



## 买入（首次）

所属行业：非必需性消费/专业零售  
当前价格(港币)：44.75 元

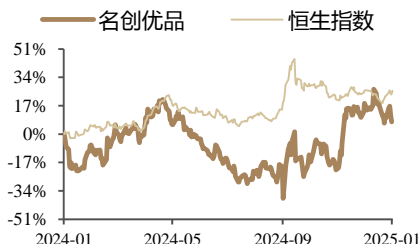
### 证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

### 市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.17	37.07	22.91
相对涨幅(%)	-6.09	32.72	26.25

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 名创优品（9896.HK）： 择高而立，拥抱兴趣消费浪潮

## 投资要点

- **全球最大的自有品牌综合零售商。**公司致力于为消费者提供性价比的兴趣消费产品，国内外多渠道灵活展店。截至 2024 年 9 月 30 日，公司旗下 7420 家门店分布全球 111 个国家和地区，是全球最大的自有品牌零售商。旗下孵化 2 大自有品牌：主品牌 MINISO 全球 7186 家门店（国内 4250 家、海外 2936 家门店）；潮流子品牌 TOPTOY234 家门店（24 年 10 月在泰国开出海外首店）。20-23 年公司收入年复合增速为 22.35%，24 年 Q1-3 公司实现收入 122.81 亿元/yoy+22.8%。
- **复盘：过去十年名创缘何成功？**名创在国内电商流量竞争最激烈的时期，坚定绑定线下购物场景，跻身为国内最大的线下零售品牌。核心把握以下 4 点：（1）选择长坡厚雪的生活用品赛道：坚持以自营而非代销方式建立渠道品牌心智；（2）保持鲜明的产品定位：频上新的产品理念（711 产品理念、高周转）和性价比的定价标准（整合供应链获取成本极致性价比），奠定了后续可快速复制的标准化单店模型；（3）采取灵活多变的渠道策略：国内类直营下强管理，海外市场灵活扩张；（4）回归本质，效率为王：通过数字化系统提升整体供应链系统效率，形成零售业从成本-效率-体验的全面提升。
- **展望：下一个十年成长在哪里？（1）IP 升级：**定位上升至集团战略重心，产品结构和内部资源往 IP 化方向倾斜，截至 2024 上半年整体集团 IP 联名产品销售占比 30%+，目标到 28 年占比≥50%。名创作为外部合作 IP 为主的内容变现方，底层优势在零售商阶段积累的渠道护城河和供应链管理能力和公司也在不断强化 IP 合作、消费者触达等前端营销能力，目前已逐步沉淀出一套以常规店为基础，新增 Miniso Land、主题店、旗舰店、快闪店等多渠道组合运营方法论。（2）**全球扩张：**以直营方式重新进军北美、欧洲等高消费力市场，带动海外业务高成长，提升集团整体盈利能力，24 年 Q1-3 公司毛利率整体同比增长 3.7pcts，其中海外代理市场毛利率+0.7pcts、直营市场+3.9pcts。集团计划在 24-28 年在全球市场每年净增 900-1100 家门店，到 2028 年底全球门店数较 23 年底实现接近翻倍增长。
- **投资建议：**看好公司在海外市场的门店扩张空间，以及 IP 升级战略驱动下的单店盈利弹性，有望从渠道零售商逐步升级为品牌零售商，获得更高的估值溢价。我们预计名创优品 24-26 年有望实现收入 171.6/207.6/241.0 亿元；对应归母净利润 26.9/33.5/40.8 亿元，截止 1 月 21 日收盘价，当前估值对应 20.5、16.5、13.5 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧、门店扩张不及预期、消费者洞察能力下滑等

### 股票数据

总股本(百万股):	1,249.87
流通股(百万股):	1,233.36
52 周内股价区间(港元):	25.050-52.050
总市值(百万港元):	54,994.36
总资产(百万港元):	17,891.99
每股净资产(港元):	8.39

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025	2026
营业收入(百万元)	10086	11473	17167	20755	24104
(+/-)YOY(%)	11.18%	13.76%	49.63%	20.90%	16.13%
净利润(百万元)	638	1769	2684	3340	4068
(+/-)YOY(%)	145.10%	177.19%	51.72%	24.44%	21.81%
全面摊薄 EPS(元)	0.51	1.42	2.15	2.67	3.25
毛利率(%)	30.44%	38.73%	43.45%	44.59%	45.64%
净资产收益率(%)	9.08%	19.87%	23.17%	22.38%	21.42%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所，取 2025 年 1 月 21 日收盘价

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润，22-23 年为财年数据，24-26 年预测数据为自然年，1HKD=0.92CNY



## 内容目录

1. 名创优品：全球领先的潮流生活家居零售商 .....	5
1.1. 发展历程：抓住全球年轻消费群体，实现中国优质供应链出海 .....	5
1.2. 财务表现：收入端稳步增长，毛利率创历史新高 .....	6
1.3. 公司治理：股权结构比例集中，高管团队经验丰富 .....	7
2. 复盘：过去十年名创缘何成功？ .....	9
2.1. 长坡厚雪的赛道选择：生活用品赛道+自营销售的渠道品牌 .....	9
2.2. 特点鲜明的产品定位：高频上新的产品理念+性价比的定价标准 .....	10
2.3. 灵活多变的渠道策略：国内类直营下强管理，海外市场灵活扩张 .....	12
2.4. 核心壁垒：回归本质，还是零售业供应链管理效率的提升 .....	14
3. 展望：下一个十年成长在哪里？ .....	15
3.1. IP 升级：产品赋予情绪价值，渠道品牌转型内容品牌 .....	15
3.2. 全球扩张：兴趣消费出海，欧美市场加速布局 .....	19
4. 盈利预测 .....	21
5. 风险提示： .....	23

## 图表目录

图 1: 名创优品发展历程图 .....	5
图 2: CY2020-CY2023 公司营业收入及增速 .....	6
图 3: CY2020-CY2023 经调后净利润及净利率 .....	6
图 4: CY2020-CY2024Q1-3 公司按区域拆分收入结构 .....	6
图 5: FY2019-FY2021 公司按区域拆分毛利率 .....	6
图 6: 名创优品股权架构 (更新至 2023 年 12 月) .....	7
图 7: 名创单月推新速度稳定提升 .....	10
图 8: FY2020-FY2023 名创优品存货周转天数 (天) .....	11
图 9: FY2019-FY2023 公司应付款项账龄占比 .....	11
图 10: 名创优品的数字化系统 .....	14
图 11: 名创优品上市以来 IP 联名发展图 .....	16
图 12: 名创优品创新店态矩阵 .....	18
图 13: 单一 IP 天然具有周期性 .....	18
图 14: 名创优品集团现有渠道布局 (统计时间截至 2024 年 9 月末) .....	19
图 15: 截止 24 年 Q3 名创优品全球门店数量分布 (单位: 家; %) .....	19
图 16: 名创优品全球市场收入结构变化 (单位: %) .....	19
图 17: 2024 年 Q1-3 集团毛利率同比变化拆分 .....	20
图 18: 名创优品上市以来股价复盘 .....	21
表 1: 名创优品董事及高级管理层人员 (更新至 2023 年 12 月) .....	8
表 2: 名创优品和 KKV 品类差异 .....	9
表 3: 国内集合店铺分类 .....	9
表 4: 名创优品旗下设计师品牌 .....	10
表 5: 名创优品与 KK Group 供应链对比 .....	11
表 6: 名创三种渠道扩张方案 .....	12
表 7: 名创优品合伙人加盟单店模型 .....	13
表 8: 数字化供应链管理系统主要模块及功能 .....	15
表 9: 名创对比同行的 IP 储备情况 .....	16
表 10: 名创优品对比其他渠道同类 IP 产品定价 (单位: 元) .....	17
表 11: 名创优品大 IP 线下营销 .....	17
表 12: 名创优品创新店态矩阵 .....	18

表 13: 名创优品营业收入拆分 .....	22
表 14: 可比公司估值 .....	22

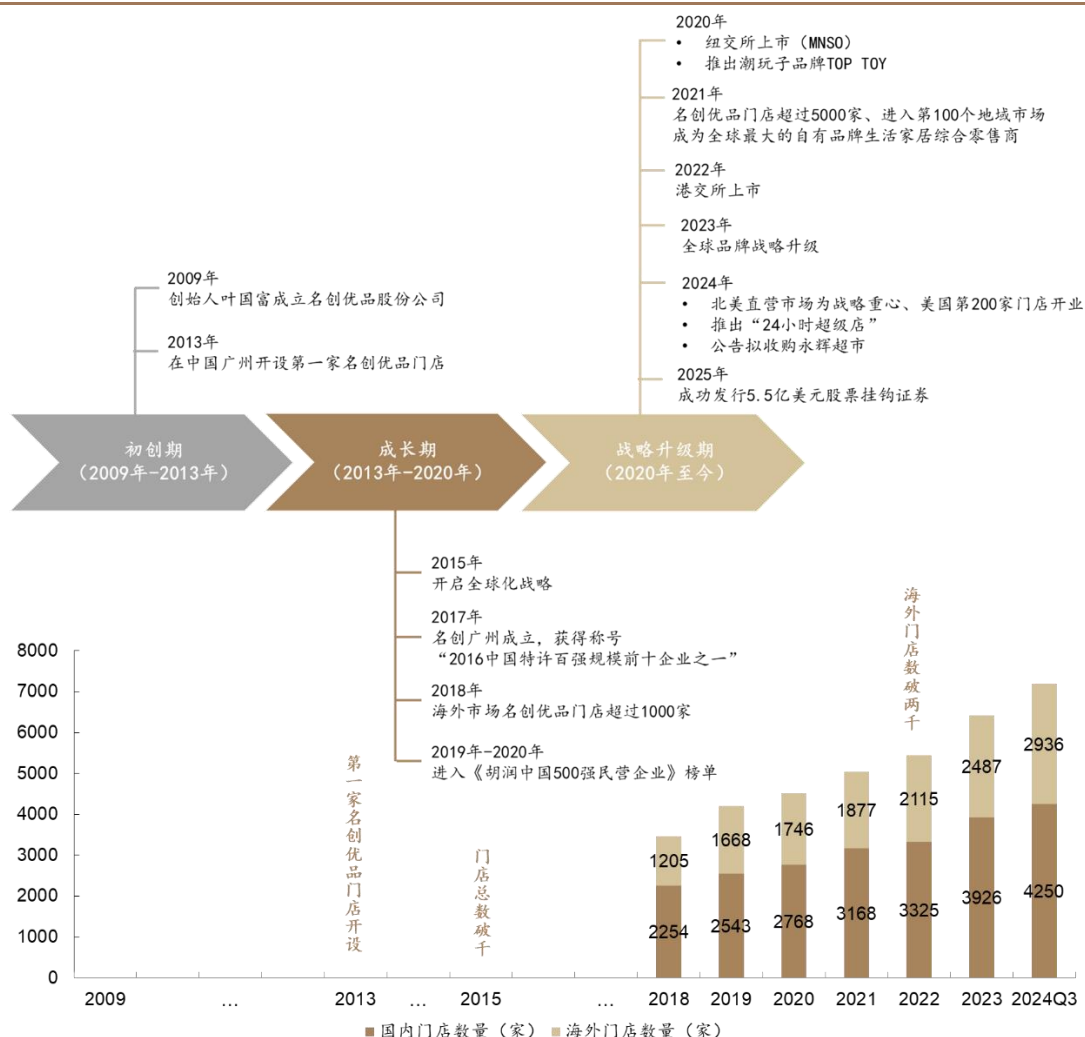
## 1. 名创优品：全球领先的潮流生活家居零售商

### 1.1. 发展历程：抓住全球年轻消费群体，实现中国优质供应链出海

全球最大的自有品牌综合零售商。公司成立于2009年，专注于时尚潮流零售行业，经营理念聚焦于“年轻客户群体的兴趣消费”，产品定位“高颜值、高品质、高性价比”。公司目前已经成功孵化2个生活潮流品牌——名创优品（MINISO）和TOPTOY（潮流子品牌）。截至2024年9月30日，公司在全球111个国家和地区开设7186家门店，其中2936家门店位于海外市场。公司坚持为年轻消费者带来“IP设计为特色的生活潮流品牌”，通过灵活高效的渠道策略国内外开店，逐步成长为全球自有品牌零售龙头。

回顾公司的发展历程：1) 初创期（2009-2013年）：创始人叶国富创立名创优品，准确定位低价好物需求市场；2) 成长期（2013-2020年）：公司进一步精确客户画像，并致力于打造“名创优品”自有IP。公司采取直营、名创合伙人和代理商三种模式，在不同地区因地制宜地开展门店扩张战略，2015年开始全球化战略，到2018年底海外门店数量超过1000家；3) 战略升级期（2020-至今）：公司成功完成美股和港股双重上市，持续加快全球化扩张步伐，着重加强品牌建设，2023年公司进行全球品牌战略升级，依托“中国高效供应链和全球超级IP”持续打造核心竞争力。根据Frost&Sullivan统计，公司已成为全球最大（按GMV计）的自有品牌生活家居综合零售商。

图1：名创优品发展历程图



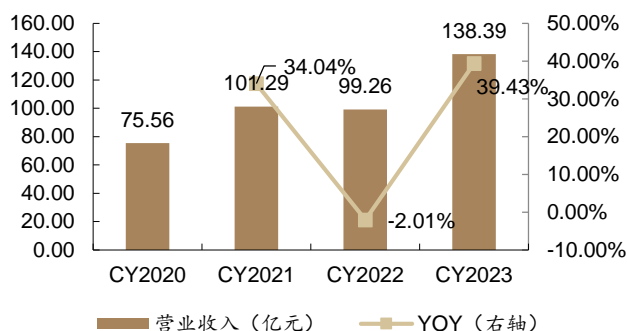
资料来源：公司招股说明书、永辉超市关于股东签署《股份转让协议》暨公司第一大股东变更的提示性公告、公司公告、公司官网、德邦研究所

## 1.2. 财务表现：收入端稳步增长，毛利率创历史新高

营业收入水平快速恢复，品牌升级激发盈利能力。CY2020-CY2023 公司营业收入从 75.56 亿元增至 138.39 亿元，4 年收入年复合增速为 22.35%。2022 年受全球疫情影响，整体收入略有下滑，疫情后快速恢复，2023 年公司收入同比增长 39.43%。CY2020-CY2023，公司经调整净利润与对应经调整净利润率稳步上升，CY2023 公司实现经调整净利润 23.57 亿元，对应经调整净利润率 17.03%。

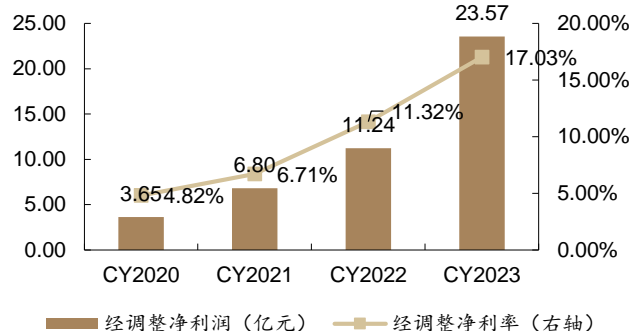
2024 年 Q1-3 公司实现毛利率 44.1%/yoy+3.7pcts。毛利率提升主要系公司海外直营市场收入占比提升拉动整体海外市场毛利率增长、子品牌 TOPTOY 毛利率提升。2024 年 Q3 公司实现毛利率 44.9 %/yoy+3.1pcts，创历史新高。

图 2：CY2020-CY2023 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、德邦研究所

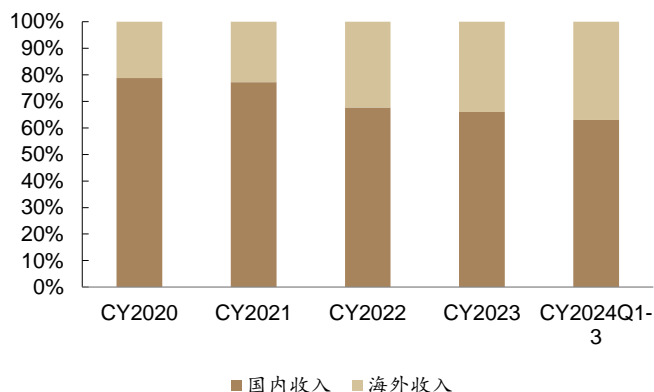
图 3：CY2020-CY2023 经调后净利润及净利润率



资料来源：公司公告、德邦研究所

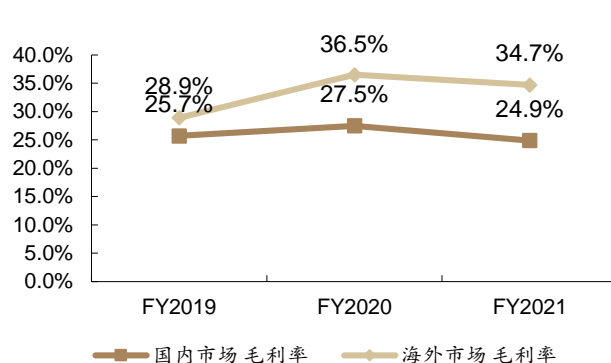
国内门店贡献主要收入，海外市场实现强劲增长。CY2020-CY2023，公司国内收入从 59.47 亿元增长至 91.33 亿元，海外收入从 16.09 亿元增长至 47.06 亿元。海外市场毛利率高于国内市场，随着海外收入占比不断提高，公司盈利能力进一步增强。2024 年 Q1-3，公司实现海外收入 45.43 亿元/yoy+41.5%，主要系平均门店数量增长 22.5%，同店销售增长为高单位数，对应收入占比 37.0%/yoy+4.9pcts，其中海外直营市场占总市场的收入贡献为 19.9%/yoy+5.0pcts。

图 4：CY2020-CY2024Q1-3 公司按区域拆分收入结构



资料来源：公司公告、公司官网、德邦研究所

图 5：FY2019-FY2021 公司按区域拆分毛利率



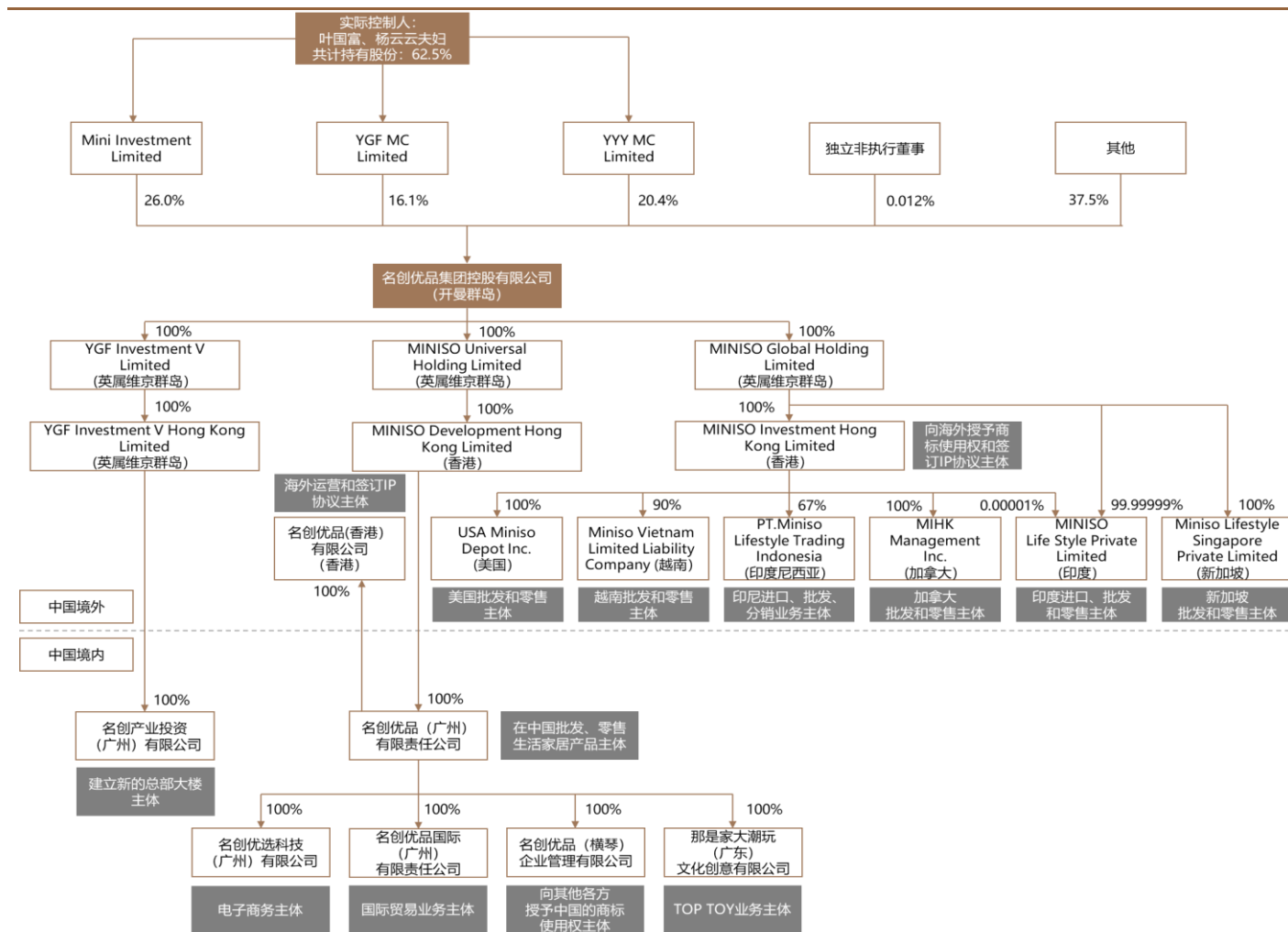
资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所



