

布鲁可 (00325.HK)

拼搭角色玩具龙头，多 IP 共振快速成长

2025 年 03 月 13 日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

方光照（分析师）

蒋奕峰（联系人）

lvming@kysec.cn

fangguangzhao@kysec.cn

jiangyifeng@kysec.cn

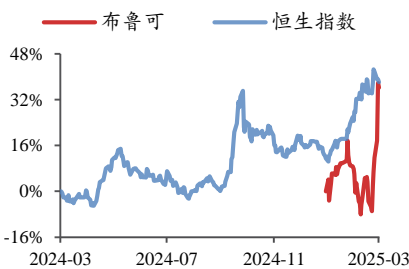
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790124070039

日期	2025/3/12
当前股价(港元)	115.80
一年最高最低(港元)	130.80/73.500
总市值(亿港元)	288.63
流通市值(亿港元)	288.63
总股本(亿股)	2.49
流通港股(亿股)	2.49
近 3 个月换手率(%)	24.47

股价走势图



数据来源：聚源

● 拼搭角色玩具龙头，多 IP 共振快速成长，首次覆盖给予“买入”评级

公司作为国内拼搭角色玩具龙头，拼搭角色类产品占收入超 90%，依靠奥特曼为主的丰富 IP 矩阵，已经建立起覆盖全年龄段的产品矩阵，2024H1 公司收入快速增长，实现营业收入 10.46 亿元（同比+237.6%）；经调整后净利润 2.92 亿元，经调利润率上升至 27.9%。**展望公司发展**，在 IP 矩阵扩充、全年龄段产品持续覆盖、渠道加速拓展下，业绩有望保持较高速增长。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 1.86/8.36/11.80 亿元，分别同比扭亏/+349.7%/+41.2%，EPS 分别为 0.7/3.4/4.7 元，对应 PE 分别为 145.1/32.3/22.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 行业：万亿市场，前景广阔，拼搭角色类细分市场快速成长

近年来各类影视、动漫 IP 衍生品受到欢迎，有效带动玩具市场持续扩容，根据弗若斯特沙利文，以 GMV 计算，2023 年全球玩具市场的规模为 7731 亿元，预计 2028 年将增长至 9937 亿元。拼搭角色类玩具市场快速成长，市场集中度较高，2024 年全球拼搭角色类玩具市场 CR3 为 81.7%，中国市场 CR3 为 65.1%，其中布鲁可凭借全价位、全人群策略快速崛起，通过超 500 家经销商覆盖 15 万个网点，形成密集的终端销售网络，市场份额全球第三，中国第一。伴随国内玩具消费人群及 IP 玩具受众加速扩张，本土企业在产品研发、供应链赋能及营销上逐渐成熟，我们认为中国拼搭角色类玩具市场有望保持快速成长。

● 公司优势：IP 资源运营变现能力强，产品开发及渠道优势显著

IP 及产品端，公司采用系统化的方法进行 IP 开发、选择及管理，建立起了丰富的 IP 矩阵，目前拥有英雄无限及百变布鲁克两大自有 IP 以及奥特曼、变形金刚、假面骑士等约 50 个热门 IP 的授权。公司通过高效的研发机制，快速建立覆盖全年龄段的产品矩阵。截至 2024 年 6 月 30 日，公司共拥有 431 个在售 SKU，拼搭角色类产品从概念探索到量产周期为 6-7 个月（行业平均水平为 10-12 个月），并计划 2024 年和 2025 年分别推出约 400 款和 800 款 SKU。**渠道端**，公司以线下渠道为主，截至 2024 年 6 月 30 日，公司经销商数量超 500 家，有效覆盖一二线城市、超过 80% 的三线及以下城市及部分海外地区，按经销商年销售额的 1% 至 2% 提供返利深度绑定经销商核心利益；线上电商平台与私域流量并行，多样玩法建立消费者社区，在小红书、快手、微博等渠道进行独特的内容营销，高效深度触达消费者。

● 风险提示：奥特曼 IP 热度下降风险、行业竞争加剧、IP 版权续签风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	326	877	2119	3196	4228
YOY(%)	-1.3	169.3	141.7	50.8	32.3
净利润(百万元)	-420	-206	186	836	1180
YOY(%)	-16.5	-50.9	-190.2	349.7	41.2
毛利率(%)	37.9	47.3	53.3	54.1	54.5
净利率(%)	-129.0	-23.5	8.8	26.1	27.9
ROE(%)	30.5	12.8	-13.2	-145.0	195.5
EPS(摊薄/元)	-1.7	-0.8	0.7	3.4	4.7
P/E(倍)	-64.2	-130.8	145.1	32.3	22.8
P/B(倍)	-159.8	94.6	86.2	27.8	20.4

数据来源：聚源、开源证券研究所（注：2025 年 3 月 12 日汇率：1 港币=0.9227 人民币）

目 录

1、 公司概况：国内拼搭角色类玩具龙头	4
1.1、 发展历程：积木玩具起家，快速成长为行业龙头	4
1.2、 股权结构：股权结构稳定，创始人股权占比较高	5
1.3、 财务情况：收入快速增长，毛利率持续改善	6
2、 玩具行业：万亿市场，前景广阔	8
2.1、 中国市场蓬勃发展，IP 玩具成市场主流	8
2.2、 角色拼搭类玩具：快速增长细分市场	10
3、 核心优势：IP 资源运营变现能力强，产品开发及渠道优势显著	13
3.1、 IP&产品：IP 矩阵丰富，高效开发实现全年龄段产品布局	13
3.1.1、 全年龄段产品布局，价格带下探抢占市场份额	13
3.1.2、 IP：核心 IP 运营优异，续签风险小	15
3.2、 渠道&运营：线下布局深入，高效营销深度触达消费者	17
3.3、 供应链：标准化生产规模效应显著	20
4、 盈利预测	21
4.1、 关键假设	21
4.2、 相对估值	23
5、 风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

图 1：布鲁可 2022 年以来借助拼搭角色类玩具进入快速成长阶段	4
图 2：创始人股权占比较高，公司经营稳定	5
图 3：公司 2024H1 营业收入 10.46 亿元（+237.6%）	6
图 4：公司 2024H1 实现经调净利润 2.92 亿元	6
图 5：公司 2024H1 毛利率为 52.9%（+9.0pct）	7
图 6：规模效应下期间费用下行	7
图 7：公司营运能力持续提升	7
图 8：2024H1 经营性现金流净额为+5.08 亿元（+447.1%）	7
图 9：全球玩具市场规模预计 2028 年增长至 9937 亿元（单位：亿元）	8
图 10：预计 2023-2028 年中国玩具市场规模 CAGR 为 9.5%（单位：亿元）	8
图 11：预计 2028 年中国玩具市场占有率将提升至 16.7%	8
图 12：预计 2028 年全球角色类玩具市场规模为 5407 亿元（单位：亿元）	9
图 13：预计 2028 年中国角色类玩具市场规模为 640 亿元（单位：亿元）	9
图 14：预计 2028 年全球拼搭类玩具市场规模为 3546 亿元（单位：亿元）	9
图 15：预计 2028 年中国拼搭类玩具市场规模为 640 亿元（单位：亿元）	9
图 16：积木玩具具有多种属性	10
图 17：中国品牌凭借精细化的制造及卓越的设计能力强势崛起	11
图 18：2023 年全球拼搭角色类玩具 CR3 为 81.7%	11
图 19：2023 年中国拼搭角色类玩具 CR3 为 65.1%	11
图 20：公司拥有百变布鲁可及英雄无限两大自有 IP	13
图 21：公司拥有奥特曼、变形金刚等约 50 个热门 IP 授权	13
图 22：公司 2024H1 拼搭角色类玩具收入 10.23 亿元（+323.8%）	14

图 23: 2024H1 拼搭角色类玩具毛利率为 53.3%	14
图 24: 公司快速建立覆盖全年龄段的产品矩阵.....	14
图 25: 2023 年至 2024H1 公司每季度高频推出 30-90 款产品.....	14
图 26: 变形金刚星辰版定价 9.9 元拓展下沉市场.....	15
图 27: 2024H1 公司奥特曼产品收入占比为 57.4%	16
图 28: 2024H1 奥特曼产品毛利率为 50.4%	16
图 29: 核心 IP 奥特曼主力系列销量快速增长.....	16
图 30: 公司销售以线下为主要渠道	18
图 31: 多样玩法建立消费者社区	19
图 32: 高效营销策略深度触达消费者	19
图 33: 公司拼搭角色类玩具生产主要包含五个环节.....	20
图 34: 公司合作工厂体系完善, 各方面条件处于行业前列.....	20
图 35: 拼搭结构及关键关节实现标准化生产, 规模效应显著.....	21
表 1: 公司高管行业经验丰富, 在任时间长.....	5
表 2: 国内积木行业本土参与者较多	12
表 3: 公司产品价格带下探快速抢占市场份额.....	15
表 4: 公司 IP 储备丰富, 续签风险小.....	17
表 5: 公司经销商超 500 家	18
表 6: 预计 2024-2026 年公司归母净利润为 1.86/8.36/11.80 亿元	22
表 7: 2025 年可比公司平均 PE 为 34.3 倍.....	23

