

IP积木潮，创意趣无限

——布鲁可（0325.HK）深度报告

股票投资评级：买入|维持

分析师：李鑫鑫 S1340525010006

中邮证券研究所 新消费团队

中邮证券

发布时间：2025-06-28

- **公司概况：高速成长的拼搭角色类玩具领导者。** 公司成立于2014年，2016年公司开始研发积木玩具，一年后打造自有IP百变布鲁可并基于此推出积木玩具，截至24年公司营收22.4亿元，经调净利润5.85亿元。创始人朱伟松先生二次创业，核心团队均具有多年玩具及游戏行业经验。公司股权高度集中，创始人朱伟松上市前有公司54.95%股份，公司核心成员在上市前均通过员工激励平台持有公司股份。
- **行业分析：拼搭角色玩具高速增长，追星与造星模式不尽相同。** 1) 行业规模：23年全球玩具市场规模7731亿元，23-28年CAGR为5.1%，其中拼搭类、角色类，拼搭角色类23-28年CAGR分别为15%、9.3%、20.5%；23年我国玩具市场规模1049亿元，23-28年CAGR为9.5%，其中拼搭类、角色类，拼搭角色类23-28年CAGR分别为22%、17.7%、41.3%，拼搭角色类玩具增速具有绝对优势；2) 行业格局：2023 年全球拼搭角色类玩具市场前二的是日本万代和乐高，市占率分别为 39.5%、35.9%，形成了双寡头垄断的市场竞争格局；中国布鲁可市占率达 30.3%，市占率绝对第一；3) 商业模式：行业内商业模式主要有两类，一是IP打造，核心在造星；二是IP商业化，核心在于效率。
- **公司竞争力：布鲁可生态体系，核心在于效率。** 公司作为IP商业化的典型公司，具有以下优势：1) 设计研发:构建专利布局，重视研发，上新周期短；2) 渠道销售：多渠道覆盖下沉市场；3) 会员互动：互联网营销助力，打造粉丝生态圈；4) IP储备：授权IP储备量大，自有IP市场认可度高。
- **成长看点：“三全”策略驱动份额提升。** 公司制定“全人群、全价位、全球化”的“三全”战略，未来将按此战略稳定发展。未来公司在行业加持下增长驱动力来自：1) 全人群：成立女性向工作室，满足女性消费者需求；加速创新高难度拼搭玩具，扩大成人客群覆盖范围。2) 全价位：因地制宜调整价格结构，力争各价位好而不贵。3) 全球化：海外市场增长空间巨大，出海未来可期。
- **盈利预测及投资建议：** 24年公司战略倾斜至拼搭角色类玩具，借助布鲁可“三全”战略，即全价格带、全人群、全球化，公司未来增长有保证。从节奏上来看，我们认为25年是打基础阶段，26年、27年业绩将逐步迎来爆发，我们预计25-27年收入增速分别为88.38%、51.02%、32.40%。不考虑可转换可赎回优先股公允价值变动损益，我们预计25年-27年公司利润分别为10.76亿元/17.51亿元/24.80亿元；对应PE分别为28倍/17倍/12倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：** 1) IP到期未能续约影响公司营运；2) 竞争加剧影响业务拓展；3) 解禁带来的股价不确定性；4) 国际形势变化等。

目录

- 一 | **公司概况：高速成长的拼搭角色类玩具领导者**
- 二 | **行业分析：拼搭角色玩具发展迅速，追星与造星模式不尽相同**
- 三 | **竞争优势：布鲁可生态运营，核心在于效率**
- 四 | **成长看点：“三全”策略驱动份额提升**
- 五 | **盈利预测及投资建议**



公司概况：高速成长的拼搭角色类玩具领导者

- 1.1 基本情况：中国拼搭角色类玩具领导者，IP丰富渠道广泛
- 1.2 管理团队：股权结构高度集中，管理层经验丰富
- 1.3 财务分析：盈利能力高速增长，收入增长强劲

1.1 基本情况：中国拼搭角色类玩具领军者，IP丰富渠道广泛

- 中国拼搭角色类玩具领军者，IP矩阵丰富渠道布局广泛。2016年公司开始研发积木玩具，一年后打造自有IP百变布鲁可并基于此推出积木玩具。2019年公司开始研发拼搭角色类玩具并于两年后获得奥特曼IP的设计、开发、生产及销售授权，这一授权极大推动了公司发展历程，使布鲁可开始驶入增长快车道。此后公司接连通过500多个专利布局，推出自有IP英雄无限、获得变形金刚等约50个知名IP的授权，聚焦为消费者提供好而不贵的广泛拼搭角色类玩具并取得快速成长。公司在中国建立多渠道销售网络，形成了全面且覆盖广泛的消费者触达。

图表1：公司发展历程

时间	2014-2015	2016-2018	2019-2022	2023-2024	2025	
公司发展	2014年，集团主要运营实体布鲁可科技创立。 2016年，开始研发积木玩具。 2017年，推出自有IP百变布鲁可，并在此基础上推出积木玩具。		2019年，开始研发拼搭角色类玩具。 2021年，被评为高新技术企业，获得设计、开发、生产及销售奥特曼拼搭角色类玩具的权利。 2022年，推出拼搭角色类玩具及自有IP英雄无限，被评为国家知识产权优势企业。		2023年，取得全球多个国家的IP授权，在海外市场推出拼搭角色类玩具，被评为上海市专利工作示范企业。 2024年，确立“三全”发展战略：全人群、全价位、全球化。	停止开发经销商、代理商，拓展校边店、社区店。
产品	 以儿童科技教育产品、积木玩具为主		 推出拼搭角色类玩具		 海外市场推出拼搭角色类玩具	 推出女性向、成人向玩具
渠道	线下经销渠道为主，中国及欧美主要为大KA，东南亚以7-eleven等便利店为主要销售渠道，线上通过电商平台、微信小程序、抖音等渠道触达消费者					
生产	签约6大独家厂商，保护布鲁可生态				计划2026年自有工厂投产	

1.2 管理团队：创始人二次创业，商业嗅觉灵敏，团队经验丰富

中邮证券
CHINA POST SECURITIES

- 创始人朱伟松先生商业嗅觉敏锐，核心高管团队经验丰富。公司创始人朱伟松先生曾联合创立游族网络并负责研发管理，高度重视产品研发，对行业趋势、品类创新、商业开拓与合作具有深刻洞察。公司高管全部具有本领域10年以上经验，其中负责玩具业务运营管理及海外市场的总裁盛晓峰先生、负责产品研发与设计的副总裁谢磊先生以及负责人力资源管理及行政工作的副总裁黄政先生在本领域都积累了20年的深厚经验。

图表2：公司高管履历背景

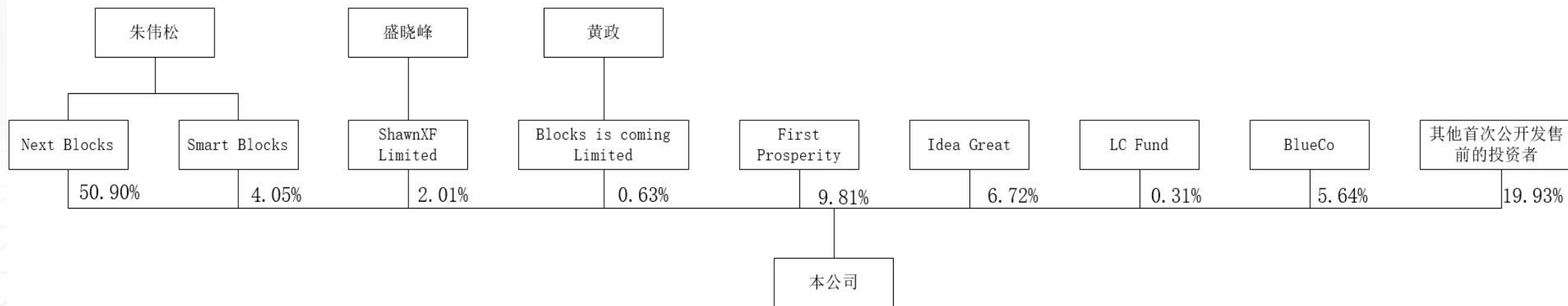
姓名	年龄	职位	职责	履历
朱伟松	42	董事长、执行董事兼首席执行官	整体战略、业务发展、经营管理	在公司管理上具有丰富的经验。 2009年5月-2015年2月联合创立上海游族信息技术有限公司并担任首席技术官，负责研发管理工作。2014年6月-2016年2月担任上海游族信息技术有限公司监事会主席。2014年12月创立布鲁可集团有限公司并担任执行董事及董事长。
盛晓峰	46	执行董事兼总裁	玩具业务运营管理及海外市场	在用户洞察、产品创新及商业化方面具有约20年的深厚经验。 2005年4月-2015年5月任职于英特尔集团旗下的英特尔技术开发（上海）有限公司及英特尔亚太研发有限公司，负责教育类产品的设计研发，两次获得英特尔成就奖。2015年9月起担任布鲁可科技总裁。
谢磊	47	副总裁	产品研发与设计	在产品设计领域拥有超过20年的经验。 2003年2月-2005年1月与伊莱克斯（中国）电器有限公司担任设计主管。2005年10月-2008年12月于千方工业产品设计（上海）担任设计总监。2011年3月-2015年6月在硬件产品领域连续创业。2015年7月起担任布鲁可科技副总裁。
黄政	44	副总裁	人力资源管理及行政工作	拥有超过20年的人力资源管理及行政工作经验。 2001年7月-2012年6月任职于上海广播电视台及下属公司，担任少儿频道人力资源部主任及办公室主任。2012年6月-2016年12月于东方明珠新媒体股份有限公司担任行政总经理。2016年12月起担任布鲁可科技副总裁。
付轶方	50	首席财务官	会计和财务管理工作	在会计及财务管理方面拥有丰富的经验。 2010年9月-2013年9月、2013年9月-2017年7月先后担任优酷土豆集团两家附属公司高级财务总监。2018年1月-2020年10月担任哔哩哔哩股份有限公司高级财务总监。2020年11月-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。2023年12月起担任布鲁可科技首席财务官。
朱元成	39	副总裁兼董事会秘书	董事会事务、投资者关系及法律事务等工作	在公司法律事务和企业投融资领域具有丰富经验。 2014年8月-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-2019年3月担任中电投先融（上海）资管金融合作部负责人。2019年6月-2020年12月担任四川信托有限公司业务部门总经理。2020年12月起担任布鲁可科技副总裁兼董事会秘书。

资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

1.2 管理团队：股权结构高度集中，创始人兼董事长持股比例高

- **上市前：**公司创始人、董事长、执行董事兼首席执行官**朱伟松**本次融资前通过Next Blocks和Smart Blocks合计控制公司54.95%股份，股权较为集中；公司执行董事兼总裁盛晓峰、副总裁黄政、员工激励平台First Prosperity（2023年1月13日创立）本次融资前分别持有公司2.01%、0.63%、9.81%的股份，彰显了员工利益与公司发展的有机融合。**公司股权结构高度集中，员工激励深度绑定公司发展。**
- **上市后：**公司于25年1月10日上市，发行近2774万股，占比总股份的11.32%，其中香港发行股份占比全球发行股份的43.5%，发行价为60.35港元，扣除募资费后募资15.57亿港元，发行市值为145.73亿港币。**基石包括景林、USB AM Singapore、富国等**，其中景林和USB AM Singapore分别认购2000万美元，富国及其附属公司认购1000万美元，基石投资者合计认购643.62万股发售股份，占发售完成后总股份的2.63%。
- **解禁安排：**根据港股上市规则，上市6个月后锁定的限售股将迎来解禁。**布鲁可首次限售股解禁日为7月10日，解禁股数为2.24亿股，占总股本的89.78%。**

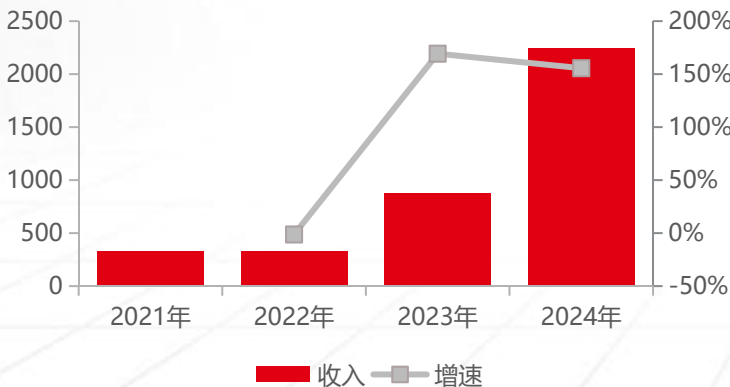
图表3：发行前公司股权结构示意图



1.3 财务分析：复合增速89%+，盈利能力提升

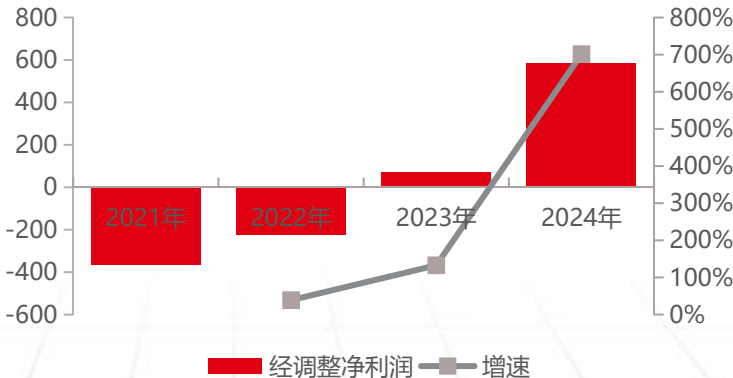
- 收入业绩维持89+%复合增速。**2021-2024年公司收入分别为3.3亿元/3.26亿元/8.77亿元/22.41亿元，2022年-2024年收入同比增长-1.27%/ 169.27%/ 155.6%，21-24年收入复合增速为89.41%。24年收入业绩增长迅速主要系拼搭角色类玩具业务放量，日益扩大且丰富的自有及授权IP矩阵成功实现商业化，并迅速扩大销售网络。
- 24年经调整净利润同比增长702.1%。**2021-2024年公司经调整净利润分别为-3.65亿元/-2.33亿元/0.73亿元/5.85亿元，2022年-2024年同比增长38.9%/132.74%/ 702.1%，23年实现经调整净利润扭亏为盈，24年实现经调整净利润显著增长，主要系热门IP奥特曼强大号召力与粉丝基础极大拉动产品销售，且规模经济效应使研发支出占比下降（注：剔除可转换可赎回优先股公允价值变动、上市开支、股份为基础的薪酬开支）。
- 毛利率、净利率显著提升。**24年公司毛利率、净利率分别为52.6%、26.1%，分别同比提升5.3pct、17.8pct。24年得益于高毛利拼搭角色类玩具占比提升及规模效应助力期间费用降低、盈利能力提升影响，公司毛利率、净利率均有显著提升。

