

轻工制造行业深度研究报告

布鲁可招股书梳理：方寸之间，IP起舞

- 拼搭玩具：规模持续增长，市场向头部集中。**伴随我国社会经济快速发展，消费者养育观念逐渐发生转变，玩具市场需求不断增强。根据弗若斯特沙利文数据显示，2023年全球玩具行业规模为7731亿元，预计未来行业规模有望继续保持稳健增长，对应2023-2028年CAGR为5.1%，其中，我国CAGR约为9.5%。考虑到拼搭类玩具具备相对更强的可玩性和益智性，其市场增速明显更快，国内拼搭角色类玩具市场规模有望从2023年的58亿元增长到2028年的325亿元，对应5年CAGR约为41.3%。根据弗若斯特沙利文，按2023年GMV计，布鲁可是全球第三、中国第一的拼搭玩具龙头企业。
- 布鲁可：进击的国内拼搭玩具龙头，主动创新求变未来可期。**布鲁可从积木玩具起家，自2016年开始研发积木玩具产品，依靠“1-6岁儿童积木专家”的差异化定位迅速出圈，并于2022年正式推出拼搭角色类玩具。根据弗若斯特沙利文，公司在2023年实现GMV约18亿元，是全球增速最快的规模化玩具企业，同比增速超170%。截至2024年5月，公司拥有国内授权专利超470项，旗下自有及授权IP超30个。营收端，拼搭玩具景气兑现，公司依靠品类扩张&奥特曼IP起势，营收保持快速增长。毛利端，受益于高毛利的拼搭类玩具占比提升和规模效应带来的成本摊薄，公司盈利能力稳步提升，24Q1实现毛利率52.0%。利润端，费用管控+规模效应释放带动公司费用率逐步改善，净利率迎来修复，24Q1顺利扭亏。
- 核心竞争力：产品领先，渠道为矛，IP称王。**
 - 产品端：**公司研发能力突出，将零件标准化做到极致，可通过标准/特征零件的不同的组合实现个性化的拼搭。目前，公司已与业内领先的第三方代工厂进行长期独家合作，确保产品上新周期短、频率快、数量多、成功率高。回到价格端，公司坚持全价格带布局，主流产品价格分布在19.9-399元不等，产品好而不贵。
 - 渠道端：**与传统玩具不同，拼搭角色类玩具因其高互动性玩法天然具备传播属性，适配以内容驱动的营销方式，线上运作成效斐然，公司在京东、微信、天猫、抖音、拼多多、快手、微博、小红书、哔哩哔哩等线上平台共拥有超过1100万粉丝，位列中国玩具企业前二。截至24Q1，公司已在国内零售/专业网点等线下流通渠道建立了行业领先地位，合作约433名经销商，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。
 - IP端：**公司坚持自有IP+授权IP双轮驱动，自有IP运作模式已经成熟，未来业绩占比有望继续提升；目前公司已获得30+IP授权，核心IP奥特曼增速亮眼，未来将继续优选知名IP合作，积极拓展IP矩阵。
- 风险提示：**IP授权风险，行业竞争加剧，第三方生产风险，上市失败风险。

推荐（维持）

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	158	0.02
总市值(亿元)	8,775.36	0.90
流通市值(亿元)	7,416.72	0.96

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	11.3%	13.3%	-0.7%
相对表现	9.8%	3.0%	-14.0%



相关研究报告

《轻工纺服行业2025年度投资策略：轻舟已过万重山》

2024-11-19

《家居行业深度研究报告：如何看待本轮家居行情？》

2024-10-07

《关税复盘：龙头加快海外产能布局，重视欧美供应链稀缺品类稀缺价值》

2024-09-30

投资主题

报告亮点

本报告首先对玩具行业当前发展阶段、未来市场空间及竞争格局进行分析，考虑到布鲁可定位拼搭类角色玩具，因此该部分也对这一细分赛道着重进行了梳理。其次对布鲁可的发展历程、股权结构和财务情况进行系统性回顾。最后，从产品、渠道和 IP 维度阐述布鲁可竞争优势。

投资逻辑

今年以来，潮玩赛道企业业绩呈现爆发式增长，这背后离不开人气 IP 的强力拉动，如泡泡玛特的 LABUBU、卡游的小马宝莉、布鲁可的奥特曼等现象 IP。因此，本文选取了 H 股拟上市公司布鲁可为例，梳理玩具行业发展及公司情况，以期从中窥见拼搭类角色玩具赛道发展空间。

从市场格局来看，布鲁可是全球第三、中国第一的拼搭玩具龙头企业，产品力、渠道力优势突出，IP 矩阵布局完善，未来渠道拓展和精细化管理还有空间。随着公司持续发力内容营销，自有 IP 竞争力或得到强化，有望进一步打开营收空间，增厚利润。

潜在风险

- **IP 授权风险：**现有 IP 受欢迎程度可能降低，公司可能无法以有利条件获得、维持或续约 IP 授权，以及获取、开发和商业化新的 IP。
- **行业竞争加剧：**公司大部分收入来自玩具产品销售，可能受到不断变化的社会、经济环境及日益变化的消费者偏好影响，尤其是电子游戏等其他娱乐活动在消费者注意力和总体消费方面的竞争。
- **第三方生产风险：**公司依赖第三方合作工厂生产产品，头部供应商占比较高，暂停或终止合作均可能对公司的业务、经营业绩及财务状况造成负面影响。
- **上市失败风险：**若公司未在规定期限内完成上市，投资者将恢复优先清算权、优先认购权、优先购买权及共同销售权、反摊薄权及回购权等。

目 录

一、 拼搭玩具：规模持续增长，市场向头部集中	5
1、 玩具行业持续扩容，未来仍有提升空间	5
2、 拼搭角色类玩具景气度高，行业渗透率稳步提升	6
3、 行业格局集中，布鲁可龙头地位稳固	8
二、 布鲁可：进击的国内拼搭玩具龙头，主动创新求变未来可期	10
1、 发展历程：积木玩具起家，国内拼搭玩具龙头高速增长	10
2、 股权结构：集中且稳定，管理层从业经验丰富	10
3、 财务分析：拼搭玩具景气兑现，业绩保持高增态势	12
三、 核心竞争力：产品领先，渠道为矛，IP 称王	15
1、 产品端：研发能力突出，产品好而不贵	15
2、 渠道端：内容+渠道深度融合，线上线下布局完善	17
3、 IP 端：自有 IP+授权 IP 双轮驱动，拼搭玩具龙头扬帆起航	18
四、 风险提示	21

图表目录

图表 1	全球玩具行业市场规模及未来成长性（单位：亿元）	5
图表 2	全球玩具市场规模，按形态划分（单位：亿元）	6
图表 3	全球玩具市场规模，按玩法划分（单位：亿元）	7
图表 4	全球拼搭角色类玩具市场规模及渗透率（单位：亿元，%）	8
图表 5	全球拼搭角色类玩具市场参与者排名	9
图表 6	中国拼搭角色类玩具市场参与者排名	9
图表 7	布鲁可发展历程	10
图表 8	布鲁可股权结构	11
图表 9	公司高管团队基本情况	11
图表 10	2021 年-24Q1，布鲁可营收快速增长	12
图表 11	24Q1，布鲁可扭亏为盈（单位：百万元）	12
图表 12	布鲁可营收拆分	12
图表 13	公司毛利率分产品拆分	13
图表 14	公司毛利率分渠道拆分	13
图表 15	布鲁可分产品销量拆分（单位：万件，%）	13
图表 16	布鲁可分产品单价拆分（单位：元/件）	13
图表 17	费用管控+规模效应释放，公司费用率逐步下滑	14
图表 18	零件标准化做到极致，提升产品竞争力	15
图表 19	布鲁可拼搭角色类玩具零件构成	15
图表 20	公司的合作工厂及生产流程	16
图表 21	布鲁可全价格带布局	17
图表 22	高互动性玩法天然具备传播属性	17
图表 23	布鲁可线上线下渠道布局完善	18
图表 24	自有 IP 运作模式成熟	19
图表 25	部分授权 IP 情况	19
图表 26	奥特曼群星系列新品上市首季度销量（万件）	20

