

2025 年 04 月 06 日

泡泡玛特 (09992. HK)

投资评级：买入（首次）

——艺术家 IP 筑高竞争壁垒，海外扩张赋能长期增长

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 03 日

收盘价 (港元)	162.60
一年内最高/最低 (港元)	167.40/28.20
总市值 (百万港元)	218,362.56
流通市值 (百万港元)	218,362.56
资产负债率 (%)	26.80

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **新兴消费需求推动下，中国潮玩市场发展迅速。**伴随新兴消费需求催化，中国玩具市场不断演绎，IP 玩具等多品类新式玩具需求正快速发展，推动中国潮玩市场规模逐步提升。从市场规模看，据观研天下微信公众号，2023 年中国潮玩市场规模达 626 亿元，2019–2023 年 CAGR 为 31.24%，呈快速增长趋势；从目标客群看，中国潮玩市场现有客群年龄主要集中在 15–39 岁。伴随新生代人口逐步成长，潮玩消费目标群体有望不断拓宽，行业发展有望维持快速增长的趋势。
- **潮玩市场仍处于快速成长期，具备核心竞争力的头部品牌有望持续提升市场份额。**据弗若斯特沙利文微信公众号及名创优品招股书，2019 年中国潮玩市场行业 CR5 为 22.8%，而 2021 年 CR5 为 26.4%，增长 3.6pct，潮玩行业集中度小幅提升。作为潮玩行业头部公司，泡泡玛特 2019 年市占率为 8.5%，2021 年增长 5.1pct 至 13.6%，在公司自有 IP、强大的 IP 运营及完善的销售网络支持下，市场份额提升较快，未来有望借公司竞争优势持续获得新增市场份额，行业头部品牌地位稳固。
- **艺术家 IP 为公司核心驱动，海外业务为公司新增长极。**产品角度看，2024 年艺术家 IP 实现营收 111.21 亿元，同比+130.62%，营收占比达 85.30%，2020–2024 年 CAGR 为 60.12%，核心品类地位凸显。渠道角度看，公司近年营收主要来自中国内地市场，2024 年中国内地实现营收 79.72 亿元，同比+52%，但中国港澳台及海外业务实现营收 50.66 亿元，同比+375%，中国港澳台及海外业务的高速发展带动该业务营收占比快速提升，由 2022 年的 9.83% 上升 29.02pct 至 2024 年的 38.85%。
- **盈利预测与评级：**公司作为中国潮玩行业的头部企业，具备 IP 玩具全产业链运营能力，公司通过出众的 IP 创造、运营能力及渠道端多样的消费者触达能力持续高质量发展，且伴随公司海外业务逐步扩大、产品海外影响力不断提升，有望打开第二增长极。我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别 58.99 亿元/83.50 亿元/110.53 亿元，同比分别增长 88.75%/41.54%/32.38%。我们选择与公司同属玩具及兴趣消费品的名创优品、晨光股份以及同属 IP 运营公司的光线传媒、奥飞娱乐为可比公司，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在潮玩赛道的品牌形象、IP 研发运营能力及营销能力位于上乘，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**宏观消费修复不达预期风险；境外拓展不达预期风险；新 IP 发展不及预期风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6301.00	13037.75	21546.57	28746.62	35863.92
同比增长率 (%)	36.46%	106.92%	65.26%	33.42%	24.76%
归母净利润 (百万元)	1082.34	3125.47	5899.17	8349.62	11052.81
同比增长率 (%)	127.55%	188.77%	88.75%	41.54%	32.38%
每股收益 (元/股)	0.81	2.36	4.39	6.22	8.23
ROE (%)	13.93%	29.26%	35.57%	33.49%	30.71%
市盈率 (P/E)	187.61	64.39	34.59	24.44	18.46

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

公司作为中国潮玩行业的头部企业，具备 IP 玩具全产业链运营能力，公司通过出众的 IP 创造、运营能力及渠道端多样的消费者触达能力持续高质量发展，且伴随公司海外业务逐步扩大、产品海外影响力不断提升，有望打开第二增长极。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 58.99 亿元/83.50 亿元/110.53 亿元，同比分别增长 88.75%/41.54%/32.38%。我们选择与公司同属玩具及兴趣消费品的名创优品、晨光股份以及同属 IP 运营公司的光线传媒、奥飞娱乐为可比公司，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在潮玩赛道的品牌形象、IP 研发运营能力及营销能力位于上乘，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1) 销售费用率，公司为潮玩行业头部品牌，品牌影响力较强，自有 IP/独家 IP 高占比加持下核心竞争力稳固，销售费用可控，且公司营收近年快速增长，规模效应显著，因此预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 26.00%、25.00%、24.00%；
2) 管理费用率，公司持续严控管理费率，且在快速发展期下规模效应显著，因此预计 2025-2027 年管理费用率分别为 5.50%、5.00%、4.50%。

