

买入

2025年9月3日

25Q2 业绩超预期，国内同店转正

► **业绩情况:** 25Q2 公司实现营收 49.7 亿元，同比+23.1%，超过公司指引；实现经调整净利润 6.9 亿元，同比+10.6%。25H1，公司实现营收 93.9 亿元，同比+21.1%；实现经调整净利润 12.8 亿元，同比+3.0%。

► **国内同店转正:** 25H1，名创优品国内实现营收 51.2 亿元，同比+11.4%，其中 Q2 可比同店销售同比提升低单位数。截至 25H1 末，名创优品国内共拥有门店 4305 家，较年初净减少 80 家。期内，公司大店战略取得显著成功，上海南京东路 MINISO LAND 全球壹号店开店 9 个月单店销售额已超过 1 亿，截至 6 月末，名创优品在全国已布局 11 家 MINISO LAND 门店。

► **海外高速增长，美国同店正增长:** 25H1 名创优品海外实现营收 35.3 亿元，同比+29.4%，25Q2 海外可比同店销售同比下降低单位数，其中美国同店实现中个位数增长。截至 25H1 末，名创优品海外门店 3307 家，期内净增加 189 家。分区域看，亚洲（除中国）/北美/拉美/欧洲/其它区域门店分别为 1695/394/661/319/238 家，期内分别净增加 84/44/24/24/13 家。

► **TOPTOY 营收高增:** 25H1，TOPTOY 实现营收 7.4 亿元，同比+73.0%，其中 Q2 同店销售同比提升低单位数。截至 25H1 末，TOPTOY 拥有门店 293 家，较年初净增加 17 家。此外，TOPTOY 近期完成了由新加坡投资公司淡马锡领投的一轮战略融资，投后估值约 100 亿港元。

► **毛利率稳步提升，直营开店费用前置拖累利润率:** 25H1 公司毛利率为 44.3%，同比提升 0.6pct；25Q2，公司毛利率为 44.3%，同比提升 0.4pct。毛利率提升主要由于：（1）毛利率较高的海外市场收入占比提升；（2）TOPTOY 业务产品组合优化推动毛利率提升。费用率方面，25H1，公司销售/管理费用率分别为 23.2%/5.4%，同比+3.6pct/持平。销售费用率同比提升，主要由于公司对美国等海外直营市场的投入，截至 25H1 末，公司直营门店为 637 家，同比净增加 244 家。净利润率方面，25H1，公司经营利润率为 16.5%，同比-2.8pct；经调整净利润率 13.6%，同比-2.4pct。

► **签约多位潮玩艺术家，自有 IP 矩阵持续扩大:** 期内，公司签约 9 位潮玩艺术家，建立自有+授权 IP 双轨并行模式，成功孵化出 YOYO 酱、ANGRY AIMEE 等自有 IP，其中 YOYO 酱一经发售迅速走红。

► **目标价 58.23 港元，维持买入评级:** 公司作为全球自有品牌综合零售龙头，海外拓店空间广阔。25Q2，国内业务同店增速实现转正，或预示经营拐点已至。在海外市场，美国直营业务将采取集群式开店与深度本地化运营策略，持续提升运营效率。我们预计 25-27 年经调整净利润分别为 26.6/35.5/44.6 亿元，故给予目标价 58.23 港元，相当于 26 财年盈利预测 20 倍 PE，距离当前股价有 21.6%涨幅，买入评级。

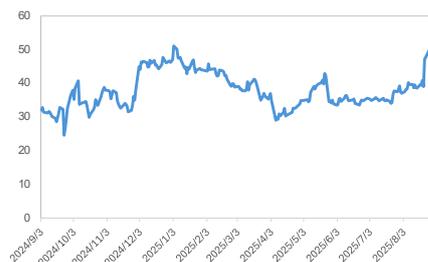
► **风险提示:** 1) 关税政策风险；2) 国内同店销售恢复不及预期；3) 竞争加剧

李卓群
+852-25321539
Grayson.li@firstshanghai.com.hk

行业	零售
股价	47.88 港元
目标价	58.23 港元 (+21.6%)
股票代码	9896.HK
已发行股本	12.43 亿股
市值	594.97 亿港元
52 周高/低	54.37/19.37 港元
每股净资产	9.58 港元
主要股东	叶国富夫妇 (63.2%)

盈利摘要

财务年度截至6月30日	2023 A	2024 A	2025 E	2026 E	2027 E
收入(百万元)	11,473.2	16,994.0	20,845.1	24,624.6	29,003.7
变动(%)	13.8%	-	22.7%	18.1%	17.8%
归母净利润(百万元)	1,768.9	2,617.6	2,466.6	3,316.5	4,190.9
变动(%)	177.2%	-	-5.8%	34.5%	26.4%
经调整净利润(百万元)	1,844.7	2,720.6	2,658.0	3,545.4	4,462.5
变动(%)	155.3%	-	-2.3%	33.4%	25.9%
基本每股收益(元)	1.42	2.10	1.98	2.66	3.37
市盈率@47.88元(倍)	30.9	20.8	22.1	16.4	13.0
每普通股股息(美元)	0.043	0.141	0.133	0.179	0.226
股息现价比 (%)	0.7%	2.3%	2.2%	2.9%	3.7%

股价表现


来源: 公司资料, 第一上海

来源: 彭博

图表 1: 同行估值表

公司名称 (中文)	代码	股价	总市值 (百万)	EPS (报表币种)					PE					CAGR (2025-2027)
				2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
泡泡玛特国际集团有限公司	9992 HK Equity	309.00	414,969	0.810	2.360	8.136	11.452	14.439	345.1	120.8	34.8	24.7	19.6	33.2%
达乐公司	DG US Equity	108.62	23,908	10.730	7.570	5.742	6.107	6.589	10.1	14.3	18.9	17.8	16.5	7.1%
美元树公司	DLTR US Equity	108.67	22,678	7.240	-4.550	5.428	5.531	6.415	15.0	-23.9	20.0	19.6	16.9	8.7%
Five Below股份有限公司	FIVE US Equity	144.07	7,945	4.710	5.430	4.936	5.042	5.529	30.6	26.5	29.2	28.6	26.1	5.8%
Dollarama股份有限公司	DOL CA Equity	#N/A N/A	#VALUE!	2.770	3.570	4.066	4.580	5.172						12.8%
Seria有限公司	2782 JP Equity	3,040.00	230,554	136,290	130,560				22.3	23.3				
良品计划株式会社	7453 JP Equity	3,115.00	1,749,259	41,755	78,550	91,835	102,771	119,838	74.6	39.7	33.9	30.3	26.0	14.2%
简单平均				29.186	31.927	20.024	22.581	26.330	82.9	33.5	27.4	24.2	21.0	13.7%

资料来源: Bloomberg 预测、第一上海

附录 1：主要财务报表

损益表						财务能力分析					
2024年初财务年度截至日期由6月30日变更为12月31日 人民币:百万元						2024年初财务年度截至日期由6月30日变更为12月31日 人民币:百万元					
	2023	2024	2025	2026	2027		2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	11,473.2	16,994.0	20,845.1	24,624.6	29,003.7	盈利能力					
销售成本	(7,030.2)	(9,357.0)	(11,477.4)	(13,386.0)	(15,621.5)	毛利率	39%	45%	45%	46%	46%
毛利	4,443.1	7,637.1	9,367.7	11,238.6	13,382.2	营业利润率	19%	20%	17%	19%	20%
其他收入+其他净收入	132.0	136.3	208.5	246.2	290.0	归母净利润率	15%	15%	12%	13%	14%
销售及分销开支	(1,716.1)	(3,519.5)	(4,796.6)	(5,543.1)	(6,383.8)	ROE	22%	27%	21%	23%	23%
一般及行政开支	(633.6)	(931.7)	(1,104.8)	(1,231.2)	(1,363.2)	ROA	14%	17%	13%	15%	15%
经营利润	2,223.0	3,315.8	3,615.0	4,639.9	5,842.0	运营能力					
财务费用净额 (收入+成本)	110.6	25.8	(208.5)	(246.2)	(290.0)	SG&A/收入	20%	26%	28%	28%	27%
税前利润	2,333.6	3,347.5	3,267.6	4,393.6	5,552.0	实际税率	24%	21%	24%	24%	24%
所得税	(551.8)	(712.1)	(784.2)	(1,054.5)	(1,332.5)	派息率	21%	48%	48%	48%	48%
净利润	1,781.8	2,635.4	2,483.4	3,339.1	4,219.5	贸易及其他应收款项周转天数	29	36	36	36	36
归母净利润	1,768.9	2,617.6	2,466.6	3,316.5	4,190.9	存货周转天数	35	45	45	45	45
经调整净利润	1,844.7	2,720.6	2,658.0	3,545.4	4,462.5	贸易及其他应付款项周转天数	137	136	136	136	136
少数股东损益	12.9	17.9	16.8	22.6	28.6	财务状况					
基本每股收益	1.4	2.1	2.0	2.7	3.4	资产负债率	33.7%	42.9%	38.6%	35.1%	32.0%
增速 (%)						现金流量表					
收入	13.8%	-	22.7%	18.1%	17.8%	2024年初财务年度截至日期由6月30日变更为12月31日 人民币:百万元					
经营利润	152.0%	-	9.0%	28.3%	25.9%		2023	2024	2025	2026	2027
归母净利润	177.2%	-	(5.8%)	34.5%	26.4%		实际	实际	预测	预测	预测
资产总额	13,447.7	18,120.1	20,829.0	24,876.8	29,926.1	除税前利润	2,333.6	3,347.5	3,267.6	4,393.6	5,552.0
贷款及借款	0.0	567.0	567.0	567.0	567.0	折旧与摊销	391.2	808.7	183.8	183.8	183.8
贸易及其他应付款项	3,019.3	3,944.0	4,270.6	4,980.8	5,812.6	利息支出	34.6	92.9	0.0	0.0	0.0
贷款及借款	7.2	4.3	4.3	4.3	4.3	利息收入	(145.2)	112.4	0.0	0.0	0.0
负债合计	4,529.4	7,764.6	8,031.4	8,741.6	9,573.4	存货的减少	(250.9)	(828.1)	173.9	(467.1)	(541.3)
本公司股东应占权益合计	8,901.0	10,315.0	12,780.4	16,095.3	20,284.2	经营性应收项目的减少	(185.8)	2,548.3	148.0	(373.3)	(432.5)
非控股权益	17.3	40.5	57.4	80.0	108.6	经营性应付项目的增加	-34.055	#REF!	326.654	710.175	831.803
股东权益合计	8,918.3	10,355.5	12,837.8	16,175.3	20,392.9	经营活动产生的现金流量净额	1,666.0	2,168.3	3,315.9	3,392.7	4,261.3
负债和股东权益合计	13,447.7	18,120.1	20,829.0	24,876.8	29,926.1	投资活动产生的现金流量净额	(293.4)	(533.3)	(1,093.4)	(1,093.4)	(1,093.4)
						融资活动所得现金流量净额	(326.0)	(1,720.6)	(1.2)	(1.6)	(2.0)
						现金及现金等价物净增加额	1,046.7	(85.5)	2,221.2	2,297.7	3,165.9
						期初现金及现金等价物余额	5,348.5	6,415.4	6,328.1	8,549.4	10,847.0
						期末现金及现金等价物余额	6,489.2	6,328.1	8,549.4	10,847.0	14,012.9

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号
永安集团大厦19楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。