

# 布鲁可 (H02001.HK)

## 从万代的过去，看布鲁可的未来

投资评级 (暂无)

2025年01月03日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书: S0600123070071  
zhangwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	325.57	876.69	2,457.54	3,517.15	4,373.58
同比(%)	(1.27)	169.27	180.32	43.12	24.35
归母净利润 (百万元)	(419.89)	(206.10)	93.36	898.07	1,122.36
同比(%)	16.46	50.92	145.30	861.91	24.97
Non-GAAP 净利润	(225.34)	72.88	646.13	904.39	1,128.68
同比(%)	(36.67)	-	786.54	39.97	24.80
EPS-最新摊薄 (元/股)	(2.43)	(1.19)	2.97	3.75	4.67

关键词: #规模经济 #新需求、新政策

### 投资要点

- **十年时间，成为全国第一、全球第三的角色拼搭玩具企业。**布鲁可积木，前身葡萄科技，由朱伟松和盛晓峰于2014年创立，最初专注于儿童科技产品，2017年转型，专注于积木玩具，并更名为布鲁可。凭借创新的大颗粒积木设计，布鲁可在2018至2020年连续三年销量增速领先，2021年双十一成为天猫、京东双平台销量第一的中国积木品牌。到2023年，按照GMV计算，布鲁可在中国拼搭角色类玩具市场和全球拼搭类玩具市场的份额分别达到30.3%和7.4%，成为中国第一大、全球第三大的拼搭角色类积木玩具企业。2024年最新一轮融资后的估值达到72亿元人民币，并稳步推进上市进程。
- **强敌环伺下，布鲁可是如何突出重围的？**一是找准了产品定位：布鲁可则类似拼搭界的瑞幸，兼顾平价、品质、玩法和渠道。和万代相比，布鲁可更平价、渠道更广、配件更丰富；和其他国产品牌相比，布鲁可的SKU更丰富、更新速度更快、IP更多元、造型更丰富。在品质上，布鲁可精度可达0.004mm，对标乐高高品质。二是渠道覆盖非常广。布鲁可的合作经销商数量持续增长，截至2024年6月已超过500家，如毛细血管般覆盖了中国一到四线城市，线下渠道覆盖面持续提升；与此同时，加速拓展海外市场。
- **布鲁可能够实现平价策略，背后是中国高效的产业链以及规模化量产的优势。**一方面，中国玩具产业自上世纪90年代承接大量海外代工业务，发展至今成本控制优势显著。布鲁可产品精度对标乐高且高于行业平均水平，品质稳定，同时为合作工厂体系制定严格安全标准，并通过ERP+MES等系统实时监控生产，截至2024/6/30合作6家工厂，且有专员驻守监督。另一方面，是规模化量产的优势，拼搭角色类玩具开模成本高，布鲁可通过设计、研发、生产高度衔接的标准化系统实现规模化高效上新，产品质量稳定且具成本优势，随着销量提升成本优势进一步显现，毛利率从2021年的38%提升至2024H1的53%。此外布鲁可计划投资建设自营工厂，预计2026年年底前后竣工，将提升产能、缩短新品推出时间并有望进一步提高毛利率。
- **相比于普通玩具，角色拼搭玩具的beta是什么？**日本角色拼搭玩具起步于上世纪五十年代，随着《魔神Z》《高达》《超时空要塞》等机甲作品而火热。在这个过程中，抓住了爆款IP的公司乘势而上，出现了万代南梦宫这样的文娱巨头，也出现了静冈四社（即田宫、长谷川、青岛社、富士美）、寿屋、海洋社这样的老牌模玩企业。这些企业大多成立于1950年以前，至今已有超过70年历史，抵抗住了少子化、电子游戏、

### 股价走势

### 市场数据

收盘价(港元)	0.00
一年最低/最高价	-/-
市净率(倍)	0.00
港股流通市值(百万港元)	0.00

### 基础数据

每股净资产(港元)	0.00
资产负债率(%)	0.00
总股本(百万股)	0.00
流通股本(百万股)	0.00

### 相关研究

疫情等各种外部冲击，呈现强大韧性。相较于日本，中国角色拼搭玩具市场仍在发展初期。2023年，中国14岁以下人口数为2.3亿人，是日本的16倍，但同年中国的角色拼搭玩具市场规模仅58亿元，仅为日本的2.1倍。以14岁以下人口数为基数计算，中国的角色拼搭玩具人均年消费额为25元人民币，尽管较2022年大幅提升100%，但与日本的4300日元（按照2025/1/1日元兑人民币0.05换算，约为201元人民币）相比，差距明显。文化产业的发展离不开经济基础设施，日本于1981年迈过人均年收入1万美元大关，而中国是在2019年达到这一目标。往后看，随着人均收入提升，中国正逐渐从功能型消费转变为情绪价值型消费，国产品牌的增加也有望推动产品供给的丰富度。多重因素下，中国的角色拼搭玩具市场有望快速增长。中国的角色玩具企业过去大多为海外品牌代工厂，正逐步走向品牌化。在消费需求增长和供给提升的双向奔赴下，我们有望看到中国本土诞生角色拼搭品牌，而布鲁可则是其中一个较为典型的代表。

- **相比于其他玩具企业，布鲁可的 alpha 是什么？** 从万代南梦宫的发展历程来看，它的成功离不开日本机器人文化的发展，也离不开公司管理层的前瞻眼光：一是赶在潮流前线，找准当时最热门的 IP，迅速推出产品，借着影视原作的热度实现销量大爆；二是注重产品创新，不断推出新颖的玩法和设计，例如增加可动性、可变形性、改进水口、预涂装和说明等细节，在产品质量、拼装体验等方面不断优化；三是丰富 IP 储备，避免过度依赖单一 IP。类似地，我们认为布鲁可一方面有望受益于中国角色玩具市场整体的快速发展，另一方面也展现出独特的 alpha：21 年以来，布鲁可通过绑定热门 IP、积极拓展渠道、持续优化产品、打造粘性社区，实现了收入的快速增长。随着收入提升和产量提升，公司的规模效应也在持续显现，毛利率和经调整净利率持续提升。
- **盈利预测与投资评级：**我们选取奥飞娱乐、泡泡玛特和万代南梦宫作为可比公司。奥飞娱乐主业为影视动画、玩具、婴童用品，在玩具业务上和布鲁可有一定相似性；泡泡玛特主业为潮玩盲盒；万代南梦宫主营业务较为多元，包括影视动画、游戏、玩具、实体娱乐等，在玩具业务（尤其是可拼装模型）方面和布鲁可有一定相似性。其中奥飞娱乐和泡泡玛特当前市值对应 2025 年预期利润的 PE 为 59 倍和 31 倍（泡泡玛特选取 non-gaap 净利润口径），万代南梦宫当前市值对应 2025 财年的 PE 为 22 倍，三家公司平均 PE 为 37 倍。我们看好布鲁可在产品创新、渠道覆盖、IP 储备方面的优势，并认为公司有望受益于中国整体角色拼搭模型行业快速发展趋势。预计公司 2024-2026 年收入分别为 25/35/44 亿元人民币，分别同比增长 180%/43%/24%；归母净利润分别为 0.9/9.0/11.2 亿元；经调整净利润分别为 6.5/9.0/11.3 亿元，分别同比增长 787%/40%/25%，建议关注。
- **风险提示：**市场竞争风险，产品创新风险，政策法规风险，渠道管理风险。

## 内容目录

1. 十年时间，成为全国第一、全球第三的角色拼搭玩具企业 .....	5
2. 产品形态独特：相比于乐高，布鲁可积木人更接近万代手办 .....	6
2.1. 产品定位精准：类似拼搭界的瑞幸，兼顾平价、品质、玩法和渠道 .....	7
2.2. 渠道覆盖广泛：经销网络如同毛细血管覆盖各线城市 .....	15
2.3. 社群运营良好：从品牌广告转为社群运营，销售及经销开支率持续下降 .....	17
3. 布鲁可为何能做到平价？——高效的产业链、规模化量产 .....	19
3.1. 平价的背后，是中国高效的产业链 .....	19
3.2. 平价的背后，是规模化量产的优势 .....	20
3.3. 平价的同时，兼顾了质量、可玩性和观赏性 .....	21
4. 相比于普通玩具，角色拼搭玩具的 beta 是什么？ .....	23
4.1. 日本：尽管面临少子化危机，玩具行业仍在持续增长 .....	23
4.2. 中国：角色拼搭玩具方兴未艾，人均消费额有较大提升空间 .....	24
5. 相比于其他玩具企业，布鲁可的 alpha 是什么？——从万代的过去，看布鲁可的未来 .....	28
5.1. 乘着特摄剧的东风，推出爆款角色玩具，绑定东映快速发展 .....	28
5.2. 危机与变局：激烈的竞争中，万代如何超过了青岛社、特佳丽和寿屋 .....	29
5.3. 打造原创 IP 是美好的理想，但不是必要的生存条件 .....	31
6. 盈利预测与投资评级 .....	32
7. 风险提示 .....	35

## 图表目录

图 1: 布鲁可创始人朱伟松（左）&盛晓峰（右） .....	5
图 2: 布鲁可营业收入（百万元人民币） .....	5
图 3: 2022-2024H1 布鲁可分业务收入（百万元人民币） .....	6
图 4: 布鲁可积木人 vs 万代 vs 乐高 .....	7
图 5: 布鲁可丰富的 IP 池构成（部分） .....	7
图 6: 布鲁可分 IP 收入占比 .....	10
图 7: 布鲁可期末经销商数量（家） .....	15
图 8: 布鲁可积木人在商超占据明显位置 .....	15
图 9: 布鲁可亮相新加坡动漫展（SGCC） .....	17
图 10: 2021-2024H1 布鲁可销售及经销开支（百万元人民币）及占收入的比率（%，右轴） .....	17
图 11: 布鲁可 BFC 二创作品 .....	18
图 12: 布鲁可资深粉丝“送鱼 SAMA”的作品 .....	18
图 13: 布鲁可合作的工厂（部分） .....	19
图 14: 2021-2024H1 布鲁可毛利率持续提升 .....	20
图 15: 截至 2024 年 6 月布鲁可员工构成（人） .....	22
图 16: 2021-2024H1 布鲁可研发开支（百万元人民币） .....	22
图 17: 布鲁可部分专利示意图 .....	22
图 18: FY2006~2024 日本玩具市场规模及 14 岁以下人口数量 .....	23
图 19: 中国不同世代生人所处的经济环境 .....	25
图 20: 于上海举办的 Wonder Festival 2024 成为全球最大规模手办模型展 .....	26

图 21:	过去 6 年, 乐高在中国持续新增门店.....	27
图 22:	2024 年 5 月, 乐高在福州市新开门店.....	27
图 23:	万代南梦宫在中国开设的旗舰店.....	27
图 24:	FY2006-FY2024 万代南梦宫收入 (亿日元) .....	28
图 25:	FY2022-FY2024 万代南梦宫分 IP 收入 (亿日元) .....	32
表 1:	布鲁可丰富的 IP 池构成 (部分) .....	8
表 2:	布鲁可丰富的产品线和 SKU.....	9
表 3:	布鲁可奥特曼群星版 1-13 弹销售情况 .....	9
表 4:	2024 年 8 月以来布鲁可新品上线情况.....	10
表 5:	各积木品牌的 IP 矩阵 .....	11
表 6:	布鲁可 vs 奇妙 vs 万代: 10 元价格带积木人产品对比 .....	12
表 7:	布鲁可 vs 奇妙 vs 万代: 20-40 元价格带积木人产品对比 .....	13
表 8:	布鲁可 vs 奇妙 vs 万代: 百元以上价格带积木人产品对比 .....	14
表 9:	2017Q3~2024Q2 全国 11 家商超百货公司玩具品牌销售排行榜统计.....	16
表 10:	2021~2024H1 主要供应商占布鲁可业务的比例 .....	20
表 11:	2021~2024H1 布鲁可销售成本构成 (百万元人民币).....	21
表 12:	日本老牌模玩企业成立时间.....	24
表 13:	中国和日本的角色模型市场规模对比.....	24
表 14:	2022-2026E 年布鲁可分 IP 收入及毛利润 (百万元人民币) .....	33
表 15:	2021-2026E 年布鲁可营业开支 (百万元人民币) 及占收入的比率.....	34
表 16:	同行业可比公司业绩和估值表现.....	35

## 1. 十年时间，成为全国第一、全球第三的角色拼搭玩具企业

布鲁可积木的前身是葡萄科技，由朱伟松和盛晓峰于 2014 年创立。朱伟松毕业于上海交通大学工商管理专业，此前曾参与创立游族网络并担任 CTO 一职。葡萄科技最初专注于儿童科技产品，如儿童平板电脑、AR 识别七巧板、魔方等，但这些产品因市场认知度低以及设计理念未能契合儿童实际需求，导致市场反响不佳。

公司随后进行战略转型，专注于积木玩具领域，并更名为布鲁可。创新性地推出大颗粒积木，与传统乐高积木形成差异。这种大颗粒积木触感柔软、边角圆润，适合 1-6 岁低龄儿童操作，有效避免了小颗粒积木对儿童的潜在伤害风险，如误吞和操作难度大等问题。

