



Research and
Development Center

布鲁可：拼搭角色类玩具龙头，IP 矩阵 丰富、快速迭代，平台化成长可期

— 布鲁可（0325.HK）首次覆盖报告

新消费行业首席分析师
S1500524120004
jiangwenqiang@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

首次覆盖报告

布鲁可(0325.HK)

投资评级 买入

上次评级

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

布鲁可：拼搭角色类玩具龙头，IP 矩阵丰富、快速迭代，平台化成长可期

2025 年 1 月 17 日

报告内容摘要：

◆**积木沉淀品牌，拼搭角色类玩具开辟市场。**公司 17 年推出积木玩具，22 年推出创新品类—拼搭角色类玩具，迅速成为公司增长主要驱动力。24H1 公司营收 10.46 亿元（同比+237.6%），增长步入快车道；经调整后净利润 2.92 亿元，经调整利润率修复至 27.9%。1）渠道：线下经销为发展重点，24H1 经销营收占比 91.6%；2）品类：24H1 拼搭角色类玩具/积木玩具收入分别为 10.23/0.23 亿元（同比+323.8%/-66.3%），积木玩具持续收缩，拼搭角色类玩具高速增长。3）IP：24H1 授权 IP 奥特曼收入 6.01 亿元（同比+194.6%），占比下降至 57.4%，授权 IP 持续增加，23 年推出的变形金刚表现尤为亮眼，24H1 实现收入 1.95 亿元（同比+4192.6%）；自有 IP 快速发展，24H1 核心自有 IP 英雄无限实现收入 1.70 亿元（同比+817.7%），IP 矩阵持续多元化。

◆**玩具市场近万亿，拼搭角色类赛道高增。**据弗若斯特沙利文，23 年全球玩具市场规模为 7731 亿元（同比+7.4%），其中国内规模为 1049 亿元（同比+9.4%）。拼搭角色类玩具行业增长步入快车道，23 年全球拼搭角色玩具类市场规模为 278 亿元（同比+24.1%），国内规模为 58 亿元（同比+93.3%，19-23 年 CAGR 为 49.6%）。拼搭角色类玩具市场格局高度集中，23 年全球 CR2（万代、乐高）高达 75.4%，布鲁可全球份额 6.3%、位居全球第三；国内 CR4 高达 75.5%，布鲁可国内份额 30.3%、位居国内第一。伴随玩具消费人群及 IP 玩具受众的持续扩张，叠加本土企业研发、产品品质和 IP 商业化能力的持续提升，以及新型玩具形态的不断涌现，我们预计中国市场未来有望保持快速增长。

◆**IP 运营能力迭代，品牌卡位领先，长期平台化发展可期。**自主 IP+授权 IP 双轮驱动，IP 矩阵持续丰富，商业化效率领先。截至 24 年 6 月末已获得约 50 个知名 IP 的非独家授权（21 年末仅 9 个），并已成功将 10 个知名授权 IP 商业化。产品开发机制高效，产品从概念探索到量产平均仅 6-7 个月（行业平均 10-12 个月），产品从入库到出库平均仅约 30 天。24 年 6 月末公司共拥有 431 个在售 SKU，计划 24/25 年分别推出约 400/800 个 SKU。产品价格带下探，24 年 11 月推出 9.9 元的变形金刚星辰版，进军下沉市场。未来公司计划持续拓展线下网点，并发力 DTC 渠道，同时依托逐步扩大的海外 IP 版权加速出海。此外，公司供应链规模效应显著，通过高度标准化的接口，标准零件可以和特征零件进行高度兼容的不同拼搭组合，品控&响应速度&成本领先。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计 2024-2026 年公司经调整净利润分别为 5.87/10.78/16.42 亿元（同比+705.2%/+83.8%/52.3%），对应 PE 分别为 33.5X/18.3X/12.0X。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**市场竞争加剧风险、产品推新不及预期风险、IP 合作不及预期风险。

重要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	877	2029	3603	5309
(+/-) (%)	169%	131%	78%	47%
归母净利润	-206	389	878	1440
(+/-) (%)	51%	289%	126%	64%
经调整净利润	73	587	1078	1642
(+/-) (%)	132%	705%	84%	52%
EPS	0.30	2.39	4.40	6.70
P/E	-	33.54	18.25	11.99

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测(注: 股价为 2025 年 01 月 16 日收盘价; EPS 为经调整每股收益)

1 公司概况：守正出奇，行稳致远.....	6
1.1 发展历程：积木沉淀品牌，拼搭角色类玩具开辟市场.....	6
1.2 治理结构：股权结构稳定，高管团队背景雄厚.....	6
2.3 业绩拆分：拼搭角色类玩具持续扩张，盈利快速改善.....	8
2 玩具行业：情绪消费方兴未艾，拼搭角色类玩具快速增长.....	13
2.1 玩具行业：万亿赛道，稳步扩容.....	13
2.2 情绪消费：多元发展，方兴未艾.....	16
3 竞争优势：IP 矩阵丰富，运营效率领先.....	19
3.1 IP：多元化发展，商业化能力领先.....	20
3.1.1 IP 资源丰富，矩阵持续扩充.....	20
3.1.2 IP 挖潜能力突出，商业化效率领先.....	22
3.2 品牌：内容营销驱动，品牌认知鲜明.....	24
3.3 供应链：规模效应显著，品控&响应速度&成本领先.....	26
4 盈利预测与估值.....	28
4.1 盈利预测.....	28
4.2 投资评级.....	30
风险因素.....	30

图目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权结构.....	7
图 3：公司高管成员背景.....	7
图 4：公司营业收入及增速（百万元）.....	8
图 5：公司经调整后净利润（百万元）.....	8
图 6：公司综合毛利率.....	8
图 7：公司经调整后净利润率.....	8
图 8：公司分渠道收入及增速（百万元）.....	9
图 9：公司分渠道毛利率.....	9
图 10：公司分品类收入及增速（亿元）.....	9
图 11：公司分品类毛利率.....	9
图 12：公司拼搭角色类玩具分 IP 模式收入及增速（百万元）.....	10
图 13：公司拼搭角色类玩具分 IP 收入及增速（百万元）.....	10
图 14：公司积木玩具分 IP 收入及增速（百万元）.....	10
图 15：公司分 IP 毛利率（百万元）.....	10
图 16：公司产品组合.....	11
图 17：公司海外市场分区域收入（百万元）.....	11
图 18：公司分区域收入增速.....	11
图 19：公司各项费用率.....	12
图 20：2024 年 6 月公司各职能员工人数.....	12
图 21：公司销售成本拆分（百万元）.....	12
图 22：公司外包生产及采购成本、授权费及增速（百万元）.....	12
图 23：全球各地区玩具市场规模（亿元）.....	13
图 24：全球各地区玩具市场规模增速.....	13
图 25：全球各类形态玩具市场规模（亿元）.....	14
图 26：全球各类形态玩具市场规模增速.....	14
图 27：中国各类形态玩具市场规模（亿元）.....	14
图 28：中国各类形态玩具市场规模增速.....	14
图 29：全球（非）拼搭类玩具市场规模及增速（亿元）.....	15
图 30：中国（非）拼搭类玩具市场规模及增速（亿元）.....	15
图 31：全球拼搭类玩具市场规模拆分（亿元）.....	15
图 32：中国拼搭类玩具市场规模拆分（亿元）.....	15
图 33：全球拼搭角色类玩具市场竞争格局.....	16
图 34：中国拼搭角色类玩具市场竞争格局.....	16
图 35：日本消费社会发展历程.....	16
图 36：日本 Z 世代消费观比例.....	17
图 37：日本居民对精神富足和物质富足的选择比例.....	17
图 38：日本居民各类活动每日平均花费时间（小时）.....	17

图 39: 日本 2023 年御宅市场调查	17
图 40: 日本人对 IP 商品功能的认知 (2004 年)	18
图 41: 日本 IP 产业相关市场规模 (亿日元)	18
图 42: 24 年双十一期间“快乐消费”占比	18
图 43: “快乐消费”品类 TOP	18
图 44: 中国潮玩市场规模及增速 (亿元)	19
图 45: 不同产品形态潮玩收入 (亿元)	19
图 46: 淘宝天猫 2024 “双 11 年度玩具大赏”榜单	19
图 47: 布鲁可体系	20
图 48: 公司拼搭角色类玩具自有 IP 英雄无限	20
图 49: 公司积木玩具自有 IP 百变布鲁可	20
图 50: 公司的部分 IP	21
图 51: 公司 IP 授权情况	22
图 52: 公司奥特曼群星版各系列产品上市首季度销量 (千件)	22
图 53: 公司在售 SKU 数量 (分 IP)	23
图 54: 公司在售 SKU 数量 (分年龄段)	23
图 55: 公司盲盒产品占总体比例	23
图 56: 布鲁可奥特曼系列盲盒	23
图 57: 公司分 IP 量价拆分	24
图 58: 公司内容驱动的营销策略	24
图 59: BFC (布鲁可积木人创作者) 组织	25
图 60: 布鲁可 BFC 二次创作作品	25
图 61: 公司微信小程序布鲁可积木人 Club	25
图 62: 公司 IP 商业化机制	26
图 63: 公司经销商新增与退出数量 (家)	26
图 64: 公司分地区经销商数量及增速 (家)	26
图 65: 公司拼搭角色类玩具架构	27
图 66: 公司合作工厂	27
图 67: 盈利预测	29
图 68: 可比公司估值	30

投资聚焦：

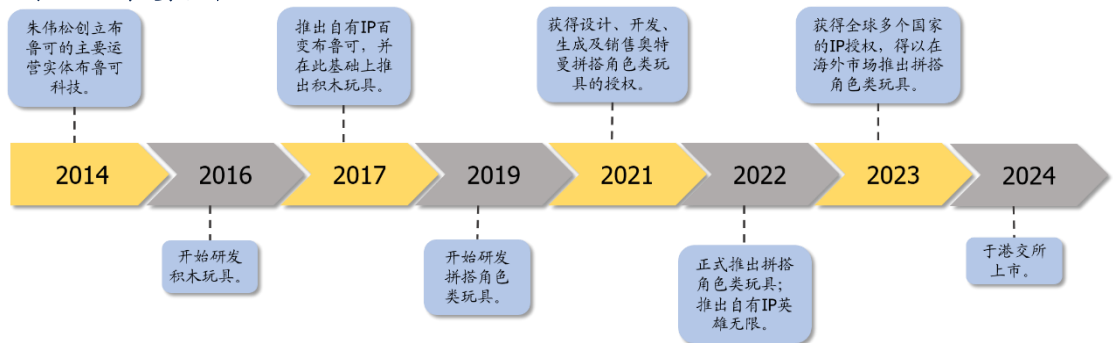
与市场不同：市场对公司单一 IP 依赖度较高问题存在担忧。我们认为：1) IP 授权方/版权方依赖下游销售实现知识产权变现，公司在拼搭角色类玩具赛道份额领先、销售规模较大、增速较快，与上游更多是共赢关系，IP 续签风险较小。2) 公司通过对授权 IP 奥特曼的长期运营，积累了 IP 商业化经验，在供应链、产品设计、渠道管理、营销等方面均具备较深 know-how。3) 公司当前已逐步摆脱对单一 IP 的依赖，奥特曼 IP 占比持续下降，变形金刚及英雄无限 IP 占比快速提升，新 IP 如宝可梦、初音未来等蓄势待发，IP 矩阵趋于多元化。

1 公司概况：守正出奇，行稳致远

1.1 发展历程：积木沉淀品牌，拼搭角色类玩具开辟市场

守正出奇，拼搭角色类玩具领导者快速成长。公司创始人朱伟松于 2014 年创立布鲁可科技，2016 年开始研发积木玩具，积累了丰富的拼搭类玩具经验。2017 年推出自有 IP 百变布鲁可，用于积木玩具产品。依托在积木领域积累多年的产品开发 know-how、渠道基础与品牌基础，2019 年公司开始研发拼搭角色类玩具，将 IP 赋予积木品类，品类创新性强。2022 年 1 月拼搭角色类玩具产品推出，快速渗透空白市场，迅速成为公司增长主要驱动力。

