

信义山证汇通天下

证券研究报告

商贸零售

名创优品 (09896.HK)

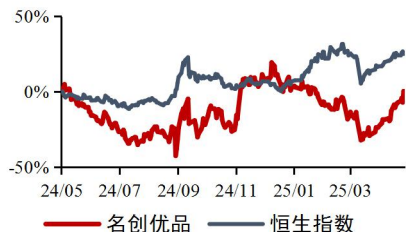
买入-A(维持)

名创国内市场同店环比改善，直营门店收入快速增长

2025 年 5 月 26 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2025 年 5 月 23 日

收盘价（港元）：	42.250
年内最高/最低（港元）：	55.000/20.000
总股本（亿股）：	12.35/12.51
流通市值（亿港元）：	521.71
总市值（亿港元）：	528.69

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

➢ 5 月 23 日，公司公布 2025Q1 季度业绩。2025Q1，公司实现营收 44.27 亿元，同比增长 18.9%；实现经调整净利润 5.87 亿元，同比下降 4.8%；实现归母净利润 4.16 亿元，同比下降 28.5%。

事件点评

➢ **2025Q1 公司营收增速超预期，平均门店数量快速增长。**营收端，2025Q1，公司实现营收 44.27 亿元，同比增长 18.9%。其中，平均门店数量同比增长 16.5%。业绩端，2025Q1，公司实现经调整净利润 5.87 亿元，同比下降 4.8%，主因销售及分销费用率上升。

➢ **名创国内市场同店环比改善，海外市场延续快速开店。**分业务看，**1) MINISO 中国**，2025Q1，实现营收 24.94 亿元，同比增长 9.1%，其中可比同店销售同比下滑中单位数，降幅环比明显收窄。截至 2025Q1 年末，名创优品国内共拥有门店 4275 家，较年初净减少 111 家，公司持续优化低效门店、着重开设提升品牌势能的 IP Land 门店和旗舰店。**2) MINISO 海外**，2025Q1，实现营收 15.92 亿元，同比增长 30.3%，其中，海外市场同店销售同比下降约中单位数，海外市场平均门店数量同比增长 24.6%。截至 2025Q1 末，名创优品海外市场门店合计为 3213 家，较年初净增加 95 家。分区域看，北美、拉美、亚洲（除中国）、欧洲、其它区域门店分别为 375、646、1663、301、228 家，较年初净增加 25、9、52、9、3 家。**3) TOP TOY**，2025Q1，实现营收 3.40 亿元，同比增长 58.9%。截至 2025Q1 末，TOP TOY 拥有门店 280 家，较年初净增加 4 家。

➢ **销售毛利率同比稳中有升，直营店投资致使销售费用率明显提升。**毛利率方面，2025Q1，公司毛利率为 44.2%，同比提升 0.8pct。毛利率提升主因：（1）高毛利率的海外直营市场占比提升；（2）产品组合转向盈利能力更高的产品，TOP TOY 产品组合优化带动毛利率提升。费用率方面，2025Q1，公司销售及分销费用率为 23.1%，同比提升 4.4pct，一般及行政费用率为 5.5%，同比提升 0.3pct。销售及分销费用同比增长，主因公司直接投资直营门店以追求海外业务的长期持续增长，2025Q1，直营店收入同比增长 85.5%，海外市场直营门店数量达到 608 家。净利润率方面，2025Q1，经调整净利润为 5.87 亿元，同比下降 4.8%，经调整净利润率 13.3%，同比下滑 3.3pct。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



投资建议

➤ 2025 年第一季度，公司国内同店销售环比持续恢复，渠道经营质量不断优化，海外市场保持快速开店，公司收入增速超市场预期，销售毛利率稳中有升，但受到销售及分销费用增长、财务费用增加、所得税率上升影响，归母净利润同比下滑幅度较大。展望 2 季度，年初至今（截至 5 月 20 日），名创国内市场同店销售同比降幅继续收窄至低个位数，国内市场销售表现持续改善；4 月以来，海外主要市场墨西哥、美国同店销售环比持续改善。暂不考虑永辉并表影响，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 209.71/253.31/300.11 亿元，归母净利润分别为 28.62/34.82/41.19 亿元，以公司 5 月 23 日收盘价计算，2025-2027 年 PE 分别为 17.0/13.9/11.8，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 国内可比同店销售恢复低于预期的风险；关税风险；汇率大幅波动风险。

财务数据与估值：

会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	13,839	16,994	20,971	25,331	30,011
YoY(%)	52.5	22.8	23.4	20.8	18.5
净利润(百万元)	2,253	2,618	2,862	3,482	4,119
YoY(%)	-259.2	16.2	9.3	21.7	18.3
毛利率(%)	41.2	44.9	45.2	45.3	45.4
EPS(摊薄/元)	1.80	2.09	2.29	2.78	3.29
ROE(%)	24.7	25.4	21.8	20.9	19.9
P/E(倍)	21.6	18.6	17.0	13.9	11.8
P/B(倍)	5.3	4.7	3.7	2.9	2.3
净利率(%)	16.3	15.4	13.6	13.7	13.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	10328	11656	15451	19755	24897
现金	6415	6328	10738	11873	18411
应收票据及应收账款	1518	2207	1800	3372	2552
预付账款	0	0	0	0	0
存货	1922	2750	2492	4114	3526
其他流动资产	472	370	421	395	408
非流动资产	4158	6465	5751	6336	6309
长期投资	0	0	3	8	12
固定资产	769	1437	1498	1624	1761
无形资产	20	9	8	8	7
其他非流动资产	3369	5019	4242	4697	4529
资产总计	14485	18120	21202	26092	31206
流动负债	4407	5727	6502	7596	8704
短期借款	1	567	284	425	355
应付票据及应付账款	3390	3944	4933	5848	6856
其他流动负债	1016	1216	1284	1323	1494
非流动负债	887	2037	1460	1747	1602
长期借款	7	4	3	2	2
其他非流动负债	881	2033	1457	1745	1601
负债合计	5294	7765	7961	9343	10307
少数股东权益	23	41	64	90	121
股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
资本公积	7446	6013	6013	6013	6013
留存收益	1722	4302	5745	7499	9574
归属母公司股东权益	9168	10315	13177	16659	20778
负债和股东权益	14485	18120	21202	26092	31206

现金流量表(百万元)

会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	2330	2168	4857	1441	6973
净利润	2274	2635	2885	3508	4151
折旧摊销	464	809	148	173	203
财务费用	-161	-26	43	37	20
投资损失	-0	-6	-3	-5	-4
营运资金变动	0	0	1748	-2255	2594
其他经营现金流	-247	-1243	36	-18	9
投资活动现金流	-293	-533	453	-696	-201
筹资活动现金流	-326	-1721	-899	391	-235

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.80	2.09	2.29	2.78	3.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.86	1.73	3.88	1.15	5.57
每股净资产(最新摊薄)	7.33	8.24	10.53	13.31	16.60

利润表(百万元)

会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	13839	16994	20971	25331	30011
营业成本	8140	9357	11492	13856	16386
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	2281	3520	4572	5522	6542
管理费用	677	932	1174	1419	1711
财务费用	-161	-26	43	37	20
资产减值损失	5	6	8	10	11
投资净收益	0	6	3	5	4
营业利润	2820	3316	3796	4616	5462
利润总额	2981	3348	3796	4616	5462
所得税	707	712	911	1108	1311
净利润	2274	2635	2885	3508	4151
少数股东损益	21	18	23	26	32
归属母公司净利	2253	2618	2862	3482	4119
EBITDA	2789	3192	3714	4471	5235

主要财务比率

会计年度	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力					
营业收入(%)	52.5	22.8	23.4	20.8	18.5
营业利润(%)	603.1	17.6	14.5	21.6	18.3
归属于母公司净	-259.2	16.2	9.3	21.7	18.3
获利能力					
毛利率(%)	41.2	44.9	45.2	45.3	45.4
净利率(%)	16.3	15.4	13.6	13.7	13.7
ROE(%)	24.7	25.4	21.8	20.9	19.9
ROIC(%)	21.3	19.6	18.2	17.4	16.9
偿债能力					
资产负债率(%)	36.5	42.9	37.6	35.8	33.0
流动比率	2.3	2.0	2.4	2.6	2.9
速动比率	1.9	1.5	2.0	2.0	2.4
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.0
应收账款周转率	11.8	9.1	10.5	9.8	10.1
应付账款周转率	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
估值比率					
P/E	21.6	18.6	17.0	13.9	11.8
P/B	5.3	4.7	3.7	2.9	2.3
EV/EBITDA	15.3	14.0	10.6	8.7	6.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