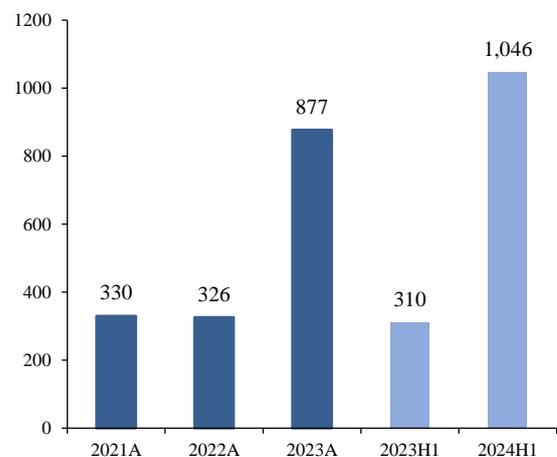
2018-2020 年，布鲁可积木销量连续三年增速领先，2020 年同比增长高达 232%，并于同年正式完成更名。到 2021 年“双 11”，布鲁可成为天猫、京东双平台累计销量第一的中国积木品牌。2023 年，按照 GMV 计算，布鲁可在中国拼搭角色类玩具细分市场和中国拼搭类玩具市场的份额分别达到 30.3%和 7.4%，成为中国第一大、全球第三大的拼搭角色类积木玩具企业。

图1：布鲁可创始人朱伟松（左）&盛晓峰（右）



数据来源：亿欧网，天下网商，东吴证券研究所

图2：布鲁可营业收入（百万元人民币）



数据来源：wind，东吴证券研究所

在融资方面，布鲁可在 IPO 前完成三轮融资，天使轮/Pre-A 轮/A 轮融资金额分别为 8.6 亿、3.3 亿、6 亿元人民币，合计近 18 亿元。投资方包括游族网络合伙人、金亿创品、博文投资、中视金桥、君联资本、源码资本、高榕资本、云锋基金、新珊资本等机构和个人投资者。

截至 IPO 前，创始人朱伟松通过 Next Bloks、Smart Bloks 分别持股 50.90%、4.05%，合计持股 54.95%；君联资本通过 Idea Great Limited、LC Fund 分别持股 6.72%、0.31%，为第一大机构股东；源码资本持股 5.64%；云锋基金持股 3.15%。

2024 年，布鲁可重组后进行股权转让，股份交易价格 32.27 元/股，按照总股本 2.23 亿计，最新估值达到 72 亿元。2024 年 5 月，布鲁可首次递交招股书；2024 年 12 月 6 日，赴港 IPO 获中国证监会备案通知书，12 月 8 日更新招股书后一周通过聆讯，其上市进程稳步推进。

### 我们尝试回答以下三个问题：

自 2014 年成立以来，约 10 年时间里，布鲁可成长为中国第一大、全球第三大的拼搭角色类积木玩具企业，最新估值达 72 亿元，并迅速推进上市进程。这其中，布鲁可做对了什么？

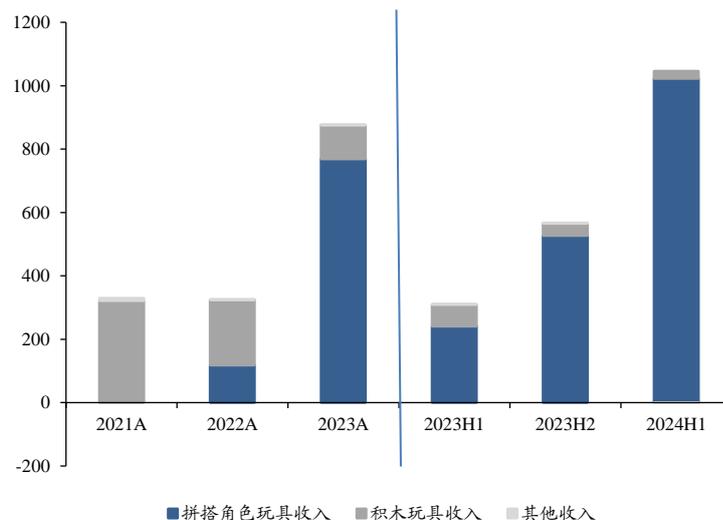
在拼搭角色模型玩具领域，既有有大树环伺，如乐高、万代南梦宫；又有众多国产品牌，如奇妙 keeppley、灵动创想等。布鲁可是如何突出重围的？

从更宏观的视角来看，随着中国人口出生率下降、新生儿数量减少，玩具还是一门好生意吗？在整个玩具行业里，拼搭角色玩具处于什么位置？它相比于玩具行业整体，是否有特别的 alpha？

## 2. 产品形态独特：相比于乐高，布鲁可积木人更接近万代手办

布鲁可积木在产品形态上更接近模玩，区别于传统乐高积木的模块化、标准化颗粒感。其采用“骨肉皮”拼装体系，“骨”为积木骨架，“肉”代表拼装结构，“皮”则是逼真还原的角色形象刻画。通过这种融合，模拟真实生物骨骼结构，使积木人具备关节可动性和立体造型感，兼顾了产品标准化与个性化，能够更好地满足消费者对于模型观赏性、还原度以及角色塑造和细节表现的需求，而乐高积木则更侧重于拼搭过程的体验。

图3：2022-2024H1 布鲁可分业务收入（百万元人民币）



数据来源：布鲁可招股书，东吴证券研究所

图4: 布鲁可积木人 vs 万代 vs 乐高



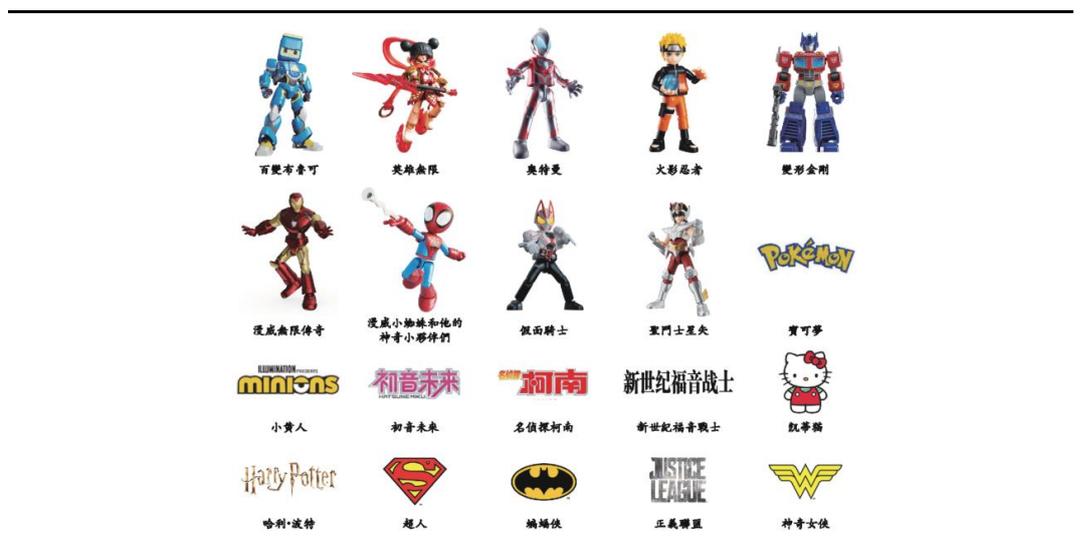
数据来源: 布鲁可招股书, 万代南梦宫官网, 乐高官网, 东吴证券研究所

2.1. 产品定位精准: 类似拼搭界的瑞幸, 兼顾平价、品质、玩法和渠道

如果说万代是拼搭模型界的星巴克, 那么布鲁可则类似瑞幸, 做到了兼顾平价、品质、玩法和渠道。与万代相比, 布鲁可价格更为亲民, 渠道覆盖更广; 相较于其他国产品牌, 布鲁可具有更丰富的 SKU、更快的更新速度、更多元的 IP 选择以及更优质的产品品质, 包括可动性、造型、着色等方面。

布鲁可积木人的 SKU 极其丰富。1) 从 IP 角度看, 布鲁可拥有 2 个原创自有 IP 和约 50 个授权 IP, 涵盖全球影响力的头部 IP (如奥特曼、宝可梦、假面骑士、变形金刚、初音未来、漫威、柯南、EVA 等) 以及国产新兴 IP (如三体、叶罗丽、斗罗大陆等), 能够以实惠价格为中国玩家提供正版授权玩具。2) 从尺寸和价位来看, 布鲁可已推出各尺寸规格积木人, 满足孩子把玩与成年人收藏需求, 价位从 9.9 元到数百元全覆盖, 面向不同消费能力群体。3) 在产品推出速度上, 布鲁可一年内至少研发 100 款以上新品, 2024 年 8-12 月累计上新 33 次, 平均每周上新 1-2 个新品, 且每个新品大多包含多种不同款式; 同时善于根据消费者反馈改进产品, 如奥特曼群星版积木人在多弹产品中不断优化可动性等设计。

图5: 布鲁可丰富的 IP 池构成 (部分)



数据来源: 布鲁可招股书, 东吴证券研究所

表1: 布鲁可丰富的 IP 池构成 (部分)

序号	IP名称	授权区域	授权到期年份	序号	IP名称	授权区域	授权到期年份
1	奥特曼	中国	2027年	18	三体	中国	2027年
		北美、欧洲及亚洲的部分地区	2025年	19	斗罗大陆	中国	2026年
2	变形金刚	全球超过50个国家	2028年	20	圣斗士星矢	中国	2026年
3	英雄无限	不适用	不适用	21	初音未来	中国	2026年
4	百变布鲁可	不适用	不适用	22	名侦探柯南	中国	2026年
	<b>漫威:</b>			23	假面骑士	中国	2025年
5	无限传奇	在亚洲的9个国家	2025年	24	新世纪福音战士	中国	2026年
6	珠和他的神奇小队	在亚洲的9个国家	2025年	25	新假面骑士	中国	2025年
7	小黄人	全球超过150个国家	2027年	26	王者荣耀	中国	2026年
8	宝可梦	中国	2025年	27	超级战队	中国	2025年
	<b>三丽鸥:</b>			28	机动奥特曼	中国	2025年
9	凯蒂猫	中国	2027年	29	哈利波特	中国	2027年
10	美乐蒂	中国	2027年	30	DC: 超人	中国	2027年
11	大耳狗喜拿	中国	2027年	31	DC: 蝙蝠侠	中国	2027年
12	布丁狗	中国	2027年	32	DC: 正义联盟	中国	2027年
13	库洛米	中国	2027年	33	DC: 海王	中国	2027年
14	帕恰狗	中国	2027年	34	DC: 闪电侠	中国	2027年
15	半鱼人和小香姆	中国	2027年	35	DC: 神奇女侠	中国	2027年
16	芝麻街	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的40个国家	2026年	36	星球大战	中国	2028年
17	叶罗丽	除美国、墨西哥及加拿大以外的全球地区	2026年				

数据来源: 布鲁可招股书, 东吴证券研究所

注: 《百变布鲁可》和《英雄无限》是布鲁可原创自有 IP, 无授权期到期情况

在众多 IP 的支撑下, 布鲁克拥有丰富多样的产品线, 覆盖从 9.9 到 399 元各个价格带。每个系列在体积、拼搭玩法和造型上形成差异。其中: 1) 群星版和神奇版: 是公司主打的系列, 价格为 39 元。该系列的 IP 最多, 包括奥特曼、假面骑士、变形金刚、圣斗士星矢、假面骑士等较多 IP。其中奥特曼群星版已出 13 弹, 每次都在更新迭代。例如第 1 弹的肩膀、腿部活动角度较小。在吸取玩家意见后, 第 2 弹则提高了可动性, 头部可以抬得更高、肩膀可以平展、胸腹之间有拉伸设计、增加了大腿平转功能、膝盖做了单独的关节分解, 能在活动时提供更好的角度。在第 9 弹中, 调整了大腿与球窝的尺寸, 使得积木人的腿向外侧张开角度最高可达 180°, 且可完成马步、高抬腿、侧弓步等造型。

此外, 闪耀版价格也在 39~59 元, 和群星版类似, 在“群星版”的基础上增加了灯组, 摇一摇可以开启发光模式。2) 星辰版: 是公司 11 月推出的新系列, 尺寸较小, 适合掌中把玩, 价格大多在 9.9 元。但可动性很高, 动作能很好地还原, 也可以摆成不同姿势放在桌面。3) 传奇版及以上的版本: 价格较贵, 大多在百元以上, 造型也脱离 Q 版风格、更加写实、尺寸更大。传奇版除了内部骨架是积木外, 外部的所有零件和常见的人偶很接近。截至 2024/12/31, 在高价格带里, IP 覆盖较少, 主要为奥特曼、变形金刚、

英雄无限和新世纪福音战士。4)除了这些常规的产品线，还有新 IP 的产品，如宝可梦，其比例和其他积木人不一样，可以说是独立的产品线。

表2: 布鲁克丰富的产品线和 SKU

版本\IP	奥特曼	变形金刚	英雄无限	圣斗士星矢	百变布鲁可	新世纪福音战士	假面骑士	蜘蛛侠伙伴	宝可梦	其他IP
星辰版	9.9元	9.9元								
星光版			24.9元				24.9元			
									29.9元	
群星版	39元	39元		39元			39元			叶罗丽、斗罗大陆、火影忍者、复仇者联盟 39元
神奇版	39元				39元			39元		
经典版			49元							
闪耀版	59元	39元								
超越版		79元		99元						
传奇版	169元~249元	199元				169元				
荣耀版	169元									
超强版			249元							
周年版	299元		99元							
主题版	302元									
年鉴版	399元	399元								

数据来源: hpoi 手办维基, 布鲁可天猫旗舰店, 东吴证券研究所

2024年8-12月, 布鲁可累计上新33次, 平均每周上新1-2个新品, 且每个新品里大多包含多种不同款式。从布鲁可的官方平台可以看出, 品牌方善于倾听消费者的意见。在每推出新一弹作品时, 布鲁可会收集消费者反馈。例如, 2023年7月中旬在“布鲁可积木人抽盒机”小程序发起了积木人通用素体改进方案评选。两周的时间里, 众多消费者参与投票。

