

名创优品研究报告

格隆汇美股研究

目 录

01 商业模式.....P4

02 经营情况.....P14

03 市值空间.....P29

1. 日用杂货赛道：赛道演化从“供给为王”到“响应需求为王”，核心看品牌、供应链&渠道、管理层。赛道洗牌中后段，近3年市场未有获得大额投融资的新进入者。预计22-26年自有品牌杂物零售cagr 14.2%，可合理推龙头增速更高一档。品牌圈层化已是不可逆的趋势(nio/lululemon/luckin/fila..)。

2. 名创的护城河：（1）拿捏消费者具有性价比+品牌认同的强烈诉求，快速响应需求形成正反馈，爆款频出；（2）供应链生态优质：超 1000 家供应商，其中大部分是中国的优质制造商；以量制价+现金/短账期结算（公司贸易应付款的账龄 94.5%为 1 个月以内）；（3）轻资产扩张模式步履轻盈，资本运作能力强；（4）管理层优秀且叶国富正值壮年，腾讯、高瓴为基石投资人。

3. 经营情况摘要：（1）名创优品市占率与门店数量稳居第一。公司 2021 年 GMV 为 108 亿元，市场占有率为 11.4%，第二名无印良品市占率仅为 2.8%。截至 2022 年 6 月 30 日，公司在中国大陆拥有门店数量 3226 家，第二名三福时尚仅拥有700+家门店。疫情下部分竞争对手展店减速，甚至大幅关店，而名创优品展店多于竞争对手。（2）海外展业顺利：截至 2022 年 6 月 30 日，名创优品已进入全球 105 个国家和地区。FY2018-FY2022，海外门店数量分别为 862/1414/1689/1810/1973 家。（3）

TOP TOY具备后劲：商品毛利率平均为 50%，预计23H2单店盈亏平衡。（4）财务模型优质，规模效应显著。

4. 市值空间：保守测算：25年目标店铺7500-8000家，单店营收8w美元，营收6亿-6.4亿美元。经营利润率20%，净利润率18%，pe 30x。即在保守估计情况下，3年市值空间在35亿左右。偏乐观情况：25年店铺8500家，单店营收9.2w美元，营收7.8亿美元。经营利润率20%，净利润率18%，pe 35x，对应市值49亿。超预期的可能性：提价带来单店营收增长，海外增长顺利。

5. 风险：FY反复，海外展业受挫。

01 商业模式

表 1：公司主品牌名创优品的主要商品

序号	品类	典型商品	SKU
1	生活家居	长柄梳、拖鞋、防晒伞、牙刷、塑料衣架	超过 9000 个核心 SKU
2	小型电子产品	小风扇、数据线、移动电源、蓝牙耳机、LED 台灯	
3	纺织品	毛巾、旅行内裤、女袜、男袜、口罩	
4	包袋配饰	发绳、防晒帽、化妆包、发夹、渔夫帽	
5	美妆工具	睫毛夹、修眉刀、随身镜、气垫粉扑、双眼皮贴	
6	玩具	盲盒、彩泥、抱枕	
7	彩妆	眉笔、眼线笔、口红、唇膏、睫毛膏	
8	个人护理	洗面奶、洗面巾、蒸汽眼罩、卫生巾、牙线棒	
9	零食	猪肉干、鸭脖、威化饼干、薄荷糖、牛肉干	
10	香水	香氛、香薰蜡烛、香包	
11	文具和礼品	中性笔、修正带、笔记本、荧光笔、圆珠笔	

资料来源：公司招股书，公司公告，中信证券研究部

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

- 日用杂货赛道：纯自下而上，核心看品牌、供应链&渠道、管理层。
- 品牌特色：性价比+个性。主要产品由 11 个主要品类组成，包括生活家居、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。SKU 超过9000个，每周推出约100个新SKU，新SKU的平均生命周期为6个月。
- 渠道(轻资产加盟) & 供应链：FY2022，国内拥有名创合伙人模式的门店 3195家，占 99%。海外1973 家店，部分直营(跑通后可能放开加盟)。通过以量制价+短账期现金结算保证商品成本端的低进货价（SHEIN）。
- 管理层：叶国富创办公司3年后，在中国市占率即超过无印良品，此后一直保持行业龙头地位。2021 年 GMV 为 108 亿元，市场占有率为 11.4%。2020 年疫情以来，市场未有获得大额投融资的新进入者。

表 4：中国生活家居产品市场组成

	组成	定义	特点	代表性门店
中国生活家居产品市场	自有品牌综合零售	一般指零售商分销各类生活家居产品	其总 GMV 有超过 50% 来源于自有品牌生活家居产品	名创优品、无印良品等
	专卖零售	零售商主要专注于分销一类特定的生活家居产品	其总 GMV 有超过 50% 来源于该特定产品类别	配饰店、文具店、零食店、玩具店等
	商超集合店零售	一般指零售商大范围分销各个品牌可选的多类生活家居产品	来自其自有品牌生活家居产品的总 GMV 少于 50%	沃尔玛等超市

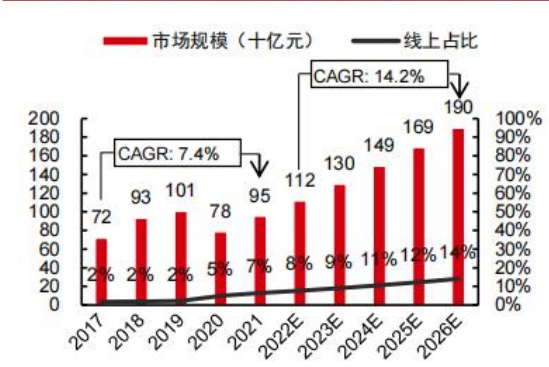
资料来源：公司招股书，中信证券研究部

图 7：2017-2026E 中国生活家居产品市场规模



资料来源：沙利文咨询（含预测，转引自公司招股书），中信证券研究部

图 8：2017-2026E 中国自有品牌综合零售市场规模及线上占比



资料来源：沙利文咨询（含预测，转引自公司招股书），中信证券研究部

- 2021 年中国生活家居产品市场规模由三部分组成：自有品牌综合零售、专卖零售、商超集合店零售。
- 赛道具备长期增长前景，自有品牌发展更快：预计22-26年自有品牌cagr 14.2%，可合理推龙头增速更高一档。
- 赛道演化：从“供给为王”到“响应需求为王”。传统专卖零售商从上游代理商和经销商处进货，然后销售。自有品牌商融合代理、经销、零售，直接对消费者需求做出反应（特斯拉直销为同样模式）。利润链条的缩短+及时响应需求，更具备时代特性，也有更强的供应链规模化能力（SHEIN同理）。

01 商业模式：赛道情况2，消费者调研

图 9：2021 年轻消费者购买商品时的主要考虑因素

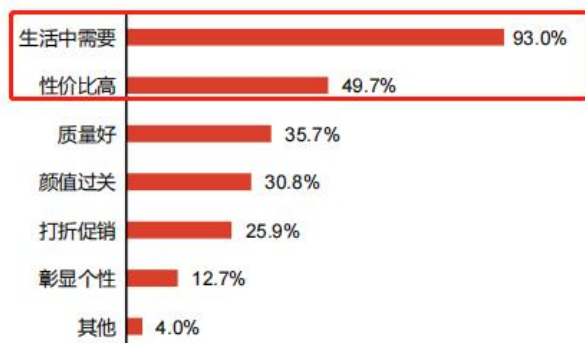
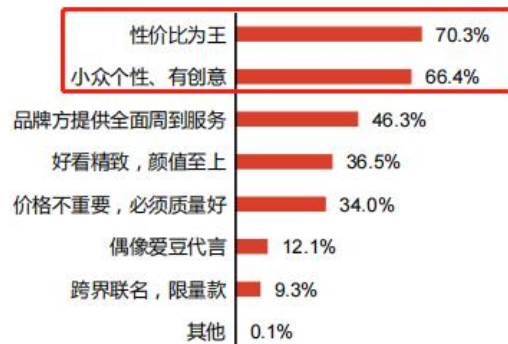


图 10：2022 年 Z 世代在购物过程中看重的因素



- 消费者核心看重生活刚需，性价比。Z世代核心看重**性价比，个性创意**。
- 名创的拿捏：**品牌心智清新舒适(偏日系)，性价比高，创意频出**。
- 左图：今年10月，名创优品携手三丽鸥人气成员酷洛米IP，在国内举办酷洛米生日季系列活动“兴趣造物”。其中，名创优品杭州主题店在新品上架当天，酷洛米系列被一抢而空，该店单日业绩酷洛米占比达46.83%。（是否有小生椰拿铁的感觉？）

表 7：品牌与白牌生活家居商品对比

自有品牌生活家居商品		白牌生活家居商品
商品	件单价	50 元以下
	质量	较好
	设计元素	多
零售商	类别	自有品牌综合零售商
	代表	名创优品/无印良品等
门店	门店选址	繁华商区
	门店环境	装修精美，空间敞亮
	购物体验	好