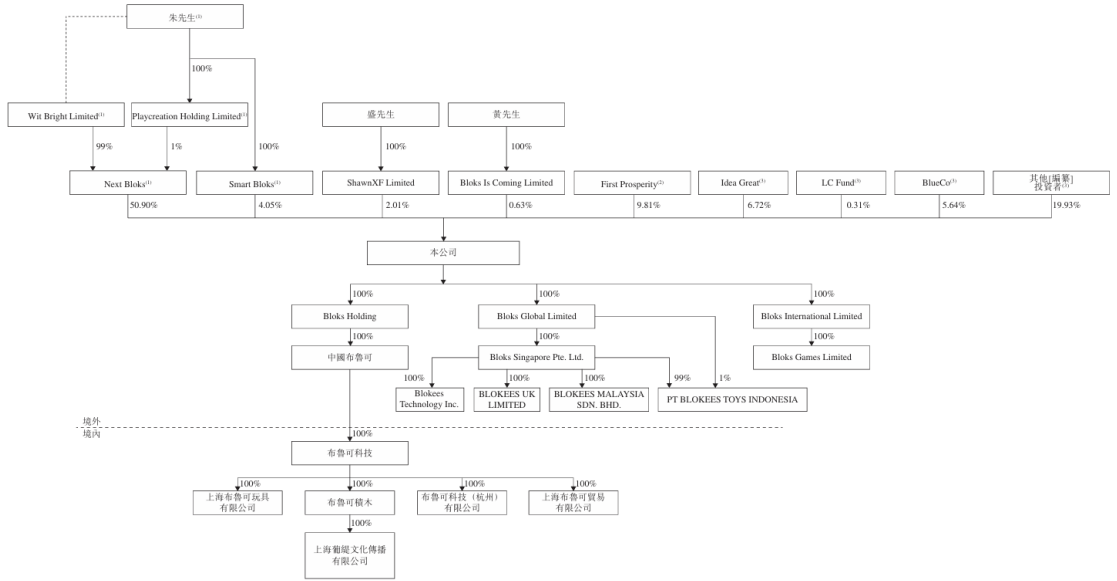
图 1：公司发展历程



资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

1.2 治理结构：股权结构稳定，高管团队背景雄厚

股权结构稳定，股权激励绑定核心人员。截至 2024 年 12 月，公司实控人朱伟松通过 Next Blocks 和 Smart Blocks 合计持有公司股份 54.95%，实控人持股比例高。此外，公司股权激励平台 First Prosperity 持有公司股份 9.81%，通过股权激励深度绑定核心人员。

图 2: 公司股权结构


资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心 (注: 截至 2024 年 12 月; 本公司指代布鲁可)

核心管理团队稳定, 专业领域积淀深厚。公司创始人朱伟松先生亦是游族的联合创始人, 历任游族首席技术官、监事会主席, 2014 年创立布鲁可, 主要负责公司的整体战略、业务发展和经营管理。总裁盛晓峰先生负责公司玩具业务的运营管理及海外市场, 曾于英特尔负责教育类产品的设计研发, 2015 年加入布鲁可。谢磊先生负责公司产品研发和设计工作, 深耕硬件产品设计领域, 2015 年加入布鲁可。

图 3: 公司高管成员背景

姓名	职务	年龄	简介
朱伟松	首席执行官	43	公司创始人, 主要负责集团整体战略、业务发展和经营管理。朱先生于 2014 年 12 月创立布鲁可, 在此之前, 朱先生于 2009 年 5 月联合创立了上海游族信息技术有限公司, 自其成立起至 2015 年 2 月担任首席技术官, 主要负责研发管理工作; 于 2014 年 5 月, 上海游族信息技术有限公司的业务通过游族网络股份有限公司的重大资产重组在深圳证券交易所上市; 2014 年 6 月至 2016 年 4 月担任游族网络股份有限公司监事会主席。朱先生 2013 年 1 月通过线上教育毕业于中国上海交通大学工商管理专业, 2019 年 9 月获得中国长江商学院工商管理硕士学位, 2023 年 6 月获得中国上海交通大学上海高级金融学院-美国亚利桑那州立大学工商管理博士学位。
盛晓峰	总裁	47	负责公司玩具业务的运营管理及海外市场。盛先生于 2005 年 4 月至 2015 年 5 月任职于英特尔集团旗下的英特尔技术开发(上海)有限公司及英特尔亚太研发有限公司, 负责教育类产品的设计研发。自 2015 年 9 月起担任布鲁可科技总裁。盛先生于 2001 年 7 月获得中国同济大学工业设计学士学位, 2009 年 3 月取得中国上海交通大学工业设计工程硕士学位。
付轶方	首席财务官	51	负责公司会计和财务管理工作。付女士于 2010 年 9 月至 2013 年 9 月担任合一网络技术(北京)有限公司高级财务总监, 于 2013 年 9 月至 2017 年 7 月担任传线网络科技(上海)有限公司, 此两家公司均为优酷土豆集团附属公司; 2018 年 1 月至 2020 年 10 月担任上海哔哩哔哩科技有限公司高级财务总监; 2020 年 11 月至 2023 年 1 月担任瑞幸咖啡(上海)有限公司和瑞幸咖啡科技(海南)有限公司财务副总裁; 于 2023 年 12 月加入布鲁可并担任首席财务官至今。付女士于 1998 年 7 月获得中国四川大学文学学士学位, 2001 年 12 月获得美国普特州立大学会计学硕士学位。
谢磊	副总裁	48	负责公司产品研发和设计。谢先生于 2003 年 2 月至 2005 年 1 月于伊莱克斯(中国)电器有限公司担任设计主管; 2005 年 10 月至 2008 年 12 月于千方工业设计(上海)有限公司担任设计总监; 2011 年 3 月至 2015 年 6 月在硬件产品领域进行连续创业; 2015 年 7 月加入布鲁可并担任副总裁至今, 在产品领域拥有超过 20 年经验。谢先生于 1999 年 6 月获得中国上海交通大学工业设计学士学位, 自 2021 年起于上海交通大学设计学院担任 HIDE(国际工业设计工程)企业导师。
黄政	副总裁	45	负责公司人力资源管理及行政工作。黄先生于 2001 年 7 月至 2012 年 6 月任职于上海广播电视台及下属公司, 曾担任少儿频道人力资源部主任及办公室主任; 于 2012 年 6 月至 2016 年 12 月任职于东方明珠新媒体股份有限公司, 曾担任行政总经理; 2016 年 12 月加入布鲁可并担任副总裁至今, 拥有超过 20 年的人力资源管理及行政工作经验。黄先生于 2001 年 6 月获得中国青年政治学院法学学士学位, 2013 年 3 月获得中国上海交通大学新闻与传播学硕士学位。
朱元成	副总裁, 董事会秘书	40	负责公司董事会事务、投资者关系及法律事务等工作。朱元成先生于 2014 年 8 月至 2016 年 4 月担任中泰信托有限责任公司高级信托经理; 2016 年 5 月至 2019 年 3 月担任国家电力投资集团有限公司附属公司中电投先融(上海)资产管理有限公司金融合作部负责人; 2019 年 6 月至 2020 年 12 月担任四川信托有限公司业务部门总经理; 2020 年 12 月加入布鲁可并担任副总裁兼董事会秘书至今。朱元成先生于 2007 年 7 月获得中国矿业大学法学学士学位, 2010 年 6 月获得中国复旦大学法律硕士学位。
余咏诗	公司秘书	42	达盟香港有限公司(一家在香港提供公司会计及公司秘书服务的公司)上市服务部经理。在公司秘书专业方面拥有超过 15 年的经验, 一直担任多家香港上市公司的公司秘书。于 2005 年 12 月获得香港中文大学工商管理学士学位。

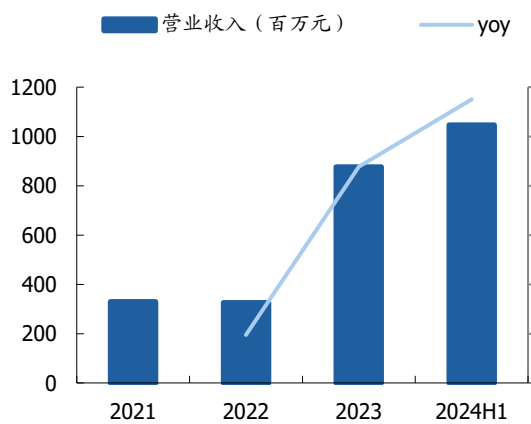
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.3 业绩拆分：拼搭角色类玩具持续扩张，盈利快速改善

IP 商业化成功，增长提速。公司 2021 年实现收入 3.30 亿元，2022 年开始调整产品结构，推出拼搭角色类玩具，但受外部环境影响收入同比-1.3%。受益于拼搭类角色玩具销量快速增长、IP 商业化的成功和销售网络的扩张，2023 年公司实现收入 8.77 亿元（同比+169.3%）；2024H1 实现收入 10.46 亿元（同比+237.6%），增长步入快车道。

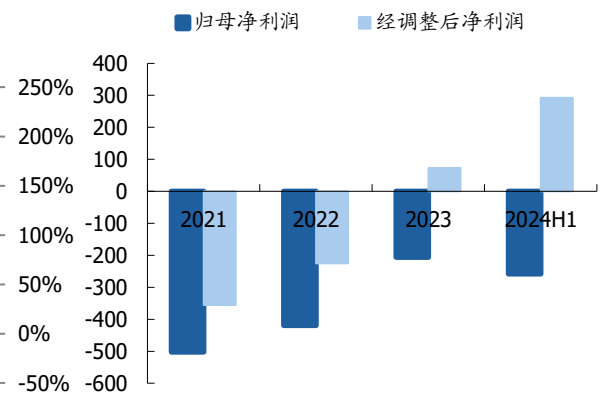
品类扩张驱动规模效应显现，毛利率显著提升，经调整后净利润快速改善。伴随 2022 年拼搭角色类玩具推出，公司业务规模迅速扩张，标准件+特征件生产模式快速形成规模效应，2021-23 年毛利率从 37.4% 提升至 47.3%。2023 年经调整后净利润为 0.73 亿元，扭亏为盈；2024H1 经调整后净利润增加至 2.92 亿元，经调整后净利润率快速修复至 27.9%。

图 4：公司营业收入及增速（百万元）



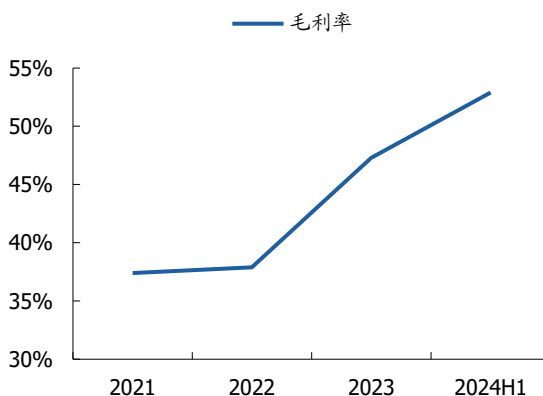
资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

