

零售电商 | 公司研究

2024年01月16日

买入

首次覆盖

市场数据: 2024年1月12日

收盘价 (美元)	22.49
纳斯达克指数	14972.76
52周最高/最低价 (美元)	29.92/13.32
美股市值 (亿美元)	71.05
总股本 (亿股)	12.64
汇率 (美元/人民币)	7.17

股价表现:



资料来源: Bloomberg

证券分析师

赵令伊
A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

研究支持

曹敦鑫
A0230523070005
caodx@swsresearch.com

联系人

曹敦鑫
(8621)23297818x转
caodx@swsresearch.com

超级品牌, 点亮全球美好生活

名创优品 (MNSO.N)

名创优品是中国零售出海标杆, 价值零售商定位助力穿越周期, 国内及海外业务复苏强劲。名创优品成立于2013年, 目前已成功孵化“名创优品”和“TOP TOY”两大品牌。旗舰品牌“名创优品”以时尚、创意、高质量及高性价比特色, 满足消费者“兴趣消费”+“性价比”等多维度需求。同时“名创优品”早于2015年开启全球扩张, 以“百国千万店”为远期目标。23年公司开启大规模加速出海元年, 有望向全球每位消费者传递追求美好生活的价值主张。“TOP TOY”把握新世代消费群体情绪消费需求, 切入潮玩赛道, IP联名+自有品牌潮玩玩具受到年轻消费者欢迎。海外国内市场相继回暖, 公司营收稳步复苏, 业绩屡创新高。受益于品牌升级毛利率提升, 名创优品盈利能力稳步增强。

潮流生活家居用品好赛道, 供需共振打开千亿空间。参考1970s-1990s的日本, 经济换挡叠加发达制造业体系, 催化性价比好物市场, 以UNIQLO、DAISO、MUJI等为代表的一大批主打性价比好物的消费品牌百花齐放。反观中国, 2015年后, 中国经济换挡培育消费者性价比和质价比需求, 同时Z世代崛起引领兼具潮流时尚和个性追求的消费理念, 中国生活家居用品市场迎来新市场机遇。我们认为生活家居用品行业整体成长将受益于中国市场供需两端革新, 其中自有品牌生活家居用品市场预计2022-2026以14.2%复合增速达到1895亿元。供给端, 中国拥有强大的供应链与大量优质产业集群, 为生活家居零售提供天然的供应优势。需求端性价比消费需求崛起, 下沉市场需求爆发。同时Z世代已成为消费主力, 其对场景式体验感、店铺个性化等需求推动了线下实体店的发展。

强大的供应链整合+独特投资商模式, 名创优品高速成长的双驾马车。名创优品坚持优质与低价, 依托国内发达的轻工业体系, 专注于优质产品的打磨, 结合高效率的供应链体系, 坚持高性价比。名创优品在供货、供应链和周转三方面发力, 通过优质供应商规模化生产和直采, 去掉中间环节和营销成本, 主动降低毛利, 有助于打造质优价廉的商品吸引更多目标客群, 促进其周转。打造优质供应链的同时, 名创优品从“利他”理念出发, 创新性推出名创优品投资商模式, 兼顾渠道的扩张速度与运营的质量。投资商类加盟模式在保证名创优品标准化运营门店同时, 合伙人投入精力相对较少, 投资回收期较短, 从而实现公司和合伙人相互赋能相互成就, 实现渠道端门店快速扩张。强大的供应链能力以及成熟的投资商模式是公司差异化竞争优势, 有助于增强运营效率, 不断推出优质产品, 为公司品牌战略升级奠定基础。

“全球化超级品牌”战略新升级, 积极出海打造全球零售新标杆。2023年名创优品提出打造“全球化超级品牌”战略, 具体通过构建“超级符号、超级品类、超级IP、超级门店、超级用户”五个超级, 以打造品牌符号、潮流产品、影响力IP、高势能门店等方式, 围绕美好生活的价值主张构建“新刚需”品类的认识和势能。超级品牌升级有望推动消费者吸引力由价格升维至对品牌价值认同, 在性价比基础上强化品牌认知, 提升消费者复购率及忠诚度, 推动公司盈利能力上行。同时海外宏观经济形势驱动下发达国家以及新兴国家消费结构变化, 名创优品持续提供高性价比产品的价值定位, 在经济周期波动中优势显现。23年以来名创优品海外拓店节奏加快+主力市场持续渗透+新店效能优势显著, 海外业绩持续走强。我们认为名创优品在海外深耕拓展规模, 推动代理转直营, 运营效率有望进一步改善赋能海外业务发展。同时公司在产品、运营、营销等多渠道发力, 打造海外本土化经营能力, 有望提升全球市场渗透率, 或将进一步打开海外市场增量空间。

首次覆盖给予“买入”评级。我们看好名创优品在供应链、商业模式、品牌形象等方面的深厚壁垒, 品牌升级战略和全球化布局有望推动名创优品在国内国际市场扩张, 助力名创优品从渠道品牌向产品品牌转型, 从而实现盈利能力提升, 拓展全球兴趣消费增量市场。我们预计FY2024-FY2026年公司实现营收150/181/210亿元, 实现调整后归母净利润23.4/28.9/34.2亿元。参考FY2024可比公司行业平均估值为31x PE, 我们给予公司FY2024 30x PE, 目标市值为701亿元人民币, 对应目标价约为31美元/ADR, 对应涨幅为38%, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 海外业务拓张不及预期, 库存风险, 盈利能力不及预期

财务数据及盈利预测

人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10,085.6	11,473.2	14,976.0	18,103.6	21,032.1
同比增长率 (%)	11.2	13.8	30.5	20.9	16.2
调整后净利润 (百万元)	722.6	1,844.7	2,337.8	2,891.8	3,418.6
同比增长率 (%)	51.4	155.3	26.7	23.7	18.2
每股收益 (元)	2.4	5.9	7.4	9.2	10.8
市盈率 (倍)	67.9	27.3	21.8	17.6	14.9
市净率 (倍)	7.0	5.7	5.1	4.4	3.9

注: “每股收益”为调整后归属于母公司所有者的净利润 (None-IFRS) 除以总股本

投资案件

投资评级与估值

名创优品基于供应链整合和投资商模式两大核心支柱，为消费者提供高性价比的自有品牌生活家居商品，实现国内和海外业务高速增长。目前名创已开启“全球超级品牌”战略升级，在坚持 MINISO 产品高性价比优势基础上，从品牌、渠道和产品维度着手，进一步提升品牌价值。同时名创依托国内供应链优势和经营经验积极出海，在海外市场深化本土运营，优化产品结构，潜在成长空间广阔。参考 FY2024 可比公司行业平均估值为 31x PE，我们给予公司 FY2024 30x PE，目标市值为 701 亿元人民币，对应目标价约为 31 美元/ADR，对应涨幅为 38%，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

收入端：

- 1) 国内 MINISO 业务：线下场景重启，消费活力复苏，保持较快拓店节奏，24-26 财年实现 87/98/107 亿元，同比增长 23%/13%/9%。
- 2) 海外 MINISO 业务：公司在海外保持较快开店速度，本地化运营及超级门店打造带动业绩提升，24-26 财年实现 53/68/82 亿元，同比增长 39%/27%/21%。
- 3) 国内其他业务：Toptoy 在一二线城市加密门店布局，同时向二三线城市渗透，其他业务 24-26 财年实现 10/15/21 亿，同比增长 62%/55%/38%。

成本费用端：

- 1) 毛利率：推进超级品牌，发力 IP 产品，同时高毛利海外业务占比提升，2024-2026 财年毛利率为 39.1%/39.4%/39.7%。
- 2) 费用率：2024-2026 财年销售费用率分别为 15.0%/15.2%/15.4%，管理费用率分别为 5.5%/5.1%/4.9%，财务费用率分别为-0.8%/-0.8%/-0.8%。

有别于大众的认识

市场认为名创海外业绩高速增长缺乏持续性，我们认为公司所处的全球自有品牌综合零售行业成长性高，名创以既有市场加密为主，新市场拓展同步，开店空间广阔。同时公司通过产品创新、品牌营销、门店升级等方式提升品牌势能，有望进一步提升单店店销。在高速拓店和单店业绩持续增强共同作用下，我们看好海外业务保持高成长性。

股价表现的催化剂

短期看公司国内外线下同店提升、展店提速和经营利润率提升，中长期看超级品牌升级、子品牌孵化提升品牌力，线上线下多渠道拓展以及公司平台化转型进程。

核心假设风险

行业竞争加剧，海外业务拓张不及预期，库存风险，盈利能力不及预期

目录

1. 名创优品：快速成长的全球自有品牌综合零售商	5
1.1 始于中国，全球成长的零售新势力.....	5
1.2 管理层消费行业经验丰富，公司股权结构稳定.....	6
1.3 稳步复苏盈利能力提升，高经营效率未来成长可期	7
2. 品牌生活家居用品好赛道，供需共振打开千亿空间	9
2.1 1970s 日本经济换挡期，生活家居用品品牌百花齐放.....	9
2.2 供需恰逢其时，共促广阔行业空间	11
3. 供应链整合+投资商模式，名创优品的双驾马车	15
3.1 “三位一体模式”——提供性价比加固护城河	15
3.2 “投资商模式”——美美与共轻松实现门店增量保质	17
4. 升级超级品牌提势能，出海树立全球零售新标杆	19
4.1 “全球化超级品牌”战略新升级，引领生活消费新潮流.....	19
4.2 加快出海节奏，因地制宜打造全球美好生活品牌	26
5. 盈利预测与估值	32
5.1 盈利预测	32
5.2 估值与投资分析意见	34

图目录

图 1: 名创优品发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构稳定, 管理团队与公司利益深度绑定	7
图 3: FY1Q24 名创优品营收同比增长 37%	7
图 4: FY23 名创优品 GMV 同比增长 17%	7
图 5: FY23 生活家居产品及潮流玩具产品占公司营收 90%.....	8
图 6: MINISO 海外与 TOP TOY 营收占比逐步提升	8
图 7: FY1Q24 名创优品毛利率达到 41.8%.....	8
图 8: 名创海外业务毛利率高于国内业务毛利率	8
图 9: FY1Q24 名创销售/管理费用率 达到 16.9%/4.5%	9
图 10: 名创优品盈利能力稳步增强.....	9
图 11: 20 世纪 70、80 年代日本制造业高速发展	9
图 12: 20 世纪 70、80 年代日本具备领先工业水平	9
图 13: 70 年代日本经济结束高增长, GDP 增速换挡	10
图 14: 自 80 年代始日本出现众多性价比日用品品牌.....	10
图 15: 迅销集团股价复盘	10
图 16: 迅销集团旗下优衣库 2010 年开启全球扩张	10
图 17: 百花齐放的日本生活家居用品品牌	11
图 18: 中国生活家居用品市场发展可分为三阶段.....	11
图 19: 预计 2026 年生活家居零售市场规模达到 6 万亿元	12
图 20: 自有品牌生活家居用品市场增长预计进一步提速	12
图 21: 2021 年中国制造业增加值占全球份额三成	12
图 22: 中国大陆轻工业产业集群分布图	12
图 23: 22 年复杂环境下居民可支配收入增长放缓	13
图 24: 2023 年消费者消费观念趋向务实	13
图 25: 下沉市场人口占比约为 68.5%	14
图 26: 下沉市场用户更关注价格和产品口碑	14
图 27: Z 世代逛街频率	15
图 28: Z 世代逛街目的	15
图 29: 名创优品“三位一体”打造高性价比	15
图 30: 名创优品与可比公司存货周转天数	16
图 31: 名创优品极短供应链	16
图 32: 名创优品投资商模式	17
图 33: 名创对门店进行类直营管理	17
图 34: 国内市场下沉战略稳步进行 (单位: 家)	19
图 35: 下沉市场开店空间广阔	19
图 36: 品牌 LOGO 新升级	20
图 37: 品牌理念由“三高三低”升级为新三好	20
图 38: 中国消费者购买商品关键因素前五类	21
图 39: 名创优品设计获奖商品	21
图 40: 名创优品热门 IP Loopy 毛绒公仔广受欢迎	21
图 41: 名创优品于英国伦敦开设全球首家盲盒主题店	21
图 42: 名创优品大美妆品类引领生活潮流消费	22

图 43: 名创优品打造首个香氛博物馆	22
图 44: 名创优品大师经典系列无火香薰产品	22
图 45: 70%消费者因为喜欢 IP, 有归属感和满足感而购买产品 (单位: %)	23
图 46: 名创优品授权费规模随 IP 合作增加而扩大	23
图 47: 名创优品 23 年 1-12 月合作 IP 矩阵	23
图 48: 芭比主题联名上新	24
图 49: 名创优品全球首家旗舰店开业	24
图 50: 具有中国文化元素的西安城市形象店开业	24
图 51: 名创优品上海旗舰店亮相上海黄浦区淮海中路核心商圈	25
图 52: 名创优品旗舰店内部装修风格贴近 IP 主题	25
图 53: 名创优品多渠道吸引并巩固消费者	25
图 54: 名创优品多渠道吸引并巩固消费者	26
图 55: 美国零售和食品服务销售额增长	26
图 56: 以 GMV 计全球自有品牌综合零售市场规模	26
图 57: 以 GMV 计各市场自有品牌综合零售市场规模情况	27
图 58: 名创优品全球化战略加速实施, 已布局全球 107 个国家和地区	27
图 59: 按 2021 年 GMV 计全球自有品牌综合零售市场品牌份额占比	28
图 60: 全球前四大自有品牌综合零售商出海情况	28
图 61: 海外拓店速度加快	28
图 62: 海外前二十大市场门店分布地区情况 (单位: 家)	29
图 63: 海外各大市场营收及同比增速情况	30
图 64: 海外业务营收占比增加	30
图 65: 海外市场 GMV 高速增长	30
图 66: 海外各大市场 GMV 情况	30
图 67: 名创优品在海外采取灵活的商业模式	31
图 68: 名创优因地制宜实施出海战略	31
图 69: 全球品牌战略升级布局方向	31
图 70: 海外营销提升公司曝光度	32
图 71: 海外门店经营凸显特色	32
表 1: 公司管理团队深耕零售消费品行业, 相关同业经验丰富	6
表 2: 中国大陆拥有丰富的轻工业产业集群	13
表 3: Z 世代收入情况	14
表 4: 名创优品部分国际知名供应商	16
表 5: 名创优品线下门店数量	17
表 6: 名创优品合伙人不同类型单店模型测算	18
表 7: 公司中国内地购物中心门店测算	19
表 8: 海外前二十大市场购物中心开店空间测算	29
表 9: 名创优品主要财务指标预测	33
表 10: 名创优品可比公司估值表	34