1、公司概况：国内拼搭角色类玩具龙头

1.1、发展历程：积木玩具起家，快速成长为行业龙头

拼搭角色类玩具领导者，多 IP 共振快速成长。公司的前身葡萄科技于 2014 年创立，十年时间成为全国第一、全球第三的角色拼搭玩具企业，公司通过 500 多项专利布局以及与 50 个知名 IP 达成非独家合作，聚焦为消费者提供好而不贵的广泛拼搭类玩具产品。公司发展主要可以分为以下几个阶段：

(1) 早期探索阶段 (2014 年-2018 年)：2014 年公司前身葡萄科技成立，主要涉足儿童早教机、儿童平板电脑等领域；2016 年进行转型，明确了以积木为核心业务的发展方向，正式更名为“布鲁可”，凭借“1-6 岁儿童积木专家”的精准定位，开始在竞争激烈的玩具市场崭露头角。

(2) 持续布局阶段 (2019 年-2021 年)：2019 年公司进军拼搭角色类玩具市场，并着手进行相关产品的研发，并获得奥特曼 IP 授权，搭建了拼搭角色类玩具研发体系。

(3) 快速成长阶段 (2022 年至今)：经过 3 年的研发，2022 年公司正式推出拼搭角色类玩具以及自有 IP “英雄无限”，并持续获得约 50 个 IP 授权，拼搭角色类玩具矩阵进一步扩张，收入业绩实现高增，2023 年公司营收同比增长 169%。

图1：布鲁可 2022 年以来借助拼搭角色类玩具进入快速成长阶段

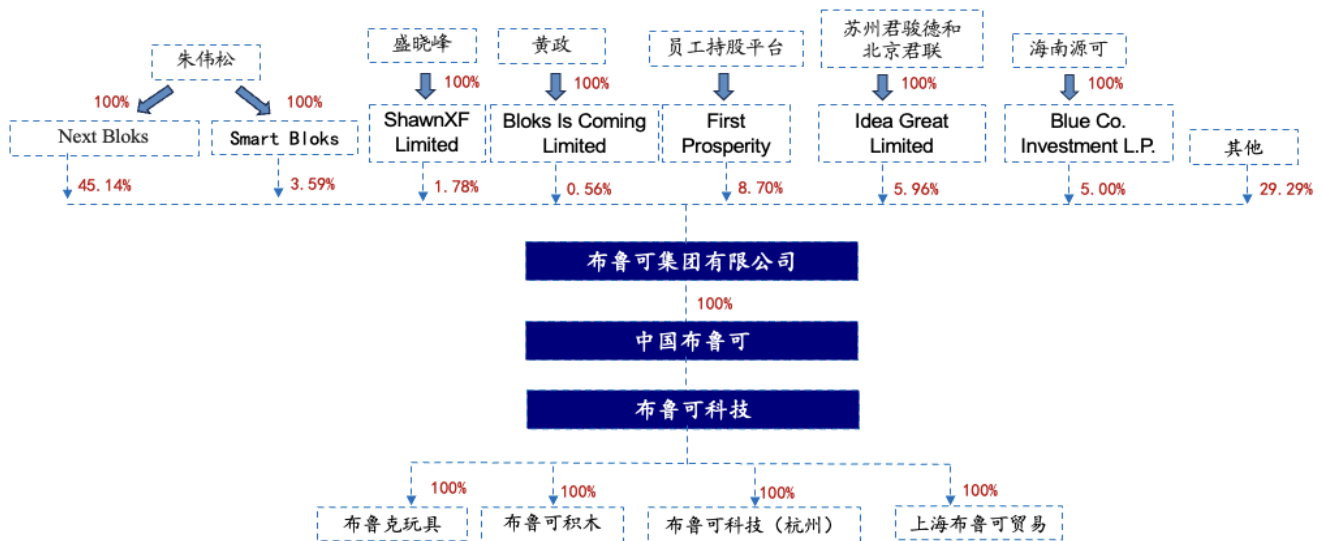


资料来源：公司招股书、开源证券研究所

1.2、股权结构：股权结构稳定，创始人股权占比较高

创始人股权占比较高，股权激励绑定核心员工。截至 2025 年 1 月 9 日，公司创始人朱伟松通过其 100% 控股公司 Next Bloks、Smart Bloks 间接持有公司 45.14%、3.59% 股权(合计 48.7%)，股权占比较高；另外公司执行董事兼总裁盛晓峰间接持有公司 1.78% 股权，副总裁黄政间接持有公司 0.56% 股权，股权激励平台 First Prosperity 持有 8.7% 股权。股权激励计划向朱伟松等 6 位高管及 68 名核心员工授予 2132 万股份，归属期 4-8 年不等，通过股权激励绑定核心员工长期利益，充分激发员工积极性。

图2：创始人股权占比较高，公司经营稳定



资料来源：公司公告、开源证券研究所（截至 2025 年 1 月 9 日）

高管行业经验丰富，在任时间长。公司创始人朱伟松在 2009 年联合创办游族网络，于 2014 年成功借壳上市，并在 2014 年底创办布鲁可，在公司管理经营上有丰富的经验，主要负责集团整体战略、业务发展和经营管理；执行董事兼总裁盛晓峰及副总裁谢磊均于 2015 年加入公司，拥有多年行业经验分别负责运营管理及海外市场以及产品研发和设计。

表1：公司高管行业经验丰富，在任时间长

姓名	职位	简介
朱伟松	董事长、执行董事兼首席执行官	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，2009 年联合创立上海游族信息技术有限公司，自创立至 2015 年 2 月担任该公司首席技术官，主要负责研发工作。2014 年 12 月创立布鲁可集团有限公司，担任执行董事兼董事长，主要负责集团整体战略、业务发展和经营管理。
盛晓峰	执行董事兼总裁	上海交通大学工业设计工程硕士，2005 年至 2015 年 5 月任职于英特尔技术开发（上海）有限公司及英特尔亚太研发有限公司，2015 年 9 月起担任布鲁可科技总裁，主要负责集团玩具业务的运营管理及海外市场。
谢磊	副总裁	上海交通大学工业设计学士，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 月于千方工业产品设计（上

姓名	职位	简介
		海)有限公司担任设计总监, 2015年7月加入集团并担任副总裁至今, 主要负责产品研发和设计。
黄政	副总裁	中国青年政治学院法学学士, 2001年7月至2012年6月任职于上海广播电视台及下属公司, 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, 2016年12月加入集团并担任副总裁至今, 主要负责集团人力资源管理及行政工作。
付轶方	首席财务官	四川大学文学学士, 美国肯特州立大学会计学硕士, 美国注册会计师协会会员, 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, 2018年1月至2020年10月担任哔哩哔哩股份有限公司高级财务总监, 2023年12月加入集团并担任首席财务官至今, 主要负责集团的会计和财务管理工作。
朱元成	副总裁兼董事会秘书	复旦大学法律硕士, 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, 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月加入集团并担任副总裁兼董事会秘书至今, 主要负责集团董事会事务、投资者关系及法律事务等工作。

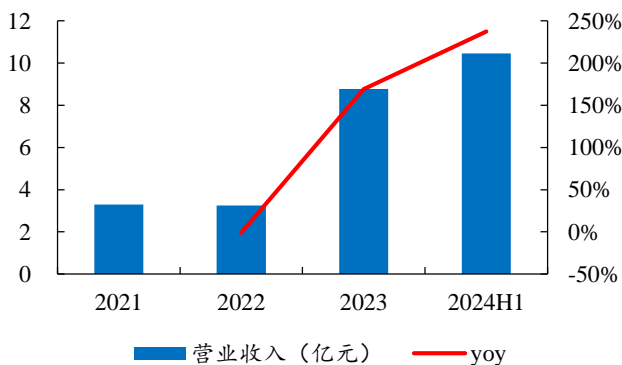
资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

1.3、财务情况: 收入快速增长, 毛利率持续改善

拼搭角色类玩具快速扩张, 收入持续高增。2021年公司实现营业收入3.30亿元; 2022年产品结构发生调整, 正式推出拼搭角色类玩具, 2022年实现营业收入3.26亿元(同比-1.3%, 下同); 借助奥特曼IP的火爆以及销售网络的快速扩张, 2023年公司实现营业收入8.77亿元(+169.3%); 2024H1实现营业收入10.46亿元(+237.6%), IP矩阵的拓展助力收入持续高增。

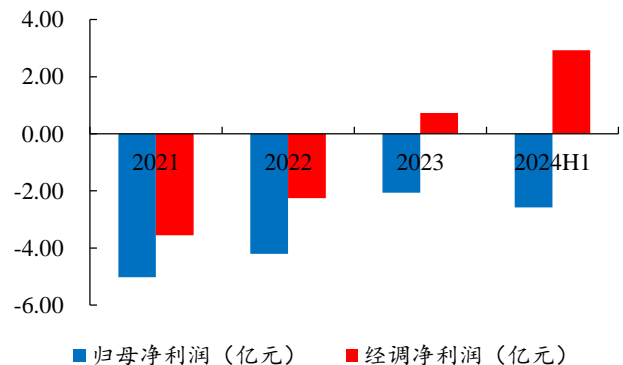
规模效应下利润实现改善, 2023年起经调利润实现扭亏。公司前期在渠道、研发等方面持续投入以实现产品及渠道快速扩张, 2021-2024H1年归母净利润分别为-5.03/-4.2/-2.06/-2.58亿元, 伴随公司拼搭角色类玩具推出及在市场上的优异表现, 2023年起公司经调整后净利润实现扭亏, 2023年经调净利润为0.73亿元; 2024H1经调净利润为2.92亿元。

