

证券研究报告|行业深度

轻工制造

行业评级 强于大市（维持评级）

2025年1月7日



拼搭玩具行业深度：

IP+玩法融合，稀缺优质供给高成长

证券分析师：

李宏鹏 执业证书编号：S0210524050017

李含稚 执业证书编号：S0210524060005

请务必阅读报告末页的重要声明

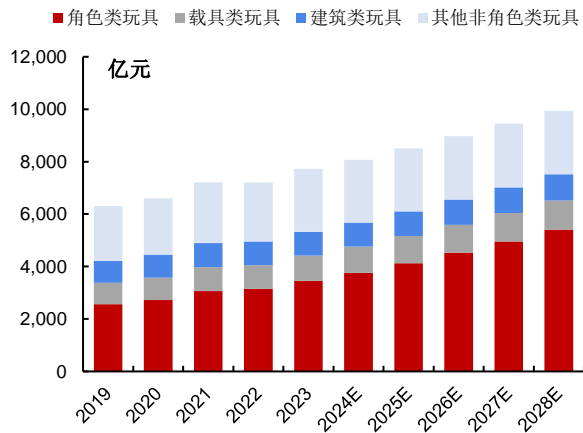
- **拼搭角色玩具：兼具IP形象还原+玩法，全球增长最快的细分玩具品类。**据布鲁可招股书，全球拼搭角色类玩具预计2024年市场规模达404亿元，2023-2028年CAGR预计将达29%，是全球拼搭类玩具增速最快的细分市场。我国拼搭角色类市场规模2023年为58亿元，占玩具行业整体规模1049亿元的5.5%，预计至2028年拼搭角色类市场将达325亿元，23-28年CAGR为41.2%（同期玩具行业CAGR预计为9.5%）、占玩具行业比例升至20%。我们认为，拼搭角色类行业高增主要原因有二：一是此类产品满足了玩家对喜爱的IP形象高还原具象化的需求，可动/可拼搭玩法赋予玩家更大体验感与情绪价值；二是多层次需求仍有扩容空间，拼搭角色玩具传统理解上受众为儿童，但顶级IP角色的广大粉丝、模玩爱好者也是目标受众。海外优秀拼搭角色玩具如高达、乐高积木、变形金刚玩具均凭借特色IP形象、独树一帜的玩法长盛不衰，相关公司业绩长期增长。
- **国内处于优质稀缺供给满足旺盛需求阶段，龙头份额领先。**由于国内产品普遍存在定价较高、版权等问题，目前行业正处于优质稀缺供给满足旺盛需求阶段，行业亟需正版IP授权+优质产品+广泛价格带的供给者满足各层次需求。布鲁可作为中国拼搭领航者，2023年在我国拼搭角色类市场占据39%份额，国内份额高于日本公司（26%）、丹麦公司（19%）。我们认为，布鲁可份额领先主要基于公司拼搭玩具搭建的标准零件+特征零件产品形态，能够做到IP角色的较高还原并兼具可玩性，同时给予了制造端高效生产的路径，也可通过零部件复杂度制定灵活的价格梯度。
- **布鲁可：中国拼搭领航者，IP+玩法推动高速增长。日系+美系+国潮IP广泛覆盖：**公司已成为全球知名IP版权方的优选合作伙伴，目前储备中、美、日多个知名热门IP，尽管1H24奥特曼对营收贡献比例达57%，但如变形金刚等其他IP产品也在快速增长。**高效上新，好看好玩而不贵：**2023-1H24，公司高频度地每季度推出约30至90款SKU，2023年共推出197款SKU，并计划2024、2025年分别推出约400款和约800款SKU，得益于与独家合作工厂长期合作与高效产品形态，公司能够实现快速、高质量上新，保持消费者热度；落在价格上，公司主流产品价格分布在19.9-399元不等，可动可拼高还原的角色形象在每个价格带都极具性价比。在拼搭角色玩法方面，除积木人玩法外，公司也拓展了可动人偶、预装积木、板件拼搭等玩法，助力品类、用户、价格带扩大。**线下渠道广覆盖：**目前公司线下经销渠道营收占比九成以上，截止1H24合作约511家经销商，截止1Q24覆盖超过14万个线下网点，覆盖一二线城市及80%左右的三线及以下城市。另外公司也通过经销商进行海外销售，变形金刚、奥特曼等全球知名IP获得海外授权，优质产品出海可期。**全局粉丝运营，高效营销：**截止1H24公司销售费用率为11.5%，其中营销推广占收入5%，头部IP自带流量，公司积极搭建KOL及粉丝私域高效营销。
- **投资建议：建议关注拼搭玩具行业优质供给布鲁可。**公司预计于2025年1月10日港股上市，总市值约134-146亿港元。公司本次计划发行2412万股，募资规模约12.9亿港元。募资用途包括加大研发、设立自有工厂、增强IP合作能力、扩大海外市场、设立旗舰店等。我国拼搭玩具行业目前处于高速增长阶段，正版+物美价廉+好玩的产品供给相对稀缺。布鲁可在行业内占据领先份额，未来有望持续扩宽IP矩阵、SKU数量及用户群体。建议关注港股新股布鲁可
- **风险提示：IP授权风险，消费情绪及市场需求变化风险**

- **行业：拼搭角色类玩具是增长最快的细分品类**
- 行业特点1：销售与优质IP内容持续运营相关
- 行业特点2：需求空间大，但优质供给稀缺
- 竞争格局：海外龙头占据全球高份额，布鲁可国内领先
- **布鲁可：中国拼搭领航者，IP+玩法扩圈可期**
- **投资建议**
- **风险提示**

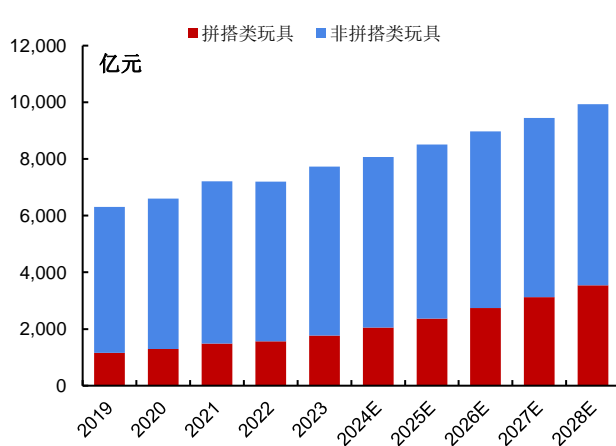
拼搭角色类玩具：全球增长最快的细分玩具品类

- 玩具市场按形态可划分为角色类、非角色类，按玩法可分为拼搭类、非拼搭类。据布鲁可招股书①在全球玩具市场中，角色类玩具是按形态划分规模最大的细分市场，2023年的市场规模达到人民币3458亿元，占整体全球玩具市场的44.7%，2023-2028年CAGR预计达9.4%。角色类玩具以受欢迎的IP形象为基础，为用户带来情绪投入和动感体验。② 2023年全球拼搭类玩具的市场规模达到人民币1765亿元，2023-2028年CAGR将达到15.0%，超过非拼搭类玩具的增速。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。
- 拼搭角色类玩具兼具IP形象还原+玩法，是增速最快的细分品类。其他成品类角色类玩具的差异在于玩法相对简单和有限、系列化收集属性欠缺，且由于玩法、规模化制造、价格带受限，难以触达更广大的消费者。而拼搭角色类玩具兼具玩法和IP形象还原，是全球拼搭类玩具增速最快的细分市场，据布鲁可招股书，预计2024年市场规模达404亿元，2023-2028年CAGR将达29%，且占角色类玩具渗透率也预计持续提升。

