



IP 扩容/出海提速， 盈利能力持续提升

2025 年 8 月 24 日

核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年半年报，25H1 公司实现营业收入 13.38 亿元，同比增长 27.9%；归母净利润为 2.97 亿元，24H1 归母净利润为-2.58 亿元，实现扭亏为盈。
- IP 矩阵日益完善。**报告期内，奥特曼、变形金刚等核心 IP 稳定发力，通过产品系列持续迭代和事件营销，维持较强生命力，25H1 公司前 4 大 IP 各自收入贡献占比均超 10%，为公司贡献了稳定的营收。另一方面公司积极拓展 IP 矩阵，截至 25H1 共有商业化 IP19 个，在售 SKU925 款，包括初音未来、小黄人、酷洛米、名侦探柯南等。在新 IP 带动下，原大 IP 的收入占比从 24H1 的 92.3%降至 25H1 的 83.1%，单一 IP 收入过高带来的风险被有效降低。
- 渠道建设持续深化，国内下沉与国际扩张同步提速。**25H1 公司中国/海外销售额分别为 12.27/1.11 亿元，同比分别+18.5%/898.6%。**国内市场，**公司通过渠道下沉和优化已有线下渠道，将产品覆盖到更多城市和区域。25H1 线下经销销售额达到 12.12 亿元，同比+26.5%。公司亦积极拓展线上渠道，通过电商平台和社交媒体等渠道，25H1 线上渠道收入达到 1.08 亿元，同比+44.6%。**海外市场**展现增长潜力，亚洲（除中国）、北美和印度尼西亚市场表现亮眼，公司全球化战略布局初见成效。
- 市场推广与品牌活动助力品牌提升。**25H1 公司积极开展市场推广和品牌活动。2025 年 3 月，公司在上海举办全球合作伙伴大会（GPC），邀请合作伙伴和经销商见证公司的创新成果和未来发展规划。此外，公司还参加多个国际玩具展，有效提高品牌知名度，加强全球布局。
- 规模效应亟待显现。**25H1 公司的毛利率 48.39%，同比-4.5pct。其中拼搭类玩具毛利率 48.5%，同比-4.7pct。销售费用率 13.2%，同比+1.7pct，管理费用率同比-88.3%，主要因一次性以股份为基础的薪酬和上市开支的减少。归母净利润率 22.2%。公司收入结构持续优化，伴随 IP 矩阵持续完善，规模效应逐步显现，公司盈利能力有望进一步增强。
- 投资建议：**公司为拼搭类玩具龙头，IP 矩阵持续完善，全球化布局日益深化，未来成长动力充足。预计公司 25/26/27 年 EPS 分别为 4.01 / 5.97 / 8.10 元，8 月 22 日收盘价 117.5 港元对应 PE 为 39X / 26X / 19X，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**新产品销量不及预期的风险，市场竞争加剧的风险，海外市场拓展不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2241	4002	5785	7624
(+/-)(%)	156%	79%	45%	32%
归母净利润（百万元）	-401	999	1487	2018
(+/-)(%)	-95%	349%	49%	36%
EPS（元）	-2.69	4.01	5.97	8.10
P/E	-	38.89	26.12	19.25

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

布鲁可 (0325.HK)

推荐 维持评级

分析师

陈柏儒

☎：010-8092-6000

✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

韩勉

☎：010-8092-7653

✉：hanmian_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080001

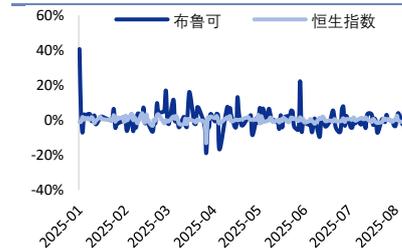
市场数据

2025-8-22

收盘价(港元)	117.50
股票代码	0325.HK
一年内最高价(港元)	198.00
一年内最低价(港元)	73.50
恒生指数	25,339.14
市盈率 TTM	167.14
总股本(万股)	24,925
流通市值(亿港元)	292.87

股价走势图

2025-8-22



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,215	2,070	4,792	7,909
现金	720	1,474	3,934	6,780
应收账款	112	156	225	296
其它应收款	279	210	303	397
预付账款	105	230	330	435
存货	391	521	601	651
其他	154	254	304	324
非流动资产	79	109	139	169
长期投资	158	158	158	158
固定资产	1,606	2,591	5,392	8,559
无形资产	3,182	2,809	3,711	4,844
其他	0	21	49	129
资产总计	567	947	1,290	1,589
流动负债	2,615	1,841	2,372	3,126
短期借款	25	25	26	26
应付账款	0	0	1	1
其他	25	25	25	25
非流动负债	3,207	2,834	3,736	4,870
长期借款	0	0	0	0
其他	-1,601	-600	889	2,909
负债合计	-1,601	-250	1,639	3,659
少数股东权益	0	7	17	30
归属母公司股东权益	-1,601	-243	1,656	3,690
负债和股东权益	1,606	2,591	5,392	8,559

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	762	791	2,448	3,231
净利润	-401	999	1,487	2,018
少数股东权益	3	7	10	14
折旧摊销	88	0	0	0
营运资金变动及其他	1,073	-215	951	1,199
投资活动现金流	-119	-410	-418	-465
资本支出	-120	-130	-80	-50
其他投资	2	-280	-338	-415
筹资活动现金流	-286	371	428	79
借款增加	-55	21	28	80
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	-1
其他	-231	350	400	0
现金净增加额	359	754	2,460	2,847

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,241	4,002	5,785	7,624
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,062	1,893	2,731	3,576
销售费用	283	360	521	686
管理费用	465	192	272	351
研发费用	192	240	347	457
财务费用	2	0	0	1
除税前溢利	-296	1,037	1,576	2,138
所得税	102	31	79	107
净利润	-398	1,006	1,497	2,032
少数股东损益	3	7	10	14
归属母公司净利润	-401	999	1,487	2,018
EBIT	-294	1,037	1,577	2,139
EBITDA	-206	1,037	1,577	2,139
EPS (元)	-2.69	4.01	5.97	8.10

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	155.61%	78.59%	44.56%	31.78%
归属母公司净利润	-94.59%	349.04%	48.92%	35.67%
毛利率	52.60%	52.70%	52.80%	53.10%
销售净利率	-17.90%	24.96%	25.71%	26.47%
ROE	25.06%	-399.66%	90.73%	55.15%
ROIC	24.70%	-453.12%	87.81%	53.22%
资产负债率	199.66%	109.39%	69.29%	56.89%
净负债比率	44.98%	597.43%	-234.53%	-180.26%
流动比率	0.38	0.74	1.29	1.63
速动比率	0.28	0.65	1.20	1.54
总资产周转率	1.71	1.91	1.45	1.09
应收账款周转率	29.83	29.91	30.40	29.24
应付账款周转率	2.57	2.50	2.44	2.48
每股收益	-2.69	4.01	5.97	8.10
每股经营现金流	5.12	3.17	9.82	12.96
每股净资产	-10.75	-1.00	6.58	14.68
P/E	-	38.89	26.12	19.25
P/B	-	-155.44	23.70	10.62
EV/EBITDA	3.49	36.07	22.18	15.05

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，14年行业分析师经验、10年轻工制造行业分析师经验。

韩勉，轻工行业分析师，浙江大学本硕，2023年加入中国银河证券研究院，从事轻工行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn