

轻工制造

2025 年 01 月 09 日

布鲁可

(00325)

——国内拼搭玩具领军企业的崛起之路

发行上市资料:

发行价格 (元)	-
发行股数 (万股)	-
发行日期	2024-12-31
发行方式	公开发售, 配售新股
主承销商	高盛(亚洲)有限责任公司
上市日期	2025-01-10

*首日上市股数-万股

基础数据(发行前): 2024 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	-10.99
总股本/流通 A 股(百万)	-/-
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
任梦妮 A0230521100005
renmn@swsresearch.com
黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com

联系人

任梦妮
(8621)23297818x
renmn@swsresearch.com

- **布鲁可是国内主高性价比角色类拼搭玩具领军公司。本篇报告聚焦拼搭玩具商业模式特点和公司竞争力及增长驱动。**
- **潮玩 (泡泡玛特) VS 卡牌 (卡游) VS 拼搭玩具 (布鲁可) 对比, 看拼搭玩具用户需求和商业模式特点。**与泡泡玛特面向年轻女性用户为主, 孵化自有 IP+自建线上线下终端门店强化品牌不同, 布鲁可 (22 年推出拼搭角色类玩具后) 与卡游都主要面向青少年用户, 核心依靠获取外部授权 IP (布鲁可 24H1 授权费占收入比重 8.7%) + 庞大经销商网络 (布鲁可 24H1 经销商 511 个, 销售及分销费用率 12%) 的模式。但卡牌和拼搭玩具仍有差异: (1) 用户消费需求: 虽然均有盲盒、抽卡等玩法, 但布鲁可更接近有爆款 IP 的玩具, 实现了小众机甲品类的大众化。拼搭玩法满足了青少年禀赋心理和即时反馈心理, 可玩性和成就是核心; 对家长 (购买决策者) 培养专注力和动手能力是动机之一; 而卡牌由于产品稀缺性等级的划分, 收藏和交易属性更强。(2) 商业模式上, 布鲁可的 IP 成本率和生产成本率略高于卡游, 主要是拼搭玩具品类的成长成本更高, 以及 IP 对购买动机影响更大, 但历史看增长更为稳健。
- **奥特曼 IP 外, 公司拼搭玩具品类中的优势在于性价比和产品力兼具。**与进口品牌万代、乐高定位高端市场相比, 布鲁可大众化定位, 主销产品价格带 19.9-79 元。与国产品牌奇妙积木、灵动创想、森宝积木、邦宝玩具等价格带类似的公司相比, 布鲁可以奥特曼等动漫授权 IP 的拼搭角色类玩具为主, 且产品更具性价比+快速推新, 帮助布鲁可在玩具赛道中脱颖而出。我们认为布鲁可的产品优势来自于独有的研产销一体化产品体系, 通过大量专利保护下的标准件与特征件结合, 实现降本及新品快速迭代; 需求端出发布局 IP 矩阵, 并形成全面零售网络覆盖, 内容营销扩大品牌影响力。
- **如何看增长持续性? 回顾历史增长拐点, 2022 年传统积木转型角色拼搭积木后营收实现爆发式增长。核心依靠:** 1) 签约爆款 IP, 奥特曼 24H1 收入达 6 亿, 占总收入 57.4%。2) 选中高景气拼搭类玩具; 3) 我们推测 21 年后未成年防沉迷, 也是线下体验性实物娱乐消费的崛起的原因之一。**展望未来, 我们预计有三个增长驱动:** 1) IP 扩充, 将现有 IP 库中的储备变现以及持续寻求知名 IP 合作, 覆盖更多粉丝群体; 2) 产品扩充, 扩展价格带和 SKU, 覆盖更多人群、提升用户 ARPPU; 3) 渠道扩充, 更广泛市场触达, 未来下沉、海外或成为增量。
- **投资分析意见:** 我们预计布鲁可 2024-2026 年收入分别为 22.01/34.05/43.84 亿元, 对应增速分别为 151%/55%/29%, 调整后归母净利润 6.00/10.61/14.07 亿元, 对应增速分别为 724%/77%/33%。
- **风险提示:** 市场竞争加剧风险; IP 授权合作模式变化风险; 渠道管理风险; 消费者需求变化导致公司收入下滑风险。

盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	325.57	876.69	2,200.66	3,404.85	4,383.54
同比增长率 (%)	(1.27)	169.27	151.02	54.72	28.74
经调整归母净利润 (百万元)	(225.34)	72.88	600.30	1,060.62	1,407.22
同比增长率 (%)	(36.67)	(132.34)	723.66	76.68	32.68
毛利率 (%)	37.91	47.33	52.46	52.76	52.89
每股收益 (元/股)	(2.82)	(1.38)	(0.69)	2.90	5.72
ROE (%)	30.73	12.83	6.03	226.05	81.67

财务指标

报告期	2021	2022	2023
流动比率	1.1	1.0	0.9
资产负债率 (%)	138.6	170.8	258.8
应收账款周转率 (次)			
存货周转率		3.1	6.7



申万宏源研究微信服务号

投资案件

关键假设点

预计布鲁可 2024-2026 年收入分别为 22.01/34.05/43.84 亿元，对应增速分别为 151%/55%/29%。公司 2021-24H1 大力铺设线下零售渠道，将战略重心从积木玩具转移至拼搭角色玩具，其中：1) 预计经典爆款 IP 奥特曼 25-26 同比增长 40%/20%，毛利率预计维持 50%；2) 变形金刚和自有 IP “英雄无限” 受益于线下零售渠道铺设以及奥特曼产品火爆带来的品牌用户增量，预计变形金刚 25-26 年营收同比分别增长 70%/35%。自有 IP 受益品牌力提升以及粉丝运营预计 25-26 年营收同比分别增长 70%/35%。

预计 2024-2026E 布鲁可调整后归母净利润分别为 6.00/10.61/14.07 亿元，对应增速分别为 724%/77%/33%。预计布鲁可毛利率以及各项费用率维持稳定，26 年后可转换可赎回优先股的公允价值变动影响出清，2025-2027E 经调整利润率分别为 31%/32%/32%。

有别于大众的认识

市场担心公司较为依赖奥特曼 IP。我们认为，奥特曼 IP 的续约风险相对较小，并且基于产品研发优势和渠道优势，公司有望拓宽 IP 矩阵并优化营收结构。IP 版权方核心关注下游玩具公司的产品质量以及变现能力，主要系产品、运营、渠道等迁移成本较高，IP 授权方可能会与优秀合作方保持较长期合作关系。我们认为，公司有较强的产品竞争力，产品可玩性更强，同等价格带下体现出更高的性价比，同时公司渠道优势较强，具备庞大分散的线下销售网络，能够扩大营收规模的同时也能反哺 IP、扩大 IP 影响力。

市场担心布鲁可未来的业绩持续性。公司转型角色拼搭积木后实现营收拐点，我们认为，未来有三重增长驱动：1) IP 扩充。依靠自身产品研发以及渠道优势，不断吸引更多知名 IP 版权方的合作，同时将公司现有 IP 库中的储备 IP 产品化，有望覆盖更多粉丝群体实现用户数量的增长；2) 产品扩充。积极扩展价格带和 SKU，未来有望通过更高端收藏玩具或更平价的手办玩具覆盖更多线的人群。研发能力的提升有望带来 SKU 增长，提升用户复购以及 ARPPU；3) 渠道扩充。公司在更下沉的四到六线城市以及海外均有较大布局空间，配合产品线的扩展有望实现更广泛的市场触达。

股价表现的催化剂

新 IP 拓展超预期，下沉品类超预期，高性价比玩具出海超预期。

核心假设风险

市场竞争加剧风险；IP 授权合作模式变化风险；渠道管理风险；消费者需求变化导致公司收入下滑风险。

目录

1. 布鲁可：国内拼搭角色类玩具领导者	6
2. 拼搭玩具 VS 卡牌 VS 潮玩商业模式异同：IP 来源、销售渠道、用户需求	9
2.1 潮玩（泡泡玛特）VS 卡牌（卡游）VS 拼搭玩具（布鲁可）	9
2.2 卡牌 VS 拼搭玩具消费需求差异分析	10
2.3 卡牌 VS 拼搭玩具商业模式差异分析	12
3. 布鲁可优势：性价比和产品力兼具	14
4. 转型爆款 IP+热门拼搭品类实现爆发式增长，IP、产品、渠道扩张展望未来增长驱动	17
4.1 布鲁可爆发式增长复盘	17
4.2 布鲁可未来增长驱动展望	20
5. 盈利预测和估值	23
6. 风险提示	24

图表目录

图 1：聚焦拼搭玩具领域，快速崛起的行业领军品牌	6
图 2：公司主要产品为拼搭角色类玩具	6
图 3：公司股权结构集中	8
图 4：IP 零售产业链不同业态差异	9
图 5：拼搭角色类玩具架构	11
图 6：布鲁可收入结构（%）	12
图 7：布鲁可自有 IP 与授权 IP 毛利率（%）	12
图 8：布鲁可销售成本结构（%）	12
图 9：卡游销售成本结构（%）	12
图 10：布鲁可不同渠道销售收入占比（%）	13
图 11：卡游不同渠道销售收入占比（%）	13
图 12：布鲁可不同产品类型收入占比（%）	13
图 13：卡游不同产品类型收入占比（%）	13
图 14：布鲁可销售及分销费占比（%）	14
图 15：卡游销售及经销开支占比（%）	14
图 16：布鲁可营业收入及增速（百万元，%）	18
图 17：奥特曼、变形金刚 IP 占布鲁可收入比例（%）	18
图 18：布鲁可拼搭角色分 IP 收入贡献（百万元）	18
图 19：拼搭角色玩具是布鲁可主要营收驱动（百万元）	18
图 20：布鲁可经销商数量变化（家）	19
图 21：布鲁可经销商各线城市分布变化（家）	19
图 22：布鲁可渠道销售收入占比（%）	19
图 23：布鲁可前三 IP SKU 数量（个）	21
图 24：布鲁可前三 IP 销量（千件）	21
图 25：布鲁可渠道销售收入占比（%）	21
图 26：布鲁可宝可梦经典版手办	22
图 27：布鲁可限定版粉色变形金刚擎天柱	22

