

买入

2025 年 5 月 14 日

拼搭角色类玩具龙头，成长势能强劲

- **拼搭角色玩具龙头：**布鲁可是全球拼搭角色类玩具领导者，拥有 500 多个专利布局，合作超过 50 个知名 IP，同时兼具原创 IP 能力，致力于为消费者提供好而不贵的广泛拼搭角色类玩具产品。凭借强大的产品力与供应链能力，公司保持成本优势，不断拓宽品类。在中国，公司构建了全渠道销售网，广泛触达消费者，并加速全球化布局。根据弗若斯特沙利文，2023 年，公司成为中国最大的拼搭角色类玩具企业，GMV 达到 18 亿元。
- **行业发展前景广阔，竞争格局高度集中：**根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%，随着玩具消费人群扩张及本土企业研发、产品质量和 IP 商业化能力的持续提升，2028 年 GMV 有望达到 325 亿元。拼搭角色类玩具市场竞争高度集中，2023 年全球 CR2 达 75.4%，布鲁可以 6.3% 份额位居第三；国内 CR4 为 75.5%，布鲁可以 30.3% 份额位居国内第一。
- **IP 矩阵丰富+全渠道覆盖：**公司依托自有 IP 及授权 IP 双轮驱动，截至 24 年 6 月末已获得奥特曼、变形金刚等 50 个知名 IP 的授权。公司产品覆盖 6-16+ 岁全年龄段客群，价格带宽泛且性价比优势显著。渠道方面，公司在线下拥有超 500 家优质经销商覆盖各级城市，线上深耕天猫、拼多多等主流平台。在研发和生产端，公司拥有 331 人的研发团队及 587 项专利，与 6 家业内领先的第三方代工厂长期合作，同时，自营工厂有望在 2026 年底竣工，助力公司进一步提升盈利水平。
- **目标价 171 港元，首次覆盖并给予买入评级：**公司为国内拼搭角色玩具龙头，有望受益于行业高速发展。凭借丰富的 IP 资源储备和突出的性价比优势，叠加渠道下沉与海外市场拓展，公司用户规模有望持续扩大。我们预计公司 FY25-27 年归母净利润将达 10.08/14.44/19.04 亿元，基于 FY25 年 40 倍 PE 估值，目标价 171 港元，较现价存在 24.4% 上行空间，首次覆盖给予“买入”评级。

李卓群

+852-25321539

Grayson.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

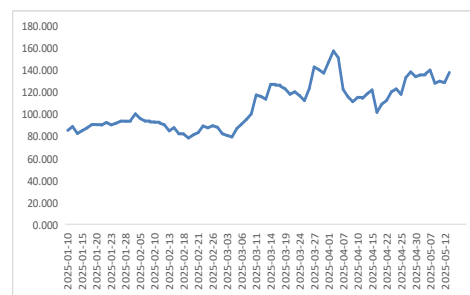
行业	消费
股价	137.5 港元
目标价	171 港元 (+24.4%)
股票代码	0325
已发行股本	2.49 亿股
总市值	271.19 亿港元
52 周高/低	157.5/73.5 港元
每股净资产	-10.75 港元
主要股东	朱伟松（54.95%）

表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
收入（百万元）	877	2,241	3,888	5,425	7,040
变动（%）	169.3%	155.6%	73.5%	39.5%	29.8%
股东净利润（百万元）	-206	-401	984	1,410	1,859
变动（%）	-50.9%	94.6%	-345.3%	43.3%	31.9%
Non-GAAP 股东净利润（百万元）	73	585	1,008	1,444	1,904
变动（%）	-132.3%	702.1%	72.5%	43.2%	31.8%
EPS（元）	(2.82)	(2.69)	3.95	5.66	7.46
Non-GAAP EPS（元）	(2.82)	(2.69)	3.95	5.66	7.46
市盈率@137.5\$（倍）	(45.0)	(47.1)	32.1	22.4	17.0
Non-GAAP 市盈率@137.5\$（倍）	(48.7)	(51.0)	34.8	24.3	18.4

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

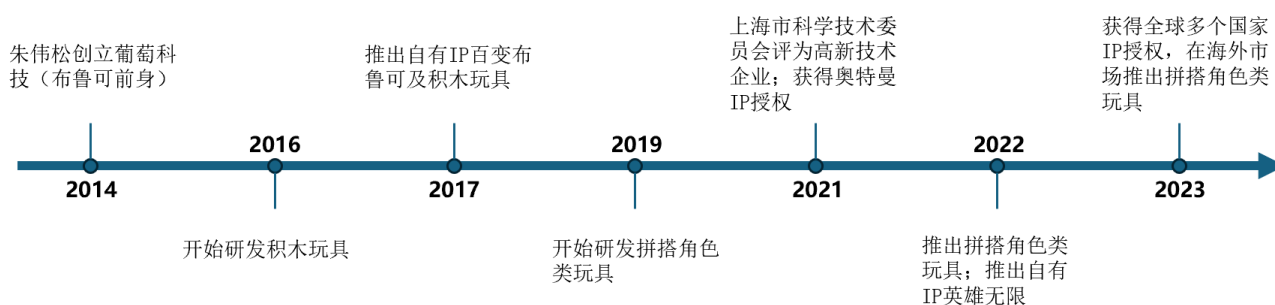
公司概况：全球拼搭角色类玩具领导者

公司简况与发展史

布鲁可是全球拼搭角色类玩具的创新者和领导者，2023 年，公司成为中国最大的拼搭角色类玩具企业，GMV 达到 18 亿元，同比增速超过 170%。

布鲁可是全球拼搭角色类玩具的创新者和领导者，拥有 500 多个专利布局，合作超过 50 个知名 IP，同时兼具原创 IP 能力，致力于为消费者提供好而不贵的广泛拼搭角色类玩具产品。凭借强大的产品力与供应链能力，公司保持成本优势，不断拓宽品类。在中国，公司构建了全渠道销售网，广泛触达消费者，并加速全球化布局。根据弗若斯特沙利文，2023 年，公司成为中国最大的拼搭角色类玩具企业，GMV 达到 18 亿元，同时也是全球增速最快的规模化玩具企业，GMV 同比增速超过 170%。按 GMV 计，公司分别占 2023 年中国玩具市场、角色类玩具市场及拼搭类玩具市场的 5.5%、14.3% 及 24.4%。

图表 1: 布鲁可发展历程



资料来源：公司资料，第一上海整理

创立初期（2014-2016）：2014 年 12 月，布鲁可集团的核心运营实体——布鲁可科技有限公司在中国成立。2016 年，公司正式启动积木玩具业务，开始构建自有品牌与产品体系，为后续的品牌发展奠定了坚实基础。

积淀期（2017-2021）：2017 年公司推出首个自有 IP “百变布鲁可”，并基于该 IP 推出积木玩具。2019 年公司开始研发拼搭角色类玩具，并在 2021 年获得了奥特曼 IP 的授权，包括该 IP 的设计、开发、生产和销售权利。

高速增长期（2022 至今）：2022 年，公司正式布局拼搭角色类玩具，推出新自有 IP “英雄无限”，同时不断丰富授权 IP 矩阵。2023 年，公司获得多个国家的 IP 全球授权，并在海外市场推出拼搭角色类玩具；在国内市场，公司在拼搭角色类玩具市场份额高达 30.3%，位居第一。2024 年 12 月，公司成功在香港交易所上市。

公司核心高管及股权架构

公司核心管理团队稳定，成员在各自领域拥有深厚积累。

创始人朱伟松先生曾担任游族联合创始人、首席技术官及监事会主席，2014 年创立布鲁可，全面负责公司战略、业务发展及经营管理。总裁盛晓峰先生主管玩具业务运营及海外市场拓展，曾在英特尔负责教育类产品研发，2015 年加入布鲁可。谢磊先生负责产品研发与设计，专注于硬件产品设计领域，同样于 2015 年加入公司。

