

买入

2025 年 6 月 4 日

国内同店环比改善，直营开店费用前置拖累利润率

►业绩情况：2025Q1 季度业绩。2025Q1，公司实现营收 44.3 亿元，同比+18.9%；实现归母净利润 4.2 亿元，同比-28.5%；实现经调整净利润 5.9 亿元，同比-4.8%。

►国内同店环比持续改善：2025Q1，名创优品国内实现营收 24.9 亿元，同比+9.1%。截至 2025Q1 年末，名创优品国内共拥有门店 4275 家，较年初净减少 111 家，主要关闭对象为面积较小及商圈老化的低效门店。在 2024Q1 高基数的影响下，国内同店录得中单位数同比下滑，但下滑幅度较 2024Q4 显著收窄。随着公司持续推进低效门店优化和货盘结构调整，叠加下半年基数较低，我们预计 Q2-Q4 国内业务将有望实现加速增长。

►直营业务驱动海外持续提升：2025Q1，名创优品海外实现营收 15.9 亿元，同比+30.3%。期内海外净增 95 家门店达 3213 家，其中直营/第三方门店分别净增 45/50 家达到 548/2665 家。分区域看，亚洲（除中国）/北美/拉美/欧洲/其它地区门店分别为 1663/375/646/301/228 家，较年初净增加 52/25/9/6/3 家，分别实现营收 5.6/5.7/2.6/1.4/0.7 亿元，实现 GMV 12.1/6.3/10.7/3.2/1.5 亿元。

►TOP TOY 营收延续高增：TOP TOY 2025Q1 实现营收 3.4 亿元，同比+58.9%，主要由平均门店快速增长驱动。截至 2025Q1 末，TOP TOY 拥有门店 280 家，较年初净增加 4 家。

►毛利率稳步提升，直营开店费用前置拖累利润率：2025Q1 公司毛利率为 44.2%，同比提升 0.8pct，创一季度历史新高，主要因为（1）高毛利率的海外直营市场占比提升；（2）产品组合转向盈利能力更高的产品，TOP TOY 产品组合优化带动毛利率提升。费用方面，2025Q1 销售/管理费用率分别为 23.1%/5.5%，同比+4.4/+0.3pct。销售费用率显著增长，主因海外直营业务快速扩张（直营店收入同比+85.5%），开店前置费用成本较高；叠加 Q1 为海外传统淡季，利润集中在下半年旺季释放。此外，公司持续扩充 IP 矩阵，授权费用相应增加。净利润率方面，2025Q1 经调整净利润为 5.9 亿元，同比-4.8%，经调整净利润率 13.3%，同比-3.3pct。

►目标价 46.22 港币，维持买入评级：展望 Q2，截至 5 月 20 日，国内同店同比降幅已收窄至低个位数，我们预计全年国内同店增长有望转正。海外市场方面，美国直营业务将通过集群式开店和本地化运营提升效率，但关税政策的不确定性仍将持续带来挑战。我们预计 25-27 年经调整净利润分别为 28.3/ 34.4/ 41.2 亿元，故给予目标价 46.22 港元，相当于 25 财年盈利预测 20 倍 PE，距离当前股价有 37.3%涨幅，买入评级。

►风险提示：1）关税政策风险；2）国内同店销售恢复不及预期；3）竞争加剧

李卓群

+852-25321539

Grayson.li@firstshanghai.com.hk

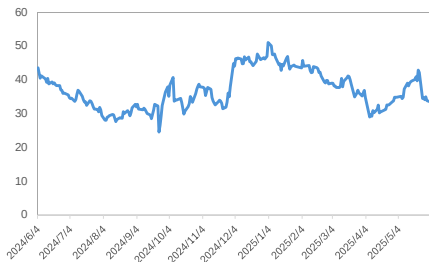
行业	零售
股价	33.65 港元
目标价	46.22 港元 (+37.3%)
股票代码	9896.HK
已发行股本	12.51 亿股
市值	421.08 亿港元
52 周高/低	54.37/19.37 港元
每股净资产	9.21 港元
主要股东	叶国富夫妇 (63.2%)

盈利摘要

财务年度截至6月30日	2023 A	2024 A	2025 E	2026 E	2027 E
收入(百万元)	11,473.2	16,994.0	20,636.3	24,032.5	27,260.7
变动(%)	13.8%	-	21.4%	16.5%	13.4%
归母净利润(百万元)	1,768.9	2,617.6	2,635.8	3,212.9	3,867.8
变动(%)	177.2%	-	0.7%	21.9%	20.4%
经调整净利润(百万元)	1,844.7	2,720.6	2,826.7	3,436.1	4,122.6
变动(%)	155.3%	-	3.9%	21.6%	20.0%
基本每股收益(元)	1.42	2.10	2.12	2.58	3.11
市盈率@33.65元(倍)	21.7	14.7	14.6	11.9	9.9
每普通股股息(美元)	0.043	0.141	0.142	0.173	0.209
股息现价比 (%)	1.0%	3.3%	3.3%	4.0%	4.8%

来源: 公司资料, 第一上海

股价表现



来源: 彭博

图表 1: 同行估值表

公司名称 (中文)	代码	股价	总市值 (百万)	EPS (报表币种)					PE					CAGR
				2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
泡泡玛特国际集团有限公司	9992 HK Equity	234.00	314,249	0.810	2.360	4.554	6.301	7.944	261.3	91.5	47.1	34.0	27.0	32.1%
达乐公司	DG US Equity	109.92	24,190	10.730	7.570	5.747	5.570	6.189	10.2	14.5	19.1	19.7	17.8	3.8%
美元树公司	DLTR US Equity	94.00	19,754	7.240	-4.550	5.428	5.330	6.135	13.0	-20.7	17.3	17.6	15.3	6.3%
Five Below股份有限公司	FIVE US Equity	122.51	6,745	4.710	5.430	4.936	4.722	5.071	26.0	22.6	24.8	25.9	24.2	1.4%
Dollarama股份有限公司	DOL CA Equity	#N/A N/A	#VALUE!	2.770	3.570	4.066	4.511	5.136						12.4%
Seria有限公司	2782 JP Equity	2,639.00	200,142	136.290	130.560				19.4	20.2				
良品计划株式会社	7453 JP Equity	5,669.00	1,591,742	83.510	157.100	175.894	193.711	213.448	67.9	36.1	32.2	29.3	26.6	10.2%
简单平均				35.151	43.149	33.438	36.691	40.654	66.3	27.4	28.1	25.3	22.2	11.0%

资料来源: Bloomberg 预测、第一上海

附录 1：主要财务报表

损益表						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					
	2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测		2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测
收入	11,473.2	16,994.0	20,636.3	24,032.5	27,260.7	盈利能力					
销售成本	(7,030.2)	(9,357.0)	(11,300.5)	(13,040.1)	(14,655.5)	毛利率	39%	45%	45%	46%	46%
毛利	4,443.1	7,637.1	9,335.8	10,992.4	12,605.3	营业利润率	19%	20%	18%	19%	20%
其他收入+其他净收入	132.0	136.3	165.5	192.7	218.6	归母净利润率	15%	15%	13%	13%	14%
销售及分销开支	(1,716.1)	(3,519.5)	(4,583.4)	(5,289.7)	(5,863.9)	ROE	22%	27%	23%	22%	21%
一般及行政开支	(633.6)	(931.7)	(1,172.6)	(1,341.6)	(1,494.5)	ROA	14%	17%	14%	14%	14%
经营利润	2,223.0	3,315.8	3,737.5	4,544.9	5,455.3	运营能力					
财务费用净额（收入+成本）	110.6	25.8	(206.4)	(240.3)	(272.6)	SG&A/收入	20%	26%	28%	28%	27%
税前利润	2,333.6	3,347.5	3,538.4	4,313.1	5,192.3	实际税率	24%	21%	25%	25%	25%
所得税	(551.8)	(712.1)	(884.6)	(1,078.3)	(1,298.1)	派息率	21%	48%	48%	48%	48%
净利润	1,781.8	2,635.4	2,653.8	3,234.8	3,894.2	贸易及其他应收款项周转天数	29	36	36	36	36
归母净利润	1,768.9	2,617.6	2,635.8	3,212.9	3,867.8	存货周转天数	35	45	45	45	45
经调整净利润	1,844.7	2,720.6	2,826.7	3,430.1	4,122.6	贸易及其他应付款项周转天数	137	136	136	136	136
少数股东损益	12.9	17.9	18.0	21.9	26.4	财务状况					
基本每股收益	1.4	2.1	2.1	2.6	3.1	资产负债率	33.7%	42.9%	38.1%	34.7%	31.4%
增速（%）											
收入	13.8%	-	21.4%	16.5%	13.4%						
经营利润	152.0%	-	12.7%	21.6%	20.0%						
归母净利润	177.2%	-	0.7%	21.9%	20.4%						
资产负债表						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					
	2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测		2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测
现金及现金等价物	6,489.2	6,328.1	8,700.3	10,916.0	13,781.9	除税前利润	2,333.6	3,347.5	3,538.4	4,313.1	5,192.3
贸易及其他应收款项	1,150.2	2,207.0	2,038.3	2,373.8	2,692.7	折旧与摊销	391.2	808.7	183.8	183.8	183.8
存货	1,450.5	2,750.4	2,550.6	2,970.4	3,369.4	利息支出	34.6	92.9	0.0	0.0	0.0
物业、厂房及设备	534.6	1,436.9	2,346.6	3,256.2	4,165.8	利息收入	(145.2)	112.4	0.0	0.0	0.0
资产总额	13,447.7	18,120.1	20,933.5	24,814.1	29,307.5	存货的减少	(250.9)	(828.1)	199.8	(419.8)	(399.0)
贷款及借款	0.0	567.0	567.0	567.0	567.0	经营性应收项目的减少	(185.8)	2,548.3	168.7	(335.5)	(318.9)
贸易及其他应付款项	3,019.3	3,944.0	4,204.8	4,852.1	5,453.2	经营性应付项目的增加	-34,055	#REF!	260,826	647,306	601,048
贷款及借款	7.2	4.3	4.3	4.3	4.3	经营活动产生的现金流量净额	1,666.0	2,168.3	3,466.9	3,310.7	3,961.2
负债合计	4,529.4	7,764.6	7,965.6	8,612.9	9,213.9	投资活动产生的现金流量净额	(293.4)	(533.3)	(1,093.4)	(1,093.4)	(1,093.4)
本公司股东应占权合计	8,901.0	10,315.0	12,949.6	16,160.9	20,026.9	融资活动所得现金流量净额	(326.0)	(1,720.6)	(1.3)	(1.5)	(1.8)
非控股权益	17.3	40.5	58.5	80.5	106.9	现金及现金等价物净增加额	1,046.7	(85.5)	2,372.2	2,215.7	2,865.9
股东权益合计	8,918.3	10,355.5	13,008.1	16,241.4	20,133.7	期初现金及现金等价物余额	5,348.5	6,415.4	6,328.1	8,700.3	10,916.0
负债和股东权益合计	13,447.7	18,120.1	20,933.5	24,814.1	29,307.5	期末现金及现金等价物余额	6,489.2	6,328.1	8,700.3	10,916.0	13,781.9

资料来源：公司资料，第一上海预测

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。