

布鲁可（00325）

引领中国 IP 玩具事业发展

中国拼搭角色类玩具的领导者

凭借角色拼搭玩具销量增长，实现业绩显著增长。2022 至 2024 年 Q1-Q3，公司营收分别为 3.26/8.77/16.29 亿元，同比变化分别为-1.3%/169%/177%，显示出强劲的收入增长。公司成功将主营业务从积木玩具转型为角色拼搭玩具，2024 年上半年角色拼搭玩具贡献了 98% 的收入。毛利率从 2022 年的 38% 提升至 2024 年上半年的 53%，经调整净利率也由负转正至 28%，显著提高了盈利能力。自有 IP 英雄无限毛利率高达 62%，超过其他 IP，展现了公司在自有 IP 运营管理上的能力。

尽享产业发展优势

公司 IP 资源丰富。公司已成功推出两个自有 IP，包括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，截至 2024 年 6 月 30 日，公司的百变布鲁可及英雄无限动画系列以推流或点击方式累计播放量超过 152 亿次，总粉丝量超过 500 万，共有 103 款在售 SKU。同时公司已从 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、火影忍者等，丰富的 IP 矩阵使公司能够触达多年龄段以及不同性别的全球消费者。

具备基于一体化研发和生产能力。公司研发以用户为核心、注重用户反馈和用户体验，将消费者洞察贯穿产品设计到上市的全流程。受益于中国丰富、优质和高性价比的生产资源，公司严格筛选和管理生产方，与业内领先的第三方代工厂进行品类独家的长期合作，打造了技术领先的专业生产拼搭角色类玩具的合作工厂体系。

实施以内容驱动的互联网营销策略，助力打造多渠道网络。利用基于 IP 的拼搭角色类玩具的独特特征，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。

公司的消费者可成为公司在各个电商平台（如天猫、京东、抖音及拼多多）旗舰店的会员。截至 2024 年 6 月 30 日，公司整个电商旗舰店拥有超过 880 万名粉丝。

朝阳行业加速成长

全球玩具市场从 2019 年的 6312 亿元增长至 2023 年的 7731 亿元，年均复合增长率为 5.2%，预计到 2028 年将达到 9937 亿元，年均复合增长率为 5.1%，拼搭角色类玩具市场是全球玩具行业增速最快、极具发展前景的细分市场。

在全球拼搭角色类玩具市场中，2023 年的数据显示行业集中度较高，前两大国际玩具品牌占据了 75.4% 的市场份额。中国品牌布鲁可位列第三，拥有约 6% 的全球市场占有率。在中国市场，布鲁可作为该领域的领军企业，2023 年 GMV 达到约 18 亿元，以约 30% 的市占率位居榜首，同增超过 170%。

首次覆盖，给予“买入”评级

公司是中国拼搭角色类玩具的领导者，公司在产品设计及生产领域积累了知识，同时在中国建立了多渠道销售网络，形成了全面且覆盖广泛的消费者触达，有望进一步依靠渠道优势抢占市场份额。我们预期 24-26 年收入分别为 22/37/52 亿人民币，经调整归母净利润 6.2/9.6/14.8 亿元，给予 25 年 28xPE-32xPE，对应目标价约为 118-135 港元，给予“买入”评级。

风险提示：宏观环境变化风险、IP 受欢迎程度降低风险、IP 授权到期解约风险、市场竞争加剧风险、海外市场拓展不及预期风险。

证券研究报告
2025 年 01 月 21 日

投资评级

行业	非必需性消费/家庭电器及用品
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	90.2 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	245.09
港股总市值(百万港元)	22,107.14
每股净资产(港元)	-10.99
资产负债率(%)	232.60
一年内最高/最低(港元)	109.90/81.90

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

曹睿 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523020003
caorui@tfzq.com

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

张彤 联系人
zhangtong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 中国拼搭角色类玩具的领导者	4
1.1. 中国最大及领先的拼搭角色类玩具企业	4
1.2. 近两年收入业绩快速增长	6
1.3. 公司股权集中，管理层经验丰富	7
2. 尽享产业先发优势	8
2.1. 公司 IP 合作及储备资源丰富	8
2.2. 基于一体化研发与生产的强大产品力	11
2.3. 内容驱动的互联网营销策略助力打造多渠道销售网络	12
2.4. 海外收入渠道拓宽，未来成长可期	13
3. 行业朝阳成长	13
3.1. 全球玩具市场规模大，预计稳定增长	13
3.2. 拼搭角色类玩具市场行业增速最快	14
3.3. 全球及中国拼搭角色类玩具市场高度集中	15
4. 盈利预测与估值	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：公司发展历程梳理，2022 年开始推出拼搭角色类玩具	4
图 2：公司主要产品图	5
图 3：公司着力打造布鲁可体系	5
图 4：公司提供不同层次、不同价位的产品	6
图 5：公司收入保持高增速	6
图 6：公司经调整净利润由负转正	6
图 7：2024 年 H1 营收占比超过 97.8%	7
图 8：拼搭角色类玩具营收不断增长（亿元）	7
图 9：公司毛利率不断攀升（%）	7
图 10：四项费率减少趋势明显（%）	7
图 11：招股书披露重组完成后的公司股权架构	8
图 12：公司拥有的主要 IP 矩阵	9
图 13：奥特曼群星版各系列产品上市首季度销量（千件）	9
图 14：2023 年奥特曼销量增长强劲（千件）	10
图 15：三大 IP 价格保持相对稳定（元）	10
图 16：公司根据 IP 划分收入结构（%）	10
图 17：公司根据 IP 划分毛利率（%）	10
图 18：公司合作工厂	11
图 19：线上收入及占比（单位：亿元，%）	12
图 20：经销渠道营收占比（%）	13
图 21：经销商逐渐向三线城市下沉（个）	13

图 22：海外营收不断增长	13
图 23：全球及中国玩具市场规模不断增长	14
图 24：全球及中国拼搭玩具类渗透率预计不断增长	14
图 25：公司在全球拼搭角色类玩具市场中分别排名第三	15
图 26：公司是中国最大的拼搭角色类玩具市场参与者	15
表 1：拼搭角色类玩具主要 IP 信息	11
表 2：收入拆分（单位：亿元）	16
表 3：可比公司 PE 一致预测（截止 2025/1/20 日收盘）	16

