

招股书剖析（二） 布鲁可：IP+研发+销售，共搭拼搭玩具龙头

民生传媒互联网团队
陈良栋 S0100523050005/李瑶 S0100523090002



核心观点

- **拼搭行业领导者，业绩实现快速增长。**布鲁可是全球拼搭角色类玩具的创新者和领导者。通过470多项专利布局、原创IP能力以及与超过30个知名IP的合作关系，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，布鲁可建立了全渠道销售网络，形成了全面且覆盖广泛的消费者触达，并积极拓展全球市场。
- **拼搭玩具行业高速增长，布鲁克市占率领先。**拼搭类玩具是全球玩具市场中增长迅速的一个细分市场。2023年，全球拼搭类玩具市场规模达到1765亿元，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。按2023年GMV计算，布鲁可是全球第三大拼搭角色类玩具公司，是中国最大拼搭角色类玩具公司，占全球总市场份额的6.3%，中国市场份额达到30.3%。
- **商业模式构建完善，IP、研发、销售共同发力。**1) IP：通过自主开发和IP授权，布鲁可构建了丰富的IP矩阵，并推出了覆盖全人群、全价位的产品组合。自有IP如百变布鲁可和英雄无限实现了商业化并获得了超过30个知名IP的授权，成功商业化了8个授权IP，并在全球范围内拥有销售授权。2) 研发：基于在拼搭角色类玩具生产方面的专业知识以及多项专利布局，布鲁可拥有行业领先的独有的生产工艺和定制化的生产设备。布鲁可通过高度标准化的开模和自动化的流程，实现了高效的规模化生产和成本优势。截至2024年3月31日止的三个月，布鲁可实现了高于行业平均水平的52.0%毛利率，并能大规模提供高品质的人民币19.9元的平价产品。同时，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。3) 销售：内容驱动的互联网营销策略助力高效建立全渠道的销售网络，截至2024年3月31日，布鲁可及产品相关的全网话题浏览量已超过70亿次。
- **风险提示：消费者偏好改变、原材料上涨风险、IP价格上涨风险**



01

公司概况：起家于积木玩具，成长为拼搭玩具龙头

02

行业概况：拼搭玩具市场快速增长，布鲁克市占率领先

03

公司业务：拼搭玩具种类丰富，IP、研发、销售同发力

04

风险提示

CONTENTS

目录



01. 公司概况：起家于积木玩具，成长为拼搭玩具龙头

1.1 发展历程：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，这是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。为了优化公司架构，进一步发展集团业务并更方便地进入国际资本市场，公司进行了重组，使本公司成为集团的控股公司和境外控股公司。

图表：重要里程碑



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：主要附属公司

附属公司	注册成立地点	注册成立日期	注册资本	主营业务
布鲁可科技	中国	2014年12月24日	人民币300,000,000元	设计、研发和销售玩具
布鲁可积木	中国	2019年3月1日	人民币100,000,000元	设计、研发和销售玩具

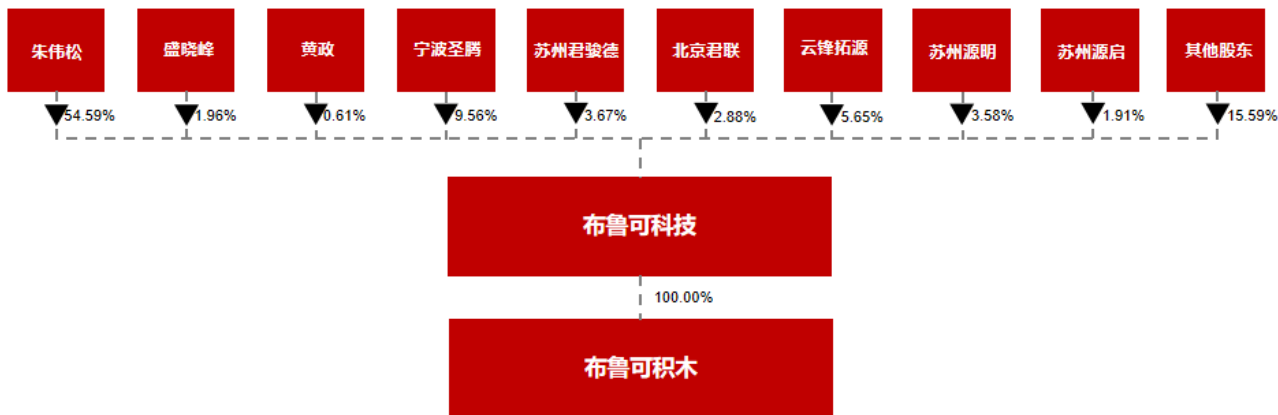
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1.1

股权结构：股权结构稳定，实控人占比较高

- 重组前，朱伟松直接持股54.59%，是第一大股东及实控人。

图表：自2021年7月28日起的重组前的公司架构和主要运营实体



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1.2 股权结构：股权结构稳定，实控人占比较高

- 截至2024年3月31日，布鲁可的第一大股东是Next Bloks，**持股比例达到了62.24%**；First Prosperity为第二大股东，合计持股2132.13万股，持股比例11.99%。Idea Great合计持股1460.17万股，持股比例8.21%。
- Next Bloks和Smart Bloks均为董事长兼执行董事朱伟松全资拥有**，因此朱先生间接持有公司股份包括(i)Next Bloks所持公司110,639,460股股份；及(ii)Smart Bloks所持公司8,805,846股股份，**间接持股比例高达67.19%**。

图表：布鲁可重要股东持股情况（截至2024年3月31日）

重要股东名称	持股数量 (万股)	持股比例
Next Bloks	11063.95	62.24%
First Prosperity	2132.13	11.99%
Idea Great	1460.17	8.21%
Smart Bloks	880.58	4.95%
合计	15536.82	87.40%

资料来源：公司招股说明书，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

- 管理层平均年龄在44岁，且均在行业深耕多年。**朱伟松是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。

图表：布鲁可管理层介绍

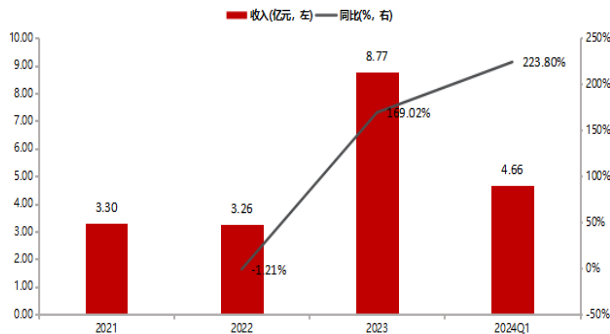
姓名	年龄	职位	介绍
朱伟松	41	董事长、执行董事兼首席执行官	公司创始人，自2014年12月起担任布鲁可科技的执行董事及董事长。在此之前，朱先生于2009年5月联合创立了游族网络股份有限公司，并在2014年6月至2016年4月担任监事长。朱先生拥有上海交通大学上海高级金融学院 - 美国亚利桑那州立大学工商管理博士学位和长江商学院工商管理硕士学位。
盛晓峰	46	执行董事兼总裁	自2015年9月起担任布鲁可科技总裁。盛先生在用户洞察、产品创新及商业化方面拥有约20年的深厚经验。在加入布鲁可前，盛先生于2005年4月至2015年5月任职于英特尔集团旗下的英特尔技术开发（上海）有限公司、英特尔亚太研发有限公司，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。谢先生在产品设计领域拥有超过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月担任国家电网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：公司招股说明书，民生证券研究院