### 1.3. 公司治理：股权结构比例集中，高管团队经验丰富

股权集中在管理层，创始人夫妻为实控人。集团实际控制人为叶国富、杨云云夫妇，二人为一致行动人，通过境外公司 Mini Investment Limited、YGF MC Limited 以及 YYY MC Limited 合计间接持有集团 62.5% 股份，其他高管持股比例较低，股权结构稳定。高瓴和腾讯于 2018 年 9 月 A 轮投资进入名创广州，分别入资人民币 4.9 亿元和 5.0 亿元，进入时各占股 5.4%，公司上市后该持股比例被稀释。2024 年 9 月 23 日，公司公告拟以 62.7 亿元收购永辉超市 29.4% 的股份，其中包括牛奶公司持有的 21.1% 和京东集团持有的 8.3% 的股份，交易完成后名创优品将成为永辉超市第一大股东。

图 6：名创优品股权架构（更新至 2023 年 12 月）



资料来源：公司公告、德邦研究所

**名创优品创始人叶国富领头，创业团队经验丰富。**创始人叶国富有多年零售行业经验，2009 年创立名创优品前身起便负责公司整体战略，把控业务发展。首席财务官张靖京在 2023 年 1 月担任 CFO 前，在集团任资本市场总监，并有着 13 年资本市场从业经验。执行副总裁窦娜于 2009 年加入前身公司，负责产品设计和开发。创始人妻子杨云云任集团副总裁，负责集团风险管理。

表 1：名创优品董事及高级管理层人员（更新至 2023 年 12 月）

姓名	年龄	职务	任职年份	个人履历
叶国富	47	董事会主席兼 CEO	2013 年	公司创始人，自 2020 年 2 月起担任董事会主席及首席执行官，负责集团整体战略、业务发展及管理。2009 年 8 月创立名创优品股份有限公司（前身），直至 2018 年 8 月任首席执行官。建立离岸控股前，中国控股实体名创广州于 2017 年 10 月成立，叶先生任董事兼总经理。
张靖京	38	首席财务官兼副总裁	2021 年	拥有 13 年的资产市场从业经验，是特许金融分析师、中国注册会计师协会的非执业会员。曾就职于普华永道会计师事务所从事审计工作。2021 年 1 月加入公司担任资本市场总监，2022 年 9 月起担任资本市场副总裁，负责本公司的资本市场事务，包括投资者关系、战略投资和收购、企业战略和资金管理。2023 年 1 月担任首席财务官。
窦娜	40	执行副总裁	2013 年	负责集团的产品设计和开发。于 2009 年 9 月至 2018 年 8 月担任名创优品股份有限公司的执行副总裁。自 2018 年担任名创广州的执行副总裁、董事。
李敏信	54	执行副总裁	2020 年	2010 年加入公司，2010-2018 年担任名创优品主营业务发展的执行副总裁，2018 年 8 月起担任名创广州执行总裁，2020 年起担任公司副总裁，负责集团的法务和业务发展。
杨云云	48	副总裁	2013 年	叶国富妻子，负责本集团营运的风险管理及内控工作。自 2009 年 8 月起一直担任名创优品股份有限公司董事、风险管理中心执行副总裁。自 2018 年 8 月起担任名创广州的执行副总裁。

资料来源：公司招股说明书、德邦研究所



## 2. 复盘：过去十年名创缘何成功？

名创在过去 10 年多的成长过程中，坚定绑定线下购物消费场景，在消费者流量竞争最激烈的全民网购时代，厮杀出国内线下超 4000 家门店，海外近 3000 家门店的线下零售网络，走出全民电商化时代的新零售范本。本章尝试拆解名创优品在过去十年快速成功的原因，以及积累的核心壁垒。

### 2.1. 长坡厚雪的赛道选择：生活用品赛道+自营销售的渠道品牌

①并非万物都可“集合店”，看准基础款/轻小量的生活用品赛道：不同于水果赛道产品强属地属性、数码电子赛道强功能属性，生活类产品本身壁垒较低、产品品牌调性弱，市场供给过剩而消费者普遍存在选择困难和交易成本高的问题，因此优质渠道成为消费者辨别产品优劣的稀缺资源。对比同样定位生活用品赛道的 KKV 和无印良品，名创的选品在类目上更加偏基础款和轻小量，单品难以通过差异化来构建明显的产品品牌，从而更匹配渠道品牌建设。

表 2：名创优品和 KKV 品类差异

	成立年份	产品	风格差异	特有品类
名创优品	2009	家居装饰、小型电子产品、纺织品、配饰、美容工具、玩具、化妆品、个人护理、零食、香水及文具及礼品	更生活化、应用性更强	应急出行、数据线、充电器
KKV 及 KK 馆	2015	小型电子产品、配饰、美容工具、玩具、化妆品、个人护理、零食、饮料、酒类、香水及文具	更新潮、娱乐性更强	酒水、新式冲调饮品

资料来源：名创优品微信小程序、KKV 微信小程序、名创优品招股说明书、KKV 招股说明书、德邦研究所

②自营而非代销的定位选择：目前集合店整体分为自营和代销两种模式，以名创为代表自营模式下供应链和产品设计是核心，而 KKV 采取的代销模式下选品是重点。名创定位自有品牌综合零售商，可以通过下游的渠道规模扩张反哺上游供应链和产品设计环节，相比代销模式更深入参与了采购、设计等更偏上游的环节，也具备后续从渠道品牌向产品品牌迭代升级的可能性。

表 3：国内集合店铺分类

	自营模式	代销模式
单一品类	潮玩：泡泡玛特 饰品：BA 饰物局、洋葱仓库	潮玩：Toptoy、X11 美妆：调色师、话梅、WOW COLOUR
多品类	名创优品	KKV
核心竞争	供应链和产品设计	选品能力

资料来源：商业数据研究所微信公众号、德邦研究所

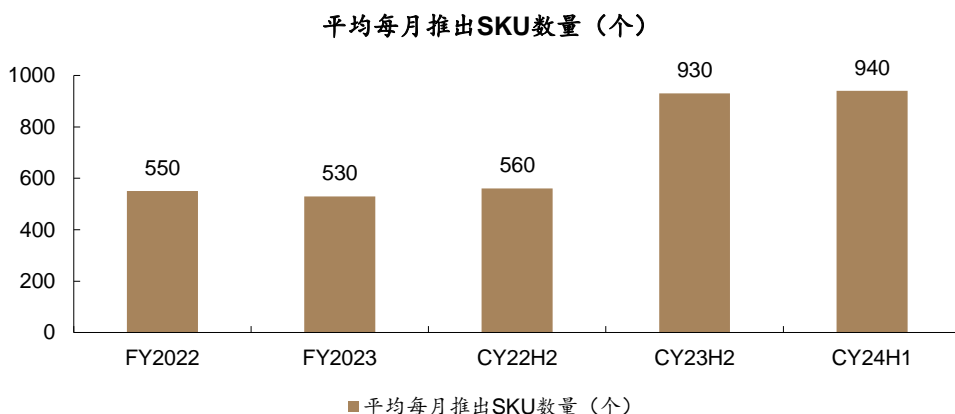
## 2.2. 特点鲜明的产品定位：高频上新的产品理念+性价比的定价标准

名创优品深耕线下门店渠道，高频上新的产品理念和性价比的定价标准，奠定了名创久经考验的单店模型。

**定位：**品牌前期定位“好用、好看、好玩”，核心支撑是高频上新的产品理念以及资源丰富的设计师团队（保持产品持续的吸引力）。

**推新贯彻“711”理念，持续稳定高频上新。**名创优品将连续 12 个月的累计销售额超过 10 万元人民币的 SKU 设定为核心 SKU，截至 24H1 名创优品品牌 SKU 有 10100 个。集团独创“711”理念（每 7 天从 10000 个产品中挑选 100 个新 SKU），持续高频上新，单月推新速度从 22 财年的 550 个/月提升至 24 年 H1 的 940 个/月。

图 7：名创单月推新速度稳定提升



资料来源：公司公告、德邦研究所

**丰富的设计师资源保障品牌设计创新能力，设计师全链路参与产品开发。**设计团队方面，截至 2021 年 12 月 31 日，公司设计团队结构为 124 名内部设计师团队+由国际知名独立设计师、专业设计工作室和设计学院构成的 37 名设计师网络。内外团队在产品-包材-陈列全链路中协调发挥设计能力，名创设计学院负责与外部设计伙伴沟通，内部设计师团队在产品原型设计中加入视觉和包装设计。设计师团队联合产品经理、供应商进行动态产品开发，截至 2023 年末，名创优品拥有 1785 项商标、327 项专利、655 项版权；共获得包括 iF 产品设计奖、红点设计奖、欧洲产品设计奖等在内的超过 30 项国际设计奖项。

表 4：名创优品旗下设计师品牌

设计师品牌	国家	设计理念
PERMAFROST	挪威	设计理念是创造人性化、简约和安全的消费品，并使它们有足够的个性脱颖而出
PENTAGON	芬兰	致力于改善人们身边的产品、服务和环境。
BAMBUSTUDIO	西班牙	设计必须在功能上适合它们的目的，并在美学上令人愉快
K100 设计联盟	韩国	名创优品联合韩国 11 家顶尖设计师团队成立 K100 设计联盟打造 100 款名创设计师产品。
KAIQIHUANG	中国	关注人们生活方式的改变对产品的影响和更新，希望产品能够与时俱进，充满活力，带给人们愉悦的体验或深刻的思考

资料来源：公司官网、德邦研究所

**定价：**凸显极致的成本性价比，核心支撑是长期积累的供应链资源。

供应商资源丰富，优选头部大牌背书厂商。截止 23 年末，公司合作供应商超过 1400 家，公司与头部大牌的供货商建立合作，其中包括爱马仕香水供应商奇华顿、迪奥彩妆供应商莹特丽等。同时分散采购减少对单一供应商依赖度，截止 23 年末，公司前五大供应商采购额合计占比低于 30%。

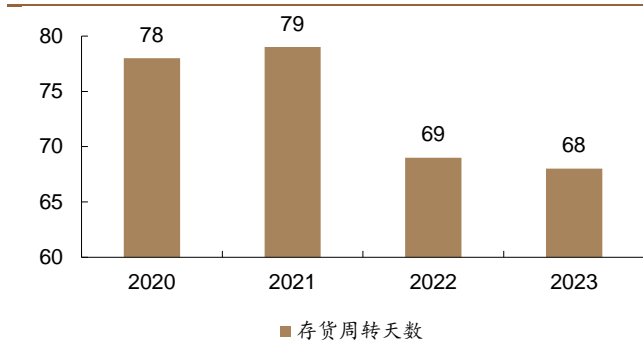
具体名创和供应商的合作模式可以概括为：**以量制价+不压货款+买断定制**。

1) 以量制价：依托线下渠道规模（24 年 H1，全球 6868 家门店，145 亿元 GMV 体量），实现较大的产品采购量，摊薄供应商固定成本的同时，获得较低的采购价。

2) 不压货款：名创优品回款周期短，最短可以做到 15 天，明显领先零售市场平均回款周期 2-3 个月，公司 23 财年应付账期 90%以上在 1 个月内。

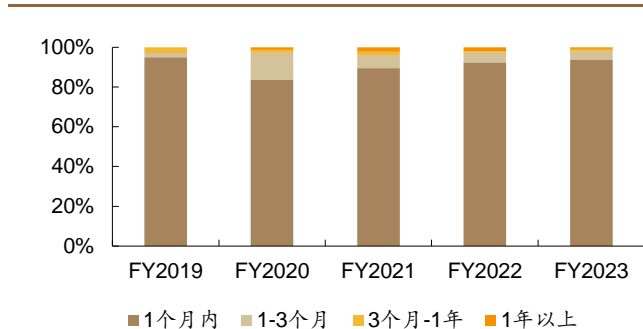
3) 买断定制：合作供应商开发商品，买断版权，形成独家货源。买断形势下供应商不承担库存和退货风险，双方绑定更为深度。

图 8：FY2020-FY2023 名创优品存货周转天数（天）



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 9：FY2019-FY2023 公司应付款项账龄占比



资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

表 5：名创优品与 KK Group 供应链对比

	名创优品	KK Group
供应商数量	1400+（截止 23 年末）	1300+（截止 23 年 10 月 31 日）
供应规模（家；亿元）	全球 6868 家门店（截止 24 年 H1） 23 年集团实现 138.4 亿元	集团 800 家门店（截止 24 年 1 月） 23 年 1-10 月集团实现 47.7 亿元收入
门店面积	100-4000 m²	300-3500 m²（KKV）
供应商类型	主要为 OEM/ODM 供应商，包括芬美意、奇华顿、莹特丽、立讯精密、嘉诚工业等	约 90%为第三方品牌供应商，包括奇士美、滋色、珂拉琪、蜜丝婷、BOP 及数尔佳等，约 10%为 OEM/ODM 合同商
SKU 数量	10000+（截止 24 年 H1）	KKV: 20000+（截止 23 年 10 月 31 日）
存货周转天数	65-80 天	100-200 天
合同签订期限	2 年	6-12 个月

资料来源：公司公告、名创招股说明书、KKV 招股说明书、公司官网等、德邦研究所

**全球供应链资源优化配置：中国生产+当地采购开发，从中国卖全球变成全球互相卖。**公司合作 1400 家全球供应商中，约有 24%是海外供应商，包括韩国的化妆品供应商，越南的玩具供应商，欧洲的护肤品以及北美的零食和玩具供应商。根据第一财经报道，目前美国市场从本地供应链直采的比例不低于 15%，涉及彩妆、零食、玩具等多个品类，印尼市场则有约 30%的产品来自于本地供应链。

### 2.3. 灵活多变的渠道策略：国内类直营下强管理，海外市场灵活扩张

**类直营加盟快速打开国内市场，出海扩张渠道策略多元灵活。**名创前期的快速扩张得益于类直营的渠道扩张策略，国内模式以加盟为主；后续在全球化过程中采取灵活多变、因地制宜的扩张策略，海外模式以代理为主，加盟/直营为辅。截至 2024 年 Q3，名创优品品牌在国内拥有 4250 家门店（其中直营店 29 家）；在海外拥有 2936 家门店（直营市场/代理市场 1152 家/1784 家）。

- **合伙人模式：**公司对加盟商在门店布局、员工培训、产品管理等多方面给予支持，并按照营业额的一定比例进行分成。公司保留库存所有权，承担加盟店库存风险；合伙人以“财务加盟”方式参与经营、无存货压力，投资回报较快，主要区域在中国、印尼。
- **代理模式：**合作具有丰富当地资源和零售经验的当地代理商，代理商买断货权后直接在当地经营。代理模式下公司弱化终端管理，对代理商主要以设定绩效和监督经营为主，较大程度降低出海经营风险。公司在墨西哥合作当地最大的连锁超市 Grupo Sanborns，通过旗下的 Sears 和 Sanborns 等多家百货公司获得门店点位以及租金的折扣。
- **直营模式：**公司在当地建立控股子公司，对应建立商品、渠道、营销以及后台支持部门，直营市场的团队在选品订货和商品定价上具有一定的自主权。目前名创海外的直营店主要集中在美国、加拿大、新加坡等地区。

表 6：名创三种渠道扩张方案

对比项目	合伙人模式	代理模式	直营模式
优势区域/国家	中国（大部分为加盟） 印尼（2/3 加盟）	除亚洲外全球超 80% 为代理市场， 重点市场：印尼（1/3 代理）、墨西哥等	美国、加拿大、新加坡、越南、香港地区等
核心特点	加盟商出资，总部运营	代理商运营+拓店，总部供货	总部设立子公司
要求	名创合伙人承担：开店资本开支和运营费用， 支付公司门店管理和咨询服务费用 公司保留库存所有权，获取部分销售收入 筛选出财力强的合伙人、要有管理能力和行业经验，大多为个人，大型合伙人为零售商	代理商资质：有丰富的当地资源和零售经验、管理能力、行业经验，主要为企业 要求代理商预先全额付款、不接受未售出品退货 不提供门店管理和咨询服务 存货离岸后所有权交给代理商	选择人口基数庞大、发展潜力充足的国家 在当地设立控股子公司 公司直接负责门店运营与管理
授权费	名创合伙人支付：0-10 万元（依据城市等级、 名创合伙人拥有门店数量等因素） 合同期限：一般不超过 3 年	代理商支付：0-600 万元（依据门店位置， 当地经济状况、相关代理商拥有门店数量等因素） 合同期限：2-10 年	—
销售收入确认	公司向合伙人销售产品时确认销售产品收入 合伙人分成：食品分 33%，其他产品分 38%	公司于销售协议中指定的地点发货及交付时 确认代理商的销售产品收入 代理商：对存货有定价权	公司于产品售予客户时确认收入
优势	轻资产，关键环节标准化： 门店布局装修、员工培训、定价、库存铺货等，统一运营门店保证品牌形象	轻资产，存货权转移给 代理商、当地代理商因地制宜定价和运营	自主权高，利于早期快速进入市场，开设直营门店试点，通过大型旗舰店吸引流量，直接触达消费者
风险承担	名创合伙人承担：投资回报相关、门店运营相关风险、承担库存风险 公司承担：品牌和声誉相关的风险	代理商承担：投资回报相关、门店运营相关风险 公司承担：品牌和声誉相关风险、运营监管不足等风险、承担产品销售到发货及交货时的库存风险	公司：承担所有相关费用和 risk

资料来源：公司招股说明书、公司官网、华夏时报等、德邦研究所

名创在国内市场打造类直营的财务加盟方案，强管理+轻资产模式在快速跑出渠道势能。

- **初始投资金额：**根据加盟官方提供信息，目前名创合伙人初始投资在 80-100 万元左右，其中包括特许商标使用金（一年一交，1.98 万元/年）、货品保证金（用于初次备货，解除合同后全款无息返还，25 万元）、装修预付款（公司统一设计、装修）。
- **单店模型：**公司和合伙人按收入分成/每日结算，日营业额的 38%（食品 33%）作为合伙人收入，次日转入合伙人账户。合伙人需自付门店租金、员工工资、水电等杂费。根据模型最新测算，以 24 年财年门店平均 GMV 为计算基准，名创合伙人门店利润率 10-15%，投资回收期较此前招股书披露有所拉长。

表 7：名创优品合伙人加盟单店模型

单店模型	金额	假设过程
门店年均收入（万元）	363	24 财年中国门店 GMV/中国门店数量
平均客单价（元）	38.05	24 财年数据
经营面积（m²）	250	主力门店面积在 220 m² 以上
坪效（万元/年/m²）	1.5	
<b>初始投资</b>		
特许商标使用金（万元/年）	1.98	特许商标使用金每年收取，一年一收
货品保证金（万元）	25	一次性收取，货品保证金在解除合同后全款无息返还
洽谈授权金（万元/店）	10	授权后如渠道未洽谈成功，不予退还
装修预付款（万元）	55	由公司工程部提供设计图纸，公司统一装修， 运营面积:220 m²-280 m²，预付 2200 元/m²；280m-600 m²，预付 1350 元/m²； 600 m² 以上，预付 950 元/m²
总初始投资额（万元）	92	低线城市预估投资 70-80 万左右；高线城市预估投资 100-120 万左右
投资回收期（月）	19	招股说明书披露 12-15 个月
<b>从名创合伙人角度看单店盈利情况（年）</b>		
单店年收入（万元）	363	24 财年数据
合伙人分成比例	37.50%	38%（食物 33%），假设食品占 10%
合伙人单店收入	136.0	
<b>费用</b>		
租金（万元）	45.6	参考服装业态，单店日租金在 5 元/m²
租金%	12.6%	
人工（万元）	24.0	参考加盟星官网，二线城市员工工资在 4000 元/月，预计招工 5 人
人工%	6.6%	
折旧摊销费用（万元）	12.5	对门店装修预付款按 5 年折旧
折旧摊销%	3.4%	
水电等杂费（万元）	7.3	
水电等杂费%	2.0%	
特许商标使用金（万元）	1.98	
特许商标使用金%	0.5%	
总运营费用（万元）	91.4	
门店经营年利润（万元）	44.6	
门店经营月利润（万元）	3.7	
门店层面经营利润率	12.3%	

资料来源：公司招股说明书、公司公告、加盟星官网、德邦研究所测算



## 2.4. 核心壁垒：回归本质，还是零售业供应链管理效率的提升

通过上述论证，名创在卡位生活用品赛道的基础上，通过高频出新+成本性价比的定位，奠定了自身高周转+低成本的可复制 UE 模型。又通过类直营的财务加盟方案，将这一单店模型快速在全国范围复制推广，从而跑出更低成本优势叠加更广渠道布局的规模优势效应。我们认为这一不断扩张的过程中，名创持续沉淀是供应链系统化的管理能力，本质是对零售业态从成本-效率-体验的全面提升。

**数字化推动上下游高效协同，带动整体供应链效率提升。**公司将数字化系统贯穿【设计-生产-物流-销售】全流程，将产品经理、设计师、供应商、门店员工的动销信息纳入数字化系统。

**设计端：**产品经理、设计师与供应商共同协作，利用智能选品助手等数字化工具发掘主要社交媒体热门点击，结合大量门店消费者数据和不同 SKU 的销售业绩，洞察市场最新趋势，确定产品设计与生产计划；

**生产端：**将供应商纳入 SCM 系统，实时共享销售数据，便于供应商灵活调整生产，缩短订货与再订货交付周期；

**配送端：**采用供应商-仓库-门店模式，缩短中间环节，提升供货效率。截至 2021 年末，集团共有 20 个租赁仓库（国内 12 个+国外 8 个）。

**销售端：**利用库存补货模块与移动智能门店管理工具等进行精准补货，优化商品陈列，为消费者提供丰富的商品组合。同时利用智能消费者分析技术创建定制消费者档案，实现精准目标营销。完善的数字化系统打通“人货场”，实现上下游高效协同。

图 10：名创优品的数字化系统



资料来源：公司招股说明书、德邦研究所



表 8：数字化供应链管理系统主要模块及功能

模块	功能
供应链管理系统	与供应商分享公司销售数据，协调生产，改善库存管理，缩短订货交付周期。
产品生命周期管理系统	门店经理等一线工作人员收集消费者偏好等信息，将独特的客户洞察与海量数据相结合，以便精准设计产品。
库存补货模块	依据大量数据，预测健康的库存水平，提高门店库存管理效率。
国际运营的数字化供应链工具	EOS 系统（仓库到仓库）将国际仓库与中国供应商连接起来，MOS 系统（仓库到门店）为全球门店管理库存。
知珠网及智库	知珠网专注国际市场社交平台热点和趋势，智库专注于国内。二者结合能够对消费者口味及偏好进行快速反应，通过分析产品反馈促进产品优化。
线上质量控制系统	供应商质量控制系统支持整个产品生命周期的质量控制的各个步骤，大数据质量风险控制系统从外部渠道收集并分析潜在质量问题信息，帮助识别并解决质量问题。

资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

从结果看，得益于公司不断提升的供应链效率，名创优品整体存货周转效率保持在行业头部水平。2020-2023 财年，公司对存货周转率为 4.3 次/年、4.6 次/年、5.2 次/年、5.3 次/年。

### 3. 展望：下一个十年成长在哪里？

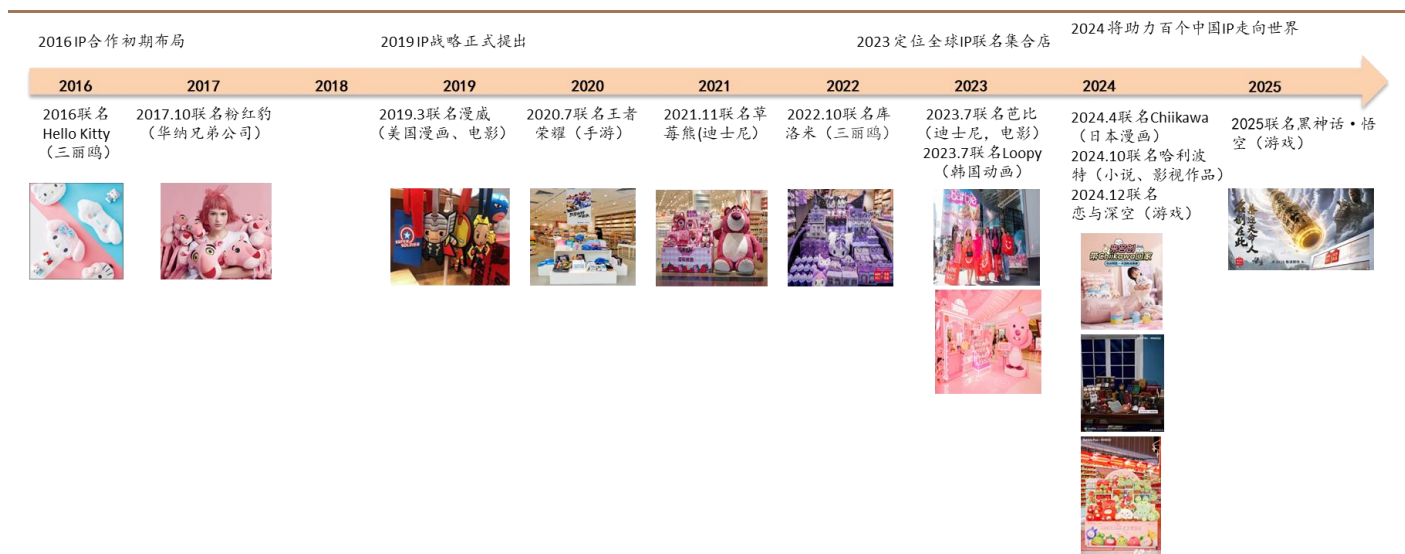
复盘 2013-2023 年，名创凭借清晰的定位、扩张策略以及供应链效率获得十年的快速成长。展望下一个十年，名创所处的时代背景和消费者偏好已经发生变化，IP 化&全球化有望构成名创持续成长的核心驱动。

#### 3.1. IP 升级：产品赋予情绪价值，渠道品牌转型内容品牌

**IP 发展历程:**公司逐步将 IP 升级提升至集团发展的战略重心。名创优品 2016 年宣布联名 Hello Kitty，开始了 IP 战略合作之路；在 2019 年与漫威联名后，CEO 叶总提出“IP 战略”，并于 2020 年提出“兴趣消费”的观点；2023 年名创定位升级为“全球 IP 联名集合店”，2024 年“全球品牌战略升级成果发布会”上进一步明确该定位。可以发现：名创 IP 化快速发展的阶段也是国内渠道建设成熟和供应链能力基本完善（截止 24 年 Q3 国内门店 4250 家），海外门店快速扩张（海外门店 2936 家）的阶段。

**IP 推进现状:**外部合作 150+知名 IP，内部孵化自有 IP。截至 2024 上半年名创整体集团 IP 联名产品销售占比超过 30%（国内近 30%、国外近 50%）。公司目标到 2028 年 IP 产品销售占比超 50%。同时名创自身也在孵化自有 IP，陆续推出了原创 IP DUNDUN 鸡、企鹅 PENPEN、中国熊猫等，23 年 9 月名创优品原创 IP DUNDUN 鸡主题门店在武汉楚河汉街揭幕。

图 11：名创优品上市以来 IP 联名发展图



资料来源：名创优品官网、节点财经、南早网、金融界等、德邦研究所

- **定位&匹配：**找准 IP 对应人群，把握 IP 精神内核，匹配情绪价值。芭比在全球市场火爆，背后精准聚焦少女心和女性力量崛起，配合电影上映热卖；Chiikawa（漫画形象 20 年在推特连载，22 年在日本改编为同名动画，其后周边风靡日本，先以表情包形式进入中国市场）背后精准聚焦萌系 IP，IP 内涵引起打工人们共鸣，让人感到温馨治愈。

表 9：名创对比同行的 IP 储备情况

公司名称	IP 数量	主要 IP	主要产品种类	门店数量（家）
名创优品	150+	三丽鸥系列、迪士尼系列、芭比、Chiikawa 等	覆盖全生活场景	7186（截至 2024Q3 末）
泡泡玛特	40+	MOLLY, SKULLPANDA, DIMOO, Hirono 小野、小甜豆	盲盒、手办、MEGA、BJD、衍生品	2563（含机器人商店；截至 2024H1 末）
52TOYS	59	Panda Roll、Sleep、NOOK、Lilith、Kimmy&Miki、超活化系列	盲盒、变形机甲&拼装，可动人偶、静态人偶、艺术家玩具等	25+（截至 2024 年末）
十二栋文化	300+ (2019 统计)	长草颜团子、Gon 的早獭、符录小姜丝、制冷少女	毛绒玩偶、日用品、手办、盲盒	
Toycity	数百个	Laura、耙老师、MIKA、MIA、dululu、火影忍者、权力的游戏	盲盒、手办	
Rolife 若来	-	因茜 Nanci、苏蕊 SURU、桃阮阮 Roro Tao	DIY 小屋、拼装书立、迷你微缩模型	无自营门店，产品入驻 3000+ 潮玩线下店
IP 小站	200+	SonnyAngel、阿狸、十二栋文化、ACTOYS、乐自天成	盲盒、手办、NFC 潮玩	无自营门店，通过 900+ 智能零售机器销售
KKV	-	迪士尼系列、海绵宝宝、蜡笔小新、樱桃小丸子	品质日用、精美食品、匠心文具、综合护肤等	400+（截至 2024 年 1 月末）

资料来源：各公司官网、各公司官方微信公众号、36 氪、远瞻咨询公众号、财联社等、德邦研究所

- **定价&多元：商品品类足够丰富且平价实用，兼顾情绪价值和实用性。**名创 IP 商品品类丰富、覆盖全生活场景。名创热销的产品整体定价明显低于迪士尼等主题乐园渠道定价，和其他零售集合店品牌定价相近（部分玩偶类定价更低），但产品类 SKU 维度更加丰富。

表 10：名创优品对比其他渠道同类 IP 产品定价（单位：元）

IP 形象	产品形态	名创优品	酷乐潮玩	九木杂物社	环球影城	迪士尼商城
chiikawa	大号玩偶（带配饰）	299（50cm）	299（47cm）	-		
	挂件	-	-	25		
哈利波特	笔记本	35-45			99-169	
	双肩包	119			349-399	
	挂件	25			69-169	
	海德薇玩偶	59.9（10 号）			229（9 寸）	
小黄人	风扇	35			99	
	Bob+Tim 系列双肩包	99			299	
	Bob 抱 Tim 熊公仔	49.9			179	
迪士尼	玩偶	69.9（30cm）	99.9（37cm）	99（39cm）	-	229（35cm）
	挂件	29.9	19.9-25.9	29.9-39	-	79
loopy	8 寸玩偶（带装饰）	39.9	49.9	59	-	-

资料来源：各公司官方微信小程序、环球影城天猫旗舰店等、德邦研究所

- **内容营销&渠道矩阵：**从以往推广热门 IP 芭比、Chiikawa 以及哈利波特的内容营销手法看，名创已经逐步形成一套以常规店为基础渠道，在快闪店、主题店等新业态渠道中进行集中品牌营销造势，通过首发、限购等模式增强流量曝光。目前配合集团整体 IP 化战略打法，公司提出了创新店态矩阵，后续渠道扩张将形成以常规店为基础，新增 Miniso Land、势能店、主题店、旗舰店、快闪店等多元店态类型。

表 11：名创优品大 IP 线下营销

IP	时间	性质	场地	业绩
芭比	2023.7.14-2023.8.9	限定主题店	湖南长沙黄兴西路长沙城市形象店	上线一周，销售环比提升 170%
	2024 妇女节期间	户外活动	广州东山口潮流街区	微博#一起来名创芭比 65 周年巡游#话题曝光超 3.2 亿，引发超 2.4 万讨论
Chiikawa	2024.3.29-2024.4.21	快闪店	上海静安大悦城	10 小时销售 268 万元，20 天销售金额达 2000 万元
哈利波特	2024.10.31	首发	印尼雅加达 Central Park 店	6 小时内即打破全球门店单日业绩纪录，首周末总销售额高达 308 万人民币
IP 集合	2024.10.27	场景式 IP 联名集合店	南京东路 MINISO LAND 全球壹号店	
恋与深空	2024.12.21-2025.1.20	快闪店	上海世茂广场店等五店	
黑悟空·神话	2025.1.15	首发	全国北京/上海/成都/广州/杭州 5 店	

资料来源：公司官网、公司官方微博、公司官方微信公众号、中新经纬、新浪新闻、点财网、 36 氪等、德邦研究所

表 12：名创优品创新店态矩阵

店铺形态	渠道定义	城市层级	项目级次	面积区间	产品类别
MINISO LAND	全球级(壹号店) / 国家级 / 城市级	一线/新一线/优质省会	S/A 级	全球级 2000-4000 m <sup>2</sup> ; 国家级 1000-2000 m <sup>2</sup> ; 城市级 ≥800 m <sup>2</sup>	70-80%IP+首发+全球限量盲盒+二次元+宠物
势能店	中国名创	省会及以上	S/A 级	400-600 m <sup>2</sup>	60-70%IP+二次元+宠物
主题店	IP 主题/品类主题	省会及以上	S/A 级	600-800 m <sup>2</sup>	毛绒、盲盒、宠物、二次元
旗舰店/次主力店	IP 集合	地市及以上	A/B/C 级	≥600 m <sup>2</sup>	50%IP
常规店	常规形象	全层级	全层级	≥220 m <sup>2</sup>	20%IP
MINISO GO	机场店/高铁店	省会及以上	S/A 级	≥100 m <sup>2</sup>	50%IP+旅游出行
MINISO 快闪店	版权形象/自主形象	一线/新一线	A 级	100-200 m <sup>2</sup>	100%IP+首发+限量

资料来源：公司 2024 年品牌升级发布会、德邦研究所

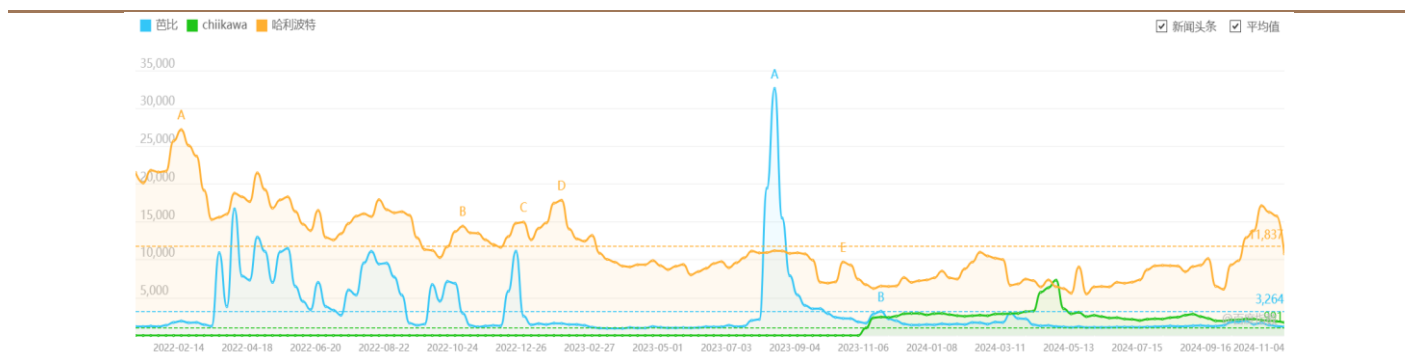
图 12：名创优品创新店态矩阵



资料来源：公司官网-24Q3 财报演示 PPT、德邦研究所

**IP 化时代优质内容层出不穷，优质的线下渠道是一种稀缺资源。**名创优品在一个 IP 爆发的时代大背景，社会性问题和共识话题为内容创造者提供很好的 IP 创造土壤，但同时也看到 IP 运营天然存在的一些局限性：(1) 单一 IP 热度具有周期性。资本介入潮玩赛道增多 IP 产品供给，消费者对单一 IP 的热情和兴趣会被新增 IP 所分散，其本质是 IP 的稀缺性被不断削弱，部分消费者对价格和渠道便捷性更加敏感。(2) IP 出圈与否都有一定的不确定性。23 年的芭比、24 年的 Chiikawa 作为单一 IP 都会面临热度下滑问题。据聚惠新力，22 年名创联名“中国熊猫”，预备 600 万货品，实际销售 110 万，IP 出圈与否具有不确定性。

图 13：单一 IP 天然具有周期性



资料来源：百度搜索指数、德邦研究所

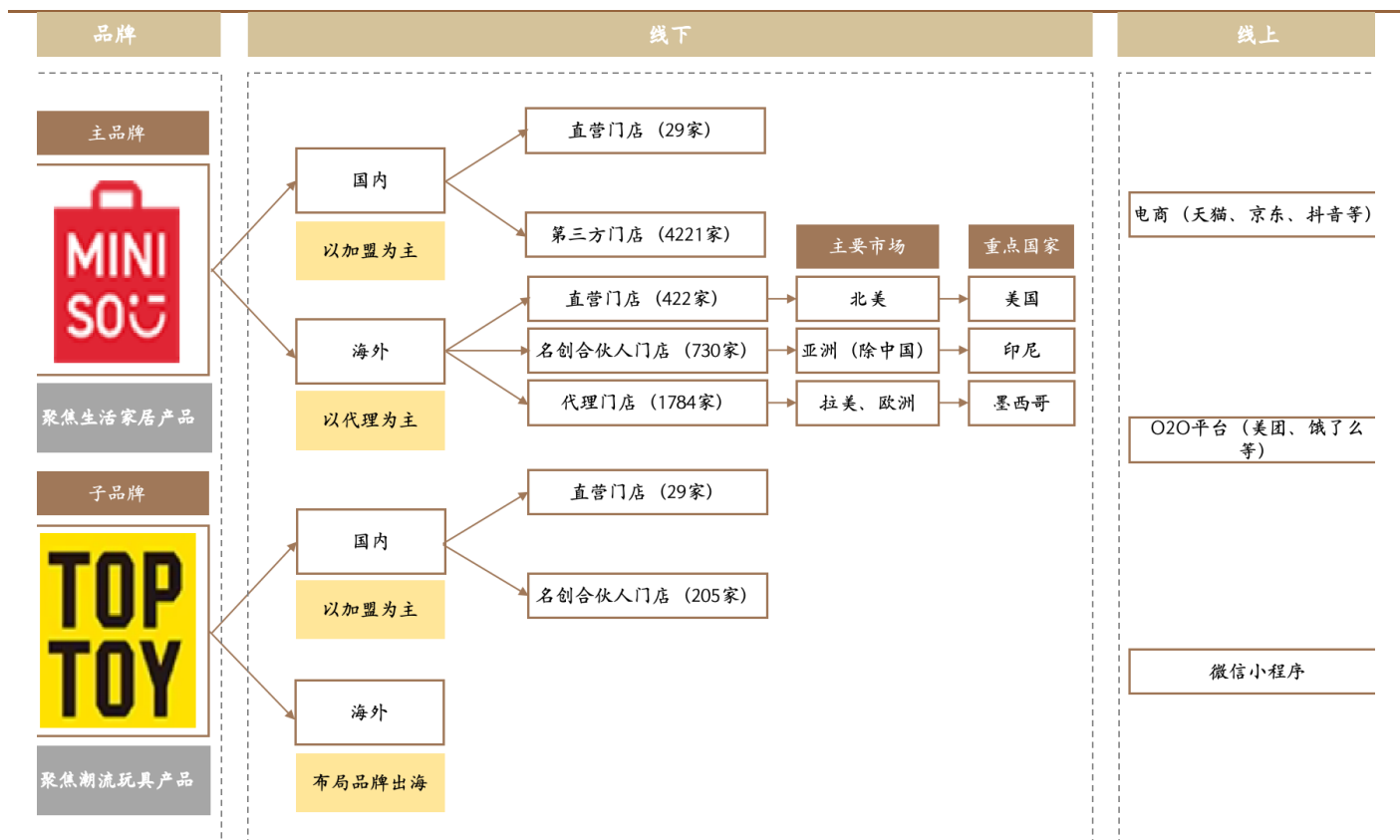
但爆款的概率是需要一定体量和能力去支撑。IP 商业化的核心能力更在于选品设计、销售能力和供应链管理本身，这是名创前十一年积累的核心竞争力。我们认为现阶段名创做 IP 联名的最大优势就是效率领先。



### 3.2. 全球扩张：兴趣消费出海，欧美市场加速布局

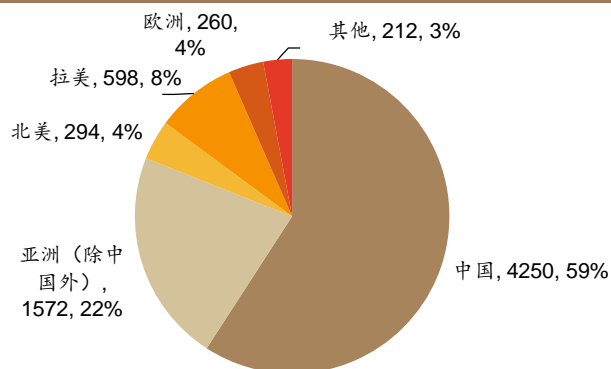
全球化步伐加速，北美市场上升为战略重心。公司 2015 年开始出海扩张，新加坡开出海外首店，2016 年陆续布局东南亚、大洋洲和拉美市场，2017 年首次进入北美市场，2023 年公司开启超级品牌元年，23 年 5 月名创在纽约时代广场开出美国首家旗舰店。截止 2024 年 9 月，主品牌名创优品已在全球 111 个国家和地区开设 7186 家门店，其中 2936 家门店位于海外市场；子品牌 Toptoy 国内门店数达到 234 家，24 年 10 月海外首店于泰国正式开业，预示着 TT 品牌也开启了全球化扩张。

图 14：名创优品集团现有渠道布局（统计时间截至 2024 年 9 月末）



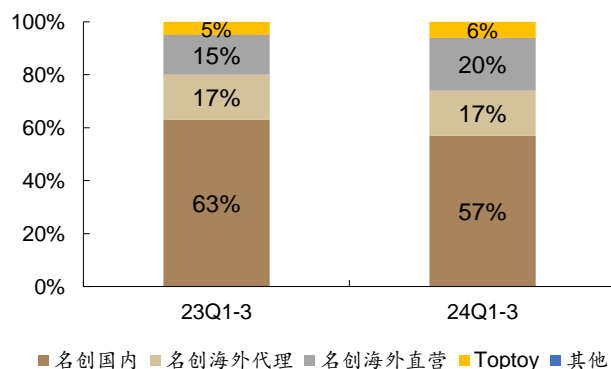
资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所

图 15：截止 24 年 Q3 名创优品全球门店数量分布（单位：家；%）



资料来源：公司公告、德邦研究所

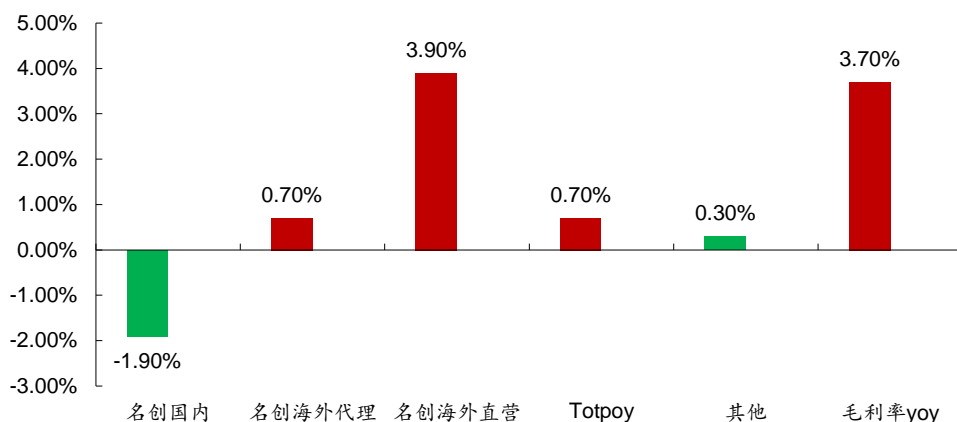
图 16：名创优品全球市场收入结构变化（单位：%）



资料来源：公司官网-24Q3 财报演示 PPT、德邦研究所

直营市场驱动海外业务高成长，带动集团整体盈利能力提升。海外市场贡献将约 40% 的收入来源，其中直营市场进入快速扩张周期，24 年 Q1-3 贡献收入 20% 收入/yoy+5pcts。24 年 Q1-3 公司毛利率整体同比增长 3.7pcts，其中海外代理市场毛利率+0.7pcts（贡献 18.92%）、直营市场+3.9pcts（贡献 105.41%）。

图 17：2024 年 Q1-3 集团毛利率同比变化拆分



资料来源：公司官网-24Q3 财报演示 PPT、德邦研究所

**海外高毛利率源于高消费力定价+IP 化战略。**（1）定价：相比于国内市场，名创在海外市场整体定价相当于国内的 2-3 倍，名创在国内客单价 38 元，墨西哥 90 元以上、美国约 150 元。以美国市场为例，2019-2024 年 10 月，美国市场件单价提升 93%、客单价提升 77%。（2）IP 占比：2023 年，海外市场 IP 占比已经超过 40%（vs 国内市场 IP 占比不到 30%），其中美国市场 IP 占比达到 54% 以上。随着公司 IP 战略持续推进，海外市场盈利能力有望进一步提升。

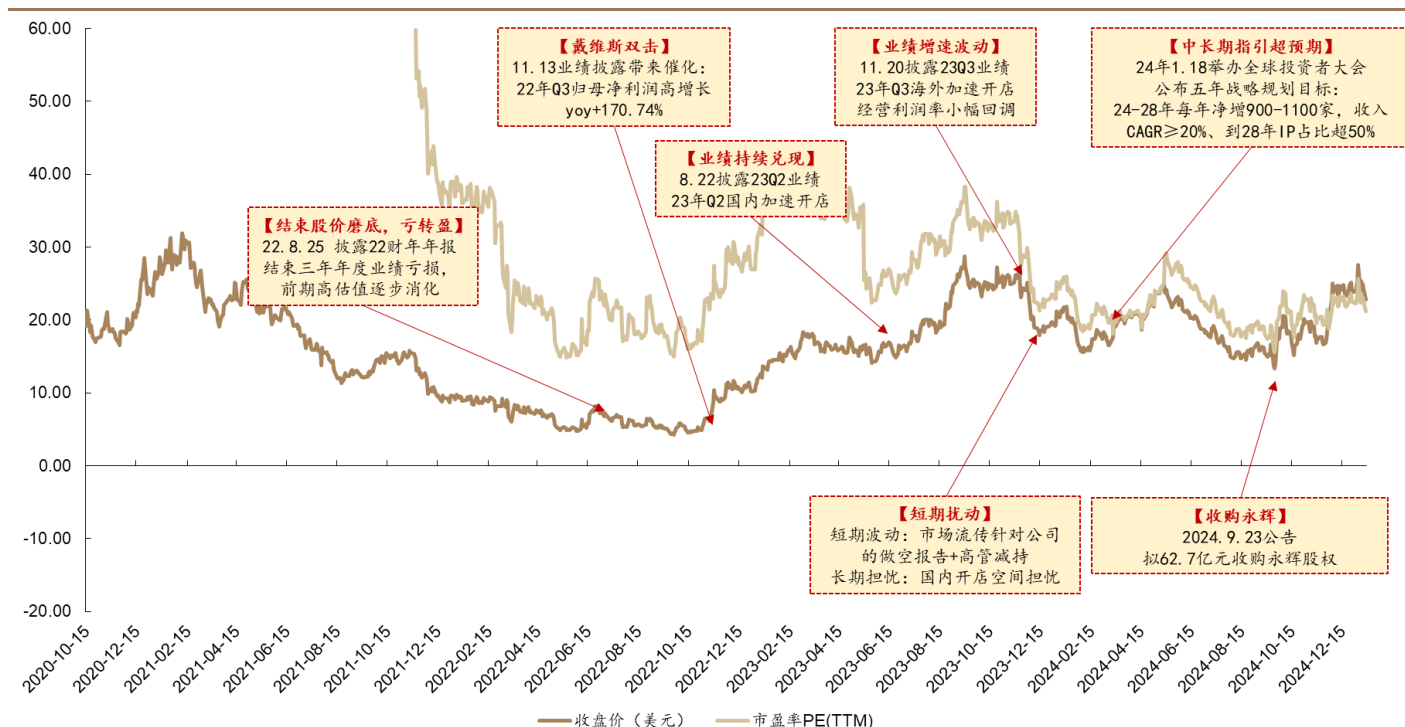
**远期开店目标：**在“2024 年全球品牌升级战略”发布会上，集团计划在 24-28 年在全球市场每年净增 900-1100 家门店，到 2028 年底全球门店数较 23 年底实现接近翻倍增长。其中海外扩店重心放在北美和欧洲等市场，截止 24 年 H1 公司在美国市场门店数达到 177 家（覆盖全美 40 州），2024 年初，名创优品创始人叶国富在投资者会上公布，计划 5 年后北美突破 1000 家门店数量。目前大部分门店以直营形式扩张，我们认为后续跑通单店模型后预计将开放加盟加速扩张。



