

## 渠道视角看布鲁可：抢占校边店的第二个货架

2025 年 04 月 23 日

➤ **起家于积木玩具，成长为拼搭玩具龙头：**布鲁可全球拼搭角色类玩具的创新者和领导者，专注于为消费者提供高品质且价格合理的拼搭角色类玩具产品，并实现了快速成长。在中国，公司建立了全渠道销售网络，并积极拓展全球市场。

➤ **拼搭玩具市场快速增长，布鲁可市占率领先：**拼搭类玩具是全球玩具市场中增长迅速的一个细分市场，弗若斯特沙利文预计 2023 年至 2028 年，年均复合增长率将达到 15.0%，增速远超非拼搭类玩具。按 2023 年 GMV 计算，公司是全球第三大、中国最大的拼搭角色类玩具公司，占中国市场份额的 30.3%。

➤ **以晨光为引，探讨渠道护城河：**复盘晨光的发家历程，我们发现晨光的成功主要受益于：1) **快速迭代产品：**产品思维 VS 用户思维，真彩精益求精不敌晨光快速迭代。晨光精准捕捉到用户消费特点，通过产品快速迭代提升吸引力，实现逆袭；2) **快速抢占校边店渠道：**学生活动路线两点一线，晨光快速占领校边店稀缺资源，设立“伙伴金字塔”的三级经销商营效体系，层层投入、层层分享。截至 2024 年年报，晨光在全国拥有 36 家一级合作伙伴、覆盖 1200 个城市的二、三级合作伙伴和大客户，近 7 万家使用“晨光文具”店招的零售终端。**以晨光经验为引，我们搭建校边店三要素模型，探讨校边店的特征以及成功拓展校边店渠道的核心要素，包括渠道充分下沉（全国中小学数量约 19.1 万个，若假设每所学校周边有 1 家校边店，则我们测算全国校边店总量约 20 万家）、价格带偏低、产品快速迭代。我们认为在分散下沉的渠道结构中，品牌商难以既做到产品价格低、又保证产品快速迭代，而能兼顾二者的公司将具备明显的竞争力。**

➤ **优质产品抢占校边店的第二个货架：**我们认为布鲁可不同于泡泡玛特&乐高（客群/网点数/价格带均有差异），相比之下布鲁可的竞争优势与客群定位更类似晨光，0→1 主要依托快速迭代好产品；1→10 主要依托利基市场中的终端货架占领。**更重要的是，我们发现布鲁可产品可同时实现低价+高质量+快速迭代，满足拓展校边店渠道需具备的核心竞争力。**1) **产品密码：**IP 资源丰富，奥特曼带动产品突围，新 IP 持续放量；“骨肉皮”积木体系，实现产品规模效应&构建品牌；公司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，低于行业平均水平 10-12 个月。2) **销售策略：**全渠道销售，发力内容营销；快速抢占校边店入口货架，品牌粘性渐成；积极开拓海外市场，海外业务逐步放量。

➤ **投资建议：**我们认为目前公司正处于快速放量阶段，具备拓展校边店渠道的核心竞争力，渠道有望快速下沉。此外，公司拥有三丽鸥、宝可梦等 IP 授权，我们认为拓展女性客群有望为公司后续持续增长注入动力。与此同时，公司海外市场拓展表现值得期待。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 10.8/15.1/20.9 亿元，对应 PE 为 24X/17X/13X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观波动；新品/新客/新渠道拓展不及预期；行业竞争加剧等。

### 盈利预测与财务指标

| 单位/百万人民币 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 2,241 | 4,113 | 5,541 | 7,449 |
| 增长率 (%)  | 155.6 | 83.5  | 34.7  | 34.4  |
| 归母净利润    | -401  | 1,076 | 1,512 | 2,093 |
| 增长率 (%)  | -94.6 | 368.4 | 40.5  | 38.4  |
| EPS      | -1.61 | 4.32  | 6.07  | 8.40  |
| P/E      | /     | 24    | 17    | 13    |
| P/B      | /     | 25.3  | 10.3  | 5.7   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；注：取 2025 年 4 月 22 日收盘价，1 港元=0.9425 元

### 推荐

首次评级

当前价格：

112.10 港元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhao liang@mszq.com

分析师 李瑶

执业证书：S0100523090002

邮箱：liyao\_yj@mszq.com

研究助理 李陌凡

执业证书：S0100125010003

邮箱：limofan@mszq.com

# 目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1 起家于积木玩具，成长为拼搭玩具龙头</b>                   | <b>3</b>  |
| 1.1 起家于积木玩具，拓展拼搭类玩具                          | 3         |
| 1.2 股权结构稳定，实控人占比较高                           | 4         |
| 1.3 管理层经历：管理层深耕行业，经验丰富                       | 4         |
| 1.4 营收快速增长，毛利率持续提升                           | 5         |
| <b>2 拼搭玩具市场快速增长，布鲁可市占率领先</b>                 | <b>9</b>  |
| 2.1 全球玩具市场呈现个位数增长，角色类玩具增速更快                  | 9         |
| 2.2 2023-2028 年拼搭玩具市场 CAGR 或达 15%，布鲁可全球销量第三  | 10        |
| <b>3 以晨光为引，探讨渠道护城河</b>                       | <b>13</b> |
| 3.1 起步（1989~2005）：产品为王，从代销走向品牌               | 13        |
| 3.2 扩张（2006~2012）：跑马圈地，建立校边店渠道网络             | 14        |
| <b>4 校边店的三要素（渠道&amp;价格带&amp;产品）显著差别与其他渠道</b> | <b>18</b> |
| 4.1 受人口与中小学分布影响，校边店渠道更为分散                    | 19        |
| 4.2 中小学生消费力偏低，周零花钱中值为 10-20 元                | 20        |
| <b>5 优质产品抢占校边店的第二个货架</b>                     | <b>22</b> |
| 5.1 客群特点：主要面向 6-16 岁中小学生，销售儿童&青少年玩具          | 22        |
| 5.2 IP 优势：IP 资源丰富，奥特曼带动产品突围，新 IP 持续放量        | 22        |
| 5.3 产品密码：“骨肉皮”体系，低价+高质量+快速迭代并行               | 23        |
| 5.4 销售策略：快速抢占校边店入口货架，积极开拓海外市场                | 26        |
| <b>6 如何理解布鲁可与其他公司的差异？</b>                    | <b>30</b> |
| 6.1 不同于乐高/万代等头部玩具企业：布鲁可发力全国校边店               | 30        |
| 6.2 对比传统校边店优势公司：布鲁可凭借更加积极的产品/渠道策略，推动市占率提升    | 31        |
| <b>7 盈利预测与投资建议</b>                           | <b>33</b> |
| 7.1 盈利预测假设与业务拆分                              | 33        |
| 7.2 估值分析                                     | 34        |
| 7.3 投资建议                                     | 35        |
| <b>8 风险提示</b>                                | <b>36</b> |
| <b>插图目录</b>                                  | <b>38</b> |
| <b>表格目录</b>                                  | <b>39</b> |

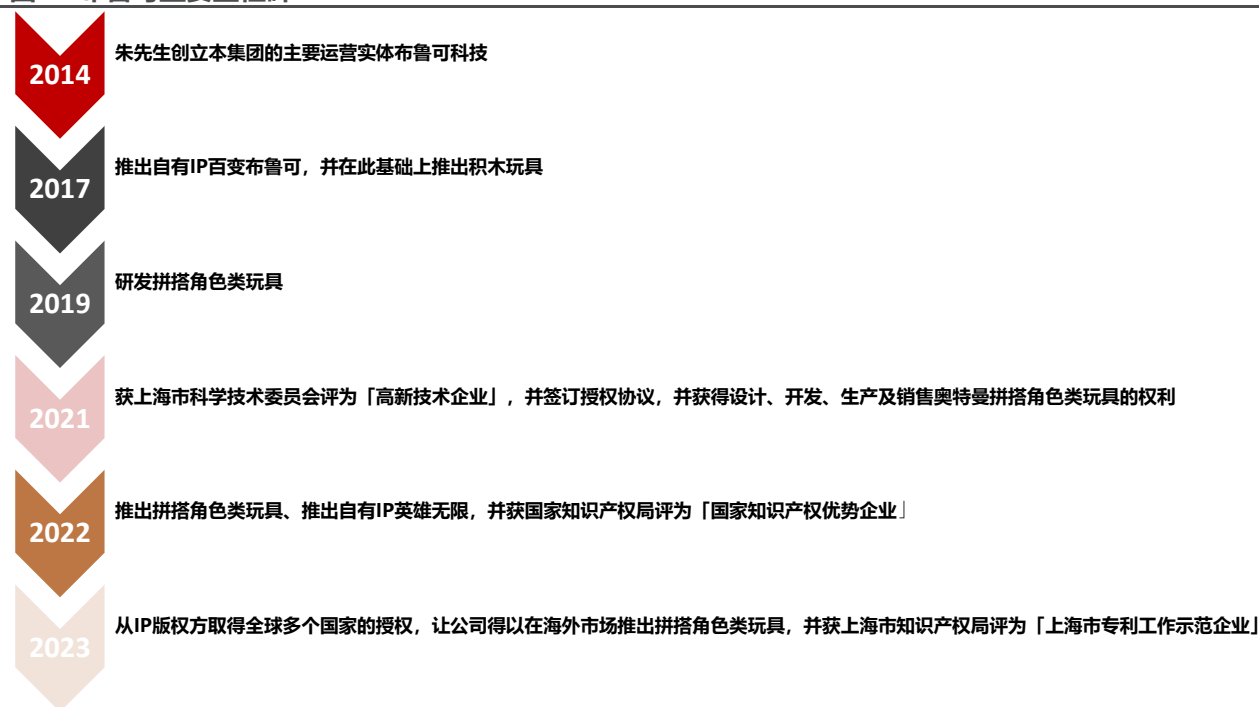
# 1 起家于积木玩具，成长为拼搭玩具龙头

## 1.1 起家于积木玩具，拓展拼搭类玩具

公司的历史可以追溯至 2014 年 12 月，由创始人朱先生创立布鲁可科技，目前为集团的主要运营实体，主要从事拼搭类玩具的设计、研发和销售。

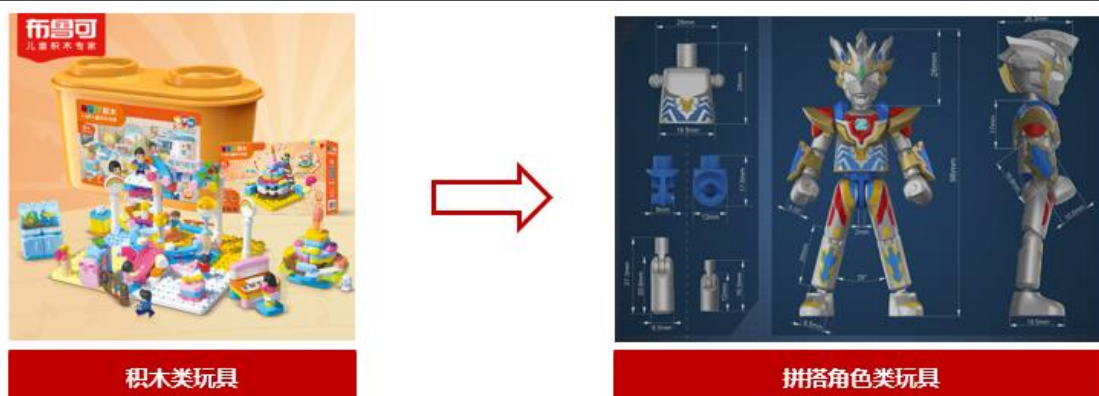
公司最早经营大颗粒积木类玩具（类似将乐高的小颗粒变成大颗粒、将棱角变成圆润的弧度，引入软胶积木、贴纸），面向客户主要为 1-6 岁儿童；后续或因客群天花板低/复购差等问题，业务转向拼搭玩具，将用户喜爱的 IP 变成手中看得见、摸得着、玩得转的有趣实体。

图1：布鲁可重要里程碑



资料来源：布鲁可聆讯后资料集，民生证券研究院

图2：布鲁主要业务变化

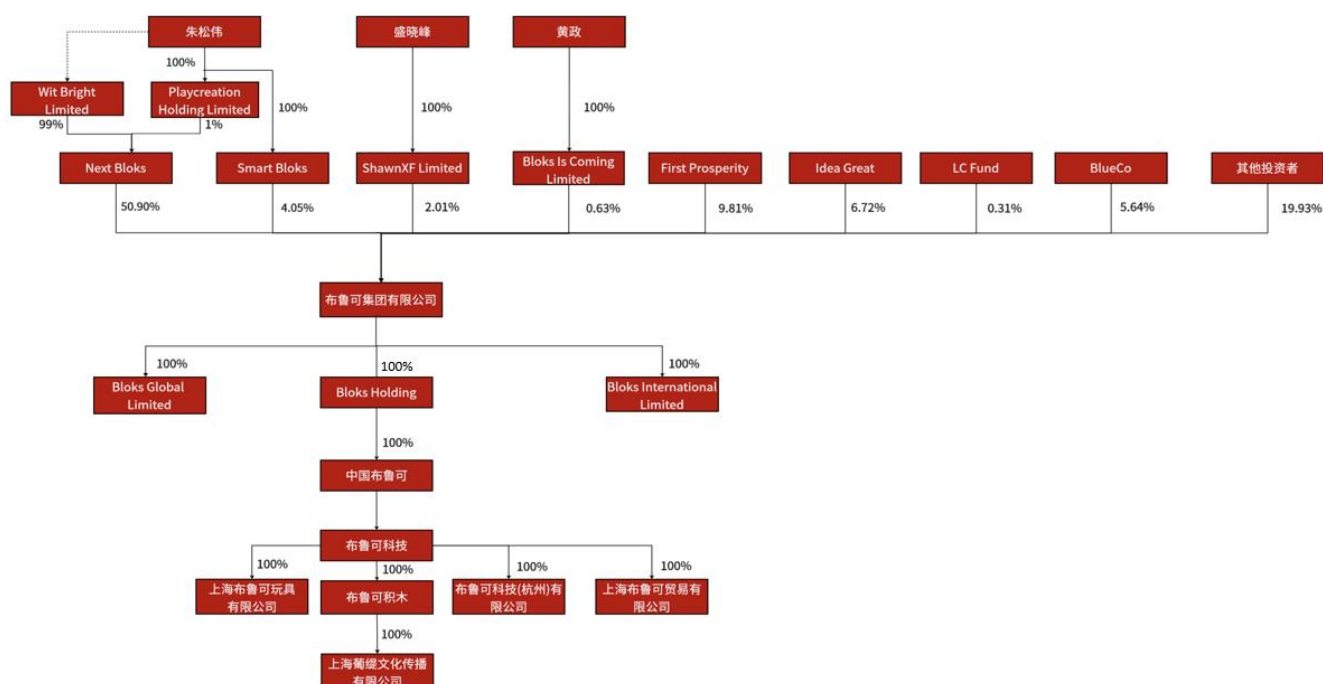


资料来源：京东，网易，民生证券研究院

## 1.2 股权结构稳定，实控人占比较高

截至 2024 年 6 月 30 日，公司前五大股东合计持股比例为 77.1%。第一大股东为 Next Bloks，持股比例达到了 50.9%；First Prosperity（股权激励平台）为第二大股东，持股比例 9.8%。Idea Great（君联资本）持股比例 6.7%。其中 Next Bloks 和 Smart Bloks 均为董事长兼执行董事朱伟松全资拥有，因此朱先生间接持股比例高达 55.0%。

图3：布鲁可股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：布鲁可聆讯后资料集，民生证券研究院

## 1.3 管理层经历：管理层深耕行业，经验丰富

管理层平均年龄约 44 岁，“上海交大系”团队。朱伟松为布鲁可集团的创始人，担任公司董事长、执行董事兼首席执行官。盛晓峰担任执行董事兼总裁，负责集团的玩具业务的运营管理及海外市场。付轶方担任首席财务官，此前分别在哔哩哔哩和瑞幸咖啡担任高级财务总监和财务副总裁。谢磊担任副总裁，负责布鲁可的产品研发和设计。黄政担任副总裁，负责集团人力资源管理及行政工作。朱元成担任副总裁兼董事会秘书，此前分别在四川信托有限公司、中电投先融（上海）资产管理有限公司和中泰信托有限责任公司担任业务部门总经理等。



表1：布鲁可管理层介绍

| 姓名  | 年龄 | 职位             | 介绍   |
|-----|----|----------------|--|
| 朱伟松 | 41 | 董事长、执行董事兼首席执行官 | 公司创始人，自2014年12月起担任布鲁可科技的执行董事及董事长。在此之前，朱先生于2009年5月联合创立了游族网络股份有限公司，并在2014年6月至2016年4月担任监事长。朱先生拥有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和长江商学院工商管理硕士学位。  |
| 盛晓峰 | 46 | 执行董事兼总裁        | 自2015年9月起担任布鲁可科技总裁。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。在加入布鲁可前，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、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。盛先生拥有中国上海交通大学工业设计工程硕士学位、中国同济大学工业设计学士学位。   |
| 谢磊  | 46 | 副总裁            | 自2015年7月起担任布鲁可副总裁。谢先生在产品领域拥有超过20年经验。加入布鲁可前，于2011年3月至2015年6月，谢先生在硬件产品领域进行连续创业。谢先生于2005年10月至2008年12月在千方工业设计（上海）有限公司担任设计总监，并自2003年2月至2005年10月于伊莱克斯（中国）电器有限公司担任设计主管。谢先生自2021年起于上海交通大学设计学院担任IIDE（国际工业设计工程）企业导师。谢先生拥有中国上海交通大学工业设计学士学位。   |
| 黄政  | 44 | 副总裁            | 自2016年12月担任布鲁可副总裁。黄先生拥有超过20年的人力资源管理及行政工作经验。在加入布鲁可之前，黄先生于2012年6月至2016年12月担任东方明珠新媒体股份有限公司行政总经理，并于2001年7月至2012年6月担任上海广播电视台及下属公司少儿频道人力资源部主任及办公室主任。黄先生拥有中国上海交通大学新闻与传播学硕士学位、中国青年政治学院法学学士学位和经济师资格（人力资源）。  |
| 付轶方 | 49 | 首席财务官          | 自2023年12月担任布鲁可首席财务官。付女士在会计及财务管理方面拥有丰富经验。在加入布鲁可之前，付女士于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，于2018年1月至2020年10月担任哔哩哔哩股份有限公司和上海哔哩哔哩科技有限公司高级财务总监，并于2013年9月至2017年7月担任传线网络科技（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。付女士拥有美国肯特州立大学会计学硕士学位、中国四川大学文学学士学位和美国注册会计师协会会员资格。 |
| 朱元成 | 38 | 副总裁兼董事会秘书      | 自2020年12月担任布鲁可副总裁兼董事会秘书。朱元成先生在公司法律事务和企业投融资领域具有丰富经验。在加入布鲁可之前，朱元成先生于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。朱元成先生拥有中国复旦大学法律硕士学位、中国矿业大学法学学士学位、法律职业资格证书。                                       |

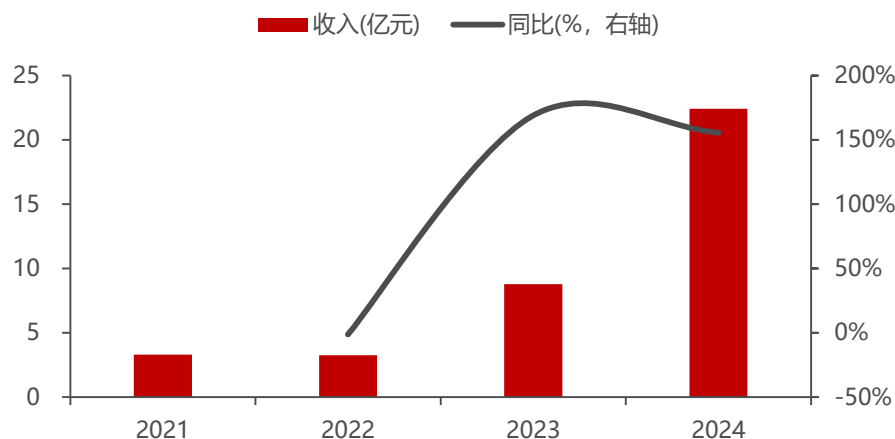
资料来源：布鲁可聆讯后资料集，民生证券研究院

## 1.4 营收快速增长，毛利率持续提升

### 1.4.1 拼搭类产品破圈&渠道持续开拓，营收高增

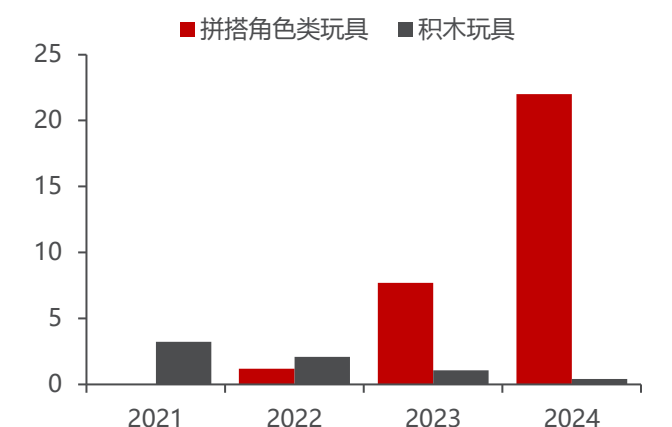
从营收来看，2021-2024 年，公司取得收入 3.3/3.3/8.8/22.4 亿元，2022 年至 2024 同比增速分别为-1.2%/169.0%/155.5%。

图4：2021-2024 公司营业收入及其同比增速

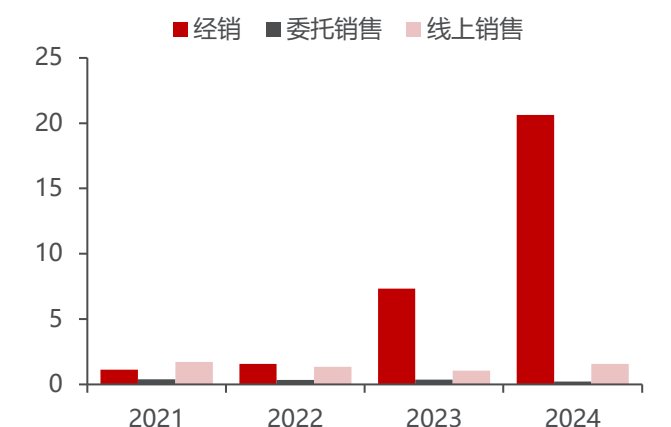


资料来源：布鲁可聆讯后资料集，布鲁可 2024 年年报，民生证券研究院

- **分产品来看**，公司产品类型主要为拼搭角色和积木玩具，2022-2024 年，拼搭角色类玩具收入分别为人民币 1.2/7.7/22.0 亿元。积木玩具收入分别为 2.1/1.1/0.4 亿元。
- **分销售渠道来看**，公司销售渠道主要包线下渠道（经销、委托销售），以及线上销售（各电商平台）。2021-2024 年，经销渠道收入分别为 1.1/1.6/7.3/20.6 亿元。委托销售渠道收入分别为 0.4/0.3/0.4/0.2 亿元。线上渠道收入分别为 1.7/1.3/1.1/1.6 亿元。

**图5：2021-2024 分业务性质的收入情况（亿元）**


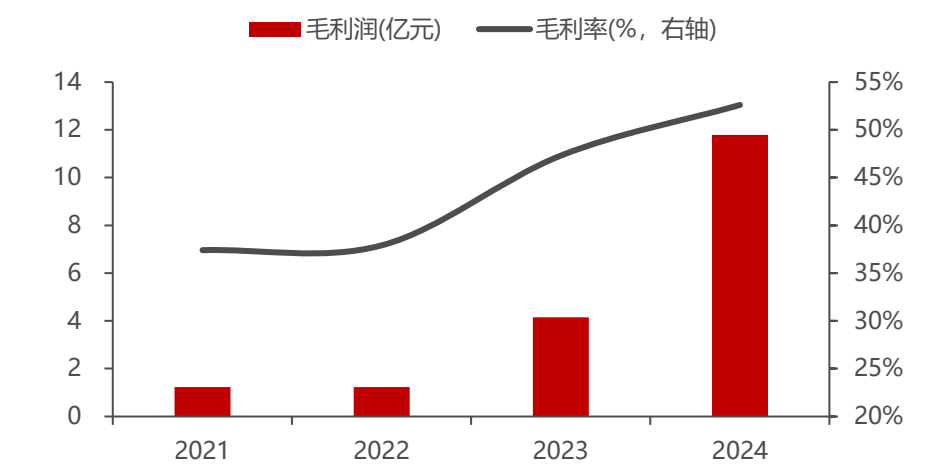
资料来源：布鲁可聆讯后资料集，布鲁可 2024 年年报，民生证券研究院

**图6：2021-2024 分销售渠道的收入情况（亿元）**


资料来源：布鲁可聆讯后资料集，布鲁可 2024 年年报，民生证券研究院

## 1.4.2 高毛利产品占比提升&规模效应显现，毛利率稳步上行

从毛利润和毛利率来看，2021-2024 年，公司获取毛利润 1.2/1.2/4.1/11.8 亿元，毛利率分别为 37.4%/37.9%/47.3%/52.6%。

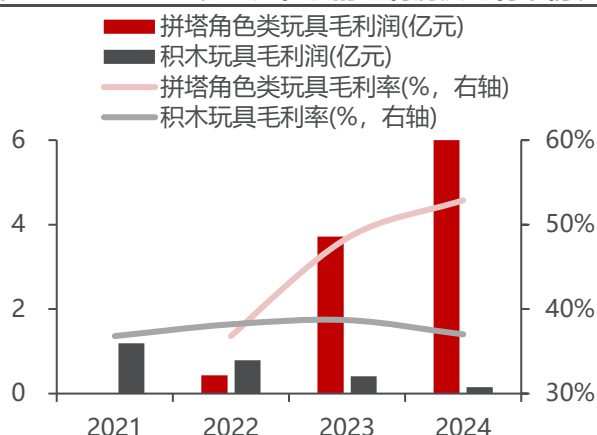
**图7：2021-2024 公司毛利润及毛利率**


资料来源：布鲁可聆讯后资料集，布鲁可 2024 年年报，民生证券研究院

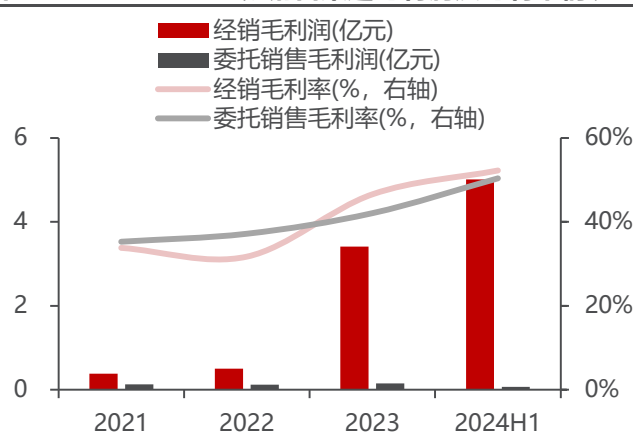
- **产品来看**，2022-2024 年拼搭角色类玩具毛利润分别为 0.4/3.7/11.6 亿元，毛利率分别为 36.8%/48.4%/52.9%。2021-2024 积木玩具毛利润

分别为 1.2/0.8/0.4/0.2 亿元，毛利率分别为 36.8%/38.2%/38.7%/37.0%。

- **分销售渠道来看**,2021-2024H1 经销渠道毛利润分别为 0.4/0.5/3.4/5.0 亿元。毛利率分别为 33.8%/31.7%/46.6%/52.3%；委托销售渠道毛利润分别为 0.1/0.1/0.2/0.1 亿元，毛利率分别为 35.3%/37.2%/42.1%/50.4%。

**图8：2021-2024 分业务性质的毛利润及毛利率情况**


资料来源：布鲁可聆讯后资料集，布鲁可 2024 年年报，民生证券研究院

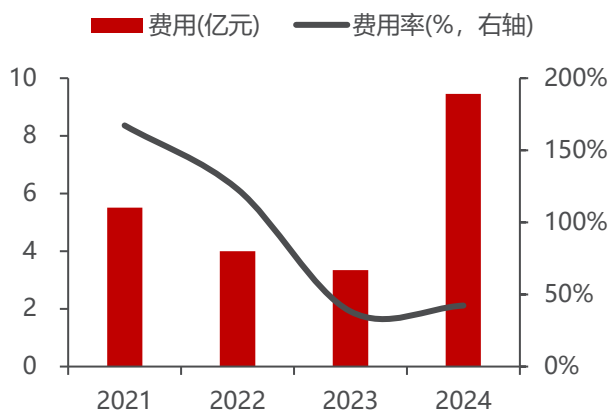
**图9：2021-2024H1 分销售渠道毛利润及毛利率情况**


资料来源：布鲁可聆讯后资料集，民生证券研究院

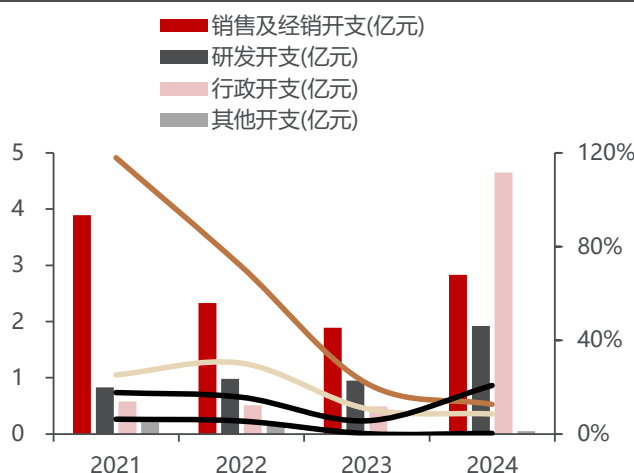
### 1.4.3 规模效应推动费用率下降至合理水平

2021-2024 公司总开支分别为 5.5/4.0/3.3/9.5 亿元，费用率分别为 167.1%/122.9%/38.1%/42.2%。

**拆分来看**，2021-2024 年销售及经销费用率分别为 117.9%/71.5%/21.6%/12.6%；研发费用率分别为 25.2%/30.2%/10.8%/8.6%；行政开支费用率分别为 17.7%/15.7%/5.6%/20.7%（2024 年较高主要受股份激励与上市开支影响）；其他费用率分别为 6.3%/5.5%/0.1%/0.2%。

**图10：2021-2024 公司费用及费用率**


资料来源：布鲁可聆讯后资料集，布鲁可 2024 年年报，民生证券研究院

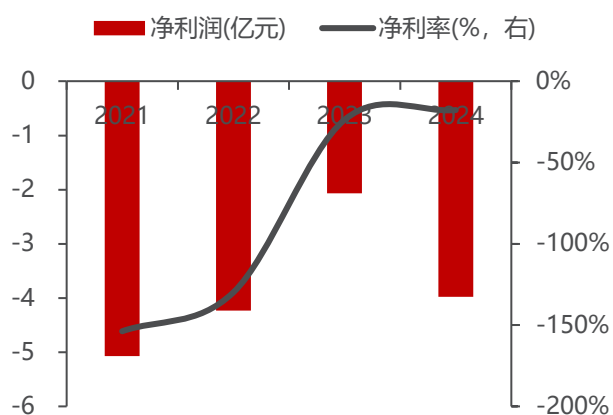
**图11：2021-2024 公司费用及费用率拆分**


资料来源：布鲁可聆讯后资料集，布鲁可 2024 年年报，民生证券研究院

#### 1.4.4 2021-2023 年亏损持续收窄，未来盈利渐进上行通道

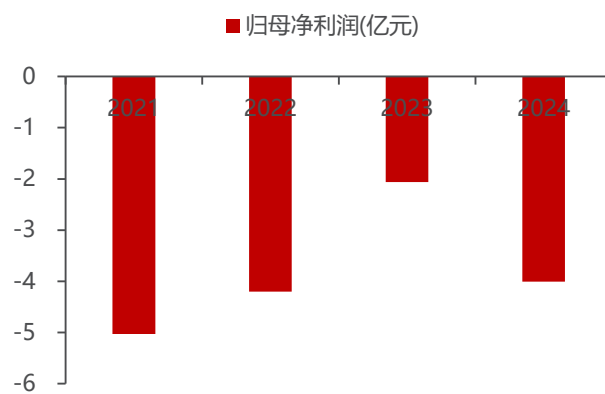
公司 2021-2024 年净利润分别为-5.1/-4.2/-2.1/-4.0 亿元，净利率分别为-153.7%/129.8%/-23.7%/-17.8%；归母净利润分别为-5.0/-4.2/-2.1/-4.0 亿元。由于公司仍处于快速扩张期，费用投放力度较大，因此净利润及归母净利润处于持续亏损状态，但 2021-2023 年亏损持续收窄，整体趋势向好。2024 年，公司净利润与归母净利润亏幅再次扩大，主要受优先股公允价值变动、股权激励与上市开支所产生费用的影响，剔除上述三项影响后公司经调整利润为 5.8 亿元，我们判断公司未来盈利有望步入上行通道。

图12：2021-2024 公司净利润及净利率



资料来源：布鲁可聆讯后资料集，布鲁可 2024 年年报，民生证券研究院

图13：2021-2024 公司归母净利润



资料来源：布鲁可聆讯后资料集，布鲁可 2024 年年报，民生证券研究院



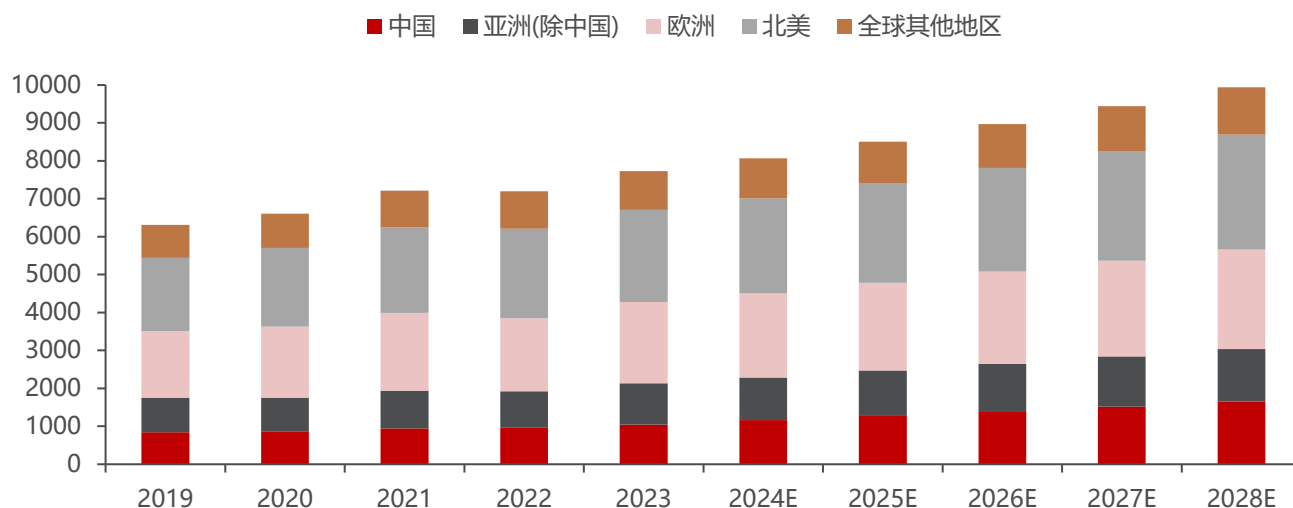
## 2 拼搭玩具市场快速增长，布鲁可市占率领先

### 2.1 全球玩具市场呈现个位数增长，角色类玩具增速更快

**全球玩具市场规模庞大，并预计未来将保持稳定增长。**2019 年到 2023 年，全球玩具市场规模从 6312 亿元增长到 7731 亿元，年均复合增长率为 5.2%。弗若斯特沙利文预计 2023 年至 2028 年，增长率将保持在 5.1%，市场规模将增长到 9937 亿元。**地域分布上**，北美、欧洲和亚洲是最大的三个玩具市场，2023 年的市场规模分别达到 2433 亿元、2140 亿元和 2136 亿元。**中国作为全球最大的玩具生产国和消费大国之一，以产量计算，生产了全球大部分玩具。尽管中国人均玩具消费增长迅速，但与美国、欧洲等主要消费市场相比，市场规模仍较小，有巨大的成长空间。**

随着玩具消费群体的扩大，消费者对 IP 玩具的喜好增长，以及本土企业在研发、产品质量和 IP 商业化能力上的提升，加之新型玩具品类的出现，中国玩具市场预计将加速增长。弗若斯特沙利文预计 2023-2028 年，中国玩具市场的年均复合增长率将达到 9.5%，市场规模将从 2023 年的 1049 亿元增长到 2028 年的 1655 亿元，占全球玩具市场近六分之一的份额。

图14：全球玩具市场规模 GMV 按地域划分，2019 年至 2028 年（亿元）



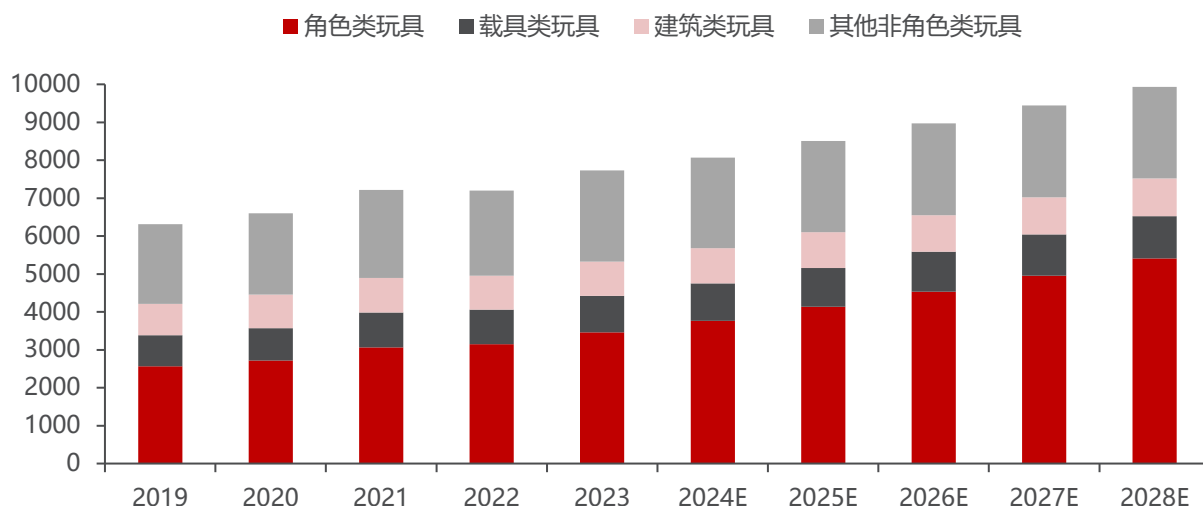
资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，国家统计局，民生证券研究院

**在全球玩具市场中，角色类玩具是最大的细分市场，2023 年市场规模达到 3458 亿元，占全球玩具市场的 44.7%。**角色类玩具与知名 IP 结合，拥有高辨识度和多元品类，具备收集和收藏价值。弗若斯特沙利文预计 2023 年至 2028 年，角色类玩具的年均复合增长率将达到 9.3%，高于非角色类玩具的 1.2%，到 2028 年市场规模将增长至 5407 亿元，占整体玩具市场的 54.4%。

全球非角色类玩具市场由多个细分市场组成，其中载具和建筑类玩具是第二

和第三大细分市场，2023 年市场规模分别达到 967 亿元和 903 亿元，占全球玩具市场的 12.5%和 11.7%。弗若斯特沙利文预计 2023 年至 2028 年，载具和建筑类玩具的年均复合增长率将分别达到 2.9%和 2.0%，2028 年市场规模分别为 1116 亿元和 995 亿元。

**图15：全球玩具市场规模 GMV 按形态划分，2019 年至 2028 年（亿元）**



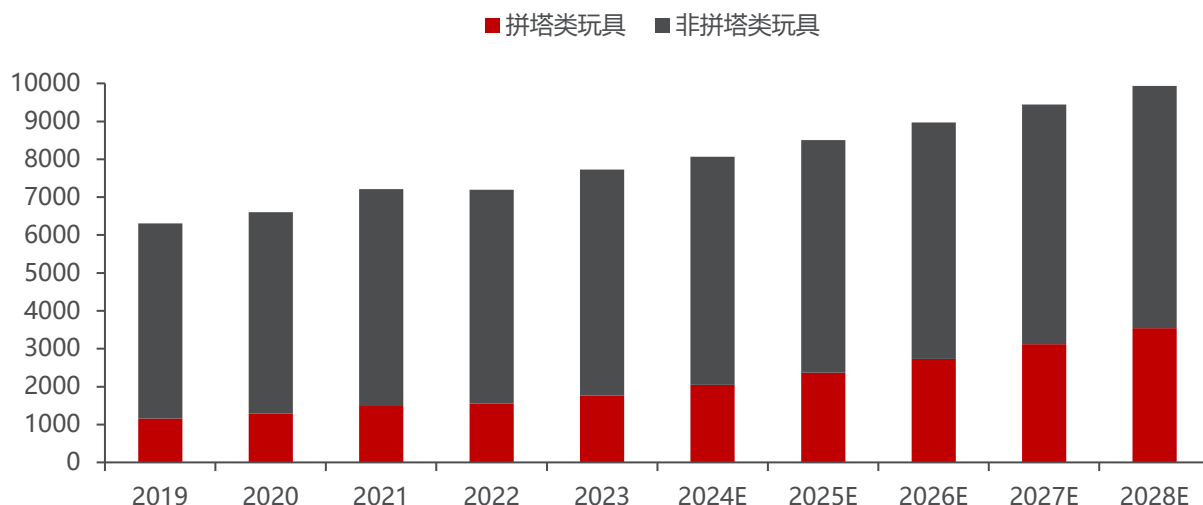
资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，民生证券研究院

## 2.2 2023-2028 年拼搭玩具市场 CAGR 或达 15%，布鲁可全球销量第三

**拼搭类玩具是全球玩具市场中增长迅速的一个细分市场。**这类玩具要求消费者投入时间，将不同形状、大小和功能的组件拼搭成角色、载具和建筑等不同形态的成品。**相比非拼搭类玩具，拼搭类玩具具有更高的互动性，具备更强的可玩性和益智性。**此外，拼搭类玩具的零部件通常有一定比例的标准通用件，可以在不同产品间兼容，有助于控制质量和成本，从而增强消费者黏性和品牌忠诚度。

2023 年，全球拼搭类玩具市场规模达到 1765 亿元，虽然占全球玩具市场的比重仅为 22.8%，但 2019 年至 2023 年的年均复合增长率达到 11.1%。弗若斯特沙利文预计 2023 年至 2028 年，年均复合增长率将达到 15.0%，**增速远超非拼搭类玩具。**

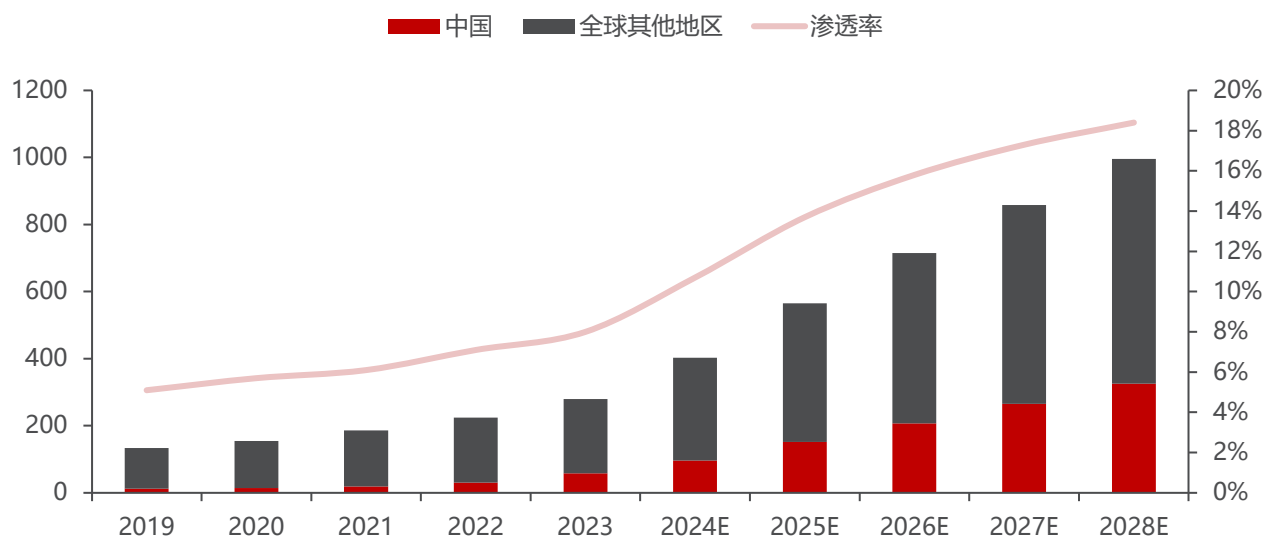
图16：全球玩具市场规模 GMV 按形态划分，2019 年至 2028 年（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，民生证券研究院

**拼搭角色类玩具是全球玩具行业中增长速度最快的细分品类。**全球拼搭角色类玩具市场规模从 2019 年的 132 亿元增长至 2023 年的 278 亿元，在全球角色类玩具市场的渗透率达到 8.0%，2019 年至 2023 年的年均复合增长率达到 20.5%。弗若斯特沙利文预计 2023 年至 2028 年，年均复合增长率为 29.0%，市场规模在 2028 年将达到 996 亿元，全球角色类玩具市场的渗透率将提升至 18.4%。**特别是在中国市场，拼搭角色类玩具的增长尤为显著**，市场规模预计将从 2023 年的 58 亿元增长到 2028 年的 325 亿元，2023 年至 2028 年的年均复合增长率高达 41.3%。

图17：全球拼搭角色类玩具市场规模 GMV（亿元）及渗透率（%）

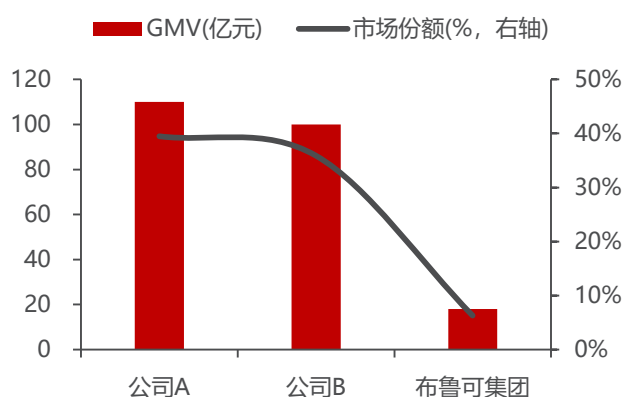


资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，国家统计局，民生证券研究院

从市占率来看，布鲁可是全球第三大、国内最大拼接角色类玩具公司。

- **全球市场：**在全球拼搭角色类玩具市场中，按 2023 年 GMV 计算，**布鲁可是全球第三大拼搭角色类玩具公司**。布鲁可以外的头部拼搭角色类玩具市场参与者主要为在玩具行业知名的跨国企业。全球拼搭角色类玩具市场的行业集中度较高，按 2023 年 GMV 计算，前三大企业占总市场份额的 81.7%，部分在玩具行业知名的跨国企业占有较大的市场份额。
- **国内市场：**按 2023 年 GMV 计算，前三大市场参与者在**中国拼搭角色类玩具市场**所占的市场份额总共达到 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%。**

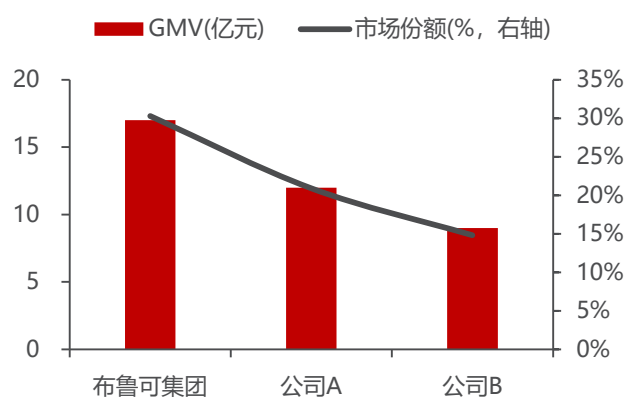
图18：2023 年全球拼搭角色类玩具市场参与者排名



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

注：公司 A 是一家已上市的跨国综合性娱乐及玩具公司，总部位于日本东京；公司 B 是一家非上市的跨国玩具公司，总部位于丹麦比伦

图19：2023 年中国拼搭角色类玩具市场参与者排名



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

注：公司 A 是一家已上市的跨国综合性娱乐及玩具公司，总部位于日本东京；公司 B 是一家非上市的跨国玩具公司，总部位于丹麦比伦

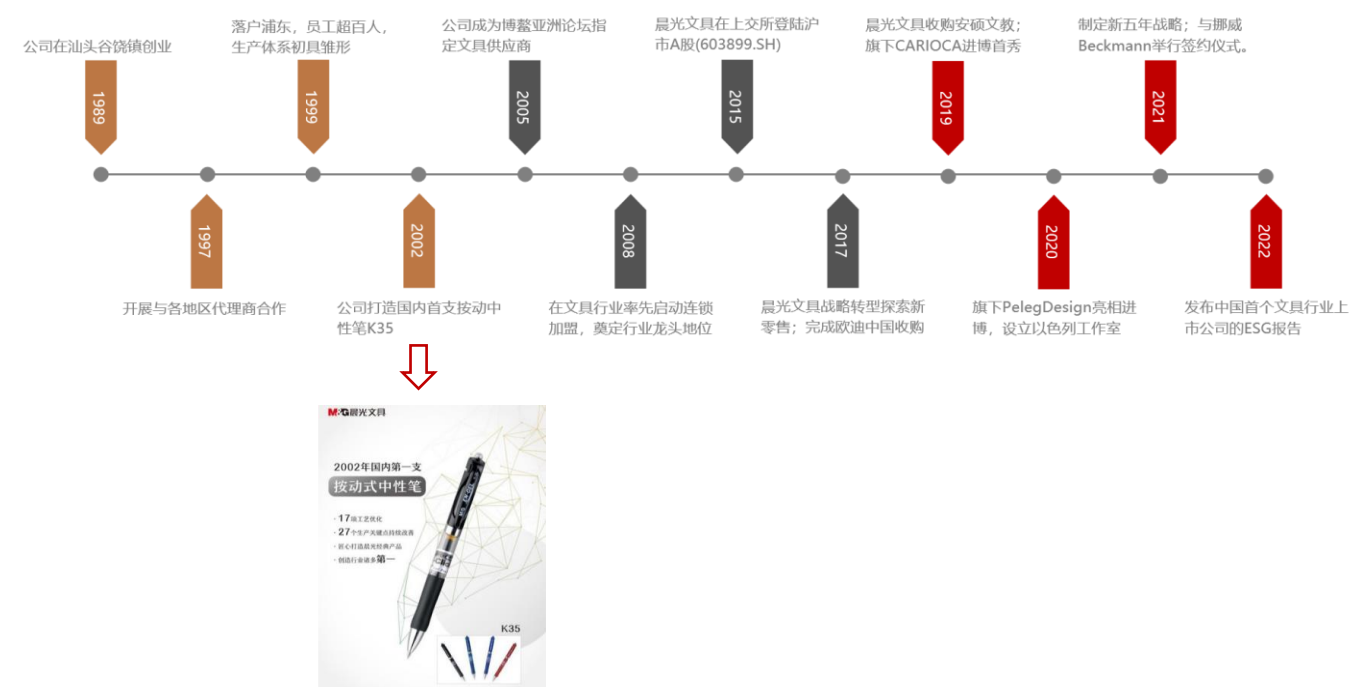
## 3 以晨光为引，探讨渠道护城河

### 3.1 起步（1989~2005）：产品为王，从代销走向品牌

晨光股份为家族企业，股权结构稳定。公司实际控制人为陈湖文、陈湖雄、陈雪玲三姐弟。截至 2024 年中报，实控人三姐弟共计持股 63.9%。回顾公司的发展历程，可大致分为起步-圈地-升级这三个阶段。1989 年，销售出身的陈湖雄加盟成为文具代理商，主要代理韩国和中国台湾的文具。1997 年的金融危机让陈湖雄意识到只有拥有品牌和产品才能把握主动权，在同年 3 月成立了潮阳市中韩晨光实业有限公司，“晨光”商标正式启用。1999 年，晨光在上海建厂。弟弟陈湖文和姐姐陈雪玲陆续加入公司的运营。

制笔起家，晨光紧随真彩投身于中性笔研发。晨光以制笔出身，但当时真彩稳坐国内制笔领域的头把交椅；真彩创始人黄小喜毕业于中南大学材料系，他于日本瑞士等国家学习先进技术并向国内首次引进了“中性笔”的概念。1996 年，集多项关键技术于一身的“真彩 009 中性笔”诞生，高峰时年销过亿；晨光紧随其后，并于 2002 年推出国内首支按动中性笔 K35，该笔款至今为公司的拳头产品。

图20：晨光股份发展历程



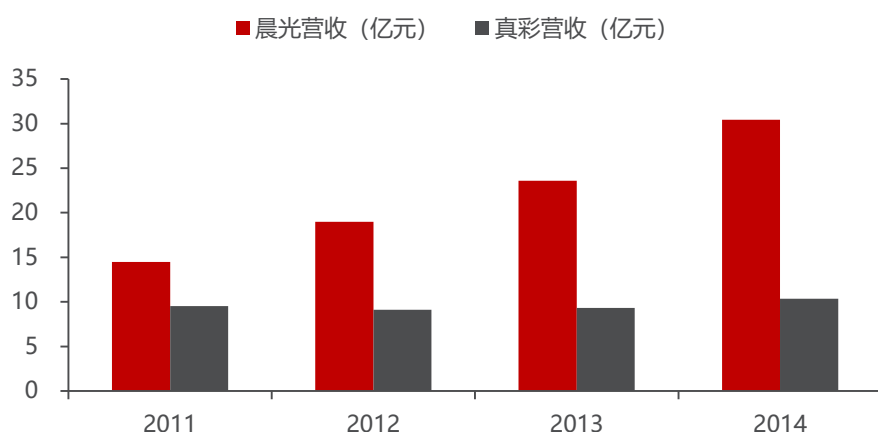
资料来源：晨光公告，澎湃新闻，晨光官网，民生证券研究院

**产品思维 VS 用户思维，真彩精益求精不敌晨光快速迭代。**文具的主要受众是学生，学生消费行为往往具有即时性、冲动性、现场消费、重复购买等特点。随着行业整体工艺水平的提升，消费者对于质量的进步感知边际递减，相反，学生群体往往更关心产品的外观和新鲜感。晨光精准捕捉到用户消费特点，通过产品快速迭代提升吸引力，实现逆袭。



晨光以“每周一，晨光新品到”的速率开发产品，善用热门 IP。例如针对女孩的喜好开发米菲、明晓溪系列，针对考生的心态开发孔庙祈福考试专用笔，针对动漫爱好者推出航海王系列。如果说真彩在制笔界匠心独具，那么晨光就是制笔界的 Zara，高峰时期晨光每年推出新品超过 2200 种。虽然真彩也紧随其后推出迪士尼等系列产品，但推广速度仍相对滞后，不及晨光。根据 2014 年数据，晨光收入达 30 亿元，而真彩仍停留于 10 亿元规模。

图21：晨光&真彩收入对比



资料来源：ifind，民生证券研究院

图22：善用 IP，晨光热门产品经久不衰



资料来源：晨光官网，淘宝，民生证券研究院

## 3.2 扩张 (2006~2012)：跑马圈地，建立校边店渠道网络

学生活动路线两点一线，晨光占领校边店稀缺资源。谁拥有校边店，谁就掌握了流量。2004 年，公司开启样板店工程，在全国范围内挑选优质文具店放上晨光店招，公司向样板店无偿提供品牌标识使用权、经营技术培训、并支持一部分装修费用；反之，样板店需要对晨光产品展示一定 SKU 数量，普通/高级样板店分别需要展示 265/370 款以上晨光产品。2008 年，公司率先启动加盟店模式，选取优

质样板店进行门店升级。公司对加盟店倾斜更多资源的同时,要求店铺销售晨光产品 1000 款以上,并对晨光同类产品竞品全排他。2012 年底,晨光拥有了 4.7 万家终端。

**表2: 晨光终端比较**

| 项目       | 标准样板店   | 高级样板店                                       | 晨光加盟店                            | 4S点 (区域性批发)                                   |
|----------|---|---|----------------------------------|---|
| 排他要求     | 无强制性晨光产品排他要求  | 部分品类排他要求                                    | 与晨光特许经营商品相同或类似竞争性产品全排他           | 全排他   |
| 晨光产品销售款数 | 根据单店的具体情况,确定每家店的晨光产品具体销售数量要求,目前均要求总数在265款以上   | 根据单店的具体情况,确定每家店的晨光产品具体销售数量要求,目前均要求总数在370款以上 | 销售晨光产品数量在1000款以上                 | 全款批发晨光产品                                      |
| 品牌标识使用门槛 | 无偿  | 无偿  | 无偿                               | 无偿  |
| 服务支持     | 培训经营技能、产品搭配、货架合理摆放等经营经验,一般不提供货架等硬件支持  | 培训经营技能、产品搭配、货架合理摆放等经营经验,通常提供货架等硬件支持         | “六个统一”要求,培训、装修、货柜等服务支持,公司收取加盟管理费 | 4S: “销售(Sale)、服务(Service)、展示>Show)、调查(Survey) |
| 装修费用     | 出具统一装修标准,由公司、经销商和店主共同承担   |   | 出具统一装修标准,由公司承担1.5万元,多余部分由经销商承担   | 公司和一级经销商各承担50%                                |
| 店铺形象     |  |   |                                  |   |

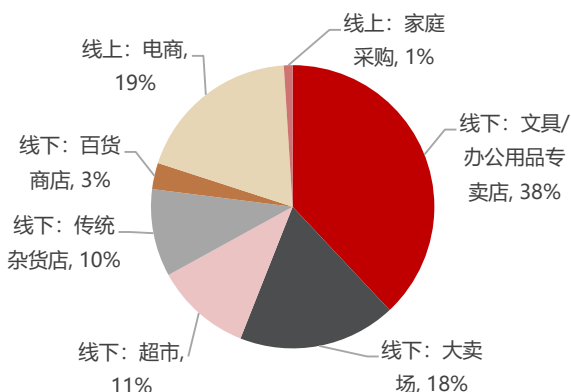
资料来源: 晨光招股说明书, 民生证券研究院

### 3.2.1 店招效应: 高密度校边终端塑造“国民第一文具品牌”, 友商难以匹敌

**7 万个店招, 是渠道护城河, 更是品牌曝光位。**截至 2024 年中报, 晨光在全国拥有约 7 万家使用“晨光文具”店招的零售终端; 2021 年晨光在全国校边商圈覆盖率高达约 80%, 居行业领先。每一块店招都是一个品牌曝光位, 晨光文具多年潜移默化的宣传推广颇有成效, 已在消费者心中建立了良好的品牌认知, 为公司带来制造增值之外的品牌影响力附加利润。晨光在竞争激烈的内需市场确立了自主品牌销售的龙头地位, 连续十年荣获“中国轻工业制笔行业十强企业”第一名。

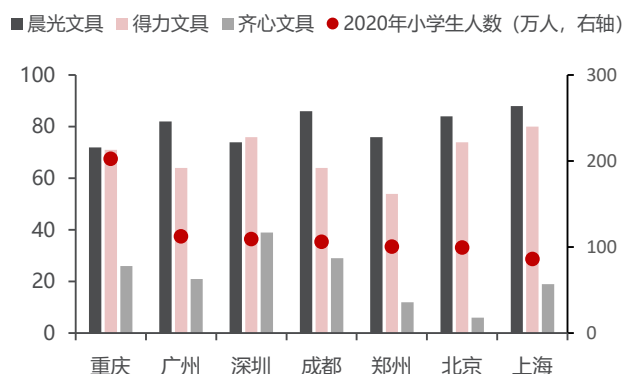
**可比公司终端数量远不及晨光。**我们选择了全国小学生数量最多的 7 座城市作为样本, 分别是: 重庆、广州、深圳、成都、郑州、北京、上海; 我们在百度地图中分别以“晨光文具店”、“得力文具店”、“齐心文具店”作为关键词进行搜索并统计店铺数量, 晨光店铺远超其他友商。记录在案的“晨光文具”店铺数量约为“得力文具”的 1.5 倍; 其中得力的店铺位置大多不在校边。

图23：2021 年中国书写工具销售渠道占比(%)



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图24：重点城市文具店铺数量（家）



资料来源：百度地图，民生证券研究院

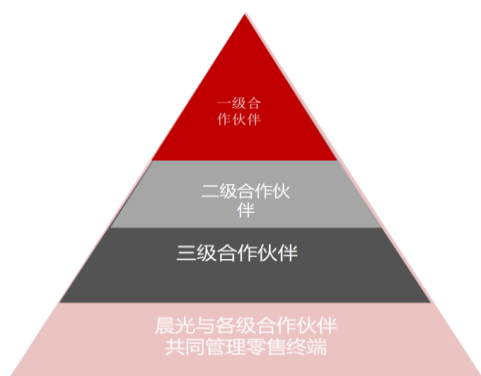
注：店铺数量搜索结果并非精确统计，仅供参考；2025 年 4 月 22 日数据

### 3.2.2 如何积累七万个终端？层层投入，层层分享

公司设立“伙伴金字塔”的三级经销商营效体系，层层投入、层层分享。公司在每一个区域市场培育唯一的渠道分销商，由该经销商进行终端开拓和下级经销商管理，该区域所产生的收益都由该经销商享受，极大调动了“省代”拓展业务的积极性。对于早期的晨光来说，借助经销商层层投入可以达到快速拓展市场的目的，大大降低了管理成本和资金压力。

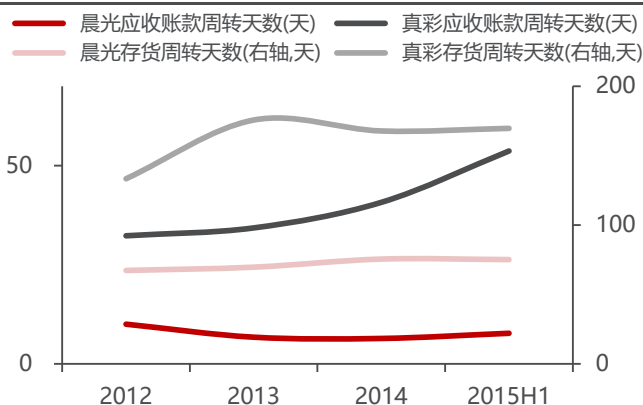
相较而言，友商真彩和得力的营销体系更偏扁平化。扁平化导致开店成本较高昂，资金效率较低；但扁平渠道可有效拉近与消费者的距离，扩大企业利润空间，有利于执行公司层面顶层设计。从晨光真彩抢占渠道的结果来看，多层分销体系更适合扩张阶段的公司。2012-2015H1，晨光应收账款周转天数有所下降，平均为 7.8 天，反观真彩应收账款周转天数不断上升，平均为 40.3 天；晨光存货周转天数平均为 71.9 天，而真彩存货周转天数为 161.6 天；费用率方面，2015H1 晨光销售费用率和管理费用率分别为 6.5%、6.5%，显著低于真彩 12.7%、8.8%。

图25：晨光“伙伴金字塔”营销体系



资料来源：晨光招股说明书，民生证券研究院

图26：晨光营运能力强于真彩



资料来源：ifind，民生证券研究院

### 3.2.3 如何管理七万个终端？独家、伙伴、共赢

金字塔模式成功的关键在于对渠道的管控能力：

- **产品方面：**一级经销商全品类排他，二三级经销商书写工具排他，建立稳定利益共同体
- **营销方面：**公司销售中心每年向一级经销商制定业务标准和 KPI 考核指标体系，并负责落实各级考评和考核，再由一级经销商分配给二三级经销商，完成任务将获相应返点奖励
- **管理方面：**公司的营销团队依据一系列管理制度和流程，行使对经销商和各类终端的服务和管理。实行“零窜货”管理，将“窜货”和价格管理纳入一级经销商的 KPI 考核范围，并对销往各省产品采用不同标签标识，建立严格检查机制。

截至 2024 年中报，晨光在全国拥有 36 家一级合作伙伴、覆盖 1200 个城市的二、三级合作伙伴和大客户，近 7 万家使用“晨光文具”店招的零售终端，700 多家零售大店，并在淘系、京东、拼多多、抖音等电商渠道拥有上千家授权店铺。

图27：晨光经销渠道拆解（数据截止 2024 年中报）



资料来源：晨光招股说明书，晨光公告，民生证券研究院

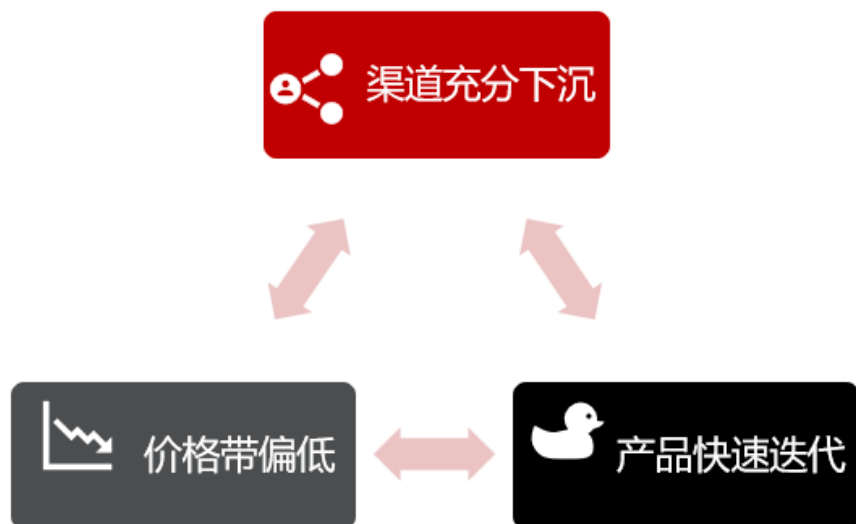
## 4 校边店的三要素 (渠道&价格带&产品) 显著差别与其他渠道

以晨光经验为引，我们搭建校边店三要素模型，探讨校边店的特征以及成功拓展校边店渠道的核心要素。

- **渠道充分下沉：**中小學生线下消费占比较高，校边店为重要消费场景。不同于泡泡玛特&乐高的渠道，校边店主要分布在低线城市，渠道深度下沉、较为分散，主要受人口/中小学在校学生/中小学校分布影响。**全国中小学数量约19.1万个，若假设每所学校周边有1家校边店，则我们测算全国校边店总量约20万家。**
- **价格带偏低：**随着居民收入水平的提升，中小學生零花钱呈提升趋势，但消费能力远不及成年人，因此校边店产品价格带普遍较低。
- **产品快速迭代：**在中小學生群体中，非理性消费现象较为常见，具体表现为“冲动消费”、“跟风消费”、“攀比心态”作祟以及“喜新厌旧”式消费，因此校边店产品需快速迭代，以满足中小學生追求对新鲜产品的消费需求。

综上所述，我们认为在分散下沉的渠道结构中，品牌商难以既做到产品价格低、又保证产品快速迭代，而能兼顾二者的公司将具备明显的竞争力。

图28：校边店三要素模型



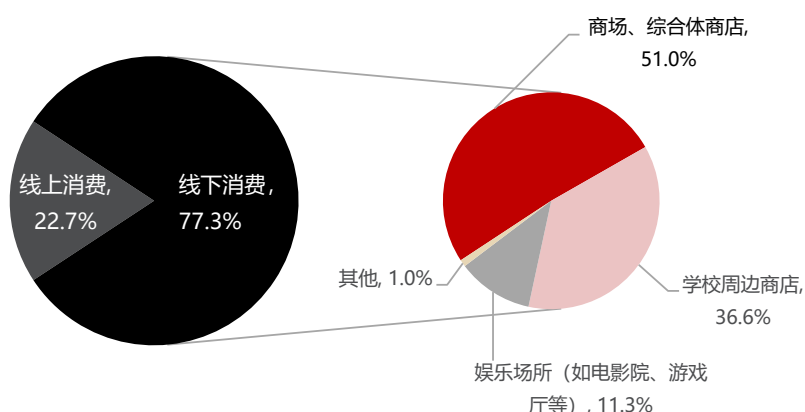
资料来源：ifind，中国青年研究《从“90后”到“00后”：中国少年儿童发展状况调查报告》，浙江新闻，民生证券研究院



## 4.1 受人口与中小学分布影响，校边店渠道更为分散

中小學生线下消费占比较高，校边店为重要消费场景。根据浙江新闻的未成年人消费观现状调查，线下渠道为中小學生主要消费渠道，占比约 77.3%，或因中小學生上学期间无法携带手机；其中有 51.0%的中小學生喜欢去商场或综合体商店消费；校边店同样为重要消费场景，占比约 36.6%。

图29：中小學生消费渠道结构



资料来源：浙江新闻，民生证券研究院

不同于泡泡玛特&乐高，校边店主要分布在低线城市，渠道深度下沉、较为分散，主要受人口/中小學生在校学生/中小學校分布影响。泡泡玛特与乐高门店较多集中在高线城市，一线城市门店占比分别为 33.1%/38%。而从人口分布来看，二线及以下城市常住人口占全国总人口的 94.1%；中小學生在校学生数占全国的 96.3%；中小學校数量占全国的 97.2%，校边店选址主要依附于学校位置，因此校边店更多分散在二线及以下城市。

表3：2022 年全国人口及中小學校分布情况

| 人口分布                  |       |
|-----------------------|-------|
| 二线及以下城市常住人口占全国比重      | 94.1% |
| 小学情况                  |       |
| 二线及以下城市小学在校学生数占全国比重   | 95.9% |
| 二线及以下城市小学学校数占全国比重     | 98.2% |
| 普通中学情况                |       |
| 二线及以下城市普通中学学校数占全国比重   | 96.8% |
| 二线及以下城市普通中学在校学生数占全国比重 | 93.7% |
| 中小學校情况                |       |
| 二线及以下城市中小學校学校数占全国比重   | 97.2% |
| 二线及以下城市中小學校在校学生数占全国比重 | 96.3% |

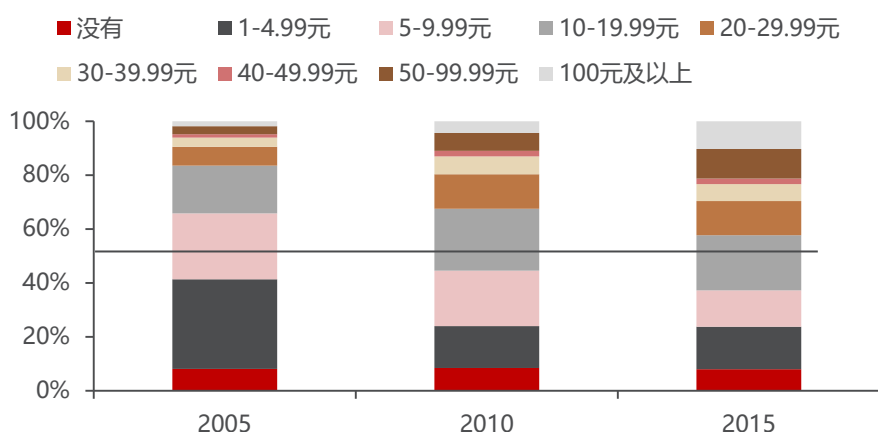
资料来源：ifind，民生证券研究院

全国中小學校数量约 19.1 万个，若假设每所学校周边有 1 家校边店，则我们测算全国校边店总量约 20 万家。

## 4.2 中小學生消費力偏低，周零花錢中值為 10-20 元

隨著居民收入水平的提升，中小學生零花錢呈提升趨勢，但消費能力遠不及成年人，因此校邊店產品價格帶普遍較低。隨著居民收入水平的提升，中小學生零花錢整體呈增長態勢，根據中國青年研究《從“90 後”到“00 後”：中國少年兒童發展狀況調查報告》，每周零花錢為 20 元以下的中小學生占比由 2005 年的 83.6% 下降至 2015 年的 62.7%；每周零花錢為 100 元及以上中小學生占比則由 2005 年的 1.8% 顯著提升至 2015 年的 11.2%。若將 100 元及以上部分取為 100 元，並根據中小學生平均零花錢占全國職工平均工資的比例進行推算，我們預計 2023 年中小學生每月平均零花錢或為 300 元左右。**儘管中小學生零花錢呈上升趨勢，但其消費能力遠不及成年人。**2005 年、2010 年及 2015 年中小學生零花錢僅占同期全國職工平均工資的 2%-3% 左右，我們認為家長在給予孩子零花錢時通常秉持適度原則，以此引導孩子樹立正確的消費觀念。整體來看，中小學生消費能力遠低於成年人，因此校邊店產品價格帶普遍較低。

圖30：中小學生每周零花錢金額分布情況



資料來源：中國青年研究《從“90 後”到“00 後”：中國少年兒童發展狀況調查報告》，民生證券研究院

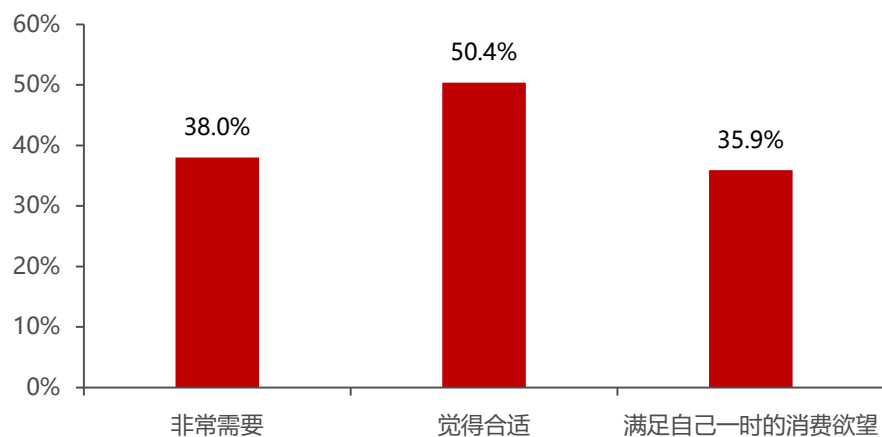
### 4.2.1 產品快速迭代：中小學生存在“衝動消費”與“喜新厭舊”現象，校邊店產品需快速迭代

在中小學生群體中，非理性消費現象較為常見，具體表現為“衝動消費”、“跟風消費”、“攀比心態”作祟以及“喜新厭舊”式消費，因此校邊店產品需快速迭代，以滿足中小學生追求對新鮮產品的消費需求。

- **衝動消費、跟風消費、攀比心態：**由於中小學生消費心智尚未成熟，通常缺乏預設消費計劃，會出現“衝動消費”行為。浙江新聞的未成年人消費觀現狀調查，高達 35.9% 的未成年群體出於滿足自己一時的消費欲望的原因進行消費，其原因主要受“跟風”與“攀比”心理影響。

- **喜新厌旧：**中小学生在消费时，易受新奇外观、流行元素吸引，存在旧物虽未损坏但频繁购买新品的现象，因此我们认为校边店渠道对产品迭代速度要求较高。

**图31：中小学生主要消费原因**



资料来源：浙江新闻，民生证券研究院

## 5 优质产品抢占校边店的第二个货架

### 5.1 客群特点：主要面向 6-16 岁中小学生，销售儿童&青少年玩具

从客户画像来看，目前布鲁可收入主要由奥特曼、变形金刚等 IP 贡献，男性客户居多；主要面向 6-16 岁小学和初中生。

从产品特点来看，作为儿童玩具，必须能吸引儿童的注意力，要求玩具具有鲜艳的颜色、有辨识度的 IP、易于操作的特性。

从客群特点来看，客群存在非理性消费、跟风消费、对校边渠道具有强粘性（难以线上化）等特点。

表4：玩具核心客群及特点

| 人群类别        | 市场特点   |
|-------------|--|
| 婴幼儿 (0-3岁)  | - 安全性高，注重早期教育<br>- 代表玩具：牙胶、摇铃、早教机、软积木          |
| 儿童 (3-12岁)  | - 关注益智性、动手能力、社交互动<br>- 代表玩具：积木、拼图、角色扮演玩具、DIY手工 |
| 青少年 (12岁以上) | - 偏向科技类、逻辑性强的玩具<br>- 代表玩具：无人机、儿童机器人、模型类玩具      |
| 成人 (18岁以上)  | - 注重收藏性、娱乐与减压<br>- 代表玩具：潮玩、盲盒、手办、桌游、解压玩具       |
| 老年人 (60岁以上) | - 健康益智型为主，兼顾社交<br>- 代表玩具：棋类、拼图、园艺DIY类玩具        |

资料来源：中国玩具和婴童用品协会《2024 中国玩具和婴童用品行业发展白皮书》，大数跨境《2025 全球儿童玩具市场洞察报告》，卓源科技，环球网，中研网，36 氪，民生证券研究院

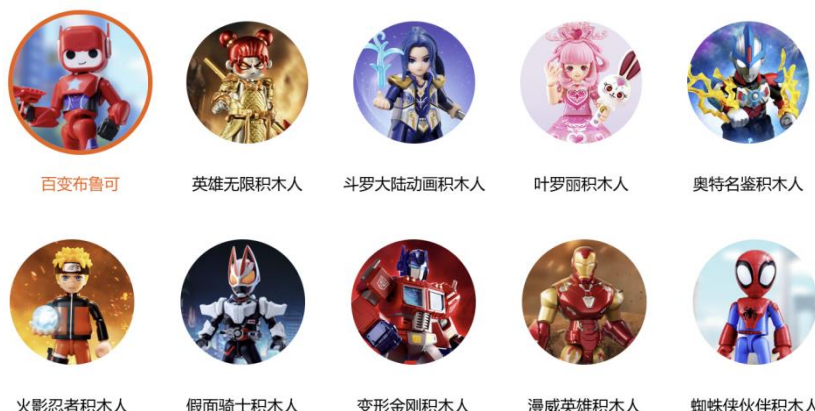
### 5.2 IP 优势：IP 资源丰富，奥特曼带动产品突围，新 IP 持续放量

签约合适 IP 是卡位的前提，选出符合青少年审美的 IP 是关键，截至 2024 年 6 月 30 日，公司签约了 1418 个版权，通过外部 IP 实现全人群全价位覆盖。

至于核心客群对 IP 和品牌的理解，我们认为 0→1 接受产品主要依托 IP；而伴随客群增长，1→10 主要依托品牌。我们认为小学生品牌意识较强，并存在跟风属性，愿意为正版和头部品牌买单（参考小天才儿童手表和卡游）。

奥特曼带动产品突围，新 IP 有望持续放量。从 SKU 占比来看，截至 2024 年 6 月 30 日，奥特曼占 41.7%，变形金刚占 19.9%，英雄无限占 16.5%。此外，公司拥有三丽鸥、宝可梦等 IP 的授权，我们认为拓展女性客群有望为公司后续持续增长注入动力。

图32：布鲁可 IP 矩阵



资料来源：布鲁可官网，民生证券研究院

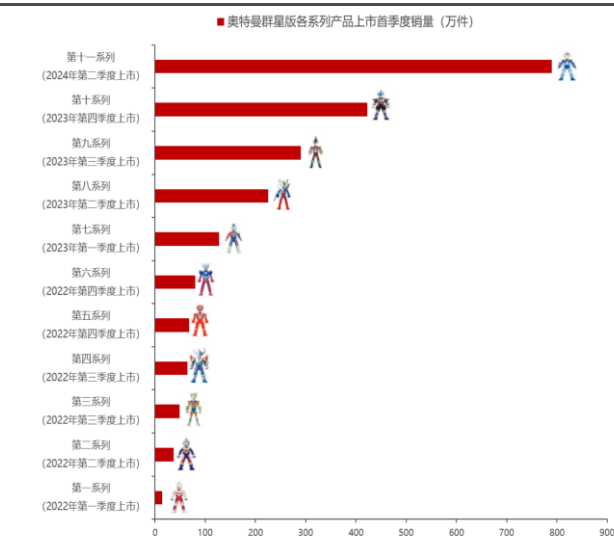
## 5.3 产品密码：“骨肉皮”体系，低价+高质量+快速迭代并行

从研发团队情况来看，根据公司 2024 年年报，公司研发团队共 472 人，占总人数的 66.6%，通过持续的研发投入，公司已拥有 514 项国内授权专利、75 项国内发明专利和 24 项海外授权专利，是中国首个拥有自主拼搭体系的积木品牌。对研发工作的高度重视使公司产品得以兼具低价、高质量与快速迭代的显著优势：

- **高质量：**公司通过模具制作的创新实现了 0.004 毫米的模具精度，远高于行业平均水平，产品不仅品质稳定，而且拼搭所需力度相似，体验流畅一致。
- **快速上新能力：**
  - 上新周期方面，**公司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；
  - 上新频率方面，**公司自 2023 年至截至 2024 年 6 月 30 日，高频度地每季度推出约 30 至 90 款 SKU；
  - 上新数量方面，**公司在 2023 年共推出 197 款 SKU，并计划 2024/2025 年分别推出约 400/800 款 SKU；
  - 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，2023 年新推出的绝大多数拼搭角色类玩具 SKU 目前仍在销售。

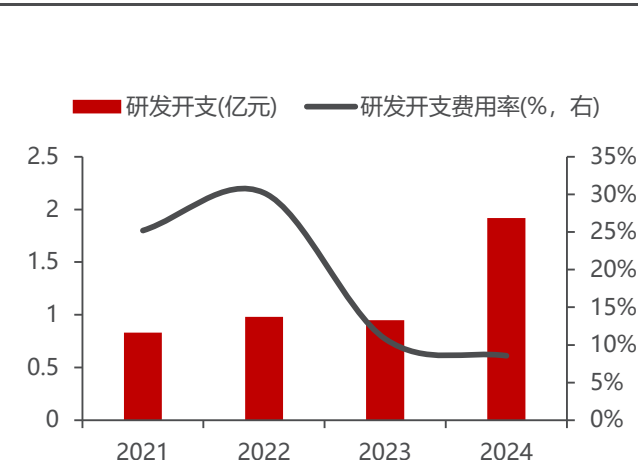


图33：公司上新产品系列



资料来源：布鲁可聆讯后资料集，民生证券研究院

图34：公司研发费用及研发费用率变化情况



资料来源：布鲁可聆讯后资料集，布鲁可 2024 年年报，民生证券研究院

➤ **低价：“骨肉皮”积木体系，实现产品规模效应&构建品牌。**这一独特设计模拟了真实生物的骨骼结构，使积木人拥有了前所未有的关节可动性和立体造型感。如此细致入微的创新，使得每一款布鲁可积木人都仿佛赋予了生命，可以进行丰富的动作展示，让玩赏成为了一种艺术。在生产过程中，公司采用“标准化零件+特征件”的设计理念，其中标准化零件共享一套模具，通过在外部添加特征件的方式实现产品的多样化。核心模具的设计需充分考虑未来两年的产品线规划，从体系化角度出发，确保其通用性和扩展性。**因此公司不仅能够借助规模效应实现极致的性价比，还能有效避免低价山寨产品。**

- 1) **骨**：代表积木骨架，是积木人的基础结构，提供支撑和连接；
- 2) **肉**：代表拼装结构，位于骨架之上，增加积木人的立体感和细节；
- 3) **皮**：代表逼真还原的角色形象刻画，是最外层的可视化外甲，赋予积木人独特的视觉效果。

图35：布鲁可骨肉皮玩法



资料来源：网易，民生证券研究院

图36：布鲁可拼搭玩具架构



资料来源：布鲁可聆讯后资料集，民生证券研究院

公司产品价格从原先 39 至 399 元逐步拓展至 19.9 元，使产品下沉到县级网点，并于 2024 年 11 月推出 9.9 元产品变形金刚星辰版，以进一步扩大产品价格带覆盖范围，拓展乡镇市场。**我们认为低价产品的拓展更有利于公司拓展校边店渠道。**

**值得关注的是对于公司来说，低价≠低毛利率，标准零件为公司带来行业规模效应：1) 从生产来看，积木骨架主要为标准零件，不同系列玩具可以复用，具有规模效应；2) 从 IP 签约来看，销量越多，每一产品的固定费用摊销越少。**

**表5：布鲁可价格带及代表产品**

| 价格区间      | 玩具类型      | 代表产品                    |
|-----------|-----------|-------------------------|
| 19.9元     | 平价拼搭玩具    | 假面骑士星光版                 |
| 39元       | 热销大众价格带产品 | 漫威英雄群星版、奥特曼群星系列、假面骑士群星版 |
| 59元       | 热销大众价格带产品 | 奥特曼闪耀版                  |
| 199元-399元 | 中高端拼搭玩具   | 奥特名鉴系列、奥特曼荣耀版、百变布鲁可系列等  |

资料来源：京东，布鲁可聆讯后资料集，民生证券研究院

- **嫁接盲盒模式：**公司盲盒销量占总销量的比例从 2022 年的 73.0%上升到 2024 年上半年的 88.3%，盲盒收入占总营收的比例也从 34.8%大幅提升至 73.9%。

## 5.4 销售策略：快速抢占校边店入口货架，积极开拓海外市场

### 场

#### 5.4.1 全渠道销售，发力内容营销

公司有全渠道的销售网络，涵盖：1) 包括经销及委托销售在内的线下渠道；及 2) 覆盖多个主流电商平台的线上渠道。

图37：布鲁可线上线下合作伙伴

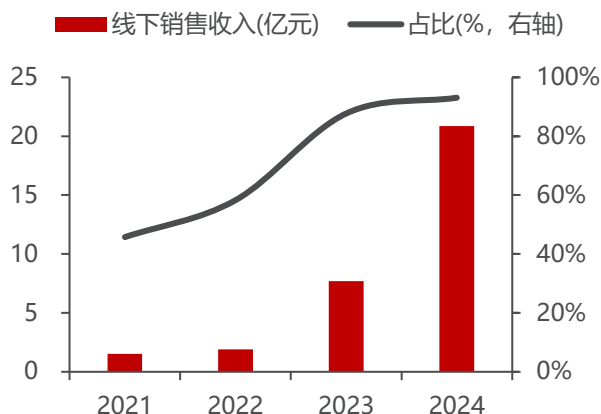


资料来源：布鲁可官网，民生证券研究院

从线下渠道来看，2024H1 布鲁可合作经销商数量达到 511 个，2024 年经销商渠道销售收入为 20.6 亿元，占当期总收入 92.1%；此外，2024 委托销售渠道销售收入为 2199 万元，占当期总收入的 1.0%。

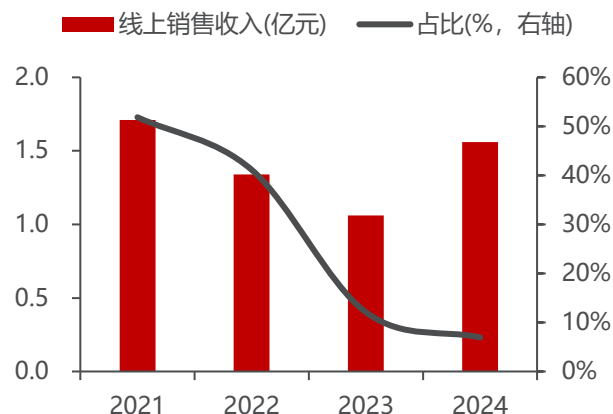
从线上渠道来看，布鲁可主要通过电商平台开设旗舰店，及微信小程序建立线上渠道。2024 年线上销售收入为人民币 1.6 亿元，占当期总收入的 7.0%。

