

## 公司研究

## 聚焦“全球化、全价位、全人群”，关注盈利能力回升

——布鲁可（0325.HK）业务更新点评

## 要点

**事件：**26年以来，布鲁可在IP合作、品类拓展及海外渠道方面落地多项进展：

1) **IP矩阵深化：**3月全球合作伙伴大会上，公司宣布新增哥斯拉、芭比、速度与激情、福特等新授权合作，并推出“英雄无限×大闹天宫”联名产品；2) **积木车品类发力：**明确“积木车”为第二大战略品类，将与速度与激情、福特IP展开合作；3) **海外拓展加速：**4月首次亮相 Thailand Toy Expo，17个IP的300余款产品参展。

**新IP授权补齐客群短板，原创IP深化品牌壁垒：**25年公司收入分IP看，变形金刚（收入9.51亿元人民币，yoy+110%，收入占比同比提升13pct至33%）超越奥特曼（收入8.15亿元，yoy-26%，收入占比同比下降21pct至28%）成为第一大IP，随后为假面骑士（收入3.31亿元，yoy+95%）和自有IP英雄无限（收入2.64亿元，yoy-15%）。26年公司新增哥斯拉（成人收藏）、芭比（女性向）等IP授权，直接针对16岁+成人和女性细分客群，有望提升整体客单价。同时，英雄无限联名大闹天宫国漫IP，延续原创IP国风化路线，长期看有助于降低对外部授权IP的依赖度。

**重点发力积木车等新品类：**积木车品类自2025年11月推出后，25年销量达570万件，贡献收入达4310万元，验证了市场需求。2026年积木车升格为第二大战略品类，将推出3个系列约15个SKU，覆盖16.9元、39元、百元价位，建议持续关注该品类收入表现。

**深化全球化战略：**2025年公司海外收入3.19亿元（yoy+396.6%），收入占比提升至10.9%；2025年已完成海外团队储备、渠道铺设的扎实基础，2026年将更多IP及产品线在海外上新，年初已有迪士尼、漫威、星球大战相关产品销往欧美市场。

**2025年收入增长系平价产品放量，关注盈利能力回升：**25年公司实现营收29.13亿元（yoy+30.0%），拼搭角色类玩具收入28.43亿元（yoy+29.1%），销量同比提升85.6%至2.5亿件，均价同比下降30%至11.4元，量增主导增长；其中9.9元平价产品收入5.41亿元，销量1.22亿件（占比总销量47.8%）。25年毛利率下滑5.8pct至46.8%，主要因新品处于首年磨合期、模具及IP成本分摊增加，以及海外前置仓拓展导致仓储物流成本上升。25年公司经调整净利润6.75亿元（yoy+15.5%），对应经调整净利率23.2%，同比下降2.9pct。

**盈利预测、估值与评级：**布鲁可聚焦“全球化、全价位、全人群”三全战略，资源向积木车、16+成人线、海外市场倾斜。考虑新IP&新品类&海外均需前期投入，下修26-27年经调整净利润至8.15/10.18亿元（较上次预测-44%/-45%），新增28年经调整净利润预测12.26亿元。考虑公司为拼搭角色类玩具龙头企业，投入期过后有望随用户消费偏好改变迎来新一轮产品周期，维持“增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，IP授权无法续约，渠道管理风险，新品类拓展不及预期，海外市场拓展不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,241	2,913	3,763	4,660	5,584
营业收入增长率（%）	156%	30%	29%	24%	20%
经调整净利润（百万元）	585	675	815	1,018	1,226
经调整净利润增长率	702%	15%	21%	25%	20%
经调整EPS（元）	2.35	2.71	3.27	4.08	4.92
经调整PE	22	19	16	12	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，注：股价截止2026-4-17；汇率为1港币=0.8770人民币，EPS按照当前股本2.49亿股计算

## 增持（维持）

当前价：58.0 港元

## 作者

**分析师：付天姿 CFA, FRM**  
执业证书编号：S0930517040002  
021-52523692  
futz@ebsecn.com

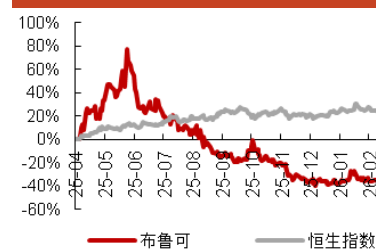
**分析师：姜浩**  
执业证书编号：S0930522010001  
021-52523680  
jianghao@ebsecn.com

**分析师：杨朋沛**  
执业证书编号：S0930524070002  
021-52523878  
yangpengpei@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.49
总市值(亿港元)	144.57
一年最低/最高(港元)	51-198
近3月换手率(%)	30.3

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.3	-14.4	-69.0
绝对	-8.7	-16.9	-46.7

资料来源：Wind

## 相关研报

聚焦优质IP，打造强产品力拼搭角色类玩具——布鲁可（0325.HK）首次覆盖报告（2025-04-19）

## 报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入	2,241	2,913	3,763	4,660	5,584
营业成本	1,062	1,549	1,998	2,446	2,897
毛利	1,179	1,364	1,765	2,214	2,687
其它收入	-532	80	79	80	80
营业开支	-941	-749	-973	-1,178	-1,380
营业利润	-294	695	871	1,116	1,387
财务成本净额	-2	-2	-2	-3	-4
应占利润及亏损	0	0	0	0	0
税前利润	-296	694	869	1,112	1,383
所得税开支	-102	-60	-104	-145	-207
税后经营利润	-398	634	765	968	1,176
少数股东权益	-3	0	0	0	0
归母净利润	-401	634	765	968	1,176
经调整净利润	585	675	815	1,018	1,226

现金流量表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	762	879	1,103	1,204	1,422
投资活动现金流	-119	-124	-139	-109	-104
融资活动现金流	-286	-55	58	-3	-4
净现金流	357	701	1,022	1,091	1,314

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 25 年业绩公告已披露利润表、资产负债表, 但尚未披露现金流量表; 因此利润表、资产负债表为实际值, 现金流量表为光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	1,606	4,122	5,251	6,525	7,965
流动资产	1,215	3,560	4,639	5,891	7,330
现金及短期投资	752	2,907	3,929	5,020	6,334
有价证券及短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	112	270	236	321	419
存货	279	331	400	440	464
其它流动资产	73	52	74	109	113
非流动资产	391	561	612	634	635
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产净额	154	280	316	333	331
其他非流动资产	237	281	296	301	304
总负债	3,207	1,253	1,558	1,864	2,128
流动负债	3,182	1,249	1,554	1,860	2,125
应付账款	360	438	599	751	859
短期借款	0	0	0	0	0
其它流动负债	2,821	811	955	1,109	1,265
长期负债	25	4	4	4	4
长期债务	0	0	0	0	0
其它	25	4	4	4	4
股东权益合计	-1,601	2,869	3,693	4,661	5,837
股东权益	-1,601	2,869	3,693	4,661	5,837
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债及股东权益总额	1,606	4,122	5,251	6,525	7,965

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>	A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司

香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