投资逻辑要点

公司作为中国潮玩行业的头部企业，竞争力来自：1) 具备 IP 玩具全产业链运营能力，通过出众的 IP 创造、运营能力及渠道端多样的消费者触达能力持续高质量发展；2) 伴随公司海外业务逐步扩大、产品海外影响力不断提升，有望打开第二增长极。

核心风险提示

宏观消费修复不达预期风险；境外拓展不达预期风险；新 IP 发展不及预期风险。

内容目录

1. 潮玩行业快速发展，具备核心竞争力的品牌乘风而上	5
2. 各品类各渠道快速发展，助公司营收及利润双升	8
3. 盈利预测与评级	12
3.1. 核心主业驱动公司业绩上行	12
3.2. 首次覆盖给予“买入”评级	13
4. 风险提示	13

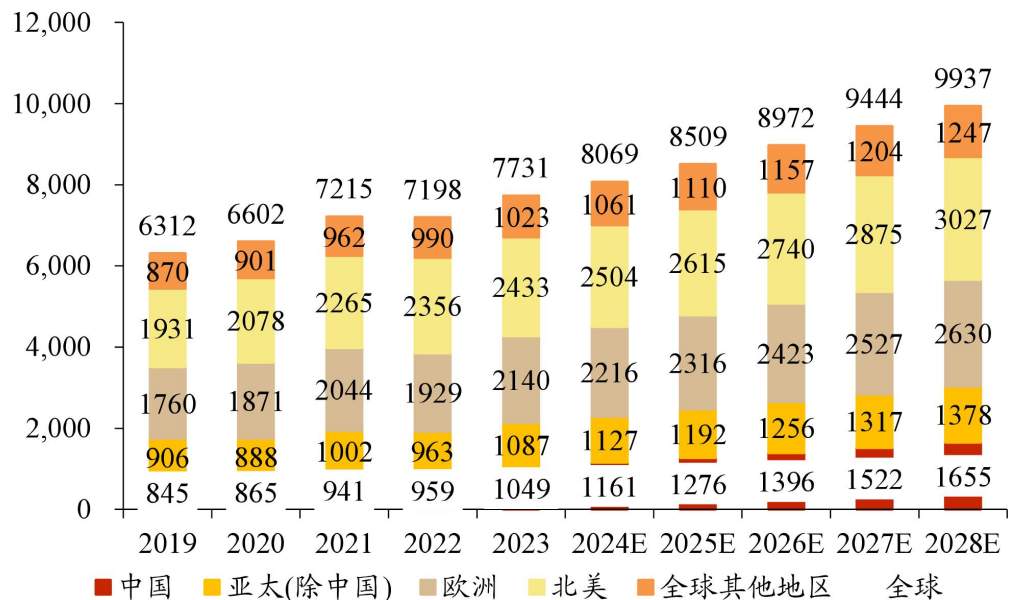
图表目录

图表 1: 2023 年世界玩具市场规模为 7731 亿元 (单位: 亿元)	5
图表 2: 2023 年中国潮玩市场规模为 626 亿元 (单位: 亿元)	6
图表 3: 中国潮玩产业价值链	7
图表 4: IP 的运营与创意设计是泡泡玛特快速发展的核心因素	7
图表 5: 2019 年泡泡玛特潮玩行业市占率为 8.5%	8
图表 6: 2021 年泡泡玛特潮玩行业市占率为 13.6%	8
图表 7: 2024 年公司营收同比+106.92%	9
图表 8: 2024 年公司毛利率为 66.79%	9
图表 9: 2024 年公司管理费用率为 7.26%	9
图表 10: 2024 年公司归母净利率为 23.97%	9
图表 11: 2024 年公司存货周转天数为 101 天	10
图表 12: 2024 年艺术家 IP 营收占比为 85.30%	10
图表 13: 2024 年艺术家 IP 营收同比增长 130.62%	10
图表 14: 2024 年授权 IP 营收同比增长 54.54%	11
图表 15: 2024 年外采及其他 IP 营收同比下降 28.62%	11
图表 16: 2024 年中国港澳台及海外渠道营收同比+375%	11
图表 17: 2024 年中国港澳台及海外渠道营收占比达 38.85%	11
图表 18: 2024 年公司中国内地线下营收为 45.3 亿元	12
图表 19: 2024 年公司中国港澳台及海外线下营收为 30.7 亿元	12
图表 20: 泡泡玛特重点费率预测	12
图表 21: 泡泡玛特简易利润表预测 (金额单位: 亿元)	12
图表 22: 可比公司估值表	13