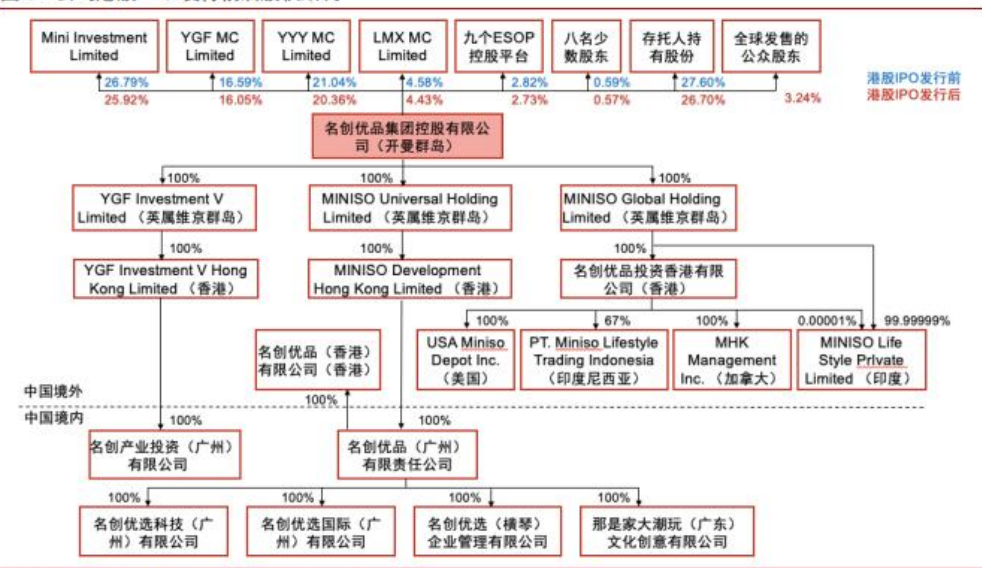
自有品牌生活家居商品		白牌生活家居商品
消费者	便利性	高（门店遍布，即买即用）
	选择成本	低
	年龄	集中在 30 岁以下
	职业	中学生/大学生/城市白领
	消费意愿	较高
	特点	热衷于悦己消费，注重性价比
		便宜就好

- 经济情况不好时会发生什么：对比LVMH和DLTR，简言之是富人通胀，穷人通缩。10元店的商业模式也挺好。
- 是否需要担心消费降级：否。品牌圈层化已是不可逆的趋势(nio/lululemon/luckin/fila.)，消费者具有性价比+品牌认同的强烈诉求。可理解为在经济发展到一定阶段，人性的释放。



- 是否真的升级？这个问题可能不那么重要。但在舆论上，要“去日化”。然后将价格再向上提。
- 8月的围攻：因为先后被曝出店内不允许播放中文歌、在西班牙推出的公主系列盲盒被错误翻译为“日本艺伎”、曾在签约仪式上挂日本国旗等一系列负面新闻，热度值直线拉升至2000点以上。
- 名创的应对：借着代言人陈飞宇热度（《点燃我，温暖你》爆火），名创优品在微博、小红书等平台疯狂露脸，有时更一天连发多条动态吸引用户关注。LOGO中文。8月法国里昂店开业时，举办了一场弘扬中国传统文化的舞狮表演...
- 应更多看到名创的底气：中国供应链。

图 6：公司港股 IPO 发行前后股权结构



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

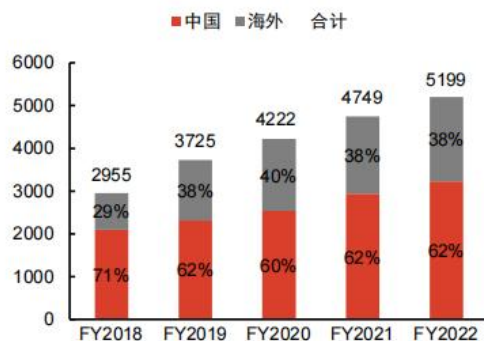
表 2：公司董事及管理层介绍

姓名	年龄	职位	加入公司的日期	获委任的日期	职务及职责
叶国富	44 岁	执行董事、董事会主席兼首席执行官	2013 年 12 月	2020 年 1 月	负责本集团的整体战略、业务发展及管理
李敏信	50 岁	执行董事兼执行副总裁	2013 年 12 月	2020 年 2 月	负责本集团的整体战略、法务及业务发展
张赛音	42 岁	执行董事、财务总监兼执行副总裁	2017 年 7 月	2020 年 2 月	负责本集团的整体战略、会计、内部控制职能及资本市场活动
徐黎黎	40 岁	独立非执行董事	2020 年 10 月	2020 年 10 月	监督并向董事会提供专业意见及判断及担任若干董事会委员会女主席及/或成员
朱拥华	41 岁	独立非执行董事	2020 年 10 月	2020 年 10 月	监督并向董事会提供专业意见及判断及担任若干董事会委员会主席及/或成员
王永平	53 岁	独立非执行董事	2021 年 11 月	2021 年 11 月	向董事会提供独立意见及判断及担任若干董事会委员会主席及/或成员
窦娜	37 岁	执行副总裁	2013 年 12 月	2020 年 2 月	负责本集团的产品设计及开发
杨云云	45 岁	副总裁	2013 年 12 月	2020 年 2 月	负责本集团的风险管理

资料来源：公司招股书，中信证券研究部

- 创始人夫妇为公司实际控制人，与一致行动人合计控制公司 62.33% 股份。
- 叶国富：懂零售，HK 投资圈口碑好（硬性给年息 8%）。1977 年生于湖北十堰，1998 年南下广州，做钢管厂销售，一年时间拿到 12 万元提成。01 年结实夫人杨云云，两人以 15 平方米的化妆品店起家。04 年与朋友聊天接触到 10 元店模式（每天纯利 4-5 千），立马将自己的 4 家化妆品店全部变成 10 元店，第一家饰品公司“哎呀呀”就此成立。哎呀呀成立 3 年时间，就将店铺扩张至 400 家；2007 年时店铺将近 1000 家，销售额高达 5.6 亿元；2010 年店铺已经开至 3000 多家，店铺遍布中国各地。
- 名创基石投资人：腾讯、高瓴。

图 13: FY2018-FY2022 公司海内外门店结构



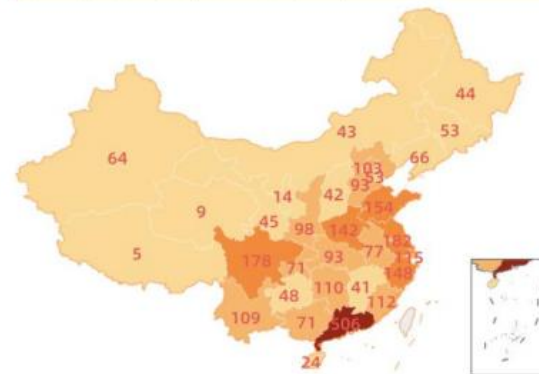
资料来源：公司招股书，公司公告，中信证券研究部

图 14: FY2018-FY2022 公司国内门店按营运方式结构



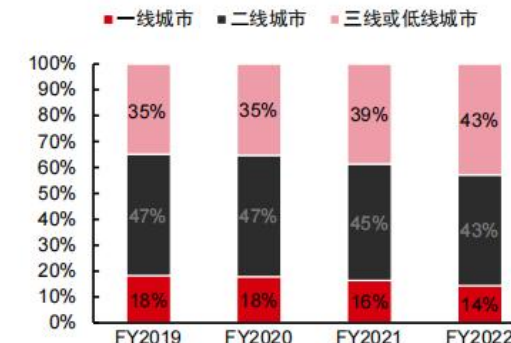
资料来源：公司招股书，公司公告，中信证券研究部

图 15: 名创优品中国大陆门店分布 (截至 2022-09-30)



资料来源：百度地图，中信证券研究部

图 16: FY2019-FY2022 名创优品国内门店城市结构



资料来源：公司招股书，公司公告，中信证券研究部

- 国内 99%的名创优品门店采用名创合伙人模式。FY2022，国内拥有名创合伙人模式的门店 3195 家，占 99.0%。
- 分地域看，名创优品国内门店主要分布在广东省、江苏省、浙江省。分城市线级看，FY2022 一线城市/二线城市/三线或低线城市门店数占比分别为 14%/43%/43%，过去三年，三线或低线城市门店数占比持续上升，反映出公司近年逐渐下沉至低线市场。

表 8：名创合伙人与公司的分工

名创合伙人	公司
/	承担存货风险
铺租	/
员工招聘及工资	/
公司仓库到门店的物流开支	/
水电	/
促销开支	广告营销
门店管理及咨询服务费	门店管理及咨询服务（包括门店布局装修、室内设计、员工培训、定价、产品管理及库存补货）

