

买入

国产拼搭玩具龙头地位稳固，新 IP 及海外市场拓展值得期待

布鲁可 (325.HK)

2026-01-28 星期三

【投资要点】

➤ 公司拥有深度下沉的行业标杆级立体渠道体系：

公司构建了堪称行业标杆的、深度下沉且高效可控的立体渠道体系，线下网点超 14 万个，经销商网络在三年内实现数量级增长，已全面渗透至三线及以下城市，形成了强大的市场覆盖与触达能力，同时经销商网络已经高效地覆盖了中国所有一线和二线城市，并在三线及以下城市的覆盖率超过 80%，形成强大的品牌销售矩阵，能够持续不断地对潜在消费者进行潜移默化影响。另外公司渠道类型上是多样且立体的模式，既包括了如玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等全国性大型商超和连锁渠道，同时也涵盖了大量的专业玩具店、文具店、精品店等。

➤ 打造行业级品质标杆与极致性价比，构建强大品牌壁垒：

随着中国科技水平进步，特别是材料学、机床、注塑等领域突破，目前中国玩具产品质量开始向世界顶尖水平发起冲击。公司这几年产品销售快速增长与制造工艺持续改进密不可分，目前现有产品可以在特定价格区间内，提供第一梯队的工艺品质与拼装体验。因此公司产品具备性价比、精美、正版 IP 的综合优势，这种极致性价比构建了强大的品牌壁垒，支撑公司收入增速持续领先于行业平均水平。

➤ 中国拼搭角色类玩具龙头，首次覆盖给予买入评级：

公司通过创新的产品设计、强大的 IP 运营能力和全渠道分销网络，迅速成长为细分市场龙头企业，商业模式整合了 IP 运营、设计研发、生产和渠道打通，形成完整价值链，未来海外市场的增长潜力值得期待。目前我们采用 PE 估值法，考虑到预计公司高质量增长及海外市场的拓展，给予公司对应 2026 年 26 倍 PE 目标估值，约 238 亿港元市值目标，对应目标价 95.5 港元，相较于现价预计有 21.1% 的升幅，首次覆盖给予“买入”评级。

百万元人民币	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
主营业务收入	877	2,241	2,965	3,861	4,855
同比增长 (%)	169.3%	155.6%	32.3%	30.2%	25.7%
毛利率	47.3%	52.6%	49.7%	50.8%	51.0%
净利润	(207)	(398)	606	816	1,028
同比增长 (%)	N.A	N.A	N.A	34.7%	26.0%
净利润率	-23.7%	-17.8%	20.4%	21.1%	21.2%
每股盈利 (元)	-0.83	-1.60	2.43	3.27	4.13
PS	19.41	7.59	5.74	4.41	3.50
PB	-10.59	-10.63	5.83	4.55	3.57
PE	-82.0	-42.7	28.1	20.8	16.5

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测

目标价：**95.50 港元**

现价：**78.85 港元**

预计升幅：**21.1%**

重要数据

日期	2026.01.27
收盘价 (港元)	78.85
总股本 (亿股)	2.49
总市值 (亿港元)	190.68
净资产 (亿港元)	29.06
总资产 (亿港元)	39.77
52 周高低 (港元)	198.0/65.5
每股净资产 (港元)	11.66

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Next Bloks	44.39%
First Prosperity	8.55%
Idea Great	5.86%
BlueCo Investment	4.92%
Smart Bloks	3.53%

相关报告

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

目录

1. 公司基本概况	5
1.1 公司简介	5
1.2 公司发展历程	5
1.2 股权结构和管理团队	6
1.3 公司业务模式	8
1.4 经营业绩回顾	10
2. 行业分析	11
2.1 全球玩具市场规模巨大，稳健增长的千亿美元赛道	11
2.2 中国玩具市场有望进入高质量增长阶段	12
2.3 中国拼搭类玩具拥有高速增长动能与全球化机遇	13
3. 公司亮点及核心竞争力	15
3.1 深度下沉的行业标杆级立体渠道体系	15
3.2 阶梯式价格带拓宽市场边界及粉丝群体	16
3.3 打造拼搭玩具品质标杆与极致性价比	18
3.4 运营周期性线下赛事，扩大 IP 影响力及提升粉丝参与度	20
3.5 布局香港地区保险业务，有望迎来新增长极	20
4. 盈利预测与投资建议	22
4.1 盈利预测	22
4.2 行业估值及目标价	22
5. 风险提示	23
【财务报表摘要】	24
投资评级定义及免责条款	25

图目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 6 月）	7
图 3：公司自研专利 IP“积木人”及产品矩阵	9
图 4：公司主要 IP 授权区域和授权期限	9
图 5：公司过往三年不同 IP 收入结构构成	11
图 6：授权 IP 目前是收入绝对支柱	11
图 7：公司历年收入及经调整净利润（人民币千元）	11
图 8：公司近年收入增速及经调整净利润率	11
图 9：全球玩具市场规模总体趋势将保持稳定增长	12
图 10：中国玩具市场将依靠高质量增长进入新的发展阶段.....	13
图 11：中国拼搭类玩具市场规模增长领跑全球.....	14
图 12：目前国内拼搭类玩具市场竞争格局	14
图 13：公司产品在各个渠道均有布局，全方位包围潜在消费群体.....	15
图 14：公司存货周转天数在收入快速增长背景下保持稳定.....	16
图 15：公司针对不同年龄段都设计了不同价格段的产品	18
图 16：公司产品从 9.9 元入门级一直延伸到 199 元以上的高端收藏级.....	18
图 17：公司生产线采用国内一流代工厂，并有专员驻点保证产品质量.....	19
图 18：公司产品具备极致的性价比	19
图 19：公司周期性举办 BFC 赛事，构建独特拼搭文化.....	20
图 20：公司多次于海外顶尖玩具展览会中亮相	21

表目录

表 1: 公司管理团队简介	7
表 2: 公司经销商数量逐年递增, 呈均衡发展态势	16
表 3: 公司未来业绩预测	23
表 4: 全球玩具行业相关标的估值表	23

1. 公司基本概况

1.1 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，原创 IP 能力，和与约 50 个知名 IP 的合作关系，聚焦为消费者提供好而不贵的广泛拼搭角色类玩具产品并取得了快速成长。根据弗若斯特沙利文的资料，公司是中国领先的拼搭类玩具企业，公司在中国拼搭角色类玩具细分市场份额为 30.3%。公司目前的收入有很大一部分是来自于奥特曼 IP 相关产品的销售未来会随着更多 IP 产品上线而逐渐降低。目前公司从 IP 版权方或授权方获得约 50 个知名 IP 的非独家授权，包括奥特曼、变形金刚、火影忍者、漫威：无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们、小黄人、宝可梦、假面骑士、名侦探柯南、初音未来、圣斗士星矢、新世纪福音战士、凯蒂猫、芝麻街、超级战队、DC 超人、DC 蝙蝠侠、哈利波特及星球大战等。截至 2025 年 6 月 30 日，公司已将 19 个 IP 商业化，共有 925 种 SKU 上市销售。前四大 IP 产品各自收入贡献占比均超过总收入的 10%，合计占总收入的 83.1%，而 2024 年同期前三大 IP 产品的收入贡献合计占比为 92.3%。16 岁以上年龄段产品收入占比从截至 2024 年上半年 10.4% 增长至截至 2025 年上半年 14.8%。

1.2 公司发展历程

公司最初是专注儿童教育产品的开发，后转向研发积木玩具和拼搭角色玩具，并于 2022 年推出拼搭角色类玩具，现已发展为中国拼搭角色玩具龙头和全球拼搭角色玩具领先企业。公司自 2014 年成立以来，迅速完成了从初创企业到全球行业领导者跃迁。

2014 年-2016 年：公司早期探索阶段。初创阶段主要从事积木玩具的底层技术研发与市场探索。2016 年，公司正式启动积木玩具的系统性研发工作，为后续产品的爆发奠定了技术基础。

2017 年：公司自主 IP 试水与初步市场验证。推出了其首个自主研发的 IP “魔力积木”，并同步推出了配套的积木类玩具产品。公司产品首次经过市场检验，体现了公司“内容+玩具”的联动思维。

2019 年：公司开始战略转型，聚焦拼搭角色类玩具。通过敏锐洞察市场风向，开始将研发重心转向“拼搭角色类玩具”细分赛道。该战略决策使公司成功避开与传统积木巨头在创意拼搭领域直接竞争，同时开辟了一个新蓝海市场。通

过结合知名 IP 魅力与积木拼搭乐趣打造新的拼搭角色产品，精准满足受众群体核心需求。

2020 年-2023 年：高速增长与市场地位确立。凭借与奥特曼、变形金刚等顶级 IP 的成功合作，布鲁可的拼搭角色类玩具迅速引爆市场。公司业绩进入高速增长通道。根据弗若斯特沙利文的数据，按 2023 年的零售额计算，布鲁可已经以 6.3% 的全球市场份额，成为全球第三大拼搭角色类玩具企业。在中国市场，其领先地位更为巩固，已成为中国最大的拼搭角色类玩具企业。这一成就标志着布鲁可不仅在中国本土取得了成功，更是在全球范围内获得了市场的高度认可。

图 1：公司发展历程

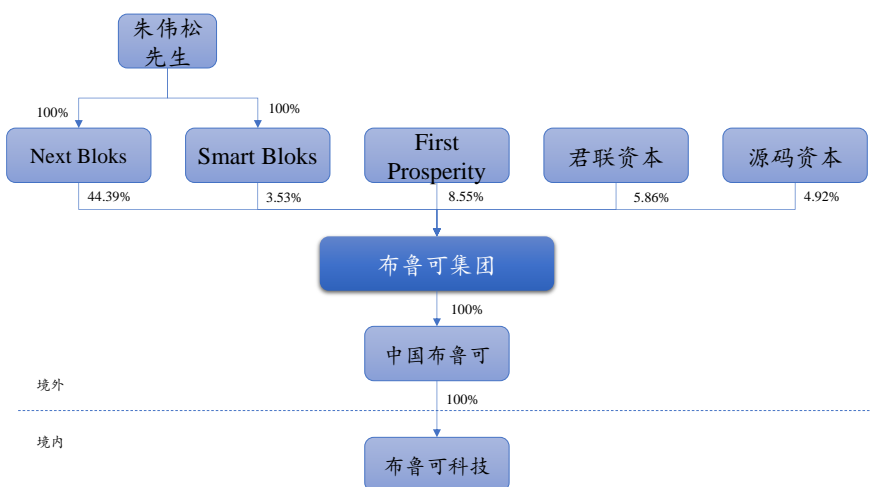


资料来源：公司公开资料、国元证券经纪（香港）整理

1.2 股权结构和管理团队

公司股权集中在创始人、核心管理层及机构投资者手中，且通过股权激励平台绑定核心员工利益。创始人朱伟松是最大股东，通过其 100% 控股的 Next Bloks、Smart Bloks 两家公司间接持股，合计持股达 49.47%。核心管理层少量持股，均通过个人控股公司间接持有股份。另外公司设立了 First Prosperity 股权激励平台，上市前后该平台持股比例在 8.55%，绑定了核心员工与公司的长期发展利益。目前仍有多家知名机构持有布鲁可股份，其中君联资本旗下 Idea Great 持股 5.86%，源码资本旗下 Blue.Co 持股 4.92%。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 6 月）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

布鲁可作为中国本土迅速崛起的玩具行业巨头，其成功轨迹与核心管理团队的远见、经验和执行力密不可分。管理层成功地将 IP 运营方法论与传统玩具制造业深度融合，构建了“IP+技术”的双轮驱动模式，凭借全球视野与运营经验，成功在全家市场进行战略性开拓及 IP 运营创新。通过将 IP 与创新的积木拼搭体系完美结合，实现了产品的差异化竞争与市场领先。创始人兼 CEO 朱伟松以其深刻的 IP 战略思维和决策魄力，为公司指明了方向并打开了局面；总裁盛晓峰以其系统的运营能力和全球化视野，为公司构建了强大的市场触达和增长引擎。他们共同将丰富的 IP 及积木拼搭运营经验转化为一套可执行、可复制、可持续的商业模式，即“IP 赋能+原创技术体系+全渠道运营+用户生态构建”，是公司可能能够在竞争激烈的全球玩具市场中实现爆发式增长、构建强大竞争壁垒并持续引领行业创新的核心因素。

表 1：公司管理团队简介

管理层	职位	任职时间	从业履历
朱伟松	董事长	2021 年	朱先生为公司董事长、执行董事、首席执行官。朱先生主要负责集团的整体战略、业务发展和经营管理。在此之前，朱先生于 2009 年 5 月联合创立了上海游族信息技术有限公司，主要负责研发管理工作。朱先生一直高度重视产品研发，对行业趋势、品类创新、商务开拓与合作具有深刻洞察。
盛晓峰	执行董事兼总裁	2022 年	盛先生负责集团玩具业务的运营管理及海外市场，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。在加入本集团前，盛先生于 2005 年 4 月至 2015 年 5 月任职于英特尔集团旗下的英特尔技术开发(上海)有限公司及英特尔亚太研发有限公司，负责教育类产品的设计研发。

资料来源：公司公开资料、国元证券经纪（香港）整理

1.3 公司业务模式

布鲁可的核心业务是基于强大 IP 矩阵的“拼搭角色类玩具”。公司通过精准的市场卡位、创新的产品形态以及“授权+自有”双轮驱动的 IP 战略，成功开辟并引领了一个高速增长细分市场。这一业务是公司近年来实现业绩爆发式增长的主要驱动力。其商业模式的基石是强大的 IP 矩阵，通过结合自有 IP 与全球顶级授权 IP，进行玩具产品的设计、研发、生产及销售。公司早期业务以传统积木玩具为主，后成功转型并开创了“积木人”这一细分品类，实现了差异化竞争。“积木人”是对传统积木玩具创新。将积木的“拼搭”属性与角色的“人偶”属性相结合，创造出一种既有动手乐趣又具备收藏、展示和社交价值的新型玩具。这俩产品拥有标准化的核心骨架和可替换的外部零件，允许消费者在享受拼搭过程的同时，获得一个完整的、高还原度的 IP 角色形象。除了正常渠道售卖，为了增加产品的趣味性和复购率，公司也采用盲盒形式进行销售，这种模式有效地激发了消费者的购买欲和收藏热情。在市场定位方面，公司产品线覆盖了从 9.9 元到 399 元的广泛价格带，不仅面向核心的儿童消费群体，也通过复杂的 IP 角色设计吸引了大量成人消费者，目前也在积极开拓女性用户和下沉市场。展望未来，随着其全球化战略的推进和“积木+”生态的不断完善，布鲁可有望从一家中国玩具行业的黑马，成长为具有全球影响力的儿童科技巨头。

公司产品组合丰富

致力于通过兼具标准化和个性化的布鲁可体系，创造广受欢迎且好玩的拼搭角色类玩具产品，满足全球消费者对还原 IP 角色神韵的玩具的普遍需求，传递拼的快乐。通过大量的 SKU、完整的价格带及丰富的 IP 矩阵构建了网格化的广泛产品组合，持续为消费者、粉丝和 BFC 提供丰富的产品选择。截至 2025 年 6 月 30 日，公司已将 19 个 IP 商业化，共有 925 种 SKU 上市销售。前四大 IP 产品各自收入贡献占比均超过总收入的 10%，合计占总收入的 83.1%，而 2024 年同期前三大 IP 产品的收入贡献合计占比为 92.3%。

公司产品在相同价格下极具性价比

公司产品的定价覆盖区间较广，主流产品价格分布在 9.9 元至 399 元不等，在每个价格带都极具性价比。产品质量方面，公司建立了符合国际主流标准的质量控制体系，其产品获得了包括欧盟 CE、瑞士 SGS 在内的多项权威认证，并在部分高端产品线上展现出超越预期的设计与质感，收货大量核心粉丝群体。在核心的积木制造环节，布鲁可着重宣传其模具的超高精度。公司声称其模具精度可达 0.004 毫米 并以此对标乐高据称的 0.005 毫米精度。这种微米级的精度是确保积木颗粒之间拼搭手感舒适且一致的关键。更高的模具精度能带来更稳定的

产品品质和更优质的拼搭体验。目前公司热销的大众价格带产品定价为 39 元，而为了可以触达更广泛消费人群，公司推出的平价价格带产品，定价为人民币 9.9 元至人民币 19.9 元，受到广大拼搭玩具爱好者喜爱。

图 3：公司自研专利 IP “积木人” 及产品矩阵



资料来源：公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

公司拥有丰富的 IP 矩阵

公司拥有丰富的 IP 矩阵。目前已成功推出 2 个自有 IP，包括儿童益智类的百变布鲁可和中国传统文化主题的英雄无限，同时还获得约 50 个知名 IP 的授权，包括奥特曼、变形金刚、火影忍者、漫威无限传奇及小蜘蛛和神奇小伙伴们、小黄人、宝可梦、假面骑士、名侦探柯南、初音未来、圣斗士星矢、新世纪福音战士、凯蒂猫、芝麻街、超级战队、DC、哈利波特及星球大战等。丰富的 IP 矩阵使公司能够触达多年龄段以及不同性别的全球消费者。

图 4：公司主要 IP 授权区域和授权期限

IP 名称	授权区域	授权期限
奥特曼	中国	2027 年
	北美洲、欧洲及在亚洲的部分地区	2025 年
变形金刚	全球超过 50 个国家	2028 年
火影忍者	中国	2025 年
漫威：无限传奇	在亚洲的九个国家	2025 年
小蜘蛛	全球超过 150 个国家	2027 年
宝可梦	中国	2025 年
三丽鸥	中国	2027 年
芝麻街	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的 40 个国家	2026 年
叶罗丽	除美国、墨西哥及加拿大以外的全球地区	2026 年
三休	中国	2027 年
斗罗大陆	中国	2026 年
圣斗士星矢	中国	2026 年
初音未来	中国	2026 年
名侦探柯南	中国	2026 年
假面骑士	中国	2025 年
新世纪福音战士	中国	2026 年
新·假面骑士	中国	2025 年
王者荣	中国	2026 年
超级战队	中国	2025 年
机动奥特曼	中国	2026 年
哈利·波特和 DC	中国	2027 年
星球大战	中国	2028 年
幽游白书	中国及若干其他亚洲国家	2026 年

资料来源：公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

1.4 经营业绩回顾

根据公司年报数据显示，公司拼搭角色类玩具销售大幅上升持续带动公司业绩快速增长，公司收入从 2022 年 3.26 亿元上升至 2024 年 22.41 亿元。根据历史数据 2021 年、2022 年、2023 年和 2024 年，布鲁可的营收分别约为 3.30 亿元、3.26 亿元、8.77 亿元和 22.41 亿元，毛利分别约为 1.23 亿元、1.23 亿元、4.15 亿元和 11.79 亿元，净利润分别约为 -5.07 亿元、-4.23 亿元、-2.07 亿元和 -4.01 亿元。2022 年是公司战略投入期。该年度公司营业收入略有下降。在利润端依然面临较大压力。主要是公司在研发、市场营销、渠道建设和产能布局等方面进行了大量前期投资，这些费用直接侵蚀了当期利润，正是这一时期的战略性投入，为后续的爆发式增长奠定了基础。2023 年是公司发展历程中具有里程碑意义的一年，标志着公司业务正式进入高速增长通道。该年度，公司营业收入同比增长高达 169.0%，处于行业领先水平，证明了其产品和品牌获得了市场的广泛认可。公司毛利率从 2022 年的 37.9% 跃升至 47.3%，提升了近 10 个百分点。这主要得益于规模效应的显现、产品结构的优化以及品牌议价能力的增强，叠加 IP 矩阵、产品设计以及全球化渠道的有效性共同推动了销售额的快速增长。另外盈利能力的改善，特别是经调整净利润的转正，也意味着公司增长是高质量切可持续的。2024 年公司业绩全面爆发，延续了强劲的增长势头。不仅在规模上实现了跨越式发展，同时成功进化为一个具备强大内生增长动力的创新型企业，不仅有效地结合了线上社区化运营和线下零售扩张，形成了立体的销售网络，同时不断拓展其产品线，覆盖更广泛的年龄段和价格带，满足不同消费群体的需求。这种模式既能精准触达年轻一代消费者，又能覆盖传统购物场景，最大化了市场渗透率。面向海外市场，公司积极向全球渠道拓展。其在北美、东南亚等市场成功落地，不仅带来了显著的收入增量，也分散了单一市场的风险，提升了品牌的国际影响力。我们认为，布鲁可的商业模式核心在于其强大的 IP 驱动能力。与传统玩具制造商不同，布鲁可不仅仅是生产玩具产品，更是 IP 内容的赋能者、运营者和商业化变现的平台。

授权 IP 目前是公司收入的绝对支柱。2024 年，公司来自授权 IP 的收入占比高达 81.3%。奥特曼(Ultraman)其收入占比相较于 2023 年的峰值有所下滑，但奥特曼依然是公司第一大 IP，2024 年贡献收入约 10.96 亿元，占总收入的 48.9%。变形金刚(Transformers):作为第二增长引擎，表现强劲，贡献收入约 4.54 亿元，占比为 20.25%。英雄无限(HeroInfinity)作为自有 IP 的旗舰项目，其成功商业化是布鲁可 2024 年的一大亮点，贡献收入约 3.1 亿元，占比达到 13.83%。假面骑士(KamenRider)贡献收入约 1.7 亿元，收入占比约为 7.58%。总体来看公司收入结构呈现出授权为基石、自有 IP 突破、IP 储备丰富的特征。公司在战略上逐渐