图 5：公司经调整后净利润（百万元）



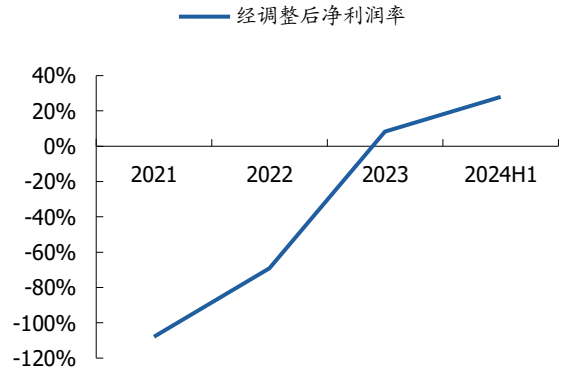
资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心（注：经调整后净利润为加回可转债可赎回优先股的公允价值变动、以股份为基础的薪酬后的数值）

图 6：公司综合毛利率



资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

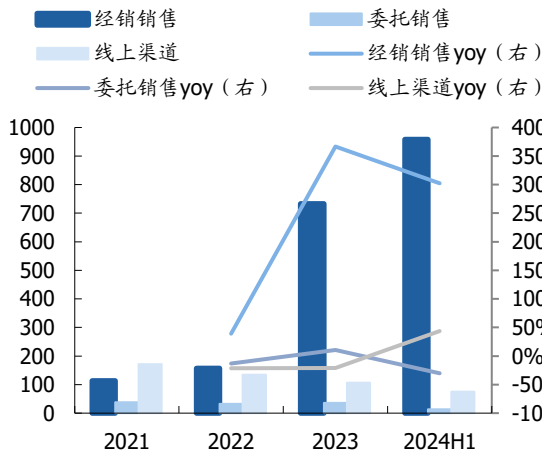
图 7：公司经调整后净利润率



资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

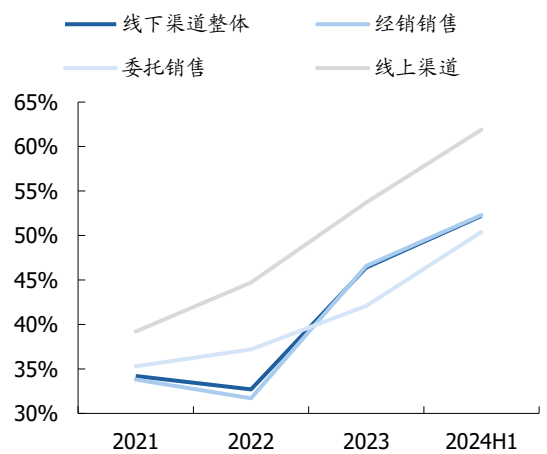
分渠道：销售网络快速扩张，线下经销为核心，毛利率持续提升。2022年推出拼搭角色类玩具前，公司主要通过线下经销及线上渠道销售积木玩具，2021年线下经销/线上渠道占比分别为34.2%/51.8%。2022年开始，伴随拼搭角色类玩具放量，线下经销占比快速提升，线上渠道稳步收缩。2024H1经销销售/委托销售/线上渠道收入占比分别为91.6%/1.3%/7.1%，公司在招股书中表示，未来将继续专注于在线下渠道销售拼搭角色类玩具。2024H1线下经销/委托销售/线上渠道毛利率分别为52.3%/50.4%/61.9%（同比+9.8pct/+8.8pct/10.9pct），各渠道毛利率快速改善。

图 8：公司分渠道收入及增速（百万元）



资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

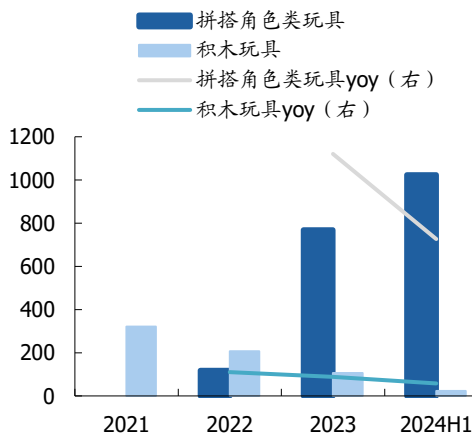
图 9：公司分渠道毛利率



资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

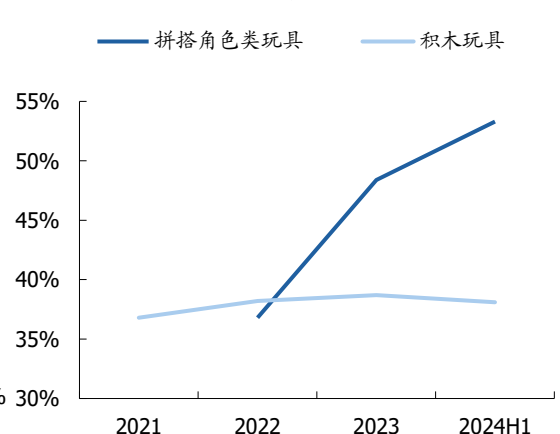
分品类：积木玩具收缩，拼搭角色类玩具驱动增长。2022年公司拼搭角色类玩具/积木玩具收入分别为1.18亿元/2.07亿元，分别占比36.1%/63.5%；2023年拼搭角色类玩具收入远超积木玩具，收入分别为7.69/1.06亿元（同比+553.5%/-48.6%）；2024H1拼搭角色类玩具/积木玩具收入分别为10.23/0.23亿元（同比+323.8%/-66.3%），分别占比97.8%/2.2%，拼搭角色类玩具保持高增，积木玩具持续收缩。2024H1拼搭角色类玩具/积木玩具毛利率分别为53.3%/38.1%（同比+9.0pct/-4.4pct），拼搭角色类玩具规模效应持续显现。

图 10：公司分品类收入及增速（亿元）



资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

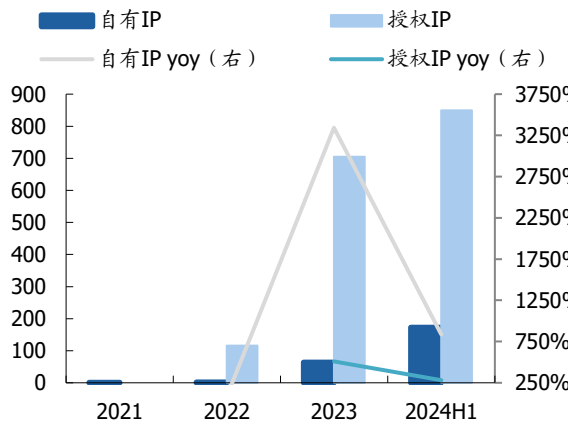
图 11：公司分品类毛利率



资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

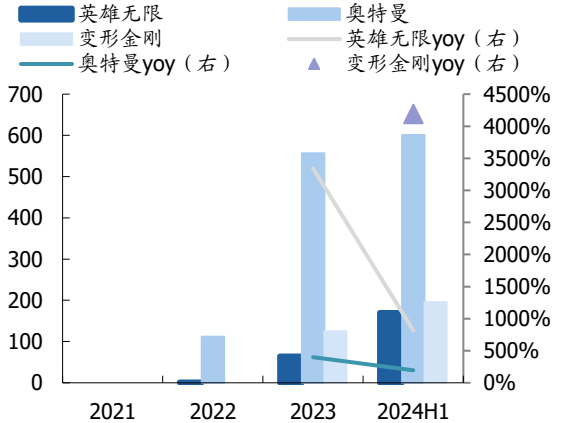
分 IP: 奥特曼仍为核心 IP, IP 矩阵多元化。 1) **拼搭类玩具:** 2024H1 授权/自有 IP 收入分别为 8.50/1.73 亿元 (同比+281.3%/+835.8%), 分别占比 83.1%/16.9% (同比-9.3pct/+9.3pct)。2024H1 授权 IP 奥特曼收入 6.01 亿元 (同比+194.6%), 占比 58.7% (同比-25.7pct), 占比下降; 授权 IP 持续增加, 其中 2023 年推出的变形金刚表现亮眼, 2024H1 实现收入 1.95 亿元 (同比+4192.6%), 占比达 19.1% (同比+17.2pct)。同时, 自有 IP 快速发展, 2024H1 核心自有 IP 英雄无限实现收入 1.70 亿元 (同比+817.7%); 2024H1 英雄无限/变形金刚/奥特曼毛利率分别为 62.0%/56.6%/50.4% (同比+13.4pct/+5.9pct/+6.1pct), 自有 IP 无需支付授权费、毛利率高于授权 IP, 各 IP 毛利率均持续提升。2) **积木玩具:** 2024H1 自有 IP 收入 0.22 亿元 (同比-61.4%), 占比 97.7% (同比+12.3pct), 其中百变布鲁可 2024H1 收入 0.10 亿元 (同比-72.7%), 占比 41.7% (同比-9.8pct), 毛利率 45.2% (同比-2.1pct)。

图 12: 公司拼搭角色类玩具分 IP 模式收入及增速(百万元)



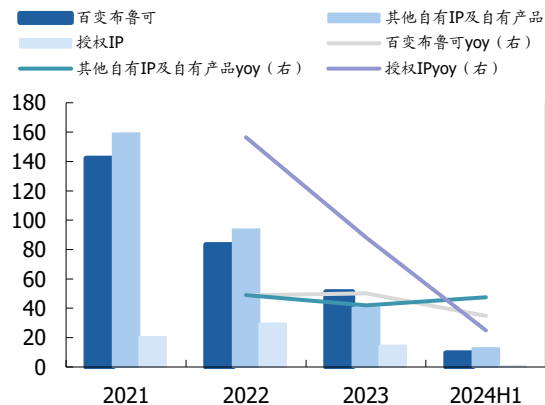
资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

图 13: 公司拼搭角色类玩具分 IP 收入及增速(百万元)



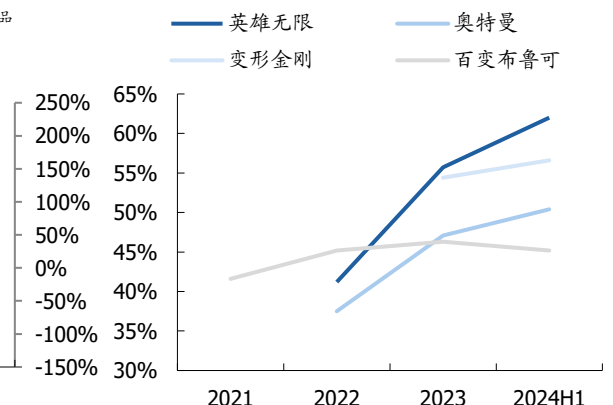
资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

图 14: 公司积木玩具分 IP 收入及增速(百万元)



资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

图 15: 公司分 IP 毛利率(百万元)



资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

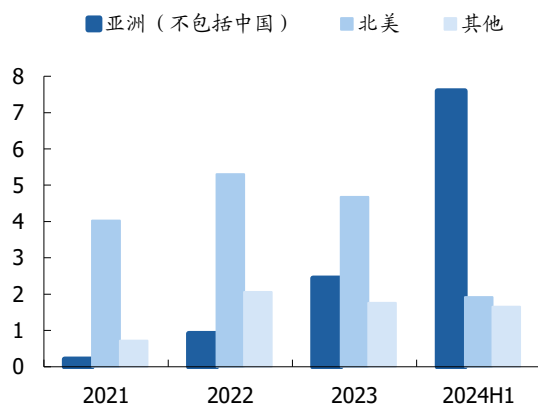
图 16: 公司产品组合



资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

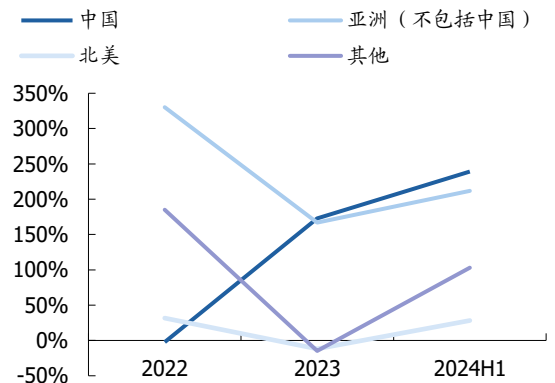
分区域: 海外市场快速拓展, 有望贡献新增长极。2024H1 公司在中国/亚洲 (不包括中国) / 北美 / 其他区域分别实现收入 10.35/0.08/0.02/0.02 亿元 (同比 +239.1%/+211.9%/+28.4%/+103.2%), 分别占比 99.0%/0.7%/0.2%/0.1%。当前公司已获得奥特曼在北美、欧洲及亚洲等地的授权, 变形金刚在美国、欧洲、东南亚等地的授权, 漫威: 无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们在中国以外的 8 个亚洲国家的授权, 以及小黄人全球超 150 个国家的授权。伴随公司海外渠道加速扩张、版权逐步扩大, 出海有望提速。

