

# 名创优品 (09896.HK)

## 全年营收同比增长 26%，IP+全球化成长未来可期

优于大市

### 核心观点

**公司四季度收入加速增长。**公司全年实现营收 214.44 亿/yoy+26.2%，经调整经营利润 36.71 亿/yoy+7.9%，均处于此前预告上限，全年经调整净利润 28.98 亿/yoy+6.5%。单 Q4 实现营收 62.54 亿/yoy+32.7%，期间利润亏损 1.39 亿，主要由于 1) 永辉亏损 5.48 亿；2) 以股份支付的薪酬费用 1.52 亿；3) TOP TOY 因 2025 年战略融资发行优先股，产生的赎回负债公允价值变动 1.59 亿；4) 本公司 2025 年 1 月发行的股票挂钩票据以及用于收购永辉股权的银行贷款相关利息支出，合计 7530 万；5) 其他支出 5910 万，主要金融工具公允价值变动亏损。经调整经营利润 10.62 亿/yoy+11.7%，经调整净利润 8.53 亿/yoy+7.6%，经调整净利率为 13.6%/yoy-3.2pct，主要源于公司对海外直营业务的战略性投入及 IP 授权费用的增加。

**名创优品品牌 Q4 收入 56.54 亿/yoy+27.7%，增长势头强劲。**其中中国内地业务表现亮眼，Q4 收入 28.72 亿/yoy+25.0%，2025 年以来逐季加速，创下过去八个季度以来的最高同比增幅。国内同店销售增长实现 10%-20%中段，显示大店策略与产品创新成效显著。名创品牌海外市场 Q4 收入 27.82 亿/yoy+30.5%。其中，美国市场同店销售增长达到 20%-30%低段，增长质量持续提升。从门店数来看，截至 2025 年末，名创优品全球门店数达 8151 家，其中国内 4,568 家，海外 3,583 家，全年净增 647 家。从 TOP TOY 业务来看，Q4 实现收入 5.99 亿/yoy+111.8%，延续爆发式增长。截至 2025 年末，TOP TOY 门店数量达 334 家，全年净增 58 家。

**毛利率维持高位，多原因致费用率提升。**2025Q4 毛利率为 46.4%/yoy-0.7pct，主要由于产品组合优化，销售/行政费用率分别同比+5.3/0.1pct，销售及分销开支费率大幅提升主要由于 1) 股份支付薪酬开支；2) 直营门店占比提升；3) IP 授权费 (占比 3%/yoy+1pct)，推广费率稳定 4%。

**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：**2025 年名创优品核心零售主业展现出强劲的经营韧性，期内公司国内基本盘企稳回升，全球化扩张战略持续深化，海外市场成为业绩增长的核心驱动力，同时 IP 运营生态持续完善，具备全球化布局与 IP 化运营的长期成长价值。考虑到永辉超市亏损仍较多，同时公司产生较多利息费用，我们下调公司 2026-2027 年归母净利润至 24.23/29.71 (原值为 28.15/32.57) 亿，并新增 2028 年归母净利润至 33.44 亿，对应 PE 为 15/13/12x，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	16,994	21,444	25,561	29,457	33,017
(+/-%)	48.1%	26.2%	19.2%	15.2%	12.1%
归母净利润(百万元)	2618	1205	2423	2971	3344
(+/-%)	48.0%	-54.0%	101.1%	22.6%	12.5%
每股收益(元)	2.11	0.97	1.96	2.40	2.70
EBIT Margin	18.7%	14.7%	13.3%	13.4%	13.4%
净资产收益率 (ROE)	28.6%	11.3%	20.5%	22.3%	22.3%
市盈率 (PE)	14.1	30.7	15.3	12.5	11.1
EV/EBITDA	11.3	13.2	15.6	14.2	13.4
市净率 (PB)	4.04	3.48	3.13	2.78	2.47

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	32.04 港元
总市值/流通市值	39696/39696 百万港元
52 周最高价/最低价	51.35/26.74 港元
近 3 个月日均成交额	114.18 百万港元

#### 市场走势

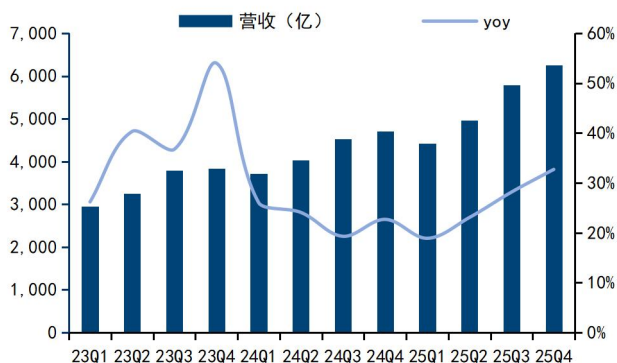


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

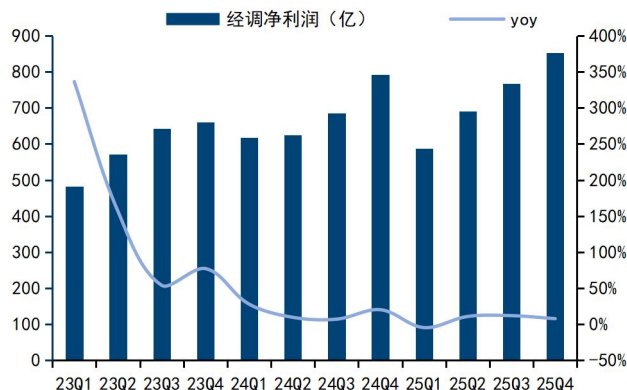
- 《名创优品 (09896.HK) - 三季度营收同比增长 28%，同店表现持续改善》——2025-11-29
- 《名创优品 (09896.HK) - 主业经营拐点初显，大店策略+自有 IP 持续驱动高质量发展》——2025-09-25
- 《名创优品 (09896.HK) - 2024 全年营收增长 22.8%，海外业务盈利能力持续改善》——2025-03-24
- 《名创优品 (09896.HK) - 持续推进大 IP 合作，兴趣消费属性持续强化》——2025-01-06
- 《名创优品 (09896.HK) - 单季度毛利率创历史新高，四季度旺季有望实现业绩加速》——2024-12-03

图1: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



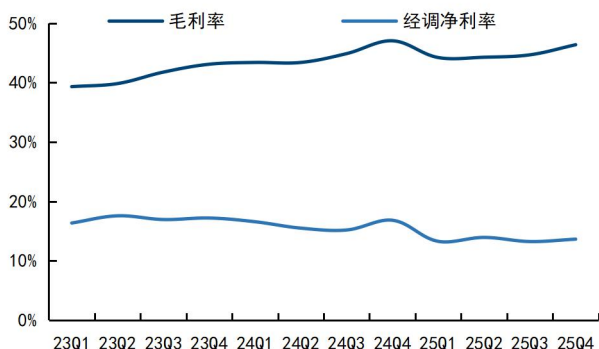
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度经调整归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



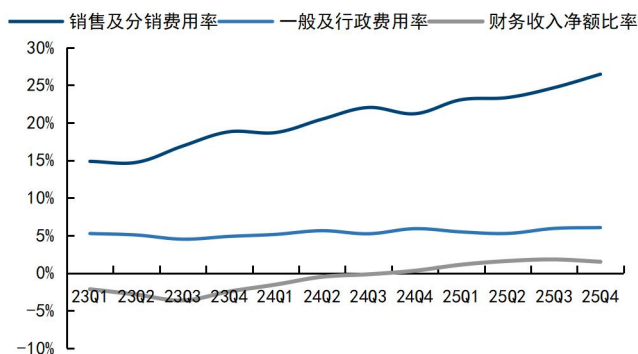
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 (2026-4-2)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (25A)	PEG (26E)	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E			
9896.HK	名创优品	32.04	397	0.97	1.94	2.39	2.75	33.76	15.27	12.45	11.07	11.35	0.16	优于大市
9992.HK	泡泡玛特	141.80	1902	9.53	12.71	15.58	18.69	17.82	10.40	8.48	7.07	57.35	0.31	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理, 注: 名创优品、泡泡玛特均为港元

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6415	6817	6700	7000	7500	营业收入	16994	21444	25561	29457	33017
应收款项	1518	3307	3361	4035	4794	营业成本	9357	11796	14008	16054	17961
存货净额	1922	3691	3769	4059	4342	营业税金及附加	1	0	0	0	0
其他流动资产	253	54	358	29	33	销售费用	3520	5266	6416	7453	8419
<b>流动资产合计</b>	<b>10328</b>	<b>14086</b>	<b>14405</b>	<b>15384</b>	<b>16981</b>	管理费用	932	1225	1726	1989	2206
固定资产	769	2109	3183	4431	5823	财务费用	(26)	327	217	219	285
无形资产及其他	20	3846	3653	3461	3269	投资收益	0	0	(600)	(500)	(500)
投资性房地产	364	2904	2904	2904	2904	资产减值及公允价值变动	0	0	35	42	50
长期股权投资	2901	5688	8288	10788	13288	其他收入	135	(759)	442	484	546
<b>资产总计</b>	<b>14485</b>	<b>28634</b>	<b>32433</b>	<b>36968</b>	<b>42265</b>	营业利润	3345	2072	3072	3768	4241
短期借款及交易性金融负债	1	1751	637	1932	4219	营业外净收支	2	(158)	5	5	5
应付款项	3390	6471	8292	9069	9648	<b>利润总额</b>	<b>3348</b>	<b>1913</b>	<b>3077</b>	<b>3773</b>	<b>4246</b>
其他流动负债	1016	251	1628	2101	2355	所得税费用	712	704	646	792	892
<b>流动负债合计</b>	<b>4407</b>	<b>8473</b>	<b>10558</b>	<b>13102</b>	<b>16222</b>	少数股东损益	18	5	8	9	11
长期借款及应付债券	7	5415	5415	5415	5415	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2618</b>	<b>1205</b>	<b>2423</b>	<b>2971</b>	<b>3344</b>
其他长期负债	881	4026	4526	5026	5526	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>887</b>	<b>9441</b>	<b>9941</b>	<b>10441</b>	<b>10941</b>	净利润	2618	1205	2423	2971	3344
<b>负债合计</b>	<b>5294</b>	<b>17914</b>	<b>20499</b>	<b>23543</b>	<b>27163</b>	资产减值准备	0	0	12	3	4
少数股东权益	23	101	104	109	114	折旧摊销	809	1206	442	484	546
股东权益	9168	10619	11830	13316	14987	公允价值变动损失	0	0	(35)	(42)	(50)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14485</b>	<b>28634</b>	<b>32433</b>	<b>36968</b>	<b>42265</b>	财务费用	(26)	327	217	219	285
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	691	(438)	3274	1117	293
每股收益	2.11	0.97	1.96	2.40	2.70	其它	(1949)	605	(8)	2	1
每股红利	1.06	0.49	0.98	1.20	1.35	<b>经营活动现金流</b>	<b>2168</b>	<b>2578</b>	<b>6108</b>	<b>4534</b>	<b>4137</b>
每股净资产	7.40	8.57	9.55	10.75	12.10	资本开支	0	(2546)	(1300)	(1500)	(1700)
ROIC	41%	22%	27%	34%	35%	其它投资现金流	(55)	2	0	(43)	(52)
ROE	29%	11%	20%	22%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(533)</b>	<b>(7020)</b>	<b>(3900)</b>	<b>(4043)</b>	<b>(4252)</b>
毛利率	45%	45%	45%	45%	46%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	15%	13%	13%	13%	负债净变化	(0)	5409	0	0	0
EBITDA Margin	23%	20%	15%	15%	15%	支付股利、利息	(1309)	(603)	(1212)	(1485)	(1672)
收入增长	48%	26%	19%	15%	12%	其它融资现金流	898	(4643)	(1114)	1295	2287
净利润增长率	48%	-54%	101%	23%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1721)</b>	<b>4969</b>	<b>(2325)</b>	<b>(191)</b>	<b>615</b>
资产负债率	37%	63%	64%	64%	65%	现金净变动	1229	402	(117)	300	500
息率	3.3%	1.5%	3.1%	3.7%	4.2%	货币资金的期初余额	5187	6415	6817	6700	7000
P/E	14.1	30.7	15.3	12.5	11.1	货币资金的期末余额	6415	6817	6700	7000	7500
P/B	4.0	3.5	3.1	2.8	2.5	企业自由现金流	1406	1580	5112	3230	2638
EV/EBITDA	11	13	16	14	13	权益自由现金流	1962	5722	3826	4351	4699

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 ±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 ±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所提及的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