



# 中国潮玩行业：不是所有玩具都是潮玩，不是所有潮玩都是泡泡玛特

随着泡泡玛特过去几年的高速增长以及旗下 IP 的热度在全球范围持续高涨，整个中国潮玩行业都受到市场的高度青睐与追捧。近期，中国知名玩具公司布鲁可即将登陆港股，同样受到了市场较高的关注，甚至有不少投资者以泡泡玛特作为参照来展望布鲁可未来的成长空间，同时以泡泡玛特作为标杆对布鲁可进行估值。在布鲁可即将上市之际，我们试图从以下几个角度来比较布鲁可与泡泡玛特，从而进一步说明：不是所有的玩具企业都属于潮玩范畴，也不是所有潮玩企业都能复制泡泡玛特的成功。

- **本质上是否属于“潮玩”？**潮玩就是融合了艺术和潮流元素的玩具，须以潮流文化为核心，由设计师和艺术家精心设计制作，注入丰富文化内涵和时尚创意，能够为消费者带去较高的情绪价值。泡泡玛特完美地契合了潮玩的定义，可以说是潮玩的典型代表。但反观布鲁可，其产品主要为拼搭类玩具，可玩性较强，但艺术性与潮流感较弱，受众群体主要为 16 岁以下的未成年消费者，因此更偏向于传统玩具。这可能使布鲁可未来长期的增长空间受到一些宏观因素（比如出生人口数以及政策变化）的限制。
- **是否有强大的自有 IP 孵化能力？**创造 IP 的能力是决定一家潮玩企业长期竞争力和增长空间的最重要因素，而泡泡玛特的成功很大程度上归功于其强大的 IP 孵化能力。截至 2023 年末，泡泡玛特就已经拥有 10 个销售额过亿的艺术师 IP（自有 IP），且持续有新的 IP 成为市场爆款。反观布鲁可，尽管公司拥有丰富的 IP 矩阵（包括奥特曼、变形金刚等动漫角色），但绝大部分都是授权 IP。布鲁可目前有较大收入贡献的自有 IP 仅有“英雄无限”一个，其长期 IP 孵化的能力依然有待进一步验证。
- **产品的丰富度与多样性如何？**潮玩公司想要满足不同消费者的偏好并持续为消费者带去新鲜感，就必须不断丰富和拓展自己的产品品类。这也是为什么泡泡玛特在盲盒的基础上，又引入了 Mega 手办、BJD、搪胶毛绒玩具、积木等玩具品类。反观布鲁可，自公司从 2022 年开始转型以后，积木玩具的营收占比不断收缩，目前已经成为一家专注做拼搭角色类玩具的企业。若公司未来一直保持这种单一的产品策略，则很可能限制公司长期的增长潜力。更重要的是，公司对单一授权 IP（奥特曼）的过度依赖可能在未来带来较大的业务风险。
- **出海的空间有多大？**中国潮玩出海开辟新的增长曲线已是大势所趋，但真正算得上成功出海的目前只有泡泡玛特一家。我们认为，泡泡玛特能够在海外市场大幅扩张主要归功于（1）其产品本身符合当下潮流趋势，为消费者提供较高的情感体验，（2）丰富的艺术家 IP 和产品矩阵，（3）DTC 全渠道网络布局，及（4）不断提升的海外供应链能力。反观布鲁可，无论是产品和 IP 的差异化、DTC 渠道的布局以及海外供应链的搭建尚不具备足够强的能力。因此，我们认为对于布鲁可来说出海很可能还有很长的路要走。
- **投资风险：**消费力下降导致潮玩市场需求减弱；海外业务增长不及预期。

林闲嘉

首席消费分析师  
richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

桑若楠，CFA

消费分析师  
serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2025 年 1 月 9 日



扫码关注浦银国际研究

# 目录

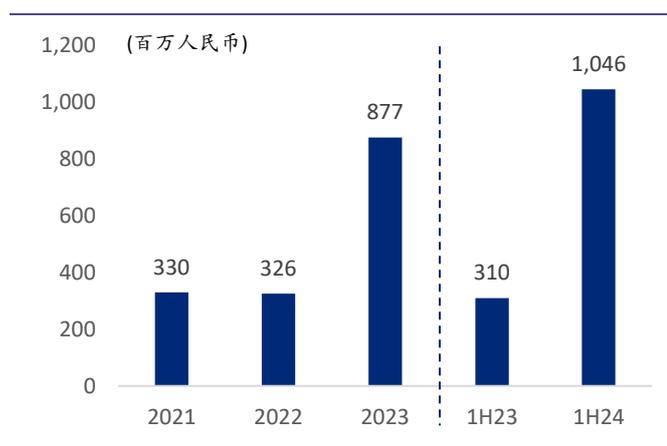
(一) 本质上是否属于“潮玩”? .....	4
(二) 是否有强大的自有 IP 孵化能力? .....	6
(三) 出海的空间有多大? .....	10
(四) 产品与 IP 的丰富度与多样性如何? .....	14
总结: 布鲁可很难成为下一个泡泡玛特 .....	16