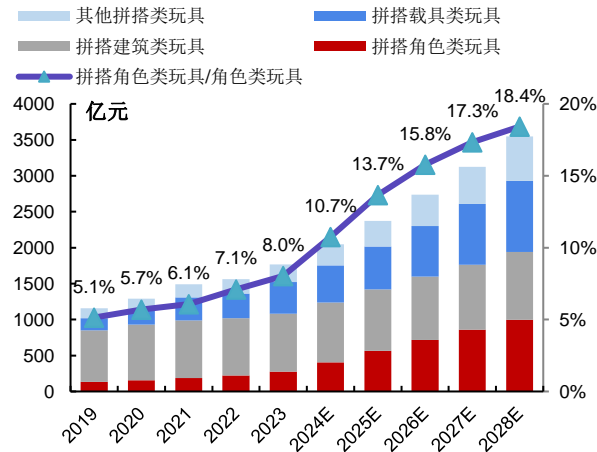
图：全球玩具市场规模GMV按形态划分



图：全球玩具GMV按拼搭类和非拼搭类划分



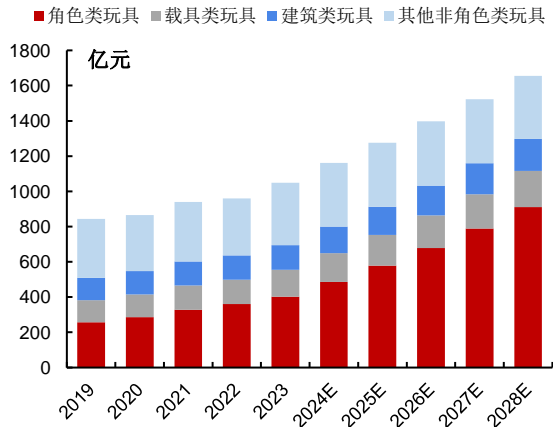
图：全球拼搭类玩具GMV按形态划分及角色类拼搭玩具渗透率



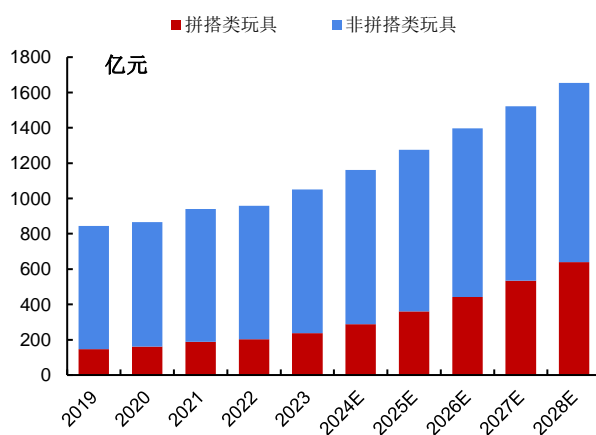
拼搭角色类玩具：全球增长最快的细分玩具品类

- 角色类玩具助推我国玩具行业整体保持较快增长。** 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，以产量计生产了全球大部分玩具。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，据布鲁可招股书，预计中国玩具市场规模由2023年的人民币1049亿元增长至2028年的1,655亿元，接近全球玩具市场六分之一的份额；其中，中国角色类玩具市场规模2023年达403亿元，预计未来5年CAGR为17.7%，快速增长主要由于较大的消费群体、IP玩具数量不断增加及更多优质玩具供应等因素。
- 据布鲁可招股书，在推动中国玩具市场及角色类玩具市场增长的类似因素推动下，中国的拼搭类玩具市场预计将从2023年的237亿元增至2028年的640亿元，CAGR约22%；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年的人民币58亿元增长至2028年的人民币325亿元，CAGR约41%。

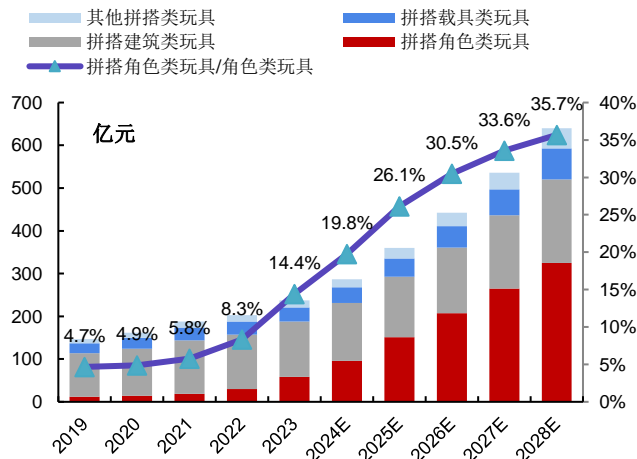
图：中国玩具市场规模GMV按形态划分



图：中国玩具按拼搭类和非拼搭类划分



图：中国拼搭类玩具按形态划分及角色类拼搭玩具渗透率



拼搭角色类玩具：全球增长最快的细分玩具品类

- 拼搭角色类玩具拥有玩法、IP形象、制造及价格带优势。①**玩法**：拼搭玩法根据零件复杂程度有较高可玩性下限与上限均较高。②**IP形象**：拼搭类相比积木类的IP角色还原度较高，其中奥特曼、变形金刚等机甲人形象拼搭类玩法上限最高，其他人物形象也可设计为关节可动、可拼的玩具，兼具角色还原度与可玩性。③**制造**：拼搭类玩具可根据主体通用件、零配件进行相对标准化的制造，易于规模化。④**价格带**：通过零部件复杂程度可进行价格梯度划分，玩法与价格的上下限均较高，潜在用户覆盖范围广，有助于满足IP版权方加大影响力的诉求。

表：中国各类玩具市场规模、增速及品类属性对比

| | 玩具 | 角色类玩具 | 拼搭类玩具 | 拼搭角色类玩具 | 非拼搭角色类玩具 |
|----------------|--|--|--|---|----------|
| 2023年GMV (亿元) | 1,049 | 403 | 237 | 58 | 345 |
| 2028E GMV (亿元) | 1,655 | 911 | 640 | 325 | 586 |
| 23-28E CAGR | 9.5% | 17.7% | 22.0% | 41.2% | 11.2% |
| 特点 | <ul style="list-style-type: none"> ▲广受欢迎的IP形象 ▲趣味性、个性化 ▲情绪投入、动感体验 | <ul style="list-style-type: none"> ▲属性：创意、个性化、可玩性、益智性 ▲制造端：标准化高，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，利于控本 | <ul style="list-style-type: none"> ▲属性：兼具角色类+拼搭类属性，积木块还原IP角色和模拟动作，角色还原度较高 ▲制造端：标准化高、可规模化 ▲产业生态：可根据零部件复杂程度、制定价格梯度与玩法难度，有助满足IP版权方加大影响力的诉求 | <ul style="list-style-type: none"> ▲属性：单品、成品化，玩法有限、收集属性欠缺 ▲制造端：规格众多不易标准化、规模化，传统角色类玩具人工较多售价高 ▲产业生态：价格段与人群渗透有限、难以满足IP版权方加大影响力的诉求 | |