1. 潮玩行业快速发展，具备核心竞争力的品牌乘风而上

全球玩具市场规模较大，中国市场仍存在较大发展空间。从全球玩具行业发展情况看，据布鲁可招股书及弗若斯特沙利文，以 GMV 统计，2023 年全球玩具市场规模为 7731 亿元，2019–2023 年 CAGR 为 5.2%，期间北美及中国为玩具市场发展较快区域。虽中国人均玩具消费增长较快，但市场规模较欧美等玩具主要消费市场仍存在较大空间，且伴随客群对 IP 玩具的喜好逐步增长，叠加近期本土企业研发、产品质量及 IP 商业化逐步提升，推动中国玩具市场不断发展。从中国玩具市场发展情况看，据布鲁可招股书及弗若斯特沙利文，2028 年中国玩具市场规模有望快速增长至 1655 亿元，2023–2028 年 CAGR 为 9.5%，仍具备较快增长潜力。

图表 1：2023 年世界玩具市场规模为 7731 亿元（单位：亿元）



资料来源：布鲁可招股书，弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，中国国家统计局，华源证券研究所

新兴消费需求推动下，中国潮玩市场发展迅速。伴随新兴消费需求催化，中国玩具市场不断演绎，IP 玩具等多品类新式玩具需求正快速发展，推动中国潮玩市场规模逐步提升。从市场规模看，据观研天下微信公众号，2023 年中国潮玩市场规模达 626 亿元，2019–2023 年 CAGR 为 31.24%，呈快速增长趋势；从目标客群看，中国潮玩市场现有客群年龄主要集中在 15–39 岁。伴随新生代人口逐步成长，潮玩消费目标群体有望不断拓宽，行业发展有望维持快速增长的趋势。

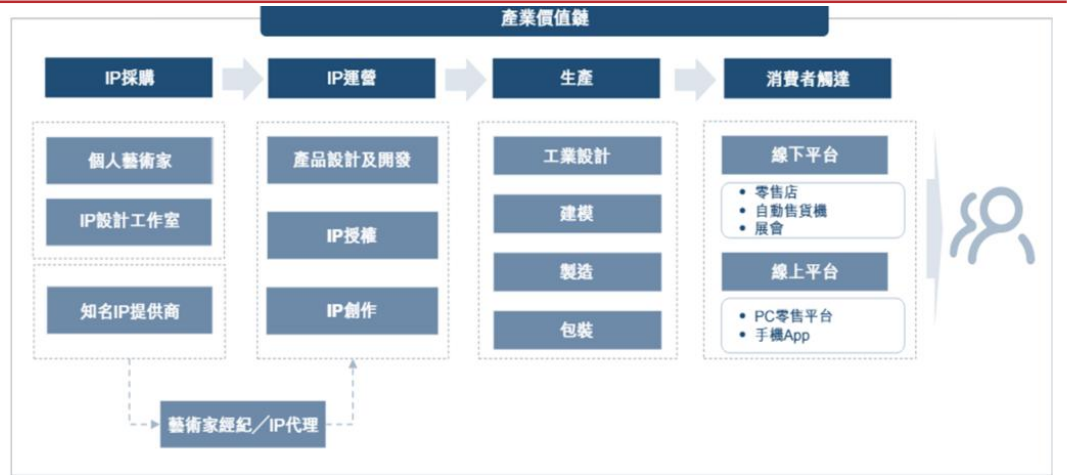
图表 2：2023 年中国潮玩市场规模为 626 亿元（单位：亿元）



资料来源：观研天下公众号，华源证券研究所

潮玩产业链体系完整，IP 创造、IP 运营、生产及销售等环节并重。据《潮玩产业发展报告 2023》，潮玩产业链体系大致可分为上游、中游及下游三个环节。**从上游看**，该环节以 IP 打造与授权为主，IP 来源则包含自有 IP、代理 IP 及授权 IP，品牌一般与艺术家、IP 设计师或 IP 供应商合作；**从中游看**，该环节主要包含产品设计制造及 IP 运营，IP 运营方需根据上游打造的 IP 形象进行潮玩属性再设计及产品化，但据泡泡玛特招股书，处于市场领先地位的潮玩公司往往具备了 IP 商业化的强大运营能力，因此，在整条潮玩产业链中，IP 运营能力为潮玩公司的核心竞争力之一；**从下游看**，该环节以渠道为主，据泡泡玛特招股书，潮玩公司通常拥有线上及线下的多种销售渠道，但运营效率领先的公司则致力于自建渠道，以便更高效的提升品牌曝光度及品牌形象，并加强对终端的管控。

