

证券研究报告|行业专题报告

商贸零售行业

行业评级 强于大市（维持评级）

2025年1月2日



【华福商社】布鲁可集团招股书剖析

——拼搭玩具市场的掘金者

证券分析师：

赵雅楠 执业证书编号：S0210524050007

高兴 执业证书编号：S0210522110002

请务必阅读报告末页的重要声明

- **布鲁可集团，中国最大的拼搭角色类玩具企业。**同时也是全球范围内的行业领导者和全球增长速度最快的规模化玩具公司之一。根据布鲁可公司招股说明书，布鲁可集团在2023年的GMV达到了约18亿元人民币，同比增长率超过了170%。公司不仅拥有超过500项专利布局，还具备强大的原创IP开发能力，并与约50个知名IP建立了合作关系。截至2024年6月30日，布鲁可集团共有431款SKU在售，其产品线覆盖了各个年龄段，致力于为消费者提供互动性强、体验佳、设计精美、高品质的玩具，且价格亲民。
- **拼搭角色类玩具是全球玩具行业增速最快、极具发展前景的细分品类。**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年的人民币278亿元，在全球角色类玩具市场的渗透率为8.0%，2019年至2023年的年均复合增长率达到20.5%。预计全球拼搭角色类玩具市场规模在2028年将达到人民币996亿元，在全球角色类玩具市场的渗透率为18.4%，2023年至2028年的年均复合增长率为29.0%。其中，中国拼搭角色类玩具的市场规模预计将从2023年的人民币58亿元增长到2028年的人民币325亿元，2023年至2028年的年均复合增长率为41.3%。
- **布鲁可专注于打造高品质、富有创意的角色拼搭类玩具，并辅以多样化的积木玩具产品线。**凭借对卓越玩乐体验和无限创造力的执着追求，布鲁可将卓越的产品设计能力与广泛的IP资源相结合，推出了一系列覆盖各年龄段、各种预算需求以及满足全球消费者口味的产品。截至2024年6月30日，布鲁可有431款在售SKU。布鲁可产品特点：①好玩的体验：布鲁可的产品通过极具特色的拼搭玩法向消费者提供优异的互动性体验，具有易上手、易投入、强收藏属性。②高质量：布鲁可产品具备质量高、安全、耐玩、设计精致、拼搭体验稳定等特点。③极具性价比：布鲁可产品的定价区间布局完整，主流产品在9.9-399元不等，热销产品定价39元，具备高性价比。
- **风险提示：**终端消费疲软、IP授权无法续约、经销商合作终止等。

目 录

- 公司介绍：全球拼搭角色类玩具领域的创新先锋和行业翘楚
- 玩具市场：角色类玩具市场规模最大，拼搭类玩具市场前景优秀
- 公司优势：标准化和个性化的创新体系，广泛的专利布局和丰富的IP矩阵
- 投资建议
- 风险提示

1.1 公司简介：全球拼搭角色类玩具领域的创新先锋和行业翘楚

- 布鲁可集团，作为中国最大的拼搭角色类玩具企业，同时也是全球范围内的行业领导者和全球增长速度最快的规模化玩具公司之一。根据布鲁可公司招股说明书，布鲁可集团在2023年的GMV达到了约18亿元人民币，同比增长率超过了170%。公司不仅拥有超过500项专利布局，还具备强大的原创IP开发能力，并与约50个知名IP建立了合作关系。截至2024年6月30日，布鲁可集团共有431款SKU在售，其产品线覆盖了各个年龄段，致力于为消费者提供互动性强、体验佳、设计精美、高品质的玩具，且价格亲民。

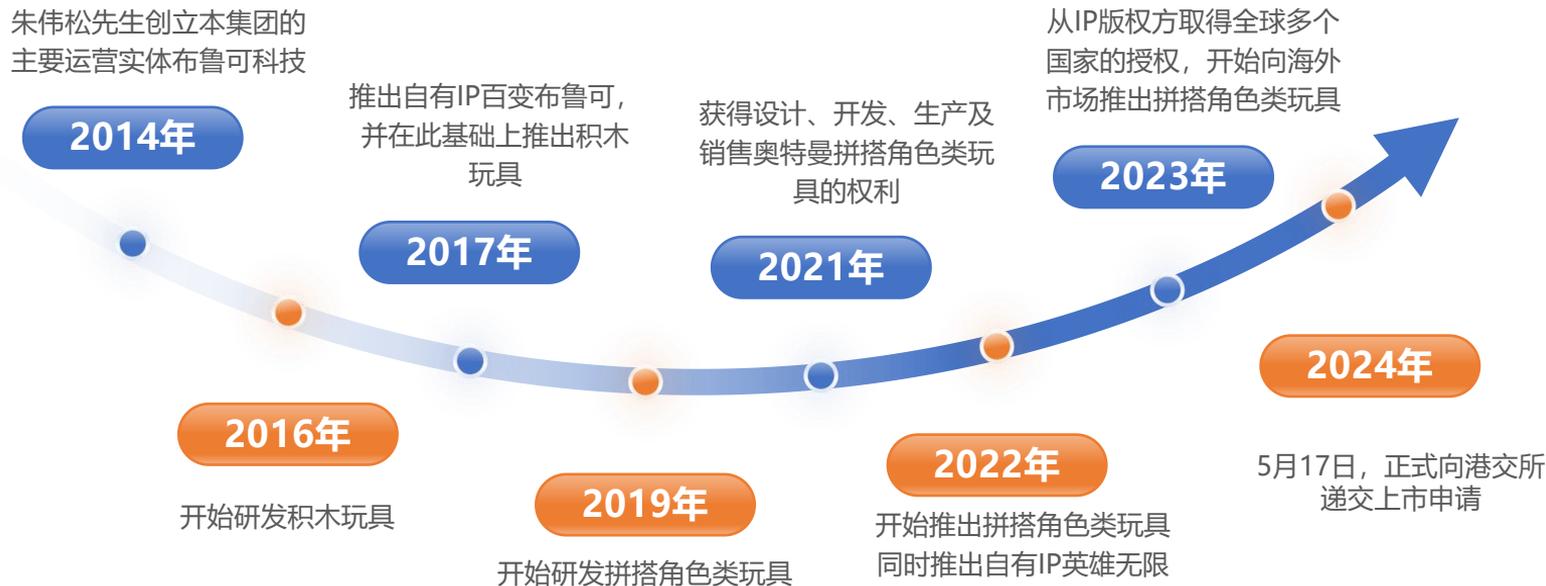
图：公司业务亮点



1.2 发展历程：起家积木，拓展拼搭

- 布鲁可集团的辉煌历程始于**2014年12月**，由朱伟松先生创立的布鲁可科技，作为集团的主要运营实体，专注于拼搭类玩具的设计、研发与销售，开启了其在玩具行业的创新之旅。**2016年**，公司开始研发积木玩具。**2019年**，公司开始研发拼搭角色类玩具。**2021年**，获得设计、开发、生产及销售奥特曼拼搭角色类玩具的权利。**2022年**，公司推出拼搭角色类玩具，推出自有IP英雄无限。**2023年**，获得IP版权方全球多个国家的IP授权，开始向海外市场推出拼搭角色类玩具。

图:布鲁可集团业务发展历程



1.3 股权结构：朱伟松先生为第一大股东

- **公司的实际控制人是朱伟松先生，整体股权结构保持集中且稳定：**截至2024年12月15日，朱伟松先生通过Next Bloks及Smart Bloks间接持有公司54.95%的股权，为公司的第一大股东；盛晓峰先生通过ShawnXF Limited间接持有公司2.01%的股权；黄政先生通过Bloks Is Coming间接持有公司0.63%的股权；剩余由First Prosperity、Idea Great、BlueCo、LC Fund和其他投资者分别持有9.81%、6.72%、5.64%、0.31%及19.93%。

图：主要附属公司

附属公司	注册地	注册日期	注册资本	主营业务
布鲁可科技	中国	2014年12月24日	人民币3亿元	设计、研发、销售玩具
布鲁可积木	中国	2019年3月1日	人民币1亿元	设计、研发、销售玩具

图：公司股权结构（截至2024年12月15日）



1.4 董事及高管团队：深耕行业，经验丰富

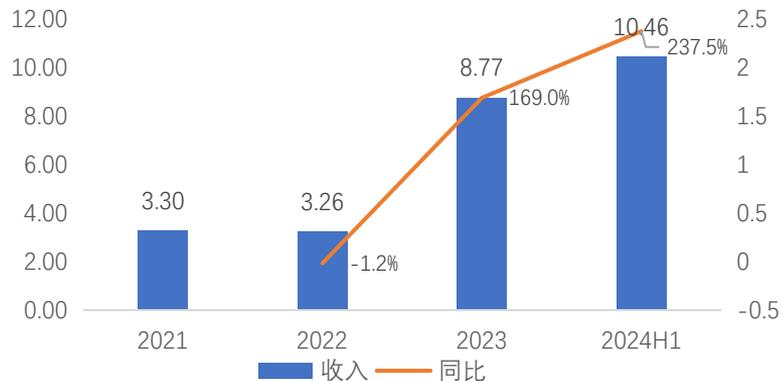
图：布鲁可管理层介绍（截止2024年5月17日）

姓名	年龄	职位	介绍
朱伟松	42岁	董事长、执行董事兼首席执行官	朱先生为公司创始人。拥有上海交通大学高级金融学院博士、美国亚利桑那州立大学工商管理博士和中国长江商学院工商管理硕士学位。朱先生在公司管理上有丰富的经验。曾联合创办了游族网络股份有限公司。
盛晓峰	46岁	执行董事兼总裁	盛晓峰先生，拥有上海交通大学工业设计工程硕士学位和同济大学工业设计学士学位。盛先生在用户洞察、产品创新及商业化方面拥有深厚经验。在加入公司前，曾就职于英特尔技术开发（上海）有限公司、英特尔亚太研发有限公司。
谢磊	47岁	副总裁	谢磊先生，拥有上海交通大学工业设计学位，对产品设计方面拥有超过20年经验。之前，谢先生曾在千方工业设计（上海）有限公司和伊莱克斯（中国）电气有限公司就职；在2021年起，谢先生担任上海交通大学设计学院IIDE（国际工业设计工程）企业导师。
黄政	44岁	副总裁	黄政先生，拥有上海交通大学新闻传播学硕士学位和中国青年政治学院法学学士学位，对人力资源管理和行政工作有着丰富的经验。之前，黄先生曾在东方明珠新媒体股份有限公司和上海广播电视台及下属公司就职。
付轶方	50岁	首席财务官	付轶方女士，拥有美国肯特州立大学会计学硕士学位和四川大学文学学士学位，在会计及财务管理方面拥有丰富经验。之前，付女士曾在瑞幸咖啡（上海）有限公司和瑞幸咖啡科技（海南）有限公司、哔哩哔哩股份有限公司就职。
朱元成	38岁	副总裁兼董事会秘书	朱元成先生，拥有复旦大学法学硕士学位和中国矿业大学法学学士学位，对公司法律事务和企业投融资领域具有丰富经验。之前，朱先生就职于四川信托有限公司和国家电力投资集团有限公司附属公司中电投先融（上海）资产管理有限公司就职，并曾担任中泰信托有限责任公司高级信投经理。

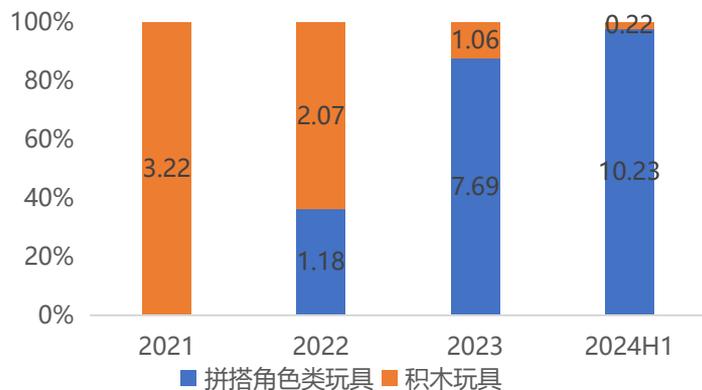
1.5 财务分析：营收快速增加，拼搭玩具表现突出

- **公司营收增长强劲，拼搭玩具表现突出，经销渠道为主要增长点。**
- **总营收：**2021-2024H1，公司营收分别为3.30亿元、3.26亿元、8.77亿元和10.46亿元；同比增长分别为-1.2%、169.0%和237.5%。
- **分业务：**2022-2024H1，拼搭角色类玩具营收分别为1.18亿元、7.69亿元和10.23亿元；2021-2024H1，积木玩具营收分别为3.22亿元、2.07亿元、1.06亿元和0.22亿元。
- **分渠道：**2021-2024H1，经销渠道营收分别为1.13亿元、1.57亿元、7.33亿元和9.58亿元；委托销售渠道营收分别为0.38亿元、0.33亿元、0.36亿元和0.14亿元；线上销售渠道营收分别为1.71亿元、1.34亿元、1.06亿元和0.74亿元。

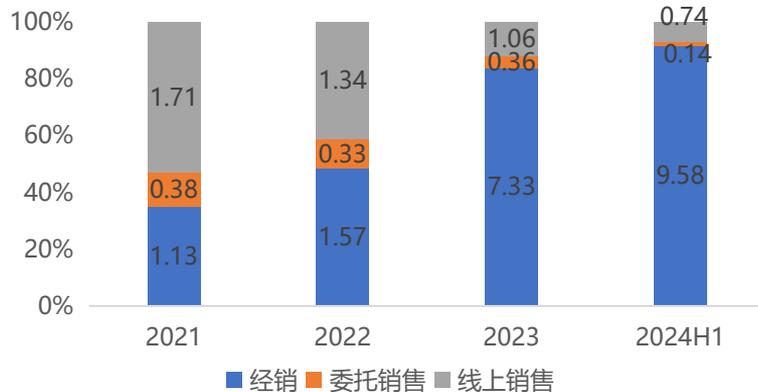
2021-2024H1公司营业收入及其同比增速（单位：亿元）



2021-2024H1分业务性质的收入情况（亿元）



2021-2024H1分销售渠道的收入情况（亿元）



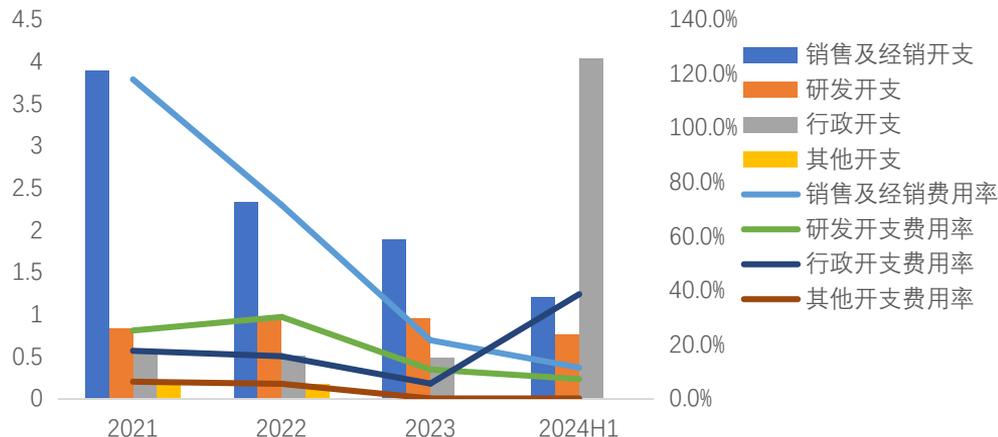
1.5 财务分析：费用快速下降，控费能力强

- **总费用：**2021-2024H1，公司总费用分别为5.51亿元、4.00亿元、3.34亿元和6.02亿元，费用率分别为167.0%、122.7%、38.1%和57.5%
- **分类别：**2021-2024H1，销售及经销开支分别为3.89亿元、2.33亿元、1.89亿元和1.21亿元，费用率分别为117.9%、71.5%、21.6%和11.5%；研发开支分别为0.83亿元、0.98亿元、0.95亿元和0.76亿元，费用率分别为25.2%、30.2%、10.8%和7.3%；行政开支分别为0.58亿元、0.51亿元、0.49亿元和4.04亿元，费用率分别为17.7%、15.7%、5.6%和38.6%；其他开支分别为0.21亿元、0.18亿元、0.007亿元和0.012亿元，费用率分别为6.3%、5.5%、0.1%和0.1%。

图：2021-2024H1公司费用及费用率（单位：亿元）



图：2021-2024H1拆分的费用及费用率（单位：亿元）



1.5 财务分析：毛利持续上升、经调整利润增长快速

- 公司毛利持续上升，经调整净利润持续上升。
- 经调整净利润及增速：2021-2024H1，公司经调整净利润分别为-3.56亿元、-2.25亿元、0.73亿元和2.92亿元，同比增长率分别为37%、132%和2731%。
- 毛利润及毛利润率：2021-2024H1，公司毛利润分别为1.23亿元、1.23亿元、4.15亿元和5.54亿元，毛利润率分别为37.4%、37.9%、47.3%和52.9%。
- 净利润及净利润率：2021-2024H1，公司净利润分别为-5.07亿元、-4.23亿元、-2.07亿元和-2.549亿元，净利润率分别为-153.6%、-129.8%、-23.6%和-24.4%。

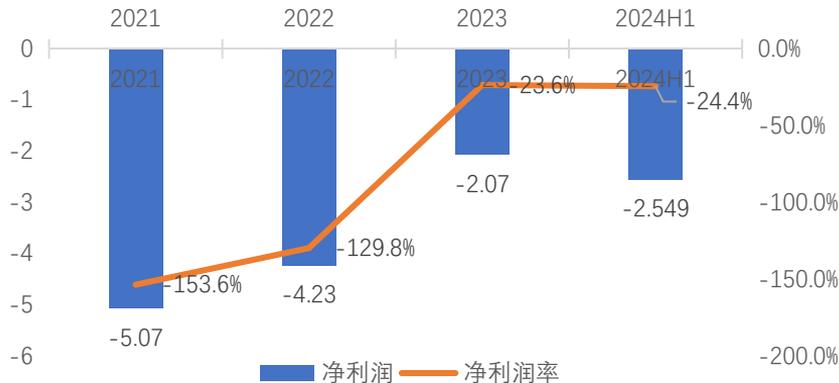
图：2021-2024H1公司经调整净利润及其同比增速（单位：亿元）



图：2021-2024H1公司毛利及毛利润率（单位：亿元）



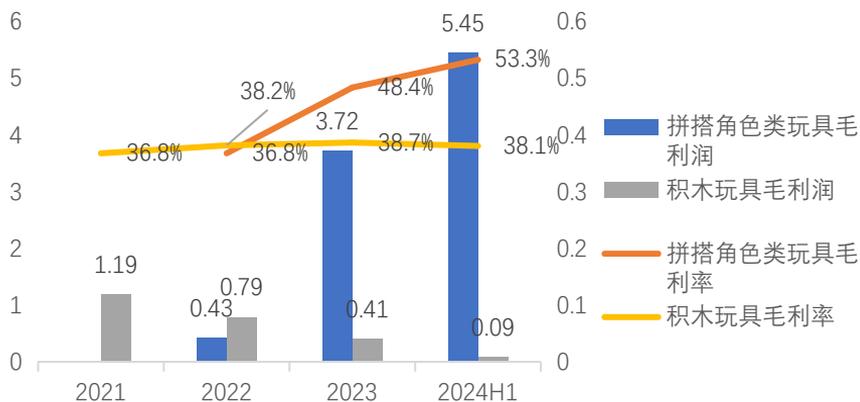
图：2021-2024H1公司净利润及净利润率（单位：亿元）



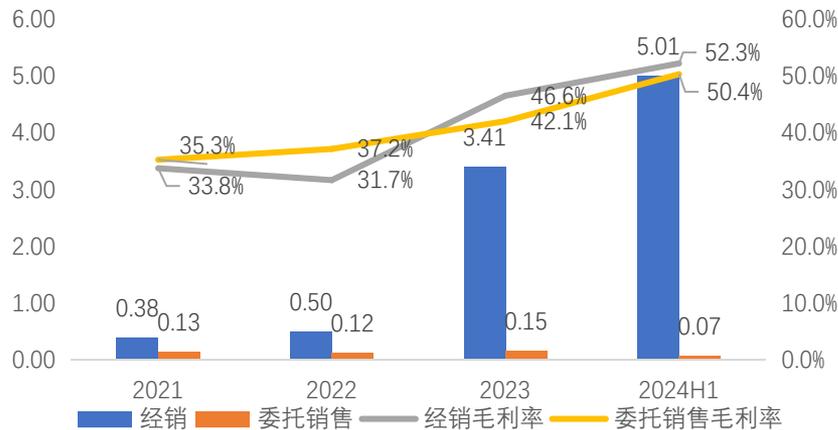
1.5 财务分析：毛利持续上升

- 分业务来看，拼搭角色玩具毛利增长，毛利率提升；积木玩具毛利下降，毛利率微升；分渠道来看，经销渠道毛利增长，毛利率提升；委托销售渠道毛利下降，毛利率提升。
- **分业务：** 2022-2024H1，拼搭角色类玩具毛利润分别为0.43亿元、3.72亿元和5.45亿元，毛利率分别为36.8%、48.4%和53.3%；2021-2024H1，积木玩具毛利润分别为1.19亿元、0.79亿元、0.41亿元和0.09亿元，毛利率分别为36.8%、38.2%、38.7%和38.1%。
- **分渠道：** 2021-2024H1，经销渠道毛利润分别为0.38亿元、0.50亿元、3.41亿元和5.01亿元，毛利率分别为33.8%、31.7%、46.6%和52.3%；委托销售渠道毛利润分别为0.13亿元、0.12亿元、0.15亿元和0.07亿元，毛利率分别为35.3%、37.2%、42.1%和50.4%。

图：2021-2024H1分业务性质的毛利及毛利率（单位：亿元）



图：2021-2024H1分销售渠道的毛利及毛利率（单位：亿元）



目 录

- 公司介绍：全球拼搭角色类玩具领域的创新先锋和行业翘楚
- 玩具市场：角色类玩具市场规模最大，拼搭类玩具市场前景优秀
- 公司优势：标准化和个性化的创新体系，广泛的专利布局和丰富的IP矩阵
- 投资建议
- 风险提示

2.1玩具市场：增长趋势稳定，未来有望达到近万亿规模

- **全球玩具市场规模：**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。根据布鲁可集团港股招股说明书，以GMV计算全球玩具市场的规模从2019年的人民币6,312亿元增长至2023年的人民币7,731亿元，2019年至2023年的年均复合增长率达到5.2%。预计2023年至2028年间，全球玩具市场的年均复合增长率将继续维持在5.1%，**市场规模将达到人民币9,937亿元。**
- **玩具市场各地域规模：**按地域划分，北美、欧洲、亚洲为前三大玩具市场，根据布鲁可集团港股招股说明书，2023年市场规模分别达到人民币2,433亿元、人民币2,140亿元和人民币2,136亿元。近年来，中国人均玩具消费增长较快，但市场规模仍低于美国、欧洲等主要玩具消费市场，成长空间广阔。
- **中国玩具市场未来发展趋势：**受消费人群扩大、IP玩具受欢迎、本土企业能力提升及新品类出现驱动，中国玩具市场加速增长，根据布鲁可集团港股招股说明书，2023年至2028年中国玩具市场的年均复合增长率预计将达到9.5%，2028年的市场规模将由2023年的人民币1,049亿元增长至人民币1,655亿元，**接近全球玩具市场六分之一的份额。**

图：2019年至2028年（预计）全球玩具市场规模GMV按地域划分



2.1玩具市场：用户群体广，产品生命周期长

- **玩具市场用户群体广**：伴随年龄增长与认知能力提升，用户对玩具核心需求场景持续变化；玩具市场由于其品类天性，可带来多元价值，同时天然**适配全年龄段用户群体需求**，可拓展场景多样，产品生命周期长。

价值偏好：益智性

产品偏好：早教积木、幼儿学步玩
具、布偶玩具、智力卡片

婴儿阶段 (0-3岁)



价值偏好：益智性、娱乐性、收藏性、潮流性

产品偏好：高阶积木、卡牌游戏、
汽车模型、机器人玩具

儿童阶段 (6-14岁)



幼儿阶段 (3-6岁)

价值偏好：益智性、娱乐性

产品偏好：拼插积木、布偶玩具、粘土手
工玩具、电动玩具、运动玩具



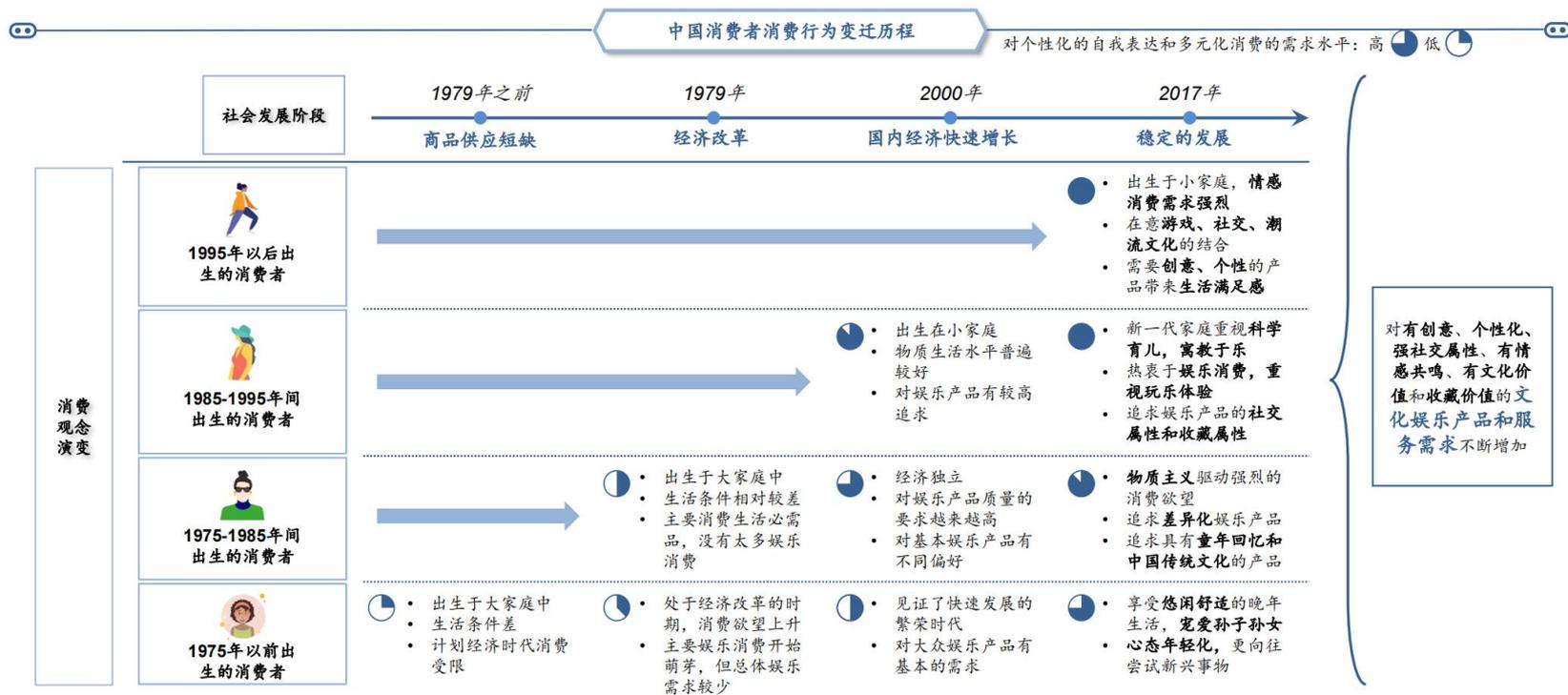
青年与成年阶段

价值偏好：益智性、娱乐性、收藏性、潮流性

产品偏好：收藏积木、手办玩具、二次元
周边、桌游卡牌、潮玩公仔

2.1 玩具市场：中国消费者文娱消费需求增强

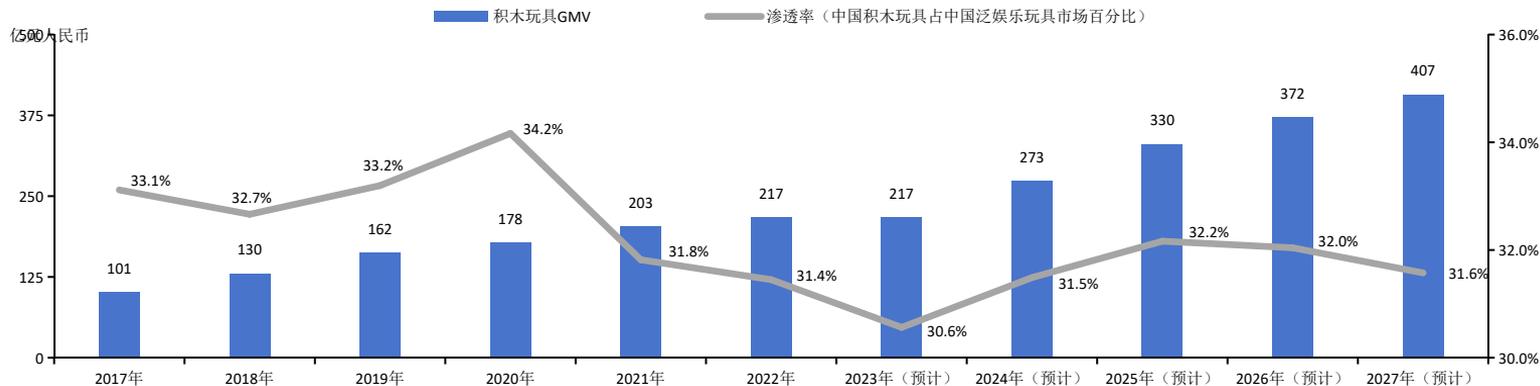
► **中国消费者消费行为变迁：**随着社会经济的持续增长和文化的繁荣发展，中国消费者愈发渴望从消费中获得**多元价值和情感共鸣**。在此背景下，以提供这些核心价值为能力的**文化娱乐类消费**，已成为推动国民消费的新动力。



2.2 积木玩具市场：市场占比稳定，复合增长率高

- **积木玩具概述及优势：**根据玩具的产品类别，可以将玩具分为积木、人偶、毛绒玩具、集换式卡片等。积木玩具是通过不同形状和大小 的块件，进行拼接、搭建，以培养创造力、空间认知和协调能力的玩具。积木玩具具有深远的教育和 发展价值，覆盖各年龄层，从婴幼儿的基本认知到青少年的高级思维训练，都是重要的益智工具，同时也能作为放松解压的活动。积木玩具市场不断发展，展现出**多元化和创新化**的趋势，不仅拓宽受众范围，还促进全球市场的繁荣，特别是国潮玩具在国际市场上展现出巨大的发展潜力。
- **积木玩具市场规模：**根据布鲁可集团港股招股说明书，在中国玩具市场中，积木玩具是按产品类别分类的**第一大细分市场**，该品类在中国玩具市场的占比较为稳定，**约为三分之一**。中国积木玩具市场规模从2017年的人民币101亿元增长至2022年的人民币217亿元，**年均复合增长率达到16.5%**。
- **积木玩具由于价值多元，覆盖年龄段广，全球及中国积木玩具市场规模不断增长，增速远超玩具整体水平，中国积木增速高于全球水平。**

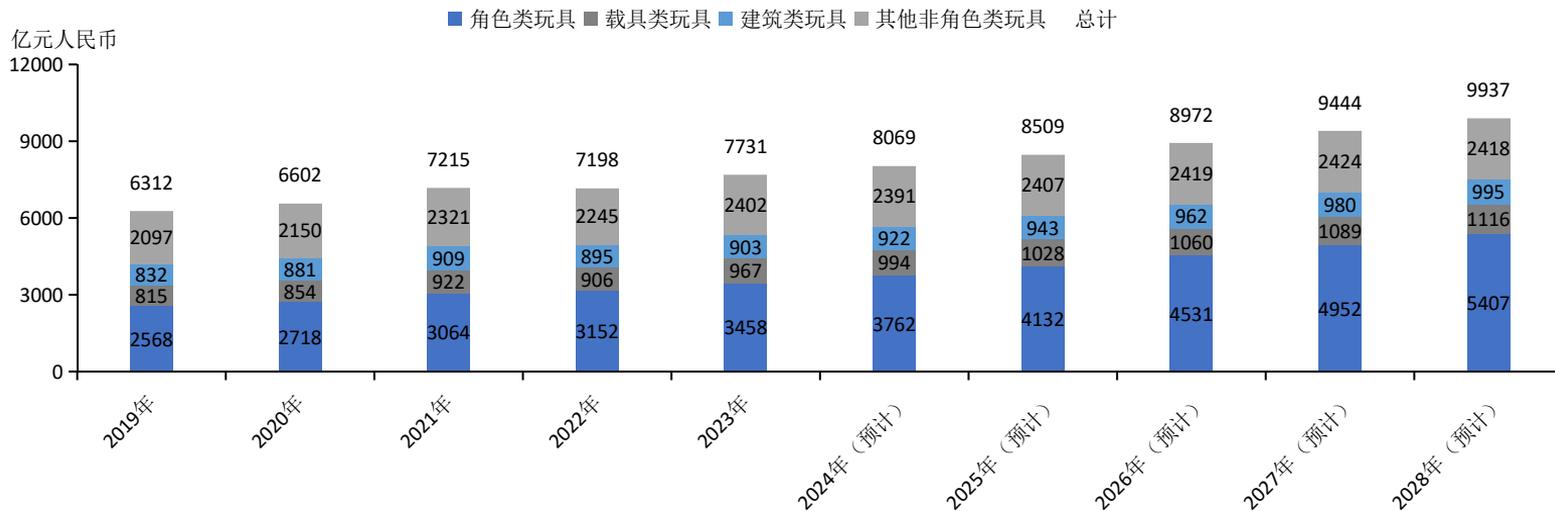
图：2017年至2027年（预计）中国积木玩具市场规模GMV



2.3 角色类玩具市场：按形态划分，规模最庞大

- 角色类玩具市场规模：**在全球玩具市场中，角色类玩具是按照形态划分出的规模最大的细分市场。根据布鲁可集团港股招股说明书，2023年的市场规模达到人民币3,458亿元，**占据了整体全球玩具市场44.7%的份额**。角色类玩具与知名IP结合，具有高辨识度，多元品类覆盖不同受众，兼具收藏价值。因此，预计角色类玩具的市场规模未来将实现更快的增长，2023年至2028年的年均复合增长率将达到9.3%。全球角色类玩具在2028年市场规模将达到人民币5,407亿元，**预计占整体玩具市场的54.4%**。
- 非角色类玩具市场规模：**根据布鲁可集团港股招股说明书，非角色类玩具中，载具和建筑类玩具分列全球第二、三大细分市场，2023年市场规模分别达到人民币967亿元和人民币903亿元，**占比12.5%和11.7%**。预计2023至2028年，它们年均复合增长率预计将分别达到2.9%和2.0%，市场规模将增至1,116亿和995亿元。

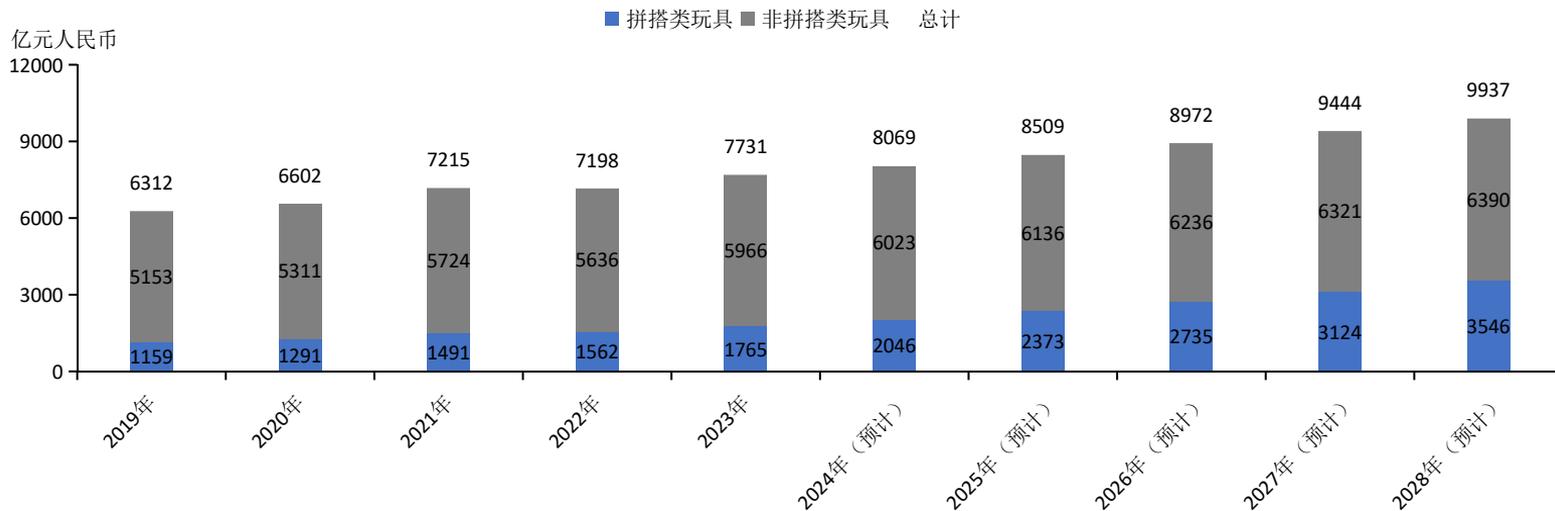
图：2019年至2028年（预计）全球玩具市场规模GMV按形态划分



2.5拼搭类玩具市场：高速增长，前景优秀

- ▶ **拼搭类玩具概述及优势：**拼搭类玩具是全球玩具市场中高速增长的一个细分市场。拼搭类玩具一般需要消费者投入一定的时间，将各类不同形状、大小和功能的组件组合拼搭为不同形态的玩具成品，例如角色、载具和建筑等。相比于非拼搭类玩具，拼搭类玩具互动性强，既可按设计拼成品，又可个性化创意，可玩性和益智性高。同时零部件通用性强，易控制质量和成本，使得消费者黏性和品牌忠诚度更强。
- ▶ **拼搭类玩具市场规模：**根据布鲁可集团港股招股说明书，全球拼搭类玩具市场规模从2019年的人民币1159亿元增长至2023年的人民币1765亿元。尽管2023年该品类在全球玩具市场的占比仅有22.8%，但**2019年至2023年的年均复合增长率达到11.1%**，且**2023年至2028年的年均复合增长率预计将达到15.0%**，远超非拼搭类玩具的增速。

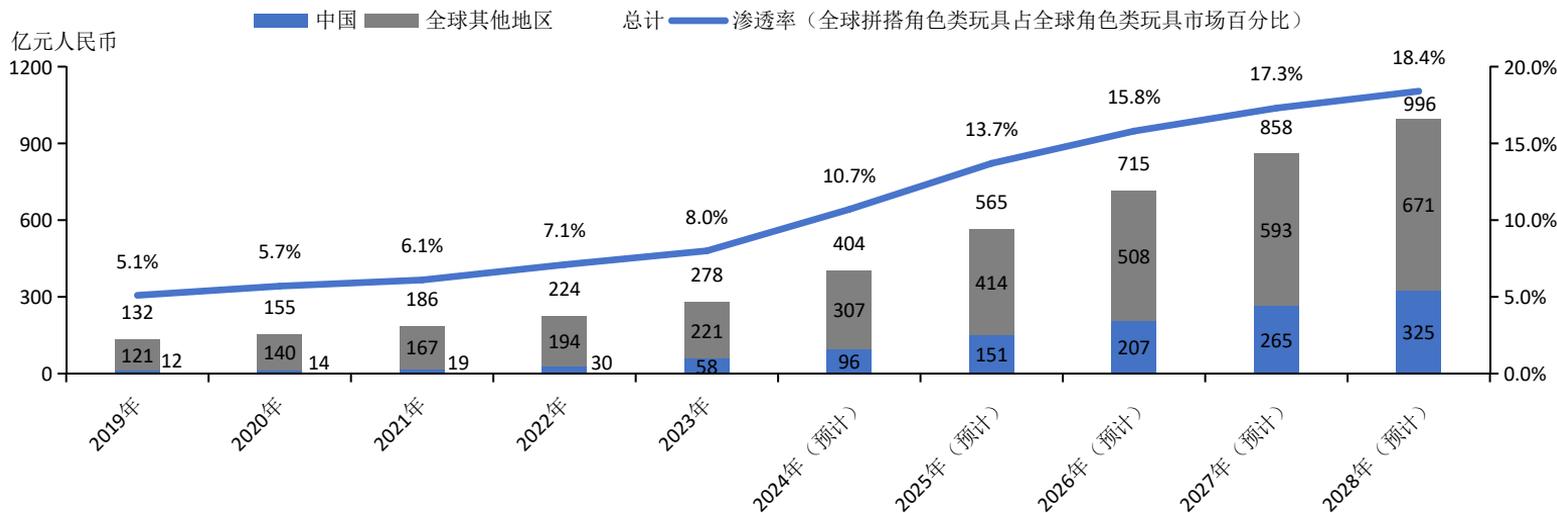
图：2019年至2028年（预计）全球拼搭类和非拼搭类玩具市场规模GMV



2.4拼搭角色类玩具市场：行业增速快，发展前景好

- **拼搭角色类玩具是全球玩具行业增速最快、极具发展前景的细分品类。**
- **行业增速快：**根据布鲁可集团港股招股说明书，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年的人民币278亿元，在全球角色类玩具市场的渗透率为8.0%，**2019年至2023年的年均复合增长率达到20.5%。**
- **发展前景好：**根据布鲁可集团港股招股说明书，预计全球拼搭角色类玩具市场规模在2028年将达到人民币996亿元，在全球角色类玩具市场的渗透率为18.4%，2023年至2028年的年均复合增长率为29.0%。其中，中国拼搭角色类玩具的市场规模预计将从2023年的人民币58亿元增长到2028年的人民币325亿元，**2023年至2028年的年均复合增长率为41.3%。**

图：2019年至2028年（预计）全球拼搭角色类玩具市场规模GMV及渗透率





优质产品： 角色类玩具的市场吸引力

拼搭角色类玩具凭借其独特的玩法、多样化功能以及与流行IP的结合，满足消费者对创造力、想象力的需求，从而推动了市场持续增长。



消费群体扩张： 多年龄层的覆盖策略

益智、亲子、趣味和收藏等多重功能的引入，使得角色类玩具能够吸引不同年龄层的消费者，促使消费群体在全球范围内不断扩张。



供应链优化： 创新与效率提升

随着创新型玩具公司的加入，供应链的产出效率和产品质量得到显著提升，供给的扩大进一步推动了市场的蓬勃发展。



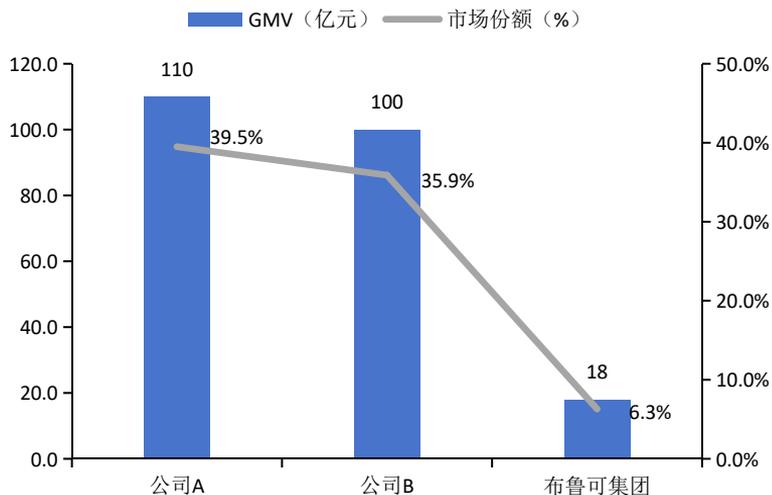
市场竞争力： 构建消费者生态圈

通过构建消费者生态圈，布鲁可集团增强了其市场竞争力，形成了一个有利于持续创新和增强品牌忠诚度的良性循环。

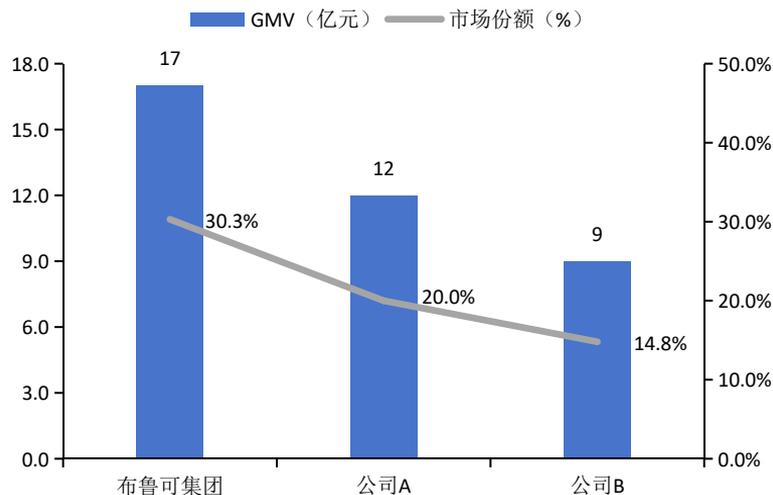
2.4拼搭角色类玩具市场：行业集中度高，布鲁可市占率领先

- **布鲁可是全球第三大、国内最大的拼搭角色类玩具公司。**
- **全球市场：**根据布鲁可集团港股招股说明书，在全球拼搭角色类玩具市场中，依据2023年的GMV，**布鲁可荣膺全球第三大拼搭角色类玩具公司的地位，市场份额为6.3%**。除布鲁可外，该市场的头部参与者主要为在玩具行业内享有盛誉的跨国企业。全球拼搭角色类玩具市场的行业集中度颇高，**CR3为81.7%**，其中一些知名的跨国企业在市场中占据了相对较大的份额。
- **国内市场：**根据布鲁可集团港股招股说明书，在中国拼搭角色类玩具市场中，按2023年GMV计算，**CR3为65.1%**，行业集中度较高。而**布鲁可作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：2023年全球拼搭角色类玩具市场参与者排名



图：2023年中国拼搭角色类玩具市场参与者排名



目 录

- 公司介绍：全球拼搭角色类玩具领域的创新先锋和行业翘楚
- 玩具市场：角色类玩具市场规模最大，拼搭类玩具市场前景优秀
- 公司优势：标准化和个性化的创新体系，广泛的专利布局和丰富的IP矩阵
- 投资建议
- 风险提示

3.1 商业创新模式：标准化和个性化的创新体系

- **布鲁可创新体系：**布鲁可集团通过其专利技术和多元化的知识IP矩阵，成功打造了一个既符合行业高标准又能满足消费者个性化需求的创新体系。这一体系不仅涵盖了设计、研发和生产的全链条标准化流程，还构建了独特的产品体系和高度互动的消费者生态圈。
- **设计、研发和生产为一体的标准化体系：**凭借其设计、研发和生产环节的紧密衔接，建立了一个高效的标准化系统，确保了产品的快速上市、质量的稳定性以及成本的竞争力。其独特的标准化零件与特征零件的结合，使得产品能够灵活适应各种IP，精准捕捉角色精髓，同时保持了极高的性价比。
- **自成一体的产品体系：**通过广泛的专利布局、丰富的IP矩阵以及高度兼容的拼搭玩具零件可以打造一个覆盖全价位、全人群布鲁可产品体系。
- **高度互动的消费者生态圈体系：**通过拼搭玩具过程的情感投入和互动以及角色类IP本身的内容属性等特点，构建一个包含消费者、粉丝、布鲁可创作者（BFC）高度互动的生态圈体系。



图：布鲁可主要产品



图：布鲁可体系

3.2 产品介绍：自有IP&授权IP为主的拼搭角色类玩具

- 布鲁可专注于打造高品质、富有创意的角色拼搭类玩具，并辅以多样化的积木玩具产品线。凭借对卓越玩乐体验和无限创造力的执着追求，布鲁可将卓越的产品设计能力与广泛的IP资源相结合，推出了一系列覆盖各年龄段、各种预算需求以及满足全球消费者口味的产品。截至2024年6月30日，布鲁可有**431款**在售SKU。
- 布鲁可产品特点：
 - ①**好玩的体验**：布鲁可的产品通过极具特色的拼搭玩法向消费者提供优异的互动性体验，具有易上手、易投入、强收藏属性。
 - ②**高质量**：布鲁可产品具备质量高、安全、耐玩、设计精致、拼搭体验稳定等特点。
 - ③**极具性价比**：布鲁可产品的定价区间布局完整，主流产品在**9.9-399元不等**，热销产品定价**39元**，具备高性价比。



图：布鲁可产品组合

图：产品定价及推出时间

品类	拼搭角色类玩具	积木玩具
推出时间	2022年	2016年
产品类型	拼搭类玩具	拼搭类玩具
价格定位	9.9-399元	99-729元

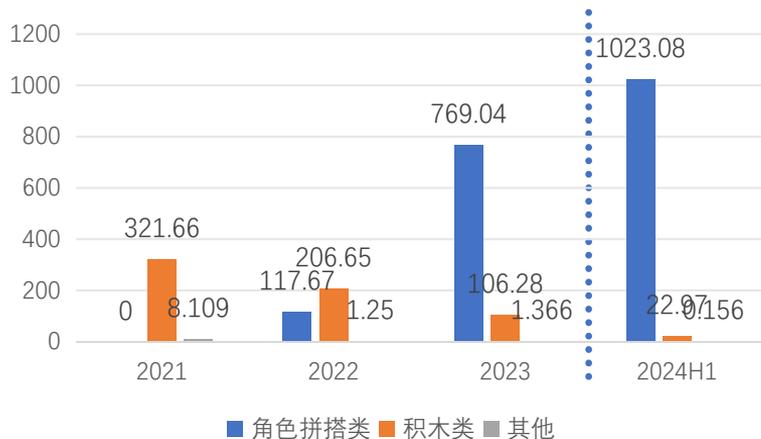
图：产品分年龄段SKU数

年龄段	6岁以下儿童	6-16岁	16岁以上	总计
在售SKU数	116	295	20	431
注：截至2024年6月30日				

3.2 产品介绍：角色拼搭类玩具&积木玩具

- **布鲁可产品主要分为角色拼搭类玩具和积木类玩具：**布鲁可通过兼具标准化和个性化的创新体系，创造全球领先的好玩拼搭角色类玩具产品，满足全球消费者对互动性体验。
- **角色拼搭类玩具：**主要分为自有IP类&授权IP类。其中自有IP类产品主要是“百变布鲁可”和“英雄无限”两个产品系列。授权IP类产品主要包括奥特曼、变形金刚、火影忍者、漫威无限传奇、漫威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、凯蒂猫和芝麻街等。截至2024年6月30日，公司拥有30多个授权IP，共计**263款**基于授权IP的在售SKU。
- **积木类玩具：**积木产品结构相对简单，适合儿童拼搭体验，主要产品有积木车、积木桌、积木桶等产品。截至2024年6月30日，共有**110款**木玩具SKU在售(包括百变布鲁可IP下的43款SKU)。

2021-2024H1各类产品收入明细 (单位: 百万元)



图：布鲁可积木（左）和百变布鲁可系列（右）

3.3 IP: 自主开发&授权的方式构建丰富的IP矩阵

- **多元化的IP矩阵**: 布鲁可建立了一套成熟的IP开发、选择和管理流程, 通过综合评估IP的知名度、消费者的偏好、产品契合度以及产品的市场扩展潜力等因素, 持续丰富IP矩阵, 优化公司的IP商业化和管理体系, 积累了行业领先的能力和 experience。
- **自有IP**: 公司通过具有丰富经验的开发团队和对消费者需求的精确分析, 公司目前开发的自主IP产品主要有两个系列, 分别是**百变布鲁可系列和英雄无限系列**。截至最后实际可行日期, 公司的百变布鲁可及英雄无限动画系列的累计播放量超过**152亿**次, 粉丝超过**500万**。截至2024年6月30日, 我们有**103款**在售SKU。
- **授权IP**: 布鲁可的团队凭借具备对动漫行业的深刻理解和对市场的广泛调查, 在挑选IP时考虑知名度、消费者偏好、产品适配性、产品扩展能力等因素, 最终挑选出符合市场趋势的IP, 并与之洽谈, 得到授权资格。截至2024年6月30日, 我们拥有**30多个**授权IP, 共计**263款**基于授权IP的在售SKU, 已成功将**10个**授权的知名IP商业化, 我们有**134个**在售的奥特曼SKU和**64个**在售的变形金刚SKU。IP授权覆盖全球广泛的国家, 以变形金刚为例, 布鲁可获得包括中国、美国、欧洲、东南亚等主要玩具市场的销售授权。



图: 公司的部分IP



图: 丰富的IP构成的产品组合

3.3 IP: 自主开发&授权的方式构建丰富的IP矩阵

- **自有IP产品: 百变布鲁可&英雄无限**
- **百变布鲁可:** 百变布鲁可故事于2017年推出, 围绕着三个主角(布布、鲁鲁及可可)和他们朋友的探险故事展开。百变布鲁可主要为6岁以下的儿童开发。截至最后实际可行日期, 已推出了**214集**百变布鲁可动画系列。截至2024年6月30日, 公司共有**50款**百变布鲁可在售SKU。
- **英雄无限:** 为了进一步丰富了我们的IP产品线, 满足了市场对高品质IP衍生品的需求, 2022年推出新自有IP产品《英雄无限》系列产品, 该系列产品巧妙地将中国经典文学作品中的标志性人物——如孙悟空、哪吒、牛魔王等, 以及历史上的英雄人物——如关羽、张飞、赵云等, 与现代机甲元素相融合, 打造出一系列充满现代感的英雄故事。截至最后实际可行日期, 公司已推出**59集**英雄无限短片。截至2024年6月30日, 公司有**53款**英雄无限在售SKU。



图: 自有IP-百变布鲁可产品

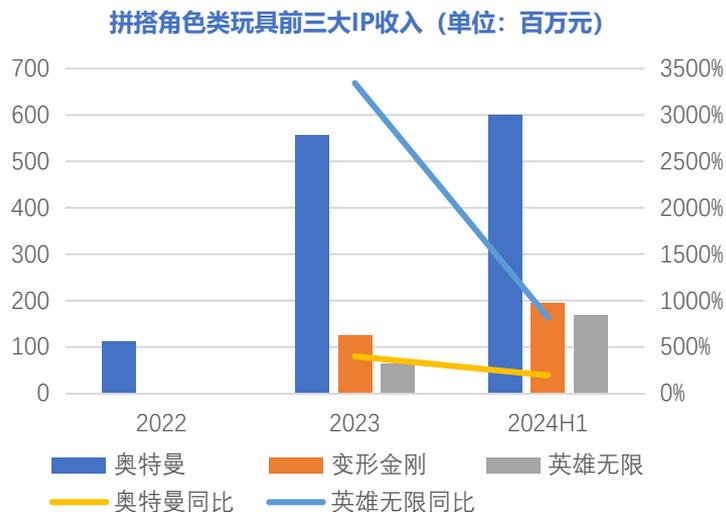
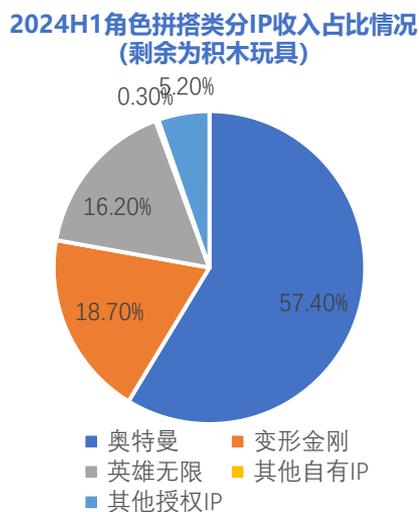
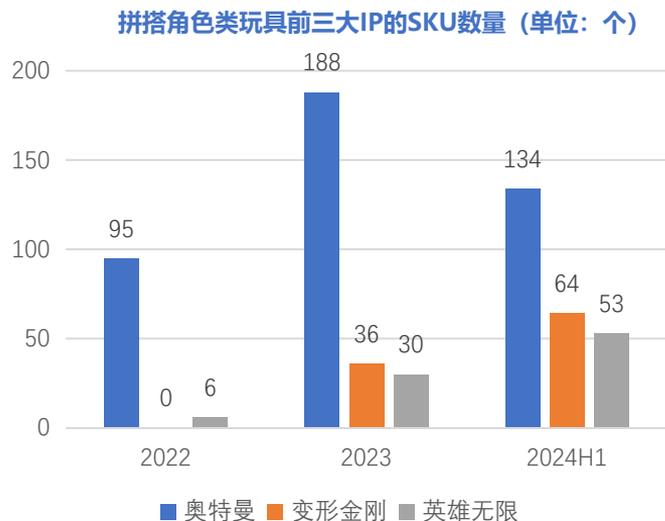


图: 自有IP-英雄无限产品

3.3 IP: 自主开发&授权的方式构建丰富的IP矩阵

➤ **授权IP产品：以奥特曼及变形金刚为主**

➤ **以《奥特曼》为例：**1966本年在日本诞生的科幻动漫系列-奥特曼受到市场青睐，公司在2021年获得奥特曼的IP授权，并和开始设计、生产，在2022年开始推出奥特曼群星版本，根据此版开发并推出**11**个系列的拼搭角色类玩具，目前每个版本均在售。截至2024年6月30日，奥特曼系列产品共有**134**个SKU在售，2024H1营收**6**亿元，占比**57.4%**，仍是**公司最大收入来源IP**。



3.3 IP: 核心IP奥特曼授权2027年到期

IP名称	到期年份	授权区域
奥特曼	2027	中国（包括香港、澳门、台湾）
	2025	北美洲、欧洲及亚洲部分地区
变形金刚	2028	全球超过50个国家
火影忍者	2025	中国
漫威：无限传奇及小蜘蛛和他的神奇伙伴们	2025	在亚洲的九个国家
小黄人	2027	全球超过150个国家
宝可梦	2025	中国
三丽鸥：凯蒂猫、美乐蒂、大耳狗、喜拿、布丁狗、酷洛米、帕恰狗、半鱼人和小香姆	2027	中国
芝麻街	2026	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的40个国家
叶罗丽	2026	欧洲的40个国家、除美国、墨西哥及加拿大以外的全球地区

IP名称	到期年份	授权区域
三体	2027	中国
斗罗大陆	2026	中国（包括香港、澳门、台湾）
圣斗士星矢	2026	中国
初音未来	2026	中国
名侦探柯南	2026	中国
假面骑士	2025	中国
新世纪福音战士	2026	中国
新·假面骑士	2025	中国
王者荣耀	2026	中国
超级战队	2025	中国
机动奥特曼	2026	中国
哈利·波特和DC：超人	2027	中国
星球大战	2028	中国

3.3 IP：多元化的IP矩阵与专利布局结合构建竞争优势

- **布鲁可凭借多元化的IP矩阵和多样化的专利相结合带来独特的竞争优势：**
- **布鲁可专利布局：**布鲁可通过构建专利布局来保护其玩具产品的原创性，进而提高整个布鲁可玩具体系的不可复制性和竞争优势。公司主要专利分布在**玩具零件领域**和**生产工艺设计领域**，截至最后实际可行日期，布鲁可在中国拥有**508项专利**，其中**发明专利73项**，海外拥有**24项专利**。
- **①质量和成本兼顾：**布鲁可将专利与IP深度融合到设计、研发及生产等各个环节，例如注塑开模及生产过程自动化、产品的设计标准化，并且具备高效的研发团队，成功实现了行业内领先的质量与成本的双重优势。
- **②矩阵化、兼容性的产品组合：**通过专利与IP的结合成功推出了多个独立单品以及一系列综合产品，从而构建了一个多元化且难以复制的矩阵化产品阵容。此外，大部分拼搭角色类产品都具有**高度的互相兼容性**，**绝大部分零件可以在不同的玩具单品上互相拼搭**。
- **③消费者生态圈体系：**依托知名IP的强大影响力和精心策划的活动运营，成功吸引大量消费者、粉丝、布鲁可创作者。由这些参与者组成的布鲁可生态圈体系，不断创造积极内容和增加生态圈活力，成功吸引一批又一批的新消费者加入，最终形成正效应循环。



