

# 名创优品(09896.HK)公司深度 II： “兴趣”出海，择高而立

评级：买入(维持)

杨仁文(证券分析师)

S0350521120001

yangrw@ghzq.com.cn

马川琪(证券分析师)

S0350523050001

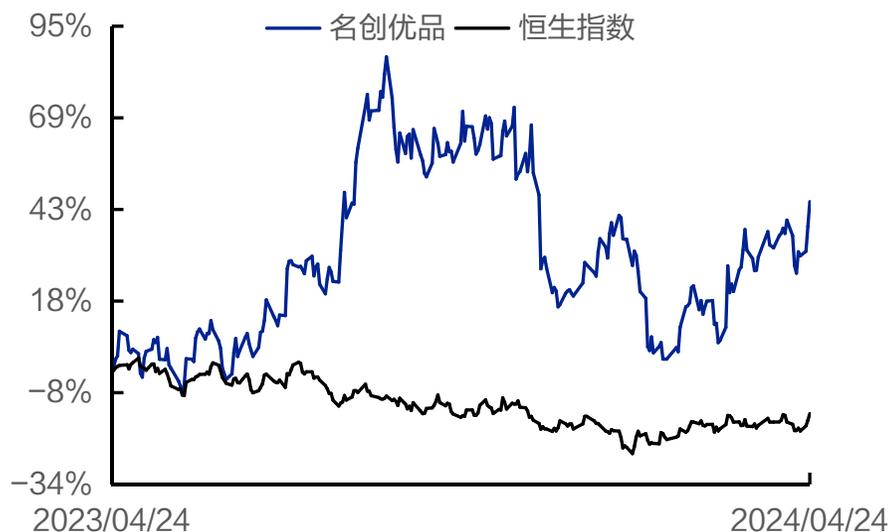
macq@ghzq.com.cn

廖小慧(联系人)

S0350122080035

liaoxh@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



### 相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
名创优品	10.3%	11.6%	45.6%
恒生指数	4.3%	8.2%	-13.8%

## 市场数据

2024/04/24

当前价格 (港元)	45.05
52周价格区间 (港元)	28.60-59.85
总市值 (百万港元)	56,012.14
流通市值 (百万港元)	56,012.14
总股本 (万股)	124,333.28
流通股本 (万股)	124,333.28
日均成交额 (百万港元)	237.96
近一月换手 (%)	0.00

## 相关报告

《名创优品 (09896) FY2024Q2业绩点评: 单季业绩创新高, 海外直营表现亮眼 (买入) \*专业连锁 II \*杨仁文, 马川琪》——2024-03-14

《名创优品 (09896) FY2024Q1业绩点评: FY2024Q1盈利能力亮眼, 国内外营收均高增 (买入) \*专业连锁 II \*杨仁文, 马川琪》——2023-11-22

《名创优品 (09896) 2023财年点评报告: FY2023业绩超预期, 海外市场开店提速 (买入) \*专业连锁 II \*杨仁文, 马川琪》——2023-08-24

预测指标	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入（百万元）	11473	15160	18209	21239
增长率(%)	14	32	20	17
归母净利润（百万元）	1769	2470	2999	3541
增长率(%)	177	40	21	18
摊薄每股收益（元）	1.40	1.95	2.37	2.80
ROE(%)	19.9	21.7	20.9	19.8
P/E	29.8	21.3	17.6	14.9
P/B	5.9	4.6	3.7	2.9
P/S	4.6	3.5	2.9	2.5
EV/EBITDA	21.2	14.5	11.1	8.8

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所（货币单位为人民币，采用2024/4/24汇率：1港元=0.9252元）

## ➤ 兴趣消费&新理性消费主义成趋势：

- **情绪需求催生兴趣消费，“新青年”成兴趣消费主力军。**随着经济压力和生活不确定性的增加，消费者会更加严格地审视需求，减少冲动消费，消费观念及消费行为趋于务实和理性。同时，在“新青年”社交、情感及精神消费诉求的提升下，兴趣消费概念应运而生。据艾媒咨询数据显示，72.3%的消费者的主要诉求为社交需求，在兴趣消费的带动下，积木与香薰行业2020-2025E的CAGR分别达18.9%/21.9%，高情感附加值产品市场规模增长迅速。“新青年”受新消费观念影响也成为兴趣消费主力军，根据艾媒数据，超5成新青年每月兴趣消费频次为3-5次，兴趣消费平均占“新青年”月支出的27.6%。

## ➤ 名创优品同店增长驱动因素分析：

- **截至2022年末的兴趣消费零售中，名创优品在中国以3000+家门店与7.7%的市场份额占据绝对龙头地位。**从月度GMV来看，近两年海外GMV表现持续亮眼，国内GMV继2022Q4增长承压后，2023年增速开启修复阶段。从店效来看，国内FY2024H1为31万元人民币/月，FY2024H1海外月度店效达新高，为50万元人民币/月，其中，美国直营市场表现优异，带动美洲FY2023收入同比+46%，FY24H1美洲在海外收入占比较FY2022提升4.9pct。
- **单店驱动：1) 客流回暖：**名创优品主要分布场所为购物中心，据赢商数据显示，疫情后购物中心客流逐渐回暖，2023年日均客流同比+35%，随着购物中心客流的稳定增长，名创优品进店人数或将从中受益。**2) 高毛利IP产品占比提升，驱动客单上行：**IP联名产品给予了名创商品溢价，2023年推出的芭比联名产品较普通产品溢价44.8%，随着IP产品占比的提升，件均单价仍有上行空间。**3) 以量定价+采购分散铸就供应链议价权：**名创优品商品为集中度较低的日用百货，使其能够分散化采购，同时公司还直接通过厂家采购大额订单，不仅跨过中间商降低了成本，还增加了其议价权，使商品在保障性价比的同时，毛利率亦从2020Q2的24%提升至2023Q4的43%。**4) 布局即时零售，发掘新增长点：**据商务部国际贸易经济合作研究院数据显示，即时零售行业快速增长，预计2022-2030E行业规模CAGR达25%。对比京东便利店等即时零售商，名创优品即时零售营业时间仍有提升空间，截至2024年1月18日投资者日前一个月，300家试点延长营业时间的门店中，超90%门店业绩提升3%-15%，从即时零售常见的生活及3C数码品类单价来看，名创优品多数产品具有价格优势。我们认为，随着名创优品门店即时零售布局加强、门店覆盖范围提升，或为单店带来新的增长点。

- **单店模型：国内低线城市门店经营利润率及回本周期优于高线城市门店，美国直营店效仍有提升空间。**1) **国内合伙人单店模型：**名创优品国内以合伙人门店为主，据我们测算，在一线城市小店/一线城市普通门店/二三线城市普通门店中，名创优品合伙人门店营业利润率分别为13.8%/11.1%/16.4%，前期分别投入116/81/60万元人民币的情况下，回本周期分别为0.9/2.0/1.3年。2) **美国直营单店模型：**营业利润率为18%，前期投入114万元人民币的情况下，回本周期为0.81年，对比美国零售同业，Dollar Tree和Five Below单店营业利润率分别为16.2%/15.6%，前期投入33.2/40万美元的前提下，回本周期分别为1.4/1.4年。
- **名创优品开店空间几何：**
- **国内空间为5754-6222家，海外整体空间约为7547家，其中美国直营门店空间约为1511家。国内存量空间：**名创优品门店点位主要分布于购物中心，据赢商数据估计，2023年全国购物中心数量为5923家，在仅考虑购物中心点位的铺设情况下，我们保守预测名创优品国内存量空间有4907家。**国内增量空间：**增量空间中，我们仅考虑购物中心点位的空间增量，保守/乐观给予购物中心数量2024年增速5.4%/7.5%且未来每年衰减0.2%，测算出名创优品国内增量空间分别为847/1315家。**海外开店空间：**基于人口覆盖率，我们中性估计门店空间为7547家，其中美国参考兴趣同业零售在购物中心的渗透率，保守估计空间为1511家。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司FY2024-FY2026年收入151.6/182.1/212.4亿元人民币，同比+32%/+20%/+17%；归母净利润24.7/30.0/35.4亿元人民币，同比+40%/+21%/+18%；2024年4月24日收盘价45.05港元，对应FY2024-FY2026年PE估值为21/18/15X。公司作为全球家居零售龙头，海内外渠道持续扩张，且海外直营单店表现优异，当前公司品牌持续升级，盈利能力改善明显，未来随着国内门店扩张以及海外直营铺设，业绩有望持续保持较高增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观环境风险；行业竞争风险；消费者偏好风险；市场开拓及产品推广风险；测算风险；比较分析局限性风险。

## 一. 兴趣消费&新理性消费主义成趋势

- 1.1 新理性消费主义：消费者消费观念趋于务实及理性
- 1.2 情绪需求催生兴趣消费，高情感附加产品市场维持高增
- 1.3 “新青年”成为兴趣消费主力军，月均兴趣支出占比近28%
- 1.4 兴趣消费与生活消费紧密结合且覆盖广泛

## 二. 名创优品同店增长驱动因素分析

- 2.1 名创优品同行对比：名创优品市场份额&门店布局领先同行
- 2.2 月度GMV：海外GMV表现持续亮眼，23年国内逐渐恢复
- 2.3 海外市场：海外平均单店收入疫后增长迅速
- 2.4 门店数据：国内名创低线占比为主导，海外月店效达新高
- 2.5.1 单店驱动-客流：购物中心客流回暖驱动同店下单量增长
- 2.5.2 单店驱动-客单价：兴趣消费及IP联名驱动客单价提升
- 2.5.3 单店驱动-连带率：连带率驱动探索
- 2.5.4 单店驱动-即时零售：即时零售履约能力大幅提升，行业快速增长
- 2.5.5 单店驱动-即时零售：布局即时零售或将带来单店新增长
- 2.5.6 供应链优势：以量定价+采购分散提升供应议价权
- 2.6.1 名创优品国内单店模型
- 2.6.2 名创优品美国直营单店模型
- 2.6.3 海外对标单店模型

## 三. 名创优品开店空间几何

- 3.1.1 国内存量开店空间：购物中心数量增速放缓
- 3.1.2 国内存量开店空间：保守估计国内存量空间为4907家
- 3.2.1 国内增量开店空间：购物中心增量预测
- 3.2.2 国内增量开店空间：名创优品中性增量空间
- 3.2.3 国内增量开店空间：名创优品乐观增量空间

- 3.3.1 美国开店空间：对比兴趣消费同业，店数及店效仍有提升空间
- 3.3.2 美国开店空间：保守估计名创美国点位空间有1511家
- 3.4 海外开店空间测算：基于人口覆盖率保守预测空间为7547家
- 3.5 扩张前景：供应链+产品力持续输出，渠道+同店仍具向上空间

## 四. 名创优品财务数据

- 4.1 名创优品财务：国内拓店进度超预期，看好海外直营高速发展
- 4.2 名创优品财务：GPM持续提升，国内外盈利能力均改善
- 4.3 名创优品财务：Q4为海外旺季，提前备货下存货显著增加
- 4.4 KKV&九木杂货：KKV盈利能力改善，九木季度收入高增

## 五. 盈利预测与投资评级

盈利空间测算  
可比公司估值

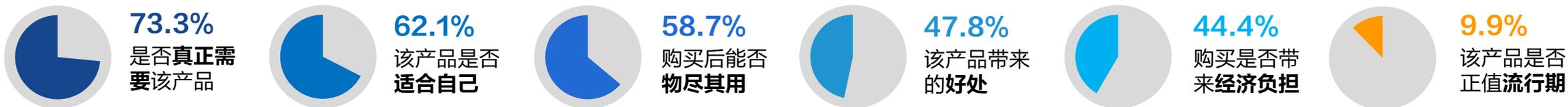
## 六. 风险提示

# 一. 兴趣消费&新理性消费主义成趋势

# 1.1 新理性消费主义：消费者消费观念趋于务实及理性

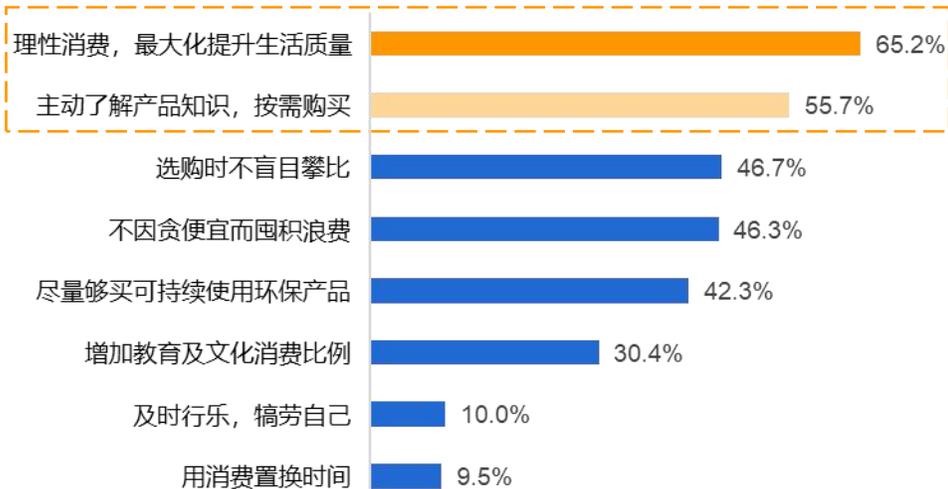
➤ **新理性消费主义 (Neorational)**：疫情后，随着经济压力和生活不确定性的增加，消费者的消费观念及消费行为趋于务实和理性，由发展型消费替代原有的炫耀型消费。此观念下，消费者会更加严格地审视需求，减少冲动消费，关注商品的本质，在海量信息面前，对各类推荐持审慎态度，于充分考察、比较之后，在多种品牌和渠道之间，寻找最适合自己的选项。在追求新鲜感的同时，越发注重意义感。

图：消费者在购买产品前考虑维度：自我满足置于流行追求之上



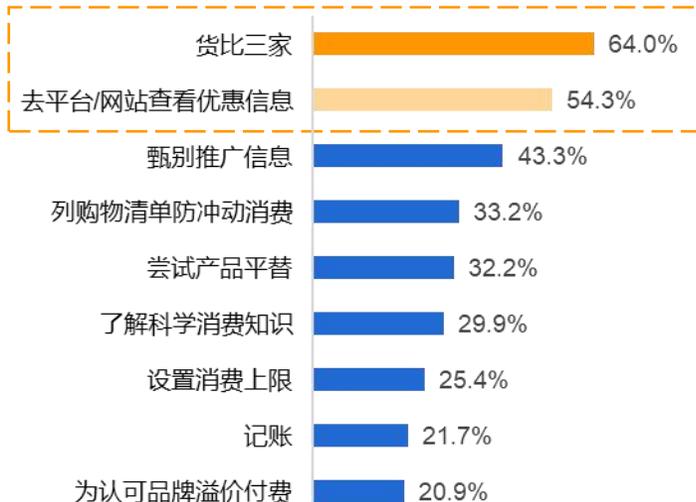
注：艾瑞咨询调研消费者在购买产品时的考虑维度，截至2023.5，X=1500

图：过半消费者认同理性消费理念

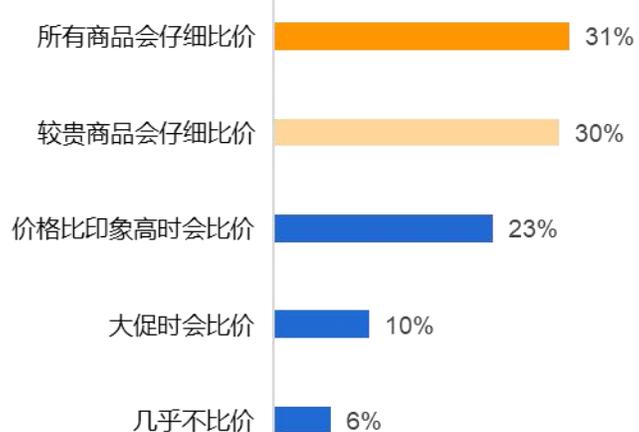


注：艾瑞咨询调研，消费者认同的消费观念，消费者为了理性消费采取的措施，截至2023.5，X=1500

图：消费者为了理性会审慎选择



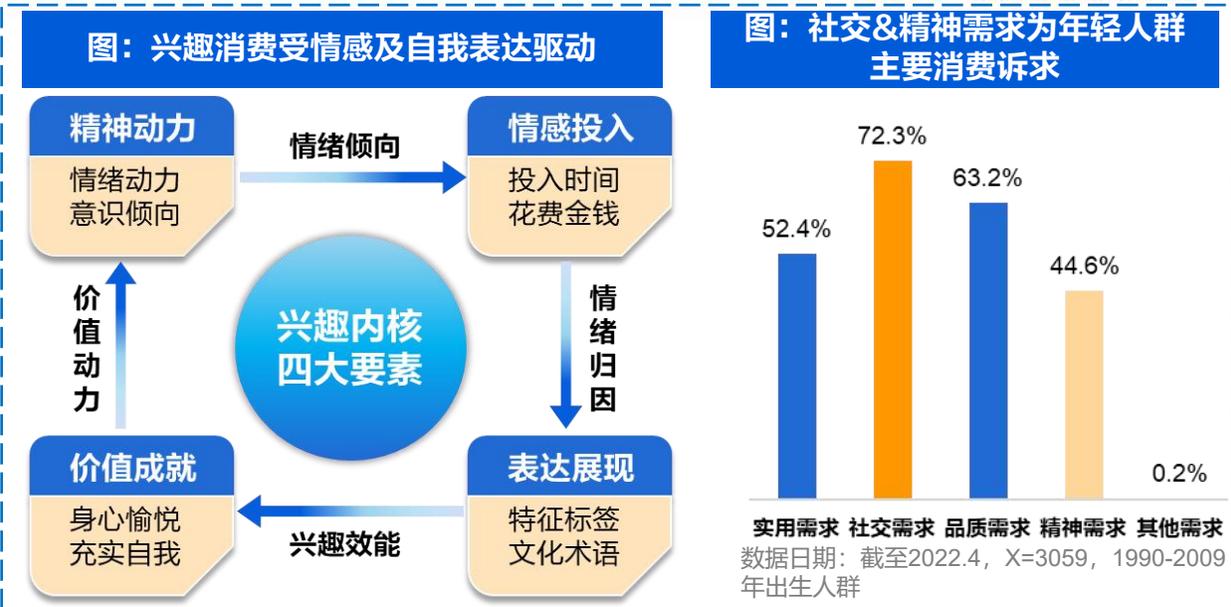
图：31%消费者购买所有商品时均要比价



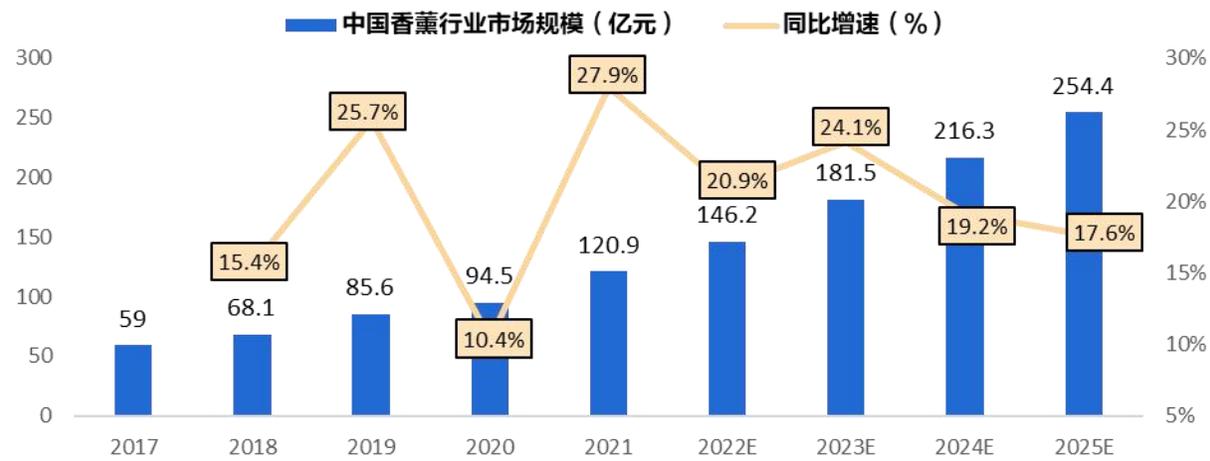
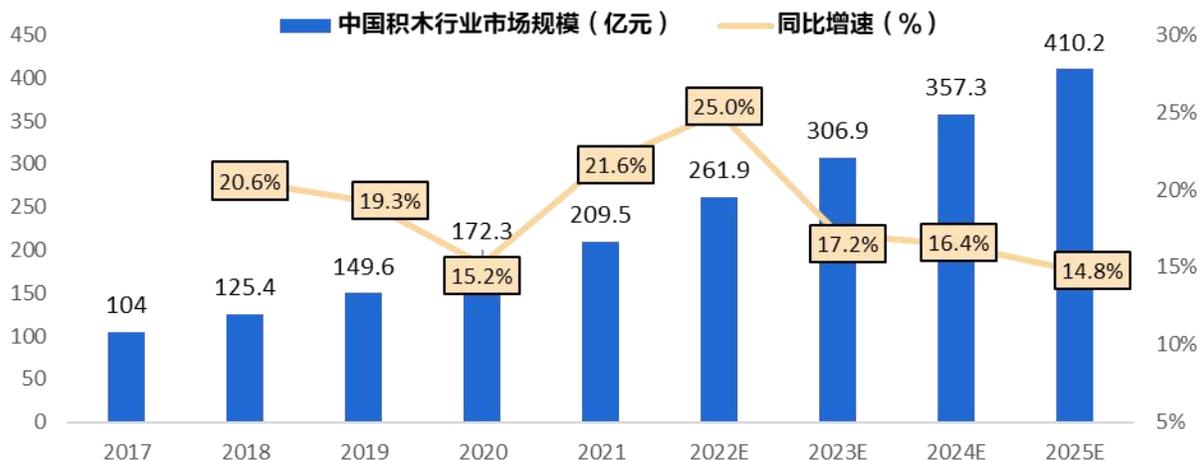
数据日期：截至2022.11，X=2000，单选

