浦银国际研究

首次覆盖 | 消费行业

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

布鲁可（325.HK）：引领拼搭角色新势力；首次覆盖给予“买入”

我们首次覆盖布鲁可，并给予“买入”评级，目标价 124.6 港元。自今年 1 月初上市以来，布鲁可股价经历了上半年的持续暴涨以及过去三个月里的快速回落。我们确实看到布鲁可短期的增长趋势以及业绩表现面临一定的不确定性，但我们认为布鲁可在拼搭角色类玩具这一细分赛道独特的产品定位以及其在 IP 矩阵、产品开发及渠道建设等方面所具备的竞争优势，这些竞争优势有望在中长期维度为公司打开增长的空间。在股价大幅回调之后，公司目前的估值仅为 21.6x 2026 P/E。随着公司成人消费者占比不断提升、海外收入贡献加大以及业绩确定性的改善，我们认为布鲁可的估值水平有望获得提升。

- **独特的产品定位带来差异化竞争优势：** 布鲁可深度聚焦拼搭角色类玩具细分赛道。中国拼搭角色类玩具市场在 2019-2023 年的 GMV 年均复合增长率达到 49.6%，远高于其他玩具。在拼搭角色玩具领域，布鲁可的产品在设计上高度对标万代南梦宫，但在向消费者提供同等娱乐性和可玩性的情况下具有更高的质价比。同时，相较其他国产品牌，布鲁可的产品做工更精细、玩家体验普遍更佳。这使布鲁可在短短两年时间里跃居中国拼搭角色类玩具细分赛道市场份额第一。

- **“丰富的 IP 矩阵+强大的产品开发能力”构建护城河：** 我们认为“丰富的 IP 矩阵+强大的产品开发能力”构筑了布鲁可最大的护城河。丰富且多元化的 IP 矩阵（截至 2025 年 6 月底，约 72 个授权 IP）使公司可以通过不同的 IP 组合迎合不同目标客群和不同市场的消费需求。在这一基础上，公司凭借强大的产品设计和开发能力（由广泛的专利布局可见）为每个 IP 打造出个性化和定制化的产品，满足消费者对不同 IP 的心理需求，并持续进行迭代和快速上新。另外，公司在渠道和供应链方面也有较为完善的布局。

- **中长期发展策略为未来的增长打开想象空间：** 布鲁可目前的销售收入仍高度依赖其核心 IP，且其受众群体主要集中在国内 6-16 岁年龄段人群。为了打开公司长期的增长空间，公司设定的中长期策略主要包括（1）持续对新 IP 进行产品布局，使收入结构更为均衡，（2）扩大受众群体范围（尤其是成人和女性消费者），长期目标为 16 岁以上消费者的收入贡献达到 30%以上，（3）提升高客单价产品收入占比，推动核心产品价格带上移，以及（4）大力拓展海外市场，长期目标为海外收入占比达到 30%。我们认为以上发展策略短期来看已初见成效，并有望在未来几年间持续推进，在为公司长期可持续增长注入动力的同时，也将提升公司的估值水平。

- **盈利预测与估值：** 我们预测公司 2H25 收入同比增长 68%，2026 年收入同比增长 41%，主要由新的 IP 产品驱动。我们判断未来奥特曼系

林闻嘉
首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

张嘉
消费分析师
constance_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6439

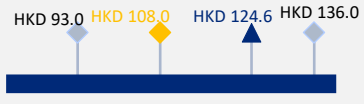
2025 年 10 月 16 日

评级

买入

目标价（港元）	**124.6**
潜在升幅/降幅	**+15.4%**
目前股价（港元）	108.0
52 周内股价区间（港元）	73.5-198.0
总市值（百万港元）	26,871
近 3 月日均成交额（百万港元）	163

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：截至 2025 年 10 月 15 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现

资料来源：Bloomberg、浦银国际

扫码关注浦银国际研究

浦银国际 | 首次覆盖 | 布鲁可（325.HK）

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

列收入占比会逐渐降低，而新 IP 的收入贡献会逐渐增加。我们预测毛利率可能在 2H25 持续承压，但 2026 年后有望在新 IP 收入增长的带动下逐渐恢复，从而带动净利率的扩张。我们 124.6 港元的目标价是基于 24x 2026 年 P/E，基本符合国际玩具企业的平均估值水平，且与万代南梦宫当前的估值水平相当。

- **投资风险：** （1）奥特曼系列收入规模下降，（2）新 IP 产品上市后表现不及预期，（3）毛利率持续承压，（4）市场竞争加剧，主要对手产品力提升，（5）出现渠道库存过高的情况，（6）海外增速不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标（2023-2027E）

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	877	2,241	3,350	4,724	6,000
同比	169.3%	155.6%	49.5%	41.0%	27.0%
核心净利润	74	582	811	1,179	1,549
同比	133.4%	683.1%	39.5%	45.3%	31.4%
市盈率 (x)	n.a.	n.a.	32.4	21.6	16.3
ROE	n.a.	n.a.	n.a.	34.0%	34.3%

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 – 布鲁可

利润表

（百万人民币）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**877**	**2,241**	**3,350**	**4,724**	**6,000**
同比	*169.3%*	*155.6%*	*49.5%*	*41.0%*	*27.0%*
营业成本	-462	-1,062	-1,728	-2,406	-3,019
毛利润	**415**	**1,179**	**1,621**	**2,318**	**2,980**
毛利率	*47.3%*	*52.6%*	*48.4%*	*49.1%*	*49.7%*
销售费用	-189	-283	-435	-612	-773
管理及研发费用	-144	-658	-389	-493	-603
经营利润	**82**	**238**	**797**	**1,213**	**1,604**
经营利润率	*9.3%*	*10.6%*	*23.8%*	*25.7%*	*26.7%*
财务费用	-2	-2	-2	-3	-2
其他营业收入	6	17	101	124	160
其他	-276	-549	-14	-14	-14
税前利润	**-190**	**-296**	**882**	**1,321**	**1,748**
所得税	-18	-102	-111	-161	-211
所得税率	-9.3%	-34.6%	12.5%	12.2%	12.1%
净利润	**-207**	**-398**	**772**	**1,160**	**1,537**
减：少数股东损益	-1	3	-	-	-
归母净利润	**-209**	**-395**	**772**	**1,160**	**1,537**
归母净利率	-23.8%	-17.6%	23.0%	24.6%	25.6%
同比	-50.9%	94.6%	n.a.	50.3%	32.5%

现金流量表

（百万人民币）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	-190	-296	882	1,321	1,748
资产折旧	14	36	89	138	155
财务支出	2	2	2	3	2
税务支出	0	1	2	3	4
租赁负债财务支出	21	24	24	26	28
存货增减	-15	-203	-106	-128	-51
应收增减	-24	-78	-54	-111	-60
应付增减	-4	-40	-23	-41	-37
租赁支出	36	17	0	1	0
其他	445	1,299	63	198	-285
经营活动产生的现金流量净额	**285**	**762**	**879**	**1,410**	**1,504**
资本开支	-24	-84	-310	-265	-210
投资支付现金和收益	0	1	0	0	0
其他	-19	-36	-58	-69	-83
投资活动产生的现金流量净额	**-43**	**-119**	**-368**	**-334**	**-293**
股东注资	0	0	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0	0	-116	-243	-354
其他	-70	-286	1,617	-28	-31
筹资活动产生的现金流量净额	**-70**	**-286**	**1,501**	**-272**	**-384**
现金及现金等价物净增加额	171	357	2,012	804	826
汇兑损益	0	0	0	0	0
期初现金及现金等价物余额	189	361	718	2,730	3,534
期末现金及现金等价物余额	**361**	**718**	**2,730**	**3,534**	**4,360**

资产负债表

（百万人民币）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	361	720	2,730	3,534	4,360
短期投资	1	0	0	0	0
贸易及应收款项	38	112	166	277	338
预付账款	14	73	93	128	160
其他应收账款	0	0	0	0	0
存货	76	279	384	512	563
其他流动资产	191	32	32	32	32
流动资产合计	**682**	**1,215**	**3,406**	**4,483**	**5,453**
物业、厂房及设备	48	154	375	502	557
使用权资产	58	57	57	79	74
无形资产	6	21	42	66	96
联营公司投资	0	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	0
递延所得税资产	204	145	145	145	145
贸易及应收款项	0	1	1	1	1
其他非流动资产	15	12	15	21	26
非流动资产合计	**330**	**391**	**635**	**814**	**898**
贸易及应付款项	260	567	759	1,060	925
合同负债	66	83	84	85	85
即期所得税负债	26	0	0	0	0
其他应付款项	169	272	179	176	176
租赁负债	22	35	35	57	51
其他	188	2,224	17	17	17
流动负债合计	**731**	**3,182**	**1,073**	**1,395**	**1,254**
租赁负债	35	25	25	25	25
其他非流动负债	1,855	0	0	0	0
非流动负债合计	**1,890**	**25**	**25**	**25**	**25**
股本	0	0	0	0	0
储备	-1,606	-1,601	2,944	3,880	5,075
少数股东权益	-2	0	0	0	0
所有者权益合计	**-1,608**	**-1,601**	**2,944**	**3,880**	**5,075**

财务和估值比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股数据（人民币）					
摊薄每股收益	n.a.	-1.61	3.10	4.65	6.17
每股销售额	n.a.	8.99	13.44	18.95	24.07
每股股息	n.a.	0.00	0.47	0.98	1.42
同比变动					
收入	169.3%	155.6%	49.5%	41.0%	27.0%
经营溢利	n.a.	191.3%	234.8%	52.1%	32.3%
归母净利润	-50.9%	94.6%	n.a.	50.3%	32.5%
费用与利润率					
毛利率	47.3%	52.6%	48.4%	49.1%	49.7%
经营利润率	9.3%	10.6%	23.8%	25.7%	26.7%
归母净利率	-23.8%	-17.6%	23.0%	24.6%	25.6%
回报率					
平均股本回报率	n.a.	n.a.	n.a.	34.0%	34.3%
平均资产回报率	-20.6%	-30.2%	27.3%	24.8%	26.4%
资产效率					
应收账款周转天数	11.1	12.2	15.1	17.1	18.7
库存周转天数	54.3	61.0	70.0	68.0	65.0
应付账款周转天数	149.5	142.0	140.0	138.0	120.0
财务杠杆					
流动比率（x）	0.9	0.4	3.2	3.2	4.3
速动比率（x）	0.8	0.3	2.7	2.8	3.8
现金比率（x）	0.5	0.2	2.5	2.5	3.5
负债/ 权益	-1.6	-2.0	0.4	0.4	0.3
估值					
市盈率（x）	n.a.	n.a.	32.4	21.6	16.3
市销率（x）	n.a.	11.2	7.5	5.3	4.2
股息率	n.a.	0.0%	0.5%	1.0%	1.4%

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

目录

独特的产品定位带来差异化竞争优势 5

- 深度聚焦拼搭角色玩具细分赛道 5
- 对标万代南梦宫，但更具性价比 9
- 产品品质在国内玩家中处于领先 12

布鲁可的护城河究竟是什么？ 14

- （1）丰富的 IP 矩阵——任何角色皆可拼搭 15
- （2）优秀的产品设计和开发能力构筑核心竞争力 18
- （3）高效的供应链和规模化生产是性价比的基础 22
- （4）发达的分销网络 23

中长期发展策略为未来的增长打开想象空间 26

盈利预测 33

估值及目标价 37

投资风险 38

SPDBI 乐观与悲观情景假设 40

公司背景 41

- 公司介绍 41
- 前十大股东 42
- 公司历史 43
- 公司管理层 44

布鲁可（325.HK）：引领拼搭角色新势力；首次覆盖给予“买入”

独特的产品定位带来差异化竞争优势

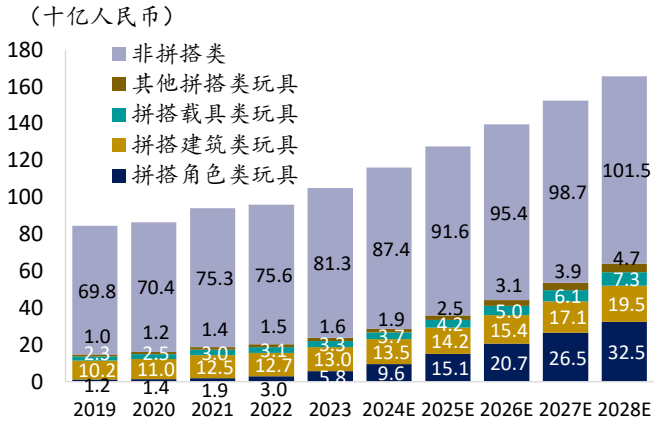
- **深度聚焦拼搭角色玩具细分赛道**

布鲁可聚焦拼搭角色类玩具这一细分赛道。这一赛道在中国玩具行业中属于相对小众的赛道，弗若斯特沙利文预计拼搭角色类玩具 2024 年仅占中国整体玩具市场规模的 8.3%，占中国拼搭类玩具市场规模的三分之一。

然而，拼搭角色类玩具却是近几年中国玩具行业中增速最快的细分赛道之一。根据弗若斯特沙利文的数据，拼搭角色类玩具在 2019-2023 年的 GMV 年均复合增长率为 49.6%，远高于其他类型的拼搭玩具。

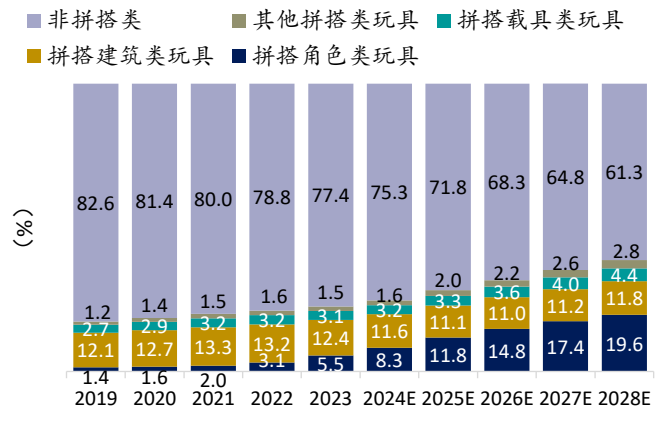
拼搭角色类玩具在满足消费者对于热门 IP 角色的追捧心理的同时，具有较高的可玩性与益智性，令消费者在拼搭的过程获得较好的体验感和满足感，而拼搭完成后的成品又具有一定的收藏价值。

图表 2：中国玩具市场规模 GMV 按形态划分，2019-28E



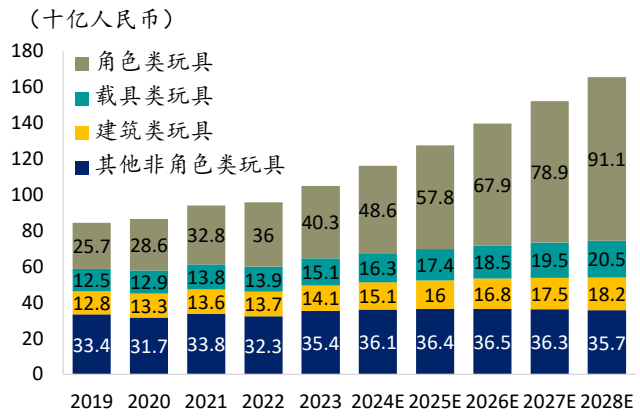
资料来源：布鲁可 IPO 招股书、弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 3：中国玩具市场规模 GMV 按形态划分,预计 2024 年拼搭类玩具占玩具市场 8.3%



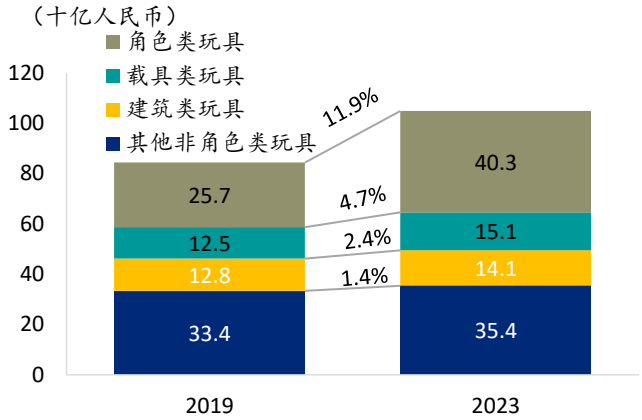
资料来源：布鲁可 IPO 招股书、弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 4：中国玩具市场规模 GMV 按形态划分，2019-28E



资料来源：布鲁可 IPO 招股书、弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 5：中国玩具市场规模 GMV 按形态划分复合增长率，2019-2023 年

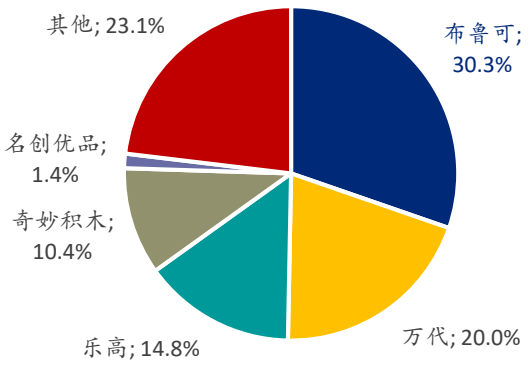


资料来源：布鲁可 IPO 招股书、弗若斯特沙利文、浦银国际

在全球范围内，万代南梦宫与乐高是拼搭角色类玩具市场的绝对领导者。根据弗若斯特沙利文的数据，万代南梦宫与乐高在 2023 年全球拼搭角色类玩具的市场份额分别为 39.5%与 35.9%，而布鲁可排名第三，市场份额为 6.3%。

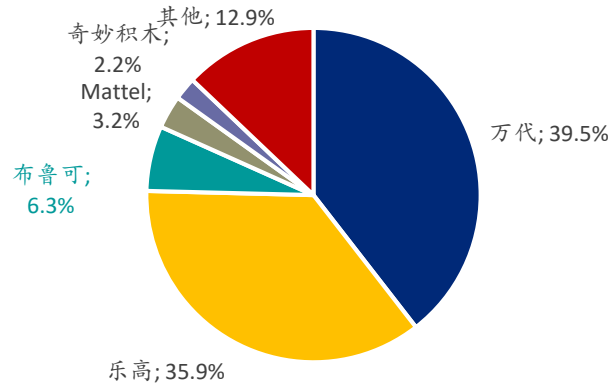
在中国，布鲁可在拼搭角色类玩具市场已超越万代南梦宫与乐高成为这一细分赛道的领导者，2023 年的市场份额达到 30.3%，而万代南梦宫与乐高的市场份额分别为 20.0%与 14.8%。

图表 6：中国拼搭角色类玩具市场占有率，2023 年 GMV



资料来源：布鲁可 IPO 招股书、弗若斯特沙利文、浦银国际

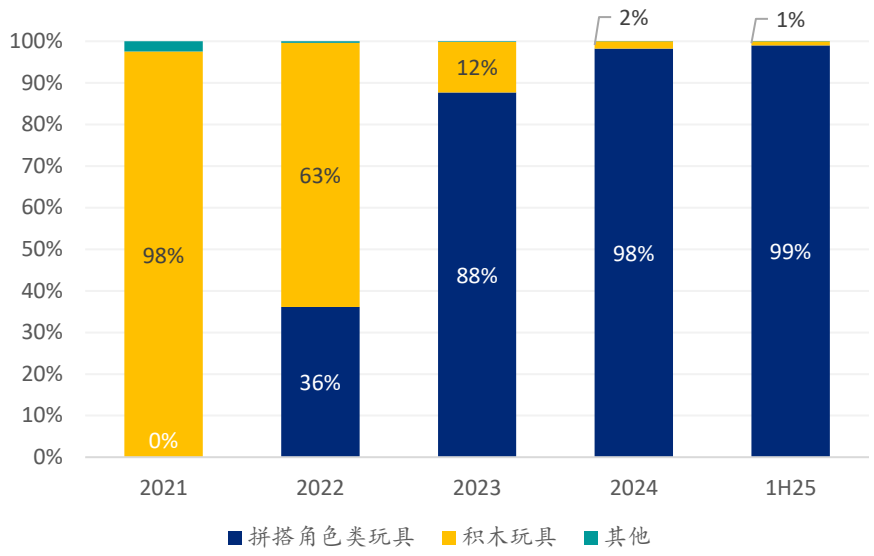
图表 7：全球拼搭角色类玩具市场占有率，2023 年 GMV



资料来源：布鲁可 IPO 招股书、弗若斯特沙利文、浦银国际

布鲁可在 2022 年以前只生产和销售积木类的玩具产品。公司从 2022 年开始推出拼搭角色类产品，意味着在产品策略层面公司逐渐向细分赛道转型。截止到 2024 年底，布鲁可 98%的玩具收入来自于拼搭角色类玩具，仅有不到 2%的玩具收入来自于积木类玩具产品。公司表示未来将不断引入新的 IP，我们预计公司将继续聚焦拼搭角色类玩具产品的开发、设计、生产与销售。

图表 8：布鲁可的收入分布，2021-1H25



资料来源：公司数据、浦银国际

布鲁可的拼搭角色类产品覆盖了 9.9 元至 500 元的价格带。其中，39-49 元为布鲁可的主流价格带，预计占公司 2024 年整体收入的 60%以上。另外，9.9-19.9 元的平价产品的收入占比大约在 20%-25%。公司对 50-100 元价格带的中高端产品以及 100 元以上价格带的高端产品也有所布局，但目前收入贡献相对比较有限，整体占比预计在 15%-20%。

展望未来，我们预计公司主流价格带的收入占比将逐步减小，而平价价格带以及中高端价格带及以上的产品收入占比将逐步提升。提升平价价格带产品占比有助于触达低线市场更广大的消费群体，而加大中高端及以上产品的推广力度旨在迎合高线市场消费者对于高端拼搭角色玩具的消费需求，真正实现对万代南梦宫产品的高性价比替代。

图表 9：布鲁可产品矩阵及价格带分布

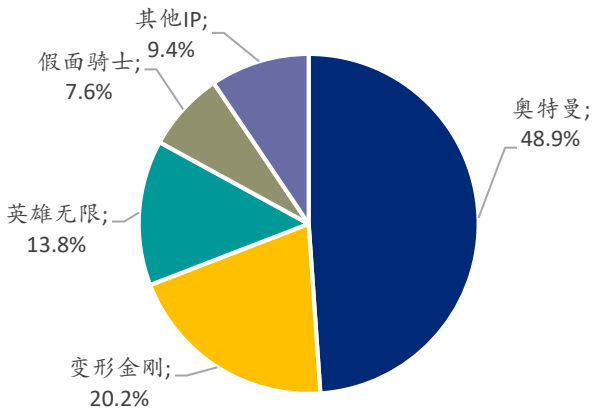
资料来源：布鲁可 IPO 招股书、浦银国际

• 对标万代南梦宫，但更具性价比

布鲁可的产品在消费场景、目标客群、产品设计与制造工艺等方面都高度对标万代南梦宫。与万代南梦宫一样，布鲁可的主要产品也属于拼搭角色类玩具，且完成拼搭后的产品具有手办类产品的展示性和装饰性。

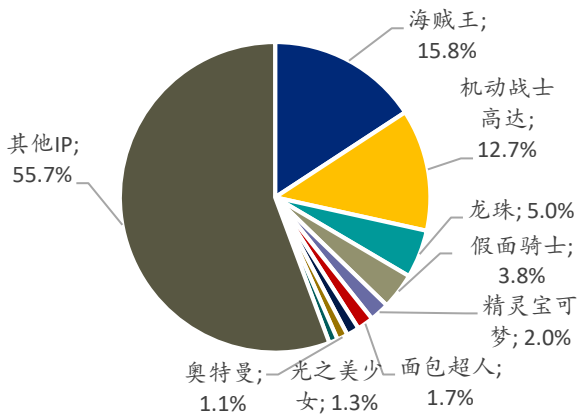
另外，布鲁可的 IP 构成与万代南梦宫有较大的重叠，其两大重要 IP 奥特曼和假面骑士同样也位列万代南梦宫的前十大 IP，而奥特曼的 IP 持有者正是万代控股的圆谷公司。

图表 10：布鲁可核心 IP 收入占比，2024 年



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 11：万代核心 IP 收入占比，2024 财年



资料来源：公司数据、浦银国际。注：万代 2024 财年为 2024 年 4 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日

我们试图对比布鲁可与万代南梦宫的奥特曼系列产品。布鲁可的奥特曼产品的价格带分布从人民币 9.9 元至 300 元不等，而万代南梦宫的产品价格带分布从人民币 59 元至 650 元不等。可见万代南梦宫奥特曼产品整体的价格带要高于布鲁可。

图表 12：布鲁可奥特曼系列产品矩阵及价格带分布

注：数据截至 2025 年 9 月 17 日

资料来源：淘宝、浦银国际

图表 13：万代南梦宫奥特曼系列产品矩阵及价格带分布

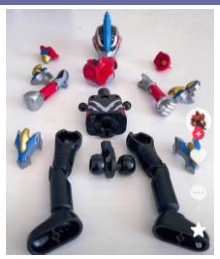
注：数据截至 2025 年 9 月 17 日

资料来源：淘宝、浦银国际

布鲁可主流价格带的奥特曼 IP 产品包括群星版（已推出第 15 弹）、神奇版（3 弹）以及闪耀版（已推出第 11 弹），定价都为 39 元。其中，群星版产品由 25-36 个拼搭颗粒组成，有 23 处关节可动。反观万代南梦宫的奥特曼 IP 产品，价格最低的为 59 元的软胶手办，虽然高度达 14 厘米，但基本无需拼搭，且基本没有可动的关节。从可玩性的角度来看，我们认为万代南梦宫 99 元的银河维克特利可以对标布鲁可的主流价格带产品，但价格要高得多。

同样的，对于高客单价奥特曼产品，如果从各自的产品里选取价格相近的两款产品，布鲁可产品的可玩性和娱乐性要远高于万代南梦宫。

图表 14：布鲁可对比万代奥特曼系列

品牌	布鲁可	万代
		
系列	奥特名鉴闪耀版第9弹（银河维克特利）	银河维克特利
价格（人民币）	39 元	99 元
高度	13 厘米	17.5 厘米
参数	大臂90°平举、手部超可动、脚底接地性、双段球关头胸大幅可动、大腿可平转、双轴关节屈膝大幅可动；20多处关节可动。	配件：一个ex雷德王重击拳臂，一个谢帕顿圣剑。

品牌	布鲁可	万代
系列	传奇版布莱泽奥特曼	S.H.Figuarts黑暗战士基尔亚刻
价格（人民币）	249 元	370 元
高度	18 厘米	15 厘米
参数	功能：磁吸灯，胸口眼睛发光。 可动：134处关节可动； 涂装：全身丰富的预分色涂装，局部零件一体双色成型； 手臂3条、固定手型7对/底座+支架特效件1（螺旋光矛-红蓝白透明材质，约20cm）、武器2（分别可组合富多兰克武器）。	配件：替换用手型左右各6种、罪恶亚刻升华终结特效件；额外配件：亚刻升华终结特效件、光线冲突特效件。

资料来源：淘宝、浦银国际

总体来说，我们认为对于同等价格段的产品，布鲁可产品的可玩性远高于万代南梦宫。而对于娱乐性和可玩性相近的产品，布鲁可的性价比则远高于万代南梦宫。这充分诠释了布鲁可作为万代南梦宫“平替”的产品定位。

• 产品品质在国内玩家中处于领先

与万代南梦宫的产品相比，性价比是布鲁可最大的优势。而和其他国产拼搭角色类玩具品牌相比，布鲁可最大的优势则在于其较为优质的产品品质和玩家体验。

从产品属性和主要 IP 构成来看，奇妙积木（隶属于广东启梦积木有限公司）的产品与布鲁可的产品具有较大的可比性。在中国拼搭角色类玩具市场，我们预估奇妙积木的市场份额约为 10%，仅次于布鲁可、万代和乐高。

图表 15：奇妙积木奥特曼系列产品矩阵及价格带分布

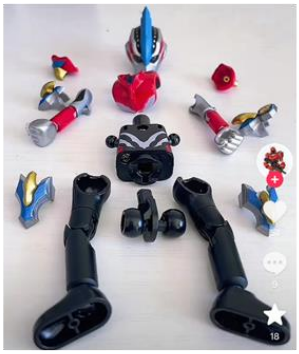
注：数据截至 2025 年 9 月 17 日

资料来源：淘宝、浦银国际

我们比较了布鲁可与奇妙积木在大众价格带的同类产品（布鲁可群星版奥特曼和奇妙的无限版奥特曼），同时也收集了一些消费者的反馈，最后得出以下结论：

（1） 奇妙的可动关节比布鲁可的更多，可玩性较强；
（2） 布鲁可的关节标准化程度较高，更顺滑，拼装体验感更好；
（3） 布鲁可更耐玩，长时间把玩后关节依然不会松动；
（4） 从做工精细程度以及材质来看，布鲁可好于奇妙。

图表 16：布鲁可对比奇妙积木奥特曼系列

品牌	布鲁可	奇妙积木
		
品牌	**布鲁可**	**奇妙积木**
系列	奥特名鉴闪耀版第9弹（银河维克特利）	奥特曼Zero无限版（奈克赛斯成年体）
价格（人民币）	39 元	29.9 元
高度	13 厘米	11.5 厘米
参数	大臂90°平举、手部超可动、脚底接地性、双段球关头胸大幅可动、大腿可平转、双轴关节屈膝大幅可动；20多处关节可动。	20多处关节可动

资料来源：淘宝、浦银国际

总体来看，对于同等大众价位带（即零售价人民币 50 元以下）的产品，奇妙的可玩性较强，但从产品品质以及做工来看，布鲁可更强，两家主流价格带的产品各有千秋。

另一方面，布鲁可在高端价格带（即零售价人民币百元以上）有较强的产品布局（比如奥特曼和变形金刚的传奇版），而奇妙在百元以上的价格带缺乏有竞争力的产品。我们认为，在国产拼搭角色玩具品牌中，目前布鲁可在高端价格带基本找不到可直接对标的竞争对手。

布鲁可的护城河究竟是什么？

综上所述，我们认为布鲁可相较其他竞争对手的主要优势，在于其满足了消费者对相关 IP 周边产品的收集与观赏性的需求以及对拼搭类玩具娱乐性和可玩性的要求，同时又兼顾了产品的性价比。

布鲁可能够做到以上竞争优势，主要是因为公司同时具备了以下四大能力：

（1） 丰富的授权 IP 矩阵——任何角色都可拼搭；
（2） 优秀的产品设计和开发能力是核心竞争力；
（3） 高效的供应链和规模化生产是性价比的基础；
（4） 发达的分销网络。

基于丰富的授权 IP 矩阵，同时结合深度消费者洞察，以及 IP 人物特点和个性，布鲁可设计出更能被目标客群所接受和喜爱的拼搭类玩具产品。产品设计完成后，公司依靠高效的供应链和规模化生产来确保较高的产品质量以及较低的生产成本，从而达到相对更高的产品性价比。最后，公司再通过发达的分销网络（线上+线下），让产品触达不同层级城市的消费者。

图表 17：布鲁可的竞争优势生态圈

资料来源：布鲁可 IPO 招股书、浦银国际

• （1）丰富的 IP 矩阵——任何角色皆可拼搭

相较其他玩具企业，布鲁可打造了非常丰富、全面且多元化的 IP 矩阵。目前布鲁可拥 72 个左右授权 IP（包括奥特曼、变形金刚、假面超人、宝可梦、初音未来、新世纪福音战士、柯南、圣斗士星矢等）以及两个自有 IP（英雄无限和百变布鲁可）。可以说，布鲁可将大部分耳熟能详的动漫角色 IP 收入囊中。通过不断设计出符合 IP 角色特质的个性化产品，布鲁可用行动诠释了“任何角色皆可拼搭”的理念。

图表 18：布鲁可部分 IP 矩阵：自有 IP 及授权 IP

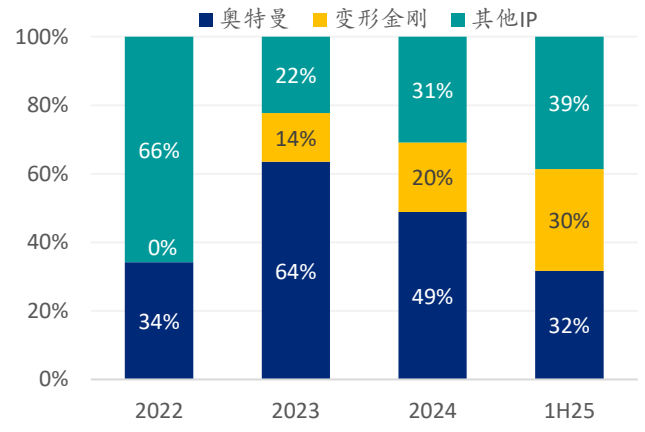
资料来源：布鲁可 IPO 招股书、浦银国际

核心授权拼搭角色 IP 贡献主要收入

公司 2022-1H25 的大部分的收入来自于授权 IP。公司前四大 IP（奥特曼、变形金刚、假面骑士、英雄无限）在 1H25 贡献了公司 83.1%的收入，且这四大 IP 各自的收入占比也都达到了 10%以上。相较 2024 年奥特曼一个 IP 贡献了公司一半的收入，我们认为布鲁可的 IP 分布正在逐渐趋于均衡和多元化。

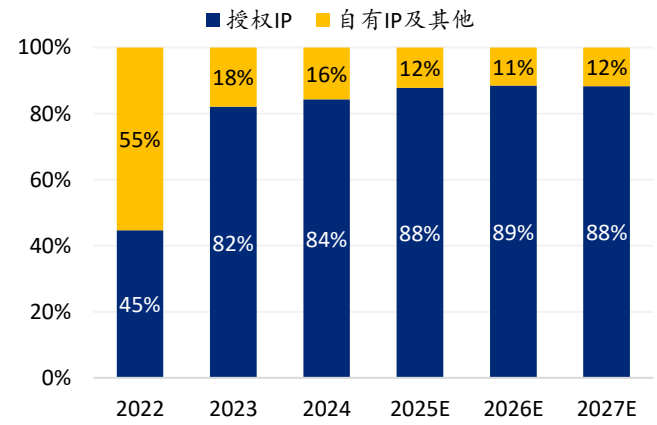
在所有授权 IP 中，奥特曼无疑是布鲁可最核心的 IP，贡献了公司 2024 年收入的 49%以及 1H25 收入的 30%以上。公司对其奥特曼产品不断进行更新迭代，持续推出新的产品系列，以维持其较为高速的增长。另外，变形金刚相关产品的销售收入过去两年经历了高速增长。我们认为 1H25 变形金刚的收入规模已基本与奥特曼齐平。

图表 19：布鲁可核心 IP 收入占比，2022-1H25



注：1H25 奥特曼和变形金刚收入为浦银国际预测。
资料来源：公司数据、浦银国际。

图表 20：布鲁可自有 IP 及授权 IP 收入占比，2022-2027E



E=浦银国际预测；
资料来源：公司数据、浦银国际。

除了奥特曼与变形金刚以外，公司也在努力引入新的拼搭角色来丰富其 IP 的多样性。公司于 2024 年下半年推出了假面骑士系列拼搭产品。该系列产品一经推出即取得较好的销量，并贡献了 2025 年上半年 10%以上的玩具收入，成为公司继变形金刚之后的第三大授权 IP。今年上半年，公司又推出了新世纪福音战士传奇版 2 号机，同样受到较好的市场反馈。

2025 年，公司还计划开发并推出初音未来、哈利波特、柯南等人物角色来吸引不同种类的目标客群。比如，初音未来主要的消费群体为 18-30 岁爱好二次元文化的年轻人，而柯南更多吸引的是 80 后与 90 后客群。

随着新 IP 相关产品的陆续推出，我们认为公司未来的收入组成有望变得更加均衡，目标客群的范围也有望变得更为广泛。

自有 IP 打开想象空间

布鲁可旗下目前拥有两大自有 IP，分别是百变布鲁可和英雄无限。我们估算自有 IP 在 2024 年和 2025 年的收入贡献分别为 16%和 12%。

百变布鲁可：公司早在 2017 年就推出百变布鲁可的积木产品，主要目标客群为 6 岁以下儿童。配合百变布鲁可的产品，公司还推出了同名动画系列。公司目前有 50 款左右的百变布鲁可产品在售，但对公司整体的收入贡献相当有限。

英雄无限：英雄无限是公司目前最主要的自有 IP，也是公司第三大 IP（以收入计算）。英雄无限将中国经典文学中的标志性故事角色（如孙悟空、哪吒、关羽、张飞等）与机甲元素相融合，最终以拼搭角色类玩具的形式再现这些英雄人物。公司也于 2024 年推出同系列短篇动画。

虽然现阶段自有 IP 的整体收入占比不高、数量不多，但我们认为发展自有 IP 将会是公司中长期的重要战略。我们认为，如果公司能够证明自己拥有持续打造自有 IP 的能力，则将有望从目前的玩具生产制造企业向潮玩 IP 平台转型（对标泡泡玛特），打开收入及盈利长期增长和估值提升的想象空间。

图表 21：英雄无限产品

资料来源：淘宝、浦银国际

图表 22：百变布鲁可产品

资料来源：淘宝、浦银国际

• （2）优秀的产品设计和开发能力构筑核心竞争力

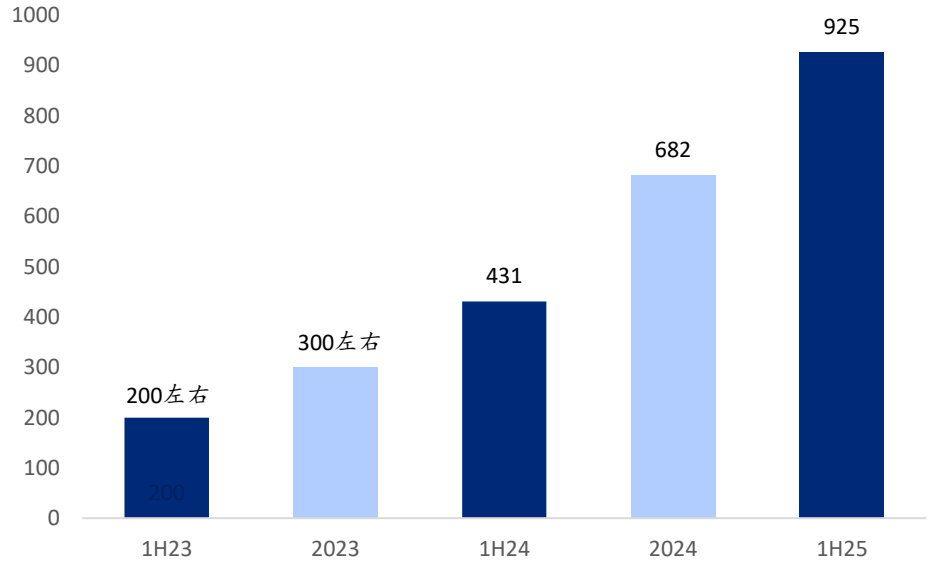
我们认为布鲁可最大的优势在于其强大的产品设计和开发能力。这也是布鲁可能够在拼搭角色类玩具这一细分赛道维持强大竞争力的核心基础。在我们看来，布鲁可的产品设计和开发能力主要体现在以下方面：

通过快速上新不断扩充产品矩阵

布鲁可的产品上新速度在行业里名列前茅。布鲁可的产品上新周期仅有 6-7 个月，远快于行业平均的 10-12 个月。从历史表现来看，公司 SKU 上新的成功率较高，大部分新品都得到了市场的积极反馈。

基于公司强大的产品上新能力，公司 SKU 的数量短短不到两年时间里翻了四倍。公司从 2022 年 1 月开始推出拼搭角色类玩具产品。截至 2025 年 6 月底，公司实现了 925 个 SKU 的多元化产品组合，其中大部分为拼搭角色类的产品。公司计划在 2025 全年新推出 800 个 SKU，包括成熟产品迭代以及新 IP 的产品上市。

图表 23：布鲁可 SKU 数量



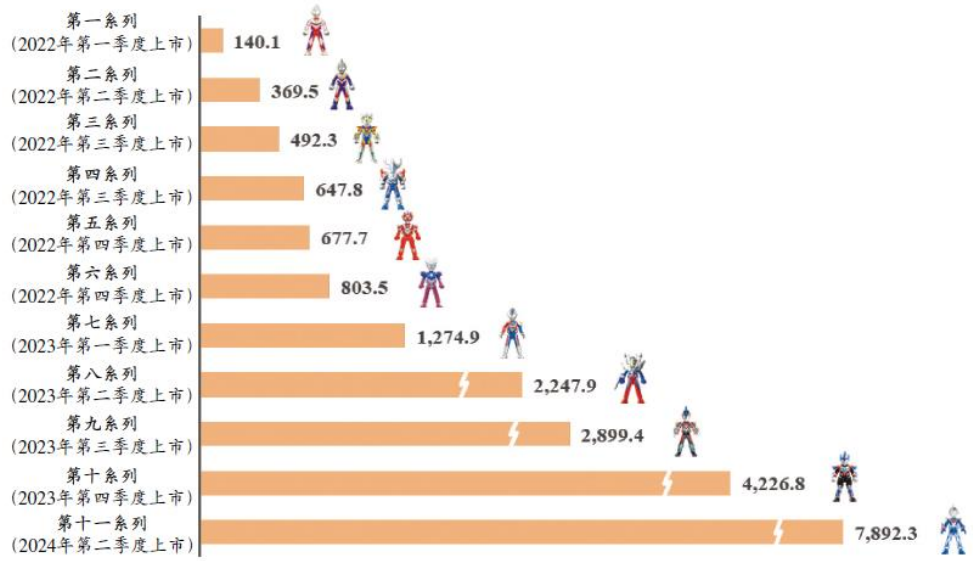
资料来源：布鲁可 IPO 招股书、公司数据、浦银国际

对经典 IP 持续且高频的产品迭代

过去两年里，公司强大的产品设计和开发能力主要体现在公司对奥特曼和变形金刚这两大经典 IP 相关产品的持续迭代与推新。

布鲁可的奥特曼产品包括定位平价价格带的星辰版（定价人民币 9.9 元），定位大众价格带的群星版、神奇版和闪耀版（定价 39.9 元），以及定位高客单价的传奇版（定价百元以上）。对于每一版的奥特曼产品，公司都会持续进行迭代，并快速实现新品上新。

图表 24：布鲁可奥特曼星版各系列产品上市首季度销量（千件）



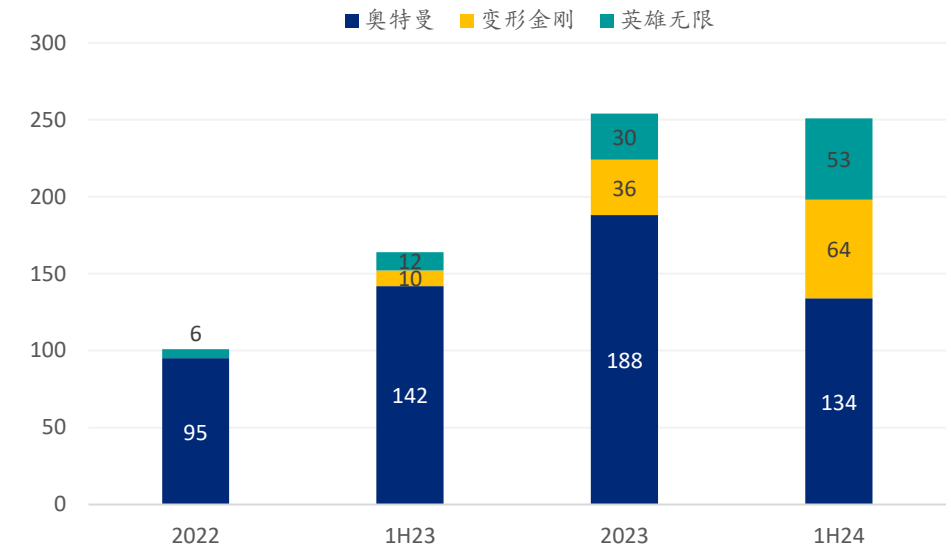
资料来源：布鲁可 IPO 招股书、浦银国际

图表 25：布鲁可新推出的部分奥特曼产品

布鲁可奥特名鉴传奇版 诺亚奥特曼	布鲁可积木人 奥特名鉴闪耀版第11弹	布鲁可积木人 奥特伙伴神奇版第3弹
2025年5月20日	2025年6月16日	2025年8月15日
布鲁可积木人 奥特名鉴群星版第15弹	**布鲁可积木人奥特名鉴荣耀版捷德奥特曼银河初升&泽塔奥特曼阿尔法利刃**	**布鲁可积木人星辰版第3弹**
2025年8月19日	2025年8月25日	2025年9月4日

资料来源：淘宝、浦银国际

图表 26：布鲁可核心 IP 在销 SKU 数（千件）



资料来源：布鲁可 IPO 招股书、浦银国际

创新生产工艺和标准化生产流程

就拼搭角色类玩具来说，好玩的拼搭体验以及容易被消费者接受的价格是产品制胜的两大关键要素。基于这一理念，布鲁可在产品设计、研发与生产方面，打造出一套兼具标准化和产品原创性的布鲁可体系。

独有的标准零件与特征零件的结合

在产品设计方面，布鲁可通过标准件及特征零件的组合，还原可以拼搭、造型及定制的角色并使之富有细节。

标准零件主要用作拼搭角色类玩具的骨骼结构及关节，可在不同型号的产品之间共享。对骨骼结构及关节进行标准化有以下好处：

- 为复杂及动态的动作仿真提供支持，达到灵活及精确地控制角色四肢的定位及运动的目的，并提升长时间保持不同特定动作的稳定性。
- 标准化的连接方式有助于消费者将不同型号的产品的不同部件进行混搭，创造出独特的作品。
- 这些部件的生产过程更容易实现标准化，使公司及其合作的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。
- 标准化接口使得消费者在拼搭不同 SKU 时所需的插拔力度相似，提升了消费者在拼搭过程中的体验。

特征零件主要用作外观层，让 IP 产品通过不同的微缩形态还原流行角色的独特视觉及叙事元素。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。

广泛的专利布局是实现原创性和标准化的基础

布鲁可产品的原创性主要来源于其过去所积累的一系列难以被复制的广泛专利布局。截至 2025 年 6 月底，布鲁可在中国已拥有超过 500 项专利，其中发明专利 78 项。同时，公司在海外拥有 24 项专利，并取得了包括美国、欧洲、日本等国家和地区的授权。

其中，零件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。这些专利使布鲁可能够更好地控制产品质量，提升消费者好玩、易上手的体验，同时实现规模经济效应，并在公司的拼搭角色类玩具中准确传递流行 IP 的独特设计及叙事元素，实现仿真动态造型。

另外，公司的生产工艺专利包括注塑开模及生产过程自动化，这使得合作的工厂能够在规模化生产中实现高效率并保证质量，从而促进成本降低。

对 IP 进行个性化的产品设计与开发

如前文所述，布鲁可拥有丰富且多元化的 IP 矩阵，但在产品开发与销售方面较为成熟的 IP 目前仅有奥特曼和变形金刚。基于奥特曼和变形金刚的成功经验，公司在 2024 年下半年又相继推出假面骑士与新世纪福音战士两大 IP 的相关产品，也获得了市场较为积极的反馈。

展望未来，公司将陆续对旗下其他 IP 进行变现。这要求公司深入研究每个 IP 角色的特性以及目标客群的消费心理，从而对不同的 IP 角色进行个性化和定制化的产品设计和开发。这样才能最大程度在产品设计上满足目标消费者的心理需求，最大化提供情绪价值。

图表 27：布鲁可假面骑士群星版及新世纪福音战士 2 号机产品

新世纪福音战士	初号机	传奇版2号机	传奇版2号机标准版
价格（人民币）	164 元	164 元	154 元

假面骑士	第3弹	第4弹
价格（人民币）	34 元	34 元

资料来源：淘宝、浦银国际

• （3）高效的供应链和规模化生产是性价比的基础

布鲁可与第三方专业工厂合作生产产品，这一轻资产模式能够使公司优化资本投资，集中资源，有效调整产品体系，以应对不断变化的市场趋势。

根据公司招股书，截至 2024 年 6 月 30 日，布鲁可工厂体系中有六家专业合作工厂，专注生产拼搭角色类产品。其中，三家工厂最初为合作生产积木玩具，随后分别于 2021 年和 2022 年开始合作生产拼搭角色类玩具。布鲁可从 2023 年开始与另一家合作工厂生产拼搭角色类玩具，并于 2024 年开始与另外两家工厂合作。2023 年及截至 2024 年 6 月 30 日的六个月内公司的前两大供应商（均为合作工厂）在该年度或期间占采购总额的 66.7%和 51.0%。

图表 28：布鲁可合作的三方专业工厂

资料来源：布鲁可 IPO 招股书，浦银国际

这些合作工厂是公司通过严格的流程，基于其资质、产品质量、产能、定价、自动化能力、模具及注塑设备、声誉及是否遵守适用法律法规等因素选出。由于布鲁可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，完成产线设立。此外，公司派遣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。

一般而言，专业合作工厂通过以下流程生产布鲁可的产品。

图表 29：布鲁可合作三方工厂生产流程

资料来源：布鲁可 IPO 招股书，浦银国际

布鲁可与合作工厂的生产协议一般为三年。通常，布鲁可会与专业合作工厂签订框架生产协议，并根据这些协议，向合作工厂下达生产订单（注明 SKU、产品数量、价格及交货时间）。通过强大的产品力与供应链能力的结合，布鲁可不仅能够保持成本优势，还能持续拓展玩具品类。

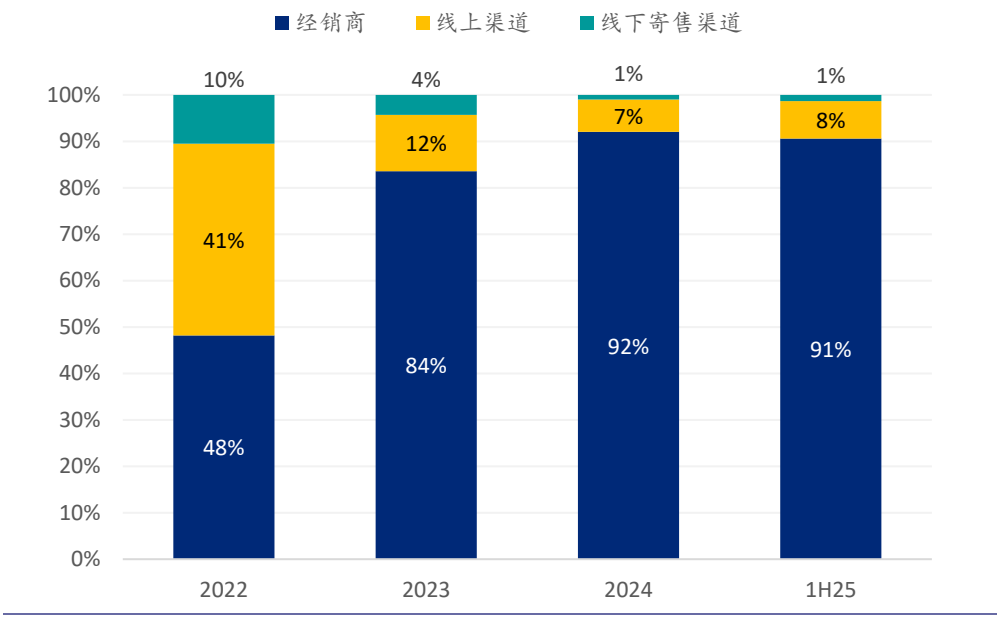
自有工厂：布鲁可暂时预计自营工厂将在 2026 年年底前后竣工，设计产能为每月约九百万件。自有工厂能满足公司对产品不断增长的需求，并补充合作工厂体系的产能。此外，自营工厂可以缩短新产品的推出时间。从长远来看，随着自营工厂利用率的提高，公司的毛利率将进一步提升。

- **（4）发达的分销网络**

布鲁可自 2022 年积极拓展拼搭角色类产品后，同时主要销售转向线下渠道。公司计划持续拓展中国线下网点，特别是在下沉市场的布局。2025 年上半年线下渠道贡献了 92%的收入，其中分销销售渠道占 91%。布鲁可在大约 15 万个零售网点运营，包括玩具反斗城和沃尔玛等专业商店和大型超市，覆盖了主要城市和超过 80%的低线级城市。

截至 2024 年上半年，公司将分销商数量从 2021 年初的 40 家增加到 511 家，其中 93 家（18%）位于一线城市，254 家（50%）位于二线，128 家（25%）位于三线及以下。布鲁可计划在低线级城市继续扩大线下市场。

图表 30：布鲁可渠道收入占比，2022-1H25



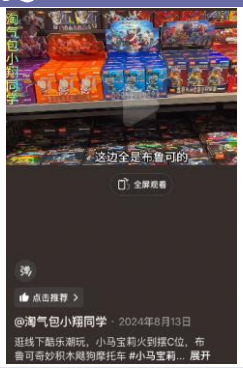
资料来源：淘宝、浦银国际

截至 2024 年底，布鲁可线上渠道虽然收入占比较小，仅占 7%，但覆盖了主流电商平台，如天猫、京东、抖音、拼多多，以及自有的微信小程序。布鲁可也将继续加大发展 DTC（direct-to-sales）线上线下渠道，以更快地获得消费者反馈，从而更好地维系消费者和粉丝群体。

此外，布鲁可将在主要城市开设旗舰店，并计划与更多的海外渠道伙伴建立合作，进一步高效增加海外销售网点的数量，拓宽覆盖区域。其产品还通过亚马逊、玩具反斗城、7-Eleven、沃尔玛等线上线下渠道进行销售，成功进入美国、东南亚和欧洲等海外市场。

库存管理：线下传统分销高占比使得公司销售跟踪和库存管理面临挑战。布鲁可计划通过在产品推出前分析销售数据、谨慎选择分销商及实施严格的库存管理等措施来降低这些风险。此外，公司将定期监测分销商的表现并要求其报告销售情况。

图表 31：布鲁可主要线上及线下渠道

线下渠道			
			
玩具反斗城	孩子王	酷乐潮玩	沃尔玛
线上渠道			
天猫	京东	抖音	拼多多

资料来源：天猫/淘宝、京东、抖音、拼多多、浦银国际

中长期发展策略为未来的增长打开想象空间

基于前文，布鲁可深耕拼搭角色类玩家细分赛道，以强大的产品设计和研发能力、丰富的 IP 矩阵以及发达的经销渠道，取得在国产拼搭角色类玩具市场中的领先地位，最终通过较高的产品质价比实现对高端进口产品（主要是万代南梦宫）的平替。

然而，布鲁可目前的销售收入仍高度依赖其核心 IP，且其受众群体主要集中在 6-16 岁的人群。随着出生率的下降，公司长期的增长空间也受到较大的限制。为了打开公司长期的增长空间，公司在维持核心 IP 稳定增长的同时，设定了以下重要的长期发展策略与愿景：

（1） 持续对新 IP 进行产品布局，使其收入结构更为均衡；
（2） 扩大受众群体，吸引更多青少年、成人及女性消费者；
（3） 提高高客单价产品收入占比，推动核心产品价格带上移；
（4） 积极向海外市场扩张，从而拓展发展空间。

我们认为以上策略短期来看已初见成效，但中长期维度若想要持续深化并最终实现以上四个发展愿景，仍需要公司积极走出舒适圈，在产品设计、生产工艺、市场营销、销售渠道、供应链等各个方面做出较大的调整。

另外，无论是对于新 IP 的挖掘、迎合新的消费群体或是向海外新市场的扩张，布鲁可目前都处在尝试的阶段。这可能在未来 1-2 年带来较大的试错成本，使公司的盈利能力承受一定的压力。

尽管短期面对一定的不确定性，但中长期来看，以上发展策略都具有极强的战略意义，有望为公司注入长期可持续的增长动力，同时也将使公司的调性更接近于潮玩，从而提升公司的估值水平。

（1）新 IP 相关产品是否能获得较好的市场需求？

尽管布鲁可正努力使其 IP 矩阵更均衡和多元化，但我们认为布鲁可的收入表现短期对核心 IP 的依赖程度依然非常高，尤其是公司前两大 IP——奥特曼与变形金刚。举例来看，公司 1H25 由于对一款奥特曼群星版产品进行升级，新产品上市进度有所延误，导致奥特曼产品的收入增长大幅放缓，从而在很大程度上影响了公司 1H25 整体的收入表现。

以上现象也解释了公司为什么要积极引入新的 IP，并急于对新 IP 进行产品布局。然而，新引入的 IP 最终是否能取得像奥特曼与变形金刚同样的成功呢？我们对此持怀疑态度。

我们认为，奥特曼与变形金刚这两大 IP 的成功，除了公司强大的产品设计与制造工艺外，还取决于以下三个因素：

（1） 这两大 IP 的受众群体与布鲁可的主要目标客群（6-16 岁的人群）高度符合；
（2） 这两大 IP 在全球具有极强的知名度，经典且经久不衰。这也确保了相关产品始终具有稳定的市场需求。
（3） 这两大 IP 里的角色天然具有较强的拼搭属性，从而确保了基于这两个 IP 所设计出来的拼搭产品具有较强的娱乐性与可玩性。

然而，如果我们观察布鲁可新近引入的 IP，我们发现其中很少有能同时满足以上三个条件的 IP。举例来看，三丽鸥家族“嗒豆”系列产品及小黄人等 IP 角色不具备天然的拼搭属性。

图表 32：对布鲁可潜在新 IP 的优势与劣势分析

上新时间	IP及系列	IP形象	角色天然具有较强的拼搭属性	受众群体与布鲁可的主要目标客群（6-16岁的儿童）	全球具有极强的知名度，经典且经久不衰
2025年9月	三丽鸥家族系列库洛米（嗒豆）		×	√	√
2025年8月	初音未来奇迹版本		×	×	×
2025年8月	宝可梦玩具模型手办		√	√	×
2025年8月	小黄人拼插玩具		×	√	√
2025年8月	圣斗士星矢收藏手办玩具		√	×	×
2025年7月	火影忍者超越版		×	×	×

资料来源：天猫/淘宝、浦银国际

这意味着对于新 IP，公司必须在产品设计以及营销策略上做出更大的努力，才有可能复制奥特曼与变形金刚的成功。

（2）能否通过迎合成人及女性消费者来扩大受众群体范围？

在出生率持续下降的大趋势下，扩大目标消费群体所覆盖的年龄范围，加大力度迎合青少年以及成人的消费需求是布鲁可中长期重要的策略方向。

从 SKU 的数量来看，截至 2024 年 6 月 30 日，布鲁可共有 431 款在售 SKU。其中，主要面向 6 岁以下儿童的有 116 款 SKU、主要面向 6 至 16 岁人群的有 295 款 SKU，而主要面向 16 岁以上人群的仅有 20 款 SKU。

从收入结构来看，6-16 岁年龄段的产品占 1H25 整体收入的 82.6%（2024 年约为 90%），而 16 岁以上年龄段的产品占收入的比例上升至 15%（2024 年约为 10%），标志着布鲁可在青少年及成人收藏市场的品牌影响力有所扩大。

如果布鲁可未来想进一步提升青少年及成人对销售收入的贡献，那么公司必须意识到，成人与儿童对于拼搭角色类产品的诉求是有所不同的。

一方面，成人玩家对拼搭角色类产品的性价比并没有那么看重，但对于产品的设计精美程度以及做工的精细程度有更高的要求。这就要求布鲁可在产品设计以及生产工艺上直接对标万代南梦宫，而不再是作为进口玩家的平替。

另外，除了拼搭体验与可玩性以外，成年人消费者相较儿童更关注产品的收藏价值以及情绪价值。换句话说，这要求布鲁可必须为其产品赋予更多的潮玩属性，而不仅仅是普通的玩具。

图表 33：万代南梦宫高端拼搭产品体验收藏和艺术价值

资料来源：万代官网、浦银国际

另一方面，布鲁可主要的线下销售渠道由玩具专卖店、文具店及校园街边店所构成，但公司鲜少有针对青少年及成人的销售渠道。相较来看，泡泡玛特以及 Top Toy 这类潮玩店都将门店开在商圈以便贴近目标客群——16 岁以上的客群。

图表 34： Top Toy 门店展示

资料来源：浦银国际。注：图中 Top Toy 门店为广州北京路门店

图表 35：泡泡玛特门店展示

资料来源：浦银国际。注：图中泡泡玛特门店为上海全球旗舰店门店

除了拓宽受众的年龄范围，布鲁可还通过推出女性向的 IP 产品来吸引女性消费者。比如，布鲁可于今年 8 月推出了基于三丽鸥 IP 设计的“嗒豆”——一款全新面向女性的产品。

由于女性消费者天然并非传统拼搭角色类玩具的目标客群，所以布鲁可为了迎合女性消费者的消费场景与心理需求，对产品设计做出较大的调整。以三丽鸥“嗒豆”这款产品为例，产品围绕“趣味入门、实用美感、创意自由”三个维度展开设计，以“嗒豆公仔+多风格/场景惊喜包”的组合形式售卖。这款产品将轻量拼搭、创意表达与实用场景三者融合，涵盖 FUN 系列、MATE 系列、DREAM 系列和 ART 系列四大产品线，覆盖居家功能物件、创意饰品等多品类，为女性玩家带来提供情绪价值与创造力表达的新方式。

图表 36：布鲁可推出三丽鸥“嗒豆”产品

资料来源：淘宝、浦银国际

除此之外，公司新推出的小黄人、哈利·波特和名侦探柯南等 IP 产品也一定程度上面向女性消费者。这些 IP 都不是传统的拼搭类角色，不具有天然的拼搭属性。因此，布鲁可在产品设计上将显著弱化其拼搭属性，但会强化产品的装饰和收藏属性。

图表 37：布鲁可推出小黄人系列

资料来源：淘宝、浦银国际

图表 38：布鲁可发布哈利·波特、名侦探柯南产品预告

资料来源：淘宝、浦银国际

总而言之，我们看到了布鲁可为了迎合青少年、成年人及女性消费者所做的努力，但最终的市场需求与消费者的反馈仍待进一步观察。

（3）长期是否能推动核心产品价格带的上移？

如前文所述，相较国产同业，布鲁可的产品价格范围较大，同一个 IP 的产品覆盖了从人民币 9.9 元至 399 元不等的价位。这也为布鲁可未来拓展高端价格带市场打下了基础，也具备更多想象空间。然而，39 元左右的大众价格带产品目前依然贡献了布鲁可绝大部分的收入。

管理层表示，公司第一阶段的策略是通过推出低客单价产品来吸引新客户（即“拉新”）。基于这一策略，布鲁可最早在 2022 年 1 月推出了定价人民币 39 元的大众价格带奥特曼产品（群星版）。2023 年 12 月，公司推出了定价人民币 19.9 元的平价价格带产品（星光版）。于 2024 年 11 月，公司进一步推出定价人民币 9.9 元的平价价格带变形金刚产品（星辰版），进一步扩大了其产品在低价格段的覆盖范围。

随后，公司将逐渐开始第二阶段的发展策略，即将这些新用户逐渐往更高客单价的产品进行转化。公司期望这些低客单价的用户未来随着年龄的增长，能够逐渐转化为高客单价产品的消费者。基于这个过程，管理层目标未来高客单价产品的收入占比每年提升 5%-10%，并最终贡献公司一半以上的收入。

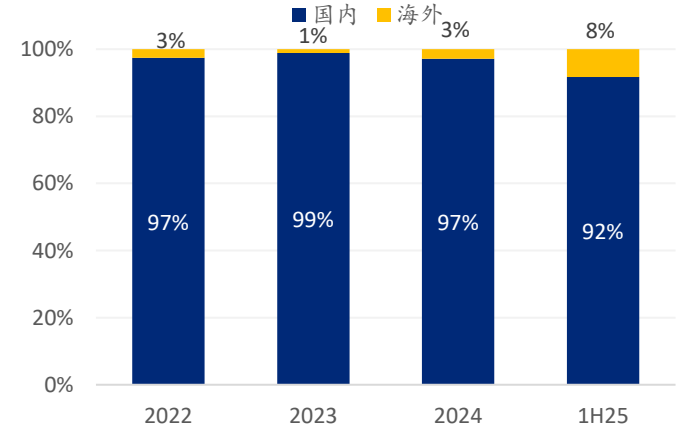
我们认为，布鲁可第一阶段的发展策略（即推出低客单价产品）有助于公司向下沉市场渗透，从而触达更多偏好平价产品的消费者，同时也有利于公司培养低龄阶段（6 岁以下）的消费群体。然而，公司第二阶段的发展策略（即将低客单价用户转化为高客单价产品的消费者），能否成功在我们看来存在不确定性。如前文所述，我们认为儿童与成人消费者对拼搭角色类产品在可玩性、工艺复杂程度、观赏性以及收藏价值等各方面的要求是截然不同的。公司目前的低客单价用户在成年以后是否会选择继续购买布鲁可的高客单价产品，还是取决于布鲁可是否能在不同的价格段，都推出匹配目标客群需求的产品。

（4）在海外市场发展的空间有多大？

拓展海外市场无疑是公司中长期规划中重要的发展战略和增长驱动力。我们看到，布鲁可过去两年在海外市场获得了不错的发展。公司 1H25 的海外收入同比大幅增长 900%至人民币 1.1 亿元，收入贡献从 2024 年的 3%大幅提升至 8.3%。

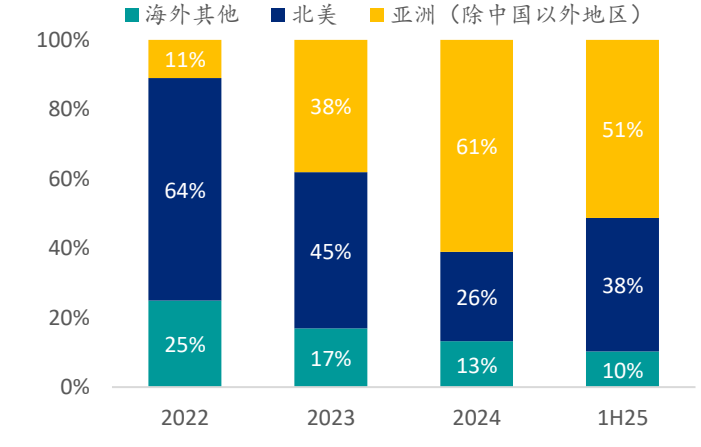
截至目前，布鲁可已经进入到东南亚、美国以及欧洲市场。其中，亚洲（除中国以外地区）、北美与海外其他地区分别贡献了公司 1H25 年海外收入的 51%、38%和 10%。就收入而言，印尼和美国是布鲁可目前最大的两个海外市场。

图表 39：海外市场对布鲁可的收入贡献，2022-1H25



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 40：布鲁可海外收入分布，2022-1H25



资料来源：公司数据、浦银国际

基于布鲁可丰富的 IP 矩阵，公司有能力通过不同的 IP 组合来迎合不同区域市场的需求。我们相信，布鲁可产品较高的可玩性与性价比有望在海外获得较高的市场需求。

然而，我们认为布鲁可在海外市场的发展是有明显上限的，较难复制像泡泡玛特那样巨大的成功。主要原因是：

（1） 布鲁可的产品主要针对的客群是 6-16 岁客群，针对成人的产品目前较少，且缺乏潮玩基因。因此，布鲁可的产品也较难像泡泡玛特那样获得明星背书，在社交媒体上难以快速引发热度。

（2） 布鲁可的 IP 主要为授权第三方 IP。这些 IP 虽然具有较高的知名度，但缺乏原创性和排他性。同样 IP 的产品，除了布鲁可以外，消费者还有其他的选择。这也决定了布鲁可的产品很难成为爆款。

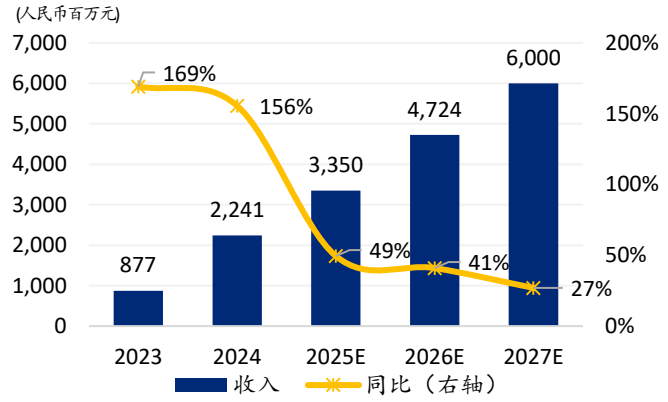
（3） 布鲁可在海外市场主要是通过与线下零售渠道（比如 7-Eleven、沃尔玛、Toys"R"Us）以及主流线上渠道（比如亚马逊）合作来进行产品分销，并没有 DTC 的渠道。这可能影响公司在海外渠道的产品推广力度。

盈利预测

我们预测 2H25 收入同比增长 68%（管理层目标为 70%-80%增长），2025 全年收入同比增长 49%（管理层目标 50%以上），2026 收入同比增长 41%。

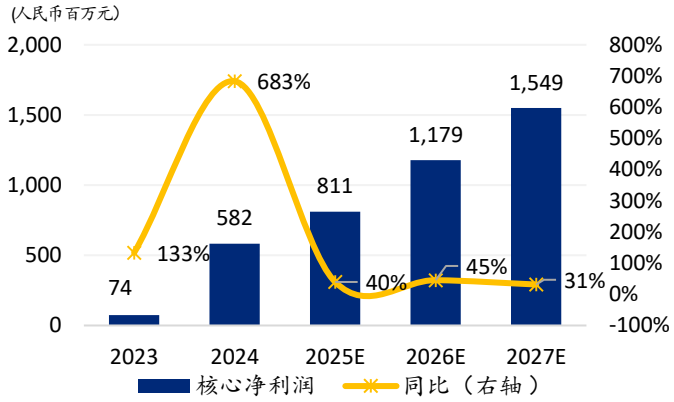
我们预测 2H25 核心净利润同比增长 76%，2025 全年核心净利润同比增长 40%，2026 年核心净利润同比增长 45%。

图表 41：布鲁可收入及同比增长，2022-2027E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

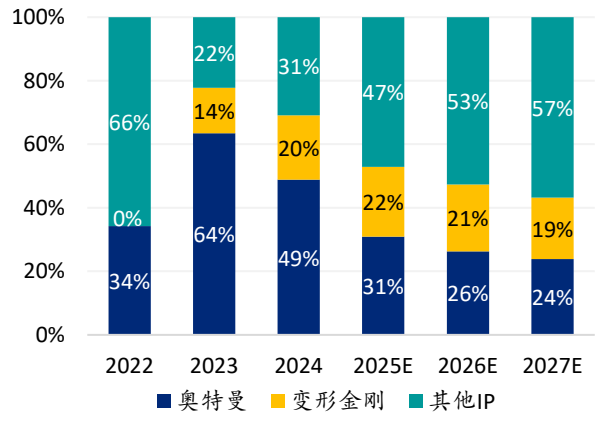
图表 42：布鲁可核心净利润及同比增长，2022-2027E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

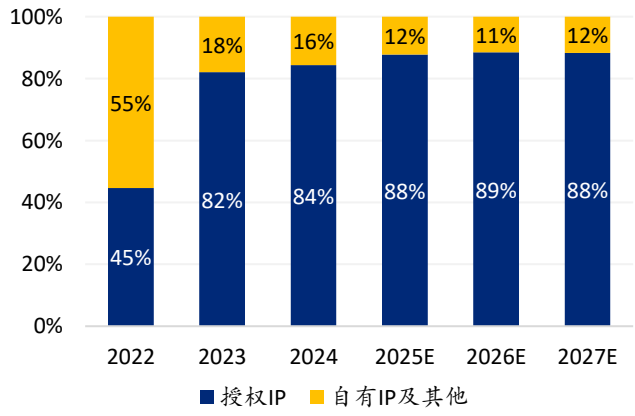
展望未来 1-2 年，我们认为收入的增长主要来自于（1）新 IP 以及新产品的收入贡献不断加大，（2）海外市场的持续拓展，（3）针对 16 岁以上客群的高客单产品收入占比提升。

图表 43：布鲁可核心 IP 收入贡献，2022-2027E



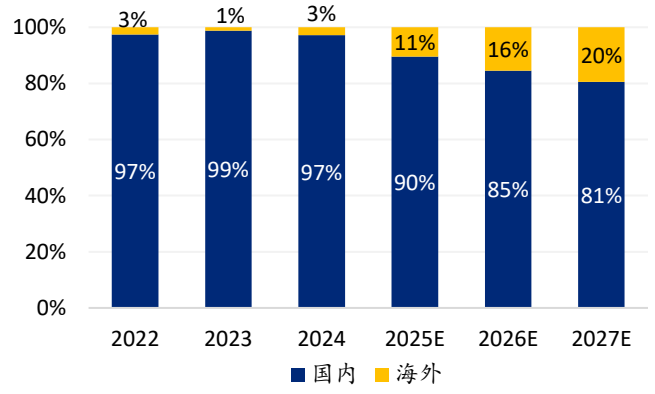
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 44：布鲁可授权 IP 与自有 IP 收入贡献，2022-2027E



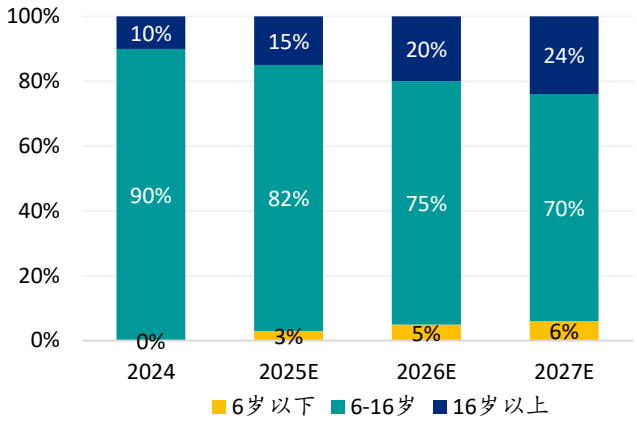
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 45：布鲁可区域收入贡献，2022-2027E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 46：布鲁可不同年龄段客群对应的 SKU 数，2024-2027E



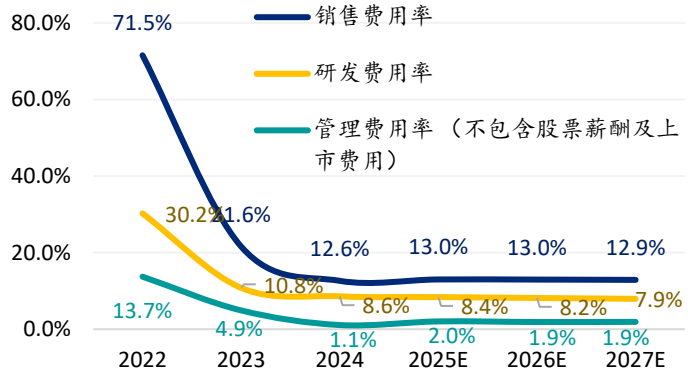
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

布鲁可 1H25 毛利率同比下降 4.5ppt，主要是由于（1）产品结构的变化（推出 9.9 元价格带的产品），（2）加速布局海外市场导致运费上升，（3）积极推出新 IP 以及新产品带来额外的模具折旧和减值。

我们判断产品结构对毛利率的影响会随着 9.9 元产品销量的上升而减小，而海外运费的影响会随着海外销售收入的增长而被稀释。但是，由于公司短期很可能会继续积极地推出新的 IP 与新的产品来驱动收入增长，所以我们预计模具折旧和减值很可能在未来 1-2 年继续快速上升，令毛利率承压。我们预测 2H25 毛利率大概率维持 1H25 的水平，而 2026 年毛利率有望小幅回升，但依然远低于 2024 年的水平。

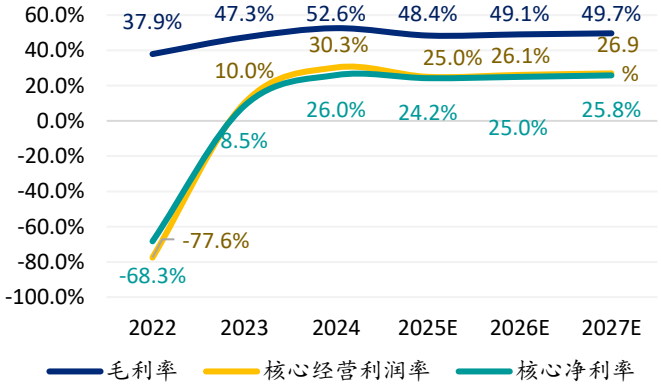
我们判断销售费用率将在未来两年基本维持稳定，而研发费用率有望随着收入的增长而小幅下降。因此，我们预测核心经营利润率与核心净利率在 2025 年大幅下降后会在 2026-2027 年逐步回升。

图表 47：布鲁可费用率，2022-2027E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 48：布鲁可利润率，2022-2027E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

我们预测布鲁可的库存周转天数 2025 年将有较大幅度的上升，主要是因为公司在 2025 年持续推出较多的新 IP 以及新产品，但新产品从库存转化为会销售收入会有一定程度的延迟，可能导致短期库存金额的大幅上升。我们预计库存周转天数会从 2026 年开始逐渐下降。

另外，我们预计应付账款周转天数会在 2027 年以后有所下降，主要是由于公司自有工厂有望在 2027 年后逐步投产。

图表 49：布鲁可运营资本管理，2022-2027E

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
应收账款周转天数	23	11	12	15	17	19
库存周转天数	118	54	61	70	68	65
应付账款周转天数	191	149	142	140	138	120
现金周转天数	-38	-76	-69	-55	-53	-36

E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

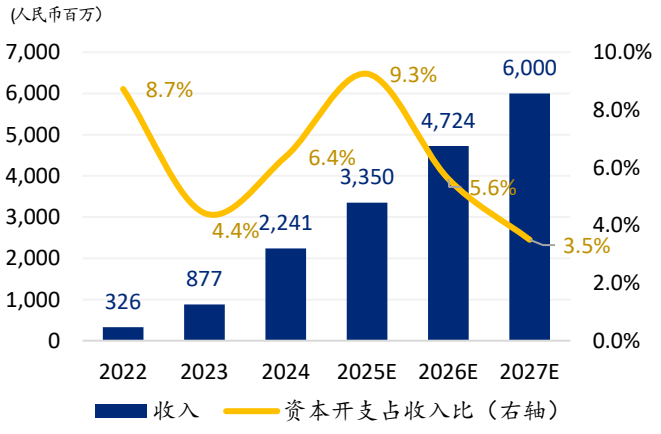
由于新产品的大量上市，我们预计布鲁可的资本支出将在 2025 年大幅攀升至人民币 3 亿元以上。但随着新产品的销售步入正轨以及公司上新的节奏回到常态，我们预计资本支出占收入的比例会在 2026-2027 年逐步下降。

图表 50：布鲁可资本开支及现金流，2022-2027E

（人民币 百万）	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营运现金流	-169	285	762	879	1,410	1,504
资本开支	-28	-39	-143	-310	-265	-210
自由现金流	**-197**	**246**	**619**	**569**	**1,145**	**1,294**

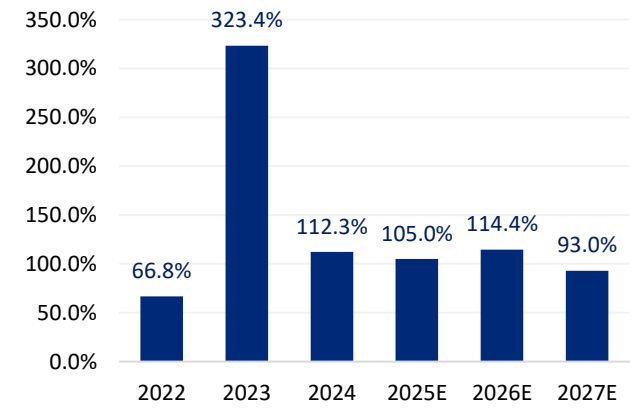
E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 51：布鲁可资本开支占收入比例，2022-2027E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 52：经营性现金流占核心净利润比例，2022-2027E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 53：布鲁可盈利预测表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	**877**	**2,241**	**3,350**	**4,724**	**6,000**
同比	169%	156%	49%	41%	27%
成本	-462	-1,062	-1,728	-2,406	-3,019
毛利	**415**	**1,179**	**1,621**	**2,318**	**2,980**
毛利率	*47.3%*	*52.6%*	*48.4%*	*49.1%*	*49.7%*
销售费用	-189	-283	-435	-612	-773
管理费用	-49	-465	-108	-108	-127
研发费用	-95	-192	-281	-385	-476
核心经营利润	**88**	**679**	**837**	**1,232**	**1,616**
核心经营利润率	*10.0%*	*30.3%*	*25.0%*	*26.1%*	*26.9%*
利息收益	-1.7	-2.0	-1.9	-2.6	-2.4
其他收益	-269.9	-531.9	87.0	110.4	146.0
除税前盈利	**-190**	**-296**	**882**	**1,321**	**1,748**
所得税开支	-18	-102	-111	-161	-211
净利润	**-207**	**-398**	**772**	**1,160**	**1,537**
少数股东权益	-1	3	0	0	0
归母净利润	**-206**	**-401**	**772**	**1,160**	**1,537**
归母净利率	*-23.5%*	*-17.9%*	*23.0%*	*24.6%*	*25.6%*
同比	*-50.9%*	*94.6%*	*n.a.*	*50.3%*	*32.5%*
调整后净利润	**74**	**582**	**811**	**1,179**	**1,549**
调整后净利率	*8.5%*	*26.0%*	*24.2%*	*25.0%*	*25.8%*
同比	*133%*	*683%*	*40%*	*45%*	*31%*

E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

估值及目标价

我们首次覆盖布鲁可，目标价为 124.6 港元。我们的目标价是基于 24x 2026 P/E，与国际玩具品牌/零售商的平均估值基本一致。

另外，我们认为尽管布鲁可的品牌力弱于万代南梦宫，且与万代南梦宫相比缺乏可靠的历史业绩，但布鲁可的长期增长潜力远高于万代南梦宫。因此，我们对布鲁可的估值与万代南梦宫当前的估值相当。

随着布鲁可未来 16 岁以上消费者占比不断提升、海外收入贡献持续加大以及业绩确定性的改善，我们认为布鲁可的估值水平有望获得提升。

图表 54：同业估值比较

股份代号	公司名称	股价（当地货币）	市值（百万美元）	市盈率（X）			每股盈余增长率(%)			企业价值倍数(X)			股息率（%）
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2026E
中国玩具品牌/零售商													
325.HK Equity	**布鲁可**	**108.0**	**3,456**	**32.4**	**21.6**	**16.3**	**39.5**	**45.3**	**31.4**	**24.6**	**16.7**	**12.7**	**n.a.**
9896.HK Equity	名创优品	44.7	7,122	19.0	14.6	12.0	-2.6	30.4	21.9	10.8	8.7	7.3	3.3
9992.HK Equity	**泡泡玛特**	**273.0**	**47,155**	**33.0**	**21.1**	**15.5**	**227.8**	**54.8**	**34.1**	**22.0**	**13.7**	**9.7**	**0.3**
603899.CH Equity	晨光	27.4	3,541	17.5	15.6	13.9	3.6	12.0	11.9	9.9	9.0	8.1	3.6
	平均			**30.4**	**20.1**	**15.0**	**177.4**	**49.0**	**31.3**	**20.2**	**13.0**	**9.5**	**0.8**
国际玩具品牌/零售商													
7974 JT Equity	任天堂	12,515.0	107,501	51.5	37.7	28.3	-43.2	34.7	33.2	45.4	33.9	23.3	1.4
7832 JT Equity	万代南梦宫	4,747.0	20,408	23.2	24.1	22.0	28.6	-0.7	9.3	11.9	12.6	11.6	1.8
HAS US Equity	孩之宝	73.1	10,257	15.2	14.4	13.4	21.3	6.2	6.8	10.9	9.3	8.6	3.9
MAT US Equity	美泰	17.8	5,735	11.1	10.1	9.4	-0.9	10.6	7.4	7.0	6.6	6.4	0.6
DIS US Equity	华特迪士尼	111.2	199,876	19.0	17.2	15.5	18.3	10.3	11.2	12.3	11.0	10.2	1.0
	平均			**29.2**	**23.8**	**19.7**	**-0.5**	**17.1**	**17.8**	**22.5**	**18.1**	**14.2**	**1.3**
	整体平均			**29.8**	**21.9**	**17.4**	**88.5**	**33.0**	**24.5**	**21.3**	**15.6**	**11.9**	**1.1**

注：布鲁可和泡泡玛特数据中 E=浦银国际预测，其他 E 为彭博一致预期；美股截至 2025 年 10 月 14 日收盘价，A 股、港股截至 2025 年 10 月 15 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

投资风险

布鲁可股价可能面临的下行风险包括：

1) 无法续签授权 IP 的风险：其许可协议通常为 1-3 年，并且不会自动续签。这一风险可能对公司的业务产生重大不利影响，因其大部分收入来自授权 IP，尤其是收入占比接近一半的奥特曼。
2) 收入高度集中于核心授权 IP：奥特曼作为公司的最大核心 IP，收入占比在 2023 年达到 63.5%。基于 IP 快速扩充，奥特曼 IP 收入占比于 2024 年迅速下降至 49%。2024 年布鲁可核心前三大 IP 产品的收入贡献合计占比为 92.3%。一旦核心 IP 失去竞争力或者是授权 IP 未续签，将对公司收入及盈利产生极大负面影响。
3) 海外拓展未达预期：我们认为，布鲁可出海业务模式属于渠道出海，公司将依赖于海外分销商及供应链效率，如出海 IP 设计及产品未受到当地消费者青睐，将严重影响收入增长及盈利。同时，海外市场尤其是美国还受到关税等不确定因素的影响。
4) 行业竞争加剧：随着公司价格带分别向更低（人民币 9.9 元）和更高两端的拓展，以及渠道向低线城市拓展，布鲁可将面临更多白牌及同业竞争（比如奇妙积木等）。

图表 55：SPDBI 目标价：布鲁可（325.HK）

注：截至 2025 年 10 月 15 日收盘价。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 56：SPDBI 消费行业覆盖公司

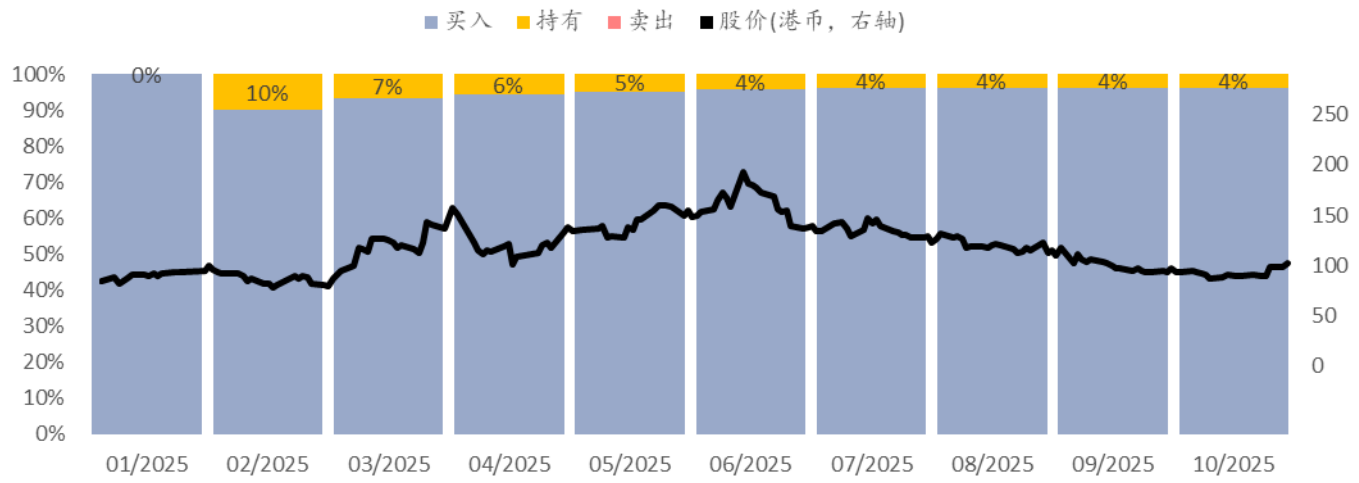
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	17.0	买入	23.1	2025 年 8 月 24 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	85.7	买入	121.2	2025 年 8 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.7	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.24	买入	3.52	2025 年 8 月 12 日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	43.6	买入	55.9	2025 年 8 月 6 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	339.0	买入	435.8	2025 年 8 月 6 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	13.1	买入	16.9	2025 年 8 月 26 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	14.5	持有	16.6	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	19.1	持有	21.3	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.1	持有	2.8	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	38.0	买入	48.5	2025 年 8 月 5 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	26.5	买入	34.3	2025 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	54.0	买入	69.2	2025 年 4 月 7 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.3	持有	9.3	2025 年 7 月 31 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	54.4	买入	72.6	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	68.1	持有	81.4	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.8	买入	34.1	2025 年 8 月 30 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	14.4	持有	17.7	2025 年 8 月 28 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.6	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.0	持有	4.9	2025 年 7 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.4	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	26.6	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	10.1	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	288.2	买入	410.9	2025 年 8 月 20 日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	803.5	买入	890.0	2025 年 8 月 21 日	新零售
325.HK Equity	布鲁可	104.1	买入	124.6	2025 年 10 月 16 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	80.0	买入	115.0	2025 年 4 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	41.8	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	100.3	买入	55.0	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	54.5	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	47.2	持有	39.1	2025 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	45.7	买入	41.1	2025 年 5 月 23 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	29.0	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	33.2	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	22.2	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.5	持有	14.8	2025 年 3 月 31 日	酒店

注：美股截至 2025 年 10 月 15 日收盘价，A 股、港股截至 2025 年 10 月 16 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

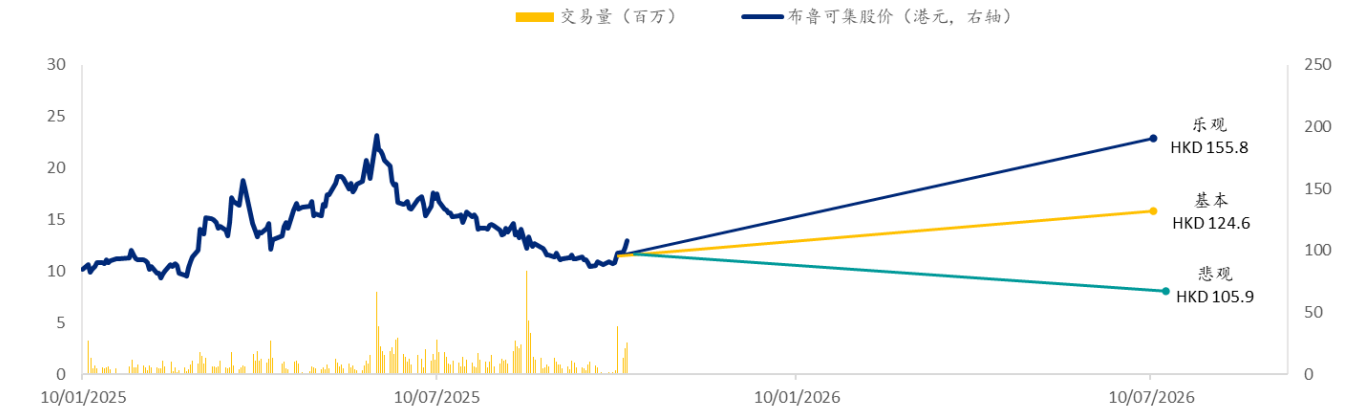
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 57：市场普遍预期：布鲁可（325.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 58：SPDBI 情景假设：布鲁可（325.HK）



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：155.8 港元 **概率：25%**	**目标价：105.9 港元** **概率：20%**
• 全年奥特曼产品收入贡献同比增长； • 下半年毛利率水平环比提升； • 出海收入贡献下半年超人民币 2 亿元。	• 下半年奥特曼系列延迟推出； • 下半年毛利率水平环比下跌； • 出海渠道拓展不及预期。

资料来源：浦银国际

公司背景

• 公司介绍

布鲁可成立于 2014 年。根据弗若斯特沙利文的数据，2023 年公司实现约人民币 18 亿元的 GMV，同比增长超过 170%。按 GMV 计算，2023 年公司在中国拼搭角色类玩具细分市场和整体拼搭类玩具市场的市场份额分别为 30.3%和 7.4%。

作为拼搭角色类玩具的创新者和领导者，布鲁可拥有丰富的 IP 资源。布鲁可对 IP 资源采取双重策略。一方面，布鲁可坚持原创内容，目前公司包括两款自有 IP 英雄无限以及百变布鲁可。2024 年推出的《英雄无限》系列动画长片讲述了中国神话和历史英雄人物的故事，获得了广泛的网络关注和高人气。另一方面，公司持续扩大与全球领先 IP 公司的合作。截至 2024 年 12 月 31 日，布鲁可已成功签约约 50 个 IP，实现对全球主流 IP 的初步覆盖，到 2025 年中期，布鲁可已签约 IP 达到 72 个。

奥特曼作为公司的最大核心 IP，收入占比在 2023 年达到 63.5%，基于 IP 快速扩充，奥特曼 IP 收入占比于 2024 年迅速下降至 49%。2024 年布鲁可核心前三大 IP 产品的收入贡献合计占比为 92.3%。2025 上半年财报没有具体披露单个 IP 带来的收入情况，但前四大 IP 产品合计占总收入比例为 83.1%。

布鲁可的销售网络包括线下销售渠道（经销商和委托销售）和线上销售渠道（包括阿里巴巴、京东、自营微信小程序等主流平台）。

布鲁可的经销商通常具有特定区域覆盖和已建立的本地销售网络，主要销售玩具和文创产品。2024 年，布鲁可线下经销销售额占同期总收入的 92.1%。布鲁可通过与约 511 名经销商合作，覆盖超过 15 万家线下网点，广泛布局一线和二线城市，并覆盖超过 80%的三线及以下城市，积极开拓下沉市场及海外市场。

2024 年，布鲁可在英国、印度尼西亚、马来西亚和新加坡成立了附属公司，以拓展海外市场。印度尼西亚和美国是布鲁可海外市场中收入最高的两个国家。截至 2024 年，布鲁可海外占收入 2.9%，并于 2025 年上半年迅速提升至 8.3%，增速同比增长 21 倍。

除了经销销售，布鲁可还在寄售合作伙伴运营的零售店进行委托销售。在向消费者销售之前，这些商品的所有权归布鲁可所有。2024 年，布鲁可有 3 个委托销售合作伙伴。委托销售额从 2023 年的人民币 3640 万元减少至 2200 万元，占 2024 年总收入的 1.0%。

• 前十大股东

图表 59：布鲁可主要股东

	主要股东	占比 (%)
1	**Zhu Weisong**	**48.00**
	Next Bloks	44.46
	Smart Bloks	3.54
2	**First Prosperity (Share Incentive Scheme)**	**8.57**
3	**Idea Great (Beijing Junlian)**	**5.87**
4	**Blue Co (Hainan Yuanke Technology)**	**4.93**
5	**SHAWNXF Limited (Sheng Xiaofeng)**	**1.75**
6	**UBS AG**	**0.99**
7	**Merron Ventures**	**0.78**
8	**Norges Bank**	**0.12**
9	**Invesco**	**0.12**

注：数据截至 2025 年 10 月 15 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

公司历史

图表 60：布鲁可发展里程碑

时间	里程碑
2014	布鲁可科技正式成立，同年开始研发积木玩具
2017	推出自有 IP 百变布鲁可及系列动画、积木玩具
2019	着手研发拼搭角色类玩具
2020	完成人民币 2.2 亿元 A 轮融资
2021	完成奥特曼拼搭类玩具授权
2022	推出拼搭角色类玩具，以及自有 IP 英雄无限
2023	获得多 IP 中国及海外授权
2024	于 5 月 17 日登陆港股
2025	签约更多 IP，拓展中国及海外授权，并且计划于 2026 年开设第一家旗舰店

资料来源：公司公告、浦银国际

公司管理层

图表 61：布鲁可公司管理层

姓名	职位	履历
朱伟松	创始人、董事长、执行董事、首席执行官	朱先生负责公司的整体战略、业务发展、经营管理和集团发展。朱先生自2014年12月起担任上海布鲁可科技集团有限公司的执行董事及董事长。
盛晓峰	执行董事	盛先生负责集团玩具业务的运营管理及海外市场。自2015年9月起担任布鲁可科技总裁。盛先生在用户洞察、产品创新及商业化方面拥有20多年的深厚经验。
常凯斯	非执行董事	常先生负责为集团业务运营及重大决策方面提供建议。常先生于2017年7月至2022年7月期间在布鲁可科技担任董事。
陈瑞	非执行董事	陈先生负责为集团业务运营及重大决策提供建议。陈先生拥有逾23年投资及管理经验。

资料来源：公司 2025 年中期报告、公司资料、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此，本报告不会向英国公众人士派发，亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义），即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