www.research.cicc.com

三丽鸥株式会社

4QFY03/26 超预期：北美市场有望触底回升



魏儒镝，CFA 分析员
全球研究
SAC 执证编号：S0080522080005
SFC CE Ref：BTM838
rudi.wei@cicc.com.cn



张雪晴，CFA 分析员
传媒
SAC 执证编号：S0080517090001
SFC CE Ref：BNC281
xueqing.zhang@cicc.com.cn

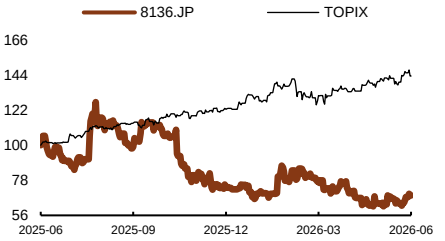


丁瑞，CFA 分析员
全球研究
SAC 执证编号：S0080523120007
SFC CE Ref：BRO301
rui.ding@cicc.com

维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
8136.JP	→ 跑赢行业	日元 1612.10

股票代码	8136.JP
最新收盘价	日元 932.00
52 周最高价/最低价	日元 1737.00-818.80
总市值(亿)	日元 11,902.0



(日元 百万)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	194,088	231,638	264,186	300,513
增速	33.9%	19.3%	14.1%	13.8%
归属母公司净利润	54,608	64,616	75,677	88,560
增速	30.9%	18.3%	17.1%	17.0%
每股净利润	45.33	53.64	62.82	73.52
每股净资产	129.33	169.01	215.74	267.27
每股股利	13.96	16.09	21.99	29.41
每股经营现金流	43.63	63.37	57.82	82.27
市盈率	20.6	17.4	14.8	12.7
市净率	7.2	5.5	4.3	3.5
EV/EBITDA	13.4	10.9	9.0	7.3
股息收益率	1.4%	1.6%	2.2%	3.0%
平均总资产收益率	25.0%	24.6%	23.7%	23.2%
平均净资产收益率	41.6%	36.0%	32.7%	30.4%

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

更多作者及其他信息请见文末披露页

业绩回顾

4QFY03/26 业绩好于我们预期

三丽鸥株式会社公布公司 4QFY03/26 和 FY03/26 业绩。4QFY03/26，公司收入同比增长 26.9%至 509 亿日元，调整后营业利润同比增长 31.3%至 180 亿日元，归母净利润同比增长 37.6%至 109 亿日元。 FY03/26，公司收入同比增长 33.9%至 1,941 亿日元，调整后营业利润同比增长 41.0%至 785 亿日元，归母净利润同比增长 30.9%至 546 亿日元。三丽鸥业绩好于我们的预期，主要由于公司在北美以外的市场表现强劲。

（后接正文）

发展趋势

近几个季度，北美始终是市场对三丽鸥的核心关注点。一方面，不断变化的关税政策影响了授权合作方的合作需求；另一方面，针对前北美业务负责人不当领取薪酬的调查导致全年业绩披露延迟，也引发了市场的普遍担忧。然而，**我们判断，公司北美业务已基本触底企稳**，相关调查已全部完结，且公司已出台针对性的防复发管控措施。

（详见正文）

盈利预测与估值

我们认为三丽鸥在日本、欧洲及中国市场有望延续增长动能，考虑到北美业务已显现触底态势，我们将 FY03/27 和 FY03/28 盈利预测分别上调 6.4%和 9.5%至 646 亿日元和 757 亿日元，同时首次引入 FY03/29 盈利预测 886 亿日元。

我们维持目标价 1,612.10 日元不变（调整 2026 年 4 月 1 日实施 1 拆 5 的股份拆分后），对应 30.1、25.7 和 21.9 倍 FY03/27e，FY03/28e 和 FY03/29e 市盈率，较当前股价具备 73.0%的上行空间。公司目前股价对应 17.4、14.8 和 12.7 倍市盈率。维持跑赢行业评级不变。

风险

日本市场销售增长以及入境游客需求不及预期；海外市场授权业务增长放缓；销售管理费用以及内容投入费用高于预期；中国业务和北美业务增长动力不及预期；北美关税扰动持续。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万日元)	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表				
营业收入	194,088	231,638	264,186	300,513
营业成本	-44,026	-50,534	-55,371	-60,529
销售管理费用	72,203	89,629	101,695	114,776
研发费用	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
营业利润	77,859	91,475	107,120	125,207
财务费用	-185	-84	-84	-84
其他利润	103	1,160	1,208	1,208
利润总额	79,239	93,762	109,812	128,284
所得税	24,325	28,783	33,710	39,381
净利润	54,608	64,616	75,677	88,560
少数股东损益	306	362	424	343
非通用准则净利润	54,608	64,616	75,677	88,560
EBITDA	80,731	94,482	110,239	128,453
资产负债表				
货币资金	125,433	177,137	214,577	273,688
应收账款及票据	25,498	32,420	33,587	41,525
存货	11,819	9,650	14,411	11,598
其他流动资产	5,817	2,551	4,504	2,971
流动资产合计	168,567	221,758	267,078	329,782
固定资产及在建工程	19,985	19,887	20,087	20,615
无形资产及其他长期资产	6,629	9,963	13,597	17,531
非流动资产合计	66,117	69,850	78,684	88,146
资产合计	234,684	291,609	345,762	417,928
短期借款	3,942	3,942	3,942	3,942
应付账款	4,517	8,622	4,825	10,394
其他流动负债	42,934	48,470	50,502	55,243
流动负债合计	51,393	61,034	59,269	69,579
长期借款	9,995	9,995	9,995	9,995
非流动负债合计	27,320	26,444	25,646	25,086
负债合计	78,713	87,478	84,915	94,665
少数股东权益	186	548	972	1,315
股东权益合计	155,785	203,582	259,875	321,948
负债及股东权益合计	234,684	291,609	345,762	417,928
现金流量表				
税前利润	79,239	93,762	109,812	128,284
折旧和摊销	2,872	3,007	3,119	3,247
营运资本变动	-5,633	8,784	-9,567	6,955
其他	-23,924	-29,221	-33,710	-39,381
经营活动现金流	52,554	76,332	69,654	99,105
资本开支	-2,438	-2,910	-3,319	-3,775
其他	-18,421	-3,831	-8,634	-8,934
投资活动现金流	-20,859	-6,741	-11,953	-12,709
股权融资	-15,000	0	0	0
银行借款	-5,292	-1,069	-876	-798
其他	-18,149	-16,819	-19,385	-26,487
筹资活动现金流	-38,441	-17,888	-20,261	-27,285
汇率变动对现金的影响	1,128	0	0	0
现金净增加额	-5,618	51,704	37,440	59,111

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	33.9%	19.3%	14.1%	13.8%
营业利润	50.3%	17.5%	17.1%	16.9%
EBITDA	49.2%	17.0%	16.7%	16.5%
净利润	30.9%	18.3%	17.1%	17.0%
盈利能力				
毛利率	77.3%	78.2%	79.0%	79.9%
营业利润率	40.1%	39.5%	40.5%	41.7%
EBITDA 利润率	41.6%	40.8%	41.7%	42.7%
净利润率	28.1%	27.9%	28.6%	29.5%
偿债能力				
流动比率	3.28	3.63	4.51	4.74
速动比率	3.05	3.48	4.26	4.57
现金比率	2.44	2.90	3.62	3.93
资产负债率	33.5%	30.0%	24.6%	22.7%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	25.0%	24.6%	23.7%	23.2%
净资产收益率	41.6%	36.0%	32.7%	30.4%
每股指标				
每股净利润(日元)	45.33	53.64	62.82	73.52
每股净资产(日元)	129.33	169.01	215.74	267.27
每股股利(日元)	13.96	16.09	21.99	29.41
每股经营现金流(日元)	43.63	63.37	57.82	82.27
估值分析				
市盈率	20.6	17.4	14.8	12.7
市净率	7.2	5.5	4.3	3.5
EV/EBITDA	13.4	10.9	9.0	7.3
股息收益率	1.4%	1.6%	2.2%	3.0%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

三丽鸥是以设计、生产、销售、授权卡通形象商品为主的日本公司，成立于 1960 年，其创造的 Hello Kitty、My Melody、大耳狗等角色风靡全球。FY03/26 公司实现收入 1,941 亿日元，同比+33.9%；调整后营业利润 785 亿日元，同比+41.0%。日本市场收入约占 60%，主要包括商品销售业务、授权业务和乐园业务。海外业务以授权业务为核心，北美、中国市场尤其重要。2020 年，新社长辻朋邦上任并开启“第二创业”，带动公司业绩实现 V 型反转。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

