

拼搭角色玩具引领者，未来增长可期

核心观点

本文主要研究了中国拼搭角色类玩具龙头布鲁可为什么能够快速取得成功，以及如何看待其未来的增长潜力。

公司是积木拼搭角色玩具引领者，2022 年推出并重点发力拼搭角色类玩具，依托自有 IP+合作热门 IP 取得快速成长。其中：

①布鲁可的成功主要源于切入快速成长的中国拼搭角色类玩具赛道，并通过合作热门 IP、盲盒销售、标准件生产体系，**为消费者提供了好玩的体验和便宜的价格**。相较于万代，布鲁可产品更具有性价比；相较于国产厂家，布鲁可产品可玩性更强、配件更丰富、IP 更多元。

②展望未来，随着公司产品价格带下沉（助力渠道拓展下沉市场）、IP 矩阵扩展（助力人群从中小学男生向更高年龄层及女性用户群体扩张）、产品出海销售，有望驱动公司持续增长。

摘要

布鲁可：中国积木拼搭角色玩具引领者，好而不贵、快速成长。公司早期以积木玩具为主要产品，2022 年推出并重点发力拼搭角色类玩具，依托“奥特曼”等国内外知名 IP，产品“好而不贵”、取得快速增长。2023 年公司拼搭角色类玩具实现 GMV18 亿元，为中国最大、全球第三的拼搭角色类玩具企业。24H1 营收 10.46 亿元/+237.6%，经调整净利润 2.92 亿元/同比扭亏，24H1 毛利率 52.9%、经调整净利率 27.9%，主要系公司积木人盲盒产品销量大增，规模效应下毛利率持续提升，营销转向内容驱动下费用率改善。

如何理解布鲁可的成功？①首先，得益于切换到一个快速增长的赛道，拼搭角色类玩具兼具对 IP 角色的神韵还原和互动性的游玩体验，是玩具市场增速较快的细分品类，中国拼搭角色类玩具 2023 年市场规模 GMV 约 58 亿元/+93.3%。②其次，公司产品能从竞争中脱颖而出，主要系为消费者同时提供了好玩的体验和便宜的价格。公司的拼搭角色类产品融合了消费者对 IP 的喜爱（合作约 50 个知名热门 IP、拥有 2 个自有 IP，其中以奥特曼、变形金刚、英雄无限 IP 为主，24H1 收入分别占比 57%、19%、16%）与盲盒销售方式（提供收集乐趣，24H1 盲盒销售收入占比 73.9%），

布鲁可 (0325. HK)

首次评级

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 01 月 07 日

创新采用“标准零件+特征零件”的玩具架构，大部分零件为标准零件，在质量优秀（模具精度 0.004 毫米、角色神韵还原&拼搭体验好）的同时实现成本的规模效应。③最后，从渠道和营销角度，2022 年起公司线下经销商渠道快速扩展，助力产品触达终端，通过内容驱动的营销策略打造消费者生态圈，增强复购、提升品牌影响力。

如何看待布鲁可未来增长潜力？我们认为布鲁可未来的增长驱动力主要来自三方面：①**全价位**：截至 24H1 末布鲁可三线及以下城市经销商仅 128 个，低线级渠道仍有拓展空间，24 年 11 月公司已推出 9.9 元产品变形金刚星辰版，后续或将继续推出多个 IP 的平价产品，助力渠道向下沉市场拓展。②**全人群**：当前公司客群主要集中在小学男生群体，全球 IP 价值 Top30 中，仍有众多 IP 资源待开发，未来通过 IP 矩阵的扩展（如宝可梦、三丽鸥、名侦探柯南）等有助于促进客群向更高年龄层及女性用户群体的扩张。③**全球化**：目前公司已获得奥特曼 IP 在北美、欧洲及亚洲等地的授权，随着 IP 授权范围扩大、增加境外销售区域，如在东南亚等市场或有望复制奥特曼、变形金刚等 IP 在国内的热销。

盈利预测：我们预计布鲁可 2024-2026 年营业收入分别为 21.9、34.5、43.4 亿元，同比分别增长 149.8%、57.7%、25.8%，经调整归母净利润分别为 5.8、10.9、13.6 亿元，同比分别增长 699.0%、87.7%、24.0%。首次覆盖，基于公司的高成长性，给予“买入”评级。

风险提示：

1) **IP 授权续期风险：**对 IP 的喜爱是消费者购买动机之一，公司合作多个知名 IP，以奥特曼、变形金刚为主（24H1 收入占比 57%、19%），若 IP 到期授权无法续期、或续期条款苛刻，将对公司经营造成不利影响。以 24H1 情形为基础测算，若 IP 授权费用占收入比重提升 1、3、5 个百分点，则公司经调整净利润或减少 2.7%、8.0%、13.3%。

2) **渠道管理风险：**公司自 2022 年起快速拓展线下经销商渠道，24H1 收入占比 91.6%，合作经销商 511 家，若公司渠道管理能力不足，造成渠道库存积压、价格体系混乱，或影响品牌形象及产品销售。

3) **玩具流行趋势变动风险：**玩具的流行趋势更迭较快，若公司未能与受消费者喜爱的 IP 开展合作、及时开发符合消费者需求的新产品，或影响公司的经营业绩和成长性。

4) **市场竞争加剧风险：**若积木人行业竞争对手增多，或者采用激进的竞争策略，则或对公司的收入、业绩增长带来不利影响。

目录

1. 布鲁可：中国积木原创品牌，好而不贵、快速成长.....	1
1.1. 布鲁可：中国积木拼搭角色玩具引领者，2022 年推出并重点发力拼搭角色类玩具，依托自有 IP+合作热门 IP，秉持“好而不贵”理念，取得快速成长.....	1
1.2. 财务数据：2023 年起经营表现靓丽主要系奥特曼积木人盲盒产品销量快增，规模效应下毛利率持续提升.....	3
1.3. 股权结构：股权结构集中并设立激励计划绑定核心员工，管理层深耕行业、具备丰富经验.....	3
2. 如何理解布鲁可的成功?.....	5
2.1. 行业快速增长：拼搭角色类玩具是玩具市场增速较快的细分品类，兼具对 IP 角色的神韵还原+互动性的游玩体验.....	5
2.2. 产品定位清晰：为消费者同时提供了好玩的体验和便宜的价格.....	6
2.2.1. 产品调整：22 年起公司战略重心调整为拼搭角色类玩具，目前产品覆盖 9.9-399 元价格带，极具性价比.....	6
2.2.2. IP 授权：对 IP 的喜爱是消费者购买动机之一，公司合作多个知名 IP、拥有 2 个自有 IP，以奥特曼、变形金刚、英雄无限 IP 为主.....	7
2.2.3. 盲盒销售：通过盲盒+隐藏款形式促进销售，24H1 公司盲盒销售收入占比 73.9%，盲盒 SKU 数达 255 个，盲盒销售均价下降至 15.5 元.....	8
2.2.4. 高性价比：IP 并非独家授权，公司产品能从竞争中脱颖而出，主要系依托标准化的产品体系能够为消费者提供好玩的体验和便宜的价格.....	9
2.2.5. 竞品对比：以奥特曼 IP 为例，布鲁可传奇版产品更具有性价比，积木人盲盒与奇妙等国产厂家对比，布鲁可积木人盲盒可玩性更优秀.....	10
2.3. 渠道覆盖广泛：2022 年起公司线下经销商渠道快速扩展，通过内容驱动的营销策略打造消费者生态圈.....	11
2.3.1. 渠道转向：22 年起线下经销渠道快速开拓，24H1 末共有 511 个经销商，已覆盖所有一二线城市及 80%以上的三线以下城市.....	11
2.3.2. 营销策略：内容驱动的营销策略打造消费者生态圈，已有 200 万微信小程序会员，图鉴奖杯激发消费者收集热情，BFC 模式降低内容生成成本扩大影响力.....	12
3. 如何看待布鲁可未来增长潜力?.....	14
3.1. 全价位：24 年 11 月已推出 9.9 元产品变形金刚星辰版，平价价格带产品助力渠道向下沉市场拓展，24H1 末布鲁可三线及以下城市经销商仅 128 个.....	14
3.2. 全人群：当前产品客群主要集中在小学男生，未来通过 IP 扩展（如宝可梦、三丽鸥、名侦探柯南）等促进客群向更高年龄层及女性用户扩张.....	15
3.3. 全球化：IP 授权范围扩大、增加境外销售区域，如在东南亚等市场或有望复制奥特曼、变形金刚等 IP 积木人盲盒在国内的热销.....	18
盈利预测.....	19
风险分析.....	21

