



布鲁可 (00325.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

本土积木人龙头，多 IP 矩阵+下沉市

场拓展驱动未来增长

投资逻辑

公司：依托积木人品类红利崛起，本土角色类拼搭玩具龙头。2022 年转型专注做人形积木，随奥特曼积木人热度持续提升，23 年来收入爆发式增长，23/24 年收入 8.77/22.4 亿元、同比 +169%/+156%。规模效应显现毛利率优化，内容营销策略致销售费用率下降明显，24 年毛利率/销售费用率分别为 52.6%/12.6%，经调净利润 5.85 亿元、经调净利率 26.1%。据沙利文，以 23 年 GMV 计算，布鲁可在中国角色类拼搭玩具市占率为 30.3%、位列第一。公司 25 年 1 月 10 日上市，募集资金净额 17.9 亿港元，用于丰富 IP 矩阵、建造工厂、增强产品设计及开发能力等。

竞争优势：差异化定位，出色的产品开发与运营。公司产品正版授权，卡位低尺寸、低价位积木人赛道，盲盒占比高、可玩性强、IP 神韵还原度高、拼搭体验感好，主打高性价比，叠加广泛的终端网点覆盖，快速起量。1) 高性价比：定价区间布局完整 (9.9-399 元)，50 元以下价格带产品优势显著；2) 中国玩具强供应链赋能，SKU 丰富且持续优化迭代，上新频率快 (每季度推出 30-90 款 SKU)，成功率高，同时围绕 IP 推出多版本满足不同年龄段消费者的需求。

成长性：多 IP 矩阵+下沉网点发展。1) 多 IP 矩阵：前四大 IP 引领增长 (24 年合计占比 90%+)，奥特曼/变形金刚/英雄无限 (自有) 收入 10.96/4.54/3.1 亿元、同比 +97%/+263%/+383%，假面骑士收入 1.7 亿元，截至 24 年末已经获得约 50 个 IP 授权，25 年重点打造小黄人、名侦探柯南等 IP，拓宽女性和成人消费群体占比。2) 下沉市场网点发展：22 年转向以经销商为核心的线下销售渠道，截至 1H24，已覆盖了约 15 万个线下网点，一二线城市网点基本全部覆盖，网点拓展主要在下沉市场。

盈利预测、估值和评级

坚持“全人群+全价位+全球化”战略，看好积木人龙头成长性。预计 25-27 年公司经调整净利润 9.08/12.69/16.67 亿元、同比 +55%/+40%/+31%，给予 25 年 35 倍 PE，目标价 136.71 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

IP 授权续签/多 IP 拓展不及预期，行业竞争加剧，多品类拓展不及预期；IP 热度下降。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

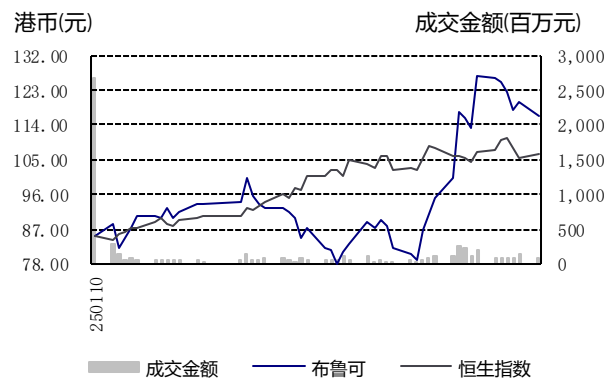
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：周舒怡 (执业 S1130524120002)

zhoushuyi@gjzq.com.cn

市价 (港币)：116.500 元

目标价 (港币)：136.71 元



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	877	2,241	3,458	4,552	5,793
营业收入增长率	169.27%	155.61%	54.32%	31.61%	27.27%
经调净利润(百万元)	73	585	908	1,269	1,667
经调净利润增长率	132.34%	702.10%	55.40%	39.65%	31.40%
摊薄每股收益(元)	0.29	2.35	3.64	5.09	6.69
每股经营性现金流净额	1.14	-	4.71	6.00	8.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.83%	25.06%	92.72%	56.64%	42.81%
P/E			29.83	21.36	16.25
P/B			28.93	12.54	7.17

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

布鲁可：拼搭角色类玩具品牌商龙头	4
1.1、转型积木人，24 年来业绩释放	4
1.2、IP：外部授权为主，核心 IP 贡献主要收入，对奥特曼 IP 依赖度降低	6
1.3、供应链：全部为委外加工，具备规模效应	8
1.4、渠道：经销为主，网点覆盖广抢占校边店货架	8
竞争优势：出色的产品开发及运营	9
2.1、产品差异化体现在哪儿？	9
2.2、内容营销拉升产品热度	12
成长性：多 IP 矩阵+下沉网点发展	13
3.1、发力 IP 矩阵，宝可梦、初音未来等系重点打造对象	13
3.2、下沉市场仍有拓展空间	14
盈利预测与可比估值	14
4.1、盈利预测	14
4.2、可比估值	16
风险提示	17

图表目录

图表 1： 公司营收 23/24 年同比+169%/+156%	4
图表 2： 拼搭角色类毛利率持续提升	4
图表 3： 公司发展历程	4
图表 4： 24 年经调净利润 5.85 亿元、经调净利率 26.1%	5
图表 5： 随积木人口碑打开，24 年来业绩释放	5
图表 6： 公司拼搭角色类收入占比快速提升	5
图表 7： 公司拼搭角色类收入占比快速提升	5
图表 8： 23 年中国拼搭角色类玩具市场规模分别为 58 亿元，预计 28 年增长至 325 亿元	6
图表 9： 全球拼搭角色类玩具竞争格局	6
图表 10： 中国拼搭角色类玩具竞争格局	6
图表 11： 核心 IP 贡献主要收入	7
图表 12： 24 年英雄无限/奥特曼/变形金刚积木人收入 3.1/10.96/4.54 亿元	7
图表 13： 布鲁可获得的 IP 授权	7
图表 14： 卡游成本构成	8
图表 15： 公司成本构成	8



图表 16: 销售以线下经销为主, 并呈提升趋势	8
图表 17: 公司对单一客户依赖度低	8
图表 18: 布鲁可合作经销商数量	9
图表 19: 公司 24 年海外营收 6422 万元、占比 2.9%	9
图表 20: 公司出海处早期阶段	9
图表 21: 公司拼搭角色类玩具的架构	9
图表 22: 布鲁可 VS 万代同款产品	9
图表 23: 公司三大 IP SKU 数量 (单位: 个)	10
图表 24: 奥特曼群星版持续更新迭代	10
图表 25: 公司主要产品	10
图表 26: 公司产品组合	10
图表 27: 1H24 奥特曼/英雄无限/变形金刚出货均价 (元/件)	11
图表 28: 布鲁可/乐高/万代天猫旗舰店月度均价 (元)	11
图表 29: 50 元以下产品对比	11
图表 30: 50 元以上产品对比	12
图表 31: 公司体系	12
图表 32: 公司合作工厂	12
图表 33: 内容驱动的营销策略	13
图表 34: 公司 IP 图鉴	13
图表 35: 小黄人神奇版	14
图表 36: 芝麻街伙伴神奇版第 2 弹	14
图表 37: 布鲁可合作经销商数量	14
图表 38: 收入拆分	15
图表 39: 公司费用拆分	16
图表 40: 公司利润端拆分	16
图表 41: 可比公司估值	17