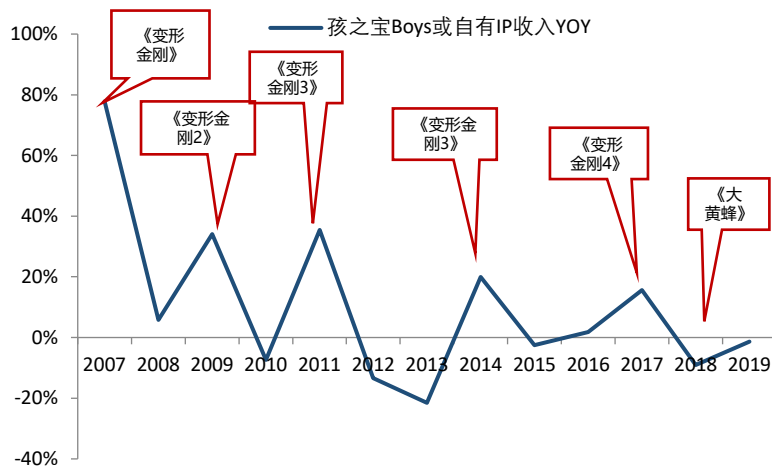
图：布鲁可变形金刚拼搭角色类玩具示意图



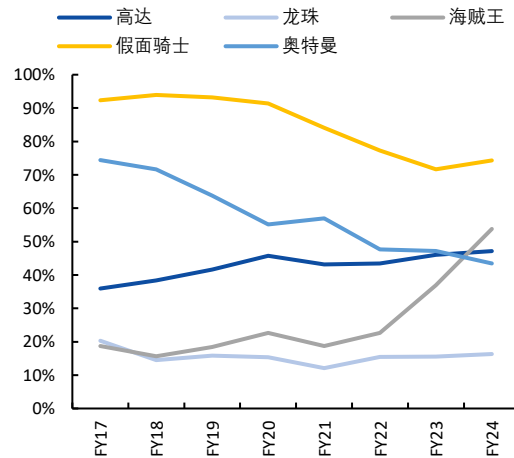
行业特点1：销售与优质IP内容持续运营相关

- 内容IP授权产品销售情况与有主内容持续更新、运营相关。
- **案例1：孩之宝。**美国孩之宝为变形金刚的版权方，主营业务为玩具销售及数字内容。2007-2009年变形金刚IP相关产品收入占其营收的约12.6%-14.5%，2007-2019年间，其男孩玩具板块或自有IP板块营收增速高峰与《变形金刚》电影上映时间大致相似。
- **案例2：万代。**日本万代为综合娱乐公司，主营业务为玩具及周边销售及数字内容。尽管其Top级创收IP历史悠久，部分合作IP对应动漫已完结，但日本动漫在本国及海外新老受众的传播也推动相关玩具、周边销售的持续提升；而得益于其对自有IP《高达》的持续运营，近年高达创收（含玩具、数字内容等相关营收合计）达到了集团Top1级别。

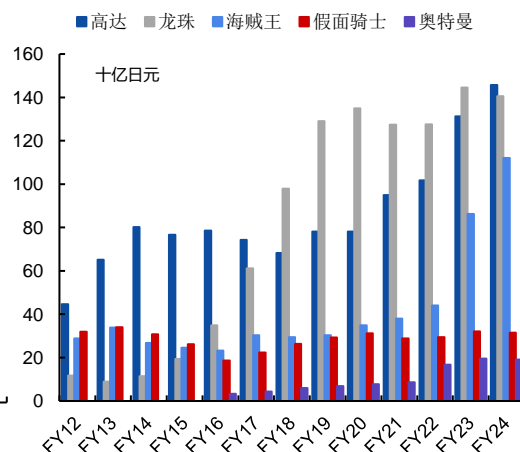
图：孩之宝Boys (07-14年) 或自有IP板块 (15-19年) 营收增速及电影上映时间



图：万代玩具板块分IP日本收入/IP总收入



图：万代集团总体分IP总收入



资料来源：孩之宝官网历年年报，yahoo，万代南梦宫官网历年年报，华福证券研究所

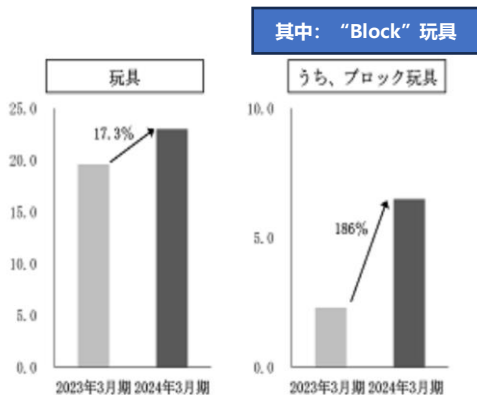
行业特点1：销售与优质IP内容持续运营相关

- **案例3：圆谷。**日本圆谷为奥特曼版权方，业务包括奥特曼IP的动漫、特摄作品内容制作与IP授权。
- **卡牌授权：**HY25圆谷海外MD收入类中，由于圆谷希望扩大奥特曼卡牌的影响力、重新考虑推出新游戏规则下的策略卡，调整期间卡牌类的海外授权收入有所下降至4.2亿日元（-38%）。FY24由于卡牌调整，仅披露不含卡牌的授权收入。
- **玩具授权：**HY25圆谷海外MD收入类中，由于积木玩具的授权收入大幅增长，以及低价玩具的授权范围扩大，Toys & Hobby的授权收入同比增长58.6%，达18.12 亿日元，FY24玩具类授权收入同比+17.3%，其中拼搭类玩具授权收入同比+186%。
- **2021年以来，圆谷高度重视奥特曼IP在全球的传播，配合进行全球影视剧内容输出。**2024年圆谷推出奥特曼作品包括《奥特曼方舟》、在Netflix上在世界190个国家和地区独家播放的《奥特曼：崛起》。

表：圆谷海外MD（授权）业务分品类（HY25-HY24）

| | 2023-9 | 2024-9 |
|---------|--------|--------|
| 百万日元 | HY24 | HY25 |
| 玩具和业余爱好 | 1142 | 1812 |
| YOY | | 58.6% |
| 文具家居用品 | 580 | 699 |
| YOY | | 20.4% |
| 食品饮料 | 136 | 225 |
| YOY | | 64.5% |
| 卡牌 | 673 | 419 |
| YOY | | -37.8% |
| Other | 894 | 816 |
| YOY | | -8.7% |

图：FY23~24圆谷玩具其中的拼搭玩具授权收入高增



表：圆谷MD业务地区划分

| | 2021-3 | 2022-3 | 2023-3 | 2024-3 | 2023-9 | 2024-9 |
|-------------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 百万日元 | FY21 | FY22 | FY23 | FY24 | HY24 | HY25 |
| 海外MD收入 | 959 | 2086 | 6076 | | 2348 | 3170 |
| YOY | | 117.52% | 191.28% | | | 35.01% |
| 海外MD收入-除卡牌 | | | 3,309 | 4,500 | | |
| YOY | | | | 36% | | |
| 其中：中国MD收入 | 524 | 1547 | 5472 | 无披露 | | 无披露收入 |
| YOY | | 195.23% | 253.72% | | | 41.20% |
| 其中：其他海外MD收入 | 435 | 539 | 604 | | | |
| 日本MD收入 | 713 | 1386 | 1765 | | 1080 | 802 |
| YOY | | 94.39% | 27.34% | | | -25.74% |
| 日本MD收入-除卡牌 | | | 4,151 | 4,400 | | |
| YOY | | | | 6% | | |

