

名创优品 (09896.HK)

高效供应链赋能产品升级，独特门店模式助力渠道扩张

买入

核心观点

公司作为全球最大自有品牌生活家居综合零售商，持续保持快速成长。公司以经营 MINISO 以及 TOP TOY 两大品牌为主，其中 MINISO 主打高性价比创意家居产品，为公司营收主要贡献来源，FY24Q1 品牌收入占比约为 95.0%，产品端在坚持高性价比的基础上，通过持续迭代升级和推行超级品牌战略不断提升单店店效；渠道端正处于快速扩张时期，FY24Q1 共新增门店 324 家，同时通过在全球重要商业地标开设大型旗舰店强化品牌形象。而 TOP TOY 品牌定位高成长潮玩赛道，通过与 IP 联名深度合作，有望持续带来收入增量。

行业未来空间广阔，竞争格局较分散。目前全球自有品牌综合零售市场处于稳健增长态势，据弗若斯特沙利文，除 2020 年由于疫情原因导致市场规模下滑，但随着全球消费市场日益复苏叠加低基数效应，预计 2022-2026 年将以 12.6% 的年复合增长率继续增长。其中中国市场呈现主流消费者年轻化以及性价比消费崛起趋势，预计未来 5 年复合增速为 14.8%。竞争格局方面，2021 年全球市场 CR5 仅为 20.3%，名创优品凭借 6.7% 市占率位于榜首。

产品端，以高频出新和高效供应链为基础，夯实性价比基本盘。公司依托完善且高效产品开发体系，坚持“711”推新策略，以周为单位不断上新以持续吸引消费者。截止 FY2023 年，公司平均每月推出约 530 个 SKU，保持高频推新速度。同时严格要求供应商在保证产品质量基础上，优化供应链各大环节，并数字化赋能产品全周期，以低成本+低加价为产品的低价提供保障。

渠道端，三种门店模式灵活运用，快速完成全球市场布局。公司灵活运用直营模式、名创合伙人模式、代理模式三种门店运营模式，高效扩大全球门店网络。目前国内 3604 家门店中合伙人模式占比超 99%。合伙人模式以轻资产方式实现快速扩张，同时公司自身负责门店运营，保证品牌形象和消费者体验；海外由于商业环境较复杂，通过与具有丰富本地资源和零售经验的当地代理商合作，能够快速扩大海外门店网络的同时保证长期效益。

盈利预测与估值：名创优品作为全球折扣零售商龙头公司，以优秀的产品力和高效供应链为基础，在当前性价比消费趋势下实现业绩快速增长。未来随着公司继续推进品牌升级和超级门店战略，单店店效提升和门店扩张有望共同推进，从而支撑业绩持续高速增长。我们预计公司 FY2024-2026 年归母净利润为 22.91/28.42/34.40 亿元，综合考虑绝对及相对估值，给予公司目标价 45.3-50.6 港元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：门店扩张风险；品牌升级不及预期；消费市场恢复不及预期。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 10,086 | 11,473 | 14,679 | 17,946 | 21,316 |
| (+/-%) | 11.2% | 13.8% | 27.9% | 22.3% | 18.8% |
| 归母净利润(百万元) | 638 | 1769 | 2291 | 2842 | 3440 |
| (+/-%) | -145.1% | 177.2% | 29.5% | 24.0% | 21.0% |
| 每股收益(元) | 0.51 | 1.40 | 1.81 | 2.25 | 2.72 |
| EBIT Margin | 4.8% | 15.2% | 15.0% | 16.1% | 16.9% |
| 净资产收益率(ROE) | 9.1% | 19.9% | 20.5% | 20.2% | 19.7% |
| 市盈率(PE) | 67.8 | 24.4 | 18.9 | 15.2 | 12.6 |
| EV/EBITDA | 59.3 | 24.3 | 17.6 | 14.1 | 11.9 |
| 市净率(PB) | 6.15 | 4.86 | 3.86 | 3.08 | 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，FY 代表财年（如：FY2023 指 2022 年 7 月 1 日-2023 年 6 月 30 日）

公司研究·深度报告

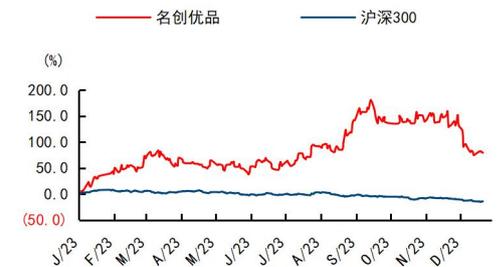
商贸零售·专业连锁 II

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn
 证券分析师：孙乔容若 sunqiaorongruo@guosen.com.cn
 S0980517070001 S0980523090004

基础数据

| | |
|-------------|------------------|
| 投资评级 | 买入(首次评级) |
| 合理估值 | 45.30 - 50.60 港元 |
| 收盘价 | 37.40 港元 |
| 总市值/流通市值 | 47262/47262 百万港元 |
| 52 周最高价/最低价 | 59.85/20.25 港元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 126.26 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

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 公司概况 | 5 |
| 公司介绍：全球最大自有品牌生活家居综合零售商 | 5 |
| 股权结构较为集中，股权激励绑定核心人员 | 8 |
| 行业分析 | 9 |
| 行业规模：全球自有品牌综合零售市场稳定提升，中国市场加速上行 | 9 |
| 竞争格局：竞争格局较为分散，多维度提升自身竞争力 | 10 |
| 名创优品 VS 泡泡玛特：国内专业连锁零售龙头企业，产品、渠道布局略有差异 | 11 |
| 公司分析 | 13 |
| 产品端：以高频出新和高效供应链为基础，夯实性价比基本盘 | 13 |
| 渠道端：店铺模式因地制宜，快速扩张门店网络 | 17 |
| TOP TOY 定位高成长潮玩赛道，门店模型日益成熟 | 19 |
| 盈利预测与投资建议 | 21 |
| 假设前提 | 21 |
| 盈利预测的敏感性分析 | 23 |
| 估值与投资建议 | 23 |
| 绝对估值：43.0-48.0 港元/股 | 23 |
| 相对估值：49.6-51.6 港元/股 | 24 |
| 投资建议 | 25 |
| 风险提示 | 26 |
| 附表：财务预测与估值 | 28 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 名创优品业务发展概述 | 5 |
| 图 2: 公司单季度营收情况 | 6 |
| 图 3: 公司单季度经调整净利润情况 | 6 |
| 图 4: 公司单季度毛利率及净利率情况 | 6 |
| 图 5: 公司单季度费用率情况 | 6 |
| 图 6: 名创优品品牌收入及增速 | 7 |
| 图 7: 名创优品海外内收入占比情况 | 7 |
| 图 8: 公司单季度分业务营收及增速情况 | 7 |
| 图 9: 公司单季度门店环比新增情况 | 7 |
| 图 10: 名创优品股权结构（截至 2023 年 6 月 30 日） | 8 |
| 图 11: 按 GMV 计全球自有品牌综合零售市场规模及增速 | 10 |
| 图 12: 按 GMV 计中国自有品牌综合零售市场规模及增速 | 10 |
| 图 13: 美国、加拿大自有品牌综合零售市场规模及增速 | 10 |
| 图 14: 印度、印尼、墨西哥自有品牌综合零售市场规模及增速 | 10 |
| 图 15: 2021 年全球自有品牌综合零售市场竞争格局 | 11 |
| 图 16: 2021 年中国自有品牌综合零售市场竞争格局 | 11 |
| 图 17: 名创优品业绩表现情况 | 12 |
| 图 18: 泡泡玛特业绩表现情况 | 12 |
| 图 19: 产品生产开发流程 | 13 |
| 图 20: 名创优品洞察市场趋势流程 | 13 |
| 图 21: 名创优品“1+1+1”质量管控机制 | 15 |
| 图 22: 名创优品低价策略 | 16 |
| 图 23: 名创优品数字化系统赋能产品全周期 | 16 |
| 图 24: 名创优品品牌 FY21-FY23 中国门店数量 | 18 |
| 图 25: 名创优品品牌 FY21-FY23 海外门店数量 | 18 |
| 图 26: 中国潮玩市场的市场规模及细分类目 | 19 |
| 图 27: 2021 年中国潮玩市场竞争格局 | 19 |
| 图 28: TOP TOY 品牌门店数（分模式） | 20 |
| 图 29: TOP TOY 品牌门店数（分地区） | 20 |

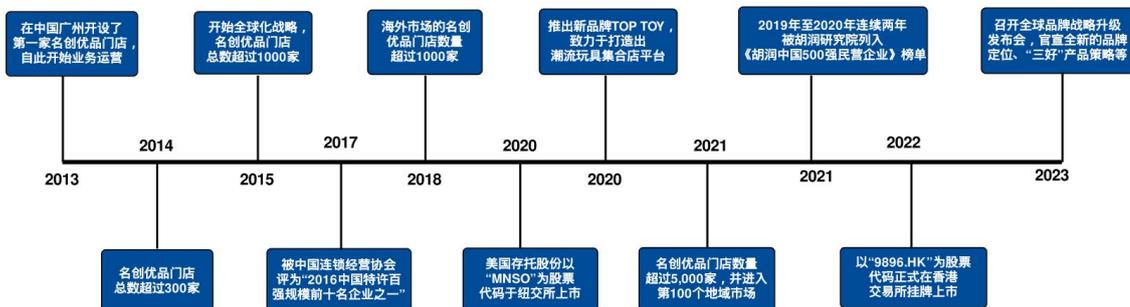
| | |
|--|----|
| 表1: 名创优品主要商品品类 | 5 |
| 表2: 名创优品管理层情况 | 8 |
| 表3: 2018 年股份激励计划和 2020 年股份激励计划介绍 | 9 |
| 表4: 2020 年股份激励计划下购股权和受限制股份授予情况 | 9 |
| 表5: 名创优品和泡泡玛特对比 | 12 |
| 表6: 名创优品部分知名设计师及团队简介 | 14 |
| 表7: 名创优品 2023 年部分上新 IP | 14 |
| 表8: 名创优品部分优质供应商介绍 | 15 |
| 表9: 名创优品相关数字化系统介绍 | 17 |
| 表10: 三种门店运营模式主要区别 | 18 |
| 表11: TOP TOY 部分产品介绍 | 20 |
| 表12: 公司核心假设与盈利预测拆分表 | 22 |
| 表13: 未来 3 年盈利预测表 | 22 |
| 表14: 盈利预测的敏感性分析 | 23 |
| 表15: 公司盈利预测假设条件 (%) | 24 |
| 表16: 资本成本假设 | 24 |
| 表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 | 24 |
| 表18: 可比公司财务数据 | 25 |
| 表19: 可比公司盈利预测及估值情况 | 25 |

公司概况

公司介绍：全球最大自有品牌生活家居综合零售商

公司为全球最大的自有品牌生活家居综合零售商。公司于 2013 年开设第一家名创优品门店后开始进行零售业务运营，并利用轻资产模式进行国内市场的快速扩张；2015 年公司开始进行全球化战略，不断向东南亚、北美等海外地区进行版图扩张。2020 年公司于纽交所正式上市，同年 12 月，公司推出新潮玩品牌 TOP TOY，依托赛道高成长性逐步成为公司第二成长曲线。两年后公司再赴港交所上市，实现双重主要上市。2023 年公司重磅推出全球品牌升级战略，未来将以“IP 设计为特色的生活好物集合店”的定位面向全球消费者。

图1: 名创优品业务发展概述



资料来源：名创优品招股说明书、国信证券经济研究所整理

表1: 名创优品主要商品品类

| 品牌 | 主要商品品类数量 | 主要商品品类 |
|------------|----------|--|
| 名创优品品牌 | 11 个 | 生活家居、小型电子产品、纺织品、包袋配饰、美妆工具、玩具、彩妆、个人护理、零食、香水、文具、礼品 |
| TOP TOY 品牌 | 8 个 | 盲盒、积木、手办、拼装模型、玩偶、一番赏、雕塑、其他潮流玩具 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务情况：公司疫后实现快速修复，盈利能力持续提升