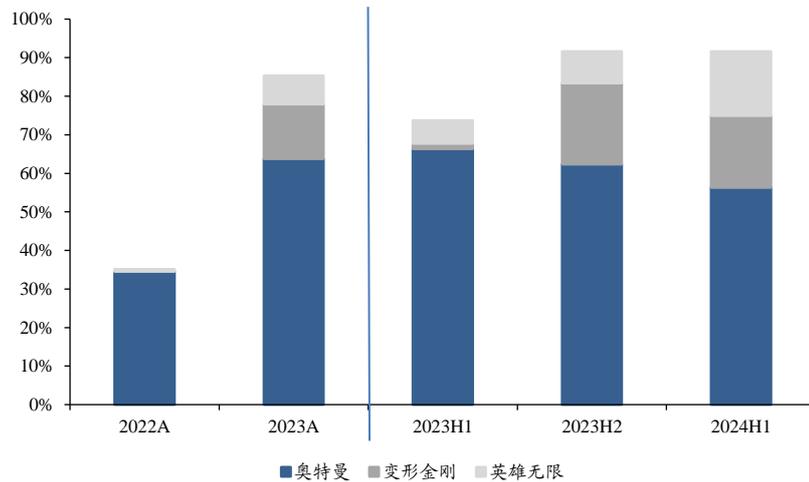
表3: 布鲁可奥特曼群星版 1-13 弹销售情况

	上市时间	上市首季度销售量 (万件)
第1弹	2022Q1	14
第2弹	2022Q2	37
第3弹	2022Q3	49
第4弹	2022Q3	68
第5弹	2022Q4	80
第6弹	2022Q4	80
第7弹	2023Q1	127
第8弹	2023Q2	225
第9弹	2023Q3	290
第10弹	2023Q4	423
第11弹	2024Q2	未披露
第12弹	2024Q3	未披露
第13弹	2024Q4	未披露

数据来源: 布鲁可招股书, 布鲁可积木人 club 小程序, 东吴证券研究所

虽然 24H1 公司主要收入仍来自奥特曼 IP，也一度引发了市场的担忧，即奥特曼 IP 授权到期之后收入下降的风险。但从趋势来看，一方面，奥特曼 IP 收入占比在逐步下降，从 23H1 的 66% 下降至 24H1 的 56%，其他 IP（如变形金刚、英雄无限）收入占比在逐步提升；另一方面，从公司近期推出的新品来看，奥特曼在新品中的占比也在逐渐下降，而变形金刚、英雄无限、漫威、假面骑士等产品在逐步丰富公司的产品矩阵。

图6: 布鲁可分 IP 收入占比



数据来源: 布鲁可招股书, 东吴证券研究所

表4: 2024 年 8 月以来布鲁可新品上线情况

日期	新品	日期	新品	日期	新品
2024/8/5	英雄无限·经典版	2024/10/25	英雄无限·经典版	2024/12/11	假面骑士·星光版·第2弹
2024/8/15	假面骑士·星光版·第1弹	2024/10/25	假面骑士·群星版·第2弹	2024/12/12	奥特曼·荣耀版
2024/8/23	英雄无限·星光版·第4弹	2024/11/4	新世纪福音战士	2024/12/15	初音未来·奇迹版
2024/8/26	蜘蛛侠·神奇版·第2弹	2024/11/9	奥特曼·经典主题版	2024/12/18	奥特曼·神奇版·第1弹
2024/9/6	奥特曼·群星版·第12弹	2024/11/15	变形金刚·星辰版·第1弹	2024/12/18	芝麻街·神奇版
2024/9/20	变形金刚·群星版·第5弹	2024/11/18	奥特曼·闪耀版·第9弹	2024/12/18	奥特曼·群星版·第13弹
2024/9/25	变形金刚·超越版	2024/11/22	圣斗士星矢·超越版	2024/12/20	英雄无限·经典版
2024/9/27	赛罗奥特曼·纪念版	2024/11/22	圣斗士星矢·群星版·第1弹	2024/12/20	奥特曼·传奇版
2024/9/27	奥特曼·传奇周年版	2024/11/25	英雄无限·星光版·第5弹	2024/12/25	宝可梦·经典版·L系列
2024/10/16	蜘蛛侠·神奇版·第3弹	2024/12/3	英雄无限·周年版	2024/12/25	奥特曼·星辰版·第1弹
2024/10/16	漫威英雄·群星版·第2弹	2024/12/6	变形金刚·2025年鉴版	2024/12/27	变形金刚·群星版·第6弹

数据来源: 布鲁可积木人 club 小程序, 东吴证券研究所

从 IP 角度来看，布鲁可和其他品牌的 IP 形成一定的差异化，例如，乐高以欧美影视 IP 为主，森宝以国产 IP 为主。与布鲁可在 IP 上构成直接竞争的，主要有万代、奇妙 keeppley 和启蒙（其实奇妙 keeppley 也是启蒙旗下的品牌）。

表5: 各积木品牌的 IP 矩阵

品牌	积木 IP 矩阵
布鲁可	百变布鲁可、英雄无限、 <b>奥特曼</b> 、变形金刚、假面骑士、宝可梦、新世纪福音战士、初音未来、漫威、DC、圣斗士星矢、哈利波特、名侦探柯南、三丽鸥、王者荣耀、火影忍者等，一共约 50 个
乐高	幻影忍者、乐高好朋友、星球大战、哈利·波特、漫威、DC、侏罗纪公园、冰雪奇缘、我的世界、堡垒之夜等
万代	高达、假面骑士、 <b>奥特曼</b> 、宝可梦、新世纪福音战士等
奇妙 keeppley	<b>奥特曼</b> 、宝可梦、三丽鸥、王者荣耀、银河封神纪、火影忍者、QQ 飞车等
小鲁班	原子风暴、仙阁圣筑、天才小鲁班、环太平洋 2、哥斯拉、铁血战士、异形、机动都市阿尔法、山海经机甲、齐天大圣
森宝	流浪地球、故宫文化、海绵宝宝、鬼灭之刃等 航空军事类：航母山东舰、神州五号载人飞船、中联重科等
拼奇积木	灵笼、铁臂阿童木、武林外传、仙剑奇侠传、 <b>圣斗士星矢</b> 、大力水手、小王子、合金弹头
启蒙	<b>奥特曼</b> 、宝可梦、火影忍者、海底小纵队、阿狸、核晶少年、新葫芦兄弟、QQ 飞车、迷你世界

数据来源：各品牌天猫旗舰店，布鲁可招股书，乐高官网，东吴证券研究所

注：加粗字体为布鲁可 IP 和其他品牌 IP 重合部分

**布鲁可产品已覆盖 10~400 元各个价格带。我们现就每个价格带，对比布鲁可产品和友商产品。**

1) 在 10 元价格带，布鲁可的主打产品是“星辰版”，单个售价 9.9 元。同价格带里，国产品牌 keeppley 也推出了 11.9 元的奥特曼积木，价格略高于布鲁可、关节可动性略弱于布鲁可。除了 keeppley，国产品牌灵动创想也推出了奥特曼的积木产品。整体来看，相较于布鲁可，其他国产积木品牌的主要缺点是推出速度较慢、销售渠道较少、品质不稳定。

而万代则没有该价格带产品，万代天猫旗舰店里，最低价格的手办产品是 29 元人民币的“魔术小人偶”，造型为 Q 版，且基本没有可动关节。

表6: 布鲁可 vs 奇妙 vs 万代: 10 元价格带积木人产品对比

	布鲁可	奇妙 keeppley	万代
	变相金刚星辰版	奥特曼积木	魔术小人偶
			
定价	9.9 元	12.9 元	29 元
可动关节数	14 个 每个关节的可动幅度更大	14 个 包括头部、手臂、腿部等	基本没有可动关节

数据来源：天猫超市，各品牌天猫旗舰店，东吴证券研究所

2) 在 20-40 元价格带，布鲁可主打产品是群星版，截至 2024 年末已出 13 弹，每弹包含 10 个左右不同造型。同价格带里，keeppley 推出了奥特曼剧场版，定价 29 元，比布鲁可更便宜，但是造型和关节可动性弱于布鲁可，且只出了 2 弹（截至 2024 年末），更新速度较慢。

为了提高可动性，布鲁可将积木人肢体设计成单向拼插，关节可活动角度足够大，能实现多种姿势的还原及各类经典 IP 剧集场景的高度还原。用户拼搭体验流畅，易上手，积木人拼搭完后整体稳固不散，可靠性高；颗粒的手感较好，既不会太硬也不会太软；两个颗粒之间的咬合也非常紧密，基本没有出现拼完部分突然松动、掉落的情况。

制作工艺方面，布鲁可积木人拼装单元件主材料为 ABS，肢体与头部单元件为双射注塑。ABS 的力学性能和热性能均良好，广泛用于高品质玩具中。其中，肢体使用 ABS/POM 双射注塑，关节处使用 POM 材料，相比 ABS 更耐磨，抗冲击性强，能实现



木骨架载体的外部层层嵌套精细预喷涂零件，通过磁吸点，能让胸灯和眼灯发光，其发光效果在黑暗中拍摄看起来非常漂亮；眼神有神、整体还原度较高；而且配件非常丰富。相比之下，奇妙 keeppley 的产品价格和布鲁可接近，虽然高度更高，但是造型、配件丰富度和关节可动性弱于布鲁可。在该价格带，万代的产品有 99 元的手办，全身可动，但没有拼搭玩法。万代也推出了可以拼搭的 FRS 系列，但高度较低、配件数较少。

表8: 布鲁可 vs 奇妙 vs 万代: 百元以上价格带积木人产品对比

品牌	布鲁可	奇妙 keeppley	万代 (成型手办)	万代 FRS 系列
造型				
定价	199 元	199 元	99 元	300 元
高度	19.5cm	高度 23cm	未提及	未提及
发光	双眼、头灯可发光	双眼、胸灯可发光	不发光	不发光
可动关节	全身 32 处关节可动	未提及	未提及	未提及
配件	可替换手型 6 组 可替换双剑 1 把 赛罗双射线 1 个 赛罗双头标 1 对 赛罗短头标 1 对 终极手镯 1 个 终极铠甲套装 1 套 终极光之弓箭 1 把 特效件 1 个 收纳底座 1 个	可替换手型 5 种 替换修行甲 1 套 展示架 1 个	无	无

数据来源: 各品牌天猫旗舰店, 东吴证券研究所

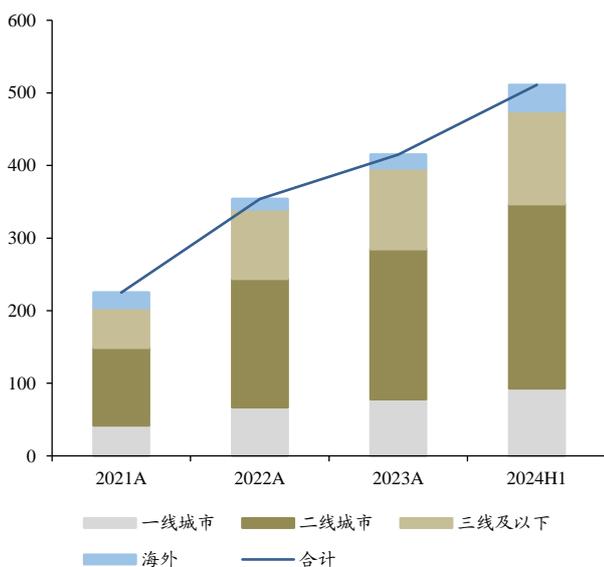
总结一下, 在中低价位里, 万代基本没有角色模玩产品, 而其他国产品牌虽然也有奥特曼、变形金刚等 IP 授权, 和布鲁可形成竞争; 但整体来看, 其 SKU 的丰富度、更新速度、模玩的可动性、渠道的覆盖面弱于布鲁可。而在百元以上价格带中, 万代虽然也有 FRS 拼装模型, 但销售渠道较为有限、且配件数量较少。**布鲁可就像拼搭模型界的瑞幸, 做到了兼顾平价、品质、品牌、渠道和 SKU 丰富度。**

## 2.2. 渠道覆盖广泛：经销网络如同毛细血管覆盖各线级城市

布鲁可收入的高速增长离不开其强大的经销商网络。截至 2024 年 6 月 30 日，在全国合作有 511 名经销商，覆盖超过 14 万个线下网点，包括玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等知名零售渠道。从发展趋势看，2021 年初经销商仅有 40 家，到 2021/2022/2023/2024H1 期末，合作经销商数量分别达到 226/356/418/433 个；线下经销商销售额分别约 1.1/1.6/7.3/9.63 亿元，占各期间总收入的 46%/58%/88%/93%，占比持续上升，线下渠道的覆盖面持续提升。

在线上渠道方面，布鲁可通过天猫、京东、抖音、拼多多等主流电商平台开设旗舰店，并利用微信小程序布鲁可积木人 Club 建立线上销售渠道。不过，线上销售收入占比呈下降趋势，2021/2022/2023/2024H1 线上销售收入分别为 1.7/1.3/1.1/0.8 亿元，占各期间总收入的 52%/41%/12%/7%。线上收入占比持续降低。

图7：布鲁可期末经销商数量（家）



数据来源：布鲁可招股书，东吴证券研究所

图8：布鲁可积木人在商超占据明显位置



数据来源：中外玩具网，东吴证券研究所

与其他国产积木品牌相比，布鲁可的渠道优势明显。根据玩具协会对中国 7 个零售百货店的抽样统计，过去四年里，布鲁可在这些百货店的玩具销售排行榜排名有所提升，而乐高和万代仍保持 TOP1 - 2 位置，但其他国产积木品牌排名下降。

