

文娱用品

报告日期：2024 年 12 月 15 日

拼搭玩具 IP 化，业绩增长高爆发

——拼搭玩具专题报告

投资要点

- **市场格局：**1) 从全球来看，按 2023 年 GMV 计，全球拼搭角色类玩具行业集中度较高，前两名海外龙头玩具厂商占据 75.4% 的市场份额，中国品牌布鲁可排名第三，在全球的市占率约 6%。从中国市场来看，2) 按 2023 年 GMV 计，中国拼搭角色类玩具市场相对分散。根据弗若斯特沙利文数据，布鲁可是中国最大的拼搭角色类玩具企业，2023 年市占率为 30%，当年实现 GMV 约 18 亿元，同比增长超 170%。
- **得益于角色拼搭玩具的销量大幅提升，布鲁可业绩增长亮眼。**
 - 1) **收入端：**2022-24H1 公司营收分别 3.3、8.8、10.5 亿元，同比-1%、+169%、+238%，收入爆发性较强。从 2021 年到 2023 年，短短两年时间，公司的主营业务完成了从积木玩具到角色拼搭玩具的转变，24H1 角色拼搭玩具对整体收入的贡献已达 81%。
 - 2) **利润端：**2022-24H1 公司毛利率从 38% 提升到 53%，费用率整体改善，经调整净利率由负转正到 28%，盈利能力大幅提升。
- **核心 IP 资产（授权 IP+自有 IP）是影响收入的重要因素。**

截至今年 6 月，布鲁可拥有约 50 个知名 IP 授权，包括奥特曼、变形金刚、火影忍者、小黄人、宝可梦、三体等，授权区域涵盖全球多个国家和地区。其中，奥特曼贡献了公司的主要收入，24H1 收入占比为 57%，其次为变形金刚（占比 19%）、英雄无限（占比 16%）。值得注意的是，英雄无限是布鲁可于 2022 年推出的自有 IP，毛利率最高且快速提升，24H1 的毛利率高达 62%，超过奥特曼（50%）、变形金刚（57%），体现出公司在自有 IP 上的运营管理能力提升。
- **具备全产业链运营能力，或将在长期竞争中占优。**
 - 1) **生产端：**以布鲁可为例，目前所有产品均第三方工厂生产，公司计划向上游延伸，已经在计划投资自营建厂，预计 2026 年底前竣工，设计产能为每月约 900 万件。长期来看，自营工厂的产能逐步落地，有望进一步提升公司毛利率。
 - 2) **渠道端：**通过广泛的经销商网络，以及自营渠道、线上渠道等方式，实现不同线级城市的全覆盖。
 - 3) **营销端：**泛潮玩群体对于 IP 内容和情感链接更为重视，内容营销在泛潮玩零售中越发重要，我们认为在主流社媒平台（小红书、抖音、快手、微博等）的粉丝运营能力，将是企业完成销售目标的关键一环。
- **风险提示**

IP 授权到期解约风险、竞争加剧风险、IP 生命周期的不确定性风险。

行业评级：看好(维持)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

研究助理：陈秋露
chenqiulu@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《“谷子经济”正盛，千亿市场崛起》 2024.11.22
- 2 《IP 赋能文创，转型正当时》 2024.11.13

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

1 行业：龙头厂商占据主要份额	4
2 布鲁可：传统积木玩具，转型 IP 潮玩	5
2.1 发力角色拼搭类玩具，业绩爆发式增长	5
2.2 超 50 个 IP 储备，前三大 IP 贡献 90% 以上收入	6
3 布鲁可：向上游延伸，全链条布局	8
3.1 生产：基于研发和专利布局的工厂体系	8
3.2 渠道：线下经销为主	9
3.3 营销：内容驱动的互联网营销	10
4 风险提示	10