1. 中国拼搭角色类玩具的领导者

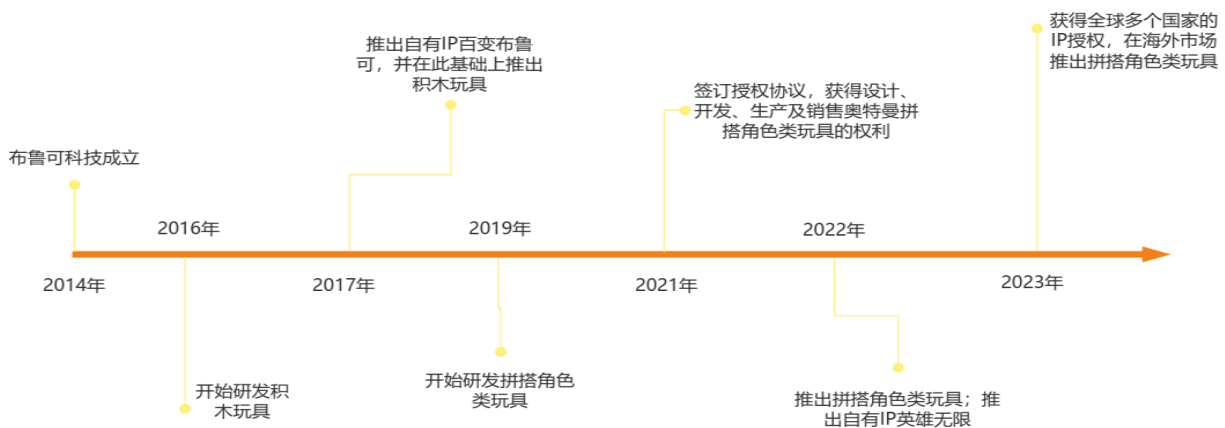
1.1. 中国最大及领先的拼搭角色类玩具企业

公司是中国最大及领先的拼搭角色类玩具企业，细分市场份额排名第一。公司的拼搭角色类玩具不仅高度还原 IP 角色，同时通过强大的产品力与供应链能力的结合保持低成本优势并且能够持续开拓玩具品类。2022 年开始推出拼搭角色类玩具，转向以经销商为核心的线下销售渠道。根据弗若斯特沙利文的数据，公司是中国最大及领先的拼搭角色类玩具企业，于 2023 年实现约人民币 18 亿元 GMV，增长超过 170%，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%，在全球拼搭角色类玩具市场中排名第三，市场份额为 6.3%。

布鲁可主营拼搭角色类玩具，形成广泛消费者触达。公司通过 500 多个专利布局、原创 IP 能力和与约 50 个知名 IP 的非独家合作关系，聚焦为消费者提供好而不贵的广泛拼搭角色类玩具产品并取得了快速成长。公司在中国建立了多渠道销售网络，形成了全面且覆盖广泛的消费者触达。

公司 2022 年开始推出拼搭角色类玩具。从 2016 年起，公司致力于拼搭类玩具的设计、开发及销售。从积木玩具开始积累丰富的拼搭类玩具知识，为扩大产品组合奠定了坚实的基础。其后，看到对结合高参与度的拼搭过程及具备强大而忠实粉丝基础的受欢迎 IP 角色玩具的强劲需求所带来的增长潜力，公司战略性丰富产品组合，2019 年开始研发拼搭角色类玩具，并于 2022 年开始推出。

图 1：公司发展历程梳理，2022 年开始推出拼搭角色类玩具



资料来源：招股书，天风证券研究所

公司主要提供拼搭角色类玩具，其次是积木玩具。公司自 2022 年 1 月开始推出拼搭角色类玩具，市场反馈积极。拼搭角色类玩具能够规模化地高效实现 IP 商业化，并使公司成为众多知名 IP 版权方的优选合作伙伴。目前公司旗下拼搭角色类玩具 IP 主要包括奥特曼、变形金刚、英雄无限等。公司还提供积木玩具，如为 6 岁以下儿童设计的大颗粒积木。这些玩具的结构相对简单，更适合儿童的拼搭体验，也更安全。截至 2024 年 6 月 30 日，公司有 110 款积木玩具 SKU 在售（包括百变布鲁可 IP 下的 43 款 SKU）。

图 2：公司主要产品图



资料来源：招股书，天风证券研究所

产品方法上打造布鲁可体系，形成消费生态圈。公司采用的产品方法为消费者在广受欢迎的角色类玩具市场提供新选择。通过采用标准及特征零件的最佳组合的产品方法，角色类玩具高度还原了 IP 角色的神韵，并且具有好玩的拼搭体验和容易被接受的价格。公司围绕产品方法已打造布鲁可体系，包括产品设计、研发和生产的标准化，自成一体的产品体系及消费者生态圈。在不同型号的产品中使用标准零件提升了设计及生产效率，从而使公司能够提供好而不贵的玩具。

积木玩具及拼搭角色类玩具（均为拼搭类玩具）在产品设计及生产方面有许多相似之处。积木玩具及拼搭角色类玩具均采用标准零件的概念，具有与各种产品兼容的零件，且涉及拼搭及接口。此外，积木玩具及拼搭类玩具的原材料及生产流程相似，这使公司能够利用在生产及供应链管理方面的特长、知识及已建立的关系打造标准化的运营体系。

图 3：公司着力打造布鲁可体系



资料来源：招股书，天风证券研究所

SKU 数量丰富，价格带较宽。公司主要提供拼搭角色类玩具基于对好玩体验和创造力的热衷，公司将精湛的产品设计能力与公司丰富的 IP 矩阵相结合，开发的产品覆盖广泛人群、价位及全球的消费者。截止 2024H1 公司有 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。定价策略上，公司产品的价格根据设计、材料、尺寸、授权费、生产成本及同类产品的现行市价等因素确定。公司提供不同层次、不同价位的产品，以迎合不同消费者的偏好。公司的拼搭角色类玩具的建议零售价介于人民币 9.9 元至人民币 399 元。利用布鲁可体系，公司能够扩大价格区间，推出更多功能的高价位产品，或者推出吸引更注重性价比的消费者的低价产品。

图 4：公司提供不同层次、不同价位的产品

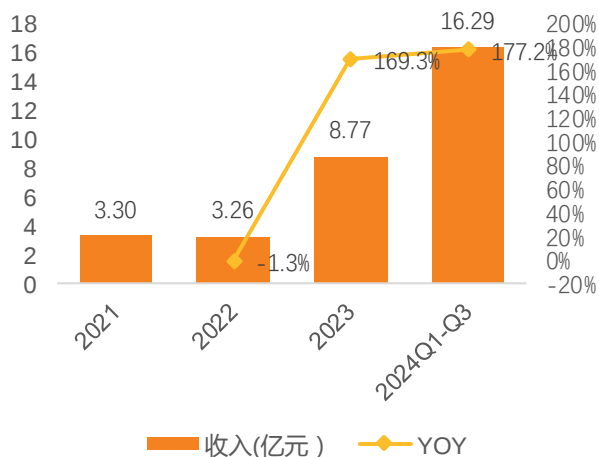


资料来源：招股书，天风证券研究所

1.2. 近两年收入业绩快速增长

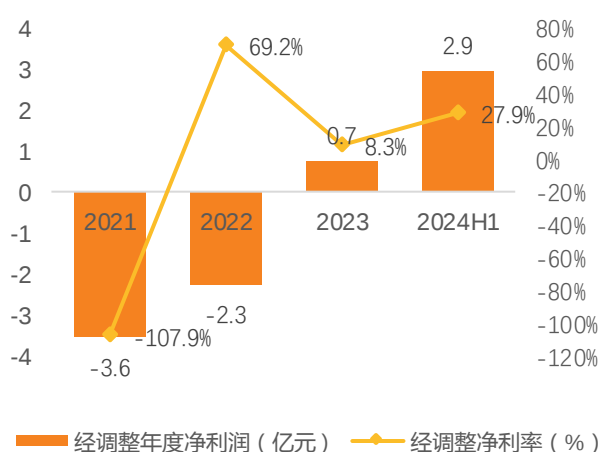
2022 年以后公司收入显著增长，2023 年经调整净利润由负转正。公司 2022 年/2023 年/2024 年前三季度收入分别为 3.26/8.77/16.29 亿人民币，分别同增-1.3%/169%/177%。随着收入和毛利不断增加以及经营成本的减少，公司 2021 年至 2023 年的亏损持续收窄，2023 年转为经调整净利润 0.7 亿人民币，FY24H1 经调整期间利润 2.9 亿人民币。

图 5：公司收入保持高增速



资料来源：招股书，天风证券研究所

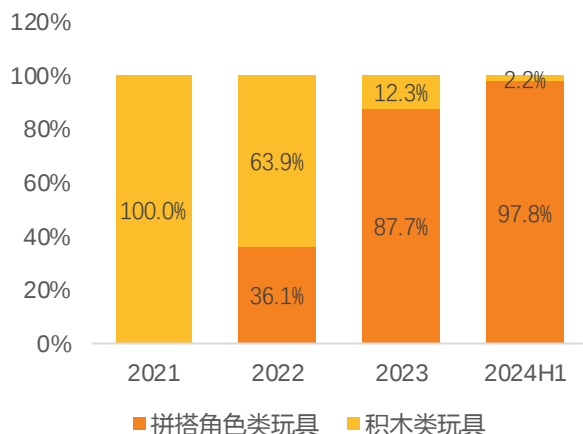
图 6：公司经调整净利润由负转正



资料来源：招股书，天风证券研究所

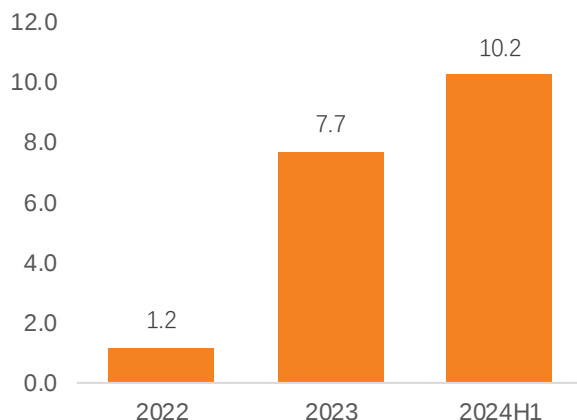
拼搭角色类玩具为营收主要来源，驱动公司业绩增长。公司于 2022 年 1 月开始推出拼搭角色类玩具，营业收入 2022/2023/2024 年 H1 分别为 1.2 亿/7.7 亿/10.2 亿，2023/2024H1 分别同增 553.5%/323.8%，营收占比由 2022 年 36.1%增加至 2024 年 H1 97.8%，成为公司最主要营收来源。

图 7：2024 年 H1 营收占比超过 97.8%



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 8：拼搭角色类玩具营收不断增长（亿元）

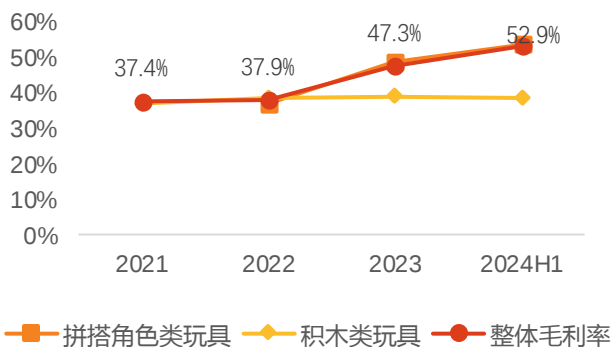


资料来源：招股书，天风证券研究所

规模经济带来毛利率持续提升，公司费用管控能力优秀。毛利率看，由于毛利较高的拼搭角色类玩具收入贡献增加以及公司业务规模增长，公司毛利率从 2021 年 37.4% 增加至 2024 年 H1 的 52.9%，规模经济带来毛利率持续提升。其中，2022 年拼搭角色类玩具的毛利率达到 36.8%，接近于积木玩具。2023 年/2024 年 H1 毛利率进一步增至 48.4%/53.3%，超过同期积木玩具业务毛利率的 38.7%/38.1%，产品结构调整带动公司整体毛利率水平。

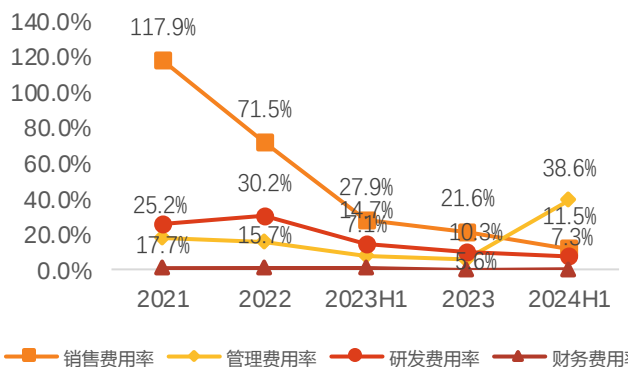
费用率看，公司费用管控能力优秀。公司四项费用率整体呈现明显减少趋势，销售费用率呈现显著减少趋势，从 2021 年的 117.9% 减少到 2024 年上半年的 11.5%。管理费用率在 2021 年至 2023 年上半年呈现减少趋势，在 2024 年上半年有波动增长。研发费用率在 2022 年达到最高点 30.2%，之后在 2023 年减少并保持稳定，财务费用率持续减少，从 2021 年的 0.7% 减少到 2024 年上半年的 0.1%。

图 9：公司毛利率不断攀升 (%)



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 10：四项费率减少趋势明显 (%)



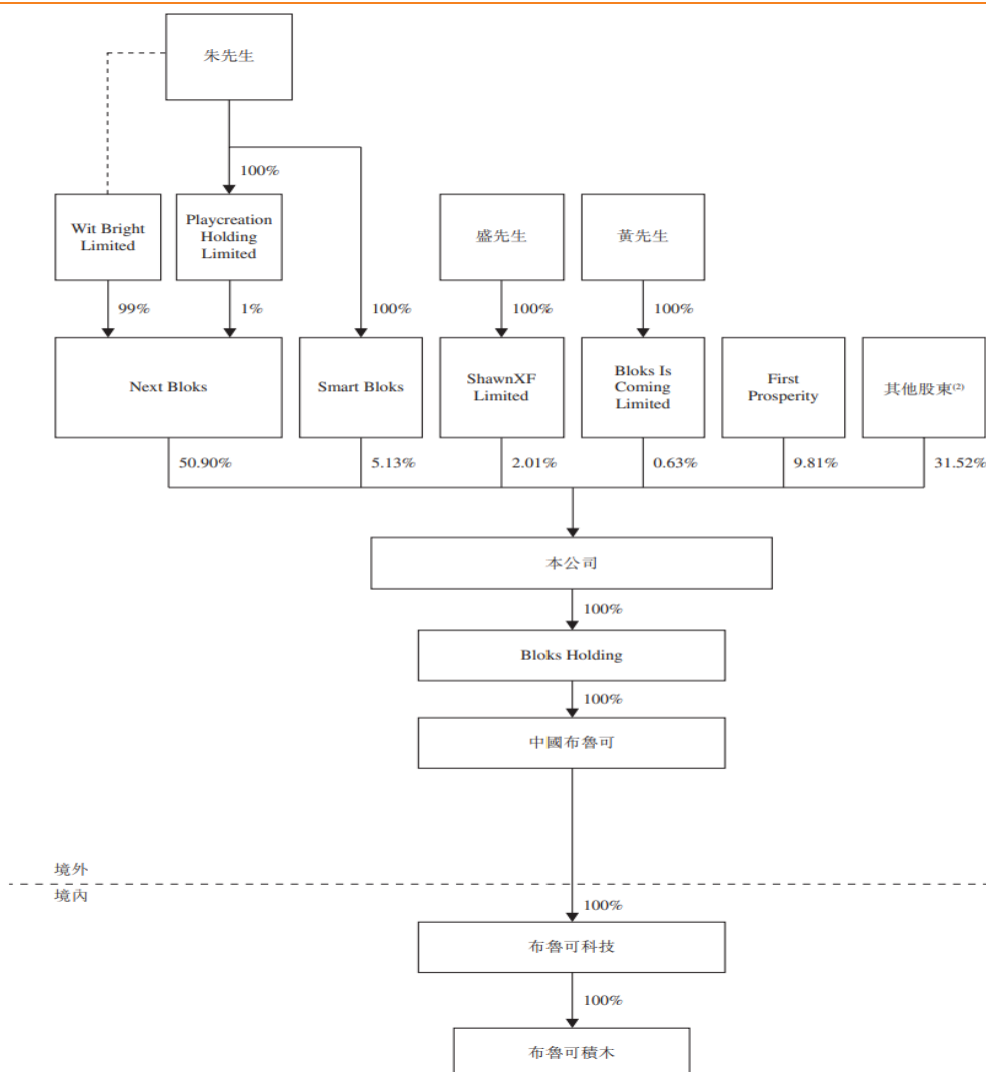
资料来源：招股书，天风证券研究所

1.3. 公司股权集中，管理层经验丰富

公司实控人股权占比 56.03%，曾联合创办游族网络。截至 12 月 15 日公告披露日，公司对外披露股权架构中实控人股权占比达 56.03%，股权相对集中。

公司创始人朱伟松，现任公司董事长、执行董事、首席执行官，主要负责集团的整体战略、业务发展和经营管理。在此之前创始人曾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；于 2014 年 5 月，上海游族信息技术有限公司的业务通过游族网络股份有限公司的重大资产重组在深圳证券交易所上市，之后于 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。创始人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。

图 11：招股书披露重组完成后的公司股权结构



资料来源：招股书，天风证券研究所

2. 尽享产业先发优势

2.1. 公司 IP 合作及储备资源丰富

公司的自有 IP 以及知名的授权 IP 构成了丰富的 IP 矩阵。公司已成功推出两个自有 IP，包括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，截至 2024 年 6 月 30 日，公司的百变布鲁可及英雄无限动画系列以推流或点击方式累计播放量超过 152 亿次，总关注人数超过 500 万，共有 103 款在售 SKU。

同时公司已从 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、火影忍者等，公司亦扩大 IP 在北美、欧洲及亚洲等地的授权区域，丰富的 IP 矩阵使公司能够触达多年龄段以及不同性别的全球消费者。

图 12：公司拥有主要 IP 矩阵

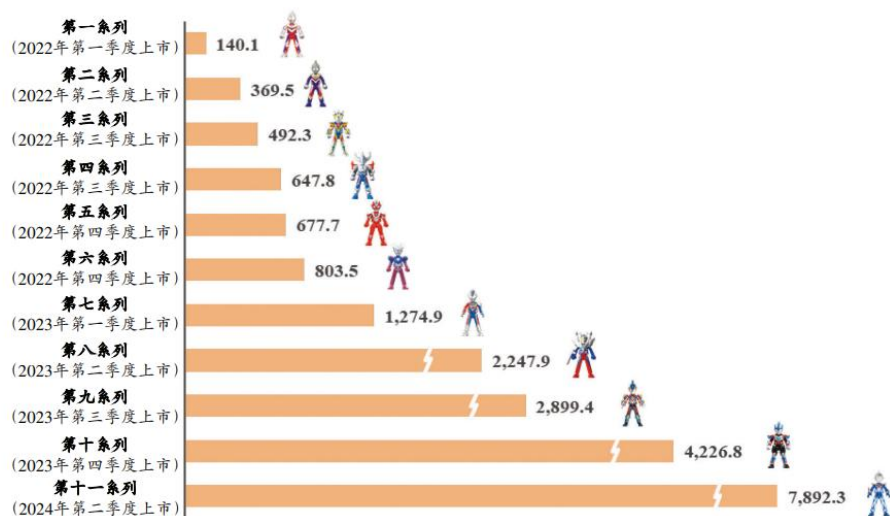


资料来源：招股书，天风证券研究所

奥特曼、变形金刚及英雄无限为公司的前三大 IP。公司的拼搭角色类玩具融入 IP 角色的视觉及叙事元素，截至 2024 年 6 月 30 日，公司有 321 款 SKU 在售，2023 年及以后公司绝大部分 SKU 来自三个 IP 的产品，合计 SKU 数量 251 个，占比超过一半。

公司持续产品创新，推出奥特曼系列新产品。公司在 2022 年推出奥特曼群星版本，此后，公司根据此版本开发并推出 13 个系列的拼搭角色类玩具。截至 2024 年二季度，奥特曼群星版旗下的所有系列的产品均在销售。第十一系列产品于 2024 年 4 月上市后实现了首季销量相较第十系列销量增长达 86.7%。英雄无限的拼搭角色类玩具备受消费者青睐，公司玩具爱好者积极创作并分享视频和帖子，展示他们对产品的热情与体验，这些内容在社交媒体平台上获得了数以百万计的播放量，其中最受欢迎的视频在发布一年内获得了超过两千五百万次的播放量，这些用户生成内容进一步推动了英雄无限 IP 的传播。

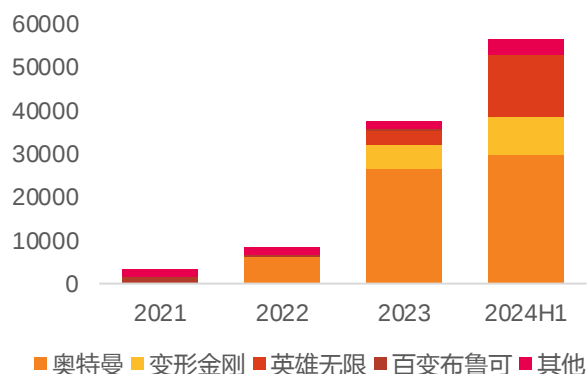
图 13：奥特曼群星版各系列产品上市首季度销量（千件）



资料来源：招股书，天风证券研究所

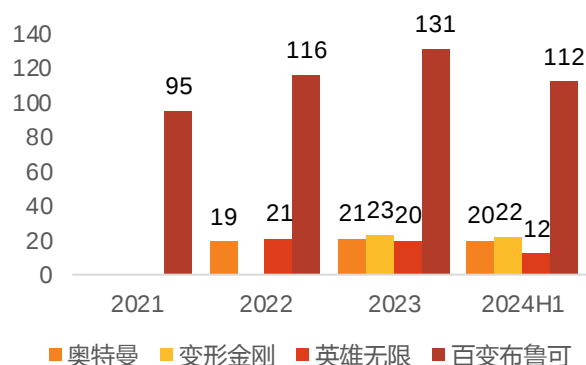
量价上看，拼搭角色类玩具的销量不断增长，2023 年公司的奥特曼拼搭角色类玩具的销量增长强劲，2024 年上半年变形金刚以及英雄无限销量占比提升明显。价格上，奥特曼、变形金刚产品价格保持相对平稳，均价在 15-30 元左右。

图 14：2023 年奥特曼销量增长强劲（千件）



资料来源：招股书，天风证券研究所

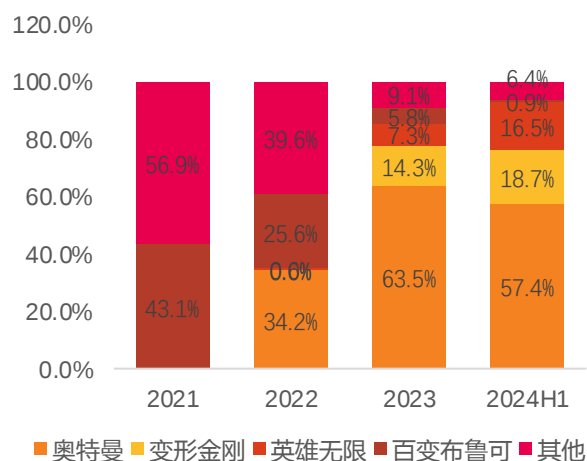
图 15：三大 IP 价格保持相对稳定（元）



资料来源：招股书，天风证券研究所

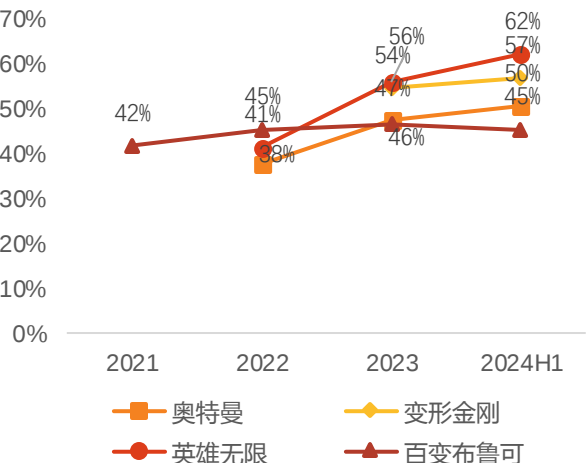
收入结构上看，授权 IP 为主要收入来源，但自有 IP 业务收入占比不断提升。由于英雄无限产品的销量快速增长及变形金刚产品取得成功，导致 2024H1 奥特曼拼搭角色类玩具的收入贡献持续减少。毛利率看，以英雄无限为代表的自有 IP 业务毛利率高于授权业务毛利率，原因为使用公司的自有 IP 无需支付授权费。

图 16：公司根据 IP 划分收入结构（%）



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 17：公司根据 IP 划分毛利率（%）



资料来源：招股书，天风证券研究所

公司与 IP 版权方或授权方保持良好关系。基于授权 IP 的产品所产生的销售额亦为 IP 版权方或授权方提供强大的财务激励以继续与公司的合作关系。因此，公司已成功在费率并无大幅增加的情况下续约或延长主要授权(包括奥特曼及变形金刚)。就奥特曼 IP 而言，自 2021 年以来，公司已成功三次延长授权。目前在中国的奥特曼 IP 授权已延长至 2027 年，且公司正在积极协商将于 2025 年到期的其他国家的授权延期。就变形金刚 IP 而言，公司自 2023 年以来已成功延长一次授权至 2028 年。

表 1：拼搭角色类玩具主要 IP 信息

IP 名称	SKU	IP 来源	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	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、北美、欧洲及在亚洲的部分地区	2027 年 2025 年
变形金刚	64	来自 IP 版权方的非独家授权	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 版权的拥有者，拥有全球业务	全球超 50 个国家	2028 年
英雄无限	53	自有	不适用	不适用	不适用

资料来源：招股书，天风证券研究所

2.2. 基于一体化研发与生产的强大产品力

公司拥有强大和高效的研发团队。截至 2024 年 6 月 30 日，公司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。我们的整个产品设计与开发过程分为三个阶段：(1)概念探索阶段，(2)结构设计阶段，(3)产品原型及 DFM 阶段。公司研发以用户为核心、注重用户反馈和用户体验，将消费者洞察贯穿产品设计到上市的全流程。在产品设计环节，公司通过用户调研和用户参与，不断提升产品的品质和体验感。产品上市后，公司基于用户反馈进行产品迭代，形成闭环来优化产品体验。

受益于中国丰富、优质和高性价比的生产资源，公司严格筛选和管理生产方，与业内领先的第三方代工厂进行品类独家的长期合作，打造了技术领先的专业生产拼搭角色类玩具的合作工厂体系。

图 18：公司合作工厂



资料来源：招股书，天风证券研究所

研发与生产一体化使公司具备强大的产品力，主要体现在：

(1) 产品好而不贵：公司的产品品质高，安全、耐玩、设计精致、拼搭体验稳定、IP 角色神韵的还原度高，且成本具有竞争力，在不同价格带均推出好而不贵的产品。

(2) 高效上新：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，我们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，我们高频度地每季度推出约 30 至 90 款 SKU；在 上新数量方面，我们在 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。

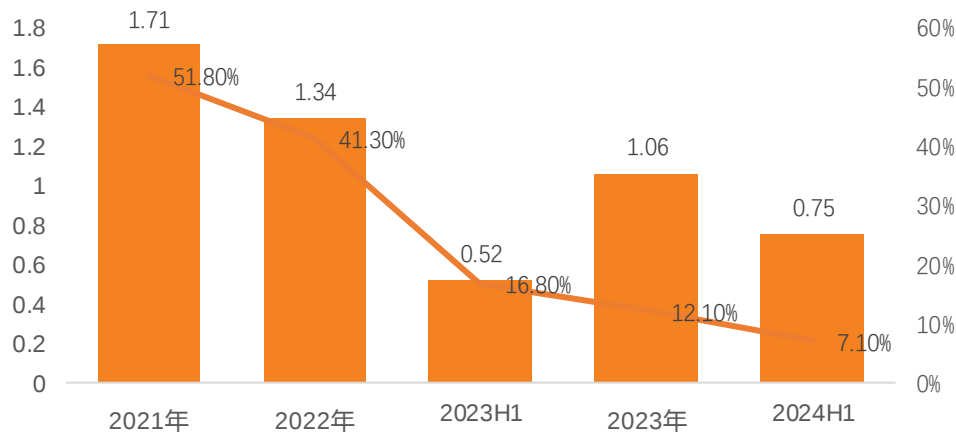
2.3. 内容驱动的互联网营销策略助力打造多渠道销售网络

公司实施以内容驱动的互联网营销策略。利用基于 IP 的拼搭角色类玩具的独特特征，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。公司的消费者可成为公司在各个电商平台（如天猫、京东、抖音及拼多多）旗舰店的会员。截至 2024 年 6 月 30 日，公司整个电商旗舰店拥有超过 880 万名粉丝。

公司线上线下多渠道布局。公司通过多渠道销售网络销售公司的产品，该网络包括线下销售渠道，包括经销商及委托销售，及线上销售渠道，包括各种电商平台。

线上渠道，公司主要通过通过在天猫、京东、抖音、拼多多及中国其他电商平台开设旗舰店，及公司的微信小程序布鲁可积木人 Club 建立线上渠道。公司的线上渠道收入 2021-2023 年分别为 1.71/1.34/1.06 亿人民币，分别占公司总收入的 51.8%/41.3%/12.1%。2024 年 H1 公司线上收入有扩大趋势，达到 0.75 亿，同增 44%，收入占比为 7.1%。

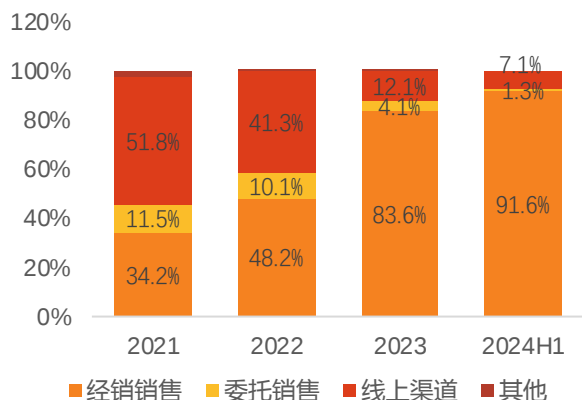
图 19：线上收入及占比（单位：亿元，%）



资料来源：招股书，天风证券研究所

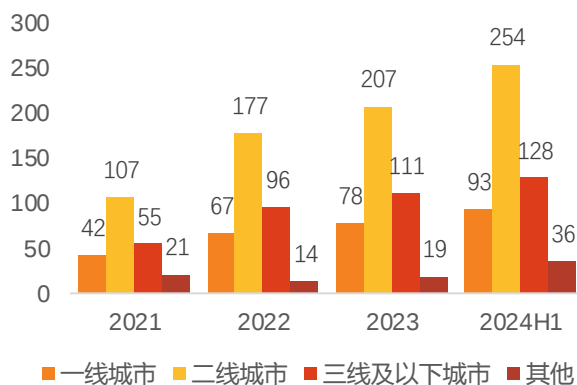
公司于 2022 年转向以经销商为核心的销售渠道，过去三年成为主要渠道收入来源。线下渠道主要包括经销和委托销售，公司通过与超过 450 名经销商的合作，已有效覆盖所有一线与二线城市以及超过 80% 的三线及以下城市。公司的产品在中国的大型商超和专业网点进行销售，包括玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等。2022-2024 年 H1 公司的线下经销销售额分别占总收入的 48.2%/83.6%/91.6%，占比不断提升，成为公司主要渠道收入来源。

图 20：经销渠道营收占比（%）



资料来源：招股书，天风证券研究所

图 21：经销商逐渐向三线城市下沉（个）



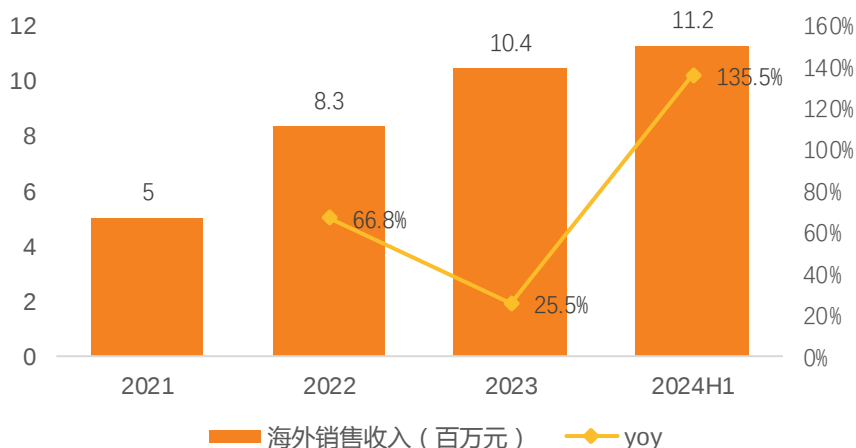
资料来源：招股书，天风证券研究所

2.4. 海外收入渠道拓宽，未来成长可期

除中国外，公司积极布局海外市场销售产品。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。

海外收入增速较快。公司的海外销售收入从 2021 年的人民币 500 万元增长 66.8%至 2022 年 830 万元，并在 2023 年进一步增长 25.5%至 1040 万元。从截至 FY23H1 的 474 万元增长 135.5%至截至 FY24H1 的 1116 万元。

图 22：海外营收不断增长



资料来源：招股书，天风证券研究所

3. 行业朝阳成长

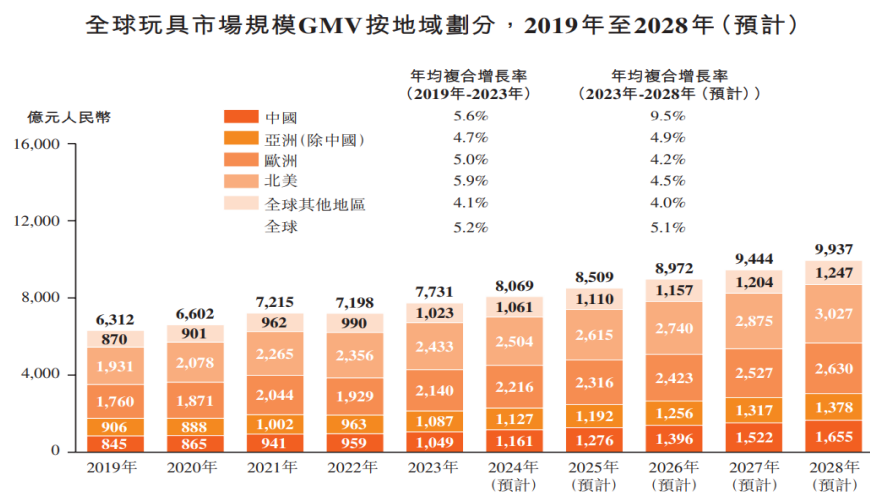
3.1. 全球玩具市场规模大，预计稳定增长

全球玩具市场规模大，并且预计未来将呈现稳定的增长趋势。以 GMV 计算，全球玩具市场的规模从 2019 年的人民币 6312 亿元增长至 2023 年的人民币 7731 亿元，年均复合增长率达到 5.2%，并预期将进一步增长至 2028 年的人民币 9937 亿元，年均复合增长率达到 5.1%。

按地域划分，北美、欧洲、亚洲为前三大玩具市场，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，未来仍有广大的成长空间。

根据弗若斯特沙利文等统计数据，中国玩具市场的年均复合增长率预计将达到 9.5%，市场规模由 2023 年的人民币 1049 亿元增长至 2028 年的人民币 1655 亿元，接近全球玩具市场六分之一的份额。

图 23：全球及中国玩具市场规模不断增长



资料来源：招股书，天风证券研究所

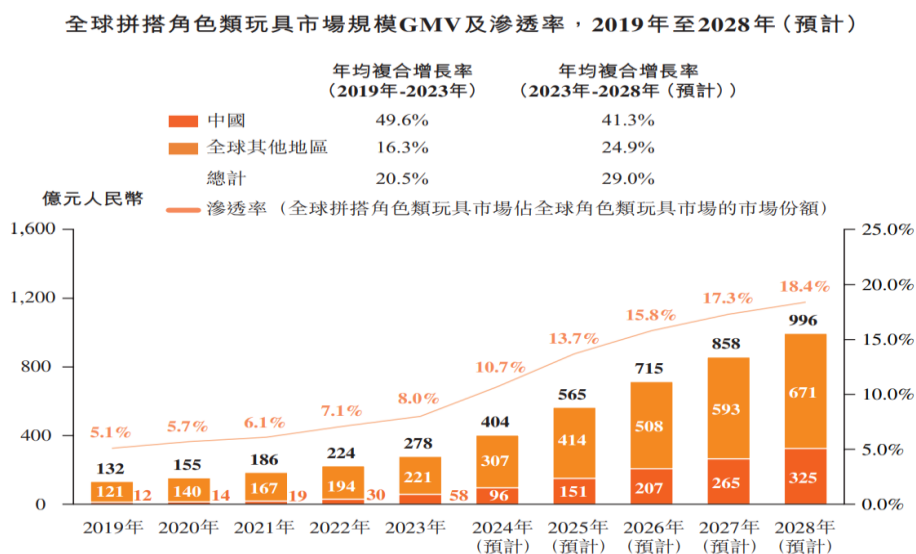
3.2. 拼搭角色类玩具市场行业增速最快

拼搭角色类玩具市场是全球玩具行业增速最快、极具发展前景的细分市场。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%，年均复合增长率达到 20.5%。

拼搭角色类玩具兼具了拼搭玩法和角色类玩具的优势，能够持续扩大在角色类玩具市场的份额，公司根据弗若斯特沙利文等报告预计 2023 年至 2028 年全球拼搭角色类玩具年均复合增长率为 29.0%，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%。

在中国角色类玩具市场中，拼搭角色类玩具是增速最快的细分市场，弗若斯特沙利文等报告预期该市场将由 2023 年的人民币 58 亿元增长至 2028 年的人民币 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%。

图 24：全球及中国拼搭玩具类渗透率预计不断增长



资料来源：招股书，天风证券研究所

全球及中国拼搭角色类玩具市场关键增长驱动因素主要有：

（1）对优质体验和个性化产品的需求。 在全球及中国玩具产品选择不断丰富、质量逐步提高的大背景下，体验型和个性化消费逐渐成为主流，而拼搭角色类玩具恰好符合了该消费趋势。拼搭玩法由于满足了消费者对包括创造力、想象力和空间感的综合趣味性的需求，因此广受不同消费群体的喜好。

（2）消费人群的扩张。 拼搭角色类玩具可以提供包括益智、亲子、与 IP 的关联、收藏等在内的多元功能，能够有效满足全年龄段玩具消费者的需求，从而推动了消费人群的持续扩张。拼搭玩法所具备的益智性和亲子互动的特点吸引了越来越多过去为儿童消费者购买积木和传统角色类玩具的家庭转而购买拼搭角色类玩具。

（3）性价比消费的趋势。 在全球及中国性价比消费趋势的推动下，消费者在追求优质产品的同时对价格也更加关注，好而不贵的玩具也因此具备了强大的吸引力和巨大的市场空间。随着极致性价比产品的出现以及销售渠道的扩宽，低线城市的消费者也能够体验高质量的产品，进而推动了下沉市场的消费增长。

