

2024年12月16日

名创优品

MINISO
9896 HK

双市场之捕捉者 出海打开成长空间

>>>>>>>>>>>>>>>>

分析师：

谭星子

>>>>>>>>>>>>>>>>

- 公司主要定位于自有品牌生活家居产品市场和潮流玩具市场，捕捉双市场之高增长。
- 名创优品根据市场环境因地制宜采用三种门店运营模式，以实现快速扩张。展望未来，我们预期合伙人模式持续扩张；下沉市场和海外市场仍以代理模式为主；但直营模式的海外门店数量有望提升。
- 名创优品的产品定位和多元化门店经营模式赢得市场好评，预计未来在中国市场的收入将继续保持双位数增长。TOP TOY品牌也在悦己消费趋势下实现良好增长。海外市场方面，公司加速布局，未来有望继续维持高双位数增速。

消费

收盘价

港元 46.80

目标价

港元 60.00

潜在涨幅

+28.2%

2024 年 12 月 16 日

名创优品 (9896 HK)

双市场之捕捉者；出海打开成长空间；首予买入

捕捉双市场之高增长。公司主要定位于自有品牌生活家居产品市场和潮流玩具市场。其中，自有品牌综合零售通过名创优品品牌贡献了最大的收入。该市场竞争格局分散，全球市场规模在未来三年预计以双位数的复合增速增至 868 亿美元。名创优品凭借成本优势和独特的商业模式，抢占了市场份额，2024 年上半年全球及中国市场份额达到 6.7%/18.5%；中国潮玩市场也呈现快速扩张态势，我们预计 2024 年突破 760 亿元人民币并延续双位数的规模扩张趋势。市场的多样化推动了盲盒、积木等产品的不断丰富。TOP TOY 以多品类整合为主，形成了全产业链优势。展望未来三年，公司收入/利润均有望实现超过 20% 的增长。

多元门店经营模式因地制宜。名创优品根据市场环境采用三种门店运营模式，以实现快速扩张。合伙人模式是主要扩张方式；代理模式适用于文化差异大的海外市场；直营模式则用于市场潜力大的地区，以直接触达消费者。截止 2024 年前 3 季度，名创优品在 112 个国家和地区拥有 7420 间门店，目前三种模式门店占比分别约为六成/三成/一成，内地合伙人模式和海外代理模式门店数量增长显著。展望未来，我们预期合伙人模式持续扩张；下沉市场和海外市场仍以代理模式为主；但直营模式的海外门店数量有望提升。

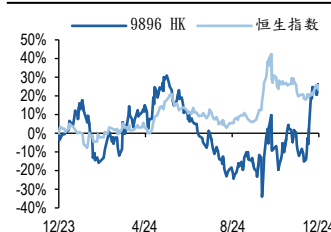
未来门店有望稳步扩张。名创优品上半年收入稳健增长，主因门店数量增长所带动。2024 年全年公司计划新增中国内地名创门店 340-450 家，海外名创门店 550-650 家，前 3 季度公司进度完成约八成，门店扩张稳步推进中。名创优品的产品定位和多元化门店经营模式赢得了市场好评，预计未来在中国市场的收入将继续保持双位数增长。TOP TOY 品牌也在悦己消费趋势下实现了良好增长。海外市场方面，名创优品加速布局，未来有望继续维持高双位数增速。我们认为，未来三年公司出海将进一步打开增长空间，海外拓店步伐将持续略快于内地市场。我们预计单店收入和平均门店数量均呈双位数增长趋势，综合来看，未来三年海外收入有望呈现 30-40% 的亮眼表现，对公司整体收入贡献有望接近 50%。

首次覆盖给予买入评级，目标价 60 港元。名创优品于 2024 年前 3 季度展现优质的海外拓张速度和成效，辅以公司依托优质设计资源和 IP 联名而持续提升的产品力，以及持续完善的高效供应链体系助力库存优化，实现长期优质高频上新的节奏，公司未来表现应优于行业。我们给予公司 20 倍（过去 3 年平均市盈率下调 1 个标准差）2025 年平均市盈率，当前汇率目标价为 60 港元，对应 0.9 倍的 PEG。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	49.55
52周低位 (港元)	25.05
市值 (百万港元)	58,021.24
日均成交量 (百万)	6.60
年初至今变化 (%)	16.56
200天平均价 (港元)	35.97

资料来源: FactSet

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	10,086	13,839	16,708	20,810	25,230
同比增长 (%)	11.2	37.2	20.7	24.6	21.2
净利润 (百万人民币)	638	2,254	2,747	3,382	4,105
每股盈利 (人民币)	0.53	1.42	2.21	2.72	3.30
同比增长 (%)	-144.9	167.9	55.6	23.1	21.4
市盈率 (倍)	82.5	30.8	19.8	16.1	13.2
每股账面净值 (人民币)	5.15	7.40	6.67	6.71	6.86
市账率 (倍)	8.49	5.91	6.55	6.51	6.38
股息率 (%)	0.8	1.9	2.6	3.2	3.9

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

目录

公司一览4

估值5

首予买入，目标价为 60 港元（上行空间 28.2%）5

财务预测6

定位自有品牌生活家居零售和潮流玩具，捕捉双市场增长10

自有品牌生活家居零售：名创优品具强竞争优势10

潮玩：第二增长曲线成效显著14

多元门店模式：进一步构筑竞争壁垒，因地制宜打开海外空间18

多元门店模式提供灵活性18

因地制宜，积极拓展海外增长空间21

公司介绍24

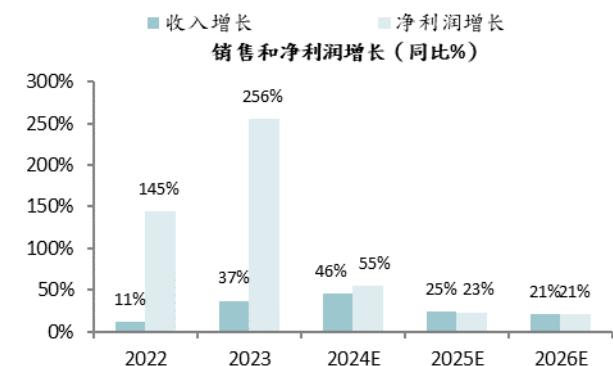
公司历史24

主要业务25

股东与管理层26

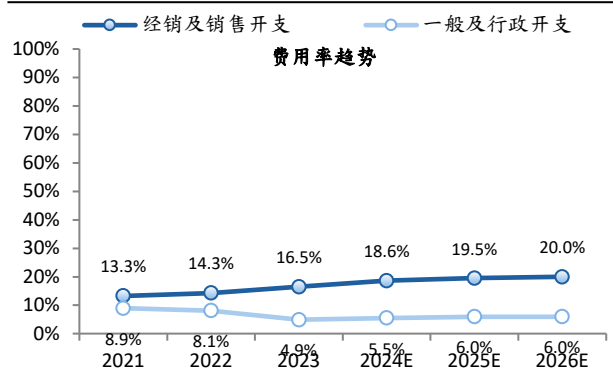
公司一览

图表 1: 预计名创优品未来收入和利润呈双位数快速增长



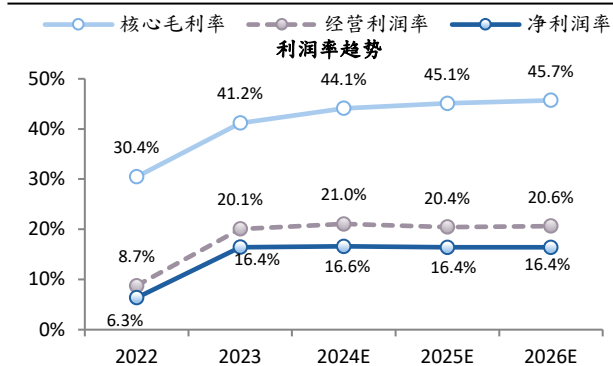
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 品牌拓张进入全球化阶段，营销费用预期有所提高



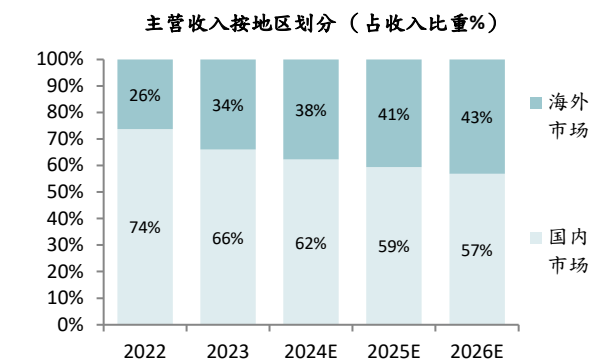
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5: 缓慢提升的毛利率抵消营销费用投入的增加，净利润率预计维持稳定



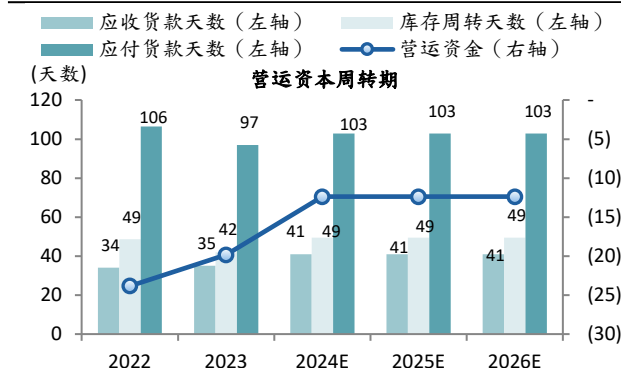
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 随着海外市场的布局加深，海外市场之收入贡献预期接近一半



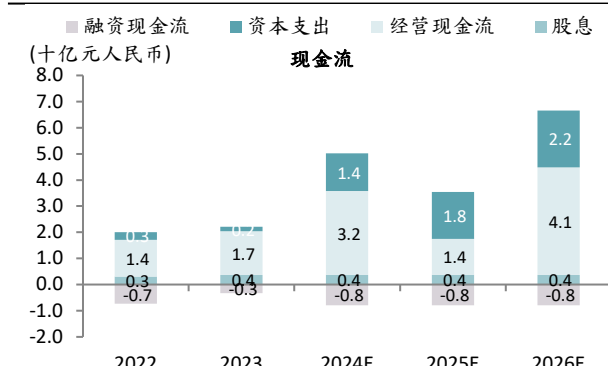
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 营运资本周转期预计维持稳定



