

名创优品 (09896.HK)

单季度毛利率创历史新高，四季度旺季有望实现业绩加速

优于大市

核心观点

受高基数影响公司单 Q3 收入增速略有放缓。公司前三季度实现营收 122.8 亿 /yoy+22.8%，经调净利润为 19.3 亿 /yoy+13.7%，经调净利润率 15.7%/yoy-1.3pct，剔除汇兑损益影响，经调整净利率为 15.9%/yoy-0.6pct。单 Q3 实现收入 45.23 亿 /yoy+19.3%，经调净利润 6.86 亿 /yoy+6.9%，经调净利润率 15.2%/yoy-1.7pct。由于去年同期爆款 IP 芭比公司收入高基数影响，单 Q3 收入增速略有放缓，同时由于公司加速开拓直营门店导致利润率有所下降。Q4 来看，预计收入整体同比增长 25-30%，其中海外实现同比增速 45-50%；国内预计同比增长 10-15%；TOP TOY 延续 50-55%同比增速。

从名创中国业务来看，2024Q3 名创品牌国内实现收入 24.39 亿 /yoy+5.7%，新增门店 135 家至 4240 家。前三季度名创优品中国内地线下门店收入 yoy+11.8%，其中，开店同比增长 14.7%，同店销售同比下降中单位数；O2O 业务同比增长近 80%，电商业务同比增长 19%。**从海外业务来看，**2024Q3 名创海外实现收入 18.1 亿 /yoy+39.8%，其中，海外直营/代理分别实现收入增速 55.4%/26.5%。单 Q3 名创海外新增 183 家门店至 2936 家；前三季度海外同店同比增长高单位数。**从 TOP TOY 业务来看，**2024Q3 实现收入 2.72 亿 /yoy+50.1%，新增门店 39 家至 234 家。从同店表现来看，前三季度同店同比增长 5%。随着 TOP TOY 自研产品占比环比提升，盈利持续向好。同时 TOP TOY 在印尼 MINISO LAND 店中成功试水，并在泰国开设海外首家门店，为全球扩张奠定基础。

IP 占比提升带动毛利率上行，海外拓店加速销售费用率有所增加。单 Q3 公司实现毛利率 44.9%/yoy+3.1pct，环比提升 1.5pct，创单季度历史新高。主要由于 1) 高毛利海外直营市场占比提升；2) IP 产品占比提高；3) TOP TOY 毛利率不断改善。单 Q3 销售及分销/一般行政/财务收入净额比率分别同比 +5.1/0.7/3.5pct，快速拓展海外直营门店带动销售费用率提升。

风险提示：宏观环境风险，IP 联名不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司依托自身强大的渠道能力和供应链优势，并持续深耕兴趣零售领域，不断通过热门 IP 联名优化自身产品结构，带动毛利率上行；同时海外加速开店，全球门店版图持续稳步扩张。与此同时，公司收购永辉超市稳步推进，通过打造性价比品质消费场景，利用其与名创品牌服务客群以及价格带维度的互补，逐步在零售赛道构建独特的多品牌矩阵。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 27.55/33.30/39.58 亿元，对应 PE 为 19/16/13x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,926	13,839	17,395	21,170	25,235
(+/-%)	-2.0%	39.4%	25.7%	21.7%	19.2%
净利润(百万元)	1065	2253	2755	3330	3958
(+/-%)	85.7%	111.5%	22.3%	20.9%	18.9%
每股收益(元)	0.47	1.78	2.19	2.64	3.14
EBIT Margin	10.3%	18.2%	18.9%	18.7%	18.6%
净资产收益率 (ROE)	13.6%	24.6%	23.1%	21.8%	20.6%
市盈率 (PE)	89.3	23.4	19.1	15.8	13.3
EV/EBITDA	47.4	22.7	18.9	16.1	13.9
市净率 (PB)	6.78	5.76	4.41	3.45	2.74

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·专业连锁 II

证券分析师: 张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师: 孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	45.75 港元
总市值/流通市值	57475/57475 百万港元
52 周最高价/最低价	50.50/20.00 港元
近 3 个月日均成交额	429.34 百万港元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《名创优品 (09896.HK) -收购永辉超市 29.4% 股权，线下零售巨头协同发展》——2024-09-25
- 《名创优品 (09896.HK) -二季度营收同比增长 24%，海外门店加速扩张》——2024-09-02
- 《名创优品 (09896.HK) -一季度经调净利润增长 28%，海外直营市场快速扩张》——2024-05-16
- 《名创优品 (09896.HK) -单季度多指标创历史新高，夯实全球折扣零售商龙头地位》——2024-03-13
- 《名创优品 (09896.HK) -高效供应链赋能产品升级，独特门店模式助力渠道扩张》——2023-12-25

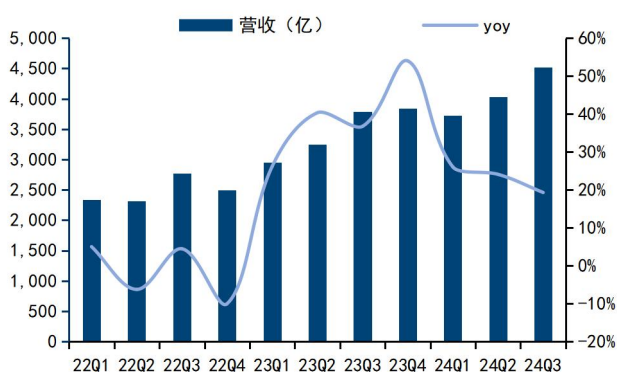
公司前三季度实现营收 122.8 亿/yoy+22.8%，经营利润同比增长 14.3%，经调净利润实现 19.3 亿/yoy+13.7%，经调整净利率为 15.7%/yoy-1.3pct，剔除汇兑损益影响，经调整净利率为 15.9%/yoy-0.6pct。单 Q3 实现收入 45.23 亿/yoy+19.3%，经营利润同比增长 8.2%，经调净利润为 6.86 亿/yoy+6.9%，经调净利率为 15.2%/yoy-1.7pct。由于去年同期爆款 IP 芭比带来公司收入高基数，单 Q3 收入略有放缓，同时由于公司加速开拓直营门店导致利润率有所下降。而 Q4 来看，预计收入整体同比增长 25-30%，其中海外实现同比增速 45-50%；国内预计同比增长 10-15%；TT 延续 50-55%同比增速。

从名创中国业务来看，2024Q3 名创品牌国内实现收入 24.39 亿/yoy+5.7%，新增门店 135 家至 4240 家。前三季度名创优品中国内地线下门店收入 yoy+11.8%，其中，开店同比增长 14.7%，同店销售同比下降中单位数，其中客单价微增，客单量下降中个位数；O2O 业务同比增长近 80%，电商业务同比增长 19%。

从海外业务来看，2024Q3 名创海外实现收入 18.1 亿/yoy+39.8%，其中，海外直营收入 yoy+55.4%，海外代理收入 yoy+26.5%。单 Q3 名创海外新净增 183 家门店至 2936 家，预计全年净增 650-700 家店；前三季度海外同店同比增长高单位数。

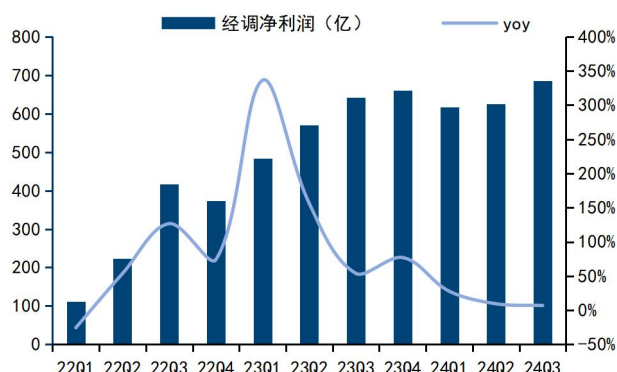
从 TOP TOY 业务来看，2024Q3 实现收入 2.72 亿/yoy+50.1%，新增门店 39 家至 234 家，预计全年有望新增 100 家。从同店表现来看，前三季度同店同比增长 5%。随着 TOP TOY 自研产品占比环比提升，盈利持续向好。同时 TOP TOY 在印尼 MINISO LAND 店中成功试水，并在泰国开设海外首家门店，为全球扩张奠定基础。

图1: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



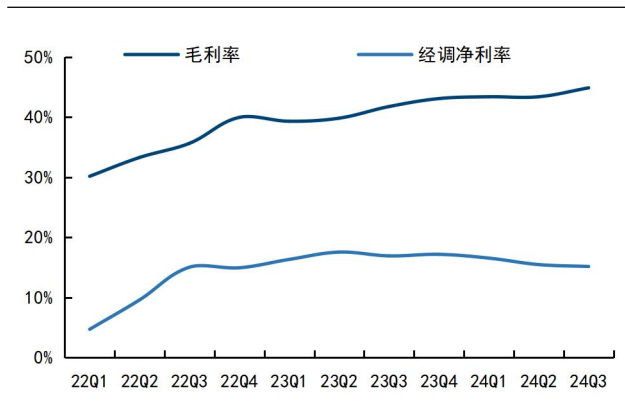
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度经调整归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

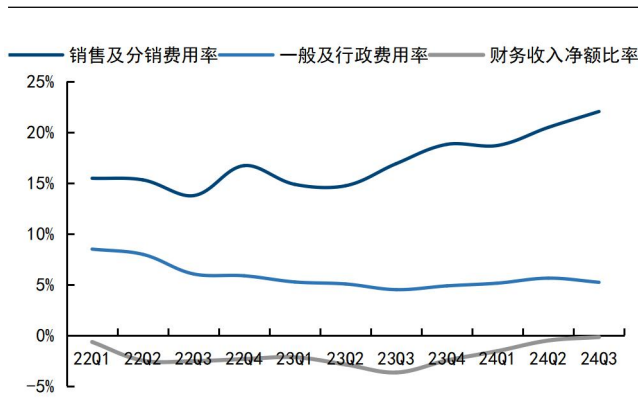


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力方面，单 Q3 公司实现毛利率 44.9%/yoy+3.1pct，环比提升 1.5pct，创单季度历史新高。主要由于 1) 高毛利海外直营市场占比提升；2) 公司产品结构调整带动毛利率提升；3) TOP TOY 毛利率不断改善。单 Q3 销售及分销/一般行政/财务收入净额比率分别为 22.0%/5.2%/-0.2%，分别同比+5.1/0.7/3.5pct，快速拓展海外直营门店带动销售费用率提升。

图3：公司单季度毛利率及净利率情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度费用率情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：

公司依托自身强大的渠道能力和供应链优势，并持续深耕兴趣零售领域，不断通过热门 IP 联名优化自身产品结构，带动毛利率上行；同时海外加速开店，全球门店版图持续稳步扩张。与此同时，公司收购永辉超市稳步推进，通过打造性价比品质消费场景，利用其与名创品牌服务客群以及价格带维度的互补，逐步在零售赛道构建独特的多品牌矩阵。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 27.55/33.30/39.58 亿元，对应 PE 为 19/16/13x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2024-12-2)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
9896.HK	名创优品	45.75	575	1.40	2.19	2.64	3.14	21.77	19.46	16.10	13.54	19.87	0.35	优于大市
9992.HK	泡泡玛特	92.35	1240	0.81	1.81	2.45	3.04	22.86	47.48	35.07	28.27	13.93	0.38	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：泡泡玛特为 wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5187	6415	9087	13060	17054	营业收入	9926	13839	17395	21170	25235
应收款项	1108	1518	2145	1914	2282	营业成本	6462	8140	10199	12393	14750
存货净额	1475	1922	1938	2424	3007	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	810	253	365	466	505	销售费用	1515	2281	3069	3800	4593
流动资产合计	8744	10328	14117	18562	23686	管理费用	697	677	833	1008	1191
固定资产	468	769	873	919	962	财务费用	(72)	(161)	(155)	(219)	(296)
无形资产及其他	33	20	30	40	50	投资收益	0	0	0	0	0
递延税项资产	166	104	364	364	364	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产使用权	2337	2901	2951	3101	3301	其他收入	4	18	97	109	119
资产总计	11997	14485	18438	23089	28466	营业利润	1328	2919	3547	4297	5116
短期借款	0	1	14	70	148	营业外净收支	114	62	45	45	45
应付款项	2940	3390	4153	5050	6015	利润总额	1442	2981	3592	4342	5161
其他流动负债	772	1016	1327	1674	2064	所得税费用	377	707	862	1042	1239
流动负债合计	3712	4407	5494	6795	8227	少数股东损益	0	(21)	(25)	(30)	(36)
长期借款及应付债券	7	7	7	7	7	归属于母公司净利润	1065	2253	2755	3330	3958
其他长期负债	470	881	1031	1151	1321						
长期负债合计	477	887	1037	1157	1327						
负债合计	4188	5294	6531	7952	9554	净利润	1065	2253	2755	3330	3958
少数股东权益	2	23	(2)	(32)	(68)	资产减值准备	0	0	4	0	0
股东权益	7807	9168	11923	15253	19211	折旧摊销	290	264	97	109	119
负债和股东权益总计	11997	14485	18452	23172	28697	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(72)	(161)	(155)	(219)	(296)
						营运资本变动	(859)	691	474	1009	535
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	其它	0	(21)	(29)	(30)	(36)
每股收益	0.84	1.78	2.19	2.64	3.14	经营活动现金流	497	3187	3301	4418	4576
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(184)	(358)	(215)	(165)	(172)
每股净资产	6.16	7.26	9.47	12.11	15.26	其它投资现金流	(157)	(55)	(363)	(116)	(140)
ROIC	20%	38%	47%	70%	93%	投资活动现金流	(286)	(976)	(628)	(431)	(512)
ROE	14%	25%	23%	22%	21%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	35%	41%	41%	41%	42%	负债净变化	1	(0)	0	0	0
EBIT Margin	10%	18%	19%	19%	19%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	20%	19%	19%	19%	其它融资现金流	(177)	(981)	(760)	(830)	(980)
收入增长	-2%	39%	26%	22%	19%	融资活动现金流	(176)	(982)	(760)	(830)	(980)
净利润增长率	86%	111%	22%	21%	19%	现金净变动	35	1229	1913	3156	3084
资产负债率	35%	37%	35%	34%	33%	货币资金的期初余额	5151	5187	6415	9087	13060
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	5187	6415	8328	12243	16144
P/E	89.3	23.4	19.1	15.8	13.3	企业自由现金流	1	2514	2860	3969	4054
P/B	6.8	5.8	4.4	3.5	2.7	权益自由现金流	(176)	1655	2218	3306	3299
EV/EBITDA	47	23	19	16	14						

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032