图表 2：布鲁可管理层介绍

姓名	职务	简介
朱伟松	首席执行官	公司创始人，主要负责集团整体战略、业务发展和经营管理。朱先生于2014年12月创立布鲁可，在此之前，朱先生于2009年5月联合创立了上海游族信息技术有限公司，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；于2014年5月，上海游族信息技术有限公司的业务通过游族网络股份有限公司的重大资产重组在深圳证券交易所上市；2014年6月至2016年4月担任游族网络股份有限公司监事会主席。朱先生2013年1月通过线上教育毕业于中国上海交通大学工商管理专业，2019年9月获得中国长江商学院工商管理硕士学位，2023年6月获得中国上海交通大学上海高级金融学院 - 美国亚利桑那州立大学工商管理博士学位。
盛晓峰	总裁	负责公司玩具业务的运营管理及海外市场。盛先生于2005年4月至2015年5月任职于英特尔集团旗下的英特尔技术开发(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。自2015年9月起担任布鲁可科技总裁。盛先生于2001年7月获得中国同济大学工业设计学士学位，2009年3月取得中国上海交通大学工业设计工程硕士学位。
付轶方	首席财务官	负责公司会计和财务管理工作。付女士于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，于2013年9月至2017年7月担任传线网络科技(上海)有限公司、此两家公司均为优酷土豆集团附属公司；2018年1月至2020年10月担任上海哔哩哔哩科技有限公司高级财务总监；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；于2023年12月加入布鲁可并担任首席财务官至今。付女士于1998年7月获得中国四川大学文学学士学位，2001年12月获得美国肯特州立大学会计学硕士学位。
谢磊	副总裁	负责公司产品研发和设计。谢先生于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(上海)有限公司担任设计总监；2011年3月至2015年6月在硬件产品领域进行连续创业；2015年7月加入布鲁可并担任副总裁至今，在产品设计领域拥有超过20年经验。谢先生于1999年6月获得中国上海交通大学工业设计学士学位，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。
黄政	副总裁	负责公司人力资源管理及行政工作。黄先生于2001年7月至2012年6月任职于上海广播电视台及下属公司，曾担任少儿频道人力资源部主任及办公室主任；于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，曾担任行政总经理；2016年12月加入布鲁可并担任副总裁至今，拥有超过20年的人力资源管理及行政工作经验。黄先生于2001年6月获得中国青年政治学院法学学士学位，2013年3月获得中国上海交通大学新闻与传播学硕士学位。
朱元成	副总裁， 董事会秘书	负责公司董事会事务、投资者关系及法律事务等工作。朱元成先生于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；2016年5月至2019年3月担任国家电力投资集团有限公司附属公司中电投先融(上海)资产管理有限公司金融合作部负责人；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月加入布鲁可并担任副总裁兼董事会秘书至今。朱元成先生于2007年7月获得中国矿业大学法学学士学位，2010年6月获得中国复旦大学法律硕士学位。

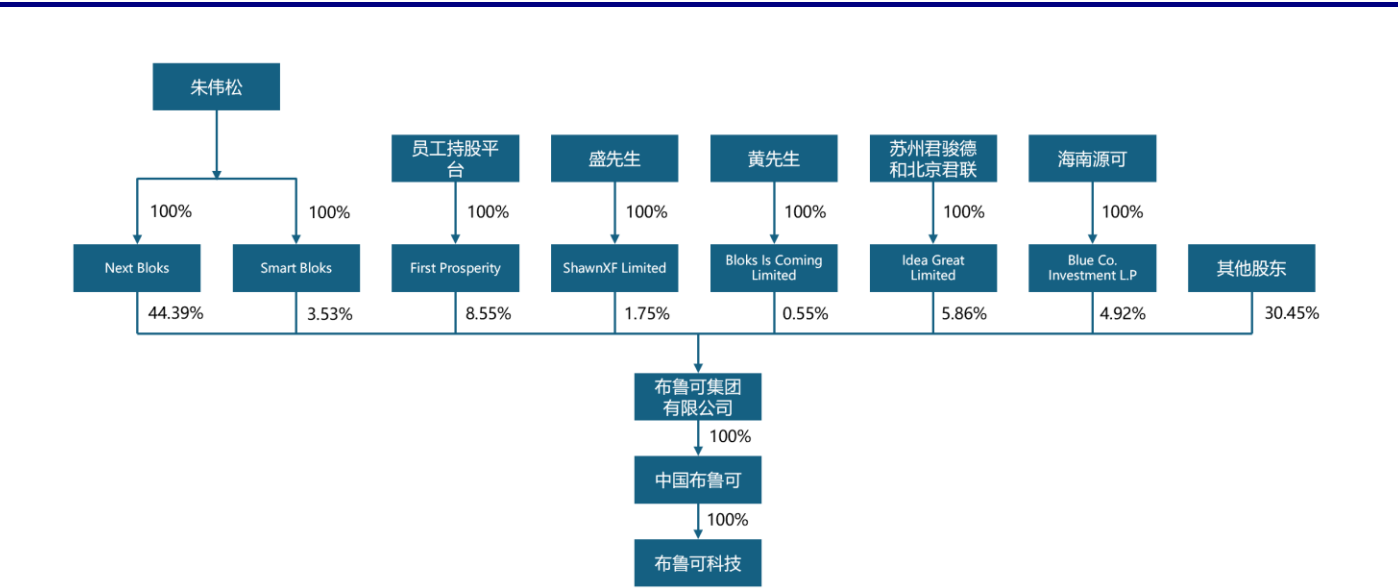
资料来源：公司资料，第一上海整理

公司股权高度集中，公司实控人朱伟松持股约为 54.95%。

公司股权结构稳定，核心团队通过股权激励紧密绑定。

截至 2024 年 12 月，公司实际控制人朱伟松通过 Next Blocks 和 Smart Blocks 合计持有 54.95%的股份，控股权集中。此外，公司设立了股权激励平台 First Prosperity，持有 9.81%的股份，有效激励并绑定了核心团队成员。

图表 3：公司股权结构



资料来源：公司资料，第一上海整理

行业概览

中国玩具市场 2023 年市场规模达到 1049 亿元，2028 年将达到 1655 亿元，2023-2028 年复合增长率高达 9.5%。

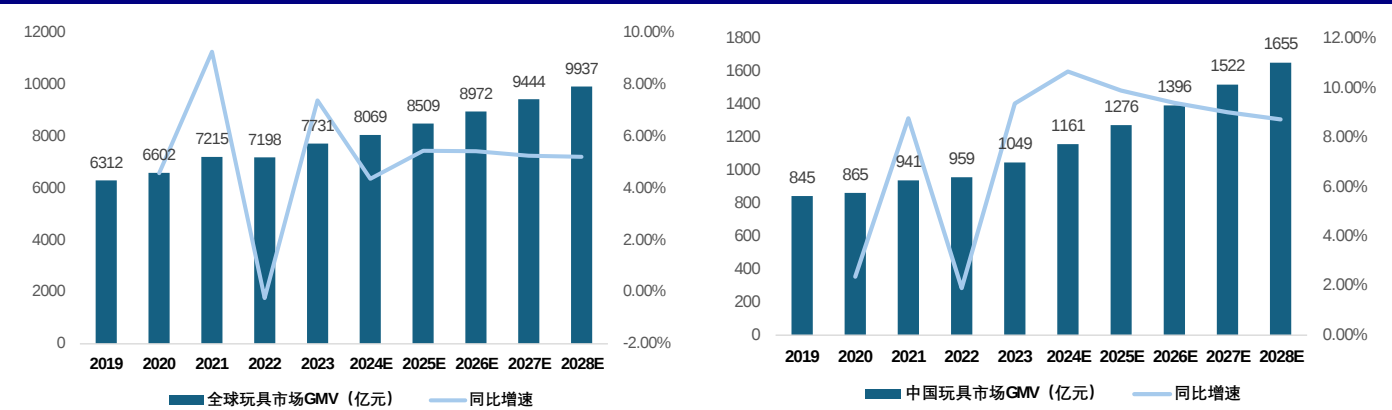
未来国内玩具市场规模增速预计快于全球增速

2023 年全球玩具市场规模 达 7731 亿元， 2019-2023 年 CAGR 为 5.2%，根据弗若斯特沙利文， 预计 2028 年市场规模将增长至 9937 亿元， 2023-2028 年 CAGR 为 5.1%。于 2023 年，北美、欧洲、亚太（除中国）为全球前三大玩具市场，市场规模分别为 2433/2140/2136 亿元，市占分别为 31.5%/27.7%/14.1%，2019-2023 年 CAGR 分别为 5.9%/5.0%/5.1%。

中国市场增速快于全球市场，以 GMV 计，中国玩具市场的规模从 2019 年的 845 亿元增长至 2023 年的 1049 亿元，CAGR 为 5.6%。随着玩具消费人群扩张以及消费者对 IP 玩具的喜好日渐增长，且近年来本土企业研发、产品质量和 IP 商业化能力的持续提升以及新型玩具品类的出现，中国玩具市场未来将呈现加速增长的趋势，预计 2028 年将增长至 1655 亿元，2023-2028 年 CAGR 将达到 9.5%，远高于北美、欧洲成熟市场（2023-2028 年 CAGR 分别为 4.5%/4.2%）；预计中国市占率将进一步提升至 16.7%。