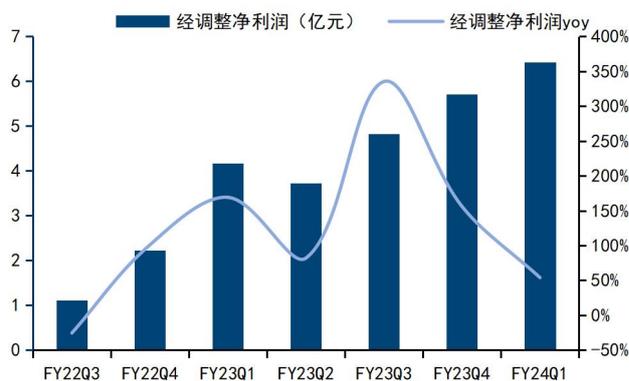
公司业绩持续实现高速增长。虽然前期受到疫情的影响，但随着今年整体消费市场回暖以及公司自身的快速扩张，FY2020–FY2023 年公司收入复合增速仍达 8.5%。今年以来公司通过品牌升级和海内外门店扩张，带动 FY2024Q1 单季度实现营收 37.91 亿/yoy+36.7%，营业收入创单季度历史新高；同时品牌的持续升级迭代和海外业务直营占比的提升，也带动盈利能力持续上行，FY2024Q1 公司经调整净利润 6.42 亿/yoy+53.8%。

图2：公司单季度营收情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

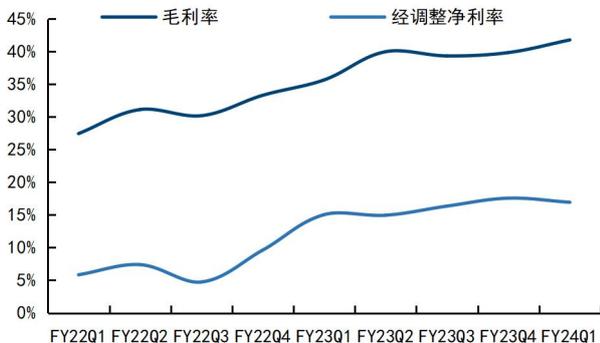
图3：公司单季度经调整净利润情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

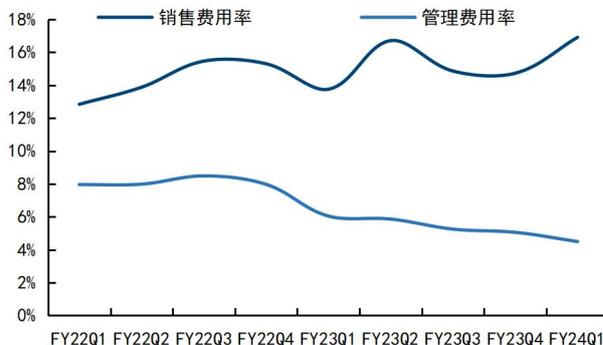
盈利能力受益于品牌升级持续上行。FY24Q1 公司实现毛利率 41.8%，同比+6.1pct；经调整净利率为 16.9%，yoy+1.9pct。主要受益于 1) 国内名创品牌升级推新，同时降本增效效果显著；2) 海外产品组合优化，同时高毛利直营收入占比同比提升 11.6pct；3) TOP TOY 组合优化带动该品牌毛利率上行。费用率方面，FY24Q1 销售费用率为 16.9%/yoy+3.2pct，主要由于品牌升级推广投放增加、人员开支增加，以及 IP 授权费随着 IP 产品种类的扩充而提升；管理费用率减少 1.5pct 至 4.5%，主要由于经营杠杆释放带动费用率下行。

图4：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5：公司单季度费用率情况

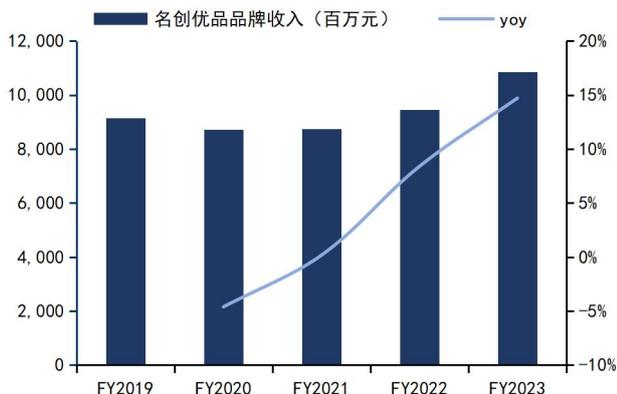


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

➤ **主品牌经营：名创优品主打高性价比创意家居产品，贡献公司主要收入来源**

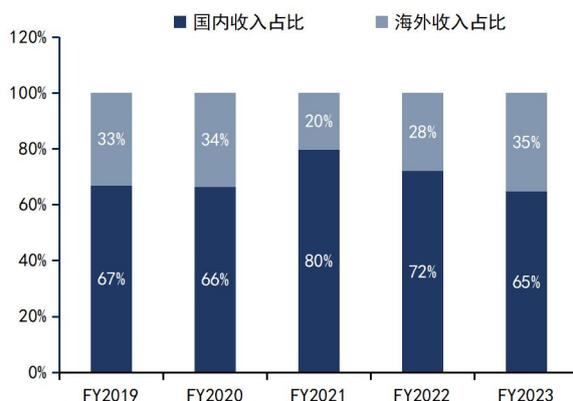
名创优品为公司核心品牌，截至 FY24Q1 名创优品品牌收入占比约为 95.0%，为公司营收主要贡献来源。名创优品主打高性价比创意家居产品，产品种类涵盖 11 大类生活日用品，大多为公司自有品牌。同时公司整体产品价格定位较低，根据公司公告，95%以上的产品单价低于 50 元，公司凭借高质量多种类的产品优势和极具吸引力的价格优势不断深入满足消费者需求，据弗若斯特沙利文报告，2021 年名创优品 GMV 已位列全球自有品牌生活家居综合零售商榜首。

图6: 名创优品品牌收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 名创优品海外内收入占比情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

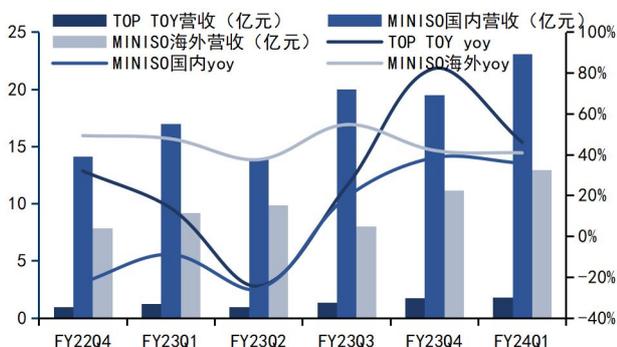
分地区来看，MINISO 品牌国内业务 FY24Q1 实现收入 23.07 亿元/yoy+36%，其中线下单店收入/门店数分别同比增长 23.8%/14.0%。而截至 9 月 30 日，国内名创优品门店共有 3802 家，环比增加 198 家，已提前完成此前 2023 自然年 350-450 新增门店目标，同时公司预计 FY24Q2 再开设 100-200 家门店，持续通过门店扩张不断提升自身市占率。而 10 月 MINISO 国内同样表现优异：线下 GMV 预计同比增长 40%+，其中单店 GMV 同比增长约 11%，为下季度业绩持续快速增长打下基础。

MINISO 品牌海外业务 FY24Q1 实现收入 12.95 亿元/yoy+41%，其中单店收入/门店数分别同比增长 25.1%/12.5%。截至 9 月 30 日，海外名创门店共 2313 家，环比增加 126 家，其中亚洲/美洲/欧洲分别环比增加 58/39/20 家。门店和单店收入的同时增长带动海外收入 FY24Q1 占比达 34.2%，同比增长 1.0pct，未来随着海外门店的持续拓展，收入占比有望得到进一步提升。

➤ TOY TOP 品牌：聚焦热门潮玩赛道，不断发力与主品牌形成高度互补

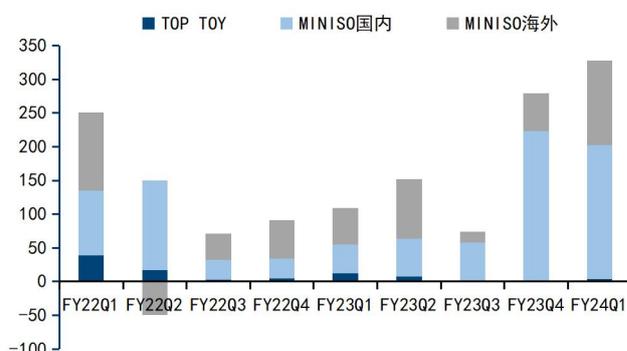
TOP TOY 于 2020 年 12 月正式推出，与众多 IP 深度合作布局潮玩集合店赛道，以高客单价、高复购率与名创优品品牌形成高度互补。据弗若斯特沙利文报告，2021 年 TOP TOY 以 GMV 计位列中国潮玩市场中第七。FY24Q1 TOP TOY 实现营收 1.81 亿元/yoy+46%，其中单店收入/门店数分别同比增长 25.4%/16.5%。截至 9 月 30 日，TOP TOY 门店共有 122 家，环比增加 4 家，均位于国内。

图8: 公司单季度分业务营收及增速情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 公司单季度门店环比新增情况

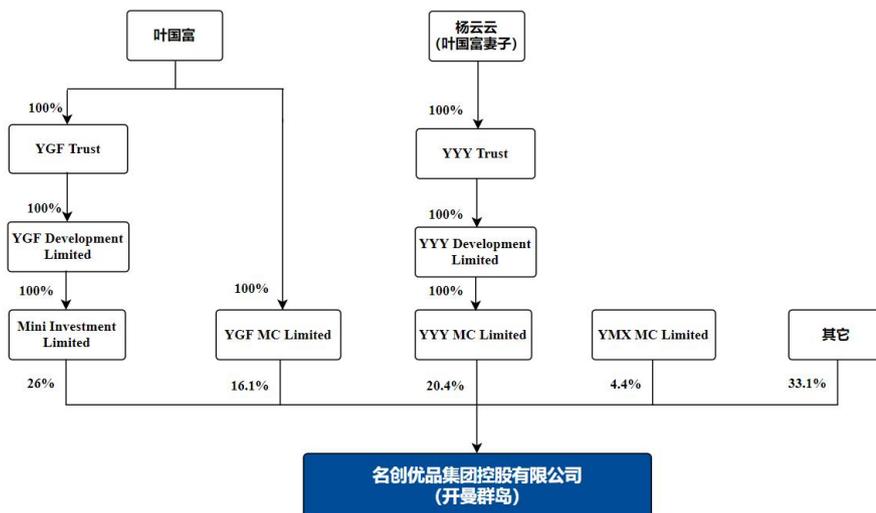


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

股权结构较为集中，股权激励绑定核心人员

股权结构较为集中，持股人多为董事或高管人员。截至 FY2023 年，叶国富和杨云云夫妇通过 Mini Investment Limited、YYY MC Limited 和 YGF MC Limited 间接持有公司 62.5% 股份，为公司实控人；其余股东持股较少且分散。

图10: 名创优品股权结构（截至 2023 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

核心管理团队经验丰富。名创优品创始人叶国富先生于 2004 年创办饰品连锁企业“哎呀呀”，积累了深厚的潮流市场经验和敏锐的商业视野；其他高管人员多为公司原始股东，在公司内部任职多年，一路陪伴公司成长。

表2: 名创优品管理层情况

| 姓名 | 职务 | 年龄 | 简介 |
|-----|----------------|------|---|
| 叶国富 | 董事会主席 首席执行官 | 45 岁 | 2001 年 7 月获中南财经政法大学经济管理大专文凭。2009 年 8 月创立名创优品股份有限公司（集团前身），至 2018 年 8 月一直担任名创优品股份有限公司首席执行官。2017 年 10 月，担任名创优品的董事兼总经理。在中国经济转型期积累了深厚的潮流时尚品味，并通过捕捉社会优质消费升级的契机，将新的商业模式引进中国市场。 |
| 李敏信 | 执行副总裁 | 51 岁 | 负责集团的法务和业务发展。2010 年 2 月至 2018 年 8 月在名创优品股份有限公司（集团前身）担任主管业务发展的执行副总裁。2018 年 8 月，担任名创优品广州的执行副总裁，主管业务发展；2018 年 12 月至 2020 年 3 月担任名创优品广州的董事。在此之前，李先生在服装行业经营其加盟业务，积累了丰富的行业经验。 |
| 窦娜 | 执行副总裁 | 38 岁 | 2004 年 7 月获中国武汉大学临床医学专业学士学位，2021 年 7 月获中国江南大学产品设计学士学位。负责集团的产品设计及开发。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，负责产品设计和开发。2018 年 8 月担任名创优品广州执行副总裁，负责产品开发；2018 年 12 月至 2020 年 3 月担任名创优品广州董事。 |
| 杨云云 | 副总裁 | 46 岁 | 2020 年 7 月完成北京师范大学心理健康教育专业在线课程。负责集团营运的风险管理及内控工作。2009 年 8 月，担任名创优品股份有限公司的董事；2009 年 9 月至 2018 年 8 月担任名创优品股份有限公司风险管理中心的执行副总裁。2018 年 8 月，担任名创优品广州执行副总裁，负责风险管理；2018 年 12 月至 2020 年 3 月担任名创优品广州的董事。 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

两次实施股权激励，深度绑定公司核心人员。公司于 2018 年第一次股权激励，以行使价 1.79 元/每股，向核心人员授予 1213 万股受限股份；2020 年公司再次进行股份激励计划，以行使价 0.036 美元/每股，通过购股权和受限股份两种方式分别授予公司核心员工 1145/7582 万股，占到全球发行总股本 0.90%/5.99%，同时预留总股本 4.74% 的购股权用于后续股权激励。

表3: 2018年股份激励计划和2020年股份激励计划介绍

| 股份激励计划名称 | 生效时间 | 激励方式 | 承授人数量 | 股份数(股) | 占比 | 行使价(每股) |
|-------------|------------|----------------------|-------|------------|-------|---------|
| 2018年股份激励计划 | 2018年8月24日 | 受限制股份 | \ | 12,130,664 | 0.96% | 1.79元 |
| | | 购股权 | 239人 | 11,449,336 | 0.90% | 0.036美元 |
| | | 受限制股份 | 70人 | 75,816,006 | 5.99% | 0.036美元 |
| 2020年股份激励计划 | 2020年1月7日 | 预留购股权 | \ | 5,320,706 | 0.42% | 0.036美元 |
| | | 授出的购股权行使后,可最多额外发行购股权 | \ | 54,715,080 | 4.32% | 0.036美元 |

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

表4: 2020年股份激励计划下购股权和受限制股份授予情况

| 激励方式 | 承授人职务 | 承授人数量 | 授予日期 | 股份数(股) | 行使价(美元/股) | 占全球发售完成后总股本的百分比 |
|-------|-----------------|-------|----------------------------|------------|-----------|-----------------|
| 购股权 | 独立非执行董事 | 2人 | 2020年10月15日 2021年10月15日 | 58,436 | 0.00 | 0.005% |
| | 顾问 | 3人 | 2020年9月27日 | 280,000 | 0.036 | 0.024% |
| | 雇员 | 234人 | 2020年1月6日 | 11,110,900 | 0.036 | 0.88% |
| | | | 2020年9月27日 | | | |
| 合计 | \ | 239人 | \ | 11,449,336 | \ | 0.90% |
| 受限制股份 | 执行董事、财务总监兼执行副总裁 | 1人 | 2019年12月26日 | 7,898,800 | 0.036 | 0.62% |
| | 执行副总裁 | 1人 | 2019年12月26日 | 11,979,800 | 0.036 | 0.95% |
| | 顾问、雇员 | 68人 | 2019年12月26日 | 55,937,406 | 0.036 | 4.42% |
| 合计 | \ | 70人 | \ | 75,816,006 | \ | 5.99% |

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

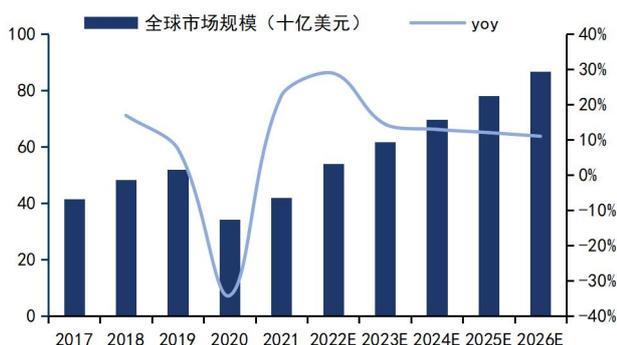
行业分析

行业规模: 全球自有品牌综合零售市场稳定提升, 中国市场加速上行

全球自有品牌综合零售市场稳健增长。自有品牌综合零售商一般指其商品零售总GMV超50%来源于自有品牌。目前全球自有品牌综合零售市场处于稳定增长,据弗若斯特沙利文报告,2017-2019年全球市场规模复合增长率为12.1%,2020年由于疫情原因导致市场规模大幅下滑,但后续随着全球消费市场日益复苏叠加低基数效应,预计2022-2026年将以12.6%的年复合增长率加速增长。

中国自有品牌综合零售市场发展迅速。具体到中国市场来看,由于目前中国消费市场呈现主流消费者年轻化以及性价比消费崛起趋势,与自有品牌综合零售市场创新且高性价比产品组合相契合,带动中国自有品牌综合零售市场整体增速高于全球平均水平。据弗若斯特沙利文报告,中国市场规模GMV于2021年已达951亿元,预计未来5年复合增速为14.8%,带动2026年市场规模增至1895亿元。

图11: 按 GMV 计全球自有品牌综合零售市场规模及增速



资料来源: 弗若斯特沙利文报告、国信证券经济研究所整理

图12: 按 GMV 计中国自有品牌综合零售市场规模及增速

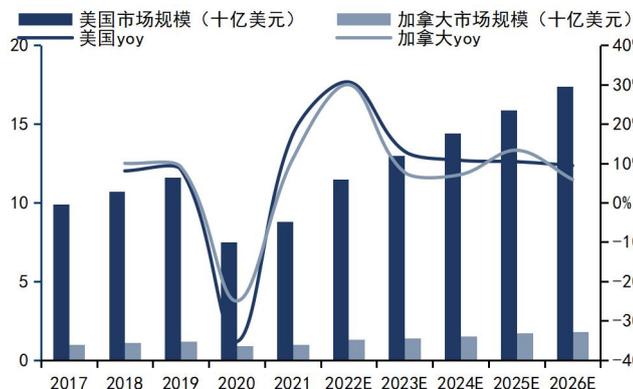


资料来源: 弗若斯特沙利文报告、国信证券经济研究所整理

发达国家自有品牌综合零售市场保持稳健，新兴国家正处于高速发展时期。具体到全球其他市场来看，发达国家市场受产品品质、品牌效应及购物体验等多因素驱动下，自有品牌综合零售市场相对成熟，预计未来也将保持稳定增长，弗若斯特沙利文显示，以美国和加拿大为例，2022-2026年 CAGR 预计分别为 10.9%/9.5%。

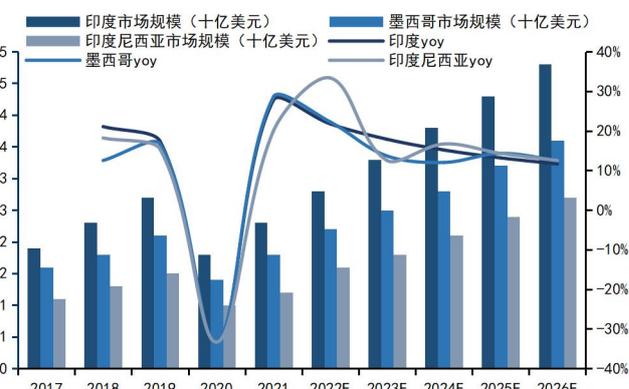
新兴国家受益于目前快速增长的消费需求，同时消费品类结构升级和渠道转变推动自有品牌综合零售市场快速增长，弗若斯特沙利文显示，印度/印尼/墨西哥 2022-2026年 CAGR 预计将达到 14.4%/14.0%/13.1%。

图13: 美国、加拿大自有品牌综合零售市场规模及增速



资料来源: 弗若斯特沙利文报告、国信证券经济研究所整理

图14: 印度、印尼、墨西哥自有品牌综合零售市场规模及增速

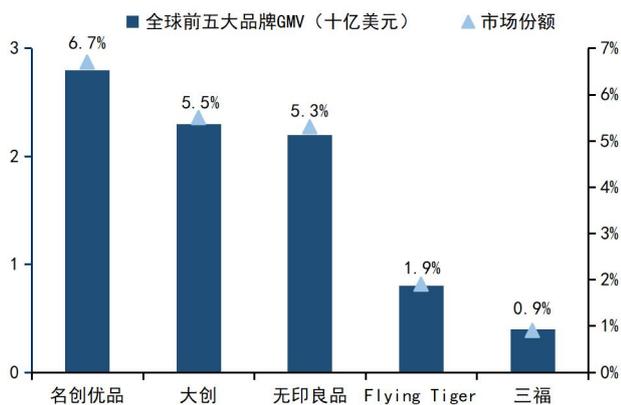


资料来源: 弗若斯特沙利文报告、国信证券经济研究所整理

竞争格局：竞争格局较为分散，多维度提升自身竞争力

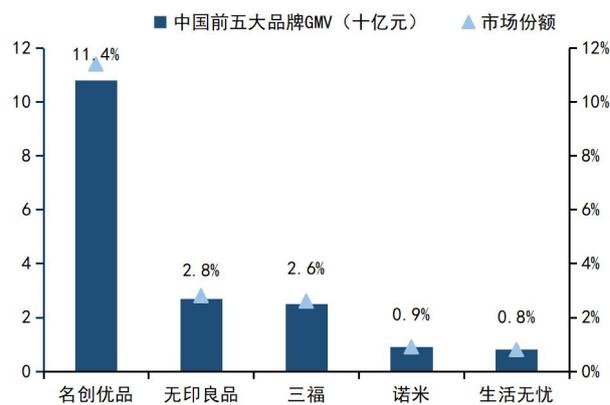
全球自有品牌综合零售市场竞争较为激烈。弗若斯特沙利文数据显示，2021年名创优品凭借GMV28亿美元占比6.7%成为自有品牌综合零售市场龙头，而日本品牌大创和无印良品凭借市场先发优势以5.5%/5.3%市场份额紧随其后。而具体到中国市场来看，国内自有品牌综合零售市场参与者众多，目前已超1000家，但名创优品依托本土品牌优势，以自身高效供应链和轻资产扩张模式实现突围，在2021年市场占有率高达11.4%，远超其他参与竞争者位列榜首。

图15: 2021 年全球自有品牌综合零售市场竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

图16: 2021 年中国自有品牌综合零售市场竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

我们认为，未来随着能够提供高品质产品，并能满足消费者比价需求的渠道正在成为消费者热衷追捧的业态，自有品牌综合零售市场仍具有较大市场空间和发展潜力。相关零售商从以下几个维度来提升自身竞争力，以充分抓住行业机遇。

1) **产品设计和选品能力。**随着可支配收入和生活水平不断提高，消费者对于产品需求更加多样化，同时不同地区的消费者其消费习惯和消费偏好存在一定的差异性，这就对于零售商捕捉消费者需求的速度和定制设计产品的能力提出了较高的要求，因此带动与知名设计师和热门 IP 进行合作成为新趋势。

2) **数字化供应链和运营能力。**满足消费者需求的快速反应和高频上新，要求零售商在持续监控市场热门趋势的基础上，做好产品生命全周期管理，如更新产品上市后消费者反馈等，不断优化改进现有 SKU，这通常需要高度数字化去实现供应链整合和运营效率提升。

