

2025 年 04 月 11 日

名创优品 (09896. HK)

投资评级：增持（维持）

——全球化布局稳步推进，重视公司 IP 渠道承接力

证券分析师

朱芸

SAC: S1350524070001

zhuyun@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 10 日

收盘价（港元）	30.95
一年内最高/最低（港元）	55.00/20.00
总市值（百万港元）	38,217.82
流通市值（百万港元）	38,217.82
资产负债率（%）	42.85

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 2025 年 3 月 21 日，公司发布截至 2024 年 12 月季度及 2024 年度业绩公告。2024 年，公司实现收入 169.94 亿元，同比增长 22.8%；实现经调整归母净利润 27.02 亿元，同比增长 15.7%。2024 年第四季度，公司实现收入 47.13 亿元，同比增长 22.7%；实现经调整归母净利润 7.88 亿元，同比增长 19.7%。
- **完成全年开店目标，海外门店&收入增长亮眼。**截至 2024 年 12 月 31 日，公司集团门店总数为 7780 家，名创优品门店 7504 家，全年净新增 1091 家门店，完成名创优品全年开店目标（900-1100）。其中，中国内地全年净新开 460 家门店，海外全年净新开 631 家门店，海外净新增门店数量占总净新开门店数比例为 58%。从收入端来看，2024 年，美洲地区（包含北美和拉丁美洲）实现收入 34.31 亿元，同比增长 47%；亚洲地区（除中国内地）实现收入 25.42 亿元，同比增长 26%；欧洲及其他地区实现收入 7.09 亿元，同比增长 99%。
- **TOPTOY 海外扩张提速，全年实现盈利。**截至 2024 年 12 月 31 日，TOPTOY 门店数量为 276 家，全年门店净增 128 家，TOPTOY 全年实现收入 9.84 亿元，同比增长 44.7%。目前，TOPTOY 已成功进驻泰国、印度尼西亚、马来西亚等国家高端商场，东南亚市场以人口结构、经济发展和消费能力的优势成为 TOPTOY 出海战略的首要目标市场。2024 年 TOPTOY 同店实现中个位数提升并实现首年盈利，积木、盲盒等核心品类毛利率改善，2024 年盈利拐点或已至。
- **WAKUKU 新品首发售罄，重视公司作为 IP 渠道对兴趣消费的需求承接力。**2025 年 3 月 29 日，公司在 THE BOX 的 MINISO LAND 北京壹号店首发 WAKUKU 系列新品“胖哒哒”，这款以熊猫为设计灵感的 WAKUKU 系列潮玩上市 2 小时内售罄，WAKUKU 爆火背后反映出兴趣消费的浓厚氛围。公司发挥平台优势，通过拓展 IP 合作矩阵平滑潮流周期影响，覆盖从常青、潜力到强属性等不同类别 IP。通过结合毛绒、拼接积木、卡牌等多形态 IP 产品，有望承接广泛人群的兴趣消费需求。
- **收入结构&IP 产品组合调整修复集团毛利率表现，海外拓店节奏带来销售及行政开支提升。**2024 年公司毛利率为 44.9%，同比+3.7pct，达到历史最高水平，毛利增长主要来源为海外直营收入占比提升和 IP 战略执行。2024 年销售及分销开支达到 35.20 亿元，同比增长 54.3%，一般及行政开支为 9.32 亿元，同比增长 37.5%，高开支有望为公司海外战略市场增长做铺垫。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年经调整净利润分别为 32.5/38.3/45.3 亿元，同比增速分别为 19%/18%/18%，当前股价对应经调整净利润的 PE 分别为 11/10/8 倍。公司处于门店扩张期，海外业务带来营收及利润增量，IP 产品持续赋能业绩增长，维持“增持”评级。
- **风险提示。**宏观消费不及预期的风险；关税政策加重的风险；IP 效果不及预期的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11473.21	16994.03	20851.52	24818.06	29259.03
同比增长率（%）	13.76%	48.12%	22.70%	19.02%	17.89%
归母净利润（百万元）	1768.93	2617.56	3,123.30	3,688.44	4,362.29
同比增长率（%）	177.2%	48.0%	19.3%	18.1%	18.3%
每股收益（元/股）	1.42	2.11	2.50	2.95	3.49
ROE（%）	19.87%	25.38%	24.60%	22.51%	21.03%
市盈率（P/E）	21.96	21.04	11.70	9.91	8.38

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,994	20,852	24,818	29,259	货币资金	6,328	9,177	13,042	17,624
增长率	48.1%	22.7%	19.0%	17.9%	应收款项	2,207	2,327	2,770	3,266
营业成本	9,357	11,576	13,923	16,586	存货	2,750	2,572	2,901	3,225
%销售收入	55.1%	55.5%	56.1%	56.7%	其他流动资产	370	818	1,085	1,359
毛利	7,637	9,275	10,895	12,674	流动资产	11,656	14,896	19,798	25,474
%销售收入	44.9%	44.5%	43.9%	43.3%	权益性投资	39	39	39	39
其他收入	0	0	0	0	固定资产	1,437	1,427	1,428	1,438
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	2,563	2,334	2,150	2,001
销售费用	3,520	4,275	5,063	5,852	非流动资产	6,465	6,357	6,306	6,299
%销售收入	20.7%	20.5%	20.4%	20.0%	资产总计	18,120	21,253	26,103	31,773
管理费用	932	1,143	1,353	1,586	应付款项	1,279	1,576	1,895	2,257
%销售收入	5.5%	5.5%	5.5%	5.4%	短期借款	567	567	567	567
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	3,882	4,314	5,135	6,054
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	5,727	6,457	7,597	8,878
财务费用	-26	-152	-230	-335	长期债务	4	5	6	6
%销售收入	-0.2%	-0.7%	-0.9%	-1.1%	其他长期负债	2,033	2,033	2,033	2,033
息税前利润 (EBIT)	3,322	4,027	4,705	5,502	非流动负债	2,037	2,038	2,039	2,039
%销售收入	19.5%	19.3%	19.0%	18.8%	负债总计	7,765	8,495	9,636	10,918
投资收益	6	0	0	0	归属母公司股东权益	10,315	12,697	16,384	20,744
%税前利润	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	41	61	84	111
除税前利润	3,348	4,180	4,935	5,836	负债股东权益合计	18,120	21,253	26,103	31,773
利润率	19.7%	20.0%	19.9%	19.9%					
所得税	712	1,036	1,223	1,447					
所得税率	21.3%	24.8%	24.8%	24.8%					
净利润(含少数股东损益)	2,635	3,143	3,711	4,390					
少数股东损益	18	20	23	27					
归属于母公司的净利润	2,618	3,123	3,688	4,362					
增长率	48.0%	19.3%	18.1%	18.3%					
净利率	15.4%	15.0%	14.9%	14.9%					
现金流量表					比率分析				
单位：人民币(百万)						2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,618	3,123	3,688	4,362	每股指标				
少数股东损益	18	20	23	27	每股收益	2.11	2.50	2.95	3.49
营运资金变动	0	539	303	387	每股净资产	8.25	10.15	13.09	16.58
其他变动	-467	600	498	423	每股经营现金净流	1.73	3.42	3.61	4.15
经营活动现金流量净额	2,168	4,282	4,512	5,199	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本开支	-763	-510	-520	-530	回报率				
投资	14,179	-332	-332	-332	净资产收益率	25.38%	24.60%	22.51%	21.03%
其他	-13,950	169	226	266	总资产收益率	14.45%	14.70%	14.13%	13.73%
投资活动现金流量净额	-533	-673	-626	-596	投入资本收益率	23.93%	22.72%	20.77%	19.31%
股权募资	-313	0	0	0	增长率				
债权募资	-162	1	0	1	营业收入增长率	48.12%	22.70%	19.02%	17.89%
其他	-1,246	-759	-20	-20	EBIT增长率	49.43%	21.24%	16.83%	16.93%
筹资活动现金流量净额	-1,721	-759	-20	-20	净利润增长率	47.97%	19.32%	18.09%	18.27%
现金净变动	-87	2,849	3,865	4,582	总资产增长率	34.75%	17.29%	22.82%	21.72%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	19.3	16.5	19.6	19.7
					存货周转天数	80.8	82.8	70.8	66.5
					应付账款周转天数	82.7	44.4	44.9	45.1
					固定资产周转天数	20.9	24.7	20.7	17.6
					偿债能力				
					流动比率	2.04	2.31	2.61	2.87
					速动比率	1.54	1.85	2.17	2.45
					净负债/股东权益	-55.59%	-67.45%	-75.72%	-81.76%
					EBIT利息保障倍数	35.8	200.8	234.2	273.6
					资产负债率	42.85%	39.97%	36.91%	34.36%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，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授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。