

经调整

# 布鲁可 (00325. HK): 拼搭玩具, 潜力无限

2025 年 8 月 14 日

推荐/首次

布鲁可

公司报告

布鲁可是拼搭角色类玩具龙头。公司成立于 2014 年, 已建立“授权+自有”双轮驱动的 IP 矩阵及覆盖研发、生产、渠道的一体化布局。公司 2017 年推出自有 IP “百变布鲁可”, 2022 年新增“英雄无限”, 2021 年起陆续获奥特曼、变形金刚等 50 个全球 IP 授权。2024 年收入 22.41 亿元, 其中授权 IP 占比 81%, 奥特曼、变形金刚贡献最大; 自有 IP “英雄无限”增速快。渠道以线下经销为主, 占比 92%, 线上 7%, 海外已在北美、欧洲试销。2024 年经调整净利润 5.85 亿元, 净利率 26.1%, 业绩优秀。创始人朱伟松持股 47.9%, 管理层稳定且具备丰富玩具行业经验。

潮玩行业快速发展, 上游 IP 及下游渠道是高价值环节。全球玩具市场规模大、增长稳, 2023 年行业规模 7,731 亿元, 预计 2028 年达 9,937 亿元, 复合增速达 5.1%。中国市场增速更快, 预计 2023-2028 年 CAGR9.5%, 规模由 1,049 亿元增至 1,655 亿元。其中, 拼搭角色类玩具是增速最快的细分赛道, 2023 年全球规模 278 亿元、中国规模 58 亿元, 2028 年将有望分别达 996 亿元和 325 亿元, CAGR29%和 41.3%。行业格局方面, 在全球市场, 布鲁可人民币 18 亿元 GMV 占据 6.3%市场份额, 位列行业第三。

布鲁可凭借独特的产品设计, IP 拓展、年龄拓展, 未来成长无限。布鲁可的研发团队及产品设计构成了其核心竞争力。公司于 2022 年在国内创新推出拼搭角色类玩具, 通过“骨肉皮”的产品设计体系, 成为支撑其产品力的基础并推动公司逐渐成长为品类引领者。公司的研发投入、研发人才储备、广泛的专利布局、产品开发能力, 构成了公司行业内领先的研发实力。产品策略方面, 公司通过极致性价比持续渗透儿童用户群体, 再借 IP 扩张与新品类把人群从儿童延伸至成人及女性玩家。IP 方面, 奥特曼、变形金刚快速成长大有可为, 其他 IP 矩阵建立中。

渠道渗透空间仍在, 海外发展值得期待。公司渠道经销为主, 2024 年收入占比超 90%, 经销商由 2020 年 40 家增至 2024H1 的 511 家, 线下已覆盖全部一二线城市, 及超过 80%的三线及以下城市。校边店等学生渠道仍有拓展空间, 我们测算全可覆盖网点约 50 万家, 公司目前仅 15 万家, 校边店仍有渗透空间。KA 渠道、线上渠道空间大, 公司百元以上新品销量良好, 高价产品竞争力获验证, 公司计划增设直营旗舰店并拓展 KA 渠道, 打开高价格段产品销售通路。海外收入 2024 年增速超 500%, 占比约 3%, 亚洲和北美为主, 已在多国设子

公司, 凭借高知名度 IP 及产品力, 有望快速拓展经销商网络。

**盈利预测及投资评级:** 布鲁可凭借“奥特曼+变形金刚”两大授权 IP 与“英雄无限”等自有 IP 的组合, 已成长为中国拼搭角色类玩具龙头。公司凭借独特的产品设计, 持续扩展 IP 矩阵, 拓展价格带和年龄层, 公司 IP 商品化与供应链管理已得到验证。未来 IP 运营纵深有望持续强化, 价格带和客户群打开新的成长空间。海外东亚、美国已成功试水, 未来渠道复制与本地化内容同步推进, 出海模型初步跑通, 中长期空间广阔。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 41.75、59.18、77.29 亿元, 归母净利润为 11.02、16.21、20.99 亿元, 对应的 PE 分别为 25.68、17.45、13.48 倍, 公司业绩在快速增长中, 首次覆盖, 我们给予公司“推荐”评级。

## 公司简介:

布鲁可是中国拼搭角色类玩具的领导者。公司通过 500 多个的专利布局, 与约 50 个知名 IP 的非独家合作关系, 聚焦为消费者提供好而不贵的广泛拼搭角色类玩具产品。通过强大的产品力与供应链能力的结合, 公司不仅能够保持成本优势而且能够持续开拓玩具品类。并且公司在中国建立了多渠道销售网络, 已形成了全面且覆盖广泛的消费者触达。

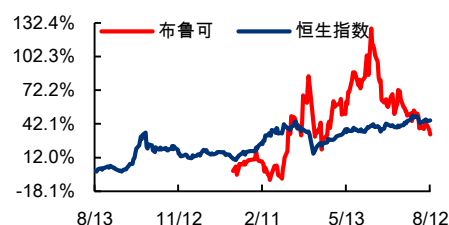
资料来源: 公司公告、同花顺

## 交易数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 52 周股价区间 (港元) | 193.3-78.15   |
| 总市值 (亿港元)     | 280.91        |
| 流通市值 (亿港元)    | 280.91        |
| 总股本/流通股数 (万股) | 24,925/24,925 |
| A 股/B 股 (万股)  | -/-           |
| 52 周日均换手率     | 0.637         |

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

## 分析师: 沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480523060001

**风险提示:** 新品拓展不及预期, 新市场开拓不及预期, 国内外宏观经济不及预期。

### 财务指标预测

| 指标          | 2023    | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)  | 876.69  | 2,240.93 | 4,175.16 | 5,918.34 | 7,729.47 |
| 增长率 (%)     | 169.27  | 155.61   | 86.31    | 41.75    | 30.60    |
| 归母净利润 (百万元) | -206.10 | -401.05  | 1,101.84 | 1,620.89 | 2,098.87 |
| 增长率 (%)     | 50.92   | -94.59   | 374.74   | 47.11    | 29.49    |
| 净资产收益率 (%)  | 12.83   | 25.06    | 146.74   | 85.97    | 66.74    |
| 每股收益 (元)    | -0.83   | -1.61    | 4.42     | 6.50     | 8.42     |
| PE          | -137.26 | -70.54   | 25.68    | 17.45    | 13.48    |
| PB          | -17.61  | -17.67   | 37.68    | 15.00    | 9.00     |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 1. 布鲁可: 快速成长的拼搭玩具厂商.....                    | 5  |
| 1.1 快速成长的拼搭角色类玩具龙头 .....                    | 5  |
| 1.2 股权结构稳定, 管理层经验丰富 .....                   | 7  |
| 2. 潮玩行业快速发展, 上游 IP 及下游渠道是高价值环节 .....        | 9  |
| 2.1 泛娱乐玩具需求旺盛, 拼搭角色玩具成长迅速 .....             | 9  |
| 2.2 泛娱乐玩具, 拼搭角色玩具.....                      | 11 |
| 3. 独特的产品设计, IP 与产品拓展打开成长空间 .....            | 13 |
| 3.1 核心竞争力: 产品设计、研发团队 .....                  | 13 |
| 3.2 产品价格带、客户年龄层拓展 .....                     | 14 |
| 3.3 IP 拓展: 奥特曼、变形金刚大有可为, 其他 IP 矩阵建立中 .....  | 15 |
| 3.4 他山之石: 乐高全球布局, 万代南梦宫 IP 运营和产品设计一体化 ..... | 18 |
| 4. 渠道持续渗透, 出海打开成长空间.....                    | 20 |
| 4.1 渠道渗透仍有空间, 扩展成年人用户渠道 .....               | 21 |
| 4.2 积极扩展海外市场, 打开成长空间 .....                  | 22 |
| 5. 盈利预测与投资评级 .....                          | 23 |
| 5.1 盈利预测 .....                              | 23 |
| 5.2 投资评级 .....                              | 24 |
| 6. 风险提示 .....                               | 24 |

## 插图目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 收入端实现高增长 .....                | 6  |
| 图 2: 利润端完成转正后显著改善 .....            | 6  |
| 图 3: 公司收入按 IP 类别拆分 .....           | 7  |
| 图 4: 公司收入按渠道拆分 .....               | 7  |
| 图 5: 公司毛利率及净利率变化 .....             | 7  |
| 图 6: 公司费用率变化 .....                 | 7  |
| 图 7: 股权结构图 (截至 2025-04-22) .....   | 8  |
| 图 8: 全球玩具市场规模 GMV: 拼搭类和非拼搭类 .....  | 10 |
| 图 9: 全球玩具市场规模 GMV: 拼搭类和非拼搭类 .....  | 10 |
| 图 10: 中国玩具市场规模 GMV: 拼搭类和非拼搭类 ..... | 10 |
| 图 11: 全球玩具市场规模 GMV: 拼搭类和非拼搭类 ..... | 11 |
| 图 12: 中国玩具市场规模 GMV: 拼搭类和非拼搭类 ..... | 11 |
| 图 13: 全球拼搭角色类玩具市场竞争格局 .....        | 11 |
| 图 14: 中国拼搭角色类玩具市场竞争格局 .....        | 11 |
| 图 15: 泛娱乐玩具行业产业链 .....             | 12 |
| 图 16: 布鲁可的标准零件和特征零件体系 .....        | 13 |
| 图 17: 布鲁可推出的奥特曼产品系列 .....          | 14 |

图 18: 布鲁可天猫旗舰店销量 top3 产品 ..... 15

图 19: 乐高收入规模 (单位: 十亿元本币) ..... 18

图 20: 乐高全球门店数量累计增加 ..... 18

图 21: 乐高收入按地区划分 (百万丹麦克朗) ..... 19

图 22: 乐高收入地区占比 ..... 19

图 23: 万代南梦宫收入按 IP 划分占比 ..... 20

图 24: 万代南梦宫收入按地区划分 (百万日元) ..... 20

图 25: 各渠道收入情况 (亿元) ..... 21

图 26: 公司经销商数量变化 ..... 21

图 27: 经销商数量按城市级别拆分 ..... 21

图 28: 天猫渠道会员权益 ..... 22

图 29: 天猫渠道销量排序, 高价产品靠前 ..... 22

图 30: 布鲁可海外分区域收入情况 (亿元) ..... 23

表格目录

表 1: 布鲁可发展历程 ..... 5

表 2: 董事及管理团队经验丰富 ..... 8

表 3: 基石投资者持股情况 ..... 9

表 4: 泛娱乐玩具上市企业模式对比 (2024 年) ..... 12

表 5: 奥特曼 IP 的收入及占比 ..... 16

表 6: 变形金刚 IP 的收入及占比 ..... 16

表 7: 英雄无限 IP 的收入及占比 ..... 17

表 8: EVA2025 年活动汇总 ..... 17

表 9: 收入预测表 (亿元) ..... 24

## 1. 布鲁可：快速成长的拼搭玩具厂商

### 1.1快速成长的拼搭角色类玩具龙头

公司是中国拼搭类玩具领域的领先企业。布鲁可成立于 2014 年，初期以积木玩具为主要产品方向，积累了丰富的研发和生产经验。2017 年，公司推出首个自有 IP “百变布鲁可”，在儿童市场成功建立品牌认知，并初步形成“产品+内容”双轮驱动的运营模式。伴随潮玩行业的快速发展，公司自 2019 年起前瞻性布局拼搭角色类玩具赛道，并于 2021 年获得奥特曼 IP 授权，正式切入该市场，实现业绩爆发式增长。2023 年公司收入同比增长 169%，2024 年上半年收入达 10.46 亿元，同比大增 238%，净利率达到 27.9%。目前，公司已形成“自有 IP+授权 IP”双轮驱动、“多品类+多渠道”协同发展的战略格局，并加快全球化布局步伐。凭借 30.3% 的市场份额，布鲁可已在中国拼搭角色类玩具市场稳固领先地位。

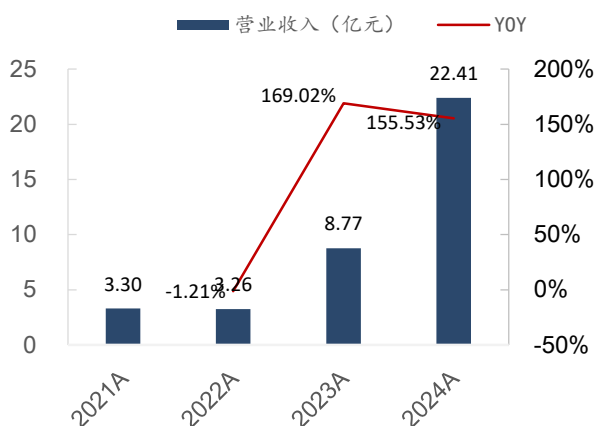
表1：布鲁可发展历程

| 年份     | 事件                                     |
|--------|----------------------------------------|
| 2014 年 | 创立布鲁可主要运营实体布鲁可科技                       |
| 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和自有 IP 英雄无限，被评为“国家知识产权优势企业”   |
| 2023 年 | 从 IP 版权方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 |
| 2025 年 | 在港交所上市                                 |

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

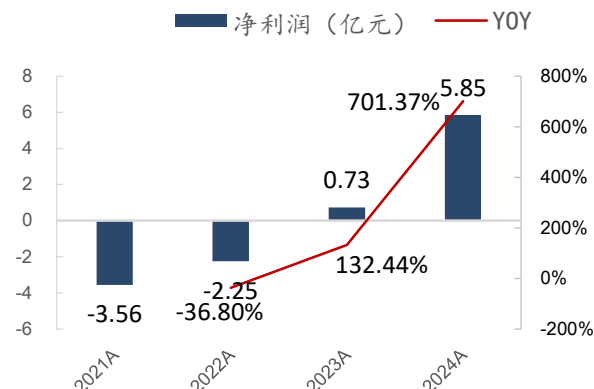
**收入端与利润端增长显著加速。**公司 2021-2022 年处于业务探索与新赛道布局阶段，收入稳定在 3 亿元左右。2023 年拼搭角色类玩具业务放量叠加奥特曼等 IP 产品热销，带动收入同比大增 169%，达到 8.77 亿元。2024 年公司在多 IP 矩阵、渠道多元化及海外拓展的共同驱动下，收入延续高增长态势，已达 22.41 亿元，同比增长 155.5%。利润端表现更为亮眼，在收入高增背景下，公司盈利能力实现加速释放，在 2023 年成功扭亏，经调整净利润 0.73 亿元，同比增长 132.4%；2024 年经调整净利润达 5.85 亿元，同比大幅增长 701.4%。公司业务规模持续扩张，内容驱动的营销策略逐步落地，费用管控能力显著增强，盈利能力稳步提升。

图1: 收入端实现高增长



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图2: 经调整后净利润完成转正后显著改善



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

注: 利润为经调整利润

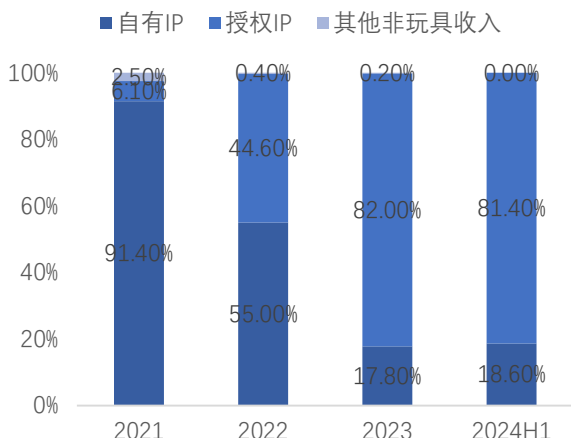
**收入分IP看:** 公司近年来持续加大对授权IP的引入与运营, 授权IP逐步成为公司收入主力。2021年公司营收中自有IP占比高达91.4%, 为主要营收来源。随着2022年起公司密集引入奥特曼、变形金刚、小黄人等多个国际知名IP, 并推出拼搭角色类系列产品, 授权IP收入快速放量, 占比提升至44.6%。2023年和2024年, 授权IP收入进一步上升, 占比分别达82.0%和81.4%, 已成为公司当前最核心的产品收入来源。

自有IP方面, 公司成功打造“百变布鲁可”与“英雄无限”两大核心IP, 分别聚焦儿童益智类及国风拼搭角色类市场。

授权IP方面, 公司已获得约50个全球知名IP授权, 包括奥特曼、变形金刚、小黄人、宝可梦、名侦探柯南、哈利·波特、星球大战等, 涵盖动漫、影视、游戏等多个领域。其中奥特曼和变形金刚是最畅销的两个IP系列。2024年奥特曼和变形金刚的收入分别为10.96亿元、4.54亿元, 占比分别约49%、20%。

**收入分渠道看:** 渠道重心加速向线下经销拓展。2021年公司线上渠道占比高达51.8%, 为主要收入来源; 而销商销售占比为34.2%, 委托经营占比11.5%。随着公司线下渠道加速拓展, 经销商销售占比快速提升, 2022至2024年分别达到48.2%、83.6%及92.05%。委托经营占比同步下降, 线上渠道因线下渗透提升和市场环境变化占比快速下滑至2024年的6.95%。

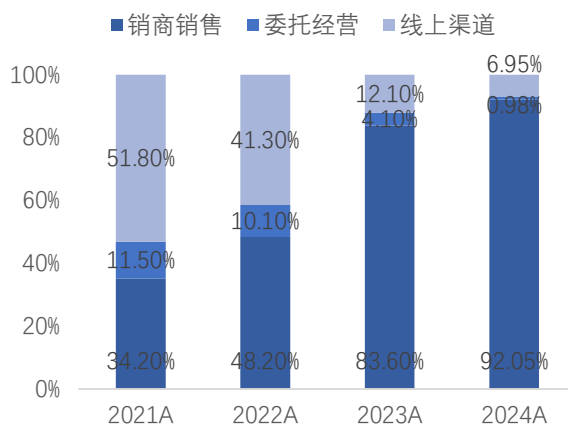
图3: 公司收入按 IP 类别拆分



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

注: 其他主要包括其他非玩具收入, 例如某些于线上平台播放公司动画之前、期间或之后展示的广告产生的收入

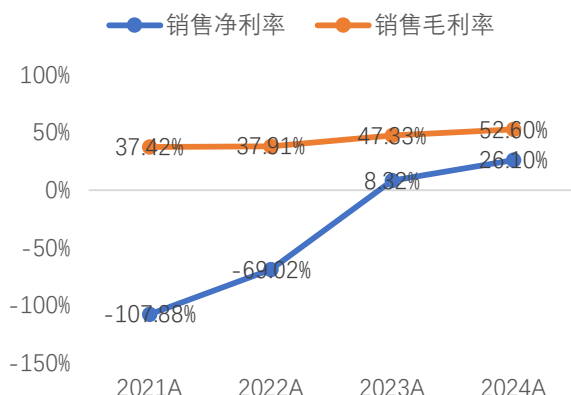
图4: 公司收入按渠道拆分



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

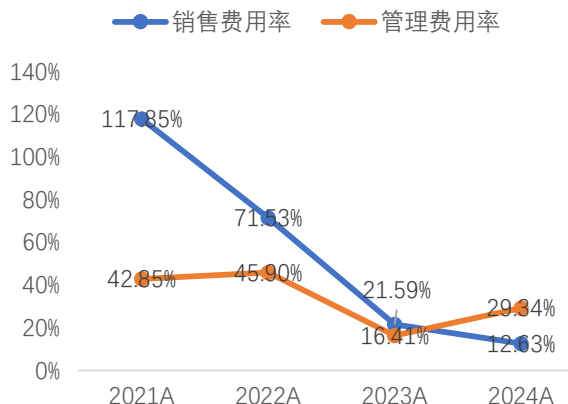
**盈利能力持续修复, 费用结构逐步优化。**公司整体盈利能力自 2023 年起显著改善, 毛利率自 2021 年和 2022 年的 37% 左右逐步回升至 2023 年的 47.33%, 2024 年进一步提升至 52.60%。销售净利率在 2021 年和 2022 年分别为 -107.88% 和 -69.02%, 但随着收入快速增长和盈利能力释放, 2023 年公司成功实现扭亏, 销售净利率回升至 8.32%, 2024 年进一步提升至 26.10%。费用方面, 销售费用率自 2021 年的 117.85% 大幅下降至 2023 年的 21.59%, 2024 年进一步优化至 12.63%。管理费用率在 2023 年降至 16.41%, 虽 2024 年有所波动至 29.34%, 但整体费用水平较业务初期明显改善。

