

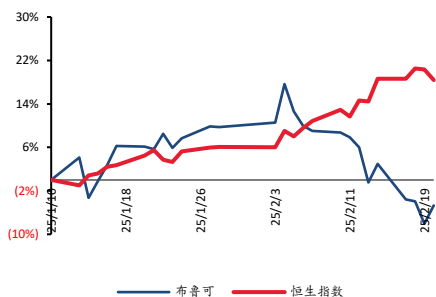
布鲁可(00325)

目标价:

昨收盘:81.00

## 布鲁可: 强大 IP 矩阵支撑业务迅速扩张, 产品性价比优势显著

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 2.49/2.49  
总市值/流通(亿港元) 201.89/201.89  
12个月内最高/最低价(港元) 109.9/73.5

#### 证券分析师: 孟昕

E-MAIL: mengxin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524020001

#### 研究助理: 赵梦菲

E-MAIL: zhaomf@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030006

#### 研究助理: 金桐羽

电话: 021-58502206

E-MAIL: jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030010

### 报告摘要

**行业端: 拼搭角色类玩具市场规模迅速扩张, 行业发展前景广阔。1)**

**竞争格局:** 全球拼搭角色类玩具市场由万代和乐高形成双寡头垄断局面, 2023年二者市占率分别为39.5%、35.9%; 中国市场集中度较高, 2023年行业CR5达76.9%, 其中布鲁可市占率为30.3%, 位居市场第一。**2) 未来展望:** 在优质产品和消费需求等6大供需侧因素的共同驱动下, 拼搭角色类玩具行业整体发展前景广阔; 根据弗若斯特沙利文预测, 2023-2028年全球和中国拼搭类玩具市场规模CAGR预计分别为+29.0%、+41.3%。我们认为, 公司作为拼搭角色类玩具市场的龙头之一, 有望分享行业增长红利。

**公司端: IP 矩阵丰富性价比高, 营销和生产端具备较强竞争力。1)**

**产品方面:** 公司拥有百变布鲁可和英雄无限两个自有IP和奥特曼、变形金刚等约50个知名IP的授权, 并通过400多款SKU布局6岁以下到16岁以上的广泛客群; 产品售价覆盖20元以下到100元以上, 相较乐高等竞对具备显著性价比优势。**2) 渠道方面:** 通过500余家经销商实现广泛的线下覆盖, 积极布局天猫、拼多多等线上电商平台, 并有望受益于微信小电带来的渠道红利。**3) 生产方面:** 研发团队充足且流程标准化, 合作工厂模式助力产研深度整合; 同时公司自营工厂有望在2026年底竣工, 进一步助力盈利能力提升。

**投资建议: 行业端:** 在供需两端多重因素的共同驱动下, 全球及中国拼搭角色类玩具行业增长空间广阔, 2023-2028年CAGR有望分别达+29.0%、+41.3%。**公司端:** 作为行业龙头企业之一有望分享增长红利; IP和SKU丰富且产品性价比较高, 拼搭角色类玩具热门IP奥特曼带动公司收入利润增长, 未来其他IP有望复刻畅销款策略实现业绩提升, 收入支柱多元化有望进一步降低公司受大单品影响过大的风险。我们预计, 2024-2026年公司归母净利润分别为0.60/8.73/11.86亿元, 对应EPS分别为0.24/3.50/4.76元, 当前股价对应PE分别为311.99/21.59/15.90倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 行业竞争加剧、原材料供应和价格波动、IP授权无法维持或续约、自营工厂投资及未来运营不顺利、海外市场扩张不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	877	2213	3549	4692
营业收入增长率(%)	169%	152%	60%	32%
归母净利（百万元）	-206	60	873	1186
净利润增长率(%)	51%	129%	1,345%	36%
摊薄每股收益（元）	-1.38	0.24	3.50	4.76
市盈率（PE）	0.00	311.99	21.59	15.90

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 布鲁可：中国拼搭角色类玩具领军者.....	5
(一) 发展历程：从积木玩具入局成长为拼搭角色玩具龙头.....	6
(二) 热门 IP 拉动下营收端增长强劲，利润端扭亏为盈并实现高增.....	7
(三) 股权结构相对集中，管理层产业经验丰富.....	11
二、 行业分析：拼搭角色类玩具市场规模迅速扩张，行业发展前景广阔.....	13
三、 公司分析：IP 矩阵丰富性价比高，营销和生产端具备较强竞争力.....	18
(一) 自有+授权构筑 IP 矩阵，SKU 丰富且具备高性价比.....	18
(二) 采用内容驱动的营销方式，打造线下线上多元化销售网络.....	21
(三) 重视研发并合作六大工厂，自营工厂落成后盈利能力有望提升.....	24
四、 盈利预测.....	26
(一) 关键假设.....	26
(二) 盈利预测与估值.....	28
五、 风险提示.....	29

## 图表目录

图表 1: 公司核心 IP 包括百变布鲁克、英雄无限、奥特曼、变形金刚等 .....	5
图表 2: 公司从积木玩具入局成长为拼搭角色玩具龙头 .....	6
图表 3: 2024H1 公司总营收达 10.46 亿元 (同比+237.55%), 延续靓丽增速 .....	7
图表 4: 拼搭类玩具产品收入占比迅速提升 .....	8
图表 5: 2024H1 公司收入逐渐多元化 .....	8
图表 6: 公司以线下经销渠道为主 .....	9
图表 7: 2024H1 公司毛利率达 52.93% (+8.98pct) .....	9
图表 8: 2023 年开始公司扣非归母净利润扭亏为盈, 盈利能力提升显著 .....	10
图表 9: 公司股权结构相对集中 .....	11
图表 10: 公司管理层产业经验丰富 .....	12
图表 11: 全球拼搭角色类玩具类增速优于角色类玩具整体市场 .....	13
图表 12: 2023 年中国拼搭角色类玩具类市场实现近翻倍增长 .....	14
图表 13: 2023 年拼搭角色类玩具是中国角色类玩具市场中增速第一的细分品类 .....	14
图表 14: 2023 年全球拼搭角色类玩具市场中万代和乐高市占率合计达 75.4% .....	15
图表 15: 2023 年中国拼搭角色类玩具市场中布鲁可市占率达 30.3% .....	15
图表 16: 2023-2028 年全球拼搭类玩具行业 CAGR 预计可达+29.0% .....	16
图表 17: 2023-2028 年中国拼搭类玩具行业 CAGR 预计可达+41.3% .....	16
图表 18: 拼搭角色类玩具市场增长受优质产品和消费需求等 6 大因素共同驱动 .....	16
图表 19: 与其他角色类玩具相比, 公司拼搭角色类玩具在多维度具备优势 .....	17
图表 20: 公司自有 IP 包括百变布鲁可和英雄无限 .....	18
图表 21: 布鲁可 IP 矩阵丰富, 覆盖中国以及全球不同区域 .....	19
图表 22: 布鲁可产品组合丰富, 覆盖多个年龄段需求 .....	20
图表 23: 奥特曼群星版系列上市后受到市场广泛青睐 .....	21
图表 24: 布鲁可积木人 Club 活动丰富 .....	22
图表 25: 公司线下经销商数量从 2021 年期初的 40 家增加至 2024H1 期末的 511 家 .....	23
图表 26: 布鲁可线上线下销售渠道丰富 .....	23
图表 27: 公司积极布局微信小店, 开拓销售新渠道 .....	24
图表 28: 公司构建了体系化的产品研发设计流程 .....	25
图表 29: 公司生产端未来有望实现合作与自营模式相结合 .....	25
图表 30: 布鲁可收入业绩预测表 .....	27
图表 31: 可比公司估值表 .....	28

## 一、布鲁可：中国拼搭角色类玩具领军者

中国拼搭角色类玩具市场龙头，IP 矩阵丰富渠道布局广泛。公司作为国内拼搭角色类玩具行业龙头企业，专注于为消费者提供高度还原 IP 角色的拼搭玩具，同时凭借创新设计和丰富的 IP 矩阵推动业务持续扩展，主要覆盖儿童、青少年及 16 岁以上消费群体。2) IP 矩阵：公司旗下涵盖自有 IP 如“百变布鲁可”和“英雄无限”，并获得奥特曼、变形金刚、名侦探柯南、宝可梦、漫威、火影忍者、哈利波特等共计 50 多个授权 IP。3) 销售渠道：线下经销商网络已经覆盖中国一线与二线城市以及超过 80%的三线及以下城市，线上则布局了天猫、京东、抖音拼多多、微信小程序等电商平台。

图表1：公司核心 IP 包括百变布鲁可、英雄无限、奥特曼、变形金刚等



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理



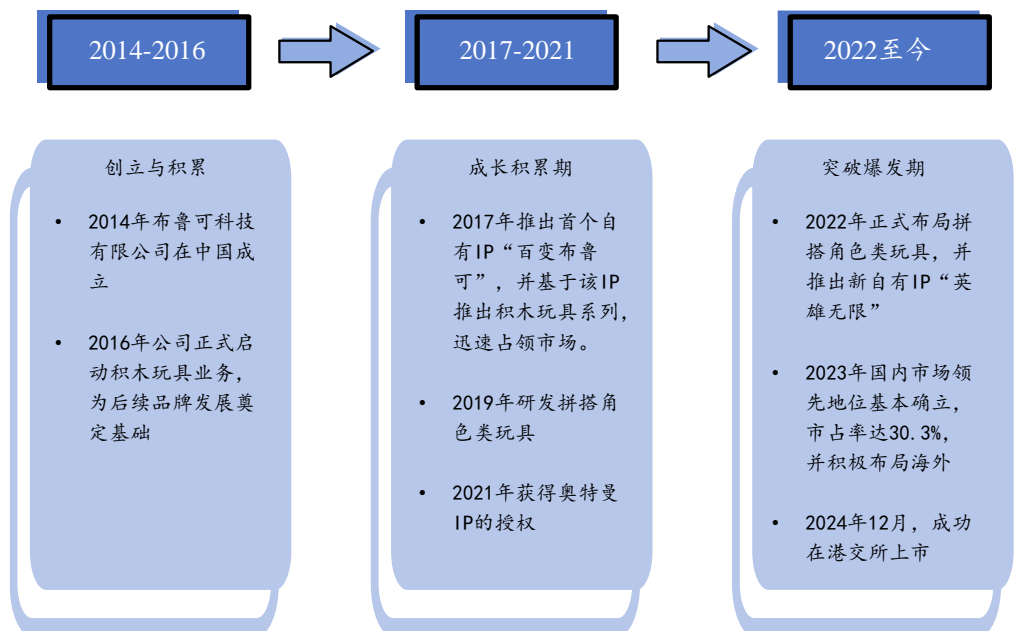
## (一) 发展历程：从积木玩具入局成长为拼搭角色玩具龙头

(1) **2014-2016：创立奠基期。**2014 年 12 月布鲁可集团主要运营实体布鲁可科技有限公司在中国成立，2016 年公司正式启动积木玩具业务，着手构建自有品牌与产品体系，为后续品牌发展奠定基础。

(2) **2017-2021：成长积累期。**2017 年公司推出首个自有 IP “百变布鲁可”，并基于该 IP 推出积木玩具，成功在国内积木玩具市场立足。2019 年公司开始研发拼搭角色类玩具，并在 2021 年获得了奥特曼 IP 的授权，获得该 IP 的设计、开发、生产和销售权利。

(3) **2022 至今：突破爆发期。**2022 年公司开始正式布局拼搭角色类玩具，并推出新自有 IP “英雄无限”，授权 IP 也不断丰富，IP 矩阵持续扩张。2023 年公司从版权方处获取全球多个国家的 IP 授权，积极开拓海外业务；国内市场领先地位基本确立，2023 年在拼搭角色类玩具市场中占比达 30.3%，位列第一。2024 年 12 月，公司成功在港交所上市。

图表2：公司从积木玩具入局成长为拼搭角色玩具龙头

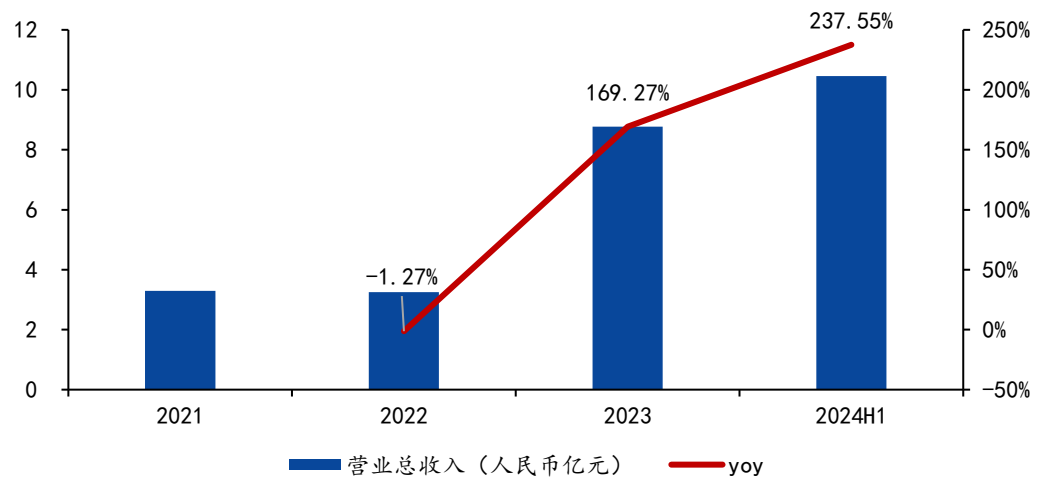


资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

## (二) 热门 IP 拉动下营收端增长强劲，利润端扭亏为盈并实现高增

受奥特曼 IP 和线下渠道亮眼表现拉动，营收端实现持续强劲增长。2021-2023 年，公司总营收由 3.30 亿元提升至 8.77 亿元，CAGR 达 63.05%，实现高速增长；其中 2023 年公司总营收增速达+169.27%，表现亮眼主系公司拼搭角色类玩具业务放量，奥特曼 IP 产品更是爆发式增长，以及业务和渠道的拓展所致。2024H1，公司总营收达 10.46 亿元（同比+237.55%），延续了 2023 年的强劲增长趋势，主系公司拼搭角色类玩具业务规模的持续高增和国内线下渠道的靓丽增长所共同驱动，同时线上电商平台和海外市场也实现了规模的迅速扩张，为公司收入增长贡献增量。

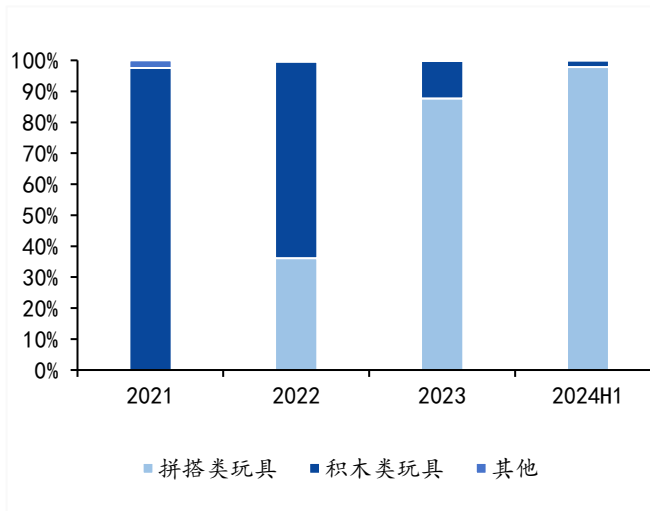
图表3：2024H1 公司总营收达 10.46 亿元（同比+237.55%），延续靓丽增速



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

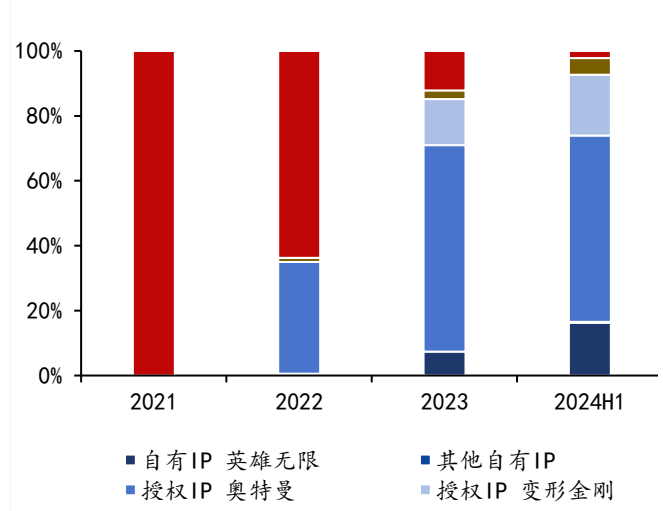
分产品看，奥特曼 IP 带动拼搭类玩具爆发式增长，2024H1 收入逐渐多元化。1) 拼搭类玩具：公司从 2022 年开始正式入局拼搭角色类玩具市场，并且凭借奥特曼 IP 系列产品快速起量；2024H1 公司拼搭角色类玩具营收达 10.23 亿元（同比+323.76%），保持强劲增长态势，收入占比提升至 97.8% (+19.9pct)；其中授权 IP 奥特曼、变形金刚收入分别为 6.01 亿元（同比+194.62%）、1.95 亿元（+4192.64%），自有 IP 英雄无限收入达 1.70 亿元（同比+817.67%），均实现靓丽增速，且产品结构从较为单一的奥特曼 IP 为主，逐步变为多个 IP 共同支撑营收增长，收入多元化或将有效提升公司的经营稳定性。2) 积木类玩具：受到公司经营重心转移的影响，积木类玩具营收从 2021 年的 3.22 亿元下降至 2024H1 的 2296.50 万元，营收占比也从 97.5% 下滑至 2.2%。

