

名创优品(09896)

报告日期: 2025年01月20日

## IP 航母扬帆出海

### ——名创优品深度报告

#### 投资要点

- **核心推荐逻辑:** 跑通全球的 IP 好物集合店, “IP+零售” 打开海外增长天花板。
- **情绪消费时代来临, IP 零售行业景气向上**  
近年来, 以 IP 零售为代表的情绪消费愈发火热, 泛潮玩的市场关注度持续提升。从人均来看, 中国的人均 IP 零售消费额不及全球平均水平的 1/4, 远低于发达国家, 仍有广阔空间。我们认为行业景气的驱动力, 来自优质供给满足并创造需求: 一方面新生代消费者对商品的情绪价值需求越来越高, 一方面我国 ACG 文化行业成长, 优质 IP 供给先行, 下游 IP 衍生品相应繁荣。

- **公司核心竞争力: IP 运营嫁接于零售管理**

1) **供应链管理效率。**我们认为, 名创优品在零售的各个环节没有短板, 供应链的高效率最终体现在产品上的高周转, 这是和竞品拉开差距的一个重要壁垒。

2) **IP 运营能力。**我们认为, 名创优品已经在多年实践中具备较强的 IP 运营管理能力, 包括 IP 本土化、商品图库开发、供应链、门店渠道、市场营销等各环节的协作配合, 不是其他竞品在短期可以轻易复制的。

3) **规模优势。**MINISO 凭借全球 7186 家门店的规模优势, 能给合作方带来大量的 IP 曝光, 可在 IP 合作中转化为一定的谈判优势。并且由于线下优质铺位往往具有排他性, 因而其他竞品在门店数量上较难迅速追赶。

- **主要预期差在哪里?**

市场普遍担忧国内同店下滑、海外同店降速, 但我们对同店的预期好于市场, 主要基于:

(1) **国内:** ①IP 投放精细化运营。24 年高线城市恢复好于低线城市, 公司将持续针对不同门店, 提升产品的精细化运营水平。②发力重点品类: 二次元品类、宠物、搪胶公仔等。《第五人格》相关周边首发当天售罄 93%, 市场反馈热烈; 25 年公司将于每月上新二次元周边产品, 并与万代合作推出重磅产品。③继续深化即时零售。截至 24 年 10 月已经在全国开出约 500 家 24 小时超级店, 开出首店至今, 累计业绩破亿元, 表现出积极的增长和盈利趋势。

(2) **海外:** 我们认为 2024 年前三季度海外同店增速有所放缓的主要原因在于公司拓店过快, 稀释了门店管理精力。2021-2023 年海外分别净开 131、238、372 家门店, 而 2024 年前三季度就累计净开 449 家, 海外开店速度创历史纪录。后续随着门店运营管理资源跟上, 海外同店仍可保持较快增速。并且 2024 年直营开店加速带来较高的前置费用, 在短期内对公司利润有所稀释。随着门店规模扩大和直营业务优化, 费用率也有望持续改善。

- **潜在的催化剂是什么?**

下一个大 IP 联名接力; 同店销售见到显著改善; 子品牌 TOP TOY 单店增长超预期; 永辉超市业绩超预期。

- **盈利预测与估值**

名创优品在 IP 联名方面具备行业 TOP 级别能力, 乘“谷子经济”东风, 有望持续彰显长期价值。并且入股商超巨头永辉超市, 抓住线下零售变革机遇, 有望跑出亮眼表现。我们预计 2024-2026 自然年公司营业收入 172、213、256 亿元, 同比+24.3%、+23.9%、+20.2%。其中 MINISO 中国内地营收同比+12%、+9%、+9%, MINISO 海外营收同比+43%、+39%、+31%, TOP TOY 营收同比+48%、+61%、+33%。预计经调整净利润 28.0、35.8、43.7 亿元, 同比+19%、+28%、+22%。截至 2025 年 1 月 17 日收盘, 2025 自然年对应 PE 约为 14.5X, 维持“买入”评级。

- **风险提示**

关税提高风险、国内消费不及预期风险、海外拓展不及预期。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002

mali@stocke.com.cn

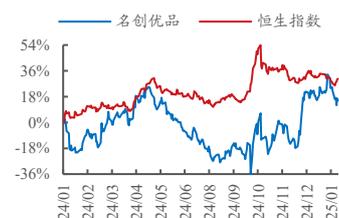
研究助理: 龚静

gongjing@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	HK\$45.00
总市值(百万港元)	56,244.23
总股本(百万股)	1,249.87

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《“谷子经济”与商超变革, 共振时点来临》 2024.12.02
- 2 《IP 嫁接零售出海, 打开增长天花板》 2024.10.29
- 3 《国内同店具韧性, 海外直营以开店驱动为主》 2024.09.01

## 财务摘要

(百万元)	<b>FY2023</b>	<b>FY2024E</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>
营业收入	11473	15391	19337	23363
(+/-) (%)	13.76%	34.15%	25.64%	20.82%
归母净利润	1769	2440	3179	4035
(+/-) (%)	177.19%	37.92%	30.31%	26.94%
每股收益(元)	1.42	1.95	2.54	3.23
P/E	21.18	20.98	16.10	12.68

资料来源：浙商证券研究所（注：FY2023 为 2022 年 7 月 1 日-2023 年 6 月 30 日，以此类推）

## 正文目录

<b>1 名创优品：以 IP 设计为特色的生活好物集合店</b>	<b>5</b>
1.1 高管伴公司成长，股权结构稳定	5
1.2 产品互补：MINISO 以家居日用百货为主，TOP TOY 以潮玩为主	6
1.3 商业模式：整合“IP+零售”上下游，渠道公司内容属性增强	6
1.4 国内竞对繁多，全球性竞对稀少	8
<b>2 行业：情绪消费时代来临，IP 零售景气向上</b>	<b>8</b>
2.1 综合零售稳健增长，IP 零售处于成长期	8
2.2 IP 零售景气正当时	9
2.3 景气驱动力：优质供给满足并创造需求	9
2.4 赛道贝塔如何体现？	10
<b>3 公司核心能力：IP 运营嫁接于零售管理</b>	<b>11</b>
3.1 行业龙一，具备规模优势	11
3.2 核心壁垒：供应链效率+IP 运营能力+规模优势	11
3.3 边际变化：四季度海外有望超预期	12
3.4 公司 $\alpha$ ：直营高增，海外空间广阔	12
<b>4 公司预期差</b>	<b>13</b>
4.1 市场预期如何？	13
4.2 我们和市场的预期差？	13
<b>5 股价上涨驱动力？</b>	<b>13</b>
<b>6 盈利预测与估值</b>	<b>14</b>
<b>7 风险提示</b>	<b>15</b>

## 图表目录

图 1: 叶国富夫妇控股 62.7% (截至 2024 年 6 月 30 日)	5
图 2: MINISO 主营 11 类创意家居产品、TOP TOY 主营 8 类潮玩产品	6
图 3: 名创优品商业模式一图看	7
图 4: 公司收入及增速	7
图 5: 公司经调整净利润及增速	7
图 6: 公司利润率变化	7
图 7: 各报告期末公司门店数 (家)	7
图 8: 按 GMV 计中国自有品牌综合零售市场 2022-2026 年预计复合增速 14.2%	8
图 9: 2022 年全球 IP 零售排名前五国家的人均消费额 (元/人)	8
图 10: Chiikawa 主题快闪店 10 小时销售 268 万元	9
图 11: “jELLYCAT” “jELLYCAT 茄子” 小红书讨论热度指数	9
图 12: 阿里鱼举办的三丽鸥嗨翻节	10
图 13: 年轻人情绪消费意愿度	10
图 14: 泡泡玛特收入及利润增速	10
图 15: 卡游收入及利润增速	10
图 16: 布鲁可收入及利润增速	11
图 17: Jellycat 收入及增速	11
图 18: 按 21 年 GMV 计中国潮流玩具市场规模前十大公司总份额共计 30.7%，TOP TOY 占比约 1%	11
图 19: 按 21 年 GMV 计中国自有品牌综合零售市场前五大公司总份额共计 18.6%，名创优品占比 11.4%	11
图 20: 名创优品已具备一套相对成熟的 IP 运营管理方法	12
图 21: 名创优品推出的海外专属 IP 联名——BT21	12
表 1: 名创优品高管团队 (截至 2024 年 6 月)	5
表 2: 公司收入拆分	14
表 3: 可比公司利润增速及估值 (截至 2025 年 1 月 17 日)	15
表附录: 三大报表预测值	16

## 1 名创优品：以 IP 设计为特色的生活好物集合店

名创优品成立于 2013 年，第一个十年稳扎稳打，建立起一整套高效的供应链体系，跻身于国内家居日用百货头部零售商之列。2023 年开启新篇章，公司正式官宣全新的品牌定位——以 IP 设计为特色的生活好物集合店，从极致性价比消费走向兴趣消费，从渠道品牌升级为产品品牌。

### 1.1 高管伴公司成长，股权结构稳定

作为公司创始人，叶国富先生先后有多段相关的创业经历，在零售行业拥有丰富经验与深刻洞察。公司管理层在零售行业亦深耕多年，且大多跟随公司多年，陪伴品牌成长，管理结构稳定。

表1：名创优品高管团队（截至 2024 年 6 月）

姓名	职务	履历
叶国富	执行董事、董事会主席兼首席执行官	公司创始人，2009 年 8 月-2018 年 8 月一直担任名创优品股份有限公司及前身的首席执行官，负责集团的整体战略、业务发展及管理。
张靖京	首席财务官	特许金融分析师、中国注册会计师协会非执业会员，在资本市场拥有 13 年经验，拥有南开大学世界史和工商管理双学位。
窦娜	执行副总裁	负责集团产品设计及开发。曾任名创优品前身公司的执行副总裁，拥有武汉大学临床医学专业学位以及江南大学产品设计学士学位。
杨云云	副总裁	负责集团风险管理及内控。曾任名创优品前身公司风险管理中心的执行副总裁，2020 年 7 月完成北京师范大学心理健康教育专业在线课程。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

截至 2024 年 6 月 30 日，叶国富夫妇通过控股名创优品的三大股东 Mini Investment Limited、YGF MC Limited 和 YYY MC Limited，实际拥有公司股权 62.7%，为公司实际控制人，股权结构稳定。

图1：叶国富夫妇控股 62.7%（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 1.2 产品互补：MINISO 以家居日用百货为主，TOP TOY 以潮玩为主

目前公司拥有两个品牌：主品牌 MINISO 和子品牌 TOP TOY。

MINISO 贡献主要营收，2023 年收入占比约 95%，主要销售 11 大类创意家居产品：生活家居、小型电子产品、纺织品、包袋配饰、美妆工具、玩具、彩妆、个人护理、零食、香水、文具和礼品。

TOP TOY 是公司 2020 年推出的新品牌，处于发展初期，2023 年收入占比约 5%。TOP TOY 是年轻人潮玩集合店，公司对 TOP TOY 的定位是中国版乐高，消费者可以花更少的钱买到相近品质的积木玩具。目前主要销售 8 类产品：盲盒、积木、手办、拼装模型、玩偶、一番赏、雕塑、其他潮流玩具。

图2：MINISO 主营 11 类创意家居产品、TOP TOY 主营 8 类潮玩产品

名创优品											
品类	生活家居	小型电子产品	纺织品	包袋配饰	美妆工具	玩具	彩妆	个人护理	零食	香水	文具和礼品
代表性产品*	蒸汽眼罩15-24片	音乐耳机	一次性洗面巾3包装	三丽鸥系列手提托特包	化妆棉签	咱们裸熊系列女生抱枕	极细眉笔	长柄气囊梳	即食鱼丸子	无火香薰	文具收纳盒
产品图											
定价(元)	45-59.8	14.9	18.8-45	59.9	10	29.9	10	15-29.9	10	19.9-39.9	29.9
TOP TOY											
品类	盲盒	积木	手办	拼装模型	玩偶	一番赏	雕塑	其他潮流玩具			
产品图											

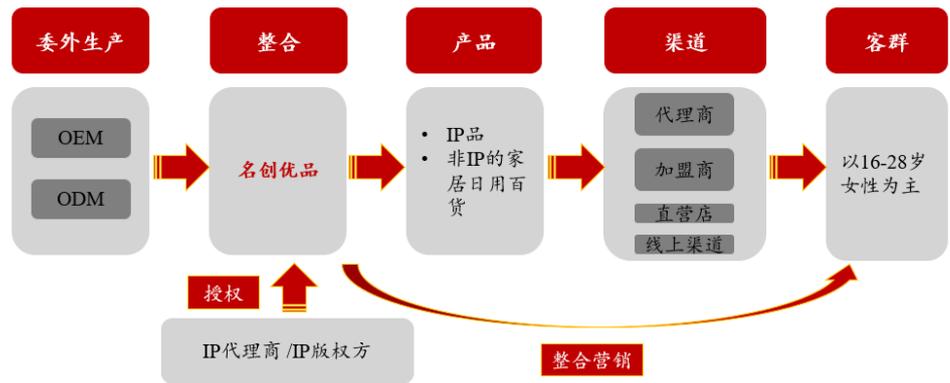
资料来源：公司公告，名创优品天猫旗舰店，浙商证券研究所整理

\*注：代表性产品除零食外，均为名创优品天猫旗舰店月销排名靠前的产品（截至 2023/6/9），天猫旗舰店不售零食

## 1.3 商业模式：整合“IP+零售”上下游，渠道公司内容属性增强

名创优品起家于连锁零售，其核心业务是整合上下游，实现产品的终端触达。经过十多年的积累打磨，公司已形成一套高效的供应链管理机制。**2019 年以来，公司发力外部 IP 合作，进一步将供应链优势拓展到 IP 的开发运营：**（1）与超 1000 个外部工厂合作，保持快速返单效率。（2）签约全球超 150 个顶级 IP 授权，对 IP 形象进行二次创作、图库开发等，输出到外部工厂批量生产。（3）管理超 1000 个代理商和加盟商，并通过直营店、线上等渠道触达消费者。（4）根据 IP 联名波段，有节奏地推出内容营销活动，带动转化销售业绩，包括但不限于：各类 IP 快闪店、盲盒节、主题店、乐园店、会员运营、用户二创等。

图3：名创优品商业模式一图看

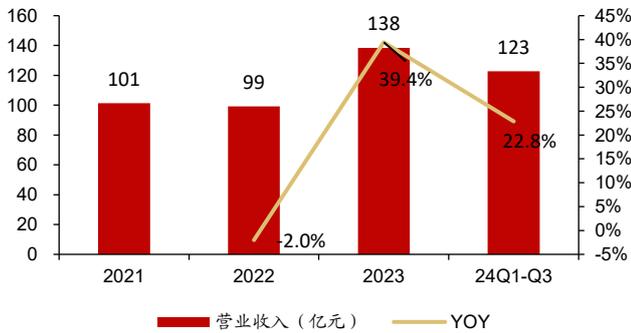


资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

在此模式下，名创优品实现了亮眼业绩：2023年、24Q1-Q3收入分别138亿元、123亿元，同比+39%、+23%；经调整净利润分别24亿元、19亿元，同比+110%、+14%。公司收入主要由线下门店贡献，每年保持稳健开店，截至24Q3末，MINISO内地共计拥有门店4250家，MINISO国外2936家，TOP TOY 234家。

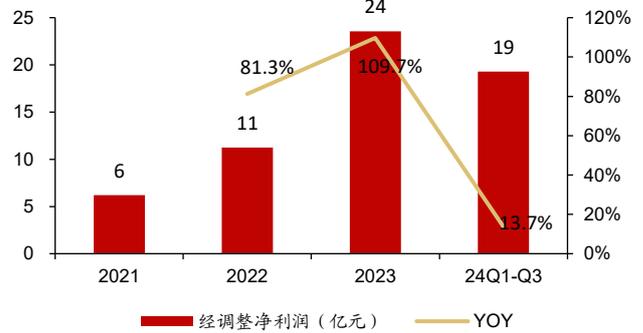
盈利能力上，随着高毛利的海外业务占比提升、IP品占比提升，公司毛利率从品牌升级前（2022年）的34.9%提升至44.1%（2024Q1-Q3），经调整净利润相应从11.3%提升至15.7%。

图4：公司收入及增速



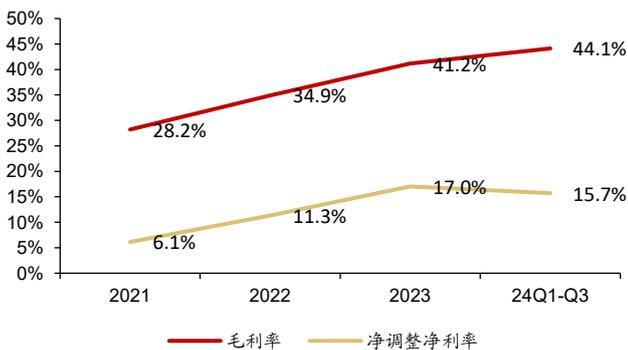
资料来源：公司官网，浙商证券研究所（此处为自然年）

图5：公司经调整净利润及增速



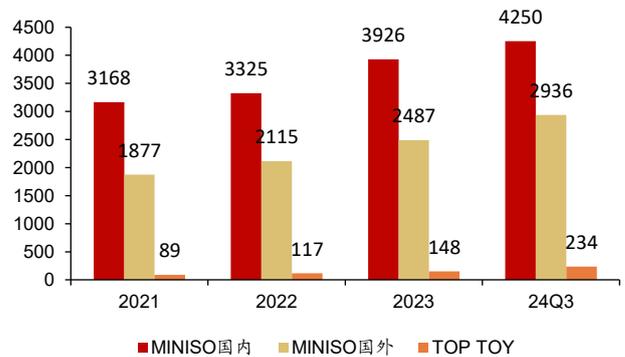
资料来源：公司官网，浙商证券研究所（此处为自然年）

图6：公司利润率变化



资料来源：公司官网，浙商证券研究所（此处为自然年）

图7：各报告期末公司门店数（家）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所（此处为自然年）

## 1.4 国内竞对繁多，全球性竞对稀少

从国内来看，由于我国轻工业发达，名创优品从诞生之初，就长期面临激烈的竞争环境。竞品包括KKV、九木杂物社、XIMIVOUE（熙美诚品）、The Green Party、酷乐潮玩、MUMUSO等，但在一众竞争者中，MINISO在门店数量上具有绝对的领先优势，产品力及IP丰富度同样占优。

从全球来看，MINISO是为数不多的跑通全球的零售品牌，从2015年开始出海，目前已进入超100个国家和地区。海外竞争者有FIVE BELOW（美国本土零售商，以5美元以下产品为主）、FLYING TIGER（诞生于丹麦的北欧风格杂货店，以创意日用品为主，门店集中在欧洲）、MOSHI MOSHI（泰国本土杂货店）、DOLLAR GENERAL（北美零售商，以低值易耗品为主）、DOLLAR TREE（北美零售商，以低值易耗品为主）、DAISO（日本零售商，全球化布局）等。MINISO在价格带、产品定位、门店选址等方面与竞品错位竞争，并通过广泛与海外代理商合作，迅速在全球拓店，熟悉各个海外市场的开店及营商环境，而竞品大多是区域性龙头，全球化运营能力不及MINISO。

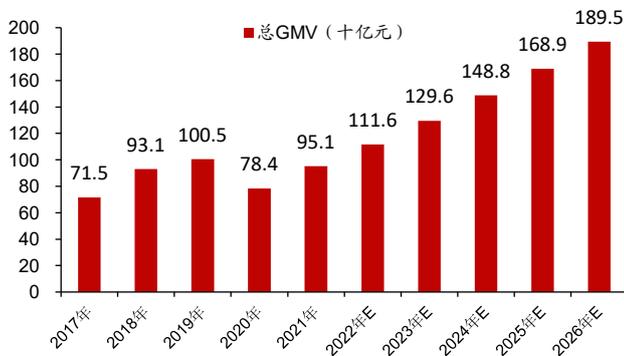
## 2 行业：情绪消费时代来临，IP零售景气向上

### 2.1 综合零售稳健增长，IP零售处于成长期

**自有品牌综合零售业务：**根据弗若斯特沙利文，未来中国自有品牌综合零售市场规模有望稳步扩大，估计2022-2026年复合增长率14.2%，2026年相较于2021年GMV翻番。

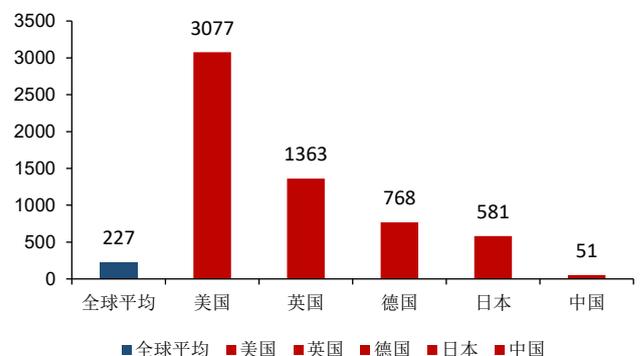
**IP零售业务：**从总量来看，中国的IP零售行业处在初期阶段，2022年全球IP零售规模前五的国家分别为美国（占比57%）、英国（占比5%）、德国（占比4%）、日本（占比4%）、中国（仅占比4%）。从人均来看，中国的人均IP零售消费额不及全球平均水平的1/4，且远低于发达国家，2022年美国、英国、德国、日本、中国人均分别为3077元、1363元、768元、581元、51元。

图8：按GMV计中国自有品牌综合零售市场2022-2026年预计复合增速14.2%



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

图9：2022年全球IP零售排名前五国家的人均消费额（元/人）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

## 2.2 IP 零售景气正当时

近年来，以 IP 零售为代表的情绪消费愈发火热，泛潮玩的市场关注度持续提升。

以 24 年 3 月的上海 Chiikawa 快闪店为例，线上预约开启当天，创上海静安大悦城小程序访问量新高；首日 10 小时销售金额高达 268 万元，创静安大悦城 IP 展单日最高销售纪录，开展 20 天累计销售金额达 2000 万元。

24 年还有一个强势出圈的品牌：Jellycat，诞生于 1999 年的英国，早期定位于婴幼儿毛绒玩具，2014 年转型为针对成人的高端礼品品牌。目前在国内能做到 300 元左右的客单价，且形成了强烈的品牌认知。千瓜数据显示，自 2019 年话题#Jellycat 在小红书上上线到 2024 年 4 月 2 日，参与话题的人数达到 26.44 万，话题浏览量高达 7.49 亿。

24 年下半年，“谷子经济”进一步点燃市场热情，给传统的线下消费注入了新活力。例如上海百联 ZX 创趣场，率先拉开了国内商场爆改二次元的帷幕，24Q1-Q3 销售收入同比上涨 84%，客流量同比上涨约 40%。成都的天府国际动漫城于 24 年 9 月开业，国庆 10 月 1 日-3 日的总客流突破 10 万人次。

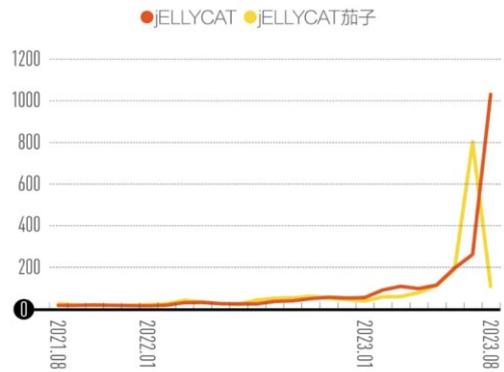
国家政策层面也有所利好。24 年 12 月，中央经济工作会议提出“积极发展首发经济”。我们认为，IP 零售以及泛潮玩行业，持续带给消费者新的认知和体验，引领消费潮流、促进消费扩容升级，有望在首发经济中扮演更加重要的角色。

图10: Chiikawa 主题快闪店 10 小时销售 268 万元



资料来源：上海市静安区人民政府官网，浙商证券研究所

图11: “JELLYCAT” “JELLYCAT 茄子” 小红书讨论热度指数



资料来源：第一财经，浙商证券研究所（数据截至 2023 年 8 月）

## 2.3 景气驱动力：优质供给满足并创造需求

**需求端：**2019 年我国人均 GDP 跨过 1 万美元大关，物质已经极大丰富，消费者尤其是新生代消费者对商品的情绪价值需求越来越高，愿意为 IP/设计/故事等支付溢价。根据《消费者心理学杂志》期刊研究，在 21 岁-34 岁年龄段人群的消费中，“体验消费”占 59%，消费品占 39%。

**供给端：**一方面，我国 ACG 文化行业成长，优质 IP 供给先行。以游戏 IP 为例，根据国家新闻出版署，2022-2024 年国产网络游戏版号分别发放 468、977、1306 个，进口游戏网络版号分别发放 44、98、110 个。其中国产 IP 输出能力越来越强，一个典型的例子是 2024 年出圈的国产 3A 游戏大作《黑神话悟空》，受到全球玩家的热烈追捧。另一方面，自 2015 年（我国的 IP 元年）以来，许多企业陆续接触并深化 IP 运营，通过与国际成熟企业

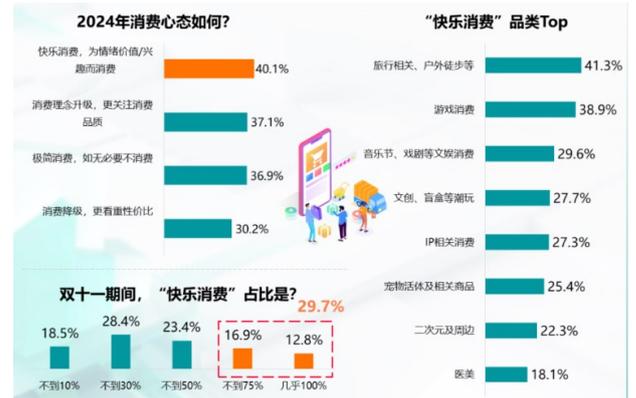
接轨，逐渐积累了 IP 联名经验，向市场输出优质 IP 衍生品。例如 2023 年阿里鱼获得了三丽鸥旗下 26 个 IP 形象在中国大陆的独家授权，为三丽鸥开发完成 30 多套图库，策划了一系列内容营销活动，包括酷洛米&美乐蒂新春营销、大耳狗生日月、618 和双 11 电商购物节、三丽鸥主题营销等。2024 年阿里鱼继续为三丽鸥开发完成 50 多套新图库，并成功落地首届三丽鸥天猫超品日，累计实现超 2000 万销售额，全网影响力超 20 亿。

图12：阿里鱼举办的三丽鸥嗨翻节



资料来源：中国企业网，浙商证券研究所

图13：年轻人情绪消费意愿度

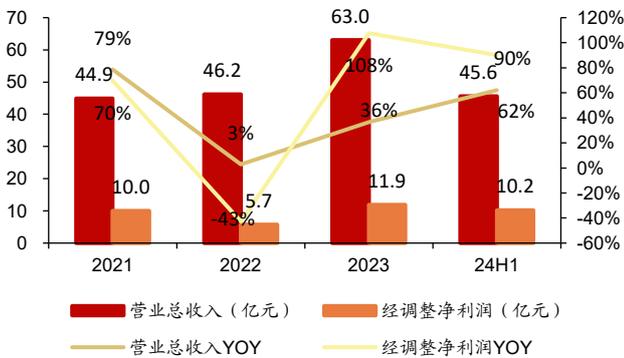


资料来源：数英网，MobTech 研究院，浙商证券研究所

## 2.4 赛道贝塔如何体现？

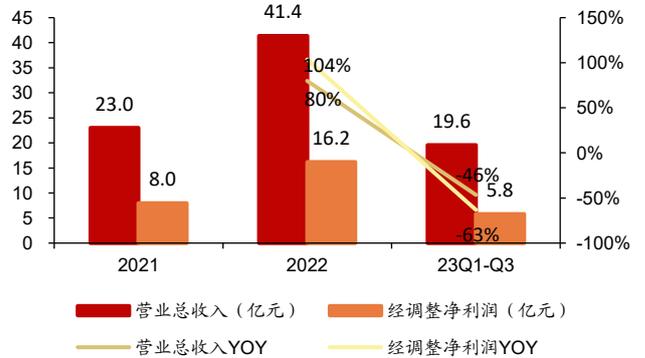
近年来，国内一众泛潮玩公司快速崛起，虽有波动，但普遍体现出很强的业绩爆发力。潮玩龙头泡泡玛特 2022-24H1 经调整净利润同比-43%、+108%、+90%；卡游 2021、2022、23 年前三季度经调整净利润分别 8.0、16.2、5.8 亿元，其中 2022 年同比+104%；布鲁可 2022-24Q1 经调整净利润分别-2.3、0.7、1.2 亿元，仅 24Q1 就远超去年全年水平。国际品牌 Jellycat 同样在 2021-2023 年录得亮眼业绩，营收同比+41%、+72%、+37%。

图14：泡泡玛特收入及利润增速



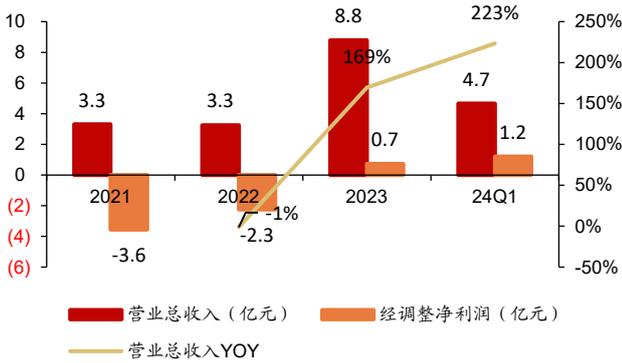
资料来源：wind，泡泡玛特公告，浙商证券研究所

图15：卡游收入及利润增速



资料来源：wind，卡游招股书，浙商证券研究所

图16: 布鲁可收入及利润增速



资料来源: wind, 布鲁可招股书, 浙商证券研究所

图17: Jellycat 收入及增速



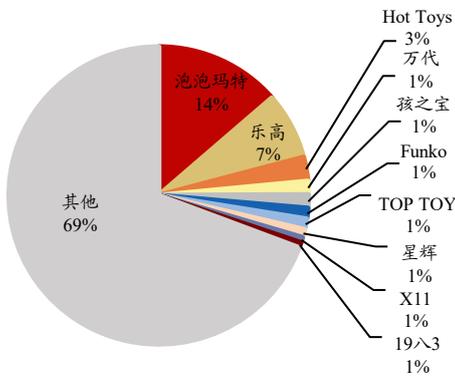
资料来源: 英国公司注册处, 浙商证券研究所

### 3 公司核心能力: IP 运营嫁接于零售管理

#### 3.1 行业龙一, 具备规模优势

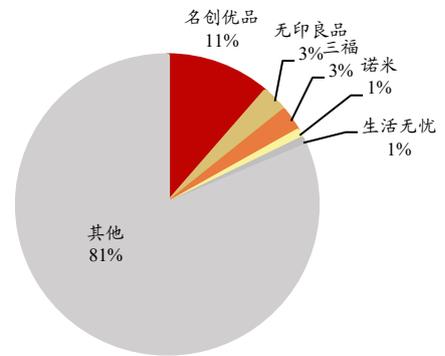
根据弗若斯特沙利文, 按 21 年 GMV 中国自有品牌综合零售市场前五大公司份额共计 18.6%, MINISO 占比 11.4% 为国内龙一。按 21 年 GMV 计中国潮流玩具市场规模前十大公司总份额共计 30.7%, 名创优品子品牌 TOP TOY 占比仅约 1%, 市占率低, 仍大有可为。

图18: 按 21 年 GMV 计中国潮流玩具市场规模前十大公司总份额共计 30.7%, TOP TOY 占比约 1%



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图19: 按 21 年 GMV 计中国自有品牌综合零售市场前五大公司总份额共计 18.6%, 名创优品占比 11.4%



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

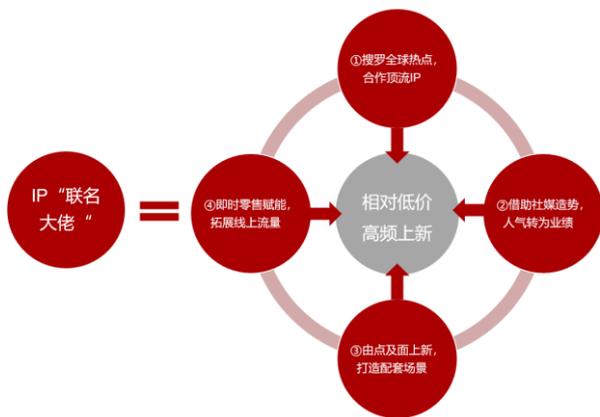
#### 3.2 核心壁垒: 供应链效率+IP 运营能力+规模优势

- 供应链管理效率。**生产端, 名创优品与超 1000 个外部供应商合作; 渠道端, 公司拥有超 1000 个加盟商和代理商; 产品遍及全球 100 多个国家和地区, 其国内可以实现“711”快速上新战略(即每 7 天从 1 万个产品组合中上新 100 个)。我们认为, 名创优品在零售的各个环节没有短板, 供应链的高效率最终体现在产品上的高周转, 这是和竞品拉开差距的一个重要壁垒。
- IP 运营能力。**复盘名创优品的联名史, 2019 全年联名的 IP 还只是个位数, 经过不断摸索, 到 2023 年每月都能至少推出 1-2 波 IP 联名, 如今的名创优品, 已和全

球超 150 个 IP 建立合作关系，拥有丰富的 IP 资源，尤其是与迪士尼、三丽鸥保持深入的合作关系。我们认为，名创优品已经在多年实践中具备较强的 IP 运营管理能力，和娴熟的联名打法，包括 IP 本土化、商品图库开发、供应链、门店渠道、市场营销等各环节的协作配合，不是其他竞品在短期可以轻易复制的。

- 3) **规模优势**。MINISO 凭借全球 7186 家门店的规模优势，能给合作方带来大量的 IP 曝光，可在 IP 合作中转化为一定的谈判优势。并且由于线下优质铺位往往具有排他性，因而其他竞品在门店数量上较难迅速追赶。

图20：名创优品已具备一套相对成熟的 IP 运营管理方法



资料来源：浙商证券研究所

图21：名创优品推出的海外专属 IP 联名——BT21



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 3.3 边际变化：四季度海外有望超预期

**24Q4 哈利波特联名产品的海外表现有望超预期**。根据公司官方披露的数据，哈利波特上新后，香港快闪店首日达 80 万港币，7 天超 500 万港币；阿联酋首发，破单店单日销售记录；阿塞拜疆首发门店单日销售+700%；多米尼加单月销售+245%；哥斯达黎加单店首发破 61 万元破纪录，海外多市场表现亮眼，哈利波特有望增厚海外四季度收入及利润。

### 3.4 公司 α：直营高增，海外空间广阔

**公司增长看海外，海外增长看直营**。24Q1-Q3 海外代理、海外直营收入分别同比 +46%、+54%。其中，海外直营自 23Q1 以来，收入增速已连续 7 个季度保持在 50% 以上。

美国作为最受关注的直营市场，H1 增长驱动主要来自开店，门店数量+50%，同店销售+12%。23 年 12 月美国仅 118 家门店，24 年 8 月第 200 家店已在洛杉矶著名景点 Santa Monica 开业，门店遍及美国 40 州。我们认为随着美国门店规模的扩大，经营杠杆有望带来利润率的逐步释放。印尼作为另一重要直营市场，也处在快速发展阶段，23Q3 末仅有 237 家门店，24Q2 末已有 300 多家店。24 年 8 月位于印尼的全球最大门店开业以来，单月最高业绩达 1385 万创历史纪录。

## 4 公司预期差

### 4.1 市场预期如何？

市场普遍担忧国内同店下滑、海外同店降速。

(1) 国内：根据公司披露的数据，24H1 国内同店销售同比下滑 1.7%，24Q1-Q3 同比下滑中个位数，表现有加速下滑趋势，并且市场暂未见到线下客流明显好转的数据，因此对同店恢复的信心不足。

(2) 海外：根据公司披露的数据，24H1 海外同店销售同比增长 16%，24Q1-Q3 同比增长为高个位数，故而市场推测单 Q3 同店有所下滑。

### 4.2 我们和市场的预期差？

我们对国内及海外同店的预期好于市场。

(1) 国内：我们认为公司采取的措施将有助于收窄国内同店降幅。①IP 投放精细化运营。24 年高线城市恢复好于低线城市，公司将持续针对不同门店，提升产品的精细化运营水平。②发力重点品类：二次元品类、宠物、搪胶公仔等。《第五人格》相关周边首发当天售罄 93%，市场反馈热烈；24Q4 已官宣联名乙女 IP “时空中的绘旅人”，推出“恋与深空”联名玩偶；25 年公司将每月上新二次元周边产品，并与万代合作推出重磅产品。③继续深化即时零售。截至 24 年 10 月已经在全国开出约 500 家 24 小时超级店，开出首店至今，累计业绩破亿元，表现出积极的增长和盈利趋势。

(2) 海外：我们认为 2024 年前三季度海外同店增速有所放缓的主要原因在于公司拓店过快，稀释了门店管理精力。2021-2023 年海外分别净开 131、238、372 家门店，而 2024 年仅前三季度就累计净开 449 家，海外开店速度创历史纪录。后续随着门店管理运营资源跟上，海外同店仍可保持较快的增速。并且 2024 年直营开店加速带来较高的前置费用，在短期内对公司利润有所稀释。随着门店规模扩大和直营业务优化，费用率也有望持续改善。

## 5 股价上涨驱动力？

**预期差的跟踪检验指标：**如上文所述，预期差的核心是同店情况。因而值得关注的指标有国内月度同店销售数据（结果指标）、24 小时超级店开店进展（过程指标）、IP 联名产品销售情况（过程指标）、新品类的销售表现（过程指标）等。

**驱动股价上涨的催化剂：**①继哈利波特之后，下一个大 IP 联名出圈。23Q3 有芭比、LOOPY 出圈联名，24Q2 有 Chiikawa 出圈联名，24Q4 有哈利波特全球联名，虽然长期来看公司并不依靠单个 IP 贡献业绩，但事实表明重磅 IP 确实能在短期内带来更高的市场关注和更多的客流，有利于同店企稳。②同店销售见到显著改善。国内以加盟为主，如果同店增速企稳甚至超预期，有利于增强加盟商拓店信心，反之则容易产生闭店风险。③子品牌 TOP TOY 单店增长超预期。与主品牌 MINISO 不同，TOP TOY 是纯粹的潮玩品牌，理应享有更高的估值溢价，但在目前的增长势能下，市场普遍未给予充分估值。④永辉超市业绩超预期。名创收购永辉 29.4% 的股权成为第一大股东，永辉超市的业绩将按权益法计入名创优品的投资损益项目。

## 6 盈利预测与估值

我们认为，名创优品在IP联名方面具备行业TOP级别能力，乘“谷子经济”东风，有望持续彰显长期价值。并且入股商超巨头永辉超市，抓住线下零售变革机遇，有望跑出亮眼表现。我们预计2024-2026自然年公司营业收入172、213、256亿元，同比+24.3%、+23.9%、+20.2%。其中MINISO中国内地营收同比+12%、+9%、+9%，MINISO海外营收同比+43%、+39%、+31%，TOP TOY营收同比+48%、+61%、+33%。预计经调整净利润28.0、35.8、43.7亿元，同比+19%、+28%、+22%。

表2：公司收入拆分

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
<b>MINISO 国内</b>				
总收入	8416	9437	10313	11228
YOY	36%	12%	9%	9%
门店数(家)	3926	4330	4680	5030
净增(家)	601	404	350	350
<b>MINISO 海外</b>				
总收入	4705	6746	9366	12232
YOY	47%	43%	39%	31%
门店数(家)	2487	3147	3747	4347
净增(家)	372	660	600	600
<b>直营市场</b>				
总收入	2257	3788	5732	7816
YOY	-	68%	51%	36%
门店数(家)	850	1247	1547	1847
净增(家)	183	397	300	300
<b>代理市场</b>				
总收入	2449	2958	3635	4416
YOY	-	21%	23%	21%
门店数(家)	1637	1900	2200	2500
净增(家)	122	263	300	300
<b>TOP TOY</b>				
总收入	680	1010	1623	2156
YOY	59%	48%	61%	33%
门店数(家)	148	253	353	413
净增(家)	31	105	100	60

资料来源：公司官网，浙商证券研究所（此处均为自然年）

截至2025年1月17日收盘，名创优品2025-2026年对应PE约为14.5X、11.9X，维持“买入”评级。根据wind一致预期，可比公司泡泡玛特2025-2026对应PE分别为32.3X、26.3X，晨光股份为14.4X、12.6X，姚记科技为15.6X、13.8X。名创优品作为零售商，内容属性不断增强，有望获得更高的估值定价。

表3: 可比公司利润增速及估值(截至2025年1月17日)

代码	证券简称	总市值 (亿元)	净利润增速				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
9992.HK	泡泡玛特*	1,086	128%	127%	37%	23%	100.3	44.1	32.3	26.3
603899.SH	晨光股份*	262	19%	3%	16%	14%	17.2	16.6	14.4	12.6
002605.SZ	姚记科技*	114	61%	10%	18%	13%	20.4	18.5	15.6	13.8
9896.HK	名创优品	519	110%	19%	28%	22%	22.0	18.5	14.5	11.9

资料来源: wind, 浙商证券研究所(除名创优品以外, 其他为wind一致预期; 名创优品为经调整净利润, 其他为归母净利润; 此处均为自然年)

## 7 风险提示

(1) **关税提高风险。**海外尤其美国是MINISO的重要增量市场, 若特朗普对中国企业乃至所有国家加征关税到60%, 则有可能拖累名创优品的美国业务。

(2) **国内消费不及预期风险。**国内仍是名创优品的基本盘, 若国内消费疲弱, 则公司有可能面临更大的同店压力, 以及产品周转风险。

(3) **海外拓展不及预期。**海外不同市场的文化、营商环境差异较大, 虽然公司出海较早, 已经具备相当丰富的当地运营经验, 但仍面临较长的本土化之路, 海外拓展有可能受阻。

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E		FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>流动资产</b>	<b>9,904</b>	<b>13,923</b>	<b>17,583</b>	<b>22,307</b>	<b>营业收入</b>	<b>11,473</b>	<b>15,391</b>	<b>19,337</b>	<b>23,363</b>
现金	6,489	9,707	12,170	15,742	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	1,150	1,069	1,438	1,799	<b>营业成本</b>	<b>7,030</b>	<b>8,763</b>	<b>10,833</b>	<b>13,143</b>
存货	1,451	1,582	2,029	2,474	销售费用	1,716	2,770	3,519	3,972
其他	814	1,565	1,947	2,291	管理费用	634	877	1,102	1,332
<b>非流动资产</b>	<b>3,544</b>	<b>4,290</b>	<b>4,990</b>	<b>5,690</b>	研发费用	0	0	0	0
固定资产	535	635	835	1,035	财务费用	(111)	(67)	(116)	(153)
无形资产	2,599	3,099	3,599	4,099	<b>除税前溢利</b>	<b>2,334</b>	<b>3,212</b>	<b>4,201</b>	<b>5,312</b>
其他	410	556	556	556	所得税	552	755	1,000	1,248
<b>资产总计</b>	<b>13,448</b>	<b>18,213</b>	<b>22,573</b>	<b>27,997</b>	<b>净利润</b>	<b>1,782</b>	<b>2,457</b>	<b>3,202</b>	<b>4,064</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,886</b>	<b>5,270</b>	<b>6,494</b>	<b>7,818</b>	少数股东损益	13	17	22	28
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,769</b>	<b>2,440</b>	<b>3,179</b>	<b>4,035</b>
应付账款及票据	3,019	2,297	3,141	3,995	EBIT	2,223	3,144	4,086	5,160
其他	866	2,973	3,353	3,824	EBITDA	2,223	3,144	4,086	5,160
<b>非流动负债</b>	<b>644</b>	<b>1,768</b>	<b>1,803</b>	<b>1,838</b>	EPS (元)	1.42	1.95	2.54	3.23
长期债务	7	42	77	112					
其他	637	1,725	1,725	1,725					
<b>负债合计</b>	<b>4,529</b>	<b>7,037</b>	<b>8,297</b>	<b>9,656</b>					
普通股股本	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>	<b>FY2023</b>	<b>FY2024E</b>	<b>FY2025E</b>	<b>FY2026E</b>
储备	8,901	11,341	14,520	18,555	<b>成长能力</b>				
归属母公司股东权益	8,901	11,141	14,220	18,255	营业收入	13.76%	34.15%	25.64%	20.82%
少数股东权益	17	34	57	85	归属母公司净利润	177.19%	37.92%	30.31%	26.94%
<b>股东权益合计</b>	<b>8,918</b>	<b>11,175</b>	<b>14,277</b>	<b>18,341</b>	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,448</b>	<b>18,213</b>	<b>22,573</b>	<b>27,997</b>	毛利率	38.73%	43.07%	43.98%	43.74%
					销售净利率	15.42%	15.85%	16.44%	17.27%
					ROE	19.87%	21.90%	22.36%	22.11%
					ROIC	19.02%	21.44%	21.69%	21.39%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	33.68%	38.64%	36.75%	34.49%
					净负债比率	-72.68%	-86.49%	-84.70%	-85.22%
					流动比率	2.55	2.64	2.71	2.85
					速动比率	2.12	2.28	2.33	2.47
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.93	0.97	0.95	0.92
					应收账款周转率	15.04	13.87	15.43	14.43
					应付账款周转率	3.82	3.30	3.98	3.68
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.42	1.95	2.54	3.23
					每股经营现金流	1.52	2.49	2.64	3.41
					每股净资产	7.04	8.91	11.38	14.61
					<b>估值比率</b>				
					P/E	21.18	20.98	16.10	12.68
					P/B	4.27	4.59	3.60	2.80
					EV/EBITDA	14.18	13.20	9.57	6.89

资料来源：浙商证券研究所（注：FY2023为2022年7月1日-2023年6月30日，以此类推）

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>