

行业研究 | 行业专题研究 | 商贸零售

IP 零售变现系列之二：布鲁可招股书梳理



| 报告要点

拼搭角色类玩具是 IP 版权方触达和维系消费者的优质品类，行业正处于高景气阶段。援引弗若斯特沙利文数据，2023 年中国拼搭角色类玩具市场规模为 58 亿元，后续 5 年年均复合增长率有望达 41.3%。布鲁可从玩具大品类中切入拼搭角色类小市场，在 IP、产品、营销&渠道方面优势显著，有望持续受益于 IP 玩具赛道红利。

| 分析师及联系人



邓文慧



曹晶

SAC: S0590522060001 SAC: S0590523080001

商贸零售

IP 零售变现系列之二：布鲁可招股书梳理

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 《商贸零售：从汽车服务连锁发展论坛看行业发展趋势》2024.12.29
- 《商贸零售：把握供给新机遇，迎接内需东风起——商超行业 2025 年度投资策略》2024.12.23



扫码查看更多

行业事件

据港交所 12 月 8 日披露，布鲁可集团有限公司二次递表港交所主板，高盛、华泰国际为其联席保荐人。12 月 15 日，Blocs Group Limited 布鲁可集团有限公司通过港交所聆讯并披露聆讯后资料集。

➤ 行业：拼搭角色类玩具市场高景气

拼搭角色类玩具由于与消费者的链接及其收藏属性，已成为 IP 自身故事体系、价值观的理想载体。援引弗若斯特沙利文数据，2023 年中国拼搭角色类玩具市场规模为 58 亿元，后续 5 年 CAGR 有望达 41.3%。中国拼搭角色类玩具细分市场占中国角色类玩具市场的比例预计由 2023 年的 14.3% 增至 2028 年的 35.6%。以 2023 年 GMV 计，前 5 大市场参与者在在中国拼搭角色类玩具市场占比为 76.9%，其中布鲁可为中国最大的拼搭角色类玩具市场参与者，市场份额为 30.3%。

➤ 布鲁可：中国拼搭角色类玩具领导者

布鲁可为中国拼搭角色类玩具领导者，2023 年实现约 18 亿元 GMV，总收入为 8.8 亿元，其中拼搭角色类玩具的收入为 7.7 亿元，同比增加 553.5%。溯源来看，公司成立之初，产品形态以积木玩具为主；2022 年落地拼搭角色类玩具是公司业绩分水岭，此后公司收入、利润率大幅上行。伴随产品战略重心转变，公司收入来源及渠道布局改变，2024H1，公司收入主要来自于奥特曼 IP 的产品销售，占公司总收入 57.4%；2024H1 公司线下经销销售额为 9.6 亿元，占总收入的 91.6%。

➤ 布鲁可竞争优势：好而不贵，线下广覆盖

布鲁可体系的产品实现了 IP 角色神韵的高度还原，目前公司已在产品、IP、营销和渠道方面建立竞争优势。1) 产品：公司遵循以消费者为导向的研发理念，高研发投入、高上新频次，通过大量的 SKU、完整的价格带持续为消费者提供好而不贵的产品。2) IP：公司已渐渐实现多元的 IP 矩阵和 IP 高效的商业化转化。3) 营销&渠道：内容驱动营销策略助力公司高效建立多渠道销售网络，截至 2024 年 6 月末，公司通过与超 450 名经销商的合作，在中国线下建立了强大的市场地位。

➤ 投资建议：赛道景气，个股成长

拼搭角色类玩具是 IP 版权方触达和维系消费者的优质品类，行业正处于高景气阶段。援引弗若斯特沙利文数据，2023 年中国拼搭角色类玩具市场规模为 58 亿元，后续 5 年年均复合增长率有望达 41.3%。布鲁可从玩具大品类中切入拼搭角色类小市场，在 IP、产品、营销&渠道方面优势显著，有望持续受益于 IP 玩具赛道红利。

风险提示： 产品需求不及预期风险；IP 续约风险；行业竞争加剧风险；政策风险等。

正文目录

1. 行业：拼搭角色类玩具高景气	5
1.1 玩具视角：拼搭角色类玩具引领行业增长	5
1.2 IP 视角：玩具为 IP 零售化变现的重要品类	9
1.3 竞争格局：行业集中度高，布鲁可为景气赛道佼佼者	10
2. 布鲁可：从大品类里切小市场并快速成长	12
2.1 公司简介：中国拼搭角色类玩具领导者	12
2.2 发展历程：从玩具大品类中切入拼搭角色类小市场	15
2.3 股权结构：股权集中，管理团队专注且具有创新精神	16
2.4 财务分析：切入拼搭角色类玩具带动公司业绩上行	18
3. 布鲁可竞争优势：好而不贵，线下广覆盖	22
3.1 产品：好而不贵，高效上新	23
3.2 IP：高效商业化，渐成矩阵化	27
3.3 营销&渠道：内容驱动，线下广覆盖	29
4. 行业前瞻及投资建议：赛道景气，个股成长	33
5. 风险提示	33

图表目录

图表 1：以 GMV 口径计算的全球玩具市场规模（亿元）	5
图表 2：按形态划分的全球玩具市场规模 GMV（亿元）	6
图表 3：按形态划分的中国玩具市场规模 GMV（亿元）	7
图表 4：全球拼搭类玩具市场规模 GMV（亿元）	8
图表 5：中国拼搭类玩具市场规模 GMV（亿元）	8
图表 6：全球拼搭角色类玩具市场规模 GMV 及渗透率（亿元，%）	9
图表 7：全球形象授权收入排行榜	9
图表 8：全球形象授权收入拆分（亿美元）	10
图表 9：以 2023 年 GMV 计算的全球拼搭角色类玩具市场参与者排名	11
图表 10：以 2023 年 GMV 计算的中国拼搭角色类玩具市场参与者排名	11
图表 11：2023 年中国拼搭类玩具在玩具市场中占比 23%	12
图表 12：2023 年中国拼搭角色类玩具在拼搭玩具市场中占比 24%	12
图表 13：布鲁可的主要产品	13
图表 14：2022 年来，奥特曼 IP 的产品销售为公司主要收入来源（亿元）	13
图表 15：2024H1 奥特曼 IP 的产品销售收入占比 57.4%	14
图表 16：线下经销渠道为公司主要销售渠道（亿元）	14
图表 17：2022 年以来，公司线下经销商数量大幅上行	15
图表 18：公司创立于 2014 年，2019 年入局拼搭角色类玩具	16
图表 19：截至 2024 年 12 月，公司创始人朱伟松先生持有公司 54.95% 的股份	17
图表 20：公司高管团队经验丰富	18
图表 21：近年来，公司收入大幅上行	19
图表 22：2024H1 公司毛利率升至 52.9%	19
图表 23：2022 年来公司拼搭角色类玩具销量大幅上行，平均售价在 20 元附近波动	19

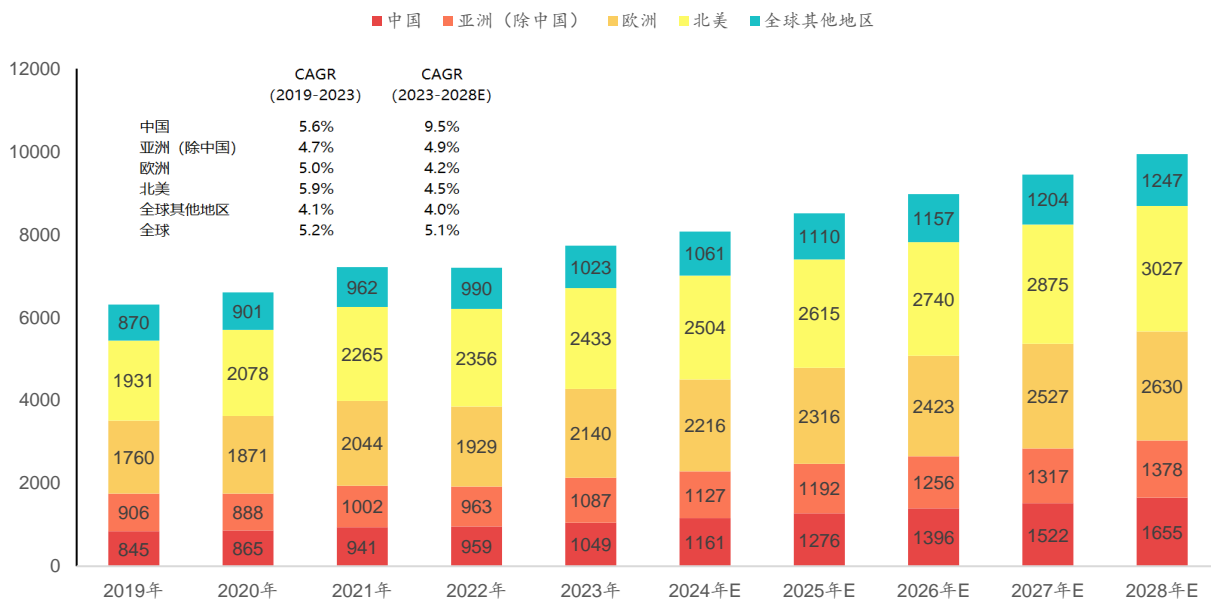
.....	19
图表 24: 公司拼搭角色类玩具毛利润与毛利率均呈现明显上升趋势.....	20
图表 25: 公司费用率水平大幅下降.....	20
图表 26: 2023 年公司经调整净利润端扭亏.....	21
图表 27: 2024H1 公司存货绝对值略有上行.....	22
图表 28: 布鲁可体系.....	23
图表 29: 布鲁可的产品覆盖全价格带、全年龄段.....	24
图表 30: 布鲁可的产品组合.....	25
图表 31: 布鲁可前三大 IP 零售价均在 19.9-399 元之间.....	25
图表 32: 奥特曼群星版各系列产品上市首季度销量 (千件).....	26
图表 33: 截至 2024 年 6 月末, 公司研发人员数达到 331 人.....	26
图表 34: 2024H1 公司研发费用投入处于较高水平.....	26
图表 35: 拼搭结构和关键关节等标准零件的专利助力公司拼搭角色类玩具高度标准化.....	27
图表 36: 布鲁可已获得多个 IP 方授权并将部分 IP 成功商业化.....	28
图表 37: 公司收入伴随 IP 矩阵化而呈现多元化 (亿元).....	29
图表 38: 公司自有 IP 英雄无限的设计推广流程.....	29
图表 39: 公司线下销售模式包括经销销售、委托销售.....	30
图表 40: 公司以线下经销渠道收入为主 (百万元).....	31
图表 41: 公司近年来经销商数量逐步上行, 且期内终止经销商占比大幅下降..	32
图表 42: 公司的经销网络已有效覆盖所有一线与二线城市以及超过 80% 的三线及以下城市 (家).....	32
图表 43: 公司近年来对下游客户的依赖日渐均衡化.....	33

