

轻工制造行业周报（25年第1周）

布鲁可招股书梳理：国内拼搭玩具龙头，乘行业之风而起

优于大市

核心观点

本周研究跟踪与投资思考：近期港股布鲁可将于2025/1/10挂牌上市，公司为国内拼搭角色类玩具龙头，IP矩阵丰富、产品好而不贵，所处的拼搭角色类玩具赛道为玩具行业增速最快的细分市场，渗透率将长期提升。本周我们对布鲁可招股书进行梳理。

布鲁可：国内拼搭角色类玩具龙头。公司成立于2014年，成立初期以积木玩具为主，2022年推出拼搭角色类玩具后，其收入占比快速提升至2024H1的97.8%，奥特曼、变形金刚与英雄无限为公司三大核心IP。2023/2024H1收入增速169%/238%，拼搭角色类玩具驱动收入快速增长；利润亏损收窄，盈利持续提升，2021-2024H1毛利率从37.4%提升至52.9%。

IP+产品+渠道+营销打造竞争优势，具备多重增长引擎。1) IP矩阵优势：公司拥有百变布鲁可、英雄无限两大自有IP，以及包括奥特曼、变形金刚与火影忍者等在内的约50个授权IP，IP矩阵丰富，减少了对单一IP的依赖；2) 产品力强：聚焦IP开发、产品研发设计与零售环节，生产主要与第三方专业工厂合作生产，目前共431款在售SKU，主流产品价格9.9-399元不等，在布鲁可体系下产品高效上新、好而不贵；3) 内容营销与全渠道布局：公司以内容驱动的互联网营销策略，采用官方账号、KOL、KOC、粉丝和BFC账号等多重传播渠道；线上线下多渠道布局，线下覆盖广，收入占比93%。4) 增长展望：加深IP积累，拓展国内下沉与海外市场，公司品类有望延展至载具类与情景玩具，增长动力充足。

千亿玩具市场规模，布鲁可市占率领先。1) 市场规模：以GMV计，2023年全球、国内拼搭玩具市场规模分别为1765/237亿，近4年复合增速11%/13%。其中拼搭角色类玩具是行业内增速最快的细分市场，2019-2023年国内拼搭角色类、建筑类、载具类玩具的年复合增速分别为49.6%/6.3%/9.5%，受益于影视、动漫角色等各类IP的广泛传播和玩具IP商业化能力不断提高，预计2023-2028年拼搭角色类玩具市场有望维持41.2%的年复合增速。2) 集中度：拼搭角色类玩具CR5集中度较高，2023年布鲁可全球、国内市占率分别为6.3%/30.3%，全球第三、国内第一。

重点数据跟踪：市场回顾：上周轻工板块-6.46%，周相对收益-1.29%。**家居板块：**11月家具类零售额同比+10.5%，9月建材家居卖场销额同比-2.2%；上周TDI国内现货价上涨100元/吨，软泡聚醚市场价下跌50元/吨。**浆价纸价：**上周外盘针叶浆报价上涨10美元/吨、阔叶浆报价上涨20美元/吨；内盘针叶浆上涨150元/吨、阔叶浆上涨50元/吨；溶解浆持平；废纸现货价下跌22元/吨；成品纸方面，上周双胶纸、双铜纸市场价持平，瓦楞纸、箱板纸市场价持平，白卡纸上涨50元/吨、白板纸持平。**地产数据：**11月商品房住宅新开工/竣工/销售面积同比-27.3%/-40.1%/+4.2%，12月30大中城市商品房成交面积同比+19.8%，12月二手房成交面积同比+68.7%。**出口数据：**11月我国家具与纸制品出口额增速分别为-2.6%/+1.1%。**轻工消费：**11月潮玩动漫线上GMV同比+16.8%。

投资建议：随着政企双补在重点城市加速落地，看好家居龙头经营与估值修复，重点关注**欧派家居/索菲亚/顾家家居/公牛集团**；关注短期供给改善、需求旺季支撑纸价提涨落地，重点推荐**太阳纸业**，推荐业绩稳健、高分红

行业研究 · 行业周报

轻工制造

优于大市 · 维持

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

证券分析师：王兆康

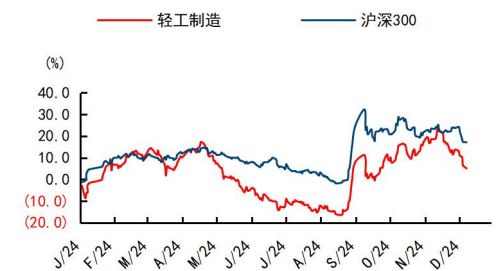
0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

联系人：李晶

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《轻工制造行业周报（24年第49周）-北美黑五网一增长强劲，消费品补贴扩容至消费电子》——2024-12-10
- 《轻工制造行业周报（24年第47周）-造纸供给短期改善，10月家具出口额同比+3.1%》——2024-11-25
- 《轻工制造行业2024年三季度综述暨11月投资策略-Q3经营承压、景气筑底，期待以旧换新改善内需》——2024-11-13
- 《国信证券-造纸行业专题：造纸行业研究框架·深度复盘一把握顺周期下的需求复苏》——2024-10-31
- 《轻工制造行业周报（24年第42周）-9月家具出口额同比下滑9.7%，国内家具类零售同比转正》——2024-10-21

率的精品纸包装龙头**裕同科技**；文娱板块推荐传统主业稳健、新业务快速成长的**晨光股份**；出口链关注跨境电商出海标的，推荐家具家居跨境出海龙头**致欧科技**，以及海外仓业务带动二次增长的**乐歌股份**。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
301376	致欧科技	优于大市	18.11	7,271	0.97	1.45	18.67	12.49
300729	乐歌股份	优于大市	15.04	5,133	1.31	1.58	11.48	9.52
002078	太阳纸业	优于大市	14.35	40,102	1.11	1.29	12.93	11.12
002831	裕同科技	优于大市	26.70	24,845	1.75	2.01	15.26	13.28
603195	公牛集团	优于大市	68.18	88,099	3.33	3.60	20.47	18.94
603899	晨光股份	优于大市	28.87	26,671	1.65	1.87	17.50	15.44
002572	索菲亚	优于大市	16.29	15,688	1.32	1.46	12.34	11.16
603833	欧派家居	优于大市	67.30	40,996	4.48	4.83	15.02	13.93
603816	顾家家居	优于大市	28.65	23,547	2.26	2.54	12.68	11.28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

1. 核心观点与投资建议	6
2. 本周研究跟踪与投资思考	6
2.1 布鲁可：国内拼搭角色类玩具龙头	6
2.1.1 股权结构：股权相对集中，管理层经验丰富	8
2.1.2 财务分析：收入快速增长，利润亏损收窄	10
2.1.3 竞争优势：IP+产品+渠道+营销打造综合优势	12
2.1.4 增长展望：拓IP、拓市场、拓品类，具备多重增长引擎	15
2.2 行业概况：千亿玩具市场规模，布鲁可市占率领先	16
2.2.1 市场规模：拼搭玩具市场超千亿，拼搭IP类高景气	16
2.2.2 竞争格局：集中度较高，布鲁可市占率全球第三、国内第一	17
3. 上周行情回顾	18
4. 重点数据跟踪	19
4.1 家居板块：11月家具零售额+10.5%，上周软体原料价格分化	19
4.2 造纸板块：上周外盘针阔叶浆报价上涨，成品纸价格稳定	20
4.3 地产数据：12月30大中城市商品房成交面积同比回暖	22
4.4 出口数据：11月家具及其零件出口额同比-2.6%	24
4.5 轻工消费：11月潮玩动漫线上同比+16.8%	24
5. 重点公司公告与行业动态	25
5.1 公司公告	25
5.2 行业动态	26
6. 重点标的盈利预测	27

图表目录

图 1: 布鲁可产品收入结构	7
图 2: 布鲁可 IP 收入结构	7
图 3: 布鲁可产品组合	7
图 4: 布鲁可四大核心 IP	7
图 5: 布鲁可股权结构（全球发售后）：朱伟松先生为公司实际控制人	9
图 6: 2024H1 布鲁可营收同比+237.6%至 10.5 亿	10
图 7: 2024H1 布鲁可经调整净利润达 2.9 亿	10
图 8: 2024H1 布鲁可整体毛利率提升至 52.9%	11
图 9: 2024H1 布鲁可各项费用率逐步下降	11
图 10: 布鲁可的百变布鲁克 IP	12
图 11: 布鲁可的英雄无限 IP	12
图 12: 布鲁可合作工厂	13
图 13: 布鲁可产品组合价格区间布局完整，好而不贵	14
图 14: 布鲁可奥特曼 IP 已累计推出第十一系列产品	14
图 15: 布鲁可内容互动的营销策略	15
图 16: 2023 年全球拼搭玩具市场 GMV 规模 1765 亿	16
图 17: 2023 年国内拼搭玩具市场 GMV 规模 237 亿	16
图 18: 2023 年全球拼搭角色类玩具市场 GMV 规模 278 亿	17
图 19: 2023 年国内拼搭角色类玩具市场 GMV 规模 58 亿	17
图 20: 上周轻工板块实现相对负收益	18
图 21: 上周轻工子板块指数齐跌	18
图 22: 家具类零售额当月及累计同比	19
图 23: 建材家居卖场销售额当月及累计同比	19
图 24: TDI 国内现货价（元/吨）	20
图 25: 软泡聚醚华南地区市场价（元/吨）	20
图 26: 外盘针叶浆阔叶浆价格（美元/吨）	20
图 27: 国内针叶浆阔叶浆现货价格（元/吨）	20
图 28: 溶解浆内盘价格指数（元/吨）	21
图 29: 废纸现货价格（元/吨）	21
图 30: 白卡纸和双胶纸价格（元/吨）	21
图 31: 箱板纸和瓦楞纸价格（元/吨）	21
图 32: 白卡纸和白板纸价格（元/吨）	22
图 33: 住宅开发、销售及竣工面积当月增速	22
图 34: 住宅开发、销售及竣工面积累计增速	22
图 35: 30 大中城市商品房成交面积及增速	23
图 36: 30 大中城市商品房成交面积分结构增速	23
图 37: 十城二手房成交面积及同比增速	23

图 38: 家具及其零件出口额及同比增速	24
图 39: 纸浆及纸制品出口额及同比增速	24
图 40: 11 月潮玩动漫线上 GMV 同比+16.8%	25
图 41: 11 月动漫游戏周边 GMV 同比+50.6%	25
表 1: 布鲁可发展历史梳理	7
表 2: 布鲁可主要 IP 产品信息	8
表 3: 布鲁可渠道结构: 以线下经销为主, 2024H1 线下渠道占比为 93%	8
表 4: 布鲁可管理层履历丰富, 行业内拥有深厚经验	9
表 5: 布鲁可收入与毛利率结构拆分	11
表 6: 布鲁可部分授权 IP 资料	12
表 7: 布鲁可经销商数量按地区分布	15
表 8: 全球拼搭角色类玩具市场排名 (以 2023 年 GMV 计)	18
表 9: 国内拼搭角色类玩具市场排名 (以 2023 年 GMV 计)	18
表 10: A 股与港股轻工制造板块涨跌幅前五名	19
表 11: 2024W52 地产政策动态	24