图表4：公司收入及增速（百万元）



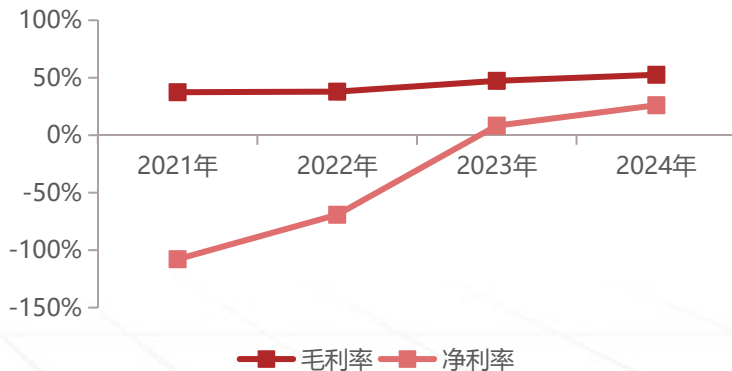
资料来源：布鲁可招股书，公司公告，中邮证券研究所

图表5：经调整净利润及增速（百万元）



资料来源：布鲁可招股书，公司公告，中邮证券研究所

图表6：公司毛利率及净利率

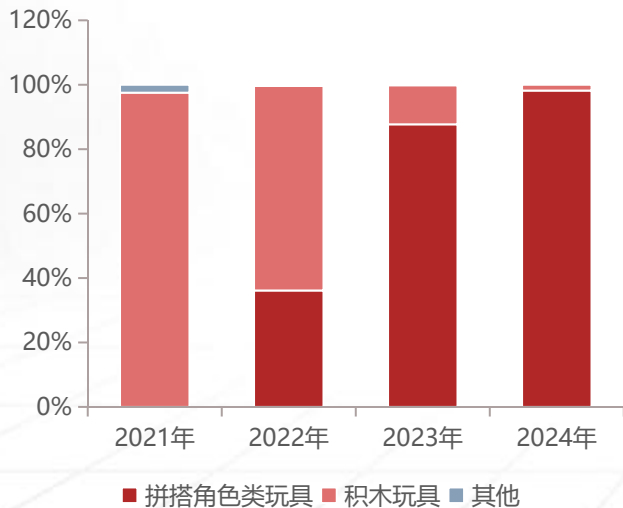


资料来源：布鲁可招股书，公司公告，中邮证券研究所

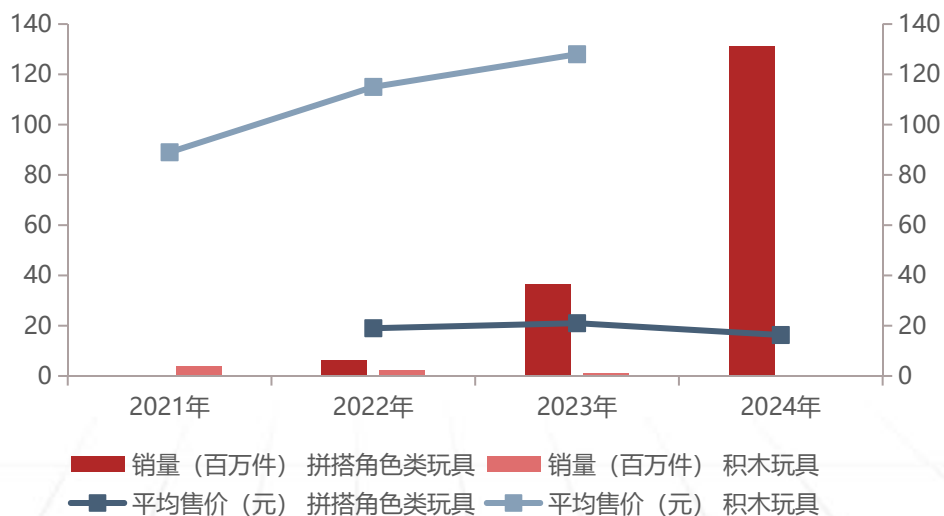
1.3 财务分析：分产品看，拼搭类玩具低价走量取胜，奥特曼IP收入贡献过半

- **分产品看，拼搭类玩具爆发式增长，低价走量取胜。** 2022年起公司正式开展拼搭角色类玩具业务并快速起量，22-24年收入分别为1.18亿元/7.69亿元/22.01亿元，占总收入比重分别为36.1%/87.7%/98.2%，24年同比增速为186.22%，是收入增长的主要驱动力。从销量上来看，拼搭角色类玩具自2022年6.291百万件增长至2024年上半年的1.31亿件，增长近20倍。从平均售价来看，拼搭角色类玩具24年平均售价下降趋势，主要原因系推出9.9元星辰版玩具，用低价打开市场。
- **奥特曼IP收入贡献近半，IP矩阵促进收入多元化。** 自2022年公司开展拼搭角色类玩具业务起便获得奥特曼IP授权，22-24年授权IP奥特曼收入分别为1.11亿元/5.57亿元/10.96亿元，占总收入比重分别为34.2%/63.5%/48.9%，24年同比增速为96.83%，表现亮眼。此外，布鲁可集团相继与约50个知名IP达成合作关系，产品结构逐渐向多IP共同支撑营收增长转移，有助于实现收入多元化，维持公司经营稳定性。

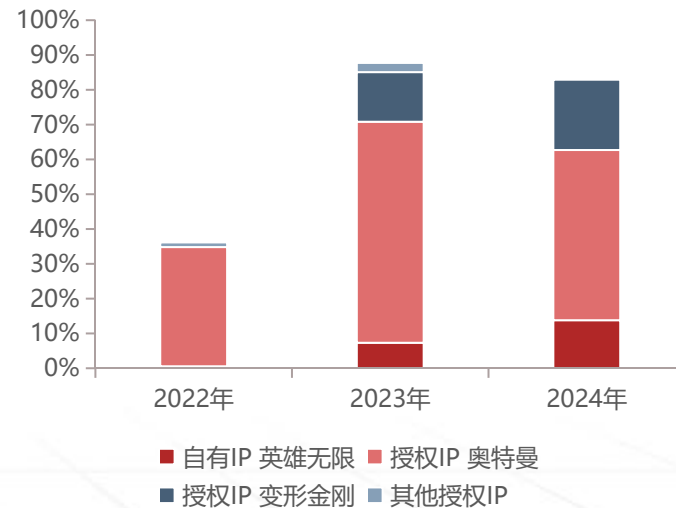
图表7：公司分产品收入占比



图表8：公司分产品销量（百万件）及平均售价（元）



图表9：公司分IP收入占比



资料来源：布鲁可招股书，公司公告，中邮证券研究所

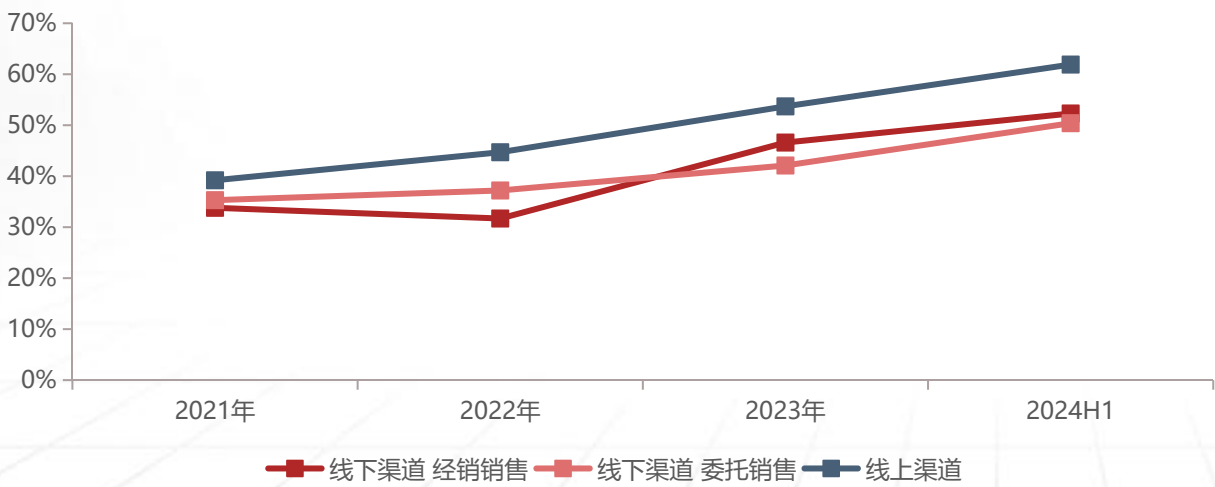
资料来源：布鲁可招股书，公司公告，中邮证券研究所

资料来源：布鲁可招股书，公司公告，中邮证券研究所

1.3 财务分析：分渠道看，线下经销渠道为主，线上线下齐发力

- 线下经销渠道迅速增长成为主要渠道，线上线下齐发力。2021-2022年公司线下渠道收入各占比约45.7%/58.33%，与线上渠道占比相当，自2023年公司进军拼搭角色类玩具后，线下渠道收入迅速增长至7.69亿元，占比87.72%，同比增长304.96%，21-23年CAGR达224.67%%，迅速成为公司主要销售渠道。2023-2024年公司线上渠道收入增速分别为-20.95%/46.525%，24年收入持续降低后首次增加，主要系公司积极布局全渠道销售网络覆盖，开展天猫、京东、拼多多等电商平台业务所致。线下渠道毛利率略低于线上渠道，且与总毛利率相当。

图表10：公司分渠道毛利率情况



资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表11：公司分渠道收入情况（百万元）

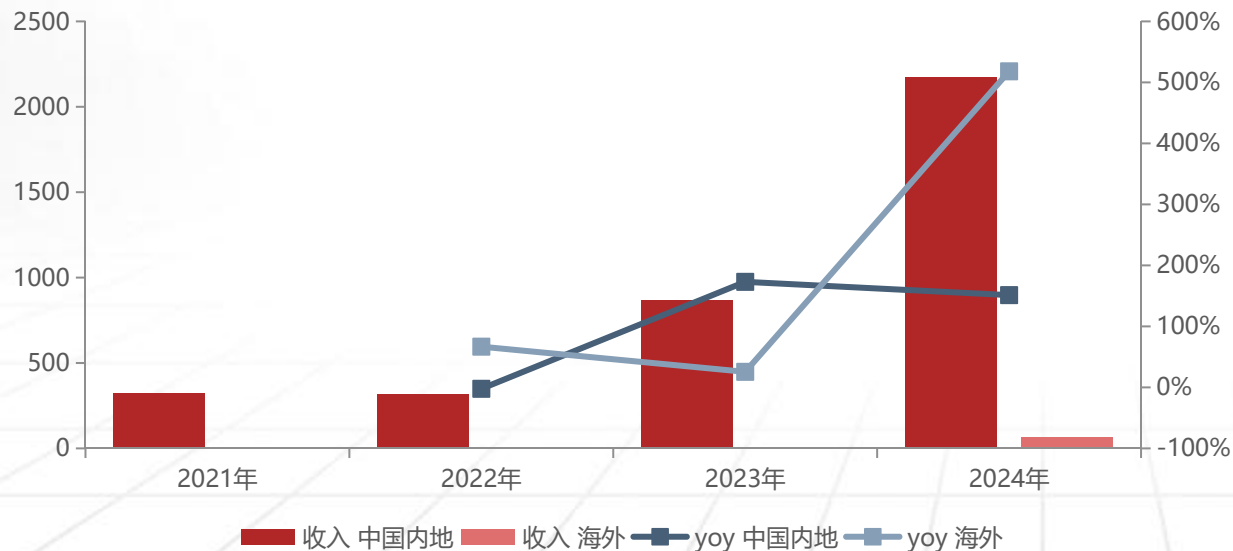
(百万元)	2021年	2022年	2023年	2024年
线下经销销售	112.837	157.004	732.7	2062.865
yoy		39.14%	366.68%	181.54%
占比	34.22%	48.22%	83.58%	92.05%
线下委托销售	37.869	32.908	36.371	21.996
yoy		-13.10%	10.52%	-39.52%
占比	11.48%	10.11%	4.15%	0.98%
线下合计	150.706	189.912	769.071	2084.861
yoy		26.01%	304.96%	171.09%
占比总收入	45.70%	58.33%	87.72%	93.04%
线上合计	170.957	134.412	106.249	155.675
yoy		-21.38%	-20.95%	46.52%
占比总收入	51.84%	41.28%	12.12%	6.95%
其他	8.109	1.250	1.366	0.393
yoy		-84.59%	9.28%	-71.23%
占比总收入	2.46%	0.38%	0.16%	0.02%

资料来源：布鲁可招股书，公司公告，中邮证券研究所

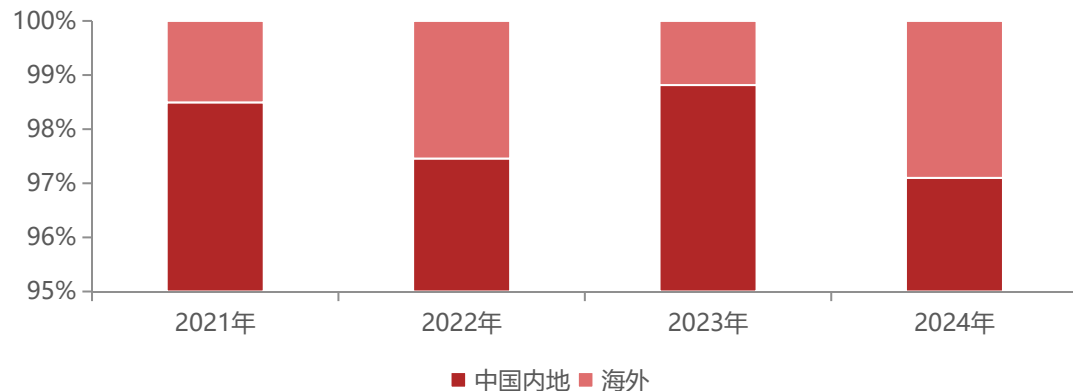
1.3 财务分析：分地区看，中国市场占主要地位，海外成长空间大

- **中国市场占主要地位。**公司主要在中国市场开展业务，2021-2024年公司在中国市场上收入分别为3.25亿元/3.17亿元/8.66亿元/21.77亿元，占总收入的98.5%/97.5%/98.8%/97.1%，2021-2024年CAGR为89.41%。
- **海外成长空间大。**公司目前已进入亚洲、北美等海外市场，虽收入占比不高但增速良好，2024年海外市场收入同比增长518.16%，成长走势优秀且成长空间巨大。其中，亚洲市场逐渐代替北美市场成为海外市场的主导力量。