图5: 公司毛利率及净利率变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图6: 公司费用率变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 1.2 股权结构稳定, 管理层经验丰富

**股权架构稳定, 创始团队控股优势明显。**公司股权结构稳定, 创始人及高管团队合计持股比例超过 50%。其

中, 创始人朱伟松先生通过控股公司 NextBloks 和 SmartBloks 间接持有公司 44.39%和 3.53%股权, 合计持股比例达到 47.92%, 在公司治理中保持绝对控股地位。总裁盛晓峰先生通过 ShawnXF 间接持有 1.75%股权。

图7: 股权结构图 (截至 2025-04-22)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**管理层团队稳定, 行业经验深厚。**布鲁可管理层团队稳定, 核心成员均具备多年相关行业从业经验, 长期深耕儿童及玩具领域。公司创始人、董事长兼首席执行官朱伟松2016年带领布鲁可实现从儿童科技产品向积木玩具赛道的战略转型, 在产品研发、IP 开发、生产管理及销售等关键领域积累了深厚行业经验。公司高管团队大多毕业于知名高校, 具备良好的专业背景和管理能力。

表2: 董事及管理团队经验丰富

| 姓名  | 出生年份 | 职位             | 主要职责               | 主要经历                                                                           |
|-----|------|----------------|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 朱伟松 | 1982 | 董事长、执行董事兼首席执行官 | 负责集团整体战略、业务发展和经营管理 | 上海交通大学工商管理学士, 中国长江商学院工商管理硕士, 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。2014 年 12 月创立布鲁可。 |
| 盛晓峰 | 1978 | 执行董事兼总裁        | 负责集团玩具业务的运营管理及海外市场 | 同济大学工业设计学士, 上海交通大学工业设计工程硕士。2015 年加入布鲁可。                                        |
| 谢磊  | 1977 | 副总裁            | 负责产品研发和设计          | 上海交通大学工业设计学士。先后担任伊莱克斯设计主管; 千方工业设计(上海)有限公司设计总监。2015 年加入布鲁可。                     |
| 黄政  | 1980 | 副总裁            | 负责集团人力资源管理及行政工作    | 中国青年政治学院法学学士, 上海交通大学新闻与传播学硕士。先后担任上海广播电视台及下属公司少儿频道人力资源                          |

|     |      |           |                         |                                                                                                           |
|-----|------|-----------|-------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|     |      |           |                         | 部主任及办公室主任; 东方明珠行政总经理。2016 年加入布鲁可。                                                                         |
| 付轶方 | 1974 | 首席财务官     | 负责集团的会计和财务管理工作          | 四川大学文学学士, 美国肯特州立大学会计学硕士。先后担任合一网络高级财务总监; 传线网络高级财务总监; 上海哔哩哔哩科技高级财务总监; 瑞幸咖啡(上海)和瑞幸咖啡科技(海南)财务副总裁。2023 年加入布鲁可。 |
| 朱元成 | 1985 | 副总裁兼董事会秘书 | 负责集团董事会事务、投资者关系及法律事务等工作 | 中国矿业大学法学学士, 复旦大学法律硕士。先后担任中泰信托高级信托经理; 中电投先融金融合作部负责人; 四川信托业务部门总经理。2020 年加入布鲁可。                              |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**基石投资者减持意愿偏弱, 短期内形成实质性抛压的可能性较低。**布鲁可本次 IPO 引入景林资产、UBSAMSingapore、富国基金及富国香港四家基石投资者, 合计认购金额达 5000 万美元, 彰显长期资金对公司发展前景的认可。景林与 UBSAMSingapore 具备全球视野和扎实的基本面投资能力, 富国系则依托国有资本背景, 整体投资风格稳健, 短期主动减持动力较小。禁售期届满后, 相关股份将解除限制, 理论上存在阶段性减持可能, 尤其在市场波动或基金调仓背景下, 部分机构或将择机退出。鉴于基石投资者持股占比仅约 2.6%, 即便减持, 对股价结构性影响有限。

**表3: 基石投资者持股情况**

| 投资者                               | 获分配的发售股份数目 | 占发售股份的概约百分比 | 占全球发售后已发行股本总额的概约百分比 | 需遵守禁售承诺的最后一天   |
|-----------------------------------|------------|-------------|---------------------|----------------|
| 景林资产管理香港有限公司                      | 2,574,600  | 9.28%       | 1.05%               | 2025 年 7 月 9 日 |
| UBSAssetManagement(Singapore)Ltd. | 2,574,600  | 9.28%       | 1.05%               | 2025 年 7 月 9 日 |
| 富国基金管理有限公司                        | 900,900    | 3.25%       | 0.37%               | 2025 年 7 月 9 日 |
| 富国资产管理(香港)有限公司                    | 386,100    | 1.39%       | 0.16%               | 2025 年 7 月 9 日 |
| 总计                                | 6,436,200  | 23.20%      | 2.63%               |                |

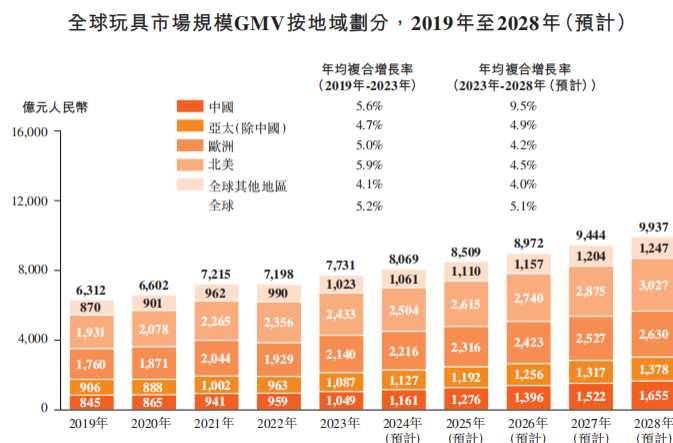
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2. 潮玩行业快速发展, 上游 IP 及下游渠道是高价值环节

### 2.1 泛娱乐玩具需求旺盛, 拼搭角色玩具成长迅速

**全球玩具市场规模庞大, 并持续保持稳健增长态势。**以 GMV 计, 全球玩具市场规模已由 2019 年的人民币 6,312 亿元增至 2023 年的人民币 7,731 亿元, 年均复合增长率达 5.2%, 预计至 2028 年将达到人民币 9,937 亿元, 年均复合增长率维持在 5.1%。其中, 中国作为全球最大的玩具生产国和主要消费市场之一, 市场增速显著, 2023 年至 2028 年预计年均复合增长率达 9.5%, 高于全球水平, 市场规模有望从人民币 1,049 亿元增至人民币 1,655 亿元, 占全球市场近六分之一。

图8: 全球玩具市场规模 GMV: 拼搭类和非拼搭类



资料来源: 弗若斯特沙利文、国际货币基金组织、中国国家统计局, 东兴证券研究所

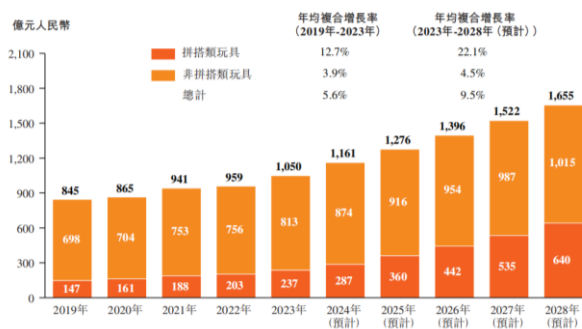
**拼搭类玩具市场规模迅速扩大, 增速远超非拼搭类。**全球玩具市场, 拼搭类玩具 2019-2023 年年均复合增长率达 11.1%, 远超非拼搭类玩具; 相比全球, 国内增长速度更快, 拼搭类玩具年均复合增长率达 12.7%。拼搭类玩具市场相比于前几年呈现逐步上升的态势, 增速加快, 市场迅速扩张。

图9: 全球玩具市场规模 GMV: 拼搭类和非拼搭类



资料来源: 弗若斯特沙利文、国际货币基金组织, 东兴证券研究所

图10: 中国玩具市场规模 GMV: 拼搭类和非拼搭类



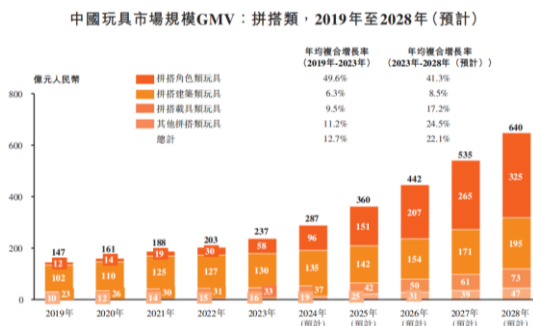
资料来源: 弗若斯特沙利文、国际货币基金组织、中国国家统计局, 东兴证券研究所

**拼搭角色类玩具是全球及中国玩具行业增速最快、极具发展前景的品类。**全球及中国的角色类玩具市场规模在 2023 年分别达到人民币 3,458 亿元和 403 亿元, 预计到 2028 年将分别达到人民币 5,407 亿元和 911 亿元, 年均复合增长率分别为 9.3%和 17.7%。其中, 全球及中国的拼搭角色类玩具市场规模在 2023 年分别达到人民币 278 亿元和 58 亿元, 预计到 2028 年将分别达到人民币 996 亿元和 325 亿元, 年均复合增长率分别为 29.0%和 41.3%。

图11: 全球玩具市场规模 GMV: 拼搭类和非拼搭类



图12: 中国玩具市场规模 GMV: 拼搭类和非拼搭类

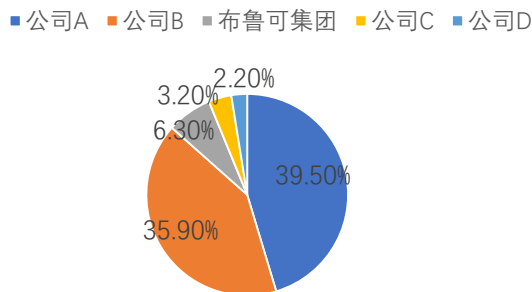


资料来源: 弗若斯特沙利文、国际货币基金组织、中国国家统计局, 东兴证券研究所

资料来源: 弗若斯特沙利文、国际货币基金组织、中国国家统计局, 东兴证券研究所

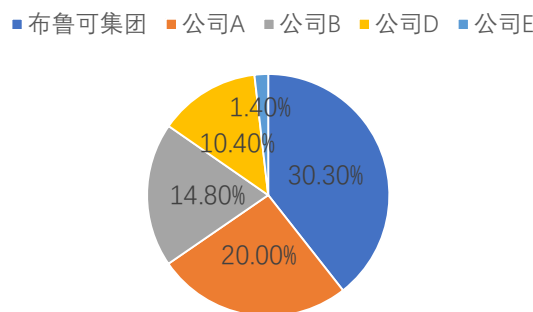
布鲁可在中国拼搭角色类玩具市场占据领先地位, 全球竞争力持续提升, 市场份额具备进一步提升空间。布鲁可 2023 年在中国拼搭角色类玩具市场 GMV 达人民币 17 亿元, 市场份额达到 30.3%, 稳居行业首位, 显著领先于其他主要竞争对手。同时, 在全球市场, 布鲁可以人民币 18 亿元 GMV 占据 6.3% 市场份额, 位列行业第三, 已经成为万代、乐高之后的第三大拼搭角色类积木玩具企业, 逐步缩小与领先企业的差距。

图13: 全球拼搭角色类玩具市场竞争格局



资料来源: 布鲁可招股书, 东兴证券研究所

图14: 中国拼搭角色类玩具市场竞争格局

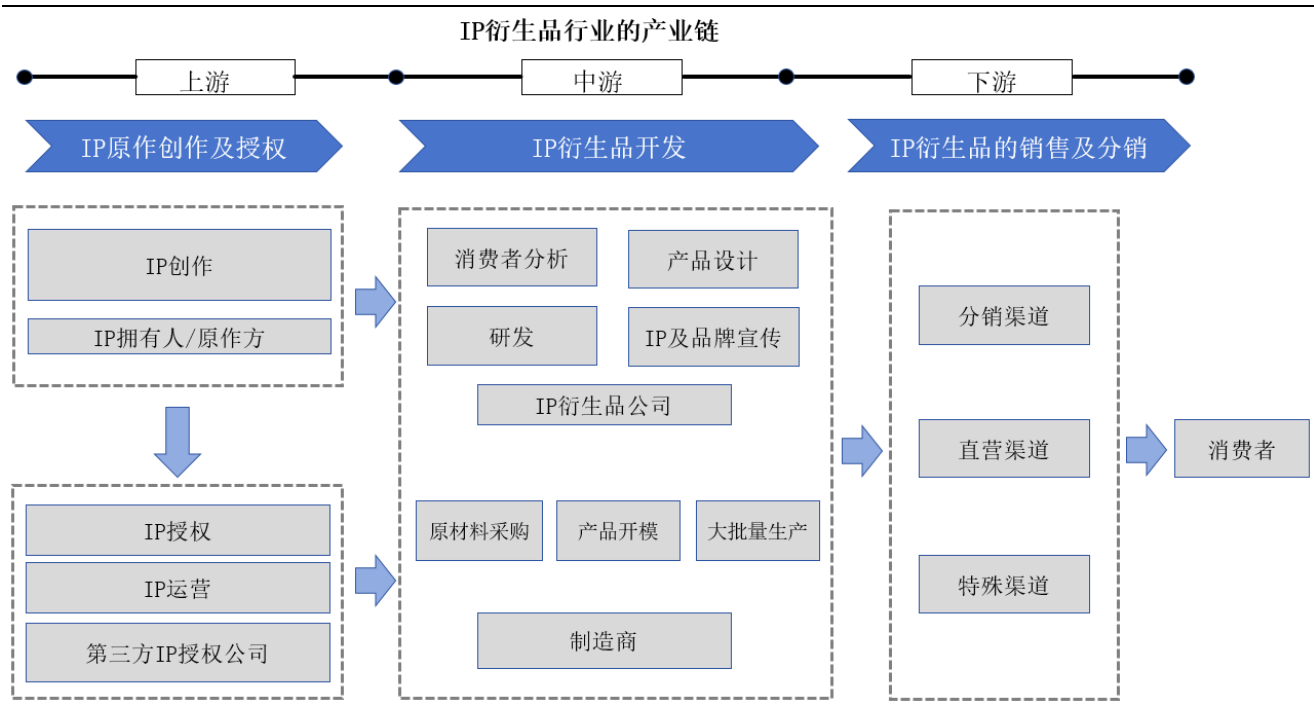


资料来源: 布鲁可招股书, 东兴证券研究所

## 2.2 IP 玩具产业链, IP 运营是核心

IP 玩具产业链包括上游 IP 运营, 中游产品设计制作, 以及下游产品流通三个主要环节。1) IP 运营: IP 分为形象 IP 和内容 IP。形象 IP 为设计师创作, 话语权较弱, 多与下游签订独家或买断协议。内容 IP 多为动漫、游戏等企业, 话语权较强, 基本都与潮玩公司签署非独家授权协议。2) 产品设计制作: 玩具产能门槛较低且国内产能充足, 生产环节多为独立工厂承接, 而设计环节一般为玩具品牌企业主导。3) 产品流通: 玩具类销售渠道丰富, 因未成年为重要消费群体且玩具有冲动消费属性, 线下是主要渠道。此外, 产业链下游也包括二手交易市场, 在闲鱼、千岛等平台交易, 二手市场是支撑 IP 火热的重要因素。

图15：泛娱乐玩具行业产业链



资料来源：乐自天成招股说明书，东兴证券研究所

我们基于产业链分工将玩具企业分为四类：一体化、IP 运营型、渠道型、产品型，关注点有差异。1）一体化企业：IP 为自有或独家，销售渠道以专卖店为主。包括乐高、泡泡玛特等，需重点关注市场、品类、业态的扩展情况。2）IP 运营型：主要负责 IP 的创作及运营，较少拥有专卖店渠道。包括寻找独角兽、TNT 等，重点关注内容影响力。3）渠道型：开设玩具专卖店，产品多为外采或基于授权 IP 的产品。包括 TOPTOY 等，主要观察指标为门店数量、店效。4）产品型：IP 多为非独家授权，专卖店渠道占比较低，竞争依靠产品设计及渠道渗透。包括卡游、布鲁可等，重点关注新品销售情况。产品型企业如布鲁可、卡游等面向消费者，可打造出产品品牌，企业盈利能力不逊于一体化企业。

表4：泛娱乐玩具上市企业模式对比（2024 年）

|        | 一体化企业           | IP 运营型 | 渠道型         | 产品型         |        |             |
|--------|-----------------|--------|-------------|-------------|--------|-------------|
|        | 泡泡玛特            | 奥飞娱乐   | TOPTOY      | 卡游          | 布鲁可    | 52toys      |
| 主要产品   | 公仔、毛绒、配件等       | 多种玩具形式 | 多种玩具形式      | 卡牌、玩偶、文具等   | 拼搭角色玩具 | 公仔、毛绒及各类衍生品 |
| IP 版权  | 自有占比            | 自有为主   | 外采/授权       | 授权为主        | 授权为主   | 授权为主        |
| 生产模式   | 外包              | 外包     | 外包          | 自产          | 外包     | 外包          |
| 渠道模式   | 自营              | 经销     | 自营/类自营      | 经销为主        | 经销为主   | 自营/经销       |
| 渠道形式   | 线下约 57%<br>(国内) | -      | 线下占 80%以上   | 线下 91%      | 线下 93% | 线下 78%      |
| 海外占比   | 近 40%           | 50%+   | 较低，24 年首次探索 | 较低，24 年首次探索 | 3%     | 23.4%       |
| 收入(亿元) | 130.4           | 10.3   | 11.5        | 100.6       | 22.4   | 6.3         |

|     |       | (玩具销售业务) | (GMV) |       |       |       |
|-----|-------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 66.8% | 40.1%    | -     | 67.3% | 52.6% | 39.9% |
| 净利率 | 24.0% | -        | -     | 44.4% | 26.1% | 5.1%  |

资料来源: 各公司公告, 东兴证券研究所

注: 卡游、布鲁可净利率为经调整净利率

### 3. 独特的产品设计, IP 与产品拓展打开成长空间

#### 3.1核心竞争力: 产品设计、研发团队

独特的骨肉皮设计体系兼顾可玩性和性价比。公司于 2022 年在国内创新推出拼搭角色类玩具, 通过“骨肉皮”的产品设计体系实现领先于行业的形象还原、活动度和拼搭乐趣, 成为支撑其产品力的基础并推动公司逐渐成长为品类引领者。公司以**标准零件+特征零件**的模式, 通过“骨肉皮”的产品设计体系, 兼具玩法乐趣、形象还原等, 同时降低了拼搭门槛、提升了生产标准化程度, 奠定大规模受众的基础。具体来讲: 零件相关专利包括整体拼搭结构、关节、外观设计、连接及动作模拟方式。**标准零件** (即“骨”“肉”) 的专利构成了公司专利布局的核心, 使得公司能够实现高度的标准化, 从而更好地控制产品质量、降低成本, 为消费者提供稳定、易上手的拼搭体验。**特征零件** (即“皮”) 则使得产品能够高度还原 IP 角色的造型, 丰富了角色的外观。公司产品的设计中大部分使用可在不同产品间高度兼容的标准零件, 只需为每个新产品设计少量的特征零件模具, 不同型号产品的大部分标准及特征零件可以在二次创作中交叉使用, 节省大量开模成本。生产工艺相关专利: 包括注塑开模及生产过程自动化, 使得合作工厂能够实现规模化的生产, 从而降低成本。公司通过模具制作创新实现了 0.004 毫米的模具精度, 优于行业平均水平

图16: 布鲁可的标准零件和特征零件体系

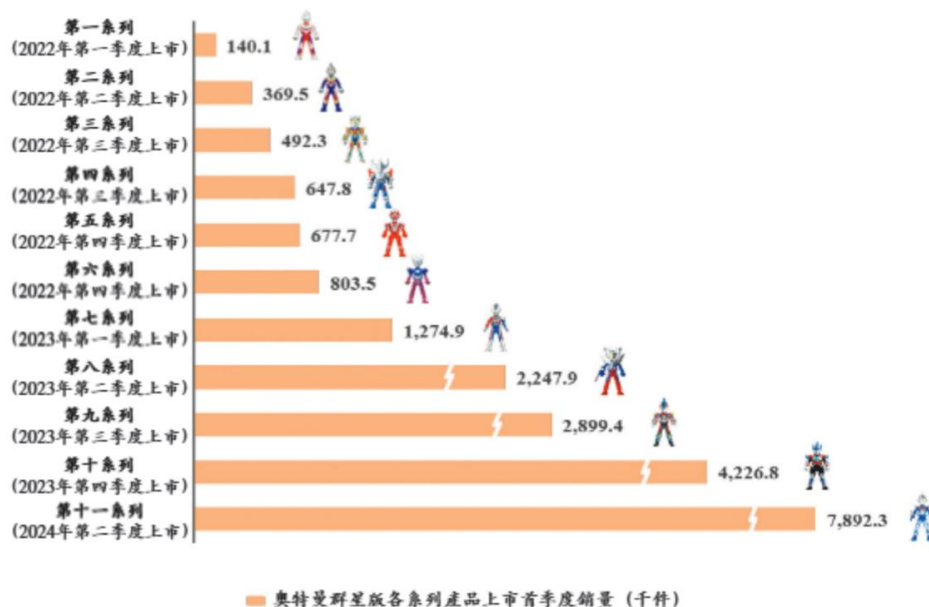


资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

公司具备较强研发实力。1) **研发投入力度强劲**：公司在研发方面持续投入，2024 年全年研发费用 1.9 亿元，研发费用占总收入比例 8.6%，投入额和投入占比都较高。2) **研发人才储备充足**：公司研发人员数量持续增长，截至 2024 年 6 月已有 331 人，其中 84% 为产品研发团队，体现出公司对核心技术研发的高度专注。2024 年公司全年新增约 300 名员工，其中三分之二以上为研发人员，可以推断公司在 2024 年下半年进一步扩充了研发团队。3) **专利布局广泛**：截至 2024 年 12 月 31 日，公司在中国已注册及申请的专利总数达到 587 项，形成了广泛的专利布局，为合作工厂提供了拼搭角色类玩具的生产技术与工艺基础。4) **产品开发能力领先**：公司 SKU 数量持续增长，截至 2024 年末，公司实现 682 个 SKU 的多元化产品组合，公司计划在 2025 年推出 800 款新产品，远超竞争对手，覆盖更广泛的价格区间和消费人群。用户导向的研发理念：研发工作以用户为核心，注重收集用户反馈并优化产品体验，从而提升市场竞争力。

公司产品上新速度快，公司产品上新周期短、频率快、数量多、成功率高。在上新周期方面，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 至 7 个月，低于 10 至 12 个月的行业平均水平；在上新频率方面，2023 年全年推出 197 款 SKU，2024 年推出 682 个 SKU，并计划在 2025 年分别推出约 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。如奥特曼系列截止 2024 年 6 月 30 日已累计推出 7 个版本和 26 个系列奥特曼群星版累计推出的 12 个系列产品均在销售。

图17：布鲁可推出的奥特曼产品系列



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

### 3.2 产品价格带、客户年龄层拓展

公司通过极致性价比持续渗透儿童用户群体，再借 IP 扩张与新品类把人群从儿童延伸至成人及女性玩家，布鲁可正用“更宽的价格带×更广的年龄带”打开全新的增长空间。

**价格带：从“平价入门”到“高端收藏”全覆盖**

1. 价格区间：9.9-399 元，主力价格段 19.9-79 元，分设平价、大众、中端、高端（169-399 元）四档。

2.下沉利器: 2023.12 推出 19.9 元“英雄无限星光版”, 首季销 35 万件; 2024.11 再推 9.9 元“变形金刚星辰版”, 显著降低入门门槛, 加速渗透下沉市场。目前九块九的产品在三至五线城市的市场表现突出。

3.高价格带产品: 公司高价格带产品主要系列为“奥特名鉴”“奥特曼荣耀版”“变形金刚传奇版”及“英雄无限”大型机甲, 定价在 169、199 元甚至更高。公司自预计 2025 年下半年将推出售价为 799 元和 1299 元的新品手办, 以进一步推动奥特曼、变形金刚的销售增长。

图18: 布鲁可天猫旗舰店销量 top3 产品



资料来源: 公司旗舰店, 东兴证券研究所

**年龄层: 向 16 岁以上消费者及女性延伸**

截止 2024 年末公司 SKU 结构: 6 岁以下: 132 款, 以百变布鲁可积木为主; 6-16 岁: 519 款, 英雄无限、奥特曼、变形金刚、火影忍者等; 16 岁以上: 31 款, 计划新增初音未来、宝可梦等 IP, 填补空白并吸引女性用户。

**女性向方面:** 2025 年夏季计划推出面向女性用户的手游《王者荣耀》衍生系列, 并配合《哈利波特》《星球大战》《侏罗纪公园》电影档期上市。

**高价格段方面:** 2025 年奥特曼将发布 799 元及 1299 元高端手办; 现有 79 元以上产品已采用四微米工艺, 2025 全年预计新增 800—1000 款 SKU, 其中 199—399 元价位的大型机甲、场景套装占比显著提升, 以收藏向与成人市场为核心目标。

### 3.3IP 拓展: 奥特曼、变形金刚大有可为, 其他 IP 矩阵建立中

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、哪吒、关羽、张飞、赵云、杨戬等。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, 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。

### 1、奥特曼 IP 发展情况

奥特曼是一个源自 1966 年的日本科幻系列 IP，涵盖电视剧、电影、漫画等多种形式。该 IP 在中国市场的成功商业化，主要得益于其广泛的粉丝基础和强大的品牌影响力。

2021 年，公司与奥特曼的 IP 授权方（Tsuburaya Productions Co., Ltd.）签订授权协议，获得在中国设计、开发、生产及销售奥特曼拼搭角色类玩具的权利。原授权到期时间为 2025 年，现已延长至 2027 年。

2022 年，公司推出了奥特曼群星版本，并在此基础上开发了 14 个系列的拼搭角色类玩具。奥特曼拼搭角色类玩具的建议零售价范围为 9.9 元至 399 元之间。

表5：奥特曼 IP 的收入及占比

| 时间段    | 奥特曼 IP 销售额（百万元） | 占总收入比例 |
|--------|-----------------|--------|
| 2022 年 | 111.48          | 34.20% |
| 2023 年 | 556.72          | 63.50% |
| 2024 年 | 1095.8          | 48.90% |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

奥特曼 IP 的开发体现了公司在 IP 商业化方面的强大能力。通过持续的产品创新、高效的营销手段和良好的 IP 合作关系，奥特曼系列产品在中国乃至国际市场上取得了显著的销售成绩。未来，随着授权区域的扩展和产品线的丰富，预计奥特曼 IP 将继续为公司带来稳定的收入来源。

### 2、变形金刚 IP 发展情况

变形金刚 IP 是由 Hasbro（孩之宝）拥有并授权的，该公司是一家领先的美国纳斯达克上市的玩具及游戏公司，具备全球业务覆盖能力。变形金刚 IP 的授权范围涵盖全球超过 50 个国家。

布鲁可自 2023 年取得变形金刚授权，截至 2024 年 6 月 30 日，变形金刚 IP 相关的在售 SKU 数量为 64 款，建议零售价范围为人民币 39 元至 299 元。变形金刚 IP 的拼搭角色类玩具因其与消费者的紧密联系和收藏属性，成为 IP 故事体系和价值观的理想载体。公司通过高度还原 IP 角色神韵的设计，结合创新的拼搭玩法，实现了产品的广泛吸引力和市场竞争力。

表6：变形金刚 IP 的收入及占比

| 年度/期间  | 变形金刚 IP 销售额（百万元） | 占总收入比例 |
|--------|------------------|--------|
| 2023 年 | 124.98           | 14.30% |
| 2024 年 | 453.70           | 20.25% |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司计划进一步扩大变形金刚 IP 的商业化潜力, 包括:

**丰富产品矩阵:** 通过与 IP 版权方的深入合作, 持续推出新的产品版本与系列。

**拓展价格带:** 例如, 2024 年 11 月推出的定价为人民币 9.9 元的“变形金刚星辰版”, 以进一步覆盖更广泛的消费群体。

**加强全球销售网络:** 通过线上线下渠道的扩展, 提升变形金刚 IP 在全球市场的渗透率和销量。

综上所述, 变形金刚 IP 作为公司的重要授权 IP 之一, 不仅在产品设计和商业化方面表现出色, 也在未来增长战略中占据关键位置。

### 3、其他 IP 发展情况

公司目前除了奥特曼和变形金刚, 布鲁可集团通过自主开发和 IP 授权的方式构建了丰富的 IP 矩阵, 覆盖了多个热门 IP, 如火影忍者、漫威: 无限传奇、小蜘蛛和他的神奇小伙伴、小黄人、宝可梦等。

#### 1) 自有 IP:

**英雄无限**是第三大 IP, 属于自有 IP。英雄无限展现出强劲的销售潜力, 且通过动画系列的传播, 累计播放量超过 152 亿次, 总关注人数超过 500 万。2024 年该 IP 产品收入约 3.1 亿元, 占收入比重约为 14%。英雄无限以“中国英雄+机甲”差异化定位, 用动画曝光+全渠道渗透的策略, 在三年内完成从试水单品到亿元级 IP 的跃迁, 将继续作为布鲁可平衡授权依赖、扩大受众群体的重要支点。

**表7: 英雄无限 IP 的收入及占比**

| 时间段    | 英雄无限 IP 销售额 (百万元) | 占总收入比例 |
|--------|-------------------|--------|
| 2022 年 | 1.87              | 0.60%  |
| 2023 年 | 64.20             | 7.30%  |
| 2024 年 | 310               | 14%    |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

#### 2) EVA 持续热销

**EVA 产品推出后持续热销。**布鲁可 EVA 系列 2024 年 11 月正式上市, 在天猫旗舰店持续“热卖+缺货”。官方 169 元定价的现货多次售罄, 预售已排到第四期; 部分经销商断货, 二级市场溢价明显。

**EVA 活动密集带动周边产品售卖。**2025 年 EVA 的活动异常密集, 必然会带动其周边产品 (尤其是布鲁可积木人) 进入“动销旺盛”阶段。IP 方、品牌方、渠道方、平台方在 2025 年形成了“四方共振”, EVA 全年活动排期紧凑且高频曝光, 势必推动布鲁可及周边全线商品持续热销。

**表8: EVA2025 年活动汇总**

| 活动方 | 具体活动                                                                                      |
|-----|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 官方  | 2025 年 6 月起, 日本 khara 宣布《新·福音战士剧场版: 终》4DX 重映, 并同步启动“EVA2025NEXT”全球授权季, 给出更宽松的二次创作与衍生品窗口期。 |

|      |                                                                                            |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
|      | 国内版权总代理 (上海世纪华创) 5 月公布 “EVA25 周年中国巡展” 日程: 上海 (7 月)、广州 (8 月)、成都 (9 月), 每站限定快闪店均配布鲁可积木人首发配色。 |
| 品牌联名 | 优衣库 UT: 6 月 20 日发售 “EVA25th” 系列 T-shirt, 同日布鲁可在优衣库天猫旗舰店上线 “买 T 送限定手办券”, 实现流量互导。            |
|      | 罗森便利店: 7 月 1 日-8 月 31 日推出 “EVA 冰品季”, 附赠布鲁可 5cm 迷你积木人盲袋 (全国 5,200 家门店)                      |
| 布鲁可  | 布鲁可 8 月将追加 「奇迹版粉色初号机」限定 2 万套, 并推出 「9.9 元武器包」低门槛补充包, 形成 “高客单+高频复购” 组合                       |

资料来源: 官方网站, 东兴证券研究所

3) 女性向 IP 和产品:

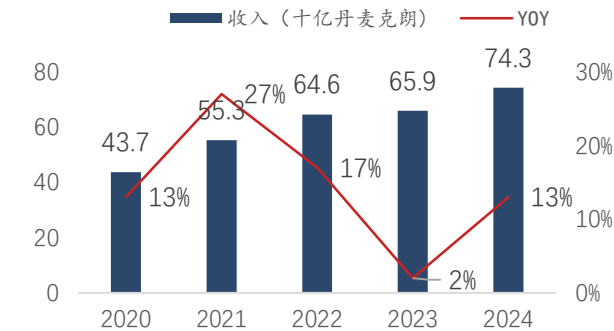
公司明确提出了 “全人群、全价位、全球化” 的发展战略, 特别强调针对不同性别群体进行产品开发。通过丰富的产品矩阵和多样化的 IP 资源, 布鲁可致力于覆盖更广泛的目标用户, 包括女性消费者。布鲁可把 “女性向” 正式列为 2025 年最核心的新增长曲线之一。

布鲁可推出了专门面向女性消费者的产品线, 这些产品结合了多个知名 IP, 例如: 三丽鸥、名侦探柯南、哈利·波特、小黄人这些 IP 具有广泛的女性受众基础, 通过拼搭角色类玩具的形式再现 IP 角色的精髓, 满足女性消费者对角色互动和情感陪伴的需求。

3.4 他山之石: 乐高全球布局, 万代南梦宫 IP 运营和产品设计一体化

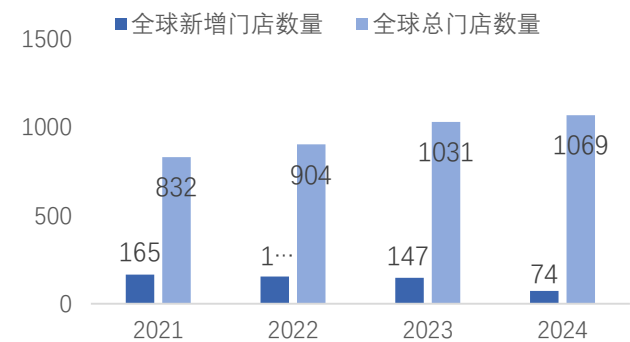
乐高: 公司收入稳步上升, 近几年同比下降后回升。2023 年收入达 659 亿丹麦克朗, 2024 年进一步增长至 743 亿丹麦克朗。乐高成立于 1932 年, 历史 2023 年占据了全球拼搭类玩具 70% 的市场, 年龄范围全覆盖, 受众群体广泛, 从儿童的基础积木到针对青少年的技术系列再到面向成年人的 “18+” 系列, 乐高不断拓展客户群体。公司主要依靠欧美电影 IP 比如蝙蝠侠, 复仇者联盟, 芭比等等。门店网络方面, 公司在疫情期间仍保持积极扩张, 2021 至 2024 年全球累计新增门店逾 460 家, 2023 年全球门店总数已达 1031 家, 2024 年进一步增至 1069 家。

图19: 乐高收入规模 (单位: 十亿元本币)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

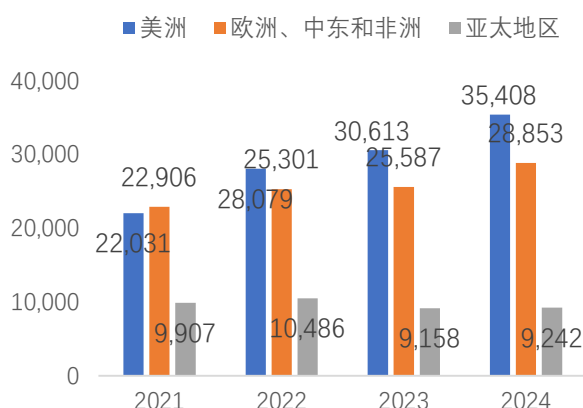
图20: 乐高全球门店数量累计增加



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

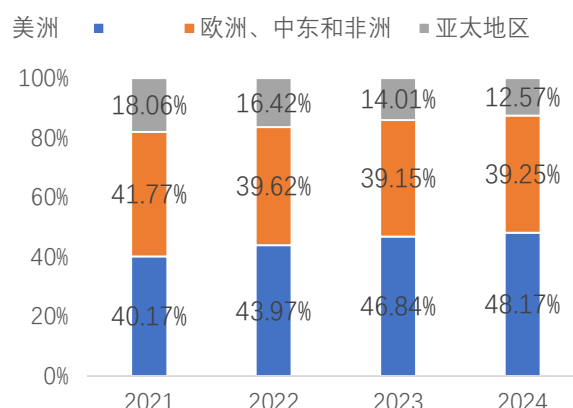
**收入分地区看：公司收入重心加速向美洲市场倾斜。**2021 年美洲地区收入占比 40.17%，为主要收入来源之一；欧洲、中东和非洲占比 41.77%，亚太地区占比 18.06%。随着美洲市场渗透率不断提升，公司美洲地区收入占比持续上升，2022 至 2024 年分别达 43.97%、46.84%及 48.17%，成为增长最强劲的区域。同期欧洲、中东和非洲市场保持平稳，占比在 39%左右；亚太市场受竞争格局及宏观环境影响，占比持续下滑至 2024 年的 12.57%。

图21：乐高收入按地区划分（百万丹麦克朗）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图22：乐高收入地区占比

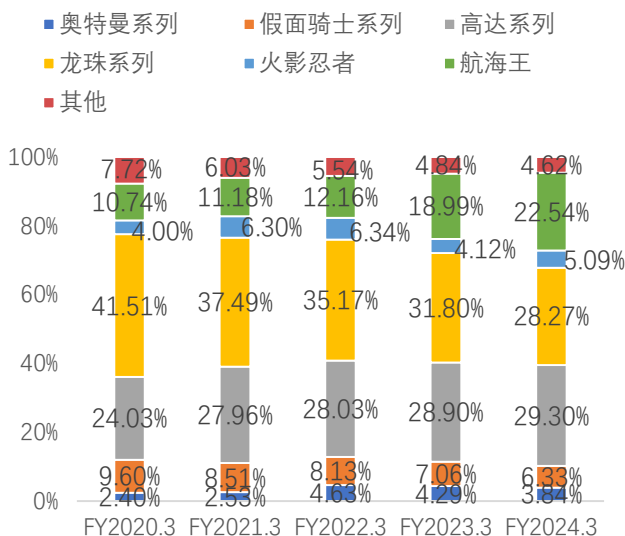


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**万代南梦宫：凭借高度成熟的“IP 轴”战略，实现 IP 运营与产品设计深度一体化，持续推动旗下 IP 矩阵优化和商业价值释放。**公司围绕 IP 构建全链路开发体系，通过玩具、游戏、影视、乐园等多元业务线协同，最大化 IP 价值。自 FY2020 起，公司核心 IP 结构稳定优化，高达系列收入占比从 24.03%提升至 FY2024 的 29.30%，稳居第一；航海王系列占比大幅增长，从 FY2020 的 10.74%上升至 FY2024 的 22.54%；龙珠系列占比虽从 41.51%回落至 28.27%，但仍为重要营收支柱。假面骑士和奥特曼系列保持稳定贡献，分别为 6.33%和 3.84%。多元核心 IP 共同构建稳健收入结构，有效分散单一 IP 波动风险。

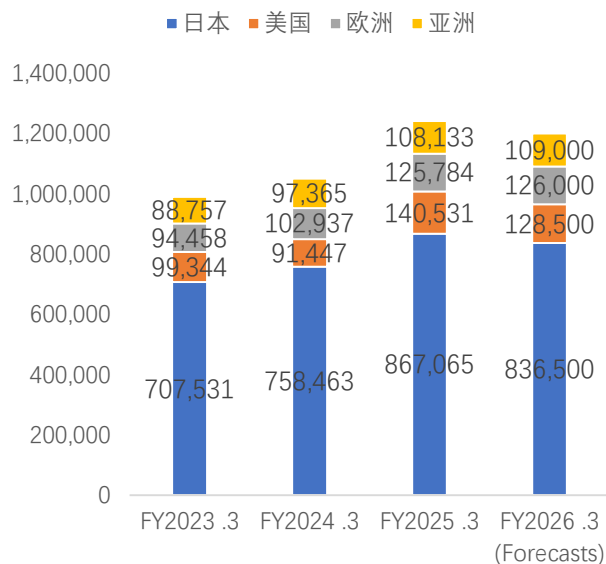
**收入分地区看：公司收入重心保持在日本市场，海外市场协同贡献稳步提升。**FY2024 财年，日本市场收入达 7.58 千亿日元，稳居公司主要营收来源；美洲、欧洲和亚洲市场分别贡献收入 0.91 千亿、1.03 千亿和 0.97 千亿日元，较 FY2023 实现稳健增长。整体来看，公司在巩固本土市场优势的同时，不断提升全球市场多元化布局，助力 IP 商业化价值持续释放。

图23: 万代南梦宫收入按 IP 划分占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图24: 万代南梦宫收入按地区划分 (百万日元)

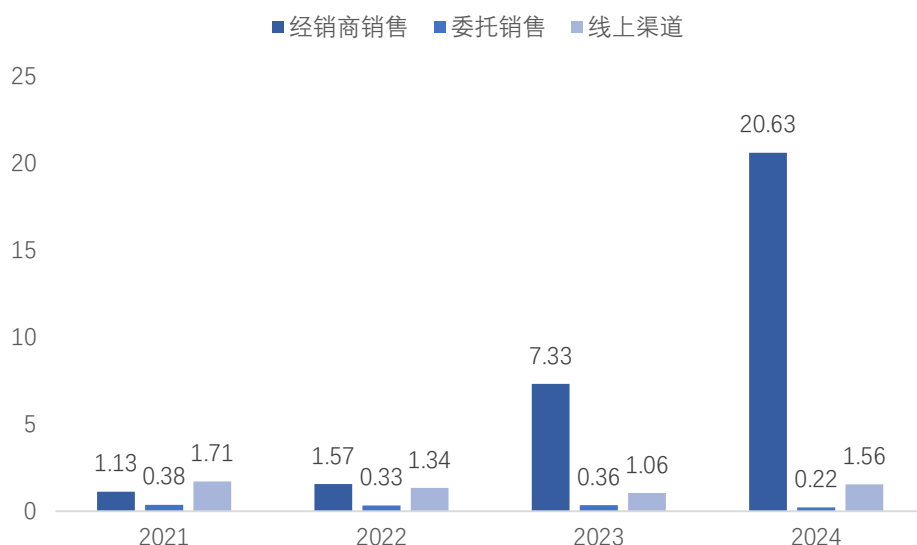


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 4. 渠道持续渗透，出海打开成长空间

**经销商渠道为核心。**学校周边的各类零售店及各类专业玩具店是公司重要渠道，主要因公司拼搭角色类玩具的受众主要为 16 岁以下的学生群体，具备一定自主消费能力但线上消费受限。随着公司 2022 年推出拼搭角色类玩具，渠道发展重点转向以经销商为核心的线下渠道。经销商渠道收入快速增长，2 年复合增速达到 262%，收入占比自 48% 提升至 92%。线上渠道此前主要用于公司积木产品的销售，随着产品战略的转向，线上收入经历了先下后上，2024 年恢复增长。

图25: 各渠道收入情况 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

#### 4.1渠道渗透仍有空间, 扩展成年人用户渠道

**渠道积极开拓中。**公司自2021年开始大力拓展经销渠道, 经销商数量由2020年末的40家快速提升至2024H1的511家。我们推测公司在拓展的同时也对经销商进行了调整优化, 以更适配产品结构的变化。公司同步拓展一二三线城市渠道, 各区域经销商数量均在快速增长, 公司线下渠道当前已有效覆盖所有一二线以及超过80%的三线及以下城市。

图26: 公司经销商数量变化

|         | 2021 | 2022 | 2023 | 2024H1 |
|---------|------|------|------|--------|
| 期初经销商数量 | 40   | 225  | 354  | 415    |
| 期内新增数量  | 252  | 257  | 184  | 121    |
| 期内终止数量  | 67   | 128  | 123  | 25     |
| 期末经销商数量 | 225  | 354  | 415  | 511    |

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

图27: 经销商数量按城市级别拆分

|         | 2021 | 2022 | 2023 | 2024H1 |
|---------|------|------|------|--------|
| 一线城市    | 42   | 67   | 78   | 93     |
| 二线城市    | 107  | 177  | 207  | 254    |
| 三线及以下城市 | 55   | 96   | 111  | 128    |
| 其他 (海外) | 21   | 14   | 19   | 36     |

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

**校边店开拓空间依然充足。**公司估测截至2024上半年, 产品覆盖终端线下网点约15万家。根据国家统计局数据, 2024年我国小学共有13.6万所。保守假设每所学校周边有2-3个文具店/小卖部等, 以中值计算则全国共有34万余个校边店。叠加各类社区店形态, 我们估计适配公司的线下网点有50万家以上, 公司仍有广阔的开拓空间。2024年底公司推出9.9元的“变形金刚星辰版”, 进一步向下拓展价格带, 加速开拓下沉市场。

**KA、旗舰店渠道亟待拓展。**定位成年群体的高价产品 (自用或为子女购买) 将是公司重要增量。成年人购买玩具的渠道与学生有所区别, 更多集中在商圈、商超、线上等场景。公司已与玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等专业门店或商超建立合作, 此外在主流电商平台均设立旗舰店, 已实现全渠道的初步布局。

直面消费者的渠道可快速得到消费者对产品的反馈, 助力公司打磨产品; 另外也可建立会员体系, 更有效地维护粉丝群体。从天猫渠道看, 多款百元以上产品销量靠前, 高价产品的竞争力得到验证。未来公司一方面将逐步开设直营旗舰店, 进一步提升布鲁可品牌的影响力, 扩展会员群体; 另一方面继续拓展 KA 渠道, 打开销售通路, 推高高价品的销售。

图28: 天猫渠道会员权益



资料来源: 布鲁可天猫旗舰店, 东兴证券研究所

图29: 天猫渠道销量排序, 高价产品靠前

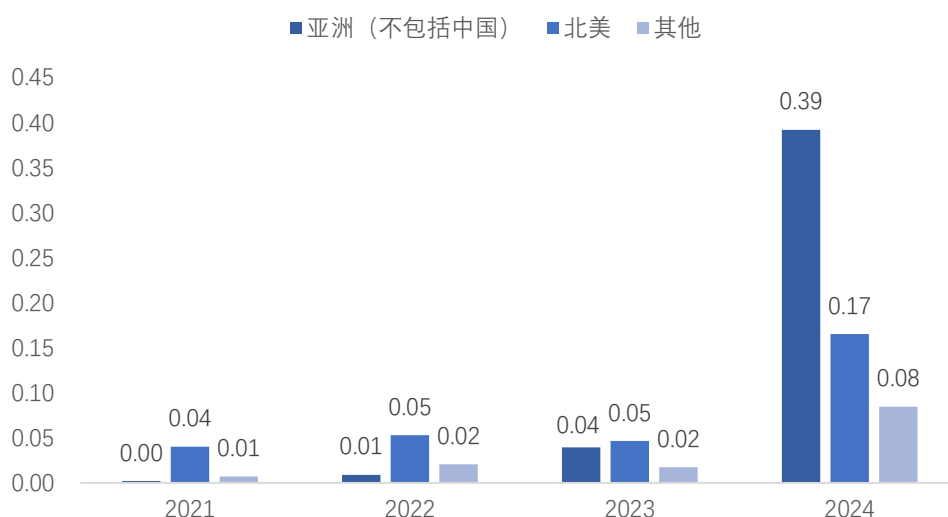


资料来源: 布鲁可天猫旗舰店, 东兴证券研究所

## 4.2积极扩展海外市场, 打开成长空间

**积极推进海外扩张, 空间充足。**公司在 2021 年已初步建立海外布局, 2024 年海外业务实现快速增长, 增长速度超过 500%, 远高于公司整体。2024 年公司海外收入占比仍不到 3%, 发展空间广阔。分区域看, 亚洲收入占比最高, 2024 年实现约 3900 万元, 此外北美实现约 1700 万元收入, 印度尼西亚和美国是公司收入最高的两个国家。

图30: 布鲁可海外分区域收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**核心 IP 在海外已有影响力, 优质经销商开发可期。**公司核心 IP 如奥特曼、变形金刚及 EVA 均为全球化 IP, 在海外已有较高知名度, 无需前期消费者教育。公司高性价比的产品设计在国内已有验证, 具备开发海外的潜力。优质经销商是开拓海外的重要资源, 其铺货能力将决定收入空间。2024 年公司在英国、印度尼西亚、马来西亚、新加坡均建立附属公司, 有望加快当地优质经销商的接洽。2024 年上半年公司海外经销商数量增至 36 家, 我们从 24 年海外收入变化推断, 经销商能力及合作深度均显著提升, 为进一步拓展打下坚实基础。

## 5. 盈利预测与投资评级

### 5.1 盈利预测

#### 1、收入

**奥特曼系列:** 通过持续的产品创新、高效的营销手段和良奢饰关系, 奥特曼系列产品在中国乃至国际市场上取得了显著的销售成绩。未来, 随着产品线的丰富, 预计奥特曼 IP 将继续为公司带来稳定的收入来源。我们预计该系列 2025-2027 年营收分别约为 21、27、35 亿元, 同比增速分别为 90%、30%、30%。

**变形金刚系列:** 变形金刚 IP 作为公司的重要授权 IP 之一, 未来通过丰富产品矩阵、拓展价格带、加强销售网络提升变形金刚销量和市场渗透率。我们预计该系列 2025-2027 年营收分别约为 10、15、20 亿元, 同比增速分别为 120%、50%、35%。

**英雄无限系列:** 公司自有 IP 英雄无限采用动画曝光+全渠道渗透的策略, 未来将持续推出新品拓圈。我们预计该系列 2025-2027 年营收分别达到 4.7、6、7.6 亿元, 同比增速分别为 50%、30%、25%。

**拼搭类其他 IP:** 公司目前 EVA IP 发展良好, 其他在手 IP 丰富, 未来将拓展女性、及高年龄层客户。我们预计 2025-2027 年营收分别达到 6、10.8、14 亿元, 同比增速分别为 75%、80%、30%。

**2、毛利率:** 随着单 IP 产品收入提升, 授权费及生产成本摊薄, 公司毛利率在未来几年将稳步提升。

3、整体费用率：收入端增速较高，经营杠杆效应下销售及管理费用率下降。

收入&净利润预测：综合上述因素，预计公司 2025-2027 年实现营收 41.75、59.18、77.29 亿元，归母净利润为 11.02、16.21、20.99 亿元。

表9：收入预测表(亿元)

|         | 2022   | 2023   | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 奥特曼     | 111.00 | 557.00 | 1095.80 | 2082.02 | 2706.63 | 3518.61 |
| YoY     |        | 399%   | 97%     | 90%     | 30%     | 30%     |
| 变形金刚    |        | 125.00 | 453.70  | 998.14  | 1497.21 | 2021.23 |
| YoY     |        | 467%   | 263%    | 120%    | 50%     | 35%     |
| 英雄无限    | 2.00   | 64.00  | 310.00  | 465.00  | 604.50  | 755.63  |
| YoY     |        | 3343%  | 384%    | 50%     | 30%     | 25%     |
| 其他 IP   | 4.00   | 23.00  | 342.00  | 600.00  | 1080.00 | 1404.00 |
| YoY     |        | 554%   | 1387%   | 75%     | 80%     | 30%     |
| 拼搭角色类玩具 | 117.00 | 769.00 | 2201.10 | 4145.16 | 5888.34 | 7699.47 |
| YOY     |        |        | 186%    | 88%     | 42%     | 31%     |
| 积木玩具    | 207.00 | 106.00 | 39.40   | 30.00   | 30.00   | 30.00   |
| 总收入     | 324.00 | 875.00 | 2240.50 | 4175.16 | 5918.34 | 7729.47 |
| YoY     |        |        | 156%    | 86%     | 42%     | 31%     |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 5.2投资评级

布鲁可凭借“奥特曼+变形金刚”两大授权 IP 与“英雄无限”等自有 IP 的组合，已成长为中国拼搭角色类玩具龙头。公司凭借独特的产品设计，持续扩展 IP 矩阵，拓展价格带和年龄层，公司 IP 商品化与供应链管理能力已得到验证。未来 IP 运营纵深有望持续强化，价格带和客户群打开新的成长空间。海外东亚、美国已成功试水，未来渠道复制与本地化内容同步推进，出海模型初步跑通，中长期空间广阔。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6. 风险提示

新品拓展不及预期，新市场开拓不及预期，国内外宏观经济不及预期。

**附表：公司盈利预测表**

| 资产负债表     |        | 单位:百万元 |       |       |       |           | 利润表     |        | 单位:百万元 |       |       |
|-----------|--------|--------|-------|-------|-------|-----------|---------|--------|--------|-------|-------|
|           | 2023A  | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度      | 2023A   | 2024A  | 2025E  | 2026E | 2027E |
| 流动资产      | 682    | 1,215  | 2,531 | 4,226 | 6,227 | 营业收入      | 877     | 2,241  | 4,175  | 5,918 | 7,729 |
| 现金        | 369    | 752    | 1,674 | 3,017 | 4,619 | 营业成本      | 462     | 1,062  | 1,962  | 2,722 | 3,556 |
| 应收票据及应收账款 | 38     | 112    | 137   | 186   | 233   | 营业税金及附加   | 1       | 5      | 0      | 0     | 0     |
| 其他应收款     | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     | 销售费用      | 189     | 283    | 501    | 729   | 940   |
| 预付账款      | 191    | 59     | 143   | 195   | 244   | 管理费用      | 144     | 658    | 626    | 858   | 1,121 |
| 存货        | 76     | 279    | 538   | 783   | 1,072 | 财务费用      | 2       | 2      | 11     | -42   | -69   |
| 其他流动资产    | 7      | 14     | 40    | 45    | 60    | 资产减值损失    | 0       | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 非流动资产     | 330    | 391    | 454   | 502   | 532   | 信用减值损失    | 0       | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 长期投资      | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     | 其他经营收益    | 0       | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 固定资产      | 48     | 154    | 139   | 125   | 110   | 公允价值变动收益  | 0       | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 无形资产      | 64     | 79     | 107   | 169   | 214   | 投资净收益     | 0       | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 其他非流动资产   | 219    | 158    | 208   | 208   | 208   | 营业利润      | 79      | 232    | 1,074  | 1,651 | 2,182 |
| 资产总计      | 1,013  | 1,606  | 2,986 | 4,728 | 6,760 | 其他非经营损益   | -269    | -527   | 150    | 150   | 150   |
| 流动负债      | 731    | 3,182  | 2,210 | 2,817 | 3,590 | 利润总额      | -190    | -296   | 1,224  | 1,801 | 2,332 |
| 短期借款      | 0      | 2,207  | 0     | 0     | 0     | 所得税       | 18      | 102    | 122    | 180   | 233   |
| 应付票据及应付账  | 260    | 567    | 1,075 | 1,472 | 1,935 | 净利润       | -207    | -398   | 1,102  | 1,621 | 2,099 |
| 其他流动负债    | 471    | 408    | 1,134 | 1,345 | 1,654 | 少数股东损益    | -1      | 3      | 0      | 0     | 0     |
| 非流动负债     | 1,890  | 25     | 25    | 25    | 25    | 归属母公司净利润  | -206    | -401   | 1,102  | 1,621 | 2,099 |
| 长期借款      | 1,848  | 0      | 0     | 0     | 0     | 主要财务比率    | 2023A   | 2024A  | 2025E  | 2026E | 2027E |
| 其他非流动负债   | 42     | 25     | 25    | 25    | 25    |           |         |        |        |       |       |
| 负债合计      | 2,621  | 3,207  | 2,235 | 2,842 | 3,615 | 成长能力      |         |        |        |       |       |
| 少数股东权益    | -2     | 0      | 0     | 0     | 0     | 营业收入(%)   | 169.27  | 155.61 | 86.31  | 41.75 | 30.60 |
| 股本        | 0      | 0      | 245   | 245   | 245   | 归母净利润(%)  | 50.92   | -94.59 | 374.74 | 47.11 | 29.49 |
| 资本公积      | -1,606 | -1,601 | -376  | -376  | -376  | 获利能力      |         |        |        |       |       |
| 留存收益      | 0      | 0      | 881   | 2,016 | 3,275 | 毛利率(%)    | 47.33   | 52.60  | 53.00  | 54.00 | 54.00 |
| 归属母公司股东权  | -1,606 | -1,601 | 751   | 1,886 | 3,145 | 净利率(%)    | -23.67  | -17.76 | 26.39  | 27.39 | 27.15 |
| 负债和股东权益   | 1,013  | 1,606  | 2,986 | 4,728 | 6,760 | ROE(%)    | 12.83   | 25.06  | 146.74 | 85.97 | 66.74 |
| 现金流量表     |        |        |       |       |       | 单位        |         |        |        |       |       |
| 会计年度      | 2023A  | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |           |         |        |        |       |       |
| 经营活动现金流   | 285    | 762    | 1855  | 1753  | 2338  | 资产负债率(%)  | 258.82  | 199.66 | 74.85  | 60.12 | 53.48 |
| 净利润       | -207   | -398   | 1102  | 1621  | 2099  | 流动比率      | 0.93    | 0.38   | 1.15   | 1.50  | 1.73  |
| 折旧摊销      | 45     | 88     | 36    | 53    | 69    | 速动比率      | 0.82    | 0.29   | 0.88   | 1.21  | 1.42  |
| 财务费用      | 2      | 2      | 11    | -42   | -69   | 营运能力      |         |        |        |       |       |
| 其他经营现金流   | 446    | 1071   | 706   | 121   | 238   | 总资产周转率    | 0.87    | 1.40   | 1.40   | 1.25  | 1.14  |
| 投资活动现金流   | -43    | -119   | 35    | 35    | 35    | 应收账款周转率   | 22.92   | 20.01  | 30.42  | 31.74 | 33.18 |
| 资本支出      | 12     | 137    | 100   | 100   | 100   | 每股指标(元)   |         |        |        |       |       |
| 其他投资现金流   | -56    | -256   | -65   | -65   | -65   | 每股收益(最新摊  | -0.83   | -1.61  | 4.42   | 6.50  | 8.42  |
| 筹资活动现金流   | -70    | -286   | -969  | -444  | -771  | 每股经营现金流   | 1.14    | 3.06   | 7.44   | 7.03  | 9.38  |
| 短期借款      | -5     | 2207   | -2207 | 0     | 0     | 每股净资产(最新  | -6.44   | -6.42  | 3.01   | 7.56  | 12.62 |
| 长期借款      | 274    | -1848  | 0     | 0     | 0     | 估值比率      |         |        |        |       |       |
| 其他筹资现金流   | -339   | -645   | 1238  | -444  | -771  | P/E       | -137.26 | -70.54 | 25.68  | 17.45 | 13.48 |
| 现金净增加额    | 171    | 357    | 921   | 1344  | 1602  | P/B       | -17.61  | -17.67 | 37.68  | 15.00 | 9.00  |
|           |        |        |       |       |       | EV/EBITDA | -12.22  | -10.39 | 21.55  | 14.67 | 10.94 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业分析师, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526