



# 布鲁可 (00325.HK)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 三维度共同构建长期增长基础，扩圈 & 出海驱动新成长

### 投资逻辑

质价比 x 渠道密度 x 用户生态共同奠定布鲁可长期增长基础。我们认为授权 IP 类产品的竞争本质或是产品力、渠道力和用户力的竞争。布鲁可在这三方面已经逐步形成良性正循环，奠定品牌势能与规模长期增长的坚实基础。产品力方面，公司拥有 72 个授权 IP、925 个在售 SKU，不仅产品矩阵丰富并且在材质、结构设计与模具精度上深度打磨，在各个价格段具备突出的质价比优势，为终端动销与品牌口碑夯实基础；渠道力方面，线下渠道密度扩张聚焦下沉市场，精准触达校边店核心用户，替代高价广告构建高效品牌体验入口，并引流用户参与 BFC 赛事等线上生态活动，也可反哺生态体系；用户力方面，公司通过会员 Club、BFC 赛事体系及 KOL/KOC/UGC 多端共创，逐步沉淀圈层“语言”，强化用户粘性与复购，整体形成“高质价比-渠道扩张-生态反哺”的良性闭环。

**中期成长驱动一：人群破圈。**目前公司收入约 80% 来自 6-16 岁男性客群，在这一基础盘之上，公司围绕女性与成人客群形成两条清晰的扩圈主线。一方面，在女性端通过塔豆系列等高颜值、低门槛、强场景化产品，并叠加 BFC 文化与线下展会强化二创与社交属性；另一方面，在成人端以 EVA、圣斗士等多元 IP 覆盖不同兴趣圈层，在多个价格带推出高完成度、高可动性的中高端产品，并借助核心 KOL/KOC 深度破圈。若布鲁可在女性&成人客群渗透率持续提升，除巩固现有主力 IP 外，将带来显著的额外增长动力。

**中期成长驱动二：出海扩张。**公司一方面依托中国供应链实现标准化生产与成本控制，另一方面通过丰富 IP 储备与高频推新的 SKU 体系维持产品新鲜感与可玩性，同时在海外复制 Club、赛事与展会等生态建设路径，逐步搭建本地化用户社群。公司 24 年/25H1 出海营收分别为 0.64/1.11 亿元，同比增长 518.2%/898.6%，逐步验证了产品与模式在海外市场的可行性。若布鲁可海外市场开拓顺利，现有 IP 中“变形金刚”等有望率先受益，贡献显著增量，出海（尤其是北美和亚太）逐步成为公司后续重要增长点。

### 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 6.78/9.16/11.54 亿元，同比分别 270%/35%/26%。当前股价对应 26 年 PE 为 17 倍，给予 22 倍 PE，目标价 80.74 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

IP 授权到期；收入过于集中在外部 IP；人群破圈效果低于预期；出海业务低于预期；行业竞争加剧

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (港币)：65.90 元

目标价 (港币)：80.74 元

### 相关报告：

1. 《布鲁可深度：本土积木人龙头，多 IP 矩阵+下沉市场拓展驱动未来...》，2025.3.25



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	877	2,241	3,152	3,909	4,763
营业收入增长率	169.27%	155.61%	40.67%	24.00%	21.84%
归母净利润(百万元)	-206	-401	678	916	1,154
归母净利润增长率	50.92%	-94.59%	269.07%	35.02%	26.07%
摊薄每股收益(元)	-0.83	-1.61	2.72	3.67	4.63
每股经营性现金流净额	1.14	5.12	2.48	5.04	3.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.83%	25.06%	108.47%	60.59%	43.96%
P/E	0.00	0.00	22.29	16.51	13.09
P/B	0.00	0.00	24.17	10.00	5.76

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

1. 质价比 x 渠道密度 x 用户生态共同奠定长期增长基础.....	4
1.1 质价比：优质产品+亲民价格，参与门槛较低.....	4
1.2 渠道：以校边店为主，触达有效+复用性强.....	8
1.3 生态赋能：构建专属圈层语言，生态闭环提升用户粘性.....	9
2. 中期成长驱动力一：女性群体+成人群体破圈助力公司抬升营收天花板.....	12
2.1 女性群体破圈：高颜值易拼搭+场景化+二创解锁增长密码.....	12
2.2 成人群体破圈：多元多价格段 IP 叠加优秀做工细节，联动 KOC 实习加速渗透.....	13
3. 中期成长驱动力二：参考万代、乐高出海经验，布鲁可出海正逐步起势.....	15
3.1 复盘乐高、万代出海经验：四大要素助力出海发展.....	15
3.2 布鲁可出海成功可能性如何？空间如何？.....	18
4. 盈利预测及投资建议.....	21
4.1 盈利预测.....	21
4.2 投资建议.....	23
5. 风险提示.....	23

## 图表目录

图表 1：授权 IP 的竞争本质.....	4
图表 2：布鲁可 IP 授权涵盖众多热门 IP.....	4
图表 3：布鲁可最近三个月上新产品.....	5
图表 4：布鲁可拼搭材质、结构与磨具精度皆较优.....	6
图表 5：嗒豆迎合了“DIY” 专属装饰小物的市场需求.....	6
图表 6：布鲁可展出原创奥特曼 IP “积木车”.....	6
图表 7：布鲁可入门款功能齐全.....	7
图表 8：布鲁可热销款 IP 丰富度显著更优.....	7
图表 9：布鲁可进阶款差异化竞争.....	7
图表 10：布鲁可收藏款质价比突出.....	8
图表 11：布鲁可构建以经销商为主的线下销售渠道.....	8
图表 12：布鲁可线下渠道收入及占比.....	8
图表 13：布鲁可经销商数量.....	8
图表 14：抖音布鲁可相关视频观看用户城市层级占比.....	9
图表 15：布鲁可经销商数量.....	9
图表 16：布鲁可头部 IP 销售额（除奥特曼外）.....	9
图表 17：布鲁可头部 IP 销量.....	9



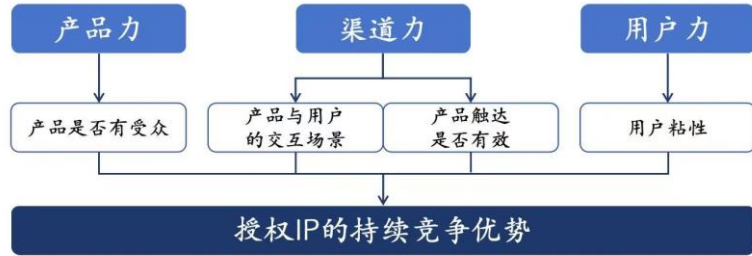
图表 18:	布鲁可会员 Club 核心板块 .....	10
图表 19:	布鲁可线下速拼赛 .....	10
图表 20:	布鲁可全球作品展 .....	10
图表 21:	百变布鲁可动画 .....	11
图表 22:	爱玩具的大成布鲁可相关视频播放量 .....	11
图表 23:	布鲁可相关小红书话题播放量 (亿) .....	11
图表 24:	布鲁可构建生态圈具体举措 .....	12
图表 25:	布鲁可男性向四大 IP 贡献超 90% 收入 .....	12
图表 26:	布鲁可储备 IP 具有广泛女性受众基础 .....	13
图表 27:	布鲁可嗒豆系列只需三步即可拼成 .....	13
图表 28:	若女性群体的渗透率持续提升, 营收空间广阔 .....	13
图表 29:	公司成人向 IP 布局多元 .....	13
图表 30:	布鲁可本年度具有代表性成人向 IP 一览 .....	14
图表 31:	半年内布鲁可成人向 IP 上新节奏及价格段 .....	14
图表 32:	如果布鲁可成人用户渗透率提升, 3% 的渗透率下营收可达 10 亿元 .....	15
图表 33:	漩涡鸣人玩偶手办 .....	16
图表 34:	万代旗舰店哪吒 POTEPOTTE 娃娃 .....	16
图表 35:	社媒数据对比 .....	16
图表 36:	近 10 年 GBWC 赛事冠军属地 .....	16
图表 37:	产品通过组合变化提供可玩性 .....	17
图表 38:	社媒 MOC 用户具有较大粉丝群体 .....	17
图表 39:	热门乐高电影数据对比 .....	18
图表 40:	布鲁可海外营收变化情况 .....	19
图表 41:	北美亚马逊商品对比 .....	19
图表 42:	不同地区措施对比 .....	19
图表 43:	新加坡动漫展 BFC 作品展栏 .....	21
图表 44:	CCXP Mé xico 2025 布鲁可 BFC 专区 .....	21
图表 45:	布鲁可营收按 IP 拆分 .....	22
图表 46:	可比公司估值 .....	23



## 1. 质价比 x 渠道密度 x 用户生态共同奠定长期增长基础

我们认为，授权 IP 类产品的竞争本质是产品力、渠道力和用户力的竞争。产品力决定了这个产品能否有受众，渠道力关系到产品和用户具体的交互场景，用户触达是否有效，而用户力的构造决定了这个授权 IP 产品是否有充足的用户黏性。

图表1：授权 IP 的竞争本质



来源：国金证券研究所

为什么我们认为布鲁可已具备一定的壁垒？1) 从产品力维度看，布鲁可通过优质产品和亲民价格去构建较为极致的质价比，用户在相对划算的价格能够购买到 IP 内容多元、SKU 体系丰富以及拼搭手感优良的产品；2) 从渠道力维度看，布鲁可围绕其核心人群，构建广阔的经销商体系，具备渠道壁垒强、消费者触达有效以及可复用性强的特点；3) 从用户力维度看，对于主要以购买 IP 为主的企业来说，IP 运营直接影响到 IP 热度维系以及 IP 的商业价值变现，布鲁可通过构建圈层语言，打造其用户生态，能够增强用户黏性，实现有效的 IP 运营。在 IP 产品核心竞争的三个维度来看，布鲁可已经具备一定的护城河。

质价比、渠道密度与用户生态已经形成良性正循环，奠定品牌势能与规模长期增长的坚实基础：1) 高质价比产品降低用户决策门槛，终端动销加速，能够吸引经销商主动加盟并且赋能渠道的构建；2) 线下渠道密度扩张聚焦下沉市场，精准触达校边店核心用户，替代高价广告构建高效品牌体验入口，并引流用户参与 BFC 赛事等线上生态活动，最终反哺生态体系；3) 用户生态赋能利于增强用户的粘性，打造圈层独特的“语言”，替代传统高价广告投放，控制营销费率，反哺高质价比口碑，形成正循环。

### 1.1 质价比：优质产品+亲民价格，参与门槛较低

布鲁可以极致质价比实现差异化突围。在“质”的维度，公司的产品具有可选 IP 内容多元，SKU 体系丰富以及拼搭手感优良的特点。凭借对“质”的深度打磨，布鲁可在同价位段具备显著竞争优势，为生态赋能和渠道渗透提供有力支撑。

1) IP 矩阵方面：公司通过打造覆盖中日美等多元文化的丰富 IP 矩阵，强化产品吸引力与用户粘性；截至 2025 年 9 月 25 日，布鲁可已获得约 72 个 IP 授权，涵盖奥特曼、变形金刚、假面骑士、玩具总动员、疯狂动物城、冰雪奇缘等热门 IP，合作范围广泛；自有 IP 方面，公司积极推进自有 IP 孵化，打造百变布鲁可、英雄无限等原创 IP。

图表2：布鲁可 IP 授权涵盖众多热门 IP

IP 名称	授权区域	授权到期年份
奥特曼	中国	2027
	北美洲、欧洲及在亚洲的部分地区	2025
变形金刚	全球超过 50 个国家	2028
火影忍者	中国	2025
小黄人	全球超过 150 个国家	2027
芝麻街	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的 40 个国家	2026
叶罗丽	除美国、墨西哥及加拿大以外的全球地区	2026
名侦探柯南	中国	2026
假面骑士	中国	2025
斗罗大陆	中国	2026
星球大战	中国	2028

来源：布鲁可招股说明书、国金证券研究所



2) SKU 方面: 布鲁可 SKU 体系丰富, 更新速度快, 迭代效率高, 为消费者带来丰富的体验, 截至 2025 年 6 月 30 日, 共有 925 种 SKU 上市销售。布鲁可持续推出覆盖多元玩法的新品, 近三月即上新超 30 款产品, 涵盖拼搭、盲盒、收藏等多品类。单一 IP 实现多版本快速迭代, 如变形金刚系列已推出至群星版第 8 弹, 构建出丰富、稳定的产品矩阵, 进一步强化其行业领先地位。

**图表3: 布鲁可最近三个月上新产品**

IP 名称	版本系列	品名	端盒价格	单盒价格	产品发布时间	SKU 数量
初音未来	绮遇版	绮遇版-初音未来公式服	/	199	2025.10	1
变形金刚	星辰版	星辰版第 5 弹-白刃破晓	118.8	9.9	2025.10	14
叶罗丽	MATE 系列	叶罗丽-嗒豆-MATE 系列-心语誓章	269.1	29.9	2025.10	9
三丽鸥	ART 系列	三丽鸥家族-嗒豆-ART 系列-复古小熊邂逅	419.4	69.9	2025.10	6
小黄人	萌酷版	萌酷版小黄人第 3 弹	234	39	2025.10	6
宝可梦	经典版 S	宝可梦经典版 S-狂热突击	179.4	29.9	2025.10	6
超级战队	群星版	超级战队群星版第 2 弹-勇气爆发	351	39	2025.10	9
奥特曼	传奇版	传奇版-艾克斯超越型-贝塔闪光装甲	/	199	2025.10	1
侏罗纪世界	惊喜版	自然集惊喜版第 1 弹-抓捕行动	178.8	14.9	2025.10	12
英雄无限	星光版	星光版第 8 弹-霸业雄心	179.1	19.9	2025.09	12
英雄无限	经典版	经典版英雄无限	/	49	2025.09	2
假面骑士	经典组合版	新假面骑士-经典组合版	/	99	2025.09	1
星球大战	群星版	群星版第 1 弹-曼达洛人赏金之旅	351	39	2025.09	9
星球大战	超越版	星球大战超越版-达斯·维达	573	79/99	2025.09	7
变形金刚	群星版	群星版第 8 弹薪火相传	351	39	2025.09	9
三丽鸥	FUN 系列	三丽鸥家族-嗒豆-FUN 系列-百变库洛米 II	154.8	12.9	2025.09	12
奥特曼	星辰版	星辰版第 3 弹	158.4	/	2025.09	16
DC	超越版	超越版 DC 英雄-超人 2025	/	99	2025.09	1
漫威	超越版	漫威英雄超越版	198	99	2025.09	2
叶罗丽	FUN 系列	叶罗丽-嗒豆-FUN 系列-音梦诗篇	154.8	12.9	2025.09	12
EVA	传奇版	新世纪福音战士-零号机(改)-豪华版	/	249	2025.09	1
宝可梦	经典版	经典版-开拓的新遇	496	109	2025.08	4
小黄人	萌酷版	萌酷版第 2 弹-缤纷夏日	234	39	2025.08	7
变形金刚	传奇版	传奇版-奥利安·派克斯	/	199	2025.08	1
圣斗士	超越版	圣斗士星矢-超越版-金牛座阿鲁迪巴	/	99	2025.08	1
三丽鸥	DREAM 系列	三丽鸥家族-嗒豆- DREAM 系列-暖春序章	299.4	49.9	2025.08	6
圣斗士	群星版	圣斗士星矢-群星版第 2 弹-黄金的传承	351	39	2025.08	9
布朗熊	萌酷版	MEGA-擎天柱布朗熊联名	/	299	2025.08	2
奥特曼	神奇版	神奇版第 3 弹-奥特伙伴	156	39	2025.08	4
变形金刚	超越版	超越版-DX 版飞翼擎天柱	/	149	2025.08	1
变形金刚	星辰版	星辰版第 4 弹-龙怒天启	118.8	9.9	2025.08	14
奥特曼	群星版	奥特曼名鉴第 15 弹-交汇进化	351	39	2025.08	9



IP 名称	版本系列	品名	端盒价格	单盒价格	产品发布时间	SKU 数量
初音未来	奇迹版	奇迹版-跃动声芒	/	199	2025.08	1
奥特曼	荣耀版	荣耀版-奥特名鉴-战士	/	169	2025.08	2

来源：布鲁可公众号、淘宝布鲁可旗舰店、布鲁可京东自营旗舰店、淘宝布鲁可潮玩旗舰店、国金证券研究所

3) 拼搭手感方面：公司产品在材质、结构与模具精度上均达到头部水准，兼顾拼搭手感和二次创作，持续强化用户使用体验。布鲁可产品在零件设计上高度标准化，结构与关节可跨型号共用，极大便利玩家进行二次创作、魔改及个性化涂装。布鲁可产品结构灵感来自人体骨骼与关节设计，具备良好的稳定性与可动性，为创意拼搭提供坚实基础，可玩性较强。与乐高相比，乐高拥有众多标准化零件可自由改装，但多数缺乏可动关节；与万代相比，其产品虽具可动性，但零件多为特定造型，难以自由拼搭改装。

图表4：布鲁可拼搭材质、结构与模具精度皆较优



来源：布鲁可招股说明书、国金证券研究所

4) 产品矩阵方面：公司坚持拼搭体系创新，不断扩展产品矩阵，迎合不同消费群体需求，逐步提高市场渗透率。为进军女性市场，布鲁可推出“嗒豆”系列，不仅简单易拼，更迎合了“DIY”专属装饰小物的市场需求。嗒豆已发布 NEST 系列、FUN 系列、MATE 系列、DREAM 系列和 ART 系列五大产品系列，覆盖居家功能物件、创意饰品等多品类。此外，布鲁可开始试水玩具汽车市场，在 WF2025 首次推出“积木车”，展出包括变形金刚 C01、蝙蝠侠 E01、原创车等高可玩性新品；在中国玩具展继续探索边界，展出原创奥特曼 IP 小汽车，速度与激情 IP 首样产品，产品矩阵再一次扩充。

图表5：嗒豆迎合了“DIY”专属装饰小物的市场需求

图表6：布鲁可展出原创奥特曼 IP “积木车”



来源：布鲁可公众号、国金证券研究所

来源：布鲁可公众号、国金证券研究所

从“价”这个维度来看，布鲁可在入门款（9.9-20 元价格带）、热销款（39 元价格带），进阶款（59 元价格带）和收藏款（高价格带）均有较强的竞争力。



1) 入门款 (9.9-20 元)：布鲁可入门款仅 9.9 元，其入门款的核心优势是低价但产品功能较为全面。与奇妙积木和灵动创想相似价位段的产品对比，布鲁可的产品高度，产品材质基本一致，形象数量较为丰富，可动关节数较多。

图表7：布鲁可入门款功能齐全

热销产品	布鲁可星辰版第三弹	奇妙积木新生代奥特曼 V3 经典款	灵动创想奥特曼软胶系列
定价	9.9 元/个	12.9 元/个	19.9 元/个
产品高度	5.5cm	约 6cm	11cm
产品材质	ABS	ABS 等	塑胶
形象数量	17	13	38
可动关节数	10+	14	4

来源：淘宝布鲁可旗舰店、国金证券研究所

2) 热销款 (39 元附近)：热销款最核心的产品是布鲁可群星版，该价格带是布鲁可的优势价格带，以适中的价格提供丰富的 IP 选择，例如第二弹的核心主题是变形金刚“紧急呼救”，以 G1 经典角色为主；而 25 年推出的新品第十四弹的核心主题是奥特曼系列“连接心愿”聚焦奥特战士与经典怪兽。

图表8：布鲁可热销款 IP 丰富度显著更优

热销产品	布鲁可群星版	奇妙积木 Zero 无限版	灵动创想 Q 版英雄传
定价	39 元/个	29.9 元/个	49 元/个
配件	英雄展台、特效件、武器、身份卡	替换手型、武器、特效件、地台	替换手、武器、支架底座
形象数	10	10	7
可动关节数	23	24	15
IP 丰富度	第十四弹	第二弹	第三弹

来源：淘宝布鲁可旗舰店、国金证券研究所

3) 进阶款 (59 元附近)：在 59 元左右价格段，布鲁可在特效和玩法方面差异化竞争。特效方面，布鲁可提供丰富的特殊工艺，如眼睛&胸灯挥动即可发光、地台贴纸&维克特利姆光线特效件、特殊光变材料，且在同工艺竞争产品中性价比优势明显；玩法方面，布鲁可闪耀版属于盲盒类产品，并且有丰富的 IP 作为支撑。

图表9：布鲁可进阶款差异化竞争

热销产品	布鲁可闪耀版第十一弹	灵动创想奥特必杀系列	万代奥特曼发光可动
定价	59 元/个	79 元/个	69 元/个
特效	眼睛&胸灯挥动即可发光，地台贴纸&维克特利姆光线特效件 隐藏件有特殊光变材料	按下按钮，发声发光，4 种按钮声效 按压腿部，发动必杀技，6 种握腿音效	眼睛&胸灯&额头发光
形象数	7	13	2
可动关节数	21	-	可动
IP 丰富度	第十一弹	非盲盒，13 个产品	非盲盒，2 个产品

来源：淘宝布鲁可旗舰店、国金证券研究所

4) 收藏款：在高端收藏价位段，布鲁可在价格、可动性、配件丰富度与造型还原方面具有竞争力。布鲁可超动积木人系列以更亲民的价格提供了高度还原的收藏体验。以泽塔奥特曼德尔塔天爪为例，布鲁可产品高达 19cm，配备特效件、替换手型与支架，官方售价仅 199 元；万代 S.H.Figuarts 同类价格 7150 日元，约合人民币 300 元以上。布鲁可产品约为万代 S.H.Figuarts 同款价格的 60%，并在可动性、配件丰富度与造型还原方面具备同等竞争力，性价比优势显著，兼具收藏与玩法价值。



图表10: 布鲁可收藏款质价比突出

品牌	布鲁可超动积木人	万代 S.H.Figuarts
高度	约 19cm	约 15cm
配件	光线特效件、贝利亚黄昏、三对替换手型、固定支架	利刃特效件、贝利亚黄昏、七对替换手、红灯替换件
价格	199 元	7150 元, 约 345 人民币
主要玩法	拼装、可动	还原、可动

来源: 小红书平台、国金证券研究所

### 1.2 渠道: 以校边店为主, 触达有效+复用性强

从渠道方面来看, 与其他潮玩公司相比, 布鲁可围绕其核心人群集中布局校边店, 已构建覆盖广阔的线下经销商体系。布鲁可渠道方面的优势可以分为三个维度: 1) 线下渠道壁垒相对更强; 2) 消费者触达有效; 3) 渠道可复用性强。

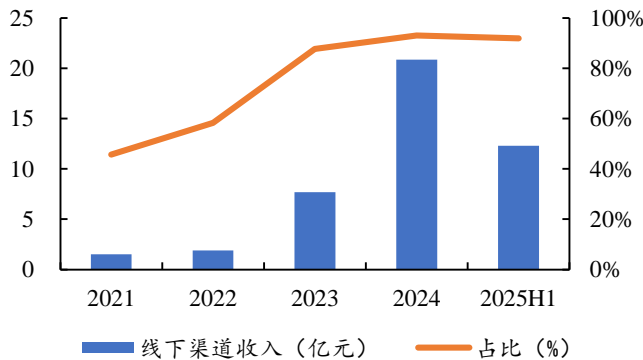
图表11: 布鲁可构建以经销商为主的线下销售渠道

	主要客群画像	主要渠道特点
布鲁可	6-16 岁儿童	以经销商为核心的线下销售渠道为主, 校边店模式下高频经销网络覆盖下沉市场
乐高	全年龄段 (侧重青少年及成人收藏市场)	直营实体店 (全球 1096 家)+分销代理+电商 (官网/平台), 聚焦一二线城市市场
万代	机甲及动漫 IP 爱好者, 多高价收藏款目标成人客群	经销代理+线上直营+少量线下店 (如高达基地), 聚焦高线城市
泡泡玛特	18-35 岁, 主要为年轻都市女性群体	零售店+线上销售+机器人商店+批发收入, 重视一线和新一线城市市场
卡游	8-14 岁儿童	经销为主, 直营为辅, 24 年经销渠道贡献营收占总收入的 92.5%, 关注炒热二手市场

来源: 赢商云智库公众号、乐高 2024 年年报、泡泡玛特公司公告、国金证券研究所

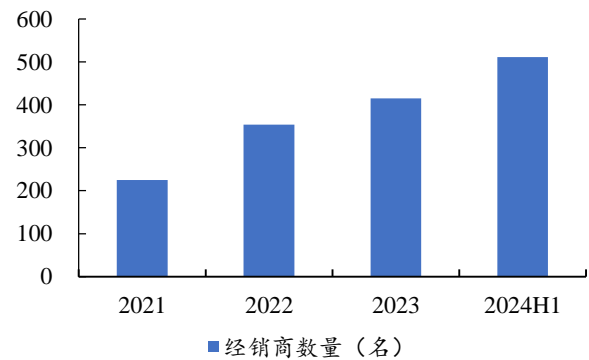
布鲁可线下渠道具备先发优势, 为品牌打造及业务长期增长奠定坚实基础。一方面, 布鲁可重点布局线下渠道, 该渠道已是公司最重要收入来源。2021-2024 年, 公司线下渠道收入规模呈现强劲增长态势, 线下渠道收入从 1.51 亿元跃升至 20.85 亿元, 期间复合增速约为 140%; 线下渠道占总营收占比快速增长, 2021-2025 年上半年, 布鲁可线下渠道收入占整体营收比重分别为 45.70%/58.33%/87.72%/93.04%/91.9%。另一方面, 经销商体系已经趋于成熟, 经销商网络规模持续扩张, 2021-2024H1, 布鲁可经销商数量从 225 家快速增长至 511 家。线下渠道收入的快速提升与经销商网络的稳健扩张形成协同效应, 构建了难以复制的线下竞争壁垒, 为品牌长期增长奠定坚实基础。

图表12: 布鲁可线下渠道收入及占比



来源: iFinD、公司年报、国金证券研究所

图表13: 布鲁可经销商数量



来源: 布鲁可招股说明书、国金证券研究所

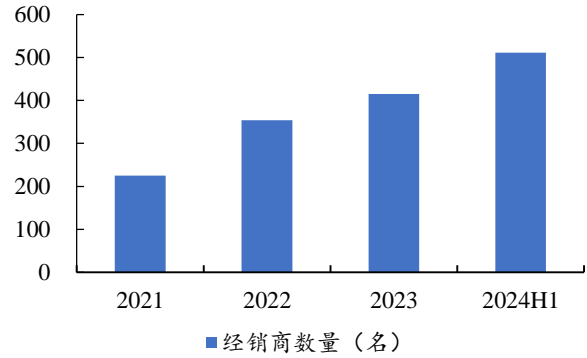
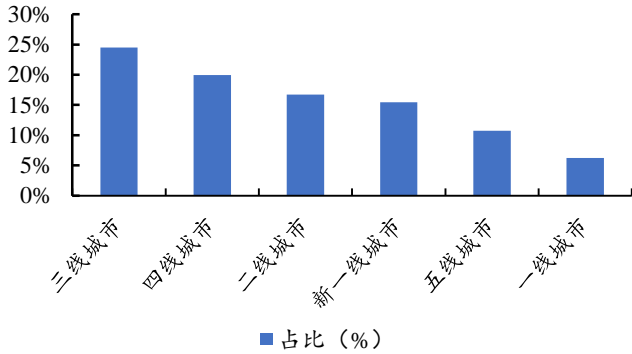
公司集中布局校边店网点, 有效触达消费者客群。布鲁可注重渠道建设和下沉, 从观看布



鲁可相关视频的抖音用户地域分布来看，二三四线城市占比分别为 16.72%/24.52%/19.96%，三者合计占比超过 60%。与此客群布局相呼应，公司线下经销商在城市层级分布上呈现显著下沉特征：2024H1 数据显示，二线城市/三线城市及以下经销商分布分别为 254 个/128 个，形成对高潜力消费市场的重点覆盖。2024H1，公司已构建起约 15 万线下网点的终端网络，不仅实现所有一线二线城市的全面渗透，更覆盖超 80%的三线及以下城市，精准触达校边店等核心消费场景，有效确保下沉市场的用户触达能力。

图表14：抖音布鲁可相关视频观看用户城市层级占比

图表15：布鲁可经销商数量



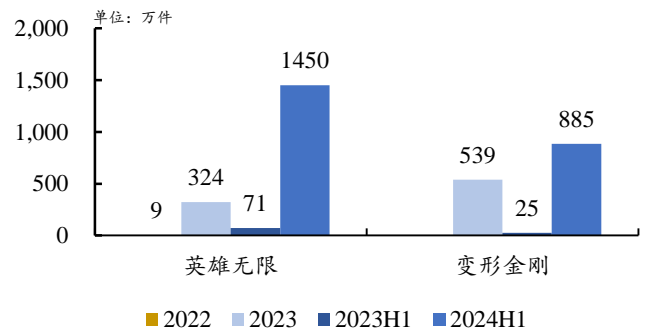
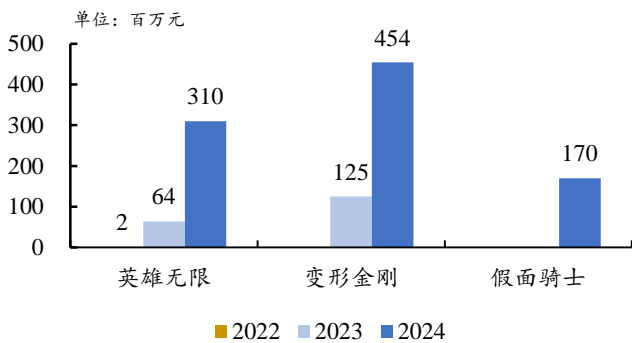
来源：巨量算数、国金证券研究所

来源：布鲁可招股说明书、国金证券研究所

**渠道可复用性强，新产品推广效率高。**英雄无限、变形金刚、假面骑士分别为 2022、2023、2024 年推出的 IP 系列，依托既有渠道快速渗透市场。从销售额看，2022-2024 年，布鲁可英雄无限系列销售额从 187 万元跃升至 3.1 亿元，期间增长约为 165 倍；2023-2024 年，布鲁可变形金刚系列销售额分别为 1.25/4.54 亿元，两年间增幅约为 263.2%；2024 年，假面骑士首年推出即实现销售额 1.7 亿元。从销量看，2024H1 英雄无限/变形金刚销量分别为 1450/885 万件，同比增长 1936.52%/3382.28%。头部 IP 销售额与销量实现双增长印证渠道资源对新 IP 推广增长的强驱动作用。

图表16：布鲁可头部 IP 销售额（除奥特曼外）

图表17：布鲁可头部 IP 销量



来源：布鲁可招股说明书、公司公告、国金证券研究所

来源：布鲁可招股说明书、国金证券研究所

### 1.3 生态赋能：构建独属圈层语言，生态闭环提升用户粘性

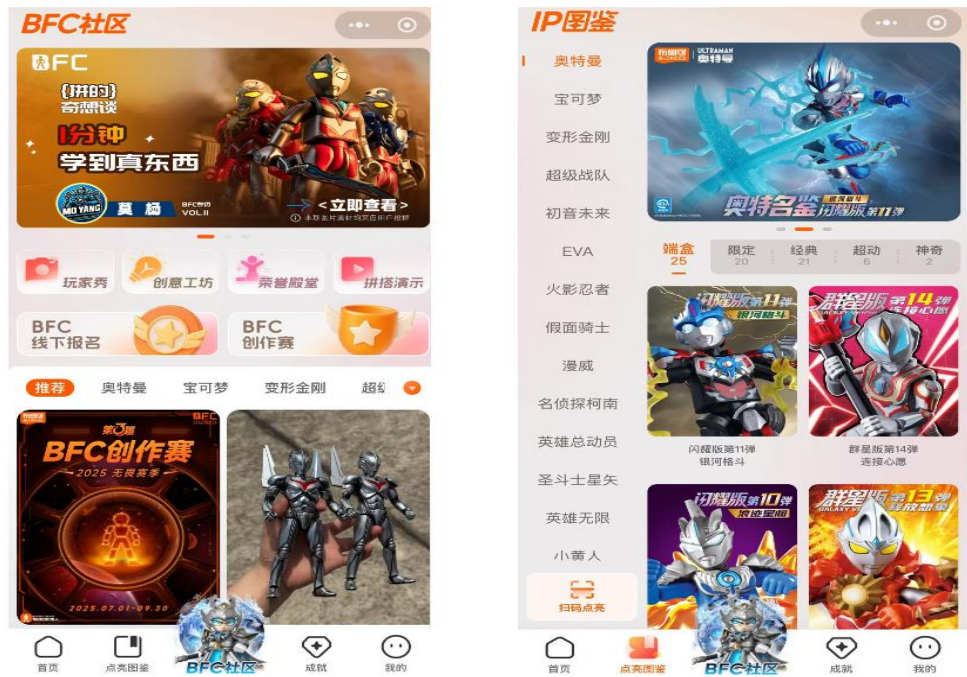
**布鲁可注重生态赋能，构建其生态圈，利于用户粘性增强。**在这个生态圈中，官方通过会员 Club、BFC 赛事体系、布鲁可系列动画片这三大举措为玩家提供平台、世界观、素材，KOC/KOL 和用户得益于官方的产品迭代和文化土壤，持续输出高质量图文与视频内容，用户共创和品牌运营逐渐形成一个良性循环。

**布鲁可打造会员 Club 作为用户生态的核心承载平台，通过社群化运营强化用户粘性与品牌认同。**Club 的核心板块是 BFC 社区板块和 IP 图鉴板块：1) BFC 社区板块提供详细的 BFC 赛事相关资讯，并推送用户最新分享的改造教程与创意灵感内容，促进用户持续参与与内容共创；2) IP 图鉴板块以系列化收藏机制满足核心用户的收集偏好，并通过“扫码收集—成就点亮—光点奖励—兑换权益”的正向激励链条，引导用户多产品线消费和长期活跃。截至 2024 年 H1，布鲁可积木人 Club 注册会员规模已达约 200 万，约 80%的会员激



活了至少一种产品，体现出较强的用户转化效率和生态承接能力。

图表18: 布鲁可会员 Club 核心板块



来源：布鲁可积木人 Club 小程序、国金证券研究所

布鲁可通过构建 BFC 多层次赛事体系，增强玩家间的互动交流，构建品牌和用户之间的链接。BFC (Blokees Figures Creator, 布鲁可积木人创作者) 指代布鲁可用户中通过二次创作赋予积木人新生命的创作者群体，布鲁可目前已经形成了以线上创作赛、线下速拼赛与全球作品展的多层次赛事体系。截至 2025 年 10 月，布鲁可已在全国近 200 个城市举办了线下创作赛，收到线上参赛作品近 90,000 件，激发了 BFC 的热情以及布鲁可 BFC 社区的活力，进一步提升品牌触达与用户参与。

图表19: 布鲁可线下速拼赛

图表20: 布鲁可全球作品展



来源：布鲁可公众号、国金证券研究所

来源：布鲁可公众号、国金证券研究所



图表21: 百变布鲁可动画



来源: 布鲁可公众号、国金证券研究所

布鲁可通过推出动画片构筑专属世界观。布鲁可核心内容矩阵包含《百变布鲁可》《英雄无限》《布鲁可战队》三大系列，其中《百变布鲁可》已更新至第八季，内容生命力持续释放。截至2024年6月，《百变布鲁可》和《英雄无限》动画系列全网平台拥有超500万粉丝群体，累计播放量超150亿次。动画片的持续更新不仅能维系用户长期关注度，也为用户的创作灵感与内容框架提供源头活水。

布鲁可生态圈的构建除了官方提供上述平台之外，KOL、KOC以及UGC内容发布也是生态圈重要的一环。1) KOL和KOC方面: 大量KOL与KOC对布鲁可的新品的推广，为品牌带来充足的流量和曝光，有助于保持品牌对用户群体的吸引力。目前，KOL代表如抖音平台的“爱玩具的大成”，其布鲁可相关视频合集播放量达9.4亿，单条视频最高点赞量达18.9万；KOC代表有B站UP主如@卡密哒 赤坂、@头套男爵、@-吼吼溅-等活跃成员，定期发布积木人改装视频，形成稳定KOC输出；

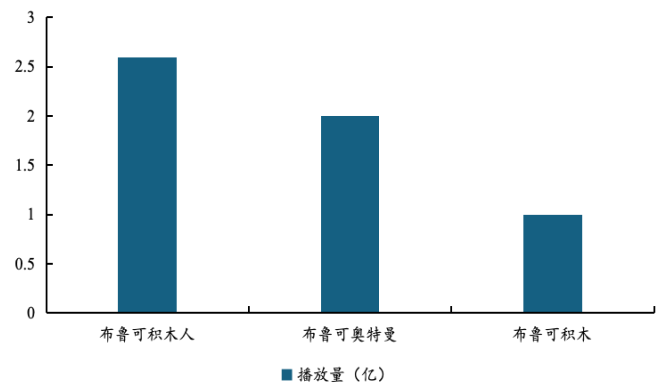
2) UGC内容方面: 布鲁可的UGC发布内容在不同平台都有一定热度。小红书话题“布鲁可积木人”/“布鲁可奥特曼”/“布鲁可积木”分别实现3.1亿/2.2亿/1.1亿浏览量，内容覆盖产品对比、改造创新、新品简评、收藏推荐、收纳方法、交换易物等多个维度。抖音平台上，“布鲁可积木人”单一话题即吸引了8万人参与，累计播放量达到37.4亿次，用户内容集中于开箱、改装与收藏分享，充分展现了品牌在社交媒体的内容延展力与UGC的高度活跃性。

图表22: 爱玩具的大成布鲁可相关视频播放量



来源: 抖音平台、国金证券研究所

图表23: 布鲁可相关小红书话题播放量(亿)



来源: 小红书平台、国金证券研究所

整体来看，通过会员Club、BFC赛事、作品展与动画片等模块，布鲁可构建了集平台支持、内容素材与统一世界观于一体的创作土壤，持续激发KOL/KOC在社交媒体上更新分享与UGC产出动力。丰富的用户内容反过来增强了赛事与展览等活动的影响力，并为品牌提供用户偏好反馈，助力产品优化与内容迭代。用户共创与品牌运营形成良性循环，显著提升了布鲁可的社区活力与生态闭环效应。



图表24: 布鲁可构建生态圈具体举措

类型	核心内容	功能	综合运营效果	
官方	布鲁可会员 Club		官方 ↔ KOC/KOL UGC 素材/平台/世界观 讨论度/产品反馈	
	BFC赛事体系	线上创作赛		平台 世界观 素材 讨论度
		线下速拼赛		
	全球作品展			
	动画片			
KOC/KOL	改装、收藏、新品分享 拼搭对比	讨论度 推广 产品反馈		
UGC				

来源: 布鲁可公众号、国金证券研究所

## 2. 中期成长驱动力一: 女性群体+成人群体破圈助力公司抬升营收天花板

公司此前产品主要面向男性青少年, 响应 Kidult (成人玩具消费者) 和女性群体需求或带来新增量。据布鲁可此前 (截止到 2024 年底) 推出的 SKU 类型 (6-16 岁 SKU 占比超 75%) 以及四大 IP 贡献收入的占比 (四大核心 IP 为公司贡献超 90% 收入) 推测公司客群中 80% 为 6-16 岁的男性。然而近年来, 拼搭角色类玩具凭借其情绪价值、社交价值和收藏价值在成人群体和女性群体中逐渐流行, 参考乐高 2024 年在全球的营收成人市场的贡献超过 50%。布鲁可及时响应成人群体和女性群体的需求, 预计将为公司带来新的增量, 25H1 前四大 IP 产品合计占总收入 83.1%, 已经有所下降。

图表25: 布鲁可男性向四大 IP 贡献超 90% 收入

IP 名称	2024 年贡献收入 (亿元)	收入占比
奥特曼	10.96	48.9%
变形金刚	4.54	20.2%
英雄无限	3.10	13.8%
假面骑士	1.70	7.6%

来源: 公司 2024 年年报、国金证券研究所

### 2.1 女性群体破圈: 高颜值易拼搭+场景化+二创解锁增长密码

**加强女性向 IP 布局, 优质 IP 储备丰富。**公司针对女性用户的需求, 增强具知名度的女性向 IP 的布局, 包括三丽鸥、名侦探柯南、哈利波特和小黄人等。以三丽鸥为例, 据巨量算数, 女性占比 78%, TGI 高达 168, 具有良好的受众基础。

**推出专为女生玩家打造的全新产品线, 三维度助力产品破圈。**嗒豆系列作为布鲁可首个为女生玩家打造的全新产品线, 涵盖 FUN 系列, MATE 系列、DREAM 系列和 ART 系列, 公司布局思路清晰, 主要通过三个维度帮助新产品线扩圈: 1) 高颜值+易拼搭: 降低入门门槛。相比于积木人的复杂结构, 嗒豆系列萌感更强, 在结构和审美上进行了轻量化创新, 仅需三步即可完成拼搭; 2) 场景化: 通过嗒豆公仔+多风格/场景惊喜包的灵活组合, 让嗒豆不仅仅局限于可爱的拼搭玩具, 而是拓展为创意生活方式的代表性物件, 让拼搭嵌入生活场景; 3) BFC 文化助力二创, 社交性打造更深层次的品牌忠诚度: 8 月 2 日-3 日, 布鲁可亮相三丽鸥嗨翻节, 嗒豆线下首展, 此次展览中, BFC 创作者同台交流与改造, 将布鲁可嗒豆融入各种日常物件中, 让普通的物件焕发出趣味, 彰显使用者的个性, 提供充分的情绪价值。



图表26: 布鲁可储备 IP 具有广泛女性受众基础



来源: 巨量算数、抖音、国金证券研究所

图表27: 布鲁可塔豆系列只需三步即可拼成



来源: 布鲁可公众号、国金证券研究所

若女性群体的渗透率持续提升, 预计将带动营收实现约 3 亿至 12 亿元的增长弹性。若以 0-5 岁渗透率在 5%、6-16 岁渗透率在 8% 作为假设, 收入 2.96 亿元; 以 0-5 岁渗透率在 15%、6-16 岁渗透率在 20% 作为假设, 收入 7.67 亿元; 以 0-5 岁渗透率在 20%、6-16 岁渗透率在 25% 作为假设, 收入 9.71 亿元; 以 0-5 岁渗透率在 25%、6-16 岁渗透率在 30% 作为假设, 收入 11.76 亿元。

图表28: 若女性群体的渗透率持续提升, 营收空间广阔

	年龄	全国对应人数 (万人)	渗透率 (%)	对应用户规模 (万人)	单用户年度支出额 (元)	对应营收 (万元)	加总 (亿元)
情况 1	0-5 岁	3413	5%	171	30	5120	2.96
	6-16 岁	10218	8%	817	30	24522	
情况 2	0-5 岁	3413	15%	512	30	15360	7.67
	6-16 岁	10218	20%	2044	30	61306	
情况 3	0-5 岁	3413	20%	683	30	20480	9.71
	6-16 岁	10218	25%	2554	30	76632	
情况 4	0-5 岁	3413	25%	853	30	25600	11.76
	6-16 岁	10218	30%	3065	30	91959	

来源: 国家统计局, 公司公告, 国金证券研究所

## 2.2 成人群体破圈: 多元多价格段 IP 叠加优秀做工细节, 联动 KOC 实习加速渗透

公司成人扩圈思路清晰, 已取得一定进展。公司已形成针对成人群体破圈的一整套打法, 整体来说, 注重丰富 IP 储备叠加多价格段布局, 中高端线来说注重产品做工细节和与圈层内的 KOL/KOC 合作从而加速渗透。

首先, 整体来说, 公司成人向 IP 储备丰富, 覆盖多目标人群多价位。从 IP 类型来看, 公司自 2024 年增加成人 IP 布局, 目前旗下核心 IP 储备具有极为广泛的受众基础, 囊括了经典动漫、全球影视、游戏娱乐和奇幻文学。从价格段来看, 成人向 IP 的产品设计中, 有相对亲民, 拼搭门槛较低的宝可梦系列、芝麻街系列和小黄人系列, 价格段集中在 29-79 元, 也有 IP 还原度更高, 拼搭难度更大, 尺寸更大, 价格较高的超级英雄系列, 圣斗士星矢系列、火影忍者系列等等。25 年新获得授权的星球大战 IP 和王者荣耀 IP 将补充覆盖了科幻爱好者和游戏爱好者这两个群体, 后续产品开发值得期待。

图表29: 公司成人向 IP 布局多元

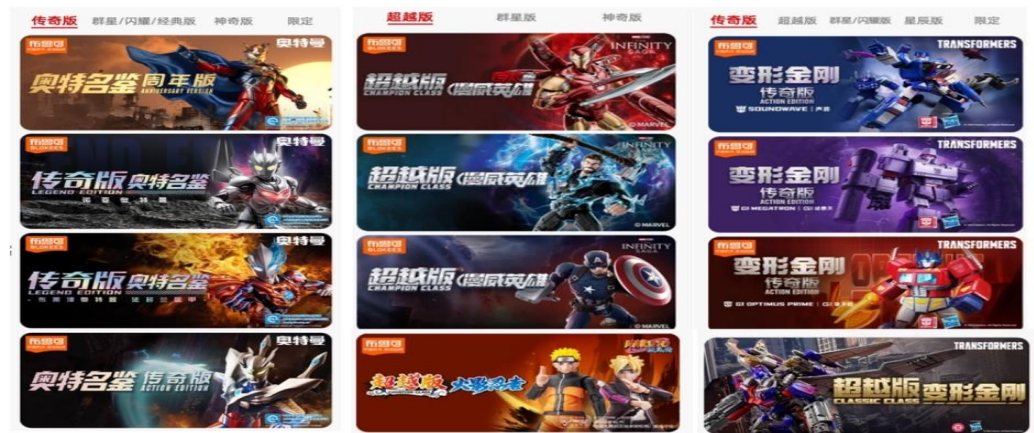
IP 类型	代表作品	目标人群	价位	开发进展/亮点
-------	------	------	----	---------



经典动漫	EVA, 圣斗士星矢, 火影忍者	男性收藏玩家	EVA169 元附近, 圣斗士星矢 129 元附近。火影忍者超越版 99 元附近	EVA 溢价热销, 圣斗士、火影忍者还原经典造型
全球影视	超级英雄 (DC), 星球大战, 小黄人	科幻迷/全性别	DC 系列 129 元附近, 小黄人 39 元附近, 星球大战待推出	星球大战为新授权, DC 系列已推出
游戏娱乐	王者荣耀, 宝可梦	年轻玩家/泛兴趣群体	宝可梦 s 版 30 元附近, L 版 79 元附近, 王者荣耀待推出	王者荣耀为新授权, 宝可梦系列主要以低价走量
奇幻文学	哈利波特	全球书影迷	/	2025 重点推出, 预计覆盖全年龄段

来源: 淘宝布鲁可旗舰店、国金证券研究所

图表30: 布鲁可本年度具有代表性成人向 IP 一览



来源: 布鲁可小程序、淘宝官方旗舰店、国金证券研究所

图表31: 半年内布鲁可成人向 IP 上新节奏及价格段

价格段	5月新品	6月新品	7月新品	8月新品	9月新品	10月新品
29元附近						
39元附近						
49元附近						
69元附近						
79元附近						
99元附近						
129元附近						
139-299元附近						

来源: 布鲁可小程序、淘宝布鲁可旗舰店、国金证券研究所 (数据统计截至 2025 年 10 月 16 日)

其次, 公司在中高端成人产品发力, 注重做工细节和 KOL/KOC 联动。从做工细节来看, 以



公司最新推出的火影忍者 IP 超越版旋涡鸣人为例。该产品不仅具有 3 副替换手，3 副面雕，配备丰富的小配件，而且关节可动性强，具有 22 处关节可动，能很好地将动漫的细节还原。从细节处来看，衣服褶皱清晰，各部位零件替换方便，分色工艺细腻以及角色专属地台设计感强。从和 KOL/KOC 的联动来看，公司在官方视频号转发 KOL/KOC 的测评视频，以 KOC“手馋中年人玩模型来看”，其粉丝主要都是具有支付能力的成年男性，粉丝数 94.8w，播放量中位数为 6.4w，其测评的奥特曼传奇版视频在抖音上点赞超 4500，通常点赞率约 3%-10%，即 4500 赞对应约 4.5 万-15 万播放量。

若布鲁可在成人群体的渗透率持续提升，空间广阔。以 16 岁以上人群为基准，男性渗透率为 0.40%，女性为 0.10%，对应营收规模约为 0.84 亿元；男、女渗透率均提升至 1.00%，对应营收约为 3.43 亿元；渗透率同步提升至 3.00%，对应营收可达约 10.30 亿元；均达到 5.00% 的假设下，对应营收预计将突破 17.17 亿元。

图表32：如果布鲁可成人用户渗透率提升，3%的渗透率下营收可达 10 亿元

	年龄	全国对应人数 (万人)	渗透率 (%)	对应用户规模 (万人)	单用户年度支出额 (元)	对应营收 (万元)	加总 (亿元)
情况 1	男	55298	0.40%	221	30	6636	0.84
	女	59201	0.10%	59	30	1776	
情况 2	男	55298	1.00%	553	30	16590	3.43
	女	59201	1.00%	592	30	17760	
情况 3	男	55298	3.00%	1659	30	49769	10.30
	女	59201	3.00%	1776	30	53281	
情况 4	男	55298	5.00%	2765	30	82948	17.17
	女	59201	5.00%	2960	30	88802	

来源：国家统计局，公司公告，国金证券研究所

### 3. 中期成长驱动力二：参考万代、乐高出海经验，布鲁可出海正逐步起势

#### 3.1 复盘乐高、万代出海经验：四大要素助力出海发展

万代凭借丰富的 IP 资源和 IP 运营策略降低市场进入门槛。IP 资源方面，万代的 IP 资源丰富。目前万代共计拥有超 530 种 IP。其 IP 知名度高且受众广泛，机甲类有高达、假面骑士、奥特曼，热血动漫类有龙珠、海贼王、火影忍者，少女 IP 有光之美少女、美少女战士等等。丰富的 IP 叠加全球共有的价值观共识，消费者先喜欢角色自然过渡到玩具购买，降低了市场教育成本。

在 IP 运营策略方面，万代有以下三个特点：1) “故事+玩具”联动机制。动画中角色不断获得新武器、新机甲，玩具也随着同步上新，消费者为了“追新”，会重复购买。万代与美国当地企业共同投资制作《机动战士高达》系列真人版，近三年来高达系列玩具销售收入增长率保持两位数增速，美洲地区销售收入在 2025 财年迎来 40.8% 的爆发性增长。2) 本地化热点联动增强吸引力。25 年春节期间，万代联动国内爆火 IP《哪吒 2 之魔童降世》，推出 POTELOTTE 娃娃等 7 款联名产品，仅 POTELOTTE 娃娃在天猫旗舰店售出 700+；3) 社群文化构建，举办高达模型世界大赛，把拼装变成经济和社交活动，内部形成强大的社群文化。



图表33: 漩涡鸣人玩偶手办



漩涡鸣人 (年轻)

漩涡鸣人

漩涡鸣人最终之战

漩涡火影忍者六道贤者模式

来源: 万代官网、国金证券研究所

图表34: 万代旗舰店哪吒 POTEPOTTE 娃娃



来源: 淘宝万代官方旗舰店、国金证券研究所

万代多管齐下提供沉浸式体验，线上线下双重发力构建生态圈。万代无论国内还是海外的业务都注重通过结合虚拟世界（游戏+动画）与实体场景（高达基地、模型拼搭、线下活动）为消费者提供沉浸式的体验。这对于增强粉丝粘性，最大化 IP 价值和构建内部生态圈都有显著的效果。沉浸式体验的核心在于 IP 对于消费者生活的全方位渗透，1) 在线上方面，以《SEED FREEDOM》为例，除了通过电影等传统方式在全球 22 个国家和地区上映，还借助流媒体触及超过 82 个国家和地区。截至 25 年 8 月，哔哩哔哩官方账号万代南宮梦中国、万代南宮梦娱乐、万代模型官方、万代-BANDAI 粉丝累计 50 万+，YouTube 仅万代官方、万代娱乐、万代模型粉丝总计超 368 万，最热门视频累积播放量已破 209.6 万及 2510 万次。

图表35: 社媒数据对比

社媒平台	账号	最高粉丝数	视频单日播放量	视频最高播放量
YouTube	BANDAI OFFICIAL、Bandai Namco Entertainment (娱乐频道) BANDAI SPIRITS (模型) 等	192 万+	1 万+	2510 万+
哔哩哔哩	万代南宮梦中国、万代南宮梦娱乐、万代模型官方、万代卡牌商品、万代南宮梦音乐等	16 万+	1000+	210 万+

来源: YouTube、哔哩哔哩、国金证券研究所 (粉丝数、播放量等数据统计截至 8 月)

2) 线下方面，万代产品开展店铺、主题会、赛事等多样线下活动深度触及全球消费者，全球高达模型制作大赛 GBWC 已成功举办 12 届，按参赛者年龄分组，触达全球 16 个国家和地区，单年度吸引全球超 10,000 件作品参赛，历年获奖作品来自不同国家或地区；大型线下主题活动如万代南宮梦嘉年华。同时，万代作为 IP 巨头积极参与各类国际展会增加曝光度，WF Shangha2024 线上曝光超 1.6 亿。

图表36: 近 10 年 GBWC 赛事冠军属地

年份	基础组	开放组
2015	印度尼西亚	泰国
2016	台湾	日本
2017	日本	菲律宾
2018	印度尼西亚	日本



年份	2019	2022	2023	2024	新加坡	香港	加拿大	中国大陆	中国	15-20岁组	6-14岁组
2019	2022	2023	2024	新加坡	香港	加拿大	中国大陆	中国	15-20岁组	6-14岁组	

来源：GBWC 官网、国金证券研究所

**乐高布局供应链接近核心市场，缩短供应链降低运输成本、风险。**产品生产方面，乐高持续扩大产能以满足增长的市场需求，目前已在美洲、欧洲、亚太地区国家如墨西哥，捷克，匈牙利，中国和越南等地布局生产工厂。24 年匈牙利工厂扩大 60%增加 95000 平方米、中国工厂扩大 27%增加 51000 平方米，美国工厂在建预计于 2027 年开业。供应链短、长途运输少等优势提高了乐高抗风险能力。如疫情期间部分玩具企业受产能短缺压力影响，而乐高 19 年商品销售增长 13.6%，20 年、21 年分别以 26.8%、16.5% 保持稳定增长。

**乐高高强度创新扩大竞争优势，零件标准化提供创新土壤。**乐高积木产品以基本模块为主，较少使用特殊模块，主要通过组合变化提供可玩性。一方面，控制成本、降低工厂生产压力，便于海外建厂；另一方面，提高玩具精度和兼容度，便于设计师与玩家创新。截至 24 年底，乐高共开发 43 个主题，840 件积木产品；24 年新品 390 件，其中，31145 号产品红色小火龙仅 149 块，支撑小火龙，小凤凰，小鱼三种拼法，且公仔身体可动。为更大化标准零件价值，乐高鼓励自创玩法（MOC），开放单独购买零件渠道、积极在社媒与 MOC 用户互动。截至 8 月，非官方乐高 MOC 网站 rebrickable 用户已超 144 万，哔哩哔哩、YouTube 平台均有玩家 MOC 相关视频浏览量破百万。

图表37：产品通过组合变化提供可玩性



来源：淘宝乐高天猫旗舰店、国金证券研究所

图表38：社媒 MOC 用户具有较大粉丝群体

平台	账号	粉丝数 (万)	代表作品浏览量 (万次)
哔哩哔哩	格鲁是大发明家	15.1	153
哔哩哔哩	沐恩 TC 乐高 MOCer	13.7	240
YouTube	Grant Davis -Bricks Made Simple	21.8	4045
YouTube	블범 Blebum323	17.4	472

来源：YouTube、哔哩哔哩、国金证券研究所



乐高多维度营销助力乐高开发海外市场，扩大品牌影响力。乐高在出海中的营销可以总结为三个方向：**1) 线下沉浸式体验：深度本土化与多元互动：**乐高北京王府井旗舰店，紧凑陈列了融合中国文化元素（如熊猫、龙）的大型积木模型，还设置了针对不同年龄层的互动区域（如零件池、马赛克肖像拼搭画），该店铺活动的相关视频在哔哩哔哩平台播放量近 93 万；**2) 线上互动便捷丰富：**提升粘性与个性化服务。乐高在美国推出的“人仔在线工厂”项目，用户成功制作了超过 124,000 个个性化人偶，通过提供个性化服务增强用户粘性。**3) 跨品类渗透，构建品牌竞争力：**乐高将积木渗入其各类产品，如游戏、电影、教育产品等等，扩大积木影响力。2014 年，第一部积木世界电影《The Lego Movie》在全球多地影院上映。该电影影响周期较长，不仅上映时拿下北美周末票房冠军，25 年 IMDb 获评累计达 40.6 万+。

图表39：热门乐高电影数据对比

电影名	上映时间	IMDb 评分	IMDb 获评数(万)	豆瓣 评分	豆瓣获评数(万)
The Lego Movie	2014	7.7	40.7	7.9	6.6
The Lego Batman Movie	2017	7.3	18.6	8	6.6
The Lego Ninjago Movie	2017	6.1	3.3	6.7	0.7
The Lego Movie 2: The Second Part	2019	6.5	8.2	6.6	1.9

来源：IMDb 官网、豆瓣官网、国金证券研究所

通过对万代和乐高出海成功要素的梳理，我们可以总结以下几点启示：**1) 重视创新，提供多元体验。**无论是万代的 IP 运营和 SKU 的快速迭代还是乐高通过玩具的精度和兼容度提升可玩性，都是需要企业通过创新不断优化消费者的体验，充分考虑到消费者“喜新厌旧”的倾向，通过新鲜事物增强消费者对品牌的粘性；**2) 构建生态圈和圈层语言非常重要，并且需要多品类全方位的渗透。**一方面，线上线下与粉丝的互动增强粉丝对于品牌的信念感，另一方面增强扩品类的渗透吸引更多人群，充分利用心理学上的曝光效应，即个体对某一事物（人、图像、声音等）的接触频率增加时，即使未主动互动，也会因其熟悉性而产生偏好或好感。**3) 一定程度需要兼顾可玩性和标准化，需要供应链能力对品牌产品力的支持。****4) 需要一定的 IP 储备，并且通过不同类型的 IP 增强对于人群的覆盖。**

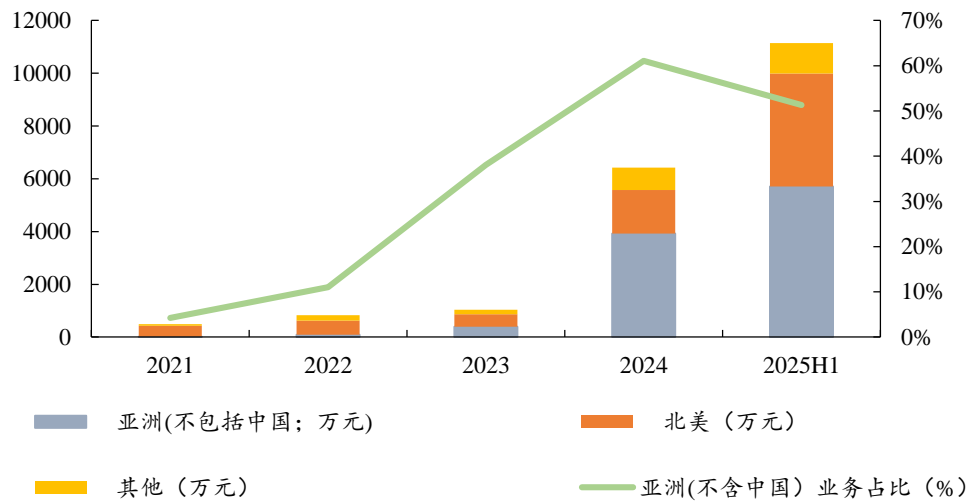
### 3.2 布鲁可出海成功可能性如何？空间如何？

参照乐高、万代经验，布鲁可出海正走在正确的道路上：

布鲁可出海业务已现亮点，海外增长空间值得期待。公司 24 年/25H1 出海营收 6422/11141 万元，同比增长 518.16%/898.56%，在整体的业务占比为 2.87%/8.33%。从出海的地区分布来看，亚洲（不含中国）市场增长潜力高，逐步取代北美市场成为布鲁可出海贡献最大地区，亚洲（不含中国）业务从 2021 年海外收入占比的 4.27%提升到 2024 年收入占比的 61.06%，亚洲具体来看，印度尼西亚是公司出海业务发展较好的区域。从出海销售情况来看，与国内定价对比，北美地区销售有一定溢价空间，东南亚销售与国内定价基本一致，对比同行业其他公司 SKU 和 IP 数量相对较少，仍有较大发展空间。



图表40: 布鲁可海外营收变化情况



来源: iFinD、国金证券研究所

图表41: 北美亚马逊商品对比

北美亚马逊商品情况对比				
品牌	乐高	万代	变形金刚	布鲁可
官方系列	32+	13+	4	6
总商品数(所有商铺总估计值)	8000	5000	1000	53
产品 IP	星球大战、海贼王、动物、城市、超级英雄、神偷奶爸、迪士尼、哈利波特等	高达、神奇宝贝、游戏王、星球大战、30分钟等	变形金刚	变形金刚(官方店铺)、哪吒、圣斗士等
优势 IP	星球大战、城市系列等	高达、龙珠、海贼王等	变形金刚	变形金刚
单品单月销量区间	0-20000+	0-1000+	0-5000+	0-300+
价格区间	0-3000+	0-1468+	0-1000+	0-80
评论数区间	0-50000+	0-3000+	0-10000+	0-65

来源: 亚马逊平台、国金证券研究所(商品相关数据统计截止到8月中旬)

**渠道+营销双管齐下, 频繁参展扩大国际影响力。**渠道方面, 布鲁可在各地拓展市场时都注重线上与线下渠道的布局, 但各有侧重。线上渠道, 主要覆盖亚马逊及本土主流电商, 如东南亚地区的 Lazada、Shopee, 北美地区的 eBay 等。线下渠道, 依托经销商网络进行全球渠道渗透, 并在不同地区推进特色策略: 在东南亚市场, 与地区 KA 合作, 覆盖玩具、生活等多类型连锁店、书店、头部便利店; 在北美市场, 与沃尔玛、target 等合作, 推进中型连锁店等差异化渠道; 其他市场, 如欧洲地区, 进展略缓但在玩具专卖店等渠道表现良好, 计划加速拓展。

图表42: 不同地区措施对比

不同地区措施对比			
地区	亚洲(不包括中国)	北美	其他



市场布局进展	贡献最多收入的海外市场，印度尼西亚市场发展亮眼	美国为主要消费市场，是海外市场销售收入最多的国家之一	逐步布局，包括欧洲（德、英、法）和拉美洲（包括智利、秘鲁、巴拿马、巴西和墨西哥）
销售收入表现	2024 年占整体营收 1.75%	2024 年占整体营收 0.74%	2024 年占整体营收 0.38%
渠道策略	<b>线上：</b> Lazada、Shopee 等东南亚主流电商平台、亚马逊等。 <b>线下：</b> 组建专业销售团队，与各区域 KA 和经销商进行渠道渗透；与马来西亚等地头部便利店达成协议，进驻 5 万多个便利店；涵盖玩具、生活型连锁店，书店等渠道网络	线上：亚马逊、eBay 等电商平台；线下：与沃尔玛、target 达成合作协议，在美国设置六千多销售终端；依托经销商网络覆盖本地商超，包括部分中型连锁店	线上：亚马逊、eBay 等线上平台；线下：主要靠经销商力量、与玩具连锁店合作等，布局不成熟，发展较慢，计划加速推进
营销策略	构建粉丝生态角度，开展 BFC 赛事加强与消费者互动，直击潜在需求；社媒宣传角度，官方渠道+KOL+KOC+用户自发推荐；线下互动角度，目前已参加印尼玩具展、新加坡动漫展等当地展会，推广产品的同时，增强对本土经销商、消费者吸引力	揣摩市场需求，聚焦 action figures 方向，重点开发变形金刚 IP 推荐对口产品；贴近消费者群体，在美国创建 YouTube 账号持续更新相关内容，截至 25 年 8 月该平台已积累 2490000+ 订阅者，扩大潜在消费者群体；扩大品牌影响力，通过参加纽约国际玩具展、墨西哥 CCXP 逐步打开品牌知名度	产品前端争取众多全球知名 IP 授权，中端持续创新打造价格及质量优势，末端组建专业团队助力市场开拓

来源：公司公告、国金证券研究所

**营销方面，布鲁可以各区域市场需求为主线，布局全球知名 IP，增强线上线下互动。**对于东南亚市场，线下互动除通过国际动漫及玩具展会（印尼玩具展、新加坡动漫展等）介绍产品，布鲁可开展 BFC 赛事加强与粉丝交流；线上采用官方渠道+KOL+KOC+用户自发推荐模式进行内容推广，如印尼 428 万粉丝的博主 Medy Renaldy 不定期发布布鲁可玩具开箱视频介绍产品，其相关评论区粉丝好评如潮。在北美市场，布鲁可揣摩市场需求，聚焦 action figures 方向，大力开发变形金刚 IP，频繁亮相相关展会（纽约国际玩具展、墨西哥 CCXP 等）优化当地品牌认知；线上积极建设社媒账号，在美国创建 YouTube 官号，截至 25 年 8 月该平台已积累 2490000+ 订阅者扩大品牌影响力。其他地区，布鲁可组建专业团队，依托如全球知名 IP 侏罗纪世界等影响力开拓市场。

**参考万代、乐高出海经验，布鲁可已具备出海成功的基因。**万代、乐高出海能够成功的几个重要维度布鲁可目前已经基本满足：1) 设计上兼顾标准化和可玩性，利于规模化地生产，且背靠中国供应链，能够更好地控制成本；2) 具备一定的 IP 储备，并且增强不同类型的 IP 布局，辐射较大的客群范围；3) 持续创新，具备新鲜的玩法和 SKU，目前布鲁可的 SKU 数量已经达到 600+；4) 构建生态圈，打造圈层内部语言，增强粉丝群体的认可度，提升粘性。



图表43: 新加坡动漫展 BFC 作品展柜



来源: 布鲁可公众号、国金证券研究所

图表44: CGXP México 2025 布鲁可 BFC 专区



来源: 布鲁可公众号、国金证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测

根据前文分析,我们认为布鲁可在拓展用户群体(包括女性向及成人向市场)与出海业务方面具备广阔前景。

出海方面,变形金刚凭借其全球化的 IP 属性,在出海过程中具有显著优势,25H1 变形金刚的授权区域扩大至覆盖全球超过 190 个国家,我们给予其较高增长预期。

目前,“其他 IP”营收规模仍相对有限,预计随着公司在女性向及成人向 IP 领域的持续布局与开发,并且结合出海拓展,将为公司业绩带来可观的增量贡献。

#### 1) 搭角色类玩具

1. 奥特曼:奥特曼 IP 为公司是公司成长的重要支点。一方面,该系列的产品线丰富,满足消费者多样化需求。除了划分星辰、闪耀等产品版本,今年度推出传奇版奥特曼,增加高价位段的布局。另一方面,产品快速迭代,刺激消费者复购。奥特曼闪耀版,于 3 月上新第 10 弹,6 月就上新了第 11 弹,仅该系列在三个月内可推出七款全新 SKU。同时,奥特曼 IP 母公司不断创新相关动画系列,也将推动该 IP 系列产品销售增长。出海方面,25 奥特曼 IP 的授权区域已进一步扩展至全球。据此,我们预计奥特曼系列产品在 25 年至 27 年分别实现收入 11.37/11.94/12.30 亿元。

2. 变形金刚:变形金刚系列不仅在国内展现出较强的增长能力,而且在海外市场表现出较强的竞争能力,在亚马逊平台占据布鲁可产品热销榜前列。随着新加坡动漫展、纽约玩具展等活动开展,变形金刚系列产品影响力不断扩大,有望进一步拓展市场。据此,我们预计变形金刚系列产品在 25 年至 27 年实现收入 7.48/10.01/13.28 亿元。

3. 英雄无限:该系列产品为公司最受欢迎的自有 IP 产品,24 年销售收入超 3 亿元,仍有较大上升空间。公司还注重配套相关动画短片,完善拼搭背后的世界观,24 年 11 月上线《英雄无限》第一季动画短片,用品牌的方式讲述中国故事、塑造中国英雄,市场反应良好。该系列产品持续创新,截至 25 年 6 月,英雄无限星光版已更新至第七弹-智勇风云,广受好评。我们预计英雄无限系列产品在 25 年至 27 年实现收入 3.38/3.69/3.99 亿元。

4. 其他 IP:布鲁可不断丰富其 IP 矩阵,凭借其以往的优秀 IP 运营实绩和较强的公司现金实力,上新的新款涵盖不同的 IP 类型,包括经典动漫、全球影视、游戏娱乐等不同类别,24 年假面战士 IP 贡献了 1.7 亿元收入。根据 25 年中报,25H1 公司签署了 13 个新 IP,因 SKU 数量增加模具数量也同比+88.0%,新推出的 SKU 包括初音未来、小黄人、酷洛米、名侦探柯南、芝麻街、漫威:无限传奇、宝可梦及火影忍者等;授权 IP 数量从截至 2025 年 6 月 30 日的约 63 个增加至截至最后实际可行日期的约 72 个,包括但不限于玩具总动员、疯狂动物城、冰雪奇缘、迪士尼公主系列、史迪奇、速度与激情、侏罗纪公园、面包超人、哥斯拉、大闹天宫及哪吒闹海等;出海方面,新世纪福音战士 IP 的授权区域已进一步扩展至全球,宝可梦 IP 的授权区域扩大至港澳台、东南亚等地区,星球大战 IP 的授权区域扩大至东南亚、港澳台及韩国等地区。综合来看,“其他 IP”预计能为公司带来较好的业绩增量。据此,我们综合考虑公司新布局的女性向、成人向拓展贡献的收入,加上其他 IP 品类出海开拓的布局,预计其他 IP 系列产品在 25 年至 27 年实现收入 8.97/13.19/17.83 亿元。



## 2) 积木玩具

公司后续专注拼搭玩具类的发展，预计积木玩具业务将逐步萎缩。22年-24年，积木玩具收入占比就由63.5%减至1.8%。且积木玩具产品公布数据划分不明确，我们选用整体分析方式。虽然布鲁可公司已完成转型，其早年积累的品牌口碑、粘性消费者仍然可能对积木玩具销售有促进作用。我们预计积木产品在25年至27年实现收入0.32/0.25/0.23亿元。

**毛利率：**公司产品涉及全价格带，考虑到公司25年增强对于成人向IP的布局，且其价格段以中高端为主，有利于整体毛利率的提升。同样考虑到高强度推新，逐步扩大的IP矩阵都增加了成本，可能拖累毛利率，但随着IP系列产品发展，相关IP费用、生产线建设费用、创新费用等可能会降低，成熟的产品线带来规模效益，可能会拉高毛利率。据此，我们估计毛利率稳健增长，且仍有空间，25-27年的毛利率分别为50.09%/52.50%/53.54%。

**营销费用：**布鲁可销售费用主要由营销支出、人员工资等组成。在拼搭角色类玩具进入市场初期需投入大量营销费用以树立品牌口碑、建立消费者信心。虽然热门IP系列产品因消费者喜爱其角色、本身具有流量，一定程度上可以减少营销支出，降低销售费用率，但是考虑到布鲁可在女性群体破圈、成人群体破圈和出海业务上对于产品营销推广都有一定的需求，我们估计营销费用25-27年维持在较高水平，分别为13.3%/13.3%/13.3%。

**管理费用率：**24年管理费用从2023年的5.6%增加至20.8%，其中有金额较大的偶然性开支，包括上市费用、以股份为基础的薪酬，考虑后续年度管理费用在剔除相关影响后将回归正常水平。同时，考虑目前公司尚在高速发展阶段，管理费用仍会继续上升。据此，我们估计管理费用率25-27年分别为3.50%/3.70%/3.80%。

**研发费用率：**截至24年，布鲁可已具备由472名研发人员组成的专业研发团队。公司战略上，重视研发投入，相关费用包括研发人员薪酬、折旧、摊销等。后续自有IP开发以及女性、成人市场的产品探索，都指向对更大、更专业研究团队需求，即研发费用继续维持在较高水平。据此，我们估计研发费用率25-27年分别为8.7%/8.7%/8.7%。

另外，22/23/24年可转换可赎回优先股的公允价值变动分别为191/274/542百万元，以股份为基础的薪酬6.34/6.23/407.26百万元，24年上市开支33.38百万元，综上导致归属于母公司的净利润分别为-420/-206/-401百万元，经调整后年度利润为-225.34/72.88/585百万元，经调整后的净利润率-69.2%/8.3%/26.1%。25H1已无可转换可赎回优先股的公允价值变动项目，以股份为基础的薪酬23.82百万元，归母净利润296.51万元，经调整归母净利润320.33百万元。我们认为，当前可转换可赎回优先股公允价值变动等因素影响已较为有限，下文所述归母净利润均采用未调整口径。

图表45：布鲁可营收按IP拆分

单位：百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	325.57	876.69	2240.93	3152.31	3908.99	4762.82
同比增速	-1.27%	169.27%	155.61%	40.67%	24.00%	21.84%
毛利率	37.90%	47.33%	52.60%	50.09%	52.50%	53.54%
拼搭角色类玩具						
收入	117.67	769.04	2201.1	3120.35	3883.32	4739.66
同比增速	/	553.54%	186.22%	41.76%	24.45%	22.05%
毛利率	36.80%	48.40%	52.90%	50.22%	52.60%	53.62%
1) 奥特曼						
收入	111.48	556.72	1095.8	1137.33	1194.2	1230.02
同比增速	/	399.38%	96.83%	3.79%	5.00%	3.00%
毛利率	37.50%	47.10%	50.00%	47.00%	48.70%	49.50%
2) 变形金刚						
收入	/	124.98	453.7	747.7	1001.17	1327.55
同比增速	/	/	263.03%	64.80%	33.90%	32.60%
毛利率	/	54.40%	56.80%	52.90%	56.00%	57.20%
3) 英雄无限						
收入	1.87	64.2	309.9	338.35	369.41	399.41
同比增速	/	3342.52%	382.69%	9.18%	9.18%	8.12%



毛利率	41.20%	55.70%	59.31%	58.60%	59.20%	59.40%
4) 其他 IP						
收入	4.33	23.14	341.7	896.97	1318.55	1782.68
同比增速	/	434.98%	1376.81%	162.50%	47.00%	35.20%
毛利率	16.10%	28.50%	51.20%	48.90%	51.70%	52.50%
积木玩具业务						
收入	206.65	106.28	39.43	31.55	25.24	22.71
同比增速	-35.76%	-48.57%	-62.90%	-20%	-20%	-10%
毛利率	38.20%	38.70%	37%	37%	37%	37%
其他业务						
收入	1.25	1.37	0.39	0.41	0.43	0.45
同比增速	-84.59%	9.28%	-71.23%	5%	5%	5%
毛利率	100%	100%	100%	100%	100%	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 4.2 投资建议

布鲁可作为拼搭角色类的龙头企业，已经构建了以质价比、生态圈和渠道密度为核心的坚实壁垒。公司以往业务主要围绕 6-16 岁男性群体，且业务主要布局在国内。随着公司在女性群体扩圈、成人群体扩圈和出海业务方面的稳步布局，预期公司能够抬升收入的天花板。定性上，扩圈方面我们分析了公司主要的业务打法，女性群体破圈围绕 1) 高颜值+3 步拼搭；2) 场景化结合；3) BFC 文化助力二创这三个维度突破，成人群体破圈围绕 IP 储备丰富叠加多价格段布局，中高价位段注重产品细节和 KOL/KOC 合作；出海业务方面，我们参照万代、乐高的出海业务成功经验，发现布鲁可目前已经具备出海成功的软硬实力。综合上面的分析，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 31.52/39.09/47.63 亿元，同比增长分别为 40.7%/24.0%/21.8%；归母净利润分别为 6.78/9.16/11.54 亿元，同比分别增长 269.07%/35.02%/26.07%。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.72/3.67/4.63 元，当前股价对应 PE 分别为 22.29/16.51/13.09 倍，维持“买入”评级。

图表46：可比公司估值

公司代码	公司简称	财报货币	收盘价	EPS				PE		
				24A	25E	26E	27E	25E	26E	27E
002292.SZ	奥飞娱乐	CNY	9.03	-0.19	0.06	0.09	0.12	150.50	100.33	75.25
DIS.N	迪士尼	USD	110.63	4.97	5.93	6.60	7.33	18.66	16.76	15.09
MAT.O	美泰	USD	20.34	1.07	1.30	1.27	1.38	15.65	16.02	14.74
7832.T	万代南梦宫	JPY	4,221.00	153.85	197.88	208.36	228.04	21.33	20.26	18.51
9992.HK	泡泡玛特	CNY	193.20	2.30	9.28	12.74	15.91	19.16	13.95	11.17
9896.HK	名创优品	CNY	38.00	2.20	2.40	2.76	3.40	14.60	12.65	10.28
可比公司均值								39.98	30.00	24.17
0325.HK	布鲁可	CNY	65.90	-1.61	2.72	3.67	4.63	22.29	16.51	13.09

来源：iFind、Bloomberg、国金证券研究所（奥飞娱乐采用 iFind 一致预期；迪士尼、美泰、万代南梦宫数据来自 Bloomberg；泡泡玛特、名创优品采用国金证券研究所预测，其中，收盘价单位为港元，汇率按 1 港元兑 0.92 人民币换算。）

## 5. 风险提示

- 1) **IP 授权到期。**公司目前依赖于关键外部 IP 授权，若相关协议的到期、终止或续约条件变更，都可能直接导致对应产品线中断、收入下滑，并增加未来经营的不确定性。
- 2) **收入过于集中在外部 IP。**公司收入高度集中于少数外部 IP 授权产品，这可能带来以



下风险：1) 核心授权协议发生不利变更或未能续约；2) 授权成本波动侵蚀利润；3) 自有 IP 培育不足，长期发展潜力和品牌价值受限。

2) **新产品破圈效果低于预期。**公司针对女性群体和成人群体推出的新品效果可能不达预期。

3) **海外渠道开拓低于预期。**公司海外渠道开拓有可能遇到一定困难，其出海业务表现可能低于预期。

4) **行业竞争加剧。**该行业可能有更多竞争者进入，内部竞争激烈。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>326</b>	<b>877</b>	<b>2,241</b>	<b>3,152</b>	<b>3,909</b>	<b>4,763</b>
增长率	-1.3%	169.3%	155.6%	40.7%	24.0%	21.8%
主营业务成本	202	462	1,062	1,573	1,857	2,213
%销售收入	62.1%	52.7%	47.4%	49.9%	47.5%	46.5%
毛利	123	415	1,179	1,579	2,052	2,550
%销售收入	37.9%	47.3%	52.6%	50.1%	52.5%	53.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	233	189	283	419	520	633
%销售收入	71.5%	21.6%	12.6%	13.3%	13.3%	13.3%
管理费用	51	49	465	110	145	181
%销售收入	15.7%	5.6%	20.8%	3.5%	3.7%	3.8%
研发费用	98	95	192	274	340	414
%销售收入	30.2%	10.8%	8.6%	8.7%	8.7%	8.7%
息税前利润 (EBIT)	-455	-188	-294	785	1,059	1,336
%销售收入	-139.8%	-21.5%	-13.1%	24.9%	27.1%	28.0%
财务费用	2	2	2	0	0	0
%销售收入	0.5%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-259	82	238	775	1,048	1,321
%销售利润率	-79.5%	9.3%	10.6%	24.6%	26.8%	27.7%
营业外收支						
税前利润	<b>-457</b>	<b>-190</b>	<b>-296</b>	<b>785</b>	<b>1,059</b>	<b>1,336</b>
利润率	-140.3%	-21.7%	-13.2%	24.9%	27.1%	28.0%
所得税	-34	18	102	106	143	180
所得税率	7.5%	-9.3%	-34.6%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	-423	-207	-398	679	916	1,155
少数股东损益	-3	-1	3	1	1	1
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-420</b>	<b>-206</b>	<b>-401</b>	<b>678</b>	<b>916</b>	<b>1,154</b>
净利率	n.a	n.a	n.a	21.5%	23.4%	24.2%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-420	-206	-401	678	916	1,154
少数股东损益	-3	-1	3	1	1	1
非现金支出	172	299	1,011	-9	-11	-13
非经营收益						
营运资金变动	40	147	65	-51	351	-309
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-169</b>	<b>285</b>	<b>762</b>	<b>618</b>	<b>1,255</b>	<b>832</b>
资本开支	-23	-43	-120	-170	-120	-120
投资	273	0	1	0	0	0
其他	0	0	0	12	12	14
<b>投资活动现金净流</b>	<b>251</b>	<b>-43</b>	<b>-119</b>	<b>-158</b>	<b>-108</b>	<b>-106</b>
股权募资	382	1,194	0	1,707	0	0
债权募资	1	-43	-55	-23	0	0
其他	-352	-1,221	-231	-150	-20	-30
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>31</b>	<b>-70</b>	<b>-286</b>	<b>1,534</b>	<b>-20</b>	<b>-30</b>
<b>现金净流量</b>	<b>113</b>	<b>172</b>	<b>359</b>	<b>1,984</b>	<b>1,117</b>	<b>687</b>

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	189	361	720	2,704	3,822	4,509
应收款项	1,403	236	185	399	494	602
存货	61	76	279	669	722	860
其他流动资产	10	9	32	44	55	67
流动资产	1,664	682	1,215	3,816	5,093	6,038
%总资产	85.5%	67.4%	75.7%	87.5%	88.4%	88.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	23	48	154	274	384	494
%总资产	1.2%	4.7%	9.6%	6.3%	6.7%	7.2%
无形资产	32	64	79	129	139	149
非流动资产	282	330	391	546	666	786
%总资产	14.5%	32.6%	24.3%	12.5%	11.6%	11.5%
<b>资产总计</b>	<b>1,946</b>	<b>1,013</b>	<b>1,606</b>	<b>4,362</b>	<b>5,759</b>	<b>6,824</b>
短期借款	5	0	0	0	0	0
应付款项	119	260	567	830	1,031	1,229
其他流动负债	1,614	471	2,615	2,916	3,225	2,977
流动负债	1,738	731	3,182	3,746	4,256	4,206
长期贷款	7	7	0	-23	-23	-23
其他长期负债	1,578	1,883	25	13	13	13
<b>负债</b>	<b>3,323</b>	<b>2,621</b>	<b>3,207</b>	<b>3,736</b>	<b>4,246</b>	<b>4,196</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>-1,366</b>	<b>-1,606</b>	<b>-1,601</b>	<b>625</b>	<b>1,511</b>	<b>2,626</b>
其中：股本	0	0	0	1,707	1,707	1,707
未分配利润	-1,366	-1,606	-1,601	-932	-26	1,118
少数股东权益	-11	-2	0	1	2	3
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,946</b>	<b>1,013</b>	<b>1,606</b>	<b>4,362</b>	<b>5,759</b>	<b>6,824</b>

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
每股收益	-2.82	-1.38	-2.69	2.72	3.67	4.63
每股净资产	-5.48	-6.44	-10.75	2.51	6.06	10.53
每股经营现金净流	-0.68	1.14	5.12	2.48	5.04	3.34
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>回报率</b>						
净资产收益率	30.73%	12.83%	25.06%	108.47%	60.59%	43.96%
总资产收益率	-21.58%	-20.35%	-24.97%	15.55%	15.90%	16.91%
投入资本收益率	30.86%	12.84%	24.70%	112.60%	61.52%	44.35%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-1.27%	169.27%	155.61%	40.67%	24.00%	21.84%
EBIT 增长率	18.93%	58.66%	-56.06%	367.19%	35.02%	26.07%
净利润增长率	16.46%	50.92%	-94.59%	269.07%	35.02%	26.07%
总资产增长率	-21.73%	-47.96%	58.59%	171.60%	32.03%	18.50%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	22.2	11.0	12.1	23.4	30.7	31.0
存货周转天数	116.6	53.6	60.1	108.4	134.8	128.7
应付账款周转天数	188.2	147.4	140.0	159.8	180.5	183.9
固定资产周转天数	18.8	14.5	16.2	24.4	30.3	33.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-101.64%	-95.01%	43.41%	-433.78%	-253.32%	-171.92%
EBIT 利息保障倍数	-289.2	-113.8	-146.5	—	—	—
资产负债率	170.77%	258.82%	199.66%	85.65%	73.73%	61.48%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	19
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
 3.01~4.0 = 减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】  
国金证券研究服务**



**【公众号】  
国金证券研究**