

买入

从规模扩张到店效驱动，大店化与 IP 生态重塑平台价值

名创优品 (MNSO.US)

2026-09-01 星期二

【投资要点】

目标价：12.00 美元

现价：9.30 美元

预计升幅：29.0%

重要数据

日期	2026-08-31
收盘价 (美元)	9.30
总股本 (亿 ADS)	3.10
总市值 (亿美元)	28.69
净资产 (亿美元)	15.1
总资产 (亿美元)	44.6
52 周高低 (美元)	25.31/ 10.01
每 ADS 净资产 (美元)	4.88

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

备注: 1ADS=4 股

主要股东

叶国富 63.9%

相关报告

名创优品(MNSO)-首发报告-20211229

名创优品(MNSO)-更新报告-20231127、

20241213、20250827、20260629

➤ 上半年收入保持双位数增长，国内同店显著提速：

2026 年上半年，公司实现营业收入 114.99 亿元，同比增长 22.4%。其中二季度单季收入 58.1 亿元，同比增长 17.0%。分市场看，中国内地收入 64.54 亿元，同比增长 26.2%，创近三年同期最快增速。海外收入 40.59 亿元，同比增长 14.9%。得益于大店化升级与 IP 产品占比提升，国内同店销售持续改善，7-8 月同店增长超预期。但二季度单季由盈转亏 2.92 亿元，主要受 MiniMax 投资公允价值波动、汇兑损失及销售费用率抬升拖累。

➤ 国内大店化提速，海外进入阶段性调整：

公司国内业务加速关小店、开大店，乐园系大店单店坪效约为常规门店两倍、平均回本周期控制在一年以内，大店约八九成 SKU 为 IP 产品。海外业务方面，代理模式向直营切换带来阶段性利润承压，同店 GMV 低个位数下滑，海外业绩未达预期，未来将主动消化代理库存、优化低效门店。TOP TOY 二季度收入 4.7 亿元、同比增长 16.9%，增速回落。

➤ IP 生态进化持续推进，维持买入评级：

公司正从“IP 联名”向“IP 生态”深度进化。授权 IP 方面，公司已合作 180 个全球 IP，与 LISA 的联名系列将于 9 月先后落地泰国、日本市场，持续丰富 IP 产品组合。我们认为，尽管短期利润端因海外直营投入、IP 授权费用及 MiniMax 公允价值波动而承压，但短期利润波动不改长期 IP 零售平台逻辑，名创优品正从“门店数量扩张”转向“大店化、IP 化、单店效益化”。鉴于 2026 年为阶段性利润低点、2027 年有望迎来利润率拐点，且大店化与 IP 生态有望重塑长期成长性，我们调整了未来三年营收预期，分别为 246.6/281.6/317.8 亿元，同比+15.0%/+14.2%/+12.9%。Non-IFRS 归母净利润分别为 23.6/27.5/33.2 亿元，同比-18.2%/+16.1%/+20.8%。现价对应 FY26E Non-IFRS PE 约 6.7 倍，给予目标价 12.0 美元，对应 FY26E PE 约 10.5 倍，维持买入评级。

百万人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	16,994	21,444	24,663	28,156	31,779
同比增长 (%)	22.8%	26.2%	15.0%	14.2%	12.9%
毛利率	44.9%	45.0%	44.9%	44.8%	44.8%
经调整归母净利润	2,703	2,893	2,366	2,747	3,320
同比增长 (%)	15.7%	7.1%	-18.2%	16.1%	20.8%
经调整归母净利润率	15.9%	13.5%	9.6%	9.8%	10.4%
每 ADS 净利润	8.69	9.38	7.79	9.05	10.94
Non-IFRS PE	7.3	6.7	8.1	7.0	5.8

数据来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 上半年收入保持双位数增长，国内同店显著提速

2026 年上半年，公司实现营业收入 114.99 亿元，同比增长 22.4%。其中二季度单季收入 58.1 亿元，同比增长 17.0%，较一季度 28.5% 的增速有所回落。分市场看，中国内地收入 64.54 亿元，同比增长 26.2%，创近三年同期最快增速。海外收入 40.59 亿元，同比增长 14.9%。目前公司增长的核心驱动已从开店数量切换为单店质量。国内通过大店化升级、门店调改与 IP 产品占比提升，推动同店销售持续改善，管理层披露 7-8 月国内同店增长超预期，其中订单量增长贡献约 80%、客单价提升贡献约 20%。海外业务则进入阶段性调整。利润端二季度公司由盈转亏约 2.92 亿元，主要是受到 MiniMax 投资公允价值波动（浮亏约 5.97 亿元）、汇兑损失（约 1.42 亿元）及销售费用率抬升所致。上半年经调整净利润 12.22 亿元，同比下降 1.7%。在二季度业绩会上公司明确表示 2026 年将是阶段性利润低点，2027 年有望迎来利润率拐点。

