

布鲁可 (00325.HK)

2024 年报点评: 收入超翻倍增长, 新 IP 及出海战略值得期待

2025 年 03 月 25 日

买入 (维持)

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

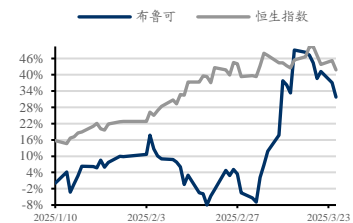
研究助理 张文雨

执业证书: S0600123070071

zhangwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	876.69	2,240.93	3,922.35	5,732.48	7,022.76
同比(%)	169.27	155.61	75.03	46.15	22.51
归母净利润 (百万元)	(206.10)	(401.05)	1,014.92	1,581.69	2,023.86
同比(%)	50.92	(94.59)	353.07	55.84	27.96
Non-GAAP 净利润	72.88	584.59	1,083.40	1,650.07	2,092.25
同比(%)	-	702.10	85.33	52.31	26.80
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.83)	(1.61)	4.07	6.35	8.12
P/E (现价最新摊薄)	(126.31)	(64.91)	25.65	16.46	12.86
PE (Non-GAAP)	357.18	44.53	24.03	15.78	12.44

股价走势



关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **事件:** 公司发布年报。2024 年收入同增 156%至 22.4 亿元人民币, 主要由拼搭角色类玩具销售增长驱动。毛利同增 184%至 11.8 亿元。毛利率从 47.3%提升至 52.6%, 受益于拼搭角色类玩具销售增长及规模效益。销售及经销开支同增 50%至 2.8 亿元。研发开支同增 103%至 1.9 亿元。行政开支同增 840%至 4.7 亿元, 主要因一次性股份激励支出。年度亏损同增 91%至 4.0 亿元。但经调整净利润同增 728.6%至 5.8 亿元。
- **变形金刚及新 IP 收入快速增长, IP 结构更加均衡:** 24 年奥特曼积木人收入同增 96%至 11 亿元, 收入占比从 64%下降至 49%; 变形金刚积木人收入同增 266%至 4.5 亿元, 收入占比从 14%提升至 20%; 英雄无限积木人收入同增 378%至 3.1 亿元, 收入占比从 7%提升至 14%; 假面骑士积木人 (24 年新推出) 收入 1.7 亿元, 收入占比为 8%; 其他 IP 积木人收入 1.7 亿元, 收入占比为 7%。整体来看, 奥特曼占比下降, 变形金刚、英雄无限、假面骑士及其他新 IP 占比提升, 使得整体收入结构更加健康, 降低了对单一 IP 的依赖度。从环比角度看, 24H2 奥特曼积木人收入环比下降 14%, 变形金刚环比+33%、英雄无限环比-22%、其他 IP 环比+236%。我们认为奥特曼 IP 环比下滑无需过度担心, 主要系 IP 相对成熟且 24 年新品上线速度放缓, 随着 25 年渠道拓展, 收入有望环比回升。且 24H2 其他新 IP 的环比快速增长为重要亮点, 随着 25 年新 IP 持续推出, 收入有望继续快速增长。
- **海外收入同增超 5 倍, 3 月官宣大量新 IP:** 24 年公司国内收入同增 151%至 22 亿元, 收入占比从 99%下降至 97%; 海外收入同增 517%至 64 百万元, 收入占比从 1%提升至 3%。其中: 亚洲 (不含中国)、北美、其他市场收入分别为 39/17/8 百万元, 分别同比增长 891%/254%/382%。印尼和美国是海外市场的两大收入来源国。公司持续发力海外市场和新 IP 建设, 今年 1 月参加德国纽伦堡玩具展, 3 月美国纽约玩具展, 《芝麻街》《小黄人》等新 IP 持续推出。3 月 9 日初音粉色版开启预售, 泛二次元市场渗透能力增强。3 月 25 日召开生态合作伙伴大会, 官宣多个新 IP, 包括星球大战、DC、名侦探柯南、王者荣耀等。我们认为新 IP 有助于布鲁可实现人群破圈, 并打开收入增长势能。
- **盈利预测与投资评级:** 我们看好公司在角色积木行业的领先优势, 及新产品和出海战略下的成长势能, 将 2025-2026 年经调整归母净利润从 9.0/11.2 亿元上调至 10.8/16.5 亿元, 并预计 2027 年为 20.9 亿元, 当前股价对应 2025-2027 年 PE (经调整口径) 分别为 24/16/12 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 出海不及预期, 新品上线不及预期, 行业竞争加剧

市场数据

收盘价(港元)	112.00
一年最低/最高价	73.50/130.80
市净率(倍)	0.00
港股流通市值(百万港元)	27,916.11

基础数据

每股净资产(元)	-10.75
资产负债率(%)	199.66
总股本(百万股)	249.25
流通股本(百万股)	249.25

相关研究

布鲁可三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,215.44	5,836.45	9,821.60	13,493.93	营业总收入	2,240.93	3,922.35	5,732.48	7,022.76
现金及现金等价物	719.96	4,992.56	8,611.51	12,039.72	营业成本	1,062.12	1,845.73	2,608.87	3,088.38
应收账款及票据	111.99	196.01	286.47	350.95	销售费用	283.12	431.46	630.57	772.50
存货	278.54	484.04	684.17	809.92	管理费用	465.05	134.66	171.97	210.68
其他流动资产	104.95	163.84	239.45	293.35	研发费用	192.47	274.56	343.95	421.37
非流动资产	390.55	496.62	602.68	708.74	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	153.74	259.80	365.86	471.93	经营利润	238.17	1,235.93	1,977.11	2,529.82
商誉及无形资产	78.86	78.86	78.86	78.86	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	2.01	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	(531.85)	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	157.95	157.95	157.95	157.95	利润总额	(295.68)	1,235.93	1,977.11	2,529.82
资产总计	1,605.99	6,333.06	10,424.28	14,202.68	所得税	102.36	221.01	395.42	505.96
流动负债	3,181.50	5,539.52	8,048.66	9,802.81	净利润	(398.04)	1,014.92	1,581.69	2,023.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	3.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	566.70	984.79	1,391.97	1,647.81	归属母公司净利润	(401.05)	1,014.92	1,581.69	2,023.86
其他	2,614.81	4,554.72	6,656.69	8,155.00	EBIT	(293.68)	1,235.93	1,977.11	2,529.82
非流动负债	25.08	25.08	25.08	25.08	EBITDA	(293.68)	1,235.93	1,977.11	2,529.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	Non-GAAP	584.59	1,083.40	1,650.07	2,092.25
其他	25.08	25.08	25.08	25.08					
负债合计	3,206.58	5,564.60	8,073.74	9,827.89					
股本	0.13	24.25	24.25	24.25	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	(1.61)	4.07	6.35	8.12
归属母公司股东权益	(1,600.59)	768.47	2,350.54	4,374.79	每股净资产(元)	(10.75)	3.08	9.43	17.55
负债和股东权益	1,605.99	6,333.06	10,424.28	14,202.68	发行在外股份(百万股)	249.25	249.25	249.25	249.25
					ROIC(%)	24.70	(243.94)	101.42	60.19
					ROE(%)	25.06	132.07	67.29	46.26
					毛利率(%)	52.60	52.94	54.49	56.02
					销售净利率(%)	(17.90)	25.88	27.59	28.82
					资产负债率(%)	199.66	87.87	77.45	69.20
					收入增长率(%)	155.61	75.03	46.15	22.51
					净利润增长率(%)	(94.59)	353.07	55.84	27.96
					P/E	(64.91)	25.65	16.46	12.86
					P/B	(9.71)	33.87	11.07	5.95
					EV/EBITDA	2.45	17.02	8.81	5.53

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年3月24日的0.9325,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>