

2025 年 04 月 08 日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(港币)

34

公司基本资讯

产业别	商贸零售
H 股价(2025/04/07)	29.05
恒生指数(2025/04/07)	19,828.3
股价 12 个月高/低	51.12/24.6
总发行股数(百万)	1,251.34
H 股数(百万)	1,251.34
H 市值(亿元)	363.51
主要股东	杨云云(62.7%)
每股净值(元)	8.25
股价/帐面净值	3.52
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-23.17 -43.17 -23.04

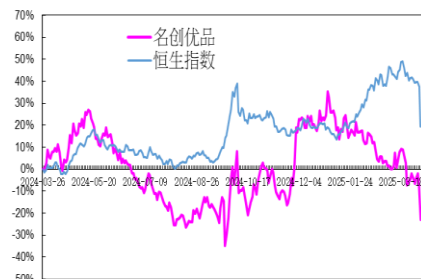
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

名创优品	94.2%
TOPTOY	5.8%

股价相对大盘走势



名创优品(09896.HK)

BUY 买进

国内同店销售承压，海外加速全球化

结论与建议：

业绩概要：

公告全年实现营收 170 亿，同比增 22.8%，录得净利润 26.4 亿，同比增 15.9%，经调净利润 27.2 亿，同比增 15.4%，经调净利率为 16%，同比下降 1pcts；4Q 实现营收 47.1 亿，同比增 22.7%，录得净利润 8.1 亿，同比增 27%，经调整净利润 7.9 亿，同比增 20%，经调整利润率 16.8%，同比下降 0.4pct。

分红方案：每股派发股息 0.0817USD

点评：

- **国内增长平稳，名创优品同店 GMV 承压。**2024 年，公司国内部分实现收入 103.1 亿，同比增 13.4%，其中，名创优品中国实现收入 93.3 亿，同比增约 11%（Q4 营收 23 亿，同比增 6.5%），线下门店数增 11.7%至 4386 个；TOPTOY 收入同比增 45%至 9.8 亿（Q4 营收 2.8 亿，同比增 50%），线下门店净新增 128 个至 276 个（同店 GMV 呈中个位数增长）。受门店扩张及消费景气较弱影响，名创优品同店 GMV 呈高个位数下滑，但 24 年新开业门店单店日均销售好于 23 年新店，预计 2025 年公司将侧重门店和加盟商优化，并更精准的匹配消费者画像和产品，实现拓店和单店效率同步增长。
- **全球化加速推进，海外保持高增长。**2024 全年实现海外收入 66.7 亿，同比增 42%（Q4 营收 21.3 亿，同比增 42.7%），全年维持较快全球化步伐，门店总数达 3118 个，同比增 25.4%，同店 GMV 呈中个位数增长。公司认定欧美为重要机会市场：过去三年内，美国市场年均复合增长率达三位数，2024 年在美新增门店 154 个，总数达 275 个；英国市场 2024 年 GMV 取得三位数增长，并为公司总结出可在欧洲复制的成长公式。我们预计未来海外将逐步实现本土化运营，未来几年保持高速增长。
- **毛利率持续改善。**2024 年公司毛利率同比上升 3.7pcts 至 44.9%，实现 8 个季度连续爬升，主要受益 IP 战略下，产品结构优化和海外直营市场占比提升。费用方面，报告期费用率为 26.04%，其中销售费用率同比上升 4.2pcts 至 20.7%，主要由于公司对美国等直营市场投入增加，管理费用率同比提升 0.6pct 至 5.5%，主要由于规模扩张。
- 2025 年新开店数预计略低于 2024 年，门店提质增效将成关注重点。同时，预计 2025 年公司将维持 IP 方面投入，国内方面，通过管道结构升级和提升会员复购率来改善同店销售；海外看，海外市场发展仍将维持高速扩张，短期直营门店盈利爬坡期或使公司加大费用管控力度，长期看有较大的利润释放空间。此外，公司收购永辉超市 29.4%股权事项预计在 25Q1 完成，公司已派出三名董事进驻永辉董事会，将通过“提人效、提业绩、提毛利，降采购成本、降费用”的方式说明永辉减亏，年内永辉调整预计将影响公司投资收益（24 年前三季度永辉净亏损 0.78 亿）。
- 预计 2025-2027 年将分别实现净利润 31 亿、37.2 亿和 44.8 亿，分别同比增 19%、20%和 20%，EPS 分别为 2.48 元、2.97 元和 3.58 元，当前股价对应 PE 分别为 11 倍、9 倍和 8 倍，予以“买进”
- 风险提示：同店销售增长不及预期，海外扩张不及预期，关税导致海外经营成本上升

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	638	1769	2618	3104	3720	4477
同比增减	%	-145%	177%	48%	19%	20%	20%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.53	1.42	2.11	2.48	2.97	3.58
同比增减	%	-145%	168%	49%	18%	20%	20%
市盈率(P/E)	X	51	19	13	11	9	8
股利 (DPS)	RMB 元	0.74	0.51	1.08	1.12	1.34	1.61
股息率 (Yield)	%	0.53%	0.74%	0.72%	0.81%	1.09%	1.09%

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业总收入	10086	11473	16994	20822	24563	28827
营业总支出	7016	7030	9357	11431	13436	15711
经营溢利	882	2223	3316	3962	4696	5530
除税前利润	907	2334	3348	4060	4834	5780
持续经营净利润	640	1782	2635	3126	3747	4508
归属普通股股东净利润	638	1769	2618	3104	3720	4477

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	5348	6489	6328	6224	6592	7313
存货	1188	1451	2750	4126	5363	6436
应收账款	1056	1150	2207	3531	4591	5738
流动资产合计	8073	9904	11656	13987	16504	19640
固定资产	420	535	1437	2155	2802	3362
非流动资产合计	3209	3544	6465	7185	9039	10508
资产总计	11282	13448	18120	21171	25543	30148
流动负债合计	3789	3886	5727	6873	8247	9484
非流动负债合计	466	644	2037	2175	3047	3857
负债合计	4254	4529	7765	9048	11294	13342
少数股东权益	-4	17	41	61	79	95
股东权益合计	7027	8918	10356	12124	14249	16806

附三：合并现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	1406	1666	2168	2707	3316	4036
投资活动产生的现金流量净额	-2126	-293	-533	-729	-983	-1297
筹资活动产生的现金流量净额	-734	-326	-1721	-2082	-1965	-2018
现金及现金等价物净增加额	-1453	1047	-86	-104	368	721

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证；@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证；@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。