

零售行业深度：  
中国优质供应链的品牌化系列——  
平价大生意：名创优品崛起之路

证券分析师：零售行业首席 吴劲草

执业证书编号：S0600520090006

联系邮箱：wujc@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2020年9月29日

## 行业趋势:

- ❑ ①国内优质供应链通过**品牌化**兑现价值，**SKU多但没有价格锚定**的商品具备较高的品牌化潜力；
- ❑ ②行业规模继续增长，但**分化**早已开始——但每过数年都有一些品牌崛起，而另一些品牌退出；
- ❑ ③未来零售唯快不破，能做到**“快反”**的品牌崛起——2008-18年，优衣库和ZARA是胜在“快”而不是时尚，而Forever 21等老品牌就输在“慢”；
- ❑ ④国内有大量没有被主流品牌照顾到的**下沉市场**，我们需要更多**接地气**的品牌；

## 名创优品做对了的几件事:

- ❑ ①通过品牌化减少中间环节，加快流通效率，**快反+高周转**，降低风险适应潮流；
- ❑ ②**接地气**，价格足够低，照顾到广大下沉市场——据招股书，FY2020国内超过95%的产品零售价格低于50元人民币；
- ❑ ③**铺的足够开**，部分品类（纺织品等）消费者可以触达实物，较线上购物具备优势——截至2020年6月，公司在中国300多个城市中拥有2533家门店，在全球80多个国家和地区拥有1689家门店；
- ❑ ④**产品设计有特色**，形成差异，能持续强化品牌认知。

## 投资建议&风险提示

- ❑ **投资建议:** 建议关注**南极电商**，公司通过建立联盟，采取去中心化模式引领生产和销售，是白牌电商品牌化行业的典型代表。
- ❑ **风险提示:** 贸易摩擦，渠道变革，产品质量问题，疫情出现反复等

- ① 名创优品是一个 **“品牌”**，品牌是有价值的，规模是品牌最重要的指标。
- ② 名创优品胜在 **“快”**：快反+加盟模式迅速扩张
- ③ 名创优品的价格便宜，**来自于中国本身就存在的优质供应链。**

- **品牌**是商家和消费者之间的**信用契约**
- **渠道**是商家和消费者之间的**反馈机制**
- **产品**是商家对消费者需求的**翻译**
- 我们持续看好中国优质供应链的品牌化的大时代，名创优品是其中的一个，相信未来还会有很多中国品牌产生！



## 1. 核心数据梳理

---

## 2. 名创优品：全球化的日用零售品牌商，20年9月向SEC递交招股书

---

## 3. 新时代品牌零售：分化之际，唯快不破

---

## 4. 名创模式：“三高+三低+快反”，注重供应链，轻资本扩张

---

## 5. 以加盟店为主，四成门店位于海外

---

## 6. 财务概览：疫情前后“冰火两重天”，海外收入已占32%

---

## 7. 投资建议

---

## 8. 风险提示

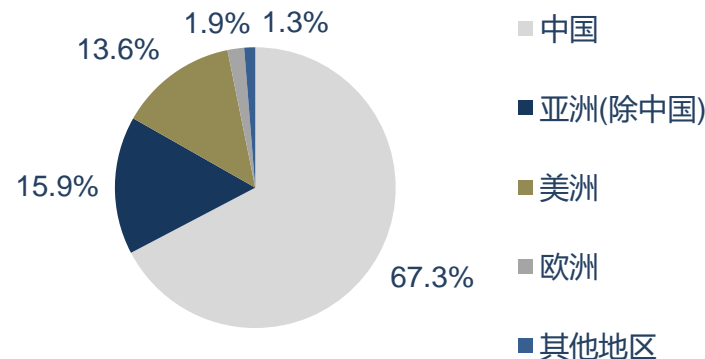
---

# 1. 核心数据梳理

- 2019年（自然年）**GMV达190亿元**，公司FY2020实现收入**89.8亿元**，同比-4.4%；**调后净利润9.71亿元**，同比+11.7%。
- 公司拥有**8000+核心SKU**，涵盖11个大类，包括文具礼品、化妆品、美妆工具、玩具、零食、纺织品、配件、家居装饰、小型电子产品、个人护理和香水
- 截至2020年6月公司**门店数量达4,222个**，其中**直营129家**，**加盟4093家**，**加盟店数量占比97%**。
- 我们测算一/二/三线城市加盟店**初始投资约160/130/120万**，**年化收益率约为16%/12%/11%**，**初始固定投资回收期约为13个月**。
- **覆盖广，全球化**。截至2020年6月，公司在中国**300多个城市**中拥有**2533家门店**，在全球**80多个国家和地区**拥有**1689家门店**。
- **低价，接地气**。截至FY2020，中国区**超过95%的产品零售价格低于50元人民币**。
- **消费者画像——年轻**。FY2020，**80%以上消费者年龄低于40岁**，**60%消费者年龄低于30岁**。
- **深耕供应+物流，快速响应**。公司共有**逾600家优质供应商**，基于**国内9大核心物流仓 + 海外9大物流中心**，打造全球快速物流体系。
- **联名+IP授权提升品牌形象**。截至FY2020，名创优品与**17个IP**建立了品牌合作关系，**8000+核心SKU**中有**约2300个SKU来自联名产品**。

- 2019年（自然年）**GMV达190亿元**
- 名创优品是全球销售规模最大的日用品牌零售商
- 公司FY2020实现**收入89.8亿元**，同比-4.4%；**调后净利润9.71亿元**，同比+11.7%。
- 海外业务具备一定规模，**32%**的收入来自海外。

图：FY2020各地区营收占比——海外占比32.7%





- ❑ 截至2020年6月公司**门店数量达4,222个**
- ❑ 其中**直营129家，加盟4093家，加盟店数量占比97%。**
- ❑ 在国内**300多个城市中拥有2533家门店，其中7家直营**
- ❑ **全球80多个国家和地区拥有1689家门店，其中122家直营，加盟占比93%。**

图：2020年6月名创优品门店数量

单位：家	直营	加盟	合计	占比
国内	7	2546	2533	60%
海外	122	1567	1689	40%
合计	129	4113	4222	
占比	3%	97%		

图：名创优品门店覆盖全球



资料来源：公司官网，招股说明书，东吴证券研究所，注：公司财期0630

- ❑ 公司拥有**8000+核心SKU**，涵盖**11个大类**，包括文具礼品、化妆品、美妆工具、玩具、零食、纺织品、配件、家居装饰、小型电子产品、个人护理和香水
- ❑ 深耕供应+物流，快速响应。公司共有**逾600家优质供应商**，基于**国内9大核心物流仓 + 海外9大物流中心**，打造全球快速物流体系。
- ❑ 联名+IP授权提升品牌形象。截至FY2020，名创优品与**17个IP**建立了品牌合作关系，**8000+核心SKU**中有**约2300个SKU**来自**联名产品**。

图：名创优品共有11大品类



图：名创优品网罗多家优质供应商



- ❑ 低价，接地气。截至FY2020，中国区**超过95%的产品零售价格低于50元人民币**。
- ❑ 消费者画像——年轻。FY2020，**80%以上消费者年龄低于40岁，60%消费者年龄低于30岁**。
- ❑ 100+产品经理与设计师和供应商紧密合作，共获得28个国际知名设计奖。



淘宝白牌

名创优品较白牌产品颜值高、名气大



名创优品较其它名牌产品价格更低





## 门店测算结果

- 一线/二线/三线城市开店所需初始投资分别约为**160/130/120万元**
- 年化投资收益率（不考虑折旧）为**16%/12%/11%**
- 固定投资回收期分别为**13.7/13.4/13.3个月**

图：名创优品门店投资回收期测算

	一线城市	二线城市	三线及以下
店铺年收入 (万元)	650	400	300
加盟商月度收入 (以35%收入计)	18.96	11.67	8.75
减：每月成本	16.77	10.33	7.63
加盟商每月盈利	2.19	1.34	1.12
总初始投资 (万元)	161.30	130.34	119.24
固定投资 (万元，为装修费用)	30	18	15
年化初始投资回报率	16.3%	12.3%	11.3%
固定投资回收期 (月)	<b>13.69</b>	<b>13.43</b>	<b>13.35</b>

图：名创优品典型门店初始投资测算

项目	一线城市	二线城市	三线及以下
<b>租金计算</b>			
店铺面积 (m <sup>2</sup> )	250	200	200
日租金 (元/m <sup>2</sup> /月)	12	8	6
月租金 (万元)	<b>9</b>	<b>4.8</b>	<b>3.6</b>
<b>员工工资计算</b>			
员工人数	12	10	10
平均员工工资 (元/月)	5500	4500	3000
每月工资支出 (万元)	<b>6.6</b>	<b>4.5</b>	<b>3</b>
水电杂费 (万元/月)	<b>0.5</b>	<b>0.36</b>	<b>0.36</b>
品牌授权费 (万元/年)	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
每月支出 (万元)	<b>16.77</b>	<b>10.33</b>	<b>7.63</b>
装修及设备费用 (万元)	<b>30</b>	<b>18</b>	<b>15</b>
流动资金 (3个月租金人工水电, 万元)	<b>48.3</b>	<b>28.98</b>	<b>20.88</b>
货品保证金 (万元, 可退回)	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>75</b>
总初始投资 (万元)	<b>161.3</b>	<b>130.34</b>	<b>119.24</b>
每月固定支出	<b>16.77</b>	<b>10.33</b>	<b>7.63</b>

## 2. 名创优品：全球化的日用零售品牌商，2020年9月向SEC递交招股书

- ❑ 2020年9月，名创优品向SEC递交招股书，拟于纽交所 IPO 上市。
- ❑ 名创优品是一家创建于2013年的全球日用零售品牌商，拥有自有品牌——MINISO。
- ❑ 成功关键词：平价+快反，核心是优质供应链品牌化。

图：名创优品门店形象



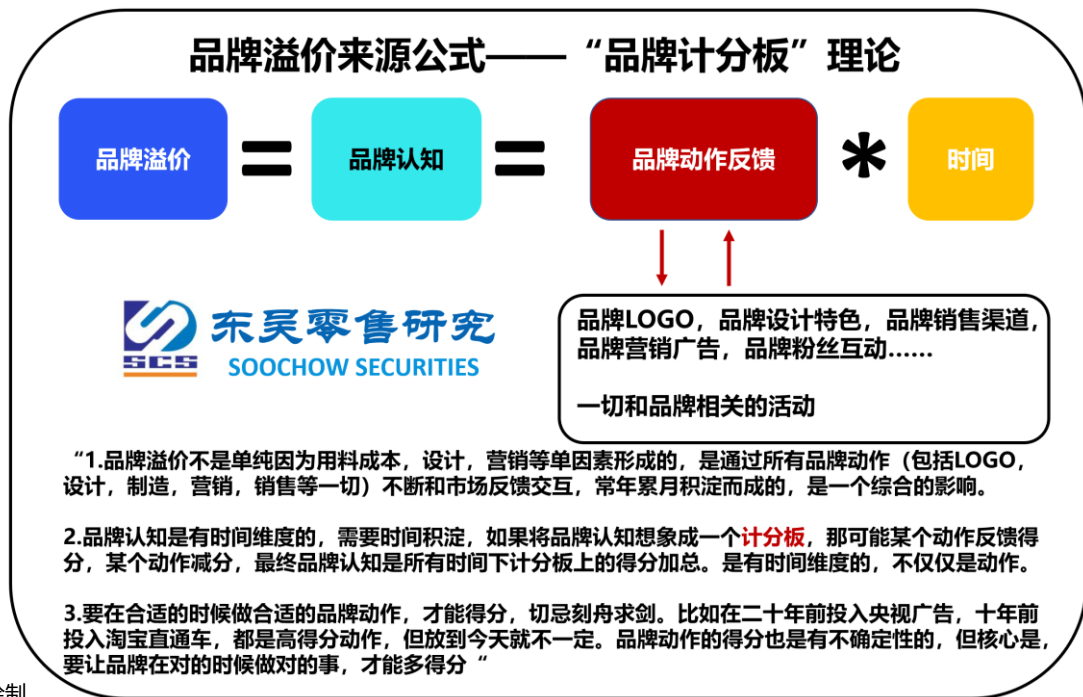
# 公司概况：已成为全球销售额最高、覆盖地区最广的日用品零售商

- 2019年（自然年）**GMV达190亿元**，据弗若斯特沙利文，公司已成为全球销售额最高的连锁品牌日用零售商。公司FY2020实现收入89.8亿元，同比-4.4%；调后净利润9.71亿元，同比+11.7%。
- 提供具有设计感且低价优质的日常生活用品，**涵盖11个大类**，包括文具礼品、化妆品、美妆工具、玩具、零食、纺织品、配件、家居装饰、小型电子产品、个人护理和香水。
- 公司拥有**8000+核心SKU**，概念：“三高+三低”。三高——“高颜值、高品质、高效率”；三低——“低成本、低毛利、低价格”。
- 依靠轻资产加盟模式快速扩张。截至2020年6月公司**门店数量达4,222个**，其中直营129家，加盟4093家，加盟店数量占比97%。
- **全球化战略，现已扩张至全球80多个国家/地区**。截止2020年6月，公司在全球80多个国家/地区拥有1689家门店。海外门店占比40%，主要分布在亚太、美洲和欧洲。
- **赋能全球供应商，打造快速高效流转体系**。截至FY2020，公司共有逾**600家优质供应商**，基于国内九大核心物流仓+九个海外物流中心，打造全球快速精供应体系。



