

买入

2024 年 12 月 6 日

全球拓店节奏稳健，Q3 毛利率再创新高

李卓群

+852-25321539

Grayson.li@firstshanghai.com.hk

►业绩情况：2024Q1-Q3/Q3，公司实现收入 122.81/45.23 亿元，同比+22.8%/+19.3%，经调整净利润 19.28/6.86 亿元，同比+13.7%/+6.9%，经调整净利率 15.7%/15.2%，同比-1.3/-1.7pct。

►国内同店承压，IP 战略带动客单价稳步提升：国内名创优品 Q1-3/Q3 实现营收 70.3/24.4 亿元，同比+14.0%/+5.7%。截至 2024 年 9 月国内名创优品门店数量为 4250 家，Q3 净增加门店 135 家。前三季度国内名创优品同店销售下滑中个位数（平均客单价/平均客单量同比+0.2%/-中个位数），预计在 IP 策略的销售拉动下，高线城市同店表现优于低线城市。Q3 同店下滑幅度较上半年进一步扩大（1H24 同店下滑约 1.7%），主要度受到线下客流及去年同期 Barbie 高基数影响。TOPTOYQ1-3/Q3 实现营收 7.0/2.7 亿元，同比+42.5%/+50.4%。Q1-3TOPTOY 收入增速表现亮眼，主要得益于同店销售中单位数增长及平均门店数量快速增长。截至 2024 年 9 月 TOPTOY 门店数量达到 234 家，Q1-3/Q3 净增门店 86/39 家。

►海外拓店稳健，Q4 旺季有望迎来业绩释放：海外名创优品 Q1-3/Q3 实现营收 45.4/18.1 亿元，同比+41.5%/+39.8%。其中 Q1-3 直营/代理市场收入分别实现收入 24.48/20.95 亿元，同比+54%/+46%。截至 2024 年 9 月，海外名创优品门店数量达到 2936 家，Q3 环比净增加门店 183 家。Q1-3 海外同店销售实现高单位数增长，分地区来看，拉美/北美/亚洲/欧洲 Q1-3 同店销售分别实现 10-20%低段/中单位数/高单位数/低单位数增长，该地区 Q3 分别环比净增门店 14/60/88/16 家。预计随着 Q4 海外旺季到来，叠加哈利波特 IP 催化，海外销售业绩将有望迎来进一步释放。

►毛利率创新高，销售费用率同比提升 5.1pct：毛利率方面，Q1-3 公司实现毛利率 44.1%，同比上升 3.7pct，Q3 单季度公司毛利率同比提升 3.1pct 至 44.9%，再创新高。Q1-3 公司毛利率的提升主要得益于 1）海外收入占比及海外直营市场收入贡献占比提升，Q1-3 海外收入贡献占比由去年的 32%提升至今年的 37%，海外直营市场的收入占比由去年的 14.9%提升至今年的 19%；2）随著 IP 策略的有效执行，名创优品海外和 TOPTOY 毛利率有中高个位数提升。费用率方面，Q1-3/Q3，公司销售费用率为 20.5%/22.0%，同比+4.9/+5.1pct，主要因为海外直营市场加速拓店，导致租金、折旧及摊销、工资等相关费用增加；公司管理费用率为 5.3%/5.2%，同比+0.4/+0.7pct，主要由于业务增长有关的人员相关开支增长。

►目标价 58.29 港币，维持买入评级：公司作为全球自有品牌综合零售龙头，海内外拓店空间广阔。展望未来，随着海外销售占比提升、品牌升级和超级 IP 战略的深化实施，公司盈利能力有望持续提升。我们预计 24-26 年经调整净利润分别为 28.1/35.7/43.4 亿元，故给予目标价 58.29 港元，相当于 25 财年盈利预测 20 倍 PE，距离当前股价有 23.9%涨幅，买入评级。

