

IP供给与精神消费共振，谷子经济崛起

——IP衍生品行业研究之谷子经济

证券研究报告 2024年12月5日

证券分析师: 李典

邮箱: lidian@gyzq.com.cn

SAC执业资格证书编码: S0020516080001

联系人: 徐梓童

邮箱: xuzitong@gyzq.com.cn

联系人: 郜子娴

邮箱: gaozixian@gyzq.com.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- **“谷子”单价低消费高频，消费者年轻化，提供情绪价值具备社交属性。**谷子，是英语“goods”的音译，指以动画、漫画、游戏、小说等版权作品衍生出的二次元周边产品。“谷子”属于定价更低的软周边，消费高频，触达更广泛的二次元消费圈层。国产“谷子”价格通常在10-30元，进口“谷子”30-60元。“谷子”消费群体年轻化，其为消费者提供情绪价值、具备社交属性以及收藏价值。
- **2023年二次元衍生品市场整体规模为超过千亿，二次元衍生品市场中，以“谷子”为代表的软周边增长迅速，“谷子”各品类中“吧唧”占比最大。**根据艾瑞的数据，二次元周边衍生市场由2016年的53亿增长到2023年的1024亿元，2016-2023复合增速52.66%。而根据卡游的招股书，中国泛娱乐产品行业规模2022年达到1297亿元，预计2027年达到2304亿元。二次元衍生品市场主要包括以手办、模型为主的硬周边，以及以“谷子”为核心的软周边。硬周边发展更早，而以“谷子”为代表的软周边市场增长迅速，占据主流位置。在细分“谷子”各品类来看，目前吧唧占比最大，达40%左右。
- **多重因素驱动谷子经济的繁荣。**驱动一：泛二次元用户规模近年来增长较快，预计2024年突破5亿，巨大的泛二次元人群规模以及广阔的潜在消费空间为谷子经济的发展奠定基础。驱动二：口红效应带动谷子经济，情绪消费崛起。复盘日本90年代后消费支出变化，教育娱乐消费支出占比持续提升，1985年至2010年，日本家庭消费支出中教育娱乐支出占比由8.86%提升至11%，同时ACG产业大发展。当前我国消费市场情绪消费崛起，涵盖了兴趣驱动、悦己消费、情感陪伴等多个方面。驱动三：从供给端来看，国产优秀IP崛起叠加中国制造能力推动“国谷”快速发展，带动市场扩容。驱动四：二次元线下零售店掀起开店热潮，生活品牌集合店、潮玩品牌门店以及文创文具门店纷纷入局，商业体进行二次元改造。渠道繁荣带动谷子经济进一步发展。
- **谷子产业链主要涵盖IP授权商、生产商、运营出品商、代理商、渠道商等多个环节。**上游主要是IP创作与授权，参与方包括国产和日本IP以及IP代理商，IP热度和“谷子”销量直接挂钩，选择IP尤为重要。中游环节为运营出品方，负责IP开发运营和产品设计，厂商核心能力包括IP的选取、产品化能力、商业化能力以及触达消费者能力。下游渠道方面，当前“谷子店”开店火爆，卡游、潮玩星球、暴蒙为代表零售品牌，同时新零售渠道加速入局，下游繁荣。
- **相关标的：**我们梳理了A股包括上海电影、中文在线、完美世界、华立科技、姚记科技、奥飞娱乐、广博股份、晨光股份、金运激光、实丰文化、百联股份、大悦城、王府井等公司在谷子经济领域相关布局。
- **风险提示：**政策监管收紧的风险，产品表现不及预期等风险，行业进入者增加竞争加剧的风险，重点IP热度波动的风险，现有IP后续合作受限的风险，消费需求变化的风险等。

1. 谷子经济崛起，拉动二次元衍生品市场突破千亿

1.1 “谷子”的概念及常见品类

1.2 特点：单价低消费高频，消费者年轻化，提供情绪价值具备社交属性

1.3 市场规模：二次元衍生品市场规模快速增长，超过千亿

2. 谷子经济发展驱动因素

3. 谷子经济产业链

4. 重点标的梳理

5. 风险提示

■ 谷子，是英语“goods”的音译。指的是以动画、漫画、游戏、小说等版权作品衍生出的二次元周边产品。谷子品类众多，以平面型产品为主，常见的类型包括：吧唧、拍立得、色纸、麻将、镭射票、海报、透卡、立牌等。

图：常见“谷子”品类

分类	介绍	图示
吧唧	徽章，多为马口铁材质	
拍立得	纸制品，多为烫金工艺或无工艺，尺寸丰富。	
色纸	硬纸板，方形为主，部分带有可立支架，尺寸丰富。	
麻将	亚克力材质，分为普通麻将和流沙麻将，流沙麻将是在普通麻将的基础上，内部含有闪粉亮片和流沙油	
镭射票	纸制品。多为镭射工艺，宽尺寸较多	
立牌	亚克力材质。常见的有烫金工艺，可作为桌面摆件。	

资料来源：三月兽天猫旗舰店，原神天猫旗舰店，miHoYo天猫旗舰店，国元证券研究所



1.2 特点：单价低消费高频，消费者年轻化，提供情绪价值具备社交属性

- 谷子属于定价更低的软周边，单价低，消费高频，触达更广泛的二次元消费圈层。“谷子”属于二次元衍生品范畴，不同于手办、模型等硬周边，谷子属于软周边，整体定价更低，国产谷子价格通常在10-30元，进口谷子30-60元。较低的价格降低了“谷子”的消费门槛，触达到更为广泛的二次元消费圈层。与此同时，虽然谷子单价低却有消费高频的特点，尤其在核心二次元人群中。
- 消费群体年轻化。相对于潮玩，谷子的消费群体更加年轻化，主要集中于22岁以下。
- “谷子”为消费者提供情绪价值、具备社交属性以及收藏价值。（1）作为IP衍生品，“谷子经济”基于消费者对于IP的热爱，“谷子”不仅仅是商品，更是情感载体，引发消费者情感共鸣，提供情绪价值和情感寄托，在收集和获得中达成心理满足感。（2）“谷子”提供了社交属性，通过晒谷、线下逛谷店以及“痛文化”，消费者可以迅速找到自己的同好者，“谷子”成为一种社交货币。（3）“谷子”同样具有一定的收藏价值和稀缺性，特别是限量版和特别版的谷子。根据虎嗅以及青年志pro的文章，今年年初日本动漫ip《排球少年》的一款官方流沙麻将周边在线上拍卖，最后12分钟价格从4万开始飙升，最终这块小小的亚克力制品以惊人的83000元成交，引发热议。

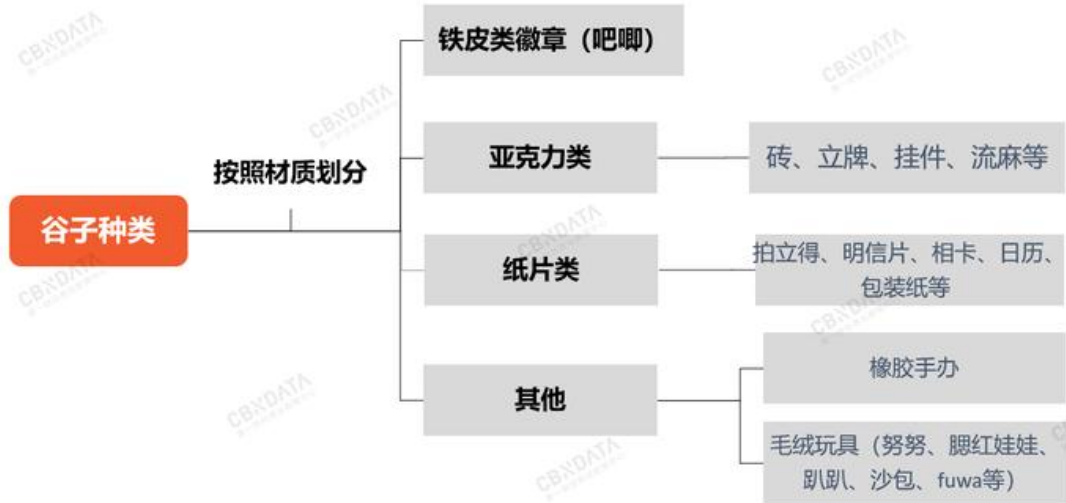
表：不同类型潮玩对比

	艺术设计向IP潮玩	内容向IP潮玩
面向用户	具有审美需求用户	IP的粉丝群体
IP来源	潮流艺术家	原著IP
购买心理	表达个性;好奇心与收集欲	对原著的爱;收藏和展示价值
社交范围	相似审美情趣的玩家	粉丝圈
把玩目的	收藏展示、欣赏、陪伴	收藏展示、联想和故事代入、动手和参与感

