

# 名创优品 (09896.HK)

## 2024 全年营收增长 22.8%，海外业务盈利能力持续改善

优于大市

### 核心观点

**直营门店前期投入影响利润率水平。**2024 全年实现营收 169.94 亿 /yoy+22.8%，经调净利润 27.21 亿 /yoy+15.4%，经调净利率为 16.0%/yoy-1.0pct。单 Q4 实现收入 47.12 亿 /yoy+22.7%，经调净利润 7.93 亿 /yoy+20.0%，经调净利率为 16.8%/yoy-0.4pct。Q4 国内宏观环境影响对国内销售带来一定压力，同时公司加大直营门店开店，前期投入较高，但海外市场 OPM 持续提升，态势有望持续。同时公司维持经调整净利润 50%的分红比例。展望 2025 年，预计 2025 年收入和经营利润增速同比加速，并由于基数原因呈现季度性前低后高趋势。开店方面，预计全年开店 900 家，其中 TOP TOY 约 100 家，名创国内 200-300 家。单 Q1 来看，预计收入增速在 15-18%。

**从名创国内来看，**2024 全年实现收入增速 10.9%，新增门店 460 家至 4386 家，全年受到开店稀释以及销售压力等影响全年同店 GMV 下降高个位数。今年 1-2 月国内同店环比回正。**从名创海外业务来看，**2024 全年实现收入增速 41.9%，新增门店 631 家至 3118 家，全年同店销售额实现中个位数增长。**从 TOP TOY 业务来看，**2024 全年实现收入增速 44.7%，新增门店 128 家至 276 家，门店数量提升带动业绩快速增长，全年同店销售额提升低个位数。

**产品结构持续改善，直营门店开设前期投入较多。**盈利能力方面，2024 全年公司实现毛利率 44.9%/yoy+3.7pct，毛利率已经连续 8 个季度逐季攀升。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；3) TOP TOY 毛利率改善。2024 全年销售及分销/一般行政费用率分别为 20.7%/5.5%，分别同比+4.2/+0.6pct，主要由于公司加大开设直营门店前期相关投入较多。

**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：**公司作为全球头部渠道零售商，依托自身强大的渠道网络和供应链能力，持续与热门 IP 合作持续优化产品结构带动盈利水平上行，同时海外直营市场持续开店扩大品牌影响力，并有望后续释放经营杠杆带动利润率提升。同时公司已完成收购永辉超市项目交割，二季度预计实现并表，并计划通过“三提两降”方针助力永辉 2025 年实现大幅度减亏，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。考虑到整体经济环境以及 IP 联名收益的不确定性，同时公司加大直营门店开店力度导致利润率存在一定压力，我们下调公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 30.51/36.78/45.06（2025/2026 原值为 33.30/39.58）亿元，对应 PE 为 15/13/10x，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

|             | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 13,839 | 16,994 | 20,907 | 24,568 | 28,098 |
| (+/-%)      | 39.4%  | 22.8%  | 23.0%  | 17.5%  | 14.4%  |
| 归母净利润(百万元)  | 2253   | 2618   | 3051   | 3678   | 4506   |
| (+/-%)      | 111.5% | 16.2%  | 16.6%  | 20.6%  | 22.5%  |
| 每股收益(元)     | 1.78   | 2.09   | 2.44   | 2.94   | 3.61   |
| EBIT Margin | 18.2%  | 18.7%  | 17.7%  | 18.3%  | 19.6%  |
| 净资产收益率(ROE) | 24.6%  | 25.4%  | 25.8%  | 26.9%  | 28.3%  |
| 市盈率(PE)     | 20.6   | 17.6   | 15.1   | 12.5   | 10.2   |
| EV/EBITDA   | 19.9   | 17.9   | 14.4   | 12.1   | 10.1   |
| 市净率(PB)     | 5.07   | 4.46   | 3.89   | 3.36   | 2.89   |

