

买入

2025 年 10 月 30 日

业绩超预期，海外业务延续爆发式增长

► **业绩情况：**2025Q3 公司营业收入同比增长 245%-250%，在基数较高的背景下，较 2025H1 204%的增速进一步提速。其中国内营收同比增长 185%-190%，海外营收同比增长 365%-370%，整体业绩表现超预期。

► **国内线上业务表现亮眼：**国内分渠道看，线下渠道 Q3 营收同比增长 130-135%，考虑到期内国内门店网络规模并未进行快速扩张，预计这一增长主要得益于门店体验的持续优化与运营效率的全面提升，使得平均店效维持在翻倍以上水平。线上渠道表现尤为突出，同比增长 300% - 305%，我们认为线上渠道收入高增主要得益于直播电商的高效转化、抽盒机等私域流量的深度运营，以及部分 Q2 预售订单在 Q3 确认收入的共同贡献。

► **海外业务延续爆发式增长，美洲市场为主要增长引擎：**2025Q3 海外营收延续高增态势，亚太地区（除中国外）同比增长 170%-175%（1H25 为 257.8%）；美洲地区同比增长 1265%-1270%（1H25 为 1142.3%）；欧洲及其他地区同比增长 735%-740%（1H25 为 729.2%）。海外线下渠道方面，公司持续开设新店，快速拓展市场覆盖范围。截至 2025 年 8 月 20 日，海外门店数已达 140 家，预计年底将达到 200 家。展望未来，公司将计划开拓中东、中欧以及中南美等新兴市场，同时推进巴黎、悉尼、米兰、纽约等全球核心城市旗舰店布局。

► **系列新品热销，IP 多元发力：**公司新品市场热度持续走高，增长动能强劲。10 月 9 日推出的万圣主题 Why So Serious 搪胶毛绒系列迅速售罄，多个常规款溢价数倍。其中“星星人”通过系列化运营，市场热度与消费者认可度快速提升。在 Why So Serious 系列产品中，“星星人”的二级市场溢价达 99%，仅次于 LABUBU 的 215%，显著高于其他 IP。与此同时，SKULLPANDA 与热门影视剧《星期三》的联名系列在北美市场推出后，迅速成为社交媒体话题焦点，有效推动了品牌在当地市场的知名度与破圈传播。

► **Q4 旺季催化，增长动能充沛：**展望 Q4，国内市场将迎来“双十一”、“双十二”等年度电商大促，在海外，万圣节、感恩节及圣诞节组成的传统消费旺季接踵而至，预计公司将推出多款节日主题新品，并对热门商品进行补货，有望再次引燃全球粉丝的购买热情，为 Q4 业绩表现提供有力支撑。

► **目标价 400.0 港元，维持买入评级：**基于公司 Q3 超预期的营收表现以及 Q4 强劲的旺季展望，我们将 2025-2027 年盈利预测上调至 132.9/197.8/252.0 亿元，给予目标价 400.0 港元，相当于 25/26 财年盈利预测 35.8/24.1 倍 PE，距离当前股价有 75.3%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 228.2 港元

目标价 400.0 港元
(+75.3%)

股票代码 9992.HK

已发行股本 13.43 亿股

市值 3064.6 亿港元

52 周高/低 339.80/66.61 港元

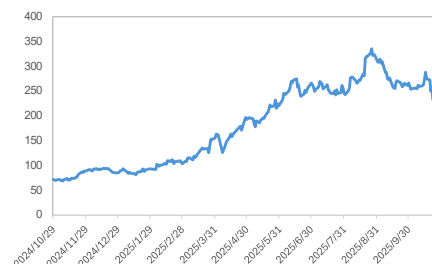
每股净资产 11.58 港元

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	38,751	55,268	68,556
变动 (%)	36.4%	105.5%	197.2%	42.6%	24.0%
经营利润 (百万元)	1,196	4,110	17,398	25,919	33,042
变动 (%)	124.9%	243.8%	323.3%	49.0%	27.5%
股东净利润 (百万元)	1,082	3,125	13,293	19,780	25,198
变动 (%)	127.5%	188.8%	325.3%	48.8%	27.4%
Non-GAAP 股东净利润 (百万元)	1,184	3,227	13,595	20,211	25,733
变动 (%)	106.5%	172.5%	321.3%	48.7%	27.3%
EPS (元)	0.81	2.34	9.93	14.78	18.83
Non-GAAP EPS (元)	0.88	2.41	10.16	15.11	19.23
市盈率@228.2\$ (倍)	256.7	88.9	20.9	14.0	11.0
Non-GAAP 市盈率@228.2\$ (倍)	234.7	86.1	20.4	13.7	10.8

股价表现



图表 1: 同行估值表

公司名称 (中文)	代码	股价	总市值 (百万)	EPS (交易币种)					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	228.20	306,460	0.895	2,558	9,946	13,718	17,324	254.8	89.2	22.9	13.2	13.2	32.0%
三丽鸥株式会社	8136 JP Equity	7,145.00	1,824,892	33,740	73,080	172,213	214,346	249,792	211.8	97.8	41.5	28.6	28.6	20.4%
万代南梦宫控股公司	7832 JP Equity	4,740.00	3,081,000	136,880	153,850	204,351	197,015	215,132	34.6	30.8	23.2	22.0	22.0	2.6%
孩之宝	HAS US Equity	78.18	10,963	(10,730)	2,770	4,962	5,220	5,747	-7.3	28.2	15.8	13.6	13.6	7.6%
华特迪士尼公司	DIS US Equity	111.36	200,218	1,290	2,720	5,883	6,486	7,150	86.3	40.9	18.9	15.6	15.6	10.2%
美泰	MAT US Equity	19.28	6,210	0.610	1,590	1,582	1,768	1,905	31.6	12.1	12.2	10.1	10.1	9.7%
名创优品集团控股有限公司	9896 HK Equity	42.60	52,720			2,327	3,034	3,699			18.3	11.5	11.5	26.1%
上海晨光文具股份有限公司	603899 CH Equity	27.34	25,179	1,658	1,516	1,578	1,759	1,969	16.5	18.0	17.3	13.9	13.9	11.7%
奥飞娱乐股份有限公司	002292 CH Equity	8.57	12,672	0,060	(0,190)	0,080	0,116	0,145	142.8	-45.1	107.1	59.1	59.1	34.6%
简单平均				20.550	29.737	44.769	49.274	55.874	96.4	34.0	30.8	20.8	20.8	17.2%

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	38,750,857	55,267,737	68,555,685	盈利能力					
毛利	3,908,062	8,707,765	27,847,225	40,269,298	50,293,970	毛利率 (%)	61.6%	66.8%	71.9%	72.9%	73.4%
销售及分销成本	(2,004,706)	(3,650,464)	(8,525,189)	(11,882,563)	(14,533,805)	经营利润率 (%)	18.8%	31.5%	44.9%	46.9%	48.2%
行政开支	(707,300)	(947,093)	(1,923,684)	(2,467,283)	(2,717,710)	EBITDA 利率 (%)	27.3%	35.1%	46.6%	48.3%	49.5%
经营溢利	1,195,524	4,110,208	17,398,352	25,919,451	33,042,455	净利率 (%)	17.1%	24.0%	34.3%	35.8%	36.8%
利息净收入	184,217	212,335	183,180	261,258	324,072	Non-GAAP净利润率	18.7%	24.8%	35.1%	36.6%	37.5%
其他非经常性项目损益	67,595	48,188	310,007	442,142	548,445						
所得税	(326,984)	(1,057,467)	(4,286,733)	(6,378,716)	(8,125,876)	营运表现					
股东净利润	1,082,344	3,125,473	13,292,867	19,779,966	25,197,789	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	13,595,283	20,211,281	25,732,805	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	18,059,857	26,712,740	33,919,778						
Non-GAAP EBITDA	1,831,251	4,680,860	18,362,273	27,144,055	34,454,794	财务状况					
增长						资产负债比率	22.0%	26.8%	18.7%	12.7%	9.1%
总收入 (%)	36.4%	105.5%	197.2%	42.6%	24.0%	流动比率	336.2%	464.4%	888.8%	1362.6%	2038.5%
EBITDA (%)	89.2%	164.8%	294.4%	47.9%	27.0%	ROA	10.9%	21.0%	46.0%	44.2%	38.0%
净利润 (%)	127.5%	188.8%	325.3%	48.8%	27.4%	ROE	13.9%	28.7%	56.8%	50.7%	41.9%

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	13,806,879	30,943,050	49,345,984	净利润	1,082,344	3,125,473	13,292,867	19,779,966	25,197,789
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	12,160,893	10,750,641	13,829,283	营运资金变化	135,590	136,692	0	0	0
总流动资产	7,683,469	12,236,081	25,979,206	41,705,125	63,186,701	其他	452,487	1,295,883	(4,349,285)	2,095,787	(2,154,219)
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	9,423,839	22,429,811	23,639,684
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	28,902,163	44,765,901	66,286,352	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	2,394,148	2,615,513	2,948,629	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	4,785,485	5,027,147	5,380,559	融资活动现金流	(841,557)	(958,503)	(1,094,410)	(4,652,504)	(4,652,504)
长期负债	455,180	616,005	606,301	636,746	667,191						
总负债	2,188,481	3,986,033	5,391,786	5,663,893	6,047,751	现金变化	1,392,613	4,031,090	7,697,862	17,136,171	18,402,934
股东权益	7,780,382	10,884,639	23,395,035	38,986,667	60,123,259	期初持有现金	685,314	2,077,927	6,109,017	13,806,879	30,943,050
非控股权益	10,455	201,134	513,073	977,242	1,568,549	期末持有现金	2,077,927	6,109,017	13,806,879	30,943,050	49,345,984

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。