

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

姜文锜 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：被低估的品牌力

2025年3月14日

**事件：**我们预计2月出货延续景气，渠道库存健康。

**深度思考：**1) 布鲁可的品牌价值某种程度上是被低估的，货架占领力可侧面印证；2) 产品力本身优势显著，除涂色、质感、拼搭手感外，我们可以观察到产品的一些小巧思（果酱、香蕉、肩甲等细节），拼搭作为一种沉浸式体验，产品 know-how 本身就是一种壁垒；3) 布鲁可有在用心运营粉丝，BFC 创作赛、每月玩家生日抽奖等私域活动持续沉淀粉丝；根据国家统计局，2023 年我国 5-14 岁儿童数量约 1.8 亿人（其中预估男童约 9800 万人），公司 24 年出货粗略估计在 1 亿件左右，考虑端盒&复购后，用户人数渗透率距天花板尚远，单个 IP 生命曲线难以预测，但只要空间是足够的，持续迭代和变化就有望贡献成长动能。

**传统 IP：向下沉、向上提，持续迭代维持增长。**9.9 元变形金刚系列 24 年底推出第 1 弹，25 年 2 月推出第 2 弹，销售情况乐观，全年预计持续迭代，同时通过明盒和收藏级产品破圈；公司与新创华合作的奥特曼形象仍有开发空间，SKU 预计持续丰富。渠道方面，24 年公司合规终端网点 15 万家，25 年预计高速扩张，下沉市场增量不容小觑。

**女性&成人向：女性 IP 内部迭代，产品形态持续优化。**公司目前通过宝可梦、初音、小黄人、柯南、三丽鸥攻克女性市场，产品改进值得重视；此前初音宅男客户占比高，最新粉色初音推出后有望收货女性客户、提振经销商信心；宝可梦女性受众占比较高，宝可梦后续产品精细度预计提升、更重视场景化。

**出海：海外市场广阔，25 年出海提速。**25 年海外市场快速突破，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；3 月 1-4 日携小黄人、芝麻街、变形金刚 IP 亮相纽约玩具展，展台人气爆棚，我们看好公司出海前景。

**盈利预测：**我们预计 2024-2026 年公司经调整净利润 5.8 亿元、11.0 亿元、15.6 亿元，25-26 年 PE 分别为 23.2X、16.3X，维持“买入”评级。

**风险因素：**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	877	2194	4152	5831
(+/-) (%)	169%	150%	89%	40%
经调整净利润	73	582	1101	1564
(+/-) (%)	132%	698%	89%	42%
EPS	0.30	2.37	4.49	6.38
P/E	-	43.90	23.20	16.33

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 3 月 13 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	682	2,098	4,476	6,889	
现金	361	1,158	2,745	4,372	
应收账款及票据	38	99	185	262	
存货	76	250	449	702	
其他	207	590	1,097	1,554	
<b>非流动资产</b>	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	
<b>资产总计</b>	1,013	2,377	4,750	7,158	
<b>流动负债</b>	731	1,728	3,397	4,812	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款及票据	260	593	1,250	1,798	
其他	471	1,135	2,146	3,015	
<b>非流动负债</b>	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	
<b>负债合计</b>	2,621	3,582	5,251	6,666	
普通股股本	0	0	0	0	
储备	-1,606	-1,203	-499	493	
<b>归属母公司股东权益</b>	-1,606	-1,203	-499	494	
少数股东权益	-2	-2	-2	-2	
<b>股东权益合计</b>	-1,608	-1,205	-501	491	
负债和股东权益	1,013	2,377	4,750	7,158	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	285	976	1,764	1,790	
净利润	-206	404	705	993	
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	567	1,054	793	
<b>投资活动现金流</b>	-43	-178	-176	-163	
资本支出	-43	0	0	0	
其他投资	0	-178	-176	-163	
<b>筹资活动现金流</b>	-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	
<b>现金净增加额</b>	172	797	1,587	1,627	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	877	2,194	4,152	5,831	
其他收入	0	0	0	0	
<b>营业成本</b>	462	1,068	2,250	3,236	
销售费用	189	219	453	659	
管理费用	49	163	291	408	
研发费用	95	132	249	350	
财务费用	2	-5	-17	-41	
<b>除税前溢利</b>	-190	429	750	1,056	
所得税	18	26	45	63	
<b>净利润</b>	-207	404	705	993	
少数股东损益	-1	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	-206	404	705	993	
EBIT	-188	424	733	1,015	
EBITDA	-143	430	738	1,020	
EPS (元)	0.30	2.37	4.49	6.38	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>成长能力</b>					
营业收入	169.27%	150.25%	89.24%	40.44%	
归属母公司净利润	50.92%	295.85%	74.67%	40.80%	

获利能力		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>毛利率</b>	47.33%	51.34%	45.80%	44.50%	
销售净利率	-23.51%	18.40%	16.98%	17.03%	
ROE	12.83%	-33.55%	-141.39%	201.15%	
ROIC	12.84%	-33.27%	-139.55%	191.37%	

偿债能力		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>资产负债率</b>	258.82%	150.71%	110.54%	93.13%	
净负债比率	22.00%	95.49%	546.89%	-888.09%	
流动比率	0.93	1.21	1.32	1.43	

营运能力		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>速动比率</b>	0.82	1.05	1.17	1.27	

每股指标 (元)		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>总资产周转率</b>	0.59	1.29	1.17	0.98	
应收账款周转率	32.74	31.87	29.23	26.12	
应付账款周转率	2.44	2.50	2.44	2.12	

每股指标 (元)		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>每股收益</b>	0.30	2.39	4.40	6.70	
每股经营现金流	1.16	3.98	7.20	7.30	
每股净资产	-6.55	-4.91	-2.03	2.01	

## 研究团队简介

**姜文镒**，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、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

**骆崢**，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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。