

名创优品 (09896.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

2Q 业绩超预期，国内拐点已至、海外保持高质成长

业绩简评

8 月 21 日公司披露 25H1 报告，H1 营收 93.9 亿元 (+21%)，调整后归母净利润为 12.79 亿元 (同比+3%)，其中 2Q 营收 49.7 亿元，同比+23.1%，调整后归母净利润为 6.9 亿元 (同比+10.6%)，调整后归母净利率 13.9% (同/环比-1.6/+0.6pct)，业绩超市场预期。

经营分析

2Q25 国内名创/海外名创/TOPTOY 营收 26.2/19.4/4 亿元 (同比 +13.6%/+28.6%/+87%)。

国内名创：Q2 同店低个位数正增拐点初现，开店恢复环比正增、自有 IP 初步打磨成功。Q1/Q2 国内名创同店中个位数下降/低个位数上升，得益于积极开设 IP 小店、优化组织/质价比策略精细化运营改善同店；截至 Q2 门店数量达到 4305 家 (同/环比+190/+30 家)，其中一/二/三线门店较 Q1+3/+1/+26 家。报告期内公司签约多位艺术家，初步孵化出右左酱、糯米等自有 IP，后续将坚持 IP 联名+自有 IP 并行战略

海外名创：北美同店转暖、欧洲表现靓丽。H1GMV73.3 亿元，同比 +14.5%，截至 2Q25 海外总门店数 3307 家，同/环比+554/+94 家，亚洲 (不含中国)/北美洲/拉丁美洲/欧洲门店数量分别为 1695/394/661/319 家，同比+32/15/19/18 家，H1GMV 同比 +9.1%/+67.5%/-5.3%/+41.2%。

TOP TOY：加速开店、自有 IP 矩阵扩大。Q2 营收 4.02 亿元 (+87.1%)，主因门店数量快速增长、自研&独家 IP 销售提速。截至 Q2 门店数量为 293 家，同比+35 家，H1GMV 同店下降低个位数。

Q2 毛利率 44.3% (同比+0.4pct)，主因受高毛利的直营海外市场 &TOP TOY 占比提升影响；费用角度，受海外直营业务占比提升影响，Q2 总开支 14.06 亿元 (+37.9%)，工资及雇员福利/折旧与租金及开支/授权费/推广及广告开支/物流开支同比 +40.3%/+56.5%/+25.9%/+20.4%/+21.3%。

同店转暖持续性可期，全球化 IP 设计零售定位打开成长空间。国内后续将受益于小店带动的渠道升级、产品策略优化，海外北美后续进入聚焦式开店发挥规模效应，IP 零售集团成长路径清晰。

盈利预测、估值与评级

我们预计 25/26/27 年公司调整后归母净利分别为 29.5/34/41.9 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 15/13/11X，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，海外开店进度低于预期，门店拓展及子品牌发展不及预期。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (港币)：39.060 元

相关报告：

- 1.《名创优品 25Q1 港股公司点评：国内店铺调整同店回暖》，2025.5.25
- 2.《名创优品 24 财报公司点评》，2025.3.22
- 3.《名创优品公司点评：海外靓丽、国内同店略承压，期待 4Q 旺季&I...》，2024.11.30



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,839	16,994	21,163	26,070	31,788
营业收入增长率	39.44%	22.80%	24.53%	23.19%	21.93%
归母净利润(百万元)	2,253	2,618	2,249	2,953	3,987
归母净利润增长率	111.48%	16.17%	-14.08%	31.28%	35.05%
调整后归母净利润(百万元)	2357	2721	2949	3403	4187
调整后归母净利润增长率	109.66%	15.44%	8.40%	15.38%	23.06%
摊薄每股收益(元)	1.80	2.09	1.80	2.36	3.19
每股经营性现金流净额	1.32	1.73	2.12	2.90	3.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.31%	25.38%	17.90%	19.34%	20.71%
调整后 P/E	15.00	18.30	15.25	13.22	10.74
P/B	4.32	5.24	3.89	3.20	2.54

来源：公司年报、国金证券研究所；注：如无特殊说明，全文货币单位均为人民币

附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	9,925	13,839	16,994	21,163	26,070	31,788
增长率	9.4%	39.4%	22.8%	24.5%	23.2%	21.9%
主营业务成本	6,461	8,141	9,357	11,587	14,289	17,221
%销售收入	65.1%	58.8%	55.1%	54.8%	54.8%	54.2%
毛利	3,464	5,698	7,637	9,575	11,782	14,566
%销售收入	34.9%	41.2%	44.9%	45.2%	45.2%	45.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	1,515	2,281	3,520	4,719	5,918	7,311
%销售收入	15.3%	16.5%	20.7%	22.3%	22.7%	23.0%
管理费用	697	677	932	1,206	1,486	1,812
%销售收入	7.0%	4.9%	5.5%	5.7%	5.7%	5.7%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	1,370	2,820	3,322	3,247	4,249	5,596
%销售收入	13.8%	20.4%	19.5%	15.3%	16.3%	17.6%
财务费用	-72	-161	-26	343	461	461
%销售收入	-0.7%	-1.2%	-0.2%	1.6%	1.8%	1.5%
投资收益	0	0	6	-500	-250	3
%税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	-17.2%	-6.6%	0.1%
营业利润	1,252	2,740	3,186	3,650	4,378	5,443
营业利润率	12.6%	19.8%	18.7%	17.2%	16.8%	17.1%
营业外收支						
税前利润	1,442	2,981	3,348	2,904	3,788	5,135
利润率	14.5%	21.5%	19.7%	13.7%	14.5%	16.2%
所得税	377	707	712	639	814	1,119
所得税率	26.2%	23.7%	21.3%	22.0%	21.5%	21.8%
净利润	1,065	2,274	2,635	2,265	2,973	4,015
少数股东损益	0	21	18	16	21	28
归属于母公司的净利润	1,065	2,253	2,618	2,249	2,953	3,987
净利率	10.7%	16.3%	15.4%	10.6%	11.3%	12.5%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,065	2,253	2,618	2,249	2,953	3,987
少数股东损益	0	21	18	16	21	28
非现金支出	768	-103	-159	762	611	336
非经营收益						
营运资金变动	0	0	-1,099	-494	-95	-57
经营活动现金净流	1,406	1,666	2,168	2,654	3,632	4,450
资本开支	-1,234	-174	-763	-2,586	-700	-700
投资	12,289	7,364	14,179	-6,289	-20	0
其他	-13,180	-7,483	-13,950	245	-128	153
投资活动现金净流	-2,126	-293	-533	-8,630	-848	-547
股权募资	-85	434	-313	0	0	0
债权募资	-322	-346	-162	7,072	-100	100
其他	-326	-413	-1,246	-343	-713	-461
筹资活动现金净流	-734	-326	-1,721	6,729	-813	-361
现金净流量	-1,423	1,141	-87	753	1,970	3,542

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,348	6,489	6,328	7,081	9,051	12,593
应收款项	1,056	1,150	2,207	1,940	2,390	2,914
存货	1,188	1,451	2,750	4,506	5,557	6,697
其他流动资产	480	814	370	481	530	587
流动资产	8,073	9,904	11,656	14,007	17,527	22,791
%总资产	71.6%	73.6%	64.3%	46.7%	51.5%	57.2%
长期投资	0	0	39	6,307	6,307	6,307
固定资产	420	535	1,437	2,079	2,596	3,092
%总资产	3.7%	4.0%	7.9%	6.9%	7.6%	7.8%
无形资产	2,405	2,599	2,563	4,370	4,390	4,411
非流动资产	3,209	3,544	6,465	15,980	16,537	17,054
%总资产	28.4%	26.4%	35.7%	53.3%	48.5%	42.8%
资产总计	11,282	13,448	18,120	29,988	34,064	39,845
短期借款	0	0	567	1,867	1,767	1,867
应付款项	663	3,019	1,279	1,609	1,985	2,392
其他流动负债	3,125	866	3,882	4,656	5,735	6,993
流动负债	3,789	3,886	5,727	8,132	9,487	11,252
长期贷款	7	7	4	5,776	5,776	5,776
其他长期负债	459	637	2,033	3,459	3,459	3,459
负债	4,254	4,529	7,765	17,367	18,722	20,487
普通股股东权益	7,032	8,901	10,315	12,564	15,265	19,252
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	7,032	8,901	10,357	12,606	15,307	19,294
少数股东权益	-4	17	41	56	77	105
负债股东权益合计	11,282	13,448	18,120	29,988	34,064	39,845

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.53	1.42	2.11	1.80	2.36	3.19
每股净资产	5.74	7.04	8.25	10.04	12.20	15.39
每股经营现金净流	1.15	1.32	1.73	2.12	2.90	3.56
每股股利	0.00	0.04	0.18	0.25	0.30	0.34
回报率						
净资产收益率	15.15%	25.31%	25.38%	17.90%	19.34%	20.71%
总资产收益率	9.44%	16.76%	14.45%	7.50%	8.67%	10.01%
投入资本收益率	14.38%	24.10%	23.93%	12.50%	14.58%	16.21%
增长率						
主营业务收入增长率	9.41%	39.44%	22.80%	24.53%	23.19%	21.93%
EBIT 增长率	211.55%	105.81%	17.80%	-2.25%	30.87%	31.70%
净利润增长率	175.30%	111.48%	16.17%	-14.08%	31.28%	35.05%
总资产增长率	5.39%	19.20%	34.75%	65.49%	13.59%	16.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.6	19.8	19.3	13.2	13.6	13.7
存货周转天数	74.8	58.3	80.8	112.7	126.8	128.1
应付账款周转天数	36.1	81.4	82.7	44.9	45.3	45.7
固定资产周转天数	9.0	12.4	20.9	29.9	32.3	32.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.48%	-65.54%	-35.96%	31.87%	12.72%	-7.70%
EBIT 利息保障倍数	42.2	64.9	35.8	9.5	9.2	12.1
资产负债率	37.71%	33.68%	42.85%	57.91%	54.96%	51.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担任何法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806