4QFY03/26 业绩好于我们预期：

日本：4QFY03/26，公司在日本市场的对外部客户收入同比增长 26.4%至 283 亿日元，贡献利益同比增长 144.9%至 31 亿日元，贡献利益率同比上升 5.3ppt 至 11.0%。其中物贩业务收入同比增长 16.3%，授权业务收入同比增长 63.1%，两大业务均保持较好的增长动能。

FY03/27，公司指引日本市场贡献利益同比下滑，计划加大角色营销、新**游戏业务**营销等销售管理费用投入。三丽鸥于 2026 年 4 月成立 Sanrio Games，计划于 FY03/27 推出两款游戏、三年内累计推出 10 款。首款游戏《Hello Kitty 派对乐园》计划于 2026 年 10 月 29 日登陆任天堂 Switch 系列平台。当前中期计划中，公司 FY03/25-FY03/27 年游戏开发投资预算为 100 亿日元，目前已投入约 40 亿日元。

北美：4QFY03/26，公司北美对外部客户收入同比下降 5.1%至 88 亿日元，贡献利益同比下降 7.1%至 61 亿日元，贡献利益率同比下降 1.5ppt 至 69.8%。

FY03/26，三丽鸥北美地区营收基本持平，主要由于关税因素导致 2QFY03/26 开始业务增长突然减速。尽管三丽鸥表示旗下角色在美国市场的人气仍在持续攀升，但零售商和授权合作方的经营态度明显趋于谨慎。同时，三丽鸥在北美地区的授权合作方主要集中于服饰与玩具行业，这两大领域正是受关税冲击最严重的赛道。

然而，三丽鸥指出，关税带来的业务扰动已趋于平稳，北美板块的经营能见度得到提升。FY03/27，公司预计美洲（包括南北美）市场整体收入同比增长 8.9%，贡献利益同比提升 5.7%。

三丽鸥计划至 FY03/35 **将北美市场份额从当前的 4%提升至的 10%**，主要通过两大路径推进：1）角色矩阵多元化布局；2）拓展周边市场，触达全新用户群体、新兴区域及具备文化共鸣的新社群。

除北美市场外，三丽鸥还公布了 FY03/35 其他区域的发展目标：公司日本当前市场份额为 19%，公司计划到 FY03/35 提升 5ppt；中国市场份额当前为 16%，公司计划提升 5ppt；欧洲市场份额当前为 1%，公司计划提升 5ppt。

欧洲：4QFY03/26，公司欧洲对外部客户收入同比增长 30.9%至 36 亿日元，贡献利益同比增长 7.5%至 16 亿日元，贡献利益率同比下滑 9.6ppt 至 45.3%。受高基数影响，该板块增速环比有所回落，但整体增长动能依然强劲。公司在欧洲业务的核心驱动主要来自获得多个角色授权的全球快时尚品牌客户。4QFY03/26，公司在欧洲的盈利水平阶段性下滑，主要由于公司主动加大营销投入。

亚洲：4QFY03/26，公司亚洲对外部客户收入同比增长 80.8%至 92 亿日元，贡献利益同比增长 69.0%至 62 亿日元，贡献利益率同比下降 5.5ppt 至 58.0%。公司在亚洲市场的物贩业务收入同比增长 168.8%，授权业务收入同比增长 50.4%。

公司亚洲业务增长主要由中国市场驱动。最近几个季度，中国市场的增长主要依托**三丽鸥门店的持续扩张**。4QFY03/26，公司中国授权业务表现格外亮眼，同比增长 110%（以人民币计），主要受去年同期季节性低基数影响。虽然我们认为这

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

意味着 1QFY03/27 的高基数压力，但公司日本业务板块下的“海外事业”子板块本季度仍实现 22.3%的同比增长。该指标可作为下一季度海外授权业务的先行参考，我们判断日本以外的授权业务整体仍将维持较好的增长动能。同时我们预计中国区物贩业务将保持强劲态势。FY03/26，公司新开门店 31 家，总门店数达 59 家。公司计划 FY03/27 新开门店 20 家。

发展趋势：

近几个季度，北美始终是市场对三丽鸥的核心关注点。一方面，不断变化的关税政策影响了授权合作方的合作需求；另一方面，针对前北美业务负责人不当领取薪酬的调查导致全年业绩披露延迟，也引发了市场的普遍担忧。然而，我们判断，公司北美业务已基本触底企稳，相关调查已全部完结，且公司已出台针对性的防复发管控措施。

新任美国及美洲业务 CEO **Craig Takiguchi** 也在三丽鸥财报电话会上公开亮相，分享了北美业务发展战略（详见上文内容）。他同时分享了三丽鸥贴近终端用户、监测市场趋势的三大核心举措：1）订阅全行业头部报告，同步追踪核心采购方的关注方向；2）通过社交平台直接与粉丝群体互动沟通；3）与头部授权合作方直接建立紧密的协作机制

北美地区重组后的财务团队在 CFO 下辖体系内新设 FP&A（财务规划与分析）团队，从销售端、财务端两维度直接对接授权合作方，获取一手经营信息。Craig Takiguchi 还特别强调，推动旗下 IP 深度融入北美本土流行文化至关重要，落地成功的典型案例如将库洛米与万圣节场景深度绑定运营。

三丽鸥披露 FY03/27 业绩指引：净销售额同比增长 18.4%至 2,298 亿日元；调整后营业利润同比增长 13.2%至 888 亿日元。公司将营业利润同比增长 **10%**视作一项核心经营考核指标。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 1：三丽鸥各业务部门表现

三丽鸥（8136.JP）											
百万日元	**FY03/24**	**FY03/25**	**FY03/26**	**1QFY03/25**	**2QFY03/25**	**3QFY03/25**	**4QFY03/25**	**1QFY03/26**	**2QFY03/26**	**3QFY03/26**	**4QFY03/26**
收入	**99,981**	**144,904**	**194,088**	**28,911**	**33,896**	**41,979**	**40,118**	**43,097**	**44,579**	**55,518**	**50,894**
对外部客户收入	**99,981**	**144,904**	**194,088**	**28,911**	**33,896**	**41,979**	**40,118**	**43,097**	**44,579**	**55,518**	**50,894**
日本	68,951	85,989	113,567	17,712	21,045	24,816	22,416	24,468	27,810	32,961	28,328
欧洲	2,423	6,230	11,551	715	1,258	1,511	2,746	2,145	2,426	3,386	3,594
北美	12,439	27,487	27,596	4,702	5,103	8,454	9,228	5,788	5,196	7,857	8,755
南美	1,025	1,789	3,300	333	356	460	640	631	606	1,044	1,019
亚洲	15,140	23,407	38,071	5,447	6,134	6,738	5,088	10,065	8,538	10,271	9,197
总收入	**118,336**	**176,858**	**236,574**	**35,312**	**41,765**	**50,723**	**49,058**	**52,051**	**54,810**	**67,021**	**62,692**
日本	83,088	113,009	148,250	23,079	27,709	31,626	30,595	31,600	35,979	42,066	38,605
欧洲	2,492	6,383	11,721	745	1,297	1,546	2,795	2,207	2,455	3,415	3,644
北美	12,515	27,588	27,714	4,731	5,124	8,482	9,251	5,833	5,219	7,885	8,777
南美	1,063	1,873	3,348	359	370	482	662	660	616	1,048	1,024
亚洲	19,176	28,003	45,539	6,397	7,264	8,587	5,755	11,749	10,540	12,608	10,642
收入 YoY	**37.7%**	**44.9%**	**33.9%**	**42.3%**	**43.5%**	**47.3%**	**45.6%**	**49.1%**	**31.5%**	**32.3%**	**26.9%**
对外部客户收入YoY	**37.7%**	**44.9%**	**33.9%**	**42.3%**	**43.5%**	**47.3%**	**45.6%**	**49.1%**	**31.5%**	**32.3%**	**26.9%**
日本	31.8%	24.7%	32.1%	21.3%	22.9%	28.2%	25.5%	38.1%	32.1%	32.8%	26.4%
欧洲	32.9%	157.1%	85.4%	31.4%	118.4%	156.5%	284.6%	200.0%	92.8%	124.1%	30.9%
北美	92.2%	121.0%	0.4%	145.0%	135.3%	147.6%	87.0%	23.1%	1.8%	-7.1%	-5.1%
南美	103.4%	74.5%	84.5%	94.7%	78.0%	105.4%	48.8%	89.5%	70.2%	127.0%	59.2%
亚洲	31.5%	54.6%	62.6%	77.3%	73.2%	37.1%	40.9%	84.8%	39.2%	52.4%	80.8%
授权收入占比（对外部客户收入口径）	**40%**	**49%**	**50%**	**46%**	**47%**	**50%**	**50%**	**51%**	**48%**	**49%**	**51%**
日本	21%	23%	27%	24%	22%	25%	22%	26%	27%	28%	28%
欧洲	100%	98%	99%	96%	97%	99%	98%	98%	99%	99%	98%
北美	82%	91%	90%	89%	90%	94%	89%	89%	90%	93%	89%
南美	98%	98%	99%	98%	98%	98%	97%	98%	99%	99%	99%
亚洲	79%	77%	67%	74%	84%	76%	74%	76%	74%	59%	62%
毛利率	**72.1%**	**75.8%**	**77.3%**	**76.6%**	**77.3%**	**77.0%**	**72.8%**	**80.7%**	**80.1%**	**75.3%**	**74.2%**
经营利润	**26,952**	**51,806**	**77,859**	**10,746**	**12,845**	**17,502**	**10,713**	**20,198**	**18,985**	**23,215**	**15,461**
YoY	103.5%	92.2%	50.3%	80.2%	75.0%	116.5%	92.6%	88.0%	47.8%	32.6%	44.3%
经营利润率	**27.0%**	**35.8%**	**40.1%**	**37.2%**	**37.9%**	**41.7%**	**26.7%**	**46.9%**	**42.6%**	**41.8%**	**30.4%**
调整后经营利润	**28,085**	**55,642**	**78,453**	**11,096**	**13,676**	**17,195**	**13,675**	**18,126**	**19,003**	**23,367**	**17,956**
YoY		98.1%	41.0%	86.0%	86.3%	106.2%	112.4%	63.4%	39.0%	35.9%	31.3%
调整后经营利润率	**28.1%**	**38.4%**	**40.4%**	**38.4%**	**40.3%**	**41.0%**	**34.1%**	**42.1%**	**42.6%**	**42.1%**	**35.3%**
贡献利益											
日本	6,424	11,721	20,232	2,876	3,658	3,914	1,273	3,822	6,639	6,653	3,118
欧洲	860	3,448	7,358	274	718	922	1,534	1,507	1,622	2,580	1,649
美洲	9,505	22,645	22,965	4,185	4,239	7,162	7,059	4,891	3,952	7,182	6,940
北美	*8,777*	*21,220*	*20,173*	*3,899*	*3,962*	*6,766*	*6,593*	*4,330*	*3,471*	*6,248*	*6,124*
南美	*726*	*1,422*	*2,790*	*285*	*276*	*395*	*466*	*560*	*481*	*933*	*816*
亚洲	11,475	17,899	28,312	3,863	5,044	5,339	3,653	8,085	6,757	7,295	6,175
Adj	(1,312)	(3,907)	(1,008)	(452)	(814)	165	(2,806)	1,893	15	(495)	(2,421)
贡献利益YoY											
日本	403.1%	82.5%	72.6%	57.2%	41.1%	64.6%	-438.6%	32.9%	81.5%	70.0%	144.9%
欧洲	292.7%	300.9%	113.4%	33.0%	189.5%	483.5%	518.5%	450.0%	125.9%	179.8%	7.5%
美洲	211.1%	138.2%	1.4%	212.5%	174.5%	165.1%	80.1%	16.9%	-6.8%	0.3%	-1.7%
北美	*214.6%*	*141.8%*	*-4.9%*	*220.6%*	*182.2%*	*165.0%*	*82.9%*	*11.1%*	*-12.4%*	*-7.7%*	*-7.1%*
南美	*174.0%*	*95.9%*	*96.2%*	*133.6%*	*97.1%*	*165.1%*	*47.9%*	*96.5%*	*74.3%*	*136.2%*	*75.1%*
亚洲	31.1%	56.0%	58.2%	42.8%	68.2%	64.8%	44.3%	109.3%	34.0%	36.6%	69.0%
贡献利益率											
日本	9.3%	13.6%	17.8%	16.2%	17.4%	15.8%	5.7%	15.6%	23.9%	20.2%	11.0%
欧洲	34.5%	54.0%	62.8%	36.8%	55.4%	59.6%	54.9%	68.3%	66.1%	75.5%	45.3%
美洲	70.0%	76.9%	73.9%	82.2%	77.2%	79.9%	71.2%	75.3%	67.7%	80.4%	70.8%
北美	*70.1%*	*76.9%*	*72.8%*	*82.4%*	*77.3%*	*79.8%*	*71.3%*	*74.2%*	*66.5%*	*79.2%*	*69.8%*
南美	*68.3%*	*75.9%*	*83.3%*	*79.4%*	*74.6%*	*82.0%*	*70.4%*	*84.8%*	*78.1%*	*89.0%*	*79.7%*
亚洲	59.8%	63.9%	62.2%	60.4%	69.4%	62.2%	63.5%	68.8%	64.1%	57.9%	58.0%
归母净利润	**17,584**	**41,731**	**54,608**	**10,296**	**8,780**	**14,714**	**7,941**	**14,190**	**13,328**	**16,161**	**10,929**
YoY	115.5%	137.3%	30.9%	109.4%	57.1%	161.3%	448.4%	37.8%	51.8%	9.8%	37.6%
归母净利率	**17.6%**	**28.8%**	**28.1%**	**35.6%**	**25.9%**	**35.1%**	**19.8%**	**32.9%**	**29.9%**	**29.1%**	**21.5%**
ROE	**29.2%**	**48.6%**	**41.6%**								

资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 2：三丽鸥日本业务表现

三丽鸥-日本部门 百万日元	FY03/24	FY03/25	FY03/26	1QFY03/25	2QFY03/25	3QFY03/25	4QFY03/25	1QFY03/26	2QFY03/26	3QFY03/26	4QFY03/26
收入拆分											
三丽鸥单体	**68,160**	**97,416**	**131,159**	**19,313**	**23,484**	**27,866**	**26,753**	**27,773**	**31,133**	**37,760**	**34,493**
物贩事业	40,056	50,745	67,880	10,014	12,201	14,990	13,540	14,765	15,869	20,072	17,174
授权事业	13,847	20,055	31,254	4,099	4,727	6,283	4,946	6,339	7,668	9,557	7,690
海外事业	13,906	26,090	31,905	5,227	6,543	6,550	7,770	6,701	7,584	8,114	9,506
其他	349	525	116	(28)	14	42	497	(33)	12	16	121
调整项	-	1	4	1	(1)	1	-	1	-	1	2
三丽鸥娱乐	**14,124**	**16,553**	**19,150**	**3,408**	**4,638**	**4,337**	**4,170**	**4,181**	**5,369**	**4,894**	**4,706**
彩虹乐园（东京室内）	11,432	13,542	15,362	2,777	3,809	3,552	3,404	3,374	4,358	3,840	3,790
客单价（日元）	8,406	9,089	10,041	7,957	8,164	8,326	8,571	8,578	9,018	8,933	8,896
客流量（千人）	1,360	1,490	1,530	310	430	380	370	350	430	370	380
和谐乐园（九州室外）	2,691	3,011	3,786	631	829	784	767	807	1,010	1,053	916
客单价（日元）	5,492	6,406	7,011	5,293	5,628	5,731	5,804	6,184	6,567	6,169	6,377
客流量（千人）	490	470	540	100	130	120	120	120	140	160	120
其他子公司	**3,959**	**1,934**	**1,006**	**1,076**	**325**	**212**	**321**	**257**	**251**	**245**	**253**
合计	**86,243**	**115,904**	**151,317**	**23,799**	**28,445**	**32,417**	**31,243**	**32,212**	**36,753**	**42,899**	**39,453**
调整额	(3,155)	(2,894)	(3,065)	(720)	(736)	(791)	(647)	(611)	(774)	(832)	(848)
日本部门合计收入	**83,088**	**113,009**	**148,250**	**23,079**	**27,709**	**31,626**	**30,595**	**31,600**	**35,979**	**42,066**	**38,605**
调整额	(14,136)	(27,020)	(34,682)	(5,366)	(6,665)	(6,810)	(8,179)	(7,132)	(8,168)	(9,105)	(10,277)
日本部门对外部客户收入	**68,951**	**85,989**	**113,566**	**17,712**	**21,045**	**24,816**	**22,416**	**24,468**	**27,810**	**32,961**	**28,327**
收入YoY											
三丽鸥单体	**36.2%**	**42.9%**	**34.6%**	**39.2%**	**42.3%**	**45.0%**	**44.1%**	**43.8%**	**32.6%**	**35.5%**	**28.9%**
物贩事业	32.4%	26.7%	33.8%	20.4%	22.2%	30.2%	32.3%	47.4%	30.1%	33.9%	26.8%
授权事业	17.0%	44.8%	55.8%	39.0%	42.7%	59.6%	35.5%	54.6%	62.2%	52.1%	55.5%
海外事业	75.9%	87.6%	22.3%	101.3%	108.5%	81.5%	70.2%	28.2%	15.9%	23.9%	22.3%
三丽鸥娱乐	**31.7%**	**17.2%**	**15.7%**	**18.2%**	**18.6%**	**24.5%**	**8.5%**	**22.7%**	**15.8%**	**12.8%**	**12.9%**
彩虹乐园（东京室内）	33.3%	18.5%	13.4%	20.0%	22.7%	25.6%	6.9%	21.5%	14.4%	8.1%	11.3%
客单价	15.7%	8.1%	10.5%								
客流量	15.3%	9.6%	2.7%								
和谐乐园（九州室外）	25.4%	11.9%	25.7%	10.7%	2.9%	19.7%	16.2%	27.9%	21.8%	34.3%	19.4%
客单价	7.5%	16.7%	9.4%								
客流量	16.7%	-4.1%	14.9%								
日本部门合计收入	**35.6%**	**36.0%**	**31.2%**	**34.3%**	**35.9%**	**37.0%**	**36.4%**	**36.9%**	**29.8%**	**33.0%**	**26.2%**
日本部门对外部客户收入	**31.8%**	**24.7%**	**32.1%**	**21.3%**	**22.9%**	**28.2%**	**25.5%**	**38.1%**	**32.1%**	**32.8%**	**26.4%**
营业利润率											
三丽鸥单体	**22.0%**	**31.7%**	**36.3%**	**32.4%**	**32.4%**	**33.9%**	**28.4%**	**36.7%**	**38.2%**	**37.2%**	**33.2%**
物贩事业	15.5%	18.5%	19.7%	16.2%	12.7%	16.7%	27.2%	22.6%	20.5%	19.2%	17.1%
授权事业	78.7%	84.2%	88.8%	84.6%	81.6%	84.2%	86.5%	89.1%	88.0%	88.9%	89.1%
海外事业	94.6%	96.4%	95.7%	96.0%	96.2%	93.2%	99.7%	96.6%	95.7%	94.8%	96.1%
三丽鸥娱乐	**17.2%**	**18.1%**	**15.7%**	**16.0%**	**22.3%**	**23.5%**	**9.4%**	**18.9%**	**20.9%**	**20.5%**	**2.0%**
彩虹乐园（东京室内）	20.3%	20.6%	17.5%	19.3%	25.7%	24.5%	12.0%	20.4%	24.0%	20.4%	4.4%
和谐乐园（九州室外）	3.9%	6.5%	8.6%	1.0%	6.5%	19.1%	-1.8%	12.6%	7.6%	20.8%	-7.8%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：盈利预测调整表

百万日元	2026E			2027E			2028E
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	调整后
营业收入	211,758	231,638	9.4%	233,093	264,186	13.3%	300,513
营业利润	87,175	91,475	4.9%	99,060	107,120	8.1%	125,207
非通用准则净利润	60,742	64,616	6.4%	69,112	75,677	9.5%	88,560

资料来源：公司公告，中金公司研究部

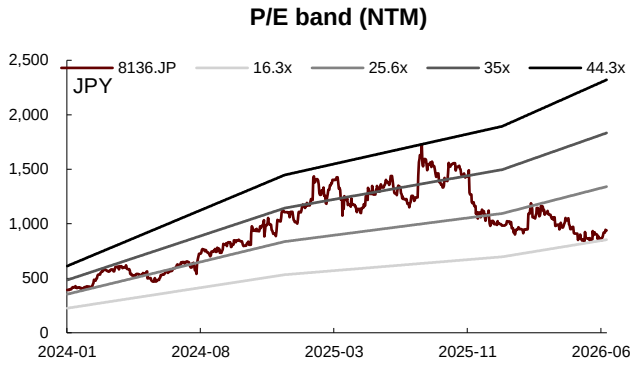
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 4：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价 06-24	市值（百万美元）	营业收入（财报货币 百万）			净利润（财报货币 百万）			市盈率			每股收益（财报货币）		
					2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
4661.JP	东方地产*	JPY	2374.00	26,458	725,232(a)	773,251(a)	850,662(a)	115,096(a)	119,194(a)	124,197(a)	33.8(a)	32.7(a)	31.3(a)	70.19(a)	72.69(a)	75.74(a)
8136.JP	三丽鸥株式会社*	JPY	932.00	7,367	231,638(a)	264,186(a)	300,513(a)	64,616(a)	75,677(a)	88,560(a)	17.4(a)	14.8(a)	12.7(a)	53.64(a)	62.82(a)	73.52(a)
7974.JP	任天堂	JPY	6858.00	54,598	2,313,051(a)	2,296,030(a)	2,535,218(a)	424,056(a)	373,693(a)	433,841(a)	20.8(a)	23.6(a)	20.3(a)	364.51(a)	323.43(a)	381.07(a)
7832.JP	万代南梦宫控股公司	JPY	3673.00	14,652	1,348,246(a)	1,373,660(a)	1,439,380(a)	140,651(a)	141,350(a)	153,287(a)	16.8(a)	16.7(a)	15.4(a)	217.49(a)	221.35(a)	238.44(a)
9766.JP	科乐美控股株式会社	JPY	17365.00	15,411	493,677(a)	540,448(a)	572,786(a)	100,013(a)	118,312(a)	129,578(a)	24.9(a)	21.0(a)	19.2(a)	737.80(a)	872.32(a)	955.41(a)
6758.JP	索尼集团公司	JPY	3250.00	119,904	12,479,620(a)	12,693,192(a)	12,741,788(a)	-326,865(a)	1,218,431(a)	1,320,010(a)	N.M.	15.9(a)	14.7(a)	-54.70(a)	206.57(a)	225.12(a)
4816.JP	Toei 动漫有限公司	JPY	2320.00	3,013	93,669(a)	104,283(a)	115,292(a)	25,070(a)	23,245(a)	27,383(a)	19.4(a)	20.9(a)	17.8(a)	122.67(a)	115.41(a)	134.03(a)
9605.JP	东映	JPY	5720.00	2,612	185,333(a)	195,850(a)	217,320(a)	23,320(a)	16,338(a)	19,802(a)	18.1(a)	25.8(a)	21.3(a)	374.29(a)	261.66(a)	317.14(a)
9602.JP	东宝	JPY	1266.50	6,658	360,663(a)	360,047(a)	382,768(a)	51,768(a)	48,677(a)	53,819(a)	20.8(a)	22.1(a)	20.0(a)	61.20(a)	58.22(a)	64.55(a)
2767.JP	Tsuburaya Fields 控股株式会社	JPY	1334.00	540	174,142(a)	179,300(a)	186,350(a)	13,050(a)	13,950(a)	15,100(a)	6.7(a)	6.3(a)	5.8(a)	209.70(a)	224.12(a)	242.57(a)

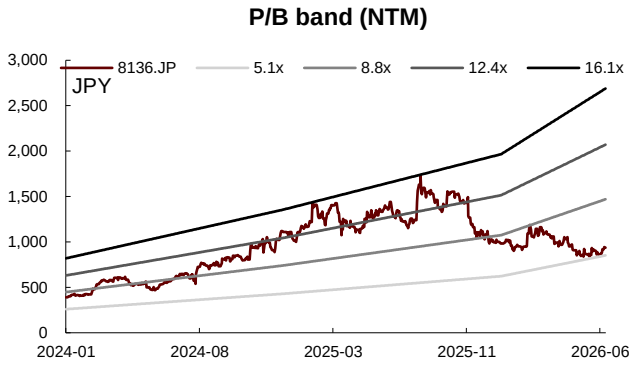
注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期
标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

图表 5：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 6：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

团队信息



魏儒镝，CFA　分析员
全球研究
SAC 执证编号：S0080522080005
SFC CE Ref：BTM838
rudi.wei@cicc.com.cn



张雪晴，CFA　分析员
传媒
SAC 执证编号：S0080517090001
SFC CE Ref：BNC281
xueqing.zhang@cicc.com.cn



丁瑞，CFA　分析员
全球研究
SAC 执证编号：S0080523120007
SFC CE Ref：BRO301
rui.ding@cicc.com



杨鑫，CFA　分析员
全球研究组长
SAC 执证编号：S0080511080003
SFC CE Ref：APY553
xin.yang@cicc.com.cn

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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，应同时考量各自的投资目的、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，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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中金公司的客户、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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。

V190624
翻译：王雪峰
编辑：金灿

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。