图目录

图 1：布鲁可发展历程.....	1
------------------	---

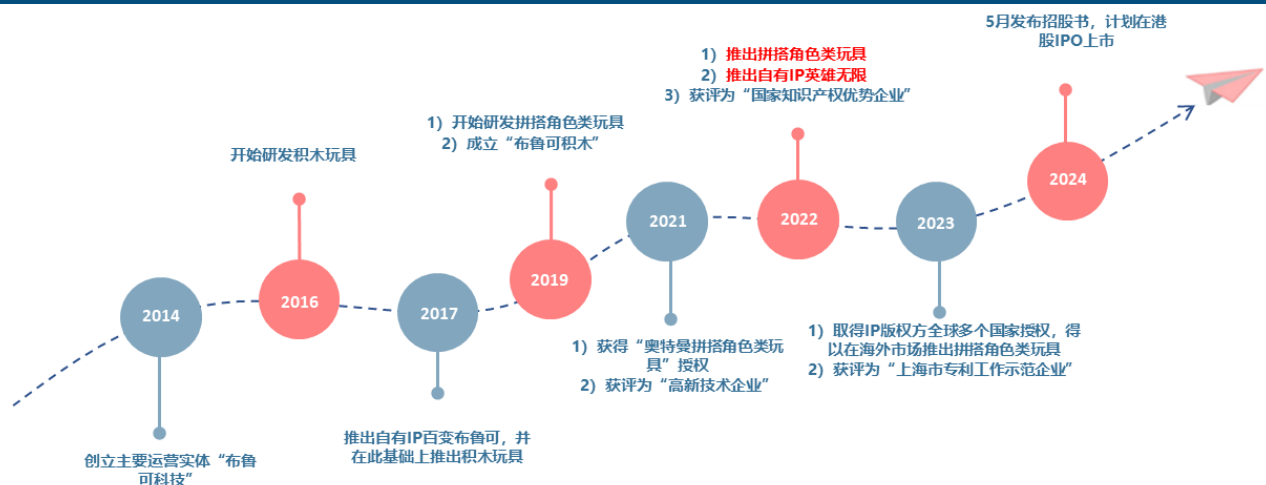
图 2: 天猫官方旗舰店近 30 日销量 TOP4 (注: 公司线上与线下销售的产品结构不同, 线上以明盒、高价格带模型为主)	2
图 3: 积木人盲盒产品系列	2
图 4: 布鲁可营收及增速	3
图 5: 布鲁可经调整净利润及增速	3
图 6: 布鲁可毛利率及经调整净利率	3
图 7: 布鲁可期间费用率	3
图 8: 布鲁可公司股权结构 (截至 2024 年 12 月 08 日, IPO 前)	4
图 9: 布鲁可管理层	4
图 10: 全球、中国拼搭角色类玩具市场 GMV 及增速	5
图 11: 布鲁可全球、国内市占率分别为 6.3%、30.3%	6
图 12: 万代南梦宫在全球拼搭角色类玩具市场份额第一	6
图 13: 分产品销售收入及均价	6
图 14: 布鲁可主营产品从积木玩具调整为拼搭角色类玩具	7
图 15: 布鲁可产品价格带	7
图 16: 自有 IP 和授权 IP 收入拼搭角色玩具收入	7
图 17: 公司主要 IP	8
图 18: 不同品类玩具的 SKU 分布	8
图 19: 布鲁可盲盒产品销售收入及占收入比重	8
图 20: 布鲁可盲盒产品 SKU 及均价	8
图 21: 布鲁可盲盒类产品玩法设定	9
图 22: 布鲁可体系	10
图 23: 布鲁可拼搭角色类玩具架构——大部分零件为标准零件	10
图 24: 奥特曼模型高端线对比&奥特曼积木人盲盒对比	11
图 25: 布鲁可线上线下渠道布局	12
图 26: 布鲁可分渠道收入及增速	12
图 27: 布鲁可经销商分城市线级分布	12
图 28: 布鲁可内容驱动的营销策略	13
图 29: 布鲁可积木人 CLUB——图鉴体系&共创基地	13
图 30: 布鲁可营销和推广费用	13
图 31: 布鲁可变型金刚星辰版	14
图 32: 24H1 末布鲁可线下经销商数量分布	15
图 33: 布鲁可 IP 授权费用占营收比重	15
图 34: 布鲁可部分 IP 产品推出及授权到期时间	16
图 35: 中国泛二次元用户规模及增速	17
图 36: 基于 IP 开发的中国泛娱乐玩具行业市场规模 GMV 及增速	17
图 37: 全球 IP 价值 Top30 (统计截至 2024.12.21)	17
图 38: 布鲁可海外收入及增速	18
图 39: 布鲁可 IP 海外授权情况	18
图 40: 布鲁可营收拆分预测	19

1. 布鲁可：中国积木原创品牌，好而不贵、快速成长

1.1. 布鲁可：中国积木拼搭角色玩具引领者，2022 年推出并重点发力拼搭角色类玩具，依托自有 IP+合作热门 IP，秉持“好而不贵”理念，取得快速成长

公司主要运营实体“布鲁可科技”成立于 2014 年，创始人朱伟松曾为游族联合创始人（IPO 前持有公司股份的 54.95%）。公司早期以积木玩具为主要产品，2022 年 1 月推出拼搭角色类玩具，2023 年获得 IP 版权方全球多个国家的 IP 授权，开始向海外市场推出拼搭角色类玩具，2023 年实现 GMV18 亿元，目前为中国最大、全球第三的拼搭角色类玩具企业，国内、全球市占率分别为 30.3%、6.3%。

图 1：布鲁可发展历程



数据来源：招股说明书、弗若斯特沙利文，中信建投证券

公司以“传递拼的快乐”为使命，目前拥有两大自主 IP——“百变布鲁可”和“英雄无限”，并合作包括“奥特曼”、“变形金刚”、“火影忍者”、“斗罗大陆”等超过 50 个国内外知名 IP，为消费者提供“好而不贵”的广泛拼搭角色类玩具产品，取得快速成长。2023 年公司收入 8.77 亿元/+169.3%，经调整净利润 0.73 亿元/同比扭亏，经调整净利率 8.3%；2024 年上半年公司收入 10.46 亿元/+237.6%，经调整净利润 2.92 亿元/同比扭亏，经调整净利率 27.9%。

图 2: 天猫官方旗舰店近 30 日销量 TOP4 (注: 公司线上与线下销售的产品结构不同, 线上以明盒、高价格带模型为主)

TOP1 奥特曼鉴传奇版 布莱泽奥特曼法多兰盔甲模型 售价: 249元/个 方式: 明盒 高度: 195mm 积木零件: 110个 近30日销量: 5w+ 	TOP2 奥特曼鉴群星版 第12弹 耀变星光单只 售价: 39元/个 方式: 盲盒 (9+1) 隐藏款概率: 1/36 高度: 100mm 积木零件: 约30个 近30日销量: 4w+ 	TOP3 英雄无限经典版 战斗服+圣铠+法相 售价: 49元/个 方式: 明盒 高度: 100mm 积木零件: 约40个 近30日销量: 3w+ 	TOP4 变形金刚起源超越版 擎天柱 售价: 79元/个 方式: 明盒 高度: 126mm 积木零件: 约80个 近30日销量: 3w+ 
---	--	---	--

数据来源: 布鲁可天猫旗舰店, 中信建投证券 注: 统计截至 2024 年12 月 25 日

图 3: 积木人盲盒产品系列

¥9.9 变形金刚星辰版 第1弹 高度: 55mm 可动关节: 14处 产品组合: 12+4 隐藏款概率: 1/144、 1/144、5/144、5/144 	¥19.9 假面骑士星光版 第2弹 高度: 80mm 可动关节: 17处 产品组合: 9+3 隐藏款概率: 1/27、 1/27、1/27 	¥39 奥特曼群星版 第13弹 高度: 100mm 可动关节: 23处 产品组合: 9+1 隐藏款概率: 1/36 	¥59 奥特曼闪耀版 第9弹 高度: 100mm 可动关节: 21处 特色: 光效互动 产品组合: 6+1 隐藏款概率: 1/36 
--	---	--	---

数据来源: 布鲁可天猫旗舰店、布鲁可积木微信公众号, 中信建投证券

1.2.财务数据：2023 年起经营表现靓丽主要系奥特曼积木人盲盒产品销量快增，规模效应下毛利率持续提升

拼搭角色类玩具带动公司收入快速上行，2023 年公司经调整净利润成功扭亏。2021-2024H1 公司营收分别为 3.30 亿元、3.26 亿元/-1.2%、8.77 亿元、+169%和 10.46 亿元/+237.5%，2021、2022 年主要受疫情扰动；2022 年 1 月开始推出拼搭角色类玩具后带动收入上行，其中 23 年拼搭角色类玩具营收为 7.7 亿元/+553.5%。2023 年公司经调整净利润扭亏至 0.7 亿元，2024H1 公司经调整净利润 2.9 亿元、对应经调整净利率为 27.9%。