图表12：公司分地区收入情况（百万元）及增长率

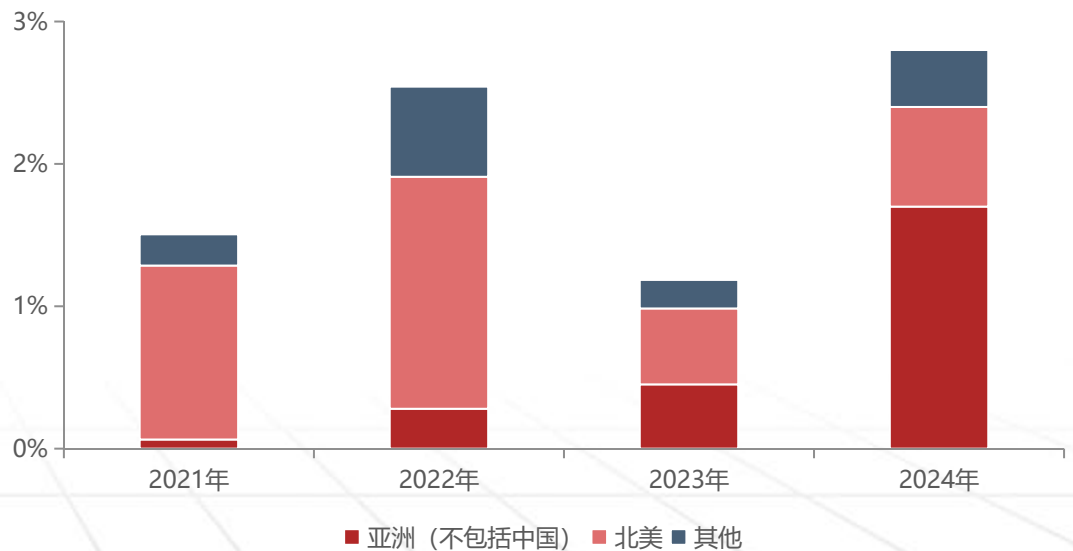


图表13：公司分地区收入占比



资料来源：布鲁可招股书，公司公告，中邮证券研究所

图表14：公司海外分地区收入占比



资料来源：布鲁可招股书，公司公告，中邮证券研究所

二

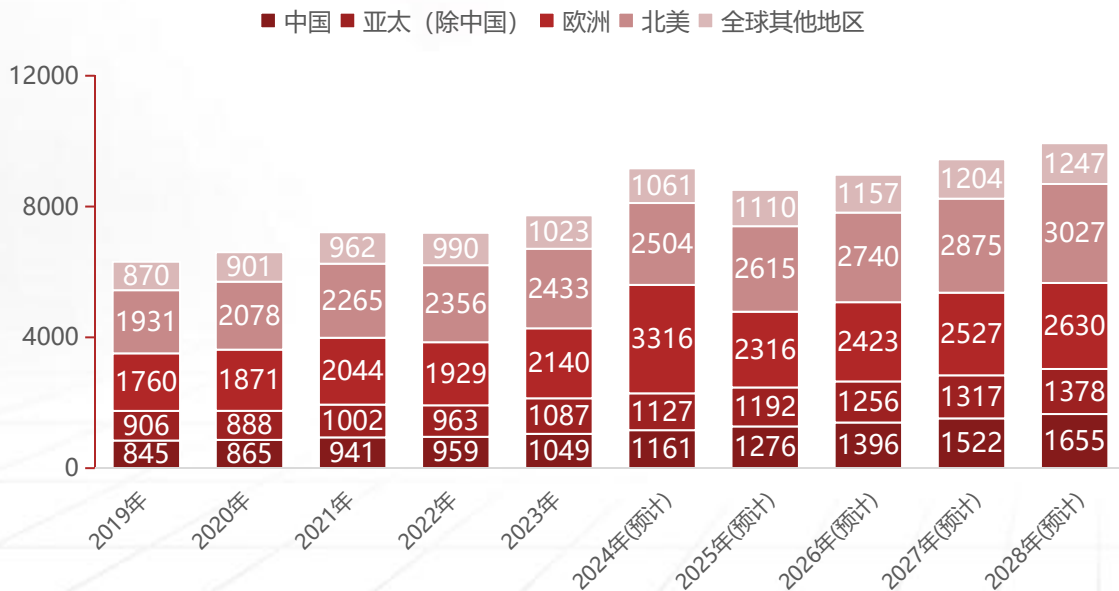
行业分析：拼搭角色玩具发展迅速，追星与造星模式不尽相同

- 2.1 市场规模：拼搭角色类玩具增速亮眼
- 2.2 竞争格局：拼搭角色类玩具格局相对集中
- 2.3 商业模式：造星追星模式各不相同

2.1 市场规模：全球玩具市场增长稳定，中国市场前景广阔

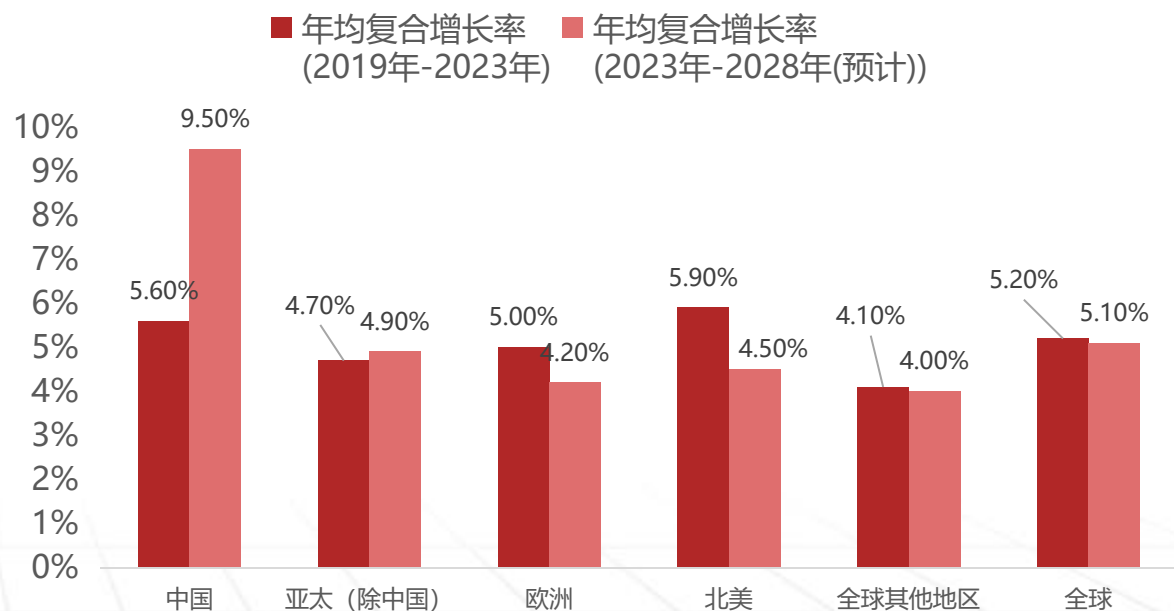
- **全球玩具市场：规模庞大，近万亿规模，未来中个位数增长。**以GMV计，全球玩具市场的规模从19年6312亿元增长至23年的7731亿元，年均复合增长率达到5.2%，预计到28年GMV将增长至9937亿元，23年-28年年均复合增长率将达到5.1%。
- **消费市场：区域集中，中国市场占比14%，且孕育生机。**分地区来看，北美、欧洲、亚洲为前三大玩具市场，2023 年市场规模分别为 2433 亿元、2140 亿元和 2136亿元。我国作为全球领先的玩具生产国和消费国，近年来人均玩具消费增长较快，但市场规模仍低于美国、欧洲等主要玩具消费市场，23年我国玩具规模1049亿元，占全球玩具市场的14%。未来增速来看，中国市场预期增速最快，按照弗若斯特沙利文预计，23 年至 28 年中国玩具市场的复合年增长率预计将达到 9.5%，为全球各区域中增速最快的市场，领先的需求增速为优质玩具企业的成长孕育市场机会。

图表15：全球玩具市场GMV按地域划分（亿元）



资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表16：全球玩具市场年均复合增长率

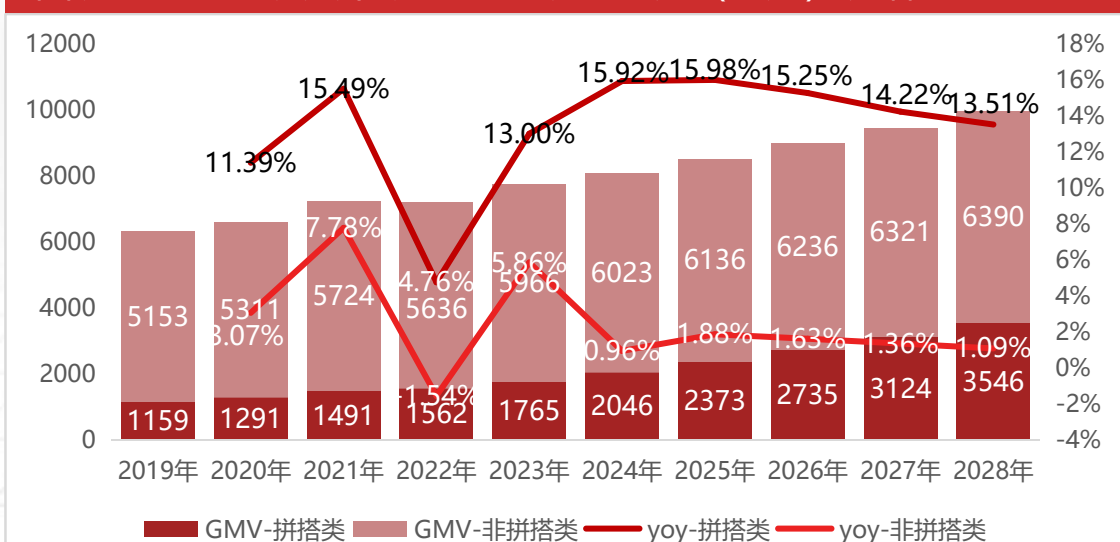


资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

2.1 市场规模：拼搭类玩具增长率高

- **拼搭类vs非拼搭类：拼搭类是新起之秀，非拼搭类占比高。**非拼搭类玩具是传统的玩具品类，23 年市场规模为5966 亿元，占全球玩具市场的 77%，19-23年CAGR为3.7%。拼搭类玩具是后起之秀，23 年市场规模达到 **1765** 亿元，占全球玩具市场的 23%，19-23年CAGR为11.1%，拼搭类玩具具有更高的互动性，既可按设计拼成成品，也可根据消费者的创意进行拼搭，具备更高的可玩性和益智性，拼搭类玩具的零部件通常具有标准通用性，可在不同产品间兼容，便于控制质量并发挥成本优势，从而增强消费者黏性和品牌忠诚度。
- **拼搭类玩具：增速远超非拼搭类，全球/中国预计23年-28年CAGR为15.0%、22.1%。**
 - **全球：**据弗若斯特沙利文数据，全球拼搭类玩具市场规模将从23 年的1765亿元增长至 28 年的3546亿元，CAGR为15.0%，明显超过非拼搭类玩具市场的1.4%。
 - **中国：**据弗若斯特沙利文数据，中国拼搭类玩具市场预计将从23年的人民币237亿元增至28年的人民币640亿元，CAGR为22.1%，超过非拼搭类玩具市场的4.54%。