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

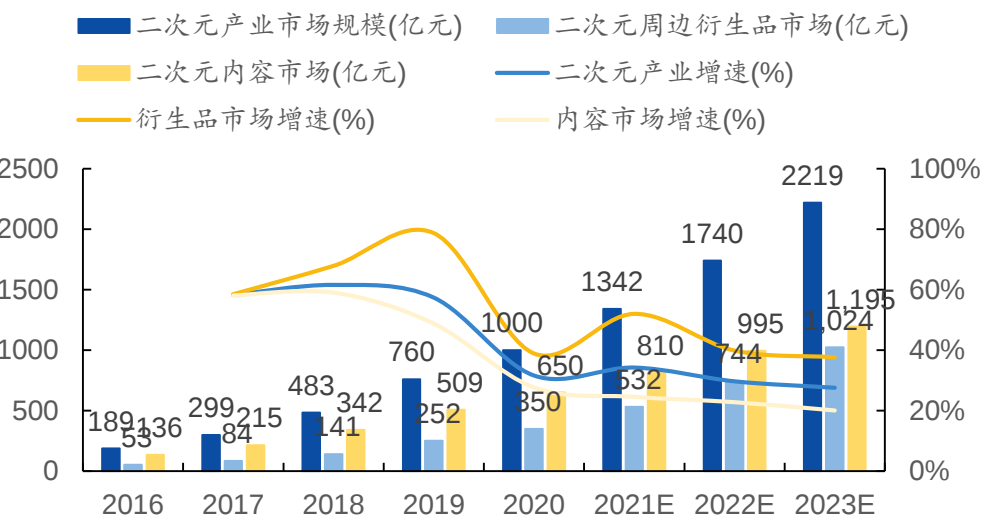
图：“谷子”的分类



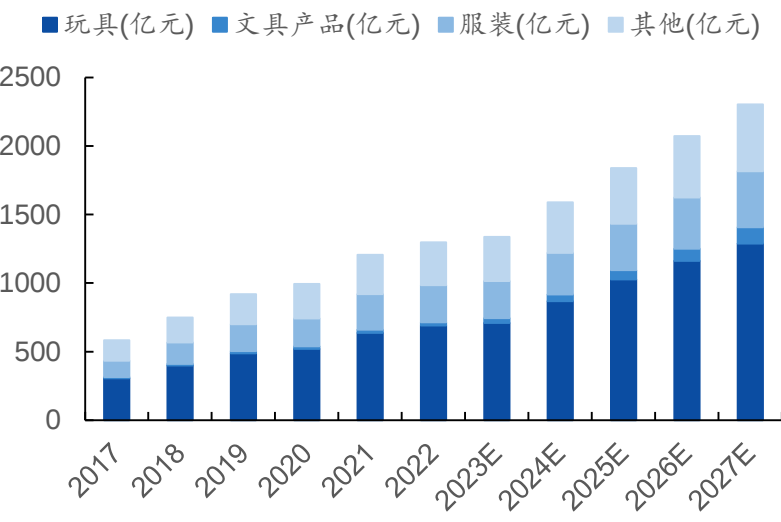
资料来源：CBNDATA 国元证券研究所

- **2023年二次元衍生品市场整体规模为超过千亿。**Acfun和Bilibili分别于2007年和2009年成立，叠加移动互联网的发展，中国二次元产业进入快速成长期，经过多年的发展以及代际迁移，二次元文化从小众逐渐破圈，成为了超2000亿规模的大市场。当前细分市场中二次元衍生品市场的发展更为亮眼。根据艾瑞的数据，预计2023年二次元市场规模由2016年的189亿增长至2219亿，2016-2023复合增速42.17%。其中，二次元周边衍生市场由2016年的53亿增长到2023年的1024亿元，2016-2023年复合增速52.66%。而根据卡游的招股书，中国泛娱乐产品行业规模2022年达到1297亿元，预计2027年达到2304亿元。
- **二次元衍生品市场中，以“谷子”为代表的软周边增长迅速，“谷子”各品类中“吧唧”占比最大。**二次元衍生品市场主要包括以手办、模型为主的硬周边，以及以“谷子”为核心的软周边。硬周边发展更早，逐渐成熟，而以谷子为代表的软周边市场增长迅速，占据主流位置。在细分谷子各品类来看，目前吧唧占比最大，占比40%左右，其次为卡牌类，占比30%-40%，其他品类占比约20%。以米哈游天猫旗舰店为例，目前店铺销量前三位均为吧唧产品，销量均在10万以上，单价15元左右。

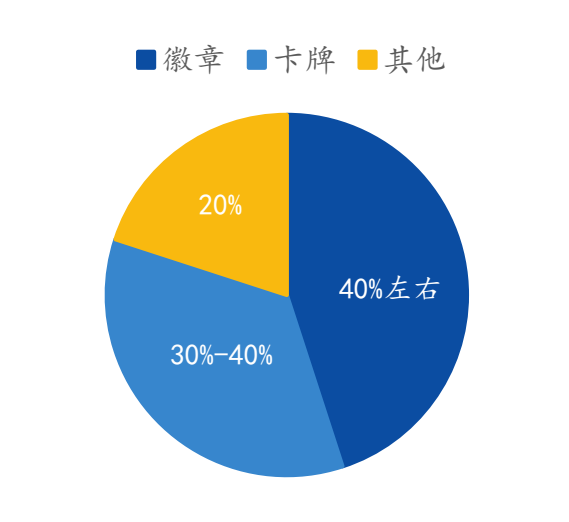
图：二次元产业市场规模（亿元）及周边衍生市场增长率（%）



图：中国泛娱乐产品行业市场规模（亿元）



图：谷子经济产品消费结构



1. 谷子经济崛起，拉动二次元衍生品市场突破千亿

2. 谷子经济发展驱动因素

2.1 驱动因素之一：泛二次元人群快速增长，潜在消费空间大

2.2 驱动因素之二：口红效应带动谷子经济，情绪消费崛起

2.3 驱动因素之三：国产IP兴起，国产谷子繁荣

2.4 驱动因素之四：渠道助力，二次元零售店掀起开店热潮

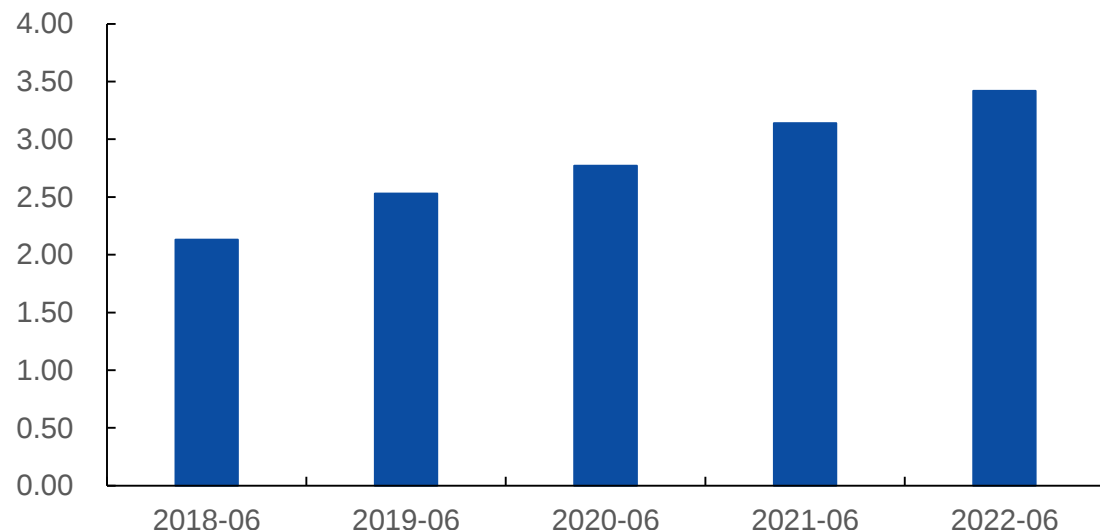
3. 谷子经济产业链

4. 重点标的梳理

5. 风险提示

- 泛二次元用户规模近年来增长较快，预计2024年突破5亿，巨大的泛二次元人群规模以及广阔的潜在消费空间为谷子经济的发展奠定基础。Z世代通常指的是1995年至2009年间出生的人群，2010-2019年出生的一代人由于同样具备Z世代群体的部分特征，因此将其与“Z世代”并称“泛Z世代”。根据Questmobile的数据，2022年6月，Z世代线上活跃用户规模达到3.42亿，根据灼识咨询报告泛Z世代人群规模约有4.3亿人，泛Z世代人群深受二次元文化的影响，以Z世代为例，其泛二次元用户占比达到95%，核心二次元用户占比达到30%。随着代际更迭，泛Z世代人群的崛起，二次元用户规模快速增长，2024年预计泛二次元用户规模有望突破5亿。另一方面，Z世代群体的可支配收入规模总额估计已超十万人民币，潜在消费空间广阔，构成中国新消费人群的有生力量，而10后人群虽然自身经济水平仍有限，其家长作为80后对二次元文化内容及其衍生产品具备较强的包容度。这些都带动了二次元内容以及衍生品市场的繁荣。而从泛二次元用户消费分布上看，根据苏宁金融研究院、灼识咨询数据，购买周边消费人群占比达到56.2%，是所有二次元消费品类中占比最高的。巨大的泛二次元人群规模以及广阔的潜在消费空间为谷子经济的发展奠定基础。