图表 3：中国潮玩产业价值链



资料来源：泡泡玛特招股书，华源证券研究所

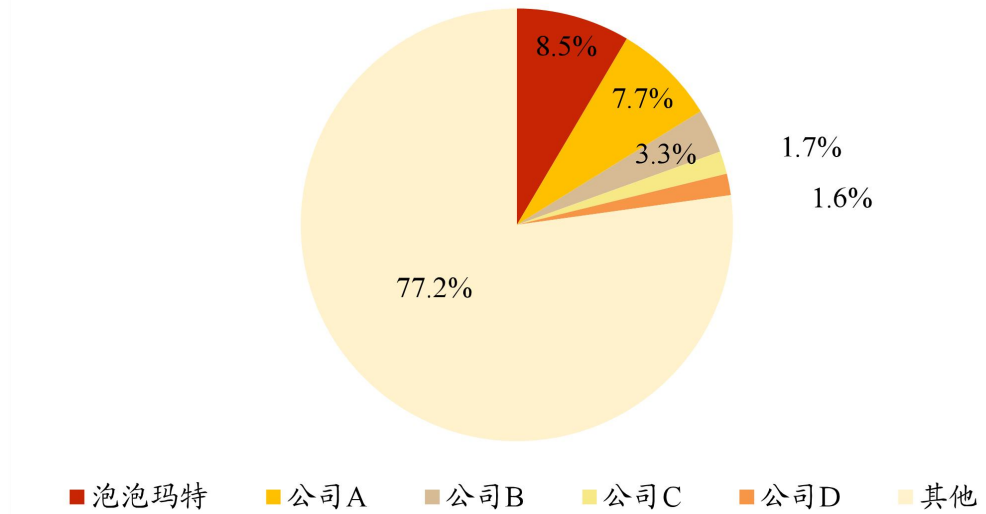
图表 4：IP 的运营与创意设计是泡泡玛特快速发展的核心因素



资料来源：泡泡玛特招股书，华源证券研究所

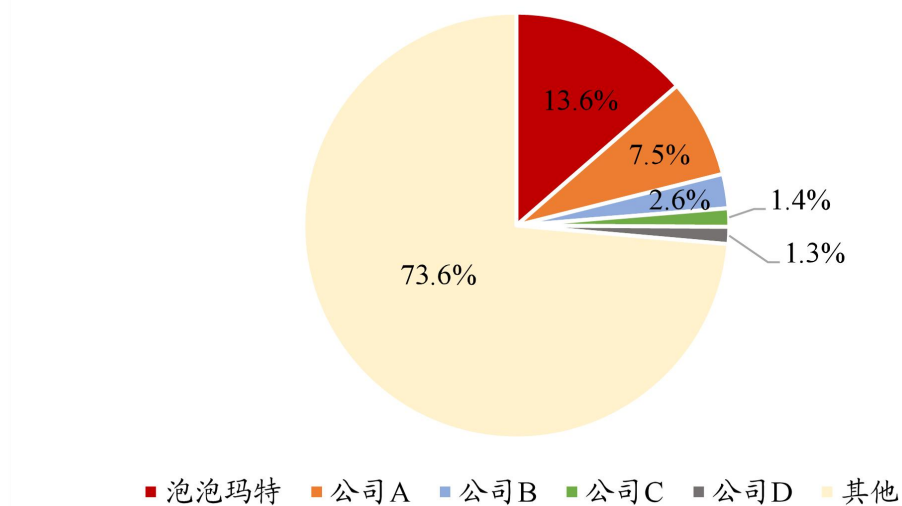
潮玩市场仍处于快速成长期，具备核心竞争力的头部品牌有望持续提升市场份额。据弗若斯特沙利文微信公众号及名创优品招股书，2019年中国潮玩市场行业CR5为22.8%，而2021年CR5为26.4%，增长3.6pct，潮玩行业集中度小幅提升。作为潮玩行业头部公司，泡泡玛特2019年市占率为8.5%，2021年增长5.1pct至13.6%，在公司自有IP、强大的IP运营及完善的销售网络支持下，市场份额提升较快，未来有望借公司竞争优势持续获得新增市场份额，行业头部品牌地位稳固。