# 中国潮玩行业：不是所有玩具都是潮玩，不是所有潮玩都是泡泡玛特

随着泡泡玛特过去几年的高速增长以及旗下 IP 的热度在全球范围持续高涨，整个中国潮玩行业都受到市场的高度青睐与追捧。近期，中国知名玩具公司布鲁可即将登陆港股，同样受到了市场较高的关注。

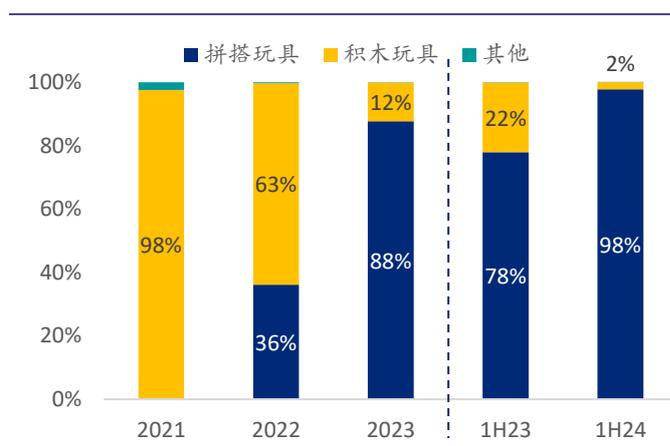
布鲁可成立于 2014 年，最初致力于儿童科技产品的开发销售。2017 年开始转型并专注于积木玩具这一细分赛道。这帮助公司在 2018-2020 年取得高速增长。在 2022 年，公司从积木玩具进一步向拼搭角色类玩具转型，并通过获取授权的方式大量引入海外知名动漫 IP。此举帮助公司在 2023 年再一次取得收入上的大幅飞跃。截至 2024 年上半年，拼搭角色类玩具占到公司整体收入的 97.8%，而积木类玩具的占比仅剩 2.2%。

图表 1: 布鲁可营业收入, 2021-1H24



资料来源: 布鲁可招股书, 浦银国际

图表 2: 布鲁可产品品类分布, 2021-1H24



资料来源: 布鲁可招股书, 浦银国际

因为同样拥有大量 IP，市场倾向于拿布鲁可来对标泡泡玛特，期望布鲁可可能复制泡泡玛特的成功。不少投资者甚至以泡泡玛特作为参照来展望布鲁可未来的增长，同时以泡泡玛特作为潮玩行业的标杆对布鲁可进行估值。

在布鲁可即将上市之际，我们试图从以下几个角度来比较布鲁可与泡泡玛特，从而进一步说明：并不是所有的玩具企业都属于潮玩范畴，也不是所有潮玩企业都能复制泡泡玛特的成功。

## （一）本质上是否属于“潮玩”？

潮玩的全称是“潮流玩具”，而潮流玩具的英文是“art toy”。在我们看来，潮玩就是融合了艺术和潮流元素的玩具，必须以潮流文化为核心，由设计师和艺术家精心设计制作，注入丰富文化内涵和时尚创意的玩具。

泡泡玛特完美地契合了潮玩的定义，可以说是潮玩的典型代表。泡泡玛特的每个自有 IP 产品都是由艺术家精心设计，具有较高的艺术鉴赏性。因此，除了普通玩具的娱乐功能以外，泡泡玛特的产品对消费者来说还具有一定的收藏价值，能为消费者提供较高的情感体验。

图表 3：泡泡玛特 Molly 广告



资料来源：Shopee，浦银国际

图表 4：泡泡玛特 MEGA 珍藏系列——SKULLPANDA



资料来源：中国经济网，浦银国际

反观布鲁可，其产品主要为拼搭类玩具，具有较高的可玩性，但整体艺术性和潮流性较弱。布鲁可的产品主要是基于大家耳熟能详的动漫 IP 形象（比如奥特曼、变形金刚等），因此其产品在设计上较难实现个性化，难以为产品注入新的时尚元素。综合来看，尽管市场都将布鲁可归类为潮玩玩家，但我们认为布鲁可的潮玩属性并不强，而是更偏向于传统玩具。

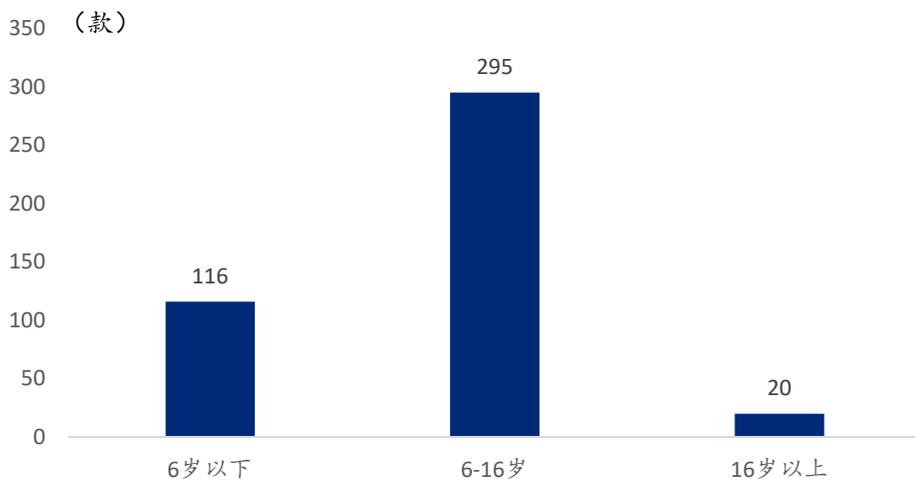
正因为这种产品属性的差别，泡泡玛特主要的目标客群为 16 岁以上的成年消费者，而布鲁可主要的目标客群还是 16 岁以下的未成年人。截至 2024 年 6 月 30 日，布鲁可共有 431 款在售 SKU，其中 116 款面向 6 岁以下儿童，295 款主要面向 6 至 16 岁人群，仅有 20 款 SKU 面向 16 岁以上人群。这样的主要目标客群很可能使布鲁可未来长期的增长空间受到一些宏观因素（比如出生人口数以及政策变化）的限制。

图表 5：布鲁可产品矩阵



资料来源：布鲁可招股书、浦银国际

图表 6：布鲁可 SKU 按目标客群的年龄段分布，1H24



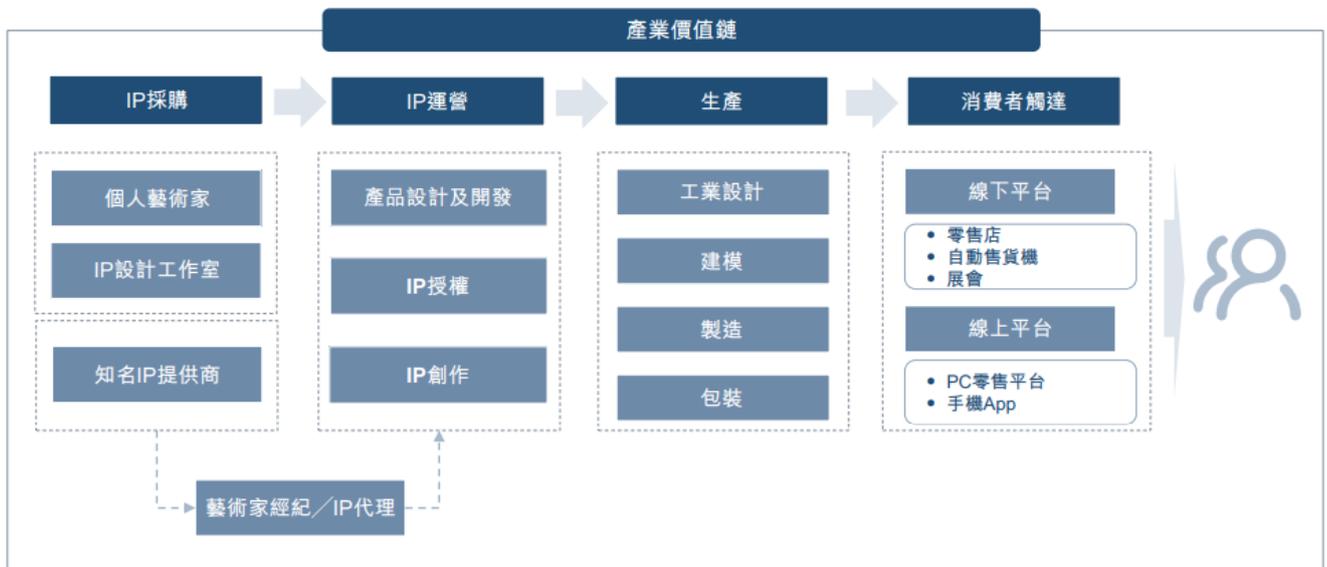
资料来源：布鲁可招股书、浦银国际

## (二) 是否有强大的自有 IP 孵化能力？

我们认为，创造 IP 的能力是决定一家潮玩企业长期竞争力和增长空间的最重要的因素，而泡泡玛特的成功很大程度上归功于其强大的 IP 孵化能力。

相较竞争对手，泡泡玛特最大的竞争优势在于它已经实现了潮玩 IP 产业链一体化的运营能力：挖掘和绑定优秀的潮玩设计师，通过收购或签署独家授权的方式来获取他们的 IP，然后对旗下的 IP 进行沉淀和孵化，通过商业化的运作，助力年轻且有潜力 IP 的成长和出圈，完成对消费者的触达，最终实现 IP 的商业化变现。

