

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

名创优品 (9896. HK)

投资评级

上次评级

范欣悦 商社首席分析师

职业编号: S1500521080001

邮箱: fanxinyue@cindasc.com

陆亚宁 商社零售分析师

执业编号: S1500525030003

邮箱: luyanning@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

名创优品：国内同店增长提速，TOP TOY 延续翻倍势头

2025 年 11 月 21 日

事件：公司发布 2025 年三季报。25 年前三季度实现营收 151.90 亿元 (yoy+23.7%)，其中名创中国收入 80.24 亿元 (yoy+14.1%)，名创海外收入 58.46 亿元 (yoy+28.7%)，TOPTOY 收入 13.17 亿元 (yoy+87.9%)。公司前三季度经调整净利润 20.46 亿元，经调整净利率 13.5% (yoy-2.2pct)。前三季度毛利率达 44.4% (yoy+0.3pct)，保持稳健。

点评：

Q3 单季度营收与同店增长表现亮眼，TOP TOY 板块表现突出。25 年单 Q3 营收 57.97 亿元 (yoy+28.2%)，其中国内收入 29.09 亿元 (yoy+19.3%)，海外收入 23.12 亿元 (yoy+27.7%)，TOP TOY 单 Q3 收入 5.75 亿元 (yoy+111.4%)。25Q3 国内同店销售实现高个位数增长，海外同店销售改善至低个位数增长。增长势头延续至 10 月，名创优品中国内地同店销售增长达到低双位数水平。

门店扩张稳健，海外市场贡献提升。截至 25Q3 末全球门店 8138 家 (yoy+718 家)；其中国内门店 4407 家 (yoy+157 家)，季度净增 102 家，按城市线级看，一线 584 家/+21 家，二线 1817 家/+46 家，三线及以下 2006 家/+90 家；海外门店数 3424 家 (yoy+488 家)，按区域看，亚洲 (除中国) 1748 家/+176 家，北美洲 421 家/+127 家，拉丁美洲 684 家/+86 家，欧洲 337 家/+77 家。TOP TOY 门店达 307 家 (yoy+73 家)。过去 12 个月，75.7% 的名创优品净新开门店位于海外市场。

费用投放加大但盈利能力边际改善，现金储备充裕。25Q3 销售及分销开支为 14.30 亿元 (yoy+43.5%)，主要系直营门店投入增加，集团直营门店总数达 700 家 (去年同期为 480 家)。经调整经营利润率为 17.6%，同比降幅进一步收窄至 2.1pct，盈利能力边际改善。公司现金流强劲，Q3 经营活动所得现金净额达 13 亿元，期末现金储备达 77.7 亿元。

盈利预测：我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 27.0/34.4/42.3 亿元，对应 PE 分别为 16.4X/12.9X/10.5X。

风险提示：海外扩张不及预期、国内消费复苏放缓、IP 孵化效果不及预期。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	16994	21183	25133	29108
(+/-) (%)	48%	25%	19%	16%
归母净利润 (百万元)	2618	2703	3438	4232
(+/-) (%)	48%	3%	27%	23%
EPS (元)	2.11	2.18	2.78	3.42
P/E (倍)	20.37	16.40	12.89	10.48

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 11 月 21 日收盘价



资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	11,656	12,732	15,151	19,178	
现金	6,328	8,075	9,491	12,658	
应收账款及票据	675	1,251	1,485	1,720	
存货	2,750	2,561	3,025	3,402	
其他	1,902	844	1,151	1,398	
非流动资产	6,465	6,404	6,793	6,912	
固定资产	1,437	1,737	1,937	2,137	
无形资产	2,563	2,293	2,015	1,683	
其他	2,464	2,374	2,840	3,091	
资产总计	18,120	19,137	21,944	26,089	
流动负债	5,727	5,657	5,314	5,436	
短期借款	567	567	567	567	
应付账款及票据	1,279	1,912	2,258	2,540	
其他	3,882	3,177	2,488	2,329	
非流动负债	2,037	762	918	1,001	
长期债务	4	12	28	34	
其他	2,033	750	890	967	
负债合计	7,765	6,419	6,232	6,437	
普通股股本	0	0	0	0	
储备	10,357	13,060	16,498	20,730	
归属母公司股东权益	10,315	12,658	15,628	19,539	
少数股东权益	41	60	84	114	
股东权益合计	10,356	12,717	15,712	19,653	
负债和股东权益	18,120	19,137	21,944	26,089	

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	2,168	3,779	2,609	3,961	
净利润	2,618	2,703	3,438	4,232	
少数股东权益	18	19	24	30	
折旧摊销	809	270	328	392	
营运资金变动及其他	-1,276	787	-1,182	-692	
投资活动现金流	-533	-1,644	-706	-459	
资本支出	-763	-300	-250	-260	
其他投资	229	-1,344	-456	-199	
筹资活动现金流	-1,721	-387	-487	-335	
借款增加	-162	8	16	6	
普通股增加	-313	0	0	0	
已付股利	-1,244	-35	-35	-20	
其他	-2	-360	-468	-321	
现金净增加额	-87	1,747	1,416	3,167	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	16,994	21,183	25,133	29,108	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	9,357	11,475	13,551	15,240	
销售费用	3,520	4,448	4,650	5,530	
管理费用	0	1,695	2,513	2,911	
研发费用	0	0	0	0	
财务费用	-26	149	35	20	
除税前溢利	3,348	3,565	4,535	5,581	
所得税	712	843	1,072	1,320	
净利润	2,635	2,722	3,463	4,261	
少数股东损益	18	19	24	30	
归属母公司净利润	2,618	2,703	3,438	4,232	
EBIT	3,322	3,714	4,570	5,601	
EBITDA	4,130	3,984	4,898	5,993	
EPS (元)	2.11	2.18	2.78	3.42	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业收入	48.12%	24.65%	18.65%	15.81%	
归属母公司净利润	47.97%	3.26%	27.22%	23.07%	
获利能力					
毛利率	44.94%	45.83%	46.08%	47.64%	
销售净利率	15.40%	12.76%	13.68%	14.54%	
ROE	25.38%	21.35%	22.00%	21.66%	
ROIC	23.93%	21.33%	21.40%	21.12%	
偿债能力					
资产负债率	42.85%	33.54%	28.40%	24.67%	
净负债比率	-55.59%	-58.94%	-56.62%	-61.35%	
流动比率	2.04	2.25	2.85	3.53	
速动比率	1.54	1.75	2.23	2.84	
营运能力					
总资产周转率	1.08	1.14	1.22	1.21	
应收账款周转率	18.62	21.99	18.37	18.17	
应付账款周转率	4.35	7.19	6.50	6.35	
每股指标 (元)					
每股收益	2.11	2.18	2.78	3.42	
每股经营现金流	1.73	3.05	2.11	3.20	
每股净资产	8.25	10.23	12.63	15.79	

研究团队简介

范欣悦，商社行业首席分析师，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队2015年获得新财富第三名、2016年获得新财富第四名、2023年获得新浪金麒麟医美行业菁英分析师第一名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备4年以上零售及新消费行业研究经验。2025年加入信达证券研究所，主要覆盖零售、母婴、电商等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。