

买入

2025 年 8 月 28 日

业绩超预期，海外加速扩张

► **业绩表现超预期，FY25 指引上调：**1H25 公司实现营收 138.8 亿元，同比+204.4%；经调净利润 47.1 亿元，同比+362.8%，高于此前发布的业绩预告。期内毛利率为 70.3%，同比 +6.3pct；销售/管理费用率分别同比改善 6.7pct/4.0pct 至 23.0%/5.6%，规模效应显现；经调整净利率 33.9%，同比+11.6pct。管理层预期 FY25 公司将有望实现营收 300 亿元，经调整净利润率约为 35%。

► **国内单店增长亮眼，会员质量大幅提升：**1H25 国内业务收入 82.8 亿元，同比+23.1%。线下渠道方面，零售店/机器人商店收入分别为 44.1/6.8 亿元，分别同比提升 119.9%/100.9%。期内国内零售店净增 8 家至 409 家，单店收入同比增长超过 90%。线上渠道来看，抽盒机/天猫/抖音收入分别为 11.3/6.6/5.6 亿元，分别同比提升 181.9%/230.7%/168.6%。截至 2025 年 6 月 30 日，中国内地累计注册会员 5912 万人，同比+51.9%，1H25 会员贡献销售额占比达 91.2%，会员复购率为 50.8%，会员人均销售额同比提升超过 70%。

► **欧美市场增速领跑，线上表现强劲：**1H25 海外收入 55.9 亿元，同比+439.6%，占比 40.3%，其中海外零售店/机器人商店/线上/批发分别实现收入 25.0/1.4/25.6/3.9 亿元，分别同比增长 308.1%/365.8%/964.8%/154.7%。分区域看，亚太/美洲/欧洲分别同比增长 257.8%/1142.3%/729.2%至 28.5/22.7/4.8 亿元，其中欧洲/美洲线上业务分别同比增长 1358.7%/1977.4%，涨势强劲。截至 1H25 末，公司共有海外零售店 128 家，其中亚太/美洲/欧洲零售店分别为 69/41/18 家，同比+30/+31/+9 家，公司预计年底海外门店将有望达到 200 家。

► **多个 IP 高增，各品类均衡发展：**从 IP 来看，1H25 公司有 13 个艺术家 IP 收入破亿，5 个 IP 收入超 10 亿元，其中 THE MONSTERS/ MOLLY/ SKULLPANDA/ CRYBABY/ DIMOO 分别实现营收 48.1/13.6/12.2/12.2/11.1 亿元，分别同比增长 668.0%/73.5%/ 112.4%/ 248.7%/ 192.5%，占比 34.7%/9.8%/8.8%/8.8%/8.0%。值得一提的是，星星人已成为公司成长最快的新锐 IP 之一，8 月 21 日上新的好梦气象局系列整端在二手平台溢价率高达 156%，有望接力 LABUBU 成为下一个爆款 IP。分品类看，毛绒收入贡献占比首次超越手办，成为第一大品类。1H25 公司手办/毛绒/MEGA/衍生品分别实现营收 61.4/51.8/10.1/15.5 亿元，分别同比提升 1276.2%/94.8%/71.8%/78.9%。

► **目标价 400.0 港元，维持买入评级：**公司在潮玩行业已构建从 IP 孵化到品牌运营的全产业链布局，IP 运营能力持续得到验证。未来随着公司全球化布局加速/经营杠杆持续释放，我们预计 25-27 年净利润分别为 120.6/184.8/234.8 亿元，给予目标价 400.0 港元，相当于 25 财年盈利预测 40 倍 PE，距离当前股价有 24.1%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

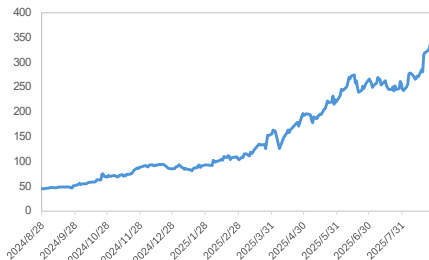
Grayson.li@firstshanghai.com.hk

行业	消费
股价	322.2 港元
目标价	400.0 港元 (+24.1%)
股票代码	9992.HK
已发行股本	13.43 亿股
市值	4326.96 亿港元
52 周高/低	339.80/44.46 港元
每股净资产	11.58 港元
主要股东	王宁（48.72%）

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	35,187	51,672	63,938
经营利润（百万元）	1196	4110	15784	24212	30791
股东净利润（百万元）	1,082	3,125	12,060	18,478	23,481
Non-GAAP 股东净利润（百万元）	1,184	3,227	12,334	18,881	23,980
EPS（元）	0.81	2.34	9.01	13.81	17.55
Non-GAAP EPS（元）	0.88	2.41	9.22	14.11	17.92
市盈率@322.2\$（倍）	366.5	126.9	32.9	21.5	16.9
Non-GAAP 市盈率@322.2\$（倍）	335.0	122.9	32.2	21.0	16.5

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	报表币种	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	CNY	322.20	432,696	0.810	2.360	7.786	10.871	13.788	359.8	126.0	37.9	21.4	21.4	33.1%
三丽鸥株式会社	8136 JP Equity	JPY	7,450.00	1,902,792	33.740	73.080	172.213	203.227	235.631	220.8	101.9	43.3	31.6	31.6	17.0%
万代南梦宫控股公司	7832 JP Equity	JPY	5,155.00	3,350,750	136.880	153.850	204.351	193.421	213.037	37.7	33.5	25.2	24.2	24.2	2.1%
孩之宝	HAS US Equity	USD	81.33	11,405	-10.730	2.770	4.852	5.178	5.520	-7.6	29.4	16.8	14.7	14.7	6.7%
华特迪士尼公司	DIS US Equity	USD	118.03	212,210	1.290	2.720	5.859	6.423	7.140	91.5	43.4	20.1	16.5	16.5	10.4%
美泰	MAT US Equity	USD	18.64	6,004	0.610	1.590	1.613	1.773	1.900	30.5	11.7	11.6	9.8	9.8	8.5%
名创优品集团控股有限公司	9896 HK Equity	CNY	48.82	60,666			2.214	2.820	3.385			20.2	13.2	13.2	23.6%
上海晨光文具股份有限公司	603899 CH Equity	CNY	31.42	28,937	1.658	1.516	1.704	1.914	2.141	19.0	20.7	18.4	14.7	14.7	12.1%
奥飞娱乐股份有限公司	002292 CH Equity	CNY	9.70	14,343	0.060	-0.190	0.098	0.138	0.173	161.7	-51.1	99.0	56.1	56.1	32.9%
简单平均					20.540	29.712	44.521	47.307	53.635	114.2	39.4	32.5	22.5	22.5	16.3%

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	35,187,189	51,672,427	63,938,184	盈利能力					
毛利	3,908,062	8,707,765	25,272,006	37,628,693	46,880,505	毛利率 (%)	61.6%	66.8%	71.8%	72.8%	73.3%
销售及分销成本	(2,004,706)	(3,650,464)	(7,741,182)	(11,109,572)	(13,554,895)	经营利润率 (%)	18.8%	31.5%	44.9%	46.9%	48.2%
行政开支	(707,300)	(947,093)	(1,746,776)	(2,306,780)	(2,534,661)	EBITDA 利率 (%)	27.3%	35.1%	46.7%	48.4%	49.5%
经营溢利	1,195,524	4,110,208	15,784,048	24,212,341	30,790,949	净利率 (%)	17.1%	24.0%	34.3%	35.8%	36.7%
利息净收入	184,217	212,335	166,335	244,262	302,244	Non-GAAP净利润率	18.7%	24.8%	35.1%	36.5%	37.5%
其他非经常性项目损益	67,595	48,188	281,498	413,379	511,505						
所得税	(326,984)	(1,057,467)	(3,889,086)	(5,958,737)	(7,572,345)	营运表现					
股东净利润	1,082,344	3,125,473	12,059,792	18,477,638	23,481,327	SG&A/收入 (%)	42.7%	35.3%	27.0%	26.0%	25.2%
Non-GAAP 股东净利润	1,184,092	3,227,221	12,334,396	18,880,896	23,980,307	实际税率 (%)	23.1%	24.2%	24.0%	24.0%	24.0%
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	16,429,135	24,990,433	31,649,785						
Non-GAAP EBITDA	1,831,251	4,680,860	16,703,739	25,393,690	32,148,765	财务状况					
增长						资产负债比率	22.0%	26.8%	18.7%	13.0%	9.3%
总收入 (%)	36.4%	105.5%	169.9%	46.9%	23.7%	流动比率	336.2%	464.4%	836.4%	1287.8%	1919.5%
EBITDA (%)	89.2%	164.8%	258.8%	52.1%	26.6%	ROA	10.9%	21.0%	44.1%	43.5%	37.5%
净利润 (%)	127.5%	188.8%	285.9%	53.2%	27.1%	ROE	13.9%	28.7%	54.5%	50.2%	41.5%

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	6,109,017	13,289,461	28,779,051	46,653,514	净利润	1,082,344	3,125,473	12,059,792	18,477,638	23,481,327
短期投资	8,415	11,434	11,434	11,434	11,434	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	6,115,630	11,145,492	10,625,157	12,834,171	营运资金变化	135,590	136,692	0	0	0
总流动资产	7,683,469	12,236,081	24,446,386	39,415,642	59,499,119	其他	452,487	1,295,883	(3,633,628)	1,319,957	(1,397,804)
物业及设备	653,278	739,378	1,019,114	1,121,025	1,121,025	营运现金流	1,990,596	4,954,220	8,906,421	20,351,653	22,679,637
长期投资	0	0	0	0	0						
资产使用权	455,180	616,005	606,301	636,746	667,191	资本开支	(392,466)	(516,690)	(631,567)	(641,136)	(584,246)
固定资产	2,285,394	2,634,591	2,922,957	3,060,776	3,099,651						
总资产	9,968,863	14,870,672	27,369,343	42,476,418	62,598,771	其他投资活动	626,406	525,647	0	0	0
应付账款及票据	444,944	1,010,109	2,123,340	2,489,354	2,749,537	投资活动现金流	233,940	8,957	(631,567)	(641,136)	(584,246)
递延收益		0	0	0	0						
总短期负债	1,733,301	3,370,028	4,514,677	4,900,988	5,181,468	融资活动现金流	(841,557)	(958,503)	(1,094,410)	(4,220,927)	(4,220,927)
长期负债	455,180	616,005	606,301	636,746	667,191						
总负债	2,188,481	3,986,033	5,120,978	5,537,734	5,848,659	现金变化	1,392,613	4,031,090	7,180,444	15,489,591	17,874,463
股东权益	7,780,382	10,884,639	22,133,023	36,823,343	56,634,770	期初持有现金	685,314	2,077,927	6,109,017	13,289,461	28,779,051
非控股权益	10,455	201,134	484,137	917,745	1,468,772	期末持有现金	2,077,927	6,109,017	13,289,461	28,779,051	46,653,514

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。