

买入

2025 年 7 月 4 日

25Q2 有望延续 Q1 强劲增长势头

25Q2 业绩有望延续 Q1 强劲增长势头：自 2025 年 4 月 24 日 LABUBU 3.0 “前方高能”系列推出以来，市场反响持续火爆。在明星效应和社交媒体传播的双重推动下，北美市场呈现爆发式增长，即便在 4 月实施 12%-27% 的价格上调后，销售热度依然不减，充分验证了产品溢价能力和品牌壁垒。我们预计北美市场 25 年销售额将大幅超越公司年初 25 亿元的预期目标，提价策略亦有望显著提升利润率。此外，6 月 12 日公司推出 LABUBU “怪味便利店”系列产品，新品一经上线迅速售罄。同时，该系列在北京、上海等多地开出快闪，快闪门票也一票难求，其中定价 199 元的快闪限定吊卡在二手平台价格也一度超过 4000 元，溢价率超 19 倍。基于当前强劲的市场表现，我们预计在基数较高的背景下，Q2 业绩仍有望延续 Q1 强劲增长势头。

补货至二手价降温，需求仍坚挺：近期公司股价波动，预计主要因为 LABUBU 3.0 大量补货导致二手价格下跌，以及媒体负面消息带来的短期情绪扰动。公司自 6 月 18 日起在线上多平台同步推进大规模补货与预售（预售发货周期延至 9 月底），其中天猫旗舰店销量突破 100 万件，抖音旗舰直播间销量超 40 万件。通过预售，公司不仅能够提前锁定 Q3 销售收入，也有助于测试市场真实需求水平。从市场表现来看，补货显著降低了消费者购买成本，同时也有效抑制了假货流通和市场份额的流失。根据二手平台千岛数据显示，LABUBU 3.0 搪胶毛绒整盒价格从 6 月 16 日峰值 2616.8 元降至 6 月 19 日 868.2 元，降幅超 60%。值得注意的是，目前产品仍供不应求，二手价格已企稳回升至 1026.5 元（溢价率约 73%），印证了 IP 的持续热度。针对近期央媒关注的未成年人消费盲卡、盲盒的问题，我们认为公司核心消费群体集中在 18-35 岁年龄段，与报道所针对的未成年存在显著差异，因此预计该事件对公司经营的实际影响有限。

IP 矩阵丰富，对单一 IP 依赖度较低：公司拥有丰富的 IP 矩阵，对单一 IP 依赖风险并不高（去年 THE MONSTERS IP 仅占公司营收 23.3%）。近期公司多个 IP 热度呈现上涨趋势，Molly、CRYBABY、SKULLPANDA、DIMOO、Hirono 等新品毛绒均售罄，且在二手市场均有溢价。我们认为，公司核心竞争力在于其 IP 孵化和运营机制，历经多年，其 IP 开发及运营能力已得到充分验证，未来有望继续孵化出现象级 IP。与此同时，公司持续拓展新品，近期 POPOP 饰品店已在北京、上海落地，推出 Hirono、MOLLY、SKULLPANDA、Crybaby、LABUBU、星人等多个热门 IP 系列，产品类型包括项链、手链、戒指等，定价在 319-2699 之间不等。

目标价 309.5 港币，维持买入评级：考虑到近期公司海内外销售表现亮眼，我们上调 25-27 年经调整净利润预测至 79.2/113.1/143.1 亿元，故给予目标价 309.5 港元，相当于 25 财年盈利预测 45 倍 PE，距离当前股价有 24.0% 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

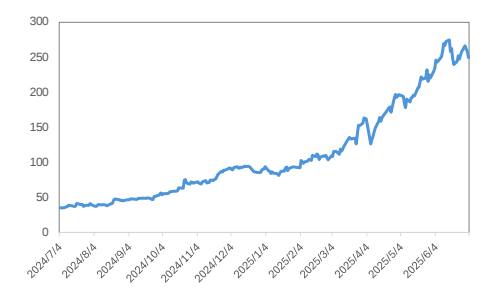
Grayson.li@firstshanghai.com.hk

行业	消费
股价	249.6 港元
目标价	309.5 港元
	(+24.0%)
股票代码	9992.HK
已发行股本	13.43 亿股
市值	3351.99 亿港元
52 周高/低	283.4/33.8 港元
每股净资产	8.59 港元
主要股东	王宁 (48.72%)

盈利摘要

股价表现

2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	29,729	40,693	50,330
	变动 (%)	36.4%	105.5%	128.0%	36.9%	23.7%
经营利润 (百万元)		1196	4154	10264	14700	18635
	变动 (%)	124.9%	247.5%	147.1%	43.2%	26.8%
股东净利润 (百万元)		1,082	3,125	7,692	10,995	13,923
	变动 (%)	127.5%	188.8%	146.1%	42.9%	26.6%
Non-GAAP 股东净利润 (百万元)		1,184	3,227	7,924	11,313	14,316
	变动 (%)	106.5%	172.5%	145.5%	42.8%	26.5%
EPS (元)		0.81	2.34	5.75	8.22	10.41
Non-GAAP EPS (元)		0.89	2.55	6.26	8.94	11.31
市盈率@249.6\$ (倍)		308.6	106.9	43.4	30.4	24.0
Non-GAAP 市盈率@249.6\$ (倍)		280.5	97.9	39.9	27.9	22.1



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 (2025-2027)
				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	249.60	335,199	0.810	2.360	5.049	7.072	8.987	278.7	97.6	45.1	25.3	25.3	33.4%
三丽鸥株式会社	8136 JP Equity	6,422.00	1,640,232	33.740	73.080	172.213	191.419	220.600	190.3	87.9	37.3	29.1	29.1	13.2%
万代南梦宫控股公司	7832 JP Equity	4,685.00	3,045,250	136.880	153.850	204.351	190.352	208.228	34.2	30.5	22.9	22.5	22.5	0.9%
孩之宝	HAS US Equity	78.22	10,961	-10.730	2.770	4.285	4.747	5.276	-7.3	28.2	18.3	14.8	14.8	11.0%
华特迪士尼公司	DIS US Equity	122.98	221,087	1.290	2.720	5.769	6.296	7.047	95.3	45.2	21.3	17.5	17.5	10.5%
美泰	MAT US Equity	20.55	6,636	0.610	1.590	1.616	1.748	1.847	33.7	12.9	12.7	11.1	11.1	6.9%
名创优品集团控股有限公司	9896 HK Equity	35.20	44,047			2.191	2.768	3.312			14.7	9.7	9.7	22.9%
上海晨光文具股份有限公司	603899 CH Equity	29.13	26,828	1.658	1.516	1.706	1.915	2.138	17.6	19.2	17.1	13.6	13.6	11.9%
奥飞娱乐股份有限公司	002292 CH Equity	9.62	14,225	0.060	-0.190	0.103	0.143	0.180	160.3	-50.6	93.4	53.4	53.4	32.2%
简单平均				20.540	29.712	44.143	45.162	50.846	100.4	33.9	31.4	21.9	21.9	15.9%

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	29,728,587	40,692,713	50,330,137	盈利能力					
毛利	3,908,062	8,707,765	20,212,130	27,992,056	34,873,183	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)	(8,026,477)	(10,783,239)	(13,186,088)	经营利润率 (%)	18.8%	31.9%	34.5%	36.1%	37.0%
行政开支	(707,300)	(947,093)	(1,921,726)	(2,508,395)	(3,052,139)	EBITDA 利率 (%)	27.3%	35.1%	36.2%	37.5%	38.2%
经营溢利	1,195,524	4,154,272	10,263,926	14,700,422	18,634,956	净利率 (%)	17.1%	24.0%	25.9%	27.0%	27.7%
利息净收入	184,217	212,335	372,474	509,845	630,594	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	108,332	148,286	183,405						
所得税	(326,984)	(1,057,467)	(2,602,540)	(3,720,078)	(4,710,837)	营运表现					
股东净利润	1,082,344	3,125,473	7,692,125	10,995,147	13,923,454	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	7,924,130	11,312,717	14,316,236	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	10,774,921	15,269,283	19,230,404						
Non-GAAP EBITDA	1,831,251	4,680,860	11,006,926	15,586,853	19,623,186	财务状况					
增长						资产负债比率	22.0%	19.9%	17.4%	13.1%	10.3%
总收入 (%)	36.4%	105.5%	128.0%	36.9%	23.7%	流动比率	336.2%	414.0%	690.2%	957.5%	1350.1%
EBITDA (%)	89.2%	164.8%	135.3%	41.7%	25.9%	ROA	10.9%	22.7%	33.8%	34.4%	31.4%
净利润 (%)	127.5%	188.8%	146.1%	42.9%	26.6%	ROE	13.9%	28.3%	40.9%	39.6%	35.0%

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	9,917,581	19,535,239	30,037,519	净利润	1,082,344	3,125,473	7,692,125	10,995,147	13,923,454
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	9,956,893	9,360,297	11,234,716	营运资金变化	135,590	0	0	0	0
总流动资产	7,683,469	11,091,069	19,882,889	28,903,950	41,280,650	其他	452,487	(238,030)	(1,919,641)	1,401,832	(740,797)
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	6,252,741	12,951,036	13,778,770
长期投资	0	0	0	0	0	资本开支	(392,466)	(568,978)	(631,567)	(641,136)	(584,246)
资产使用权	455,180	590,546	620,991	651,436	681,881						
固定资产	2,285,394	2,678,824	2,880,877	3,018,696	3,057,571	其他投资活动	626,406	0	0	0	0
总资产	9,968,863	13,769,894	22,763,766	31,922,647	44,338,222	投资活动现金流	233,940	(568,978)	(631,567)	(641,136)	(584,246)
应付账款及票据	444,944	834,322	2,014,100	2,176,008	2,494,966	融资活动现金流	(841,557)	(117,317)	(378,840)	(2,692,244)	(2,692,244)
递延收益		0	0	0	0	现金变化	1,392,613	2,597,320	5,242,334	9,617,657	10,502,280
总短期负债	1,733,301	2,145,093	3,345,168	3,527,372	3,866,628	期初持有现金	685,314	2,077,927	4,675,247	9,917,581	19,535,239
长期负债	455,180	590,546	620,991	651,436	681,881	期末持有现金	2,077,927	4,675,247	9,917,581	19,535,239	30,037,519
总负债	2,188,481	2,735,639	3,966,159	4,178,808	4,548,509						
股东权益	7,780,382	11,034,255	18,797,607	27,743,838	39,789,713						
非控股权益	10,455	193,327	643,395	1,286,723	2,101,387						

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。