

# 布鲁可 (00325.HK)

## 拼搭角色类玩具龙头背后之壁垒，长期 IP 矩阵建设之底气

优于大市

### 核心观点

**布鲁可：立足多元 IP 打造拼搭角色类玩具龙头。**公司成立于 2014 年，主营拼搭角色类玩具的研发、生产及销售，2023 年以 GMV 计算在国内拼搭角色类玩具行业市占率第一。2024 年受益 IP 建设、产品研发及渠道拓展，收入同比增长 156%至 22.41 亿元。收入结构中，公司以 IP 文化为核心，已获得约 50 个全球知名 IP 的授权，其中以奥特曼 IP 占比最高，收入占比 48.9%，变形金刚 IP 占比 20.3%，自有 IP 英雄无限占比 13.8%。渠道端以线下经销为主，收入占比 92.1%，同时构建了全渠道营销模式。

**行业概况：中国拼搭角色类玩具市场 GMV 快速增长，海外市场发展提供新增长机遇。**据弗若斯特沙利文数据，2023 年中国拼搭角色类玩具市场 GMV 为 58 亿元，2019-2023 年复合增速达到 49.6%。且未来受益消费年龄层拓宽、IP 经济和情绪消费需求的增长，2028 年 GMV 有望达到 325 亿元。除中国外的海外拼搭角色类玩具市场 2023 年 GMV 为 221 亿元，有望以 24.9%的复合增速增长至 2028 年的 671 亿元，为企业发展提供全球化增长机遇。

**未来成长的优势和壁垒：IP 矩阵建设能力凸显。**针对多元 IP 运营，布鲁可具备成功的基因和优势。一是具备供应链的高性价比优势，实现快速的产品推新和价格带卡位，这一底层优势可以复制到奥特曼以外的 IP 产品。二是其管理层游戏领域的业务经验、动画人才的培养，使公司具备了跨媒介叙事能力，这是 IP 生命力持续绽放的重要举措。此外，布鲁可前身经营学前教育、儿童积木业务，《百变布鲁可》动画积累了较为深厚的学前教育粉丝群体，有助于形成强有力的品牌陪伴，利好当前拼搭积木类玩具销售。

**投资建议：**公司作为拼搭角色类玩具龙头，有望充分受益行业高速发展红利。同时自身正通过积极推进 IP 矩阵建设、品牌推广和渠道扩张，夯实未来持续成长的基础。基于正文中的假设预测，我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 10.31/14.67/18.88 亿元，对应 PE 分别为 34/23.9/18.6 倍。综合绝对及相对估值，我们给予公司 2025 年目标价 163.40-171.91 港元/股，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**未及时顺应消费者偏好变化；IP 续约不及预期；经销商管理不善带来乱价；行业竞争加剧；知识产权保护不足带来假冒伪劣产品。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	876.69	2,240.93	3,912.05	5,462.34	6,940.54
(+/-%)	169.27%	155.61%	74.57%	39.63%	27.06%
归母净利润(百万元)	-206.10	-401.05	1030.76	1466.79	1887.17
(+/-%)	—	—	357.02%	42.30%	28.66%
每股收益(元)	-1.38	-2.69	4.14	5.88	7.57
EBIT Margin	8.23%	9.40%	29.52%	30.27%	30.70%
净资产收益率 (ROE)	12.83%	25.06%	62.96%	47.26%	37.81%
市盈率 (PE)	-101.57	-52.20	34.01	23.90	18.58
EV/EBITDA	214.69	86.09	32.76	23.55	18.62
市净率 (PB)	-13.03	-13.08	21.41	11.29	7.02

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 深度报告

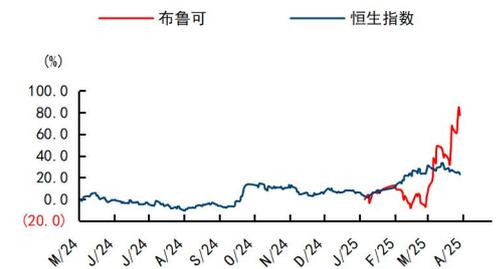
#### 轻工制造 · 文娱用品

<b>证券分析师：张峻豪</b> 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn S0980517070001	<b>证券分析师：柳旭</b> 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn S0980522120001
<b>证券分析师：孙乔容若</b> 021-60375463 sunqiaorongruo@guosen.com.cn S0980523090004	<b>证券分析师：陈伟奇</b> 0755-81982606 chenweiqi@guosen.com.cn S0980520110004
<b>证券分析师：王兆康</b> 0755-81983063 wangzk@guosen.com.cn S0980520120004	

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	163.40 - 171.91 港元
收盘价	150.90 港元
总市值/流通市值	37612/37612 百万港元
52 周最高价/最低价	157.50/73.50 港元
近 3 个月日均成交额	135.67 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《海外 IP 玩具龙头跟踪系列——乐高-收入及营业利润创历史新高，持续拓展全球供应链和 IP 合作》——2025-03-16  
《IP+商业专题研究系列——剖析乐高、三丽鸥及万代经营之道，解锁 IP 潮玩龙头常青路》——2025-03-15

## 内容目录

公司概况	5
公司历史沿革及商业模式	5
经营概况及收入结构	5
主要财务数据：毛利率稳步增长，现金流状况良好	8
股权结构及管理层	9
行业概况：IP 玩具发展迎来多维度红利期，布鲁可细分领域市占率领先	10
行业发展机遇：迎来消费环境、优质供给的多维红利期	11
行业竞争格局：细分领域龙头已然崛起，布鲁可市占率领先	13
成长性分析：解答 IP 矩阵扩张能力这一核心问题	14
供应链的高性价比优势，支撑奥特曼出圈的产品能力可复制	14
跨媒介叙事和粉丝共创能力，学前教育形成品牌陪伴优势	16
盈利预测	21
估值与投资建议	25
绝对估值：165.92-177.89 港元/股	25
相对估值：158.97-167.82 港元/股	26
投资建议	27
风险提示	28
附表：财务预测与估值	30

## 图表目录

图 1: 布鲁可历史沿革 .....	5
图 2: 布鲁可商业模式 .....	5
图 3: 布鲁可营业收入及增速 (亿元、%) .....	6
图 4: 布鲁可经调整净利润 (亿元) .....	6
图 5: 布鲁可营业收入分渠道占比 (%) .....	7
图 6: 布鲁可海外销售收入情况 (万元) .....	7
图 7: 布鲁可营业收入分产品类型占比 (%) .....	7
图 8: 布鲁可营业收入分 IP 占比 (%) .....	7
图 9: 布鲁可销售/管理/研发费用率 (%) .....	9
图 10: 布鲁可现金及现金等价物 (亿元) .....	9
图 11: 布鲁可股权结构情况 .....	9
图 12: 中国玩具市场 GMV 及增速 (亿元、%) .....	10
图 13: 中国细分拼搭角色类玩具市场 GMV 及增速 (亿元、%) .....	10
图 14: 中国居民恩格尔系数 .....	11
图 15: 全国居民服务性消费支出及占整体消费支出的比重 (元、%) .....	11
图 16: 2023 年中国 IP 受众年龄分布 .....	11
图 17: 奥飞娱乐玩具销售收入及增速 (亿元、%) .....	12
图 18: 泡泡玛特旗下 Molly 的收入及增速 (亿元、%) .....	12
图 19: 除中国外全球拼搭角色类玩具市场 GMV 及增速 .....	13
图 20: 全球拼搭玩具市场 GMV 占角色类玩具市场份额 (%) .....	13
图 21: 布鲁可在售的三种价格带的奥特曼产品 .....	14
图 22: 布鲁可实现从设计研发到生产的标准化体系带来的成效 .....	16
图 23: 《乐高大电影》2014 年全球票房分布 .....	17
图 24: 《乐高星球大战: 天行者传奇》游戏简介 .....	17
图 25: 《英雄无限》动画第一季相关内容 .....	18
图 26: 《先导篇: 英雄人物》动画相关内容 .....	18
图 27: 布鲁可成长关键力示意图 .....	19
图 28: 布鲁可积木人 Club 微信小程序界面 .....	20
图 29: 布鲁可在纽约玩具展的 BFC 展区 .....	20

表1: 布鲁可三大核心 IP 的经营数据 .....	7
表2: 布鲁可分 IP 类别毛利率 (%) .....	8
表3: 布鲁可分渠道毛利率 (%) .....	8
表4: 布鲁可主要管理层及履历 .....	10
表5: 中国传统玩具与游戏行业市占率前十大企业 .....	13
表6: 中国拼搭角色类玩具市场前五大企业及市场份额 .....	13
表7: 布鲁可在 9.9 元价格带的竞品对比 .....	15
表8: 布鲁可在 39 元价格带的竞品对比 .....	15
表9: 布鲁可在 59 元价格带的竞品对比 .....	16
表10: 星球大战系列是拥有人数最多的乐高 IP 联名系列 .....	17
表11: 布鲁可英雄无限系列动画在抖音和 B 站的播放量及粉丝统计 .....	18
表12: LEGO Ideas 相应的产品创意规则要求 .....	20
表13: 布鲁可 2025 年以来新上市或预售的产品 .....	21
表14: 布鲁可销售、管理及研发费用预测 .....	23
表15: 布鲁可盈利预测 (百万元、%) .....	24
表16: 布鲁可盈利预测假设条件 (%) .....	25
表17: 资本成本假设 .....	25
表18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	25
表19: 可比公司 2023-2024 年财务指标对比 (亿元、%) .....	26
表20: 可比公司估值 .....	26

## 公司概况

### 公司历史沿革及商业模式

公司成立于 2014 年，2016 年开始研发积木玩具，并于 2017 年推出自有 IP 百变布鲁可。2019 年开始研发拼搭角色类玩具，该类型相较于积木玩具，更易还原 IP 角色神韵及进行个性化造型和涂装。2021 年公司获得奥特曼 IP 授权，开发拼搭角色类玩具，该 IP 成为公司最重要的业绩支撑，2024 年占总收入的 48.9%。

此后，公司进一步强化拼搭类玩具的布局并推动 IP 多元化，目前 IP 矩阵达到约 50 个，包括奥特曼、变形金刚、火影忍者、宝可梦等全球知名 IP，及百变布鲁可和英雄无限两大自有 IP。公司已发展成为中国领先的拼搭角色类玩具企业，2023 年在中国拼搭角色类玩具细分市场的市场份额为 30.3%，排名第一。

