

买入

2025 年 4 月 28 日

25Q1 业绩再超预期，欧美增速领跑

➤25Q1 业绩表现再超预期：公司发布第一季度最新业务状况公告，25Q1 营收同比增长 165%-170%，高于市场预期，其中中国同比增长 95%-100%，海外同比增长 475%-480%。

➤中国线上线下高增，欧美增速领跑：中国分渠道看，25Q1 线下渠道收入同比增长 85%-90%；线上渠道收入同比增长 140%-145%。海外分区域看，25Q1 亚太市场同比增长 345%-350%；美洲同比增长 895%-900%；欧洲同比增长 600%-605%。整体来看，Q1 业绩的高速增长主要得益于 24Q1 的低基数效应，叠加哪吒 2 系列产品的热销以及 LABUBU 等头部 IP 的持续走红，截至目前，《哪吒之魔童闹海》天生羁绊系列手办在天猫平台已售出超过 10 万件。

➤新品引爆 Q2，增长动能延续：展望 Q2，我们认为新品发售有望延续增长动能。其中，4 月 24 日线上发布的 LABUBU 搪胶毛绒三代前方高能系列（定价 99 元）表现尤为亮眼，一经发售便迅速售罄，目前千岛平台二手溢价已达 42.7%-1013.4%（平台价格 141.3-1102.3 元），充分印证其市场热度。其他重点 IP 新品同样表现强劲，截至目前，MEGA SPACE MOLLY×emoji 系列天猫销量突破 2000 件，SKULLPANDA 邱语观中景系列天猫销量超 9000 件，HIRONO 回声系列天猫销量超 1 万件。此外，公司持续推进品类创新战略，拓展饰品、甜品、积木等新品类，进一步延长 IP 生命周期，为长期可持续发展奠定基础。

➤美国市场实施提价策略应对关税压力：据美国官网，新品 LABUBU 搪胶毛绒三代前方高能系列美国定价 27.99 美元（国内定价 99 元），此前国内 99 元搪胶毛绒对应美国定价为 21.99 美元，同比涨幅 6 美元（约 27%）。HIRONO 回声系列手办在美国定价 18.99 美元（国内定价 69 元），此前国内 69 元手办对应美国定价为 16.99 美元，同比涨幅 2 美元（约 11.8%）。该调价策略在抵消关税影响的同时，也验证了品牌海外溢价能力。

➤全球组织架构升级：2025 年 4 月，公司调整组织架构体系，设立大中华区、美洲区、亚太区、欧洲区四大区域总部，由文德一负责管理亚太区和欧洲区，司德负责大中华区和美洲区。此次调整优化了资源调配空间，通过更加扁平化的组织架构，提高集团管理和协同效率，为全球化扩张提供了有力支撑。

➤目标价 237.3 港币，维持买入评级：公司作为中国潮玩行业龙头，已构建从 IP 孵化到品牌运营的全产业链布局，其 IP 开发及运营能力持续得到验证。伴随海外业务版图稳步扩张，公司旗下 IP 全球影响力显著提升，品牌价值有望实现跨越式增长。未来随着国际化进程加速、经营杠杆不断释放，我们预计 25-27 年净利润分别为 62.8/89.7/113.2 亿元，故给予目标价 237.3 港元，相当于 25 财年盈利预测 45 倍 PE，距离当前股价有 37.7%涨幅，买入评级。

➤风险提示：1）海外扩张不及预期；2）新品销售不及预期；3）竞争加剧

李卓群

+852-25321539

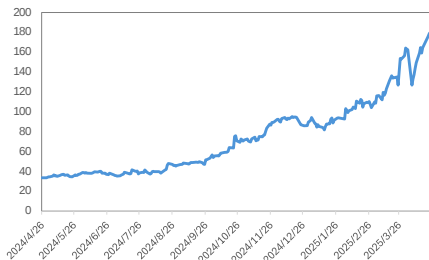
Grayson.li@firstshanghai.com.hk

行业	消费
股价	172.3 港元
目标价	237.3 港元 (+37.7%)
股票代码	9992.HK
已发行股本	13.43 亿股
市值	2313.89 亿港元
52 周高/低	188.00/32.84 港元
每股净资产	8.59 港元
主要股东	王宁（48.73%）

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）	6,345	13,038	23,548	32,257	39,811
变动（%）	36.4%	105.5%	80.6%	37.0%	23.4%
经营利润（百万元）	1196	4154	8130	11653	14740
变动（%）	124.9%	247.5%	95.7%	43.3%	26.5%
股东净利润（百万元）	1,082	3,125	6,093	8,716	11,013
变动（%）	127.5%	188.8%	94.9%	43.0%	26.4%
Non-GAAP 股东净利润（百万元）	1,184	3,227	6,277	8,968	11,324
变动（%）	106.5%	172.5%	94.5%	42.9%	26.3%
EPS（元）	0.81	2.34	4.55	6.51	8.23
Non-GAAP EPS（元）	0.89	2.55	4.96	7.08	8.94
市盈率@172.3\$（倍）	213.0	73.8	37.8	26.5	20.9
Non-GAAP 市盈率@172.3\$（倍）	193.6	67.6	34.8	24.3	19.3

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	
泡泡玛特国际集团有限公司	9992 HK Equity	172.30	231,389	0.810	2.360	4.433	6.131	7.690	192.4	67.4	36.5	21.1	21.1	31.7%
三丽鸥株式会社	8136 JP Equity	5,871.00	1,499,502	33.740	73.080	172.213	189.300	219.831	174.0	80.3	34.1	26.7	26.7	13.0%
万代南梦宫控股公司	7832 JP Equity	4,795.00	3,164,700	136.880	153.850	204.706	203.288	219.121	35.0	31.2	23.4	21.9	21.9	3.5%
孩之宝	HAS US Equity	60.37	8,445	-10.730	2.770	4.025	4.494	4.869	-5.6	21.8	15.0	12.4	12.4	10.0%
华特迪士尼公司	DIS US Equity	90.01	162,719	1.290	2.720	5.400	5.947	6.742	69.8	33.1	16.7	13.4	13.4	11.7%
美泰	MAT US Equity	15.77	5,092	0.610	1.590	1.647	1.683	1.803	25.9	9.9	9.6	8.7	8.7	4.6%
名创优品集团控股有限公司	9896 HK Equity	32.70	40,919			2.511	3.113	3.748			12.3	8.2	8.2	22.2%
上海晨光文具股份有限公司	603899 CH Equity	31.22	28,842	1.658	1.516	1.735	1.959	2.214	18.8	20.6	18.0	14.1	14.1	13.0%
奥飞娱乐股份有限公司	002292 CH Equity	8.21	12,140	0.060		0.140	0.197		136.8		58.6			
简单平均				20.540	33.984	44.090	46.235	58.252	80.9	37.8	24.9	15.8	15.8	13.7%

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					
<人民币> <千>， 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <千>， 财务年度截至<12月31日>					
	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	6,344,993	13,037,749	23,548,482	32,257,435	39,810,531	盈利能力					
毛利	3,908,062	8,707,765	16,010,347	22,189,525	27,584,267	毛利率 (%)	61.6%	66.8%	68.0%	68.8%	69.3%
销售及分销成本	(2,004,706)	(3,650,464)	(6,357,899)	(8,547,959)	(10,430,036)	经营利润率 (%)	18.8%	31.9%	34.5%	36.1%	37.0%
行政开支	(707,300)	(947,093)	(1,522,230)	(1,988,425)	(2,414,205)	EBITDA 利率 (%)	27.3%	35.1%	36.7%	37.9%	38.5%
经营溢利	1,195,524	4,154,272	8,130,218	11,653,141	14,740,025	净利率 (%)	17.1%	24.0%	25.9%	27.0%	27.7%
利息净收入	184,217	212,335	295,043	404,158	498,792	Non-GAAP净利润率	18.7%	24.8%	26.7%	27.8%	28.4%
其他非经常性项目损益	67,595	47,510	85,811	117,547	145,071						
所得税	(326,984)	(1,057,467)	(2,061,513)	(2,948,936)	(3,726,215)	营运表现					
股东净利润	1,082,344	3,125,473	6,093,053	8,715,940	11,013,284	SG&A/收入(%)	42.7%	35.3%	33.5%	32.7%	32.3%
Non-GAAP股东净利润	1,184,092	3,227,221	6,276,828	8,967,680	11,323,970	实际税率 (%)	23.1%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
折旧及摊销	320,175	396,172	480,257	554,058	596,113	股息支付率 (%)	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
EBITDA	1,729,503	4,579,112	8,634,823	12,218,933	15,335,613						
Non-GAAP EBITDA	1,831,251	4,680,860	8,818,598	12,470,674	15,646,298	财务状况					
增长						资产负债比率	22.0%	19.9%	16.7%	13.4%	10.7%
总收入 (%)	36.4%	105.5%	80.6%	37.0%	23.4%	流动比率	336.2%	414.0%	612.6%	825.1%	1134.6%
EBITDA (%)	89.2%	164.8%	88.6%	41.5%	25.5%	ROA	10.9%	22.7%	29.7%	31.2%	29.2%
净利润 (%)	127.5%	188.8%	94.9%	43.0%	26.4%	ROE	13.9%	28.3%	35.6%	36.0%	32.7%

资产负债表						现金流量表					
<人民币> <千>， 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <千>， 财务年度截至<12月31日>					
	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	2,077,927	4,675,247	9,443,848	16,335,742	25,321,660	净利润	1,082,344	3,125,473	6,093,053	8,715,940	11,013,284
短期投资	8,415	8,415	8,415	8,415	8,415	折旧及摊销	320,175	396,172	480,257	554,058	596,113
预付款项及其他流动资产	5,597,127	6,407,407	8,195,987	8,563,974	9,359,813	营运资金变化	135,590	0	0	0	0
总流动资产	7,683,469	11,091,069	17,648,250	24,908,131	34,689,888	其他	452,487	(238,030)	(794,302)	395,600	93,335
物业及设备	653,278	849,261	1,019,114	1,121,025	1,121,025	营运现金流	1,990,596	3,283,615	5,779,008	9,665,598	11,702,733
长期投资	0	0	0	0	0						
资产使用权	455,180	590,546	620,991	651,436	681,881	资本开支	(392,466)	(568,978)	(631,567)	(641,136)	(584,246)
固定资产	2,285,394	2,678,824	2,880,877	3,018,696	3,057,571						
总资产	9,968,863	13,769,894	20,529,127	27,926,827	37,747,460	其他投资活动	626,406	0	0	0	0
应付账款及票据	444,944	834,322	1,472,094	1,725,710	1,970,496	投资活动现金流	233,940	(568,978)	(631,567)	(641,136)	(584,246)
递延收益		0	0	0	0						
总短期负债	1,733,301	2,145,093	2,803,162	3,077,075	3,342,157	融资活动现金流	(841,557)	(117,317)	(378,840)	(2,132,569)	(2,132,569)
长期负债	455,180	590,546	620,991	651,436	681,881						
总负债	2,188,481	2,735,639	3,424,153	3,728,511	4,024,038	现金变化	1,392,613	2,597,320	4,768,601	6,891,894	8,985,918
股东权益	7,780,382	11,034,255	17,104,974	24,198,316	33,723,421	期初持有现金	685,314	2,077,927	4,675,247	9,443,848	16,335,742
非控股权益	10,455	193,327	549,833	1,059,804	1,704,193	期末持有现金	2,077,927	4,675,247	9,443,848	16,335,742	25,321,660

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。