图表 5：2019 年泡泡玛特潮玩行业市占率为 8.5%



资料来源：弗若斯特沙利文微信公众号，华源证券研究所

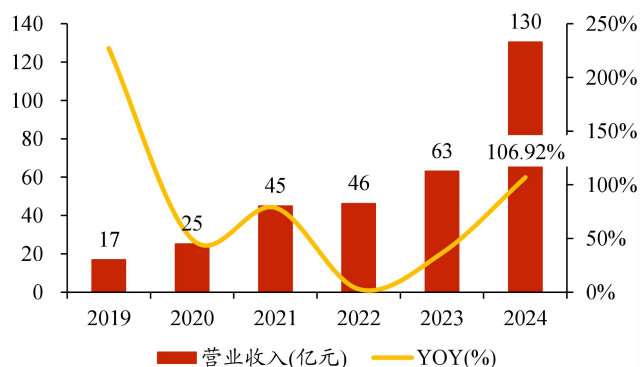
图表 6：2021 年泡泡玛特潮玩行业市占率为 13.6%



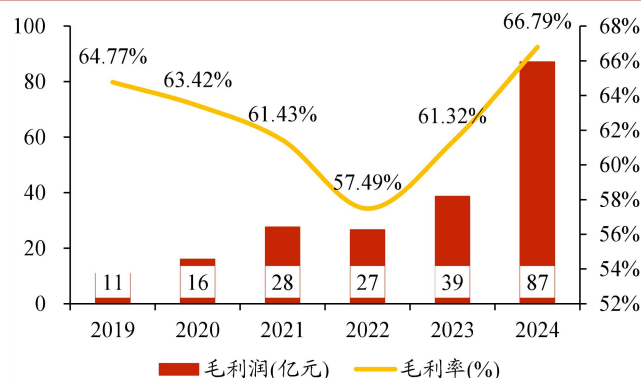
资料来源：名创优品招股说明书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

2. 各品类各渠道快速发展，助公司营收及利润双升

营收及毛利同比双升，2024 年毛利率达 66.79%。伴随潮玩行业快速发展，公司借自主 IP 不断拓展新产品，持续保持品牌对消费者的吸引力，推动营收快速增长，2024 年公司营收/毛利分别为 130.38 亿元/87.08 亿元，同比分别+106.92%/+125.35%；2019–2024 年公司营收/毛利 CAGR 分别为+50.59%/+51.52%，国内及海外渠道快速增长为公司近年营收增长的核心驱动。2024 年公司毛利率较 2019 年增长 2.02pct 至 66.79%，自 2022 年后持续改善。

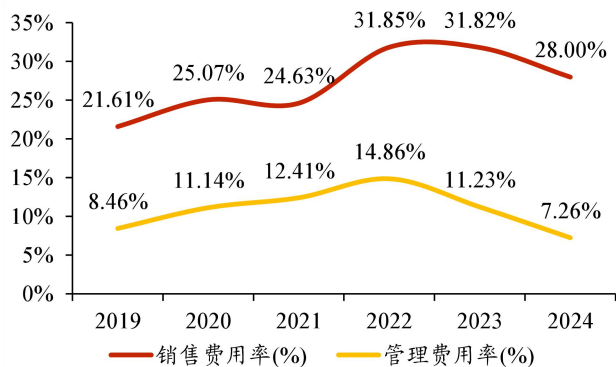
图表 7：2024 年公司营收同比+106.92%


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

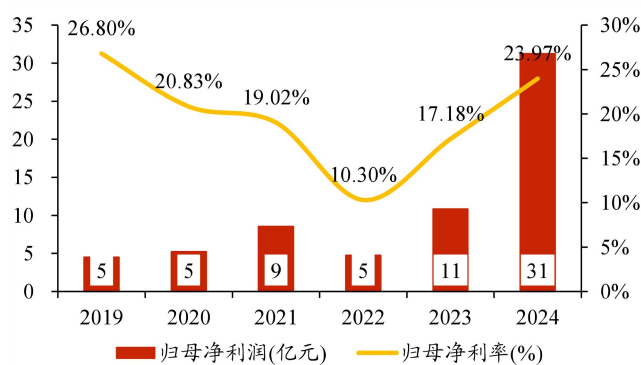
图表 8：2024 年公司毛利率为 66.79%


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

2022 年后公司费率持续改善，2024 年归母净利率为 23.97%。公司注重费用开支管理，规模化下经营效率改善。从费用端看，2024 年虽员工人数同比增长 41%，带动雇员福利开支同比增长 46%，但销售费率在公司规模化发展下自 2022 年起整体呈下降趋势，2024 年销售费率降至 28.00%，管理费率亦在 2022 年后持续改善，2024 年为 7.26%，为自 2019 年来新低。从利润端看，2024 年公司归母净利润快速增长至 31.25 亿元，同比+188.77%，2019-2024 年 CAGR 为 47.27%，归母净利率达 23.97%，较 2023 年增长 6.80pct，2022 年后持续改善。

