

2025 年 05 月 27 日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(港币)

43

公司基本资讯

产业别	商贸零售
H 股价(2025/05/26)	34.55
恒生指数(2025/05/26)	23,282.3
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(63.17%)
每股净值(元)	8.50
股价/账面净值	4.07
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	5.98 -18.47 -27.52

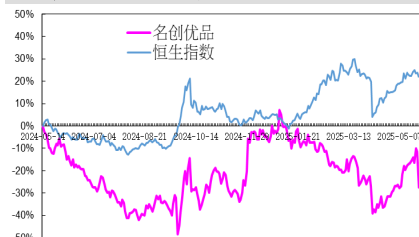
近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-04-28	29.05	买进

产品组合

名创优品	92.3%
TOPTOY	7.7%

股价相对大盘走势



名创优品(09896.HK)

BUY 买进

同店销售环比改善，年内关注费用变动

结论与建议：

业绩概要：

公司公告 25Q1 实现营收 44.3 亿（人民币，下同），同比增 18.9%；实现归母净利润 4.2 亿，同比下降 28.5%，若不包含可转债及收购永辉造成的利息开支，当期利润为 5.6 亿，同比下降 4%；经调净利润 5.9 亿，同比下降 4.8%，经调 EBITDA 为 10.4 亿，同比增 7.5%。收入增速好于此前指引，但利润增速低于预期。

点评：

- **名创中国同店销售降幅环比收窄，维持年内转正预期。**Q1 名创优品品牌实现收入 40.9 亿，同比增 16.5%，一方面，名创中国收入同比增 9.1%，至 25 亿，门店数同比增 6%，同店销售降幅环比 24Q4 收窄至中个位数，表现显著改善，Q2 预计同店销售额增速将逐步转正；名创优品海外维持较快增长，实现收入 16 亿，同比增 30.3%，门店数达 3213 家，同比增 23.8%，高基数下海外同店销售估计有中个位数下降
- **TOPTOY 门店持续扩张。**TOPTOY 于去年 12 月开始全球业务，25Q1 实现收入 3.4 亿，同比增 59%，目前门店总数达 280 家，同比增 50%，环比增 4 家，单店收入同比下降 9.2%，门店扩张是收入增长主要驱动力。
- **毛利率维持改善，费用大增影响利润。**报告期毛利率同比增 0.8pct 至 44.2%，主要由于海外收入贡献以及产品组合优化，此外，TOPTOY 毛利率已有所提升。25Q1 费率同比提升 6.48pcts 至 29.64%，一方面，销售费用率同比提升 4.38pcts，主要由于直营门店前置性投入（25Q1 海外直营门店数同比增 267 家至 548 家，直营店相关开支同比增 71.4%），同时公司 IP 战略下，授权费用同比增 39.6%，物流费用随业务规模扩张同比增 31.3%；管理费用率同比提升 0.33pct，主要由于业务扩张；财务费用率同比提升 1.78pct，主要由于可转债利息成本、收购永辉的银行贷款利息开支增加，以及租赁开支增加（对应直营门店投资）。此外，受财务费用减少税前利润影响，表观所得税率提升 2.9pcts 至 26.64%。
- **展望全年，我们预计通过关停低效旧店、新开高坪效门店情况下，公司收入将持续改善，并通过优化直营门店运营和进一步精细运营，我们预计全年收入将维持高速增长，但利润率受直营等长期费用投入影响有所承压；此外，永辉将于 25Q2 并表，亦将对利润产生一定影响。**
- **考虑费用投入，下调盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现净利润 24.9 亿、30.3 亿和 36 亿（原预测为 31 亿、37.2 亿和 44.8 亿），分别同比下降 4.8%、增 21.7%和增 18.9%，EPS 分别为 1.99 元、2.42 元和 2.88 元，当前股价对应 PE 分别为 16 倍、13 倍和 11 倍。我们依旧看好公司赛道方向和海外拓展，大跌之后股价回调，估值具有性价比，维持“买进”。**
- **风险提示：**同店销售增长不及预期，海外扩张不及预期，费用增长超预期

..... 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	2492	3032	3606
同比增减	%		177%	48%	-5%	22%	19%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.53	1.42	2.11	1.99	2.42	2.88
同比增减	%		168%	49%	-6%	22%	19%
市盈率(P/E)	X	60	22	15	16	13	11
股利 (DPS)	RMB 元	0.74	0.51	1.08	0.90	1.09	1.30
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	20532	23865	27509
营业总支出	7016	7030	9357	11231	13030	14993
经营溢利	882	2223	3316	3580	4268	4980
除税前利润	907	2334	3348	3368	4044	4779
持续经营净利润	640	1782	2635	2509	3054	3632
归属普通股股东净利润	638	1769	2618	2492	3032	3606

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	6225	6583	7271
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	2512	3762	5051
负债合计	4254	4529	7765	9384	12009	14536
少数股东权益	-4	17	41	61	79	95
股东权益合计	7027	8918	10356	11787	13534	15612

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	2669	3222	3851
投资活动产生的现金流量净额	-2126	-293	-533	-719	-955	-1238
筹资活动产生的现金流量净额	-734	-326	-1721	-2053	-1909	-1926
现金及现金等价物净增加额	-1453	1047	-86	-103	358	688

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，不在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先通知前变更。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。