

零售电商 | 公司研究

2024年06月04日

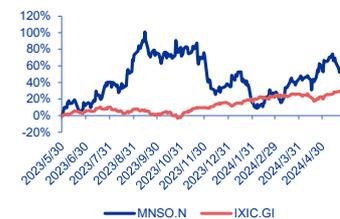
买入

维持

市场数据: 2024年6月03日

收盘价 (美元)	23.20
纳斯达克指数	16828.67
52周最高/最低价 (美元)	29.49/14.93
美股市值 (亿美元)	73.04
总股本 (亿股)	12.59
汇率 (美元/人民币)	7.25

股价表现:



资料来源: Bloomberg

证券分析师

赵令伊
A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com
曹敦鑫
A0230523070005
caodx@swsresearch.com

研究支持

曹敦鑫
A0230523070005
caodx@swsresearch.com

联系人

曹敦鑫
(8621)23297818 x 转
caodx@swsresearch.com

名创优品出海 2.0: 超级 IP 驱动, 全球版图扩张

名创优品 (MNSO.N)

强化全球化战略、深化供应链赋能及多维度布局, 名创开启“出海 2.0”时代。名创自 2013 年创立以来快速成长为全球领先零售品牌, 并在海外市场取得显著进展。2024 年宣布其全球化战略升级至“出海 2.0”, 旨在成为全球第一的 IP 设计零售集团, 目标至 2028 年收入年复合增长率不低于 20%, 每年新增 900 至 1100 家门店, 全球门店数量翻番, IP 产品占比超 50%。其通过深化全球五大区域市场, 尤其是欧美市场布局与供应链优化, 以及加快在北美与欧洲的扩张计划, 展现全球化决心。目前海外市场已成为名创的重要增长动力, 2023 年海外市场营收显著增长, 同店销售提升, 亚洲、北美、拉丁美洲市场表现强劲, 欧洲潜力巨大。同时, 对比其他零售品牌, 名创在北美、亚洲、欧洲等地仍有大量开店空间, 未来增长前景广阔。我们认为名创优品正通过强化全球化战略、供应链赋能及多维度布局, 加速推进出海 2.0 战略。

深化 IP 合作战略, 布局超级 IP 打造全球第一 IP 设计零售集团。名创通过多元 IP 策略与全球知名品牌联名, 如迪士尼、三丽鸥等, 成功打造多个爆款产品线, 显著提升销售额与品牌影响力。2023 至 2024 年间, 公司与小王子、Loopy、芭比、Chiikawa 等 IP 合作, 实现了现象级销售成绩, 如芭比系列的全球热卖、Loopy 系列首日售罄、Chiikawa 系列快闪店高额销售成绩。公司同时孵化原创 IP, 如 DUNDUN 鸡, 利用中国文化赋能时尚表达, 与多领域跨界合作推广“国潮月”。我们认为一系列成功联名, 主因名创通过把握 IP 情绪价值, 线上线下全渠道营销, 以及简约创新的商品设计, 构建起成熟的情绪导向消费模式。其营销增长飞轮策略整合 IP 资源、内容营销和用户经营, 硬实力体现在丰富的顶级 IP 合作与广泛的线下门店网络, 软实力则展现于高效的内容生态与私域运营能力, 高质量用户互动与价值共创, 软硬实力协同推动 IP 策略成效明显。

实地调研名创新加坡门店, 精细化运营、强大 IP 合作与高效的供应链管理, 是名创践行出海策略的基石。新加坡作为亚洲最发达经济体之一, 其稳固经济基础和年轻化人口结构支撑了居民高收入与消费水平, 但近年通胀压力也提升了市场对性价比商品需求。根据我们实地调研, 名创在新加坡深入布局, 将新加坡市场打造为其全球化策略的窗口, 自 2015 年首店开设至今已拥有 23 家门店, 其中 22 家为直营, 显示其对本地市场重视。名创在新加坡的经营策略侧重于差异化竞争与本土化, 如通过 IP 集合店、超级门店和常规店等多元业态, 以及精准的选址策略, 有效应对 DAISO、The Green Party 及 Tokyu Hands 等品牌市场竞争。我们实地走访名创新加坡 VIVOCITY 门店, 该门店经过 IP 战略升级改造, 以 IP 为核心, 利用粉色调吸引年轻群体, 并通过高效的库存管理和 IP 产品策略实现了月均销售额的大幅增长, 成为名创门店升级战略样板。

因地制宜实践本土化策略, 打造 MINISO IP 海外运营生意经。名创优品在海外市场实施 IP 本土化策略, 深刻理解消费者需求、以文化特色、数据驱动的市场定位及灵活 IP 策略, 实现了全球化与本土化融合。公司利用前期调研和数字化系统精准定位市场, 结合全球热门与特色 IP, 如与芭比、三丽鸥合作, 以及在印尼、墨西哥开设主题店, 提升品牌影响力。同时名创优品构建本地团队, 精准营销, 定制门店, 创新营销手法, 如节庆促销、IP 主题体验店, 以及社群合作, 有效激活市场。公司强化数据决策, 拓展 IP 联动, 适应国际市场变化, 巩固其全球 IP 零售领导地位, 并计划深化海外会员体系, 预计到 2028 年海外会员贡献 GMV 将超 110 亿, 展现其在全球化与本土化战略的成功实践与未来增长潜力。

维持盈利预测, 维持“买入”评级。名创优品目标成为全球第一 IP 设计零售集团, 在坚持 MINISO 产品高性价比优势基础上, 从品牌、渠道和产品维度着手, 进一步提升品牌价值。同时名创依托国内供应链优势和经营经验积极出海, 在海外市场深化本土运营, 优化产品结构, 推动代理模式转直营, 潜在成长空间广阔。我们预计 2024-2026 年公司将实现营收 177/214/251 亿元, 实现调整后净利润 28.5/34.0/40.0 亿元。参考 FY2024 可比公司行业平均估值为 31x PE, 考虑名创优品处于海外扩张投入期, 我们给予公司 FY2024 25x PE, 目标市值为 713 亿元人民币, 对应目标价约为 31 美元/ADR, 对应涨幅为 35%, 给予“买入”评级。

风险提示: 海外政策风险, 海外业务拓张不及预期, 库存风险, 盈利能力不及预期

财务数据及盈利预测

人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	9,925.6	13,838.8	17,721.0	21,350.5	25,051.0
同比增长率 (%)	(2.0)	39.4	28.1	20.5	17.3
调整后净利润 (百万元)	1,124.1	2,356.7	2,851.3	3,404.7	4,001.0
同比增长率 (%)	65.3	109.7	21.0	19.4	17.5
每股收益 (元)	3.7	7.5	9.1	10.8	12.7
市盈率 (倍)	45.5	22.3	18.6	15.5	13.2
市净率 (倍)	6.4	8.3	8.4	8.4	8.4

注: “每股收益”为调整后归属于母公司所有者的净利润 (None-IFRS) 除以总存托股 (ADS) 数

投资案件

投资评级与估值

名创优品目标成为全球第一 IP 设计零售集团，在坚持 MINISO 产品高性价比优势基础上，从品牌、渠道和产品维度着手，进一步提升品牌价值。同时名创依托国内供应链优势和经营经验积极出海，在海外市场深化本土运营，优化产品结构，推动代理模式转直营，潜在成长空间广阔。我们预计 2024-2026 年公司将实现营收 177/214/251 亿元，实现调整后净利润 28.5/34.0/40.0 亿元。参考 FY2024 可比公司行业平均估值为 31x PE，考虑名创优品处于海外扩张投入期，我们给予公司 FY2024 25x PE，目标市值为 713 亿元人民币，对应目标价约为 31 美元/ADR，对应涨幅为 35%，给予“买入”评级。

关键假设点

收入端：

- 1) 国内 MINISO 业务：国内 IP 战略加持，超级门店战略持续推进，预计门店保持较快拓店节奏，24-26 财年实现 98/109/120 亿元，同比增长 16%/12%/11%。
- 2) 海外 MINISO 业务：海外保持较快开店速度，IP 及本地化运营和超级门店打造带动业绩提升，24-26 财年实现 65/82/98 亿元，同比增长 39%/25%/20%。
- 3) 国内其他业务：Toptoy 在一二线城市加密门店布局，同时向二三线城市渗透，其他业务 24-26 财年实现 14/23/32 亿，同比增长 99%/59%/39%。

成本费用端：

- 1) 毛利率：推进超级品牌，发力 IP 产品，同时高毛利海外业务占比提升，2024-2026 财年毛利率为 41.4%/41.4%/41.5%
- 2) 费用率：2024-2026 财年销售费用率分别为 16.6%/17.0%/17.3%，管理费用率分别为 4.7%/4.5%/4.3%，财务费用率分别为-0.7%/-0.6%/-0.6%。

有别于大众的认识

市场认为名创海外业绩高速增长缺乏持续性，我们认为公司所处的全球自有品牌综合零售行业成长性高，名创以既有市场加密为主，新市场拓展同步，开店空间广阔。同时公司通过产品创新、品牌营销、门店升级等方式提升品牌势能，有望进一步提升单店店销。在高速拓店和单店业绩持续增强共同作用下，我们看好海外业务保持高成长性。

股价表现的催化剂

短期看公司国内外线下同店提升、展店提速和经营利润率提升，中长期看超级品牌升级、海外全球化布局进展、子品牌孵化提升品牌力。

核心假设风险

海外政策风险，海外业务拓张不及预期，库存风险，盈利能力不及预期

目录

1. 名创优品：深化全球化战略，出海 2.0 启航.....	5
1.1 未来战略：从“全球领先”到“全球第一”	5
1.2 全球化进程稳步推进，海外市场成第二增长曲线	6
1.3 多点布局+因地制宜，海外拓店大有可为	7
1.4 超级供应链赋能名创全链条出海	8
2. 布局超级 IP 战略，打造全球第一 IP 零售集团	8
2.1 打造超级 IP，做全球第一的 IP 设计零售集团	8
2.2 IP 合作战略持续深化，爆款 IP 运营能力日渐成熟	9
2.2.1 多元 IP 策略发力，联名爆款频现	9
2.2.2 爆款逻辑：把握情绪价值，产品、门店、社媒全方位发力	10
2.3 IP 硬实力+软实力兼备，构筑行业领先 IP 营销增长飞轮	12
2.3.1 硬实力：IP 数量及影响力处于行业第一梯队	12
2.3.2 软实力：成熟的 IP 运营能力	13
3. 新加坡市场调研：以点概面，全球化&本土化打造 MINISO 出海双翼	14
3.1 新加坡经济发达，发展基础稳固，通胀催生性价比需求	14
3.2 精细化布局+差异化竞争+本土化策略制胜新加坡	15
3.3 VIVOCITY 门店实地走访调研	17
3.4 MINISO IP 海外运营生意经	19
3.4.1 MINISO 因地制宜，实践 IP 本土化战略	19
3.4.2 IP 本土化运营典范，MINISO 实现跨文化品牌融合与市场渗透	21
4. 盈利预测与估值	23
4.1 盈利预测	23
4.2 估值与投资分析意见	24

图目录

图 1: 名创优品已迈入出海 2.0 阶段	5
图 2: 名创优品未来 5 年战略	5
图 3: 双轮驱动加速全球化进程	6
图 4: 24Q1 净增 109 家门店	6
图 5: 24Q1 年海外市场营收占整体营收 33%	6
图 6: 名创优品海外门店分布	7
图 7: 名创优品超级供应链, 可提升全链条流转效率 15%	8
图 8: 名创优品超级 IP 战略	9
图 9: 北京朝阳大悦城 CHIIKAWA 快闪店火爆	9
图 10: CHIIKAWA 快闪店采取预约机制	9
图 11: 高线城市女性群体是芭比系列产品主要受众	10
图 12: 海外视频平台 Loopy 账号拥有 206 万订阅者	10
图 13: Chiikawa 联名系列上新前全平台预热	11
图 14: 精心设计满足情绪价值的芭比粉主题门店	11
图 15: 芭比系列产品“万物皆可粉粉搭”口号	11
图 16: Chiikawa 联名系列部分产品	11
图 17: IP 资源、内容营销、用户经营共同构成了名创优品的营销增长飞轮	12
图 18: 用户深度参与产品研发	13
图 19: 名创优品社群运营进入 3.0 时代	13
图 20: 新加坡拥有稳定的经济基础	14
图 21: 预计 2024 年新加坡人均 GDP 全球排名第五	14
图 22: 新加坡人口年龄分布符合纺锤体特征	14
图 23: 24 年 2 月新加坡零售市场同比增长 8%	14
图 24: 新加坡国民收入和消费处在高水平	15
图 25: 新加坡通胀目前仍处在较高位置	15
图 26: MINISO 新加坡门店分布图	16
图 27: The Green Party 位于新加坡门店	17
图 28: Daiso 位于 VIVOCITY 门店	17
图 29: VIVOCITY 购物中心位置优越交通便利	17
图 30: MINISO VIVOCITY 门店毗邻众多中高端品牌	17
图 31: MINISO VIVOCITY 门店主题为粉色	18
图 32: 高峰时期 MINISO VIVOCITY 门店客流密集	18
图 33: MINISO 门店中芭比 IP 产品拥有醒目专区	18
图 34: 草莓熊是门店中另一大重要联名 IP	18
图 35: MINISO 门店中的芭比专区专柜	19
图 36: MINISO 门店中提供丰富的 IP 联名产品	19
图 37: 名创优品针对中东、东南亚市场开发的小包湿巾袋、包袋和拖鞋	19
图 38: 数字化系统为消费者洞察提供技术支持	20
图 39: 名创优品印尼开设三丽鸥主题店	21
图 40: “Distroller” 联名产品在墨西哥发售	21
图 41: Miniso 印尼市场斋月推出节日限定活动	22
图 42: Miniso 情人节在推出社媒竞赛活动	22

图 43: IP 乐园式门店 3 月入驻 Westfield Stratford22

图 44: MINISO 美国毛绒安琪主题店 3 月试营业22

表 1: 名创优品开店空间测算, 重点市场还有充足开店空间 7

表 2: 名创优品数字化赋能系统, 提升海外代理商 60%+ 库存周转水平 8

表 3: 名创优品 IP 数量、IP 影响力处于行业第一梯队12

表 4: 名创优品主要财务指标预测23

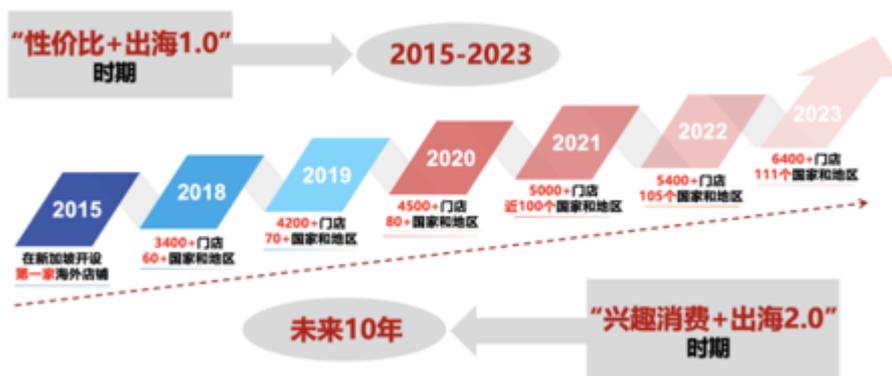
表 5: 名创优品可比公司估值表24

1. 名创优品：深化全球化战略，出海 2.0 启航

1.1 未来战略：从“全球领先”到“全球第一”

名创优品成立于 2013 年，创办 2 年之际便开始探索海外市场，如今已成长为全球领先的零售品牌。全球化战略全面升级，以全球第一的 IP 设计零售集团为愿景。继基于中国供应链实现成本领先，以贸易为主的方式进行海外拓展的出海 1.0 时代后，未来 10 年名创优品进入出海 2.0 时代，施行“成本领先+差异化”的竞争战略并聚焦兴趣消费，将竞争优势升级为“中国供应链+全球 IP+全球设计+全球渠道”，以体系性创业的方式坚定推进全球化发展。在名创优品 2024 投资者日上，创始人兼 CEO 叶国富公布未来 5 年战略地图，提出“打造超级品牌，成为全球第一的 IP 设计零售集团”的愿景。目标 2024-2028 年，收入复合增长率不低于 20%，每年净增 900-1,100 家门店；到 2028 年实现全球门店数量较 2023 年接近翻倍，IP 产品销售占比超过 50%。

图 1：名创优品已迈入出海 2.0 阶段



资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

图 2：名创优品未来 5 年战略

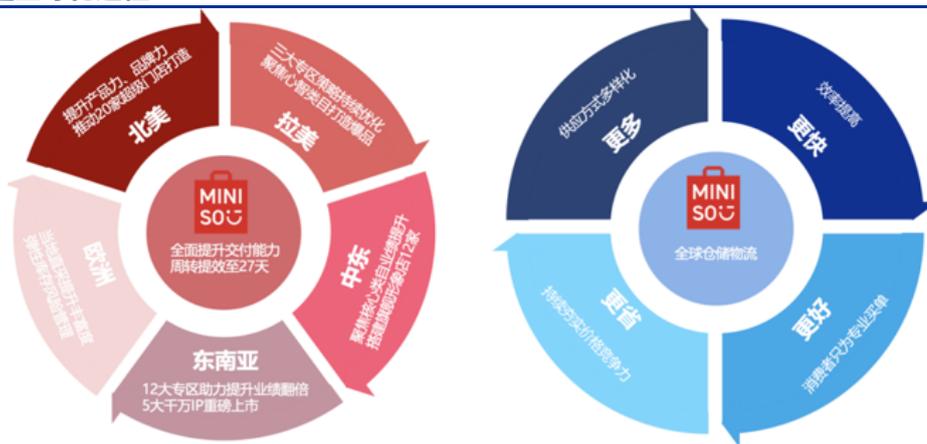


资料来源：名创优品 2024 投资者日，申万宏源研究

全球五大区域与全球供应链形成高质量联动，双轮驱动加速全球化进程。名创优品将不断深耕北美、拉美、中东、东南亚及欧洲市场，持续结合本地需求，做好商品结构优化，提升各市场经营管理质量，构建全球市场领导地位。同时以更多样化的供应方式、更高的物流效率、

更好的商品质量和更有竞争力的价格，打造多快好省且全球领先的供应链。继而以全球五大区域为主轮，全球供应链为辅轮，双轮高质量联动，加速全球化进程。

图 3：双轮驱动加速全球化进程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 全球化进程稳步推进，海外市场成第二增长曲线

海外市场拓店节奏加快，兼以门店高质量发展。据公司公告，截至 24Q1，名创优品海外门店数量为 2596 家，同比+21.82%，直营店、加盟及代理门店数量均保持增长。24Q1 净增 109 家门店。公司新开大量门店同时，同店销售快速提升，海外门店实现高质量发展。2023 年，海外市场营收同比+47%至 47.05 亿元，营收贡献占比提升至 34%，GMV 同比+42%至 109.89 亿元，同店销售增长率为 26%。24Q1 海外市场营收同比+53%至 12.22 亿元，同店销售强劲增长约 21%。

图 4：24Q1 净增 109 家门店



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：24Q1 年海外市场营收占整体营收 33%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

聚焦海外细分市场，亚洲（除中国）、北美洲及拉丁美洲表现亮眼，欧洲市场增速较快。据公司公告，截至 24Q1，亚洲（除中国）/北美洲/拉丁美洲/欧洲/其他地区门店数量分别为 1402/191/563/237/203 家，分别净增 69/19/11/6/4 家。亚洲（除中国）/北美洲/拉丁美洲为前三大海外市场，23 年分别实现营收 20.2/11.6/11.7 亿元，同比+29%/128%/30%，合计贡献 92%的海外营收；24Q1GMV 分别为 11.14/4.01/11.83 亿元，同比+34%/108%/40%，合计贡献 87%的海外 GMV，同店销售增长率分别同比+19pct/32pct/25pct。欧洲市场体量

较小，但具备发展潜力，23 年实现营收 2.3 亿元，同比+74%，占海外营收的 5%，24Q1GMV 为 2.66 亿元，同比+81%，占海外 GMV 的 8%，同店销售增长率同比+13pct。

图 6：名创优品海外门店分布



资料来源：公司公告，申万宏源研究；门店数量截至名创优品 2024 投资者日

1.3 多点布局+因地制宜，海外拓店大有可为

深化门店网络全球布局，欧美市场为海外战略重心。根据公司 23Q4 业绩会，公司将聚焦欧美市场，并着重强调欧洲市场重要性。北美是公司最重要的海外市场之一，23Q4 北美市场营收同比增长 120%，GMV 同比增长 110%，为业绩增长最快的海外市场。公司计划未来 5 年在北美新开 1000+ 门店，仍有较大业绩增长空间。欧洲经济状况、人均收入和消费结构与美国相似，且欧洲人口远超美国，欧洲成为公司重要的发展区域和增长引擎。截至 23Q4，欧洲仅 231 家门店，公司目标未来 5 年内在欧洲市场建成千店规模。

对标海外零售头部品牌，名创开店潜力巨大。我们整理各海外市场可对标零售品牌门店数量，发现在重点市场仍有充足开店空间。北美 Five Below 与 Canadian Tire 门店数量均超过 1,500 家，名创门店仅 172 家；亚洲（除中国大陆）DAISO 门店数量近 5,000 家，名创门店仅 1,333 家；欧洲 Flying Tiger 门店 800 家，HEMA 733 家，名创门店仅 201 家。

表 1：名创优品开店空间测算，重点市场还有充足开店空间

地区	名创优品门店数量	可对标品牌门店数量
北美洲	172 家	Five Below 1,544 家，Canadian Tire 1,695 家
亚洲（除中国大陆）	1,333 家	DAISO 4,827 家
欧洲	231 家	Flying Tiger 800 家，HEMA 733 家
拉丁美洲	552 家	Falabella 577 家，Dollarcity 532 家

资料来源：名创优品 2024 投资者日，各公司公告，申万宏源研究

注：门店数据名创优品、Canadian Tire、Falabella、Dollarcity 截至 23 年年底，Five Below 截至 24 年 2 月 3 日，DAISO 截至 23 年 9 月底，Flying Tiger、HEMA 截至 22 年底，Falabella 截至 23 年底

1.4 超级供应链赋能名创优品全链条出海

科技赋能打造超级供应链，全链条提速 15%。据 2024 投资者日数据，供应链是名创优品核心竞争力，在持续推进全球化战略同时，公司利用科技赋能进一步打造超级供应链，从多、快、好、省四方面共同发力，2023 年整体供应链的流转效率提升了 15%。供应链在实物流端结合海运、空运等多种方式来改进区域市场的商品能力，触达最终消费者后反馈至订货端，经过多重系统处理，形成销量、库存、价格、需求等预测，进而做出订货决策。通过一系列的团队和信息系统赋能，目前海外代理商、合作伙伴门店周转水平对比之前实现超过 60% 提升。

图 7：名创优品超级供应链，可提升全链条流转效率 15%



资料来源：名创优品 2024 投资者日，申万宏源研究

表 2：名创优品数字化赋能系统，提升海外代理商 60%+库存周转水平

订货管理	仓储配送	销售管理	用户运营
EOS 代理商订货系统			
市场商品经营清单	SAP-WMS 物流仓储管理系统	POS-ERP 进销存管理系统	EOS 全球知识共享平台
商品生命周期管理	多算-全球智能航运状态监控系统	Power BI 智能报表经营分析系统	MIS 海外工作平台
采买空间计算	ISCM 自动补货系统		CRM 会员系统
智能订货建议	爆款建议推送	畅销库存监控系统	社媒舆情管控系统
订单需求管理	新品订货建议	可视化陈列系统	
MOS 加盟商订货系统			

资料来源：名创优品 2024 投资者日，申万宏源研究

2. 布局超级 IP 战略，打造全球第一 IP 零售集团

2.1 打造超级 IP，做全球第一的 IP 设计零售集团

打造超级 IP，做全球第一的 IP 设计零售集团。名创优品致力于成为全球领先的 IP 设计零售集团，于 2023 年发布“全球化超级品牌战略”，核心在于构建“超级符号、超级品类、超级 IP、超级门店、超级用户”五大“超级”支柱，IP 战略居首。公司品牌升级聚焦于 IP 驱动的生活用品集合店，并明确 IP 为核心发展方向。通过携手超 80 个顶级全球 IP，实施全球设计与渠道策略，名创优品目标至 2028 年 IP 产品销售占比超 50%，实现 IP 大众化，巩固其全球 IP 设计零售领导地位。

图 8：名创优品超级 IP 战略



资料来源：名创优品 23Q4 业绩交流会，申万宏源研究

2.2 IP 合作战略持续深化，爆款 IP 运营能力日渐成熟

2.2.1 多元 IP 策略发力，联名爆款频现

深化全球知名 IP 长期合作，打造系列联名爆款产品。2023 年，名创优品深化全球 IP 合作策略，重点与迪士尼联合推出 9 个系列商品，包括草莓熊和史努比系列，尤其 6 月与皮克斯动画合作的开心烘焙系列大获成功。继 2022 年库洛米联名热潮后，名创再度携手三丽鸥发布新品，通过季节性更新维护 IP 合作关系，持续挖掘高潜力 IP 合作机会。

23-24 年掀起 IP 联名热潮，创新营销策略产生现象级销售盛况。在继续深化长期合作的同时，公司也积极拓展新的 IP 合作机会。2023 年，公司与小王子、侏罗纪公园、Loopy、芭比等 IP 达成合作，2024 年公司又推出与日本国民漫画 IP Chiikawa 联名系列产品。其中芭比系列、Loopy 系列及 Chiikawa 系列火爆出圈，大获成功。其中，据公司官网，芭比系列凭借“粉色潮流”主题，在全球范围内引发抢购，长沙主题店周销售额增长 170%，产品上新一周即售出 50%；Loopy 系列首日新品即告售罄，杭州主题旗舰店开业首日销售额达 15 万元，业绩提升 80%；Chiikawa 系列快闪店更是在上海首日十小时销售额突破 268 万元，三日累计销售超 800 万元，北京店开业时限量商品迅速售罄，展现出强大的市场吸引力和现象级销售盛况。

图 9：北京朝阳大悦城 CHIIKAWA 快闪店火爆



资料来源：中商网，申万宏源研究

图 10：CHIIKAWA 快闪店采取预约机制



资料来源：官方微博账号，申万宏源研究

聚力孵化原创 IP，以产品创新赋能中国文化时尚表达。公司推出 DUNDUN 鸡、PENPEN、中国熊猫等原创 IP。2023 年 9 月，名创优品原创 IP DUNDUN 鸡主题门店在武汉

楚河汉街揭幕，吸引众多“DUN 粉”拍照打卡。据东方财富，DUNDUN 鸡自 2022 年 6 月推出以来迅速走红，据东方财富，自产品上架至 2023 年 10 月累计销售额已超过 4000 万元，小红书、抖音相关话题浏览量超 2 亿。除原创 IP 外，公司还联手唐宫文创、中国航天·太空创想、中国文物交流中心、深圳插画协会等跨界推出“名创优品国潮月”活动。

2.2.2 爆款逻辑：把握情绪价值，产品、门店、社媒全方位发力

回顾名创优品与芭比、Loopy 及 Chiikawa 的三次联名，可以看到公司在 IP 运营方面已形成成熟的运营逻辑：将 IP 内容与品牌开心哲学巧妙结合，为顾客提供情绪价值；通过独到的产品设计、特色门店经营、社交媒体营销，促使顾客为情绪价值买单。

一，把握 IP 精神内核，传递品牌价值，为用户提供情绪价值。

1) 芭比联名聚焦女性力量精神内核，精准触达高线城市女性群体。2023 年电影《芭比》凭借新颖性别视角赢得广泛关注，尤其在高线城市女性中反响热烈。名创优品借此将“女性赋权”理念融入产品与营销，通过标语如“You can be anything”强化品牌形象，与目标客群建立深层次情感共鸣

2) 内容加成+表情包传播，情绪价值推动 Chiikawa、Loopy 爆火。Chiikawa 是 2020 年由日本插画家 Nagano 创造的热门漫画角色，通过 Twitter 走红并在 2022 年动画化，赢得日本角色大赏。它凭借社交媒体表情包和“云养娃”文化现象，以及对打工人群的共鸣，在小红书上的话题浏览量据千瓜数据半年内激增至超过 7 亿次，推动周边商品热卖。Loopy 原是 2001 年动画《小企鹅 Pororo》角色，2022 年通过 ICONIX 在海外视频平台运营的专属账号，以打工 vlog、直播和综艺内容重塑为虚拟女明星，吸引了 206 万订阅者，成为现象级 IP。其社恐特质引起新入职年轻人共鸣，引发了二创表情包风潮，进一步巩固其顶级 IP 地位。

图 11：高线城市女性群体是芭比系列产品主要受众

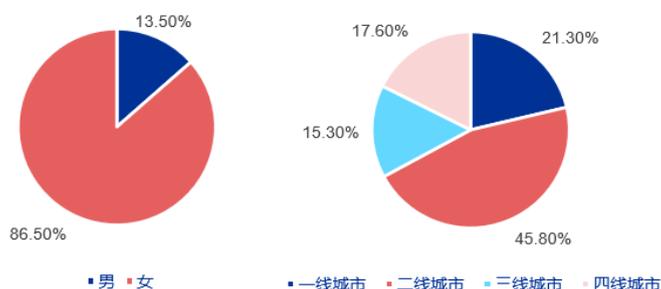


图 12：海外视频平台 Loopy 账号拥有 206 万订阅者



资料来源：灯塔专业版 APP，申万宏源研究

资料来源：Loopy Youtube 专属账号，申万宏源研究

二，线上线下全渠道营销，推动情绪价值向消费转化。

名创优品在 3 次 IP 运营中采取了相似的营销步骤：产品上新前 1-2 周线上全平台预热，上新 1 个月内在重点城市开设主题概念店引流，最后全国门店、线上平台开放通贩。以 Chiikawa 联名为例，此次名创优品与 Chiikawa 的联名大致分为三个阶段：1) 于 3 月通过多社交媒体平台进行线上预热，发布快闪店及限量商品信息；2) 3 月底至 4 月初，在上海、北京的一线城市核心商圈开设快闪店，吸引人流与关注；3) 于 4 月 4 日和 8 日，全面铺开销售

渠道，不仅全国线下门店参与，还同步上线各大主流电商平台及自家小程序，实现了从预热到限定点燃再到全国通卖的营销闭环。

在芭比、Loopy 两次联名中，主题门店颇具亮点。如长沙芭比概念店和杭州 Loopy 旗舰店等，利用鲜明 IP 主题设计（如芭比粉色调、Loopy 沉浸式场景）及创新技术（如裸眼 3D 天幕），成为城市网红打卡点，极大增强了顾客体验与品牌曝光度，推动消费热情高涨。

图 13: Chiikawa 联名系列上新前全平台预热



资料来源：公司各平台官方账号截图，申万宏源研究

图 14: 精心设计满足情绪价值的芭比粉主题门店



资料来源：公司官网，申万宏源研究

三、简约、创新的产品设计、多元化的选品满足消费者需求。

1) 芭比系列革新设计，采用“万物皆可粉粉搭”理念，大量应用标志性芭比粉，不仅挑战传统观念，实现粉色日常化，还与电影《芭比》传达的“无限可能”相呼应。据公司官网，此系列广泛覆盖生活用品，共推约 120 款产品，全面融入生活场景。

2) Loopy & Chiikawa 联名精选：维持简约风格，强化 IP 角色的可爱特质。Loopy 系列主打玩偶挂饰等商品，深得粉丝喜爱；Chiikawa 联名则在基本公仔之外，创造性地将 IP 融入日常文具、生活配件等 40 余款产品中，精准捕捉二次元粉丝的收藏喜好，刺激周边产品的多元化消费。

图 15: 芭比系列产品“万物皆可粉粉搭”口号



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 16: Chiikawa 联名系列部分产品

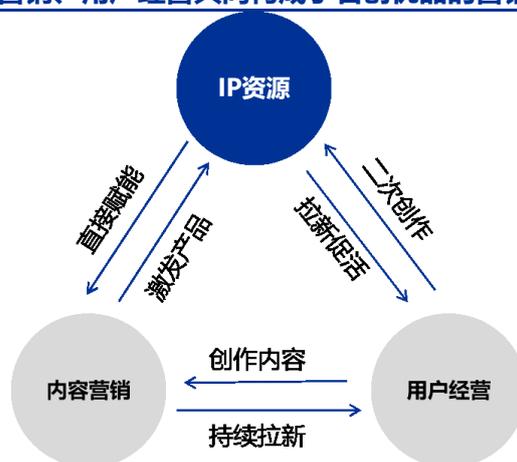


资料来源：官方小程序截图，申万宏源研究

2.3 IP 硬实力+软实力兼备，构筑行业领先 IP 营销增长飞轮

名创优品成功的 IP 战略离不开 IP 资源、内容营销及用户经营三个要素。一方面，IP 资源的不断扩充为品牌持续不断地带来差异化的优质内容，IP 自身的粉丝基础及影响力帮助品牌获取更多的新用户。另一方面，用户通过二创不断丰富 IP 内涵，同时优质有趣的内容传播进一步触达新的用户。公司在接受市场反馈后，根据用户需求，又推出新产品、拓展新 IP，增强用户粘性，实现公司与用户的 IP 产品共创。我们认为 IP 资源、内容营销、用户经营三个因素构成了名创优品特色的营销增长飞轮。

图 17：IP 资源、内容营销、用户经营共同构成了名创优品的营销增长飞轮



资料来源：名创优品 2024 投资者日，申万宏源研究

2.3.1 硬实力：IP 数量及影响力处于行业第一梯队

与国内其他潮玩产业玩家相比，名创优品在 IP 数量及 IP 知名度方面具有较大优势。IP 数量远超国内潮玩行业平均水平。据公司官网，截至目前，名创优品已与超 80 个国内外知名 IP 进行深度合作，而国内大部分潮玩企业的 IP 数量在 20-30 左右。从 IP 知名度及影响力来看，名创优品合作方多为国际知名 IP，如迪士尼、三丽鸥等，而其他潮玩企业 IP 大多为原创 IP，知名度较为有限，无法提供与迪士尼等 IP 匹敌的号召力。另外，名创优品线下门店规模优势显著，截至 2023 年底国内线下门店数达 3926 家。除泡泡玛特外，国内其他潮玩企业线下自营门店渠道仍比较薄弱，主要依靠智能零售机器、入驻潮玩综合店铺及其他零售终端进行销售。

表 3：名创优品 IP 数量、IP 影响力处于行业第一梯队

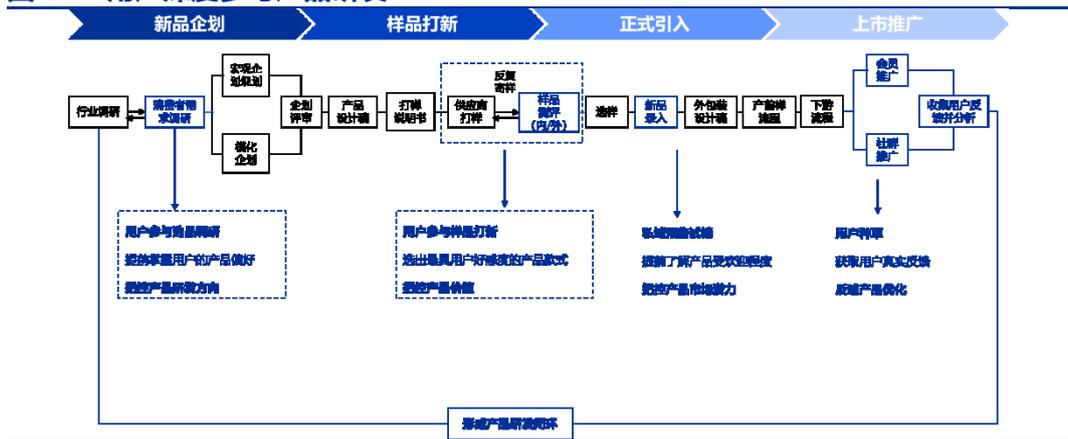
公司名称	IP数量	主要IP	主要产品种类	门店数量
名创优品	80+	三丽鸥系列、迪士尼系列、芭比等	覆盖全生活场景	3926
泡泡玛特	93+	MOLLY, SKULLPANDA, DIMOO	盲盒, 手办, BJD	2553
52TOYS	16+	Panda Roll, Sleep, 猛兽圈BEASTBOX	盲盒、变形机甲&拼装, 可动人偶等	14
十二栋文化	28+	长草颜团子, 破耳兔, 罗小黑等	毛绒玩偶、日用品、手办、盲盒	30
Toycity	21+	Laura, Cassy卡茜猫	盲盒、手办	16+
Rolife若来	5	Nanci因茜, Suri苏蕊精灵	国风盲盒、手办、DIY艺术屋	无自营门店, 产品入驻 3000+潮玩线下店
IP小站	200+	SonnyAngel、阿狸	盲盒、手办	无自营门店, 通过900+ 智能零售机器销售

资料来源：各公司官网，泡泡玛特招股说明书，名创优品 2023 年年报，申万宏源研究

2.3.2 软实力：成熟的 IP 运营能力

名创优品通过构建完善的内容生态体系，包括自建 MCN、KOC 模式及智能全球内容管理，搭配去中心化分发策略与外部 Martech 工具，极大地提升了内容效率。公司 2024 投资者日数据显示，截至 24 年 1 月已联动超 2.5 万 KOL，建立近 7 万 KOC 网络，产出 500 万份内容，实现 40 亿次曝光。在用户运营方面，名创深耕会员与私域，管理超 8300 万会员和 3900 万私域用户，其中 500 万加入微信社群，这些高质量用户 2023 年贡献了 57%（会员）和 40%（私域）的销售业绩。运用多维标签和社群分级的精细化运营，以及“养成系”用户培育策略和产品反馈闭环，名创优品的私域运营进入 3.0 时代，覆盖企业微信、公众号等全渠道，实现了用户全周期管理，从公域引流到私域精细化服务与用户参与研发的全面布局，树立了行业标杆。

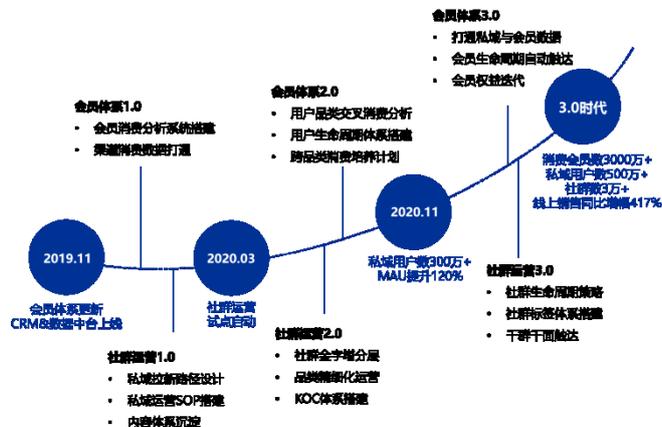
图 18：用户深度参与产品研发



资料来源：《从千人千面到千群千面——名创优品私域运营迭代》名创优品刘晓彬，申万宏源研究

名创优品通过构建全面的内容生态、深化用户关系管理，以及创新的流量转化与用户参与机制，展现了其在 IP 运营和用户价值深挖方面的成熟策略与显著成效。

图 19：名创优品社群运营进入 3.0 时代



资料来源：《从千人千面到千群千面——名创优品私域运营迭代》名创优品刘晓彬，申万宏源研究

3. 新加坡市场调研：以点概面，全球化&本土化打造 MINISO 出海双翼

3.1 新加坡经济发达，发展基础稳固，通胀催生性价比需求

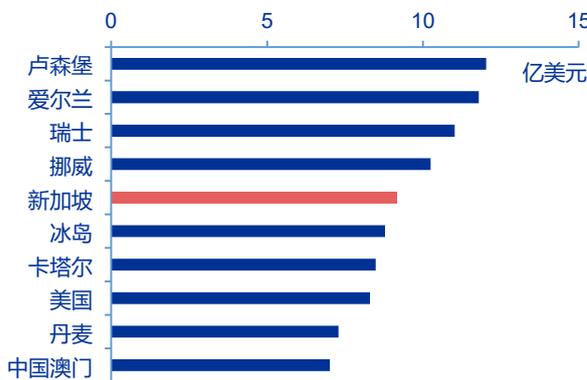
亚洲最发达经济体之一，新加坡经济发展基础稳固，年轻人口众多。根据新加坡统计局数据，新加坡经济疫情后快速复苏，2021-2022 年 GDP 增速分别为 21%和 18%，2023 年虽收缩 2%，GDP 达 6733 亿新元 (5101 亿美元，以 23 年 12 月 31 日汇率计算，下同)，人均 GDP 仍居世界前列，为 11.38 万新元 (8.62 万美元)，同比降 7%。据国际货币基金组织预测，预计 2024 年人均 GDP 为 9.17 万美元，全球排第五，亚洲第一。据新加坡统计局和世界银行的数据，新加坡人口结构呈纺锤形，中青年为主，截至 2023 年 6 月末，20-34 岁群体约占 20%，其中女性占该年龄段近半数。

图 20：新加坡拥有稳定的经济基础



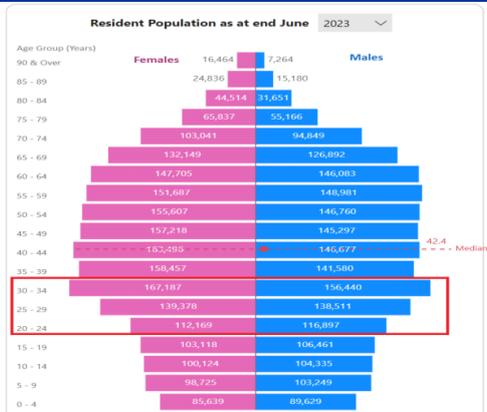
资料来源：新加坡统计局，申万宏源研究

图 21：预计 2024 年新加坡人均 GDP 全球排名第五



资料来源：国际货币基金组织，申万宏源研究

图 22：新加坡人口年龄分布符合纺锤体特征



资料来源：新加坡统计局，世界银行，申万宏源研究

图 23：24 年 2 月新加坡零售市场同比增长 8%



资料来源：新加坡统计局，申万宏源研究

国民收入和消费维持高水平，通胀高位催生性价比需求。新加坡稳定的经济基础和较高的国民收入水平，为消费者提供坚实的购买力基础，支持其在兴趣和社交等方面多样化消费需求。根据新加坡统计局数据，2022 年新加坡人均可支配收入超 5 万新加坡元达 5.31 万新加坡元 (4.02 万美元)，同比增长 7%。2022 年私人部门人均消费支出达 3.74 万新加坡元 (2.83