降低奥特曼 IP 收入占比，推动 IP 矩阵多元化已初见成效。2025 年上半年,布鲁可前四大 IP 的总收入占 83.1%，单个 IP 各自贡献占比均超过 10%。

图 5：公司过往三年不同 IP 收入结构构成

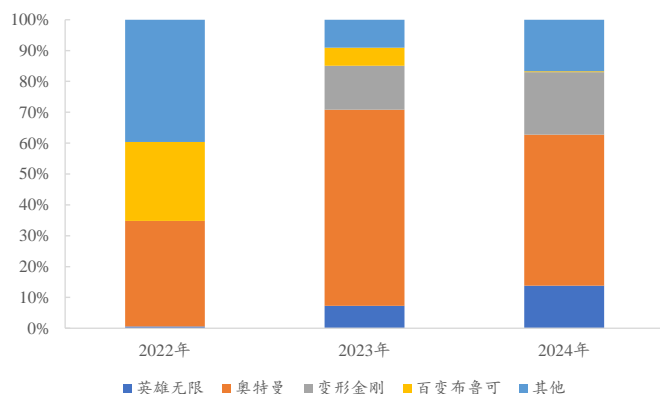
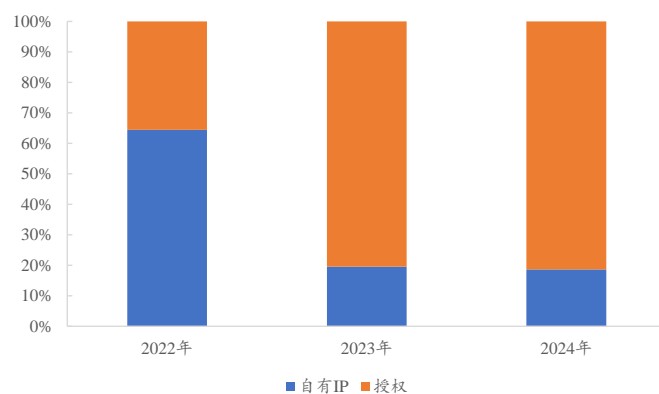


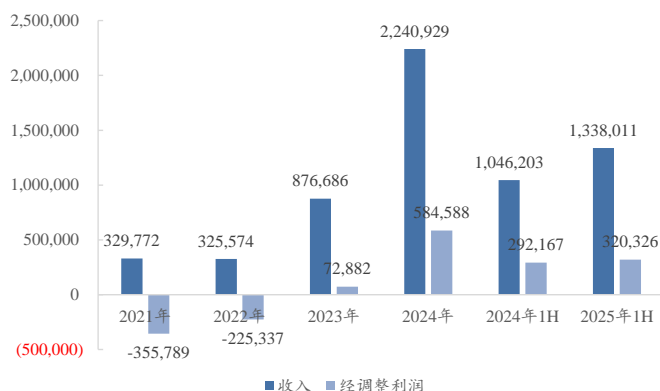
图 6：授权 IP 目前是收入绝对支柱



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

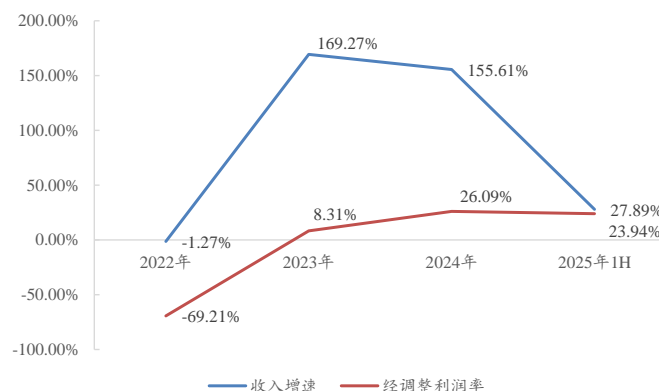
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 7：公司历年收入及经调整净利润（人民币千元）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 8：公司近年收入增速及经调整净利润率



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

2. 行业分析

2.1 全球玩具市场规模巨大，稳健增长的千亿美元赛道

全球玩具市场规模巨大，并且预计未来将呈现稳定的增长趋势。根据弗若斯特沙利文数据显示，2021 年全球玩具市场规模达到历史峰值约 1,070 亿美元，这一增长主要受疫情期间宅经济和居家娱乐需求的推动。然而随着全球经济环境变化和后疫情时代消费模式调整，市场在 2022-2023 年经历了温和回调，2023 年市场规模约为 1,020 亿美元。2024 年市场初步企稳，规模回升至约 1,030 亿美元，预计 2025 年将恢复至约 1,050 亿美元水平，基本回到 2022 年规模。2021-2025 年期间，全球玩具市场的年复合增长率约为-0.5%，这一负增长主要反映了市场从异常高点的正常化回调。值得注意的是，这一时期市场的价值结构发生

了显著变化，IP 玩具的占比持续提升，为后续增长奠定了基础。展望 2026-2030 年，全球玩具市场预计将进入一个温和但稳定的增长周期。根据弗若斯特沙利文预测，2026 年全球玩具市场规模将达到约 1,090 亿美元，2027 年约 1,130 亿美元，2028 年约 1,180 亿美元，2029 年约 1,230 亿美元，到 2030 年预计将达到约 1,280 亿美元。2025-2030 年预测期内的年复合增长率约为 4.0%。IP 玩具是根据与故事角色、品牌、艺术、文化等相关的知识产权设计和制作的玩具产品。IP 玩具的广受欢迎是由于具有知名度的 IP 赋予了玩具很高的辨识度，其叙事性结合丰富的内容容易吸引消费者购买。此外，IP 的广大粉丝基础及粉丝和 IP 的长期情感联结进一步扩大了消费者范围。随着影视、动漫角色等各类 IP 在全球的广泛传播和玩具行业 IP 商业化能力的不断提高，全球及中国 IP 玩具市场的渗透率也将持续提升，预计将在 2028 年分别达到 73.8% 及 74.5%。

图 9：全球玩具市场规模总体趋势将保持稳定增长



资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

2.2 中国玩具市场有望进入高质量增长阶段

中国玩具市场在 2021-2025 年间经历了从疫情后复苏到结构性转型的关键阶段。根据中国玩具和婴童用品协会、国家统计局及相关市场调研机构发布的综合数据显示，中国玩具市场规模于 2021 年约 854.6 亿元人民币，2022 年约 883.1 亿元人民币，2023 年约 905.2 亿元人民币，2024 年约 932.0 亿元人民币，2025 年（估计）约 965.0 亿元人民币。这一时期，市场在低出生率背景下实现了 3.1% 的稳健复合增长，展现出强大的韧性。2021-2025 年期间，中国玩具市场的年复合增长率（CAGR）约为 3.1%，这一增长主要反映了市场从传统制造向 IP 文化科技融合的结构转型，附加值产品的占比持续提升，为后续增长奠定了基础。2024 年，中国国内市场玩具零售总额达 978.5 亿元，较 2020 年增长 25.5%；其中，潮流和收藏玩具（含盲盒、手办、IP 衍生品等）零售总额为 558.3 亿元，成

为拉动增长的核心引擎，占整体市场规模超 57%。玩具产品出口额达 398.7 亿美元，超四成出口至美国与欧盟，中国持续保持全球最大的玩具生产与贸易中心地位。展望 2026-2030 年，中国玩具市场将进入以智能化、IP 化、全龄化为核心特征的高质量增长阶段。2025-2030 年预测期内的年复合增长率约为 4.3%，增长主要驱动因素有以下几个方面，首先高年龄段消费者的支出增长成为核心引擎，15 岁以上青少年及成人情感价值、收藏爱好和社交需求购买玩具的消费占比将加速提升。其次 IP 本土化，国产动漫、游戏、文创 IP 的崛起持续赋能玩具产业，未来中国玩具市场的产品结构将继续向高附加值、高互动性和高文化内涵的方向发展。这一趋势将受到 Z 世代消费群体持续增长和情绪价值消费理念深化的双重驱动。而与 IP 相关的玩具市场占比预计将从 45% 左右提升至 60% 左右，且增长主要靠爆款 IP 的周期性拉动。与此同时，我们认为国潮 IP 也会随着消费者对多元化、个性化产品的需求增加，本土 IP 的崛起将为市场注入新的活力。

图 10：中国玩具市场将依靠高质量增长进入新的发展阶段



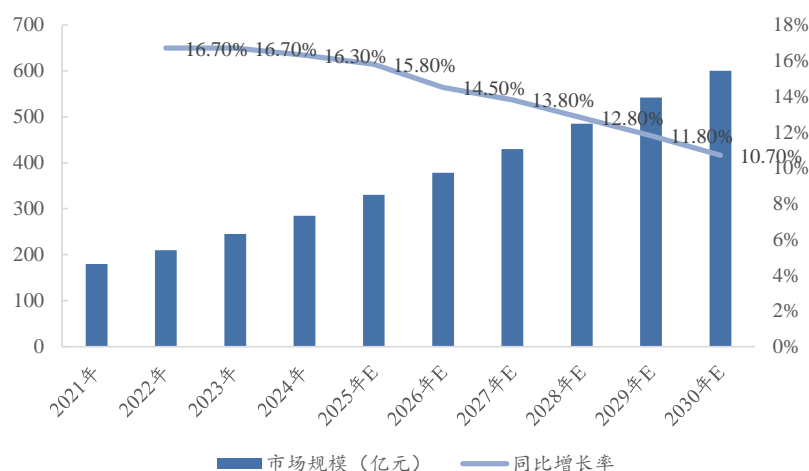
资料来源：中国玩具和婴童用品协会、弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

2.3 中国拼搭类玩具拥有高速增长动能与全球化机遇

根据弗若斯特沙利文数据，全球拼搭角色类玩具市场规模预计 2023-2028 年 CAGR 将提升至 29.0%，2028 年规模达 996 亿元，显示出拼搭角色类玩具在全球市场的强劲增长潜力。其中中国拼搭类玩具市场在 2021-2025 年间实现了从高速爆发到结构深化的转变，市场规模从约 180 亿元增长至约 330 亿元，年复合增长率约为 16.3%。拼搭角色类玩具作为细分赛道表现尤为突出，2023 年市场规模达 58 亿元，预计 2028 年将增长至 325 亿元，年复合增长率高达 41.3%（美国以 5%-7% 的复合增速扩张）。展望 2026-2030 年，中国拼搭类玩具市场预计将进入稳健增长期，市场规模有望从 2025 年的 330 亿元增长至 2030 年的

600 亿元，年复合增长率约为 12.7%。这一增长主要由以下因素驱动，首先是全龄化趋势的深化，成人收藏市场的持续扩大。其次是 IP 经济的全面爆发，国际与本土 IP 的深度赋能，粉丝对 IP 认可及消费持续增长。综上，中国拼搭类玩具市场正处于高速增长通道，增速显著领先全球。行业增长由技术创新、IP 内容生态、全龄化消费需求及全球化拓展共同驱动，头部企业通过专利布局、IP 合作及智能化转型构建竞争壁垒。

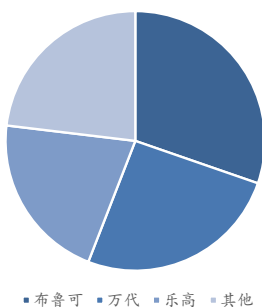
图 11：中国拼搭类玩具市场规模增长领跑全球



资料来源：国家统计局、中国玩具和婴童用品协会、国元证券经纪（香港）整理

中国拼搭类玩具市场的产品结构在 2021-2025 年间发生了显著变化，反映了消费者偏好的转变和行业创新方向。拼搭角色类玩具作为新兴品类，自 2022 年推出后实现爆发式增长。目前市场竞争格局较为集中，按 2023 年 GMV 计，国内拼搭角色类玩具市场前五大市场参与者份额合计达到 76.9%，布鲁可市场份额 30.3% 居首位，海外头部厂商包括万代和乐高。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。目前国产供应链崛起与品牌化是市场增长的重要支撑。以布鲁可、森宝为代表的国产品牌，凭借精准的年龄分段、本土化 IP 和更高性价比，迅速占领中端市场，并开始向高端渗透。国产份额从 2021 年的约 35% 提升至 2025 年的 50% 以上，是市场扩容的关键力量。

图 12：目前国内拼搭类玩具市场竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

3.公司亮点及核心竞争力

3.1 深度下沉的行业标杆级立体渠道体系

公司拥有毛细血管般销售网络覆盖

公司构建了堪称行业标杆的、深度下沉且高效可控的立体渠道体系。线下网点超 14 万个，经销商网络在三年内实现数量级增长，已全面渗透至三线及以下城市，形成了强大的市场覆盖与触达能力。数据显示，公司的经销商网络已经高效地覆盖了中国所有的一线和二线城市，并在三线及以下城市的覆盖率超过了 80%。这种广泛的地理覆盖意味着，无论是在繁华都市的顶级商场，还是在县镇街头的夫妻老婆店，消费者都有可能接触到布鲁可的产品。这种普遍性极大地提升了品牌的国民认知度，并有效降低了消费者的购买门槛。与此同时，公司拥有数量庞大终端销售网点，截至 2024 年公司在线下拥有超过 14 万个终端销售网点，致密程度位于全国第一。这 14 万个网点如同神经末梢，将品牌的影响力输送到全国市场的每一个角落，形成了一个强大的品牌销售矩阵，能够持续不断地对潜在消费者进行潜移默化的影响。另外公司渠道类型上是多样且立体的模式，既包括了如玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等全国性大型商超和连锁渠道，同时也涵盖了大量的专业玩具店、文具店、精品店等，皆是触达核心玩家和实现精准销售的终端。

图 13：公司产品在各个渠道均有布局，全方位包围潜在消费群体



资料来源：线下调研、国元证券经纪（香港）整理

高效协同的渠道伙伴与管理模式

目前公司线下经销渠道贡献总收入 90% 以上，经销商数量稳定在 511 家左右。这些经销商构成了连接公司与 14 万个终端网点的关键枢纽。他们不仅是产品的分发渠道，更是市场信息的“传感器”和品牌政策的“执行者”。公司过往根据经销商的分布进行了系统性优化，核心经销商分布在购买力较强的二线及以上城市，同时也积极开拓下沉市场的合作伙伴，形成了层次分明、重点突出的合作的管控体系。通过设置合理的购买量门槛、对普通经销商执行严格的“货到

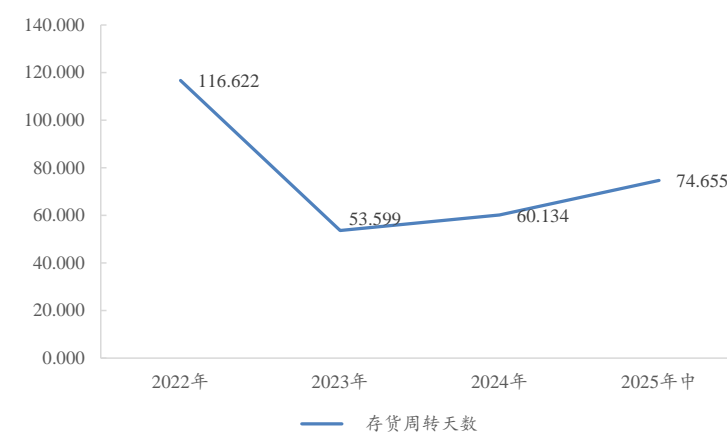
付款”政策等方式，有效筛选和激励了经销商，保证了渠道的健康度和资金流的安全性，同时经销商体系更新速度加快，渠道管控效率提高，使得公司能够快速响应市场变化，及时调整产品和销售策略，避免了传统经销模式中常见的渠道冗长。正是因为有了强大的网络，当公司基于新 IP 推出产品时，高效的渠道网络能够确保新品在最短时间内触达全国各地的消费者，实现一周内铺货全国的效果。这种快速的市场导入能力，一方面成功吸引顶级 IP 方进行合作，也使得公司能够通过快速的产品迭代和 IP 更替，始终保持市场的新鲜感和领先地位。同时公司的“全价格带”产品策略在该提醒下得到完美运用。特别是 9.9 元等低价引流产品，必须依赖于巨大的销量才能够实现客观利润，而这只有通过立体化的渠道渗透才能实现。当公司产品被快速铺设在商超、潮玩店、收银台旁、小卖部的货架上，将极大地促进非费理性购买，带来了大量新用户。

表 2：公司经销商数量逐年递增，呈均衡发展态势

	2021年	2022年	2023年	2024年1H
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
海外	21	14	19	36
总计	225	354	415	511

资料来源：公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

图 14：公司存货周转天数在收入快速增长背景下保持稳定



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

3.2 阶梯式价格带拓宽市场边界及粉丝群体

布鲁可的产品价格覆盖范围从最低的 9.9 元入门级产品，一直延伸到 199 元以上的高端收藏级产品，形成了一个结构稳固、梯度分明、相互引流的产品金字塔。

基础款——9.9 元至 19.9 元入门级产品（引流层）：这一段价格区间是公司进行市场渗透、获取海量新用户的产品形式。以变形金刚星辰版等仅售 9.9 元的产品为代表其极致的低价极大地降低了消费者的决策成本，非常适合冲动性购买和初次尝试。这一价格带的产品是布鲁可渠道下沉战略的完美搭档。它们被大量铺设在商超收银台、便利店、乡镇小卖部的货架上，凭借低廉的价格和知名的 IP，迅速捕获了大量传统玩具品牌无法触及的用户，尤其是来自下沉市场的儿童和青少年。数据显示，仅在 2025 年上半年，零售价 9.9 元的平价产品的收入就达到了惊人的 2.16 亿元，销量高达 4860 万盒。核心功能：其核心功能在于“破冰”和“教育市场”。通过一次低成本的愉快体验，让从未接触过布鲁可的消费者认识并认可其品牌 and 产品质量，为后续向更高价格带产品的转化奠定基础。

入门款——39 元至 79 元热销款与进阶款（利润层）：这一段价格区间是为公司贡献收入及利润的主力，以 39 元左右的热销单品和 59 元左右的进阶款为代表，在尺寸、复杂度、可玩性和价格之间达到良好平衡。对于消费者而言既负担得起，又能获得一个尺寸适中、细节丰富、把玩性强的产品。而且产品系列最丰富，IP 更新也最为频繁，是品牌保持市场热度和活力的关键。能够承接由入门级产品转化而来的用户，实现用户价值跃升。同时，通过丰富的 SKU 选择，满足消费者的多样化需求，建立用户粘性和品牌忠诚度。

收藏款——百元以上收藏款（品牌层）：这个价格区间的产品主要面向硬核粉丝、资深玩家和成人消费者，是布鲁可提升品牌形象、对标国际大牌的“旗舰部队”，由于采用了最高工艺和设计水平，因此虽然销量上可能不及中低价位产品，但高端产品的存在极大地提升了布鲁可的品牌价值和专业形象。它们通常拥有更大的尺寸、更复杂的结构、更精美的涂装和更丰富的配件，展现了公司最高的设计和制造水平。能够向上拓展品牌及价格天花板，与乐高、万代在高端市场进行市场份额竞争。同时，通过推出具有稀缺性和收藏价值的产品，创造品牌溢出效应，吸引更多用户群体对中低价位产品进行购买体验。

我们认为，公司通过构建全价格带产品矩阵深层意义在于最大化用户 LTV，通过搭建平滑消费阶梯，可以引导用户从 9.9 元入门级产品开始接触拼搭玩具，然后逐步升级到 39 元的核心产品，再到更昂贵的进阶收藏阶段。这种模式有效地锁定并引导用户，并随着他们年龄和消费能力增长，持续挖掘其消费潜力，最大化了每一个用户生命周期价值。同时多价格段产品布局也可能让公司在不同的细分市场进行落地，通过 9.9 元产品与无品牌的低端玩具竞争，抢占下沉市场，用 39-79 元的主力产品与国内外同类品牌进行阵地战，巩固基本盘；用高端产品向高端市场发起冲击，提升品牌势能。而且在当前经济周期波动时，不同价格带的产品可以起到相互平衡的作用。当消费降级趋势明显时，低价产品能

够保证销量的基本盘，当市场消费力旺盛时，高价产品则能带来更高的利润。这种灵活的产品结构使得公司能够更好地适应宏观经济环境的变化，展现出更强的经营韧性。

图 15：公司针对不同年龄段都设计了不同价格段的产品



资料来源：公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

图 16：公司产品从 9.9 元入门级一直延伸到 199 元以上的高端收藏级

布鲁克星辰版产品售价 9.9 元

布鲁克传奇版零号机产品售价 239 元



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

3.3 打造拼搭玩具品质标杆与极致性价比

过去中国玩具品牌过去一直摆脱不了廉价、低质等标签，但随着中国科技水平进步，特别是材料学、机床、注塑等领域突破，目前产品质量开始向世界顶尖水平发起冲击。而公司这几年产品销售快速增长，与持续对工艺进行改进密不可分。目前公司旗下产品可以在特定的价格区间内提供第一梯队的产品工艺品质与拼装体验。根据招股书披露，目前公司代工工厂体系中有 6 家专业合作工厂，与合作工厂的生产协议期限一般为三年，并有专员驻守监督生产，从而确保产品质量。根据公开数据显示，公司模具精度达到了 0.004 毫米，零件拥有极高的

公差控制水平，确保了拼搭过程中的手感，既不会过紧导致难以拼拆，也不会过松导致结构不稳。同时在产品细节处，公司采用高精度模具打造，零件接缝处理精细，确保产品在细微处都能够最大还原 IP 形象。另外材质选用环保 ABS 塑料，通过严格安全检测，不含 BPA 等有害物质，表面哑光处理提升质感且避免反光。而核心“骨肉皮”设计使得公司产品骨架与外甲结构优化，提升整体稳固性。部分产品采用多色注塑工艺，实现一次性成型复杂颜色搭配，减少零件数量并增强细节表现。角色特征如头部犄角、胸甲纹路等均被精准还原。而且传奇版还引入软胶零件、磁吸灯效（如胸部闪烁功能）及可替换手型，增强可玩性。因此公司产品在材质用料、结构设计、拼搭手感、可动性、稳定性以及细节处理等方面处于行业头部水准，并具备“性价比+精美+正版 IP”的综合优势。这种极致性价比不仅赢得了消费者口碑，更是在重塑国产积木玩具价值标杆。

图 17：公司生产线采用国内一流代工厂，并有专员驻点保证产品质量



资料来源：公司招股书、国元证券经纪（香港）整理

图 18：公司产品具备极致的性价比

	万代RG	布鲁可
还原度与造型细节	在还原原画设定上更为精准，尤其在头雕、面部神韵和整体比例上更贴近原作，眼睛刻画更有神韵，细节分色精细。	在造型上为追求积木兼容性和可爱化，对部分结构进行了调整，例如胯部设计较宽，影响整体比例协调性，腰臀衔接处过渡不够自然。
工艺与涂装	在涂装工艺上采用喷涂加电镀件，存在水口外露、上色不均问题，成品依赖贴纸。	在涂装工艺上采用喷涂为主，预涂装完整，减少了贴纸使用，部分细节（如腰带线条）可自行补色。
可动性与结构	结构更贴合原设，关节紧实度较差，可动性相对有限。	采用积木骨架，关节设计紧实，可动性较强，尤其在后仰动作上表现更优。
产品售价	淘宝售价：275-300元 线下实体店售价：400元	169元

资料来源：淘宝、线下调研、哔哩哔哩、国元证券经纪（香港）整理

3.4 运营周期性线下赛事，扩大 IP 影响力及提升粉丝参与度

公司旗下产品在不同 IP、不同系列的角色之间零件可以高度通用，甚至跨型号共用，同时产品可动性极佳且容易进行二次改造。这就极大地激发了硬核玩家的二次创作热情，公司将产品从简单的拼装玩具升级为一个具有高度自由度和创造性的平台。而且为了满足玩家创作展示需求，公司还会定期举办 BFC 创作赛，BFC 创作赛是公司专为积木人玩家打造的全球性创意赛事体系，旨在鼓励用户通过涂装改造、创意拼搭等形式进行二次创作，并构建“创作-分享-竞技”的社区生态。该赛事已成为连接玩家、IP 与品牌的共创平台，推动积木文化从玩具向创意表达升级。2025 年公司已在近 200 个城市举办了线下创作赛，收到参赛作品近 10 万件，目前 BFC 赛事文化已经成为布鲁可独特的品牌标志。公司未来还将赛事举办区域从国内拓展到全球覆盖，通过 BFC 社区将积木从玩具升级为文化载体，让拼搭乐趣延伸至创意表达与社群互动，构建起独特的全球拼搭文化，为公司未来品牌力及收入增长注入增长动能。

图 19：公司周期性举办 BFC 赛事，构建独特拼搭文化



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

3.5 布局香港地区保险业务，有望迎来新增长极

在国内市场取得领先地位后，全球化是布鲁可实现下一阶段指数级增长的必然选择。尽管目前海外业务在公司总收入中占比较小，但通过清晰的战略布局以及海外市场广阔空间，未来海外业务有望在未来成为公司重要的增长支柱。公

司基于研发实力和产品创新体系，随着全人群、全价位、全球化策略推进，全球化战略已经取得瞩目成果。目前布鲁可海外社交媒体账号粉丝数破三百万，影响力横跨 114 个国家，并与 15 个国家的 influencers 合作，相关视频内容创造了亿级播放量。销售端公司目前已经成功进入东南亚、美国、欧盟等多个关键海外市场，并通过在英国、北美、印度尼西亚、马来西亚及新加坡等地设立附属公司的方式，进行本土化运营和市场深耕，其中印尼、马来西亚等市场通过设立前置仓，构建 5 万+终端网点覆盖，在北美市场则快速渗透沃尔玛、Target 等国际零售巨头销售网络合作逐步落地。因此公司海外市场的销售额未来很长一段时间都将处于高速增长通道，而且通过采取多元化渠道策略，例如亚马逊、玩具反斗城、7-11、沃尔玛等国际知名的线上线下零售渠道进行销售，同时还通过 YouTube、Tiktok 内容平台进行精准营销，以触达海外核心 IP 粉丝。财报数据显示，2024 年海外收入同比显著加速，而进入 2025 年上半年，海外销售额更是实现了大幅增长，同比增长 898.6% 至 1.1 亿元，占总营收 8.3%，主要来自东南亚及北美市场，其中最值得关注的是北美市场，增速超过 20 倍，已显示出强大的爆发潜力。

而公司海外业务扩张潜力，根植于其在中国市场验证成功的核心优势，是供应链优势的全球输出，依托中国成熟、高效且成本可控的玩具供应链体系，能够在保证产品质量的同时，维持其价格优势，这是其商业模式得以在全球范围内复制的基础。通过与奥特曼、变形金刚等在全球范围内都具有高知名度的 IP 合作，布鲁可的产品能够轻松跨越文化和语言的障碍，快速被海外消费者所认知和接受。凭借公司在中国市场验证成功的“高性价比+强渠道”模式，以及全球主流市场的适配性，海外业务有望成为驱动公司未来价值重估的核心引擎。

图 20：公司多次于海外顶尖玩具展览会中亮相



资料来源：美通社、国元证券经纪（香港）整理

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司通过创新的产品设计、强大的 IP 运营能力和全渠道分销网络，迅速成长为细分市场龙头企业，通过围绕全球知名 IP 和自有 IP，开发具有高还原度、强可玩性的拼搭积木人产品，商业模式整合了 IP 运营、设计研发、生产和渠道打通，形成完整价值链。公司产品定价极具竞争力，通过高性价比迅速吸引了大量玩家，同时积极拓展下沉市场，通过线上电商和线下零售网络，将产品渗透到更广泛的消费群体中，将性价比优势持续复制到下沉市场。因此我们预计未来公司将继续巩固并小幅提升其在中国市场的领导地位，其市场份额增长主要来自于对其他品牌市场份额的挤压，以及对行业增量市场的有效捕捉。公司未来收入增长主要以下一个方面，首先是产品线进一步丰富化，公司 2026 年度的产品线涵盖国潮 IP、西方 IP 及原创系列，包括“三丽鸥”、“王者荣耀”、“星球大战”、“DC”、“宝可梦”等预计将在 2026 年第一季度集中上市，将为 2026 年的收入增长提供强劲支持。其次是全球市场的拓展，公司变形金刚 IP 授权范围将扩大至全球 190 多个国家，预计北美有望成为发展潜力最大的海外市场，海外业务将开始贡献显著收入。最后是产能效率提升，公司投资建设的自营工厂预计在 2026 年年底前后竣工，这将极大提升公司的供应链响应速度、产品研发迭代效率，并对长期毛利率改善产生积极影响。综上，我们预计 2025-2027 财年营业收入分别实现 29.7/38.6/48.5 亿元，同比增长 32.3%/30.2%/25.7%；毛利率同比下降 2.9 个百分点，主要是由于产品结构的变化（推出 9.9 元价格带的产品），加速布局海外市场导致运费上升，以及积极推出新 IP 以及新产品带来额外的模具折旧和减值所致，未来将逐渐恢复。归母净利润分别为 6.05/8.16/10.28 亿元，持续保持盈利能力提升。

4.2 行业估值及目标价

目前我们采用 PE 估值法，考虑到预计公司高质量增长及海外市场的拓展，给予公司对应 2026 年 26 倍 PE 目标估值，约 238 亿港元市值目标，对应目标价 95.5 港元，相较于现价预计有 21.1% 的升幅，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：公司未来业绩预测

百万元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
主营业务收入	877	2,241	2,965	3,861	4,855
同比增长 (%)	169.3%	155.6%	32.3%	30.2%	25.7%
毛利率	47.3%	52.6%	49.7%	50.8%	51.0%
净利润	(207)	(398)	606	816	1,028
同比增长 (%)	N.A	N.A	N.A	34.7%	26.0%
净利润率	-23.7%	-17.8%	20.4%	21.1%	21.2%
每股盈利 (元)	-0.83	-1.60	2.43	3.27	4.13
PS	19.46	7.61	5.75	4.42	3.51
PB	N.A	N.A	5.84	4.57	3.58
PE	N.A	N.A	28.2	20.9	16.6

资料来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测

表 4：全球玩具行业相关标的估值表

代码	证券名称	总市值 亿元人民币	EPS (人民币元)			市盈率PE			市净率PB 市销率PS	
			2024	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025TTM	2025TTM
9992.HK	泡泡玛特	2,641.9	2.4	9.1	12.6	79.9	21.6	15.6	18.9	12.0
9896.HK	名创优品	430.6	2.1	1.9	2.6	16.3	18.4	13.3	4.1	2.2
MAT.O	美泰 (MATTEL)	449.2	11.4	10.1	11.4	11.5	14.3	12.7	2.8	1.2
DIS.N	迪士尼 (WALT DISNEY)	13,751.1	19.1	41.8	44.7	34.0	17.7	16.6	1.8	2.1
7974.T	任天堂	5,944.2	19.9	13.1	17.7	25.7	34.8	25.8	4.8	7.8
7832.T	万代南梦宫	1,174.9	7.3	8.7	9.6	24.5	20.8	18.9	3.2	2.1
HAS.O	孩之宝 (HASBRO)	870.3	19.9	N/A	N/A	30.7	N/A	N/A	30.6	2.9
平均						31.8	21.3	17.1	9.5	4.3

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)整理

5. 风险提示

1. IP 授权与续约风险
2. 市场竞争加剧风险
3. 海外市场扩张的不确定性
4. 消费者偏好变化风险

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表

<人民币百万元>，财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	877	2,241	2,965	3,861	4,855
成本	(462)	(1,062)	(1,491)	(1,900)	(2,379)
毛利	415	1,179	1,474	1,961	2,476
销售费用	(189)	(283)	(385)	(502)	(631)
管理费用	(49)	(465)	(119)	(154)	(194)
研发费用	(95)	(192)	(246)	(320)	(403)
其他支出	(272)	(534)	34	36	38
税前利润	(190)	(296)	757	1,020	1,286
所得税	(18)	(102)	(151)	(204)	(257)
净利润	(207)	(398)	606	816	1,028
少数股东权益	(1)	3	0	0	0
归母净利润	(206)	(401)	606	816	1,028
增长					
总收入 (%)	169.3%	155.6%	32.3%	30.2%	25.7%
归母净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	34.7%	26.0%

资产负债表

<人民币百万元>，财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	48	154	154	154	154
有使用权资产	58	57	57	57	57
无形资产	6	21	41	54	63
递延税项资产	204	145	145	145	145
其他应收款项	15	13	13	13	13
非流动资产合计	330	391	410	424	433
存货	76	279	391	498	624
应收账款及应收票据	38	112	148	193	243
其他应收款	199	73	96	125	158
已抵押银行存款	8	32	32	32	32
货币资金	361	720	3,214	4,190	5,418
流动资产合计	682	1,215	3,882	5,039	6,475
应付账款及应付票据	260	567	796	1,014	1,269
合同负债	66	83	117	149	187
其他应付款项	169	272	382	487	610
应交税费	0	17	17	17	17
租赁	22	35	35	35	35
其他流动负债	213	2,207	0	0	0
流动负债合计	731	3,182	1,347	1,702	2,118
长期负债合计	1,890	25	25	25	25
股东权益合计	(1,608)	(1,601)	2,920	3,736	4,764

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	47.3%	52.6%	49.7%	50.8%	51.0%
经营利润率 (%)	-21.7%	-13.2%	25.5%	26.4%	26.5%
归母净利润率 (%)	-23.5%	-17.9%	20.4%	21.1%	21.2%
ROE	12.9%	24.9%	20.8%	21.8%	21.6%
营运表现					
费用/收入 (%)	38.0%	42.0%	25.3%	25.3%	25.3%
实际税率 (%)	-9.3%	-34.6%	20.0%	20.0%	20.0%
应收账款天数	2	3	5	5	5
应付账款天数	132	92	92	92	92
财务状况					
负债/权益	-1.63	-2.00	0.47	0.46	0.45
收入/总资产	0.87	1.40	0.69	0.71	0.70
现金储备/总资产	11.28%	15.15%	5.67%	4.46%	3.53%
总资产/权益	-0.63	-1.00	1.47	1.46	1.45

现金流量表

<人民币百万元>，财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前(亏损)/溢利	(190)	(296)	757	1,020	1,286
非现金调整	328	1,042	66	73	77
资本变动	147	16	49	(31)	(49)
经营活动现金流	285	762	873	1,063	1,314
购买固定资产	(24)	(84)	(46)	(46)	(46)
购买无形资产	(19)	(36)	(40)	(40)	(40)
其他投资活动	0	2	0	0	0
投资活动现金流	(43)	(120)	(86)	(86)	(86)
融资活动	(50)	(216)	1,707	0	0
回购与派息	(20)	(70)	0	0	0
融资活动现金流	(70)	(286)	1,707	0	0
现金变化	171	356	2,494	976	1,228
期初持有现金	189	361	720	3,214	4,190
汇兑变化	0	2	0	0	0
期末持有现金	361	718	3,214	4,190	5,418

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>