

名创优品 (09896.HK)

三季度营收同比增长 28%，同店表现持续改善

优于大市

核心观点

公司单 Q3 收入加速增长。公司单 Q3 实现营收 57.97 亿/yoy+28.2%，超出此前指引上限。经调整经营利润 10.22 亿/yoy+14.8%，经调整净利润 7.67 亿/yoy+11.7%，经调整净利率 13.2%/yoy-2.0pct。**同时公司给予 Q4 指引**，预计 Q4 收入增速 25%-30%，预计中国和美国地区同店实现双位数增长，全年收入同比增长 25%，全年经调整经营利润 36.5-38.5 亿。

名创优品品牌 Q3 收入 52.22 亿/yoy+22.9%。其中中国内地收入 29.09 亿/yoy+19.3%，增速逐季加快。国内同店 GMV 在 Q3 实现高个位数增长，且年初至今同店销售已转为低个位数增长。进入 10 月份后，国内同店销售增长进一步提速至低双位数，全年同店正增长目标有望稳步实现。名创品牌海外收入 23.12 亿/yoy+27.7%。从同店来看，Q3 海外名创同店销售增长改善至低个位数，其中北美、欧洲等战略市场同店增长依旧优异，增长质量持续提升。从门店数来看，Q3 海外净新增门店 117 家，截至季末海外门店数达 3424 家。

从 TOP TOY 业务来看，2025Q3 实现收入 5.75 亿/yoy+111.4%，再创季度增长记录。门店数量季度净增 14 家，累计达 307 家。TOP TOY 凭借其在潮玩赛道强大的市场领导力与增长潜力，收入表现远超前指引。

毛利率维持高位，战略性投入致费用率提升。2025Q3 毛利率为 44.7%/yoy-0.2pct。费用率方面，2025Q3 销售及分销/一般行政费用率分别为 24.7%/5.9%，同比分别 2.7/+0.7pct。销售费用率上行主要由于公司为推动业务未来发展，增加对直营门店的投资，尤其是在美国等战略性海外市场。

风险提示：宏观环境风险，IP 联名不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：三季度公司收入增长全面提速，展现了清晰的战略成效。国内业务凭借大店策略和精细化运营，同店增长趋势持续向好，复苏势头明确。海外业务在保持高速拓店的同时，同店增长转正，增长质量显著改善，尤其在北美等高势能市场表现优异。TOP TOY 作为第二增长曲线，持续贡献爆发式增长。尽管对海外直营店等战略性投入导致费用率阶段性上升，对净利率造成一定压力，但这是公司为构建长期护城河、提升品牌势能和优化全球门店网络质量的必要布局。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 22.52/28.15/32.57 亿，对应 PE 为 19/15/13x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,839	16,994	21,264	24,987	28,578
(+/-%)	39.4%	22.8%	25.1%	17.5%	14.4%
归母净利润(百万元)	2253	2618	2252	2815	3257
(+/-%)	111.5%	16.2%	-14.0%	25.0%	15.7%
每股收益(元)	1.78	2.12	1.82	2.27	2.63
EBIT Margin	18.2%	18.7%	14.5%	14.6%	14.6%
净资产收益率 (ROE)	24.6%	25.4%	19.7%	21.9%	22.5%
市盈率 (PE)	19.4	16.4	19.0	15.2	13.2
EV/EBITDA	18.8	16.8	16.1	13.9	12.5
市净率 (PB)	4.77	4.16	3.75	3.34	2.96