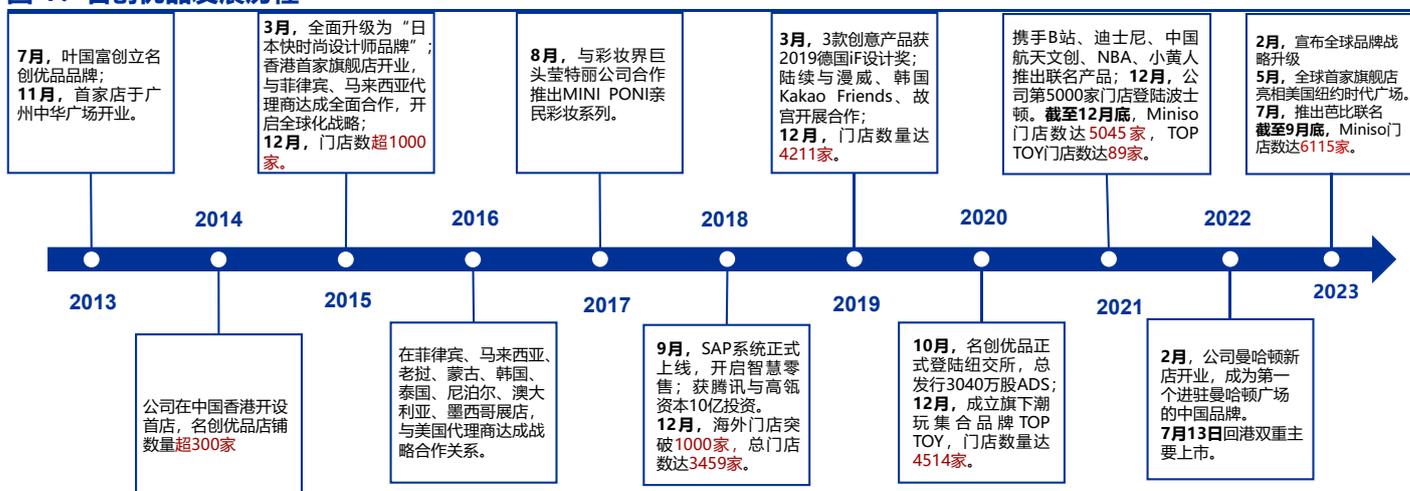
1. 名创优品：快速成长的全球自有品牌综合零售商

1.1 始于中国，全球成长的零售新势力

名创优品是领先的自有品牌综合零售商，提供以 IP 为特色丰富多样的潮流生活家居产品，2021 年市占率居全球首位。名创优品由叶国富于 2013 年创立，十年内已成功孵化“名创优品”和“TOP TOY”两个品牌。目前旗舰品牌「名创优品」已打造为全球认可的零售品牌，并在全球范围内建立门店网络。「名创优品」受益于消费环境变化，同时依托丰富且高频上新的潮流生活家居产品，以时尚、创意、高质量及高性价比特色，满足消费者“兴趣消费”+“性价比”等多维度需求，成为领先零售品牌。「TOP TOY」把握新世代消费群体情绪消费需求，切入潮玩赛道，通过以盲盒和积木为代表的 IP 联名+自有品牌潮玩玩具，受到年轻消费者广泛欢迎。根据沙利文数据，2021 年名创全球/中国 GMV 达 180/108 亿元，全球/中国市占率为 6.7%/11.4%，位居全球自有品牌综合零售首位。

中国零售品牌出海标杆，面向全球超级品牌进化。名创优品目前共经历初创、全球扩张以及超级品牌升级三大阶段。公司创立于 2013 年，同年 MINISO 品牌首家门店于广州开业。经历两年初创期后，2015 年名创极具前瞻性地开启全球扩张，先后在中国香港、泰国、新加坡、菲律宾、美国等地区开店。2018 年创始人叶国富提出“百国千万店”的目标，名创全球扩张进一步提速，2020 年 10 月公司于美国上市，同年成立潮玩品牌 TOP TOY，开启多品牌运营，截止 2021 年末，公司已进入全球 80+ 国家及地区。2022 年初，名创提出品牌升级战略，并在 2023 年正式宣布进入超级品牌元年，逐步从渠道品牌向产品品牌升级，同时继续保持高速拓店节奏，强化全球消费者品牌认知。截至 23Q3 末，名创全球门店数量达到 6115 家，海外门店数量 2313 家，累计进入全球 107 个国家和地区。

图 1：名创优品发展历程



资料来源：招股说明书，公司公告，公司官网，申万宏源研究

出海元年已至，价值零售商定位助力穿越周期。作为中国零售品牌出海标杆，名创优品引领大量中国品牌开启出海大潮流。经过十年沉淀蓄势聚力，如今名创迎来出海元年，充分展现了其背后价值零售商定位的长期韧性。价值零售商通常指在卖场提供大商品容量平价商品，从而获取销售利润的零售商，这一模式在西方发展较早，经过多年发展证明价值零售商模式潜力

强劲，能有效占领消费者心智。名创优品因地制宜发挥价值零售商定位的优势，始终坚持性价比主张，符合消费者日益注重消费品质，理性消费观念持续深化的需求。同时，在中国全球影响力日益提升的大背景下，名创代表中国消费品牌进一步走出去。作为中国文化和中国生活方式的输出者，有望进一步获取全球消费者心智，向全球消费者传递“开心哲学”理念，以非常亲民的价格向全球用户提供有创意的优质产品，使人们享受开心和幸福的美好生活。

1.2 管理层消费行业经验丰富，公司股权结构稳定

管理团队深耕消费行业，相关行业从业经验丰富。公司创始人兼 CEO 叶国富，2002 年开设化妆品店起家，2004 年创立连锁饰品店品牌“哎呀呀”，根据界面新闻，2012 年“哎呀呀”门店数一度达到 3000 家，整体销售额接近 30 亿元。20 余年零售行业从业经历使叶国富在产品开发、供应链和渠道资源等方面沉淀了深厚的经验积累。此外，公司管理团队平均拥有 16 年的相关行业从业经验，在商品、财务、门店运营、供应链管理方面具备专业知识和丰富经验。

表 1：公司管理团队深耕零售消费品行业，相关同业经验丰富

管理层	职位	入职时间	履历
叶国富	创始人、董事会主席兼首席执行官	2009 年	拥有近 20 年零售行业从业经验，2004 年创立连锁饰品店“哎呀呀”，2009 年成立前身公司 Miniso Corporation，担任公司首席执行官。自 2020 年 2 月起担任董事会主席及自 2020 年 2 月起担任公司首席执行官，负责本集团的整体战略、业务发展及管理。
李敏信	执行副总裁	2010 年	于 2010-2018 年担任前身公司投资与发展中心执行副总裁，2018 年 8 月担任业务发展部执行副总裁，自 2020 年 2 月起担任公司的执行副总裁，负责本集团的整体战略、法务和业务发展。在此之前，在服装行业经营其加盟商业务，积累了大量的行业经验。
张靖京	首席财务官兼副总裁	2021 年	于 2023 年任首席财务官，在此之前，自 2022 年 9 月起担任公司资本市场副总裁，自 2021 年 1 月起担任资本市场总监。在资本市场拥有超过 10 年的经验，毕业于南开大学，获世界史和工商管理双学位，特许金融分析师，中国注册会计师协会的非执业会员
窦娜	执行副总裁	2009 年	于 2009-2018 年担任前身公司执行副总裁，2018 年 8 月担任执行副总裁，负责产品设计和开发，2018.8-2020.9 担任公司董事。
杨云云	副总裁	2009 年	于 2009-2018 年担任前身公司风险管理中心执行副总裁，2018 年 8 月担任风险管理副总裁，2018.8-2020.9 担任公司董事。

资料来源：招股说明书，公司公告，申万宏源研究

公司股权结构稳定，管理团队均于早期加入公司，与公司利益深度绑定。高管团队均于早期加入公司，在前身公司 Miniso Corporation 已担任管理职位，深度熟悉公司业务情况。据公司公告，截至 2022 年 12 月 31 日，公司创始人兼 CEO 叶国富与副总裁杨云云夫妻为一致行动人，通过名下三家实体（Mini Investment Limited、YYY MC Limited 和 YGF MC Limited）共同掌握名创优品 62.3%的股权，公司股权结构稳定；执行副总裁李敏信通过名下实体 LMX MC Limited 持股比例为 4.4%。

股权激励加深员工个人与公司发展绑定。据公司公告，2018 年，公司面向核心管理人员及员工推出股权激励计划，正式 IPO 前，公司在内部进行了三轮次的员工股权激励，涉及员工总数超 300 人，员工职级覆盖专员、主管、经理、总监、VP 各个级别，建立长效激励机制，更好地吸引和留住人才。2020 年，公司再次推出股权激励计划，持股比例为 7.6%，使员工更具归属感，激发员工创造力。

图 2：公司股权结构稳定，管理团队与公司利益深度绑定

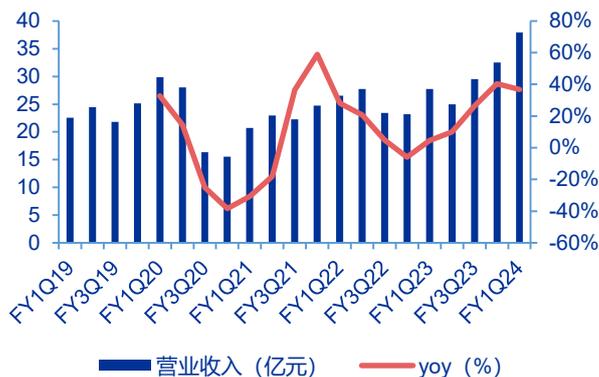


资料来源：招股说明书，公司公告，申万宏源研究；注：截至 2022 年 12 月 31 日

1.3 稳步复苏盈利能力提升，高经营效率未来成长可期

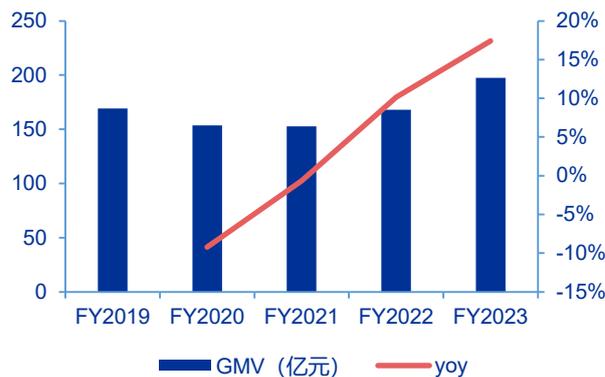
海外国内市场相继回暖，公司营收稳步复苏，业绩屡创新高。据公司公告，得益于海外和国内市场相继回暖，FY23 公司营收同比+13.8%至 114.73 亿元，其中中国市场营收同比+2.8%至 76.5 亿元，海外市场营收同比+ 44.6%至 38.2 亿元。FY1Q24 公司营收同比+36.7%至 37.9 亿元，其中国内收入同比增长 34.7% 至 25.0 亿元，海外收入同比增长 40.8%至 13.0 亿元。我们认为国内业务有望继续受益于快速展店以及品牌与门店升级带来的店效提升，海外在持续拓店基础上，欧美代理转直营以及产品结构优化有望推动收入进一步增长。

图 3：FY1Q24 名创优品营收同比增长 37%



资料来源：招股说明书，公司公告，申万宏源研究

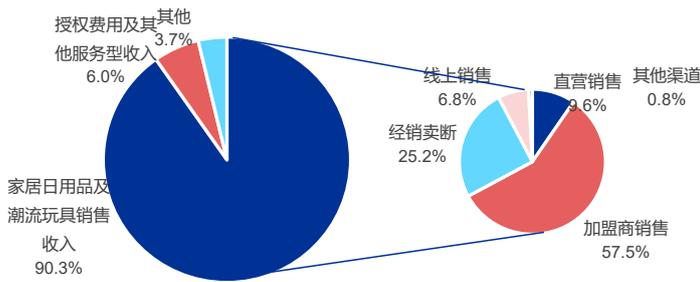
图 4：FY23 名创优品 GMV 同比增长 17%



资料来源：招股说明书，公司公告，申万宏源研究

公司主营收入主要源于生活家居产品销售，占比近 90%。营收结构上，公司的营业收入主要由生活家居产品及潮流玩具产品的销售、来自名创合伙人及代理商的授权费，以及来自名创合伙人的基于销售的特许权使用费和管理及咨询服务费收入等部分组成。据公司公告，其中生活家居产品及潮流玩具产品销售收入约占总营收的 90%，这部分收入中约 58%来自加盟商销售；来自名创合伙人的授权、特许权使用费和管理及咨询服务费约占营收的 6%。从品牌角度看，MINISO 海外业务营收占比持续提升，FY2023 营收中 33%来自海外 MINISO 业务，FY1Q24 占比提升到 34%，而 TOP TOY 营收占比已从 FY2021 的 1%增长至 FY2023 的 5%。