1. 行业：拼搭角色类玩具高景气

1.1 玩具视角：拼搭角色类玩具引领行业增长

全球玩具市场超 7000 亿元体量，未来预计稳定增长。以 GMV 口径计，2023 年全球玩具市场规模为 7731 亿元，2019 年-2023 年均复合增速为 5.2%。分区域看，北美、欧洲、亚洲为前三大玩具市场，2023 年的市场规模分别达到 2433 亿元、2140 亿元和 2136 亿元。具体到国别层面，中国是全球玩具最大的生产国家和消费规模最大的国家之一，2023 年中国玩具市场规模为 1049 亿元，绝对体量仍低于美国、欧洲等主要玩具消费市场。但受益于玩具消费人群的不断扩张以及消费者对 IP 玩具喜好的日渐增长，中国玩具市场未来有望呈现加速增长的态势，预计 2023 年-2028 年间中国玩具市场的年均复合增速为 9.5%。

图表1：以 GMV 口径计算的全球玩具市场规模（亿元）



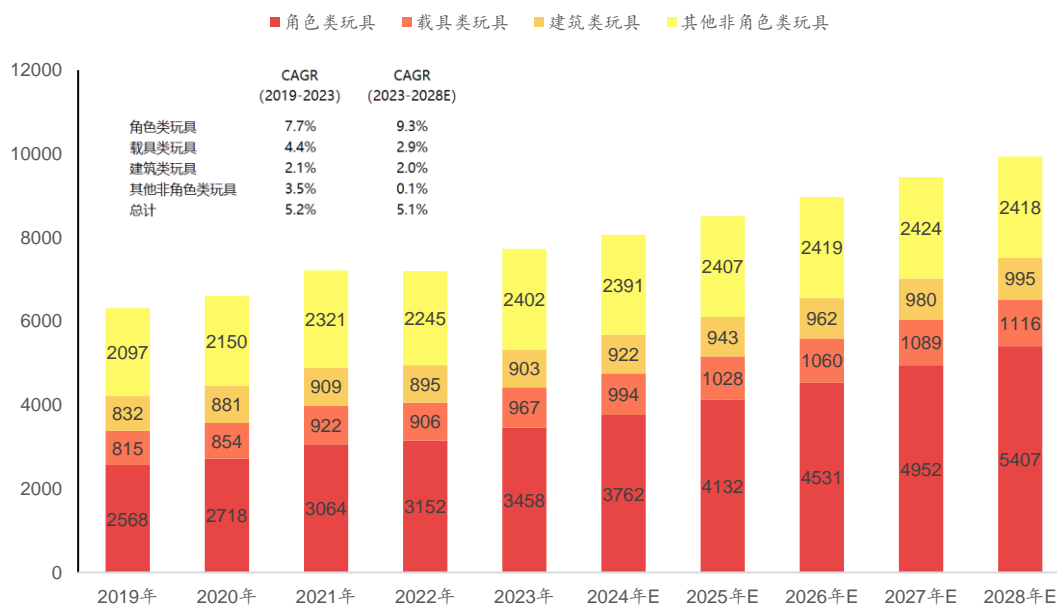
资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，中国国家统计局，国联证券研究所

从玩具视角看，IP 玩具是全球玩具市场中重要的组成部分。援引弗若斯特沙利文数据，2023 年全球 IP 玩具的市场规模达到 5213 亿元，占全球玩具市场的 67.4%。同年，中国 IP 玩具市场为 676 亿元，占中国玩具市场的 64.4%。知名度 IP 赋予玩具更高辨识度，其叙事性结合丰富的内容容易吸引消费者购买。展望后续，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 玩具市场的渗透率有望持续提升，预计将在 2028 年分别达到 73.8% 及

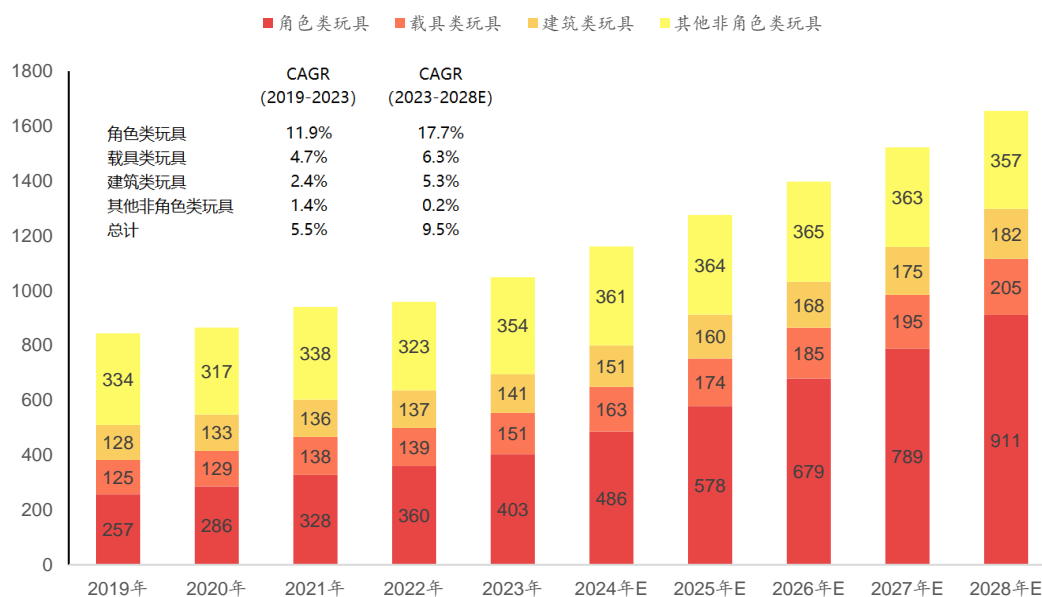
74.5%。

分形态看，全球及中国玩具市场按形态可以分为角色类和非角色类玩具，角色类玩具市场展现更高速增长势头。得益于角色的辨识度及其带来的情感投入和动感体验，角色类玩具是按形态划分的玩具市场规模最大的细分市场，2023年的角色类市场规模达到3458亿元，占全球玩具市场的44.7%。相较于非角色类玩具，角色类玩具的市场规模未来有望实现更快的增长，2023年至2028年的年均复合增长率有望达到9.3%，高于非角色类玩具同期1.2%的增长率。同时，据弗若斯特沙利文预计，中国的角色类玩具市场有望从2023年的人民币403亿元增至2028年的人民币911亿元，年均复合增长率为17.7%。

图表2：按形态划分的全球玩具市场规模 GMV（亿元）



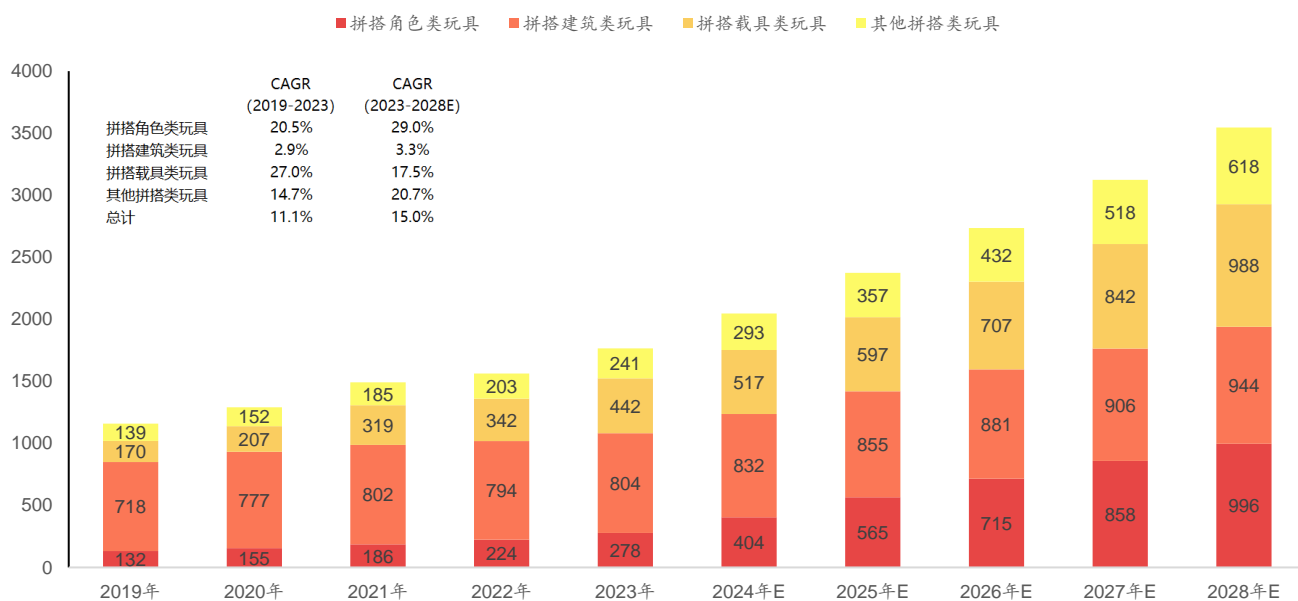
资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，国联证券研究所

图表3: 按形态划分的中国玩具市场规模 GMV (亿元)


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

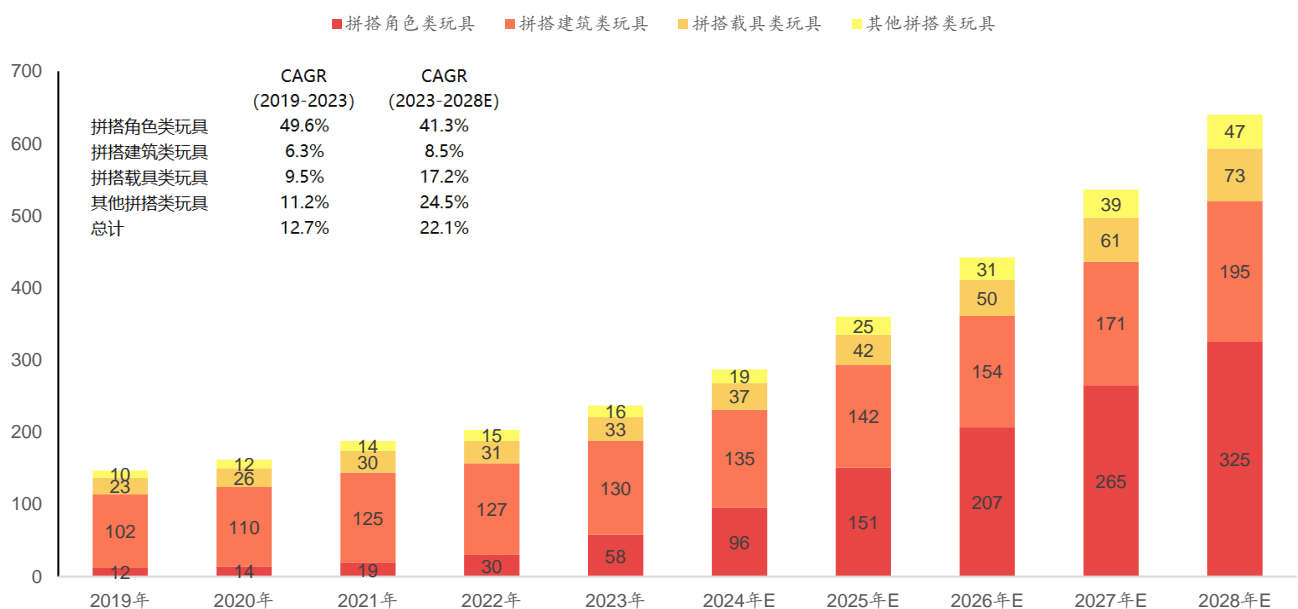
全球拼搭类玩具高速增长, 拼搭角色类玩具有望引领中国玩具市场增长。援引弗若斯特沙利文数据, 2023 年全球拼搭类玩具市场规模达到 1765 亿元, 2019 年-2023 年的年均复合增长率达到 11.1%, 且预计 2023 年-2028 年的年均复合增长率有望达到 15.0%, 远超过非拼搭类玩具的增速。在中国, 2023 年拼搭类玩具市场规模为 237 亿元, 后续 5 年年均复合增长率有望达到 22.1%。其中, 拼搭角色类玩具细分市场预计将引领该增长, 其市场规模有望由 2023 年的 58 亿元增长至 2028 年的 325 亿元, 年均复合增长率有望达到 41.3%。中国拼搭角色类玩具细分市场占中国角色类玩具市场的比例有望由 2023 年的 14.3% 增至 2028 年的 35.6%。

图表4：全球拼搭类玩具市场规模 GMV（亿元）

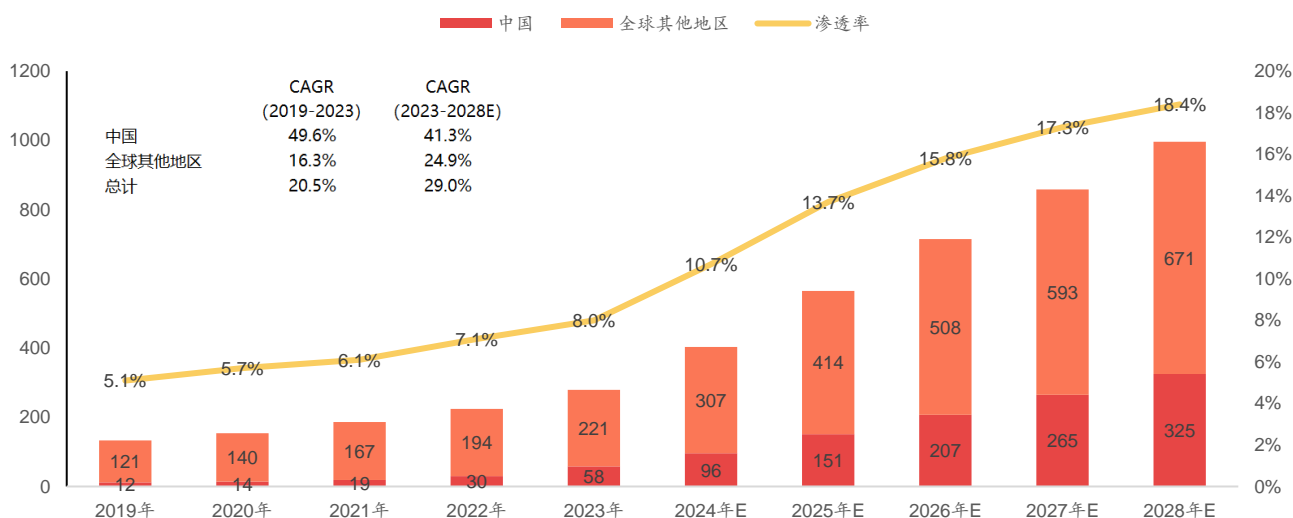


资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，中国国家统计局，国联证券研究所

图表5：中国拼搭类玩具市场规模 GMV（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，中国国家统计局，国联证券研究所

图表6：全球拼搭角色类玩具市场规模 GMV 及渗透率（亿元，%）


资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，中国国家统计局，国联证券研究所

1.2 IP 视角：玩具为 IP 零售化变现的重要品类

IP 核心变现价值集中于衍生品。梳理全球主要形象授权收入，可以清晰看出 IP 商业化变现方式的多元性，变现可包含开发发行到营销衍生制作等各个环节，但 IP 核心变现价值仍聚焦于衍生商品、视频游戏、票房、漫画四大品类。

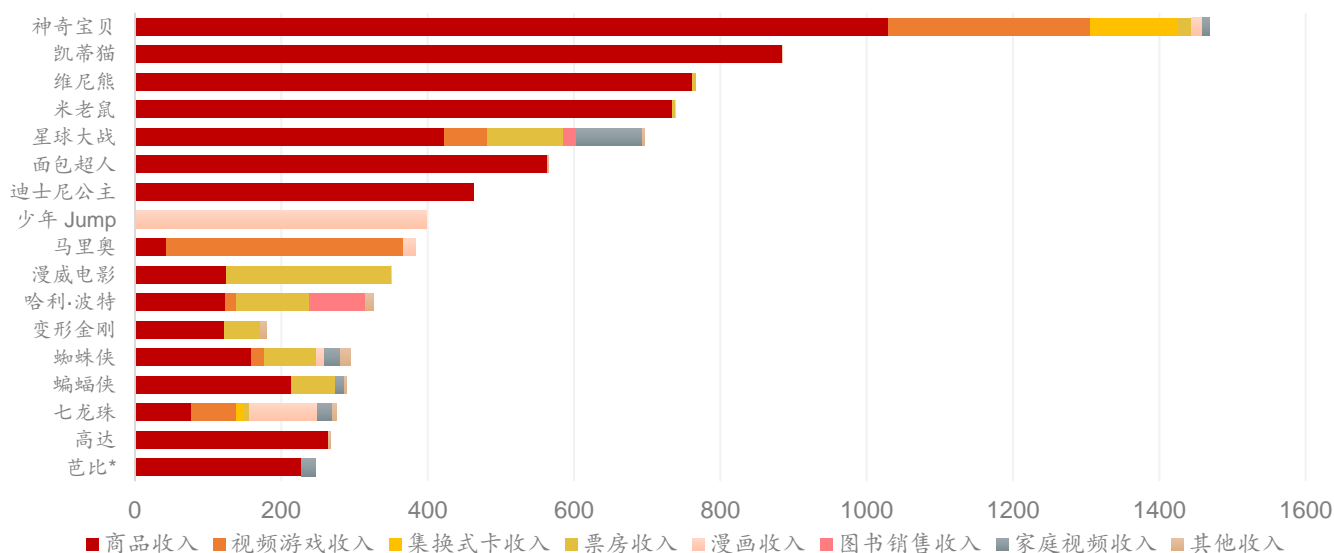
图表7：全球形象授权收入排行榜

排名	特许经营权	开始年份	主要收入来源	原始媒体
1	神奇宝贝	1996 年	商品	电子游戏
2	凯蒂猫	1974 年	商品	卡通角色
3	维尼熊	1924 年	商品	图书
4	米老鼠	1928 年	商品	动画片
5	星球大战	1977 年	商品	电影
6	面包超人	1973 年	商品	漫画
7	迪士尼公主	2000 年	商品	动画片
8	马里奥	1981 年	视频游戏	电子游戏
9	少年 Jump	1968 年	漫画	漫画
10	哈利·波特	1997 年	票房	小说
11	漫威电影	2008 年	票房	电影
12	蜘蛛侠	1962 年	商品	漫画
13	高达	1979 年	商品	动画片
14	蝙蝠侠	1939 年	商品	漫画
15	七龙珠	1984 年	漫画	漫画
16	芭比	1959 年	商品	动画电影

17	北极星之拳	1983 年	视频游戏	漫画
18	赛车总动员	2006 年	商品	动画电影
19	玩具总动员	1995 年	商品	动画电影
20	航海王	1997 年	漫画	漫画
21	指环王	1937 年	图书销售	小说
22	詹姆斯邦德	1953 年	票房	小说
23	游戏王	1996 年	交易卡	漫画
24	花生	1950 年	商品	漫画
25	变形金刚	1984 年	商品	动画片

资料来源：SR, TitleMax, 国联证券研究所

图表8：全球形象授权收入拆分（亿美元）



资料来源：TITLEMAX, 国联证券研究所

注：芭比的收入不包括 2023 年电影《芭比》的收入

商品收入之下，玩具为 IP 零售化变现的重要品类。宝可梦是全球最具商业价值的成功角色，其 1996 到 2021 年间累计收入约 1000 亿美元，位列全球 IP 收入第一。拆解宝可梦收入类别可看出，玩具收入为宝可梦商品收入的重要类别。

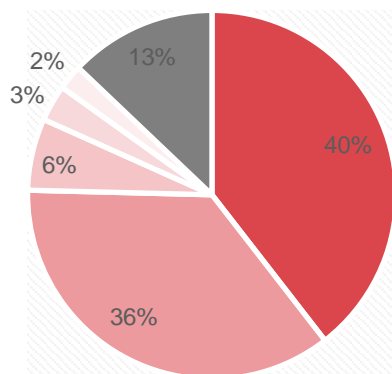
1.3 竞争格局：行业集中度高，布鲁可为景气赛道佼佼者

全球前 5 大企业市场占比达到 87.1%。在全球拼搭角色类玩具市场中，按 2023 年 GMV 计，万代、乐高是全球第一、第二大拼搭角色类玩具公司，两家跨国玩具公司占有 75% 的市场份额，布鲁可是全球第三大拼搭角色类玩具公司，GMV 占比为

6%。整体看，全球拼搭角色类玩具市场的行业集中度较高，按 2023 年 GMV 计，前 5 大企业占比达到 87.1%。

图表9：以 2023 年 GMV 计算的全球拼搭角色类玩具市场参与者排名

■ 万代 ■ 乐高 ■ 布鲁可 ■ 美泰 ■ D ■ 其他

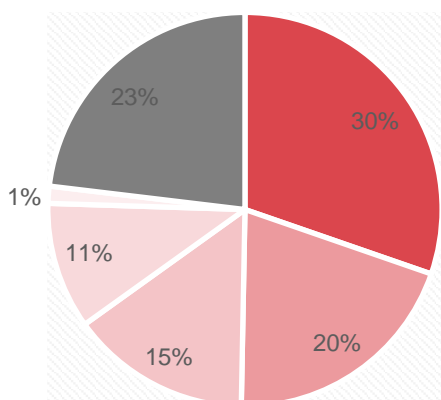


资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

布鲁可为中国最大的拼搭角色类玩具市场参与者。以 2023 年 GMV 计，前 5 大市场参与者在中國拼搭角色类玩具市场所占的市场份额达到 76.9%，行业集中度较高。其中，布鲁可为中国最大的拼搭角色类玩具市场参与者，市场份额达到 30.3%。

图表10：以 2023 年 GMV 计算的中国拼搭角色类玩具市场参与者排名

■ 布鲁可 ■ 万代 ■ 乐高 ■ D ■ TOPTOY ■ 其他



资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

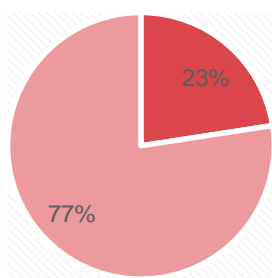
2. 布鲁可：从大品类里切小市场并快速成长

2.1 公司简介：中国拼搭角色类玩具领导者

布鲁可为中国拼搭角色类玩具领导者。援引弗若斯特沙利文数据，布鲁可是中国最大及领先的拼搭角色类玩具企业，在 2023 年实现约 18 亿元 GMV，在中国拼搭角色类玩具细分市场及中国拼搭类玩具市场的市场份额分别为 30.3% 及 7.4%。从上游来看，公司拥有 500 多个的专利布局、原创 IP 能力，与约 50 个知名 IP 形成非独家合作关系，聚焦为消费者提供好而不贵的拼搭角色类玩具产品并取得快速成长。在下游端，公司在中国建立了以线下经销商为核心的多渠道销售网络，形成了全面且覆盖广泛的消费者触达。

图表11：2023 年中国拼搭类玩具在玩具市场中占比 23%

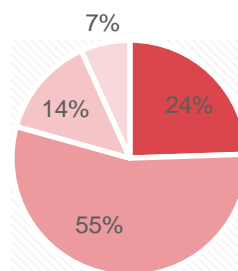
■ 拼搭类玩具 ■ 非拼搭类玩具



资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表12：2023 年中国拼搭角色类玩具在拼搭玩具市场中占比 24%

■ 拼搭角色类玩具 ■ 拼搭建筑类玩具
■ 拼搭载具类玩具 ■ 其他拼搭类玩具



资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

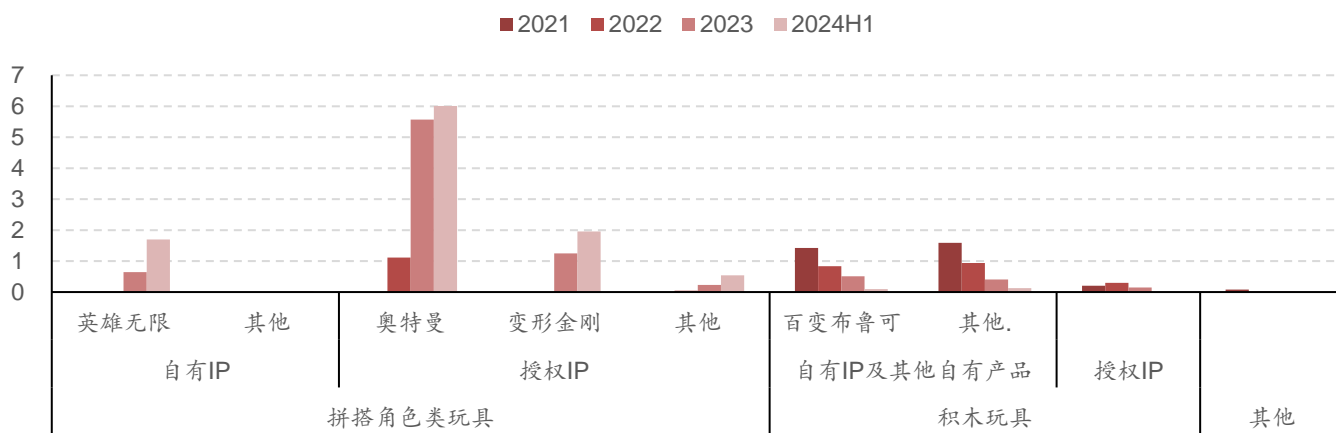
图表13: 布鲁可的主要产品



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

从 IP 视角看, 公司收入较为依赖奥特曼。自 2021 年公司与 IP 授权方订立授权协议以来, 公司拼搭角色类玩具收入占比上行。分 IP 形象看, 奥特曼为公司第一大 IP, 2023 年及 2024H1, 公司的大部分收入均来自于奥特曼 IP 的产品销售, 占公司总收入的 63.5% 及 57.4%。

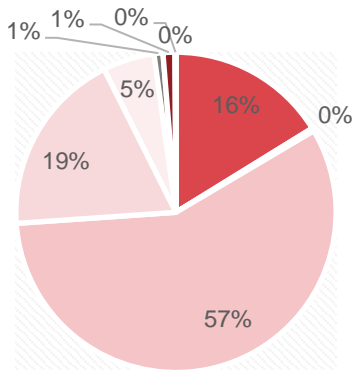
图表14: 2022 年来, 奥特曼 IP 的产品销售为公司主要收入来源 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表15: 2024H1 奥特曼 IP 的产品销售收入占比 57.4%

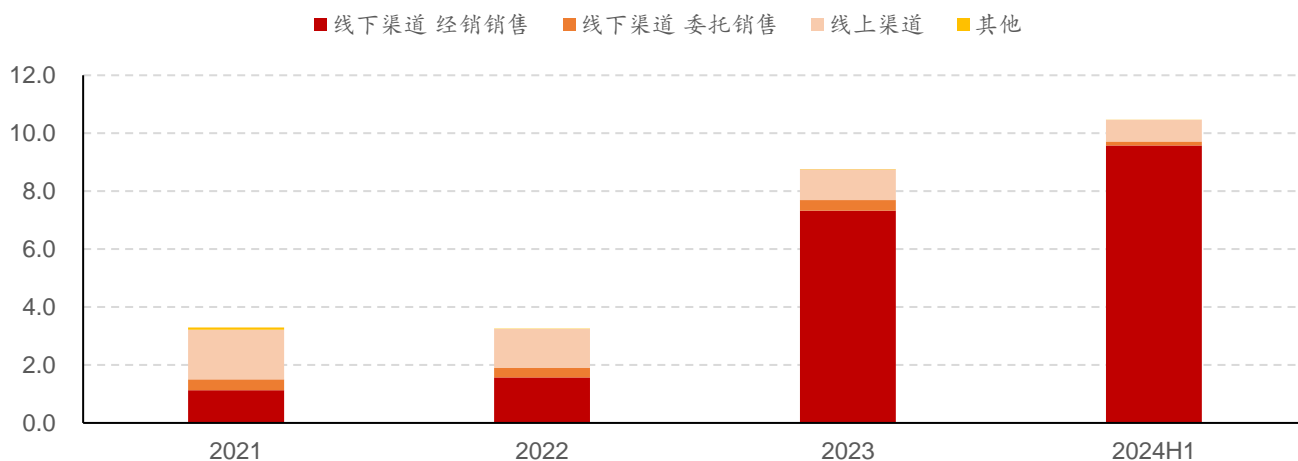
- 英雄无限拼搭角色类玩具
- 其他拼搭角色类玩具
- 奥特曼拼搭角色类玩具
- 变形金刚拼搭角色类玩具
- 其他拼搭角色类玩具
- 百变布鲁可积木玩具
- 其他积木玩具
- 授权IP积木玩具
- 其他



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

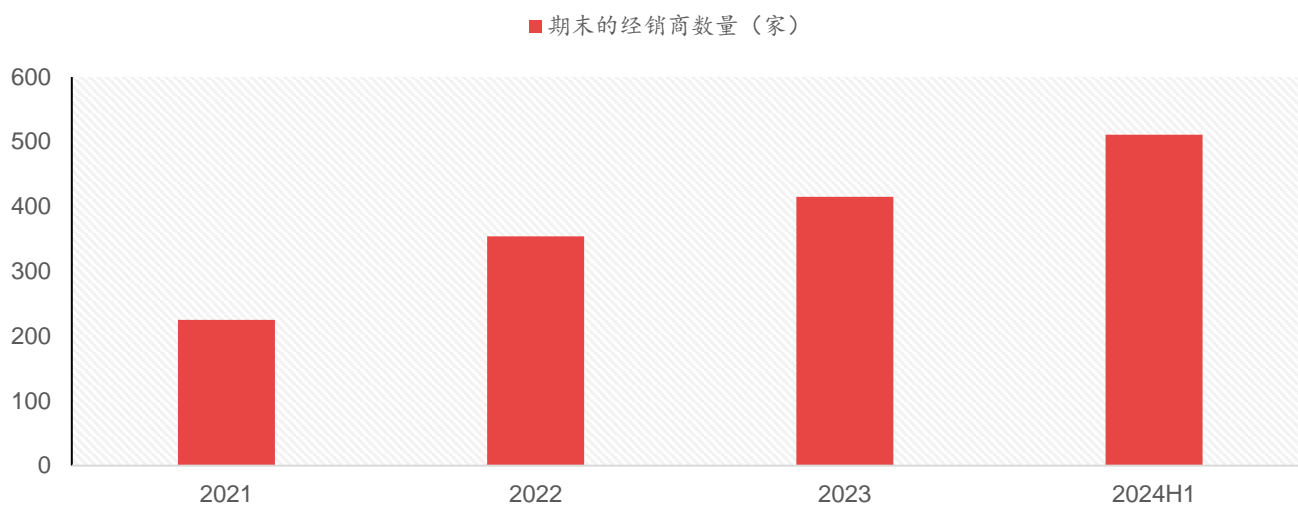
从销售渠道看, 公司渠道多元, 线下经销销售占比高。公司已建立多渠道销售网络, 形成了全面且覆盖广泛的消费者触达。2022 年来, 公司转向以经销商为核心的线下销售网络。截至 2024 年 6 月末, 公司共拥有 511 家经销商, 线下经销销售额为 9.6 亿元, 占总收入的 91.6%。

图表16: 线下经销渠道为公司主要销售渠道 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表17：2022 年以来，公司线下经销商数量大幅上行



资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.2 发展历程：从玩具大品类中切入拼搭角色类小市场

从玩具大品类中切入拼搭角色类小市场并实现快速成长。公司的历史可追溯至 2014 年 12 月，彼时公司创始人、董事长兼首席执行官朱伟松先生创立布鲁可科技。2015 年公司管理层逐渐意识到积木领域的空白，并于 2016 年开始研发积木玩具，切入玩具品类发展道路。2019 年公司开始研发拼搭角色类玩具，并于 2022 年落地，此后公司收入、利润大幅上行。

图表18: 公司创立于2014年, 2019年入局拼搭角色类玩具

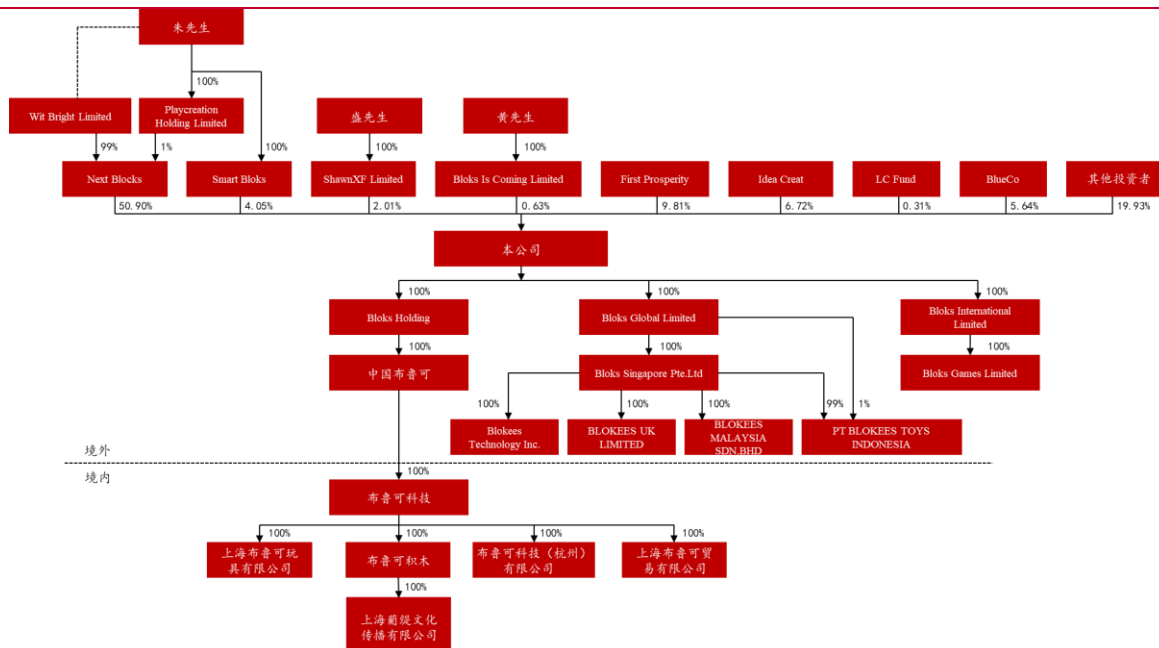


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

2.3 股权结构: 股权集中, 管理团队专注且具有创新精神

股权结构集中, 设立激励计划绑定核心员工。从截至2024年12月15日前的股权结构来看, 公司创始人朱伟松先生即实控人, 其通过Next Blocks与Smart Blocks合计持有公司54.95%的股份, 股权结构较为集中。此外, 为激励员工及吸引人才, 公司设立股权激励计划, First Prosperity 股权激励平台持有公司9.81%的股份。

图表19: 截至 2024 年 12 月, 公司创始人朱伟松先生持有公司 54.95% 的股份



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

公司高管团队经验丰富, 具备创新思维。公司创始人兼董事长朱伟松先生是位连续创业者, 其曾于 2009 年 5 月联合创立游族网络, 且自成立起至 2015 年 2 月担任首席技术官, 主要负责研发管理工作; 目前担任布鲁可董事长、执行董事兼 CEO。公司总裁盛晓峰先生, 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约 20 年的深厚经验。公司副总裁谢磊先生, 负责产品的研发和设计, 在产品设计领域拥有超过 20 年的经验。根据公司高管背景溯源来看, 公司创始人和管理团队专注且具有创新精神, 核心团队来自玩具、文娱、科技、互联网、传媒等不同的行业, 平均从业年限超 15 年, 具备不同领域的创新思维和特长。

图表20：公司高管团队经验丰富

姓名	年龄	职位	职责	首次委任日期	加入本集团的日期
朱伟松先生	42岁	董事长、执行董事兼首席执行官	负责本集团整体战略、业务发展和经营管理	于2014年12月24日获委任为首席执行官	2014年12月24日
盛晓峰先生	46岁	执行董事兼总裁	负责本集团玩具业务的运营及管理及海外市场	于2015年9月10日获委任为总裁	2015年6月1日
谢磊先生	47岁	副总裁	负责产品研发和设计	于2015年7月1日获委任为副总裁	2015年7月1日
黄政先生	44岁	副总裁	负责本集团人力资源管理及行政工作	于2016年12月1日获委任为副总裁	2016年12月1日
付轶方女士	50岁	首席财务官	负责本集团的会计和财务管理工作	于2023年12月21日获委任为首席财务官	2023年12月21日
朱元成先生	38岁	副总裁兼董事会秘书	负责本集团董事会事务、投资者关系及法律事务等工作	于2020年12月17日获委任为副总裁及董事会秘书	2020年12月17日

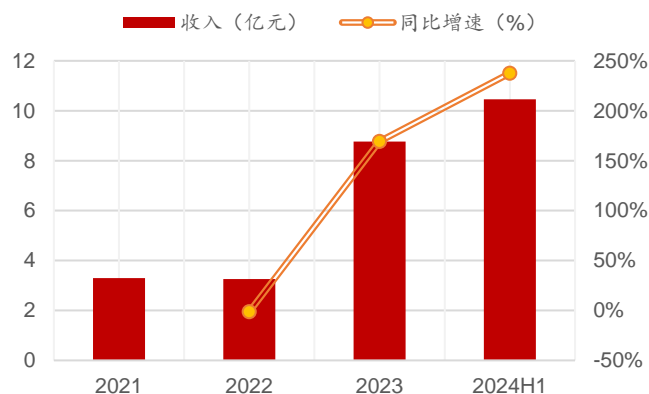
资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.4 财务分析：切入拼搭角色类玩具带动公司业绩上行

拼搭角色类玩具带动公司收入快速上行。2021-2022年间，受疫情扰动，公司收入在3.3亿元的低水平处波动。但“穷则思变”，公司于2022年1月开始推出拼搭角色类玩具，并成功带动收入上行。2023年全年公司总收入为8.8亿元，其中拼搭角色类玩具的收入为7.7亿元，同比增加553.5%；2024H1公司收入为10.5亿元，其中拼搭角色类玩具收入为10.2亿元，同比增长323.8%。

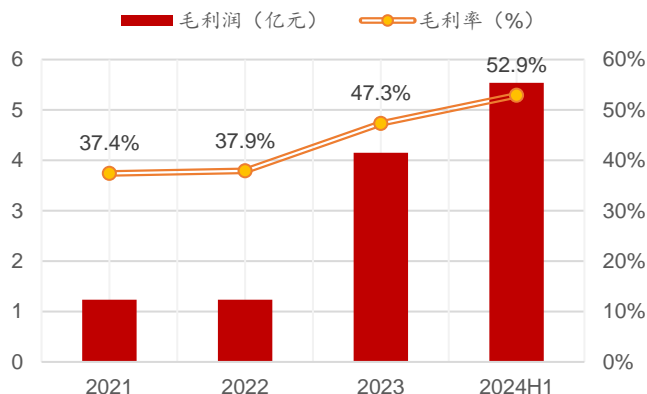
战略性丰富产品组合驱动毛利率大幅提升。得益于公司成功战略性地丰富了产品组合，纳入拼搭角色类玩具，公司自2022年起的毛利率逐渐增加。2024H1公司毛利率水平为52.9%，同比提升9.0pct。

图表21：近年来，公司收入大幅上行



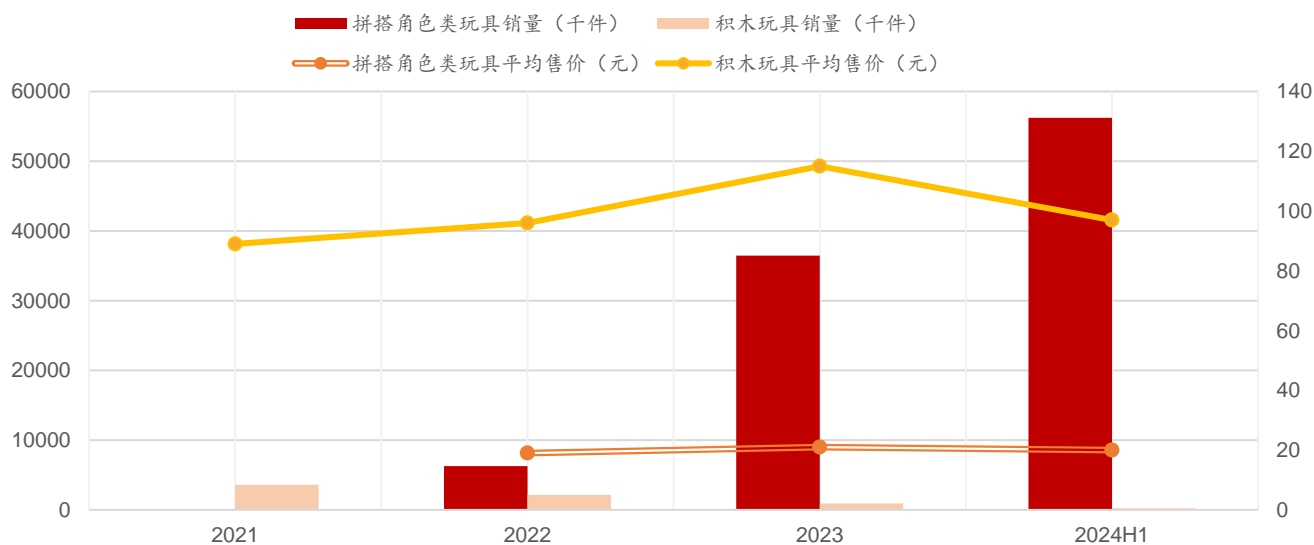
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表22：2024H1 公司毛利率升至 52.9%



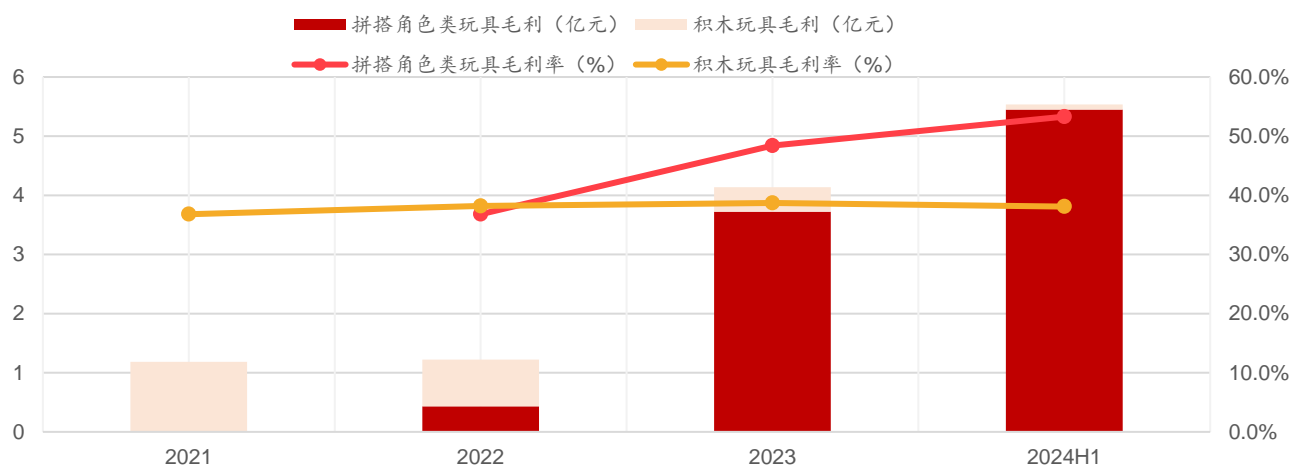
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表23：2022 年来公司拼搭角色类玩具销量大幅上行，平均售价在 20 元附近波动



资料来源：公司公告，国联证券研究所

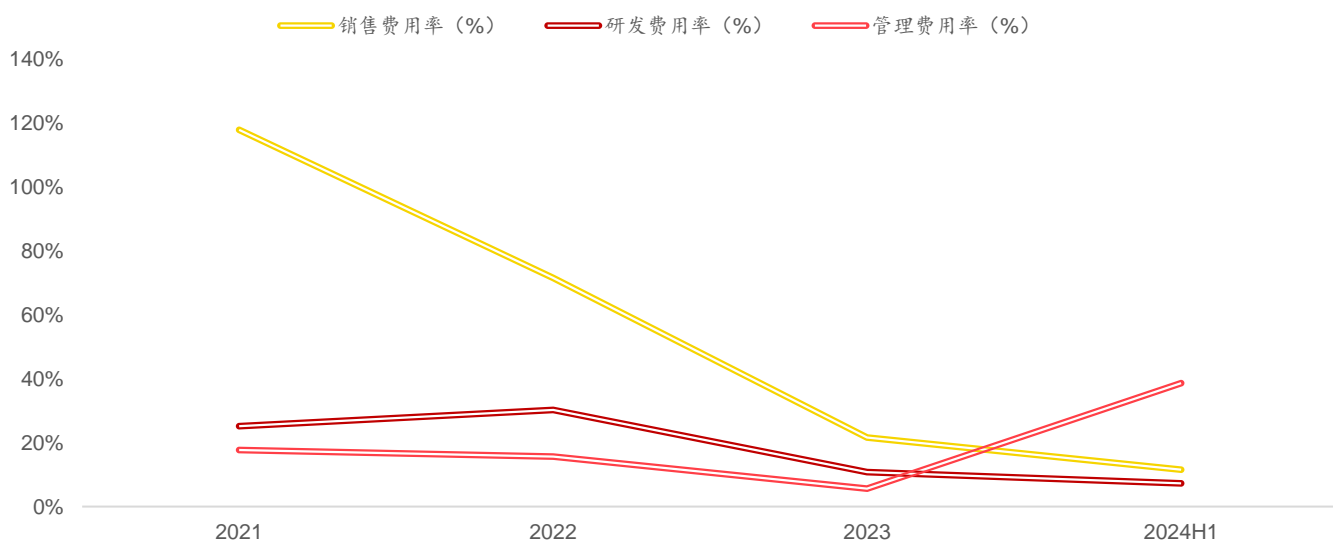
图表24：公司拼搭角色类玩具毛利润与毛利率均呈现明显上升趋势



资料来源：公司公告，国联证券研究所

2021 年来, 伴随公司销售和营销战略改变, 公司销售费用率持续下降。2021 年, 公司战略重心仍在积木玩具, 与积木玩具销售相关的各类广告和促销活动产生了大量营销和推广开支; 2022 年以来, 随着公司推出拼搭角色类玩具, 公司将销售及营销战略重心转为高效的内容驱动的营销战略, 2024H1 公司销售费用率下降至 11.5%。伴随公司销售规模提升, 2021-2023 年间公司研发费用率、管理费用率持续下行, 2024H1 管理费用率因股权激励影响阶段性上行至 38.6%。

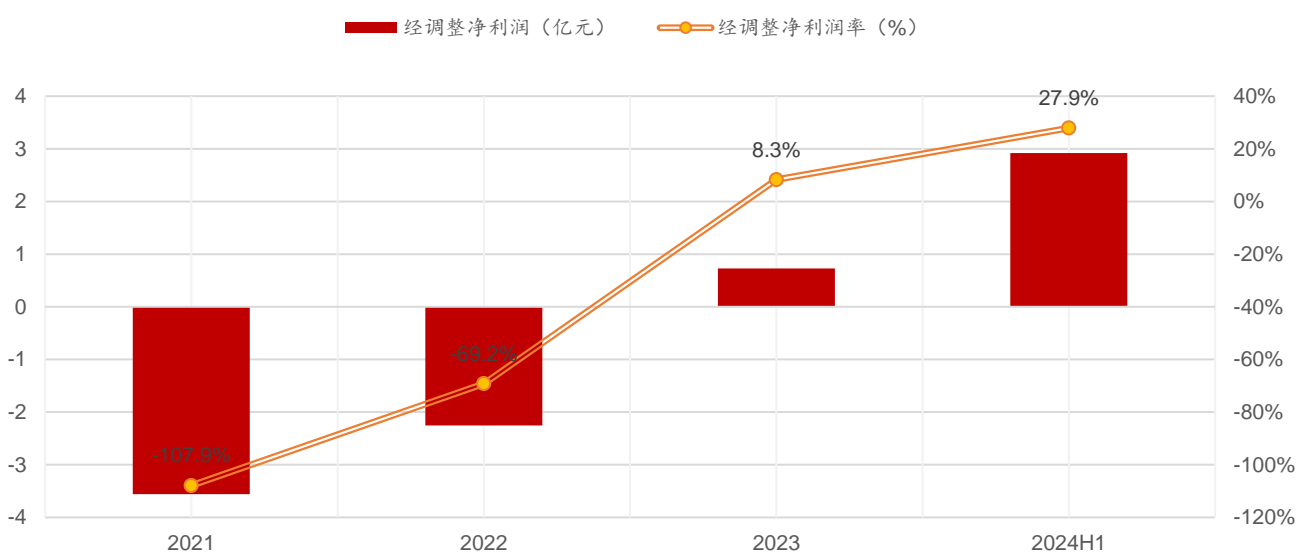
图表25：公司费用率水平大幅下降



资料来源：公司公告，国联证券研究所

2023 年公司经调整净利润成功扭亏。得益于公司继续扩大业务规模并执行以内容驱动的营销策略，公司自 2022 年起的毛利率逐渐增加，而各项经营开支占收入比重及费用率逐渐下降。2023 年公司成功将经调整净利润扭亏至 0.7 亿元，2024H1 公司经调整净利润再次升至 2.9 亿元，对应净利率为 27.9%。

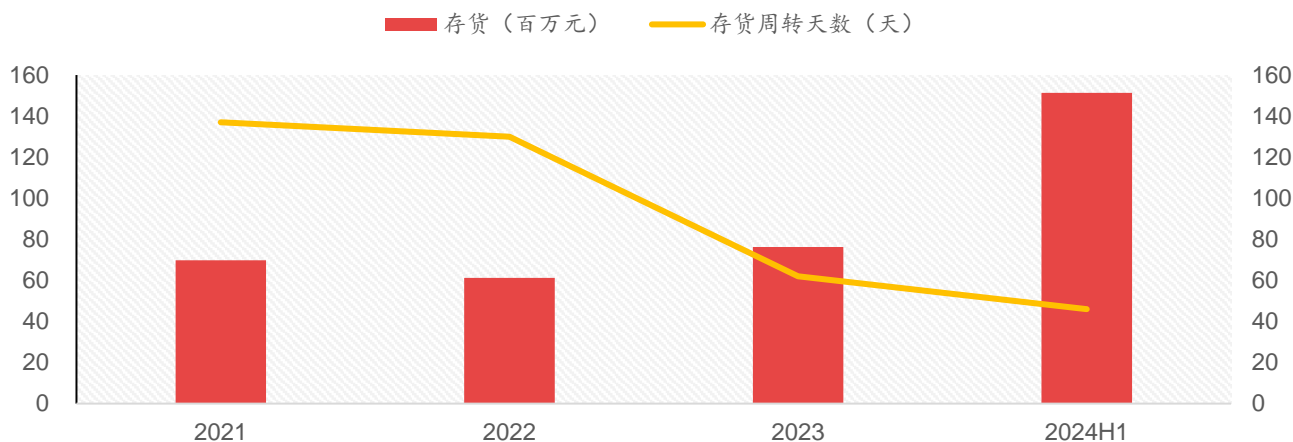
图表26：2023 年公司经调整净利润端扭亏



资料来源：公司公告，国联证券研究所

业务增长，存货上行。公司的存货主要包括产成品、原材料及在途商品。随着公司的业务增长，公司的存货从 2022 年的 61.2 百万元增加至 2023 年的 76.3 百万元，并进一步增加至 2024H1 的 151.3 百万元。但从存货周转天数看，公司的拼搭角色类玩具仍实现高速存货周转，截至 2024 年 6 月 30 日止六个月该品类产品从入库到出库平均约为 30 天。

图表27：2024H1 公司存货绝对值略有上行



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3. 布鲁可竞争优势：好而不贵，线下广覆盖

自成一体的布鲁可体系。基于广泛的专利布局与丰富的 IP 矩阵，公司可以提供覆盖广泛人群和价位的全面且自成一体的布鲁可体系。标准化的专利，不仅让公司产品体系的原创性受到保护，而且让大量拼搭零件在公司独特的产品体系内高度兼容。丰富的 IP 矩阵让消费者不仅持续购买新的产品系列，而且可以依据自己的创意和兴趣，组合不同产品的高度兼容的零件来进行个性化的创新拼搭和加工，从而成为公司产品体系的长期用户。

图表28: 布鲁可体系



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.1 产品：好而不贵，高效上新

全年龄段、全价格带覆盖。公司通过大量的 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 2024 年 6 月 30 日,公司共有 431 款在售 SKU,包括主要面向 6 岁以下儿童的 116 款 SKU、主要面向 6 至 16 岁人群的 295 款 SKU,以及主要面向 16 岁以上人群的 20 款 SKU。

图表29：布鲁可的产品覆盖全价格带、全年龄段



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司的产品为消费者提供了游玩体验好、设计好、高品质等好而不贵的价值属性。1) 好玩的体验。公司创新的自成体系的拼搭玩法确保公司的产品易上手。消费者在拼搭过程中的投入，有助其实现个性化表达。基于此，公司的产品具备很强的收集和收藏属性，可以为消费者提供长期陪伴。2) 高品质。公司的产品品质高，安全、耐玩、设计精致、拼搭体验稳定。3) 极具性价比。公司产品的定价区间布局完整，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。公司热销的大众价格带产品定价为 39 元，可以触达更广泛消费人群的平价价格带产品定价为 9.9 元至 19.9 元。

图表30: 布鲁可的产品组合



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表31: 布鲁可前三大 IP 零售价均在 19.9-399 元之间

IP	SKU	建议零售价 (元)	IP 来源
奥特曼	134	39-399	IP 授权
变形金刚	64	39-299	IP 授权
英雄无限	53	19.9-249	自有
其他	70	39-69	-

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

公司遵循以消费者为导向的研发理念，研发投入高。公司遵循以消费者为导向的研发理念，在整个产品设计及开发过程中，公司发挥基于反馈收集及消费者参与的消费者洞察。在产品推出后，公司也会根据消费者的反馈不断对产品进行升级。从研发投入看，截至 2024 年 6 月末，公司已成立一支由 331 位雇员组成的专门研发团队。公司的研发团队对玩具、消费品和流行文化有着丰富经验及深入了解。

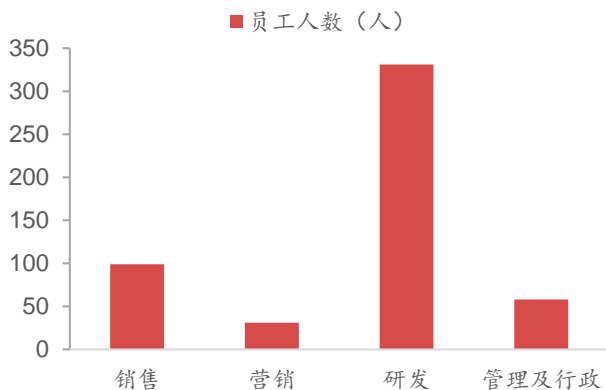
图表32: 奥特曼群星版各系列产品上市首季度销量 (千件)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

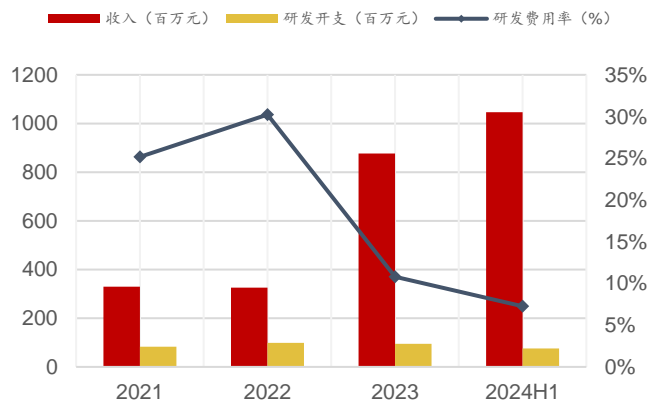
高效上新, 上新数量多、成功率高。从产品推新看, 公司的产品上新周期短、频率快、数量多、成功率高。在上新周期方面, 公司拼搭角色类产品从概念探索到量产的平均上新周期仅为 6-7 个月, 低于 10-12 个月的行业平均水平。在上新频率方面, 自 2023 年至截至 2024 年 6 月 30 日止六个月, 公司高频度地每季度推出约 30 至 90 款 SKU。在上新数量方面, 公司在 2023 年共推出 197 款 SKU, 并计划 2024 年和 2025 年分别推出约 400 款和约 800 款 SKU。在上新成功率方面, 公司推出的产品始终维持市场热点并取得高成功率。2023 年新推出的绝大多数拼搭角色类玩具 SKU 目前都在销售。

图表33: 截至 2024 年 6 月末, 公司研发人员数达到 331 人



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表34: 2024H1 公司研发费用投入处于较高水平



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

3.2 IP：高效商业化，渐成矩阵化

IP 商业化：实现 IP 的高效商业化转化。如第一部分所述，在 IP 授权方面，拼搭角色类玩具是 IP 版权方触达和维系消费者的优质品类。进一步探讨，拼搭角色类玩具由于与消费者的链接及其收藏属性，已成为 IP 自身故事体系、价值观的理想载体。公司布鲁可体系的产品实现了 IP 角色神韵的高度还原，覆盖广泛人群和价位，并实现 IP 的高效商业化转化，并构建了广泛的专利布局来保护自成一体的拼搭角色类玩具产品体系的原创性。通过零件及生产工艺相关的专利布局，公司不仅增强了布鲁可体系的不可复制性，而且为合作工厂体系提供了专注生产拼搭角色类玩具品类的技术和工艺基础。

1) 标准化：整体拼搭结构和关键关节等标准零件的专利是公司拼搭角色类玩具高度标准化的重要因素。零件相关的专利让公司实现了标准化的生产，使公司能够更好地把控产品的品质、提升消费者好玩及易上手的体验并降低成本。

2) 差异化：模具注塑及自动化等生产工艺专利令公司打造专有的生产工艺和定制化的设备，从而专业、高效和规模化地生产拼搭角色类玩具并实现成本优势。

图表35：拼搭结构和关键关节等标准零件的专利助力公司拼搭角色类玩具高度标准化



资料来源：公司公告，国联证券研究所

IP 矩阵化：公司依托自有 IP 以及知名的授权 IP 构成了丰富的 IP 矩阵。公司通过自主开发和 IP 授权的方式构建了丰富的 IP 矩阵，并结合 IP 与不同消费者人群的适配性推出了覆盖广泛人群和价位的产品组合。在公司销售主力的 IP 授权方面，公司是 IP 合作方的优选。截至 2024 年 12 月，公司获得了约 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

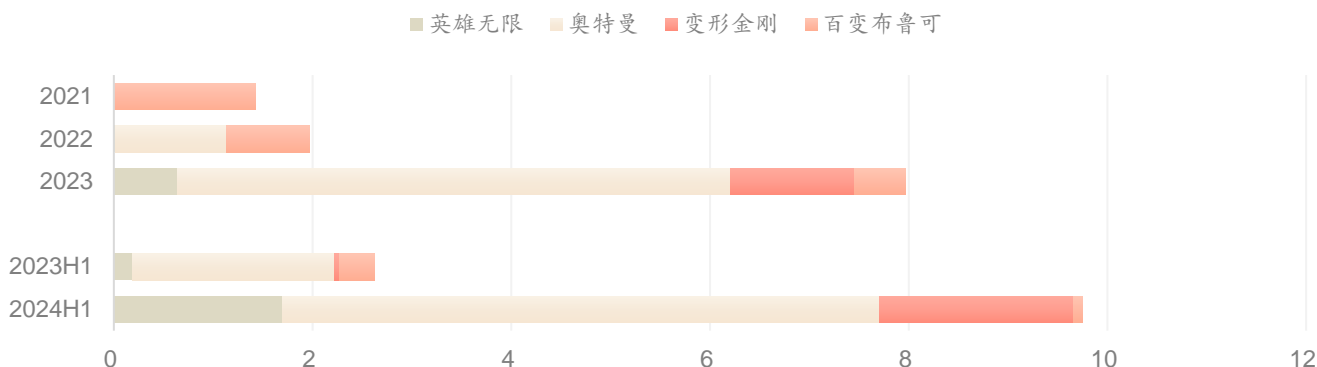
黄人、宝可梦、假面骑士、名侦探柯南、初音未来、圣斗士星矢、新世纪福音战士、凯蒂猫、芝麻街、超级战队、DC 超人、DC 蝙蝠侠、哈利·波特及星球大战等，且公司已成功将 10 个授权的知名 IP 商业化。从 SKU 数量来看，截至 2024 年 6 月 30 日，公司有 134 个在售的奥特曼 SKU 和 64 个在售的变形金刚 SKU；从营收来看，2023 年公司 63.50% 的收入来源于奥特曼，2024H1 伴随变形金刚收入上行，公司奥特曼收入占比降至 57.40%。

图表36：布鲁可已获得多个 IP 方授权并将部分 IP 成功商业化



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表37：公司收入伴随 IP 矩阵化而呈现多元化（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

IP 运营：公司具有一套系统的 IP 开发、授权和管理机制，并通过综合考量 IP 知名度、消费者偏好、产品契合度、产品扩展潜力等维度，不断优化并积累了领先的 IP 商业化和管理能力。通过长期的消费者洞察与经验丰富的 IP 开发团队，公司成功打造了自有 IP 并实现了商业化。截至 2024 年 12 月，公司的百变布鲁可和英雄无限动画系列以推流或点击方式累计播放量超过 152 亿，总粉丝量超过 500 万。公司的自有 IP 也已展现了强劲的销售潜力，截至 2024 年 6 月 30 日，百变布鲁可 IP 有 50 款在售的 SKU；英雄无限 IP 有 53 款在售的 SKU，主要角色包括孙悟空、哪吒、关羽、张飞、赵云、杨戬等。

图表38：公司自有 IP 英雄无限的设计推广流程



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.3 营销&渠道：内容驱动，线下广覆盖

内容驱动的互联网营销策略助力公司高效建立了多渠道的销售网络。拼搭角色类玩具由于拼搭过程所带来的与消费者之间的联结，以及角色类 IP 本身丰富的内容属性和易传播性，所以天然地适合以内容驱动的营销方式。利用基于 IP 的拼搭角色

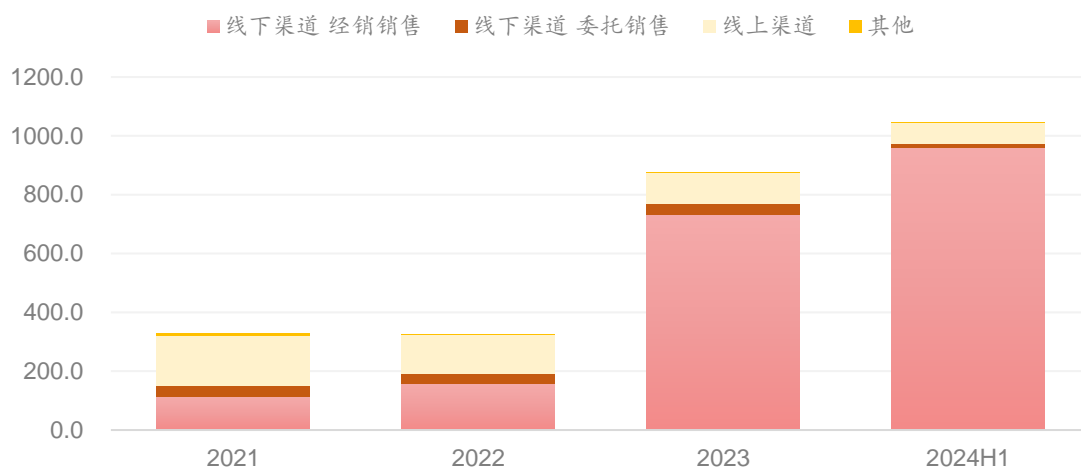
类玩具的这些独特特征，公司采用内容驱动的互联网营销策略，使公司能够有效地接触并维持广泛的消费者、粉丝及 BFC 群体，并收集对公司产品的反馈。公司使用多重传播渠道，如公司官方账号及社交媒体平台上的 KOL、KOC、粉丝及 BFC 账号。在终端销售上，公司通过多渠道销售网络销售公司的产品，包括：1) 线下销售渠道，包括经销商及委托销售；2) 线上销售渠道，包括各种电商平台。公司的所有产品在各销售渠道均在销售。

图表39：公司线下销售模式包括经销销售、委托销售

	经销销售	委托销售
期限	一般为 1 年	一般为 1 年
零售价	建议零售价	公司通常提供定价准则，而委托销售合作伙伴须参照建议零售价进行销售。公司有权调整定价准则。
最低购买量	一般情况下，在经销协议期限的前六个月未能达到人民币 30 万元，或连续两个月未向公司下任何采购订单，公司将有权单方面终止协议。	-
销售返利	公司通常按经销商年销售额的 1%至 2%（由经销商的年销售额确定）向销售返利池提供一定比例的返利。销售返利池的结余仅可用于抵销经销商向公司采购的价格。作为享受有关销售返利的先决条件，经销商需要在指定期间内实现规定的销售目标。公司一般会保留在延迟支付采购款项，或严重违反销售渠道及地区限制的情况下取消任何销售返利的权利。任何未动用的销售返利将于协议终止或届满时取消。	-
账期	公司一般不会向经销商提供账期，而将要求他们在发货前付款。然而，对于某些信誉良好的经销商，公司可能给予他们通常为期 1-3 个月的账期，根据弗若斯特沙利文的资料，该账期符合行业标准。	1-3 个月
产品退换	除产品缺陷外，公司概不接受交付及验收后的产品退货。	在委托销售合作伙伴的要求下，公司负责在协议规定的期限内回收未售出相关产品。如果公司未能在有关期限内回收相关产品，委托销售合作伙伴有权处置未售出产品并保留由此产生的收入。
存货所有权	公司与公司的经销商是买卖关系。当产品的控制权转移时，即当产品交付给公司的经销商并被经销商接受时，确认收入。	储存在委托销售合作伙伴零售网点的产品仍归属于公司的财产，在销售前，公司承担此类产品的任何意外损失或损坏的风险，特定的有限情况除外。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

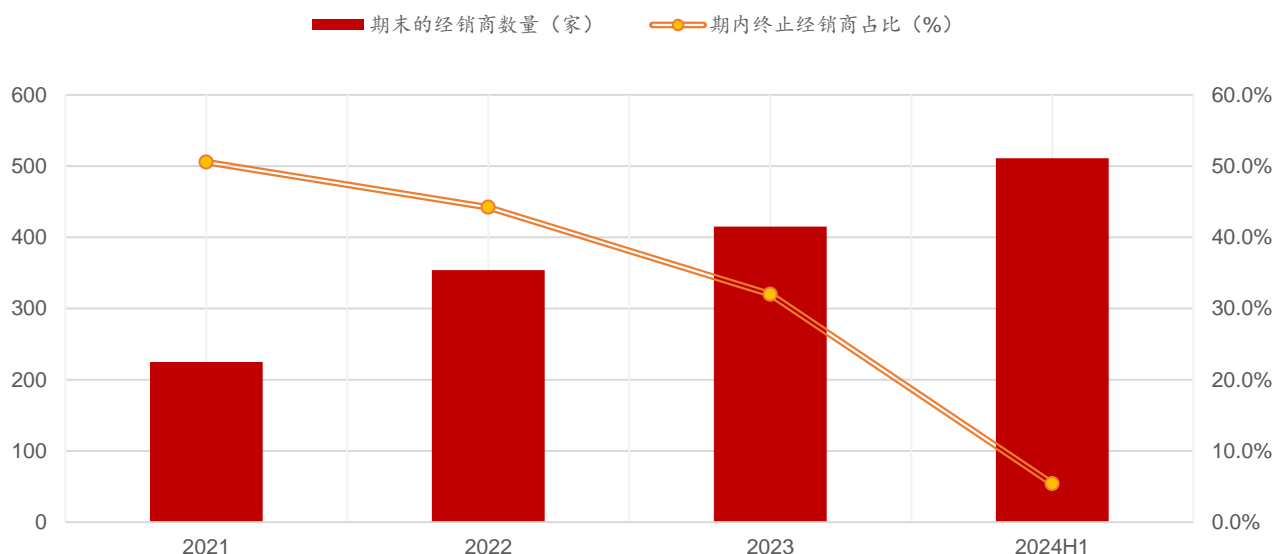
图表40：公司以线下经销渠道收入为主（百万元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

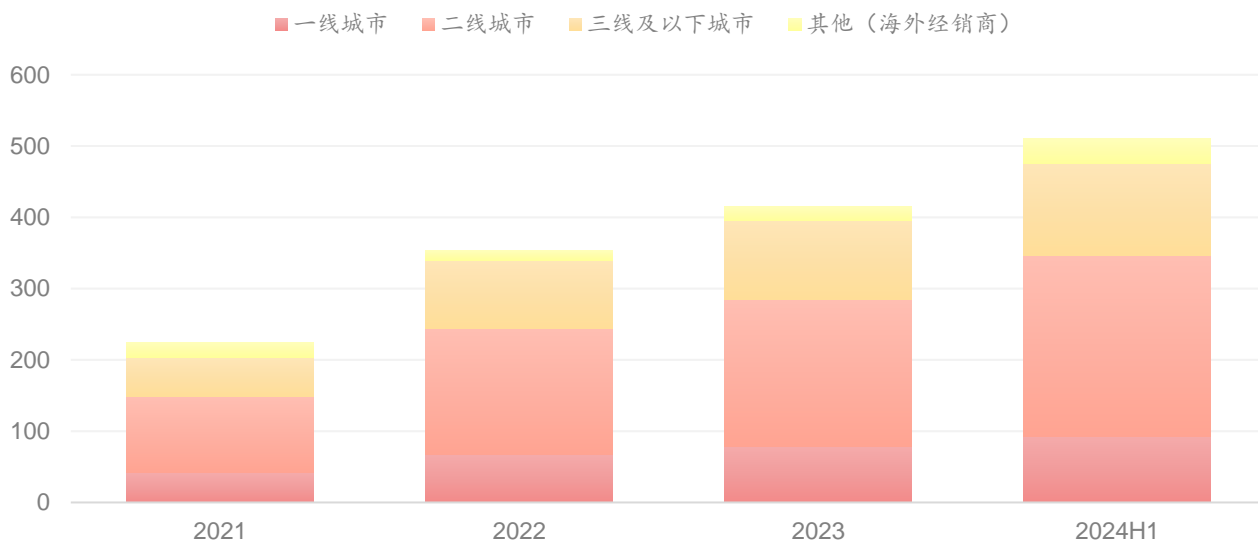
公司在零售网点和专业网点的线下流通渠道建立了强大的市场地位。内容驱动的营销不仅加深消费者对品牌和产品的认知，还有效推广了产品并提升了上新成功率，产生了对多渠道销售推广的网络效应。由于产品力和知名度，公司吸引了大量线上线下渠道合作伙伴主动寻求合作。截至2024年6月30日，公司在中国包括零售网点和专业网点的线下流通渠道建立了强大的市场地位。公司通过与超过450名经销商的合作，已有效覆盖所有一线与二线城市以及超过80%的三线及以下城市。公司的产品在中国的大型商超和专业网点进行销售，包括玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等。

图表41：公司近年来经销商数量逐步上行，且期内终止经销商占比大幅下降



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表42：公司的经销网络已有效覆盖所有一线与二线城市以及超过 80%的三线及以下城市 (家)

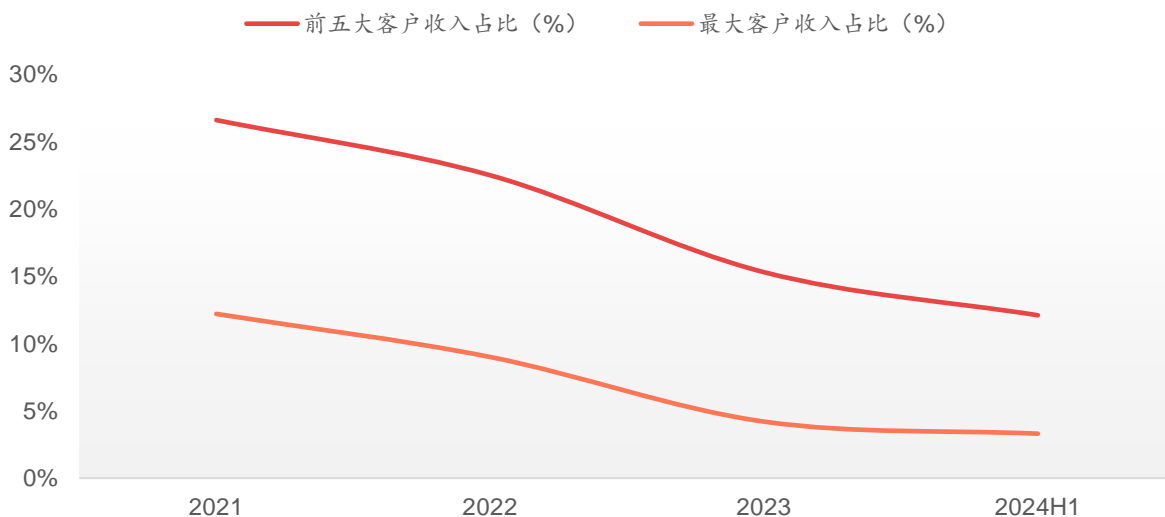


资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司线上平台粉丝数位列中国玩具企业前二。公司中国线上的渠道覆盖了主流电商平台，如天猫、京东、抖音、拼多多等，以及自有的微信小程序。同时，公司的产品通过亚马逊、玩具反斗城、7-Eleven、沃尔玛等线上线下渠道进行销售，进入了包括美国、东南亚和欧洲在内的海外市场。作为中国拼搭角色类玩具细分市场的领导

者，公司深受广大消费者的认可。截至 2024 年 12 月，公司在京东、微信、天猫、抖音、拼多多、快手、微博、小红书、哔哩哔哩等线上平台公司共拥有超过 1300 万粉丝，是位列中国玩具企业前二的品牌。

图表 43：公司近年来对下游客户的依赖日渐均衡化



资料来源：公司公告，国联证券研究所

4. 行业前瞻及投资建议：赛道景气，个股成长

拼搭角色类玩具是 IP 版权方触达和维系消费者的优质品类，渗透率有望快速上行。拼搭角色类玩具由于与消费者的链接及其收藏属性，已成为 IP 自身故事体系、价值观的理想载体。援引弗若斯特沙利文数据，2023 年中国拼搭类玩具市场规模为 237 亿元，后续 5 年年均复合增长率预计为 22.1%。其中，拼搭角色类玩具细分市场预计将引领该增长，其市场规模预计将由 2023 年的 58 亿元增长至 2028 年的 325 亿元，年均复合增长率为 41.3%。中国拼搭角色类玩具细分市场在中国拼搭类玩具市场中占比预计由 2023 年的 14.3% 增至 2028 年的 35.6%。

布鲁可从玩具大品类中切入拼搭角色类小市场，优势显著。布鲁可体系的产品实现了 IP 角色神韵的高度还原，以好而不贵的特色覆盖广泛人群，并实现 IP 的高效商业化转化。在拼搭角色类玩具高速增长期，布鲁可 IP 资源优势、产品研发优势及营销渠道能力优势显著。

5. 风险提示

1) 产品需求不及预期风险。公司产品的需求受到不断变化的社会及经济环境及日益

变化的消费者偏好的影响，亦受到设计及开发满足有关偏好产品的能力的影响；公司现有 IP 矩阵中的 IP 受欢迎程度可能会随着生命周期演进而降低，而公司可能无法成功获取、开发或商业化新的 IP。

2) IP 续约风险。当前公司诸多 IP 面临授权即将到期问题，公司存在无法以有利条款获得、维持或续约 IP 授权的可能性。

3) 行业竞争加剧风险。随着 IP 行业发展，新进入参与者增多，行业可能面临竞争加剧风险。

4) 政策风险。公司面临与监管玩具行业及业务的现行法律、法规或政策的变化，新法律、法规或政策的实施或对公司业务造成一定挑战。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