



大 IP 流量为王，差异化竞争制胜

——布鲁可（0325.HK）首次覆盖报告

2025年1月21日

核心观点

- 拼搭角色类玩具龙头，成长势能充足：**公司前身为从事儿童科技产品产销的葡萄科技（2014年创立），2016年开始研发积木玩具，2019年开始研发拼搭角色类玩具并于2022年开始推出相关产品，开发自有IP英雄无限，同时陆续取得奥特曼、变形金刚等50+知名IP授权。2023年按GMV计，公司在中国拼搭角色类玩具细分市场及中国拼搭类玩具市场的市场份额分别为30.3%及7.4%，龙头地位稳固。拼搭角色类产品迅速起量拉动公司收入高增，23-24H1分别同比+169.3%/+237.6%。规模效应下盈利能力亦持续提升，23-24H1公司经调整净利分别为0.73/2.92，实现扭亏为盈。未来成长空间广阔。
- 行业：市场持续扩容，细分赛道机遇广阔：**角色类拼搭玩具复合增速显著高于拼搭玩具内其他品类，IP角色自带的高流量赋予了产品更高的溢价和客户粘性，在可玩性的同时兼具收藏属性，从而形成独特的消费者生态圈。行业集中度较高，2023年以GMV计全球拼搭玩具类市场市占率前三的公司分别为万代南梦宫/乐高/布鲁可，市占率分别为40%/36%/6%，其中布鲁可在国内市占率达30%，位列第一名。
- 未来看点：大IP贡献流量，渠道下沉受众广阔：**构建公司未来成长性的核心因素包括：**1）**奥特曼收入增长稳固，IP矩阵日益完善。奥特曼产品系列收入高速增长反映了核心IP的强劲吸引力，而收入占比略下降反映了公司积极开拓其他IP，减少对单一IP产品的依赖。**2）**定价合理（主流价格带9.9-399元），和竞品相比性价比优势突出；**3）**渠道下沉策略成功，消费者覆盖率广。
- 投资建议：**公司为拼搭角色类玩具领域龙头企业，大IP拉动销量稳步增加，渠道下沉策略下市场占有率持续提升，未来规模效应将带动公司盈利能力稳步提升。我们看好公司未来成长性，预计24-26年公司调整后净利润分别为6.06/9.32/12.45亿元，最新收盘价对应PE分别为34/22/17X。
- 风险提示：**行业竞争加剧的风险；新品销量不及预期的风险；IP无法如期取得授权的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	877	2227	3498	4623
收入增速	169%	154%	57%	32%
Non-GAAP 净利润（百万元）	73	606	932	1245
利润增速	132%	731%	54%	34%
调整后摊薄 EPS(元)	0.49	2.47	3.80	5.08
调整后 PE	-	34.15	22.19	16.61

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

布鲁可（0325.HK）

推荐 首次评级

分析师

陈柏儒

☎：010-8092-6000

✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

研究助理：韩勉

☎：010-8092-7653

✉：hanmian_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2025-1-20

股票代码	0325.HK
收盘价(元, 港币)	90.20
恒生指数	19,926
总股本(万股)	2.45
实际流通股(亿股)	2.45
流通H股市值(亿元, 港币)	221

目录

Catalog

一、 拼搭角色类玩具龙头，成长势能充足	3
二、 行业：市场持续扩容，细分赛道机遇广阔	5
三、 未来看点：大 IP 贡献流量，渠道下沉受众广阔	7
(一) 奥特曼收入增长稳固，IP 矩阵日益完善	7
(二) 定价合理，产品性价比优势突出.....	7
(三) 渠道下沉策略成功，消费者覆盖率广	8
四、 投资建议.....	9
五、 风险提示.....	10