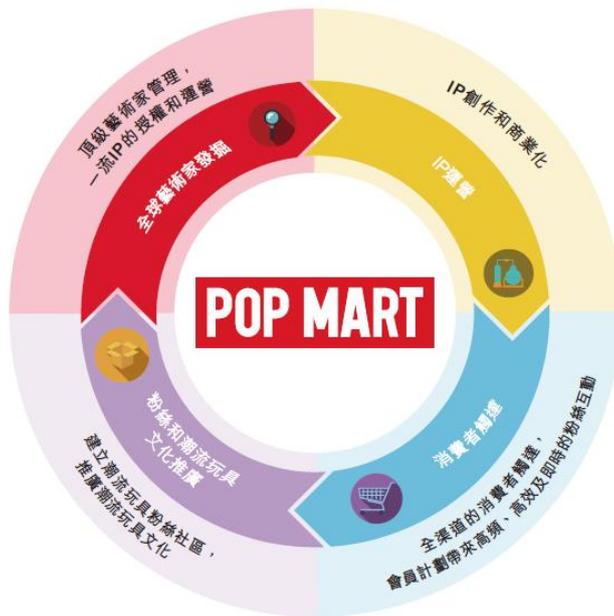
图表 7：潮玩 IP 产业链



资料来源：泡泡玛特招股书、浦银国际

作为目前中国最大的平台型潮玩 IP 企业，泡泡玛特是少数参与艺术家 IP 早期孵化和培育过程，并覆盖 IP 全产业链的潮玩玩家。中国潮玩市场里具有这种 IP 产业链一体化运营能力的玩家并不多，而泡泡玛特无疑是其中的领导者和佼佼者。这便形成了泡泡玛特在市场中最大的竞争壁垒。

图表 8：泡泡玛特全产业链



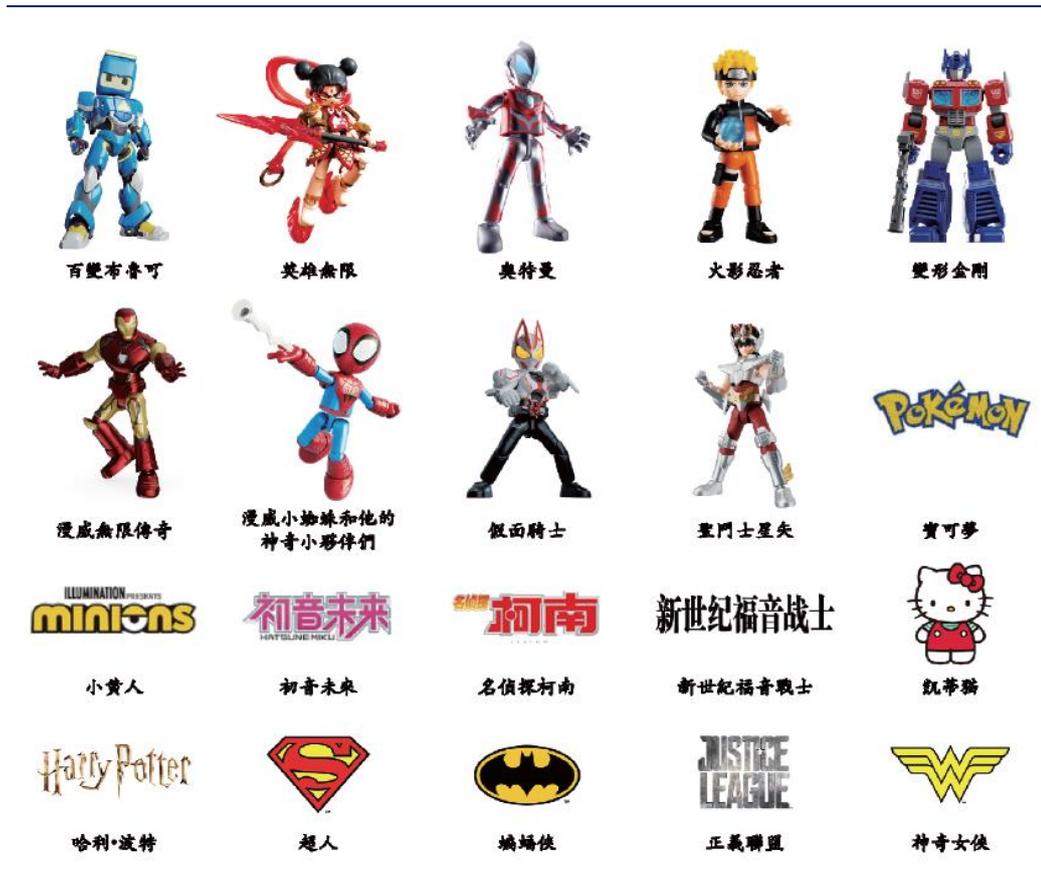
资料来源：泡泡玛特招股书、浦银国际

我们认为泡泡玛特作为一个具有强大 IP 孵化和运作能力的产业链一体化潮玩 IP 平台，相较其他玩家具有以下两大竞争优势：

- (1) 强大的 IP 获取能力缔造丰富的艺术家 IP 矩阵；
- (2) 高效和专业化的 IP 运营带来强大的商业变现能力。

反观布鲁可，尽管公司拥有丰富的 IP 矩阵（包括奥特曼、变形金刚、漫威和 DC 旗下部分角色以及日本动漫角色），但绝大部分都是非自有的 IP，是通过授权所获得的。