1. 核心观点与投资建议

Q3 受地产销售竣工下滑与终端需求偏弱传导，龙头月度接单较为疲软，家居经营普遍趋于低迷。9 月底以来随着家装厨卫国补在重点城市加速落地，后地产的家居龙头迎来困境反转，终端客流明显改善，市场预期与情绪转强，Q4 家居或已处于基本面和估值双重修复的阶段。重点推荐深入推进大家居战略、组织改革提效与供应链优化降本定制家居龙头**欧派家居**，在多品牌全渠道全品类布局下客单值提升明显的**索菲亚**，以及内外贸转型变革、品类扩充与提效增益的软体龙头**顾家家居**；推荐新老业务与新老渠道同步发力的**公牛集团**；看好成长性较好且弹性较大的智能家居标的，推荐自主品牌加速布局的卫浴龙头**瑞尔特**，以及全面发力智能家居赛道的智能晾晒龙头**好太太**。

造纸包装板块，近期造纸龙头有限产停产，文化纸、白卡纸短期供应压力下降，箱板瓦楞纸进入需求旺季，利好短期市场维持供需平衡局面。12 月以来箱板瓦楞纸、白卡纸与文化纸提涨落地。同时随着国内进入政策落地期、海外迎降息周期，2025 年造纸有望受益于顺周期下的预期改善与需求复苏，关注造纸盈利修复弹性。重点推荐大宗纸龙头**太阳纸业**与特种纸龙头**仙鹤股份**，以及基本面稳健、高股息回馈股东的精品纸包装龙头**裕同科技**。

出口链板块，随着补库接近尾声与基数走高，近期家居出口有所降速，但外销景气分化，细分品类与行业龙头依然能实现超额增长。关注高景气的跨境电商与海外降息带来的地产链相关机会。推荐家居家具垂类跨境出海龙头**致欧科技**，以及海外仓业务带动二次增长的线性驱动龙头**乐歌股份**，关注境外业务稳步拓展的软体龙头**顾家家居**。

文娱行业随着线下消费复苏而迎来修复，龙头通过调结构扩品类、产品结构优化升级等举措实现稳健经营，重点推荐传统核心业务稳健、办公直销与零售大店等新业务快速成长的**晨光股份**。

2. 本周研究跟踪与投资思考

近期港股布鲁可将于 2025 年 1 月 10 日挂牌上市，公司为国内拼搭角色类玩具龙头，IP 矩阵丰富、产品力强、线下广覆盖与互联网内容营销打造综合优势，同时公司所处的拼搭角色类玩具赛道为玩具行业增速最快的细分市场，渗透率将长期提升。本周我们对布鲁可招股书进行梳理。

2.1 布鲁可：国内拼搭角色类玩具龙头

公司是**国内拼搭角色类玩具龙头**，布鲁可成立于 2014 年，自 2016 年起一直致力于拼搭类玩具的设计、开发和销售，2019 年开始研发拼搭角色类玩具并于 2022 年推出相关产品，目前已成为国内最大的拼搭角色类玩具公司，核心 IP 包括奥特曼、变形金刚等 50 余个授权 IP，与英雄无限、百变布鲁克 2 大自有 IP。2023 年公司拼搭类玩具 GMV 约 18 亿元，根据弗若斯特沙利文数据，**在国内拼搭角色类玩具细分市场市占率 30.7%、在国内拼搭类玩具市场市占率 7.4%**。

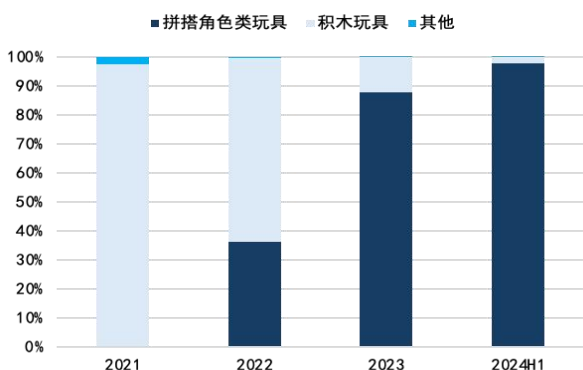
表1: 布鲁可发展历史梳理

时间	里程碑
2014年	布鲁可科技创立
2016年	开始研发积木玩具
2017年	推出自有 IP 百变布鲁可, 并在此基础上推出积木玩具
2019年	开始研发拼搭角色类玩具
2021年	签订授权协议并获得设计、研发、生产和销售奥特曼拼搭角色类玩具的权利
2022年	推出拼搭角色类玩具, 推出自有 IP 英雄无限
2023年	从 IP 版权方取得全球多个国家的 IP 授权, 在海外市场推出拼搭角色类玩具

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

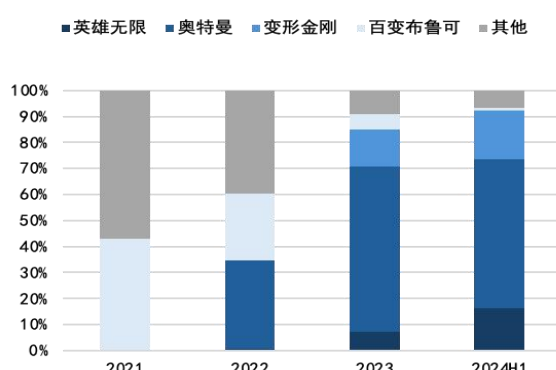
产品结构: 拼搭角色类玩具占比 98%, 奥特曼、变形金刚与英雄无限为前三大 IP。产品结构看, 公司成立初期以积木玩具为主, 2022 年推出拼搭角色类玩具后, 其收入占比快速提升至 2024H1 的 97.8%, 其中盲盒产品占总收入的 73.9%。IP 结构来看, 2024H1 授权 IP 奥特曼产品收入占比 57.4%, 授权 IP 变形金刚占比 18.7%, 自有 IP 英雄无限占比 16.2%。

图1: 布鲁可产品收入结构



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图2: 布鲁可 IP 收入结构



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图3: 布鲁可产品组合



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图4: 布鲁可四大核心 IP



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

表2: 布鲁可主要 IP 产品信息

IP 名称	SKU	IP 来源	建议零售价 (元)	IP 版权方或授权方的身份及背景	授权区域	授权到期年份
奥特曼	134	来自 IP 授权方的非独家授权	39-399	Tsubaraya Productions Co., Ltd 为奥特曼 IP 的版权方, 其授予上海新创华文化发展若干奥特曼角色在中国的独家授权, 并有数个额外的经销区域	中国 (含香港/澳门及台湾)、北美、欧洲及在亚洲的部分地区	中国-2027 年 其他区域 2025 年
变形金刚	64	来自 IP 版权方的非独家授权	39-299	Hasbro 为一家领先的美国纳斯达克上市的玩具及游戏公司, 变形金刚 IP 版权的拥有着, 拥有全球业务	全球超过 50 个国家	2028 年
英雄无限	53	自有	19.9-249	不适用	不适用	不适用

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

渠道结构: 线下经销为主, 海外市场亦有布局。2021 年公司线上、线下收入渠道占比为 51.8%/45.7%, 随着 2022 年公司推出拼搭角色类玩具, 渠道结构转向以经销商为核心的线下销售渠道, 包括玩具、文化及创意产品等区域性经销商以及全国大型经销商, 以加速市场渗透。截至 2024H1, 公司线下渠道收入占比 92.9%, 线上渠道占比从 2021 年的 51.8% 下降至 7.1%。此外, 公司已进入美国、东南亚和欧洲等多个海外市场, 2024H1 海外收入占比 1.1%。

表3: 布鲁可渠道结构: 以线下经销为主, 2024H1 线下渠道占比为 93%

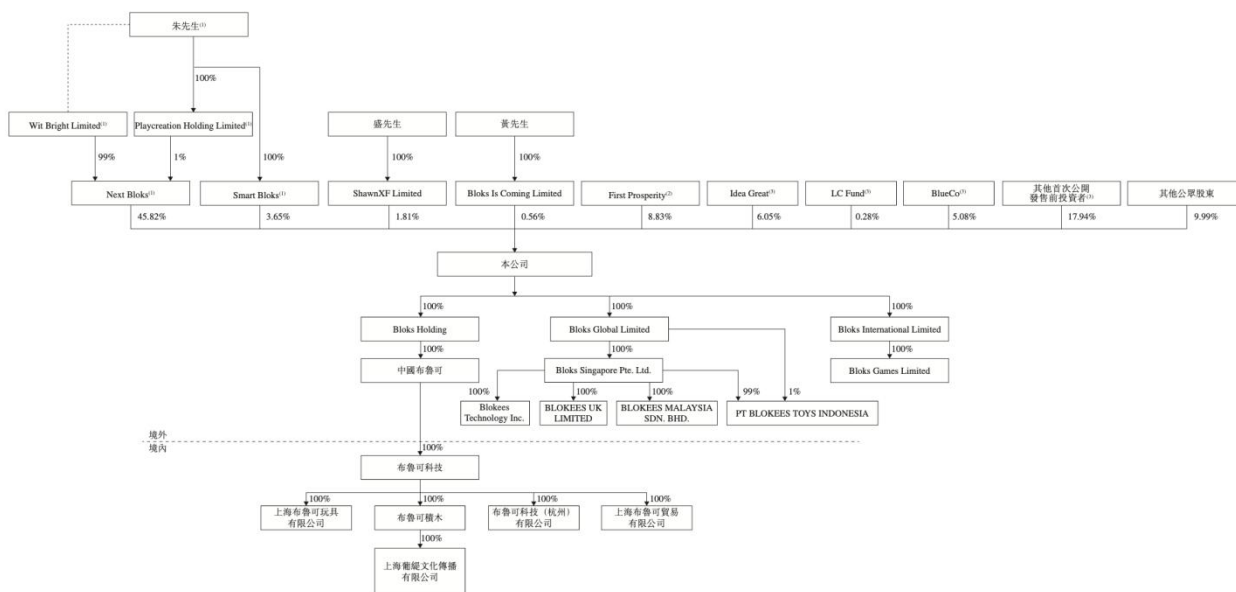
单位: 亿元	2021	2022	2023	2024H1
1. 线下渠道	1.5	1.9	7.7	9.7
占比	45.7%	58.3%	87.7%	92.9%
其中: 经销销售	1.1	1.6	7.3	9.6
委托销售	0.4	0.3	0.4	0.1
2. 线上渠道	1.7	1.3	1.1	0.7
占比	51.8%	41.3%	12.1%	7.1%
总营收	3.3	3.3	8.8	10.5