图 17: 公司海外市场分区域收入 (百万元)



资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

图 18: 公司分区域收入增速

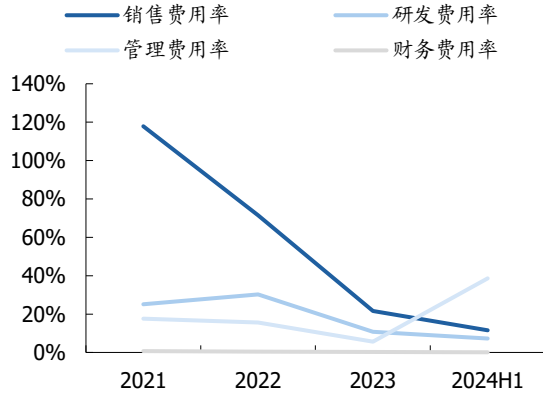


资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

费用逐步优化, 团队注重研发。2024H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.5%/38.6%/7.3%/0.1% (同比-16.3pct/+31.5pct/-6.3pct/-0.3pct)。2021 年销售费用率为 117.9%, 主要系推动积木玩具销售采取各类广告和促销活动; 伴随拼装角色类玩具放量,

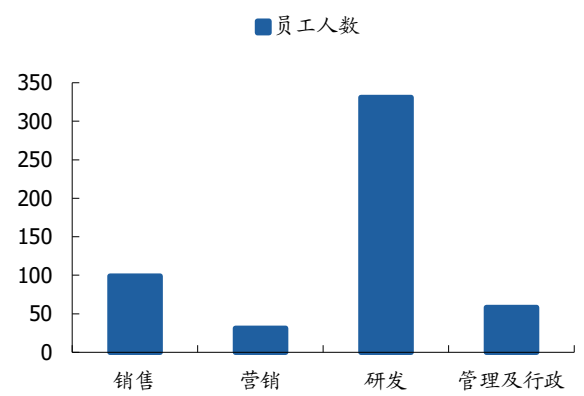
销售及营销战略重心转为高效的内容驱动的营销战略，销售和经销开支大幅下降。研发费用率亦稳步下降，主要系规模经济效应显现；公司十分注重研发，截至 2024 年 6 月末公司研发人员达 331 人（占总人数 63.8%）。管理费用率 2024H1 大幅提高，主要系公司于 2024 年 4 月根据股权激励计划授予股权所致，我们预计后续有望恢复平稳。

图 19：公司各项费用率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

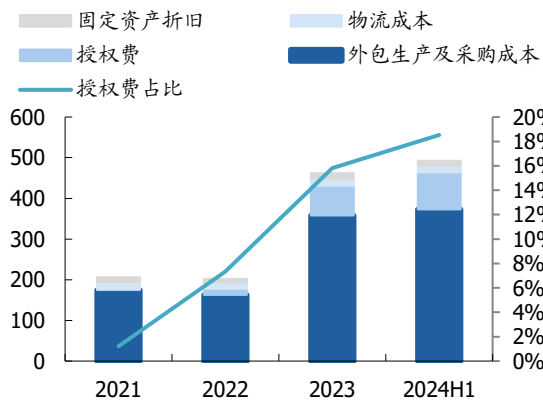
图 20：2024 年 6 月公司各职能员工人数



资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

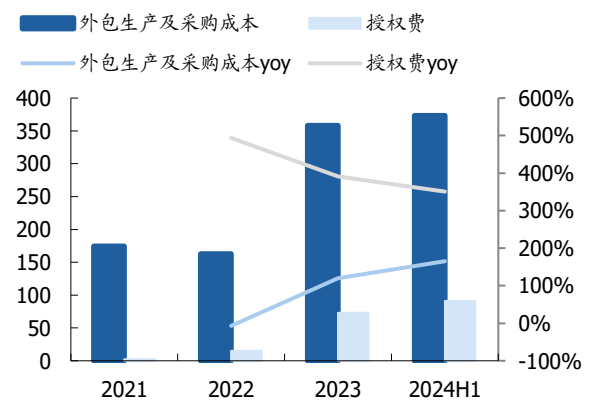
授权费快速增长，占比保持高位。2024H1 公司营业成本中，外包生产及采购成本/授权费/物流成本/固定资产折旧分别占比 75.8%/18.5%/3.3%/2.4%（同比 -5.3pct/+6.9pct/-0.9pct/-0.7pct），授权费占比快速提升。2024H1 公司授权费为 0.91 亿元（同比+350.8%），按公司招股书披露的已从 IP 版权方或授权方获得的约 50 个知名 IP 非独家授权来计算，单个 IP 半年度平均授权费为 182.46 万元。授权费快速增长，主要系拼搭角色类玩具当前仍主要依赖于授权 IP，且授权 IP 矩阵持续扩张。我们预计短期内公司授权费占比仍将保持高位，伴随自有 IP 竞争力增强、占比逐步提升，未来授权费有望稳步下降。

图 21：公司销售成本拆分（百万元）



资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

图 22：公司外包生产及采购成本、授权费及增速（百万元）



资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

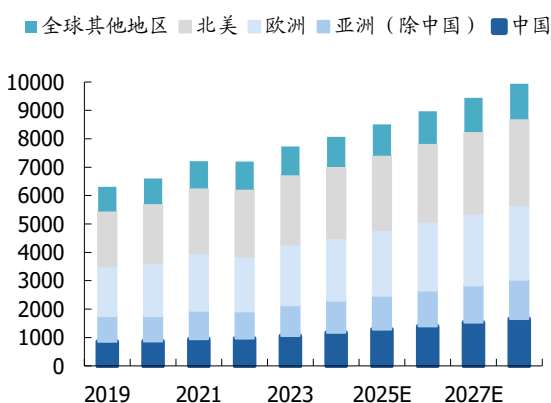
2 玩具行业：情绪消费方兴未艾，拼搭角色类玩具快速增长

2.1 玩具行业：万亿赛道，稳步扩容

玩具行业：全球玩具市场规模近万亿，预计未来保持稳定增长。2023 年全球玩具市场规模达 7731 亿元（同比+7.4%），2019-2023 年 CAGR 为 5.2%；弗若斯特沙利文预测 2028 年市场规模将增长至 9937 亿元（2023-2028 年 CAGR 为 5.1%）。北美、欧洲、亚洲为全球前三大玩具市场，2023 年市场规模分别为 2433/2140/2136 亿元（同比+3.3%/+10.9%/+11.1%），2019-2023 年 CAGR 分别为 5.9%/5.0%/5.1%。

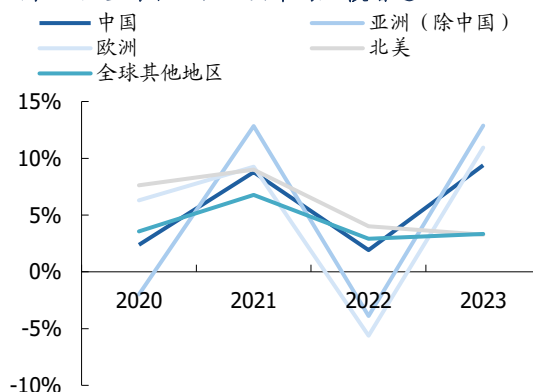
中国是玩具生产和消费规模最大的国家之一，未来有望延续快速增长。2023 年中国玩具市场规模达 1049 亿元（同比+9.4%），2019-2023 年 CAGR 为 5.6%。伴随玩具消费人群及 IP 玩具受众的持续扩张，叠加本土企业研发、产品品质和 IP 商业化能力的持续提升，以及新型玩具品类的不断涌现，我们预计中国市场未来有望保持快速增长。

图 23：全球各地区玩具市场规模（亿元）



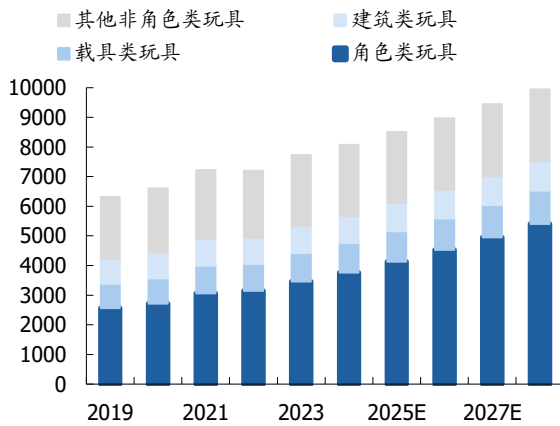
资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

图 24：全球各地区玩具市场规模增速

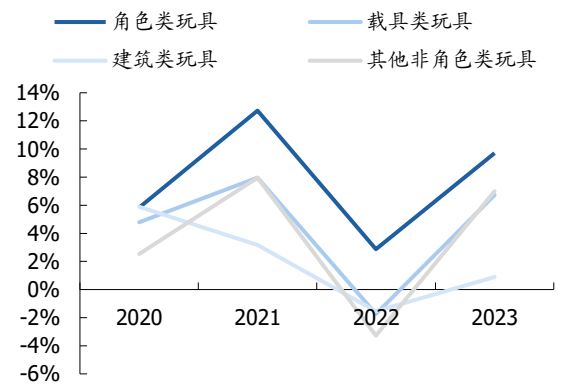


资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

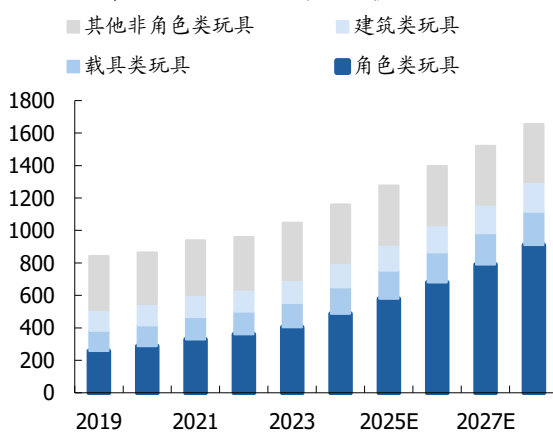
角色类玩具：规模最大、增速最快的细分市场。角色类玩具指具有拟人、动物等形象的玩具（如玩偶、毛绒玩具、角色衍生玩具等），借助丰富的 IP 内容提高辨识度，兼备收集与收藏属性。2023 年全球角色类玩具市场规模为 3458 亿元（同比+9.7%），2019-2023 年 CAGR 为 7.7%；中国角色类玩具市场规模为 403 亿元（同比+11.9%），2019-2023 年 CAGR 为 11.9%，是增速最快的细分方向。伴随需求端受众扩张，叠加供给端 IP 数量持续丰富、产品形态趋于多元，弗若斯特沙利文预计 2028 年中国角色类玩具市场规模将快速增长至 911 亿元（2023-2028 年 CAGR 为 17.7%）。

图 25: 全球各类形态玩具市场规模 (亿元)


