

2025 年 05 月 29 日



以 IP 为支点撬动拼搭角色潮玩市场 关注女性用户群体拓展

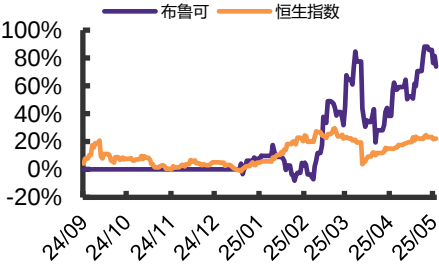
—布鲁可（0325.HK）公司动态研究报告 买入(首次) 投资要点

分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn

基本数据

当前股价（港元）	147.80
总市值（亿港元）	368.4
总股本（百万股）	249.3
流通股本（百万股）	249.3
52 周价格范围（港元）	73.5-166.2
日均成交额（百万港元）	136.0

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

乐高助力市场科普 布鲁可低成本建立产品认知

近百岁的乐高珠玉在前，较好的科普了积木的商业模式，乐高历经二战、经济危机后的大萧条、经历了疫情，经历从 PC 时代到移动互联网下游戏对其市场的分流，乐高通过组织调整将其从生产型组织转为创造型组织，位行业探索出了相对成熟的商业模式，也有利于“中国乐高”布鲁可低成本的建立品牌认知。

布鲁可差异打法从“好而不贵”切入

布鲁可做对了什么？通过奥特曼 IP 授权带动业务登上新台阶，打造类乐高的 BFC 即布鲁可积木创作者社区模式增加粉丝粘性的同时也带来创新创造。授权 IP 与自有 IP 双轮驱动，授权 IP 奥特曼产品托举布鲁可建立了拼搭积木行业头部地位（2024 年奥特曼 IP 带来收入 10.96 亿元，其次是变形金刚 4.54 亿元）。截止 2024 年年底公司签约 50 个 IP，初步覆盖了全球主流 IP，后续将继续深化和 IP 合作，同时已有 682 个 SKU 的产品组合（其中 132 个面向 6 岁以下，519 个面向 6~16 岁，31 个面向 16 岁以上）；好而不贵的产品供给也成为布鲁可差异化的竞争力，公司致力于“三全战略”（全人群、全价位、全球化），2025 年可积极关注女性向产品供给。

2025 年新品表现如何？

布鲁可拼搭角色类玩具销量从 2023 年的 3650 万件增加至 2024 年的 1.35 亿件，伴随 2026 年后产能释放，后续新品供给充沛可期；在 2025 年 5 月布鲁可推出奥特名鉴传奇版诺亚奥特曼拼接积木第二批已销售 4 万件，单价 169 元（第一批诺亚奥特曼传奇版已售罄），从渠道角度看，布鲁可主要渠道为线下经销商，但线上旗舰店的热销品也为公司的新品带来较好的数据参考，从官网旗舰店的销售排名看，第二名为布鲁可英雄无限哪吒潮玩机甲已销售 2 万件（单价 49 元）。新品端，5 月 30 日发售英雄总动员星辰版第 2 弹，超级战队群星版第 1 弹，2025 年布鲁可将推出 800 个 SKU，持续聚焦拼搭角色类玩具，新品的供给以及女性用户的拓展，为后续主业的持续增长带来较好的推动。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 39.6、55.9、72.8 亿元，归母净利润分别为 11.01、15.08、20.41 亿元，EPS 分别为 4.42、6.05、8.19 元，当前股价对应 PE 分别为 28.34、20.69、15.28 倍，2028 年全球及中国角色类玩具市场规模有望达到 5407、911 亿元，作为拼搭积木赛道头部企业，布鲁可已探索出具有可复制性的 IP 变现商业模式，全球主流 IP 的富矿仍具较好商业化潜力，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

产业政策变化的风险；IP 矩阵持续获市场欢迎具有不确定的风险；授权 IP 到期的风险；多渠道及分销网络管理的风险；海外市场销售地缘政治的风险；新品开放及销售不及预期的风险；设计师流失的风险；行业分散竞争的风险；宏观经济波动的风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	2,241	3,963	5,590	7,282
增长率（%）	155.6%	76.8%	41.1%	30.3%
归母净利润（百万元）	-401	1,101	1,508	2,041
增长率（%）			37.0%	35.4%
摊薄每股收益（元）	-2.69	4.42	6.05	8.19
ROE（%）	25.1%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	720	836	968	1,049
应收款	185	418	423	436
存货	279	200	211	259
其他流动资产	32	41	58	89
流动资产合计	1,215	1,495	1,660	1,833
非流动资产：				
金融类资产				
固定资产	154	180	210	255
在建工程	0	0	0	0
无形资产	79	85	88	90
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	282	330	391	425
资产总计	1,606	1,920	2,120	2,343
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	567	570	581	594
其他流动负债	2,615	2,462	2,456	2,471
流动负债合计	3,182	3,032	3,037	3,065
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2,557	2,400	2,358	2,369
非流动负债合计	3,182	186	188	189
负债合计	3,207	3,241	3,252	3,304
所有者权益				
股本	149	249	249	249
股东权益	-1,601	-1,321	-1,132	-961
负债和所有者权益	1,606	1,920	2,120	2,343

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-401	1131	1550	2071
少数股东权益	3	30	42	30
折旧摊销	22	22	22	22
公允价值变动	-542	0	0	0
营运资金变动	1058	-252	-32	-39
经营活动现金净流量	140	931	1582	2084
投资活动现金净流量	138	54	41	18
筹资活动现金净流量	-150	374	533	670
现金流量净额	128	1,359	2,156	2,772

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,241	3,963	5,590	7,282
营业成本	1,062	1,881	2,903	3,965
营业税金及附加	-102	-201	-250	-300
销售费用	283	350	430	480
管理费用	465	295	300	310
财务费用	-2	-2	-3	-4
研发费用	192	210	280	300
费用合计	939	853	1,007	1,086
资产减值损失	-2.3	2.4	2.3	2.5
公允价值变动	-542	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	238	1,227	1,677	2,227
加：营业外收入	17	11	2	13
减：营业外支出	-6.0	-5.8	-5.9	-6.1
利润总额	-296	1,238	1,694	2,236
所得税费用	102	77	102	134
净利润	-401	1,131	1,550	2,071
少数股东损益	3	30	42	30
归母净利润	-401	1,101	1,508	2,041

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	155.6%	76.8%	41.1%	30.3%
归母净利润增长率			37.0%	35.4%
盈利能力				
毛利率	52.6%	52.5%	48.1%	45.6%
四项费用/营收	41.9%	21.5%	18.0%	14.9%
净利率	-17.9%	27.8%	27.0%	28.0%
ROE	25.1%	14.8%	15.6%	17.1%
偿债能力				
资产负债率	199.7%	168.8%	153.4%	141.0%
营运能力				
总资产周转率	1.4	2.1	2.6	3.1
应收账款周转率	12.1	9.5	13.2	16.7
存货周转率	0.0	0.0	0.0	0.0
每股数据(元/股)				
EPS	-2.69	4.42	6.05	8.19
P/E	-77.80	28.34	20.69	15.28
P/S	15.4	8.7	6.2	4.7
P/B	-2.4	1.4	1.1	0.8

资料来源：Wind、华鑫证券研究（注：港无对人民币汇率取1港元=0.92元人民币）

■ 传媒新消费组介绍

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费等。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

何春玉：金融学士、理学硕士，2023 年 8 月加盟华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。