

名创优品 (09896.HK)

强烈推荐 (维持)

国内同店改善, 海外直营持续培育

消费品/商业
当前股价: 33.9 港元

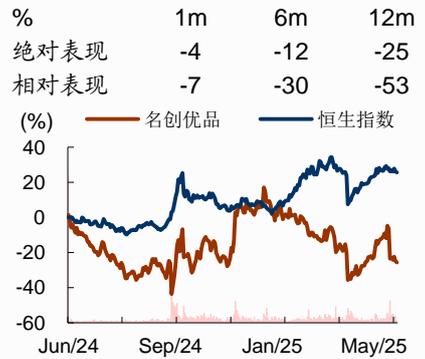
公司 25Q1 收入 44.3 亿/+18.9%，经调整净利润 5.9 亿元/-4.8%，其中国内名创品牌收入 24.9 亿/+9.1%，名创品牌海外收入为 15.9/+30.3%，TOP TOY 收入 3.4 亿/+58.9%。兴趣消费市场广阔，公司“1 个中国供应链+全球 IP+全球设计+全球渠道”的“1+3”护城河稳固，看好名创国内稳步拓展，海外市场持续高增长，TOP TOY 持续孵化带来的长期成长。维持“强烈推荐”评级。

基础数据

总股本 (百万股)	1251
香港股 (百万股)	1251
总市值 (十亿港元)	42.4
香港股市值 (十亿港元)	42.4
每股净资产 (港元)	8.5
ROE (TTM)	24.6
资产负债率	59.2%
主要股东	叶国富
主要股东持股比例	63.1698%

□ 收入增速超预期，净利表现承压。公司 25Q1 收入合计 44.3 亿/+18.9%，收入增长好于预期，毛利率 44.2%/+0.8pct，经营利润为 7.1 亿/-4.5%，经调净利润为 5.9 亿/-4.8%，经调净利率为 13.3%/-3.3pct，因海外直营业务投入，Q1 公司净利率表现承压。收入拆分来看，国内名创品牌收入 24.9 亿/+9.1%，名创品牌海外收入为 15.9 亿/+30.3%，TOP TOY 收入 3.4 亿/+58.9%。

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 名创内地: 收入加速增长, 国内同店表现改善。25Q1 名创品牌内地收入为 24.9 亿/+9.1%，其中线下业务收入 22.7 亿/+7.3%，线上业务收入 2.2 亿/+32.7%；Q1 国内名创收入增速环比加快。25Q1 国内同店日均销为个位数下降, 2025 年 1.1-5.20 期同店日均销为低个位数下降, 降幅明显收窄。25Q1 国内名创净关闭门店 111 家, Q1 末门店数为 4275 家。展望 2025 年, 公司将通过渠道及加盟商结构升级, 根据渠道特点及消费者画像提升产品匹配精度, 拓展 IP 合作矩阵的广度和深度, 提升会员黏性及复购等措施, 不断提升国内门店质量, 驱动国内业务增长。

相关报告

- 《名创优品 (09896) — 表现符合预期, 出海战略深化》2025-03-24
- 《名创优品 (09896) — 国内高基数下同店承压, 海外持续高增长》2024-12-07
- 《名创优品 (09896) — 海外高增速持续, 股东回报可观》2024-08-31

□ 名创海外: 收入高增速持续, 门店持续较快拓展。25Q1 名创品牌海外收入为 15.9 亿/+30.3%，Q1 名创海外收入占比为 36%，同比提升 3.1pct。Q1 名创海外净开门店 95 家, 其中亚洲净增 52 家, 北美净增 25 家, 拉美净增 9 家, 欧洲净增 6 家, 其他市场净增 3 家, Q1 末门店数为 3213 家, 公司海外门店网络持续较快扩张。

□ TOPTOY: 收入高速增长, 自研产品占比提升。25Q1 TOP TOY 品牌收入 3.4 亿/+58.9%，收入持续保持高速增长。本季度门店数净增 4 家达到 280 家, 同时自研产品占比提升, 毛利率同比明显提升。

丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
李星馨 S1090524070010
lixingxin@cmschina.com.cn

□ 投资建议。公司国内稳健增长, 海外快速开拓。长期看, 兴趣消费市场广阔, 公司“1 个中国供应链+全球 IP+全球设计+全球渠道”的“1+3”护城河稳固, 看好名创国内稳步拓展, 海外市场持续高增长, TOP TOY 持续孵化带来的长期成长。考虑永辉影响及海外直营门店持续投入, 预计公司 25E/26E/27E 经调净利分别 30.3/34.7/43.3 亿, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 开店不及预期、同店增速不及预期、净利率不及预期, 关税风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	13839	16994	20793	24812	28827
同比增长	39%	23%	22%	19%	16%
经营利润(百万元)	2093	3186	3615	4193	5419
同比增长		52%	13%	16%	29%
经调整净利润(百万元)	2393	2713	3028	3470	4330
同比增长	101%	13%	12%	15%	25%
每股收益(元, 经调整)	1.90	2.15	2.41	2.76	3.44
P/E(倍, 经调整)	16.3	14.4	12.9	11.2	9.0

