

布鲁可(00325)

报告日期: 2025 年 03 月 23 日

IP 矩阵强化，渠道开拓加速，利润优化显著

——布鲁可 24 年业绩点评

投资要点

□ 布鲁可发布 24 年业绩

公司公告 24 年收入 22.4 亿元/同比+155.6%，经调净利润 5.85 亿元/同比+702.1%，经调净利率 26.1%/同比+17.8pct。拆分看，24H1/H2 收入同比+237.6%/+110.8%，经调净利率 27.9%/24.5%。

□ 收入端：IP 矩阵强化，多渠道开拓，出海加速开启

分 IP 看：24 年奥特曼/英雄无限（自有 IP）/变形金刚/假面骑士收入 10.96/3.10/4.54/1.7 亿元，收入贡献 48.9%/13.8%/20.3%/7.6%，奥特曼收入占比同比下降 7.5%，新 IP 快速补量，IP 矩阵初步建立。**短期看**，3 月上新明显加速，多价格带、多 IP 扩容持续验证，关注新品如粉色初音未来、小黄人、新世纪福音战士 2 号机等。**长期看**，公司已获得超过 50 个知名 IP 授权，长期 IP 延展空间大，支持用户持续破圈。

分渠道看：24 年线下/线上收入 20.8/1.56 亿元，同比+171%/+47%，收入贡献 93%/7%，24 年公司线下经销网点超过 15 万，渠道持续加密，线上维持高增。**长期看**，渠道下沉，以及线上占比扩容仍有较大空间。

分区域看：24 年海外收入 0.64 亿元/同比+518.2%，收入占比提升到 2.9%，印尼和美国为海外收入最高的两大国家。**长期看**，公司加密海外布局，24 年 12 月亮相新加坡漫展，25 年 2 月德国纽伦堡玩具展，3 月美国纽约玩具展，现海外社媒粉丝数破 300 万，品牌影响力遍及 114 个国家，出海空间广阔。

□ 利润端：优化明显

24 年毛利率 52.6%，同比+5.3pct，主因毛利率更高的拼搭角色玩具销售贡献提升 10.5pct，且该业务得益于规模效应发挥，毛利率也有 4.5pct 提升。

24 年经调净利率 26.1%，同比+17.8pct，拆分费用率看，销售费用率 12.6%/同比-9pct，研发费用率 8.6%/同比-2.2pct，主因收入规模效应释放，行政费用率 20.8pct，主因股权激励以及上市一次性开支增加（均在调整项）。

□ 盈利预测与估值

我们认为中国积木行业高景气，国货崛起趋势确认，布鲁可在积木运营与竞对有身位优势，在扩价格带、扩 IP、扩渠道及海外市场空间巨大。我们预计 2025/2026/2027 年公司实现收入 39.9/55.7/68.7 亿元，同比+78.1%/39.6%/23.3%，归母净利润 9.7/13.6/17.0 亿元，调整后净利润 10.5/14.7/18.3 亿元，当前市值对应 PE 为 28.8/20.4/16.4，维持“买入”评级

□ 风险提示

市场需求波动；竞争加剧风险；渠道拓展及新品销售不及预期；IP 授权解约风险等。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2241	3990	5572	6871
(+/-) (%)	155.61%	78.05%	39.64%	23.32%
归母净利润	-401	965	1362	1697
(+/-) (%)	-94.59%	340.68%	41.11%	24.60%
每股收益(元)	-2.69	3.87	5.46	6.81
P/E	0.00	28.82	20.42	16.39

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(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

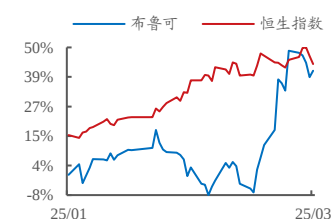
研究助理：陈秋露

chenqiulu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$120.00
总市值(百万港元)	29,910.11
总股本(百万股)	249.25

股票走势图



相关报告

1 《引领中国积木崛起，IP+渠道壁垒深厚》2025.02.11

图1: 布鲁可财务数据一览

单位: 百万元	2021A	2022A	2023A	2024H1	2024H2	2024A
营业总收入	329.77	325.57	876.69	1,046.20	1,194.73	2241
YOY		-1.3%	169.3%	237.6%	110.8%	155.61%
归母净利润	-502.59	-419.89	-206.10	-257.89	-143.15	-401.05
YOY						94.59%
经调整净利润	-355.79	-225.34	72.88	292.17	292.42	584.59
YOY						702.10%
毛利率	37.40%	37.90%	47.30%	52.93%	52.32%	52.60%
期间费用率	136.23%	117.92%	38.19%	57.50%	28.54%	42.06%
其中: 销售费用	388.65	232.89	189.28	120.76	162.36	283.12
销售费用率	117.85%	71.53%	21.59%	11.54%	13.59%	12.63%
其中: 研发费用	83.02	98.44	94.66	76.02	116.45	192.47
研发费用率	25.17%	30.24%	10.80%	7.27%	9.75%	8.59%
其中: 行政费用	58.29	51.00	49.23	403.95	61.10	465.05
行政费用率	17.67%	15.67%	5.62%	38.61%	5.11%	20.75%
其中: 财务费用	2.32	1.57	1.65	0.89	1.11	2.01
财务费用率	0.70%	0.48%	0.19%	0.09%	0.09%	0.09%
归母净利率	-152.41%	-128.97%	-23.51%	-24.65%	-11.98%	-17.90%
经调整后净利率	-107.89%	-69.21%	8.31%	27.93%	24.48%	26.09%

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图2: 收入分 IP 拆解

单位: 百万元	2022	2023	2024H1	2024H2	2024
英雄无限	1.87	64.20	169.71	140.19	309.90
YOY		3343%	818%	206.69%	382.69%
占比	0.57%	7.32%	16.22%	11.73%	13.83%
毛利率	41.20%	55.70%	62.00%		
奥特曼	111.48	556.72	600.68	495.12	1095.80
YOY		399%	195%	40.32%	96.83%
占比	34.24%	63.50%	57.42%	41.44%	48.90%
毛利率	37.50%	47.10%	50.40%		
变形金刚		124.98	195.44	258.26	453.70
YOY			4193%	114.46%	263.03%
占比		14.26%	18.68%	21.62%	20.25%
毛利率		54.40%	56.60%		
假面骑士					170.00
YOY					
占比					7.59%
其他	212.23	130.79	80.37	301.16	381.53
YOY			-3%	530%	192%
占比		14.92%	7.68%	25.21%	17.03%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图3: 收入分 IP 拆解

单位: 百万元	2022	2023	2024H1	2024H2	2024
英雄无限	1.87	64.20	169.71	140.19	309.90
YOY		3343%	818%	206.69%	382.69%
占比	0.57%	7.32%	16.22%	11.73%	13.83%
毛利率	41.20%	55.70%	62.00%		
奥特曼	111.48	556.72	600.68	495.12	1095.80
YOY		399%	195%	40.32%	96.83%
占比	34.24%	63.50%	57.42%	41.44%	48.90%
毛利率	37.50%	47.10%	50.40%		
变形金刚		124.98	195.44	258.26	453.70
YOY			4193%	114.46%	263.03%
占比		14.26%	18.68%	21.62%	20.25%
毛利率		54.40%	56.60%		
假面骑士					170.00
YOY					
占比					7.59%
其他	212.23	130.79	80.37	301.16	381.53
YOY			-3%	530%	192%
占比		14.92%	7.68%	25.21%	17.03%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图4: 收入分渠道拆解

单位: 百万元	2022	2023	2024H1	2024H2	2024
按渠道拆分					
线下销售渠道	189.91	769.07	971.43	1113.43	2084.86
YOY	26.01%	304.96%	277.17%	117.67%	171.09%
占比	58.33%	87.72%	92.85%	93.20%	93.04%
其中: 经销商渠道	157.00	732.70	957.86	1105.01	2062.87
YOY	39.14%	366.68%	302.27%	123.42%	181.54%
占比	48.22%	83.58%	91.56%	92.49%	92.05%
其中: 委托销售渠道	32.91	36.37	13.57	8.42	22.00
YOY	-13.10%	10.52%	-30.21%	-50.22%	-39.52%
占比	10.11%	4.15%	1.30%	0.71%	0.98%
线上销售渠道	134.41	106.25	74.62	81.06	155.68
YOY	-21.38%	-20.95%	43.64%	49.27%	46.52%
占比	41.28%	12.12%	7.13%	6.78%	6.95%
其他	1.25	1.37	0.16	0.24	0.39
YOY	-84.59%	9.28%	-64.14%	-74.54%	-71.23%
占比	0.38%	0.16%	0.01%	0.02%	0.02%
按地区拆分					
中国	317.30	866.30	1035.05	1141.66	2176.71
YOY	-2.31%	173.02%	239.14%	103.47%	151.27%
占比	97.46%	98.81%	98.93%	95.56%	98.00%
海外	8.28	10.39	11.16	53.06	64.22
YOY	66.76%	25.50%	135.48%	839.02%	518.16%
占比	2.54%	1.19%	1.07%	4.44%	2.87%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万人民币)					利润表(百万人民币)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,215	4,601	8,494	11,222	营业收入	2,241	3,990	5,572	6,871
现金	720	3,454	7,086	9,374	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	112	187	270	327	营业成本	1,062	1,871	2,596	3,181
存货	279	400	618	718	销售费用	283	399	557	687
其他	105	561	521	803	管理费用	465	199	279	344
非流动资产	391	476	555	631	研发费用	192	319	446	550
固定资产	154	242	324	403	财务费用	2	0	0	0
无形资产	79	76	73	70	除税前溢利	(296)	1,141	1,610	2,007
其他	158	158	158	158	所得税	102	171	242	301
资产总计	1,606	5,077	9,049	11,853	净利润	(398)	970	1,369	1,706
流动负债	3,182	4,425	7,029	8,127	少数股东损益	3	5	7	9
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	(401)	965	1,362	1,697
应付账款及票据	567	1,025	1,404	1,732	EBIT	(294)	1,141	1,610	2,007
其他	2,615	3,400	5,625	6,396	EBITDA	(294)	1,156	1,632	2,030
非流动负债	25	25	25	25	EPS (元)	(3)	3.87	5.46	6.81
长期债务	0	0	0	0					
其他	25	25	25	25					
负债合计	3,207	4,450	7,054	8,153					
普通股股本	0	0	0	0	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	(1,601)	621	1,983	3,681	成长能力				
归属母公司股东权益	(1,601)	622	1,984	3,681	营业收入	155.61%	78.05%	39.64%	23.32%
少数股东权益	0	5	12	20	归属母公司净利润	-94.59%	340.68%	41.11%	24.60%
股东权益合计	(1,601)	626	1,995	3,701	获利能力				
负债和股东权益	1,606	5,077	9,049	11,853	毛利率	52.60%	53.10%	53.40%	53.70%
					销售净利率	-17.90%	24.19%	24.45%	24.70%
					ROE	25.06%	155.29%	68.67%	46.11%
					ROIC	24.70%	154.87%	68.61%	46.09%
现金流量表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	0	1636	3815	2490	资产负债率	199.66%	87.66%	77.95%	68.78%
净利润	(401)	965	1362	1697	净负债比率	44.98%	-551.34%	-355.14%	-253.28%
少数股东权益	3	5	7	9	流动比率	0.38	1.04	1.21	1.38
折旧摊销	0	15	21	24	速动比率	0.28	0.94	1.11	1.28
营运资金变动及其他	398	651	2425	761	营运能力				
投资活动现金流	0	(159)	(183)	(202)	总资产周转率	1.71	1.19	0.79	0.66
资本支出	0	(100)	(100)	(100)	应收账款周转率	29.83	26.71	24.42	23.03
其他投资	0	(59)	(83)	(102)	应付账款周转率	2.57	2.35	2.14	2.03
筹资活动现金流	0	1257	0	0	每股指标(元)				
借款增加	0	0	0	0	每股收益	-2.69	3.87	5.46	6.81
普通股增加	0	1257	0	0	每股经营现金流	0.00	6.56	15.31	9.99
已付股利	0	0	0	0	每股净资产	-10.75	2.49	7.96	14.77
其他	0	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	0	2734	3632	2288	P/E	0.00	28.82	20.42	16.39
					P/B	0.00	44.75	14.02	7.56
					EV/EBITDA	2.45	21.08	12.71	9.08

备注：现金流量表未公告

资料来源：浙商证券研究所

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。

本报告仅供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>