# 名创优品快速成长背后做对了什么？

- ❑ **名创优品的核心是一个品牌，其企业价值的核心是品牌价值。**
- ❑ **根据品牌计分板：**品牌价值是通过品牌动作不断和市场反馈交互，长年累月积累而成，是一个综合的影响。
- ❑ **公司7年多的经营，做对了的事情：**
  - ✓ ①**通过品牌化减少中间环节，加快流通效率，快反+高周转**，降低风险适应潮流；
  - ✓ ②**接地气，价格足够低，照顾到广大下沉市场**——据招股书，FY2020国内超过95%的产品零售价格低于50元；
  - ✓ ③**铺的足够开，部分品类（纺织品等）消费者可以触达实物，较线上购物具备优势**——截至2020年6月，公司在中国300多个城市中拥有2533家门店，在全球80多个国家和地区拥有1689家门店；
  - ✓ ④**产品有设计感，在低价位形成差**
- ❑ **消费者每次进店试用 / 消费，名创优品都会在计分板上积累下品牌认知。**

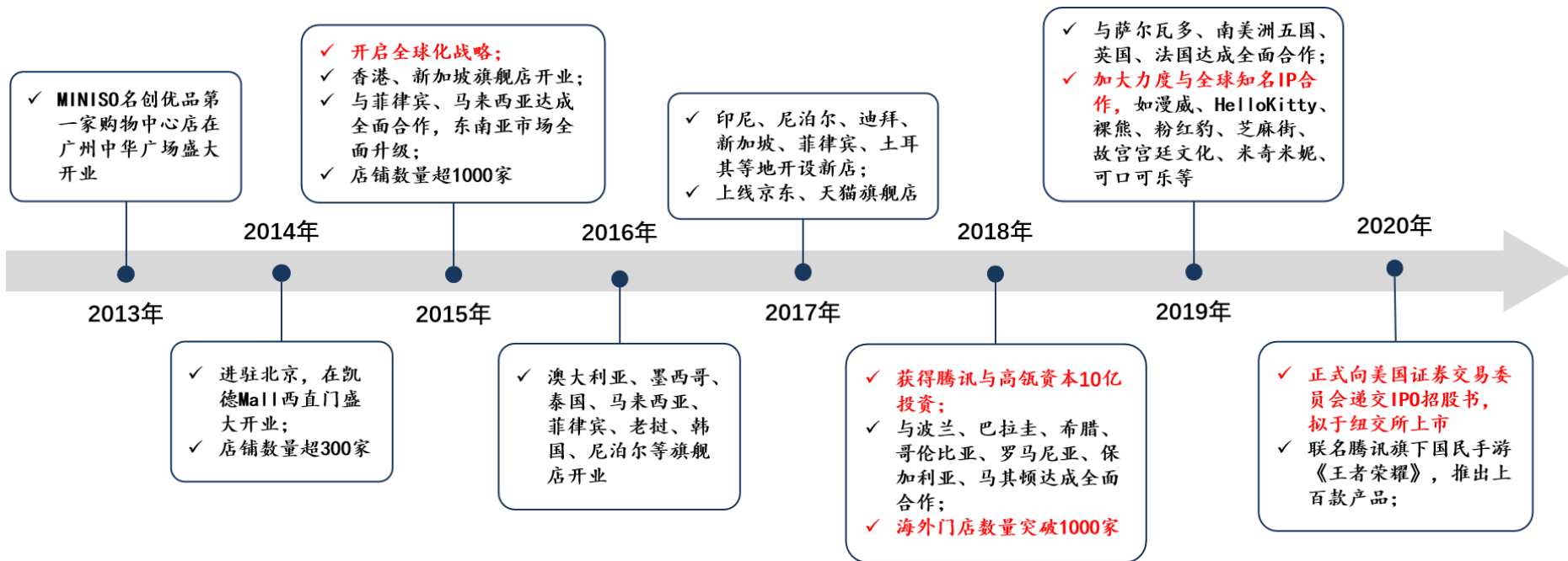




# 发展历程：成立7年，从广州走向世界

- ❑ 名创优品创立于2013年，同年第一家购物中心店在广州开业。
- ❑ 2015年公司开启全球化战略；门店数量超1000家。
- ❑ 2018年获腾讯与高瓴资本10亿元人民币投资，海外门店数量突破1000家。
- ❑ 2019年加大与全球知名IP的合作。
- ❑ 2020年名创优品正式向SEC递交IPO招股书，拟于纽交所上市，代码为MNSO。

图：公司发展历程



## 名创优品线下门店覆盖全球80多个国家/地区

- 截至FY2020（2020年6月）公司全球门店总数达4,222家，覆盖全球80多个国家/地区。公司在中国300多个城市中拥有2533家门店，在全球80多个国家/地区拥有1689家门店。海外门店占比40%，主要分布在亚太、美洲和欧洲。



公司通过智慧门店系统，不断优化门店运营水平，针对每个门店进行个性化选品和商品策展：

- FY2020全球门店进店人次超10亿
- 配备智慧系统的门店进店人次达到4.16亿，其中成交人次超过1.25亿，转化率超过30%
- 80%以上消费者年龄低于40岁，60%消费者年龄低于30岁
- FY2020，至少有一次消费记录的会员数量达到2230万人
- 疫情后，公司启动“新社群营销”，借助微信生态的营销环境，把微信社群作为与会员及粉丝沟通的主要渠道

进店人次  
超10亿

智慧系统  
门店进店  
4.16亿人次

智慧系统门  
店成交人次  
1.25亿，转  
化率超30%

FY2020  
会员数  
2230万人

80%以上  
消费者年龄  
低于40岁

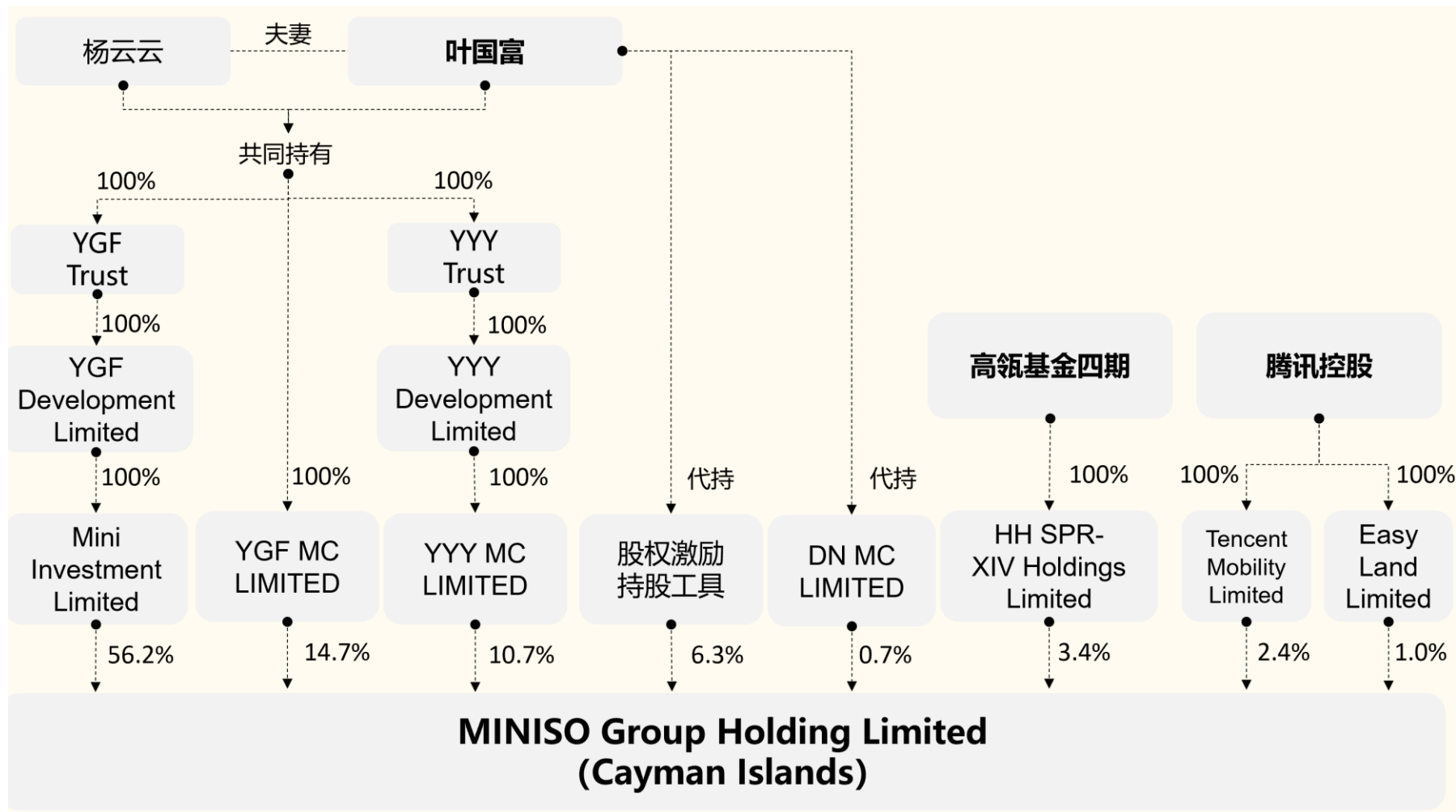
60%  
消费者年龄  
低于30岁

图：广泛利用微信小程序直播，店员直播带货



# 创始人叶国富合计拥有上市公司88.7%投票权，高瓴和腾讯各3.4%投票权

图：名创优品持股比例5%以上股东投票权



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所整理绘制。注：叶国富/高瓴/腾讯所持股权分别为80.8%/5.4%/5.4%

# 公司高级管理人员简介

姓名	年龄	职位	简介
叶国富	42	创始人、董事会主席、CEO	公司创始人，中南财经政法大学经济管理大专学历。
李敏信	48	董事、执行副总裁	负责业务发展。2018年，李敏信先生获得湖北省丹江口市商业技术学院电子技术专业中专文凭。
张赛音	40	董事、执行副总裁、首席财务官	曾任华润纺织和华润服饰CFO。华中农业大学会计学学士、英国伯明翰大学会计与金融硕士学位。
窦娜	35	执行副总裁	负责产品设计和开发。拥有江南大学产品设计学士学位。
杨云云	43	副总裁	负责风险管理。毕业于蚌埠商学院服装设计专业。

### 3. 新时代品牌零售：分化之际，唯快不破

# 经济发展推动人均消费支出增长，中国零售市场规模稳步增长

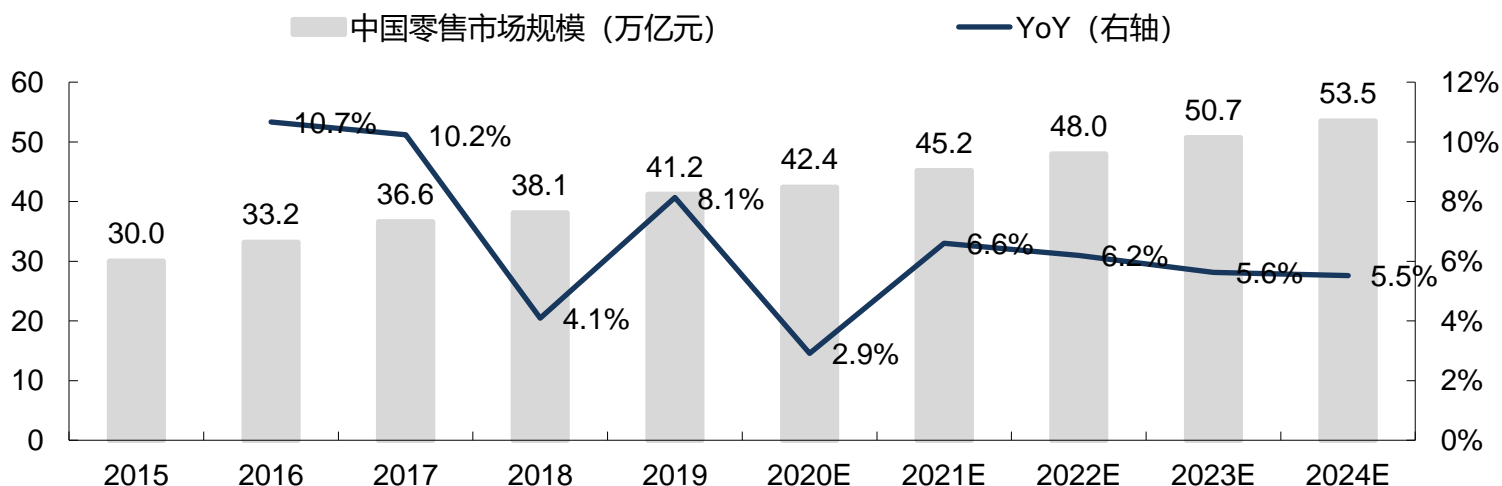
据国家统计局，中国家庭2019年年人均可支配收入3.07万元：

- 2015年，中国家庭年人均可支配收入2.2万元；
- 2015年2019年间，CAGR达到8.8%。

据弗若斯特沙利文，2019年中国零售市场规模达到**41.2万亿元**，同比增长8.1%：

- 预计2024年中国零售市场规模达53.5万亿元，2020-24年CAGR为6.0%；
- 中国人均消费支出由2015年的1.57万元增至2019年的2.16万元，2015-2019年CAGR为8.3%；