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

2.1.1 股权结构: 股权相对集中, 管理层经验丰富

股权结构集中, 创始人朱伟松先生为实控人。预计全球发售后公司合计 12517.26 万股股份, 上市后创始人朱伟松先生、Next Bloks、Smart Bloks、Wit Bright Limited 及 Playcreation Holding Limited 将成为控股股东, 其中朱伟松先生将通过控制 Next Bloks 与 Smart Bloks 间接持有公司 49.47% 股份, 为实际控制人; First Prosperity 作为公司激励计划平台, 由恒泰信托全资拥有。

图5: 布鲁可股权结构（全球发售后）：朱伟松先生为公司实际控制人



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

创始人和管理团队专注、经验丰富且具有创新精神。创始人朱伟松先生主要负责公司的战略、业务发展和经营管理，在产品研发、IP 开发与管理、生产和销售等关键领域有着深厚的行业经验积累；核心团队来自玩具、文娱、科技互联网与传媒等不同行业，平均相关行业经验超 15 年，相关经验丰富且具有较强的产品创新和开拓能力。

表4: 布鲁可管理层履历丰富，行业内拥有深厚经验

	履历
朱伟松	42 岁，董事长、执行董事兼首席执行官，主要负责集团整体战略、业务发展和经营管理，上海交通大学上海高级金融学院-美国亚利桑那州立大学工商管理博士学位，2014 年创立公司； 工作经历： 2009/5-2015/2：联合创立了上海游族信息技术有限公司，担任首席技术官，主要负责研发管理； 2014/6-2016/4：担任游族网络股份有限公司监事会主席；
盛晓峰	46 岁，执行董事兼总裁，主要负责集团玩具业务的运营管理与海外市场，中国上海交通大学工业设计工程硕士学位，2015 年加入公司； 工作经历： 2005/4-2015/5：任职于英特尔技术开发(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，并曾两次因在教育类产品研发中的杰出贡献获得英特尔成就奖。
谢磊	47 岁，副总裁，主要负责产品研发与设计，上海交通大学工业设计学士学位，在产品设计领域拥有超过 20 年经验，2015 年加入公司。 工作经历： 2003/2-2005/1：伊莱克斯(中国)电器有限公司担任设计主管； 2005/10-2008/12：千方工业设计(上海)有限公司担任设计总监； 2011/3-2015/6：硬件产品领域连续创业；
黄政	44 岁，副总裁，主要负责集团人力资源管理及行政工作，中国上海交通大学新闻与传播学硕士学位，超过 20 年的人力资源管理及行政工作经验，2016 年加入公司； 工作经历： 2001/7-2012/6：上海广播电视台及下属公司担任少儿频道人力资源部主任及办公室主任； 2012/6-2016/12：东方明珠新媒体股份有限公司曾担任行政总经理；
付轶方	50 岁，首席财务官，主要负责集团的会计和财务管理工作，美国肯特州立大学会计学硕士学位，获得美国注册会计师协会会员资格，2023 年加入公司； 工作经历： 2010/9-2013/9：合一网络技术(北京)有限公司高级财务总监； 2013/9-2017/7：传线网络科技(上海)有限公司高级财务总监；

2018/1-2020/10：上海哔哩哔哩科技有限公司高级财务总监；

39 岁，副总裁兼董事会秘书，主要负责集团董事会事务、投资者关系及法律事务等工作，复旦大学法律硕士学位，2020 年加入公司；

朱元成

工作经历：

2014/8-2016/4：担任中泰信托有限责任公司高级信托经理；

2016/5-2019/3：担任中电投先融（上海）资产管理有限公司金融合作部负责人；

2019/6-2020/12：担任四川信托有限公司业务部门总经理；

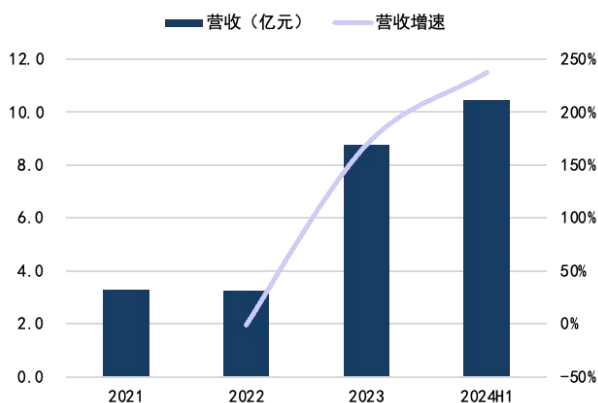
资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

2.1.2 财务分析：收入快速增长，利润亏损收窄

拼搭角色类玩具驱动收入快速增长。2021-2023 年公司营收分别为 3.3/3.3/8.8 亿，2024H1 收入同比+237.6%至 10.5 亿。2022 年 1 月公司开始推出拼搭角色类玩具产品，自有及授权 IP 矩阵成功实现商业化并迅速扩大销售网络，渠道重心逐渐转向线下，2022/2023/2024H1 拼搭角色类玩具收入分别为 1.2/7.7/10.2 亿，线下经销渠道收入分别为 1.6/7.3/9.6 亿。

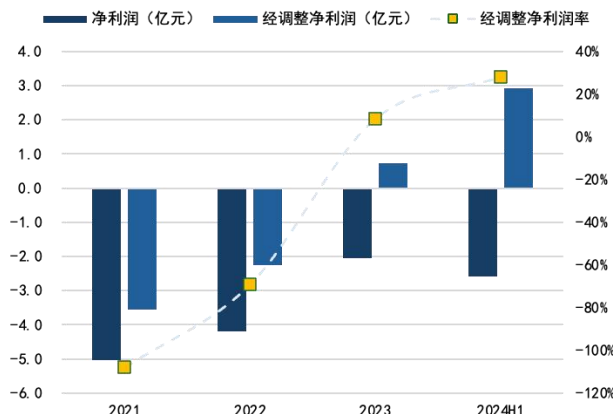
前期费用投放较高，利润亏损收窄。2021-2024H1 公司净利润亏损收窄，分别为 -5.0/-4.2/-2.1/-2.6 亿，经调整净利润为 -3.6/-2.3/+0.7/+2.9 亿，内生经营性利润提升。受益于规模增长，公司费用率呈下降趋势，其中 2021-2024H1 销售费用率从 117.9%下降至 11.5%，主要系营销战略重点转为高效的内容驱动；2024H1 管理费用率大幅提升主要系根据股份激励计划授出购股权。

图6：2024H1 布鲁可营收同比+237.6%至 10.5 亿



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

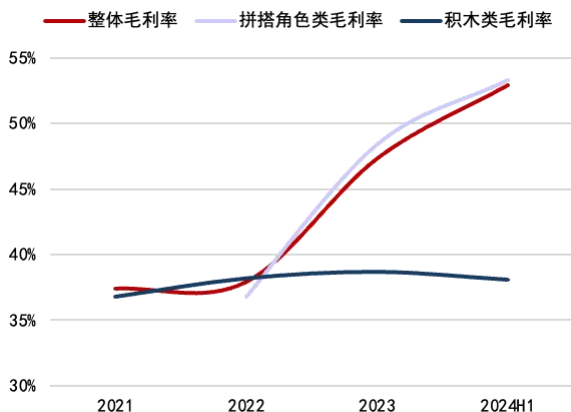
图7：2024H1 布鲁可经调整净利润达 2.9 亿



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

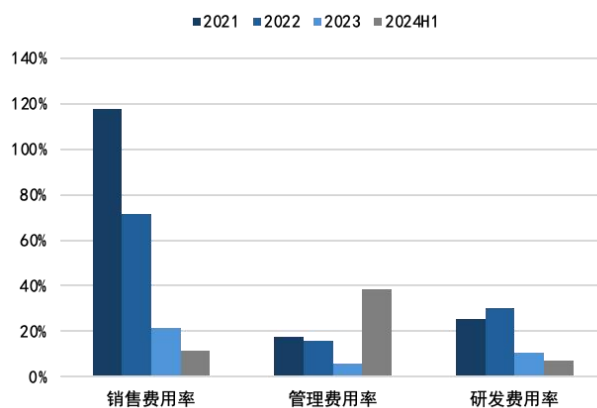
毛利率持续提升，盈利能力改善。公司整体毛利率从 2021 年的 37.4%持续提升至 2024H1 的 52.9%，主要系受益于产品组合丰富与规模效应，尤其是拼搭角色类玩具毛利率增长强劲，从 2021 年的 36.8%增长至 2024H1 的 53.3%。

图8: 2024H1 布鲁可整体毛利率提升至 52.9%



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

图9: 2024H1 布鲁可各项费用率逐步下降



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

表5: 布鲁可收入与毛利率结构拆分

单位: 亿元		2021	2022	2023	2024H1
总营收		3.3	3.3	8.8	10.5
	收入增速		-1.3%	169.3%	237.6%
	整体毛利率	37.4%	37.9%	47.3%	52.9%
净利润		-5.0	-4.2	-2.1	-2.6
净调整净利润		-3.6	-2.3	0.7	2.9
	经调整净利润率	-107.9%	-69.2%	8.3%	27.9%
1. 拼搭角色类玩具收入			1.18	7.69	10.23
	收入占比		36.1%	87.7%	97.8%
	毛利率		36.8%	48.4%	53.3%
1.1 自有 IP 收入			0.02	0.64	1.73
	毛利率		41.2%	55.7%	61.9%
	其中: 英雄无限		0.02	0.64	1.70
	毛利率		41.2%	55.7%	62.0%
	其他收入				0.03
1.2 授权 IP 收入			1.16	7.05	8.50
	毛利率		36.7%	47.8%	51.5%
	其中: 奥特曼		1.11	5.57	6.01
	毛利率		37.5%	47.1%	50.4%
	变形金刚			1.25	1.95
	毛利率		-	54.4%	56.6%
	其他收入		0.04	0.23	0.54
2. 积木玩具收入		3.22	2.07	1.06	0.23
	收入占比	9.0%	63.5%	12.1%	2.2%
	毛利率	36.8%	38.2%	38.7%	38.1%
2.1 自有 IP 及其他自有产品收入		3.01	1.77	0.92	0.22
	毛利率	37.3%	39.4%	41.5%	38.1%
	其中: 百变布鲁可	1.42	0.83	0.51	0.10
	毛利率	41.6%	45.2%	46.3%	45.2%
	其他收入	1.59	0.94	0.41	0.13
2.2 授权 IP 收入		0.20	0.30	0.15	0.01
	毛利率	30.0%	31.1%	21.4%	39.0%
3. 其他收入		8109	1250	1366	156
	毛利率	60.2%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

2.1.3 竞争优势：IP+产品+渠道+营销打造综合优势

当前角色类玩具行业的痛点在于，由于产品品类及玩法限制、价位区间较窄以及 IP 商业化能力较弱等，难以满足消费者对好而不贵的产品需求。布鲁可具备 IP 开发运营经验，通过布鲁可体系实现了高效、规模化生产与成本优势，互联网内容营销提高产品的推广效率和上新成功率，得以在市场竞争中脱颖而出。

优势一：难以复制的广泛专利布局与丰富的 IP 矩阵

广泛的专利布局保护了拼搭角色类玩具产品体系的原创性。截至 2024 年 6 月，布鲁可在国内拥有 512 项专利，其中发明专利 75 项；在海外拥有 24 项专利，并取得了包括美国、欧洲与日本等国家和地区的授权。

IP 矩阵丰富，覆盖多年龄段的不同性别消费者群体，减少对单一 IP 的依赖。

1) **2 大自有 IP**：目前布鲁可已成功推出 2 个自有 IP，其中百变布鲁可定位儿童益智类，英雄无限以中国传统文化为主题。截至 2024/6，百变布鲁可 IP 有 50 款在售 SKU，英雄无限 IP 有 53 款在售 SKU，主要角色包括孙悟空、哪吒、关羽、张飞、赵云与杨戬等，两大 IP 动画系列以弹出方式计的累计播放量超 152 亿，总关注人数超 500 万。

图10: 布鲁可的百变布鲁可 IP



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图11: 布鲁可的英雄无限 IP



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

2) **约 50 个知名授权 IP**：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。公司的拼搭角色玩具能规模化地高效实现 IP 商业化，IP 产品销售较好，知名 IP 版权方或授权方合作意愿强烈，其中奥特曼 IP 自 2021 年以来已成功三次延长授权，变形金刚 IP 自 2023 年以来也已成功延长一次授权。

表6: 布鲁可部分授权 IP 资料

IP 名称	授权协议的对手方	授权区域	授权到期年份
奥特曼	IP 授权方	中国 北美、欧洲及亚洲部分地区	2027 年 2025 年
变形金刚	IP 版权方	全球超 50 个国家	2028 年
火影忍者	IP 授权方	中国	2025 年
漫威：无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	IP 版权方	亚洲 9 个国家	2025 年
小黄人	IP 版权方	全球超 150 个国家	2027 年

宝可梦	IP 授权方及 IP 版权方	中国	2025 年
三丽鸥：凯蒂猫、美乐蒂、大耳狗、喜拿、布丁狗、库洛米、帕恰狗、半鱼人和小香姆	IP 授权方	中国	2027 年
芝麻街	IP 版权方	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的 40 个国家	2026 年
三体	IP 版权方	中国	2027 年
斗罗大陆	IP 版权方	中国	2026 年
圣斗士星矢	IP 授权方	中国	2026 年
初音未来	IP 授权方	中国	2026 年
名侦探柯南	IP 授权方	中国	2026 年
假面骑士	IP 授权方	中国	2025 年
新世纪福音战士	IP 授权方	中国	2026 年
新·假面骑士	IP 授权方	中国	2025 年
王者荣耀	IP 版权方	中国	2026 年
超级战队	IP 授权方	中国	2025 年
机动奥特曼	IP 授权方	中国	2026 年
哈利·波特和 DC：超人、蝙蝠侠、正义联盟、海王、闪电侠及神奇女侠	IP 版权方	中国	2027 年
星球大战	IP 版权方	中国	2028 年
幽游白书	IP 授权方	中国及若干其他亚洲国家	2026 年

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

优势二：产品好而不贵，基于一体化研发与生产的强大产品力

高效研发，与第三方专业合作工厂合作生产。从商业模式来看，公司聚焦产品研发设计、品牌开发与零售环节，生产主要与第三方专业工厂合作生产。截至 2024/6，公司研发团队占有所有员工人数的约 64%，其中约 84% 为产品研发；公司整合在拼搭角色类玩具生产中的专业知识和各种专利技术，将资源集中在产品上新周期的关键阶段，如产品设计、研发、品牌开发、管理与销售等环节，打造了与第三方专业合作工厂生产拼搭角色类玩具的合作工厂体系。公司目前有六家专业合作工厂，专注生产拼搭角色类产品，且由于公司拥有关键专业知识及专利技术，可在约三个月内与新的工厂合作，完成设立产线。

图12：布鲁可合作工厂



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

自营工厂预计将于 2026 年底竣工。公司拟投资自有工厂，以扩大及优化生产资源，积累拼搭角色类玩具的研发与生产知识，以及缩短新品推出时间。预期自营工厂将于 2026 年年底前后竣工，设计产能约为每月约九百万件，随着自营工厂的利用率提升，预计毛利率将进一步提升。

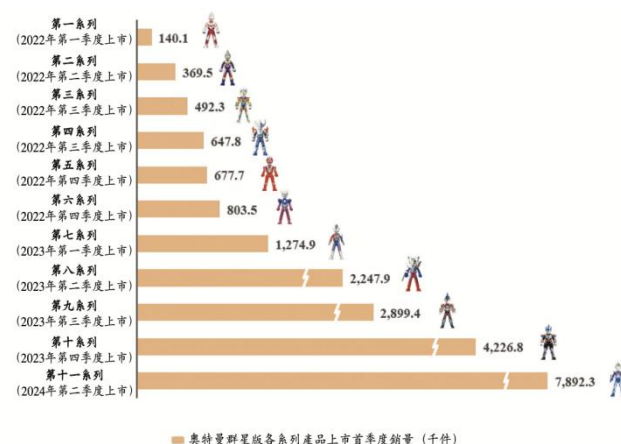
在布鲁克体系下高效上新、好而不贵，产品组合广泛。1) 高效上新：自 2023 年以来公司高频的每季度推出 30-90 款 SKU，截至 2024/6，共有 431 款在售 SKU，其中面向 6 岁以下儿童 116 款、面向 6-16 岁人群 295 款以及面向 16 岁以上人群 20 款。2) 产品定价好而不贵，价格带宽：公司主流产品价格分布在 9.9-399 元不等，热销的大众价格带产品定价 39 元，可以触达更广泛消费人群的平价价格带产品定价为 9.9-19.9 元，产品具备性价比。3) IP 产品生命周期长：公司通过不断迭代单个 IP 以延续产品生命周期，以奥特曼为例，2021 年公司与 IP 授权方签订协议，目前已累计推出 7 个版本、26 个系列，奥特曼群星版累计推出的所有系列产品均在销售。

图13: 布鲁可产品组合价格区间布局完整，好而不贵



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

图14: 布鲁可奥特曼 IP 已累计推出第十一系列产品

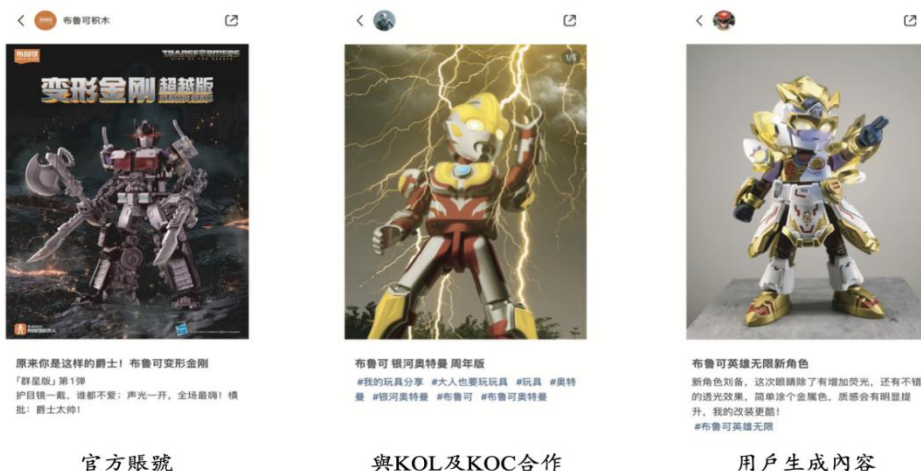


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

优势三：内容驱动的互联网营销策略，多渠道销售布局

公司采用官方账号、与 KOL 及 KOC 合作、粉丝和 BFC 账号等多重传播渠道，结合 IP 属性和渠道特点并匹配 IP 方活动，在社交媒体平台进行体系化的产品内容传播。目前布鲁可在传统与新兴线上平台合计拥有超 1300 万粉丝，国内玩具企业排名前二，2024H1 公司市场推广费率仅 4.6%，远低于行业平均水平。

图15: 布鲁可内容互动的营销策略



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

渠道方面: 多渠道布局, 以线下经销为主。公司销售渠道包括线下销售渠道 (包括经销商及委托销售) 与线上销售渠道 (包括各种电商平台)。

1) 线下渠道: 2024H1 线下渠道占比 93%。公司线下包括经销与委托销售两种模式, 分别占比 91.6%/1.3%。其中线下经销主要为零售与专业网点、大型商超等, 产品在玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩与沃尔玛等销售, 公司与超 450 名经销商合作, 有效覆盖所有一二线城市与超 80% 的三线及以下城市; 线下委托销售主要为通过经营玩具、儿童用品及礼品的零售网点来进行销售。

2) 线上渠道: 2024H1 线上占比 7.1%。国内线上基本覆盖主流电商平台, 包括天猫、京东、抖音、拼多多等, 以及公司自有的微信小程序布鲁可积木人 Club 建立线上渠道。同时公司的产品亦通过亚马逊、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。

表7: 布鲁可经销商数量按地区分布

	2021	2022	2023	2024H1
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
其他 (海外经销商)	21	14	19	36
期末经销商总计	225	354	415	511
其中: 期内新经销商数量	252	257	184	121
期内已终止经销商数量	67	128	123	25

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

2.1.4 增长展望: 拓 IP、拓市场、拓品类, 具备多重增长引擎

1) **坚持全人群、全价位、全球化的增长战略。**公司将持续拓展拼搭角色类玩具产品组合, 加深 IP 积累, 扩大多渠道销售网络, 积极拓展国内下沉市场与海外销售网点覆盖。

a. 产品组合方面, 公司将不断拓展产品组合以覆盖更广泛的人群和价格区间,

包括基于知名 IP 如小黄人、宝可梦、名侦探柯南、新世纪福音战士及凯蒂猫等推出的更多 SKU。

- b. IP 积累方面，公司将通过扩大与知名 IP 版权方的合作及加强自有 IP 开发，目前与超过 25 个知名 IP 进行 IP 授权安排磋商；
- c. 渠道方面，国内市场将持续拓展线下网点，特别是布局下沉市场，加大发展直接面向消费者 DTC 的线上线下渠道以更快获得消费者反馈，公司计划将于选定的主要城市开设旗舰店。海外市场，公司将与更多的海外渠道伙伴建立合作，进一步高效拓展海外销售网点的数量及覆盖区域。

2) **拓展玩具品类**；借助布鲁可体系的强大延展性，有望将拼搭角色类产品的成功经验复制到载具类、情景玩具等更广泛的玩具品类。公司计划于 2026 年推出载具类玩具，并于日后推出情景玩具，为中长期业务发展带来增长潜力。

