

2026 年 06 月 12 日

# 传统技艺的现代化身，催生服饰新消费

## ——非遗商业化深度报告

看好

相关研究

### 本期投资提示：

- **中国非遗资源禀赋全球领先，但仍属于商业化价值洼地。**我国列入联合国教科文组织非遗名录项目共计 45 项，总数全球第一，遥遥领先第二、三名法国和土耳其也各只有 22 项。但是，法国传统马术、那不勒斯披萨、韩国泡菜、印度瑜伽等不少海外非遗资源，已在全球范围建立起消费市场认知，并实现了商业化大发展。相较之下，中国非遗的商业化产值与数量并不匹配，商业化不充分，可待开发的广阔。
- **全球非遗产业规模稳步扩大，我国非遗已是千亿级市场。**从多维度统计数据口径推测，我们预计全球非遗相关的直接市场（含文化体验、工艺品及 IP 经济等）规模已达到数千亿美元级别，且增速高于整体文创产业，反观我国近年来“非遗热”消费同样持续升温。根据中研普华产业研究院预测，24 年我国非遗行业市场规模已突破 4500 亿元，预计 25 年高增长近 30%达到 5800 亿元。早在 23 年，淘宝、天猫平台非遗相关产品交易额就已突破千亿元，呈现出“量价齐升”的爆发态势。
- **政策红利+消费跃迁+技术赋能，共塑非遗商业化风口。**1) **政策红利：**我国中央层面相关政策关键词演变，从“保护”转向“活用”，挖掘内需、出海双重潜力。2) **消费跃迁：**Z 世代文化自信的代际切换，以及消费升级的“后物质主义”转向，驱动非遗作为“意义消费”成“情绪刚需”。3) **技术赋能：**数字基建下沉，打破了非遗传播与销售的时空壁垒，本来特定人群、时间、地域的非遗文化能够低成本出圈裂变，触达数倍于原本的潜在客群规模。此外，非遗消费是我国旅游业高景气衍生的利好方向。一方面，外国人入境游爆发，成为当下非遗消费增量引擎；另一方面，国人出游频次增加，有助于培育长期市场潜力。
- **非遗商业化模式解构，标杆品牌已踏出成功路径。**我们总结，主要有 IP 授权、高端定制、产品分层、文旅体验、数字衍生五大商业化模式，已涌现不少优秀的代表性品牌。1) **故宫文创：**以轻资产模式，打造平台型文化 IP 生态，25 年故宫博物院文创产业已实现年销售额 15 亿元，开发产品超 1 万种。2) **朱炳仁·铜：**金字塔型产品分层，精准定位高端礼赠市场，25 年营收突破 10 亿元、归母净利润 0.9 亿元，分别同比高增 63%、43%。3) **山下有松：**通过文化转译，将众多非遗技艺巧妙呈现在具象的包袋设计，构建了产品独特的东方美学基座，与同价格带国际品牌竞品形成巨大差异化。24 年品牌销售额近 5 亿元，25 年前三季度线上销售额同比增长约 90%。4) **Sabyasachi：**突破地域限制，将印度本土非遗推向全球奢侈品话语体系，预计 25 年营收折算人民币约 4.3 亿，但早在 21 年印度零售巨头 ABFRL 以总估值超 70 亿人民币，高溢价收购其 51% 股权。
- **投资分析意见：**我们看好非遗服饰产业链是商业化条件成熟、市场空间广大的细分领域，建议关注：**比音勒芬（故宫、苏绣联名）、江南布衣（非遗系列设计）、锦泓集团（南京云锦非遗资产+元先品牌）、嘉欣丝绸（丝绸面料+金三塔品牌）。**
- **风险提示：**非遗技艺难以规模生产；同质化竞争拖累盈利；过度商业化损害文化价值。

### 证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com  
求佳峰 A0230523060001  
qiuji@swsresearch.com

### 联系人

求佳峰 A0230523060001  
qiuji@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 结论和投资分析意见

我们看好非遗服饰产业链是商业化条件成熟、市场空间广大的细分领域，建议关注：**比音勒芬（故宫、苏绣联名）、江南布衣（非遗系列设计）、锦泓集团（南京云锦非遗资产+元先品牌）、嘉欣丝绸（丝绸面料+金三塔品牌）。**

### 原因与逻辑

**中国非遗资源禀赋全球领先，但商业化产值与数量并不匹配，仍属于商业化价值洼地。然而，当下政策红利+消费跃迁+技术赋能，正在共塑非遗商业化风口。1) 政策红利：**我国中央层面相关政策关键词演变，从“保护”转向“活用”，挖掘非遗内需、出海双重潜力。**2) 消费跃迁：**Z世代文化自信的代际切换，以及消费升级的“后物质主义”转向，驱动非遗作为“意义消费”成“情绪刚需”。**3) 技术赋能：**数字基建下沉，打破了非遗传播与销售的时空壁垒，本来特定人群、时间、地域的非遗文化能够低成本出圈裂变，触达数倍于原本的潜在客群规模。**此外，非遗消费是我国旅游业高景气衍生的利好方向。**一方面，外国人入境游爆发，成为当下非遗消费增量引擎；另一方面，国人出游频次增长，有助于培育长期市场潜力。

### 有别于大众的认识

**1) 市场认为非遗产业强调公益性，从而忽略了顶层政策也鼓励商业性。**我国中央层面相关政策关键词演变，从早期的“抢救性保护”、“整体性保护”、“生产性保护”，到当前的“创造性转化与创新性发展”。除了顶层政策，各地方也出台了众多契合当地非遗禀赋的扶持政策，说明非遗商业化环境日趋清晰，挖掘内需、出海双重潜力。

**2) 市场认为非遗资源商业化路径少，从而忽视了已证明有多重变现模式。**我们总结，主要有主要有 IP 授权、高端定制、产品分层、文旅体验、数字衍生五大商业化模式，已涌现不少优秀的代表性品牌。国内诸如故宫文创、朱炳仁·铜、山下有松，在“非遗热”持续升温之下，销售增长迅猛；国外诸如 Sabyasachi，早年被印度零售集团高溢价收购，近年又被国际品牌巨头选中联名合作，被推向全球奢侈品话语体系。

**3) 市场认为非遗消费受众会减少，从而忽视了 Z 世代年轻客群是核心增量。**Z世代消费跃迁，正成为驱动非遗商业化的核心动力，而这种驱动力来自于：一方面，Z世代文化自信的代际切换，对传统文化有天然的认同感，近年来“汉服热”、“新中式”是先锋信号；另一方面，消费升级的“后物质主义”转向，而非遗产品承载“文化故事+手工温度+稀缺属性”，横跨品质化、个性化、意义消费三个区段，是后物质主义消费的上佳载体。

