

布鲁可 (00325.HK)

2025 年半年报点评: 利润短期承压, 关注新产品和出海进展

买入 (维持)

2025 年 08 月 27 日

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

证券分析师 张文雨

执业证书: S0600525070007

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	3,056.27	3,962.87	4,714.55
同比 (%)	169.27	155.61	36.38	29.66	18.97
归母净利润 (百万元)	(206.10)	(401.05)	679.09	961.00	1,196.05
同比 (%)	50.92	(94.59)	269.33	41.51	24.46
Non-GAAP 净利润 (百万元)	72.88	584.59	726.31	1,008.60	1,243.65
同比 (%)	(132.34)	702.10	24.24	38.87	23.30
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.83)	(1.61)	2.72	3.86	4.80
P/E (现价&最新摊薄)	(122.48)	(62.94)	37.17	26.27	21.11
PE (Non-GAAP)	346.37	43.18	34.76	25.03	20.30

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **事件:** 布鲁可发布 2025H1 财报。25H1 总收入 13.38 亿元 (人民币, 下同), yoy+27.9%。经调整净利润为 3.20 亿元, yoy+9.6%。业绩变动主要受到拼搭角色类玩具业务的销量增长、产品结构的调整以及海外市场收入贡献增加的共同影响。

■ **拓展新 IP、16+产品和海外市场:** 1) **IP 商业化运作:** IP 是公司产品的核心。截至期末, 公司已商业化 19 个 IP, 在售 SKU 总数达到 925 种。期内, 公司新推出了 273 个 SKU, 这些新品贡献了总收入的 53.1%。同时, 公司还新签署了 13 个 IP 以扩充其 IP 组合矩阵。2) **渠道与区域市场:** 线下渠道稳固, 积极拓展海外市场。线下渠道依然是销售主力, 收入同比增长 26.6%至 12.3 亿元, 占总收入的 91.9%, 其中经销销售收入为 12.1 亿元。线上渠道收入同比增长 44.6%至 1.08 亿元, 增速较快但目前体量相对较小, 占总收入的 8.1%。分地区来看: 中国内地市场贡献收入 12.27 亿元, 同比增长 18.5%, 是公司的基本盘。海外销售额从去年同期的 1120 万元增至 1.1 亿元。按地区细分, 亚洲 (不包括中国) 和北美是主要的海外市场, 分别贡献收入 5713 万元和 4282 万元。

■ **未来的发展重点包括:** 1) **研发与产品:** 公司计划继续提升研发能力, 丰富 IP 产品组合。这与报告期内研发费用大幅增长的趋势相符。持续的研发投入是维持产品竞争力的必要条件, 关注其转化为市场成功产品的效率。2) **销售与市场:** 公司计划进一步投资于中国和海外市场的销售和营销, 包括招聘相关人才。3) **资金用途:** 公司在财报中披露了 IPO 募集资金的使用计划及进度。截至 6 月 30 日, 约 1.88 亿港元已被使用, 主要投向了研发能力增强、核心生产资源投资 (模具)、IP 矩阵丰富以及销售营销活动等方面。

■ **毛利率有所下降, 经调整净利率同步调整:** 25H1 公司的毛利同比增长 16.9%至 6.5 亿元, 毛利率同比下降 4.5pct 至 48.4%, 主要原因有两点: 1) 产品结构调整的影响: 公司期内推广了零售价为 9.9 元的平价价格带产品。该系列产品销量达到 4860 万盒, 贡献收入 2.2 亿元, 是驱动整体销量增长的重要组成部分。通常情况下, 引流型产品的定价会更具竞争力, 其毛利率水平可能低于公司平均值, 因此该产品线销量占比的提升对整体毛利率构成了压力。2) 模具成本增加: 25H1 销售成本同比增长 40.2%, 成本上升除了因销量增加导致的商品成本同比例增加外, 一个重要原因是模具折旧的大幅增加。为了配合大量新款 SKU 的上市, 公司在模具上的资本开支增加, 这部分折旧在本期计入了销售成本, 直接

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	111.10
一年最低/最高价	73.50/198.00
市净率(倍)	9.69
港股流通市值(百万港元)	25,243.83

基础数据

每股净资产(元)	10.45
资产负债率(%)	26.92
总股本(百万股)	249.25
流通股本(百万股)	249.25

相关研究

《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》

2025-03-25

影响了毛利率。与毛利率趋势相似，公司的经调整净利润率也从去年同期的 27.9% 下降至 23.9%。

- **研发与销售投入加大：**25H1 销售及经销开支为 1.77 亿元，同比增长 46.4%，费用率从 11.5% 上升至 13.2%。增长主要源于两方面：一是为推广新产品而增加的 1430 万元营销和推广开支；二是因销售及经销人员增加导致的 1800 万元雇员福利开支。**25H1 研发开支为 1.29 亿元，同比大幅增长 69.5%**，研发费用率从 7.3% 提升至 9.6%。研发投入的增加主要用于扩充研发团队，导致相关的工资、薪酬及福利增加了 3790 万元。截至期末，公司研发团队已达 599 人，占员工总数的 67.1%。**25H1 行政开支为 4722 万元**，相较于去年同期的 4.04 亿元，同比大幅下降 88.3%，费用率也从 38.6% 降至 3.5%。行政开支的剧减主要是由于去年同期存在大额的一次性股份支付费用及上市开支。剔除该等项目影响后，公司的常规行政管理费用控制在较为合理的范围内。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到新品上线可能产生一定的模具成本和研发投入，我们将 2025-2027 年 Non-GAAP 归母净利润预测从 10.8/16.5/20.9 亿元下调至 7.3/10.1/12.4 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE (Non-GAAP 口径) 分别为 35/25/20 倍。我们认为，后续海外市场的增速，以及公司能否成功推出更多中高价位的爆款产品，将共同决定整体收入的增长斜率；利润层面，毛利率的走势将取决于产品结构的变化和规模效应能否对冲模具折旧等成本的上升。未来若高毛利产品占比提升，或供应链成本得到有效控制，毛利率有回升空间；若研发费用率随着收入规模扩大而摊薄，将正面影响净利率水平，维持“买入”评级。
- **风险提示：**对主要 IP 的依赖风险，市场竞争风险，海外扩张的不确定性，存货管理风险。

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	4,349.78	6,463.23	8,580.14	营业总收入	2,240.93	3,056.27	3,962.87	4,714.55
现金及现金等价物	719.96	3,657.56	5,586.71	7,558.94	营业成本	1,062.12	1,570.34	1,955.97	2,244.71
应收账款及票据	111.99	152.73	198.04	235.60	销售费用	283.12	391.78	475.54	565.75
存货	278.54	411.82	512.95	588.67	管理费用	465.05	98.55	118.89	141.44
其他流动资产	104.95	127.66	165.53	196.93	研发费用	192.47	266.46	297.22	353.59
非流动资产	390.55	482.21	588.28	694.34	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	729.14	1,115.26	1,409.06
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)	84.50	86.00	86.00
其他非流动资产	157.95	143.55	143.55	143.55	利润总额	(295.68)	813.64	1,201.26	1,495.06
资产总计	1,605.99	4,831.99	7,051.51	9,274.49	所得税	102.36	134.54	240.25	299.01
流动负债	3,181.50	4,386.88	5,645.39	6,672.32	净利润	(398.04)	679.09	961.00	1,196.05
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	837.86	1,043.61	1,197.67	归属母公司净利润	(401.05)	679.09	961.00	1,196.05
其他	2,614.81	3,549.02	4,601.78	5,474.65	EBIT	(293.68)	813.64	1,201.26	1,495.06
非流动负债	25.08	12.86	12.86	12.86	EBITDA	(293.68)	813.64	1,201.26	1,495.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	Non-GAAP	584.59	726.31	1,008.60	1,243.65
其他	25.08	12.86	12.86	12.86					
负债合计	3,206.58	4,399.74	5,658.26	6,685.18					
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)	2.72	3.86	4.80
归属母公司股东权益	(1,600.59)	432.25	1,393.25	2,589.30	每股净资产(元)	(10.75)	1.73	5.59	10.39
负债和股东权益	1,605.99	4,831.99	7,051.51	9,274.49	发行在外股份(百万股)	249.25	249.25	249.25	249.25
					ROIC(%)	24.70	(116.25)	105.29	60.06
					ROE(%)	25.06	157.11	68.98	46.19
					毛利率(%)	52.60	48.62	50.64	52.39
					销售净利率(%)	(17.90)	22.22	24.25	25.37
					资产负债率(%)	199.66	91.05	80.24	72.08
					收入增长率(%)	155.61	36.38	29.66	18.97
					净利润增长率(%)	(94.59)	269.33	41.51	24.46
					P/E	(62.94)	37.17	26.27	21.11
					P/B	(9.42)	58.40	18.12	9.75
					EV/EBITDA	2.45	26.53	16.36	11.83

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2025年8月26日的0.9116,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>