图：布鲁可拼搭角色类玩具架构



图：布鲁可漫威系列产品



图：布鲁可变形金刚系列产品

3.4 基于一体化研发与生产的强大产品力

- **布鲁可凭借研发与生产一体化带来独特的竞争优势：**
- **以用户为核心的高效研发：**布鲁可的研发注重用户反馈和用户体验，将消费者洞察贯穿从设计到上市的全流程。通过一套自有研发体系及自研软件和管理系统，实现了高效、标准的产品设计和开发流程。公司拥有强大高效的研发团队，**截至2024年6月30日，布鲁可的研发团队占到所有员工人数的约64%，其中约84%为产品研发团队。**
- **专业的合作工厂体系：**通过高度标准化和自动化的生产流程，实现了高效的规模化生产和成本优势。截至2024年6月30日，公司实现高于行业平均水平的**52.9%毛利润率及0.004毫米的模具精度，能大量生产高品质的19.9元平价优质产品。**
- **①好而不贵：**产品品质高，安全、耐玩、设计精致、拼搭体验稳定、IP角色精髓还原度高，且成本具有竞争力。
- **②高效上新：**上新周期短，频率快，成功率高。从概念探索到量产的**平均上新周期为6-7个月**，低于10-12个月的行业平均水平。
- **③IP产品生命周期长：**持续结合单个IP推出新产品版本系列，不断迭代，延续IP产品生命周期。
- **④消费者粘性高：**截至2024年6月30日，布鲁可微信小程序注册会员约**200万**并持续复购。

奥特曼群星版各系列产品上市首季度销量 （单位：千件）



图：合作工厂

3.5 以内容驱动力的互联网营销策略打造全渠道销售网络

- **以内容驱动的互联网营销策略：** 拼搭角色类玩具因其独特的互动性和情感连接，以及角色IP的丰富内容和传播力，非常适合采用内容驱动营销策略。利用IP与专利结合的优势以及高效的产品研发能力形成有价值、吸引人、多元化的内容，进而通过不同的渠道在互联网上进行传播的营销策略。
- **传播渠道：** 主要通过公司**官方账号**、**关键意见领袖 (KOL)**、**关键意见消费者 (KOC)**、**粉丝群体**以及**布鲁可创作者 (BFC)** 等多样化的传播途径，结合每个IP的特性和各个渠道的特色，并与IP方的活动同步，系统地在社交媒体上推广产品内容。
- **官方账号：** 通过发布高品质及突显公司产品设计和IP角色特质的产品、图片与视频，以提升品牌力。
- **KOL、KOC：** 通过与KOL和KOC合作在互联网平台上发布高质量产品内容增加品牌传播的影响力和激发消费者生态圈的活跃度。在2023及2024年内与我们合作的KOL和KOC截至最后实际可行日期拥有全网粉丝数**约2.4亿**。
- **用户生成内容：** 通过高度标准化的创新体系和多元化的IP矩阵，最大化激发用户群体的对产品内容二次创造的兴趣和自发的分享产品。如成品晒图活动、模玩大赛、线下展会等，最终形成消费者生态圈的良好互动。布鲁可及产品相关的全网话题浏览量已超过**110亿次**。



原来你是这样的爵士！布鲁可变形金刚「群星版」第1弹！护目镜一戴，谁都不爱；声光一开，全场嗨翻！请批：爵士大师！

图：官方账号



布鲁可银河奥特曼周年版
#我的玩具分享 #大人也要玩玩具 #玩具 #奥特曼 #银河奥特曼 #布鲁可 #布鲁可奥特曼

图：KOL、KOC合作



布鲁可英雄无限新角色
新角色刘备，这次眼睛除了有增加亮光，还有不错的透光效果，简单涂个金属色，质感会有明显提升，我的改装更酷！
#布鲁可英雄无限

图：用户生产内容



图：布鲁可积木人 Club 共创基地



图：布鲁可积木人 Club 图鉴体系

3.5 以内容驱动的互联网营销策略打造全渠道销售网络

独特的营销策略打造全渠道销售网络：内容驱动的营销策略不仅增强了消费者对品牌和产品的理解和兴趣，还有效地推动了产品的销售，并提高了新产品上市的成功率，从而在整个销售渠道中产生了积极的网络效应。由于产品力和知名度，布鲁可吸引了大量在线、线下渠道合作伙伴主动寻求合作。为更好地推广产品及品牌，公司成立了一支营销团队，通过深入的消费者洞察和丰富的行业经验制定协调营销活动 and 促销活动。

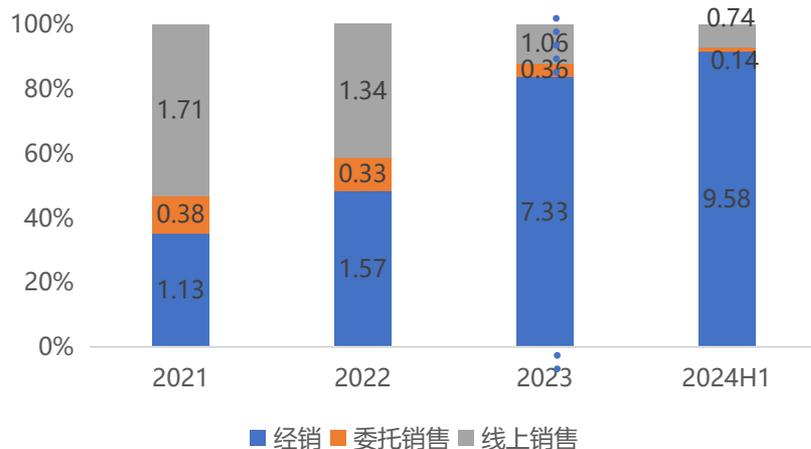
线上渠道：线上渠道覆盖了主流电商平台，如天猫、京东、抖音、拼多多等，以及布鲁可自有的微信小程序。截至2024年6月30日，布鲁可在京东、微信、天猫、抖音、拼多多、快手、微博、小红书、哔哩哔哩等在线平台共拥有超过**1,300万**粉丝，是位列中国玩具企业前二的品牌。2024H1线上渠道收入占比**7.1%**。

线下渠道：主要包括经销商销售和委托销售。截至2024年6月30日数据，布鲁可经销商数量达**511个**，经销商销售收入占比约**91.6%**，委托销售渠道收入占比**1.3%**。

表：2021-2024H1经销商数量变化情况 (单位：个)

经销商数量	2021	2022	2023	2024H1
期初经销商数量	40	225	354	415
期内新经销商数量	252	257	184	121
期内已终止的经销商数量	67	128	123	25
期末经销商数量	225	354	415	511

2021-2024H1分销售渠道的收入情况 (亿元)



目 录

- 公司介绍：全球拼搭角色类玩具领域的创新先锋和行业翘楚
- 玩具市场：角色类玩具市场规模最大，拼搭类玩具市场前景优秀
- 公司优势：标准化和个性化的创新体系，广泛的专利布局和丰富的IP矩阵
- 投资建议
- 风险提示

- **布鲁可集团，中国最大的拼搭角色类玩具企业。**同时也是全球范围内的行业领导者和全球增长速度最快的规模化玩具公司之一。根据布鲁可公司招股说明书，布鲁可集团在2023年的GMV达到了约18亿元人民币，同比增长率超过了170%。公司不仅拥有超过500项专利布局，还具备强大的原创IP开发能力，并与约50个知名IP建立了合作关系。截至2024年6月30日，布鲁可集团共有431款SKU在售，其产品线覆盖了各个年龄段，致力于为消费者提供互动性强、体验佳、设计精美、高品质的玩具，且价格亲民。
- **拼搭角色类玩具是全球玩具行业增速最快、极具发展前景的细分品类。**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年的人民币278亿元，在全球角色类玩具市场的渗透率为8.0%，2019年至2023年的年均复合增长率达到20.5%。预计全球拼搭角色类玩具市场规模在2028年将达到人民币996亿元，在全球角色类玩具市场的渗透率为18.4%，2023年至2028年的年均复合增长率为29.0%。其中，中国拼搭角色类玩具的市场规模预计将从2023年的人民币58亿元增长到2028年的人民币325亿元，2023年至2028年的年均复合增长率为41.3%。
- **布鲁可专注于打造高品质、富有创意的角色拼搭类玩具，并辅以多样化的积木玩具产品线。**凭借对卓越玩乐体验和无限创造力的执着追求，布鲁可将卓越的产品设计能力与广泛的IP资源相结合，推出了一系列覆盖各年龄段、各种预算需求以及满足全球消费者口味的产品。截至2024年6月30日，布鲁可有431款在售SKU。布鲁可产品特点：①好玩的体验：布鲁可的产品通过极具特色的拼搭玩法向消费者提供优异的互动性体验，具有易上手、易投入、强收藏属性。②高质量：布鲁可产品具备质量高、安全、耐玩、设计精致、拼搭体验稳定等特点。③极具性价比：布鲁可产品的定价区间布局完整，主流产品在9.9-399元不等，热销产品定价39元，具备高性价比。

目 录

- 公司介绍：全球拼搭角色类玩具领域的创新先锋和行业翘楚
- 玩具市场：角色类玩具市场规模最大，拼搭类玩具市场前景优秀
- 公司优势：标准化和个性化的创新体系，广泛的专利布局和丰富的IP矩阵
- 投资建议
- 风险提示

- **终端消费疲软：**经济下行风险与人均收入承压导致消费量下滑
- **IP授权无法续约：**公司核心IP为奥特曼，若后续无法续约获得授权，将会导致业绩下滑风险。
- **经销商合作终止：**公司渠道以经销为主，若核心经销商终止合作，将导致业绩下滑。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