图 4：布鲁可营收及增速

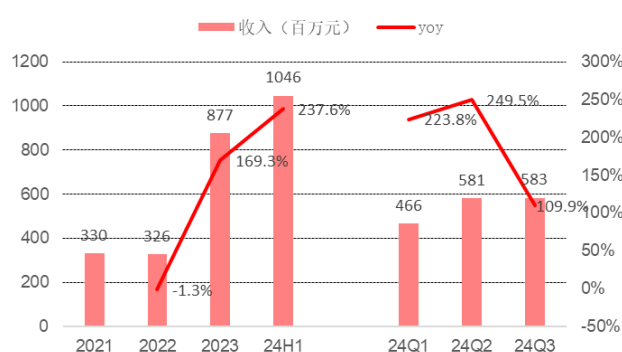
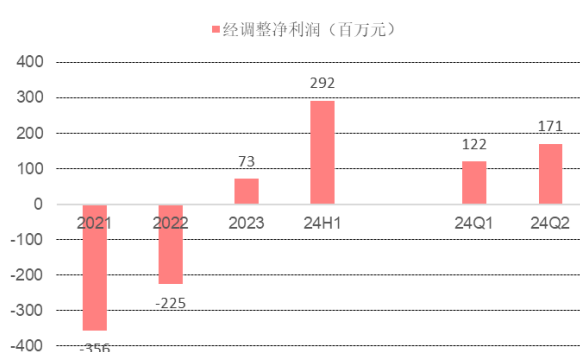


图 5：布鲁可经调整净利润及增速

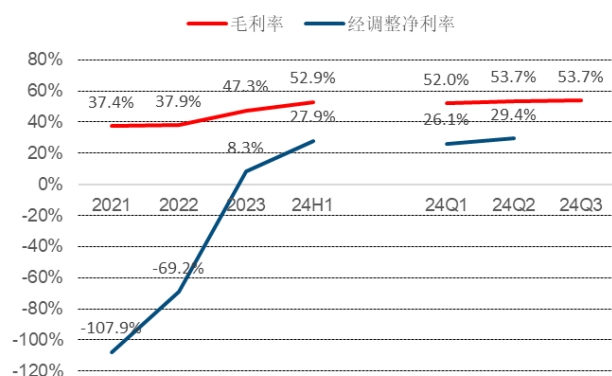


数据来源：招股说明书，中信建投证券

数据来源：招股说明书，中信建投证券

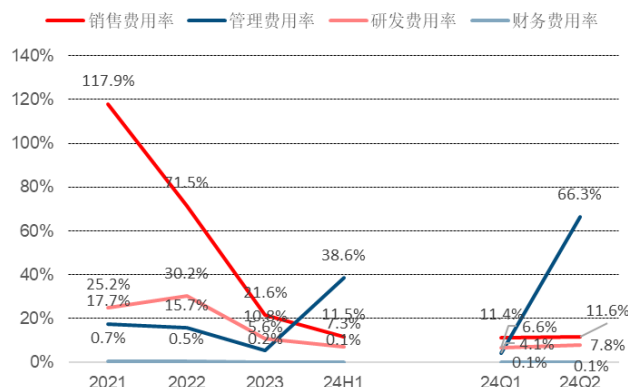
产品组合丰富+规模效应下毛利率持续提升，营销转向内容驱动下费用率改善。得益于公司不断丰富产品组合以及规模效应显现，公司自 2022 年起的毛利率不断提升，2024H1 公司毛利率为 52.9%/+9.0pct。费用端，随着 22 年公司推出拼搭角色类玩具后，公司营销策略主要以内容驱动为主，2024H1 公司销售费用率下降至 11.5%。规模效率下 2021-2023 年公司研发费用率、管理费用率持续下行。

图 6：布鲁可毛利率及经调整净利率



数据来源：招股说明书，中信建投证券

图 7：布鲁可期间费用率



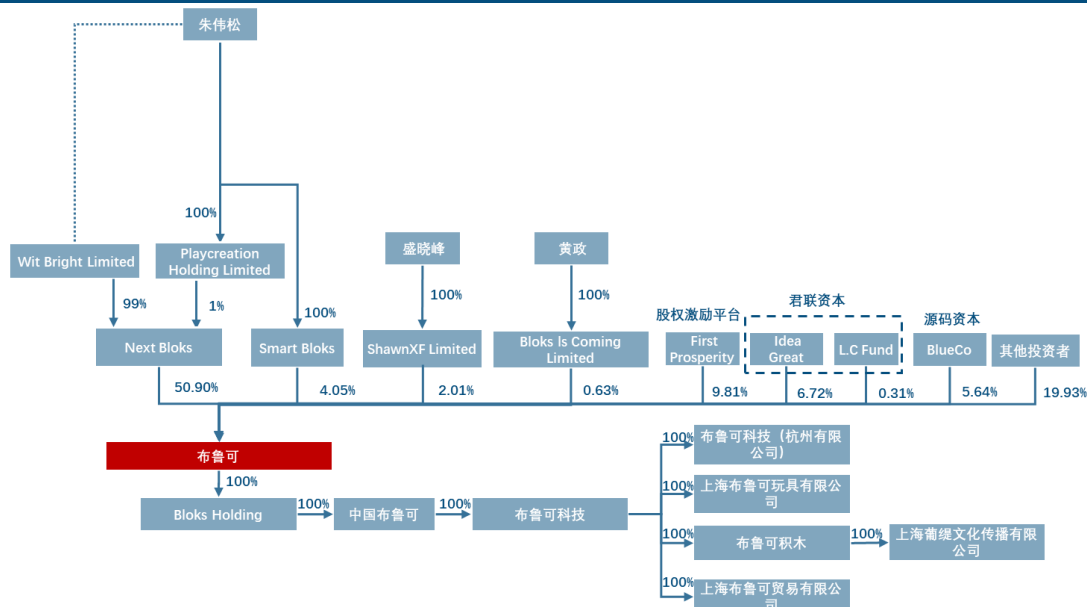
数据来源：招股说明书，中信建投证券

1.3.股权结构：股权结构集中并设立激励计划绑定核心员工，管理层深耕行业、具备丰富经验

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%，

总裁盛晓峰持股 2.01%、副总裁黄政持股 0.63%；股权激励平台持股 9.81%（IPO 前），获君联、源码、云锋等基金投资。

图 8: 布鲁可公司股权结构（截至 2024 年 12 月 08 日，IPO 前）



数据来源：招股说明书，中信建投证券

公司高管团队经验丰富，创始人、董事长兼 CEO 朱伟松先生曾为游族联合创始人，担任首席技术官，负责研发管理工作，对行业趋势、品类创新、商业开拓与合作有深刻洞察。

图 9: 布鲁可管理层

姓名	性别	年龄	职位	职责	首次委任日期	履历
朱伟松	男	42	董事长、执行董事兼首席执行官	负责本集团整体战略、业务发展和经营管理	2014年12月24日获委任为首席执行官，2021年7月28日获委任为董事长、执行董事	曾联合创立游族网络，担任首席技术官(CTO)、监事会主席等，主要负责研发管理工作。
盛晓峰	男	46	执行董事兼总裁	负责本集团玩具业务的运营管理及海外市场	2015年9月10日获委任为总裁，2022年7月25日获委任为执行董事	曾任职于英特尔集团旗下，负责英特尔教育类产品的设计研发。
谢磊	男	47	副总裁	负责产品研发和设计	2015年7月1日获委任为副总裁	拥有超过20年的产品设计经验，曾于千方工业设计(上海)有限公司担任设计总监、伊莱克斯(中国)电器有限公司担任设计主管，并有硬件产品领域的连续创业经历。
黄政	男	44	副总裁	负责本集团人力资源管理及行政工作	2016年12月1日获委任为副总裁	拥有超过20年的人力资源管理经验，曾任东方明珠新媒体股份有限公司行政总经理、上海广播电视台少儿频道人力资源部主任及办公室主任等职位。
付轶方	女	50	首席财务官	负责本集团的会计和财务管理工作	2023年12月21日获委任为首席财务官	曾任瑞幸咖啡(上海)有限公司和瑞幸咖啡科技(海南)有限公司财务副总裁、上海哔哩哔哩科技有限公司高级财务职务，优酷土豆集团附属公司高级财务总监。
朱元成	男	38	副总裁兼董事会秘书	负责本集团董事会事务、投资者关系及法律事务等工作	2020年12月17日获委任为副总裁及董事会秘书	在法律事务和投融资领域有丰富经验，曾任四川信托有限公司业务部门总经理、中电投先融(上海)资产管理有限公司金融合作部负责人、中泰信托有限公司高级信托经理等职。

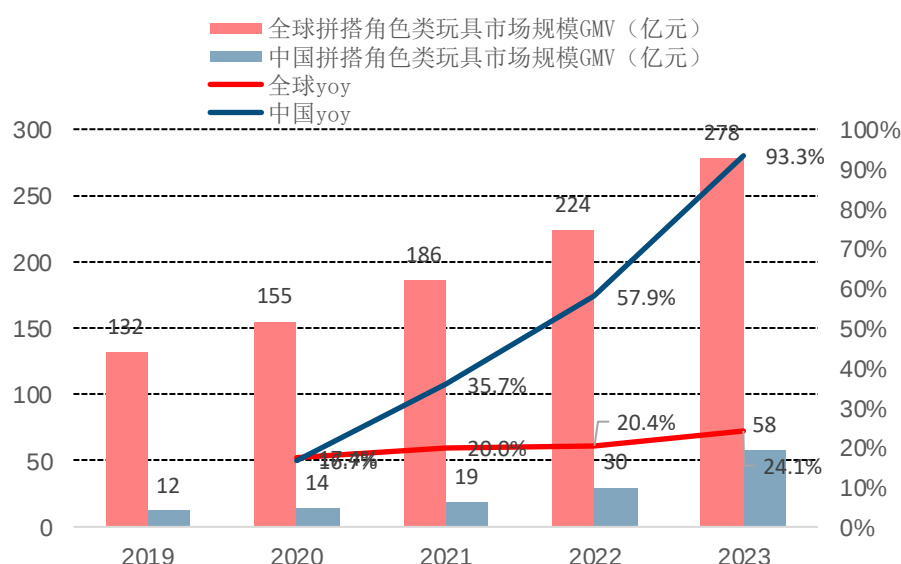
数据来源：招股说明书，中信建投证券

2. 如何理解布鲁可的成功？

2.1. 行业快速增长：拼搭角色类玩具是玩具市场增速较快的细分品类，兼具对 IP 角色的神韵还原+互动性的游玩体验

拼搭角色类玩具，是在传统角色类玩具的 IP 神韵还原基础上，增加了互动性的游玩体验，根据 弗若斯特沙利文，全球拼搭角色类玩具 2023 年市场规模 GMV 约 278 亿元/+24.1%（中国为 58 亿元/+93.3%），占全球角色类玩具市场的渗透率达到 8.0%（中国为 14.4%）。