资料来源：公司招股书，中信证券研究部

表 9：2020-2022 年公司名创合伙人投资费用

	2020	2021	2022	
店铺类型			市级	县级
特许商标使用金/授权费（按年支付，万元/年）	8	5	2.98	1.98
货品保证金（一次性收取，万元）	75	60	35	25
管理及咨询服务费（基于销售，%）	约 6%			
特许权使用费（基于销售）	-			
合同期限	一般不超过三年且在协议终止前可续签			

资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

表 11：名创合伙人模式单店模型

单店模型	2020 年及以前	2022 年后	
		市级店	县级店
单店投入			
特许商标使用金（按年支付，万元/年）	8	2.98	1.98
货品保证金（一次性收取，万元）	75	35	25
面积（平方米）	150-200	150-200	150-200
铺租（万元/年）	24-54	30-50	20-30
人工费用（万元/年）	12-36	20-30	10-20
装修（万元/年）	30	40	20
其他（万元/年）	10	10	10
合计开店投入（万元）	150-200	140-170	90-100
单店年损益情况			
GMV（万元/年）	240-360	200-300	150-250
铺租（万元/年）	24-54	40-50	20-30
人工费用（万元/年）	12-36	20-40	10-20
其他费用（万元/年）	6-18	10-20	5-10
利润总额（万元/年）	189.4-248.4	128-186	110-185
投资回收期（个月）	12-18	12	8-12
利润率	69.0%-78.9%	62.0%-64.0%	73.3%-74.0%
各项费用率：			
铺租/GMV	10%-15%	17%-20%	12%-13%
人工/GMV	5%-10%	10%-13%	7%-8%
其他费用/GMV	2.5%-5%	5%-7%	3%-4%
合计	17.5%-20%	35%-37%	23%-24%

资料来源：中信证券研究部测算

- 名创合伙人模式下，在终端商品销售额中，名创合伙人分得 38%，公司分得 62%（其中 56%为货品销售收入，6%为名创合伙人缴纳的管理及咨询服务费）。
- 中信测算：2020 年以前名创合伙人每开一家店，平均需要准备 150-200 万元，投资回报期为 12-18 个月。自 2022 年起，特许商标使用费和货品保证金标准下降，对于市级门店而言，开一家店平均需要 140-170 万元，投资回报期约为 12 个月；对于县级门店而言，开一家店平均需要 90-100 万元，投资回报期约为 8-12 个月。

图 18：公司海外门店按营运模式（截至 2022-09-30）



图 19：FY2018-FY2022 公司海外门店按营运方式结构

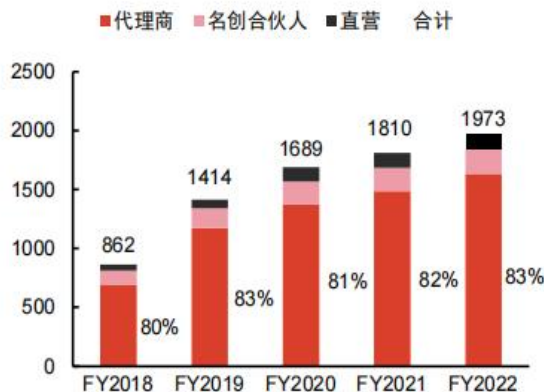
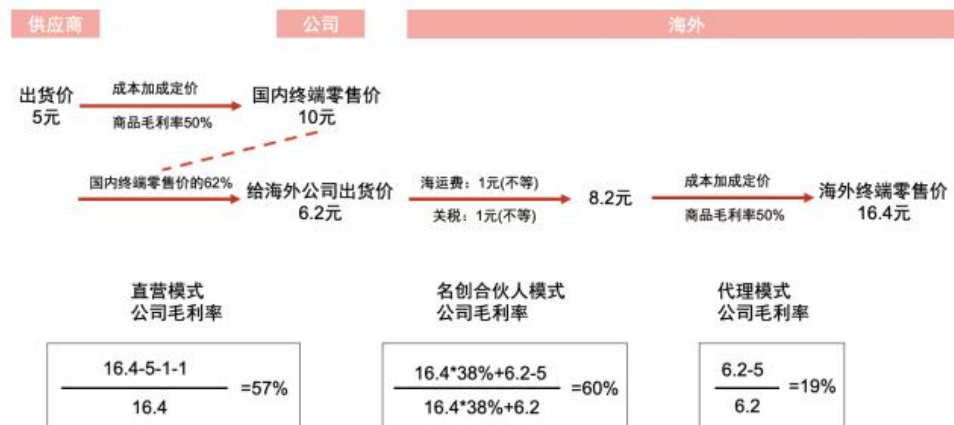


图 20：公司海外商业模式



- 海外 80% 门店是代理商模式。截至 2022 年 6 月 30 日，名创优品已进入全球 105 个国家和地区。FY2018-FY2022，海外门店数量分别为 862/1414/1689/1810/1973 家，逐年增长，代理商门店数量占比保持在 80%。
- 公司根据不同国家的市场潜力，选择相应营运模式。海外市场方面，公司在美国、加拿大、印度、印度尼西亚、新加坡和巴西采取直营模式和名创合伙人模式运营，主要原因是当地人口众多，市场潜力巨大。其余国家均采用代理商模式，公司仅输出品牌、管理和产品。
- 直营模式利润率更高：代理模式中信估计对应的毛利率为 19%，直营模式和名创合伙人模式对应的毛利率分别为 57% 和 60%。
- 未来方向：资本运作的权衡问题，对于 Know-how 的层面，不用太担心。

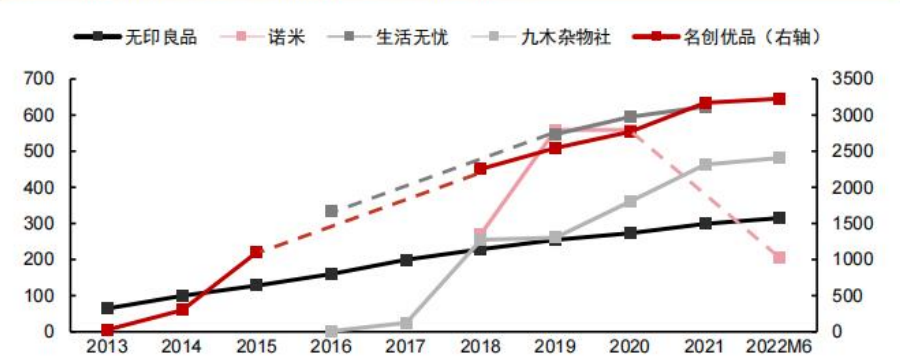
02 经营情况

表 5：中国自有品牌综合零售市场的前五大参与者

公司	2021 年 GMV (十亿元)	市占率	创始时间	经营模式	门店数量（截至时间）
名创优品	10.8	11.4%	2013 年	直营+加盟	3226 家（2022.6）
无印良品	2.7	2.8%	2005 年进入中国	直营	315 家（2022.8）
三福时尚	2.5	2.6%	1994 年	直营	700+家（2018）
诺米	0.9	0.9%	2018 年	直营+加盟	207 家（2022.10）
生活无忧	0.8	0.8%	2014 年	直营+加盟	623 家（2021.12）

资料来源：沙利文咨询（转引自公司招股书），各公司官网，福建省连锁经营协会，广东省连锁经营协会，中信证券研究部

图 12：2013-2022M6 中国主要自有品牌综合零售商店数量变化



资料来源：名创优品公告，无印良品公告，诺米官网，福建省连锁经营协会，广东省连锁经营协会，中信证券研究部

- 名创优品市占率与门店数量稳居第一：公司 2021 年 GMV 为 108 亿元，市场占有率为 11.4%，第二名无印良品市占率仅为 2.8%。截至 2022 年 6 月 30 日，公司在大陆拥有门店数量 3226 家，第二名三福时尚仅拥有 700+ 家门店。
- 疫情下部分竞争对手展店减速，甚至大幅关店。而名创优品展店多于竞争对手：2020/2021/2022M6 名创优品中国内地门店数量分别为 2533/2939/3226 家，仍维持高速展店，而同期无印良品和九木杂物社则维持低速展店。
- 近三年无强有力新进入者，竞争环境良好。根据联商网发布的《2022 年度日用杂货连锁品牌 TOP20 研究》，2015-2020 年为日用杂货自有品牌的集中融资期，2020 年疫情以来，暂未观察到新进入的自有品牌获得大额投融资——**反思瑞幸的护城河，规模效应起来后其实对竞争不过太过忧虑，管理层能及时应对即可，最牛x的是走自己的路（apple,tesla..大单品）。**