图表4：拼搭类玩具产品收入占比迅速提升



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

图表5：2024H1 公司收入逐渐多元化

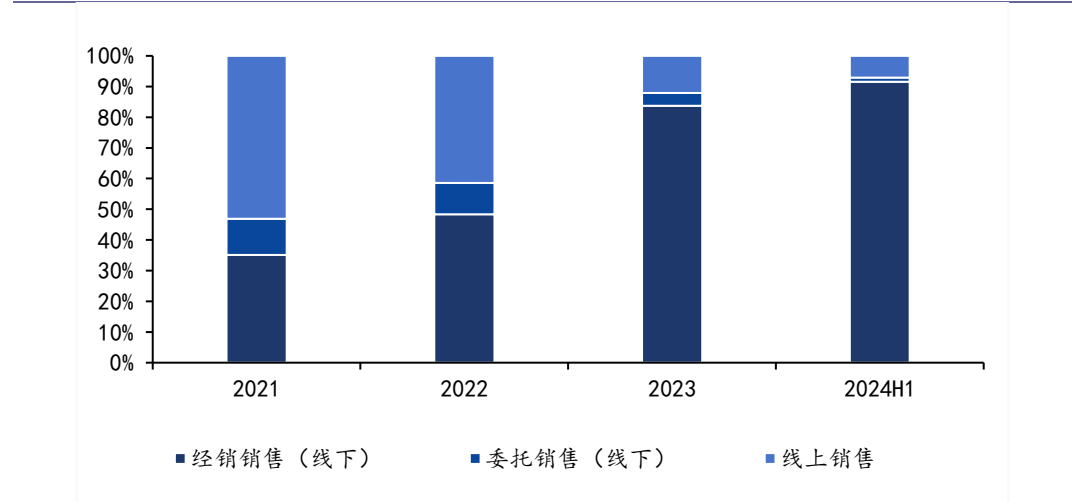


资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

分渠道看，线下经销渠道为主，2024H1 线上渠道增速由负转正。1) 线下渠道：2021-2023 年，公司经销渠道收入从 1.13 亿元增长至 7.33 亿元，CAGR 达 224.67%，营收占比从 34.2%提升至 83.6%，迅速成为公司主要销售渠道；2024H1 公司经销、委托收入分别为 9.58 亿元(同比+302.27%)、0.14 亿元(同比-30.21%)，收入占比分别为 91.6%、1.3%，经销渠道保持靓丽增速，委托渠道由于公司渠道经营策略调整规模持续下滑。2) 线上渠道：公司线上渠道收入从 2021 年的 1.71 亿元下滑至 2023 年的 1.06 亿元，2024H1 营收达 0.75 亿元(+43.64%)，趋势由负转正并实现高速增长，主因或系公司积极布局天猫、京东、拼多多、微信小店等电商平台所致。



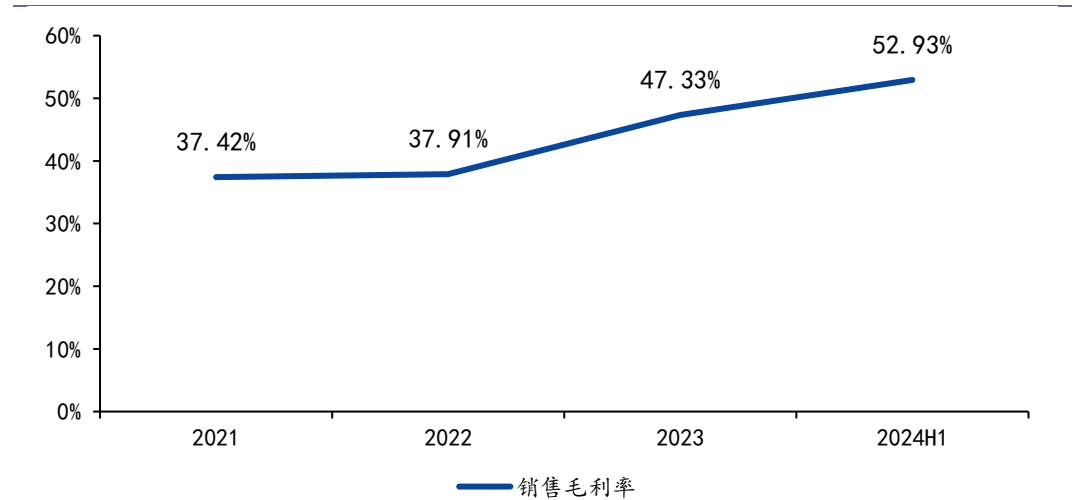
图表6：公司以线下经销渠道为主



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

受益规模效应，2023 年开始毛利率持续显著提升。2021-2022 年公司毛利率稳定在 37%左右，2023 年和 2024H1 毛利率分别迅速提升至 47.33% (+9.42pct)、52.93% (+8.98pct)，实现持续显著提升，主系业务规模强劲扩张下成本迅速摊薄，助力拼搭角色类玩具毛利率涨幅显著，以及高毛利自有 IP 产品占比提升所致。

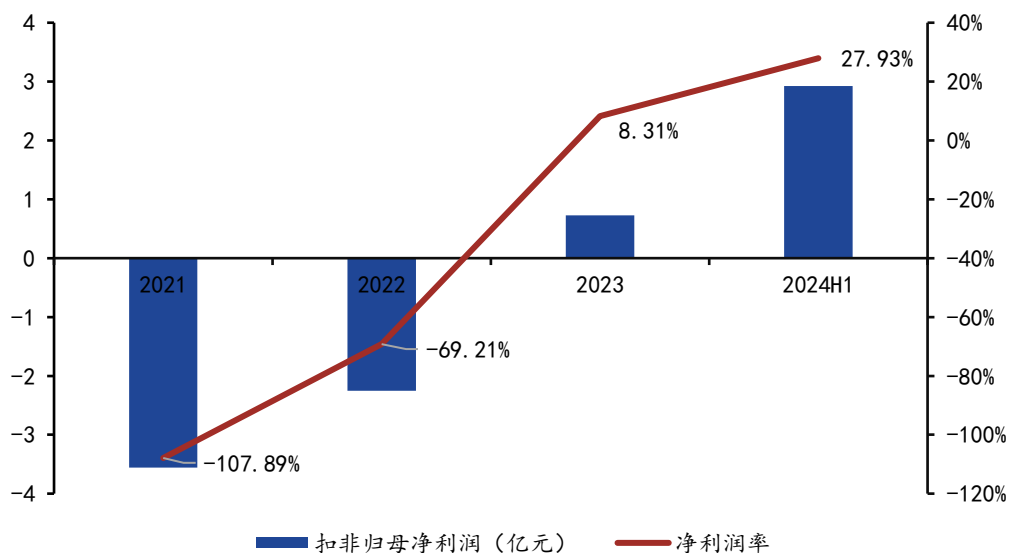
图表7：2024H1 公司毛利率达 52.93% (+8.98pct)



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

2023 年开始扣非归母净利润扭亏为盈，盈利能力提升显著。2021-2023 年，公司扣非归母净利润从-3.56 亿元提升为 0.73 亿元，实现了从逐步减亏到 2023 年的扭亏为盈，主系公司业务迅速扩张下规模效应助力盈利能力提升所致。2024H1，公司扣非归母净利润达 2.92 亿元（2023H1 为 -0.11 亿元），净利率达 27.93%，拼搭角色类玩具产品的毛利率大幅提升和产品结构升级助力公司利润端持续优化。

图表8：2023 年开始公司扣非归母净利润扭亏为盈，盈利能力提升显著

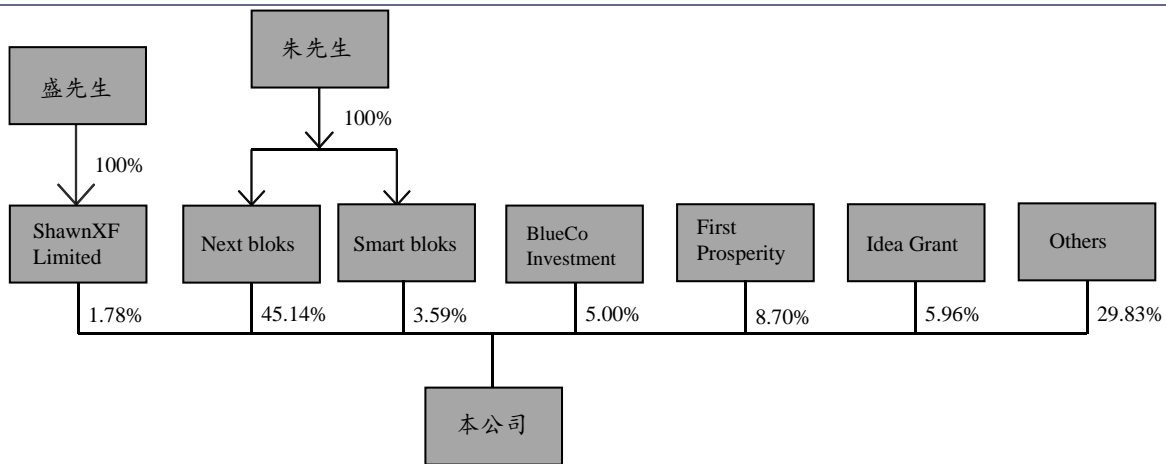


资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

### (三) 股权结构相对集中，管理层产业经验丰富

公司股权结构较为集中，创始人兼董事长持股。截至 2025 年 1 月 10 日，公司前五大股东占比达 70.17%，创始人兼董事长朱伟松先生通过 Next Bloks 和 Smart Bloks 合计持有公司股份达 48.73%，股权结构相对集中；激励股份平台 First Prosperity 占比达 8.70%，有望将员工利益和公司发展深度绑定。

图表9：公司股权结构相对集中



资料来源：同花顺，太平洋证券整理（数据截至 2025 年 1 月 10 日）

管理层产业经验丰富，多名高管深耕行业数年。公司核心管理团队中的多名成员均具备丰富产业经验，其中公司创始人朱伟松先生在公司管理上拥有丰富经验，并且对行业趋势、品类创新、商业开拓与合作具有深刻洞察；负责玩具业务运营管理和海外市场的总裁盛晓峰先生，在用户洞察、产品创新及商业化方面拥有 20 年积累；负责产品研发和设计的副总裁谢磊先生则在产品设计领域拥有超过 20 年经验。

图表10：公司管理层产业经验丰富

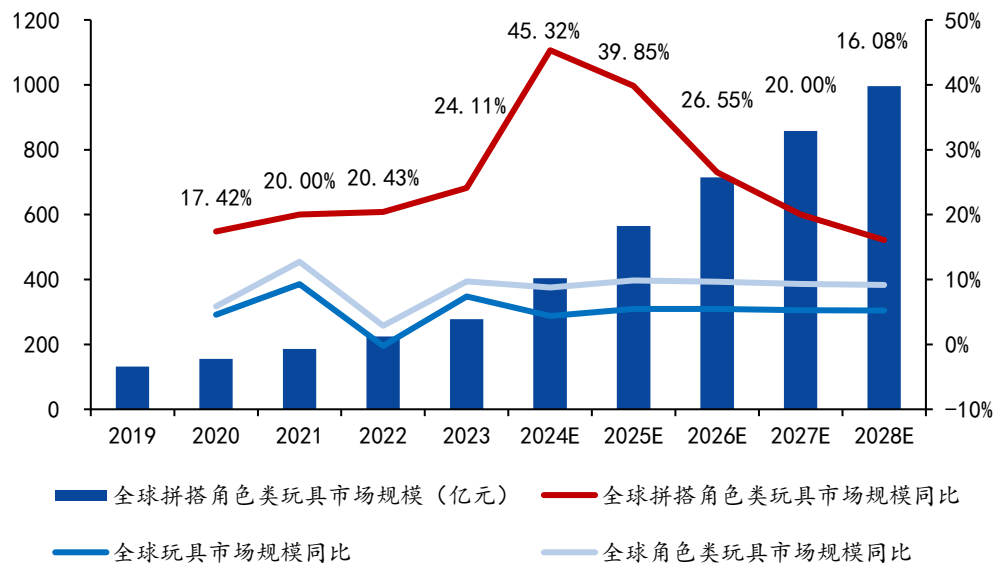
高管	职责	职务	从业经历
朱伟松	整体战略、业务发展、经营管理	创始人、董事长、CEO	2009年联合创立上海游族信息技术有限公司，自其成立起至2015年2月担任首席技术官，负责研发管理工作；2014年12月成立布鲁可科技并担任董事长。
盛晓峰	玩具业务运营管理以及海外市场	总裁	具有20多年用户洞察、产品创新与商业化经验，2005年4月-2015年5月任职于英特尔集团旗下的英特尔技术开发（上海）有限公司及英特尔亚太研发有限公司，2015年9月加入公司并担任总裁至今。
谢磊	产品研发和设计	副总裁	在产品设计领域拥有超过20年经验，2003年-2005年于伊莱克斯（中国）担任设计主管，2005年-2008年于千方工业设计（上海）担任设计总监，2011年-2015年在硬件产品领域连续创业，2015年7月加入公司并担任副总裁至今。
黄政	人力资源管理及行政工作	副总裁	拥有超过20年的人力资源管理及行政工作经验，2001年-2012年于上海广播电视台及下属公司，担任少儿频道人力资源部主任及办公室主任；2012年-2016年担任东方明珠新媒体行政总经理；2016年12月加入公司并担任副总裁至今。
付轶方	会计和财务管理 工作	CFO	在会计及财务管理方面拥有丰富经验，2018年-2020年担任上海哔哩哔哩高级财务总监，2020年-2023年担任瑞幸咖啡（上海）和瑞幸咖啡科技（海南）财务副总裁，2023年12月加入公司并担任首席财务官至今。
朱元成	董事会事务，投资者关系及法律事务工作	副总裁兼董事会秘书	在公司法律事务和企业投融资领域具有丰富经验，2014年-2016年担任中泰信托高级信托经理，2016年-2019年担任中电投先融（上海）资管金融合作部负责人，2019年-2020年担任四川信托业务部门总经理，2020年12月加入公司并担任副总裁兼董事会秘书至今。
余咏诗	/	公司秘书	是达盟香港有限公司上市服务部经理，拥有超过15年公司秘书经验，担任多家香港上市公司的公司秘书，是香港公司治理公会及英国特许公司治理公会的会员。

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

## 二、行业分析：拼搭角色类玩具市场规模迅速扩张，行业发展前景广阔

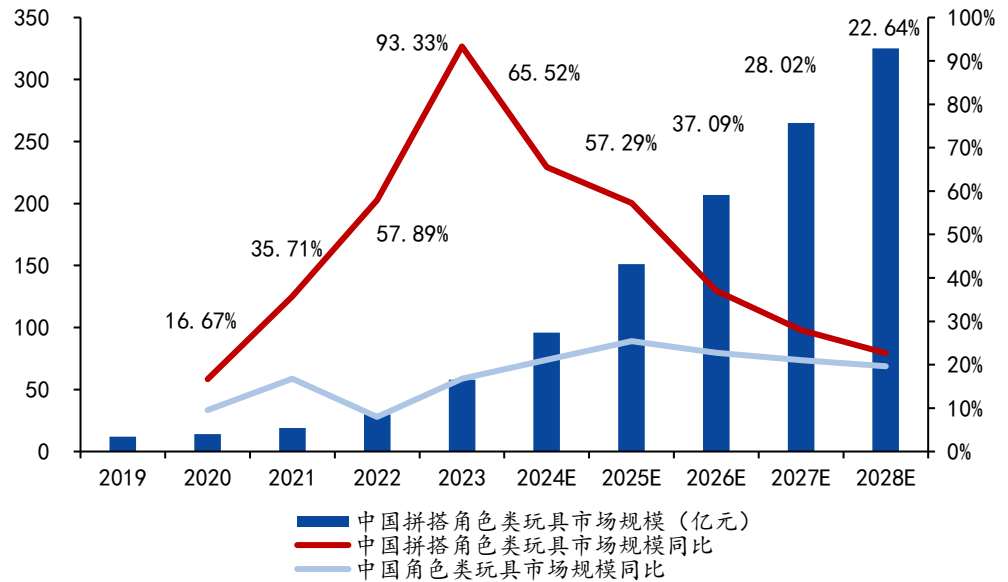
全球拼搭角色类玩具类增速优于角色类玩具，2023 年中国市场实现近翻倍增长。1) 全球：根据弗若斯特沙利文等数据，2019-2023 年，全球拼搭角色类玩具市场规模从人民币 132 亿元提升至人民币 278 亿元，CAGR 达+20.5%，显著快于全球角色类玩具行业增速（2019-2023 年 CAGR 达 7.7%），主因或系拼搭角色类玩具兼具可玩性、益智性、有趣性和 IP 角色个性化强的特点，比其他类型玩具更受消费者喜爱。2) 中国：根据弗若斯特沙利文等数据，2019-2023 年，中国拼搭角色类玩具市场规模从人民币 12 亿元上升到人民币 58 亿元，CAGR 达+48.27%，增速显著快于全球市场，同时也是中国角色类玩具市场中增速第一的细分品类；其中 2023 年拼搭角色类玩具行业增速达+93.33%，实现亮眼增长。

图表11：全球拼搭角色类玩具类增速优于角色类玩具整体市场



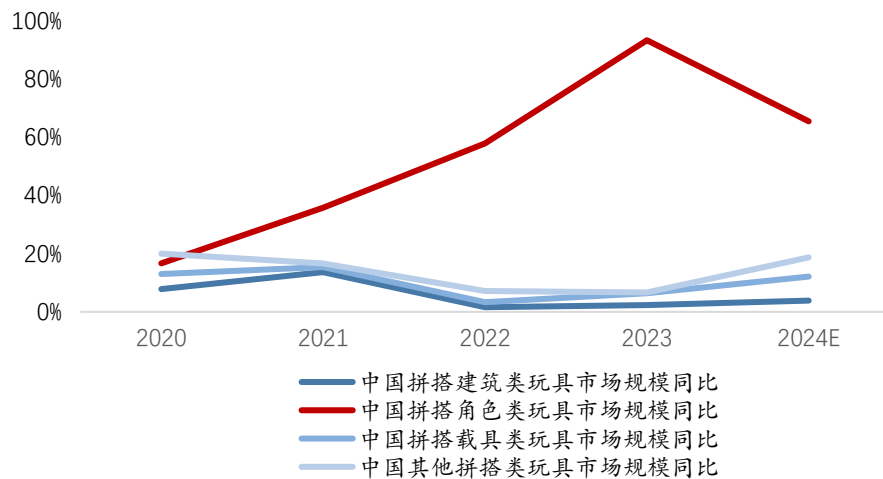
资料来源：弗若斯特沙利文、国际货币基金组织、中国国家统计局，太平洋证券整理

图表12：2023 年中国拼搭角色类玩具类市场实现近翻倍增长



资料来源：弗若斯特沙利文、国际货币基金组织、中国国家统计局，太平洋证券整理

图表13：2023 年拼搭角色类玩具是中国角色类玩具市场中增速第一的细分品类

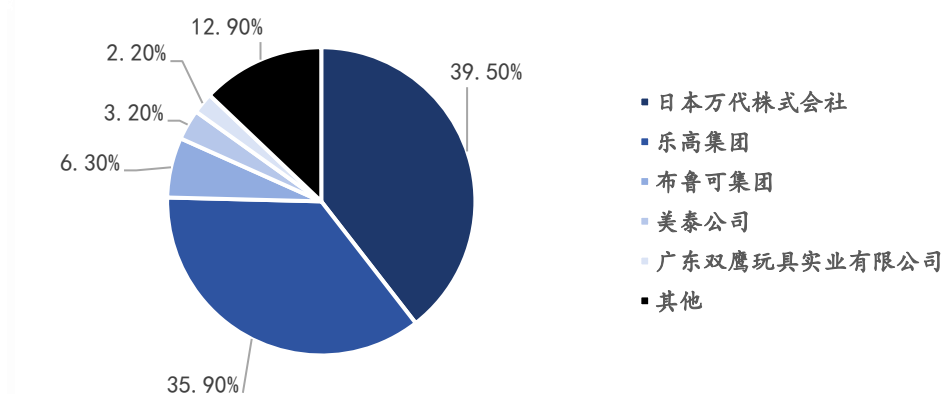


资料来源：弗若斯特沙利文、国际货币基金组织、中国国家统计局，太平洋证券整理



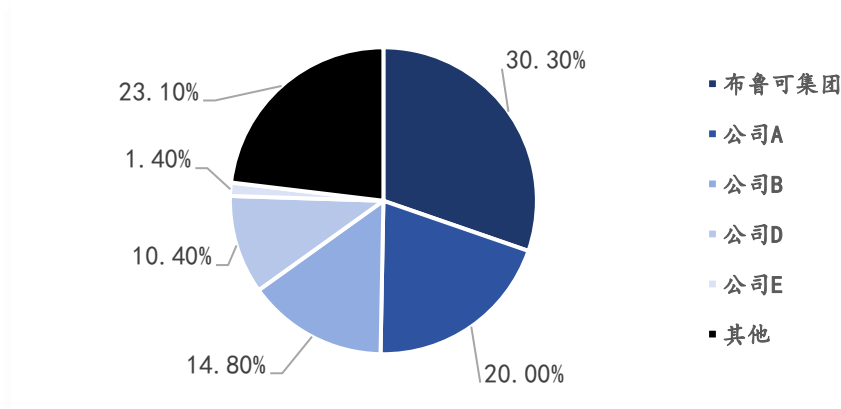
万代和乐高全球市占率优势显著，布鲁可中国市场份额排名第一。根据弗若斯特沙利文数据，1) 全球：2023 年全球拼搭角色类玩具市场 CR5 达 87.1%，其中排名前二的公司日本万代和乐高市占率分别为 39.5%、35.9%，合计高达 75.4%，对市场的掌控力较强，形成了双寡头垄断的市场竞争格局；排名 3-5 名的是布鲁可、美泰和广东双鹰玩具市场份额分别为 6.3%、3.2%和 2.2%，中国企业在全球市场的影响力仍有较大提升空间。2) 中国：2023 年中国拼搭角色类玩具市场 CR5 达 76.9%，市场集中度较高；其中布鲁可市占率达 30.3%，凭借丰富的 IP 和产品矩阵、线上线下结合的多元渠道布局和强大的营销能力位居市场第一，且市场份额显著高于其他四家公司的 20.0%、14.8%、10.4%和 1.4%。

图表14：2023 年全球拼搭角色类玩具市场中万代和乐高市占率合计达 75.4%



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

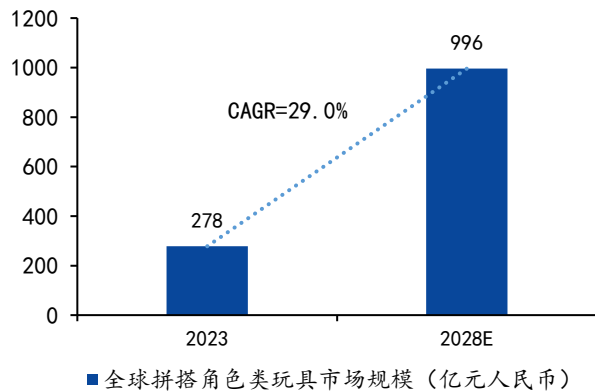
图表15：2023 年中国拼搭角色类玩具市场中布鲁可市占率达 30.3%



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

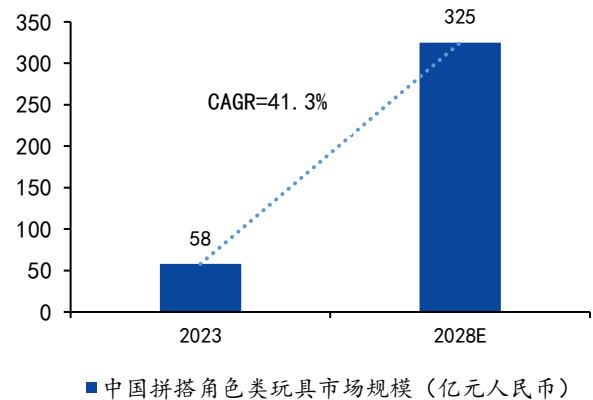
优质产品和消费需求等 6 大因素共同驱动下，拼搭角色类玩具市场有望持续快增。拼搭角色类玩具在消费者对个性化体验的需求、消费群体的扩大、高性价比、优质供给的出现、IP 的广泛应用和品类独特的消费者生态圈 6 大主要因素的驱动下，其全球和中国市场规模预计将实现持续快速增长。根据弗若斯特沙利文预测，2028 年全球和中国拼搭类玩具的市场规模预计分别达人民币 996 亿元、325 亿元，2023-2028 年 CAGR 分别为+29.0%、+41.3%，中国市场增速显著快于全球，行业整体发展前景广阔。我们认为，作为拼搭角色类玩具市场的龙头之一，公司有望凭借丰富的 IP 和产品矩阵和广泛的渠道覆盖，分享行业增长红利。

图表 16：2023-2028 年全球拼搭类玩具行业 CAGR 预计可达+29.0%



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

图表 17：2023-2028 年中国拼搭类玩具行业 CAGR 预计可达+41.3%



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

















图表 18：拼搭角色类玩具市场增长受优质产品和消费需求等 6 大因素共同驱动

拼搭角色类玩具行业驱动因素	具体描述
对个性化体验的需求	消费者渴望通过拼搭过程，实现自我表达及与产品建立联结；随着玩具种类的丰富和消费者购买偏好的升级，拼搭角色类玩具迎合了体验型和个性化的消费趋势。
消费群体的扩大	拼搭玩法的亲子互动特点吸引了过去为儿童购买传统角色类玩具的家庭转而购买拼搭角色类玩具，影视、动漫角色等 IP 在全球的广泛传播推动消费群体扩张。
高性价比	随着极致性价比的拼搭角色类玩具产品上市和销售渠道的扩宽，低线城市消费者的消费推动了下沉市场的消费增长。
优质供给的出现	专业生产拼搭角色类玩具的工厂体系实现了稳定的品质和成本优势，头部企业的资金投入带动了行业的进步并扩大了优质供给。
IP 的广泛应用	拼搭角色类玩具产品的覆盖人群、价格带和全球市场广的特点使 IP 版权方日益青睐该品类。企业通过构建丰富的 IP 矩阵和多元化的产品组合，能更好满足消费者需求并推动市场发展。
品类独特的消费者生态圈	生态圈的粉丝和创作者自创和传播丰富和高质的内容，带动消费者的认知和更多购买。

