

港股研究 | 公司点评 | 名创优品 (9896.HK)

名创优品 2025Q1 点评：盈利能力阶段波动，国内线下呈现企稳改善

报告要点

2025Q1 公司实现收入 44.27 亿元，同比增长 19%；归母净利润为 4.16 亿元，同比下降 29%，经调整后净利润 5.87 亿元，同比下降 4.8%。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004

SFC: BU258



罗祎

SAC: S0490520080019



秦意昂

SAC: S0490524110002

名创优品 (9896.HK)

名创优品 2025Q1 点评：盈利能力阶段波动，国内线下呈现企稳改善

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2025Q1 公司实现收入 44.27 亿元，同比增长 19%；归母净利润为 4.16 亿元，同比下降 29%，经调整后净利润 5.87 亿元，同比下降 4.8%。

事件评论

- **收入端：海外市场 TOPTOY 延续高增，国内名创增长环比提速。开店来看，2025Q1 年国内名创/海外直营/海外（加盟+代理）/TOPTOY 门店分别为 4275/548/2665/280 家，单季度环比净变化-111/45/50/4 家。落实到收入端，国内业务：2025Q1 年国内名创/TOPTOY 同比增长 9%/59%；海外业务：2025Q1 海外市场整体同比增长 30%。**
- **盈利端：由于公司战略性加大直营门店的投入，利润率阶段性波动，EBITDA 保持稳健增长。2025Q1 公司经调整后净利润 5.87 亿元，同比下降 4.8%，单一季度公司毛利率达到 44.2%，同比 0.8 个百分点，主要由于海外收入的贡献增加、TOPTOY 毛利率有所提升，而销售/管理费用率同比提升 4.4、0.3 个百分点，销售费用率同比提升较多，主要因为公司投入直营门店以及签约 IP 较多，一季度直营门店收入同比增长 85.5%，相关开支（包括租金及相关开支、折旧及摊销、薪酬开支）同比增长 71.4%，授权费用同比增长 39.6%。2025Q1 营业利润达到 7.1 亿元，同比下降 5%，经调整净利润达到 5.9 亿元，同比下降 5%。我们认为，公司营业利润阶段性下滑，主要是直营门店开设较快导致折摊和营销费用提升，后续门店逐步爬坡后有望带动新店盈利能力。此外，公司财务净费用达到 4903 万元，同比下降 7401 万元，主要因为收购永辉超市所产生的银行贷款利息开支，综合使得归母净利润同比下降 29%。若不考虑直营投入产生的折旧摊销和租赁费用，2025Q1 公司经调整 EBITDA 达到 10.37 亿元，同比增长 7.5%，增长保持稳健。**
- **一季度以来，公司凭借小店转大店、优化渠道和加盟结构，实现国内线下同店改善、经营利润率保持稳定，此外通过直营模式开展海外业务和创新店态矩阵、线上 O2O 的策略打开增量。2025Q1，公司线下门店 GMV 同比增长 7.3%，2024 年 1 月至 5 月 20 日，日均同店小个位数下降，二季度以来同店持续改善，且加盟业务实现了同比稳定的经营利润率，此外，公司多店态矩阵策略正在有条不紊推进，分别从 IP 场景化和品类场景化两个维度切入。第二，公司持续优化存量门店业态，将部分选址较好的小店转为大店，并优化渠道和加盟结构，通过不同渠道和用户画像的特点实现精准配货。**
- **投资建议：**当前来看公司同店已经呈现较好改善，此外中长期看公司不乏投资亮点：1) 国内业务通过开设直营大店、小店转大店、线上 O2O 展开更加精细化的运营；2) 海外直营亮眼的展店表现；3) 后续伴随海外和国内直营门店的规模效应和控费带动盈利回暖；预计 2025-2027 年经调整净利润为 29.0、32.7、41.5 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、品牌升级转化效果不及预期；
- 2、行业竞争加剧；
- 3、拓店进展不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 36.30

注：股价为 2025 年 6 月 10 日收盘价

相关研究

- 《名创优品 2024 全年以及 Q4 点评：战略投入阶段稀释利润率，IP 和出海拉动成长》2025-04-15
- 《名创优品 2024 年三季报点评：Q3 表现稳健，期待四季度海外旺季和重点 IP 上市》2025-01-06
- 《名创优品 2024 年中报点评：TOP TOY 和海外展店亮眼，二季度经营性利润率保持稳定》2024-09-08


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、品牌升级转化效果不及预期。名创优品面临消费群体对价格较为敏感，兴趣类产品均价更高，若消费者接受程度不佳，终端转化率和高毛利产品销售或不及预期。
- 2、行业竞争加剧。若未来行业竞争加剧，竞争对手抢占市场份额，可能对公司销售造成分流，线下门店客流和销售额或有所承压。
- 3、拓店进展不及预期。国内渠道下沉和海外扩张存在不确定性，门店网络扩张速度可能不及预期。

表 1：公司盈利预测表格（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,656	11,913	15,190	19,298
现金	6,328	5,448	7,588	10,358
应收账款及票据	2,207	2,714	3,209	3,843
存货	2,750	3,381	4,024	4,727
其他	370	370	370	370
非流动资产	6,465	12,828	12,867	12,694
固定资产	1,437	1,531	1,569	1,396
使用权资产	4,172	4,172	4,172	4,172
其他	856	7,126	7,126	7,126
资产总计	18,120	24,741	28,057	31,992
流动负债	5,727	10,275	11,173	12,157
短期借款	567	4,329	4,329	4,329
应付账款及票据	3,944	4,729	5,628	6,612
其他	1,216	1,216	1,216	1,216
非流动负债	2,037	3,002	3,986	4,970
租赁负债	1,903	2,868	3,852	4,835
其他	134	134	134	134
负债合计	7,765	13,277	15,159	17,127
资本公积	4,684	4,284	3,784	3,284
储备	1,329	1,329	1,329	1,329
归属母公司股东权益	10,315	11,410	12,827	14,779
少数股东权益	41	55	71	87
股东权益合计	10,356	11,464	12,898	14,865
负债和股东权益	18,120	24,741	28,057	31,992

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,168	3,045	4,029	5,014
净利润	2,635	2,491	3,196	4,085
财务收入净额	-26	0	0	0
折旧摊销	809	906	1,071	1,283

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,994	21,073	24,917	29,846
其他收入	22	15	27	27
营业成本	-9,357	-11,220	-13,352	-15,686
销售费用	-3,520	-5,198	-6,161	-7,402
管理费用	-932	-1,171	-1,370	-1,642
研发费用	0	0	0	0
财务收入净额	26	-115	-106	-83
除税前溢利	3,348	3,168	4,046	5,171
所得税	-712	-677	-850	-1,086
净利润	2,635	2,491	3,196	4,085
少数股东损益	-18	-14	-16	-16
归属母公司净利润	2,618	2,477	3,180	4,069
经调净利润	2,721	2,899	3,268	4,149
EBIT	3,444	3,397	4,268	5,369
EBITDA	3,418	3,512	4,373	5,452
EPS (元)	2.09	2.00	2.60	3.36

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	23%	24%	18%	20%
归属母公司净利润	16%	-5%	28%	28%
获利能力				
毛利率	45%	47%	46%	47%
销售净利率	15%	12%	13%	14%
ROE	25%	22%	25%	27%
ROIC	20%	14%	16%	17%
偿债能力				
资产负债率	43%	54%	54%	54%
净资产比率	57%	46%	46%	46%

营运资金变动及其他	-963	-352	-239	-354
投资活动现金流	-533	-7,256	-1,094	-1,094
资本支出	-763	-1,000	-1,110	-1,110
其他投资	229	-6,256	16	16
筹资活动现金流	-1,721	3,330	-795	-1,150
借款增加	564	3,762	0	0
回购款项	-313	-400	-500	-500
已付股利	-1,246	-996	-1,279	-1,634
其他	-725	965	984	984
现金净增加额	-86	-880	2,140	2,770

流动比率	2.04	1.16	1.36	1.59
速动比率	1.55	0.83	1.00	1.20

营运能力				
总资产周转率	1.04	0.98	0.94	0.99
应收账款周转率	9.12	8.57	8.42	8.46
应付账款周转率	2.16	2.17	2.18	2.37

每股指标 (元)				
每股收益	2.09	2.00	2.60	3.36
每股经营现金流	1.73	2.46	3.29	4.14
每股净资产	8.28	9.26	10.54	12.29

估值比率				
P/E	15.88	16.79	13.07	10.22
P/B	2.29	1.68	1.48	1.30
EV/EBITDA	12.58	14.07	11.24	8.87

资料来源：Wind，长江证券研究所，市值选取时间截至 2025 年 6 月 10 日

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。