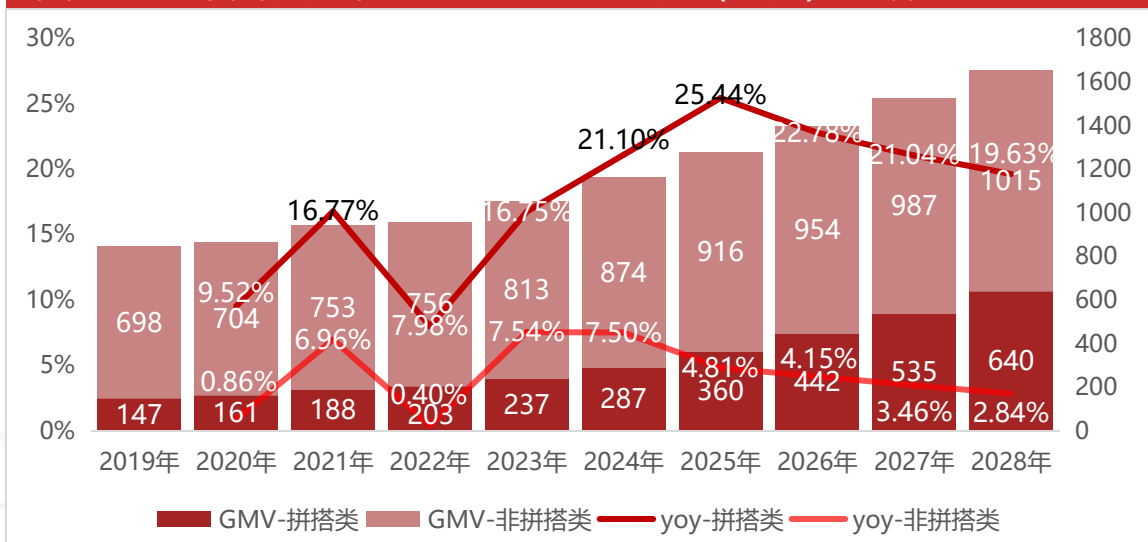
图表17：全球玩具市场GMV按玩法划分（亿元）及增速



资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表18：中国玩具市场GMV按玩法划分（亿元）及增速

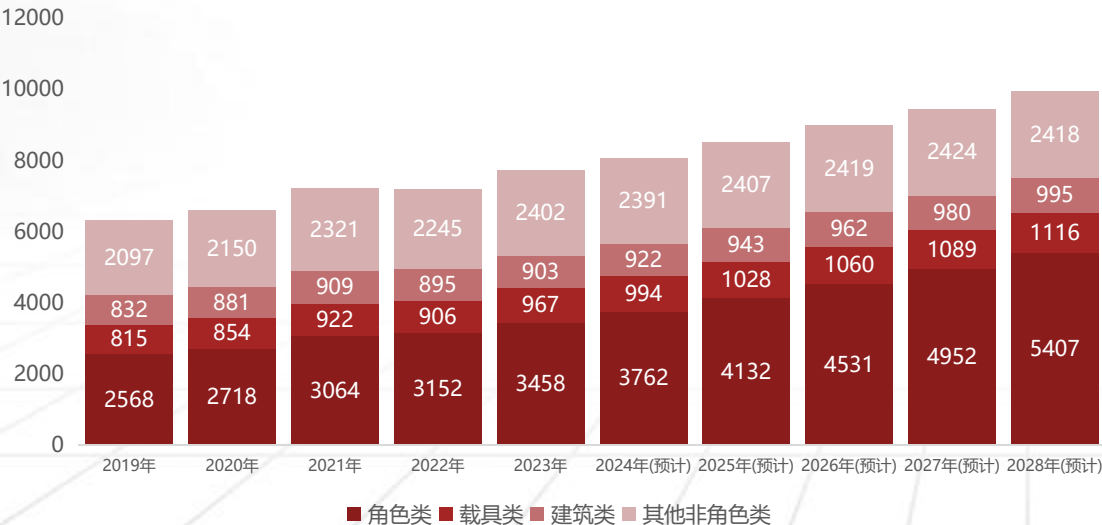


资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

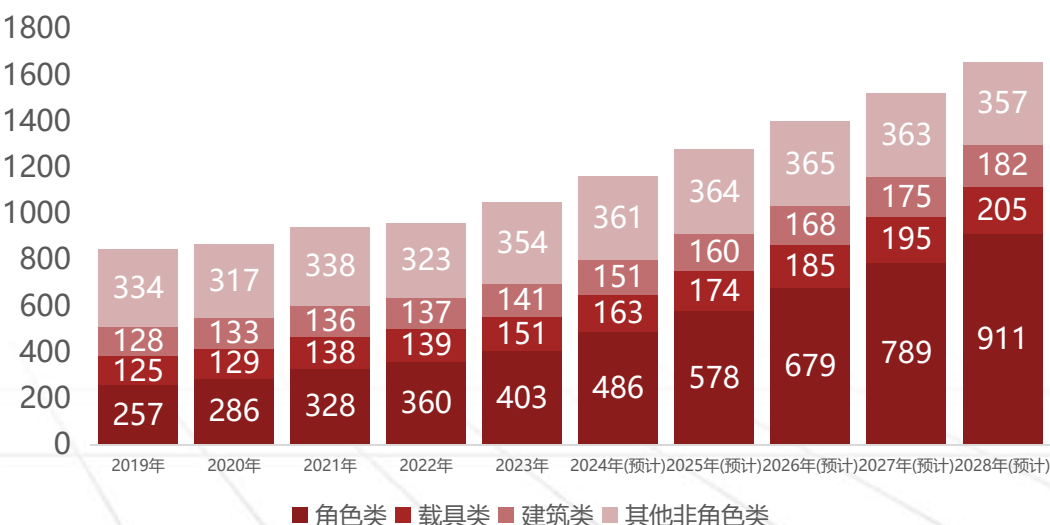
2.1 市场规模：角色类玩具规模最大增速最快

- **角色类vs非角色类：角色类细分规模最大，增速最快。**分形态来看，玩具市场可分为角色类和非角色类。角色类玩具指具有拟人、动物等形象的玩具，据弗若斯特沙利文数据，23 年市场规模达到 **3458 亿元**，占全球玩具市场的 45%，19-23年CAGR为7.7%，而非角色类玩具则由多个细分市场组成，其中载具和建筑类玩具是全球玩具市场按形态划分规模第二和第三大的细分市场，23 年的市场规模分别达到 967 亿元和 903 亿元，占全球玩具市场 13%和 12%，19-23年CAGR分别为4.4%、2.1%。
- **角色类玩具：未来增速最快，全球23-28年CAGR达9.3%，中国23-28年CAGR为17.7%。**
 - **1) 全球：**据弗若斯特沙利文预计全球角色类玩具将从 23 年至 28 年的5407亿复合年增长率将达到9.3%，规模将增长至 5407 亿元，占整个玩具市场的 54.4%；非角色类载具和建筑类玩具23 年至 28 年的复合年增长率预计将分别达到 2.9%和 2.0%，规模将分别增长至 1116亿元和 995 亿元。
 - **2) 中国：**中国的角色类玩具市场预计将从23年的人民币403亿元增至28年的人民币911亿元，年均复合增长率为17.7%。相较于全球市场，中国角色类玩具细分市场的快速增长主要归因于庞大且不断扩大的消费群体、IP玩具数量不断增加及更多优质玩具供应等因素。

图表19：全球玩具市场规模GMV按形态划分（亿元）



图表20：中国玩具市场规模GMV按形态划分（亿元）



2.1 市场规模：拼搭角色类持续高增

- **2*2组合：拼搭建筑类占比高，拼搭角色类绝对高增。**根据弗若斯特沙利文等数据，23年全球拼搭类玩具中，拼搭建筑类玩具市场规模804亿元，在拼搭类中占比45.55%，拼搭角色类玩具278亿元，占比15.75%，19-23年CAGR为20.5%，中国拼搭类玩具中，拼搭角色类玩具市场规模为58亿元，占比24.47%，19-23年CAGR为49.6%，显著快于全球/中国拼搭类玩具行业增速。其中2023年中国拼搭角色类玩具行业增速达93.33%，实现亮眼增长。
- **拼搭角色类玩具：23-28年全球、中国CAGR为29.0%、41.3%。**
 - **1) 全球：**弗若斯特沙利文预计全球角色拼搭类玩具23年至28年的复合年增长率将达到29.0%，规模从278亿元增长至996亿元。
 - **2) 中国：**弗若斯特沙利文预计中国角色拼搭类玩具23年至28年的复合年增长率将达到41.3%，规模从58亿元增长至325亿元。

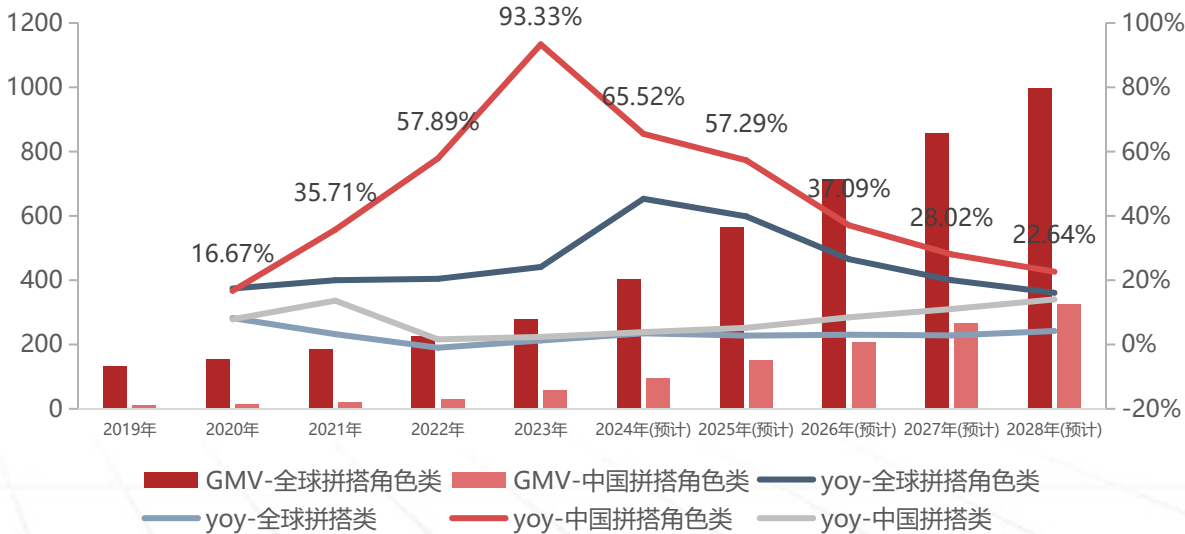
图表21：玩具市场（非）拼搭✖（非）角色CAGR

类别/CAGR	全球		中国	
	19-23年	23-28年	19-23年	23-28年
拼搭角色类	20.5%	29.0%	49.6%	41.3%
拼搭建筑类	2.9%	3.3%	6.3%	8.5%
拼搭载具类	27.0%	17.5%	9.5%	17.2%
其他拼搭类	14.7%	20.7%	11.2%	24.0%
总计	11.1%	15.0%	12.7%	22.1%

资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表22：拼搭角色类玩具GMV（亿元）及增速对比



资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

2.1 行业规模：拼搭角色类优势明显

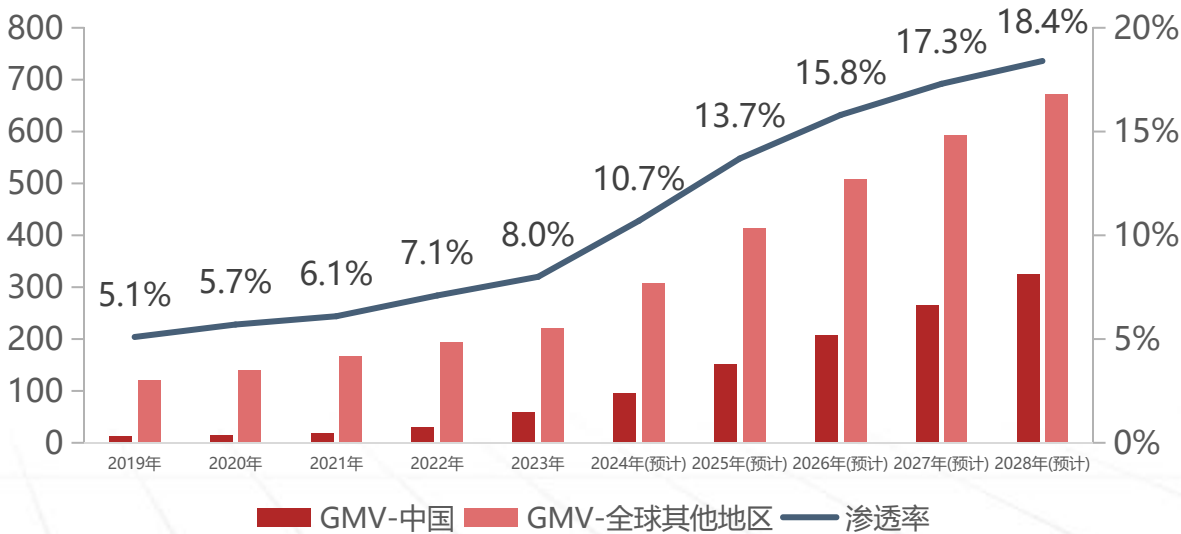
- **拼搭角色类玩具优势明显：兼顾IP角色还原度、参与度、易上手和成本控制。**具体而言：1) 以积木和模型这两种方式设计和生产拼搭角色类玩具，带来比传统的角色类玩具更好的互动体验；2) 融合积木（标准化程度高，易上手）和模型（高还原度）两种拼搭方式，使得玩具在具备标准化程度高和易上手性的同时，也具备较强的IP还原度；3) 通过建立设计、研发和生产的一体化标准体系，相较于传统角色类玩具实现了更好的成本优势和质量控制，产品具备较高的性价比。
- **高增来源：渗透率从23年8%提升至28年18%。**凭借拼搭玩法和角色类玩具的双重优势，拼搭角色类玩具市场渗透率逐年攀升，2023年已达到8%。展望未来，伴随消费人群扩张、IP广泛应用，以及粉丝经济的共同推动，拼搭角色类玩具规模有望保持快速成长，据弗若斯特沙利文预计，到2028年，全球拼搭角色类玩具市场渗透率将达到18.4%。

图表23：拼搭角色类玩具及非拼搭角色类玩具的价值对比

	IP 角色还原度 ⁽¹⁾	参与度 ⁽²⁾	易上手的普适性 ⁽³⁾	成本控制 ⁽⁴⁾
我們的拼搭角色類玩具				
積木拼搭角色類玩具				
模型拼搭角色類玩具				
非拼搭角色類玩具				

资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

图表24：拼搭角色类玩具GMV（亿元）及渗透率



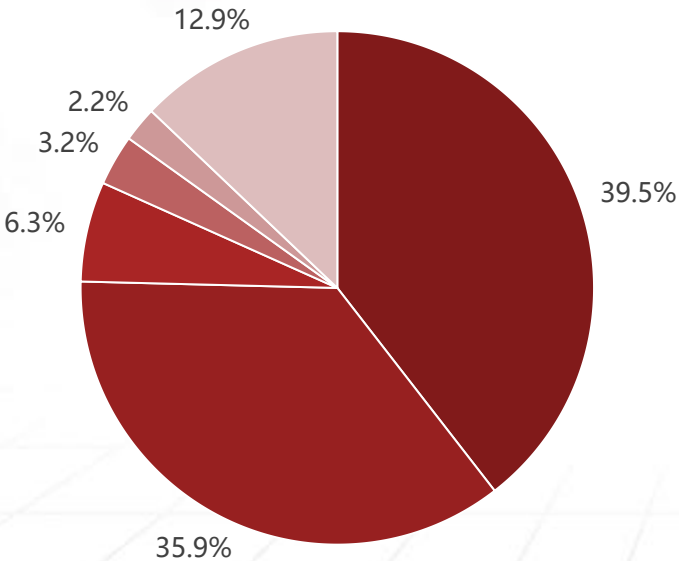
资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

2.2 市场格局：拼搭角色类格局相对集中，布鲁可中国第一

- **全球市场：万代、乐高占据全球拼搭角色类玩具主要市场。**2023 年全球拼搭角色类玩具市场排名前二的公司日本万代和乐高市占率分别为 39.5%、35.9%，合计高达 75.4%，对市场的掌控力较强，形成了双寡头垄断的市场竞争格局；排名 3-5 名的是布鲁可、美泰和广东双鹰玩具，市场份额分别为 6.3%、3.2%和2.2%，其中布鲁可2023 年在全球市场 GMV18亿元，中国企业在全球市场的影响力仍有较大提升空间。
- **中国市场：布鲁可中国市场份额排名第一，行业开创者地位稳固。**2023 年中国拼搭角色类玩具市场集中度较高；其中布鲁可市占率达 30.3%，凭借丰富的 IP 和产品矩阵、线上线下结合的多元渠道布局和强大的营销能力位居市场第一，且市场份额显著高于其他四家公司的 20.0%、14.8%、10.4%和 1.4%。

图表25：2023年全球拼搭角色类玩具市占率

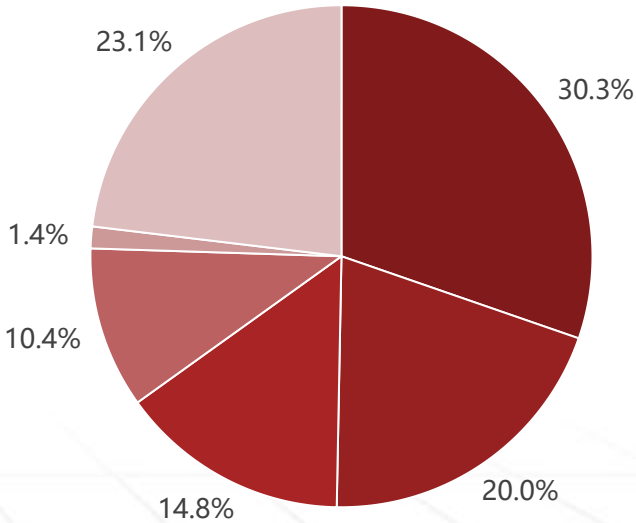
■ 日本万代株式会社 ■ 乐高集团 ■ 布鲁可集团 ■ 美泰公司 ■ 广东双鹰玩具实业有限公司 ■ 其他



资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表26：2023年中国拼搭角色类玩具市占率

■ 布鲁可 ■ 公司A ■ 公司B ■ 公司D ■ 公司E ■ 其他



资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

2.2 市场格局：龙头各具特色

- **乐高：聚焦高端市场。**主力产品（小颗粒积木）聚焦7岁以上人群及成人收藏市场，拼搭体系成熟，线上线下销售渠道广泛，用户粘性高。
- **万代：机甲爱好者。**垂直深耕自有机甲文化，目标群体年龄层整体偏高，模型领域专业性强、还原度高，产品价格区间大、品牌忠诚度高。
- **布鲁可：6-16岁青少年。**布鲁可定位于高性价比平替玩具，9.9元变形金刚星辰版等低价策略主打下沉市场与年轻潮玩群体。在IP策略方面，布鲁可对授权IP的依赖性较高，截至24年底已签约50+授权IP，同时高授权IP储备量也为品牌快速上新以保持热度的发展战略打下了坚实的基础。

图表27：布鲁可/乐高/万代营销对比

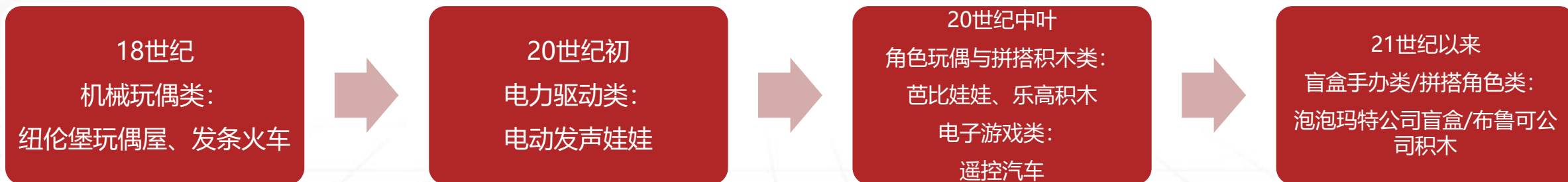
	布鲁可	乐高	万代
品牌营销	IP策略： 依赖50+非独家授权IP（如奥特曼、变形金刚），自主IP占比16.5%	IP策略： 自有IP（乐高城市、幻影忍者）与顶级授权IP（星球大战、哈利波特）双驱动	IP策略： 自有IP为核心（高达、奥特曼），垂直深耕机甲于二次元领域
	定位： 高性价比平替，主打下沉市场与年轻潮玩群体	定位： 高端市场，强调品牌生态（教育+乐园+社区）	定位： 中高端机甲文化，日本本土化强
用户运营	分层运营： 盲盒吸引年轻人，低龄产品覆盖儿童市场，尝试拓展全年龄段用户	全年龄段覆盖： AFOL（成人粉丝）社群运营，教育产品增强亲子互动	核心用户： 30岁以上机甲爱好者，通过限量版与黄牛市场激活收藏需求
	社区互动： 搭建UGG社区，推动用户二次创作	沉浸体验： 乐高乐园、教育中心提升用户黏性	文化聚集： 高达基地主题门店强化粉丝归属感
线上渠道	占比低： 主要依赖天猫、抖音	全渠道均衡： 官网、电商平台与AR拼搭应用结合	线上较弱： 以官网、电商平台为主，欧美市场渗透有限
	创新尝试： 短视频平台展示拼搭教程与IP故事	数字化体验： 线上社区与虚拟设计工具增强互动	限量发售： 通过线上抢购制造稀缺性
线下渠道	下沉渗透： 450家经销商覆盖15万+网点（杂货店、商超），三线以下城市占80%销量	高端布局： 品牌旗舰店+第三方渠道（玩具反斗城），一二线城市主导	垂直深耕： 全球超10家“高达基地”主题门店，日本本土便利店网络密集
	海外试点： 布局东南亚及欧美，但占比低于3%	全球化成熟： 欧美市场渠道网络完善	亚洲聚焦： 依赖动漫专卖店与自动贩卖机
销售策略亮点	低价策略： 9.9元入门级产品，变形金刚星辰版下沉市场	高价溢价： 中国售价高于欧美，品牌增值效应显著	限量策略： 粉色擎天柱等限量款激活二级市场溢价
	盲盒经济： 63.3%收入来自盲盒，结合潮玩与二次元销售	/	联名破圈： 与潮牌（如Supreme）、影视IP跨界合作
	快速上新： 计划年均400款新品，高频迭代保持热度	全场景覆盖： 从玩具到乐园、电影的全生态联动	文化输出： 机甲主题展览与本土化内容推广

2.3 商业模式：世界玩具发展史

■ 在玩具发展的漫长历程中，玩法的创新层出不穷，我们梳理18世纪以来世界玩具的玩法。具体如下：

- **18世纪**：德国纽伦堡成为欧洲玩具中心，生产能行走、啼哭的机械玩偶，以及音乐盒、发条火车，首次实现动态交互。塑料、橡胶、铝制玩具出现，如美国生产的金属拼图、积木，提升耐用性与设计自由度。
- **20世纪上半叶**：20世纪初电动娃娃、轨道火车面世，电力驱动成为新标准。大萧条时期催生低价玩具，如士兵形象玩偶，适应大众消费降级需求。
- **20世纪中叶**：1950年代美泰公司购买电视广告推广芭比娃娃，首开“IP+媒体营销”模式；乐高公司的积木诞生，开启拼搭积木类玩法时代，建立标准化的积木体系让玩家能自由创造各种造型；1970年代，电子游戏机兴起，传统玩具商转型生产电子宠物、遥控车。
- **21世纪以来**：玩具玩法百花齐放，不断与科技融合创新，实现智能化与IP化转型。
 - 盲盒：泡泡玛特盲盒掀起潮玩热，凭借IP魅力与盲盒的惊喜感收获大批粉丝，并推出推出城市乐园、动画计划，从产品向全产业链延伸。
 - 积木：拼搭角色类玩法持续升级，布鲁可公司的积木独树一帜，围绕热门动画IP让孩子拼搭出熟悉的角色与场景，将拼搭与互动体验深度融合。

图表28：18世纪以来全球玩具玩法发展历史



2.3 商业模式：潮玩品类丰富

- **潮玩细分种类多样，各种类均有龙头企业。**潮玩是拥有独立IP并具有潮流属性的玩具，在设计和制作过程中通常融入了艺术、设计、绘画、雕塑、动漫等多元素理念。区别于传统玩具，潮玩一般具有一定的粉丝忠诚度。潮玩种类包括盲盒、手办、BJD、积木等6大种类，各个种类均有代表性龙头企业，其中布鲁可在中国拼搭角色类玩具市场中占据龙头地位。

图表29：潮玩主要类别、特点及代表公司



手办/模玩

特点：细节、造型致胜，
动漫/游戏圈热门
代表公司：GSC；
Kotobukiya；万代



艺术家玩具

特点：设计感，艺术性，
风格独特
代表公司：
MEDICOM TOY (暴力熊)；
泡泡玛特 (MEGA)



拼装积木

特点：手动组装，互动
感强
代表公司：乐高；布鲁
可；

盲盒/公仔

特点：随机性，收藏价
值
代表公司：泡泡玛特；
52TOYS；TOPTOY



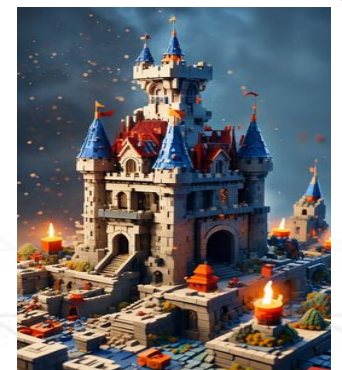
BJD娃娃

特点：可更换部件、
高度定制化
代表公司：VOLKS；
Doll Zone



毛绒玩具

特点：柔软可爱，陪伴
价值
代表公司：Disney；
Fisher-Price；Jellycat



2.3 商业模式：IP零售产业链

- IP零售产业链以IP为核心，多环节协同实现版权变现与消费体验升级。
- **上游**主要是创意设计与IP开发，负责原创形象设计、IP获取/授权（如影视、动漫联名）等，是产业链价值源头；
- **中游**负责生产制造，由工厂负责模具开发、材料采购、规模化生产、涂装、质量检测及包装。工艺复杂度和品控是关键；
- **下游**则是销售与渠道，涵盖线上（品牌官网、电商平台、社交电商、二手交易平台）和线下（品牌旗舰店、潮流集合店、自动售货机、展会/市集），渠道多元化且注重体验。

图表30：IP衍生品行业产业链



2.3 商业模式：IP端

- **IP打造：核心在于造星。**涉及从IP创造到IP商业化的全产业链，本质：平台型公司；相对看的久一些；可能会享有高估值；但是该模式的不足是做起来很难，非一朝一夕的事情。
- **IP商业化：核心在于效率。**该商业模式主要做的是获得ip-产品化-推向市场，这类公司的消费群体本身消费的就是ip，所以公司捕捉ip，将他们商业化，然后快速经销渠道铺货。这是比较流行的一个商业模式，就是小单快反，拼的是效率，但是不可避免的会出现压货；该模式的不足是受制于ip，签约有一定不确定性；ip本身又有周期性；跟着ip走。

图表31：IP玩具两类商业模式比较

分类	造星——IP打造	追星——IP商业化
特征	涉及从IP创造到IP商业化的全产业链	获得IP授权并设计产品推向市场
玩法	奢侈品玩法，引领潮流	快消品玩法，追随潮流
商业模式	- 本质是平台型公司；相对看得久一些；可能享有高估值 - 做起来比较困难	- 流行小单快反拼效率的模式，类似Shein、古茗、潮宏基 - 可能会压货；IP签约有不确定性；IP本身有周期性
财务指标	通常毛利率较高。ppmt毛利率60%+，净利率近20%，仅次于白酒，高于东鹏、海天，与三丽鸥类似。	- 毛利率相对没那么高，但也不低。 - 布鲁可毛利率50%+，卡游毛利率60%+
典型公司	- 迪士尼：星黛露、玲娜贝儿 - 万代：高达 - 任天堂：马里奥、宝可梦 - 三丽鸥：HelloKitty - 泡泡玛特：labubu、Molly 	- 布鲁可 - 卡游 - 乐高 

资料来源：wind，中邮证券研究所

2.3 商业模式：生产端

- **一线品牌多选代工厂，传统玩具厂开始转型做IP。**一线潮玩品牌大多选择轻资产运营策略，将生产制造环节外包给代工厂，自身则专注于IP孵化、品牌营销和用户运营，以此实现快速扩张。与此同时，以广东东莞为代表的传统玩具制造基地正经历从代工模式向自主IP孵化的转型。这些传统玩具厂凭借深厚的生产经验，开始发力IP设计、故事构建与全产业链运营。这种行业转变深刻揭示：在潮玩产业价值链中，优质IP的设计与运营能力已成为核心竞争力，相较单纯的生产制造环节，其对品牌价值提升和市场长期发展的作用更为关键。

图表32：IP潮玩公司生产模式

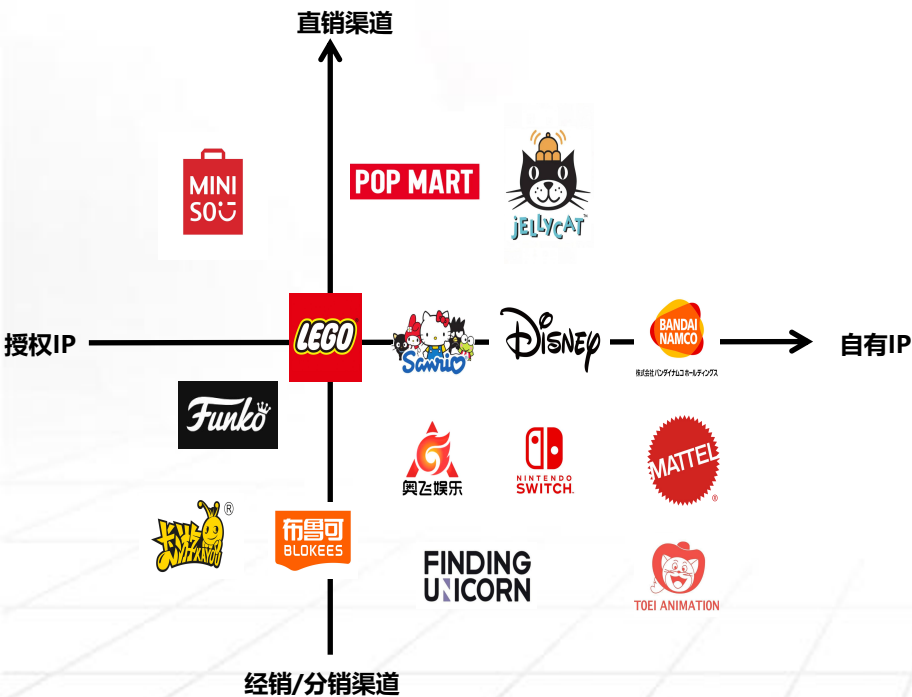
潮玩公司	生产模式	是否代工厂转型做IP
布鲁可	代工厂+自有工厂（规划中）	否
泡泡玛特	代工厂，在东南亚有合作工厂监督生产	否
乐高	自有工厂	否
迪士尼	代工厂	否
万代	自有工厂+代工厂	否
TOPTOY	代工厂	否
乐之宝	自有工厂	是，曾是韩国JYP娱乐、日本SEGA等公司的OEM代工厂
ToyCity	自有工厂	是，曾是迪士尼、万代等的代工厂
Come4arts	自有工厂	是，曾是泡泡玛特代工厂
魔动核	自有工厂	否