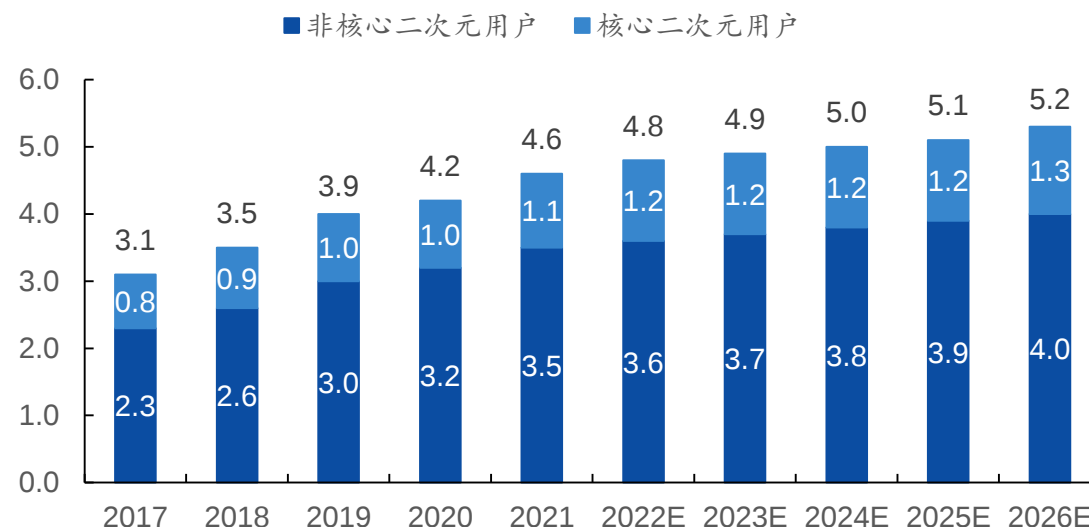
图：Z世代线上活跃用户规模（亿人）



资料来源：Questmobile，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

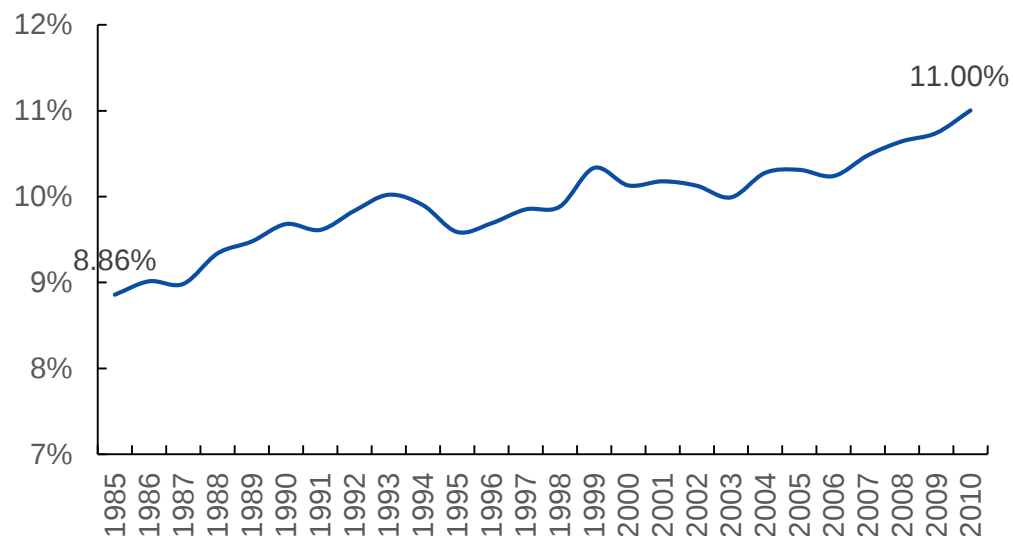
图：2017-2026E年中国二次元用户规模变化情况(单位:亿人)



资料来源：灼识咨询《中国二次元内容行业白皮书》，国元证券研究所

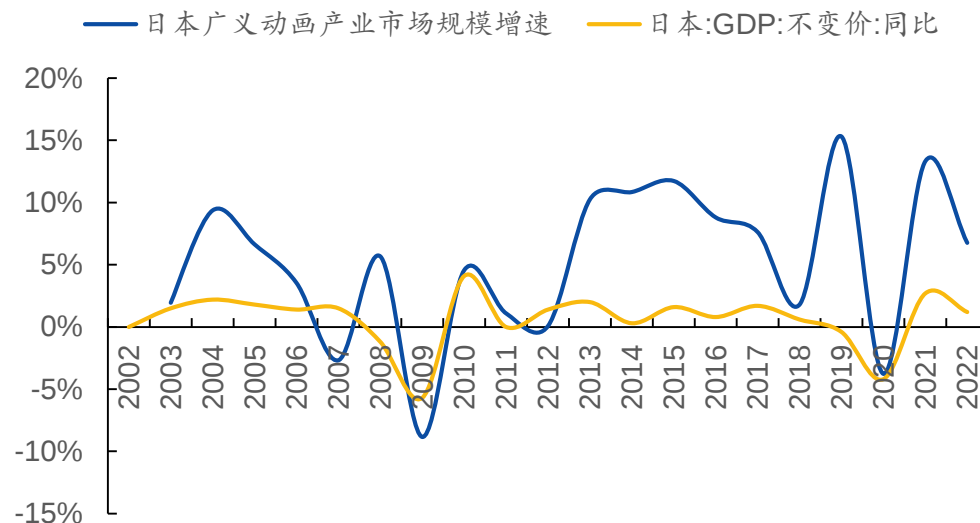
- 复盘日本90年代后消费支出变化，教育娱乐消费支出占比持续提升，ACG产业大发展。上世纪九十年代以后，日本经济增长陷入停滞，居民消费能力与消费信心受挫，这一时期，精神消费崛起，1985年至2010年，日本家庭消费支出中教育娱乐支出占比由8.86%提升至11%。同时以游戏和动漫产业为代表的消费细分赛道进入高速发展的黄金期。1985年至2010年日本动漫产业的市场规模由261亿日元增长至2290亿日元。而根据日本动画产业协会，日本广义动画产业规模由2002年的10968亿日元增长至2022年的29277亿日元，增速显著高于日本GDP增长。

图：日本两人以上（非农）1985年-2010年教育娱乐支出占家庭消费支出比重



资料来源：日本总务省统计局，国元证券研究所

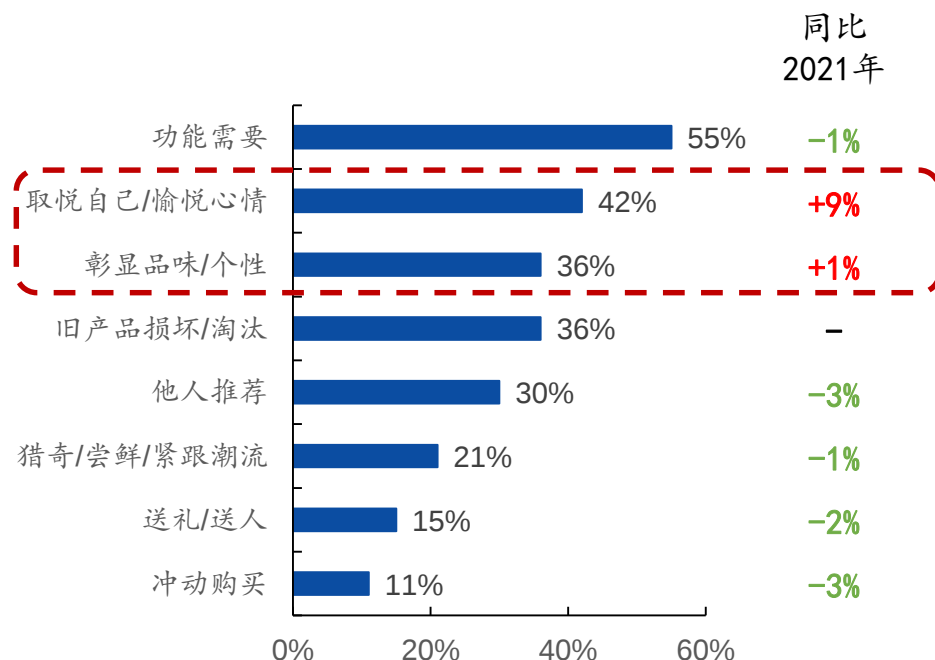
图：日本广义动画产业市场规模增长明显快于GDP增长



资料来源：日本动画产业协会，日本总务省统计局，国元证券研究所

- 当前国内消费市场情绪消费崛起。我国从生产型社会步入消费型社会，消费者除了商品实用属性外，越来越看重其蕴含的情绪价值、情感链接以及品味。随着生活节奏加快和压力增大，年轻消费者越来越倾向于通过购买满足情感和心理需求的产品或服务来调节情绪。这种趋势推动了“情绪消费”的兴起，涵盖了兴趣驱动、悦己消费、情感陪伴等多个方面。根据MobTech研究院，双十一期间有近三成年轻人在“快乐消费”上占比超50%。代表性案例如，Jellycat毛绒玩具的爆火。今年双十一Jellycat旗舰店1分钟成交额破去年开卖首日全天销售额，上海快闪店大排长龙。宠物经济、演唱会经济、谷子经济等都是情绪经济的体现。

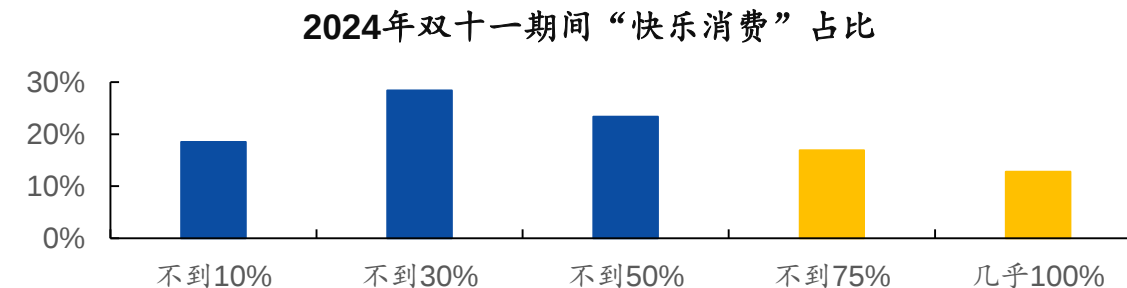
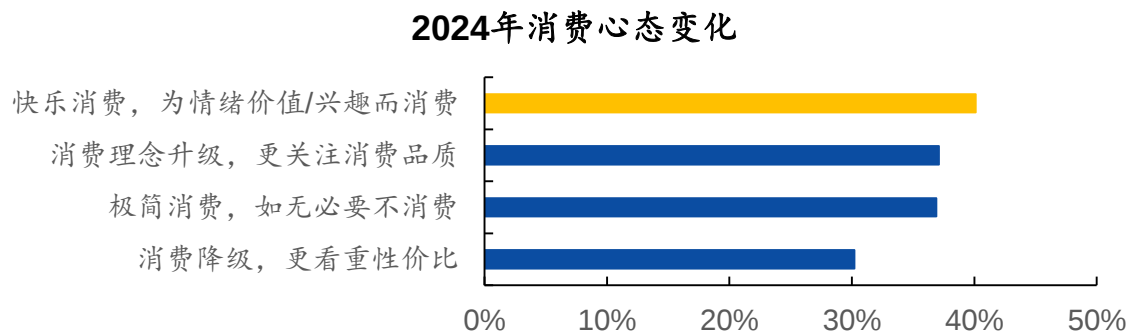
图：消费者的购物动机转变



