

买入

2025 年 9 月 11 日

海外扩张加速，短期利润率承压

► **业绩情况：** 25H1 公司实现收入 13.48 亿元，同比+27.9%，净利润 2.97 亿元，同比转正，经调整净利润 3.20 亿元，同比+9.6%，经调整净利率 23.9%，同比-4.0pct。

► **核心品类高增，平价新品放量：** 分品类来看，拼搭角色类玩具销售收入 13.25 亿元，同比+29.5%；其中销量 1.11 亿件，同比大幅提升 96.8%，均价 12.0 元，同比下降 33.5%，主要是 9.9 元平价产品贡献收入 2.16 亿元、销量 0.49 亿盒（去年同期无该类产品）。搭角色类玩具销售增长主要得益于自有及授权 IP 产品组合的商业化推进，以及销售网络尤其海外市场的快速扩张。积木玩具收入 0.13 亿元，同比-45.5%，销量同比-42.9%至 0.1 百万件。其他产品收入 33 万元，同比+111.5%。

► **线下基本盘稳固，线上表现突出：** 分渠道来看，线下经销销售 12.12 亿元，同比+26.5%，占比 90.6%；线下委托销售 0.18 亿元，同比+32.1%，占比 1.3%；线上销售 1.08 亿元，同比+44.6%，占比 8.1%，线上销售增长主要得益于线上销量的增加，尤其是 16 岁以上消费者的收入增加。

► **海外市场收入高增：** 分地区来看，国内实现收入 12.26 亿元，同比+ 18.5%；海外实现收入 1.11 亿元，同比+ 898.6%，收入占比 8.3%，同比+7.3pct，其中亚洲（除中国）/北美/海外其他地区分别实现收入 0.57/0.43/0.11 亿元，分别同比增长 652.5%/2135.9%/594.7%，收入占比分别为 4.3%/3.2%/0.9%。

► **IP 结构优化，用户年龄边界拓宽：** 期内，公司持续丰富 IP 矩阵，优化 IP 结构以降低对单一 IP 的依赖。1H25 公司前四大 IP 各自收入贡献均超过 10%，合计占比 83.1%，相比去年同期的前三大 IP 合计占比 92.3%，收入结构更趋均衡。同时，公司积极拓展用户年龄层，16 岁以上年龄段产品收入占比提升至 14.8%，同比+4.4pct；目前 6-16 岁年龄段产品仍为核心收入来源，占比达 82.6%。

► **毛利率短期承压，销售研发投入加大：** 1H25 公司毛利率为 48.4%，同比-4.5pct，我们认为公司毛利率的下滑主要由于 1) 产品结构变化，毛利率较低的新品占比提升；2) 为满足新推出 SKU 对高精度及多腔模具的需求导致模具数量增加，模具折旧增加 208.1%。费用方面，销售/研发/管理费用率分别为 13.2%/9.6%/3.5%，同比+1.7pct/+2.3pct/-35.1pct。销售费用率增加主要是为推广新品，营销和推广开支增加 1,430 万元；以及销售人员增长导致雇员福利开支增加 1,800 万元；研发费率增加主要系研发人员数量增加导致工资、薪酬及福利增加 3,790 万元，截至期末，公司研发团队已达 599 人，同比增长 81.0%；管理费用率减少主要因为上市开支及股权激励费用减少。

► **目标价 123.6 港元，维持买入评级：** 我们预计 25-27 年 Non-GAAP 股东净利润分别为 7.25/9.98/12.68 亿元，故给予目标价 123.6 港元，相当于 25 财年盈利预测 40 倍 PE，距离当前股价有 30.1%涨幅，买入评级。

► **风险提示：** 1) IP 依赖和授权风险；2) 海外市场扩张不及预期；3) 竞争加剧

李卓群
+852-25321539
Grayson.li@firstshanghai.com.hk

行业	零售
股价	95.00 港元
目标价	123.6 港元 (+30.1%)
股票代码	0325.HK
已发行股本	2.49 亿股
市值	236.79 亿港元
52 周高/低	198.00/73.50 港元
每股净资产	11.46 港元
主要股东	朱伟松 (47.92%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023年实际	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测
收入 (百万元)	877	2,241	3,338	4,490	5,601
变动 (%)	169.3%	155.6%	48.9%	34.5%	24.7%
股东净利润 (百万元)	-206	-401	704	971	1,234
变动 (%)	-50.9%	94.6%	-275.7%	37.8%	27.2%
Non-GAAP 股东净利润 (百万元)	73	585	725	998	1,268
变动 (%)	-132.3%	702.1%	24.0%	37.7%	27.1%
EPS (元)	(2.82)	(2.69)	2.83	3.89	4.95
Non-GAAP EPS (元)	(2.82)	(2.69)	2.83	3.89	4.95
市盈率@95\$ (倍)	(30.8)	(32.3)	30.8	22.3	17.6
Non-GAAP 市盈率@95\$ (倍)	(33.7)	(35.3)	33.6	24.4	19.2

股价表现


来源: 公司资料, 第一上海

来源: 彭博

图表 1: 同行估值表

公司名称 (中文)	代码	股价	总市值 (百万)	EPS (报表币种)					PE					CAGR
				2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
布鲁可集团有限公司	325 HK Equity	95.00	23,641	-1,380	-2,690	3,306	4,808	6,296	-62.3	-32.6	26.3	18.1	13.8	38.0%
泡泡玛特国际集团有限公司	9992 HK Equity	275.20	369,578	0.810	2,360	8,051	11,317	14,438	307.3	107.6	31.3	22.2	17.4	33.9%
名创优品集团控股有限公司	9896 HK Equity	49.52	61,535			2,206	2,819	3,396			20.6	16.1	13.4	24.1%
万代南梦宫控股公司	7832 JP Equity	5,025.00	3,266,250	136,880	153,850	204,351	193,090	213,049	36.7	32.7	24.6	26.0	23.6	2.1%
三丽鸥株式会社	8136 JP Equity	7,285.00	1,860,649	33,740	73,080	172,213	206,695	240,395	215.9	99.7	42.3	35.2	30.3	18.1%
孩之宝	HAS US Equity	78.64	11,028	-10,730	2,770	4,852	5,178	5,520	-7.3	28.4	16.2	15.2	14.2	6.7%
奥飞娱乐股份有限公司	002292 CH Equity	9.33	13,796	0.060	-0.190	0.082	0.116	0.145	155.5	-49.1	113.8	80.4	64.3	33.0%
上海晨光文具股份有限公司	603899 CH Equity	30.45	28,044	1,658	1,516	1,578	1,772	1,987	18.4	20.1	19.3	17.2	15.3	12.2%
简单平均				27,070	38,898	56,190	60,141	68,419	121.1	39.9	38.3	30.3	25.5	18.6%

资料来源: Bloomberg 预测、第一上海

附录 1：主要财务报表

损益表							财务分析					
<港元> <千>，财务年度截至<12月31日>							<港元> <千>，财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	325,574	876,686	2,240,929	3,337,577	4,489,642	5,600,771	盈利能力					
毛利	123,419	414,922	1,178,806	1,617,196	2,190,727	2,745,484	毛利率 (%)	47.3%	52.6%	48.5%	48.8%	49.0%
销售及分销成本	-232,885	-189,280	-283,122	-383,821	-507,330	-621,686	经营利润率 (%)	9.3%	10.6%	26.2%	26.8%	27.3%
行政开支	-51,002	-49,230	-465,047	-93,452	-121,220	-145,620	EBITDA 利率 (%)	-18.3%	-14.1%	24.7%	24.9%	25.3%
经营溢利	-258,912	81,755	238,170	872,916	1,203,006	1,530,117	净利率 (%)	-23.5%	-17.9%	21.1%	21.6%	22.0%
利息净收入	-5,254	4,192	10,149	15,116	20,333	25,365	Non-GAAP净利润率	8.3%	26.1%	21.7%	22.2%	22.6%
其他非经常性项目损益	-191,031	-274,132	-541,996	-	-	-						
所得税	-2,819	-1,381	3,003	3,540	4,877	6,202	营运表现					
股东净利润	-419,886	-206,100	-401,047	704,497	970,581	1,234,175	SG&A/收入 (%)	27.2%	33.4%	14.3%	14.0%	13.7%
Non-GAAP 股东净利润	-225,337	72,882	584,588	724,725	997,906	1,268,381	实际税率 (%)	9.3%	34.6%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
折旧及摊销	38,877	44,692	87,547	124,533	153,884	190,322	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA	-378,190	-160,027	-316,503	825,489	1,119,587	1,418,295						
Non-GAAP EBITDA	-183,641	118,955	669,132	845,717	1,146,913	1,452,501	财务状况					
增长							资产负债比率	258.8%	199.7%	217.3%	155.0%	116.3%
总收入 (%)	-1.3%	169.3%	155.6%	48.9%	34.5%	24.7%	流动比率	206.5%	311.2%	500.6%	675.9%	840.8%
EBITDA (%)	-17.7%	-57.7%	97.8%	-360.8%	35.6%	26.7%	ROA	-20.4%	-25.0%	26.9%	25.4%	23.4%
净利润 (%)	-16.5%	-50.9%	94.6%	-275.7%	37.8%	27.2%	ROE	12.8%	25.1%	-78.9%	1170.7%	93.3%

资产负债表							现金流量表					
<港元> <千>，财务年度截至<12月31日>							<港元> <千>，财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金及等价物	188,972	360,837	719,962	1,448,573	2,294,635	3,577,386	净利润	(206,100)	(401,047)	704,497	970,581	1,234,175
短期投资	1,251	1,251	0	0	0	0	折旧及摊销	44,692	87,547	124,533	153,884	190,322
预付款项及其他流动资产	1,473,472	320,168	495,478	735,269	1,030,238	1,131,891	营运资金变化	146,888	64,563	60,494	(79,980)	103,590
总流动资产	1,663,695	682,256	1,215,440	2,183,841	3,324,873	4,709,277	其他	299,412	1,011,262	3,540	4,877	6,202
物业及设备	22,785	47,672	153,736	191,512	238,571	297,192	营运现金流	284,892	762,325	893,063	1,049,361	1,534,289
商誉及无形资产	31,557	64,215	78,862	86,748	95,423	104,965	资本开支	(43,341)	(120,483)	(164,452)	(203,300)	(251,537)
其他固定资产	227,814	218,513	157,953	157,953	157,953	157,953						
固定资产	1,964,527	2,285,394	2,678,824	2,880,877	3,018,696	3,057,571	其他投资活动	72	1,613	0	0	0
总资产	3,628,222	2,967,650	3,894,264	5,064,718	6,343,569	7,766,848	投资活动现金流	(43,269)	(118,870)	(164,452)	(203,300)	(251,537)
应付账款及票据	118,533	259,671	566,698	866,982	1,081,971	1,287,214	融资活动现金流	(70,146)	(286,227)	0	0	0
其他流动负债	1,609,869	453,396	2,556,666	4,658,783	4,664,785	4,671,386						
总短期负债	1,738,017	730,889	3,181,503	5,583,904	5,804,895	6,016,739	现金变化	171,865	359,125	728,611	846,062	1,282,752
长期负债	0	0	2,207,012	110,638	110,954	111,301	期初持有现金	188,972	360,837	719,962	1,448,573	2,294,635
总负债	3,322,966	2,620,950	3,206,581	5,694,542	5,915,849	6,128,040	期末持有现金	360,837	719,962	1,448,573	2,294,635	3,577,386
股东权益	(1,366,205)	(1,606,257)	(1,600,590)	(896,093)	74,487	1,308,662						
非控股权益	(10,910)	(2,037)	0	3,540	8,417	14,619						

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。