资料来源：中邮证券研究所整理

2.3 商业模式：销售端

- **自有IP保持长效生命力，经销渠道提升盈利空间。** IP潮玩公司按照销售渠道与IP来源可以划分为授权IP+直营、授权IP+经销、自有IP+直营、自有IP+经销四种商业模式，其中多数公司选择自有IP+经销模式。自有IP的长效生命力保证了角色粉丝粘性与产品爆款势能，IP的创造及运营能力是潮玩头部公司的核心竞争力。同时经销渠道节省的前端渠道运营成本进一步提升了潮玩公司的盈利空间。

图表33：IP潮玩公司商业模式分类



图表34：IP潮玩公司商业模式分析

业态模式	授权IP+直营	授权IP+经销	自有IP+直营	自有IP+经销
特征	授权非独家，对二创/渠道运营力要求高	单赛道（卡牌、积木等）垂直玩家	IP从设计、生产、运营全环节掌控；高毛高销	成熟IP；收取授权费为盈利来源
竞争优势	多见于IP集合店，稀缺的渠道点位/高效周转能力（消费者洞察力）	深度渠道渗透&运营力；垂直品类制造成本优势；垂直品类爆款能力	IP的稀缺定位/长生命周期运营力；衍生品的制造设计能力；高效前端渠道运营力/品牌塑造	成熟IP的长生命周期/势能保持、大众型IP库（更多元变现）的培育
代表公司	名创MINISO land	布鲁可；卡游；Funko	POP MART; Jellycat	奥飞娱乐；美泰
盈利空间	GPM35%~50% NPM+10%~15%	GPM35%~70% NPM+10%~20%	GPM60%~70% NPM+20%~25%	GPM60%~70% NPM+15%~25%

资料来源：中邮证券研究所整理

资料来源：wind；公司公告；中邮证券研究所整理



三

竞争优势：布鲁可生态运营，核心在于效率

- 3.1 设计研发：构建专利布局，重视研发，上新周期短
- 3.2 渠道销售：多渠道覆盖下沉市场
- 3.3 会员互动：互联网营销助力，打造粉丝生态圈
- 3.4 IP储备：授权IP储备量大，自有IP市场认可度提升

- **授权IP为主**：截至2024年底，布鲁可手握超50个知名IP授权，涵盖奥特曼、变形金刚、火影忍者等。收入高度依赖授权IP产品，通过IP授权合作获得知名角色使用权，快速提升产品吸引力和市场认知度，形成了强大的内容护城河。
- **独家代工厂**：与业内领先第三方代工厂独家长期合作，打造专业拼搭角色类玩具合作工厂体系。自主设计开发积木产品，掌握核心技术和专利，形成独特的布鲁可积木形态。计划2026年左右建立或收购自有工厂。
- **多渠道销售**：采取“经销为主 + 直营为辅”模式，线上线下全渠道布局，多渠道触达消费者。经销商利润率达25% +，通过“高毛利+快周转”策略深度绑定利益。计划25年停止开发经销商、代理商，重点开发校边店、社区店，拓展下沉市场。

图表35：布鲁可商业模式

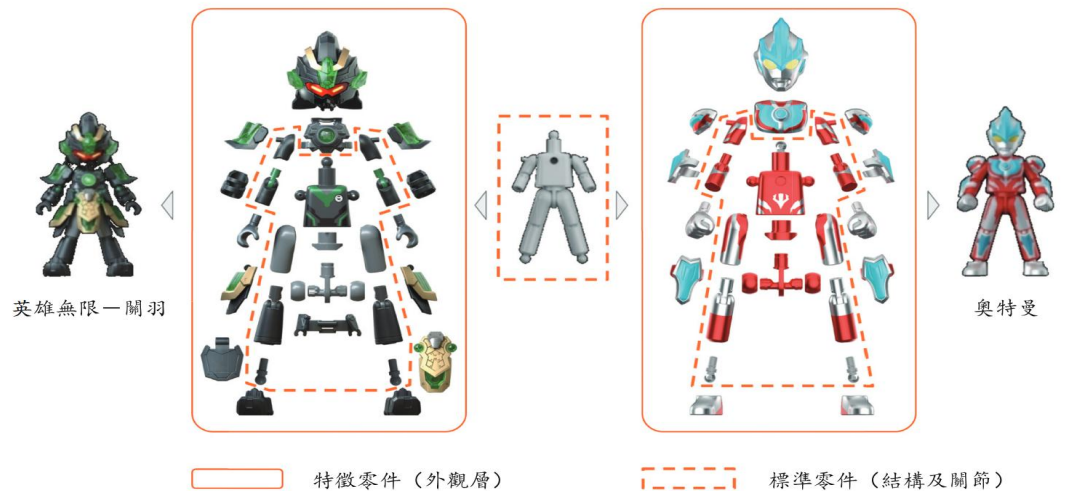


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.1 设计研发：标准化设计统一产品体系，保障产品好而不贵

- **布鲁可产品好而不贵、性价比高。**公司产品定价为9.9-399元，主要产品价格带为19.9-79元。相较于全球知名玩具品牌推出的同类产品，布鲁可玩具能够在保持同等或类似精致度及拼搭体验的同时占据价格优势，而相较于国内竞争对手，布鲁可玩具还原度、可动性、产品质量均更优秀，性价比优势更为明显。
- **统一玩具标准零件，产品可玩性强。**公司通过标准+特征零件的组合，还原可以拼搭、造型及定制的角色并富有细节。其中，标准零件主要用作玩具的结构及关节，可在不同型号的产品之间共享；通过使用标准零件，公司的玩具能够为消费者带来强大的互动体验；同时公司及合作工厂能够以稳定的质量生产产品，并从规模经济效应中受益，从而提供好而不贵的玩具。

图表37：标准化玩具架构



资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

图表36：标准化玩具零件分类

零件分类	细分结构	用途
标准零件	结构	为模仿人类的骨骼结构而设计，以支撑我们的拼搭角色类玩具的重量并保持其形状
	关节	为模仿人类的关节而设计，将不同玩具部件连接在一起。我们将棘轮结构整合到关节中，为复杂及动态的动作模拟提供支持，达到灵活及精确地控制角色四肢的定位及运动，并提高了长时间保持不同特定动作的稳定性
特征零件	外观层	用于还原设计及叙事元素。这些零件设计有多种图案、颜色及纹理，丰富了角色的外观，并高度还原角色的原始造型

资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

3.1 设计研发：构建专利布局，重视研发，上新周期短

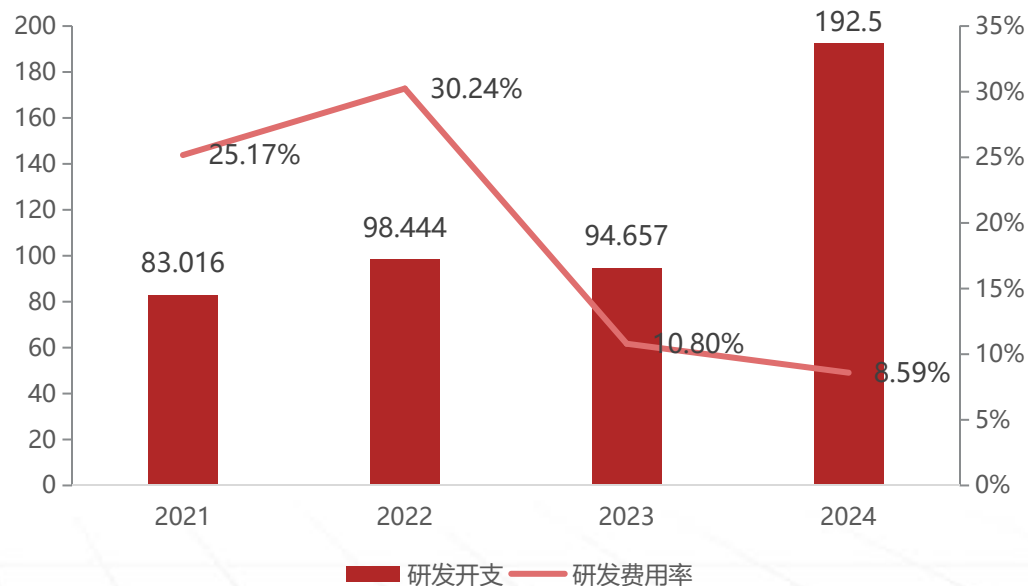
- **构建广泛的专利布局，防止盗版复刻标准化产品体系。** 公司通过零件及生产工艺相关的专利布局，不仅增强了布鲁可体系的不可复制性，而且为合作工厂体系提供了生产拼搭角色类玩具品类的技术和工艺基础。截至2024年底，公司在中国已拥有508项专利（发明专利73项），海外24项专利。
- **重视研发投入，持续推出新产品。** 截至2024年H1，公司研发团队人数共331人，占员工总数的64%，其中约84%为产品研发团队。2024年研发投入达1.92亿元。公司通过一套自有的研发体系，结合自研的软件及管理系统，实现了高效和标准的产品设计和开发流程。
- **上新周期：** 公司拼搭角色类产品从概念探索到量产的平均上新周期仅为6-7个月，远快于10-12个月的行业平均水平，实现IP的可持续推新。

图表38：布鲁可部分专利

专利名称	类型	专利持有人	注册司法辖区	申请日期	届满日期
一种多维度可正反面自由搭建的积木玩具构筑组件及套件	发明	布鲁可科技	中国	2018年4月9日	2038年4月9日
一种可遥控的组装积木构件及组装积木系统	发明	布鲁可科技	中国	2018年7月25日	2038年7月25日
拼接积木的组网方式，系统及适用于无线组网的拼接积木	发明	布鲁可科技	中国	2019年9月18日	2039年9月18日
适用于拼接积木的收拉线装置及拼接积木	发明	布鲁可科技	中国	2020年5月12日	2040年5月12日
一种可键之间的配对结构	发明	布鲁可科技	中国	2020年7月17日	2040年7月17日
一种互动键之间的组网方式及系统	发明	布鲁可科技	中国	2020年7月17日	2040年7月17日
一种感应开关触发控制系统、方法、玩具车辆及介质	发明	布鲁可科技	中国	2020年7月17日	2040年7月17日

资料来源：布鲁可招股书，公司公告，中邮证券研究所

图表39：布鲁可集团研发投入（百万元）



资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

3.2 设计生产：与6家代工厂建立独家合作，保障产品标准化

- **与6家代工厂建立独家合作，打造专业供应链体系，保障产品品质。**受益于中国丰富、优质和高性价比的生产资源，公司严格筛选和管理生产方，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H1，公司的工厂体系中有6家专业合作工厂，专注生产公司的拼搭角色类产品。公司一直与其中三家工厂合作生产积木玩具，并分别于2021年及2022年开始与彼等合作拼搭角色类玩具。公司于2023年开始与另一家合作工厂合作。由于公司拥有关键专业知识及专利技术，公司可在约三个月内与新的工厂合作，完成设立产线。此外，公司有专员驻守在合作工厂，监督整个生产过程，以确保产品按照公司的标准生产。

图表41：公司23年前五大供应商情况

序号	供应商	业务性质	合作起始年份	采购额（百万元）	占采购金额比例
1	供应商A	模具及塑料制品的制造与销售	2017	158.821	34.4%
2	供应商E	模具及塑料制品的制造与销售	2021	149.065	32.3%
3	供应商F	IP授权	2021	53.104	11.5%
4	供应商C	模具及塑料制品的制造与销售	2018	41.621	9%
5	供应商G	IP授权	2021	15.426	3.3%
合计				418.037	90.5%

资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表40：公司合作工厂生产流程



资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

图表42：公司合作工厂

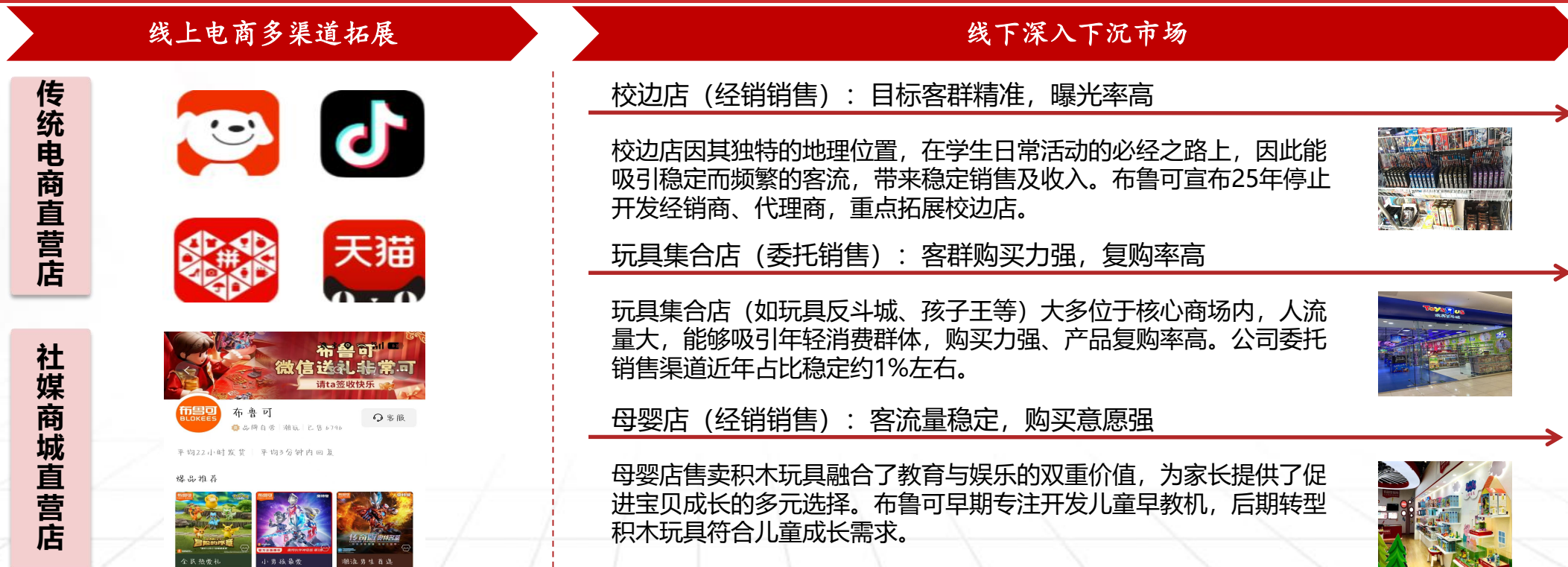


资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

3.2 生产销售：经销为主，直营为辅，深度覆盖下沉市场

- **线下经销渠道为主，全面覆盖下沉市场。**线下经销网络是布鲁可的渠道根基，截至24H1公司已合作约511名经销商，覆盖超过15万个线下网点，以二、三线城市为主，几乎覆盖了国内80%的区域。25年终止开发经销商代理商，重点开发校边店等实体网点，以实现30万个线下网点的目标。
- **线上直营为辅，计划开设线下旗舰店。**线上直营收入约占整体收入7%，未来线上仍以做私域为主，以会员制形式做小部分垄断，考虑以旗舰店的形式开启线下自营模式，核心是品牌展示和粉丝聚集。

