

高速成长的全球拼搭角色类玩具领导者

华泰研究

2025年3月04日 | 中国香港

首次覆盖

消费轻工

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

128.00

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523090004
SFC No. BSE590

刘思奇

liusiqi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570524090003
SFC No. BVO045

石狄

shidi@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价(港币)	128.00
收盘价(港币 截至3月3日)	80.40
市值(港币百万)	20,040
6个月平均日成交额(港币百万)	146.80
52周价格范围(港币)	73.50-109.90
BVPS(人民币)	NA

股价走势图



资料来源: S&P

首次覆盖布鲁可并予以买入评级, 目标价 128.00 港币(基于 25 年 25 倍 PE, 基于经调整利润)。公司是全球拼搭角色类玩具的创新者和领导者, 旗下拥有约 50 个全球知名 IP 授权+2 个自有 IP。公司所切入的拼搭角色类玩具市场规模近年来快速成长, 渗透率持续提升, 公司搭建以创新为核心的“布鲁可体系”, 通过标准化的产品设计、好而不贵&持续上新的产品体系、丰富的 IP 矩阵等建立竞争护城河, 未来有望以全人群+全价位+全球化为三大增长引擎, 收入及利润有望持续高速增长, 看好潮玩新势力扬帆起航。

解析“布鲁可体系”: 以创新为核心, 重新定义并替代传统角色类玩具

1) 创新+标准化: 通过标准化产品设计实现兼具成本优势、IP 还原度及可玩性的高效解决方案, 并通过广泛的专利布局构筑竞争壁垒; 2) IP+产品矩阵: 得益于规模优势及高效研发机制做支撑, 结合数量充足&持续丰富&合作稳定的 IP 矩阵, 成为好而不贵+持续创新的优质 IP 商业化平台, 以创新驱动成长; 3) 消费者生态圈: 内容驱动的营销策略+强势扩张的经销渠道, 高效触达各类消费群体, 并逐步培育粉丝生态圈, 建立布鲁可品牌影响力。

高速增长驱动力: 全人群+全价位+全球化三大增长引擎, 做世界的布鲁可

1) 全人群: 当前 6-16 岁男生群体是主要客群, 伴随更多 IP 商业化、高价格带/高尺寸 IP 玩具推出等, 有望实现女生群体及成年群体的用户延展; 此外公司计划推出载具类/情景类玩具, 打开未来 5 年增长空间; 2) 全价位: 当前主力价格带在 19.9-79 元, 25 年重点进军下沉市场, 重磅推出 9.9 元星辰版产品, 发力下沉渠道布局, 增长空间可观; 3) 全球化: 公司已获得多个具备全球影响力的重磅 IP 海外销售授权, 产品已进入包括美国、东南亚、欧洲在内的海外市场, 出海有望成为公司业务高速增长的又一重要引擎。

我们与市场观点不同之处

市场对高速增长的可持续性&IP 授权等有所担忧, 我们认为: 1) 拼搭&角色行业贝塔+“三个全”增长引擎+产品线延展创新, 公司成长空间广阔; 2) 依托布鲁可体系, 公司成长本质是创新驱动+存量替代, IP 合作稳定可持续。

盈利预测与估值

我们预计 24-26 年经调整净利润分别为 5.80/11.81/18.14 亿元, 参考可比公司 Wind 一致预期 25 年 23 倍 PE 均值, 考虑到公司的广阔成长潜力与高增速、拼搭角色类玩具赛道高成长性以及高护城河优势, 我们给予公司 25 年 25 倍目标 PE (基于经调整利润), 对应目标价 128.00 港币(汇率 1 人民币 = 1.0802 港币), 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: IP 合作风险, 产品推新放缓, 行业竞争加剧, 渠道开拓低预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	325.57	876.69	2,227	4,478	6,770
+/-%	(1.27)	169.27	154.07	101.02	51.20
归属母公司净利润(人民币百万)	(419.89)	(206.10)	(179.25)	1,128	1,772
+/-%	16.46	50.92	13.03	729.53	57.06
EPS(人民币, 最新摊薄)	(1.68)	(0.83)	(0.72)	4.53	7.11
ROE(%)	36.25	13.87	10.57	(192.33)	129.81
PE(倍)	(44.18)	(90.01)	(103.50)	16.44	10.47
PB(倍)	(13.58)	(11.55)	(10.39)	30.31	8.76
EV EBITDA(倍)	(49.87)	(135.91)	(193.49)	11.96	6.87

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	325.57	876.69	2,227	4,478	6,770
销售成本	(202.16)	(461.76)	(1,047)	(2,087)	(3,137)
毛利润	123.42	414.92	1,180	2,391	3,633
销售及分销成本	(232.89)	(189.28)	(291.58)	(470.14)	(704.09)
管理费用	(51.00)	(49.23)	(512.30)	(223.88)	(291.12)
其他收入/支出	(98.44)	(94.66)	(195.95)	(344.77)	(514.53)
财务成本净额	10.84	4.33	7.32	2.22	2.52
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(456.77)	(189.84)	(164.05)	1,352	2,124
税费开支	34.07	(17.64)	(16.40)	(216.38)	(339.85)
少数股东损益	(2.82)	(1.38)	(1.20)	7.56	11.88
归母净利润	(419.89)	(206.10)	(179.25)	1,128	1,772
折旧和摊销	(38.88)	(44.69)	(66.86)	(97.53)	(132.90)
EBITDA	(428.74)	(149.48)	(104.50)	1,448	2,254
EPS (人民币, 基本)	(1.68)	(0.83)	(0.72)	4.53	7.11

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	61.21	76.29	235.52	385.88	548.26
应收账款和票据	26.20	52.73	147.81	255.33	354.23
现金及现金等价物	188.97	360.84	438.94	1,495	3,348
其他流动资产	1,387	192.39	192.39	192.39	192.39
总流动资产	1,664	682.26	1,015	2,328	4,443
固定资产	22.79	47.67	138.01	218.56	289.32
无形资产	4.32	5.77	5.04	4.92	0.73
其他长期资产	255.05	276.96	296.66	304.86	301.55
总长期资产	282.16	330.40	439.70	528.33	591.60
总资产	1,946	1,013	1,454	2,857	5,034
应付账款	231.19	429.04	1,068	1,916	2,570
短期借款	24.17	21.97	0.00	0.00	0.00
其他负债	1,483	279.88	279.88	279.88	279.88
总流动负债	1,738	730.89	1,348	2,195	2,850
长期债务	4.10	34.96	39.96	44.96	49.96
其他长期债务	1,581	1,855	1,855	0.00	0.00
总长期负债	1,585	1,890	1,895	44.96	49.96
股本	0.11	0.13	0.13	1,438	1,438
储备/其他项目	(1,366)	(1,606)	(1,786)	(826.46)	680.01
股东权益	(1,366)	(1,606)	(1,786)	612.04	2,119
少数股东权益	(10.91)	(2.04)	(3.24)	4.32	16.20
总权益	(1,377)	(1,608)	(1,789)	616.36	2,135

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	(44.18)	(90.01)	(103.50)	16.44	10.47
PB	(13.58)	(11.55)	(10.39)	30.31	8.76
EV EBITDA	(49.87)	(135.91)	(193.49)	11.96	6.87
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.92	1.44
自由现金流收益率 (%)	(1.93)	(0.30)	0.47	8.84	11.42

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	(428.74)	(149.48)	(104.50)	1,448	2,254
融资成本	(10.84)	(4.33)	(7.32)	(2.22)	(2.52)
营运资本变动	60.24	156.24	384.82	589.50	393.01
税费	34.07	(17.64)	(16.40)	(216.38)	(339.85)
其他	176.54	300.11	7.32	2.22	2.52
经营活动现金流	(168.74)	284.89	263.92	1,821	2,308
CAPEX	(22.59)	(43.34)	(176.17)	(186.17)	(196.17)
其他投资活动	273.25	0.07	0.00	(1,855)	0.00
投资活动现金流	250.66	(43.27)	(176.17)	(2,041)	(196.17)
债务增加量	1.15	(43.27)	(16.97)	5.00	5.00
权益增加量	382.15	1,194	0.00	1,438	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	(169.27)	(265.85)
其他融资活动现金流	(351.82)	(1,221)	7.32	2.22	2.52
融资活动现金流	31.48	(70.15)	(9.65)	1,276	(258.33)
现金变动	113.40	171.48	78.10	1,056	1,853
年初现金	76.15	188.97	360.84	438.94	1,495
汇率波动影响	(0.58)	0.39	0.00	0.00	0.00
年末现金	188.97	360.84	438.94	1,495	3,348

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(1.27)	169.27	154.07	101.02	51.20
毛利润	0.01	236.19	184.45	102.56	51.96
营业利润	(36.31)	(131.58)	120.70	649.30	57.05
净利润	16.46	50.92	13.03	729.53	57.06
EPS	16.46	50.92	13.03	729.53	57.06
盈利能力比率 (%)					
毛利率	37.91	47.33	52.99	53.39	53.66
EBITDA	(131.69)	(17.05)	(4.69)	32.33	33.30
净利率	(128.97)	(23.51)	(8.05)	25.20	26.18
ROE	36.25	13.87	10.57	(192.33)	129.81
ROA	(18.95)	(13.93)	(14.53)	52.35	44.92
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	11.76	18.92	22.35	(236.89)	(155.67)
流动比率	0.96	0.93	0.75	1.06	1.56
速动比率	0.92	0.83	0.58	0.88	1.37
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.15	0.59	1.81	2.08	1.72
应收账款周转天数	41.50	16.21	16.21	16.21	16.21
应付账款周转天数	385.87	257.36	257.36	257.36	257.36
存货周转天数	116.62	53.60	53.60	53.60	53.60
现金转换周期	(227.75)	(187.56)	(187.56)	(187.56)	(187.56)
每股指标 (人民币)					
EPS	(1.68)	(0.83)	(0.72)	4.53	7.11
每股净资产	(5.48)	(6.44)	(7.16)	2.46	8.50

正文目录

投资要点	6
与市场观点不同之处	6
布鲁可：全球拼搭角色类玩具创新者和领导者	7
公司速览：中国最大、全球领先的拼搭角色类玩具企业	7
财务分析：收入高速增长，利润率持续优化	9
行业：融合拼搭玩法与 IP 角色的高潜力赛道	13
全球玩具市场拆解：中国+角色类+拼搭类玩具市场增长潜力最大	13
拼搭角色类玩具：新兴成长型赛道，公司市场份额领先	15
解析布鲁可体系：以创新为核心，重新定义角色玩具	17
创新+标准化：创新产品设计+专业供应链体系+专利布局保护	17
标准化设计实现规模效应，同时增强产品还原度及可玩性	17
建立优质供应链体系，合作粘性强，公司话语权高	17
广泛专利布局，构筑竞争护城河	19
IP+产品矩阵：好而不贵+持续创新的优质 IP 商业化平台	20
产品力：高效研发机制做支撑，好玩不贵，高效上新	20
IP 矩阵：IP 丰富、合作稳定，同时积极开拓自有 IP	23
消费者生态圈：内容营销+广泛渠道链接消费者，打造粉丝生态圈	25
营销策略：内容驱动的互联网营销策略，显著提升营销效率	25
销售渠道：经销渠道强势扩张，线上直营为辅，未来开拓空间充足	26
粉丝经济：会员计划增强粘性，逐步建立粉丝生态圈	28
成长驱动：全人群+全价位+全球化的增长引擎，做世界的布鲁可	29
全人群：拓展 IP 及产品组合，覆盖更广泛消费群体	29
全价位：价格带具备延展空间，25 年重点进军下沉市场	31
全球化：出海市场空间广阔，做世界的布鲁可	32
盈利预测与估值	33
估值分析	35
风险提示	35

图表目录

图表 1：公司主要产品系列	7
图表 2：公司的行业地位以及运营表现	7
图表 3：布鲁可体系	7
图表 4：公司历史沿革	8
图表 5：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）	8
图表 6：公司管理层介绍	9
图表 7：布鲁可营收及同比增速	9

图表 8: 布鲁可经调整净利润	9
图表 9: 营收构成 (分产品)	10
图表 10: 各产品毛利润及毛利率	10
图表 11: 布鲁可拼搭角色类玩具分 IP 收入及增速	10
图表 12: 布鲁可拼搭角色类玩具分 IP 收入占比	10
图表 13: 营收构成 (根据拼搭角色类玩具分 IP-TOP3)	10
图表 14: 自有 IP&授权 IP 毛利润及毛利率	10
图表 15: 营收构成 (分渠道)	11
图表 16: 营收构成 (根据线下销售渠道)	11
图表 17: 公司各项毛利率	11
图表 18: 公司各期间费用率	11
图表 19: 布鲁可经营活动现金净流量	12
图表 20: 布鲁可运营效率	12
图表 21: 全球玩具市场规模 GMV 及按地区划分	13
图表 22: 全球玩具市场规模复合年增长率及预测	13
图表 23: 全球玩具市场规模 GMV 按形态划分	14
图表 24: 全球玩具市场规模复合年增长率按形态划分	14
图表 25: 全球玩具市场规模 GMV: 拼搭类和非拼搭类	14
图表 26: 全球玩具市场规模复合年增长率: 拼搭类和非拼搭类	15
图表 27: 创新型、积木和模型拼搭角色类玩具及非拼搭角色类玩具的价值对比	15
图表 28: 全球拼搭角色类玩具市场规模 GMV 及渗透率	16
图表 29: 中国与全球其他地区拼搭角色类市场规模复合增长率	16
图表 30: 全球拼搭角色类玩具市场参与者市占率(2023 年 GMV)	16
图表 31: 中国拼搭角色类玩具市场参与者市占率(2023 年 GMV)	16
图表 32: 公司产品零件分类	17
图表 33: 公司拼搭角色类玩具架构	17
图表 34: 公司的合作工厂	18
图表 35: 公司合作工厂的生产流程	18
图表 36: 公司 23 年前五大供应商情况	18
图表 37: 公司 24H1 前五大供应商情况	19
图表 38: 公司与合作工厂之间合作的主要条款	19
图表 39: 公司部分专利	20
图表 40: 公司产品组合	21
图表 41: 公司产品分类矩阵图	22
图表 42: 公司研发投入及研发费用率	22
图表 43: 公司部分 IP	23
图表 44: 公司部分授权 IP 覆盖区域及到期时间	23
图表 45: 公司 IP 授权协议主要条款	24
图表 46: 公司奥特曼 IP 产品销售情况	24
图表 47: 英雄无限 IP 设计案例	25

