

布鲁可（00325）

卡游交表催化 IP 潮玩板块，布鲁可 BFC 体系升级

卡游交表新消费阵营扩容

卡游上周更新招股书继续推进 IPO，24 年营收超 100 亿，2022-2024 年 CAGR 达 56%；24 年调后利润 45 亿，2022-2024 年 CAGR66%成长惊艳；我们预计系小马宝莉表现靓丽及卡牌以外（占比同比+4.2pct 至 13.4%）收入增长。

卡游现有 70 个 IP 矩阵，包括小马宝莉/奥特曼/叶罗丽等；现有 217 个经销商，覆盖全国；目前拥有 3 个在营生产基地，2 个在建，1 个准备投产。

卡游未来战略聚焦产品（拓展类别及丰富组合）+IP（多元化加强趣味互动）+工艺（提升工艺生产能力）+渠道（加强多渠道网络）+出海（若干受欢迎 IP 授权已扩展至欧美大洋洲及亚洲其他国家）。

我们认为，卡游逻辑张力较强；一方面，通过构建产品稀缺度体系，借助相对标准化、低门槛的流通识别特征，充分调动消费者内生购买及收藏意愿；另一方面，持续强化以游戏对战为纽带的社交属性；IP 会过时，但社交需求不会，通过 IP/产品/渠道等持续构建自身竞争力。

此外，卡游上市将丰富潮玩 IP 新消费标的，加速形成板块效应；同时行业龙头或形成更好带动意义，提振估值及盈利预期。

布鲁可第 3 届 BFC 创作赛第 2 季度「破茧赛季」正式启幕，赛事体系迎来新升级

4 月 1 日，布鲁可第 3 届 BFC 创作赛第 2 季度「破茧赛季」正式启动，赛事延续了“改造区”与“摄影区”双赛道模式，并首次推出「赛季通行证」激励玩法，通过这一玩法，参赛者有机会获得赛季专属限定品，进一步激发了 BFC 创作者的热情。同时，BFC 创作赛在布鲁可集团官网正式上线，为全球玩家提供了更广阔的创作与分享平台。

值得一提的是，自第 3 届 BFC 创作赛第 2 季度「破茧赛季」起，BFC 创作赛将推出「赛季通行证」激励玩法，并设置了「赛季专属徽章」、「赛季专属地台」以及「赛季限定积木人 600 体」3 重赛季专属奖品，激发玩家的创作热情。

布鲁可 BFC 赛事体系完善线上线下覆盖全球玩家，BFC 作为布鲁可品牌合作伙伴生态中重要一环，是布鲁可品牌创新文化重要载体

BFC 赛事不仅是创意的竞技场，更是用户与品牌共创的盛会。在社交平台上，有丰富多样的积木人改造内容和视频，这激发公司思考如何以一种形式来鼓励更多玩家参与创作。

2023 年 8 月首届 BFC 创作赛应运而生。2024 年 3 月，在布鲁可全球合作伙伴大会上，BFC 群体首次被正式介绍，并发布专属 BFC 标识。4 月 BFC 优秀作品展亮相公司展厅，随后在中国玩具展、新加坡动漫展、纽伦堡玩具展、纽约玩具展等国际展会上设立专属展区。

2025 年布鲁可 BFC 赛事体系更加完善，已经形成了线上创作赛、线下速拼赛、全球作品展三大核心板块，为全球玩家提供更完善、更全面的创作和分享平台。

从 300 件到 30000 件布鲁可 BFC 作品量级飞跃，用户共创生态加速发展

布鲁可 BFC 作品数量正在以惊人的速度增长，从第一届 BFC 创作赛的 300 件作品，到第二届 BFC 创作赛的 4000 件作品，在刚刚落幕的第 3 届创作赛「启航赛季」就已经收到了 3 万多件作品，可见，布鲁可 BFC 创作赛已经成为布鲁可 BFC 社区的重要载体，见证全球创作者的创意和热爱。

BFC 之所以成功运行，原因在于积木人产品独特属性，在于其坚持用户驱

证券研究报告
2025 年 04 月 24 日

投资评级

行业 非必需性消费/家庭电器及用品

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 122.6 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 249.25
港股总市值(百万港元) 30,558.17
每股净资产(港元) -11.61
资产负债率(%) 199.66
一年内最高/最低(港元) 157.50/73.50

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002
kongrong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《布鲁可-公司点评:产品迭代+会员运营，构建护城河》 2025-04-06
- 2 《布鲁可-公司点评:收入结构映射未来方向》 2025-03-24
- 3 《布鲁可-公司动态研究:梳理万代/国谷，再看成长》 2025-03-11

动的品牌建设理念, 为用户构建"情感注入-创意表达-社交分享"沉浸式分享体验。这种独特体验催生玩家与品牌之间深度共创, 使 BFC 成为真正意义上的创作者聚集地。

因此, BFC 颠覆传统玩具市场单向传播模式, 构建一个以用户为核心的共创生态。随着布鲁可全球化进程的加速, BFC 社区也正在演变为一个国际化的创作平台, 让世界各地的玩家都能参与其中, 共同书写属于积木人的无限可能。

维持盈利预测, 维持“买入”评级

我们预计公司 25-27 年营收分别 38 亿人民币、53 亿人民币、70 亿人民币, 25-27 年归母净利 9.6 亿人民币、14.8 亿人民币、20.8 亿人民币; 25-27 年 EPS 分别 3.86 元、5.95 元、8.37 元。

风险提示: 宏观环境波动; 产品销售不及预期; IP 市场热度下降风险; 全球化推进不及预期等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com