图 10：全球、中国拼搭角色类玩具市场 GMV 及增速



数据来源：招股说明书、弗若斯特沙利文、中信建投证券

全球拼搭角色类玩具市场中，万代、乐高、布鲁可市占率分别为 39.5%、35.9%、6.3%；中国拼搭角色类玩具市场中，布鲁可、万代、乐高市占率分别为 30.3%、20.0%、14.8%。

图 11: 布鲁可全球、国内市占率分别为 6.3%、30.3%

公司	主要业务	GMV (亿元)	市场份额
全球拼搭角色类玩具市场			
1 公司A (万代南梦宫)	游戏、玩具、IP制作等	110	39.5%
2 公司B (乐高)	积木玩具	100	35.9%
3 布鲁可	以拼搭角色类玩具为主	18	6.3%
4 公司C (美泰)	玩偶、载具类玩具等	9	3.2%
5 公司D (启梦)	拼搭类玩具	6	2.2%
中国拼搭角色类玩具市场			
1 布鲁可	以拼搭角色类玩具为主	17	30.3%
2 公司A (万代南梦宫)	积木玩具	12	20.0%
3 公司B (乐高)	游戏、玩具、IP制作等	9	14.8%
4 公司D (启梦)	拼搭类玩具	6	10.4%
5 公司E (Top Toy)	IP玩具公司	1	1.4%

数据来源: 招股说明书、弗若斯特沙利文、中信建投证券

图 12: 万代南梦宫在全球拼搭角色类玩具市场份额第一



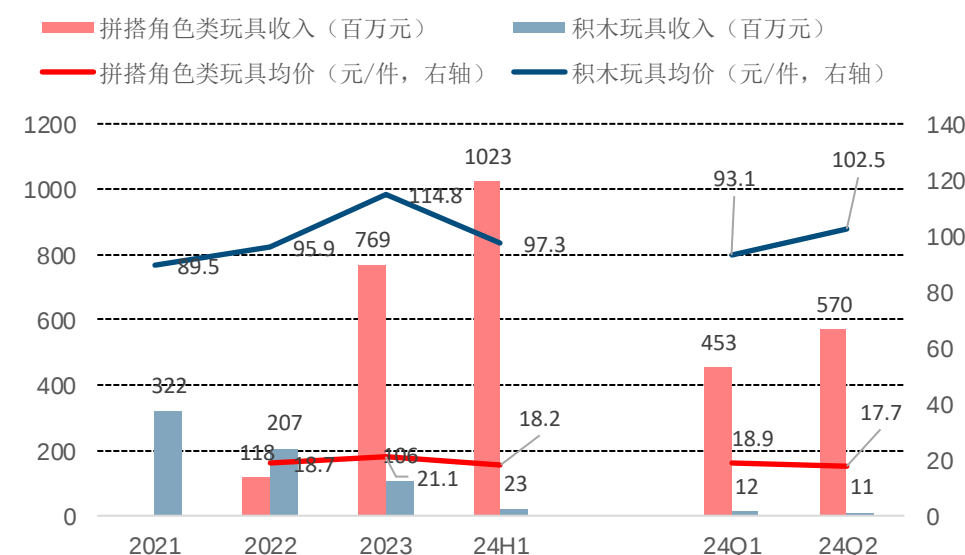
数据来源: 万代南梦宫官网、中信建投证券

2.2.产品定位清晰: 为消费者同时提供了好玩的体验和便宜的价格

2.2.1.产品调整: 22 年起公司战略重心调整为拼搭角色类玩具, 目前产品覆盖 9.9-399 元价格带, 极具性价比

2022 年起, 公司推出并重点发力拼搭角色类玩具, 平均单价仅 20 元左右 (出厂价), 原有的积木玩具战略收缩。24H1 公司拼搭角色类玩具收入 10.23 亿元/+323.8%, 营收占比 97.8%, 积木玩具收入 0.12 亿元/-66.5%, 营收占比 2.2%。

图 13: 分产品销售收入及均价



数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

截至 24H1 末，公司产品组合共有 431 款 SKU（拼搭角色类 321+积木类 110 个），目前公司产品覆盖 9.9-399 元价格带，在各个价格带的产品都极具性价比，热销的大众价格带产品定价 39 元，可以触达更广泛消费人群的平价价格带定价 9.9-19.9 元。

图 14: 布鲁可主营产品从积木玩具调整为拼搭角色类玩具



数据来源：公司招股书，中信建投证券

图 15: 布鲁可产品价格带

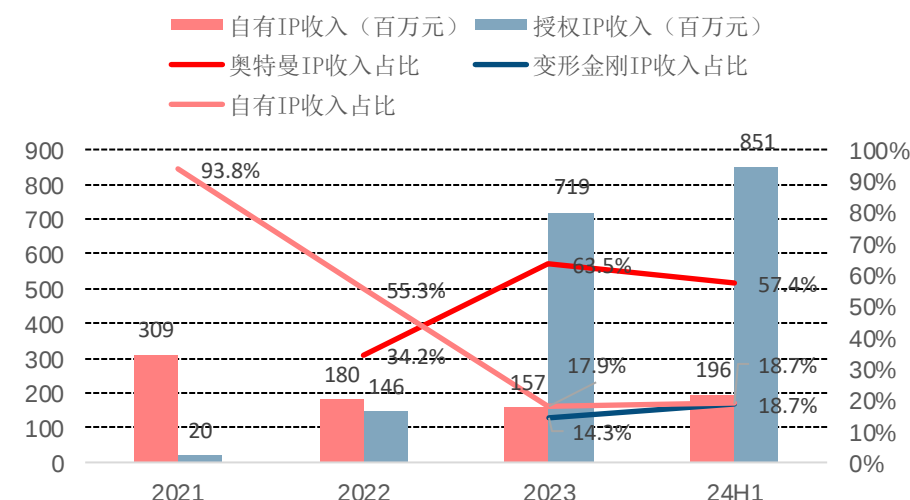


数据来源：公司招股书，中信建投证券

2.2.2.IP 授权:对 IP 的喜爱是消费者购买动机之一,公司合作多个知名 IP、拥有 2 个自有 IP,以奥特曼、变形金刚、英雄无限 IP 为主

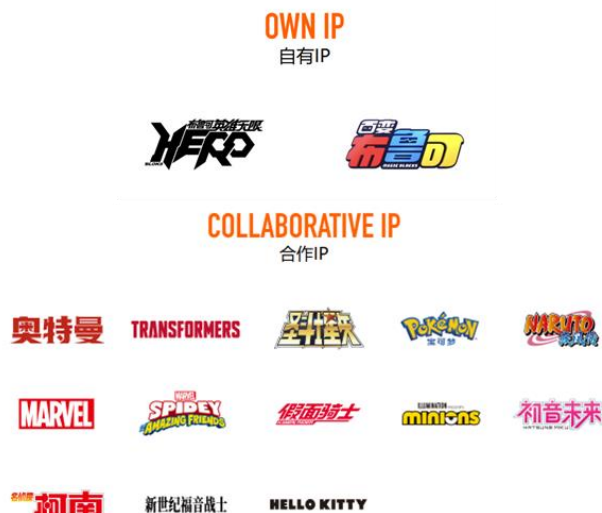
约 50 个知名授权 IP（其中 10 个已商业化）+2 大自有 IP 构成 IP 矩阵：①授权 IP（非独家）：包括奥特曼、变形金刚、火影忍者、漫威无限传奇、漫威小蜘蛛和他的神奇小伙伴们、小黄人、宝可梦、假面骑士、名侦探柯南、初音未来、圣斗士星矢、新世纪福音战士、凯蒂猫、芝麻街、超级战队、DC 超人、DC 蝙蝠侠、哈利波特、星球大战等。②自有 IP：包括儿童益智类的“百变布鲁可”，和中国传统文化主题的“英雄无限”（如孙悟空、哪吒、关羽、张飞、赵云、杨戬等角色）。两个自有 IP 动画系列累计播放量超过 152 亿次，粉丝超过 500 万。24H1 自有 IP 产品收入占比 18.7%（英雄无限收入占比 16.2%）。

