

2024年12月31日
布鲁可 (325.HK)

IPO 点评
证券研究报告

布鲁可-“中国乐高” IPO 点评报告

报告摘要

公司概况

布鲁可成立于2014年，主要产品是拼搭角色类玩具，有着“中国乐高”之称。目前拥有2个自有IP—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、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、星球大战等。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。主流产品价格价格在9.9元至399元不等，热销的大众价格带产品定价为39元，平价价格带产品定价为9.9元至19.9元。

2021年/2022年/2023年/2024上半年，公司的收入分别为3.30/3.26/8.77/10.46亿元，2021-2023年CAGR为63%；毛利率分别为37.4%/37.9%/47.3%/52.9%；净利润(亏损)分别为-5.07/-4.23/-2.07/-2.55亿元；经调整净利润分别为-3.56/-2.25/0.73/2.92亿元。公司大部分收入来自奥特曼IP产品，2024上半年收入占比为57.4%。公司大力拓展线下经销商渠道，2024上半年收入占比为91.6%。

行业状况及前景

全球拼搭角色类玩具市场规模从2019年的人民币132亿元增长至2023年的278亿元，年均复合增长率达到20.5%。拼搭角色类玩具兼具拼搭玩法和角色类玩具的优势，预计2023年至2028年年均复合增长率为29.0%，市场规模在2028年将达到996亿元。在中国角色类玩具市场中，拼搭角色类玩具的增速最快，预期市场规模将由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占中国角色类玩具市场的百分比预期将由2023年的14.3%增至2028年的35.6%。

全球拼搭角色类玩具市场的行业集中度较高，按2023年GMV计，前五大企业占总市场份额的87.1%，其中布鲁可排名第三，市占率为6.3%。中国拼搭角色类玩具市场的集中度也同样较高，按2023年GMV计，前五大企业在中国拼搭角色类玩具市场所占的市场份额总共达到76.9%，其中布鲁可排名第一，市占率达30.3%。

优势与机遇

行业增速较快，公司在细分市场占据领先地位；丰富的IP矩阵和大量的SKU使得公司得以触及更多年龄段的消费者；定价区间广泛，产品性价比较高；持续拓展IP矩阵，并和IP授权方保持良好关系；研发团队在消费品、玩具、潮流文化领域经验丰富。

弱项与风险

对单一IP的依赖度较高，自有IP开发不足；如无法获得新IP授权，或现有IP授权无法续约，对公司收入或将产生较大影响；对线下经销商的管理和控制有限，可能出现库存积压或窜货现象；假冒仿制品对正品的冲击。

投资建议

此次上市基石投资人有景林、UBS AM、富国基金、富国香港，合计申购占比约三成。公司此次IPO发行价为55.65-60.35港元，发行后总市值约为134.38-145.73亿港元（不包括超额配售），根据2023及2024年上半年经调整净利润计算，PE-TTM为35.7-38.7x。谷子经济带动潮流玩具市场热度提升，叠加近期港股打新情绪相对较好，综合考虑我们给予IPO专用评级“5.8”，建议申购。

潮流玩具

股份名称：布鲁可
股份代码：325.HK

IPO专用评级 5.8

— 评级基于以下标准，最高10分

1. 公司营运 (30%)	6
2. 行业前景 (30%)	6
3. 招股估值 (20%)	5
4. 市场情绪 (20%)	6

主要发售统计数字

上市日期：2025/1/10

发行价范围(港元) 55.65 -60.35

发行股数，绿鞋前(百万股) 43.53

— 香港公开发售：占比 2.41；10%

— 最高回拨后股数：占比 21.71；90%

— 发行中旧股数目：占比 0；0%

总发行金额，绿鞋前(亿港元) 13.42 -14.56

总集资金额，绿鞋前(亿港元) 13.42 -14.56

净集资金额，绿鞋前(亿港元) 12.42 -13.46

发行后股本(百万股)

— 绿鞋前 241.47

— 绿鞋后 245.09

发行后市值(亿港元)

— 绿鞋前 134.38 -145.73

— 绿鞋后 136.39 -147.91

备考每股有形资产净值(港元) 6.61 -7.06

备考市净率(倍) 8.42 -8.55

保荐人 高盛、华泰国际

账簿管理人 高盛、华泰国际、富途证券

会计师 安永

资料来源：公司招股书

杨怡然 CFA 消费行业分析师
laurayang@sdicsi.com.hk

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其他附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级：**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010