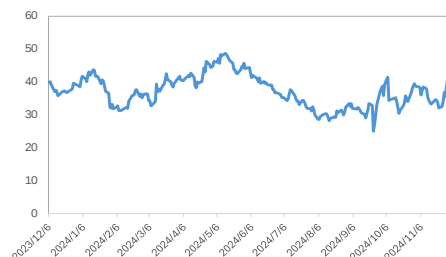
►风险提示：1）关税政策风险；2）门店扩张不及预期；3）竞争加剧

行业	零售
股价	47.05 港元
目标价	58.29 港元 (+23.9%)
股票代码	9896.HK
已发行股本	12.56 亿股
市值	591.08 亿港元
52 周高/低	50.82/20 港元
每股净资产	2.08 港元
主要股东	叶国富夫妇 (62.7%)

盈利摘要

股价表现

财务年度截至6月30日	2022 A	2023 A	2024 E	2025 E	2026 E
收入(百万元)	10,085.6	11,473.2	17,211.9	20,728.9	24,358.9
变动(%)	11.2%	13.8%	-	20.4%	17.5%
归母净利润(百万元)	638.2	1,768.9	2,652.2	3,374.4	4,113.6
变动(%)	-145.1%	177.2%	-	27.2%	21.9%
经调整净利润(百万元)	722.6	1,844.7	2,811.9	3,568.4	4,342.5
变动(%)	51.4%	155.3%	-	26.9%	21.7%
基本每股收益(元)	0.53	1.42	2.13	2.71	3.30
市盈率@47.05元(倍)	82.6	30.8	20.5	16.1	13.2
每普通股股息(美元)	0.043	0.043	0.148	0.188	0.230
股息现价比(%)	0.7%	0.7%	2.5%	3.1%	3.8%



来源: 公司资料, 第一上海

来源: 彭博

图表 1: 同行估值表

公司名称 (中文)	代码	股价	总市值 (百万)	报表币种	EPS (报表币种)					PE					CAGR
					2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
泡泡玛特国际集团有限公司	9992 HK Equity	89.70	120,462	CNY	0.350	0.810	2.003	2.765	3.404	220.1	100.2	41.8	30.3	24.6	30.4%
达乐公司	DG US Equity	77.59	17,064	USD	10.240	10.730	7.448	5.827	6.128	7.6	7.2	10.4	13.3	12.7	-9.3%
美元树公司	DLTR US Equity	72.72	15,638	USD	5.830	7.240	5.964	5.417	6.115	12.5	10.0	12.2	13.4	11.9	1.3%
Five Below股份有限公司	FIVE US Equity	118.91	6,540	USD	4.980	4.710	5.541	4.834	5.088	23.9	25.2	21.5	24.6	23.4	-4.2%
良品计划株式会社	7453 JP Equity	3,335.00	936,401	JPY	93.240	83.510	139.003	147.253	159.265	35.8	39.9	24.0	22.6	20.9	7.0%
简单平均					22.928	21.400	31.992	33.219	36.000	60.0	36.5	22.0	20.9	18.7	5.0%