资料来源：小红书《后疫情消费心理调研报告》，MobTech，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：2024年消费心态的变化



资料来源：Just So Soul研究院，MobTech，国元证券研究所，N=3014

2.2 驱动因素之二：口红效应带动谷子经济，情绪消费崛起

- 具备内容基础的二次元衍生品提供情绪价值，个性化标签和圈层文化提供认同感和社交价值。区别于艺术设计向IP，二次元IP多植根于丰富的作品内容，消费者由于喜爱其中的某个内容形象进而购买相关衍生品，能够满足陪伴、互动、消遣、解压的精神需求。进一步来看，对于特定角色的喜爱逐步成为消费者的个性化标签，而泛Z时代人群热衷于网络社交和分享，基于相同的角色偏好和审美趋向形成一个个小圈层，强化了特定群体的认同感和归属感。在线上场景，社交媒体的发展为消费者提供了晒谷和同好交流的平台。以小红书为代表的社交媒体平台会组织“晒谷”的投稿活动，在小红书上截至2024年11月29日谷子相关内容量已达到492w+。一些特定的晒谷方式如谷圈摆阵在流量加持下成为一种流行趋势，为了摆出好看的阵，许多消费者会学习阵型和“谷美”技巧，给喜爱的角色以生日纪念。而在线下场景，用自己喜欢的IP 谷子装饰挎包、提袋等来展示自己的“谷圈属性”的“痛文化”也随之兴起。

图：小红书谷子大赏投稿活动



图：《偶像梦幻祭》朔间零生日阵，共11020件稀有谷，总价数百万



图：痛包 (itabag) 外侧通常配有透明夹层以展示谷子



资料来源：小红书APP，第一财经公众号，国元证券研究所

资料来源：BILIBILI天猫旗舰店，国元证券研究所

2.3 驱动因素之三：国产IP兴起，国产谷子繁荣

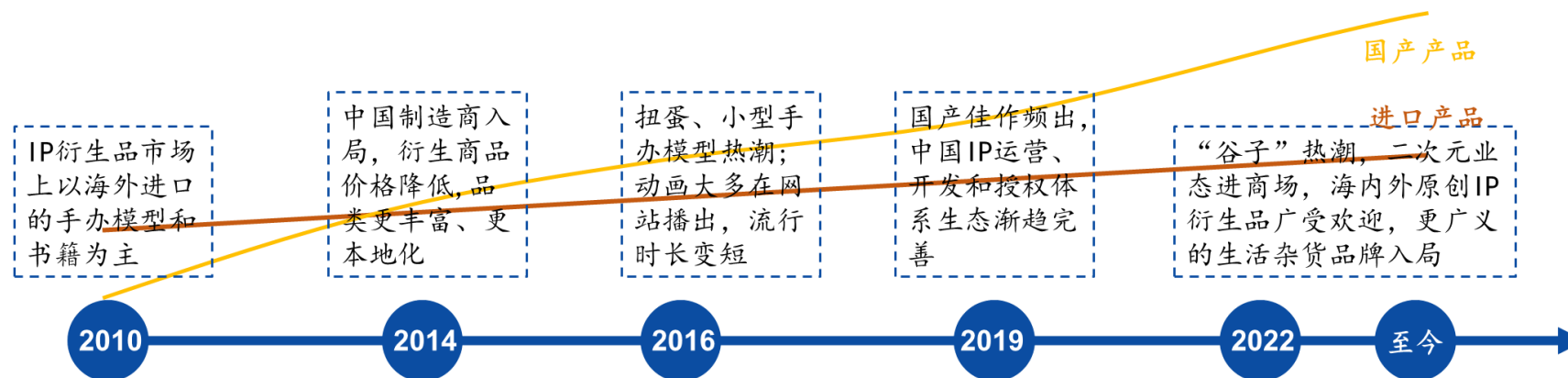
- 从供给端来看，国产优秀IP崛起叠加中国制造能力推动“国谷”快速发展，带动市场扩容。10年初以前国内IP衍生品市场以海外进口商品为主导，2014年开始，中国制造商逐渐布局，降低了消费门槛；2016年扭蛋、小新手办模型迎来热潮，2019年后“国游”、“国漫”强IP频出，IP运营、开发和授权体系生态逐步完善。国产优秀IP的崛起以及国内IP运营授权开发生态的建立叠加中国制造能力，带动国产谷子快速发展。在2024年天猫双十一潮流玩具IP榜中，销额居首的仍为迪士尼、三丽鸥两大海外IP巨头，但国内热门手游《崩坏：星穹铁道》、《原神》、《明日方舟》以及女性向游戏《光与夜之恋》、《恋与深空》、《恋与制作人》、《代号鸢》等排名居前，前20位中国产IP占据半数。
- 相对日谷，国谷购买周期短、购买便捷、价格便宜，受到消费者青睐。谷子进入中国市场初期，市面上产品仍以日谷为主。日谷拥有柄图多、保值率高等优势，但也存在价格高、渠道少、预售制下购买周期长等弊端。国产IP的崛起叠加国谷在渠道和价格方面的显著优势共同驱动谷子经济的爆发。

图：天猫双十一潮玩IP销售榜

排名	IP	排名	IP
1	迪士尼	11	奈娃家族
2	三丽鸥	12	线条小狗
3	泡泡玛特	13	恋与深空
4	崩坏：星穹铁道	14	恋与制作人
5	宝可梦	15	明日方舟
6	光与夜之恋	16	代号鸢
7	哈利波特	17	奥特曼
8	故宫	18	Chiikawa
9	原神	19	小王子
10	机动战士高达	20	变形金刚

资料来源：天猫，国元证券研究所

图：中国IP衍生品消费发展情况

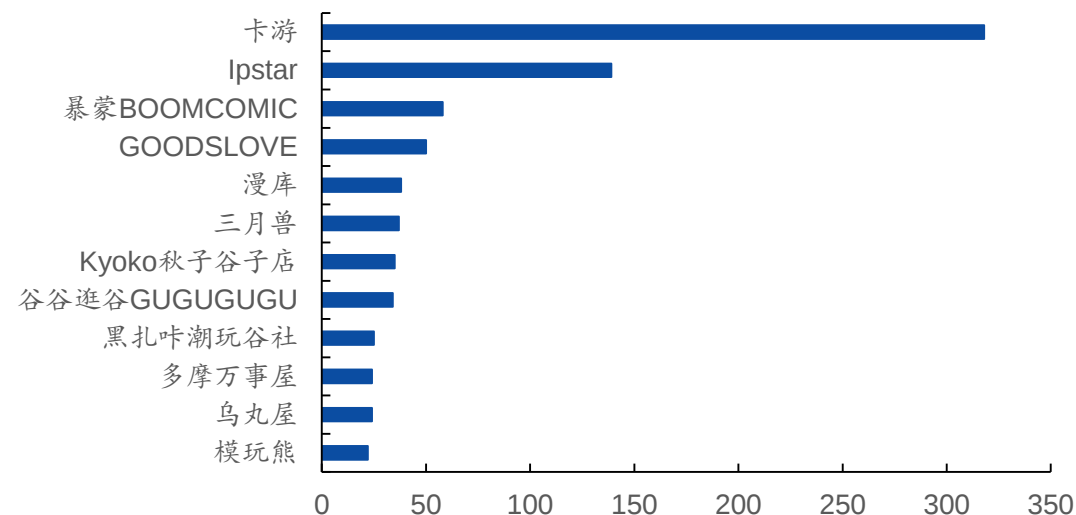


资料来源：第一财经，中国国际动漫游戏博览会，《中国动漫游戏IP产业报告——“IP大战进行时”》，国元证券研究所

2.4 驱动因素之四：渠道助力，二次元零售店掀起开店热潮

- 二次元线下零售店掀起开店热潮，生活品牌集合店、潮玩品牌门店以及文创文具门店纷纷入局，商业体进行二次元改造。渠道繁荣带动谷子经济进一步发展。近两年实体商业中，二次元谷子店火爆，掀起开店潮，据雷报不完全统计，目前国内布局多家线下门店且具有一定知名度的二次元零售品牌至少有42个，累计开出门店超1000家。其中，门店数量超过20家的共有10个品牌，包括卡游、IPSTAR|潮玩星球、暴蒙BOOM COMIC、谷乐屋GOODSLOVE、三月兽MarchMonster、Kyoko秋子谷子店、谷谷逛谷GUGUGUGU、漫库mancool、HEYZAKKA黑扎咔潮玩谷社及乌丸屋Karasumaya。同时除了专注于二次元的零售品牌外，像名创优品、KKV、The Green Party等生活用品集合店品牌，TOP TOY、X11、酷乐潮玩等潮玩品牌以及晨光文具、九木杂物社、得力文具等文具文创品牌也都纷纷入局，全国销售二次元周边的连锁店至少近万家。商业体方面，上海百联ZX创趣场，到成都天府红、西安小寨银泰百货、武汉X118、郑州大上海城、杭州湖滨88等，全国各地至少有上百家商业体加入二次元“爆改”行列。

