

# 名创优品 (09896.HK)

## 主业经营拐点初显， 小店策略+自有 IP 持续驱动高质量发展

优于大市

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 商贸零售 · 专业连锁 II

### ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 张峻豪	021-60933168	zhangjh@guosen.com.cn	执证编码: S0980517070001
证券分析师: 孙乔容若	021-60375463	sunqiaorongruo@guosen.com.cn	执证编码: S0980523090004
证券分析师: 柳旭	0755-81981311	liuxu1@guosen.com.cn	执证编码: S0980522120001

### 事项:

公司近期主业经营拐点显现，中报业绩也初步有所验证，后续有望随着小店模型和自有 IP 策略的持续推进，带动国内外业绩持续改善。

**国信零售观点:** 随着公司国内小店策略优化门店结构并改善运营效率，推动同店销售逐步改善；同时 IP 战略强化全球竞争力，强劲推动海外业务和 TOP TOY 品牌发展，未来随着公司持续深化 IP 战略，拓展自有艺术家 IP，并加速国内外门店结构升级，主业收入端有望提升，同时经营利润率有望逐步改善。但同时我们考虑到直营店前期需要较多费用投放，以及永辉超市仍产生较大亏损，预计对公司财务报表端仍产生较大拖累，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 22.52/28.15/32.57（原值为 30.51/36.78/45.06）亿元，对应 PE 为 24/19/17x，维持“优于大市”评级。

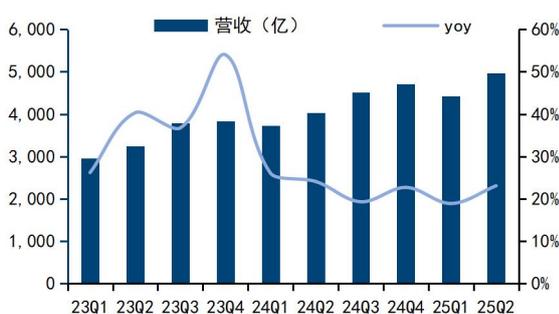
### 评论:

#### ◆ 公司主业经营拐点显现，管理层上调全年指引

公司二季度经营层面改善明显，一方面海内外同店均有所改善，同时公司逆转此前净关店趋势，带动业绩超预期增长。来看具体财务数据，名创优品单二季度实现营收 49.66 亿/yoy+23.1%，超出公司此前 18%-21% 指引上限。经营利润 8.36 亿/yoy+11.3%，经调整净利润 6.92 亿/yoy+10.6%，经调整净利率 13.9%/yoy-1.6pct。同时永辉超市自 Q2 开始并表，二季度永辉对公司净利润的影响为-1.2 亿。

在此基础上，公司管理层上调全年指引，预计 Q3 整体收入增长 25-28%，MINISO 品牌国内收入增长中双到高双（同店增长高单）；海外收入加速至 30%-35%，同店增长低中单位数；TOPTOY 品牌收入增长 70%-80%，同店增长中个位数；Q3 经营利润率环比继续改善，同比降幅继续收窄。全年来看，集团收入同比增速从 22.8%上调至 25%；经调整经营利润上调至 36.5-38.5 亿元，经营利润率降幅下半年比上半年逐步收窄。

图1: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度经调整归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

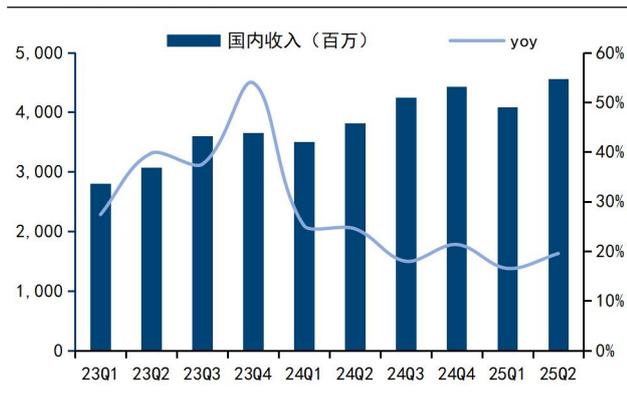
接下来我们将根据名创品牌国内、名创品牌海外，以及 TOP TOY 三大部分进行描述。