图表 9：布鲁可拥有的部分 IP 授权



资料来源：布鲁可招股书、浦银国际

大部分布鲁可的非自有 IP（授权 IP）都是知名的动漫角色，拥有立体的人物个性以及丰满的故事内容。同时，这些 IP 基本上都已经形成了稳固的粉丝群体。我们认为这对于公司来说是一把双刃剑。好处是公司不需要花太多的精力在 IP 的前期培育上。但与此同时，这也给相关产品的设计开发和营销带来较大的局限性。比如布鲁可的奥特曼产品很可能只能吸引看过奥特曼影视作品的消费者，而企业却很难通过对 IP 的有效运营来扩大这一 IP 的受众群体。

另一方面，由于布鲁可的 IP 授权协议有效期通常在 1-3 年，且不会自动续期。基于此，我们认为其非自有 IP 在授权协议的续约和延期方面具有一定的风险和不确定性。

图表 10：布鲁可授权 IP 到期年份及授权区域

IP 名称	授权区域	授权到期年份
奥特曼	中国（含港澳台）	2027 年
	北美、欧洲及亚洲部分地区	2025 年
变形金刚	全球超 50 个国家	2028 年
火影忍者	中国	2025 年
漫威：无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	亚洲 9 个国家	2025 年
小黄人	全球超 150 个国家	2027 年
宝可梦	中国	2025 年

资料来源：布鲁可招股书、浦银国际

布鲁可目前仅推出两个自有 IP：百变布鲁可（截至 2024 年 6 月 30 日，有 50 款 SKU）以及英雄无限（53 款 SKU）。公司目前拥有这两个自有 IP 的全部版权，包括开发各种产品，如拼搭角色类玩具及积木玩具，以及制作动画系列的权利。

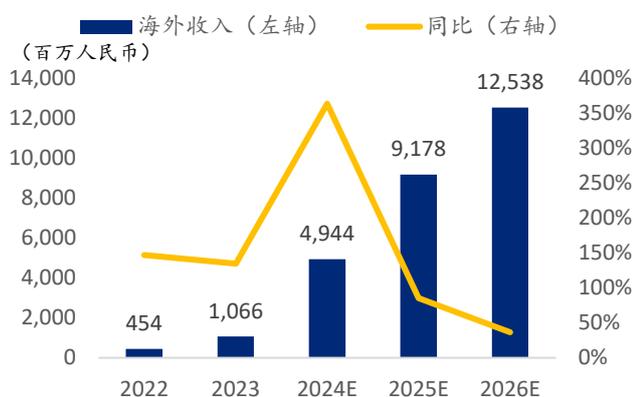
在 1H24，自有 IP 占到布鲁可总收入的 18.6%。其中，百变布鲁可为积木玩具，其收入规模在过去三年持续缩水，在 1H24 仅贡献公司 0.9% 的收入。英雄无限是 2022 年推出的自有拼搭角色类 IP 玩具，目前收入还在高速增长阶段，1H24 收入占比达到 16.2%。

由于布鲁可目前自有 IP 的数量比较少，且有较大收入贡献的基本上来自“英雄无限”一个自有 IP，我们认为公司未来自有 IP 的发展前景依然具有较大的不确定性。

### (三) 出海的空间有多大？

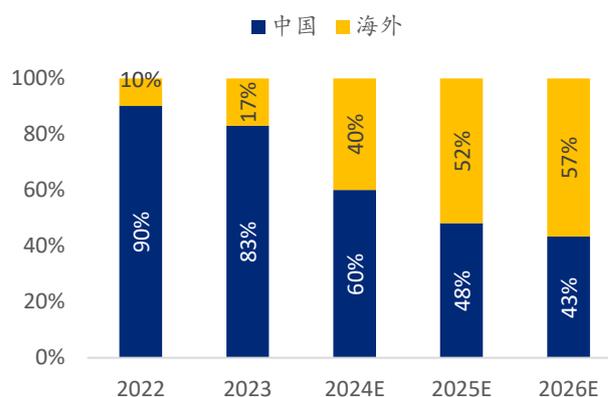
在目前中国整体内需相对乏力的大环境下，中国潮玩玩家出海开辟新的增长曲线已是大势所趋。泡泡玛特过去两年所取得的成长，离不开其在海外市场的高速扩张。展望未来两年，我们认为海外市场依然会是泡泡玛特增长的主要驱动力，其海外收入也有望赶超中国区的收入规模。

图表 11: 泡泡玛特海外收入规模, 2022-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

图表 12: 泡泡玛特收入: 中国大陆及海外贡献, 2022-2026E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

泡泡玛特无疑是中国潮玩行业出海最成功的企业。我们认为泡泡玛特之所以能够在海外市场势如破竹急速扩张，主要归功于以下几点：

#### (1) 泡泡玛特的潮玩产品符合海外年轻人的潮流趋势

在我们看来，泡泡玛特在海外市场能够获得成功，最关键的因素还是其产品本身所蕴含的文化内核符合海外年轻人当下的潮流趋势，能为年轻消费者带来较高的情绪价值。这种先天的产品优势造就了泡泡玛特出海的巨大竞争优势，且具有极高的不可复制性。

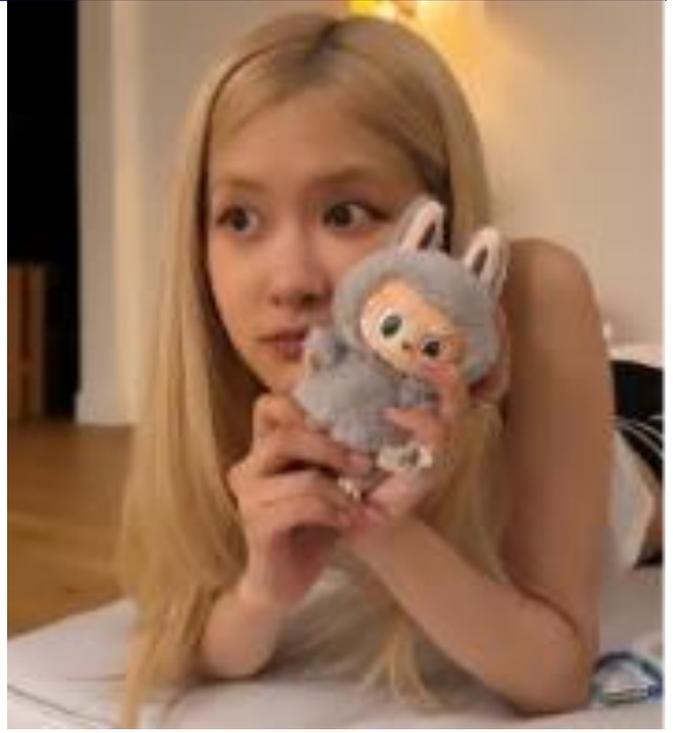
泡泡玛特的每一个艺术家 IP 都融入了丰富的潮流与艺术元素，为泡泡玛特的产品带来一定的收藏价值，同时为消费者提供较高的情感体验。泡泡玛特产品中的艺术与时尚属性与全球年轻人当前所崇尚的有个性、有品位的轻奢生活方式非常契合。因此，在一些明星的带货下，泡泡玛特的产品和 IP 很自然地在社交媒体上得到快速和广泛传播。

图表 13: 宋茜在社交媒体种草泡泡玛特



资料来源: 宋茜官方绿洲, 浦银国际

图表 14: Blackpink 成员 Rose 种草泡泡玛特产品



资料来源: PopBee, 浦银国际

## (2) 丰富的艺术家 IP 和产品线满足不同市场的消费需求

基于丰富且风格多样的 IP 矩阵, 泡泡玛特能够因地制宜地针对不同市场进行产品组合销售, 来迎合当地消费者的需求。举例来说, 韩国消费者与中国内地消费者偏好比较一致, 卖得最好的 IP 为 Molly、Pucky, Dimoo 和 SkullPanda (SP), 而日本消费者更为钟情于可爱型的 IP 系列, 比如 Dimoo、Pino、Labubu 等。美国市场则更偏爱个性化的 IP, 对可爱型的 IP 接受度较差。新加坡消费者偏爱收藏级商品, 比如 MEGA Collection。

此外, 基于对艺术家 IP 的绝对掌控权, 泡泡玛特在不同国家推出本土化产品、联名款和限定款, 确保产品能够适应当地市场的需求和文化背景。泡泡玛特还与当地的艺术家和设计师合作, 设计出具有地方特色的产品, 进一步增强了产品的吸引力和独特性。

### (3) 聚焦 DTC 全渠道网络布局

和在国内市场一样，泡泡玛特在海外的扩张依然秉持着 DTC 的战略方向，坚持线上线下结合的全渠道模式。

截至 2024 年 6 月 30 日，泡泡玛特在海外拥有 83 家直营线下门店，143 家机器人商店。预计到 2024 年末，其海外直营线下门店有望达到 200 家左右。泡泡玛特的直营门店的内部装修、摆设和产品陈列都经过精心设计，增加了消费者在购物时的参与度，提升了消费者的购物体验，有助于消费者加深对公司旗下 IP 的了解，建立起与 IP 之间的情感交互，从而使消费者产生更强的购买欲望。

图表 15: 泰国直营门店内部装潢



资料来源：中国经济网，浦银国际

图表 16: 泡泡玛特日本门店



资料来源：国际在线网，浦银国际

对于海外的线上渠道，泡泡玛特除了自己的官网以外，主要与 Amazon、Shopee、Lazada 等大型电商平台合作并开设官方线上门店来实现线上的销售。另外，泡泡玛特还在社交媒体上通过与 KOL 和名人合作进行品牌宣传和种草，从而推动主要艺术家 IP 对年轻消费者的触达，提升了 IP 的知名度和用户粘性。