# 1.2 情绪需求催生兴趣消费，高情感附加产品市场维持高增

- **社交、情感及精神消费诉求的提升催生兴趣消费。**“兴趣消费”概念由名创优品集团董事会主席于2020年首次提出，指社交、情感及精神诉求的提升带来的一种新的消费趋势，主要体现于拥有一定经济基础及消费观念新潮的年轻一代，在日常购物、娱乐花销上除关注产品/服务的使用价值外，还追求产品/服务的社交、悦己、情感属性、文化属性等附加价值。
- **兴趣消费驱动高情感附加产品市场发展潜力进一步释放。**根据艾媒咨询数据，72.3%的消费者的主要诉求为社交需求，44.6%的消费者会关注商品附加的精神需求。且在兴趣消费的带动下，积木与香薰行业2020-2025E的CAGR分别达18.9%/21.9%，高情感附加值产品市场规模增长迅速。



图：兴趣消费驱动高情感附加产品市场发展潜力进一步释放，情绪与悦己需求驱动积木与香薰行业持续增长



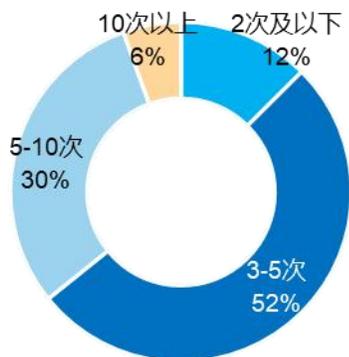
# 1.3 “新青年”成为兴趣消费主力军，月均兴趣支出占比近28%

- “新青年”受新消费观念影响成为兴趣消费主力军。90后及00后是目前消费市场中最活跃的群体，截至2021年中国90后及00后人口数接近3.2亿人，约占总人口23%，且由于出生于互联网时代，在新潮消费观念的影响下，他们呈现出更明显的个性化消费特征，对商品的“品质”以及精神文化有明显需求。
- 位处新一线城市及月可支配收入在12000元以上的新青年每月兴趣消费支出更高。根据艾媒咨询数据显示，超5成新青年每月兴趣消费频次为3-5次，新一线城市中，新青年每月兴趣消费支出占比超3成以上的人数比例达30.5%，在每月可支配收入12000元以上的人群中，支出占比超3成以上的人数比例达43.4%。

图：“新青年”群体特征

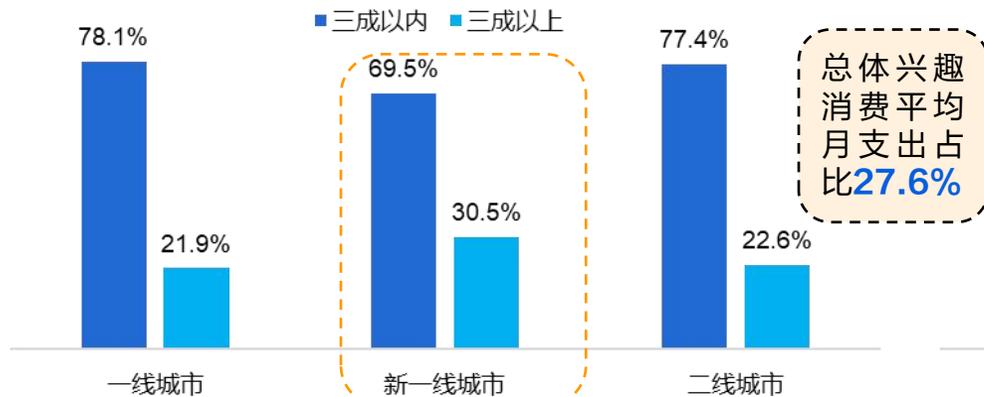


图：超1/3青年每月兴趣消费在5次及以上

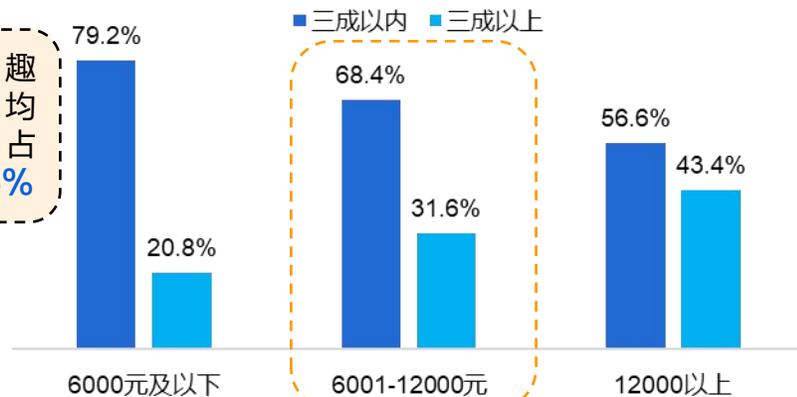


注：艾媒咨询调研，2022年3月-4月，X=3059

图：新青年每月兴趣消费支出占比（分城市等级）



图：新青年每月兴趣消费支出占比（分月可支配收入）



# 1.4 兴趣消费与生活消费紧密结合且覆盖广泛

## 兴趣消费品牌

**潮流鞋服**

中國李宁 NIKE ANTA 回力

**生活好物**

MINI SOU 一条 BEAST 野兽派 九木杂物社

**新式茶/餐饮**

Coca-Cola 可口可乐 HEYTEA 奈雪茶 元气森林

小鹿茶 MANNER Helens 海伦司

**网游氪金**

腾讯游戏 Tencent Games 网易游戏 miHoYo TECH OTAKUS SAVE THE WORLD

**潮玩积木**

TOP TOY LEGO PIECECOOL 拼酷

**“三坑”服饰**

十二光年 KYO 梗豆 UKO 物语 Classical Puppets 古典玩偶

**文创IP**

Disney 迪士尼 B.Duck™ 故宫博物院 敦煌博物馆 丝绸之路 SILK ROAD SOUVENIR

**格调香薰**

VOLUSPA 1999 氣味圖書館 SCENT LIBRARY 观夏 to summer

**游艺桌游**

长隆欢乐世界 CHIMELONG PARADISE SHANGHAI DISNEY RESORT 上海迪士尼度假区 CITY 推神大师

## 兴趣消费种草平台

**线上**

抖音 小红书 微博

得物 POIZON 快手 Bilibili

**线下**

Raffles City 来福士 银泰 YINTAI K11

成都SKP 大悦城 JOY CITY 远洋太古里 TAI KOO LI 成都

## 二.名创优品同店增长驱动因素分析

## 2.1 名创优品同行对比：名创优品市场份额&门店布局领先同行

	名创优品	KKV及KK馆	九木杂物社
<b>成立时间</b>	2011年	2015年	2016年
<b>定位</b>	提供多品类及高上新的生活家居产品，以时尚、创意、高性价比产品吸引消费者	主打空间美学设计和品类风格的门店，提供高性价比优质产品	主打简约风格产品，商品价格优惠
<b>分布国家</b>	105个国家	中国、印度尼西亚	中国
<b>主营产品类</b>	家居装饰、纺织品、配饰、化妆品、个护、小型电子产品、零食、香薰、文具	配饰、化妆品、个护、小型电子产品、零食、饮品、香水、文具	玩具、化妆品、小型电子产品、时装、配饰、文具
<b>业务模式</b>	加盟、自营	加盟、自营	加盟、自营
<b>中国门店数</b>	3325	430	489
<b>客单价（元）</b>	37	59	80
<b>SKU数量</b>	9700个	20000个	/
<b>GMV（亿元）</b>	88	33	8
<b>市场份额（%）</b>	7.7%	2.9%	0.7%

注：中国门店数量、客单价、GMV、市场份额为于中国市场的2022年末数据

	TOPTOY	X11	乐高
<b>成立时间</b>	2020年	2020年	1932年
<b>定位</b>	亚洲潮流玩具集合店，集合多个品牌和IP的潮流玩具	新时尚玩具集合店	主打教育、启发、智慧及创意
<b>分布国家</b>	中国	中国	130个国家
<b>主营产品类</b>	盲盒、美术玩具及车库工具	盲盒、美术玩具及车库工具	全年龄段的组装玩具
<b>业务模式</b>	直销模式	直销模式	直销模式、授权经营
<b>中国门店数</b>	117	50	~380
<b>客单价（元）</b>	122	151	748
<b>SKU数量</b>	7000个	1800+个	/
<b>GMV（亿元）</b>	6	3	20
<b>市场份额（%）</b>	2.3%	1.0%	7.5%

注：GMV、市场份额为于中国市场的2022年末数据，客单价为2023年极海品牌监测数据

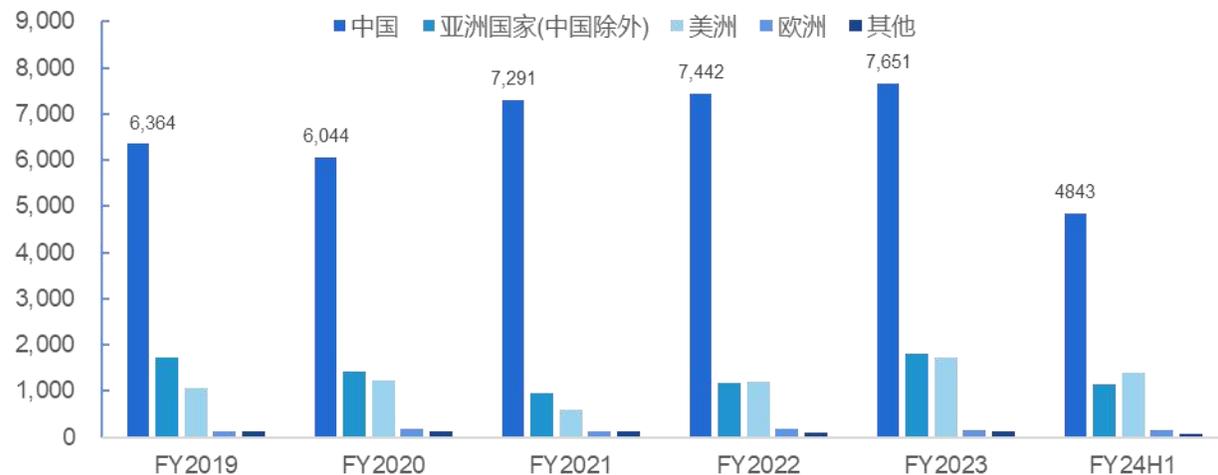
## 2.2 月度GMV：海外GMV表现持续亮眼，23年国内逐渐恢复

GMV	21/10	21/11	21/12	22/01	22/02	22/03	22/04	22/05	22/06	22/07	22/08	22/09	22/10	22/11	22/12
国内同比 (线下门店)	9%	-6%	-1%	正增长			-30%		-6%	单店 -15%	单店 -10%	单店 -20%	-23%	-32%	-30%
海外同比	26%			30%			52%			41%			40%		

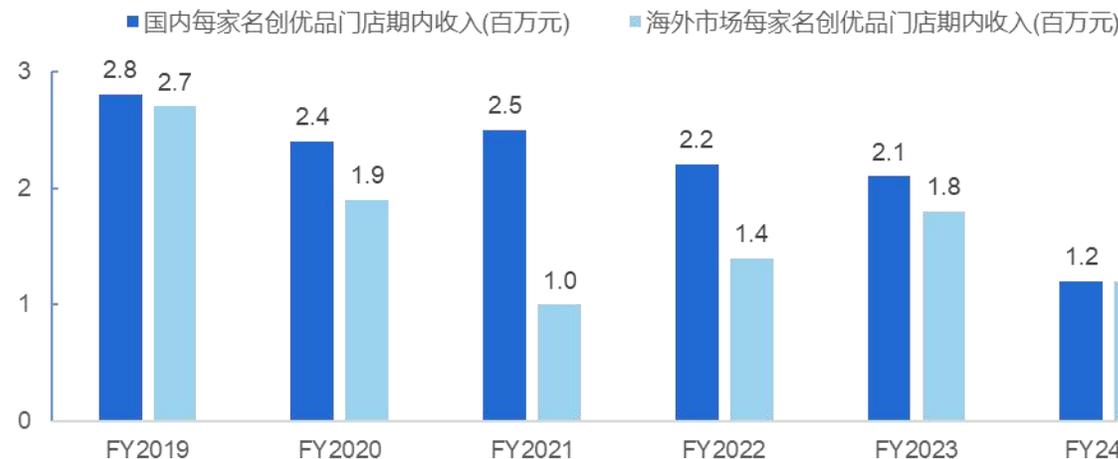
GMV	23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10	23/11	23/12	24/01	24/02	24/03
国内同比 (线下门店)	1月+40% 23Q1+25%多			80%+	40%+	10%+	25%+	45%	9月+40%至 50%, Q3+40%	10月+41% 11月+80% 23Q4+66%			1-2月 +约13%		
海外同比	45%			4月+45% 23Q2 +41%			7月+50% 8月+45% 23Q3+48%			10月+30% 11月直营+80%代理+20%至30% 23Q4+38% 直营+76% 代理 +27%			1-2月+约40%		

## 2.3 海外市场：海外平均单店收入疫后增长迅速

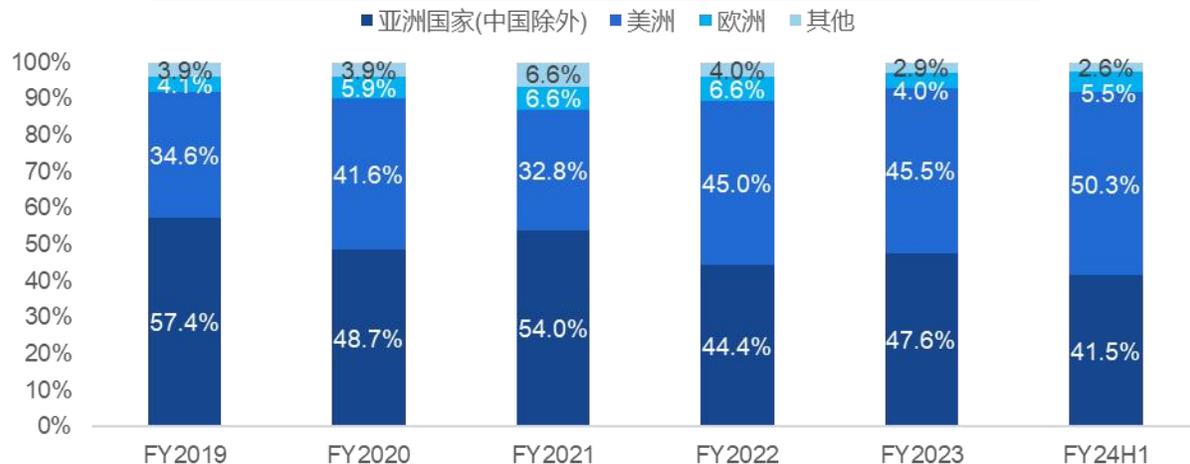
图：按地理区域划分的收入(人民币百万元)：FY2023美洲收入同比+46%



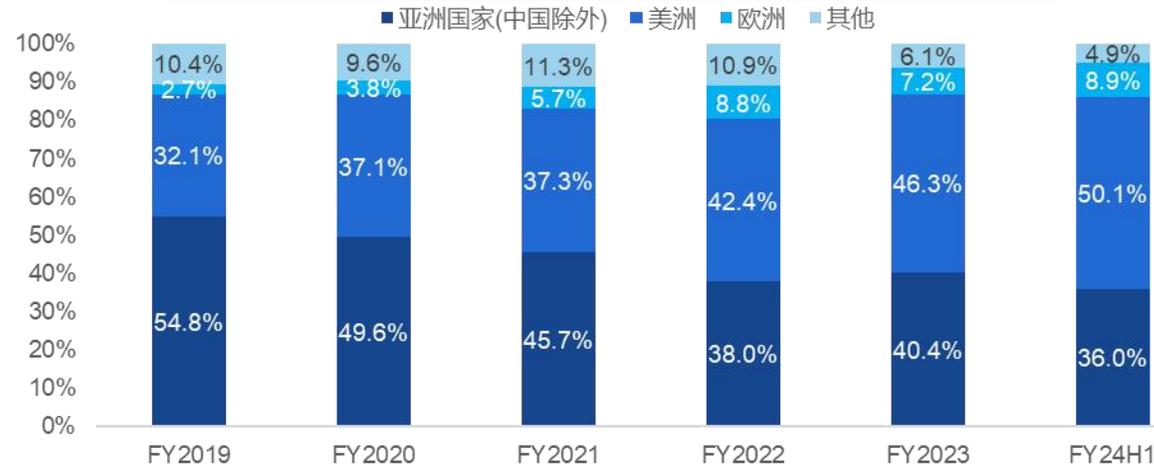
图：期内门店收入：截至FY2024H1海外平均单店收入疫后增长迅速，国内平均单店下滑趋势放缓



图：海外市场各区域收入占比：受美国直营驱动，FY2024H1美洲收入占比较FY2023+4.9pct

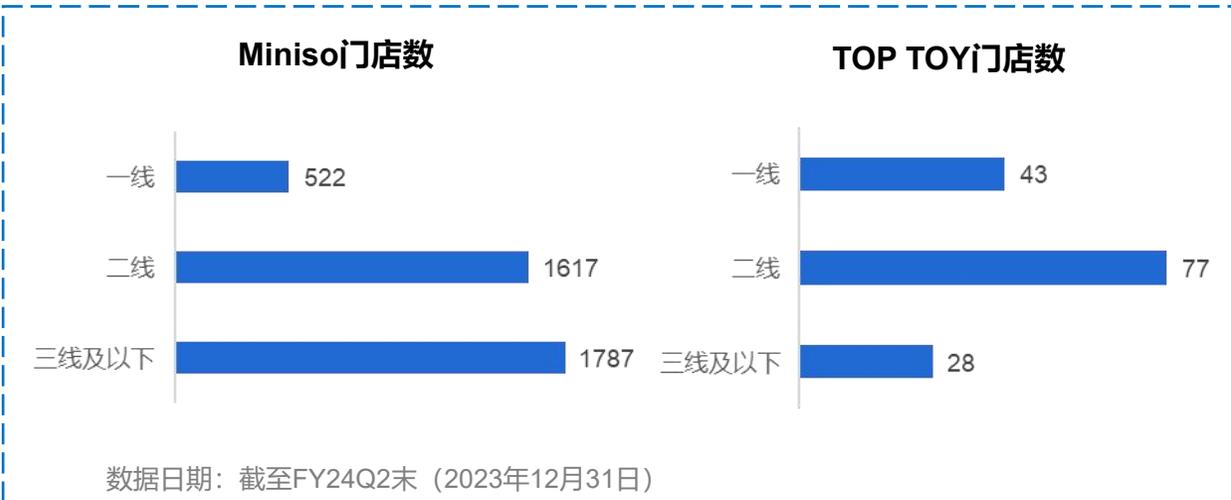


图：海外市场各区域GMV占比：截至FY2024H1美国直营带动美洲GMV占比大幅提升

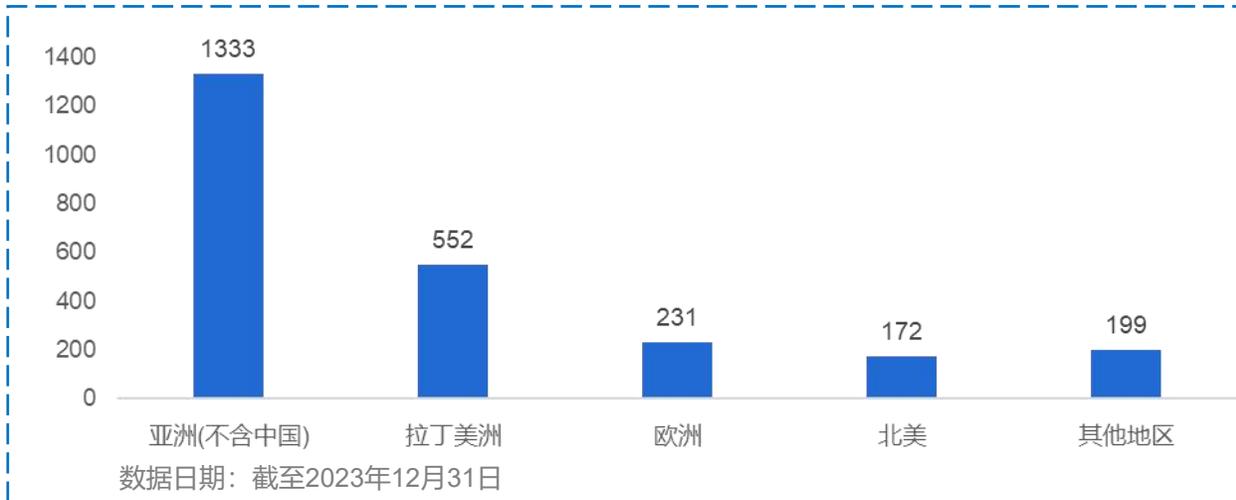


## 2.4 门店数据：国内名创低线占比为主导，海外月店效达新高

图：公司国内门店分布（家）：名创优品三线及以下门店数占比达45.5%，TOP TOY主要分布于高线城市



图：名创优品海外门店分布（家）：亚洲（不含中国）及拉丁美洲门店数占主导



表：国内月度店效：FY24H1名创月度店效为31万元，TOP TOY为56万元

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024H1
名创国内门店数期末值	2939	3226	3604	3926
名创期初期末门店均值	2736	3083	3415	3765
名创国内GMV（百万元）	10406	10400	10671	6895
<b>名创优品月度店效（万元）</b>	<b>32</b>	<b>28</b>	<b>26</b>	<b>31</b>

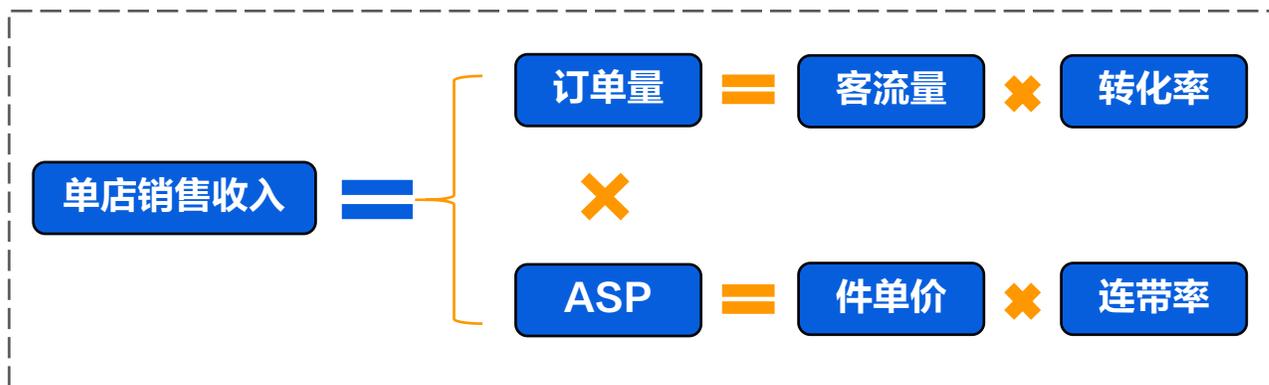
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024H1
TOP TOY国内门店数期末值	33	97	118	148
TOP TOY期初期末门店均值	17	65	108	133
TOP TOY国内GMV（百万元）	86	519	606	445
<b>TOP TOY优品月度店效（万元）</b>	<b>44</b>	<b>67</b>	<b>47</b>	<b>56</b>

表：名创优品海外月度店效：FY24Q2海外月度店效达新高为50万元

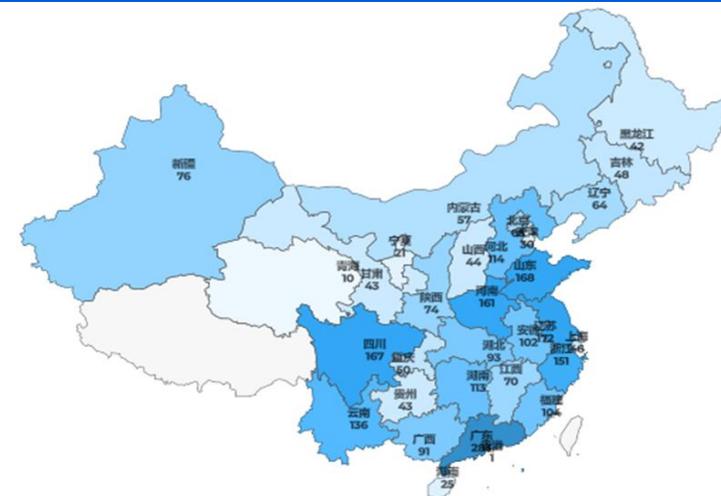
	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2
期末门店数	2027	2115	2131	2187	2313	2487
期初期末平均门店数	2000	2071	2123	2159	2250	2400
海外GMV（百万元）	1948	2584	2135	2403	2879	3573
<b>名创优品月度店效（万元）</b>	<b>32</b>	<b>42</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>50</b>

# 2.5.1 单店驱动-客流：购物中心客流回暖驱动同店下单量增长

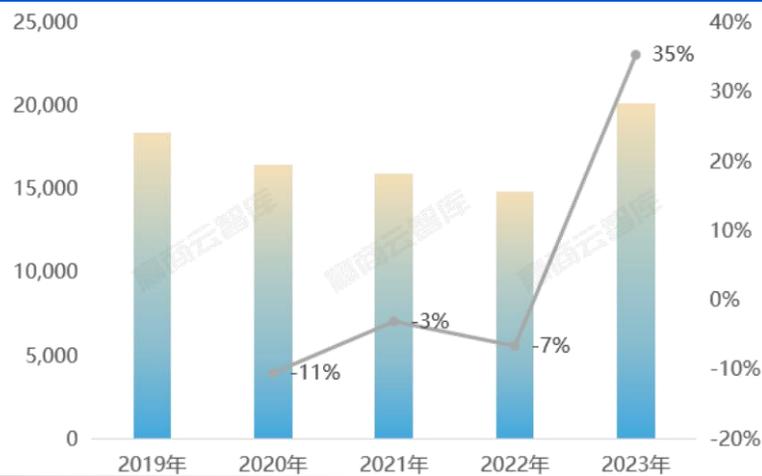
图：名创优品单店销售收入影响因素



图：名创优品国内门店分布



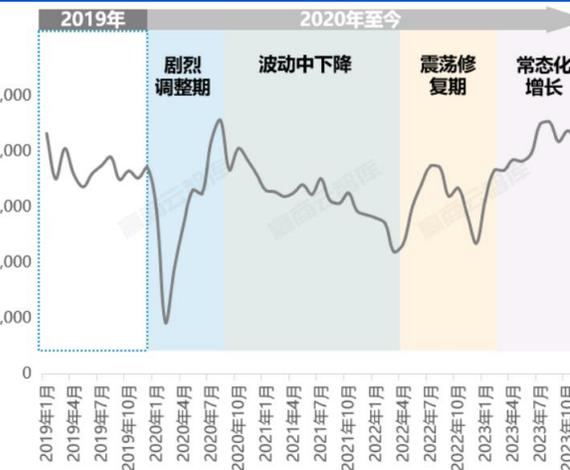
图：2023年购物中心场日均客流：2023年客流回暖，同比+35%



图：2023年前三季度客流走高，12月场日均客流为回升至2.2万人

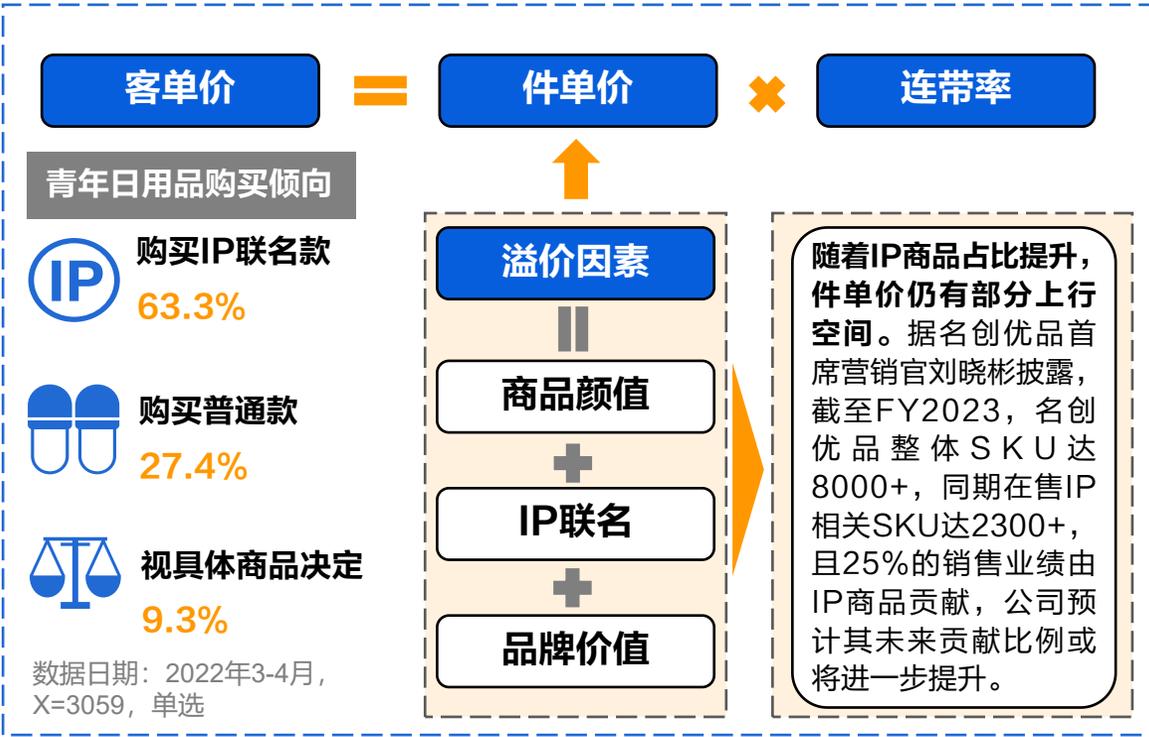


图：2023年2月后购物中心客流回归稳定增长



## 2.5.2 单店驱动-客单价：兴趣消费及IP联名驱动客单价提升

图：客单价增长驱动因素：随着IP商品占比提升，件单价仍有部分上行空间



图：“新青年”对百元以下产品溢价接受度较高



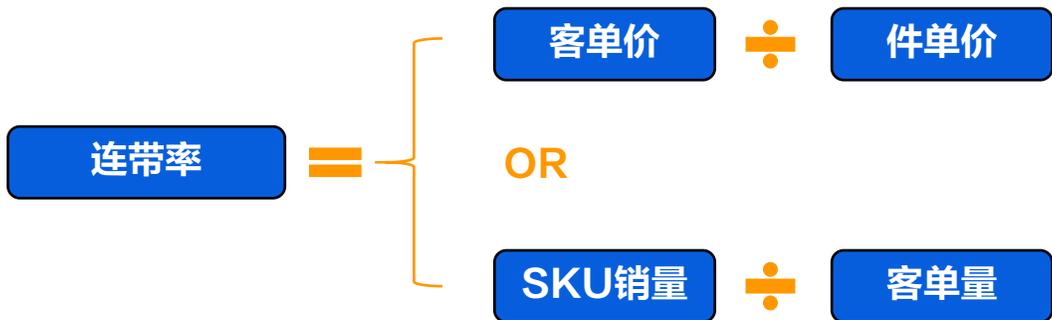
表：名创芭比联名产品平均溢价为10.3元，溢价比率为44.8%

名创芭比联名产品	价格（元）	名创优品普通产品	价格（元）	溢价（元）
芭比系列2+1微距修眉刀（3支装）	12.9	Miniso专业时尚微距修眉刀3支	9.9	3.0
芭比系列淡香纸手帕（12包）	9.9	MINISO可爱卡通手帕纸3层12包	6.7	3.2
芭比系列免洗蓬松干发喷雾	19.9	MINISO干发免洗喷雾蓬松控油	15.0	4.9
芭比系列二合一便携睫毛夹	12.9	MINISO便携式卷翘睫毛夹	9.9	3.0
芭比系列speedy斜挎包（粉色）	59.9	MINISO名创优品纯色单肩斜挎	17.9	42.0
芭比系列包包款TWS蓝牙耳机 型号：SX-210粉色	119.0	MINISO名创优品经典真无线蓝牙耳机	99.9	19.1
芭比系列时尚PVC空顶遮阳帽	39.9	MINISO防晒空顶帽女	35.9	4.0
芭比系列-限定挂饰香包（甜粉派对	29.9	MINISO名创优品香包三丽鸥	10.0	19.9
芭比系列字母印花束发带	15.0	MINISO卡通3D立体吸水束发带加厚型	15.0	0.0
芭比系列迷你小风扇	39.9	MINISO撞色系列手持风扇	29.9	10.0
芭比系列流沙气囊按摩梳	25.0	MINISO硅胶头皮清洁按摩梳	15.0	10.0
芭比系列复古运动女士三角内裤（XL码.混）	19.9	MINISO棉感透气系列高腰蕾丝印花女士三角内裤	20.0	-0.1
芭比系列字母异形植绒地垫	49.9	MINISO小王子系列防滑地垫	25.0	24.9
芭比系列花边眼罩	19.9	MINISO凉温两用挂耳式睡眠眼罩	15.0	4.9
芭比系列两格抽屉化妆收纳盒	25.0	MINISO Sanrio Characters 桌面掀盖抽屉式收纳箱	19.9	5.1
<b>价格均值（元）</b>	<b>33.3</b>	<b>价格均值（元）</b>	<b>23.0</b>	<b>10.3</b>

数据日期：2023年7月22日

## 2.5.3 单店驱动-连带率：连带率驱动探索

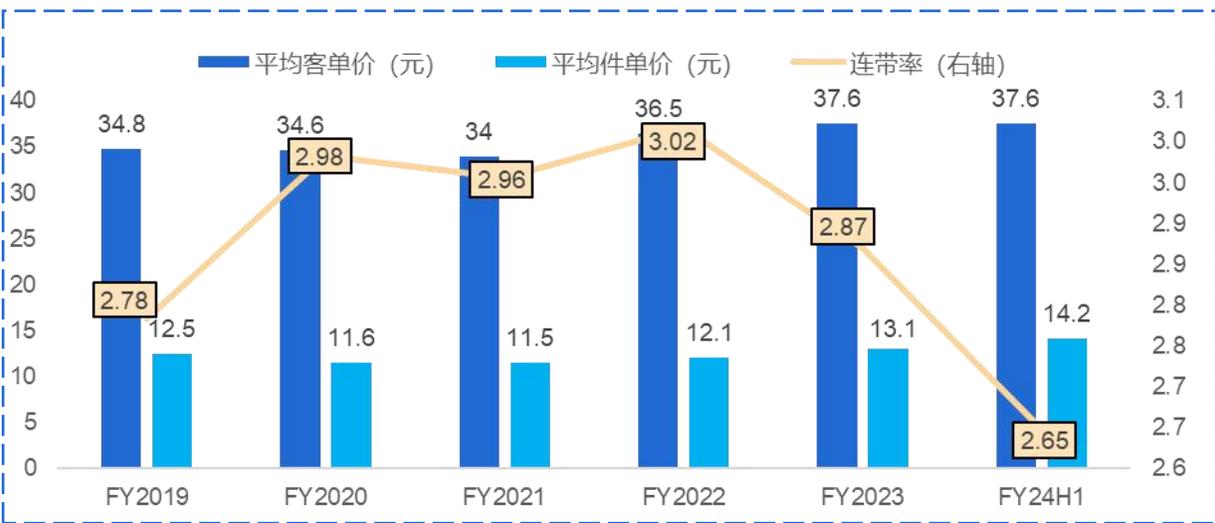
图：名创优品连带率计算方式



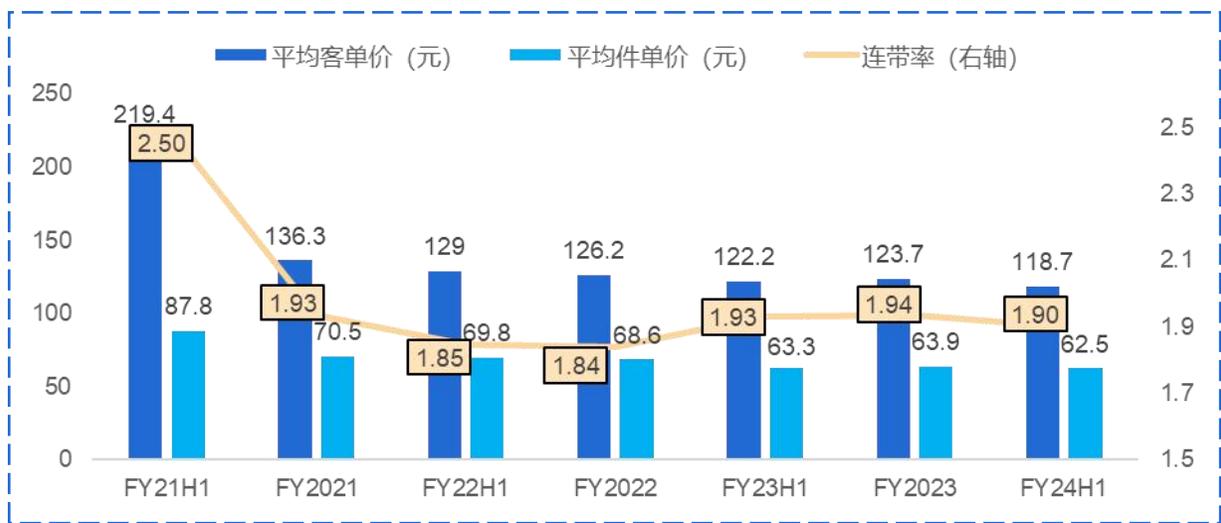
表：名创优品连带率促进因素

连带率促进方式	具体方法
店铺规划陈列	<ul style="list-style-type: none"> <li>产品按类别分区陈列，相邻产品起到延申和互补作用</li> <li>货架端头陈列品类过渡产品，吸引顾客切换分区</li> <li>不同类别设立“磁石点”，如美妆设立醒目试样点，吸引分区</li> <li>门店柔和灯光+慢音乐延长顾客逗留</li> </ul>
门店促销策略	<ul style="list-style-type: none"> <li>推出组合优惠及满减活动，如满99减20，专区商品2件7.9折</li> </ul>
导购激励/销售技能	<ul style="list-style-type: none"> <li>主动说明优惠政策+洞察需求+推销关联商品</li> </ul>

图：名创优品FY24H1客单较FY2023持平，平均单价上升，连带率下滑



图：TOP TOY连带率在1.9左右波动



# 2.5.4 单店驱动-即时零售：即时零售履约能力大幅提升，行业快速增长

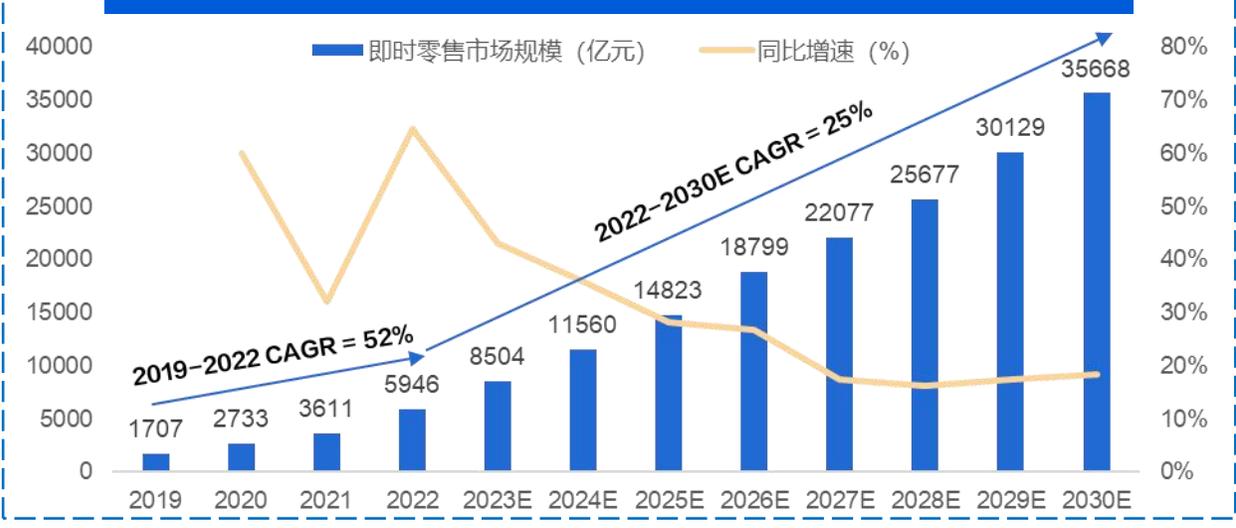
图：即时零售发展历程



表：零售模式对比分析

	传统零售	快递电商	社区电商	即时零售
需求类型	计划性或即时需求	计划性需求	计划性需求	即时需求
供给模式	线下门店	线上平台+线下全国仓或城市仓	线上平台+线下中心仓+自提网点	线上平台+线下门店或前置仓
交易履约	到店消费	线上下单+快递到家或驿站	线上下单+网点自提	线上下单+即配到家
送达时长	/	1-5天	次日	30分钟-2小时
典型代表	华联超市、万达广场	淘宝、京东、拼多多	美团优选、多多买菜	小象超市、京东便利店、名创优品

图：我国即时零售行业规模快速增长，2022-2030E CAGR达25%



图：即时零售配送模式分类



## 2.5.5 单店驱动-即时零售：布局即时零售或将带来单店新增长

➢ **布局即时零售，或将带来单店新增长。**截至2024年1月18日投资者日，名创优品已有超95%的门店接入即时零售渠道，截至投资者日的前一个月中，名创优品在300家店中试点延长营业时间以满足即时零售需求，其中超90%的门店业绩提升3%-15%，延长营业时间对业绩提升效果显著。对比成熟的即时零售商我们发现，名创优品即时零售营业时间仍有提升空间，且人均外卖价格达55元，小象超市仅为35元，从即时零售常见的生活及3C数码品类单价来看，名创优品多数单价具有价格优势。我们认为，随着名创优品门店即时零售布局加强、门店覆盖范围提升，或为单店带来新的增长点。

表：名创优品即时零售对比

表：生活&3C数码用品比价

	名创优品	小象超市	京东便利店
<b>主要售卖</b>	日用百货、潮玩、宠物用品、个人护理、包包饰品、零食饮料、数码3c、办公文具、潮流彩妆、联名IP	蔬菜豆制品、肉禽蛋、海鲜水产、水果鲜花、乳品烘焙、冻品面点、粮油调味、酒水饮料、休闲零食、熟食、日用清洁、个护美妆	零食饮料、数码电子、厨房用品、粮油调味、床上用品、服饰包包、日用百货、户外用品、文具棒、家用电器、五金灯饰、母婴医护、宠物用品
<b>整体SKU</b>	约2333	约5333	约6000
<b>生活&amp;3C数码用品SKU</b>	592	923	2874
<b>外卖营业时间</b>	10:00-22:00	6:15-23:30	0:00-24:00
<b>人均价（元）</b>	55	35	/
<b>月单量（单）</b>	约567	约4333	约5000
<b>起送价（元）</b>	20	19.8	15

名创优品	价格（元）	小象超市	价格（元）	京东便利店	价格（元）
超细纤维萌趣动物毛巾	8.3	京阪棉屋秒吸毛巾	12.9	简约加厚纯棉毛巾	12.8
简约衣架10支	8.5	浸塑铁丝衣架10支	12.9	浸塑衣架（10支）	9.9
Baby Holiday 云柔奢润保湿纸手帕纸巾（12包）	8.2	清风原木纯品手帕纸（10包）	5.8	清风原木纯品手帕纸（10包）	8.96
免耳朵卡通立体干发帽	12.9			粉色居家小熊干发帽	5.94
绒感高密万根软毛牙刷（两只装）	8.5	舒克炭丝炫洁牙刷（2支）	14.9	日本微纳米万毛牙刷（2支）	19.8
舒克小苏打牙膏120g	12.9	舒克小苏打牙膏120g	19.9	小苏打原生护龈牙膏（120g）	13.16
简约透明漱口杯	5	华青格380ml筒欧竖条纹马克杯	10.9	简约牙刷杯漱口杯	2.78
简约方形化妆镜子（白色）	9.9			简约木质化妆镜	10.06
格纹仿藤收纳筐（大号）	16.5	折叠脏衣篮收纳筐	34.9	大容量收纳盒	18.22
立体声耳机SP390 3.5mm接口	19.9	/	/	typec接口入耳式有线耳机	22.96
5A快充typeC数据线1米（白色）	15	品胜3AtypeC数据线	23.9	华为typec数据线	11.76
TWS蓝牙耳机小彩豆系列-M99-款式随机	69.9	/	/	华强北苹果真无线运动蓝牙耳机3代	89.6
无线静音办公专用鼠标	29.9	/	/	无线商务鼠标飞利浦M22	24.34
能量空间站系列22.5w 10000mAh移动电源	89.9	聚合物移动电源 10000mAh	44.99	迷你自带线充电宝 20000mAh	54.44
真硅胶苹果数据充电线1米	19.9	品胜抗折断苹果手机数据线1m	22.9	奥力科苹果手机充电线	16.1
<b>均价（元）</b>	<b>19.3</b>	<b>均价（元）</b>	<b>20.4</b>	<b>均价（元）</b>	<b>16.8</b>

注：数据日期为2024年1月23日；数据来自美团外卖APP，名创优品门店：南京东路店、环球港店、龙之梦广场店；小象超市门店：沪太路店、梅园路店、华青南路店；京东便利店：曲阳店、静安店、虹口店。

注：数据来自美团外卖APP，数据日期为2024年1月23日；分别为：名创：龙之梦店；小象超市：梅园路店；京东便利店：虹口路店数据。均价为三家共有商品价格均值。

## 2.5.6 供应链优势：以量定价+采购分散提升供应议价权

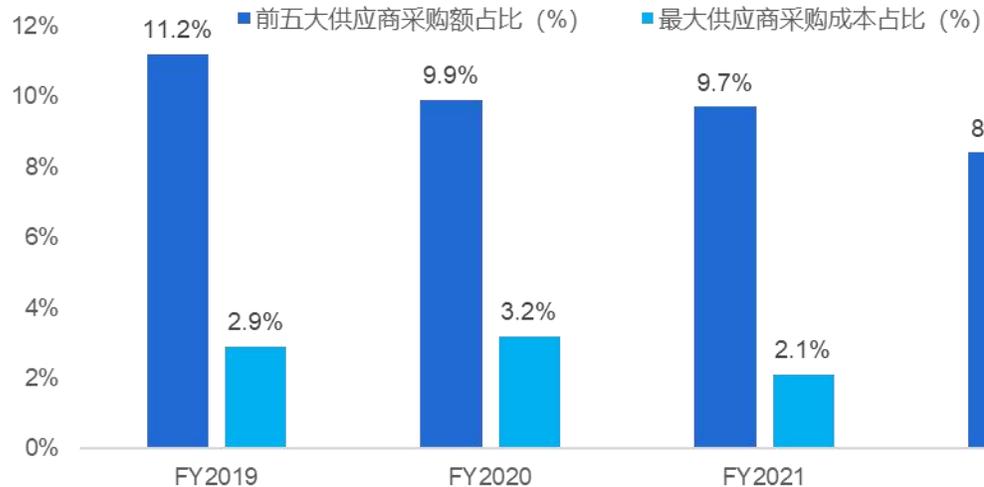
名创优品在供应链方面具有以下优势与特点：

- **以量定价：**截至2023年12月底，名创优品线下门店数达3926家，基于其线下门店的大额采购量，直接向厂家拿货，拥有规模化议价权。
- **采购分散：**名创优品商品主要为集中度较低的日用百货类，这也使其能够分散化采购货品，从而减小单一供应商依赖风险，进而提升议价权，截至2023年9月，名创优品供应商数量已达1400+。

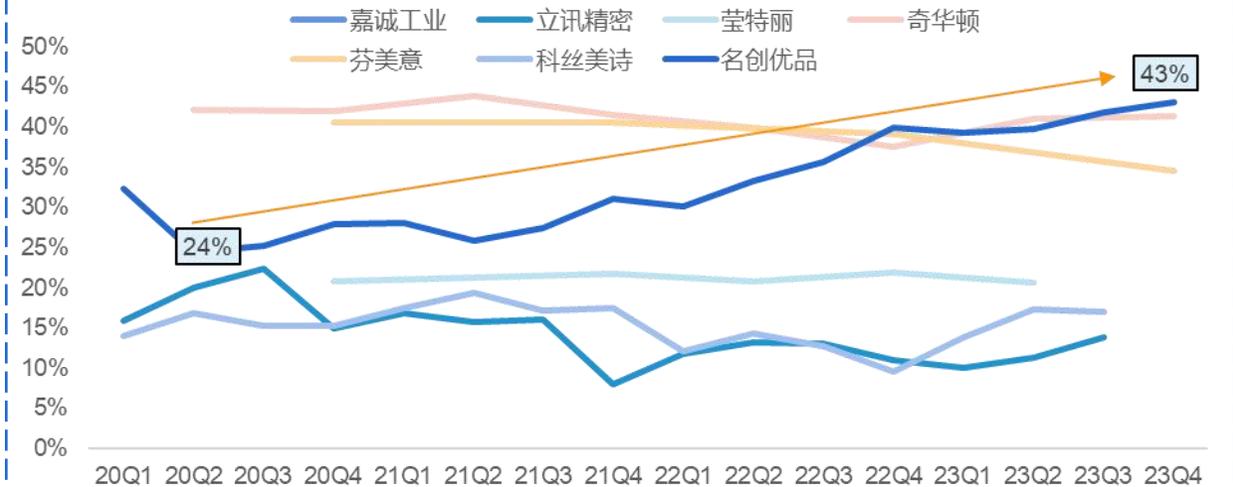
表：名创优品与头部供应商合作

产品	供应商	简介	主要客户
餐具	嘉诚工业	全球顶级刀具供应商，产品范围包括锻造和冲压所有不锈钢产品、塑料手柄以及厨房用具	欧美各大连锁店
手机数据线	立讯精密	公司致力于为消费电子产品以及企业通讯产品提供从核心零部件、模组到系统组装的一体化智能制造解决方案	华为、奇瑞、苹果
彩妆、个人护理	莹特丽	莹特丽是全球领先的彩妆和护肤品OEM/ODM供应商和化妆品品牌战略合作伙伴	欧莱雅、雅诗兰黛、宝洁、资生堂
香薰	奇华顿	奇华顿是香氛与美容行业的全球知名企业	Prada、Miu Miu、Dior、Tom Ford
香薰	芬美意	全球知名粉末香精供应商，集香精原料基础研究、生产经营于一体的跨国集团公司	宝格丽、圣罗兰
彩妆、护肤	科丝美诗	成立于韩国，主要进行化妆品、护肤品的加工生产	Dior、兰蔻、Chanel、Mac
牙刷	江苏三笑	是一家集日化用品、个人卫生护理等多产业为一体的大型民营企业	高露洁
眼线笔、唇笔、香水	宁波爱诗御梵	化妆笔彩妆OEM/ODM制造及服务企业 专业化妆品OEM、ODM企业	完美日记、唯资野兽派

图：名创产品处于集中度较低行业，造就其供应商采购的分散度，从而减小单一依赖风险，提升议价权



图：名创优品及供应商毛利率：网点及订单量优势提升其上游议价权，加之高毛利IP产品占比提升，助力23Q4毛利率达新高



## 2.6.1 名创优品国内单店模型

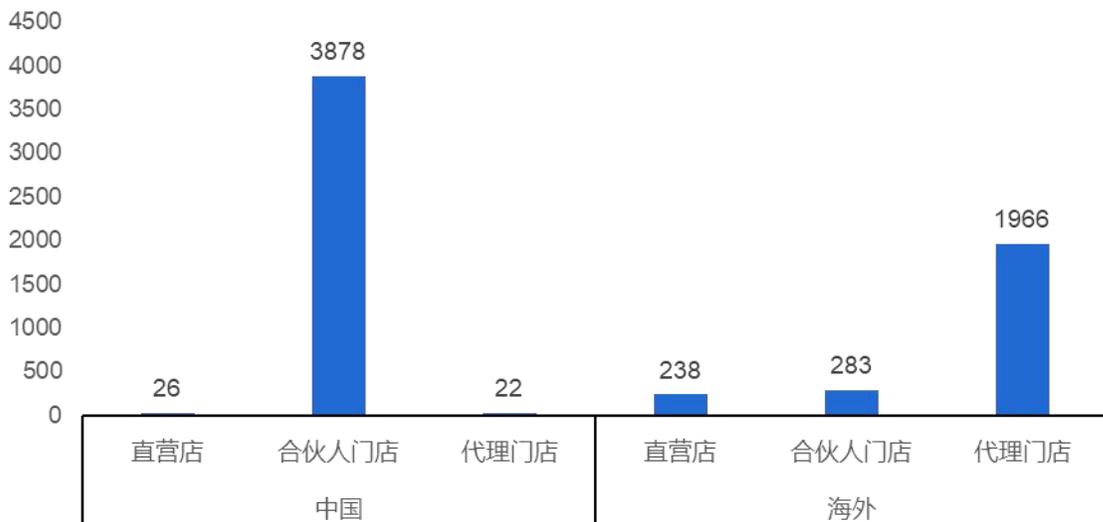
表：名创优品三种门店模式

	合伙人模式	代理模式	直营模式
门店管理	主要合伙人承担，名创监督	代理商承担	名创承担
名创收入确认	合伙人向终端客户销售产品时按比例分成收入（非食品62%，食品67%）	批发收入，按协议发货和交付时确认收入	销售给客户时确认
成本承担	合伙人承担初始资本投入、存货保证金25万、门店运营成本	同合伙人模式	名创承担
加盟费用	特许商标使用金1.98万/年，货品保证金25万	特许商标使用金1.98万/年，货品保证金25万	/
名创提供帮助	门店管理及咨询服务，包括装修布局、员工培训、定价、产品管理和补货	提供门店运营和员工指导，对比合伙人运营参与较少	/
期限	一般不超过3年且协议终止前可续签	通常为2-10年	/

表：名创优品国内合伙人单店模型（人民币）

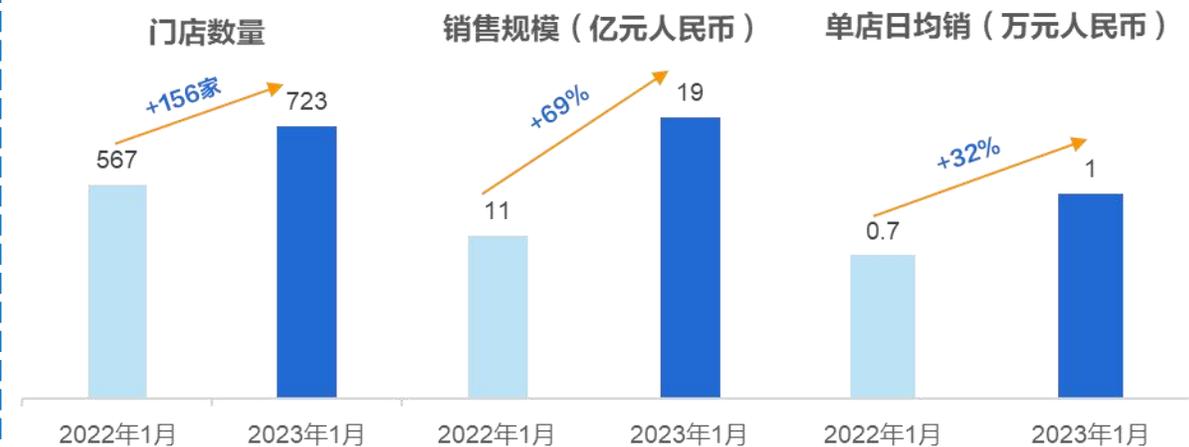
国内合伙人单店模型	一线城市大店	一线城市	二三线城市备注
门店面积（m <sup>2</sup> ）	500	200	150
装修及货架投入（万元）	91	56	35
占比	78%	69%	58%
货品保证金（万元）	25	25	25
占比	22%	31%	42%
前期投资额（万元）	115.5	81	60
<b>收入</b>			
年收入合计（万元）	1292	495	366
合伙人食品抽成（万元）	21	8	6
合伙人非食品抽成（万元）	467	179	132
合伙人整体抽成（万元）	488	187	138
合伙人抽成比例	37.8%	37.8%	37.8%
<b>成本</b>			
租金（万元）	210	84	45
占比	16%	17%	12%
人力（万元）	72	36	24
占比	6%	7%	7%
水电杂费（万元）	26	10	7
占比	2%	2%	2%
特许商标使用金（万元）	1.98	1.98	1.98
占比	0.2%	0.4%	0.5%
费用合计（万元）	310	132	78
<b>利润</b>			
经营利润（万元）	178	55	60
经营利润率	13.8%	11.1%	16.4%
净利润（万元）	134	41	45
净利率	10.3%	8.3%	12.3%
投资回收周期（年）	0.87	1.96	1.32

图：FY2024H1名创优品门店结构（家）：国内以合伙人门店为主

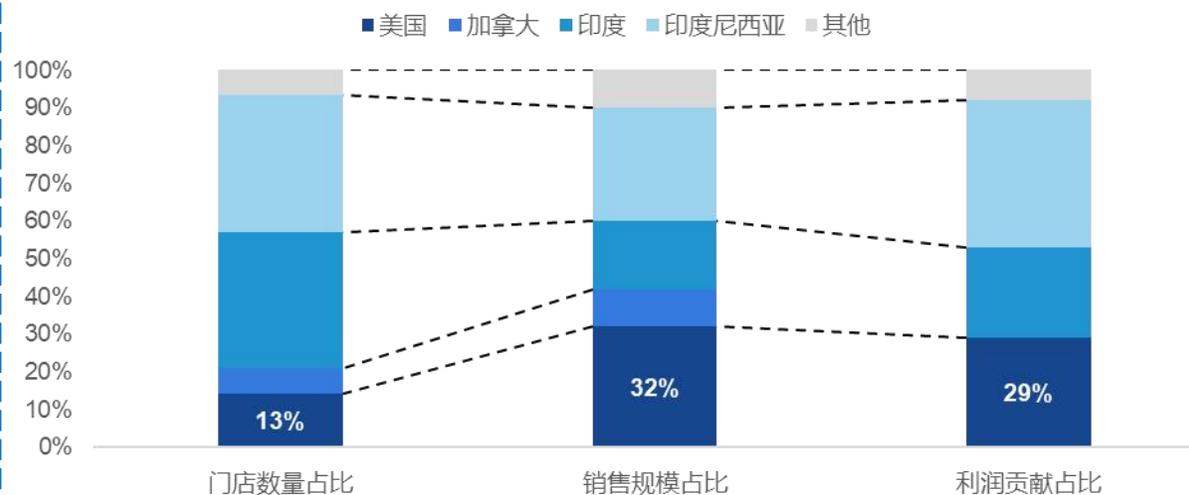


## 2.6.2 名创优品美国直营单店模型

图：整体直营市场发展迅速



图：美国直营表现强劲



表：名创优品美国直营单店模型（人民币）

美国直营店单店模型（年）	美国直营	备注
门店面积（m <sup>2</sup> ）	350	
前期投入（万元）	114	Five Below 883平米门店前期投入为40万美元，按面积比例折算出350平米的名创前期投入
<b>收入及成本</b>		
单店销售额（万元）	1033	截至23年9月的9个月美国销售额为6.2亿，期间门店均值为80家
销售成本（万元）	393	
毛利（万元）	640	
毛利率	62%	国内终端毛利率接近60%，国外高于国内，假设为62%
租金（万元）	176	
占比	17%	公司投资者日披露截至23年9月30日，美国直营租售比为17%
人力（万元）	176	
占比	17%	公司投资者日披露截至23年9月30日，人工费用占比为17%
水电杂费（万元）	16	Five Below 883平米门店月度水电费为4552美元，按面积比例折算出350平米的名创年度水电费
占比	1.5%	
折旧摊销（万元）	35	
占比	3%	按公司披露名创优品部分3%比例来计算
物流成本（万元）	51.65	
占比	5%	
费用合计（万元）	453	
<b>利润</b>		
营业利润（万元）	187	
营业利润率	18%	假设税率为25%
净利润（万元）	141	
净利率	14%	
投资回报周期（年）	0.81	

## 2.6.3 海外对标单店模型

表：Dollar Tree 单店模型

Dollar Tree单店信息	备注	
门店平均面积 (英尺)	9000	8000-10000英尺,取门店面积均值
门店平均面积 (平方米)	836	换算为平方米为743-929平方米
<b>前期投资 (美元)</b>		
装修	76500	每英尺装修价格为8.5美元,取DT面积均值9000英尺来计算
货品	160000	前期货品铺设
设备器材	85000	
开业费用	10000	新店推广、保险等
总前期投资	331500	
<b>Dollar Tree月度单店模型</b>		
单位: 美元	基于2022年数据	
单店销售额	158544	
销售成本	99090	
毛利	59454	
毛利率 (%)	37.5%	公司2022财报披露Dollar Tree毛利率为37.5%
租金	14250	1500英尺杂货店租金为2375美元/月,取9000英尺计算
占比 (%)	9.0%	
人工费用	11327	按照每个门店:1个经理;1个收银;3个理货的5人配置;经理薪资18美元/h,收银11.08美元/h,导购11.76美元/h
占比 (%)	7.1%	
水电费用	4313	40000英尺杂货店每年水电费为230000美元,换算9000英尺
占比 (%)	2.7%	
折旧摊销	3948	
占比 (%)	2.5%	公司披露整体折旧摊销率为2.5%
营业利润	25616	
营业利润率 (%)	16.2%	
前期投资 (万美元)	33.2	
投资回报周期 (年)	1.4	

表：Five Below 单店模型

Five Below单店信息	备注	
门店平均面积 (英尺)	9500	
门店平均面积 (平方米)	883	
<b>前期投资 (万美元)</b>		
总前期投资	40	
<b>Five Below月度单店模型</b>		
单位: 美元	基于2022年数据	
单店销售额	202655	
销售成本	130487	
毛利	72167	
毛利率 (%)	35.6%	
租金	15042	1500英尺杂货店租金为2375美元/月,取9500英尺计算
占比 (%)	7.4%	
人工费用	14080	因为5B同DT面积差距不大,我们假设人员配置同DT相似;1个经理,1个理货,3个导购;时薪分别为22/13/15美元/h
占比 (%)	6.9%	
水电费用	4552	40000英尺杂货店每年水电费为230000美元,换算成9500英尺
占比 (%)	2.2%	
折旧摊销	6958	
占比 (%)	3.4%	公司披露整体折旧摊销率为3.4%
营业利润	31536	
营业利润率 (%)	15.6%	
前期投资 (万美元)	40	
投资回报周期 (年)	1.4	

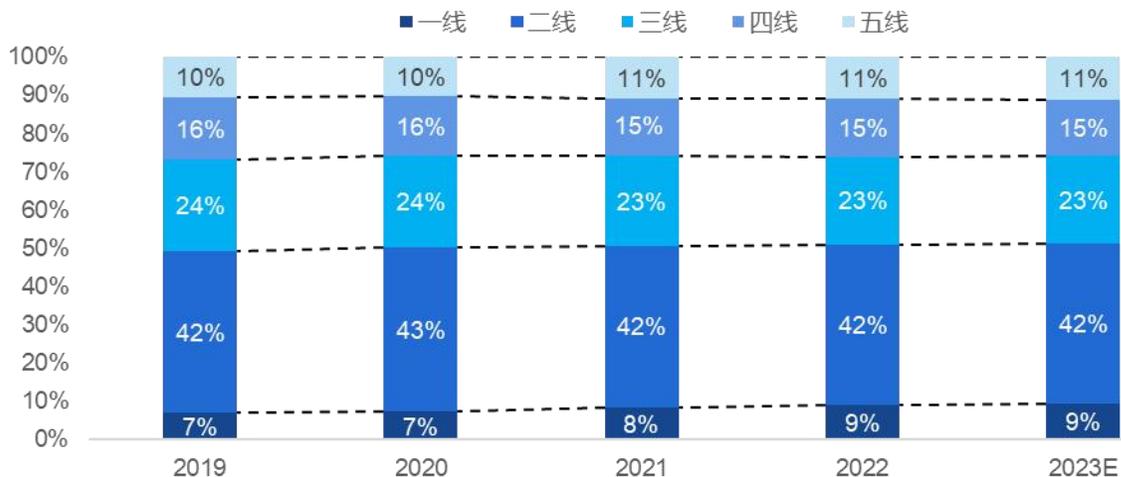
## 三.名创优品开店空间几何

### 3.1.1 国内存量开店空间：购物中心数量增速放缓

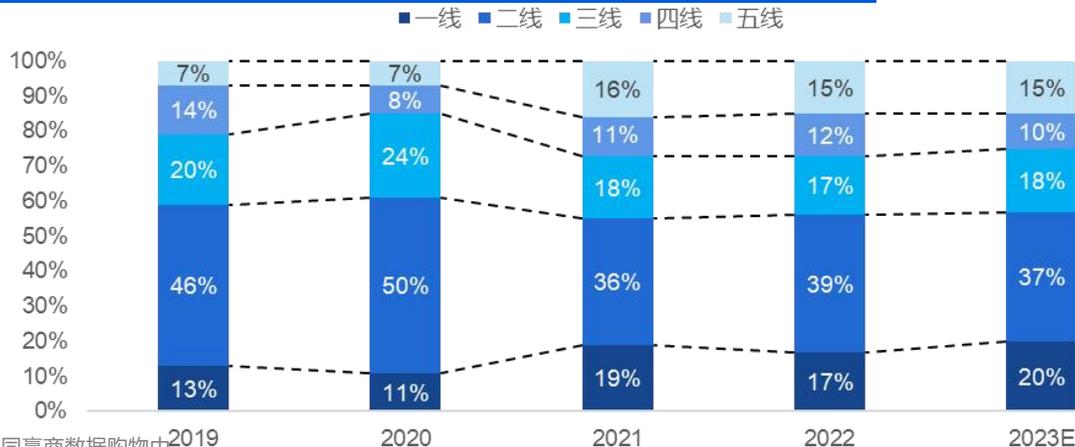
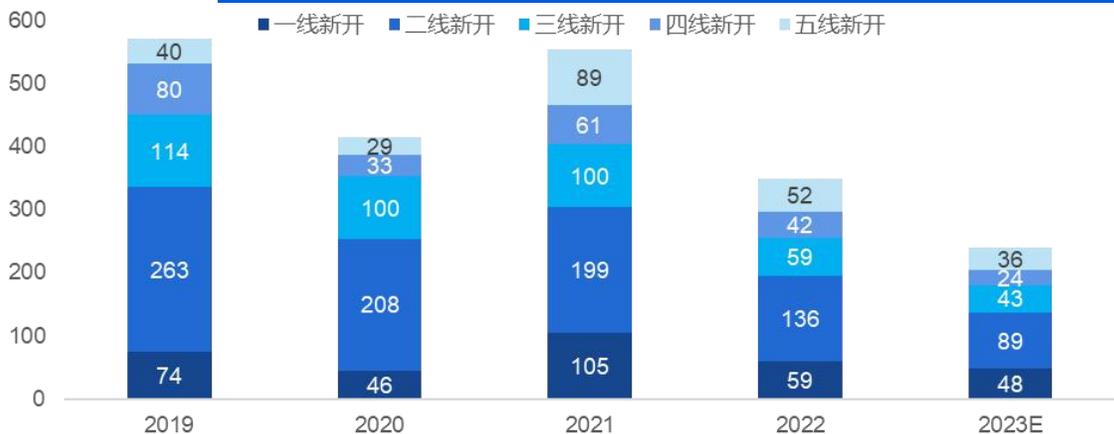
图：购物中心数量增速放缓



图：购物中心各线城市分布：一二线城市购物中心占比超50%



图：新增购物中心各线城市分布及占比：一二线新增占比超50%



注：统计赢商数据时为使口径统一，我们将准一线新开并入二线新开；由于赢商数据未披露各线城市购物中心存量数据，为进行测算以及保证同赢商数据购物中心总数一致，根据我们高德爬取的2023年6月各城市等级的商场数量并设其为2022年的比例，基于各线城市比例计算出赢商数据口径下各线城市的购物中心数量。

### 3.1.2 国内存量开店空间：保守估计国内存量的开店空间为4907家

➢ 名创优品于购物场所存量空间充足。我们分别爬取高德地图截至2023年6月各线城市的购物中心数量，为同赢商数据口径对应，我们按爬取的各城市购物中心比例计算出购物中心数量。鉴于同线级城市人群收入及消费习惯相似，我们假设名创优品于各城市购物中心的渗透率可增长至同级别城市的最高水平。在仅考虑名创优品于存量购物中心开店的情况下，**我们保守估计名创优品于国内的存量开店空间为4907家。**

城市线级	城市	商场数量	名创商场比例	名创总门店数	名创商场店数	名创商场渗透率	上限店数	净增
一线城市	上海	154	69%	65	45	29.4%	78	33
	北京	120	70%	87	61	50.7%	61	0
	广州	157	56%	44	24	15.4%	80	55
	深圳	129	27%	38	10	7.8%	66	55
新一线城市	成都	107	48%	59	28	26.4%	49	21
	重庆	145	55%	66	36	24.8%	66	30
	杭州	77	38%	40	15	19.8%	35	20
	武汉	71	56%	24	13	18.5%	32	19
	苏州	148	77%	37	28	19.0%	68	39
	西安	71	18%	28	5	7.1%	32	27
	南京	63	86%	29	25	39.8%	29	4
	长沙	95	45%	31	14	14.7%	43	29
	天津	79	50%	44	22	28.0%	36	14
	郑州	54	28%	43	12	21.7%	25	13
	东莞	116	64%	34	22	18.6%	53	31
	青岛	59	82%	28	23	38.8%	27	4
	佛山	72	60%	54	33	45.6%	33	0
	宁波	66	60%	26	16	24.2%	30	14
	合肥	48	64%	19	12	25.3%	22	10

城市线级	城市	商场数量	名创商场比例	名创总门店数	名创商场店数	名创商场渗透率	上限店数	净增
二线城市	昆明	58	33%	41	14	23.8%	42	28
	沈阳	46	60%	16	10	21.2%	33	23
	济南	47	63%	21	13	27.4%	34	21
	无锡	55	100%	22	22	40.0%	40	18
	厦门	30	50%	16	8	26.8%	22	14
	福州	60	55%	22	12	20.2%	43	31
	温州	37	83%	32	27	72.6%	27	0
	金华	33	100%	13	13	39.9%	24	11
	哈尔滨	43	67%	19	13	29.9%	31	18
	大连	45	78%	18	14	30.5%	33	19
	贵阳	30	43%	15	6	21.0%	22	16
	南宁	45	29%	21	6	13.2%	32	27
	泉州	47	38%	32	12	25.8%	34	22
	石家庄	44	71%	28	20	45.2%	32	12
	长春	39	80%	35	28	72.0%	28	0
	南昌	32	75%	16	12	37.7%	23	11
	惠州	48	83%	21	17	35.7%	35	18
	常州	38	71%	19	14	35.4%	28	14
	嘉兴	40	56%	19	11	26.4%	29	19
	徐州	40	75%	15	11	27.3%	29	18
南通	44	40%	16	6	14.8%	32	25	
太原	31	25%	9	2	7.1%	22	20	
保定	33	44%	21	9	27.6%	24	15	
珠海	24	75%	18	13	55.5%	17	4	
中山	52	0%	10	0	0.0%	38	38	
兰州	22	0%	12	0	0.0%	16	16	
临沂	47	57%	24	13	28.4%	34	21	
潍坊	38	100%	21	21	54.0%	28	7	
烟台	40	75%	18	13	32.7%	29	16	
绍兴	17	65%	16	11	63.3%	12	2	
三线城市	总和	1350	57%	906	513	38.0%	743	230
四线城市	总和	876	67%	721	482	55.0%	482	0
五线城市	总和	661	62%	578	357	54.1%	364	6

门店数 (家)	
FY2023末 (截至23年6月) 门店	3604
一线购物场所门店净增空间	144
新一线购物场所门店净增空间	419
二线购物场所门店净增空间	505
三线及以下购物场所门店净增空间	236
购物场所总净增	1303
保守测算国内存量的开店空间	4907

注：由于三线及以下城市人群收入及消费习惯绝对差异不明显，因此我们将三线及以下城市分别加总计算。

### 3.2.1 国内增量开店空间：购物中心增量预测

表：各线城市商场数量及预测（保守预测2024年增速为5.4%，每年衰减0.2%）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
一线商场	301	347	452	511	560	620	679	735	788	837	884	924
二线商场	1843	2051	2250	2386	2476	2594	2714	2832	2951	3068	3177	3280
三线商场	1048	1148	1248	1307	1350	1411	1473	1538	1604	1674	1751	1834
四线商场	716	749	810	852	876	908	944	980	1020	1063	1106	1156
五线商场	455	484	573	625	661	697	745	794	846	899	953	1009
商场总数	4363	4779	5333	5682	5923	6243	6567	6896	7226	7559	7892	8223
商场同比（%）	0.0%	9.5%	11.6%	6.5%	4.2%	5.4%	5.2%	5.0%	4.8%	4.6%	4.4%	4.2%
新开业数量	571	416	554	349	241	319	325	328	331	332	333	331

表：新开业商场于各线城市的占比及预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
一线（%）	13%	11%	19%	17%	20%	19%	18%	17%	16%	15%	14%	12%
二线（%）	46%	50%	36%	39%	37%	37%	37%	36%	36%	35%	33%	31%
三线（%）	20%	24%	18%	17%	18%	19%	19%	20%	20%	21%	23%	25%
四线（%）	14%	8%	11%	12%	10%	10%	11%	11%	12%	13%	13%	15%
五线（%）	7%	7%	16%	15%	15%	15%	15%	16%	16%	16%	17%	17%

► 核心假设：考虑高线城市商场数量相对饱和，我们假设一、二线新增占比会逐渐减少，三、四、五线后续新增商场的占比会逐渐增加

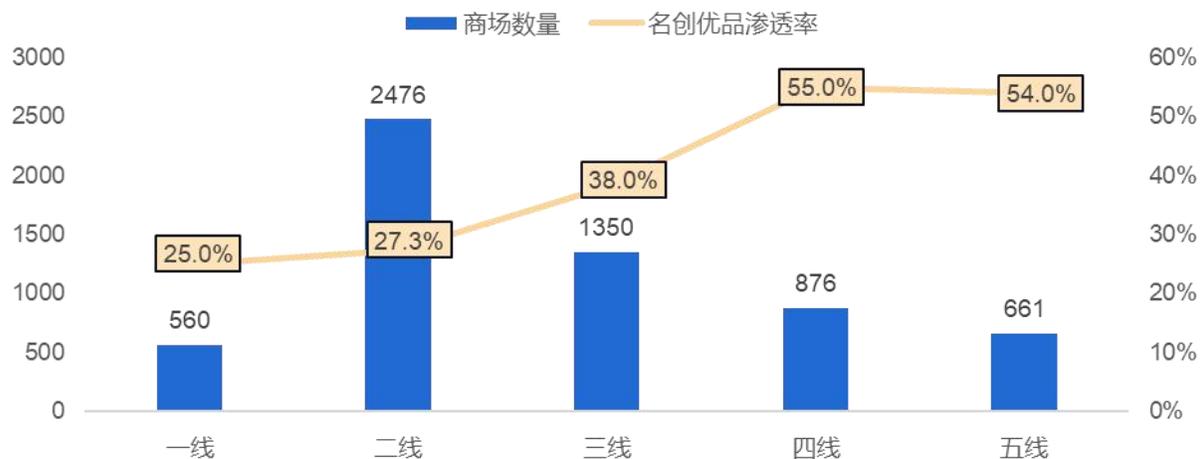
### 3.2.2 国内增量开店空间：名创优品中性空间

▶ 我们假设2023年-2030年的新开商场为名创优品于商场的增量空间范围，假设名创优品于各线城市的渗透率保持为2023年的水平，基于我们测算的各线城市新开门商场数量，我们计算得名创优品于商场的保守增量空间为847家，则**国内保守开店空间=存量商场空间+增量空间=4907家+847家=5754家**。

表：各线城市新开商场数量及预测（保守预测2024年增速为5.4%，每年衰减0.2%）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
一线新开商场	74	46	105	59	48	61	58	56	53	50	47	40
二线新开商场	263	208	199	136	89	118	120	118	119	116	110	103
三线新开商场	114	100	100	59	43	61	62	66	66	70	76	83
四线新开商场	80	33	61	42	24	32	36	36	40	43	43	50
五线新开商场	40	29	89	52	36	48	49	53	53	53	57	56
新开商场总数	571	416	554	349	241	319	325	328	331	332	333	331

图：2023年名创优品于各线城市购物中心渗透率



表：名创优品各线城市增量空间

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
一线名创增量	15	15	14	13	12	12	10
二线名创增量	32	33	32	32	32	30	28
三线名创增量	23	23	25	25	27	29	31
四线名创增量	18	20	20	22	24	24	27
五线名创增量	26	26	28	29	29	31	30
加总	114	117	119	121	123	125	127
<b>总增量空间</b>	<b>847</b>						

**存量商场空间 + 增量空间 = 4907家 + 847家 = 5754家**

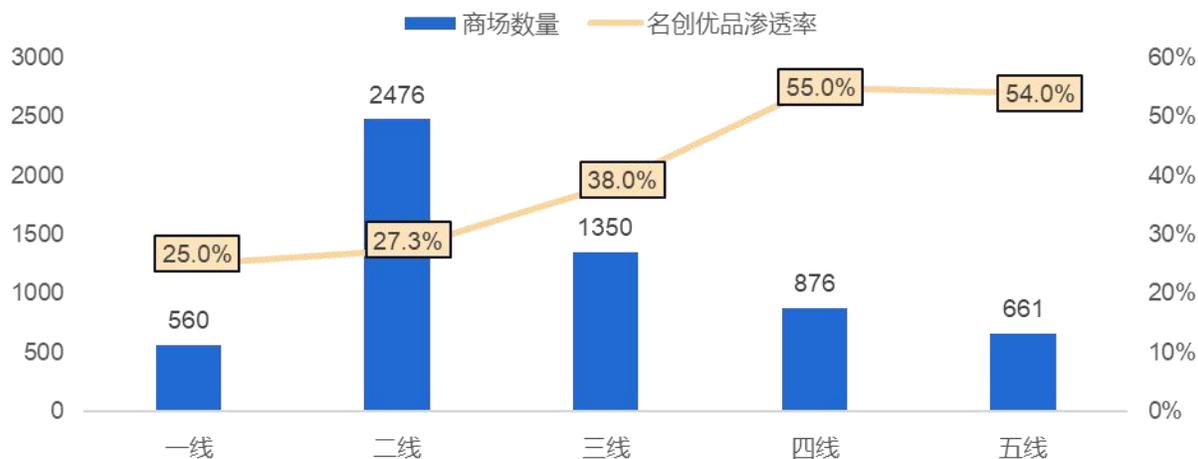
### 3.2.3 国内增量开店空间：名创优品乐观增量空间

▶ 我们假设2023年-2030年的新开商场为名创优品于商场的增量空间范围，假设名创优品于各线城市的渗透率保持为2023年的水平，基于我们测算的各线城市新开门商场数量，我们计算得名创优品于商场的乐观增量空间为1315家，则**国内乐观开店空间=存量商场空间+增量空间=4907家+1315家=6222家**。

表：各线城市新开商场数量及预测（乐观预测2024年增速为7.5%，每年衰减0.2%）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
一线新开商场	74	46	105	59	48	84	84	84	82	80	77	68
二线新开商场	263	208	199	136	89	163	172	177	184	186	182	177
三线新开商场	114	100	100	59	43	84	88	98	102	112	127	143
四线新开商场	80	33	61	42	24	44	51	54	61	69	72	86
五线新开商场	40	29	89	52	36	66	70	79	82	85	94	97
新开商场总数	571	416	554	349	241	442	465	492	512	533	552	571

图：2023年名创优品于各线城市购物中心渗透率



表：名创优品各线城市增量空间

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
一线名创增量	21	21	21	21	20	19	17
二线名创增量	45	47	48	50	51	50	48
三线名创增量	32	34	37	39	43	48	54
四线名创增量	24	28	30	34	38	39	47
五线名创增量	36	38	42	44	46	51	52
加总	158	167	179	188	197	207	219
总增量空间	<b>1315</b>						

存量商场空间 + 增量空间 = 4907家 + 1315家 = 6222家

### 3.3.1 美国开店空间：对比兴趣消费同业，店数及店效仍有提升空间

表：名创优品于美国市场中的对比

	名创优品	BATH & BODY WORKS	Five Below
<b>品牌定位</b>	高频上新，以时尚、创意、高性价比产品吸引消费者	提供高品质个护、美容和香氛产品，主打多样性和独特的香氛	向青少年提供各种时尚新潮的商品，大部分商品不超过5美元
<b>产品结构</b>	家居装饰、纺织品、配饰、化妆品、个护、小型电子产品、零食、香薰等	沐浴露、乳液、喷雾、香水、面霜、蜡烛和家用香薰等	玩具、零食、服饰、文教、工艺、DVD等
<b>业务模式</b>	加盟、自营	直营、加盟	直营
<b>美国收入</b>	0.36亿美元	11.7 亿美元	7.4 亿美元
<b>美国门店数</b>	100家	1739 家	1546 家
<b>平均门店面积</b>	350平米	247平米	883平米
<b>月度店效</b>	12.1万美元	21.2 万美元	17.0 万美元
<b>名创店效相较增长空间</b>	/	47.3%	17.9%
<b>月均坪效</b>	412美元	860美元	193美元



注：Five Below 收入及平均单店收入为整体北美数据，名创店效采用FY24Q1数据计算&美国收入采用GMV数据，BBWI及Five Below店效采用FY23Q3数据计算，美国门店数均为截至23年12月

资料来源：名创优品官网，Bath & Body Works官网，Five Below官网，第一财经，澎湃新闻，Scrope Hero，Statista，新浪财经，Discounted Cash Flow，国海证券研究所

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

### 3.3.2 美国开店空间：保守估计名创美国点位空间有1511家

表：美国各州购物中心数量

数量排名	地区	购物中心数量	数量排名	地区	购物中心数量
1	加利福尼亚州	430	22	明尼苏达州	55
2	德克萨斯州	293	23	肯塔基州	49
3	佛罗里达州	290	24	南卡罗来纳州	49
4	弗吉尼亚州	165	25	内华达州	42
5	俄亥俄州	149	26	威斯康星州	41
6	马里兰州	144	27	俄勒冈州	38
7	乔治亚州	135	28	路易斯安那州	31
8	北卡罗来纳州	127	29	康涅狄格州	27
9	宾夕法尼亚州	125	30	密西西比州	26
10	亚利桑那州	124	31	爱荷华州	25
11	伊利诺伊州	115	32	阿肯色州	23
12	纽约	107	33	俄克拉荷马州	23
13	新泽西州	86	34	犹他州	21
14	印第安纳州	79	35	堪萨斯州	20
15	密歇根州	72	36	爱达荷州	14
16	科罗拉多州	69	37	内布拉斯加州	14
17	华盛顿	68	38	西弗吉尼亚州	12
18	阿拉巴马州	62	39	缅因州	10
19	马萨诸塞州	59	40	新罕布什尔州	10
20	密苏里州	57	41	新墨西哥州	10
21	田纳西州	57	42	蒙大拿州	5
<b>美国购物中心总数</b>		<b>3358</b>			

- **名创于美国开店空间充足，有待持续渗透。**截至2024年1月5日，我们分别统计美国42个主要州的购物中心数量，加总得到美国购物中心数量为3358个。截至2023年12月，BBWI / Five Below / 名创门店数分别为1739/1546/100家，门店数/购物中心数分别为51.8%/46.0%/3.0%。
- **核心假设：**名创优品于美国开店主要位于购物中心，参考同样具有兴趣消费属性的其他两个品牌，我们假设名创于购物中心的渗透率可达45%。

**美国购物中心数量 x 名创预计渗透率 = 1511 家**

表：名创优品美国门店空间测算

品牌	美国门店数 (家)	美国购物中心数量 (家)	门店数/购物中心数	预计渗透率	预计购物中心门店数 (家)
BBWI	1739	3358	51.8%		
Five Below	1546		46.0%		
<b>名创优品</b>	100	3358	3.0%	45%	<b>1511</b>

### 3.4 海外开店空间测算：基于人口覆盖率保守预测空间为7547家

大洲	国家(地区)	人均GDP(现价美元)	人口总数(万人)	覆盖系数(万人/家)	门店空间(家)
亚洲	新加坡	82,808	563.7	10	56
	中国香港	48,984	734.6	15	49
	科威特	43,233	426.9	15	28
	文莱达鲁萨兰国	37,152	44.9	20	2
	日本	33,815	12512.5	30	417
	韩国	32,255	5162.8	20	258
	中国澳门特别行政区	31,618	69.5	20	3
	巴林	30,152	147.2	20	7
	马来西亚	11,972	3393.8	28	120
	马尔代夫	11,818	52.4	28	2
	哈萨克斯坦	11,244	1962.2	28	69
	阿塞拜疆	7,737	1017.5	50	20
	亚美尼亚	7,014	278.0	50	6
	泰国	6,909	7169.7	50	143
	格鲁吉亚	6,628	371.3	50	7
	蒙古国	4,947	339.8	150	2
	印度尼西亚	4,788	27550.1	100	276
	越南	4,164	9818.7	100	98
	菲律宾	3,499	11555.9	70	165
	斯里兰卡	3,354	2218.1	150	15
印度	2,389	141717.3	250	567	
柬埔寨	1,787	1676.8	60	28	
北美洲	美国	76,399	33328.8	7	1511
	加拿大	54,966	3893.0	50	78
	波多黎各	35,209	322.2	20	16
	巴哈马	31,458	41.0	20	2
	巴巴多斯	20,019	28.2	20	1
拉丁美洲	乌拉圭	20,795	342.3	20	17
	圭亚那	18,990	80.9	28	3
	智利	15,356	1960.4	28	69
	阿根廷	13,686	4623.5	28	164
	哥斯达黎加	13,199	518.1	28	18
	圣卢西亚	11,481	18.0	28	1
	墨西哥	11,091	12750.4	28	452
	多米尼加共和国	10,121	1122.9	28	40
	格林纳达	10,016	12.5	28	1
	圣文森特和格林纳丁斯	9,125	10.4	50	1
	巴西	8,918	21531.3	50	431
	多米尼克	8,415	7.3	50	1
	秘鲁	7,126	3405.0	50	68
	伯利兹	6,968	40.5	50	1
哥伦比亚	6,630	5187.4	50	104	

### 3.4 海外开店空间测算：基于人口覆盖率保守预测空间为7547家

➤ 选取了各洲人均GDP排名前列的共67个国家（地区）进行统计，由于名创价格带同时适用于高/低线城市，因此全球开店参考国内开店空间5000家情况下，覆盖系数为28万人/店，根据不同人均GDP水平，给予不同的门店覆盖系数，保守预测名创优品海外开店空间为7547家。

大洲	国家（地区）	人均GDP（现价美元）	人口总数(万人)	覆盖系数（万人/家）	门店空间（家）	单位（家）	截至2023年9月
欧洲	卢森堡	126,426	65.1	10	7	海外门店总数	2313
	挪威	106,149	545.7	10	55		
	爱尔兰	104,039	508.7	10	51		
	瑞士	92,101	877.0	10	88		
	冰岛	72,903	38.2	10	4		
	英国	45,850	6697.1	15	446		
	法国	40,964	6793.6	15	453		
	意大利	34,158	5885.7	20	294		
	西班牙	29,675	4761.5	25	190		
中东	卡塔尔	88,046	269.5	10	27	分地区	
	以色列	54,660	955.1	15	64	亚洲（除中国外）	1264
	阿拉伯联合酋长国	53,758	944.1	15	63	拉丁美洲	514
北非	利比亚	6,716	681.2	50	14	欧洲	218
	阿拉伯埃及共和国	4,295	11099.0	100	111	北美	140
	阿尔及利亚	4,274	4490.3	100	45	其他地区	177
非洲	塞舌尔	15,875	10.0	28	1	直营地区	678
	毛里求斯	10,216	126.3	28	4	印度	~240
	加蓬	8,820	238.9	50	5	印尼	~240
	博茨瓦纳	7,738	263.0	50	5	美国	~90
	赤道几内亚	7,053	167.5	50	3	越南	~60
大洋洲	澳大利亚	64,491	2597.9	10	260	分销商	1635
	新西兰	48,249	512.4	15	34	墨西哥	~220
	帕劳	12,084	1.8	28	1	菲律宾	~150
	瑙鲁	11,914	1.3	28	1	哥伦比亚	~80
	马绍尔群岛	6,728	4.2	50	1	泰国	~75
	图瓦卢	5,335	1.1	50	1	西班牙	~50
<b>海外开店空间保守预测</b>					<b>7547</b>		

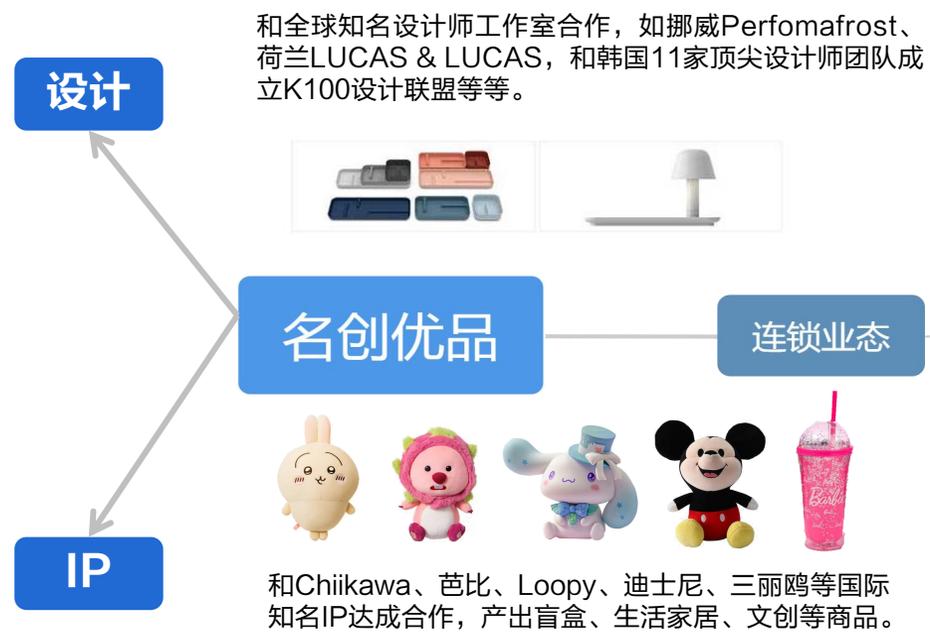
注：数据日期为截至2022年末，人口系数根据各自洲国家（地区）排名设置，人均GDP排名越高系数越小（不含根据已开门店进行系数调整的）。

# 3.5 扩张前景：供应链+产品力持续输出，渠道+同店仍具向上空间

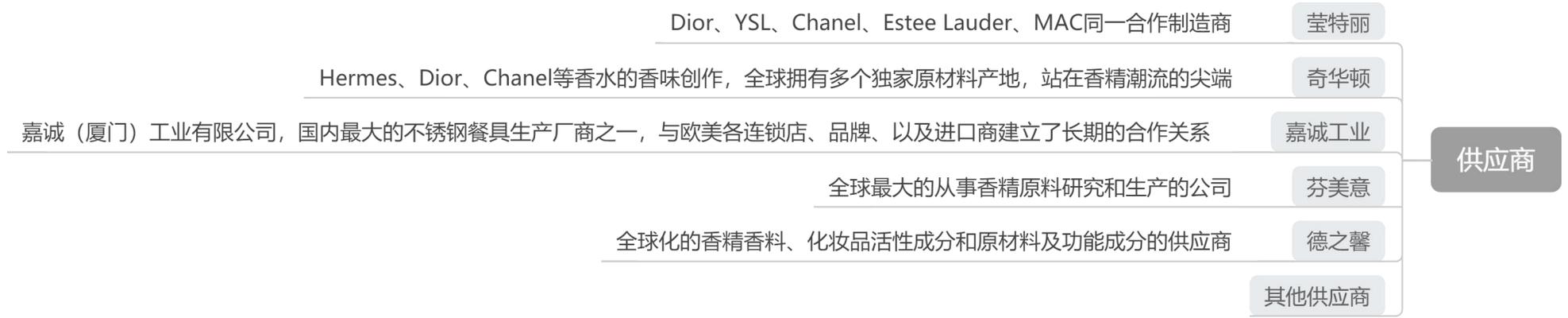
连锁业态品牌扩张

供应链优势

## 产品设计与文化输出



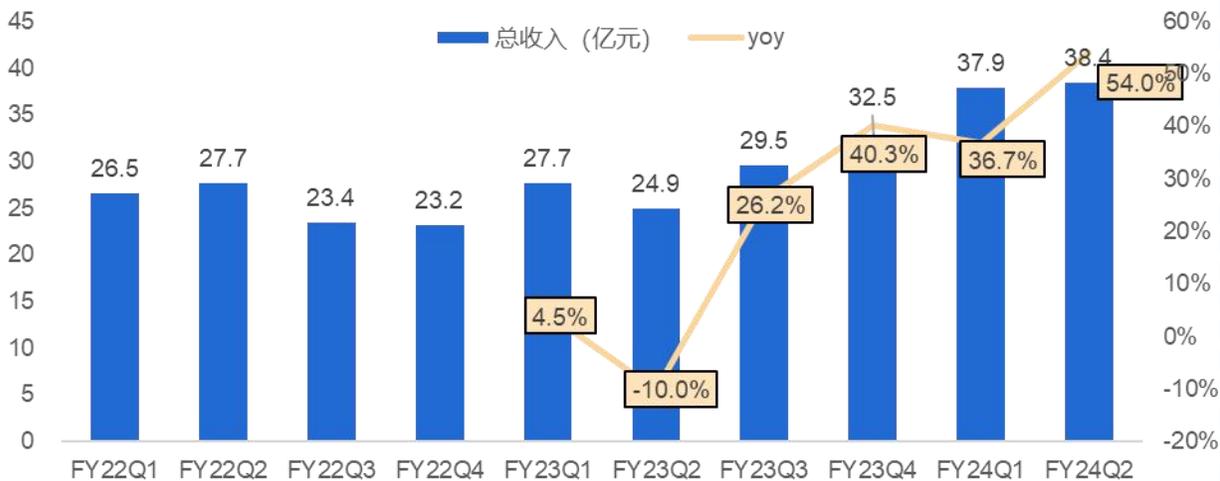
## 连锁业态扩张前景



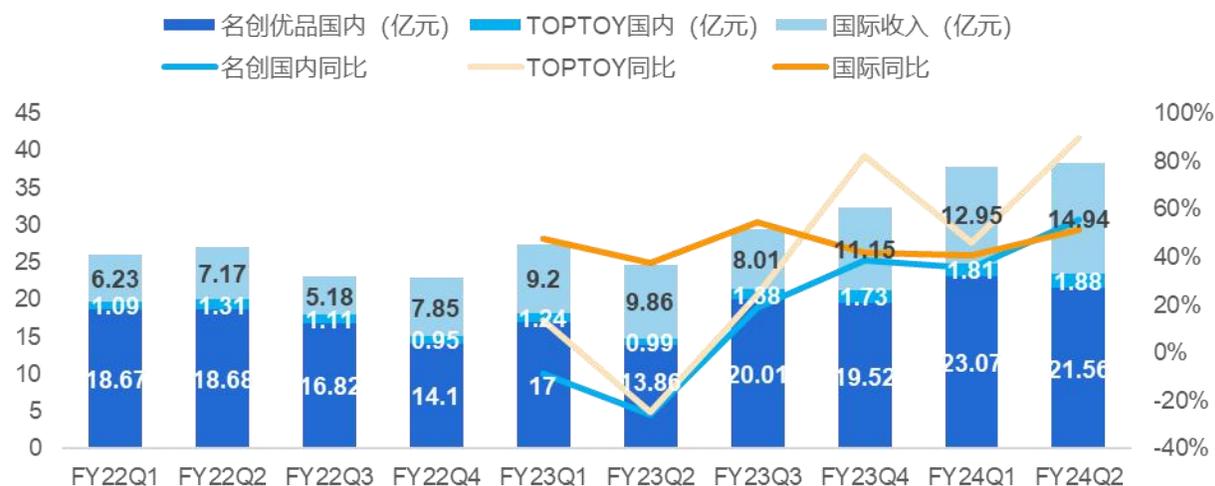
## 四. 名创优品财务数据

# 4.1名创优品财务：国内拓店进度超预期，看好海外直营高速发展

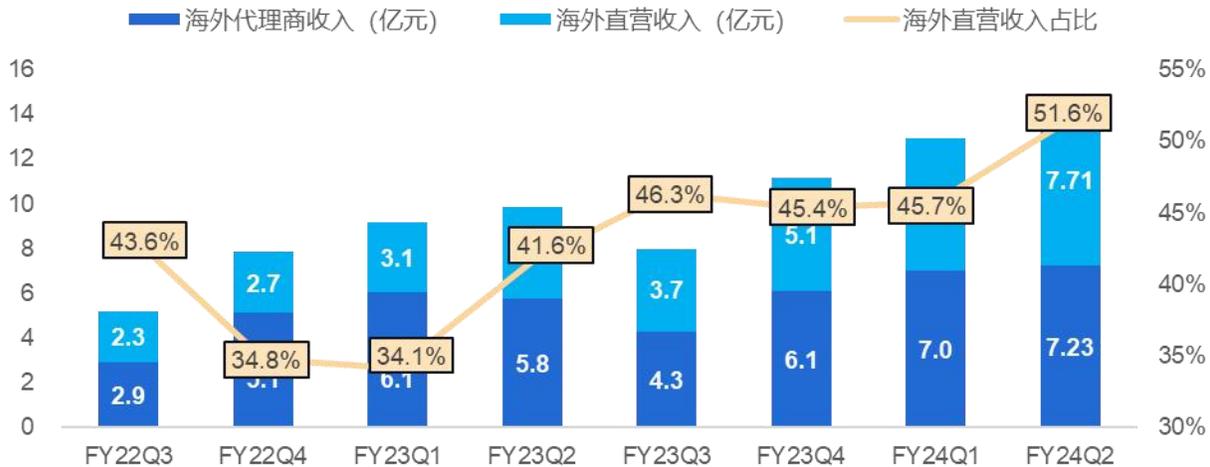
图：FY24Q2营收38.4亿元，同比+54.0%



图：国际收入同比维持高增，FY24Q2增速达51.5%



图：海外直营收入占比提升，FY24Q2占比为51.6%，较去年同期+10.0pct，占比首次过半

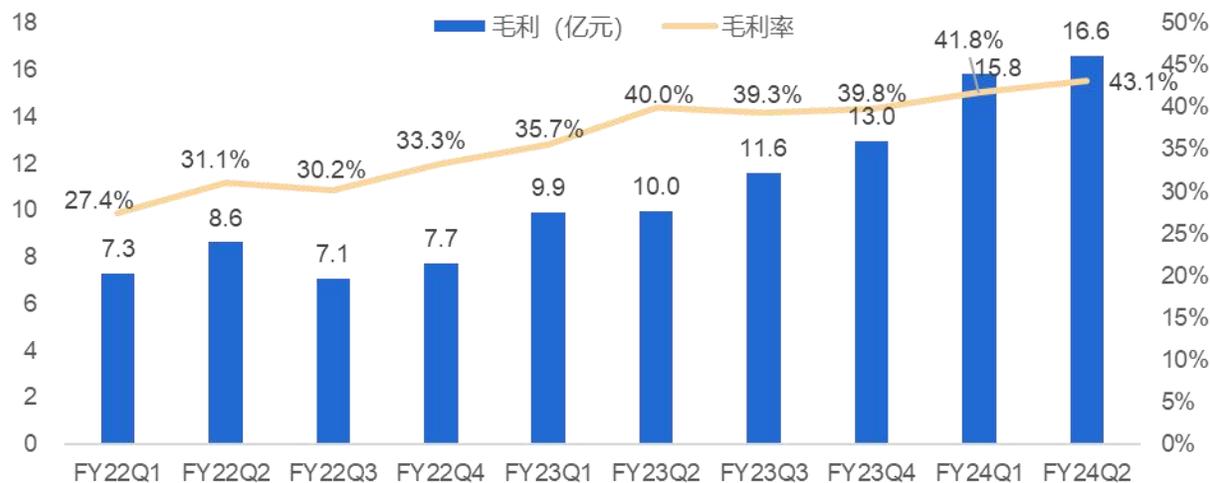


图：门店稳步扩张，FY24Q2末海内外名创门店总数达6413家，TopToy达148家

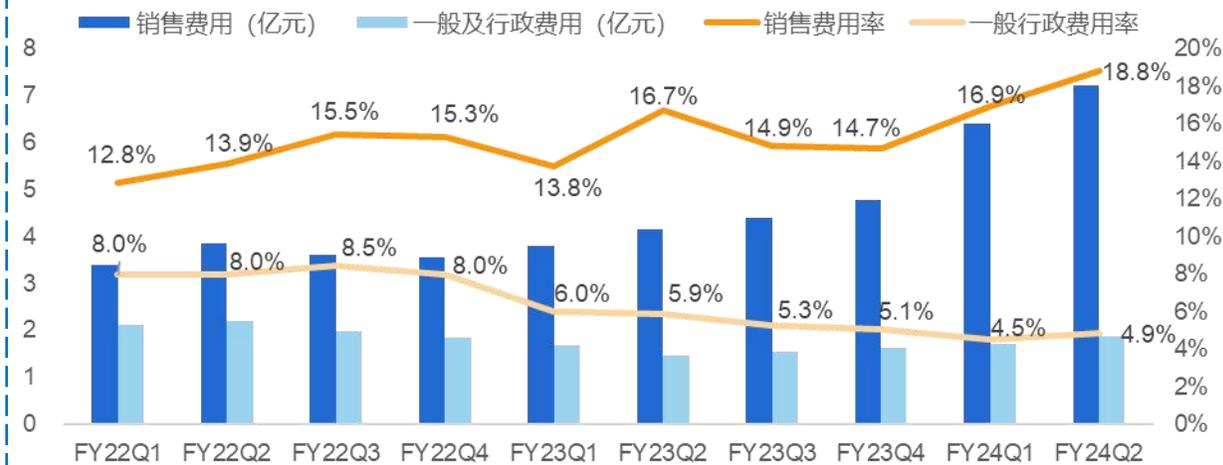


## 4.2 名创优品财务：GPM持续提升，国内外盈利能力均改善

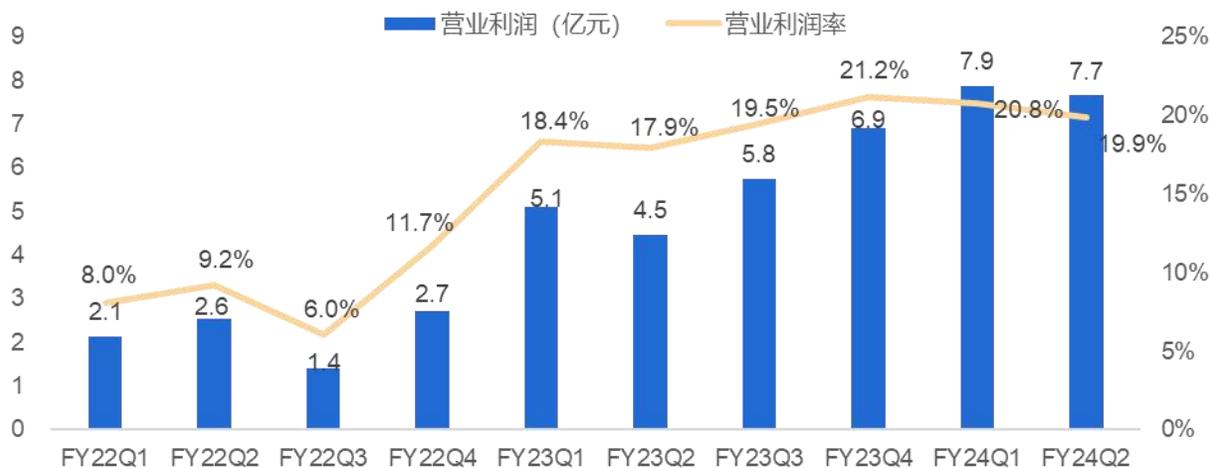
图：毛利率稳步提升，FY24Q2达43.1%，较去年同期+3.2pct



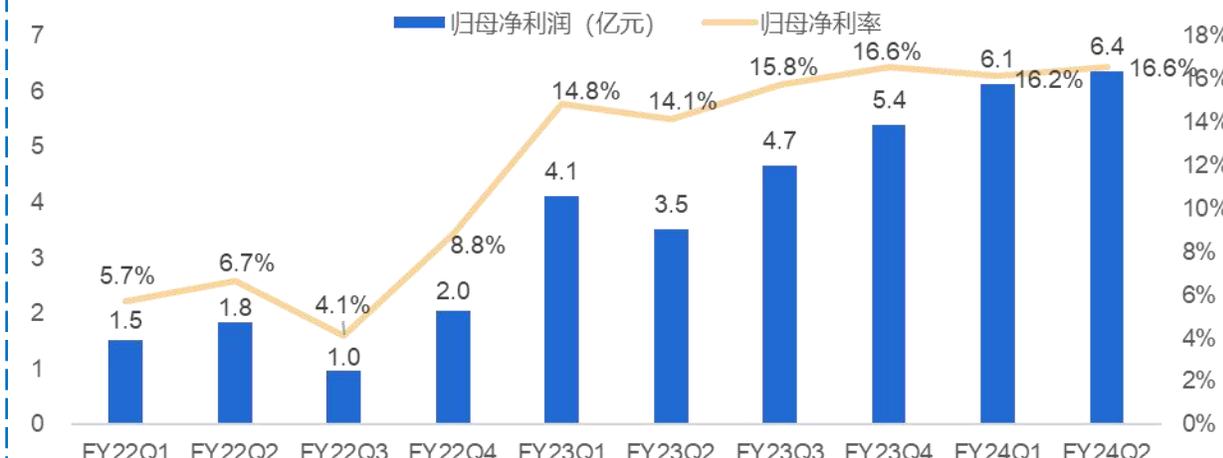
图：FY24Q2销售费用率达18.8%，较去年同期+3.1pct，一般行政费用率较去年同期-1.0pct



图：FY24Q2营业利润率达19.9%，较去年同期+2.0pct

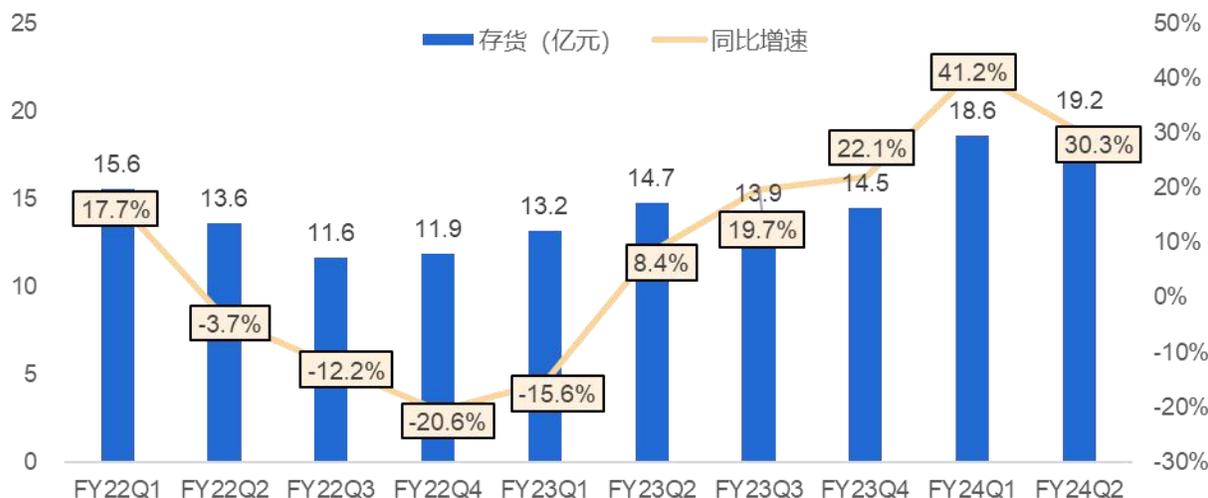


图：FY24Q2归母净利润同比+80.4%，归母净利率达16.6%，较去年同期+2.4pct



# 4.3 名创优品财务：Q4为海外旺季，提前备货下存货显著增加

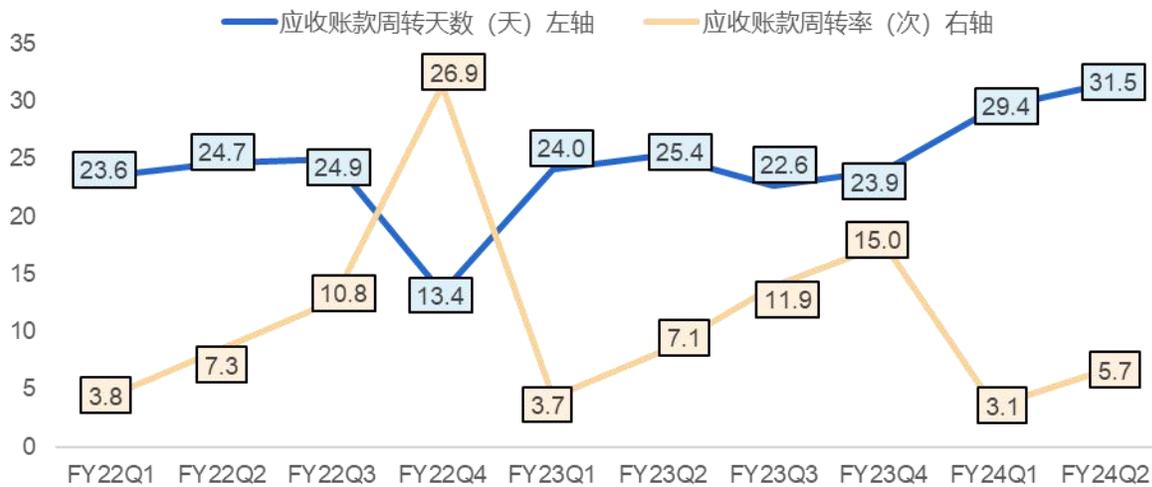
图：FY24Q2存货同比+30.3%至19.2亿元



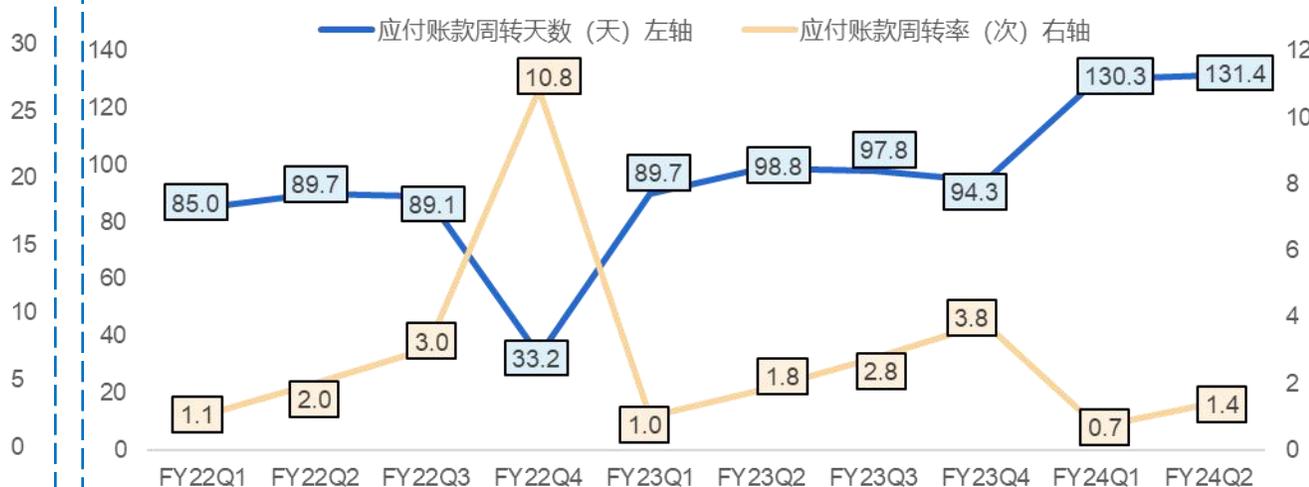
图：FY24Q2存货周转天数为69.1天，同比-3.9天



图：FY24Q2应收账款周转天数为31.5天，同比+6.1天

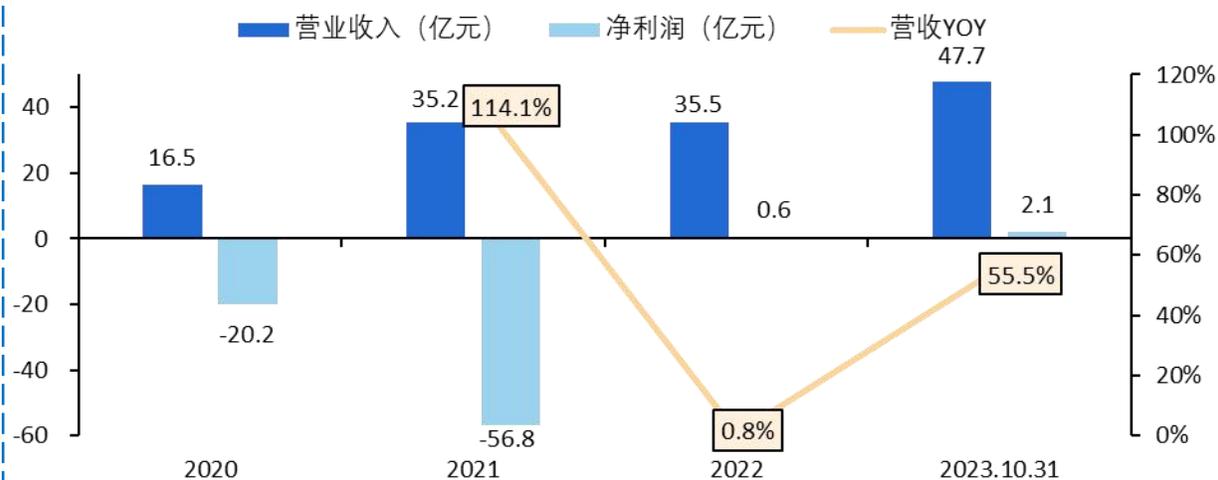


图：FY24Q2应付账款周转天数为131.4天，同比+32.5天

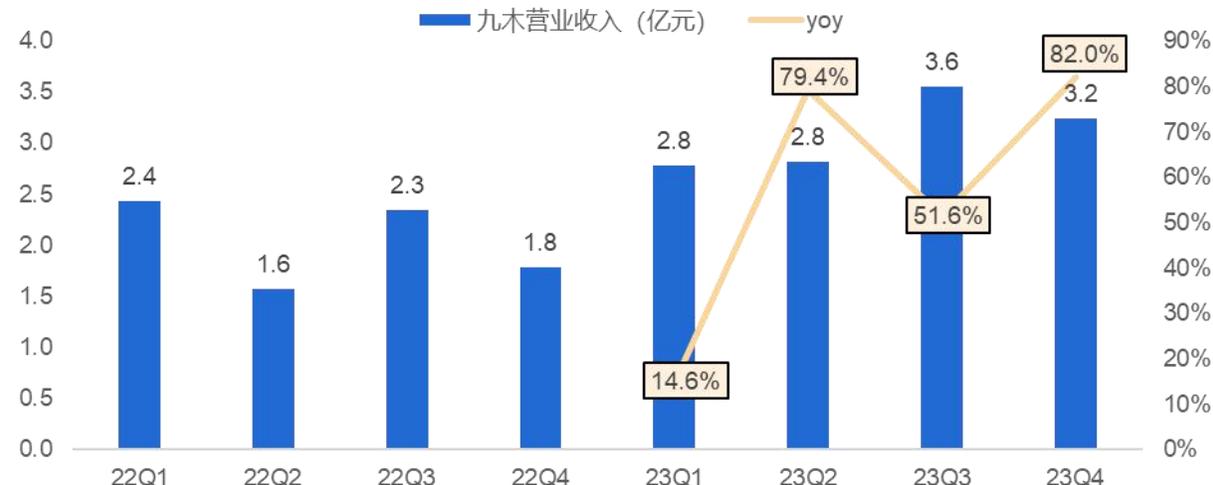


# 4.4 对比KKV&九木杂货：KKV盈利能力改善，九木季度收入高增

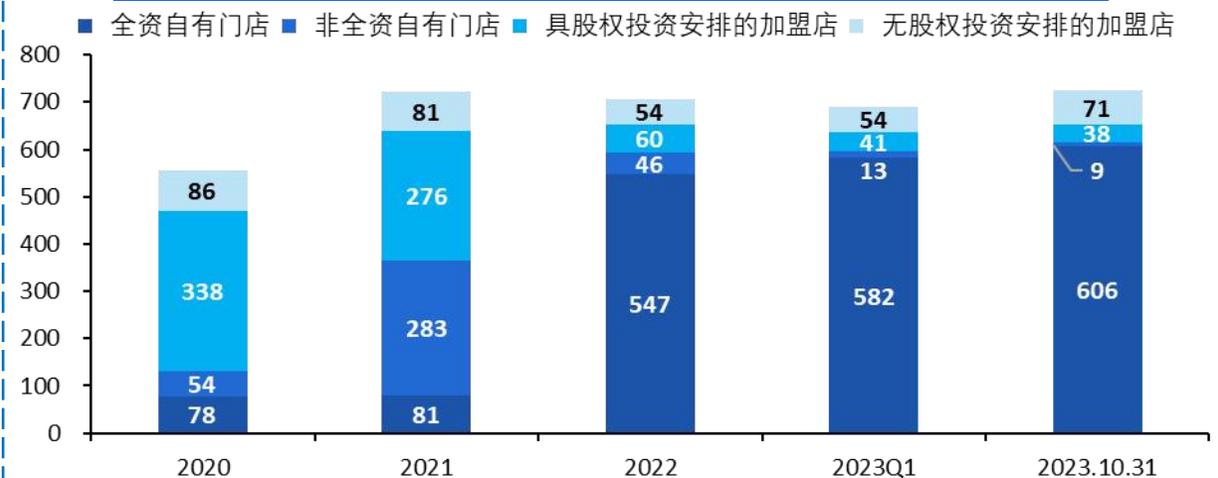
图：KKV于2022年收入扭亏为盈



图：九木杂货店23Q4收入达3.2亿元，同比+82.0%



图：KKV全资门店数量提升显著，截至2023年10月31日总门店数量达724家



图：九木门店数量稳步扩张，23Q4末达618家

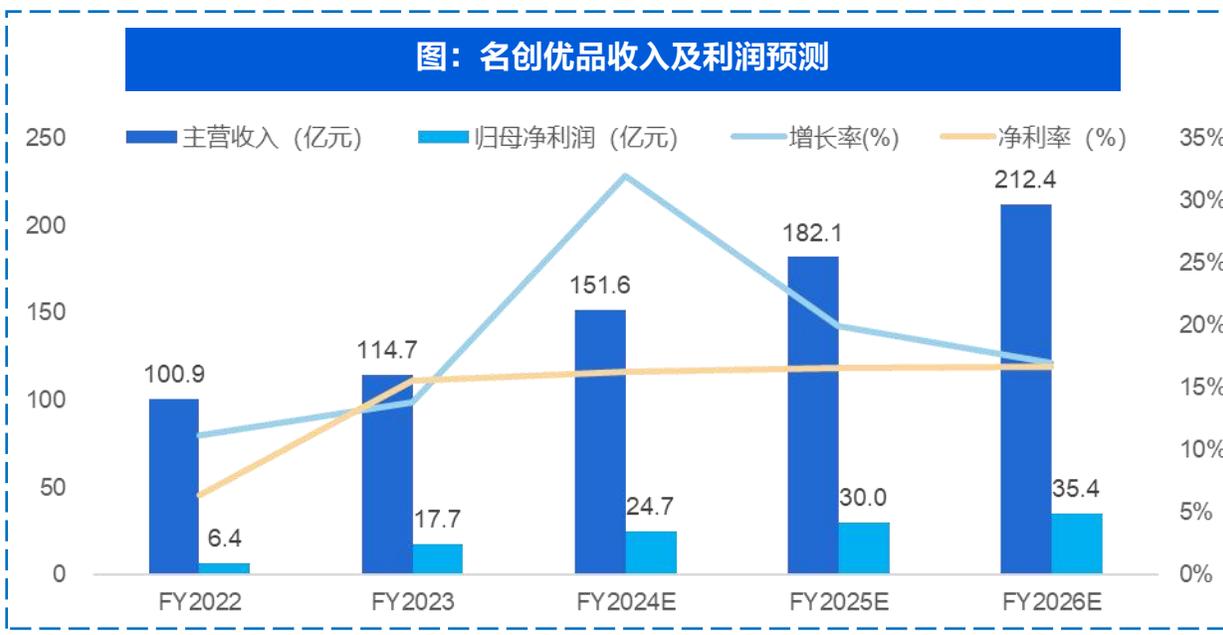


## 五.盈利预测与投资评级

# 盈利空间测算

	FY 2022	FY 2023	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
营收	10085.6	11473.2	15,160	18,209	21,239
yoy	11.2%	13.8%	32%	20%	17%
<b>国内收入 (百万CNY)</b>					
国内收入	7442.2	7651.0	9,570	11,180	12,754
yoy	2.1%	2.8%	25%	17%	14%
占比	73.8%	66.7%	63%	61%	60%
<b>名创优品国内</b>					
名创优品品牌国内	6825.0	7039.0	8,760	10,044	11,217
yoy	-1.9%	3.1%	24%	15%	12%
直营店	14	15	35	43	50
净增加	9	1	20	8	7
名创合伙人门店	3195	3569	4,029	4,429	4,729
净增加	276	374	460	400	300
代理门店	17	20	40	45	50
净增加	2	3	20	5	5
总门店	3226	3604	4,104	4,517	4,829
总交易单量(百万)	285.1	283.8	343	389	430
yoy	-6.7%	-0.5%	21%	14%	11%
平均单店交易单量	92490	83104	88090	90733	91640
yoy	-17.2%	-10.1%	6.0%	3.0%	1.0%
平均客单价 (元)	36.5	37.6	39	39	40
yoy	7.2%	3.1%	3%	1%	1%
平均单店GMV(百万元)	3.37	3.12	3.4	3.5	3.6
总GMV(百万元)	10400.0	10671.0	13,272	15,218	16,996
yoy		2.6%	24%	15%	12%
平均单店收入(百万元)	2.2	2.1	2.3	2.3	2.4
收入/GMV	65.6%	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%
<b>TOPTOY (百万CNY)</b>					
Top Toy品牌	447.0	533.0	747	1,066	1,464
yoy	356.1%	19.2%	40%	43%	37%
直营店	7	9	14	20	26
净增加	5	2	5	6	6
名创合伙人门店	90	109	149	199	259
净增加	59	19	40	50	60
总门店	97	118	163	219	285
总交易单量 (百万)	4.1	4.9	6.72	9.42	12.67
yoy		19.5%	37.2%	40.0%	34.6%
平均单店交易单量	63076.9	45581.4	47,860.47	49,296.28	50,282.20
yoy		-27.7%	5%	3%	2%
平均客单价 (元)	126.2	123.7	126.17	128.70	131.27
yoy		-2.0%	2%	2%	2%
平均单店GMV (百万元)	8.0	5.6	6.04	6.34	6.60
总GMV (百万元)	519.0	606.0	848.44	1,211.76	1,663.36
平均单店收入(百万元)	6.9	5.0	5.31	5.58	5.81
收入/GMV	86.1%	88.0%	88%	88%	88%

	FY 2022	FY 2023	FY 2024E	FY 2025E	FY 2026E
<b>国外收入 (百万CNY)</b>					
国外收入	2644.0	3822.0	5,591	7,029	8,485
yoy	48.5%	44.6%	46%	26%	21%
占比	26.2%	33.3%	36.9%	38.6%	39.9%
直营店	133	176	236	306	386
净增加	6	43	60	70	80
名创合伙人门店	208	252	342	402	462
净增加	13	44	90	60	60
代理门店	1632	1759	2,019	2,319	2,719
净增加	144	127	260	300	400
总门店	1973	2187	2,597	3,027	3,567
总GMV(百万元)	6414.0	9072.0	13,154	16,443	19,732
yoy		41.4%	45%	25%	20%
平均单店GMV(百万元)	3.4	4.4	5.5	5.8	6.0
平均单店收入(百万元)	1.4	1.8	2.34	2.50	2.57
yoy	37.3%	31.5%	27%	7%	3%
收入/GMV	41.2%	42.1%	43%	43%	43%
<b>其他收入 (百万CNY)</b>					
其他收入	170	79	63	70	73
yoy	-28.3%	-53.5%	-20%	10%	5%



**盈利预测和投资评级：**我们预计公司FY2024–FY2026年收入151.6/182.1/212.4亿元人民币，同比+32%/+20%/+17%；归母净利润24.7/30.0/35.4亿元人民币，同比+40%/+21%/+18%；2024年4月24日收盘价45.05港元，对应FY2024–FY2026年PE估值为21/18/15X。公司作为全球家居零售龙头，海内外渠道持续扩张，且海外直营单店表现优异，当前公司品牌持续升级，盈利能力改善明显，未来随着国内门店扩张以及海外直营铺设，业绩有望持续保持较高增长，维持“买入”评级。

公司代码	公司名称	股价		EPS			PE (X)			
		2024年4月24日	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>FIVE.O</b>	<b>Five Below</b>	147.79	5.41	6.05	7.15	8.42	27.3	24.4	20.7	17.6
<b>BBWI.N</b>	<b>Bath &amp; Body Works</b>	45.13	3.27	3.29	3.73	4.21	13.8	13.7	12.1	10.7
<b>DG.N</b>	<b>Dollar General</b>	142.73	7.55	7.27	8.20	9.22	18.9	19.6	17.4	15.5
<b>2782.T</b>	<b>Seria</b>	2754.00	136.29	128.50	149.77	170.13	20.2	21.4	18.4	16.2
<b>平均值</b>							20.1	19.8	17.1	15.0
<b>9896.HK</b>	<b>名创优品</b>	45.05	1.40	1.95	2.37	2.80	29.8	21.3	17.6	14.9

注：Five Below、BBWI、Dollar General股价及EPS为美元，Seria为日元，名创优品股价为港元、EPS为人民币，PE平均值为算术平均值，除名创优品为国海证券预测外，其余来自彭博一致预期，数据日期2024年4月24日，1港币=0.9252人民币。

## 六.风险提示

- **宏观环境风险：**国际宏观形势影响海外扩店进程；
- **行业竞争风险：**行业竞争加剧，竞争格局恶化风险；
- **消费者偏好风险：**消费者喜好改变，产品销量不及预期风险；
- **市场开拓及产品推广风险：**开拓新市场、新客户、推广新产品带来的不确定性风险；
- **测算风险：**测算仅供参考，以实际为准；
- **比较分析局限性风险：**国内外公司并不具备完全可比性，对标的相关资料和数据仅供参考。

# 名创优品盈利预测表

证券代码： 09896

股价： 45.05港元

投资评级： 买入(维持)

日期： 20240424

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				每股指标与估值					
	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E		FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	
现金及现金等价物	6489	7946	9392	12003	营业收入	11473	15160	18209	21239	每股指标				
应收款项	1150	871	1730	1102	营业成本	7030	8758	10561	12318	每股指标				
存货净额	1451	2053	2172	2755	营业税金及附加					EPS	1.40	1.95	2.37	2.80
其他流动资产	814	1087	1229	1372	销售费用	1440	2626	3023	3462	BVPS	7.04	9.00	11.37	14.17
<b>流动资产合计</b>	<b>9904</b>	<b>11956</b>	<b>14523</b>	<b>17232</b>	管理费用	820	684	728	850	估值				
固定资产	535	1035	1535	2035	财务费用	-111	-174	-182	-212	P/E	29.8	21.3	17.6	14.9
无形资产及其他	2599	2599	2599	2599	其他费用/(-收入)	-	-	-	-	P/B	5.9	4.6	3.7	2.9
长期股权投资	-	-	-	-	营业利润	2223	3093	3897	4609	P/S	4.6	3.5	2.9	2.5
<b>资产总计</b>	<b>13448</b>	<b>16000</b>	<b>19067</b>	<b>22276</b>	营业外净收支					财务指标				
短期借款	-	-	-	-	利润总额	2334	3329	4129	4871	盈利能力				
应付款项	3019	2819	2461	1645	所得税费用	552	847	1115	1315	ROE	20%	22%	21%	20%
其他流动负债	866	1137	1548	2018	净利润	1782	2482	3014	3556	毛利率	39%	42%	42%	42%
<b>流动负债合计</b>	<b>3886</b>	<b>3956</b>	<b>4009</b>	<b>3662</b>	少数股东损益	13	12	15	15	期间费率	20%	22%	21%	20%
长期借款及应付债券	7	7	7	7	归属于母公司净利润	1769	2470	2999	3541	销售净利率	15%	16%	16%	17%
其他长期负债	637	637	637	637	现金流量表 (百万元)					成长能力				
<b>长期负债合计</b>	<b>644</b>	<b>644</b>	<b>644</b>	<b>644</b>	经营活动现金流	1666	2007	1998	3163	收入增长率	14%	32%	20%	17%
<b>负债合计</b>	<b>4529</b>	<b>4600</b>	<b>4653</b>	<b>4306</b>	净利润	1769	2470	2999	3541	利润增长率	177%	40%	21%	18%
股东权益	8918	11400	14414	17970	少数股东损益	13	12	15	15	营运能力				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13448</b>	<b>16000</b>	<b>19067</b>	<b>22276</b>	公允价值变动	-116	0	0	0	总资产周转率	0.85	0.95	0.96	0.95
					其他	-	-475	-1017	-393	应收账款周转率	15.04	15.00	14.00	15.00
					投资活动现金流	-293	-550	-551	-552	存货周转率	5.33	5.00	5.00	5.00
					资本支出	-174	-500	-500	-500	偿债能力				
					长期投资	7364	-50	-51	-52	资产负债率	34%	29%	24%	19%
					其他	-7483	0	0	0	流动比	2.55	3.02	3.62	4.71
					筹资活动现金流	-326	0	0	0	速动比	2.12	2.39	2.94	3.78
					债务融资	-	-	-	-					
					权益融资	434	0	0	0					
					其它	-760	0	0	0					
					现金净增加额	1141	1457	1446	2611					

## 海外消费&纺织服装小组介绍

杨仁文：国海证券总裁助理兼研究所所长，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND等最佳分析师第一名。

马川琪：美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：复旦大学硕士，海外消费、纺服行业研究助理，全球视角。

## 分析师承诺

杨仁文, 马川琪, 本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 海外消费&纺服研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597