图3: 公司2024H1营业收入10.46亿元(+237.6%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

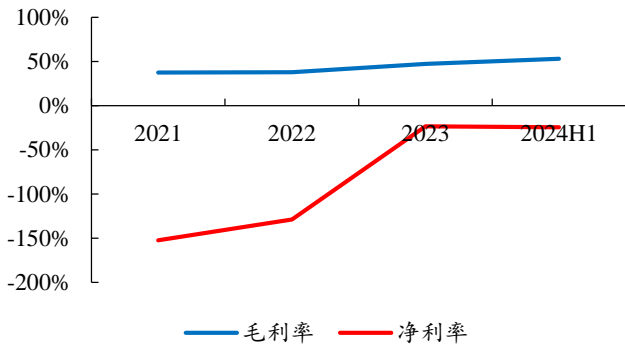
图4: 公司2024H1实现经调净利润2.92亿元



数据来源: Wind、公司招股书、开源证券研究所

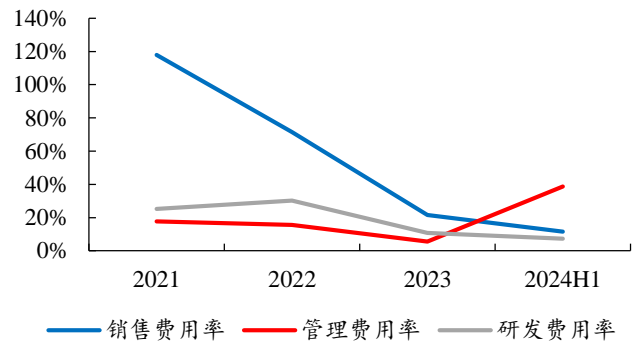
规模效应驱动毛利率显著提升，期间费用持续下行。自2022年公司拼搭角色类玩具推出后，收入规模快速增长，毛利率由2021年的37.4%提升至2024H1的52.9%；期间费用率同样受益于收入规模的扩张，由2021年的160.7%下降至2023年的38%，2024H1由于股权激励费用摊销计入管理费用，期间费用率上升至57.4%。

图5：公司2024H1毛利率为52.9% (+9.0pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

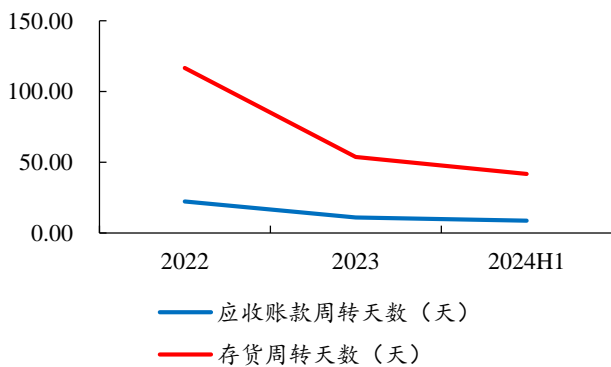
图6：规模效应下期间费用下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

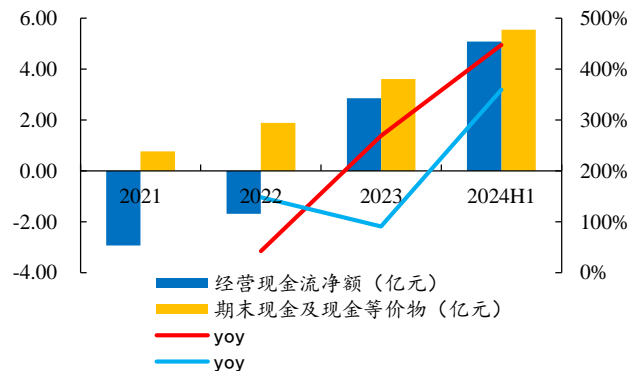
收入快速增长，营运能力持续提升。自2022年公司拼搭角色类玩具推出后，收入快速增长，营运能力持续提升，2023年公司存货周转天数及应收账款周转天数分别为53.6/11.0天，分别同比下降63.0/11.2天，2024H1存货周转天数及应收账款周转天数分别为41.6/8.7天，较2023全年分别下降12.0/2.3天。现金流方面，受益于角色拼搭类玩具的火爆，2023年公司经营性现金流净额为+2.85亿元，实现由负转正，2024H1经营性现金流为+5.08亿元，较2023全年大幅提升。

图7：公司营运能力持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024H1经营性现金流净额为+5.08亿元(+447.1%)

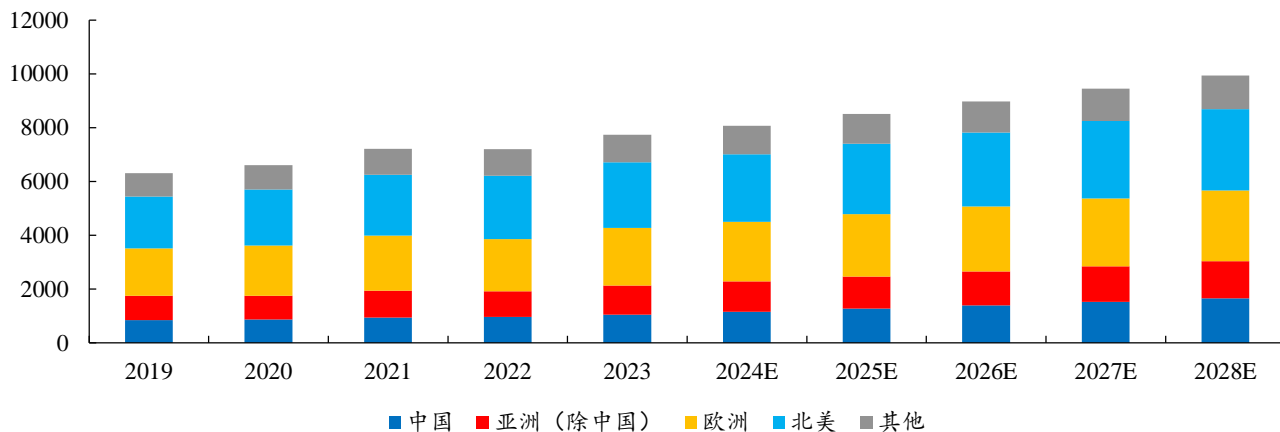


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、玩具行业：万亿市场，前景广阔

全球玩具市场规模超 8000 亿元，IP 衍生品助力市场快速扩容。根据弗若斯特沙利文，以 GMV 计算，全球玩具市场的规模从 2019 年的 6312 亿元增长至 2023 年的 7731 亿元，2019-2023 年 CAGR 为+5.2%；并预计 2028 年将增长至 9937 亿元，2023-2028 年 CAGR 为+5.1%。近年来各类影视、动漫 IP 衍生品受到欢迎，有效带动玩具市场持续扩容。

图9：全球玩具市场规模预计 2028 年增长至 9937 亿元（单位：亿元）

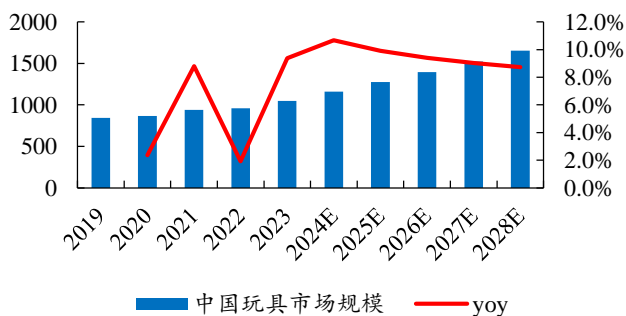


数据来源：公司招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

2.1、中国市场蓬勃发展，IP 玩具成市场主流

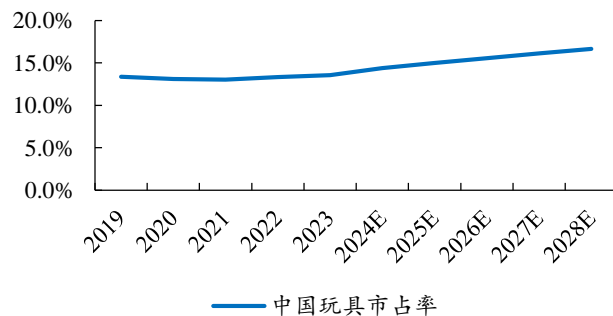
分地区来看，中国市场增速高，市占率有望持续提升。根据弗若斯特沙利文，以 GMV 计算，中国玩具市场规模从 2019 年的 845 亿元上升至 2023 年的 1049 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 5.6%，市占率从 13.4% 提升至 13.6%；由于近年来潮流玩具及国产 IP 热度持续提升，中国玩具消费人群加速扩张，叠加本土企业在产品研发、质量、运营等方面日趋成熟，预计 2028 年中国玩具市场规模有望提升至 1655 亿元，2023-2028 年 CAGR 为 9.5%，显著高于欧美等其他地区，市占率预计进一步提升至 16.7%。

图10：预计 2023-2028 年中国玩具市场规模 CAGR 为 9.5%（单位：亿元）



数据来源：公司招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图11：预计 2028 年中国玩具市场占有率将提升至 16.7%

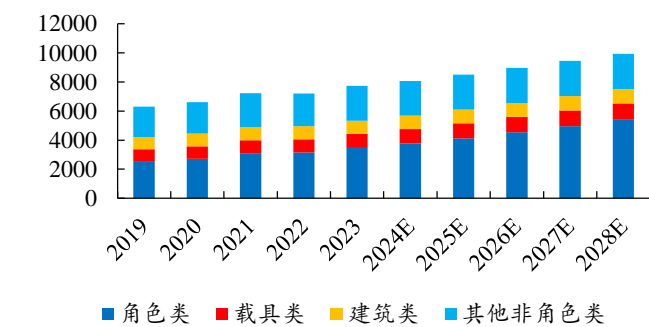


数据来源：公司招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

按玩具内涵来划分，可以分为 IP 玩具以及非 IP 玩具。其中 IP 玩具是基于知名知识产权相关的电影、动画、漫画、游戏、小说等流行文化领域中的角色、场景或故事元素开发而来的玩具，它依托于知名度较高的 IP，拥有较大的粉丝基础，其具有叙事性的丰富内容能与粉丝产生情感上的共鸣，在市场上受到广泛追捧，是玩具中的重要组成部分。根据弗若斯特沙利文，2023 年中国 IP 玩具市场规模为 676 亿元，占中国玩具市场的 64.4%。

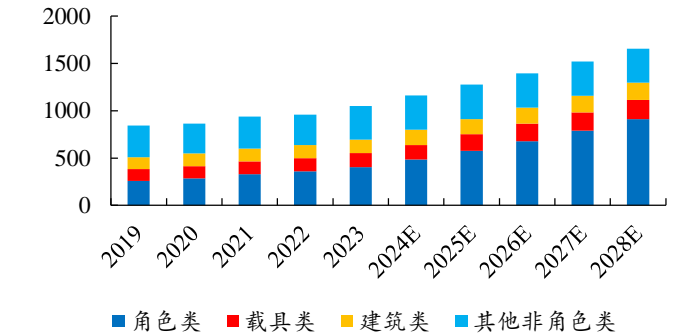
按玩具种类划分，可以分为角色类玩具、载具类玩具、建筑类玩具及其他非角色类玩具，其中角色类玩具大多以 IP 玩具为主，借助丰富的 IP 内容能够有效提高辨识度，同时兼具收藏属性，增速最快。根据弗若斯特沙利文，按以 GMV 计算，中国角色类玩具市场规模从 2019 年的 147 亿元上升至 2023 年的 237 亿元（CAGR 为 12.7%），并预计以 17.7% 的 CAGR 上升至 2028 年的 640 亿元。

图12：预计 2028 年全球角色类玩具市场规模为 5407 亿元（单位：亿元）



数据来源：公司招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

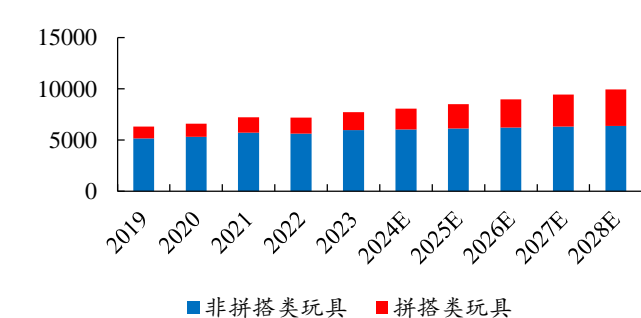
图13：预计 2028 年中国角色类玩具市场规模为 640 亿元（单位：亿元）



数据来源：公司招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

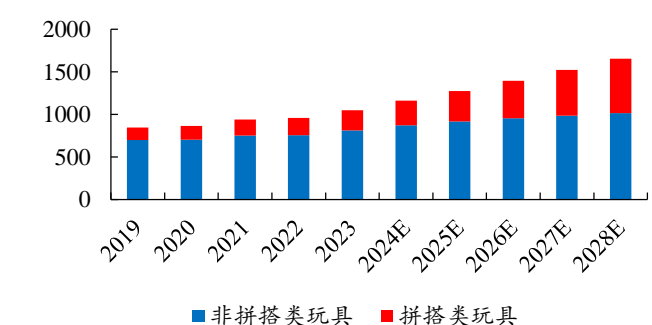
按玩具结构划分，可以分为拼搭类和非拼搭类玩具，拼搭类玩具一般需要投入一定时间，将各类不同形状、大小和功能的组建组合拼搭为不同形态的玩具成品，它既可以按照产品的设计思路拼成确定形态的成品，又可以根据自身个性化想法进行一定创意发挥，具备更强的可玩性和一致性。根据弗若斯特沙利文，按以 GMV 计算，中国拼搭类玩具市场规模从 2019 年的 147 亿元上升至 2023 年的 237 亿元（CAGR 为 12.7%），并预计以 22.1% 的 CAGR 上升至 2028 年的 640 亿元。

图14：预计 2028 年全球拼搭类玩具市场规模为 3546 亿元（单位：亿元）



数据来源：公司招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图15：预计 2028 年中国拼搭类玩具市场规模为 640 亿元（单位：亿元）

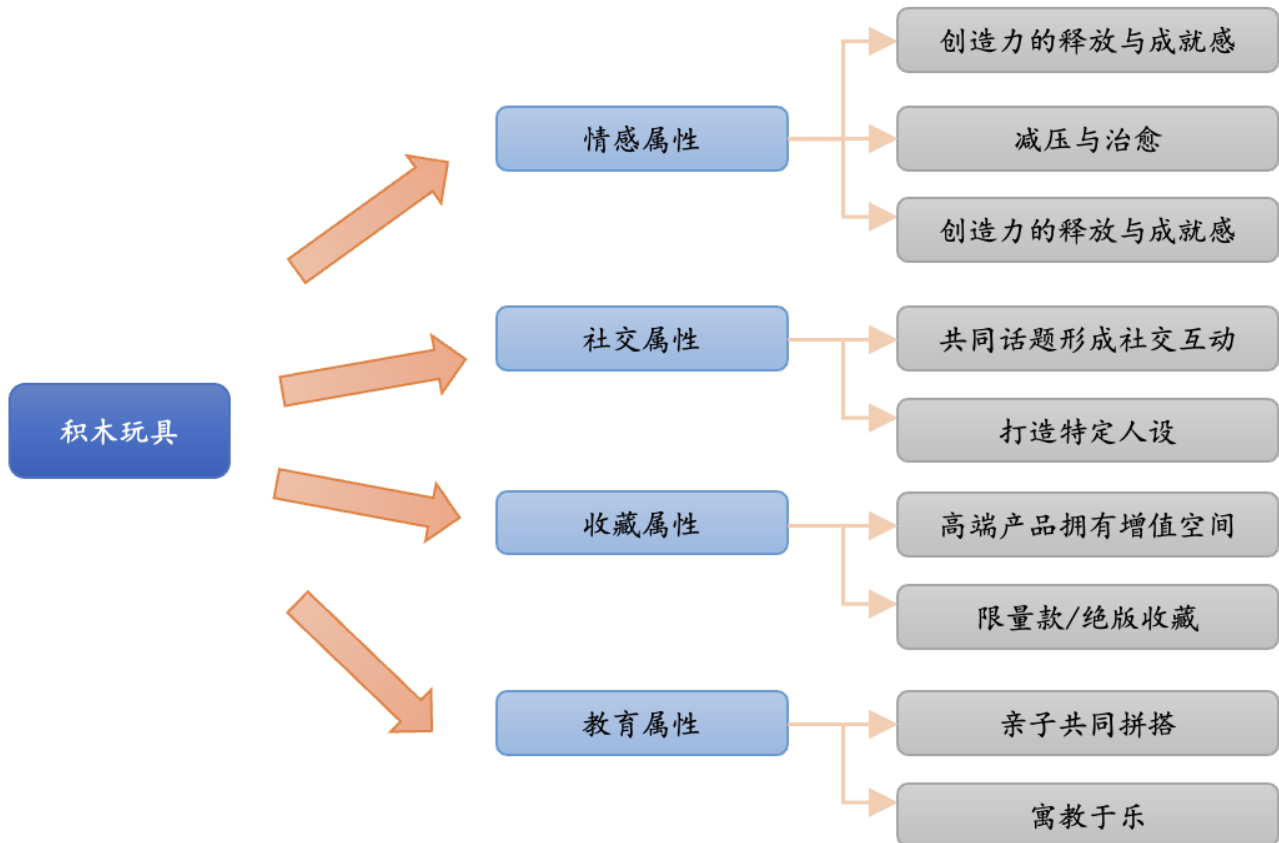


数据来源：公司招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

2.2、角色拼搭类玩具：快速增长细分市场

积木玩具是指木制或塑料材质的、具有一定规格和形状，且可以进行不同的排列、组装形成各种不同的形状和结构样式的玩具，具有应用场景多样(亲子陪伴、益智教育、圈层社交、专业收藏等)、受众群体广泛(覆盖不同年龄段)、价值属性多元(情感属性、社交属性、收藏属性、教育属性)的特点。

图16：积木玩具具有多种属性



资料来源：开源证券研究所

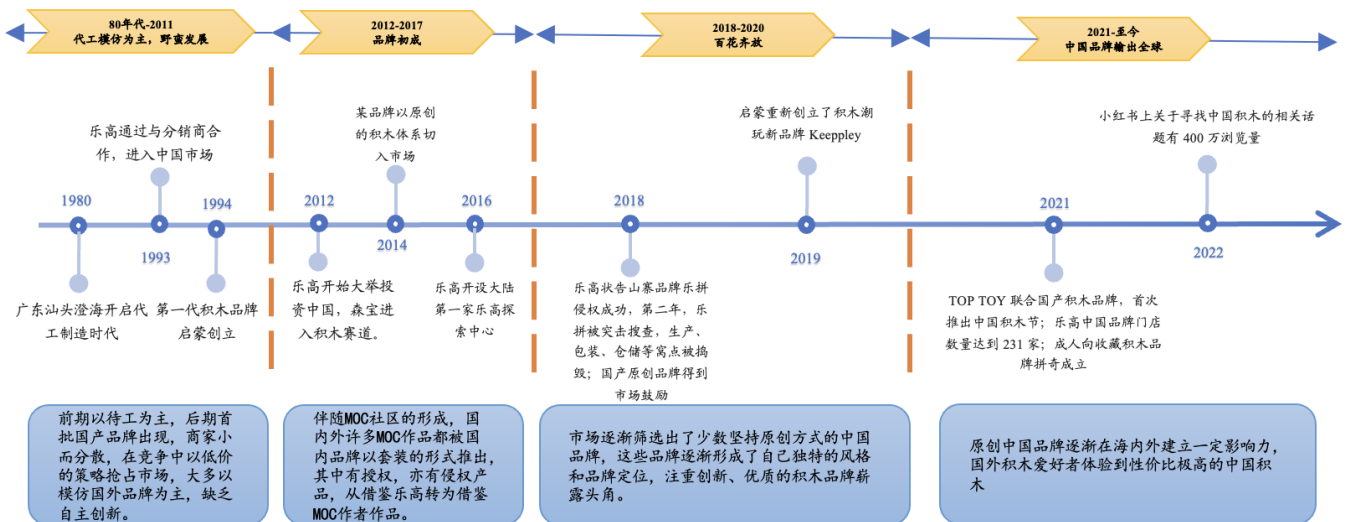
国内积木品牌的发展大致历经三个阶段：

(1) 代工阶段：夯实制造基础，但受困于价值链低端，我国是全球积木重要的产地，汕头澄海等地依托劳动力成本优势和政策支持，形成了全球规模最大的积木产业集群。代工模式下，中国企业积累了模具开发、注塑工艺、质量控制等核心制造技术，为后续自主品牌提供了供应链保障，2010年前国内大量企业以代工起家，但这一阶段国内积木行业发展相对粗放，原创设计能力弱。

(2) 国产品牌崛起：从“制造红利”转向“设计+文化红利”，随2015年后国家加强知识产权保护，打击盗版积木，倒逼企业转向原创。新一代国产积木品牌更加注重原创设计及品牌打造，启蒙、森宝等推出新积木品牌，布鲁可、中国积木的新品牌成立并做大。

(3) 出海扩张：性价比优势与本土化挑战并存，国内品牌凭借供应链优势，成本控制能力较强，国产积木价格仅为乐高同规格产品的 1/3-1/2，如森宝 2000 片航天套装定价 599 元，乐高同类产品售价超 1200 元；以中等价格带积极在国内扩张的同时，也陆续在海外开设门店或经销渠道，启动出海道路。

图17：中国品牌凭借精细化的制造及卓越的设计能力强势崛起



资料来源：灼识咨询、开源证券研究所

拼搭角色类玩具市场快速成长，市场集中度较高。根据弗若斯特沙利文，按以 GMV 计算，中国拼搭角色类玩具市场规模从 2019 年的 12 亿元上升至 2023 年的 58 亿元 (CAGR 为 49.6%)，并预计以 41.3% 的 CAGR 上升至 2028 年的 325 亿元。按 2023 年 GMV 计算，布鲁可市场份额全球第三，中国第一。全球市场份额前三分别为万代/乐高及布鲁可，市占率分别为 39.5%/35.9%/6.3%；中国市场份额前三分别为布鲁可/万代/乐高，市占率分别为 30.3%/20.0%/14.8%。

图18：2023 年全球拼搭角色类玩具 CR3 为 81.7%

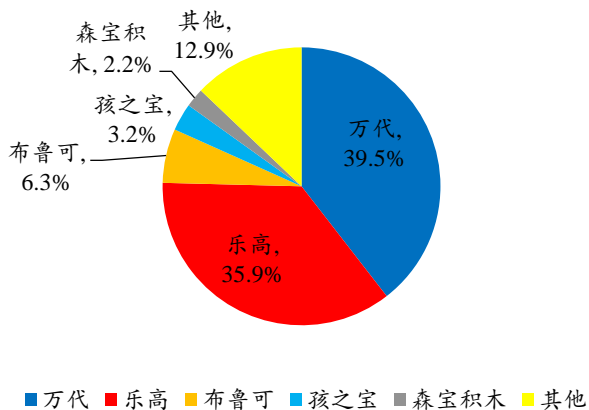
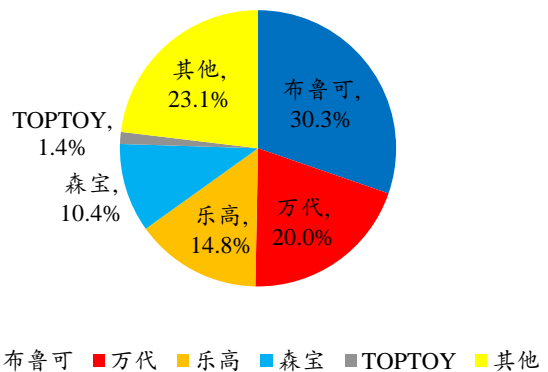


图19：2023 年中国拼搭角色类玩具 CR3 为 65.1%



数据来源：公司招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

数据来源：公司招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

国内本土参与者较多，多产品系列形成差异化竞争。国际品牌如乐高凭借高端定位、强大的品牌影响力和丰富的 IP 合作（如迪士尼、漫威）占据市场主导地位，其线下渠道覆盖广泛，通过专卖店、大型商超（如玩具反斗城）及教育机构合作强化体验式营销，本土品牌中，布鲁可凭借全价位、全人群策略快速崛起，通过超 500 家经销商覆盖 15 万个网点，形成密集的终端销售网络，其他本土企业如森宝（热门 IP 合作）和启蒙积木（教育功能）则通过差异化产品与高性价比抢占中端市场。

表2：国内积木行业本土参与者较多

公司	成立时间	产品定位	IP 及系列储备	线下渠道	线上渠道
布鲁可	2014 年	为消费者提供好而不贵的广泛拼搭类玩具产品	自有 IP: 英雄无限、百变布鲁克； 授权 IP: 奥特曼、变形金刚等超 50 个	500+经销商及委托销售	天猫、京东、抖音、拼多多、微信小程序等
乐高	1932 年	产品类型丰富，涵盖各个年龄段	经典积木系列、主题拼装系列、 IP 合作系列（星球大战、哈利波特、漫威等）	超 500 家线下门店（直营与经销相结合）	天猫、京东等
万代	1950 年	以中高端成人客群为主	自有 IP: 高达、圣斗士、奥特曼等	6 家直营门店+经销商模式	天猫、京东等
森宝积木	2003 年	为儿童和成人提供创意、益智的积木玩具	儿童系列、创意系列、授权系列（流浪地球、航母、航天等）、教育系列	经销	天猫、京东、抖音、小红书等
启蒙积木	1994 年	产品线丰富、涵盖多主题系列	儿童启蒙系列、创意拼搭系列、 授权系列（故宫、奥特曼等）、教育系列、收藏系列	经销	天猫、京东、抖音、微信小程序等
TOPTOY	2020 年	潮玩集合店	自有 IP: Twinkle、Yoyo、Tammy 等 授权 IP: 三丽鸥、迪士尼、漫威等	约 200 家门店	京东、小红书、微信小程序等
邦宝益智	2003 年	以益智教育为核心，注重产品品质创新	消防系列、警察系列、科教系列等	直销、经销	天猫、京东、抖音、微信小程序等

资料来源：天猫、各公司官网等、开源证券研究所

3、核心优势：IP 资源运营变现能力强，产品开发及渠道优势显著

3.1、IP&产品：IP 矩阵丰富，高效开发实现全年龄段产品布局

公司采用系统化的方法进行 IP 开发、选择及管理，建立起了丰富的 IP 矩阵，目前拥有英雄无限及百变布鲁克两大自有 IP 以及奥特曼、变形金刚、假面骑士等约 50 个热门 IP 的授权。

图20：公司拥有百变布鲁可及英雄无限两大自有 IP



资料来源：公司招股书

图21：公司拥有奥特曼、变形金刚等约 50 个热门 IP 授权



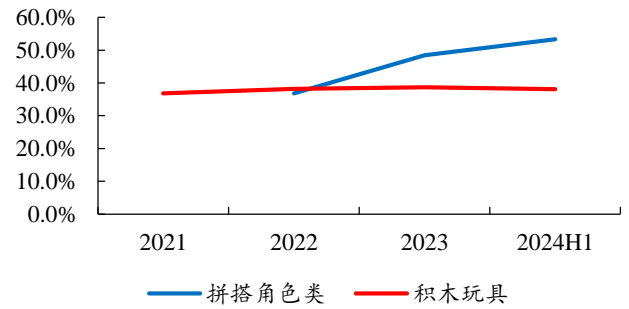
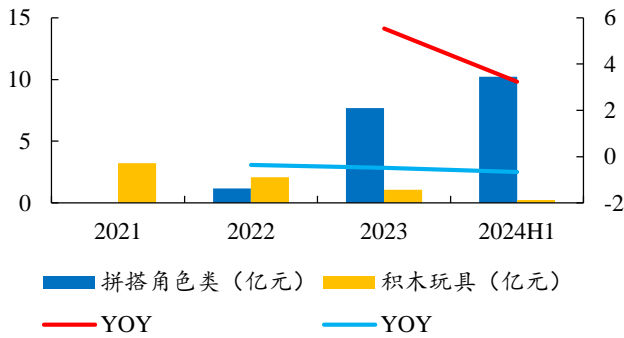
资料来源：公司招股书

3.1.1、全年龄段产品布局，价格带下探抢占市场份额

按产品拆分收入来看，拼搭角色类玩具快速增长，积木玩具呈收缩态势。2022 年公司拼搭角色类及积木玩具分别收入 1.18/2.07 亿元，2023 年拼搭角色类玩具收入快速增长，拼搭角色类及积木玩具分别收入 7.69/1.06 亿元 (+553.5%/-48.6%)；进入 2024 年，拼搭角色类玩具仍然呈现良好增长态势，规模效应下毛利率明显提升，2024H1 拼搭角色类及积木玩具分别收入 10.23/0.23 亿元 (+323.8%/-66.3%)。

图22: 公司 2024H1 拼搭角色类玩具收入 10.23 亿元 (+323.8%)

图23: 2024H1 拼搭角色类玩具毛利率为 53.3%



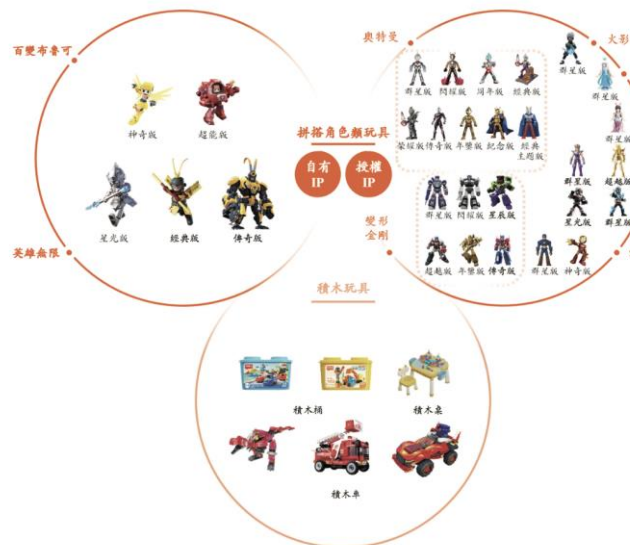
数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

研发机制高效，快速建立覆盖全年龄段的产品矩阵。截至 2024 年 6 月 30 日，公司共拥有 431 个在售 SKU，其中 116 个面向 6 岁以下儿童，295 个面向 6-16 岁人群，20 个面向 16 岁以上人群。通过高效的研发机制，公司拼搭角色类产品从概念探索到量产周期为 6-7 个月（行业平均水平为 10-12 个月），2023 年至 2024H1，公司每季度高频地推出 30-90 款产品，实现全年龄段产品矩阵的快速覆盖，公司在 2023 年共推出 197 款 SKU，并计划 2024 年和 2025 年分别推出约 400 款和 800 款 SKU。

图24: 公司快速建立覆盖全年龄段的产品矩阵

图25: 2023 年至 2024H1 公司每季度高频推出 30-90 款产品



资料来源: 公司招股书

资料来源: 公司招股书

产品价格带下探,快速抢占市场份额。公司当前产品主流价格带覆盖 9.9-399 元,能够广泛满足消费者平价、中端以及高端需求,2024H1 奥特曼/变形金刚/英雄无限产品均价格分别为 20/22/12 元 (-9.1%/+22.2%/-53.8%),变形金刚均价上涨主要因为 2023H1 同期产品推新较少,未完成多价格带覆盖,综合来看公司头部 IP 产品价格带有下探趋势,快速抢占中低端市场份额。2024 年 11 月及 2025 年 2 月,公司推出定价 9.9 元的变形金刚星辰版,进一步拓展下沉市场。

表3: 公司产品价格带下探快速抢占市场份额

		2021	2022	2023	2024H1
奥特曼	销量(千件)		5932	26629	29470
	平均售价(元)		19	21	20
变形金刚	销量(千件)			5387	8845
	平均售价(元)			23	22
英雄无限	销量(千件)		89	3240	14500
	平均售价(元)		21	20	12
百变布鲁可	销量(千件)	1501	718	390	86
	平均售价(元)	95	116	131	112

数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

图26: 变形金刚星辰版定价 9.9 元拓展下沉市场

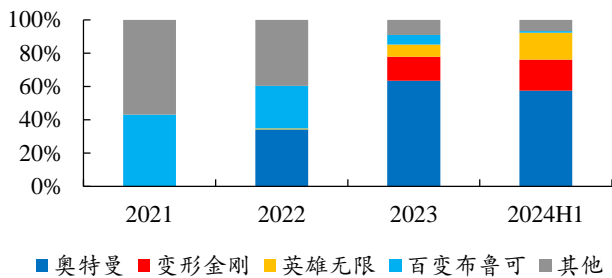


资料来源: 布鲁可积木公众号

3.1.2、IP: 核心 IP 运营优异, 续签风险小

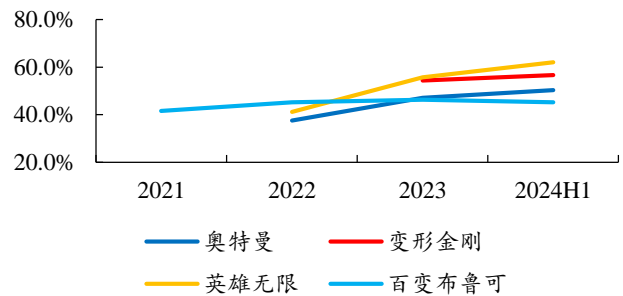
拆分 IP 来看, 奥特曼为公司的核心 IP, IP 矩阵呈现多元化趋势。公司的主要收入来源为奥塔曼、变形金刚及英雄无限, 2023 年收入分别为 5.57/1.25/0.64 亿元, 2024H1 分别收入 6.01/1.95/1.70 亿元 (+195%/+4193%/818%), 维持良好增长态势, 截至 2024 年 6 月 30 日, 公司在售奥特曼 SKU 共 134 个, 变形金刚 SKU 共 64 个, 英雄无限共 53 个; 2024H2 公司又新推出宝可梦、假面骑士、圣斗士等新 IP, IP 矩阵呈现多元化趋势。

图27：2024H1 公司奥特曼产品收入占比为 57.4%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

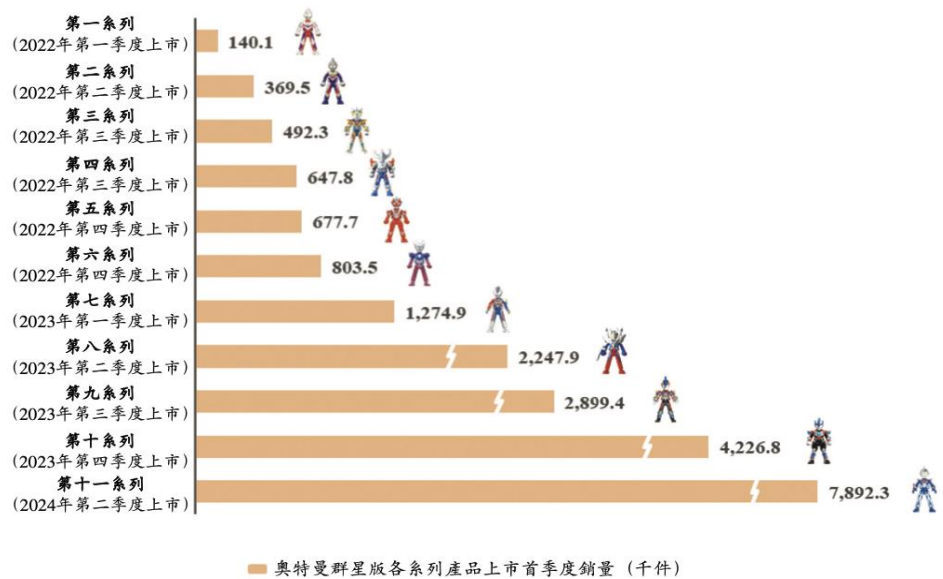
图28：2024H1 奥特曼产品毛利率为 50.4%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

核心 IP 运营优异，品牌声量放大代代表现更优。奥特曼是公司收入等主要来源之一，以奥特曼群星版为例，截至 2024 年 6 月 30 日，公司共推出了十一个群星版系列，每一代首季度销量均优于上一代，品牌声量日渐放大，其中 2024Q2 上市的奥特曼群星版第十一系列首季度销量 789.2 万件，相较于第十系列提升 86.7%。

图29：核心 IP 奥特曼主力系列销量快速增长



资料来源：公司招股书

IP 储备丰富，续签风险小。目前行业中 IP 授权通常为 1-3 年，到期后不会自动续签。以奥特曼为例，新创华拥有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，自 2021 年以来已经成功 3 次延长授权，目前公司在中国的奥特曼授权已延长至 2027 年，变形金刚授权已延长至 2028 年。热门 IP 授权一般采取保底收入+销售额分成模式，且公司产品成功能够持续提高 IP 影响力，因此公司利益与 IP 版权方利益较为一致，综合考虑下 IP 续签风险小，公司收入快速增长能够实现双方多方面共赢。

表4：公司 IP 储备丰富，续签风险小

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	2027 年
		北美洲、欧洲及部分亚洲地区	2025 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	亚洲 9 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 版权方	中国	2027 年
芝麻街	IP 版权方	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲约 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	2026 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

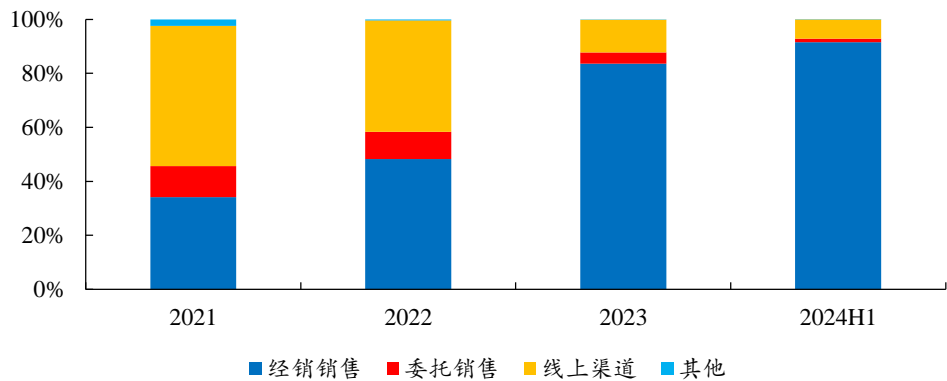
资料来源：公司招股书、开源证券研究所

3.2、渠道&运营：线下布局深入，高效营销深度触达消费者

公司建立了多渠道的销售网络，其中包括线上渠道和线下渠道（经销及委托销售），目前以线下销售为主。

线下渠道：公司的经销商大多为各地的玩具、文化及创意产品经销商，包括玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等。公司 2021-2023 年及 2024H1 线下渠道分别收入 1.51/1.90/7.69/9.71 亿元，分别占比 45.7%/58.3%/87.7%/92.9%，线下占比显著提升。

线上渠道：公司线上布局天猫、京东、拼多多、抖音以及微信小程序，2021-2023 年及 2024H1 线上收入分别为 1.71/1.34/1.06/0.75 亿元，占比 51.8%/41.3%/12.1%/7.1%。

图30：公司销售以线下为主要渠道


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

产品力+品牌知名度吸引经销商，销售返利绑定核心利益。公司线下销售网络主要包含经销商和委托销售，公司优秀的产品力和品牌知名度吸引了大量渠道合作伙伴形成合作，截至2024年6月30日，公司经销商数量超500家，有效覆盖一二线城市、超过80%的三线及以下城市及部分海外地区。公司通常按经销商年销售额的1%至2%提供返利，经销商期间内达到规定的销售目标可享受返利并用返利抵扣采购货款，同时对于信誉良好的经销商给予账期。

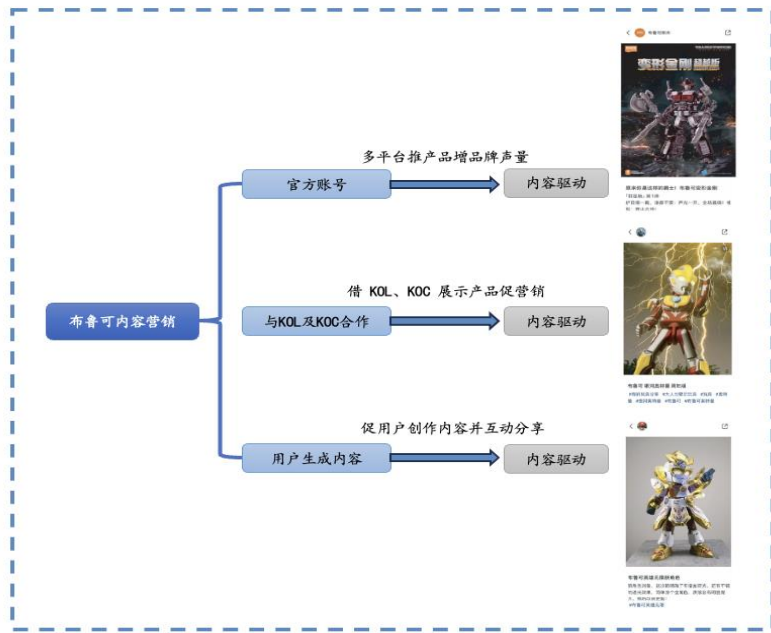
表5：公司经销商超500家

单位 (家)	2021	2022	2023	2024H1
一线城市	42	67	78	93
二线城市	107	177	207	254
三线及以下城市	55	96	111	128
其他 (海外经销商)	21	14	19	36

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

线上电商平台与私域流量并行，多样玩法建立消费者社区。公司的线上渠道主要布局天猫、京东、抖音、拼多多等大型电商平台，同时拥有自营微信小程序“布鲁可积木人 CLUB”，小程序拥有盲盒抽取、玩家秀、共创基地、图鉴注册体系等，多样的玩法建立起消费者社区，以增强消费者粘性及复购率。截至2024年6月30日，布鲁可微信小程序共拥有注册会员约200万，约80%会员至少购买一件产品。

图31: 多样玩法建立消费者社区



资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

内容驱动互联网营销策略，高效深度触达消费者。公司在小红书、快手、微博等渠道进行独特的内容营销，通过官方账号、与 KOL 及 KOC 合作及用户生成内容等手段，有效解除并维持广泛的消费者、粉丝及 BFC 群体。

图32: 高效营销策略深度触达消费者



资料来源: 布鲁可小程序、开源证券研究所

3.3、供应链：标准化生产规模效应显著

公司拼搭角色类玩具生产主要包含五个环节，分别为开模、注塑、打印/喷漆，及生产完成后的分拣及包装。公司在多个环节拥有专利布局，截至 2024 年 12 月 22 日，公司在中国已拥有 512 项专利，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。通过模具创新实现了 0.004 毫米的磨具精度。

图33：公司拼搭角色类玩具生产主要包含五个环节



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

合作工厂体系完善，自营工厂待启动建设。截至 2024 年 6 月 30 日，公司有 6 家专业合作工厂，在资质、产品质量、产能、自动化能力、模具及设备等方面都处于行业前列。为了扩大和优化生产资源，公司计划投资专注于生产拼搭角色类玩具的自有规模化工厂，预计于 2026 年底完工，设计产能为每月约 900 万件。

图34：公司合作工厂体系完善，各方面条件处于行业前列



资料来源：公司招股书

拼搭结构及关键关节实现标准化生产，规模效应显著。公司产品从人体结构获取灵感，通过标准件与特征件相结合的方式还原可以拼搭、造型及定制的角色。标准件主要作为拼搭角色类玩具的结构和关节，在同样尺寸不同型号的产品之间可以共用；特征件主要为拼搭角色类玩具的外观部分。标准件的生产更容易实现标准化生产，可以有效减少开模等相关成本，规模效应显著。

图35：拼搭结构及关键关节实现标准化生产，规模效应显著



资料来源：公司招股书

4、盈利预测

4.1、关键假设

收入端：布鲁可作为拼搭角色类玩具龙头企业，预计借助以奥特曼为主的多样化 IP 矩阵进一步深化产品布局，看好奥特曼产品收入持续向好，变形金刚、宝可梦、英雄无限等 IP 加速放量。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 21.19/31.96/42.28 亿元，分别同比增长 141.7%/50.8%/32.3%。关键假设如下：