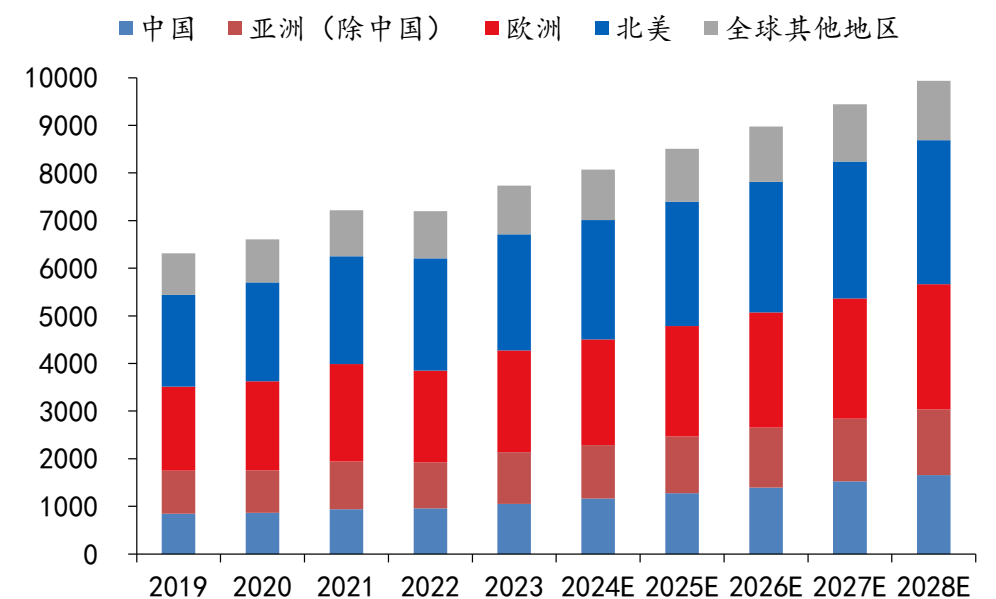
“二次元”文化和衍生经济的迅猛发展，不仅加速潮玩行业的崛起，也推动谷子、卡牌等产品成为了当年轻消费群体的新宠。今年以来，潮玩赛道企业业绩呈现爆发式增长，这背后离不开人气 IP 的强力拉动，如泡泡玛特的 LABUBU、卡游的小马宝莉、布鲁可的奥特曼等现象 IP。因此，本文选取了 H 股拟上市公司布鲁可为例，梳理玩具行业发展及公司情况，以期从中窥见拼搭类角色玩具赛道发展空间。

一、拼搭玩具：规模持续增长，市场向头部集中

1、玩具行业持续扩容，未来仍有提升空间

全球玩具行业仍具备高成长性，2023-2028 年 CAGR 约 5.1%。伴随我国社会经济快速发展，消费者养育观念逐渐发生转变，玩具市场需求不断增强。根据弗若斯特沙利文数据显示，2023 年全球玩具行业规模为 7731 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 5.2%，预计未来行业有望保持稳健增长，对应 2023-2028 年 CAGR 为 5.1%；其中，全球 IP 玩具渗透率有望在 2028 年达到 73.8%。中国作为全球玩具主要消费国之一，其市场规模仍低于美国、欧洲等主要玩具消费市场；随着国内玩具消费人群的不断扩张以及 IP 类玩具渗透率提升，玩具市场规模呈现加速提升态势，2023-2028 年中国玩具市场规模 CAGR 预计为 9.5%。

图表 1 全球玩具行业市场规模及未来成长性（单位：亿元）



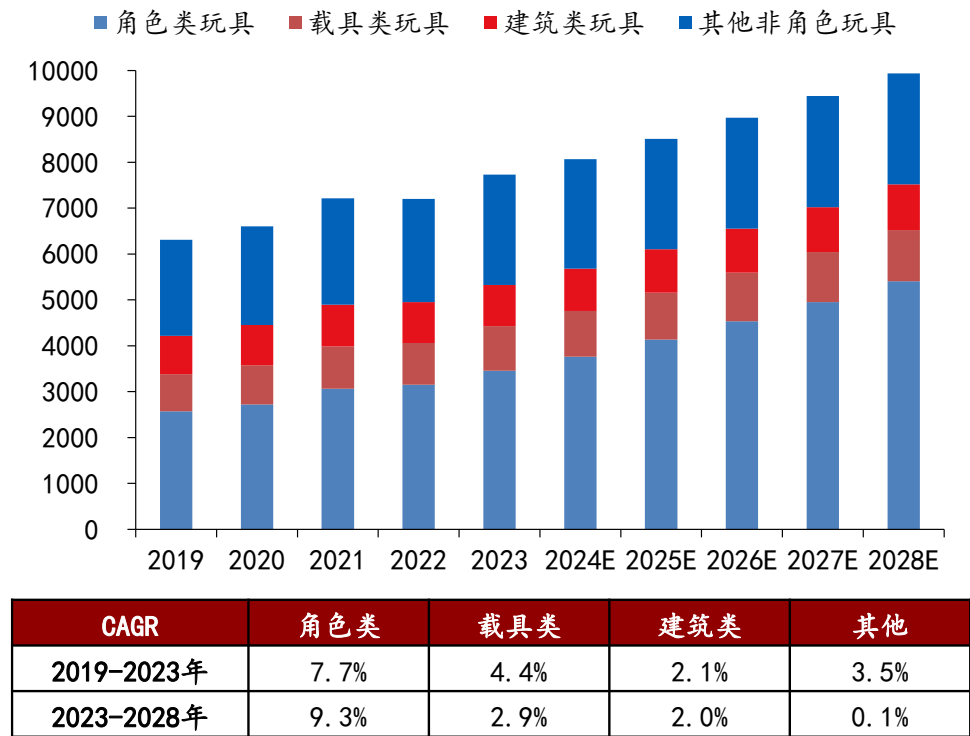
CAGR	中国	亚洲（除中国）	欧洲	北美	全球其他地区
2019-2023年	5.6%	4.7%	5.0%	5.9%	4.1%
2023-2028年	9.5%	4.9%	4.2%	4.5%	4.0%

资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，转引自布鲁可招股书，华创证券

按形态划分，角色类玩具是全球规模最大的细分品类。1) 角色类玩具是指具有拟人、动物等形象的玩具，例如玩偶、毛绒玩具和基于影视作品中的人物或非人物角色衍生的玩具等。很多角色类玩具与特定 IP 直接关联，拥有易于辨认的形象，且兼具收藏属性。2023

年角色类玩具实现市场规模 3458 亿元，根据弗若斯特沙利文预计，2023-2028 年有望保持约 9.3%的年均复合增长率。2) 载具和建筑类玩具对物理结构、空间感知和平衡性要求更高，形态包括成品或拼搭组件等。市场规模有望从 2023 年的 967/903 亿元，增长至 2028 年的 1116/995 亿元，分别对应 CAGR 为 2.9%/2.0%。