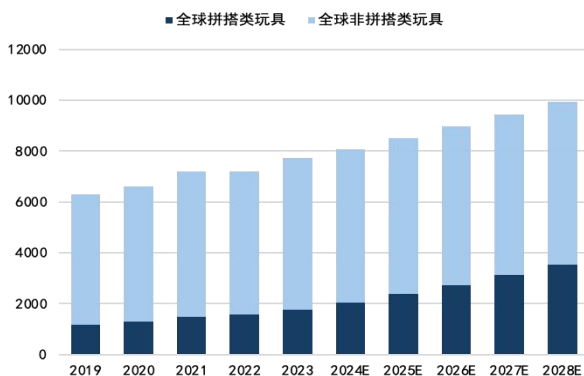
2.2 行业概况：千亿玩具市场规模，布鲁可市占率领先

2.2.1 市场规模：拼搭玩具市场超千亿，拼搭 IP 类高景气

拼搭类玩具包括角色类、非角色类（建筑类、载具类等），既可按照产品的设计思路拼成确定形态的成品，又可以根据消费者的个性化想法进行一定的创意发挥，具备相对更强的可玩性和益智性；此外拼搭类玩具所用零部件一般具有一定比例的标准通用件，通常可在不同产品之间兼容，并且能够较好地控制质量和成本，从而实现更强的消费者黏性和品牌忠诚度。

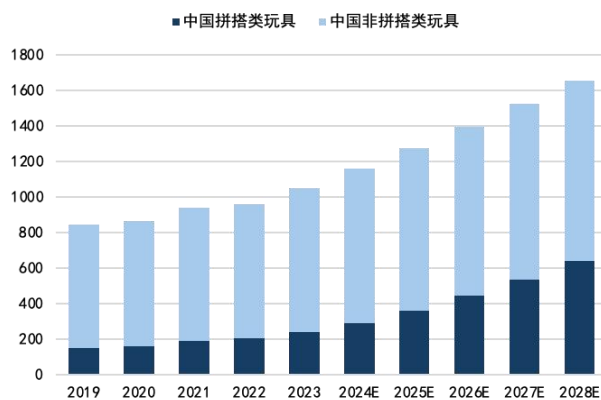
全球拼搭玩具市场规模巨大，且预计未来将呈现稳定增长趋势。根据弗若斯特沙利文数据，以 GMV 计，全球拼搭玩具市场的规模从 2019 年的 1159 亿元增长至 2023 年的 1765 亿元，年复合增长率达到 11.1%，并预期 2023-2028 年均复合增长率将达到 15.0%。近年来随着国内供给端本土企业研发、产品品质和 IP 商业化能力的持续提升以及新型玩具品类的出现，2023 年国内拼搭玩具市场规模已达 237 亿，预计 2023-2028 年年复合增速将有望达 22.0%，呈加速增长的态势，届时国内将接近全球拼搭玩具市场六分之一的份额。

图16: 2023 年全球拼搭玩具市场 GMV 规模 1765 亿



资料来源：公司招股书、弗若斯特沙利文、国际货币基金组织，国信证券经济研究所整理

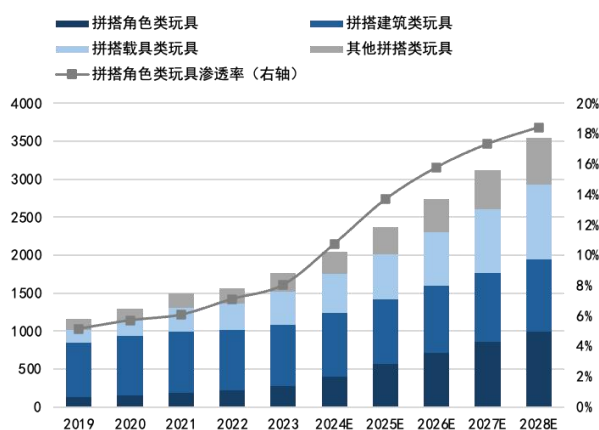
图17: 2023 年国内拼搭玩具市场 GMV 规模 237 亿



资料来源：公司招股书、弗若斯特沙利文、国际货币基金组织，国信证券经济研究所整理

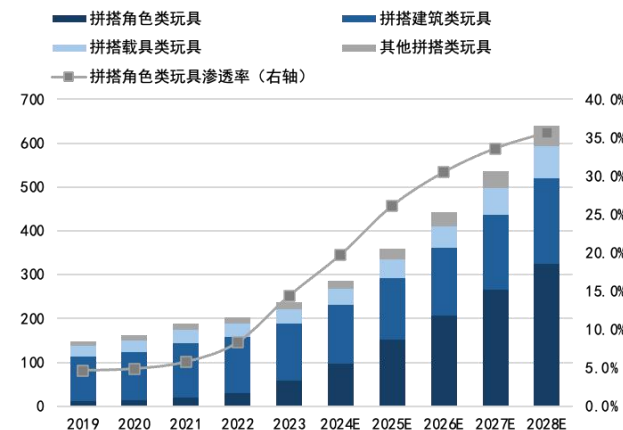
拼搭角色类玩具是行业内增速最快的细分市场，渗透率将长期提升。根据弗若斯特沙利文数据，2019-2023 年国内拼搭角色类、建筑类、载具类玩具市场 GMV 的年复合增速分别为 49.6%/6.3%/9.5%，拼搭角色类玩具通常以积木与模型两种模式为主，兼具了拼搭玩法和角色类玩具的优势，细分市场景气度最高。随着消费群体扩大，影视、动漫角色等各类 IP 的广泛传播和玩具 IP 商业化能力不断提高，预计拼搭角色类玩具细分市场将继续引领增长，2023-2028 年有望维持 41.2% 的年复合增速，预计国内拼搭角色类玩具占角色类玩具市场的百分比将从 2023 年的 14.4% 提升至 2028 年的 35.7%。

图18: 2023 年全球拼搭角色类玩具市场 GMV 规模 278 亿



资料来源: 公司招股书、弗若斯特沙利文、国际货币基金组织, 国信证券经济研究所整理

图19: 2023 年国内拼搭角色类玩具市场 GMV 规模 58 亿



资料来源: 公司招股书、弗若斯特沙利文、国际货币基金组织, 国信证券经济研究所整理

展望后续，拼搭角色类玩具市场的增长驱动来自于：

- 需求端：个性化需求与性价比消费趋势，消费人群持续扩张。**一方面，体验型和个性化消费逐渐成为主流，而拼搭玩法结合角色类玩具，不仅赋予了角色类玩具好玩的体验，也延伸了玩具品类和生命周期，尤其是 IP 基础上的生态圈扩展提高了消费者和粉丝的黏度和复购。另一方面，好而不贵的玩具在消费降级趋势下也具备较大吸引力。
- 供给端：IP 的广泛应用，优质供给出现。**头部企业的投入带动了行业进步并扩大了供给，近年市场中出现的创新型玩具公司也进一步丰富了优质供给；此外，IP 版权方开始积极探索除动画和电影之外扩大 IP 影响力及实现商业化的途径，领先的拼搭角色类玩具企业积极结合授权或自有 IP 与不同受众的适配性，推出多元化的产品组合。

2.2.2 竞争格局：集中度较高，布鲁可市占率全球第三、国内第一

全球拼搭角色类玩具市场的行业集中度较高，2023 年 CR5 约 87.1%。按 2023 年 GMV 计，在全球拼搭角色类玩具市场中前五大企业占总市场份额的 87.1%，其中头部两家为玩具行业知名的跨国企业，2023 年 GMV 均超 100 亿，占有较大市场份额，布鲁可是全球第三大拼搭角色类玩具公司，市占率为 6.3%。

表8: 全球拼搭角色类玩具市场排名 (以 2023 年 GMV 计)

排名	公司	主要业务	GMV (亿元)	市场份额
1	公司 A	游戏、玩具、IP 制作等, 跨国综合性娱乐及玩具公司, 总部位于日本东京	110	39.5%
2	公司 B	积木玩具, 跨国玩具公司, 总部位于丹麦比伦	100	35.9%
3	布鲁可	拼搭角色类玩具为主	18	6.3%
4	公司 C	玩偶、载具类玩具、婴儿、幼儿和学龄前儿童玩具, 跨国玩具及家庭娱乐公司, 总部位于美国瑟亥	9	3.2%
5	公司 D	拼搭类玩具, 总部位于中国	6	2.2%

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

布鲁可在国内拼搭角色玩具市场中市占率约 30%。按 2023 年 GMV 计, 前五大市场参与者在中国拼搭角色类玩具市场所占的市场份额共 76.9%, 行业集中度较高。布鲁可作为中国最大的拼搭角色类玩具龙头, 市场份额达到 30.3%。

表9: 国内拼搭角色类玩具市场排名 (以 2023 年 GMV 计)

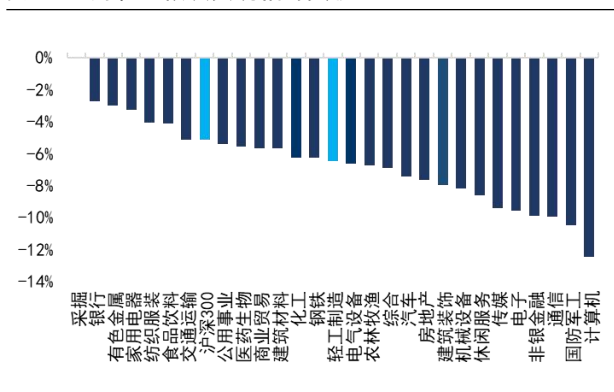
排名	公司	主要业务	GMV (亿元)	市场份额
1	布鲁可	拼搭角色类玩具为主	17	30.3%
2	公司 A	游戏、玩具、IP 制作等	12	20.0%
3	公司 B	积木玩具	9	14.8%
4	公司 D	拼搭类玩具, 总部位于中国汕头	6	10.4%
5	公司 E	IP 玩具, 总部位于中国广州的上市生活用品零售商的附属公司	1	1.4%

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

3. 上周行情回顾

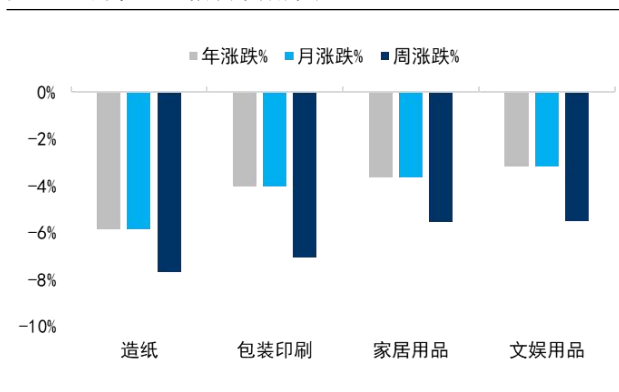
上周轻工制造板块-6.46%，沪深 300 指数-5.17%，相对收益-1.29%。上周轻工二级子板块指数齐跌，其中造纸、包装印刷、家居用品、文娱用品分别-7.68%、-7.05%、-5.54%、-5.53%。

图20: 上周轻工板块实现相对负收益



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 上周轻工子板块指数齐跌



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上周 A 股轻工板块涨幅榜前五的公司分别为浙江自然 (+26.1%)、东港股份 (+24.9%)、美之高 (+8.1%)、源飞宠物 (+7.9%) 以及天元股份 (+7.4%)；港股轻工板块涨幅榜前五的公司分别为思摩尔国际 (+25.4%)、卡森国际 (+8.7%)、中烟香港 (+2.1%)、新秀丽 (+1.6%) 与伟禄集团 (+0.1%)。

表10: A股与港股轻工制造板块涨跌幅前五名

A股轻工制造板块涨跌幅前五						港股轻工制造板块涨跌幅前五					
涨幅前五名			跌幅前五名			涨幅前五名			跌幅前五名		
股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅	股票代码	股票简称	涨跌幅
605080.SH	浙江自然	26.1%	002067.SZ	景兴纸业	-23.5%	6969.HK	思摩尔国际	25.4%	1812.HK	晨鸣纸业	-6.3%
002117.SZ	东港股份	24.9%	600793.SH	宜宾纸业	-20.3%	0496.HK	卡森国际	8.7%	2689.HK	玖龙纸业	-5.5%
834765.BJ	美之高	8.1%	002599.SZ	盛通股份	-19.8%	6055.HK	中烟香港	2.1%	1044.HK	恒安国际	-2.9%
001222.SZ	源飞宠物	7.9%	300703.SZ	创源股份	-19.7%	1910.HK	新秀丽	1.6%	2314.HK	理文造纸	-2.1%
003003.SZ	天元股份	7.4%	301296.SZ	新巨丰	-17.0%	1196.HK	伟禄集团	0.1%	0336.HK	华宝国际	-0.9%

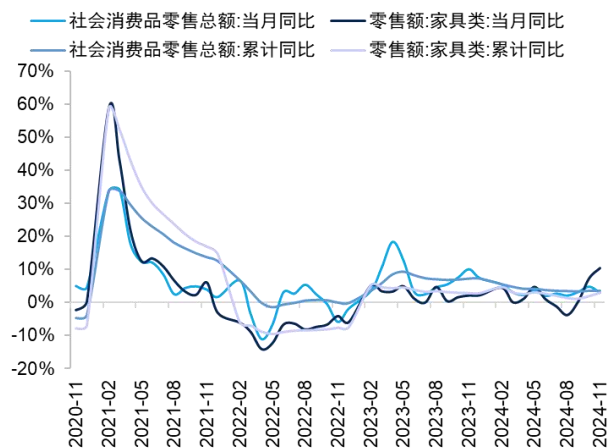
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

4. 重点数据跟踪

4.1 家居板块: 11月家具零售额+10.5%, 上周软体原料价格分化

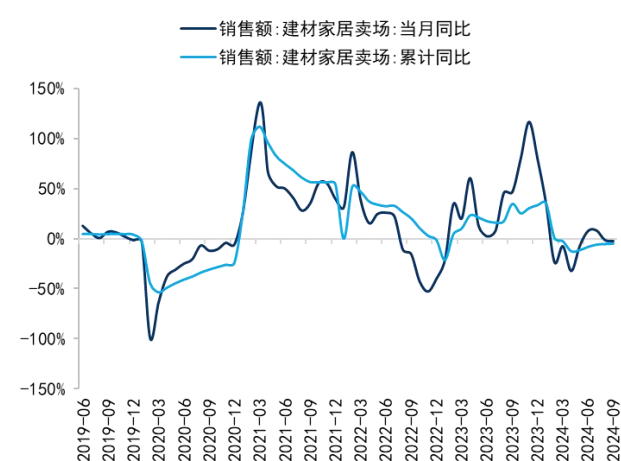
销售跟踪: 11月家具类零售额同比+10.5%, 9月建材家居卖场销售额同比-2.2%。根据国家统计局数据, 2024年11月我国社会消费品零售总额43763亿元, 当月同比+3.0%, 1-11月社会消费品零售总额442723亿元, 累计同比+3.5%; 11月家具类零售额190亿元, 当月同比+10.5%, 1-11月家具类零售额1505亿元, 累计同比+2.9%。根据中国建筑材料流通协会, 9月建材家居卖场销售额1422亿元, 当月同比-2.2%, 1-9月累计销售额10855亿元, 累计同比-4.9%。

图22: 家具类零售额当月及累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 建材家居卖场销售额当月及累计同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

原料跟踪: 软体家具上游方面, 截至1月3日, TDI国内现货价13050元/吨, 较上周上涨100元/吨; 软泡聚醚市场价8650元/吨, 较上周下跌50元/吨。

图24: TDI 国内现货价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 软泡聚醚华南地区市场价 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

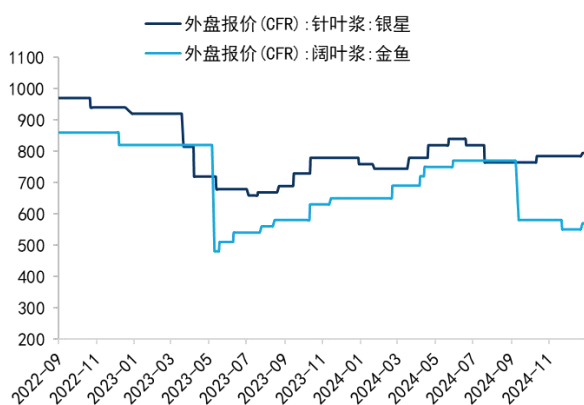
4.2 造纸板块：上周外盘针阔叶浆报价上涨，成品纸价格稳定

原料价格：近期针阔叶浆外盘报价小幅上涨。截至1月3日，外盘阔叶浆金鱼报价为570美元/吨，环比上周上涨20美元/吨；外盘针叶浆银星报价795美元/吨，环比上周上涨10美元/吨。

近期针阔叶浆国内现货价上涨。截至1月3日，华南地区针叶浆银星市场价6500元/吨，较上周上涨150元/吨；华南地区阔叶浆金鱼市场价4700元/吨，较上周上涨50元/吨。

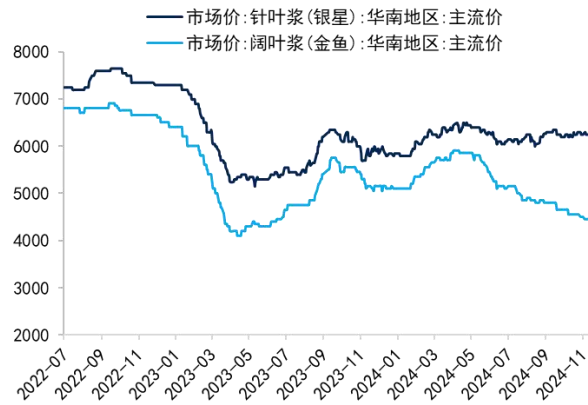
溶解浆内盘价格持续回落后震荡波动上行，截至1月3日，溶解浆内盘价格7900元/吨，较上周持平；**废纸现货价提升后小幅回落，**截至1月3日，废纸现货价1678元/吨，较上周下跌22元/吨。

图26: 外盘针叶浆阔叶浆价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 国内针叶浆阔叶浆现货价格 (元/吨)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图28: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

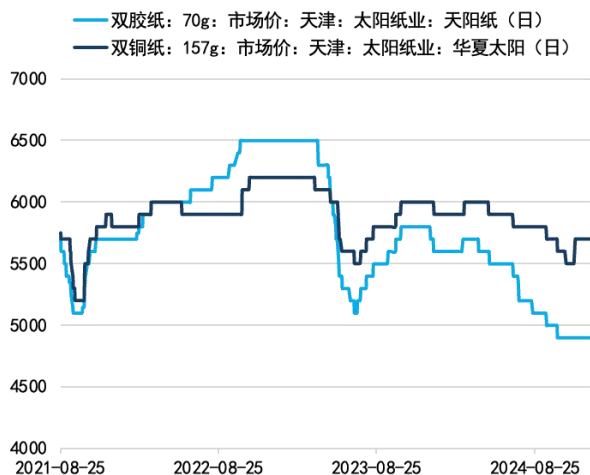
图29: 废纸现货价格 (元/吨)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

成品纸价格: 文化纸方面, 近期双铜纸市场价上涨, 截至1月3日, 双铜纸 (157g 华夏太阳) 市场均价为 5700 元/吨, 较上周持平; 双胶纸 (70g 天阳纸) 市场均价为 4900 元/吨, 较上周持平。**包装纸方面**, 近期市场价小幅上涨, 截至1月3日, 箱板纸 (130g 再生纸制) 市场价为 3200 元/吨, 较上周持平; 瓦楞纸 (120g) 市场价 3240 元/吨, 较上周持平; 白卡纸 (250g-400g 社会级) 市场价 4210 元/吨, 较上周上涨 50 元/吨; 白板纸 (250g) 市场价 3750 元/吨, 较上周持平。

图30: 白卡纸和双胶纸价格 (元/吨)



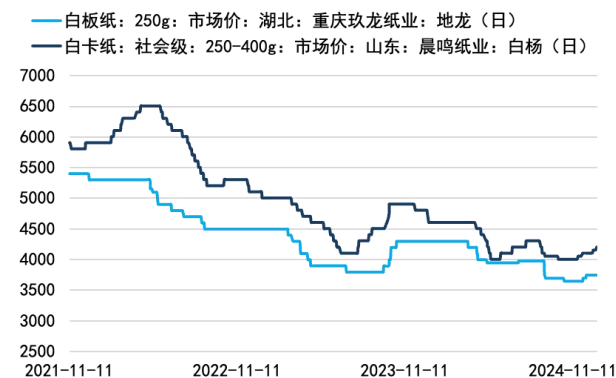
资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图31: 箱板纸和瓦楞纸价格 (元/吨)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图32: 白卡纸和白板纸价格（元/吨）

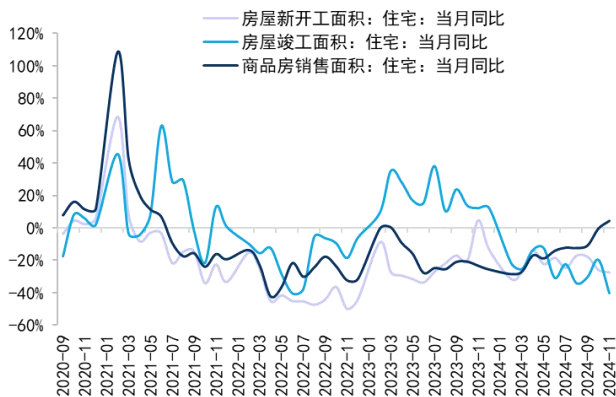


资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

4.3 地产数据：12月30大中城市商品房成交面积同比回暖

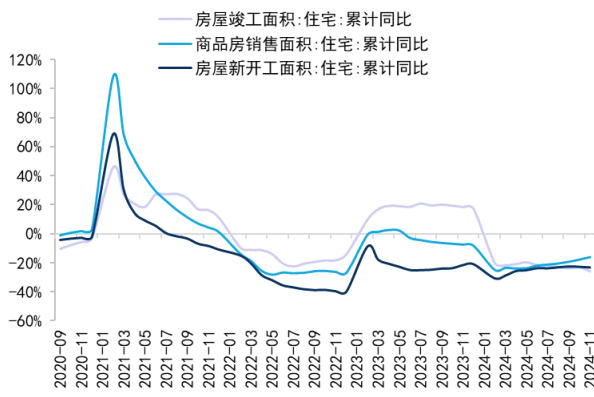
11月商品房住宅销售同比转正。根据国家统计局，2024年11月我国商品房住宅新开工/竣工/销售面积同比为-27.3%/-40.1%/+4.2%，分别较10月增速-1.6pct/-20.6pct/+4.8pct；1-11月商品房住宅新开工/竣工/销售累计面积同比-23.1%/-26.0%/-16.0%，分别较1-10月累计增速-0.4pct/-2.6pct/+1.7pct。

