

布鲁可 (00325.HK): 上半年增速放缓, 关注下半年新品推出

2025年9月4日

推荐/维持

布鲁可

公司报告

事件: 布鲁可发布 2025 年半年度业绩: 营业收入 13.38 亿元, 同比+27.9%; 归母净利润 2.97 亿元, 实现由亏转盈; 经调整净利润 3.2 亿元, 同比+9.6%。收入增速和利润率短期呈现压力。

IP 结构多元化, 奥特曼上新节奏影响上半年增速。 公司上半年前四大 IP (奥特曼、变形金刚、假面骑士、英雄无限) 贡献了 83.1% 的收入, 较 2024 年同期的 92.3% 有所下降, 表明 IP 结构正在逐步均衡化。公司上半年新增 13 个 IP, 商业化 IP 总数达 19 个, 带动 SKU 增至 925 种。公司的 IP 收入结构更加多元化。

年龄段、价格段延伸逻辑验证。 分年龄段, 16 岁以上年龄段产品收入占比从去年同期的 10.4% 增长至截至今年上半年的 14.8%。分价格段, 平价价格带 (即零售价人民币 9.9 元) 产品的收入达人民币 2.16 亿元, 其销售量达到 4860 万盒, 而去年同期没有该价位段的产品。公司的产品矩阵继续迈向多元化。

分地区看, 海外高速增长, 出海路径得以验证。 境内市场收入 12.27 亿元, 同比增长 18.5%。公司线下渠道扩张, 与经销商渠道和 KA 渠道加强合作。线上收入约 1.23 亿元, 同比增速为 44.6%, 超过线下增速。境外收入首破亿元但规模仍小, 低价策略拖累毛利。不包括中国在内的亚洲市场收入 5713 万元, 同比 652.5%; 北美收入 4282 万元, 同比+20 倍。公司的出海策略初步得到验证。

利润率阶段性下滑, 但公司在研发端持续坚定投入。 公司上半年整体毛利率由 52.9% 降至 48.4%。主要是产品结构方面, 平价 9.9 元盲盒销量 4,860 万件, 收入 2.16 亿元, 占总收入 16%, 其毛利率显著低于传统价格带。此外, 公司 6 个月内新增 SKU 273 个, 总 SKU 已达 925 个, 导致模具数量同比增长 88.0%, 销售成本增加 40.2% 至 690.5 百万元, 拖累利润。支出方面, 公司对研发的高度重视, 夯实公司产品设计这一核心竞争力。截止上半年末公司研发团队共有员工 599 人, 占员工总数的 67.1%, 同比增长 81.0%; 研发支出为人民币 128.8 百万元, 占同期总收入的 9.6%, 同比增长 69.5%。

下半年产品看点多多, 收入提速有望。 公司上半年收入增速有所低于预期, 但是公司对每个 IP 的挖掘及更多品类的拓展已完成较多规划, 为后续增长奠定基础。下半年公司推新节奏将有所加快: 高客单&成人向方面, 公司将在下半年借势玩具展等活动推出高价格带面向粉丝群体的产品, 上半年公司粉丝向收入约提升 5pct, 未来预计粉丝向收入占比目标每年+5-10pct。女性向方面, 公司预计借助 11 月《疯狂动物城》上映+双旦+春节三期攻势, DIY 个性化挂件/手机壳/换装人偶, 验证“她经济”增量。公司预计 2025 全年收入维持 30% 左右增长, 在下半年诸多新产品推出的情况下, 实际增速有望超预期。

盈利预测与投资评级: 鉴于公司上半年新产品推出节奏的问题导致收入同比低于预期, 我们调低公司全年、利润预期。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.54、12.04、15.50 亿元人民币, 股价对应 PE 分别为 29.12、20.66、16.04 倍。我们仍然看好公司凭借独特的产品设计, 持续扩展 IP 矩阵, 拓展价格带和年龄层, 扩大市场的潜力, 维持“推荐”评级。

风险提示: 新市场拓展不及预期; 国内外宏观经济不及预期, 新品拓展不及预

公司简介:

布鲁可是中国拼搭角色类玩具的领导者。公司通过 500 多个的专利布局, 与约 50 个知名 IP 的非独家合作关系, 聚焦为消费者提供好而不贵的广泛拼搭角色类玩具产品。通过强大的产品力与供应链能力的结合, 公司不仅能够保持成本优势而且能够持续开拓玩具品类。并且公司在中国建立了多渠道销售网络, 已形成了全面且覆盖广泛的消费者触达。

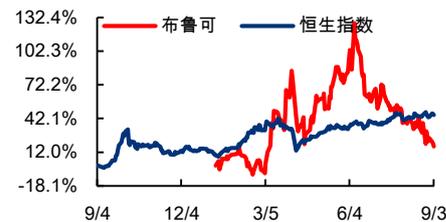
资料来源: 公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间 (港元)	193.3-78.15
总市值 (亿港元)	248.31
流通市值 (亿港元)	248.31
总股本/流通股数 (万股)	24,894/24,894
A 股/B 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	0.668

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 刘田田

010-66554038

执业证书编号:

分析师: 沈逸伦

010-66554044

执业证书编号:

liutt@dxzq.net.cn

S1480521010001

shenyl@dxzq.net.cn

S1480523060001

期。

财务指标预测

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	876.69	2,240.93	3,464.62	4,867.60	6,339.47
增长率 (%)	169.27	155.61	54.61	40.49	30.24
归母净利润 (百万元)	-206.10	-401.05	853.73	1,203.53	1,550.48
增长率 (%)	50.92	-94.59	312.88	40.97	28.83
净资产收益率 (%)	12.83	25.06	182.80	101.21	73.16
每股收益 (元)	-0.83	-1.61	3.43	4.83	6.22
PE	-120.63	-61.99	29.12	20.66	16.04
PB	-15.48	-15.53	53.24	20.91	11.73

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	682	1,215	1,929	3,138	4,692	营业收入	877	2,241	3,465	4,868	6,339
现金	369	752	1,193	2,096	3,310	营业成本	462	1,062	1,715	2,405	3,125
应收票据及应收账款	38	112	114	153	191	营业税金及附加	1	5	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	189	283	416	600	771
预付账款	191	59	119	160	200	管理费用	144	658	520	706	919
存货	76	279	470	692	942	财务费用	2	2	16	-30	-49
其他流动资产	7	14	33	37	49	资产减值损失	0	0	0	0	0
非流动资产	330	391	454	502	532	信用减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他经营收益	0	0	0	0	0
固定资产	48	154	139	125	110	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	64	79	107	169	214	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	219	158	208	208	208	营业利润	79	232	799	1,187	1,573
资产总计	1,013	1,606	2,383	3,639	5,224	其他非经营损益	-269	-527	150	150	150
流动负债	731	3,182	1,891	2,425	3,080	利润总额	-190	-296	949	1,337	1,723
短期借款	0	2,207	0	0	0	所得税	18	102	95	134	172
应付票据及应付账款	260	567	940	1,300	1,701	净利润	-207	-398	854	1,204	1,550
其他流动负债	471	408	951	1,125	1,378	少数股东损益	-1	3	0	0	0
非流动负债	1,890	25	25	25	25	归属母公司净利润	-206	-401	854	1,204	1,550
长期借款	1,848	0	0	0	0	主要财务比率					
其他非流动负债	42	25	25	25	25		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	2,621	3,207	1,916	2,450	3,105	成长能力					
少数股东权益	-2	0	0	0	0	营业收入(%)	169.27	155.61	54.61	40.49	30.24
股本	0	0	245	245	245	归母净利润(%)	50.92	-94.59	312.88	40.97	28.83
资本公积	-1,606	-1,601	-376	-376	-376	获利能力					
留存收益	0	0	598	1,320	2,250	毛利率(%)	47.33	52.60	50.50	50.60	50.70
归属母公司股东权	-1,606	-1,601	467	1,189	2,119	净利率(%)	-23.67	-17.76	24.64	24.73	24.46
负债和股东权益	1,013	1,606	2,383	3,639	5,224	ROE(%)	12.83	25.06	182.80	101.21	73.16
现金流量表						偿债能力					
	单位:百万元					资产负债率(%)	258.82	199.66	80.40	67.33	59.43
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	0.93	0.38	1.02	1.29	1.52
经营活动现金流	285	762	1415	1319	1751	速动比率	0.82	0.29	0.75	0.99	1.20
净利润	-207	-398	854	1204	1550	营运能力					
折旧摊销	45	88	36	53	69	总资产周转率	0.87	1.40	1.45	1.34	1.21
财务费用	2	2	16	-30	-49	应收账款周转率	22.92	20.01	30.42	31.74	33.18
其他经营现金流		1071	510	92	179	每股指标(元)					
投资活动现金流	-43	-119	35	35	35	每股收益(最新摊)	-0.83	-1.61	3.43	4.83	6.22
资本支出	12	137	100	100	100	每股经营现金流	1.14	3.06	5.68	5.29	7.02
其他投资现金流	-56	-256	-65	-65	-65	每股净资产(最新)	-6.44	-6.42	1.87	4.77	8.50
筹资活动现金流	-70	-286	-1009	-452	-572	估值比率					
短期借款	-5	2207	-2207	0	0	P/E	-120.63	-61.99	29.12	20.66	16.04
长期借款	274	-1848	0	0	0	P/B	-15.48	-15.53	53.24	20.91	11.73
其他筹资现金流	-339	-645	1198	-452	-572	EV/EBITDA	-12.21	-10.38	24.29	17.51	13.22
现金净增加额	171	357	441	902	1214						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业分析师, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526