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：柳旭  
0755-81981311  
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

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         | 39.50 港元         |
| 总市值/流通市值    | 49370/49370 百万港元 |
| 52 周最高价/最低价 | 55.00/20.00 港元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 361.74 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) -持续推进大 IP 合作，兴趣消费属性持续强化》——2025-01-06
- 《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》——2024-12-03
- 《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

**2024 年收入及净利润均实现稳健增长：**公司 2024 全年实现营收 169.94 亿/yoy+22.8%，经营利润同比增长 17.6%，经调净利润 27.21 亿/yoy+15.4%，经调整净利率为 16.0%/yoy-1.0pct。同时公司维持经调整净利润 50%的分红比例。

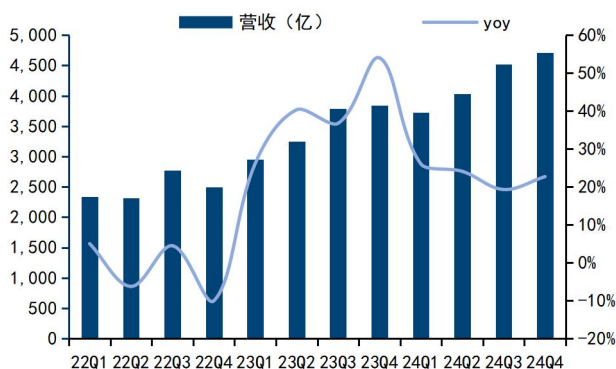
单 Q4 实现收入 47.12 亿/yoy+22.7%，经营利润同比增长 26.5%，经调净利润 7.93 亿/yoy+20.0%。其中经调净利率为 16.8%/yoy-0.4pct，主要由于 Q4 国内宏观消费环境影响对国内销售收入带来一定压力，同时由于 Q4 公司在海内外加大直营门店开店，前期较高投入对利润率也带来一定影响。

**从名创国内来看，**2024 全年实现收入 93.28 亿/yoy+10.9%，新增门店 460 家至 4386 家，其中单 Q4 实现收入 22.97 亿/yoy+6.5%，新增门店 136 家。2024 年公司产品售价随着 IP 占比提升 0.5 元至 14.3 元，但受到开店稀释以及销售压力等影响全年同店 GMV 下降高个位数。今年 1-2 月国内同店环比回正。

**从海外业务来看，**2024 全年实现收入 66.75 亿/yoy+41.9%，新增门店 631 家至 3118 家，其中单 Q4 实现收入 21.32 亿/yoy+42.7%，新增门店 182 家。截至 2024 年底海外名创收入占名创品牌总体 41.7%/yoy+5.8pct，海外直营市场收入占海外比例提升至 56.7%/yoy+8.3pct。从单店表现来看，全年门店数量增加 21.8%，同店销售额实现中个位数增长。

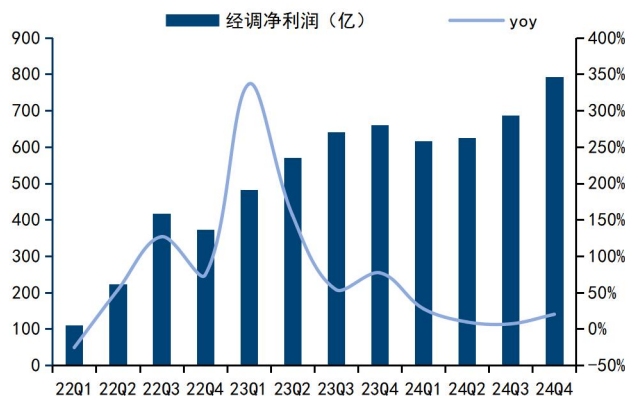
**从 TOP TOY 业务来看，**2024 全年实现收入 9.84 亿/yoy+44.7%，新增门店 128 家至 276 家，其中单 Q4 实现收入 2.83 亿/yoy+50.3%，新增门店 42 家。TOP TOY 业务实现快速增长主要由于门店数量提升带动，其中 2024 年全年同店销售额提升低个位数。

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

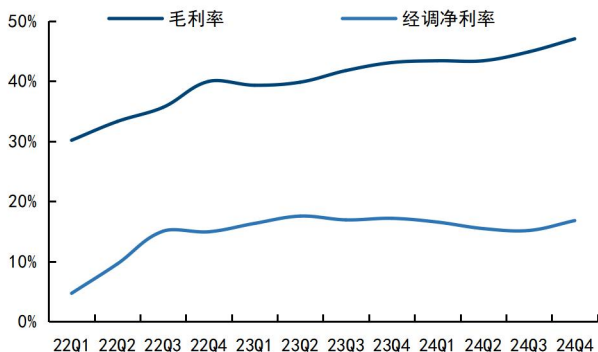
图2：公司单季度经调整归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

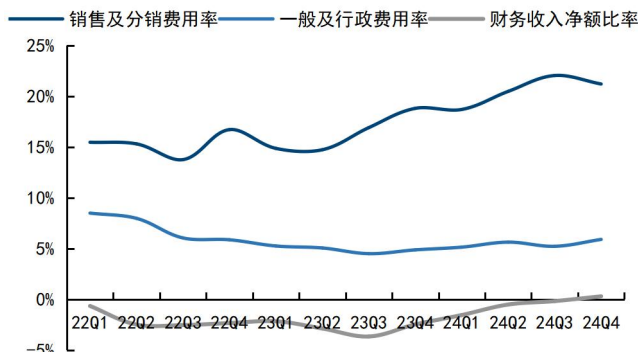
**盈利能力方面，**2024 全年公司实现毛利率 44.9%/yoy+3.7pct，单 Q4 毛利率 47.0%/yoy+3.9pct，环比提升 2.2pct，毛利率已经连续 8 个季度逐季攀升。主要由于 1) 高毛利海外直营市场占比提升；2) 公司产品结构调整；3) TOP TOY 毛利率改善。2024 全年销售及分销/一般行政费用率分别为 20.7%/5.5%，分别同比 +4.2/+0.6pct，单 Q4 分别提升 2.4/1.0pct，费用率提升主要由于公司加大开设直营门店前期相关投入较多。

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

**展望 2025 年：**预计公司 2025 年收入和经营利润增速有望同比加速，并由于基数原因呈现季度性前低后高趋势。具体来看：1) 收入方面，其中名创国内业务有望实现双位数增长，更多来自于同店以及线上增长；名创海外增速 40-45%；TOP YOY 增速达 50-60%。2) 开店方面，预计全年开店 900 家，其中 TOP TOY 约 100 家，名创国内 200-300 家。3) 从 25 年 Q1 来看，预计收入增速在 15-18%。

同时永辉已完成交割，预计 2025 年 Q2 并表，公司董事长叶国富也将担任永辉超市调改小组的组长，计划通过提人效、提业绩、提毛利，降采购成本、降费用帮助永辉 2025 年实现大幅度减亏，并计划 2026 年完成永辉现有所有门店关闭/改造。

#### 投资建议：

公司作为全球头部渠道零售商，依托自身强大的渠道网络和供应链能力，持续与热门 IP 合作持续优化产品结构带动盈利水平上行，同时海外直营市场持续开店扩大品牌影响力，并有望后续释放经营杠杆带动利润率提升。同时公司已完成收购永辉超市项目交割，二季度预计实现并表，并计划通过“三提两降”方针助力永辉 2025 年实现大幅度减亏，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。考虑到整体经济环境以及 IP 联名收益的不确定性，同时公司加大直营门店开店力度导致利润率存在一定压力，我们下调公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 30.51/36.78/45.06（2025/2026 原值为 33.30/39.58）亿元，对应 PE 为 15/13/10x，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<br>(2025-3-21) | 总市值<br>亿元 | EPS  |      |      |      | PE    |       |       |       | ROE (%)<br>(23A) | PEG<br>(24E) | 投资评级 |
|---------|------|-------------------|-----------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------------------|--------------|------|
|         |      |                   |           | 23A  | 24E  | 25E  | 26E  | 23A   | 24E   | 25E   | 26E   |                  |              |      |
| 9896.HK | 名创优品 | 39.50             | 494       | 1.40 | 2.09 | 2.44 | 2.94 | 21.77 | 17.59 | 15.09 | 12.52 | 19.87            | 0.36         | 优于大市 |
| 9992.HK | 泡泡玛特 | 134.30            | 1804      | 0.81 | 1.94 | 2.62 | 3.15 | 22.86 | 64.55 | 47.80 | 39.76 | 13.93            | 0.46         | 优于大市 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：名创优品、泡泡玛特股价与市值为港元

# 财务预测与估值

| 资产负债表(百万元)       | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表(百万元)          | 2023          | 2024          | 2025E        | 2026E         | 2027E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 6415         | 6328         | 6700         | 8347         | 10614        | 营业收入              | 13839         | 16994         | 20907        | 24568         | 28098         |
| 应收款项             | 1518         | 2207         | 2749         | 3365         | 4080         | 营业成本              | 8140          | 9357          | 11373        | 13242         | 15033         |
| 存货净额             | 1922         | 2750         | 3070         | 3362         | 3655         | 营业税金及附加           | 0             | 0             | 0            | 0             | 0             |
| 其他流动资产           | 253          | 101          | 293          | 25           | 28           | 销售费用              | 2281          | 3520          | 4579         | 5405          | 5957          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>10328</b> | <b>11656</b> | <b>13081</b> | <b>15422</b> | <b>18765</b> | 管理费用              | 679           | 933           | 1257         | 1430          | 1589          |
| 固定资产             | 769          | 1437         | 1840         | 2365         | 2561         | 财务费用              | (161)         | (26)          | (64)         | (88)          | (139)         |
| 无形资产及其他          | 20           | 2563         | 2435         | 2307         | 2179         | 投资收益              | 0             | 0             | 0            | 0             | 0             |
| 投资性房地产           | 364          | 2162         | 2162         | 2162         | 2162         | 资产减值及公允价值变动       | 0             | 0             | 35           | 42            | 50            |
| 长期股权投资           | 2901         | 302          | 308          | 316          | 327          | 其他收入              | 19            | 135           | 295          | 314           | 338           |
| <b>资产总计</b>      | <b>14485</b> | <b>18120</b> | <b>19827</b> | <b>22572</b> | <b>25993</b> | 营业利润              | 2919          | 3345          | 4092         | 4934          | 6046          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1            | 567          | 1100         | 126          | 40           | 营业外净收支            | 62            | 2             | 5            | 5             | 5             |
| 应付款项             | 3390         | 1590         | 3009         | 3935         | 4224         | <b>利润总额</b>       | <b>2981</b>   | <b>3348</b>   | <b>4097</b>  | <b>4939</b>   | <b>6051</b>   |
| 其他流动负债           | 1016         | 3571         | 1269         | 1660         | 1868         | 所得税费用             | 707           | 712           | 1024         | 1235          | 1513          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>4407</b>  | <b>5727</b>  | <b>5377</b>  | <b>5721</b>  | <b>6132</b>  | 少数股东损益            | 21            | 18            | 22           | 26            | 32            |
| 长期借款及应付债券        | 7            | 4            | 4            | 4            | 4            | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>2253</b>   | <b>2618</b>   | <b>3051</b>  | <b>3678</b>   | <b>4506</b>   |
| 其他长期负债           | 881          | 2033         | 2553         | 3103         | 3844         |                   |               |               |              |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>887</b>   | <b>2037</b>  | <b>2557</b>  | <b>3107</b>  | <b>3848</b>  | <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2023</b>   | <b>2024</b>   | <b>2025E</b> | <b>2026E</b>  | <b>2027E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>5294</b>  | <b>7765</b>  | <b>7935</b>  | <b>8828</b>  | <b>9980</b>  | 净利润               | 2253          | 2618          | 3051         | 3678          | 4506          |
| 少数股东权益           | 23           | 41           | 51           | 65           | 81           | 资产减值准备            | 0             | 0             | 8            | 1             | 1             |
| 股东权益             | 9168         | 10315        | 11840        | 13679        | 15932        | 折旧摊销              | 8             | 9             | 295          | 314           | 338           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>14485</b> | <b>18120</b> | <b>19827</b> | <b>22572</b> | <b>25993</b> | 公允价值变动损失          | 0             | 0             | (35)         | (42)          | (50)          |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用              | (161)         | (26)          | (64)         | (88)          | (139)         |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2023</b>  | <b>2024</b>  | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 营运资本变动            | 691           | (1257)        | (1409)       | 1228          | 228           |
| 每股收益             | 1.78         | 2.09         | 2.44         | 2.94         | 3.61         | 其它                | 10            | 9             | 3            | 12            | 15            |
| 每股红利             | 0.89         | 1.05         | 1.22         | 1.47         | 1.80         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>2962</b>   | <b>1379</b>   | <b>1913</b>  | <b>5192</b>   | <b>5038</b>   |
| 每股净资产            | 7.26         | 8.25         | 9.47         | 10.94        | 12.75        | 资本开支              | 0             | (675)         | (542)        | (670)         | (356)         |
| ROIC             | 37%          | 31%          | 25%          | 28%          | 35%          | 其它投资现金流           | (55)          | (50)          | 0            | (54)          | (65)          |
| ROE              | 25%          | 25%          | 26%          | 27%          | 28%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(618)</b>  | <b>1873</b>   | <b>(548)</b> | <b>(732)</b>  | <b>(432)</b>  |
| 毛利率              | 41%          | 45%          | 46%          | 46%          | 47%          | 权益性融资             | 0             | 0             | 0            | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 18%          | 19%          | 18%          | 18%          | 20%          | 负债净变化             | (0)           | (2)           | 0            | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 20%          | 19%          | 19%          | 20%          | 21%          | 支付股利、利息           | (1127)        | (1309)        | (1525)       | (1839)        | (2253)        |
| 收入增长             | 39%          | 23%          | 23%          | 18%          | 14%          | 其它融资现金流           | 1139          | (717)         | 533          | (974)         | (86)          |
| 净利润增长率           | 111%         | 16%          | 17%          | 21%          | 23%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(1115)</b> | <b>(3339)</b> | <b>(993)</b> | <b>(2813)</b> | <b>(2339)</b> |
| 资产负债率            | 37%          | 43%          | 40%          | 39%          | 39%          | <b>现金净变动</b>      | <b>1229</b>   | <b>(87)</b>   | <b>372</b>   | <b>1647</b>   | <b>2267</b>   |
| 息率               | 2.3%         | 2.7%         | 3.1%         | 3.7%         | 4.6%         | 货币资金的期初余额         | 5187          | 6415          | 6328         | 6700          | 8347          |
| P/E              | 20.6         | 17.6         | 15.1         | 12.5         | 10.2         | 货币资金的期末余额         | 6415          | 6328          | 6700         | 8347          | 10614         |
| P/B              | 5.1          | 4.5          | 3.9          | 3.4          | 2.9          | 企业自由现金流           | 2616          | 584           | 1117         | 4240          | 4349          |
| EV/EBITDA        | 20           | 18           | 14           | 12           | 10           | 权益自由现金流           | 3754          | (115)         | 1698         | 3332          | 4367          |

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<br>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<br>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