图33: 住宅开发、销售及竣工面积当月增速



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

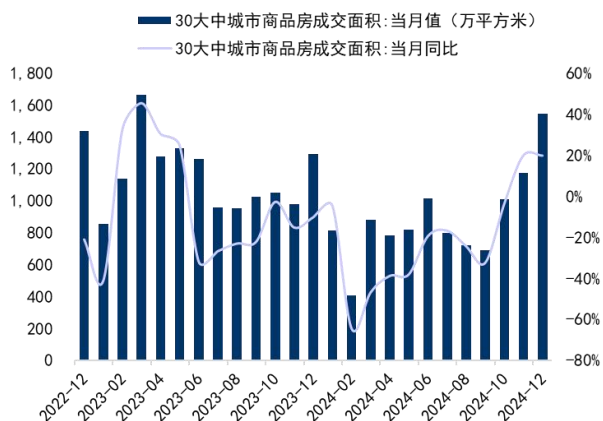
图34: 住宅开发、销售及竣工面积累计增速



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

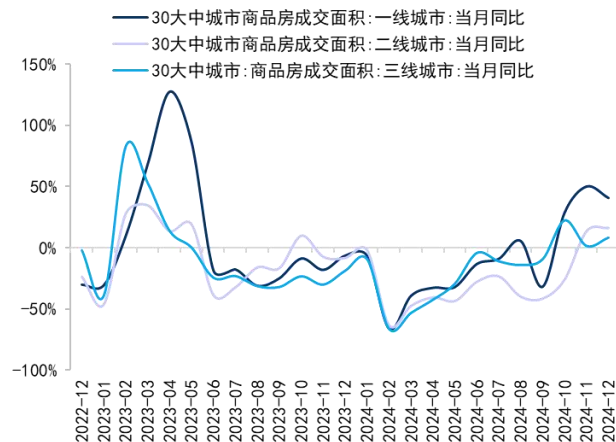
12月30大中城市商品房成交面积同比+19.8%。12月我国30大中城市商品房成交面积当月同比+19.8%，2024全年30大中城市商品房成交面积累计同比-22.7%；分结构看，12月一线、二线及三线城市商品房成交面积当月同比分别为+40.8%/+16.2%/+8.4%，增速分别较11月-9.3pct/+2.7pct/+6.8pct，2024全年一线、二线及三线城市商品房成交面积累计同比分别为-11.0%/-28.3%/-21.1%。周度数据看，2025W1（12/30~1/5）我国30大中城市商品房成交面积当周同比+42.0%，其中一线、二线、三线城市商品房成交面积当周同比分别+79.9%/+38.1%/+16.5%。

图35: 30大中城市商品房成交面积及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

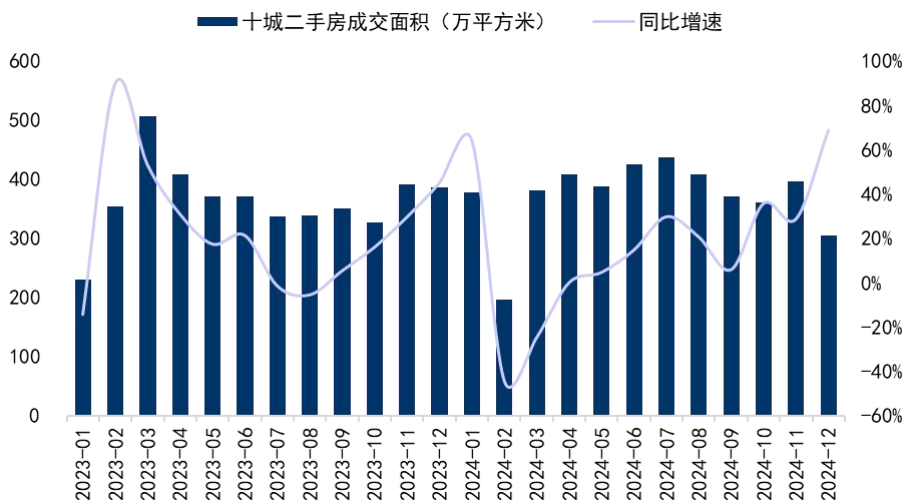
图36: 30大中城市商品房成交面积分结构增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

二手房市场方面，12月十城二手房成交面积延续回暖。据十城二手房成交面积数据统计（截至1月5日已更新4城数据），12月十城二手房成交面积同比+68.7%。周度数据来看，2025W1（12/29~1/4）我国十城二手房成交面积同比+53.8%，其中深圳、厦门、苏州、杭州、青岛、扬州、佛山、渭南、北京二手房成交面积分别同比+141.6%、+90.1%、+34.7%、+19.2%、+30.6%、-3.9%、+0.2%、-41.7%、+63.6%。

图37: 十城二手房成交面积及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

政策端：据克而瑞地产研究，2024W52（12/23-12/29）住建部举办全国住房城乡建设工作会议，明确2025年要持续用力推动房地产市场止跌回稳，一是着力要释放需求、二是着力改善供给，相比“926”表述进一步强调了将“持续用力”，预期2025年政策面将延续稳市场风向，城中村、保障性住房建设的提速，也将进一步促进行业各项核心指标企稳。地方层面，深圳发布新规，明确了安居房合同满10年可补缴价款申请取得完全产权，有利于相关住房的二次流转，促进改善型需求的释放。整体来看本周有17个省市出台了新规，涉及公积金、人才住房、房产税、控规等方面，其中以公积金为抓手的新政提及次数较多。

表11：2024W52 地产政策动态

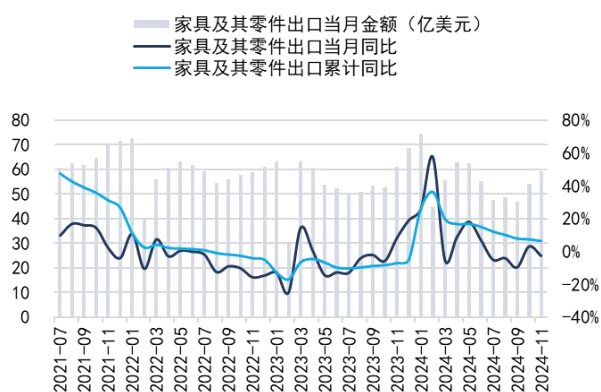
日期	部门	主要内容
12月23日	自然资源部等三部门	要求切实提升国土空间资源利用效率
12月24日	发改委	严禁在盘活存量资产过程中新增地方政府隐性债务等各类风险
12月25日	国务院办公厅	优化完善地方政府专项债券管理机制，保障性住房、土地储备申请专项债
12月25日	住建部	2025年要持续用力推动房地产止跌回稳
12月23日	襄阳	中心城区发布购房补贴细则，补贴金额最高15万元
12月23日	太原	出台措施进一步规范房地产市场秩序
12月23日	海南省	支持符合条件的新就业群体纳入公租房和保障性住房保障范围
12月23日	深圳	安居房合同满10年可补缴价款申请取得完全产权
12月24日	镇江	公积金政策优化，支持改善型住宅贷款额度提升20%
12月24日	桂林	取消住房公积金异地购房提取限制
12月24日	淮南	对住房公积金使用政策进行调整优化
12月25日	来宾	畅通住房公积金异地提取机制，降低二次贷款首付比例至20%
12月25日	伊犁	放宽公积金政策，提高贷款额度至80万元
12月26日	哈尔滨	保障性住房实施配售制，实行一房一价
12月26日	天津	2025年起为困难职工提供公积金贷款利息补贴
12月27日	北海	调整公积金政策，降低二套房首付比例至20%
12月27日	成都	双流区实施商业、办公类商品房购买补贴
12月27日	上海	加快存量老旧小区适老化改造，改善老年人居住条件和生活质量
12月27日	上海	延长房产税试点暂行办公有效期
12月27日	惠州	惠州4区存量宅地可申请调高“得房率”
12月27日	秦皇岛	允许缴存职工提取公积金直付首付款
12月28日	阜阳	五项公积金新政，最低首付款比例调整

资料来源：克而瑞地产研究，国信证券经济研究所整理

4.4 出口数据：11月家具及其零件出口额同比-2.6%

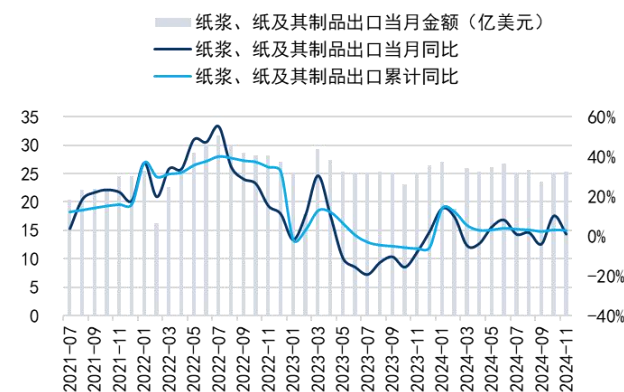
11月家具及其零件出口额同比-2.6%。根据海关总署，11月我国家具及其零件出口额59.3亿美元，同比-2.6%，1-11月我国家具及其零件累计出口额610.6亿美元，累计同比+6.2%。11月我国纸浆、纸及其制品出口额25.4亿美元，同比+1.1%，1-11月纸浆、纸及其制品累计出口额275.1亿美元，累计同比+2.9%。

图38：家具及其零件出口额及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图39：纸浆及纸制品出口额及同比增速

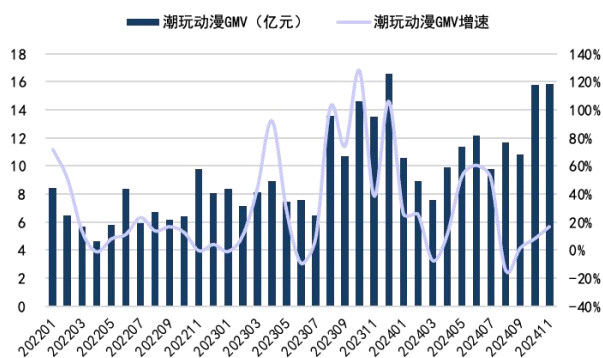


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4.5 轻工消费：11月潮玩动漫线上同比+16.8%

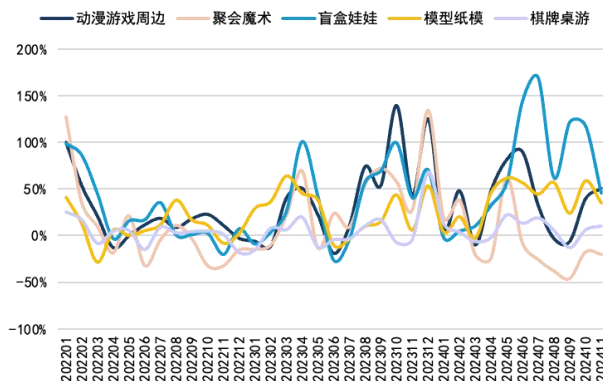
11月潮玩动漫线上GMV同比+16.8%。根据久谦线上数据，11月潮玩动漫线上GMV实现15.8亿，同比+16.8%，增速较上月+8.7pct，1-11月累计GMV增速16.8%。分品类看，11月动漫游戏周边、盲盒娃娃GMV分别为6.1/5.8亿，同比+50.6%/+45.3%，1-11月累计GMV增速分别为32.7%/65.4%。

图40: 11月潮玩动漫线上GMV同比+16.8%



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

图41: 11月动漫游戏周边GMV同比+50.6%



资料来源: 久谦, 国信证券经济研究所整理

5. 重点公司公告与行业动态

5.1 公司公告

【尚品宅配】公司于 2025 年 1 月 3 日收到公司副总经理李嘉聪先生、胡翊先生、张庆伟先生、黎干先生分别出具的《关于增持公司股份的告知函》，基于对公司未来持续发展前景的信心以及对公司投资价值的认同，前述人员于 2025 年 1 月 3 日以自有资金通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价方式增持公司股份，合计增持 800,000 股，合计占公司总股本的 0.36%，占公司总股本剔除公司回购专用账户中股份后的 0.38%。

【思摩尔国际】发布修订股份计划及授出购股权公告，向公司董事会主席陈志平先生授予 6100 万份购股权，行权价格为 11.26 元/股，本次授予购股权在 10 年内有效，授予条件为 2025 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日期间，任何连续 15 个营业日内平均市值首次达到或者超过 3000/4000/5000 亿港元，分别授予合计 30%/60%/100%购股权。

【志邦家居】公司全资子公司合肥志邦家居有限公司通过了高新技术企业认定，高新技术企业证书编号为 GR202434006826，有效期三年，可继续享受国家关于高新技术企业的相关优惠政策，即按 15%的税率征收企业所得税。

【仙鹤股份】湖北石首高性能纸基新材料循环经济项目正在稳步推进，并已实现多个关键节点的突破。截至目前，该项目主体一期中的两条化机浆生产线和两条化学浆生产线已经投入生产；造纸生产线继 PM1、PM2 在 2024 年一季度陆续开机运行后，PM3 生产线也于 2024 年 9 月 30 日成功开机并投入生产。其余生产线也正在加紧建设和调试中，预计将在 2025 年一季度逐步进入试生产阶段。湖北仙鹤生活用纸一期项目设备安装进入关键阶段，各项建设工作正按计划推进，其中 TM1 和 TM2 两条纸机生产线已完成主体安装任务，预计将在 2025 年春节前夕启动试机运行，TM3 和 TM4 两条纸机生产线也正在紧张有序地安装中。

【晨光股份】2024 年 12 月，公司通过集中竞价交易方式累计回购公司股份 99.5 万股，占总股本 0.11%，支付资金总额 3044.15 万元。公司已累计回购股份 345 万股，占总股本 0.37%，已支付资金总额 10106.86 万元。

【山鹰国际】公司董事会于 2025 年 1 月 2 日收到江玉林先生的书面辞职报告，江玉林先生因个人原因向董事会申请辞去公司副总裁职务，辞职后不再担任公司任何职务。

【天振股份】由于公司 2023 年受通关影响高新技术产品销售大幅减少，导致公司近一年高新技术产品（服务）收入占企业同期总收入的比例不满足上述规定。因此，公司决定暂不申请高新技术企业资格，母公司企业所得税税率自 2024 年起由 15% 调整为 25%，会对财务产生一定影响，但鉴于公司主要产能和订单均在境外子公司，境内母公司营业收入相对较少，税收影响幅度有限。

【广博股份】公司与广博物业签订《租赁协议》，将位于宁波市海曙区石碶街道车何广博工业园内的部分厂房、办公室及员工宿舍出租给广博物业。租赁面积合计约为 38,500 平方米，租赁期限自 2025 年 1 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日止，整体租金合计不超过 600 万元人民币。

【嘉益股份】拟以自有资金向全资子公司嘉益新加坡增资 2,800 万美元，本次增资嘉益新加坡款项全部用于投资设立全资孙公司嘉益饮水（越南）有限公司并由嘉益饮水（越南）在越南投资建设围绕公司主营业务开展的海外产能建设项目。

【华旺科技】公司董事、高级管理人员张延成先生计划自 12 月 13 日起 15 个交易日后的 3 个月内，通过集中竞价交易方式减持公司股份不超过 160 万股，即不超过公司总股本的 0.3443%。

5.2 行业动态

玖龙纸业太仓和重庆基地春节停机计划公布。随着春节假期临近，玖龙纸业多个基地陆续发布了 2025 年春节检修计划。除了东莞基地 1 月底至 2 月中旬将减产 17.5 万吨，太仓和重庆基地的大多数纸机也将在同期开展检修，预计包装纸市场供应合计削减约 14.3 万吨。

文化纸龙头宣布 2025 年第一轮涨价。山东华泰纸业、太阳纸业、博汇纸业、亚太森博（广东/山东）浆纸有限公司、玖龙纸业以及亚太森博等纷纷发布涨价函通知，决定自 2024 年 12 月 21 日或 2025 年 1 月 1 日起，对文化纸、铜版纸、非涂类纸品、双胶纸、静电复印原纸及全木浆文化纸等系列产品价格进行上调，首次（2025 年 1 月 1 日）涨幅多为 100 元/吨，并计划于 2025 年 2 月 1 日再次上调 200 元/吨，累计涨幅 300 元/吨。

公牛集团跨界进入造纸行业。12 月 27 日公牛集团发布关于开展大宗原材料期货业务的可行性分析报告，为有效规避和降低公司生产经营相关原材料价格波动风险，公司拟根据生产经营计划择机开展大宗原材料期货业务，拟通过境内商品期货交易开展铜、银、铝、锡、塑料粒子、纸浆等与公司生产经营有关的期货品种。保证产品成本的相对稳定，降低价格波动对生产经营的影响。

2025 年多个纸种继续实施进口零关税。12 月 28 日，国务院关税税则委员会发布 2025 年关税调整方案，多个纸种将继续实施进口零关税。2023 年和 2024 年，我国对多项商品实施低于最惠国税率的进口暂定税率，其中造纸类商品中的双胶纸、铜版纸、白板纸、再生箱板纸以及瓦楞原纸实施零关税，不过税率调整未覆盖牛皮箱板纸和新闻纸产品。根据最新发布的进口商品暂定税率表，双胶纸、铜版纸、白板纸、再生箱板纸以及瓦楞原纸将在 2025 年继续实施零关税。

11 月 BHI 季节性回落，“以旧换新”政策效应仍在延续。全国建材家居景气指数

BHI11 月份为 118.24，环比下跌 9.41 点，同比下跌 0.60 点。全国规模以上建材家居卖场 11 月销售额为 1375.44 亿元，环比下跌 4.75%，同比上涨 4.24%；1-11 月累计销售额为 13674.39 亿元，同比下跌 3.80%。“金九银十”过后，11 月全国建材家居市场迈入传统冬日淡季行情，11 月 BHI 高位回落。然而消费品“以旧换新”及一揽子增量政策效应叠加“双十一”大促，使得建材家居的消费需求仍在持续释放。

6. 重点标的盈利预测

表 3：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB 2023
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
001322.SZ	箭牌家居	优于大市	7.54	0.44	0.31	0.39	17.14	24.32	19.33	1.51
002572.SZ	索菲亚	优于大市	16.29	1.00	1.32	1.46	16.29	12.34	11.16	2.25
603801.SH	志邦家居	优于大市	11.77	1.00	1.09	1.21	11.77	10.80	9.73	1.56
603816.SH	顾家家居	优于大市	28.65	2.44	2.26	2.54	11.74	12.68	11.28	2.41
603833.SH	欧派家居	优于大市	67.30	4.98	4.48	4.83	13.51	15.02	13.93	2.27
603848.SH	好太太	优于大市	14.17	0.81	0.89	1.00	17.49	15.92	14.17	2.41
603195.SH	公牛集团	优于大市	68.18	4.34	3.33	3.60	15.71	20.47	18.94	5.93
002790.SZ	瑞尔特	优于大市	6.96	0.52	0.52	0.65	13.38	13.38	10.71	1.39
002078.SZ	太阳纸业	优于大市	14.35	1.10	1.11	1.29	13.05	12.93	11.12	1.45
002831.SZ	裕同科技	优于大市	26.70	1.55	1.75	2.01	17.23	15.26	13.28	2.21
603899.SH	晨光股份	优于大市	28.87	1.65	1.65	1.87	17.50	17.50	15.44	3.10
301376.SZ	致欧科技	优于大市	18.11	1.14	0.97	1.45	15.89	18.67	12.49	2.27
300729.SZ	乐歌股份	优于大市	15.04	2.03	1.31	1.58	7.41	11.48	9.52	1.64
300616.SZ	尚品宅配	无评级	11.69	0.33	-0.46	0.25	35.42	-25.41	46.76	0.75
600567.SH	山鹰国际	无评级	1.85	0.03	0.04	0.11	61.67	46.25	16.82	0.74
600966.SH	博汇纸业	无评级	4.84	0.14	0.15	0.46	34.57	32.27	10.52	0.96
603733.SH	仙鹤股份	无评级	20.49	0.94	1.53	1.89	21.80	13.39	10.84	1.90
605377.SH	华旺科技	无评级	12.99	1.70	1.18	1.36	7.64	11.01	9.55	1.55
603661.SH	恒林股份	无评级	29.41	1.89	2.70	3.87	15.56	10.89	7.60	1.10
301004.SZ	嘉益股份	无评级	106.93	4.54	7.08	8.50	23.55	15.10	12.58	6.61
002615.SZ	哈尔斯	无评级	7.68	0.54	0.70	0.80	14.22	10.97	9.60	2.15
301061.SZ	匠心家居	无评级	59.35	3.18	3.21	3.88	18.66	18.49	15.30	3.02
301062.SZ	天振股份	无评级	12.72	-1.24	-0.18	0.85	-10.26	-70.67	14.96	4.54
6969.HK	思摩尔国际	无评级	14.12	0.27	0.26	0.32	52.30	54.31	44.13	3.73
1999.HK	敏华控股	无评级	4.65	0.59	0.61	0.67	7.88	7.62	6.94	1.41

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：无评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032