（4）优质供给的出现。 市场对兼具拼搭玩法和角色类玩具两者特点的拼搭角色类玩具的需求日益增长，吸引了越来越多的优质供给进入该品类。尤其是近年来，市场中出现了创新型玩具公司，进一步丰富了优质供给。

3.3. 全球及中国拼搭角色类玩具市场高度集中

全球及中国拼搭角色类玩具市场高度集中。 招股书披露行业市场份额排名，根据 2023 年 GMV 计算，全球前三大参与者所占市场份额为 81.7%，其中拼搭角色类玩具市场的前两大参与者是玩具行业中知名的跨国公司，根据弗若斯特沙利文的数据，2023 年其市场份额合计约为 75.4%。根据 2023 年 GMV 计算，公司在全球及中国拼搭角色类玩具市场中分别排名第三及第一。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%，而集团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 25：公司在全球拼搭角色类玩具市场中分别排名第三

全球拼搭角色类玩具市场参与者排名，以 2023 年 GMV⁽¹⁾ 计

排名	公司	主要业务	GMV ⁽¹⁾ (人民币十亿)	市场份额 (%)
1.....	公司A ⁽²⁾	游戏、玩具、IP 製作等	11.0	39.5%
2.....	公司B ⁽³⁾	积木玩具	10.0	35.9%
3.....	本集团	以拼搭角色类玩具为主	1.8	6.3%
4.....	公司C ⁽⁴⁾	玩偶、载具类玩具、婴儿、 幼儿和学龄前儿童玩具	0.9	3.2%
5.....	公司D ⁽⁵⁾	拼搭类玩具	0.6	2.2%

资料来源：招股书，天风证券研究所

图 26：公司是中国最大的拼搭角色类玩具市场参与者

中国拼搭角色类玩具市场参与者排名，以 2023 年 GMV⁽¹⁾ 计

排名	公司	主要业务	GMV ⁽¹⁾ (人民币十亿)	市场份额 (%)
1.....	本集团	以拼搭角色类玩具为主	1.7	30.3%
2.....	公司A	游戏、玩具、IP 製作等	1.2	20.0%
3.....	公司B	积木玩具	0.9	14.8%
4.....	公司D ⁽²⁾	拼搭类玩具	0.6	10.4%
5.....	公司E ⁽³⁾	IP 玩具	0.1	1.4%

资料来源：招股书，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

公司是中国拼搭角色类玩具的领导者，公司在产品设计及生产领域积累了知识，通过强大的产品力与供应链结合能力，在保持成本优势的同时能够持续开拓玩具品类。公司在中国建立了多渠道销售网络，2022 年以后转向以经销商为主的渠道体系，形成了全面且覆盖广泛的消费者触达，有望进一步依靠渠道优势抢占市场份额；我们预期 24-26 年收入分别为 22/37/52 亿人民币，经调整归母净利润 6.2/9.6/14.8 亿元。

表 2：收入拆分（单位：亿元）

	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2026/12/31
营业收入	3.26	8.77	22.12	37.06	52.22
yoy	-1%	169%	152%	68%	41%
线下经销商销售	1.57	7.33	20.16	34.27	47.97
yoy	139%	467%	175%	70%	40%
线上收入	1.34	1.06	1.54	2.31	3.69
yoy	-22%	-21%	45%	50%	60%
委托经营	0.33	0.36	0.41	0.48	0.55
yoy	-13%	9%	15%	15%	15%
其他业务	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
yoy	-88%	0%	10%	10%	10%

资料来源：wind，天风证券研究所

我们选取了国内领先的潮流玩具公司泡泡玛特以及知名动漫文创企业奥飞娱乐作为可比公司，根据 wind 一致预测，考虑到 AH 估值差异及谨慎性原则，我们给予公司 2025 年 28xPE-32xPE，对应目标市值 268-307 亿，对应目标价约为 118-135 港元。

表 3：可比公司 PE 一致预测（截止 2025/1/20 日收盘）

	2024E	2025E	2026E
泡泡玛特	43.97	32.13	26.08
奥飞娱乐	803.21	74.09	52.04
平均值	423.59	53.11	39.06

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

宏观环境变化风险。玩具市场的发展面临不确定因素，可能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影响。尤其是玩具与电子游戏等其他娱乐选择在消费者注意力及总体消费方面相互竞争。另外，玩具是可自由支配的消费项目，消费者的消费模式受经济状况、人口变化、社会及文化趋势以及未来经济前景不确定性等因素的影响。全球玩具市场整体的任何下滑都可能对公司的未来前景、业务、经营业绩及财务状况造成重大不利影响。

IP 受欢迎程度降低风险。公司拼搭角色类玩具的成功大幅依赖 IP 矩阵中 IP 的知名度及受欢迎程度。然而，公司无法控制有关 IP 是否能继续受消费者欢迎。例如，消费者偏好可能会偏离现有的 IP，且可能出现有关这些 IP 的不可预见的负面宣传。公司 IP 的知名度或受欢迎程度出现任何下降，均可能对销售业绩及声誉产生重大影响。此外，如果不能一直成功开发或识别与消费者产生共鸣的 IP，误判市场趋势及消费者偏好可能导致公司的期望与市场对公司新自有或授权 IP 的实际接受度不符。

IP 授权到期解约风险。公司从第三方 IP 版权方或授权方处获得 IP 授权以开发产品，如果未能与相关 IP 的版权方或授权方维持良好关系，公司的营运、业务前景及财务状况可能会受到重大不利影响。尽管公司旨在通过与广泛的 IP 版权方或授权方合作扩大公司的 IP 矩阵，但可能无法以有利条款获得 IP 授权。

市场竞争加剧风险。全球拼搭角色类玩具市场高度集中，为在竞争激烈的拼搭角色类玩具市场中脱颖而出，公司须不断创新，推出受消费者欢迎并满足其需求的产品，而这又取决于公司管理各方面业务的能力，包括产品创新、IP 相关能力（如选择、开发、运营及商业化）、产品工艺及质量，无法落实上述任一方面均会对公司保持产品组合的人气及市场势

头或根据日益变化的消费者偏好不断调整产品组合的能力造成不利影响，进而可能对公司的业务、经营业绩及财务状况造成重大不利影响。

海外市场拓展不及预期风险。公司的海外扩张计划可能会面临各种挑战，例如识别合适市场的能力，能否与海外销售合作伙伴达成有利条款，公司的产品在希望进入的市场的受欢迎程度，海外相关物流及仓储安排以及公司能否满足当地市场的法律及其他要求。具体而言，不同市场有其独特的社会经济环境及消费者偏好，这对公司在该等市场推出产品提出了挑战。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com