图 5: FY23 生活家居产品及潮流玩具产品占公司营收 90%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

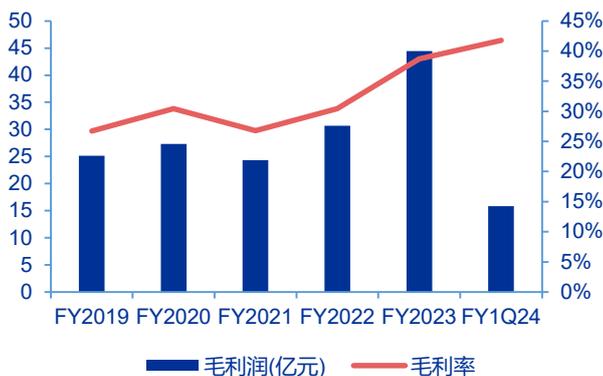
图 6: MINISO 海外与 TOP TOY 营收占比逐步提升



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 申万宏源研究

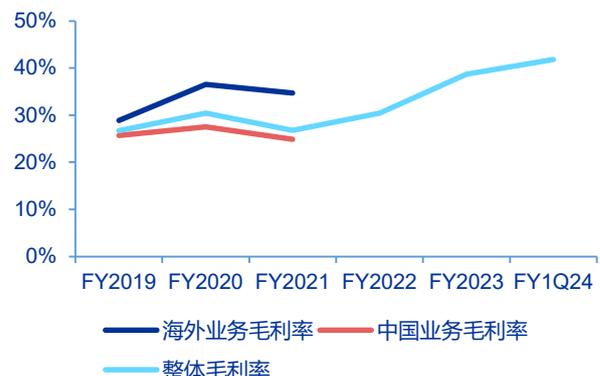
海外业务占比提升, 供应链降本以及品牌升级带动名创毛利率明显改善。据公司公告, 在品牌升级、供应链降本及高毛利的海外业务占比提升等多重因素带动下, 名创优品毛利率改善明显, 从 FY2021 的 26.8%提升到 FY2023 的 38.7%。FY1Q24 名创毛利率进一步大幅提升, 毛利率同比/环比提升 6.1pct/2.0pct 至 41.8%, 创历史新高。毛利率提升主因海外市场产品组合优化以及直营占比提升带动海外市场毛利率增长, 国内市场品牌升级以及降本, TOPTOY 产品优化毛利率改善。我们认为后续季度, 相对高毛利的大美妆、大 IP 和大玩具等品类占比提升, 以及海外代理模式转直营模式推进, 名创毛利率有望进一步提升。

图 7: FY1Q24 名创优品毛利率达到 41.8%



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 申万宏源研究

图 8: 名创海外业务毛利率高于国内业务毛利率



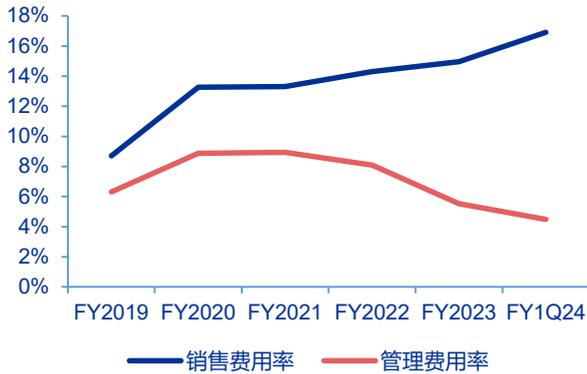
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 申万宏源研究

品牌升级必要投入推升销售费用率, 规模优势下管理费用率降低。名创开启超级品牌升级, 加大 IP 联名及宣传力度带来 IP 授权费及推广广告费增加, 销售费用率从 FY2019 的 8.7%提升到 FY2023 的 15.0%, FY1Q24 由于海外市场直营门店拓展提速 (带来员工开支增长)、品牌投放增加以及 IP 授权费用提升, 销售费用率同比 3.2pct 至 16.9%。名创管理费用率呈现持续下降趋势, FY2023 公司管理费用率为 5.5%, 相较于 FY2020 高点时的 8.9%下降 3.3pct, 主因公司轻资产扩张带来的规模效应以及降本增效, FY1Q24 管理费用率同比下降 1.6pct 至 4.5%。

受益于品牌升级毛利率提升, 名创优品盈利能力稳步增强。在持续提升的毛利率推动下, 名创优品盈利能力迅速增强, FY2022 名创优品净利润实现转正, FY2023 名创净利润同比大幅提升 179%至 17.8 亿元, 净利润率同比提升 9.2pct 至 15.5%, FY1Q24 净利润同比增长

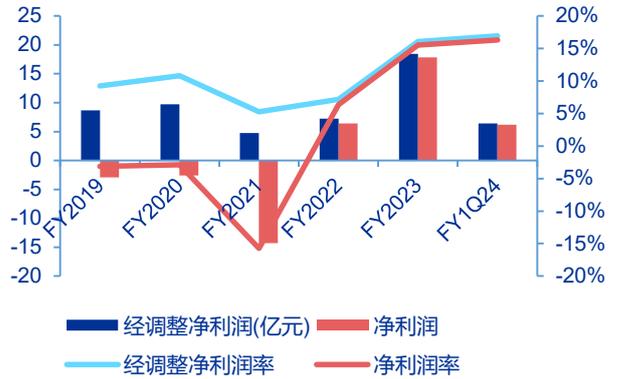
53%至 6.2 亿元，净利润率同比提升 1.7pct 至 16.3%。经调整净利润 FY2023/FY1Q24 为 18.4/6.4 亿元，经调整净利润率为 16.1%/16.9%。

图 9: FY1Q24 名创销售/管理费用率达到了 16.9%/4.5%



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 申万宏源研究

图 10: 名创优品盈利能力稳步增强



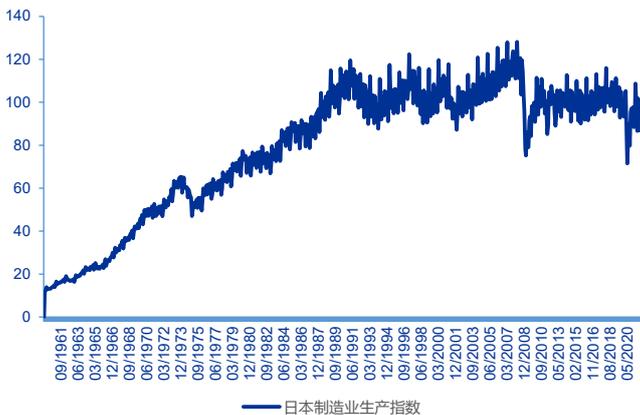
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 申万宏源研究

2. 品牌生活家居用品好赛道, 供需共振打开千亿空间

2.1 1970s 日本经济换挡期, 生活家居用品品牌百花齐放

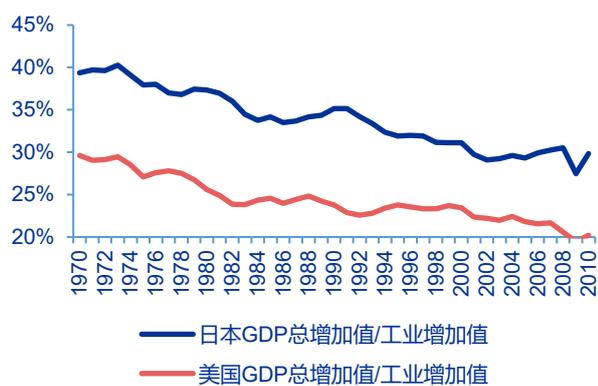
日本经济换挡叠加发达制造业体系, 催化性价比好物市场。据 CEIC 数据, 进入 20 世纪 70 年代, 日本经济进入换挡期, GDP 从 60 年代约 10%高速增长向 70、80 年代约 5%次高速增长切换, 进而在 90 年代陷入衰退, 日本居民收入预期降低, 消费需求呈现多样化、差异化趋势, 兼具时尚设计感和性价比产品受到消费者青睐。同期日本制造业经历高速发展进入鼎盛期, 发达轻工业体系保障高质量低成本产品输出, 从供给侧为生活家居用品市场蓬勃发展构建基础。供需两端共同作用, 日本生活家居用品行业进入井喷期, 这一时期诞生了包括 DAISO、MUJI、Seria、CanDo 和 Watts 等一大批主打性价比好物的生活家居用品品牌。同时, 主打平价和基本款的日本快时尚消费品牌迅销集团也在日本经济步入下行背景下获得充分发展, 随后逐步依循单品本土市场到主品牌全球化、培育后备品牌的发展路径。

图 11: 20 世纪 70、80 年代日本制造业高速发展



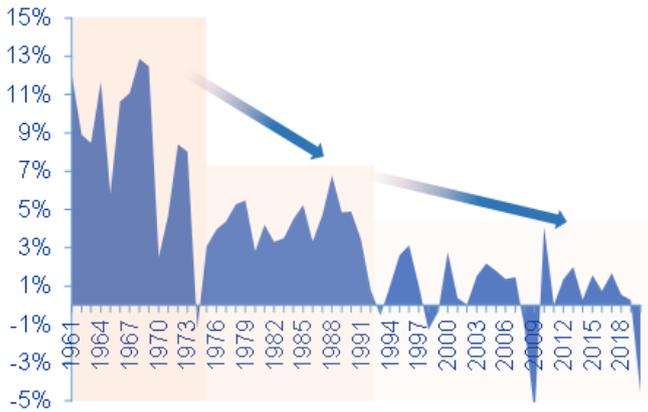
资料来源: CEIC (香港环亚经济数据), 申万宏源研究

图 12: 20 世纪 70、80 年代日本具备领先工业水平



资料来源: CEIC (香港环亚经济数据), 申万宏源研究

图 13: 70 年代日本经济结束高增长, GDP 增速换挡



资料来源: CEIC (香港环亚经济数据), 申万宏源研究

图 14: 自 80 年代始日本出现众多性价比日用品品牌



资料来源: 公司官网, Wikipedia, 申万宏源研究

图 15: 迅销集团股价复盘



资料来源: 彭博终端, Wind, 申万宏源研究

图 16: 迅销集团旗下优衣库 2010 年开启全球扩张



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

百元店开山鼻祖 DAISO 于 1982 年成立, 主打无品牌概念的 MUJI 紧随其后在 1983 年设立首店, Seria、CanDo 和其他生活家居用品品牌也相继在 80、90 年代诞生。根据品牌定位和商品价格带, 5 家生活家居用品品牌可以分为两类: (1) 百元店: Daiso, Seria、CanDo 和 Watts 商品价格基本在 100 日元左右, 产品种类齐全, 货品种类丰富, 产品设计各有风格。从市场规模看, Daiso, Seria、CanDo 和 Watts 基本垄断日本百元店市场, 被誉为“四小金刚”; (2) 品质杂货店: 以 MUJI 为代表的品质杂货店主打高性价比但又极具设计感的各类生活家居用品, 相较百元店 MUJI 产品价格带更宽泛, 著名的反品牌概念却带来深入人心的无印良品品牌理念, 定位相对百元店更高端。

分析 5 家知名生活家居用品零售商经验, 其共性在于:

(1) “价廉”且保证“物美”。无论是追求性价比的百元店或宣传“物有所值”的 MUJI, 相较其他零售渠道和品牌更低的价格是吸引日本消费者首要亮点。在拥有价格优势的同时, 产品兼具实用性和设计感, 品质上佳, 满足日本消费者对品质和价格需求。

(2) 快迭代、高周转、低库存。各品牌通过产品快速迭代上新提升顾客消费粘性和复购率, 去中间环节加快货品流通周转速度, 在门店端维持低库存水平降低库存压力。据各公司官

网, Daiso 每月上新 800+SKU, 高频推新增强消费者粘性加快商品流转。库存方面, 受疫情影响前, Seria、CanDo 和 Watts 存货周转天数基本保持在 50-80 天。

(3) 供应链全链路各环节降本增效。 可持续的性价比源自品牌对供应链整合和改造, 零售商把产品从策划、制造到零售整合在一起, 介入并控制全环节, 通过各环节规模化优势降低产品成本, 增强运营效率。例如 Daiso 全球精选供应商, 和低成本地区供应商合作, 规模化直采压低成本; Seria 采取现金结算方式减轻供应商资金占用成本, 增强供应商合作意愿。

图 17: 百花齐放的日本生活家居用品品牌

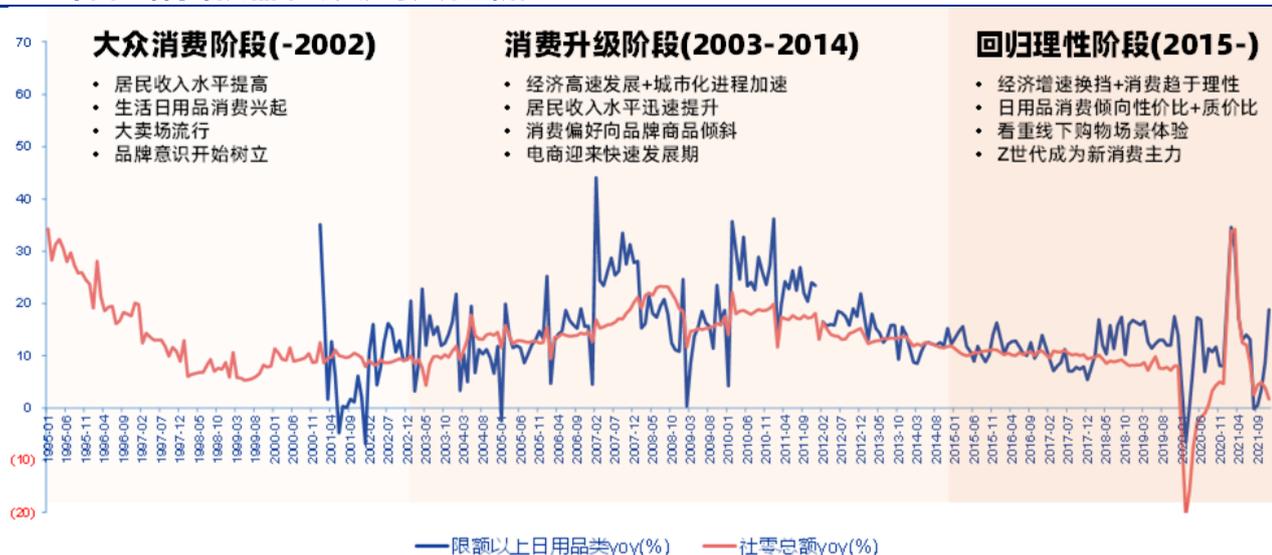
	DAISO	MUJI	Seria	CanDo	Watts
成立时间	1982	1983	1987	1993	1995
定位	多样化超值商品零售店	品质杂货店	精品百元店	小而精致百元店	百元店集合
特点	百元店开山鼻祖	反品牌概念+品牌理念	最时尚最具创意百元店	小而全百元店	简约可爱时尚百元店
产品特色	产品种类齐全	素雅极简、无logo	北欧风格	实用+设计感	实用+可爱
SKU	50000+	7000+	22000+	20000+	6000+
售价	约100日元	100-50000日元	约100日元	约100日元	约100日元
地区分布	日本+海外	日本+海外	日本	日本+海外	日本
销售额	5015亿	4378亿	1815亿	713亿	528亿
门店数	5800+	1068	1679	1050	1240

资料来源: 公司官网, 申万宏源研究; 销售额(单位日元)和门店数为 FY2020 数据

2.2 供需恰逢其时, 共促广阔行业空间

时代变革中的中国自有品牌潮流生活家居产品市场, 品牌化、品质化同时具备性价比的消费需求持续提升。生活家居用品一般指包括个人护理用品、箱包及配件等在内的各类家用消耗品。根据居民消费水平和消费需求变迁以及零售渠道变革, 中国生活家居用品市场发展大致可分为三个阶段: 大众消费阶段、消费升级阶段、回归理性阶段。2015 年后, 中国经济换挡培育消费者性价比和质价比需求, 同时 Z 世代崛起引领兼具潮流时尚和个性追求的消费理念, 中国生活家居用品市场迎来新市场机遇。

图 18: 中国生活家居用品市场发展可分为三阶段



资料来源: 国家统计局, Sullivan, 申万宏源研究

生活家居零售市场优中选优，自有品牌生活家居用品行业高速增长。 受益于中国经济发展和居民收入水平迅速提升，以及中国独步全球的发达轻工业体系，生活家居用品市场近年来进入快速上行通道，根据 Frost & Sullivan 数据，中国生活家居用品市场规模 2021 年达到 41838 亿元，2017-2021 年复合增速 7.8%。而自有品牌生活用品兼具性价比、实用性和强设计感，受年轻消费者偏爱，2017-2021 年 CAGR 达到 7.4%，2021 年市场规模 951 亿元。我们认为生活家居用品行业整体成长将受益于中国市场供需两端革新，预计生活家居用品市场到 2026 年市场规模有望突破 6 万亿元，其中自有品牌生活家居用品市场预计 2022-2026 以 14.2% 复合增速达到 1895 亿元。

图 19: 预计 2026 年生活家居零售市场规模达到 6 万亿元



资料来源: Frost & Sullivan, 申万宏源研究

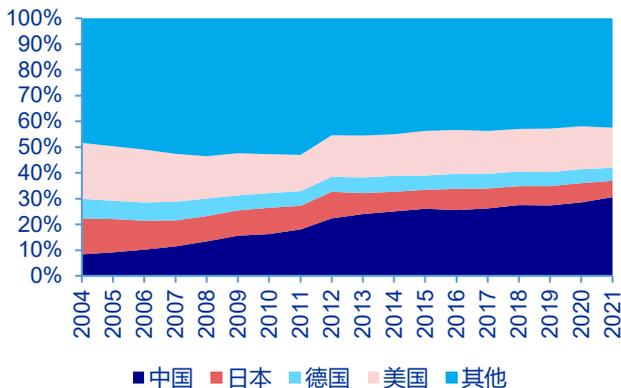
图 20: 自有品牌生活家居用品市场增长预计进一步提速



资料来源: Frost & Sullivan, 申万宏源研究

供给端：我国拥有强大的供应链与大量优质产业集群，为生活家居零售提供天然的供应优势。 根据世界银行数据，2021 年中国制造业增加值占全世界份额超过 30%，根据工信部数据，在世界 500 多种主要工业产品中，中国有 220 多种工业产品的产量位居全球第一，中国制造早已风靡全球。首先，中国供应链有强大的制造能力，许多国外品牌的高端产品都是由中国供应链代为设计、加工；其次，中国形成了大量优质的区域性产业集群，据工信部数据，2021 年中国形成 290 个轻工特色区域和产业集群，分布在 24 个省份，如长三角地区的服饰、美妆等产业带，能够提供多品类、质优价廉的商品。中国相对低廉的制造成本和领先世界的制造能力，都为我国自有品牌生活家居用品市场兴起和繁荣打下坚实商品供应基础。

图 21: 2021 年中国制造业增加值占全球份额三成



资料来源: 世界银行, 申万宏源研究

图 22: 中国大陆轻工产业集群分布图



资料来源: 《中国轻工业产业集群发展综述》，申万宏源研究；注：数字代表该省份轻工产业集群数量

表 2：中国大陆拥有丰富的轻工业产业集群

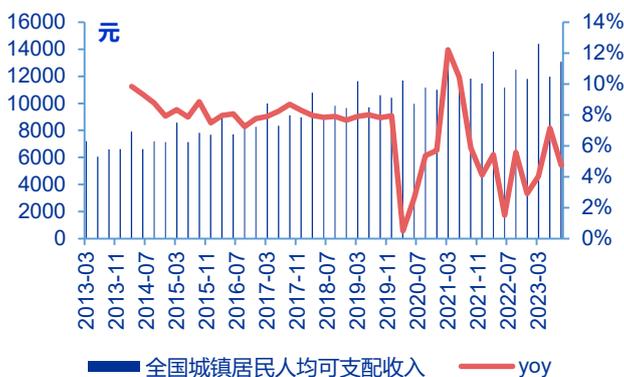
行业	个数	行业	个数	行业	个数	行业	个数	行业	个数
皮革	38	家具	13	五金	7	罐头	3	包装印刷	1
文房四宝	21	礼仪休闲	13	玻璃	6	钟表	3	制糖	1
日杂	20	食品	13	羽绒	6	电池	2	洗涤	1
工美	19	家电	11	眼镜	4	发酵	2	香化	1
陶瓷	17	文体	11	珠宝	4	缝制机械	2	照明	1
塑料	16	制笔	10	自行车	4	乳制品	2	制盐	1
酿酒	16	乐器	8	烘焙	3	少数民族用品	2	室内装饰	1

资料来源：《中国轻工业产业集群发展综述》，申万宏源研究

需求端：性价比消费需求崛起，下沉市场需求爆发，Z 世代成为消费主力。

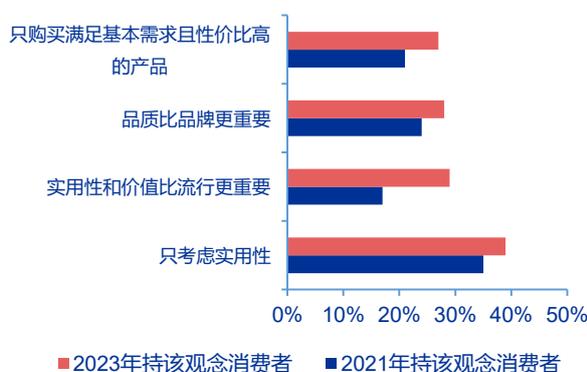
居民消费信心稳步复苏，消费者更重视实用性和性价比。中国消费目前处于稳步复苏过程中，根据国家统计局数据，23Q3 全国城镇居民人均可支配收入 13071 元，同比增长 5%。消费者信心和消费意愿逐步修复，根据尼尔森调研数据，相较于 2021 年，2023 年消费者理性增强，消费观念趋向务实，对于产品实用性、品质和性价比追求更显著。

图 23：22 年复杂环境下居民可支配收入增长放缓



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

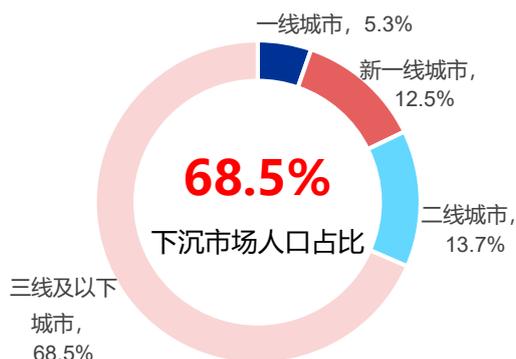
图 24：2023 年消费者消费观念趋向务实



资料来源：尼尔森，申万宏源研究

下沉市场消费潜力巨大，相较于一二线城市更关注价格和口碑。据国家统计局数据，2019 年中国三线及以下城市和农村人口占比高达 68.5%，下沉市场 00 后占全国 00 后总人口比重近七成，年龄结构呈现显著“增长型”特点，具备较大的消费潜力。与此同时，根据 Analysys 易观，下沉市场用户与高线城市用户的关注点不尽相同，根据下沉市场消费者更关注价格和产品口碑，对质量和品牌知名度的关注相对较少。

图 25: 下沉市场人口占比约为 68.5%



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

注: 除少数城市外, 其余采用 19 年常住人口数计算

图 26: 下沉市场用户更关注价格和产品口碑



资料来源: Analysys 易观, 申万宏源研究

Z 世代作为一股新兴的经济力量, 逐渐成为消费主流群体。根据国家统计局数据, 中国 Z 世代数量已经突破 2.26 亿, 占人口总数的 16%。根据 OC&C 报告《无国界的一代》, 中国 Z 世代的开支达 4 万亿人民币, 开销占家庭总开支约 13%。收入方面, Z 世代上班族和自由职业者家庭月收入均值分别达 2.28 万元和 2.74 万元, 学生的家庭月收入均值达 1.8 万元; 分城市级别看, 三线及以下城市也超过万元大关, 达 1.22 万元。经济来源方面, 超过半数的 Z 世代已经达到了“独立、靠自己”的状态。

表 3: Z 世代收入情况

	职业			城市		
	在校学生	普通白领	自由职业者	一线	二线	三线及以下
个人月收入均值 (元)	-	6,423	5,160	6,762	3,789	2,755
家庭月收入均值 (元)	17,986	22,751	27,364	36,020	20,676	12,222
个人收入占比 (%)	-	28%	19%	19%	18%	23%

资料来源: 《Z 世代时尚消费洞察报告》, 申万宏源研究

Z 世代与前几代相比更注重体验而不是产品, 对场景式体验感、店铺个性化等需求, 一定程度上推动了线下实体店的发展。OC&C 调查发现, 超过 11% 的 Z 世代受访者强烈同意他们“宁愿把钱花在体验上而不是产品上”, 而前几代这一比例为 6% 至 7%。据调查, Z 世代平均每月逛街 5 次。超过四成的 Z 世代表示“在并没有具体购买某样商品的需求时, 看到喜欢的就会买”, 同时, 认为逛街是他们“消磨时间的方式”的人群占比 37%。定性研究发现, 越来越多的 Z 世代对体验式的品牌展示感兴趣, 参与感强又富有视觉体验的品牌活动更能吸引他们。

图 27: Z 世代逛街频率



资料来源:《Z 世代时尚消费洞察报告》, 申万宏源研究

图 28: Z 世代逛街目的

没有具体购买需求, 看到喜欢的就会买	45%
消磨时间的方式	37%
有明确的的购买需求和品类	33%
在网上看到产品信息被种草, 到实体店来了解实物	33%
通过逛线下店了解品牌最新的讯息	30%
试穿/试用	29%
在网上被种草, 到实体店来对比价格	26%

资料来源:《Z 世代时尚消费洞察报告》, 申万宏源研究

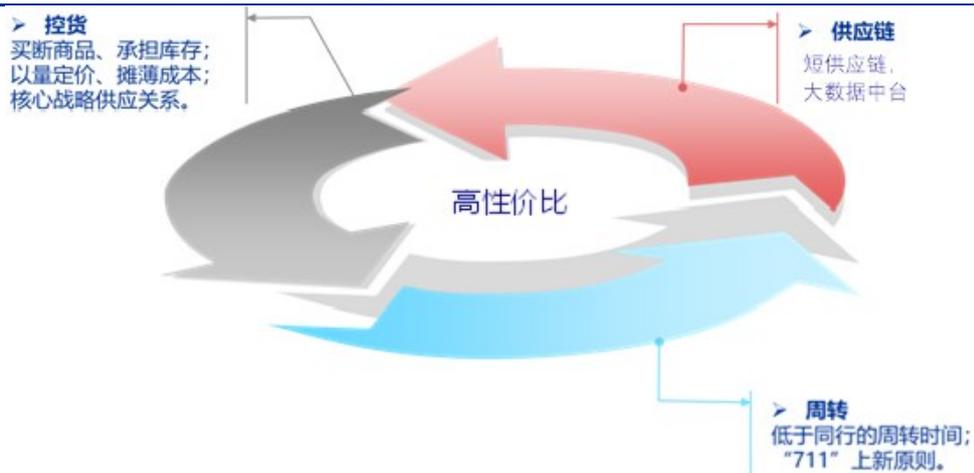
3. 供应链整合 + 投资商模式, 名创优品的双驾马车

强大的供应链支撑 + 投资商模式, 名创优品成长的核心动力。名创优品坚持优质与低价, 依托国内发达的轻工业体系, 专注于优质产品的打磨, 结合高效率的供应链体系, 坚持极高性价比。打造优质供应链的同时, 名创从“利他”理念出发, 创新性推出名创投资商模式, 和投资人相互赋能相互成就, 实现渠道端门店快速扩张。**强大的供应链能力以及成熟的投资商模式是公司差异化竞争优势, 有助于增强运营效率, 不断推出优质产品, 为公司品牌战略升级奠定基础。**公司始终坚持 MINISO 产品高性价比的基础优势, 围绕美好生活的价值主张, 进一步提升品牌价值, 不断巩固品牌生活家居零售竞争的核心优势。

3.1 “三位一体模式” —— 提供性价比加固护城河

质优价廉是名创优品持之以恒的经营哲学, “三位一体”打造高性价比的商业模式。名创主打性价比, 据赢商网, 95%以上单品低于 50 元, 同一品类商品价格约为市场价的 1/3。我们认为性价比来源于控货、供应链、周转三方面的工作。制造成本、中间环节加价、后期营销和商家毛利构成了商品价格。名创通过优质供应商规模化生产和直采, 去掉中间环节和营销成本, 主动降低毛利, 有助于打造质优价廉的商品吸引更多目标客群, 促进其周转。

图 29: 名创优品“三位一体”打造高性价比



资料来源: 招股说明书, 公司官网, 申万宏源研究

控货方面，与供应商建立稳固的合作关系，确保产品供应和成本优势。公司采取“以量定价，买断定制，不压货款”的供应商合作模式。一方面，公司买断上游供应商的商品，承担下游加盟商的库存，深度介入产品的设计开发。另一方面，公司进行规模化采购保障供应商的订单具有规模效应且名创的回款期较短。这样的合作模式吸引大量优质供应商，确保公司采购价格获取最大折扣。此外，名创在一些关键品类参股优质供应商，深度绑定核心厂商，有助于提升议价能力。

表 4：名创优品部分国际知名供应商

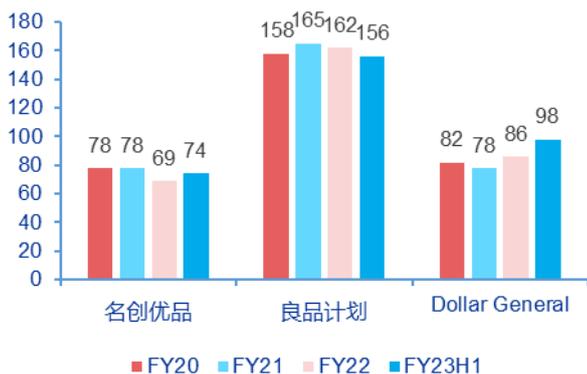
产品	生产商	生产商简介
香水	奇华顿	全球知名香精制造商，占全球 25% 的市场份额。客户包括 Dior、Chanel、Gucci 等著名香水品牌
手机数据线	立讯精密	全球前十名连接器厂商，苹果、三星等均为立讯的核心客户
“瓷颜肌”彩妆系列	莹特丽化妆品有限公司	意大利彩妆代工巨头，主要客户为包括 Chanel、Dior、Armani、CLINIQUE 等
餐具	嘉诚集团	全球顶级刀具供应商，上历任品牌制造商

资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

供应链方面，缩短流通环节压缩成本，巧用大数据处理平台提升效率。1) 打造 F2C 极短供应链。实现直接从工厂采购到店铺销售，流通环节不超过两次，压缩中间商环节成本的同时提高供应链效率。2) 运用科技赋能供应链，加快数字化转型。全面升级企业管理系统，联合 IBM 打造以 SAP 为核心系统的全球业务运营服务平台，对产销状态实时监控，同步并优化门店货架陈列管理、商品投放等，提升运营效率。通过智能商品挑选系统，追踪最新消费潮流，C2M 赋能新品开发设计，满足消费者需求。通过“AI 巡店”系统，利用图像识别及检测等技术，实现自动化门店管理检查及运营指标分析。我们认为，供应链数字化升级有助于公司在需求分析、产品设计、生产、仓储和物流、销售管理及客户服务等零售价值链各环节，实现整合优化发挥协同效应，全面洞察并快速响应消费者需求。

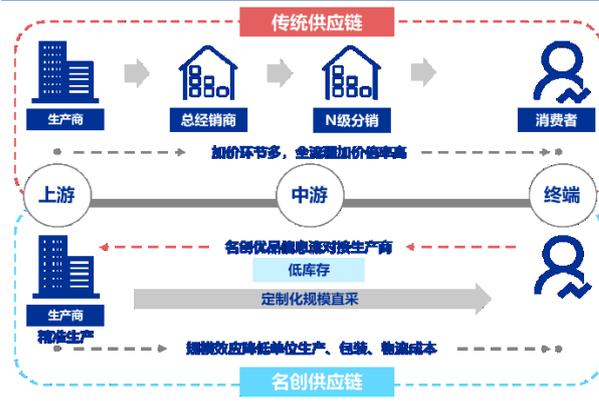
以快周转为基础的高频推新提升产品竞争力。据公司财报，名创推行“711 法则”，即每隔 7 天产品团队在 10000 个产品创意中挑选 100 个新 SKU。截至 23 年 6 月，名创平均每月推出约 530 个 SKU，提供约 9700 个核心 SKU 的广泛产品组合，满足消费者不断变化的个性化的需求和偏好。高频推新背后受到公司极快商品流转的支撑，2022 财年末名创优品存货周转天数约为 69 天，低于行业巨头无印良品。

图 30：名创优品与可比公司存货周转天数



资料来源：招股说明书，公司财报，申万宏源研究

图 31：名创优品极短供应链

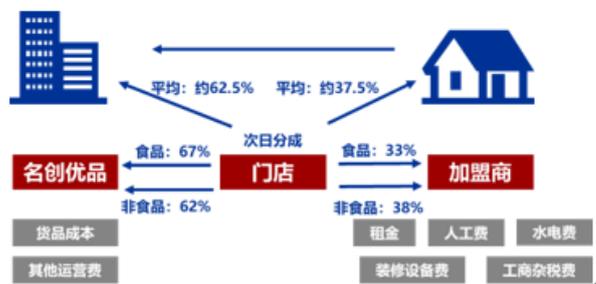


资料来源：招股说明书，申万宏源研究

3.2 “投资商模式”——美美与共轻松实现门店增量保质

独创“投资商模式”，半加盟实现门店低成本快速扩张，半直营保证门店质量。名创的“投资商”模式，兼顾渠道的扩张速度与运营的质量。**投入方面**，加盟方承担品牌使用费、门店租金、装修和首批进货的货款。其他费用均由公司总部负责，包括员工聘用、日常管理、商品配送和促销计划等。**收益方面**，名创将产品研发制造后通过加盟商卖给消费者，加盟商约提出销售额 38%作为收益，名创获得剩余利润。这样的商业模式体现出半直营、半加盟的特点。一方面，加盟商负责门店租金和装修费用，并支付品牌授权费和货品保证金，“轻资产”模式有利于名创快速扩展。另一方面，名创掌握了设计、研发、供应链等核心环节，同时对门店进行统一管理，提高标准化程度。据公司财报，截至 2023 年 9 月，公司国内门店共 3802 家，其中直营门店仅 20 家，其他均为加盟门店。

图 32：名创优品投资商模式



资料来源：招股说明书，公司官网，申万宏源研究

图 33：名创对门店进行类直营管理



资料来源：招股说明书，公司官网，申万宏源研究

表 5：名创优品线下门店数量

截至时间	2019.6	2019.12	2020.6	2020.12	2021.6	2021.12	2022.6	2022.12	2023.6
国内	2,311	2,543	2,533	2,768	2,939	3,168	3,226	3,325	3,604
直营	9	8	7	5	5	5	14	16	15
非直营	2,302	2,535	2,526	2,763	2,934	3,163	3,212	3,309	3,589
海外	1,414	1,668	1,689	1,746	1,810	1,877	1,973	2,115	2,187
直营	74	126	122	105	105	136	133	153	176
非直营	1,340	1,542	1,567	1,641	1,705	1,741	1,840	1,962	2,011
合计	3,725	4,211	4,222	4,514	4,749	5,045	5,199	5,440	5,791

资料来源：招股说明书，公司公告，申万宏源研究

投资商模式下，加盟商以合伙人承担门店资本投入及日常运营开支，投入精力较少，投资回收期较短。据公司官网，名创总部承担商品库存，负责门店日常经营，每日营业额的 38%（食品类 33%）次日到账。根据沙利文的数据，名创加盟商的回收期为 12-15 个月，加盟商投入精力少而回报较高，投资意愿强烈。根据我们测算，名创优品一线城市大店以及一线城市和二三线城市传统门店投资回收期约在 12-16 个月之间。据公司财报，截止 2023 年 6 月，1022 位名创优品合伙人中，有 550 名投资超过 3 年。

表 6：名创优品合伙人不同类型单店模型测算

	一线大店	一线门店	二三线门店	备注
门店面积(m ²)	500	200	200	
员工数量(人)	10	6	5	
单店年 GMV(万元)	1500	500	350	
合伙人收入(万元)	555	185	130	合伙人分成为门店营业额 38%，销售食品类分成 33%，假设整体分成 37%
装修货架投入(万元)	140	36	36	假设一线城市装修 2800 元/m ² ，二三线城市装修 1800 元/m ²
存货保证金(万元)	25	25	25	
特许商标使用金(万元)	2	2	2	
初始投入	169	50	46	初始投入=装修+特许商标使用金+1 个月租金水电人工
租金(万元)	219	87.6	58.4	假设一线城市租金 12 元/m ² /天，二三线城市租金 8 元/m ² /天
人工(万元)	78	46.8	27	假设一线城市员工平均工资 6500 元/月，二三线城市员工平均工资 4500 元/月
水电(万元)	30	10	7	假设为门店营业额 2%
成本费用合计	327	144	92.4	
经营利润(万元)	228	41	37	
所得税(万元)	57	10.15	9.275	假设税率为 25%
合伙人净利润(万元)	171	30	28	
投资回收期(年)	0.99	1.64	1.64	

资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

名创发展历程遵循“Acquire-Expand-Scale”路径，规模壁垒逐渐形成。公司在初期向上游“用钱砸，下大单，给现金”掌控优质供应商，向下游主动压低利润率获取广泛用户。随后公司凭借“投资商模式”的强复制力实现终端快速扩张，获取更多消费大数据，迅速接收消费趋势并做出反应。形成规模效应后，大供应商粘性强化，有助于保证产品供应和价格优势，形成宽广的护城河。

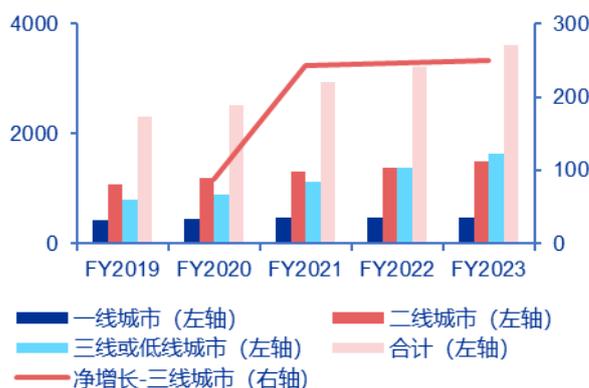
稳步执行市场开拓策略，国内依然具备充足开店空间。根据公司数据，名创国内现有门店中 80%为购物中心门店。根据数位观察，我国 2021 年购物中心数量为 7243 个，2015-2021 年购物中心数量 CAGR 为 9%，名创国内购物中心渗透率为 35%。假设 2027 年我国购物中心数量以 CAGR 为 5%的增速增至 9706 个，名创国内购物中心渗透率增至 42.5%，现有门店中保持约 80%为购物中心门店，我们测算可得 2027 年公司总门店数量有望超过 5000 家。从长远来看，MINISO 在中国拥有充足的潜在开店空间。

表 7：公司中国内地购物中心门店测算

年份	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A/E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	关键假设
中国购物中心数量 (个)	5837	6359	6377	7243	7605	7985	8385	8804	9244	9706	2018-2021 年购物中心数量为披露值, 2022-2027 年为预测值
中国购物中心数量-CAGR(%)	9% (2015-2021)				5%						2015-2021 年 CAGR 为披露值, 2022-2027 年为预测值
假设购物中心渗透率 (%)	30.9%	32.0%	34.7%	35.0%	35.0%	36.5%	38.0%	39.5%	41.0%	42.5%	假设 2023-2027 年渗透率平均每年提升 1.5%
购物中心门店数量 (个)	1803	2034	2214	2534	2660	2913	3184	3475	3788	4123	假设 2018-2027 年现有门店中约 80%为购物中心店
购物中心门店分布比例	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	
内地门店总数量 (个)	2,254	2,543	2,768	3,168	3,325	3,641	3,980	4,344	4,735	5,154	2018-2022 年门店数量为公司披露值, 2023-2027 年为预测值

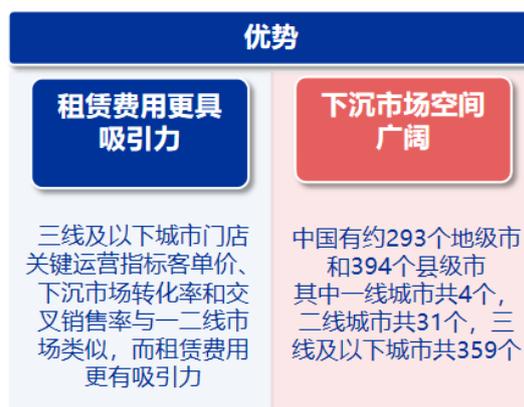
资料来源：数位观察，公司官网，申万宏源研究

图 34：国内市场下沉战略稳步进行 (单位：家)



资料来源：公司官网，公司公众号，申万宏源研究

图 35：下沉市场开店空间广阔



资料来源：：公司官网，国家统计局，申万宏源研究

4.升级超级品牌提势能，出海树立全球零售新标杆

4.1 “全球化超级品牌” 战略新升级，引领生活消费新潮流

公司通过“一个战略、三个目标、五个超级”深度链接消费者心智，构建中国品牌的全球影响力。2023 年是名创优品的品牌战略升级元年，公司于 2 月在全球品牌战略升级发布会提出打造“全球化超级品牌”战略。在战略的指引下努力实现三个目标：实现从渠道品牌升级为产品品牌，由零售公司升级为内容公司，将顾客升级成为用户。公司在坚持 MINISO 产品高性价比优势的基础上，进一步提升品牌价值。具体通过构建“超级符号、超级品类、超级 IP、超级门店、超级用户”五个超级，从品牌、渠道和产品维度着手，以打造品牌符号、潮流产品、影响力 IP、高势能门店等方式，围绕美好生活的价值主张构建“新刚需”品类的认识和势能。在国内业务高歌猛进同时，名创依托国内供应链优势和经营经验积极出海，在海外市场因地制宜适配经营模式，实现名创品牌影响力全球传播。

打造超级符号：品牌 LOGO 战略升级聚焦兴趣消费，深化与消费者情感链接。以 Z 世代为主体的新生代消费者的消费诉求从供需消费转向兴趣、体验和情绪消费，在消费过程中注重

精神共鸣，为能提供情绪价值的品牌买单。在兴趣消费潮流趋势驱动下，品牌新 LOGO 从旧 LOGO 中单独提取出“Wink”符号，放大品牌标识记忆点。新的品牌超级符号代表美好、治愈与快乐的品牌内涵，传递出名创优品“开心哲学”的消费理念。**我们认为，公司通过升级 LOGO 打造超级符号，聚焦新生代消费者情感诉求，深化消费者和品牌双向互动，符合“全球第一的美好生活好物提供者”的战略定位。**

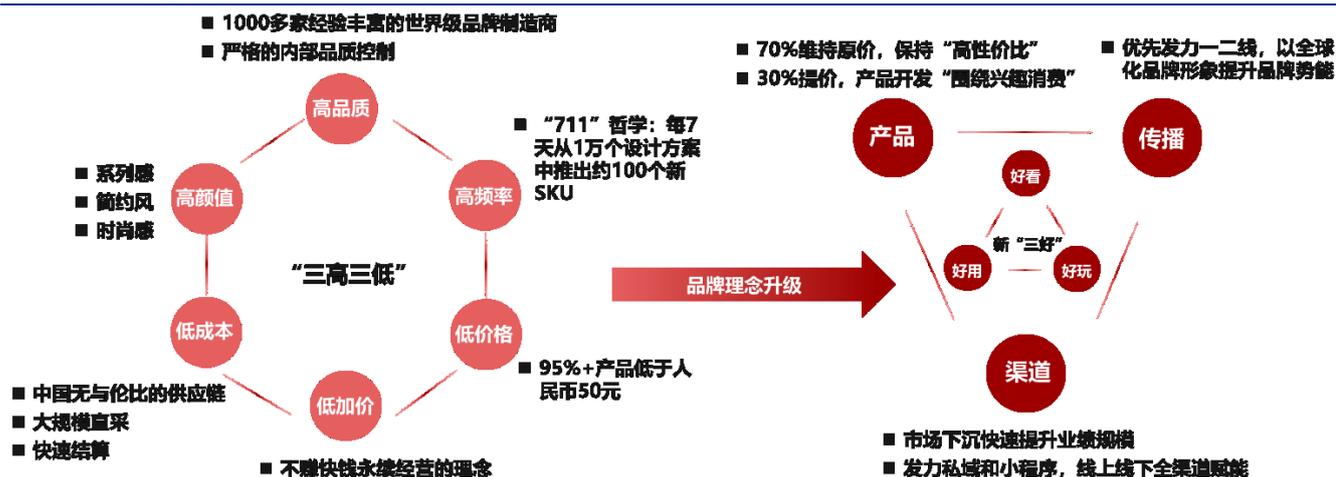
图 36: 品牌 LOGO 新升级



资料来源：公司官网，申万宏源研究

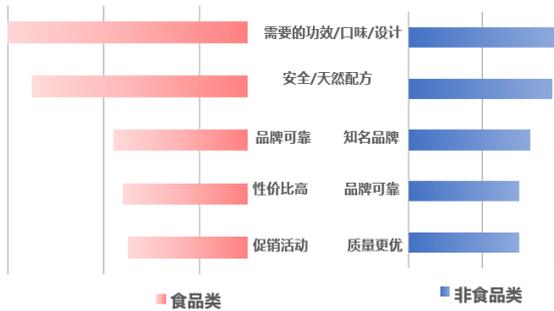
打造超级品类：“三好”全新战略赋能产品推陈出新，助推渠道品牌迈向产品品牌。消费者需求日渐多样化，据麦肯锡报告 2022 年中国消费者更加看重产品的品质、设计、高性价比及个性化。2022 年初名创优品品牌战略升级，由“三高三低”升级为新“三好”，“好看、好用、好玩”的品牌战略聚焦年轻消费群体需求，满足对产品的情感价值需求、功能价值需求以及个性化价值需求。“三好”战略指引下，公司运用数据分析工具捕捉最新消费趋势，并指导和测试产品设计及产品组合不断推陈出新。据公司财报，目前平均每月推出约 530 个 SKU，为消费者提供约 9700 个可选的核心 SKU 的广泛产品组合，其中大部分是“名创优品”自有品牌。同时，公司调整产品定价，据公司业绩交流会，其中约 70%商品价格保持稳定，保持高性价比的品牌主张。30%商品进行提价，提升品牌调性，围绕自有品牌建立品牌力。**我们认为，伴随公司自有品牌产品力的不断强化，有望推动产品由低价吸引消费者升维至对品牌价值的认同，以强化消费者复购率及忠诚度。**

图 37: 品牌理念由“三高三低”升级为新三好



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 38：中国消费者购买商品关键因素前五类



资料来源：2022 麦肯锡中国消费者调查报告，申万宏源研究；注：数据代表选择该项因素的受访消费者人数占比

图 39：名创优品设计获奖商品



资料来源：公司官网，申万宏源研究

大玩具、大美妆超级品类引领生活潮流消费，激发美好生活“新刚需”。“大玩具”品类方面，毛绒公仔、盲盒作为核心战略品类，在全球市场广受欢迎引起热潮。毛绒公仔以优质供应链作为品质基础，在全球市场享有较高溢价，且为名创目前销量最优的品类。盲盒产品在海外热销，据公司数据，23H1 海外市场向公司的盲盒订货量增长 5 倍。三季度公司于英国伦敦开设全球第一家盲盒店，提供近百款盲盒供消费者选择，其中与三丽鸥、迪士尼等 IP 合作的产品销量较高。公司坚持以“差异化”和“性价比”两大优势给予消费者全新体验。“大美妆”品类方面，在香水、香薰、护肤、彩妆等众多产品中香薰销量最佳。据公司数据，2019 年至 2021 年香薰产品销售额复合增长 26.9%，销量突破 7000 万瓶位居全国之首。8 月“花式上香 好事花生”主题快闪店营业，创新融合花艺香薰与年轻人热衷的“上香”文化，刺激年轻消费者购买需求。我们认为，面临广阔的国内外市场空间，依托强大的供应链能力以及独特设计工艺，公司以大玩具、大美妆为超级品类的产品矩阵渐趋丰富，有助于满足全球消费者多样化需求，有望打开新增长空间。

图 40：名创优品热门 IP Loopy 毛绒公仔广受欢迎



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 41：名创优品于英国伦敦开设全球首家盲盒主题店



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 42：名创优品大美妆品类引领生活潮流消费



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 43：名创优品打造首个香氛博物馆



资料来源：成都 BANG 微信公众号，申万宏源研究

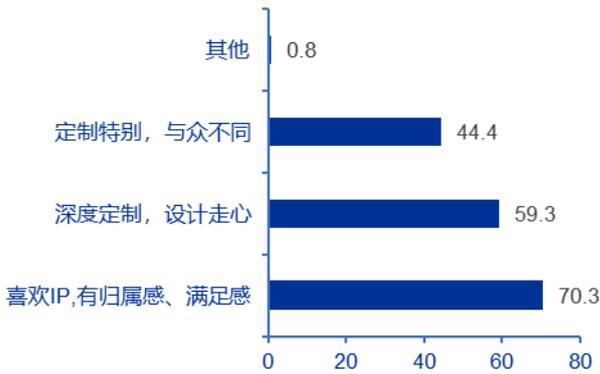
图 44：名创优品大师经典系列无火香薰产品

	晴日繁花	午后风铃	暖暖粉黛	银泉茉莉
大师经典系列 无火香薰				
调香师及代表作	Calice Becker 迪奥·真我	Marie Salamagne 祖玛珑·含羞草与小豆蔻	Amandine Clerc Marie 阿玛尼·紫色珍珠	Ilias Ermenidis 古驰·女士香水
产品价格	79.9 元/150ml	79.9 元/150ml	79.9 元/150ml	79.9 元/150ml

资料来源：公司官网，申万宏源研究

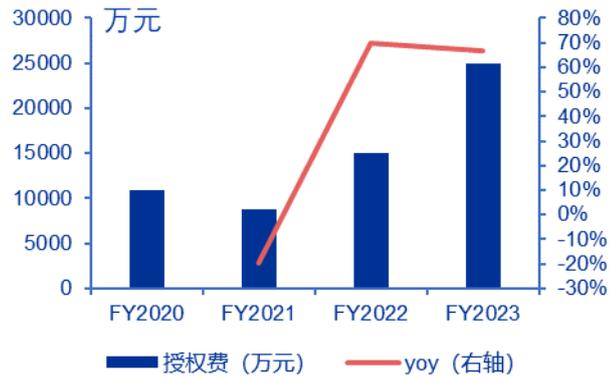
打造超级 IP：顺应消费潮流抢占年轻消费者心智，构建品类优势放大品牌势能。 公司品牌定位升级为“以 IP 设计为特色的生活好物集合店”，凸显 IP 在品牌价值中的核心地位。据艾媒咨询数据统计，2022 年中国新青年消费者 70% 因为喜欢 IP，认为有归属感和满足感而购买产品。联名款通常具备独特的设计和有趣的风格，名创优品通过 IP 能快速高效与消费者建立更深层次情感联结，抢占消费者心智。据公司数据，购买 IP 产品消费者多达上亿人次，23 年上半年 IP 产品销售贡献约 25%，较 19 年提升 10pct。据公司官网，以酷洛米联名产品为例，新品上新当天平均客单价突破 110 元，项目期间客单价提升 117%。同时，与知名 IP 联名也大为降低品牌运营的风险，截至 FY23 公司授权费投入 24944 万元，同比增加 67%。**我们认为，与 IP 联名有利于将供应链价值转化为用户价值，放大品牌势能，助推产品客单价提升。**

图 45: 70%消费者因为喜欢 IP, 有归属感和满足感而购买产品 (单位: %)



资料来源: 艾媒咨询, 申万宏源研究

图 46: 名创优品授权费规模随 IP 合作增加而扩大



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 申万宏源研究

合作全球 IP 孵化中国 IP, 全方位构建 IP 矩阵引领生活潮流。

1) 公司借助全球知名 IP 广阔的消费客圈以及渠道触达力, 迅速打开全球市场: 公司于全球市场陆续推出联名款吸引消费者共鸣, 提升品牌知名度。目前, 据公司官网, 名创优品已与全球超 80 个世界顶级 IP 建立版权合作, 其中包括迪士尼、皮克斯、漫威、NBA 等。6 月 20 日, 名创优品独家上线与皮克斯动画 IP 联名的开心烘焙系列产品, 推出超 100 款联名产品成为暑期热卖爆款。携手芭比 IP 全球同时上线超 120 款联名新品, 掀起粉色消费潮流。据公司数据, 长沙芭比主题店落地一周销售业绩环比落地前一周提升 170%, 目前全国已有 10 家芭比主题店落地, 系列新增主题店 IP 上线后一周销量较上新前一周提升 23.1%。

2) 聚力打造中国 IP 的全球潮流: 公司在品牌全球化推进中着力孵化中国 IP, 陆续推出 DUNDUN 鸡、PENPEN、中国熊猫等等原创 IP 输向全球。联手唐宫文创、中国航天·太空创想、中国文物交流中心、深圳插画协会等跨界推出“名创优品国潮月”活动, 以产品创新推动中国文化的时尚表达、国际表达。我们认为, 伴随公司 IP 产品占比不断提高, 持续赋能全球各大市场商品力及品牌力, 有利于扩大系列产品全球声量。

图 47: 名创优品 23 年 1-12 月合作 IP 矩阵



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 48: 芭比主题联名上新



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

打造超级门店: 丰富线下引流窗口, 场景创新助推消费体验升级。在“大店创造大业绩”的引领下, 名创优品通过全球旗舰店、国家旗舰店、城市旗舰店/形象店三个层次来打造“超级门店”。**1) 对门店形象、消费场景和服务等进行焕新升级:** 面对国内门店开设密集、竞争激烈不利于单店收入提升的状况, 名创优品升级门店, 通过数字化技术洞察消费者需求, 推动门店的标准化统一布局。在 TOPTOY 门店举办潮流玩具工作坊及表演, 为消费者营造温馨沉浸式购物体验。**2) 立足大店战略, 推出高势能全球、主题、城市等系列旗舰店。**2月5日全国首家旗舰店在成都开业, 打造顶级购物中心 IP 潮流消费地标。5月20日全球首家旗舰店盛大开业, 成为首个入驻纽约时代广场的中国品牌。开店首日热度高涨, 据公司数据, 开业首日销售额突破 55 万元, 创全球门店单日销售记录。6月6日首个具有中国文化元素的西安城市形象店开业, 将全球时尚潮流创新融合中国传统文化。12月23日, 名创优品上海旗舰店亮相上海黄浦区淮海中路核心商圈。**我们认为, 公司超级门店战略打造“兴趣消费”创新样本, 发挥门店购物、娱乐、社交等多功能属性, 大店顺应品牌调性升级, 有望提升门店店效, 助推单店业绩增长。**

图 49: 名创优品全球首家旗舰店开业



资料来源: 公司微信公众号, 申万宏源研究

图 50: 具有中国文化元素的西安城市形象店开业



资料来源: 公司微信公众号, 申万宏源研究

图 51: 名创优品上海旗舰店亮相上海黄浦区淮海中路核心商圈



资料来源: 赢商网, 申万宏源研究

图 52: 名创优品旗舰店内部装修风格贴近 IP 主题



资料来源: 赢商网, 申万宏源研究

打造超级用户：线上线下一体化渠道拓展+智能算法精准定位，增强消费者粘性。公司在发展线下门店满足消费者购物体验之外，进一步拓展线上渠道运营加强与消费者互动。线上渠道包括消费者可直接下单的电商渠道，主要包括第三方电商平台（如天猫、京东及抖音）以及基于线下门店网络的 O2O 渠道，包括微信小程序、微信门店社区以及其他 O2O 合作平台（如美团及饿了么）。通过多渠道运营，结合直播、KOL 推广、微信公众号推文以及明星代言人宣传等方式，公司积极扩大与消费者互动，提高客户转化率和留存率。据赢商网，截至 2023 年 2 月，公司会员数量超过 7000 万人，累计私域用户超过 3000 万人，具有庞大的消费者基础。公司结合智能消费者分析技术，深入分析广泛客群，有助于公司为不同消费群体量身定制动态互动和营销策略，提升顾客的复购率和顾客生命周期价值。**我们认为，公司不断深入洞悉消费者需求，有助于公司判断并把握消费潮流趋势，持续推新并拓展产品推广渠道，增强消费粘性提升用户忠诚度。**

图 53: 名创优品多渠道吸引并巩固消费者



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 54: 名创优品多渠道吸引并巩固消费者



资料来源: 华商韬略, 申万宏源研究

4.2 加快出海节奏, 因地制宜打造全球美好生活品牌

全球自有品牌综合零售市场规模较大, 海外发达国家综合零售市场仍具增量空间, 新兴国家消费结构升级零售市场潜力强劲。

1) **全球市场:** 全球自有品牌综合零售增长稳定, 据弗若斯特沙利文, 以 GMV 计全球自有品牌综合零售市场规模由 2020 年 342 亿美元增至 2021 年 419 亿美元, 预计 2022-2026 年以 12.6% 的加速年复合增长率持续增长, 行业渗透率有望提升。

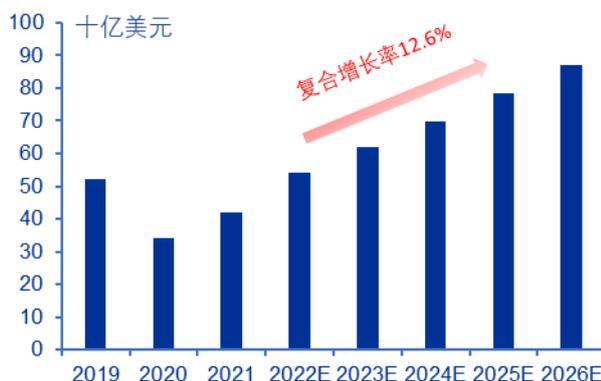
2) **发达国家:** 海外发达国家消费水平较高, 对优质生活家居产品需求成熟稳定。以美国为例, 美国零售和食品服务销售额 (除机动车辆和零部件店外) 由 2019 年 4.9 万亿美元增长至 2022 年的 6.5 万亿美元, 年复合增长率为 9.86%, 据弗若斯特沙利文, 预计 2022-2026 年美国及加拿大自有品牌综合零售市场年复合增长率分别为 10.9%/9.5%。同时受欧美国家近年通胀压力影响, 居民个人可支配收入增速放缓, 对性价比高的产品需求空间增长。

3) **新兴国家:** 经济增长驱动消费结构逐步转型, 对高性价比、高品质的生活家居产品消费需求增长。据弗若斯特沙利文, 预计 2022-2026 年印度/印度尼西亚/墨西哥自有品牌综合零售市场年复合增长率分别为 14.4%/14.0%/13.1%。我们认为, 宏观经济形势驱动下发达国家以及新兴国家消费结构变化, 名创优品持续提供高性价比产品的价值定位, 在经济周期波动中将显现优势, 有望提升全球市场渗透率, 或将进一步打开海外市场增量空间。

图 55: 美国零售和食品服务销售额增长



图 56: 以 GMV 计全球自有品牌综合零售市场规模



资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 57：以 GMV 计各市场自有品牌综合零售市场规模情况



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

全球竞争格局激烈，名创优品市占率第一。根据弗若斯特沙利文，按 GMV 计全球前五大自有品牌综合零售商分别为名创优品、大创、无印良品、Flying Tiger 以及三福，2021 年前五大品牌市占率约 20.3%。其中名创优品市占率约 6.7% 位居第一，较 2019 年提升 1.5pct。名创优品于 2015 年开启全球化战略，据公司官网，截至 2023Q3 已累计进入全球五大洲 107 个国家和地区，在全球前五大品牌中覆盖市场数量最高，影响力广泛。公司具有庞大的全球门店网络，全球门店数量超 6000 家，海外门店数量呈增长态势。

图 58：名创优品全球化战略加速实施，已布局全球 107 个国家和地区



资料来源：招股说明书，公司公告，公司官网，申万宏源研究

图 59：按 2021 年 GMV 计全球自有品牌综合零售市场品牌份额占比



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 60：全球前四大自有品牌综合零售商出海情况

品牌	出海时间	本土门店 (家)	海外门店 (家)	遍及国家
名创优品	2015年	3604	2187	中国及海外 106 国
大创	2001年	4139	2312	日本及海外 26 国
无印良品	1991年	555	617	日本及海外 32 国
Flying Tiger	2001年	52	790	丹麦及海外 26 国

资料来源：名创优品、大创、无印良品、Flying Tiger 官网，申万宏源研究；注：门店数据名创优品截至 2023 年 6 月，大创截至 2023 年 2 月，无印良品截至 2023 年 7 月，Flying Tiger 截至 2022 年底

拓店节奏加快+主力市场持续渗透+新店效能优势显著，全球市场布局广阔可期。

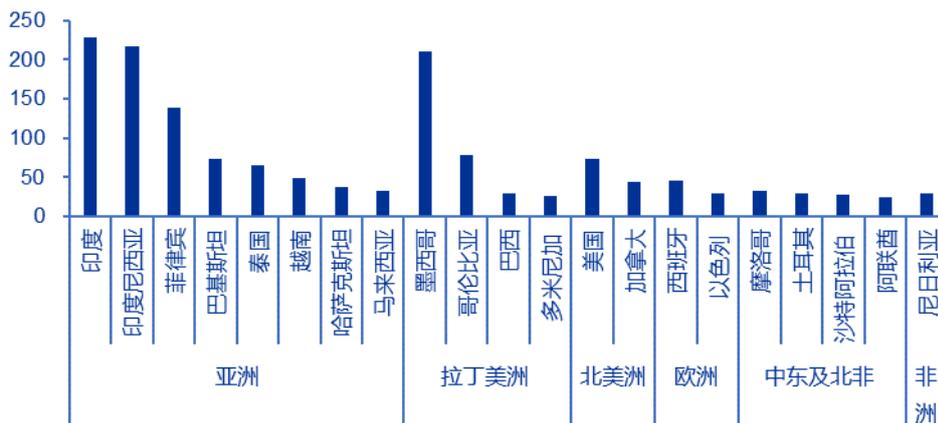
1) 23 年下半年海外门店扩张增速：据公司公告，23Q3 海外门店同比增长 14.11%至 2313 家，直营店、加盟及代理门店数量均有增长。23 年前三季度海外市场共净增 198 家门店，单 Q3 净增 126 家门店，创 2020 年以来海外单季开店之最。**2) 主力市场加密，辐射作用强化：**据公司业绩交流会，前 20 大海外市场门店占海外总门店数近 7 成，发挥关键的主力市场作用。分地区看，前 20 大市场中亚洲/拉丁美洲 /北美洲门店数量位居前三。结合公司指引，海外市场新增门店目前 90%为既有市场加密且已依托购物中心，假设前 20 大市场持续发挥主力作用，渗透率均提升 20%，可以测算主力市场购物中心开店空间为 4064 家。若主力市场发展成熟，进一步发挥辐射带动作用，周边国家有望借鉴经验加快布局，假设前 20 大海外市场门店占海外总门店数降至 60%，海外市场总门店有望达 6773 家。**3) 新开门店兼顾质量，发挥效能优化：**据公司业绩会，海外 23 年前三季度新增门店贡献近 75%业绩，验证了公司保持开店节奏同时兼顾开店质量的逻辑。我们认为，确保店效优化是推动开店节奏长期进行的核心驱动力，亚洲、拉美等覆盖高的地区业务模式成熟驱动拓店稳步进展，成熟门店经营经验有望得到借鉴，有望推动新店 GMV 提升，助推公司业绩增长。

图 61：海外拓店速度加快



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 62: 海外前二十大市场门店分布地区情况 (单位: 家)



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

表 8: 海外前二十大市场购物中心开店空间测算

所属大洲	前二十大市场	门店数量 (个)	门店总数(个)	购物中心数量 (个)	目前渗透率 (%)	预期渗透率 (%)	预计开店数 (个)
亚洲	印度	229	843	2806	30%	60%	1685
	印度尼西亚	217					
	菲律宾	139					
	巴基斯坦	73					
	泰国	66					
	越南	49					
	哈萨克斯坦	37					
拉丁美洲	马来西亚	33	345	830	42%	72%	594
	墨西哥	211					
	哥伦比亚	78					
	巴西	30					
北美洲	多米尼加	26	118	3704	3%	33%	1229
	美国	74					
欧洲	加拿大	44	74	631	12%	42%	263
	西班牙	45					
	以色列	29					
中东及北非	摩洛哥	33	114	429	27%	57%	243
	土耳其	29					
	沙特阿拉伯	27					
非洲	阿联酋	25	29	69	42%	72%	50
	尼日利亚	29					
合计		1523		8469			4064

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究 (注: 海外门店数量为截至 FY23Q3 数量)

海外业绩显著提升, 营收占比增加, 北美市场呈现强劲复苏态势。

1) **营收:** 据公司财报, FY1Q24 海外整体业绩再创新高, 营收及盈利双双取得历史性突破, FY1Q24 海外营收达 12.95 亿元同比增加 41%, 营收贡献占比增至 34%。细分海外市场看, FY23 亚洲 (除中国) /美洲/欧洲/其他国家贡献海外营收占比分别约为 48%/45%/4%/3%, 营收增速分别为同比+55%/+46%/-13%/+6%, 除欧洲市场同别增速减少, 其他地区均呈现增长态势, 亚洲以及美洲地区仍为海外营收主要来源市场。

2) **GMV:** 海外地区 GMV 继续保持高速增长, 据公司公告, FY1Q24 同比增长高达 48%, 与中国市场 GMV 差距缩小。细分市场看, 北美市场增长态势强劲, 据公司业绩会, FY1Q24 北美区域 GMV 同比增长近 1.6 倍高居海外市场之首, 单店 GMV 已达 19 年同期近 2 倍。拉美、欧洲、中东和北非等海外市场单店 GMV 均超 19 年同期水平。**我们认为, 名创**

优品全球化发展正处于高速增长期，亚洲市场需求逐步复苏以及美洲市场发展加速有助于带动海外营收增加，推动公司业绩弹性得到持续释放。

图 63：海外各大市场营收及同比增速情况



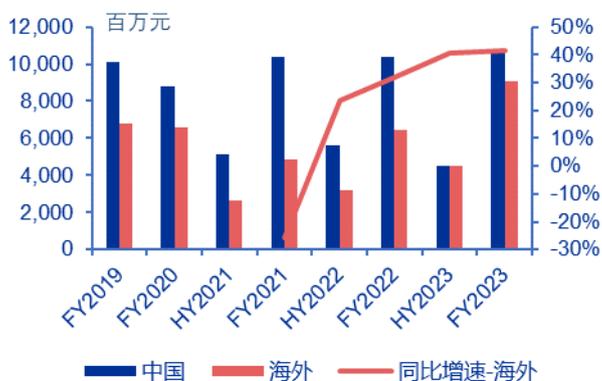
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 64：海外业务营收占比增加



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 65：海外市场 GMV 高速增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 66：海外各大市场 GMV 情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

因地制宜布局海外市场，多业务模式驱动快速扩张的同时实现本土化运营。全球化进程中，针对不同国家商业环境、消费者需求差异化明显的现实，名创优品对不同国家采用不同的商业模式。针对美国、印度等市场空间广阔的人口大国，公司先通过自营门店树立品牌形象，再吸引加盟商以“类加盟”形式合作，为后续扩大规模奠定基础。对于泰国、越南等文化多元化、本土化显著的国家，公司则采用代理模式，代理商买断货品并负责日常门店运营，有利于快速对接本地优质资源，减少进入当地市场阻力，推动门店规模增加。据公司业绩会，直营门店表现较好，FY1Q24 海外直营市场收入同比+89%，直营市场收入占海外收入比重超 46%，去年同期约为 34%。海外 GMV 同比+48%，其中直营市场同比+80%，代理市场同比 +39%。目前海外业务模式仍以代理为主，我们认为伴随公司在海外深耕拓展规模，直营市场收入占比有望进一步提升，运营效率改善赋能海外业绩发展。

图 67: 名创优品在海外采取灵活的商业模式



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 68: 名创因地制宜实施出海战略



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

以产品、运营、营销为着力点, 跨越全球化与本土化实现差异化发展。

1) 产品与本地需求结合, 注重研发与设计, IP 赋能持续推新。据公司业绩会, 公司保证在海外市场有 70-80% 的产品和国内相同, 以确保产品 SKU 丰富及上新节奏高频, 20-30% 的产品根据每个市场的实际情况进行本地化选品与设计。公司计划将在中美日韩四国投入建设 4 个设计中心, 以满足消费者需求实现产品本地化升级。以墨西哥为例, 23H1 上新近 4000 SKU, 有效支撑当地单店业绩创新高。

2) 运营深入当地市场洞察, 门店经营凸显特色。据公司官网, 公司在整合逾 1100 家中国优质供应链企业以外, 还首次纳入如 WGSN、潘通等全球顶尖的潮流和消费趋势洞察机构。同时推动海外市场门店升级, 以满足当地消费者购买习惯及需求。以法国里昂势能店为例, 在装潢设计、产品陈列、服务体验等方面匹配法国消费者需求, 以迪士尼、小黄人等备受当地关注的 IP 系列为主题, 打造个性多元的社交互动场景。

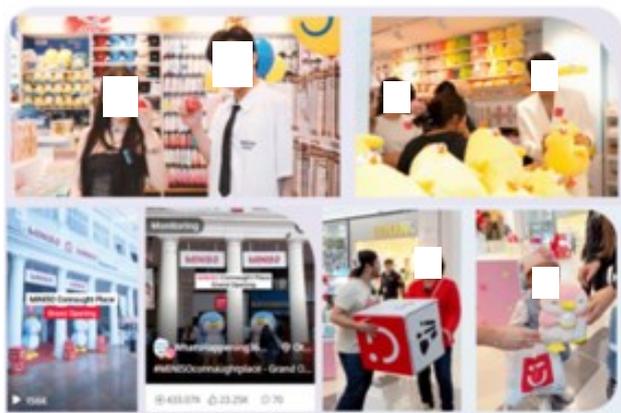
3) 内容中台赋能社媒营销+本地 KOL 合作, 提振品牌海外声量。公司激发用户共创海量内容, 多条海外视频播放破百万。同时拓展与本地 KOL 的合作, 通过云探店、现场游戏互动等方式, 增强公司曝光度。我们认为, 兼具全球化与本土化能力是新消费零售品牌出海重大的挑战, 公司在产品、运营、营销等多渠道发力有望持续赋能海外经营效率提升。

图 69: 全球品牌战略升级布局方向



资料来源: 公司全球品牌战略升级发布会, 申万宏源研究

图 70: 海外营销提升公司曝光度



资料来源: 名声在外 Miniso Global 微信公众号, 申万宏源研究

图 71: 海外门店经营凸显特色



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

收入端

关键假设:

1) 国内 MINISO 业务: 考虑国内线下场景重启, 消费活力复苏, 我们预计公司拓店将保持较快节奏, 预计 24-26 财年国内 MINISO 门店分别净增 400/380/350 家。平均单店收入在逐步恢复至 21 财年水平, 后续进入稳态增长阶段, 预计 24-26 财年国内 MINISO 门店店均收入同比增速分别为 10%/3%/1%。据此测算可得, 国内 MINISO 业务在 24-26 财年分别实现 87/98/107 亿元, 同比增长 23%/13%/9%。

2) 海外 MINISO 业务: 公司积极出海, 推动品牌全球化战略落地, 看好公司在海外保持较快开店速度, 预计 24-26 财年海外 MINISO 门店分别净增 450/420/390 家。平均单店收入预期通过本地化运营以及超级门店和旗舰店打造, 带动业绩提升, 预计 24-26 财年海外 MINISO 门店店均收入同比增速分别为 15%/9%/7%。据此测算可得, 海外 MINISO 业务在 24-26 财年分别实现 53/68/82 亿元, 同比增长 39%/27%/21%。

3) 国内其他业务: 预计国内 Toptoy 在一二线城市加密门店布局, 同时向二三线城市渗透, 预计 24-26 财年国内 Toptoy 门店净增 30/40/40 家, 根据公司公告, TOP TOYFY1Q24 同比增长 30%, 预计 TOP TOY 单店呈现良好增长势头, 预计 24-26 财年单店收入同比增长 35%/25%/15%。除 Toptoy 外其他业务保持平稳增长, 预计 24-26 财年增速均为 5%。据此测算可得, 国内其他业务 24-26 财年分别实现 10/15/21 亿, 同比增长 62%/55%/38%。

基于以上关键假设, 我们预计公司 2024-2026 财年营业收入分别为 150/181/210 亿元, 同比增长 31%/21%/16%。

成本费用端

关键假设：

1) 毛利率：公司推进超级品牌战略，调整产品结构优化毛利率，发力更高毛利 IP 产品，同时高毛利海外业务收入占比逐步提升，预计 2024-2026 财年毛利率为 39.1%/39.4%/39.7%。

2) 费用率：预计公司增加 IP 和品宣投入，2024-2026 财年销售费用率分别为 15.0%/15.2%/15.4%，经营规模提升带来经营杠杆，数字化供应链提升运营效率，预计 2024-2026 财年管理费用率分别为 5.5%/5.1%/4.9%，财务费用率整体保持稳定，预计 2024-2026 财年财务费用率分别为-0.8%/-0.8%/-0.8%。

基于以上关键假设，我们预计公司 2024-2026 财年非 IFRS 准则净利润分别为 23.4/29.0/34.2 亿元，同比增长 26.7%/23.7%/18.2%。

表 9：名创优品主要财务指标预测

百万元/人民币	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	9072	10086	11473	14976	18104	21032
yoy	1%	11%	14%	31%	21%	16%
MINISO 中国	6956	6825	7039	8655	9807	10736
yoy	15%	-2%	3%	23%	13%	9%
国内门店数量	2788	3157	3395	3795	4175	4525
净增数	289	369	239	400	380	350
单店收入	2	2	2	2	2	2
yoy	3%	-13%	-4%	10%	3%	1%
MINISO 海外	1781	2644	3822	5330	6762	8180
yoy	-39%	48%	45%	39%	27%	21%
海外门店数量	1757	1901	2115	2565	2985	3375
净增数	114	144	215	450	420	390
单店收入	1	1	2	2	2	2
yoy	-43%	37%	30%	15%	9%	7%
TOP TOY 中国	98	447	533	908	1448	2025
yoy		355%	19%	70%	59%	40%
国内门店数量	16	88	115	145	185	225
净增数	16	72	28	30	40	40
单店收入	6	5	5	6	8	9
yoy		-19%	-9%	35%	25%	15%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5.2 估值与投资分析意见

名创优品基于供应链整合和投资商模式两大核心支柱，为消费者提供高性价比的自有品牌生活家居商品，实现国内和海外业务高速增长。当前在理性消费趋势下，名创国内及海外业务迅速恢复，拓店节奏加快。目前名创已开启“全球超级品牌”战略升级，在坚持 MINISO 产品高性价比优势基础上，从品牌、渠道和产品维度着手，进一步提升品牌价值。同时名创依托国内供应链优势和经营经验积极出海，在海外市场深化本土运营，优化产品结构，推动代理模式转直营，潜在成长空间广阔。我们选择美国性价比潮流零售商 Five Below，加拿大性价比零售商 Dollarama，日本自有品牌综合零售商无印良品母公司良品计划，以及日本全球化平价快时尚品牌 Fast retailing 作为可比公司。参考 FY2024 可比公司行业平均估值为 31x PE，我们给予公司 FY2024 30x PE，目标市值为 701 亿元人民币，对应目标价约为 31 美元/ADR，对应涨幅为 38%，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10: 名创优品可比公司估值表

代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				PE		货币	
				FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	FY2024E	FY2025E		FY2026E
FIVE.O	Five Below	190.59	106	262	307	363	434	35	29	24	USD
9983.T	Fast retailing	39,470.00	125,602	296,229	313,090	342,240	378,120	40	37	33	JPY
7453.T	良品计划	2,480.00	6,963	22,052	32,000	34,223	38,142	22	20	18	JPY
DOL.TO	Dollarama	97.00	272	802	976	1,069	1,183	28	25	23	CAD
行业平均估值								31	28	25	
MNSO.N	名创优品	22.49	71	257	326	404	477	22	18	15	USD

资料来源：彭博终端，申万宏源研究；除名创优品外，所有标的盈利预测均来自于彭博终端，Five Below、Dollarama 和名创优品收盘日期为 2024 年 1 月 12 日，其余所有标的收盘日期为 2024 年 1 月 15 日；2024 年 1 月 15 日美元与人民币汇率为 1:7.16

风险提示：

- 1.行业竞争加剧。零售行业进入线上线下整合的新阶段，各渠道、各企业竞争激烈，可能影响行业整体营收和利润。
- 2.海外业务拓张不及预期。近年来公司发力海外业务，海外收入占比提升。宏观经济形势变动将影响海外扩店进程，汇率波动也将影响公司营收业绩。
- 3.库存风险。投资商模式下公司承担了全部库存，商品销售不畅将引发存货减值风险。
- 4.盈利能力不及预期。若公司无法保证稳定高效的供应链，盈利能力或不及预期。

附录 – 财务报表

利润表					
(million RMB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	10,086	11,473	14,976	18,104	21,032
Cost of Sales	-7,016	-7,030	-9,120	-10,971	-12,682
Gross Profit	3,070	4,443	5,856	7,133	8,350
Other Income	26	18	24	27	27
SG&A expenses	-2,259	-2,350	-3,070	-3,672	-4,254
adj. EBITDA	1,272	2,614	3,269	4,022	4,748
adj. EBIT	882	2,223	2,795	3,466	4,102
Finance Costs	-33	-35	-45	-56	-67
Profit before tax	907	2,334	2,915	3,608	4,268
Income tax expense	-267	-552	-660	-816	-964
Minority interests	2	13	10	5	0
Non-IFRS adjusted net profit	723	1,845	2,338	2,892	3,419

资料来源：公司公告，申万宏源研究

资产负债表					
(million RMB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Current Assets	8,073	9,904	12,113	14,074	16,359
Bank balances and cash	5,348	6,489	7,942	9,268	10,952
Trade and other receivables	1,056	1,150	1,470	1,749	2,014
Inventories	1,188	1,451	1,879	2,227	2,555
Other current assets	480	814	822	830	837
Long-term investment	2,362	2,574	2,714	2,876	3,062
PP&E	420	535	690	873	935
Intangible and other assets	43	25	10	24	39
Total Assets	11,282	13,448	15,910	18,281	20,890
Current Liabilities	3,789	3,886	5,052	5,837	6,592
Borrowings	0	0	0	0	0
Trade and other payables	3,073	3,019	3,843	4,409	4,940
Other current liabilities	715	866	1,210	1,427	1,652
Long-term liabilities	466	644	782	938	1,099
Total Liabilities	4,254	4,529	5,834	6,774	7,691
Minority Interests	-4	17	27	32	32
Shareholder Equity	7,032	8,901	10,048	11,475	13,167
Share Capital	0	0	0	0	0
Reserves	993	1,107	1,189	1,288	1,403
Equity attributable	6,038	7,794	8,860	10,187	11,764
Total Liabilities and equity	11,282	13,448	15,910	18,281	20,890

资料来源：公司公告，申万宏源研究

现金流量表

(million RMB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Profit before taxation	907	2,334	2,915	3,608	4,268
Plus: Depr. and amortisation	390	391	474	555	646
Finance cost	33	35	45	56	67
Losses from investments	-58	-5	0	0	0
Changes in assets and liabilities	350	-304	140	19	13
Others	-216	-300	-545	-914	-1,082
CF from operating activities	1,406	2,151	3,029	3,324	3,912
CAPEX	-290	-199	-259	-343	-252
Other CF from investing activities	-1,836	-117	166	198	233
CF from investing activities	-2,126	-316	-93	-146	-20
Equity financing	0	470	0	0	0
Net change in liabilities	-5	-7	0	0	0
Dividend and interest paid	1	2	3	4	5
Other CF from financing activities	-729	-1,159	-1,486	-1,856	-2,213
CF from financing activities	-734	-694	-1,483	-1,852	-2,208
Net cash flow	-1,423	1,141	1,453	1,326	1,684

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。