

名创优品 (09896.HK)

2025 三季报点评：同店强劲收入同比+28%，TOP TOY 加速成长，期待 Q4 旺季表现

买入（维持）

2025 年 11 月 25 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	11,473	16,994	21,305	25,961	30,963
同比（%）	13.76	48.12	25.37	21.85	19.27
归母净利润（百万元）	1,769	2,618	2,262	3,052	4,014
同比（%）	177.19	47.97	(13.58)	34.90	31.53
Non-IFRS 净利润（百万元）	2,357	2,721	2,901	3,551	4,167
同比（%）	109.65	15.44	6.61	22.42	17.34
EPS-最新摊薄（元/股）	1.43	2.12	1.83	2.47	3.24
P/E（现价&最新摊薄）	23.76	16.06	18.58	13.77	10.47
PE（Non-IFRS）	17.83	15.45	14.49	11.84	10.09

投资要点

■ **业绩简评：**2025Q3，公司实现收入 58.0 亿元，同比+28.17%；高于公司指引的 25~28%。归母净利润为 4.4 亿元，同比-31%（主要因永辉超市权益法下的应计投资亏损，以及股权激励费用提升等）。剔除股权支付费用、可转债利息开支、对永辉超市投资亏损（权益法）和相关银行贷款利息等项目后，经调整净利润为 7.67 亿元，同比+11.75%。公司整体同店 GMV 实现中个位数同比增长。

■ **海外直营增速较高，销售费用率提升；第三方产品占比提升，毛利率略微下滑：**2025Q3，公司毛利率为 44.7%，同比-0.2pct；经调整净利率为 13.23%，同比-1.94pct。公司销售/管理费用率为 24.67%/5.93%，同比+2.63/+0.71pct，销售费用率提升是美国直营店占比提升所致，管理费用率提升主要因为 TOP TOY 分部的股权激励；由于美国直营门店占比提升带来的结构性变化，经调整经营利润率为 17.2%，同比-2.1pct，降幅相比 2025Q1 和 Q2 都有所缩小，符合公司预期。

■ **国内 MINISO 的同店 GMV 同比增速在 Q2 转正后，Q3 实现加速增长：**2025Q3 国内 MINISO 收入为 29.09 亿元，同比+19.36%，同店 GMV 同比实现高个位数增长。公司维持“开大店、开好店”策略，2025Q3 期末国内 MINISO 门店数达 4,407 家，本季度净增加 105 家。

■ **欧美带动下，海外同店实现回暖：**名创 2025Q3 海外收入为 19.4 亿元，同比增长 28.6%。2025Q3 海外新增 117 家门店至 3424 家；同店 GMV 同比实现低个位数增长。根据公司 2025Q2 业绩会，公司将放慢直营店开店速度，注重质量，2025 年美国新开的门店平均店销是老店的约 1.5 倍，坪效高出近 30%。

■ **TOP TOY 实现加速增长：**2025Q3，TOP TOY 实现营收 5.75 亿元，同比+111.5%；Q3 净增 14 家门店，达 307 家；同店 GMV 同比加速至中个位数增长。

■ **Q4 即将迎来美国消费旺季，期待公司指引门店表现：**2025Q3 公司国内 miniso、海外 miniso、TOP TOY 分部均实现同店 GMV 同比增速改善。根据财报业绩会，公司预计 2025Q4 收入同比增长在 25~30%范围，中国和美国的同店均为低双位数增长，相比 2025Q3 进一步加速；经调整经营利润率的同比降幅和 Q3 接近。

■ **盈利预测与投资评级：**公司是自有品牌+IP 潮流零售龙头，海外扩张+IP 战略具备广阔发展空间。考虑公司短期直营店费用提升、未来受益于同店表现持续改善有可能带动美国直营业务的利润率改善，我们将公司 2025~2027 年 Non-IFRS 归母净利润从 29.4/33.9/38.6 亿元，调整至 29.0/35.5/41.7 亿元，同比+7%/+22%/+17%，对应 11 月 24 日港股收盘价为 14/12/10 倍 P/E，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**消费需求不及预期，海外经营相关风险等

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	37.32
一年最低/最高价	27.05/55.00
市净率(倍)	3.91
港股流通市值(百万港元)	42,043.02

基础数据

每股净资产(元)	8.68
资产负债率(%)	62.23
总股本(百万股)	1,237.56
流通股本(百万股)	1,237.56

相关研究

《名创优品(09896.HK)：2025 年半年报点评：Q2 经调整净利润同比+11%，国内同店增速回正或现经营拐点》

2025-08-22

《名创优品(09896.HK)：2025Q1 业绩点评：国内门店结构调优，海外直营淡季&开店费用前置拖累利润率》

2025-05-26

名创优品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,655.50	19,966.11	22,309.42	28,607.10	营业总收入	16,994.03	21,304.67	25,960.58	30,962.78
现金及现金等价物	6,328.12	13,685.35	15,076.08	20,342.42	营业成本	9,356.97	11,672.71	13,826.25	16,087.69
应收账款及票据	674.92	846.12	1,031.03	1,229.70	销售费用	3,519.53	5,104.20	6,670.48	8,443.98
存货	2,750.39	3,431.08	4,064.09	4,728.82	管理费用	931.65	1,175.26	1,655.00	1,837.69
其他流动资产	1,902.07	2,003.56	2,138.22	2,306.17	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	6,464.63	8,412.45	9,061.38	8,836.48	其他费用	0.00	319.57	311.53	309.63
固定资产	1,436.94	2,204.18	2,623.94	2,360.48	经营利润	3,185.88	3,032.92	3,497.33	4,283.79
商誉及无形资产	2,563.45	2,563.45	2,563.45	2,563.45	利息收入	118.67	154.92	265.28	226.14
长期投资	38.57	77.13	115.70	154.27	利息支出	92.92	204.19	226.78	249.46
其他长期投资	263.58	454.19	644.79	644.79	其他收益	135.90	83.48	467.29	807.33
其他非流动资产	2,162.09	3,113.50	3,113.50	3,113.50	利润总额	3,347.53	3,067.14	4,003.12	5,067.80
资产总计	18,120.13	28,378.56	31,370.80	37,443.59	所得税	712.10	782.12	920.72	1,013.56
流动负债	5,727.19	7,595.19	9,519.88	11,538.42	净利润	2,635.43	2,285.02	3,082.40	4,054.24
短期借款	566.96	1,133.91	1,700.87	2,267.82	少数股东损益	17.87	22.85	30.82	40.54
应付账款及票据	1,278.54	1,594.96	1,889.22	2,198.22	归属母公司净利润	2,617.56	2,262.17	3,051.58	4,013.70
其他	3,881.70	4,866.32	5,929.80	7,072.38	EBIT	3,321.78	3,116.41	3,964.62	5,091.12
非流动负债	2,037.42	9,905.83	9,905.83	9,905.83	EBITDA	4,130.47	3,309.17	4,219.86	5,354.58
长期借款	4.31	6,004.31	6,004.31	6,004.31	Non-IFRS	2,720.61	2,900.56	3,551.01	4,166.65
其他	2,033.11	3,901.52	3,901.52	3,901.52					
负债合计	7,764.61	17,501.01	19,425.71	21,444.25					
股本	0.09	0.09	0.09	0.09	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	40.55	63.40	94.22	134.76	每股收益(元)	2.12	1.83	2.47	3.24
归属母公司股东权益	10,314.97	10,814.15	11,850.87	15,864.57	每股净资产(元)	8.25	8.74	9.58	12.82
负债和股东权益	18,120.13	28,378.56	31,370.80	37,443.59	发行在外股份(百万股)	1,237.56	1,237.56	1,237.56	1,237.56
					ROIC(%)	26.35	16.04	16.21	18.55
					ROE(%)	25.38	20.92	25.75	25.30
					毛利率(%)	44.94	45.21	46.74	48.04
					销售净利率(%)	15.40	10.62	11.75	12.96
					资产负债率(%)	42.85	61.67	61.92	57.27
					收入增长率(%)	48.12	25.37	21.85	19.27
					净利润增长率(%)	47.97	(13.58)	34.90	31.53
					P/E	16.06	18.58	13.77	10.47
					P/B	4.12	3.89	3.55	2.65
					EV/EBITDA	11.56	10.72	8.21	5.59

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年11月25日的0.91:1,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>