

名创优品 (09896.HK)

强烈推荐 (维持)

Q4 收入增长好于预期，门店经营质量提升

公司 25Q4 收入合计 62.5 亿/+32.7%，经调整净利润 8.5 亿/+7.6%，经调整净利润率 13.6%/-3.2pct，其中国内名创品牌收入 28.7 亿/+25.0%，名创品牌海外收入为 27.8 亿/+30.5%，TOPTOY 收入 6.0 亿/+111.8%。兴趣消费市场广阔，公司“1 个中国供应链+全球 IP+全球设计+全球渠道”的“1+3”护城河稳固，看好名创国内稳步拓展，海外市场持续高增长，TOPTOY 持续孵化带来的长期成长。维持“强烈推荐”评级。

- 收入增速超预期，海外收入贡献提升。公司 25Q4 收入为 62.5 亿/+32.7%，收入增速好于预期；毛利率为 46.4%/-0.7pct，经营利润为 9.1 亿/-5.9%，经调净利润为 8.5 亿/+7.6%，经调净利率为 13.6%/-3.2pct。收入拆分来看，国内名创品牌收入 28.7 亿/+25.0%，名创品牌海外收入为 27.8 亿/+30.5%，TOPTOY 收入 6.0 亿/+111.8%。
- 名创内地：同店中双位数增长，门店数量增加。25Q4 国内名创品牌收入 28.7 亿/+25.0%，其中同店实现中双位数增长，全年同店实现中个位数增长。25Q4 国内名创净增门店 161 家，Q4 末门店数 4568 家。公司 Q4 国内实现高质量增长，增长主要由同店增长拉动。
- 名创海外：收入高增速持续，同店低个位数下降。25Q4 名创品牌海外收入为 27.8 亿/+30.5%，同店低个位数下降。其中重点的美国市场收入同比增长 60%-70%，同店增长 20%+；同时公司通过门店拓展、会员运营等不断改善海外市场门店质量。Q4 名创海外净开门店 159 家，其中亚洲净增 45 家，北美净增 40 家，拉美净增 38 家，欧洲净增 24 家，其他市场净增 12 家，Q4 末门店数 3583 家，公司海外门店网络持续较快扩张。
- TOPTOY：25Q4 TOPTOY 品牌收入 6.0 亿/+111.8%，收入增速延续高速增长。全年收入 19.2 亿/+94.8%，Q4 末门店总数 334 家，Q4 净增门店数 27 家；海外门店加速拓展，25 年末海外门店数已达到 30 家。
- 投资建议。公司国内稳健增长，海外快速开拓。长期看，兴趣消费市场广阔，公司“1 个中国供应链+全球 IP+全球设计+全球渠道”的“1+3”护城河稳固，看好名创国内稳步拓展，海外市场持续高增长，TOPTOY 持续孵化带来的长期成长。因美国市场仍在培育期，调整公司 26E/27E/28E 经调净利分别 32.0/35.6/39.8 亿，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：开店不及预期、同店增速不及预期、净利率不及预期，关税风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(百万元)	16994	21444	25487	29108	32520
同比增长	23%	26%	19%	14%	12%
营业利润(百万元)	3186	3303	3984	4596	5190
同比增长	18%	0%	28%	15%	13%
经调整净利润(百万元)	2713	2898	3203	3561	3982
同比增长	13%	7%	11%	11%	12%
每股收益(元, 经调整)	2.15	2.30	2.54	2.83	3.16
P/E(倍, 经调整)	13.3	12.4	11.2	10.1	9.0

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业
当前股价：30.76 港元

基础数据

总股本(百万股)	1239
港股股(百万股)	1239
总市值(十亿港元)	38.1
港股市值(十亿港元)	38.1
每股净资产(港元)	8.6
ROE(TTM)	11.3
资产负债率	62.6%
主要股东	杨云云
主要股东持股比例	63.0958%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《名创优品(09896) — Q3 收入增速超预期，同店表现显著提升》 2025-11-24
- 《名创优品(09896) — Q2 表现显著超预期，集团同店转正》 2025-08-24
- 《名创优品(09896) — 国内同店改善，海外直营持续培育》 2025-06-04

丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
李星馨 S1090524070010
lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	11656	14086	14739	17518	20669
现金及现金	6328	6817	4827	6223	8081
交易性金融	0	0	0	0	0
其他短期投	269	217	217	217	217
应收账款及	675	4458	5277	6030	6739
其它应收款	1532	(1151)	0	0	0
存货	2750	3691	4353	4974	5549
其他流动资	101	54	64	74	82
非流动资产	6465	14547	15291	16036	16780
长期投资	302	5688	5688	5688	5688
固定资产	1437	2109	2854	3598	4342
无形资产	4202	5439	5439	5439	5439
其他	523	1310	1310	1310	1310
资产总计	18120	28633	30030	33553	37449
流动负债	5727	8473	7855	8919	9903
应付账款	1279	6068	7157	8178	9123
应交税金	311	403	403	403	403
短期借款	567	1751	0	0	0
其他	3571	251	295	338	377
长期负债	2037	9441	9441	9441	9441
长期借款	4	5415	5415	5415	5415
其他	2033	4026	4026	4026	4026
负债合计	7765	17914	17297	18360	19344
股本	0	0	0	0	0
储备	9168	10315	10619	12633	15093
少数股东权	41	101	101	101	101
归属于母公司所	10315	10619	12633	15093	18004
负债及权益合计	18120	28633	30030	33554	37449

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2168	2578	1510	3152	3519
净利润	2618	1205	2748	3201	3879
折旧与摊销	0	0	0	0	0
营运资本变	0	0	(1509)	(320)	(309)
其他非现金	(449)	1373	270	270	(52)
投资活动现金流	(533)	(7020)	(564)	(564)	(243)
资本性支出	(763)	(998)	(800)	(800)	(800)
出售固定资	12	56	56	56	56
投资增减	14783	25478	0	0	0
其它	(13962)	(31305)	180	180	502
筹资活动现金流	(1721)	4969	(2935)	(1191)	(1418)
债务增减	(162)	3244	(1751)	0	0
股本增减	(313)	(1318)	0	0	0
股利支付	1244	1358	734	741	968
其它筹资	(2)	4401	(450)	(450)	(450)
其它调整	(2489)	(2716)	(1469)	(1482)	(1935)
现金净增加额	(87)	489	(1990)	1396	1858

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入	16994	21444	25487	29108	32520
主营收入	16994	21444	25387	29008	32420
营业成本	9357	11796	13912	15897	17734
毛利	7637	9648	11475	13112	14686
营业支出	4451	6524	7591	8615	9596
营业利润	3186	3124	3984	4596	5190
利息支出	93	431	450	450	450
利息收入	119	104	80	80	402
权益性投资	6	(835)	0	0	0
其他非经营	127	109	100	100	100
非经常项目	3	(159)	0	0	0
除税前利润	3348	1913	3714	4326	5242
所得税	712	704	966	1125	1363
少数股东损	18	5	0	0	0
归属普通股东净	2618	1205	2748	3201	3879
EPS (元)	2.07	0.95	2.17	2.53	3.06

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业收入	NA	26%	19%	14%	12%
营业利润	NA	-2%	28%	15%	13%
净利润	NA	-54%	128%	16%	21%
获利能力					
毛利率	44.9%	45.0%	45.0%	45.0%	45.2%
净利率	15.4%	5.6%	10.8%	11.0%	11.9%
ROE	25.4%	11.3%	21.8%	21.2%	21.5%
ROIC	24.8%	10.4%	17.0%	17.2%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	42.9%	62.6%	57.6%	54.7%	51.7%
净负债比率	3.2%	25.0%	18.0%	16.1%	14.5%
流动比率	2.0	1.7	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.6	1.2	1.3	1.4	1.5
营运能力					
资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	4.0	3.7	3.5	3.4	3.4
应收帐款周转率	9.1	7.8	5.9	5.1	5.1
应付帐款周转率	4.0	3.2	2.1	2.1	2.1
每股资料 (元)					
每股收益	2.07	0.95	2.17	2.53	3.06
每股经营现金	1.71	2.04	1.19	2.49	2.78
每股净资产	8.15	8.39	9.98	11.92	14.22
每股股利	0.99	1.08	1.09	1.26	1.53
估值比率					
PE	13.8	30.1	13.2	11.3	9.3
PB	3.5	3.4	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	11.5	15.8	9.5	8.3	6.9

资料来源：公司数据、招商证券；*注：由于公司 2024 年财年切换为 12 月 31 日结束，因此附表中暂不列示 2024 年的同比增速。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。