

布鲁可 (00325)

证券研究报告

2025 年 08 月 28 日

25H1 业绩点评：IP 商业化提速，海外业务快速增长

事件：根据 2025 年 8 月 22 日公告，布鲁可集团发布中期业绩。2025 年上半年，公司实现收入 13.38 亿元，同比提升 27.9%。毛利实现 6.47 亿元，同比提升 16.9%，毛利率同比下降 4.5pct 至 48.4%。经调整净利润达 3.20 亿元，同比提升 9.6%，经调整净利率同比下降 4.0pct 至 23.9%。

点评：

IP 商业化提速，产品结构优化。截至 2025 年 6 月 30 日，公司已将 19 个 IP 商业化，SKU 总数达 925 种，覆盖小黄人、酷洛米和名侦探柯南等热门 IP。头部 IP 集中度有所下降，新 IP 或逐步放量。2025 年上半年，公司前四大 IP 产品的收入贡献合计占总收入的 83.1%，而 2024 年同期前三大 IP 产品的收入贡献合计占比为 92.3%。从产品结构来看，年龄段、价格带扩展有序推进。公司 16 岁以上年龄段产品收入占比从截至 2024 年 6 月 30 日止六个月的 10.4% 增长至截至 2025 年 6 月 30 日止六个月的 14.8%。6-16 岁年龄段产品收入占总收入的 82.6%，为公司主要收入来源。截至 2025 年 6 月 30 日止六个月，公司平价价格带（即零售价人民币 9.9 元）产品的收入达 2.16 亿元，销售量达到 0.49 亿盒，成为新增长点。

国内线上线下协同深化，海外业务快速增长。

2025 年上半年，公司线下销售实现收入 12.30 亿元，同比提升 26.6%，占总收入的 91.9%。其中，经销收入实现 12.12 亿元，同比提升 26.5%。线上社区化运营深化，2025 年上半年线上收入实现 1.08 亿元，同比提升 44.6%，主要系通过在线销售渠道销售量增加，以及来自 16 岁以上消费者的收入增加。布鲁可 BFC 创作赛强化用户粘性，线上线下赛事热度持续攀升。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 8,000 场「BFC 创作赛」和「BFC 速拼赛」，吸引了小学生、大学生及成人玩家等多元玩家群体的踊跃参与。线上方面，布鲁可第 3 届 BFC 创作赛第 2 季度「破茧赛季」自 4 月 1 日启动以来，参赛作品数量已达近 15,000 件，较第 1 季度的「启航赛季」，精品率已经实现近 3 倍增长。美国、印度尼西亚市场表现突出，海外扩张提速，2025 年上半年公司海外销售额实现 1.11 亿元，同比提升 898.6%，主要系海外市场的销量上升。其中，亚洲（不包括中国）市场实现收入 0.57 亿元，同比提升 652.5%，占海外收入的 51.3%。我们认为，美国和印度尼西亚或将支撑长期出海潜力。

毛利率短期承压，经调整净利率达 23.9%。2025 年上半年，公司毛利实现 6.47 亿元，同比提升 16.9%，毛利率同比下降 4.5pct 至 48.4%，主要系 1) 随着销售量上升，已销售商品成本增加 34.2%，及 2) 模具数量增加导致模具折旧增加 208.1%。费用端短期承压，销售/研发/行政费用率分别为 13.2%/ 9.6%/ 3.5%，研发投入同比提升 69.5%，主要系研发人员人数增加。截至 2025 年 6 月末，公司研发团队共有员工 599 人，同比增长 81.0%，反映了公司对研发的高度重视，以便更好地支持公司的产品。

投资建议：考虑到多元化全新系列布局处于前期投入阶段，结合公司上半年业绩表现，我们预计 2025-2027 年公司整体营收分别为 34.0/ 45.9/ 60.2 亿元（前值分别为 37.7/ 53.1/ 70.1 亿元），同比分别提升 51.6%/ 35.1%/ 31.2%，2025-2027 年公司调整后净利润分别实现 7.8/ 10.2/ 13.0 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：1、消费恢复缓慢；2、拓店不及预期；3、海外经营风险加剧。

投资评级

行业 非必需性消费/家庭电器及用品

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 106.5 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	249.25
港股总市值(百万港元)	26,545.23
每股净资产(港元)	11.46
资产负债率(%)	26.92
一年内最高/最低(港元)	198.00/73.50

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

曹睿 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523020003
caorui@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《布鲁可-公司点评:与奥特曼 IP 深化合作，强化 IP 变现产业身位》 2025-07-07
- 2 《布鲁可-公司点评:新品密集发布，获纳入港股通提升流动性》 2025-06-10
- 3 《布鲁可-公司点评:即将纳入恒生综指，加速上新，全年拟落地 2 万场 BFC 创作赛》 2025-05-19

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com