图 16: 自有 IP 和授权 IP 收入拼搭角色玩具收入



数据来源：公司招股书，中信建投证券

图 17: 公司主要 IP



数据来源：布鲁可官网，中信建投证券

图 18: 不同品类玩具的 SKU 分布

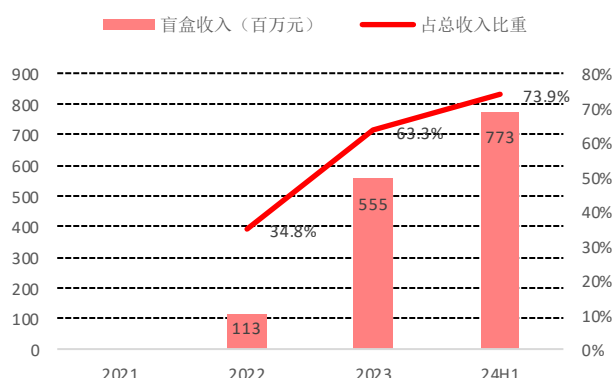
IP	SKU数量	价格带	授权到期年份
拼搭角色类（321个SKU）			
奥特曼	134	39-399	2027（中国） 2025（北美、欧洲及亚洲部分地区）
变形金刚	64	39-299	2028（全球超过50个国家）
英雄无限（自有IP）	53	19.9-249	/
百变布鲁可（自有IP）	7	/	/
其他IP	63	39-69	/
积木类（110个SKU）			
百变布鲁可（自有IP）	43	/	/
其他IP	67	/	/

数据来源：招股说明书，中信建投证券

2.2.3.盲盒销售：通过盲盒+隐藏款形式促进销售，24H1 公司盲盒销售收入占比 73.9%，盲盒 SKU 数达 255 个，盲盒销售均价下降至 15.5 元

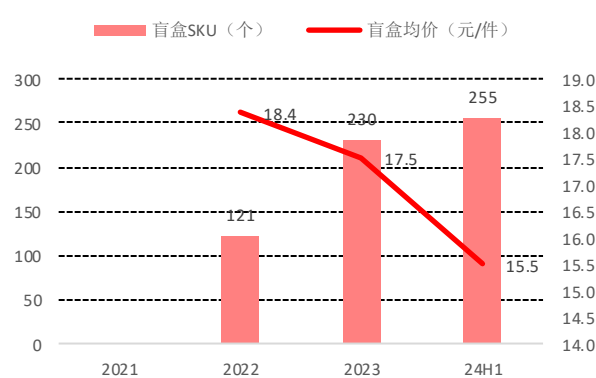
公司通过盲盒+隐藏款形式促进销售，24H1 公司盲盒销售收入占比 73.9%。2023 年公司盲盒形式的产品占布鲁可总销量 84.7%、总收入的 63.9%。2024H1 盲盒形式的产品占布鲁可总销量的 88.3%、总收入的 73.9%。

图 19: 布鲁可盲盒产品销售收入及占收入比重



数据来源：招股说明书，中信建投证券

图 20: 布鲁可盲盒产品 SKU 及均价



数据来源：招股说明书，中信建投证券

图 21：布鲁可盲盒类产品玩法设定

IP	产品系列	系列名称	零售单价	角色数	隐藏款概率
奥特曼	群星版第7弹	奏响明天	39	9+1	1/27
	群星版第8弹	终极闪耀	39	9+1	1/36
	群星版第9弹	璀璨银河	39	9+1	1/36
	群星版第10弹	宇宙浪客	39	9+1	1/36
	群星版第11弹	光之纽带	39	9+1	1/36
	群星版第12弹	耀变星光	39	9+1	1/36
	群星版第13弹	释放想象	39	9+1	1/36
	闪耀版第1弹	光辉巨人	59	6+2	1/72、1/18
	闪耀版第5弹	新生代英雄	59	6+1	1/36
	闪耀版第6弹	战士之巅	59	6+1	1/36
	闪耀版第7弹	决战时刻	59	6+1	1/36
	闪耀版第8弹	凤凰勇者	59	6+1	1/36
	闪耀版第9弹	链接大地	59	6+1	1/36
变型金刚	星辰版-第1弹	星辰交辉	9.9	12+4	1/144、1/144、5/144、5/144
	群星版-第1弹	全体出击	39	9+1	1/36
	群星版-第2弹	紧急呼救	39	9+1	1/36
	群星版-第3弹	绝处逢生	39	9+1	1/36
	群星版-第4弹	破碎时空	39	9+1	1/36
	群星版-第5弹	起源	39	9+1	1/36
	闪耀版-第1弹	闪耀出击	59	6+1	1/36
	闪耀版-第2弹	闪耀1985	59	6+1	1/36
英雄无限	群星版-第1弹	英雄启程	24.9	9+3	1/108、2/108、4/108
	群星版-第2弹	魔童无畏	24.9	9+3	1/108、2/108、4/108
	群星版-第3弹	青龙出世	24.9	9+3	1/108、2/108、4/108
	群星版-第4弹	神魔争锋	24.9	9+3	1/108、2/108、4/108
	群星版-第5弹	将星争霸	24.9	9+3	1/108、2/108、4/108

数据来源：布鲁可积木人 Club 小程序，中信建投证券

2.2.4.高性价比：IP 并非独家授权，公司产品能从竞争中脱颖而出，主要系依托标准化的产品体系能够为消费者提供好玩的体验和便宜的价格

IP 并非独家授权：奥特曼 IP，不少于其他两家竞争对手在做，变形金刚 IP，不少于其他三家竞争对手在做。公司产品能从竞争中脱颖而出，主要系公司为消费者同时提供了好玩的体验和便宜的价格。

好玩的体验：公司研发团队 331 人，对玩具、消费品、流行文化有丰富经验和深入了解，遵循以消费者为导向的研发理念，公司产品融合了 IP 喜爱（IP 本身有内容和传播属性，个性化表达）+拼搭模型（互动性+情感连接）+盲盒销售（收集乐趣）+质量优秀（模具精度 0.004 毫米、角色神韵还原&拼搭体验好）。

便宜的价格：公司创新设计了“标准零件+特征零件”的玩具架构，大部分零件为标准零件，实现成本的规模效应（截至 24H1，中国注册或正在申请 587 项专利、1913 个商标、1418 个版权、119 个域名）。截至 24H1 末，公司有 6 家专业合作工厂，专注生产公司产品，未来公司计划投资自营工厂，预计 2026 年底前竣工，设计

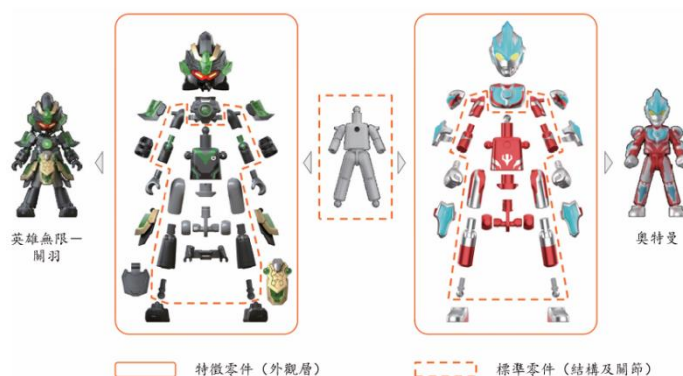
产能为每月约 900 万件。

图 22: 布鲁可体系



数据来源：招股说明书，中信建投证券

图 23: 布鲁可拼搭角色类玩具架构——大部分零件为标准零件



数据来源：招股说明书，中信建投证券

2.2.5.竞品对比：以奥特曼 IP 为例，布鲁可传奇版产品更具有性价比，积木人盲盒与奇妙等国产厂家对比，布鲁可积木人盲盒可玩性更优秀

布鲁可产品已覆盖 9.9~399 元各个价格带，我们选取奥特曼 IP 高端线产品，对比布鲁可产品和友商产品。以奥特曼 IP 为例，在百元及以上的高端价格带，布鲁可推出了传奇版和超越版模型。与万代对比，布鲁可传奇版产品更具有性价比（万代的产品有 99 元的手办，全身可动但没有拼搭玩法）。积木人盲盒与奇妙等国产厂家对比，布鲁可积木人盲盒可玩性更优秀（奇妙积木人的造型、配件丰富度和关节可动性弱于布鲁可）。

图 24: 奥特曼模型高端线对比&奥特曼积木人盲盒对比

奥特曼模型高端线对比

万代迪迦奥特曼FRS（板件拼装模型）

售价：320元
高度：约17cm

特点：需要拼装，
部分细节需贴纸
补色，可动性好



万代布莱泽奥特曼SHF（成品模型）

售价：460元
高度：约17cm

特点：无需拼搭，
造型好，可动性好



布鲁可奥特曼传奇版布莱泽奥特曼（拼搭模型）

售价：249元
高度：19.5cm

特点：需要拼搭，
可动性佳，性价
比高



奥特曼积木人盲盒对比

奇妙奥特曼超甲积木人盲盒

售价：29.9/49元
高度：6cm/16cm
可动关节：15处

特点：炫闪款已
出到第10弹、超
动级已出到第2弹



卡游奥特曼积木人盲盒（非卖品）

售价：非卖品
高度：10cm

特点：购买1盒奥
特曼卡片荣耀版第24弹
（199.9元）赠送一盒
积木人



布鲁可奥特曼积木人盲盒

售价：39/59元
高度：10cm
可动关节：21-23处

特点：群星版已出
到第13弹、闪耀版
已出到第9弹



数据来源：天猫万代官方旗舰店、天猫布鲁可旗舰店、天猫Keepley旗舰店、天猫卡游官方旗舰店，中信建投证券

2.3.渠道覆盖广泛：2022 年起公司线下经销商渠道快速扩展，通过内容驱动的销售策略打造消费者生态圈

2.3.1.渠道转向：22 年起线下经销渠道快速开拓，24H1 末共有 511 个经销商，已覆盖所有一二线城市及 80%以上的三线以下城市

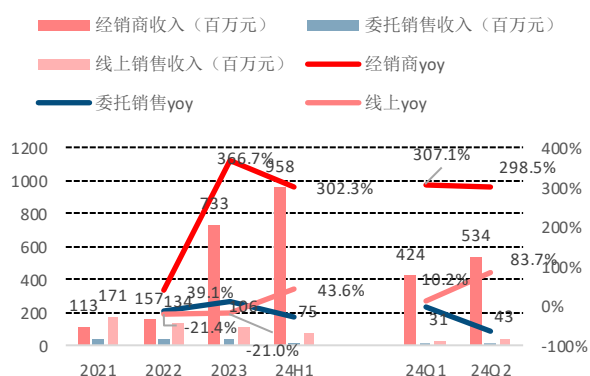
公司目前渠道主要包括：1）境内线下：主要通过大型商超、专业网点销售，如玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等。24H1 线下收入 9.71 亿元/+277.2%，收入占比 92.9%，其中经销商收入占比 91.6%。2）境内电商：覆盖主流平台，天猫、京东、抖音、拼多多，以及通过自有微信小程序销售。24H1 线上收入 0.75 亿元/+43.6%，收入占比 7.1%。3）境外：在美国、东南亚、欧洲，通过亚马逊、玩具反斗城、7-11、沃尔玛的线上线下渠道。

图 25: 布鲁可线上线下渠道布局



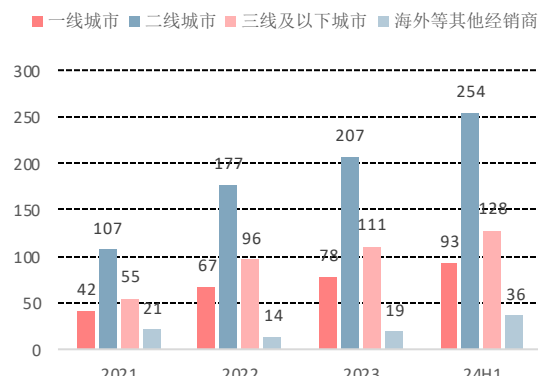
数据来源: 招股说明书, 中信建投证券

图 26: 布鲁可分渠道收入及增速



数据来源: 招股说明书, 中信建投证券

图 27: 布鲁可经销商分城市线级分布

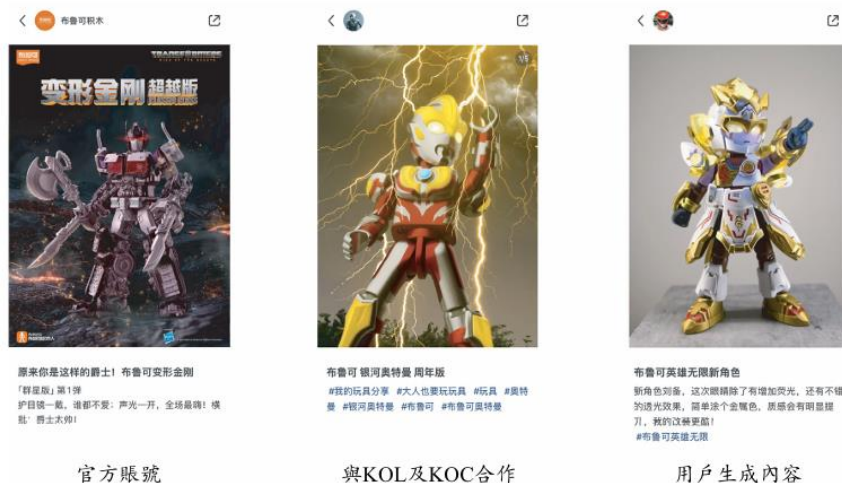


数据来源: 招股说明书, 中信建投证券

2.3.2.营销策略: 内容驱动的营销策略打造消费者生态圈, 已有 200 万微信小程序会员, 图鉴奖杯激发消费者收集热情, BFC 模式降低内容生成成本扩大影响力

2022年起公司营销策略从品牌广告转为内容营销, 更加重视社群运营并且带动销售和经销开支下降。2022年以前布鲁可的营销方式主要系分众梯媒广告、定制综艺等。伴随着22年公司推出拼搭角色类玩具后, 公司开始转向内容驱动的互联网营销, 其中公司通过多重传播渠道, 包括官方账号、KOL、KOC、粉丝以及BFC(布鲁可积木人创作者, 即发布产品二次创作或制作与产品相关的创意内容并分享的消费者)。

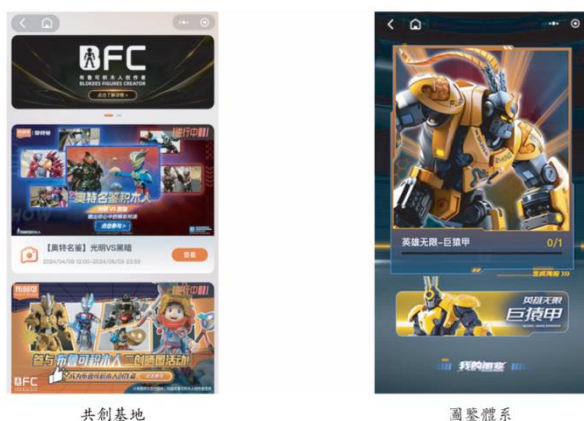
图 28: 布鲁可内容驱动的营销策略



数据来源：招股说明书，中信建投证券

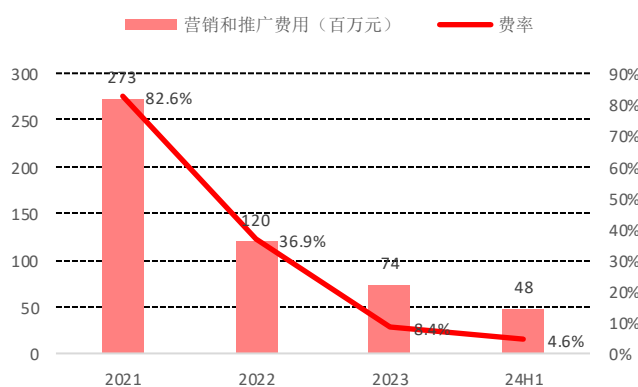
2023年以来公司转变为以社群运营为主，目前已有 200 万微信小程序会员，图鉴奖杯激发消费者收集热情，共创基地提升消费者参与感和产品开发成功率。其中：①图鉴奖杯：购买后激活点量产品，激发收集成就感。同时可以获取积分换取商品，增加粘性和复购（小程序会员 200 万，平均激活 5 个角色）。②共创基地：投票活动，让消费者参与到产品开发中来。在品牌影响力不断提升下，内容营销降低公司营销和推广费用，24H1 营销推广费用率仅 4.6%。

图 29: 布鲁可积木人 CLUB——图鉴体系&共创基地



数据来源：招股说明书，中信建投证券

图 30: 布鲁可营销和推广费用



数据来源：招股说明书，中信建投证券

3. 如何看待布鲁可未来增长潜力？

3.1.全价位：24 年 11 月已推出 9.9 元产品变形金刚星辰版，平价价格带产品助力渠道向下沉市场拓展，24H1 末布鲁可三线及以下城市经销商仅 128 个

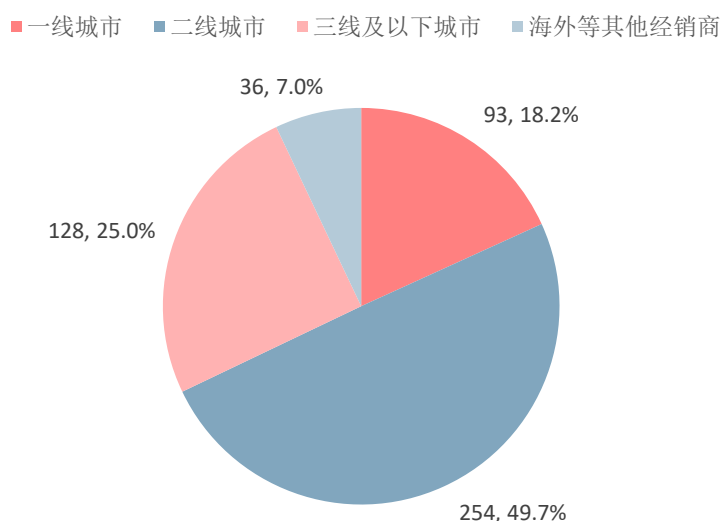
2024 年 11 月公司推出定价 9.9 元的变形金刚星辰版，未来其他多个 IP 也有望推出低价格带产品，平价价格带产品 SKU 的丰富，或有助于公司渠道进一步向下沉市场扩展。

图 31: 布鲁可变形金刚星辰版



数据来源：布鲁可积木人公众号，中信建投证券

图 32: 24H1 末布鲁可线下经销商数量分布

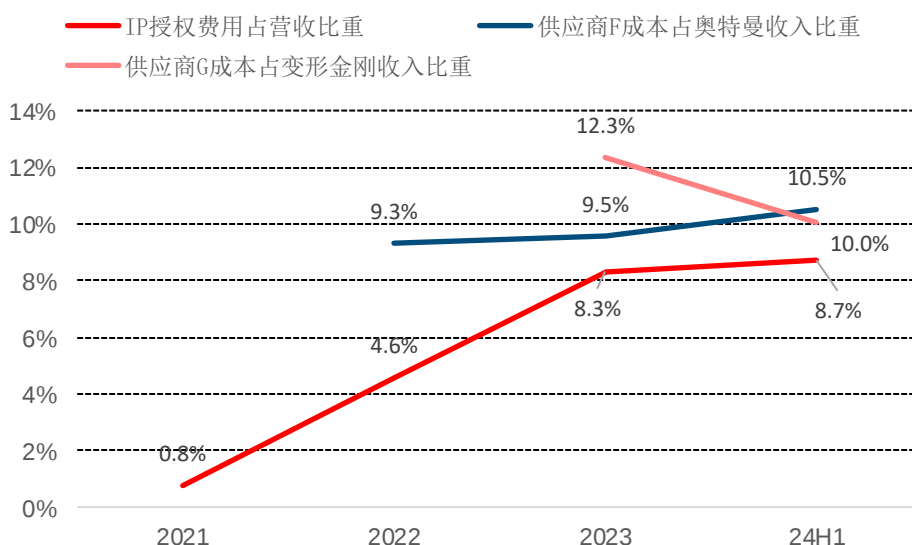


数据来源：招股说明书，中信建投证券

3.2.全人群：当前产品客群主要集中在小学男生，未来通过 IP 扩展（如宝可梦、三丽鸥、名侦探柯南）等促进客群向更高年龄层及女性用户扩张

IP 基本盘：通常 IP 授权费用按照固定值和按比例计算值孰高计算。公司 24H1 的 IP 授权费用占营收 8.7%，预计随着规模增大和对单一 IP 的依赖度下降，IP 续期与 IP 费率事项均有望在商业合作条款下保持稳定。

图 33: 布鲁可 IP 授权费用占营收比重



数据来源：招股说明书，中信建投证券

IP 扩展：IP 通常自带流量和目标客群，随着获授权 IP 矩阵逐步丰富，公司产品的消费者有望拓展到全人群。例如公司 24 年 7 月首次推出假面骑士 IP 产品，首月销量 240 万件。公司 24H1 进一步拓展了超级战队 IP、机动奥特曼 IP，并与 DC 超人、DC 蝙蝠侠、哈利波特、星球大战达成新授权协议。

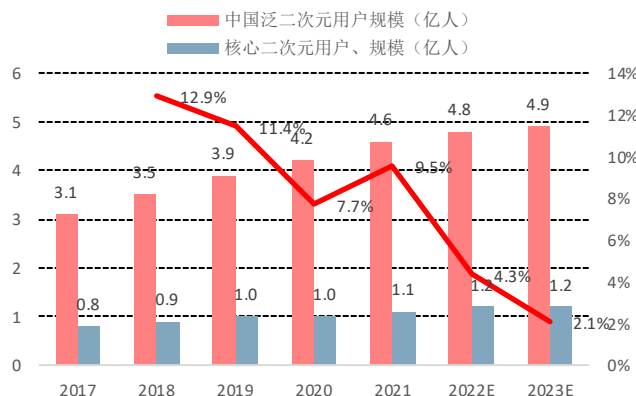
图 34：布鲁可部分 IP 产品推出及授权到期时间

IP	产品推出时间	授权到期年份
奥特曼	22.1	2027（中国） 2025（北美、欧洲及亚洲部分地区）
三体	22.10	2027（中国）
叶罗丽	23.2	2026（除美国、墨西哥、加拿大以外的全球地区）
变形金刚	23.6	2028（全球超过50个国家）
火影忍者	23.10	2025（中国）
漫威：无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	24.5	2025（在亚洲的九个国家）
假面骑士	24.7	2025（中国）
初音未来	24.10	2026（中国）
圣斗士星矢	24.11	2026（中国）
新世纪福音战士	24.11	2026（中国）
宝可梦	24.12	2025（中国）
芝麻街	24.12	2026（亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的40个国家）
小黄人		2027（全球超过150个国家）
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		2027（中国）
斗罗大陆		2026（中国）
名侦探柯南		2026（中国）
新·假面骑士		2025（中国）
王者荣耀		2026（中国）
超级战队		2025（中国）
机动奥特曼		2026（中国）
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		2027（中国）
星球大战		2028（中国）

数据来源：布鲁可积木人公众号、招股说明书，中信建投证券

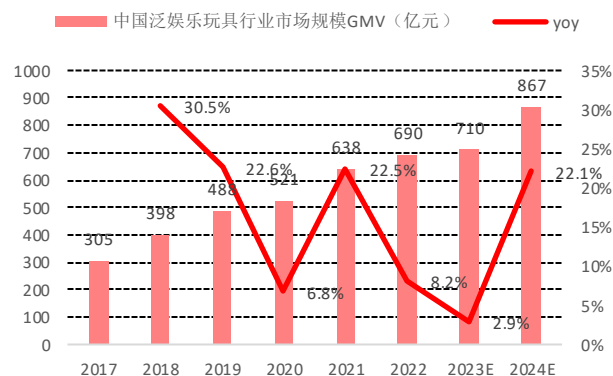
对情绪价值的需求带动基于 IP 开发的相关文创、玩具消费崛起，尤其是角色形象类产品，容易与人产生情感连接。根据布鲁可招股书，IP 玩具是全球玩具市场中重要的组成部分，2023 年市场规模达 5213 亿元，占全球玩具市场的 67.4%（中国 IP 玩具市场规模为 676 亿元，占中国玩具市场的 64.4%）。全球 IP 价值 Top30 中，仍有众多 IP 资源待开发。

图 35: 中国泛二次元用户规模及增速



数据来源: 灼识咨询, 中信建投证券

图 36: 基于 IP 开发的中国泛娱乐玩具行业市场规模 GMV 及增速



数据来源: 灼识咨询、卡游招股书、中信建投证券

图 37: 全球 IP 价值 Top30 (统计截至 2024.12.21)

序号	IP 系列	诞生年份	IP 收入 (亿美元)	IP 拥有方
1	宝可梦	1996	989	宝可梦公司; 任天堂
2	米老鼠和他的朋友们	1928	612	迪士尼
3	维尼熊	1924	485	迪士尼
4	星球大战	1977	467	卢卡斯影业
5	迪士尼公主	2000	454	迪士尼
6	面包超人	1973	384	FROEBEL 馆
7	哈利波特	1997	347	JK 罗琳; 华纳兄弟
8	芭比	1987	339	美泰
9	漫威电影宇宙	2008	338	漫威; 索尼影业
10	使命召唤	2003	310	动视暴雪
11	蝙蝠侠	1939	299	DC
12	Hello Kitty	1974	293	三丽鸥
13	蜘蛛侠	1962	268	漫威; 索尼影业
14	变形金刚	1984	250	孩之宝
15	地下城与勇士	2005	220	Nexon; 腾讯
16	汽车总动员	2006	215	迪士尼
17	糖果粉碎传奇	2012	200	King
18	兔八哥	1930	174	华纳兄弟
19	忍者神龟: 变种时代	1984	174	Nickelodeon
20	爱探险的朵拉	2000	158	Nickelodeon
21	吃豆人	1980	154	万代南梦宫
22	狮子王	1994	152	迪士尼
23	玩具总动员	1995	148	迪士尼
24	史努比	1950	144	WildBrain; Sony
25	汪汪队立大功	2013	143	Spin Master
26	复仇者联盟	1963	143	漫威
27	冰雪奇缘	2013	139	迪士尼
28	太空侵略者	1978	139	TAITO
29	海绵宝宝	1999	137	Nickelodeon
30	魔兽争霸	1994	124	暴雪

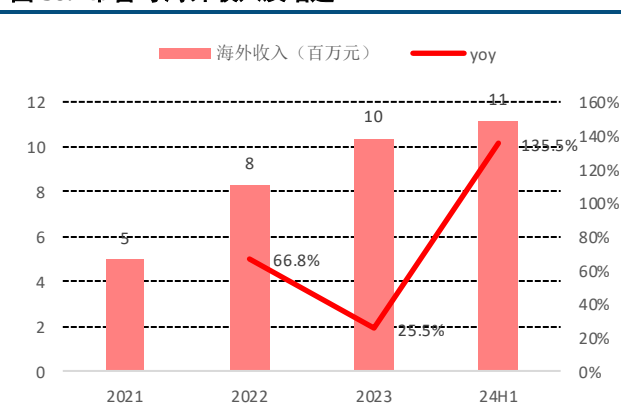
数据来源: Wikimili, 中信建投证券

3.3.全球化：IP 授权范围扩大、增加境外销售区域，如在东南亚等市场或有望复制奥特曼、变形金刚等 IP 积木人盲盒在国内的热销

IP 授权范围扩大或将带动海外销售收入提升。公司 24H1 海外收入 1116 万港元/+135.5%，收入占比 1.1%，当前海外占比较小，未来提升空间广阔。

目前公司已扩大了“奥特曼”IP 在北美、欧洲及亚洲等地的授权区域，也扩大了“漫威：无限传奇”及“小蜘蛛和他的神奇小伙伴们”IP 的授权区域，进一步覆盖中国以外的其他 8 个亚洲国家，“小黄人”IP 也已将授权区域扩大至覆盖全球超过 150 个国家。

图 38: 布鲁可海外收入及增速



数据来源：公司招股书，中信建投证券

图 39: 布鲁可 IP 海外授权情况

IP	产品推出时间	授权到期年份
奥特曼	22.1	2027（中国） 2025（北美、欧洲及亚洲部分地区）
叶罗丽	23.2	2026（除美国、墨西哥、加拿大以外的全球地区）
变形金刚	23.6	2028（全球超过50个国家）
漫威：无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	24.5	2025（在亚洲的九个国家）
芝麻街	24.12	2026（亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的40个国家）
小黄人		2027（全球超过150个国家）

数据来源：公司招股书，中信建投证券

盈利预测

我们预计布鲁可 2024-2026 年营业收入分别为 21.9、34.5、43.4 亿元，同比分别增长 149.8%、57.7%、25.8%，经调整归母净利润分别为 5.8、10.9、13.6 亿元，同比分别增长 699.0%、87.7%、24.0%。

图 40: 布鲁可营收拆分预测

		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)		330	326	877	2190	3453	4344
	yoy		-1.3%	169.3%	149.8%	57.7%	25.8%
分品类							
1、拼搭角色类玩具		0	118	769	2147	3410	4301
	yoy			553.5%	179.2%	58.8%	26.1%
	占比	0.0%	36.1%	87.7%	98.0%	98.8%	99.0%
1) 自有IP		2	64	253	431	512	512
	yoy			3342.5%	294.3%	70.1%	18.9%
	占比	0.0%	0.6%	7.3%	11.6%	12.5%	11.8%
英雄无限			2	64	247	423	502
	yoy			3342.5%	285.0%	71.0%	18.8%
其他自有IP					8	8	10
	yoy					138.1%	66.7%
2) 授权IP		0	116	705	1894	2979	3789
	yoy			508.6%	168.7%	57.3%	27.2%
奥特曼			111	557	1322	1633	1784
	yoy			399.4%	137.5%	23.5%	9.2%
	占比	0.0%	34.2%	63.5%	60.4%	47.3%	41.1%
变形金刚				125	416	868	1238
	yoy				232.5%	109.0%	42.5%
	占比	0.0%	0.0%	14.3%	19.0%	25.2%	28.5%
其他授权IP			4	23	156	478	767
	yoy			435.0%	574.1%	206.4%	60.6%
2、积木玩具		322	207	106	42	42	42
	yoy		-35.8%	-48.6%	-60.8%	0.0%	0.0%
1) 自有IP及其他自有产品		301	177	92	41	41	41
	yoy			-48.2%	-55.7%	0.0%	0.0%
百变布鲁可		142	83	51	17	17	17
	yoy		-41.4%	-38.6%	-66.0%	0.0%	0.0%
其他		159	94	41	23	23	23
	yoy			-56.7%	-42.6%	0.0%	0.0%
2) 授权IP		20	30	15	1	1	1
	yoy			-50.9%	-93.1%	0.0%	0.0%
3、其他		8	1	1	1	2	2
	yoy		-84.6%	9.3%	5.0%	5.0%	5.0%

数据来源: wind, 中信建投证券

资产负债表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,664	682	1,721	3,078	4,554
现金	198	369	1,060	2,061	3,289
应收票据及应收账款合计	15	38	121	191	241
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	1,383	191	240	378	476
存货	61	76	283	422	517
其他流动资产	6	7	16	25	31
非流动资产	282	330	315	777	1,191
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	23	48	43	265	690
无形资产	32	64	54	43	32
其他非流动资产	228	219	219	469	469
资产总计	1,946	1,013	2,036	3,854	5,745
流动负债	1,738	731	1,719	2,594	3,229
短期借款	5	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	119	260	562	836	1,025
其他流动负债	1,614	471	1,157	1,758	2,204
非流动负债	1,585	1,890	1,890	1,890	1,890
长期借款	1,574	1,848	1,848	1,848	1,848
其他非流动负债	11	42	42	42	42
负债合计	3,323	2,621	3,609	4,484	5,119
少数股东权益	-11	-2	-2	5	14
股本	0	0	0	0	0
资本公积	-1,366	-1,606	-1,606	-1,606	-1,606
留存收益	0	0	35	971	2,218
归属母公司股东权益	-1,366	-1,606	-1,571	-635	612
负债和股东权益	1,946	1,013	2,036	3,854	5,745

现金流量表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-169	285	819	1,495	1,710
净利润	-423	-207	35	943	1,256
折旧摊销	39	45	15	39	86
财务费用	2	2	2	-6	-18
其他经营现金流	214	446	766	520	386
投资活动现金流	251	-43	-126	-500	-500
资本支出	36	12	-	500	500
其他投资现金流	215	-56	-126	-1,000	-1,000
筹资活动现金流	31	-70	-432	6	18
短期借款	5	-5	-	-	-
长期借款	191	274	-	-	-
其他筹资现金流	-165	-339	-432	6	18
现金净增加额	113	171	691	1,002	1,228

利润表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	326	877	2,190	3,453	4,344
营业成本	202	462	1,055	1,570	1,924
销售费用	233	189	263	373	465
管理费用（含研发）	149	144	631	407	495
融资成本	2	2	2	-6	-18
投资收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	-278	79	218	1,110	1,478
其他非经营损益	-178	-269	-170	0	0
利润总额	-457	-190	48	1,110	1,478
所得税	-34	18	12	166	222
净利润	-423	-207	35	943	1,256
少数股东损益	-3	-1	0	7	0
归属母公司净利润	-420	-206	35	936	1,247
经调整项目	197	280	547	150	100
经调整净利润	-225	73	582	1,093	1,356

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-1.3	169.3	149.8	57.7	25.8
经调整净利润(%)			699.0	87.7	24.0
归母净利润(%)	16.6	50.9	117.1	2565.0	33.2
获利能力					
毛利率(%)	37.9	47.3	51.8	54.5	55.7
净利率(%)	-129.8	-23.7	1.6	27.3	28.9
经调整净利率(%)	-69.2	8.3	26.6	31.7	31.2
所得税(%)	7.5	-9.3	26.0	15.0	15.0
ROE(%)	30.7	12.8	-2.2	-147.5	203.7
偿债能力					
资产负债率(%)	170.8	258.8	177.3	116.3	89.1
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.9	1.1	0.9	0.8
应收账款周转率	21.3	22.9	18.1	18.1	18.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-1.93	-0.95	0.16	4.31	5.74
每股净资产(最新摊薄)	-6.29	-7.39	-7.23	-2.92	2.82

数据来源：wind，中信建投

风险分析

1) IP 授权续期风险：对 IP 的喜爱是消费者购买动机之一，公司合作多个知名 IP，以奥特曼、变形金刚为主（24H1 收入占比 57%、19%），若 IP 到期授权无法续期、或续期条款苛刻，将对公司经营造成不利影响。以 24H1 情形为基础测算，若 IP 授权费用占收入比重提升 1、3、5 个百分点，则公司经调整净利润或减少 2.7%、8.0%、13.3%。

2) 渠道管理风险：公司自 2022 年起快速拓展线下经销商渠道，24H1 收入占比 91.6%，合作经销商 511 家，若公司渠道管理能力不足，造成渠道库存积压、价格体系混乱，或影响品牌形象及产品销售。

3) 玩具流行趋势变动风险：玩具的流行趋势更迭较快，若公司未能与受消费者喜爱的 IP 开展合作、及时开发符合消费者需求的新产品，或影响公司的经营业绩和成长性。

4) 市场竞争加剧风险：若积木人行业竞争对手增多，或者采用激进的竞争策略，则或对公司的收入、业绩增长带来不利影响。

分析师介绍

叶乐：中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

崔世峰：海外研究首席分析师，南京大学硕士，8年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

张舒怡：中信建投证券轻工纺服及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，专注于造纸包装、个护文娱、黄金珠宝、出口链、碳中和等产业研究，3年证券从业经验。

黄杨璐：中信建投证券轻工纺服&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk