

2026年01月11日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

看 IP 驱动新品与海外进展

—布鲁可 (0325.HK) 公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn

基本数据

当前股价 (港元)	67.35
总市值 (亿港元)	167.9
总股本 (百万股)	249.3
流通股本 (百万股)	249.3
52周价格区间 (港元)	65.5-198
日均成交额 (百万港元)	150.4

市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

相关研究

1、《布鲁可 (0325)：以 IP 为支点撬动拼搭角色潮玩市场关注女性用户群体拓展》2025-05-28

拼搭积木细分行业扩容，头部企业加速发展

兼具角色化与拼搭玩法的积木人玩具在玩具市场中成为新焦点，该品类是全球玩具市场增长最快的细分类目：2019-2023 年年均复合增长率高达 20.5%，预计 2023-2028 年年均复合增长率将达到 29.0%，2028 年全球拼搭角色类玩具市场规模 (GMV) 有望达到 996 亿元。而其中中国市场增速领跑，拼搭角色类玩具市场规模预计将由 2023 年的 58 亿元增长至 2028 年的 325 亿元，年均复合增长率为 41.3%。拼搭角色类玩具市场行业集中度较高，公司作为全球第三大拼搭角色类玩具公司，有望充分受益于行业的增长。

多款 IP 系列集中一季度登场，有望拉动收入

截至 2025H1，公司已经成功商业化 19 个 IP，共有 925 种 SKU 上市销售，包括小黄人、库洛米等多个知名 IP。在 2026 年多款产品有望集中上市，从东方 IP 到西方 IP、再到原创系列：包括全新 IP (哈利波特)、东方 IP (奥特曼、圣斗士、火影等)，以及原创 IP 英雄无限；而新品奇迹版初音未来已于 2025 年 12 月 30 日亮相。多款产品完成度较高，部分有望成为春节主推款，新品集中上市将进一步吸引消费者目光，结合春节采购热潮有望拉动业绩增长。

海外市场持续发力，北美贡献较大增量

2025 年上半年公司海外收入同比增长 898.6% 达 1.11 亿元，其中北美市场收入为 4282 万元，收入占比高达 38.6%。主要是公司西方 IP 产品 (变形金刚) 具备本土化吸引力，同时公司注重全渠道铺设，线下销售渠道包括经销销售及委托销售，线上包括 TikTok、Shopee、Lazard 等。此外公司在海外社媒积极搭建品牌营销矩阵，如在 YouTube 平台发布变形金刚 IP 相关定格动画内容，精准触达本土受众，目前频道粉丝已破百万。考虑到海外市场广阔，且公司前期收入较低，海外市场有望成为新增长点。

盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 29.40、37.85、47.34 亿元，EPS 分别为 2.47、3.15、4.24 元，当前股价对应 PE 分别为 26、20、15 倍。考虑到中国潮玩行业仍处于上升通道，公司作为拼搭积木人玩具的头部企业，将充分受益于行业扩容，同时集团不断新增合作 IP 且节奏化推出新品，业绩有望

稳步增长，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

产业政策变化的风险；IP 矩阵持续获市场欢迎具有不确定的风险；授权 IP 到期的风险；多渠道及分销网络管理的风险；海外市场销售地缘政治的风险；新品开放及销售不及预期的风险；设计师流失的风险；行业分散竞争的风险；宏观经济波动的风险

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	2,241	2,940	3,785	4,734
增长率（%）	155.6%	31.2%	28.7%	25.1%
归母净利润（百万元）	-401	615	784	1,057
增长率（%）			27.6%	34.8%
摊薄每股收益（元）	-1.61	2.47	3.15	4.24
ROE（%）	25%	109%	58%	44%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	720	2622	4105	6055	营业收入	2241	2940	3785	4734
应收款项	185	266	311	363	营业成本	1062	1487	1916	2391
存货净额	279	322	572	649	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	32	6	8	9	销售费用	95	650	859	1018
流动资产合计	1215	3216	4995	7077	管理费用	74	86	127	145
固定资产	154	187	220	254	财务费用	(21)	(55)	(111)	(168)
无形资产及其他	79	104	124	149	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	158	158	158	158	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(785)	36	39	42
资产总计	1606	3665	5498	7637	营业利润	246	809	1032	1390
短期借款及交易性金融负债	0	2	1	1	营业外净收支	(542)	0	0	0
应付款项	625	1031	1300	1688	利润总额	(296)	809	1032	1390
其他流动负债	2557	1749	2291	2810	所得税费用	102	202	258	348
流动负债合计	3182	2782	3591	4498	少数股东损益	3	(8)	(10)	(14)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(401)	615	784	1057
其他长期负债	25	325	575	765					
长期负债合计	25	325	575	765	现金流量表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3207	3107	4166	5263	净利润	(401)	615	784	1057
少数股东权益	0	(8)	(19)	(33)	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	(1601)	566	1350	2407	折旧摊销	71	36	39	42
负债和股东权益总计	1606	3665	5498	7637	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(21)	(55)	(111)	(168)
关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	478	(200)	764	965
每股收益	-1.61	2.47	3.15	4.24	其它	3	(8)	(10)	(14)
每股红利	0.12	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	151	443	1576	2049
每股净资产	-6.42	2.27	5.42	9.66	资本开支	(218)	(95)	(93)	(99)
ROIC	-85%	-34%	-34%	-33%	其它投资现金流	1	0	0	0
ROE	25%	109%	58%	44%	投资活动现金流	(217)	(95)	(93)	(99)
毛利率	53%	49%	49%	50%	权益性融资	0	1552	0	0
EBIT Margin	45%	24%	23%	25%	负债净变化	(7)	0	0	0
EBITDA Margin	48%	26%	24%	26%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	156%	31%	29%	25%	其它融资现金流	439	2	(1)	0
净利润增长率			28%	35%	融资活动现金流	425	1554	(1)	0
资产负债率	200%	85%	75%	68%	现金净变动	359	1902	1483	1950
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	361	720	2622	4105
P/E	-39.4	25.7	20.1	14.9	货币资金的期末余额	720	2622	4105	6055
P/B	-9.9	27.9	11.7	6.6	企业自由现金流	1690	280	1372	1793
EV/EBITDA	19	27	23	18	权益自由现金流	2151	323	1454	1919

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 传媒新消费组介绍

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费等。

何春玉：金融学士、理学硕士，2023 年 8 月加盟华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券
司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。