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

公司拼搭角色类玩具产品具备多维度优势，相较其他角色类玩具市场竞争力更强。布鲁可的拼搭角色类玩具与其他细分角色类玩具相比，在 IP 角色还原度、参与度、普适性和成本控制方面均具备竞争优势：**1) IP 角色还原度**：公司采用标准零件与特征零件相结合的方式，实现对 IP 角色神韵的高度还原，而非追求精确复制；**2) 参与度**：消费者可通过拼搭、造型和涂装等方式，对玩具进行一定程度的自我创作，进而提高参与度；**3) 易上手的普适性**：公司产品分为标准零件和特征零件，再配合获得了专利的连接方式，使得玩具更易于拼搭，适合各年龄段玩家。**4) 成本控制**：公司通过使用标准零件及标准化的设计、研发与生产流程，在规模效应的助力下可有效控制成本，同时提升产品质量的一致性与稳定性。我们认为，公司后续有望凭借 IP 还原度、参与度和易上手三方面优势，实现收入的持续亮眼增长；同时伴随业务规模的扩张，盈利能力也有望在规模效应的加持下持续提升。

图表19：与其他角色类玩具相比，公司拼搭角色类玩具在多维度具备优势

	IP 角色还原度 <sup>(1)</sup>	参与度 <sup>(2)</sup>	易上手的普适性 <sup>(3)</sup>	成本控制 <sup>(4)</sup>
我們的拼搭角色類玩具				
積木拼搭角色類玩具				
模型拼搭角色類玩具				
非拼搭角色類玩具				

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

### 三、 公司分析：IP 矩阵丰富性价比高，营销和生产端具备较强竞争力

#### (一) 自有+授权构筑 IP 矩阵，SKU 丰富且具备高性价比

两大自有 IP 销售潜力强劲，50 个授权 IP 覆盖区域广泛。1) 自有 IP：公司拥有百变布鲁可和英雄无限两个自有 IP，截至 2024 年 12 月，公司的百变布鲁可及英雄无限动画系列以弹出方式设计的累计播放量超过 152 亿次，总关注人数超过 500 万；我们认为，较高的市场认可度使得两大自有 IP 具备持续拓展商业价值的潜力，也为产品销售转化提供了有力支撑。2) 授权 IP：截至 2024 年 12 月，公司已获得约 50 个知名 IP 的授权，包括头部知名 IP（如奥特曼、变形金刚、漫威、小黄人、哈利·波特等），以及国产新兴 IP（如斗罗大陆、三体、王者荣耀等），其中奥特曼、变形金刚、小黄人等 IP 授权均覆盖全球多个区域。我们认为，授权 IP 区域的多样性有效扩展了公司业务的市场布局，也为外销业务的后续拓展奠定了基础。

图表20：公司自有 IP 包括百变布鲁可和英雄无限



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

图表21：布鲁可 IP 矩阵丰富，覆盖中国以及全球不同区域

IP 名称	授权区域	授权到期年份
奥特曼	中国（包括香港、澳门及台湾）	2027
	北美洲、欧洲及在亚洲的部分地区	2025
变形金刚	全球超过 50 个国家	2028
火影忍者	中国	2025
漫威：无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	在亚洲的九个国家	2025
小黄人	全球超过 150 个国家	2027
宝可梦	中国	2025
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	中国	2027
芝麻街	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的 40 个国家	2026
叶罗丽	除美国、墨西哥及加拿大以外的全球地区	2026
三体	中国	2027
斗罗大陆	中国（包括香港、澳门及台湾）	2026
圣斗士星矢	中国	2026
初音未来	中国	2026
名侦探柯南	中国	2026
假面骑士	中国	2025
新世纪福音战士	中国	2026
新·假面骑士	中国	2025
王者荣耀	中国	2026
超级战队	中国	2025
机动奥特曼	中国	2026
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	中国	2027
星球大战幽游白书	中国（包括香港、澳门及台湾）	2028

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理



产品矩阵丰富覆盖客群广泛，有望凭借性价比优势乘行业东风。1) 产品矩阵：截至 2024H1 公司共有 431 款在售 SKU，主要面向儿童和青少年，但对 16 岁以上人群的覆盖已初具规模；其中针对 6 岁以下儿童的 SKU 有 116 款，涵盖了百变布鲁可系列；针对 6-16 岁人群的 SKU 有 295 款，覆盖英雄无限、奥特曼、变形金刚、火影忍者等 IP；针对 16 岁以上人群的 SKU 有 20 款，主要集中在奥特曼和变形金刚两大 IP 系列。2) 性价比：公司玩具价格从 20 元以下到 100 元以上都有覆盖，相较于定价集中在上百到大几千元的行业龙头之一乐高性价比优势显著。我们认为，未来随着出生率下降和玩具市场成人化趋势加速，16 岁以上人群的 SKU 布局有望成为公司增长动力之一；同时在 2025 年整体需求较弱的背景下，性价比消费有望进一步崛起，公司有望乘行业东风实现收入规模的进一步扩张。

图表22：布鲁可产品组合丰富，覆盖多个年龄段需求



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理



主力 IP 奥特曼贡献过半收入，多元化收入布局有望降低续约风险。公司于 2021 年成功获得奥特曼 IP 的授权，并凭借 IP 本身突出的知名度和热度、产品性价比优势、优秀的推新速度以及营销能力，实现了销售规模的靓丽增长；自 2022 年推出奥特曼群星版本以来，公司陆续开发了 13 个系列的拼搭角色类玩具，产品均受到市场的广泛青睐，其中第十一系列于 2024 年 4 月上市后首季销量较第十系列增长 86.7%。截至 2024H1，奥特曼 IP 系列产品在公司总营收中占比仍旧较大，但是随着其他 IP 的销量崛起，比例已经从 2023 年的 63.6% 下降至 2024H1 的 57.4%。我们认为，收入多元化趋势有望进一步降低奥特曼 IP 的收入占比，进而有效缓解因 IP 授权 2027 年到期后续约困难这一潜在风险所引发的市场担忧；同时公司也有望将奥特曼 IP 的成功经验复制到其他授权 IP 和自由 IP 的运营中，进而实现收入业绩的持续高增。

图表23：奥特曼群星版系列上市后受到市场广泛青睐



奥特曼群星版各系列产品上市首季度销量 (千件)

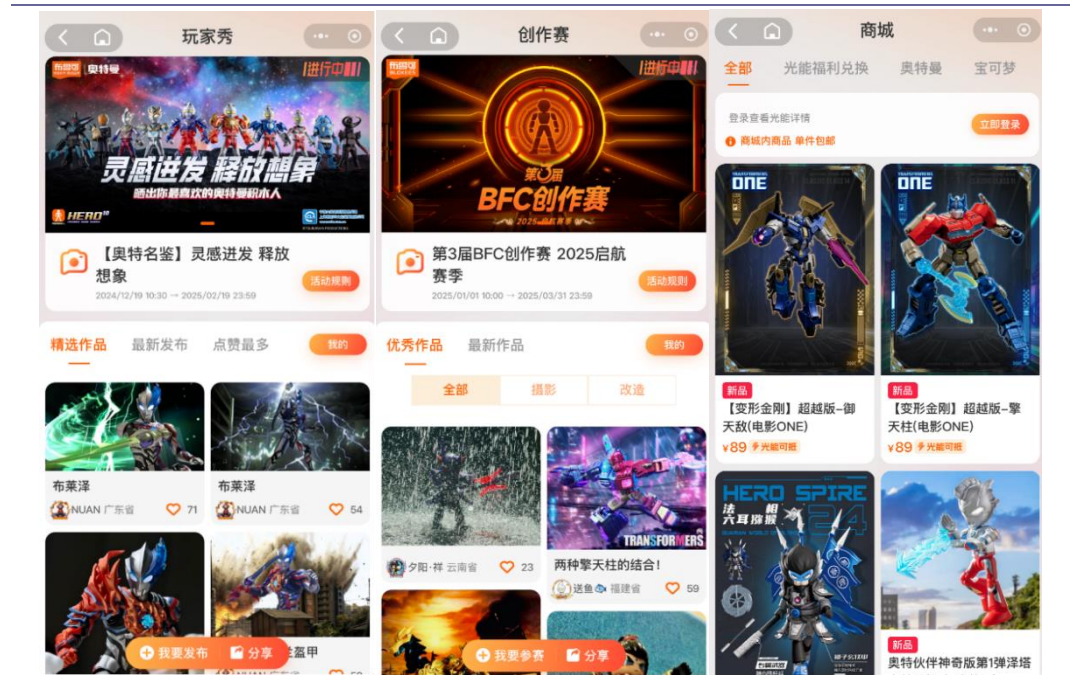
资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

## (二) 采用内容驱动的营销方式，打造线下线上多元化销售网络

采用内容驱动的互联网营销策略，构建具备强互动性的用户生态体系。1) 营销方式：公司通过采用公司官方账号、KOL、KOC、粉丝和 BFC 账号等多重传播渠道，结合 IP 属性和渠道特点，再匹配 IP 方活动，在社交媒体平台进行体系化的产品内容传播；截至 2024 年 12 月，公司已与全网

900 多名 KOL 和 KOC 合作。2) 会员平台：公司以微信小程序“布鲁可积木人 Club”为核心，构建了集互动、分享、购买于一体的会员平台，用户可以在 Club 内发布内容、参与投票、激活购买记录，并享受积分兑换优惠及参与二创活动，形成了较为完整和具备高互动性的社群生态。截至 2024H1，布鲁可积木人 Club 注册会员数已达 200 万，并且核心粉丝黏性较强。

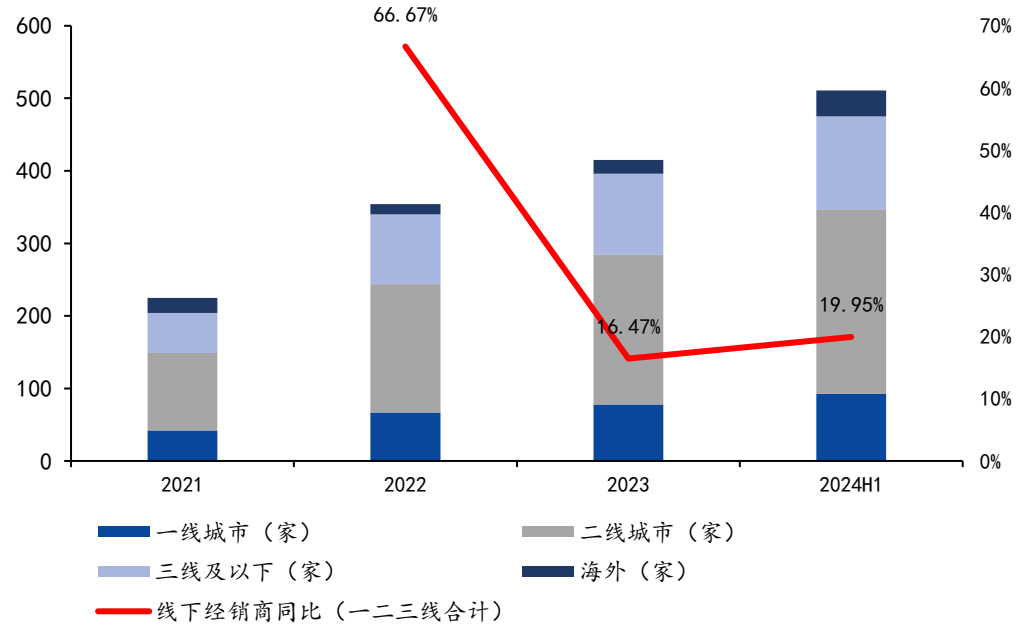
图表24：布鲁可积木人 Club 活动丰富



资料来源：布鲁可积木人 Club 微信小程序，太平洋证券整理

线下经销网络覆盖广泛，积极布局线上各大电商平台。1) 线下渠道：截至 2024H1，经销渠道收入。方面，公司经销商数量从 2021 年期初的 40 家增加至 2024H1 期末的 511 家，已经覆盖中国一线与二线城市以及超过 80%的三线及以下城市；经销商网络的快速铺设助力渠道收入靓丽增长，2024H1 公司经销渠道收入为 9.58 亿元（同比+302.27%），占总营收比重由 2021 年的 34.2%提升到 91.6%，成为公司的主要销售渠道。2) 线上渠道：公司在天猫、京东、抖音及拼多多等平台开设旗舰店，并利用微信小程序“布鲁可积木人 Club”和微信小店建立线上销售渠道，截至 2024H1 公司线上各平台旗舰店总计拥有超 880 万名粉丝。

图表25：公司线下经销商数量从2021年期初的40家增加至2024H1期末的511家



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

图表26：布鲁可线上线下销售渠道丰富

### ONLINE CHANNELS 线上渠道



天猫  
布鲁可旗舰店



天猫  
布鲁可积木旗舰店



京东  
布鲁可京东自营旗舰店



京东  
布鲁可积木旗舰店



拼多多  
布鲁可旗舰店



拼多多  
布鲁可积木旗舰店



抖音  
布鲁可官方旗舰店



抖音  
布鲁可玩具旗舰店

### OFFLINE RETAIL PARTNERS 线下合作伙伴



玩具反斗城



孩子王  
kidswant



酷乐潮玩



沃尔玛

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

微信小店渠道具备先发优势，或将凭借性价比和营销实力受益于渠道变革。2024M12 微信小店开启“送礼物”功能的灰度测试，与微信的社交属性紧密契合，短期有望利好单价低且礼品属性强的消费品类，从中长期看则有望引领新一轮渠道变革。公司目前已经布局微信小店渠道，产品价格集中在 29-99 元，并且具有一定送礼属性；我们认为，短期有望在年末节庆集中的时点受益并实现销售增长；中长期来看，公司在微信小店渠道的布局具备先发优势，后续或将凭借自身产品的性价比和营销优势，受益于潜在的渠道变革机会。

图表27：公司积极布局微信小店，开拓销售新渠道



资料来源：布鲁可微信小店，太平洋证券整理

### (三) 重视研发并合作六大工厂，自营工厂落成后盈利能力有望提升

研发团队充足且流程标准化，合作工厂模式叠加 DFM 助力产研深度整合。1) 研发端：截至 2024H1，公司共有 331 名研发人员，团队储备较为充足；同时公司构建了体系化的研发设计流程，可实现更加标准和高效的产品开发；并通过配零件编辑和 SKU 信息管理等软件系统，给研发流程提供数字化支持。2) 生产端：截至 2024H1，公司共有 6 家专注生产拼搭角色类产品的合作工厂，该模式相较外包更加稳定，并且能够支持公司在研发流程的第三阶段和工厂上深度讨论 DFM（可制造性设计），使得设计和生产两大环节过渡流畅。我们认为，产研结合的模式能够助力生产端成本下降、制造效率和产品可制造性提升，以及研发端产品开发经验的积累。



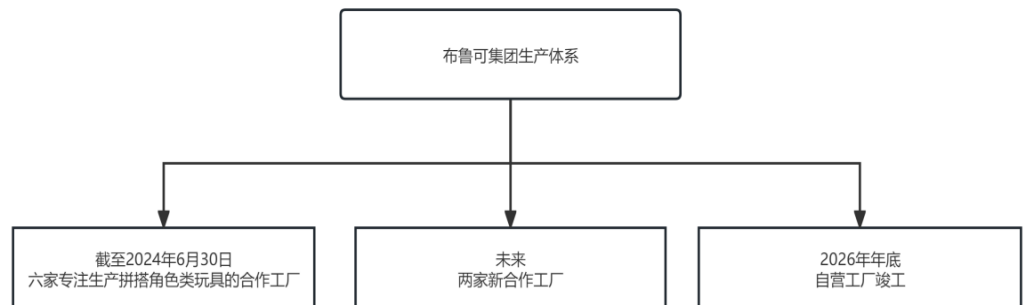
图表28：公司构建了体系化的产品研发设计流程

研发阶段	具体描述
概念探索阶段	<p><b>授权 IP:</b> 研发人员会了解所选 IP 原创作品的背后角色、世界观和故事，以及 IP 粉丝的年龄、区域分布和偏好。在信息收集完成后，进行二维草图和初步三维模型的设计并确定规划产品的形式、目标定价、成本以及开发计划；随后将产品方案发送给 IP 版权方并接受反馈和建议。</p> <p><b>自有 IP:</b> 在开发过程中已经在构思产品化，因此该阶段花费时间较少。</p>
结构设计阶段	<p>研发人员根据上一阶段形成的初步三维模型，进一步细化三维设计和规格，并确定规划产品的颜色、材料及表面处理；此外还会综合考虑可行性和经济性，确定标准零件和特征零件的数量、形状以及相互连接的方式。</p>
产品原型及 DFM 阶段	<p>研发人员验证设计构想和测试拼搭效果，同时与合作工厂深度讨论 DFM，并进入模具的制作阶段。待模具制作完成后，公司专业合作工厂开始大规模生产产品。</p>

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

2026 年底自营工厂计划竣工，有望助力盈利能力和产品质量提升。为进一步扩大生产规模以支撑业务发展，公司计划投资专注拼搭角色类玩具的自有规模化工厂，自营工厂预计将于 2026 年底完工，设计产能为 900 万件/月。我们认为，自有工厂竣工后或将对原材料的集中采购和管理，减少原材料采购成本提高毛利率水平，并有效提升供应链稳定性；同时促进研发生产端更加紧密的结合，且有利于公司更加直接地把控产品质量，为公司后续盈利能力、推新效率和生产质量的提升提供助力。

图表29：公司生产端未来有望实现合作与自营模式相结合



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

## 四、盈利预测

### (一) 关键假设

#### 1、拼搭角色类玩具：

1) 行业端：在供需两端多重因素的共同驱动下，全球及中国拼搭角色类玩具行业增长空间广阔，2023-2028 年 CAGR 有望分别达+29.0%、+41.3%。

#### 2) 公司端：

A) 自有 IP 英雄无限：2024 年开始快速起量，且未来收入占比有望持续提升，同时该产品毛利率较高，未来规模效应助力下盈利能力有望进一步提升。

B) 授权 IP 奥特曼：2024 年有望实现靓丽增速，后续或将持续快速增长，但随着其他 IP 的放量，奥特曼 IP 收入占比有望下降，进而有效缓解公司收入结构单一所导致的风险。

C) 授权 IP 变形金刚：有望成为公司继奥特曼 IP 之后的又一热门 IP，带动业绩增长的同时使公司收入更加多元化。

2、积木玩具：受公司经营重心转移至拼搭角色类玩具的影响，积木玩具业务营收逐步下降，受规模收缩影响，毛利率也在小幅回落，未来收入占比或将进一步下降。



图表30：布鲁可收入业绩预测表

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>总营收（亿元）</b>	8.77	22.13	35.49	46.92
YOY	169.27%	152.43%	60.36%	32.22%
毛利率	47.33%	53.42%	54.99%	55.95%
成本率	52.67%	46.58%	45.01%	44.05%
<b>拼搭角色类玩具（亿元）</b>	7.69	21.67	35.15	46.65
YOY	553.54%	181.80%	62.19%	32.72%
毛利率	48.40%	53.71%	55.15%	56.06%
<b>自有IP英雄无限（亿元）</b>	0.64	3.58	7.60	11.86
YOY	3342.52%	457.93%	112.19%	56.10%
毛利率	55.70%	62.68%	62.97%	63.10%
<b>授权IP奥特曼（亿元）</b>	5.57	12.99	16.02	18.28
YOY	399.38%	133.41%	23.31%	14.07%
毛利率	47.10%	50.85%	51.03%	51.29%
均价（元/台）	21.00	20.37	20.68	21.30
YOY	10.53%	-3.00%	1.50%	3.00%
销量（百万台）	26.63	63.79	77.50	85.83
YOY	348.90%	139.56%	21.49%	10.75%
<b>授权IP变形金刚（亿元）</b>	1.25	4.05	9.92	14.48
YOY		223.89%	145.14%	45.94%
毛利率	54.40%	57.06%	57.35%	57.63%
均价（元/台）	23.00	22.77	23.45	24.16
YOY		-1.00%	3.00%	3.00%
销量（百万台）	5.39	17.78	42.31	59.95
YOY		230.00%	138.00%	41.69%
<b>其他IP（亿元）</b>	0.23	1.05	1.60	2.02
YOY	434.98%	352.34%	52.85%	26.43%
毛利率	28.50%	45.60%	45.69%	46.61%
<b>积木玩具（亿元）</b>	1.06	0.45	0.33	0.27
YOY	-48.57%	-57.62%	-26.53%	-19.79%
毛利率	38.70%	38.33%	36.27%	34.98%
<b>百变布鲁可（亿元）</b>	0.51	0.20	0.13	0.10
YOY	-38.56%	-60.67%	-33.89%	-21.36%
毛利率	46.30%	45.84%	41.25%	37.13%
<b>其他IP（亿元）</b>	0.55	0.25	0.20	0.16
YOY	-55.33%	-54.78%	-20.58%	-18.74%
毛利率	31.64%	32.27%	32.92%	33.57%
<b>其他产品（亿元）</b>	0.01	0.01	0.01	0.01
YOY	9.28%	-36.83%	7.89%	2.24%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理（注：其他产品主要为非玩具业务，与销售成本无直接关联）

## (二) 盈利预测与估值

估值方面，我们选择与公司同属文娱轻工板块的晨光股份、泡泡玛特作为可比公司。布鲁可作为国内拼搭角色类玩具龙头企业，有望分享行业增长红利；同时公司 IP 和 SKU 丰富且产品性价比比较高，拼搭角色类玩具热门 IP 奥特曼带动公司收入利润增长，未来其他 IP 有望复刻畅销款策略实现业绩提升，收入支柱多元化有望进一步降低公司受大单品影响过大的风险。我们预计，2024-2026 年公司归母净利润分别为 0.60/8.73/11.86 亿元，对应 EPS 分别为 0.24/3.50/4.76 元，当前股价对应 PE 分别为 311.99/21.59/15.90 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表31：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603899.SH	晨光股份	28.09	19.05	3.18	15.72	14.33	22.79	16.43	14.26	12.43	1.65	1.71	1.97	2.26
9992.HK	泡泡玛特	104.60	127.55	131.65	36.94	23.15	22.86	52.04	38.02	30.90	0.81	1.87	2.56	3.15
			平均											
0325.HK	布鲁可	81.00	50.92	129.31	1345.33	35.80	-	311.99	21.59	15.90	-1.38	0.24	3.50	4.76

资料来源：携宁，Wind，太平洋证券整理（注：截至 2025 年 2 月 20 日，收盘价：泡泡玛特、布鲁可货币单位为港元，晨光股份为人民币；EPS：三家公司货币单位均为人民币）

## 五、 风险提示

- 1) **行业竞争加剧**: 倘若拼搭角色类玩具行业竞争进一步加剧, 公司业务拓展将面临较大压力。
- 2) **原材料供应和价格波动**: 原材料成本占主营业务销售成本比重大, 倘若原材料出现短缺、价格波动或者中断, 则会对经营稳定性和成本端造成影响。
- 3) **IP 授权无法维持或续约**: 公司授权 IP 产品收入占比较高, 倘若未能与 IP 版权或授权方维持良好关系, 可能导致 IP 授权无法维持或者续约, 进而对公司营运和业绩产生重大不利影响。
- 4) **自营工厂投资及未来运营不顺利**: 倘若公司无法有效管理投资自有工厂计划所提出的预算、融资、营运及合规事宜, 可能会导致计划无法按期执行甚至失败; 工厂竣工后倘若公司无法有望运营, 则可能对公司的经营和业绩受到不利影响。
- 5) **海外市场扩张不及预期**: 公司海外扩张计划可能面临满足当地消费者偏好、仓储物流安排、符合当地法律要求等挑战, 倘若海外市场扩张计划不能顺利进行, 则可能会对公司未来前景和财务状况产生影响。

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	682	1,806	3,734	5,817
现金	361	1,019	2,482	4,169
应收账款及票据	38	97	155	205
存货	76	170	264	342
其他	207	520	834	1,102
非流动资产	330	269	256	244
固定资产	48	40	33	27
无形资产	64	57	50	44
其他	219	173	173	173
资产总计	1,013	2,075	3,990	6,061
流动负债	731	1,769	2,806	3,684
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	260	580	898	1,162
其他	471	1,189	1,907	2,522
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	3,623	4,660	5,538
普通股股本	0	0	0	0
储备	-1,606	-1,547	-674	511
归属母公司股东权益	-1,606	-1,546	-674	511
少数股东权益	-2	-2	4	12
股东权益合计	-1,608	-1,548	-670	523
负债和股东权益	1,013	2,075	3,990	6,061

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	285	820	1,197	1,829
净利润	-206	60	873	1,186
少数股东权益	-1	0	6	7
折旧摊销	45	15	14	12
营运资金变动及其他	448	744	305	624
投资活动现金流	-43	-161	267	-140
资本支出	-43	0	0	0
其他投资	0	-161	267	-140
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	658	1,463	1,687

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	877	2,213	3,549	4,692
其他收入	0	0	0	0
营业成本	462	1,031	1,597	2,067
销售费用	189	487	653	639
管理费用	49	207	300	268
研发费用	95	246	323	318
财务费用	2	2	2	2
除税前溢利	-190	69	941	1,257
所得税	18	8	62	64
净利润	-207	61	879	1,193
少数股东损益	-1	0	6	7
归属母公司净利润	-206	60	873	1,186
EBIT	-188	71	943	1,259
EBITDA	-143	86	957	1,271
EPS (元)	-1.38	0.24	3.50	4.76

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	169.27%	152.43%	60.36%	32.22%
归属母公司净利润	50.92%	129.31%	1,345.33%	35.80%
获利能力				
毛利率	47.33%	53.42%	54.99%	55.95%
销售净利率	-23.51%	2.73%	24.60%	25.27%
ROE	12.83%	-3.91%	-129.54%	231.98%
ROIC	12.84%	-4.09%	-133.04%	225.59%
偿债能力				
资产负债率	258.82%	174.60%	116.78%	91.38%
净负债比率	22.00%	65.35%	369.67%	-796.35%
流动比率	0.93	1.02	1.33	1.58
速动比率	0.82	0.91	1.23	1.47
营运能力				
总资产周转率	0.59	1.43	1.17	0.93
应收账款周转率	32.74	32.83	28.23	26.10
应付账款周转率	2.44	2.46	2.16	2.01
每股指标 (元)				
每股收益	-1.38	0.24	3.50	4.76
每股经营现金流	1.14	3.29	4.80	7.34
每股净资产	-6.44	-6.20	-2.70	2.05
估值比率				
P/E	0.00	311.99	21.59	15.90
P/B	0.00	-12.19	-27.96	36.87
EV/EBITDA	2.47	206.18	17.11	11.55

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。