图表 4： 全球玩具市场 GMV（亿元）

图表 5： 中国玩具市场 GMV（亿元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料，第一上海整理

角色类玩具市场：规模最大、增速最快的细分市场

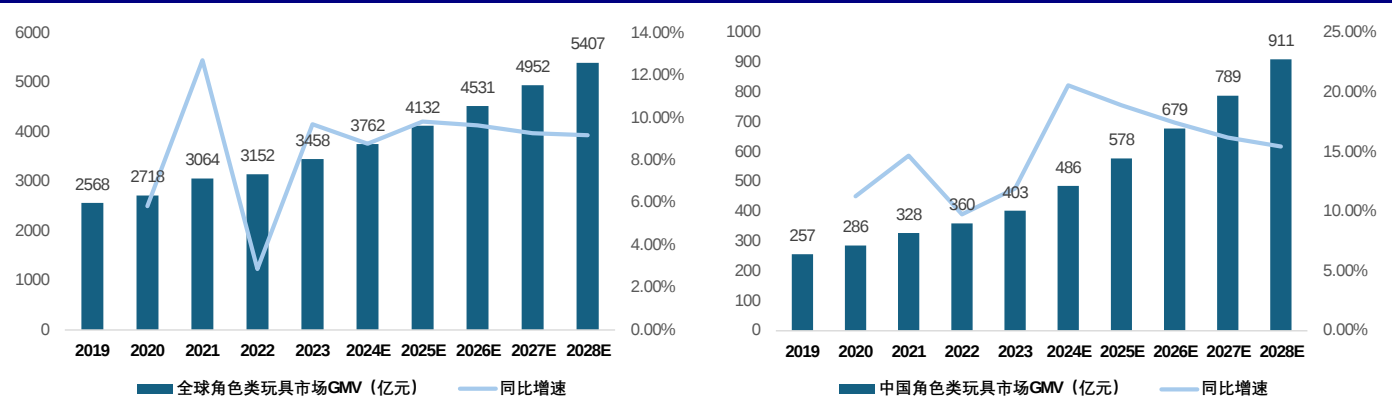
角色类玩具指具有拟人、动物等形象的玩具，如玩偶、毛绒玩具、角色衍生玩具等。角色类玩具大多以 IP 载体，且为消费者带来情绪投入和互动体验，具有趣味性和个性化属性。此外，借助 IP 丰富的内容，角色类玩具拥有了多元的品类，实现了对不同受众人群的覆盖，并拥有收集和收藏属性。

角色类玩具增速远高于其他类型玩具，根据弗若斯特沙利文，2019-2023 年全球市场规模 CAGR+7.7%，且预计 2028 年全球市场规模将达到 5407 亿元，增速将持续扩大。

2023 年中国角色类玩具市场规模为 403 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 11.9%，是增速最快的玩具细分领域。伴随需求端受众扩张，叠加供给端 IP 数量持续丰富、产品形态趋于多元，弗若斯特沙利文预计 2028 年中国角色类玩具市场规模将快速增长至 911 亿元，2023-2028 年 CAGR 为 17.7%。

图表 6： 全球角色类玩具市场 GMV（亿元）

图表 7： 中国角色类玩具市场 GMV（亿元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料，第一上海整理

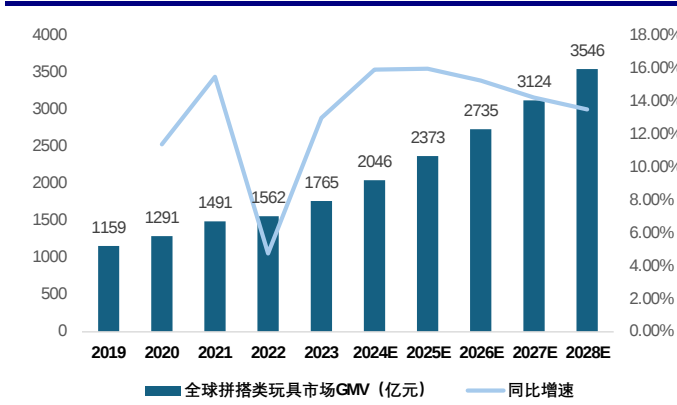
拼搭类玩具市场：发展前景明朗，行业增速显著领先

拼搭类玩具是指一般需要消费者投入一定的时间，将各类不同形状、大小和功能的组件组合拼搭为不同形态的玩具成品，例如角色、载具和建筑等。具有更高的互动性，既可以按照产品设计思路拼成确定形态的成品，又可以根据消费者个性化想法进行创意发挥，具备更强的可玩性和益智性。此外，其所用零部件一般具有一定比

例的标准通用件，可在不同产品之间兼容，产品质量和成本相对可控。

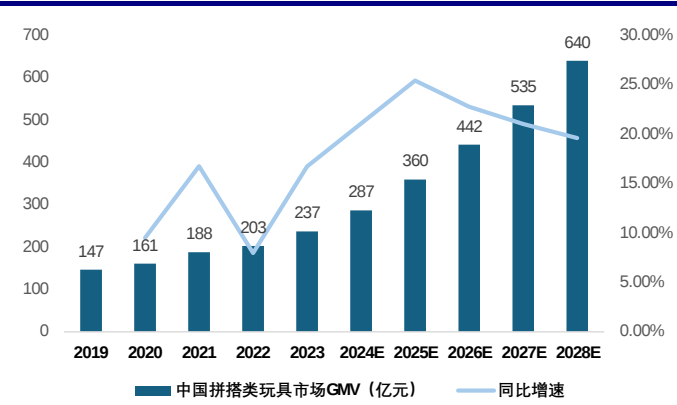
拼搭类玩具是我国玩具市场中高速增长的分赛道，2023 年中国拼搭类玩具市场规模为 237 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 12.7%，高于玩具大盘。弗若斯特沙利文预测 2028 年达 640 亿元，2023-2028 年 CAGR 为 22.1%。

图表 8：全球拼搭类玩具市场 GMV（亿元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 9：中国拼搭类玩具市场 GMV（亿元）

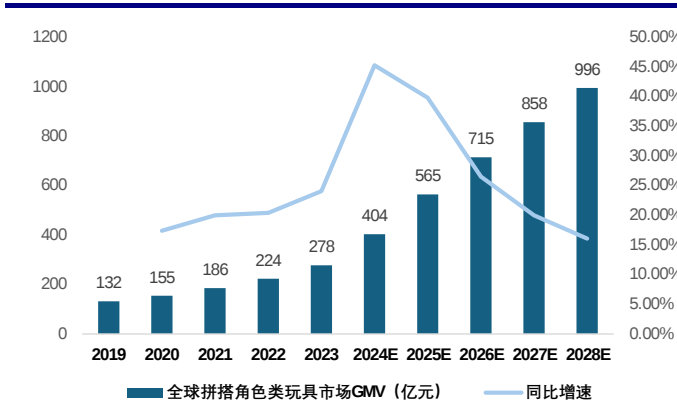


资料来源：公司资料，第一上海整理

拼搭角色类玩具市场：拼搭类玩具市场中增速最快

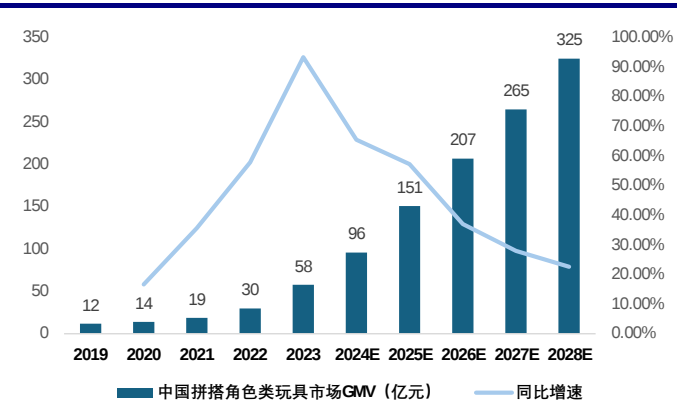
拼搭角色类玩具在吸取了角色类玩具和拼搭玩法的优点的基础上进行了提升，标准化程度高且易上手，融合了 IP 且更具个性化，更能满足消费者对好玩、品质稳定以及性价比的需求，具有显著的差异化优势。近年来，拼搭角色类玩具展现出较高的成长性，成为拼搭类玩具市场中增速最快的细分领域。根据弗若斯特沙利文，全球拼搭角色类玩具市场规模从 2019 年的 132 亿元增长至 2023 年的 278 亿元（CAGR 达到 20.5%）；预计 2028 年市场规模将达到 996 亿元，2023-2028 年 CAGR 为 29%，渗透率提升至 28.1%。中国拼搭角色类玩具市场规模预计将从 2023 年的 58 亿元增长至 2028 年的 325 亿元，2023-2028 年 CAGR 为 41.3%，渗透率将由 2023 年的 24.5%提升至 2028 年的 50.8%。