## 4. 盈利预测

复盘名创上市以来的市场表现，股价以业绩驱动为主。22 财年公司结束 3 年业绩亏损，期间市场一直在消化前期积累的高估值，股价持续磨底。22 年底开始名创迎来戴维斯双击，单季度净利润保持高增长，业绩持续兑现。随着公司在国内外渠道覆盖不断加深，市场开始对开店天花板问题产生分歧。24 年初公司举办全球投资者大会，明确未来 5 年的战略规划目标，24-28 年每年净增 900-1100 家门店，未来 5 年收入复合增速 $\geq 20\%$ ，到 28 年 IP 占比超 50%，给公司长期战略发展定下基调。我们认为，目前公司处于全球 IP 化转型+海外市场加速扩张的重要上升周期。

图 18：名创优品上市以来股价复盘



资料来源：澎湃新闻、公司官网、公司公告、Wind 等、德邦研究所

注：21 年 11 月 18 日前公司 PE-TTM 均为负，未作图显示

从品牌维度看，名创优品以 MINISO 为核心品牌，在国内和全球市场积极拓展门店，同时孵化潮玩子品牌 TOPTOY。我们的核心假设如下：

**MINISO 国内：**基于 24-26 年公司在国内市场将净新增名创门店 400/370/350 家。考虑到国内市场门店渗透偏成熟，预计名创国内同店维持稳态水平。

**MINISO 海外：**随着海外市场运营能力和选品能力提升，公司有望加速在重点国家和地区拓展。我们预计 24-26 年公司在海外市场将净新增 650/550/550 家，对应直营市场单店收入+12%/+10%/+8%，代理市场单店+8%/+5%/+3%。

**TOPTOY：**作为公司重点培育的子品牌，公司将继续在 IP 储备和供应链管理上对其赋能，与主品牌产生良好的协同效应。我们预计 24-26 年 TT 品牌净新增门店数量为 100/80/80 家，处于品牌势能上升阶段，对应单店收入+5%/+3%/+3%。

表 13：名创优品营业收入拆分

	CY2023	CY2024E	CY2025E	CY2026E
营业收入	138.4	171.7	207.6	241.0
yoy	48.52%	24.05%	20.90%	16.13%
毛利率	41.18%	43.45%	44.59%	45.64%
国内：MINISO				
收入	84.2	95.6	104.0	111.1
yoy	36.21%	13.58%	8.78%	6.90%
期末门店	3,926	4,326	4,696	5,046
净增加/减少	601	400	370	350
国外：MINISO				
收入	47.1	65.4	87.6	108.9
yoy	46.57%	39.08%	33.89%	24.27%
期末门店	2,487	3,137	3,687	4,237
净增加/减少	372	650	550	550
TOP TOY 品牌				
收入	6.8	10.7	16.0	21.0
yoy	58.51%	56.91%	49.82%	31.61%
期末门店	148	248	328	408
净增加/减少	31	100	80	80

资料来源：公司公告、德邦研究所测算

注：公司 23 年及以前原始报表为财年口径，23 年收入拆分还原至自然年口径（根据季度财报调整）

综上，我们预计名创优品 24-26 年有望实现收入 171.67/207.55/241.04 亿元；对应归母净利润 26.9/33.5/40.8 亿元。选取 3 家公司作为可比对象，分别是美股 FIVEBELOW、日本的无印良品以及国内潮玩龙头泡泡玛特，可比公司 2025 年平均估值为 25.4 倍 PE。考虑到公司全球扩张的龙头地位以及国内强大的供应链背书，有望从产品零售商逐步升级为品牌零售商。截止 1 月 21 日收盘价，当前估值对应 20.5、16.5、13.5 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值

公司名称	最新市值 (亿美元/日元/元)	归母净利润 (亿美元/日元/元)			PE		
		2024 年 E	2025 年 E	2026 年 E	2024 年 E	2025 年 E	2026 年 E
Fivebelow	52.7	2.71	2.85	3.24	19.5	18.5	16.3
无印良品	10,414	415.7	417.6	452.4	25.1	24.9	23.0
泡泡玛特	1,145.1	25.1	34.3	42.3	45.7	33.4	27.1
平均 PE					30.1	25.6	22.1
名创优品	551.0	26.9	33.5	40.8	20.5	16.5	13.5

资料来源：彭博、Wind、德邦研究所，统计时间截止 2025/1/21

注：可比公司（除泡泡玛特外）均采用彭博一致预测，泡泡玛特使用 wind 一致预测，名创优品使用德邦预测；

Fivebelow 采用亿美元货币单位，无印良品采用亿日元、泡泡玛特、名创优品采用亿元货币单位；

Fivebelow (FY2025-2027)、无印良品 (FY2024-2026) 使用财年单位，泡泡玛特、名创优品使用自然年单位。

## 5. 风险提示：

**市场竞争加剧：**目前自有品牌综合零售行业竞争激烈且分化，并未诞生龙头企业，国内零售市场若干细分化市场近年才逐渐发展壮大，公司所处蓝海市场，将可能面临竞争对手打低价、打折等价格战，不断有新品牌进入市场竞争份额的局面。如果公司不能按照计划提高产品竞争力、扩大产品规模等竞争力，将会面临市场份额不及预期的风险。

**门店扩张不及预期：**名创优品的扩张在国内主要依靠名创合伙人，在海外主要依靠当地代理商。公司有可能无法再计划时间内找到足够多的有资质的合伙人或代理商与之合作，而导致门店扩张不及预期。另外，海外市场的产品绝大多数来自于名创优品在中国生产的产品，而出口销售国可能会增加贸易壁垒，如贸易关税、反倾销税等。这导致海外的产品成本上涨，以低价为核心的名创优品在海外的价格吸引力和品牌竞争力可能会随之下降。

**消费者洞察能力下滑：**随着品牌门店全球化扩张、消费者需求不断变化，公司需要保持高频上新节奏以维持消费者粘性，新增 SKU 和扩张品类，考验公司消费者趋势洞察能力，一旦新品上新不及预期，门店经营表现将受到影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025	2026
每股指标(元)				
每股收益	1.42	2.15	2.67	3.25
每股净资产	7.04	9.27	11.94	15.20
每股经营现金流	1.32	2.23	2.72	3.28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	22.62	20.59	16.55	13.59
P/B	4.56	4.77	3.70	2.91
P/S	3.54	3.22	2.66	2.29
EV/EBITDA	15.34	13.54	10.16	7.65
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	38.73%	43.45%	44.59%	45.64%
净利润率	15.42%	15.63%	16.09%	16.88%
净资产收益率	19.87%	23.17%	22.38%	21.42%
资产回报率	13.15%	14.53%	14.61%	14.59%
投资回报率	19.02%	23.16%	22.37%	21.42%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.76%	49.63%	20.90%	16.13%
EBIT 增长率	154.39%	57.19%	25.25%	22.13%
净利润增长率	177.19%	51.72%	24.44%	21.81%
偿债能力指标				
资产负债率	33.7%	37.1%	34.6%	31.8%
流动比率	2.5	2.5	2.7	3.0
速动比率	2.1	2.0	2.3	2.5
现金比率	1.7	1.6	1.8	2.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	23.9	24.6	22.8	23.3
存货周转天数	67.6	61.9	64.5	65.7
总资产周转率	0.9	1.1	1.0	1.0
固定资产周转率	24.0	29.4	30.3	30.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025	2026
净利润	1769	2684	3340	4068
少数股东损益	13	7	8	10
非现金支出	0	0	0	0
非经营收益	-116	-198	-238	-251
营运资金变动	0	289	294	278
经营活动现金流	1666	2781	3404	4106
资产	-174	-300	-300	-300
投资	7364	-2141	-480	-480
其他	-7483	1141	238	251
投资活动现金流	-293	-1301	-542	-529
债权募资	-346	0	0	0
股权募资	434	0	0	0
其他	-413	0	0	0
融资活动现金流	-326	0	0	0
现金净流量	1141	1481	2862	3576

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 21 日  
资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025	2026
营业总收入	11473	17167	20755	24104
营业成本	7030	9708	11501	13104
毛利率%	38.73%	43.45%	44.59%	45.64%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	1716	3296	4027	4652
营业费用率%	14.96%	19.20%	19.40%	19.30%
管理费用	634	867	1090	1253
管理费用率%	5.52%	5.05%	5.25%	5.20%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	2223	3494	4377	5345
财务费用	-111	0	0	0
财务费用率%	-0.96%	0.00%	0.00%	0.00%
资产减值损失				
投资收益	0	0	0	0
营业利润	2093	3296	4139	5095
营业外收支				
利润总额	2334	3494	4377	5345
EBITDA	2223	3494	4377	5345
所得税	552	804	1028	1267
有效所得税率%	23.65%	23.00%	23.50%	23.70%
少数股东损益	13	7	8	10
归属母公司所有者净利润	1769	2684	3340	4068

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025	2026
货币资金	6489	7970	10831	14407
应收账款及应收票据	1150	1192	1441	1674
存货	1451	1888	2236	2548
其它流动资产	814	1586	2033	2470
流动资产合计	9904	12635	16542	21099
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	535	635	735	835
在建工程				
无形资产	2599	2799	2999	3199
非流动资产合计	3544	5831	6311	6791
资产总计	13448	18467	22853	27891
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3019	1348	1597	1820
预收账款				
其它流动负债	866	3777	4566	5303
流动负债合计	3886	5125	6163	7123
长期借款	7	7	7	7
其它长期负债	637	1725	1725	1725
非流动负债合计	644	1733	1733	1733
负债总计	4529	6858	7896	8856
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	8901	11585	14925	18993
少数股东权益	17	24	32	43
负债和所有者权益合计	13448	18467	22853	27891

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。