

2025 年 12 月 02 日

顾向君

H70420@capitalcom.tw

目标价(港币)

45

#### 公司基本资讯

|                  |                    |
|------------------|--------------------|
| 产业别              | 商贸零售               |
| H 股价(2025/12/01) | 38.54              |
| 恒生指数(2025/12/01) | 26,033.3           |
| 股价 12 个月高/低      | 50.52/28.71        |
| 总发行股数(百万)        | 1,237.56           |
| H 股数(百万)         | 1,237.56           |
| H 市值(亿元)         | 340.64             |
| 主要股东             | 杨云云(63.1%)         |
| 每股净值(元)          | 8.68               |
| 股价/账面净值          | 4.44               |
|                  | 一个月 三个月 一年         |
| 股价涨跌(%)          | 23.70 -19.57 -6.59 |

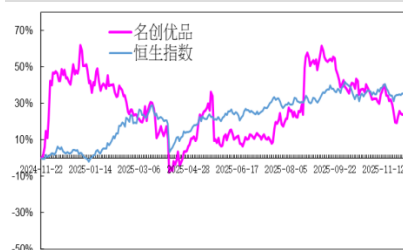
#### 近期评等

| 出刊日期       | 前日收盘  | 评等 |
|------------|-------|----|
| 2025-08-22 | 39.06 | 买进 |
| 2025-05-27 | 34.55 | 买进 |
| 2025-04-28 | 29.05 | 买进 |

#### 产品组合

|        |      |
|--------|------|
| 名创优品   | 90%  |
| TOPTOY | 9.8% |

#### 股价相对大盘走势



## 名创优品(09896.HK)

BUY 买进

### 同店进一步优化，费用及投资影响利润

#### 业绩概要：

11 月 21 日，公司公告 2025 年前三季度营收约 152 亿，同比增 23.7%，归母净利润 13.5 亿，同比下降 25.7%，经调净利润 20.5 亿，同比增 6%，经调 EBITDA 35 亿，同比增 14%。

第三季度实现营收 58 亿，同比增 28.2%，录得归母净利润 4.4 亿，同比下降 31.4%，经调净利润 7.7 亿，同比增 11.7%，经调 EBITDA 13.5 亿，同比增 18.8%。三季度收入超指引，经调净利润增长进一步加快（Q2YOY+10.6%）。

#### 点评与建议：

##### ■ 三季度公司海内外业务延续改善，以品牌看：

1) 名创优品实现收入 52.2 亿，同比增 23%。其中，名创中国实现营收 29 亿，同比增 19.3%，同店 GMV 显著改善，实现高个位数增长（Q2 为低个位数增长），门店总数达 4407 家，同比净增 157 家；名创海外实现收入 23.1 亿，同比增 27.7%，同店 GMV 增速年内转正，实现低个位数增长（Q2 为低个位数下降），门店总数达 3424 家，同比净增 488 家。

2) TOPTOY 实现收入 5.7 亿，同比增 111.5%，门店数增长至 307 家，同比净增 73 家。

3) 此外，三季度永辉投资录得亏损约 1.5 亿。

■ 三季度毛利率为 44.7%，同比下降 0.2pct，总体平稳。费用上，Q3 费率（销售、管理及财务）同比上升 5.32pcts 至 32.4%，一方面，公司延续直营门店投资力度，尤其是海外战略市场投资，导致直营门店相关开支同比增 40.7%（受精细化运作，直营门店开支增速较 H1 下降），叠加广告推广、授权费、物流费等影响，销售费用率同比上升 2.64pcts；管理费用率同比上升 0.71pct，主要由于业务增长导致的人员开支增加；财务费用率同比上升 1.97pcts 至 1.8%，主要由于利息开支增加。此外，Q3 表观所得税率为 33.9%，同比上升 9.1pcts，主要与股权激励和永辉投资亏损有关，经调后有效税率为 22.8%，保持稳定。

■ 在大店和 IP 战略推进驱动下，10 月名创中国同店销售增长达低双位数，今年迄今名创中国同店销售额已达低个位数增长，全年有望达中个位数增长；海外亦有望维持较好的增长态势，战略市场同店优于整体。

■ 从中长期看，门店转型、差异化，以及整个 IP 战略的进一步推进，产品和渠道结构双重优化下，公司未来发展可期。

■ 考虑收购永辉后的延伸影响，调整盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现净利润 19.3 亿、26.2 亿和 31.6 亿（原预测为 28.9 亿、33.5 亿和 40 亿），分别同比下降 26.4%、增 35.9%和增 20.7%，EPS 分别为 1.56 元、2.12 元和 2.55 元，当前股价对应 PE 分别为 22 倍、17 倍和 14 倍，持续看好公司未来发展路径，维持“买进”的投资建议。

■ 风险提示：同店销售增长不及预期，海外扩张不及预期，费用增长超预期

..... 接续下页 .....

| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 638   | 1769  | 2618  | 1927  | 2618  | 3160  |
| 同比增减            | %       |       | 177%  | 48%   | -26%  | 36%   | 21%   |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 0.53  | 1.42  | 2.11  | 1.56  | 2.12  | 2.55  |
| 同比增减            | %       |       | 168%  | 49%   | -26%  | 36%   | 21%   |
| 市盈率(P/E)        | X       | 66    | 25    | 17    | 22    | 17    | 14    |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 0.74  | 0.51  | 1.08  | 0.79  | 1.08  | 1.30  |
| 股息率 (Yield)     | %       | 0.53% | 0.74% | 0.72% | 0.81% | 1.09% | 1.09% |

## 【投资评等说明】

### 评等定义

|                    |                                       |
|--------------------|---------------------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy)  | 潜在上涨空间 $\geq 35\%$                    |
| 买进 (Buy)           | $15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$           |
| 区间操作 (Trading Buy) | $5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$            |
| 中立 (Neutral)       | 无法由基本面给予投资评等<br>预期近期股价将处于盘整<br>建议降低持股 |

附一：合并损益表

| 人民币百万元     | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入      | 10086 | 11473 | 16994 | 21457 | 26060 | 30303 |
| 营业总支出      | 7016  | 7030  | 9357  | 11909 | 14411 | 16666 |
| 经营溢利       | 882   | 2223  | 3316  | 3281  | 3886  | 4645  |
| 除税前利润      | 907   | 2334  | 3348  | 2622  | 3563  | 4301  |
| 持续经营净利润    | 640   | 1782  | 2635  | 1940  | 2636  | 3182  |
| 归属普通股股东净利润 | 638   | 1769  | 2618  | 1927  | 2618  | 3160  |

附二：合并资产负债表

| 人民币百万元  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金    | 5348  | 6489  | 6328  | 5470  | 5079  | 5836  |
| 存货      | 1188  | 1451  | 2750  | 4951  | 7426  | 9654  |
| 应收账款    | 1056  | 1150  | 2207  | 3752  | 4877  | 6097  |
| 流动资产合计  | 8073  | 9904  | 11656 | 14569 | 17483 | 20630 |
| 固定资产    | 420   | 535   | 1437  | 2586  | 3621  | 4707  |
| 非流动资产合计 | 3209  | 3544  | 6465  | 8622  | 12932 | 18105 |
| 资产总计    | 11282 | 13448 | 18120 | 23191 | 30416 | 38736 |
| 流动负债合计  | 3789  | 3886  | 5727  | 8018  | 10423 | 12508 |
| 非流动负债合计 | 466   | 644   | 2037  | 3800  | 7227  | 11772 |
| 负债合计    | 4254  | 4529  | 7765  | 11818 | 17651 | 24280 |
| 少数股东权益  | -4    | 17    | 41    | 73    | 109   | 142   |
| 股东权益合计  | 7027  | 8918  | 10356 | 11373 | 12765 | 14456 |

附三：合并现金流量表

| 人民币百万元        | 2022  | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1406  | 1666 | 2168  | 3433  | 4300  | 5151  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -2126 | -293 | -533  | -2146 | -2085 | -1364 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -734  | -326 | -1721 | -2146 | -2606 | -3030 |
| 现金及现金等价物净增加额  | -1453 | 1047 | -86   | -858  | -391  | 758   |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证；@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证；@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。