

名创优品（09896）

25Q1 利润承压，期待同店回升及利润拐点

25Q1 营收同增 19%，利润主要受销售及分销开支影响

25Q1 营收 44.3 亿元/yoy+19%，期末门店 7768 家/yoy+14%。毛利 20 亿元/yoy+21%，经调净利润 5.87 亿元/yoy-4.8%。

25Q1 毛利率 44%/yoy+0.8pct 主要系名创优品品牌海外收入贡献增加及盈利能力更高的产品占比提升，TOP TOY 毛利率提升。经调净利率 13%/yoy-3.3pct，主要系销售及分销开支率拖累。

销售及分销开支率 23%/yoy+4.4pct，主要系直营门店的租金、折旧摊销、工资等相关开支同增 71.4%，授权费用同增 39.6%，物流费用同增 31.3%。一般及行政开支率 5.5%/yoy+0.3pct，主要系人员相关开支增加。财务成本率 1.1%/yoy+1.8pct。

名创内地处于调整期，海外持续扩张

分品牌及渠道看 25Q1：

1) 名创优品品牌营收 41 亿元/yoy+17%/占比 92%，期末门店 7488 家/yoy+13%/单季净减 16 家。其中：

①名创优品中国内地营收 25 亿元/yoy+9%/占比 56%，期末门店 4275 家/yoy+6%/单季净减 111 家，25Q1 线下门店 GMV 同增 7.3%、同店日均销售同比中个位数下降，25Q1 同店复苏相较 24Q3、Q4 加速，通过稳步推进结构优化和战略性门店网络改善，有望实现可持续高品质增长；

②名创优品海外营收 16 亿/yoy+30%/占比 36%，期末门店 3213 家/yoy+24%/单季净增 95 家，海外收入贡献同比提升 3pct，潜力持续释放。

2) TOP TOY 品牌营收 3.4 亿元/yoy+59%/占比 7.7%，期末门店 280 家/yoy+75%/单季净增 4 家，门店快速扩张带动收入高增，24Q4 开始开展海外业务，全球扩张可期。

名创内地推动大店驱动增长，名创海外及 TOP TOY 直营门店数占比提升

截止 25Q1 末，1) 名创优品中国内地门店中直营/合伙人/代理门店占比 0.5%/98.9%/0.6%，名创优品海外门店中直营/合伙人/代理门店占比 17%/13%/69%。名创优品正全面推进“开好店、开大店”的渠道升级战略，截至目前，MINISO LAND 已开业 8 家，另有 15 家正在筹备，以超级 IP+超级门店重塑消费场景；旗舰店数量达 43 家，150 家正在规划中。2) TOP TOY 门店中直营/合伙人占比 14%/86%。

强化 IP 运营，引领潮玩消费风潮

名创及 TOP TOY 与 HelloKitty、miffy、Chiikawa、wakuku、史迪奇等知名 IP 联名，热门品类搪胶毛绒系列多款产品销售额破千万、占海外总销售额 35%。

投资建议：名创优品国内门店调整持续推进、同店逐步改善可期，海外直营开店积极、全球化持续布局，TOP TOY 通过 IP 溢价拉升整体毛利率。基于 Q1 销售及分销开支大幅提升，下调经调净利润预测，预计 2025-2026 年经调净利润分别为 29/36 亿元（2025-2026 年前值为 33/41 亿元），对应 PE 分别为 14/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：海外经营风险，拓店不及预期，宏观经济风险。

证券研究报告
2025 年 05 月 26 日

投资评级

行业 非必需性消费/专业零售

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 34.55 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 1,251.34
港股总市值(百万港元) 43,233.71
每股净资产(港元) 9.21
资产负债率(%) 59.22
一年内最高/最低(港元) 55.00/20.00

作者

何富丽 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521120003
hefuli@tfzq.com

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002
kongrong@tfzq.com

来舒楠 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524070009
laishunan@tfzq.com

曹睿 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523020003
caorui@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《名创优品-公司点评:24Q2 业绩符合预期，品牌升级及海外拓展带动毛利率提升》 2024-09-01
- 《名创优品-公司点评:24Q1 营收 37 亿同增 26%，品牌战略升级成效显著》 2024-05-15
- 《名创优品-公司点评:单季度营收、盈利能力均创历史新高!》 2024-03-20

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com