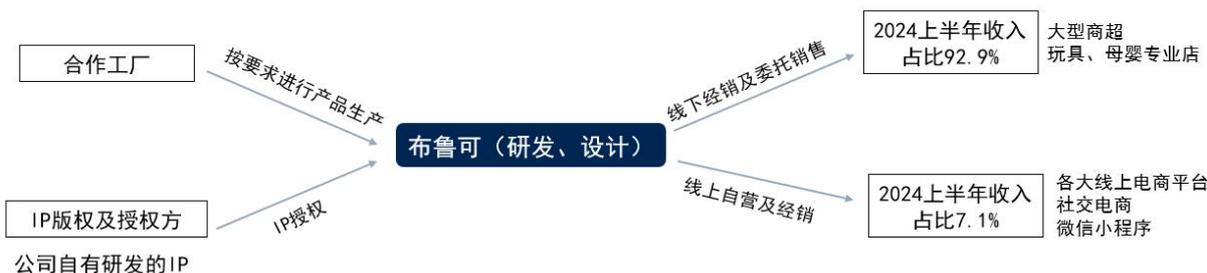
图1: 布鲁可历史沿革



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

**商业模式看**，公司处于玩具产业链中游的产品设计、研发环节，毛利率相对较高，2024 年整体毛利率达到 53.6%。公司通过 IP 授权、自有 IP 研发的方式进行产品研发，生产由六家合作工厂完成，销售渠道以经销及委托销售为主。

图2: 布鲁可商业模式



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

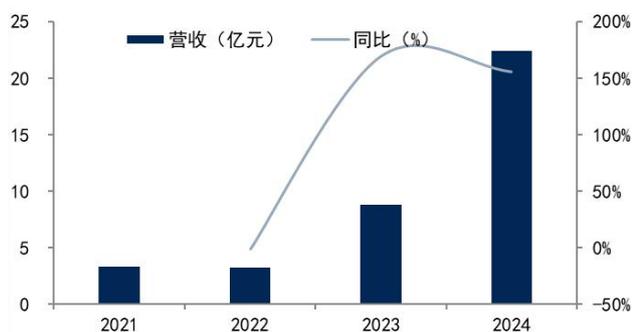
### 经营概况及收入结构

过去几年的整体业绩水平看，公司 2021-2023 年分别实现 3.3/3.26/8.77 亿元。其中 2023 年收入同比增长 169%，核心受益公司 2022 年推出的一系列拼搭角色类玩具在 2023 年进入收获期及公司把握线下消费复苏机遇扩大销售网络。

2021-2023 年归母净利润分别亏损 5.03/4.2/2.06 亿元，在毛利率提升及营销效率提升下逐步减亏。且扣除公司估值提升导致的可转换可赎回优先股的公允价值变动影响、上市开支及以股份为基础的薪酬等三大非经营因素影响后，公司 2023 年实现经调整利润 7290 万元。

公司 2024 年实现营收 22.41 亿元，同比增长 155.61%，归母净利润亏损 4.01 亿元，主要系可转换可赎回优先股的公允价值变动、上市开支及以股份支付的薪酬等非经常性因素影响。24 年调整后的年度净利润达到 5.85 亿元，同比实现了 702.1% 的快速增长。

图3: 布鲁可营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 布鲁可经调整净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

#### ◆ 营业收入分渠道及区域: 线下经销为主, 海外市场逐步打开

公司以线下经销模式为主, 采取买断销售模式, 通常包括具有特定区域覆盖范围并已建立当地销售网络的玩具、文化及创意产品经销商。2024 年线下经销模式实现收入 20.63 亿元, 同比增长 181.55%, 占总收入的比重为 92.1%。

另外, 线下渠道有少部分委托销售模式, 2024 年收入 2200 万元, 占总收入的比重为 1%。该模式下在通过委托销售合作伙伴向终端消费者作出销售时确认收入。截止 2024 年底, 公司拥有三名委托销售合作伙伴。

公司亦积极打造线上销售模式, 2024 年实现收入 1.56 亿元, 同比增长 46.61%, 占总收入的比重为 6.9%。线上渠道包括电商旗舰店、微信小程序以及经销商销售模式。

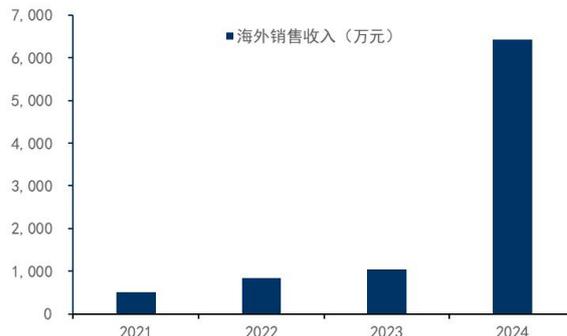
此外, 从区域布局看, 除深耕中国本土市场, 布鲁可积极布局海外打开新的增长空间, 已进入了包括美国、东南亚和欧洲的多个海外市场。公司海外销售收入从 2021 年的 500 万元增加至 2023 年的 1040 万元, 2024 年进一步增加至 6420 万元, 实现了 518.2% 的增长。

图5: 布鲁可营业收入分渠道占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 布鲁可海外销售收入情况 (万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 营业收入分产品类型及 IP: 以奥特曼、变形金刚、自有 IP 为三大核心

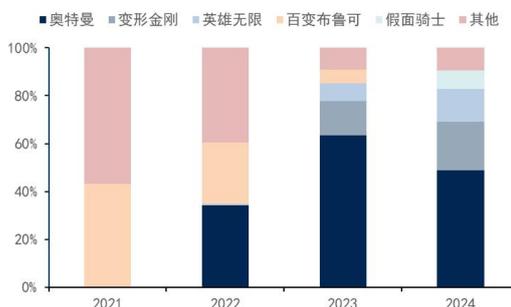
分玩具类型看, 公司目前基本以拼搭角色类玩具为主, 2024 年收入 22.01 亿元, 占总收入的比重为 98.22%。分具体 IP 来看, 2024 年奥特曼 IP 实现收入 10.96 亿元, 占总收入的比重为 48.9%, 为第一大 IP。变形金刚 IP/假面骑士 IP 分别实现 4.54/1.7 亿元, 占总收入的比重为 20.25%/7.59%。此外, 公司拥有自有 IP 英雄无限, 2024 年收入 3.1 亿元, 占总收入的比重为 13.83%。

图7: 布鲁可营业收入分产品类型占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 布鲁可营业收入分 IP 占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表1: 布鲁可三大核心 IP 的经营数据

	2022		2023		2024 上半年	
	SKU销量 (千件)	平均售价 (元)	SKU销量 (千件)	平均售价 (元)	SKU销量 (千件)	平均售价 (元)
奥特曼	95	5932	188	26629	134	29470
变形金刚			36	5387	64	8845
英雄无限	6	89	30	3240	53	14500

资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

## 主要财务数据：毛利率稳步增长，现金流状况良好

### ◆ 毛利率：总体毛利率稳步提升，自有 IP 毛利率领先

公司 2024 年毛利率 52.6%，同比提升 5.28pct，受益生产端效率进一步提升以及规模效应。具体 IP 毛利率看，公司招股书公布了截止 2024 上半年的情况，核心 IP 奥特曼毛利率 2022 年/2023 年毛利率分别为 37.5%/47.1%，2024 上半年进一步提升至 50.4%。自有 IP 的 2022 年/2023 年毛利率分别为 41.2%/55.7%，2024 上半年进一步提升至 61.9%。

不同渠道的毛利率看，核心的线下经销渠道 2021 年-2023 年毛利率分别为 33.8%/31.7%/46.6%，2024 上半年进一步提升至 52.3%。线上渠道 2021 年-2023 年毛利率分别为 39.2%/44.7%/53.7%，2024 上半年进一步提升至 61.9%。

表2: 布鲁可分 IP 类别毛利率 (%)

	2021	2022	2023	2024H1
<b>拼搭角色类玩具</b>		36.80%	48.40%	53.30%
英雄无限		41.20%	55.70%	62%
其他自有 IP				58.20%
奥特曼		37.50%	47.10%	50.40%
变形金刚			54.40%	56.60%
其他授权 IP		16.10%	28.50%	45%
<b>积木玩具</b>	36.8%	38.2%	38.7%	38.1%
百变布鲁可	41.60%	45.20%	46.30%	45.20%
其他	33.50%	34.20%	35.40%	32.80%
授权 IP	30%	31.10%	21.40%	39%
<b>公司整体毛利率</b>	37.40%	37.90%	47.30%	52.90%

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

表3: 布鲁可分渠道毛利率 (%)

	2021	2022	2023	2024H1
<b>线下毛利率</b>	34.20%	32.70%	46.40%	52.20%
经销销售	33.80%	31.70%	46.60%	52.30%
委托销售	35.30%	37.20%	42.10%	50.40%
<b>线上销售</b>	39.20%	44.70%	53.70%	61.90%
<b>公司整体毛利率</b>	37.40%	37.90%	47.30%	52.90%

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

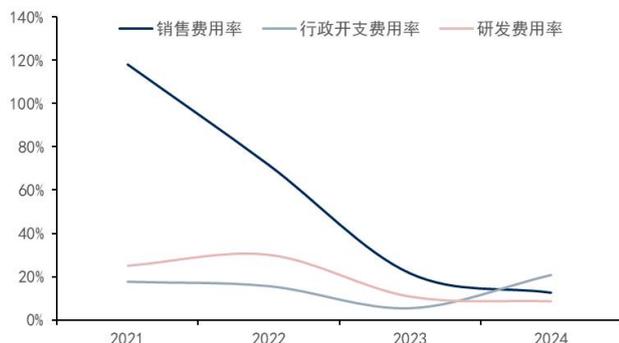
### ◆ 费用率及现金流情况：销售费用率稳步下降，现金流状况较好

销售费用率看，公司 2024 年销售及经销开支占收入的比重为 12.6%，较 2023 年大幅下降 8.96pct。主要系公司转型拼搭角色类玩具后，将营销重心转为内容营销，整体营销效率提升，以及受益 IP 角色本身具有内容属性和消费者认知，早期的营销投入带来较大的品牌口碑成效。

行政开支费用率为 20.8%，较 2023 年提升 15pct，主要系股份激励计划授出购股权的一次性以股份为基础的薪酬增加 3.59 亿元，以及 2024 年上市开支 3340 万元影响。公司保持持续的研发投入，2024 年研发费用率 8.6%。

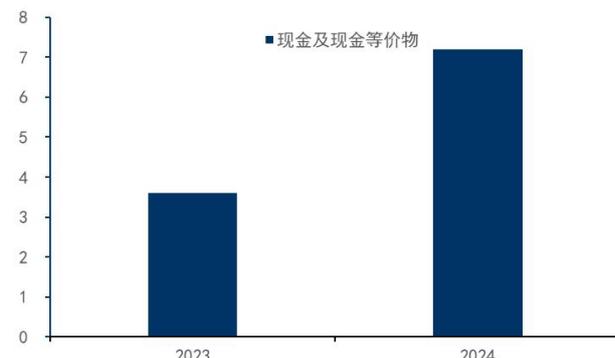
现金流方面，公司主要通过经营活动所得现金为公司运营提供资金，2024 年现金及现金等价物 7.2 亿元，同比增长 99.5%。

图9: 布鲁可销售/管理/研发费用率 (%)



资料来源: 公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

图10: 布鲁可现金及现金等价物 (亿元)

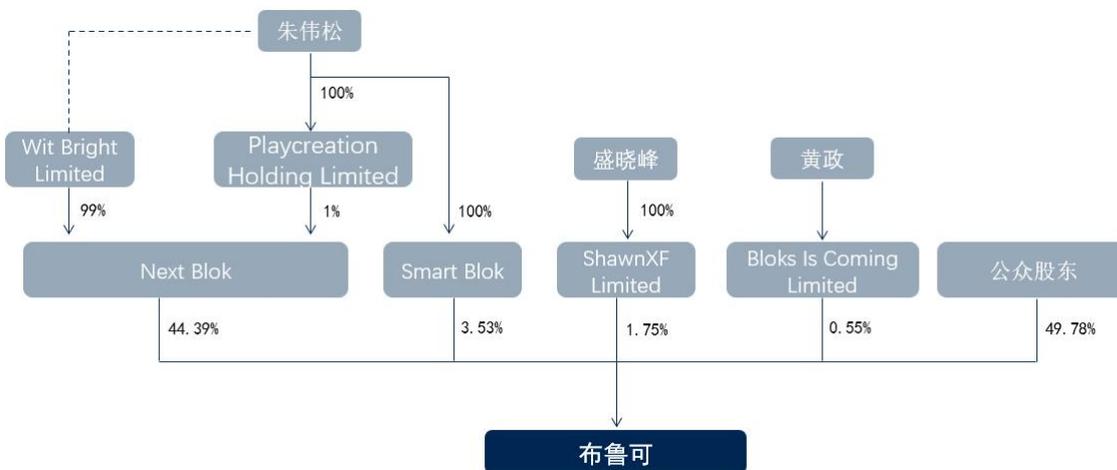


资料来源: 公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

### 股权结构及管理层

公司董事长兼首席执行官为朱伟松, 其通过 Next Bloks Limited、Smart Bloks Limited 合计持有公司 47.92%股份。执行董事盛晓峰通过 ShawnXF Limited 持有公司 1.75%股份。副总裁黄政通过 Bloks Is Coming Limited 持有公司 0.55%股份。

图11: 布鲁可股权结构情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

主要管理层履历看, 董事长兼执行董事朱伟松曾于 2009 年 5 月联合创立了上海游族信息技术有限公司, 自其成立起至 2015 年 2 月担任首席技术官, 主要负责研发管理工作。工作中较为重视产品研发, 对行业趋势、品类创新、商业开拓与合作具有深刻洞察。

执行董事兼总裁盛晓峰加入布鲁可前, 于 2005 年 4 月至 2015 年 5 月任职英特尔技术开发(上海)有限公司及英特尔亚太研发有限公司, 负责教育类产品的设计研发, 并曾两次因在教育类产品研发中的杰出贡献获得英特尔成就奖。

产品研发及设计负责人谢磊 2015 年加入布鲁可担任副总裁至今, 此前 2005 年 10

月至 2008 年 12 月于千方工业设计（上海）有限公司担任设计总监，自 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，自 2021 年起于上海交通大学设计学院担任 IIDE（国际工业设计工程）企业导师。

表4: 布鲁可主要管理层及履历

姓名	职务	主要履历	持股比例
朱伟松	董事长兼执行董事	2009 年 5 月联合创立了上海游族信息技术有限公司，自其成立起至 2015 年 2 月担任首席技术官，主要负责研发管理工作	49.47%
盛晓峰	执行董事兼总裁	2005 年 4 月至 2015 年 5 月任职英特尔技术开发（上海）有限公司及英特尔亚太研发有限公司，负责教育类产品的设计研发	1.81%
谢磊	副总裁，负责产品研发和设计	2005 年 10 月至 2008 年 12 月于千方工业设计（上海）有限公司担任设计总监，自 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，自 2021 年起于上海交通大学设计学院担任 IIDE（国际工业设计工程）企业导师	-
黄征	副总裁，负责人力资源管理及行政	拥有超过 20 年的人力资源管理及行政工作经验，曾担东方明珠新媒体股份有限公司行政总经理等	0.56%
付轶方	首席财务官	2020 年 11 月至 2023 年 1 月担任瑞幸咖啡（上海）有限公司和瑞幸咖啡科技（海南）有限公司财务副总裁；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等	-

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

## 行业概况：IP 玩具发展迎来多维度红利期，布鲁可细分领域市占率领先

IP 玩具指以知识产权为核心设计和生产的玩具，产品往往具有辨识度高、粉丝基础较好及强情感联结的特征。据弗若斯特沙利文统计数据，2023 年中国玩具市场 GMV 规模 1049 亿元，同比增速 9.38%。其中，IP 玩具市场规模 676 亿元，占中国玩具市场规模的 64.4%，已成为玩具市场最重要的组成部分。

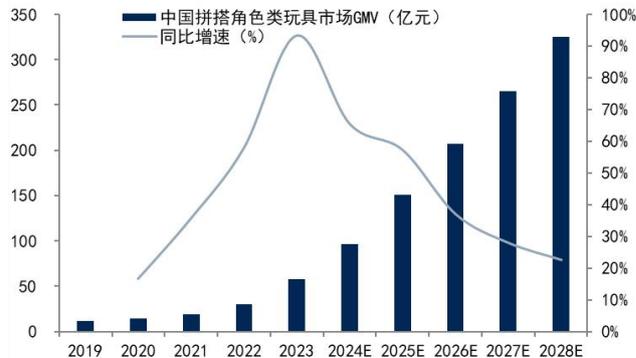
市场分类看，布鲁可主要经营产品为拼搭角色类具有相对更强的可玩性和益智性，可自由组合和拼搭。同时越来越多的与知名 IP 结合，借助 IP 丰富的内容，拥有了多元的品类，实现了对不同受众人群的覆盖，并具备了收集和收藏属性。据弗若斯特沙利文数据，2023 年中国拼搭角色类玩具市场 GMV 为 58 亿元，2019-2023 年复合增速达到 49.6%。且未来受益消费年龄层拓宽、IP 经济和情绪消费需求的增长，2028 年 GMV 有望达到 325 亿元，2023-2028 年复合增速 41.3%。

图12: 中国玩具市场 GMV 及增速（亿元、%）



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自布鲁可招股书）、国信证券经济研究所整理

图13: 中国细分拼搭角色类玩具市场 GMV 及增速（亿元、%）



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自布鲁可招股书）、国信证券经济研究所整理

## 行业发展机遇：迎来消费环境、优质供给的多维红利期

### ◆ 宏观环境：IP 主力消费人群的需求变迁，物质饱和下转向为“情绪”买单

我国城镇居民恩格尔系数 1978 年为 57.5%，2013 年下降到 30.1%，2024 年进一步下降至 28.8%；农村居民恩格尔系数 1978 年位 67.7%，2013 年下降到 34.1%，2024 年进一步下降到 32.3%。显示我国居民消费水平不断提升，消费由基础物质向精神文化转变。

全国居民人均服务型消费支出从 2013 年的 5246 元增长至 2023 年的 12114 元，年复合增速 8.73%，占整体消费支出的比重从 39.68%提升至 45.21%。

图14: 中国居民恩格尔系数



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

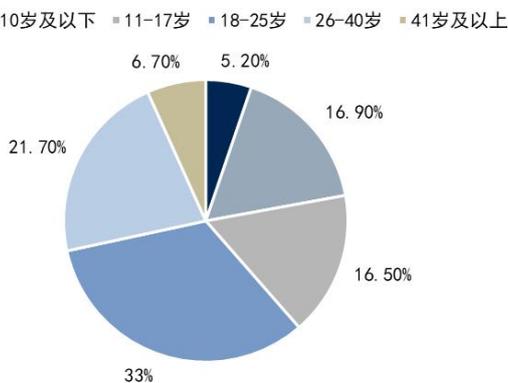
图15: 全国居民服务性消费支出及占整体消费支出的比重 (元、%)



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

尤其是以 90 后、00 后为代表的 IP 主流消费人群，其进入职场产生工作收入之前的成长和生活环境伴随着中国经济快速发展期，物质生活已得到较好的满足，消费动机从“因为没有所以购买”转向“受到某种情绪刺激或追求体验”。中国玩具和婴童用品协会授权行业分会数据显示，2023 年我国 IP 受众年龄分布中，18-25 岁（1998-2005 年出生）占比 33%，26-40 岁（1983-1997 年出生）占比 21.7%，是主力消费人群。

图16: 2023 年中国 IP 受众年龄分布



资料来源：中国玩具和婴童用品协会授权行业分会、国信证券经济研究所整理

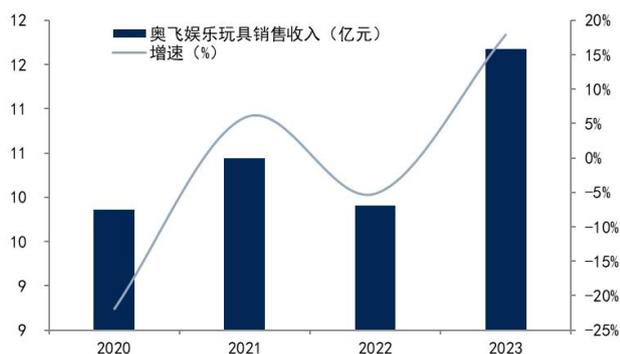
◆ 供给端：优质 IP 增多及产业链发展日渐成熟，数字科技加快 IP 开发

一方面，中国玩具企业积极借助国际知名 IP 积极开发玩具产品。例如布鲁可近年来通过奥特曼 IP 产品实现快速成长，2021-2023 年分别实现 3.3/3.26/8.77 亿元的收入。其中 2023 年收入同比增长 169%，奥特曼 IP 收入占比 63.5%。

另一方面，国产优质 IP 供给不断增加，IP 文化产业链走向成熟。据国际授权业协会数据，2023 年中国授权商品和服务零售额 137.7 亿美元，增长 9.6%，且超越德国，次于美国、英国和日本，成为全球第四大授权市场。且国产 IP 贡献占比持续增加，《2024 中国品牌授权行业发展白皮书》显示（转自《中国文化产业 IP 影响力报告》）截至 2023 年，在中国授权市场上，国产 IP 的授权数量占比连续 3 年超越美国，成为中国 IP 授权市场第一大来源。

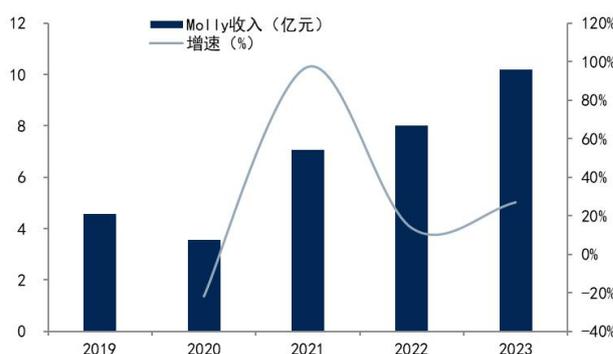
具体到国产 IP 玩具的案例看，奥飞娱乐为典型代表，其拥有超级飞侠、喜羊羊与灰太狼等多个国产自有 IP。奥飞娱乐 2023 年玩具销售收入达到 11.67 亿元，同比增长 17.86%，占收入的比重为 42.62%。此外，泡泡玛特 2023 年头部 IP SKULLPANDA、MOLLY 收入均突破 10 亿人民币。布鲁可自有 IP 英雄无限 2024 上半年实现收入 1.7 亿元，较 2023 年全年的 0.64 亿元实现大幅增长。

图17：奥飞娱乐玩具销售收入及增速（亿元、%）



资料来源：奥飞娱乐公告、国信证券经济研究所整理

图18：泡泡玛特旗下 Molly 的收入及增速（亿元、%）



资料来源：泡泡玛特公告、国信证券经济研究所整理

此外，AI 技术的广泛应用也有助于推动 IP 玩具行业的发展，主要体现在 IP 开发和传播营销等方面。典型案例为 2025 年春节档票房爆火的《哪吒之魔童闹海》，AI 辅助设计系统能够快速生成角色概念图，AI 工具生成场景构建等，进一步助力了哪吒 IP 的开发。哪吒 IP 相应的衍生价值也进一步放大，联合泡泡玛特推出联名款盲盒玩具等。

◆ 出海机遇打开新成长空间

除中国市场外，全球拼搭角色类玩具市场空间亦是更广阔的市场空间，不少企业积极把握出海机遇打开增长空间。如布鲁可海外销售收入从 2021 年的 500 万元增加至 2024 年的 6240 万元。据弗若斯特沙利文数据，2023 年除中国外的全球拼搭角色类玩具市场 GMV 为 221 亿元，有望以 24.9% 的复合增速增长至 2028 年的 671 亿元，渗透率提升至 18.4%。

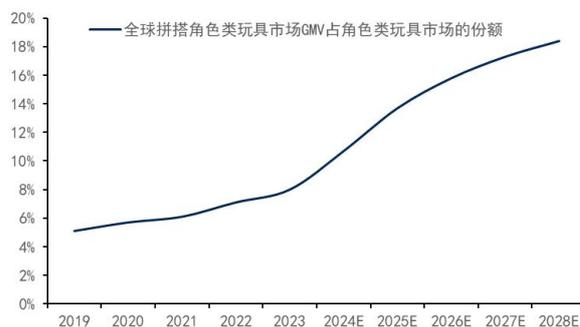
此外，跨境电商的快速发展为中国玩具企业提供了新的出海渠道，据海关总署数据，2024 年中国跨境电商进出口总值 2.63 万亿元，同比增长 10.8%。尤其是 TikTok、Shein 及 Temu 等平台的快速发展提供了新机遇。据 Gloda 数据，2024 年 10 月，TikTok 美区玩具与爱好品类实现销售额 1589 万美元，环比增长 38.41%。

图19: 除中国外全球拼搭角色类玩具市场 GMV 及增速



资料来源: 弗若斯特沙利文 (转引自布鲁可招股书)、国信证券经济研究所整理

图20: 全球拼搭玩具市场 GMV 占角色类玩具市场份额 (%)



资料来源: 弗若斯特沙利文 (转引自布鲁可招股书)、国信证券经济研究所整理

### 行业竞争格局: 细分领域龙头已然崛起, 布鲁可市占率领先

中国玩具市场整体经营企业较多, 据 wind 数据, 存续的玩具相关企业达到 28.84 万家, 整体竞争格局相对分散。欧睿数据显示, 2023 年中国前十大传统玩具与游戏企业 (不含视频游戏组件相关) 的市占率为 27.2%, 其中乐高以 9% 的市占率排名第一, 泡泡玛特以 5.3% 的市占率排名第二。(注: 目前玩具企业多采用了 IP 联名的方式, 故我们行业竞争格局相关数据直接参考整体玩具行业的情况)

表5: 中国传统玩具与游戏行业市占率前十大企业

排名 (按 2023 年市占率)	企业	2021	2022	2023
1	乐高	8.40%	10.10%	9.00%
2	泡泡玛特	4.60%	4.90%	5.30%
3	上海姚记	3.60%	4.20%	3.60%
4	奥飞娱乐	2.50%	2.60%	2.80%
5	广东启梦玩具	0.90%	1.10%	1.30%
6	美泰公司	1.30%	1.20%	1.20%
7	万代南梦宫	0.50%	0.70%	1.00%
8	Shanghai Xier	1.10%	1.00%	1.00%
9	伟易达	0.90%	0.90%	1.00%
10	孩之宝	1.20%	1.10%	1.00%

资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

具体到布鲁可所在的拼搭玩具行业看, 欧睿数据显示, 在建筑玩具类领域, 广东启梦玩具/布鲁可 2023 年市占率分别为 6.6%/4.9%, 仅次于乐高, 排名第二/第三。且再细分到拼搭角色类玩具领域, 布鲁可以 30.3% 的市占率排名第一。

表6: 中国拼搭角色类玩具市场前五大企业及市场份额

排名	企业	企业介绍	2023 年 GMV (亿元)	市场份额
1	布鲁可		17	30.30%
2	公司 A	已上市的跨国综合性娱乐及玩具公司, 总部位于日本东京	12	20.00%
3	公司 B	非上市的跨国玩具公司, 总部位于丹麦比伦	9	14.80%
4	公司 D	非上市的拼搭类玩具公司, 总部位于中国汕头	6	10.40%
5	公司 E	IP 玩具公司, 是一家总部位于中国广州的上市生活用品零售商的附属公司	1	1.40%

资料来源: 弗若斯特沙利文 (转引自布鲁可招股书)、国信证券经济研究所整理

## 成长性分析：解答 IP 矩阵扩张能力这一核心问题

公司 2017 年进入积木玩具行业，2022 年正式推出第一款拼搭角色类玩具，在业内虽属于相对年轻的企业，但成长初期以奥特曼 IP 为抓手，实现了快速的爆发增长。公司 2023 年实现约 18 亿 GMV，一举以 30.3% 的市场份额成为本土拼搭角色类玩具龙头。

但同时市场也存在对于企业未来发展驱动的疑虑，奥特曼单一 IP 占比过高，2024 年贡献了 48.9% 的收入比重，引发对于其单一 IP 的热度波动会否影响业绩表现的担忧，以及公司未来是否具备 IP 矩阵持续开拓建设的能力。为此，本篇报告将聚焦这一核心问题，并以乐高等成功的国际拼搭玩具龙头企业为参考，对布鲁可的长期成长性进行分析。

### 供应链的高性价比优势，支撑奥特曼出圈的产品能力可复制

回答布鲁可多 IP 建设是否能够成功，我们首先分析其奥特曼 IP 出圈的原因，并认为其高效的供应链体系是可以实现多元 IP 复用的，包括以高度标准化降低成本实现价格带卡位，以及超越同行的上新效率。

奥特曼由日本圆谷公司（Tsuburaya Productions）于 19 世纪 60 年代推出，至今实际上已授权许可众多企业生产奥特曼 IP 相关产品，市场竞争实则较为激烈。中国市场在售奥特曼 IP 玩具产品的企业包括圆谷公司的股东万代南梦宫、布鲁可、卡游、奇妙积木（启梦玩具）、灵动创想等企业。

而布鲁可作为获得奥特曼 IP 授权的企业之一，2022 年奥特曼 IP 产品推出当年便实现 1.11 亿元收入，2023 年快速增长至 5.57 亿元。在激烈的竞争中脱颖而出的核心优势之一便是：以高度标准化降低成本及提高上新效率，相较于竞品，为消费者提供高性价比产品。

图21：布鲁可在售的三种价格带的奥特曼产品



资料来源：布鲁可天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理

下文我们将分别以公司奥特曼产品较为畅销的 9.9 元星辰版、39 元群星版和 59 元的闪耀版为例，分析公司的产品竞争力来源：

### ◆ 9.9-15 元价格带

布鲁可奥特曼的竞品主要包括奇妙积木推出的奥特曼经典款，定价 12 元，略高于布鲁可；以及灵动创想推出的英雄 Q 拼装-奥特曼，定价 15 元，亦价格较高。从产品本身而言，布鲁可以更低的价格实现了更好的拼搭体验：布鲁可的星辰版高 5.5cm，包括 15 款形象，超 10 个关节可动；奇妙技术的经典款包括 13 款形象，14 个关节可动，高度约 6cm；灵动创想的 Q 拼装高度 5cm，包括 6 款形象，仅 4 个关节可动。