### 名创品牌国内：国内同店转正，开店扭转净关店趋势

名创优品品牌 Q2 中国内地收入 26.2 亿/yoy+13.6%，环比有所加速。国内可比门店自年初起持续回暖，目前国内单二季度同店已转正，进入三季度后，国内名创同店增速较二季度进一步加快，1 月 1 日-8 月 20 日国内同店整体实现正增长。拆分来看，2025Q2 国内同店增长主要由客单价提升拉动，同时虽上半年客流量同比仍有小幅下降，但客流量压力逐步减轻，且门店转化率持续优化。从开店角度，Q2 国内门店净增长 30 家，成功扭转第一季度净关店趋势，同时新增的 30 家门店均为 MINISOLAND 店及旗舰店，渠道升级持续推进中。

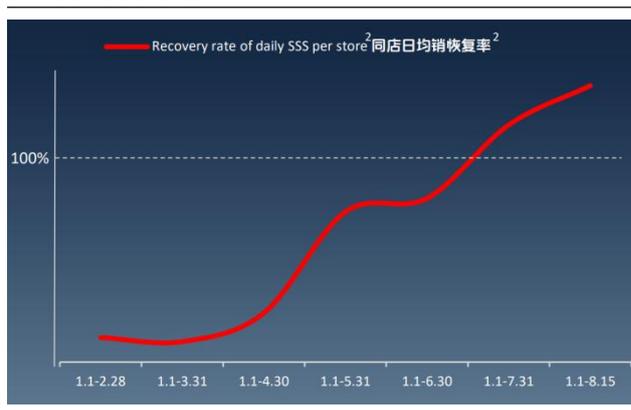
同店增长主要由以下因素推动：1) 组织层面：打通全链路，成立首席增长官团队：由商品中心牵头成立“首席增长官”团队，打通商品、营运、渠道、营销、数字化五大中心，解决过去部门分散管理的问题，实现“店铺-商品-运营”无缝对接，大幅提升执行效率；2) 产品层面：强化畅销品供给与爆品专区建设：①提升畅销品库存满足度，减少因缺货导致的客流流失；②在大店、优化后的小店中打造 IP 爆品专区，通过 IP 联名产品吸引消费，同时依托大店更大陈列空间丰富商品品类，拉动客单价；3) 运营层面：紧抓节假日人流红利：针对节假日“家庭出行密集”的特点，优化门店商品组合（覆盖成人美妆、儿童文具、全家潮流玩具等），最大化客流转化。

图3：名创品牌国内收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：国内同店表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 名创品牌海外：海外持续高质量开店增长，美国市场成效显著

名创优品海外收入 19.4 亿，同比增长 28.6%。从同店来看，二季度海外名创同店实现低个位数下降，其中欧洲、北美等重点市场同店已实现中高个位数增长，较 Q1 中高个位数下降有所改善。从门店数来看，Q2 海外净新增门店 94 家，截至上半年末海外门店累计净增长 189 家；全年仍计划净新增 500 家以上门店，海外市场空间持续释放。

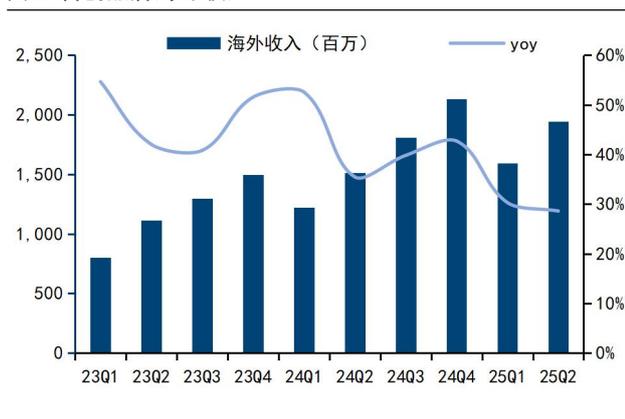
后续来看海外各区域未来增长策略也有所不同，其中北美地区延续“大店+集群开店+潮玩聚焦”策略，打磨单店模型，提升直营利润率；欧洲市场将复制国内同店改善经验，如组织协同、产品优化等，推动同店从“低个位数下降”向正增长迈进；亚洲地区依托成熟加盟模式，稳步拓展门店，同时强化 IP 产品与本地化品类结合；拉丁美洲仍以加盟为主，快速扩大门店网络，借助区域消费潜力释放实现规模增长。

复盘北美市场的成功经验，美国市场经营优化主要依托四大措施：1) 聚焦大店策略，发挥多品类优势。公司主动降低门店数量目标，重点开设 600-800 平方米的大店，充分释放名创优品多品类运营能力，2025 年美国新开门店店效为老店的 1.5 倍；2) 集群式集中开店，强化品牌效应。利用采用“区域聚焦”而非分散布局的开店模式，快速形成区域品牌声量，营销效率与客流吸引力大幅提升；3) 深耕潮玩品类，打造核心竞争力。挖掘潮玩品类在美国市场的高潜力，重点布局北美消费者熟悉的三丽鸥、迪士尼 IP 产品，同时推动糖胶毛绒、盲盒、手办等自有潮玩品类增长，产品竞争力持续增强；4) 团队本地化，提升运营

专业度。美国区 CEO 为本地化人才，拥有 20 年以上零售行业经验，自去年底任职以来，推动运营策略更贴合当地市场需求，管理效率显著提升。

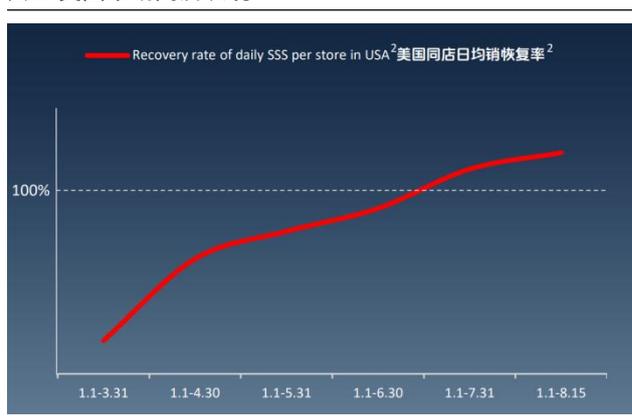
而下半年美国市场将核心聚焦“打磨单店模型”，在控制门店数量的同时，从三方面提升单店店效：1) 强化潮玩专区价值，目前所有大店均规划 100 平方米专属潮玩专区，针对美国快速增长的华人市场设计产品，吸引年轻消费群体，提升门店差异化竞争力；2) 紧抓节假日红利，优化运营节奏。重点做好周六、周日及节假日的产品陈列与运营服务，匹配家庭出行消费需求，最大化客流转化效率；3) 推进精细化运营，降本提效：依托本地化团队优势，优化门店排班、物流配送等环节，进一步提升运营效率，降低单店运营成本。

图5: 名创品牌海外收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 美国市场同店表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## TOPTOY：盈利能力持续提升

TOPTOY 在 2025Q2 实现收入 4.0 亿/yoy+87.0%，门店数量季度净增 13 家，累计达 293 家，其中 283 家位于国内，10 家位于海外。得益于产品差异化策略落地及产品竞争力增强，TOPTOY 毛利率显著提升，同时第二季度同店实现个位数增长，盈利质量与库存效率同步优化。未来 TOPTOY 将重点提升“自有品牌+自有 IP”的销售贡献，同时依托名创优品全球门店网络，优先在北美、欧洲等潮玩消费潜力大的市场拓展，逐步实现“专业潮玩赛道全球化”。

### ◆ 围绕开大店、自有 IP 两大核心策略持续推进

一方面公司海内外持续践行开大店策略。其中国内市场主要依托 MINISO LAND 和旗舰店。上半年来看全国已布局 11 家 MINISO LAND，凭借更大陈列空间打造 IP 主题场景，通过“精选商品+沉浸式体验”实现连带率、客单价双提升，平均月店效达数百万元；同时目前累计开设超 200 家面积约 400 平方米的名创旗舰店，此类大店的坪效、店效及盈利度均高于平均水平。海外直营市场同样采取同样模式，以美国市场为例，由于大店可覆盖家庭全年龄段需求（含手办、美妆、文具、潮流玩具等），今年以来美国新开门店店效为老店的 1.5 倍，坪效高出近 30%，销售结构更优。而大店模式核心成功的原因在于名创具备卓越的供应链与产品能力，拥有上千人产品开发与设计团队，积累超 1500 个全球优质供应链资源，可支撑多品类、上千款高周转潮流百货的大店运营需求。

同时公司持续强化自有 IP，目前公司 IP 战略已转变为双驱动。而对于自有 IP，公司主要采用“艺术家 IP+顶级国际授权 IP”双轨模式，构建全球化 IP 生态，目前已签约 9 位潮玩艺术家；首个孵化 IP “yoyo”于 6 月首发，迅速实现小程序商城售罄、新门店断货。后续将持续为签约艺术家在全球顶级蜜雪乐园店举办签售会与展览，强化对顶级艺术家的吸引力。同时自有 IP 产品年内将登陆海外市场，稳步推进“100 个中国 IP 出海”战略目标。从结果来看，公司自有 IP 产品今年 GMV 总计将达 10 亿。

### ◆ 投资建议

随着公司国内大店策略优化门店结构并改善运营效率，推动同店销售逐步改善；同时 IP 战略强化全球竞争力，强劲推动海外业务和 TOP TOY 品牌发展，未来随着公司持续深化 IP 战略，拓展自有艺术家 IP，并加速国内外门店结构升级，主业收入端有望提升，同时经营利润率有望逐步改善。但同时我们考虑到直营店前期需要较多费用投放，以及永辉超市仍产生较大亏损，预计对公司财务报表端仍产生较大拖累，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 22.52/28.15/32.57（原值为 30.51/36.78/45.06）亿元，对应 PE 为 24/19/17x，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价				EPS			PE	总市值 (亿元)
代码	名称	评级	2025/9/23	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2025/9/23	
9896.HK	名创优品	优于大市	46.38	2.09	1.81	2.27	20.91	23.85	19.08	576	
9992.HK	泡泡玛特	优于大市	264.00	2.33	7.35	9.58	35.67	33.48	25.68	3545	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

#### ◆ 风险提示

宏观环境风险，新品推出不及预期，行业竞争加剧。

#### 相关研究报告:

- 《名创优品 (09896.HK) -2024 全年营收增长 22.8%，海外业务盈利能力持续改善》——2025-03-24
- 《名创优品 (09896.HK) -持续推进大 IP 合作，兴趣消费属性持续强化》——2025-01-06
- 《名创优品 (09896.HK) -单季度毛利率创历史新高，四季度旺季有望实现业绩加速》——2024-12-03
- 《名创优品 (09896.HK) -收购永辉超市 29.4%股权，线下零售巨头协同发展》——2024-09-25
- 《名创优品 (09896.HK) -二季度营收同比增长 24%，海外门店加速扩张》——2024-09-02

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6415	6328	6700	7575	9253	营业收入	13839	16994	21264	24987	28578
应收款项	1518	2207	2796	3423	4150	营业成本	8140	9357	11653	13618	15546
存货净额	1922	2750	3147	3459	3782	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	253	101	298	25	29	销售费用	2281	3520	5252	6272	7259
<b>流动资产合计</b>	<b>10328</b>	<b>11656</b>	<b>13210</b>	<b>14805</b>	<b>17600</b>	管理费用	679	933	1276	1452	1614
固定资产	769	1437	1840	2365	2561	财务费用	(161)	(26)	(57)	(75)	(123)
无形资产及其他	20	2563	2435	2307	2179	投资收益	0	0	(450)	(300)	(300)
投资性房地产	364	2162	2162	2162	2162	资产减值及公允价值变动	0	0	35	42	50
长期股权投资	2901	302	308	316	327	其他收入	19	135	295	314	338
<b>资产总计</b>	<b>14485</b>	<b>18120</b>	<b>19955</b>	<b>21955</b>	<b>24828</b>	营业利润	2919	3345	3019	3775	4369
短期借款及交易性金融负债	1	567	1483	126	40	营业外净收支	62	2	5	5	5
应付款项	3390	1590	3084	4048	4370	利润总额	2981	3348	3024	3780	4374
其他流动负债	1016	3571	1341	1766	2023	所得税费用	707	712	756	945	1093
<b>流动负债合计</b>	<b>4407</b>	<b>5727</b>	<b>5908</b>	<b>5940</b>	<b>6433</b>	少数股东损益	21	18	16	20	23
长期借款及应付债券	7	4	4	4	4	归属于母公司净利润	2253	2618	2252	2815	3257
其他长期负债	881	2033	2553	3103	3844						
<b>长期负债合计</b>	<b>887</b>	<b>2037</b>	<b>2557</b>	<b>3107</b>	<b>3848</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5294</b>	<b>7765</b>	<b>8465</b>	<b>9048</b>	<b>10281</b>	净利润	2253	2618	2252	2815	3257
少数股东权益	23	41	49	59	70	资产减值准备	0	0	8	1	1
股东权益	9168	10315	11441	12848	14477	折旧摊销	8	9	295	314	338
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14485</b>	<b>18120</b>	<b>19955</b>	<b>21955</b>	<b>24828</b>	公允价值变动损失	0	0	(35)	(42)	(50)
						财务费用	(161)	(26)	(57)	(75)	(123)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	691	(1257)	(1390)	1274	267
每股收益	1.78	2.11	1.81	2.27	2.62	其它	10	9	0	9	11
每股红利	0.89	1.05	0.91	1.13	1.31	经营活动现金流	2962	1379	1130	4371	3824
每股净资产	7.26	8.30	9.21	10.34	11.65	资本开支	0	(675)	(542)	(670)	(356)
ROIC	37%	31%	21%	23%	27%	其它投资现金流	(55)	(50)	0	(54)	(65)
ROE	25%	25%	20%	22%	22%	投资活动现金流	(618)	1873	(548)	(732)	(432)
毛利率	41%	45%	45%	45%	46%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	19%	14%	15%	15%	负债净变化	(0)	(2)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	19%	16%	16%	16%	支付股利、利息	(1127)	(1309)	(1126)	(1408)	(1628)
收入增长	39%	23%	25%	18%	14%	其它融资现金流	1139	(717)	916	(1357)	(86)
净利润增长率	111%	16%	-14%	25%	16%	融资活动现金流	(1115)	(3339)	(210)	(2764)	(1714)
资产负债率	37%	43%	43%	41%	42%	现金净变动	1229	(87)	372	875	1678
息率	2.0%	2.3%	2.0%	2.4%	2.8%	货币资金的期初余额	5187	6415	6328	6700	7575
P/E	24.2	20.5	23.9	19.1	16.5	货币资金的期末余额	6415	6328	6700	7575	9253
P/B	6.0	5.2	4.7	4.2	3.7	企业自由现金流	2616	584	675	3651	3368
EV/EBITDA	23	20	20	17	15	权益自由现金流	3754	(115)	1633	2351	3374

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032