行业特点2：需求空间大，但优质供给稀缺

- **用户受众广泛，但优质供给稀缺。**拼搭类玩具的传统理解上的受众主要为儿童；但大量拼搭角色类玩具以具有粉丝基础的IP角色为原型，年轻人天然对拼搭角色类玩具存在需求；另外，由于IP属性和收藏价值，消费力强的成人也成为该类产品的重要受众。尽管用户基础庞大，但行业主要矛盾为供给，正版+物美价廉+好玩的产品相对稀缺。以布鲁可IP授权产品为例，作为正版其价格定位覆盖较广，玩法涵盖积木人、板件等，高性价比比满足更广的受众。
- **案例1：正版+品质中上+中高价。**孩之宝目前已基本不再自主生产玩具，制造与销售模式主要为：**①纯代工。**公司委托全球代工厂生产，公司自主销售，商标为“孩之宝”，近年来其代工逐步向越南等地转移，据财报2021年中国生产占比已降低至48%。**②版权授权。**公司授权三方厂商生产、销售特定IP产品，商标可为厂商名称，一般该类授权需要厂商有一定的产品、渠道与运营能力，帮助公司在海外扩大IP影响力，例如奥迪双钻变形金刚、布鲁可变形金刚等。
- **案例2：正版+高品质+高价。**万代自有IP高达较高端的拼搭品类主要在日本生产、国内代理。目前全球大部分正版高达来自万代日本静冈工厂，最大年产量约为1500万套，正版供给相对稀缺。高达按照拼搭玩具的大小型号、拼搭零部件精细度从高到低分为PG、MG、RG、HG等几个档次，但相对高端的正版价格、产能规模也制约了其在国内扩大更广泛的受众。

表：拼搭类玩具用户画像

| | 6-16岁 | 青年 | 成人 |
|------|-----------|-------------------|-----------------|
| 消费力 | 中下 | 中 | 中上 |
| 品质要求 | 中 | 中上 | 中上 |
| 需求 | 拼搭益智、可玩性强 | IP情绪价值、角色还原度、可玩性强 | IP情绪价值、收藏性、观赏性强 |

资料来源：布鲁可招股书，天猫，华福证券研究所

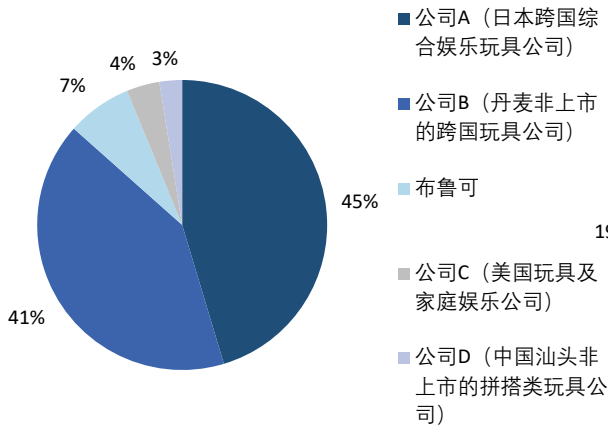
表：天猫部分变形金刚、高达类模型玩具规格、价格

| 品牌 | 品名 | 规格 | 售价(元) |
|-----------|-----------|---------------------|-------|
| 布鲁可 | 星辰版变形金刚盲盒 | 5.5cm, 积木人、可动可拼不可变形 | 9.9 |
| 布鲁可 | 群星版变形金刚盲盒 | 约12cm, 积木人、可动可拼不可变形 | 34 |
| 布鲁可 | 起源变形金刚 | 约12cm, 板件、可动可拼不可变形 | 79 |
| 布鲁可 | 传奇版G1变形金刚 | 18cm, 板件、可动可拼不可变形 | 179 |
| 奥迪双钻 | 起源变形金刚 | 17cm, 可动人偶 | 39 |
| 奥迪双钻 | G1变形金刚盲盒 | 13cm, 可动人偶+装备替换 | 69 |
| threezero | G1变形金刚 | 20cm, 可动人偶+装备替换 | 870 |
| 孩之宝 | G1变形金刚 | 20cm, 可动人偶+装备替换 | 199 |
| 孩之宝 | 电影变形金刚 | 17cm, 变形人偶+可动可变形 | 379 |
| 万代 | PG独角兽高达 | 板件 | 2000 |
| 万代 | MG突击自由高达 | 板件 | 480 |
| 万代 | RG突击自由高达 | 板件 | 300 |
| 万代 | HG脉冲高达 | 板件 | 180 |

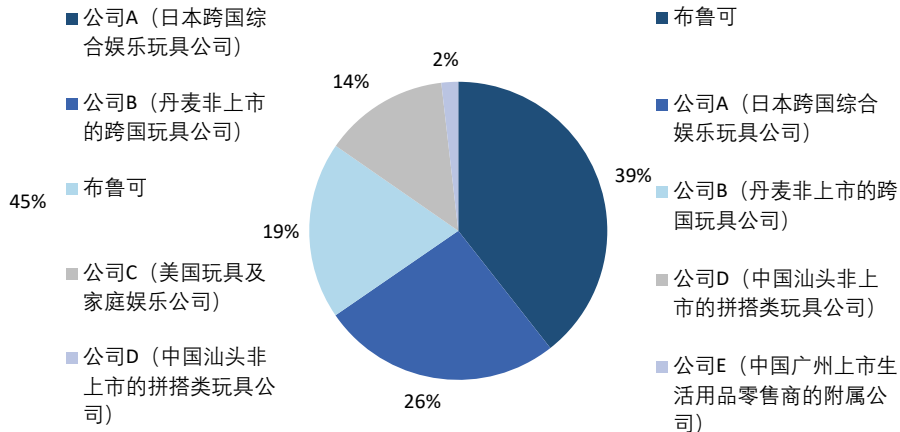
竞争格局：海外龙头占据全球高份额，布鲁可国内领先

- 全球拼搭角色类玩具市场集中度较高，按2023年GMV计，前五大企业占总市场份额的87.1%，知名跨国玩具公司日本公司（45%）、丹麦公司（41%）占据较大份额。
- 我国拼搭角色类玩具市场集中度也较高，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总共达到76.9%，布鲁可份额约39%排名第一，后续分别为日本公司（26%）、丹麦公司（19%）。
- 日本万代是一家全球知名的综合娱乐公司，其业务结构由玩具与数字内容（主要为电子游戏、手游）构成，公司历史上通过合并由单一的玩具制造销售厂商演变为集数字内容开发与产品销售为一体的综合娱乐公司，并以IP为重心带动其他业务的商业化发展。但万代目前日本国内营收占比较大，达到约70%。

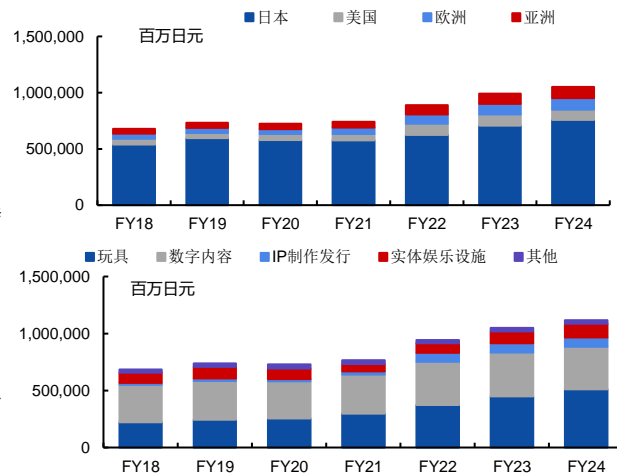
图：2023年全球拼搭角色类玩具市场参与者份额



图：2023年中国拼搭角色类玩具市场参与者份额



图：万代分地区/分产品营收结构

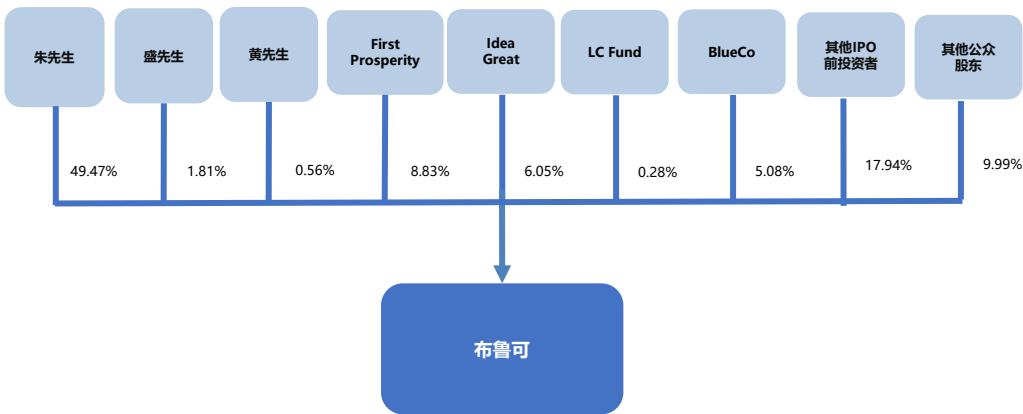


- 行业：拼搭角色类玩具是增长最快的细分品类
- 布鲁可：中国拼搭领航者，IP+玩法扩圈可期
 - 优势：好看不贵，定价与品控的极致
渠道布局广
高效全局的持续粉丝运营
 - 驱动：储备/次新IP动能充足
品类、玩法与用户扩大
IP玩具出海值得期待
- 投资建议
- 风险提示

布鲁可公司简介：管理层注重研发创新与行业洞察

- 布鲁可创立于2014年12月，公司创始人、董事长兼首席执行官朱先生创立布鲁可科技。2021年公司获得设计、开发、生产及销售奥特曼IP拼搭角色类玩具的权利，2022年公司推出拼搭角色类玩具。2023年公司持续扩大IP矩阵，取得全球多个国家的IP授权，包括海外市场推出拼搭角色类玩具。
- IPO后，创始人朱先生直接、间接持股约49.5%，股权激励平台First Prosperity平台持股8.83%，公众持股约9.99%。
- **由于意识到本土玩具行业存在的诸多问题，朱先生决定进入玩具领域：**“中国（玩具市场）基本是被大多数外资品牌霸占了，中国品牌比较低端，且大多数（产品）是山寨，这个挺可悲的。我也与很多中国做玩具的老板聊过，他们大多不觉得山寨是坏的，这是现状。”公司创始人朱先生曾任职于游族网络，主要从事研发管理工作，创立布鲁可后重视产品研发，对行业趋势、品类创新、商业开拓与合作具有深刻洞察。执行董事曾任职于英特尔，从事教育类产品设计研发。

图：布鲁可IPO后股权结构



表：布鲁可管理层简介

| 姓名 | 年龄 | 职位 | 履历 |
|-------|----|----------------|---|
| 朱伟松先生 | 42 | 董事长、执行董事兼首席执行官 | 2009年5月联合创立了上海游族信息技术有限公司，自其成立起至2015年2月担任首席技术官，主要负责研发管理工作；生于2014年6月至2016年4月担任游族网络股份有限公司监事会主席。朱先生一直高度重视产品研发，对行业趋势、品类创新、商业开拓与合作具有深刻洞察 |
| 盛晓峰先生 | 46 | 执行董事兼总裁 | 盛先生在用户洞察、产品创新及商业化方面拥有约20年的深厚经验。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，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 |
| 谢磊先生 | 47 | 副总裁 | 负责产品研发和设计。在产品领域拥有超过20年经验。于2005年10月至2008年12月于千方工业设计（上海）有限公司担任设计总监并自2003年2月至2005年1月于伊莱克斯（中国）电器有限公司担任设计主管 |
| 黄政先生 | 44 | 副总裁 | 负责人力资源管理及行政工作。2012年6月至2016年12月任职于东方明珠新媒体股份有限公司，曾担任行政总经理，并于2001年7月至2012年6月任职于上海广播电视台及下属公司，曾担任少儿频道人力资源部主任及办公室主任 |
| 付颖方女士 | 50 | 首席财务官 | 负责本集团的会计和财务管理工作。于2020年11月至2023年1月担任瑞幸咖啡（上海）有限公司和瑞幸咖啡科技（海南）有限公司财务副总裁。2018年1月至2020年10月担任哔哩哔哩股份有限公司和纳斯达克附属公司上海哔哩哔哩科技有限公司高级财务总监。付女士于2013年9月至2017年7月担任传统网络科技（上海）有限公司、于2010年9月至2013年9月担任合一网络技术（北京）有限公司高级财务总监，此两家公司均为优酷土豆集团附属公司。 |
| 朱元成先生 | 38 | 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。2019年6月至2020年12月担任四川信托有限公司业务部门总经理、于2016年5月至2019年3月担任国家电力投资集团有限公司附属公司中电投先融（上海）资产管理有限公司金融合作部负责人，并于2014年8月至2016年4月担任中泰信托有限责任公司高级信托经理 |

布鲁可公司简介： 公司IPO发行及募投计划

- **公司上市募投计划主要分为研发设计、生产、IP、营销方面。**公司本次计划发行2412万股，募资规模约12.9亿港元，募资所得注重于产品端、IP及营销投入，包括扩大研发人员、设立自有工厂、增强IP合作能力、扩大海外市场、设立旗舰店等规划。

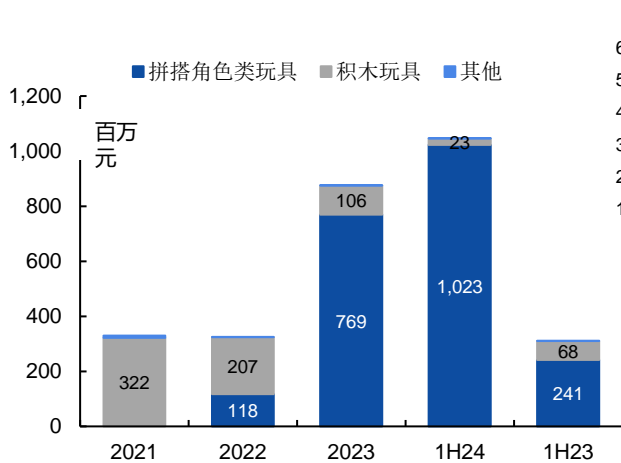
表：布鲁可募投资金用途计划

| 项目 | 金额 (百万港元) | 募投资金占比 | 明细 |
|-------------|-----------|--------|---|
| 研发设计 | 323 | 25% | 增强产品设计及开发相关的研发能力，的研发能力，计划于2027年前额外聘用约400名研发雇员，并提供具竞争力的薪酬待遇 |
| 生产 | 323 | 25% | 投资核心生产资源（例如模具）和专注生产拼搭角色类玩具的自有规模化工厂 |
| 其中：模具 | 194 | 15% | 模具核心生产资源的投资 |
| 其中：产能 | 129 | 10% | 建设自有产能的部分支出，自营工厂将于2026年年底前后竣工，设计产能为每月约九百万件 |
| IP | 259 | 20% | 进一步丰富IP矩阵、合作 |
| 其中：动画投资 | 65 | 5% | 持续投资与自有IP相关的、以动画为主要形式的内容制作 |
| 其中：IP合作 | 129 | 10% | 增强IP的合作开发，与在IP开发及商业化方面经验丰富的选定知名IP授权方共同投资IP内容以加深合作。通过有关共同投资，旨在建立及加强与IP授权方的战略合作，并创造及开发能以更有利的商业条款使用的IP |
| 其中：巩固拓展IP矩阵 | 65 | 5% | 在全球范围内与更多优质且广受欢迎的IP达成新的授权合作的同时，通过延长授权年限、拓展IP授权的产品类型和地域范围等方式巩固与现已获得授权的知名IP的合作关系 |
| 营销 | 259 | 20% | 销售和营销活动，尤其是内容驱动的营销活动，以提高品牌的知名度和产品的受欢迎度 |
| 其中：推广建店 | 129 | 10% | 中国及海外市场的市场推广。在美国、欧洲国家以及新加坡、马来西亚及泰国等东南亚国家建立及增强海外业务；计划于2025年在选定的一线城市开设一家旗舰店，并于2026年开设2-4家旗舰店。 |
| 其中：销售人才 | 129 | 10% | 扩大销售和营销团队及其他与销售和市场推广相关的支出，招募和留存在销售及营销尤其是线下渠道和海外市场扩张方面拥有丰富经验的人员，计划于2025年前额外聘用至少50名销售和营销雇员，并提供具竞争力的薪酬待遇 |
| 运营 | 129 | 10% | 营运资金和其他一般企业用途 |
| 合计 | 1294 | | |

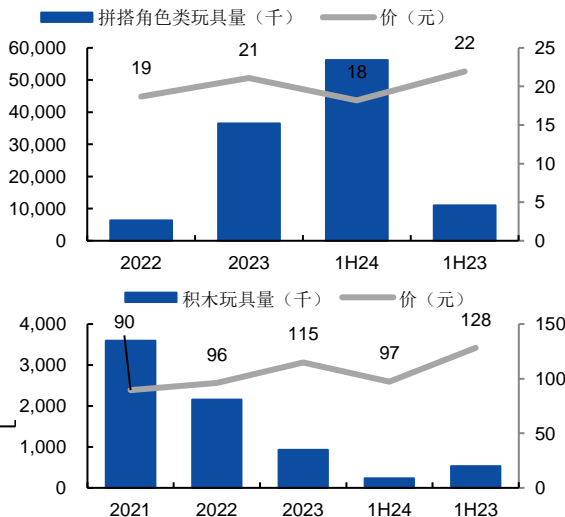
优势1：好看 不贵，品控与定价平衡做到极致

- **公司目前产品结构以拼搭角色类玩具为主，出厂定价相对平稳。**截止1H24公司拼搭角色类玩具实现营收10亿元，同比+324%，随着公司聚焦拼搭类产品、积木销售有所下降。公司拼搭类价格相对平稳。
- **成本结构主要为产品生产、授权费成本，近年规模扩大下毛利率提升。**1H24公司营业成本构成主要为外包生产采购（占收入36%）、授权费（8.7%）、物流成本（1.6%）、折旧（1.1%）。由于公司2023-1H24营收快速增长，各项成本均有摊薄，生产端能够大规模提供高质量的19.9元的平价产品，1H24毛利率达53%，截止2024年前三季度毛利率为53.2%。

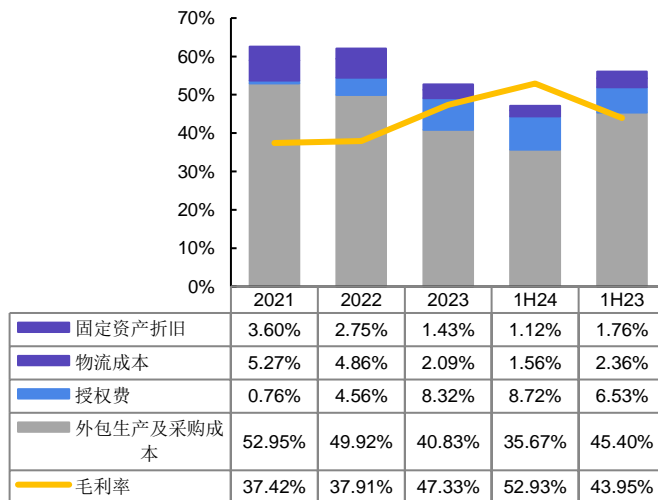
图：布鲁可分产品营收结构



图：布鲁可拼搭/积木出货量价



图：布鲁可营业成本构成（成本项目/收入）



资料来源：布鲁可招股说明书，华福证券研究所

优势1：好看 不贵，品控与定价平衡做到极致

- **总部负责设计研发 (DFM)，合作工厂生产：**公司拥有331人的研发团队，负责产品开发及（自有）IP开发，公司对IP及竞争格局的深刻了解，设计初步三维模型，并确定规划产品的形式、目标定价、成本以及开发计划。结构设计阶段确定规划产品的颜色、材料及表面处理，旨在传达原IP的主题，确保产品质量，公司会确定标准零件和特征零件的数量、形状以及它们彼此相互连接的方式，旨在兼具可行性且最具成本效益，以实现概念性设计。最终与合作工厂深度讨论DFM，并进入模具的制作阶段；待模具制作完成后，与专业合作工厂开始大规模生产产品。
- 公司计划开设自营工厂，预计2026年年底前后竣工，产能900万件/月。
- **拼搭产品由特征零件、标准零件构成，产品兼顾个性化 & 标准化规模化。**公司标准零件和特征零件的结合的连接方式拥有专利，不仅让产品体系的原创性受到保护，而且让大量拼搭零件在独特的产品体系内高度兼容，特殊零件+标准件的产品组成也有助于生产的规模和标准化。

图：布鲁可研发、与合作工厂生产流程



图：布鲁可产品分为特征零件、标准零件



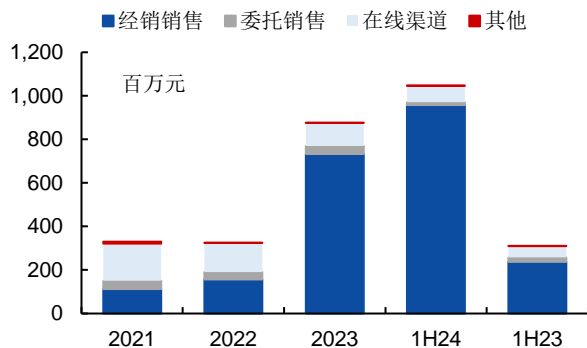
图：布鲁可运营体系



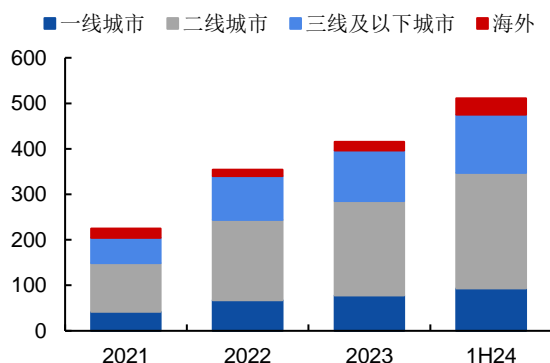
优势2：渠道触达空间广

- **经销商渠道为主，多数分部在二线及三线以下城市。**随着公司于2022年开始推出拼搭角色类玩具，开始转向以经销商为核心的线下销售渠道，1H24经销商渠道营收9.6亿元（+302%），营收占比九成以上。从经销商分布看，一线城市数量占比约18%，二线占比为50%，7%为海外，剩余为三级及以下。截止1H24公司直接管理的经销商约511家。截止1Q24公司体系中线下覆盖网点超14万家。公司对经销商返利约其销售额的1-2%，一般不给予账期为发货前付款，但也向23%左右资质较好经销商给予1-3个月账期。
- **委托销售主要为母婴、商超等大KA。**公司委托销售渠道近年占比稳定约1%左右，主要为玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛、711等。
- **电商占比下降。**22年后公司电商占比自40-50%降低至10%以内，主要在天猫、京东、抖音、拼多多、微信小程序旗舰店。线下经销商亦可线上开店销售。
- 未来公司也计划于2025年在选定的一线城市开设一家旗舰店，并于2026年开设2-4家旗舰店，旗舰店可作为实体接触点，客户可亲身体验产品并提供实时反应及意见。