随着公司 DTC 网络在更多的市场落地与拓展，我们认为泡泡玛特在海外市场还有广阔的市场空间有待开发。

### (4) 海外供应链不断强化支持版图扩张

今年 1 月 18 日，泡泡玛特对外宣布公司在越南的工厂已开始正式投产，并已完成其海外工厂的第一批产品生产。我们认为公司海外的产能和供应链未来将持续扩张，满足海外业务的增长需求。这也意味着公司海外市场的供应链将逐步向海外转移，逐步实现海外业务生产和制造的本土化。这将大大减少地缘政治因素为公司海外业务带来的风险。

布鲁可目前依然处于出海的初级试水阶段，海外收入贡献微乎其微。虽然公司声称已开始布局美国及东南亚等多个国家和地区，但其在海外市场还是依托经销商在第三方线上或线下渠道进行销售。

对于布鲁可这样的新上市潮玩企业，市场对于其未来出海的潜力寄予厚望。但在我们看来，无论是产品本身的差异化程度、自有 IP 的孵化与运营能力、海外 DTC 网络的布局以及海外供应链的搭建，布鲁可当前似乎并不具备足够强的能力来支撑其在海外市场的发展。因此，我们认为出海对于布鲁可来说很可能还有很长的路要走。

这也意味着布鲁可在未来很长一段时间可能将会是中国单一市场玩家，发展空间将很大程度上受到中国宏观形势和消费环境的制约。

## (四)产品与IP的丰富度与多样性如何？

对于潮玩行业来说，想要不断迎合更多消费者不同的产品偏好以及情感需求，玩家就要不断去丰富和拓展自己的产品品类。这样才能不断为消费者带去新鲜感，驱动公司获得可持续的增长。

正是意识到这一点，过去几年里，泡泡玛特在盲盒的基础上不断拓展自己的潮玩产品品类，形成更丰富的产品组合。此举不仅能够更多元化地来展现和提升艺术家IP的内涵，也能够拓宽消费者对潮玩产品更多的场景需求，比如收藏需求、装饰需求、陪伴需求、出行需求等。

图表 17：泡泡玛特不同产品的特点、定价和受众汇总

产品类型	盲盒	手办	BJD	搪胶毛绒玩具	积木
特点	增加了购买的不确定性，从而使消费者获得别样的购物体验。	体积更大，设计更精致，用料更高级，具有收藏价值。	为球窝关节连接的肢体可活动、各部件可拆卸的人偶。具有定制化的功能，具有收藏价值。	具有可爱的外形和柔软的触感，适合用于携带或装饰。	具有更强的内容性和互动性，可增强IP与消费者之间的情感连接。
定价	49-99 元	199-1499 元	399-799 元	99-999 元	199-399 元
受众	普通年轻消费者	高端消费者	高端消费者	高端消费者	普通年轻消费者

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 18：泡泡玛特 MEGA SPACE MOLLY 产品



资料来源：泡泡玛特官网，浦银国际

图表 19：泡泡玛特 The Monsters 森林秘密基地系列拼搭积木套装



资料来源：泡泡玛特官网，浦银国际

图表 20: 泡泡玛特 BJD



资料来源: 泡泡玛特官网, 浦银国际

图表 21: Monster 系列的搪胶毛绒产品

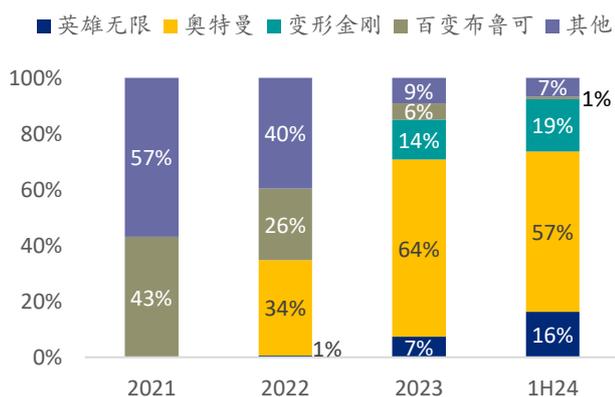


资料来源: 泡泡玛特官网, 浦银国际

反观布鲁可, 自公司从 2022 年开始从传统积木玩具向拼搭角色类玩具转型以后, 积木玩具的占比不断收缩, 到了 2024 年上半年积木收入占比仅剩 2.2%。可以说布鲁可已经成为一家专注做拼搭角色类玩具的企业。若公司未来一直保持这种单一的产品策略, 则很可能限制公司长期的增长潜力。

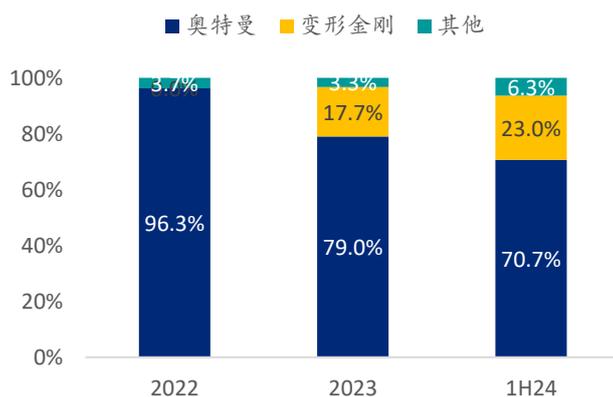
另外, 我们认为布鲁可在产品方面最大的问题是对单一 IP 的依赖度过大。尽管公司目前取得的非独家授权 IP 数已经达到 50 个左右, 但公司主要的收入还是来自于奥特曼与变形金刚这两个 IP。其中, 奥特曼贡献了公司总收入的 57.4%, 占整体授权 IP 相关收入的 70.7%。

图表 22: 公司整体营业收入按 IP 分布情况, 2021-1H24



资料来源: 布鲁可招股书, 浦银国际

图表 23: 拼搭角色类玩具中的授权 IP 相关收入按 IP 分布情况, 2022-1H24



资料来源: 布鲁可招股书, 浦银国际

企业对单一 IP 的强依赖 (尤其是对授权 IP) 可能带来巨大的业务风险, 包括与授权 IP 在续约方面可能存在的不确定性, 以及 IP 本身可能存在的不确定性 (过时、热度不再、潜在政治因素等)。

## 总结：布鲁可很难成为下一个泡泡玛特

作为中国玩具行业的新势力，布鲁可的高速成长的确值得市场的关注。布鲁可的产品与万代有高度的相似性，但价格却要亲民得多。我们认为，布鲁可过去两年的高速增长主要是归功于其瞄准了拼搭角色这一细分赛道，在中国市场以优秀的产品设计、稳定的产品质量以及高性价比的定价策略成为万代的高品质平替产品，从而俘获了众多消费者的心。

然而，拿布鲁可来直接对标泡泡玛特在我们看来是不合理的。与泡泡玛特相比，布鲁可在产品、IP、渠道、发展战略、运营等方面存在以下差异：

- 1) 布鲁可的产品不具备足够的艺术和潮流元素，本质上属于传统玩具，而不属于潮玩。
- 2) 布鲁可仅有“英雄无限”这一个自有 IP 对公司收入有较为显著的贡献，公司自身孵化 IP 的能力尚未得到充分验证。
- 3) 布鲁可的收入主要来自于授权 IP 产品，而授权 IP 势必将面临续约方面的不确定性。
- 4) 布鲁可的产品品类较为单一，拼搭角色类玩具贡献了 2024 年上半年 97.8% 的收入。
- 5) 对单一 IP 的依赖过大，奥特曼产品在 2024 年上半年贡献了公司 57.4% 的收入。
- 6) 公司线下业务采取经销和委托销售模式，对渠道的掌控有限，短期恐无法通过 DTC 来实现大规模的出海。
- 7) 公司几乎所有收入都来自于中国单一市场，这也为公司未来增长的可持续性带来较大的不确定性。

我们认为市场在对布鲁可进行投资决策的时候需关注以上差异性，从而对公司未来的发展前景以及估值做出科学与客观的判断。

图表 24: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	15.6	持有	15.94	2024年10月23日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	78.6	买入	93.0	2025年1月8日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.73	2024年8月13日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	2.8	买入	3.07	2024年10月24日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.2	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	43.6	买入	61.5	2024年11月5日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	339.4	买入	479.7	2024年11月5日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.6	买入	19.5	2024年10月14日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	20.3	买入	16.6	2024年9月2日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	26.8	买入	21.3	2024年9月2日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.8	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	25.4	买入	34.1	2024年11月4日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	23.3	买入	29.7	2024年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	56.9	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	7.0	买入	9.85	2024年10月31日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	52.0	持有	58.4	2024年10月30日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	75.7	持有	70.6	2024年10月30日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	11.6	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.0	持有	32.1	2024年10月31日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.0	买入	16.2	2024年8月29日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.1	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.2	买入	5.21	2024年9月3日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	1.9	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	18.8	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.5	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	4.8	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	87.0	买入	108.0	2024年11月21日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	81.6	买入	115.0	2024年10月25日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	46.4	买入	62.0	2024年11月21日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	36.9	买入	44.0	2024年11月20日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.2	持有	62.1	2024年10月31日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	40.9	持有	55.5	2024年10月25日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	25.6	买入	31.5	2024年11月20日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	24.7	买入	32.9	2024年11月27日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	32.1	买入	41.1	2024年11月27日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	25.3	持有	28.1	2024年11月3日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	13.4	持有	15.5	2024年10月31日	酒店

注: 美股截至2025年1月8日收盘价, 港股和A股截至2025年1月9日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com  
852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: www.spdbi.com  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

