

买入

海外放量与新品类兑现，全球化增长逻辑获中报验证

布鲁可 (325.HK)

2026-08-19 星期三

【投资要点】

目标价： 95.00 港元

现价： 76.00 港元

预计升幅： 25.0%

重要数据

日期	2026-08-18
收盘价 (港元)	76.00
总股本 (亿股)	2.49
总市值 (亿港元)	189.24
净资产 (亿港元)	36.90
总资产 (亿港元)	52.50
52 周高低 (港元)	122.0/39.2
每股净资产 (港元)	14.84

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

布鲁可(325.HK)-更新报告-

20260415

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 中报业绩兑现高增长，海外与新品类是驱动力

公司 2026 年上半年实现营业收入 17.76 亿元，同比增长 32.7%；期内利润 3.87 亿元，同比增长 30.5%；经调整净利润 4.01 亿元，同比增长 25.1%，经调整净利率 22.6%。海外收入 3.66 亿元，同比大增 228.5%，占比升至 20.6%；新品类积木车贡献收入 1.85 亿元，占比 10.4%，第二增长曲线初步跑通，量增利稳、结构优化的经营目标如期兑现。

➤ IP 矩阵多元化，全球大 IP 进入收获期

前六大 IP 收入占比由 88.8%降至 77.6%，IP 集中度显著优化。变形金刚收入 6.19 亿元，同比增长 59.2%。火影忍者同比增长 132.9%。2026 年 3 月新增漫威、星球大战授权，产品已进驻沃尔玛、Target 等北美渠道并供不应求。上半年新增 SKU 426 个，高频上新能力持续验证，未来产品节奏将匹配电影档期及热点事件上线。

➤ 毛利率短期承压，费用优化与现金储备凸显经营韧性

上半年公司实现毛利率 44.3%，同比下降 4.1 个百分点，主要受平价产品放量、积木车爬坡期成本前置及模具折旧同比增加影响。但销售及经销费用率由 13.2%降至 12.0%，研发费用率降至 7.4%，费用端规模效应有效对冲毛利率下降影响。公司存货周转天数由 75 天降至 73 天，现金及银行余额达 31.78 亿元，经营质量保持稳健。

➤ 全球化+多品类双引擎，维持买入评级

上半年公司来自海外收入已超 2025 年全年，预计全年海外收入增长有望突破 60%，长期收入占比将达到 30%以上。随着公司自建工厂年底竣工，叠加积木车规模效应释放，毛利率有望于 2027 年重回修复通道。我们预计公司 2026-2028 年经调整净利润 8.3/10.3/12.8 亿元，对应现价 PE 约 19.7/15.9/12.8 倍，营收增速 25%以上，目前 PEG 显著小于 1，因此给予目标价 95.00 港元，较现价有 25.0%上升空间，对应 26 年预测净利润 PE 约 24.6 倍，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	3,823	4,807	6,008
同比增长 (%)	155.6%	32.3%	31.2%	25.7%	25.0%
毛利率	52.6%	46.8%	46.3%	46.4%	46.5%
净利润	(398)	634	825	1,028	1,275
经调整利润	585	675	825	1,028	1,275
同比增长 (%)	759.3%	15.5%	22.3%	24.5%	24.1%
净利率	-17.8%	21.8%	21.6%	21.4%	21.2%
每股盈利 (元)	-1.60	2.54	3.31	4.12	5.12
PS	7.27	5.59	4.26	3.39	2.71
PB	-10.18	5.68	4.41	3.45	2.72
PE	-40.9	25.7	19.7	15.9	12.8

数据来源:Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 中报业绩兑现高增长，海外与新品类驱动结构升级

公司发布中期业绩，上半年实现营业收入 17.76 亿元，同比增长 32.7%。期内实现利润 3.87 亿元，同比增长 30.5%，经调整净利润 4.01 亿元，同比增长 25.1%，经调整净利率达到 22.6%。公司在消费环境整体承压、潮玩赛道竞争加剧的背景下，依然让营收与利润增速均优于行业整体平均水平。销量数据方面，上半年公司实现总销量约 1.63 亿件，同比增长 47%，快于收入增速，这其中 9.9 元价格带产品销量达到 7750 万件，占总销量 47.6%，该价格带新用户复购率超 70%，证明公司通过平价拉新及复购升级的消费运营模型持续运转。另外 16 岁以上产品收入占比由 14.8% 提升至 25.0%，公司产品结构向全年龄、收藏化持续推进。

➤ IP 矩阵多元化，积木车第二曲线初步跑通

公司上半年前六大 IP（变形金刚、奥特曼、假面骑士、英雄无限、火影忍者、侏罗纪世界）实现合计收入 13.77 亿元，占比由上年同期的 88.8% 降至 77.6%，集中度风险显著缓释。其中来自变形金刚 IP 的收入约 6.19 亿元、同比增长 59.2%，而且在全区域表现均衡，成为公司运营全球化扩张的核心产品。来自奥特曼 IP 实现收入 3.82 亿元，基本保持稳定。来自火影忍者 IP 收入同比增长 132.9%。2026 年 3 月公司新增漫威、星球大战授权，产品节奏匹配电影档期上线（蜘蛛侠 7 月、复仇者联盟 12 月），搭配北美沃尔玛（4000+ 门店）、Target 等渠道，目前处于供不应求状态。新品类积木车覆盖 19.9 元 C 系列、39 元 E 系列及收藏级 S 系列，上半年实现收入 1.85 亿元，占比达到 10.4%，预计下半年随着更多系列全面铺开叠加旺季，全年占比有望升至 15% 左右。另外公司还在培育原创 IP《繁星集结》并布局女性向、成人向产品线，中长期降低授权依赖。

➤ 毛利率短期承压，费用优化与现金储备凸显经营韧性

2026H1 毛利率 44.3%，较上年同期的 48.4% 下降 4.1 个百分点，主要受几个方面拖累，首先是 9.9 元产品收入占比持续提升，由 16.1% 升至 19.5%，该价格段产品毛利率偏低。其次是新品类积木车处于爬坡期，有较高成本前置。同时为了支持 SKU 扩容，公司引进高精度模具，使得折旧同比增加 64.3%。最后还有部分海外前置仓物流成本分摊开始计入。但与此同时公司上半年费用端规模效应显著，销售及经销费用率由 13.2% 降至 12.0%，研发费用率由 9.6% 降至 7.4%，管理费用率 3.57%，最终经调整净利率降 1.3 个百分点。截至 6 月底，存货周转

天数由 75 天降至 73 天，贸易应收款由 2.70 亿元降至 2.54 亿元，现金及银行余额达 31.78 亿元，为后续研发、模具与海外渠道投入提供支撑。同时公司在国内推进千档万店战略进行提质增效，使得经销商库存普遍下降，渠道流通健康。

➤ 全球化+多品类双引擎，维持买入评级

上半年公司来自海外收入已超 2025 年全年，其中美洲同比增长约 349%，美国与印度尼西亚已经成为最大的两个单一海外市场。预计全年海外收入增长有望突破 60%，长期占比目标将达到 30% 以上。随着公司自建工厂年底竣工，叠加积木车规模效应释放，毛利率有望于 2027 年重回修复通道。我们预计公司 2026-2028 年经调整净利润 8.3/10.3/12.8 亿元，对应现价 PE 约 19.7/15.9/12.8 倍，营收增速 25% 以上，目前 PEG 显著小于 1，因此维持“买入”评级，给予目标价 95.00 港元，较现价 76.00 港元有 25.0% 上升空间。

表 1：潮玩行业估值比较（20260818）

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	市销率PS
			2025	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026TTM	2026TTM
9992.HK	泡泡玛特	1,768.2	9.6	11.0	13.2	13.6	12.0	10.0	8.3	5.0
9896.HK	名创优品	229.8	1.0	2.3	2.6	19.0	7.9	7.2	2.1	1.0
MAT.O	美泰 (MATTEL)	282.7	8.8	8.8	9.9	10.1	8.9	10.0	2.1	0.8
DIS.N	迪士尼 (WALT DISNEY)	12,129.7	49.0	41.8	48.2	12.7	16.8	14.6	1.6	1.8
7974.T	任天堂	4,791.5	11.6	13.6	14.1	35.5	26.1	27.3	3.9	7.9
7832.T	万代南梦宫	1,461.2	9.6	N/A	N/A	23.4	N/A	N/A	3.9	2.5
HAS.O	孩之宝 (HASBRO)	909.9	-16.2	40.4	40.6	N.A	16.0	15.9	19.0	2.7
平均						19.0	14.6	14.2	5.8	3.1

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. 新品类拓展不及预期风险
3. 海外市场扩张的不确定性
4. 毛利率持续下滑风险

【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	3,823	4,807	6,008
成本	(1,062)	(1,549)	(2,053)	(2,576)	(3,214)
毛利	1,179	1,364	1,770	2,230	2,794
销售费用	(283)	(387)	(497)	(625)	(781)
管理费用	(465)	(98)	(153)	(192)	(240)
研发费用	(192)	(264)	(317)	(399)	(499)
其他支出	(534)	79	100	110	122
税前利润	(296)	694	903	1,125	1,395
所得税	(102)	(60)	(78)	(97)	(120)
净利润	(398)	634	825	1,028	1,275
少数股东权益	3	0	0	0	0
归母净利润	(401)	634	825	1,028	1,275
增长					
总收入 (%)	155.6%	32.3%	31.2%	25.7%	25.0%
归母净利润 (%)	N/A	N/A	30.2%	24.5%	24.1%

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	439	551	688
应收账款及应收票据	112	270	355	446	557
其他应收款	73	52	68	86	107
已抵押银行存款	32	67	67	67	67
货币资金	720	2,325	3,317	4,517	6,004
流动资产合计	1,215	3,046	4,246	5,666	7,423
应付账款及应付票据	567	754	999	1,253	1,564
合同负债	83	115	152	191	238
其他应付款项	272	312	413	518	647
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	1,632	2,031	2,518
长期负债合计	25	4	4	4	4
股东权益合计	(1,601)	2,869	3,694	4,722	5,997

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%
归母净利率 (%)	-17.9%	21.8%	21.6%	21.4%	21.2%
ROE	24.9%	22.1%	22.3%	21.8%	21.3%
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	0.42
收入/总资产	1.40	0.81	0.79	0.77	0.75
现金储备/总资产	15.15%	10.62%	7.96%	6.14%	4.80%
总资产/权益	-1.00	1.26	1.30	1.32	1.33

现金流量表

<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
除税前(亏损)/溢利	(296)	694	903	1,125	1,395
非现金调整	1,042	238	115	118	120
资本变动	16	(35)	97	81	97
经营活动现金流	762	897	1,116	1,324	1,612
购买固定资产	(84)	(235)	(84)	(84)	(84)
购买无形资产	(36)	(113)	(40)	(40)	(40)
其他投资活动	2	(507)	0	0	0
投资活动现金流	(119)	(855)	(124)	(124)	(124)
融资活动	(216)	1,610	0	0	0
回购与派息	(70)	(9)	0	0	0
融资活动现金流	(286)	1,602	0	0	0
现金变化	357	1,644	992	1,200	1,488
期初持有现金	(1)	(44)	2,325	3,317	4,517
汇兑变化	2	(38)	0	0	0
期末持有现金	358	1,561	3,317	4,517	6,004

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>