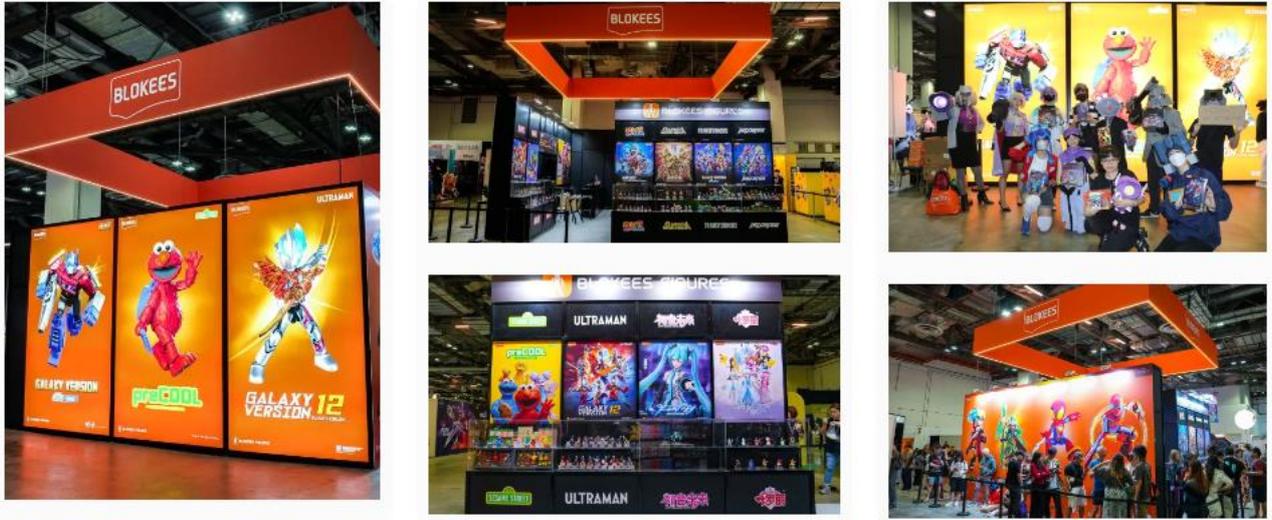
表9: 2017Q3~2024Q2 全国 11 家商超百货公司玩具品牌销售排行榜统计

季度	品牌上榜次数	品牌排名	品牌名	商场A	商场B	商场C	商场D	商场E	商场F	商场G	商场H	商场I	商场J	商场K	
2017Q3	乐高	8	1	乐高	乐高	乐高	乐高	风火轮	赛车总动员	乐高	孩之宝	乐高	奥迪双钻	乐高	
	万代	3	2	大圣	孩之宝	万代	奥迪双钻	星佳	美高	孩之宝	乐高	风火轮	灵动创想	光华	
	灵动创想	3	3	雅得	HAPE	芭比	风火轮	汇乐	托马斯和他的朋友们	万代	乐高	汪汪队立大功	思创	乐家	
	启蒙	1	4	孩之宝	费雪	迪宝乐	四喜人	费雪	乐能	伟易达	南国婴童	伟易达	嘉业	变形金刚	
	森宝	1	5	多美卡	银辉	奥迪双钻	培乐多	锋源	米宝兔	奥迪双钻	汇乐	奥迪双钻	阿里罗	spin master	
	快乐小鲁班	1	6	银辉	伟易达	星月	迪宝乐	-	spin master	迪士尼	乐飞	万代	启蒙	贝登堡	
	布鲁可	0	7	小天才	芭比	HAPE	Hello Kitty	-	孩之宝	灵动创想	大得	培乐多	森宝	费雪	
			8	费雪	spin master	澳贝	伟易达	-	奥迪双钻	风火轮	谷雨	艾力达	-	头大	
			9	布丁豆	曼乐优	-	凯迪威	-	hello kitty	-	双鹰	金世嘉	MIMI WORLD	-	-
			10	叶罗丽	SIKU	-	托马斯和他的朋友们	-	-	-	-	小鲁班	灵动创想	-	-
2020Q3	乐高	8	1	乐高	乐高	乐高	乐高	乐比	乐高	乐高	乐高	乐高	奥迪双钻	变形金刚	
	万代	4	2	孩之宝	大圣	万代	品果	威牌	100FUN	佰百利	变形金刚	万代	宝摩	多美卡	
	灵动创想	4	3	变形金刚	托马斯和他的朋友们	孩之宝	布鲁可	灵动创想	实丰	乐吉儿	芭比	ZURU	亿奇	小天才	
	布鲁可	2	4	芭比	奥迪双钻	芭比	迪宝乐	双鹰	侏罗纪世纪	万代	星辉	伟易达	宜佳达	乐高	
	启蒙	2	5	风火轮	万代	-	奥迪双钻	奥迪双钻	培乐多	迪士尼	汇乐	MIMI WORLD	乐吉儿	雅得	
	森宝	2	6	-	头大	-	灵动创想	美致	伟易达	舒蕊	铭塔	汪汪队立大功	启蒙	叶罗丽	
	快乐小鲁班	1	7	-	能力风暴	-	伟易达	思成智玩	汪汪队立大功	多美卡	火火兔	灵动创想	森宝	布鲁可	
			8	-	变形金刚	-	启蒙	-	灵动创想	绘儿乐	快乐小鲁班	奥迪双钻	-	星辉	
			9	-	创耀	-	培乐多	-	-	湖岸	湖岸	培乐多	-	光华	
			10	-	叶罗丽	-	-	-	-	仕高	威牌	森宝	-	-	
2022Q1	乐高	7	1	乐高	乐高	乐高	品果	奥迪双钻	卡游	乐高	乐高	乐高	奥迪双钻	斯玛特	
	万代	5	2	多美卡	绘儿乐	万代	乐高	思成智玩	风火轮	多美卡	52Toys	万代	灵动创想	卡游	
	灵动创想	5	3	孩之宝	艺隆	卡游	布鲁可	灵殿堂	灵动创想	佰百利	孩之宝	卡游	双鹰	万代	
	布鲁可	3	4	四喜人	万代	森贝儿	迪宝乐	买奇酷	100FUN	布鲁可	火火兔	灵动创想	文艺	奇妙萌可	
	启蒙	3	5	大圣	能力风暴	多美	凯迪威	布鲁可	星辉	迪士尼	若来	森宝	汇乐	培乐星	
	森宝	1	6	小天才	创耀	孩之宝	卡游	灵动创想	佰百利	万代	芭比	MIMI WORLD	澳贝	启蒙	
	快乐小鲁班	0	7	星辉	叶罗丽	奥迪双钻	启蒙	五星玩具	芭比	森贝儿	铭塔	奥迪双钻	启蒙	展高	
			8	叶罗丽	大圣	汪汪队立大功	灵动创想	-	侏罗纪世纪	仕高	湖岸	汪汪队立大功	森宝	ZURU	
			9	可儿	宏亮	仕高	伟易达	-	雅得	-	星辉	太铃曼	叶罗丽	-	
			10	-	-	星月	奥迪双钻	-	ZURU	-	胜雄	伟易达	铭塔	-	
2024Q2	乐高	7	1	乐高	乐高	乐高	乐高	港巴曼	卡游	乐高	布鲁可	卡游	奥迪双钻	卡游	
	万代	4	2	孩之宝	绘儿乐	万代	万代	佰百利	伟易达	Learningmates	卡游	启蒙	双鹰	布鲁可	
	布鲁可	4	3	可儿	万代	多美	品果	慧殿堂	ZURU	万代	星辉	布鲁可	森宝	萌趣汪	
	启蒙	3	4	大圣	叶罗丽	Hello Kitty	迪宝乐	星佳	侏罗纪世界	乐家	乐高	乐高	启蒙	极光	
	灵动创想	3	5	四喜人	艺隆	星辉	伟易达	思成智玩	灵动创想	伴玩趣趣	汇乐	奥迪双钻	灵动创想	振光	
	森宝	2	6	星辉	宏亮	森贝儿	凯迪威	Jadore	星辉	-	中动	ZURU	文艺	炫卡斗士	
	快乐小鲁班	1	7	布鲁可	五星玩具	-	奥迪双钻	汇乐	森宝	-	小鲁班	启蒙	-	汇乐	
			8	POPULAR PLAYTHINGS	-	-	布鲁可	威牌	52TOYS	-	若来	万代	-	-	
			9	作业帮	-	-	启蒙	澳贝	-	-	52TOY2	炫卡斗士	-	-	
			10	小天才	-	-	灵动创想	-	-	-	湖岸	MIMI WORLD	-	-	

数据来源: 中外玩具网, 东吴证券研究所

此外, 布鲁可还加速拓展海外市场, 截至 2024 年 12 月已布局美国和东南亚多个国家和地区。在亚马逊、玩具反斗城、7 - Eleven 等线上线下渠道销售, 并在海外社交平台建立官方账号与粉丝互动。线下依托当地优质合作伙伴和零售商, 已实现亚太地区主要国家 0 到 1 的业务覆盖, 在部分国家深入运营打造样板市场, 北美地区也已实现主要零售渠道覆盖, 逐步建立产品和品牌认知度, 同时拓展中南美以及欧洲主要国家市场和渠道, 向全渠道覆盖迈进。例如 2024 年 12 月, 布鲁可亮相新加坡动漫展(SGCC), 首发的全套 4 款芝麻街新品引发大量海外玩家关注, 还展示了漫威无限传奇、小蜘蛛和他的神奇小伙伴们、变形金刚、初音未来等产品, 进一步推动全球化布局。

图9：布鲁可亮相新加坡动漫展（SGCC）

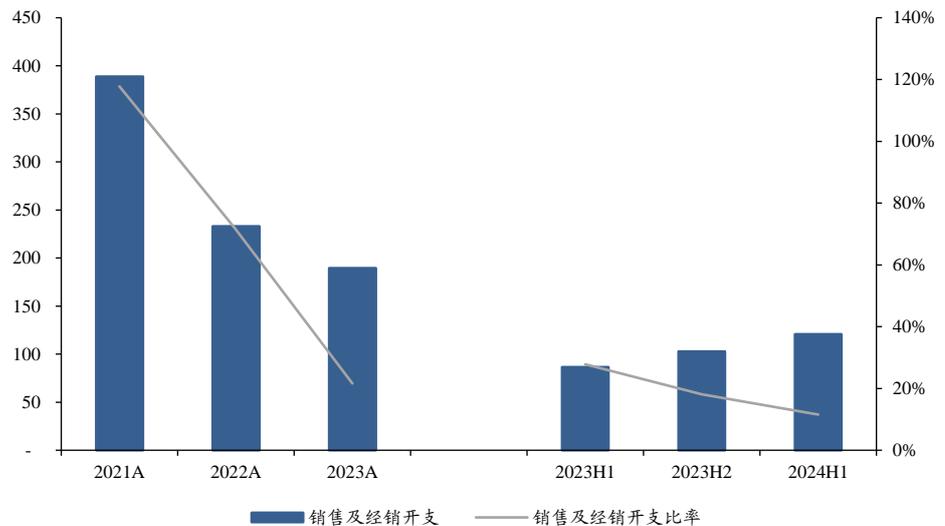


数据来源：中外玩具网，东吴证券研究所

### 2.3. 社群运营良好：从品牌广告转为社群运营，销售及经销开支率持续下降

2022 年以前，布鲁可的营销方式以品牌广告为主，例如分众梯媒广告、定制综艺等。这也导致 2021-2022 年销售及经销开支比率高达 118% 和 71%。2023 年以来，公司转变为以社群运营为主，构建 BFC（Blokees Figures Creator，布鲁可积木人创作者）圈子，鼓励粉丝进行二创和交流；并举办模玩大赛、晒图活动、线下展会等。在提升品牌影响力的同时，也降低了销售及经销开支比率。2023/2024H1 公司销售及经销开支比率分别为 22%/12%，较 2021-2022 年大幅降低。

图10：2021-2024H1 布鲁可销售及经销开支（百万元人民币）及占收入的比率（%，右轴）



数据来源：布鲁可招股书，东吴证券研究所

图11: 布鲁可 BFC 二创作品



2024年布鲁可举办第一届BFC创作赛



BFC二创作品在布鲁可生态大会上进行展示



BFC的二创作品

数据来源: 中外玩具网, 东吴证券研究所

2024年2月, 布鲁可启动首届BFC创作赛, 四个月内收到数百件参赛作品, 活动期间相关话题总浏览量超40万。此外, 官方定期组织成品晒图活动、模玩大赛、线下展会等, 鼓励BFC成员创造分享, 增强用户对品牌的归属感和忠诚度。资深模玩爱好者在社区中贡献大量优质内容, 进一步提升品牌的影响力和用户粘性。

图12: 布鲁可资深粉丝“送鱼SAMA”的作品



“送鱼SAMA”获得多项布鲁可官方荣誉奖杯



“送鱼SAMA”家中摆放大量布鲁可积木人玩具



“送鱼SAMA”会精心布景, 为积木人拍摄照片



“送鱼SAMA”的摄影作品

数据来源: 布鲁可优选公众号, 东吴证券研究所

### 3. 布鲁可为何能做到平价？——高效的产业链、规模化量产

**布鲁可能够实现平价策略，背后是中国高效的产业链以及规模化量产的优势。**

#### 3.1. 平价的背后，是中国高效的产业链

中国玩具产业在成本控制方面具有显著优势，能够生产全球 90%以上的玩具。自上世纪 90 年代，中国就承接了大量的海外玩具代工业务。发展至今，中国玩具产业在成本控制方面的优势尤为显著，真正实现了高性价比。以澄海的高德斯精密科技为例，作为为国内一线积木品牌代工的企业，其产品质量可与乐高媲美。高德斯在国内积木产业中的地位，如同台积电于芯片产业，它让上游厂商能够专注于产品设计研发，自身则致力于提高制造精度并降低生产成本。

