

2024 年 12 月 02 日

名创优品 (09896. HK)

——海外持续高增，IP 战略+谷子经济打造持续影响力

投资评级：增持（首次）

投资要点：

证券分析师

朱芸

SAC: S1350524070001

zhuyun@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024 年 11 月 29 日

收盘价 (港元)	38.70
一年内最高/最低 (港元)	51.35/20.00
总市值 (百万港元)	47,978.99
流通市值 (百万港元)	47,978.99
资产负债率 (%)	40.72

资料来源：聚源数据

- 2024Q3 公司实现营收 45.23 亿元，同比增长 19.3%；实现归母净利润 6.42 亿元，同比增长 4.8%；实现经调净利润 6.86 亿元，同比增长 6.9%。2024 年前三季度，公司实现营收 122.81 亿元，同比增长 22.8%；实现归母净利润 18.12 亿元，同比增长 12.0%；实现经调净利润 19.28 亿元，同比增长 13.7%，剔除净汇兑亏损及收益影响后经调整净利润为 19.50 亿元，同比增长 18.3%。
- 门店扩张延续高增速，全年预计共净增门店 900-1100 家。截至 2024Q3 公司共拥有门店 7186 家，同比净增 1071 家，较 2023 年末净增门店 773 家；拥有 TOP TOY 品牌门店 234 家，同比净增 112 家，较 2023 年末净增 86 家，其中直营店/合伙人门店数分别为 29/205 家，同比分别净增 20/92 家，较 2023 年末分别净增 15/71 家。按地区划分，1) 中国内地：拥有门店数 4250 家，同比净增 448 家，较 2023 年末净增 324 家；其中直营店/合伙人门店数分别为 29/4221 家，同比分别净增 9/439 家，较 2023 年末分别净增 3/321 家；2) 海外地区：拥有门店数 2936 家，同比净增 623 家，较 2023 年末净增 449 家；其中亚洲（中国除外）/北美洲/拉丁美洲/欧洲/其他地区分别拥有门店数 1572/294/598/260/212 家，同比分别净增 308/154/84/42/35 家，较 2023 年末分别净增 239/122/46/29/13 家。根据公司公告，2024 自然年预计净增门店数 900-1100 家，其中国内地区 350-450 家，海外地区 650-700 家，全年目标有望达成。
- 海外直营带动整体毛利率提升。2024 年前三季度海外业务实现营收 45.4 亿元，同比增长 42%，海外营收占前三季度公司总营收 37%，海外直营店营收占前三季度公司总营收 20%，海外直营店数量提升对毛利率具备强有力支撑。2024 年前三季度公司整体毛利率为 44.1%，同比增加 3.7pct，经调整净利润率为 15.7%，同比下降 1.3pct。费用率方面，2024 年前三季度公司销售/管理费用率分别为 20.5%/5.3%，同比分别 +4.9pct/+0.4pct，销售费用率大幅增加主要系海内外直营店扩张，相关租金费用、折旧及摊销费用、工资费用等相应增加。
- 谷子经济正当时，IP 战略+二次元发力稳定公司同店表现。过去几年内，公司在全球范围内与超过 150 个 IP 展开合作，在全球十大 IP 授权商中，与公司建立合作的有 6 家。在 IP 储备方面，公司已与头部日漫游戏及二次元热度 IP 达成授权合作，内部搭建二次元 IP 经营研发团队，未来将通过二创、约稿等方式推出名创自研开发的谷子类周边产品，打造具有差异化的创意产品。IP 战略+二次元发力或将带来产品力持续提升和实现门店客单价提升，从而稳定公司同店表现。
- 中期分红+回购计划强化股东回报。2024 年 8 月，公司宣布现金分红 6.2 亿元，共计占 2024H1 经调整净利约 50%；并公告新一轮股份购回计划，拟自 8 月 30 日开始 12 个月内回购最多 20 亿港币股票。分红+回购彰显公司长期发展信心。
- 盈利预测与评级：我们预计 2024-2026 年收入分别为 171.80 亿元、207.63 亿元、238.35 亿元，经调整归母净利润分别为 28.28 亿元、35.31 亿元、42.20 亿元，我们