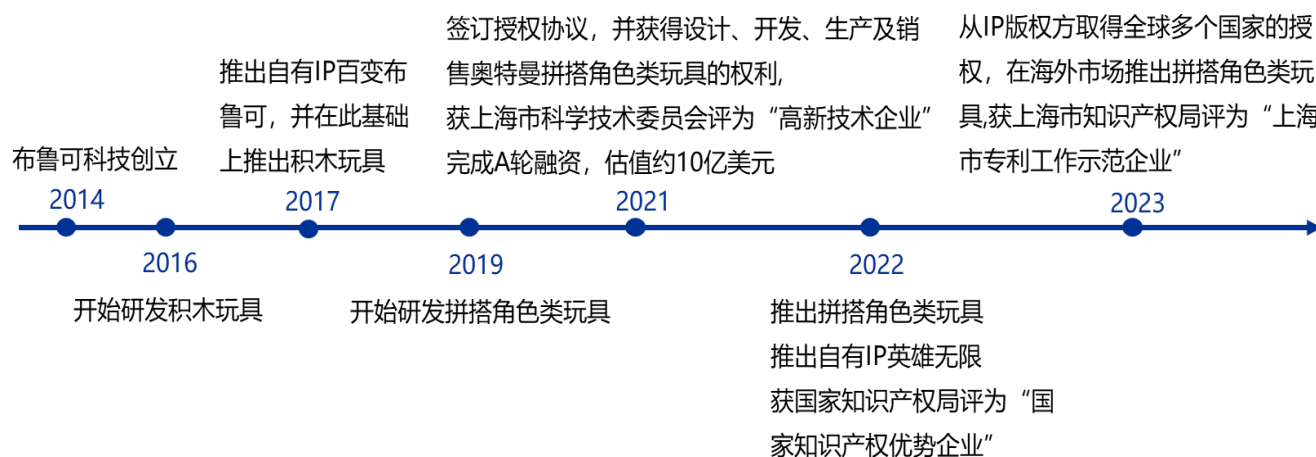
表：布鲁可三大 IP 的拼搭角色类玩具的 SKU、销量（千件）和平均售价（人民币/元）

.....	7
表 2: 公司高管团队经验丰富 (截止 2024 年 12 月 12 日)	8
表 3: 卡游、布鲁可及泡泡玛特财务数据对比 (百万元, %)	10
表 4: 可比公司产品比较	14
表 5: 可比公司经营情况比较	15
表 6: 可比品牌产品比较, 布鲁可产品性价比突出 (截止 2025 年 1 月 8 日)	16
表 7: 公司部分授权 IP 资料 (截止 2024 年 12 月 12 日)	20
表 8: 布鲁可收入预测拆分	23
表 9: 布鲁可盈利预测	23
表 10: 可比公司估值表 (收盘价为 2025 年 1 月 8 日)	24

1. 布鲁可：国内拼搭角色类玩具领导者

布鲁可是国内拼搭角色类玩具领导者。公司成立于2014年，2016年以来公司致力于拼搭类玩具的设计、开发及销售。早期以积木玩具为主，公司观察到结合高参与度的拼搭过程及具备强大而忠实粉丝基础的受欢迎IP角色玩具的需求增长潜力，同时积木玩具与拼搭角色类玩具设计生产相似，2019年开始研发拼搭角色类玩具，2022年1月正式推出拼搭角色类玩具。公司通过500多个专利布局，原创IP能力，与约50个知名IP的非独家合作关系，聚焦为消费者提供好而不贵的广泛拼搭角色类玩具产品并取得了快速成长，拼搭角色类玩具收入从2022年1.18亿元快速提升至2023年7.69亿元。根据弗若斯特沙利文的资料，公司是国内最大及领先的拼搭角色类玩具企业，2023年公司在国内拼搭角色类玩具细分市场市占率30.3%，在国内拼搭类玩具市场市占率7.4%。

图 1：聚焦拼搭玩具领域，快速崛起的行业领军品牌



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 2：公司主要产品为拼搭角色类玩具



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

布鲁可的用户群体主要集中在三个年龄段，分别为 6 岁以下、6-16 岁和 16 岁以上，核心 SKU 主要面向青少年。其中，6 岁以下的用户主要购买益智类拼搭玩具，如“百变布鲁可”系列，SKU 数量约为 116 款，产品设计简单拼搭，低客单价。6-16 岁的用户是布鲁可的核心消费群体，SKU 数量约为 295 款，这一群体对奥特曼、变形金刚、火影忍者、漫威等热门 IP 的拼搭角色类玩具需求旺盛，产品拼搭难度适中，兼具可玩性和收藏价值。16 岁以上的用户则主要购买收藏向拼搭玩具，如高还原度的变形金刚大套装，SKU 数量约为 20 款，产品客单价较高，面向成人收藏爱好者和核心粉丝群体。

布鲁可最大的 IP 主要是外部授权的奥特曼 IP。24H1，奥特曼拼搭积木占收比 57.4%。此外，24H1 自有 IP 英雄无限的 SKU 数量和产品销量均有明显提升，从 23H1 的 712（千件）增长到 24H1 的 14500（千件），我们认为主要是新 SKU 打低价市场扩大销量。

布鲁可产品性价比高，核心产品价格带 20 元-50 元。平价段（20 元以下）包括 9.9 元和 19.9 元的入门产品，旨在大规模覆盖下沉市场人群；大众段（20-49 元）是最畅销的主力价位，兼顾可玩性和性价比；中端段（50-99 元）和高端段（100 元以上）则提供更大尺寸、更复杂的拼搭套装，满足高年龄段或核心粉丝的需求。这种完善的价格带布局帮助布鲁可在不同年龄段、不同消费能力的客群中均能触达。

表 1：布鲁可三大 IP 的拼搭角色类玩具的 SKU、销量（千件）和平均售价（人民币/元）

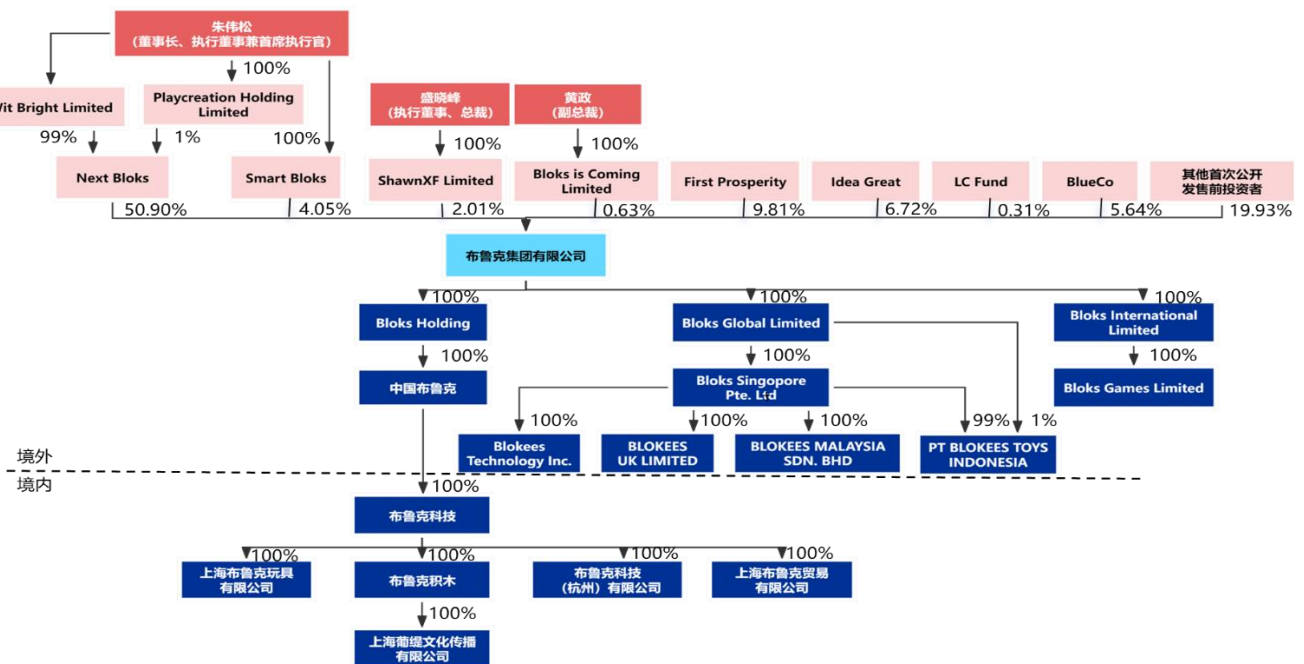
	截止 12 月 31 日年度									截 6 月 30 日止 6 个月					
	2021 年			2022 年			2023 年			2023 年			2024 年		
	SKU	销量	平均 售价	SKU	销量	平均 售价	SKU	销量	平均 售价	SKU	销量	平均 售价	SKU	销量	平均 售价
奥特曼	-	-	-	95	5,932	19	188	26,629	21	142	9,342	22	134	29,470	20
变形金刚	-	-	-	-	-	-	36	5,387	23	10	254	18	64	8,845	22
英雄无限	-	-	-	6	89	21	39	3,240	20	12	712	26	53	14,500	12

资料来源：布鲁可招股书、申万宏源研究

股权结构较为集中，创始人和高管团队有较丰富的游戏创意、IP 开发运营经验。

- 布鲁可创始人朱伟松是 80 后，毕业于上海交通大学，拥有丰富的游戏产品研发背景。2009 年，朱伟松与林奇共同创办了游族网络，负责产品研发并成功推动公司借壳上市。2014 年，朱伟松离开公司再次创业，成立了布鲁可，专注于“硬周边”IP 衍生品领域。我们认为，朱伟松凭借在游戏行业积累的经验更理解 IP 运营与产品开发。总裁盛晓峰拥有同济大学本科和上海交通大学硕士学位，曾在英特尔工作 10 年，负责教育类产品设计开发。副总裁谢磊同样毕业于上海交通大学工业设计专业，拥有超过 20 年的产品设计经验，曾任伊莱克斯设计总管。副总裁黄政，毕业于上海交通大学，现负责公司的人力资源管理。
- 截至 2023 年末，公司创始人兼董事长朱伟松先生通过多个控股平台直接及间接持有公司 54.95% 的股份，执行董事盛晓峰先生持有 2.01% 的股份，副总裁黄政先生持有 .% 的股份。

图 3： 公司股权结构集中



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

注：上述股权结构截至 2023Q4 末

表 2：公司高管团队经验丰富（截止 2024 年 12 月 12 日）

姓名	年龄	任职	履历	职责	加入集团时间
朱伟松	42岁	董事长、执行董事、首席执行官	历任游族网络股份有限公司首席技术官、监事会主席；2014年12月创办布鲁克公司并担任执行董事及董事长	负责本集团整体战略、业务发展和经营管理	2014年12月24日
盛晓峰	46岁	执行董事、总裁	历任英特尔集团旗下公司教育类产品设计研发负责人；2015年9月起任公司执行董事兼技术总裁	负责本集团玩具业务的运营管理及海外市场	2015年6月1日
谢磊	47岁	副总裁	历任千方工业设计总监，伊莱克斯电器设计主管；2015年7月任公司副总裁	负责产品研发和设计	2015年7月1日
黄政	44岁	副总裁	历任东方明珠新媒体行政总经理；2016年12月任公司副总裁	负责本集团人力资源管理及行政工作	2016年12月1日
付轶方	50岁	首席财务官	历任瑞幸咖啡（上海）和瑞幸咖啡科技（海南）副总裁，哔哩哔哩（上海）高级财务总监，优酷土豆集团附属公司高级财务总监；2023年12月任公司首席财务官	负责本集团的会计和财务管理工作	2023年12月21日
朱元成	38岁	副总裁、董秘	历任四川信托业务总经理，中电投先融（上海）金融合作部负责人，中泰信托高级信托经理；2020年12月任公司副总裁及董秘	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

资料来源：布鲁可招股说明书，申万宏源研究

2. 拼搭玩具 VS 卡牌 VS 潮玩商业模式异同：IP 来源、销售渠道、用户需求

2.1 潮玩（泡泡玛特）VS 卡牌（卡游）VS 拼搭玩具（布鲁可）

IP 零售商产业链大致可分为 IP、产品开发和设计以及渠道几个环节。

- **IP：**IP 零售核心销售的是 IP，IP 获取方式有自有 IP 和授权 IP 两种：1) 自有 IP 的特点是 IP 塑造和运营的难度较大，前期投入周期较长，但变现方式多样化，生命周期也可以通过运营拉长，长生命周期 IP 的收入相对稳定。

- **产品开发和生产环节：**产品设计开发，核心还是选品能力，竞争的重点在于获取独特的 IP 以及在 IP 基础上的设计开发。少数公司有自建生产线，多采取 OEM 合作。毛利率取决于规模效应。

- **渠道：**销售渠道主要包括直营和经销两种：1) 自有 IP 最早的渠道通常是直营，因为 IP 前期相对小众，直营门店也相对保证门店陈列等体验，IP 从小众走向大众的过程也是 IP 生命周期成熟和变现方式稳定的过程，开放加盟提升利润率；自有 IP 的最大优势是享有 IP 的全生命周期、全品类变现的价值；2) 授权 IP，IP 通常不具备稀缺性且限制商品类型，单一品类爆款可能迅速带来竞争，因此重点是庞大的经销网络。庞大的经销商网络既承担了销售职能，也起到了终端消费者数据的及时反馈的作用。目前 IP 零售店既有分散的、如毛细血管的玩具店、文具店，也有大型连锁零售品牌，包括二次元零售品牌如潮玩星球，也包括生活集合店如名创优品和文具文创品牌九木杂物社的谷子专区。

图 4：IP 零售产业链不同业态差异



资料来源：各公司财报，申万宏源研究

从下表的对比来看，布鲁可与卡游的商业模式更加类似，主要收入来自授权 IP+单一品类+渠道以经销商为主的方式，多面向青少年群体。泡泡玛特的核心竞争要素是自有 IP 的塑造、运营和商业化，主要收入来自自有 IP 和自有渠道，核心用户为年轻都市女性。因此我们后续对比的重点是布鲁可与卡游。

表 3：卡游、布鲁可及泡泡玛特财务数据对比（百万元，%）

	卡游				布鲁可					泡泡玛特				
	2021	2022	22Q1-Q3	23Q1-Q3	2021	2022	2023	23H1	24H1	2019	2020	2021	2022	2023
收入	2,298	4,131	3,652	1,952	330	326	877	310	1,046	1,683	2,513	4,491	4,779	6,301
yoy		80%		-47%		-1%	169%		238%		49%	79%	6%	32%
外部授权 IP 占比						36%	80%	72%	81%	12%	21%	16%	13%	18%
线下经销商占比	97%	93%	93%	81%	34%	48%	84%	77%	92%	2%	3%	3%	4%	4%
销售成本	963	1,289	1,101	637	206	202	462	174	492	593	919	1732	2124	2437
设计及授权费	166	211	203	113	3	15	73	20	91	48	63	105	160	237
设计授权费占收比	7%	5%	6%	6%	1%	5%	8%	7%	9%	3%	2%	2%	3%	4%
毛利	1,335	2,842	2,551	1,314	123	123	415	136	554	1,090	1,594	2,758	2,655	3,864
毛利率	58%	69%	70%	67%	37%	38%	47%	44%	53%	65%	63%	61%	56%	61%
销售及分销费用	181	375	284	296	389	233	189	86	121	364	630	1106	1471	2005
销售费用率	8%	9%	8%	15%	118%	72%	22%	28%	12%	22%	25%	25%	31%	32%
行政费用	219	667	449	583	58	51	49	22	404	142	280	558	686	707
行政费用率	10%	16%	12%	30%	18%	16%	6%	7%	39%	8%	11%	12%	14%	11%
经调整净利润	795	1620	1568	578	-356	-225	73	-11	292	469	591	1001	573	1184
经调整净利润率	35%	39%	43%	30%	-108%	-69%	8%	-4%	28%	28%	24%	22%	12%	19%

资料来源：卡游招股书，布鲁可招股书、泡泡玛特财报，申万宏源研究

注：1. 线下经销商：泡泡玛特取批发及其他收入；2. 设计授权费占：卡游取版权费，布鲁可授权费，泡泡玛特取设计及授权费。

2.2 卡牌 VS 拼搭玩具消费需求差异分析

拼搭玩具和卡牌满足的用户需求有何异同？

产品和用户：布鲁可主要生产拼搭玩具和积木，提供拼搭体验和玩具价值，卡游主营产品集换式卡牌，是一种以对战、收藏、展示为核心玩法的卡牌玩具产品。布鲁可的用户主要是 0-6 岁儿童（116 款 SKU）和 6-16 岁中小学生（295 款 SKU）；卡牌用户也较为年轻，有中小学生，也有对竞技对战娱乐需求的年轻人。

从满足的用户需求看，布鲁可和卡牌都有类似盲盒、抽卡和收集的玩法；但满足的用户消费心理有明显差异：

布鲁可目前产品形态更接近有爆款 IP 的衍生玩具，在我国的供应链红利下，低价实现小众机甲品类的大众化：

- **爆款 IP 和机甲类 IP：**爆款 IP 已经拥有庞大粉丝基础，布鲁可侧重的机甲类（机械动力装甲）IP 满足青少年用户（特别是儿童）角色扮演心理，青少年可能幻想自己是操控机甲的战士，在想象的战斗场景或者冒险中获得乐趣。

机甲文化源自日本，在二十世纪曾经是日本原创动画的主流。1954 年，手冢治虫创作《铁臂阿童木》机器人动画片，是世界上第一部机甲题材的动画片。随后陆续有石森章太郎（机甲之父）创作《铁人 28 号》、《超时空要塞》等作品、富野由悠季创作《机动战士高达》、《新世纪福音战士》等作品，是大众耳熟能详的经典机甲 IP。机甲文化受众主要是男性，但整体市场偏小众，铁粉对机甲模型的价格敏感度较低，但对质量要求高。我们认为，布鲁可借助我国的供应链优势和机甲类、机器人 IP 变形金刚、奥特曼在国内的高热度，推出奥特曼拼搭积木，推动机甲这一小众品类向大众化发展。

● **拼搭玩具满足禀赋心理和即时反馈心理：**布鲁可拼搭角色类玩具架构由标准件和特征零件组成，标准件是拼搭角色类玩具中通用的基础结构和连接组件，包括“结槽”和“关节”等设计，能够实现不同型号之间的高兼容性和模块化，同时支持复杂的拼搭需求，特征件则包括赋予玩具独特外观和功能的组件，如角色的独特装备或外部装甲。用户在拼搭中投入时间精力，对作品有情感链接，会持续投入是禀赋心理；用户在拼搭的每一步中都能获得即时满足，努力有即时反馈，作品完成后有成就感。

图 5：拼搭角色类玩具架构



资料来源：布鲁可招股说明书，申万宏源研究

卡牌的收藏和交易属性更强，社交竞技的属性也更强：

● **收藏和交易：**卡牌按照稀缺性的差异分为不同等级对应不同价格，稀缺卡牌有收藏和二手交易价值。

● **社交竞技：**通过策略组合可进行竞技对战，卡牌赛事也助推流行；稀缺性激发攀比心理，意味着社交货币。

此外，布鲁可和卡游的消费主体都以青少年为主，消费的决策者（监护人）和使用者（青少年）分离，决策者对消费决策有更强的话语权，可能会更青睐有利于培养青少年专注力、逻辑思维能力和动手能力的拼搭玩具产品。

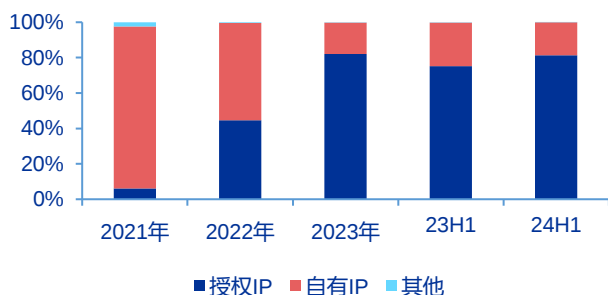
2.3 卡牌 VS 拼搭玩具商业模式差异分析

我们认为，2022 年起布鲁可推出拼搭角色类玩具后，商业模式与卡游更加类似，只是用户需求的角度满足的可玩性更强，成本结构的角度由于商品类型不同略有差异。从 IP、渠道和对应的利润率来看，布鲁可和卡游商业模式的异同：

IP 贡献看，布鲁可和卡游都以外部授权 IP 为主，卡游授权费占比略低。布鲁可授权 IP 收入贡献较高，24H1 授权 IP 收入贡献 81.4%，授权 IP 主要是奥特曼和变形金刚，24H1 布鲁可共有 50 个 IP 授权，授权费占占比 8.7%；卡游截至 23 年 9 月共有 44 个 IP 授权，招股书强调“奥特曼 IP 贡献大部分收入”，预计 24 年小马宝莉卡牌热销，23Q1-Q3 版权费占占比 5.8%。布鲁可有部分自有 IP 业务，24H1 自有 IP 业务毛利率 61.9%高于授权 IP 业务毛利率 51.5%。此外我们认为，IP 授权商比较难通过单一品类拉长 IP 的生命周期，因为本身做衍生品的生意，IP 本身热度对公司收入有影响，因此收入的波动性略高。

