

名创优品 (09896.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

国内转向优质精细化运营，高势能大店+海外延续高速展店值得期待

业绩简评

3 月 21 日公司披露 24 年财报，4Q24 营收 47.1 亿元，同比+22.7%，调整后净利润 7.9 亿元(同比+20%)，净利率 16.8%(同/环比+1.6/-0.4pct)，同比回暖主因受美国税盾、海外 4Q 旺季影响；24 年营收 169.9 亿元，同比+22.8%，调整后净利 27.2 亿元，同比+15%，净利率 16% (同比-1pct)，4Q 业绩符合预期。

经营分析

毛利率创新高，费用率受直营开店前置投入影响有所扩张。4Q24 国内/海外分别实现营收 25.8/21.3 亿元 (同比+10%/+43%)，毛利率 47% (同/环比+3.9/+2.1pct) 创历史新高，主因：①美国、欧洲为代表的海外直营市场快速成长：4Q 直营市场占海外收入比例 45% (+5pct)；②IP 类产品占比提升产品组合优化；③TOPTOY 产品结构向稀缺独家盲盒/毛绒类产品调整。24 年直营门店相关开支/折旧租金开支/授权费/物流+72%/+89%/+29%/+51%，预计 25 年伴随直营门店经营杠杆释放，费用率有所优化。

国内：24 国内同店承压，25 年聚焦同店优化高质成长。1) 国内名创：24 年底门店数达到 4386 家 (+460 家)，其中一/二/三线门店净增+65/+205/+190 家，展店聚焦在一二线城市；受线下客流大盘影响，24 同店高个位数下滑，平均客单价/客单量持平/-HSD；25 年预期在门店选址、IP 精细化投放、主题大店策略三维驱动未来同店成长，门店扩张节奏或有放缓。2) TOP TOY：24 年营收 9.83 亿元 (+44.5%)，门店数 276 家 (+128 家)，同店中个位数增长。

海外：收入占比+5pct，直营门店高速成长，深化全球化供应链布局。24 年名创海外 GMV/收入+27.4%/+41.9%，海外收入占比+5pct。亚洲/北美洲/拉丁美洲/欧洲 GMV 同比+22.7%/+67.4%/+18.3%/+40.6%，门店数量 1611/350/637/295 家，同比+278/178/85/64 家；同店角度，海外整体同店增长 MSD (中单个位数)，其中亚洲/北美洲/拉丁美洲同店+HSD/持平/+MSD；2) 24 年门店数 3118 家 (+631 家)，直营/加盟/代理门店数量 503/404/2211 家，同比+265/+121/+245 家。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司在 IP 产品研发、供应链整合和全球化开拓方面能力突出，我们预计 25/26/27 年公司调整后归母净利润分别为 32.7/40.8/49.4 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 13/11/9X，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)：39.500 元

相关报告：

1. 《名创优品公司点评：海外靓丽、国内同店略承压，期待 4Q 旺季&I...》，2024.11.30

2. 《名创优品港股公司点评：IP 战略、海外&Toptoy 加速开店推...》，2024.5.15



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,839	16,994	20,535	24,444	28,583
营业收入增长率	39.44%	22.80%	20.83%	19.04%	16.93%
归母净利润(百万元)	2,253	2,618	3,270	4,083	4,939
归母净利润增长率	111.48%	16.17%	24.94%	24.86%	20.95%
调整后归母净利润(百万元)	2357	2721	3370	4183	5039
调整后归母净利润增长率	109.66%	15.44%	23.88%	24.12%	20.45%
摊薄每股收益(元)	1.80	2.09	2.62	3.27	3.95
每股经营性现金流净额	1.32	1.73	3.16	3.45	4.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.31%	25.38%	24.08%	23.45%	22.10%
调整后 P/E	15.00	18.30	13.48	10.86	9.01
P/B	4.32	5.24	3.63	2.84	2.21

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)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	9,925	13,839	16,994	20,535	24,444	28,583
增长率	9.4%	39.4%	22.8%	20.8%	19.0%	16.9%
主营业务成本	6,461	8,141	9,357	11,319	13,321	15,421
%销售收入	65.1%	58.8%	55.1%	55.1%	54.5%	54.0%
毛利	3,464	5,698	7,637	9,216	11,124	13,162
%销售收入	34.9%	41.2%	44.9%	44.9%	45.5%	46.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	1,515	2,281	3,520	3,902	4,571	5,345
%销售收入	15.3%	16.5%	20.7%	19.0%	18.7%	18.7%
管理费用	697	677	932	1,150	1,344	1,486
%销售收入	7.0%	4.9%	5.5%	5.6%	5.5%	5.2%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	1,370	2,820	3,322	4,269	5,333	6,476
%销售收入	13.8%	20.4%	19.5%	20.8%	21.8%	22.7%
财务费用	-72	-161	-26	-8	-8	17
%销售收入	-0.7%	-1.2%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.1%
投资收益	0	0	6	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,252	2,740	3,186	4,164	5,208	6,331
%营业收入	12.6%	19.8%	18.7%	20.3%	21.3%	22.1%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	1,442	2,981	3,348	4,277	5,340	6,459
利润率	14.5%	21.5%	19.7%	20.8%	21.8%	22.6%
所得税	377	707	712	984	1,228	1,486
所得税率	26.2%	23.7%	21.3%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	1,065	2,274	2,635	3,293	4,112	4,973
少数股东损益	0	21	18	23	29	35
归属于母公司的净利润	1,065	2,253	2,618	3,270	4,083	4,939
净利率	10.7%	16.3%	15.4%	15.9%	16.7%	17.3%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,065	2,253	2,618	3,270	4,083	4,939
少数股东损益	0	21	18	23	29	35
非现金支出	768	-103	-449	-35	-49	-93
非经营收益	0	0	0	599	157	169
营运资金变动	0	0	0	599	157	169
经营活动现金净流	1,406	1,666	2,168	3,944	4,307	5,130
资本开支	-1,234	-174	-763	-280	-240	0
投资	12,289	7,364	14,179	-20	-20	0
其他	-13,180	-7,483	-13,950	105	125	145
投资活动现金净流	-2,126	-293	-533	-195	-135	145
股权募资	-85	434	-313	0	0	0
债权募资	-322	-346	-162	5	5	0
其他	-326	-413	-1,246	-47	-299	-17
筹资活动现金净流	-734	-326	-1,721	-42	-294	-17
现金净流量	-1,423	1,141	-87	3,705	3,876	5,256

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,348	6,489	6,328	10,033	13,909	19,165
应收款项	1,056	1,150	2,207	1,882	2,241	2,620
存货	1,188	1,451	2,750	3,301	3,885	4,498
其他流动资产	480	814	370	474	513	555
流动资产	8,073	9,904	11,656	15,691	20,548	26,838
%总资产	71.6%	73.6%	64.3%	70.2%	75.1%	80.1%
长期投资	0	0	39	39	39	39
固定资产	420	535	1,437	1,587	1,692	1,655
%总资产	3.7%	4.0%	7.9%	7.1%	6.2%	4.9%
无形资产	2,405	2,599	2,563	2,584	2,604	2,525
非流动资产	3,209	3,544	6,465	6,655	6,800	6,684
%总资产	28.4%	26.4%	35.7%	29.8%	24.9%	19.9%
资产总计	11,282	13,448	18,120	22,346	27,348	33,522
短期借款	0	0	567	572	577	577
应付款项	663	3,019	1,279	1,572	1,850	2,142
其他流动负债	3,125	866	3,882	4,518	5,378	6,288
流动负债	3,789	3,886	5,727	6,662	7,805	9,007
长期贷款	7	7	4	4	4	4
其他长期负债	459	637	2,033	2,033	2,033	2,033
负债	4,254	4,529	7,765	8,699	9,842	11,044
普通股股东权益	7,032	8,901	10,315	13,584	17,413	22,350
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	7,032	8,901	10,357	13,626	17,455	22,392
少数股东权益	-4	17	41	64	92	127
负债股东权益合计	11,282	13,448	18,120	22,346	27,348	33,522

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.53	1.42	2.11	2.62	3.27	3.95
每股净资产	5.74	7.04	8.25	10.87	13.93	17.88
每股经营现金净流	1.15	1.32	1.73	3.16	3.45	4.10
每股股利	0.00	0.04	0.18	0.20	0.20	0.00
回报率						
净资产收益率	15.15%	25.31%	25.38%	24.08%	23.45%	22.10%
总资产收益率	9.44%	16.76%	14.45%	14.64%	14.93%	14.73%
投入资本收益率	14.38%	24.10%	23.93%	23.11%	22.70%	21.63%
增长率						
主营业务收入增长率	9.41%	39.44%	22.80%	20.83%	19.04%	16.93%
EBIT 增长率	211.55%	105.81%	17.80%	28.53%	24.90%	21.45%
净利润增长率	175.30%	111.48%	16.17%	24.94%	24.86%	20.95%
总资产增长率	5.39%	19.20%	34.75%	23.32%	22.38%	22.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.6	19.8	19.3	13.4	13.8	13.9
存货周转天数	74.8	58.3	80.8	96.2	97.1	97.8
应付账款周转天数	36.1	81.4	82.7	45.3	46.2	46.6
固定资产周转天数	9.0	12.4	20.9	26.5	24.1	21.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.48%	-65.54%	-35.96%	-54.40%	-64.52%	-73.63%
EBIT 利息保障倍数	42.2	64.9	35.8	90.4	112.6	371.4
资产负债率	37.71%	33.68%	42.85%	38.93%	35.99%	32.95%

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，国金证券不承担任何法律责任。

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