➤ 国内大店化升级成效显著，海外进入阶段性调整

国内业务增长提速是本轮业绩的最大亮点。公司加速推进关小店、开大店的结构性改革，乐园系大店坪效约为常规门店两倍，平均回本周期控制在一年以内、部分优秀门店约 6 个月回本，大店约八九成 SKU 为 IP 产品。公司规划未来 5 年乐园系门店由约 100 家增至 1200-1500 家，国内门店总量预计在 7000-8000 家之间、95% 以上集中于一、二线城市。伴随门店升级与会员运营的“人货场”协同，7 月以来国内收入同比增长约 20%，为下半年实现中双位数收入增长奠定基础。海外业务则进入阶段性调整。2026 年上半年海外同店 GMV 录得低个位数下滑，收入增长主要由新开店贡献。海外业绩未达预期核心原因在于代理模式向直营切换带来的费用前置、部分东南亚市场前期扩张过快以及北美市场新店爬坡的稀释效应。未来公司表示将主动消化代理库存、优化低效门店，预计下半年代理门店净减少 100-110 家。同时聚焦美国、加拿大、欧洲、澳大利亚等核心市场，维持全年海外净增 340-360 家的目标。

➤ TOP TOY 增长降速，IPO 二次递表推进分析

TOP TOY 二季度实现收入 4.7 亿元，同比增长 16.9%，较一季度 51.4% 的增速明显回落，上半年累计收入 9.85 亿元、同比增长 32.7%。二季度增速回落主要受春节及寒假消费旺季退潮、缺大量级爆款 IP 及行业竞争加剧等因素影响。尽管增速放缓，TOP TOY 商业模式已跑通、连续多个季度盈利，自研 IP “糯米”

销售额超 2 亿元。我们预计 TOP TOY 在集团总收入中的占比将持续提升，成为驱动长期估值提升的重要引擎。

表 1：名创优品公司季度门店数量变动（截至 2026/6/30）

对应财季	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
MINISO 品牌	6,712	7,186	7,504	7,488	7,612	7,831	8,151	8,210	8,309
中国	4,115	4,250	4,386	4,275	4,305	4,407	4,568	4,593	4,665
直营店	29	29	25	20	20	21	18	15	15
第三方	4086	4221	4361	4229	4285	4386	4522	4552	4,650
海外	2,597	2,936	3,118	3,213	3,307	3,424	3,583	3,617	3,644
直营店	343	422	503	548	579	637	700	745	795
第三方	2410	2541	2615	2665	2728	2787	2883	2872	2,849
其中：国内净增	81	135	136	-111	30	102	161	25	72
其中：海外净增	1	339	182	95	94	117	159	34	27
TOP TOY 品牌	195	234	276	280	293	307	334	355	365
直营店	21	29	40	40	38	42	35	35	63
第三方	174	205	236	240	255	265	269	281	302
公司总计	6,907	7,420	7,780	7,768	7,905	8,138	8,485	8,565	8,674
公司季净增	117	513	360	-12	137	233	347	80	109

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 2：名创优品公司季度财务要点

对应财季	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q1
收入（百万元）	4,035	4,523	4,713	4,427	4,966	5,797	6,254	5,688	5,811
YOY	24%	19%	23%	19%	23%	28%	33%	28%	17%
国内收入	2,525	2,711	2,580	2,834	2,621	3,486	3,473	3,735	3,222
YOY	18%	9%	10%	13%	4%	29%	35%	32%	23%
海外收入	1,510	1,811	2,132	1,592	1,942	2,312	2,782	1,941	2,118
海外收入占比	37%	40%	45%	36%	39%	40%	44%	34%	36%
YOY	35%	40%	43%	30%	29%	28%	31%	22%	9%
MINISO 单店收入及门店数同比变动（MINISO 单店收入单位：万元）									
MINISO 单店收入	57.2	61.1	63.6	57.9	63.7	69.5	72.2	65.9	64.3
YOY	5%	1%	9%	8%	11%	14%	13%	14%	1%
总门店数 YOY	17%	19%	19%	14%	14%	10%	9%	10%	10%
毛利（百万元）	1,773	2,030	2,217	1,958	2,199	2,590	2,901	2,464	2,630
销售费用	-826	-996	-1,001	-1,021	-1,160	-1,430	-1,655	-1,471	-1,574
管理费用	-227	-236	-277	-242	-262	-344	-378	-297	-294
营业利润	752	853	968	710	836	847	911	1,521	119
经调整归母净利	621	679	788	587	692	763	863	552	531
YOY	10%	7%	20%	-4%	11%	12%	9%	-6%	-23%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 3：名创优品公司季度财报盈利能力分析

对应财季	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2
毛利率	43.9%	44.9%	47.0%	44.2%	44.3%	44.7%	46.4%	43.3%	45.3%
销售费用率	20.5%	22.0%	21.2%	23.1%	23.4%	24.7%	26.5%	25.9%	27.1%
管理费用率	5.6%	5.2%	5.9%	5.5%	5.3%	5.9%	6.0%	5.2%	5.1%
营业利润率	18.6%	18.9%	20.5%	16.0%	16.8%	14.6%	14.6%	26.7%	2.0%
归母净利润率	14.6%	14.2%	17.1%	9.4%	9.9%	7.6%	-2.3%	22.0%	-5.0%
经调整净利润率	15.5%	15.2%	16.8%	13.3%	13.9%	13.2%	13.8%	9.7%	9.1%
经调整归母净利率	15.4%	15.0%	16.7%	13.3%	13.9%	13.2%	13.8%	9.7%	9.1%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ IP 生态进化持续推进，维持买入评级：

我们的观点：公司正从“IP 联名”向“IP 生态”深度进化。授权 IP 方面，公司已合作 180 个全球 IP，与 LISA 的联名系列将于 9 月先后落地泰国、日本市场，持续丰富 IP 产品组合。我们认为，尽管短期利润端因海外直营投入、IP 授权使用及 MiniMax 公允价值波动而承压，但短期利润波动不改长期 IP 零售平台逻辑，名创优品正从“门店数量扩张”转向“大店化、IP 化、单店效益化”。鉴于 2026 年为阶段性利润低点、2027 年有望迎来利润率拐点，且大店化与 IP 生态有望重塑长期成长性，我们维持买入评级。预计公司 FY26E-FY28E 营收为 246.6/281.6/317.8 亿元，同比+15.0%/+14.2%/+12.9%。Non-IFRS 归母净利润为 23.6/27.5/33.2 亿元，同比-18.2%/+16.1%/+20.8%。现价对应 FY26E Non-IFRS PE 约 6.7 倍，给予目标价 12.0 美元，对应 FY26E PE 约 10.5 倍。

表 1：多品类零售行业估值比较（20260831）

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS（港元）			市盈率 PE			市净率 PB 市销率 PS	
			2025	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026TTM	2026TTM
Five.O	FIVE BELOW	1,070.2	35.9	69.0	78.4	54.2	28.0	24.7	5.9	2.7
DG.N	达乐 (DOLLAR GENERAL)	2,192.4	39.9	57.8	62.6	25.0	17.2	15.9	3.0	0.6
DLTR.O	美元树 (DOLLAR TREE)	1,862.3	-109.4	53.7	59.6	-7.9	17.8	16.3	6.9	1.2
2782.T	SERIA	164.0	7.8	N/A	N/A	27.9	N/A	N/A	3.5	1.3
7453.T	良品计划	1,188.0	5.1	5.5	6.2	44.0	38.1	34.0	6.1	2.7
9983.T	迅销	11,269.1	75.0	77.0	89.9	46.2	46.0	39.4	8.4	6.0

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 海外同店销售走弱风险。
2. 销售费用刚性上升与 IP 授权成本风险。
3. 拓店及大店模型复制不及预期风险。
4. 汇率波动与国际关系风险等。

财务报表摘要

资产负债表	单位: 百万元人民币 / 元人民币 / 元人民币				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	11,656	14,086	15,790	17,844	20,236
现金	6,328	6,817	7,872	9,280	11,073
应收账款	2,207	3,307	3,613	3,919	4,202
其他投资	100	0	0	0	0
存货	2,750	3,691	4,033	4,374	4,690
其他	270	271	271	271	271
非流动资产	6,465	14,547	14,942	15,359	15,797
物业、厂房及设备	1,437	2,109	2,215	2,326	2,442
资产使用权	4,172	5,121	5,377	5,646	5,928
递延税项资产	182	289	318	349	384
无形资产	9	95	100	105	110
其他	665	6,933	6,933	6,933	6,933
资产总计	18,120	28,634	30,732	33,203	36,034
流动负债	5,727	8,473	9,051	9,748	10,447
短期借款	567	1,751	1,751	1,751	1,751
应付账款	3,944	4,516	4,943	5,371	5,759
合同负债	323	389	340	375	413
应交税费	252	291	349	419	503
租赁负债	641	1,525	1,668	1,832	2,021
非流动负债	2,037	9,441	9,850	10,319	10,858
合同负债	35	22	24	25	26
非流动租赁负债	1,903	2,714	3,121	3,589	4,127
负债合计	7,765	17,914	18,901	20,067	21,305
股本及股本溢价	10,356	10,719	11,831	13,135	14,728
少数股东权益	41	101	110	120	133
归母所有者权益	10,315	10,619	11,722	13,015	14,595
负债及权益合计	18,120	28,634	30,732	33,203	36,034

现金流量表	单位: 百万元人民币 / 元人民币 / 元人民币				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,168	2,578	2,691	3,179	3,786
投资活动现金流	-533	-7,020	-1,003	-1,030	-1,060
筹资活动现金流	-1,721	4,969	-633	-741	-933
现金净增加额	-86	528	1,055	1,408	1,793
现金期初金额	6,415	6,328	6,817	7,872	9,280
现金期末金额	6,328	6,817	7,872	9,280	11,073

利润表	单位: 百万元人民币 / 元人民币 / 元人民币				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	16,994	21,444	24,663	28,156	31,779
营业成本	-9,357	-11,796	-13,589	-15,542	-17,542
毛利	7,637	9,648	11,074	12,614	14,237
销售费用	-3,520	-5,266	-6,536	-7,433	-8,199
管理费用	-932	-1,225	-1,406	-1,605	-1,780
其他	130	146	19	19	19
营业利润	3,316	3,303	3,152	3,595	4,278
财务收入/(费用)净额	26	-327	247	282	318
可赎回优先股公允价值变动	6	-534	0	0	0
应占股权投资损益	0	-530	-530	-530	-530
除税前溢利	3,348	1,913	2,869	3,347	4,066
所得税	-712	-704	-574	-669	-813
持续经营净利润	2,635	1,210	2,295	2,678	3,253
少数股东损益	18	5	9	11	13
归母净利润	2,618	1,205	2,286	2,667	3,240
Non-IFRS归母净利润	2,703	2,893	2,366	2,747	3,320

主要财务比率	单位: 百万元人民币 / 元人民币 / 元人民币				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入yoy	22.8%	26.2%	15.0%	14.2%	12.9%
营业利润yoy	17.4%	-0.4%	-4.6%	14.1%	19.0%
Non-IFRS归母净利润yoy	15.7%	7.1%	-18.2%	16.1%	20.8%
盈利能力及费用					
毛利率	44.9%	45.0%	44.9%	44.8%	44.8%
Non-IFRS归母净利率	15.9%	13.5%	9.6%	9.8%	10.4%
销售费用率	20.7%	24.6%	26.5%	26.4%	25.8%
管理费用率	5.5%	5.7%	5.7%	5.7%	5.6%
偿债能力					
资产负债率	42.9%	62.6%	61.5%	60.4%	59.1%
流动比率	2.0	1.7	1.7	1.8	1.9
营运能力					
存货周转天数	90	98	102	97	93
每股资料 (人民币元)					
每普通股净利润 (Non-IFRS)	2.17	2.34	1.95	2.26	2.73
每ADS净利润 (Non-IFRS)	8.69	9.38	7.79	9.05	10.94
估值比率					
Non-IFRS PE@9.3USD	7.3	6.7	8.1	7.0	5.8
PB	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>