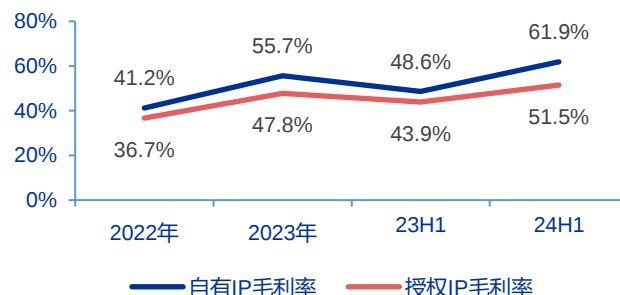
成本结构上，制造成本相对占比较高，不同品类有差异。布鲁可和卡游的生产大部分均依赖 OEM 代购，但布鲁可生产的拼搭玩具生产环节和工艺相对卡牌类更加复杂，因此外采成本和采购成本占占比相对较高，24H1 外购生产及采购成本占比 35.7%，卡游直接材料成本 23Q1-Q3 占比 19.9%。我们预计随着布鲁可规模效应进一步提升，以及后续自建工厂落地，毛利率有进一步提升的空间。

图 6：布鲁可收入结构 (%)



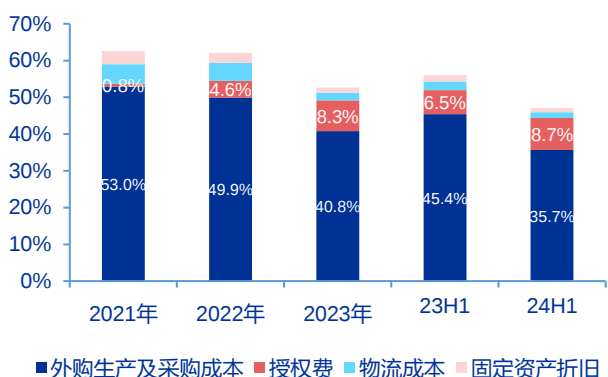
资料来源：布鲁可招股书，申万宏源研究

图 7：布鲁可自有 IP 与授权 IP 毛利率 (%)



资料来源：布鲁可招股书，申万宏源研究

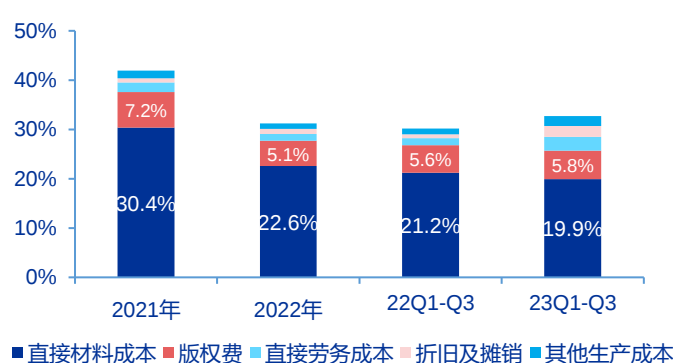
图 8：布鲁可销售成本结构 (%)



资料来源：布鲁可招股书，申万宏源研究

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

图 9：卡游销售成本结构 (%)

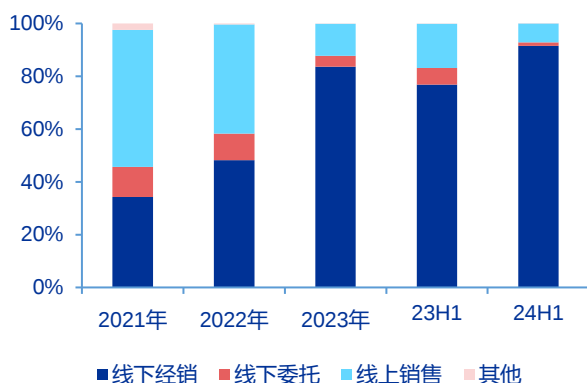


资料来源：卡游招股书，申万宏源研究

销售渠道上，布鲁可和卡游都依赖线下庞大且分散的经销网络，且对经销商议价能力强。布鲁可自 2022 年起推出授权 IP 为主的拼搭角色类玩具后，线下经销商收入占比大幅提升，线下渠道模式与卡游更类似，截至 24H1 经销商数量 511 个，主要分布在二线及三线以下城市；卡游 2021-2022 年 90%以上收入来自经销商，直营渠道收入占比虽有提升但 23 年前三季仍不超过 10%。截至 23Q3，卡游经销商数量 230 个，较 2021 年减少 96 个，我们认为可能是公司主动调整渠道结构，增加线上投入，规范校边店。

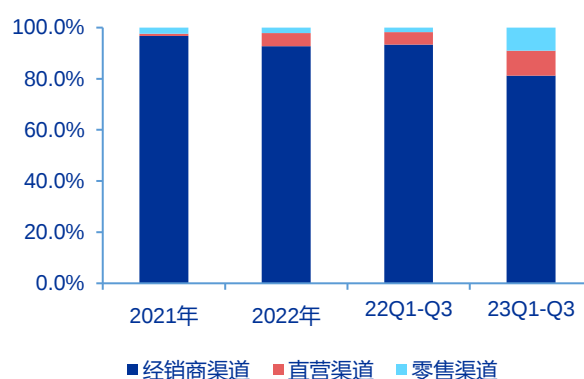
从销售费用率看，布鲁可 2022 年以来销售费用大幅下降，主要由于公司推出拼搭类角色玩具是已经有传播度、粉丝基础的授权 IP 比如奥特曼、变形金刚等，重点从自有 IP 的推广转向授权 IP 的经销，因此销售费用率大幅下降；同时营销策略上从依赖品牌广告转向 BFC 用户社群运营+举办模玩大赛、线下展会等，以提升用户触达效率和提升用户粘性；卡游销售费用率上升主要是线下直营店需要的人工成本增加，广告营销成本、租金长期处于较低水平。

图 10：布鲁可不同渠道销售收入占比 (%)



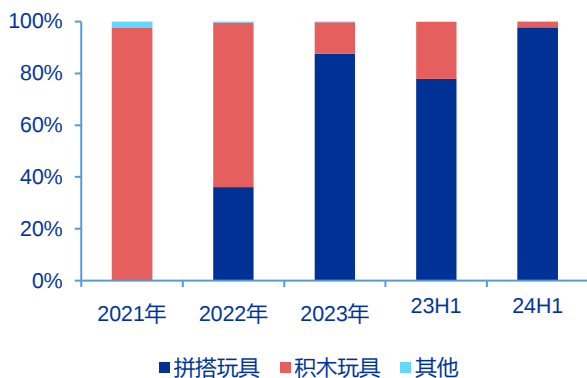
资料来源：布鲁可招股书，申万宏源研究

图 11：卡游不同渠道销售收入占比 (%)



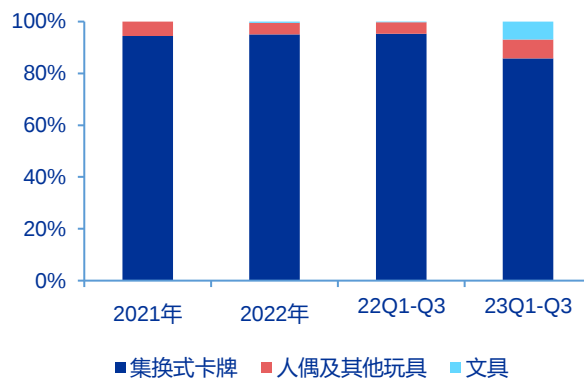
资料来源：卡游招股书，申万宏源研究

图 12：布鲁可不同产品类型收入占比 (%)



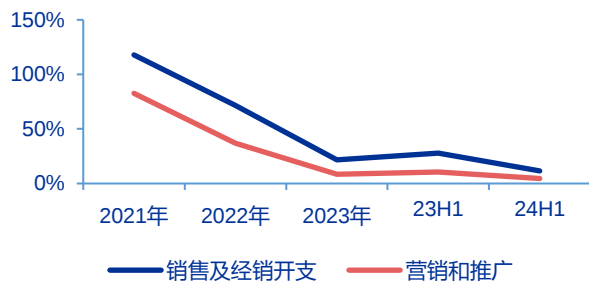
资料来源：布鲁可招股书，申万宏源研究

图 13：卡游不同产品类型收入占比 (%)



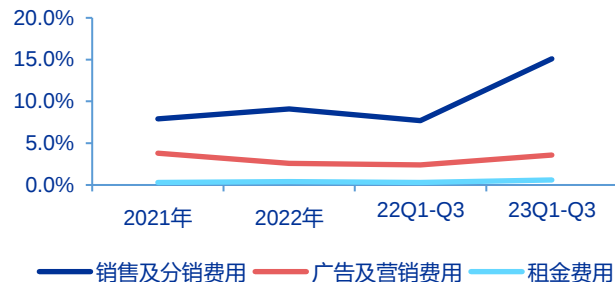
资料来源：卡游招股书，申万宏源研究

图 14: 布鲁可销售及分销费占比 (%)



料来源: 布鲁可招股书, 申万宏源研究

图 15: 卡游销售及经销开支占比 (%)



资料来源: 卡游招股书, 申万宏源研究

3. 布鲁可优势: 性价比和产品力兼具

布鲁可产品差异化定位, 与头部品牌错位竞争。市场主流拼搭类玩具企业包括乐高、万代、奇妙积木 (启蒙)、灵动创想等, 布鲁可和奇妙积木以拼搭积木人为主, 乐高主要为场景类拼搭积木产品、万代以手办为主、灵动创想以可动人偶为主。

表 4: 可比公司产品比较

名称	品牌地	成立时间	产品类型	产品
乐高 LEGO	丹麦	1932年	拼搭积木	
万代 BANDAI	日本	1955年	模型手办、可动人偶	
布鲁可 BLOKS GROUP	中国	2014年	拼搭角色类积木	
奇妙积木/启蒙 K	中国	1994年	启蒙、2019年推出奇妙积木: 拼搭角色类玩具为主, 部分场景类拼搭积木	
灵动创想 LDCX 灵动创想	中国	2009年	动漫IP衍生产品, 玩具为主, 包括可动人偶、毛绒玩具等	
森宝积木 森宝积木 SENBABLOKS	中国	2003年	拼搭角色类和非角色类积木	
邦宝玩具 邦宝 BanBao	中国	2003年	拼搭场景类积木为主	
拼奇积木 PAN TASU	中国	2020年	拼搭角色类和非角色类积木	