图表 2 全球玩具市场规模，按形态划分（单位：亿元）

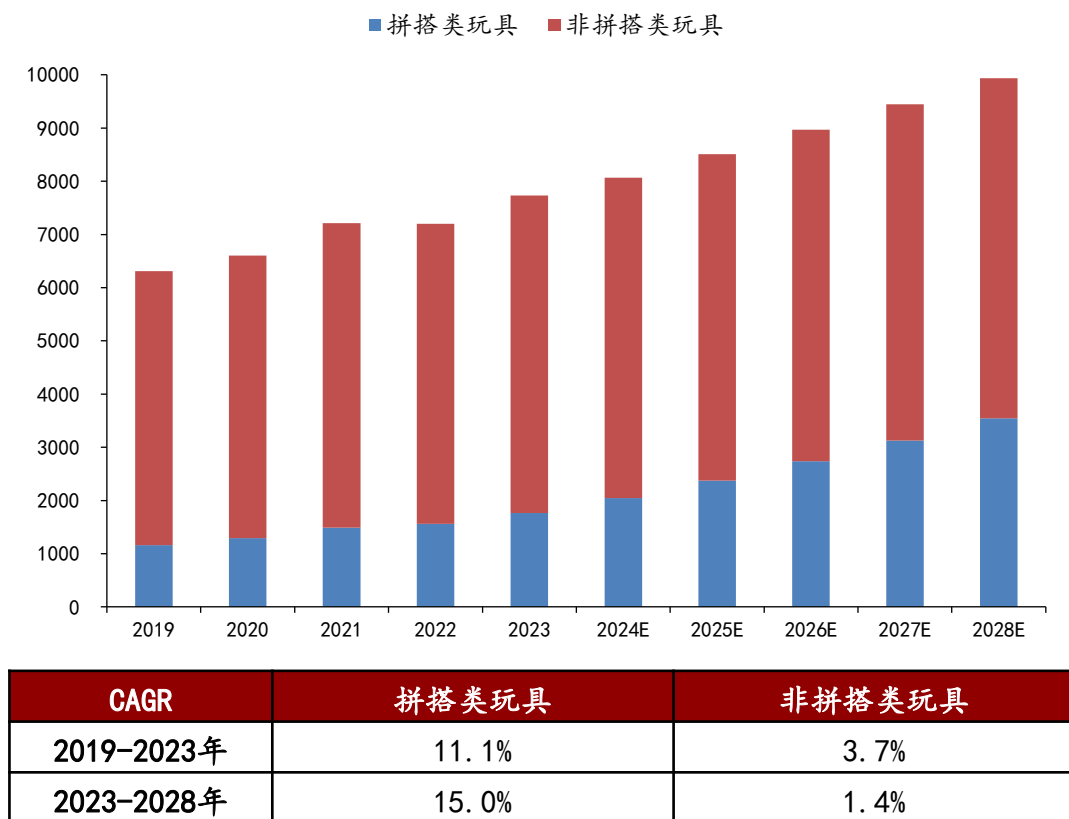


资料：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，转引自布鲁可招股书，华创证券

2、拼搭角色类玩具景气度高，行业渗透率稳步提升

拼搭类玩具具备相对更强的可玩性和益智性，市场增速明显更快。拼搭类玩具需要消费者投入时间、精力，将各种形状大小不一的组件拼搭为特定形态的成品，可玩性相对较强。根据弗若斯特沙利文数据，全球拼搭类玩具市场规模从 2019 年的 1159 亿元提升至 2023 年的 1765 亿元，CAGR=11.1%，营收占比也从 18.4%提升至 22.8%。展望后续，2023-2028 年全球拼搭类玩具市场规模有望保持 CAGR 不低于 15.0%。

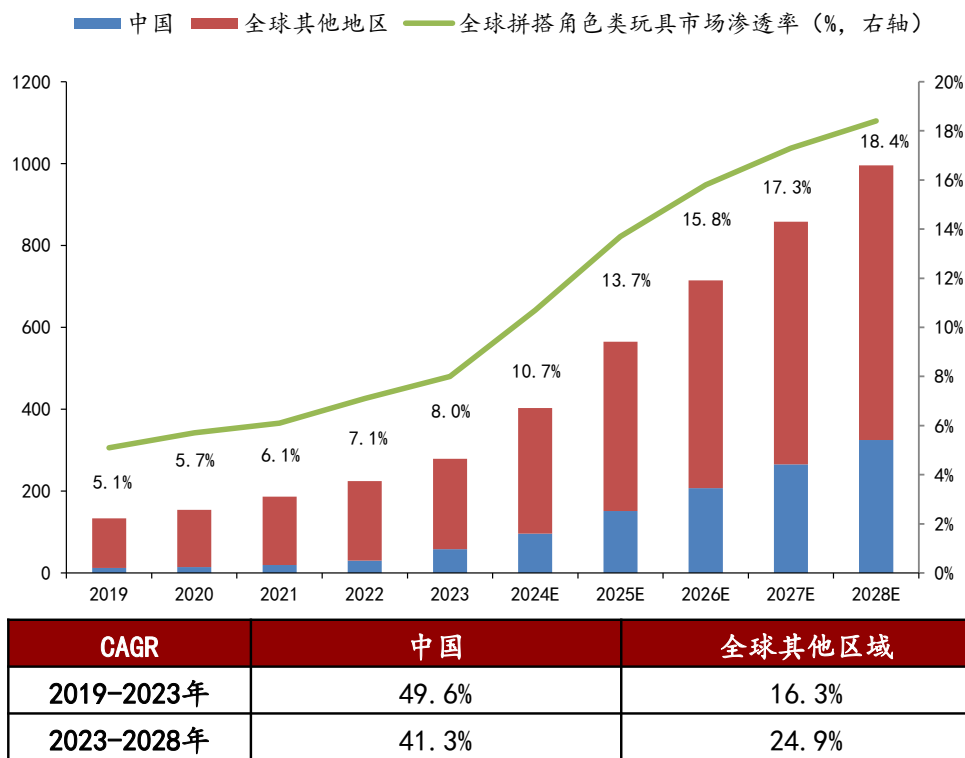
图表 3 全球玩具市场规模，按玩法划分（单位：亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，转引自布鲁可招股书，华创证券