图：中国零售市场规模及增速

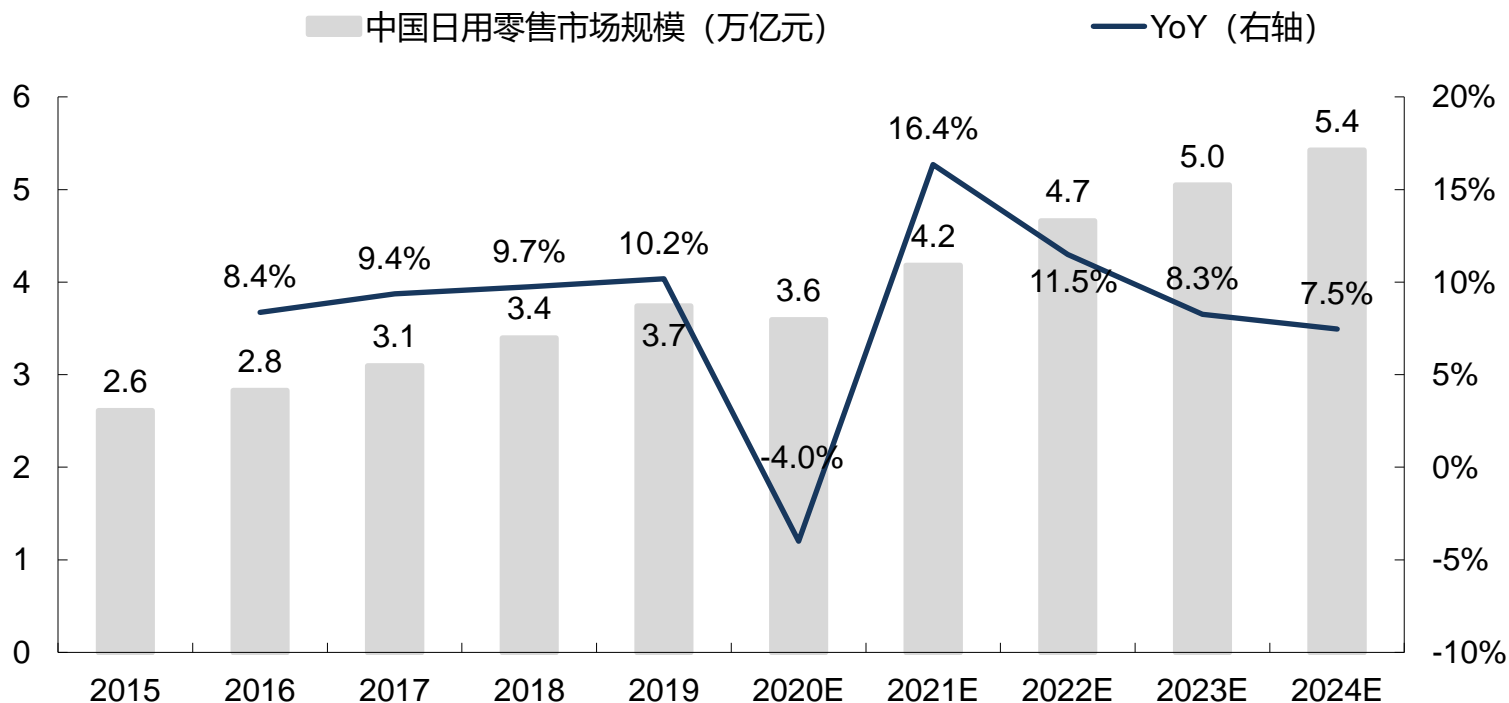


# 中国日用零售市场跑赢总零售市场，未来保持高速增长

据弗若斯特沙利文，中国日用零售市场为中国所有零售细分市场中**增速最快**：

□ 2019年，中国日用零售市场规模3.7万亿元；预计2024年市场规模有望达到5.4万亿元，2020-2024CAGR为10.8%。

## 中国日用零售市场规模及增速





# 全球&中国品牌零售市场都将保持高速增长

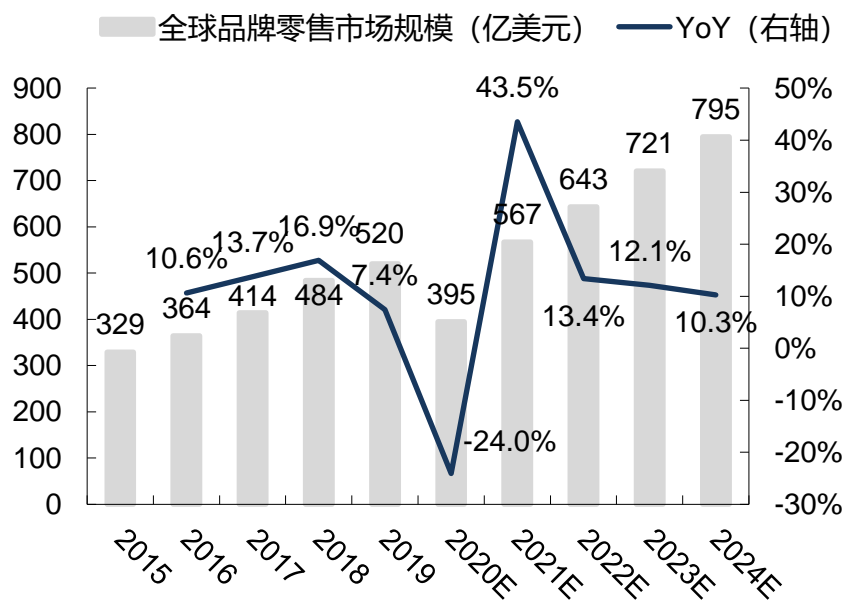
据弗若斯特沙利文，2019年，以GMV计全球品牌零售市场规模达到**520亿美元**：

- 预计2024年全球品牌零售市场规模有望增长至795亿美元，2020-24年CAGR为19.1%。

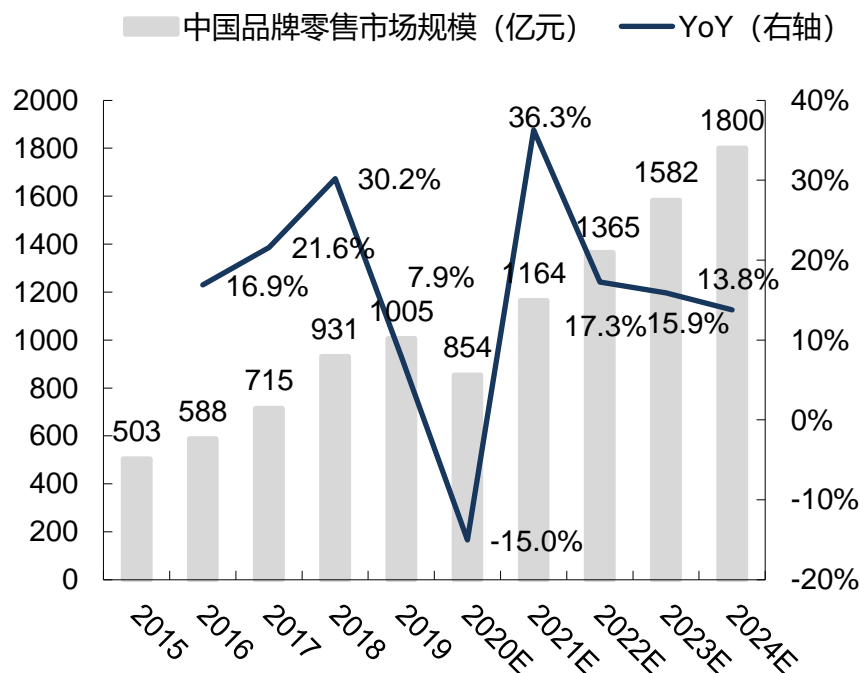
据弗若斯特沙利文，2019年，以GMV计中国品牌零售市场规模达到**1005亿元**：

- 预计2024年，中国品牌零售市场规模有望达1800亿元，2020-24年CAGR为20.5%。

## 全球品牌零售市场规模及增速



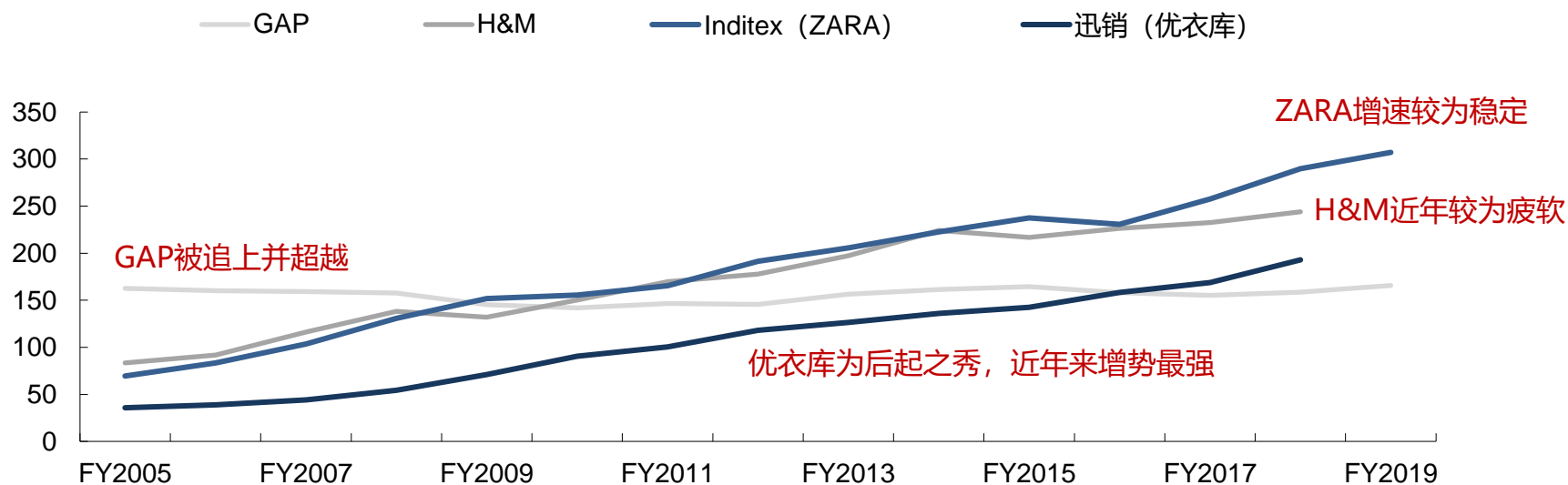
## 中国品牌零售市场规模及增速



# 快消零售市场已经开始分化——以四大快时尚品牌为例

- **快消零售市场正处于分化的十字路口**，我们以服装快时尚品牌为例：
  - 一方面是迅销（优衣库）业绩快速增长，近几年已经追上GAP等传统强势品牌的脚步
  - 另一方面，foever21等品牌发展不佳，已黯然宣布退出中国市场
- **野蛮发展阶段早已过去，而在分化发展的新阶段，也孕育着机会**，关键在于企业是否能够从产品、渠道、营销等多个方面，深入融入本土文化。

图：四大快时尚品牌销量对比（亿美元）——零售市场早已开始分化



- 而中国最特殊的商业文化，我们认为有以下四点：
  - 庞大人口基数所支撑的海量需求
  - 复杂的城市层级和需求层级，孕育广大未被充分满足的下沉市场
  - 中国现在仍是一个发展中国家，平均收入偏低
  - 世界领先的电商文化
- 而经历多年的工业化发展，我国的制造业规模已位于世界前列，拥有大量优质产业集群。但目前品牌化进程相对滞后，有大量优质产品以“白牌”的形式低价卖出。
- 因此，我们认为国内零售行业未来的发展趋势：
  - ①国内优质供应链通过**品牌化**兑现价值，**SKU多但没有价格锚定**的商品具备较高的品牌化潜力；
  - ②行业规模继续增长，但**分化**早已开始——但每过数年都有一些品牌崛起，而另一些品牌退出；
  - ③未来零售唯快不破，能做到**“快反”**的品牌崛起——2008-18年，优衣库和ZARA是胜在“快”而不是时尚，而Forever 21等老品牌就输在“慢”；
  - ④国内有大量没有被主流品牌照顾到的**下沉市场**，我们需要更多**接地气**的品牌；

4. 名创模式：“三高+三低+快反”，注重供应链，轻资本扩张

# 拥有八千多个核心SKU，涵盖11大品类

- 公司拥有8,000+核心SKU，涵盖文具礼品、化妆品、美妆工具、玩具、零食、纺织品、配件、家居装饰、小型电子产品、个人护理和香水，共11大类。



零食

美妆工具

化妆品

玩具

纺织品

配件



文具礼品

香水

小型电子产品

个人护理

家居装饰

# “三高+三低”概念：“高颜值、高品质、高效率” + “低成本、低毛利、低价格”

## 三高

- ✓高颜值
- ✓高品质
- ✓高效率

### 三高:

- 高颜值：突出设计理念，统一日系风格；聘请设计师，搭建设计师平台
- 高品质：找对供应商，大量投入资金
- 高效率：实现21天超高速快速存货周转，爆品战略，渠道缩短，渠道共享

## 三低

- ✓低成本
- ✓低毛利
- ✓低价格

### 三低:

- 低成本：大规模厂家直采，规模效应+减少中转
- 低毛利：名创优品FY2020毛利率30.43%，远低于Vend公司2019年基准报告中53.33%的全球零售平均毛利率。
- 低价格：截至FY2020，中国区超过95%的产品零售价格低于50元人民币。

图：名创优品产品特点——低价格+高颜值



淘宝白牌

名创优品较白牌产品颜值高、名气大



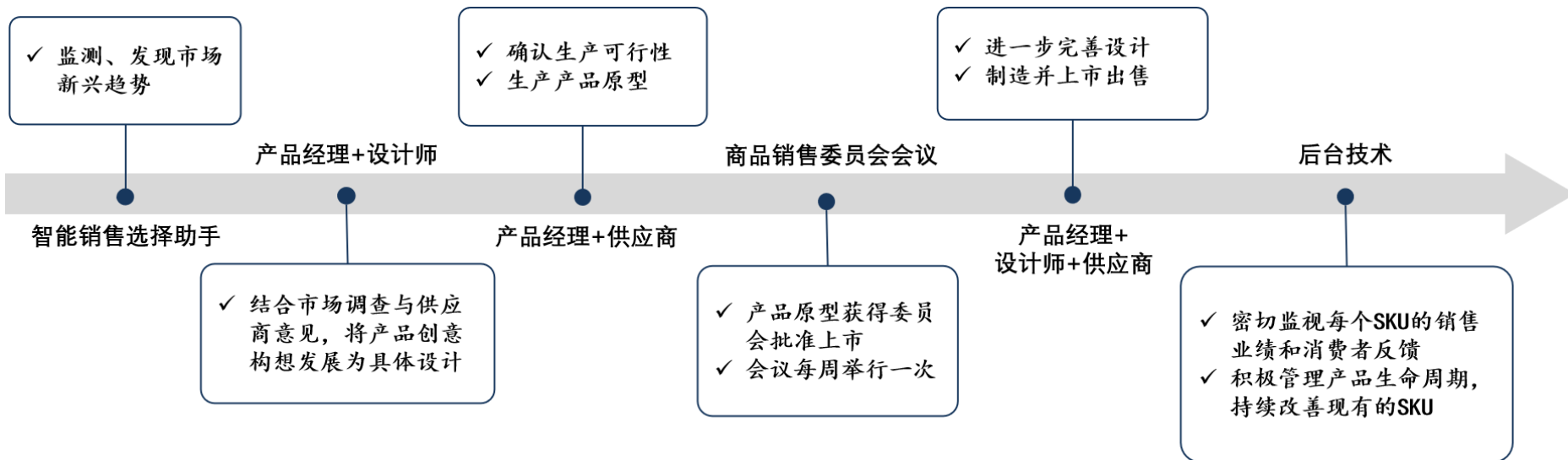
名创优品较其它名牌产品价格更低



# 与设计师密切合作，产品多次斩获知名设计奖

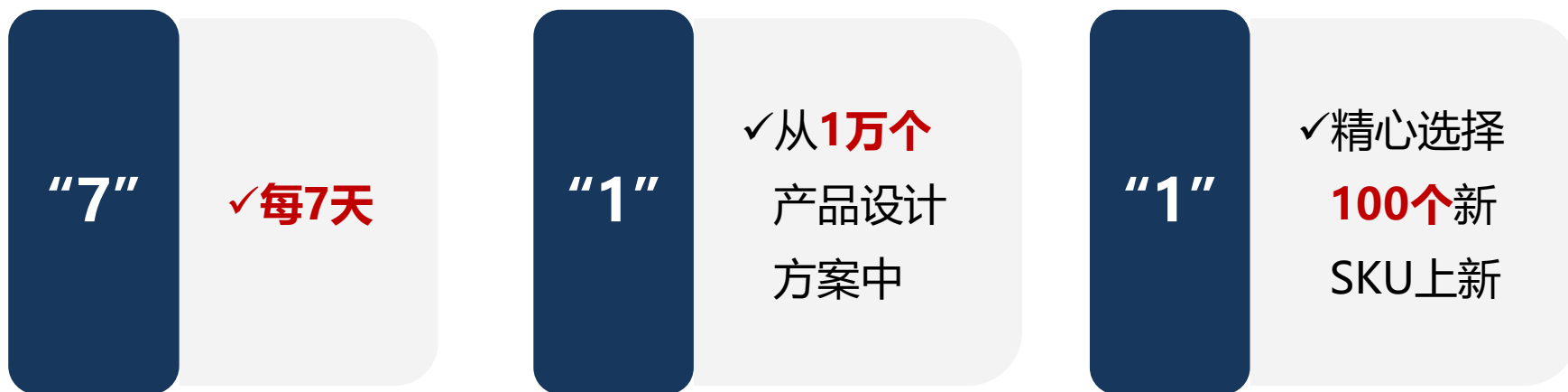
- 100多名产品经理与设计师和供应商紧密合作。
- 于海外市场，公司的产品经理、本地供应商与国际运营团队紧密协作，施行本地化的销售策略，以满足当地市场需求。
- 截至FY2020，名创优品拥有大约8,000个核心SKU，其中约2300个核心SKU来自联名产品；共获得28个国际知名设计奖。

图：名创优品产品设计流程



- 每7天从10000个产品设计方案中精心选择约100个新的SKU进行产品上新。
- 截至FY2020，名创优品平均每月推出超过600个SKU。
- 产品频繁更新，保障产品的多样性、潮流性、新鲜感，以满足消费者不断变化的需求和偏好。
- 向顾客传递信息：7天上一批新货，每周要来一次。

图：名创优品“711”产品开发战略内涵



- ✓ FY2020，名创优品**每月推出超过600个SKU**
- ✓ 通过“7天上新”，向顾客传递——每周都要来一次



## IP联名:

- ❑ 截至FY2020, 名创优品与**17个IP**许可人建立了品牌合作关系
- ❑ 拥有漫威、迪士尼, Hello Kitty、粉红豹、芝麻街、故宫宫廷文化、可口可乐等IP使用权
- ❑ 聚焦“Z世代”年轻消费人群, 紧贴当下年轻人的消费潮流, 提升品牌影响力和知名度



图: MINISO和漫威联名

## 明星代言:

- ❑ 2020年5月16日, 公司正式宣布演员**王一博、张子枫**成为名创优品全球品牌代言人
- ❑ 两位高人气新生代偶像有望为品牌吸引更多年轻消费者



图: 名创优品全球品牌代言人——王一博、张子枫

图：名创优品集中行业优质供应商



图：基于中国九大物流仓，构建全球物流体系

## 赋能全球供应商，打造快速高效流转体系：

- ❑ 截至FY2020，公司共有逾600家优质供应商，
- ❑ 分散供应商降低风险，所有供应商供货比例均不超过10%
- ❑ 数字化变革打造快速反应能力，通过SAP系统自动计算订单需求，小批量多频次下单
- ❑ 制定整套完善严格的供应链标准管理体系、流程和标准
- ❑ 基于中国九大核心物流仓，配合海外九个物流中心，打造全球快速精准物流体系



- **名创优品独特的加盟模式使公司以轻资本的模式快速扩张，同时有效地管控加盟店。**总的来看，该模式亮点如下：
  - 加盟商提供大部分开店初期的资本投入，名创优品实现轻资本快速扩张
  - 名创优品提供形象装修、人员培训等核心环节，保证对加盟店的服务质量
  - 每天营业额的38%（食品为33%）在第二天转入投资商账户，店铺租金、人工、电费、工商及税收等杂费由加盟商负责
  - 名创优品提供商品&管理库存环节，帮助加盟商解决库存包袱，实现零库存
  - 加盟商通常在商店开业后的12-15个月内收回他们的投资成本

图：名创优品加盟模式详解

## 名创优品提供：

- ✓ **提供货源，承担库存风险**
- ✓ **店铺装修图纸**
- ✓ **提供装修队、货柜货架等店内设备**
- ✓ **统一招聘及员工培训**
- ✓ **提供零售行业专业咨询**

## 名创优品获得：

- ✓ **每天营业额的62%（食品67%）**
- ✓ **轻资本模式快速扩张开店**

## 加盟商提供：

- ✓ **货品保证金75万元（一次性收取）**
- ✓ **特许商标使用金，8万/年**
- ✓ **自理店铺租金、装修及店内设施购置成本**
- ✓ **自理人工、水电、工商及税收等杂费**

## 加盟商获得：

- ✓ **每天营业额的38%（食品33%），次日转入**
- ✓ **通常12-15个月收回投资；零库存风险**

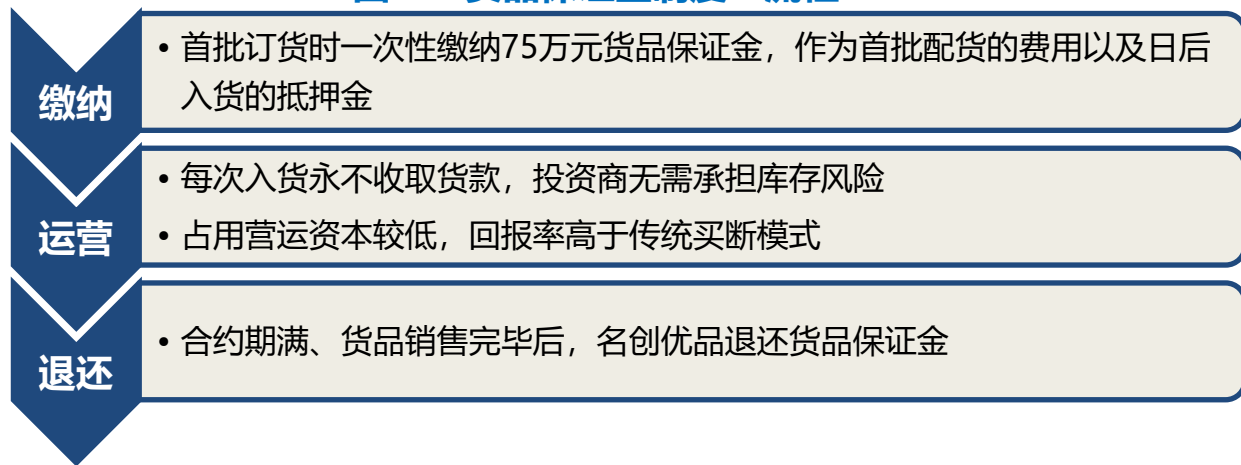
## 传统日用零售商痛点：库存风险高

- ❑ **SKU多，库存管理难：**
  - 日用品零售特点是SKU数量多、迭代较快（如换季清仓）；
  - 传统日用品零售商要么选择冒着存货风险大批量进货，要么顶着高价格小批量进货；
  - 库存贬值、仓储成本带来库存风险。
- ❑ **销售回款慢占用现金流，投资回报低：**
  - 销售完成后才能获得现金回流，但仓储等成本需要预付，有时也需要预付款订货；
  - 传统买断进货模式下，营运资本占用较高，资本回报率低。

## 名创优品解决方案：“货品保证金制度”

- ❑ **一次性缴纳，之后免费配货：**
  - 货品保证金是首批配货和每次入货的抵押金；
  - 其中包括首批配货费用；
  - 缴纳后每次补货不收取货款。
- ❑ **解决库存痛点，零库存风险：**
  - 库存管理及库存风险均由名创优品承担；
  - 投资商无需承担库存风险。
- ❑ **合约期满履约退还保证金**
  - 据公司官网，该模式下回报率高于传统货品买断模式；
  - 合约期满后公司履约退还货品保证金。

图：“货品保证金制度” 流程



图：名创优品投资条件



**人口数量**  
城市人口数30万



**年龄&学历**  
20岁以上中国公民  
高中及以上文化程度

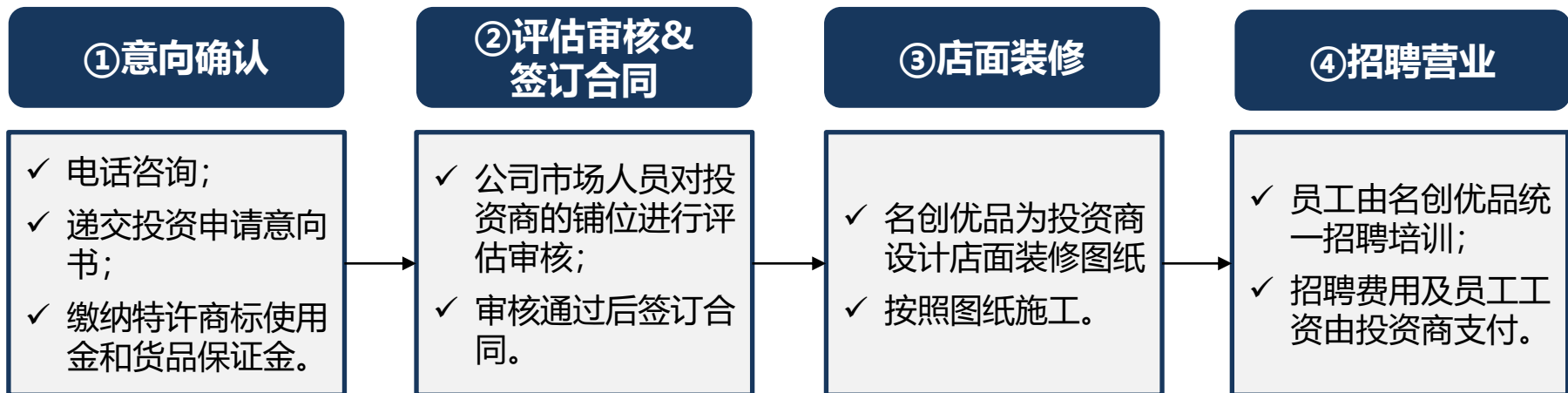


**经营地点**  
商场, Shopping Mall,  
商业街, 步行街, 邻近地铁



**店铺选择**  
最佳实用面积200m<sup>2</sup>以上  
门宽8m以上,  
年营业额预算为700-3000万

图：名创优品投资流程



# 加盟商初始投资试算：一/二/三线城市分别为约160/130/120万元

## 图：名创优品典型门店初始投资测算

项目	一线城市	二线城市	三线及以下
<b>租金计算</b>			
店铺面积 (m <sup>2</sup> )	250	200	200
日租金 (元/m <sup>2</sup> /月)	12	8	6
<b>月租金 (万元)</b>	<b>9</b>	<b>4.8</b>	<b>3.6</b>
<b>员工工资计算</b>			
员工人数	12	10	10
平均员工工资 (元/月)	5500	4500	3000
<b>每月工资支出 (万元)</b>	<b>6.6</b>	<b>4.5</b>	<b>3</b>
<b>水电杂费 (万元/月)</b>	<b>0.5</b>	<b>0.36</b>	<b>0.36</b>
<b>品牌授权费 (万元/年)</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
<b>每月支出 (万元)</b>	<b>16.77</b>	<b>10.33</b>	<b>7.63</b>
<b>装修及设备费用 (万元)</b>	<b>30</b>	<b>18</b>	<b>15</b>
<b>流动资金 (3个月租金人工水电, 万元)</b>	<b>48.3</b>	<b>28.98</b>	<b>20.88</b>
<b>货品保证金 (万元, 可退回)</b>	<b>75</b>	<b>75</b>	<b>75</b>
<b>总初始投资 (万元)</b>	<b>161.3</b>	<b>130.34</b>	<b>119.24</b>
<b>每月固定支出</b>	<b>16.77</b>	<b>10.33</b>	<b>7.63</b>

## 图：名创优品门店投资回收期测算

	一线城市	二线城市	三线及以下
店铺年收入 (万元)	650	400	300
加盟商月度收入 (以35%收入计)	18.96	11.67	8.75
减：每月成本	16.77	10.33	7.63
加盟商每月盈利	2.19	1.34	1.12
总初始投资 (万元)	161.30	130.34	119.24
固定投资 (万元, 为装修费用)	30	18	15
年化初始投资回报率	16.3%	12.3%	11.3%
<b>固定投资回收期 (月)</b>	<b>13.69</b>	<b>13.43</b>	<b>13.35</b>

### 测算假设

- ❑ 每家店需要员工人数为：2+面积/25
- ❑ 一/二/三线城市每月每平方米水电杂费、物业费等 20/18/18元
- ❑ 总初始投资：1年品牌授权+货品保证金+装修费用+流动资金
- ❑ 回报周期：装修及设备费用/每月盈利
- ❑ 年化回报率：每月盈利\*12/初始总投资

### 测算结果

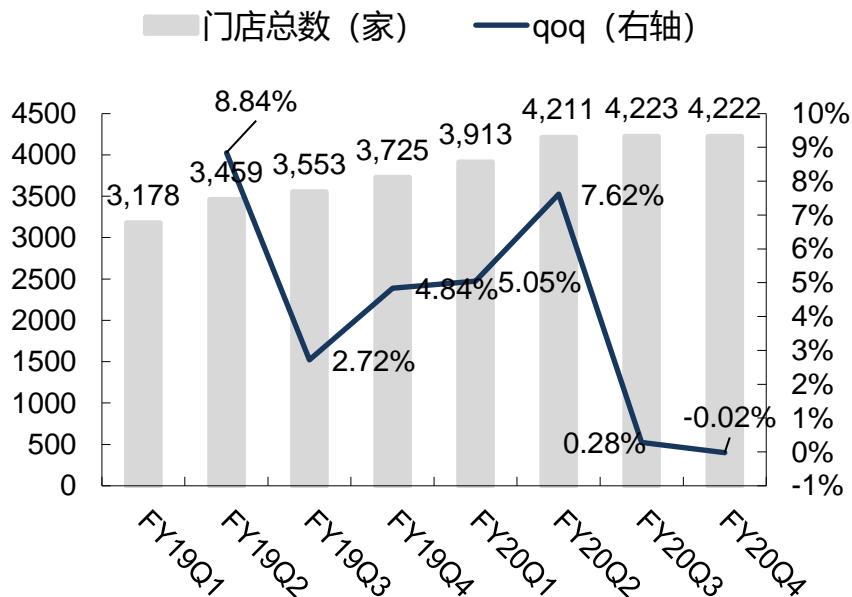
- ❑ 一线/二线/三线城市开店所需初始投资分别约为 160/130/120万元
- ❑ 年化投资收益率 (不考虑折旧) 为16%/12%/11%
- ❑ 投资回收期分别为13.7/13.4/13.3个月

## 5. 以加盟店为主，四成门店位于海外

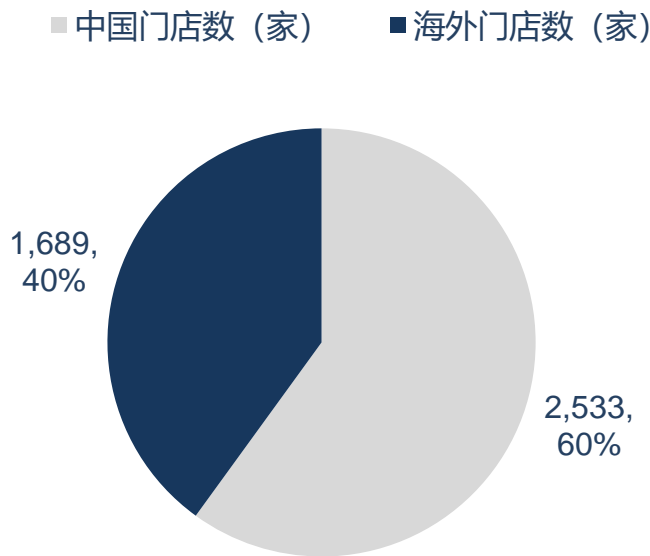
# 全球四千家门店，海外占四成

- 据弗若斯特沙利文，名创优品是世界上覆盖国家/地区数量最多的日用零售商。
- **疫情爆发前，2019年名创优品门店快速扩张。**截至FY2020Q2（2019年12月）公司全球门店总数达4,211家，同比增长21.74%。
- **近年公司海外拓张成果斐然。**至2020年6月，公司在中国300多个城市中拥有2533家门店，在全球80多个国家和地区拥有1689家门店。海外门店占比40%，主要分布在亚太、美洲和欧洲。
- **疫情使公司门店拓张计划停滞不前。**FY2020Q3/ Q4，公司门店总数分别增长12家/减少1家，环比增速分别为0.28%/-0.02%。在疫情影响下，2020年上半年公司海外门店拓张速度放缓，国内门店数量略有下降。

图：FY2020名创优品全球门店总数达4,222家



图：FY2020名创优品40%门店位于海外

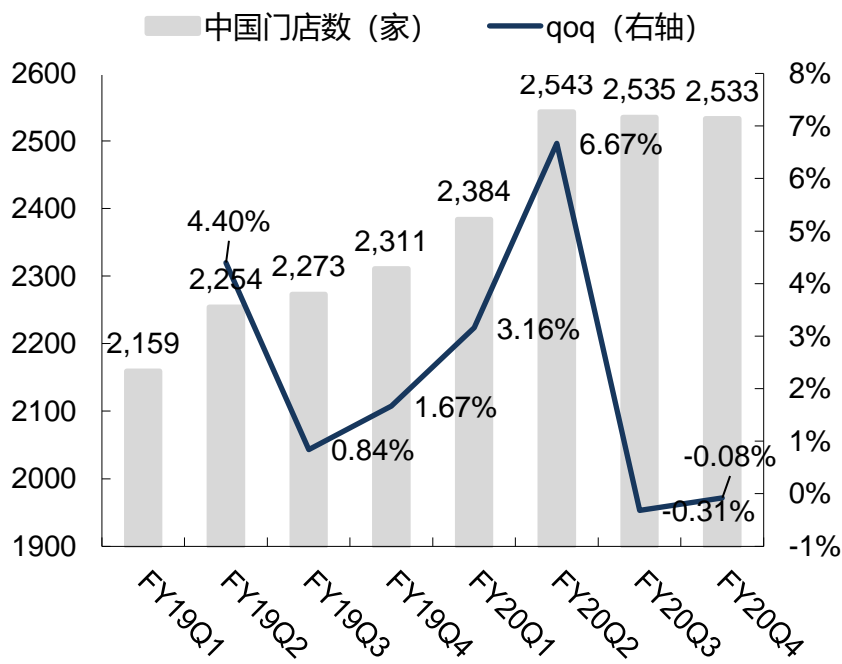




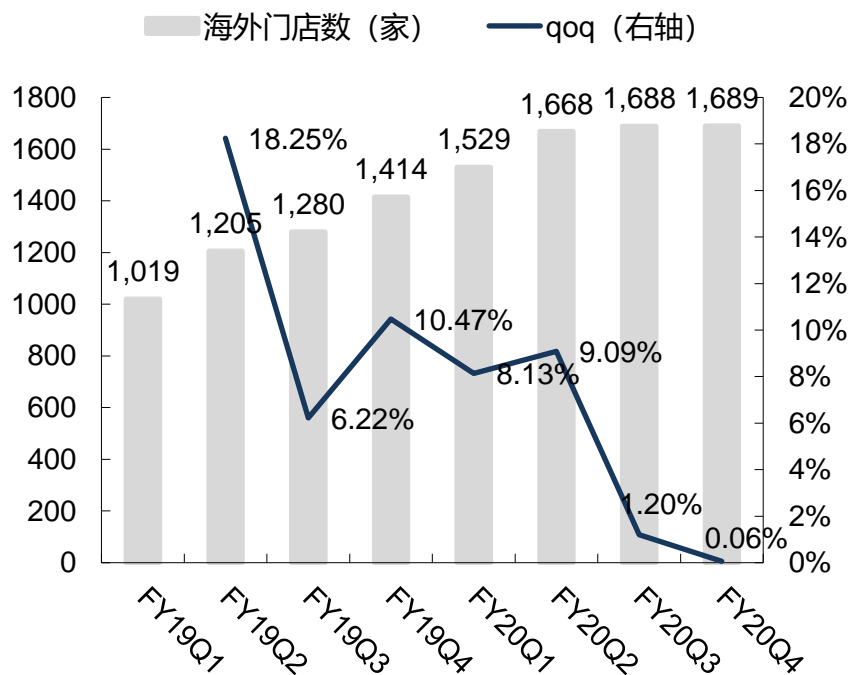
# 疫情前海外门店数迅速扩张，疫情期间国内门店数出现下滑

- **疫情前海外、国内门店数量均呈增长趋势，海外门店数高速增长。**国内门店数从2018年6月底的2,159家增至2019年底的2,543家，对应国内门店数CAGR为22.7%；海外门店数量从2018年6月底的1,019家增至2019年底的1,668家，对应海外门店数CAGR为82.5%。
- **疫情开始后海外门店增速放缓，国内门店数减少。**疫情期间公司关闭部分门店，FY2020 Q3/ Q4国内门店数分别环比减少0.31%/ 0.08%；海外门店增速放缓，FY2020 Q3/ Q4门店数环比增速分别为1.20%/ 0.06%。

图：名创优品国内门店数量及增速



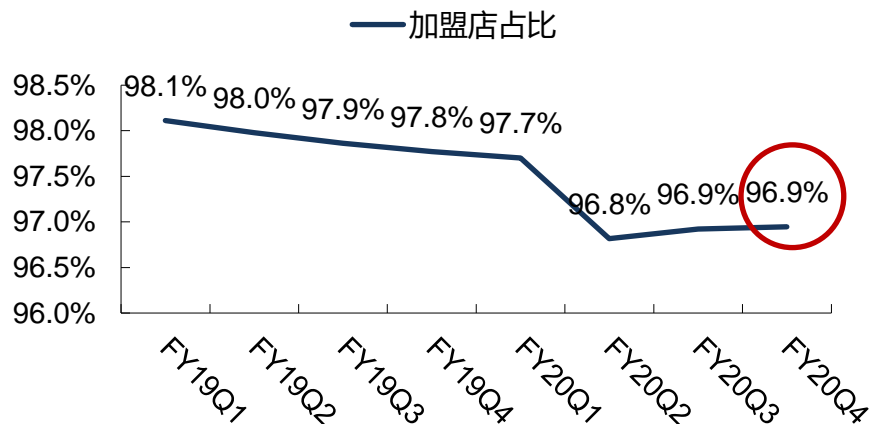
图：名创优品海外门店增速高于国内门店



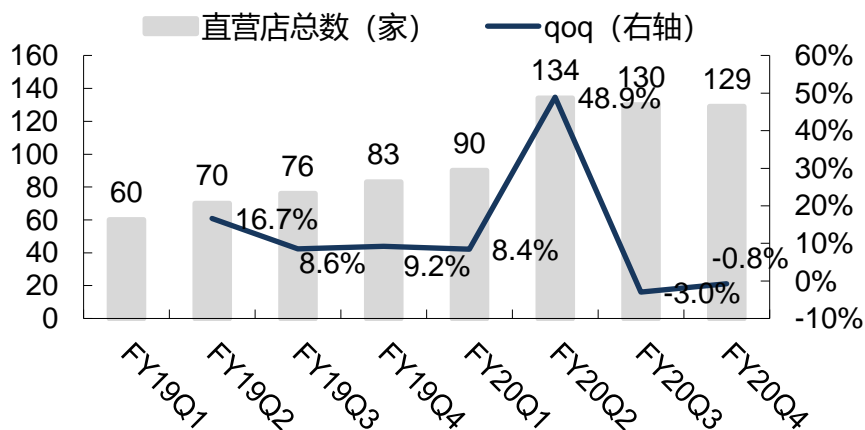
# 加盟店占比96.9%，直营店数量增速高

- 名创优品门店分为直营、第三方运营（加盟）两种模式，**加盟占比96.9%**。截至2020年6月30日，第三方运营门店数在总门店数中占比高达96.94%，是名创优品门店矩阵中的重要组成部分。
- FY2019以来加盟店占比总体呈下降趋势，主要是因为**直营店基数小增速高**。加盟店占比由FY2019Q1的98.1%下降至FY2020Q4的96.9%，主要是因为直营店数量从FY2019Q1的60家增至FY2020Q4的129家。
- 加盟店数量也有所增长。截止FY2020公司拥有加盟店4093家，同比增长12.4%。