资料来源: Bloomberg 预测、第一上海

附录 1：主要财务报表

损益表						财务能力分析					
2024年初财务年度截至日期由6月30日变更为12月31日 人民币:百万元						2024年初财务年度截至日期由6月30日变更为12月31日 人民币:百万元					
	2022 实际	2023 实际	2024 预测	2025 预测	2026 预测		2022 实际	2023 实际	2024 预测	2025 预测	2026 预测
收入	10,085.6	11,473.2	17,211.9	20,728.9	24,358.9	盈利能力					
销售成本	(7,015.9)	(7,030.2)	(9,524.1)	(11,357.9)	(13,225.1)	毛利率	30%	39%	45%	45%	46%
毛利	3,069.8	4,443.1	7,695.0	9,371.0	11,133.8	营业利润率	9%	19%	20%	21%	22%
其他收入+其他净收入	113.2	132.0	133.3	290.2	341.0	归母净利润率	6%	15%	15%	16%	17%
销售及分销开支	(1,442.3)	(1,716.1)	(3,504.7)	(4,179.3)	(4,862.5)	ROE	9%	22%	26%	26%	24%
一般及行政开支	(816.2)	(633.6)	(911.2)	(1,097.4)	(1,265.2)	ROA	6%	14%	18%	18%	18%
经营利润	882.0	2,223.0	3,416.9	4,389.9	5,353.5	运营能力					
财务费用净额 (收入+成本)	32.9	110.6	65.9	41.5	48.7	SG&A/收入	22%	20%	26%	25%	25%
税前利润	906.8	2,333.6	3,485.7	4,434.9	5,406.4	实际税率	29%	24%	23%	23%	23%
所得税	(267.1)	(551.8)	(817.5)	(1,040.1)	(1,267.9)	派息率	57%	21%	50%	50%	50%
净利润	639.7	1,781.8	2,668.2	3,394.8	4,138.4	贸易及其他应收款项周转天数	35	29	29	29	29
归母净利润	638.2	1,768.9	2,652.2	3,374.4	4,113.6	存货周转天数	49	35	35	35	35
经调整净利润	722.6	1,844.7	2,811.9	3,568.4	4,342.5	贸易及其他应付款项周转天数	166	137	137	137	137
少数股东损益	1.6	12.9	16.0	20.4	24.8	财务状况					
基本每股收益	0.5	1.4	2.1	2.7	3.3	资产负债率	37.7%	33.7%	30.5%	27.8%	25.3%
增速 (%)						现金流量表					
收入	11.2%	13.8%	-	20.4%	17.5%	2024年初财务年度截至日期由6月30日变更为12月31日 人民币:百万元					
经营利润	119.9%	152.0%	-	28.5%	22.0%		2022	2023	2024	2025	2026
归母净利润	(145.1%)	177.2%	-	27.2%	21.9%		实际	实际	预测	预测	预测
资产负债表						除税前利润	906.8	2,333.6	3,485.7	4,434.9	5,406.4
2024年初财务年度截至日期由6月30日变更为12月31日 人民币:百万元						折旧与摊销	389.9	391.2	83.6	83.6	83.6
	2022	2023	2024	2025	2026	利息支出	33.4	34.6	0.0	0.0	0.0
	实际	实际	预测	预测	预测	利息收入	(66.3)	(145.2)	0.0	0.0	0.0
现金及现金等价物	5,348.5	6,489.2	9,252.3	12,679.9	16,843.4	存货的减少	308.0	(250.9)	(190.4)	(335.3)	(346.1)
贸易及其他应收款项	1,056.2	1,150.2	1,372.1	1,652.4	1,941.8	经营性应收项目的减少	(190.1)	(185.8)	(221.9)	(280.4)	(289.4)
存货	1,188.1	1,450.5	1,640.9	1,976.2	2,322.2	经营性应付项目的增加	180,122	-34,055	544,632	686,235	698,686
物業、廠房及設備	419.9	534.6	570.8	606.9	643.0	经营活动产生的现金流量净额	1,406.3	1,666.0	2,884.2	3,549.0	4,285.3
资产总额	11,281.8	13,447.7	16,659.2	20,738.6	25,573.7	投资活动产生的现金流量净额	(2,125.9)	(293.4)	(119.7)	(119.7)	(119.7)
貸款及借款	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	融资活动所得现金流量净额	(733.6)	(326.0)	(1.3)	(1.7)	(2.1)
貿易及其他應付款項	3,073.0	3,019.3	3,563.9	4,250.2	4,948.9	现金及现金等价物净增加额	(1,453.2)	1,046.7	2,763.1	3,427.6	4,163.5
貸款及借款	6.5	7.2	7.2	7.2	7.2	期初现金及现金等价物余额	6,771.7	5,348.5	6,489.2	9,252.3	12,679.9
负债合计	4,254.4	4,529.4	5,074.1	5,760.3	6,459.0	期末现金及现金等价物余额	5,348.5	6,489.2	9,252.3	12,679.9	16,843.4
本公司股东应占权合计	7,031.6	8,901.0	11,551.9	14,924.6	19,036.2						
非控股权益	(4.2)	17.3	33.3	53.6	78.5						
股东权益合计	7,027.4	8,918.3	11,585.2	14,978.3	19,114.7						
负债和股东权益合计	11,281.8	13,447.7	16,659.2	20,738.6	25,573.7						

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。