拼装角色类玩具是全球玩具行业增速最快的细分品类。玩具企业通常以积木和模型两种方式设计和生产拼装角色类玩具，并带来比传统的角色类玩具更好的互动体验。根据弗若斯特沙利文数据，2023年，全球拼装角色类玩具实现市场规模278亿元，在全球角色类玩具市场的渗透率约8.0%；展望后续，预计全球拼装角色类玩具2023年到2028年年均复合增长率为29.0%。其中，国内拼装角色类玩具市场规模有望从2023年的58亿元增长到2028年的325亿元，对应CAGR约为41.3%。

图表 4 全球拼搭角色类玩具市场规模及渗透率（单位：亿元，%）

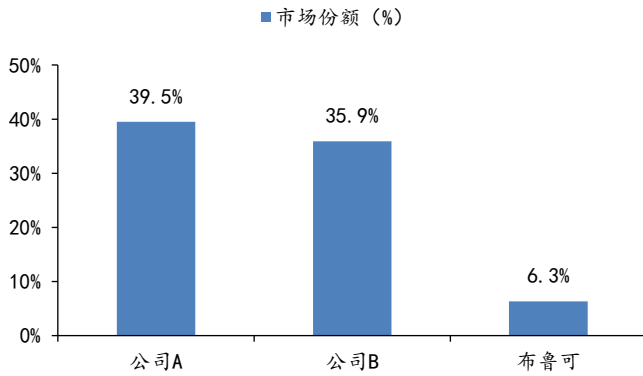


资料：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，转引自布鲁可招股书，华创证券

3、行业格局集中，布鲁可龙头地位稳固

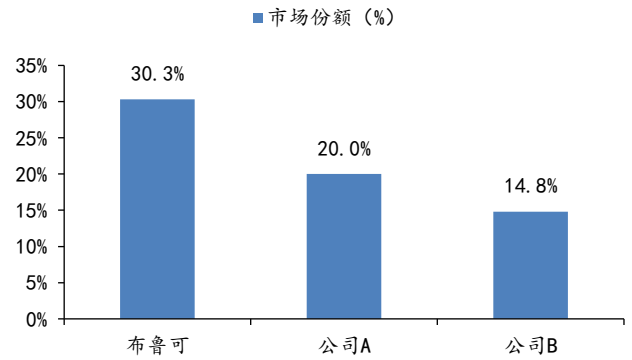
布鲁可是全球第三、中国第一的拼搭玩具龙头企业。拼搭角色类玩具市场集中度较高，根据弗若斯特沙利文，按 2023 年 GMV 计（指销售角色类玩具所产生的零售额），全球 CR3=81.7%，国内 CR3=65.1%。综合来看，布鲁可是全球第三（占 6.3%）、中国第一（占 30.3%）的拼搭玩具龙头企业，市场占有率领先。随着未来拼搭角色类玩具渗透率提升，公司作为龙头企业，份额仍有望保持提升。

图表 5 全球拼搭角色类玩具市场参与者排名



资料：弗若斯特沙利文，转引自布鲁可招股书，华创证券
注：以 2023 年 GMV 计，包括销售角色类玩具所产生的零售额

图表 6 中国拼搭角色类玩具市场参与者排名



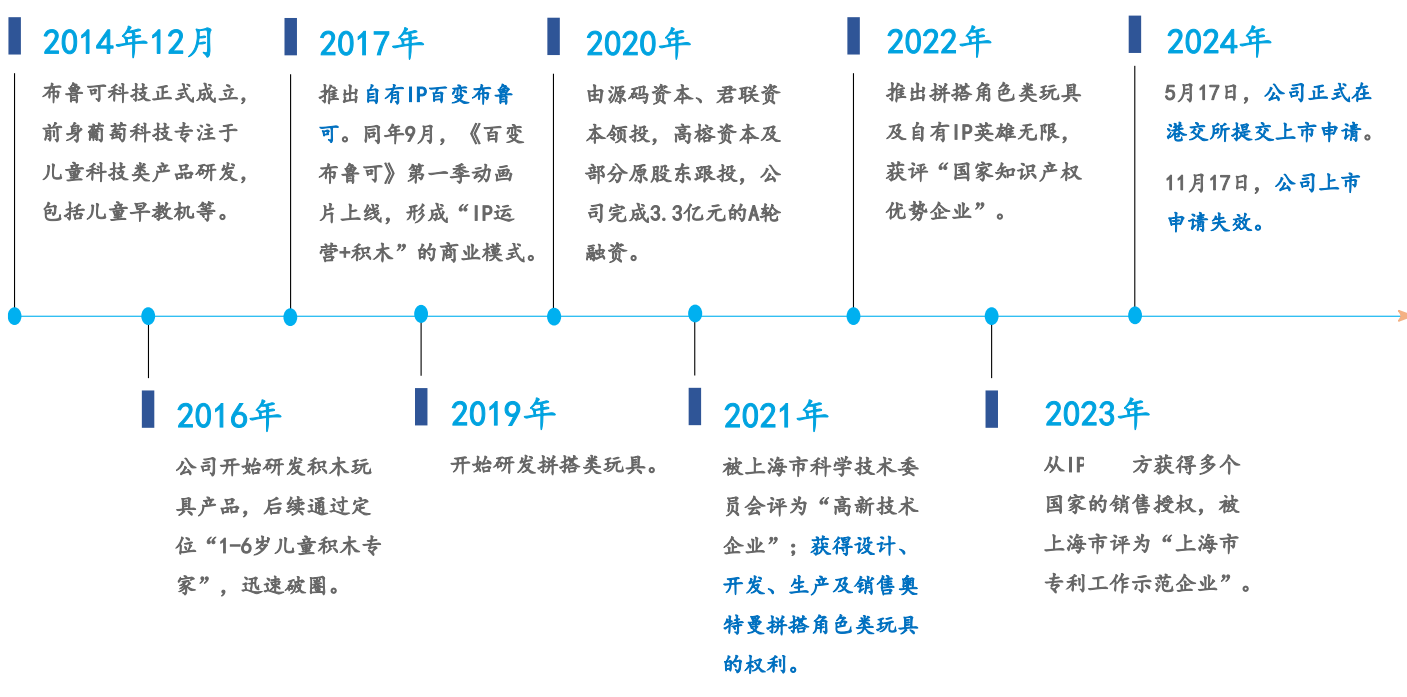
资料：弗若斯特沙利文，转引自布鲁可招股书，华创证券
注：以 2023 年 GMV 计，包括在中国通过正规渠道销售拼搭角色类玩具所产生的零售额

二、布鲁可：进击的国内拼搭玩具龙头，主动创新求变未来可期

1、发展历程：积木玩具起家，国内拼搭玩具龙头高速增长

布鲁可是中国最大、全球领先的拼搭角色类玩具企业。公司前身葡萄科技成立于2014年，专注于儿童科技类产品研发，包括儿童早教机、手表、平板、电脑等，但其实际销售表现并不理想。因此，公司主动求变，切入玩具赛道，自2016年开始研发积木玩具产品，依靠“1-6岁儿童积木专家”的差异化定位迅速出圈，并于2022年正式推出拼搭角色类玩具。根据弗若斯特沙利文，公司在2023年实现GMV约18亿元，是全球增速最快的规模化玩具企业，同比增速超170%。截至2024年5月，公司拥有国内授权专利超470项，旗下自有及授权IP超30个。

图表 7 布鲁可发展历程



资料来源：招股说明书，亿欧网，36氪，华创证券

2、股权结构：集中且稳定，管理层从业经验丰富

股权结构集中且稳定，激励计划深度绑定核心员工。从股权结构来看，截至2024年5月17日，公司实控人朱伟松通过Next Blocks和Smart Blocks合计持有公司股份54.95%，持股比例高。同时，公司重视人才激励，成立了Frist Prosperity股权激励平台，占公司股份9.81%。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/036024243131011004>