1.4 财务分析：营收快速增长，24Q1扭亏

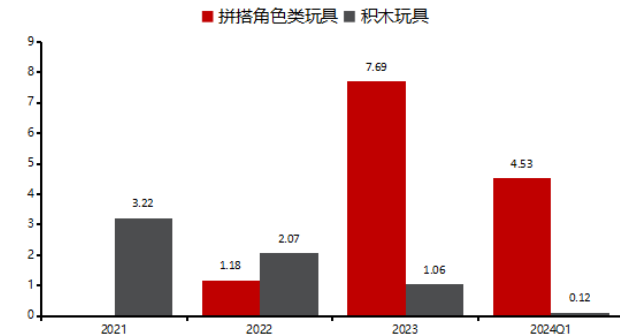
- **营收来看**，2021-2024Q1，布鲁可取得收入3.30亿元、3.26亿元、8.77亿元、4.66亿元，2022年至2024年第一季度同比增速分别为-1.27%，169.27%，223.80%。
- **分产品**：公司产品类型主要为拼搭角色和积木玩具。2022年、2023年、2024Q1，拼搭角色类玩具收入分别为人民币1.18亿元、7.69亿元、4.53亿元。积木玩具收入分别为2.07亿元、1.06亿元、0.12亿元。
- **分销售渠道**：公司销售渠道主要包线下渠道（经销、委托销售），以及线上销售（各电商平台）。2021年至2024年第一季度，经销渠道收入分别为1.13亿元、1.57亿元、7.33亿元、4.24亿元。委托销售渠道收入分别为0.38亿元、0.33亿元、0.36亿元、0.11亿元。

图表：2021-2024Q1公司营业收入及其同比增速



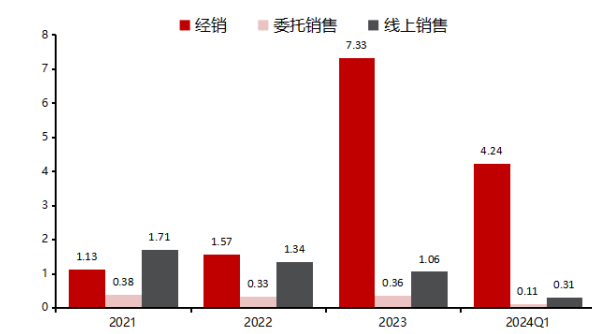
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：2021-2024Q1分业务性质的收入情况(亿元)



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：2021-2024Q1分销售渠道的收入情况(亿元)

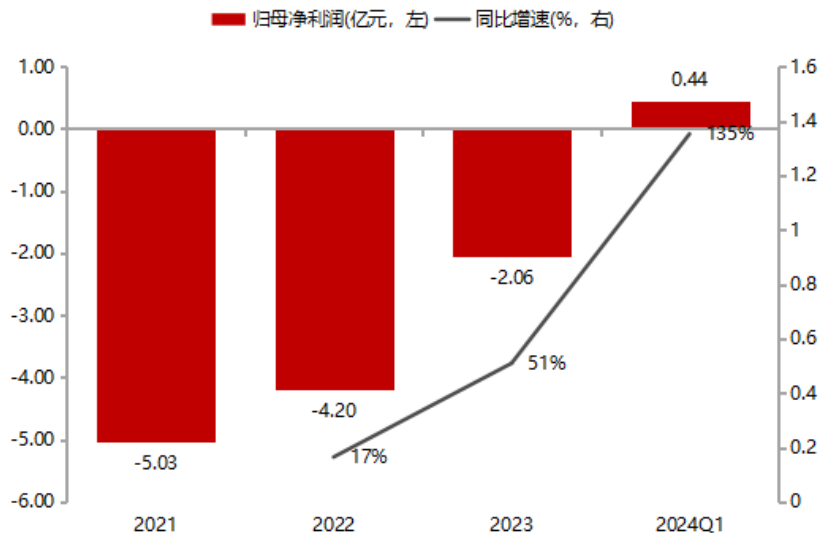


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1.4 财务分析：营收快速增长，24Q1扭亏

- **归母净利润**：2021年、2022年、2023年及截至2024年3月31日止的三个月，布鲁可取得归母净利润-5.03亿元、-4.2亿元、-2.06亿元、0.44亿元，2022年、2023年及截至2024年3月31日止的三个月同比增长率分别为16%，51%，135%。

图表：2021-2024Q1公司归母净利润及其同比增速

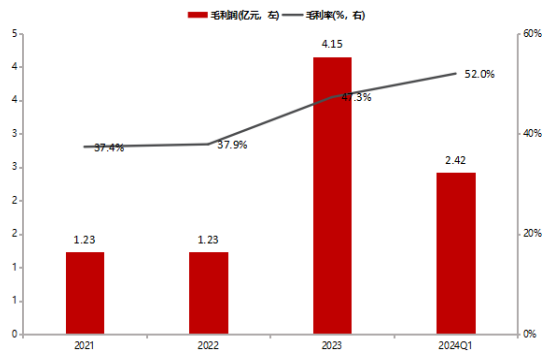


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1.4 财务分析：拼搭角色产品起量，带动整理毛利快速提升

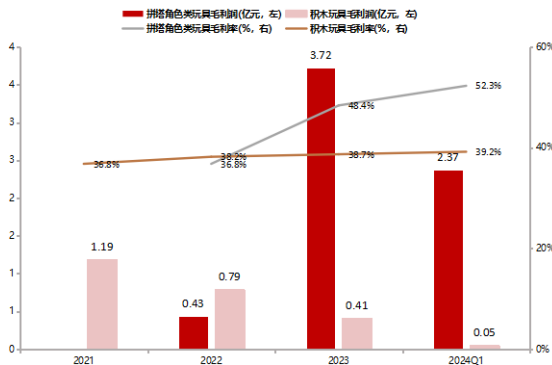
- **毛利润**：招股书显示，2021年、2022年、2023年及截至2024年3月31日止的三个月，布鲁可取得毛利润1.23亿元、1.23亿元、4.15亿元、2.42亿元，毛利率分别为37.4%，37.9%，47.3%，52.0%。
- **分产品**，2022年、2023年以及截至2023年及2024年3月31日止的三个月，拼搭角色类玩具毛利润分别为0.43亿元、3.72亿元、2.37亿元，毛利率分别为36.8%、48.4%，52.3%。2021年、2022年、2023年及截至2024年3月31日止的三个月，积木玩具毛利润分别为1.19亿元、0.79亿元、0.41亿元、0.048亿元，毛利率分别为36.8%，38.2%，38.7%，39.2%。
- **分销售渠道**，2021年至2024年第一季度，经销渠道毛利润分别为0.38亿元、0.50亿元、3.41亿元、2.18亿元。毛利率分别为33.8%、31.7%，46.6%，51.4%。委托销售渠道毛利润分别为0.13亿元、0.12亿元、0.15亿元、0.05亿元，毛利率分别为35.3%，37.2%，42.1%，50.5%。

图表：2021-2024Q1公司毛利及毛利率



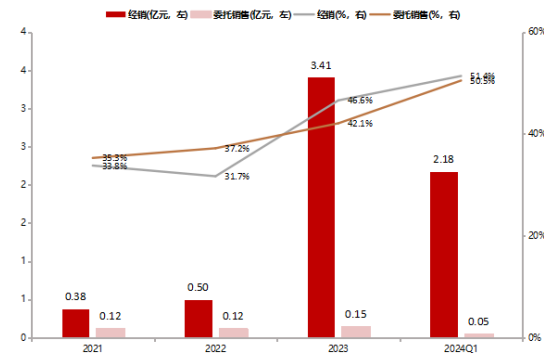
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：2021-2024Q1分业务性质的毛利及毛利率



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：2021-2024Q1分销售渠道的毛利及毛利率

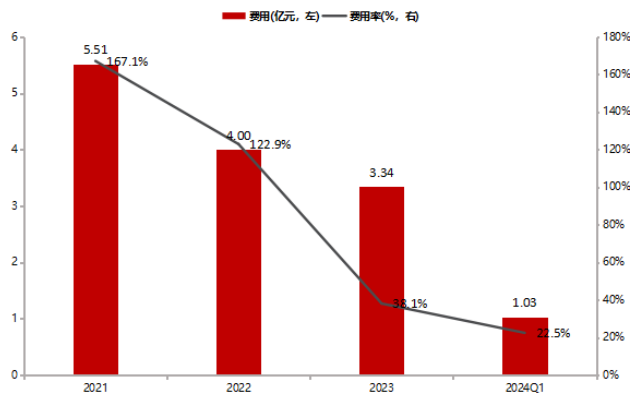


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1.4 财务分析：销售费用快速下降，整体费用控制良好

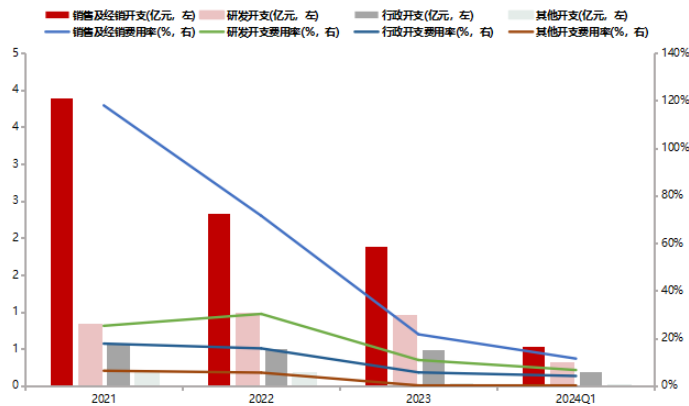
- **期间费用**：招股书显示，2021年、2022年、2023年及截至2024年3月31日止的三个月，布鲁可总开支为5.51亿元、4亿元、3.34亿元、1.03亿元，费用率分别为167.1%、122.9%、38.1%、22.5%。
- **拆分来看**，2021年、2022年、2023年以及截至2023年及2024年3月31日止的三个月，**销售及经销开支**分别为3.89亿元、2.33亿元、1.89亿元、0.53亿元，费用率分别为117.9%、71.5%、21.6%、11.4%。**研发开支**分别为0.83亿元、0.98亿元、0.95亿元、0.31亿元，费用率分别为25.2%、30.2%、10.8%、6.6%。**行政开支**分别为0.58亿元、0.51亿元、0.49亿元、0.10亿元，费用率分别为17.7%、15.7%、10.8%、6.6%。**其他开支**分别为0.21亿元、0.18亿元、70万元、26万元，费用率分别为6.3%、5.5%、0.1%、0.1%。

图表：2021-2024Q1公司费用及费用率



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：2021-2024Q1拆分的费用及费用率

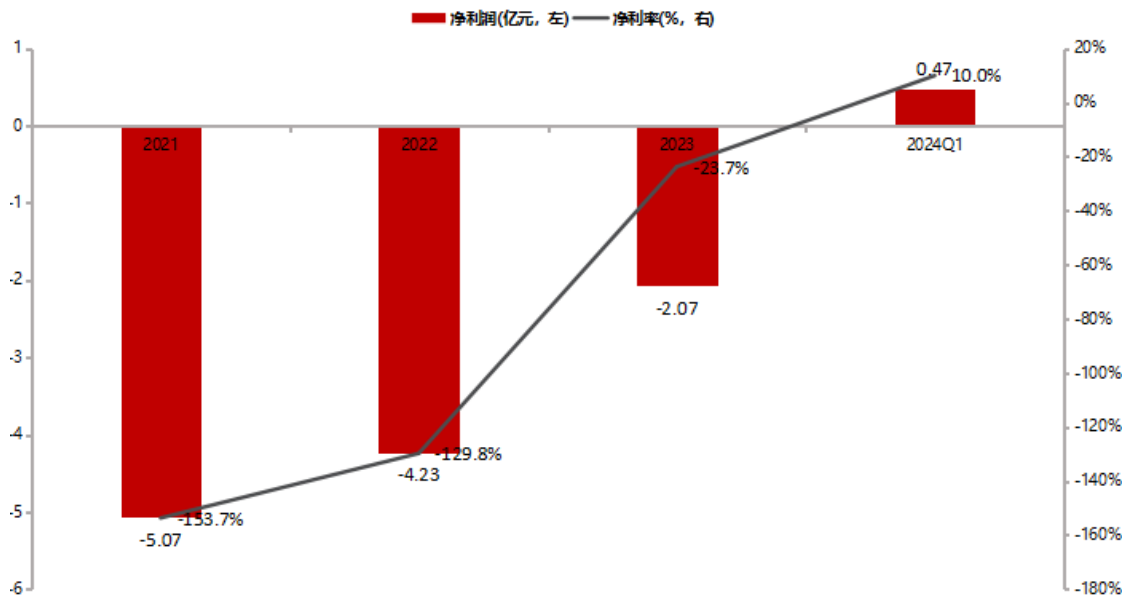


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1.4 财务分析：24Q1实现扭亏

- 净利率：2021年、2022年、2023年及截至2024年3月31日止的三个月，布鲁可净利润为-5.07亿元、-4.23亿元、-2.07亿元、0.47亿元，净利率分别为-153.7%，-129.8%，-23.7%，10.0%。

图表：2021-2024Q1公司净利润及净利率



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院



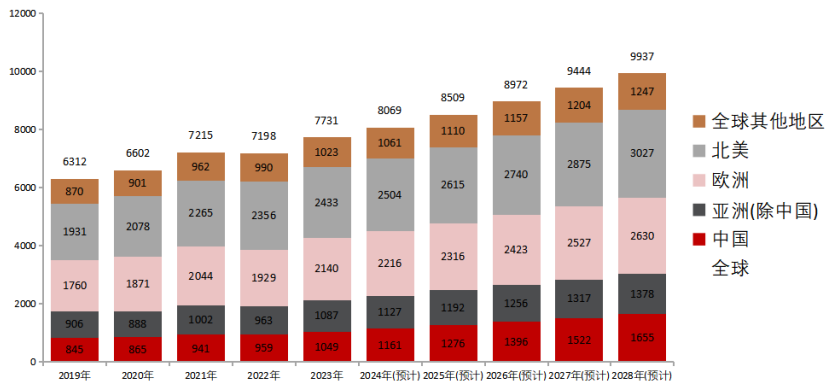
02. 行业概况：拼搭玩具市场快速增长， 布鲁克市占率领先

2.1

玩具市场：玩具市场稳健增长，未来有望达到近万亿规模

- 全球玩具市场规模庞大，并预计未来将保持稳定增长。从2019年到2023年，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年至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。

图表：全球玩具市场规模GMV按地域划分，2019年至2028年（亿元）



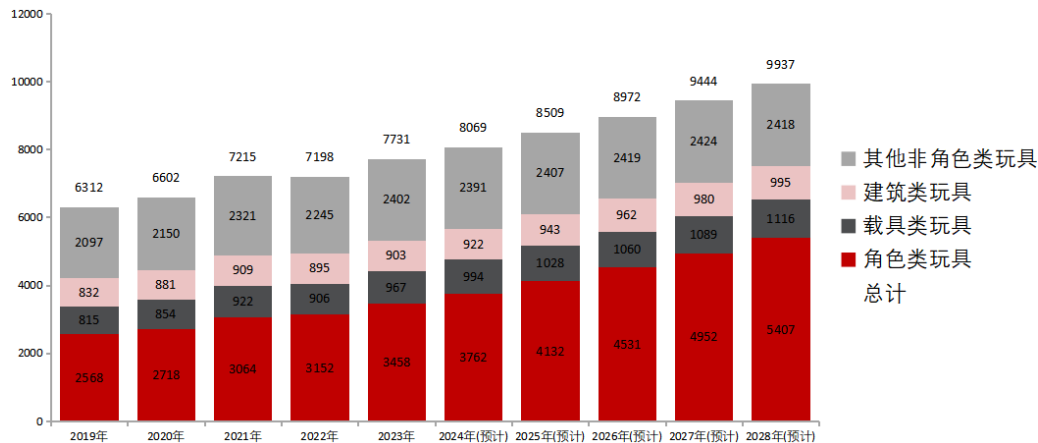
资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，国家统计局，民生证券研究院

2.1

玩具市场：玩具市场稳健增长，未来有望达到近万亿规模

- 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。

图表：全球玩具市场规模GMV按形态划分，2019年至2028年（亿元）



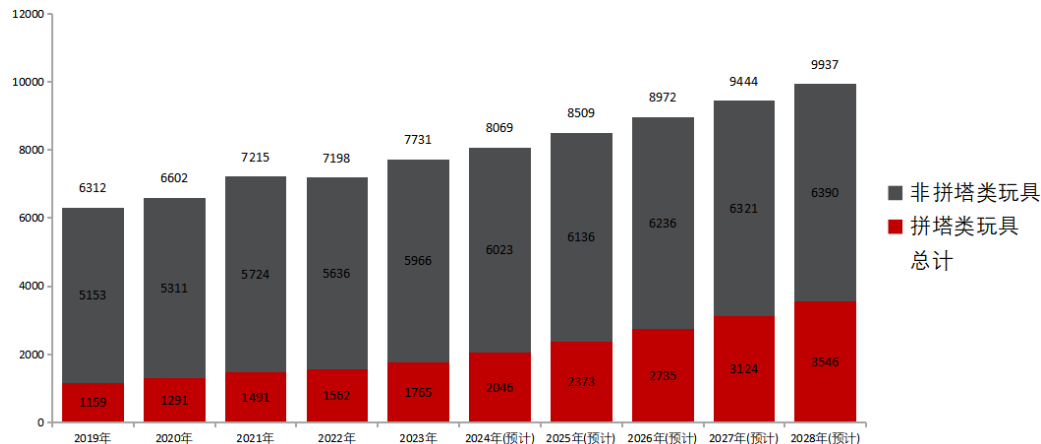
资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，民生证券研究院

2.2

拼搭玩具市场：拼搭玩具市场快速增长，布鲁克市占率领先

- 拼搭类玩具是全球玩具市场中增长迅速的一个细分市场。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。

图表：全球玩具市场规模GMV按形态划分，2019年至2028年（亿元）



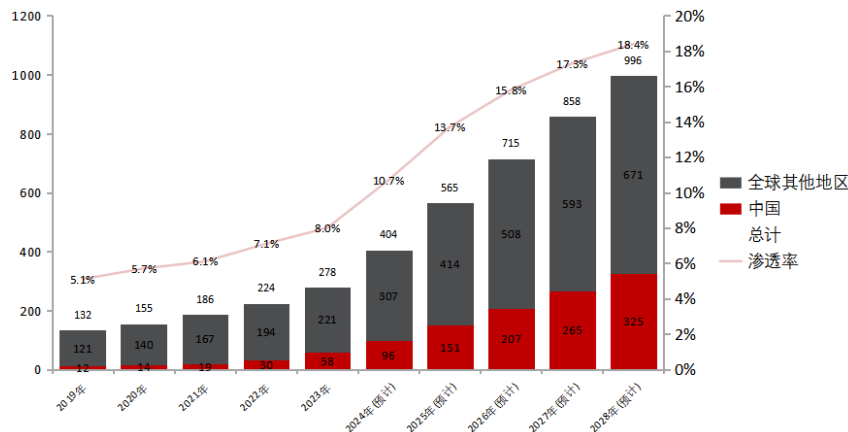
资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，民生证券研究院

2.2

拼搭玩具市场：拼搭玩具市场快速增长，布鲁克市占率领先

- 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%。

图表：全球拼搭角色类玩具市场规模GMV（亿元）及渗透率（%）

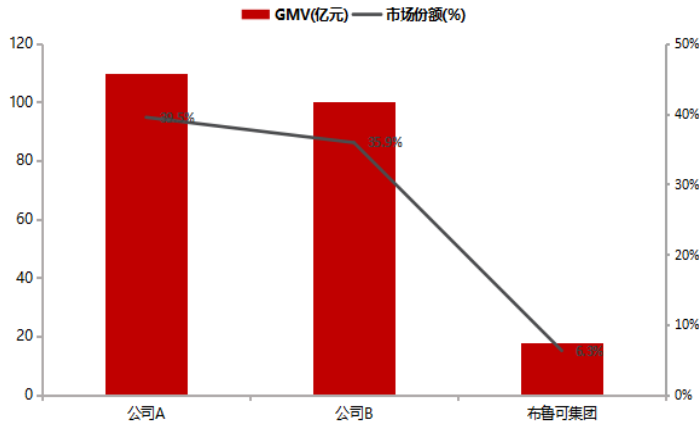


资料来源：弗若斯特沙利文，国际货币基金组织，国家统计局，民生证券研究院

2.2 拼搭玩具市场：拼搭玩具市场快速增长，布鲁克市占率领先

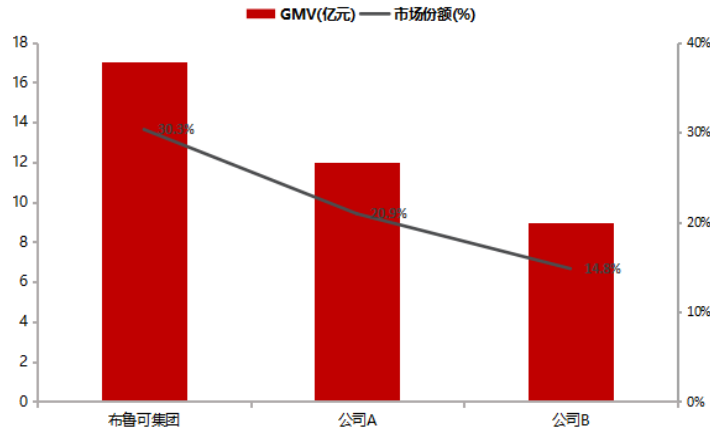
- **布鲁克是全球第三大、国内最大拼接角色类玩具公司**
- **全球市场：**在全球拼搭角色类玩具市场中，按2023年GMV计算，布鲁可是全球第三大拼搭角色类玩具公司。布鲁可以外的头部拼搭角色类玩具市场参与者主要为在玩具行业知名的跨国企业。全球拼搭角色类玩具市场的行业集中度较高，按2023年GMV计算，前三大企业占总市场份额的81.7%，部分在玩具行业知名的跨国企业占有较大的市场份额。
- **国内市场：**按2023年GMV计算，前三大市场参与者在中国拼搭角色类玩具市场所占的市场份额总共达到65.1%，行业集中度较高。而布鲁可作为中国最大的拼搭角色类玩具市场参与者，市场份额达到30.3%。

图表：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

图表：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



03.公司业务：拼搭玩具种类丰富，IP、 研发、销售同发力

3.1 商业模式：将IP开发为拼搭角色玩具进行变现

- 布鲁可是全球拼搭角色类玩具的创新者和领导者。通过470多项专利布局、原创IP能力以及与超过30个知名IP的合作关系，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。其产品高度还原了IP角色的神韵，并通过强大的产品力与供应链能力的结合，不仅保持了成本优势，还能持续开拓品类。
- 在中国，布鲁可建立了全渠道销售网络，形成了全面且覆盖广泛的消费者触达，并积极拓展全球市场。根据弗若斯特沙利文的数据，布鲁可是中国市场最大、全球领先的拼搭角色类玩具企业，在2023年实现了约18亿元人民币的GMV。作为全球增速最快的规模化玩具企业之一，布鲁可在2023年的GMV同比增长超过170%。

图表：业务亮点

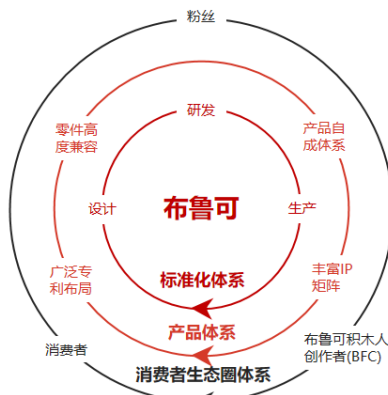


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.1 商业模式：将IP开发为拼搭角色玩具进行变现

- 在全球玩具市场中，角色类玩具占据最大细分市场。传统角色玩具个性化但缺乏高效标准化，而拼搭玩法提供了互动体验。布鲁可结合两者优势，通过专利保护的布鲁可创新体系，定义了新型拼搭角色玩具。
- 标准化设计体系：**实现高效产品更新、稳定品质和成本控制，适配广泛IP，还原角色神韵，提供高性价比产品。
- 一体化产品体系：**依托专利布局和IP矩阵，提供全人群、全价位产品，打造独特且兼容的产品系列，鼓励个性化创新拼搭。
- 互动消费者生态圈：**利用内容驱动的互联网营销策略，建立高度互动的消费者生态圈，提升产品上新成功率、销售效率及消费者黏性与复购。

图表：布鲁可体系



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.2 产品介绍

- 布鲁可主要提供拼搭角色类玩具，其次是积木玩具。基于对好玩体验和创造力的热情，布鲁可将精湛的产品设计能力与丰富的IP矩阵相结合，开发的产品覆盖全人群、全价位及全球的消费者。截至2024年3月31日，布鲁可有391款在售SKU。

图表：产品组合



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.2 产品介绍--拼塔角色类玩具

- 布鲁可抓住市场机遇，致力于通过布鲁可创新体系，创造全球领先的拼搭角色类玩具，满足消费者对互动体验及IP角色还原的普遍需求。布鲁可构建了网格化的广泛产品组合，包括丰富的SKU、完整的价格带和多样的IP矩阵，为消费者提供了丰富的选择。截至2024年3月31日，布鲁可共有391款在售SKU，覆盖不同年龄段。
- 好玩的体验：**创新的拼搭玩法提供了优异的互动体验，易于上手，有助于消费者实现个性化表达和情感联结。产品具有强烈的收藏和陪伴属性。
- 高品质：**产品品质高，安全耐玩，设计精致，拼搭体验稳定。
- 性价比：**产品定价区间完整，主流产品价格带在19.9元至399元之间。大众价格带产品定价39元，平价价格带产品定价19.9元，以触及更广泛的消费群体。

图表：主要产品



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：产品组合



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：热门产品



资料来源：布鲁可官网，民生证券研究院

3.2 产品介绍--拼塔角色类玩具

- 布鲁可的拼塔角色类玩具从人体结构中汲取灵感，以实现稳定性、可动性和外观的模仿。通过标准零件和特征零件的组合，布鲁可能够还原出具有高度定制性和细节的角色。
- 1.标准零件。**作为玩具结构和关节的基础，它们可以在不同型号的产品间通用，为消费者提供了强大的互动体验，允许混搭不同部件创造独特作品。
- 2.特征零件。**主要用于外观层，通过不同的微缩形态还原流行角色的独特视觉和叙事元素，丰富角色外观，高度还原角色原始造型。
- 3.结构与关节。**产品设计中的“结构”模仿人类骨骼，支撑玩具重量和保持形状。“关节”模仿人类关节，通过棘轮结构支持复杂动态动作，提供灵活精确的动作控制和长时间稳定性。
- 4.外观层。**特征零件设计有多种图案、颜色和纹理，增强角色外观细节，提升还原度。

图表：布鲁可拼塔角色类玩具的架构



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.2 产品介绍—积木玩具

- 布鲁可还提供专为儿童设计的大颗粒积木玩具，结构简单，更适合儿童拼搭并确保安全。截至2024年3月31日，布鲁可共有136款积木玩具SKU在售。
- 积木桶**：包含不同主题积木，儿童可拼搭车辆、建筑物和人物角色。建议零售价为人民币99元至459元。
- 积木桌**：由椅子及多功能桌子组成，可作积木拼搭基座，也可用于学习和用餐。建议零售价为人民币99元至599元。
- 积木车**：基于我们的自有IP百变布鲁可，可拼搭成不同种类车辆，激发儿童创造力。建议零售价为人民币149元至899元。

图表：积木玩具



积木桶



积木桌



积木车

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.3

IP：专利和IP矩阵相结合

- 布鲁可通过结合广泛的专利布局和丰富的IP矩阵，创造了难以复制的核心竞争力。
- **专利布局：**布鲁可拥有广泛的专利布局，保护了拼搭角色类玩具体系的原创性。零件相关专利和生产工艺专利不仅增强了布鲁可体系的不可复制性，还为合作工厂提供了专注生产拼搭角色类玩具的技术基础。布鲁可的专利布局覆盖中国及海外主要市场，累积了479项中国专利和23项海外专利。
- **IP矩阵：**通过自主开发和IP授权，布鲁可构建了丰富的IP矩阵，并推出了覆盖全人群、全价位的产品组合。布鲁可拥有系统的IP开发、授权和管理机制，不断优化并积累了领先的IP商业化和管理能力。布鲁可的自有IP如百变布鲁可和英雄无限实现了商业化，动画播放量超过140亿，粉丝量超400万。在IP授权方面，布鲁可获得了超过30个知名IP的授权，成功商业化了8个授权IP，并在全球范围内拥有销售授权。
- **品质与成本优势：**专利与IP在设计、研发、生产全程的结合，实现了行业领先的品质和成本兼顾。
- **矩阵化、兼容性产品组合：**基于专利与IP的结合，推出了多个单品和系列，构建了广泛且难以复制的产品矩阵。拼搭角色类玩具体系化且高度兼容，大部分零件可跨产品通用。
- **消费者生态圈体系：**矩阵化、兼容性的产品组合吸引了广大活跃的消费者、粉丝和BFC，提供了二次创作的便利。知名IP的影响力和活动运营激发了粉丝和BFC创作和传播高质量内容。粉丝和BFC的参与提高了生态圈的活跃度，吸引新消费者，部分消费者转化为粉丝和BFC。消费者对自创内容的积极反馈进一步激发了创作活力，形成了正向循环的独特布鲁可消费者生态圈体系。

3.3 IP：专利和IP矩阵相结合

- 布鲁可采用系统化的方法进行IP开发、选择和管理，建立了丰富的IP矩阵。在开发或选择授权IP时，考虑整体知名度、消费者偏好、产品契合度和产品扩展潜力等关键因素。布鲁可有专业的团队管理IP运营，专注于IP矩阵扩展，延长IP产品生命周期，并通过商业化实现IP价值最大化。
- 自成立之初，布鲁可已通过自有及授权积累了丰富的IP矩阵。成功打造自有IP并商业化自有IP和授权IP的出色业绩，使布鲁可成为IP版权方优选的合作伙伴。布鲁可的IP数量从2021年12月31日的9个增加至超过30个。根据不同IP，布鲁可开发了尺寸、定价及精细度不同的多个版本的拼搭角色类玩具及积木玩具。

图表：布鲁可部分IP



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.3 IP：专利和IP矩阵相结合

- **布鲁可拥有两个自有IP：百变布鲁可和英雄无限**，对这些IP拥有全部版权，包括开发拼搭角色类玩具、积木玩具以及制作动画系列的权利。这些自有IP通过原创故事和产品，增强了品牌价值和知名度。截至2024年3月31日，百变布鲁可和英雄无限的动画系列累计播放量超过140亿次，拥有超过400万粉丝。到2024年3月31日，布鲁可自有IP共有90款在售SKU。
- **百变布鲁可**：自2017年推出，以三个主角（布布、鲁鲁及可可）及其朋友的冒险故事为核心，主要面向六岁以下儿童。已推出214集动画系列，截至2024年3月31日，有59款在售SKU。
- **英雄无限**：于2022年推出，结合中国经典文学和历史角色（如孙悟空、哪吒、关羽、张飞及赵云）与机甲元素，讲述具有现代感的英雄故事，面向广泛的消费群体。已推出48集短片，截至2024年3月31日，有31款在售SKU。

图表：百变布鲁可



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：英雄无限



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.3 IP：专利和IP矩阵相结合

- 布鲁可成功地开发了与粉丝产生共鸣的产品，并有效商业化了IP，成为知名IP版权方的优选合作伙伴。布鲁可与授权方签订了授权协议，获得了在中国及海外地区开发和销售玩具的权利。布鲁可的授权IP矩阵覆盖了不同年龄段和性别的多个受欢迎IP，**截至2024年3月31日，共有30多个授权IP，227款在售SKU。**
- 在IP选择上，**布鲁可综合考虑知名度、消费者偏好、产品适配性和扩展潜力等因素。**布鲁可有经验丰富的团队进行广泛的市场调研，深入洞察市场趋势，确保所选IP与布鲁可的目标消费群体一致，并且能够丰富其产品组合。这使布鲁可能够持续扩大目标消费者群体，推出多样化的产品，满足不同消费者的需求。

图表：部分授权IP

IP名称	授权国家	授权到期年份
奥特曼	中国	2027年
奥特曼	在亚洲的九个国家	2025年
变形金刚	在全球超过50个国家	2028年
火影忍者	中国	2025年
漫威无限传奇	中国	2025年
漫威小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	中国	2025年
宝可梦	中国	2025年
三丽鸥：凯蒂猫、美乐蒂、大耳狗 喜拿、布丁狗、酷洛米、帕恰狗、 半鱼人和小香姆。	中国	2027年
芝麻街	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的 40个国家	2028年

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.4 产品及研发：一体化研发与生产，共筑强产品力

- 截至2024年3月31日，布鲁可研发团队占到所有员工人数的约62%，其中约80%为产品研发团队。布鲁可的自主研发为其取得了广泛的专利布局，保护了产品的原创性，并助力其打造了专业生产拼搭角色类玩具的合作工厂体系。
- 产品上市后，研发团队基于用户反馈进行产品迭代，形成闭环来优化产品体验。通过一套自有的研发体系，结合自研的软件及管理系统，如零件编辑软件和SKU信息管理系统，实现了高效和标准的产品设计与开发流程。
- 截至2024年3月31日，布鲁可在中国有558项已获授或正在申请的专利（包括64项获授发明专利）、1889个商标、1329个版权及109个域名。截至同日，布鲁可海外有25项已获授或正在申请的专利及133个商标。

图表：产品设计与开发流程



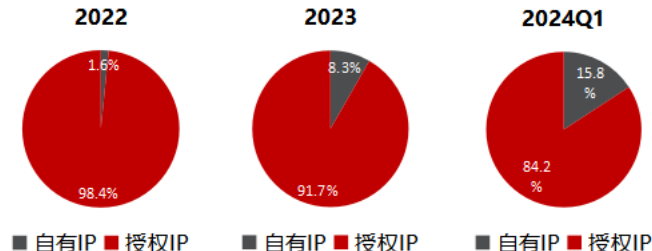
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图：布鲁可自主研发IP



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：布鲁可拼塔角色类玩具自主研发IP收入占比情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.4 产品及研发：一体化研发与生产，共筑强产品力

- **IP及角色设计将标志性形象与创新设计相结合。**据招股说明书，布鲁可的IP及角色均根据经典的中国文学作品人物以及在机甲宇宙中重新诠释的潜力进行精心挑选，每个选定的角色均将标志性形象与创新设计相结合，通过细节传达角色的特征及其文化元素。
- **加入动画制作，赋予角色生命力。**在角色设计及故事生成后，布鲁可会对其设计的IP与角色进行动画创造，包括详细的剧本及脚本制作、角色动画、场景创作及特效。
- **打造行业领先的专有生产工艺来确保交付优质的成品。**布鲁可在玩具结构设计中应用DFM原则确定玩具标准零件及特征零件的最佳组合，对颜色、材料及饰面进行精心挑选，以与角色设计匹配，并与专注于生产其产品的的专业合作工厂合作。

图表：产品设计及商业化流程



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.4 产品及研发：一体化研发与生产，共筑强产品力

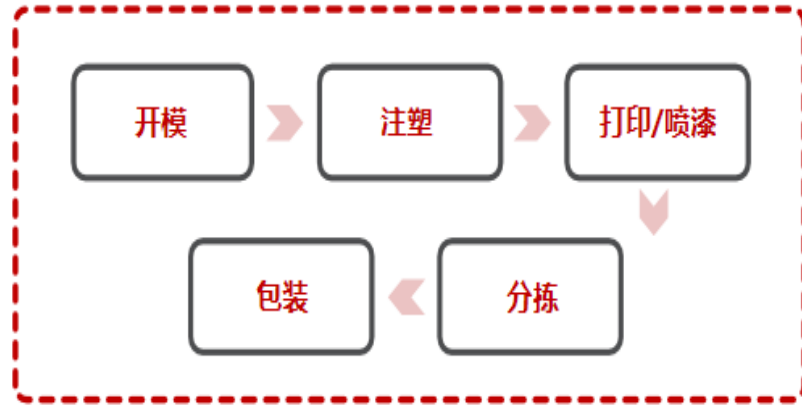
- 布鲁可严格筛选和管理生产方，与业内领先的第三方代工厂进行品类独家的长期合作，打造技术领先的专业生产拼搭角色类玩具的合作工厂体系。其研发与全国布局的专业模块化生产体系深度整合。基于在拼搭角色类玩具生产方面的专业知识以及多项专利布局，**布鲁可拥有行业领先的独有的生产工艺和定制化的生产设备。**
- 布鲁可通过高度标准化的开模和自动化的流程，实现了高效的规模化生产和成本优势。截至2024年3月31日止的三个月，**布鲁可实现了高于行业平均水平的52.0%毛利率，并能大规模提供高品质的人民币19.9元的平价产品。同时，通过模具制作的创新实现了0.004毫米的模具精度，远高于行业平均水平。**其产品测试指标达到全球行业安全标准。

图表：布鲁可合作工厂



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：专业合作工厂生产流程



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.4 产品及研发：一体化研发与生产，共筑强产品力

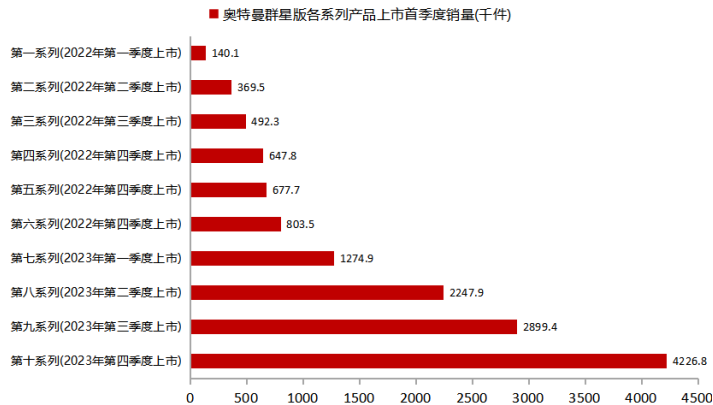
- **好而不贵。**布鲁可在不同价格带均推出高性价比的产品。2023年12月推出的人民币19.9元的英雄无限星光版多个平价SKU，首次推出就受到关注性价比的广大消费者的广泛欢迎，单SKU首季销量超过35万件。
- **高效上新。**上新周期方面，拼搭角色类产品从概念探索到量产的平均上新周期仅为6-7个月，低于10-12个月的行业平均水平；上新频率方面，2023年及2024年第一季度，高频度地每季度推出约30至50款SKU；上新数量方面，2023年共推出197款SKU，并计划2024和2025年分别推出约400款和约800款SKU；上新成功率方面，2023年新推出的绝大多数拼搭角色类玩具SKU目前都在销售。
- **IP产品生命周期长。**布鲁可可持续结合单个IP推出新的产品版本与系列，并通过不断迭代延续IP的产品生命周期。以奥特曼为例，累计推出了7个版本和24个系列，截至2024年3月31日在售的SKU有133个。目前奥特曼群星版累计推出的所有11个系列的产品均在销售，其中第十系列产品实现了首季销量相较第九系列45.8%的增长。

图表：布鲁可英雄无限星光版京东自营店界



资料来源：京东，民生证券研究院

图表：奥特曼群星版各系列产品上市首季度销量情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.5

销售策略：全渠道销售，发力内容营销

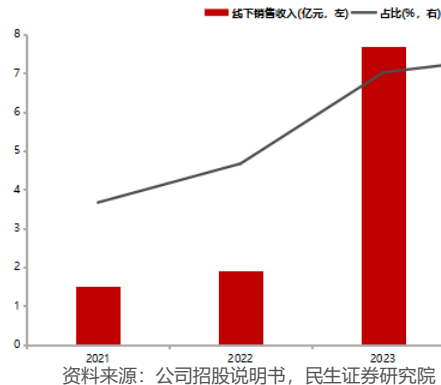
- 招股书显示，截至2024年3月31日，**布鲁可拥有全渠道的销售网络**，涵盖(i)包括经销及委托销售在内的线下渠道；及(ii)覆盖多个主流电商平台的线上渠道。
- 从线下渠道来看**，截至2024年3月31日的三个月数据，布鲁可**合作经销商数量达到433个**，**经销商渠道销售收入占当期总收入91.0%**；此外，委托销售渠道销售产品期间销售收入为人民币1065万元，占各期间总收入的2.3%。
- 从线上渠道来看**，截至2024年3月31日的三个月数据，布鲁可主要通过电商平台开设旗舰店，及微信小程序建立线上渠道。期间线上销售收入为人民币3118万元，占期间总收入的6.7%。

图表：布鲁可线上线下合作伙伴

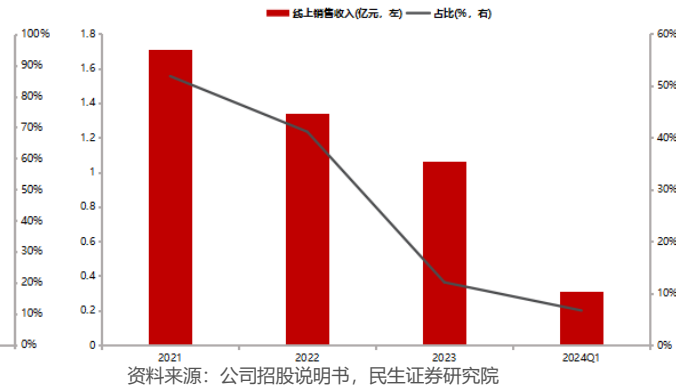


资料来源：布鲁可官网，民生证券研究院

图表：线下渠道销售收入情况



图表：线上渠道销售收入情况



3.5 销售策略：全渠道销售，发力内容营销

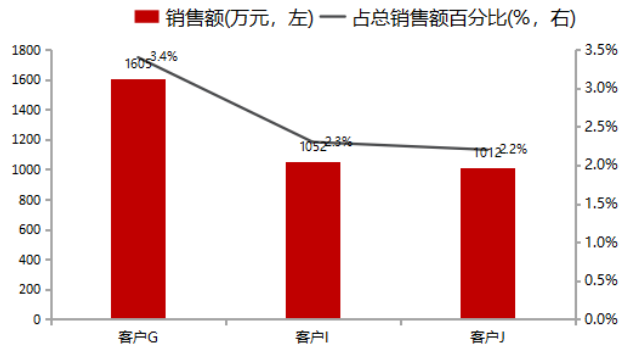
- 布鲁可与具有特定区域覆盖范围并已建立当地销售网络的玩具、文化、创意产品经销商以及业务遍布全国的大型经销商合作。在2021年、2022年、2023年以及截至2023年及2024年3月31日止的三个月，对线下经销商的销售额分别为1.13亿元、1.57亿元、7.33亿元、1.04亿元及4.24亿元，分别占公司总收入的34.2%、48.2%、83.6%、72.4%及91.0%。截至2024年3月31日止的三个月，布鲁可排名前五的合作客户中，三个为渠道经销商。
- 布鲁可根据资质、经营范围、业务规模、玩具行业的经验等因素选择经销商。就其拼搭角色类玩具而言，倾向于拥有覆盖地理位置优越的零售店和专卖店的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。

图表：2021-2024Q1布鲁可合作经销商数量

经销商数量	2021年	2022年	2023年	2024Q1
期初的经销商数量	40	226	356	418
期内的新经销商数量	253	259	185	36
期内已终止的经销商数量	67	129	123	21
期末的经销商数量	226	356	418	433

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：截至2024年3月31日止的三个月前三经销商销售情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.5

销售策略：全渠道销售，发力内容营销

- 采用内容驱动的独特互联网营销策略，消费者参与度高。据招股说明书，布鲁可使用多重传播渠道，如公司官方账号及社交媒体平台上的KOL、KOC、粉丝及BFC账号。玩具爱好者积极创作并分享视频和帖子，这些内容在社交媒体平台上获得了数以百万计的播放量。
- 积极与KOL及KOC合作。这些KOL和KOC发布各种形式的内容，包括视频和帖子，以展示产品特点。在2023及2024年内与布鲁可合作的KOL和KOC在2024年3月31日拥有全网粉丝数约1.60亿。
- 鼓励消费者及粉丝成为BFC，并在社交媒体平台上创作用户生成内容。通过官方转发以及相关活动运营，如成品分享、模玩大赛、线下展会等，进一步推动用户生成内容的创作及分享，从而提高消费者、粉丝及BFC的互动及用户生成内容传播。截至2024年3月31日，布鲁可及产品相关的全网话题浏览量已超过70亿次。

图表：内容驱动的营销策略



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.5

销售策略：全渠道销售，发力内容营销

- 布鲁可的微信小程序布鲁可积木人Club是一个消费者可以与官方和其他用户互动的平台。例如，注册会员可以发布图片和文字，分享他们的收藏和二次创作作品。此外，消费者可以获取布鲁可的产品发布和活动信息。布鲁可官方通过布鲁可积木人Club中的「共创基地」功能举办投票活动，鼓励消费者参与新产品的开发。得票最高的产品提案可能转化为真正的产品。消费者可通过扫描产品包装上的二维码及产品附带的角色身份卡在布鲁可积木人Club上注册其产品。
- 布鲁可在布鲁可积木人Club上建立了一个图鉴体系，注册会员可激活他们的购买，以赚取积分及获得图鉴奖杯。这些积分可以用来在布鲁可积木人Club购买产品时抵扣购买费用。截至2024年3月31日，布鲁可积木人Club上拥有约150万注册会员，约80.0%的布鲁可积木人Club会员激活了至少一种产品。于2023年激活布鲁可产品的布鲁可积木人Club会员，每位平均激活约五件布鲁可拼搭角色类玩具。

图表：布鲁可积木人Club



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.5 销售策略：全渠道销售，发力内容营销

- 通过内容驱动的互联网营销策略以及全渠道的销售网络，布鲁可实现了良好的营销和销售效果。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1,100万粉丝，是位列中国玩具企业前二的品牌。
- 内容驱动的互联网营销策略助力高效建立全渠道的销售网络。内容驱动的营销不仅加深了消费者对品牌和产品的认知，还有效推广了产品并提升了上新成功率，产生了对全渠道销售推广的网络效应。
- 通过消费者在社交平台上对产品的反馈，布鲁可将其实际需求反映在产品研发和迭代中，形成基于消费者洞察的正面反馈回路。布鲁可的拼搭角色类玩具实现了高速库存周转。截至2024年3月31日止的三个月该品类产品从入库到出库平均约为15天，布鲁可的市场推广费用占收入的比例为4.4%，远低于行业平均水平。

图表：部分线上平台布鲁可粉丝数



资料来源：京东、抖音、天猫、拼多多，民生证券研究院

图表：社交平台新产品投票活动及评论反馈



资料来源：积木人Club，民生证券研究院

3.5 销售策略：全渠道销售，发力内容营销

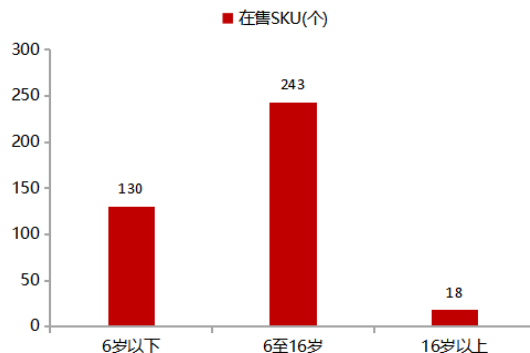
- 布鲁可凭借拼搭角色类玩具的创新者和领导者优势，成功打造了布局全人群、全价位、全球化的产品组合，形成了可持续增长模式。全人群、全价位、全球化的产品组合构建了布鲁可拼搭角色类玩具的三重增长引擎，推动业务持续、稳定、强劲增长。
- 全人群：**基于布鲁可体系和丰富的IP矩阵，构建了满足全年龄段、全性别的多元消费者和粉丝的广泛产品组合。布鲁可拥有针对不同年龄段的在售SKU，覆盖儿童到成人市场。
- 全价位：**依托高效的研发和成本优势明显的工厂体系，布鲁可可能在全价格带推出高性价比的产品。主流产品定价覆盖从19.9元至399元的各个区间，主要集中于19.9-79元的亲民价格段，并具备拓展价格区间的能力。
- 全球化：**拼搭玩法的普适性使得布鲁可的产品能满足全球消费者对玩具互动性和易上手的普遍需求。借助中国优质的生产能力和专业工厂体系，布鲁可向全球消费者提供高性价比的玩具。布鲁可拥有多个国家广泛授权的知名IP，并已进行全球渠道布局，覆盖海外多国。

图表：布鲁可不同年龄段及不同档位产品组合



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：不同年龄段在售SKU(个)



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：部分IP授权国家情况

IP名称	授权国家	授权到期年份
奥特曼	中国	2027年
奥特曼	在亚洲的九个国家	2025年
变形金刚	在全球超过50个国家	2028年
火影忍者	中国	2025年
漫威无限传奇	中国	2025年
漫威小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	中国	2025年
宝可梦	中国	2025年
三丽鸥：凯蒂猫、美乐蒂、大耳狗 喜拿、布丁狗、酷洛米、帕恰狗、 半鱼人和小香姆。	中国	2027年
芝麻街	亚洲、大洋洲、北美洲 及欧洲的40个国家	2028年

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.6 客户：前五大客户占比26%

- **布鲁可的直接客户主要包括经销商、委托销售合作伙伴、电商平台及线上消费者。**在往绩记录期间，布鲁可的五大客户均为经销商、委托销售合作伙伴及电商平台。在2021年、2022年、2023年及2024年3月31日止的三个月，五大客户的收入分别占相关期间总收入的26.6%、22.5%、15.3%及12.0%。
- **在往绩记录期间，布鲁可没有面临任何重大的客户集中风险。**同时，布鲁可的董事、其联系人或任何现有股东（据布鲁可董事所知，持有股本超过5%的股东）在任何五大客户中并无拥有根据上市规则须予披露的任何权益。

图表：截至2023年12月31日止布鲁可前五大客户

排名	客户	业务性质	合作起始年份	销售额(万元)	占总销售额的百分比(%)
1	客户B	玩具销售	2016年	3640.9	4.2
2	客户G	玩具销售及渠道经销	2022年	2677.7	3.1
3	客户A	电商平台	2018年	2613.3	3.0
4	客户H	玩具销售及渠道经销	2022年	2472.5	2.8
5	客户F	玩具、动漫及游戏用品销售	2022年	1945.5	2.2
合计				13349.9	15.3

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：截至2024年3月31日止布鲁可前五大客户

排名	客户	业务性质	合作起始年份	销售额(万元)	占总销售额的百分比(%)
1	客户G	玩具销售及渠道经销	2022年	1604.5	3.4
2	客户B	玩具销售	2016年	1092.4	2.3
3	客户I	玩具销售及渠道经销	2023年	1054.2	2.3
4	客户J	玩具销售及渠道经销	2022年	1012.4	2.2
5	客户F	玩具、动漫及游戏用品销售	2022年	853.4	1.8
合计				5616.9	12.0

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.7

供应商：前五大供应商占比83%

- 公司的供应商主要包括专业合作工厂、IP版权方及授权方。在记录期间，向合作工厂的采购占公司总采购的大部分。公司面临的相关风险包括依赖第三方合作工厂生产产品的风险。
- 从2021年至2023年以及2024年3月31日止的三个月，对五大供应商的采购额分别占公司同期总采购额的82.3%、82.2%、90.5%及75.1%，其中对最大供应商的采购额占比分别为46.4%、40.6%、34.4%及31.1%。根据董事所知，公司董事、其联系人或任何现有股东（持有股本超过5%的股东）在五大供应商中没有必须披露的权益。

图表：截至2023年12月31日止布鲁可前五大供应商

排名	供应商	业务性质	合作起始年份	采购额(万元)	占总采购额的百分比(%)
1	供应商A	模具及塑料制品的制造及销售	2017年	15882.1	34.4
2	供应商E	模具及塑料制品的制造及销售	2021年	14906.5	32.3
3	供应商F	IP授权	2021年	5310.4	11.5
4	供应商C	模具及塑料制品的制造及销售	2018年	4162.1	9.0
5	供应商G	IP授权	2021年	1542.6	3.3
合计				41803.7	90.5

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：截至2024年3月31日止布鲁可前五大供应商

排名	供应商	业务性质	合作起始年份	采购额(万元)	占总采购额的百分比(%)
1	供应商E	模具及塑料制品的制造及销售	2021年	6952.2	31.1
2	供应商A	模具及塑料制品的制造及销售	2017年	5388.9	24.1
3	供应商F	IP授权	2021年	2365.0	10.6
4	供应商C	模具及塑料制品的制造及销售	2018年	1110.7	5.0
5	供应商G	IP授权	2021年	965.4	4.3
合计				16782.2	75.1

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.7

原材料及供应链

- **关键原材料采购：**布鲁可的产品的关键是ABS和纸张材料。原材料非常重要，因为它可以直接影响成品玩具的质量、外观和质地。布鲁可的合作工厂负责从指定或批准的合格供应商处采购关键原材料。在以往记录期间，布鲁可或布鲁可的合作工厂没有发生任何供应中断或未能获得足够数量的原材料的重大事件。
- **库存管理：**为了支持在中国及海外的广泛销售网络，公司已经建立了自己的仓储和物流能力。截至2024年3月31日，公司在中国租赁并运营了一个面积约8,910平方米的中央仓库，并聘请了三家第三方仓储服务商在海外提供产品存储服务。通常与这些服务商签订为期三年的协议，由他们承担与产品存储相关的风险。公司还设有专门团队管理产品的存储。
- **物流管理：**为了确保产品在广泛销售网络中的有效运输，公司聘请第三方物流服务提供商来交付产品，并与之签订年度协议。物流服务提供商负责承担产品交付相关的风险，并需投保必要的保险。对于特殊运输需求，公司可能会使用其他临时物流服务提供商。在记录期间至2024年3月31日，公司没有遇到任何重大的交付中断或因物流服务提供商的延迟交付或不当处理产品而遭受重大损失。
- **存货管理：**在记录期间，公司大部分库存为产成品，并根据内部销售预测安排生产订单以优化库存周转。公司实施了严格的库存管理措施来维持最佳库存水平，并设立了库存周转率管理指标，对这些指标进行监控和优化，以评估库存管理效率。截至2021年、2022年及2023年12月31日，以及2024年3月31日，公司的库存金额分别为人民币0.70亿元、0.61亿元、0.76亿元及0.64亿元。在2021年、2022年、2023年及2024年3月31日止的三个月内，库存周转天数分别为137天、130天、62天及32天。

04. 风险提示

4

风险提示

- **消费者偏好改变：**公司大部分收入来自玩具产品销售，玩具作为可自由支配的消费项目，消费模式受经济状况、社会文化趋势及未来经济前景不确定等因素的影响。若经济形势下行，消费者偏好改变，可能会对公司业绩产生不利影响。
- **原材料上涨风险：**公司产品原材料主要为ABS及纸质材料。原材料价格直接影响产品质量、外观及成本。公司的原材料供应如发生不利改变（如劳工短缺、自然灾害）等，有可能会对公司产品供给造成不利影响。
- **IP价格上涨风险：**公司部分重要IP来自授权，如果IP授权方授权费上涨，使得产品成本上涨，进而需要进行产品提价，可能对产品销售产生不利影响。

THANKS 致谢

民生传媒互联网研究团队：

分析师 陈良栋

执业证号：S0100523050005

邮箱：chenliangdong@mszq.com

分析师 李瑶

执业证号：S0100523090002

邮箱：liyao_yj@mszq.com

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：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明:

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。本报告清晰准确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。	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
	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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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。