布鲁可产品精度对标乐高，通过模具创新实现 0.004 毫米的模具精度（乐高为 0.005 毫米），远高于行业平均水平，且品质稳定，拼搭体验流畅一致。同时，布鲁可为合作工厂体系制定严格安全标准，达到全球行业安全标准（包括中国玩具安全标准 GB6675-2014、美国玩具安全标准 ASTM F963、欧盟玩具安全标准 EN71）。在生产过程中，布鲁可积木通过 ERP+MES 系统实时监控注塑机、组装线等工作中心运行状态，异常情况通过按灯呼叫及时处理；借助 CRM、SCM、高级排产导入，实现订单接收、分解、生产排程、物料需求自动分解，并将需求分配到对应工作中心，实现排产一站式指挥。自动仓储物流能准确供应物料并转移产品，设备和模具状态实时在线反馈。

截至 2024 年 6 月 30 日，布鲁可的工厂体系中有 6 家专业合作工厂，与合作工厂的生产协议期限一般为三年，并有专员驻守监督生产，确保产品质量。

图13: 布鲁可合作的工厂（部分）



数据来源：布鲁可招股书，东吴证券研究所

表10: 2021~2024H1 主要供应商占布鲁可业务的比例

	2021年	2022年	2023年	2024上半年
供应商A	46%	41%	34%	21%
供应商B	13%	8%	未进入TOP5	4%
供应商C	9%	8%	9%	未进入TOP5
供应商D	7%	未进入TOP5	未进入TOP5	未进入TOP5
供应商E	6%	20%	32%	30%
供应商F	未进入TOP5	5%	12%	13%
供应商G	未进入TOP5	未进入TOP5	3%	4%

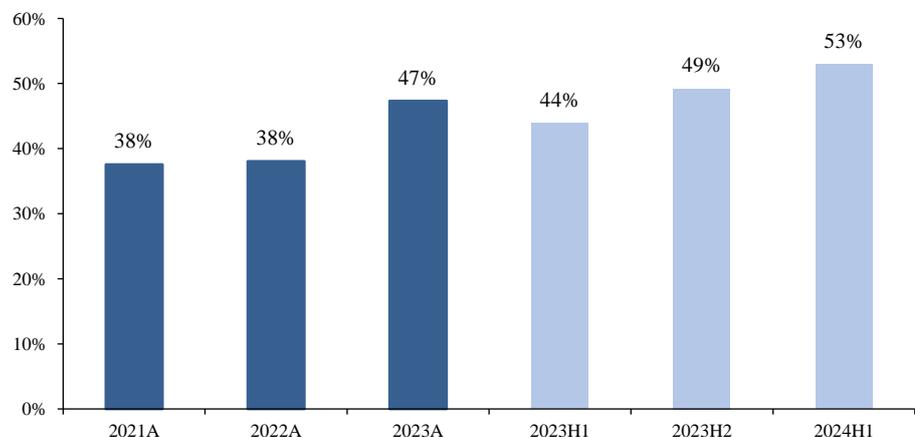
数据来源：布鲁可招股书，东吴证券研究所

### 3.2. 平价的背后，是规模化量产的优势

拼搭角色类玩具开模成本高是行业痛点，如乐高零件开模费用约 4-25 万欧元，加上前期打样、设计和量产费用，中小企业开发新品成本压力大。但布鲁可通过设计、研发、生产高度衔接的标准化系统，实现规模化高效产品上新，产品质量稳定且具有成本优势。其专有比例标准零件与特征零件有机组合的标准化体系，使产品能适配广泛 IP，高度还原角色神韵且性价比高，消费者可选择性组合 IP 系列产品重复拼搭。

随着销量提升，布鲁可的成本优势进一步显现，毛利率从 2021 年的 38% 提升至 2024H1 的 53%。在销售成本中，除授权费占收入比例因第三方授权 IP 收入占比提升而上升外，其他成本占收入比例均逐年下降，体现出规模效应。而且，若用授权费除以授权 IP 收入，该比例稳定在 10% - 12%。此外，布鲁可计划投资建设专门生产拼搭角色类玩具的自营工厂，预计 2026 年年底前后竣工，产能约为每月 900 万件，这不仅能提升产能，缩短新产品推出时间，从长远看还将进一步提高毛利率。

图14: 2021-2024H1 布鲁可毛利率持续提升



数据来源：布鲁可招股书，东吴证券研究所

布鲁可的销售成本中，只有授权费占收入的比例在提升，而其他成本占收入的比例均在逐年下降，体现出规模效应。而授权费占比的提升，也是因为第三方授权 IP 收入占比提升所引起，而如果用授权费除以授权 IP 收入，则该比例稳定在 10%~12%。

表11: 2021~2024H1 布鲁可销售成本构成 (百万元人民币)

百万元人民币	2021A	2022A	2023A	2024H1
销售成本	206	202	462	492
yoy			-2%	129%
占收入的比例	62%	62%	53%	47%
外包生产及采购成本	175	163	358	373
yoy			-7%	120%
占收入的比例	53%	50%	41%	36%
占销售成本的比例	85%	80%	77%	76%
授权费	3	15	73	91
yoy			494%	391%
占总收入的比例	1%	5%	8%	9%
占销售成本的比例	1%	7%	16%	19%
占授权IP收入的比例	12%	10%	10%	11%
物流成本	17	16	18	16
yoy			-9%	16%
占收入的比例	5%	5%	2%	2%
占销售成本的比例	8%	8%	4%	3%
固定资产折旧	12	9	12	12
yoy			-25%	40%
占收入的比例	4%	3%	1%	1%
占销售成本的比例	6%	4%	3%	2%

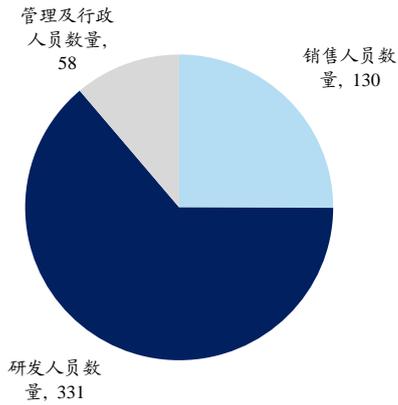
数据来源：布鲁可招股书，东吴证券研究所

### 3.3. 平价的同时，兼顾了质量、可玩性和观赏性

布鲁可积木虽然价格亲民，但品质出众。对于普通手办而言，若没有可动部件，制作相对简单，只需制作模具、上色后直接拼装即可。与普通手办不同，积木人不仅要确保部件能够灵活活动，还需保证其在活动过程中能维持相应的力度。例如，在关节和承重方面，需要避免“胳膊抬不起来”、“脚站不稳”、重心偏移等力学问题。

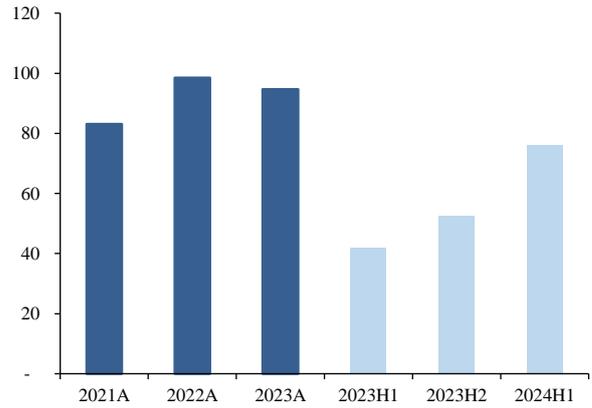
布鲁可之所以能保持较高的产品质量，关键在于其对研发的高度重视。截至 2024 年 12 月，公司已成功申请专利超过 500 项；截至 2024 年 6 月，研发人员占比过半，这些都为产品质量提供了保障。

图15: 截至 2024 年 6 月布鲁可员工构成 (人)



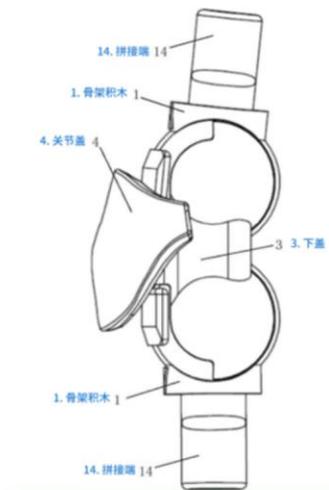
数据来源: 布鲁可招股书, 东吴证券研究所

图16: 2021-2024H1 布鲁可研发开支 (百万元人民币)

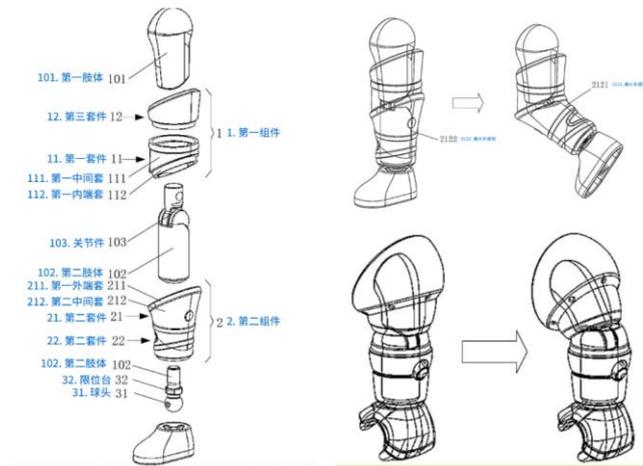


数据来源: 布鲁可招股书, 东吴证券研究所

图17: 布鲁可部分专利示意图



专利名称: 关节盖防脱的积木结构及其玩具  
专利编号: 2024201407813  
通过这种设计, 当关节盖装配到关节上时, 能将上盖的第一锁扣端和下盖的第二锁扣端锁定, 从而在关节活动过程中关节盖不容易脱出, 大大提升了关节的稳定性。



玩具穿套结构及玩具  
专利号: 2022114814584

通过将穿戴在玩具上的穿套结构设计为相邻套件环套配合的结构并能够通过发生转动的形式配合肢体的伸直和弯曲的动作, 且能够实现穿套结构无缝衔接。

数据来源: 布鲁可招股书, 智慧芽, 东吴证券研究所

## 4. 相比于普通玩具，角色拼搭玩具的 beta 是什么？

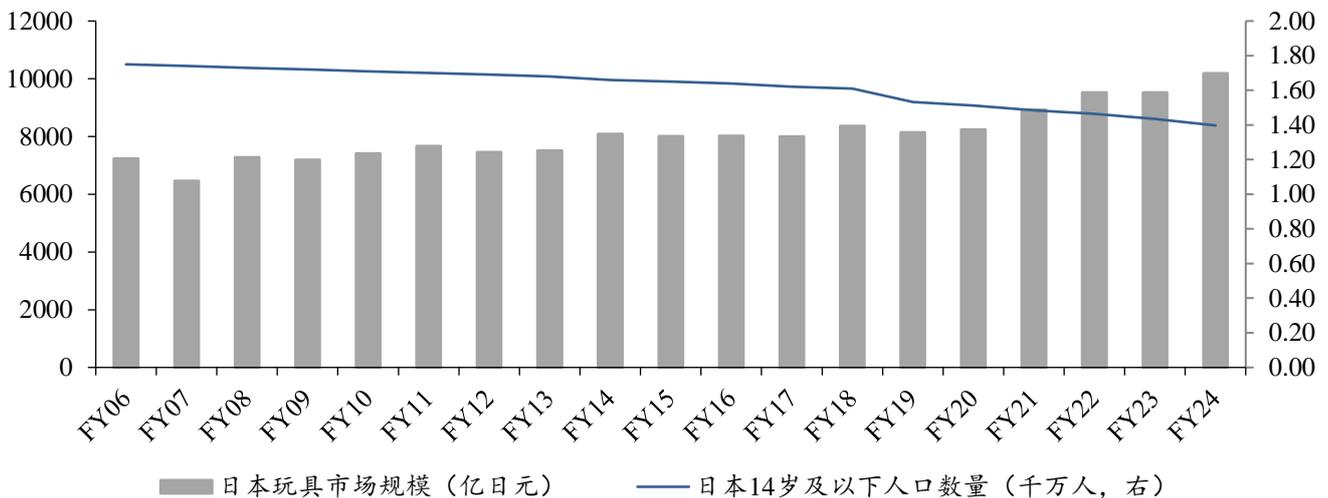
### 4.1. 日本：尽管面临少子化危机，玩具行业仍在持续增长

2024 财年日本国内玩具市场规模同比增长 7.1%至 1.02 万亿日元，首次突破万亿规模。尽管日本玩具业深陷少子化危机，但玩具销量自 2019 年以来连续四年增长，继上一年之后再创历史新高。

这种增长非常难得，因为这是在日本出生率连续 8 年下降的大背景下取得的。根据日本官方的消息，2023 年不包括外国人的出生人数同比减少 5.6%，降至 73 万人。截至 2024 年 3 月 15 岁以下儿童数量仅为 1400 万人。

