

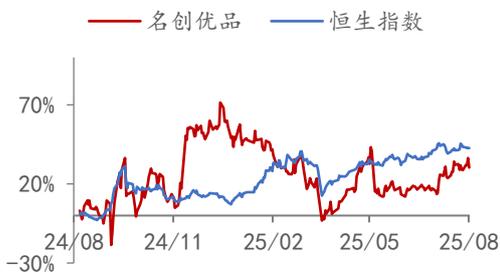
25Q2 业绩点评：国内同店表现转正，海外维持高速增长

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2025-08-25

收盘价（港元）	47.10
近 12 个月最高/最低（港元）	51.4/24.4
总股本（百万股）	1,243
流通股本（百万股）	1,243
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	585
流通市值（亿港元）	585

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

分析师：赵亮

执业证书号：S0010525070001

邮箱：zhaoliang@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

2.3Q24 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：

● 25Q2 整体业绩：

25Q2 公司收入 49.7 亿元，yoy+23.1%；毛利率为 44.3%，同比+0.4pct；经营利润 8.4 亿元，yoy+11.3%；经调整净利润 6.9 亿元，yoy+10.6%；经调整净利率为 13.9%，同比-1.6pct。

● 国内业务高质量发展，同店表现转正

名创中国二季度收入 26.2 亿元，同比+13.6%。季度内同店销售表现出现关键拐点，由上季度的中个位数下降转为低个位数增长，管理层预计 2025 年全年中国内地同店销售将取得正增长；

门店网络持续优化，截至二季度末，名创中国门店数量达 4,305 家，同比净增 190 家。公司持续推进“关小店、开大店”的门店升级策略。此外，TOP TOY 业务表现亮眼，收入同比大幅增长 87.0%，并完成由淡马锡领投的战略融资，估值达 100 亿港元，成为国内业务的另一增长引擎。

● 海外业务高速增长，直营投入致短期利润承压

1) 25Q2 海外收入 19.4 亿元，同比+28.6%，占名创优品收入比重提升至 42.6%，高毛利的海外业务占比提升是集团整体毛利率改善的主要驱动力；

2) 海外直营市场开店步伐加快产生前置费用，短期内拖累净利率水平。二季度末名创海外门店数达 3,307 家，同比净增 554 家，其中直营门店 579 家，同比净增 236 家。加大直营投入导致费用增长，是本季经调整净利率承压的主要原因，但这符合市场对公司通过前期投入换取长期高质量增长的预期，随着海外直营门店运营效率提升，单店盈利能力仍具备改善空间。

● 投资建议

我们预计 2025/2026/2027 年公司收入 208/250/294 亿元(2025-2027 前值为 205/244/283 亿元)，同比+22%/+20%/+18%；预计经调整净利润为 30/35/41 亿元(2025-2027 前值为 27.6/33.5/40.6 亿元)，同比 +10%/+17%/+18%，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	20,770	25,006	29,410
收入同比 (%)	23%	22%	20%	18%
调整后净利润	2,721	2,992	3,498	4,135
调整后净利润同比	15%	10%	17%	18%
每股收益 (元)	2.2	2.4	2.8	3.3
P/E	23.0	20.9	17.9	15.1

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11656	17540	22119	27558	营业收入	16994	20770	25006	29410
现金	6598	12150	14989	20004	增长率	23%	22%	20%	18%
贸易及其他应收款项	2207	2346	3136	3312	营业成本	-9357	-11402	-13694	-16095
存货	2750	2944	3895	4142	%销售收入	-55%	-55%	-55%	-55%
其他投资	100	100	100	100	毛利	7637	9368	11312	13315
非流动资产	6465	6382	6402	6424	其他收入	22	14	17	19
固定资产	1437	1302	1266	1219	销售费用	-3520	-4641	-5831	-6850
无形资产	9	9	9	9	管理费用	-932	-1159	-1325	-1559
使用权资产	4172	4225	4281	4349	财务费用	-93	-308	-125	-147
其他	707	707	707	707	其他	108	103	63	74
资产总计	18120	23922	28521	33982	营业利润	3316	3684	4234	5000
流动负债	5727	6802	7555	8703	%销售收入	20%	18%	17%	17%
短期借款	567	567	567	567	财务收入	119	167	181	224
应付账款	3944	5019	5772	6920	财务成本	-93	-308	-125	-147
其他	1216	1216	1216	1216	权益性投资损益	4	-139	0	0
非流动负债	2037	2051	2065	2080	其他	2	-84	25	29
长期借款	4	6	6	6	除税前利润	3348	3319	4316	5106
合同负债	35	47	62	76	%销售收入	20%	16%	17%	17%
其他	1998	1998	1998	1998	所得税	-712	-731	-880	-1034
负债合计	7765	8854	9620	10783	净利润	2635	2588	3436	4072
普通股股东权益	10315	15028	18860	23159	%销售收入	16%	12%	14%	14%
少数股东权益	41	41	41	41	归属母公司净利润	2618	2563	3374	3991
权益合计	10356	15068	18901	23199	%销售收入	15%	12%	13%	14%
负债和股东权益	18120	23922	28521	33982	少数股东权益	18	25	62	81
					%销售收入	0%	0%	0%	0%
					经调整归母净利润	2721	2992	3498	4135
					%销售收入	16%	14%	14%	14%
					主要财务比率				
					会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
					回报率				
					ROE	26.3%	19.9%	18.5%	17.8%
					总资产收益率	12.5%	12.3%	12.2%	12.2%
					投入资本收益率	17.3%	16.3%	16.1%	16.1%
					增长率				
					营业总收入增长率	22.2%	20.4%	17.6%	17.6%
					归母净利润增长率	10.0%	16.9%	18.2%	18.2%
					(NON-IFRS)				
					总资产增长率	32.0%	19.2%	19.1%	19.1%
					资产管理能力				
					应收款项周转天数	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	87%	88%	87%	87%
					偿债能力				
					资产负债率	37%	34%	32%	30%
					流动比率	2.6	2.9	3.2	3.4

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	1982	3683	2841	5210
净利润	2635	2588	3436	4072
折旧摊销	215	272	322	382
营运资金变动	-963	755	-974	739
其他非现金调整	95	67	57	16
已付所得税	0	0	0	0
投资活动现金流	-255	-312	-375	-441
资本开支	-255	-312	-375	-441
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	3606	2839	5015
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
期初现金	6415	8274	11880	14719
期末现金	8274	11880	14719	19734

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

分析师: 赵亮, 悉尼大学金融学硕士, 主要覆盖美股互联网、港股互联网、港股新消费等细分领域, 2023 年加入华安证券研究所。执业证书编号: S0010525070001

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达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。