图表目录

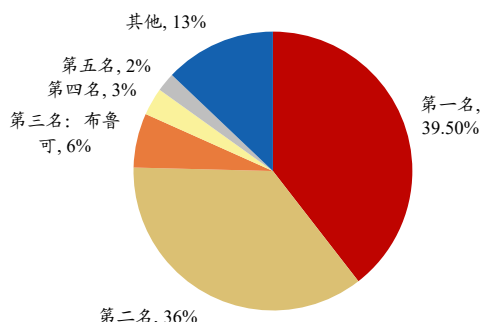
图 1: 按 2023 年 GMV 计, 全球拼搭角色类玩具市占率	4
图 2: 按 2023 年 GMV 计, 中国拼搭角色类玩具市占率	4
图 3: 乐高近三年收入增速放缓	4
图 4: FY2019-FY2024, 万代南梦宫的亚洲收入 CAGR 高达 16%	4
图 5: 公司主营业务从积木拓展到拼搭角色类玩具, 拥有授权 IP 和自有 IP	5
图 6: 公司主要产品: 角色拼搭类玩具和积木玩具	5
图 7: 公司主要的角色拼搭类玩具的售价	5
图 8: 公司营收快速增长, 2023、24H1 分别同比+169%、+238%	6
图 9: 2021-2023 年公司不同业务收入占比	6
图 10: 公司近两年的利润率快速提升	6
图 11: 公司整体的费用率大幅改善	6
图 12: 2022 年以来, 公司每年授权费均为三倍以上增长	7
图 13: 公司的奥特曼群星版系列玩具上市首季度销量 (千件)	7
图 14: 公司不同 IP 产品的收入占比	8
图 15: 公司不同 IP 产品的毛利率	8
图 16: 公司自有 IP “英雄无限” 的角色形象	8
图 17: 自有 IP “英雄无限” 的收入快速起量中	8
图 18: 公司与第三方专业工厂合作	9
图 19: 2021-24H1 公司不同销售渠道的收入占比	9
图 20: 2021-24H1 公司在不同线级城市的经销商 (个)	9
图 21: 公司的官方账号, 从左至右依次为布鲁可积木人 Club 小程序、小红书、抖音、天猫官方账号	10
 表 1: 公司已签约的授权 IP (不完全统计)	 7

1 行业：龙头厂商占据主要份额

从全球来看，按 2023 年 GMV 计，全球拼搭角色类玩具行业集中度较高，前两名海外龙头玩具厂商占据 75.4% 的市场份额，中国品牌布鲁可排名第三，在全球的市占率约 6%。

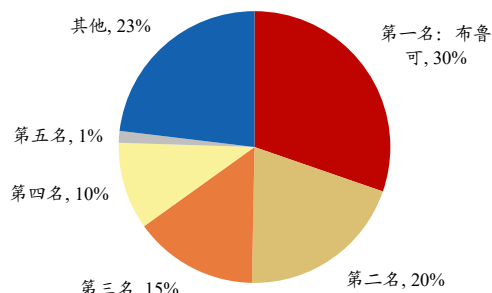
从中国市场来看，按 2023 年 GMV 计，中国拼搭角色类玩具市场相对分散。根据弗若斯特沙利文数据，布鲁可是中国最大的拼搭角色类玩具企业，2023 年市占率为 30%，当年实现 GMV 约 18 亿元，同比增长超 170%。行业第二、三、四、五名企业市场份额分别 20%、15%、10%、1%，CR5=77%。

