

名创优品 (09896.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

海外靓丽、国内同店略承压，期待4Q旺季&IP提振盈利表现

业绩简评

11月29日公司披露24Q3财报,24Q1-3营收122.8亿元(+22.8%),调整后净利19.28亿元(+13.7%);其中24Q3营收45.2亿元(+19.3%),调整后净利6.86亿元(+6.9%)。24Q3国内/海外实现营收27.1/18.1亿元(同比+9%/+40%)。

经营分析

国内：高线城市延续快速展店，受客流影响同店有所波动：1)国内名创：24Q3/Q1-3营收24.4/70.3亿元(+5.7%/+12.3%)，截至9月底门店数4250家(YTD+324家)，其中一/二线门店新增+41/+154家；Q1-3同店销售中个位数下滑(平均客单价/客单量+0.2%/-中个位数)，主因受低线城市线下客流影响，IP引流下预计高线城市影响较小。2)TOP TOY:24Q3/Q1-3营收2.7/7亿元(+49.8%/+43%)，产品优化带动店效不断成长，截至9月底门店数234家(YTD+86家)。

海外：同店高单位数增长表现靓丽，北美加速开店带动整体开店节奏超预期，4Q旺季表现值得期待。24Q1-3海外直营/代理收入+64%/+22%，截至9月底门店数2936家(YTD+449家)，3Q代理/直营市场门店数量环比+52/+131家，Q1-3同店销售高单位数增长。以美国为首的直营市场伴随品牌力提升、店铺选址优化等开启加速展店，拉美同店表现较优，北美/拉美/亚洲(中国外)/欧洲同店增速中单位数/低双位数/高单位数/低单位数增长，3Q环比新增店铺数+60/+14/+88/+16家。

毛利率表现优异，受直营业务租金等前置投入、IP费用前置影响盈利能力短期波动：Q3毛利率43.7%(同/环比+3.1/+1pct)，主因：①海外IP发货占比提升；②TOPTOY受益规模效应&自有产品结构优化，毛利率处于提升通道。24Q1-3销售/管理费用率20%/5%(+4.9/+0.22pct)，其中与直营门店相关的销售与分销开支+75%。预计中期伴随北美市场费用控制优化，东南亚等海外IP占比提升，盈利能力仍有向上优化空间。

线下兴趣消费出海先锋，创新店态渠道不断挖潜。24年公司计划全球净增门店900-1100家，国内伴随主题、miniso go等多类型创新店态推进深度挖潜、北美走向正轨加速开店，新五年战略目标指导下成长可期。

盈利预测、估值与评级

公司基于消费者洞察进行IP产品创新，且在供应链整合和全球化开拓方面能力突出，我们预计24-26年调整后归母净利润分别为28.2/34.5/42.9亿元，当前股价对应P/E分别为16/13/10X，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，海外开店进度低于预期，门店拓展及子品牌发展不及预期。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦 (执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

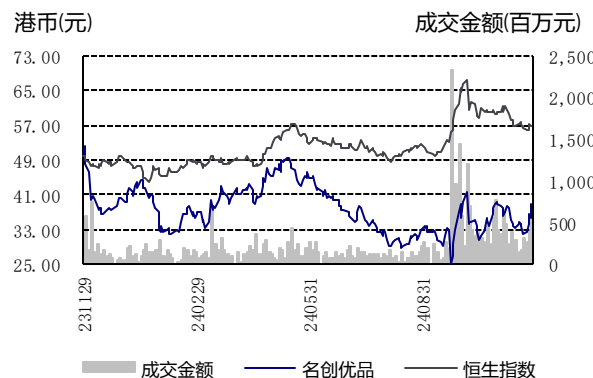
分析师：张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价(港币)：38.700元

相关报告：

- 《名创优品港股公司点评：IP战略、海外&Toptoy加速开店推...》，2024.5.15
- 《名创优品港股公司点评：业绩表现超预期，欧美展店打开全球成长空...》，2024.3.13



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,086	11,473	17,177	20,758	24,665
营业收入增长率	11.18%	13.76%	24.12%	20.85%	18.82%
归母净利润(百万元)	638	1,769	2,690	3,295	4,159
归母净利润增长率	145.10%	177.19%	14.14%	22.49%	26.22%
调整后归母净利润(百万元)	1124	2357	2815	3445	4289
调整后归母净利润增长率		110%	19%	22%	25%
摊薄每股收益(元)	0.51	1.40	2.14	2.62	3.30
每股经营性现金流净额	1.15	1.32	1.96	2.80	3.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.08%	19.87%	23.21%	22.14%	22.13%
P/E	60.65	21.88	15.89	12.98	10.43