- (1) **拼搭角色类玩具：**公司目前的主要收入来源，我们预计奥特曼收入将维持增长态势，收入占比逐渐降低；自有 IP 英雄无限和其他授权 IP 变形金刚、宝可梦、假面骑士等快速增长，伴随 2025 年产品价格带进一步下沉，持续抢占市场份额。我们预计 2024-2026 年拼搭角色类玩具收入分别为 20.55/31.31/41.64 亿元，分别同比+167%/+52%/+33%。
- (2) **积木玩具：**公司早期探索阶段主要业务，近几年由于战略调整，营收逐步收缩，我们预计 2024-2026 年积木玩具实现收入 0.64/0.64/0.64 亿元。

利润端：拼搭角色类玩具由标准件+结构件组成，随着规模效应的加强，我们认为成本有望进一步降低，毛利率有望持续提升。我们预计 2024-2026 年公司的毛利率为 53.3%/54.1%/54.5%，各项费用率维持稳定。2024-2026 年公司归母净利润为 1.86/8.36/11.80 亿元，分别同比扭亏/+349.7%/+41.2%。

表6: 预计 2024-2026 年公司归母净利润为 1.86/8.36/11.80 亿元

(百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	329.8	325.6	876.7	2119.3	3195.6	4227.9
YOY		-1%	169%	142%	51%	32%
归母净利润	-502.6	-419.9	-206.1	185.8	835.5	1179.8
YOY		16.46%	50.92%	190.15%	349.68%	41.21%
毛利率	37.4%	37.9%	47.3%	53.3%	54.1%	54.5%
按产品拆分						
拼搭角色类	0.0	117.7	769.0	2055.0	3131.3	4163.6
			554%	167%	52%	33%
毛利率		36.8%	48.4%	53.8%	54.4%	54.7%
自有 IP	0.0	1.9	64.2	395.2	684.9	976.8
			3343%	516%	73%	43%
毛利率		41.2%	55.7%	62.1%	62.3%	62.4%
英雄无限	0.0	1.9	64.2	385.2	654.9	916.8
YOY			3343%	500%	70%	40%
其他	0.0	0.0	0.0	10.0	30.0	60.0
YOY					200%	100%
授权 IP	0.0	115.8	704.8	1659.7	2446.5	3186.7
			509%	135%	47%	30%
毛利率		36.7%	47.8%	51.8%	52.2%	52.4%
奥特曼	0.0	111.5	556.7	1169.1	1519.8	1747.8
YOY			399%	110%	30%	15%
毛利率		37.5%	47.1%	50.8%	51.0%	51.2%
变形金刚	0.0	0.0	125.0	374.9	637.4	860.5
YOY				200%	70%	35%
毛利率			54.4%	57.0%	57.5%	57.8%
其他	0.0	4.3	23.1	115.7	289.2	578.5
YOY			47.8%	400%	150%	100%
毛利率		16.1%	28.5%	45.0%	47.0%	48.0%
			435%			
积木玩具	321.7	206.7	106.3	63.8	63.8	63.8
YOY		-36%	-49%	-40%	0%	0%
毛利率	36.8%	38.2%	38.7%	38.0%	38.0%	38.0%
其他	8.1	1.3	1.4	0.5	0.5	0.5
YOY		-85%	9%	-60%	0%	0%

数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

4.2、相对估值

公司是国内拼搭角色类玩具龙头公司,在 IP 矩阵扩充、全年龄段产品持续覆盖、渠道加速拓展下,业绩有望保持较高速增长。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 1.86/8.36/11.80 亿元,分别同比扭亏/+349.7%/+41.2%,EPS 分别为 0.7/3.4/4.7 元,对应 PE 分别为 145.1/32.3/22.8 倍。我们选取主营业务相似的泡泡玛特、名创优品、奥飞娱乐及晨光股份作为可比公司,2025 年可比公司平均 PE 为 34.3 倍,高于公司 2025 年 32.3 倍 PE,考虑到公司 IP 资源运营变现能力强,产品开发及渠道优势显著,首次覆盖给予“买入”评级。

表7: 2025 年可比公司平均 PE 为 34.3 倍

公司名称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				EPS(元)				PE(倍)			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
泡泡玛特	1,390.4	10.82	27.00	35.93	45.35	0.8	2.0	2.7	3.4	137.1	54.9	41.3	32.7
名创优品	443.9	22.53	27.29	33.85	41.58	1.8	2.2	2.7	3.3	20.0	16.5	13.3	10.8
奥飞娱乐	140.3	0.94	1.27	2.27	3.11	0.1	0.1	0.2	0.2	164.2	121.6	68.0	49.6
晨光股份	256.9	15.27	15.59	18.16	20.95	1.7	1.7	2.0	2.3	17.3	16.9	14.5	12.6
平均										84.7	52.5	34.3	26.4
布鲁可	230.2	-2.06	1.86	8.36	11.80	-0.8	0.7	3.4	4.7	-130.8	145.1	32.3	22.8

数据来源: Wind、开源证券研究所、(收盘日期为 2025 年 3 月 11 日,表中公司盈利预测均来自开源证券研究所,2025 年 3 月 12 日汇率: 1 港币=0.92227 人民币)

5、风险提示

奥特曼 IP 热度下降风险: 目前公司奥特曼产品收入超总收入一半,奥特曼热度下行可能对公司收入产生影响。

行业竞争加剧: 国内积木赛道玩家较多,行业竞争加剧可以导致价格战,从而影响公司收入增长及毛利率水平。

IP 版权续签风险: 目前公司除了英雄无限及百变布鲁可外 IP 均为授权 IP,若 IP 版权续签失败可能导致产品无法售卖,从而对公司收入产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1664	682	1242	2658	4561
现金	199	370	671	1729	3268
应收账款	1403	236	424	710	1007
存货	61	76	147	218	286
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	282	330	396	476	571
固定资产及在建工程	23	48	57	69	82
无形资产及其他长期资产	259	283	339	407	489
资产总计	1946	1013	1638	3133	5132
流动负债	1738	731	961	1275	1596
短期借款	5	0	0	0	0
应付账款	119	260	405	601	788
其他流动负债	1614	471	556	675	808
非流动负债	0	1407	1585	1890	2089
长期借款	7	7	7	7	7
其他非流动负债	1578	1883	2082	2427	2926
负债合计	3323	2621	3050	3710	4528
股本	0	0	0	0	0
储备	-1366	-1606	-1420	-585	595
归母所有者权益	-1366	-1606	-1420	-585	595
少数股东权益	2	10	10	10	10
负债和股东权益总计	1959	1025	1640	3135	5134

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-169	285	313	970	1320
净利润	-420	-206	186	836	1180
折旧和摊销	39	45	54	64	77
营运资本变动	40	147	-120	-152	-175
其他	172	299	193	222	238
投资活动现金流	251	-43	-52	-62	-75
资本开支	23	43	52	62	75
其他	228	-87	-104	-125	-150
融资活动现金流	31	-70	41	151	293
股权融资	382	1194	0	0	0
银行借款	1	-43	41	151	293
其他	-352	-1221	0	0	0
汇率变动对现金的影响	-1	0	0	0	0
现金净增加额	113	172	302	1058	1539
期末现金总额	189	361	662	1721	3260

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	326	877	2119	3196	4228
营业成本	202	462	989	1467	1924
销售费用	233	189	233	342	440
管理费用	51	49	445	89	110
其他收入/费用	12	6	6	6	6
营业利润	-246	88	309	1112	1537
净财务收入/费用	-2	-2	-80	-80	-80
其他利润	-209	-276	0	0	0
除税前利润	-457	-190	229	1032	1457
所得税	-34	18	44	196	277
少数股东损益	-3	-1	0	0	0
归母净利润	-420	-206	186	836	1180
EBITDA	-381	-161	239	900	1257
扣非后净利润	-420	-206	186	836	1180
EPS(最新摊薄)	-1.68	-0.83	0.75	3.35	4.73

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-1.3	169.3	141.7	50.8	32.3
营业利润(%)	-37.9	-135.6	252.6	259.3	38.2
归属于母公司净利润(%)	-16.5	-50.9	-190.2	349.7	41.2
获利能力					
毛利率(%)	37.9	47.3	53.3	54.1	54.5
净利率(%)	-129.0	-23.5	8.8	26.1	27.9
ROE(%)	30.5	12.8	-13.2	-145.0	195.5
ROIC(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
偿债能力					
资产负债率(%)	170.8	258.8	186.2	118.4	88.2
净负债比率(%)	-130.5	-140.3	-193.8	-710.7	1040.9
流动比率	1.0	0.9	1.3	2.1	2.9
速动比率	0.9	0.8	1.1	1.9	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	1.6	1.3	1.0	1.0
应收账款周转率	0.2	1.1	5.0	4.5	4.2
应付账款周转率	1.9	2.4	2.4	2.4	2.4
存货周转率	3.1	6.7	6.7	6.7	6.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.7	-0.8	0.7	3.4	4.7
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.7	1.1	1.3	3.9	5.3
每股净资产(最新摊薄)	-5.5	-6.5	-5.7	-2.3	2.4
估值比率					
P/E	-64.2	-130.8	145.1	32.3	22.8
P/B	-159.8	94.6	86.2	27.8	20.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所**上海**

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn