


公司评级 **增持（首次）**
报告日期 2025 年 01 月 16 日

基础数据

01 月 16 日收盘价（港元）	87.30
总市值（亿港元）	213.96
总股本（亿股）	2.45

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究
分析师：韩亦佳

S0190517080003
BOT963
hanyij@xyzq.com.cn

分析师：马睿晴

S0190524070010
请注意：马睿晴并非香港证券及期货事务
监察委员会的注册持牌人，不可在香港从
事受监管的活动。
maruiqing@xyzq.com.cn

布鲁可(00325.HK)

积木人开创者，快速成长

投资要点：

布鲁可是积木人的开创者。兴趣消费不断涌现出新机会，在不同年龄段客群呈现出不同的形式，成年男性多是手办模型、女性是搪胶毛绒、男女童则是积木人、卡牌等等。布鲁可将成人喜欢的手办向低龄人群渗透，基于产品形态的创新了积木人这个品类，积木人在神韵还原 IP 形象的同时，也有拼搭的乐趣，热销价格带为 39 元/件，产品细节丰富、关节可动，满足了低龄玩家对“好而不贵”的追求，是玩具赛道中高速增长的细分品类。

IP 储备丰富，待开发新品多。

1) 公司重视研发，拥有强大的研发团队、自研软件及管理系统、以及专业生产拼搭角色类玩具的合作工厂体系，截至 2024 年 6 月 30 日，拥有专利 536 项，形成设计、研发、生产高度衔接的一体化标准化系统，产品以系列的方式进行发售（如奥特曼群星版已经出到第 13 弹，每 1 弹由 9 个单盒组成，里面既有热门奥特曼，也有非热门奥特曼、怪兽，以及隐藏款，以盲盒形式发售，可端盒可单抽），上新频率业内领先。

2) 24H1 大部分收入来自 3 个 IP，2025 年将更加多元化。24H1，奥特曼 IP（授权 IP）贡献 57% 收入，其次是变形金刚（授权 IP）贡献 19%，再者是英雄无限（自有 IP）贡献 16%，授权费约占批发收入的 10%。IP 储备丰富，我们预计 2025 年 IP 收入分布会更加多元化，公司储备约 50 个授权 IP，正就超过 25 个 IP 进行 IP 授权的磋商，已授权 IP 包括宝可梦、火影忍者、新世纪福音战士、蜘蛛侠、名侦探柯南、哈利波特等众多热门 IP。24H2 已推出的假面骑士、超级战队、新世纪福音战士、初音未来、宝可梦、奥特曼&变形金刚 9.9 元星辰版等产品反响热烈，未来值得期待的产品包括成人向产品（售价多在 200 元附近，如奥特曼传奇版、新世纪福音战士、初音未来）、女性向产品（宝可梦、哈利波特等）、下沉市场性价比产品（星辰版）。中长期来看，公司亦规划拓展玩具新品类，2026 年推出载具类玩具、日后推出情景玩具，打开增长天花板。

依赖经销商快速布局全国，下沉市场和海外市场还有广阔空间。销售渠道以经销为主，截至 2024 年 6 月 30 日，与超 500 名经销商达成合作，覆盖所有一二线及超 80% 的三线及以下城市，覆盖超过 15 万个线下网点，重要客户包括玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛、名创优品、晨光旗下九木杂物社等。公司贯彻全人群、全价位、全球化的三重增长战略，陆续推出定价更低的 9.9 元和 19.9 元产品线，以此为主力继续突破更下沉渠道市场；奥特曼和变形金刚 2 大 IP 获得了海外授权可跟随重要客户出海，公司规划将在美国、欧洲、新加坡、马来西亚及泰国等东南亚国家开展海外业务；成人向产品亟需公司增加 DTC 建设力度，公司规划于 2025 年/2026 年在一线城市分别开设 1 家/2-4 家旗舰店。

自成一体的布鲁可产品体系下，形成独特的布鲁可消费者生态圈。布鲁可充分利用拼搭玩法与 IP 内容属性相结合的特性，注重内容营销，鼓励二次创作，构建了能够正向循环的消费者、粉丝、BFC（布鲁可积木人创作者）之间独特的布鲁可消费者生态圈。截至 2024 年 6 月 30 日，布鲁可积木人 Club 约有 200 万注册会员，2023 年激活产品的会员平均每位激活约 5 件布鲁可拼搭角色类玩具。