当然，奇妙积木最新在 3 月 14 日上新了奥特曼翻翻乐新品，单盒零售价 9.9 元，端盒零售价 128.7 元，同样 14 处关节可动。但目前天猫旗舰店不进行单盒售卖，小程序可线上 9.9 元随机选单盒，此后的定价和运营策略待进一步观察。

表7: 布鲁可在 9.9 元价格带的竞品对比

	布鲁可星辰版	奇妙积木经典款	灵动创想英雄 Q 拼装
定价	9.9 元/个	12 元/个	15 元/个
产品高度	5.5cm	6cm 左右	5cm
可动关节数	10+	14	4
盲盒形象数	15	13	6

资料来源：各品牌天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理 注：不同时间段折扣活动不同，供参考

### ◆ 39 元左右的价格带

奇妙积木推出了 29.9 元的 zero 无限版，虽定价较低，但从角色丰富度而言，布鲁可更胜一筹。布鲁可 39 元的群星版已推出到第十三弹，而 zero 无限版目前且仅推出第 1 弹。这实际上也是布鲁可上新效率的体现，公司自 2023 年至截至 2024 年 6 月 30 日止六个月，高频度地每季度推出约 30 至 90 款 SKU。另外，灵动创想推出 49 元的奥特曼 Q 版英雄传，价格略高，且角色丰富度和可动性较弱一些。

表8: 布鲁可在 39 元价格带的竞品对比

	布鲁可群星版	奇妙积木 zero 无限版	灵动创想奥特曼 Q 版英雄传
定价	39 元/个	29.9 元/个	49 元/个
产品高度	10cm 左右	11.5cm 左右	12cm 左右
可动关节数	23	24	15
角色丰富度	已出到第十三弹	第一弹	出到第二弹

资料来源：各品牌天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理 注：不同时间段折扣活动不同，供参考

### ◆ 59 元左右价格带

布鲁可主要推出了闪耀版，相较于群星版可以实现发光，共 21 处关节可动，且已推出到第十弹。而接近的价格带看，59 元可以买到万代的奥特曼产品，不过可动性较弱，且无发光功能。其发光可动的产品售价 99 元。奇妙积木推出了可以同时发光发声的产品，高度达到 23cm，不过售价达到 99 元，并不属于同一价格带的竞品，角色丰富度也较弱。灵动创想推出了声光可动产品，售价 79 元，且并非盲盒产品，产品限定为 10 个形象。

表9: 布鲁可在 59 元价格带的竞品对比

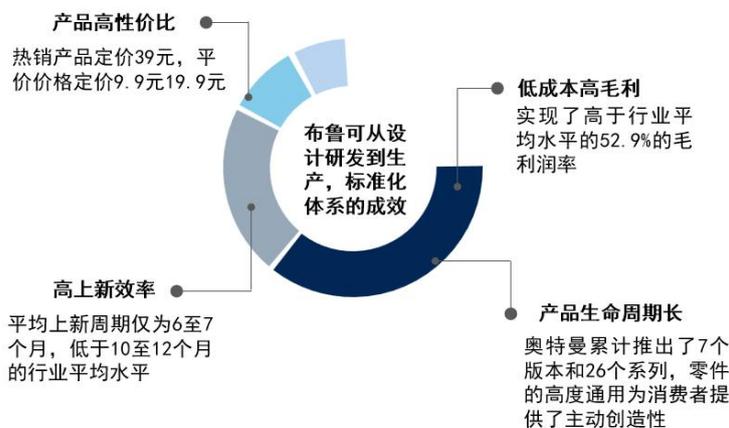
	布鲁可闪耀版	奇妙积木炫光版	灵动创想奥特必杀系列	万代奥特曼
定价	59 元/个	99 元/个	79 元/个	59 元/个
产品高度	10cm 左右	23cm	22cm	14cm
可动关节数	21	15	-	-
角色丰富度	已出到第九弹	出到第三弹	非盲盒	-
是否发光/发声	发光	发光+发声	发光+发声	否

资料来源: 各品牌天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理 注: 不同时间段折扣活动不同, 供参考

通过以上分析, 我们认为奥特曼产品的高性价比和极致的上新效率, 是源于公司高效的从设计研发到生产的一体化体系, 以高度标准化卡位市场价格带, 这一点是可复制到其他 IP 产品的, 是公司的重要竞争优势。比如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 2024 年实现了高于行业平均水平的 52.6% 的毛利率, 并能大规模提供高质量的人民币 19.9 元的平价产品。

公司近年来推出的新 IP 也正积极利用这一底层优势, 变形金刚系列推出了 9.9 元的星辰版、39 元的群星版和 79 元可发光的联名手办等。该 IP 系列对收入的贡献比重 2024 年达到 20.25%, 较 2023 年提升了 5.95pct, 成为重要的业绩增长驱动因素。假面骑士 IP 产品亦是如此, 以高性价比实现销售增长, 2024 年 7 月推出, 半年不到便实现了 1.7 亿元的销售体量, 对收入的贡献比重达到 7.59%。

图22: 布鲁可实现从设计研发到生产的标准化体系带来的成效



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

## 跨媒介叙事和粉丝共创能力, 学前教育形成品牌陪伴优势

如我们在报告《剖析乐高、三丽鸥及万代经营之道, 解锁 IP 潮玩龙头常青路》中所述, 国际玩具龙头也曾存在单一 IP 占比过高的问题。回顾他们的 IP 矩阵建设, 并对照布鲁可的企业能力, 我们认为主要成功的举措包括:

### ◆ 跨媒介叙事, 强化 IP 叙事内核及增强多维度曝光

以乐高的星球大战系列为例, 该系列于 1999 年与卢卡斯影业合作推出, 借助《星球大战前传 1》电影的热度, 乐高星球大战系列上市后便成为最畅销产品。但整个电影系列上映的 20 年期间, 乐高星球大战系列的销量并没有随着电影上映节

奏而大幅波动，反而在电影空窗期依旧实现了稳健增长。在乐高联名 IP 系列中，拥有星球大战系列套装的人数最多，在整体人数中的占比也达到 16%-20%，体现了星球大战系列经久不衰的影响力。

表10: 星球大战系列是拥有人数最多的乐高 IP 联名系列

	拥有该系列套装的人数						总人数	星球大战系列占比
	星球大战	漫威超级英雄	迪士尼	哈利波特	侏罗纪世界	超级马里奥		
2015	535212	104628	14955		31901		2578239	20.76%
2020	412217	104973	20744	122547	17185	104973	2117764	19.46%
2022	358012	126606	30216	103577	40857	50177	2018387	17.74%
2023	288195	85658	56276	74793	20357	24945	1649538	17.47%
2024	184349	45833	56276	46407	7541	8371	1101614	16.73%

资料来源: Brickset、国信证券经济研究所整理

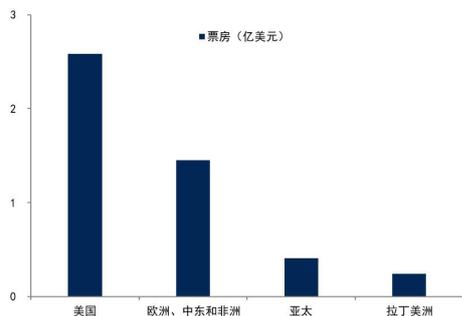
乐高在星球大战系列的总体策略包括:

1) **电影之外打造媒体矩阵**，如开发《乐高星球大战：天行者传奇》、《乐高星球大战 3：克隆人战争》等游戏。其中《乐高星球大战：天行者传奇》发行四个月后，累计玩家人数已突破 500 万。推出电影《乐高星球大战》系列电影，其中 2012 年推出的《乐高星球大战：帝国反击战》当前豆瓣评分仍有 8.4 分。2014 年上映动画电影《乐高大电影》，影片以乐高积木为载体，全球票房超 4.68 亿美元，当年票房排名全球第十七。乐高 2014 年整体集团的收入也是实现了 12.98% 的增长，较 2013 年加速 4.91pct。

2) **以乐高式的幽默重构叙事风格**：《乐高星球大战》系列电影重新诠释了星球大战电影中的故事和角色，让玩家在轻松愉快的氛围中体验游戏，也形成了独立于电影的文化认同，从而进一步推动旗下产品的销售。

而乐高强跨媒介叙事能力的背后，离不开集团的重视和资源投入，并积极寻求传媒行业重要合作伙伴。如自 1995 年开始，乐高便发布了许多基于积木的商业游戏，目前主要由华纳兄弟游戏发布乐高游戏。2003 年乐高建立第一个合作伙伴关系，开始发行官方积木电影，到 2020 年，环球影业获得了制作乐高电影的独家权力。

图23: 《乐高大电影》2014 年全球票房分布



资料来源: IMDbPro-box office mojo、国信证券经济研究所整理

图24: 《乐高星球大战：天行者传奇》游戏简介



资料来源: 游侠网、国信证券经济研究所整理

而回到布鲁可看，公司的跨媒介叙事能力已基本具备：

一是公司管理团队的履历背景，具备游戏等媒体传播的底层经验。董事长兼执行董事朱伟松曾于 2009 年 5 月联合创立了上海游族信息技术有限公司，自其成立起至 2015 年 2 月担任首席技术官，主要负责研发管理工作。上海游族信息技术有限

公司的母公司游族网络是一家全球化研运一体的游戏公司，已成功推出《少年三国志》系列、《女神联盟》系列以及《山海镜花》、《绯色回响》、《新盗墓笔记》等多款知名游戏产品。发行版图遍及欧美、中东、亚洲及南美等 200 多个国家及地区，全球累计近 10 亿用户。

二是公司主力消费人群以儿童及青少年为主，注重以动画的方式进行 IP 传播，投入资金建设及招聘专业人才。其自有 IP《英雄无限》推出系列短视频动画，融合了机甲和国产英雄元素，包括悟空、哪吒、杨戬、猪八戒、赵云、吕布等人物形象。目前已推出了共 60 集，包括 2022 年推出的《先导篇：机甲竞技》16 集，《先导篇：英雄人物》24 集，2024 年推出的《英雄无限第一季》，截止 2025 年 3 月 21 日更新至第 20 集。传播效果看，三大系列抖音合计播放量 8316.9 万次，B 站合计播放量 2329.29 万次。

表11: 布鲁可英雄无限系列动画在抖音和 B 站的播放量及粉丝统计

	先导篇：机甲竞技	先导篇：英雄人物	英雄无限第一季	英雄无限官网账号粉丝数
抖音播放量	2957.2	4479.2	880.5	96.8
B 站播放量	658.3	856.9	814.09	7.8

资料来源：抖音、B 站、国信证券经济研究所整理 注：截止 2025 年 3 月 21 日

据布鲁可招股书数据，也将投入 6500 万港元的募集资金，持续投资与自有 IP 相关的、以动画为主要行驶的内容制作。人员配置上，公司也在积极招聘动画、游戏相关领域人才，据猎聘上的招聘信息，布鲁可招聘 3D 应用开发工程师，要求有 3 年及以上 3D 游戏开发经验；招聘原画师，要求有 3-5 年游戏或动漫行业相关原画设计经验。

图25: 《英雄无限》动画第一季相关内容



资料来源：B 站、国信证券经济研究所整理

图26: 《先导篇：英雄人物》动画相关内容



资料来源：B 站、国信证券经济研究所整理

### ◆ 孩童教育形成品牌陪伴，粉丝共创增强粘性

一是在孩童教育方面，拼搭玩具不仅在于玩具本身，其拼搭过程也是创造力的一种体现，成为众多家庭开发小孩智力和兴趣的选择。据中国卫健委发布的《0-6 岁儿童发育行为评估量表》，从 5 月龄开始，就把积木作为了测评宝宝在各年龄段手部精细动作和认知能力发育水平的重要衡量工具。

乐高作为全球拼搭玩具龙头，专门设立有教育体系，推出各年龄段的热门 STEAM

(科学、技术、工程、数学)动手实践解决方案。并在1998年成立FIRST® LEGO® League (FLL 联盟), 举办相关赛事, 针对4-6岁; 6-10岁; 9-16岁三个年龄段。此外, 针对学龄前儿童推出大颗粒积木得宝®拼砌颗粒和套装。乐高从学龄前的市场捕捉形成了强有力的品牌陪伴, 并随着客户群体年龄成长推出更复杂的积木产品, 实现了持续的产品销售和复购。

而布鲁可的优势在于, 其早年成立时期便瞄准了儿童成长赛道, 用积木作为承载方式, 打造出一个涵盖玩具、动画、游戏、教育, 完整的‘积木+’的儿童产业生态。布鲁可积木还曾联合哈佛大学、浙江大学等国内外高校研发, 成立了中国首个儿童成长实验室, 以儿童成长关键力为基础, 创造出“易拼搭、可互动、孩子更爱玩”的积木体系与产品。

此外, 布鲁可制作的原创动画片《百变布鲁可》2017年首播, 至2024年开播七年, 播出8季, 全网播放量超百亿, 累计粉丝300万+。积累了较为深厚的学前教育粉丝群体, 形成品牌陪伴。

图27: 布鲁可成长关键力示意图



资料来源: 布鲁可官方公众号、国信证券经济研究所整理

二是粉丝生态运营, 实现共创和强粘性。乐高开放共创平台 (LEGO Ideas) 允许全球粉丝提交原创设计并参与产品开发, 最后通过社区投票筛选创意, 将玩家设计转化为官方套装。推出了包括东方快车、老友记等畅销套装。乐高为此制定了一系列规则, 以确保创新在企业价值观内以及奖励机制: 产品创意获得1万名支持者, 并被选为乐高官方产品, 创意者将或者商品总净销售额的1%; 10份免费的LEGO Idea 套装; 套装材料中的信用和个人标识为LEGO Ideas 套装创作者。

表12: LEGO Ideas 相应的产品创意规则要求

内容	规则
产品创意标准	必须是单个独立套装；积木数量 200-5000 个；专注于单个概念；非乐高本身已有的概念衍生
入选标准和周期	创意提交后 60 天内需获得 100 位支持者，才能进入下一阶段，最终是要获得 1 万名支持；评论的滚动截止日期为 1 月、5 月和 9 月初；一旦宣布，大约 12 个月时间设计最终的套装和盒子
奖品和奖励	商品总净销售额的 1%；10 份免费的 LEGO Idea 套装；套装材料中的信用和个人标识为 LEGO Ideas 套装创作者
可接受的内容	符合品牌价值和社会价值观；只能使用乐高现有零件；避免使用竞争对手的创意；不要暗示自己的产品得到了他人认可
质量标准	照片清晰，构图完整；最多 15 张照片；描述情况产品创意和推荐原因等

资料来源：LEGO Ideas、国信证券经济研究所整理

布鲁可在粉丝运营和共创方面已持续有所布局，开设有微信小程序布鲁可积木人 Club，该平台可实现粉丝之间的互动以及分享二次创作作品。公司通过布鲁可积木人 Club 中的「共创基地」功能举办投票活动，鼓励消费者参与新产品的开发。得票最高的产品提案可能转化为真正的产品。截至 2024 年 6 月 30 日，布鲁可积木人 Club 上拥有约 200 万注册会员，约 80% 的布鲁可积木人 Club 会员激活了至少一种产品。

布鲁可曾在 2024 年 2 月举办首届 BFC（布鲁可积木人创作者）创作赛，赛事历时 4 个月，收到了数百件参赛作品，活动期间总话题浏览量超 40 万。赛事评委包括上海市航海模型协会秘书长、迪斯派御用模型师等业内知名人士。最新 2025 年 3 月的美国纽约玩具展上，BFC 作品展示区成为公司展区的重要亮点，在不改变产品大结构的前提下，通过创作者的原创设计，可以实现形象的二创，体现了布鲁可积木人的可塑性。

图28: 布鲁可积木人 Club 微信小程序界面



资料来源：布鲁可微信小程序、国信证券经济研究所整理

图29: 布鲁可在纽约玩具展的 BFC 展区



资料来源：布鲁可官方微信、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### ◆ 营业收入分拆预测

考虑公司以 IP 拼搭玩具为核心业务，我们分 IP 对公司进行分拆预测

#### 一、拼搭角色类玩具

**1、奥特曼：**作为公司最为知名的 IP 产品，当前规模体量已超过 10 亿元，且仍处于较好的增长势头中。一是受益于 2024 年末推出 9.9 元星辰版进一步丰富了价格带和覆盖人群，有助于带动产品销量增长。二是公司上新的高效率，产品持续推新带动增长。具体来看，公司 2025 年 2 月上新了奥特名鉴周年版-赛罗奥特曼，2025 年 3 月上新了奥特名鉴-闪耀版第 10 弹。此外，2025 年奥特曼 IP 母公司圆谷也将推出新的动画系列《奥美迪奥特曼》，有望带动相关周边产品的消费热度。据此，我们预计公司奥特曼 IP 在 2025-2027 年实现收入 16.73/22.59/28.8 亿元。

**2、变形金刚：**该 IP 系列是公司 2024 年快速爆发的产品，收入增速 263%至 4.54 亿元。未来公司将继续产品推新迭代，如 2025 年 2 月上新了星辰版第二弹；3 月上新了闪耀版第三弹以及变形金刚超越版。以及在纽约玩具展开启了限定品——变形金刚超越版电影 7 EX Elite Bumblebee 的首展。变形金刚官方也发布了 2025 变形金刚新品“天尊世代”系列。据此，我们预计公司变形金刚 IP 在 2025-2027 年实现收入 7.59/10.62/12.75 亿元。

**3、自有 IP 英雄无限：**针对自有 IP，公司近年来加大了商业化裂变力度，包括推出中国英雄故事共创计划，2024 年 11 月上线《英雄无限》第一季系列短视频动画等。此外，在持续的产品推新下，该系列 IP 有望迎来持续增长表现。2025 年 3 月上新了英雄无线星光版以及经典版（唐三藏&沙悟净）。据此，我们预计公司英雄无限 IP 在 2025-2027 年实现收入 6.49/9.08/11.87 亿元。

**4、其他授权 IP：**一是受益于 IP 签约矩阵的增加，推出相应的新品，如新世纪福音战士、小黄人、芝麻街等。二是同一 IP 下产品的持续丰富，例如假面骑士推出星辰版等，据此，我们预计公司其他授权 IP 产品 2025-2027 年分别实现收入 7.5/11.25/14.62 亿元。

表13：布鲁可 2025 年以来新上市或预售的产品

时间	新品	所属 IP
2025 年 2 月 14 日	漫威英雄群星版第 3 弹	漫威
2025 年 2 月 17 日	变形金刚星辰版第 2 弹	变形金刚
2025 年 2 月 28 日	漫威英雄超越版-钢铁侠	漫威
2025 年 2 月 28 日	奥特名鉴周年版-赛罗奥特曼 15 周年特典	奥特曼
2025 年 3 月 7 日	变形金刚闪耀版第 3 弹	变形金刚
2025 年 3 月 9 日预售	初音未来奇迹版	初音未来
2025 年 3 月 14 日	芝麻街伙伴-神奇版	芝麻街
2025 年 3 月 14 日	英雄无限经典版	英雄无限
2025 年 3 月 21 日	奥特名鉴时闪耀版第 10 弹	奥特曼
2025 年 3 月 24 日	英雄无限星光版第 6 弹	英雄无限
2025 年 3 月 25 日	奥特名鉴金古桥	奥特曼
2025 年 3 月 25 日预售	新世纪福音战士传奇版 2 号机	新世纪福音战士
2025 年 3 月 28 日	假面骑士群星版第 3 弹	假面骑士
2025 年 4 月 1 日	小黄人伙伴神奇版-果酱工厂系列	小黄人

资料来源：布鲁可官方微信小程序、国信证券经济研究所整理

## 二、积木玩具

公司积木玩具业务占比较低，主要系自有 IP 百变布鲁可和其他授权 IP 构成。公司未来继续在积木领域推出产品布局以及本身拥有一定的客户群体。预计 2025-2027 年实现收入 3155/2839/2697 万元。

此外，以上所有的 IP 产品业务也将受益于公司的销售渠道进一步下沉，拓展经销网点。综合以上假设，我们预计公司 2025-2027 年分别实现收入 39.12/54.62/69.41 亿元，分别同比增长 74.57%/39.63%/27.06%。

### ◆ 毛利率及主要费用率

**毛利率看**，公司短期推出 9.9 元星辰版的产品，可能相对毛利率略低，以及推新下成本也略有提升，影响短期毛利率。此外，公司授权费计入营业成本，加大 IP 矩阵布局下授权费也会有所增加。

但在高度标准化的开模和自动化的注塑等优势下，规模效益显著，以及公司中长期计划提高自营工厂的利用率，带来毛利率进一步提升。我们预计公司 2025 年毛利率略降，为 52.53%，2026-2027 年分别为 52.86%/53.05%。

**销售费用率看**，公司销售费用主要系营销支出和人员工资构成。而 IP 玩具行业具有角色本身自带流量、消费者情感联结较强的特点，早期的营销投入易带来较大的品牌口碑成效，推动广告营销支出占比下降。此外，公司将进一步重视更高效的内容营销方式，使销售及经销开支占总收入的百分比有所下降。我们预计公司 2025-2027 年销售费用率分别为 11.72%/11.59%/11.55%。

**管理费用率看**，公司 2024 年为 20.75%，其中包括上市开支 3340 万元，一次性授出以股份为基础的薪酬增加 3.59 亿元至 3.62 亿元。而剔除这两项一次性因素后，公司 2024 年管理费用率为 3.11%。未来不再受上市开支及股份为基础的薪酬影响，以及规模效益，预计管理费用率持续优化。

**研发费用率看**，主要包括研发人员的薪酬，折旧及摊销等。截止 2024 年底，公司拥有 472 名研发人员，主要负责产品设计开发和 IP 开发两项业务。预计公司保持持续的研发投入，费用率受益于规模效益下降。

表14: 布鲁可销售、管理及研发费用预测

预测项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>销售费用（百万元）</b>	232.89	189.28	283.12	458.54	633.09	801.30
YOY		-18.72%	49.58%	61.96%	38.07%	26.57%
工资、报酬及福利	76.995	82.56	121.86	197.41	272.43	343.26
YOY		7.23%	47.60%	62%	38%	26%
营销及推广	120.18	73.71	111.71	184.31	256.20	325.37
YOY		-38.67%	51.56%	65%	39%	27%
其他	35.71	33.02	49.56	76.81	104.47	132.67
YOY		-7.55%	50.10%	55%	36%	27%
<b>管理费用（百万元）</b>	51.00	49.23	465.05	119.76	162.07	203.68
YOY		-3.47%	844.64%	-74.25%	35.33%	25.67%
工资、报酬及福利	27.00	30.76	46.13	80.73	108.99	137.32
YOY		13.90%	50%	75%	35%	26%
上市开支	0.00	0	33.4	0	0	0
YOY						
以股份为基础的薪酬	2.65	2.56	361.86	0	0	0
YOY		-3.36%				
其他	21.35	15.92	23.66	39.03	53.08	66.35
YOY		-25.46%	48.63%	65%	36%	25%
<b>研发费用（百万元）</b>	98.44	94.66	192.47	302.04	419.02	526.84
YOY		-3.85%	103.33%	56.93%	38.73%	25.73%
工资、报酬及福利	71.16	65.26	125.06	220.11	305.95	385.49
YOY		-8.30%	91.63%	76%	39%	26%
以股份为基础的薪酬	1.01	1.01	19.21	0		
YOY		-0.10%	1805.56%			
其他	26.27	28.39	48.20	81.94	113.07	141.34
YOY		8.06%	69.78%	70%	38%	25%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

#### ◆ 利润的经调整项目

公司 2024 年经调整项目主要系 1) 可转换可赎回优先股的公允价值变动, 带来亏损 5.41 亿元, 随着公司上市, 将转换为公司普通股, 不再影响上市后的年度利润。2) 上市前开支 2024 年为 0.33 亿元, 随着公司成功上市也不再影响。3) 以股份为基础的薪酬, 2024 年包括 3.59 亿元的一次性股份为基础的薪酬费用, 往后也不再影响。据此, 以上三大经调整项目 2025-2027 年均不再做预测, 不再产生。

#### ◆ 盈利预测结果

综合以上假设预测, 我们预计公司 2025-2027 年分别实现收入 39.12/54.62/69.41 亿元, 分别同比增长 74.57%/39.63%/27.06%; 归母净利润 10.31/14.67/18.88 亿元, 分别同比增长 357.02%/42.3%/28.66%。

表15: 布鲁可盈利预测 (百万元、%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入 (百万元)</b>	876.69	2240.93	3912.05	5462.34	6940.54
<b>YOY</b>	169.27%	155.61%	74.57%	39.63%	27.06%
<b>毛利率</b>	47.33%	52.58%	52.53%	52.86%	53.05%
<b>拼搭角色类玩具</b>					
<b>一、奥特曼</b>	556.72	1095.52	1673.15	2258.76	2879.92
<b>YOY</b>	399.38%	96.78%	52.73%	35.00%	27.50%
<b>毛利率</b>	47.10%	50.27%	49.85%	50.22%	50.42%
<b>二、变形金刚</b>	124.98	453.85	758.85	1062.38	1274.86
<b>YOY</b>		263.15%	67.20%	40.00%	20.00%
<b>毛利率</b>	54.40%	56.05%	55.58%	55.90%	56.26%
<b>三、英雄无限</b>	64.20	309.58	648.65	908.11	1186.73
<b>YOY</b>	3342.52%	382.19%	109.52%	40.00%	30.68%
<b>毛利率</b>	55.70%	59.58%	59.48%	59.48%	59.70%
<b>四、其他授权 IP</b>	23.14	312.36	749.67	1124.51	1461.86
<b>YOY</b>	434.98%	1250.00%	140.00%	50.00%	30.00%
<b>毛利率</b>	28.50%	50.21%	49.80%	50.13%	50.13%
<b>五、其他自有 IP</b>		30	50	80	110
<b>YOY</b>			66.67%	60.00%	37.50%
<b>毛利率</b>		55.00%	54.91%	55.05%	55.21%
<b>积木玩具业务</b>	106.28	39.43	31.55	28.39	26.97
<b>YOY</b>	-48.57%	-62.90%	-20.00%	-10.00%	-5.00%
<b>毛利率</b>	38.70%	38.87%	38.87%	38.87%	38.87%
<b>其他业务</b>	1.37	0.18	0.19	0.2	0.21
<b>YOY</b>	9.28%	-86.81%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>毛利率</b>	90.25%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
<b>销售费用率</b>	21.59%	12.63%	11.72%	11.59%	11.55%
<b>管理费用率</b>	5.62%	20.75%	3.06%	2.97%	2.93%
<b>经调管理费用率</b>		3.23%	3.06%	2.97%	2.93%
<b>研发费用</b>	10.80%	10.80%	8.59%	7.72%	7.67%
<b>归母净利润</b>	-206.1	-401.05	1030.76	1466.79	1887.17
<b>YOY</b>			357.02%	42.30%	28.66%
<b>经调整利润</b>	0.73	5.85	1030.76	1466.79	1887.17
<b>YOY</b>		702.10%	357.02%	42.30%	28.66%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理预测 注: 管理费用率调整项主要为上市开支、一次性授出以股份为基础的薪酬; 利润调整项主要为上市开支、一次性授出以股份为基础的薪酬、可转换可赎回优先股的公允价值变动

## 估值与投资建议

**绝对估值：165.92–177.89 港元/股**

首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：

从行业层面看，公司主营 IP 拼搭玩具产品，在情感消费升级、国产 IP 产业成熟、AI 赋能以及出海拓展等多重催化下，行业整体发展较好。从公司层面看，公司作为行业龙头，拥有高度标准且成熟的供应链体系，实现快速的产品推新和价格带卡位，且随着上市资金投入供应链建设，该优势有望进一步放大。此外，公司跨媒介叙事、孩童消费心智绑定等促成 IP 运营的核心因素都已具备，整体 IP 矩阵建设有望持续推动收入增长。毛利率及费用率都将受益于规模优势和高效的营销策略而实现向好，中长期看呈现稳步向好趋势。

表16: 布鲁可盈利预测假设条件 (%)

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入增长率	155.61%	74.57%	39.63%	27.06%	20.0%	15.0%	12.0%	10.0%
营业成本/营业收入	47.40%	47.47%	47.14%	46.95%	46.5%	46.0%	45.6%	45.2%
管理+研发费用/营业收入	29.34%	10.78%	10.64%	10.53%	10.2%	10.0%	9.8%	9.7%
销售费用/销售收入	12.63%	11.72%	11.59%	11.55%	11.0%	10.6%	10.2%	10.0%
所得税税率	-34.62%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

资本成本要素假设方面，无杠杆 beta 系数考虑 IP 潮玩行业的成长性及参考文娱用品板块的数值，取值 1.25；无风险利率参考十年期国债收益率取值 2%；股票风险溢价取 6.5%；债务成本参考 5 年期以上 LPR，取值 3.6%，由此计算得出公司的 WACC 为 10.12%。

表17: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.25	T	15%
无风险利率	2%	Ka	10.13%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.25
公司股价 (港元)	150.9	Ke	10.13%
发行在外股数 (百万)	249	E/(D+E)	99.99%
股票市值 (E, 百万港元)	37621	D/(D+E)	0.01%
债务总额 (D, 百万元)	2	WACC	10.12%
Kd	3.6%	永续增长率 (10年后)	2%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

表18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.1%	9.6%	10.12%	10.6%	11.1%
永续增长率变化	3.0%	206.84	189.41	174.48	161.56	150.28
	2.5%	196.16	180.60	167.13	155.38	145.03
	2.0%	186.98	172.94	160.69	149.91	140.36
	1.5%	179.01	166.23	154.99	145.04	136.17
	1.0%	172.01	160.30	149.92	140.68	132.39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析

按以上分析，并采用 FCFE 估值方法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析，我们最终得出公司合理股价区间为 155.38-166.23 元/股，对应港币 165.92-177.89 港元/股，中值为 171.91 港元/股。

### 相对估值：158.97-167.82 港元/股

可比公司选取上，我们选取港股市场主营 IP 潮玩业务的公司泡泡玛特，以及近年来 IP 运营业务布局持续强化、旗下拥有玩具零售企业 TOP TOY 的名创优品。我们选择这两家为可比公司，并采用 PE 估值法。

其中泡泡玛特近年来通过多元 IP 的开发以及海外市场的拓展实现更高速的增长，而名创优品近年来也通过积极 IP 联名以及海外扩张带动了持续增长，但由于公司潮玩业务占比仍相对较低，以及近期大股东体外业务布局及多轮资本化运营事项影响，导致估值水平相对较低。

与可比公司相比，布鲁可规模体量相对较小，但近两年同样受益于 IP 潮玩市场爆发红利，以及自身对于 IP 产品的有效运营，和底层的供应链能力，实现了业绩高速增长的表现，收入增长均超过 100%，经调利润增速 2024 年更是达到 702%，快速实现盈利扩张。此外，公司 2024 年经调净利率水平较高，体现了较强的盈利能力。

参考可比公司估值，采取总市值加权平均法。且考虑到布鲁可 IP 设计、开发业务与泡泡玛特更为接近，以及名创优品受潮玩业务占比仍相对较低和体外布局影响等，估值较低。我们给予公司 2025 年 36-38 倍 PE，对应股价为 148.88-157.15 元/股，折合港元为 158.97-167.82 港元/股，中值为 163.4 港元/股。

表19: 可比公司 2023-2024 年财务指标对比 (亿元、%)

	指标	泡泡玛特	布鲁可	名创优品
2024 年	营业收入	130.38	22.41	169.94
	yoy (%)	105.48%	155.61%	48.12%
	经调整利润	34.00	5.85	27.21
	yoy (%)	185.90%	702.10%	15.40%
	毛利率 (%)	66.79%	52.60%	44.90%
2023 年	经调净利率 (%)	26.08%	26.10%	16.01%
	营业收入	63.45	8.77	138.39
	yoy (%)	36.41%	169.27%	81.32%
	经调整利润	11.91	0.73	23.57
	yoy (%)	107.60%	132.34%	88.80%
	毛利率 (%)	61.32%	47.33%	41.20%
	经调净利率 (%)	18.77%	8.32%	17.03%

资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

表20: 可比公司估值

公司简称	股价 (元)	总市值	EPS			PE		
	2025/4/3		25E	26E	27E	25E	26E	27E
泡泡玛特	152.32	2045.9	3.74	4.69	5.87	40.73	32.48	25.95
名创优品	33.21	415.93	2.44	2.94	3.61	13.61	11.30	9.20
加权平均						36.15	28.90	23.12
布鲁可	141.36	352.22	4.14	5.88	7.57	34.18	24.02	18.67

资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所预测 注: 股价/市值/EPS 均为人民币

## 投资建议

公司作为拼搭角色类玩具龙头，有望充分受益行业高速发展红利。展望未来，针对其多元 IP 运营，布鲁可初步具备成功的基因和优势。一是拥有供应链的高性价比优势，实现快速的产品推新和价格带卡位，而这一底层优势可以复制到奥特曼以外的 IP 产品。二是其管理层游戏领域的业务经验、动画人才的培养，使公司具备了跨媒介叙事能力，这是 IP 生命力持续绽放的重要举措。此外，布鲁可前身经营学前教育、儿童积木业务，《百变布鲁可》动画积累了较为深厚的学前教育粉丝群体，有助于形成强有力的品牌陪伴，利好当前拼搭积木类玩具销售。

基于正文中的假设预测，我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 10.31/14.67/18.88 亿元，对应 PE 分别为 34/23.9/18.6 倍。综合绝对及相对估值，我们给予公司 2025 年目标价 163.40-171.91 港元/股，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在163.40-171.91港元/股,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.0%、风险溢价6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的IP玩具类企业泡泡玛特和名创优品等的相对估值指标进行比较,选取了可比公司2025年平均PE做为相对估值的参考。同时考虑公司的成长性、与泡泡玛特业务更为类似,以及名创优品潮玩业务占比仍相对较低,以及近期大股东体外业务布局及多轮资本化运营事项影响,导致估值水平相对较低。给予公司2025年36-38倍PE估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来3年收入增长75%/40%/27%,可能存在对公司产品销量及价格预计乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利分别为52.5%/52.9%/53.1%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司各类IP产品未来三年均不断推出新品,若实际投产推迟、推广不及预期,存在未来3年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司IP类产品的销售受到IP本身的社会热度影响较大,我们预计公司在媒介传播和社媒营销上持续发力,带动社媒热度。若动画、广告等营销不达预期,从而存在高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 公司以线下经销拓展为主,未来三年将进一步覆盖终端的玩具店、商超、以及文具店等渠道,带动销售增长。若经销商拓展不及预期,从而存在高估未来3年业绩的风险。

### 经营风险

**对单一IP依赖度较高的风险:**公司营收49%来自奥特曼IP,占比较高,存在过度依赖的风险。若奥特曼IP本身市场热度较弱,或者后续IP未获得续约,则可能对公司业务的稳定性、盈利能力产生重大不利影响。

**未及时顺应消费者偏好变化的风险：**IP 玩具本身属于文化消费的一部分，消费者偏好可能会偏离现有 IP，形成新的文化追求。若公司未及时捕捉需求变化及推出相应产品，可能对盈利能力造成不利影响。

**IP 无法续约的风险：**公司目前收入以授权 IP 为主，如奥特曼中国区域的 IP 授权到 2027 年，变形金刚授权期到 2028 年。若出现无法续约有关授权的情况，则可能对公司业绩造成不利影响。

**IP 授权费用涨价的风险：**公司 IP 授权费计入销售成本，行业快速发展和下游竞争激烈情况下，不排除 IP 版权方提高授权价格，对公司毛利率造成影响。

**经销渠道管理不善的风险：**公司以线下经销的销售方式为主，若出现管理不善，带来乱价和窜货等问题，可能对公司业绩造成不利影响。

**原材料供应的风险：**公司使用的原材料主要包括 ABS 及纸质材料，生产所用原材料的任何短缺、价格波动或供应中断都可能使生产中断，导致我们无法提供充足的产品以满足市场对我们产品的需求，从而产生销售损失。

## 行业风险

**市场竞争加剧的风险：**IP 玩具行业竞争较为激烈，不排除出现价格战等恶性竞争情况，对公司盈利能力造成不利影响。

**知识产权保护力度不足，假冒伪劣产品的风险：**若产权保护不足，未经授权的假冒伪劣产品可能采取价格战方式扰乱市场，或影响品牌声誉，对公司销售造成不利影响。

**IP 本身出现社会性舆论风险：**IP 本身内在的价值观、文化理念若出现了负面舆论，对公司销售将造成不利影响。

## 财务风险

**应收账款风险：**公司贸易应收款项由 2023 年的 3830 万元增加值 2024 年的 1.12 亿元，与渠道拓展有关。目前虽只占到流动资产的 9.2%，且多数为 3 个月以内的账龄，但未来随着经销拓展不排除进一步增加的可能。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

**资产负债率较高的风险：**剔除可转换可赎回优先股影响后，公司 2024 年资产负债率为 62%。其中流动负债主要系贸易应付款项及应付票据 5.67 亿元，该负债不计息，公司通常按三至七个月的期限结清。随公司业务发展而可能扩大，不排除财务管理不当，未来存在短期流动性的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	361	720	1688	3350	5490	营业收入	877	2241	3912	5462	6941
应收款项	236	185	375	599	666	营业成本	462	1062	1857	2575	3258
存货净额	76	279	504	735	905	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	8	32	67	137	153	销售费用	189	283	459	633	801
<b>流动资产合计</b>	<b>682</b>	<b>1215</b>	<b>2634</b>	<b>4820</b>	<b>7213</b>	管理+研发费用	154	685	442	601	750
固定资产	48	154	186	219	252	财务费用	(2)	(2)	(6)	(13)	(22)
无形资产及其他	64	79	99	123	152	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	219	158	158	158	158	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	11	34	37	39	41
<b>资产总计</b>	<b>1013</b>	<b>1606</b>	<b>3077</b>	<b>5320</b>	<b>7775</b>	营业利润	84	246	1198	1705	2194
短期借款及交易性金融负债	0	0	2	2	1	营业外净收支	(274)	(542)	0	0	0
应付款项	277	625	1184	1540	1951	<b>利润总额</b>	<b>(190)</b>	<b>(296)</b>	<b>1198</b>	<b>1705</b>	<b>2194</b>
其他流动负债	453	2557	241	679	858	所得税费用	18	102	180	256	329
<b>流动负债合计</b>	<b>731</b>	<b>3182</b>	<b>1427</b>	<b>2221</b>	<b>2811</b>	少数股东损益	(1)	3	(12)	(17)	(22)
长期借款及应付债券	7	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(206)</b>	<b>(401)</b>	<b>1031</b>	<b>1467</b>	<b>1887</b>
其他长期负债	1883	25	25	25	25						
<b>长期负债合计</b>	<b>1890</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2621</b>	<b>3207</b>	<b>1452</b>	<b>2246</b>	<b>2836</b>	净利润	(206)	(401)	1031	1467	1887
少数股东权益	(2)	0	(12)	(29)	(52)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	(1606)	(1601)	1637	3104	4991	折旧摊销	45	88	37	39	41
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1013</b>	<b>1606</b>	<b>3077</b>	<b>5320</b>	<b>7775</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(2)	(2)	(6)	(13)	(22)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	465	478	0	269	338
每股收益	(1.38)	(2.69)	4.14	5.88	7.57	其它	(1)	3	(12)	(17)	(22)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>303</b>	<b>167</b>	<b>1056</b>	<b>1758</b>	<b>2244</b>
每股净资产	(10.79)	(10.75)	6.57	12.45	20.02	资本开支	0	(166)	(90)	(96)	(104)
ROIC	-6%	-20%	-161%	511%	2322%	其它投资现金流	0	1	0	0	0
ROE	13%	25%	63%	47%	38%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(165)</b>	<b>(90)</b>	<b>(96)</b>	<b>(104)</b>
毛利率	47%	53%	53%	53%	53%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	9%	30%	30%	31%	负债净变化	0	(7)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	13%	30%	31%	31%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	169%	156%	75%	40%	27%	其它融资现金流	(131)	371	2	0	(1)
净利润增长率	--	--	-357%	42%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(131)</b>	<b>356</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>(1)</b>
资产负债率	259%	200%	47%	42%	36%	<b>现金净变动</b>	<b>172</b>	<b>359</b>	<b>968</b>	<b>1661</b>	<b>2140</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	189	361	720	1688	3350
P/E	(101.6)	(52.2)	34.0	23.9	18.6	货币资金的期末余额	361	720	1688	3350	5490
P/B	(13.0)	(13.1)	21.4	11.3	7.0	企业自由现金流	0	683	929	1617	2087
EV/EBITDA	215	86	33	24	19	权益自由现金流	0	1049	937	1628	2105

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032