名创优品 20260831

名创优品 2026H1 分析：国内增长超预期，海外代理主动调优

摘要

- 2026H1 营收增速创近年新高，同店增长中个位数，但海外代理业务收入同比下降 10%拖累整体表现。
- 利润端受海外直营扩张、租赁折旧及 IP 授权费增加影响，经调整净利润率同比下滑，核心经营利润率为 14.9%。
- 海外代理业务主动去杠杆，计划下半年关闭 110 家低效门店，预计 2027 年随库存消化及订货恢复重回增长。
- 国内业务表现超预期，7-8 月增长超 20%，大店改造策略显著提升日销，预计 2024-2028 年复合增长近 10%。
- TOPTOY 战略转向自有 IP，主动削减 30%非独家外采产品导致增速放缓，剔除股权激励后经营利润率维持中单位数。
- 大洋洲市场因高租售比及人工成本预计 2026 年亏损 1 亿元；印尼市场通过精细化管理已于 2026Q1 扭亏为盈。
- 股东回报明确，预计 2026 全年分红与回购总额不低于经调整净利润的 50%，现金储备达 74 亿元，无流动性压力。

Q&A

请总结 2026 年上半年的核心财务表现、全年业绩指引以及当前市场关注的几个核心问题？

2026 年上半年公司实现收入 115 亿元，同比增长 22.4%，略高于此前 20%至 22%的指引。EPADS 同比增长 8.2%。分业务来看，名创优品中国区业务收入同比增长 26.2%，为近三年最快的上半年增速，主要由中个位数的同店增长驱动，加盟商的回报率和盈利水平也达到疫情以来的最理想状态。海外业务收入为 41 亿元，同比增长 15%，低于此前高双位数增长的预期，主要原因是海外代理业务收入在上半年下降了 10%。 在利润方面，剔除永辉及可转债等因素后，核心业务的调整后经营利润率为 14.9%。若剔除汇兑影响，调整后的经营利润同比增长 5%，调整后的净利润率为 12.2%，同比小幅下降。利润率同比下降约 2.6 个百分点，主

要源于销售费用率同比提高了 2.7 个百分点，其中 1.7 个百分点来自海外直营业务的租赁折旧及人力成本提升，另外 1 个百分点来自广告宣传费用和 IP 授权费用的增加。值得注意的是，自有 IP 产品线的利润率高于公司平均水平，且库存周转天数仅为 30 至 40 天，并未拖累盈利质量。上半年毛利率为 44.3%，与两年前同期持平，其中第二季度包含了约 1.2 个百分点的美国关税退税影响。 现金流与股东回报方面，上半年经营现金流为 14.8 亿元，同比增长 46%，期末现金储备 74 亿元。上半年通过回购和分红累计向股东返还 13.1 亿元，其中回购金额为 5.2 亿元。公司本次不设中期分红，计划在未来一段时间内加大回购力度，并期望 2026 年全年的回购与分红总额不低于剔除汇兑影响后经调整净利润的 50%。全年业绩指引方面，预计下半年集团收入将实现高单位数增长，从而带动全年收入实现中双位数增长。不考虑汇兑影响，预计全年调整后的经营利润率和净利润率将同比下降 3 至 4 个百分点。 当前市场主要关注四个问题：

1. 北美业务降速：上半年北美市场收入约 18 亿元，同比增长近 40%。第二季度增速放缓至 25%，主要受 2025 年高基数影响，但两年复合增长率仍达 50%。预计下半年增速可能放缓，但维持全年实现约 40 亿元收入和 4 亿元净利润的目标，同店保持低单位数增长。
2. 利润与费用：销售费用率的上升主要由海外直营业务扩张及自有 IP 投入驱动。
3. 代理业务与海外库存：代理业务上半年收入负增长，预计下半年将延续低双位数负增长。公司正主动调整，计划下半年关闭 100 至 110 家低效代理门店，且不向渠道压货。目前终端代理渠道的库存水平与去年同期持平，状态健康。
4. 国内业务的可持续性：第二季度国内业务增速在同赛道中表现最快。7 月至 8 月，中国区业务增长仍超过 20%，同店实现中单位数增长。大店改造策略成效显著，例如上半年纳入同店计算的 30 多家“乐园系”门店，其日均销售额同比增长超过三成。目前门店调改仅完成约 300 家，未来仍有巨大提升空间。

海外代理业务自进入海外市场以来一直较为稳定，请问近期该业务面临问题的具体原因是什么，与以往有何不同？公司计划在下半年针对哪些市场进行调整，并采取何种策略？

代理业务当前面临的问题主要源于以下几个方面。首先，代理业务的核心市场，如东南亚和拉丁美洲，公司已进入近十年，部分渠道和品牌形象亟需升级。其次，公司在年初对 2026 年海外宏观环境的严峻性认知不足，例如拉丁美洲（墨西哥、委内瑞拉、哥伦比亚）的政局动荡以及中东地区冲突对全球油价和运输成本的影响。最后，在公司向 DTC 模式转型的过程中，管理精力和资源过度集中于营业务的拓展，导致对代理业务的关注度下降。例如，原负责代理业务的过去 12 个月中，有相当一部分精力被分散至欧洲、东南亚等市场的直营拓上。 针对这些问题，公司计划在下半年关闭 100 至 110 家长期低效的

人在草木间

店。这些关店计划将分布在 80 多个代理市场中，每个市场平均关闭一至两家。其中，约 80%至 85%的关店将集中在业务体量排名前 18 至 20 的核心代理市场，这些市场贡献了代理业务约八成的收入。

公司在 2025 年底已开始对印尼等市场进行调整，这些经验对于当前其他直营市场的赋能和调整有何借鉴意义？

印尼市场的调整经验为其他直营市场的运营提供了宝贵的参考。印尼市场在 2025 年下半年开始进行调整，当时面临着高库存、低利润和同店销售下滑等问题。通过一系列调整措施，印尼市场在 2026 年第一季度实现了盈利，第二季度利润进一步提升，同店销售也恢复了正增长。 这些成功的调整经验可以赋能于其他市场，主要体现在以下几个方面：

1. 库存管理：印尼的经验证明，通过精细化的库存管理可以有效解决积压问题，提升周转效率。
2. 门店运营优化：对门店的布局、产品组合和人员效率进行优化，能够显著提升单店的盈利能力和销售表现。
3. 本地化策略：深入理解本地市场需求，调整产品和营销策略，是实现同店增长恢复的关键。

这些经过验证的调整方法论和工具，可以被复制和应用到其他面临相似挑战的直营市场，从而帮助这些市场更快地提升运营质量和盈利水平。

考虑到印尼市场作为较早出海的市场之一，其近期的规模增长面临压力，而国内市场今年（2026 年）表现超预期，管理层如何评估印尼市场的现状与调整策略，并对明年（2027 年）国内市场的发展有何初步展望？

印尼市场有几个特点：它是全球利润率最高的市场，甚至超过中国市场，这主要得益于其轻资产的加盟模式（400 多家门店几乎均为加盟店）以及总部对当地较强的定价话语权。尽管今年（2026 年）上半年规模持平略降，去年（2025 年）规模有所下降，但利润仍非常有保障。印尼的门店数量（400 多家）与美国、印度处于同一区间，但与消费力强劲的美国不同，印尼近两年受宏观因素影响，消费力有所下滑。同时，市场竞争激烈，例如去年（2025 年）Osome、KKV 等品牌曾采取不计成本的开店和定价策略，带来了一定压力。公司当时并未跟进低价策略，而是选择了稳妥保守的发展模式，事实证明该决策是正确的，目前 Osome 等品牌已出现大规模关店和资金链断裂的情况。 当前印尼市场面临的主要挑战及调整方向包括：

1. 渠道质量：2024 年扩张期开设了不少质量不高的街铺店，这些低效门店影响了整体同店表现。未来 12 至 24 个月将持续消化这些门店，预计关闭这些门店的总成本在百万到千万级别，关闭后将有利于同店表现的提升。

2. 商品策略：传统上在印尼市场表现优异的香水和 3C 小风扇等品类，因过去一两年未能持续经营导致业绩波动较大。公司已派遣专门团队到当地进行改善。
3. IP 产品：印尼的 IP 产品销售占比约为 30%至 40%，介于中国市场和海外整体水平之间。大型 IP（如哈利·波特、芭比）发售时会带来脉冲式销售增长，但 IP 产品的上新缺乏明确规划，导致业绩起伏较大，这也是未来需要改善的重点。

对于整个东南亚市场，策略是“保住规模、稳定利润”，在调整规模较大的印尼市场的同时，让其他小市场先行。越南市场今年（2026 年）上半年的经营质量（无论规模还是利润）是过去三年中最好的，这提供了一个积极的信号，但由于其规模仅为印尼的五分之一到六分之一，对整体财务报表的影响有限。 关于国内市场，2027 年的商业计划刚刚启动。长期来看，预计 2024 年至 2028 年期间，国内市场可以保证每年接近 10%的复合增长。2024 年和 2025 年的增长远超此目标。考虑到名创优品在国内的规模到今年（2026 年）底将接近 190 亿，每年都实现 20%的增长可能不现实，因此明年（2027 年）仍将以 10%的增长作为一个基准目标。

鉴于 Chiikawa 联名进展迅速，并与艺人展开了合作，公司在 IP 合作方面是否有提速计划？自有 IP 目前的销售贡献和渠道投放策略是怎样的？

IP 合作确实在提速。目前累计签约的潮玩艺术 IP 数量已超过 30 个，相比去年（2025 年）8 月公布的 9 个有显著增长。展望下半年，大的联名 IP 主要是与几大电影的合作，不会有太多新的 IP 联名。重点将放在自有 IP 上，下半年有充足的自有 IP 产品线等待上新。丑丑项目提供了一个很好的范例，后续将根据其产品和 IP 特质的表现，相应调整未来几个月自有 IP 的发售计划。 目前，自有 IP 在国内的销售贡献为中个位数。在投放策略上，地域上主要集中在一线城市和部分二线城市；渠道上则优先保障 MINISO LAND、Brands 店以及 Super MINISO 这类门店。这种策略也可以激励加盟商开设更多优质大店以获取热门 IP 产品。由于国内采用 DTC 运作模式，公司对货品、门店和人员有管控权，加盟商更关注门店的整体业绩和利润，因此目前并未因此出现显著问题。

海外代理市场今年（2026 年）收入预计将出现低双位数的下滑，其调整预计需要多长时间？明年（2027 年）是否能重回增长？

今年（2026 年）全年，海外代理市场的收入预计在去年（2025 年）30 亿元的基础上，下降 10%至低双位数，回到约 25 至 26 亿元的水平。收入下降主要有两个原因：一是市场本身的调整；二是在门店数量上，年初预计净增近 200 家门店，但目前来看预计将净减少 100 多家，一来一去相差了 300 多家店，占其总门店数的百分之十几。站在当前时点看，海外代理商的库存水平尚可，大约为 6 到 8 个月，低于海外直营市场约 270 天的水平。考虑到库存消耗情况，以及 9 月份即

将开始订货，预计明年（2027 年）代理市场没有理由不实现增长。

在收入下降的情况下，今年（2026 年）海外代理市场的利润率水平将如何变化？

海外代理市场采用轻资产模式，虽然会分摊一些总部的人工和广宣费用，但利润率预计仍能维持在 30%以上，可能在 30%左右，但会比之前略低一到两个百分点。

TOP TOY 业务目前的调整情况及后续规划是怎样的？

TOP TOY 目前是相对独立的业务板块。今年（2026 年）上半年实现了 30%多的增长，下半年预计将是中高个位数的增长。业务增速放缓是主动选择的结果，主要是因为它在自有 IP 的开发上比名创优品主品牌更早，目前自有 IP 的销售占比已超过 10%，高于名创主品牌的中个位数水平。今年（2026 年）规模增速放缓的一个主要原因是主动停止并控制了门店内第三方采购商品的规模，转而聚焦于自身的 IP 产品。从今年（2026 年）表现来看，无论是小丑鱼、BUBU、还是较为长青的糯米团等 IP，都取得了非常不错的成绩。

海外直营市场中，哪些区域面临亏损压力？具体原因是什么？

亏损主要集中在欧洲、亚洲部分市场以及大洋洲。特别是大洋洲市场，表现远低于年初预期，预计今年（2026 年）将产生 1 亿元的利润拖累，是全球范围内经营难度较大的市场。其主要挑战在于：人工成本极高，租售比也很高。目前在大洋洲的几十家门店，其单平米租金接近美国和加拿大的两倍。高租售比一方面反映了租金昂贵，另一方面也说明了门店业绩不佳，因为获取的店铺点位普遍不是很好。公司在一年多前从代理商手中收回大洋洲业务时，相对低估了该市场的经营难度。

上半年 TOP TOY 同店销售额下滑的原因是什么？为何在有机会盈利的情况下主动控制规模？

上半年 TOP TOY 同店销售额确实出现下滑，主要原因是管理层在第二季度主动采取措施，减少了部分外采产品的规模，以集中精力发展自有 IP 潮玩。此举旨在推动品牌向自有 IP 战略转型。如果产品结构中外采产品、品类和供应商占比过高，可能会在重大决策中影响内部团队和外部供应商的话语权，并可能影响团队对未来能力和渠道建设的投入。因此，这是一个主动的战略调整计划。该计划最初可能更为激进，但后来根据反馈进行了适度平缓的调整，近几个月的表现已略有改善。

关于 TOP TOY 的产品结构，自有 IP 产品占比约 10%，而自研产品占比达到 70%，这其中 60%的差额具体指什么？公司目前调整的是哪部分产品？

自有 IP 产品，即品牌自己独有的 IP，占收入比重约 10%左右。而自研产品是一个更广的概念，它包括了自有 IP 产品，以及获得了独家授权或进行独家联名的产品，这部分合计占比达到七成。因此，目前主动调整和削减的是占比约三成的非独家外采产品。

考虑到下半年收入增长指引为高个位数，相较于第二季度的实际表现有明显减速，请问下半年业绩压力增大的主要原因是什么？

下半年业绩增长的压力主要来自海外市场，预计直营和代理业务的收入增速将相较上半年明显放缓。具体来看，下半年 MINISO 品牌的收入增长预计在高个位数至低双位数之间，而 TOP TOY 品牌则基本持平。从区域看，国内市场预计仍能维持中双位数的增长，而海外市场预计仅有个位数的增长，可能是低个位数水平。因此，整体增速放缓主要由海外业务导致。

导致下半年业绩压力增大的具体因素是什么？是行业需求下降吗？

海外市场的原因如前所述。国内市场方面，第三季度业绩表现尚可，七、八月份仍实现了 20%的增长，预计九月份开学后环比虽有回落，但同比仍将有高双位数增长，因此整个第三季度预计将维持高双位数增长。主要的担忧在于第四季度，去年（2025 年）11 月和 12 月因《疯狂动物城 2》联名产品带来了非常高的基数，因此对第四季度的业绩预期相对保守和谨慎。

TOP TOY 的 IPO 目前有无明确的时间表？考虑到上一轮估值不低，若市场环境不佳，主要股东是否接受折价上市？

TOP TOY 的 IPO 目前没有明确的时间表，仍在正常的排队流程中，上市计划没有变化。其招股书中有披露过最低估值的要求。主要股东对潮玩赛道以及 TOP TOY 在其中的地位非常看好，是具有长期耐心的投资人。如果届时市场环境发生变化，相信各方会进行协商。

上半年 TOP TOY 的利润转为负数，这是完全由股权激励导致的，还是其经营性现金流本身也为负？

TOP TOY 的经营利润是正的，处于中单位数的利润率水平。报表利润转负主要是由于大额的股权激励和优先股公允价值变动等非经营性因素所致。若剔除这些影响，其上半年的经营利润率与去年（2025 年）同期水平相当，均保持在中单位数。股权激励是从去年（2025 年）下半年开始对报表产生影响的。

TOP TOY 的新开店数量有所下调，这是否意味着其长期增速将下一个台阶？对于其自有 IP 的投入期，公司有何预期？

潮玩赛道，特别是像 TOP TOY 这样的潮玩集合店，无论在国内还是海外，我们认为仍有巨大的发展空间。经过几年的高速增长后，管理团队希望适当控制开店速度，以提升增长质量，并专注于自有 IP 的建设与投入，这对于公司的长期健康发展是有利的。关于投入，这会是一个持续的过程。TOP TOY 作为规模相对较小的子品牌，未来若以年为单位衡量，其增速理应显著快于主品牌。预计主品牌未来几年能保持百分之十几到二十的增长，而 TOP TOY 的增速将超越主品牌，并伴随一个持续的投入过程。

关于公司的股东回报政策和短期债务压力，公司有何计划与展望？

首先，公司短期内没有流动性压力。一方面，公司每年产生 25 亿至 30 亿元的净利润，现金流状况良好，接近 30 亿元。另一方面，公司的债务结构以长期为主，一年内到期的流动负债规模控制在十几亿元人民币。其余债务如并购贷款和长期固定资产贷款的期限多为 7 到 15 年，因此资产负债和现金流管理稳健。在股东回报方面，2025 年分红加回购总额为 19 亿元，占调整后净利润的 60%以上。考虑到今年的特殊情况和资本分配计划，预计 2026 年全年的分红加回购总额将不低于扣除汇兑损益后经调整净利润的 50%。以全年 25-26 亿元净利润估算，至少可保证 13 亿元的股东回报，具体金额将取决于后续的回购执行情况。