图表 48: 布鲁可内容驱动的营销策略.....	25
图表 49: 布鲁可市场推广费占总收入比例	26
图表 50: 布鲁可销售及经销开支及其占总收入比例.....	26
图表 51: 布鲁可的销售渠道.....	26
图表 52: 布鲁可经销商数量.....	27
图表 53: 布鲁可前五大客户销售额及占比	27
图表 54: 布鲁可单个经销商贡献及增速.....	27
图表 55: 布鲁可积木人 Club 会员计划.....	28
图表 56: 布鲁可首届 BFC 创作赛冠军作品.....	28
图表 57: 布鲁可首届 BFC 创作赛, 用户创作赋予积木人新生命力	28
图表 58: 乐高推出玩具屋、乐高好朋友系列等吸引女孩用户	29
图表 59: 布鲁可推出宝可梦系列: 冒险的序章.....	29
图表 60: 乐高星球大战系列收藏级玩具.....	30
图表 61: 布鲁可面向成人客群的传奇版系列玩具	30
图表 62: 2019-2028E 全球载具类玩具市场规模及增速.....	30
图表 63: 布鲁可此前具备开发载具及情景玩具的经验	30
图表 64: 竞争对手部分同类型产品价格	31
图表 65: 布鲁可推出 9.9 元星辰版产品	31
图表 66: 2019-2028E 海外玩具市场规模及增速.....	32
图表 67: 布鲁可海外销售收入及增速.....	32
图表 68: 2024-2026 年公司盈利预测假设	34
图表 69: 可比公司估值对比 (截至 2025 年 3 月 3 日)	35
图表 70: 布鲁可 PE-Bands.....	35
图表 71: 布鲁可 PB-Bands.....	35

投资要点

公司是全球拼搭角色类玩具的创新者和领导者，IP 资源丰富，专利布局广泛。1) IP 端，公司拥有约 50 个全球知名 IP 的授权，以及自有 IP 系列“百变布鲁克”和“英雄无限”，截至 24H1 共有 431 款在售 SKU，且依托 IP 布局持续完善产品矩阵及价格带；2) 产品端，创新搭建标准化的产品体系，最大限度发挥规模优势的同时提升 IP 还原度及玩具可玩性，通过国内外超过 500 项专利布局，构筑竞争护城河；3) 渠道端，通过与约 511 名经销商合作，覆盖超 15 万线下网点，广泛覆盖一线/二线城市以及超过 80% 的三线及以下城市，并积极开拓下沉市场及海外市场。据弗若斯特沙利文的数据，按 GMV 计，23 年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%。

行业看点：拼搭角色类玩具市场规模快速成长，渗透率有望持续提升。据弗若斯特沙利文数据，23 年全球玩具市场的规模达 7731 亿元，其中角色类玩具占比 44.7%，IP 玩具占比 67.4%。拼搭角色类玩具是兼顾还原度/互动性/易上手/成本控制的优秀解决方案，融合拼搭玩法和 IP 角色的双重优势，市场规模快速成长。23 年全球拼搭角色类玩具市场规模达 278 亿元，在角色类玩具市场中的渗透率为 8.0%，其中中国市场规模 58 亿元。弗若斯特沙利文预计，到 28 年，全球拼搭角色类玩具市场规模将达到 996 亿元，23-28 年复合增长率 29.0%，渗透率将达 18.4%；其中中国市场将增长至 325 亿元，23-28 年复合增长率达 41.3%。

公司优势：搭建以创新为核心的“布鲁可体系”，重新定义并替代角色玩具，建立竞争护城河。1) **创新+标准化：**通过标准化产品设计（即骨肉皮体系）实现兼具成本优势、IP 还原度及可玩性的高效解决方案，并通过广泛的专利布局构筑竞争壁垒。2) **IP+产品矩阵：**得益于规模优势及高效研发机制做支撑，结合数量充足&持续丰富&合作稳定的 IP 矩阵，成为好而不贵+持续创新的优质 IP 商业化平台，上新周期短&频率高，以创新驱动成长（2024 年在手 50+IP，仅商业化 10 余个，且有 25 个 IP 在谈；2025 年计划推出 800 款 SKU，较 2024 年翻倍）。3) **消费者生态圈：**内容驱动的营销策略+强势扩张的经销渠道，高效触达各类消费群体，并逐步培育粉丝生态圈，增强用户粘性，建立布鲁可品牌影响力。

高速增长驱动力：全人群+全价位+全球化三大增长引擎，做世界的布鲁可。1) **全人群：**当前 6-16 岁男生群体是主要客群（SKU 占比超 90%），贡献主要收入，未来伴随更多 IP 商业化、高价格带/高尺寸 IP 玩具推出等，有望实现女生群体及成年群体的用户延展，此外公司计划于 26 年推出载具类玩具，并于日后推出情景玩具，为中长期业务发展带来增长潜力。2) **全价位：**当前产品主力价格带在人民币 19.9-79 元，同时具备向上和向下拓展价格区间的能力，25 年重点进军下沉市场，重磅推出 9.9 元星辰版极致性价比产品，同时发力下沉渠道布局，增长空间可观。3) **全球化：**海外玩具市场规模庞大，且公司已获得多个具备全球影响力的重磅 IP 的海外销售授权，2024 年销售团队逐步完善，产品已进入包括美国、东南亚、欧洲在内的海外市场，出海有望成为公司业务增长的又一重要引擎。

与市场观点不同之处

1) 需求及收入高速增长的可持续性是市场担忧的核心问题。我们认为，拼搭角色类玩具是兼顾还原度/互动性/易上手/成本控制的优秀解决方案，作为低渗透率+高成长性的新兴赛道，行业贝塔有支撑；同时公司通过“三个全”的增长引擎，未来在用户端、产品及 IP 端、区域端均具备充足增长潜力，以海外龙头成长履历为鉴，布鲁可远未触达增长的天花板。

2) 市场对 IP 授权合作的模式存在一定疑虑。我们认为，IP 续约稳定性、授权费用比是否提升以及当前 IP 集中度偏高均不构成核心矛盾，在情绪消费火热&IP 非独家授权框架之下，竞争对手模仿带来竞争加剧是更值得关注的问题。但我们认为，一方面公司在拼搭角色类玩具领域内已建立 IP 授权优势和专利壁垒，竞对已难以在同一领域展开竞争，多采用非拼搭打法，形态类似但还原度及可玩性均有限；另一方面，仅局限于产品形态的模仿长期较难在竞争中取胜，依托“布鲁可体系”，公司具备的是更强的成本优势、更优的产品体验，更高效的上新能力，本质是创新驱动成长（这也是全球玩具龙头乐高得以持续成长而不惧市场模仿的源动力），进而在消费群体中形成口碑，建立品牌力，护航公司长期发展。

布鲁可：全球拼搭角色类玩具创新者和领导者

公司速览：中国最大、全球领先的拼搭角色类玩具企业

全球拼搭角色类玩具的创新者和领导者，IP 资源丰富，专利布局广泛。公司成立于 2014 年，聚焦为消费者提供好而不贵的拼搭角色类玩具产品。据公司公告：1) IP 端，公司拥有约 50 个全球知名 IP 的授权，以及自有 IP 系列“百变布鲁克”和“英雄无限”，截至 24H1 共有 431 款在售 SKU，且依托 IP 布局持续完善产品矩阵及价格带；2) 产品端，创新搭建标准化的产品体系，最大限度发挥规模优势的同时提升 IP 还原度及玩具可玩性，通过国内外超过 500 项专利布局，构筑竞争护城河；3) 渠道端，通过与约 511 名经销商合作，覆盖超 15 万线下网点，广泛覆盖一线/二线城市以及超过 80% 的三线及以下城市，并积极开拓下沉市场及海外市场。据弗若斯特沙利文的数据，公司在 2023 年实现约人民币 18 亿元 GMV，同比增长超过 170%；按 GMV 计，2023 年公司在中國拼搭角色类玩具细分市场及中國拼搭类玩具市场的市场份额分别为 30.3% 及 7.4%。

图表1：公司主要产品系列



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表2：公司的行业地位以及运营表现

<p>中国最大 全球领先</p> <p>拼搭角色类玩具企业⁽¹⁾</p>	<p>全球增速最快</p> <p>规模化玩具企业⁽¹⁾</p>	<p>人民币1.2亿元 / 26.1%</p> <p>2024年一季度经调整净利润 / 经调整净利润率⁽²⁾</p>
<p>479项</p> <p>中国授权专利⁽³⁾</p>	<p>超30个</p> <p>自有及知名授权IP⁽³⁾</p>	<p>超2,400万件</p> <p>2024年一季度玩具销量</p>

资料来源：公司招股书，华泰研究

图表3：布鲁可体系



资料来源：公司招股书，华泰研究

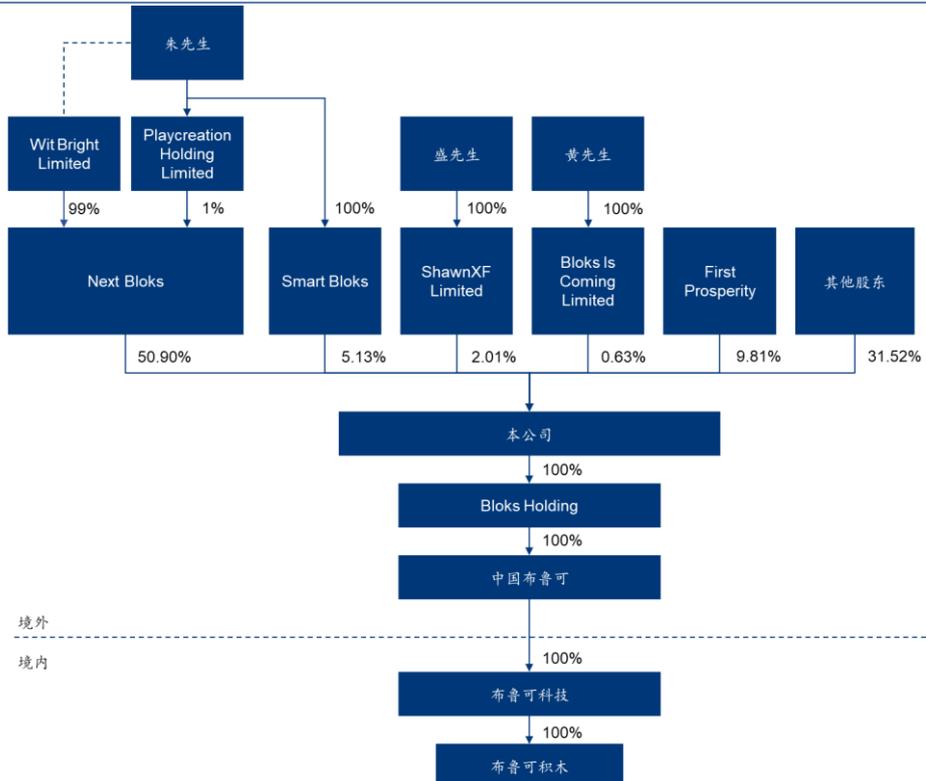
图表4：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司招股书，华泰研究

公司股权结构稳定，创始人与管理层经验丰富。根据公司招股书，截至 2024 年 12 月 31 日，布鲁可的前五大股东分别是 Next Bloks、First Prosperity、Smart Bloks、ShawnXF Limited 和 Bloks Is Coming Limited，持股比例分别达到 50.90%/9.81%/5.13%/2.01%/0.63%；其中，Next Bloks 和 Smart Bloks 均为董事长兼执行董事朱伟松全资拥有，因此，朱先生间接持有公司股份包括 Next Bloks 所持的 110,639,460 股及 Smart Bloks 所持的 11,155,990 股，间接持股比例达到 56.03%。此外，大多数高级管理层成员于公司创立之初加入，行业管理经验丰富，与公司共同成长，管理层稳定且经验丰富。

图表5：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表6：公司管理层介绍

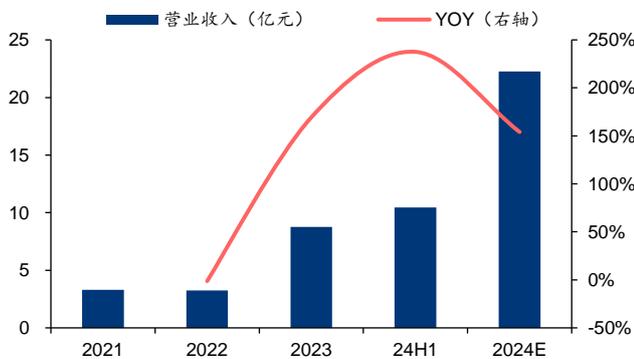
姓名	年龄	职务	简介
朱伟松	42岁	董事长、老执行董事兼首席执行官	公司创始人，自2014年12月起担任布鲁可科技的执行董事及董事长。在此之前，朱先生于2009年5月联合创立了上海游族信息技术有限公司，并于2014年6月至2016年4月担任监事长。朱先生拥有中国上海交通大学上海高级金融学院-美国亚利桑那州立大学工商管理博士学位和中国长江商学院工商管理硕士学位。
盛晓峰	46岁	执行董事兼总裁	自2015年9月起担任布鲁可科技总裁，盛先生在用户洞察、产品创新及商业化方面拥有约20年的深厚经验。盛先生拥有上海交通大学工业设计工程硕士学位和同济大学工业设计学士学位。
谢磊	47岁	副总裁	于2015年7月加入布鲁可并担任副总裁至今，谢先生在设计领域拥有超过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。
黄政	44岁	副总裁	于2016年12月加入布鲁可并担任副总裁至今，黄先生拥有超过20年的人力资源管理及行政工作经验。黄先生拥有上海交通大学新闻与传播学硕士学位、中国青年政治学院法学学士学位和经济师资格(人力资源)。
付轶方	50岁	首席财务官	于2023年12月加入布鲁可并担任首席财务官至今。付女士在会计及财务管理方面拥有丰富经验。付女士拥有四川大学文学学士学位、美国肯特州立大学会计学硕士学位和美国注册会计师协会会员资格。
朱元成	38岁	副总裁兼董事会秘书	于2020年12月加入布鲁可并担任副总裁兼董事会秘书至今。朱元成先生在公司法律事务和企业投融资领域具有丰富经验。朱元成先生拥有复旦大学法律硕士学位、中国矿业大学法学学士学位和法律职业资格证书。

资料来源：公司招股书，华泰研究

财务分析：收入高速增长，利润率持续优化

拼搭角色类玩具推出后营收快速增长，24H1 营收持续增长。2021-2023 和 24H1，布鲁可取得营收 3.30 亿元、3.26 亿元、8.77 亿元、10.46 亿元，2022 至 2024H1 收入同比增速分别为-1.3%/+169.3%/+237.6%。2023 年起公司营收水平大幅提高，主要得益于公司开始推出并专注发展拼搭角色类玩具，2022 年起公司陆续推出奥特曼、变形金刚、英雄无限等 IP 产品，并迅速扩展销售网络，带动收入高速增长。利润端，受益于规模效应释放，公司毛利率提升、费用率收缩，带动盈利能力优化，截至 2024 年 6 月 30 日止六个月的经调整期间利润(非《国际财务报告准则》计量)人民币 292.2 百万元(23 年全年为 72.9 百万元、23H1 同期为亏损 11.1 百万元)。

图表7：布鲁可营收及同比增速



注：2024 年营业收入为华泰研究预测数据

资料来源：公司招股书，华泰研究

图表8：布鲁可经调整净利润

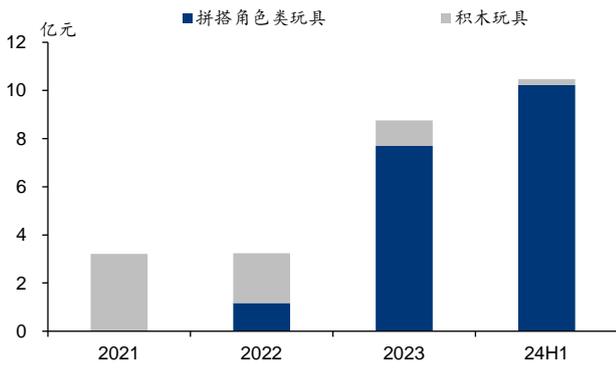


注：2024 年经调整净利润为华泰研究预测数据

资料来源：公司招股书，华泰研究

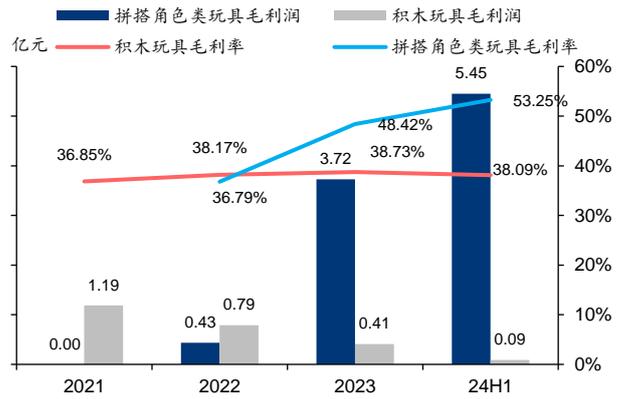
分产品看，拼搭角色类玩具推出后成为主要收入来源。据公司招股书，受益于 IP 矩阵扩大并逐步实现商业化，2022-2023 年，拼搭角色类玩具推出后收入快速增长，销售收入从 1.18 亿元增长 553.5%至 7.69 亿元，取代传统积木玩具成为主要收入来源，并在 24H1 继续保持上涨态势，收入同比+323.8%至 10.23 亿元。相比之下，传统积木玩具销售收入从 2021 年的 3.22 亿元减少至 2023 年的 1.06 亿元，并在 24H1 继续同比下降 66.27%至 0.23 亿元，主要系公司主动进行战略调整所致。

图表9：营收构成（分产品）



资料来源：公司招股书，华泰研究

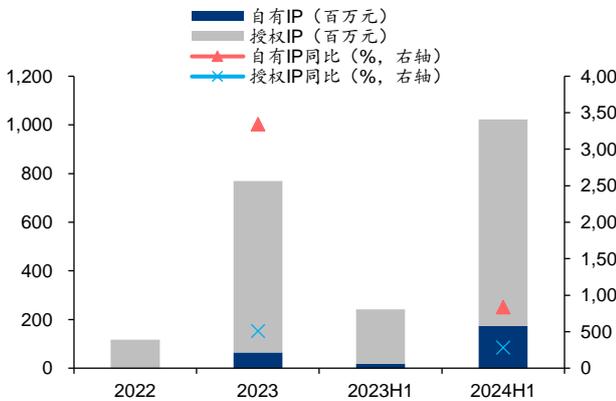
图表10：各产品毛利润及毛利率



资料来源：公司招股书，华泰研究

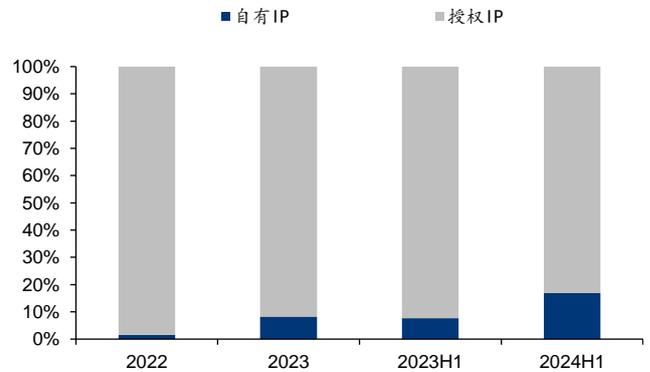
拼搭角色类玩具分 IP 看，奥特曼、变形金刚等授权 IP 占营收主体，自有 IP 快速发展。据公司招股书，授权 IP 奥特曼、变形金刚及自有 IP 英雄无限是拼搭角色类玩具营收前三大 IP，2022-2023 和 24H1 前三大 IP 营收总合占公司营业收入的 34.8%/81.5%/92.3%。其中，公司于 2022 年推出奥特曼 IP 拼搭角色玩具，该 IP 始终是营收的主要来源，2022-2023 和 24H1 占比 34.3%/63.5%/57.4%。此外，伴随公司知名度提升及自有 IP 投入增加，英雄无限 IP 快速增长，24H1 同比+817.7%至 1.7 亿元，增速高于奥特曼（同比+194.6%）。目前，公司 IP 多元发力，对单一 IP 依赖度呈下降趋势，最大 IP 奥特曼营收占拼搭角色类玩具由 2022 年 94.7%下降至 24H1 的 58.7%，同时 24H1 变形金刚和英雄无限占比提升至 19.1%/16.6%。

图表11：布鲁可拼搭角色类玩具分 IP 收入及增速



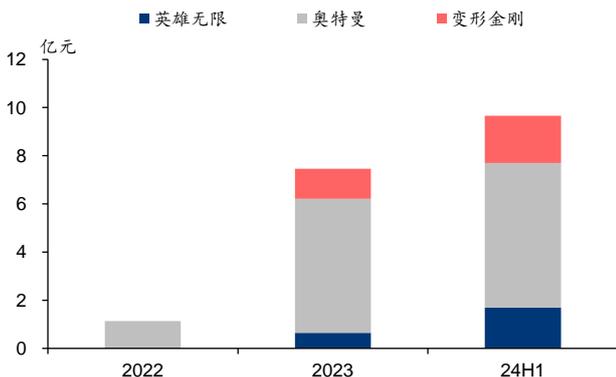
资料来源：招股说明书,华泰研究

图表12：布鲁可拼搭角色类玩具分 IP 收入占比



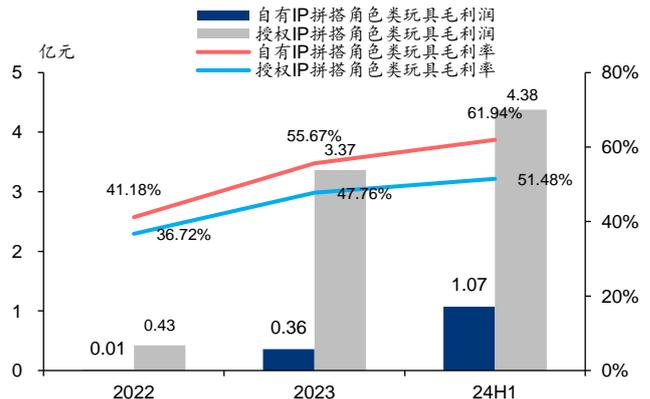
资料来源：招股说明书,华泰研究

图表13：营收构成（根据拼搭角色类玩具分 IP-TOP3）



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表14：自有 IP&授权 IP 毛利润及毛利率

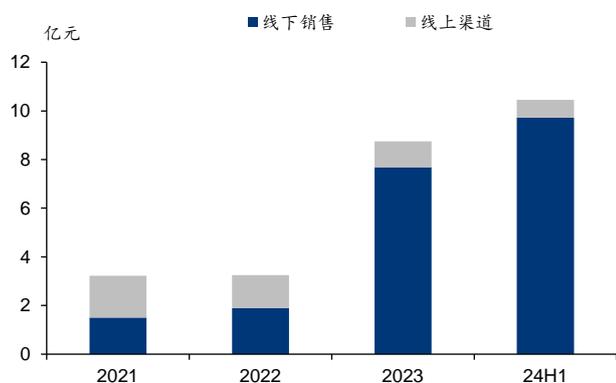


资料来源：公司招股书，华泰研究

分渠道看，公司以线下流通渠道为主，线上直营为辅。据公司招股书，在 2022 年拼搭角色类玩具推出后，为更好实现对 6-16 岁消费客群的触达，公司将销售渠道重心转向线下，2021-2023 和 24H1，线下销售收入分别为 1.51/1.9/7.69/9.71 亿元，占总营收的比重从 2021 年的 45.7% 提高至 24H1 的 92.9%。线下销售中以经销渠道为主，委托销售为辅。2021-2023 和 24H1，公司合作的经销商数量分别达到 225/354/415/511 个，经销渠道产生的销售收入分别为 1.13/1.57/7.33/9.58 亿元。截至 24H1，公司已在中国覆盖超过 15 万个线下网点，并积极拓展海外市场，目前已成功进入了美国和东南亚等多个地区。

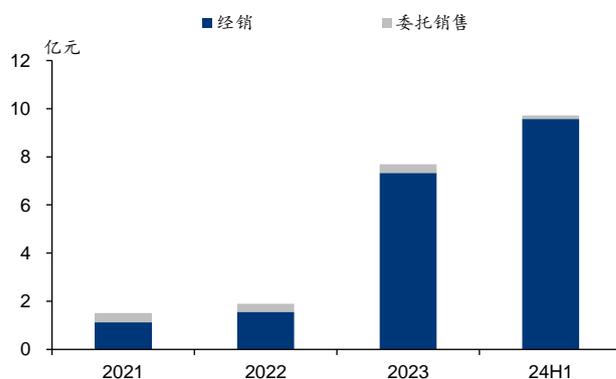
线上方面，公司主要通过（1）天猫、京东、抖音、拼多多等中国电商平台；（2）自有微信小程序布鲁可积木人 Club 进行线上销售。但由于线下销售网点快速扩张，线上占比有所降低。2021-2023 和 24H1，线上销售收入分别为 1.71/1.34/1.06/0.75 亿元，占总营收的比重从 2021 年的 51.8% 降低至 24H1 的 7.1%。

图表 15：营收构成（分渠道）



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表 16：营收构成（根据线下销售渠道）

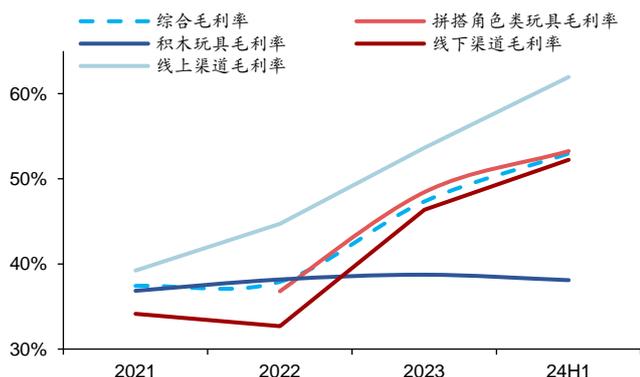


资料来源：公司招股书，华泰研究

受益于规模效应，各项毛利率持续提升，期间费用率显著下降。2021-2023 和 24H1，公司的毛利率分别为 37.4%/37.9%/47.3%/53.0%。其中，拼搭角色类玩具 2022-2023 和 24H1 毛利率分别为 36.8%/48.4%/53.3%，提升主要系业务快速增长带来了更强的规模经济性，采购成本&模具摊销等释放规模效应所致；积木玩具 2021-2023 和 24H1 毛利率分别为 36.9%/38.2%/38.7%/38.1%，保持相对稳定。销售渠道方面，线上和线下毛利率整体均持续提升，且由于线上渠道直接面向 C 端销售，毛利率普遍高于经销模式的线下渠道。

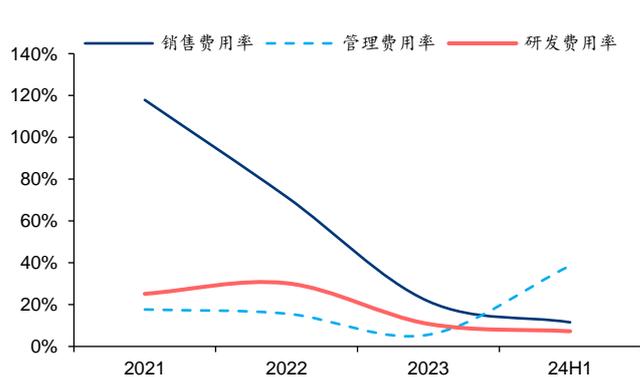
费用率方面，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别从 2021 年的 117.9%/17.7%/25.2% 降低至 2023 年的 21.6%/5.6%/10.8%，其中销售费用率降幅最明显，主要系公司业务转型拼搭角色类玩具，IP 天然具备自传播属性，公司采用高效的内容驱动营销方式，并大幅减少品牌宣传广告所致。

图表 17：公司各项毛利率



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表 18：公司各期间费用率

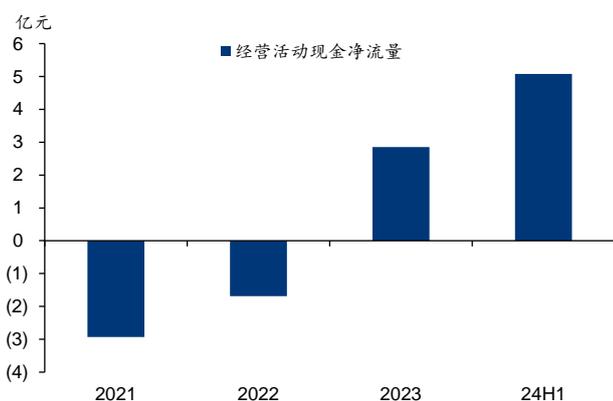


资料来源：公司招股书，华泰研究

经营活动现金净流量持续改善，23年起实现回正。2021年和2022年，公司经营活动现金净流量分别为-2.93亿元和-1.69亿元，两年的现金流均为负；伴随公司业务转向拼搭角色类玩具，2023年及24H1经营活动现金净流量为2.85、5.08亿元，主要系税前盈利、公允价值亏损、贸易应付款及应付票据增加，部分被预付款项、其他流动资产增加及已抵押存款增加所抵消所致。

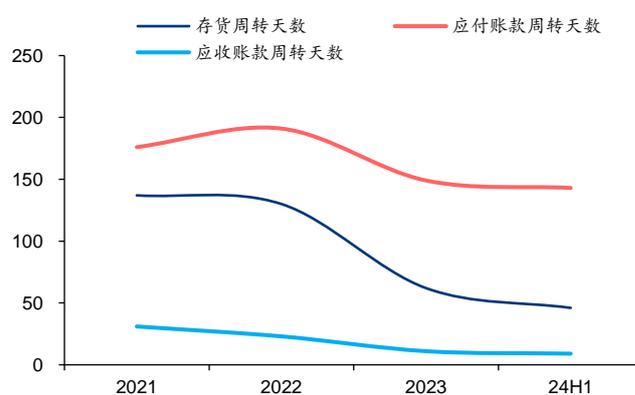
各项周转持续好转。2021-2023年和24H1，公司存货周转天数分别为137/130/62/46天，周转持续好转主要系拼搭角色类玩具受消费者欢迎、收入贡献增加所致；应付账款周转天数分别为176/191/149/143天，可见公司对上游拥有较强话语权；应收账款周转天数分别为31/23/11/9天，周转天数持续下行主要系拼搭角色类玩具深受消费者欢迎，导致更多经销商在公司交付产品时或之前付款。