图表 9：2024 年公司管理费用率为 7.26%


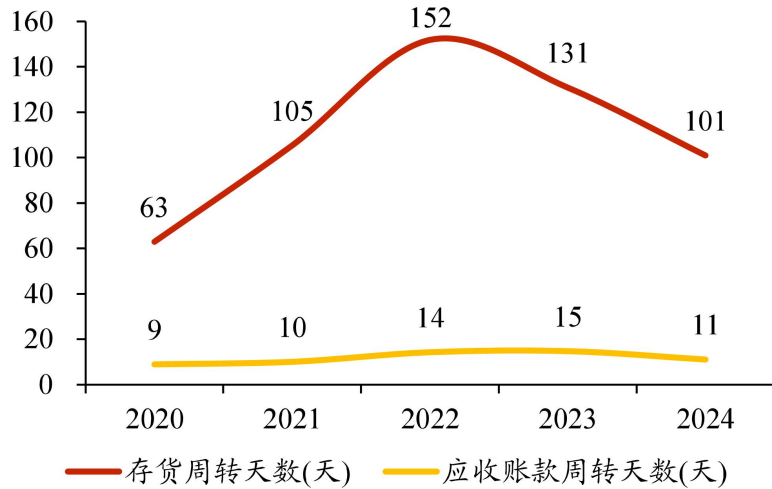
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 10：2024 年公司归母净利率为 23.97%


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

存货周转天数自 2022 年后持续下降。伴随前期公共卫生事件结束，公司存货管控效率更优，自 2022 年存货周转天数达 152 天以来，连续两年呈下降趋势，2024 年降至 101 天。未来，伴随公司营收高增长及存货管理方法多样化，存货周转天数有望持续改善。此外，公司 2024 年应收账款周转天数较 2023 年亦有所改善，降低 4 天至 11 天。

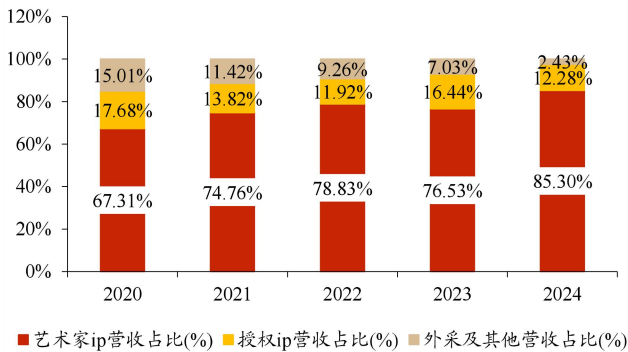
图表 11：2024 年公司存货周转天数为 101 天



资料来源：Wind，华源证券研究所

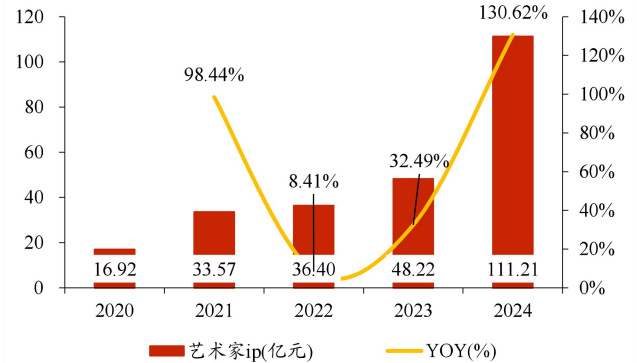
分 IP 看，艺术家 IP 为公司营收增长的核心驱动。公司 IP 大致分为艺术家 IP、授权 IP 及外采及其他 IP，其中，艺术家 IP 为公司自有或独家 IP，因 IP 为潮玩公司的核心资产及竞争壁垒，近年，泡泡玛特充分发挥其自有/独立 IP 的竞争优势，艺术家 IP 营收占比不断提升。据公司公告，2024 年艺术家 IP 实现营收 111.21 亿元，同比+130.62%，营收占比达 85.30%，2020-2024 年 CAGR 为 60.12%，核心品类地位凸显；此外，公司授权 IP2024 年实现营收 16.01 亿元，同比+54.54%，2020-2024 年 CAGR 为 37.77%，保持快速增长。

图表 12：2024 年艺术家 IP 营收占比为 85.30%



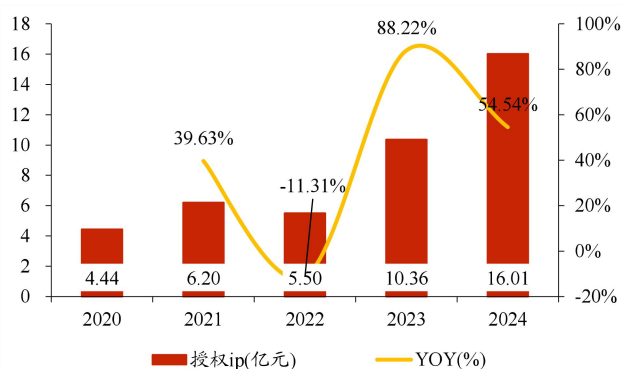
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 13：2024 年艺术家 IP 营收同比增长 130.62%



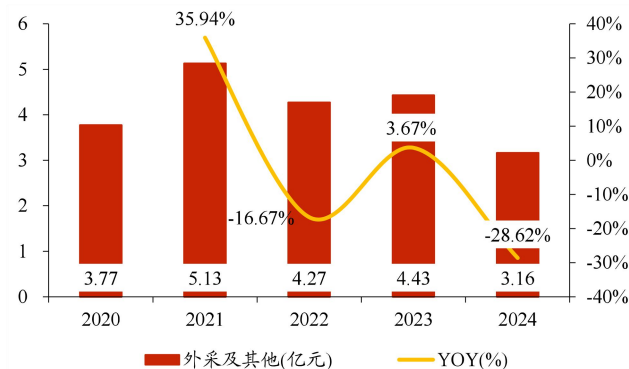
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 14：2024 年授权 IP 营收同比增长 54.54%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

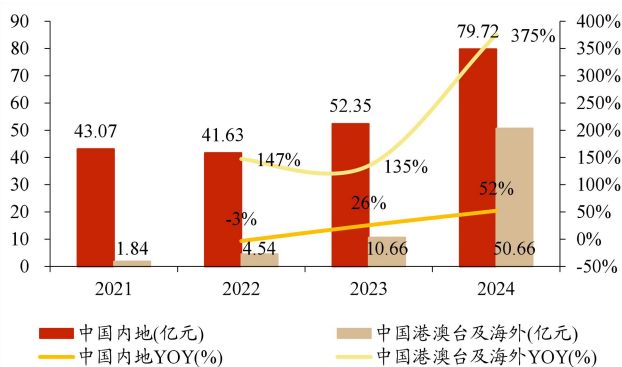
图表 15：2024 年外采及其他 IP 营收同比下降 28.62%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

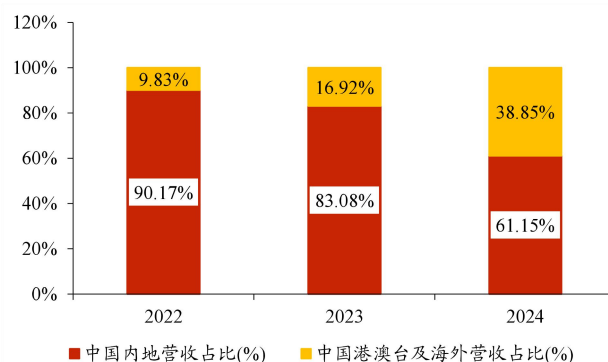
分渠道看，海外业务成为公司新增长极。据公司公告，公司近年营收主要来自中国内地市场，2024 年中国内地实现营收 79.72 亿元，同比+52%，但中国港澳台及海外业务实现营收 50.66 亿元，同比+375%，中国港澳台及海外业务的高速发展带动该业务营收占比快速提升，由 2022 年的 9.83% 上升 29.02pct 至 2024 年的 38.85%。**从线上、线下及批发渠道看，**2024 年中国内地线下渠道仍为核心渠道，营收占比为 34.72%，但线上业务增速更快，2024 年营收同比+76.94%；2024 年中国港澳台及海外的线下及线上渠道营收分别同比+379.62%/+833.96%，2024 年营收占比分别为 23.55%/11.16%，实现高速增长，伴随公司在全球的品牌力及知名度不断提升、在世界更多地区完成销售网络布局及客户开发，中国港澳台及海外业务营收有望在线上、线下及批发渠道高质量发展的加持下持续高速增长，成为公司新增长驱动。