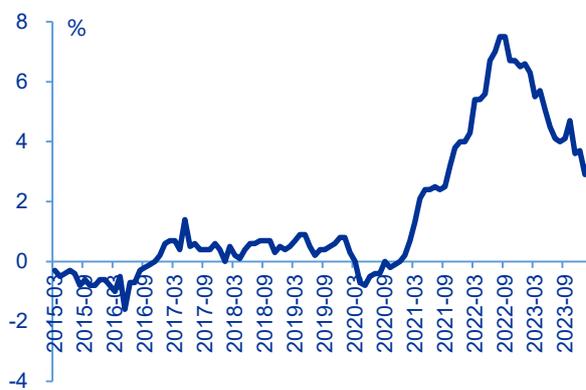
万美元)，收入和消费均处于较高水平。另一方面，新加坡通货膨胀水平在 21 年一路水涨船高，22 年 9 月一度接近 8%，后续虽有所回落，但依然处于高位水平。我们认为通胀对于新加坡居民购买力和消费意愿均产生一定抑制作用，2023 年私人部门人均消费支出同比下滑 12%。消费者在决策时性价比需求增强，有助于成本和质量均具备优势的中国品牌和商品在当地扩大市场份额。

图 24：新加坡国民收入和消费处在高水平



资料来源：新加坡统计局，申万宏源研究

图 25：新加坡通胀目前仍处在较高位置



资料来源：新加坡统计局，申万宏源研究

3.2 精细化布局+差异化竞争+本土化策略制胜新加坡

据 MINISO 2024 投资者日，23 年 12 月新加坡旗舰店业绩达到 360 万，环比增长近 3 倍，我们于 2024 年 4 月 18 日调研 MINISO 该旗舰店（位于新加坡 VIVOCITY 购物中心的）。

(3.2、3.3 部分内容均来自 2024 年 4 月 18 日实地调研)

1) 新加坡门店分布与业态

新加坡是名创优品出海首站，2015 年名创优品在新加坡开设第一家海外门店，开始探索海外市场，新加坡市场也成为名创优品在东南亚重要窗口。根据我们调研，截至 4 月 21 日，名创优品在新加坡已开设 23 家门店，其中 22 家为直营店，体现名创优品对新加坡市场的高度重视与深度耕耘。在后续扩张过程中，名创优品将继续以直营模式为主导。根据 SingMalls 统计，新加坡热门购物中心超 100 家，据赢商网华中站数据，新加坡截至 2020 年 8 月购物中心总数已达 171 家，我们认为名创优品未来在新加坡开店空间充足。

图 26: MINISO 新加坡门店分布图



资料来源：百度地图，申万宏源研究

2) 门店类型与特点

名创优品新加坡门店呈现出多元化业态，旨在满足不同商圈与消费群体的需求。

a) IP 集合店：据草根调研，VIVOCITY MINISO 门店是新加坡首家 IP 集合店，该店于 23 年 12 月完成翻新，业绩显著提升。门店装修设计融入打卡元素，强化社交传播效应。商品结构上，以 IP 产品为核心，尤其是香水、香氛、盲盒等热销品类，同时减少生活百货类商品，有效避免与 DAISO 等竞品直接竞争。IP 产品销售贡献突出，占门店业绩的 60%。

b) 超级门店：品牌正在探索不同类型的门店布局，如超级门店与常规店。超级门店旨在占据核心商圈的核心位置，打造品牌形象与业绩标杆，预计在交通便利、商业氛围浓厚的区域形成集群效应。

c) 常规店：常规店则根据所在区域特点，如居民区或旅游区，灵活调整商品结构，以实现差异化经营并减少内部竞争。

在选址标准上，名创坚持“核心区域、核心商场、核心位置”的开店原则，着重考虑：商圈的人流量、消费水平、目标客群密度；商场的知名度、业态组合、客流量；以及店铺位置在商场内部的可见度、易达性。优先选择人流量大、消费能力强、目标客群集中的购物中心、商业街及交通枢纽区域。**确保门店能够最大限度地接触目标消费者，提升品牌曝光度与销售潜力。**

3) 新加坡竞争对手分析

a) DAISO：DAISO 以生活百货类产品为主，与名创在部分生活家居品类有一定重合。但名创核心优势在于以大玩具、大 IP 和大美妆为代表的兴趣消费产品，相较 DAISO 核心的日用商品形成差异化竞争。

b) The Green Party：The Green Party 以文具、玩具为主打，与名创在品类上有所交叉，但各自特色鲜明。名创凭借丰富的 IP 联名产品、稳定的中国供应链体系以及更高的毛利水平，形成竞争优势。二者存在一定竞争关系，目前处于共同做大市场阶段，彼此尚未直面较大竞争压力。

C) Tokyu Hands: Tokyu Hands 产品范围广泛，包括创意厨具、文具、DIY 工具等，注重功能性、创新性以及实用性，强调广泛的产品线和日本品质与创新。而名创强调 IP 联名、质价比和快速上新，二者在各自的市场定位和品牌战略上各有侧重点，差异化竞争。

图 27: The Green Party 位于新加坡门店



资料来源: The Green Party 新加坡官网, 申万宏源研究

图 28: Daiso 位于 VIVOCITY 门店



资料来源: 草根调研, 申万宏源研究

3.3 VIVOCITY 门店实地走访调研

a) 门店位置:

VIVOCITY 是新加坡最大且最具影响力的购物中心之一，以其庞大的客流量和优越的地理位置著称。购物中心地处新加坡岛最南端，紧邻圣淘沙岛，是连接市区与度假胜地的重要枢纽，吸引了大量本地居民与国际游客。MINISO 门店位于 VIVOCITY 内，周边交通便利，与地铁站无缝衔接，便于消费者快捷抵达。此外，购物中心大型停车场设施完善，满足驾车顾客停车需求，为门店吸引多元化的消费群体提供有力保障。

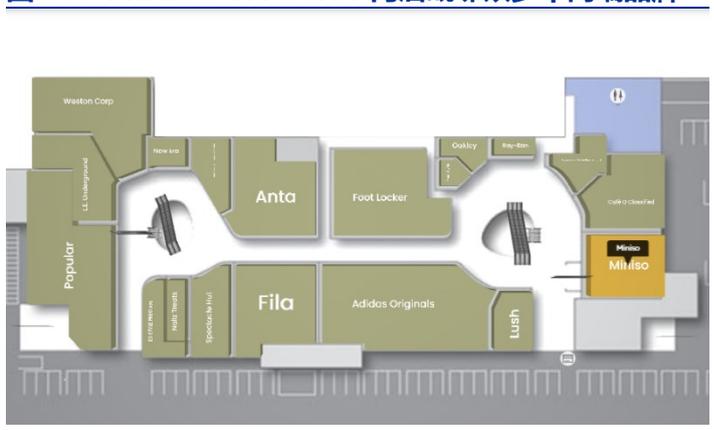
MINISO 门店位于 VIVOCITY B1 层，毗邻品牌以面向高消费力人群的新兴品牌为主。MINISO 门店位于 VIVOCITY B1 层，处在地铁、电梯和停车场人流交汇处，位置极佳，交通便利。毗邻众多年轻化新兴品牌，包括高档运动品牌 Adidas Originals、New Era，高档箱包品牌 Rabeanco，中高档运动品牌 Fila、L. E. Underground，高档太阳镜品牌 Ray-Ban 等。

图 29: VIVOCITY 购物中心位置优越交通便利



资料来源: 百度地图, 申万宏源研究

图 30: MINISO VIVOCITY 门店毗邻众多中高端品牌



资料来源: VIVOCITY 官网, 申万宏源研究

b) 门店装修风格与设计: 据草根调研，MINISO VIVOCITY 门店面积约为 188 m²，门店装修设计风格以鲜艳的粉色调（芭比粉）为主，体现年轻、时尚和充满活力的感觉。店内布局

以清晰的品牌区隔和产品陈列为特点，利用明亮的灯光和热情的色彩来吸引顾客的注意。在产品展示方面，芭比、迪士尼草莓熊和三丽鸥 Hello Kitty 等 IP 联名产品拥有特别设计的陈列区和打卡点，旨在激发消费者的探索欲望与社交分享行为。精心布置的打卡点不仅提升了门店的整体视觉效果，也为顾客创造了独特的购物体验。

图 31: MINISO VIVOCITY 门店主题为粉色



资料来源：草根调研，申万宏源研究

图 32: 高峰时期 MINISO VIVOCITY 门店客流密集



资料来源：草根调研，申万宏源研究

C) 商品结构：商品结构丰富多样，涵盖高中低三档，以满足不同消费层次的需求。据草根调研，主力价格带集中在 7.9 至 14.9 新币，平均客单价约为 15 新币，通常包含两到三件商品。商品组合以 IP 产品为亮点，如芭比、草莓熊、Snoopy 等，同时涵盖香水、香氛、盲盒等热销品类。90%商品带有 MINISO LOGO，源于中国供应链。本地直采商品占比约 10%，有助于丰富商品种类，满足特定消费者需求。

图 33: MINISO 门店中芭比 IP 产品拥有醒目专区



资料来源：草根调研，申万宏源研究

图 34: 草莓熊是门店中另一大重要联名 IP



资料来源：草根调研，申万宏源研究

d) 消费者画像：门店内顾客络绎不绝，高峰期收银台前结账顾客排长列。从结构上看，消费者主要以年轻女性为主，平日以游客为主，周末则以家庭消费者居多。

e) 业绩表现：据草根调研，门店翻新后月均销售额达 170 至 180 万人民币，其中，IP 产品贡献显著，约占门店业绩的 60%，而盲盒与香水已成为增长引擎。

f) **订货周期与库存管理**：品牌通过精确预估销售量，结合总部的上新节奏，进行科学订货。每个品类配备专门的品类经理，负责监控库存与销售动态，确保 IP 产品与常规产品的合理库存水平。

图 35: MINISO 门店中的芭比专区专柜



资料来源：草根调研，申万宏源研究

图 36: MINISO 门店中提供丰富的 IP 联名产品



资料来源：草根调研，申万宏源研究

3.4 MINISO IP 海外运营生意经

3.4.1 MINISO 因地制宜，实践 IP 本土化战略

名创优品在海外市场因地制宜实施本地化策略，以其以人为本的核心理念、深厚的文化契合能力、数据驱动的精准定位以及灵活的 IP 融合策略，成功实现了全球化 IP 与本土消费需求的有效对接。

人文关怀与心理洞察：名创优品深谙消费者心理需求对产品接受度的关键影响，通过定制本地化的产品与服务，与各地区消费者建立起紧密的情感纽带。例如，在印度聚焦年轻女性推出生活用品，融合节日文化；针对中东地区的着装习惯，发明便携清洁产品；把握菲律宾旅游市场机遇，提供旅行系列装备；并针对印尼的拖鞋文化，不断推新，成功在消费者心中树立“购拖鞋首选名创”的形象。名创借此在全球范围内构建起强大的市场亲和力与品牌忠诚度。

图 37: 名创优品针对中东、东南亚市场开发的小包湿巾袋、包袋和拖鞋



资料来源：公司官网，申万宏源研究

数据赋能与精准定位：名创优品看重数据在本地化策略中的重要性，通过广泛调研、大数据分析及科技系统创新，实现对目标市场的深度洞察与精准定位。

1) 前期市场调研: 根据 MINISO 2024 年投资日分享内容, 名创优品在进入新市场前, 总部会派遣专业团队进行商圈容量、消费市场环境趋势、消费者画像等全方位调研, 充分挖掘并利用自身供应链与产品优势, 为新市场量身定制产品方案。

2) 数字化系统支持: 名创优品依托 EOS 全球知识共享平台、MIS 海外工作平台、CRM 会员系统、社会舆情管控系统等, 整合覆盖超 7000 万注册会员和超 3000 万私域用户的大数据资源 (数据来自腾讯新闻), 结合外派员工的本地化调研及三方数据合作, 提升消费市场需求洞察能力, 确保 IP 本土化的科学性和实效性。

图 38: 数字化系统为消费者洞察提供技术支持



资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

全球 IP 与本土呈现: 名创优品巧妙地将全球大热门 IP 与特色 IP 相结合, 既确保品牌的全球认知度与市场基础, 又助力品牌深入本土文化, 提升差异化竞争力。

1) 全球热门 IP: 利用如《芭比》电影等全球热映 IP 引发的消费热潮, 名创优品提前布局, 如与芭比联名推出“万物皆可粉粉搭”主题的逾 120 款系列产品, 同时将迪士尼、宝可梦、Hello Kitty、漫威等世界热门 IP 联名作为基本盘, 确保其产品在全球店铺上架后能迅速引发强烈反响。

2) 特色 IP: 在运用全球热门 IP 同时, 名创优品也注重特色 IP 在具体市场的本土化呈现。如在印尼开设三丽鸥 IP 限定主题店, 以 Hello Kitty、酷洛米、玉桂狗等角色营造梦幻童趣氛围, 深受当地年轻消费者喜爱; 在墨西哥, 名创优品则根据当地人对“Distroller”的偏好, 专门定制相关系列产品, 进一步融入本土市场。

图 39: 名创优品印尼开设三丽鸥主题店



资料来源: MINISO 官网, 申万宏源研究

图 40: “Distroller” 联名产品在墨西哥发售



资料来源: YouTube, 申万宏源研究

名创优品在海外的 IP 本地化策略, 依托对消费者心理深度洞察、数据驱动精准定位以及灵活多元 IP 融合, 成功实现品牌全球化与 IP 本土化双重目标。我们看好名创优品持续强化数据驱动决策, 拓展更多 IP 本地化联动, 适应不断变化国际市场环境, 巩固并提升其在全球 IP 零售业地位。

3.4.2 IP 本土化运营典范, MINISO 实现跨文化品牌融合与市场渗透

名创优品在海外市场 IP 本土化运营实践中, 展现出出色的洞察力与执行力, 通过构建本地化运营团队、精准把握节庆营销、定制化门店布局以及多元化营销策略, 成功将 IP 价值与各地文化特质深度融合, 提升品牌与 IP 在目标市场的亲和力与影响力。

构建本地化运营团队, 确保决策与执行贴近市场。本土人才配置方面, 名创优品在海外市场从店长到区域经理等关键岗位均选用当地人才, 确保决策层对当地市场环境、消费者习惯及商业规则有深入理解和实践经验, 为制定和执行符合本地特色的 IP 经营策略提供坚实基础。**团队赋能与培训方面,**总部依托内部商学院体系, 对海外团队进行企业文化、品牌理念、市场策略等方面的系统培训, 同时鼓励本地员工与总部及各国团队交流学习, 形成全球视野与本土智慧有机融合。

精准把握节庆营销, 激活本地消费热情。节庆主题活动是名创优品经营关键时点, 名创优品敏锐把握节庆对 IP 消费的催化效应, 在重大节庆如欧美地区的圣诞节、印度的排灯节等, 适时推出主题商品、限时优惠及互动活动, 有效激发购买欲望。同时为契合消费习惯, 针对东南亚地区消费者发薪日消费特点, 精准设定促销节点, 通过适时的折扣、赠品或特色活动吸引消费者在收入到账时优先选择名创优品, 提升销售转化率。

图 41: Miniso 印尼市场斋月推出节日限定活动



资料来源: 名声在外 Miniso Global 公众号, 申万宏源研究

图 42: Miniso 情人节在推出社媒竞赛活动



资料来源: 名声在外 Miniso Global 公众号, 申万宏源研究

IP 主题店精雕细琢, 营造沉浸式购物体验。作为名创 IP 战略重要载体, IP 主题店不仅是名创商业模式创新典范, 更是品牌深度链接全球消费者情感、引领消费潮流标志性平台。在海外市场拓展中, 名创精心策划并成功复制 IP 主题店模式, 引领当地潮流消费。据赢商网, 在美国名创优品打造芭比主题店, 引领粉色消费潮流。在印尼 Margo City Store 名创打造全球首家以三丽鸥为主题的 IP 限定主题店。该店内陈设广阔的三丽鸥 IP 联名专区, 营造出一个充满梦幻童趣的 IP 乐园。开业首日销售额破 45 万人民币, 创东南亚门店历史新高。

图 43: IP 乐园式门店 3 月入驻 Westfield Stratford



资料来源: 名声在外 Miniso Global 公众号, 申万宏源研究

图 44: MINISO 美国毛绒安琪主题店 3 月试营业



资料来源: 名声在外 Miniso Global 公众号, 申万宏源研究

创新营销手段, 激活本地社群力量, 共筑 IP 生态。名创运用内容中台驱动全球营销, 确保海外市场的素材供应与灵活应对, 促进本土化快速营销。通过用户共创及二创激励, 如挑战赛与征集活动, 大量本土内容生成, 增强社交平台影响力。同时, 与各地 KOL、KOC 合作, 精准传播品牌信息, 案例如纽约旗舰店开业大获成功及印尼营销活动, 彰显本土化营销成效。

未来规划包括海外推广成熟会员与私域运营体系, 重点布局北美、欧洲的会员营销及东南亚私域深化。美国会员体系建设已于 23 年启动, 进展顺利。预期依托深厚用户运营经验, 未来五年将进一步赋能海外市场。据 2024MINISO 投资者日数据, **预计到 2028 年海外重点市场会员销售占比将提升至 35%, 意味着海外会员所贡献 GMV 将超过 110 亿元。**

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

收入端

关键假设：

1) 国内 MINISO 业务：国内 IP 战略加持，超级门店战略持续推进，驱动业绩持续增长释放。我们预计公司国内拓店将保持较快节奏，预计 24-26 年国内 MINISO 门店分别净增 400/300/300 家。平均单店收入在逐步恢复至 21 年水平，后续进入稳态增长阶段，预计 24-26 年国内 MINISO 门店店均收入同比增速分别为 5%/4%/4%。据此测算可得，国内 MINISO 业务在 24-26 年分别实现 98/109/120 亿元，同比增长 16%/12%/11%。

2) 海外 MINISO 业务：公司积极出海，推动品牌全球化战略落地，看好公司在海外保持较快开店速度，预计 24-26 年海外 MINISO 门店分别净增 550/420/400 家。平均单店收入预期通过本地化运营以及超级门店和旗舰店打造，带动业绩提升，预计 24-26 年海外 MINISO 门店店均收入同比增速分别为 12%/9%/7%。据此测算可得，海外 MINISO 业务在 24-26 年分别实现 65/82/98 亿元，同比增长 39%/25%/20%。

3) 国内其他业务：预计国内 Toptoy 在一二线城市加密门店布局，同时向二三线城市渗透，预计 24-26 年国内 Toptoy 门店净增 80/70/60 家，TOP TOY 单店呈现良好增长势头，预计 24-26 年单店收入同比增长 25%/20%/15%。除 Toptoy 外其他业务保持平稳增长，预计 24-26 年增速均为 5%。据此测算可得，国内其他业务 24-26 年分别实现 14/23/32 亿，同比增长 99%/59%/39%。

基于以上关键假设，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 177/214/251 亿元，同比增长 28%/20%/17%。

成本费用端

关键假设：

1) 毛利率：公司推进超级品牌战略，调整产品结构优化毛利率，发力更高毛利 IP 产品，同时高毛利海外业务收入占比逐步提升，预计 2024-2026 年毛利率为 41.4%/41.4%/41.5%。

2) 费用率：预计公司增加 IP 和品宣投入，2024-2026 年销售费用率分别为 16.6%/17.0%/17.3%，经营规模提升带来经营杠杆，数字化供应链提升运营效率，预计 2024-2026 年管理费用率分别为 4.7%/4.5%/4.3%，财务费用率整体保持稳定，预计 2024-2026 年财务费用率分别为-0.7%/-0.6%/-0.6%。

基于以上关键假设，我们预计公司 2024-2026 年非 IFRS 准则净利润分别为 28.5/34.0/40.0 亿元，同比增长 21.0%/19.4%/17.5%。

表 4：名创优品主要财务指标预测

百万元/人民币	CY2021	CY2022	CY2023	CY2024E	CY2025E	CY2026E
营业收入	10129	9926	13839	17721	21351	25051
yoy		-2%	39%	28%	20%	17%

MINISO 中国	7280	6178	8416	9751	10886	12039
yoy		-15%	36%	16%	12%	11%
国内门店数量	2989	3254	3679	4079	4379	4679
净增数		266	425	400	300	300
单店收入	2	2	2	2	2	3
yoy		-22%	20%	5%	4%	4%
MINISO 海外	2308	3209	4705	6541	8188	9840
yoy		39%	47%	39%	25%	20%
海外门店数量	1825	2008	2280	2830	3250	3650
净增数		183	272	550	420	400
单店收入	1	2	2	2	3	3
yoy		26%	29%	12%	9%	7%
TOP TOY 中国	335	429	680	1390	2234	3128
yoy		28%	59%	104%	61%	40%
国内门店数量	51	104	126	206	276	336
净增数		53	22	80	70	60
单店收入	7	4	5	7	8	9
yoy		-37%	31%	25%	20%	15%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 估值与投资分析意见

名创优品基于供应链整合和投资商模式两大核心支柱，为消费者提供高性价比的自有品牌生活家居商品，实现国内和海外业务高速增长。当前在理性消费趋势下，名创国内及海外业务迅速恢复，拓店节奏加快。名创优品目标成为全球第一 IP 设计零售集团，在坚持 MINISO 产品高性价比优势基础上，从品牌、渠道和产品维度着手，进一步提升品牌价值。同时名创依托国内供应链优势和经营经验积极出海，在海外市场深化本土运营，优化产品结构，推动代理模式转直营，潜在成长空间广阔。我们选择美国性价比潮流零售商 Five Below，加拿大性价比零售商 Dollarama，日本自有品牌综合零售商无印良品母公司良品计划，以及日本全球化平价快时尚品牌 Fast retailing 作为可比公司。参考 FY2024 可比公司行业平均估值为 31x PE，考虑名创优品处于海外扩张投入期，我们给予公司 FY2024 25x PE，目标市值为 713 亿元人民币，对应目标价约为 31 美元/ADR，对应涨幅为 35%，给予“买入”评级。

表 5：名创优品可比公司估值表

代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				PE			货币
				FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	FY2024E	FY2025E	FY2026E	
FIVE.O	Five Below	140.75	78	262	301	335	395	26	23	20	USD
9983.T	Fast retailing	40,930.00	130,248	296,229	328,022	353,293	391,565	40	37	33	JPY
7453.T	良品计划	2,565.00	7,202	22,052	33,421	35,451	39,388	22	20	18	JPY
DOL.TO	Dollarama	129.00	358	802	1,010	1,112	1,212	35	32	30	CAD
行业平均估值								31	28	25	
MNSO.N	名创优品	23.2	73	325	393	470	552	19	16	13	USD

资料来源：彭博终端，申万宏源研究；除名创优品外，所有标的盈利预测均来自于彭博终端；2024年6月3日美元与人民币汇率为 1:7.25

风险提示：

- 1.海外政策风险。美国大选年，对华贸易政策存在不确定性，关税变动将影响公司产品价格竞争力。
2. 海外业务拓张不及预期。近年来公司发力海外业务，海外收入占比提升。宏观经济形势变动将影响海外扩店进程，汇率波动也将影响公司营收业绩。
- 3.库存风险。投资商模式下公司承担了全部库存，商品销售不畅将引发存货减值风险。
- 4.盈利能力不及预期。若公司无法保证稳定高效的供应链，盈利能力或不及预期。

附录 – 财务报表

利润表					
(million RMB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	9,926	13,839	17,721	21,351	25,051
Cost of Sales	-6,462	-8,140	-10,384	-12,511	-14,655
Gross Profit	3,464	5,698	7,336	8,839	10,396
Other Income	22	23	24	25	25
SG&A expenses	-2,212	-2,958	-3,783	-4,587	-5,393
adj. EBITDA	1,698	3,210	4,012	4,795	5,631
adj. EBIT	1,370	2,820	3,580	4,280	5,030
Finance Costs	-32	-43	-40	-51	-61
Profit before tax	1,442	2,981	3,695	4,411	5,184
Income tax expense	-377	-707	-950	-1,135	-1,334
Minority interests	-0	21	8	4	0
Non-IFRS adjusted net profit	1,124	2,357	2,851	3,405	4,001

资料来源：公司公告，申万宏源研究

资产负债表					
(million RMB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Current Assets	8,744	10,328	11,840	15,172	17,770
Bank balances and cash	5,187	6,415	7,844	9,764	12,295
Trade and other receivables	1,109	1,518	1,743	2,257	2,460
Inventories	1,475	1,922	1,780	2,680	2,544
Other current assets	974	472	472	472	472
Long-term investment	2,358	2,923	2,796	2,969	3,177
PP&E	468	769	781	904	957
Intangible and other assets	33	20	17	31	43
Total Assets	11,997	14,485	15,880	19,523	22,394
Current Liabilities	3,712	4,407	4,464	6,284	7,142
Borrowings	0	1	1	1	1
Trade and other payables	2,940	3,390	4,197	5,128	5,912
Other current liabilities	772	1,016	266	1,155	1,229
Long-term liabilities	477	887	799	920	932
Total Liabilities	4,188	5,294	5,263	7,204	8,074
Minority Interests	2	23	31	34	34
Shareholder Equity	7,807	9,168	10,586	12,285	14,285
Share Capital	0	0	0	0	0
Reserves	988	1,115	1,221	1,349	1,499
Equity attributable	6,819	8,054	9,365	10,936	12,786
Total Liabilities and equity	11,997	14,485	15,880	19,523	22,394

资料来源：公司公告，申万宏源研究

现金流量表

(million RMB)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Profit before taxation	1,442	2,981	3,695	4,411	5,184
Plus: Depr. and amortisation	327	391	433	515	601
Finance cost	32	43	40	51	61
Losses from investments	48	38	0	0	0
Changes in assets and liabilities	-97	-409	-114	527	803
Others	-429	-713	-1,744	-2,138	-2,318
CF from operating activities	1,325	2,330	2,310	3,366	4,331
CAPEX	244	229	301	298	254
Other CF from investing activities	-2,677	141	283	8	7
CF from investing activities	-2,433	369	584	306	261
Equity financing	0	0	0	0	0
Net change in liabilities	-14	0	0	0	0
Dividend and interest paid	-562	-1,178	-1,426	-1,702	-2,001
Other CF from financing activities	-194	-319	-40	-50	-61
CF from financing activities	-770	-1,497	-1,465	-1,753	-2,061
Net cash flow	-1,878	1,203	1,429	1,919	2,531

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10%和 +10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。