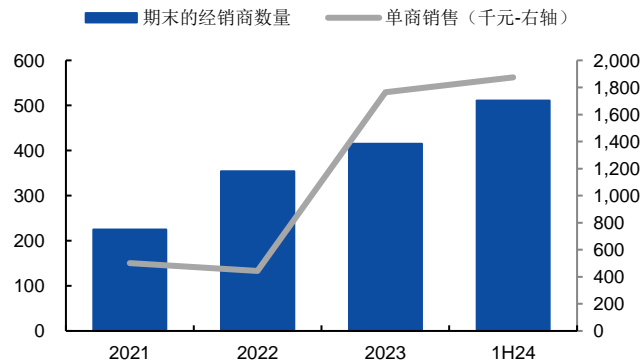
图：布鲁可营收分渠道



图：布鲁可经销商数量分城市层级



图：布鲁可经销商数量及单商收入

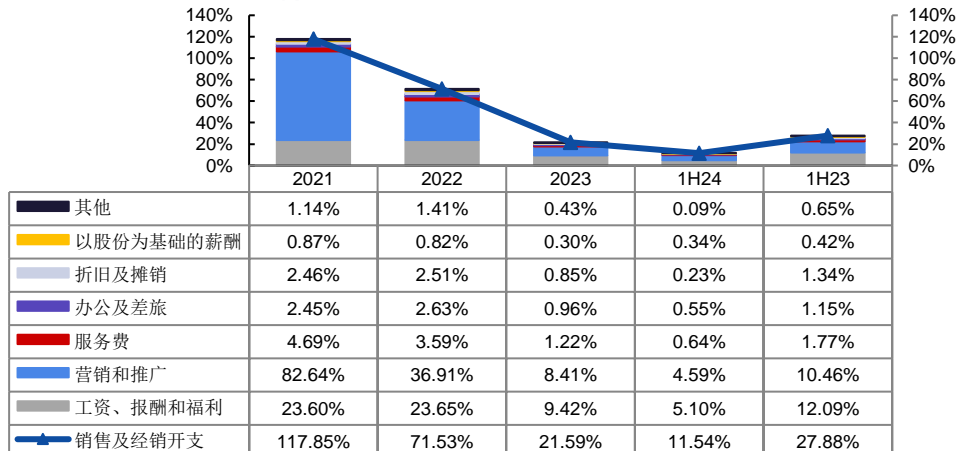


资料来源：布鲁可招股说明书，华福证券研究所

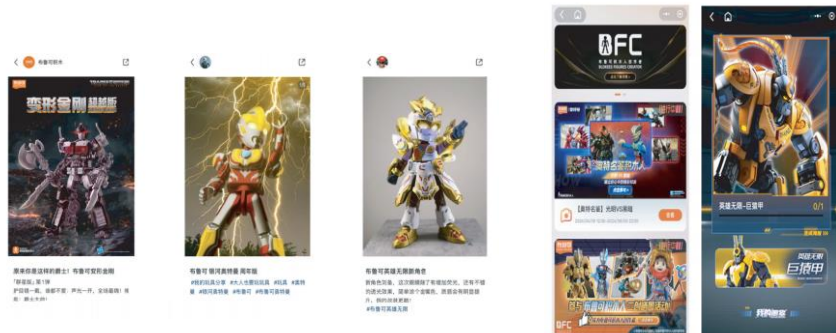
优势3：注重粉丝运营、内容营销

- **营销开支相对较低，高效率KOL/粉丝运营。**截止1H24公司销售费用率为11.5%，历史上随着规模快速扩大摊薄效果明显。目前销售费用主要由工资（占收入5%）、营销和推广（5%）构成。由于角色类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。另外，公司也利用基于IP的拼搭角色类玩具的这些独特特征，采用内容驱动的互联网营销策略，有效触达。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KOL、KOC营销方面，**与公司合作的KOL和KOC会突出产品优势并发布产品内容，包括酷炫外观和全新工艺等新品特点，二次创作内容，IP影视经典主题的复刻和产品体验感等，以激发消费者生态圈的活跃度。目前公司已与全网900多名KOL和KOC合作。
- **在粉丝运营方面，**公司积极吸纳粉丝和BFC群体（对产品进行二次创作或者制作与产品相关的创意性内容，并将其成果进行分享的人士），社群的运营提高了大量消费者在生态圈的活跃度并吸引了大量新的消费者加入生态圈，并将一部分消费者转化为粉丝和BFC。

图：布鲁可销售费用构成及收入占比



图：布鲁可内容营销示意图



驱动1：热门IP爆款表现突出，IP储备丰富

- **目前IP储备包括多个热门日系、美系、国潮。**公司已成为全球知名IP版权方的优选合作伙伴，目前公司共有50个授权IP，并正就超过25个IP进行IP授权安排的磋商。
- 与IP方的协议一般1-3年，不自动续期，但历史上公司已成功在费率并无大幅增加的情况下续约或延长授权（例如奥特曼、变形金刚已成功续期）。版权方或授权方更换现有IP授权合作伙伴可能破坏IP版权方已建立的授权网络，并消耗大量资源以寻找与现有合作伙伴在行业地位、研发能力、声誉、企业形象及发展策略方面相匹配的替代合作伙伴，从而导致高替代成本。因此，IP拥有方通常会选择与满意的合作伙伴重续协议。

表：布鲁可目前授权IP

| 日系 | | | | 美系 | | | |
|---------|--------------|-----------------|-------|-------------|-------|---------------------|-------|
| IP | 对手方 | 授权区域 | 到期 | IP | 对手方 | 授权区域 | 到期 |
| 奥特曼 | IP授权方 | 中国 | 2027年 | 变形金刚 | IP版权方 | 全球超过50个国家 | 2028年 |
| | | 北美洲、欧洲及在亚洲的部分地区 | 2025年 | 漫威：无限传奇及小蜘蛛 | IP版权方 | 在亚洲的九个国家 | 2025年 |
| 火影忍者 | IP授权方 | 中国 | 2025年 | 小黄人 | IP版权方 | 全球超过150个国家 | 2027年 |
| 宝可梦 | IP授权方及IP 版权方 | 中国 | 2025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 |
| 三丽鸥 | IP授权方 | 中国 | 2027年 | 哈利·波特和DC | IP版权方 | 中国 | 2027年 |
| 圣斗士星矢 | IP授权方 | 中国 | 2026年 | 星球大战 | IP版权方 | 中国 | 2028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 | 三体 | IP版权方 | 中国 | 2027年 |
| 超级战队 | IP授权方 | 中国 | 2025年 | 斗罗大陆 | IP版权方 | 中国 | 2026年 |
| 机动奥特曼 | IP授权方 | 中国 | 2026年 | 王者荣耀 | IP版权方 | 中国 | 2026年 |
| 幽游白书 | IP授权方 | 中国及若干亚洲国家 | 2026年 | | | | |