## 目录

<b>1. 中国非遗资源禀赋突出，可挖掘商业化空间广阔</b> .....	<b>6</b>
<b>2. 从小众珍藏到大众消费，我国非遗产业正迎风口</b> .....	<b>8</b>
2.1 非遗增速领衔文创产业，我国非遗已是千亿级市场 .....	8
2.2 政策红利+消费跃迁+技术赋能，共促非遗商业化 .....	9
2.3 旅游业高景气利好非遗消费，培育长期市场潜力 .....	11
<b>3. 非遗商业化模式解构，标杆品牌已踏出成功路径</b> .....	<b>13</b>
3.1 五大商业化模式：非遗资源的多重变现方式 .....	13
3.2 故宫文创：以轻资产模式，打造平台型文化 IP 生态.....	14
3.3 朱炳仁·铜：千年铜艺焕新，精准定位高端礼赠市场 .....	15
3.4 山下有松：当代东方美学，融非遗技艺入布袋设计 .....	17
3.5 Sabyasachi：东方发展中国家的非遗奢侈品样本 .....	19
<b>4. 投资分析意见</b> .....	<b>20</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 入选联合国教科文组织非遗名录、名册数量的 TOP10 国家 .....	7
图 2: 25-33 年全球遗产旅游市场规模 CAGR+5.4% .....	9
图 3: 26-34 年全球手工艺品市场规模 CAGR+10% .....	9
图 4: 我国非遗行业市场规模快速扩容 .....	9
图 5: 淘宝、天猫平台“非遗热”自 23 年持续升温 .....	9
图 6: 人均 GDP 与消费观念演进 .....	10
图 7: 淘天平台早期颁布的“十大非遗电商新锐品牌榜” .....	11
图 8: 25 年抖音平台非遗短视频播放量 8065 亿次 .....	11
图 9: 24/5~25/4, 快手非遗视频播放量 1780 亿次 .....	11
图 10: 少林寺功夫文化 .....	12
图 11: 马斯克小儿子访华期间同款新中式马夹、虎头包 .....	12
图 12: 25 年入境游客人次已超过疫情前 19 年 .....	12
图 13: 25 年入境游客总花费快速回升 .....	12
图 14: 25 年国内出游人次已超疫情前 19 年 .....	13
图 15: 25 年国内出游人次、花费同比增速 .....	13
图 16: 多形态的非遗产品 .....	14
图 17: 朱炳仁·铜《五牛迎福》取意故宫博物院藏品《韩滉五牛图卷》 .....	14
图 18: 故宫文创采取轻资产供应链管理, 构建平台型文化 IP 生态 .....	15
图 19: 朱炳仁·铜被评为国家级非遗生产性保护示范基地 .....	16
图 20: 朱炳仁·铜通过丰富的线上线下活动, 巩固高端品牌根基 .....	17
图 21: 2025 年山下有松社媒热度爆发 .....	18
图 22: 巴黎时装周「远山有声 SONG of MONT」 .....	18
图 23: 山下有松位于上海淮海中路的旗舰店 .....	18
图 24: Sabyasachi 极具印度特色的包袋产品 .....	20
图 25: 雅诗兰黛 x Sabyasachi 联名口红系列产品 .....	20
图 26: 比音勒芬虎年《瑞虎佑福》苏绣特别款 .....	21
图 27: 江南布衣非遗皮影系列产品 .....	21

图 28: 央视对云锦博物馆及作品进行专题报道 .....	21
图 29: 金三塔品牌与嘉兴文化地标同名 .....	21
表 1: 联合国教科文组织非遗名录、名册, 以及国家级非遗名录简介 .....	6
表 2: 中国列入联合国教科文组织非遗名录、名册的项目 (45 项) .....	7
表 3: 中国列入联合国教科文组织非遗名录、名册项目的分类统计 .....	8
表 4: 我国中央层面关于非遗产业的相关政策链 .....	10
表 5: 五大非遗商业化模式 .....	13
表 6: 朱炳仁铜、铜师傅市场定位与产品工艺比较 .....	16
表 7: 朱炳仁铜、铜师傅财务表现比较 .....	16
表 8: 山下有松经典包袋设计融入非遗技艺 .....	19
表 9: 相对估值表 .....	22

**引言：为什么在当下时期，我们开始关注非遗话题，主要出于以下关切点：**一是非遗研究是文化强国战略的基础性工程，非遗是中华文明绵延传承的活态载体，且具备至高的稀缺性；二是非遗元素日益受到现代审美的青睐，多形态的商业化成功案例涌现，从公益性延展商业性。**因此，部分非遗资源已具备成熟的商业化条件，并通过现代社交媒介快速破圈，其商业价值有很大开发潜力。**

## 1. 中国非遗资源禀赋突出，可挖掘商业化空间广阔

**非物质文化遗产 (Intangible Cultural Heritage) 简称“非遗”，与“物质文化遗产”相对，本质区别在于前者为活态传承、后者为静态保护。非遗主要体现在五大领域：**①口头传统和表演形式；②表演艺术（如传统音乐、舞蹈、戏剧）；③社会实践、仪式、节庆活动；④有关自然界和宇宙的知识和实践；⑤传统手工艺。**非遗之所以具备商业价值，根源在于其“不可复制性”，每一项非遗都是特定地域、特定族群、特定历史条件下的技艺结晶，供给天然受限。**

**我国非遗有多层等级体系，代表资源禀赋的能级不同。**1) **联合国教科文组织非物质文化遗产名录、名册：**截至目前，共收录 849 项遗产代表性项目，是全球最高级别、国际认可度最强的文化符号之一。其中，中国共计列入 45 项，总数全球第一。2) **中国非物质文化遗产名录：**实行“国家级、省级、市级、县级”四级名录保护体系，共认定非遗代表性项目 10 万余件。其中，国务院先后公布了五批国家级项目名录，共计 1557 项、3610 子项。

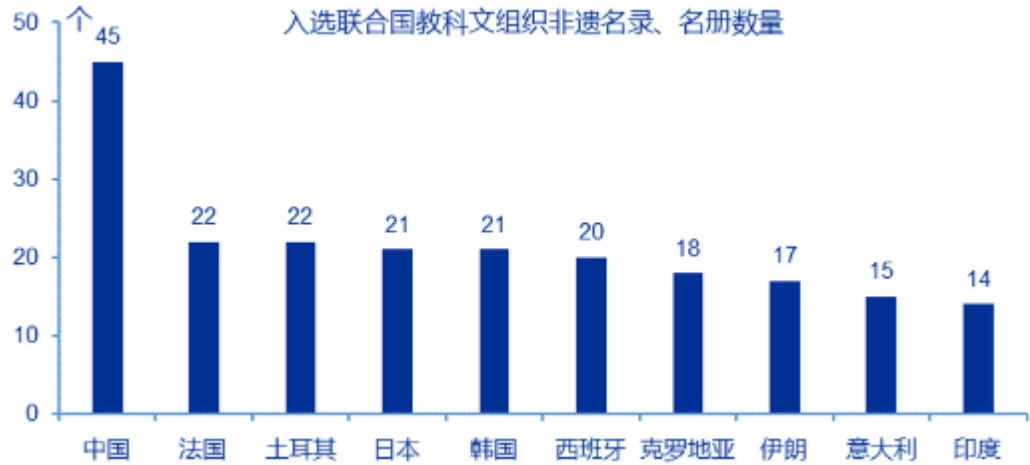
**表 1：联合国教科文组织非遗名录、名册，以及国家级非遗名录简介**

等级	认定部门	数量	特征
 United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization  Intangible Cultural Heritage	联合国教科文组织 (UNESCO)	全球共计列入849项，其中中国共计列入45项，总数居世界第一	最高级别，国际认可度最强
	国务院	全国共计1557项，按申报地区分项统计3610子项	国家级较省、市、县级名单更高等级，国内认可度高

资料来源：联合国教科文组织，中国非物质文化遗产网，申万宏源研究

**中国在全球非遗资源中具有绝对数量优势，但非遗的商业化产值与数量并不匹配，仍属于价值洼地。**我国列入联合国教科文组织非遗名录项目共计 45 项，总数居世界第一，遥遥领先第二、三名的法国和土耳其也各自只有 22 项。但是，法国传统马术、那不勒斯披萨制作技艺、韩国泡菜腌制、印度瑜伽等，已在全球范围建立起消费市场认知，并实现了商业化大发展，而相较之下，中国非遗资源的商业化仍不充分，价值挖掘空间广阔。

