



Research and
Development Center

谷子经济专题报告：

**布鲁可获证监会备案港股上市在即，退出
通路打通提振行业估值**

证券研究报告

行业研究

行业专题报告

传媒行业

投资评级 看好

上次评级 看好

冯翠婷 传媒互联网及海外 首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

谷子经济专题报告：布鲁可获证监会备案港股上市在即，退出通路打通提振行业估值

2024年12月8日

本期内容提要：

- 事件：财联社12月6日电，中国证监会国际合作司发布关于 Bloks Group Limited（布鲁可集团有限公司，下面简称“布鲁可”）境外发行上市备案通知书，公司拟发行不超过72,394,500股境外上市普通股并在香港联合交易所上市。证监会发布布鲁可境外发行上市备案通知书，意味着布鲁可港股上市已获得监管备案，后续得港交所上市批准后，将进入招股配售以及交易所上市流程。
- 布鲁可成立于2014年，总部位于上海，专注于拼搭角色类玩具的设计、研发和销售。公司在全球拼搭角色类玩具市场中占据显著地位，根据弗若斯特沙利文的数据，按2023年GMV计，布鲁可是中国最大的拼搭角色类玩具公司，实现超18亿GMV，同比增长超170%，市场份额为30.3%；全球排名第三，市场份额为6.3%。
- 布鲁可拥有470多项专利，与超过30个知名IP合作，包括奥特曼、变形金刚、火影忍者等。公司已推出两个自有IP：百变布鲁可和英雄无限。经营模式主要是基于自有IP和授权IP开发拼搭角色类玩具，交由第三方合作工厂生产，并通过经销商销售。2024年第一季度，布鲁可的营收同比增长223.8%至4.66亿元；毛利润同比增长310.7%至2.42亿元，毛利率增至52.0%。
- 2024年5月，布鲁可发布港股招股书，计划在香港主板上市。募集资金将主要用于增强产品设计和开发相关的研发能力、进一步丰富IP矩阵、投资核心生产资源和专注拼搭角色类玩具的自有规模化工厂。成立至今，布鲁可进行了3轮融资，先后引进了君联资本、源码资本、云锋基金、金亿投资、君智咨询等，合计募集近18亿元，估值超70亿元。
- “谷子”，音译自“Goods”，“谷子经济”就是一种以年轻人为主的消费经济形式，主要涉及二次元文化产品的消费，包括漫画、动画、游戏、偶像、特摄等版权作品衍生出的各类周边产品，如海报、徽章、卡片、挂件、立牌、手办、娃娃等。悦己需求是谷子消费的核心。二次元消费与人口老龄化、经济下行等数据没有较强的必然关系，具有“抗跌”属性。本文详细梳理了“谷子经济”的市场规模、产业链及相关标的情况。
- 投资观点：证监会发布布鲁可境外发行上市备案通知书意味着布鲁可港股上市在即，“谷子经济”相关概念股或将继续受益，建议重点关注“谷子经济”相关标的：实丰文化、广博股份、奥飞娱乐、中文在线、上海电影、姚记科技、华立科技、大丰实业、汤姆猫、青木科技、元隆雅图、星辉娱乐、晨光股份等，以及港股：泡泡玛特、名创优品、

哔哩哔哩、阅文集团等。

- **风险因素：** 谷子经济热度持续性不及预期、行业竞争加剧、IP 到期不续约等风险

目录

一、公司概况：全球第三拼搭角色类玩具公司，对标乐高、万代	5
二、业务模式：基于自有 IP 和授权 IP 开发拼搭角色类玩具	5
三、财务数据：2024 年第一季度营业收入、毛利率均表现向好	6
四、上市计划及历史融资情况	8
五、谷子经济是什么？悦己经济的特别案例	9
六、谷子经济相关产业链及标的梳理	10
七、风险因素	11

图目录

图 1：布鲁可热门商品图	5
图 2：布鲁可自有 IP	5
图 3：布鲁可合作 IP 矩阵	6
图 4：2021-2024Q1 布鲁可营业收入及 yoy（单位：万元）	6
图 5：2021-2024Q1 布鲁可毛利润及毛利率（单位：万元）	7
图 6：2021-2024Q1 布鲁可销售费用、管理费用及财务费用（单位：万元）	7
图 7：2021-2024Q1 布鲁可归属于母公司股东利润及 yoy（单位：万元）	8
图 8：布鲁可天使轮、Pre-A 轮、A 轮、2024 年股份转让融资情况	8
图 9：二次元潮流消费的心理驱动解读	9
图 10：谷子经济产业链	10
图 11：谷子相关上市公司估值表（截至 2024 年 12 月 6 日）	11

一、公司概况：全球第三拼搭角色类玩具公司，潜在对标公司为乐高、万代

布鲁可成立于 2014 年，总部位于上海，专注于拼搭角色类玩具的设计、研发和销售。公司在全球拼搭角色类玩具市场中占据显著地位，根据弗若斯特沙利文的数据，按 2023 年 GMV 计，布鲁可是中国最大的拼搭角色类玩具公司，实现超 18 亿 GMV，同比增长超 170%，市场份额为 30.3%；全球排名第三，市场份额为 6.3%。

图 1：布鲁可热门商品图



资料来源：布鲁可招股说明书，信达证券研发中心

二、业务模式：基于自有 IP 和授权 IP 开发拼搭角色类玩具

布鲁可拥有 470 多项专利，与超过 30 个知名 IP 合作，包括奥特曼、变形金刚、火影忍者等。公司已推出两个自有 IP：百变布鲁可和英雄无限。经营模式主要是基于自有 IP 和授权 IP 开发拼搭角色类玩具，交由第三方合作工厂生产，并通过经销商销售。

图 2：布鲁可自有 IP

OWN IP
自有 IP



资料来源：布鲁可官网，信达证券研发中心

图 3: 布鲁可合作 IP 矩阵

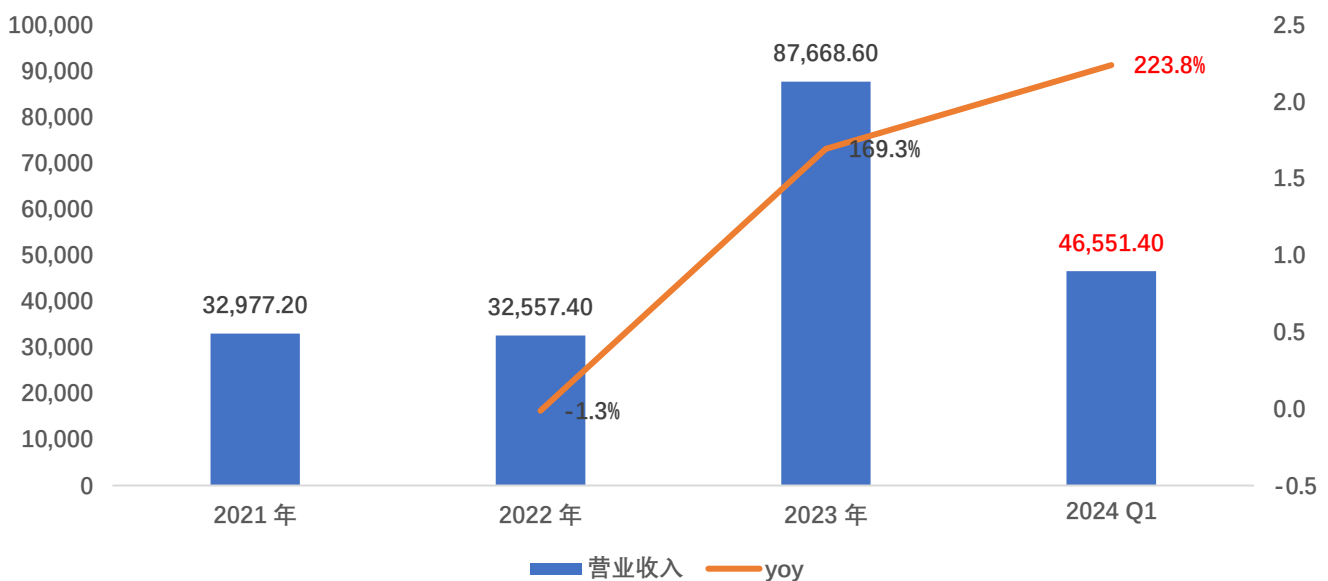


资料来源: 布鲁可官网, 信达证券研发中心

三、财务数据: 2024 年第一季度营业收入、毛利率均表现向好

2021 年至 2023 年, 布鲁可的营收分别为 3.30 亿元、3.26 亿元和 8.77 亿元, 复合年增长率为 63%; 毛利润分别为 1.23 亿元、1.23 亿元和 4.15 亿元, 复合年增长率为 83.4%; 毛利率分别为 37.4%、37.9%和 47.3%。

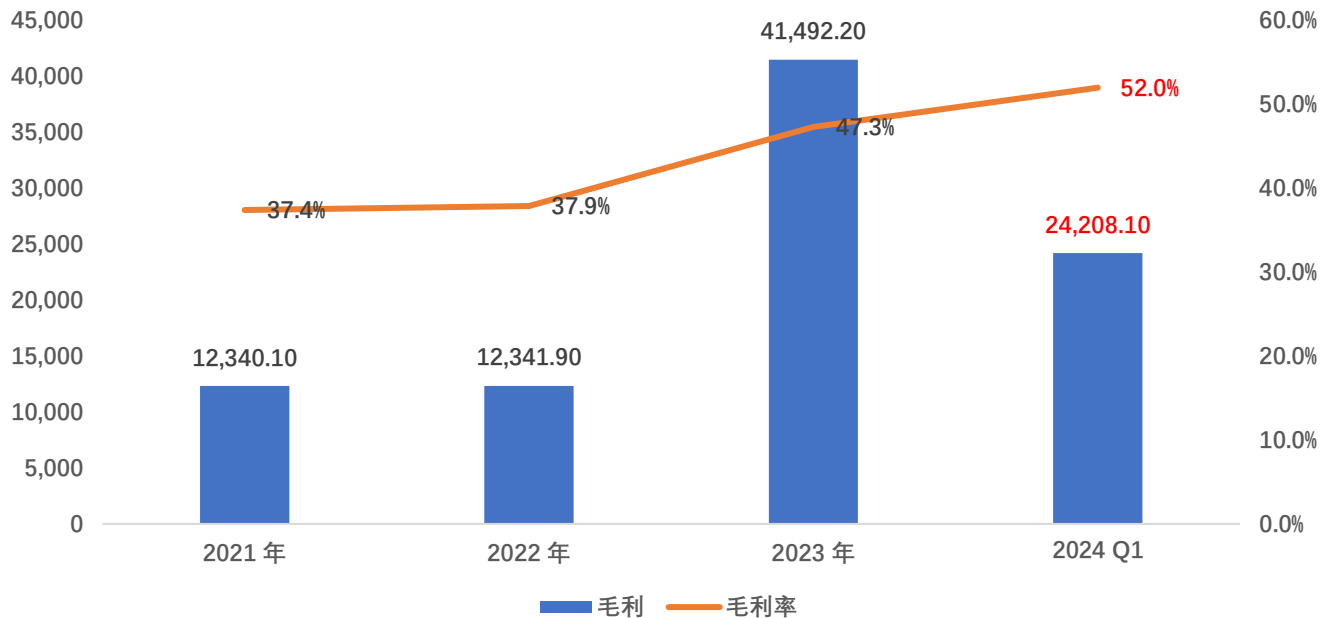
图 4: 2021-2024Q1 布鲁克营业收入及 yoy (单位: 万元)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2024 年第一季度，布鲁可的营收同比增长 223.8%至 4.66 亿元；毛利润同比增长 310.7%至 2.42 亿元，毛利率增至 52.0%。

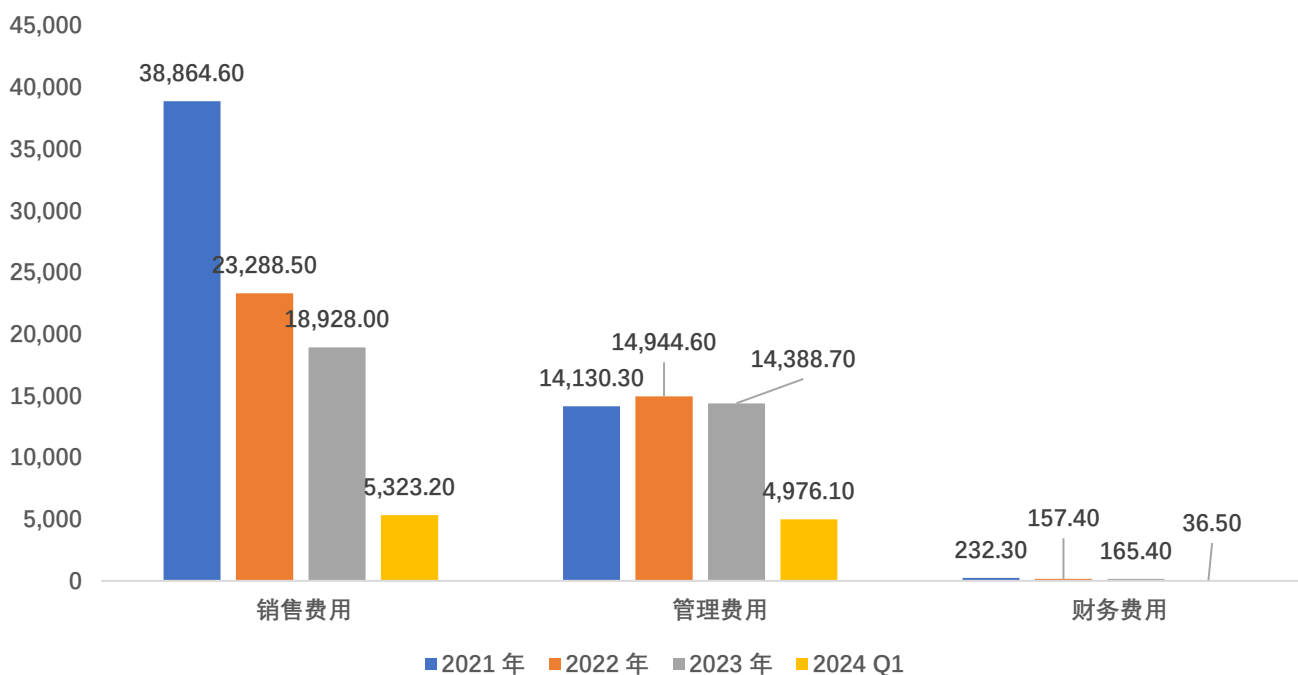
图 5：2021-2024Q1 布鲁可毛利润及毛利率（单位：万元）



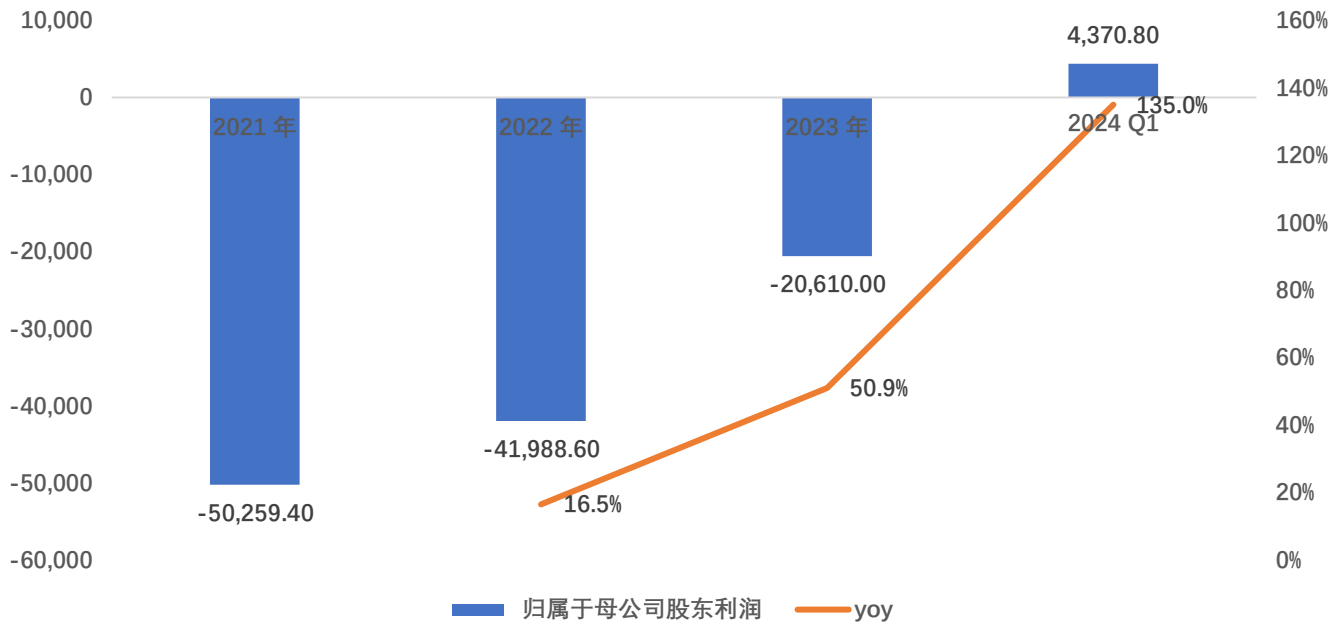
资料来源：iFind，信达证券研发中心

2021 年至 2023 年，布鲁可连续三年亏损，累计亏损超 11 亿元。

图 6：2021-2024Q1 布鲁可销售费用、管理费用及财务费用（单位：万元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 7：2021-2024Q1 布鲁可归属于母公司股东利润及 yoy（单位：万元）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

四、上市计划及历史融资情况

布鲁可计划在香港主板上市，高盛和华泰国际担任联席保荐人。募集资金将主要用于增强产品设计和开发相关的研发能力、进一步丰富 IP 矩阵、投资核心生产资源和专注拼搭角色类玩具的自有规模化工厂。成立至今，布鲁可进行了 3 轮融资，先后引进了君联资本、源码资本、云锋基金、金亿投资、君智咨询等，合计募集近 18 亿元，估值超 70 亿元。

图 8：布鲁可天使轮、Pre-A 轮、A 轮、2024 年股份转让融资情况

【编纂】投资者	股份类别	认购或购买的股份数量	结清日期(1)	支付的总代价(2)	每股股份成本
				(人民币)	(人民币)
天使轮投资					
Gaintex	天使轮优先股	6,754,840	2020年4月27日	140,000,000	20.73
NAW	天使轮优先股	1,658,065	2018年11月9日	35,000,000	21.11
齐大庆先生	天使轮优先股	938,710	2018年11月9日	20,000,000	21.31
JYCP Holding Limited	天使轮优先股	7,703,230	2021年5月14日	174,480,000	22.65
JYMB Holding Limited	天使轮优先股	877,420	2019年9月24日	20,000,000	22.79
Way Elegance	天使轮优先股	2,193,550	2019年6月10日	50,000,000	22.79
北海君智管理咨询	天使轮优先股	2,193,550	2019年5月21日	50,000,000	22.79
中视金桥(亚太)	天使轮优先股	5,352,255	2020年5月25日	122,000,000	22.79
转让天使轮投资现有股权					
MFHI	天使轮优先股	1,253,445	2021年3月1日	20,000,000	15.96(4)
BlueCo	天使轮优先股	6,267,235	2021年3月18日	100,000,000	15.96(4)
Pre-A轮投资					
BlueCo	Pre-A轮优先股	4,387,095	2020年8月14日	100,000,000	22.79
Idea Great	Pre-A轮优先股	6,580,645	2020年12月3日	150,000,000	22.79
Gaorong BLK Holding Limited	Pre-A轮优先股	2,193,550	2020年12月3日	50,000,000	22.79
A轮投资					
Gaorong BLK Holding Limited	A轮优先股	1,283,365	2021年5月8日	39,999,963	31.17
Hongshan Limited	A轮优先股	1,604,205	2021年5月14日	49,999,920	31.17
齐大庆先生	A轮优先股	481,260	2021年4月29日	14,999,937	31.17
JYCP Holding Limited	A轮优先股	320,840	2021年5月7日	9,999,957	31.17
BlueCo.	A轮优先股	1,604,205	2021年5月21日	49,999,920	31.17
Idea Great Limited	A轮优先股	8,021,035	2021年7月26日	249,999,922	31.17
Yunfeng Blocks	A轮优先股	6,839,440	2021年7月23日	217,000,000	31.73
2024年股份转让					
Gaintex	普通股A轮优先股	447,64689 5,293	2024年4月12日 2024年4月12日	14,445,400 28,890,800	32.2732. 27
齐大庆先生	普通股	335,735	2024年4月16日	10,834,050	32.27
Dragon Ridge Limited	普通股	223,823	2024年4月12日	7,222,700	32.27
LC Fund.	普通股	671,470	2024年4月16日	21,668,100	32.27
Lenient	普通股	671,470	2024年4月16日	21,668,100	32.27

资料来源：布鲁可招股说明书，信达证券研发中心

五、谷子经济是什么？悦己经济的特别案例

什么是“谷子经济”？“谷子经济”就是一种以年轻人为主的消费经济形式，主要涉及二次元文化产品的消费，包括漫画、动画、游戏、偶像、特摄等版权作品衍生出的各类周边产品，如海报、徽章、卡片、挂件、立牌、手办、娃娃等。“谷子”，音译自“Goods”，意指二次元周边，常见的比如：“吧唧”指的是 badge 徽章；“透卡”是印着动漫人物的透明卡片；“镭射票”就是 PVC 材料印刷的长条小卡片；除此之外还有流沙麻将、钥匙扣、立牌等。

悦己需求是谷子消费的核心。二次元潮流消费的心理驱动是多维度的，它涵盖了个性化追求、情感价值、社交需求、消遣解压以及品味展示等多个方面。对于年轻人而言，这种消费行为不仅是对个人内心需求的满足，更是一种社交互动和个人身份表达的重要方式。他们通过购买和收藏二次元周边产品，来表达自己的喜好和态度，同时也与志同道合的朋友分享和交流。

图 9：二次元潮流消费的心理驱动解读



资料来源：前瞻产业研究院、信达证券研发中心

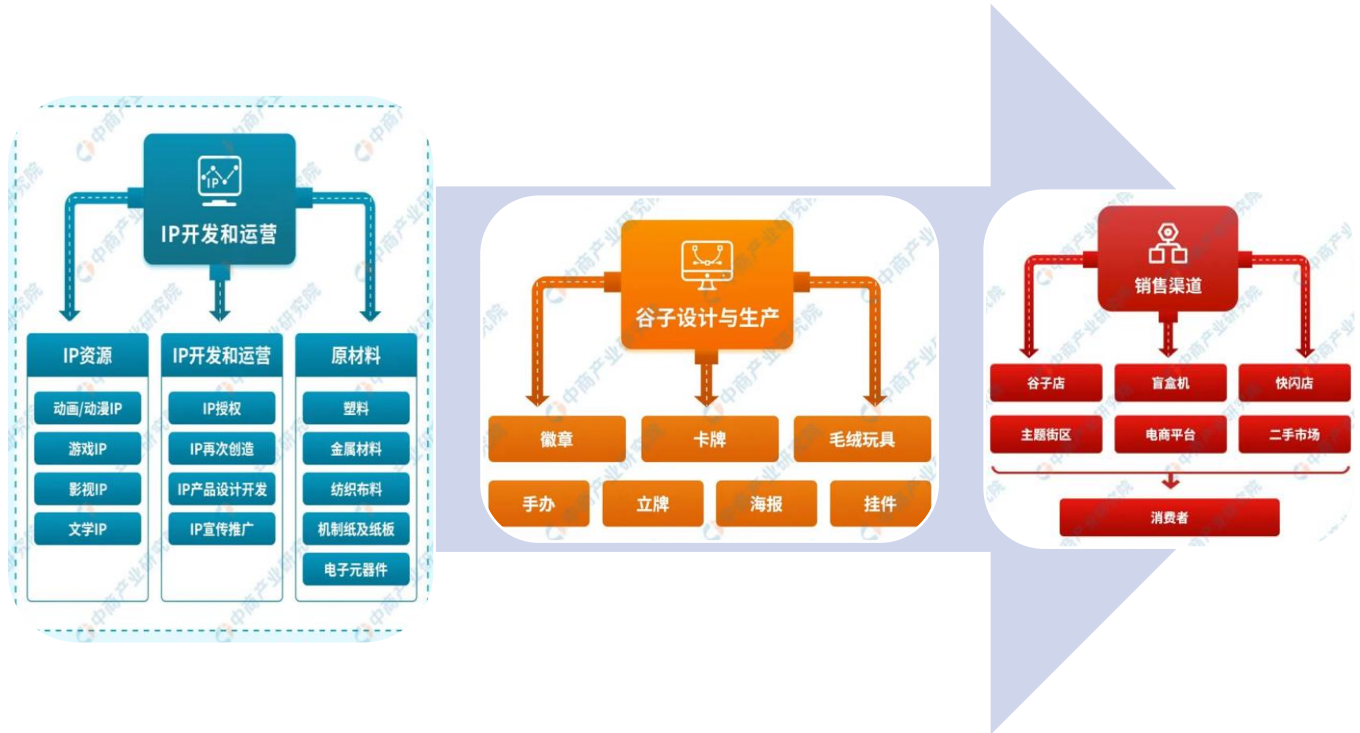
泡泡玛特所属的潮玩赛道是谷子经济的其中一个品类，但消费者画像略有区别。潮玩的消费人群有一定的欣赏能力和购买能力的门槛，例如，泡泡玛特的主要消费群体集中在 22-30 岁之间，并且 70% 以上是女性，这个特点至今仍未发生太大变化。而谷子的消费人群则年轻很多，主要集中在 22 岁以下，主要的消费群体集中在 12-20 岁之间，中学生是主要消费群体，比潮玩的受众相对更年轻。我们 10 月 21 日发布的《卡牌行业专题报告：热潮背后的 IP 效应与市场潜力》就根据泡泡玛特的消费者渗透率等假设测算卡牌行业的未来市场规模空间。

二次元消费与人口老龄化、经济下行等数据没有较强的必然关系，具有“抗跌”属性。据前瞻产业研究院的统计，2023 年中国二次元市场整体规模已经突破 2200 亿元，其中内容市场规模突破 1100 亿元。二次元游戏居于重要的地位，规模近 800 亿元。与二次元内容市场相比，IP 周边产品则成为爆发式增长赛道，从 2016 年的 53 亿元增长至 2023 年的 1024 亿元，年均复合增长率高达 52.7%。谷子经济当前仍属于离散市场，目前整体市场规模不太容易统计。根据前瞻产业研究院，我国二次元周边衍生品市场规模为 1024 亿元，2029 年有望发展至 5900 亿元市场规模。我们 10 月 21 日发布的《卡牌行业专题：热潮背后的 IP 效应及市场潜力》就指出：在经济下行

周期，卡牌等潮品增长持续上行，与人口老龄化、经济下行等数据没有较强的必然关系，具备“抗跌”属性。

六、谷子经济相关产业链及标的梳理

图 10：谷子经济产业链



资料来源：澎湃网、中商产业研究院、信达证券研发中心

上游：包括 IP 资源、IP 开发和运营、原材料。这是整个产业链的起点，涉及原创内容创作，代表性企业有腾讯、网易、哔哩哔哩等。

中游：谷子设计与生产。这一环节将 IP 转化为实体商品，如手办、徽章、服装等，代表性企业包括泡泡玛特、52TOYS 等。

下游：销售渠道，包括线上和线下渠道，终端为消费者。内容分发与平台环节负责通过各种渠道向用户分发 IP 内容，如视频网站、社交媒体、直播平台等，代表性企业包括抖音、快手等。

当前主流商业模式是 IP 分销，利润空间不小。以最终零售价格为基准，IP 授权费用在 3 成左右；生产成本不超过 1 成。省级代理商拿货成本为零售价 5 折左右；按不同 IP 强度，渠道分销拿货成本多在 5.5-6 折左右。

相关标的：实丰文化、广博股份、奥飞娱乐、中文在线、上海电影、姚记科技、华立科技、大丰实业、汤姆猫、青木科技、元隆雅图、星辉娱乐、晨光股份等，以及港股：泡泡玛特、名创优品、哔哩哔哩、阅文集团等。

图 11: 谷子相关上市公司估值表 (截至 2024 年 12 月 6 日) (单位: 亿元)

股票简称	总市值	PE-TTM	年初至今涨跌幅%	谷子及商品业务概况
实丰文化	38.33	-	51.23	获宝可梦、蛋仔、奶龙等 IP 授权
广博股份	67.43	43.31	57.55	二次元文创
奥飞娱乐	143.43	171.85	10.86	国内头部玩具公司
中文在线	227.67	-	21.22	拥有众多小说 IP 可用于谷子授权
上海电影	124.91	113.70	7.90	IP 授权
姚记科技	132.68	30.93	44.24	球星卡、收藏卡
华立科技	46.68	60.72	35.98	动漫卡及相关游艺设备
大丰实业	48.35	164.04	-13.22	网易蛋仔 IP 合作、文创谷子商品
汤姆猫	260.17	-	49.80	IP 授权
青木科技	42.04	43.10	12.98	泡泡玛特及 Jellycat 代运营
元隆雅图	41.92	823.89	-13.70	拥有谷子、吧唧类产品
星辉娱乐	55.62	-	20.49	斗破苍穹等众多 IP 产品
晨光股份	291.01	20.01	-16.11	旗下品牌线下售卖谷子商品
泡泡玛特	1,156.12	75.52	360.49	潮玩龙头
名创优品	549.74	31.22	18.06	海外 IP、全球运营
哔哩哔哩-W	586.09	-	61.00	设计谷子及 IP 商品变现授权等
阅文集团	268.64	28.65	-1.38	影视动漫头部公司, IP 授权

资料来源: ifind、信达证券研发中心

七、风险因素

谷子经济热度持续性不及预期风险: 谷子消费者付费粘性较弱, 人均收入下滑有可能导致谷子经济热度下降;

行业竞争加剧风险: 商品同质化日趋严重, 行业竞争加剧;

IP 到期不续约风险: IP 授权具有时效性, 逾期面临 IP 重新续约无法达成的风险;

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业 2 年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业 3 年，覆盖传媒互联网赛道。2023 年加入信达证券研发中心，目前主要专注于美股研究以及结合海外映射对 A 股、港股的覆盖。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。