来源：公司年报、国金证券研究所；注：如无特殊说明，全文货币单位均为人民币

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	9,072	10,086	11,473	17,177	20,758	24,665	货币资金	6,772	5,348	6,489	8,938	12,249	16,188
增长率	1.0%	11.2%	13.8%	24.1%	20.9%	18.8%	应收款项	722	1,056	1,150	1,575	1,903	2,261
主营业务成本	6,641	7,016	7,030	9,492	11,274	13,310	存货	1,496	1,188	1,451	1,846	2,192	2,588
%销售收入	73.2%	69.6%	61.3%	55.3%	54.3%	54.0%	其他流动资产	210	480	814	925	997	1,075
毛利	2,431	3,070	4,443	7,684	9,484	11,355	流动资产	9,199	8,073	9,904	13,284	17,340	22,112
%销售收入	26.8%	30.4%	38.7%	44.7%	45.7%	46.0%	%总资产	85.9%	71.6%	73.6%	78.2%	81.7%	84.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	352	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	76	420	535	660	810	915
销售费用	1,207	1,442	1,716	3,264	3,944	4,563	%总资产	0.7%	3.7%	4.0%	3.9%	3.8%	3.5%
%销售收入	13.3%	14.3%	15.0%	19.0%	19.0%	18.5%	无形资产	771	2,405	2,599	2,600	2,620	2,640
管理费用	811	816	634	1,031	1,245	1,357	非流动资产	1,506	3,209	3,544	3,693	3,883	4,028
%销售收入	8.9%	8.1%	5.5%	6.0%	6.0%	5.5%	%总资产	14.1%	28.4%	26.4%	21.8%	18.3%	15.4%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	10,705	11,282	13,448	16,977	21,224	26,140
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	14	0	0	10	15	20
息税前利润 (EBIT)	-1,228	874	2,223	3,564	4,400	5,561	应付款项	632	663	3,019	3,322	3,977	4,658
%销售收入	-13.5%	8.7%	19.4%	20.7%	21.2%	22.5%	其他流动负债	2,837	3,125	866	1,288	1,557	1,850
财务费用	-12	-33	-111	-25	-24	-24	流动负债	3,483	3,789	3,886	4,621	5,549	6,528
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-1.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	7	7	7	7	7	7
投资收益	-4	-8	0	0	0	0	其他长期负债	563	459	637	721	721	721
%税前利润	0.3%	-0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	4,053	4,254	4,529	5,349	6,278	7,257
营业利润	413	811	2,093	3,390	4,295	5,436	普通股股东权益	6,659	7,032	8,901	11,591	14,887	18,794
%营业利润率	4.6%	8.0%	18.2%	19.7%	20.7%	22.0%	其中：股本	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-1,216	907	2,334	3,588	4,425	5,585	未分配利润	6,659	7,032	8,901	11,591	14,886	18,794
%税前利润	-13.4%	9.0%	20.3%	20.9%	21.3%	22.6%	少数股东权益	-7	-4	17	36	59	89
所得税	213	267	552	879	1,106	1,396	负债股东权益合计	10,705	11,282	13,448	16,977	21,224	26,140
%所得税率	-17.5%	29.5%	23.6%	24.5%	25.0%	25.0%	比率分析						
净利润	-1,429	640	1,782	2,709	3,319	4,189	每股指标						
少数股东损益	-14	2	13	19	23	29	每股收益	-1.18	0.53	1.42	2.14	2.62	3.30
归属于母公司的净利润	-1,415	638	1,769	2,690	3,295	4,159	每股净资产	5.43	5.74	7.04	9.20	11.82	14.92
净利率	n.a	6.3%	15.4%	15.7%	15.9%	16.9%	每股经营现金净流	0.75	1.15	1.32	1.96	2.80	3.46
							每股股利	0.00	0.04	0.18	0.18	0.20	0.20
现金流量表(人民币 百万)							回报率						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	净资产收益率	-21.25%	9.08%	19.87%	23.21%	22.14%	22.13%
净利润	-1,415	638	1,769	2,690	3,295	4,159	总资产收益率	-13.22%	5.66%	13.15%	15.85%	15.53%	15.91%
少数股东损益	-14	2	13	19	23	29	投入资本收益率	-21.63%	8.76%	19.02%	23.11%	22.05%	22.05%
非现金支出	2,069	416	404	-124	-52	-65	增长率						
非经营收益							主营业务收入增长率	1.03%	11.18%	13.76%	24.12%	20.85%	18.82%
营运资金变动	277	350	-520	-206	177	142	EBIT增长率	-1519.17%	171.15%	154.39%	60.31%	23.48%	26.37%
经营活动现金净流	916	1,406	1,666	2,464	3,530	4,352	净利润增长率	-439.53%	145.10%	177.19%	52.08%	22.49%	26.22%
资本开支	-180	-1,234	-174	-230	-280	-240	总资产增长率	83.42%	5.39%	19.20%	26.24%	25.02%	23.16%
投资	28,432	12,289	7,364	-20	-20	-20	资产管理能力						
其他	-28,770	-13,180	-7,483	256	105	125	应收账款周转天数	14.0	13.4	23.9	28.6	30.2	30.4
投资活动现金净流	-519	-2,126	-293	6	-195	-135	存货周转天数	78.4	68.9	67.6	62.5	64.5	64.6
股权募资	4,182	-85	434	0	0	0	应付账款周转天数	30.7	33.2	94.3	120.3	116.5	116.8
债权募资	-644	-322	-346	10	5	5	固定资产周转天数	3.3	8.9	15.0	12.5	12.8	12.6
其他	-1	-326	-413	-30	-31	-283	偿债能力						
筹资活动现金净流	3,536	-734	-326	-20	-26	-278	净负债/股东权益	-93.02%	-69.48%	-65.54%	-70.52%	-76.98%	-81.76%
现金净流量	3,918	-1,423	1,141	2,449	3,310	3,939	EBIT利息保障倍数	-43.3	26.2	64.2	117.4	143.8	180.9
							资产负债率	37.86%	37.71%	33.68%	31.51%	29.58%	27.76%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806