图表 16：2024 年中国港澳台及海外渠道营收同比+375%

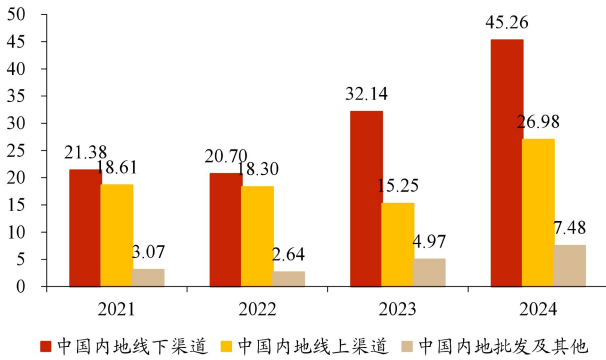


资料来源：公司公告，华源证券研究所

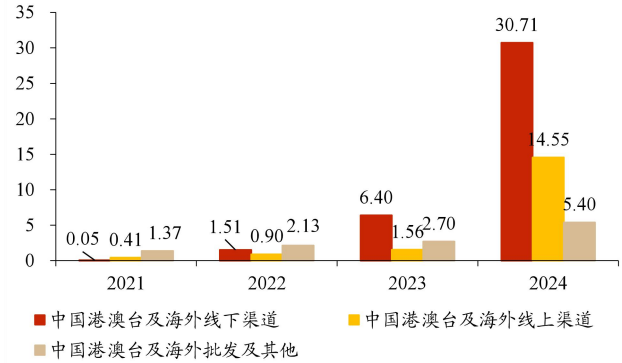
图表 17：2024 年中国港澳台及海外渠道营收占比达 38.85%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 18：2024 年公司中国内地线下营收为 45.3 亿元


资料来源：公司公告，华源证券研究所（单位：亿元）

图表 19：2024 年公司中国港澳台及海外线下营收为 30.7 亿元


资料来源：公司公告，华源证券研究所（单位：亿元）

3. 盈利预测与评级

3.1. 核心主业驱动公司业绩上行

期间费率端：1) **销售费用率**，公司为潮玩行业头部品牌，品牌影响力较强，自有 IP/独家 IP 高占比加持下核心竞争力稳固，销售费用可控，且公司营收近年快速增长，规模效应显著，因此预计 2025–2027 年公司销售费用率分别为 26.00%、25.00%、24.00%；2) **管理费用率**，公司持续严控管理费用率，且在快速发展期下规模效应显著，因此预计 2025–2027 年管理费用率分别为 5.50%、5.00%、4.50%。

图表 20：泡泡玛特重点费率预测

	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	28.00%	26.00%	25.00%	24.00%
管理费用率	7.26%	5.50%	5.00%	4.50%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

最终，我们预计公司 2025–2027 年营业收入分别 215.47 亿元/287.47 亿元/358.64 亿元，同比分别增长 65.26%/33.42%/24.76%；归母净利润分别 58.99 亿元/83.50 亿元/110.53 亿元，同比分别增长 88.75%/41.54%/32.38%。

图表 21：泡泡玛特简易利润表预测（金额单位：亿元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	130.38	215.47	287.47	358.64
YOY		106.92%	65.26%	33.42%
营业成本	43.29	68.04	89.72	110.72
YOY		77.51%	57.20%	31.86%
毛利率	66.80%	68.42%	68.79%	69.13%
归母净利润	31.25	58.99	83.50	110.53
YOY		188.77%	88.75%	41.54%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 首次覆盖给予“买入”评级

从相对估值角度看：公司作为中国潮玩行业的头部企业，具备 IP 玩具全产业链运营能力，公司通过出众的 IP 创造、运营能力及渠道端多样的消费者触达能力持续高质量发展，且伴随公司海外业务逐步扩大、产品海外影响力不断提升，有望打开第二增长极。我们选择与公司同属玩具及兴趣消费品的名创优品、晨光股份以及同属 IP 运营公司的光线传媒、奥飞娱乐为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在潮玩赛道的品牌形象、IP 研发运营能力及营销能力位于上乘，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 22：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）		EPS				PE			
		2025-4-3	24A/E	25E	26E	27E	24A/E	25E	26E	27E	
9992.HK	泡泡玛特	152.0	2.4	4.4	6.2	8.2	64.4	34.6	24.4	18.5	
可比公司											
300251.SZ	光线传媒	21.2	0.2	0.5	0.4	-	124.6	47.1	48.1	-	
002292.SZ	奥飞娱乐	9.4	-	0.1	0.2	-	-	72.2	52.1	-	
603899.SH	晨光股份	31.6	1.5	1.8	2.0	2.2	20.9	18.0	15.8	14.6	
9896.HK	名创优品	33.1	2.1	2.5	3.1	3.7	15.8	13.1	10.7	9.0	
可比公司 PE 均值							-	37.6	31.7	-	

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：可比公司数据为 Wind 一致预期，泡泡玛特来自华源证券研究预测，泡泡玛特、名创优品收盘价调整为人民币计价，对应汇率取 1 人民币 1.07 港元

4. 风险提示

宏观消费修复不达预期风险。近年消费需求随宏观经济形势波动，若宏观经济修复不达预期，则居民消费需求存在不及预期风险。

境外拓展不达预期风险。公司海外业务为未来新增长极，若海外业务拓展在外部各类因素影响下受阻，则有公司未来发展不及预期风险。

新 IP 发展不及预期风险。IP 创造、运营为公司核心竞争力，若新 IP 创造及运营不及预期，则公司营收增长有不及预期风险。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。