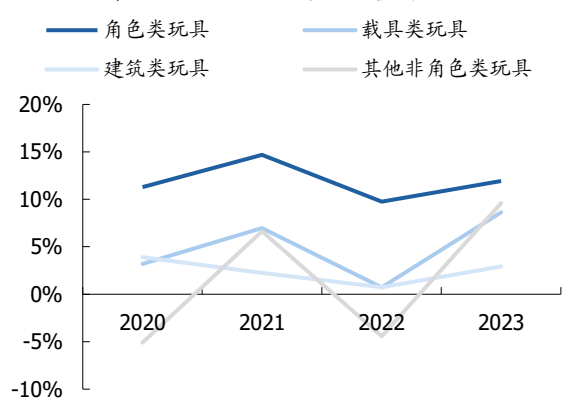
资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

图 26: 全球各类形态玩具市场规模增速


资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

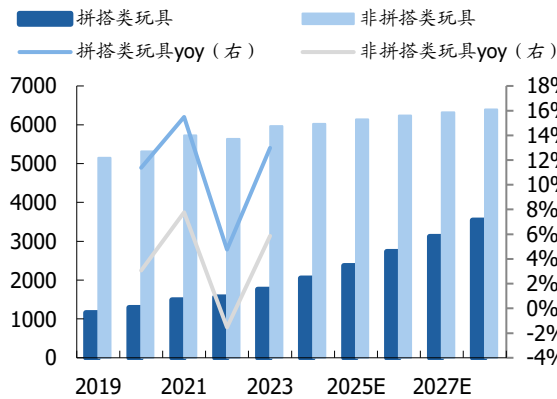
图 27: 中国各类形态玩具市场规模 (亿元)


资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

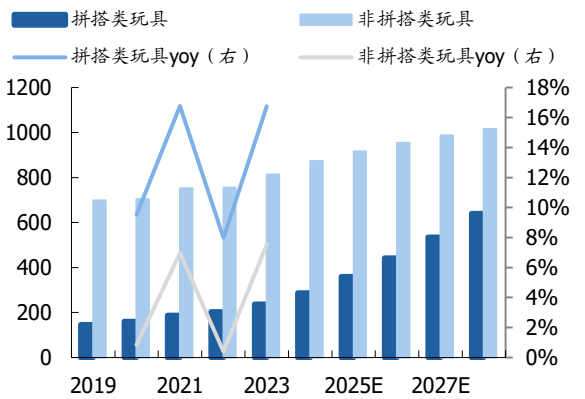
图 28: 中国各类形态玩具市场规模增速


资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

拼搭类玩具: 可玩性+益智性强, 行业增速显著领先。拼搭类玩具需要消费者投入时间将各种不同形状、大小和功能的组件组合拼搭为不同形态的玩具成品(如角色、载具和建筑等); 且其所用零部件一般具有一定比例的标准通用件, 可在不同产品之间兼容, 质量相对稳定且成本可控。2023 年全球拼搭类玩具市场规模为 1765 亿元(同比+13.0%), 2019-2023 年 CAGR 为 11.1%, 弗若斯特沙利文预测 2028 年增长至 3546 亿元(2023-2028 年 CAGR 为 15.0%)。2023 年中国拼搭类玩具市场规模为 237 亿元(同比+16.7%), 2019-2023 年 CAGR 为 12.7%, 弗若斯特沙利文预测 2028 年达 640 亿元(2023-2028 年 CAGR 为 22.1%)。

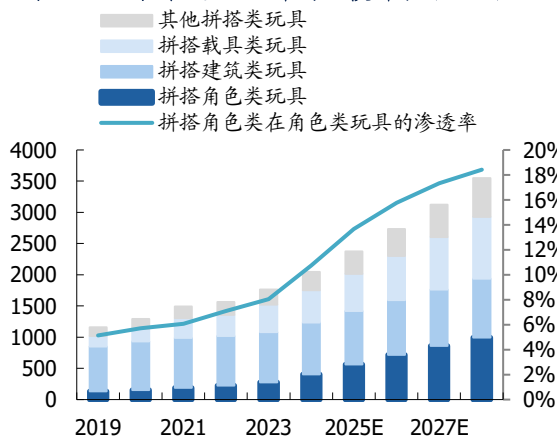
图 29: 全球（非）拼搭类玩具市场规模及增速（亿元）


资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

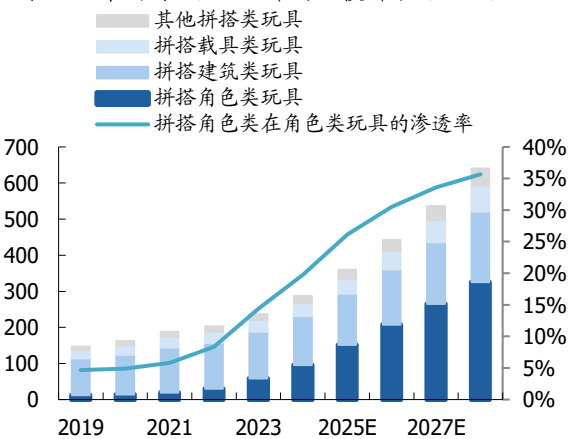
图 30: 中国（非）拼搭类玩具市场规模及增速（亿元）


资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

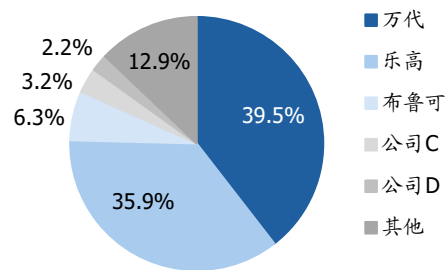
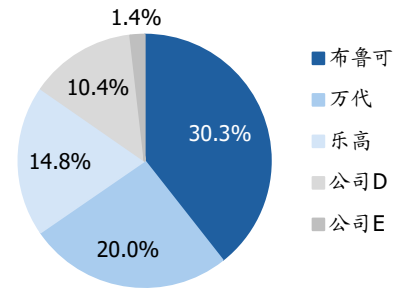
拼搭角色类玩具：行业增长步入快车道，市场格局高度集中。2023 年全球拼搭角色玩具类市场规模为 278 亿元（同比+24.1%），2019-2023 年 CAGR 为 20.5%，占角色类玩具的渗透率为 8.0%。2023 年中国拼搭角色玩具类市场规模达 58 亿元（同比+93.3%），2019-2023 年 CAGR 为 49.6%，细分赛道景气度高涨。全球拼搭角色类玩具市场格局高度集中，前两名分别为万代和乐高，2023 年 CR2 高达 75.4%，布鲁可份额 6.3%，位居全球第三；中国市场亦高度集中，布鲁可份额 30.3%，位居国内第一，国内 CR4 高达 75.5%。

图 31: 全球拼搭类玩具市场规模拆分（亿元）


资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

图 32: 中国拼搭类玩具市场规模拆分（亿元）


资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

图 33: 全球拼搭角色类玩具市场竞争格局

图 34: 中国拼搭角色类玩具市场竞争格局


资料来源: 布鲁可招股书, IPO 早知道, 信达证券研发中心

资料来源: 布鲁可招股书, IPO 早知道, 信达证券研发中心

2.2 情绪消费: 多元发展, 方兴未艾

1) 镜鉴日本: 悦己消费兴起, 驱动消费转型。悦己消费是从个人需求、审美、感受角度出发, 具有个性化特征; 消费目的不局限于物品及其功能性, 而是更多聚焦情感共鸣、生命体验等高阶需求。日本第三消费社会(1975-2004年)时期, 价值观上注重个人, 消费取向上追求个性化、多样化、差别化, 展现出较强的悦己消费特征。**日本平成时代(1989-2019年)初期与第三消费社会中后段重合, 90年代初经历了泡沫经济破裂、亚洲金融危机等重大事件, 日本经济发展停滞, 进一步催化悦己消费浪潮。**

图 35: 日本消费社会发展历程

时代划分 时期	第一消费社会 1912-1941	第二消费社会 1945-1974	第三消费社会 1975-2004	第四消费社会 2005-2034
社会背景	从日俄战争胜利开始至20世纪40年代。以东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生	从战败、复兴、经济高速增长长期开始至石油危机; 大量生产、大量消费; 全国一亿人口中产阶级化	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革, 收入差距拉大	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定导致收入减少, 人口减少导致消费市场缩小
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5	5→2	2→1.3~1.4	1.3~1.4
老年人比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	national 消费属于私有主义, 整体来讲重视国家	family 消费属于私有主义, 重视家庭、社会	individual 私有主义, 重视个人	social 趋于共享, 重视社会
消费取向	西洋化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 大城市倾向 美式倾向	个性化 多样化 差别化 品牌倾向 大城市倾向 欧式倾向	无品牌倾向 朴素倾向 休闲倾向 日本倾向 本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车 私人住宅 三大神器 3C	从量变到质变 每家数辆 每人一辆 每人数辆	联系 几人一辆 汽车分享 住宅分享
消费承担者	中等阶级家庭 时尚男女	小家庭 家庭主妇	单身者 啃老单身	所有年龄层单一化的个人

资料来源: 36氪, 三浦展《第四消费时代》, 信达证券研发中心

相较于社会认同, 年轻群体更关注个体的自我认同和定义。根据爱丽星援引日本电通的《数

字时代消费和价值观调查 21》报告，57%的年轻人想认识具有不同思维方式的人并受到他们的刺激生存下去，46%通过喜欢的产品或服务与他人建立联系，55%认为使用什么产品和服务来表达自己的个性很重要。根据日本内阁府数据，随第三消费社会日本经济物质趋于富足，日本居民自 80 年代开始逐步追求精神富足超过物质富足；步入第四消费社会后（2005 年左右），精神富足选择比例基本达到平衡、稳定在 60%左右。

图 36：日本 Z 世代消费观比例

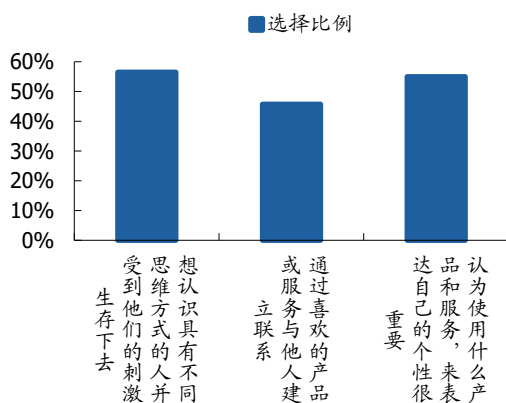
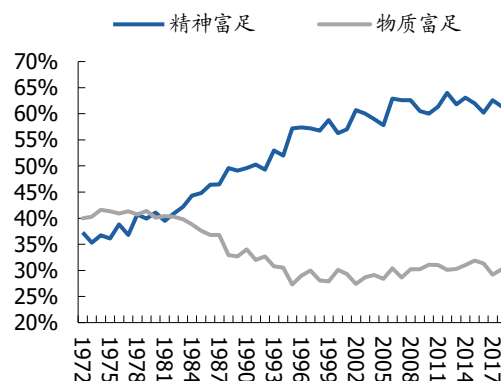


图 37：日本居民对精神富足和物质富足的选择比例

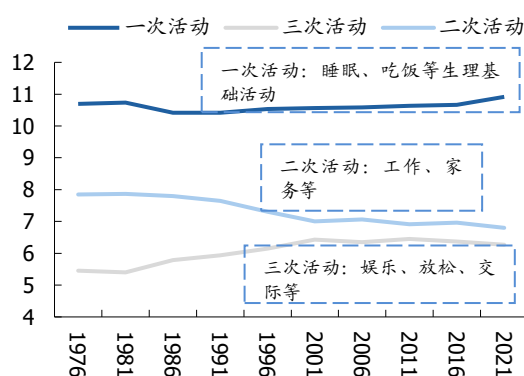


资料来源：宝丽星，日本电通《数字时代消费和价值观调查 21》，信达证券研发中心

资料来源：日本内阁府，信达证券研发中心

御宅文化繁荣发展，泛娱乐赛道乘风上行。根据日本统计局数据，自 80 年代起，日本居民用于娱乐、放松、交际的活动时间增加，用于工作、家务的活动时间下降，居民生活重心转向精神富足、自我愉悦方向。90 年代初泡沫经济破裂后，日本居民面临就业、生活等多方面巨大压力，进而寻求精神、情感慰藉途径。御宅族对漫画、动漫、游戏等特定爱好有着持续的高度热情，御宅文化在 90 年代迎来高速发展，成为日本最重要亚文化之一。在此背景下，游戏、电影等泛娱乐赛道在经济下行期间实现逆势发展。

