



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

姜文锬 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：IP 矩阵拓宽，渠道快速扩张，出海进行时

2025 年 3 月 24 日

事件：公司发布 2024 年年度报告。2024 年公司实现收入 22.41 亿元（同比+155.6%），归母净利润-3.98 亿元，经调整净利润 5.85 亿元（同比+702.1%），经调整净利润率 26.1%（同比+17.8pct）。其中，2024H2 实现收入 11.95 亿元（同比+110.8%），经调整净利润 2.92 亿元（同比+248.2%），经调整净利润率 24.5%。

分产品：24H2 增长势能延续，新 IP 增量可观。2024 年公司拼搭角色类玩具实现收入 22.01 亿元（同比+186.2%），其中 24H2 实现收入 11.78 亿元（同比+123.3%）、占比 98.6%，24 年拼搭角色类玩具共销售 1.35 亿件；2024 年积木玩具收入 0.39 亿元（同比-62.9%），其中 24H2 实现收入 0.16 亿元（同比-57.0%）。分 IP 来看，2024 年奥特曼实现收入 10.96 亿元（同比+96.8%），其中 24H2 收入 4.95 亿元（同比+40.3%）、占比降至 42.0%；变形金刚收入 4.54 亿元（同比+263.0%），其中 24H2 收入 2.58 亿元（同比+114.5%）、占比提升至 21.9%；自有 IP 英雄无限收入 3.10 亿元（同比+382.7%），其中 24H2 收入 1.37 亿元（同比+199.3%）、占比 11.6%；假面骑士 2024 年收入 1.70 亿元、占比 7.7%。

新 IP 密集发布，25Q2 增量可期。2024 年底初音未来、宝可梦、EVA 推出，2025 年芝麻街、小黄人产品推出，3 月初音未来樱花版、奥特曼闪耀版第 10 弹、群星版第 14 弹、英雄无限星光版第 6 弹、圣斗士星矢第 2 弹陆续上新；后续柯南、哈利波特、LINE FRIENDSx 变形金刚、蝙蝠侠、星球大战、EVA 少女版等新 IP 或新系列有望陆续上市，伴随新 IP 或新系列陆续上市，25Q2 增长有望进一步提速。截至 2024 年末，公司共拥有 682 个 SKU，授权 IP 数量从 2023 年末的 27 个增加到 2024 年末的 50 个。

分市场：海外市场增长提速，东南亚&北美驱动增长。2024 年国内市场实现收入 21.77 亿元（同比+151.3%），其中 24H2 收入 11.42 亿元（同比+103.5%）、占比 95.6%；2024 年海外市场收入 0.64 亿元（同比+518.0%），其中 24H2 收入 0.53 亿元（同比+838.6%）。2024 年公司在英国、印度尼西亚、马来西亚、新加坡成立子公司，未来持续开拓美国、欧洲和东南亚国家（如新加坡、马来西亚和泰国）。

盈利能力稳定，费用率稳步优化。2024 年公司毛利率 52.6%（同比+5.3pct），其中 24H2 毛利率 52.3%；2024 年经调整净利润率 26.1%（同比+17.8pct），其中 24H2 经调整净利润率 24.5%。2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.6%/20.8%/8.6%/0.1%，其中 24H2 分别为 13.6%/5.1%/9.7%/0.1%，24H1 管理费用率高企主要系公司 2024 年 4 月根据股权激励计划授予股权，后续各项费用率均有望保持平稳。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现经调整净利润 10.5 亿、15.7 亿、20.9 亿人民币（同比+80%、+49%、+33%），对应 PE 分别为 25.4X、17.0X、12.8X，维持“买入”评级。

风险因素：IP 开发不及预期，新市场拓展不及预期

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2241	4026	5949	7811
(+/-) (%)	156%	80%	48%	31%
归母净利润	-401	861	1413	1971
(+/-) (%)	-95%	315%	64%	39%
经调整净利润	585	1050	1570	2085
(+/-) (%)	702%	80%	49%	33%
EPS	-2.69	3.45	5.67	7.91
P/E	-	25.44	17.02	12.82

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 3 月 24 日收盘价；单位为百万人民币

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	1,215	2,443	5,508	9,044	
现金	720	1,550	4,194	7,329	
应收账款及票据	112	201	297	390	
存货	279	503	738	959	
其他	105	189	279	366	
非流动资产	391	385	380	375	
固定资产	154	151	149	147	
无形资产	79	76	73	70	
其他	158	158	158	158	
资产总计	1,606	2,828	5,888	9,420	
流动负债	3,182	3,543	5,226	6,841	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款及票据	567	1,023	1,502	1,951	
其他	2,615	2,520	3,724	4,890	
非流动负债	25	25	25	25	
长期债务	0	0	0	0	
其他	25	25	25	25	
负债合计	3,207	3,568	5,251	6,866	
普通股股本	0	0	0	0	
储备	-1,601	-740	637	2,554	
归属母公司股东权益	-1,601	-740	637	2,554	
少数股东权益	0	0	0	0	
股东权益合计	-1,601	-740	637	2,554	
负债和股东权益	1,606	2,828	5,888	9,420	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	0	3,217	3,930	4,406	
净利润	-401	861	1,413	1,971	
少数股东权益	3	0	0	0	
折旧摊销	0	5	5	5	
营运资金变动及其他	398	2,351	2,512	2,430	
投资活动现金流	0	-208	-208	-208	
资本支出	0	0	0	0	
其他投资	0	-208	-208	-208	
筹资活动现金流	0	0	0	0	
借款增加	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
已付股利	0	0	0	0	
其他	0	0	0	0	
现金净增加额	0	3,009	3,721	4,197	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	2,241	4,026	5,949	7,811	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	1,062	1,917	2,816	3,657	
销售费用	283	523	803	1,094	
管理费用	465	242	357	469	
研发费用	192	362	535	703	
财务费用	2	-11	-56	-112	
除税前溢利	-296	782	1,285	1,792	
所得税	102	-78	-128	-179	
净利润	-398	861	1,413	1,971	
少数股东损益	3	0	0	0	
归属母公司净利润	-401	861	1,413	1,971	
EBIT	-294	772	1,229	1,680	
EBITDA	-294	777	1,234	1,685	
EPS (元)	-2.69	3.45	5.67	7.91	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业收入	155.61%	79.65%	47.78%	31.30%	
归属母公司净利润	-94.59%	314.59%	60.02%	39.20%	
获利能力					
毛利率	52.60%	52.37%	52.68%	53.19%	
销售净利率	-17.90%	21.38%	23.15%	24.54%	
ROE	25.06%	-116.30%	216.14%	75.05%	
ROIC	24.70%	-114.70%	212.12%	72.35%	
偿债能力					
资产负债率	199.66%	126.17%	89.18%	72.88%	
净负债比率	44.98%	209.50%	-658.23%	-286.95%	
流动比率	0.38	0.69	1.05	1.32	
速动比率	0.28	0.53	0.90	1.17	
营运能力					
总资产周转率	1.71	1.82	1.37	1.02	
应收账款周转率	29.83	25.71	23.87	22.72	
应付账款周转率	2.57	2.41	2.23	2.12	
每股指标 (元)					
每股收益	-2.69	3.45	5.53	7.69	
每股经营现金流	0.00	4.17	11.45	13.42	
每股净资产	-10.75	-2.97	2.56	10.25	

研究团队简介

姜文镒，所长助理，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。2025 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。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

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。