图 1：入选联合国教科文组织非遗名录、名册数量的 TOP10 国家



资料来源：中国非物质文化遗产网，申万宏源研究

从中国列入联合国教科文组织非遗名录、名册的 45 项分类来看：①口头传统和表演形式 5 项，例如柯尔克孜史诗《玛纳斯》传唱千年，是中国三大史诗之一，但难以直接商品化，可做文旅体验；②表演艺术（如传统音乐、舞蹈、戏剧）14 项，包括昆曲、京剧、皮影戏等，可采取演出经济、IP 授权形式，但规模天花板较低；③社会实践、仪式、节庆活动 6 项，包括春节、端午节、妈祖信俗等，可作为文旅融合方向，但受到特定时间、地域限制；④有关自然界和宇宙的知识和实践 5 项，中医针灸、太极拳等挂钩巨大的养生市场；⑤传统手工艺 15 项，包括南京云锦织造、蚕桑丝织、传统制茶技艺等，可产品化、IP 化、品牌化，市场空间上限高，最具商业化潜力。

表 2：中国列入联合国教科文组织非遗名录、名册的项目（45 项）

入选年份	入选数量	入选项目
2008	4	昆曲
		新疆维吾尔木卡姆艺术
2009	22	古琴艺术
		蒙古族长调民歌
		中国篆刻
		热贡艺术
		中国雕版印刷技艺
		中国蚕桑丝织技艺
		中国书法
		龙泉青瓷传统烧制技艺
		中国剪纸
		宣纸传统制作技艺
2010	5	中国传统木结构建筑营造技艺
		西安鼓乐
		南京云锦织造技艺
		粤剧
		端午节
		花儿
		中国朝鲜族农乐舞
		玛纳斯
2011	1	妈祖信俗
		格萨（斯）尔
		侗族大歌
2012	1	呼麦
		侗族大歌
2013	1	南音
		藏戏
2010	5	中医针灸
		中国水密隔舱福船制造技艺
2011	1	京剧
		中国活字印刷术
2012	1	麦西热甫
		中国皮影戏
2013	1	福建木偶戏后继人才培养计划
		中国珠算

2016	1	二十四节气	
2018	1	藏医药浴法	
2020	2	太极拳	送王船——有关人与海洋可持续联系的仪式及相关实践
2022	1	中国传统制茶技艺及其相关习俗	
2024	4	春节——中国人庆祝传统新年的社会实践 羌年	中国木拱桥传统营造技艺 黎族传统纺染织绣技艺
2025	2	“赫哲族伊玛堪”保护计划	赫哲族伊玛堪

资料来源：中国非物质文化遗产网，申万宏源研究

注：分颜色标注五大领域，①红色~口头传统和表演形式；②黄色~表演艺术（如传统音乐、舞蹈、戏剧）；③蓝色~社会实践、仪式、节庆活动；④绿色~有关自然界和宇宙的知识和实践；⑤橙色~传统手工艺

表 3：中国列入联合国教科文组织非遗名录、名册项目的分类统计

领域	入选数量	占比	商业化潜力评估
①口头传统和表演形式	5	11%	★★☆难以直接商品化，可做文旅体验
②表演艺术（如传统音乐、舞蹈、戏剧）	14	31%	★★★演出经济+IP 授权，规模天花板较低
③社会实践、仪式、节庆活动	6	13%	★★☆文旅融合方向，受时间、地域限制
④有关自然界和宇宙的知识和实践	5	11%	★★★中医、太极拳等挂钩巨大养生市场，难以品牌化
⑤传统手工艺	15	33%	★★★★★适宜商业化，可产品化、IP 化、品牌化
合计	45	100%	

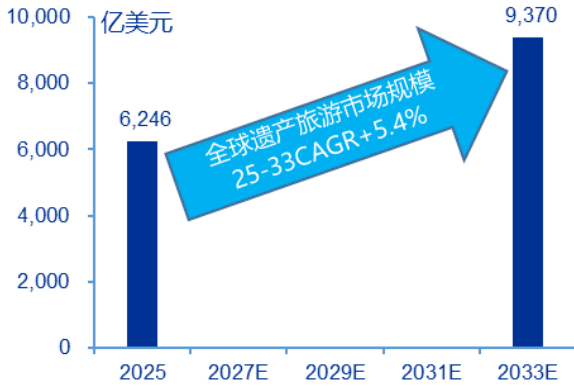
资料来源：中国非物质文化遗产网，申万宏源研究

## 2. 从小众珍藏到大众消费，我国非遗产业正迎风口

### 2.1 非遗增速领衔文创产业，我国非遗已是千亿级市场

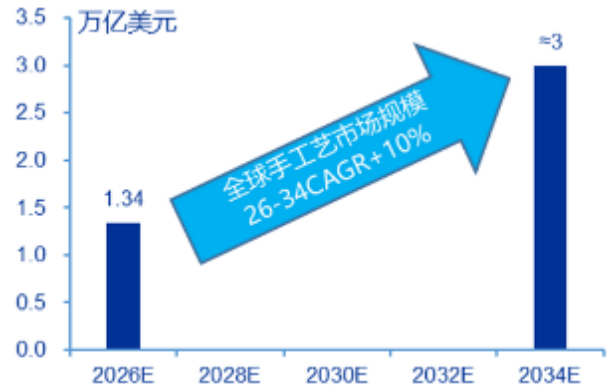
从多维口径的关联市场统计来看，全球非遗产业市场规模正在稳步扩大。目前没有官方机构直接发布“全球非物质文化遗产市场规模”的单一统计数据，但可以从非遗的主要商业化形态观察市场增长趋势：1) 根据日商环球讯息（GII）预测，25 年全球遗产旅游市场规模 6246 亿美元，至 33 年预计增长至 9370 亿美元，期间年复合增速 5.4%，这是非遗商业化最主要的表现形式，游客对民俗、节庆等“非物质文化遗产”体验需求是核心增长点。2) 根据 Fortune Business Insights 预测，26 年全球手工艺市场规模 1.34 万亿美元，至 34 年预计逼近 3 万亿美元，期间年复合增速约 10%，大量传统手工艺（如刺绣、陶瓷等）是“非物质文化遗产”的物理产品载体，放大了市场规模空间。综上，我们认为虽然以上统计口径存在偏差，但预计全球非物质文化遗产相关的直接市场（含文化体验、工艺品及 IP 经济等）规模已达数千亿美元级别，且增速高于整体文化创意产业。

图 2：25-33 年全球遗产旅游市场规模 CAGR+5.4%



资料来源：日商环球讯息 (GII)，申万宏源研究

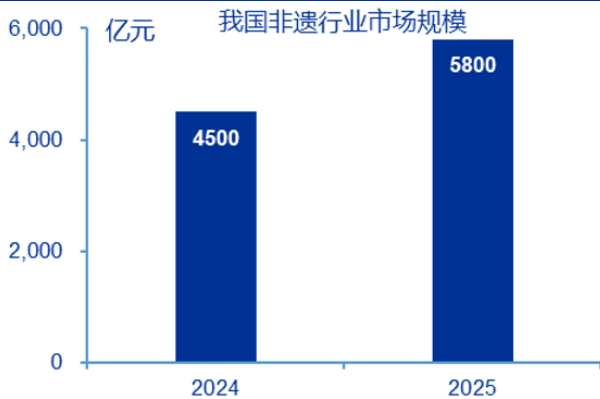
图 3：26-34 年全球手工艺品市场规模 CAGR+10%



资料来源：Fortune Business Insights，申万宏源研究

反观我国近年来“非遗热”持续升温，也已成为数千亿的产业规模。根据中研普华产业研究院预测，24 年我国非遗行业市场规模已突破 4500 亿元，预计 25 年达到 5800 亿元，高增长将近 30%，得益于文化认知、政策支持、技术赋能的合力推动。早在 2023 年，淘宝、天猫平台非遗相关产品交易额 (GMV) 就已突破千亿元，达到 1073 亿元，平台消费者达到 2.49 亿人次，人均消费额 430 元，量价齐升已呈现出爆发态势。

