建场景→演绎情节”的玩法，既锻炼了精细动作，又在潜移默化中培养逻辑思维与表达能力，恰好匹配其成长节奏；3) 青少年群体（13-18 岁）

追求挑战与成就感,建筑玩具中的复杂场景、机械元素套装(如早期机械组雏形)能满足其对科技、工程的探索欲;4) 成年粉丝(18 岁以上)的收藏、装饰、减压需求, 也通过建筑玩具中高复杂度的经典款式得到初步覆盖。

图表20: 乐高部分系列客群定位

分类	乐高系列	1.5 岁+	5 岁+	9 岁+	18 岁+
乐高小人仔	人仔系列 Minifigures		√	√	√
	次元系列			√	√
小朋友专属	得宝系列 Duplo	√	√		
	经典系列		√		
创意系列	IDEAS 系列			√	√
	积木素描系列		√	√	√
	节日系列		√	√	
	促销系列		√		
	Serious Play 系列				√
高阶玩家	机械组系列 Technic				√
	建筑系列			√	√
漫威/DC	DC/漫威超级英雄系列			√	√
	DC 超级美少女系列		√		
乐高大电影	乐高大电影系列			√	√
游戏 IP	守护先锋系列			√	√
	超级马里奥系列		√	√	√
	我的世界系列			√	
电影 IP	星球大战系列			√	√
卡通 IP	迪士尼系列		√	√	
自创 IP	幻影忍者系列			√	√
	魔发精灵系列		√	√	
主题场景	城市系列		√	√	

资料来源: 微信公众号“积木情报局”, 中邮证券研究所

客群精准定位直击需求痛点,反哺完善营销渠道。1) 线下渠道: 明确的产品分类让线下渠道更精准地陈列对应客群的产品,降低消费者选择成本: 针对低龄儿童, 家长的痛点在于“如何快速找到适合孩子年龄、安全又有趣的玩具”, 因此 DUPLO 多与母婴区、儿童游乐区相邻, 搭配色彩鲜艳的海报和互动试玩台, 让家长在短时间内判断产品是否匹配孩子的认知水平与兴趣点; 青少年群体常出没的数码区、潮玩区附近, 则重点摆放机械组、星球大战等强调“挑战感”的系列, 用“高难度拼搭”“限量款”等标签吸引他们主动探索, 解决其“追求挑战与成就感”的痛点; 针对痛点在于“玩具被视为‘儿童专属’, 担心购买时的违和感”的成年粉丝, 乐高在品牌旗舰店设立“成人收藏区”, 弱化了“玩具”属性,

强化了“创意摆件”“兴趣载体”的身份，让他们能坦然选购；同时，线下定期举办的“成人拼搭工作坊”，既提供了社交场景，又解决了“独自拼搭缺乏乐趣”的问题，进一步增强粘性。**2) 线上渠道：**线上则通过精准的人群标签实现差异化营销：给家长群体推送“分龄选购指南”“安全材质解析”，直接回应其对“适龄性”“安全性”的担忧；向青少年推送“机械原理科普”“玩家拼搭挑战视频”，用专业内容激发他们对科技系列的兴趣；为成年粉丝定制“限量款预售提醒”“成品装饰案例”，满足其对“稀缺性”“展示价值”的追求。

3.2 产品“乐高化”，将“LEGO”打造成文化符号

乐高的授权合作不是贴 logo，而是把 IP 乐高化。这种“乐高化”的授权合作不是简单地生硬移植，而是用乐高的语言重新解构，让每个角色、场景都带上独特的“积木基因”。**1) 角色更 Q、更幽默：**比如《星球大战》中的风暴兵，在乐高套装里变成了方头方脑的 Q 版形象，头盔上的颗粒纹路清晰可见，既保留了原作的辨识度，又透着积木特有的萌感；**2) 场景用积木重建：**霍格沃茨城堡的尖顶、回廊被拆解成无数拼插颗粒，每一块砖石的拼接逻辑都符合乐高的机械原理，玩家在搭建时能直观感受到“用积木重建魔法世界”的乐趣。**3) 乐高“拆装”梗巧妙融入剧情：**《蜘蛛侠》套装里，反派的机械臂可以随时拆卸重组，呼应蜘蛛侠“拆解危机”的剧情。这种改编看似是对 IP 的再创作，实则牢牢守住了乐高“创造与探索”的文化内核——无论是哪个 IP，最终都要落地到“拼搭的乐趣”“无限的可能”上。玩家拼搭的过程，既是重温 IP 剧情的过程，更是用乐高逻辑重构世界的过程，让授权合作既借势 IP 的影响力，又强化了乐高自身的品牌印记，实现了“1+1>2”的效果。

图表21：乐高《星球大战》风暴兵



资料来源：淘宝，中邮证券研究所

图表22：乐高霍格沃茨城堡



资料来源：淘宝，中邮证券研究所

“万物皆可乐高”+标准化体系，打造“LEGO”文化符号。1) “万物皆可乐高”打破了玩具的边界，让任何场景、角色、概念都能以“乐高形态”呈现。这种“无所不能”的创造力，让消费者形成“想到积木，就想到用乐高实现”的思维定式，仿佛世间一切都能被拆解成可拼搭的颗粒，再重组出无限可能。2) 而标准化体系则是这一切的根基。1958 年确立的乐高砖块通用尺寸与拼插结构让不同年代、不同系列的产品始终兼容，这种“跨时空适配”不仅降低了消费者的选择成本，更构建起一套独特的“乐高语言”。这种标准化带来的统一体验让“乐高”超越了具体产品，成为“积木玩法”的代名词。当“万物皆可被乐高化”的想象力遇上“一砖通用”的标准化体系，乐高便从一款玩具升级为一种文化载体，人们谈论的不再是“某一款积木”，而是“乐高式的表达”。这种从功能到文化的跃迁，最终让“乐高”与“积木”划上了等号，成为一个自带流量与情感共鸣的超级文化符号。

