

海外直营加速拓展，IP 战略持续推进

——名创优品 2024 年三季度报点评



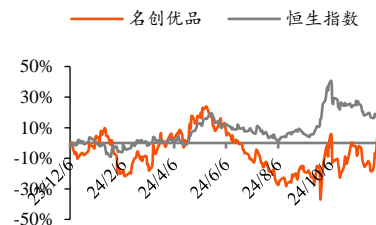
买入(维持)

行业：轻工制造
日期：2024年12月16日分析师：黄骥
E-mail: huangji@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760523090002
分析师：李瑶芝
E-mail: liyaozhi@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760524020001

基本数据

收盘价(港元) 45.70
12mthH 股价格区间(港元) 20.0-51.35
总股本(百万股) 1256.28
流通市值(亿港元) 574.12

最近一年股票与恒生指数比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《IP 产品占比不断提高，海外市场加速拓展》

——2024 年 10 月 14 日

■ 事件

公司发布 2024 年三季度报，2024 年前三季度公司实现营业收入 122.813 亿元，YoY+22.8%，经调净利润 19.281 亿元，YoY+13.7%，剔除净汇兑亏损及收益经调净利润约 19.5 亿元，YoY+18.3%。其中 24Q3 公司实现收入 45.226 亿元，YoY+19.3%，经调净利润 6.862 亿元，YoY+6.9%。前三季度海外市场加速拓展，我们认为海外加速拓店趋势仍将延续。

■ 核心观点

受益于门店数量增加，公司业绩稳步提升。截止 24/09/30，公司已在全球开设门店 7420 家，其中名创优品品牌国内/外门店数分别为 4250/2936 家，同比分别增加 448/623 家；TOP TOY 门店数 234 家，同比增加 112 家，依然处于快速扩张期，2024 年前三季度共新增 859 家门店，距离 24 年净增 900-1100 家门店目标仅一步之遥。2024 年前三季度，公司实现国内收入 77.38 亿元，YoY+14.0%；据我们测算，24 年国内线下门店数预计为 4326 家，单店收入预计为 209 万元，YoY-2.1%。据国家统计局，24 年 1-10 月国内社零 YoY+3.5%，较去年同期下滑 3.4pct，我们认为，线下单店收入下滑或由于居民消费增速放缓。海外直营市场收入占比提升助力毛利率升至 44.1%。24 年前三季度，公司实现海外收入 45.43 亿元，YoY+41.5%；其中 24Q3，公司海外市场收入 18.11 亿元，YoY+39.8%，其中海外直营/代理市场 YoY+55.4%/26.5%。24 年前三季度，公司海外收入占比升至 37%，其中海外直营市场收入占 19.9%。海外直营市场毛利率较高，海外直营收入占比提升有望带动公司整体盈利能力的提升。由于海外直营市场投入，费率有所提升，24Q1-Q3 销售费用率同比增加 4.9pct，其中与直营门店相关的销售与分销开支同比增速为 75%。我们认为，随着海外直营的持续高增长，费用率对盈利能力的影响会随着规模效应体现而逐渐弱化。

■ 投资建议

作为全球最大的自有品牌生活家居综合零售商，在国内/海外的门店依然保持相对较快的扩张速度，IP 产品的收入占比有望不断提升，海外高毛利率的直营模式发展较快，整体带动盈利能力提升。我们预计公司 24-26 年归母净利润 26.6/33.3/41.6 亿元，按 12 月 11 日收盘价，对应 EPS 2.12/2.65/3.31 元，对应 PE19.85/15.8/12.7，给予“买入”评级。

■ 风险提示

海外门店开设不及预期的风险；宏观经济下滑的风险；库存积压风险；

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13839	17166	21449	25236
年增长率 (%)	37%	24%	25%	18%
归属于母公司的净利润	2253	2660	3334	4157
年增长率 (%)	112%	18%	25%	25%
每股收益 (元)	1.01	2.12	2.65	3.31
市盈率 (X)	30.10	19.85	15.84	12.71
净资产收益率 (%)	24.58%	20.17%	18.30%	16.98%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2024 年 12 月 11 日收盘价)，为自然年数据 (1/1-12/31) 非财年数据

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,328	11,826	14,152	16,515
现金	6,415	7,199	8,323	9,693
应收账款及票据	1,518	1,907	2,383	2,804
存货	1,922	2,083	2,628	3,028
其他	472	637	818	990
非流动资产	4,158	4,774	5,464	6,244
固定资产	769	990	1,215	1,444
无形资产	2,942	2,963	3,028	3,128
其他	446	821	1,221	1,671
资产总计	14,485	16,600	19,616	22,759
流动负债	4,407	5,156	6,516	7,561
短期借款	1	51	91	121
应付账款及票据	3,390	3,904	4,924	5,674
其他	1,016	1,202	1,501	1,767
非流动负债	887	964	964	964
长期债务	7	7	7	7
其他	881	957	957	957
负债合计	5,294	6,120	7,480	8,525
普通股股本	0	0	0	0
储备	9,168	13,189	18,220	24,486
归属母公司股东权益	9,168	13,189	18,220	24,486
少数股东权益	23	50	84	126
股东权益合计	9,191	13,239	18,304	24,612
负债和股东权益	14,485	19,359	25,784	33,137

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,839	17,166	21,449	25,236
其他收入	0	0	0	0
营业成本	8,140	9,374	11,824	13,625
销售费用	2,281	3,347	4,290	5,047
管理费用	677	1,183	1,115	1,287
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-161	-191	-214	-246
除税前溢利	2,981	3,583	4,490	5,599
所得税	707	896	1,123	1,400
净利润	2,274	2,687	3,368	4,199
少数股东损益	21	27	34	42
归属母公司净利润	2,253	2,660	3,334	4,157
EBIT	2,820	3,392	4,277	5,353
EBITDA	3,256	4,050	4,987	6,123
EPS (元)	1.01	2.12	2.65	3.31

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,330	3,300	4,242	5,019
净利润	2,253	2,660	3,334	4,157
少数股东权益	21	27	34	42
折旧摊销	436	658	711	770
营运资金变动及其他	-379	-45	164	49
投资活动现金流	369	-1,168	-1,443	-1,574
资本支出	361	-900	-1,000	-1,100
其他投资	9	-268	-443	-474
筹资活动现金流	-1,497	-1,379	-1,705	-2,105
借款增加	412	50	40	30
普通股增加	161	0	0	0
已付股利	924	1,329	1,665	2,075
其他	-2,994	-2,758	-3,409	-4,210
现金净增加额	1,203	783	1,125	1,370

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	37.21%	24.04%	24.95%	17.65%
归属母公司净利润	112.0%	18.07%	25.32%	24.68%
获利能力				
毛利率	41.18%	45.39%	44.87%	46.01%
净利率	16.28%	15.50%	15.54%	16.47%
ROE	24.58%	20.17%	18.30%	16.98%
ROIC	23.39%	19.13%	17.43%	16.23%
偿债能力				
资产负债率	36.55%	36.87%	38.13%	37.46%
净负债比率	-69.72%	-53.94%	-44.94%	-38.87%
流动比率	2.34	2.29	2.17	2.18
速动比率	1.85	1.83	1.71	1.72
营运能力				
总资产周转率	1.07	1.10	1.18	1.19
应收账款周转率	14.61	10.02	10.00	9.73
应付账款周转率	4.02	2.57	2.68	2.57
每股指标 (元)				
每股收益	1.01	2.12	2.65	3.31
每股经营现金流	1.84	2.63	3.38	4.00
每股净资产	7.26	10.50	14.50	19.49
估值比率				
P/E	30.10	19.85	15.84	12.71
P/B	4.19	4.00	2.90	2.16
EV/EBITDA	9.83	11.28	8.94	7.06

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，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许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。