

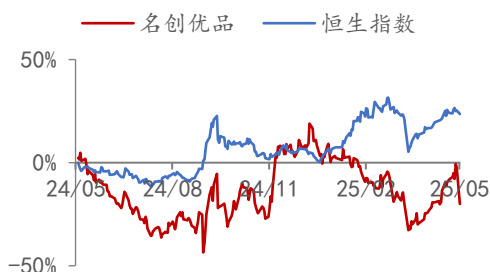
## 25Q1 业绩点评：国内同店改善，海外维持高速增长

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-28

收盘价（港元） 34.80  
近 12 个月最高/最低（港元） 58.0/20.0  
总股本（百万股） 1,251  
流通股本（百万股） 1,251  
流通股比例（%） 100.00  
总市值（亿港元） 435  
流通市值（亿港元） 435

### 公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 相关报告

1.2024 点评：海外直营高增长，国内同店表现有望优化 2025-03-27

1.3Q24 点评：海外业务维持高速增长，期待四季度海外消费旺季表现 2024-12-03

### 主要观点：

#### ● 25Q1 整体业绩：

25Q1 公司收入 44.3 亿元，yoy+18.9%；毛利率为 44.2%，同比+0.8pct；经营利润 7.1 亿元，yoy-4.05%；经调整净利润 5.9 亿元，yoy-4.9%；经调整净利润率为 13.3%，同比-3.3pct。

#### ● 国内业务高质量发展，同店日销有望持续改善

名创中国一季度收入 25 亿元，同比+9.1%，其中同店日销额同比由去年的高个位数下降改善为中个位数下降。名创中国由过去跑马圈地的快速拓店模式转向聚焦高质量增长模式，今年一季度公司进一步加快“关小店，开大店”节奏，名创中国门店数量较上季度末的 4386 家下降至一季度末的 4275 家，净关店 111 家。我们认为随着国内业务的货盘优化以及门店升级，同店表现有望持续得到改善。

#### ● 海外业务高速增长，前置性投入使得短期内利润率承压

1) 25Q1 海外收入 16 亿元，同比+30.3%，占整体收入比重达 36%，同比+3pct，占比增长驱动公司毛利率改善。名创海外门店数达 3213 家，环比净增 95 家。其中直营门店 548 家，环比新增 45 家；  
2) 海外直营市场开店步伐较快产生前置费用，短期内拖累净利率水平。海外新开直营门店有前置成本，所以海外直营市场的快速拓展一定程度拖累了整体净利润表现，但随着海外直营市场选址开店和货盘的精细化运营，单店净利率仍具备提升空间。

#### ● 投资建议

我们预计 2025/2026/2027 年公司收入 205.4/244.3/282.8 亿元 (2025-2027 前值为 209.8/254.3/303.9 亿元)，同比+21%/+19%/+16%；预计经调整净利润为 27.6/33.5/40.6 亿元(2025-2027 前值为 31.0/36.0/40.2 亿元)，同比+1%/+21%/+21%，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

宏观经济风险；海外业务拓展不及预期；产品研发不及预期。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标   | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 16,994 | 20,544 | 24,433 | 28,276 |
| 收入同比 (%) | 23%    | 21%    | 19%    | 16%    |
| 调整后净利润   | 2,721  | 2,761  | 3,352  | 4,060  |
| 调整后净利润同比 | 15%    | 1%     | 21%    | 21%    |
| 每股收益 (元) | 2.2    | 2.2    | 2.7    | 3.2    |
| P/E      | 17.0   | 16.8   | 13.8   | 11.4   |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

| 资产负债表     |       |       |       |       | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度      | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |        |  |  |  |  |
| 流动资产      | 11656 | 17334 | 21630 | 26742 |        |  |  |  |  |
| 现金        | 6598  | 12181 | 14805 | 19828 |        |  |  |  |  |
| 贸易及其他应收款项 | 2207  | 2297  | 3060  | 3139  |        |  |  |  |  |
| 存货        | 2750  | 2757  | 3665  | 3675  |        |  |  |  |  |
| 其他投资      | 100   | 100   | 100   | 100   |        |  |  |  |  |
| 非流动资产     | 6465  | 6384  | 6405  | 6430  |        |  |  |  |  |
| 固定资产      | 1437  | 1303  | 1269  | 1226  |        |  |  |  |  |
| 无形资产      | 9     | 9     | 9     | 9     |        |  |  |  |  |
| 使用权资产     | 4172  | 4225  | 4280  | 4348  |        |  |  |  |  |
| 其他        | 707   | 707   | 707   | 707   |        |  |  |  |  |
| 资产总计      | 18120 | 23718 | 28035 | 33172 |        |  |  |  |  |
| 流动负债      | 5727  | 6139  | 6839  | 7798  |        |  |  |  |  |
| 短期借款      | 567   | 1     | 1     | 1     |        |  |  |  |  |
| 应付账款      | 3944  | 4922  | 5622  | 6580  |        |  |  |  |  |
| 其他        | 1216  | 1216  | 1216  | 1216  |        |  |  |  |  |
| 非流动负债     | 2037  | 2051  | 2063  | 2075  |        |  |  |  |  |
| 长期借款      | 4     | 6     | 6     | 6     |        |  |  |  |  |
| 合同负债      | 35    | 47    | 59    | 71    |        |  |  |  |  |
| 其他        | 1998  | 1998  | 1998  | 1998  |        |  |  |  |  |
| 负债合计      | 7765  | 8190  | 8903  | 9873  |        |  |  |  |  |
| 普通股股东权益   | 10315 | 15487 | 19092 | 23259 |        |  |  |  |  |
| 少数股东权益    | 41    | 41    | 41    | 41    |        |  |  |  |  |
| 权益合计      | 10356 | 15528 | 19132 | 23300 |        |  |  |  |  |
| 负债和股东权益   | 18120 | 23718 | 28035 | 33172 |        |  |  |  |  |

| 利润表       |       |        |        |        | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度      | 2024A | 2025E  | 2026E  | 2027E  |        |  |  |  |  |
| 营业收入      | 16994 | 20544  | 24433  | 28276  |        |  |  |  |  |
| 增长率       | 23%   | 21%    | 19%    | 16%    |        |  |  |  |  |
| 营业成本      | -9357 | -11028 | -12860 | -14699 |        |  |  |  |  |
| %销售收入     | -55%  | -54%   | -53%   | -52%   |        |  |  |  |  |
| 毛利        | 7637  | 9516   | 11573  | 13577  |        |  |  |  |  |
| 其他收入      | 22    | 19     | 23     | 27     |        |  |  |  |  |
| 销售费用      | -3520 | -5096  | -6308  | -7220  |        |  |  |  |  |
| 管理费用      | -932  | -1174  | -1295  | -1499  |        |  |  |  |  |
| 财务费用      | -93   | -215   | -195   | -283   |        |  |  |  |  |
| 其他        | 108   | 120    | 152    | 178    |        |  |  |  |  |
| 营业利润      | 3316  | 3386   | 4146   | 5064   |        |  |  |  |  |
| %销售收入     | 20%   | 16%    | 17%    | 18%    |        |  |  |  |  |
| 财务收入      | 119   | 195    | 199    | 246    |        |  |  |  |  |
| 财务成本      | -93   | -215   | -195   | -283   |        |  |  |  |  |
| 权益性投资损益   | 4     | 0      | 1      | 2      |        |  |  |  |  |
| 其他        | 2     | -91    | 0      | 0      |        |  |  |  |  |
| 除税前利润     | 3348  | 3275   | 4151   | 5028   |        |  |  |  |  |
| %销售收入     | 20%   | 16%    | 17%    | 18%    |        |  |  |  |  |
| 所得税       | -712  | -793   | -943   | -1088  |        |  |  |  |  |
| 净利润       | 2635  | 2482   | 3208   | 3940   |        |  |  |  |  |
| %销售收入     | 16%   | 12%    | 13%    | 14%    |        |  |  |  |  |
| 归属母公司净利润  | 2618  | 2451   | 3151   | 3862   |        |  |  |  |  |
| %销售收入     | 15%   | 12%    | 13%    | 14%    |        |  |  |  |  |
| 少数股东权益    | 18    | 31     | 57     | 79     |        |  |  |  |  |
| %销售收入     | 0%    | 0%     | 0%     | 0%     |        |  |  |  |  |
| 经调整归母净利润  | 2721  | 2761   | 3352   | 4060   |        |  |  |  |  |
| %销售收入     | 16%   | 13%    | 14%    | 14%    |        |  |  |  |  |
| 主要财务比率    |       |        |        |        |        |  |  |  |  |
| 会计年度      | 2024A | 2025E  | 2026E  | 2027E  |        |  |  |  |  |
| 回报率       |       |        |        |        |        |  |  |  |  |
| ROE       | 26.3% | 17.8%  | 17.5%  | 17.4%  |        |  |  |  |  |
| 总资产收益率    | 15.0% | 11.6%  | 12.0%  | 12.2%  |        |  |  |  |  |
| 投入资本收益率   | 20.6% | 15.8%  | 16.0%  | 16.5%  |        |  |  |  |  |
| 增长率       |       |        |        |        |        |  |  |  |  |
| 营业总收入增长率  | 22.8% | 20.9%  | 18.9%  | 15.7%  |        |  |  |  |  |
| 经调整净利润增长率 | 15.4% | 1.5%   | 21.4%  | 21.1%  |        |  |  |  |  |
| 总资产增长率    | 25.1% | 30.9%  | 18.2%  | 18.3%  |        |  |  |  |  |
| 资产管理能力    |       |        |        |        |        |  |  |  |  |
| 应收账款周转天数  | 9.12  | 9.12   | 9.12   | 9.12   |        |  |  |  |  |
| 应付款项周转天数  | 4.63  | 4.63   | 4.63   | 4.63   |        |  |  |  |  |
| 存货周转天数    | 4.01  | 4.01   | 4.01   | 4.01   |        |  |  |  |  |
| 总资产周转率    | 94%   | 87%    | 89%    | 87%    |        |  |  |  |  |
| 偿债能力      |       |        |        |        |        |  |  |  |  |
| 资产负债率     | 43%   | 35%    | 32%    | 30%    |        |  |  |  |  |
| 流动比率      | 2.0   | 2.8    | 3.1    | 3.3    |        |  |  |  |  |

| 现金流量表     |       |       |       |       | 单位:百万元 |  |  |  |  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度      | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |        |  |  |  |  |
| 经营活动现金净流量 | 1982  | 3710  | 2618  | 5201  |        |  |  |  |  |
| 净利润       | 2635  | 2482  | 3208  | 3940  |        |  |  |  |  |
| 折旧摊销      | 215   | 269   | 315   | 368   |        |  |  |  |  |
| 营运资金变动    | -963  | 894   | -959  | 881   |        |  |  |  |  |
| 其他非现金调整   | 95    | 65    | 54    | 12    |        |  |  |  |  |
| 已付所得税     | 0     | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 投资活动现金流   | -255  | -308  | -366  | -424  |        |  |  |  |  |
| 资本开支      | -255  | -308  | -366  | -424  |        |  |  |  |  |
| 投资        | 0     | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 筹资活动现金流   | 131   | 235   | 373   | 246   |        |  |  |  |  |
| 股权融资      | 311   | 414   | 552   | 426   |        |  |  |  |  |
| 债权融资      | 0     | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 现金净流量     | 1859  | 3637  | 2624  | 5023  |        |  |  |  |  |
| 汇率变动影响    | 0     | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |
| 期初现金      | 6415  | 8274  | 11911 | 14535 |        |  |  |  |  |
| 期末现金      | 8274  | 11911 | 14535 | 19558 |        |  |  |  |  |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。