3.3 坚持创新理念，粉丝创作壮大砖块文化

自创立以来，公司始终坚持创新理念。1949 年，乐高由木质玩具作坊转而开始生产塑料玩具，为后续积木发展打下基础。1954 年，哥特弗雷德萌发构建系统化玩具生态的想法，1955 年“乐高玩乐系统”正式提出，确立组件互通的核心逻辑。1958 年，凸起管技术获专利，通过凸起与小孔的精密咬合，解决了积木拼接稳定

性问题，成为乐高标志性设计。1963 年，改用 ABS 塑料替代 CA 塑料，提升了积木的韧性、耐用性和色彩稳定性，奠定高品质基础。1978 年，推出带可动关节的乐高小人仔，为积木场景注入叙事性，成为跨越年龄的情感符号。1999 年，与“星球大战”开启 IP 联名，以积木语言重构 IP 元素，拓宽受众边界。2014 年，上线“LEGO Ideas”共创平台，让粉丝设计有机会量产，强化粉丝参与感；同年推出《乐高大电影》，启动自有 IP 创作，推动品牌向文化符号升级。回顾乐高百年发展史，创新与创造力始终是流淌在品牌血液中的核心基因。

图表23：乐高创新史



资料来源：詹斯·安德森《乐高传》，中邮证券研究所整理

从单向输出到生态共建，粉丝创造力反哺品牌生长。从早期推出“乐高大使”计划收集玩家的问题与要求，到 2014 年“LEGO Ideas”平台的正式上线，乐高将粉丝的创造力纳入品牌发展的核心链路：玩家可以提交原创设计，经全球粉丝投票和官方评审后，优秀作品便能转化为量产套装，设计者还能获得销售分红。这种“共创模式”不仅催生出“老友记公寓”“打字机”等爆款产品，更让粉丝从“消费者”变为“参与者”，形成“品牌引导+粉丝共创”的良性循环。此外，乐高还通过举办全球拼搭大赛、开放数字设计工具（如 LEGO Digital Designer）等方式，为不同年龄、不同创意领域的粉丝提供展示平台。这种对粉丝创新的尊重与赋能，让乐高从“品牌单向输出创意”升级为“全球玩家共同构建创意生态”，也让“创造”这一核心价值渗透到每一个与乐高相关的场景中。

图表24: Brickcon 玩具展会上乐高玩家展示作品



资料来源：微信公众号“观澜视觉”，中邮证券研究所

图表25: LEGO Ideas 平台上市作品——打字机



资料来源：淘宝，中邮证券研究所

粉丝社群的创作热潮，催生了独特的“砖块文化”。“砖块文化”（Bricks Culture）是当人们对乐高积木的认知从玩具转变为为万用工具后，在多元场景与跨群体实践中衍生的文化形态——它以积木为载体，融合创作、应用、共享等元素，让砖块从拼搭玩具变成连接艺术、工作、教育的通用语言。在社群的共创中，“砖块文化”更演变为一种共享的思维方式：它鼓励人们像拼搭积木那样拆解问题、重组创意，无论是博物馆里的乐高艺术展，还是办公室里的模型推演，亦或是家庭中兼具装饰与回忆的积木摆件，都在诉说同一种内核——以颗粒为起点，用创造力连接万物，让每一块砖块都成为创造力的支点。

图表26: 乐高积木搭建的密苏里号战舰



资料来源：微信公众号“观澜视觉”，中邮证券研究所

图表27: 内森·萨瓦亚与原创乐高积木艺术品《Yellow》



资料来源：微信公众号“观澜视觉”，中邮证券研究所

4 投资建议

IP 潮玩行业商业模式大致可分为造星（IP 平台化）和追星（IP 商业化）两类，大部分公司最初都是追星模式，最终/终极目标都是造星模式。复盘当下海外 IP 公司，他们目前都为 IP 平台化公司，即具有极强的 IP 打造能力，但是他们的发展并非一帆风顺，也并非最初就是平台化公司。我们梳理他们的发展历程，大致可分为三类：1）玩具起家的如乐高、孩子宝、美泰等；2）渠道起家的如三丽鸥等；3）内容起家的如迪士尼、任天堂等。

我国 IP 产业发展起步较晚，IP 潮玩行业起源于 2010s，快速发展在 2020s 以后。当下阶段，我们认为无论是造星模式（IP 平台化）还是追星（IP 商业化）公司均有机会。

相关标的：泡泡玛特、布鲁可、名创优品等。

图表28：IP 潮玩商业模式比较

分类	造星——IP 平台化（IP 打造）	追星——IP 商业化
特征	从 IP 创造到 IP 商业化的全产业链	获得 IP 授权设计产品推向市场
打法	奢侈品玩法，引领潮流	快消品玩法，追随潮流
商业模式	本质是平台型公司，可看长远，享有高估值	小单快反品效率的模式，可能会压货，IP 签约具有不确定性，IP 本身有周期性
	做起来比较困难	初级模式
财务指标	通常毛利率较高，如 ppmt 毛利率 60%+，净利率 20%+，与三丽鸥类似，仅次于白酒，高于东鹏、海天等赛道公司。	毛利率相对不是非常高
典型公司	玩具起家：乐高、孩之宝、美泰等	布鲁可、卡游等
	渠道起家：三丽鸥、泡泡玛特等	
	内容起家：迪士尼、任天堂等	

资料来源：Wind，中邮证券研究所整理

5 风险提示

市场竞争加剧风险；政策超预期风险；海外发展不及预期；IP 合作风险；创新不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000