图表 10：全球拼搭角色类玩具市场 GMV（亿元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 11：中国拼搭角色类玩具市场 GMV（亿元）



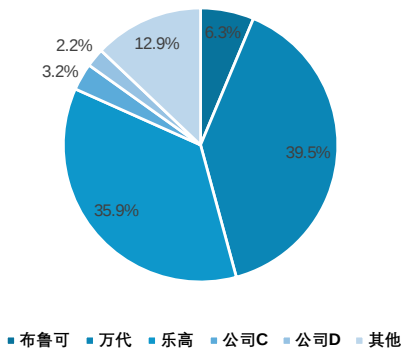
资料来源：公司资料，第一上海整理

竞争格局：布鲁可国内市占领先

拼搭角色类玩具市场集中度较高，布鲁可全球市占第三、国内第一。拼搭角色类玩

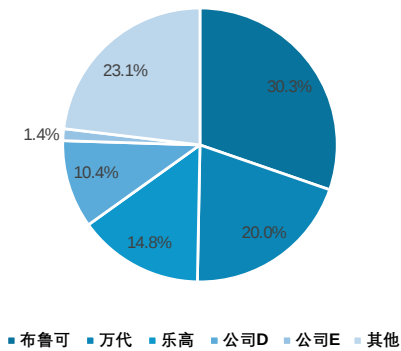
具市场参与者主要为玩具行业知名跨国企业，全球拼搭角色类玩具市场行业集中度较高，2023 年 CR5 达 87%，其中万代/乐高/布鲁可全球市占率分别为 40%/36%/6.3%，排名全球第三。在国内，拼搭角色类玩具市场竞争格局也高度集中，CR4 高达 75.5%，其中布鲁可份额领先，达 30.3%位居第一。

图表 12： 全球拼搭角色类玩具市场竞争格局



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 13： 中国拼搭角色类玩具市场竞争格局



资料来源：公司资料，第一上海整理

竞争优势

产品端：IP 矩阵丰富，SKU 丰富且具备高性价比

公司IP资源储备丰富，授权IP+自有IP双轮驱动

在自有IP方面，公司已成功推出“百变布鲁可”和“英雄无限”两大自有IP。截至2024年6月30日，“百变布鲁可”拥有50款在售SKU，“英雄无限”拥有53款在售SKU，主要角色包括孙悟空、哪咤、关羽、张飞、赵云、杨戬等。截至2024年12月，两大IP的动画系列累计播放量突破152亿次，总粉丝量超过500万。2024年上半年，英雄无限/百变布鲁可分别实现收入1.70/0.10亿元（同比+817.7%/-72.7%），其中英雄无限IP增长势头强劲，总体来看，公司自有IP展现出巨大的销售潜力。

在授权IP方面，截至2024 年12月，公司已获得约50个全球知名IP的授权，涵盖奥特曼、变形金刚、火影忍者、小黄人、宝可梦、漫威、哈利·波特及星球大战等。其中，奥特曼和变形金刚是公司的主要销售IP，截至2024 年6月30日，公司在售奥特曼SKU达134个，变形金刚SKU达64个。部分IP如变形金刚等已获得全球多个国家和地区的授权，进一步拓展了市场覆盖范围。同时，为减少对单一IP的依赖，公司持续积极扩展IP矩阵，截至 2024 年12月，公司正与超25个知名IP进行授权安排的磋商。

图表 14：布鲁可主要 IP



资料来源：公司资料，第一上海整理

减少单一 IP 依赖，化解续约不确定性

2021 年，公司成功拿下奥特曼 IP 授权，凭借其超高知名度与市场影响力，迅速将其打造为公司核心 IP 之一，截至 2023 年，奥特曼 IP 系列产品收入占比达到 63.6%。随着其他 IP 销量占比的不断扩大，于 2024 年，奥特曼 IP 收入占比已降至约 48.9%。我们认为，公司将有望通过积极推动其他 IP 产品销量增长，使收入结构更加健康，降低对奥特曼 IP 的依赖，进而缓解 2027 年奥特曼 IP 授权到期后续约不确定性所带来的潜在风险。

IP 授权续约前景乐观

IP 授权协议通常为 1-3 年，一般不会自动重续，需双方协商后续约或延长。在核心授权 IP 奥特曼方面，自 2021 年以来，公司已成功三次延长授权，中国地区的奥特曼 IP 授权已延长至 2027 年，并正在积极协商其他国家 2025 年到期的授权延期。此外，公司自 2023 年以来已成功延长一次变形金刚 IP 授权。由于公司过往 IP 商业化经验较为成功，能够为 IP 方贡献可观的效益，因此我们认为未来 IP 版权方或授权方续约意愿较高。

图表 15:布鲁可 IP 合作授权情况

IP名称	授权区域	授权到期日
奥特曼	中国	2027年
	北美洲、欧洲及在亚洲的部分地区	2025年
变形金刚	全球超过50个国家	2028年
火影忍者	中国	2025年
漫威：无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	在亚洲的九个国家	2025年
小黄人	全球超过150个国家	2027年
宝可梦	中国	2025年
三丽鸥：凯蒂猫、美乐蒂、大耳狗喜拿等	中国	2027年
芝麻街	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的40个 国家	2026年
叶罗丽	除美国、墨西哥及加拿大以 外的全球地区	2026年
三体	中国	2027年
斗罗大陆	中国	2026年
圣斗士星矢	中国	2026年
初音未来	中国	2026年
名侦探柯南	中国	2026年
假面骑士	中国	2025年
新世纪福音战士	中国	2026年
新·假面骑士	中国	2025年
王者荣耀	中国	2026年
超级战队	中国	2025年
机动奥特曼	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	中国	2027年
星球大战幽游白书	中国	2028年
	若干其他亚洲国家	2026年

资料来源：公司资料，第一上海整理

公司产品矩阵丰富，广泛覆盖各年龄层、价格带客群

公司产品以拼搭角色类玩具和积木玩具为主，通过丰富的 SKU、完整的价格带及多元的 IP 矩阵构建了全面的产品体系，截至 2024 年上半年，公司在售 SKU 达 431 款，销售以奥特曼和变形金刚两大 IP 为主。分年龄层来看，公司产品主要面向儿童和青少年，其中面向 6 岁以下儿童的 SKU 有 116 个，积木玩具占 105 个，主要为百变布鲁可系列 IP；面向 6-16 岁人群的 SKU 有 295 个，涵盖英雄无限、奥特曼、变形金刚、火影忍者等 IP；面向 16 岁以上人群的 SKU 有 20 个。未来预计公司将增加初音未来、宝可梦等 IP 的相关 SKU，有望将客群进一步延展至 16 岁以上人群及女性用户。该领域仍属于布鲁可的空白市场，预计有较大提升空间。

性价比优势突出，渠道下沉空间广阔

公司产品价格从 9.9 元到 399 元不等，其中主要集中在 19.9-79 元，全面覆盖平价、大众、中端以及高端等多个价格带。其中平价产品定价为 9.9-19.9 元，可触达更广泛消费人群。相较于万代、乐高等国际品牌价位通常在百元至千元不等，我们认为布鲁可的产品价格相对亲民，更利于国内下沉市场的推广。2024 年末，公司推出建议零售价 9.9 元的变形金刚星辰版，此举预计将进一步加速在下沉市场的渗透。

图表 16：公司产品组合

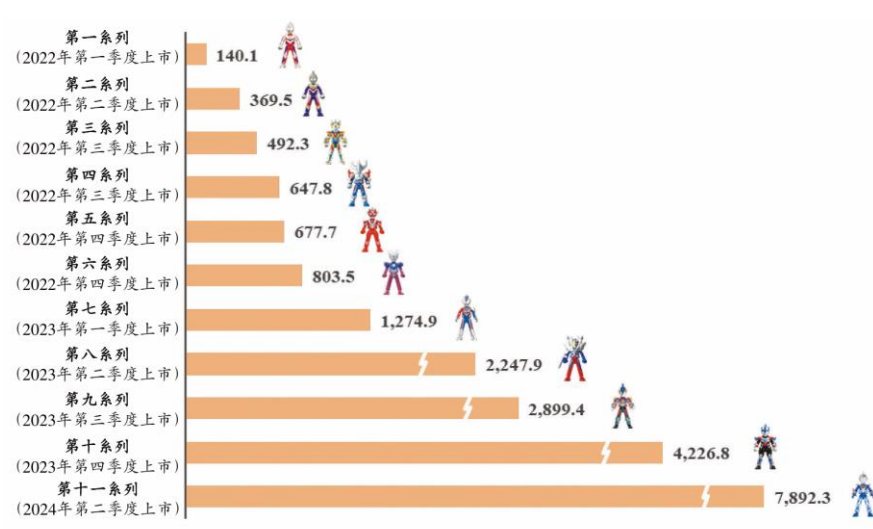


资料来源：公司资料，第一上海整理

高效上新驱动，延长 IP 产品生命周期

公司拼搭角色类产品的平均上新周期仅为 6-7 个月，远低于行业平均的 10-12 个月。在上新频率方面，2023 年上半年公司每季度推出 30 至 90 款 SKU，2023 年全年推出 197 款 SKU，并计划在 2024 年和 2025 年分别推出约 400 款和 800 款 SKU。根据公司历史表现，上新产品成功率高且市场表现强劲。此外，公司通过持续迭代延长 IP 产品生命周期。如奥特曼系列已累计推出 7 个版本和 26 个系列，截至 2024 年 6 月 30 日在售 SKU 达 134 个。目前，奥特曼群星版累计推出的 12 个系列产品均在销售，其中第十一系列产品首季销量相较第十系列增长 86.7%。

图表 17：公司产品组合



资料来源：公司资料，第一上海整理

渠道端：线下经销网络覆盖广泛，积极布局线上各大电商平台

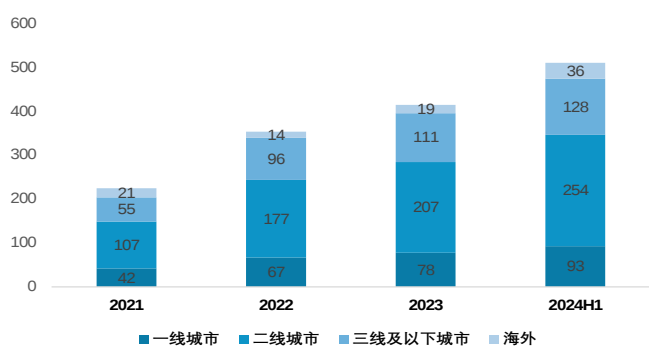
线下渠道：截至 2024H1，公司拥有 511 家经销商（2021 年初为 40 家），已经覆盖所有一、二线城市及超 80%的三线及以下城市，覆盖大型商超和专业网点，包括玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等。经销商网络的快速铺开带动线下渠道收入实现强劲增长，公司 2021-2024 年，线下渠道收入分别为 1.51/1.90/7.69/20.85 亿元，占比 45.7%/58.3%/87.7%/93.0%，线下渠道比重持续提升，成为公司的主要销售渠道。展望未来，公司计划持续扩展线下网点，并通过推出低价格带产品加速下沉市场渗透。同时，我们预计随着海外 IP 版权资源不断丰富，公司将与更多海外渠道伙伴建立合作，加快出海进程。

图表 18： 公司经销商数量情况（家）

	2021	2022	2023	2024H1
期初经销商数量	40	225	354	415
期内的新经销商数量	252	257	184	121
期内已终止的经销商数量	67	128	123	25
期末经销商数量	225	354	415	511

资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 19： 公司经销商不同等级的城市分布（家）



资料来源：公司资料，第一上海整理

线上渠道：公司线上渠道主要包括天猫、京东、抖音、拼多多及中国其他电商平台官方旗舰店及微信小程序布鲁可积木人 Club。2021-2024 年，线上渠道收入分别为 1.71/1.34/1.06/ 1.56 亿元，占比 51.8%/41.3%/12.1%/6.9%，比重呈现下降趋势。考虑到线上渠道是销售高年龄段产品的重要平台，随着公司持续扩大面向 16 岁以上人群 SKU 的布局，预计线上收入将有望实现进一步提升。

图表 20： 线下渠道



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 21： 线上渠道



资料来源：公司资料，第一上海整理

营销端：以内容为核心，构建高互动用户生态体系

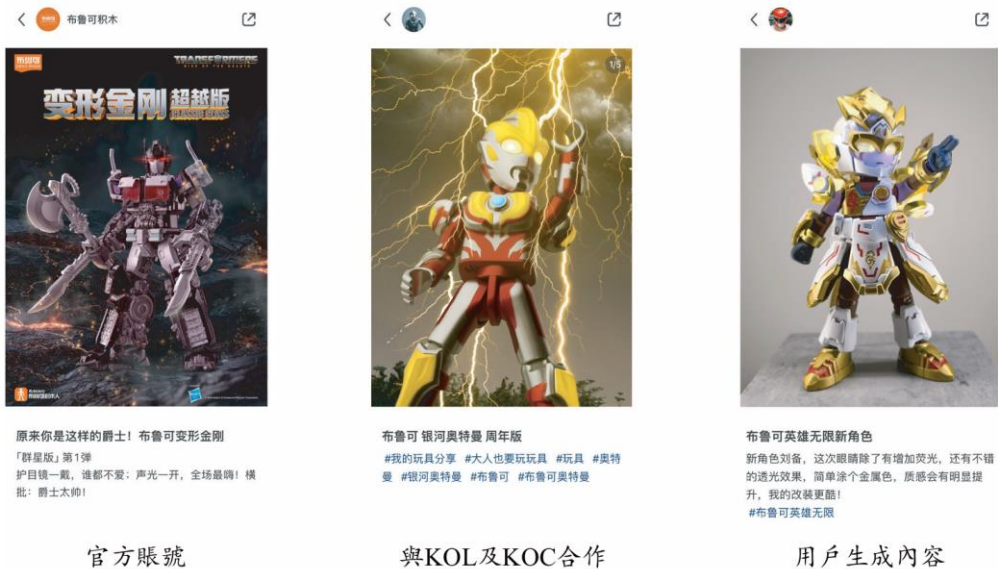
公司采用内容驱动的互联网营销策略，通过官方账号、KOL、KOC 及粉丝等多重渠道，有效触达并维系广泛的消费者和品牌忠实用户（BFC），并收集产品反馈。

官方账号运营方面，公司通过发布高质量图片和视频，突出产品设计以及 IP 角色元素，推广产品及其拼搭体验，以此增强品牌知名度。同时，通过评论区互动反馈、流量监控等功能，公司密切监控关注者增长、视频观看次数以及帖子评论数量等指标，获得客户偏好洞察。

在与 KOL 及 KOC 合作方面，公司通过与 800 多名 KOL 和 KOC 合作，突出产品优势并发布二次创作内容，包括酷炫外观、全新工艺、IP 影视经典主题复刻等，激发了消费者生态圈的活跃度。2023 及 2024 年，公司合作 KOL 和 KOC 拥有全网关注人数约 2.4 亿。

用户生成内容方面，公司与消费者及粉丝建立了深层连接，鼓励他们成为 BFC，并在社交媒体平台上创作用户生成内容。通过官方转发以及相关活动运营，公司进一步推动了用户对内容的创作与分享。截至 2024 年 12 月，布鲁可及产品相关的全网话题浏览量已超过 110 亿次，充分展现了用户生成内容的广泛传播效果。

图表 22：内容驱动的营销策略



资料来源：公司资料，第一上海整理

供应链：重视研发并合作六大工厂，自营工厂落成后盈利能力有望提升

研发端：

截至 2024 年上半年，公司研发团队规模达 331 人，占员工总数的 64%。研发团队在玩具、消费品及流行文化领域经验丰富，主要负责产品开发与 IP 开发。公司对研发高度重视，2021 年至 2023 年，公司研发支出分别为 0.83 亿元、0.98 亿元和 0.95 亿元，保持稳健投入。同时，在知识产权方面，公司构建了完善的专利保护体系，截至 2024 年 12 月 15 日，公司在中国拥有 587 项已获授或正在申请的专利（含 73 项获授发明专利）、1913 个商标、1418 个版权及 119 个域名；海外拥有 26 项专利

及 157 个商标。为提升研发效率，公司通过数字化手段优化产品开发流程，自主研发了专有软件及管理体系，如零件编辑系统及 SKU 管理系统，以进一步推动高效和标准化的产品开发流程。公司产品设计和开发过程主要分为概念探索、结构设计、产品原型及 DFM 3 个阶段。

图表 23：产品设计及开发流程

阶段	具体步骤
概念探索	授权IP：1) 深入了解所选IP原创作品的背后角色、世界观和故事，并分析IP粉丝用户画像。2) 设计二维草图和初步三维模型并确定规划产品的形式、目标定价、成本以及开发计划。3) 将产品方案发送给IP版权方并接受反馈和建议。 自有IP：由于在开发过程中已经在构思产品化，因此该阶段花费时间较少。
结构设计	将概念性的构想转化为精细化的三维设计及规格，设计并确定规划产品的颜色、材料及表面处理；此外，为了找到兼具可行性且最具成本效益的方式，研发团队会确定标准零件和特征零件的数量、形状以及相互连接的方式。
产品原型及DFM	根据精细化的三维模型设计产品原型，并验证设计构想、测试拼搭效果。同时与合作工厂深度讨论DFM，完成模具制作并开始大规模生产。

资料来源：公司资料，第一上海整理

生产端：

公司与业内领先的第三方代工厂进行品类独家的长期合作，截至 2024 年 6 月 30 日，公司已合作 6 家专业工厂，合作工厂皆是基于工厂资质、产品质量、产能、定价、自动化能力、模具及注塑设备等因素，通过严格的流程选出。由于公司拥有关键专业知识及专利技术，因此并未过于依赖单一合作工厂，可在约三个月内与新的工厂合作，完成设立产线。此外，为实施增长策略，公司计划投资专注拼搭角色类玩具的自有规模化工厂，以扩大及优化生产资源，预期自营工厂将于 2026 年年底前后竣工，设计产能为每月约 900 万件。通过自营工厂，公司产能、研发能力及盈利能力均有望提升，同时缩短新品上市时间。

图表 24：合作工厂

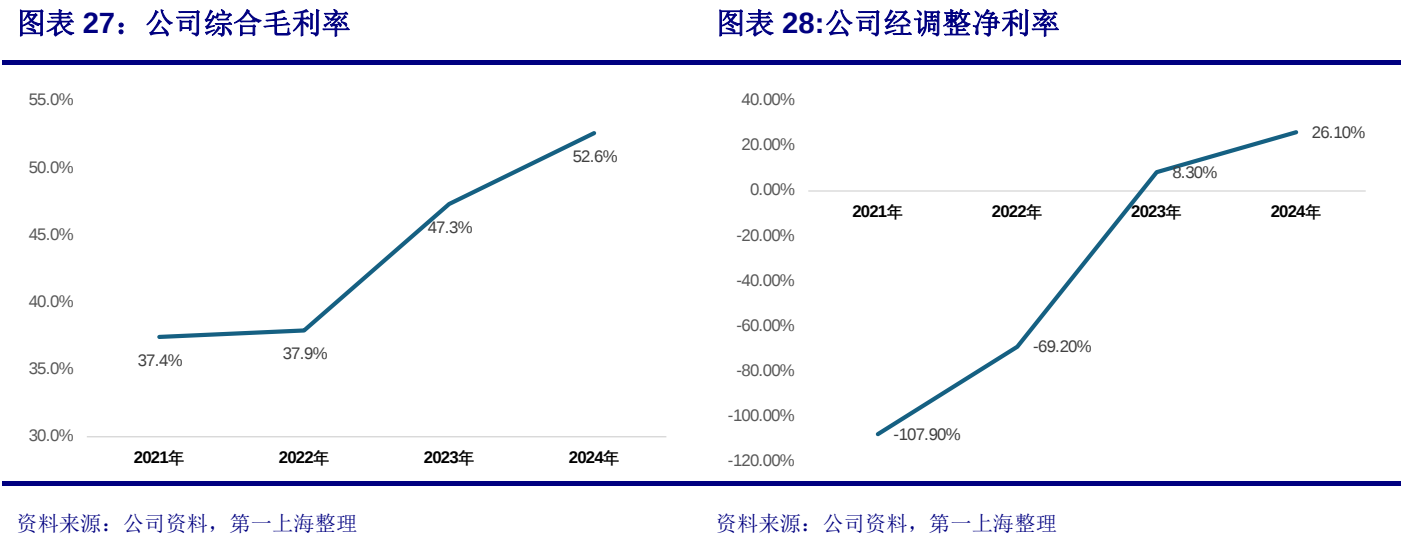
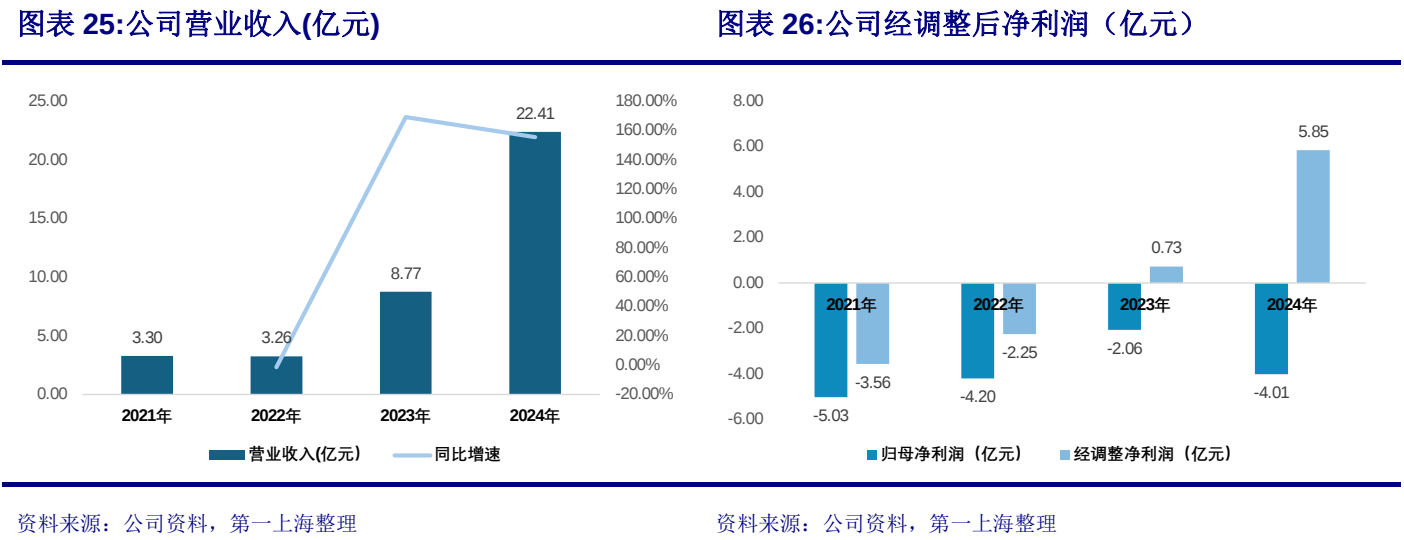


资料来源：公司资料，第一上海整理

财务分析

营收端：公司营收分别为 3.30/3.26/8.77/22.41 亿元，2023 年和 2024 年年分别同比增长 169.3%/155.61%，主要得益于拼搭角色类玩具销量快速增长、IP 商业化成功以及销售网络持续扩张。

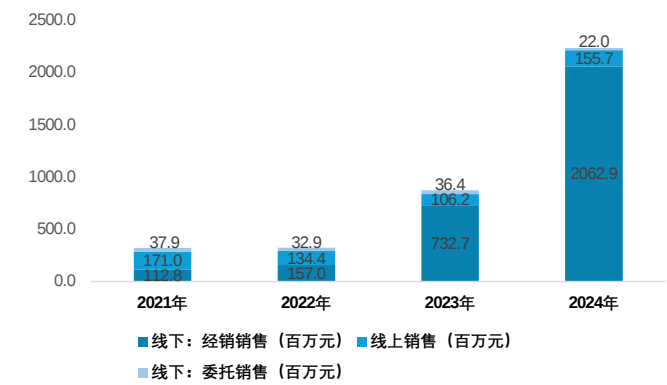
利润端：2021-2024 年公司分别实现毛利率 37.4%/37.9%/47.3%/52.6%。其中 2023 年和 2024 年毛利率提升明显，主要由于拼搭角色类玩具业务快速发展带来的成本摊薄效应，以及高毛利的自有 IP 产品占比持续提高。2021-2023 年，公司归母净利润分别亏损 5.03/4.2/2.06 亿元，逐步减亏，主要得益于业务快速扩张带来的规模效应，推动盈利能力持续提升。2024 年归母净利润亏损 4.01 亿元，主要受可转换可赎回优先股的公允价值变动、上市开支及股份支付薪酬等非经常性因素影响。2021-2022 年，公司经调整净亏损分别为 3.56/2.25 亿元，2023 年经调整后净利润为 0.73 亿元，实现扭亏为盈；2024 年经调整净利润达 5.85 亿元，同比增长 702.1%，呈现高速增长态势。



公司营收分渠道来看，公司以线下经销渠道为主要销售模式。2021-2024 年经销渠道收入占比分别为 34.2%/48.2%/83.6%/92.1%，占比持续快速提升，主要得益于 2022

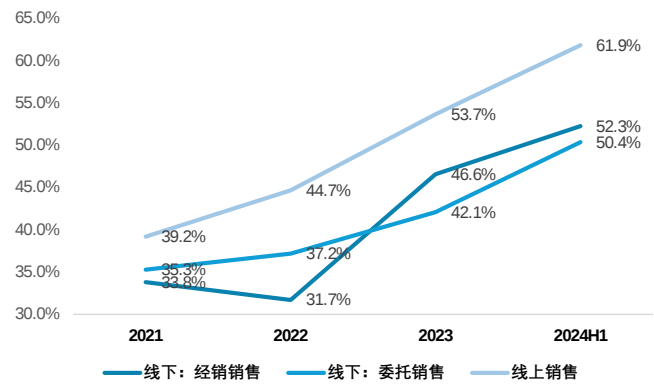
年起拼搭角色类玩具的热销带动线下渠道扩张。未来公司仍将重点发展线下经销渠道，持续推进拼搭角色类玩具的销售渗透。

图表 29:公司分渠道收入（百万元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

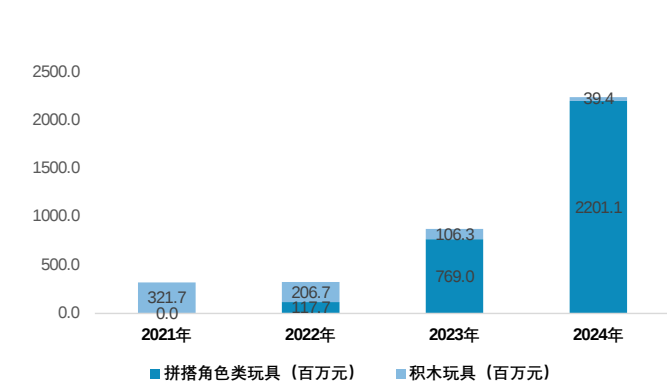
图表 30:分渠道毛利率



资料来源：公司资料，第一上海整理

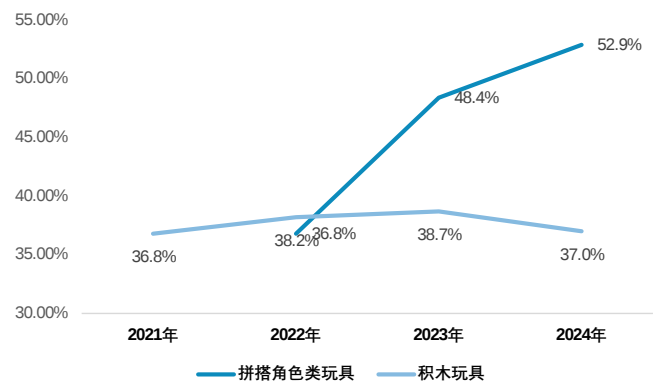
公司营收分品类来看，公司核心产品拼搭角色类玩具自 2022 年推出后实现爆发式增长，2023-2024 年同比增速分别达 553.56%和 186.2%，收入占比从 2022 年 36.1%跃升至 2023 年的 87.7%及 2024 年的 97.8%。2024 年拼搭角色类玩具毛利率达 52.9%（同比+4.5pct），显著高于积木玩具的 37.0%（同比-1.8pct），规模效应持续释放。

图表 31:公司分品类收入（百万元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

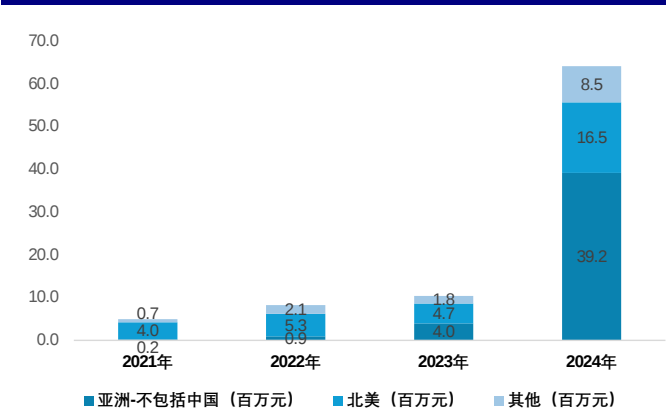
图表 32:分品类毛利率



资料来源：公司资料，第一上海整理

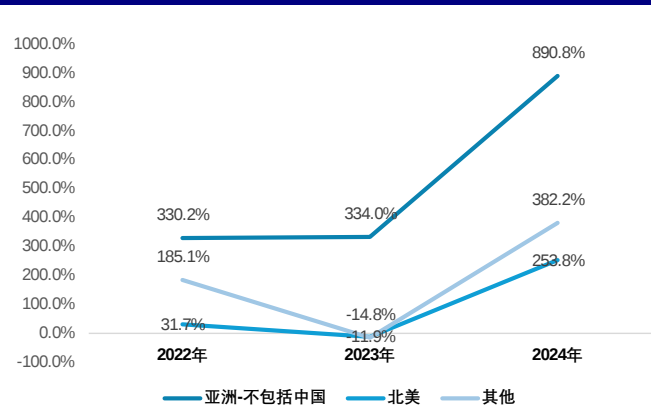
公司营收分区域来看，2024 年公司在中国/亚洲（不含中国）/北美/其他地区收入分别为 21.77/0.39/0.17/0.08 亿元（同比+151.3%/+890.8%/+253.8%/+382.2%），对应占比 97.1%/1.7%/0.7%/0.4%。目前公司已获得奥特曼、变形金刚等全球知名 IP 在海外多地的授权，随着海外渠道持续扩张和版权布局深化，海外业务有望成为公司重要增长点。

图表 33:海外市场分区域收入（百万元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 34:海外分区域收入增速

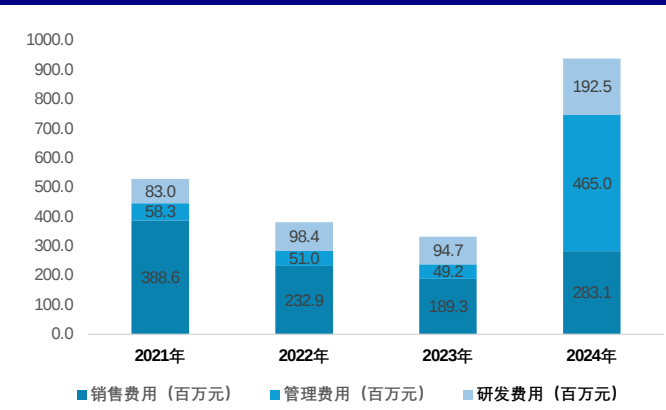


资料来源：公司资料，第一上海整理

费用方面，2021-2024 年销售费用率分别为 117.9%/71.5%/21.6%/12.6%，呈现显著下降趋势。2021 年销售费用高企主要系积木玩具的广告及促销开支较大；2022 年起，随着拼搭角色类玩具推出，营销战略转向内容驱动模式，销售和经销开支大幅下降。研发费用率亦稳步优化，2021-2024 年分别为 25.2%/30.2%/10.8%/8.6%，主要受益于规模效应显现。

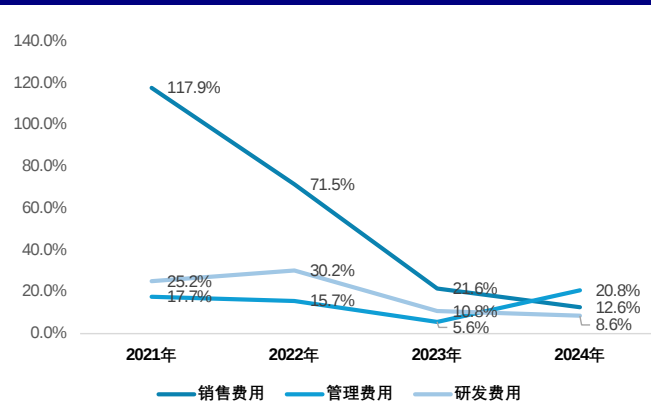
管理费用率 2021-2024 年分别为 17.7%/15.7%/5.6%/20.8%，2024 年大幅上升主要受股权激励及上市开支影响，预计后续将回归正常水平。

图表 35: 销售/管理/研发费用（百万元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 36: 销售/管理/研发费用率