日本的角色拼搭玩具起步于上世纪五十年代，至今已有 70 余年时间，期间经历了战争、电子游戏、少子化、疫情等外部冲击，至今仍是日本玩具行业的重要组成部分。

图18: FY2006~2024 日本玩具市场规模及 14 岁以下人口数量



数据来源：日本玩具协会，万代南梦宫财报，新浪财经，第一财经，新华网，环球时报，世界人口网，东吴证券研究所；

注：日本财年为截至 3 月 31 日，例如 FY24 指的是 2023/4/1~2024/3/31

注 2：人口数量为期末数据

在 20 世纪 50 年代之前，日本的玩具主要以玩法为核心进行设计，被称作“纯玩”。之后，带有具体角色形象的“杂玩”逐渐出现。然而在当时，业界普遍认为“杂玩”是投机取巧之举，“纯玩”才是正统玩具，这从“杂玩”的名称便可见一斑。

随着《魔神 Z》《高达》等机器人特摄作品的诞生，日本的机器人文化逐渐兴起，角色玩具应运而生。在这个过程中，抓住了爆款 IP 的公司便能乘势而上，出现了万代南梦宫这样的文娱巨头，也出现了静冈四社（即田宫、长谷川、青鸟社、富士美）、寿屋、海洋堂这样的老牌模玩企业。这些企业大多成立于 1950 年以前，至今已有超过 70 年历史，抵抗住了少子化、电子游戏、疫情等各种外部冲击，呈现强大韧性。

表12: 日本老牌模玩企业成立时间

企业	成立时间
青岛社	1924年
田宫	1946年
寿屋	1947年
富士美	1948年
万代	1950年
海洋堂	1964年

数据来源: hpoi 手办维基, 模型网, 中外玩具网, 万代官网, 东吴证券研究所

#### 4.2. 中国: 角色拼搭玩具方兴未艾, 人均消费额有较大提升空间

与日本相比, 中国角色拼搭玩具市场仍有较大发展空间。2023 年, 中国 14 岁以下人口数为 2.3 亿人, 是日本的 16 倍, 但同年中国的角色拼搭玩具市场规模仅 58 亿元, 仅为日本的 2.1 倍。以 14 岁以下人口数为基数计算, 中国的角色拼搭玩具人均年消费额为 25 元人民币, 尽管较 2022 年大幅提升 100%, 但与日本的 4300 日元(按照 2025/1/1 日元兑人民币 0.05 换算, 约为 201 元人民币)相比, 差距明显。

表13: 中国和日本的角色模型市场规模对比

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
日本角色模型市场 (亿日元)	338	399	558	602
yoy	0%	18%	40%	8%
日本14岁及以下人口数量 (千万人)	1.49	1.47	1.44	1.4
人均消费额 (日元)	2268	2714	3875	4300
yoy	0%	20%	43%	11%
	2020年	2021年	2022年	2023年
中国角色拼搭模型市场 (亿元人民币)	14	19	30	58
yoy		36%	58%	93%
中国14岁及以下人口数 (亿人)	2.53	2.48	2.42	2.34
人均消费额 (元人民币)	6	8	12	25
yoy		40%	61%	100%

数据来源: 布鲁可招股书, 万代南梦宫财报, 新浪财经, 东吴证券研究所

注: 日本财年为截至 3 月 31 日, 例如 FY24 指的是 2023/4/1~2024/3/31

注 2: 人口数均为期末数

这一差距的形成有多方面原因。1) 从经济发展阶段看, 日本早在 1981 年就迈入人均年收入一万美元的发达国家行列, 而中国在 2019 年才达到这一目标。2) 在文化 IP 产业方面, 日本角色拼搭模型与机甲特摄剧发展紧密, 早在上世纪七八十年代就推出《怪兽哥斯拉》《魔神 Z》等特摄剧, 为玩具产业发展奠定基础; 相比之下, 中国动画产业

发展滞后，导致角色拼搭玩具产业起步晚，市场规模有待提升。

**我们认为中国的角色拼搭模型市场有望继续快速增长，主要有两个依据：**

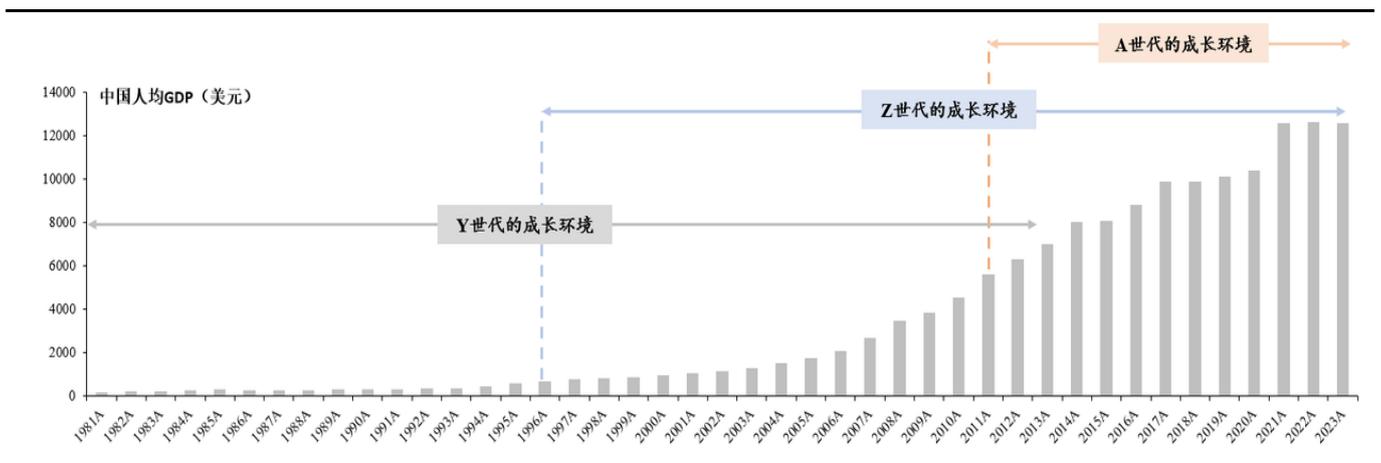
**第一，人的需求逐渐从功能价值走向情绪价值，这是驱动整个产品从功能价值走向情绪价值的核心原因。**马斯洛需求层次分为安全需求、爱的需求、尊重需求和自我实现需求五个层次。整体而言，人们的需求越来越细分，从最基础的需求逐渐过渡到精神层面的需求，是产品端从功能价值走向情绪价值的重要原因。

**第二，从功能性消费走向情绪消费的趋势，在年轻群体中体现得更加明显。**

中国的消费人群大体可以分为 X 世代（1965~1980 年出生）、Y 世代（1981~1995 年出生）、Z 世代（1996~2010 年出生）和 A 世代（又称阿尔法世代，2011 年后出生）。四个世代的成长环境不同、消费习惯大相径庭。Y 世代更追求性价比、更注重功能性价值；而 Z 世代购买决策更短、更冲动，更愿意为个人偏好和精神消费买单，喜欢新的、奇的、特别的、能带来情绪价值的东西，更关注二次元、颜值主义、潮流消费。过去几年里，Z 世代消费习惯成为重点研究对象。不论是潮玩，还是谷子，其兴起并非偶然现象，其底层推动力是 Z 世代和 A 世代在消费决策中扮演更重要角色。未来十年里，随着新生代的成长、成熟、购买力提升，整个消费和文娱产业将发生重要变化。

A 世代出生于 2011 年后，而过去这十年，恰好是中国经济高速发展、互联网普及率快速提升的十年。2010 年中国进入移动互联网时代，苹果 ipad、微博、微信都诞生于 2010~2011 年。2019 年中国人均 GDP 突破一万美元，逼近高收入国家人均 1.2 万美元的门槛。在这一背景下，A 世代对互联网的接触更深、交友平台更广阔、娱乐活动更丰富，在消费习惯上也更加注重情绪价值而非实用价值。

图19：中国不同世代生人所处的经济环境



数据来源：wind，东吴证券研究所

**在情绪消费、悦己消费等多种因素的共同作用下，二次元、潮玩、机甲等小众文化圈层的影响力不断扩大，受众范围持续拓展。**

以 **Wonder Festival 2024** 为例，Wonder Festival 是由日本老牌模型制作商株式会社海洋堂主办的世界最大规模的手办模型展。自 1984 年以来，WF 一直深受全球手办模型爱好者的欢迎。**2018 年，WF 走出日本、来到上海。**今年，B 站获得 WF 中国大陆地区独家主办权，于 2024 年 10 月在上海新国际博览中心举办展览。吸引了超过 10 万人次线下参观，**成为全球最大规模手办模型展。**WF2024 吸引了超 300 家知名手办模型企业参展，较去年同期增长超 60%；个人创作者展商数量也突破千名，同比增长 50% 以上；累计共有十万余件手办展品精彩亮相，部分价值上万元的手办模型在开展不久便被抢购一空。

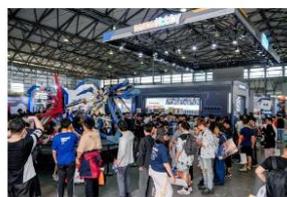
**图20：于上海举办的 Wonder Festival 2024 成为全球最大规模手办模型展**



WF 2024 人潮汹涌



WF2024 布鲁可专区



WF2024 万代专区



WF2024 goodsmile专区

数据来源：雷报，酷玩潮，东吴证券研究所

**中国市场受到越来越多海外积木和模玩品牌关注。**

例如**乐高**，截至 2024 年 8 月，已在中国 120 多个城市开设 480 多家门店，其中约 40% 位于三四线城市。截至 2024 年 9 月，门店数量已超 500 家，并计划进一步拓展业务。其策略包括推出具有中国特色 IP 的积木产品（如乐高悟空小侠系列、中国

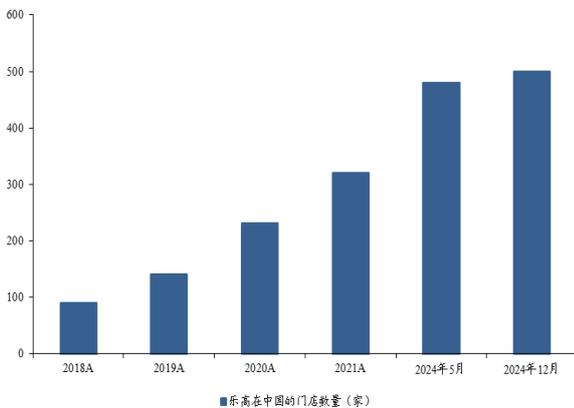
春节特色积木)、扩建嘉兴工厂、开设更多门店并升级现有门店,上海乐高乐园也预计于2025年夏天开业。乐高 CEO 克里斯蒂安森在半年报业绩电话会上强调了乐高过去五年在中国的快速增长,并认为中国市场潜力巨大,将继续在中国市场投资。

又如日本手办企业 goodsmile, 2019 年收入 273 亿日元。当年末,管理层秋山拓郎在访谈中提到,销售额中日本市场约占 60%,海外市场约为 40%,而海外市场中中国占比约一半,这使其对中国市场充满期待。此外,公司的 IP 选择也从单纯依赖日本 IP 转变为与全球 IP 合作,如《仙剑奇侠传》《王者荣耀》等,甚至还考虑推出西游记、三国志、水浒传等主题产品。

再看万代南梦宫,虽早在 2015 年就在上海成立了“万代南梦宫(上海)商贸有限公司”,但最初主要是引入集团旗下的游戏业务。自 2016 年起开始参加中国 CJ 展,展示与中国公司合作推出的 IP 手游。2018 年以来加快在中国市场的开店步伐,2024 年在中国开业了两家基地店和一家万代魂旗舰店(也是万代在海外的首店)。

综上所述,尽管中国角色拼搭玩具市场当前与日本存在一定差距,但随着消费需求的转变、年轻群体消费趋势的推动以及市场热度的提升和海外品牌的关注,中国的角色拼搭模型市场有望实现快速增长,未来发展空间广阔。

图21: 过去 6 年,乐高在中国持续新增门店



数据来源: 华经产业研究院, China daily, 东吴证券研究所

图22: 2024 年 5 月,乐高在福州市新开门店



数据来源: China daily, 东吴证券研究所

图23: 万代南梦宫在中国开设的旗舰店



数据来源: 万代南梦宫官网, 东吴证券研究所

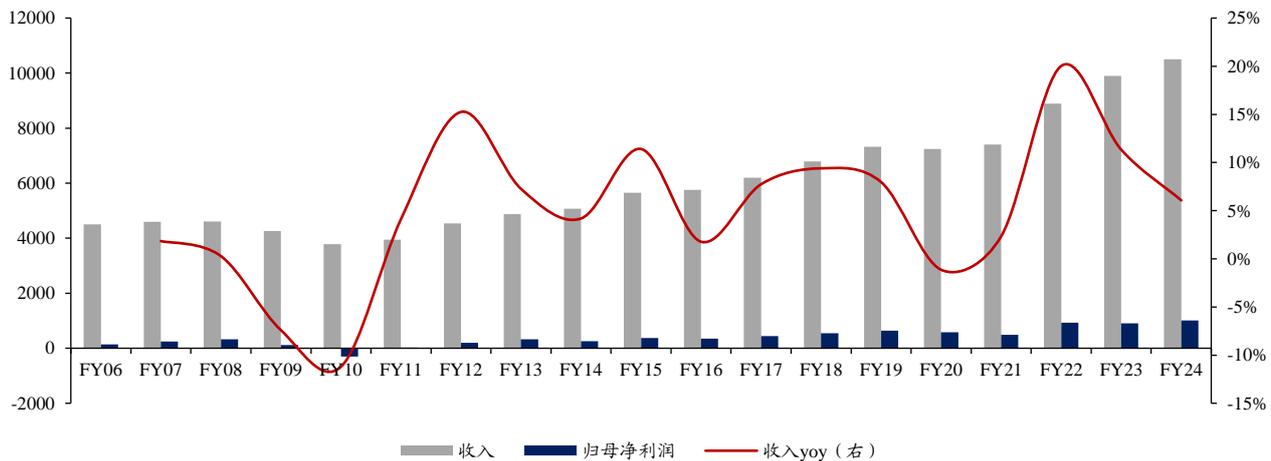
## 5. 相比于其他玩具企业，布鲁可的 alpha 是什么？——从万代的过去，看布鲁可的未来