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 6: 收入和利润的增长给予公司充足的现金流



资料来源：公司资料，交银国际预测

估值

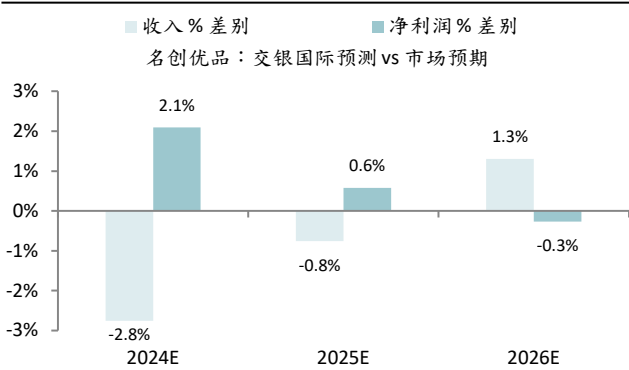
首予买入，目标价为 60 港元（上行空间 28.2%）

我们首次覆盖名创优品，给予**买入**评级，目标价为 60 港元。名创优品于 2024 年上半年展现优质的海外拓张速度和成效，辅以公司依托优质设计资源和 IP 联名而持续提升的产品力，以及持续完善的高效供应链体系助力库存优化，实现长期优质高频上新的节奏，公司未来表现应优于行业。我们选用相对估值法对名创优品进行估值，给予公司 20 倍（过去 3 年平均市盈率下调 1 个百分点）2025 年平均市盈率，目标价为 60 港元，对应 0.9 倍的 PEG。

下行风险：1) **跨国经营风险：**海外市场拓展是公司第二增长曲线，如果当地的形势或政策发生变动，可能对公司基本面带来风险；2) **门店拓张不及预期：**公司的业绩提升与国内外门店规模拓张密切相关，若公司未能维持与名创合伙人或当地代理商的关系，或是未能吸引足够的合伙人或代理商，可能导致门店拓张不及预期，从而对公司业绩造成影响；3) **品牌升级推新不及预期：**公司设定全新的品牌定位和产品策略，未来将向全球化超级品牌发展，但若该进展不及预期，可能影响公司未来的增长预期。

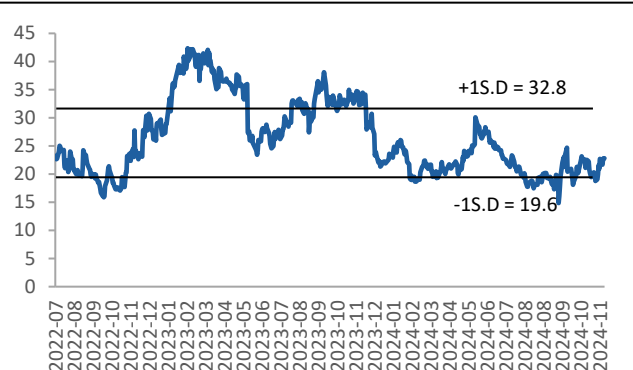
我们 2024 年的盈利预期高于市场预期约 2 个百分点，主要来自于毛利率的预期。截止 2024 年前 3 季度，公司已实现 44.1%的毛利率（一致性预期为 43.8%），我们认为海外市场的优质表现应支持毛利率在全年呈现相似水平。

图表 7: 名创优品: 交银国际 vs. 市场预期



资料来源：彭博一致预期，交银国际预测

图表 8: 名创优品: 远期市盈率



资料来源：彭博一致预期，交银国际预测

图表 9：名创优品可比公司估值情况

股票代码	公司名称	货币	收盘价 10月28日	市值	Beta	三个月 日均交易	——EPS 增长——				CAGR	PEG	——市盈率——			——ROE——		——市净率——		——股息率——		EV/EBITDA	
				十亿美元		百万美元	'24E (%)	'25E (%)	'26E (%)	'24-26E (%)		(倍)	'24E (倍)	'25E (倍)	'26E (倍)	'24E (%)	'25E (%)	'24E (倍)	'25E (倍)	'24E (%)	'25E (%)	'24E (倍)	'25E (倍)
平均							2.5	12.2	14.3	8.0	3.7	17.6	15.8	13.9	18.4	18.2	3.2	2.7	1.3	1.5	10.1	9.0	
9896 HK Equity	名创优品	HKD	45.65	7.4	1.10	46.3	53.9	23.9	17.1	27.2	0.5	19.6	15.8	13.5	25.6	26.0	4.9	4.0	2.5	3.1	12.3	10.0	
DG US Equity	达乐	USD	80.8	17.8	0.40	400.1	(22.2)	6.9	11.9	(2.4)	N/M	14.1	13.6	12.6	17.6	17.3	2.4	2.2	2.9	2.9	8.3	7.8	
FIVE US Equity	Five Below	USD	111.93	6.2	0.89	168.2	(15.0)	6.7	13.8	1.1	8.5	23.3	22.0	19.3	15.3	14.6	3.5	3.2	0.0	0.0	12.9	12.0	
DLTR US Equity	美元树	USD	71.6	15.4	0.92	324.1	(6.8)	11.4	14.4	5.9	2.1	13.3	11.7	10.3	15.1	15.0	1.9	1.6	0.0	0.0	6.9	6.4	

资料来源：各公司资料、彭博一致预期、交银国际 *截至 2024 年 12 月 10 日 *注: 3M ADTV 代表 3 个月日均成交量

财务预测

④ 2024 年前 3 季度业绩回顾

收入端稳健增长，海外增速亮眼。2024 年前 3 季度，中国内地市场实现收入 77.38 亿元人民币，同比增长 14.0%，其中，内地名创收入同比增长 11.8%，主要由平均门店数增长（同比增长 14.7%）带动；TOP TOY 收入同比增长 42.5%，平均门店数快速增长 58%，单店收入呈中个位数增长。海外市场于 2024 年前 3 季度表现亮眼，实现收入 45.43 亿元，同比增长 41.5%，海外市场的平均门店数同比增长 22.5%，单店收入呈高个位数增长。

门店扩张稳步推进，维持 2024 年海内外合计开店 900-1100 家的目标。截至 2024 年前 3 季度，名创优品品牌门店共 7186 家，净新开 773 家。分地区来看：（1）中国内地市场开店 4250 家，较 2023 年末增 324 家（直营店 29 家，较 2023 年末增 3 家；第三方门店 4221 家，较 2023 年末增 321 家）；（2）海外市场开店 2936 家，较 2023 年末增 449 家（直营店 422 家，较 2023 年末增 184 家；第三方门店 2514 家，较 2023 年末增 265 家）。TOP TOY 品牌全球共开设门店 234 家，较 2023 年末增 86 家（直营店 29 家，较 2023 年末增 15 家；第三方门店 205 家，较 2023 年末增 71 家）。2024 全年，公司计划新增国内名创门店 340-450 家，海外名创门店 550-650 家，截止前 3 季度，公司进度完成约八成，门店扩张稳步推进中。

④ 产品定位优势+多元门店模式有望共同支撑业绩继续高速增长，海外增长空间进一步打开

公司的扩展计划在亮眼的过往业绩中得到验证。此外，中国（名创优品的下沉市场和 Top Toy 的布局加密）和海外市场（文化相似度较高的东南亚、消费力较强的发达国家以及新兴市场（如中东等）未来均具备广阔的扩店空间，支撑公司未来三年门店拓展规划有望达到公司指引及我们和市场预期。具体而言：

名创优品以精致小件生活百货的定位以及精致悦己的产品风格赢得市场好评，辅以较低的终端零售价，在当前的市场环境中颇受消费者青睐，公司今年以来业绩的高速增长和拓店的步伐更是一大佐证。展望未来，随着消费信心的回稳，中国内地市场单店收入预期缓慢回升，辅以名创优品的多元门店经营模式带来的灵活性，我们认为公司将持续在中国市场（尤其是低线城市）不断拓店，未来中国市场名创优品品牌收入有望维持双位数增长。其中，在单店收入方面，尽管今年整体消费环境承压导致前 3 季度的单店收入呈现中个位数下降，但是随着整体消费趋势的复苏，之后有望呈现缓慢的回升；在门店数量方面，考虑到公司对于中国下沉市场（占据中国总人口约 70%）的布局逐渐完善，我们预计未来三年门店数量扩张速度与 2024 年进展相若（公司计划新增 340-450 家）。

收购永辉超市多元布局线下零售。展望未来，公司认为未来零售行业具备两大趋势：品质零售和兴趣消费，并将“兴趣消费”升级为全球品牌战略，持续布局多场景线下零售（如即时零售）。2024 年 9 月，公司收购永辉超市 29.4% 的股份，该交易预计于 2025 年上半年完成。管理层表示此次交易所需资金来自于自有资金部分不到 40%，公司将在当前的低息环境下充分使用借款资源。2024 年上半年公司账上现金为 64 亿元，现金流充足。在这次收购中，名创优品作为一大零售品牌，能够借助永辉超市广泛的分销网络和强供应链优势，迅速扩展市场覆盖面。

此次合作，一方面可以提升名创优品的品牌知名度，另一方面则可以丰富永辉超市的产品线，增强其竞争力。同时，通过资源整合，双方可共同研发创新出更多符合消费者需求的产品，提升消费者的购物体验。此外，中国的生鲜市场展现出较强的吸引力，通过结合永辉超市在生鲜领域的布局，名创优品也有机会在产品多样性和质量上实现突破，有利于公司长期发展前景。

值得一提的是，虽然永辉超市业务因市场竞争加剧、消费复苏温和等原因而表现承压，但是其传统大超市生态，具备渠道、分销、供应链等方面优势，为名创优品未来打造新零售生态的长期目标奠定了良好基础。随着名创优品三季度录得较好的财务运营表现，管理层亦与市场保持积极沟通，市场对二者未来的合作发展抱有一定的期待。

TOP TOY 品牌方面，今年以来受到悦己消费的影响，单店收入增速亮眼，并有望维持该趋势。公司加密了对 TOP TOY 门店的布局，今年前 3 季度已实现近 86 家门店的布局。TOP TOY 品牌成为公司收入第二增长曲线效果明显，我们预计未来三年仍将维持相似开店节奏，带动 TOP TOY 收入呈高双位数增长趋势。在单店收入方面，2024 年前 3 季度呈中个位数增长，考虑到中国市场仍处温和复苏的趋势，因此预期未来短期内维持相似增长水平。

海外市场加速发展。名创优品加速在海外市场的深耕，在渠道高质量拓展的基础上，单店收入表现出较强韧性，2024 年前 3 季度同比实现高个位数增长。美国门店已经突破 200 家，名创优品成为美国线下门店数量最多的亚洲消费品牌。名创优品全球最大的门店——印尼雅加达 Central Park 旗舰店开业，并以 118 万元人民币的销售额创下名创优品全球门店单日销售新高。展望未来，全球零售市场仍具备显著的增长潜力，包括文化相似度较高的东南亚市场，消费水平较高的发达国家市场，以及正彰显吸引力的新兴市场（如中东）。截止 2024 年前 3 季度，海外市场收入贡献公司总收入的 37.0%（2023 年前 3 季度：32.1%）。公司仍将继续拓展海外门店，进一步扩大市场版图，预计未来三年以每年超 500 间门店的拓张速度带动公司海外营收增速维持高双位数的增长趋势。

图表 10: 名创优品中国内地市场收入及门店预测

(人民币百万元)	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
中国内地市场总收入	9,134	10,409	12,358	14,353
YoY	23%	14%	19%	16%
名创优品				
收入	8,434	9,298	10,599	11,811
YoY	24%	10%	14%	11%
门店数量 (家)	3,926	4,376	4,776	5,126
新增 (家)	700	450	400	350
年内平均门店数量 (家)	3,765	4,151	4,576	4,951
YoY	10%	10%	10%	8%
单店收入	2.2	2.2	2.3	2.4
YoY	7%	-3%	3%	3%
TOP TOY				
收入	700	1,032	1,680	2,462
YoY	31%	47%	63%	47%
门店数量 (家)	148	243	363	483
新增 (家)	30	95	120	120
年内平均门店数量 (家)	133	196	303	423
YoY	24%	47%	55%	40%
单店收入	5.3	5.3	5.5	5.8
YoY	6%	4%	5%	5%
其他				
收入	79	79	79	79
YoY	0%	0%	0%	0%

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 11: 名创优品海外地区收入及门店预测

(人民币百万元)	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
海外地区总收入	4,705	6,299	8,453	10,877
YoY	78%	34%	34%	29%
门店数量 (家)	2,487	3,137	3,787	4,387
新增 (家)	300	650	650	600
年内平均门店数量 (家)	2,337	2,812	3,462	4,087
YoY	12%	20%	23%	18%
单店收入	1.9	2.2	2.4	2.7
YoY	6%	9%	9%	9%

资料来源：公司资料，交银国际预测

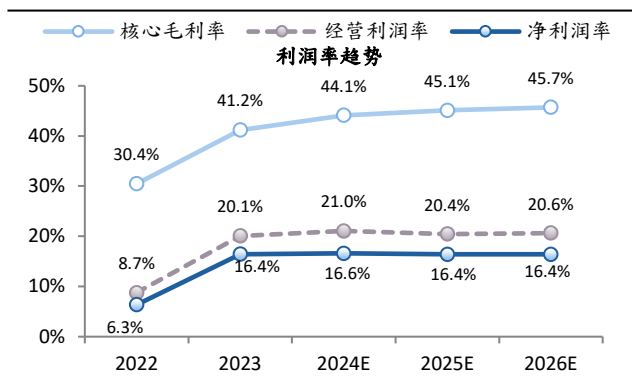
④ 盈利能力保持稳定

毛利率有望整体保持稳步提升。公司 2024 年前 3 季度毛利率实现 44.1%，同比提升 3.7 个百分点，主要得益于海外收入贡献的提升和名创优品品牌升级。考虑到品牌升级是公司长期策略之一，因此在短期内带给毛利率的积极作用或较为温和。因此，海外收入占比的提升应在短期内为毛利率提升的主要作用力。截止今年前 3 季度，海外收入贡献占比已提升至 37%，较去年同期提升约 5 个百分点，并且同店销售呈高个位数增长。相比于名创优品之中国内地线下门店的同店销售约为中个位数下滑，海外市场对毛利率增长的起到重要支撑。考虑到公司一半以上的门店均为中国内地市场的名创优品门店，并且中国内地市场仍呈温和复苏态势，因此我们认为，未来短期内，海外市场拓张将贡献主要的毛利率增长。除此之外，随着公司规模效应扩大，全产业链的运营能力的不断提升，供应链方面持续优化，如大订单量带来上游议价权的提升，公司成本控制能力将进一步提升，也将带给毛利率积极的影响。我们预计，2024 年公司毛利率将维持前 3 季度相似水平，并在 2026 年进一步提升至 45.7%。

销售费用率应有提升。费用率方面，随着市场竞争的日趋激烈，直营店数量的增加，以及品牌力的打造及加大的海外市场推广投入，因此，我们认为，未来三年名创优品于营销方面的投入应稳定增加，预计 2024 年公司经销及销售开支将增加约 2 个百分点至 18.6%，之后稳定增加至 2026 年的 20.0%。

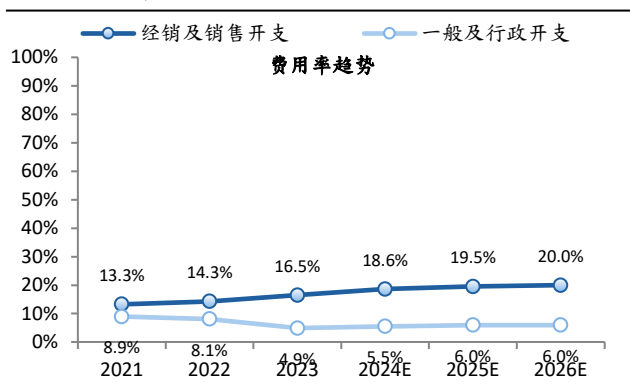
净利率预计稳定在中双位数水平。综合来看，未来公司毛利率有望稳步提升，但或被加速的市场拓张带来的营销费用的增加部分抵消。因此，我们预期净利率在 2024 年提升 0.4 个百分点至 16.6%，随后两年保持相似的水平。展望未来中长期之盈利能力，考虑到公司正布局的 TOP TOY 具备更高的单店收入，以及主营业务的规模效应则提高供应链的议价能力和渠道共享能力，进一步有利于整体的成本控制，未来盈利能力提升空间值得关注。

图表 12: 毛利率有望稳步提升，净利率保持稳定



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 13：经销及销售开支应稳步提升，行政开支预期保持稳定



资料来源：公司资料，交银国际预测

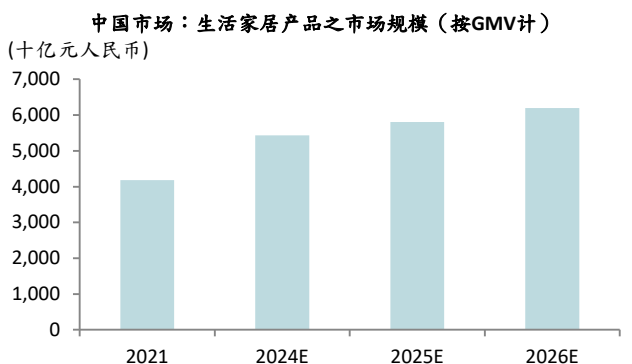
定位自有品牌生活家居零售和潮流玩具，捕捉双市场增长

公司定位于两大市场——自有品牌生活家居零售及潮流玩具市场。自有品牌生活家居零售产品是公司目前收入贡献最大的业务，主要品牌为名创优品；公司的两大品牌，名创优品和 TOP TOY 均涉及潮流玩具市场。名创优品凭借本土化的供应链优势和灵活的三种商业合作模式，成功抢占市场份额。其产品兼具潮流感、独特设计和高性价比，相较于传统商超具有明显竞争优势。此外，名创优品的门店数量显著高于同行，巩固了其市场领导地位。同时，潮流玩具市场也在快速发展，名创优品在潮玩市场注重 IP 运营，强化品牌认知，凭借强大的渠道布局和供应链管理，保持了竞争力。

自有品牌生活家居零售：名创优品具强竞争优势

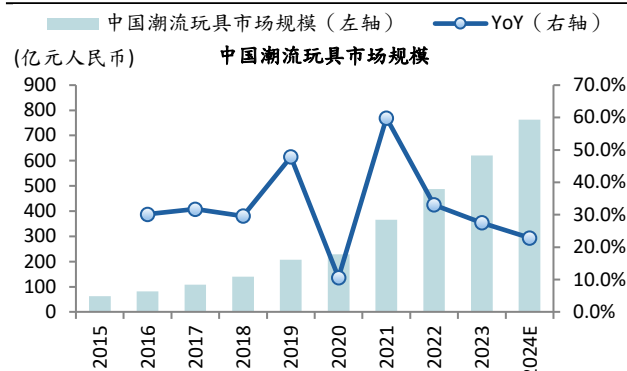
生活家居用品：中国零售市场中增长最快的细分市场之一。消费者对品质生活和家居生活的需求在过去几年得到了大幅度的催化，带动了相关需求的增加。同时，受到新型产品形态和潮流消费趋势的推动，整体市场增长空间可期。2024 年中国生活家居用品的市场规模预计达到 5.43 万亿人民币，并预计未来以高个位数的复合增长率持续扩张。

图表 14: 中国生活家居产品市场 2024-2026 年预计 CAGR 为 8.2%



资料来源：Frost&Sullivan 预测，公司资料，交银国际

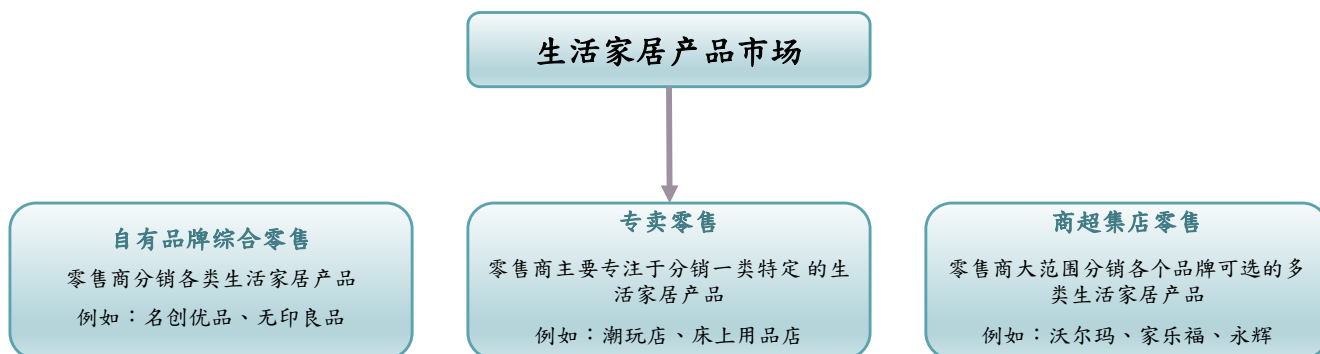
图表 15: 中国潮流玩具市场呈现高速增长，并预计在 2024 年突破 760 亿元的规模



资料来源：观研天下预测，交银国际

生活家居涵盖品类丰富，自有品牌成为新业态。生活家居包含了个人护理、配饰、数码配件、文具、日用品、纺织品等等，以上范围基本已覆盖生活中绝大多数使用场景。在消费属性上来看，多为必选消费品属性。生活家居产品市场可按照零售商类型分为三个细分市场：自有品牌综合零售、专卖零售、商超集合店零售。其中，自有品牌生活家居产品占据了自有品牌综合零售总 GMV 的 50% 以上。

图表 16: 生活家居产品市场按零售商类型分类

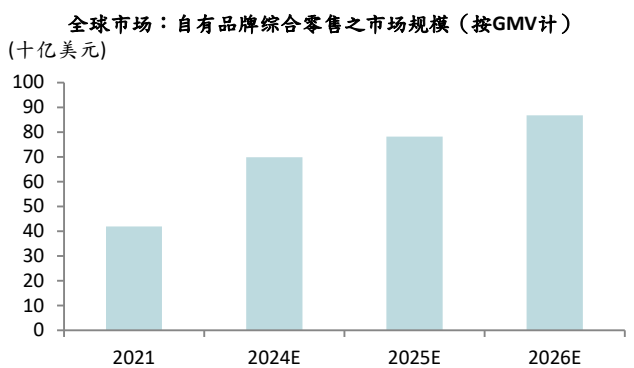


资料来源：Frost&Sullivan，公司资料，交银国际

三种业态生意属性不同。专卖零售的重点是通过经营某一特定品类从而快速获得消费者对产品、品牌或渠道的认可，经营效率的提升带来了市占率的提升。商超集合店零售则是以渠道为重点，赚取上下游的差价。而自有品牌综合零售则涉及更广，同时涉及产品、品牌和渠道。因此，可以获得产品力或者品牌力的溢价，也可以获得渠道效率增加的优势。

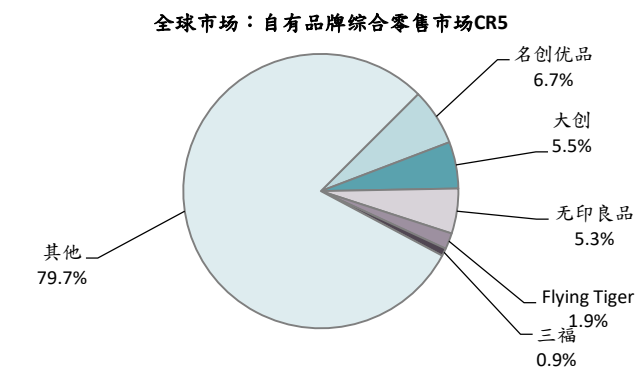
全球自有品牌综合零售的市场规模接近 5000 亿人民币，竞争格局分散。全球经济增长和生活水平不断提高，带动了全球自有品牌综合零售市场的规模增长。根据 Frost&Sullivan 的数据，全球自有品牌综合零售市场的规模（按 GMV 计）呈现了快速增长，2024 年有望达到 698 亿美元（接近 5000 亿人民币），过去三年的年复合增长率达 18.5%，且预计 2026 年达到近 868 亿美元的规模，2024-2026 年以 15.7% 的年复合增长率持续增长。经济发展带动消费者对品质家具生活用品的需求，也成为了全球自有品牌零售市场的发展根基。全球自有品牌综合零售市场的竞争格局较为分散。在全球前五大自有品牌综合零售商的 CR5 仅为 20.3%，竞争格局较为分散，名创优品以 6.7% 的市占率排名第一。

图表 17: 2024-2026 全球自有品牌零售市场年复合增长率预计为 15.7%



资料来源：Frost&Sullivan 预测，公司资料，交银国际

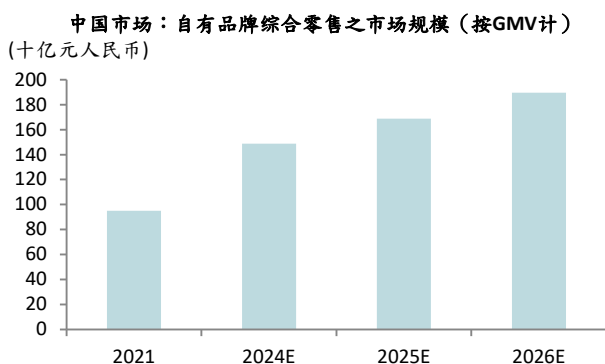
图表 18: 全球自有品牌零售市场竞争格局分散，2021 年 CR5 仅为 20.3%



资料来源：Frost&Sullivan，公司资料，交银国际

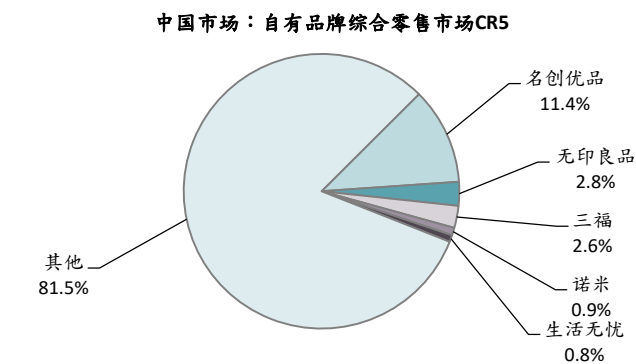
中国自有品牌综合零售市场稳步增长，竞争格局同样较为分散。我国年轻一代的消费者呈现出更加多元且具备个性化的消费习惯，因此在选择品牌时会偏好满足个性需求的品牌。消费态度的转变，也给自有品牌综合零售商带来更多机会。根据 Frost&Sullivan 的数据，2024 年中国自有品牌综合零售的市场规模有望达到 951 亿人民币，过去三年的年复合增长率达 16.1%，且预计 2026 年达到近 1895 亿人民币的规模，2024-2026 年的年复合增长率预计为 14.8%。在市场竞争格局方面，名创优品因起源于中国市场，因此相比于全球市场的市占率则有所提升，且与第二名竞争对手的份额差距较大，但是整体来看竞争格局仍然较为分散，CR5 仅为 18.5%。

图表 19: 2024-2026 年中国自有品牌零售市场年复合增长率预计为 14.8%



资料来源：Frost&Sullivan 预测，公司资料，交银国际

图表 20: 中国自有品牌零售市场竞争格局分散，2021 年 CR5 仅为 18.5%，名创优品份额优势明显



资料来源：Frost&Sullivan，公司资料，交银国际

⊕ 名创优品：自有品牌综合零售本土市场中，产业链上下游竞争均显著

名创优品所处的行业是生活家居产品市场旗下的一个细分类目，即自有品牌综合零售。在这个市场中，无印良品、flying tiger 等外来品牌的成立时间和入驻中国市场的时间较早，抓住了简约审美潮流，因此在初期占据了市场竞争优势。但是在本土化方面，未能提供对主流消费者具备吸引力的价格，以及未能在广阔的中国市场实现门店的迅速扩张。

相较而言，而名创优品通过其在本土市场的供应链成本优势，使得其终端价格更具吸引力。此外，其凭借特色的三种商业合作模式加强了渠道能力。因此，产业链上下游，名创优品在均具备明显竞争优势，抢占了其他竞争对手的市场份额。

与内地市场的竞争对手相比：（1）对于传统商超来说，名创优品的产品在具备潮流感和独特设计的同时保留了性价比，在难以完全错位竞争的品类上增强了竞争优势；（2）而经营类目相似的竞争对手（如三福、诺米等），门店数量则明显少于名创优品。

图表 21: 全球范围内主要同类公司简介

公司	成立时间	2023 年门店数	总部	主营业务
名创优品	2013	5791	中国	设计和销售生活潮流产品
无印良品	1980	1241	日本	设计和销售家居用品、厨具、文具等商品
大创	1977	5050	日本	销售化妆品、配饰、电子产品、家居用品等商品
Flying Tiger	1995	842	丹麦	销售家居用品、厨具、玩具、文具、电子产品等商品
三福	1994	1000+	中国	销售家居用品、化妆品、配饰、服装等商品
诺米	2017	600+	中国	销售家居用品、化妆品、服装等商品
生活无忧	2014	500+	中国	销售家居用品、化妆品、配饰等商品

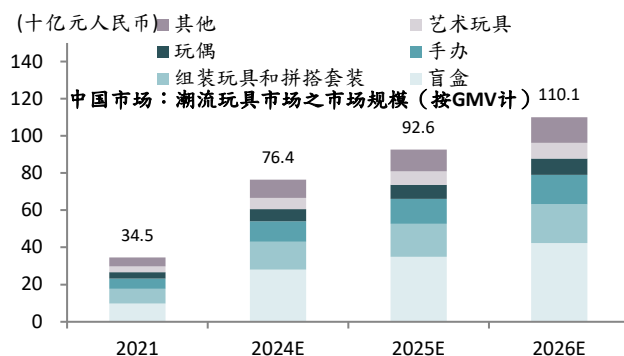
资料来源：各公司官网，交银国际

潮玩：第二增长曲线成效显著

④ 中国潮玩市场：扩张较快且多元发展

根据数据显示，中国潮流玩具行业规模从 2015 年的 63 亿元增长至 2023 年的 621 亿元，8 年内实现了十倍的规模扩张，对应 8 年 CAGR 达 33%，并预计在 2024 年维持高速增长趋势并突破 760 亿元。中国潮流玩具行业的快速增长的主要驱动人群来自于 Z 世代和千禧一代，这部分消费人群的消费需求更加个性化和多样化，与潮玩行业的最主要的特征“潮”相符。随着消费者需求和市场趋势的变化，潮玩行业不仅在本身形态方面体现个性化、多样化的特征，同时在产品类别上也进行了不断地丰富，发展出盲盒、积木、毛绒玩具、动漫周边等多元细分领域，且均呈现出持续扩大的趋势。

图表 22: 潮玩行业的各细分市场预计持续扩张



资料来源：Frost&Sullivan 预测，公司资料，交银国际

④ 潮玩行业内玩家各具特色，未来竞争格局具备想象空间

中国潮玩市场的主要玩家包括泡泡玛特、52toys、TOP TOY、寻找独角兽、酷乐潮玩等，整体来看，布局潮玩上下游全产业链，且线下零售门店成规模的玩家较少。

在产业链一体化玩家中，名创优品和 TOPTOY 的渠道布局强于 52toys。泡泡玛特和 TOPTOY 的运营思路有所不同：名创优品注重 IP 的挖掘和运营，构建优质 IP 矩阵，形成品牌认知效应。而 TOPTOY 则以多品类整合为主，以多元潮玩产品（如盲盒、积木）完成全年龄段和全价位段的覆盖。潮玩集合店的优势集中在供应链和渠道。

图表 23: 潮玩行业竞争格局分为全产业链玩家、侧重上游设计玩家、侧重下游零售玩家

产业链	品牌	渠道	核心竞争力	主要 IP
产业链一体化	泡泡玛特	363 家门店 2190 家机器人商店	IP 布局丰富；自有及独家 IP 孵化与运营；自有零售渠道	自有 Molly/Pucky 等； 独家 SkullPanda 等
	52toys	14 家门店	设计创意能力突出，注重培养挖掘设计师	Kimmy&Miki、BEAST BOX 等
	TOP TOY	234 家门店（9M24）	外采 IP 覆盖类别丰富，是一个潮玩 IP 集合平台；背靠名创优品的供应链和渠道资源	迪士尼、三丽鸥等
侧重上游 IP 运营	寻找独角兽	线上旗舰店	代理多款韩国潮流 IP；擅长 IP 与产品联名	FARMER BOB、CRYBABY 等
	若莱	线上旗舰店	国风 IP 运营	Nanci、Suri、HANHAN NAI 等
侧重下游零售	酷乐潮玩	300 多家门店	直营线下渠道布局，商品种类丰富	虎桔、焦绿猫、莱狗等
	IP 小站	657 台机器人商店	线上线下全渠道覆盖，拥有 700 多家 IP 品牌产品授权	Soony Angel、阿狸
	九木杂物社	618 家门店	直营+加盟线下渠道布局广泛，打造线下消费体验场景	罗小黑、吾皇万睡、魔道祖师等

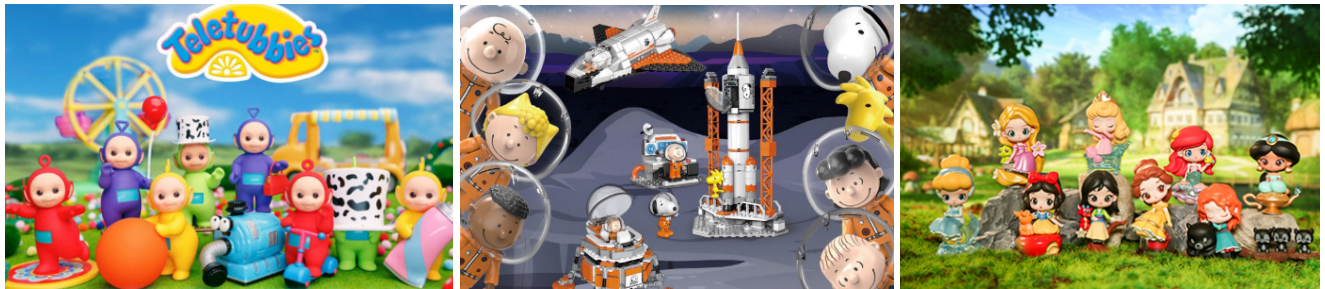
资料来源：公司资料，交银国际

TOP TOY 和泡泡玛特虽然同为潮玩行业的竞争者，但二者的经营思路有所不同。

1. 泡泡玛特的模式类似于“重资产”模式，覆盖了上游的 IP 开发设计、产品的制作以及下游的销售，IP 多采取买断或者独家的方式。这种模式具备强潮流和新鲜感的竞争实力的同时，也带来的一定的成本压力。
2. TOP TOY 的模式则可以比作“轻资产”模式，主打“潮玩集合店”的概念，定位也更加多元（包括盲盒、艺术潮玩、日漫手办、拼装模型等七大和新品类）。在 IP 组合方面也更为多样化，在 TOP TOY 的门店里经常能看到迪士尼、漫威等知名 IP 的产品，而自有 IP 产品的占比则仅为中低双位数水平，灵活性和多样性使 TOP TOY 能够更快的适应市场变化。

当前的中国潮流玩具零售市场仍处于初阶发展时期，远未达到饱和状态，且未形成市场垄断，两种经营思路难以进行过早的竞争格局预期。整体行业仍具备充足的想象空间，未来发展版图值得期待。

图表 24: TOP TOY 的产品组合多为知名 IP



资料来源：公司官网，交银国际

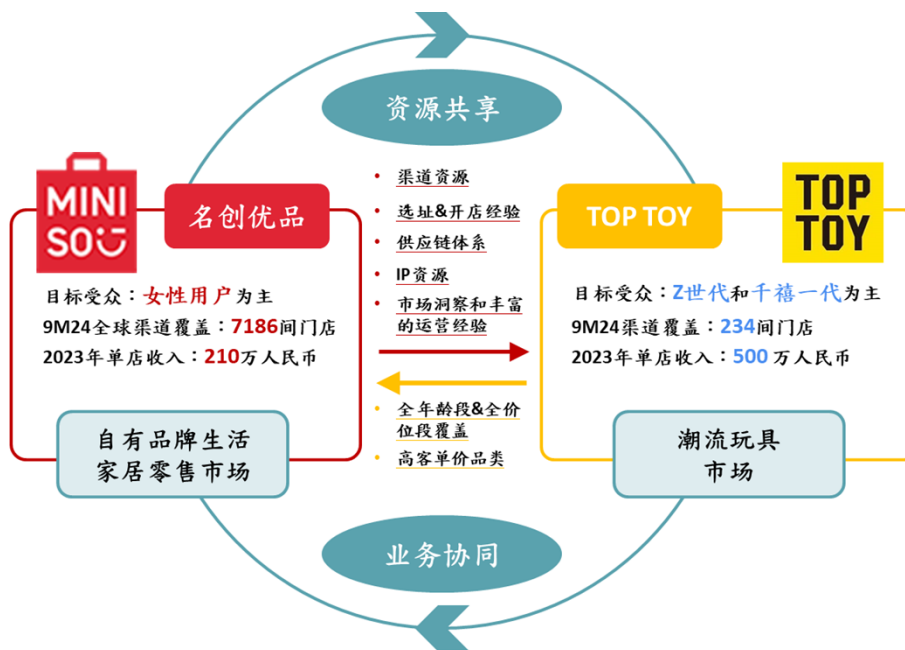
⊕ TOP TOY 另一大优势：背靠名创优品，优势互补

TOP TOY 的优势还在于其背靠名创优品这一强大的连锁领先品牌。截止 2024 年前 3 季度，名创优品门店已遍布 112 个国家和地区，合计 7186 间门店，拥有丰富的选址和开店经验。辅以公司已有的供应链体系、IP 资源、市场洞察和丰富的运营经验，使得 TOP TOY 能够迅速拓张。

从客户群体来看，除了较高的性价比外，名创优品以个人护理、彩妆等用品为主，因此女性用户为名创优品品牌的主流客户群。相比之下，TOP TOY 拥有更高的客单价，2023 年名创优品品牌之单店收入为 210 万人民币，而 TOP TOY 品牌门店单店收入则为约 500 万人民币。

尽管两大品牌的市场定位有所不同，但是资源共享和强大的协同作用，为 TOP TOY 未来的发展提供了强大的支持。

图表 25: TOP TOY 与名创优品：资源共享，业务协同



资料来源：公司官网，交银国际

⊕ TOP TOY 未来经营模式：潮流文化聚集地？

潮玩市场的快速崛起为 TOP TOY 的成长提供了良好的环境。除了作为潮玩集合店的特征，TOP TOY 还积极探索社群营销策略，通过与消费者建立更紧密的联系，强调共同兴趣的交流。这种方法不仅增强了消费者的品牌忠诚度，还为品牌塑造了积极的社群形象。其线下门店不仅仅是销售产品的场所，更是潮玩爱好者交流的中心。在这样的环境中，消费者不仅能够体验到潮玩产品的乐趣，还可以与志同道合的朋友分享对潮流文化的热爱。这种社交性质的体验不仅利于消费行为的发生，还将新 IP 在目标客群中的宣传效率提升到新的高度。

图表 26: TOP TOY 有望发展为潮流文化聚集地



资料来源：公司官网，交银国际

多元门店模式：进一步构筑竞争壁垒，因地制宜打开海外空间

根据不同的市场环境，名创优品因地制宜地选取不同的模式在不同的市场进行门店扩张。名创优品通过三种合作模式实现快速市场拓展，克服传统直营模式的短板。其主要竞争优势在于高性价比和多样化的 SKU。直营模式因重资产导致经营负担，而加盟模式则管理效率低，品牌控制力受限。为此，名创优品在保留直营模式的基础上，引入合伙人模式和代理模式。合伙人模式使公司以轻资产方式快速扩展门店，合伙人负责初始投资及运营，而公司提供指导，确保品牌管控。代理模式则在海外市场较为适用，代理商负责经营并与名创优品商定绩效目标，有助于降低市场拓展风险。直营模式在海外市场作为试点，待成熟后引入其他模式。截止 2024 年前 3 季度，名创优品已在 112 个国家和地区开设 7420 家门店，以合伙人模式和代理模式为主，快速扩张。**展望未来，我们预期合伙人模式预计持续扩张；下沉市场和海外市场仍以代理模式为主；但直营模式的海外门店数量有望提升。**

多元门店模式提供灵活性

传统模式具备短板，三大合作模式实现快速市场拓展。产品的高性价比属性和多元 SKU 属性，是名创优品的主要竞争优势，在维持产品的低价位和 SKU 数量的同时，想要实现优质的成本控制和快速的市场拓展，并且不加重公司的经营负担，需要以轻资产的运营模式进行。而零售业传统的直营模式存在一个明显的弊端，即重资产的模式会给公司带来经营负担，流动资金的压力影响开店速度；而另一种被市场熟知的加盟模式，也存在管理效率低下、终端销售折扣和价格难以把握，不利于公司对商品和品牌整体的管控。因此，公司在保留直营模式的基础上，引入合伙人模式和代理模式，快速完成全球市场的布局。

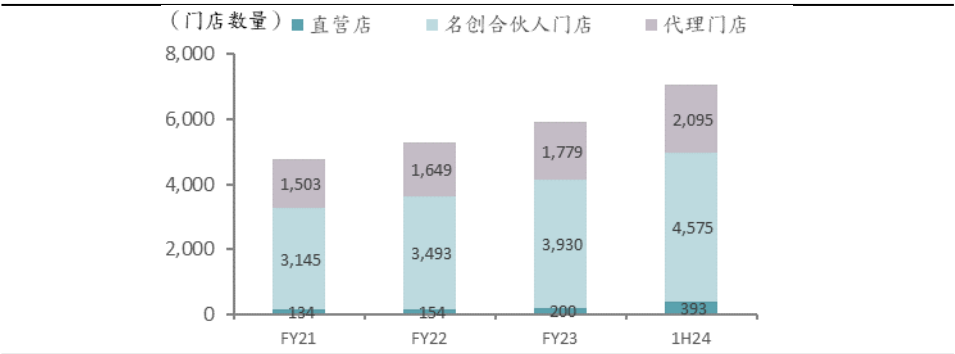
图表 27: 名创优品三大合作模式之对比

模式	合伙人模式	代理模式	直营模式
合作方式	合伙人出资，公司总部运营，保留存货的所有权，直到商品卖给消费者。公司获取的收入包括收入按商定比例分成、货品保证金和特许商标使用金	代理商与公司订立授权许可协议和销售协议的买卖关系	总部直接管理门店运营
资产模式	轻资产	轻资产	重资产
门店数量	4,401	2,095	372

资料来源：公司资料，交银国际

注：门店数量截止 2024 年 6 月 30 日

图表 28: 不同门店模式之门店数量拆分



资料来源：公司资料，交银国际

合伙人模式是公司开设新店的主要模式。在布局内地市场的过程中，绝大部门的名创优品门店都采用了合伙人模式。合伙人模式是一种“直营+加盟”的合租模式，合伙人负责门店的选址、承担品牌使用费、门店装修及货品保证金等初始投资费用，以及门店租金等日常运营开销。而公司则在门店运营的重要环节提供指导，并按照约定的比例进行门店销售额的分成（加盟商收入其日营业额的38%，食品为33%）。

这种模式使公司以轻资产的方式快速进行门店网络的拓展，保持了公司对门店货品和品牌的管控力，并且使合伙人获得有吸引力的投资回报。通常内地市场的名创合伙人一般在开店后 12-16 个月内可收回门店投资。

初始投入较低及投资回收期可预期且较短，是吸引众多合伙人的重要因素。随着名创优品对中国下沉市场的布局逐渐完善，合伙人模式仍预计持续扩张。

图表 29: 名创合伙人政策

	名创合伙人	公司
特许商标使用金	市级店铺 2.98 万人民币/年，县级店铺 1.98 万/年	n.a
货品保证金	一次性收取 25 万，解除后合同全款无息返还	n.a
装修	承担装修费用	统一装修，提供方案和装修队
店铺运营费用	租金、电费等日常门店运用费全部承担	n.a
招聘	承担招聘费用和人员公司	负责统一招聘
收入分成	日营业额的 38%，食品类为 33%	日营业额的 62%，食品类为 67%
门店管理	需承担低个位数百分比营业额的管理咨询费用	负责门店管理

资料来源：公司资料，交银国际

代理模式可助公司快速拓展市场，但公司对代理商的运营参与度较低。代理商负责门店的经营，而名创优品则不参与终端门店的经营。货物采取买断机制，名创优品将货品批发给代理商，代理商则进行后期的销售。在代理商模式下，公司与代理商商定绩效目标，按绩效完成情况决定是否续约。为控制试错成本，公司在文化存在较大差异的海外市场采取代理模式，借助当地知名的零售企业的渠道资源拓展市场，扩大门店网络。例如，公司在墨西哥市场与当地首富 Carlos Slim 合作，后者拥有零售集团 Carso Group，旗下经营着第二大连锁餐饮集团 Grupo Sanborns、Sanborns 百货等多项业务。依托本地资源和经验，名创优品得以快速扩

张。另外，由于不同海外市场的具体情况差异较大，代理模式带给公司的风险较小。除了中国下沉市场，海外市场是公司另一重点扩张方向。代理模式门店数量有望持续提升。

图表 30: 代理商与公司的职责区分

	代理商	名创优品
货品保证金	需支付一定数量	n.a
商品	向名创优品购买	向代理商销售
店铺运营费用	租金、电费 etc 日常门店运用费全部承担	n.a
招聘	负责员工招聘	n.a
门店管理	负责门店运营、产品定价等	确保门店质量和管理风格，提供门店运营及员工培训等方面指导，监督代理商门店运营
合作期限	通常为 2-10 年	

资料来源：公司资料，交银国际

高度统一的直营模式。直营模式指公司总部直接对终端门店进行控制和管理，公司对门店拥有最高的控制权，管理效率较高，品牌形象面临的经营风险较低。同时，公司直接接触终端消费者，品牌和消费者之间的粘性较强，便于快捷捕捉消费者偏好和情绪的变化。因此，在市场潜力较大的海外市场，名创优品开设直营店作为试点门店，待门店模式趋于成熟并具备不错的市场反馈时，引入其他两种门店模式以加速该市场的拓张。尽管未来公司将拓展更多的海外市场，但是短期内仍将以风险更低的代理模式为主。

图表 31: 名创优品直营门店形象



资料来源：公司资料，交银国际

因地制宜，积极拓展海外增长空间

④ 灵活独特、因地制宜的门店运营模式积极作用于全球拓张

截止 2024 年上半年，名创优品门店已遍布 111 个国家和地区，合计 7063 间门店。公司于国内开设名创优品品牌门店 6868 家，其中直营/合伙人/代理门店数量分别为 29/4063/23/家，分别占中国门店总数的 0.7%/98.7%/0.6%；海外合计开设名创优品门店 2753 家，直营/合伙人/代理门店数量分别为 343/338/2072 家，分别占海外门店总数的 12.5%/12.3%/75.2%。

回望过去 3 年，名创优品品牌门店净新增数量最多的是中国市场的合伙人模式门店，以及海外试产的代理门店，分别新增了 1144 家和 584 家。究其原因：

1. 在内地市场方面，出于对本地市场经营环境和消费者动态的熟悉程度和掌控难易程度，相比于带给公司较大经营负担的直营门店和可能带来品牌风险的代理模式，合伙人模式则更加受到合作方的欢迎。
2. 在海外市场方面，一方面因经营于文化差异大的市场可能带来较大的沉没成本和风险，另一方面，在没有深耕过的海外市场不具备优质的渠道资源，因此代理门店的模式成为公司拓展海外市场最主要的方式。

图表 32: 名创优品分品牌之门店数量拆分

名创优品	FY21	FY22	FY23	1H24	FY21-1H24 门店增幅	FY21-1H24 门店净新增
名创优品品牌门店	4,749	5,199	6,413	6,868	45%	2,119
中国市场	2,939	3,226	3,926	4,115	40%	1,176
直营店	5	14	26	29	480%	24
名创合伙人门店	2,919	3,195	3,878	4,063	39%	1,144
代理门店	15	17	22	23	53%	8
海外市场	1,810	1,973	2,487	2,753	52%	943
直营店	127	133	238	343	170%	216
名创合伙人门店	195	208	283	338	73%	143
代理门店	1,488	1,632	1,966	2,072	39%	584
TOP TOY						
	FY21	FY22	FY23	1H24	FY21-1H24 门店增幅	FY21-1H24 门店净新增
TOP TOY 品牌门店	33	97	148	195	491%	162
直营店	2	7	14	21	950%	19
名创合伙人门店	31	90	134	174	461%	143

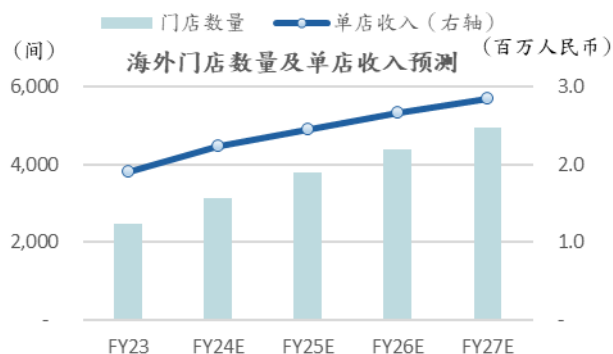
资料来源：公司资料，交银国际

⊕ 公司海外业务加速拓展

2024 年以来海外拓展呈明显加速。2024 年上半年海外业务收入达 27.3 亿元，同比增长 42.6%。海外市场的名创优品门店的总 GMV 同比增长 41.1%，北美/欧洲/拉丁美洲/亚洲（除中国市场）分别增长 84.6%/37.7%/16.2%/32.4%。

究其原因，则来自于**同店 GMV 和门店数量拓张共同积极作用**。从同店 GMV 增长来看，北美/欧洲/拉丁美洲/亚洲（除中国市场）分别于上半年增长 12.3%/21.3%/10.4%/15.0%。上半年海外市场净新增 566 间新店，其中门店增量最多的地区分别为亚洲（除中国市场）和北美地区，分别新增 278 间和 111 间。3 季度延续了高增趋势，海外收入达 45.4 亿元，门店数量年初至今新增了 623 间。

图表 33:公司持续拓展海外市场，门店数量预计持续增长



资料来源：公司资料，交银国际预测

⊕ 出海较迟但进程可观，高速拓张赢得市场份额

相较于成立时间更早且率先开启出海之路的全球综合零售商，如无印良品等，名创优品的成立时间较晚，出海的时间也相对较晚。然而，名创优品凭借其多元化的门店模式、强大的供应链体系以及积极的出海战略，自 2015 年开始国际拓展，经过九年的快速发展，已于 2024 年 3 季度在 112 个国家和地区布局了 7420 间门店。

这一显著的门店扩张能力使得名创优品在全球市场的占有率达到了 6.7%，位居首位，远超其他零售商。名创优品的成功，不仅体现在门店数量的增加上，更在于其对市场的深刻理解和灵活应对能力。随着市场环境的变化和消费者需求的演变，名创优品在出海期间不断优化其业务布局，确保品牌能够适应不同地区的文化和消费习惯。这种灵活性使得名创优品能够在竞争激烈的全球市场中快速站稳脚跟。

图表 34: 名创优品之海外市场覆盖（部分）

毛里求斯 miniso.mauritius	加纳 miniso.ghana	塞尔维亚 miniso.serbia	科索沃 miniso.kosovo	厄瓜多尔 miniso.ecuador	白俄罗斯 miniso.by	塞尔维亚 miniso.serbia
肯尼亚 miniso.kenya	卢旺达 miniso.rwanda	土耳其 miniso.turkey	以色列 miniso.israel	哥斯达黎加 miniso.costarica	格鲁吉亚 miniso.georgia	土耳其 miniso.turkey
埃及 miniso.egypt	摩洛哥 miniso.morocco	匈牙利 miniso.hungary	罗马尼亚 miniso.romania	危地马拉 miniso.gt	俄罗斯 miniso.ru	匈牙利 miniso.hungary
阿联酋 miniso.uae	巴林 miniso.bh	爱沙尼亚 miniso.estonia	葡萄牙 miniso.pt	乌拉圭 miniso.uruguay	哈萨克斯坦 miniso.kazakhstan	爱沙尼亚 miniso.estonia

资料来源：公司官网，交银国际

⊕ 未来，名创优品将着重“加密”现有布局，进一步巩固和拓展其市场份额

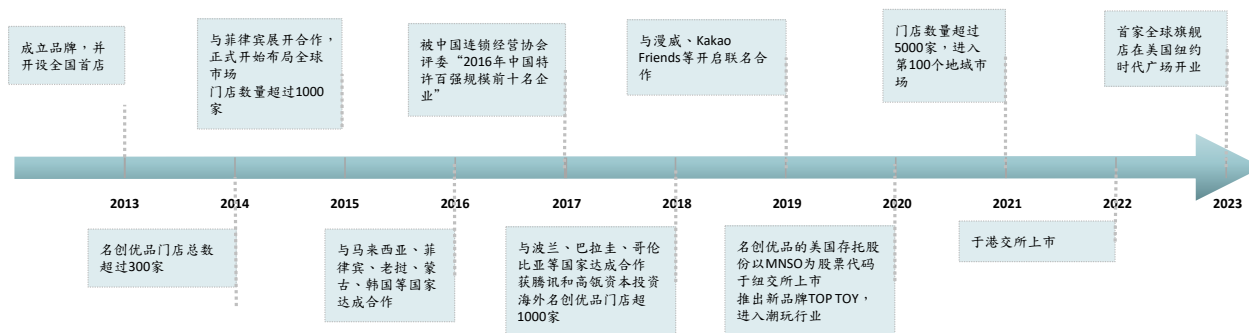
加密策略将体现在多个方面，除了门店数量的增加外，更是增强门店的运营效率、提升消费者体验，以及加强与当地市场的互动。名创优品计划通过精细化管理和数据分析，识别潜在的增长机会，以实现更高的市场渗透率。此外，名创优品还将加强对现有门店的支持，提供更多的培训和资源，帮助门店在竞争中保持优势。这种加密策略不仅旨在提升每个门店的盈利能力，更是为了为品牌在全球范围内建立起更为稳固的市场基础。通过持续的努力，名创优品将能够在未来的市场竞争中，保持其领先地位并实现更为可持续的增长。

公司介绍

公司历史

名创优品，自有品牌生活家居综合零售龙头企业。公司于2013年成立“名创优品”品牌，同年于广州开设首家门店。目前已经成功孵化出两个品牌，分别是名创优品和TOP TOY，至2024年前3季度，门店数量分别达7186家和234家。公司已将旗舰品牌“名创优品”打造为全球性品牌，以多品类、高频上新为主要特色。

图表 35: 名创优品的发展历程



资料来源：公司资料，交银国际

对公司自成立以来的发展历程进行拆分，主要可以分为以下四个阶段：

- 2013-2015，创立品牌，布局中国内地市场。**创始人于日本旅行时发现当地兴盛生活用品专卖店，商品设计美观且价格实惠。创始人获得灵感后，与日本设计师联手创立名创优品，主营产品包括日用百货、创意家居、食品、饰品等。同年11月，在广州中华广场开设第一家门店。2013-2015年，名创优品在内地市场迅速扩张，截至2015年底，门店数量已达1075家。
- 2015-2021，国际化视野，开启全球布局。**名创优品于2015年开启全球化布局，从文化较为相似的国家 and 地区入手。首先布局中国内地、中国香港、新加坡等华人较为聚集的区域，接着于2016年逐步进入马来西亚、菲律宾等东南亚国家，逐步完善东南亚市场的网络布局。之后再进驻地理位置更加遥远、文化相似性更低的南北美和欧洲地区。截止2021年底，公司完成了百国覆盖的目标，门店遍布全球100个国家和地区，门店数量突破5000家。
- 2021年至今，品牌升级战略，并打造第二增长曲线。**名创优品积极布局潮玩赛道，推出首个独立运营的子品牌TOP TOY。截至2024年前3季度，TOP TOY已具备9800个SKU，并在全球范围内拥有234间门店。同时，公司重新定义品牌为中国新消费品牌，将此前的“三高三低”的产品战略转变为“好看、好玩、好用”的“三好”战略，紧跟消费者需求和兴趣，强化IP赋能和合作，打造“生活好物集合店”。

主要业务

公司目前拥有的两大品牌定位不同。名创优品 MINISO 定位创意家居用品市场，涵盖生活百货、洗护、玩具、彩妆、个人护理、香水等 13 个品类；TOP TOY 则定位于潮流玩具市场，拥有近万个 SKU，覆盖了盲盒、积木、手办、玩偶等八个品类。

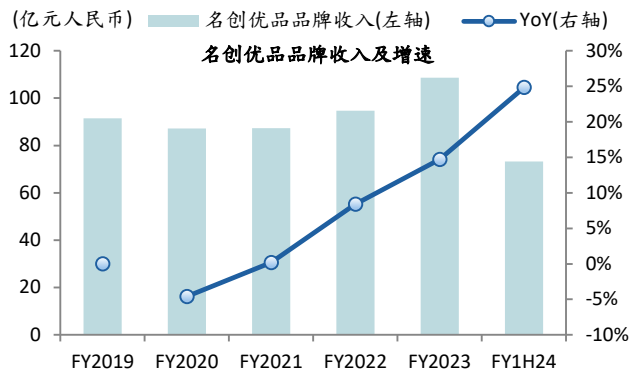
图表 36: 名创优品和 TOP TOY 产品图



资料来源：公司资料，交银国际

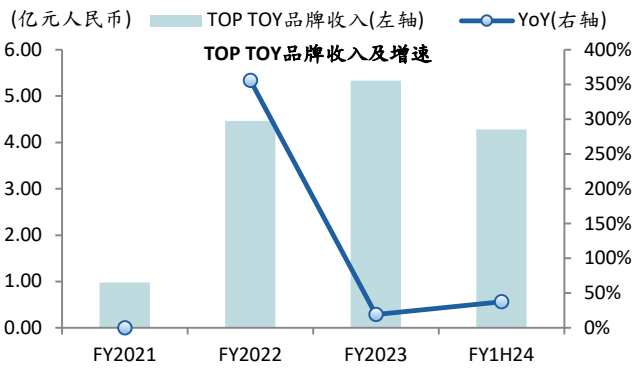
目前公司主要收入由名创优品品牌贡献；TOP TOY 为第二增长动力。2019 年至 2023 年，名创优品品牌的收入从 91 亿元增至 108 亿元，4 年 CAGR 为 4.4%，贡献了公司约 95% 的收入。TOP TOY 于首年面世后实现 1 亿元的收入，次年则增长了 4 倍至约 4.5 亿元营收，而名创优品的收入贡献也从 2022 财年降低至 95% 以下。发展至 2024 年上半年，TOP TOY 已贡献公司总收入的 5.5%，营收占比持续提升。

图表 37: 名创优品品牌收入增速逐年增加



资料来源：公司资料，交银国际

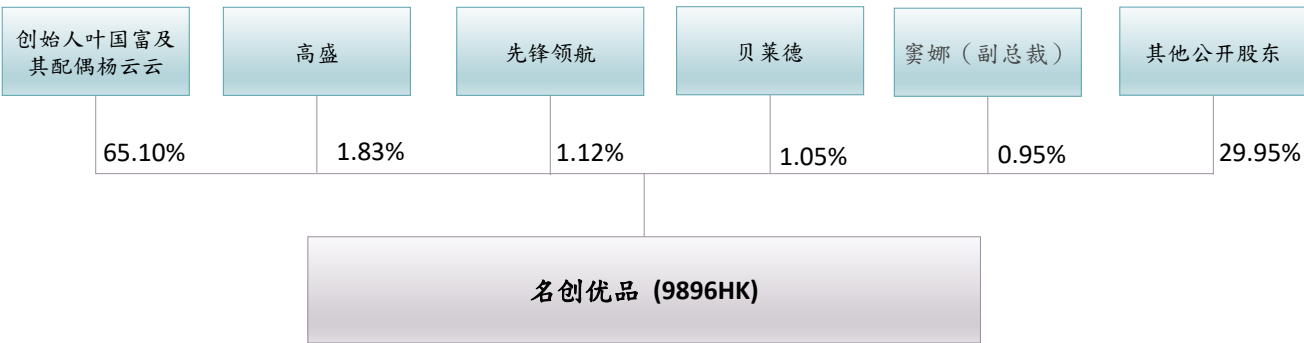
图表 38: TOP TOY 品牌增长强劲



资料来源：公司资料，交银国际

股东与管理层

图表 39: 名创优品：股权结构



资料来源：Wind，交银国际

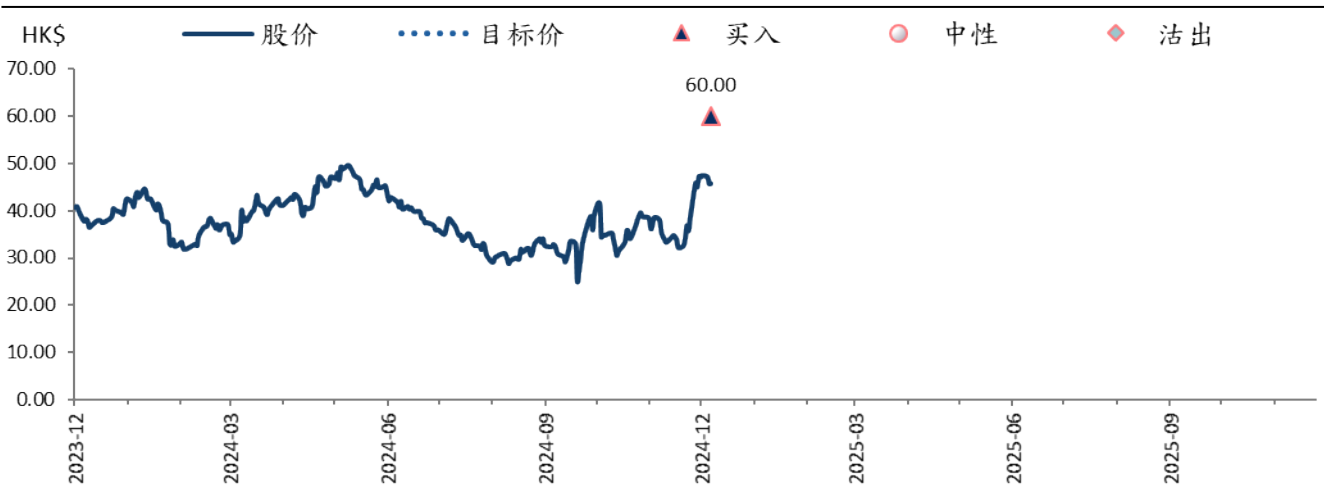
股权结构稳定集中；核心高管零售行业经验丰富。公司创始人叶国富及其配偶杨云云合计持有公司 65.1% 的股份，拥有公司的绝对控制权和决策权，公司的股权结构稳定且集中。公司创始人叶国富先生于 2005 年成立连锁美妆品牌“哎呀呀”，其门店数量于 2010 年发展至近 3000 家，年营收达 10 亿元规模。不仅创始人在零售行业具备成功经验，高管团队同样具备优质的经营经验，且多为公司原始股东，熟知公司历个发展阶段，共同助力公司长远发展。

图表 40: 名创优品：管理层介绍

姓名	职位	工作经历
叶国富	执行董事	自 2020 年起担任董事，并自上市日期起获调任为执行董事。叶先生为公司创始人，并自 2020 年起担任董事会主席兼本公司首席执行官，负责本集团的整体战略、业务发展及管理。叶先生在中国经济转型期积累了深厚的潮流的时尚品味，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。叶先生于 2001 年在中国取得中南财经政法大学经济管理大专文凭。
徐黎黎	独立非执行董事	徐女士自 2020 年起担任独立董事。徐女士自 2021 年起担任 Yalla Group Limited 的独立董事。此外，徐女士担任过智云健康科技集团、同道猎聘集团、通用电气公司的首席财务官。徐女士于 2003 年获得中国南京大学国际商务学士学位，并于 2004 年获得英国伦敦政治经济学院地方经济发展理学硕士学位。
朱拥华	独立非执行董事	朱先生自 2020 年起担任独立董事，并自上市日期起获调任为独立非执行董事。朱先生自 2017 年起成为风险投资基金 Long-Z 的联合创始人，负责 Long-Z 的整体投资。朱先生于 2005 年获得英国纽卡斯尔大学金融硕士学位。
王永平	独立非执行董事	王先生自 2021 年 11 月起担任独立董事，并自上市日期起获调任为独立非执行董事。王先生自 2016 年起担任全联房地产商会商业地产工作委员会会长，且自 2018 年起担任中国商业经济学会副会长。王先生于 1990 年在中国获得杭州商学院的经济学学士学位。
张靖京	首席财务官 副总裁 联席公司秘书	自 2023 年担任本公司的首席财务官兼副总裁。张先生曾负责公司的资本市场事务，包括投资者关系、战略投资和收购、企业战略和资金管理，在资本市场拥有 13 年的经验。张先生于 2011 年毕业于南开大学，目前就读于中欧国际工商学院金融 MBA 课程。张先生是一名特许金融分析师和中国注册会计师协会的非执业会员。
杨云云	副总裁	杨女士自 2020 年担任本公司副总裁，负责本集团营运的风险管理及内控工作。杨女士自 2018 年担任名创广州的执行副总裁，负责风险管理，并于 2018 年至 2020 年担任名创广州的董事。杨女士于 2020 年 7 月完成北京师范大学心理健康教育专业在线课程。
窦娜	执行副总裁	窦女士自 2020 年担任本公司的执行副总裁，负责本集团的产品设计及开发。窦女士自 2018 年担任名创广州执行副总裁，负责产品开发，并于 2018 年至 2020 年担任名创广州董事。窦女士于 2004 年 7 月获得中国武汉大学临床医学专业学士学位，并于 2021 年 7 月获得中国江南大学产品设计学士学位。
黄凯婷	联席公司秘书	黄凯婷女士自上市日期起获委任为联席公司秘书。黄女士于公司秘书领域拥有逾十年经验。黄女士是香港公司治理公会和英国特许公司治理公会的会员。黄女士于 2009 年获得香港岭南大学社会科学学士学位，并于 2014 年获得香港城市大学专业会计与企业治理理学硕士学位。

资料来源：公司资料，交银国际

图表 41: 名创优品 (9896 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 42: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9896 HK	名创优品	买入	46.8	60.00	28.2%	2024 年 12 月 13 日	零售
9992 HK	泡泡玛特	买入	92.95	103.65	11.5%	2024 年 11 月 27 日	潮流玩具
1876 HK	百威亚太	买入	7.30	9.39	28.6%	2024 年 11 月 28 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	26.35	37.29	41.5%	2024 年 11 月 28 日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	29.25	33.30	13.8%	2024 年 11 月 06 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	18.04	16.04	-11.1%	2024 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	9.47	12.30	29.9%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	5.90	4.00	-32.2%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	21.18	13.40	-36.7%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	9.39	10.40	10.8%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	59.50	116.00	95.0%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
000333 CH	美的集团	买入	74.00	89.90	21.5%	2024 年 11 月 04 日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	27.20	37.59	38.2%	2024 年 10 月 30 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	43.00	52.96	23.2%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	22.50	27.01	20.1%	2024 年 08 月 20 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	3.83	2.59	-32.3%	2024 年 08 月 27 日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	81.45	135.00	65.7%	2024 年 03 月 27 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	17.00	14.89	-12.4%	2024 年 08 月 19 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.50	1.01	101.0%	2024 年 08 月 14 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.74	3.06	11.6%	2024 年 11 月 05 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 12 月 13 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	10,086	13,839	16,708	20,810	25,230
主营业务成本	(7,016)	(8,140)	(9,340)	(11,425)	(13,700)
毛利	3,070	5,698	7,368	9,385	11,530
销售及管理费用	(2,259)	(2,959)	(4,033)	(5,307)	(6,560)
其他经营净收入/费用	71	37	182	172	236
经营利润	882	2,777	3,517	4,251	5,206
财务成本净额	33	205	108	214	211
其他非经营净收入/费用	(8)	0	0	0	0
税前利润	907	2,981	3,625	4,465	5,417
税费	(267)	(707)	(857)	(1,056)	(1,281)
非控股权益	(2)	(21)	(20)	(27)	(31)
净利润	638	2,254	2,747	3,382	4,105
作每股收益计算的净利润	638	2,254	2,747	3,382	4,105

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5,348	6,489	6,834	5,976	7,491
应收账款及票据	1,056	1,150	2,231	2,439	3,223
存货	1,188	1,451	2,607	3,034	3,805
其他流动资产	480	814	472	472	472
总流动资产	8,073	9,904	12,144	11,921	14,991
物业、厂房及设备	420	535	1,228	1,563	1,905
无形资产	2,405	2,599	2,942	2,942	2,942
合资企业/联营公司投资	0	0	16	16	16
长期应收收入	28	75	197	258	319
其他长期资产	356	335	295	295	295
总长期资产	3,209	3,544	4,677	5,074	5,477
总资产	11,282	13,448	16,821	16,995	20,467
短期贷款	0	0	1	1	1
应付账款	3,073	3,019	6,022	5,700	8,511
其他短期负债	715	866	1,221	1,380	1,553
总流动负债	3,789	3,886	7,243	7,082	10,065
长期应付账款	7	7	7	7	7
其他长期负债	459	637	1,252	1,539	1,849
总长期负债	466	644	1,259	1,546	1,855
总负债	4,254	4,529	8,502	8,628	11,920
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	7,032	8,901	8,296	8,344	8,524
股东权益	7,032	8,901	8,296	8,344	8,524
非控股权益	(4)	17	23	23	23
总权益	7,027	8,918	8,319	8,367	8,547

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	907	2,981	3,625	4,465	5,417
折旧及摊销	390	391	214	233	273
营运资本变动	350	(520)	1,234	(956)	1,256
利息调整	(66)	(145)	(161)	(257)	(277)
税费	(267)	(707)	(857)	(1,056)	(1,281)
其他经营活动现金流	93	158	(853)	(1,052)	(1,277)
经营活动现金流	1,406	2,159	3,203	1,378	4,111
资本开支	(290)	(174)	(1,442)	(1,796)	(2,178)
投资活动	(958)	(470)	(786)	95	95
其他投资活动现金流	(877)	350	166	262	282
投资活动现金流	(2,126)	(293)	(2,063)	(1,440)	(1,801)
权益净变动	1	0	0	0	0
股息	(306)	(371)	(371)	(371)	(371)
其他融资活动现金流	(428)	44	(425)	(425)	(425)
融资活动现金流	(734)	(326)	(796)	(796)	(796)
汇率收益/损失	30	94	0	0	0
年初现金	6,772	5,348	6,489	6,834	5,976
年末现金	5,348	6,489	6,834	5,976	7,491

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.530	1.420	2.210	2.720	3.302
全面摊薄每股收益	0.520	1.410	2.210	2.720	3.302
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	0.335	0.810	1.142	1.407	1.707
每股账面值	5.148	7.401	6.672	6.711	6.856
利润率分析(%)					
毛利率	30.4	41.2	44.1	45.1	45.7
EBIT利润率	8.7	20.1	21.0	20.4	20.6
净利率	6.3	16.3	16.4	16.3	16.3
盈利能力(%)					
ROA	5.8	18.2	18.2	20.0	21.9
ROE	9.3	28.3	31.9	40.5	48.5
其他					
流动比率	2.1	2.5	1.7	1.7	1.5
存货周转天数	48.6	42.0	49.5	49.5	49.5
应收账款周转天数	34.0	35.1	41.0	41.0	41.0
应付账款周转天数	106.4	96.9	102.8	102.8	102.8

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点多智有限公司及草姬集团控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇	(852) 3768 2850	xuan.xiong
邓志恒	(852) 3768 2795	alvin.tang
刘静	(852) 3768 2969	judy.liu
邵将星	(852) 3768 2962	jensens.shaw
罗圆	(852) 3768 2783	Jackie.Luo
刘方舟	(852) 3768 2782	Noah.Liu
张家尔	(852) 3710 3206	William.Zhang

www.bocomgroup.com