一、拼搭角色类玩具龙头，成长势能充足

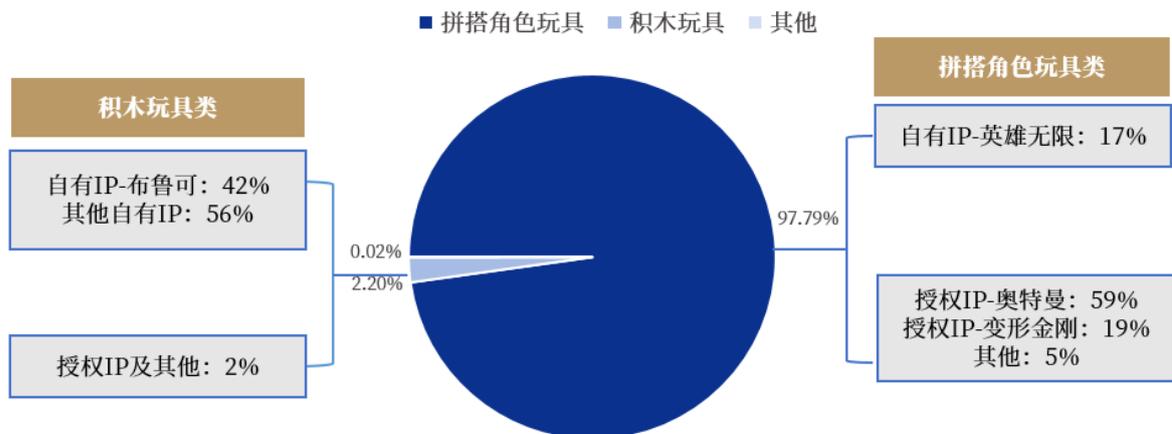
从积木至拼搭玩具，业务转型升级顺利。布鲁可前身为从事儿童科技产品销售工作的葡萄科技（2014年创立），2016年开始研发积木玩具，并在2017年推出自有IP百变布鲁可。公司2019年开始研发拼搭角色类玩具并于2022年开始推出相关产品，开发自有IP英雄无限，同时陆续取得奥特曼、变形金刚等50+知名IP授权。截至2024年6月30日，公司共有在售SKU431款；据公司招股书，2023年按GMV计，公司在中国拼搭角色类玩具细分市场及中国拼搭类玩具市场的市场份额分别为30.3%及7.4%，龙头地位稳固。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：公司各品类产品营收占比情况



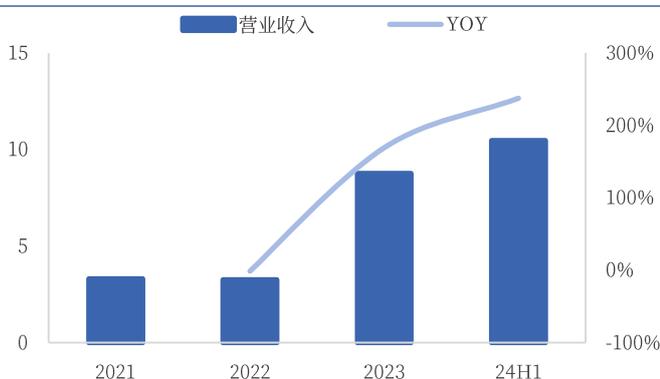
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

拼搭角色玩具业务迅速成长，奥特曼 IP 成为收入主要来源。公司 24H1 拼搭角色类玩具/积木玩具/其他产品收入占比分别为 97.8%/2.2%/0.02%，2022 年以来拼搭角色类玩具业务开拓顺利，保持高成长性，23/24H1 收入同比增速分别为 553.56%/323.76%，逐渐成为公司营收的主要来源。其中奥特曼 IP 为公司 2021 年取得的授权 IP，24H1 其贡献收入占拼搭角色类玩具授权 IP 收入的 80%，占拼搭角色类玩具收入的 72%，占公司总收入的 57%。

公司在中国的奥特曼 IP 授权目前已延续到 2027 年，北美/欧洲及亚洲部分其他地区授权时间延续到 2025 年。鉴于自 2021 年以来公司已 3 次成功延续 IP 授权时间，我们认为公司与该项 IP 合作较稳定，未来继续延续授权时间的确定性较高，有望持续为公司贡献收入增量。

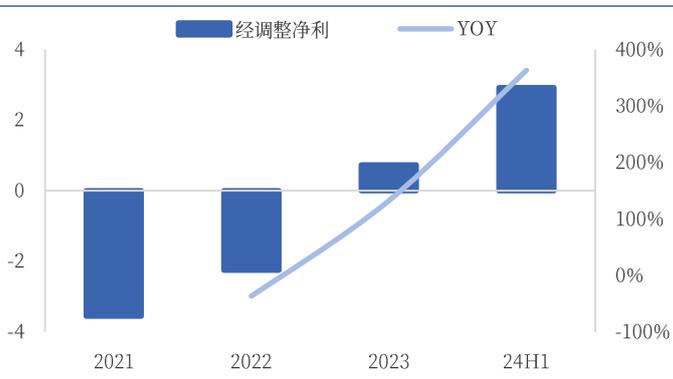
业绩呈现高成长性，盈利能力持续提升。2023-24H1 公司营业收入分别同比+169.3%/+237.6%，收入迅速增长主要由拼搭角色类玩具快速放量拉动。23-24H1 公司经调整净利分别为 0.73/2.92 亿元，受益于公司毛利率稳步提升及费用率的下降，公司实现扭亏为盈。且未来成长空间广阔，支撑力充足。

图3：公司营收及同比变动（亿元）



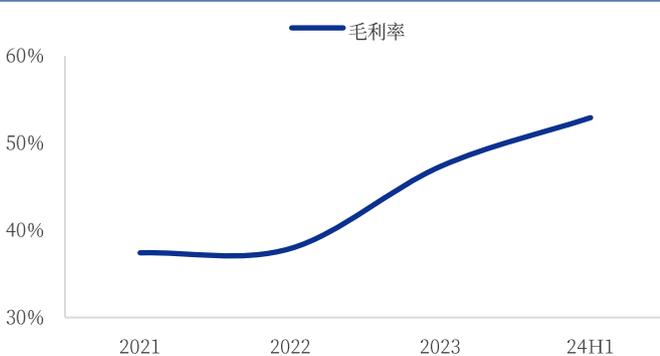
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：公司经调整净利及同比变动（亿元）



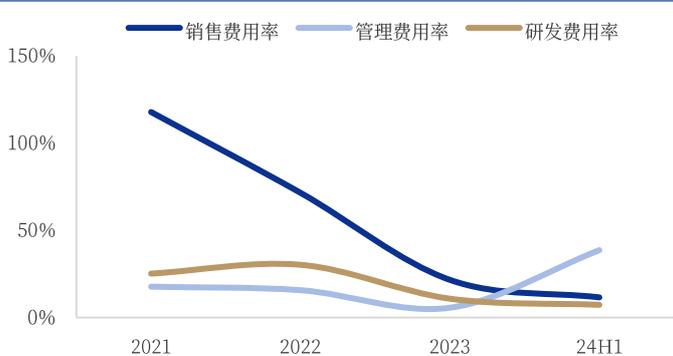
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：公司毛利率变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：公司费用率变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图7：公司营收分产品（百万元）

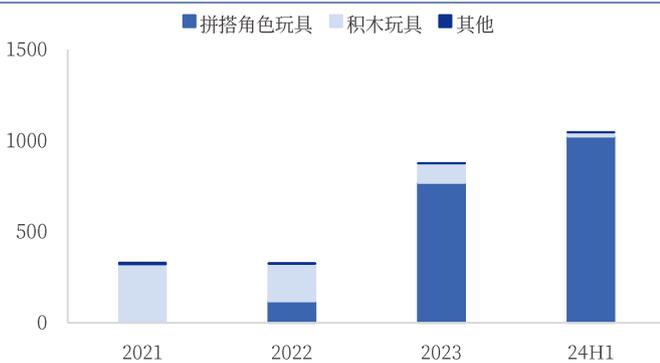
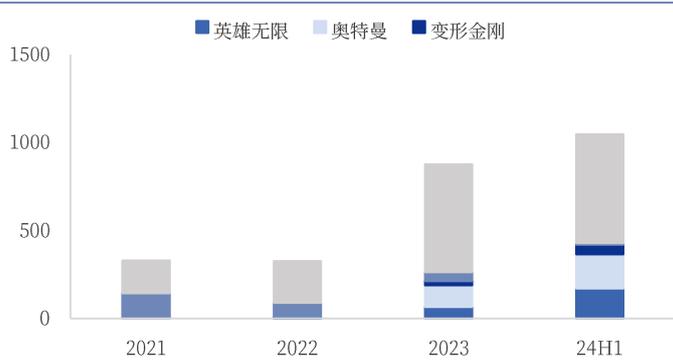


图8：公司营收分 IP（百万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、行业：市场持续扩容，细分赛道机遇广阔

拼搭类玩具：占玩具市场较大比重。2023 年全球玩具市场达 7731 亿元，其中我国玩具市场规模达 1050 亿元，占比约 14%。19-23 年全球/我国玩具市场复合增长率分别为 5.2%/5.6%，预计未来 3-5 年内仍保持平稳增速，且我国玩具市场增速预计将快于全球增速。

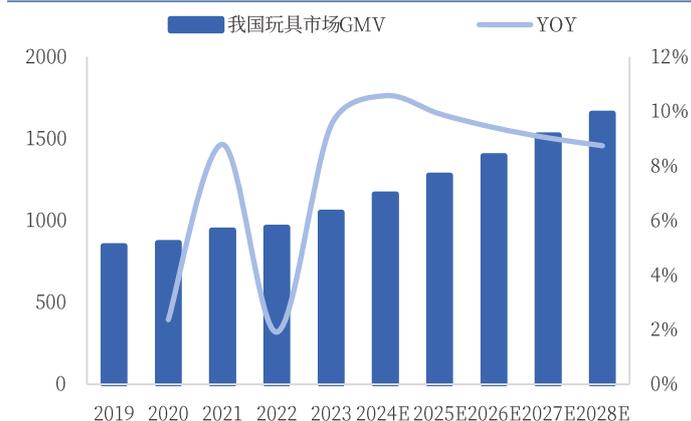
细分品类，拼搭类玩具在其中占据非常高的比重，2023 年全球/我国玩具市场中拼搭类玩具占比均约为 77%，而其复合增速亦显著高于非拼搭类玩具。主要受益于其拥有的相对更强的可玩性和益智性。

图9：全球玩具市场 GMV（亿元）



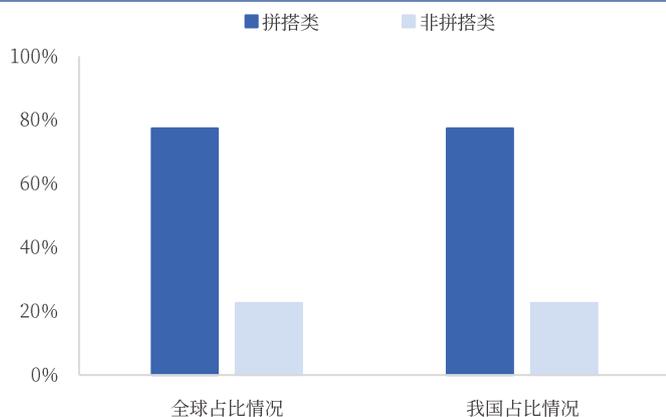
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图10：我国玩具市场 GMV（亿元）



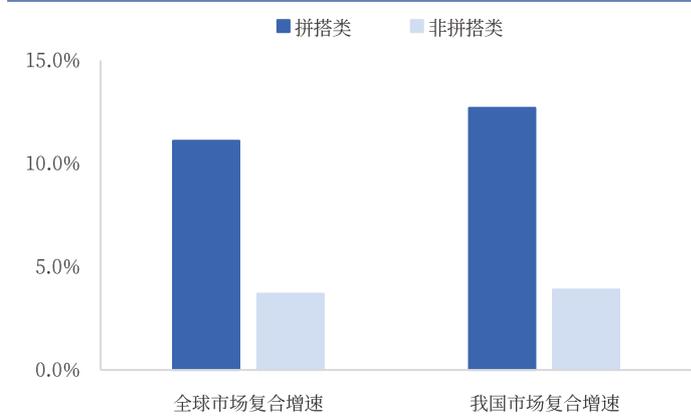
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图11：拼搭类/非拼搭类玩具占比情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图12：拼搭类/非拼搭类玩具复合增速情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

拼搭角色类玩具：增速最快，前景广阔。近年来，拼搭角色类玩具在拼搭类玩具内部众多品类中展现出较高的成长性，复合增速显著高于其他品类，市场规模迅速扩张。IP 角色自带的高流量赋予了产品更高的溢价和客户粘性，在可玩性的同时兼具收藏属性，从而形成独特的消费者生态圈。

图13: 全球拼搭类玩具市场 GMV (亿元)



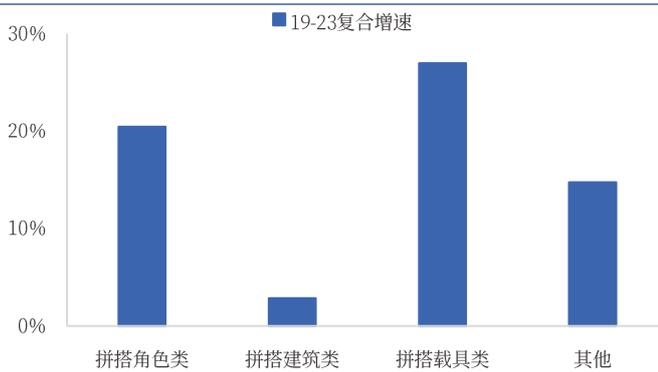
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图14: 我国拼搭类玩具市场 GMV (亿元)



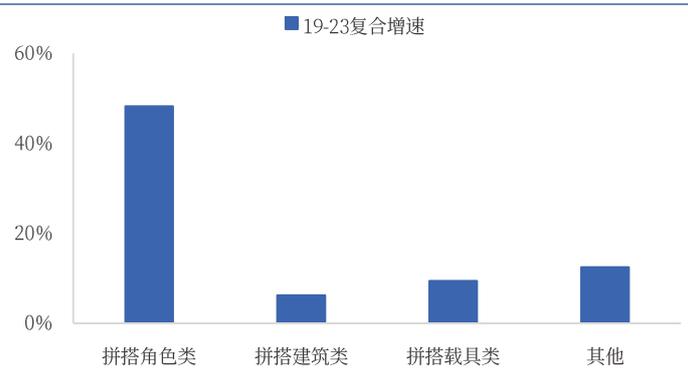
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图15: 全球拼搭类玩具复合增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图16: 我国拼搭类玩具复合增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

行业集中度高, 大 IP 驱动长期增长。以 2023 年 GMV 计算, 全球拼搭角色类玩具市场市占率前三的公司分别为万代南梦宫/乐高/布鲁可, 市占率分别为 40%/36%/6%。前五名公司市占率加总为 87%, 市场集中度较高。对于中国市场, 公司以 30% 的市占率位于第一位。

表1: 拼搭角色类玩具代表性公司情况

	2023 年 GMV (亿元)	全球市占率	中国市占率	核心 IP	门店情况
万代南梦宫	110	40%	20%	超 380 个 IP, 其中高达、龙珠、海贼王 3 大 IP 收入占比达 38%。	国内 6 家高达基地, 位于北京/上海/深圳/天津/苏州 (4 家直营, 2 家授权店)。
乐高	100	36%	15%	国内合作 IP10-15 个, 哈利波特、迪士尼、超级英雄、超级马里奥、星际穿越贡献 IP 线超 90% 收入等	国内 8 家直营门店, 450 家左右经销门店
布鲁可	18	6%	30%	英雄无限 (自有); 奥特曼、变形金刚、火影忍者、宝可梦等 50+ 授权 IP	截至 2024 年 6 月 30 日拥有 511 家经销商, 已有效覆盖所有一线与二线城市以及超过 80% 的三线及以下城市。
美泰	9	3%	-	迪士尼公主系列、芭比、风火轮、托马斯、费雪等	
新佳奇	6	2%	10%	蜡笔小新、樱桃小丸子、天线宝宝、nanci 因茜、猪猪侠、狐妖小红娘月红篇、猫和老鼠、提摩西小队、阿狸、蜜雪冰城、草莓甜心、元气食堂、橘子男孩、星际熊等。	2024 年产品已经入驻了全国超过 5 万家线下实体店, 包括名创优品、toptoy、kkv 集团、玩具反斗城、九木杂物社、孩子王等。

资料来源: 布鲁可公司公告, 乐高/万代官网, IPRdaily, 广州玩具协会, 中国银河证券研究院

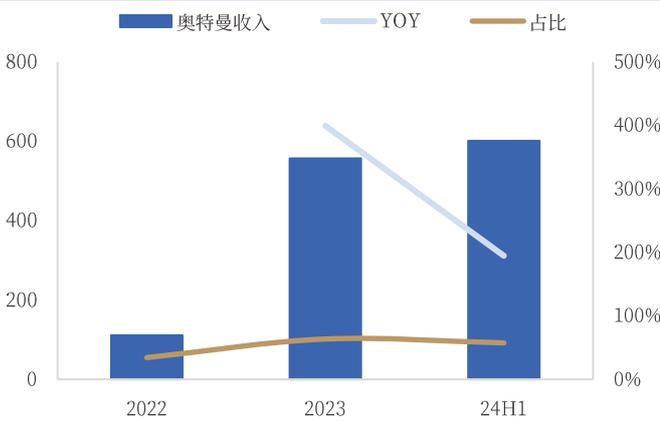
三、未来看点：大 IP 贡献流量，渠道下沉受众广阔

(一) 奥特曼收入增长稳固，IP 矩阵日益完善

大 IP 保持高速增长，其余 IP 稳步开拓。目前公司收入贡献最大的 IP 是奥特曼，23-24H1 其收入维持三位数高速增长，而占比略有下降，一方面反映了公司核心 IP 的强劲吸引力，一方面公司也在积极开拓其他 IP 减少对单一 IP 产品的依赖。

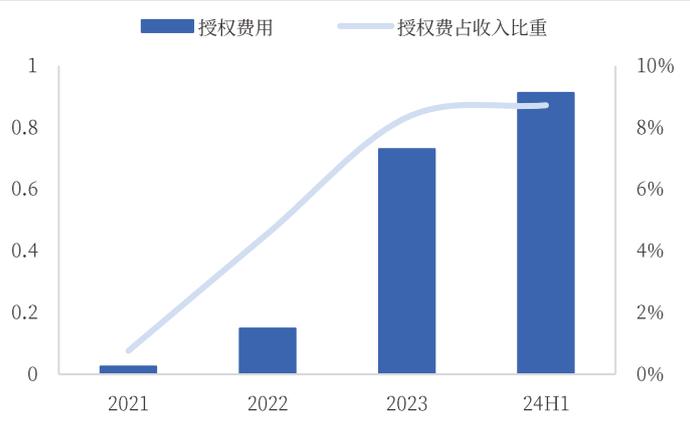
规模效应显现，盈利能力有望持续提升。2022-2023 年公司 IP 授权费用迅速增长，但在 23-24H1 其占收入的比重稳定在 8%-9% 区间内。伴随未来公司产品销售继续起量，规模效应显现，该占比有望进一步下降，带来公司毛利率和净利率的同步提升。

图17：公司奥特曼 IP 贡献收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

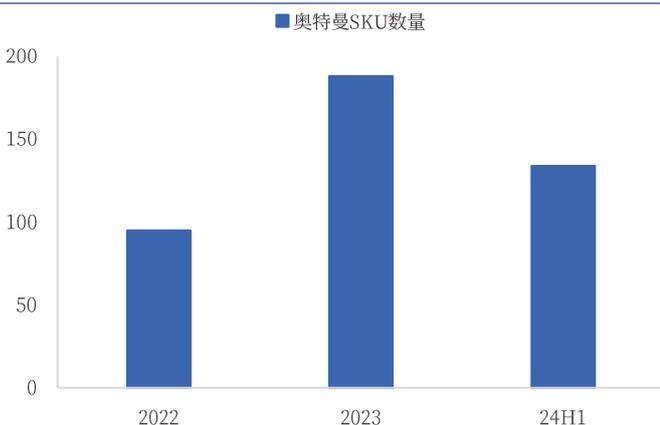
图18：公司授权费用情况（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

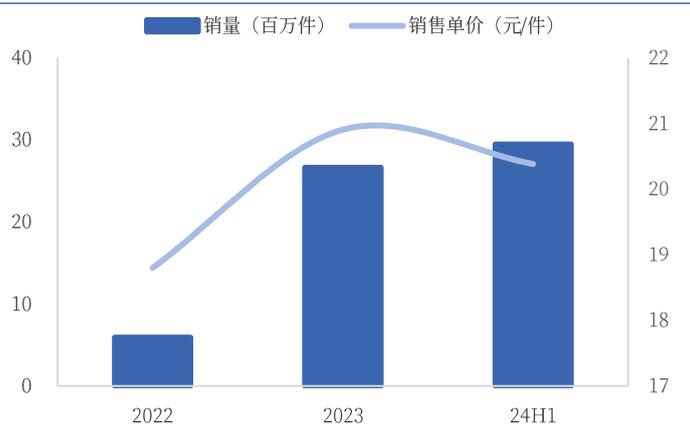
SKU 推新能力突出，IP 生命周期稳健。公司具有较强的产品推新能力，围绕一个大 IP，SKU 数量持续增加。公司于 2023 年共推出 SKU197 款（其中奥特曼 IP 相关 SKU 净增 93 款），并计划于 24/25 年推出约 400/800 款。另一方面，公司 IP 产品通过持续迭代升级展现出了较长的生命周期，奥特曼产品累计推出了 7 个版本和 26 个系列，其中奥特曼群星版累计推出 12 个系列，第十一系列产品上市首季销量相较第十系列同比增长 86.7%。

图19：公司奥特曼 IP 的 SKU 数量（个）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图20：公司奥特曼 IP 产品销量及单价



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 定价合理，产品性价比优势突出

公司产品当前主流价格带为 9.9-399 元，大众价格带产品定价为 39 元，平价价格带产品定价为

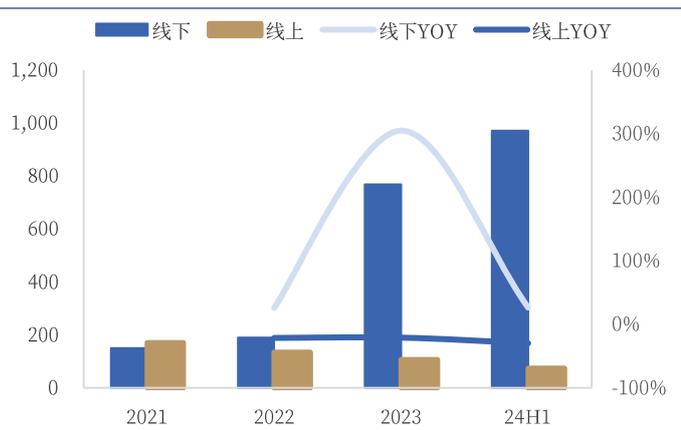
9.9元至19.9元。乐高将产品划分为：平价价格带（小于300元）、中游价格带（300到800元）、较高价格带（大于800元）；万代的拼搭模型类产品均价在百元至千元不等，和二者相比公司产品性价比优势显著，更利于向国内下沉市场渗透。

（三）渠道下沉策略成功，消费者覆盖率广

拼搭角色类玩具在线下渠道销售更占优势，线下以经销渠道为主。2022年推出拼搭类角色玩具产品以来，公司持续拓展线下经销渠道，并积极推动渠道下沉，线下渠道收入占比迅速提高，2023年公司线下渠道收入同比+305%，24H1公司线下渠道收入占比达到93%。

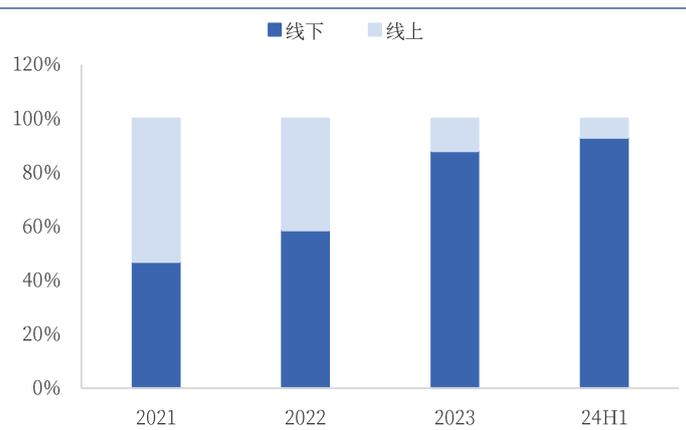
截至2024年6月30日公司拥有511家经销商，已有效覆盖所有一线与二线城市以及超过80%的三线及以下城市，渠道下沉策略与产品定价策略匹配，可以更好的触达受众群体。

图21：公司线上线下收入及同比变动（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图22：公司线上线下收入占比情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

四、投资建议

公司为拼搭角色类玩具领域龙头企业，大 IP 拉动销量稳步增加，渠道下沉策略下市场占有率持续提升，未来规模效应将带动公司盈利能力稳步提升。我们看好公司未来成长性，预计 24-26 年公司调整后净利润分别为 6.06/9.32/12.45 亿元，最新收盘价对应 PE 分别为 34/22/17X。

五、风险提示

行业竞争加剧的风险；新品销量不及预期的风险；IP 无法如期取得授权的风险

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司各品类产品营收占比情况.....	3
图 3: 公司营收及同比变动 (亿元).....	4
图 4: 公司经调整净利及同比变动 (亿元).....	4
图 5: 公司毛利率变动情况.....	4
图 6: 公司费用率变动情况.....	4
图 7: 公司营收分产品 (百万元).....	4
图 8: 公司营收分 IP (百万元).....	4
图 9: 全球玩具市场 GMV (亿元).....	5
图 10: 我国玩具市场 GMV (亿元).....	5
图 11: 拼搭类/非拼搭类玩具占比情况.....	5
图 12: 拼搭类/非拼搭类玩具复合增速情况.....	5
图 13: 全球拼搭类玩具市场 GMV (亿元).....	6
图 14: 我国拼搭类玩具市场 GMV (亿元).....	6
图 15: 全球拼搭类玩具复合增速.....	6
图 16: 我国拼搭类玩具复合增速.....	6
图 17: 公司奥特曼 IP 贡献收入情况 (亿元).....	7
图 18: 公司授权费用情况 (亿元).....	7
图 19: 公司奥特曼 IP 的 SKU 数量 (个).....	7
图 20: 公司奥特曼 IP 产品销量及单价.....	7
图 21: 公司线上线下收入及同比变动 (亿元).....	8
图 22: 公司线上线下收入占比情况.....	8
表 1: 拼搭角色类玩具代表性公司情况.....	6

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	682	3,450	5,375	7,446
现金	361	2,733	4,424	6,281
应收账款	38	93	141	180
其它应收款	76	160	222	258
预付账款	207	464	587	727
存货	330	335	385	435
其他	48	68	88	108
非流动资产	64	94	124	154
长期投资	219	173	173	173
固定资产	1,013	3,785	5,760	7,880
无形资产	731	1,775	2,598	3,184
其他	0	0	0	0
资产总计	260	639	989	1,288
流动负债	471	1,136	1,609	1,896
短期借款	1,890	1,856	1,857	1,857
应付账款	7	9	10	10
其他	1,883	1,847	1,847	1,847
非流动负债	2,621	3,631	4,455	5,041
长期借款	0	1,607	1,607	1,607
其他	-1,606	-1,452	-656	471
负债合计	-1,606	155	1,301	2,828
少数股东权益	-2	-1	4	12
归属母公司股东权益	-1,608	154	1,305	2,840
负债和股东权益	1,013	3,785	5,760	7,880

现金流量表(百万元)	2024A	ROE	2025E	2026E
经营活动现金流	285	954	1,531	1,655
净利润	-206	155	797	1,127
少数股东权益	-1	1	5	8
折旧摊销	45	0	0	0
营运资金变动及其他	448	799	729	520
投资活动现金流	-43	-191	-190	-198
资本支出	-43	-50	-50	-50
其他投资	0	-141	-140	-148
筹资活动现金流	-70	1,609	350	400
借款增加	-43	2	0	0
普通股增加	1,194	1,607	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-1,221	0	350	400
现金净增加额	172	2,372	1,691	1,857

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	877	2,227	3,498	4,623
其他收入	0	0	0	0
营业成本	462	1,150	1,780	2,319
销售费用	189	356	350	462
管理费用	49	136	175	222
研发费用	95	278	210	277
财务费用	2	0	0	0
除税前溢利	-190	156	844	1,195
所得税	18	0	42	60
净利润	-207	156	802	1,135
少数股东损益	-1	1	5	8
归属母公司净利润	-206	155	797	1,127
EBIT	-188	156	844	1,195
EBITDA	-143	156	844	1,195
EPS (元)	-1.38	0.63	3.25	4.60
Non-GAAP 净利润	73	606	932	1245
调整后摊薄 EPS	0.49	2.47	3.8	5.08

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	169.27%	153.97%	57.12%	32.16%
营业利润	50.92%	174.98%	415.51%	41.54%
毛利率	47.33%	48.34%	49.12%	49.84%
净利率	-23.51%	6.94%	22.77%	24.39%
ROE	12.83%	99.87%	61.24%	39.87%
ROIC	12.84%	95.34%	60.99%	39.83%
资产负债率	258.82%	95.94%	77.34%	63.97%
净负债比率	22.00%	-1771.67%	-338.26%	-220.84%
流动比率	0.93	1.94	2.07	2.34
速动比率	0.82	1.84	1.97	2.25
总资产周转率	0.59	0.93	0.73	0.68
应收账款周转率	32.74	33.99	29.94	28.83
应付账款周转率	2.44	2.56	2.19	2.04
每股收益	-1.38	0.63	3.25	4.60
每股经营现金	1.16	3.89	6.25	6.75
每股净资产	-6.55	0.63	5.31	11.54
P/E		133.84	25.96	18.34
P/B		133.67	15.90	7.31
EV/EBITDA	2.47	115.43	19.27	12.06
调整后 P/E		34.15	22.19	16.61

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，14年行业分析师经验、10年轻工制造行业分析师经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn