

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

布鲁可 (0325. HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

姜文强 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES 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

布鲁可：玩具界的“小米”，预期差创造机会，淡季波动不改成长性

2025 年 2 月 25 日

事件：布鲁可近期股价有所波动，主要系 1 月表现或受淡季+春节影响。

我们认为布鲁可不仅是品类红利，品牌价值或被低估，渠道货架占领力+产品力竞争优势明显。**1) 渠道端：**公司渠道以校边店、街边店为主，其余为 KA（名创、KKV、杂物社等）、全国连锁（华润等）、电商渠道，截至 24 年 6 月 30 日合规终端网点数为 15 万家，25 年终端网点数有望延续快速扩张，远期可一定程度上对标卡游。布鲁可多占据门店内较为显眼货架，货架占领力突出。虽在 23-24 年高速成长长期渠道存在粗放式发展问题，但伴随 25 年管理细化、渠道管理密度深化&力度加强，渠道问题有望逐步解决。**2) 产品端：**布鲁可产品同时具备便宜+精美+正版的特点、类似玩具界的“小米”，良好、稳定的拼搭体验逐渐沉淀品牌认知。体验方面，以塑料拼板件产品为例，布鲁可零件徒手即可掰下、且毛刺较少；连接处多为圆球形（奇妙连接处为圆柱形），圆球大小恰好匹配拼接口，拼搭手感丝滑、解压；细节方面，布鲁可奥特曼有设计肩甲、披风，细节丰富度高，色彩相对饱满。虽产品力&细节处理仍与万代有一定差距（万代零件更丰富、提供贴纸，重深度体验），但在同价位段竞争力显著。伴随三丽鸥、小黄人等 IP 陆续上新，女性市场破圈可期。

成长逻辑：海外市场目标乐观，下沉市场竞争力突出。**1) 海外市场：**24H1 公司海外市场收入 1115.7 万元，奥特曼在北美、欧洲及亚洲部分地区获授权，变形金刚在超 50 个国家获授权，小黄人在超 150 个国家获授权，芝麻街在亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的 40 个国家获授权。24 年 12 月 7-8 日布鲁可参加新加坡动漫展，25 年 1 月 28 日-2 月 1 日布鲁可携奥特曼、变形金刚、英雄无限、火影忍者、圣斗士和芝麻街等 IP 系列产品亮相德国纽伦堡玩具展，伴随海外渠道高速扩张，我们预计 25 年海外市场有望贡献可观收入。**2) 下沉市场：**24 年底公司推出 9.9 元变形金刚、奥特曼等系列，目前变形金刚第 2 弹已上市，印花纹路清晰，产品竞争力较强，我们预计 25 年贡献增量确定性较高。

盈利预测与投资评级：我们预计 2024-2026 年公司经调整净利润 5.8 亿元、10.4 亿元、14.5 亿元，对应当前 PE 分别为 34.2X、18.6X、12.2X，维持“买入”评级。

风险提示：IP 拓展不及预期，出海不及预期，下沉市场不及预期

重要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	877	2187	3852	5322
(+/-) (%)	169%	149%	76%	38%
经调整净利润（百万元）	73	580	1041	1454
(+/-) (%)	132%	696%	79%	40%
EPS	0.30	2.39	4.40	6.70
P/E	-	34.20	18.61	12.22

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 2 月 24 日收盘价

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	682	2,102	4,306	6,797
现金	361	1,172	2,758	4,607
应收账款及票据	38	99	171	239
存货	76	242	359	532
其他	207	589	1,018	1,418
非流动资产	330	279	274	269
固定资产	48	45	43	41
无形资产	64	61	58	55
其他	219	173	173	173
资产总计	1,013	2,381	4,580	7,065
流动负债	731	1,706	2,990	4,115
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	260	574	999	1,364
其他	471	1,131	1,992	2,751
非流动负债	1,890	1,854	1,854	1,854
长期债务	7	7	7	7
其他	1,883	1,847	1,847	1,847
负债合计	2,621	3,560	4,844	5,969
普通股股本	0	0	0	0
储备	-1,606	-1,177	-263	1,098
归属母公司股东权益	-1,606	-1,177	-263	1,098
少数股东权益	-2	-2	-2	-2
股东权益合计	-1,608	-1,179	-265	1,096
负债和股东权益	1,013	2,381	4,580	7,065

现金流量表				
单位:百万 元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	285	990	1,765	2,017
净利润	-206	430	914	1,362
少数股东权益	-1	0	0	0
折旧摊销	45	6	5	5
营运资金变动及其他	448	554	845	651
投资活动现金流	-43	-178	-179	-167
资本支出	-43	0	0	0
其他投资	0	-178	-179	-167
筹资活动现金流	-70	0	0	0
借款增加	-43	0	0	0
普通股增加	1,194	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-1,221	0	0	0
现金净增加额	172	811	1,585	1,850

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	877	2,187	3,852	5,322
其他收入	0	0	0	0
营业成本	462	1,034	1,798	2,454
销售费用	189	219	420	601
管理费用	49	163	270	373
研发费用	95	131	231	319
财务费用	2	-5	-17	-41
除税前溢利	-190	458	973	1,449
所得税	18	27	58	87
净利润	-207	430	914	1,362
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	-206	430	914	1,362
EBIT	-188	452	955	1,407
EBITDA	-143	458	961	1,412
EPS (元)	0.30	2.39	4.40	6.70

主要财务比率				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	169.27%	149.46%	76.15%	38.14%
归属母公司净利润	50.92%	308.77%	112.52%	48.91%
获利能力				
毛利率	47.33%	52.72%	53.34%	53.88%
销售净利率	-23.51%	19.67%	23.74%	25.59%
ROE	12.83%	-36.57%	-348.12%	123.96%
ROIC	12.84%	-36.30%	-348.57%	119.88%
偿债能力				
资产负债率	258.82%	149.50%	105.78%	84.48%
净负债比率	22.00%	98.87%	1039.12%	-419.59%
流动比率	0.93	1.23	1.44	1.65
速动比率	0.82	1.07	1.30	1.50
营运能力				
总资产周转率	0.59	1.29	1.11	0.91
应收账款周转率	32.74	31.84	28.49	25.94
应付账款周转率	2.44	2.48	2.29	2.08
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	2.39	4.40	6.70
每股经营现金流	1.16	4.04	7.20	8.23
每股净资产	-6.55	-4.80	-1.07	4.48



研究团队简介

姜文铤，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、轻工消费、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

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。