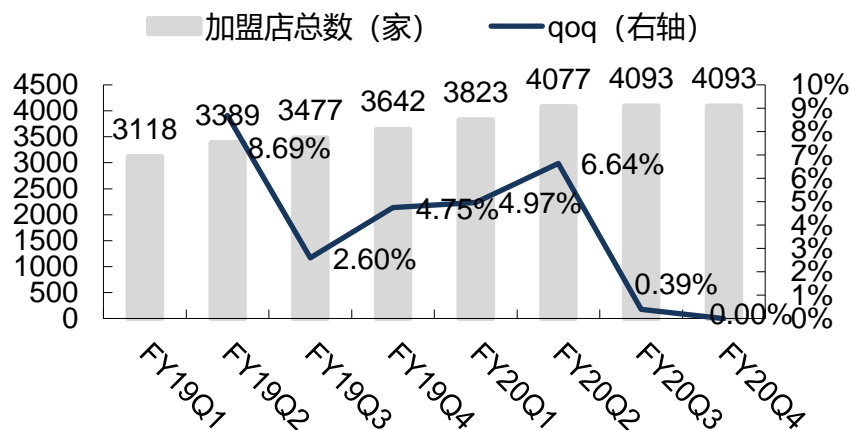
图：FY2020Q4加盟店占比高达96.9%



图：直营店数量较少，FY2020仅为129家



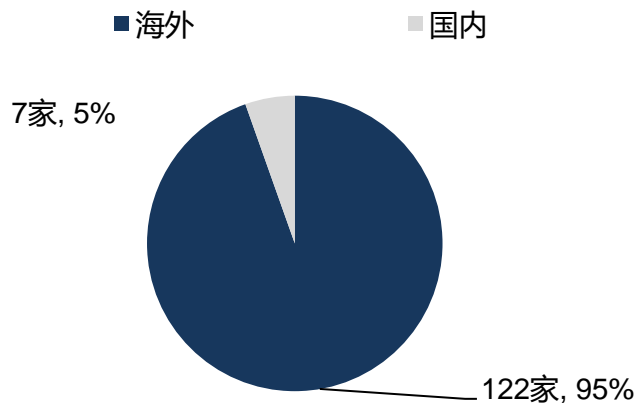
图：FY2020加盟店数量达4093家，同比+12.4%



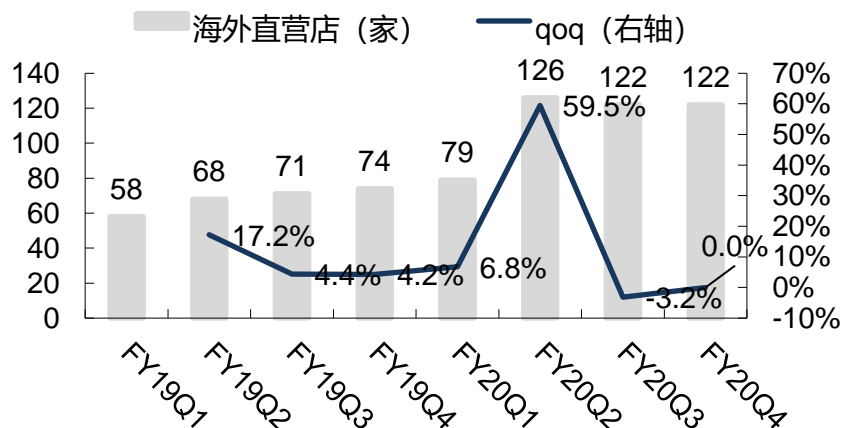
# 海外直营占比高，力主加强管控&打造品牌形象

- ❑ **多数直营店位于海外。**截止至FY2020，公司129家直营店中，有122家位于海外，7家位于国内。**直营店中有94.6%位于海外。**
- ❑ **海外门店中直营比例更高。**截至FY2020，国内门店中直营店，比仅为0.28%；**海外门店中直营店占比达7.2%。**
- ❑ **海外直营店占比高、增速快，有利于公司海外扩张时管控品牌和树立形象。**FY2020公司拥有122家海外直营店，同比增长54.4%
- ❑ **近期国内直营店有所调整。**FY2020国内直营店数量有所下降，从年初的9家减少至7家。

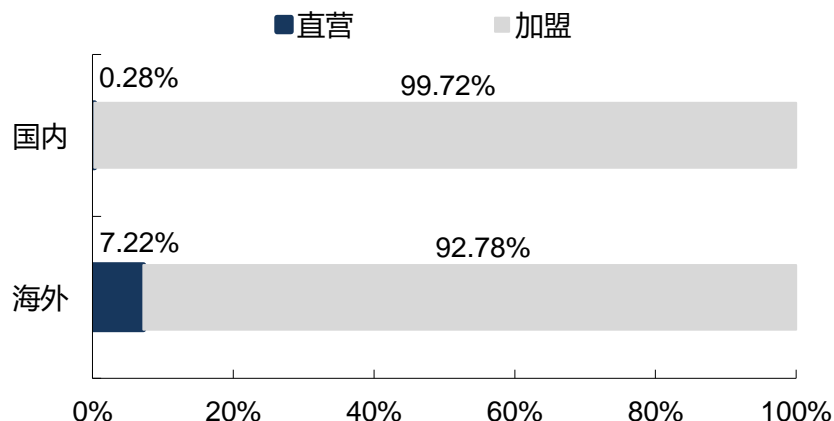
图：FY2020公司95%直营店位于海外



图：FY2020海外直营店122家，同比+54.4%



图：FY2020海外门店直营占比7.22%，高于国内



- 海外直营店占比高，有利于公司海外扩张时管控品牌和树立形象。名创优品更注重在海外的品牌形象建设，直营比例更高（国内0.3%，海外7.2%）；海外门店的装潢也更精致，但价格对比当地其他商铺仍有较明显优势。

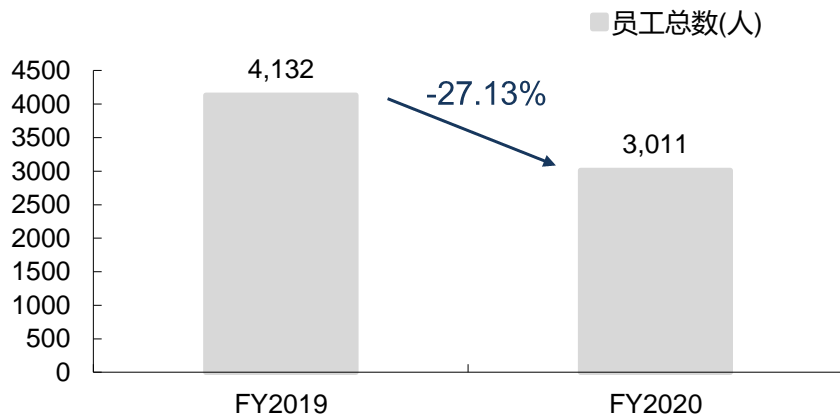
图：名创优品海外门店形象



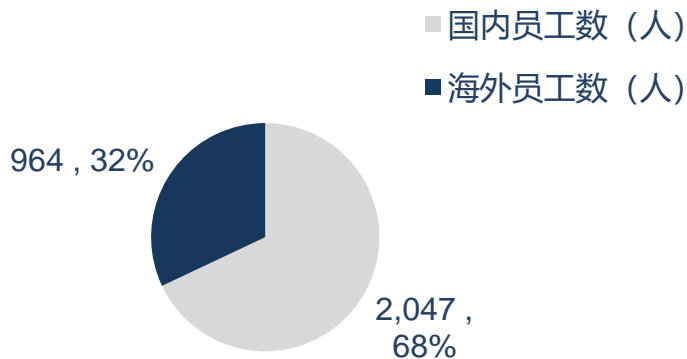
# 员工总数进一步精简，在中国雇员数超过六成，产品&供应链员工数最多

- FY2020公司拥有3011名员工，较FY2019的4,132名减少27.13%。其中国内2047名，占比68%；海外964名，占比32%。
- 具体看中国地区的员工构成：
  - 产品&供应链员工613名，占比29.9%；
  - 管理岗员工520名，占比25.4%；
  - 运营岗员工466名，占比22.8%；
  - 销售&市场员工204名，占比10.0%；
  - 技术员工168名，占比8.2%；
  - 商业拓展、物流员工分别为53人、23人。

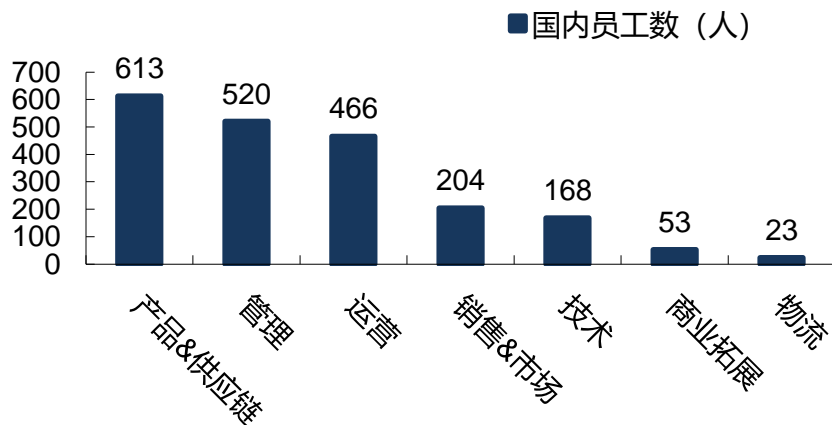
图：FY2020全球员工3011人，同比减少27.13%



图：FY2020国内员工占比为68%



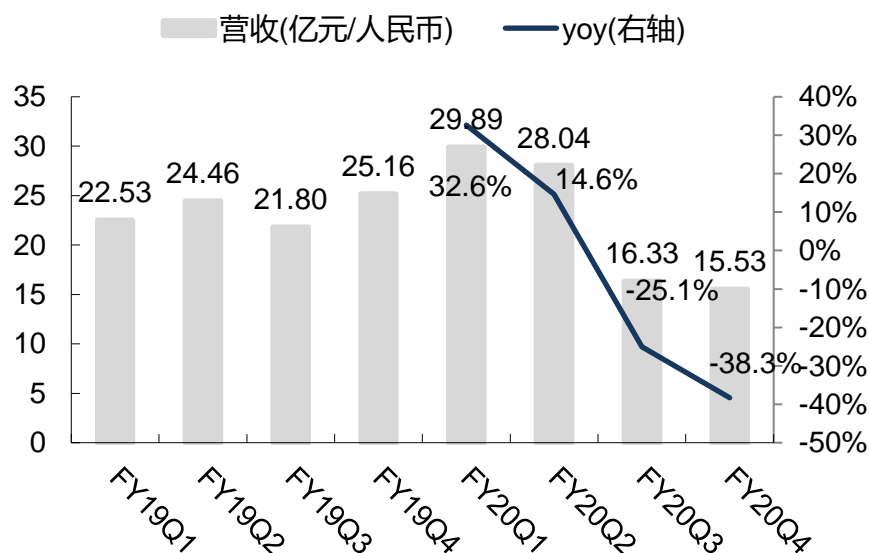
图：FY2020国内员工构成



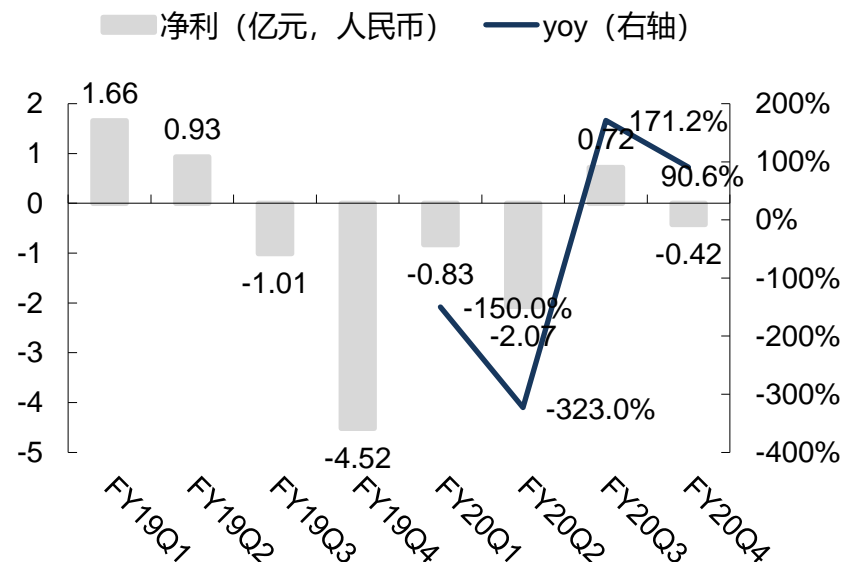
## 6. 财务概览：疫情前后“冰火两重天”，海外收入已占32%

- **2019年（自然年），名创优品GMV达190亿元人民币。**据弗若斯特沙利文测算，名创优品是2019年全球GMV最高的品牌零售商，也是覆盖国家/地区数最多的日用零售商。
- **FY2020公司实现收入89.8亿元，同比减少4.4%。**收入减少主要是因为疫情造成的商店停业、营业时间减少、物流终止等不利因素影响正常经营。至2020年6月，仍有20%+的海外门店处于关闭状态。
- **分季度看：疫情前FY2020H1收入57.93亿，同比增长23.3%；疫情期间FY2020H2收入31.86亿元，同比减少32.1%。**可见疫情对公司收入造成较大不利影响。
- **FY2020公司净亏损为2.60亿元，较FY2019的2.94亿净亏损收窄11.6%。**