资料来源：公司资料，第一上海整理

盈利预测

拼搭角色类玩具方面，受益于价格带进一步拓宽及产品持续推新，公司核心 IP 奥特曼、变形金刚将延续快速增长态势。公司推出 9.9 元低价星辰版产品，虽短期压制毛利率，但规模效应将带动毛利率稳步提升。同时，自有 IP 英雄无限和其他授权 IP 如宝可梦、初音未来等亦有望快速放量，进一步强化规模优势。我们预计 2025-2027 年拼搭角色类玩具业务将实现收入 38.52/53.93/70.11 亿元，分别同比 +75%/+40%/+30%，毛利率分别为 53.9%/54.4%/54.6%。

积木玩具方面，受公司经营重心转移至拼搭角色类玩具的影响，预计积木玩具业务规模将持续缩减， 2025-2027 年收入分别为 0.36/0.32/0.29 亿元，同比-10%/-10%/-10%。随着规模收缩，预计毛利率将同步小幅下滑， 2025-2027 年分别为 36%/35.5%/35%。

综上所述，预计公司 2025-2027 年收入分别为 38.88/54.25/70.39 亿元，同比分别 +73.5%/+39.5%/+29.8%。毛利率分别为 53.7%/54.3%/54.5%。

费用率方面，随着品牌影响力增强和内容营销效率提升，销售费用率有望持续优化。同时，在收入快速增长的带动下，管理和研发费用率将得到有效摊薄，推动公司整体费用结构持续改善。

经调整净利润分别为 10.08/14.44/19.04 亿元，同比 +72.5%/+43.2%/+31.8%，经调整后净利润率分别为 25.9%/26.6%/27.0%。

公司为国内拼搭角色玩具龙头，有望受益于行业高速发展。凭借丰富的 IP 资源储备和突出的性价比优势，叠加渠道下沉与海外市场拓展，公司用户规模有望持续扩大。我们预计公司 FY25-27 年归母净利润将达 10.08/14.44/19.04 亿元，基于 FY25 年 40 倍 PE 估值，目标价 171 港元，较现价存在 24.4%上行空间，首次覆盖给予"买入"评级。

图表 37：公司同业估值表

公司代码	公司中文名	人民币市值 (人民币百万元)	财年截止日期 (月/年)	调整后净利润及盈利预测 (人民币百万元)					PE			
				2024	2025	2026	2027		2024	2025	2026	2027
8136 JT EQUITY	三丽鸥	73,275	03/2024	1,718	2,042	2,264	2,622		42.65	35.88	32.37	27.95
7832 JT EQUITY	万代南梦宫	152,184	03/2024	6,376	6,124	6,299	6,961		23.87	24.85	24.16	21.86
HAS US EQUITY	孩之宝	66,142	12/2024	4,052	4,224	4,752	5,274		16.32	15.66	13.92	12.54
DIS US EQUITY	华特迪士尼	1,430,078	09/2024	72,020	73,428	78,887	88,661		19.86	19.48	18.13	16.13
MAT US EQUITY	美泰	44,170	12/2024	4,516	3,770	3,853	3,772		9.78	11.72	11.46	11.71
9896 HK EQUITY	泡泡玛特	239,100	12/2024	3,403	6,078	8,396	10,560		70.26	39.34	28.48	22.64
9896 HK EQUITY	名创优品	44,258	12/2024	2,618	3,074	3,767	4,555		16.91	14.40	11.75	9.72

资料来源：彭博，第一上海整理

风险因素

1、核心 IP 热度下降 2、IP 授权续约风险 3、行业竞争加剧 4、新市场关税等政策变动影响

主要财务报表

损益表							财务分析					
<港元> <千>, 财务年度截至<12月31日>							<港元> <千>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	325,574	876,686	2,240,929	3,887,853	5,425,112	7,039,743	盈利能力					
毛利	123,419	414,922	1,178,806	2,088,783	2,944,771	3,837,598	毛利率 (%)	47.3%	52.6%	53.7%	54.3%	54.5%
销售及分销成本	-232,885	-189,280	-283,122	-447,103	-613,038	-781,411	经营利润率 (%)	9.3%	10.6%	31.4%	32.3%	32.8%
行政开支	-51,002	-49,230	-465,047	-108,860	-146,478	-183,033	EBITDA 利率 (%)	-18.3%	-14.1%	28.4%	28.7%	29.0%
经营溢利	-258,912	81,755	238,170	1,221,791	1,751,246	2,309,973	净利率 (%)	-23.5%	-17.9%	25.3%	26.0%	26.4%
利息净收入	-5,254	4,192	10,149	17,608	24,570	31,882	Non-GAAP净利润率	8.3%	26.1%	25.9%	26.6%	27.0%
其他非经常性项目损益	-191,031	-274,132	-541,996	-	-	-						
所得税	-2,819	-1,381	3,003	4,944	7,084	9,342	营运表现					
股东净利润	-419,886	-206,100	-401,047	983,793	1,409,686	1,859,104	SG&A/收入 (%)	27.2%	33.4%	14.3%	14.0%	13.7%
Non-GAAP 股东净利润	-225,337	72,882	584,588	1,008,176	1,443,895	1,903,644	实际税率 (%)	9.3%	34.6%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
折旧及摊销	38,877	44,692	87,547	124,533	153,884	190,322	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA	-378,190	-160,027	-316,503	1,103,382	1,556,486	2,040,083						
Non-GAAP EBITDA	-183,641	118,955	669,132	1,127,765	1,590,695	2,084,624	财务状况					
增长							资产负债比率	258.8%	199.7%	119.7%	83.2%	61.8%
总收入 (%)	-1.3%	169.3%	155.6%	73.5%	39.5%	29.8%	流动比率	206.5%	311.2%	613.4%	874.1%	1148.3%
EBITDA (%)	-17.7%	-57.7%	97.8%	-448.6%	41.1%	31.1%	ROA	-20.4%	-25.0%	31.6%	29.4%	26.6%
净利润 (%)	-16.5%	-50.9%	94.6%	-345.3%	43.3%	31.9%	ROE	12.8%	25.1%	-160.8%	175.1%	69.5%
资产负债表							现金流量表					
<港元> <千>, 财务年度截至<12月31日>							<港元> <千>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金及等价物	188,972	360,837	719,962	1,811,207	3,112,235	5,037,482	净利润	(206,100)	(401,047)	983,793	1,409,686	1,859,104
短期投资	1,251	1,251	0	0	0	0	折旧及摊销	44,692	87,547	124,533	153,884	190,322
预付款项及其他流动资产	1,473,472	320,168	495,478	864,399	1,187,927	1,394,405	营运资金变化	146,888	64,563	142,427	(66,325)	118,016
总流动资产	1,663,695	682,256	1,215,440	2,675,606	4,300,162	6,431,887	其他	299,412	1,011,262	4,944	7,084	9,342
物业及设备	22,785	47,672	153,736	191,512	238,571	297,192	营运现金流	284,892	762,325	1,255,697	1,504,328	2,176,784
商誉及无形资产	31,557	64,215	78,862	86,748	95,423	104,965	资本开支	(43,341)	(120,483)	(164,452)	(203,300)	(251,537)
其他固定资产	227,814	218,513	157,953	157,953	157,953	157,953	其他投资活动	72	1,613	0	0	0
固定资产	1,964,527	2,285,394	2,678,824	2,880,877	3,018,696	3,057,571	投资活动现金流	(43,269)	(118,870)	(164,452)	(203,300)	(251,537)
总资产	3,628,222	2,967,650	3,894,264	5,556,483	7,318,858	9,489,458	融资活动现金流	(70,146)	(286,227)	0	0	0
应付账款及票据	118,533	259,671	566,698	1,078,047	1,335,249	1,659,743	现金变化	171,865	359,125	1,091,245	1,301,028	1,925,247
其他流动负债	1,609,869	453,396	2,556,666	2,563,123	2,569,125	2,575,726	期初持有现金	188,972	360,837	719,962	1,811,207	3,112,235
总短期负债	1,738,017	730,889	3,181,503	3,699,309	3,962,513	4,293,608	融资活动现金流	(70,146)	(286,227)	0	0	0
长期负债	1,584,949	1,890,061	25,078	24,364	24,680	25,027	现金变化	171,865	359,125	1,091,245	1,301,028	1,925,247
总负债	3,322,966	2,620,950	3,206,581	3,723,673	3,987,192	4,318,635	期初持有现金	188,972	360,837	719,962	1,811,207	3,112,235
股东权益	(1,366,205)	(1,606,257)	(1,600,590)	(616,797)	792,889	2,651,992	期末持有现金	360,837	719,962	1,811,207	3,112,235	5,037,482
非控股权益	(10,910)	(2,037)	0	4,944	12,028	21,370						

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」），「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。