布鲁可：拼搭角色类玩具品牌商龙头

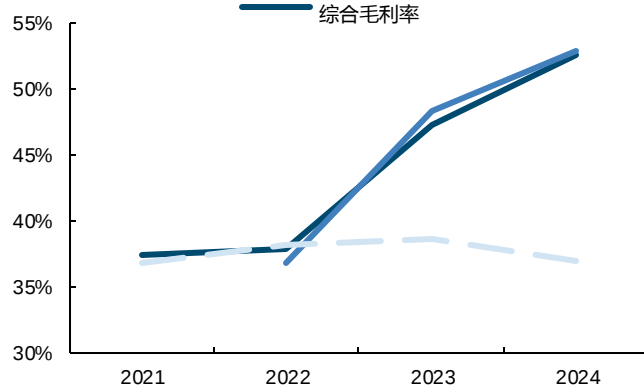
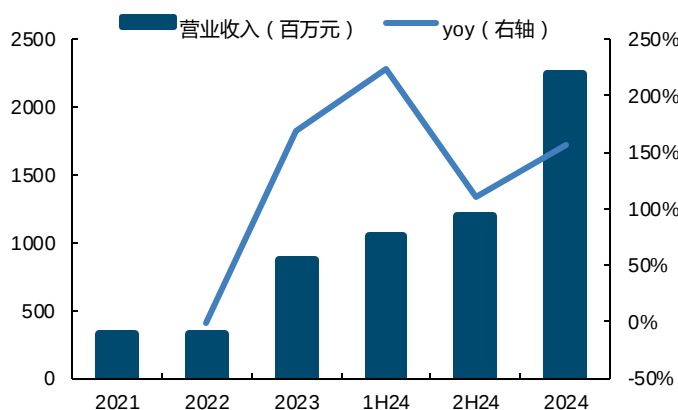
1.1、转型积木人，24 年来业绩释放

公司 2016 年起开始研发积木玩具，于 2019 年涉足研发拼搭角色类玩具研发，2021 年获得奥特曼 IP 授权，2022 年转型专注做拼搭角色类玩具（即人形积木），随奥特曼积木人热度持续提升，23 年来收入爆发式增长，23/24 年收入 8.77/22.4 亿元、同比+169%/+156%，其中 1H24/2H24 收入 10.46/11.95 亿元、同比+238%/+111%。

规模效应下毛利率持续提升。拼搭角色类玩具 22-24 年收入 1.18/7.69/22.01 亿元、毛利率分别为 36.8%/48.4%/52.9%。

图表1：公司营收 23/24 年同比+169%/+156%

图表2：拼搭角色类毛利率持续提升



来源：公司招股书，公司公告，国金证券研究所

来源：公司招股书，公司公告，国金证券研究所

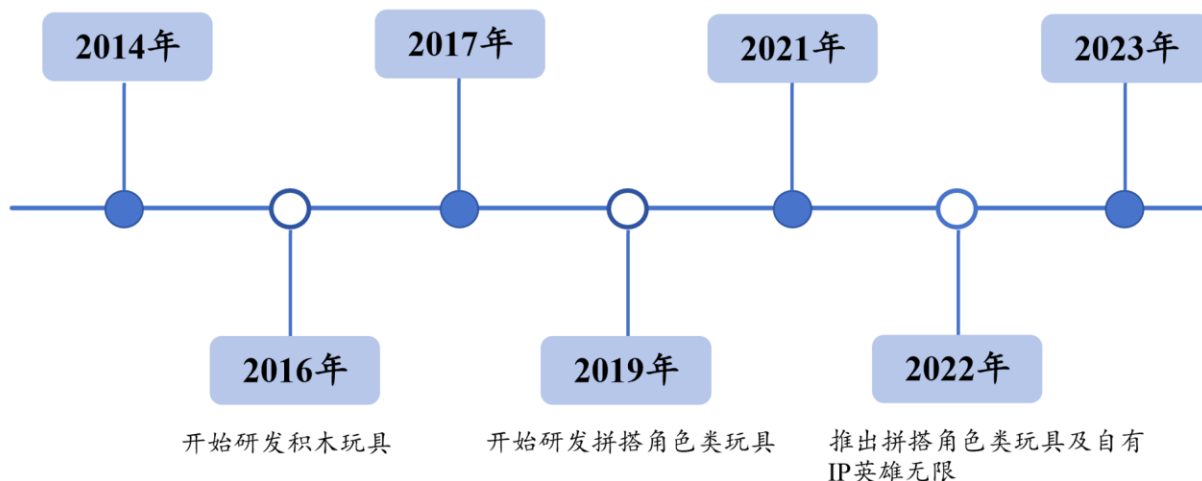
图表3：公司发展历程

朱先生创立集团主要运营实体布鲁可科技

推出自有IP百变布鲁可，并在此基础上推出积木玩具

签订授权协议，并获得设计、开发、生产及销售奥特曼拼搭角色类玩具的权利

从IP版权方取得全球多个国家的IP授权，得以在海外市场推广拼搭角色类玩具



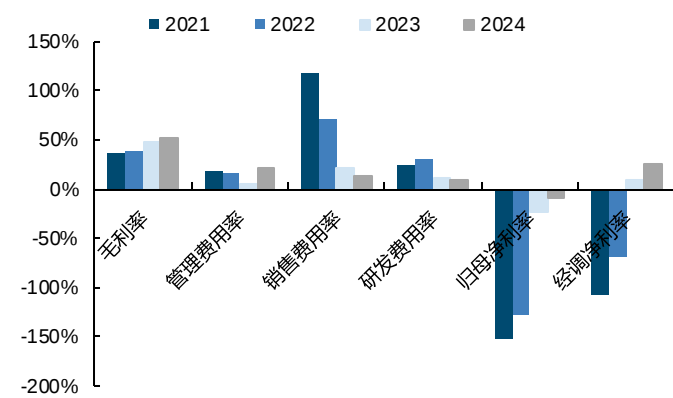
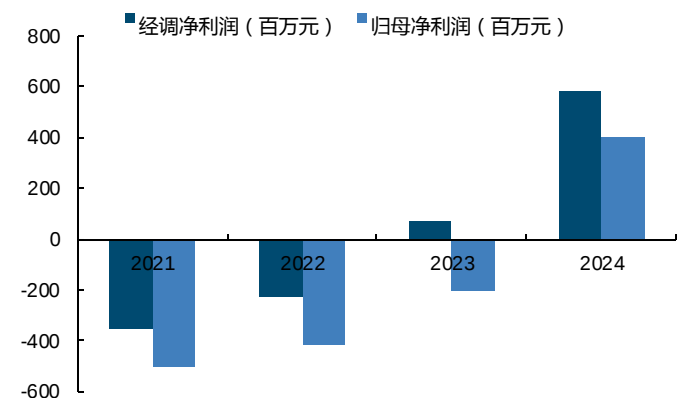
来源：公司招股书，国金证券研究所

随 22 年积木人产品口碑打开，收入快速增长，规模效应致毛利率优化，同时受益内容营销策略的执行、销售费用绝对值及比率显著下降，22-24 年毛利率分别为 37.9%/47.3%/52.6%，销售费用率分别为 71.5%/21.6%/12.6%，经调净利率逐步提升，23 年来迎来业绩释放，23-24 年经调净利润 0.73/5.85 亿元，经调净利率 8.3%/26.1%。



图表4: 24 年经调净利润 5.85 亿元、经调净利率 26.1%

图表5: 随积木人口碑打开, 24 年来业绩释放



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

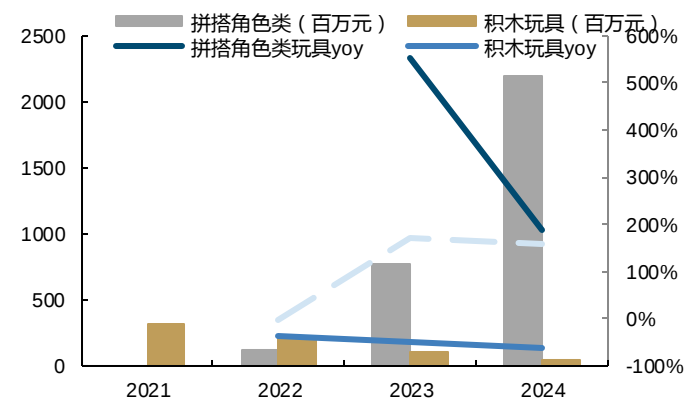
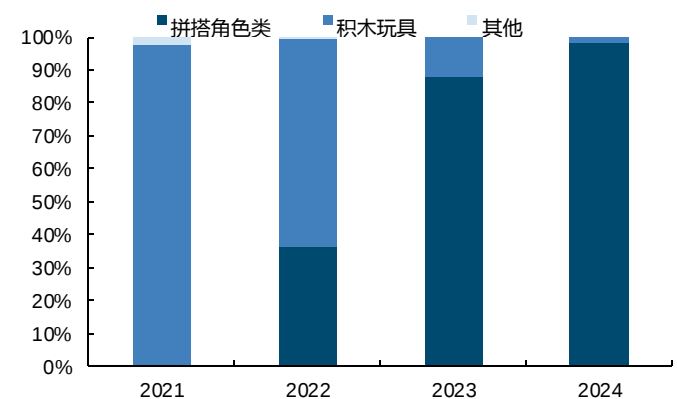
来源: 公司招股书, 国金证券研究所

■ 品类: 依托积木人品类红利崛起

拼搭角色类玩具在 2022 年前乐高、万代占据主要市场份额, 22 年来公司发力积木人, 凭借奥特曼积木人快速崛起, 22-23 年拼搭角色类收入 1.2/7.7 亿元、收入占比分别为 36%/88%, 24 年收入进一步增长至 22.01 亿元、同比+186%、占比 98.2%(同比提升 11.5pct)。据沙利文数据, 2023 年公司在 中国拼搭角色类玩具占据 30.3% 的市占率、位列第一。

图表6: 公司拼搭角色类收入占比快速提升

图表7: 公司拼搭角色类收入占比快速提升



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

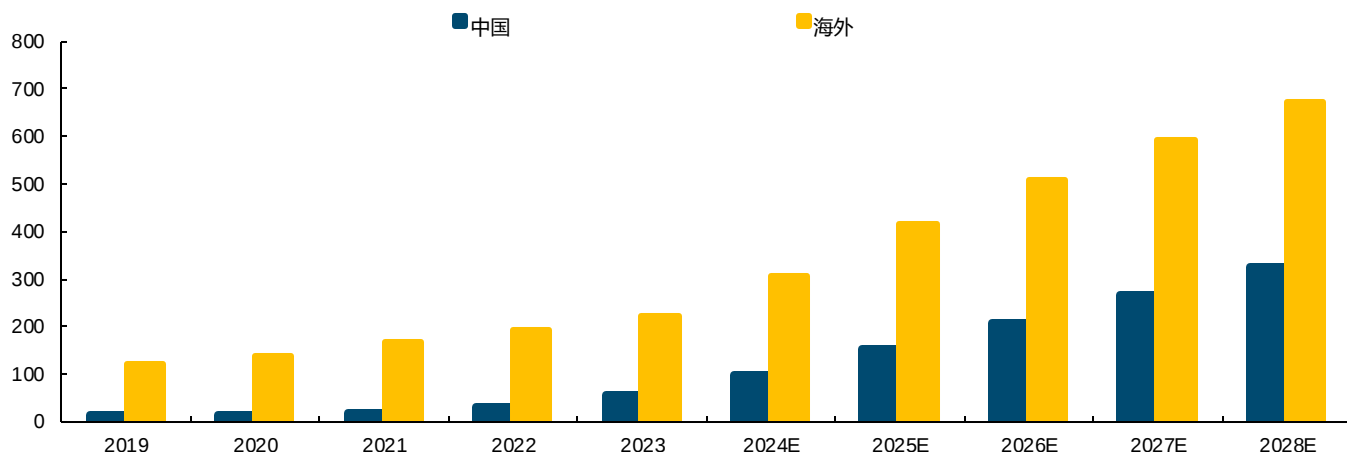
来源: 公司招股书, 国金证券研究所

拼搭角色类渗透率快速提升。19-23 年全球拼搭角色类玩具市场规模从 132 亿元增长至 278 亿元, 在全球角色类玩具市场的渗透率由 5.1% 提升至 8%, 对应 CAGR 为 20.5%, 预计 28 年市场规模增长至 996 亿元、在全球角色类玩具市场的渗透率为 18.4%。在中国角色类玩具市场中, 拼搭角色类玩具是增速最快的细分市场, 预计市场规模由 23 年的 58 亿元增长至 28 年的 325 亿元, 对应 CAGR 为 41.3%, 在中国角色类玩具市场的渗透率由 14.3% 提升至 35.6%。

拼搭角色类玩具市场集中度高, 万代、乐高、布鲁可占据主导, 据沙利文数据, 全球拼搭角色类玩具市场中万代、乐高、布鲁可 23 年市占率分别为 39.5%/35.9%/6.3%, TOP3 市占率合计 81.7%; 23 年中国拼搭角色类玩具市场布鲁可、万代、乐高市占率分别为 30.3%/20%/14.8%, TOP3 市占率合计 65.1%。



图表8：23 年中国拼搭角色类玩具市场规模分别为 58 亿元，预计 28 年增长至 325 亿元



来源：沙利文，公司招股书，国金证券研究所

图表9：全球拼搭角色类玩具竞争格局

	23 年 GMV (亿元)	市场份额
万代	110	39.50%
乐高	100	35.90%
布鲁可	18	6.30%
TOP 4	9	3.20%
TOP 5	6	2.20%

来源：沙利文，公司招股书，国金证券研究所

图表10：中国拼搭角色类玩具竞争格局

	23 年 GMV (亿元)	市场份额
布鲁可	17	30.30%
万代	12	20.00%
乐高	9	14.80%
TOP 4	6	10.40%
TOP 5	1	1.40%

来源：沙利文，公司招股书，国金证券研究所

1.2、IP：外部授权为主，核心 IP 贡献主要收入，对奥特曼 IP 依赖度降低

核心 IP 贡献主要收入，对奥特曼 IP 依赖度降低，假面骑士表现亮眼。24 年前四大 IP 收入占比合计 90.56%，奥特曼/变形金刚/英雄无限（自有 IP）收入 10.96/4.54/3.1 亿元、同比+97%/+263%/+383%、占比 48.9%/20.2%/13.8%，假面骑士（24 年 7 月首次推出）收入 1.7 亿元、占比 7.6%。24 年下半年奥特曼/英雄无限环比微降，变形金刚环比继续增长（部分系 24 年 11 月推出的 9.9 元星辰版拉动）。

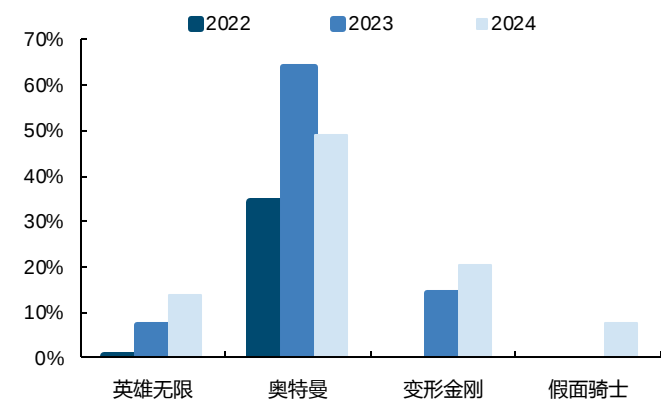
原创 IP 能力：2 个自有 IP，儿童益智类的百变布鲁可和中国传统文化主题的英雄无限。

合作 IP 矩阵：约 50 个知名 IP 的授权，包括奥特曼、变形金刚、火影忍者、漫威：无限传奇及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、芝麻街、超级战队、DC 超人、DC 蝙蝠侠、哈利·波特及星球大战等。

IP 授权一般不具有独家性，限定产品规格尺寸、销售区域等，公司授权协议初始期限一般为 1-3 年，协议一般不会自动续期、不规定续期的预定条件，且可经双方同意后续期或延长。

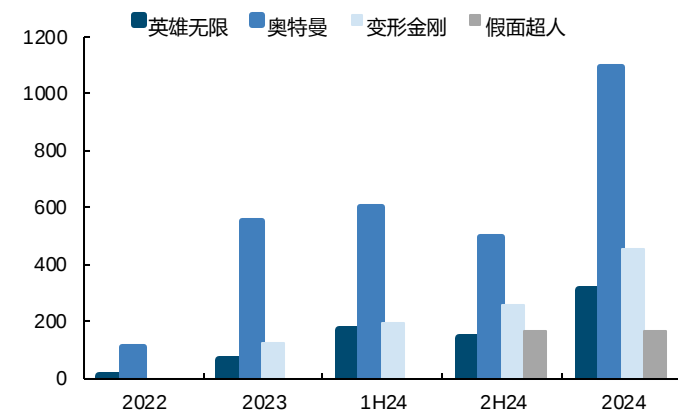


图表11: 核心 IP 贡献主要收入



来源: 公司招股书, 公司公告, 国金证券研究所

图表12: 24 年英雄无限/奥特曼/变形金刚积木人收入
3.1/10.96/4.54 亿元



来源: 公司招股书, 公司公告, 国金证券研究所

图表13: 布鲁可获得的 IP 授权

IP 名称	授权协议的对手方	授权区域	授权到期年份
奥特曼	IP 授权方	中国	2027 年
		北美洲、欧洲及在亚洲的部分地区	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	在亚洲的九个国家	2025 年
小黄人	IP 版权方	全球超过 150 个国家	2027 年
宝可梦	IP 授权方及 IP 版权方	中国	2025 年
三丽鸥: 凯蒂猫、美乐蒂、大耳狗喜拿、布丁狗、酷洛米、帕恰狗、半鱼人和小香姆	IP 授权方	中国	2027 年
芝麻街	IP 版权方	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的 40 个国家	2026 年
叶罗丽	IP 版权方	除美国、墨西哥及加拿大以外的全球地区	2026 年
三体	IP 版权方	中国	2027 年
斗罗大陆	IP 版权方	中国	2026 年
圣斗士星矢	IP 授权方	中国	2026 年
初音未来	IP 授权方	中国	2026 年
名侦探柯南	IP 授权方	中国	2026 年
假面骑士	IP 授权方	中国	2025 年
新世纪福音战士	IP 授权方	中国	2026 年
新•假面骑士	IP 授权方	中国	2025 年
王者荣耀	IP 版权方	中国	2026 年
超级战队	IP 授权方	中国	2025 年
机动奥特曼	IP 授权方	中国	2026 年
哈利•波特和 DC: 超人、蝙蝠侠、正义联盟、海王、闪电侠及神奇女侠	IP 版权方	中国	2027 年
星球大战	IP 版权方	中国	2028 年

来源: 公司招股书, 国金证券研究所



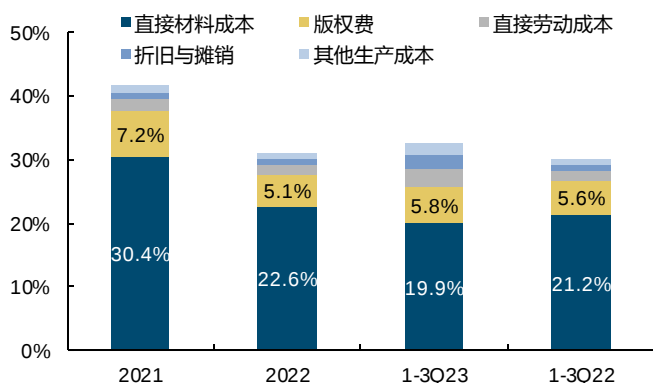
1.3、供应链：全部为委外加工，具备规模效应

目前产品均合作代工厂生产，随着出货规模扩大，规模效应显现。就产品设计而言，单个产品的大部分零件为标准零件，而标准零件主要用作拼搭角色类玩具的结构及关节，可在不同型号的产品之间共享，同一套结构及关节可成为不同产品的设计基础。

获得 IP 授权，公司通常向 IP 版权方或授权方支付最低保证金额，或者根据基于 IP 开发产品的销售业绩或产量计算一定提成（不同 IP 提成比例不同），该部分计入营业成本的授权费中。

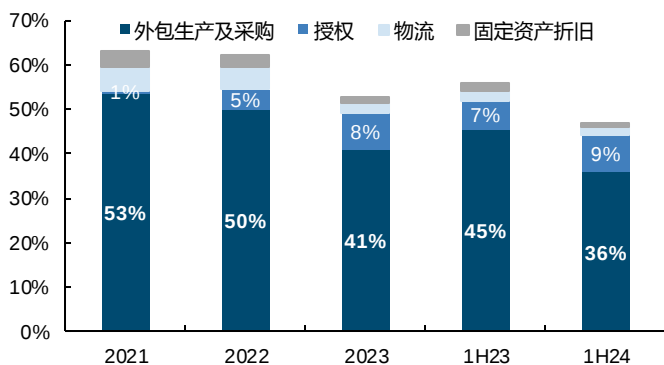
成本构成中，授权成本占比提升，外包生产及采购比例随规模效应显现占比下降。公司 1H24 毛利率 52.9%，授权成本占比 8.7%，外包生产及采购成本占比 35.7%。矩阵中的 IP 数量从截至 21 年末的 9 个增加至目前的约 50 个，21-23 年授权费 250.1/1485/9298 万元，1H24 授权费 9123 万元。随获得 IP 授权数量增长，授权成本占比提升，由 21 年的 1% 提升至 1H24 年的 9%。此外，公司也积极补足自身生产能力，投资核心生产资源（例如模具）和专注生产拼搭角色类玩具的自有规模化工厂（自营工厂将于 2026 年年底前后竣工，设计产能为每月约九百万件）。

图表14：卡游成本构成



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表15：公司成本构成



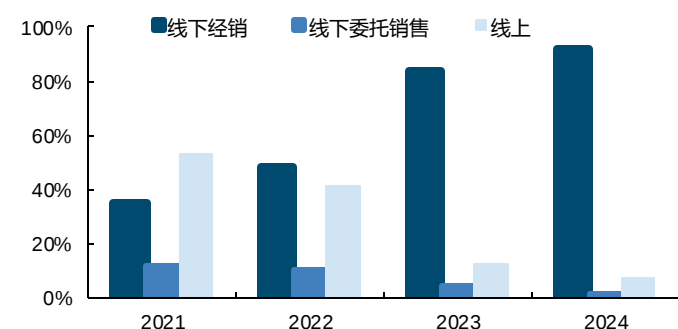
来源：公司招股书，国金证券研究所

1.4、渠道：经销为主，网点覆盖广抢占校边店货架

2022 年开始推出拼搭角色类玩具，转向以经销商为核心的线下销售渠道。合作多个经销商，受单一经销商影响较小，布鲁克 1H24 前五大客户占销售比例的 12.1%。

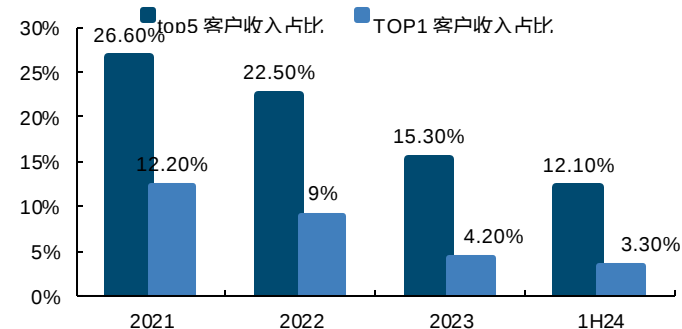
截至 1H24，已覆盖了约 15 万个线下网点，同时，公司产品在玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、7-11、沃尔玛等中国的大型商超和专业网点进行销售。此外，公司计划于 25 年在选定的一线城市开设一家旗舰店，并于 2026 年开设二至四家旗舰店。

图表16：销售以线下经销为主，并呈提升趋势



来源：公司招股书，公司公告，国金证券研究所

图表17：公司对单一客户依赖度低



来源：公司招股书，国金证券研究所



图表18: 布鲁可合作经销商数量

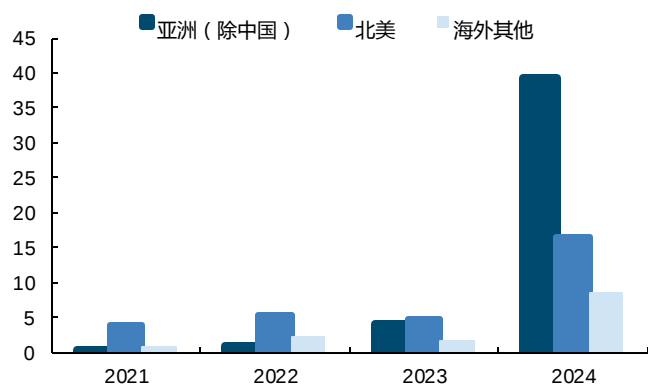
分类	2021 年	2022 年	2023 年	23H1	24H1
期初的经销商数量	40	225	354	354	415
期内的新经销商数量	252	257	184	105	121
期内已终止的经销商数量	67	128	123	53	25
期末的经销商数量	225	354	415	406	511

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

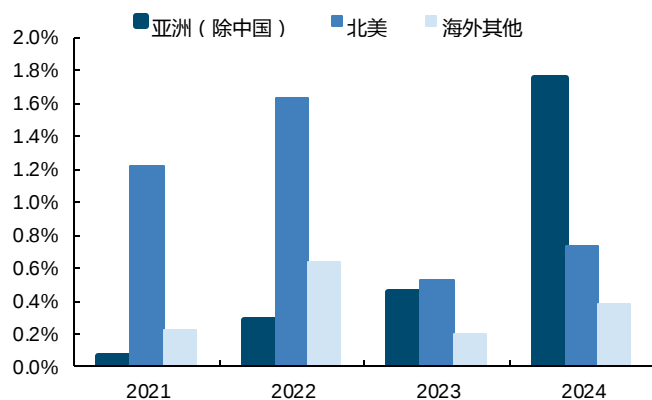
出海起步。在海外拥有 24 项专利, 并取得了包括美国、欧洲、日本等国家和地区的授权。模式上主要以经销模式开拓, 截至 1H24 合作海外经销商 36 个, 进入了包括美国、东南亚和欧洲的多个海外市场。24 年公司亚洲/北美/海外其他营收 3922/1654/847 万元、合计 6422 万元 (占比 2.9%)。

图表19: 公司 24 年海外营收 6422 万元、占比 2.9%

图表20: 公司出海处早期阶段



来源: 公司招股书, 公司公告, 国金证券研究所



来源: 公司招股书, 公司公告, 国金证券研究所

竞争优势: 出色的产品开发及运营

2.1、产品差异化体现在哪儿?

公司定位高性价比、好而不贵且正版授权。乐高大颗粒拼接积木占据绝对优势, 万代价格带定位更高; 布鲁可定位低尺寸、低价位赛道, 角色类拼搭玩具为主, 盲盒占比高。公司角色类玩具通过采用标准及特征零件的组合 (即骨-肉-皮的拼搭), 高度还原 IP 角色神韵, 关节可动且容易拼搭, 可玩性强。

图表21: 公司拼搭角色类玩具的架构

图表22: 布鲁可 VS 万代同款产品



来源: 公司招股书, 国金证券研究所



- | | |
|--------------|-----------------------|
| ■ 布鲁可泽塔奥特曼天爪 | ■ 万代泽塔奥特曼天爪 |
| ✓ 官方价格: 199元 | ✓ 官方价7150日元, 代购价400元+ |
| ✓ 拼搭, 可动 | ✓ 可动 |
| ✓ 高度: 约19cm | ✓ 高度: 约15cm |

来源: 天猫旗舰店, 国金证券研究所

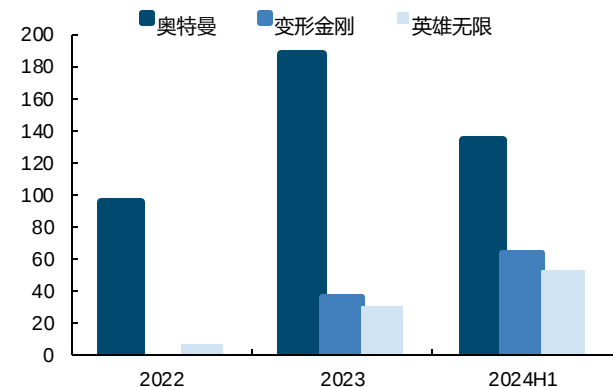
SKU 丰富且持续优化迭代, 上新频率快, 成功率高。截至 24 年末实现 682 个 SKU 的多元化产品组合, 包括面向 6 岁以下儿童的 132 款 SKU、面向 6 至 16 岁人群的 519 款 SKU、面向 31 岁以上人群的 20 款 SKU。其中, 截至 24H1 末, 百变布鲁可 IP 有 50 款在售的 SKU,



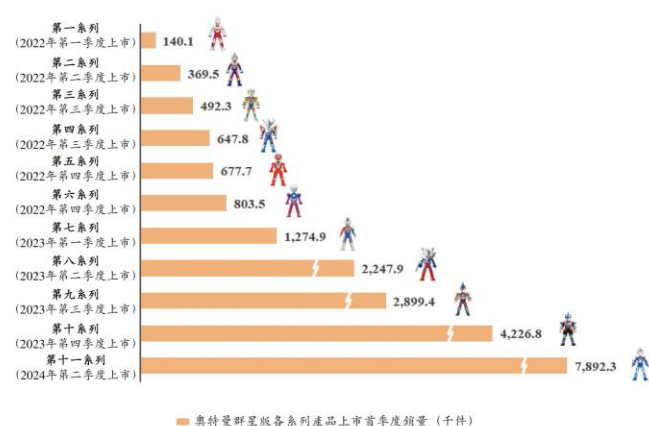
英雄无限 IP 有 53 款在售的 SKU (角色包括孙悟空、哪吒、关羽、张飞、赵云、杨戬等)，有 134 个在售的奥特曼 SKU 和 64 个在售的变形金刚 SKU。上新高频，每季度推出 30-90 款 SKU，23 年共推出 197 款 SKU，并计划 25 年推出约 800 款 SKU。以奥特曼为例，22 年推出群星版本 (单个零售价 39.9 元)，截至目前已更新迭代至 13 弹 (平均每个季度推出一弹)。以变形金刚为例，自 2023 年初与变形金刚合作以来，公司推出了星辰版、群星版、闪耀版、年鉴版、超越版、传奇版多个系列，满足不同年龄段消费者的需求。

图表23: 公司三大 IP SKU 数量 (单位: 个)

图表24: 奥特曼群星版持续更新迭代



来源: 公司招股书, 国金证券研究所



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

性价比高: 定价区间布局完整, 主流产品价格 9.9 元至 399 元不等, 在每个价格带都极具性价比。热销的大众价格带产品定价为 39 元, 平价价格带产品定价为 9.9 元至 19.9 元。2023 年 12 月推出 19.9 元的英雄无限星光版多个平价 SKU, 2024 年 11 月推出定价 9.9 元的平价价格带产品变形金刚星辰版。

1H24 公司前三大 IP 奥特曼/英雄无限/变形金刚出货口径每件均价在 20/12/22 元, 按照经销商拿货折扣为 5 折计算, 则前三大 IP 终端零售每件均价在 40/24/44 元。布鲁可天猫旗舰店均价在 150 元左右、高于整体, 主要系中高端产品占比更高。对比万代、布鲁可、乐高天猫旗舰店月度销售均价, 布鲁可 (150 元左右) < 万代 (200-300 元) < 乐高 (500-600 元)。

图表25: 公司主要产品

图表26: 公司产品组合



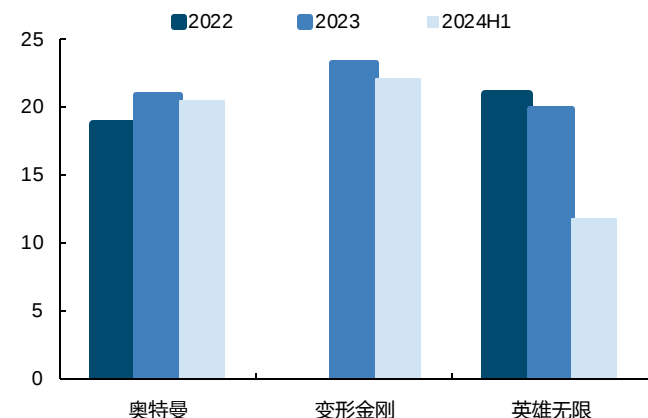
来源: 公司招股书, 国金证券研究所



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

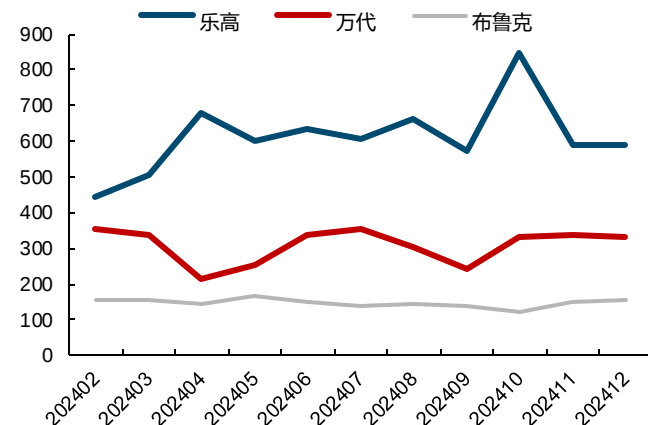


图表27: 1H24 奥特曼/英雄无限/变形金刚出货均价 (元/件)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表28: 布鲁可/乐高/万代天猫旗舰店月度均价 (元)



来源: 炼丹炉, 国金证券研究所

我们挑选了同等价位带产品进行对比分析, 公司产品在可玩性、IP 神韵还原性均具有显著优势。

公司优势产品集中在 10-50 元积木人, 以奥特曼积木人为例, 盲盒形式分为隐藏版和普通版从而增强趣味性和收藏性, 关节超可动、可变换动作、可玩性强, 且 IP 还原性和拼搭体验感都优于同价位带产品。万代 50 元以下奥特曼产品多为人偶、不可动、且非盲盒形式; 国货品牌奇妙积木 29.9 元盲盒与布鲁可类似, 但可动性和拼搭体验感以及 IP 还原性稍逊色。

图表29: 50 元以下产品对比

价格带	10-30元		30-50元	
产品	布鲁可星辰版	奇妙积木	布鲁可群星版	万代
价格 (元)	9.9	29.9	39.9	39
是否可动	是	是	是	否
尺寸	5.5cm	6cm	10cm左右	8.5cm
是否盲盒形式	是	是	是	否
是否拼搭	是	是	是	否
产品展示图				

来源: 天猫旗舰店, 国金证券研究所

100 元以上高价位带产品对比看, 布鲁可产品 IP 还原性以及细节 (包括注塑、喷漆等) 与万代和乐高差距不大, 且价格相对便宜。



图表30：50元以上产品对比

价格带	50-100		100以上		
产品	万代	布鲁可超越版	布鲁可传奇版	万代-日版	乐高
价格（元）	59	79	249	400+（代购价）	358
是否可动	是	是	是	是	是
尺寸	17.5cm	11.6cm	19.5cm	15cm	25cm
是否盲盒形式	否	是	否	否	否
是否拼搭	否	是	是	否	否
产品展示图					

来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

极致产品力和性价比背后是强大供应链体系和研发能力的支撑。虽目前产品由代工厂生产，但通过整合专业知识和各种专利技术，打造专有生产工艺和定制化的生产设备，应用于专门生产公司产品的玩具工厂体系中。例如，通过高度标准化的开模和自动化的注塑、UV打印和喷漆、零件分拣、入盒包装等流程，实现了高效的规模化生产和成本的优势。公司共合作6家工厂，专注生产拼搭角色类产品。研发方面，截至24年末公司研发人员472名（占所有员工人数的67%），同时计划于2027年前额外聘用400名研发人员。

图表31：公司体系

图表32：公司合作工厂



来源：公司招股书，国金证券研究所

来源：公司招股书，国金证券研究所

2.2、内容营销拉升产品热度

与传统玩具不同，拼搭角色类玩具由于拼搭过程所带来的与消费者之间的联结，以及角色类IP本身丰富的内容属性和易传播性，所以天然地适合以内容驱动的营销方式。因此，基于丰富IP矩阵的知名度和影响力，公司采用内容驱动的互联网营销策略来高效触达和维系广大的消费者、粉丝和BFC群体，并收集对产品的反馈。同时，产品设计中，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。

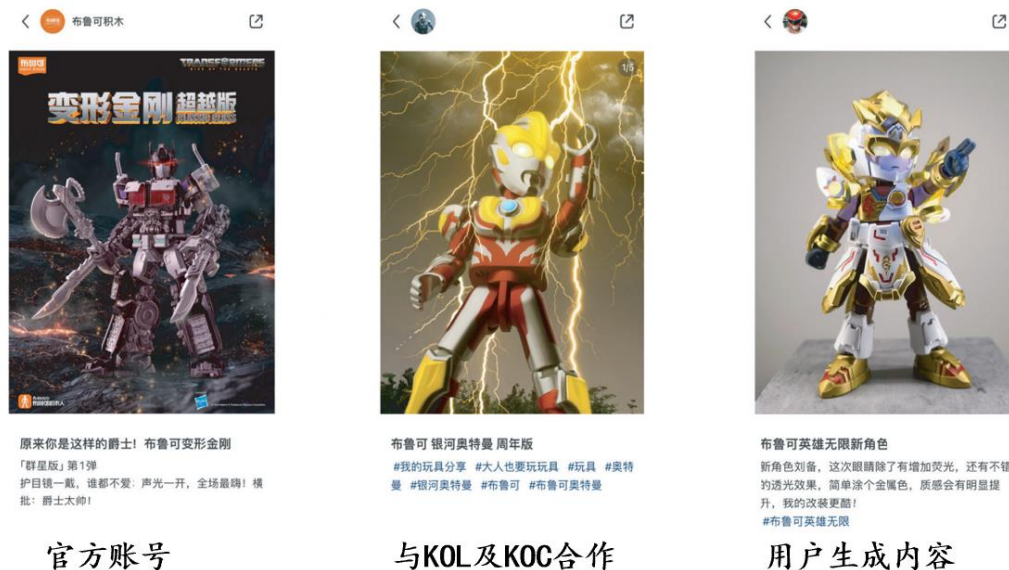
官方账号：在不同的社交媒体平台上都有官方账号，包括微信、抖音、快手、小红书、微博及哔哩哔哩

与KOL/KOC合作：KOL和KOC发布各种形式的内容，包括视频和帖子，以展示产品的特点

用户生成内容：通过官方转发以及相关活动运营，如成品分享、模玩大赛、线下展会等，推动消费者、粉丝及BFC对用户生成内容的创作及分享。



图表33：内容驱动营销策略



来源：公司招股书，国金证券研究所

成长性：多 IP 矩阵+下沉网点发展

3.1、发力 IP 矩阵，宝可梦、初音未来等系重点打造对象

目前公司营收前四大 IP 为奥特曼、变形金刚、英雄无限、假面超人。宝可梦经典版、初音未来奇迹版均于 24 年 12 月上市，24 年 12 月新加坡动漫展上首秀芝麻街伙伴神奇版，小黄人新品&芝麻街伙伴神奇版第 2 弹 25 年 3 月亮相美国纽约玩具展。据布鲁可小红书官方号，星球大战、DC、哈利波特、王者荣耀、名侦探柯南、机动奥特曼全新合作 IP 官宣。

图表34：公司 IP 图鉴

版本定位	盲盒形式	中端（50-100 元）	大众（20-50 元）	高端（100 元以上）	大众（20-50 元）	中端（50-100 元）	高端（100 元以上）	高端（100 元以上）
版本	端盒	限定	经典	超动	神奇	超越	奇迹	机甲
奥特曼	23（13 群星版 +10 闪耀版）	15	20	5（传奇版）	1			
宝可梦			2					
变形金刚	11	3		2		6		
初音未来							1	
EVA				1				
火影忍者	2	2						
假面骑士	4	1						
漫威	3				3	2		
英雄总动员	1							
圣斗士星矢	1					1		
英雄无限	6	6	10					1
芝麻街					2			
百变布鲁可					1	1		

来源：公司微信小程序，国金证券研究所（统计时间：2025 年 3 月 24 日）



小黄人神奇版系列采用通用的积木素体和积木场景板，玩家可以自由搭配小黄人的表情、服装与配件以及场景环境，创造个性化的角色形象与空间，包含鲍勃、奥豆、斯图尔特和凯文四位小黄人角色，且每个角色都配有专属的配件和场景。未来小黄人大眼萌系列还将实现多弹联动组合，每弹建造一层场景，集齐多弹即可打造完整的格鲁之家。

图表35：小黄人神奇版



来源：布鲁可微信公众号，国金证券研究所

图表36：芝麻街伙伴神奇版第2弹

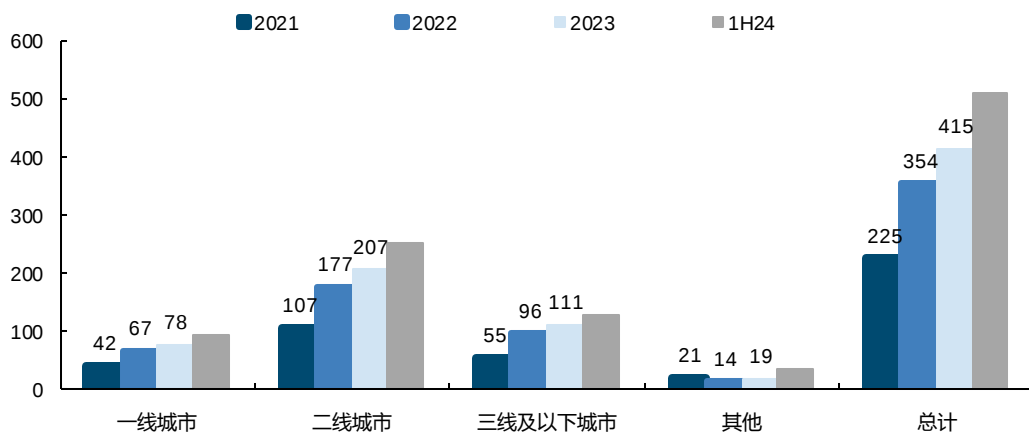


来源：布鲁可微信公众号，国金证券研究所

3.2、下沉市场仍有拓展空间

一二线城市网点基本全部覆盖，未来拓展空间主要在于下沉市场。公司通过与超过 511 名经销商的合作，已有效覆盖所有一线与二线城市以及超过 80%的三线及以下城市，未来网点拓展重点在三线及以下城市。我们认为 9.9 元/19.9 元系列产品契合下沉市场消费力，将有效助力市场拓展。

图表37：布鲁可合作经销商数量



来源：公司招股书，国金证券研究所

盈利预测与可比估值

4.1、盈利预测

收入及毛利率预测

我们预计公司 2025-2027 年收入 34.58/45.52/57.93 亿元、同比+54%/+32%/+27%。具体看：

- 1) 拼搭角色类玩具：前三大核心 IP 奥特曼、变形金刚、英雄无限受益产品持续更新迭代和上新，延续亮眼增长，假面骑士自 24 年 7 月推出产品、至年末收入已达 1.7 亿元，同时公司发力多 IP 矩阵，芝麻街、宝可梦、小黄人等 IP 密集推新，其他授权 IP 望贡献可观增量。因此，预计 2025-2027 年实现收入 34.18/45.11/57.53 亿元（分别同比+55%/+32%/+28%）。



2) 积木玩具：公司自 22 年来转型积木人，积木玩具业务持续收缩，目前贡献较小，我们预计 2025-2027 年实现收入 0.39/0.39/0.39 亿元。

毛利率预测：拼搭角色类玩具标准件可以通用，且 2026 年自有工厂有望投产，随出货规模扩大，规模效应望持续显现，外包生产及采购占比预计呈下降趋势；授权费占比预计呈提升趋势，主要系奥特曼、变形金刚 IP 收入持续扩大、支付的销售提成增多，同时发力多 IP 矩阵。我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 53.3%/53.9%/54.4%，呈现逐步提升趋势。

图表38：收入拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收	326	877	2241	3458	4552	5793
yoy	-1%	169%	156%	54%	32%	27%
成本	202	462	1062	1614	2100	2642
毛利	123	415	1179	1844	2452	3151
毛利率	37.9%	47.3%	52.6%	53.3%	53.9%	54.4%
拼搭角色类	118	769	2201	3418	4511	5753
yoy		554%	186%	55%	32%	28%
占比	36%	87.7%	98.2%	99%	99%	99%
毛利	43	372	1164	1829	2436	3135
毛利率	36.8%	48.4%	52.9%	53.5%	54.0%	54.5%
英雄无限	1.9	64.2	309.9	579	752	965
占比	0.6%	7.3%	13.8%	16.7%	16.5%	16.7%
yoy		3343%	383%	87%	30%	28%
奥特曼	111.5	556.7	1096	1435	1740	2001
占比	34.2%	63.5%	48.9%	41.5%	38.2%	34.5%
yoy		399%	97%	31%	21%	15%
变形金刚		125.0	454	674	859	1031
占比		14.3%	20.2%	19.5%	18.9%	17.8%
yoy			263%	49%	27%	20%
假面骑士			170	380	560	756
占比			8%	11%	12%	13%
yoy				124%	47%	35%
其他 IP	4.3	23	171.7	350.0	600.0	1000.0
占比	1.3%	2.6%	7.7%	10.1%	13.2%	17.3%
yoy		435%	642%	104%	71%	67%
积木玩具	207	106	39	39	39	39
yoy		-49%	-63%	0%	0%	0%
占比	63%	12%	2%	1%	1%	1%
毛利	79	41	14.60	14.59	14.59	14.59
毛利率	38%	38.7%	37%	37%	37%	37%
其他	1	1	0.39	1.00	1.00	1.00
毛利	1	1	0.16	1.00	1.00	1.00
毛利率	100%	100%	40%	100%	100%	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 费用预测

销售费用率：25 年发力多 IP 矩阵+下沉市场拓展，加大营销及推广费用投放，预计 25-27



年销售费用 4.27/5.4/6.66 亿元，销售费用率分别为 12.35%/11.85%/11.50%。

管理费用：受益收入规模持续扩大，规模效应持续显现，预计 25-27 年管理费用率 3%/2.9%/2.8%。24 年管理费用率较高主要系一次性以股权为基础的薪酬 3.59 亿元及上市开支 0.33 亿元影响，若剔除以上一次性费用影响，24 年管理费用率为 3.2%。