图38：布鲁可线下渠道销售收入情况



资料来源：布鲁可聆讯后资料集，布鲁可 2024 年年报，民生证券研究院

图39：布鲁可线上渠道销售收入情况



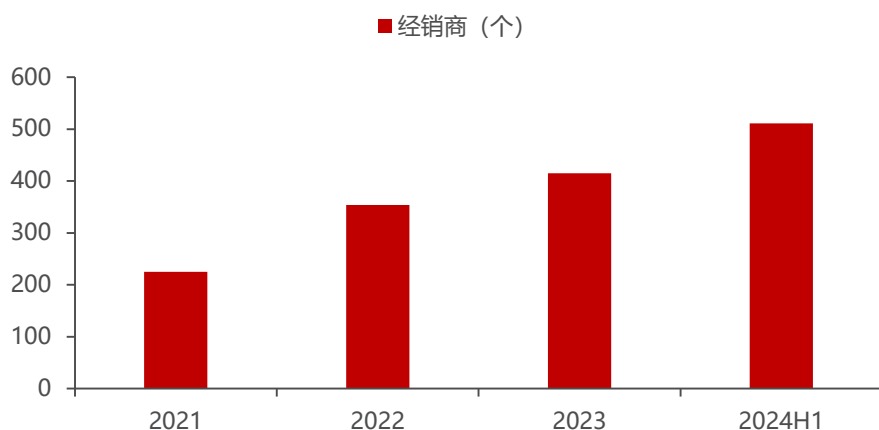
资料来源：布鲁可聆讯后资料集，布鲁可 2024 年年报，民生证券研究院

### 5.4.2 玩具逐步占据校边店入口货架，品牌粘性渐成

凭借低价+高质量+快速迭代的特质，我们认为公司在校边店渠道有望具备明显的竞争力，渠道有望快速下沉。截至 2024 年 6 月 30 日，公司与超 511 名经销商的合作，覆盖约 15 万个线下网点，包括所有一线和二线城市，以及约 80% 的三线及以下城市。

公司根据资质、经营范围、业务规模、玩具行业经验等因素选择经销商。就其拼搭角色类玩具而言，公司倾向于选择拥有覆盖地理位置优越的零售店和专卖店（通常有较高的消者流量）的广泛零售或经销网络的经销商。公司定期评估经销商的表现，且利用评估结果作为确定是否与某个经销商续签协议的基准。通常在经销协议中设定最低购买量，如未达成，公司有权单方面终止协议，以此作为淘汰业绩欠佳经销商的机制。经销商一般只允许在指定渠道及地区销售布鲁可产品。

图40：布鲁可经销商数量变化情况



资料来源：布鲁可聆讯后资料集，民生证券研究院

公司高管、大区经历等很多人员都有快消品、儿童相关业务以及玩具圈的从业经验，我们认为公司操作理念是用快消打法来运营玩具：

- **注重终端陈列和品牌输出：**1) 公司重视终端形象建设，会在终端做海报输出、地堆展示等，并计划选定的主要城市开设旗舰店；2) 为更好推广产品及品牌，公司成立了营销团队，以深入的消费者洞察和丰富的行业经验制定和协调营销活动和促销活动。
- **渠道管控：**1) 公司积极监控零售价，定期检查线上及线下价格，以确保价盘稳定性；2) 公司持续管理经销商的存货水平，要求经销商每月报告销售信息及存货结余，有专门的团队定期拜访经销商进行盘点以实现交叉检查。**对恶意串货、乱价等行为，情节严重者或将取消合作。**

图41：布鲁可终端陈列图片



资料来源：观察者网，民生证券研究院

#### 5.4.3 积极开拓海外市场，海外业务逐步放量

拼搭玩法本身具备普适性，因此拼搭角色类玩具能够符合全球消费者和粉丝对于玩具易上手等特征的普遍诉求。依托中国优质的生产能力，以及专业生产拼搭角色类玩具的工厂体系，公司致力于向全球消费者提供“好而不贵”的玩具，拥有受全球消费者和粉丝喜爱的知名 IP 在多个国家的广泛授权，并一直在建立覆盖海外多个市场的销售网络。

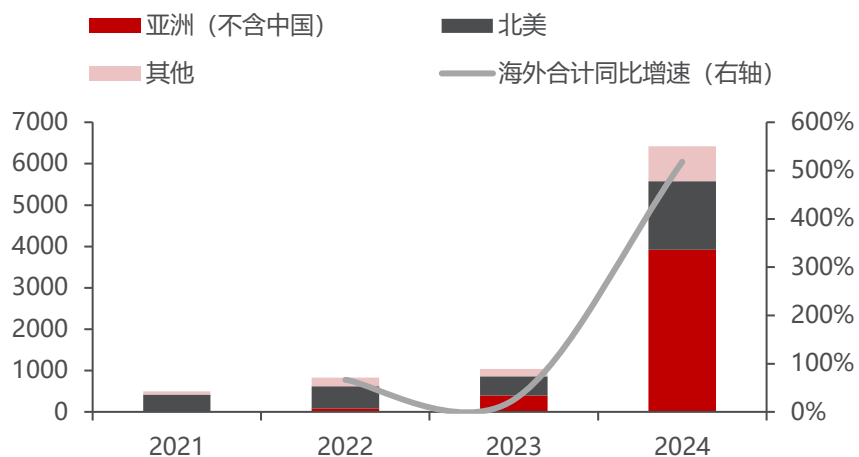
从收入来看，公司海外业务逐步放量，2021-2024 海外销售收入分别为 496.4 万元/827.8 万元/1038.9 万元/6422.1 万元，2022-2024 分别同比增长 66.8%/25.5%/518.2%。

从渠道来看，公司积极拓展海外市场，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。

从研发与授权来看，公司在海外拥有 24 项专利，并取得了包括美国、欧洲、日本等国家和地区的授权。



图42：布鲁可海外各区域销售收入（万元）及海外销售收入同比增速变化情况



资料来源：布鲁可聆讯后资料集，布鲁可 2024 年年报，民生证券研究院

## 6 如何理解布鲁可与其他公司的差异？

我们认为布鲁可不同于泡泡玛特&乐高，客群/网点分布/价格带均有差异。相比之下，我们认为布鲁可的竞争优势与客群定位更类似于晨光，0→1 主要依托快速迭代的好产品；1→10 主要依托利基市场中的终端货架占领。但与晨光的差别在于：1) 可选品波动更大，2) 对于成年人市场（较低价格带玩具）和海外市场拓展空间大于文具品类。

表6：乐高、泡泡玛特、布鲁可产品消费特征

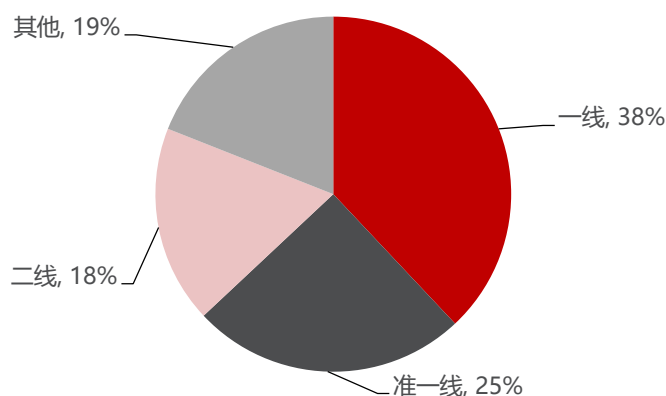
| 维度   | 乐高             | 泡泡玛特  | 布鲁可                              |
|------|----------------|---|----------------------------------|
| 年龄范围 | 3岁至成人（更广泛）     | 18-35岁年轻人为主                                   | 主要面向6-16岁中小学生                    |
| 消费动机 | 创造力、教育、收藏      | 盲盒体验、情感消费、潮流文化                                | 存在“冲动消费”、“跟风消费”等现象               |
| 产品定位 | 益智玩具、创意搭建模型    | 潮流玩具、盲盒收藏                                     | 平价拼搭玩具                           |
| 客群属性 | 家庭、教育机构、收藏爱好者  | 年轻潮玩用户、社交媒体分享者                                | 中小学生                             |
| 社交属性 | 强调动手体验，社交属性弱   | 强调潮流文化和身份认同，社交属性强                             | 中小学生消费群体存在“跟风消费”、“攀比心理”，具备一定社交属性 |
| 价格区间 | 中高端（几十元到上万元不等） | 中端（盲盒价格普遍在几十元一个，但有追求隐藏款的溢价行为；同时有上千元的大型手办/玩偶等） | 中低端（9.9元到三百多元不等）                 |

资料来源：京东，Latterly，SocialBeta，布鲁可聆讯后资料集，民生证券研究院

### 6.1 不同于乐高/万代等头部玩具企业：布鲁可发力全国校边店

乐高专注以场景为主，玩家可以专注于场景搭建和功能性开发，充分激发自己的创造力；乐高核心客群主要以高线城市中高群体居多，根据赢商大数据显示，二线及以上城市门店占比超过 80%。

图43：2021 年乐高渠道结构



资料来源：赢商云智库，民生证券研究院

**表7：乐高产品结构**

| 价格范围       | 分类       | 主要系列/特点                   | 示例产品                                     |
|------------|----------|---------------------------|--|
| ¥ 50-200   | 入门级      | 简单拼搭，小型积木套装               | 乐高经典创意拼砌积木套件（¥ 99）                       |
| ¥ 200-800  | 中端产品     | 中型套件，主题鲜明，适合儿童及家庭         | 乐高城市系列警察局（¥ 600-800）                     |
| ¥ 800-2000 | 高端系列     | 大型场景，复杂主题，更多活动部件和机械元素     | 乐高哈利波特霍格沃茨城堡（¥ 1000+）                    |
| ¥ 2000+    | 收藏级与高端产品 | 超大型套件，限量版或经典收藏，适合高级玩家和收藏者 | IDEAS系列钢琴（¥ 2000+）<br>乐高星球大战千年隼（¥ 6000+） |

资料来源：京东，民生证券研究院

万代（Bandai）的产品特点在于其高度还原的拼装模型和手办设计，依托《高达》、《龙珠》等强 IP 资源，覆盖从入门级到收藏级的消费群体，具备丰富的产品梯度（如 HG、MG、PG 系列）。其核心客群包括 12-18 岁的二次元文化爱好者、18-35 岁的青年模型玩家和 35 岁以上的高收入收藏者。产品价格带从低端的入门款（¥ 50-200）到中端拼装模型（¥ 200-1000）再到高端收藏级产品（¥ 1000+）。万代的优势在于强 IP 绑定、产品分级精准、与二次元文化契合度高。

## 6.2 对比传统校边店优势公司：布鲁可凭借更加积极的产品/渠道策略，推动市占率提升

启蒙 1994 年创立，品牌主打“高性价比”，对标乐高，但价格更低，目标市场集中于国内的低线市场。启蒙积木通过线上线下多渠道销售，包括电商平台、玩具专卖店和大型商超等，产品价格带从几元到几十元不等，满足不同消费者的需求。其优势在于安全无毒的材料、多样化的产品设计和良好的性价比。

森宝成立于 2003 年，2013 年正式进军积木领域，2017 年创立“森宝积木”品牌；公司前身主营塑料玩具，渠道结构以线上电商平台（如淘宝、京东、拼多多）为主，辅以线下玩具专卖店和商超专柜。相比于传统校边店企业，正如前文所述，布鲁可采取更加积极的产品（高质&低价&快速迭代）和渠道策略（以校边店为基本盘），加速市占率提升。

图44：启蒙奥特曼产品线



资料来源：深圳玩具展-潮玩展官方微博，民生证券研究院

## 7 盈利预测与投资建议

### 7.1 盈利预测假设与业务拆分

#### 7.1.1 业务拆分及预测

- 1) 拼搭角色类玩具：**2024 该业务收入为 22.0 亿元，同比增长 186.2%。公司拼搭角色类玩具业务正处于快速放量阶段，拼搭角色类玩具行业景气度较高，公司快速抢占终端渠道。与此同时我们认为公司具备成功拓展校边店渠道的核心竞争力，渠道有望快速下沉，收入有望实现快速增长。因此我们预计 2025-2027 年公司拼搭角色类玩具营业收入达到 40.8/55.0/74.1 亿元，同比分别增长 85.3%/35.0%/34.6%。**毛利率方面**，规模效应带动盈利能力稳步上行，具体体现为：**1) 生产：**通用的标准零件成本持续下行；**2) IP 签约费用**，销量越多，每一产品的固定费用摊销越少。我们预计 2025-2027 年拼搭角色类玩具毛利率有望持续稳定增长至 57.0%/58.0%/59.0%。
- 2) 积木玩具：**2024 该业务收入为 0.4 亿元，同比下降 62.9%。由于近年来公司发展中心逐步向拼搭角色类玩具倾斜，积木玩具短期收入承压，因此我们预计 2025 年公司积木玩具营业收入为 0.3 亿元，同比下降 12%；伴随业务调整到位叠加全渠道拓展，预计 2026-2027 年该业务营业收入增速分别为 2.0%/4.0%，对应营业收入分别为 0.4/0.4 亿元。**毛利率方面**，我们预计积木玩具毛利率稳定在现有水平并小幅上行，参考 2023/2024 年毛利率，我们预计 2025-2027 年毛利率维持稳定，分别为 37.0%/37.0%/37.2%。
- 3) 其他：**2024 该业务收入为 39.3 万元，同比下降 71.2%。公司其他业务主要包括其他非玩具业务（例如某些于线上平台播放公司的动画之前、期间或之后展示的广告产生的毛利），一般与任何销售成本没有直接关联。我们预计 2025-2027 年该业务营业收入同比增速均为 5%，对应 2025-2027 年其他业务营业收入分别为 41.3 万元/43.3 万元/45.5 万元。**毛利率方面**，由于其业务模式特征，我们预计 2025-2027 年该业务毛利率均为 100%。

#### 7.1.2 主要费用率预测

- 1) 销售费用率：**2024 年公司销售费用率为 12.6%，2021-2024 年公司销售费用率分别为 117.9%/71.5%/21.6%/12.6%，呈持续下降趋势，随着公司低价+高质量+快速迭代的产品优势逐步确立，我们认为未来销售费用率有望进一步下降，我们预计 2025-2027 年公司销售费用率有望下降至 11.5%。
- 2) 管理费用率：**2024 年公司管理费用率为 20.8%，主要由于 2024 年 4 月根据股份激励计划授出购股权的一次性以股份为基础的薪酬增加 3.6 亿元及于 2024 年产生的上市开支 0.3 亿元，剔除上述两项非经常性费用 2024 年管理费用率为 3.2%，我们判断未来管理费用率或将下降，主要系收入规模快速增长导致费用率被摊薄，预计 2025-2027 年公司管理费用率为 3.0%

3) **研发费用率**: 2024 年公司研发费用率为 8.6%, 2023 年以来公司研发费用率持续下降, 目前公司“骨肉皮”积木体系已相对成熟, 但未来需要就不同 IP 持续开发新品, 因此需持续进行一定程度的研发投入, 整体来看我们预计 2025-2027 年公司研发费用率有望小幅下降至 8.0%。