资料来源：布鲁可招股说明书，华福证券研究所

驱动1：热门IP爆款表现突出，IP储备丰富

- **公司产品上新周期短、频率快、数量多、成功率高，25-26年SKU规划倍增。** 在上新周期方面，公司的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。2023-1H24，公司高频度地每季度推出约30至90款SKU。上新数量方面在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（7月假面骑士推首月销售240万件），2023年新推出的绝大多数拼搭角色类玩具SKU目前都在销售。
- **尽管当前奥特曼IP贡献较大，但以变形金刚为例，预计其他储备IP表现也将持续释放。** 截止1H24公司来自奥特曼IP的收入占比约57%，但今年以来其自有IP英雄无限、变形金刚IP的表现同样可观。

| 百万元 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 1H23 |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 总收入 | 330 | 326 | 877 | 1,046 | 310 |
| YOY | | -1% | 169% | 238% | |
| #总SKU | | | | 431 | |
| 自有IP | | 2 | 64 | 173 | 18 |
| YOY | | | 3343% | 836% | |
| 英雄无限 | | 2 | 64 | 170 | 18 |
| YOY | | | | | |
| %占比 | | 0.6% | 7.3% | 16.2% | 6.0% |
| #SKU | | 6 | 30 | 53 | 12 |
| 授权IP | | 116 | 705 | 850 | 223 |
| YOY | | | 509% | 281% | |
| 奥特曼 | | 111 | 557 | 601 | 204 |
| YOY | | | 399% | 195% | |
| %占比 | | 34.2% | 63.5% | 57.4% | 65.8% |
| #SKU | | 95 | 188 | 134 | 142 |
| 变形金刚 | | | 125 | 195 | 5 |
| YOY | | | | 4193% | |
| %占比 | | 0.0% | 14.3% | 18.7% | 1.5% |
| #SKU | | | 36 | 10 | 64 |

驱动2：品类、玩法与用户人群持续扩大

- **品类与用户群体持续扩大。**截止1H24，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6-16岁人群的295款SKU，以及主要面向16岁以上人群的20款SKU。以变形金刚为例，公司11月推出定价人民币9.9元的平价价格带产品变形金刚星辰版，据天猫在售情况，亦有30-100+变形金刚玩具售卖。丰富的价格带对应了不同需求层次的受众，使得公司能够充分挖掘变形金刚这一顶级IP的商业价值。
- 例如奥特曼，针对不同复杂度、规格、设计的价格带，公司按照群星、闪耀、荣耀、传奇、年鉴、纪念版等系列划分，在公司自主知识产权的标准件主体+配件产品设计模式下，能够实现高效SKU迭代+价格区分+高效量产。
- 另外，公司也计划于2026年推出载具类玩具，并于日后推出情景玩具；以多元的拼搭玩具品类、不同拼搭玩具品类间的组合将显著扩大公司玩具的主题场景。而在角色拼搭玩具的玩法方面，除了传统积木人玩法外，公司也扩展了更广泛的玩法，如近期推出的初音未来玩具的玩法是可动人偶+配件玩法，圣斗士、传奇版变形金刚玩具为板件拼搭玩法，宝可梦为预组装可动积木拼搭玩法。

图：布鲁可产品分价格带示意图



图：布鲁可部分产品系列体系



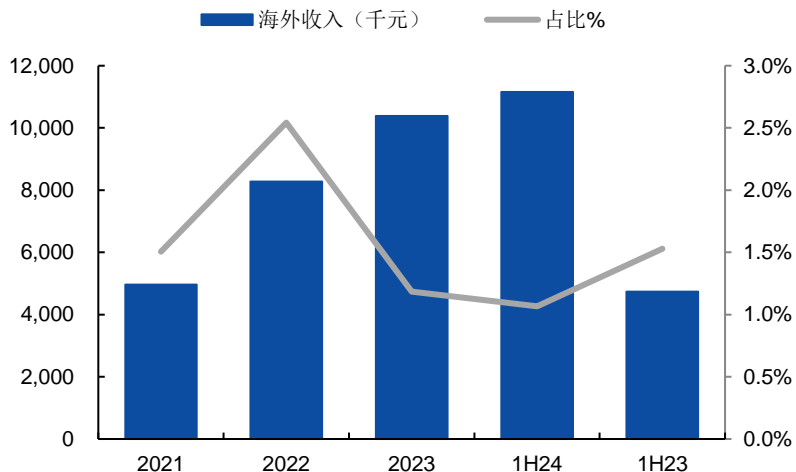
图：布鲁可部分拼搭角色玩具玩法示意图

| 品名 | 玩法 | 价格 (元) | 玩法示意图 |
|----------|-----------|--------|-------|
| 奥特曼群星闪耀版 | 标准+特征件积木人 | 34 | |
| 初音未来奇迹版 | 可动人偶+配件 | 169 | |
| 变形金刚传奇版 | 板件拼搭 | 199 | |
| 宝可梦 | 预组装可动积木拼搭 | 25 | |

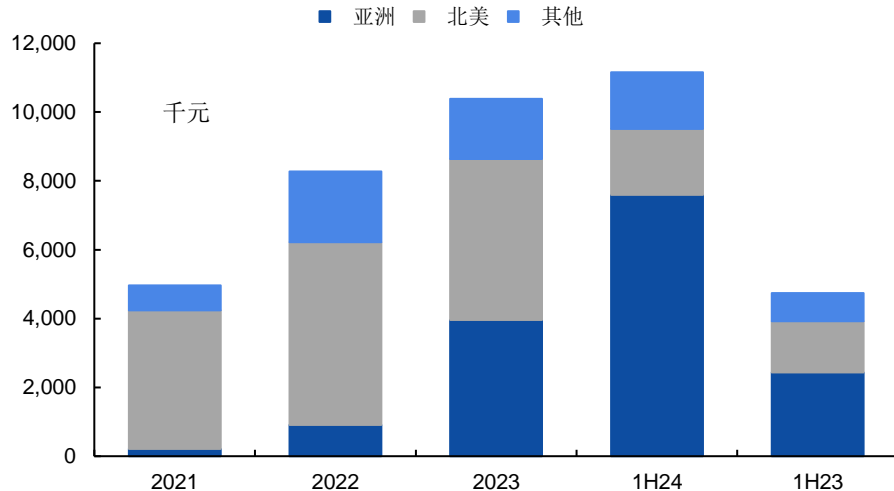
驱动3：拥有热门IP海外版权，出海值得期待

- **目前公司拥有变形金刚、奥特曼、漫威等热门IP海外授权。**截止1H24公司海外收入为1116万元，同比+135%。目前通过海外经销商已进入了包括美国、东南亚和欧洲在内的海外市场。公司目前已拥有变形金刚、奥特曼、漫威等具有全球影响力的IP授权。
- 截止最新招股书，公司对奥特曼IP扩大了在北美、欧洲及亚洲等地的授权区域。扩大了漫威：无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们IP的授权区域，进一步覆盖中国以外的其他八个亚洲国家。小黄人IP已将授权区域扩大至覆盖全球超过150个国家。
- 凭借“好看不贵”的优质产品、在中国市场的领导地位以及逐步扩大的海外IP版权，公司计划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，实现多元、好而不贵、体验极佳的产品在海外市场的销量高速增长。

图：布鲁可海外收入及占比



图：布鲁可海外分地区收入结构



- 行业：拼搭角色类玩具是增长最快的细分品类
- 布鲁可：中国拼搭领航者，IP+玩法扩圈可期
- **投资建议**
- 风险提示

- **建议关注拼搭玩具行业优质供给布鲁可。**布鲁可预计于2025年1月10日港股上市，公司代码0325.HK，总市值约134-146亿港元。若按发售价55.65港元/58港元/60.35港元计，则市值分别约134亿港元/140亿港元/146亿港元。
- 我国拼搭玩具行业目前处于高速增长阶段，正版+物美价廉+好玩的产品供给相对稀缺。布鲁可在行业内占据领先份额，未来有望持续扩宽IP矩阵、SKU数量及用户群体。建议关注港股新股布鲁可。

- 行业：拼搭角色类玩具是增长最快的细分品类
- 布鲁可：中国拼搭领航者，IP+玩法扩圈可期
- 投资建议
- 风险提示

➤ IP授权风险

- 若相关公司无法与IP版权方、授权方成功续约，则可能影响IP授权玩具产品的销售。

➤ 消费情绪及市场需求变化风险

- 若国内对拼搭玩具产品的消费情绪、需求存在变化，则可能对行业需求造成不利的影响。

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