高速增长，规模效应释放。布鲁可，以中国积木原创品牌起家，2022 年开始推出拼搭角色类玩具，现业务重心已调整至此（24H1 拼搭角色类玩具收入占比 98%），快速成长为中国最大（2023 年市占率 30.3%）、全球第三大（2023 年市占率 6.3%）的拼搭角色类玩具企业。23A/24 9M 收入同比+169%/+177%，24 9M 收入约 16.3 亿元，24H1 毛利率 52.9%，经调整后净利率 27.9%，调整后净利润为 2.9 亿元。

盈利预测。我们预计公司 24/25/26 年收入分别为 22.51/35.00/43.00 亿元，同比 +156.8%/+55.5%/+22.9%，Non-GAAP 净利润分别为 5.99/9.45/12.13 亿元，同比 +722.1%/+57.8%/+28.3%，首次覆盖，给予“增持”评级。

估值对标。景气估值可对标泡泡玛特、名创优品、茶百道，1 月 16 日 2025 年彭博一致预期 PE 分别对应 0.95x/0.64x/0.61xPEG，布鲁可为 0.52x。稳态估值可对标万代，万代稳健增长，彭博一致预期未来三年净利润增长中枢为中低单水平，对应 PE 水平基本稳定在 20x 水平；布鲁可 2025 年预期 EPS 对应 PE 为 21.8x。

- 风险提示：IP 授权到期风险、行业竞争加剧风险、产品生命周期风险、政策监管风险、渠道管理风险

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	877	2,251	3,500	4,300
同比增长	169.3%	156.8%	55.5%	22.9%
归母净利润（百万元）	-206	63	923	1,186
同比增长	-	-	1366.0%	28.5%
Non-GAAP 净利润（百万元）	73	599	945	1,213
同比增长	-	722.1%	57.8%	28.3%
毛利率	47.3%	53.2%	53.2%	53.2%
ROE	-	-	159.7%	73.7%
每股收益（元）	-1.38	0.42	3.77	4.84
市盈率	-	194.4	21.8	17.0

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

表1、可比公司估值（数据更新至 2025.1.16）

代码	证券名称	2024E-2026E GAAP 净利润 CAGR	PE（2025E）	PEG
00325.HK	布鲁可	42.3%	21.8	0.52
09992.HK	泡泡玛特	29.7%	28.2	0.95
09896.HK	名创优品	24.9%	15.9	0.64
02555.HK	茶百道	20.6%	12.5	0.61

数据来源：彭博，兴业证券经济与金融研究院整理

注：布鲁可为 Non-GAAP 净利润，且为兴业预测值，其余公司为彭博一致预期

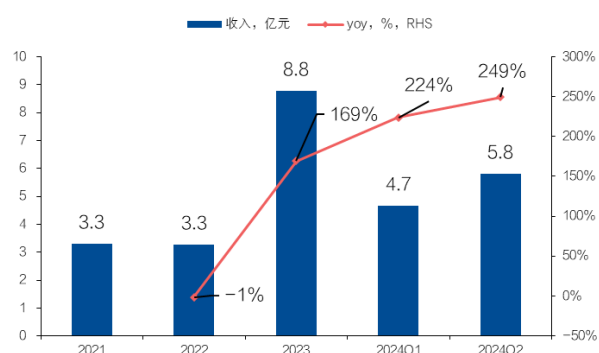
图1、布鲁可运营模式



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

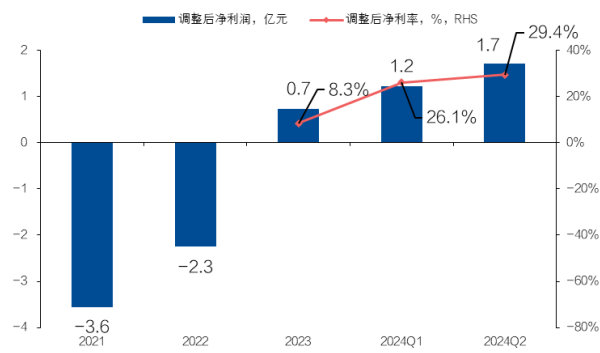
注：员工人数/产品/销售网络/用户数据均截至 2024.6.30，供应链对应数据为 2023 年数据

图2、布鲁可收入及增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、布鲁可调整后净利润及利润率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、布鲁可部分授权 IP

IP 名称	授权区	授权期年份
奥特曼	中国内地及中国港澳台	2027 年
	北美、欧洲及在亚洲的部分地区	2025 年
变形金刚	全球超过 50 个国家	2028 年
火影忍者	中国内地及中国港澳台	2025 年
漫威：无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	亚洲的 9 个国家	2025 年
小黄人	全球超过 150 个国家	2027 年
宝可梦	中国内地	2025 年
三丽鸥：凯蒂猫、美乐蒂、大耳狗喜拿、布丁狗、库洛米、帕恰狗、半鱼人和小香姆	中国内地	2027 年
初音未来	中国内地	2026 年
名侦探柯南	中国内地	2026 年
新世纪福音战士	中国内地	2026 年
哈利·波特和 DC：超人、蝙蝠侠、正义联盟、海王、闪电侠及神奇女侠	中国内地	2027 年

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、IP 价值排行榜 布鲁可获得 8/14 授权

IP项目	开始年份	总收入 (估计)	收入明细 (估计)	原始媒体	IP所有方
500亿美元以上					
宝可梦	1996	880亿美元	许可商品 - 808亿美元	电子游戏	任天堂、宝可梦公司
			神奇宝贝手机游戏 - 61.3亿美元		
			票房 - 11.56亿美元		
			喷气式飞机涂装销售 - 300万美元		
米老鼠和他的朋友们	1928	522亿美元	零售 - 516.6亿美元	动画	华特·迪士尼
			票房 - 2.267亿美元		
			家用录像系统 & DVD - 3.23亿美元		
200-500亿美元					
小熊维尼	1924	485亿美元	零售 - 482.5亿美元	图书	华特·迪士尼
			数字影碟 & 蓝光 - 4000万美元		
			票房 - 2.14亿美元		
星球大战	1977	467亿美元	商品销售 - 290.57亿美元	电影	卢卡斯影业 (华特·迪士尼)
			票房 - 103.18亿美元		
			家庭视频 - 12.74亿美元		
			视频游戏 - 40.1亿美元		
			图书销售 - 18.2亿美元		
			电视收入 - 2.8亿美元		
迪士尼公主	2000	454亿美元	零售 - 454.68亿美元	动画	华特·迪士尼
			家庭娱乐 - 1470万美元		
面包超人	1973	384亿美元	零售 - 384.2亿美元	图书	FROEBEL馆
			博物馆 - 1450万美元		
哈利波特	1997	345亿美元	票房 - 95.84亿美元	小说	J.K.罗林、华纳兄弟
			图书销售 - 80.164亿美元		
			商品销售 - 71.1亿美元		
			家庭娱乐 - 40.32亿美元		
			视频游戏 - 35亿美元		
			电视收入 - 10亿美元		
			哈利波特影城 - 9.753亿美元		
			舞台剧 - 3.4亿美元		
芭比	1987	339亿美元	商品销售 - 322亿美元	玩具	美泰
			家庭视频销售 - 3.28亿美元		
			票房 - 14.39亿美元		
漫威宇宙	2008	323亿美元	票房 - 297.3亿美元	电影	漫威
家庭娱乐 - 26.09亿美元					
使命召唤	2003	310亿美元	视频游戏 - 310亿美元	电子游戏	动视暴雪 (微软游戏)
蝙蝠侠	1939	296亿美元	零售销售 - 213.29亿美元	漫画	DC娱乐公司 (华纳兄弟探索)
			家庭视频 - 12.12亿美元		
			票房 - 68.10亿美元		
			电视收入 - 3.4亿美元		
Hello Kitty	1974	283亿美元	商品销售 - 283亿美元	角色形象	三丽鸥
票房 - 61487美元					
蜘蛛侠	1962	254亿美元	商品销售 - 145.26亿美元	漫画	漫威、索尼影业
			票房 - 97.98亿美元		
			家庭视频 - 7.87亿美元		
			视频游戏 - 1.1亿美元		
			百老汇音乐剧 - 2.12亿美元		
变形金刚	1984	250亿美元	商品销售 - 39.7亿美元	动画	孩之宝
			票房 - 52.60亿美元		
			家庭娱乐 - 9.06亿美元		

数据来源: wuhu 动画人空间公众号, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 数据统计日期为 2024.2.2

表3、布鲁可授权 IP 价值排名

布鲁可授权 IP	IP 价值, 亿美元	百度指数	IP 价值 × 百度指数, 奥特曼=1
宝可梦	880	4000	4.76
哈利波特	345	7500	3.50
变形金刚	250	3000	1.01
奥特曼	74	10000	1.00
蜘蛛侠	254	2500	0.86
蝙蝠侠	296	1300	0.51
漫威无限传奇	232	1500	0.47
HelloKitty	283	1000	0.38
新世纪福音战士	163	1200	0.26
假面骑士	17	4500	0.10

小黄人	40	1700	0.09
柯南	20	3000	0.08
芝麻街	77	500	0.05
圣斗士星矢	20	1400	0.04
初音未来	5	3000	0.02
神奇女侠	10	1000	0.01
疾风传	15	300	0.01

数据来源：wuhu 动画人空间公众号，百度指数，兴业证券经济与金融研究院整理

注：IP 价值数据统计日期为 2024.2.2，百度指数统计数据区间为 2024.7.1-12.31

表4、布鲁可经销商数量情况

	2021	2022	2023	24H1
期初数量，家	40	226	356	418
期内新增，家	253	259	185	121
期内退出，家	67	129	123	25
期末数量，家	226	356	418	514
其中：				
一线城市，家	42	67	78	93
二线城市，家	107	177	207	254
三线城市，家	55	96	111	128

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表
资产负债表

单位：百万元人民币

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	682	2,545	3,755	5,167
现金及现金等价物	361	2,153	3,260	4,606
存货	76	130	202	248
贸易应收账款	38	56	86	106
其它应收&预付款	3,885	0	0	0
其它	-3,678	207	207	207
非流动资产	330	384	425	466
物业、厂房及设备	48	80	100	120
使用资产	58	78	98	118
其它	224	225	226	227
资产总计	1,013	2,929	4,180	5,632
流动负债	731	904	1,144	1,298
应付账款	260	433	673	827
其他	471	471	471	471
非流动负债	1,890	1,890	1,890	1,890
可转换可赎回优先股	1,848	1,848	1,848	1,848
其他	42	42	42	42
负债合计	2,621	2,794	3,034	3,188
非控股权益	-2	4	92	205
母公司拥有人应占权益	-1,606	131	1,053	2,239
股东权益合计	-1,608	135	1,145	2,444
负债及权益合计	1,013	2,929	4,180	5,632

现金流量表

单位：百万元人民币

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
除税前利润	-190	211	1,253	1,610
折旧和摊销	45	61	74	87
经营活动现金流	285	235	1,211	1,462
投资活动现金流	-43	-115	-115	-128
融资活动现金流	-70	1,671	12	12
现金净变动	171	1,792	1,107	1,346
现金的期初余额	189	361	2,153	3,260
现金的期末余额	361	2,153	3,260	4,606

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元人民币

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	877	2,251	3,500	4,300
营业成本	-462	-1,053	-1,638	-2,012
销售费用	-189	-261	-366	-426
研发费用	-95	-152	-175	-172
管理费用	-49	-421	-88	-99
财务费用	-2	-3	12	12
CB 公允价值变动	-274	-157	0	0
其他收益及亏损	4	7	7	7
除税前溢利	-190	211	1,253	1,610
所得税	-18	-142	-242	-311
净利润	-207	69	1,011	1,299
少数股东损益	-1.4	6.0	88.0	113.0
归母净利润	-206	63	923	1,186
Non-GAAP 净利	73	599	945	1,213

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入增长率	169.3	156.8	55.5	22.9
归母净利增长率	-	-	1366.0	28.5
Non-GAAP 净利润增长率	-	722.1	57.8	28.3
盈利能力(%)				
毛利率	47.3	53.2	53.2	53.2
净利率	-	3.1	28.9	30.2
经调整净利率	8.3	26.6	27.0	28.2
ROE	-	-	159.7	73.7
偿债能力(%)				
资产负债率	258.8	95.4	72.6	56.6
营运能力(次)				
资产周转率	0.6	1.1	1.0	0.9
存货周转率	5.9	8.1	8.1	8.1
应收账款周转率	33.2	40.6	40.6	40.6
应付账款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
每股资料(元)				
每股收益	-1.38	0.42	3.77	4.84
每股净资产	-10.79	0.88	4.30	9.14
估值比率(倍)				
PE	-	194.4	21.8	17.0
PB	-	93.6	19.1	9.0

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股（香港）投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、连云港港口集团、山海（香港）国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展（集团）有限公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营有限责任公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shenghai Investment Co.,Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业（香港）有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、海垦国际资本（香港）有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市国营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创（香港）科技有限公司、海通恒信、AITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO.,LTD.、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮

市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、集友银行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司、江苏叠石桥家纺产业集团有限公司、十堰城市运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、WUXING CITY INVESTMENT HK COMPANY LIMITED、Haitian (BVI) International Investment Development Limited、青岛国信（发展）集团有限责任公司、MINGHU INTERNATIONAL (BVI) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、济南历下控股集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、福建省晋江建控投资控股集团有限公司、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD.、武汉有机控股有限公司、Jinjiang Road and Bridge Construction & Development Co., Ltd.、重庆新双圈城市建设开发有限公司、九江银行、青岛胶州湾发展集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、海翼（香港）有限公司、保定市国控集团有限责任公司、泉州城建集团有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、赣州建控投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、中原国际发展(BVI)有限公司、河南投资集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd.、中国信达(香港)控股有限公司、资阳发展投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、南洋商业银行业务有限公司、许昌市投资集团有限公司、江苏双湖投资控股集团有限公司、四川西南发展控股集团有限公司、China Great Wall International Holdings III Ltd.、中国长城资产(国际)控股有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、南京银行、武汉地铁集团有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、淮北市建设投资有限责任公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、河南省郑州新区建设投资有限公司、湖北蕨川国有资本投资运营集团有限公司、江苏钟吾城乡投资发展集团有限公司、诸暨市国有资产经营有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、Soar Wise Limited、中航国际融资租赁有限公司、邳州市产业投资控股集团有限公司、巴中发展控股集团有限公司、江苏润鑫城市投资集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、天府信用增进股份有限公司、农业银行、盐城高新区投资集团有限公司、众森控股(青岛)股份有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、全椒全瑞投资控股集团有限公司、安徽省兴泰融资担保集团有限公司、东兴启航有限公司、东兴证券、黄石市国有资产经营有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、湖州南浔新开建设集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、莱州财金国际有限公司、莱州市财金投资有限公司、民生银行、新沂市交通文旅集团有限公司、泰安高新建设集团有限公司、香港国际(青岛)有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、贵溪市发展投资集团有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、常德财鑫融资担保有限公司、舟山海城建设投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、QUAN CHENG FINANCIAL HOLDINGS (BVI) LIMITED、济南金投控股集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、靖江港口集团有限公司、沛县产业投资发展集团有限公司、Taishan Finance International Business Co., Limited、泰安市泰山财金投资集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、湖州市南浔区交通投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、烟台国丰投资控股集团有限公司、长沙金洲新城投资控股集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、荣利营造控股有限公司、Haichuan International Investment Co Ltd.、江苏方洋控股有限公司、都江堰智慧城市运营建设发展集团有限公司、洛阳文化旅游投资有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、佛山市南海联达投资（控股）有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、Mixin International Trading Co., Limited、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、浙江杭海新城控股集团有限公司、YANGSHAN OVERSEAS DEVELOPMENT CO., LTD.、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、宜春市袁州区国投集团有限公司、郑州市金水控股集团有限公司、肇庆市国联投资控股有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、建德市国有资产投资控股集团有限公司、建投国际(香港)有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、Huafa 2024 I Company Limited、广德市国有资产投资经营有限公司、浙江德盛（BVI）有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、成都市羊安新城开发建设有限公司、Lintou Overseas Co., Limited、临沂投资发展集团有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、青岛平度控股集团有限公司、河南省铁路建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

请阅读最后评级说明和重要声明

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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或其他方式使用。未经授权转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上 海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

深 圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

北 京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

香 港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk