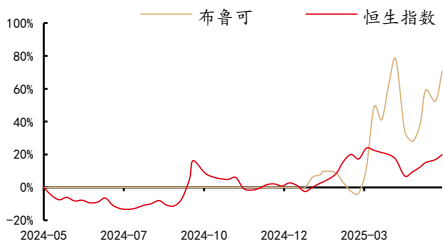




股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（港币）	145.00
总股本/流通股本（亿股）	2.49
总市值/流通市值（亿港元）	361.41
52 周内最高/最低价（港币）	157/ 73.5
资产负债率(%)	199.6637
市盈率	-78.1576
第一大股东	Next Blos Limited

研究所

分析师: 李鑫鑫
SAC 登记编号: S1340525010006
Email: lixinxin@cnpsec.com

布鲁可 (0325.HK)

传递拼的快乐，走向下一个十年

● 事件

业绩亮眼：公司发布 24 年年报，24 年公司实现营收人民币 22.41 亿元，同比+155.6%，归母净利润-4.01 亿元，同比+94.59%。

发布会：3 月 25 日布鲁可在上海举行全球合作伙伴大会，主题为：构建“产品生态”，共启全球化发展新十年。

BFC 创作赛：自 3 月 25 日在全球合作伙伴大会上公布 2025 年布鲁可 BFC 创作赛体系后，截至 5 月 15 日，布鲁可已在上海、南京、长沙、河南、西安等全国近 120 个城市落地了近 8000 场「BFC 创作赛」和「BFC 速拼赛」。

6 月入通：5 月 16 日恒生指数公司公布季检结果，将布鲁可、古茗、蜜雪冰城纳入恒生综合指数，将在 6 月 9 日生效当天同步进入港股通。

● 投资要点

布鲁可成立于 2014 年，2016 年开始研发积木玩具，2017 年推出 IP 百变布鲁可，2019 年开始研发拼搭角色类玩具，2025 年 1 月公司于港股上市。截至目前公司与 50 个全球知名 IP 合作，拥有 6 大经典系列 IP，600+sku 满足全球玩家多元需求，拥有 500+专利奠定核心竞争力。公司拥有覆盖中国、美国、东南亚及欧洲等多个国家、地区的全渠道网络。

专注角色类拼搭玩具，四大 IP 齐发力。

24 年营业收入 22.41 亿元，同比+155.6%。拆分来看：

1) 分产品：收缩业务，专注角色拼搭类玩具。2024 年公司关注到角色拼搭类玩具的巨大潜力，进行战略调整，更加专注于角色拼搭类玩具，全年拼搭类玩具实现营收 22.01 亿元，同比+186.22%，占比从 23 年的 87.7%提升至 98.2%，积木玩具营收仅 0.39 亿元，同比-62.9%。

2) 分 IP：四大 IP 齐放量。奥特曼、变形金刚、英雄无限及假面骑士为公司最畅销的四个 IP 产品系列。其中奥特曼 IP 营收 10.96 亿元，同比+96.83%，占总营收 48.9%，变形金刚 4.53 亿元，同比+263%，英雄无限 3.1 亿元，同比+383%，假面骑士 1.7 亿元。

3) SKU：截至 24 年底，公司拥有 682 个 sku 的多元化产品组合，包括 132 个面向 6 岁以下儿童的 sku、519 个面向 6-16 岁消费者的 sku 以及 31 个主要面向 16 岁以上消费者的 sku。

经销商销售为主，海外爆发式增长。

1) 分渠道：线下经销贡献大部分增量。24 年整体营收 22.41 亿元，其中线下经销收入 20.63 亿元，同比增长 181.54%，营收占比 93%，线上销售 1.56 亿，同比+47%。公司线下合作伙伴有玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等。

2) 分地区：大陆增速快，海外亦爆发式增长。24 年中国市场营收 21.77 亿元，同比+151.27%，占总营收 97.1%。海外市场营收 0.64 亿元，同比+518.16%，海外市场成长走势优秀且成长空间巨大。

深度聚焦用户需求，产品研发+BFC 建设，共同展望下一个十年。在全球合作伙伴大会上，布鲁可提出在迈入第二个十年，布鲁可将深度聚焦用户需求，强化研发与服务创新。布鲁可首次提出“产品生态”概念，持续深耕产品研发，持续通过 BFC 为核心的用户驱动品牌建设。布鲁可总裁盛晓峰提出，如果把布鲁可的产品生态比作一棵大树，布鲁可的创新研发体系是树根、丰富多元的全球 IP 与产品矩阵是树枝、全球用户和 BFC 是树叶，合作伙伴和产研供应链让生态树的根越来越扎实，BFC 是品牌大使不断传播布鲁可文化，这些共同构成了布鲁可完整而富有活力的产品生态体系。

产品拓展+渠道下沉+海外开拓，未来增长可期。**1) 产品拓展：**公司不断拓展产品组合，模仿行业龙头乐高等公司发展模式，随玩具市场成人化趋势加速，未来公司将进一步开发面向女性群体与成人群体的 SKU，进一步扩大覆盖消费群体与价格区间。**2) 渠道下沉：**截至 24 年底公司已覆盖超过 15 万个线下网点，但仍有广袤的县级城市未布局，下沉市场拓展空间客观。此外，极致性价比的星辰版玩具的出现进一步扩大了下沉市场的消费者覆盖。**3) 海外开拓：**25 年预计海外增长远超国内，上半年预计拓展众多海外终端：北美与沃尔玛等达成合作，纽约玩具展提升了品牌认知；欧洲今年将加速扩展，英国伦敦变形金刚专卖店销售占比良好。公司通过团队建设、分公司及前置仓建设为海外业务爆发做准备。**4) 上新强化：**25 年目标强化上新能力，实现每周上新，通过选择有需求的 IP、发挥布鲁可体系优势、结合现有渠道优势、注重产品消费者体验等措施保障产品上新成功率。

● 投资建议

公司作为国内拼搭角色类玩具行业龙头，兼具传统和创新的特性。短期来看，公司已签约近 50 个 IP 并陆续开发推出，未来其他授权 IP 有望复刻奥特曼 IP 爆发式增长路径，大型 IP 矩阵带来的规模效应有望进一步提升净利率。长期来看，公司计划未来 10 年内构建“产品生态”，推动全球化发展，业绩韧性十足。股价层面，随着 6 月入通，估值将迎来一波提振。

我们预计公司 25-27 年营业收入为 40、60、78 亿元，分别同比增长 79%、50%、30%，归母净利润为 9.5、15.5、21.8 亿元，同比增长 336%、64%、41%，EPS 分别为 3.8、6.2、8.7 元/股，当下股价对应 PE 分别为 36x、22x、15x。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示:

消费复苏不及预期风险；市场竞争加剧风险；政策超预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,240.93	4,001.42	5,982.41	7,765.31
增长率(%)	155.61	78.56	49.51	29.80
EBITDA（百万元）	-206.13	1,284.60	2,053.63	2,828.97
归属母公司净利润（百万元）	-401.05	946.19	1,551.27	2,179.69
增长率(%)	-94.59	335.93	63.95	40.51
EPS(元/股)	-2.69	3.80	6.22	8.74
市盈率(P/E)	0.00	35.52	21.67	15.42
市净率(P/B)	0.00	-51.51	37.32	10.90
EV/EBITDA	3.49	23.43	12.86	7.89

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	2241	4001	5982	7765	营业收入	155.61%	78.56%	49.51%	29.80%
营业成本	1062	1887	2789	3580	营业利润	-56.06%	526.27%	59.28%	37.67%
税金及附加	—	—	—	—	归属于母公司净利润	-94.59%	335.93%	63.95%	40.51%
销售费用	0	400	538	621	获利能力				
管理费用	465	140	179	194	毛利率	52.60%	52.83%	53.38%	53.90%
研发费用	98	95	192	340	净利率	-17.90%	23.65%	25.93%	28.07%
财务费用	2	-18	-88	-181	ROE	25.06%	-145.01%	172.24%	70.72%
资产减值损失	—	—	—	—	ROIC	24.70%	-143.73%	165.57%	66.58%
营业利润	-294	1252	1994	2745	偿债能力				
营业外收入	—	—	—	—	资产负债率	199.66%	112.80%	90.24%	77.90%
营业外支出	—	—	—	—	流动比率	0.38	0.77	1.00	1.18
利润总额	-296	1270	2082	2926	营运能力				
所得税	102	318	521	731	应收账款周转率	29.83	25.65	23.98	22.61
净利润	-398	953	1562	2194	存货周转率	5.99	4.88	4.55	4.29
归母净利润	-401	946	1551	2180	总资产周转率	1.71	1.20	0.83	0.66
每股收益(元)	-2.69	3.80	6.22	8.74	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-2.69	3.80	6.22	8.74
货币资金	720	3508	7188	11283	每股净资产	-10.75	-2.62	3.61	12.37
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	112	200	299	388	PE	0.00	35.52	21.67	15.42
预付款项	32	57	86	111	PB	0.00	-51.51	37.32	10.90
存货	279	495	731	939	现金流量表				
流动资产合计	1215	4390	8499	12974	净利润	-401	946	1,551	2,180
固定资产	154	423	666	884	折旧和摊销	88	33	60	84
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	65	2,108	2,364	2,122
无形资产	79	76	74	72	其他	1,011	-12	-17	-21
非流动资产合计	391	658	898	1114	经营活动现金流净额	762	3,075	3,958	4,364
资产总计	1606	5048	9397	14088	资本开支	-120	-300	-300	-300
短期借款	0	0	0	0	其他	0	18	27	35
应付票据及应付账款	567	1007	1488	1910	投资活动现金流净额	-119	-282	-273	-265
其他流动负债	2557	4565	6825	8859	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	3182	5676	8469	10971	债务融资	-55	-7	-7	-7
其他	25	25	25	25	其他	-231	0	1	1
非流动负债合计	25	18	11	4	筹资活动现金流净额	-286	-7	-7	-6
负债合计	3207	5694	8480	10975	现金及现金等价物净增加额	359	2,788	3,680	4,095
股本	0	0	0	0					
资本公积金	(1601)	(653)	901	3082					
未分配利润									
少数股东权益	0	6	17	31					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	(1601)	(646)	917	3114					
负债和所有者权益总计	1606	5048	9397	14088					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048