图表43：布鲁可销售渠道全覆盖



3.3 会员互动：会员计划搭建消费者社区，会员福利巩固黏性

- **建立多渠道会员计划，增强消费者黏性，推动复购。**公司设立多渠道会员计划，包括微信小程序布鲁可积木人Club和各大电商平台旗舰店会员。通过布鲁可积木人Club，公司为消费者提供多样的互动体验：1) 发布图片和文字，分享他们的收藏和二次创作作品；2) 通过“共创基地”板块的投票活动，参与公司新产品的开发；3) 在图鉴体系中激活购买、点亮图鉴，以赚取积分及获得图鉴奖杯。截至2024H1，公司在布鲁可积木人Club上拥有约200万注册会员，其中约80%激活了至少一种产品，2023年激活产品的会员每位平均激活5件。另外，公司在各电商旗舰店针对不同会员等级提供福利。截至2024H1，公司各电商旗舰店拥有超过 880 万名粉丝。

图表44：布鲁可积木人Club会员

布鲁可积木人Club



共创基地



图鉴体系

图表45：布鲁可会员专属福利



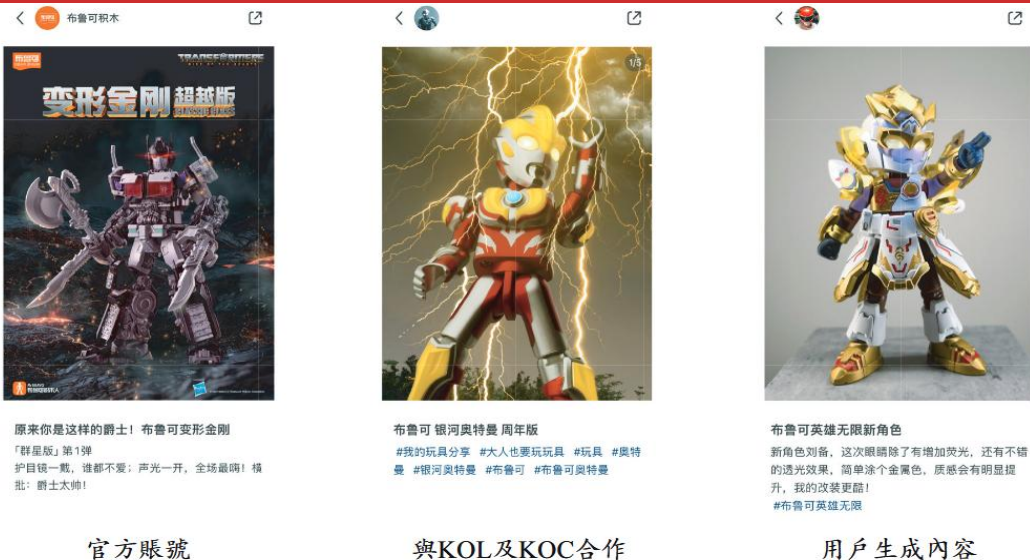
资料来源：布鲁可淘宝官方旗舰店，中邮证券研究所

资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所

3.3 会员互动：会员数量超过1200万，线上线下复购率20%+

- **注重互联网营销手段，增强与消费者内容互动。**区别于传统玩具，拼搭玩法所决定的消费者互动性和情感投入、角色类 IP自带的丰富内容属性和易传播性，基于此公司创造性地采用以内容驱动的营销方式：主要采用官方账号（触达具备更强粘性的老粉丝）、与KOL及KOC合作（触达新用户和提升品牌知名度）、用户生成内容（鼓励用户分享、扩大影响力、满足社交需求）三大传播渠道，受众广泛。2023及2024年内合作的KOL和KOC全网粉丝数达2.40亿，于2023年9月启动的视频分享活动中单个视频累计播放量最高超过 64 万次。
- **举办BFC创作赛，激发粉丝社群活性。**对用户按照层次/热爱程度从低到高分为消费者、粉丝和布鲁可积木人创作者（BFC），通过对不同群体给予不同程度的权力、认可，进一步激发粉丝社群的活跃度和热情。启动首届 BFC 创作赛，通过多维评分机制鼓励自改、涂装、创意魔改、影视复刻和视频创作等多种形式的二次创作，提升用户的体验感和参与度，满足其发挥个性和社交方面的需求。不断加强品牌和用户之间的情感链接，形成粉丝经济，有望提升复购率。

图表46：内容互动的营销策略



图表47：布鲁可BFC创作赛



3.4 IP储备：授权IP储备量大，自有IP市场认可度提升

- **授权IP：持续签约授权IP，拓展IP覆盖群体。**截至2024年底公司已获得授权的IP数量近50个，包括奥特曼、变形金刚、宝可梦等；仅在24H2公司先后成功与超级战队、芝麻街等全球知名IP达成新授权协议，进一步扩大IP矩阵。根据授权，公司可以根据不同IP开发尺寸、定价及精细度不同的多个版本的拼搭角色类玩具及积木玩具。此外，公司的IP授权覆盖全球广泛的国家和地区，为出海奠定基础。
- **自有IP：自有IP百变布鲁可、英雄无限，实现自有IP商业化。**公司具有行业领先的自有IP开发能力，截至2024H1公司自有IP共有103款在售SKU，其中百变布鲁可IP有50款在售的SKU；英雄无限IP有53款在售的SKU。2023年公司自有IP销售收入快速增长，达到6420万元，对应占拼搭角色类玩具收入的比例由2022年的0.6%快速提升至7.3%，该占比在24H1增长至16.5%，自有IP未来有望进一步提升。

图表48：公司部分授权IP

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50个国家	2028年
火影忍者	IP授权方	中国	2025年
小黄人	IP版权方	全球超150个国家	2027年
宝可梦	IP授权方及IP版权方	中国	2025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
三丽鸥（部分）	IP授权方	中国	2027年

资料来源：布鲁可招股书，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

四

成长看点：“三全”策略驱动份额提升

- 4.1 全人群：扩大IP签约范围，拓展产品覆盖人群
- 4.2 全价位：因地制宜调整价格结构，力争各价位好而不贵
- 4.3 全球化：海外市场发展潜力巨大，打造第二成长曲线

4.1 全人群：现有产品主要面向男性青少年

■ 产品组合主要面向6-16岁男生群体，有望进一步扩大覆盖消费群体。

截至2024上半年，公司共有431款在售SKU，其中主要面向6至16岁人群的高达295款SKU；拼搭角色类玩具有321款SKU，且主要面向男性群体。价格区间涵盖从20元以下到100元以上，性价比相对较高。可见 6-16 岁的男生群体是公司当前产品矩阵的主要受众。

图表49：布鲁可现有IP覆盖群体及比例

IP	覆盖年龄层	男女比例
奥特曼	3-40	8:2
假面骑士	15-35	7:3
EVA	20-40	7:3
初音未来	11+	1:1
柯南	8-30	1:1

图表50：布鲁可现有主要产品组合



4.1 全人群：成立女性向工作室，满足女性消费者需求

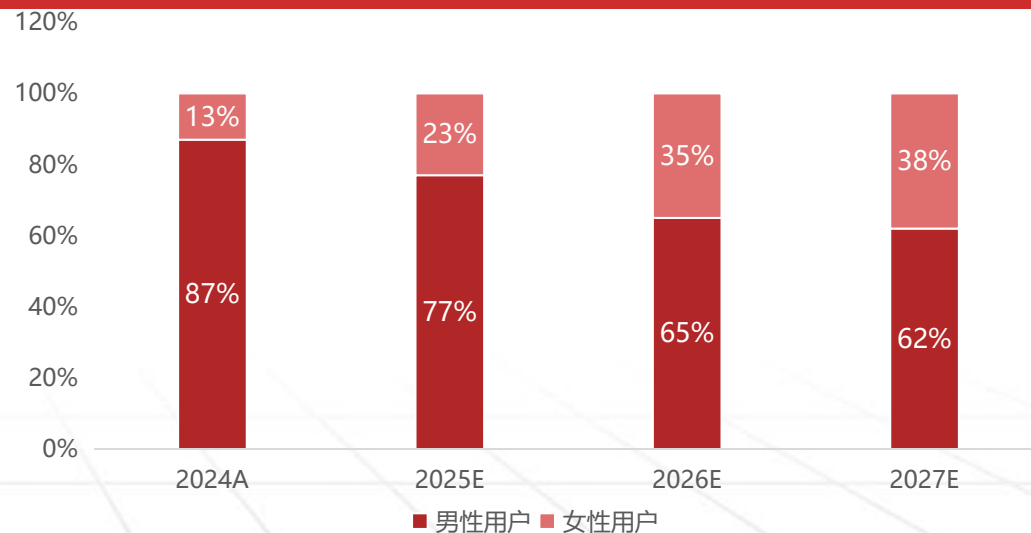
- **女性向玩具22年已有尝试。**公司在手的拥有广泛女性客群的头部IP充足，例如宝可梦、小黄人、三丽鸥、名侦探柯南、哈利波特等，但之前女性向产品尝试较少，叶罗丽系列产品于2022年8月推出，一经推出受到女性客群喜爱，由于公司战略及产品打法等原因，女性向规模一直不大。
- **如何打？高颜值+易拼搭+专注产品社交属性。**女性用户喜欢的ip不同，对拼搭兴趣不大，在打法上需降低拼搭难度、提升颜值、推出联名款、渠道精准推广等，逐步实现0-1-10的突破。今年公司成立女性向工作室，6月下旬计划推出三丽鸥，女性向产品再出发，对拼搭过程做简易化处理，将产品设计成方便携带的形态，加强社交属性。
- **女性用户预计占比四成。**随三丽鸥/柯南等女性向IP新品上市，女性SKU预计将迅速增长至总SKU量的30%，且随布鲁可自有女性IP孵化，女性下沉市场将渗透加深，随全球女性产品线成熟，预计用户群体将维持在男女6:4。

图表51：布鲁可推出“叶罗丽”等主题吸引女性群体



资料来源：布鲁可官网，中邮证券研究所

图表52：布鲁可女性用户占比预测



资料来源：布鲁可官网，中邮证券研究所预测

4.1 全人群：研发高难度拼搭玩具，扩大成人客群覆盖范围

- **24年开始拓展成人自身玩家产线。**2024年，布鲁可拓展了面向成人资深玩家的产品线，产品价格在100元至200元左右，包括超越版和传奇版等。这些产品逐渐取得成效，占比达10%+。该产品线在2025年将持续稳定增长，且增速会快于集团全盘产品。
- **如何打？新IP+上难度+互动活动，增加成年客群参与感。**成年客群对玩具拼搭体验、IP还原度有更高的要求，相应也具备更强的付费能力，公司一方面继续推出高价格带/高尺寸IP玩具的推出，有望助力吸引更多成人粉丝，另一方面推出BFC创作赛，旨在通过创意竞赛促进用户与品牌的互动和创新。比赛鼓励全球玩家通过自改、涂装、创意魔改等形式进行二次创作，实现自我表达和分享。
- **成人客群占比提升，预计占比三成。**随IP数量提升及高端产品线增量，成人向SKU吸引更多成人群体。

图表53：布鲁可推出漫威宇宙系列吸引成年群体



资料来源：布鲁可官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表54：布鲁可成年群体

年份	16岁以上用户占比	关键驱动因素
2024A	5%-8%	成人向产品SKU仅20款，收入依赖限量款；奥特曼等IP仍以青少年为核心受众。
2025E	12%-15%	新增50+成人向SKU（如蜘蛛侠机甲），一线旗舰店开业，海外成人市场放量。
2026E	20%-25%	自有工厂投产，高端产品线占比提升，英雄无限IP成年粉丝群体成熟。
2027E	28%-35%	成人向IP收入占比超30%，全球化渠道完全布局，自有IP孵化降低授权依赖。

资料来源：布鲁可官网，中邮证券研究所预测

4.2 全价位：因地制宜调整价格结构，高效占领市场

- **中国**：中国本土主力价格带在9.9-399元，未来将按照规划向上向下双向拓展价格带；
- **东南亚**：东南亚市场对低价产品更为青睐，公司将针对性推出当地特色低价IP产品；
- **欧美市场**：欧美市场以KA渠道为主，高价产品有利于弥补渠道成本，更受消费者喜爱。

图表55：布鲁可各地区产品价格对比

地区	主力价格带	代表产品	目标人群	渠道特点
中国本土	9.9-399元	奥特曼基础款 (39元)	儿童/青少年/收藏玩具	15万+线下网点、电商
欧美市场	80-300元	变形金刚 (80元)	成人收藏玩家	亚马逊、玩具反斗城
东南亚市场	19.9-50元	宝可梦联名款 (39元)	家庭及青少年	7-eleven、沃尔玛便利店

资料来源：布鲁可lazada/淘宝/亚马逊官方旗舰店，中邮证券研究所

图表56：布鲁可各地区最畅销产品价格



LazMail [New] Blokees Figures Transformers mini Fiaures Defender...
RM8.90
49 sold | ★★★★★ (19) | Selangor



LazMail [New] Blokees Figures Transformers mini Fiaures Defender...
RM8.90
64 sold | ★★★★★ (14) | Selangor



618 【现货即发】布鲁
近一年3000+人已复购
¥131 券后价 3万+人付款
限时红包 3期免息



618 【热销爆款】布鲁
本店积木人热销第2名
¥161 券后价 2万+人付款
限时红包 超级爆款



BLOKEES
Figures Transformers Action Edition 02 - G1 Megatron
★★★★☆ 5
200+ bought in past month
See options
No featured offers available
\$49.99 (3 new offers)
Ages: 12 years and up



BLOKEES
Figures Transformers Shining Version 02 Shining 1985
★★★★★ 29
200+ bought in past month
See options
No featured offers available
\$79.99 (1 new offer)
Ages: 10 years and up

资料来源：布鲁可lazada/淘宝/亚马逊官方旗舰店，中邮证券研究所

4.2 全价位：低价攻占下沉市场，9.9元星辰版持续推新

- **低价位：9.9元、19.9元产品陆续推出，扩大下沉市场消费者覆盖。**近年来公司持续开拓下沉市场，例如2023年12月和2024年11月推出的19.9元/9.9元的平价价格带产品英雄无限星光版/变形金刚星辰版，持续扩大下沉市场的消费者覆盖。2025年更多IP系列有望推出，随着极致性价比产品的出现以及销售渠道的扩宽，低线城市的消费者也能够体验高质量的产品，进而推动了下沉市场的消费增长。

图表57：布鲁可不同价格带产品推出时间及表现

产品名称	产品图片	产品价格	推出时间	推出后表现
奥特曼群星版		39元	2022年1月	奥特曼群星版各系列产品上市首季度销量逐年提升，从2022年第一季度第一系列销售量14.01万件上升至2024年第二季度第十系列销售量789.23万件，目前已推出14弹产品。
英雄无限星光版		19.9元	2023年12月	平价产品代表，首次推出就受到关注性价比的消费者的欢迎，单SKU首季度销售量超过35万件，目前已推出6弹产品
变形金刚星辰版		9.9元	2024年11月	淘宝已售6000+，以9.9元的价格、丰富玩法和较好的可动性获得市场认可，为系列后续产品推出奠定良好基础。产品角色、载具丰富，人仔可动性好，目前已推出3弹产品。

4.2 全价位：高价位做收藏品，好而不贵

- **高价位：标准化体系保证价格亲民，收藏品也能好而不贵。**中高端价格产品工艺更加精良、拼搭更为复杂，面向具备一定消费能力且对产品品质要求更高的资深积木玩家和收藏玩家。公司通过标准零件加特征零件的方式，利用自动化实现成本控制和品质控制，标准化程度高，在保证优秀毛利的前提下可以做到亲民的价格。未来产品价格会更丰富，涵盖亲民价格和收藏级价格，每个价位都做到好而不贵。

图表58：布鲁可高价商品表现

产品名称	推出时间	推出后表现
奥特曼名鉴纪念版-炫彩英雄特典 (299元)	2025年4月27日	淘宝已售1000+，配置丰富，有专属武器、炫彩材质、特摄地台等，人气超高。
圣斗士星矢超越版 (54-635.6元)	2024年11月22日	京东数据显示，35-45岁男性用户占比达67%，近半消费者看重情怀收藏价值或模块化改装潜力，同价位中还原度较高，可动性出色。
2025年鉴版布莱泽奥特曼 (359元)	2024年12月17日开始预售	在其所属系列中属于较高端产品，作为热门IP联动产品受奥特曼粉丝关注，同价位中在工艺、涂装等方面有优势。
新世纪福音战士初号机 (169元)	2024年8月	整体表现尚可，在细节把控和尺寸上有玩家认为可以改进，在性价比方面部分玩家认为不如同系列低价产品。

资料来源：布鲁可淘宝官方旗舰店，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表59：布鲁可首款收藏级作品太和殿

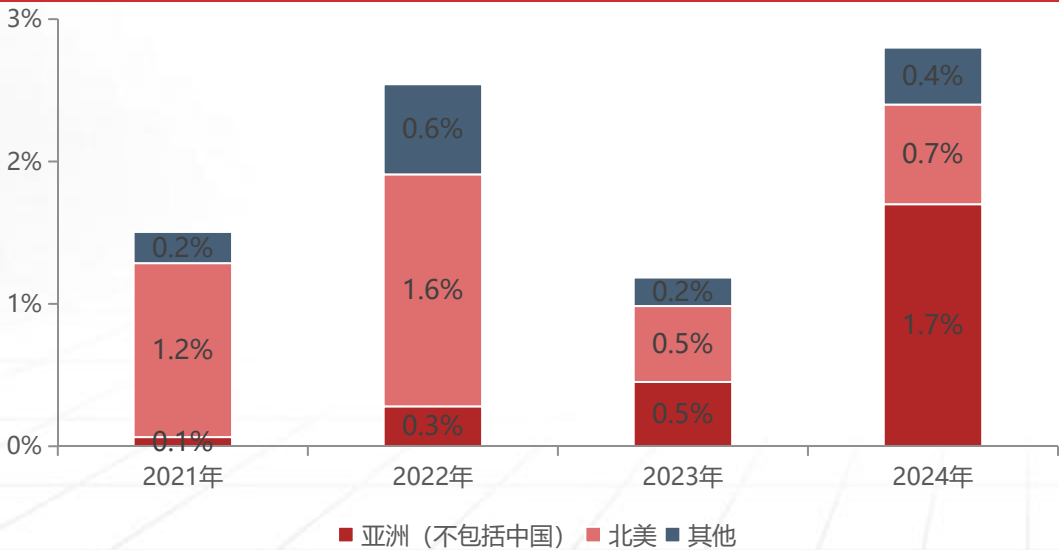


资料来源：布鲁可淘宝官方旗舰店，中邮证券研究所

4.3 全球化：25年海外拓展元年

- **25年出海增长元年，布鲁可出海蓄势待发。**24年公司实现海外销售收入6422万元，同比增长518.16%，占比仅为2.9%，布鲁可出海以欧美和东南亚为主，其中，亚洲市场逐渐代替北美市场成为海外市场的主导力量。25年是布鲁可海外拓展元年，6月布鲁可首次参展 CCXP México，这是继智利、秘鲁、巴拿马，巴西之后，布鲁可在拉美市场又进一城，是布鲁可全球化战略布局上的又一里程碑。
- **1) 国际展会：**公司将要陆续参加全球重要玩具展，如8月份印尼玩具展、德国纽伦堡玩具展、纽约国际玩具展等，逐步实现全球化推广；
 - **2) BFC活动：**BFC活动已逐渐向海外拓展，在印尼、马来西亚、越南等亚洲国家已开展相关活动，未来还计划在欧洲的英国以及北美地区推进。
 - **3) 渠道合作：**欧美市场以KA渠道为主，公司已与大部分渠道在合作；此外，欧洲市场已组建专业团队进行开拓，在德国、英国、法国等主要国家与当地经销商及系统合作伙伴展开合作；

图表60：布鲁可海外收入分地区占比



图表61：布鲁可出海不同区域进展表现

	欧洲	北美	东南亚
市场覆盖	截止24H1，通过36个海外经销商覆盖欧洲核心市场	通过KA渠道和电商平台打开市场份额	依托成熟经销体系和人口红利，成立当地子公司加速市场开拓
销售渠道	线上借助亚马逊等平台，线下进入玩具反斗城等国际连锁零售终端	线上以亚马逊为重要阵地，线下进入沃尔玛等国际连锁零售终端	主要依靠线下便利店渠道，进入7-eleven等零售终端
收入表现	高速增长阶段	24年北美销售额年增320%，是海外收入规模较大的区域	印尼是海外收入规模较大的国家之一，依托优势实现高性价比产品快速放量
品牌推广	参加德国纽伦堡玩具展展示产品创新研发能力	针对北美市场推出变形金刚联名款活动，海外社交媒体粉丝突破300万	24年底参加新加坡动漫展展示产品矩阵与BFC作品，推出本土化联名产品，与当地KOL合作
出海策略	组建专门团队开拓，签约知名IP	通过“买变形金刚送关羽”策略实现文化输出，丰富授权IP拓展覆盖人群	高性价比产品快速放量，推出低价位产品满足当地价格敏感型消费者

资料来源：布鲁可招股书，公司公告，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

资料来源：中邮证券研究所整理

五

盈利预测及投资建议

- **收入预测：**24年公司战略倾斜至拼搭角色类玩具，借助布鲁可“三全”战略，即全价格带、全人群、全球化，公司未来增长有保证。从节奏上来看，我们认为25年是打基础阶段，26年、27年业绩将逐步迎来爆发，我们预计25-27年收入增速分别为88.38%、51.02%、32.40%。
- **1) 量：**25年公司逐步推出女性向产品、成人向产品，海外市场也持续在开拓，我们认为25-27年拼搭角色类销量增速为100%、50%、30%；
- **2) 价：**24年12月公司推出9.9元产品，短期拉低了单价，未来我们认为单价将保持稳中有升，25-27年拼搭角色类价格增速为-5%、1%、2%。

图表62：布鲁可收入拆分

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
拼搭角色类玩具 (百万元)		117.7	769.0	2201.1	4182.1	6335.9	8401.4
yoy			554%	186%	90%	52%	33%
销量-百万		6.3	36.5	134.7	269.4	404.1	525.3
yoy			480%	269%	100%	50%	30%
价-元/件		18.70	21.08	16.34	15.52	15.68	15.99
yoy			13%	-22%	-5%	1%	2%
毛利率	0%	37%	48%	53%	55%	55%	55%
积木玩具 (百万元)	321.7	206.7	106.3	39.4	39.4	39.4	39.4
yoy		-36%	-49%	-63%	0%	0%	0%
销量-百万	3.6	2.2	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4
yoy		-40%	-57%	-57%	0%	0%	0%
价-元/件	89.50	95.94	114.78	98.58	98.58	98.58	98.58
yoy		7%	20%	-14%	0%	0%	0%
毛利率	37%	38%	39%	37%	37%	37%	37%
合计 (百万元)	329.8	325.6	876.7	2240.9	4221.5	6375.3	8440.8
yoy		-1.27%	169.27%	155.61%	88.38%	51.02%	32.40%

- **盈利预测：**剔除可转换可赎回优先股公允价值变动金额5.42亿元、上市开支3337万元以及股份为基础的薪酬支出费用4.07亿元，2024年经调整利润达5.85亿元，不考虑可转换可赎回优先股公允价值变动损益，我们预计25年-27年公司利润分别为10.76亿元/17.51亿元/24.80亿元；对应PE分别为28倍/17倍/12倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**1) IP到期未能续约影响公司营运；2) 竞争加剧影响业务拓展；3) 解禁带来的股价不确定性；4) 国际形势变化等。

图表63：公司盈利预测表

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,240.93	4,221.53	6,375.31	8,440.81
增长率(%)	155.61	88.38	51.02	32.40
EBITDA(百万元)	-206.13	1,459.17	2,312.77	3,212.66
归属母公司净利润(百万元)	-401.05	1,076.11	1,751.09	2,479.60
增长率(%)	-94.59	368.33	62.72	41.60
EPS(元/股)	-2.69	4.32	7.03	9.95
市盈率(P/E)	-45.60	28.41	17.46	12.33
市净率(P/B)	-11.41	-58.51	24.85	8.24
EV/EBITDA	-85.09	18.29	9.77	5.56

附录

附录：公司财务预测表（单位/百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,215	4,806	9,350	14,529
现金	720	3,892	7,978	12,718
应收账款及票据	112	211	319	422
存货	279	506	754	994
其他	105	198	299	395
非流动资产	391	658	898	1,114
固定资产	154	423	666	884
无形资产	79	76	74	72
其他	158	158	158	158
资产总计	1,606	5,464	10,248	15,643
流动负债	3,182	5,954	8,973	11,871
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	567	1,029	1,534	2,021
其他	2,615	4,926	7,439	9,849
非流动负债	25	25	25	25
长期债务	0	0	0	0
其他	25	25	25	25
负债合计	3,207	5,979	8,999	11,896
普通股股本	0	0	0	0
储备	-1,601	-523	1,230	3,712
归属母公司股东权益	-1,601	-523	1,230	3,712
少数股东权益	0	7	19	36
股东权益合计	-1,601	-515	1,249	3,747
负债和股东权益	1,606	5,464	10,248	15,643
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	762	3,451	4,355	5,000
净利润	-401	1,076	1,751	2,480
少数股东权益	3	7	12	17
折旧摊销	88	33	60	84
营运资金变动及其他	1,073	2,335	2,533	2,420
投资活动现金流	-119	-281	-271	-262
资本支出	-120	-300	-300	-300
其他投资	2	19	29	38
筹资活动现金流	-286	0	0	0
借款增加	-55	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-231	0	0	0
现金净增加额	359	3,172	4,086	4,740

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,241	4,222	6,375	8,441
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,062	1,928	2,876	3,789
销售费用	283	401	574	675
管理费用	465	148	191	211
研发费用	192	338	510	675
财务费用	2	-18	-97	-199
除税前溢利	-296	1,444	2,350	3,328
所得税	102	361	588	832
净利润	-398	1,083	1,763	2,496
少数股东损益	3	7	12	17
归属母公司净利润	-401	1,076	1,751	2,480
EBIT	-294	1,426	2,253	3,129
EBITDA	-206	1,459	2,313	3,213
EPS（元）	-2.69	4.32	7.03	9.95
主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	155.61%	88.38%	51.02%	32.40%
归属母公司净利润	-94.59%	368.33%	62.72%	41.60%
获利能力				
毛利率	52.60%	54.34%	54.89%	55.11%
销售净利率	-17.90%	25.49%	27.47%	29.38%
ROE	25.06%	-205.92%	142.32%	66.80%
ROIC	24.70%	-207.58%	135.26%	62.62%
偿债能力				
资产负债率	199.66%	109.43%	87.81%	76.04%
净负债比率	44.98%	755.20%	-638.59%	-339.38%
流动比率	0.38	0.81	1.04	1.22
速动比率	0.28	0.71	0.95	1.13
营运能力				
总资产周转率	1.71	1.19	0.81	0.65
应收账款周转率	29.83	26.14	24.08	22.80
应付账款周转率	2.57	2.42	2.24	2.13
每股指标（元）				
每股收益	-2.69	4.32	7.03	9.95
每股经营现金流	5.12	13.85	17.47	20.06
每股净资产	-10.75	-2.10	4.94	14.89
估值比率				
P/E	-45.60	28.41	17.46	12.33
P/B	-11.41	-58.51	24.85	8.24
EV/EBITDA	-85.09	18.29	9.77	5.56

资料来源：wind，中邮证券研究所预测

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES