

买入

2026年4月10日

海内外双轮驱动，业绩稳健增长

► **业绩情况**：2025年公司实现营收214.44亿元，同比增长26.2%；经调整经营利润36.71亿元，同比增长7.9%；经调整净利润28.98亿元，同比增长6.5%，整体符合业绩指引。四季度单季营收62.54亿元，同比增长32.7%；经调整净利润8.53亿元，同比增长7.6%，增长环比持续改善。归母净利润同比下滑，主要受永辉超市投资亏损、股权激励费用、优先股公允价值变动以及相关利息开支等非经常性项目影响，核心零售主业经营依旧保持稳健。

► **海内外双轮驱动，潮玩高增**：截至2025年末，名创优品全球门店8151家，其中国内4568家、海外3583家；TOPTOY门店334家。四季度国内门店净增161家，海外净增159家，全年拓店节奏稳步加快，全球化布局持续深化。分业务来看，名创品牌收入195.25亿元，同比增长22.0%；TOPTOY收入19.16亿元，同比增长94.8%，延续高速增长态势。国内收入同比增长16.8%，四季度同店实现中双位数增长，复苏趋势明确；海外收入同比增长29.3%，美国同店增长20%以上，区域表现亮眼。

► **毛利率稳定，费用阶段性上行**：2025年整体毛利率45.0%，同比基本持平，维持在较高水平。四季度毛利率46.4%，同比小幅下滑，主要受产品组合策略优化影响，直营业务收入占比提升对毛利率形成一定正向支撑。四季度销售管理费率30.1%，同比提升2.6个百分点，主要来自海外直营门店前期投入、IP授权费用以及品牌广告投放增加。经调整净利率13.6%，同比下降3.2个百分点，属于阶段性战略投入导致，核心主业盈利能力并未出现实质性削弱。

► **经营亮点与未来展望**：国内同店逐季改善，四季度增速创年内新高，大店策略与IP产品带动客流及客单价提升。美国市场直营模型逐步跑通，同店增长强劲，成为海外核心增长引擎。MINISOLAND乐园店持续落地，门店形象升级与场景化体验进一步强化品牌竞争力。2026年公司指引收入实现高双位数增长，经调整利润增速快于收入增速，内地与北美同店保持稳健增长，海外门店重回净增通道，利润率有望逐步进入改善区间。

► **目标价47.0港币，维持买入评级**：我们预计2026到2028年经调整净利润分别为31.0亿元、35.8亿元、41.1亿元，同比增速约6.8%、15.7%、16.4%，对应PE约13.7倍、10.8倍、9.3倍。公司当前估值处于历史偏低水平，随着费用投放趋稳、利润率逐步修复以及海内外同店持续向好，业绩与估值均具备修复空间。

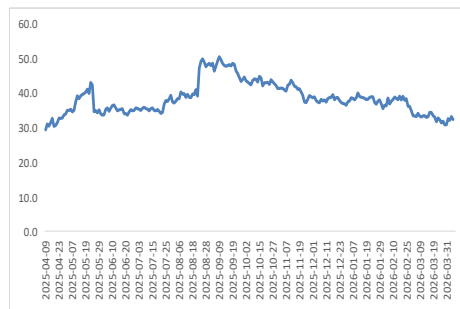
► **风险提示**：海外拓店进度不及预期；国内同店改善趋势不及预期；全球消费需求波动；IP合作与新品表现不及预期；费用投入超预期影响盈利水平。

李卓群
+852-25321539
Grayson.li@firstshanghai.com.hk

行业	零售
股价	32.28 港元
目标价	47.00 港元 (+45.8%)
股票代码	9896.HK
已发行股本	12.38 亿股
市值	400.0 亿港元
52 周高/低	51.34/26.73 港元
每股净资产	9.79 港元
主要股东	叶国富夫妇 (63.8%)

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2024 A	2025 A	2026 E	2027 E	2028 E
收入(百万元)	16,994.0	21,443.8	26,179.4	30,720.9	35,528.5
变动(%)	-	26.2%	22.1%	17.3%	15.6%
归母净利润(百万元)	2,617.6	1,205.0	2,562.7	3,262.4	3,799.8
变动(%)	-	-63.0%	112.7%	27.3%	16.5%
经调整净利润(百万元)	2,720.6	2,898.2	3,096.4	3,582.5	4,170.1
变动(%)	-	-14.9%	6.8%	15.7%	16.4%
基本每股收益(元)	2.10	0.97	2.07	2.64	3.07
市盈率@32.28元(倍)	13.5	29.2	13.7	10.8	9.3
每普通股股息(美元)	0.141	0.141	0.178	0.188	0.219
股息现价比(%)	3.4%	3.4%	4.3%	4.5%	5.3%

股价表现


附录 1：主要财务报表

损益表

2024年初财务年度截至日期由6月30日变更为12月31日 人民币:百万元

	2024	2025	2026	2027	2028
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	16,994.0	21,443.8	26,179.4	30,720.9	35,528.5
销售成本	(9,357.0)	(11,795.7)	(14,414.4)	(16,761.4)	(19,277.9)
毛利	7,637.1	9,648.1	11,764.9	13,959.5	16,250.6
其他收入+其他净收入	136.3	215.0	262.5	308.0	356.2
销售及分销开支	(3,519.5)	(5,265.8)	(6,533.3)	(7,820.3)	(9,221.8)
一般及行政开支	(931.7)	(1,225.4)	(1,417.4)	(1,571.2)	(1,710.5)
经营利润	3,315.8	3,303.1	3,992.6	4,777.3	5,560.5
财务费用净额 (收入+成本)	25.8	(326.5)	(398.6)	(467.8)	(541.0)
税前利润	3,347.5	1,913.3	3,385.3	4,309.6	5,019.5
所得税	(712.1)	(703.5)	(812.5)	(1,034.3)	(1,204.7)
净利润	2,635.4	1,209.8	2,572.8	3,275.3	3,814.8
归母净利润	2,617.6	1,205.0	2,562.7	3,262.4	3,799.8
经调整净利润	2,720.6	2,898.2	3,096.4	3,582.5	4,170.1
少数股东损益	17.9	4.8	10.1	12.9	15.0
基本每股收益	2.1	1.0	2.1	2.6	3.1
增速 (%)					
收入	-	26.2%	22.1%	17.3%	15.6%
经营利润	-	(20.8%)	20.9%	19.7%	16.4%
归母净利润	-	(63.0%)	112.7%	27.3%	16.5%

资产负债表

2024年初财务年度截至日期由6月30日变更为12月31日 人民币:百万元

	2024	2025	2026	2027	2028
	实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	6,328.1	6,817.1	7,936.0	9,716.5	12,014.4
贸易及其他应收款项	2,207.0	3,307.1	4,037.5	4,737.9	5,479.3
存货	2,750.4	3,691.2	4,506.4	5,288.2	6,115.7
物業、廠房及設備	1,436.9	2,109.4	3,019.0	3,928.6	4,838.3
资产总额	18,120.1	28,633.5	32,207.5	36,379.8	41,156.3
贷款及借款	567.0	1,751.0	1,751.0	1,751.0	1,751.0
贸易及其他应付款项	3,944.0	4,516.5	5,519.2	6,417.8	7,381.4
贷款及借款	4.3	5,415.4	5,415.4	5,415.4	5,415.4
负债合计	7,764.6	17,914.3	18,916.9	19,815.6	20,779.1
本公司股东应占权合计	10,315.0	10,618.8	13,179.9	16,440.7	20,238.6
非控股权益	40.5	100.5	110.6	123.6	138.6
股东权益合计	10,355.5	10,719.3	13,290.6	16,564.2	20,377.2
负债和股东权益合计	18,120.1	28,633.5	32,207.5	36,379.8	41,156.3

资料来源：公司资料，第一上海预测

财务能力分析

2024年初财务年度截至日期由6月30日变更为12月31日 人民币:百万元

	2024	2025	2026	2027	2028
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率	45%	45%	45%	45%	46%
营业利润率	20%	15%	15%	16%	16%
归母净利润率	15%	6%	10%	11%	11%
ROE	27%	11%	21%	22%	21%
ROA	17%	4%	8%	10%	10%
运营能力					
SG&A/收入	26%	24%	30%	31%	31%
实际税率	21%	37%	24%	24%	24%
派息率	48%	50%	50%	50%	50%
贸易及其他应收款项周转天数	36	56	56	56	56
存货周转天数	45	63	63	63	63
贸易及其他应付款项周转天数	136	140	140	140	140

财务状况

资产负债率

资产负债率	42.9%	62.6%	58.7%	54.5%	50.5%
-------	-------	-------	-------	-------	-------

现金流量表

2024年初财务年度截至日期由6月30日变更为12月31日 人民币:百万元

	2024	2025	2026	2027	2028
	实际	实际	预测	预测	预测
除税前利润	3,347.5	1,913.3	3,385.3	4,309.6	5,019.5
折旧与摊销	808.7		183.8	183.8	183.8
利息支出	92.9		0.0	0.0	0.0
利息收入	112.4		0.0	0.0	0.0
存货的减少	(828.1)		(815.2)	(781.8)	(827.6)
经营性应收项目的减少	2,548.3		(730.3)	(700.4)	(741.4)
经营性应付项目的增加	601,357		#####	898,650	963,532
经营活动产生的现金流量净额	2,168.3		2,213.9	2,875.6	3,393.2
投资活动产生的现金流量净额	(533.3)		(1,093.4)	(1,093.4)	(1,093.4)
融资活动所得现金流量净额	(1,720.6)		(1.5)	(1.6)	(1.9)
现金及现金等价物净增加额	(85.5)		1,118.9	1,780.5	2,297.8
期初现金及现金等价物余额	6,415.4	6,328.1	6,817.1	7,936.0	9,716.5
期末现金及现金等价物余额	6,328.1	6,817.1	7,936.0	9,716.5	12,014.4

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。