图 4：我国非遗行业市场规模快速扩容



资料来源：中研普华产业研究院，申万宏源研究

图 5：淘宝、天猫平台“非遗热”自 23 年持续升温



资料来源：中国旅游报社文旅产业指数实验室 x 阿里巴巴淘天集团研究中心 x 上海大学《非物质文化遗产电商消费报告 (2023)》，申万宏源研究

## 2.2 政策红利+消费跃迁+技术赋能，共促非遗商业化

### 一、政策红利：从“保护”转向“活用”，激发非遗产业活力。

我国中央层面政策关键词演变，从早期的“抢救性保护”、“整体性保护”、“生产性保护”，到当前的“创造性转化与创新性发展”，非遗商业化环境日趋清晰，挖掘内需、出海双重潜力的新增长点。除了顶层政策，各地方也出台了众多更契合当地非遗禀赋的典型政策，例如北京文旅局 2025 年 1 月印发《关于推动非物质文化遗产与旅游深度融合发展的实施方案》的通知，围绕北京历史文化名城、大运河文化带、长城文化带、西山永定河文化带的非遗资源，构建特色鲜明的非遗与旅游融合“北京样本”；北京、上海、广东、浙江、江苏、山东等多个省市，均推出了非遗专项资金扶持政策，真金白银支持产业发展。

表 4：我国中央层面关于非遗产业的相关政策链

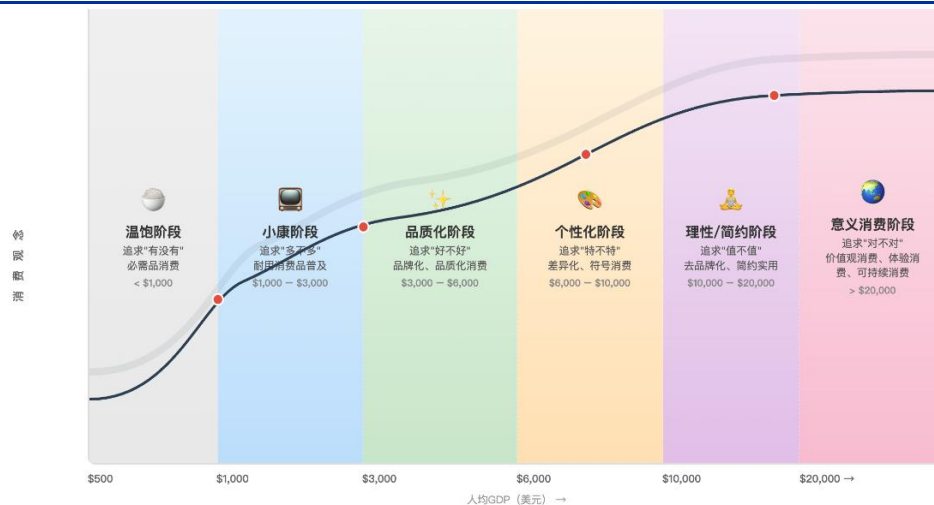
出台时间	政策/文件	核心内容
2005 年 3 月	国务院办公厅《关于加强我国非物质文化遗产保护工作的意见》	确立了非遗保护的基本框架，首次提出“保护为主、抢救第一、合理利用、传承发展”的指导方针，明确建立国家级非物质文化遗产名录
2011 年 2 月	《中华人民共和国非物质文化遗产法》	我国非遗保护首部专项法律，2011 年 6 月 1 日起施行，确立了调查、名录、传承传播等基本制度
2021 年 8 月	国务院办公厅《关于进一步加强非物质文化遗产保护工作的意见》	提出“在有效保护前提下推动非遗与旅游融合发展、合理利用”，提出 2025 年、2035 年发展目标，推动非遗与旅游融合，融入国家重大战略
2022 年 6 月	工业和信息化部、商务部、国家市场监督管理总局、国家药品监督管理局、国家知识产权局《数字化助力消费品工业“三品”行动方案》	明确推进“国潮”品牌建设，支持数字化手段推动传统工艺创新，挖掘非遗基因，开发国潮新品，提升非遗产品市场竞争力
2024 年 3 月	文旅部公布《2023-2025 年国家级非遗生产性保护示范基地名单的通知》	以“生产性保护”推动非遗活态传承，认定 99 家单位，将非遗转化为文化产品，促进与市场接轨
2025 年 1 月	国务院办公厅《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	明确提出开发时尚国潮产品，作为消费新增长点，支持开发联名款文创，打造国货“潮牌”、“潮品”
2026 年 1 月	商务部《关于组织开展 2026 年“老字号嘉年华”活动的通知》	贯穿全年的促消费活动，推动老字号创新发展，包括创意市集、全民共赏、匠心出海等主题

资料来源：各部门官网，申万宏源研究

## 二、消费跃迁：Z 世代引领，非遗作为“意义消费”成“情绪刚需”。

Z 世代消费跃迁，正成为驱动非遗商业化的核心动力，而这种驱动力来自于：1) **文化自信的代际切换**。Z 世代成长于中国经济崛起的背景下，对传统文化有天然的认同感，近年来“汉服热”、“新中式”是先锋信号，从符号消费到身份消费的升级。2) **消费升级的“后物质主义”转向**。我国人均 GDP 突破 1.3 万美元，消费观念逐步转向精神满足和自我实现，而非遗产品承载“文化故事+手工温度+稀缺属性”，横跨品质化、个性化、意义消费三个区段，是后物质主义消费的上佳载体。

图 6：人均 GDP 与消费观念演进



资料来源：申万宏源研究；注：由申万宏源研究制图，仅供参考

根据中国收藏家协会 26 年 1 月发布的《2025 年中国非遗收藏市场年度报告》显示，25 年国内收藏级非遗创新藏品全年成交额同比增长 65%。其中，年轻藏家入场是增长的

核心动力，在 25 年国内新增非遗收藏家中，35 岁以下群体占比超过 60%，他们不再局限于传统书画、瓷器，更愿意为兼具当代创新和文化内核的非遗作品买单。

图 7：淘天平台早期颁布的“十大非遗电商新锐品牌榜”

1	摘茗堂	德化窑烧制技艺	
2	南京云锦研究所 云锦博物馆	南京云锦木机妆花手工织造技艺	
3	宁越蜡染	苗族蜡染技艺	
4	无相山房	宜兴紫砂陶制作技艺	
5	格外寻香记	传统香制作技艺	
6	京绣坊	京绣	
7	永利百年刀坊	苏式小五金锻打技艺	
8	晋素银器文化工作室	银饰制作技艺	
9	月如银苗族手作原创设计	花丝镶嵌制作技艺、苗族银饰锻高技艺	
10	梨花风起传承人工艺企业店	歙砚研磨制技艺	

资料来源：中国旅游报社文旅产业指数实验室 x 阿里巴巴淘天集团研究中心 x 上海大学《非物质文化遗产电商消费报告（2023）》，申万宏源研究

### 三、技术赋能：数字化打通全链路，非遗高效触达、破圈裂变。

**数字基建下沉，打破了非遗传播与销售的时空壁垒。** 1) **产品设计**：绝大部分国家级非遗项目已完成基础性数字化采集，实现高精度三维建模与交互呈现，AI 设计辅助非遗产品开发，让传统技艺与现代设计快速融合。 2) **破圈传播**：短视频等现代社交媒体让非遗技艺可视化，让本来特定人群、时间、地域的非遗文化能够低成本出圈，触达数倍于原本的潜在客群规模，为非遗开辟全新的消费场景。 3) **销售闭环**：从兴趣电商种草，到直播带货货品，再到私域复购的商业闭环，已在不少非遗品类、品牌跑通，证明非遗商业模式日趋成型。更重要的是，无论抖音、还是快手生态大数据显示，“银发”与“青年”积极参与，共同推动传统艺术新生，成为当代非遗传承的重要力量。

图 8：25 年抖音平台非遗短视频播放量 8065 亿次



资料来源：抖音《2025 字节跳动非遗年度报告》，申万宏源研究

图 9：24/5~25/4，快手非遗视频播放量 1780 亿次



资料来源：快手大数据研究院《2025 快手非遗生态报告》，半岛都市报，申万宏源研究

## 2.3 旅游业高景气利好非遗消费，培育长期市场潜力

我们认为，非遗消费是我国旅游业高景气衍生的利好方向。非遗资源的商业化，须首先建立在消费者对非遗文化本身的价值认同，而旅游是深入接触非遗传统技艺的直接场景，建立价值认同的效率远高于互联网等其他渠道，有助于扩大潜在消费群体规模，将长期提供市场机会。

### 一、外国人入境游爆发，成为当下非遗消费的增量引擎。

我国非遗文化深受海外知名人士追捧，正在快速提升全球关注度。近年有两个典型事件颇具热度：1) NBA 球星文班亚马在 25 年休赛期前往中国河南嵩山少林寺，进行为期 10 天的沉浸式修行，期间他剃度习武，身着僧袍，以接近僧侣的生活方式体验少林文化。而今年 6 月 9 日，另一位 NBA 球星杰伦布朗也慕名到访少林寺体验功夫文化。2) 今年 5 月美国商界代表团访华期间，著名企业 Tesla 创始人马斯克的小儿子一身中国风穿搭惊艳全场，他身着一件新中式蚕丝马夹、手提一只虎头包出现在公众视野，备受好评。

图 10: 少林寺功夫文化



资料来源：百度百科，申万宏源研究

图 11: 马斯克小儿子访华期间同款新中式马夹、虎头包

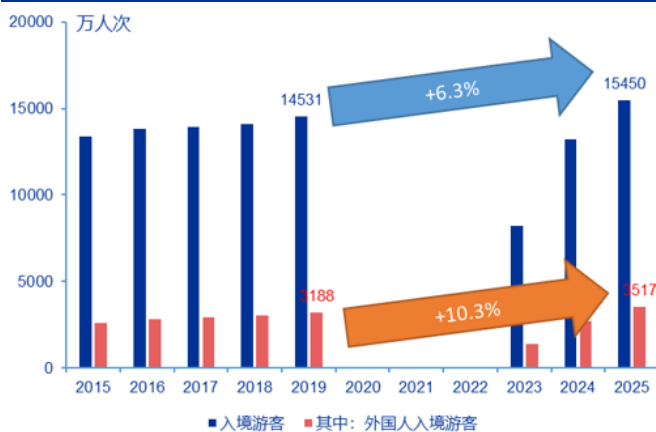


资料来源：淘宝商城，申万宏源研究

免签政策催化我国入境游井喷，目的地向更广泛的腹地延伸。携程海外平台数据显示，我国四五线城市目的地入境游规模年均增速高达 134%，国际游客倾向于深入具有文化独特性和生态特色的地区，例如山西大同云冈石窟相关票量同比激增 7 倍，陕西历史博物馆入境游订单占比近 50%，潮汕地区英歌舞、潮绣等非遗项目成为吸引海外游客的重要载体。

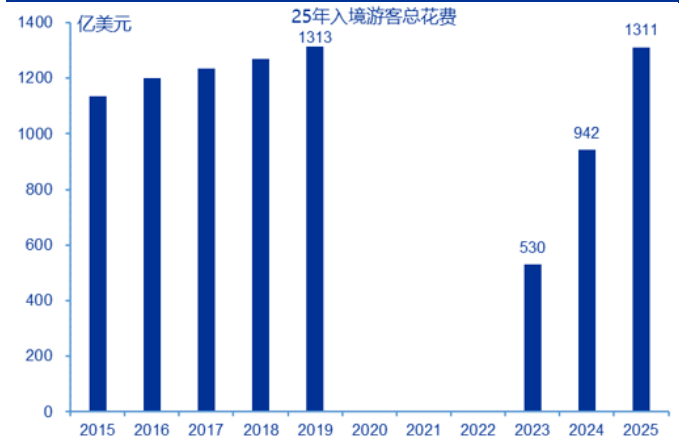
国际游客对非遗技艺产品溢价的接受度，远高于国内消费者。2025 年，入境游客 1.545 亿人次（同比+17.1%）。其中，外国游客入境 3517 万人次（同比+30.6%），均已超过疫情 19 年水平，中国香港、中国澳门和中国台湾居民入境 1.19 亿人次（同比+13.7%）。全年入境游客总花费 1311 亿美元（同比+39.2%），增速远高于同期入境人次增速，说明外国游客的平均消费额快速回升。

图 12: 25 年入境游客人次已超过疫情前 19 年



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 13: 25 年入境游客总花费快速回升

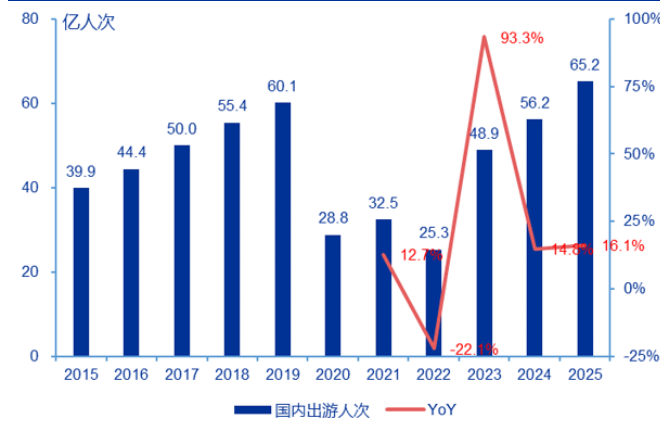


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

## 二、国人出游频次增加，有助于长期释放非遗消费潜力

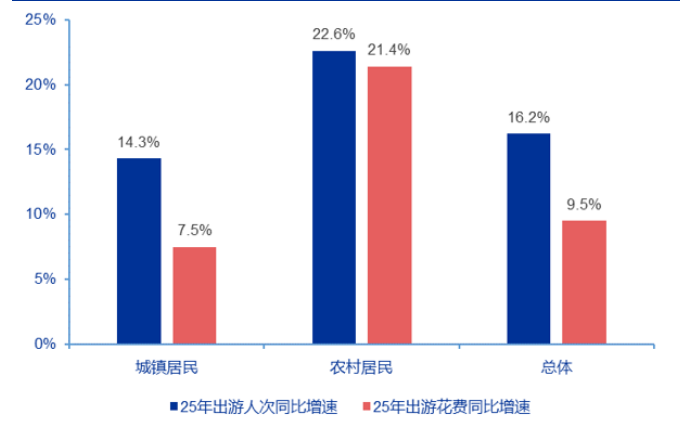
反观国内，国人出游人次连续 3 年高增长，消费潜力有待进一步释放。25 年国内出游 65.2 亿人次（同比+16.2%），其中城镇居民国内出游 50 亿人次（同比+14.3%），农村居民国内出游 15.3 亿人次（同比+22.6%）。25 年国内游客出游总花费 6.3 万亿元（同比+9.5%），其中城镇居民出游花费 5.3 万亿元（同比+7.5%），农村居民出游花费 1 万亿元（同比+21.4%）。分增长结构看：1) 虽然城镇居民是国内出游的主力人群，但农村居民国内出游增长更为强劲。2) 国内出游花费增速显著低于出游人次，主要受到城镇居民消费力下降拖累，或是暂时的，一旦国内经济复苏，平均出游花费有望恢复上行弹性。

图 14：25 年国内出游人次已超疫情前 19 年



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 15：25 年国内出游人次、花费同比增速



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

## 3. 非遗商业化模式解构，标杆品牌已踏出成功路径

### 3.1 五大商业化模式：非遗资源的多重变现方式

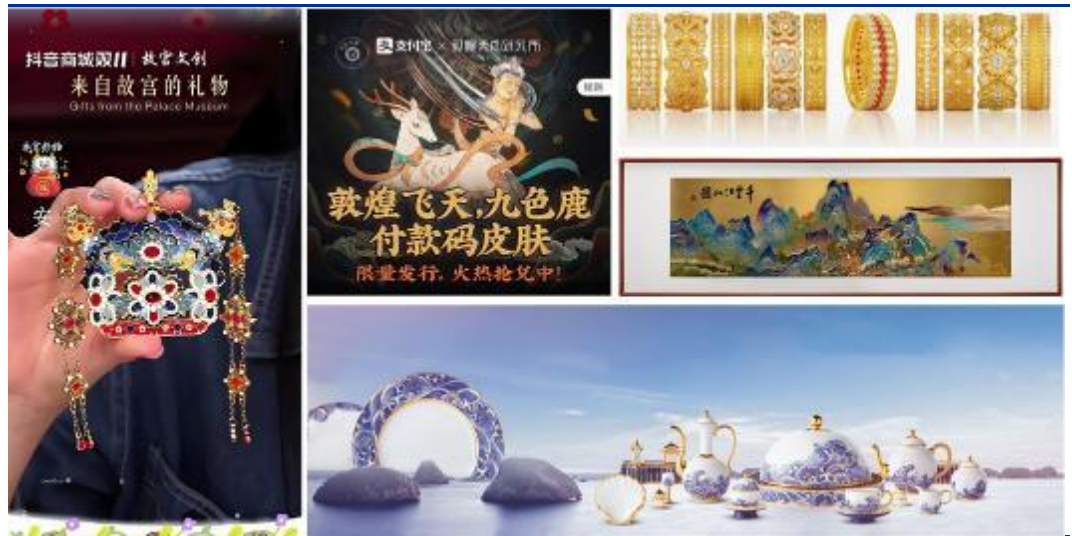
我们总结非遗商业化案例，主要有 IP 授权、高端定制、产品分层、文旅体验、数字衍生五大商业化模式，已涌现不少优秀的成功案例。从代表性案例来看，一个出色的非遗资产，会根据自身特点选择赛道，切中差异化竞争，通过多重模式商业化变现，并在商业价值与文化价值保持平衡，避免损害非遗本身的价值根基。

表 5：五大非遗商业化模式

模式	核心逻辑	代表案例	盈利特征
① IP 授权模式	非遗纹样/IP 授权给第三方品牌，收取授权费	故宫文创、比音勒芬 x 苏绣	轻资产、高毛利、可规模化
② 高端定制模式	以手工稀缺性支撑超高客单价	Sabyasachi (印度)、老铺黄金高定线、朱炳仁铜·高定线	高毛利率、低周转、品牌天花板效应
③ 产品分层模式	三层金字塔：引流品→核心品→塔尖收藏品	老铺黄金、朱炳仁·铜	覆盖面广、交叉销售机会多
④ 文旅体验模式	工坊体验+零售+文化教育	各地非遗工坊、日本传统工艺村	高坪效、高复购（因体验感）、受客流波动影响
⑤ 数字衍生模式	非遗数字藏品、AI+非遗设计	敦煌 NFT	轻资产、但版权和可持续性存疑

资料来源：申万宏源研究

**图 16：多形态的非遗产品**



资料来源：老铺黄金、朱炳仁·铜、国瓷永丰源、抖音商城、支付宝等官网，申万宏源研究

### 3.2 故宫文创：以轻资产模式，打造平台型文化 IP 生态

从“文物”升级为“文化资产”，首先是建立故宫文化基因库。根据中华文化促进会《故宫文创：千年文化如何焕发新生？》一文，故宫文化创意中心早在 2008 年成立，至今故宫团队已对 186 万件文物进行纹样、色彩、故事的数字化解析，将龙纹、缠枝莲等传统元素实现“符号提纯”。例如，“五牛迎福”摆件取意《五牛图卷》立体造型，“荷韵天福”茶具融合如意祥云纹与现代几何线条，既保留皇室基因，又契合年轻审美。

**图 17：朱炳仁·铜《五牛迎福》取意故宫博物院藏品《韩滉五牛图卷》**



资料来源：故宫博物院《韩滉五牛图卷》，朱炳仁·铜《五牛迎福》，申万宏源研究

**故宫已成为超级文创 IP，成为全球文化 IP 商业化标杆。** 根据中国品牌杂志《宫墙之内，品牌无墙》一文，25 年故宫博物院文创产业已实现年销售额超 15 亿元，开发产品超 1 万种，其中故宫口红、盲盒等网红单品销量尤为火爆。此外，故宫通过 IP 授权的轻资产模式，几乎实现全品类覆盖，其实际带动的终端 GMV 远大于自身销售额。

**图 18：故宫文创采取轻资产供应链管理，构建平台型文化 IP 生态**



资料来源：申万宏源研究

### 3.3 朱炳仁·铜：千年铜艺焕新，精准定位高端礼赠市场

**五代铜艺世家传承非遗技艺，打造国内铜质文创高端品牌。** 与同行铜师傅凭借 IP 联名与工业化生产策略迅速破圈、主打大众消费级文创不同，朱炳仁铜作为国家级非遗生产性保护示范基地，凭借熔铜、蚀刻、镂空、叠镶等八大技艺，以及十大古法创新技艺，匠心打造产品的艺术收藏属性，使得品牌稳居高端，深耕高净值艺术藏品与高端礼赠市场，消费者多为文化爱好者、企业主或高净值人群，主要价格带从数百元到上万元。

图 19：朱炳仁·铜被评为国家级非遗生产性保护示范基地



资料来源：朱炳仁·铜官网，申万宏源研究

表 6：朱炳仁铜、铜师傅市场定位与产品工艺比较

维度	朱炳仁铜	铜师傅
用户定位	小众化艺术收藏与高端礼赠	大众化情感消费
商业策略	手工稀缺性带来长期保值潜力	高频上新+IP 矩阵驱动复购
主力价格带	价格略高，数百元到上万元	价格亲民，几十元起可入门
<b>【产品工艺】</b>		
主要材质	高纯度紫铜/黄铜，部分含特殊合金	国标 59-1 黄铜（铜含量 57~60%）
核心工艺	手工篆刻、花丝镶嵌、烧蓝等非遗工艺	失蜡法精密铸造+流水线生产
生产方式	半手工至全手工，定制化强	工业化量产，标准化程度高
抗腐蚀性	依赖工艺处理，高端系列可达同等寿命	正常使用 50 年不褪色不变形
表面处理	古法氧化、手工抛光、局部鎏金	铜彩烧色、颜彩手绘

资料来源：什么值得买网站，申万宏源研究

**朱炳仁铜财务表现显著优于铜师傅，品牌溢价与运营效率共同驱动。**近年来，朱炳仁铜销售规模高速扩张，25 年营收突破 10 亿大关、归母净利润达 0.9 亿元，分别同比高增 63%、43%，进入到 26Q1 业绩进一步爆发，且利润率显著扩张。相较之下，铜师傅近年来营收增长缓慢，利润端波动加剧，较朱炳仁铜发展态势逐渐掉队。截至 25 年末，朱炳仁铜拥有自有门店 78 家，铜师傅拥有直营店 36 家。