图：FY20H2收入受疫情影响较大幅下滑



图：FY2020公司净亏损有所收窄



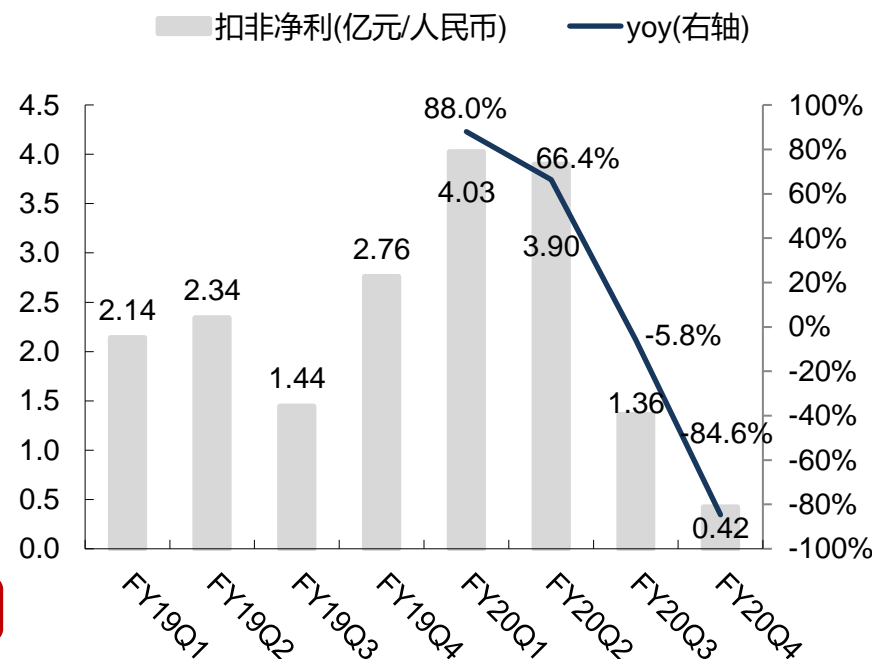
# 调后利润增长11.7%，调后净利率达到10.8%

- **FY2020名创优品调后净利润9.71亿元，同比增长11.7%；调后净利率为10.8%，同比增长1.6pct。**
- 调整项为优先股公允价值变动、非持续经营业务损失、以权益结算的股份支付、与不可收回股利的非限制性股票相关的员工薪酬费用和非流动资产减值损失。
- **季度细分：**疫情前FY2020H1公司调整后净利润为7.93亿元，同比增长77%；疫情开始后FY2020H2公司调整后净利润为1.78亿元，同比减少57.62%。

**表：调后净利润调整项**

单位：亿元/人民币	FY2019	FY2020	YoY
<b>净利润</b>	<b>-2.94</b>	<b>-2.60</b>	<b>11.6%</b>
<b>调整项加回：</b>			
优先股公允价值变动	7.10	6.80	-4.2%
非持续经营业务损失	3.04	1.30	-57.2%
以权益结算的股份支付	1.22	3.64	198.5%
与不可收回股利的非限制性股票相关的员工薪酬费用	--	0.20	--
非流动资产减值损失	0.28	0.37	33.8%
<b>调整后净利润</b>	<b>8.69</b>	<b>9.71</b>	<b>11.7%</b>
<b>调整后净利率</b>	<b>9.2%</b>	<b>10.8%</b>	<b>--</b>

**图：疫情期间调后净利润明显下滑**

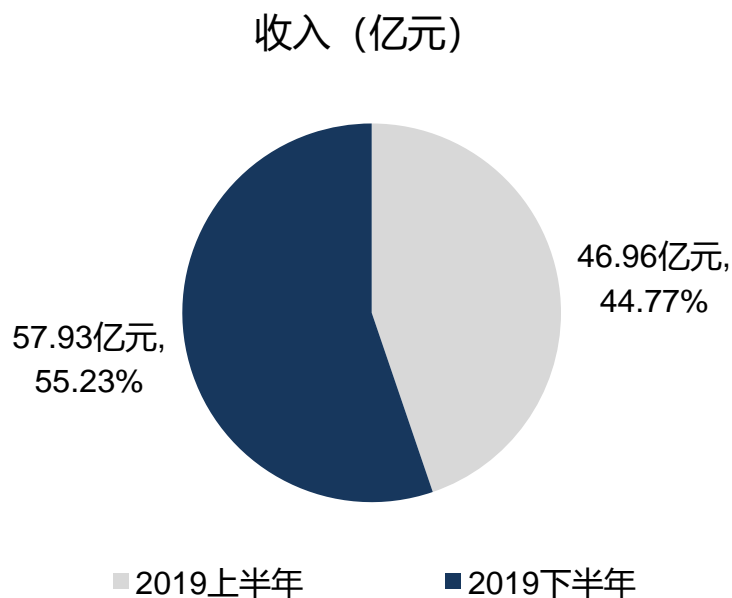




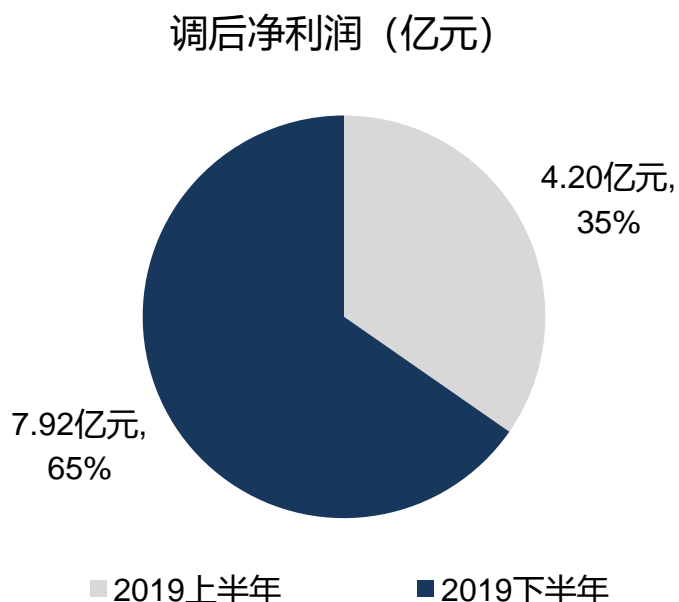
## 业绩季节性：通常下半年（7-12月）表现更好

- 据公司招股书，名创优品通常在下半年具有更好的业绩表现。
- **收入端：2019年下半年收入占全年55.2%**。以2019年自然年为例，公司上半年（FY2019H2）收入为49.96亿元，下半年（FY2020H1）收入为57.93亿元，下半年收入占全年55.2%。
- **利润端：2019年下半年调后净利润占全年65.3%**。以2019年自然年为例，公司上半年（FY2019H2）调后净利润为4.2亿元，下半年（FY2020H1）调后净利润为7.92亿元，下半年调后净利润占全年65.3%。

图：2019上下半年收入占比



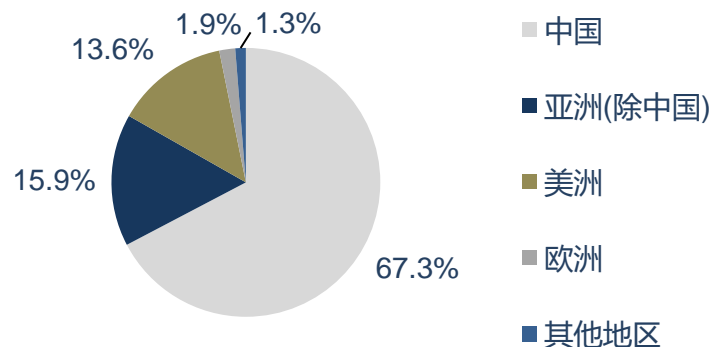
图：2019上下半年调后净利润占比



# 海外市场占比达32.7%，疫情影响下FY20欧美市场逆势增长

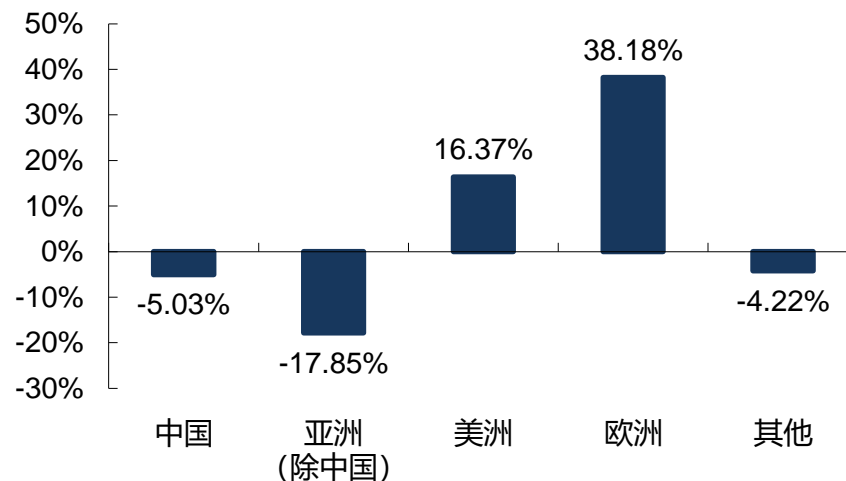
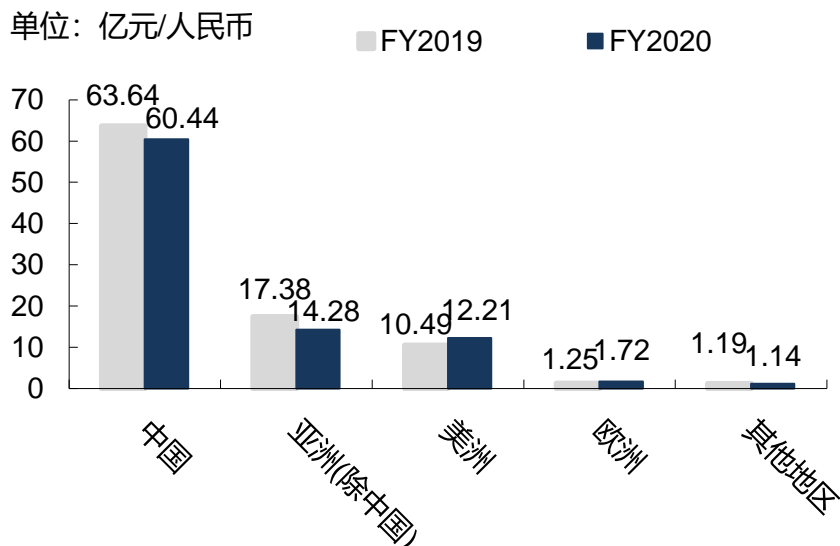
- FY2020，公司国内/海外营收分别为60.44亿元/ 29.35亿元，同比减少5.0%/ 3.2%；**海外收入占比达32.7%**。
- 尽管遭受疫情影响，**FY2020欧美市场仍逆势增长**。FY2020美洲/ 欧洲市场收入分别为12.21亿元/ 1.72亿元，同比增速分别为16.37%/ 38.18%。

图：FY2020各地区营收占比——海外占比32.7%



图：中国仍是名创优品最大市场

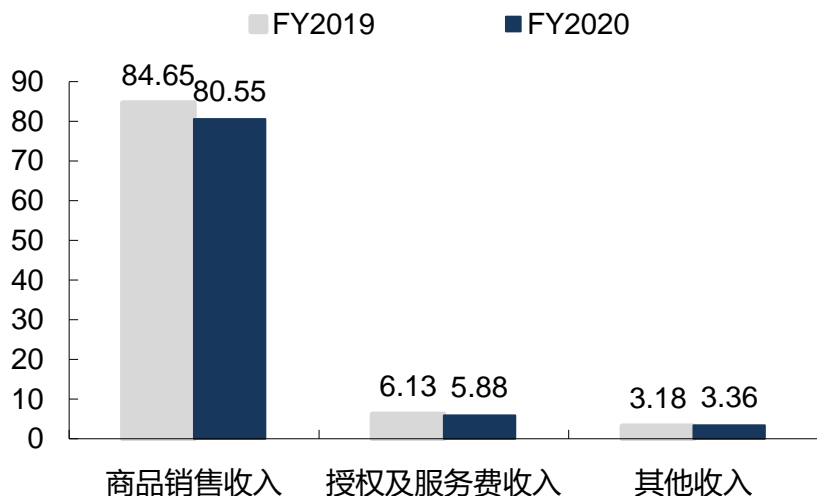
图：FY2020欧洲、美洲市场疫情下逆势增长



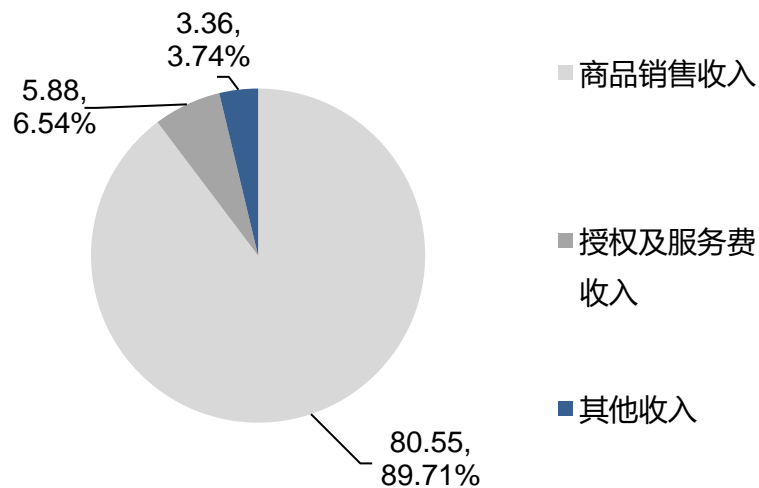
# 公司收入主要来自商品销售收入，FY2020占比89.7%

- **分业务看**，FY2020商品销售收入为80.55亿元，同比减少4.83%；授权及服务费收入为5.88亿元，同比减少4.07%；其他收入为3.36亿元，同比增长5.76%。
- **商品销售是公司主要收入来源**。FY2020公司商品销售/授权及服务费/其他收入占比分别为89.7%/6.5%/3.7%。
- **授权及服务费主要为**：加盟商和渠道商需缴纳不可退回的预付许可费，以获得“名创优品”品牌的使用权。此外，加盟商还需支付基于销售额的版税和管理咨询费。FY2020许可费/版税/管理咨询费收入分别为0.78/0.82/4.27亿元，占授权及服务费收入的13.3%/14.0%/72.6%。
- 其他收入主要为利息收入以及政府补贴等。

图：名创优品收入构成（亿元）



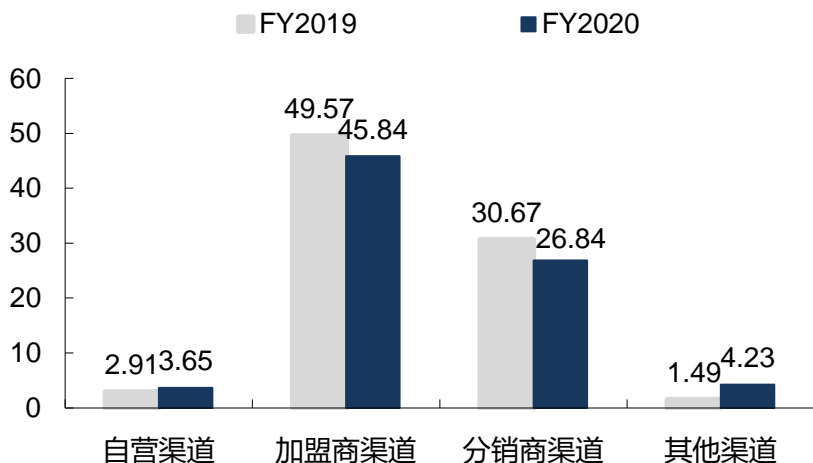
图：FY2020名创优品收入（亿元）与占比



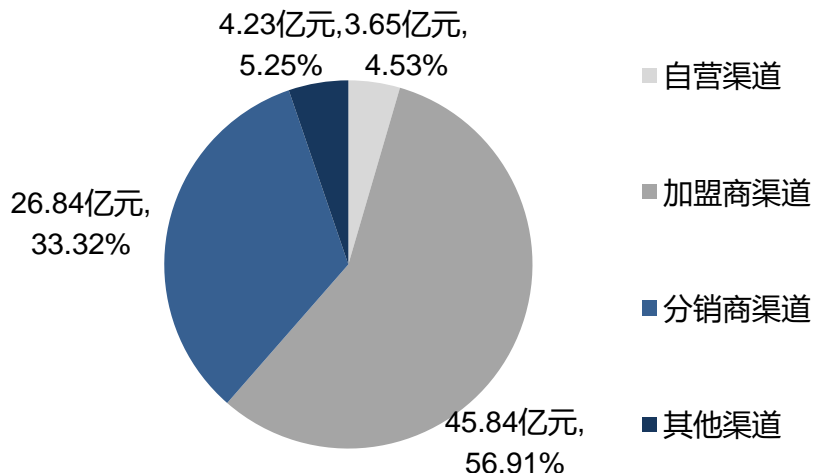
# 商品销售收入主要来源于第三方渠道

- 商品销售收入按渠道可拆分为：①自营渠道；②加盟商渠道；③分销商渠道；④其他渠道
- 加盟商、分销商渠道占比最高。** FY2020自营/加盟/分销/其他渠道实现收入3.65/ 45.84/ 26.84/ 4.23亿元，同比+25.4%/ -7.52%/ -12.5%/ +182.9%，占比分别为4.53%/ 56.91%/ 33.32%/ 5.25%。公司主要通过加盟模式扩展门店，因此第三方加盟/分销模式收入占比最高。
- 加盟商渠道主要位于国内。** 公司与加盟商签订加盟协议，授权加盟店出售从名创优品集团购买的产品。销售收入根据实际销售额及抽成比例确认。（据官网，公司正常商品抽取62%，食品67%）
- 分销商渠道主要位于海外。** 公司与分销商签订许可销售协议，授权分销商将商品批发给指定区域内的授权门店。销售收入根据合同价格扣除销售折让后确认。
- 其他渠道主要由线上渠道构成，包括名创优品移动APP、微信小程序、第三方平台商城（如天猫）等。

图：各渠道商品销售收入（亿元/人民币）



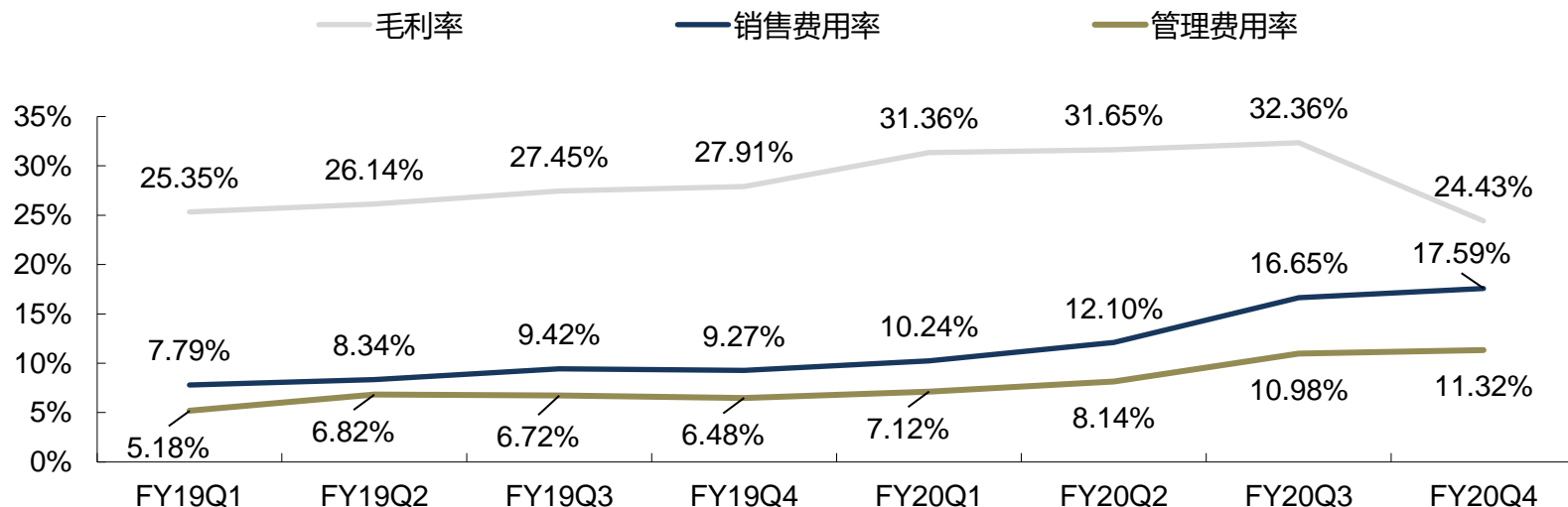
图：FY2020各渠道商品销售收入占比



## 毛利率逐步提升，疫情对供应链影响在FY2020Q4开始显现

- **FY2020公司毛利率为30.4%，同比增长3.7pct。** 主要原因为：①增值税率的降低；②联名产品高毛利特征，拉高整体毛利率。FY2020Q4在疫情影响下，公司毛利率降至24.43%。
- **FY2020销售费用率为12.25%，同比增长4.55pct。** 主要原因为：①扩大品牌联名合作，授权费用同比增长401%；②海外直营店数量上升，折旧摊销费用同比增长40.09%；③加大规模的社媒活动，营销广告费用同比增长50.04%。
- **FY2020管理费用率为8.87%，同比增长2.55pct。** 主要原因为股权支付的雇员薪酬费用大幅增长。

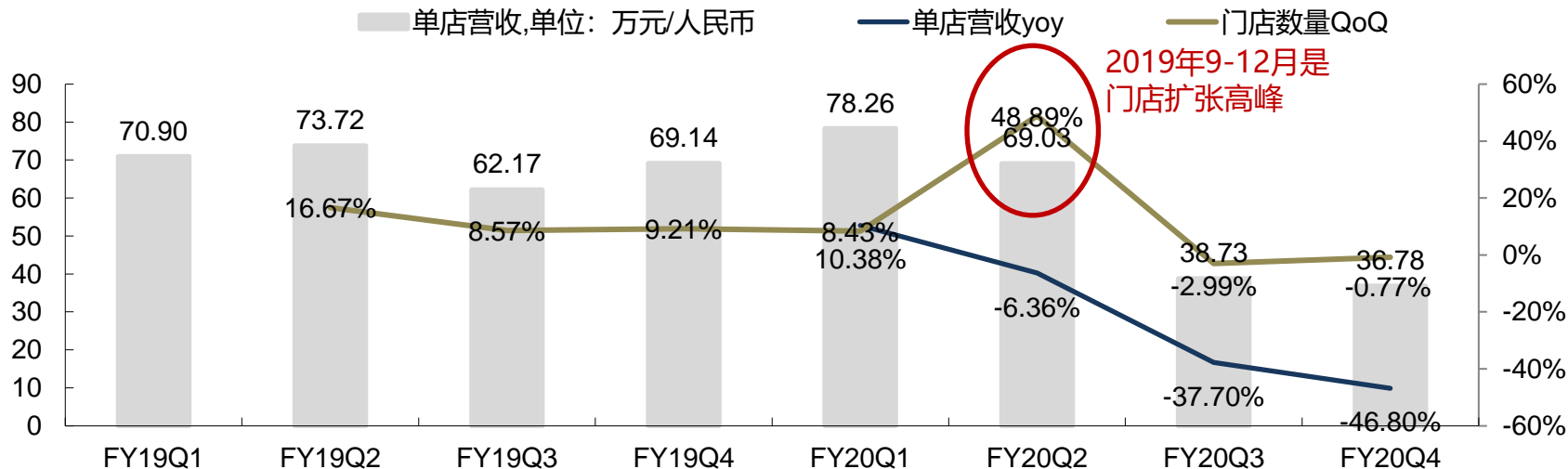
### 毛利率逐步提升，但2020财年第四季度降至24.43%



# 单店营收受门店扩张和疫情影响，下降明显

- FY2019/ 20公司单店营收分别为270万元和220万元，同比减少19.8%，主要原因为：
  - ①**疫情影响**：2019年9-12月是门店扩张高峰期，环比增长48.89%，大量新店开业即受到疫情冲击；
  - ②**门店下沉**：门店扩张步伐进入低线城市和低渗透率地区，门店结构发生变化。
- 据我们的测算，Q1单店收入同比+10.38%，Q2公司门店数大幅度扩张导致单店收入同比-6.36%；Q3/Q4在疫情影响下同比-37.7%/-46.8%
- 据公司招股书，门店下沉及市场竞争导致2019下半年（FY2020H1）同店营收同比-3.8%；2020上半年（FY2020H2）在疫情影响下，同店营收同比-32.6%。

### 单店季度营收和同期门店环比增速



## 7. 投资建议

## 行业趋势：

- ❑ ①国内优质供应链通过**品牌化**兑现价值，**SKU多但没有价格锚定**的商品具备较高的品牌化潜力；
- ❑ ②行业规模继续增长，但**分化**早已开始——但每过数年都有一些品牌崛起，而另一些品牌退出；
- ❑ ③未来零售唯快不破，能做到**“快反”**的品牌崛起——2008-18年，优衣库和ZARA是胜在“快”而不是时尚，而Forever 21等老品牌就输在“慢”；
- ❑ ④国内有大量没有被主流品牌照顾到的**下沉市场**，我们需要更多**接地气**的品牌。

## 名创优品做对了的几件事：

- ❑ ①通过品牌化减少中间环节，加快流通效率，**快反+高周转**，降低风险适应潮流；
- ❑ ②接地气，价格足够低，照顾到广大下沉市场——据招股书，FY2020国内超过95%的产品零售价格低于50元人民币；
- ❑ ③铺的足够开，部分品类（纺织品等）消费者可以触达实物，较线上购物具备优势——截至2020年6月，公司在中国300多个城市中拥有2533家门店，在全球80多个国家和地区拥有1689家门店；
- ❑ ④产品设计有特色，形成差异，能持续强化品牌认知。

## 投资建议

- ❑ 建议关注**南极电商**，公司通过建立联盟，采取去中心化模式引领生产和销售，是白牌电商品牌化行业的典型代表。



## 8. 风险提示

- **贸易摩擦**：FY2020公司有40%门店和33%的收入来自海外。贸易摩擦可能对公司海外经营造成不利影响
- **疫情反弹**：疫情期间造成门店停业、供应链受阻等不利影响。若疫情出现反弹或海外疫情恢复情况不及预期，公司业绩可能会低于预期。
- **质量问题**：据招股书，公司与600多个供应商合作，拥有8000+核心SKU，每月上新600+SKU。如此多的供应商和SKU，若管控不利，可能会出现严重质量问题，并影响公司的声誉和业绩。
- **业务扩张不及预期**：公司大力推进海外战略和下沉战略，若海外/下沉市场扩张不及预期，可能会影响长期业绩增速。
- **渠道结构变革**：名创优品以线下收入为主，FY2020线上占比仅约为2%。目前，电商渗透逐渐加深，尽管某些品类线下零售目前仍是主流，零售向线上转移是大趋势。随着渠道结构不断变革，公司未来发展可能会受到不利影响。
- **法律法规风险**：公司在80+个国家拥有门店，经营11大类商品。多国家覆盖+多品类商品使公司面临复杂的合规要求。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园