图表19：布鲁可经营活动现金净流量



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表20：布鲁可运营效率



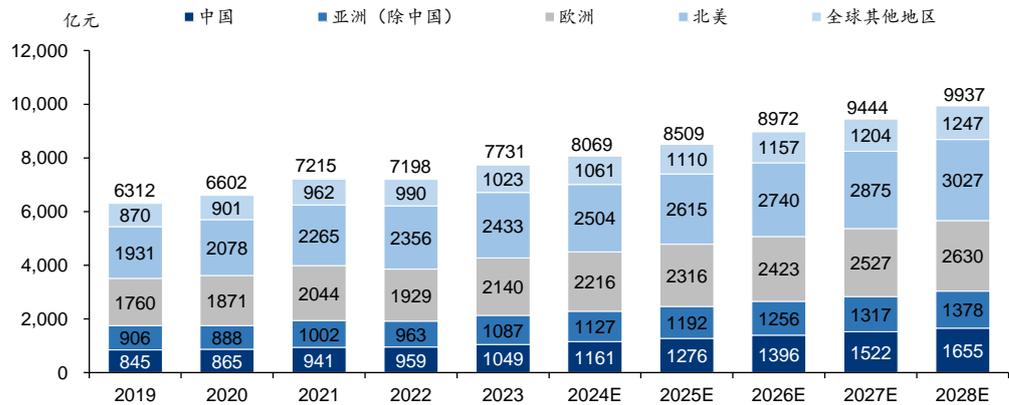
资料来源：公司招股书，华泰研究

行业：融合拼搭玩法与 IP 角色的高潜力赛道

全球玩具市场拆解：中国+角色类+拼搭类玩具市场增长潜力最大

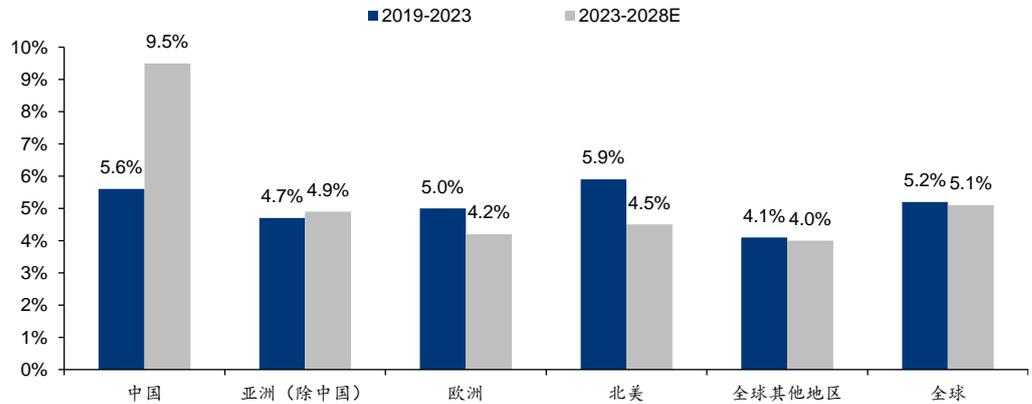
全球玩具市场规模庞大，中国为增长潜力最大的市场区域。据弗若斯特沙利文数据，以 GMV 计，全球玩具市场的规模由 2019 年的 6312 亿元增加至 2023 年的 7731 亿元，复合年增长率为 5.2%。2023 年至 2028 年的复合年均增长率预计仍将维持在 5.1%。分地区来看，北美、欧洲、亚洲为前三大玩具市场，2023 年市场规模分别为 2433 亿元、2140 亿元和 2136 亿元。我国作为全球领先的玩具生产国和消费国，近年来人均玩具消费增长较快，但市场规模仍低于美国、欧洲等主要玩具消费市场，未来仍有广阔提升空间。弗若斯特沙利文预计，2023 年至 2028 年中国玩具市场的复合年均增长率预计将达到 9.5%，为全球各区域中增速最快的市场，领先的需求增速为优质玩具企业的成长孕育市场机会。

图表21：全球玩具市场规模 GMV 及按地区划分



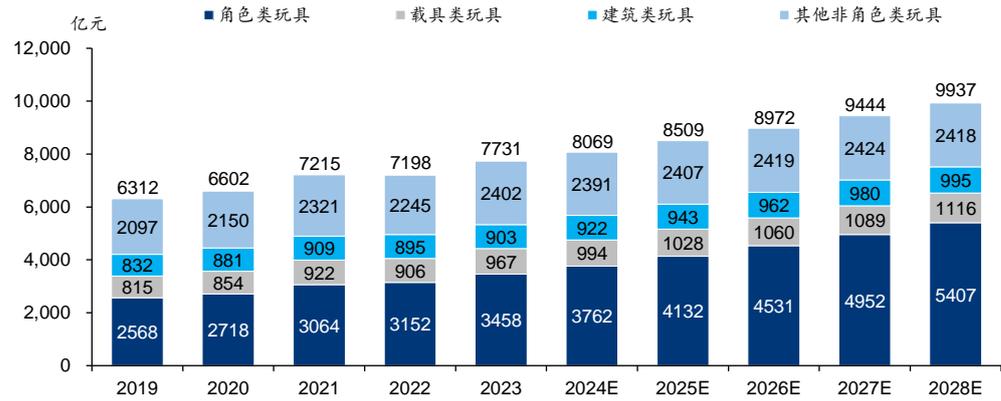
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，华泰研究

图表22：全球玩具市场规模复合年增长率及预测

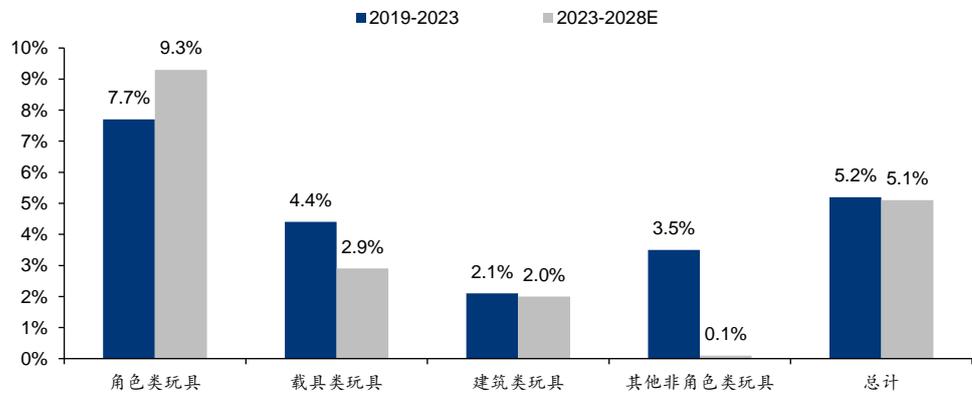


资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，华泰研究

分形态看，角色类玩具是细分规模最大、增速最快的玩具市场。分形态来看，玩具市场可分为角色类和非角色类。角色类玩具指具有拟人、动物等形象的玩具，也是按形态划分规模最大、增速最快的细分市场，据弗若斯特沙利文数据，2023 年市场规模达到 3458 亿元，占全球玩具市场的 44.7%，弗若斯特沙利文预计 2023 年至 2028 年的复合年均增长率将达到 9.3%，规模将增长至 5407 亿元，占整个玩具市场的 54.4%。而非角色类玩具则由多个细分市场组成，其中载具和建筑类玩具是全球玩具市场按形态划分规模第二和第三大的细分市场，2023 年的市场规模分别达到 967 亿元和 903 亿元，占全球玩具市场 12.5% 和 11.7%，2023 年至 2028 年的复合年均增长率预计将分别达到 2.9% 和 2.0%，规模将分别增长至 1116 亿元和 995 亿元。

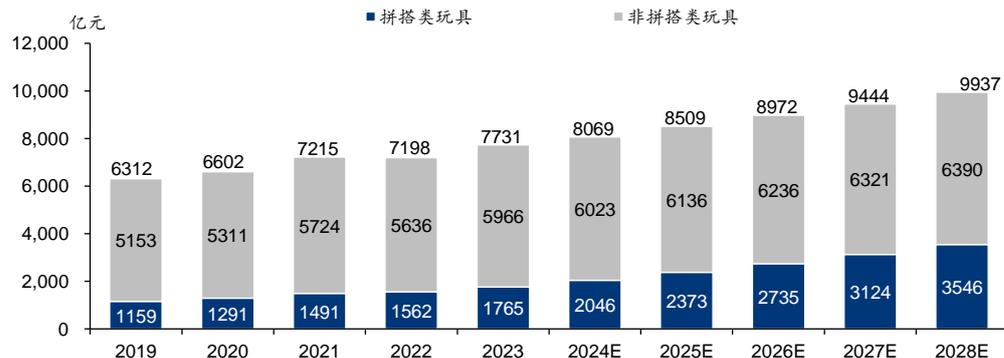
图表23：全球玩具市场规模 GMV 按形态划分


资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，华泰研究

图表24：全球玩具市场规模复合年增长率按形态划分


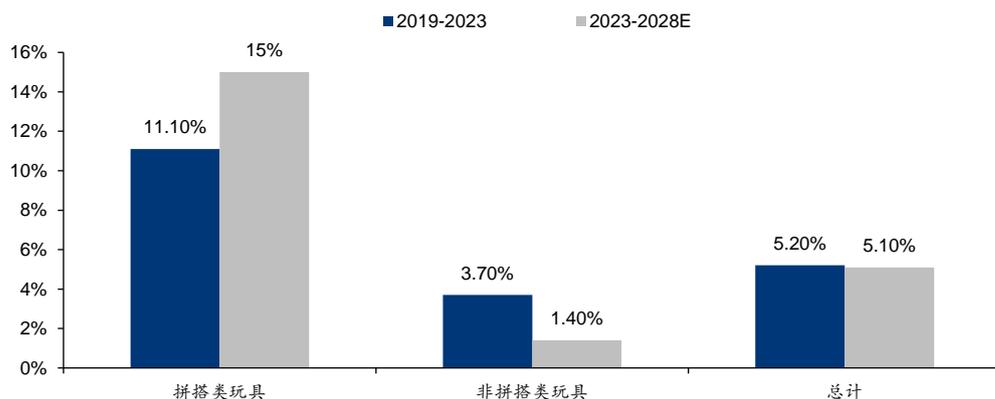
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，华泰研究

分玩法看，拼搭类玩具互动性高，市场规模快速增长。相比非拼搭类玩具，拼搭类具有更高的互动性，既可按设计拼成成品，也可根据消费者的创意进行拼搭，具备更高的可玩性和益智性；此外，拼搭类玩具的零部件通常具有标准通用性，可在不同产品间兼容，便于控制质量并发挥成本优势，从而增强消费者黏性和品牌忠诚度。据弗若斯特沙利文数据，2023年全球拼搭类玩具的市场规模达到1765亿元，占全部玩具市场的22.8%，2019年至2023年的年均复合增长率达到11.1%，明显高于非拼搭类玩具（3.7%）；且据弗若斯特沙利文预计，2023年至2028年拼搭类玩具市场规模年均复合增长率将达15.0%，仍明显超过非拼搭类玩具市场增速（1.4%）。

图表25：全球玩具市场规模 GMV：拼搭类和非拼搭类


资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，华泰研究

图表26：全球玩具市场规模复合年增长率：拼搭类和非拼搭类



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，华泰研究

拼搭角色类玩具：新兴成长型赛道，公司市场份额领先

看本质，拼搭角色类玩具是兼顾还原度、互动性、易上手和成本控制的优秀解决方案。创新型拼搭角色类玩具在吸取角色类玩具和拼搭玩法的优点的基础上进行了提升，能有效满足消费者对于兼具互动性、稳定质量且极具性价比的产品需求，相较传统的角色类玩具具有显著的差异化优势。具体而言：1) 以积木和模型这两种方式设计和生产拼搭角色类玩具，带来比传统的角色类玩具更好的互动体验；2) 融合积木（标准化程度高，易上手）和模型（高还原度）两种拼搭方式，使得玩具在具备标准化程度高和易上手性的同时，也具备较强的IP还原度；3) 通过建立设计、研发和生产的一体化标准体系，相较于传统角色类玩具实现了更好的成本优势和质量控制，产品具备较高的性价比。

图表27：创新型、积木和模型拼搭角色类玩具及非拼搭角色类玩具的价值对比

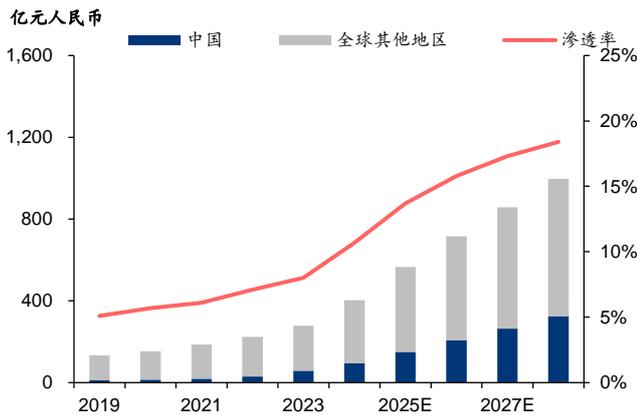
创新型、积木和模型拼搭角色玩具及非拼搭角色类玩具的价值对比

	IP还原度	互动性	易上手的普适性	成本控制
创新型拼搭角色类玩具				
积木拼搭角色类玩具				
模型拼搭角色类玩具				
非拼搭角色类玩具				

资料来源：弗若斯特沙利文,招股说明书, 华泰研究

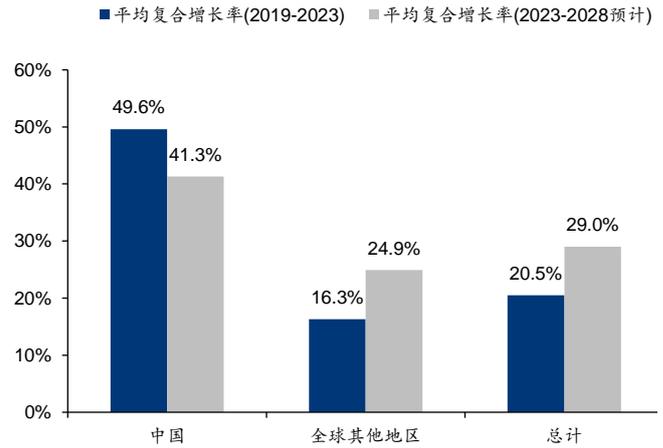
看潜力，拼搭角色类玩具市场规模快速增长，渗透率有望持续提升。凭借拼搭玩法和角色类玩具的双重优势，拼搭角色类玩具在角色类玩具市场中的份额不断扩大，据弗若斯特沙利文数据，全球拼搭角色类玩具市场规模从2019年的132亿元人民币增至2023年的278亿元人民币，年均复合增长率达到20.5%，市场渗透率为8.0%；其中，中国市场规模从12亿增长至58亿元，复合增速达49.6%。展望未来，伴随消费人群扩张、IP广泛应用，以及粉丝经济的共同推动，拼搭角色类玩具规模有望保持快速增长，据弗若斯特沙利文预计，到2028年，全球拼搭角色类玩具市场规模将达到996亿元人民币，2023-2028年复合增长率29.0%，在全球角色类玩具市场的渗透率将达18.4%；其中中国市场将增长至325亿元，2023-2028年复合增长率达41.3%，在中国角色类玩具市场的渗透率将达到35.6%。

图表28：全球拼搭角色类玩具市场规模 GMV 及渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，国家统计局，华泰研究

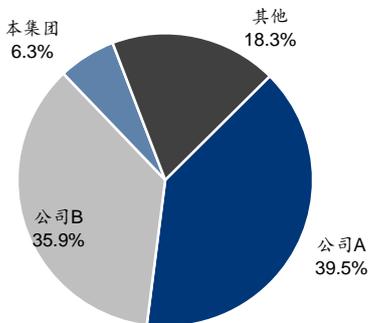
图表29：中国与全球其他地区拼搭角色类市场规模复合增长率



资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，国家统计局，华泰研究

看格局，作为行业开创者之一，布鲁可23年市场份额全球第三、中国第一。据弗若斯特沙利文数据，全球及中国拼搭角色类玩具市场集中度均较高，按照2023年GMV计算，布鲁可2023年在全球市场和国内市场GMV分别为18亿元和17亿元人民币，市占率分别为6.3%和30.3%，是全球第三大、中国第一大拼搭角色类玩具公司。如前文所述，当前拼搭角色类玩具市场渗透率仍处低位，但规模成长迅速，我们认为，未来公司有望凭借先发优势、通过广泛的IP/专利覆盖、全渠道布局及专业供应链资源持续抢占市场，伴随产品渗透率提升，充分享受行业增长红利。

图表30：全球拼搭角色类玩具市场参与者市占率(2023年GMV)



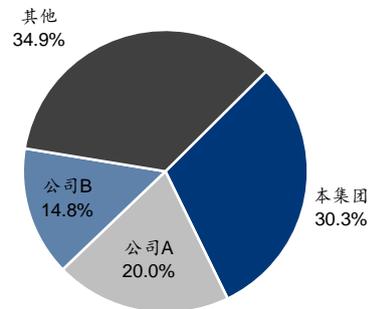
注：GMV 仅包括销售拼搭角色类玩具所产生的零售额。

公司 A 是一家已上市的跨国综合性娱乐及玩具公司，总部位于日本东京。

公司 B 是一家非上市的跨国玩具公司，总部位于丹麦比伦。下同。

资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

图表31：中国拼搭角色类玩具市场参与者市占率(2023年GMV)



注：GMV 仅包括在中国通过正规渠道销售拼搭角色类玩具所产生的零售额

资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

解析布鲁可体系：以创新为核心，重新定义角色玩具

创新+标准化：创新产品设计+专业供应链体系+专利布局保护

标准化设计实现规模效应，同时增强产品还原度及可玩性

标准化的产品设计是拼搭角色玩具兼具成本优势和 IP 还原度的底层逻辑。以乐高为例，构建标准化程度与兼容性极高的“乐高积木体系”是乐高玩具能够长盛不衰的关键原因之一。与之类似，公司通过骨肉皮体系的布局，产品及零件设计既可最大化规模效应，又可增强产品可玩性。具体而言，公司构建了标准零件及特征零件的组合，其中，标准零件主要用作玩具的结构及关节，可在不同型号的产品之间共享；通过使用标准零件，一方面，公司的玩具能够为消费者带来强大的互动体验（享受拼搭乐趣的同时，还可以进行混搭二次创作，激发用户创意与想象力）；另一方面，标准化生产能够最大化发挥规模效应，并确保质量稳定。特征零件则主要用作外观层，还原 IP 角色的独特视觉及叙事元素，增强还原度。

图表32：公司产品零件分类

零件分类	细分结构	简介
标准零件	结构	为模仿人类的骨骼结构而设计，以支撑公司的拼搭角色类玩具的重量并保持其形状
	关节	为模仿人类的关节而设计，将不同玩具部件连接在一起。公司将棘轮结构整合到关节中，为复杂及动态的动作模拟提供支持
特征零件	外观层	用于还原设计及叙事元素，这些零件设计有多种图案、颜色及纹理，丰富了角色的外观，并高度还原角色的原始造型

资料来源：公司招股书，华泰研究

图表33：公司拼搭角色类玩具架构



资料来源：公司招股书，华泰研究

建立优质供应链体系，合作粘性强，公司话语权高

打造技术领先的专业供应链体系，与代工厂建立独家合作。受益于中国丰富、优质和高性价比的生产资源，公司严格筛选和管理生产方，与业内领先的第三方代工厂进行品类独家的长期合作。据公司招股书数据，截至 2024 年 6 月 30 日，公司的工厂体系中有 6 家专业合作工厂，专注生产公司的拼搭角色类产品。公司一直与其中三家工厂合作生产积木玩具，并分别于 2021 年及 2022 年开始与彼等合作拼搭角色类玩具。公司于 2023 年开始与另一家合作工厂合作。由于公司拥有关键专业知识及专利技术，公司可在约三个月内与新的工厂合作，完成设立产线。此外，公司有专员驻守在合作工厂，监督整个生产过程，以确保产品按照公司的标准生产。

图表34: 公司的合作工厂



资料来源: 公司招股书, 华泰研究

图表35: 公司合作工厂的生产流程



资料来源: 公司招股书, 华泰研究

公司供应商主要以合作代工厂为主，供应链集中度较高。公司的合作工厂基于其资质、产品质量、产能、定价、自动化能力、模具及注塑设备、声誉及是否遵守适用法律法规等因素，通过严格的流程选出。向公司的合作工厂作出的采购是公司采购额的主体，且供应商集中度较高。据公司公告，2021年、2022年及2023年以及2024H1，公司向五大供应商作出的采购分别占公司相应期间总采购额的82.3%、82.2%、90.5%及71.6%，其中向最大供应商作出的采购分别占公司相应期间总采购额的46.4%、40.6%、34.4%及30.4%。

图表36: 公司23年前五大供应商情况

排名	供应商	业务性质	合作起始年份	采购额 (人民币千元)	占公司总采购额的百分比(%)
1	供应商 A	模具及塑料制品的制造及销售	2017年	158,821	34.4
2	供应商 E	模具及塑料制品的制造及销售	2021年	149,065	32.3
3	供应商 F	IP 授权	2021年	53,104	11.5
4	供应商 C	模具及塑料制品的制造及销售	2018年	41,621	9
5	供应商 G	IP 授权	2021年	15,426	3.3
合计				418,037	90.5

资料来源: 公司招股书, 华泰研究

图表37: 公司 24H1 前五大供应商情况

排名	供应商	业务性质	合作起始年份	采购额 (人民币千元)	占公司总采购额的百分比(%)
1	供应商 E	模具及塑料制品的制造及销售	2021 年	149,684	30.4
2	供应商 A	模具及塑料制品的制造及销售	2017 年	101,632	20.6
3	供应商 F	IP 授权	2021 年	63,105	12.8
4	供应商 G	IP 授权	2021 年	19,642	4.0
5	供应商 C	模具及塑料制品的制造及销售	2018 年	18,901	3.8
合计				352,964	71.6

资料来源: 公司招股书, 华泰研究

公司对上游供应商话语权较强, 且合作粘性高。中国生产制造供应链丰富, 玩具上游制造环节本身进入门槛不高, 得益于公司强大的标准化体系及产品体系, 公司对上游供应商具备较强议价能力。根据公司公告披露的合作条款, 公司要求合作工厂生产由公司设计的产品, 合作工厂不拥有任何产品/包装/模具的知识产权, 且合作工厂不得与公司进行直接或间接竞争 (类似于排他性合作, 不可以与第三方合作), 公司通常须于收到发票后五至七个月内向合作工厂付款, 可见无论是合作模式还是付款条件, 公司对上游供应商具备较强话语权。此外, 上游供应商仍愿意与公司合作并保持较高粘性, 我们认为主要系: 1) 公司作为拼搭角色类玩具头部企业, 近年收入规模快速增长, 能够给到供应商可观的订单规模及利润空间, 合作工厂伴随公司共同成长, 充分分享发展红利; 2) 公司的研发与全国布局的专业模块化工厂体系深度整合, 基于在拼搭角色类玩具生产方面的专业知识以及多项专利布局, 公司拥有行业领先的专有生产工艺和定制化的生产设备, 使公司的合作工厂体系难以复制。

图表38: 公司与合作工厂之间合作的主要条款

条款	内容
生产	公司聘请合作工厂, 根据协议及具体订单的规格及要求生产公司设计的产品。
原材料	合作工厂负责向公司指定或批准的合格供应商采购关键原材料。
产品质量	合作工厂交付的产品须满足适用法律法规的质量标准以及行业标准。合作工厂须严格遵守协议规定的产品标准, 包括设计、形状、颜色、关键原材料、质控标准、生产资质、检测设备。收到产品后, 公司将对产品进行检查, 并保留要求退货的权利。
监督	公司保留在合作工厂采取必要措施对整个生产过程进行监督的权利, 包括指定及批准原材料采购、生产、质量控制及物流。
期限	公司与合作工厂的生产协议的期限一般为三年。
费用及定价	公司为供应商生产的成品支付费用。一般而言, 根据协议, 交付的最终产品的价格在每个订单中注明。
付款	公司通常须于收到发票后五至七个月内向合作工厂付款。
知识产权	合作工厂对协议及其具体订单内的任何产品、包装或模具并无知识产权。
不竞争条款	合作工厂不得与公司进行直接或间接竞争, 包括通过与第三方的合作。
保密性	公司与合作工厂签订单独的保密协议, 要求合作工厂对所有专业知识、经营信息、营销计划、产品草案、图片、产品规格及保密协议中规定的其他保密资料严格保密, 直到这些信息被公司公开。
责任	合作工厂对所有因合作工厂造成的产品缺陷而产生的产品责任及索赔负责, 并须向公司赔偿由此造成的任何损失。
终止	如果若干条款遭严重违反, 公司保留单方面终止协议的权利。

资料来源: 公司招股书, 华泰研究

自有产能建设在途, 实现最优规模经济性, 探索前沿生产工艺。据公司公告, 公司计划使用约 25% 的募投资金用于核心生产资源的建设, 其中约 15% 用于购买更多高精度/多模穴模具, 以自持更多的 IP 商业化和业务扩张; 约 10% 用于建设自有工厂, 自有产能对于公司巩固规模化生产的效率和成本优势具有重要意义, 公司预计自有工厂将于 2026 年底前完工, 设计产能为每月 900 万件。自有工厂能够帮助公司建立自主的产品生产能力, 并与合作工厂体系形成有效互补, 实现更优的规模经济性, 同时也将帮助公司探索和掌握最为先进的生产工艺。

广泛专利布局, 构筑竞争护城河

公司构建广泛的专利布局, 增强标准化产品体系的不可复制性。据公司公告, 截至最后实际可行日 (2024 年 12 月 31 日), 公司在中国已拥有 508 项专利, 其中发明专利 73 项; 在海外拥有 24 项专利, 并取得了包括美国、欧洲、日本等国家和地区的授权。具体而言, 公司通过零件及生产工艺相关的专利布局, 不仅增强了布鲁可体系的不可复制性, 而且为合作工厂体系提供了专注生产拼搭角色类玩具品类的技术和工艺基础:

1) 零件相关专利：整体拼装结构和关键关节等标准零件的专利构成了公司专利布局的核心，是公司拼装角色类玩具高度标准化的重要因素。零件相关的专利让公司实现了标准化的生产，使公司能够更好地把控产品的品质、提升消费者好玩及易上手的体验并降低成本。此外，零件相关的专利让公司产品零件的连接高度标准化，成为公司产品自成体系的重要基础。通过高度标准化的接口，公司的标准零件可以和体现 IP 角色特点的特征零件进行高度兼容的不同拼搭组合。

2) 生产工艺相关专利：模具注塑及自动化等生产工艺专利令公司拥有了专有的生产工艺和定制化的设备，从而专业、高效和规模化地生产拼装角色类玩具并实现成本优势。得益于此，公司实现了高于行业平均水平的 53.0% 毛利率（2024H1），并能大规模提供高品质的人民币 19.9/9.9 元的平价产品。同时，公司通过模具制作的创新实现了 0.004 毫米的模具精度，远高于行业平均水平，产品品质行业领先。

广泛的专利布局有效增厚公司竞争壁垒。市场担忧潜在竞争对手模仿的问题，我们认为，一方面，专利布局从知识产权维度严格限制了模仿者的发展空间，使其难以在不触及专利红线的前提下实现大规模扩张；另一方面，在积木人领域的专利布局也导致竞争对手产品在创新性、可玩性等用户体验上均难以与布鲁可相媲美。

图表39：公司部分专利

专利名称	类型	专利持有人	注册司法辖区	专利编号	申请日期	届满日期
一种多维度、可正反面自由搭建的积木玩具构筑组件及套件	发明	布鲁可科技	中国	2018103132138	2018年4月9日	2038年4月9日
一种可遥控的组装积木构件及组装积木系统	发明	布鲁可科技	中国	2018108299823	2018年7月25日	2038年7月25日
拼接积木的组网方式、系统及适用于无线组网的拼接积木	发明	布鲁可科技	中国	2019108829580	2019年9月18日	2039年9月18日
适用于拼接积木的收拉线装置及拼接积木	发明	布鲁可积木	中国	2020103984898	2020年5月12日	2040年5月12日
一种可配对件之间的配对结构	发明	布鲁可积木	中国	2020106936970	2020年7月17日	2040年7月17日
一种互动件之间的组网方法及系统	发明	布鲁可积木	中国	2020106944981	2020年7月17日	2040年7月17日
一种感应开关触发控制系统、方法、玩具车辆及介质	发明	布鲁可积木	中国	202010693681X	2020年7月17日	2040年7月17日
一种带有枢转结构的玩偶	发明	布鲁可积木	中国	2022101073540	2022年1月28日	2042年1月28日
积木化编程的系统	发明	布鲁可积木	中国	2021108090699	2021年7月16日	2041年7月16日
飞盘弹射玩具	发明	布鲁可积木	中国	2020104075680	2020年5月14日	2040年5月14日

资料来源：公司招股书，华泰研究

IP+产品矩阵：好而不贵+持续创新的优质 IP 商业化平台

产品力：高效研发机制做支撑，好玩不贵，高效上新

聚焦提供好而不贵的玩具产品是公司的核心主张，也是为消费者创造价值的核心体现。公司的产品品质高，安全、耐玩、设计精致、体验稳定，IP 角色神韵的还原度高，且成本具有竞争力，因此公司在不同价格带均推出好而不贵的产品。截至 2024H1，公司有 431 款在售 SKU，产品的定价从人民币 9.9 元至人民币 399 元不等，主要产品价格带集中在人民币 19.9-79 元的区间。相较于全球知名玩具品牌推出的同类产品，布鲁可玩具能够在保持同等或类似精致度及拼搭体验的同时占据价格优势，而相较于国内竞争对手，布鲁可玩具还原度、可动性、产品质量均更优秀，性价比优势更为明显。

以 2023 年 12 月推出的人民币 19.9 元的英雄无限星光版多个平价 SKU 为例，首次推出就受到关注性价比的广大消费者的广泛欢迎，单 SKU 首季销量超过 35 万件。2024 年 11 月，公司进一步推出定价人民币 9.9 元的平价价格带产品变形金刚星辰版，以进一步扩大产品的价格带覆盖范围。

图表40：公司产品组合



资料来源：公司招股书，华泰研究

产品推新是玩具公司持续高质量增长的重要驱动力，公司已建立高效上新能力。公司的产品上新周期短、频率快、数量多、成功率高。据公司公告：1) 在上新周期方面，公司拼装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；2) 在上新频率方面，自 2023 年至 2024H1，公司高频度地每季度推出约 30 至 90 款 SKU；3) 在上新数量方面，公司在 2023 年共推出 197 款 SKU，并计划 2024 和 2025 年分别推出约 400 款和约 800 款 SKU；4) 在上新成功率方面，公司推出的产品始终维持市场热点并取得高成功率。2023 年新推出的绝大多数拼装角色类玩具 SKU 目前都在销售。此外，公司与全球知名 IP 建立合作关系，并通过不断迭代延续 IP 的产品生命周期，以奥特曼为例，截至 2024H1 在售的 SKU 有 134 个，截至 24 年度群星版累计推出 13 个系列，其中第十一系列产品实现了首季销量相较第十系列 86.7% 的增长。

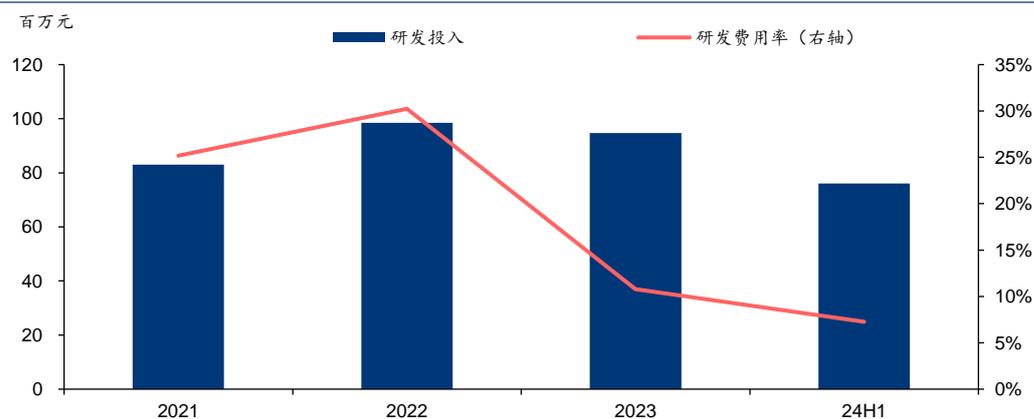
图表41：公司产品分类矩阵图



资料来源：公司招股书，华泰研究

强劲产品力的背后是公司强大高效的研发团队。截至2024年6月30日，公司的研发团队人数共331人，占到所有员工人数的约64%，其中约84%为产品研发团队。公司的研发使公司取得了广泛的专利布局，不仅保护了公司的原创性，而且助力公司打造了专业生产拼搭角色类玩具的合作工厂体系。公司的研发以用户为核心、注重用户反馈和用户体验，将消费者洞察贯穿产品设计到上市的全流程。此外，公司通过一套自有的研发体系，结合自研的软件及管理系统，如零件编辑软件和SKU信息管理系统，实现了高效和标准的产品设计和开发流程。

图表42：公司研发投入及研发费用率



资料来源：公司招股书，华泰研究

IP 矩阵：IP 丰富、合作稳定，同时积极开拓自有 IP

建立丰富的 IP 授权矩阵，在细分领域率先占据市场，并持续拓展新 IP。据公司招股书数据，公司已获得授权的 IP 数量从 2021 年的 9 个增加至截至 2024 年底的近 50 个（但并未全部推出，截至 24 年底仅商业化 10 余个），包括奥特曼、变形金刚、火影忍者、漫威无限传奇、漫威小蜘蛛和他的神奇小伙伴们、小黄人、宝可梦、假面骑士、名侦探柯南、初音未来、圣斗士星矢、新世纪福音战士、凯蒂猫和芝麻街等；仅在 24H2，公司先后成功与超级战队、机动奥特曼、DC 超人、DC 蝙蝠侠、哈利·波特及星球大战等全球知名 IP 达成新授权协议，进一步扩大 IP 矩阵。此外，据招股书，截至 12 月底，公司正与超过 25 个知名 IP 进行授权磋商，IP 矩阵有望持续扩大。根据授权，公司可以根据不同 IP 开发尺寸、定价及精细度不同的多个版本的拼搭角色类玩具及积木玩具。此外，公司的 IP 授权覆盖全球广泛的地区，以变形金刚为例，公司获得包括中国、美国、欧洲、东南亚等主要玩具市场的销售授权。

图表43：公司部分 IP



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表44：公司部分授权 IP 覆盖区域及到期时间

IP 名称	授权国家	授权到期年份
奥特曼	中国	2027 年
变形金刚	北美洲、欧洲及在亚洲的部分地区	2025 年
火影忍者	全球超过 50 个国家	2028 年
漫威无限传奇	中国	2025 年
漫威小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	在亚洲的九个国家	2025 年
宝可梦	在亚洲的九个国家	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、半鱼人和小香姬	中国	2025 年
芝麻街	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的 40 个国家	2026 年

资料来源：公司招股书，华泰研究

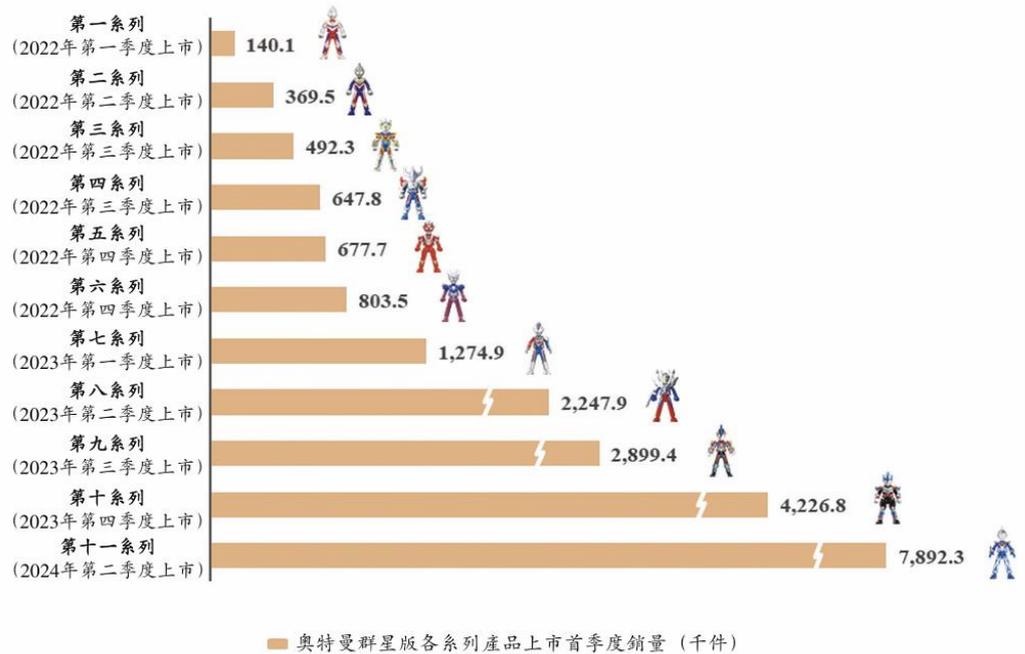
IP 授权具有可持续性。1) 从行业惯例看，IP 授权为全球玩具行业成熟且普遍的业务合作模式，持续的 IP 授权为 IP 版权方或授权方获得知识产权投资合理回报及持续扩大其 IP 影响力的重要商业策略；2) 从历史经验看，公司已成功在费率并无大幅增加的情况下续约或延长主要授权，其中奥特曼连续三次延长，变形金刚亦成功延长一次授权，且重要 IP 授权区域持续扩大；3) 从实际合作看，经过奥特曼/变形金刚/英雄无限三大 IP 成功商业化的验证，公司对优质 IP 的商业化能力得到版权方认可，对于 IP 而言，公司是行业领先的商业化平台，不仅能够提升 IP 的知名度，还能为 IP 授权方带来持续的收益（保底费+提成），替换成本较高。总结而言，我们认为通过不断地沟通、协调和创新，公司与 IP 授权方的合作关系可以变得更加稳固，从而实现双方的长期共赢。

图表 45: 公司 IP 授权协议主要条款

条款	内容
授权权利	IP 版权方或授权方授予我们在协议期限内根据其 IP 在特定地区设计、开发、生产及销售协议内规定的产品的非独家权利。
分授权	我们通常不得对授权协议下的 IP 进行分授权。
期限	我们的授权协议的初始期限一般为一至三年。协议一般不会自动续期。根据协议的条款和条件，当协议即将到期时，我们可能享有同等条件下的优先续约权。于往绩记录期间，我们在与 IP 版权方或授权方续签授权协议方面并无遇到任何困难。
费用协定	每年度，我们通常向 IP 版权方或授权方支付最低保证金额或根据基于 IP 开发的产品的销售业绩或产量按公式预先厘定的金额（以较高者为准）。根据弗若斯特沙利文，我们与 IP 版权方或授权方的费用安排符合行业标准。
清货期	我们通常可于终止授权协议后三至六个月内出售根据 IP 开发的未售产品。
侵权	IP 版权方或授权方声明他们拥有有关 IP 的相关知识产权或完全授权。如我们因 IP 版权方或授权方的知识产权存在缺陷而蒙受损失，则 IP 版权方或授权方应承担违约责任。
责任	我们对所有产品责任、售后客户服务、索赔、投诉、产品退换货负责。
终止	我们或 IP 版权方或授权方均有权在某些特定事件发生时终止协议，如交易对手发生重大违约、破产、吊销营业执照或破产。我们与 IP 版权方或授权方也可通过协商一致后以书面形式终止协议。

资料来源：公司招股书，华泰研究

图表 46: 公司奥特曼 IP 产品销售情况



资料来源：公司招股书，华泰研究

授权 IP 之外，公司已成功打造自有 IP 并实现商业化。公司具有行业领先的自有 IP 开发能力，并实现了内容的广泛传播。截至最后实际可行日（2024 年 12 月 31 日），基于公司自有 IP 百变布鲁可和英雄无限的动画拥有累计播放量超过 152 亿，总粉丝量超过 500 万。公司的自有 IP 也已展现了强劲的销售潜力，截至 2024H1，公司自有 IP 共有 103 款在售 SKU，其中百变布鲁可 IP 有 50 款在售的 SKU；英雄无限 IP 有 53 款在售的 SKU，主要角色包括孙悟空、哪吒、关羽、张飞、赵云、杨戬等。2023 年公司自有 IP 销售收入快速增长，达到 6420 万元，对应占拼搭角色类玩具收入的比例由 2022 年的 0.6% 快速提升至 7.3%，该占比在 24H1 增长至 16.5%，我们认为公司自有 IP 未来有望进一步提升。

图表47：英雄无限 IP 设计案例



资料来源：公司招股书，华泰研究

消费者生态圈：内容营销+广泛渠道链接消费者，打造粉丝生态圈

营销策略：内容驱动的互联网营销策略，显著提升营销效率

内容驱动的互联网营销策略，全面布局多重传播渠道，形成消费者的正面反馈回路。区别于传统玩具，拼搭玩法所决定的消费者互动性和情感投入、角色类 IP 自带的丰富内容属性和易传播性，基于此公司创造性地采用以内容驱动的营销方式：主要采用官方账号（触达具备更强粘性的老粉丝）、与 KOL 及 KOC 合作（触达新用户和提升品牌知名度）、用户生成内容（鼓励用户分享、扩大影响力、满足社交需求）三大传播渠道，受众广泛。官方账号分布于微信、抖音、快手、小红书、微博及哔哩哔哩等主流社交平台，据招股书数据，2023 及 2024 年内合作的 KOL 和 KOC 全网粉丝数达 2.40 亿，于 2023 年 9 月启动的视频分享活动中单个视频累计播放量最高超过 64 万次。

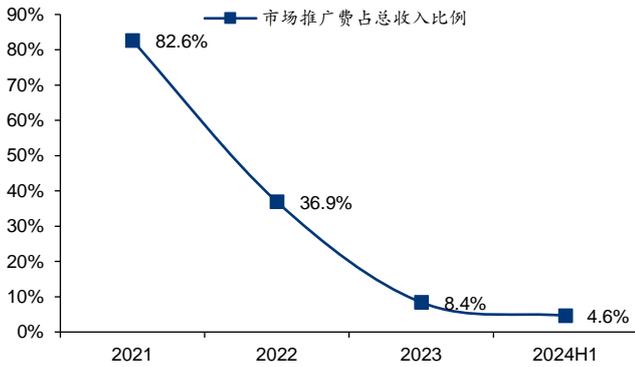
图表48：布鲁可内容驱动的营销策略



资料来源：公司招股书，华泰研究

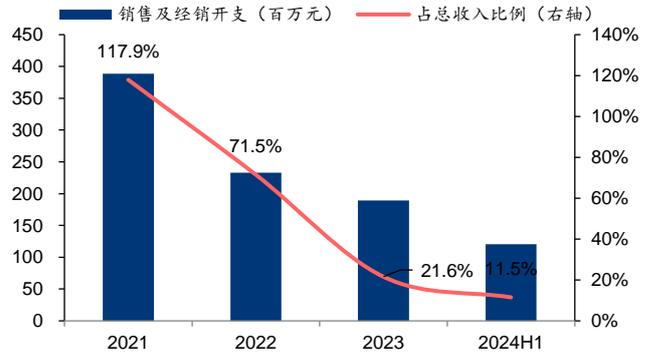
营销效率显著提升，验证内容驱动的互联网营销策略的有效性。高效的营销策略对公司的业绩表现和盈利能力至关重要，随着拼搭角色类玩具成为主要品类，公司逐步以线上为主的内容驱动营销方式代替过去的品牌宣传广告，销售及经销开支中的市场推广费占总收入比例从2021年的82.6%降低至2023年的8.4%，并于2024年1-6月进一步下降至4.6%。高效的营销策略叠加业务增长带来的规模效应双重影响下，公司营销效率显著提升。2021年至2024年1-6月，公司销售及经销开支占收入比例从117.9%下降至11.5%。

图表49：布鲁可市场推广费占总收入比例



资料来源：招股说明书, 华泰研究

图表50：布鲁可销售及经销开支及其占总收入比例



资料来源：招股说明书, 华泰研究

销售渠道：经销渠道强势扩张，线上直营为辅，未来开拓空间充足

线下流通渠道为主，线上直营为辅，广泛触达核心城市消费者。据公司公告，线下方面，通过积极拓展经销渠道，公司迅速领先行业；截至2024H1，公司与超过511名经销商合作，已覆盖超过15万个线下网点，网点中既包括街边店，亦包括玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、名创优品、KKV等KA店。线上方面，公司在天猫、京东、抖音、拼多多及中国其他电商平台均开设旗舰店，同时在自有微信小程序布鲁可积木人Club建立线上渠道，2024H1线上渠道实现营收7461.6万元，同比增长43.6%。

图表51：布鲁可的销售渠道

E-COMMERCE

线上渠道


 天猫
 布鲁可旗舰店


 天猫
 布鲁可积木人旗舰店


 京东
 布鲁可官方旗舰店


 京东
 布鲁可积木人旗舰店


 拼多多
 布鲁可玩具旗舰店


 拼多多
 布鲁可积木官方旗舰店


 抖音
 布鲁可官方旗舰店


 抖音
 布鲁可玩具旗舰店

RETAIL

线下合作伙伴


 Toys R Us
 玩具反斗城


 kw
 孩子王
 kidswant

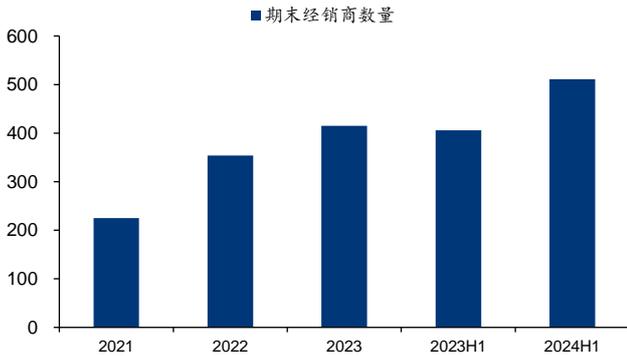

 酷乐潮玩


 Walmart
 沃尔玛

资料来源：公司官网, 华泰研究

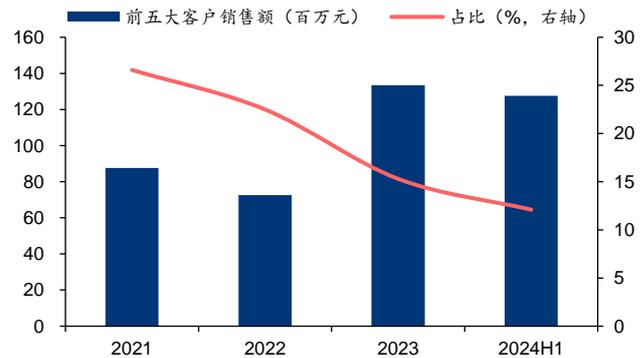
经销渠道强势扩张，驱动业绩高增，下游议价能力增强。公司目前处于快速扩张期，相较于其他渠道，经销商业模式可使公司在控制成本的同时，实现业务广度及深度的迅速扩张，推动销售增长。2021年至2024H1，公司加速拓展经销渠道，合作经销商数量从225家增长至511家，2023年、2024H1经销渠道营收分别为7.3、9.6亿元，分别同比增长366.7%、302.3%。随着业务规模增长和渠道拓展，客户集中度显著降低，公司在下游议价能力增强。公司前五大客户包括经销商、委托销售合作伙伴及电商平台，其销售总额在绝对值增长的前提下，占总收入比例从2021年的26.6%降至2024H1的12.1%。

图表52：布鲁可经销商数量



资料来源：招股说明书,华泰研究

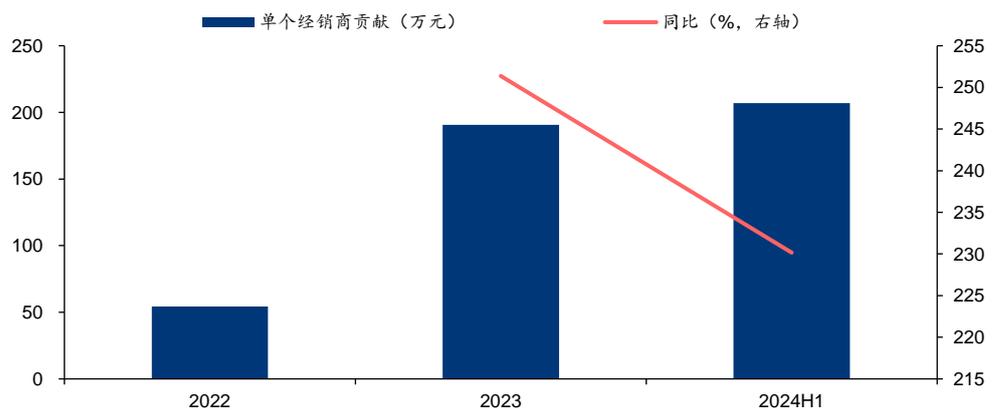
图表53：布鲁可前五大客户销售额及占比



资料来源：招股说明书,华泰研究

重视经销渠道质量，单经销商收入贡献加快增长。在迅速开拓经销渠道广度的同时，公司也重视渠道的质量，制定相关措施，以优化对合作经销商的选择和管理。比如，在选择经销商时，公司多方面考虑资质、经营范围、业务规模、玩具行业的经验、地点、经销网络、零售店覆盖及客户服务能力等各种因素。就拼搭角色类玩具而言，公司倾向于拥有覆盖地理位置优越的零售店和专卖店（通常有较高的消费者流量）的广泛零售或经销网络的经销商。据招股书资料测算，公司单个经销商贡献从2022年的约54万元增长至2023年的189.3万元。

图表54：布鲁可单个经销商贡献及增速



资料来源：公司招股书，华泰研究

粉丝经济：会员计划增强粘性，逐步建立粉丝生态圈

多渠道会员计划增强粘性，提高消费者参与。公司设立多渠道会员计划，包括微信小程序布鲁可积木人 Club 和各大电商平台旗舰店会员。通过布鲁可积木人 Club，公司为消费者提供多样的互动体验：1) 发布图片和文字，分享他们的收藏和二次创作作品；2) 通过“共创基地”板块的投票活动，参与公司新产品的开发；3) 在图鉴体系中激活购买、点亮图鉴，以赚取积分及获得图鉴奖杯。截至 2024H1，公司在布鲁可积木人 Club 上拥有约 200 万注册会员，其中约 80% 激活了至少一种产品，2023 年激活产品的会员每位平均激活 5 件。另外，公司在各电商旗舰店针对不同会员等级提供福利。截至 2024H1，公司各电商旗舰店拥有超过 880 万名粉丝。

图表55：布鲁可积木人 Club 会员计划



资料来源：公司招股书，华泰研究

广域向私域流量转化形成粉丝生态圈，长期增加复购。通过会员计划提供分享、互动的场所，公司成功将广域流量空间中的消费者吸引至品牌的私域流量空间，建立起粉丝经济的核心基础——粉丝生态圈。公司对用户按照层次/热爱程度分类，从低到高依次为消费者、粉丝和布鲁可积木人创作者（BFC），通过对不同群体给予不同程度的权力、认可，进一步激发粉丝社群的活跃度和热情。2024 年 2 月，公司启动首届 BFC 创作赛，通过多维评分机制鼓励自改、涂装、创意魔改、影视复刻和视频创作等多种形式的二次创作，大大提升了用户的体验感和参与度，满足其发挥个性和社交方面的需求。基于已有的成功经验，公司不断加强品牌和用户之间的情感链接，形成粉丝经济，有望提升复购率。

图表56：布鲁可首届 BFC 创作赛冠军作品



资料来源：公司官网，华泰研究

图表57：布鲁可首届 BFC 创作赛，用户创作赋予积木人新生命力



资料来源：公司官网，华泰研究

成长驱动：全人群+全价位+全球化的增长引擎，做世界的布鲁可

全人群：拓展 IP 及产品组合，覆盖更广泛消费群体

当前 6-16 岁男生群体是主要客群，未来延展空间充足。截至 2024H1，公司有 431 款在售 SKU，其中拼搭角色类玩具有 321 款 SKU，贡献约 98% 收入（另有 110 款为传统积木玩具，贡献收入约 2%），且主要面向男生群体。在拼搭角色类玩具中，11 款 SKU 主要面向 6 岁以下消费者，290 款 SKU 主要面向 6 至 16 岁消费者，20 款 SKU 主要面向 16 岁以上消费者，可见 6-16 岁的男生群体是公司当前产品矩阵的主要受众。

延展空间之一：女生群体。参照全球知名玩具龙头乐高发展历程，通过玩法创新或新产品/IP 拓展是延展女性客群的有效方式，例如：1) 20 世纪 70 年代乐高通过推出玩具屋、迷你积木小人等拓展女生群体（男孩喜欢乐高建筑和汽车等玩具实物，而女孩要求玩具实物具有人性感）；2) 2012 年推出得宝公主和乐高好朋友系列，主要面向女孩群体，据乐高公告资料披露，此前乐高女性用户占比约 10%（2012 年），新产品/IP 推出后逐步提升至 30% 左右（2014 年）。对公司而言，当前主要客群仍来自于男孩，主要系当前主力 IP 是以奥特曼、变形金刚为核心英雄形象，而公司在手的储备 IP 充足，其中不乏拥有广泛女性客群的头部 IP，例如宝可梦、小黄人、三丽鸥、名侦探柯南、哈利波特等，宝可梦第一代产品于 2024 年 12 月推出，一经推出受到广泛女性客群喜爱，伴随女性向 IP 陆续商业化，有望助力实现女性群体快速覆盖。

图表 58：乐高推出玩具屋、乐高好朋友系列等吸引女孩用户



资料来源：乐高官网, 华泰研究

图表 59：布鲁可推出宝可梦系列：冒险的序章



资料来源：天猫旗舰店, 华泰研究

延展空间之二：成年群体。跨年龄段的用户拓展也是乐高等玩具公司在探索增长驱动时的重要命题，伴随情绪消费崛起，玩具已不仅仅是孩童专属，成年人在玩具消费领域扮演越来越重要的角色，例如乐高推出面向 18+ 用户的收藏系列玩具，在 2019 年推出“Adults Welcome”广告活动等，据乐高 2023 年公告，18 岁以上成人用户占比已接近 20%，是各个年龄段增长最快的消费群体。对于公司而言，发展初期主要研发资源聚焦孩童群体而非成年群体是理性选择，而后期随着创新体系建设完备和商业化经验积累，拓展成人向群体的成功概率大为提升。如前文所述，截至 24H1 公司面向 16 岁以上消费者的拼搭角色类玩具 SKU 仅 20 款，相较于 16 岁以下消费者，公司主要为后者推出价格在 19.9-79 元/高度在 10cm 左右的盲盒玩具，而前者对玩具拼搭体验、IP 还原度有更高的要求，相应也具备更强的付费能力，未来更多高价格带/高尺寸 IP 玩具的推出，有望助力吸引更多成人粉丝。

图表60: 乐高星球大战系列收藏级玩具



资料来源: 乐高官网, 华泰研究

图表61: 布鲁可面向成人客群的传奇版系列玩具



资料来源: 天猫旗舰店, 华泰研究

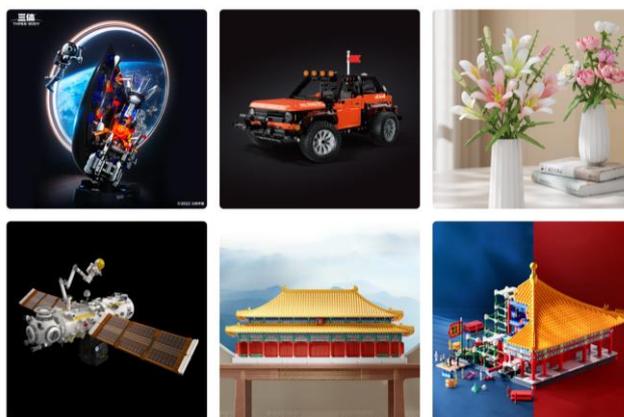
延展空间之三: 新玩具品类。借助布鲁可体系的强大延展性, 公司计划将拼搭角色类玩具的成功经验复制到更广泛的玩具品类, 包括载具及各类情景玩具等。据弗若斯特沙利文数据, 载具是全球玩具市场按形态划分规模第二的细分市场, 2023 年市场规模达 967 亿元, 预计 2028 年将达到 1,116 亿元, 2023-2028 年年均复合增长率达 2.9%。凭借创新的产品体系和广泛的 IP 商业化经验, 公司计划于 2026 年推出载具类玩具, 并于日后推出情景玩具。多元的拼搭玩具品类, 以及不同拼搭玩具品类间的组合将显著扩大玩具的主题场景和用户客群, 为公司中长期业务发展带来增长潜力。

图表62: 2019-2028E 全球载具类玩具市场规模及增速



资料来源: 弗若斯特沙利文、国际货币基金组织, 华泰研究

图表63: 布鲁可此前具备开发载具及情景玩具的经验



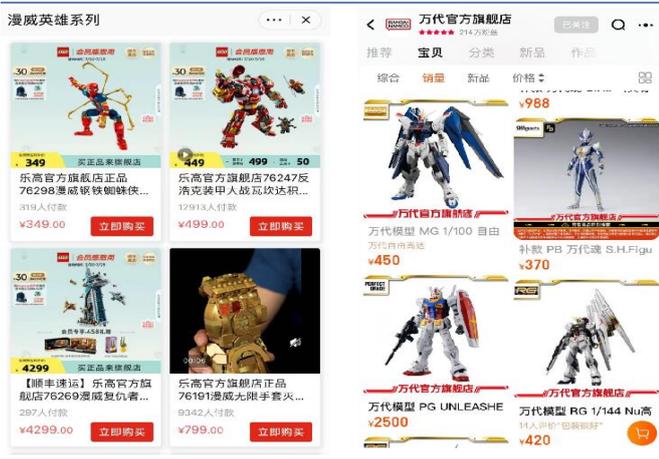
资料来源: 公司官网, 华泰研究

全价位：价格带具备延展空间，25年重点进军下沉市场

在全价格带推出好而不贵的产品，持续开拓下沉市场。如前文所述，公司主流产品定价在人民币 9.9 元至人民币 399 元不等，其中主力价格带在人民币 19.9-79 元，同时具备向上和向下拓展产品组合价格区间的能力。依托公司高效的研发，以及具备成本优势和品质稳定性的工厂体系，公司能够在全价格带推出好而不贵的产品，近年来公司持续开拓下沉市场，例如 2023 年 12 月推出定价人民币 19.9 元的平价价格带产品英雄无限星光版，2024 年 12 月进一步推出定价人民币 9.9 元的平价价格带产品变形金刚星辰版，持续扩大下沉市场的消费者覆盖。

国内侧重下沉市场渠道布局，有效支撑产品销售。据公司公告，公司计划将 10% 的募投资金用于扩大销售团队及营销网络，其中下沉市场的网点建设是国内渠道建设的重要发力点。如前文所述，截至 2024H1，公司与超过 511 名经销商合作，已覆盖超过 15 万个线下网点，但网点主要集中在一线与二线城市以及超过 80% 的三线及以下城市，仍有广袤的县级城市尚未布局，下沉市场的渠道开拓空间仍然可观。公司 2024 年 12 月推出的 9.9 元星辰版玩具将重点用于开拓下沉市场，2025 年更多的 IP 系列有望推出，随着极致性价比产品的出现以及销售渠道的扩宽，低线城市的消费者也能够体验高质量的产品，进而推动了下沉市场的消费增长。

图表64：竞争对手部分同类型产品价格



资料来源：万代/乐高天猫旗舰店, 华泰研究

图表65：布鲁可推出 9.9 元星辰版产品



资料来源：天猫旗舰店, 华泰研究

全球化：出海市场空间广阔，做世界的布鲁可

海外玩具市场规模庞大，全球化是玩具龙头成长的必修课。以北美、欧洲为主的海外玩具市场庞大，且保持稳健增长。据弗若斯特沙利文数据，预计 2028 年海外玩具市场规模将由 2023 年的 6682 亿元增长至 8282 亿元，占全球市场比例高达 83.3%。参照乐高、万代南梦宫、泡泡玛特等全球潮玩/玩具龙头发展历程，全球化布局是玩具企业拓展收入增长曲线的必经之路，而公司所切入的拼搭玩法普适性强，因此拼搭角色类玩具能够符合全球消费者和粉丝对于玩具易上手等特征的普遍要求，全球化成长空间广阔。

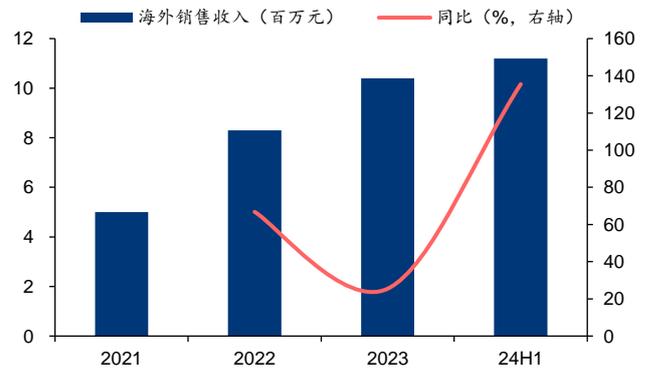
全球化业务布局扬帆起航，做世界的布鲁可。一方面，公司奥特曼、变形金刚、漫威等重要 IP 已经获得在海外多个国家的销售授权，且上述 IP 在东南亚、美国等地区亦具备强大的粉丝基础，为全球化布局奠定基础。另一方面，依托公司标准化的产品体系、专业生产的工厂体系，公司有能力向全球消费者提供好而不贵的玩具。据招股书数据，2023 年，公司实现海外销售收入 1040 万元，同比增长 25.5%，2024H1 实现 1120 万元的海外收入，同比增长 135.5%。公司产品已进入包括美国、东南亚、欧洲在内的海外市场，其中东南亚主要复制国内成功经验、通过经销渠道快速布局，美国市场主要通过沃尔玛等 KA 渠道推进，未来海外市场有望成为公司业务增长的重要驱动引擎。

图表66：2019-2028E 海外玩具市场规模及增速



资料来源：弗若斯特沙利文、国际货币基金组织,华泰研究

图表67：布鲁可海外销售收入及增速



资料来源：招股说明书,华泰研究

盈利预测与估值

收入预测：

分业务来看，公司收入主要来自拼搭角色类玩具，其次为积木玩具和其他业务。我们分业务对公司收入进行预测：

1) 拼搭角色类玩具，作为核心业务品类，收入处于快速成长期（2023 年收入同增 553.5%，2024H1 收入同增 323.8%），公司持续保持产品迭代创新，未来将通过 IP 拓展、客群拓展、价格带拓展等多种方式持续发力；同时，如前文所述，据弗若斯特沙利文预计，2023-2028 年中国拼搭角色类玩具市场规模复合增长率达 41.3%，亦为公司收入增长创造条件。我们预计 2024-2026 年公司拼搭类角色玩具销售量分别同比增长 195%/115%/60% 至 1.08/2.31/3.70 亿件，同时考虑到公司向下延展价格带开拓下沉市场，我们预计销售均价分别同比-5%/-5%/-5% 至 20.0/19.0/18.1 元/件，对应收入分别同比增长 180.3%/104.3%/52.0% 至 21.55/44.02/66.91 亿元。

2) 积木玩具，业务结构调整下，公司将更多精力聚焦于拼搭角色类玩具，导致积木玩具收入有所下滑，短期看，24 年公司积木类玩具收入或将进一步下滑（2024H1 积木玩具收入同比下滑 66.3%），但长期伴随公司拼搭角色类玩具收入规模做大，公司品牌力有望反哺积木玩具，收入有望止跌回升。我们预计 2024-2026 年积木玩具销售量分别同比-30.0%/+10.0%/+10.0% 至 64.8/71.3/78.4 万件，同时考虑到公司向下延展价格带开拓下沉市场，我们预计销售均价分别同比-5%/-5%/-5% 至 109.0/103.6/98.4 元/件，对应收入分别同比-33.50%/+4.50%/+4.50% 至 0.71/0.74/0.77 亿元。

3) 其他业务，主要包括自有 IP 相关的其他非玩具收入，包括某些与广告相关的被动收入等，我们预计 2024-2026 年收入分别同比增长 10%/10%/10% 至 150/165/182 万元。

综上，我们预计公司 2024-2026 年总收入分别为 22.27/44.78/67.70 亿元，分别同比增长 154.1%/101.0%/51.2%。

毛利率预测：

1) 拼搭角色类玩具方面，伴随规模效应释放，单位成本有望进一步降低，2024 年拼搭角色类玩具毛利率有望同比明显提升，2024H1 毛利率 53.3%，但考虑到公司未来价格带有望下探以覆盖下沉市场，我们预计 2025-2026 年毛利率不会大幅度提升，而是保持温和提升趋势，预计 2024-2026 年拼搭角色类毛利率分别为 53.4%/53.6%/53.8%；2) 积木玩具方面，我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 38.7%/38.7%/38.7%；3) 其他业务方面，主要是与自有 IP 相关的广告类收入等，一般不与任何成本关联，我们预计 2024-2026 年毛利率维持 100%。综合影响下，我们预计公司 2024-2026 年综合毛利率为 53.0%/53.4%/53.7%。

费用率预测：

1) 销售费用率方面，公司主要采用内容驱动的营销策略，控制传统品牌推广等广告投入，伴随收入规模增长下规模效应释放，我们预计销售费用率将有明显下行，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 13.1%/10.5%/10.4%；2) 管理费用率方面，受股权激励及公司上市影响，2024 年以股份为基础的薪酬、上市费用增加，主要影响管理费用，其中 24H1 股份为基础的薪酬增加管理费用约 3.65 亿元（主要部分已在 24H1 确认，我们预计 2024-2026 年股份为基础的薪酬影响分别为 3.80/0.45/0.30 亿元），24H1 上市开支增加管理费用约 0.15 亿元，综上我们预计 2024 年管理费用率将大幅增加，但 2025 年起公司管理费用将回归常态，且伴随收入扩张规模效应有望显现，我们预计 2024-2026 年管理费用率分别为 23.0%/5.0%/4.3%；3) 研发费用率方面，公司重视研发投入，大力招聘研发人才，预计研发开支仍有明显扩张，但收入规模效应释放摊薄费用率，我们预计 2024-2026 年研发费用率分别为 8.8%/7.7%/7.6%。

调整项目预测：

为消除若干非经营性项目对利润表的影响，更准确地反映公司真实盈利能力，我们在净利润的基础上预测经调整净利润。参照公司招股书，主要涉及以下三项调整：1) 可转换可赎回优先股的公允价值变动，上市前，对可转换可赎回优先股的赎回责任指定为透过损益按公允价值计量的金融负债，通过可转换可赎回优先股的公平值变动科目影响损益表，实际反映公司估值提升，上市后优先股转普通股，不再对利润产生影响，我们假设 2024 年可转换可赎回优先股的公平值变动分别为 -3.80 亿元，2025-2026 年分别为 0 元。2) 以股份为基础薪酬，主要系公司发布股权激励所致，如前文所述，主要部分已在 24H1 确认 (24H1 股份为基础的薪酬增加管理费用约 3.65 亿元)，我们预计 2024-2026 年股份为基础的薪酬影响分别为 3.80/0.45/0.30 亿元。3) 上市开支，参照招股书，约 33.4 百万港元已经或将自综合损益表扣除，我们假设确认在 2024 年，按照 1:1.0802 的汇率折算约为 30.9 百万人民币，2025-2026 年上市开支假设为 0 元。

综上，我们预计公司 2024-2026 年总收入分别为 22.27/44.78/67.70 亿元，分别同比增长 154.1%/101.0%/51.2%；经调整净利润分别为 5.80/11.81/18.14 亿元，分别同比增长 697.0%/103.4%/53.6%。

图表 68：2024-2026 年公司盈利预测假设

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	329.77	325.57	876.69	2227.41	4477.57	6770.12
YoY	-	-1.3%	169.3%	154.1%	101.0%	51.2%
分业务收入拆分						
拼搭角色类玩具	0.0	117.7	769.0	2155.2	4402.1	6691.1
YoY	-	-	553.5%	180.3%	104.3%	52.0%
销量-千	-	6,291	36,474	107,598	231,336	370,138
YoY	-	-	479.8%	195.0%	115.0%	60.0%
均价-元/件	-	18.70	21.08	20.0	19.0	18.1
YoY	-	-	12.7%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率	-	36.8%	48.4%	53.4%	53.6%	53.8%
积木玩具	321.7	206.7	106.3	70.7	73.9	77.2
YoY	-	-35.8%	-48.6%	-33.5%	4.5%	4.5%
销量-千	3594	2154	926	648.20	713.02	784.32
YoY	-	-	-57.0%	-30.0%	10.0%	10.0%
均价-元/件	89.5	95.9	114.8	109.0	103.6	98.4
YoY	-	-	19.6%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率	36.8%	38.2%	38.7%	38.7%	38.7%	38.7%
其他业务	8.11	1.25	1.37	1.50	1.65	1.82
YoY	-	-84.6%	9.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	60.2%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
综合毛利率	37.4%	37.9%	47.3%	53.0%	53.4%	53.7%
销售费用率	117.9%	71.5%	21.6%	13.1%	10.5%	10.4%
管理费用率	17.7%	15.7%	5.6%	23.0%	5.0%	4.3%
研发费用率	25.2%	30.2%	10.8%	8.8%	7.7%	7.6%
净利润	-506.85	-422.71	-207.48	-180.45	1136.01	1784.19
可转换可赎回优先股的公允价值变动	144.20	191.03	274.13	350.00	-	-
以股份为基础的薪酬	6.86	6.34	6.23	380.00	45.00	30.00
上市开支	-	-	-	30.90	-	-
经调整净利润	(355.8)	(225.3)	72.9	580.4	1181.0	1814.2
YoY	-	36.7%	132.3%	696.7%	103.4%	53.6%
经调整 EPS (元)	-	-	-	2.33	4.74	7.28

资料来源：Wind，华泰研究预测

估值分析

公司系全球拼搭角色类玩具创新者和领导者，我们选取泡泡玛特（H股，潮玩行业领导者）、孩之宝（美股，美国著名玩具公司）、美泰（美股，美国著名玩具公司）、万代南宫梦（日股，日本著名玩具公司）为可比公司。我们预计公司 24-26 年经调整净利润分别为 5.80/11.81/18.14 亿元，参考可比公司 Wind 一致预期 25 年 23 倍 PE 均值，考虑到公司的广阔成长潜力与高增速、拼搭角色类玩具赛道高成长性以及高护城河优势，我们给予公司 25 年 25 倍目标 PE（基于经调整利润），对应目标价 128.00 港币（汇率 1 人民币=1.0802 港币），首次覆盖给予“买入”评级。

图表69：可比公司估值对比（截至 2025 年 3 月 3 日）

公司代码	公司名称	当前市值（亿元，本地货币）	经调整净利润（亿元）			PE(X)			24-25CAGR
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
9992 HK	POP MART	1,474.55	10.80	27.40	38.11	126	50	36	87.9%
HAS US	HASBRO	90.85	3.00	5.39	6.04	30	17	15	41.8%
MAT US	MATTEL	70.33	2.77	5.77	5.44	25	12	13	40.1%
7832 JT	BANDAI NAMCO HOLDINGS	33,772.20	720.54	1,296.60	1,278.00	47	26	26	33.2%
可比公司平均值									
0325 HK	BLOKS	200.40	0.73	5.80	11.81	254	32	16	302.3%

注：1) 布鲁可盈利预测来自华泰研究，其余各公司盈利预测参考彭博一致预期；2) 布鲁可和泡泡玛特市值单位为亿港元，经调整净利润单位为亿人民币，人民币兑港币汇率为 1:1.0802；3) 孩之宝和美泰市值单位及经调整净利润单位均为亿美元；3) 万代南宫梦市值单位及经调整净利润单位均为亿日元；

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

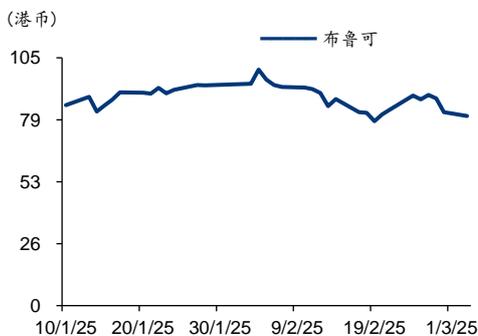
IP 合作风险：公司产品开发与销售依赖于 IP 授权，公司并非 IP 所有方，若后续 IP 授权方在 IP 合作到期后不予续约&大幅上调授权费&IP 自身热度下降&增加被授权方等，将会影响公司业务开展。

产品推新放缓：公司业务增长依赖于新品迭代创新，若公司产品推新节奏放缓，或者产品迭代无法满足客户需求，将对收入产生影响。

行业竞争加剧：拼搭角色类玩具行业景气度较高，公司在行业内市占率较高，但若后续更多企业参与市场竞争，公司将面临竞争加剧的风险，可能会对公司产品的价格及销售产生扰动。

渠道开拓低预期：公司业务收入与经销商等渠道开拓密切相关，若后续渠道开拓不及预期，将导致公司收入与利润增长受影响。

图表70：布鲁可 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表71：布鲁可 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、刘思奇、石狄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、刘思奇、石狄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 布鲁可（325 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 布鲁可（325 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 布鲁可（325 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司