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·专业连锁 II

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

38.86 港元

总市值/流通市值

48092/48092 百万港元

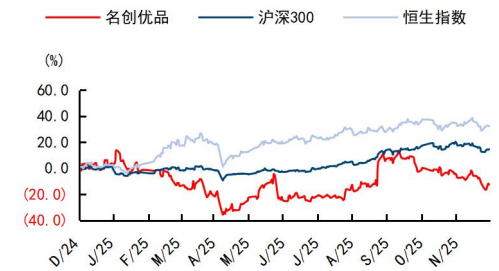
52 周最高价/最低价

53.38/26.74 港元

近 3 个月日均成交额

202.62 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

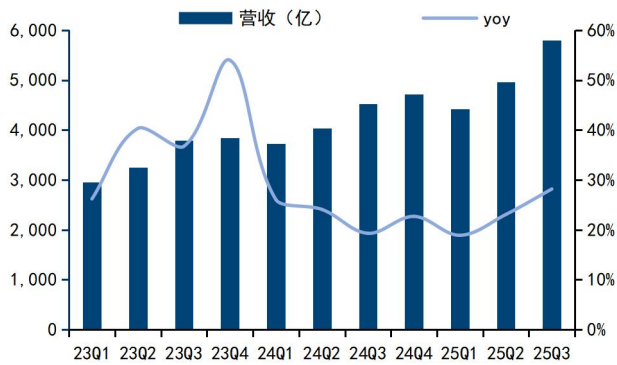
《名创优品 (09896.HK) - 主业经营拐点初显，大店策略+自有 IP 持续驱动高质量发展》——2025-09-25

《名创优品 (09896.HK) - 2024 全年营收增长 22.8%，海外业务盈利能力持续改善》——2025-03-24

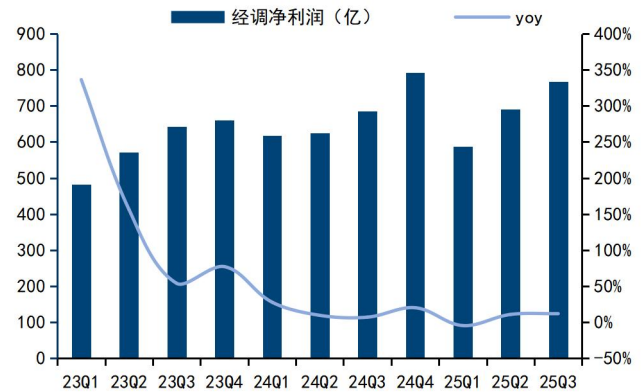
《名创优品 (09896.HK) - 持续推进大 IP 合作，兴趣消费属性持续强化》——2025-01-06

《名创优品 (09896.HK) - 单季度毛利率创历史新高，四季度旺季有望实现业绩加速》——2024-12-03

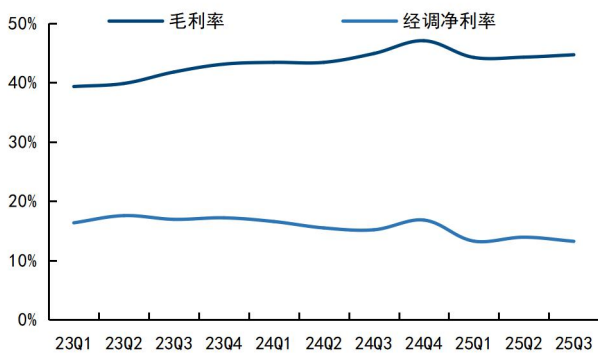
《名创优品 (09896.HK) - 收购永辉超市 29.4% 股权，线下零售巨头协同发展》——2024-09-25

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）


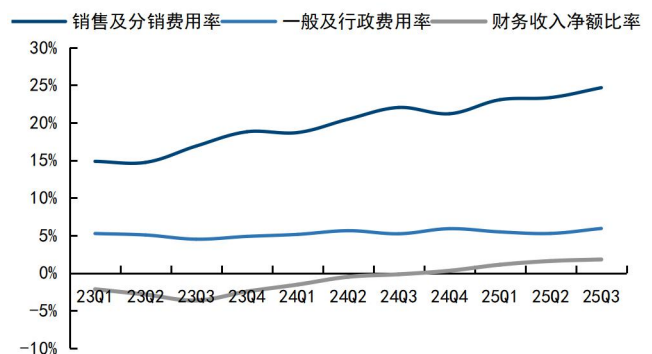
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度经调整归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度毛利率及净利率情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度费用率情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-11-26)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
9896.HK	名创优品	37.16	460	2.09	1.81	2.27	2.62	20.91	19.11	15.29	13.21	25.38	-1.42	优于大市
9992.HK	泡泡玛特	200.20	2689	2.33	7.35	9.58	11.47	35.67	25.39	19.48	16.27	29.26	0.12	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6415	6328	6700	7575	9253	营业收入	13839	16994	21264	24987	28578
应收款项	1518	2207	2796	3423	4150	营业成本	8140	9357	11653	13618	15546
存货净额	1922	2750	3147	3459	3782	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	253	101	298	25	29	销售费用	2281	3520	5252	6272	7259
流动资产合计	10328	11656	13210	14805	17600	管理费用	679	933	1276	1452	1614
固定资产	769	1437	1840	2365	2561	财务费用	(161)	(26)	(57)	(75)	(123)
无形资产及其他	20	2563	2435	2307	2179	投资收益	0	0	(450)	(300)	(300)
投资性房地产	364	2162	2162	2162	2162	资产减值及公允价值变动	0	0	35	42	50
长期股权投资	2901	302	308	316	327	其他收入	19	135	295	314	338
资产总计	14485	18120	19955	21955	24828	营业利润	2919	3345	3019	3775	4369
短期借款及交易性金融负债	1	567	1483	126	40	营业外净收支	62	2	5	5	5
应付款项	3390	1590	3084	4048	4370	利润总额	2981	3348	3024	3780	4374
其他流动负债	1016	3571	1341	1766	2023	所得税费用	707	712	756	945	1093
流动负债合计	4407	5727	5908	5940	6433	少数股东损益	21	18	16	20	23
长期借款及应付债券	7	4	4	4	4	归属于母公司净利润	2253	2618	2252	2815	3257
其他长期负债	881	2033	2553	3103	3844						
长期负债合计	887	2037	2557	3107	3848	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	5294	7765	8465	9048	10281	净利润	2253	2618	2252	2815	3257
少数股东权益	23	41	49	59	70	资产减值准备	0	0	8	1	1
股东权益	9168	10315	11441	12848	14477	折旧摊销	8	9	295	314	338
负债和股东权益总计	14485	18120	19955	21955	24828	公允价值变动损失	0	0	(35)	(42)	(50)
						财务费用	(161)	(26)	(57)	(75)	(123)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	691	(1257)	(1390)	1274	267
每股收益	1.78	2.12	1.82	2.27	2.63	其它	10	9	0	9	11
每股红利	0.89	1.06	0.91	1.14	1.32	经营活动现金流	2962	1379	1130	4371	3824
每股净资产	7.26	8.33	9.24	10.38	11.70	资本开支	0	(675)	(542)	(670)	(356)
ROIC	37%	31%	21%	23%	27%	其它投资现金流	(55)	(50)	0	(54)	(65)
ROE	25%	25%	20%	22%	22%	投资活动现金流	(618)	1873	(548)	(732)	(432)
毛利率	41%	45%	45%	45%	46%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	19%	14%	15%	15%	负债净变化	(0)	(2)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	19%	16%	16%	16%	支付股利、利息	(1127)	(1309)	(1126)	(1408)	(1628)
收入增长	39%	23%	25%	18%	14%	其它融资现金流	1139	(717)	916	(1357)	(86)
净利润增长率	111%	16%	-14%	25%	16%	融资活动现金流	(1115)	(3339)	(210)	(2764)	(1714)
资产负债率	37%	43%	43%	41%	42%	现金净变动	1229	(87)	372	875	1678
息率	2.4%	2.8%	2.4%	3.1%	3.5%	货币资金的期初余额	5187	6415	6328	6700	7575
P/E	19.4	16.4	19.0	15.2	13.2	货币资金的期末余额	6415	6328	6700	7575	9253
P/B	4.8	4.2	3.7	3.3	3.0	企业自由现金流	2616	584	675	3651	3368
EV/EBITDA	19	17	16	14	13	权益自由现金流	3754	(115)	1633	2351	3374

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032