表 7：朱炳仁铜、铜师傅财务表现比较

朱炳仁铜	2023	2024	2025	2026Q1
营收 (亿元)	4.85	6.20	10.09	3.79
YoY	-	27.9%	62.8%	92.2%
归母净利润 (亿元)	0.57	0.63	0.90	0.72
YoY	-	10.7%	42.6%	168.4%
毛利率	49.6%	53.8%	52.3%	59.9%
归母净利率	11.7%	10.2%	8.9%	18.9%
铜师傅	2023	2024	2025	
营收 (亿元)	5.06	5.71	6.17	
YoY	0.6%	12.8%	8.1%	
归母净利润 (亿元)	0.44	0.79	0.48	

YoY	-22.5%	79.0%	-39.4%
毛利率	32.4%	35.4%	33.7%
归母净利率	8.7%	13.8%	7.8%

资料来源：Wind，申万宏源研究

**金字塔型的产品分层，促成了高效的运营效率、强劲的盈利表现。**

**1) 塔尖收藏品：树立品牌势能，锁定高净值圈层。**推出“大师作·真收藏”系列，主打高端艺术藏品与限量佳作，例如国博同款《燃烧的向日葵》、《千里江山》摆件等，多采用手工古法铸造，价格通常在上万元，建立品牌标杆效应。

**2) 塔身核心品：切入万亿级礼赠市场，贡献核心营收。**用“赠贵人，朱炳仁”的品牌场景化标签，精准击中商务往来与人情社交刚需，产品群兼顾了实用性、审美性与社交货币属性。

**3) 塔基文创品：降低决策门槛，实现人群破圈。**入门级文创涵盖招财小貔貅、葫芦挂件等日常小物件，主要定价百元级，作为流量入口，承担拉新、培育市场以及品牌年轻化任务。

综上，朱炳仁铜的商业模式底座，是以“大师 IP”为塔尖建立价值锚点，以“文化礼赠”为塔身贡献核心利润，以“时尚文创”为塔基实现用户破圈与规模化增长。

图 20：朱炳仁·铜通过丰富的线上线下活动，巩固高端品牌根基



资料来源：朱炳仁·铜天猫旗舰店，申万宏源研究

### 3.4 山下有松：当代东方美学，融非遗技艺入包袋设计

创立仅十三年，迅速晋升闻名海内外的中国本土轻奢包袋品牌。山下有松 (Songmont) 诞生于 2013 年，品牌理念包含“自然、自知、自在”的中原哲学。品牌初期以“姥姥手作”为特色进行手工制作，2018 年左右入驻电商平台，2021 年在北京开设首家线下旗舰店。2024 年，推出《寻松》动画并入选萨格勒布国际动画节，同年播客《山下声》上线。2025 年，携「远山有声 SONG of MONT」展览 IP 实力亮相巴黎时装周，大获国际好评，社媒声量启动爆发式增长。

图 21：2025 年山下有松社媒热度爆发



资料来源：艺恩数据《山下有松品牌洞察报告》，申万宏源研究

**用文化高奢的线下门店场域逻辑，追求全方位卡位高端心智。**截至目前，山下有松线下门店数 19 家，从选址来看，北上广深及杭州、南京、苏州、成都、重庆等超一线和新一线城市是布局重点，店铺位置主要贴近高端商业，包括上海淮海中路和国金中心、南京德基广场和全国各地万象城，每个店面都拥有独特的视觉设计及店铺名称。**线下门店具象化展示后端手工工坊工艺，转化为前端信任背书，并以空间设计落地差异化品牌理念，最终提供线上难以替代的沉浸式线下体验，形成三位一体的品牌护城河。**时至今日，我们经常可以看到，在各地旗舰店门口的长队中，不乏慕名而来的外国游客，山下有松已是为数不多享誉全球的国货奢品。

图 22：巴黎时装周「远山有声 SONG of MONT」



资料来源：中华网，申万宏源研究

图 23：山下有松位于上海淮海中路的旗舰店



资料来源：上观，申万宏源研究

**品牌通过文化转译，让众多非遗技艺巧妙呈现在具象的包袋设计中。**根据山下有松官方商城，大部分包袋定价 2000~3000 元价格段，主要面向 25~45 岁的中产高知女性，追求设计审美与文化认同。品牌将潍坊纸鸢、山西万荣虎头帽刺绣、藏区氍毹编织、晋北拼布、克孜尔石窟壁画菱格纹等传统技艺，巧妙融入到包袋设计中，构建了产品独特的东方美学基座，与原本同价格带的国际品牌竞品形成巨大差异化，在中国文化认同在全球范围上升的过程中精准卡位。**根据新浪财经等公开资料，24 年山下有松品牌销售额已近 5 亿元，25 年前三季度线上销售额同比增长约 90%，并在同年天猫双 11 箱包服饰销售榜登顶。**

表 8：山下有松经典包袋设计融入非遗技艺

产品系列	代表产品	涉及非遗/传统工艺	核心设计巧思
菜篮子包	 【会员定制】菜篮子-中号 ¥2,280	潍坊纸鸢（风筝）制作技艺	汲取风筝骨架灵感，采用O型框架结构撑起皮革，使包袋“软而有型”。巴黎展览曾邀传承人用棉线与榫卯搭建巨型纸鸢装置。
早期系列包袋、手工挂件	 吉兽系列挂件配饰 ¥398	山西万荣虎头帽刺绣技艺	将创始人姥姥传承的民间绣缝手艺融入设计，目前继续由乡村姐妹团队继续负责部分手工挂件制作与维修。
织路系列包袋、乌朵挂件	 乌朵种子挂件配饰 ¥388	藏区翟鲁编织技艺	提取黄河源头藏区非遗翟鲁编织技艺，转化为包袋与挂件上独特的民族肌理。
循迹系列包袋	 循迹系列软枕水桶包 ¥2,580	甘南藏地编织（虎牙纹图腾）	抽象提炼古老编织中的“虎”纹图腾应用于包体与内里；乌朵挂件兼具装饰性与实用性，被巧妙设计为口袋开口。
层蓝系列手工缝制包袋	 层蓝系列山行随游小挎包 ¥1,980	晋北拼布艺术	灵感源自晋北老人用旧布料缝制门帘的传统手艺，保留浓烈鲜活的色彩与一针一线的手工温度。
屋檐包	 【会员定制】屋檐包-mini包 ¥1,980	山西古建营造技艺（建筑意象）	造型提取自现存最古老的唐代木结构建筑——山西古建南禅寺，翻盖自然搭下的弧度复刻飞檐翘角，配色透出古建时光感。
棱编系列包袋	 棱编系列包袋	克孜尔石窟壁画菱格纹	以新疆克孜尔石窟《千佛图》菱格纹为灵感，采用全粒面头层牛皮纯手工穿引皮条编织，模拟壁画元素，机器无法参与。

资料来源：山下有松官方商城，申万宏源研究

### 3.5 Sabyasachi：东方发展中国家的非遗奢侈品样本

Sabyasachi 创立于上世纪末，被誉为印度国宝级品牌。品牌根植于印度传统文化与手工艺的传承创新，已构建起涵盖婚庆服饰、高级珠宝与配饰的完整产品体系。Sabyasachi 并非简单在产品上添加传统图案，而是深度绑定印度各地濒危手工技艺，将其作为品牌核心竞争力，用耗时很长的传统工艺对抗工业化量产，确立奢侈品稀缺性。