资料来源: 各公司官网, 申万宏源研究

布鲁可产品大众化定位，结合 IP、渠道广泛布局，表现行业内领先。进口品牌万代、乐高定位高端市场，主销产品价格带远高于布鲁可 19.9-79 元价格定位。国产品牌奇妙积木、灵动创想、森宝积木、邦宝玩具价格带与布鲁可接近，但产品形态及授权 IP 差异较大。布鲁可与奇妙积木都以奥特曼等动漫授权 IP 为主，但布鲁可专利及经销网络优势更为明显，布鲁可天猫及京东粉丝数为国产品牌中最高，仅次于乐高。

表 5：可比公司经营情况比较

名称	受众	价格带	IP	专利数量	线下渠道	线上渠道		
						平台	天猫粉丝数 (万)	京东粉丝数 (万)
乐高	广泛，1岁起儿童和青少年、成人	高端，90-8000元，主销200-500元	自有IP：乐高城市、乐高幻影忍者、乐高生化战士等授权IP：星球大战、哈利·波特、漫威宇宙、指环王、辛普森一家、捉鬼敢死队、迪士尼等	截至2024年，乐高在全球范围内拥有3705项专利，其中2526项活跃	2023年全球1031家，中国400-500家授权经营为主，小部分直营	官网、天猫、京东、抖音、拼多多、小红书、微信商城	624	1568
万代	以15岁以上消费群体为主，覆盖10-15岁青少年	高端，20-3000元（收藏款高于3000元），主销300-1500元	自有IP：高达、奥特曼授权IP：假面骑士、超级战队、光之美少女、龙珠、海贼王等	多	2023年全球超过1000家，以日本为主，中国16家授权经营为主，部分直营	官方APP、天猫、京东、抖音	225	33.9
布鲁可	6-16岁为主，部分16岁以上	大众，10-600元，主销19.9-79元	自有IP：百变布鲁可、英雄无限授权IP：奥特曼、变形金刚、火影忍者、宝可梦、假面骑士、名侦探柯南等50个授权IP：奥特曼、三丽鸥、宝可梦、名侦探柯南、漫威英雄、蜡笔小新、哆啦A梦、王者荣耀、中国航天、敦煌博物馆、周同学等	截至2024年，国内拥有508项专利，其中发明专利73项；海外拥有24项专利	经销为主，24Q2末经销商511家，终端网点数量超15万个	天猫、京东、抖音、拼多多、官方微信小程序	255	508
奇妙积木/启蒙	3-16岁，部分16岁以上	大众，10-900元，主销40-500元	自有IP：列车超人、雄狮骑士、魔幻陀螺、帮帮龙出动等18个授权IP：奥特曼、三丽鸥、漫威、迪士尼、迷你世界、宝可梦等	截至2024年，国内拥有约85项专利，其中发明专利5项	国内拥有超过6万家终端网点，全球覆盖40个国家	天猫、京东、抖音、拼多多、小红书、得物	43.5	50.4
灵动创想	3-13岁，部分13岁以上	大众，80-140元（仅统计可动人偶）	授权IP：奥特曼、三丽鸥、漫威、迪士尼、迷你世界、宝可梦等	截至2024年，国内拥有1024项专利，其中发明专利39项	国内拥有超过3.5万家终端网点	天猫、京东、抖音、拼多多、唯品会	22.6	0.1
森宝积木	5-18岁，部分18岁以上	大众，15-1000元，主销50-300元	授权IP：国潮文创（宫廷文创、航天文创、航空文创等）、影视（唐人街探案3、紧急救援等）、动漫（海绵宝宝、鬼灭之刃、三丽鸥、源灵战纪等）；40%销售由IP产品贡献	截至2024年，国内拥有171项专利		天猫、京东、拼多多	43.6	3.3
邦宝玩具	3-18岁	大众，15-1000元，主销15-150元	授权IP：斗罗大陆、樱桃小丸子、央视春晚牛年等	截至2024年，国内拥有专利206项，其中发明专利12项	经销和直营相结合	天猫、京东、拼多多	34.4	3.8
拼奇积木	成人受众为主	中高端，70-1200元，主销100-700元	授权IP：福尔摩斯、铁臂阿童木、灵笼等	截至2024年，国内拥有专利4项，均为外观设计专利	进驻山姆会员店、kkv、酷乐潮玩、toptoy、x11、朴坊等一线潮玩文创连锁	官网、天猫、京东、抖音、拼多多	14.5	0.7

资料来源：各公司官网，天猫、京东旗舰店，申万宏源研究

布鲁可与万代、奇妙积木可比性较强，布鲁可有望承接进口品牌降级需求、性价比好于国产品牌与白牌。布鲁可、万代、奇妙积木均有奥特曼 IP 授权，三家产品形态类似较为接近，布鲁可更具性价比、可玩性更强的产品设计，帮助公司实现更快增长。

万代：万代没有 9.9 元产品，20 元、39 元价格档次产品均为可动人偶，为非拼搭玩具。百元价格带内，万代仅有 99 元、279 元产品，可实现部分零件拼装，由于万代产品主要定位拼装后展示而不是把玩，因此设计重点在人物还原和精细度，并不在结构的强度和耐用性。

奇妙积木：与布鲁可定位接近，同等价格带均有对应的产品。同等价格带下，奇妙积木人高度均高于布鲁可，但关节可动数量、发光模组配置等差于布鲁可。布鲁可产品可玩性更强，同等价格带下体现出更高的性价比。同时从 SKU 数量角度，以布鲁可优势的

元价格带的奥特曼产品为例，截至 2024 年 12 月底，布鲁可奥特曼群星版产品已推出 13 弹，奇妙积木类似的奥特曼盲盒产品推出至第 10 弹。

白牌/小品牌：同等价格带下，缺少拼搭属性和 IP 相结合的白牌/小品牌产品。

表 6：可比品牌产品比较，布鲁可产品性价比突出（截止 2025 年 1 月 8 日）

价格	9.9		12.9		9.9	
品牌	万代		布鲁可		奇妙积木	
产品	奥特曼奥特曼发声可动		奥特曼奥特曼发声可动		奥特曼奥特曼发声可动	
高度	17.5cm		11.8cm		25.7cm	
特点	塑胶玩具（部分拼搭），需电池供电；全身22处可动，可发声		内置发光模组，眼睛/腹部可发光，头雕可替换，丰富可动；配备专属武器，配件丰富多样，零件达90个		全身可动，手肘可伸曲，肘部、膝部可弯曲，大腿可大幅摆动，肩部可动，可伸展手臂，颗粒数达400左右	
价格	279		199		198	
品牌	万代		布鲁可		奇妙积木	
产品	奥特曼奥特曼发声可动		奥特曼奥特曼发声可动		奥特曼奥特曼发声可动	
高度	13cm		19.5cm		23cm	
特点	塑胶玩具（部分拼搭）；全身14处可动		脖子旋转点位上移，头部可转动范围由5°增至30°，全身26处可动，肩甲球关节设计，全新升级版Ver2.0，手肘关节可动角度增大；积木零件多达110个		全身声光互动，双形态可切换，颗粒数70+，手臂可旋转180°	

资料来源：各公司官网、天猫旗舰店，申万宏源研究

性价比和产品力兼具的背后是产品研发设计和供应链优势的长期积累。

- **产品设计开发方面：强大的研发团队，以用户为核心的产品研发流程。**根据布鲁可招股书，截至 2024H1，公司已建立由 331 名员工组成的专职研发团队，占员工总数的 64%；团队主要负责两项职能产品研发，及 IP 赋能，其中约 84% 的人员为产品研发专利布局。公司通过一系列专利布局，不仅完善了自成一体的产品体系，还构建了拼搭角色类玩具高效生产的合作工厂模型。公司结合自研的标准件及 SKU 信息管理系统，实现标准化的产品开发流程。
- **供应链方面：当前公司以合作工厂、轻资产运营为主，但也有自营工厂扩张的计划，规模化量产实现价格优势同时保证产品的精度。**布鲁可通过模具创新实现 0.004 毫米的模具精度，布鲁可专有比例标准零件与特征零件有机组合的体系，规模效应下有助于降低玩具开模成本率。公司采用合作工厂模式，以快速扩大生产规模、并降低成本，灵活应对市场需求波动并专注于研发与品牌推广。截至 2024H1，公司有 6 家合作工厂，其中三家合作超过五年，并分别于 2021、2022 年开始合作生产拼搭角色类玩具，另外三家分别于 2023、2024 年开始合作生产。
自营工厂扩张计划：公司计划于 2026 年底前投产自营工厂，设计年产能约为 900 万套，全面支持拼搭角色类玩具的规模化生产，自营工厂将增强公司对供应链的控制力。

公司研发上强大产品力的重要体现之一是高效上新：在上新周期方面，拼搭角色类产品从概念探索到量产的平均上新周期仅为 6-7 个月，低于 10-12 个月的行业平均水平；在上新频率方面，自 2023-2024H1，公司高频度地每季度推出约 30 至 90 款 SKU；在上新数量方面，在 2023 年共推出 197 款 SKU，并计划 2024 年和 2025 年分别推出约 400 款和约 800 款 SKU。

4. 转型爆款 IP+热门拼搭品类实现爆发式增长, IP、产品、渠道扩张展望未来增长驱动

4.1 布鲁可爆发式增长复盘

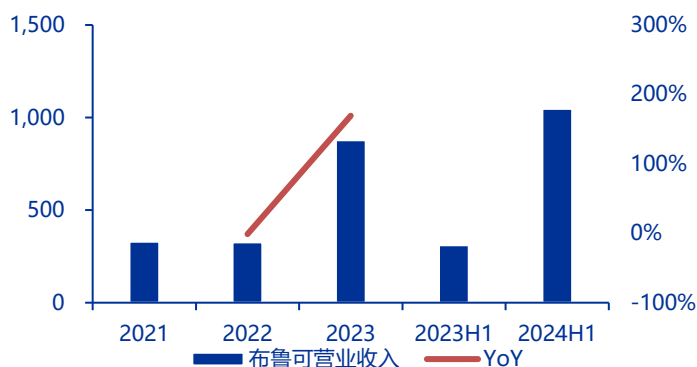
爆款 IP 叠加热门拼搭品类，布鲁可营收 22 年后呈爆发式增长。布鲁可 23 年实现营收 8.77 亿元，同比增长 169%，24H1 实现营收 10.46 亿元，同比增长 238%。