选取泡泡玛特、Five Below、Dollar Tree 作为可比公司，公司 PE 低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“增持”评级。

➤ **风险提示。门店拓展不及预期；海外市场经营不及预期；品牌升级不及预期。**

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10085.65	11473.21	17179.98	20762.94	23834.90
同比增长率（%）	11.18%	13.76%	49.74%	20.86%	14.80%
归母净利润（百万元）	636.59	1,768.50	2,759.28	3,463.52	4,152.97
同比增长率（%）	—	177.8%	56.0%	25.5%	19.9%
每股收益（元/股）	0.53	1.42	2.25	2.81	3.36
ROE（%）	10.28%	20.72%	25.67%	25.75%	24.90%
市盈率（P/E）	0.00	21.63	18.89	15.13	12.66

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
	单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)			
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,473	17,180	20,763	23,835	货币资金	6,489	7,740	9,537	11,638
增长率	13.8%	49.7%	20.9%	14.8%	应收款项	1,150	1,024	1,238	1,421
营业成本	7,030	9,357	11,114	12,539	存货	1,451	1,560	1,760	1,933
%销售收入	61.3%	54.5%	53.5%	52.6%	其他流动资产	814	1,357	1,922	2,553
毛利	4,443	7,823	9,649	11,296	流动资产	9,904	11,680	14,457	17,546
%销售收入	38.7%	45.5%	46.5%	47.4%	权益性投资	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0	固定资产	535	752	982	1,226
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	2,599	2,664	2,706	2,717
销售费用	1,716	3,436	4,142	4,743	非流动资产	3,544	4,090	4,692	5,337
%销售收入	15.0%	20.0%	20.0%	19.9%	资产总计	13,448	15,770	19,149	22,882
管理费用	634	1,041	1,252	1,430	应付款项	3,019	3,119	3,550	3,831
%销售收入	5.5%	6.1%	6.0%	6.0%	短期借款	0	0	0	0
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	866	941	1,173	1,366
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	3,886	4,060	4,724	5,198
财务费用	-111	-142	-176	-225	长期债务	7	7	7	7
%销售收入	-1.0%	-0.8%	-0.8%	-0.9%	其他长期负债	637	650	650	650
息税前利润 (EBIT)	2,223	3,561	4,472	5,347	非流动负债	644	657	657	657
%销售收入	19.4%	20.7%	21.5%	22.4%	负债总计	4,529	4,717	5,381	5,855
投资收益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	8,901	11,017	13,711	16,944
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	17	36	58	84
除税前利润	2,334	3,703	4,648	5,572	负债股东权益合计	13,448	15,770	19,149	22,882
利润率	20.3%	21.6%	22.4%	23.4%					
所得税	552	926	1,162	1,393					
所得税率	23.6%	25.0%	25.0%	25.0%					
净利润(含少数股东损益)	1,782	2,778	3,486	4,179					
少数股东损益	13	18	22	26					
经调整净利润	1,845	2,828	3,531	4,220					
增长率	155.3%	53.3%	24.9%	19.5%					
净利率	16.1%	16.5%	17.0%	17.7%					

现金流量表				
	单位：人民币(百万)			
	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,769	2,759	3,464	4,153
少数股东损益	13	18	22	26
营运资金变动及其他变动	-116	135	233	93
经营活动现金流量净额	1,666	2,913	3,719	4,271
资本开支	-174	-450	-455	-450
投资及其他	-119	-535	-663	-766
投资活动现金流量净额	-293	-985	-1,118	-1,216
股权募资	434	0	0	0
债权募资及其他	-760	-678	-804	-954
筹资活动现金流量净额	-326	-678	-804	-954
现金净变动	1,141	1,251	1,797	2,101

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。