图 38：日本居民各类活动每日平均花费时间(小时)



资料来源：日本统计局，信达证券研发中心

图 39：日本 2023 年御宅市场调查

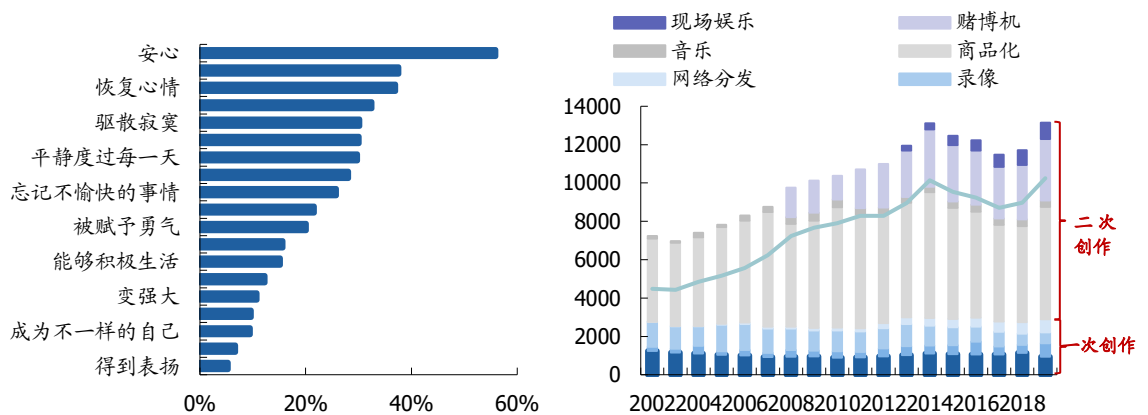
细分类型	预计人数 (万人)	人均年内消费金额 (日元)	每周平均花费时间 (小时)
漫画	674	19601	5.3
动画	657	20943	8.3
偶像	429	81085	10.8
家用混合游戏	318	32460	11.7
智能手机游戏	288	37800	11.9
PC游戏	178	26183	13.3
轻小说	126	13018	4.4
花样滑冰	115	34507	2.1
同人志	110	28967	3.6
塑料模型	89	35030	3.5
铁道模型	39	21310	3.9

资料来源：矢野经济研究所，信达证券研发中心

IP 产品能够满足用户情感、精神需求。根据 NTT 调查数据显示，日本 IP 消费者消费目的中，“安心”、“变得温柔”、“恢复心情”位列前三，选择率分别达 55.9%、37.6%、37.0%。二次创作成倍放大原生内容价值，IP 产业空间巨大。以动画为例，2019 年日本动画市场中

以商品化、音乐为主的二次创作市场规模达 10248 亿日元，是一次创作市场 3.5 倍，通过围绕 IP 打造多产业布局，能够释放 IP 巨大商业价值。

图 40: 日本人对 IP 商品功能的认知 (2004 年) 图 41: 日本 IP 产业相关市场规模 (亿日元)

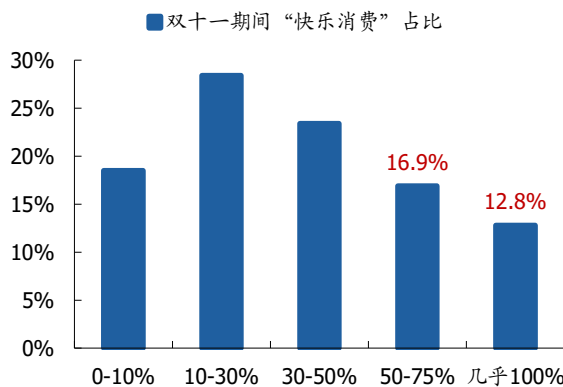


资料来源: NTTCOMS, 信达证券研发中心

资料来源: CAAM, 信达证券研发中心

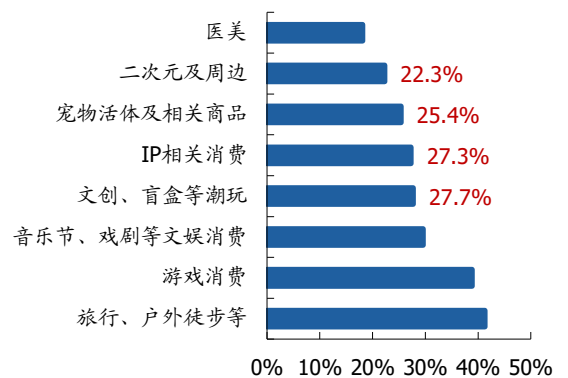
2) 国内市场: 悦己消费趋势增长, 有望带动泛娱乐赛道高增。根据 MobTech 研究院数据, 2024 年双 11 期间“快乐消费”支出占比在 50% 以上的消费者比例约 30%, 其中旅行户外、游戏、文娱、文创盲盒、IP、宠物、二次元及周边等品类位居前列。根据天猫发布 2024 年双 11 榜单, 米哈游, 泡泡玛特、叠纸心意、Jellycat 4 个玩具潮玩品牌旗舰店成交额破亿, 宝宝巴士、代号鸢、酷骑、布鲁可、chiikawa 等 70+ 个品牌破千万; 天猫双 11 全周期“毛绒玩具”售出超过 400 万只, IP 衍生周边类商品同比增长 100%+。

图 42: 24 年双十一期间“快乐消费”占比



资料来源: MobTech 研究院, Just So Soul 研究院, 信达证券研发中心

图 43: “快乐消费”品类 TOP

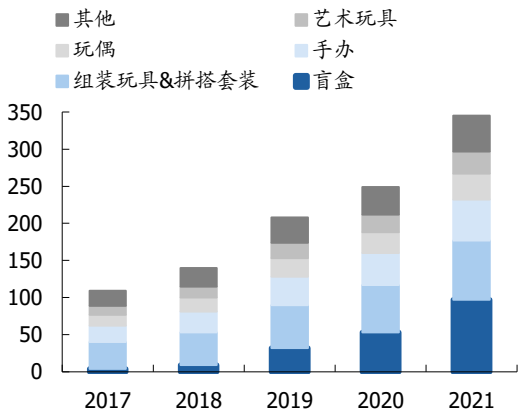


资料来源: MobTech 研究院, Just So Soul 研究院, 信达证券研发中心

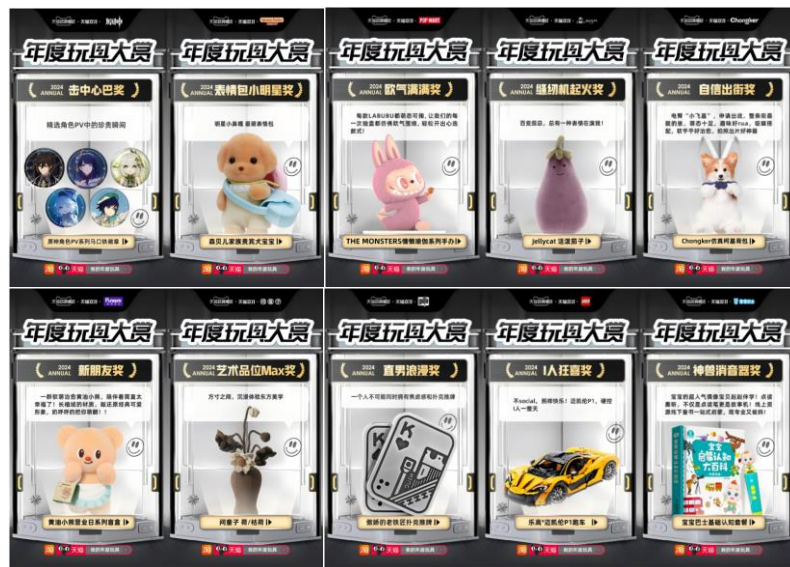
潮玩是 IP 价值释放的重要载体, 需求端符合悦己消费, 供给端产品丰富度提升。潮玩品类“有内容”+“无内容”IP 并存, 产品形态丰富。根据 Statista 数据, 2021 年中国潮玩市场中盲盒/组装玩具 & 拼搭套装/手办/玩偶/艺术玩具/其他形态占比分别为 28.1%/23.2%/15.9%/10.1%/8.7%/13.9%; 且产品种类和玩法仍在持续丰富, 满足不同年龄段和消费能力的消费者, 供需共振, 行业有望延续靓丽增长。

图 44: 中国潮玩市场规模及增速 (亿元)


资料来源: Statista, 信达证券研发中心

图 45: 不同产品形态潮玩收入 (亿元)


资料来源: Statista, 信达证券研发中心

图 46: 淘宝天猫 2024“双 11 年度玩具大赏”榜单


资料来源: 文创潮, 天猫, 信达证券研发中心

3 竞争优势: IP 矩阵丰富, 运营效率领先

布鲁可体系覆盖从产品设计、研发和生产的标准化体系到消费者生态圈维系, 成功经验有望复制。公司依托内容驱动的互联网营销策略, 构建了一个自我循环的消费者生态圈, 提高产品上新成功率的同时, 亦提高了消费者粘性和复购率。借助布鲁可体系强大的延展性, 公司计划将拼搭角色类玩具的成功经验复制到更广泛的玩具品类, 包括载具和各类情景玩具等, 长期平台化发展可期。

图 47: 布鲁可体系



资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

3.1 IP: 多元化发展, 商业化能力领先

3.1.1 IP 资源丰富, 矩阵持续扩充

自主 IP+授权 IP 双轮驱动, 在手 IP 资源丰富。公司具有成熟的 IP 开发、授权和管理机制, 并通过综合考量 IP 知名度、消费者偏好、产品契合度、产品扩展潜力等维度, 不断深化 IP 商业化和管理能力。

1) 自有 IP: 英雄无限和百变布鲁可是公司主要的自有 IP。截至 2024 年 6 月末, 英雄无限 IP 拥有 53 款在售 SKU, 主要角色包括孙悟空、哪吒、关羽、张飞、赵云、杨戬等; 百变布鲁可 IP 拥有 50 款在售 SKU。2024H1 英雄无限/百变布鲁可分别实现收入 1.70/0.10 亿元 (同比+817.7%/-72.7%), 英雄无限 IP 增速靓丽。

图 48: 公司拼搭角色类玩具自有 IP 英雄无限



资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

图 49: 公司积木玩具自有 IP 百变布鲁可



资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

2) 授权 IP: 在手资源丰富, 商业化潜力大, IP 矩阵持续扩张。截至 2024 年 6 月末, 公

公司已获得约 50 个知名 IP 的非独家授权（2021 年末仅 9 个），并已成功将 10 个授权的知名 IP 商业化，在手 IP 储备丰富，未来有望依托成熟的 IP 运营打法实现 IP 商业化的复制。公司计划不断拓展产品组合，覆盖更广泛的人群和价格带，基于知名 IP 推出更多 SKU，包括小黄人、宝可梦、名侦探柯南、初音未来、新世纪福音战士、凯蒂猫和芝麻街。此外，截至 2024 年 6 月末，公司正与超 25 个知名 IP 进行 IP 授权安排相关磋商。

图 50: 公司的部分 IP



资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

强强联合、合作共赢，IP 续签风险较小。行业 IP 授权协议通常为 1-3 年，到期后需续期，一般不会自动重续。以奥特曼为例，Tsubaraya Productions Co., Ltd. 为奥特曼 IP 的版权方，其授予新创华若干奥特曼角色在中国的独家授权，布鲁可与新创华保持稳定的合作关系。2021 年以来公司已成功 3 次延长授权，当前公司在中国的奥特曼授权已延长至 2027 年，且正在积极协商将于 2025 年到期的其他国家的授权延期。此外，公司 2023 年以来亦成功延长 1 次变形金刚的授权。我们认为公司 IP 续签风险较小，主要系授权是 IP 版权方或授权方获得投资回报及持续扩大其 IP 影响力的重要商业策略，更换合作方或影响其经营；且公司作为国内拼搭角色类玩具龙头，其快速增长的规模亦为 IP 合作方贡献可观效益。

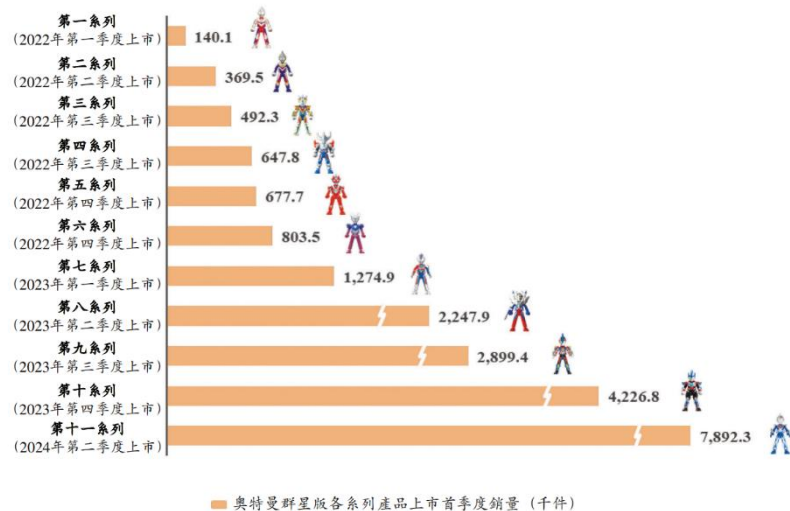
图 51: 公司 IP 授权情况

IP名称	对手方	授权区域	授权到期年份
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
变形金刚	IP版权方	全球超过50个国家	2028年
火影忍者	IP授权方	中国	2025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、美乐蒂等)	IP授权方	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
叶罗丽	IP版权方	除美国、墨西哥及加拿大以外的全球地区	2026年
三体	IP版权方	中国	2027年
斗罗大陆	IP版权方	中国	2026年
圣斗士星矢	IP授权方	中国	2026年
初音未来	IP授权方	中国	2026年
名侦探柯南	IP授权方	中国	2026年
假面骑士	IP授权方	中国	2025年
新世纪福音战士	IP授权方	中国	2026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
哈利·波特和DC(超人、蝙蝠侠等)	IP版权方	中国	2027年
星球大战	IP版权方	中国	2028年

资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

3.1.2 IP 挖潜能力突出, 商业化效率领先

核心 IP 挖潜能力突出, 新系列表现更优。以奥特曼为例, 公司累计推出了 7 个版本和 26 个系列, 截至 2024 年 6 月末在售的奥特曼 SKU 有 134 个; 目前奥特曼群星版累计推出的所有 12 个系列产品均在售, 其中第十系列产品首季销量相较第十系列增长 86.7%。此外, 公司变形金刚在售 SKU 有 64 个, 英雄无限在售 SKU 有 53 个, 核心 IP 挖潜能力突出。

图 52: 公司奥特曼群星版各系列产品上市首季度销量(千件)


资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

产品开发机制高效，上新速度快、数量多。截至 2024 年 6 月末，公司一共拥有 431 个在售 SKU，其中 116 个面向 6 岁以下儿童（积木玩具占 105 个），295 个面向 6-16 岁人群（英雄无限、奥特曼、变形金刚、火影忍者等），20 个面向 16 岁以上人群（奥特曼、变形金刚）。公司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（行业平均 10-12 个月），产品从入库到出库存平均仅约 30 天；2024H1 每季度推出约 30-90 款 SKU，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。2023 年新推出的绝大多数拼搭角色类玩具 SKU 目前都在售，推新成功率高。

图 53: 公司在售 SKU 数量（分 IP）

IP	拼搭角色类玩具	积木玩具
奥特曼	134	110
变形金刚	64	
英雄无限	53	
其他	70	

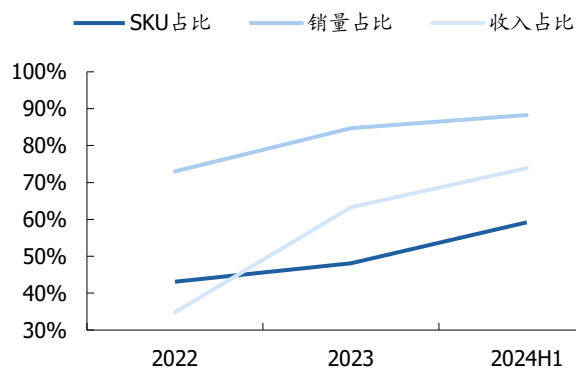
资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

图 54: 公司在售 SKU 数量（分年龄段）

客户年龄段	拼搭角色类玩具	积木玩具
6岁以下	11	105
6-16岁	290	5
16岁以上	20	0
合计	321	110

资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

图 55: 公司盲盒产品占总体比例



资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

图 56: 布鲁可奥特曼系列盲盒



资料来源：布鲁可淘宝旗舰店，信达证券研发中心

产品价格带下探，受众边界拓宽。2024H1 公司奥特曼/英雄无限产品平均出厂价分别为 20/12 元/件(同比-9.1%/-53.8%)，销量呈现爆发式增长。公司当前主流产品定价为 9.9-399 元，其中主要集中在 19.9-79 元，产品广泛覆盖平价、大众、中端、高端价格带。2022 年 1 月和 2023 年 12 月分别推出定价 39 元的奥特曼群星版及定价 19.9 元的英雄无限星光版，销售表现强劲；2024 年 11 月推出定价 9.9 元的变形金刚星辰版，进军下沉市场。

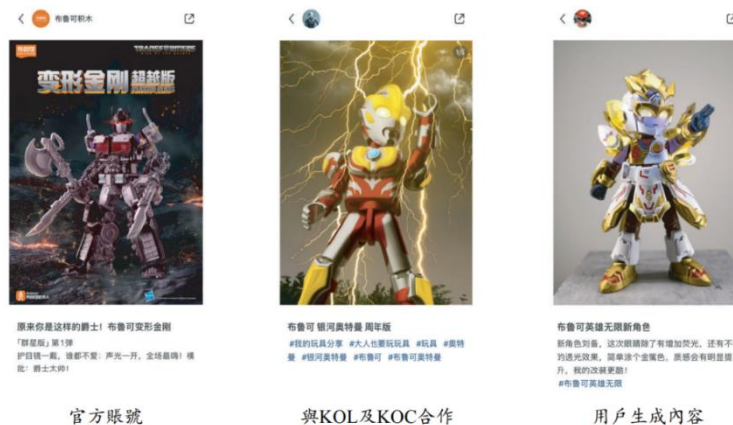
图 57: 公司分 IP 量价拆分

	2022	2023	2024H1
奥特曼			
销量 (千件)	5932	26269	29470
YOY	-	342.8%	215.5%
平均售价 (元/件)	19	21	20
YOY	-	10.5%	-9.1%
变形金刚			
销量 (千件)	-	5387	8845
YOY	-	-	3382.3%
平均售价 (元/件)	-	23	22
YOY	-	-	22.2%
英雄无限			
销量 (千件)	89	3240	14500
YOY	-	3540.4%	1936.5%
平均售价 (元/件)	21	20	12
YOY	-	-4.8%	-53.8%
百变布鲁可			
销量 (千件)	718	390	86
YOY	-52.2%	-45.7%	-67.5%
平均售价 (元/件)	116	131	112
YOY	-	12.9%	-15.2%

资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

3.2 品牌: 内容营销驱动, 品牌认知鲜明

1) 线上: 互联网打法成熟, 依托内容营销持续裂变。公司采用官方账号、KOL、KOC、粉丝和 BFC 账号等多重传播渠道, 为消费者、粉丝和 BFC 提供涂装、改造等二次创作的便利。通过活动运营, 其自创和传播丰富且高质的内容, 持续激活生态圈的创作活力。公司内容营销方式多元, 针对英雄无限 IP 已推出 59 集短片, 伴随动画作品持续更新, IP 势能持续向上。此外, 公司十分注重消费者洞察, 重视消费者产品反馈, 进而反哺产品开发。

图 58: 公司内容驱动的营销策略


资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

图 59: BFC (布鲁可积木人创作者) 组织


资料来源: 布鲁可优选, 信达证券研发中心

图 60: 布鲁可 BFC 二次创作作品


资料来源: 布鲁可积木, 信达证券研发中心

公司掌握完善的 IP 变现机制。从上游角色设计，到通过动画等内容营销手段提升流量，再到产品商业化，最后通过积极的消费者互动形成闭环。截至 2024 年 6 月末，布鲁可及产品相关的全网话题浏览量已超 110 亿次；在京东、微信、天猫、抖音、拼多多、快手、微博、小红书、哔哩哔哩等线上平台累计拥有超 1300 万粉丝，位居中国玩具企业前二；微信小程序注册会员已达 200 万并持续复购，2023 年在微信小程序上激活公司产品的用户中，平均每位激活约 5 件布鲁可拼搭角色类玩具。

图 61: 公司微信小程序布鲁可积木人 Club


共创基地



图鉴体系

资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

图 62: 公司 IP 商业化机制


资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

2) 线下：线上线下相互赋能，线下触角持续扩张。截至 2024 年 6 月末，公司拥有 511 名经销商，覆盖所有一二线城市及超 80% 的三线及以下城市，覆盖大型商超和专业网点，包括玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等；经销商更新速度快，渠道管控高效。未来公司计划持续拓展线下网点，依托新推出的低价格带产品开拓下沉市场；并发力 DTC 渠道，在主要城市开设旗舰店，进一步培养消费者社区意识。同时，依托逐步扩大的海外 IP 版权，公司计划与更多的海外渠道伙伴建立合作，加快出海，品牌价值有望持续放大。

图 63: 公司经销商新增与退出数量 (家)

	2021	2022	2023	2024H1
期初的经销商数量	40	225	354	415
期内的新经销商数量	252	257	184	121
期内已终止的经销商数量	67	128	123	25
期末的经销商数量	225	354	415	511

资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

图 64: 公司分地区经销商数量及增速 (家)

	2021	2022	2023	2024H1
一线城市	42	67	78	93
YOY		59.5%	16.4%	
二线城市	107	177	207	254
YOY		65.4%	16.9%	
三线及以下城市	55	96	111	128
YOY		74.5%	15.6%	
海外经销商	21	14	19	36
YOY		-33.3%	35.7%	
合计	225	354	415	511
YOY		57.3%	17.2%	

资料来源：布鲁可招股书，信达证券研发中心

3.3 供应链：规模效应显著，品控&响应速度&成本领先

拼搭结构&关键关节可标准化生产，规模经济显著。标准零件主要用作拼搭角色类玩具的结构及关节（单个产品的大部分零件都是标准零件），可在不同型号的产品之间共用；特征零件主要用作外观层，用于体现 IP 角色特点。通过高度标准化的接口，公司的标准零件可以和特征零件进行高度兼容的不同拼搭组合，确保拼搭体验稳定，且角色神韵和动作可以被高度还原。