**表8: 布鲁可分业务收入及费用率预测 (单位: 百万元)**

|         |       | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 合计      | 营业收入  | 2240.93 | 4112.74 | 5540.59 | 7448.87 |
|         | 同比增速  | 155.6%  | 83.5%   | 34.7%   | 34.4%   |
|         | 毛利率   | 52.6%   | 56.8%   | 57.9%   | 58.9%   |
| 拼搭角色类玩具 | 营业收入  | 2201.10 | 4077.55 | 5504.69 | 7411.51 |
|         | 同比增速  | 186.2%  | 85.3%   | 35.0%   | 34.6%   |
|         | 毛利率   | 52.9%   | 57.0%   | 58.0%   | 59.0%   |
| 积木玩具    | 营业收入  | 39.43   | 34.78   | 35.47   | 36.91   |
|         | 同比增速  | -62.9%  | -11.8%  | 2.0%    | 4.0%    |
|         | 毛利率   | 37.0%   | 37.0%   | 37.0%   | 37.2%   |
| 其他      | 营业收入  | 0.39    | 0.41    | 0.43    | 0.45    |
|         | 同比增速  | -71.2%  | 5.0%    | 5.0%    | 5.0%    |
|         | 毛利率   | 100.0%  | 100.0%  | 100.0%  | 100.0%  |
|         | 销售费用率 | 12.6%   | 11.5%   | 11.5%   | 11.5%   |
|         | 管理费用率 | 20.8%   | 3.0%    | 3.0%    | 3.0%    |
|         | 研发费用率 | 8.6%    | 8.0%    | 8.0%    | 8.0%    |

资料来源: 布鲁可 2024 年年报, 民生证券研究院预测

## 7.2 估值分析

公司主营 IP 玩具, 盲盒占比较高, 因此我们选取泡泡玛特 (主营潮玩盲盒)、广博股份 (公司拥有名侦探柯南、初音未来、三丽鸥等众多热门 IP 授权, 相关周边产品持续上新) 作为可比公司。取平均值后可比公司 2025-2027 年 PE 为 34X/26X/19X, 布鲁可当前估值与可比公司均值相比, 具备估值优势。

**表9: 可比公司 PE 数据对比**

| 股票代码      | 公司简称 | 收盘价 (元) | EPS (元) |       |       |       | PE (倍) |       |       |       |
|-----------|------|---------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |      |         | 2024A   | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
| 9992.HK   | 泡泡玛特 | 175.9   | 2.4     | 3.8   | 5.2   | 7.4   | 75     | 43    | 32    | 22    |
| 002103.SZ | 广博股份 | 8.9     | 0.3     | 0.4   | 0.4   | 0.6   | 32     | 25    | 20    | 16    |
| 可比公司均值    |      |         |         |       |       |       | 53     | 34    | 26    | 19    |
| 0325.HK   | 布鲁可  | 112.1   | -0.5    | 4.3   | 6.1   | 8.4   | -      | 24    | 17    | 13    |

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 可比公司数据采用 wind 一致预期, 股价时间为 2025 年 4 月 22 日; 泡泡玛特、布鲁可收盘价为港元, 其余均为人民币; 汇率为 1 港元=0.9425 元



## 7.3 投资建议

目前布鲁可正处于快速放量阶段，我们认为公司具备拓展校边店渠道的核心竞争力，渠道有望快速下沉。此外，公司拥有三丽鸥、宝可梦等 IP 的授权，我们认为拓展女性客群有望为公司后续持续增长注入动力。与此同时，公司海外市场拓展的表现值得期待。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 10.8/15.1/20.9 亿元，对应 PE 为 24X/17X/13X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 8 风险提示

- **宏观波动：**公司主营玩具产品，属于可选消费品，宏观波动或对下游消费需求产生影响；
- **新品/新客/新渠道拓展不及预期：**公司目前核心依赖奥特曼等 IP，且主要客群为男性客群，后续增长驱动力：**1) IP 拓展：**加大其他 IP 投放力度，如汽车人、星矢圣斗士等，若新 IP 无法复刻奥特曼对青少年客群吸引力，将影响公司业绩兑现节奏；**2) 客群拓展：**未来公司将加大对女性客群推广力度，若针对女性客群等产品销售低于预期，或对公司中期成长天花板的高度产生压制；**3) 低价格带产品推广：**如通过 9.9 元产品发力低线城市，一方面：低价拼搭类产品销售策略及打法不同于现有价格带，另一方面：或对现有市场产生冲击；**4) 海外市场：**公司致力于向全球消费者提供“好而不贵”的玩具，在全球格局变化背景下，业务存在一定不确定性；
- **行业竞争加剧：**若更多头部玩具/文具类企业切入拼搭玩具赛道或将造成行业竞争加剧，或对公司业绩产生负面影响。

**公司财务报表数据预测汇总**

| 资产负债表 (百万人民币)    | 2024A         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1,215</b>  | <b>4,171</b> | <b>6,025</b> | <b>8,584</b> |
| 现金及现金等价物         | 720           | 3,505        | 5,142        | 7,415        |
| 应收账款及票据          | 112           | 193          | 260          | 349          |
| 存货               | 279           | 432          | 568          | 745          |
| 其他               | 105           | 41           | 55           | 74           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>391</b>    | <b>415</b>   | <b>433</b>   | <b>443</b>   |
| 固定资产             | 154           | 178          | 196          | 206          |
| 商誉及无形资产          | 79            | 79           | 79           | 79           |
| 其他               | 158           | 158          | 158          | 158          |
| <b>资产合计</b>      | <b>1,606</b>  | <b>4,585</b> | <b>6,458</b> | <b>9,027</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3,182</b>  | <b>3,516</b> | <b>3,873</b> | <b>4,345</b> |
| 短期借贷             | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款及票据          | 567           | 986          | 1,297        | 1,701        |
| 其他               | 2,615         | 2,529        | 2,576        | 2,644        |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>25</b>     | <b>25</b>    | <b>25</b>    | <b>25</b>    |
| 长期借贷             | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 其他               | 25            | 25           | 25           | 25           |
| <b>负债合计</b>      | <b>3,207</b>  | <b>3,541</b> | <b>3,898</b> | <b>4,370</b> |
| 普通股股本            | 0             | 26           | 26           | 26           |
| 储备               | -1,601        | 1,016        | 2,528        | 4,621        |
| <b>归属母公司股东权益</b> | <b>-1,601</b> | <b>1,042</b> | <b>2,554</b> | <b>4,647</b> |
| 少数股东权益           | 0             | 2            | 5            | 9            |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>-1,601</b> | <b>1,045</b> | <b>2,559</b> | <b>4,656</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>1,606</b>  | <b>4,585</b> | <b>6,458</b> | <b>9,027</b> |

| 现金流量表 (百万人民币)  | 2024A    | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|----------|--------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>0</b> | <b>1,314</b> | <b>1,727</b> | <b>2,355</b> |
| 净利润            | 0        | 1,076        | 1,512        | 2,093        |
| 少数股东权益         | 3        | 2            | 3            | 4            |
| 折旧摊销           | 0        | 91           | 97           | 105          |
| 营运资金变动及其他      | -3       | 145          | 115          | 153          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>0</b> | <b>-96</b>   | <b>-90</b>   | <b>-81</b>   |
| 资本支出           | 0        | -115         | -115         | -115         |
| 其他投资           | 0        | 19           | 25           | 34           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>0</b> | <b>1,567</b> | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 借款增加           | 0        | 0            | 0            | 0            |
| 普通股增加          | 0        | 1,567        | 0            | 0            |
| 已付股利           | 0        | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 0        | 0            | 0            | 0            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>0</b> | <b>2,785</b> | <b>1,637</b> | <b>2,274</b> |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 利润表 (百万人民币)     | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>2,241</b> | <b>4,113</b> | <b>5,541</b> | <b>7,449</b> |
| 其他收入            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 营业成本            | 1,062        | 1,775        | 2,334        | 3,062        |
| 销售费用            | 283          | 473          | 637          | 857          |
| 管理费用            | 465          | 123          | 166          | 223          |
| 研发费用            | 192          | 329          | 443          | 596          |
| 财务费用            | 2            | -7           | -35          | -51          |
| 权益性投资损益         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他损益            | -532         | 19           | 25           | 34           |
| 除税前利润           | -296         | 1,438        | 2,020        | 2,796        |
| 所得税             | 102          | 359          | 505          | 699          |
| 净利润             | -398         | 1,078        | 1,515        | 2,097        |
| 少数股东损益          | 3            | 2            | 3            | 4            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>-401</b>  | <b>1,076</b> | <b>1,512</b> | <b>2,093</b> |
| EBIT            | -294         | 1,431        | 1,985        | 2,745        |
| EBITDA          | -294         | 1,522        | 2,082        | 2,850        |
| EPS (元)         | -1.61        | 4.32         | 6.07         | 8.40         |

| 主要财务比率          | 2024A  | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力(%)</b>  |        |         |         |         |
| 营业收入            | 155.61 | 83.53   | 34.72   | 34.44   |
| 归属母公司净利润        | -94.59 | 368.37  | 40.46   | 38.44   |
| <b>盈利能力(%)</b>  |        |         |         |         |
| 毛利率             | 52.60  | 56.84   | 57.87   | 58.89   |
| 净利率             | -17.90 | 26.17   | 27.29   | 28.10   |
| ROE             | 25.06  | 103.26  | 59.19   | 45.04   |
| ROIC            | 24.70  | 102.73  | 58.16   | 44.21   |
| <b>偿债能力</b>     |        |         |         |         |
| 资产负债率(%)        | 199.66 | 77.22   | 60.37   | 48.42   |
| 净负债比率(%)        | 44.98  | -335.53 | -200.90 | -159.25 |
| 流动比率            | 0.38   | 1.19    | 1.56    | 1.98    |
| 速动比率            | 0.28   | 1.05    | 1.39    | 1.79    |
| <b>营运能力</b>     |        |         |         |         |
| 总资产周转率          | 1.71   | 1.33    | 1.00    | 0.96    |
| 应收账款周转率         | 29.83  | 26.99   | 24.49   | 24.47   |
| 应付账款周转率         | 2.57   | 2.29    | 2.04    | 2.04    |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |         |         |         |
| 每股收益            | -1.61  | 4.32    | 6.07    | 8.40    |
| 每股经营现金流         | 0.00   | 5.27    | 6.93    | 9.45    |
| 每股净资产           | -6.42  | 4.18    | 10.25   | 18.64   |
| <b>估值比率</b>     |        |         |         |         |
| P/E             | /      | 24      | 17      | 13      |
| P/B             | /      | 25.3    | 10.3    | 5.7     |
| EV/EBITDA       | /      | 16.83   | 12.30   | 8.99    |

## 插图目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 布鲁可重要里程碑                                 | 3  |
| 图 2: 布鲁可主要业务变化                                | 3  |
| 图 3: 布鲁可股权结构 (截至 2024 年 6 月 30 日)             | 4  |
| 图 4: 2021-2024 公司营业收入及其同比增速                   | 5  |
| 图 5: 2021-2024 分业务性质的收入情况 (亿元)                | 6  |
| 图 6: 2021-2024 分销售渠道的收入情况 (亿元)                | 6  |
| 图 7: 2021-2024 公司毛利润及毛利率                      | 6  |
| 图 8: 2021-2024 分业务性质的毛利润及毛利率情况                | 7  |
| 图 9: 2021-2024H1 分销售渠道毛利润及毛利率情况               | 7  |
| 图 10: 2021-2024 公司费用及费用率                      | 7  |
| 图 11: 2021-2024 公司费用及费用率拆分                    | 7  |
| 图 12: 2021-2024 公司净利润及净利率                     | 8  |
| 图 13: 2021-2024 公司归母净利润                       | 8  |
| 图 14: 全球玩具市场规模 GMV 按地域划分, 2019 年至 2028 年 (亿元) | 9  |
| 图 15: 全球玩具市场规模 GMV 按形态划分, 2019 年至 2028 年 (亿元) | 10 |
| 图 16: 全球玩具市场规模 GMV 按形态划分, 2019 年至 2028 年 (亿元) | 11 |
| 图 17: 全球拼搭角色类玩具市场规模 GMV (亿元) 及渗透率 (%)         | 11 |
| 图 18: 2023 年全球拼搭角色类玩具市场参与者排名                  | 12 |
| 图 19: 2023 年中国拼搭角色类玩具市场参与者排名                  | 12 |
| 图 20: 晨光股份发展历程                                | 13 |
| 图 21: 晨光&真彩收入对比                               | 14 |
| 图 22: 善用 IP, 晨光热门产品经久不衰                       | 14 |
| 图 23: 2021 年中国书写工具销售渠道占比(%)                   | 16 |
| 图 24: 重点城市文具店铺数量 (家)                          | 16 |
| 图 25: 晨光“伙伴金字塔”营销体系                           | 16 |
| 图 26: 晨光营运能力强于真彩                              | 16 |
| 图 27: 晨光经销渠道拆解 (数据截止 2024 年中报)                | 17 |
| 图 28: 校边店三要素模型                                | 18 |
| 图 29: 中小消费渠道结构                                | 19 |
| 图 30: 中小学生每周零花钱金额分布情况                         | 20 |
| 图 31: 中小学生主要消费原因                              | 21 |
| 图 32: 布鲁可 IP 矩阵                               | 23 |
| 图 33: 公司上新产品系列                                | 24 |
| 图 34: 公司研发费用及研发费用率变化情况                        | 24 |
| 图 35: 布鲁可骨肉皮玩法                                | 24 |
| 图 36: 布鲁可拼搭玩具架构                               | 24 |
| 图 37: 布鲁可线上线下合作伙伴                             | 26 |
| 图 38: 布鲁可线下渠道销售收入情况                           | 26 |
| 图 39: 布鲁可线上渠道销售收入情况                           | 26 |
| 图 40: 布鲁可经销商数量变化情况                            | 27 |
| 图 41: 布鲁可终端陈列图片                               | 28 |
| 图 42: 布鲁可海外各区域销售收入 (万元) 及海外销售收入同比增速变化情况       | 29 |
| 图 43: 2021 年乐高渠道结构                            | 30 |
| 图 44: 启蒙奥特曼产品线                                | 32 |

## 表格目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标 .....                     | 1  |
| 表 1: 布鲁可管理层介绍 .....                 | 5  |
| 表 2: 晨光终端比较 .....                   | 15 |
| 表 3: 2022 年全国人口及中小学分布情况 .....       | 19 |
| 表 4: 玩具核心客群及特点 .....                | 22 |
| 表 5: 布鲁可价格带及代表产品 .....              | 25 |
| 表 6: 乐高、泡泡玛特、布鲁可产品消费特征 .....        | 30 |
| 表 7: 乐高产品结构 .....                   | 31 |
| 表 8: 布鲁可分业务收入及费用率预测 (单位: 百万元) ..... | 34 |
| 表 9: 可比公司 PE 数据对比 .....             | 34 |
| 公司财务报表数据预测汇总 .....                  | 37 |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准  |      | 评级   | 说明                  |
|---|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|   |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|   |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|   | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|   |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|   |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048