图 21: MINISO 主品牌产品开发流程

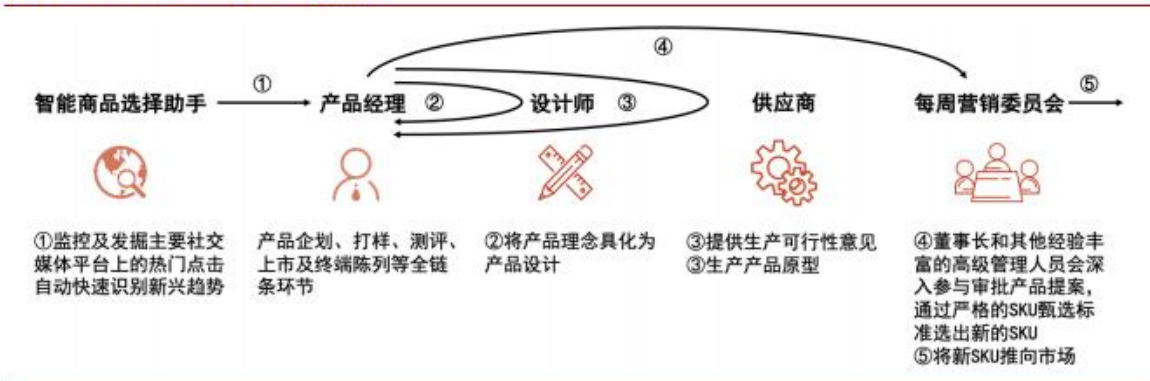
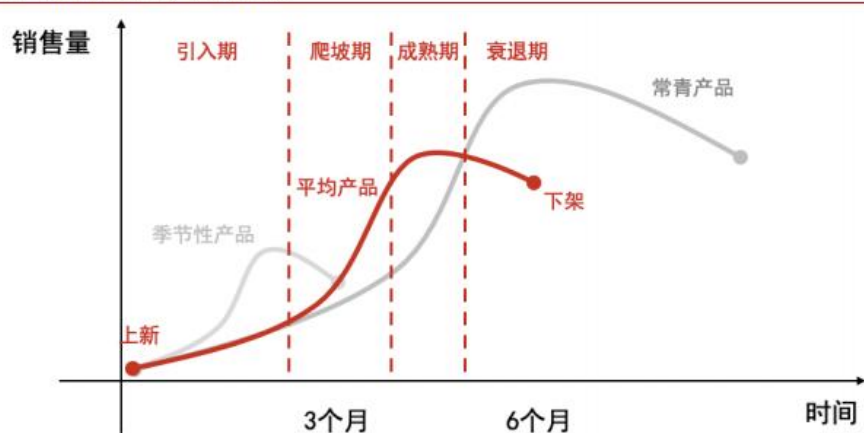
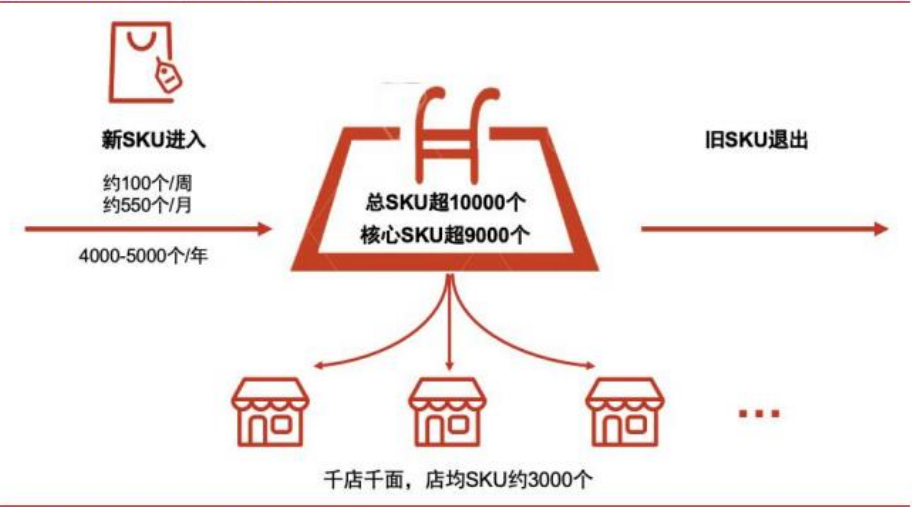


图 23: MINISO 主品牌产品生命周期



- **产品开发类似SHEIN，快速响应消费者需求：**截至 2021 年 12 月 31 日，公司有一支由 110 名产品经理组成的团队，以商品类别划分小组，负责协调各品类产品的企划、打样、测评、上市及终端陈列等全链条环节。1. 监控主要社交媒体平台（小红书、抖音等）上的热门点击、收录行业潮流趋势，汇总成报表供产品经理学习。2. 产品经理进行初样规划，然后由专门的设计团队完成具体的产品设计，经过与供应商的生产可行性沟通，供应商生产出产品原型。3. 产品经理将包含产品原型的产品提案提交给每周营销委员会，委员会将从中精选出 100 个新 SKU 上市。（“711 理念”指从包含 10,000 个产品方案的大型产品创意库中精心挑选，每 7 天推出约 100 个新 SKU）。
- 名创优品产品平均生命周期为 6 个月。公司通过产品生命周期管理系统，分“引入期、爬坡期、成熟期、衰退期”四个阶段管理产品。平均而言，从上新到下架，单个产品的生命周期为 6 个月，季节性产品为 3 个月，常青产品生命周期则大于 6 个月。

图 22：MINISO 主品牌 SKU 管理图



资料来源：公司公告，公司调研，中信证券研究部

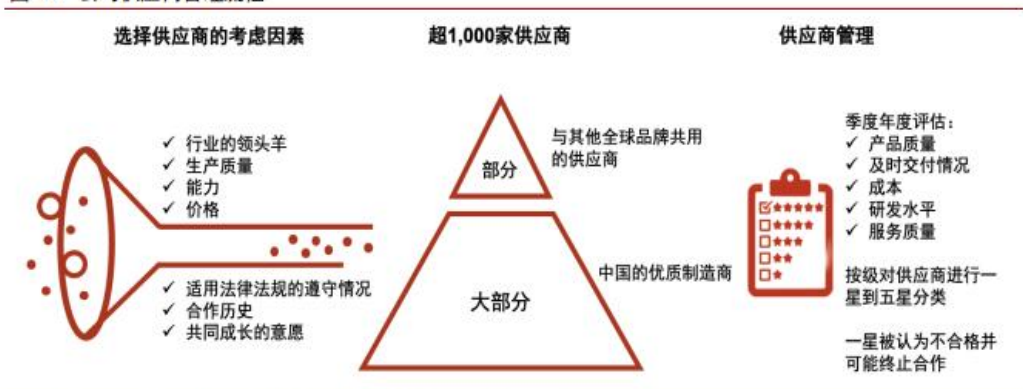
表 12：名创优品长尾商品清除方法

地区	渠道	折扣	清除方式
国内	“名创优品”小程序-捡漏专区	4-6 折	店内清除
	奥特莱斯店	4 折	从仓库运输到店清除
海外	官网&门店	4 折	当地清除

资料来源：公司公告，公司官网，名创优品小程序，大众点评，中信证券研究部

- FY2022 平均每个月推出 550 个新 SKU。名创优品总 SKU 超过 10000 个，每个门店的 SKU 均有所不同，店均 SKU 约 3000 个。
- 专属渠道、低折扣清除长尾商品：国内端，公司刻意避免在线下普通门店打折清除长尾库存，而是通过在小程序设立捡漏专区以及线下的奥特莱斯店来销售长尾商品。海外端，除质量问题外，公司通常不接受任何未售出产品的退回，因此海外长尾商品均于当地进行清除。

图 24：公司供应商管理流程



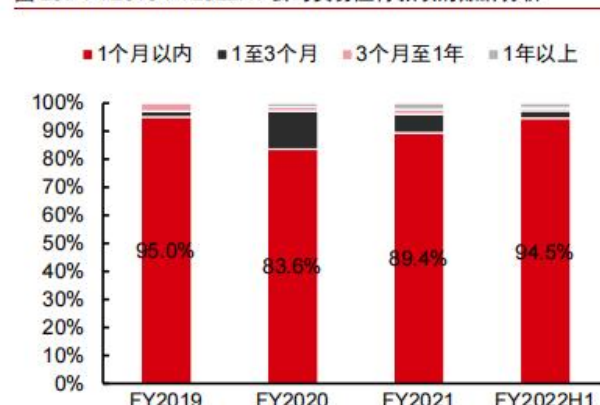
资料来源：公司招股书，公司公告，公司调研，中信证券研究部

图 25：名创优品“1+1+1”质量管控机制



资料来源：公司调研，中信证券研究部

图 26：FY2019-FY2022H1 公司贸易应付款项的账龄分析



资料来源：公司招股书，中信证券研究部

- 名创优品现有超 1000 家供应商，其中大部分是中国的优质制造商，少部分是与其它全球品牌共用的供应商。名创优品严格筛选供应商，选择时的因素主要包括：行业地位、生产质量、能力、价格、合规、长期合作意愿...
- “1+1+1”的质量管控机制：联合国家质检机构和权威的第三方质检机构，在供应商筛选、产品设计、原材料检测、样品检测、货品检测和门店抽检等全环节跟踪产品质量。
- 以量制价+现金/短账期结算**：截至 2021 年底，**公司贸易应付款的账龄 94.5%为 1 个月以内**。（或许进供应链是更好的投资？）
- 终端销售数据与供应商实时共享，供应商按需生产（再一次类似SHEIN，只是没那么卷）**：公司开发了供应链管理系统SCM，以提供给供应商销售计划/销售情况。公司会将新品三个月的销售计划共享给供应商。

Demonstrated Resilience and Profitability

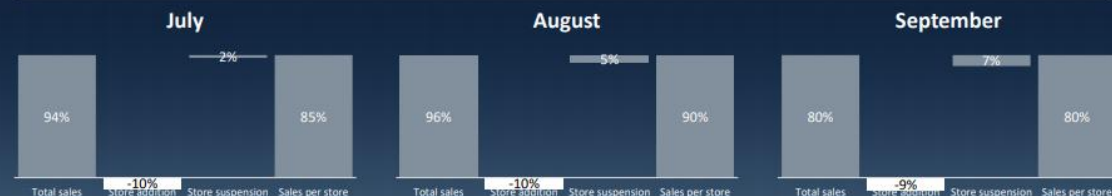
In RMB million

	September Quarter			YoY	
	2020	2021	2022	2021	2022
Total stores¹	4,330	4,943	5,405	613	462
-China	2,633	3,107	3,378	474	271
-Overseas	1,697	1,836	2,027	139	191
Revenue	2,072	2,654	2,772	28%	5%
-China ²	1,722	2,031	1,852	18%	-9%
-Overseas	350	623	920	78%	48%
Gross profit	522	728	989	39%	36%
Gross margin	25.2%	27.4%	35.7%	2.2%	8.3%
S&D expense	230	323	373	40%	16%
S&D %	11%	12%	13%	1%	1%
G&A expense	155	200	163	29%	-18%
G&A %	7%	8%	6%	1%	-2%
Adj net profit	102	184	417	80%	127%
Adj net margin	4.9%	6.9%	15.1%	2.0%	8.2%

MINISO China: Sales Recovery

in RMB million

	September Quarter			YoY	
	2020	2021	2022	2021	2022
Revenue	1,660	1,867	1,700	12%	-9%
-MINISO offline stores	1,543	1,681	1,537	9%	-9%
-MINISO ecommerce	117	186	163	59%	-12%



- Total sales was 94% of last July
- Average store +10%
- Average 2% store suspended
- Sales per store was 85% of last July

- Total sales was 96% of last August
- Average store +10%
- Average 5% store suspended
- Sales per store was 90% of last August

- Total sales was 80% of last September
- Average store +9%
- Average 7% store suspended
- Sales per store was 80% of last September

MINISO Overseas: Store Growth



	September Quarter			YoY	
	2020	2021	2022	2021	2022
Overseas Stores	1,697	1,836	2,027	139	191
-Directly operated stores	115	128	131	13	3
-Third-party stores	1,582	1,708	1,896	126	188
By Region					
-Asian exclude China	854	868	926	14	58
-Latin America	386	398	440	12	42
-North America	90	86	116	-4	30
-Europe	100	154	191	54	37
-Middle East and North Africa	105	128	145	23	17
-Others ¹	162	202	209	40	7

TOP TOY



in RMB million

	September Quarter		YOY
	2021	2022	
Revenue	109	124	13%
TOP TOY Offline Stores	72	109	37
By Type			
-Directly operated stores	6	8	2
-Third-party stores	66	101	35
By Model			
-Dreamwork Store	9	7	-2
-Collection Store	63	102	39
By Region			
-Tier 1	26	33	7
-Tier 2	41	62	21
-Tier 3 and below	5	14	9

Capital Allocation Balance Shareholder Return



in RMB million

FY 2020

FY 2021

FY 2022

FQ1 2023

Cash position, end of period

2,861

6,878

5,828

6,007

Net cash generated from operating activities

826

916

1,406

N/D²

Capital expenditure

57

180

1,234

N/D

Free cash flow

769

746

172¹

N/D

Cash dividend paid

330

306

361

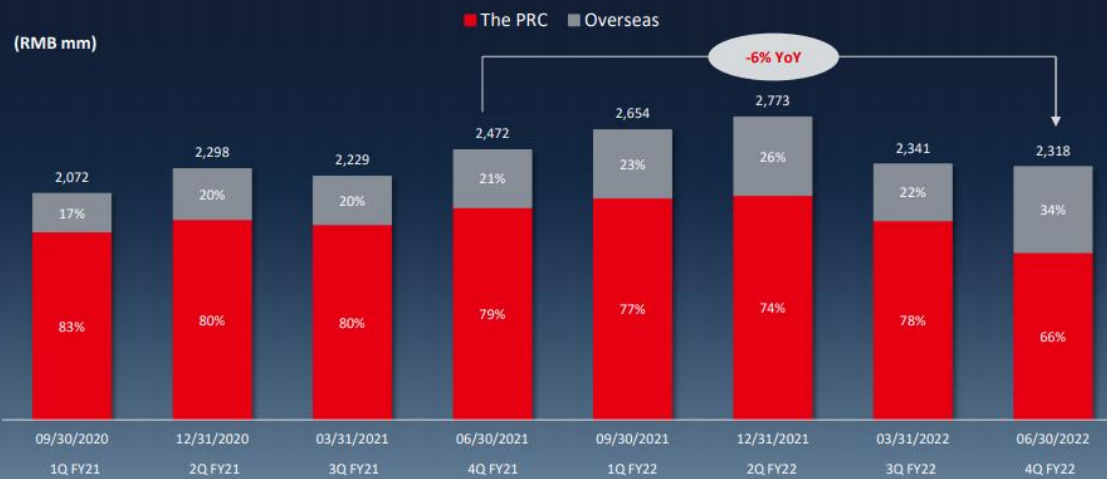
Share repurchase

-

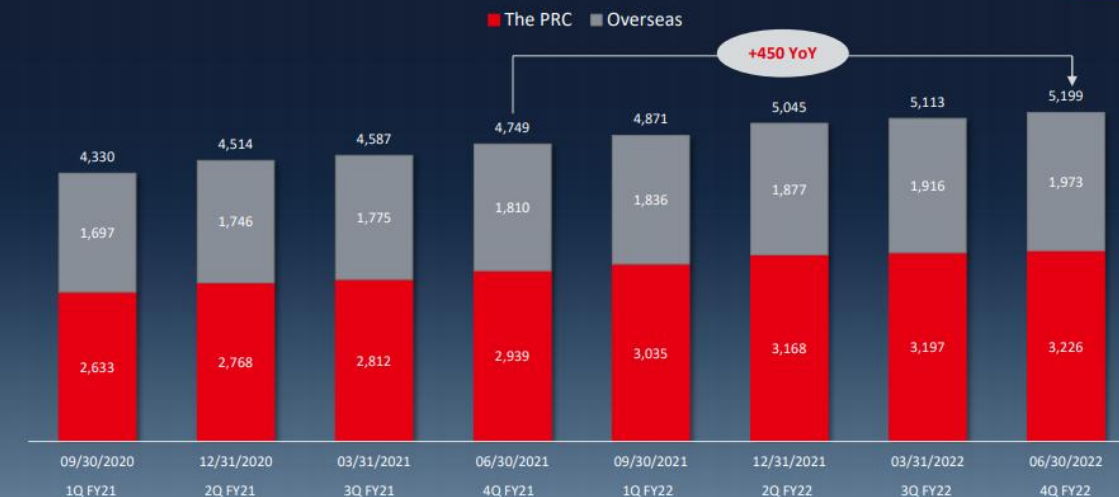
-

91

Revenue by Quarters



Number of MINISO Stores



按地区划分。北美，占我们海外门店的 6% 和销售额的 7%。店铺销售额同比增长近 50%，与 2019 年同期持平。

占门店 9%、终端销售额 9% 的欧洲，门店销售额同比增长 20%，较 2019 年同期水平翻番。

占门店 22%、销售额占比 35% 的拉丁美洲同比增长近 40%，较 2019 年同期增长 20%。

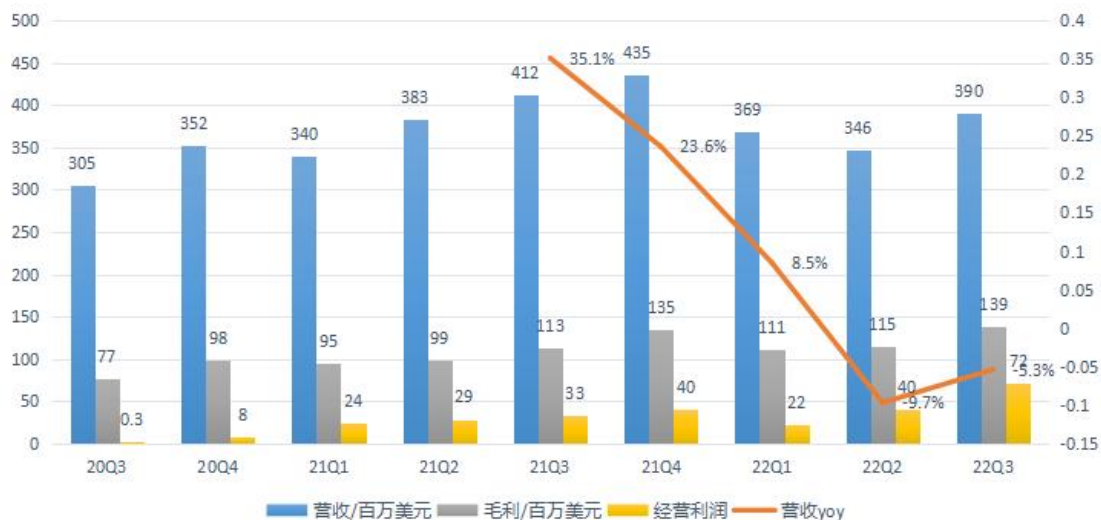
占 7% 门店和 14% 销售额的中东和北非地区同比增长近 20%，较 2019 年同期增长 50%。