3) **多渠道销售模式。**一方面不同消费市场存在渠道偏好差异，同时各渠道互补并进才能深度触达消费者，因此零售商应整合各渠道资源，扩大自身销售优势，并在不断扩张线下门店的同时，通过 O2O 数字化平台等模式深度触达消费群体。

4) **品牌形象和知名度。**高知名度品牌有助于提升消费者认同感，并增强客户群忠诚度和品牌黏性，同时高影响力品牌在产业链中也具有更强的议价能力。因此，自有品牌综合零售商加强品牌建设提升品牌形象同样不可或缺。

名创优品 VS 泡泡玛特：国内专业连锁零售龙头企业，产品、渠道布局略有差异

从产品端来看，由于名创优品和泡泡玛特在产品品类上存在一定差异性，名创优品偏向生活家居，泡泡玛特深耕潮玩赛道，导致双方对于 IP 产品的依赖性有所不同：泡泡玛特 23H1 艺术家 IP 和授权 IP 营收合计占比达 91.9%，远超名创优品，同时由于名创优品主打高性价比，泡泡玛特依托潮玩属性附加情绪价值，存在一定产品溢价，因此名创优品整个价格带低于泡泡玛特。

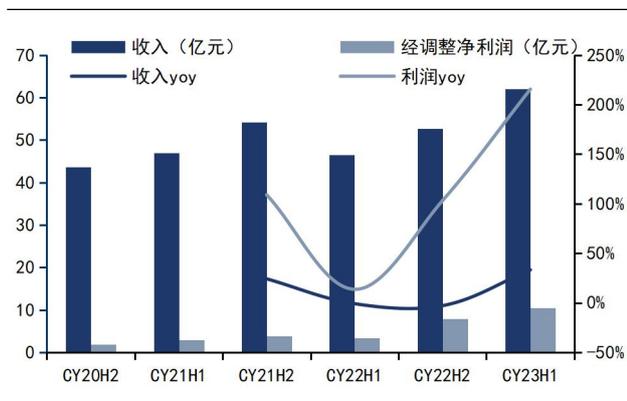
从渠道端来看，名创优品和泡泡玛特在海内外，以及线上线下均进行布局，但由于名创优品海外布局时间较早，相关经验丰富，因此 FY2023 年公司海外收入占比 33%，高于泡泡玛特 23H1 海外收入比例 13.5%。而泡泡玛特对于线上渠道尤其其自制小程序泡泡抽盒机的优秀运营带动 23H1 国内线上收入占比提升至 29%，名创优品仍以线下门店运营深耕为主，线上收入目前占比仅 7%。

表5: 名创优品和泡泡玛特对比

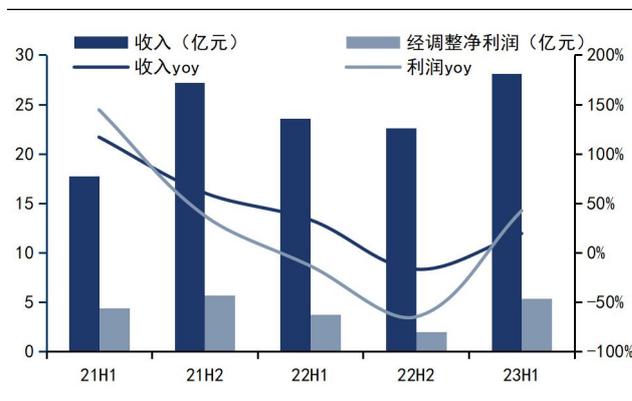
| | 名创优品 | 泡泡玛特 |
|--------|--|--|
| 产品类型 | 生活家居产品, 包括生活家居、小型电子产品、纺织品、布袋配饰、美妆工具、玩具、彩妆、个人护理、零食、香水、文具、礼品等 | 盲盒、手办、BJD、棉花娃娃、衍生品等多种形态, 20H1 盲盒收入占比 84.2% |
| IP 数量 | 截至 2023 年 6 月 30 日, 名创优品已与 80 多个 IP 授权方展开合作, 相关 IP 产品的销售占比达 25% | 23H1 公司自主产品, 即艺术家 IP 和授权 IP 营收合计达 25.9 亿元, 占总营收 91.9% |
| 价格带 | 95%以上的产品单价低于 50 元 | 单个盲盒单价在 59-79 元居多, 手办、BJD 单价在 200 元以上, 且弹性更大 |
| 国内线下门店 | 截至 2023 年 6 月 30 日, 公司名创国内门店 3604 家, TOP TOY 国内 118 家, 99%以上为名创合作人模式 | 截至 2023 年 6 月 30 日, 国内零售店 340 家, 机器人商店 2185 家, 其中零售店均为公司直营, 机器人商店为自动式、交互式自动售货机, 零售店 23H1 收入占国内线下收入比例 81% |
| 线上渠道布局 | FY2023 年公司线上收入占比不足 7%, 目前已布局小程序、各大主流平台官方旗舰店 | 23H1 国内线上收入占比 29%, 主流销售平台均已布局, 其中自制小程序泡泡抽盒机占线上收入 45% |
| 海外渠道 | 截至 2023 年 6 月 30 日, 名创海外门店共有 2187 家, 80%为代理模式, FY2023 年海外收入占比 33% | 23H1 海外收入占比 13.5%, 截至 2023 年 6 月 30 日, 零售店/机器人商店分别为 38/106 家 |

资料来源: 公司官网、公司公告、天猫官方旗舰店、国信证券经济研究所整理

从业绩表现来看, 2023 上半年名创优品实现营收 62.1 亿元/yoy+33.2%, 无论是收入体量还是增速均高于泡泡玛特 28.1 亿元/yoy+19.3%。盈利方面, 泡泡玛特凭借潮玩赛道高溢价属性实现 60.4%的高毛利率, 以及 19.0%经调整净利率, 而名创优品由于自身高性价比定位, 整体加价倍率低, 2023 上半年毛利率不足 40%, 但公司凭借严格的费用管控以及经营杠杆释放带动调整净利润率达 17.0%。

图17: 名创优品业绩表现情况


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图18: 泡泡玛特业绩表现情况


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司分析

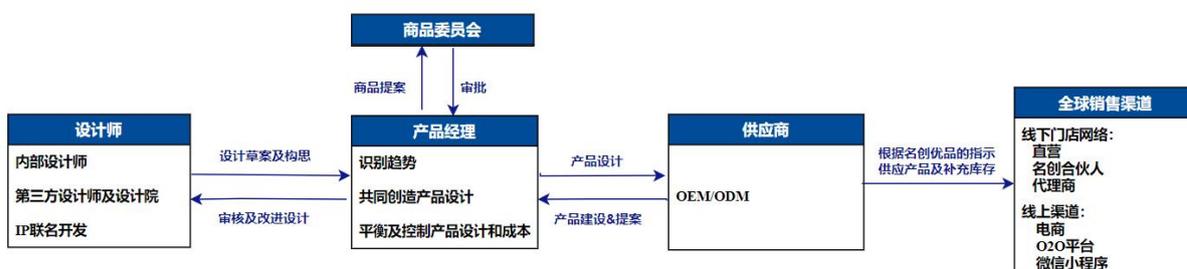
产品端：以高频出新和高效供应链为基础，夯实性价比基本盘

➤ 高频上新：高效产品开发体系推动快速上新

公司坚持“711”推新策略，即每7天从10000个产品创意库中挑选100个新SKU，以周为单位不断推新以持续吸引消费者。截止FY2023年，公司平均每月推出约530个SKU，共提供约9700个核心SKU，保持高频推新速度。

目前公司整体已形成一套完善且高效生产体系：其中产品经理负责捕捉市场流行趋势并与设计师、供应商合作设计生产，再将产品送予商品委员会审批，获批后通过数字化供应链进行大规模生产并进行售卖，此后密切监控每个SKU的销售表现和消费者反馈，进一步调整后续商品策略。

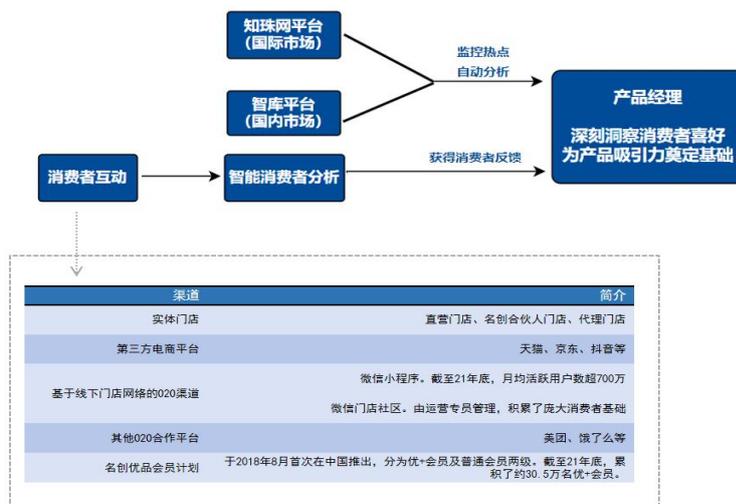
图19：产品生产开发流程



资料来源：名创优品招股说明书、国信证券经济研究所整理

1) 快速识别市场趋势，深刻洞察消费者需求。由110名产品经理组成的团队，一方面通过知珠网和智库平台数字化监控国内外主流社媒热点，并自动快速分析识别新兴趋势；另一方面开发智能消费者分析技术，利用与消费者互动反馈信息，定制消费者档案，深刻洞察消费者需求。

图20：名创优品洞察市场趋势流程



资料来源：名创优品招股说明书、国信证券经济研究所整理

2) 优质设计师网络助力创新, 品牌联名 IP 增添活力。截至 2021 年底, 公司内部已孵化 124 名设计师团队, 并与来自全球的 37 名国际知名设计师及工作室达成深度合作, 共获包括 iF 产品设计奖、红点设计奖等在内的 32 项知名国际设计奖项, 公司通过不断整合全球优质设计师资源, 带动设计创新能力遥遥领先。

表6: 名创优品部分知名设计师及团队简介

| 姓名/名称 | 国家 | 简介 |
|--------------------------------|----|--|
| Permafrost | 挪威 | 一家由 Andreas Murray, Eivind Halseth, Oskar Johansen 和 Tore Vinje Brustad 四人共同创立的挪威设计工作室, 成员都毕业于奥斯陆建筑学院。 |
| Helsinki based Pentagon Design | 芬兰 | 一家综合概念设计机构, 凭借一体化设计方法, 成为北欧领先的设计咨询公司, 获得了 iF 产品设计、red dot、Design Plus、芬兰政府授予的国家设计奖等奖项。 |
| Lucas & Lucas | 荷兰 | Sander Lucas 和 Marijke Lucas 都毕业于埃因霍温设计学院。Sander 就职于埃因霍温设计学院和埃因霍温技术大学, 指导学生设计师; Marijke 曾是《家居廊》(ELLE Decoration) 的一名资深平面设计师。 |
| K100 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。 |
| 生活工作室 | 中国 | 2011 年 9 月, 工业设计学院正式推出工作室培训课程, 开设了 7 个工业设计方向和工作坊, 生活工作室是其中之一。 |
| 何以设计 | 中国 | 一家位于上海的综合设计公司, 团队核心成员都来自于英国中央圣马丁艺术设计学院, 红点奖获得者, 参与项目出现在世界级展览上, 包括伦敦设计周和科隆家具展等。 |

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

同时, 公司不断强化与 IP 联名合作, 以高影响力 IP 背后的情绪价值为底层逻辑, 引起消费者共鸣, 并不断开发多种类相关衍生品, 实现产品营销破圈。截至 FY2023 年, 公司已与 80 个知名 IP 如漫威、迪士尼、Hello Kitty 等建立合作关系。