研发费用：随收入规模扩大，研发费用率呈下降趋势，预计 25-27 年研发费用率 8.2%/7.7%/7.5%。

图表39：公司费用拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售及经销售	233	189	283	427	540	666
占比	71.5%	21.6%	12.63%	12.35%	11.85%	11.50%
研发开支	98	95	192	282	351	434
占比	30.2%	10.8%	8.6%	8.2%	7.7%	7.5%
行政开支	51	49	465	104	133	162
占比	15.7%	5.6%	20.8%	3.0%	2.9%	2.8%
其中，一次性以股份为基础的薪酬			359			
上市开支			33			

来源：公司公告，国金证券研究所

综上，预计 2025-2027 年公司归母净利润 8.68/12.24/16.17 亿元、同比扭亏/+41%/+32%，经调整净利润 9.08/12.69/16.67 亿元、同比+55%/+40%/+31%。24 年年度亏损 3.98 亿元，经调整利润 5.85 亿元、同比+702.1%，调整项加回 1) 可转换可赎回优先股的公允价值变动 5.42 亿元（23 年为 2.74 亿元），25 年将不再产生影响；2) 上市开支 3337 万元、25 年将不再产生影响；3) 以股份为基础的薪酬 4.07 亿元（其中行政开支中一次性以股权为基础的薪酬 3.59 亿元）。

图表40：公司利润端拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
归母净利润	-420	-206	-401	868	1224	1617
yoy					41%	32%
归母净利率	-129.0%	-23.5%	-17.9%	25.1%	26.9%	27.9%
经调整净利润	(225)	73	585	908	1269	1667
yoy			702%	55%	40%	31%
经调整净利率	-69.2%	8.3%	26.1%	26.3%	27.9%	28.8%
调整项						
其中，以股份为基础的薪酬	6	6	407	40.0	45.0	50.0
可转换可赎回优先股的公允价值变动	191	274	542	0	0	0
上市开支			33			

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2、可比估值

我们选取潮玩龙头泡泡玛特、文具龙头晨光文具/广博股份，作为可比公司。公司定位高性价比+正版授权，IP 还原性、可玩性优势显著，未来成长性来自多 IP 拓展+下沉网点发展+出海增量。预计 2025-2027 年公司经调整净利润 9.08/12.69/16.67 亿元、同比+55%/+40%/+31%。参考可比公司 25 年平均估值 29 倍，以及潮玩龙头 25 年估值 45 倍，给予子公司 25 年估值 35 倍，目标价 136.71 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。


图表41：可比公司估值

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				CAGR(24-26E)
		23	24E	25E	26E	23	2024E	2025E	2026E	
泡泡玛特	1693	10.8	27.2	37.8	47.8	156	62	45	35	33%
晨光股份	268	15.3	15.4	17.8	20.3	18	17	15	13	15%
广博股份	51	1.7	1.5	1.9	2.4	30	35	27	21	29%
均值	-	-	-	-	-	68	38	29	23	-
布鲁可*	271	0.7	5.8	9.1	12.7	372	46	30	21	47%

来源：同花顺，国金证券研究所注：1) 泡泡玛特、晨光股份、广博股份公司取同花顺一致预期；2) 汇率取 1 港币=0.9331 人民币；3) 股价更新至 2025 年 3 月 24 日；4) 布鲁可 24-26 年为经调净利润，且 24 年为实际值

风险提示

行业竞争加剧风险：角色类拼搭玩具赛道景气度高，若越来越多厂商进入，行业竞争加剧，公司营销投放带来的收入增长或不及预期。

IP 矩阵拓展不及预期风险：公司未来增长重点驱动力来自新 IP 拓展，若新 IP 产品表现不及预期，或将影响公司成长性。

IP 授权不及预期风险：外部授权 IP 产品贡献公司核心收入，若 IP 续签不及预期，或将影响公司成长性。

IP 热度下降：积木人购买驱动很大一部分原因是消费者对 IP 的喜爱，若 IP 热度下滑，或将导致公司产品销量下滑。

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	326	877	2,241	3,458	4,552	5,793	货币资金	189	361	720	3,524	4,736	6,971
增长率	-1.3%	169.3%	155.6%	54.3%	31.6%	27.3%	应收账款	1,403	236	185	257	339	431
主营业务成本	202	462	1,062	1,614	2,100	2,642	存货	61	76	279	269	350	440
%销售收入	62.1%	52.7%	47.4%	46.7%	46.1%	45.6%	其他流动资产	10	9	32	3	5	6
毛利	123	415	1,179	1,844	2,452	3,151	流动资产	1,664	682	1,215	4,054	5,429	7,849
%销售收入	37.9%	47.3%	52.6%	53.3%	53.9%	54.4%	%总资产	85.5%	67.4%	75.7%	90.4%	88.6%	92.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	23	48	154	192	464	444
销售费用	233	189	283	427	540	666	%总资产	1.2%	4.7%	9.6%	4.3%	7.6%	5.2%
%销售收入	71.5%	21.6%	12.6%	12.4%	11.9%	11.5%	无形资产	32	64	79	79	78	73
管理费用	51	49	465	104	133	162	非流动资产	282	330	391	429	701	675
%销售收入	15.7%	5.6%	20.8%	3.0%	2.9%	2.8%	%总资产	14.5%	32.6%	24.3%	9.6%	11.4%	7.9%
研发费用	98	95	192	282	351	434	资产总计	1,946	1,013	1,606	4,482	6,130	8,524
%销售收入	30.2%	10.8%	8.6%	8.2%	7.7%	7.5%	短期借款	5	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	-455	-188	-294	1,046	1,449	1,914	应付款项	119	260	567	852	1,108	1,395
%销售收入	-139.8%	-21.5%	-13.1%	30.3%	31.8%	33.0%	其他流动负债	1,614	471	2,615	2,663	2,822	3,302
财务费用	2	2	2	-7	-35	-47	流动负债	1,738	731	3,182	3,513	3,930	4,697
%销售收入	0.5%	0.2%	0.1%	-0.2%	-0.8%	-0.8%	长期贷款	7	7	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1,578	1,883	25	25	25	25
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3,323	2,621	3,207	3,540	3,955	4,722
营业利润	-259	82	238	1,031	1,428	1,888	普通股股东权益	-1,366	-1,606	-1,601	937	2,160	3,777
营业利润率	-79.5%	9.3%	10.6%	29.8%	31.4%	32.6%	其中：股本	0	0	0	0	0	0
营业外收支							未分配利润	-1,366	-1,606	-1,601	937	2,160	3,777
税前利润	-457	-190	-296	1,053	1,484	1,961	少数股东权益	-11	-2	0	6	14	25
利润率	-140.3%	-21.7%	-13.2%	30.5%	32.6%	33.9%	负债股东权益合计	1,946	1,013	1,606	4,482	6,130	8,524
所得税	-34	18	102	179	252	333	比率分析						
所得税率	7.5%	-9.3%	-34.6%	17.0%	17.0%	17.0%		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-423	-207	-398	874	1,232	1,628	每股指标						
少数股东损益	-3	-1	3	6	8	11	每股收益	-0.90	0.29	2.35	3.64	5.09	6.69
归属于母公司的净利润	-420	-206	-401	868	1,224	1,617	每股净资产	-5.48	-6.44	-10.75	3.76	8.67	15.15
净利率	n.a	n.a	n.a	25.1%	26.9%	27.9%	每股经营现金净流	-0.68	1.14	0.00	4.71	6.00	8.94
							每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表(人民币 百万)							回报率						
							净资产收益率	30.73%	12.83%	25.06%	92.72%	56.64%	42.81%
							总资产收益率	-21.58%	-20.35%	-24.97%	19.37%	19.96%	1

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服



【公众号】
国金证券研究