1) 爆款 IP 驱动增长，奥特曼贡献核心增量：2016 年，公司从积木玩具做起，主要是大颗粒积木玩具桶。2019 年公司抓住市场需求转型 IP+拼搭玩具产品。2021 年，布鲁可获得奥特曼 IP 产品开发权，22 年首个“奥特曼”系列产品上市首季度的销量为 14 万件，到第十个系列时，这一数字已跃升至 422.7 万件，增长超过 29 倍。23 年后，公司大部分收入来自基于奥特曼 IP 的产品销售，2023 年及 24H1 分别占收入的 63.5%及 57.4%，24H1 收入达 6 亿；公司于 23 年推出首款变形金刚玩具，24H1 已实现 1.95 亿营收。

2) 选中高景气拼搭类玩具，反哺布鲁可自有 IP：拼搭角色类玩具高景气，根据弗若斯特沙利文，全球及中国的拼搭角色类玩具市场规模 2023 年达 278 亿元及 58 亿元，于 2028 年将分别达到 996 亿元及 325 亿元，CAGR 分别为 29.0%及 41.3%。布鲁可拼搭角色类玩具 2023 年实现收入 7.69 亿元，同比增长 553.5%。24H1 实现收入 10.23 亿元，同比增长 323.8%。品类转型反哺公司自有 IP：2022 年推出自有 IP “英雄无限”，集合中国传统文化 IP 孙悟空、哪吒、关羽等，24H1 英雄无限 IP 实现 1.70 亿收入，同比增长 818%。

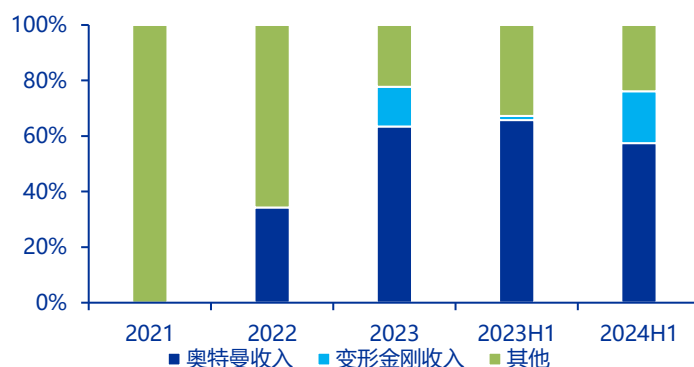
3) 我们推测 21 年后未成年网游防沉迷，也是线下体验性实物娱乐消费的崛起的原因之一。21 年关于未成年网络游戏的管理政策频发：《国家出版署关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》、《教育部办公厅等六部门关于进一步加强预防中小学生沉迷网络游戏管理工作的通知》。政策缩短并限制了未成年人网络游戏时间，显著加强监督、检查力度。政策后，未成年人游戏总时长、消费流水等数据都有极大幅度减少。玩具作为经典娱乐品类，提供创造、教育、解压、挑战等价值，受益于未成年娱乐需求向实体娱乐的转移。

图 16：布鲁可营业收入及增速（百万元，%）



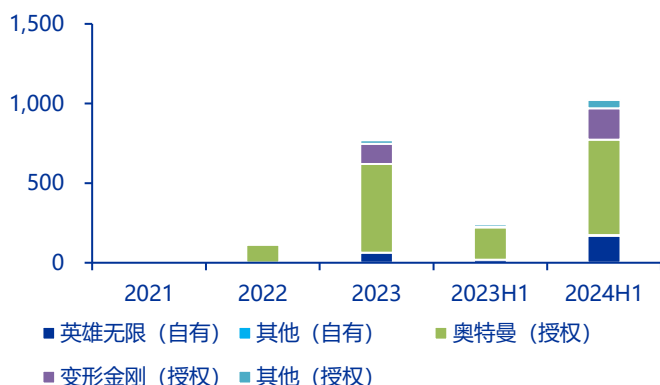
资料来源：布鲁可招股书，申万宏源研究

图 17：奥特曼、变形金刚 IP 占布鲁可收入比例（%）



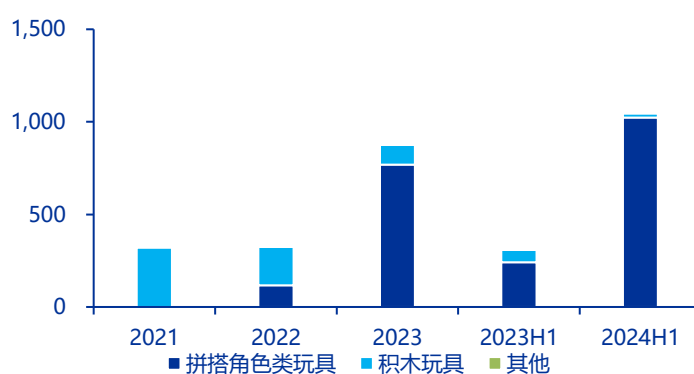
资料来源：布鲁可招股书，申万宏源研究

图 18：布鲁可拼搭角色分 IP 收入贡献（百万元）



资料来源：布鲁可招股书，申万宏源研究

图 19：拼搭角色玩具是布鲁可主要营收驱动（百万元）



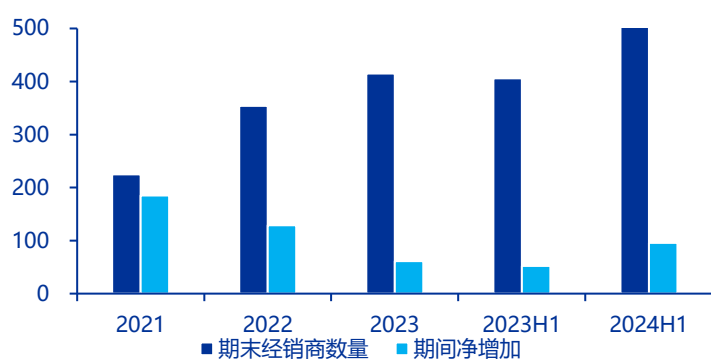
资料来源：布鲁可招股书，申万宏源研究

广铺下沉市场经销渠道，线下零售助力营收放量。布鲁可于 2021 年大力拓展经销商，截止 H，经销商数量达 家，经销商的增量主要分布于二三线及以下城市。H

二线城市经销商 254 家，占总体的 49.7%。同时 22 年公司配合拼搭角色玩具将销售重心转向线下，线下销售占比明显提升，由 22 年的 58%到 24H1 的 93%。公司终端销售场景主要是大型商超以及专业网点，例如玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等。

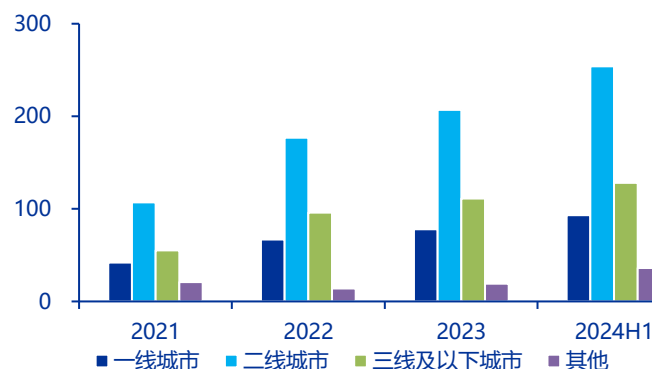
建立会员体系和用户社群 BFC，提升用户粘性。由于拼搭过程所带来的与消费者之间的联结，及角色类 IP 本身具有丰富的上下文属性和易传播性，公司建立消费者生态圈，以高效触达和维系广大的消费者、粉丝和布鲁可积木人创作者 BFC 社区（Blokees Figures Creator，布鲁可积木人创作者，对产品进行二次创作或者制作与产品相关的创意性内容，并将其成果进行分享的人士），并举办模玩大赛、晒图活动、线下展会等。公司的消费者生态圈不仅提高了产品的上新成功率和销售效率，而且提高了消费者和粉丝的粘性和复购。根据布鲁可招股书，截至 2024H1，公司在微信小程序注册会员已约有 200 万并持续复购。

图 20：布鲁可经销商数量变化（家）



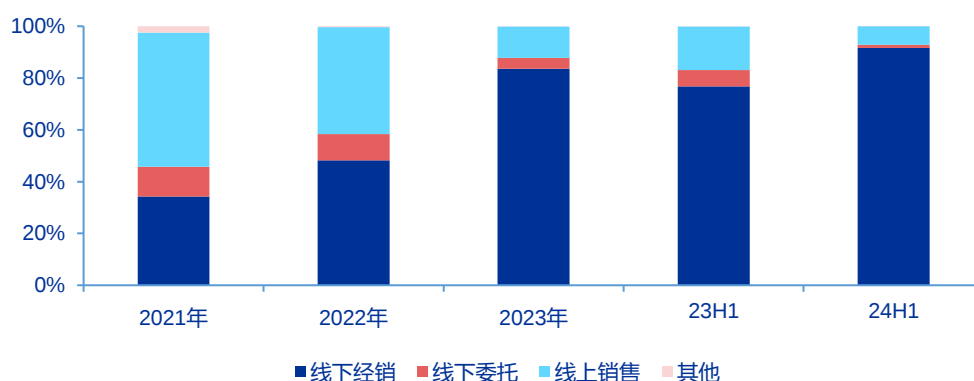
资料来源：布鲁可招股书，申万宏源研究

图 21：布鲁可经销商各线城市分布变化（家）



资料来源：布鲁可招股书，申万宏源研究

图 22：布鲁可渠道销售收入占比（%）



资料来源：布鲁可招股书，申万宏源研究

4.2 布鲁可未来增长驱动展望

展望未来，我们预计布鲁可未来有三个增长驱动：IP、产品、渠道。

1) IP 扩充，覆盖更多粉丝群体：布鲁可合作 IP 授权方从 2021 年 7 个提升至 2024Q2 末 12 个，已形成覆盖不同年龄段和性别的广泛人群 IP 矩阵，2021 年末公司拥有 IP 数量仅 9 个，目前公司 IP 矩阵中 IP 数量已增加至约 50 个，包括奥特曼、变形金刚、漫威、宝可梦、初音未来等等。我们认为，拼搭角色玩具在玩法、设计等方面同质化较高，产品之间核心差异在于 IP，而 IP 角色是用户购买决策的第一环，因此角色拼搭玩具的受众与 IP 受众有较高重合度。目前公司 IP 矩阵虽丰富，但销售主要为奥特曼和变形金刚，初音未来、宝可梦、小黄人等等 IP 有望覆盖大量不一样画像的增量用户，例如女性或成年人。此外，经典 IP 对应的 SKU 也在追求创新以覆盖更多用户群体，**布鲁可 24 年 12 月发布的限定版粉色变形金刚擎天柱，定价 99 元，闲鱼二手转让价多在 700 元左右。**因此，将现有 IP 库中的储备变现以及持续寻求知名 IP 合作是未来增长的核心驱动之一。

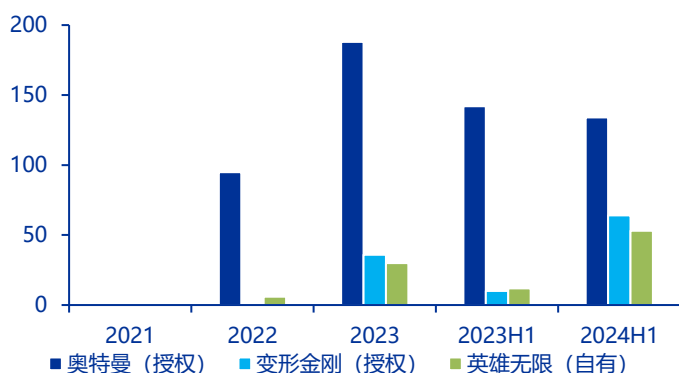
表 7：公司部分授权 IP 资料（截止 2024 年 12 月 12 日）

IP 名称	授权协议的对手方	授权区域	授权到期年份	图片展示
奥特曼	IP 授权方	中国 北美洲、欧洲及在亚洲的部分地区	2027 年 2025 年	
变形金刚	IP 版权方	全球超过 50 个国家	2025 年	
火影忍者	IP 授权方	中国	2028 年	
漫威：无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	IP 版权方	在亚洲的九个国家	2025 年	
小黄人	IP 版权方	全球超过 150 个国家	2027 年	
宝可梦	IP 授权方及 IP 版权方	中国	2025 年	
三丽鸥：凯蒂猫、美乐蒂、大耳狗喜拿、布丁狗、酷洛米、帕恰狗、半鱼人和小香姆	IP 授权方	中国	2027 年	
圣斗士星矢	IP 授权方	中国	2026 年	
莱罗丽	IP 版权方	除美国、墨西哥及加拿大以外的全球地区	2026 年	
名侦探柯南	IP 授权方	中国	2026 年	
斗罗大陆	IP 版权方	中国	2026 年	
新世纪福音战士	IP 授权方	中国	2026 年	
初音未来	IP 授权方	中国	2026 年	
假面骑士	IP 授权方	中国	2025 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	IP 版权方	中国	2027 年	
芝麻街	IP 版权方	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的 40 个国家	2026 年	
三体	IP 版权方	中国	2027 年	
新·假面骑士	IP 授权方	中国	2025 年	
王者荣耀	IP 版权方	中国	2026 年	
超级战队	IP 授权方	中国	2025 年	
机动奥特曼	IP 授权方	中国	2026 年	
星球大战	IP 版权方	中国	2028 年	

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

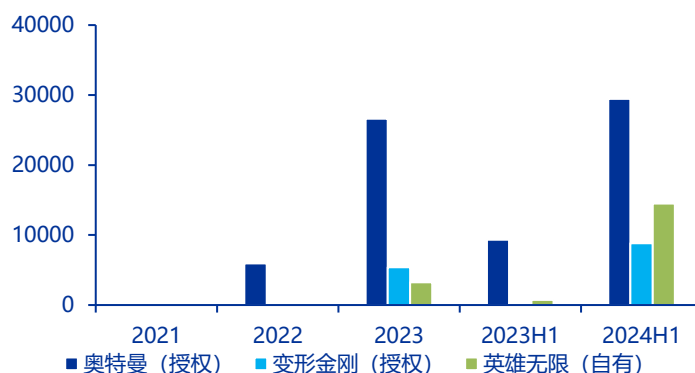
2) 产品扩充, 覆盖更多人群, 提升用户 ARPPU: 1) 扩价格带扩人群: 公司目前拥有多样化的 SKU 体系, 平价、大众、中端及高端产品覆盖不同消费人群 (年龄、城市线级、性别)。截至 2024Q2 末, 公司共推出 431 款在售 SKU, 包括主要面向 6 岁以下儿童的 116 款 SKU (占比 26.9%)、主要面向 6 至 16 岁人群的 295 款 SKU (占比 68.4%), 以及主要面向 16 岁以上人群的 20 款 SKU (占比 4.6%)。2024 年 11 月, 布鲁可推出定价人民币 9.9 元的平价价格带产品变形金刚星辰版, 进一步扩大价格带, 有望协同渠道下沉进一步贡献营收增量。2) 扩 SKU 增 ARPPU: 新 IP 验证后加快研发投入, 快速更新系列产品。24H1 奥特曼、变形金刚 SKU 分别为 134、64 个。奥特曼新系列销量不断攀升验证增加粉丝粘性以及 ARPPU 的提升。

图 23: 布鲁可前三 IP SKU 数量 (个)



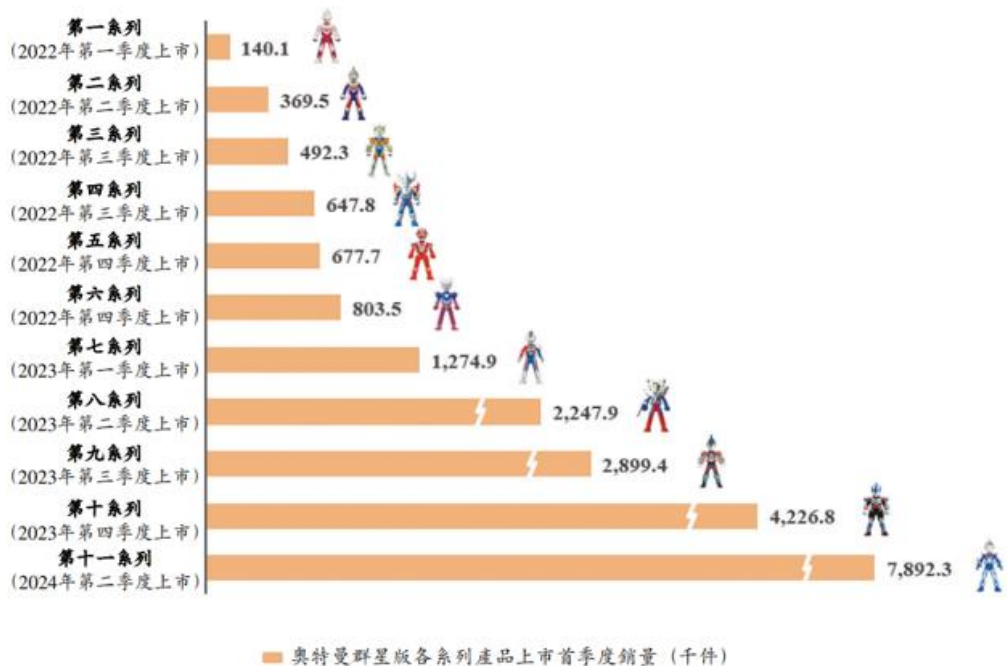
资料来源: 布鲁可招股书, 申万宏源研究

图 24: 布鲁可前三 IP 销量 (千件)



资料来源: 布鲁可招股书, 申万宏源研究

图 25: 布鲁可渠道销售收入占比 (%)



资料来源: 布鲁可招股书, 申万宏源研究

图 26：布鲁可宝可梦经典版手办



资料来源：布鲁可天猫旗舰店，申万宏源研究

图 27：布鲁可限定版粉色变形金刚擎天柱



资料来源：布鲁可积木公众号，申万宏源研究

(3) 渠道扩充，更广泛市场触达，未来下沉、海外或成为增量：

- **下沉：**目前布鲁可核心渠道为线下，24H1 占比 93%，21 年以来经销商在各线城市均有增长，核心增量主要分布于二三线及以下城市。**我们认为，布鲁可 IP+拼搭积木的产品已获市场验证，通过扩渠道触达更多潜在用户是确定性较高的增长驱动因素。同时更多 IP 和更多价格带产品提供了公司进军新市场的基础：**9.9 元产品给予公司覆盖更下沉市场的想象空间，而基于一体化研发生产供应链的高性价比 IP 玩具也给予公司出海的想象空间。
- **出海：**根据布鲁可招股书，布鲁可 2024H1 内销/外销收入分别达到 10.35 亿元/1116 万元，在总收入中占比 99%/1.0%，目前海外市场销售占比较低，但外销收入呈快速增长趋势，2021-2024H1 外销收入分别为 496/828/1039/1116 万元，2024H1 同比+135.5%。公司 2024Q2 末海外经销商 36 家，较 2021 年净增 15 家。随着全球玩具市场需求的不断增长，特别是亚太地区对拼搭类玩具的热情高涨，公司未来在海外市场的拓展空间广阔，有望通过加强本地化的经销商合作以及品牌推广策略进一步提升市场渗透率。

公司“全人群、全价位、全球化”的战略，对应 IP、产品、渠道三个核心增长驱动，**短期核心关注：**1) IP：已储备的约 50 个授权 IP 的续约情况、新 IP 签约情况；2) 产品：新品类新价格带的产品市场表现、研发及生产供应链能否跟上 SKU 的快速增长；3) 渠道：国内线下渠道进一步拓展、线上增量例如直播电商、出海渠道搭建。**长期关注：**公司能否将现有成功经验复制，实现平台化（减少对头部 IP 的依赖风险），持续迭代或内化 IP 玩具打法，形成自身孵化运营 IP 的能力。

5. 盈利预测和估值

我们预计布鲁可 2024-2026 年收入分别为 22.01/34.05/43.84 亿元, 对应增速分别为 151%/55%/29%。公司 2021-24H1 大力铺设线下零售渠道, 将战略重心从积木玩具转移至拼搭角色玩具, 其中: 1) 预计经典爆款 IP 奥特曼 25-26 同比增长 40%/20%, 毛利率预计维持 50%; 2) 变形金刚和自有 IP “英雄无限” 受益于线下零售渠道铺设以及奥特曼产品火爆带来的品牌用户增量, 预计变形金刚 25-26 年营收同比分别增长 70%/35%。自有 IP 受益品牌力提升以及粉丝运营预计 25-26 年营收同比分别增长 70%/35%; 3) 积木玩具同比下降, 主要系公司转型后产品重心转向拼搭角色积木。

表 8: 布鲁可收入预测拆分

百万 人民币	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	330	326	877	2,201	3,405	4,384	5,140
YoY		-1%	169%	151%	55%	29%	17%
毛利率	37%	38%	47%	52%	53%	53%	53%
拼搭角色类玩具		118	769	2,163	3,375	4,354	5,110
YoY			554%	181%	56%	29%	17%
自有 IP		2	64	321	546	737	847
YoY			3343%	400%	70%	35%	15%
毛利率		41%	56%	60%	60%	60%	60%
授权 IP		116	705	1,842	2,829	3,617	4,263
YoY			509%	161%	54%	28%	18%
奥特曼		111	557	1,113	1,559	1,871	2,151
YoY			399%	100%	40%	20%	15%
毛利率		38%	47%	50%	50%	50%	50%
变形金刚			125	625	1,062	1,434	1,721
YoY				400%	70%	35%	20%
毛利率			54%	55%	55%	55%	55%
其他		4	23	104	208	312	390
YoY			435%	350%	100%	50%	25%
毛利率		16%	29%	45%	45%	45%	45%
积木玩具	322	207	106	37	30	30	30

资料来源: Wind, 申万宏源研究

预计 2024-2026E 布鲁可调整后归母净利润分别为 6.00/10.61/14.07 亿元, 对应增速分别为 724%/77%/33%。预计布鲁可毛利率以及各项费用率维持稳定 (24 年行政费用率显著提高主要系公司根据股权激励计划授出购股权)。预计 26 年后可转换可赎回优先股的公允价值变动影响出清, 2025-2027E 经调整利润率分别为 31%/32%/32%。

表 9: 布鲁可盈利预测

人民币 百万	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
销售费用率	118%	72%	22%	11%	11%	11%	11%
研发费用率	25%	30%	11%	10%	10%	10%	10%
行政费用率	18%	16%	6%	21%	5%	5%	5%
经调整归母净利润	0	0					

YoY		-37%	-132%	724%	77%	33%	17%
经调整利润率	-108%	-69%	8%	27%	31%	32%	32%

资料来源：Wind，申万宏源研究

指示性发售价范围中位数每股 58.00 港元，对应市值为 140.05 亿港元（129.48 亿人民币），我们预计 2025 年公司净利润为 10.61 亿人民币，发行价格对应市盈率为 12.2 倍。

我们选取三丽鸥、万代南梦宫、泡泡玛特为可比公司。三丽鸥主营卡通 IP 形象的商品销售及 IP 授权业务；万代南梦宫主营 IP 运营变现，涵盖玩具、衍生品、影视、游戏等多元业务；泡泡玛特主营潮流玩具零售。根据 Bloomberg 一致预期，2024 年-2026 年，可比公司平均 PE 分别为 31 倍、28 倍及 25 倍。

表 10：可比公司估值表（收盘价为 2025 年 1 月 8 日）

证券代码	证券简称	预测归母净利润（亿）				CAGR		PE	
		2023A	2024E	2025E	2026E	(24E-26E)	2024E	2025E	2026E
8136.TYO	三丽鸥	175.84	336.59	393.87	437.86	14.06%	40	34	31
7832.TYO	万代南梦宫	1014.93	1139.57	1129.54	1197.38	2.51%	21	21	20
9992.HK	泡泡玛特	11.91	26.96	37.09	46.02	30.65%	40	29	24
行业平均						8.28%	31	28	25
0325.HK	布鲁可	0.73	6.00	10.61	14.07	53.10%			

资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

注：三丽鸥、万代南梦宫、泡泡玛特盈利预测使用 Bloomberg 一致预期；三丽鸥、万代南梦宫货币单位为日元，泡泡玛特、布鲁可货币单位为人民币

6. 风险提示

市场竞争加剧风险：积木和拼搭玩具行业随着更多参与者加入，若公司未能强化产品竞争力有丢失份额或利润率下滑风险。

IP 授权合作模式变化风险：可能导致公司利润率下滑或收入波动；

渠道管理风险：与经销商的合作变更、终端布局调整等存量渠道调整可能影响产品销售，新渠道拓展若不顺利也会使业务规模扩张进展不及预期。

消费者需求变化导致公司收入下滑风险：消费者对玩具产品的创意喜好与功能需求，存在快速变化的可能，若公司产品创新未能及时跟上市场变化，有业务下滑风险。

合并损益表

千元 人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	325,574	876,686	2,200,660	3,404,847	4,383,542
销售成本	(202,155)	(461,764)	(1,046,282)	(1,608,421)	(2,065,284)
毛利	123,419	414,922	1,154,378	1,796,426	2,318,258
销售及经销开支	(232,885)	(189,280)	(242,073)	(374,533)	(482,190)
研发开支	(98,444)	(94,657)	(220,066)	(340,485)	(438,354)
行政开支	(51,002)	(49,230)	(462,139)	(170,242)	(219,177)
其他收益净额	12,416	5,987	0	5,987	5,987
其他开支	(17,896)	(695)	(695)	(695)	(695)
金融资产减值亏损拨备净额	226	(1,100)	(1,100)	(1,100)	(1,100)
财务成本	(1,574)	(1,654)	(2,201)	(3,405)	(4,384)
可转换可赎回优先股的公允 价值变动	(191,031)	(274,132)	(314,066)	(314,066)	0
除所得税前溢利	(456,771)	(189,839)	(87,961)	597,887	1,178,345
所得税开支	34,066	(17,642)	(15,833)	107,620	212,102
期间溢利	(422,705)	(207,481)	(103,794)	705,506	1,390,447
非控股权益	(2,819)	(1,381)	(695)	4,727	9,316
母公司拥有人应占溢利	(419,886)	(206,100)	(103,099)	700,779	1,381,131
以股分为基础的薪酬	6,337	6,231	374,670	41,047	16,768
上市费用			15,355		
经调整年度利润	(225,337)	72,882	600,297	1,060,619	1,407,215

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

千元 人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
物业、厂房及设备	22,785	47,672	67,869	84,194	96,647
使用权资产	27,238	58,442	58,442	58,442	58,442
无形资产	4,319	5,773	5,773	5,773	5,773
递延税项资产	221,283	203,795	203,795	203,795	203,795
预付款项、其他应收款项及 其他非流动资产	6,531	14,718	44,013	68,097	87,671
非流动资产总值	282,156	330,400	379,893	420,301	452,328
存货	61,208	76,294	187,056	289,412	372,601
贸易应收款项及应收票据	15,299	38,256	96,829	149,813	192,876
预付款项、其他应收款项及 其他流动资产	10,901	14,477	37,411	57,882	74,520
按公允价值计量且其变动计 入当期损益的金融资产	1,251	1,251	1,251	1,251	1,251
已抵押存款	9,064	8,141	8,141	8,141	8,141
现金及现金等价物	188,972	360,837	774,288	3,268,546	5,041,934
与重组有关的应收款项	1,377,000	183,000	183,000	183,000	183,000
流动资产总值	1,663,695	682,256	1,287,976	3,958,046	5,874,323
资产总计	1,945,851	1,012,656	1,667,869	4,378,347	6,326,651
贸易应付款项及应付票据	118,533	259,671	660,198	1,021,454	1,315,062
计息银行借款	5,000				
合同负债	30,629	66,325	176,053	272,388	350,683
其他应付款项及应计费用	112,655	169,373	418,125	646,921	832,873
应付税项		118	118	118	118
应付关联方款项	44,694	25,913	25,913	25,913	25,913
租赁负债	19,168	21,969	21,969	21,969	21,969
与重组有关的应偿还款项	1,407,338	187,520	187,520	187,520	187,520
流动负债总额	1,738,017	730,889	1,489,896	2,176,283	2,734,139
可转换可赎回优先股	1,573,884	1,848,016	1,848,016	1,848,016	1,848,016
租赁负债	4,100	34,962	34,962	34,962	34,962
其他应付款项及应计费用	6,965	7,083	7,083	7,083	7,083
非流动负债总额	1,584,949	1,890,061	1,890,061	1,890,061	1,890,061
负债总额	3,322,966	2,620,950	3,379,957	4,066,344	4,624,200
股本					

其他储备				1,318,536	1,318,536
保留盈利	(1,366,317)	(1,606,385)	(1,709,484)	(1,008,704)	372,427
非控股权益	(10,910)	(2,037)	(2,732)	1,994	11,310
权益总额	(1,377,115)	(1,608,294)	(1,712,088)	312,003	1,702,451
负债和股东权益合计	1,945,851	1,012,656	1,667,869	4,378,347	6,326,651

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

千元 人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
除税前溢利	(456,771)	(189,839)	(87,961)	597,887	1,178,345
物业、厂房及设备折旧	10,488	13,837	18,527	22,399	26,271
物业、厂房及设备减值	6,159	0	0	0	0
存货减少（增加）	2,809	(15,238)	(110,762)	(102,356)	(83,189)
贸易应收款项及应收票据减少／（增加）	9,815	(23,828)	(58,573)	(52,984)	(43,063)
预付款项、其他应收款项及其他资产减少（增加）	13,074	(3,610)	(52,229)	(44,555)	(36,212)
已抵押存款减少／（增加）	(4,345)	923			
贸易应付款项及应付票据增加／（减少）	25,654	141,138	400,527	361,256	293,608
其他应付款项及应计费用增加／（减少）	(7,835)	11,807	248,752	228,796	185,952
合同负债增加	1,060	35,696	109,728	96,335	78,296
经营性现金流量净额	(168,737)	284,892	452,175	1,214,397	1,812,112
投资性现金流量净额	250,662	(43,269)	(38,724)	(38,724)	(38,724)
融资性现金流量净额	31,475	(70,146)	0	1,318,585	0
现金及现金等价物增加净额	113,400	171,477	413,451	2,494,258	1,773,388
年初／期初现金及现金等价物	76,153	188,972	360,837	774,288	3,268,546
汇率变动的影响净额	(581)	388			
年末／期末的现金及现金等价物	188,972	360,837	774,288	3,268,546	5,041,934

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

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

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。