

买入

产品线布局与加速上新，新财年有望延续高增长

布鲁可 (325.HK)

2026-04-15 星期三

【投资要点】

目标价： 76.00 港元

现价： 61.35 港元

预计升幅： 23.9%

重要数据

日期	2026-04-14
收盘价 (港元)	61.35
总股本 (亿股)	2.49
总市值 (亿港元)	152.92
净资产 (亿港元)	32.77
总资产 (亿港元)	47.08
52 周高低 (港元)	198.0/51.0
每股净资产 (港元)	13.15

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Next Bloks	44.39%
First Prosperity	8.55%
Idea Great	5.86%
BlueCo Investment	4.92%

相关报告

布鲁可(325.HK)-首发报告-

20260117

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 规模与利润双突破，SKU 与品类增长双轮驱动

公司 2025 年实现收入 29.13 亿元，同比增长 30%，毛利约 13.64 亿元，同比增长 15.7%，其中海外销售收入同比增长 396.6%至 3.19 亿元。实现毛利 13.64 亿元，同比增长 15.7%，毛利率由 2024 年的 52.6%下降至 46.8%。实现净利润 6.34 亿元，同比扭亏为盈。公司在 2025 年间共推出了 913 个新 SKU，而新 SKU 产品的收入由 2024 年的人民币 14.65 亿元增加 36.3%至 2025 年的 19.97 亿元，进一步丰富了公司收入来源矩阵。

➤ IP 矩阵再升级，载具品类成新增长极

2026 年公司新品主要围绕积木人与积木车两大核心品类展开，并推出多个新系列和 IP 合作款，有望提升公司品牌在全球范围内的影响力和对核心粉丝群体的吸引力。积木车作为全新核心品类，公司致力于将其打造成为继积木人之后第二大支柱，我们预计公司将在积木车品类延续其成功的商业模式，通过与顶级 IP 与积木车品类深度结合，将极大地提升公司产品市场竞争力，巩固现有优势并开启新的增长周期。

➤ 内容与社群运营双核共振，打造业绩增长放大器

公司 2025 年依托全域品牌传播体系与多元化营销，实现了品牌影响力的显著提升。在线上渠道层面，企业精准把握内容电商行业发展机遇，于抖音等主流平台实现了跨越式增长。在用户生态构建方面，通过精细化用户运营体系搭建专属品牌社群，推出“绮遇记”、“自然集”等女性向产品，成功开拓女性消费市场，精准触达并覆盖了规模庞大的玩家群体。

➤ 国内下沉与全球出海的双线并进，维持买入评级

展望未来，公司会继续巩固国内市场的领先地位，同时全球化战略推进将成为拉动公司整体增长的强劲引擎。相信公司将在 2026 年延续高速增长。综上，我们采用 PE 估值法，考虑到公司未来高质量增长及全球市场拓展，给予公司对应 2026 年 20 倍 PE 目标估值，约 189.4 亿港元市值目标，对应目标价 76.0 港元，相较于现价预计有 23.9%的升幅，维持“买入”评级。

百万元人民币	FY2024	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
主营业务收入	2,241	2,913	3,793	4,770	6,201
同比增长 (%)	155.6%	32.3%	30.2%	25.7%	30.0%
毛利率	52.6%	46.8%	46.3%	46.4%	46.5%
净利润	(398)	634	820	1,021	1,313
经调整利润	585	675	820	1,021	1,313
同比增长 (%)	759.3%	15.5%	21.4%	24.5%	28.6%
净利率	-17.8%	21.8%	21.6%	21.4%	21.2%
每股盈利 (元)	-1.60	2.54	3.29	4.09	5.27
PS	5.94	4.57	3.51	2.79	2.15
PB	-8.31	4.64	3.61	2.83	2.21
PE	-33.4	21.0	16.2	13.0	10.1

数据来源:Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 规模与利润双突破，SKU 与品类增长双轮驱动

公司 2025 年实现收入 29.13 亿元，同比增长 30%，毛利约 13.64 亿元，同比增长 15.7%，其中海外销售收入同比增长 396.6%至 3.19 亿元。这一增长速度在全球宏观经济环境复杂多变、消费市场面临诸多不确定性的背景下，彰显了业务韧性与品牌吸引力，是产品力、渠道与品牌力协同作用的直接体现。同时实现毛利 13.64 亿元，同比增长 15.7%，但由于 9.9 元产品收入比提升导致毛利率由 2024 年的 52.6%下降至 46.8%。实现净利润 6.34 亿元，同比扭亏为盈。收入增长主要是由于拼搭角色类玩具的销量显著增加，特别是平价价格带产品(零售价 9.9 元)大受欢迎，该类产品 2025 年实现收入达 5.4 亿元，销量达 1.22 亿件，占公司销量的 47.8%，占收入比重达到 18.5%。公司在 2025 年间共推出了 913 个新 SKU，而新 SKU 产品的收入由 2024 年的人民币 14.65 亿元增加 36.3%至 2025 年的 19.97 亿元，进一步丰富了公司收入来源矩阵。2025 年公司研发投入高达 2.64 亿元，同比增长 37.3%，通过前瞻性高研发投入使得公司能够持续推出爆款产品、丰富 IP 矩阵（例如开发新产品线“积木车”），同时公司投入也大量应用于提升生产效率与供应链管理的技术创新，例如利用 AI 工具提高产研效率，为公司未来持续增长提供充足动能。

➤ IP 矩阵再升级，载具品类成新增长极

2026 年公司新品主要围绕积木人与积木车两大核心品类展开，并推出多个新系列和 IP 合作款，有望提升公司品牌在全球范围内的影响力和对核心粉丝群体的吸引力。积木人方面值得关注的是哈利波特系列，作为全球最具价值和影响力的 IP 之一，公司有望在 2026 年上半年推出哈利波特新系列产品。同时公司也在持续拓展其授权 IP 池，包括三丽鸥、王者荣耀、星球大战、名侦探柯南等众多知名 IP 也在开发或计划之中。其次就是积木车这一全新核心品类，公司致力于将其打造成为继积木人之后第二大支柱。目前已初步构建起积木车的 C 系列、E 系列和 S 系列等产品线，涵盖变形金刚、奥特曼、蝙蝠侠等多个知名 IP。我们预计公司 2026 年积木车产品上新节奏将显著加快，预计会有大量新品推出，目前已于 2026 年 3 月发布了变形金刚积木车 C02，市场表现优异。同时我们预计公司将在积木车品类延续其积木人成功的商业模式，通过与变形金刚、奥特曼、蝙蝠侠顶级 IP 与积木车品类深度结合，能够极大地提升公司积木车产品市场竞争力。鉴于积木车市场是一个规模巨大且增长稳健的市场，公司有望顺利进入，并打破过去只有积木人产品的固有印象，实现品牌形象的多元化，而且

能够进入新的粉丝经济圈，该群体同样也是当前玩具市场中最具价值的群体之一。因此通过开发积木车新品类，公司能够巩固现有优势并开启新的增长周期。

➤ 内容与社群运营双核共振，打造业绩增长放大器

公司 2025 年依托全域品牌传播体系与多元化营销，实现了品牌影响力的显著提升。在线上渠道层面，企业精准把握内容电商行业发展机遇，于抖音等主流平台实现了跨越式增长。据相关数据显示，2025 年布鲁可在抖音平台的销售额指数同比增幅高达 670%，线上渠道整体营业收入同比增长 62.3%，如此增速得益于公司持续生成高质量短视频内容以及与头部 KOL 达人的深度战略合作。在用户生态构建方面，通过精细化用户运营体系搭建专属品牌社群。通过举办 BFC 专业赛事、激励用户开展 UGC 二次创作等方式，构建起高忠诚度、高粘性的核心玩家社群。此类自发式传播的用户群体带来了产品更高的复购率，形成用户驱动型品牌建设的良性发展机制。此外公司在营销环节实施精细化细分市场开拓策略，例如推出“绮遇记”、“自然集”等女性向产品，并设立专项运营团队开展针对性线上运营，成功开拓女性消费市场。以及积木车产品与多款动漫、科幻 IP 联动，精准触达并覆盖了规模庞大的玩家群体。

➤ 国内下沉与全球出海的双线并进，维持买入评级

展望未来，公司会继续巩固国内市场的领先地位，截至 2025 年底公司销售网络已覆盖超过 15 万个线下网点，并持续向低线城市下沉，持续通过精细化管理提升单个经销商的销售额。同时全球化战略推进将成为拉动公司整体增长的强劲引擎，2025 年公司通过加速拓展亚洲、欧洲、北美等关键市场，并通过组建本地化团队进行精细化运营，不仅为公司带来了可观的收入增量，更验证了其产品和模式在全球范围内的普适性，而 2026 年变形金刚 IP 授权范围将扩大至全球 190 多个国家，海外业务将开始贡献显著收入。与此同时公司 2026 年度的产品线涵盖国潮 IP、西方 IP 及原创系列，包括“三丽鸥”、“王者荣耀”、“星球大战”、“DC”、“宝可梦”、“哈利波特”等，同时坚持 80%成熟品类深耕、20%创新探索的产品策略，为 2026 年的收入增长提供强劲支持。尽管面临着全球市场竞争加剧、供应链管理复杂化以及对授权 IP 依赖等挑战，但凭借其成熟的 IP 运营模式和清晰的战略规划，相信公司将在 2026 年延续高速增长。综上，我们采用 PE 估值法，考虑到公司未来高质量增长及全球市场拓展，给予公司对应 2026 年 20 倍 PE 目标估值，约 189.4 亿港元市值目标，对应目标价 76.0 港元，相较于现价预计有 23.9%的升幅，维持“买入”评级。

表 1：潮玩行业估值比较（20260415）

代码	证券名称	总市值 亿元人民币	EPS（人民币元）			市盈率PE			市净率PB 2026TTM	市销率PS 2026TTM
			2025	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
9992.HK	泡泡玛特	1,895.6	9.6	11.6	14.0	14.6	12.2	10.1	8.8	5.3
9896.HK	名创优品	331.6	1.0	2.3	2.7	27.4	11.8	9.8	3.2	1.6
MAT.O	美泰 (MATTEL)	301.6	8.8	9.0	10.3	10.8	11.0	9.7	2.0	0.8
DIS.N	迪士尼 (WALT DISNEY)	12,466.1	49.0	41.9	46.2	13.0	16.4	14.8	1.7	1.9
7974.T	任天堂	4,535.2	11.6	13.5	17.4	33.6	26.0	20.3	3.5	5.0
7832.T	万代南梦宫	1,078.4	9.6	8.5	9.0	17.2	19.6	18.3	2.9	1.9
HAS.O	孩之宝 (HASBRO)	895.0	-16.2	0.0	0.0	N.A	N.A	N.A	24.2	2.8
平均						19.4	16.2	13.8	6.6	2.8

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. IP 授权与续约风险
2. 市场竞争加剧风险
3. 海外市场扩张的不确定性
4. 消费者偏好变化风险

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表

<人民币百万元>，财务年度截至<十二月>

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	2,241	2,913	3,793	4,770	6,201
成本	(1,062)	(1,549)	(2,037)	(2,557)	(3,317)
毛利	1,179	1,364	1,756	2,213	2,883
销售费用	(283)	(387)	(493)	(620)	(806)
管理费用	(465)	(98)	(152)	(191)	(248)
研发费用	(192)	(264)	(315)	(396)	(515)
其他支出	(534)	79	100	110	122
税前利润	(296)	694	897	1,117	1,436
所得税	(102)	(60)	(77)	(96)	(124)
净利润	(398)	634	820	1,021	1,313
少数股东权益	3	0	0	0	0
归母净利润	(401)	634	820	1,021	1,313
增长					
总收入 (%)	155.6%	32.3%	30.2%	25.7%	30.0%
归母净利润 (%)	N/A	N/A	29.3%	24.5%	28.6%

资产负债表

<人民币百万元>，财务年度截至<十二月>

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
物业, 厂房及设备	154	280	280	280	281
有使用权资产	57	36	36	36	36
无形资产	21	55	64	69	73
递延税项资产	145	165	165	165	165
其他应收款项	13	25	25	25	25
非流动资产合计	391	561	570	576	580
存货	279	331	436	547	710
应收账款及应收票据	112	270	352	442	575
其他应收款	73	52	68	85	110
已抵押银行存款	32	67	67	67	67
货币资金	720	2,325	3,306	4,497	6,064
流动资产合计	1,215	3,046	4,228	5,638	7,526
应付账款及应付票据	567	754	991	1,244	1,614
合同负债	83	115	151	190	246
其他应付款项	272	312	410	515	668
应交税费	17	38	38	38	38
租赁	35	30	30	30	30
其他流动负债	2,207	0	0	0	0
流动负债合计	3,182	1,249	1,621	2,016	2,596
长期负债合计	25	4	4	4	4
股东权益合计	(1,601)	2,869	3,688	4,709	6,022

财务分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
毛利率 (%)	52.6%	46.8%	46.3%	46.4%	46.5%
经营利润率 (%)	-13.2%	23.8%	23.6%	23.4%	23.2%
归母净利润率 (%)	-17.9%	21.8%	21.6%	21.4%	21.2%
ROE	24.9%	22.1%	22.2%	21.7%	21.8%
营运表现					
费用/收入 (%)	42.0%	25.7%	25.3%	25.3%	25.3%
实际税率 (%)	-34.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
应收账款天数	3	7	6	5	4
应付账款天数	92	72	72	72	72
财务状况					
负债/权益	-2.00	0.44	0.44	0.43	0.43
收入/总资产	1.40	0.81	0.79	0.77	0.76
现金储备/总资产	15.15%	10.62%	7.99%	6.17%	4.74%
总资产/权益	-1.00	1.26	1.30	1.32	1.35

现金流量表

<人民币百万元>，财务年度截至<十二月>

	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
除税前(亏损)/溢利	(296)	694	897	1,117	1,436
非现金调整	1,042	66	115	118	120
资本变动	16	8	93	81	135
经营活动现金流	762	768	1,105	1,315	1,691
购买固定资产	(84)	(46)	(84)	(84)	(84)
购买无形资产	(36)	(40)	(40)	(40)	(40)
其他投资活动	2	(269)	0	0	0
投资活动现金流	(120)	(86)	(124)	(124)	(124)
融资活动	(216)	1,193	0	0	0
回购与派息	(70)	0	0	0	0
融资活动现金流	(286)	1,193	0	0	0
现金变化	356	1,874	981	1,191	1,567
期初持有现金	361	720	2,325	3,306	4,497
汇兑变化	2	0	0	0	0
期末持有现金	718	2,594	3,306	4,497	6,064

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策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，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>