图：主要二次元零售品牌门店数量统计（家）



资料来源：雷报，国元证券研究所

图：卡游合作品牌



资料来源：卡游官方网站，国元证券研究所

1. 谷子经济崛起，拉动二次元衍生品市场突破千亿

2. 谷子经济发展驱动因素

3. 谷子经济产业链

3.1 上游IP：授权IP为主，优质手游作品助力国产IP崛起

3.2 中游运营方：全产业链能力打造竞争优势

3.3 下游渠道：线下谷子店掀开店潮，二次元焕活传统商业

4. 重点标的梳理

5. 风险提示

- 谷子产业链主要涵盖IP授权商、生产商、运营出品商、代理商、渠道商等多个环节。上游主要是IP创作与授权，参与方包括国产和日本IP以及IP代理商如木棉花、羚邦集团等，IP热度和谷子销量直接挂钩，选择IP尤为重要。分成方面，以卡游为例获取IP所产生的版权金2021/2022年分别占收入7.2%/5.1%，IP授权模式包括买断制、保底版权金+固定分成、零保底版权金等。中游环节主要是IP开发运营和产品设计，厂商核心能力包括IP的选取、产品化能力、商业化能力以及触达消费者能力。生产环节可以分为自建产能和代工两块，得益于中国制造业数十年的发展，珠三角和长三角等地有着海量的供应链可供选择。渠道方面，目前既包括了垂类的二次元零售门店，也包括集合店、文具文创店、潮玩店的跨界布局，门店端考验选品能力以及门店运营能力，利润率差异较大。
- 产业链价值拆分上，以卡游为例，假设终端零售价在10元，卡游供货价格为零售价的5.5折，则卡游收入为5.5元，代理商及渠道商总毛利为4.5元，根据卡游2022年的数据则上游IP授权方获得0.28元授权费，其他上游成本（主要是生成成本）为1.44元，卡游2022毛利率为68.8%。

图：谷子经济产业链



- IP：IP热度是决定谷子热销程度的基石。按照国别可分为日本IP和国产IP。按照获取方式可分为授权IP和自有IP。IP运营方可通过授权方式从IP方或授权代理平台获取IP的衍生品授权，亦可使用自有IP或自主孵化IP。IP会随着番剧完结、动画播出、IP生命周期等情况进一步影响谷子的销售表现。
- 目前市场上头部IP版权方包括：1) 日本IP厂商：包括东映动画、东宝、宝可梦国际公司、三丽鸥、万代南梦宫、世嘉、碧日、集英社等。2) 国内IP厂商：米哈游、网易、腾讯、叠纸、完美世界、鹰角、阅文集团、Bilibili等。(3) IP授权代理公司：木棉花、羚邦集团、阿里鱼、艺洲人等。

表：日本头部IP公司

公司	代表IP
东映动画	假面骑士/光之美少女/数码宝贝
东宝	火影忍者/哆啦A梦/蜡笔小新
宝可梦国际公司	宝可梦
三丽鸥	HelloKitty/库洛米/大耳狗
万代南梦宫	机动战士高达/万代魂
世嘉	女神异闻录/如龙
碧日	RWBY/星之声

资料来源：《2024全球顶级授权商榜单报告》，国元证券研究所

表：国内头部二次元游戏制作公司

游戏厂商	热门作品
米哈游	
叠纸	
网易	
腾讯	
中手游	
鹰角	
完美世界	

资料来源：TapTap，国元证券研究所

表：国内代表IP授权代理公司

公司	简介	旗下IP
羚邦集团	羚邦旗下共拥有717个可用的有效媒体内容版权及410个可用品牌	《小王子》、《剧场版排球少年!!垃圾场决战》、《蓝色禁区》、《奶龙》、《时光代理人》、《芝麻街》等
木棉花	全球动漫市场，有超过30多个知名动漫版权伙伴指名代理，代理超过300部作品。	《JOJO的奇妙冒险》《间谍过家家》《一拳超人》《RE：从零开始的异世界生活》《进击的巨人》等
阿里鱼	阿里鱼是阿里影业旗下IP交易及创新平台	三丽鸥家族、宝可梦、KAKAO FRIENDS、圣斗士星矢、小黄人
艺洲人	成立于1999年，是一家集品牌授权、动漫投资、多媒体业务、产品开发、中外艺术家IP运营为一体的大型专业品牌管理公司。总部位于广州	《海绵宝宝》、《汪汪队立大功》、《爱探险的朵拉》、《忍者龟》、《逃亡兔》、《MTV》、《亮亮和晶晶》、《旋风战队》等

资料来源：各公司官网，国元证券研究所

■ 目前市场上强势IP可分为四类：1) 热门日漫：包括《排球少年》、《咒术回战》、《蓝色监狱》、《间谍过家家》等。2) 热门国漫：《天官赐福》、《凡人修仙传》、《时光代理人》等。3) 热门国产游戏：包括乙女游戏《光与夜之恋》、《未定事件簿》、《恋与深空》、《恋与制作人》，以及米哈游旗下《原神》、《崩坏：星穹铁道》，网易旗下《第五人格》、《蛋仔派对》，鹰角旗下《明日方舟》等。

图：2024年上半年国漫B站播放量排行榜

2024上半年 B站 所有在线国漫动画排行						
排名	名称	半年播放量	出品公司	制作公司	B站评分	上线时间
1	凡人修仙传	5.8亿	bilibili,原力动画,万维猫动画	万维猫动画,原力动画	9.7	2023-11-01
2	永生	1.3亿	bilibili	天工艺彩	8.5	2024-04-19
3	亏成首富从游戏开始	8876万	bilibili,阅文动漫	上海福煦影视文化投资有限公司	9.2	2024-02-03
4	仙王的日常生活 第四季	8729万	bilibili	湖南立羽文化发展有限公司	8.5	2023-12-17
5	少年歌行 海外仙山篇	8266万	优酷,中影年年(北京)文化传媒有限公司,bilibili	中影年年(北京)文化传媒有限公司	8.2	2023-10-25
6	非人哉	8174万	企鹅影视,分子互动	分子互动	9.8	2022-06-29
7	百妖谱·司府篇	7227万	bilibili	CMC Animation Company	9.2	2024-02-23
8	命运拳台	6981万	bilibili	哔梦	9.7	2023-12-22
9	三体	6827万	bilibili	武汉艺画开天文化传播有限公司	8.2	2022-12-11
10	有兽焉	5995万	bilibili,分子互动	分子互动	9.5	2024-05-17
11	时光代理人	5315万	bilibili	哔梦	9.7	2023-07-14
12	狐妖小红娘	5061万	企鹅影视,腾讯动漫	上海花原文化传播有限公司	9.5	2015-06-26
13	仙王的日常生活 第三季	4960万	bilibili	重庆铂元素文化传播有限公司	7.8	2022-10-02
14	天官赐福	4842万	哔哩哔哩,绘梦动画	上海绘界文化传播有限公司	8.9	2020-10-31
15	伍六七之暗影宿命	4222万	小疯映画	小疯映画,啊哈时光	9.2	2023-01-18
16	罗小黑战记	3919万	bilibili,MTJJ动画	MTJJ动画	9.9	2021-04-24
17	雾山五行	3219万	六道无鱼,好传动画,bilibili	六道无鱼	9.9	2023-07-26
18	镇魂街 第三季	2878万	bilibili,成都艾尔平方文化传播有限公司	成都艾尔平方文化传播有限公司	9.7	2023-08-01
19	异人君莫邪	2660万	bilibili,阅文动漫	大呈印象	8	2024-01-24
20	回铭之烽火三月	2385万	bilibili,万维猫动画	万维猫动画	9.8	2024-05-02

图：2024年日本Oricon漫画销量TOP10

排名	名称	销量
1	《咒术回战》	761万份
2	《海贼王》	525万份
3	《葬送的芙莉莲》	498.8万份
4	《药屋少女的呢喃》	472.4万份
5	《蓝色监狱》	388.1万份
6	《怪兽8号》	339.8万份
7	《王者天下》	323.4万份
8	《排球少年》	307.7万份
9	《仆のヒーローアカデミア》	294.4万份
10	《间谍过家家》	266.2万份

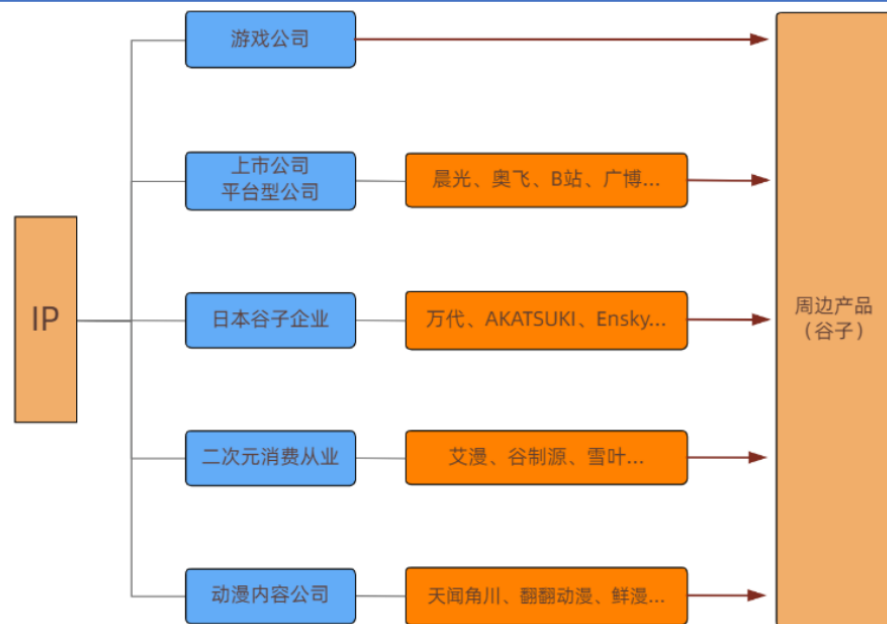
图：2024年1-7月二次元游戏在TapTap安卓站热玩榜平均排名

2.2 (最高:1)		崩坏：星穹铁道 ★7.5 角色扮演·冒险·策略 上榜天数：221	8.1 (最高:3)		明日方舟 ★8.1 塔防·二次元·养成 上榜天数：221	26.5 (最高:4)		恋与深空 ★7.8 乙女·恋爱·剧情 上榜天数：207
2.5 (最高:1)		原神 ★7.8 开放世界·ARPG·角色扮演 上榜天数：221	11.3 (最高:6)		火影忍者 ★6.4 格斗·动作·横版 上榜天数：221	29.6 (最高:11)		以闪亮之名 ★8.3 换装·女性向·角色扮演 上榜天数：221
4.4 (最高:1)		绝区零 ★6.3 二次元·ARPG·高画质 上榜天数：38	14.9 (最高:4)		重返未来：1999 ★7.3 二次元·剧情·卡牌 上榜天数：221	33.4 (最高:5)		物华弥新 ★7.7 策略·国风·战旗 上榜天数：112
6.3 (最高:1)		鸣潮 ★7.8 开放世界·二次元·动作 上榜天数：80	22.7 (最高:2)		尘白禁区 ★7.6 二次元·美少女·射击 上榜天数：221	34.2 (最高:5)		崩坏3 ★6.6 动作·二次元·冒险 上榜天数：221

3.2 中游运营方：全产业链能力打造核心竞争优势

- 中游运营出品方：根据IP特点及用户画像进行IP衍生品产品的商业化落地，全产业链能力是核心。IP运营商在获取授权之后进行衍生品设计和生产，包括画师，工作室，印刷，生产环节，从拿到授权IP到产品落地周期在1-3个月。由于谷子终端动销周转极快，IP运营方往往需要将终端谷子店的IP热度和产品动向与上游设计生产相结合以实现销售最大化，全产业链能力成为核心护城河。
- 目前国内主流IP运营方包括：1) 国内游戏大厂：米哈游、网易、腾讯、鹰角等多运营自有IP；2) 上市公司和平台型公司包括晨光、广博等文具上市公司，奥飞娱乐、高乐股份等玩具上市公司，以及B站、网易、阅文、摩点等内容平台型公司。3) 万代南梦宫、animate、都爱漫（东京电视台）、Ensky、晞晓文化（AKATSUKI）等日本企业。4) 是从事二次元零售/消费多年的一批团队：艾漫、谷制源、雪叶创意等公司。5) 一批“老牌”动漫IP内容公司：天闻角川、翻翻动漫、鲜漫、分子互动等。

图：主要参与的谷子运营出品



资料来源：三文游ACGIP，国元证券研究所

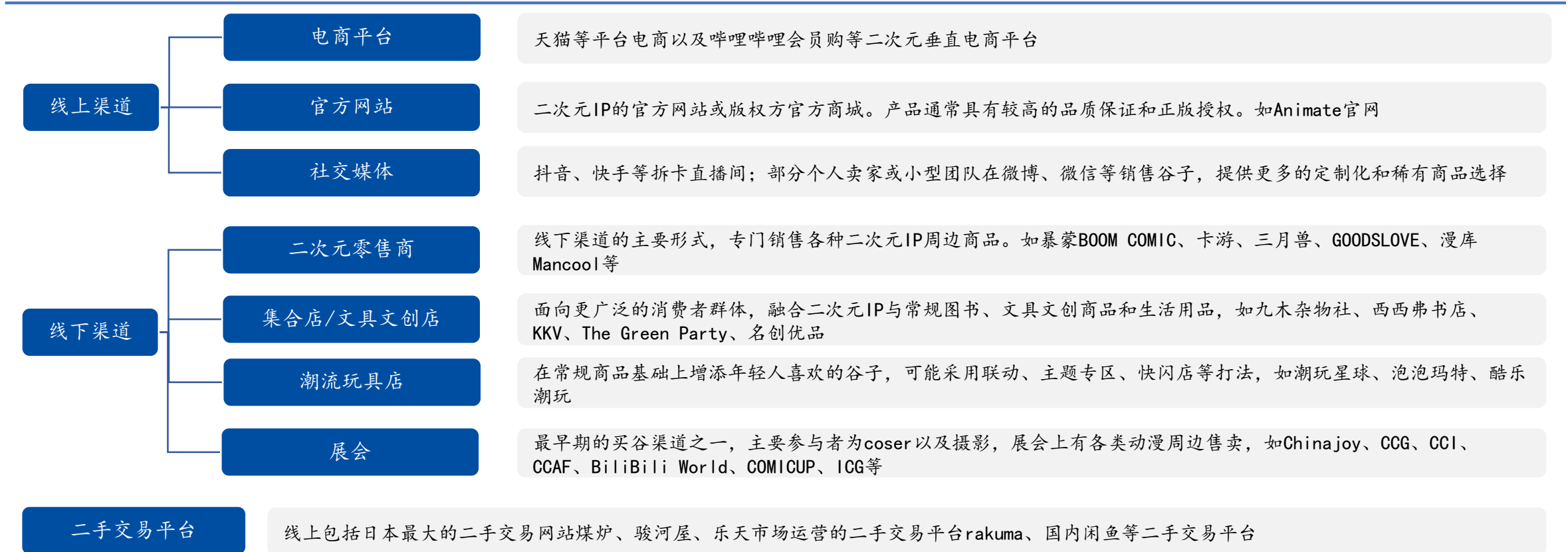
图：艾漫具备上游IP授权、生产、日谷代理、终端销售全产业链能力



资料来源：艾漫官网，国元证券研究所

- 谷子的购买渠道可分为线上、线下以及二手交易市场。谷子在早期进入国内时以日谷为主，因此需要通过各类线上平台进行购买。随着近两年国谷的兴起和吃谷热度提升，具备实体展示和互动体验价值线下渠道兴起，为二次元爱好者提供线下社交空间。目前国内购买谷子的主要线上渠道包括电商平台，二次元IP的官方网站或官方商城、以及各类社交媒体。线下渠道包括展会、二次元零售商、综合文创店、潮玩店等。谷子销售盲盒式、成套、限量等特殊的贩售模式以及IP的快速更迭也推动了二手交易市场的蓬勃发展。

图：谷子的主要下游渠道情况



资料来源：三文游ACGIP，雷报，国元证券研究所

3.3 下游渠道：线下谷子店掀开店潮，二次元焕活传统商业

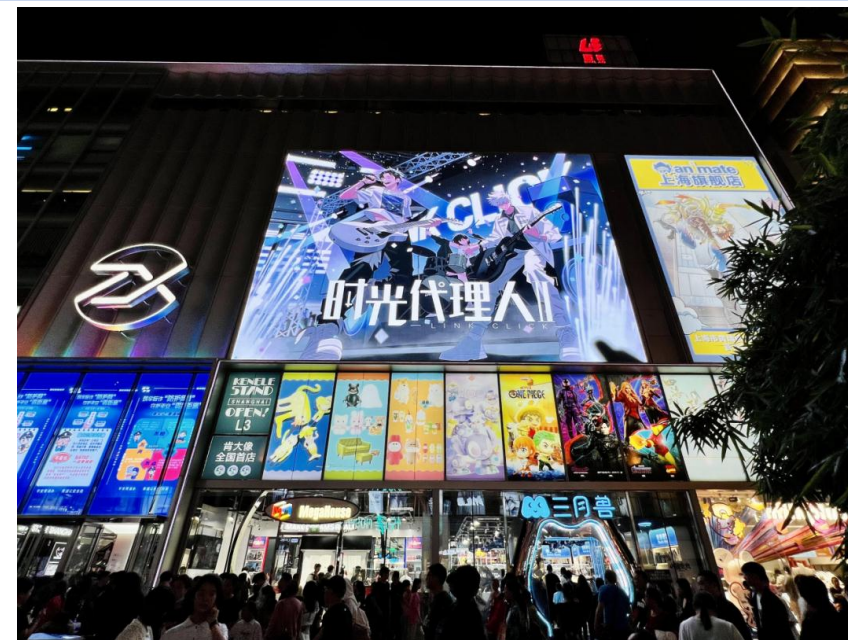
- 线下谷子消费带来客流增长，焕活传统商业。二次元生态的引入为传统商业带来年轻客流的增长以及可观的销售业绩，以百联、大悦城、王府井、新世界为代表的传统百货零售商业均在发力扩充谷子消费场景。国内首座聚焦次元文化的商业体的上海百联ZX创趣场自2023年1月正式营业，引入了大量国际国内顶级动漫知名品牌和IP 内容，包括万代魂TAMASHI I NATIONS比肩秋叶原的海外首家旗舰店、日本最大周边连锁Animate以及动画大厂ANIPLEX、东映动画中国首店、以及国内头部垂类谷店蓝月的娃娃屋、模玩熊、三月兽等首店。截至2023年底开业店铺39家，其中全国首店17家、上海首店7家，首店比例超60%，截至2023年12月31日，百联ZX创趣场销售额达3亿元，接待顾客950万人次，会员数20万人，平日客流为2-3万、节假日客流为3.5-6万，最高时可达8万；24年前三季度，销售收入同比增长84%，客流量同比上涨约40%。

表：百联ZX热门谷子店（标红为中国首店，标蓝为上海首店）

品牌	品牌
TAMASHI I NATIONS STORE	三月兽
animate上海旗舰店	bilibiliGoods
ANIPLEX	模玩熊
EnsembleStars旗舰店	GUGUGUGU
GOODSMILE STORE	动物星球
VR ZONE SHANGHAI	小黄人hobby屋
MEGAHOUSE	肯大像KENELEPHANT
ComeFor STORE	Light Darkness
GASHAPON(万代扭蛋)	蓝月的娃娃屋
东映动画	暴蒙BOOM COMIC
多美卡	Y0000SHOP
LINE FRIENDS(COLLER)	猫受屋
模玩熊卡牌店	鸟丸屋
Bushiroad武士道	摩多摩多

资料来源：百联ZX公众号，国元证券研究所

图：国内首座聚焦次元文化的商业体的上海百联ZX创趣场

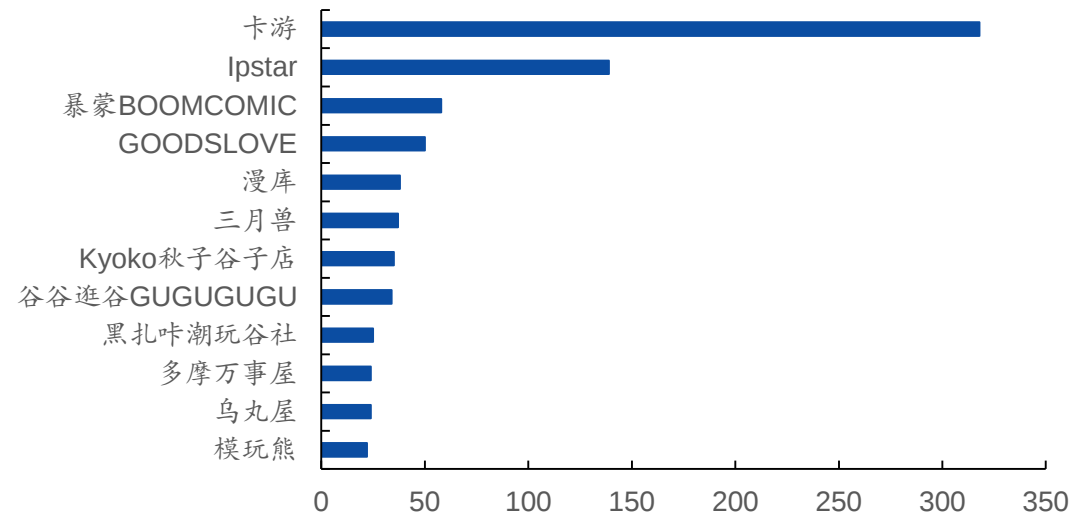


资料来源：上海国资公众号，国元证券研究所

3.3 下游渠道：线下谷子店掀开店潮，二次元焕活传统商业

- 终端谷子店动销周转快，门店运营注重IP、品类洞察和库存管理。谷子作为二次元IP的衍生品，其终端销售与关联IP的当下热度息息相关。番剧和游戏的剧情走向等均会对IP热度产生影响进而影响谷子的终端动销。且随着IP供给端的蓬勃发展，流行IP的更替速度显著加快。对于终端谷店而言，需要通过高频迭代的热门IP和品类吸引消费者的持续关注，对于IP洞察和库存管理能力的要求较高。
- 头部线下二次元零售品牌多背靠IP运营商，23年以来拓店提速。IP运营商作为谷子产业链的中游，在布局终端渠道方面具备天然优势。头部线下二次元零售品牌包括艾漫旗下IPSTAR潮玩星球、路画影视旗下谷谷逛谷GuGuGuGu、力潮文创旗下Mancool、腾讯相关二次元集合店品牌谷乐屋GOODSLOVE以及翻翻动漫集团旗下的潮流衍生品品牌三月兽等。目前国内布局多家线下门店且具有一定知名度的二次元零售品牌至少有42个，累计开出门店1022家。今年以来多个品牌线下拓店提速，根据漫库此前的规划，品牌将在2024年内开设50家门店，门店类型涵盖旗舰店、标准店及Pop店多种形式，且从一线城市向二三线城市辐射；成立于6月的HEYZAKKA黑扎咔潮玩谷社在半年时间其便已在全国开出25家门店，主要布局在深圳、上海、北京等一线城市以及杭州、台州、宁波等浙江省内城市；原先聚焦线上电商零售的模玩熊2024年开始加速线下布局，相继在全国各地开出首家店铺，目前至少在全国17座城市开设门店，另有多家谷子店计划年底开出百家门店。

图：头部线下二次元零售品牌线下门店数量（家）



资料来源：雷报，各品牌公众号，国元证券研究所

图：漫库及模玩熊线下门店布局



资料来源：雷报，模玩熊实体店公众号，国元证券研究所

表：代表线下谷子店品牌介绍及门店数量

代表店铺	成立时间	品牌介绍	门店数量
卡游	2011	国内最受认可的泛娱乐品牌之一，核心产品为集换式卡牌，旗下拥有奥特曼、小马宝莉等44个热门IP	318
IPSTAR潮玩星球	2017	联合艾漫、bilibili、台湾木棉花等IP行业先锋企业，立足青少年潮流文化集散地，致力于以潮玩体验方式打造的中国IP主题创新零售品牌。	139
暴蒙BOOMCOMIC	2013	背靠上海暴蒙文化传播，母公司于2014年取得CHINA JOY动漫馆独家代理。	58
GOODSLOVE	2023	雪叶旗下IP衍生品线下贩售品牌。雪叶曾为《光与夜之恋》等多个腾讯系IP提供衍生品OME和运营服务等,如今则享有光夜IP的独家授权。	50
漫库	2019	背靠国内知名全线动漫IP创作、发行及动漫周边衍生产品制作平台力潮文创的二次元品牌。	38
三月兽	2021	翻翻动漫集团旗下的潮流衍生品品牌，主要业务包括万代、世嘉、FuRyu等品牌产品的中国大陆代理经销、海内外著名IP衍生品代理及开发、原创衍生品设计开发、线上线下潮玩衍生品销售、线下知名IP体验展等。	37
Kyoko秋子谷子店	2019	专注中古周边，覆盖了上百个IP以及数十万个SKU。	35
谷谷逛谷GUGUGUGU	2023	路画影视于2023年创立的零售品牌，依托路画影视的资源优势，将IP内容、商品、互动体验一体化整合，打造了IP集合店铺品牌GuGu Home（谷子+咖啡+互动体验）和与全国院线合作的电影院一站式IP集结地GuGu HotSpot两个店型。	34
多摩万事屋	2023	致力于原创、主打授权同人谷（作品粉丝自己制作的周边）的二次元零售品牌，店铺sku更新以周度为单位。	24
模玩熊	2018	以经营销售二次元动漫/影视核心周边、模型玩具为业务主体。旗下淘宝品牌店“模玩熊”，在短时间内已成长为二次元核心周边玩家群体中不可忽视的存在，2023年于南京东路百联ZX开出首家线下店。	22

资料来源：各品牌公众号，上海静安公众号，上海黄浦公众号，雷报公众号，中商情报网，国元证券研究所
注：统计时间截至2024年11月27日

3.3 下游渠道：线下谷子店掀开店潮，二次元焕活传统商业

- 新零售渠道和潮玩、文具加速转型入局。1) 潮玩连锁店：具备原创的IP版权以及完善的终端渠道布局和稳定的客流，逐步扩充谷子品类。代表品牌包括泡泡玛特、酷乐潮玩、TOPTOY、X11等。以泡泡玛特为例，8月联名光与夜之恋推出吧唧、色纸、盲盒、数据线等周边，产品热销。2) 文具制造商：具备文创产品制造端的坚实基础以及贴近校边商圈的成熟渠道布局，能够精准触达谷子的目标客群。以广博股份为例，2019年，广博股份涉足二次元与手游阴阳师推出文创产品，陆续开发徽章、立牌、痛包等上千种二次元轻周边。签约合作大热IP包括三丽鸥家族、魔道祖师、名侦探柯南、盗墓笔记、初音未来、天官赐福等。以晨光股份为例，截至2023年末已在全国构建了近7万家使用“晨光文具”店招的零售终端的庞大零售终端网络，中高端文创杂货零售品牌九木杂物社店铺数量突破600家。

图：泡泡玛特联名光与夜之恋



资料来源：泡泡玛特天猫旗舰店，国元证券研究所

图：广博股份签约大热IP推出文创产品



资料来源：广博天猫旗舰店，国元证券研究所



- 谷子的特殊销售模式促进二手市场交易蓬勃发展。一方面一些限量版或地区限定的谷子只能通过代购或二手市场才能获得，另一方面由于谷子销售多采用盲盒、成套的销售模式，消费者能够在线上通过开团的方式来分摊成本、各取所需。煤炉是日本最大的二手交易网站，谷圈玩家将在煤炉买东西称作“切煤”，挖掘想要的东西称作“挖煤”。国内闲鱼平台也增加了“发拼团”和“拼团广场”功能，方便消费者拼团吃谷。一些限量款谷子在闲鱼上卖出万元价格。据QuestMobile数据，2024年，闲鱼二次元交易同比增长104%，在亿级电商平台中，闲鱼的二次元及游戏人群占比高达50%，月活用户规模达8150万，成为当前二次元浓度最高的电商平台。

图：日本煤炉官方合作代购平台挖煤姬



资料来源：挖煤姬公众号，国元证券研究所

图：闲鱼提供拼团及拍卖等二次元交易功能



资料来源：闲鱼APP，国元证券研究所

1. 谷子经济崛起，拉动二次元衍生品市场突破千亿
2. 谷子经济发展驱动因素
3. 谷子经济产业链
4. 重点标的梳理
5. 风险提示

4. 相关上市公司梳理

表：谷子经济相关标的

股票代码	简称	谷子经济相关布局
601595.SH	上海电影	公司旗下上影元运营众多动画IP及真人影视版权，包括《中国奇谭》及《大闹天宫》《葫芦兄弟》《黑猫警长》《哪吒闹海》《天书奇谭》等经典动画作品，《日出》《阿Q正传》《庐山恋》《三毛从军记》等经典影视作品，IP数量众多，覆盖全年龄段人群，商业化价值巨大。
300364.SZ	中文在线	公司目前拥有自主IP罗小黑，合作IP小黄人、变形金刚、海贼王，以及金刚特龙战队等独家授权IP，已形成国谷、日谷、美谷品类矩阵，包括但不限于潮流玩具、益智玩具、毛绒公仔等，其中罗小黑旗舰店持续推出一系列谷子类商品，品类包含徽章、亚克力牌、摇摇乐、胶片卡、海报、透卡等多种类型谷子商品，销售量在国漫IP谷子类处于较高水平。
002624.SZ	完美世界	自有IP游戏《幻塔》上线表现良好，《幻塔》IP价值受到重视；最新自研IP游戏《异环》将于11.28开启首测，产品关注度高，上线后IP有望带动相关衍生品销量提升。
301011.SZ	华立科技	公司着力投入具有国潮特色的动漫卡通设备研发，23年公司正式推出首款自研国潮风动漫卡通设备《三国幻战》，产品融合三国IP元素与新科技技术，加强对卡片全生命周期的精确追踪与管理，达到卡片防盗、确保卡片唯一性的效果，搭配沉浸式互动体验，获得了消费者的喜爱。公司与具有全球影响力的开发商、版权方保持长期合作，建立了深厚的信任基础，在顶流IP作品、优秀作品的合作上具有优先选择权，动漫IP衍生产品业务主打的产品包括《宝可梦加傲乐》、《我的世界》、《三国幻战》等系列产品。
002605.SZ	姚记科技	公司积极布局卡牌市场，2022年初，公司入股国内头部卡牌交易平台卡淘CardHobby和卡牌发行商DAKA文化，通过投资上海璐到粗企业管理咨询有限公司参与体育文化收藏卡发行及二级交易平台等业务，现持有璐到粗38.14%的股权，公司旗下姚记潮品为闪魂股东，闪魂为23年创立的文创品牌，主营业务包括自有IP卡牌研发、多个知名IP联名卡牌创作等，覆盖文创用品全产业链。
002292.SZ	奥飞娱乐	公司打造“玩点无限”潮玩品牌，专注于ACG领域，集潮流盲盒及衍生品设计、开发、运营和销售为一体。“玩点无限”以叠叠乐、盲盒、糖果粒为主要品类，协同三福百货、名创优品、凯蓝、杂物社、KKV、X11等知名潮玩系统，增加产品的覆盖面和可触及性。除了“喜羊羊与灰太狼”等自有IP产品以外，还与米哈游、叠纸、网易、B站、腾讯、阿里鱼、起重集、奇门遁甲和双叶社等合作，陆续推出了崩坏·星穹铁道、未定事件簿、恋与制作人、阴阳师、第五人格、蛋仔派对、天官赐福、王者荣耀、三丽鸥、粉红兔子、暹罗离谱、小刘鸭和蜡笔小新等相关产品。 卡牌业务方面，公司围绕自有IP开发产品，推出的“铠甲勇士”和“喜羊羊与灰太狼”第一弹产品将于近期陆续上新，开始销售“铠甲勇士”卡牌第二弹产品，后续公司也将继续推出类型更丰富的卡牌产品，“巴啦啦小魔仙”卡牌也进入产品研发阶段，以及寻求与外部知名IP授权合作等形式。
002103.SZ	广博股份	公司大力深耕文创领域，加强IP的洽谈引入，产品研发方面围绕IP特点进行创意设计和产品化，并全力把握二次元文化流行的契机，开发了一系列独具特色的文创文具以及二次元周边，推出了勋章、立牌、挂件、贴纸等多系列流行产品，将时尚、轻奢、潮玩等概念同产品结合起来，赋予产品情感价值、社交及娱乐属性，利用多年来积累的设计创新和销售运营能力，为公司销售赋能。 IP方面，公司拥有“盗墓笔记”、“初音未来”、“三丽鸥”、“天官赐福”、“魔道祖师”等多个热门IP，同时培育推广自主IP汐西酱、MIMO等IP的知名度，打造多元化IP 矩阵，相关周边产品在持续上新中。

资料来源：公司公告，投资者交流平台，异环公众号，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

4. 相关上市公司梳理

表：谷子经济相关标的

股票代码	简称	谷子经济相关布局
603899.SH	晨光股份	公司拥有九木杂物社为代表的线下文创专卖店，销售各类IP衍生品等产品，截至2024年半年度，公司在全国拥有709家零售大店，其中九木杂物社671家，晨光生活馆38家。
300220.SZ	金运激光	公司旗下IP衍生品运营业务主要从事“潮文化类”IP衍生品运营服务，包括智能零售终端设备制造、IP孵化及产品运营和渠道运营。
002862.SZ	实丰文化	公司玩具业务包含研发、生产、销售相关IP动漫衍生品玩具，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）玩具等产品。同时，公司打造自主研发、原创的IP产品，打造小鸚鵡奇奇、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，进一步的满足不同年龄段消费者。
600827.SH	百联股份	百联ZX创趣场：中国首座聚焦“二次元”文化的商业体，包含40多家谷店，其中全国首店17家，上海首店7家，首店比例接近60%； 上海第一百货：2023年五一前夕开始在4楼打造总面积近千平米的绮丽次元街区，街区融合同人圈、设圈、谷圈、娃圈、三坑圈等兴趣圈层，打造了丰富的次元经济业态，正式营业后的客流和店铺坪效大超预期，定期举办的谷子集市活动“练摊大会”，并分别在五楼、六楼陆续打造潮π联盟、幻梦次元街区等场景模块，目前二次元相关的商业区有3000平方米的体量，客流同比上升70%。
000031.SZ	大悦城	上海静安大悦城：2011年举办几米完美小世界装置展，是国内最早引入IP展的商场，2017年打造专属年轻人的二次元街区“八吉岛i-LAND”，每年近60场快闪活动的规模，静安大悦城以丰富的IP资源、快闪、展览以及极高的全国首展率闻名于业界。5月，chiikawa × miniso主题快闪活动在静安大悦城创下39天展期内销售额突破2610万元的成绩。24年7至8月，商场内客流同比去年暑期上涨超31%，销售同比增长近35%，其中IP快闪销售金额超5500万元。 天津大悦城：打造“骑鹤星球”跨次元街区，截至10月，本年度已有超50场国内外顶流IP全国首展和首发活动落地天津大悦城。
600859.SH	王府井	北京王府井喜悦：地下二层的元市口结合传统与现代的场景体验，以潮玩、手办、二次元文化为主，为年轻的消费者打造社交、分享、聚会的文化空间，成为吃谷爱好者的全新线下交流体验平台。年内举办“蜡笔小新：我们的恐龙日记”主题咖啡厅、“新世纪福音战士”主题店“二次元练摊乐园”等主题活动。
600628.SH	新世界	上海新世界城：2022年，上海新世界城开始将4楼主营少男少女装的百货零售进行调改，方向便是二次元街区，2024年6月历经三期调整后，整个四楼的二次元、泛二次元业态覆盖率超过90%。目前，新世界城四楼已调改为FUN肆街区，包含十多家二次元、泛二次元品牌，同时独占光荣特库摩中心、CAPCOM喀普康中心这两家日本知名游戏厂商的衍生品国内唯一店，其中作为日本海外唯一授权店的CAPCOM喀普康中心，单月月均销售额达200万元。2024年，《名侦探柯南的30周年纪念展》一个月为新世界城带来了5万人次的客流，整个四楼的销售额，同比23年接近翻倍增长，预计24年四楼的销售额可达1亿元以上。

资料来源：公司公告，雷报公众号，人民网，大悦城控股公众号，王府井公众号，联商网公众号，国元证券研究所

1. 谷子经济崛起，拉动二次元衍生品市场突破千亿
2. 谷子经济发展驱动因素
3. 谷子经济产业链
4. 重点标的梳理
5. 风险提示

- 政策监管收紧的风险，产品表现不及预期等风险，行业进入者增加竞争加剧的风险，重点IP热度波动的风险，现有IP后续合作受限的风险，消费需求变化的风险等。

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证50指数。

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测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投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 邮编：230000	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 邮编：200135	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券 邮编：100027