图1：按 2023 年 GMV 计，全球拼搭角色类玩具市占率



资料来源：布鲁可招股书，浙商证券研究所

图2：按 2023 年 GMV 计，中国拼搭角色类玩具市占率

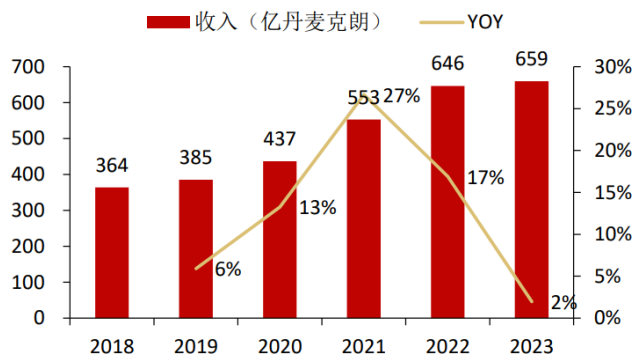


资料来源：布鲁可招股书，浙商证券研究所

乐高诞生于 1932 年的丹麦，是全球积木龙头，主营积木产品的设计、生产、零售。2018-2023 年收入复合增速 13%，其中 2021-2023 年分别为 553 亿、646 亿、659 亿丹麦克朗，同比+27%、+17%、+2%。

万代南梦宫是世界第二大玩具公司，也是名列前茅的综合性娱乐集团，业务领域涵盖玩具、互联网娱乐、主机游戏、街机游戏、游乐设施、电影、音乐等，23 财年使用的 IP 超 400 个。FY2022-FY2024 收入分别为 8893 亿、9901 亿、10502 亿日元，同比+20%、+11%、+6%。其中亚洲市场收入高增，FY2019-FY2024 五年收入 CAGR 高达 16%。

图3：乐高近三年收入增速放缓



资料来源：乐高官网，浙商证券研究所

图4：FY2019-FY2024，万代南梦宫的亚洲收入 CAGR 高达 16%

分地区收入（十亿日元）	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
日本	595	579	575	625	708	758
YOY	10%	-3%	-1%	9%	13%	7%
美国	47	54	58	99	99	91
YOY	-10%	14%	9%	70%	0%	-8%
欧洲	44	44	55	83	94	103
YOY	-3%	1%	24%	51%	14%	9%
亚洲	46	47	52	82	89	97
YOY	9%	2%	10%	57%	8%	10%

资料来源：彭博，浙商证券研究所

2 布鲁可：传统积木玩具，转型 IP 潮玩

2.1 发力角色拼搭类玩具，业绩爆发式增长

公司创始人朱伟松先生在玩具领域经验丰富。早在 2009 年，朱总联合创立了游族网络，负责研发管理工作，并在 2014 年实现深交所挂牌上市（股票代码：002174），同年 12 月朱总创立布鲁可科技。

分阶段来看公司历程：1) 2014-2018 年是传统积木阶段，产品以低龄儿童的积木玩具为主；2) 2019-2021 年是转型过渡期，公司完成了角色拼搭类玩具的研发及核心 IP 布局，为新业务的开展奠定了基础；3) 2022 年至今是潮玩化阶段，陆续推出自有 IP，并完成约 50 个授权 IP 布局，打开发展新篇章。

图5：公司主营业务从积木拓展到拼搭角色类玩具，拥有授权 IP 和自有 IP



资料来源：布鲁可招股书，浙商证券研究所

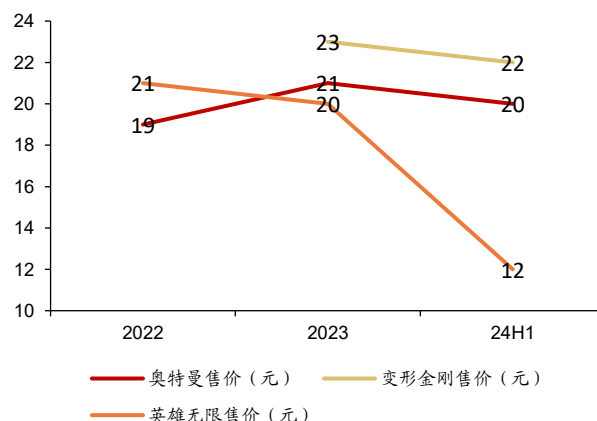
公司的主要产品是角色拼搭类玩具（奥特曼、变形金刚、英雄无限、其他）和积木玩具（百变布鲁可、其他），其中角色拼搭类玩具是 IP 故事的优质载体，近年来收入增长很快。1) 从消费者画像来看：公司针对不同年龄的消费群体推出不同的产品组合，截至今年 6 月，11 款 SKU 主要面向 6 岁以下消费者，290 款 SKU 主要面向 6 至 16 岁消费者，20 款 SKU 主要面向 16 岁以上消费者。2) 从价格带来看：公司产品定价在 9.9 元-399 元之间，主流价格带为 19.9 元-79 元。

图6：公司主要产品：角色拼搭类玩具和积木玩具



资料来源：布鲁可招股书，浙商证券研究所

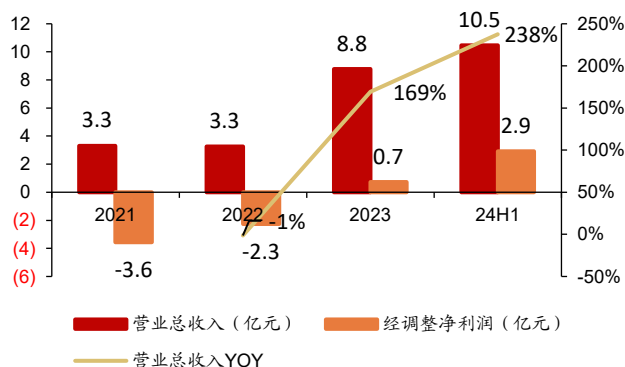
图7：公司主要的角色拼搭类玩具的售价



资料来源：布鲁可招股书，浙商证券研究所

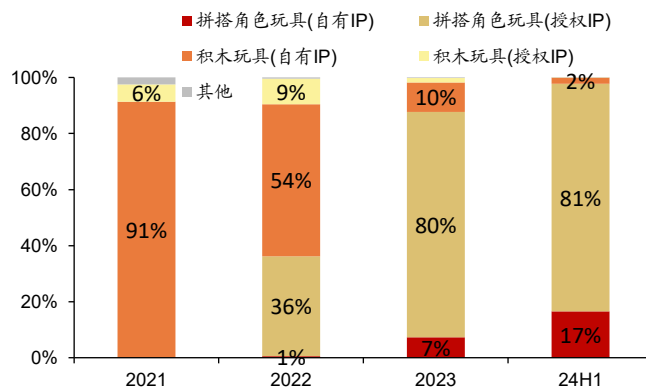
得益于角色拼搭玩具的销量大幅提升，公司业绩增长亮眼。1) 收入端：2022-24H1 公司营收分别 3.3、8.8、10.5 亿元，同比-1%、+169%、+238%，收入爆发性较强。从 2021 年到 2023 年，短短两年时间，公司的主营业务完成了从积木玩具到角色拼搭玩具的转变，24H1 角色拼搭玩具对整体收入的贡献已达 81%。2) 利润端：2022-24H1 公司毛利率从 38%提升到 53%，费用率整体改善，经调整净利率由负转正到 28%，盈利能力大幅提升。

图8：公司营收快速增长，2023、24H1 分别同比+169%、+238%



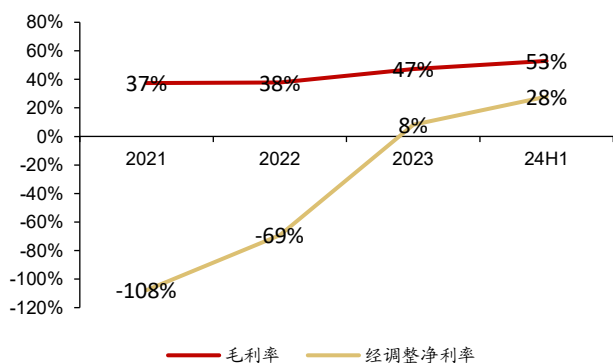
资料来源：wind，浙商证券研究所

图9：2021-2023 年公司不同业务收入占比



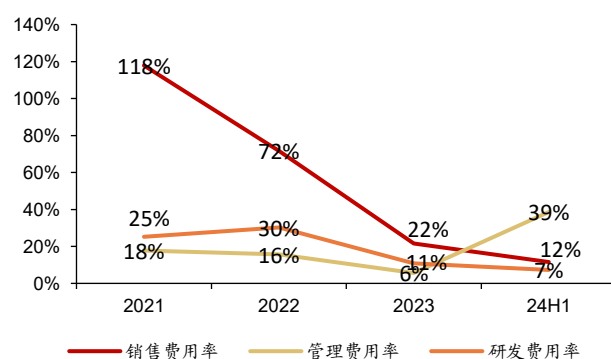
资料来源：布鲁可招股书，浙商证券研究所

图10：公司近两年的利润率快速提升



资料来源：wind，浙商证券研究所

图11：公司整体的费用率大幅改善



资料来源：wind，浙商证券研究所

2.2 超 50 个 IP 储备，前三大 IP 贡献 90%以上收入

公司通过与上海新创华文化、Hasbro 等 IP 授权方合作，共计拥有约 50 个知名 IP 授权，包括奥特曼、变形金刚、火影忍者、小黄人、宝可梦、三体等，授权区域涵盖全球多个国家和地区。我们认为广阔的 IP 储备，有助于公司在快速更迭的 IP 行业中保持灵活的反应能力，并降低对头部单一 IP 的依赖。

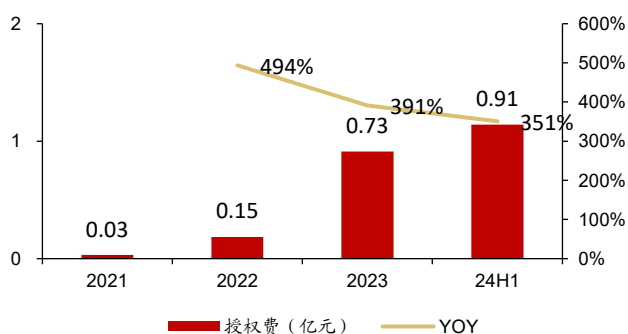
随着外部 IP 的储备愈发丰富，2022-24H1 公司授权费分别 1500 万、7300 万、9100 万元，同比+494%、+391%、+351%。

表1: 公司已签约的授权 IP (不完全统计)

IP	授权区域	授权到期年份	IP	授权区域	授权到期年份
奥特曼	中国、北美洲、欧洲、亚洲部分地区	2027	名侦探柯南	中国	2026
变形金刚	全球超 50 个国家	2028	假面骑士	中国	2025
火影忍者	中国	2025	新世纪福音战士	中国	2026
小黄人	全球超 150 个国家	2027	新假面骑士	中国	2025
宝可梦	中国	2025	王者荣耀	中国	2026
三体	中国	2027	超级战队	中国	2025
三丽鸥: Hello Kitty、美乐蒂、大耳狗、布丁狗、库洛米、帕恰狗、半人鱼和小香梅	中国	2027	机动奥特曼	中国	2026
斗罗大陆	中国	2026	初音未来	中国	2026
芝麻街	亚洲、大洋洲、北美洲、欧洲共计 40 个国家	2026	星球大战	中国	2028
叶罗丽	除美国、墨西哥、加拿大以外的全球地区	2026	圣斗士星矢	中国	2026
漫威: 无限传奇及小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	亚洲 9 个国家	2025	哈利波特和 DC: 超人、蝙蝠侠、正义联盟、海王、闪电侠、神奇女侠	中国	2027

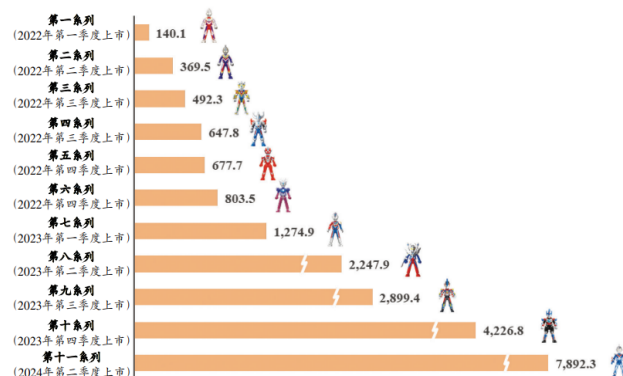
资料来源: 布鲁可招股书, 浙商证券研究所

图12: 2022 年以来, 公司每年授权费均为三倍以上增长



资料来源: 布鲁可招股书, 浙商证券研究所

图13: 公司的奥特曼群星版系列玩具上市首季度销量 (千件)

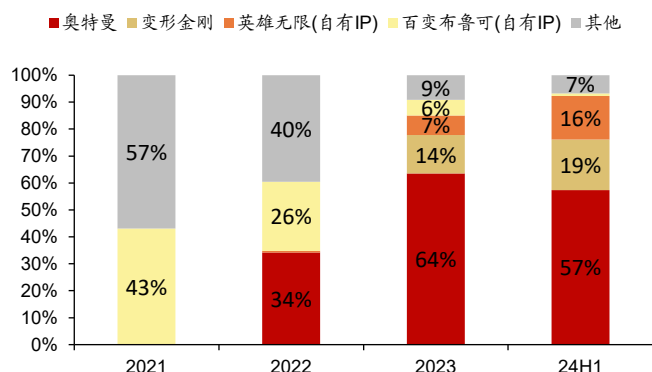


资料来源: 布鲁可招股书, 浙商证券研究所

奥特曼贡献了公司的主要收入, 24H1 收入占比为 57%, 其次为变形金刚 (占比 19%)、英雄无限 (占比 16%)。公司在 2021 年签下奥特曼, 获得在中国设计、开发、生产、销售奥特曼拼搭角色类玩具的授权。2022 年推出奥特曼群星版本, 此后陆续开发并推出 12 个产品系列, 截至今年 6 月, 奥特曼群星版旗下的所有系列产品均在架销售, 其中第 11 个系列在今年 4 月上市后的首季销量比第 10 个系列增长约 87%。

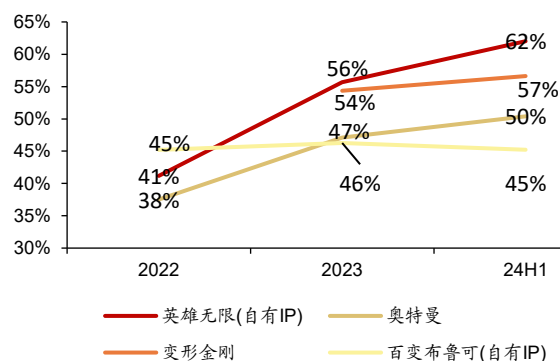
自有 IP 的利润空间更大。公司的四大 IP——奥特曼、变形金刚、英雄无限、百变布鲁可在 24H1 的毛利率分别 50%、57%、62%、45%, 其中自有 IP “英雄无限” 的毛利率最高且快速提升, 体现出公司在自有 IP 上的运营管理能力提升。

图14: 公司不同 IP 产品的收入占比



资料来源: 布鲁可招股书, 浙商证券研究所

图15: 公司不同 IP 产品的毛利率



资料来源: 布鲁可招股书, 浙商证券研究所

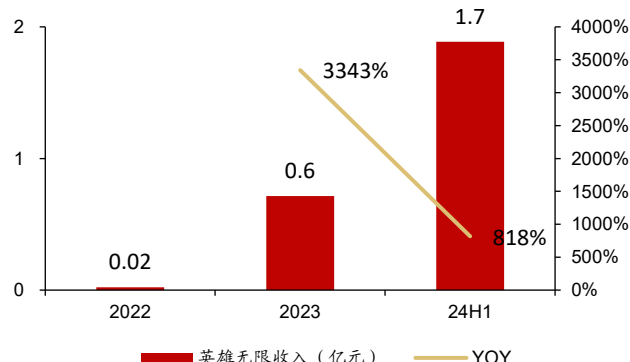
英雄无限是 2022 年推出的自有 IP, 相关拼搭类玩具一经推出即快速起量, 2022-24H1 分别贡献收入 0.02、0.6、1.7 亿元。英雄无限将中国经典文学中的标志性故事角色(如孙悟空、哪吒、牛魔王)以及历史角色(如关羽、张飞、赵云)与机甲元素相结合, 重新演绎现代版的英雄故事。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司已经推出 59 集英雄无限相关短片、53 款英雄无限 SKU。

图16: 公司自有 IP “英雄无限” 的角色形象



资料来源: 布鲁可招股书, 浙商证券研究所

图17: 自有 IP “英雄无限” 的收入快速起量中



资料来源: 布鲁可招股书, 浙商证券研究所

3 布鲁可: 向上游延伸, 全链条布局

3.1 生产: 基于研发和专利布局的工厂体系

公司掌握核心的研发环节, 24H1 末研发团队 331 人, 占有员工总数的 64%, 并且拥有超 500 项专利, 基于研发能力和广泛的专利搭建起一套专业工厂体系。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司所有产品均由合作的 6 家专业工厂生产, 与此同时, 也在计划投资自营建厂用以生产拼搭角色类玩具, 预计 2026 年底前竣工, 设计产能为每月约 900 万件。长期来看, 自营工厂的产能逐步落地, 有望进一步提升公司毛利率。

图18: 公司与第三方专业工厂合作



资料来源: 布鲁可招股书, 浙商证券研究所

3.2 渠道: 线下经销为主

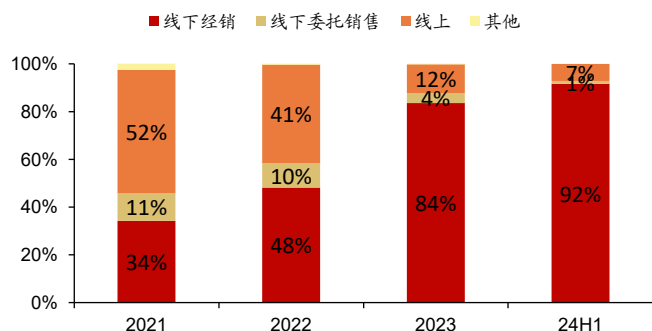
公司通过广泛的销售渠道, 实现了产品的快速周转, 24H1 拼搭角色类玩具产品从入库到出库平均约为 30 天。公司销售渠道有: 1) 线下经销, 2) 线下委托销售, 3) 线上电商销售。公司近年来从线上销售为主, 逐步转为线下经销为主。

线下经销: 24H1 线下经销的收入占比高达 92%。公司合作的经销商往往具有玩具、文化及创意产品经销背景, 或是实力雄厚的大型商超, 包括但不限于玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等。2022-24H1 末公司分别拥有经销商 354、415、511 个, 其中二线城市经销商数量最多, 24H1 占比达 50%, 其次为三线及以下 (占比 25%)、一线 (占比 18%)。通过经销商网络, 公司已覆盖约 15 万个线下网点, 包括所有一线、二线城市, 以及超 80% 的三线及以下城市。

公司对经销商具备一套严格的管理制度: 1) 采购额上: 在经销协议期限前 6 个月, 未能达到 30 万元采购额, 或连续 2 个月未下采购订单, 公司即可终止合作。2) 货品管理: 经销商只被允许在指定渠道和地区销售产品, 公司通过在产品上印刷二维码、现场抽查等方式, 防范串货风险。3) 返利政策: 若经销商达到一定销售目标, 公司按照该经销商年销售额的 1%-2% 给予返利。

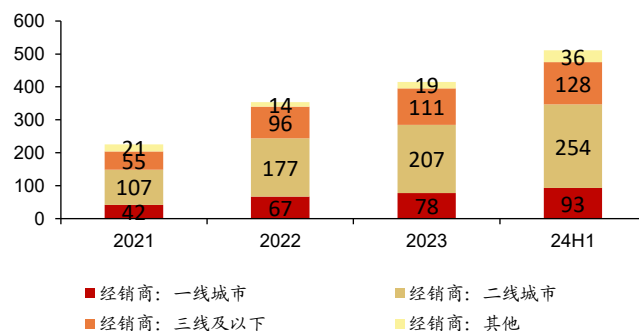
委托销售: 24H1 收入占比仅 1%。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司拥有三名委托销售合作伙伴。此模式下, 在产品最终销售给消费者前, 货品所有权属于公司, 合作伙伴不承担库存压力。**线上销售: 24H1 收入占比约 7%。**主要包括天猫、京东、抖音、拼多多、微信小程序布鲁可积木人 Club 等。

图19: 2021-24H1 公司不同销售渠道的收入占比



资料来源: 布鲁可招股书, 浙商证券研究所

图20: 2021-24H1 公司在不同线级城市的经销商 (个)

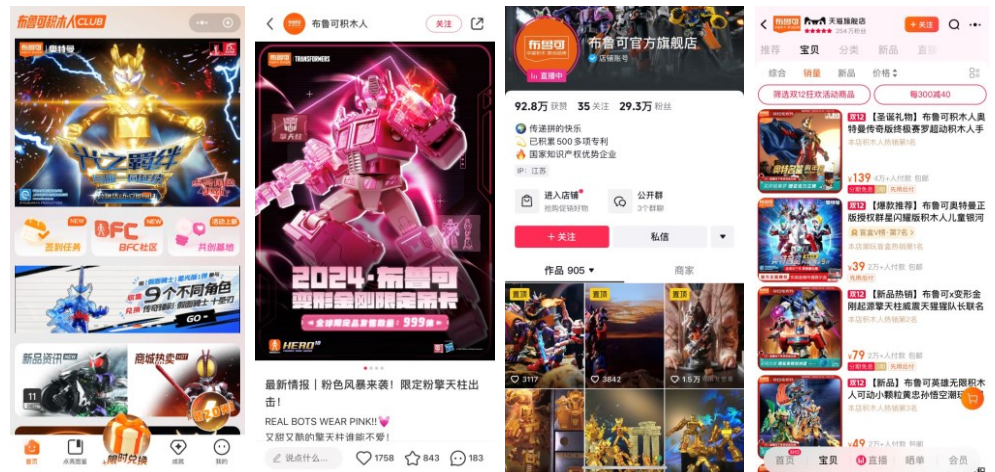


资料来源: 布鲁可招股书, 浙商证券研究所

3.3 营销：内容驱动的互联网营销

公司的互联网营销主要有：1) 与 KOL、KOC 合作营销，目前全网拥有粉丝数约 2.4 亿。2) 多平台开设官方账号，包括微信、抖音、快手、小红书、微博、B 站等，广泛触达消费者。3) 鼓励用户生成内容，目前布鲁可及产品相关的全网话题浏览量已超 110 亿次。以微信小程序“布鲁可积木人 Club”为例，截至今年 6 月 30 日已拥有约 200 万注册会员，约 80% 的会员激活了至少一种产品。

图21：公司的官方账号，从左至右依次为布鲁可积木人 Club 小程序、小红书、抖音、天猫官方账号



资料来源：微信小程序，小红书，抖音，天猫，浙商证券研究所

4 风险提示

IP 授权到期解约风险、竞争加剧风险、IP 生命周期的不确定性风险。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>