被高溢价收购，反映了 Sabyasachi 品牌资产的不可复制性。21 年，印度零售巨头 ABFRL 以 398 亿卢比收购 Sabyasachi 的 51% 股权，按当年平均汇率折算总体估值超 70 亿人民币。根据 VCCircle、THE WEEK India 等印度新闻平台报道，20 年 Sabyasachi 营收仅 27.4 亿卢比，到 25 年预计已达到 50 亿卢比，按最新汇率换算约 4.3 亿人民币。可见，Sabyasachi 被赋予了很大的稀缺性溢价，其内含价值尚未被充分挖掘。

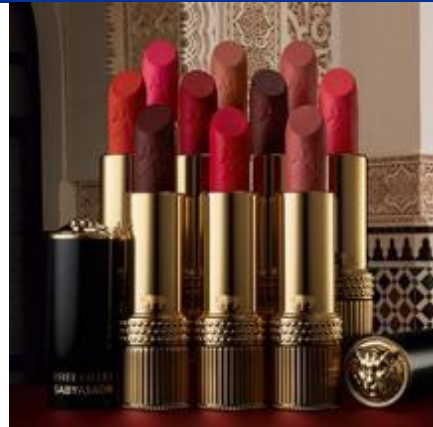
突破地域限制，将本土非遗推向全球奢侈品话语体系。前 Shein India 高管的加入，进一步推动了 Sabyasachi 国际化扩张，加强跨界合作和国际发布。值得注意的是，24 年雅诗兰黛集团宣布与 Sabyasachi 合作，联名推出 10 款限量版口红系列产品，此举被认为是雅诗兰黛借力布局印度市场的重要战略举措。由此可见，国际奢侈品巨头正在从西方审美范式中跳出，日益关注东方传统元素，这将促使东方本土非遗资源有机会进入全球奢侈品话语体系，不仅触达到消费市场的尖端价值量，而且从本土市场拓宽到国际市场空间。

图 24: Sabyasachi 极具印度特色的包袋产品



资料来源: Sabyasachi, 申万宏源研究

图 25: 雅诗兰黛 x Sabyasachi 联名口红系列产品



资料来源: 雅诗兰黛官网, 申万宏源研究

## 4. 投资分析意见

**投资分析意见:** 中国非遗资源禀赋全球领先，且当下正迎政策红利、消费跃迁、技术赋能共振，催生非遗消费热，已涌现一批专注非遗特色的代表性品牌。此外，非遗消费也是我国旅游业高景气衍生的利好方向，潜在消费群体扩大，为非遗商业化提供了市场机遇。我们看好非遗服饰产业链是商业化条件成熟、市场空间广大的细分领域，建议关注以下相关标的：

**比音勒芬（故宫、苏绣联名）：**自 2020 年起，推出比音勒芬×故宫宫廷文化联名系列，凸显国货国潮文化。2022 年公司与国家级非遗苏绣传承人张雪达成长达 12 年的深度合作，双方以故宫博物院馆藏文物为灵感，将苏绣技艺融入现代服饰制作中。2023 年上半年，比音勒芬在全国各地开展全国非遗苏绣主题沙龙，打造比音勒芬专属文化体验。同时，在全国门店开展非遗掐丝珐琅活动。

**江南布衣（非遗系列设计）：**JNBY 核心品牌将非遗技艺融入成衣设计，先后推出了“非遗锡绣系列”、“非遗皮影系列”。2024 年秋冬，聚焦贵州剑河的国家级非遗锡绣，是以金属锡进行大面积刺绣装饰的工艺。历经种棉育丝、纺纱织布、挑花扣锡等多道复杂

工序。2025 年秋冬，与陕西华县皮影国家级传承人合作，把 2006 年列入首批国家级非物质文化遗产的皮影艺术融入设计体系，将皮影的平面美学转化为服饰的轮廓与面料肌理。此外，公司启动了“布尽其用”项目，系统整理传统手工艺，并推动侗族蛇纹、苗族空心链等非遗工艺向现代服饰的落地应用。

图 26: 比音勒芬虎年《瑞虎佑福》苏绣特别款



资料来源：比音勒芬官方公众号，申万宏源研究

图 27: 江南布衣非遗皮影系列产品



资料来源：江南布衣天猫官方旗舰店，申万宏源研究

**锦泓集团（南京云锦非遗资产+元先品牌）**：南京云锦织造技艺 2006 年被我国列入首批《国家级非物质文化遗产名录》，2009 年被联合国教科文组织列入《人类非物质文化遗产代表作名录》，公司旗下南京云锦研究所拥有该稀缺的文化属性资产。公司以“元先”品牌开展云锦业务，25 年营收首度破亿达到 1.1 亿元，近 3 年增长近四倍，至今线下仅一家实体店，商业化尚未发力。26 年国庆假期之前，南京云锦博物馆新馆即将盛大开业，打造“博物馆旅游+非遗工艺品消费”优秀结合体，前景可期。

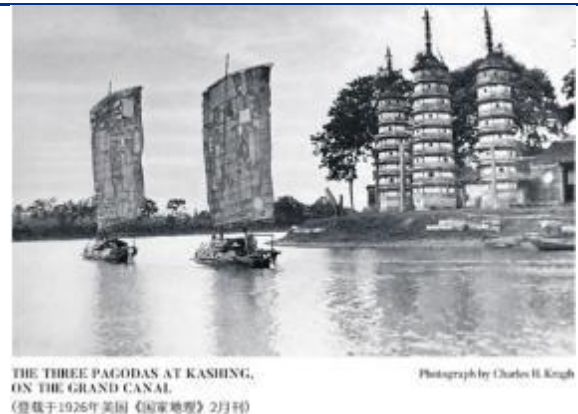
**嘉欣丝绸（丝绸面料+金三塔品牌）**：一方面，公司拥有“桑园-生丝-面料-成衣”的完整产业链，受益于下游非遗商业化带动的制造订单需求扩大。另一方面，旗下“金三塔”品牌是拥有百年历史的“中华老字号”，是嘉兴丝绸文化的标志性品牌，金三塔丝绸技艺已入选“嘉兴市第八批非物质文化遗产”。25 年金三塔品牌单体子公司营收 1.62 亿元、净利润 1317 万元，分别同比增长 22.85%、30.18%。

图 28: 央视对云锦博物馆及作品进行专题报道



资料来源：锦泓集团 25 年报，申万宏源研究

图 29: 金三塔品牌与嘉兴文化地标同名



资料来源：金三塔官网，申万宏源研究

表 9：相对估值表

证券代码	证券简称	2026/6/11		归母净利润 (亿元)				PE			
		股价 (元)	总市值 (亿元)	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
002832.SZ	比音勒芬	20.39	116	5.5	7.0	8.4	10.1	21	17	14	12
3306.HK	江南布衣	19.39	103	8.9	9.7	10.4	11.2	10	9	9	8
603518.SH	锦泓集团	8.19	28	2.3	3.1	3.6	4.3	12	9	8	7
002404.SZ	嘉欣丝绸	6.38	36	1.8	-	-	-	20	-	-	-

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：比音勒芬、江南布衣盈利预测为申万宏源预测，锦泓集团盈利预测为 Wind 一致预期，嘉欣丝绸暂无盈利预测；H 股江南布衣股价、总市值货币单位为港元，盈利预测货币单位为人民币，按照港元兑人民币即期汇率计算 PE

## 5. 风险提示

生产工艺繁杂，导致非遗商品很难规模化生产。

同质化竞争，导致非遗市场参与方盈利不佳。

过度商业化，可能破坏非遗本身的文化价值。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysec.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysec.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysec.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysec.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysec.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。