表7: 名创优品 2023 年部分上新 IP

| 名称 | 简介 |
|--------------------|---|
| 新国潮 IP “中国非遗” 系列 | 打造 13 款 SKU, 涵盖香薰、文创、宠物等多个品类, 让非遗之美真正融入烟火生活 |
| 芭比 IP 联名系列 | 推出超 120 款联名产品, 涵盖生活百货、饰品、包袋、彩妆、宠物、文具等多种品类的新品, 满足穿搭、出行、家居、养宠、办公等多个场景的搭配需求 |
| 史努比 IP 联名系列 | 预计于今年下半年在全球门店上线 “史努比生日会” 和 “史努比夏日游记” 两大系列, 推出超 300 款产品, 涵盖玩具、文具、生活百货、包袋配饰、饰品等多个品类 |
| 皮克斯动画 IP 联名的开心烘焙系列 | 推出超 100 款联名产品, 涵盖生活百货、毛绒公仔、宠物品类、文具玩具等品类 |

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

3) 商品委员会严格审批上新产品。自品牌成立之初, 由创始人叶国富牵头设立商品委员会, 品类经理、时尚买手、设计师、门店店长等重要人员均参与其中。商品委员会坚持每周召开产品选样例会, 根据市场趋势和严格的 SKU 甄选标准, 确定最终推向市场的新 SKU, 若委员会认为产品仍有不足未达标准, 则需对产品进行调整或重新设计, 进行再次上报; 若产品直接获批, 则将进一步进行完善, 再投入大规模生产推向市场。一般而言, 终端产品选中率保持在 5% 以内。

➢ 高性价比: 多层监督提高产品品质, 低成本+低加价共促产品价格优势

一、严格供应商要求奠定高品质基础。首先公司在供应商准入方面要求必须符合以下三点: 1) 必须为行业内头部供应商; 2) 至少具备 10 年行业经验; 3) 必须长期手握国际国内大品牌供货订单。同时公司内部质量团队和第三方机构如 CCIC、SGS 等会对供应商进行全面评估。在进行合作后, 公司仍定期开展供应商考核, 并根据考核结果, 及时调整合作关系。截至 FY2023 年公司共拥有 1464 家优质且经验丰富的供应商, 包括全球知名美妆供应商莹特丽、全球香精香料巨头奇华顿等。

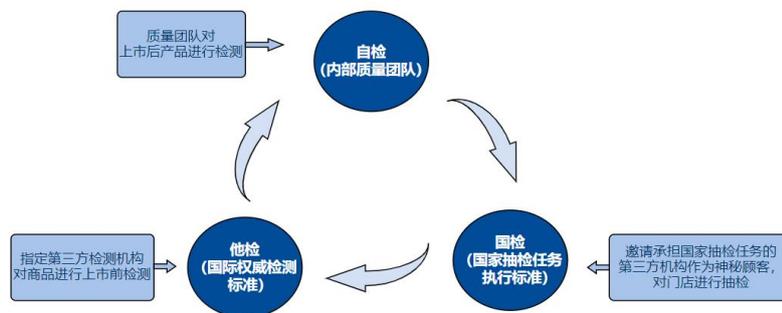
表8: 名创优品部分优质供应商介绍

| 供应商 | 简介 |
|------|--|
| 莹特丽 | Dior、YSL、Chanel、Estee Lauder、MAC 同一合作制造商，意大利研发团队带领全球彩妆趋势 |
| 奇华顿 | Hermes、Dior、Chanel 等香水的香味创作，全球拥有多个独家原材料产地，站在香精潮流的尖端 |
| 嘉诚工业 | 嘉诚（厦门）工业有限公司，国内最大的不锈钢餐具生产厂商之一，与欧美各连锁店、品牌、以及进口商建立了长期的合作关系 |

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

二、多方位监督加强产品质量管控。一方面公司建立“1+1+1”（自检+他检+国检）质量管控机制，对产品质量进行三重把关，确保所销售产品均符合安全和质量标准。另一方面，“供应商质量控制系统”和“大数据质量风险控制系统”两大数字化质量控制系统将全周期进行质量监督并预估潜在质量问题，提升产品品质。

图21: 名创优品“1+1+1”质量管控机制

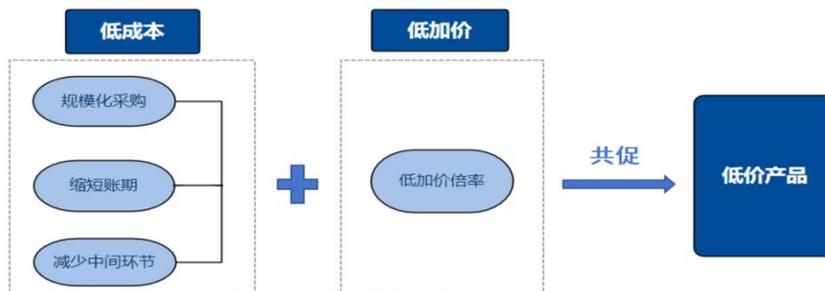


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

三、低成本+低加价为产品低价提供保障。名创优品目前 95%以上的产品单价低于 50 元，因此在保证产品质量的基础上，公司从生产源头到产品销售各个环节进行优化，形成产品低价的护城河：

- 1) 规模化采购：**截至 FY2023 年公司全球共有门店 5909 家，FY2023 年创造 GMV 共 214 亿元，庞大的门店数量和终端 GMV 确保公司极其旺盛的订单需求。因此公司通过规模化采购以量制价，某些关键品类甚至主动投资以确保成本优势。
- 2) 缩短账期：**目前市场零售企业采购账期大多在两到三个月，而名创优品将供应商回款周期缩短至最快 15 天，为供应商提供了充足资金流动保障；同时公司通过数字化系统反向赋能供应商产品需求，以需定产，减少供应商库存压力。对供应商极大的吸引力增强公司在采购端的议价权。
- 3) 减少中间流通环节：**公司减去传统零售通常的多级分销体系，直接向优质供应商进行采购，构建极致短供应链；同时供应商将产品运送至仓储中心，公司通过第三方物流公司再将产品从仓库运送至各大门店，高效的仓储物流体系也增加了流通效率。
- 4) 低价加倍率：**公司主动控制产品毛利率水平，门店售卖产品仅加价 1 倍，远低于其他零售企业平均水平，带动公司产品终端售价的相对优势明显。

图22: 名创优品低价策略

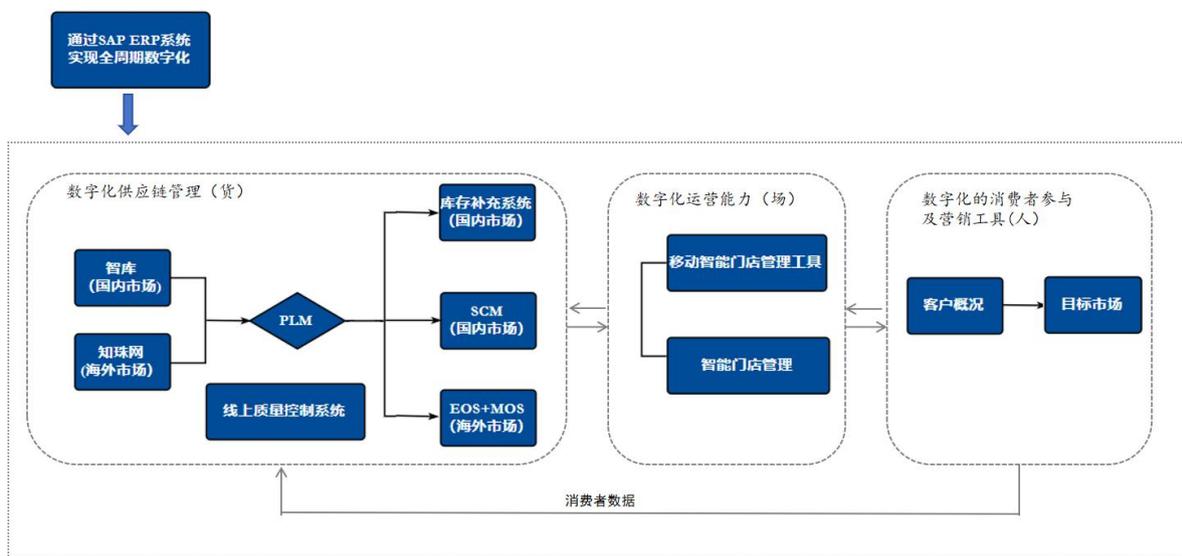


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 数字化供应链提效降本效果显著

数字化运营贯穿产品全周期，赋能降本增效效果显著。公司利用 SAP ERP 系统全方位赋能货、场、人维度，实现全周期数字化。从数字化营销角度，公司利用智能消费者分析技术和数据分析能力精准把握市场趋势和消费者偏好。从数字化供应链角度，国内通过 SCM 系统对供应商进行数字化整合并简化供应链流程，可有效避免供求差别过大并管理存货风险；国际运用智能供应链工具，包括 EOS 及 MOS 系统，连接国际门店网络与国内供应商群，同时产品生命周期管理和质量控制系统全程进行辅助协作，保证供应链实现灵活生产、快速上新。从数字化运营角度，公司开发智能门店管理工具和实时 AI 巡店系统，进一步提高门店运营效率。

图23: 名创优品数字化系统赋能产品全周期



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表9：名创优品相关数字化系统介绍

| 数字化系统 | 简介 |
|---------------------------|---|
| 知珠网&智库 | 自有知珠网专注于国际市场，智库专注于中国市场，二者监控及发现主要社交媒体平台上的热门点击，并自动快速识别新兴趋势，极大提高对消费者偏好的反应力；依靠内置的自然语言处理功能，详细分析产品的大量正面及负面的线上评论，指导产品经理及设计师开发、优化产品，满足消费者需求。 |
| 产品生命周期管理系统 (PLM) | PLM 系统实现了产品开发核心流程的数字化及模块化，一线工作人员在 PLM 上提供最新理念和消费者信息，方便产品设计，同时将供应商网络强大的制造能力与公司深刻的客户洞察、海量数据结合，通过产品经理、设计师和其他参与者的合作，实现产品的数字化开发。截至 FY2021 年，公司几乎所有产品都是通过 PLM 系统设计。 |
| 供应链管理系统 (SCM) | 国内使用的数字化供应链管理工具之一，SCM 系统将公司与供应商联系，对供应商进行数字化整合并简化供应链流程，使供应商可获得公司的销售数据，有利于协调生产避免供过于求、管理存货风险；供应商可通过 SCM 查阅运营时间及容量等仓库信息，从而根据需要预订仓库时间和第三方物流服务，缩短订货和再订货交付周期。 |
| 数字化供应链管理 | 库存补货模块的算法经过 SAP ERP 系统收集的大量数据的训练及综合流程的标准化，输出特定库存单位的需求预测保障合理的库存水平；通过分析门店位置（影响门店访客人数及人口统计数据）、历史销售、天气、货架安排及门店布局，定制单个门店的库存组合，为消费者提供独特的商品组合，极大提高了名创优品和 TOP TOY 门店的库存管理效率。 |
| 国际运营的数字化智能供应链工具 (EOS+MOS) | 包括名创优品电子下单系统 (EOS) 和名创优品下单系统 (MOS)，将国际名创优品门店网络与国内供应商群连接。EOS 将国际供应链的“仓库到仓库”路径数字化，MOS 将“仓库到门店”路径数字化，基于对历史销售情况、通过线上交流渠道衡量的产品受欢迎程度、营销计划及其他数据的综合分析，生成定制的销售预测并向门店提供订购建议。 |
| 供应商质量控制系统 | 管理从供应商资格评估、研发质量、产品测试到消费者反馈整个产品生命周期的质量控制的完整流程。 |
| 大数据质量风险控制系统 | 从政府检查、消费者投诉及社交媒体等外部渠道收集并分析潜在质量问题的信息，提供有价值的信息，有助于公司识别并采取适当措施解决质量问题。 |
| 移动智能门店管理工具 | 由商品陈列管理系统及门店经理 AI 助手组成。商品陈列管理系统可视化、同步及优化名创优品及 TOP TOY 门店的货架陈列管理、监控特定商品的店内库存及优化商品补货。门店经理 AI 助手为门店经理提供实时库存水平、产品销售趋势、定价信息等重要的门店运营指标及其分析，使门店经理能够加强商品管理及提高门店运营效率；协助门店经理监控门店，确保产品的精准陈列及规范的员工操作。 |
| 数字化运营 AI 巡店 | 采用 AI 图像识别技术进行门店管理，有助于实时自动化门店层级管理，包括门店布局检查、订单或付款欺诈检测。 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

渠道端：店铺模式因地制宜，快速扩张门店网络

三种门店模式灵活运用，快速完成全球市场布局。由于名创优品自身高性价比品牌定位，因此在单店模型趋于成熟后，快速进行门店扩张成为关键要素。而在传统直营模式下，公司前期初始资金投入较高且回收期较长；加盟模式又会出现终端产品和门店运营难以统一把控，管理难度大等问题。因此公司灵活运用直营模式、名创合伙人模式、代理模式三种门店运营模式，高效扩大全球门店网络。

- 1) 直营模式：**在直营模式下公司全权负责所有商品成本及运营开支，并享有所有终端销售收入；
- 2) 名创合伙人模式：**在该模式下，名创合伙人除支付初始投资费用外，需负责门店选址、员工招聘等前期准备工作，并承担日常资本开支和门店管理责任，次日可获取每日营业额 38%（食品为 33%）；而公司则主要负责产品开发生产及品牌运作相关，并提供门店管理及咨询服务，对于产品开发、门店布局装修、员工培训、定价、产品管理及库存补货等关键环节进行统一管理。
- 3) 代理模式：**代理商采取买断式方式，商品所有权于交付时由公司转移为代理商，公司只提供少许员工培训及其他指导，门店运营由代理商全权负责。

表10: 三种门店运营模式主要区别

| | 名创合伙人模式 | 代理模式 | 直营模式 |
|-----------|--|--|----------------|
| 公司收入 | 终端销售额的 62% (食品为 67%)；授权费 (2.98 万元/年)；管理咨询费；特许权使用费；货品保证金 (25 万元，一次性收取，在解除合后全款无息返还) | 向代理商销售商品收入 | 终端销售收入 |
| 合伙人/代理商收入 | 终端销售额的 38% (食品为 33%) | 终端销售收入 | / |
| 公司成本及服务 | 产品设计及开发；供应链管理；品牌管理相关 (广告) 开支；提供门店管理及咨询服务 (主要包括门店室内装修、室内设计、员工培训、定价、产品管理及库存补货)；并持续监控门店运营情况 | 产品及供应链成本；提供门店员工培训及其他指导 | 所有管理运营成本 |
| 合伙人/代理商成本 | 授权费；管理咨询费；特许权使用费；货品保证金；运营成本 (租金、员工工资、物流开支、水电开支、促销费用等)；承担门店管理责任 | 授权费；购买商品成本；运营成本 (租金、员工工资、物流开支、水电开支、促销费用等) | / |
| 产品选择和定价 | 合伙人可以决定产品的类型 (只提供由公司供应的产品)，并有权在公司建议零售价的指定范围内，设定产品零售价。 | 代理商决定产品类型 (只提供由公司供应的产品或经公司书面同意销售的其他产品)，对门店销售的存货拥有定价权 | 公司全权决定 |
| 存货风险 | 商品售予终端客户前，公司拥有存货所有权。名创合伙人承担库存风险 | 代理商对产品拥有所有权并承担产品发货或交付时的亏损风险 | 公司承担所有权并承担亏损风险 |
| 期限 | 不超过三年且在协议终止前经协商可续签 | 通常为二到十年 | 无限制 |

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

国内门店模式目前以名创合伙人模式为主

截至 FY2023 年，国内共有 3604 家门店，其中合伙人模式占比超 99%。合伙人模式在国内商业环境具备极大优势，对于公司来说，门店以轻资产方式实现快速扩张，同时公司自身拥有门店管理权，保证品牌形象和消费者体验，利于自身长期经营；而名创合伙人仅需承担初始投资费用和运营开支，不直接参与门店运营，对合伙人门槛要求较低，同时短周期回本给予合伙人极大加盟动力。

海外市场以代理模式为主，直营模式占比快速提升

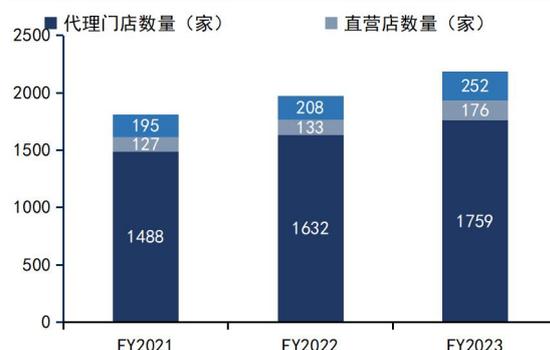
截至 FY2023 年，公司海外共有 2187 家门店，其中直营/合伙人/代理门店分别为 176/252/1759 家，分别占海外门店比重 8.05%/11.52%/80.43%，由于海外商业环境较为复杂，通过与具有丰富当地资源和零售经验的当地代理商合作，能够在低成本基础上，快速扩大海外门店网络。同时海外直营门店占比呈现增加趋势，FY2023 占比达 8.1%，同比+1.3pct，带动海外业务盈利能力上行。

图24: 名创优品品牌 FY21-FY23 中国门店数量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图25: 名创优品品牌 FY21-FY23 海外门店数量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

TOP TOY 定位高成长潮玩赛道，门店模型日益成熟

IP 属性为潮流玩具核心价值。潮流玩具为具备独立 IP+潮流属性并面向全年龄用户玩具类型，目前主要包括盲盒、艺术玩具、手办、玩偶、组装玩具和拼搭套装等类目，其产品内核为所附加的 IP 文化属性，产品销售的核心在于为消费者提供情绪需求服务。随着当前国内消费需求逐渐向精神需求升级，同时年轻群体追求个性化和收藏属性，潮玩市场的用户基础正在不断得到夯实。根据京东数据，购买潮玩消费者中 25-45 岁占比超过 75%，其中 Z 世代占比超 40%。

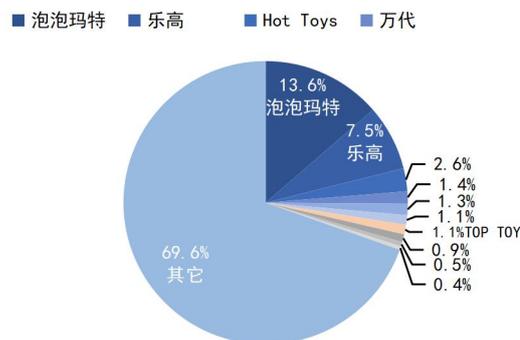
消费需求旺盛带动潮玩市场快速增长。根据弗若斯特沙利文，2021 年中国潮玩市场 GMV 达 345 亿元，2017-2021 年中国复合增长率高达 33.7%，且预计 22-26 年将以 24.0% 复合增速继续增长。分类别来看，受益于龙头泡泡玛特推动，盲盒市场于 17-21 年实现爆发式增长，CAGR 高达 129.4%，目前已成为潮玩市场第一大品类，2021 年占比达 28.1%，随着盲盒市场规模逐渐增大，预计未来 22-26 年复合增速放缓至 28.6%，但凭借其特有的 IP 属性和消费者黏性仍位居细分赛道增速榜首；其他产品未来三年增速预计维持在 20% 左右。

图26：中国潮玩市场的市场规模及细分类目



资料来源：弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

图27：2021年中国潮玩市场竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

从竞争格局来看，行业发展初期市场格局较分散，TOP TOY 位列前列。目前我国潮玩市场仍处于行业成长期，IP 衍生品产业链发展相对缓慢，潮玩产品易出现设计性不足、品类单一等问题，同时行业竞争壁垒较低，因此虽然目前市场参与者众多，但未来具备持续经营实力的企业有望逐步突出重围。据弗若斯特沙利文数据，2021 年我国潮玩行业 CR10 仅 30.4%，除泡泡玛特和乐高凭借先发优势和较高知名度分别占比 13.6%/7.5%，其余品牌市占率均不足 3%，其中 TOP TOY 市场份额以 GMV 计为 1.1%，名列第七。

➢ 产品端：产品布局吸引广泛客户群，高质量 IP 构造差异化竞争

1) 多品类多价位布局潮玩赛道。区别于聚焦盲盒的泡泡玛特和聚焦积木的乐高，TOP TOY 并不仅限于单一产品种类，而是形成“9+X”产品品类布局，覆盖盲盒、积木、手办、拼装高达、娃娃模型、潮流玩具、原创产品等多种玩具形态。同时，TOP TOY 实施阶梯式定价，从 59 元到上万元价格带全覆盖，既以低价格带满足尝鲜消费者需求，又依托中高档价位服务于资深玩家。目前 TOP TOY 男女性消费者比例分别为 48%/52%，基本保持均衡，年龄层覆盖 Z 世代和主流家庭群体。以潮玩全品类全价位模式，全面迎合市场偏好，延展潮玩消费全场景。

2) 借助高质量 IP 影响力凸显差异化。目前 TOP TOY 采用 70%外采 IP+30%自研 IP 的方式进行产品布局, 除向供应商直接采购现有产品外, TOP TOY 通过原创和独家 IP 构筑品牌护城河。一方面通过与全球知名 IP 如迪士尼、漫威等合作, 开发热门 IP 衍生品; 或是与知名艺术家、品牌独家联名推出定制系列, 如故宫、中国航天等具有强烈中国特色产品, 与消费者形成深度情感链接; 另外 TOP TOY 持续内部孵化原创 IP, 创造出 Twinkle、Tammy、Yoyo 等独家 IP 潮玩, 增强品牌认同感和消费者忠诚度。

表11: TOP TOY 部分产品介绍

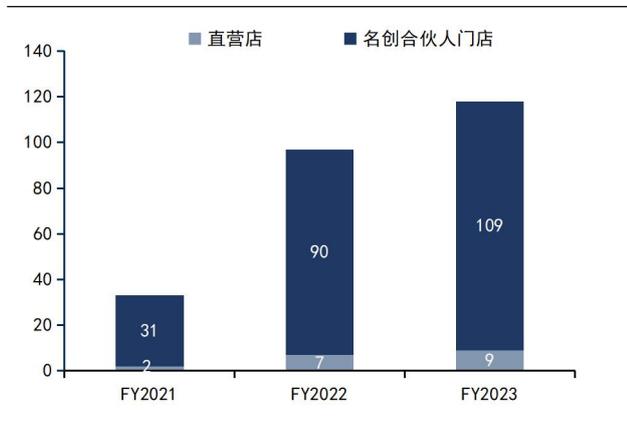
| 分类 | 商品 (部分) |
|-------------------|--------------------------------------|
| 与知名 IP 合作 | 迪士尼系列、三丽鸥系列、漫威系列、库洛米系列等 |
| 与艺术家共创、品牌独家联名定制系列 | QMSV mini 扎古、故宫系列、中国航天、乐华家族系列、甄嬛传系列等 |
| 自研 IP | Twinkle、Tammy、Yoyo 等 |

资料来源: TOP TOY 官网、TOP TOY 官方微博、国信证券经济研究所整理

➤ 渠道端: 合伙人模式推动门店增长

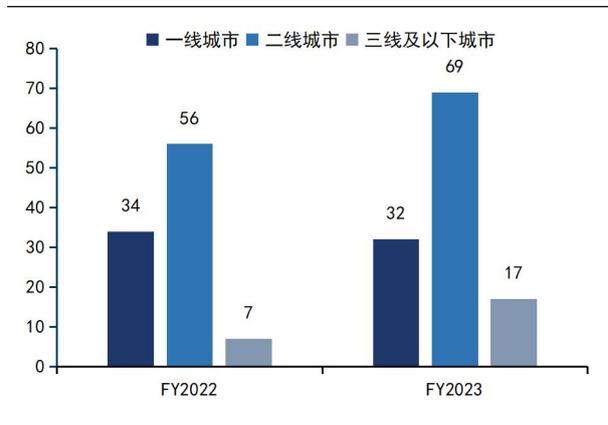
目前 TOP TOY 门店均位于国内, 截至 FY2023 年, TOP TOY 共有 118 家线下门店, 分模式来看, 直营/合伙人模式分别拥有门店 9/109 家, 同比分别新增 2/19 家; 分地区来看, 由于品牌目标客群为年轻消费群体, 目前门店仍以合作人模式在高线城市为主, 一二线城市门店数合计 101 家。考虑到消费者对于消费场景及购物体验的精神需求, TOP TOY 将门店 1/3 空间作为展览区, 打造“店展结合+沉浸式场景”, 驱动消费者入店, 持续带来高流量和高复购。

图28: TOP TOY 品牌门店数 (分模式)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图29: TOP TOY 品牌门店数 (分地区)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议

假设前提

收入端，我们分品牌分地区进行分拆预测：

1) **国内 MINISO**：从门店数来看，截至 FY2023 年，国内 MINISO 共有门店 3604 家，同比净增 378 家，FY24Q1 已有门店 3802 家，由于 FY2022 年受到疫情影响导致部分门店延迟至 FY2023 年开设，带动 FY2023 年及 FY24Q1 门店扩张较快。考虑到目前在国内 MINISO 门店已有较高数量，未来开店速度预计有所平稳，预计 FY2024-2026 年分别净增门店 350/310/300 家。从单店收入来看，FY2023 年实现 206 万元，恢复至 FY2019 年同期 74.2% 水平，未来一方面考虑到整体消费稳步复苏，同时公司在 2023 年品牌升级战略成功完成，单店收入有望不断提升，但同时公司不断加大在三线及以下城市开店比例，因此预计单店收入呈小幅提升状态，FY2024-2026 年单店收入分别为 227/246/261 万元，分别同比+10.4%/8.0%/6.2%。

2) **海外 MINISO**：从门店数来看，截至 FY2023 年，海外 MINISO 共有门店 2187 家，FY2021/2022/2023 年分别净增门店 121/163/214 家，FY24Q1 新增 126 家，海外门店扩张不断加快，考虑到海外市场空间仍较大，同时公司也正处于海外扩张状态，预计 FY2024-2026 年分别净增门店 380/400/420 家。从单店收入来看，FY2023 年实现 184 万元，同比+31.5%，考虑到海外直营门店占比不断提升，同时超级门店策略的坚定实施带动单店收入不断提升，预计 FY2024-2026 年单店收入分别为 223/247/265 万元，分别同比+21.6%/10.7%/7.3%。

3) **TOP TOY**：从门店数来看，截至 FY24Q1，TOP TOY 共有门店 122 家，FY2022/2023 年分别净增门店 64/21 家，考虑到目前 TOP TOY 仍处于门店模型完善时期，因此预计 FY2024 年门店稳定提升，FY2025 年开始扩张速度加快，预计 FY2024-2026 年分别净增门店 20/50/65 家。从单店收入来看，FY2023 年实现 496 万元，同比下滑 27.8%，主要由于高线城市受疫情影响较大，未来预计整体处于稳步提升状态，FY2024-2026 年分别 541/568/585 万，分别同比+9.0%/5.0%/3.0%。

表12: 公司核心假设与盈利预测拆分表

| 单位 (百万元、家) | FY2022 | FY2023 | FY2024E | FY2025E | FY2026E |
|--------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 总收入 | 10086 | 11473 | 14679 | 17946 | 21316 |
| YOY | 11.2% | 13.8% | 27.9% | 22.3% | 18.8% |
| 毛利率 | 30.4% | 38.7% | 39.4% | 39.9% | 40.2% |
| 国内 MINISO 业务 | 6825 | 7039 | 8596 | 10095 | 11514 |
| YOY | -1.9% | 3.1% | 22.1% | 17.4% | 14.1% |
| 门店数 | 3226 | 3604 | 3954 | 4264 | 4564 |
| 单店收入 | 2.21 | 2.06 | 2.27 | 2.46 | 2.61 |
| 业务收入比例 (%) | 72.1% | 64.8% | 61.8% | 59.6% | 57.7% |
| 海外 MINISO 业务 | 2644 | 3822 | 5312 | 6846 | 8434 |
| YOY | 48.5% | 44.6% | 39.0% | 28.9% | 23.2% |
| 门店数 | 1973 | 2187 | 2567 | 2967 | 3387 |
| 单店收入 | 1.40 | 1.84 | 2.23 | 2.47 | 2.65 |
| 业务收入比例 (%) | 26.2% | 33.3% | 36.2% | 38.2% | 39.6% |
| TOP TOY 业务 | 447 | 533 | 692 | 926 | 1290 |
| YOY | 354.9% | 19.3% | 29.8% | 33.7% | 39.3% |
| 门店数 | 97 | 118 | 138 | 188 | 253 |
| 单店收入 | 6.88 | 4.96 | 5.41 | 5.68 | 5.85 |
| 业务收入比例 (%) | 4.4% | 4.6% | 4.7% | 5.2% | 6.1% |
| 其他收入 | 170 | 79 | 79 | 79 | 79 |
| YOY | -28.4% | -53.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 业务收入比例 (%) | 1.7% | 0.7% | 0.5% | 0.4% | 0.4% |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润端预测:

1) 毛利率方面: 随着一方面国内 MINISO 门店不断升级, 海外 MINISO 门店直营收入占比不断提升, 以及 TOP TOY 组合优化, 多方因素带动公司毛利率不断上行, 我们预计公司综合毛利率 FY2024-2026 为 39.4%/39.9%/40.2%。

2) 费用率方面: 随着公司业绩不断稳健增长经营杠杆释放, 预计带动管理费用率下行。但随着公司提高品牌宣传力度, 以及加深与 IP 合作带动 IP 授权费上行, 预计销售费用率未来处于上行态势。

表13: 未来 3 年盈利预测表

| 单位 (百万元) | FY2022 | FY2023 | FY2024E | FY2025E | FY2026E |
|-----------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 10086 | 11473 | 14679 | 17946 | 21316 |
| 营业成本 | 7016 | 7030 | 8892 | 10789 | 12756 |
| 销售费用 | 1442 | 1716 | 2249 | 2783 | 3325 |
| 管理费用 | 1147 | 988 | 1340 | 1479 | 1626 |
| 财务费用 | -33 | -111 | -118 | -150 | -228 |
| 营业利润 | 951 | 2379 | 3033 | 3772 | 4575 |
| 利润总额 | 907 | 2334 | 3078 | 3817 | 4620 |
| 所得税费用 | 267 | 552 | 769 | 954 | 1155 |
| 归属于母公司净利润 | 638 | 1769 | 2291 | 2842 | 3440 |

数据来源: Wind、国信证券经济研究所预测

综上, 根据以上假设预测, 公司 FY2024-2026 年营收分别为 146.79/179.46/213.16 亿, 同比+27.9%/22.3%/18.8%; 实现归母净利润为 22.91/28.42/34.40 亿元, 分别同比+29.5%/24.0%/21.0%, EPS 为 1.81/2.25/2.72 元/股。

盈利预测的敏感性分析

由于公司业务种类较多，此处我们采用中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平，其中主要变量为收入增速和毛利率。其中 FY2024-FY2026 年乐观场景下营收增速提高 0.5%，毛利率提升 0.5pct；悲观情况下营收增速降低 0.5%，毛利率降低 0.5pct，敏感性测试结果如下表所示：

表14: 盈利预测的敏感性分析

| | FY2022 | FY2023 | FY2024E | FY2025E | FY2026E |
|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 乐观预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 10,086 | 11,473 | 14,737 | 18,089 | 21,577 |
| (+/-%) | 11.2% | 13.8% | 28.4% | 22.8% | 19.3% |
| 净利润(百万元) | 638 | 1769 | 2355 | 2932 | 3562 |
| (+/-%) | -145.1% | 177.2% | 33.2% | 24.5% | 21.5% |
| 摊薄 EPS | 0.51 | 1.40 | 1.86 | 2.32 | 2.82 |
| 中性预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 10,086 | 11,473 | 14,679 | 17,946 | 21,316 |
| (+/-%) | 11.2% | 13.8% | 27.9% | 22.3% | 18.8% |
| 净利润(百万元) | 638 | 1769 | 2291 | 2842 | 3440 |
| (+/-%) | -145.1% | 177.2% | 29.5% | 24.0% | 21.0% |
| 摊薄 EPS | 0.51 | 1.40 | 1.81 | 2.25 | 2.72 |
| 悲观预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 10,086 | 11,473 | 14,622 | 17,802 | 21,057 |
| (+/-%) | 11.2% | 13.8% | 27.4% | 21.8% | 18.3% |
| 净利润(百万元) | 638 | 1769 | 2228 | 2752 | 3320 |
| (+/-%) | -145.1% | 177.2% | 25.9% | 23.6% | 20.6% |
| 摊薄 EPS | 0.51 | 1.40 | 1.76 | 2.18 | 2.63 |

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：43.0-48.0 港元/股

我们采用 FCFE 估值法对公司进行绝对估值，首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：

1、盈利预测的假设

未来 10 年估值假设条件见下表：如前文所述，公司一方面门店仍处于扩张态势，同时单店收入受益于消费稳健恢复和品牌升级而不断提升，预计整体收入仍能保持稳定且高速增长。同时受益于公司品牌力的增强和高毛利直营业务占比的提升，带动毛利率不断上行；销售费用率预计受 IP 授权费和推广宣传力度加强而有所上升，管理费用率随着经营杠杆释放而稳步下行。

表15: 公司盈利预测假设条件 (%)

| | FY2021 | FY2022 | FY2023 | FY2024E | FY2025E | FY2026E | FY2027E | FY2028E | FY2029E | FY2030E | FY2031E | FY2032E |
|-----------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入增长率 | 1.03% | 11.18% | 13.76% | 27.94% | 22.25% | 18.78% | 15.00% | 10.00% | 5.00% | 5.00% | 2.00% | 2.00% |
| 营业成本/营业收入 | 69.56% | 69.56% | 61.27% | 60.57% | 60.12% | 59.84% | 59.84% | 59.84% | 59.84% | 59.84% | 59.84% | 59.84% |
| 管理费用/营业收入 | 8.94% | 8.09% | 5.52% | 4.7% | 4.6% | 4.6% | 4.58% | 4.58% | 4.58% | 4.58% | 4.58% | 4.58% |
| 销售费用/销售收入 | 13.30% | 14.30% | 14.96% | 15.3% | 15.5% | 15.6% | 15.60% | 15.60% | 15.60% | 15.60% | 15.60% | 15.60% |
| 所得税税率 | -17.5% | 29.5% | 23.6% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2、资本要素的假设

资本成本要素假设方面: 无杠杆 beta 系数采用 0.95; 无风险利率取 10 年期国债收益率 2.63%; 股票风险溢价 6.00%; 债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 4.90%, 由此计算得出公司的 Ke 为 8.45%。

表16: 资本成本假设

| | | | |
|------------|-------|---------------|--------|
| 无杠杆 Beta | 0.95 | T | 25.00% |
| 无风险利率 | 2.63% | Ka | 8.33% |
| 股票风险溢价 | 6.00% | 有杠杆 Beta | 0.97 |
| 公司股价 (人民币) | 34.21 | Ke | 8.45% |
| 发行在外股数 | 1264 | E/(D+E) | 97.32% |
| 股票市值 (E) | 43236 | D/(D+E) | 2.68% |
| 债务总额 (D) | 1189 | WACC | 8.32% |
| Kd | 4.90% | 永续增长率 (10 年后) | 2.0% |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所假设, 注: 股价采用 12 月 1 日收盘价

该绝对估值相对于 Ke 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析

| | | Ke 变化 | | | | |
|---------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 8.0% | 8.2% | 8.45% | 8.6% | 8.8% |
| 永续 增长 率变 化 | 2.4% | 46.59 | 44.84 | 43.21 | 41.69 | 40.26 |
| | 2.2% | 45.50 | 43.84 | 42.29 | 40.84 | 39.47 |
| | 2.0% | 44.48 | 42.90 | 41.43 | 40.04 | 38.73 |
| | 1.8% | 43.53 | 42.03 | 40.61 | 39.29 | 38.03 |
| | 1.6% | 42.64 | 41.20 | 39.85 | 38.58 | 37.38 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析

按以上分析, 并采用 FCFE 估值法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析, 我们最终得出公司合理估值区间为 39.29-43.84 元/股, 中值为 41.43 元/股, 折合港币合理估值区间为 43.0-48.0 港元/股, 中值为 45.3 港元/股。

相对估值: 49.6-51.6 港元/股

由于公司为面向全球市场布局的主营高性价比的生活家居用品零售商, 我们选取与公司主营业务类似的公司 DOLLARAMA、Five Below、Dollar General、PPIH 作为可比公司, 其中 1) DOLLARAMA 为加拿大著名一元店低价商品零售商, 涉及食品饮料、日用家居用品等多种类商品; 2) Five Below 为美国定位于青少年潮流玩物用品集合零售商, 价格带在 5 美元左右; 3) Dollar General 为美国知名折扣连锁零售店, 以供应日常消费用品为主; 4) PPIH 为日本著名折扣零售商唐吉诃德母公司。

相关财务数据如下表所示：公司整体收入和利润体量在可比公司中较小，但收入增速一直表现较好，经调整净利润受益于疫情后复苏 FY2023 表现突出。同时受益于品牌升级战略的成功实施，带动毛利率于 FY2023 年大幅上行，仅次于 DOLLARRAMA，而经调整净利润率 FY2023 年高达 16.08%，位于可比公司首位。

表18: 可比公司财务数据

| | 名创优品 | DOLLARRAMA | Five Below | Dollar General | PPIH | |
|--------|------------|------------|------------|----------------|--------|---------|
| FY2022 | 营收(百万) | 10086 | 4331 | 2848 | 34220 | 1831280 |
| | yoy | 11.18% | 7.56% | 45.17% | 1.40% | 7.18% |
| | 经调整净利润(百万) | 723 | 661 | 279 | 2399 | 66740 |
| | yoy | 51.43% | 18.68% | 162.01% | -9.71% | 1.42% |
| | 毛利率 | 30.44% | 43.92% | 36.18% | 31.60% | 29.67% |
| | 经调整净利润率 | 7.16% | 15.27% | 9.79% | 7.01% | 3.64% |
| FY2023 | 营收(百万) | 11473 | 5053 | 3076 | 37845 | 1936783 |
| | yoy | 13.76% | 16.67% | 8.00% | 10.59% | 5.76% |
| | 经调整净利润(百万) | 1845 | 802 | 262 | 2416 | 71600 |
| | yoy | 155.29% | 20.91% | -6.20% | 0.70% | 7.27% |
| | 毛利率 | 38.73% | 43.51% | 35.61% | 31.23% | 31.00% |
| | 经调整净利润率 | 16.08% | 15.87% | 8.50% | 6.38% | 3.70% |

资料来源：Wind、彭博、国信证券经济研究所整理，注：所有公司均为本币，即 DOLLARRAMA 为加元；Five Below、Dollar General 为美元；PPIH 为日元；名创优品为人民币。

从可比公司估值情况来看，可比公司 FY24-26 年平均 PE 水平分别为 27/24/21 倍，综合考虑公司的目前的成长性和盈利水平均位于可比公司前列状态，我们给予公司 FY2024 年 PE 为 25-26x，对应市值为 572.83-595.74 亿人民币，对应港股股价为 49.62-51.60 港元。

最终综合考虑绝对估值及相对估值，给予公司目标价为 45.3-50.6 港元/股，对应 12 月 22 日收盘价有 21.1%-35.1% 上行空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表19: 可比公司盈利预测及估值情况

| 代码 | 公司简称 | 股价 | EPS | | | | PE | | | |
|---------|----------------|------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2023/12/22 | 23A | 24E | 25E | 26E | 23A | 24E | 25E | 26E |
| DOL. TO | DOLLARAMA | 92.63 | 2.77 | 2.77 | 3.43 | 3.86 | 31.76 | 27.02 | 24.03 | 21.18 |
| FIVE. O | Five Below | 202.70 | 4.69 | 4.69 | 5.52 | 6.61 | 42.81 | 36.74 | 30.68 | 25.40 |
| DG. N | Dollar General | 132.21 | 10.68 | 10.68 | 7.46 | 7.52 | 21.36 | 17.72 | 17.58 | 15.98 |
| 7532. T | PPIH | 3312.0 | 110.94 | 110.94 | 129.99 | 142.12 | 23.19 | 25.48 | 23.30 | 21.02 |
| 平均值 | | | | | | | 29.78 | 26.74 | 23.90 | 20.89 |

资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理；注：以上均为彭博一致预期，注：所有公司均为本币，即 DOLLARRAMA 为加元；Five Below、Dollar General 为美元；PPIH 为日元。

投资建议

名创优品作为全球折扣零售商龙头公司，以优秀的产品力和高效供应链为基础，在当前性价比消费趋势下实现业绩快速增长。未来随着公司继续推进品牌升级和超级门店战略，单店店效提升和门店扩张有望共同推进，未来业绩有望持续高速增长。我们预计公司 FY2024-2026 年归母净利润为 22.91/28.42/34.40 亿元，EPS 为 1.81/2.25/2.72 元/股，综合考虑绝对及相对估值，给予公司目标价 45.3-50.6 港元/股，对应 12 月 22 日收盘价还有 21.1%-35.1% 上行空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 45.3-50.6 港元/股之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、权益资本成本(K_e)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

权益资本成本(K_e)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 K_e 时假设无风险利率为 2.63%、风险溢价 6.00%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 K_e 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:与公司主营业务类似的公司 DOLLARAMA、Five Below、Dollar General、PPIH 作为可比公司,选取了可比公司 FY2024 年平均 PE 做为相对估值的参考,最终给予公司 FY2024 年 25-26 倍 PE 估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年单店收入均呈小幅提升状态,但如果单店升级不及预期或是品牌竞争力下降,可能会导致收入被高估;
- ◆ 我们预计公司未来 3 年国内名创门店开店速度预计有所平稳,海外门店继续加速扩张,但如果公司后续开店不及预期,可能导致公司业绩增长放缓;
- ◆ 我们预计公司随着国内 MINISO 门店不断升级,和海外 MINISO 门店直营收入占比不断提升,以及 TOP TOY 组合优化,带动公司毛利率不断上行,但如果后续品牌升级不及预期或海外直营扩张不及预期均会导致毛利率不及预期;

经营风险

消费恢复不及预期风险。目前公司同店表现尚未恢复至疫情前水平,无论国内海外市场恢复不及预期,对公司业绩将造成一定影响。

竞争加剧风险。目前全球生活家居用品零售行业竞争格局相对分散,若行业参与者增多造成行业竞争加剧,对公司长期发展存在一定压力。

技术流失风险。目前公司通过数字化全周期赋能产品开发、门店运营等,如果公司核心技术人才流失将会对公司造成较大影响。

产品创新风险。公司以产品为本,未来能否持续推出受消费者欢迎的高性价比产品具有不确定性。

汇率波动风险。目前公司海外业务收入占比较高，汇率的波动可能导致公司业绩出现较大波动。

境外经营风险：公司境内外多家门店，面临各国法律及税收的监管要求，如果门店所在国家或地区法律及监管要求发生不利变化，同时公司实际控制人、管理层缺少相应的管理经验和能力，将增加公司管理协调的难度，带来经营管理风险，从而对公司业绩造成不利影响。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 5348 | 6489 | 8000 | 9742 | 13142 | 营业收入 | 10086 | 11473 | 14679 | 17946 | 21316 |
| 应收款项 | 1056 | 1150 | 1327 | 1622 | 1927 | 营业成本 | 7016 | 7030 | 8892 | 10789 | 12756 |
| 存货净额 | 1188 | 1451 | 1693 | 2113 | 2603 | 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 243 | 232 | 308 | 395 | 426 | 销售费用 | 1442 | 1716 | 2249 | 2783 | 3325 |
| 流动资产合计 | 8073 | 9904 | 11910 | 14570 | 18936 | 管理费用 | 1147 | 988 | 1340 | 1479 | 1626 |
| 固定资产 | 420 | 535 | 665 | 737 | 806 | 财务费用 | (33) | (111) | (118) | (150) | (228) |
| 无形资产及其他 | 2405 | 2599 | 2199 | 1849 | 1530 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 384 | 236 | 236 | 236 | 236 | 资产减值及公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 174 | 224 | 374 | 574 | 其他收入 | 438 | 530 | 716 | 727 | 738 |
| 资产总计 | 11282 | 13448 | 15234 | 17767 | 22082 | 营业利润 | 951 | 2379 | 3033 | 3772 | 4575 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 0 | 1181 | 0 | 0 | 营业外净收支 | (44) | (46) | 45 | 45 | 45 |
| 应付款项 | 805 | 3257 | 1209 | 1761 | 2256 | 利润总额 | 907 | 2334 | 3078 | 3817 | 4620 |
| 其他流动负债 | 2984 | 629 | 824 | 1003 | 1188 | 所得税费用 | 267 | 552 | 769 | 954 | 1155 |
| 流动负债合计 | 3789 | 3886 | 3214 | 2763 | 3444 | 少数股东损益 | 2 | 13 | 17 | 21 | 26 |
| 长期借款及应付债券 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 归属于母公司净利润 | 638 | 1769 | 2291 | 2842 | 3440 |
| 其他长期负债 | 459 | 637 | 787 | 907 | 1077 | | | | | | |
| 长期负债合计 | 466 | 644 | 794 | 914 | 1084 | 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 负债合计 | 4254 | 4529 | 4008 | 3677 | 4528 | 净利润 | 638 | 1769 | 2291 | 2842 | 3440 |
| 少数股东权益 | (4) | 17 | 34 | 55 | 81 | 资产减值准备 | 0 | 0 | 3 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 7032 | 8901 | 11192 | 14034 | 17474 | 折旧摊销 | 390 | 391 | 716 | 727 | 738 |
| 负债和股东权益总计 | 11282 | 13448 | 15234 | 17767 | 22082 | 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 财务费用 | (33) | (111) | (118) | (150) | (228) |
| 关键财务与估值指标 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 营运资本变动 | 78 | 77 | (2195) | 49 | 24 |
| 每股收益 | 0.51 | 1.40 | 1.81 | 2.25 | 2.72 | 其它 | 2 | 13 | 14 | 21 | 25 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流 | 1108 | 2250 | 829 | 3639 | 4227 |
| 每股净资产 | 5.56 | 7.04 | 8.86 | 11.11 | 13.83 | 资本开支 | 0 | (152) | (450) | (450) | (488) |
| ROIC | 9% | 20% | 21% | 22% | 26% | 其它投资现金流 | (237) | (345) | 0 | (116) | (140) |
| ROE | 9% | 20% | 20% | 20% | 20% | 投资活动现金流 | 115 | (670) | (500) | (716) | (827) |
| 毛利率 | 30% | 39% | 39% | 40% | 40% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 5% | 15% | 15% | 16% | 17% | 负债净变化 | (0) | 1 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 9% | 19% | 20% | 20% | 20% | 支付股利、利息 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 11% | 14% | 28% | 22% | 19% | 其它融资现金流 | (2645) | (440) | 1181 | (1181) | 0 |
| 净利润增长率 | -145% | 177% | 30% | 24% | 21% | 融资活动现金流 | (2646) | (439) | 1181 | (1181) | 0 |
| 资产负债率 | 38% | 34% | 27% | 21% | 21% | 现金净变动 | (1423) | 1141 | 1511 | 1742 | 3400 |
| 息率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 货币资金的期初余额 | 6772 | 5348 | 6489 | 8000 | 9742 |
| P/E | 67.8 | 24.4 | 18.9 | 15.2 | 12.6 | 货币资金的期末余额 | 5348 | 6489 | 8000 | 9742 | 13142 |
| P/B | 6.1 | 4.9 | 3.9 | 3.1 | 2.5 | 企业自由现金流 | 0 | 1644 | (280) | 2497 | 2981 |
| EV/EBITDA | 59 | 24 | 18 | 14 | 12 | 权益自由现金流 | 0 | 1289 | 990 | 1429 | 3153 |

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 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 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 |
| | | 低配 | 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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