在探讨完行业增速问题后，接下来我们将聚焦于细分行业竞争格局。鉴于中国的角色模型玩具市场尚处于发展初期，我们选取日本的万代南梦宫作为典型样本进行深入分析，尝试回答：**万代南梦宫为何能在日本文娱行业脱颖而出成为巨头？与其他模玩公司相比其优势何在？**

### 5.1. 乘着特摄剧的东风，推出爆款角色玩具，绑定东映快速发展

万代于 1950 年成立、于 1986 年上市；和南梦宫合并为万代南梦宫后，业务范围横跨影视、游戏、玩具、实景娱乐等多个范围，被业界称为“财团 B”（因其英文名是 Bandai Namco）。

图24: FY2006-FY2024 万代南梦宫收入（亿日元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：万代南梦宫 FY2024 财年为 2023/4/1~2024/3/31

1950 年成立的万代，在东京约 300 多家玩具公司的激烈竞争中，早期凭借两个重要决策脱颖而出。其一，在 1961 年推出《铁臂阿童木》的动画衍生玩具，借动画热度大卖；其二，1974 年与日本动画界巨头东映合作，东映推出的爆款动画《魔神 Z》对万代的崛起意义重大。

在《魔神 Z》之前，日本虽有英雄文化和特摄作品，但未明确区分巨人形象与机器人。《魔神 Z》不仅将巨人形象固化为机器人，通过具有机械美学的动作强化了机器人出现的机械过程和仪式感，带来强烈视觉冲击，更重要的是，它明确了英雄与工具的关系，将驾驶员设定为普通人，让孩子们极易代入角色，感受到自己驾驶机器人成为英雄的体验，这种独特的代入感是此前作品所没有的。

万代敏锐地抓住了孩子们的心理需求，推出的超级魔神 Z 玩具能够还原动画中的多

种功能，如发射火箭飞船、胸部装甲展开发射导弹等，让孩子们在玩耍玩具时仿佛置身动画成为英雄。凭借《魔神 Z》，万代在日本机器人玩具领域崭露头角。

此后，尽管机器人题材作品不断更新，但大多沿袭《魔神 Z》的故事模式。直到富野喜幸推出的《高达》出现，才打破了传统套路。

《高达》开篇展现出宏大且复杂的设定，首播时收视率虽不理想，因其主角战斗方式不够“热血”、人物关系复杂以及涉及战争中的现实问题，让习惯传统机器人动画的孩子们感到困惑。然而，随着部分观看《魔神 Z》的孩子步入青春期，心智逐渐成熟，他们开始理解并欣赏《高达》的独特之处。《高达》开创性地将人文关怀融入机器人题材作品，打破了善恶二元对立观念，以现实化视角展现战争中不同人物的遭遇和选择，体现出战争的复杂性和残酷性，这种深邃的创作理念引发强烈反响，凭借观众的积极反馈得以复播并推出新的剧场版，掀起热潮。

**万代顺势推出的高达玩具系列**，一经上市便引发了市场的热烈追捧，销量持续攀升，畅销态势长达一年之久，且每次新品推出都被消费者迅速抢购一空，成为玩具市场上的现象级产品。在此情况下，万代与日升（Sunrise）公司合作推出 MSV（即 mobile suite variation，可动装置）设定，不仅丰富了高达玩具产品线，满足了市场需求，还开创了 IP 矩阵的商业概念——消费者开始热衷于购买未在动画中正式登场的周边产品，为玩具市场带来新的活力。万代也借此实现商业飞跃，成为行业领军企业。

然而，万代的成功也引发了市场的连锁反应，其他厂商纷纷察觉到其中蕴含的巨大商机，不甘示弱地跟进这一市场趋势，使得机器人玩具市场在《高达》的带动下，进入了一个竞争激烈的阶段。

## 5.2. 危机与变局：激烈的竞争中，万代如何超过了青岛社、特佳丽和寿屋

1980 年，万代在玩具领域发展得如日中天之际，电子游戏出现了。

当时，玩具的用户与电子游戏用户高度重合，在当时人们的观念里，电子游戏也被视为一种玩具，尚未明确区分出独立的游戏玩家群体。每逢佳节，家长为孩子选购礼物时，孩子便面临着在积木玩具和电子游戏机之间的艰难抉择，毕竟家庭预算有限，二者往往只能取其一。这一情况使得玩具厂商们陷入了前所未有的困境，原本在万代的主导下，玩具市场的竞争格局已基本形成，而电子游戏的异军突起，瞬间打破了原有的市场平衡。

为了在激烈的市场竞争中求得生存，玩具厂商们纷纷开启了“内卷”模式。例如，特佳丽为玩家提供了涂装环节，推出详尽的涂装指示、逼真的标识水贴，并告知玩家使用的材料及具体涂装方法，甚至给出官方指导范例和设定图，与万代形成有力竞争。而青岛社则凭借密切关注市场动态，一旦发现未推出玩具的动画便迅速拿下版权进行小批量生产，通过薄利多销在市场缝隙中求得生存。

在八十年代，万代、青岛社和特佳丽形成三足鼎立之势。在此期间，为了在市场中占据优势，三家厂商不断迭代技术，在产品形态方面下足了功夫，可谓是“卷”到了极致，几乎摸索出了如今我们所能见到的各种玩具形式，有力推动了整个产业的升级。例如：开发出了骨架外甲可翻开、展示型的内构这种独特设计，让玩具能呈现出内部构造；在玩具里附上原稿设定，并搭配详细的涂装指导，便于玩家进行涂装操作；单独制作通用的文字标识，方便玩家识别；专门出设定集，帮助玩家更好地了解玩具背后的故事和设定；在玩具里面添加各种各样的 PC 件，以此打造出可活动的 PC 关节，增强玩具的可动性。

随着市场发展，传统的各类机器人及其玩法逐渐趋于固定，三家厂商开始谋求新的发展路线。它们尝试从过往的产品中探寻灵感，最终找到了一个极为重要的方向——变形玩具。三家公司纷纷开始推出各自的变形玩具产品。

万代推出的黄金战士在当时颇具代表性，造型奇特，可以从一个打火机的造型巧妙地变身为机器人。而且在那个年代，万代还推出了诸多同类型的小产品，它们往往以日常生活中常见的一些小物件为原型，经过变形后成为模样各异的机器人。

特佳丽不甘落后，为此找到了 Studio Nue 工作室（这个工作室以前为日升提供设计服务，可以说是日升重要的供应商，全日本众多机器人的设计都出自该工作室之手），设计出了“戴亚克隆”的设定，而它正是变形金刚的前身。毫不夸张地说，倘若没有戴亚克隆，也就不会有后来风靡全球的变形金刚了。戴亚克隆一经推出，便在市场上引起了极大的轰动，它的设计别出心裁，不仅有超小型的人偶可以驾驶机器人，还有大型的机器人，甚至配备了超大的基地。相较于万代的黄金战士等产品，戴亚克隆显然更具趣味性和吸引力。在变形玩具这一领域的竞争中，特佳丽凭借戴亚克隆迅速占据上风，使得万代的产品一下子相形见绌，优势不再明显。

然而，转折点来自《超时空要塞》。一些小厂联合起来策划了该项目，由河森正治负责，开创了玩具先于动画进行营销的独特模式。孩子们在放学后到玩具店，会看到展示着帅气飞机和全新模型的巨大海报，模型种类丰富、价格各异，还附带设定书。在产品方面，《超时空要塞》的变形机器人摒弃了以往的粗糙拼凑方式，呈现全流线型机体，可经过复杂精彩的翻转变成人或飞机。该 IP 不仅在国内大获成功，还走向国际市场，引发重要风潮，甚至一度超过《高达》，同时还开拓了“下沉市场”，推出价格亲民但质量远超地摊玩具的产品。

尽管制作《超时空要塞》玩具的几家小厂起初获得了极高人气和商业成功，但因经营模式存在缺陷，最终倒闭。

2019 年，万代推出 30MM 系列，该系列具有拼装过程简易快速和接口通用的特点，玩家可根据自己的创意自由搭配零件。万代在借鉴过程中还引入了新的设计元素，在拼装模型的手感方面表现出色，其分件设计和水口处理处于业界领先水平，例如精心设计剪水口的先后顺序，先剪细的水口，再剪粗的水口，有效避免零件在剪取过程中因承重

问题而被撕裂；在材料改良方面也不断优化模型材质，并推出一体骨架技术提升产品质量；在说明书设计上，将说明书与玩具板件规划紧密结合，方便玩家找到所需零件，即便不懂英文和日文也能顺利完成拼装。这些努力进一步增强了万代在玩具行业的竞争力，巩固了其领先地位。

九十年代，万代陆续收购了《高达》的制作方日升（Sunrise）动画制作公司和创通公司的部分股权，使《高达》成为旗下 IP。直到今天，高达仍然在为万代南梦宫贡献稳定的现金流。

从万代南梦宫的发展历程来看，它的成功离不开日本机器人文化的发展，也离不开公司管理层的前瞻眼光：一是赶在潮流前线，找准当时最热门的 IP，迅速推出产品，借着影视原作的热度实现销量大爆；二是注重产品创新，不断推出新颖的玩法和设计，例如增加可动性、可变形性、改进水口、预涂装和说明等细节，在产品质量、拼装体验等方面不断优化；三是丰富 IP 储备，避免过度依赖单一 IP。

**如果用餐饮来比喻玩具厂家的话，拥有丰富的产品线和其他综合业务的万代好比海底捞自助，而和万代几乎有同样年岁的其他模玩公司则是单一菜系。**

### 5.3. 打造原创 IP 是美好的理想，但不是必要的生存条件

虽然近年有很多公司纷纷提到 IP，但从时间线上看，万代南梦宫是第一个将 IP 写入公司战略的。早在 2009 年，万代南梦宫在年报里首次提到了 IP，提出“以动漫、动画、游戏中出现的角色（也就是 character）作为主体，进而开发一系列衍生内容和产品”。在 2011 年，万代南梦宫提出了“IP 轴”战略，它也是最早把 IP 写进公司战略的大企业之一。并且它当时使用这个词的时候，含义就和现在在中文语境下所指的 IP 很相似。在 2015 年、2018 年、2021 年的年报中，虽然会随着管理层换届有一些组织架构的新调整，但 IP 轴战略始终是公司最重要的战略之一，即打破单纯以媒介或产品来划分部门的模式，而是以 IP 为核心逻辑来整合不同的产品形态。

尽管将 IP 作为企业核心战略，但实际上，万代南梦宫的 TOP10 IP 里，只有两个是自有 IP。

万代南梦宫每年都会在年报里披露收入占比最高的 10 个 IP。其中，一般会有 7-8 个经典 IP 是固定不变的，剩下两三个是当年比较热门的、有变化的 IP，比如 2016 年的《偶像活动》《妖怪手表》，2022 年的《火影忍者》。

在那 7-8 个经典 IP 里，只有 2 个是自有的。一个是《高达》，因为制作《高达》的日升（Sunrise）公司是万代旗下的；还有一个是《奥特曼》，其版权方是圆谷制片厂，而万代又是圆谷的大股东。FY24《高达》和《奥特曼》两个 IP 仅占公司总收入的 16%。剩下的 5 个 IP 都和东映有关，包括《假面骑士》《超级战队》《光之美少女》《龙珠》和《海贼王》。还有一个是其他公司授权的 IP，即《面包超人》。前 10 个 IP 基本上能占到万代南梦宫整个销售额的近一半。

图25: FY2022-FY2024 万代南梦宫分 IP 收入 (亿日元)



数据来源: 万代南梦宫财报, 东吴证券研究所

注: 万代南梦宫 FY2024 财年为 2023/4/1~2024/3/31

万代南梦宫也尝试过打造自有 IP。在“IP 轴”战略正式提出之后, 万代南梦宫也开始更加注重孵化原创 IP 了。因为一直以来, 相较于通过收购和合作授权获得的 IP, 万代南梦宫自己孵化 IP 的能力相对较弱。公司的管理层一直强调, 集团的目标是希望内部和外部 IP 能各占一半, FY2024 财年还是外部 IP 收入占比更高。

为了推动原创 IP, 公司也陆续设置了一些机制, 例如鼓励员工提出原创 IP 的想法, 并为孵化原创 IP 提供资金支持。《偶像大师》(love live!) 算是公司在孵化原创 IP 方面一个相对成功的案例。但不论是从影响力, 还是从收入贡献上看, 这个 IP 仍然和高达有着明显的距离, FY24 并未进入公司 TOP10 收入 IP 榜。

不论是万代南梦宫的《偶像大师》、乐高的《幻影忍者》, 还是布鲁可的《英雄无限》, 都是打造自有 IP 的尝试。自有 IP 无需面临授权期到期的风险, 也不存在授权费成本, 但另一方面, 也意味着在前期需要花费较长时间进行市场教育。从万代和乐高来看, 他们的收入大头仍然以授权 IP 为主, 且授权 IP 贡献着稳定的收入。打造自有的、长青的、世界级的 IP, 可能是每一个玩具公司的梦想。但在那之前, 更重要的是打好手中的牌。

## 6. 盈利预测与投资评级

结合以上分析, 我们认为中国的角色玩具市场处于发展初期, 人均消费金额远低于日本, 仍有较大提升空间。中国的角色玩具企业过去大多为海外品牌代工厂, 正逐步走向品牌化。在消费需求增长和供给提升的双向奔赴下, 我们有望看到中国本土诞生角色拼搭品牌, 而布鲁可则是其中一个较为典型的代表。

21 年以来, 布鲁可通过绑定热门 IP、积极拓展渠道、持续优化产品、打造粘性社区, 实现了收入的快速增长。随着收入提升和产量提升, 公司的规模效应也在持续显现, 毛利率和经调整净利率持续提升。我们认为公司有望受益于行业发展, 并展现 alpha。

我们预计布鲁可 2024-2026 年收入分别为 25/35/44 亿元人民币，收入分别同比增长 180%/43%/24%。分 IP 来看，奥特曼作为海外头部热门 IP，特设剧推出至今已超过 50 年，在 80 后/90 后/00 后/10 后群体中都有着广泛影响力。我们认为，随着布鲁可持续对产品造型、玩法进行迭代，其奥特曼积木销量仍有望保持环比稳定。

从公司新品推出节奏来看，非奥特曼 IP 的产品在新品中占比更大，有望逐步提升其他 IP 占公司收入的比例。我们预计 2025-2026 年变形金刚、英雄无限以及其他 IP（如宝可梦、初音未来、漫威）等有望继续贡献可观的业绩增量。

24H1 公司的奥特曼产品毛利率（51%）<变形金刚（57%）<英雄无限（60%）。我们预计随着奥特曼收入占比降低，公司整体毛利率或继续提升。此外，公司此前主要与第三方工厂合作，其投资的自营工厂预计将于 2026 年年底前后竣工，长远来看（即 2026 年往后），随着自营工厂利用率的逐步提高，布鲁可的毛利率也有望进一步提升。

表14：2022-2026E 年布鲁可分 IP 收入及毛利润（百万元人民币）

百万元人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	326	877	2,458	3,517	4,374
yoy	-1%	169%	180%	43%	24%
毛利润	124	415	1301	1925	2440
毛利率	38%	47%	53%	55%	56%
<b>奥特曼</b>					
销售收入	113	559	1,356	1770	1996
收入yoy	0	396%	142%	31%	13%
收入占比	35%	64%	55%	50%	46%
毛利润	42	262	698	929	1047
毛利率	37%	47%	51%	52%	52%
<b>变形金刚</b>					
销售收入	0	124	486	771	1039
收入yoy	0	new	293%	58%	35%
收入占比	0	14%	20%	22%	24%
毛利润	0	68	274	438	597
毛利率	0%	55%	56%	57%	57%
<b>英雄无限</b>					
销售收入	2	65	400	647	872
收入yoy	0	3367%	518%	62%	35%
收入占比	1%	7%	200%	73%	76%
毛利润	1	36	243	412	564
毛利率	41%	55%	61%	64%	65%
<b>百变布鲁可</b>					
销售收入	83	51	19	19	19
收入yoy	-42%	-39%	-62%	0%	0%
收入占比	26%	6%	1%	1%	0%
毛利润	38	24	9	9	9
毛利率	45%	46%	45%	45%	45%
<b>其他</b>					
销售收入	128	78	196	310	447
收入yoy	-32%	-39%	151%	58%	44%
收入占比	39%	9%	8%	9%	10%
毛利润	44	26	78	137	224
毛利率	34%	33%	40%	44%	50%

数据来源：布鲁可招股书，东吴证券研究所

我们预计 2024-2026 年公司的营业开支（即三费合计）分别为 9.5/8.6/10.7 亿元人民币，占收入的比例分别为 39%/24%/24%。

趋势上看，公司的营业开支率呈逐年降低的趋势，一方面是因为早期采用品牌营销方式、成本较高，如 2021-2022 年销售及经销开支率分别为 118%、71%，而 2023 年已降低至 22%，2024H1 进一步降低至 12%，我们假设 2024H2 销售及经销开支率持平上半年。另一方面是因为积木人早期研发成本较高，2021-2022 年研发支出率均在 25% 以上，而 2023-2024H1 研发支出率明显降低。行政开支率也从 2021 年的 18% 降低至 2023 年的 6%，而 2024H1 之所以大幅提升至 39%，主要系一次性股权激励费用 3.6 亿元，若剔除该影响，则行政开支率保持平稳。我们预计 2024H2/2025/2026 的行政开支率保持在 5% 左右。

表15: 2021-2026E 年布鲁可营业开支（百万元人民币）及占收入的比率

百万元人民币	2021A	2022A	2023A	2024H1	2024H2E	2024E	2025E	2026E
营业开支	530	382	333	601	336	937	838	1,041
yoy		-28%	-13%	301%	84%	181%	-11%	24%
占收入的比例	161%	117%	38%	57%	24%	38%	24%	24%
销售及经销开支	389	233	189	121	163	284	406	505
yoy		-40%	-19%	40%	58%	50%	43%	24%
销售及经销开支比率	118%	71%	22%	12%	12%	12%	12%	12%
研发开支	83	98	95	76	103	179	256	318
yoy		19%	-4%	81%	95%	89%	43%	24%
研发开支率	25%	30%	11%	7%	7%	7%	7%	7%
行政开支	58	51	49	404	71	475	176	219
yoy		-12%	-3%	1730%	160%	864%	-63%	24%
行政开支率	18%	16%	6%	39%	5%	19%	5%	5%

数据来源：布鲁可招股书，东吴证券研究所

我们选取奥飞娱乐、泡泡玛特和万代南梦宫作为可比公司。奥飞娱乐主业为影视动画、玩具、婴童用品，在玩具业务上和布鲁可有一定相似性；泡泡玛特主业为潮玩盲盒；万代南梦宫主营业务较为多元，包括影视动画、游戏、玩具、实体娱乐等，在玩具业务（尤其是可拼装模型）方面和布鲁可有一定相似性。其中奥飞娱乐和泡泡玛特当前市值对应 2025 年预期利润的 PE 为 59 倍和 31 倍（泡泡玛特选取 non-gaap 净利润口径），万代南梦宫当前市值对应 2025 财年的 PE 为 22 倍，三家公司平均 PE 为 37 倍。

我们看好布鲁可在产品创新、渠道覆盖、IP 储备方面的优势，并认为公司有望受益于中国整体角色拼搭模型行业快速发展趋势。预计公司 2024-2026 年收入分别为 25/35/44 亿元人民币，分别同比增长 180%/43%/24%；归母净利润分别为 0.9/9.0/11.2 亿元；经调整净利润分别为 6.5/9.0/11.3 亿元，分别同比增长 787%/40%/25%，建议关注。

表16: 同行业可比公司业绩和估值表现

奥飞娱乐	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入 (亿元人民币)	27	27	29	32	35
yoy	0%	3%	6%	10%	10%
归母净利润 (亿元人民币)	-2	1	1	2	3
yoy	-59%	-155%	40%	69%	41%
PE	-	139	100	59	42
泡泡玛特	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入 (亿元人民币)	47	63	127	166	198
yoy	3%	36%	101%	30%	20%
non-gaap 净利润 (亿元人民币)	5	11	28	37	46
yoy	-44%	127%	160%	31%	24%
PE	-	105	40	31	25
万代南梦宫	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E
收入 (亿日元)	9,901	10,502	11,631	11,837	12,392
yoy	11%	6%	11%	2%	5%
归母净利润 (亿日元)	904	1,015	1,143	1,128	1,187
yoy	-3%	12%	13%	-1%	5%
PE	28	25	22	22	21
<b>可比公司PE平均值</b>		<b>89</b>	<b>54</b>	<b>37</b>	<b>29</b>
布鲁可	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入 (亿元人民币)	3	9	25	35	44
yoy	-1%	169%	180%	43%	24%
non-gaap 净利润 (亿元人民币)	-2	1	6	9	11
yoy	-37%	扭亏	787%	40%	25%

数据来源: wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

注: 奥飞娱乐业绩预测来自 wind 一致预期, 万代南梦宫业绩预测来自 bloomberg 一致预期, 泡泡玛特和布鲁可业绩预测来自东吴证券研究所

注 2: 奥飞娱乐和泡泡玛特的财年和自然年一致, 万代南梦宫的 FY2024 财年为 2023/4/1~2024/3/31

注 3: 市值数据为截至 2025/1/2 收盘总市值, 泡泡玛特市值按照 2025/1/2 港元兑人民币汇率 0.9249 换算后计算 PE

## 7. 风险提示

- 市场竞争风险:** 行业新进入者的威胁, 潜在竞争对手可能采取的低价竞争、产品模仿等策略对布鲁可市场份额的冲击。
- 产品创新风险:** 消费者对积木产品创意与功能需求的快速变化, 公司产品创新跟不上市场节奏的风险。
- 政策法规风险:** 玩具行业相关政策法规的变化, 如更严格的质量安全标准、环保要求、税收政策等对公司生产运营成本与合规管理的挑战。知识产权保护政策执行不力, 公司面临产品侵权纠纷或自身知识产权被侵犯的风险。
- 渠道管理风险:** 线下销售渠道合作关系的稳定性风险, 如与经销商的合作条款变更、销售终端布局调整等对产品销售的影响。

## 布鲁可三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>682.26</b>	<b>2,245.42</b>	<b>5,311.37</b>	<b>7,085.02</b>	<b>营业总收入</b>	<b>876.69</b>	<b>2,457.54</b>	<b>3,517.15</b>	<b>4,373.58</b>
现金及现金等价物	360.84	1,369.43	4,068.59	5,547.73	营业成本	461.76	1,156.71	1,592.62	1,933.17
应收账款及票据	38.26	107.24	153.48	190.85	销售费用	189.28	283.73	406.07	504.94
存货	76.29	191.11	263.14	319.40	管理费用	49.23	474.52	175.86	218.68
其他流动资产	206.87	577.64	826.16	1,027.03	研发费用	94.66	178.60	255.60	317.84
<b>非流动资产</b>	<b>330.40</b>	<b>284.69</b>	<b>284.69</b>	<b>284.69</b>	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	47.67	47.67	47.67	47.67	<b>经营利润</b>	<b>81.76</b>	<b>363.98</b>	<b>1,087.01</b>	<b>1,398.95</b>
商誉及无形资产	64.22	64.22	64.22	64.22	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	1.65	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	(269.94)	(153.00)	4.00	4.00
其他非流动资产	218.51	172.80	172.80	172.80	<b>利润总额</b>	<b>(189.84)</b>	<b>210.98</b>	<b>1,091.01</b>	<b>1,402.95</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,012.66</b>	<b>2,530.11</b>	<b>5,596.05</b>	<b>7,369.71</b>	所得税	17.64	114.60	192.94	280.59
<b>流动负债</b>	<b>730.89</b>	<b>1,971.39</b>	<b>2,786.07</b>	<b>3,437.91</b>	<b>净利润</b>	<b>(207.48)</b>	<b>96.38</b>	<b>898.07</b>	<b>1,122.36</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(1.38)	3.02	0.00	0.00
应付账款及票据	259.67	650.47	895.60	1,087.11	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(206.10)</b>	<b>93.36</b>	<b>898.07</b>	<b>1,122.36</b>
其他	471.22	1,320.92	1,890.47	2,350.80	EBIT	(188.19)	210.98	1,091.01	1,402.95
<b>非流动负债</b>	<b>1,890.06</b>	<b>1,853.96</b>	<b>1,853.96</b>	<b>1,853.96</b>	EBITDA	(143.49)	210.98	1,091.01	1,402.95
长期借款	7.08	7.08	7.08	7.08	<b>Non-GAAP 净利润</b>	<b>72.88</b>	<b>646.13</b>	<b>904.39</b>	<b>1,128.68</b>
其他	1,882.98	1,846.87	1,846.87	1,846.87					
<b>负债合计</b>	<b>2,620.95</b>	<b>3,825.35</b>	<b>4,640.02</b>	<b>5,291.86</b>					
股本	0.13	217.35	241.47	241.47					
少数股东权益	(2.04)	0.98	0.98	0.98					
归属母公司股东权益	(1,606.26)	(1,296.22)	955.05	2,076.86					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,012.66</b>	<b>2,530.11</b>	<b>5,596.05</b>	<b>7,369.71</b>					
					<b>主要财务比率</b>	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	每股收益(元)	(1.19)	2.97	3.75	4.67
经营活动现金流	284.89	935.31	1,341.96	1,475.69	每股净资产(元)	(9.29)	(7.49)	5.52	12.01
投资活动现金流	(43.27)	(143.39)	4.00	4.00	发行在外股份(百万股)	172.96	217.35	241.47	241.47
筹资活动现金流	(70.15)	217.22	1,353.75	0.00	ROIC(%)	13.87	(6.67)	(552.59)	73.64
现金净增加额	171.87	1,008.59	2,699.16	1,479.15	ROE(%)	12.83	(7.20)	94.03	54.04
折旧和摊销	44.69	0.00	0.00	0.00	毛利率(%)	47.33	52.93	54.72	55.80
资本开支	(43.34)	0.00	0.00	0.00	销售净利率(%)	(23.51)	3.80	25.53	25.66
营运资本变动	146.89	685.93	447.89	357.33	资产负债率(%)	258.82	151.19	82.92	71.81
					收入增长率(%)	169.27	180.32	43.12	24.35
					归母净利润增长率(%)	50.92	145.30	861.91	24.97

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>