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	10328	11656	13768	17221	21244
现金及现金	6415	6328	7340	9644	12569
交易性金融	0	0	0	0	0
其他短期投	211	269	269	269	269
应收账款及	1518	675	826	985	1145
其它应收款	0	1532	1875	2237	2599
存货	1922	2750	3334	3938	4491
其他流动资	261	101	124	147	171
非流动资产	4158	6465	6398	6181	6123
长期投资	206	302	302	302	302
固定资产	769	1437	1371	1153	1095
无形资产	2942	4202	4202	4202	4202
其他	240	523	523	523	523
资产总计	14485	18120	20166	23402	27367
流动负债	4407	5727	6189	7255	8229
应付账款	3390	1279	1550	1831	2088
应交税金	238	311	311	311	311
短期借款	1	567	0	0	0
其他	778	3571	4328	5113	5830
长期负债	887	2037	2037	2037	2037
长期借款	7	4	4	4	4
其他	881	2033	2033	2033	2033
负债合计	5294	7765	8227	9292	10266
股本	0	0	0	0	0
储备	7032	9168	10315	11899	14069
少数股东权	23	41	41	41	41
归属于母公司所	9168	10315	11899	14070	17060
负债及权益合计	14485	18120	20166	23402	27367

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2168	3816	4170	4842	4842
净利润	2618	2330	2830	3900	3900
折旧与摊销	809	1054	1005	846	846
营运资本变	0	(71)	(85)	(124)	(124)
其他非现金	(449)	502	420	220	220
投资活动现金流	(533)	(1134)	(908)	(808)	(808)
资本性支出	(763)	(1000)	(800)	(800)	(800)
出售固定资	12	12	12	12	12
投资增减	14783	0	0	0	0
其它	(13962)	(146)	(120)	(20)	(20)
筹资活动现金流	(1721)	(1669)	(959)	(1109)	(1109)
债务增减	(162)	(567)	0	0	0
股本增减	(313)	0	0	0	0
股利支付	1244	746	659	909	909
其它筹资	(2)	(356)	(300)	(200)	(200)
其它调整	(2489)	(1493)	(1318)	(1818)	(1818)
现金净增加额	(87)	1012	2304	2925	2925

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	16994	20793	24812	28827	28827
主营收入	16994	20793	24812	28827	28827
营业成本	9357	11343	13398	15278	15278
毛利	7637	9451	11413	13549	13549
营业支出	4451	5836	7220	8129	8129
营业利润	3186	3615	4193	5419	5419
利息支出	93	356	300	200	200
利息收入	119	104	80	80	80
权益性投资	6	0	0	0	0
其他非经营	127	(250)	(200)	(100)	(100)
非经常项目	3	3	0	0	0
除税前利润	3348	3116	3773	5199	5199
所得税	712	786	943	1300	1300
少数股东损	18	0	0	0	0
归属普通股东净	2618	2330	2830	3900	3900
EPS (元)	2.07	1.84	2.24	3.08	3.08

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入			22%	19%	16%
营业利润			13%	16%	29%
净利润			-11%	21%	38%
获利能力					
毛利率	44.9%	45.5%	46.0%	47.0%	47.0%
净利率	15.4%	11.2%	11.4%	13.5%	13.5%
ROE	25.4%	19.6%	20.1%	22.9%	22.9%
ROIC	24.8%	21.7%	21.6%	23.7%	23.7%
偿债能力					
资产负债率	42.9%	40.8%	39.7%	37.5%	37.5%
净负债比率	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.0	2.2	2.4	2.6	2.6
速动比率	1.6	1.7	1.8	2.0	2.0
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转率	4.0	3.7	3.7	3.6	3.6
应收帐款周转率	9.1	8.5	8.4	8.3	8.3
应付帐款周转率	4.0	8.0	7.9	7.8	7.8
每股资料 (元)					
每股收益	2.07	1.84	2.24	3.08	3.08
每股经营现金	1.71	3.02	3.30	3.83	3.83
每股净资产	8.15	9.41	11.12	13.49	13.49
每股股利	0.99	0.92	1.12	1.54	1.54
估值比率					
PE	15.0	16.8	13.8	10.0	10.0
PB	3.8	3.3	2.8	2.3	2.3
EV/EBITDA	10.0	9.4	8.4	6.8	6.8

资料来源：公司数据、招商证券，*注：由于公司 2024 年财年切换为 12 月 31 日结束，暂未披露 2023 年度的利润表、现金流量表同口径数据，因此附表中暂不列示 2023 年相关数据。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。