图 65: 公司拼搭角色类玩具架构



资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

代工厂合作稳定, 品控、响应速度及成本优势显著。公司与业内领先的第三方代工厂进行品类独家的长期合作, 目前已合作 6 家专业工厂, 并物色 2 家具有资质的工厂 (可在约 3 个月内展开合作)。公司应用拼搭角色类玩具生产方面的专业知识及专利, 打造专有生产工艺及定制设备供合作工厂使用, 确保交付成品的质量, 可确保不同产品的拼搭所需力度相似、体验流畅一致。为扩大和优化生产资源, 公司计划投资专注拼搭角色类玩具的自有规模化工厂, 公司预计于 2026 年底前后完工, 设计产能为月产 900 万件。

图 66: 公司合作工厂



资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

根据我们预测，预计公司 2024-2026 年收入分别为 20.29/36.03/53.09 亿元（同比分别 +131.4%/+77.6%/+47.3%），拆分来看：

- **拼搭角色类玩具：**公司当前核心收入来源，核心 IP 奥特曼延续快速增长，占比稳步降低；自有 IP 英雄无限和其他授权 IP 如变形金刚等快速增长，伴随 2025 年价格带进一步下沉，靓丽增速有望延续。伴随多 IP、多价格带、多渠道发展策略稳步推进，新 IP 如宝可梦、初音未来等亦有望实现高速增长。我们预计 2024-2026 年实现收入 19.82/35.71/52.83 亿元（分别同比+157.7%/+80.1%/+48.0%）。
- **积木玩具：**公司起家业务，近年来战略调整、持续收缩，2024H1 占比已降低至 2.2%。我们预计 2024-2026 年实现收入 0.46/0.33/0.26 亿元（同比-56.5%/-29.5%/-20.0%）。
- **盈利能力：**拼搭角色类玩具由一定比例的标准件+特征件构成，规模经济效应显著。伴随公司业务规模扩张，毛利率有望持续稳步提升。2024H1 毛利率为 52.9%，我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 52.9%/54.4%/55.6%，逐年稳步提升。费用率保持稳定，我们预计 2024-2026 年公司经调整净利润分别为 5.87/10.78/16.42 亿元（同比 +705.2%/+83.8%/+52.3%），经调整后净利润率分别为 28.9%/29.9%/30.9%。

图 67: 盈利预测

单位: 百万元	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
营业总收入	325.57	876.69	1046.20	2028.75	3603.38	5309.27
YOY	-1.3%	169.3%	237.6%	131.4%	77.6%	47.3%
毛利率	37.9%	47.3%	52.9%	52.9%	54.4%	55.6%
归母净利润	-419.89	-206.10	-257.89			
YOY	16.5%	50.9%	-27.8%			
经调整后净利润	-225.34	72.88	292.17	586.84	1078.36	1641.97
YOY	32.9%	132.3%	2730.7%	705.2%	83.8%	52.3%
经调整后净利润率	-69.2%	8.3%	27.9%	28.9%	29.9%	30.9%
拼搭角色类玩具						
拼搭角色类玩具收入	117.67	769.04	1023.08	1982.10	3570.53	5282.99
YOY		553.5%	323.8%	157.7%	80.1%	48.0%
毛利率	36.8%	48.4%	53.5%	53.7%	54.7%	55.8%
占比	36.1%	87.7%	97.8%	97.7%	99.1%	99.5%
授权IP						
奥特曼收入	111.48	556.72	600.68	1062.50	1615.00	2036.51
YOY		399.4%	194.6%	90.8%	52.0%	26.1%
毛利率	37.50%	47.1%	50.4%	50.4%	51.4%	52.4%
占比	94.7%	72.4%	58.7%	53.6%	45.2%	38.5%
销量(千件)	5932	26629	29470	53258	85213	110777
YOY		348.9%	215.5%	100%	60%	30%
均价(元/件)	19	21	20	20.0	19.0	18.4
YOY		10.5%	-9.1%	-5%	-5%	-3%
变形金刚收入		124.98	195.44	411.97	906.34	1500.89
YOY			4192.6%	229.6%	120.0%	65.6%
毛利率		54.4%	56.6%	56.6%	57.6%	58.6%
占比		16.3%	19.1%	20.8%	25.4%	28.4%
销量(百万件)		5387	8845	18855	47136	84845
YOY			3382.3%	250%	150%	80%
均价(元/件)		23	22	21.9	19.2	17.7
YOY			22.2%	-5%	-12%	-8%
其他IP收入	4.33	23.14	53.88	115.69	347.07	694.14
YOY		435.0%	271.6%	400%	200%	100%
毛利率	16.10%	28.5%	45.0%	45.0%	46.0%	47.0%
占比	3.7%	3.0%	5.3%	5.8%	9.7%	13.1%
自有IP						
英雄无限收入	1.87	64.20	173.07	385.22	693.39	1040.09
YOY		3342.5%	835.8%	500%	80%	50%
毛利率	41.20%	55.7%	62.0%	62.0%	63.0%	64.0%
占比	1.6%	8.3%	16.9%	19.4%	19.4%	19.7%
其他IP收入			3.36	6.72	8.74	11.36
YOY					30%	30%
毛利率			58.2%	58.2%	59.2%	60.2%
积木玩具						
积木玩具收入	206.65	106.28	22.97	46.24	32.61	26.09
YOY	-35.8%	-48.6%	-66.3%	-56.5%	-29.5%	-20.0%
毛利率	22.7%	25.2%	19.7%	21.2%	18.1%	18.1%
占比	63.5%	12.1%	2.2%	2.3%	0.9%	0.5%
自有IP及其他自有产品						
百变布鲁可收入	83.32	51.20	9.57	20.48	12.29	9.83
YOY	-41.4%	-38.6%	-72.7%	-60%	-40%	-20%
毛利率	45.20%	46.3%	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%
占比	40.3%	48.2%	41.7%	44.3%	37.7%	37.7%
其他IP收入	93.63	40.52	12.86	24.31	19.45	15.56
YOY	-41.1%	-56.7%	-44.2%	-40%	-20%	-20%
毛利率	34.20%	35.4%	32.8%	32.8%	32.8%	32.8%
授权IP						
授权IP收入	29.70	14.57	0.53	1.46	0.87	0.70
YOY	45.7%	-50.9%	-94.7%	-90%	-40%	-20%
毛利率	31.1%	21.4%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%
占比	14.4%	13.7%	2.3%	3.2%	2.7%	2.7%
其他产品						
其他产品收入	1.25	1.37	0.16	0.41	0.25	0.20
YOY	-84.6%	9.3%	-64.1%	-70%	-40%	-20%
毛利率	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: 布鲁可招股书, 信达证券研发中心

4.2 投资评级

公司是国内拼搭角色类玩具龙头，在 **IP 矩阵扩充、SKU 快速迭新、渠道高速扩张** 的共同推动下，业绩有望保持高速增长。我们预计 2024-2026 年公司经调整净利润分别为 5.87/10.78/16.42 亿元（同比+705.2%/+83.8%/52.3%），对应 PE 为 33.5X/18.3X/12.0X。选取同处于玩具文创行业的泡泡玛特、奥飞娱乐、万代南梦宫、晨光股份作为可比公司，2025 年可比公司平均估值为 33.3X，考虑公司仍处快速成长期，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 68: 可比公司估值

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
9992.HK	泡泡玛特	1056	24.6	33.6	41.4	42.9	31.4	25.5
002292.SZ	奥飞娱乐	138	1.3	2.2	3.1	105.7	62.4	44.4
7832.T	万代南梦宫	1082	33.4	43.2	47.3	32.4	25.1	22.9
603899.SH	晨光股份	263	15.8	18.2	20.8	16.7	14.4	12.6
	平均						33.3	
0325.HK	布鲁可	198	5.9	10.8	16.4	33.5	18.3	12.0

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (注: 布鲁可利润为我们预测的经调整净利润, 可比公司 2024-2026 年归母净利润预测均选自 Wind 一致预期; 更新日期为 2025 年 1 月 16 日)

风险因素

市场竞争加剧风险。若新切入拼搭角色类玩具赛道的玩家较多，且采取非理性竞争策略，则可能对公司的业务表现造成影响。

产品推新不及预期风险。公司产品依赖上新，若新品无法得到较好表现，则可能对公司业绩造成影响。

IP 合作不及预期风险。公司当前仍有较大比例依赖授权 IP，若 IP 拓展或续签出现意外，则可能对公司业务进展造成较大影响。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	682	1,935	4,014	6,737	
现金	361	1,074	2,573	4,573	
应收账款及票据	38	92	160	238	
存货	76	223	328	511	
其他	207	546	952	1,415	
非流动资产	330	279	274	269	
固定资产	48	45	43	41	
无形资产	64	61	58	55	
其他	219	173	173	173	
资产总计	1,013	2,214	4,288	7,006	
流动负债	731	1,580	2,776	4,055	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款及票据	260	531	913	1,311	
其他	471	1,049	1,863	2,745	
非流动负债	1,890	1,854	1,854	1,854	
长期债务	7	7	7	7	
其他	1,883	1,847	1,847	1,847	
负债合计	2,621	3,434	4,630	5,909	
普通股股本	0	0	0	0	
储备	-1,606	-1,218	-340	1,099	
归属母公司股东权益	-1,606	-1,218	-340	1,099	
少数股东权益	-2	-2	-2	-2	
股东权益合计	-1,608	-1,220	-342	1,097	
负债和股东权益	1,013	2,214	4,288	7,006	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	285	893	1,681	2,167	
净利润	-206	389	878	1,440	
少数股东权益	-1	0	0	0	
折旧摊销	45	6	5	5	
营运资金变动及其他	448	498	798	723	
投资活动现金流	-43	-180	-181	-167	
资本支出	-43	0	0	0	
其他投资	0	-180	-181	-167	
筹资活动现金流	-70	0	0	0	
借款增加	-43	0	0	0	
普通股增加	1,194	0	0	0	
已付股利	0	0	0	0	
其他	-1,221	0	0	0	
现金净增加额	172	713	1,500	2,000	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	877	2,029	3,603	5,309	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	462	955	1,643	2,359	
销售费用	189	203	393	600	
管理费用	49	151	252	372	
研发费用	95	122	216	319	
财务费用	2	-5	-16	-38	
除税前溢利	-190	414	934	1,532	
所得税	18	25	56	92	
净利润	-207	389	878	1,440	
少数股东损益	-1	0	0	0	
归属母公司净利润	-206	389	878	1,440	
EBIT	-188	409	918	1,493	
EBITDA	-143	414	923	1,498	
EPS (元)	0.30	2.39	4.40	6.70	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
成长能力					
营业收入	169.27%	131.41%	77.62%	47.34%	
归属母公司净利润	50.92%	288.81%	125.62%	63.98%	
获利能力					
毛利率	47.33%	52.92%	54.39%	55.57%	
销售净利率	-23.51%	19.18%	24.36%	27.12%	
ROE	12.83%	-31.96%	-258.00%	131.02%	
ROIC	12.84%	-31.68%	-257.40%	127.14%	
偿债能力					
资产负债率	258.82%	155.09%	107.98%	84.35%	
净负债比率	22.00%	87.44%	749.64%	-416.29%	
流动比率	0.93	1.22	1.45	1.66	
速动比率	0.82	1.06	1.31	1.51	
营运能力					
总资产周转率	0.59	1.26	1.11	0.94	
应收账款周转率	32.74	31.17	28.58	26.64	
应付账款周转率	2.44	2.42	2.28	2.12	
每股指标 (元)					
每股收益	0.30	2.39	4.40	6.70	
每股经营现金流	1.16	3.64	6.86	8.84	
每股净资产	-6.55	-4.97	-1.39	4.48	

研究团队简介

姜文锬，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成成分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深300 指数(以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 ±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。