占我们海外门店约 50% 的亚洲国家和 30% 的销售额同比增长 70%，为 2019 年同期水平的 65%。

大洋洲占我们海外门店和销售额的 2%，同比增长超过 3 倍，恢复到 2019 年同期水平的近 80%。

- 海外稳健扩张，营收占比逐步提升：22Q2异常，23Q2国内/海外营收占比分别67%/33%。
- 海外细分情况详见电话会纪要。

名创优品营收与利润20Q3-22Q3



名创优品利率情况20Q3-22Q3

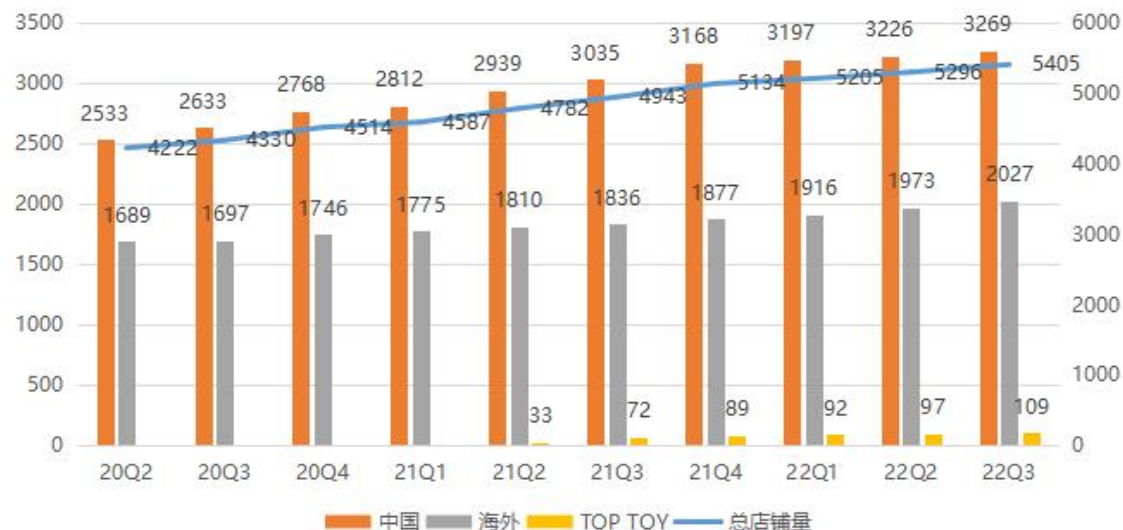


- 营收随着国内疫情恢复，毛利率和经营利润率显示规模效应不断提升。

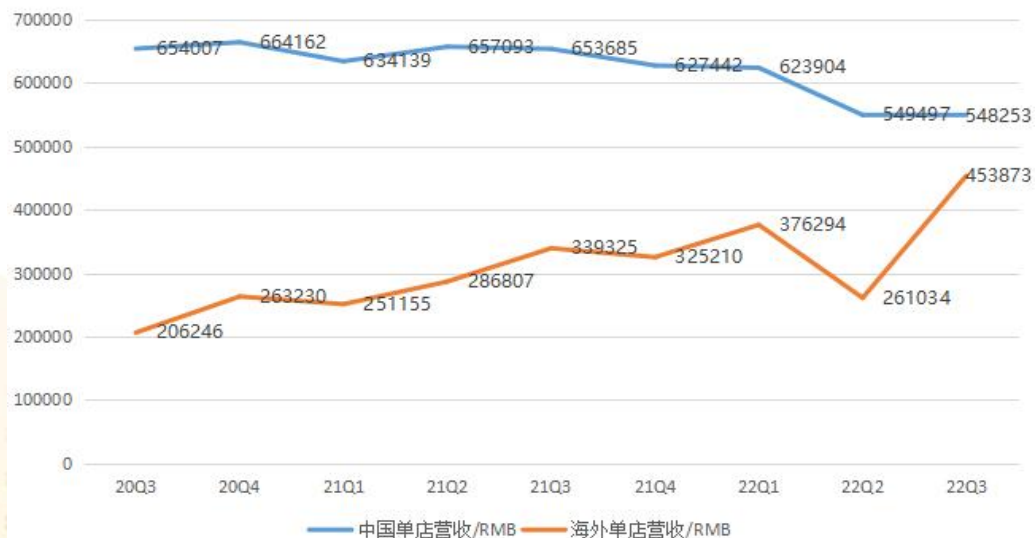
名创优品单店模型



名创优品店铺扩张情况



名创优品国内&海外单店营收



- 单店模型稳健向好，店铺扩张稳健。



表 15：TOP TOY 产品按独家产品和第三方产品分类

产品大类	产品小类	例	合作方式	商品毛利率			4QFY22 销售贡献	销售贡献长 期目标
独家产品 或称 品牌商品	自有品牌		自有 IP+内 部团队开发 创作	70+%	65%	50%	20%	30%
	独家授权		授权商 IP+ 内部团队开 发创作	-				
	共创		独立设计艺 术家联名+ 合作开发创 作	65%-70%				
第三方	手办			40%	45%-50%		80%	70%
	积木			48%				

资料来源：公司调研，中信证券研究部

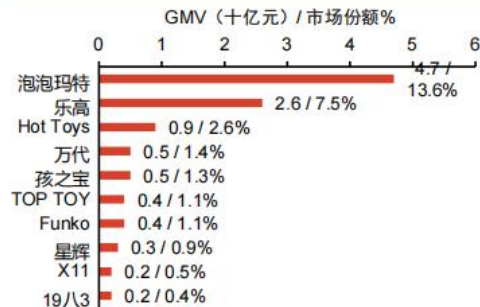
- 三成独家产品，七成第三方产品、延续名创合伙人模式：经营全品类潮玩，TOP TOY 合计SKU 约 3800 个（截至2022/06/30）。
- 门店集中在高线城市，疫情下业务增长处于瓶颈期：TOP TOY 单季收入在FY2022Q2 达到峰值，为 1.31 亿元，此后两个季度环比下跌。TOP TOY 门店主要集中在高线城市（截至 2022/09/30，91.2%的 TOP TOY 门店位于一线、新一线和二线城市）。门店扩张上，公司也暂时趋于保守，FY2022Q3 和 FY2022Q4 分别净新增门店 3 家和 5 家。
- 预计 2023/06/30 之前实现单月盈亏平衡：亏损已经从过去 4 个季度平均每季亏损 3000 万元大幅收窄至 1QFY2023 的亏损 1000 余万，主要得益于人员/货品/营销等方面的优化，预计2023/06/30 之前的某月实现单月盈亏平衡。

图 34：2017-2026E 中国潮玩市场规模



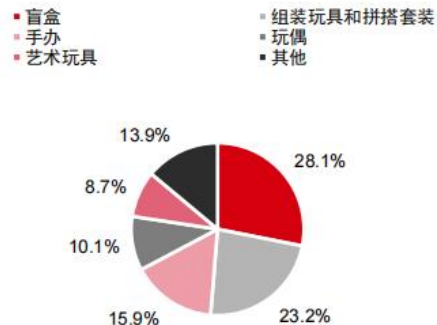
资料来源：沙利文咨询（含预测，转引自公司招股书），中信证券研究部

图 35：2021 年中国潮玩市场主要玩家 GMV 及市占率



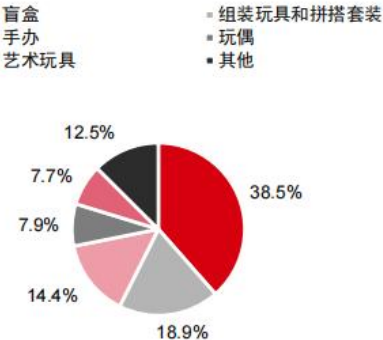
资料来源：沙利文咨询（转引自公司招股书），中信证券研究部

图 36：2021 年中国潮玩市场组成



资料来源：沙利文咨询（转引自公司招股书），中信证券研究部

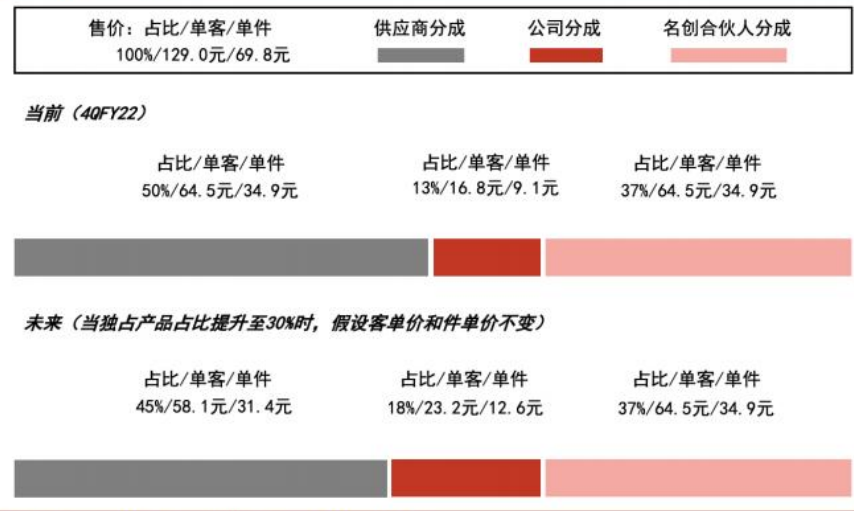
图 37：2026E 中国潮玩市场组成



资料来源：沙利文咨询预测（转引自公司招股书），中信证券研究部

- 中国潮玩市场以中高单位数稳定增长，行业集中度高：根据沙利文咨询的数据，2021 年中国潮玩市场规模为 350 亿元，过去五年 CAGR 为 7.8%，预计未来五年 CAGR 为 7.4%，2026 年市场规模将增长到 1100 亿元。
- 2021 年中国潮玩市场头部玩家为泡泡玛特，GMV 为 47 亿元，市占率为 13.6%，CR3/CR5/CR10 分别为 23.7%/26.4%/30.4%。其中，TOP TOY 的 GMV 规模为 4 亿元，市占率 1.1%，位列第六。
- 2021 年盲盒市场在中国潮玩市场中占比第一，为 28.1%，预计 2026 年，盲盒市场占比将提升至 38.5%，其他品类占比将缩小。

图 33：TOP TOY 的名创合伙人模式



资料来源：公司公告，公司调研，中信证券研究部测算

图 31：TOP TOY 门店数量

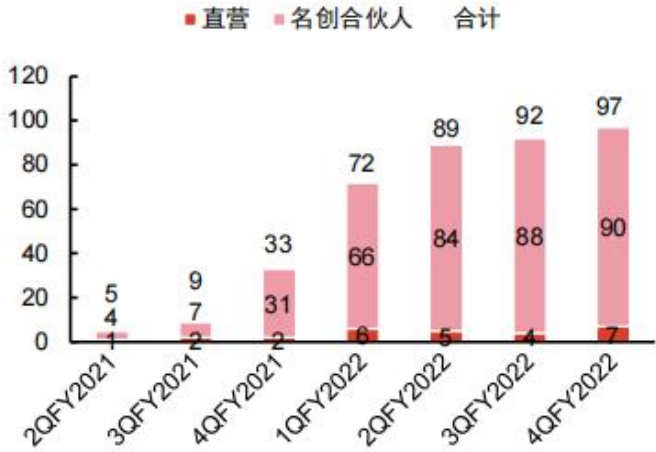
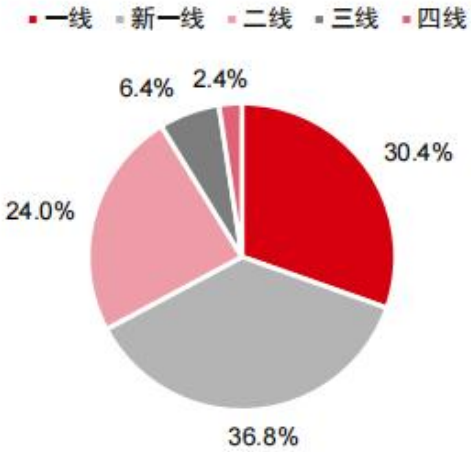


图 32：TOP TOY 门店按城市线级分布（2022/09/30）



- TOP TOY 门店营运延续名创合伙人模式：截至 2022/06/30，TOP TOY 共有 97 家门店，其中 7 家为直营店，90 家为名创合伙人店。TOP TOY 的名创合伙人分得门店 GMV 的 37%（名创优品的名创合伙人为 38%）。
- FY2022H1 平均客单价为 129 元，件单价为 69.8 元。FY2022Q4，TOP TOY 商品毛利率平均为 50%，供应商/公司/名创合伙人分别分得GMV 的 50%/13%/37%

表 17：中国潮玩行业主要竞争对手

品牌	总部所在地	创 始 时间	公司属性	核心品类	线上渠道	中国线下门店数 (截至时间)	IP (截至时间)
泡泡玛特	中国北京	2010	上市公司	盲盒	小程序、天猫、京东、抖音	308 (2022/6/30)	泡泡玛特共运营 93 个 IP，包括 12 个自有 IP、25 个独家 IP 及 56 个非独家 IP (2022/06/30)
乐高	丹麦比隆	1932	私人公司	积木	天猫、京东、苏宁	170(2021/12/31)	-
Hot Toys	中国香港	2000	私人公司	兵人	小程序、天猫、京东、抖音	6(2022/10/8)	共 118 个，全是非独家 IP (2022/10/08)
孩之宝	美国罗德岛	1923	上市公司	玩具、拼图、棋盘游戏	天猫、京东、抖音	23 (2022/10/8)	共 10 个，3 个自有 IP，7 个 非 独 家 IP (2022/10/08)
万代	日本东京	1950	私人公司	手办、艺术玩具	小程序、天猫、京东、抖音	1(2022/10/8)	超 过 300 个 IP (2022/03/31)
TOP TOY	中国广州	2020	私人公司	盲盒、积木、手办、平装玩具	小程序、天猫、抖音	97 (2022/06/30)	与拥有 75 个流行品牌的 IP 授权商建立品牌联名关系、与独立艺术家联名将新 IP 开发成潮流 IP 产品、与 14 位 IP 许可方联合开发出 190 款 TOP TOY 品牌下的 IP 产品 (2022/06/30)
Funko	美国华盛顿	1998	上市公司	玩偶、艺术玩具、手办	天猫	0 (2022/10/8)	超过 1000 个 IP 产品 (2021/12/31)
星辉	中国深圳	2000	上市公司	组装玩具、拼搭套装、艺术玩具、手办	天猫、京东	120 (2022/10/8)	共 35 个，独家授权 1 个，非 独 家 34 个 (2021/12/31)
19 八 3	中国福建	2010	私人公司	玩具、拼图、棋盘游戏	小程序、天猫、京东、抖音	253 (2022/10/8)	共 20+ 个 IP (2022/10/08)
X11	中国广州	2020	私人公司	盲盒、艺术玩具、玩偶	小程序、天猫、京东	12 (2022/10/8)	共 数 百 个 IP (2022/04/15)

资料来源：各品牌官网，百度地图，中信证券研究部

表 18：TOP TOY 与泡泡玛特单店模型对比

	TOP TOY		泡泡玛特
	梦工厂店	潮玩集合店	零售店
单店面积（平方米）	400-500	200-300	100-200
GMV（万元/年）	1200-2400	600-720	400-600
坪效（万元/平米/年）	3-4.8	2.4-3	3-4

资料来源：公司调研，中信证券研究部测算

- 潮玩行业的差异化竞争主要体现在核心品类和 IP 上：不同潮玩品牌的核心品类不同，泡泡玛特在消费者心智中的品类为盲盒，乐高为积木，Hot Toys 为兵人。
- TOP TOY 的门店分为梦工厂店和潮流集合店，单店面积分别为 400-500 平方米和 200-300 平方米，梦工厂店通常位于城市核心地标的核心商圈，而潮流集合店则通常位于年轻人聚集的二流商圈。
- 对比泡泡玛特：泡泡玛特零售店，单店面积为 100-200 平方米。据中信测算，TOP TOY 和泡泡玛特坪效相近，约 3 万元/平米/年。

03 市值空间

图 38：MINISO 品牌战略升级计划



图 39：FY2019-FY2022H1 名创优品国内客单价及件单价

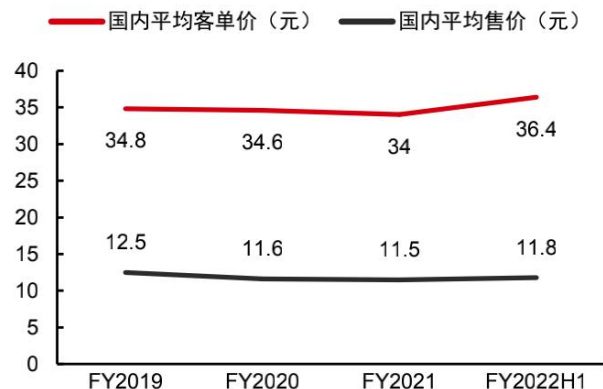
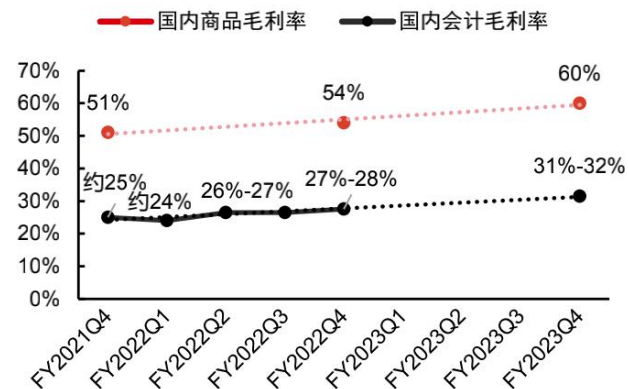
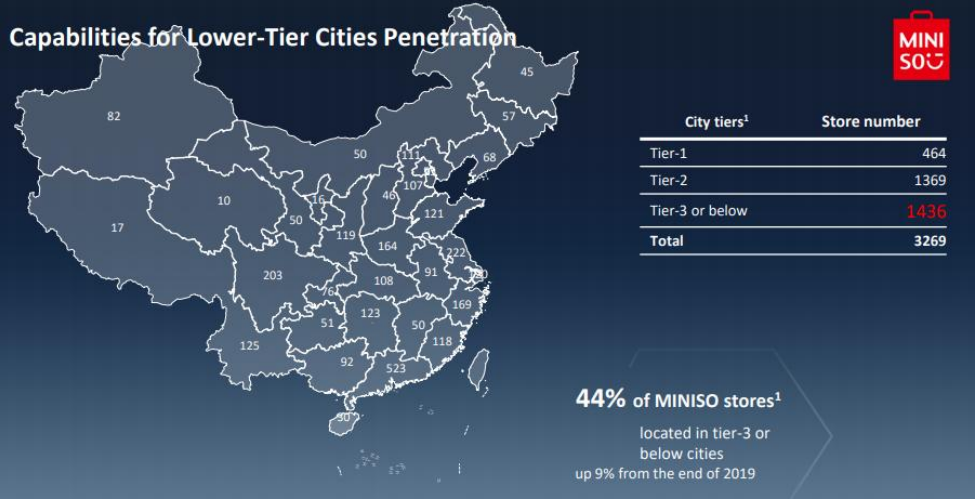


图 40：FY2021Q4-FY2023Q4 国内商品毛利率及会计毛利率



- 品牌升维大概率能成：品牌圈层化不可逆，消费者具有性价比+品牌认同的强烈诉求。
- 现有毛利率水平已具备较充分护城河。
- 中国经济修复并中长期增长具备确定性（收台湾会破坏逻辑）：短期至中期至少看一轮弱复苏。



- q3中国店铺量3269家，3年目标可看4000-4500家。
- 美国的测算边走边看：可能超预期，也可能水土不服。欧洲和东南亚进展比较顺（详见电话会纪要）。海外3年目标可看3200-3450家，即每年新增350-450家。
- Top Toy边走边看，可能超预期。

表 19：名创优品中国开店空间测算

城市线级	当前门店数量 (2022/09/30, 不完全统计)	2020 年七普人 口数量 (万人)	当前单店覆盖 人口 (万人)	中短期目标单店覆盖 人口 (以广东为目 标, 万人)	中短期目标 门店数量	长期目标 单店人口	长期目 标门店 数量
一线城市	447	8314	19	16	529	15	557
新一线城市	719	19782	28	22	925	17	1179
二线城市	570	22643	40	27	893	20	1146
三线城市	525	37113	71	50	799	30	1249
四线及以下城市	653	50962	78	65	868	50	1066
合计	2914				4014		5197

资料来源：腾讯地图，各地统计年鉴，中信证券研究部测算

表 20：名创优品美国开店空间测算

可比类别	可比公司	时间	当前门 店数量	过去 5 年 门店数量 CAGR	过去 3 年 门店数量 CAGR	门店扩 张时期	当前单店 覆盖人口	长期目标 单店覆盖 人口	目 标 门 店 数量	目 标 门 店 对应时间
一美元店	Dollar Tree	2021.12.31	15840	2.0%	2.6%	成熟期	20,953	13276	25000	长期
	Dollar General	2022.2.25	18190	5.7%	5.5%	成熟期	18,246	9711	34177	长期
五美元店	Five Below	2022.1.29	1190	17.5%	15.0%	成长期	278,902	94827	3500	2030 年以 前
	Target	2022.4.25	1926	1.4%	1.5%	成熟期	172,323	-	-	-
超市	Costco	2022.8.25	568	2.3%	2.4%	成熟期	584,320	478923	693	2025 年以 前
	Walmart	2022.1.31	5342	2.9%	-0.1%	成熟期	62,129	-	-	-
十美元店	MINISO	2022.9.30	54	-	-	引入期	6,146,180	30000	11063	长期



- 估值：参照dltr & cost，名创优品稳态下pe保守可看20x，扩张期可看30-35x。

图 41: CY2020-CY2025E 名创优品开店计划

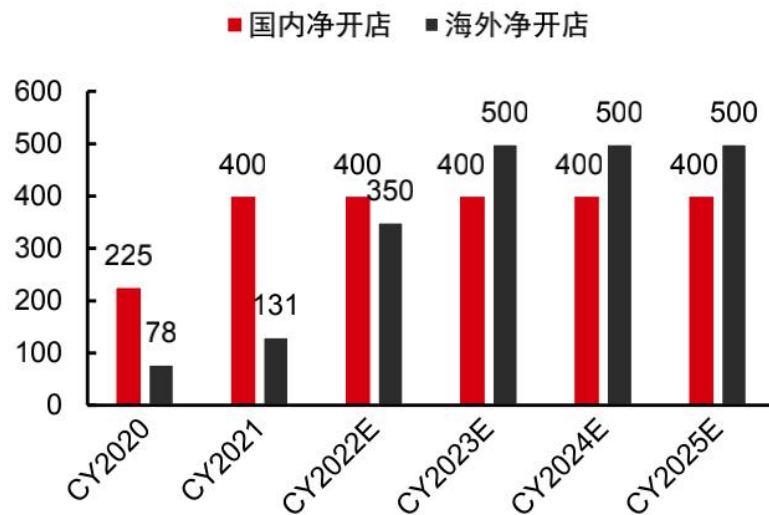
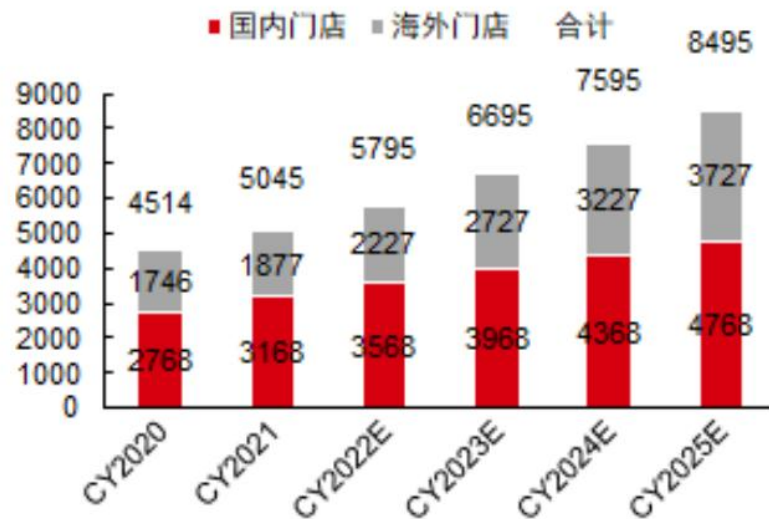


图 42: CY2020-CY2025E 名创优品海内外门店数量



- 管理层规划：22年店铺量5795，截止q3有5405（疫情影响），可能比目标小差一点。至25年达到8495，国内4768，海外3727。这个路径比较激进。
- 保守测算：25年目标店铺7500-8000家，单店营收8w美元，营收6亿-6.4亿美元。经营利润率20%，净利润率18%，pe 30x。即在保守估计情况下，3年市值空间在35亿左右。
- 偏乐观情况：25年店铺8500家，单店营收9.2w美元，营收7.8亿美元。经营利润率20%，净利润率18%，pe 35x，对应市值49亿。
- 超预期的可能性：提价带来单店营收增长，海外增长顺利。

THANKS!