



港股研究 | 公司深度 | 名创优品 (9896.HK)

名创优品系列深度之篇二： 开心哲学成就超级品牌

报告要点

我们在上篇《名创优品：性价比中兴起，兴趣消费扬帆》重点阐释了公司如何满足消费者质价比需求，并创造供应商和加盟商共赢，迅速发展扩大。本文作为名创优品深度系列之篇二，将重点探讨名创优品的 IP 战略——如何进一步重塑公司的商业模式，并创造新一轮的增长引擎。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004

SFC: BUV258



罗玮

SAC: S0490520080019



秦意昂

SAC: S0490524110002

2025-06-23

名创优品 (9896.HK)

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 维持

名创优品系列深度之篇二： 开心哲学成就超级品牌

引言：深度剖析名创优品 IP 战略

我们在上篇《名创优品：性价比中兴起，兴趣消费扬帆》重点阐释了公司如何满足消费者质价比需求，并创造供应商和加盟商共赢，迅速发展扩大。本文作为名创优品深度系列之篇二，将重点探讨名创优品的 IP 战略——如何进一步重塑公司的商业模式，并创造新一轮的增长引擎。

战略目标：重新定义人货场，商业模式升级

IP 战略目标—渠道定位升级。2020 年，公司董事长及 CEO 叶国富先生首次提出“兴趣消费”的理念，强调商品的情感价值和文化属性，渠道定位从性价比零售商迈向 IP 零售集合店，我们认为，这一战略目的在于：中国 IP 零售蕴含巨大的增长机遇；具备情绪价值的商品具备更强的差异化和溢价；通过商品和渠道场景的 IP 化、锁定核心群体，创造复购闭环。

竞争优势：高频迭代开发，全球网点布局

高频迭代和全球网点布局的优势持续复用。我们认为，优秀的 IP 零售商能力体现在 IP 资源的获取，产品二创的能力，以及渠道拓展这三大方面，而名创优品天然具备：1) 高效的供应链周转效率，公司存货周转天数达到 50 天远低于同行；2) 优秀产品设计师团队，截至 2021 年拥有 124/37 位内部设计师/国际知名独立设计师；3) 丰富的全球渠道网络资源，为商品周转和曝光提供充足空间。三大资源禀赋奠定名创 IP 竞争优势，此外公司国内市场锤炼的极致效率，将在供给未充分的海外市场发挥更大作用。

增长路径：塑造心智品类，强化终端呈现

IP 周边二创的进阶是高品质的产品供应。从产品视角，公司横向把握品类趋势，聚焦高情感价值的“超级品类”——毛绒玩具、盲盒，纵向基于运营经验调整配货模型和系列迭代，持续强化用户对于品牌的心智和复购；从渠道维度，公司加强终端呈现，构建了七层店态矩阵满足细分需求，其中最高级别的店态 MINISO LAND 以场景式空间为载体，汇聚公司顶尖 IP 商品资源，持续公司作为全球 IP 零售集合店的超级定位；从合作角度，公司持续探索更多二次元和潮玩 IP 打开新的用户空间，并逐渐通过线下首发、独家上新等合作模式，塑造公司品牌 and 产品的排他性。

投资建议：兴趣消费扬帆，经营拐点已至

我们认为，公司的 IP 战略将在竞争激烈的零售市场用“兴趣消费”驱动品牌升级和业务增长，重新定义商业模式，近年以来公司产品侧塑造四大战略品类心智提升渠道定位、渠道端构建了多层店态矩阵强化 IP 产品终端呈现，此外与顶级 IP 授权合作渐入佳境、逐步建立了具有排他性的合作模式，基于以上论述，我们认为公司 IP 战略逐渐成为公司长期护城河的新价值锚点。此外，公司在国内 IP 市场锤炼的供应链和运营能力，有望在海外市场发挥更大的效能，基于此我们看好公司后续在 IP 零售市场的发展空间。预计 2025-2027 年公司经调整净利润将达到 29.0、32.7、41.5 亿元。

风险提示

1、品牌升级转化效果不及预期；2、行业竞争加剧；3、拓店进展不及预期。4、海外关税政策波动。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 33.95

注：股价为 2025 年 6 月 20 日收盘价

相关研究

- 《名创优品 2025Q1 点评：盈利能力阶段波动，国内线下呈现企稳改善》2025-06-16
- 《名创优品 2024 全年以及 Q4 点评：战略投入阶段稀释利润率，IP 和出海拉动成长》2025-04-15
- 《名创优品 2024 年三季报点评：Q3 表现稳健，期待四季度海外旺季和重点 IP 上市》2025-01-06



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

战略目标：重新定义人货场，商业模式升级	6
竞争优势：高频迭代开发，全球网点布局.....	12
能力进阶：从产品、渠道、合作三维度拆解	16
投资建议：兴趣消费扬帆，经营拐点已至.....	20
风险提示.....	23

图表目录

图 1：授权商品零售总额（亿元）以及同比增速.....	7
图 2：中国潮玩产业市场规模（亿元）以及年复合增长率	7
图 3：2024 年天猫平台玩具主要品类销售额同比增速	7
图 4：2024 年天猫平台潮玩主要品类销售额同比增速	7
图 5：泡泡玛特 2023-2024 年产品结构变化	8
图 6：搪胶毛绒玩具具备拟人+柔软特征	8
图 7：我国核心/非核心二次元用户规模（亿元）	9
图 8：全球分区域授权零售额同比增长率（%）	9
图 9：全球对比，中国授权零售额占比仍然较低（2023 年）	9
图 10：IP 消费主力人群为学生，月支配收入 3000 元（2020 年）	9
图 11：IP 产业链图谱.....	10
图 12：IP 产业链环节.....	10
图 13：Costco 商业模式飞轮效应.....	11
图 14：名创优品 IP 飞轮增长模型.....	12
图 15：名创优品搭建了强大的产品设计、终端数据反馈、供应商资源	13
图 16：生活日用零售同业库存周转天数（天）对比	13
图 17：2024 年名创优品按区域划分门店分布	13
图 18：名创优品核心 SKU 以及每月推出 SKU 数量.....	13
图 19：名创优品合作签约 IP 数量（个）	15
图 20：2024 年 1 月至 2025 年 3 月公司主要联名情况统计（个）	15
图 21：美国 IP 零售商分布	15
图 22：三丽鸥也同样布局多类店型.....	19
表 1：IP 衍生品和潮玩产品定义区别	6
表 2：全球 top10 IP 产品营业收入（亿元）以及授权衍生品收入占比（2021 年）	8
表 3：布鲁克、卡游、泡泡玛特、名创优品价值链环节拆分	10
表 4：我国兴趣零售商重点经营指标对比.....	13
表 5：公司历年推出的重点 IP 系列	14
表 6：Miniso 美国市场价格（美元）与其他美国零售商对比	16
表 7：名创优品 IP 联名合作的案例分析.....	16
表 8：名创优品核心战略品类	17
表 9：2024 年以来公司重点发力搪胶毛绒玩具品类	17

表 10：名创优品热门 IP 产品系列 SKU 数量（个）	17
表 11：Miniso 7 层店态层级划分.....	19
表 12：2025 年公司部分线下独家及首发的合作案例	20
表 13：公司盈利预测（单位：百万元）	21

战略目标：重新定义人货场，商业模式升级

我们在上篇《名创优品：性价比中兴起，兴趣消费扬帆》重点阐释了公司如何满足消费者质价比需求，并创造供应商和加盟商共赢，迅速发展扩大。本文作为名创优品深度系列之篇二，将重点探讨名创优品的 IP 战略——如何进一步重塑公司的商业模式，并创造新一轮的增长引擎。

行业增长：情绪价值破圈，行业增长起势

IP 产业从产品定义上可以分为周边和潮玩，IP 周边是基于原生知名 IP 的二创产品，潮玩是设计师原创 IP 为核心的艺术化玩具。IP 周边是基于已有知识产权（如影视、动漫、游戏等）进行二次开发的产品，覆盖范围极广，其核心价值来源于原生 IP 的粉丝基础，本质是 IP 影响力的延伸，对于被授权商更看重产品的二创能力；而潮玩是以设计师原创 IP 为核心的艺术化玩具，强调艺术表达与潮流属性，产品形态集中于盲盒、手办、搪胶玩具等收藏品类，对于厂商的核心能力看重原创 IP 的孵化和运营能力。

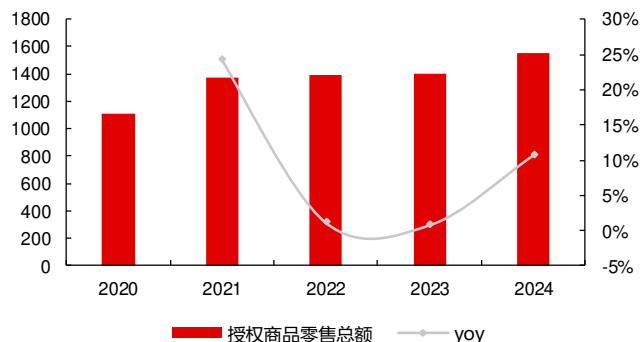
表 1：IP 衍生品和潮玩产品定义区别

	IP 周边	潮玩
图片		
IP 载体	已有 IP（影视/动漫/游戏等）	原创 IP（设计师/品牌孵化）
品类	全品类为主	盲盒、手办、搪胶玩具、卡游等收藏品类
消费需求	实用需求+IP 情怀	情绪价值+社交货币+投资属性

资料来源：公司官方微信公众号，长江证券研究所

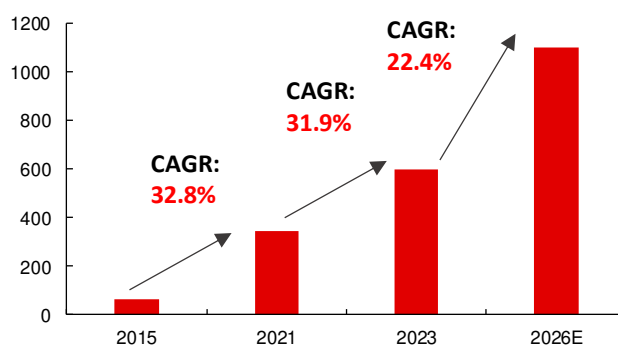
在情绪价值破圈下，IP 衍生品、潮玩行业保持高速增长。2024 年授权商品零售额（不含潮玩）达到 979 亿元，同比增长 7.9%，根据《中国潮玩与动漫产业发展报告（2024）》，2023 年潮玩行业达到 600 亿元规模，且预计 2026 年有望达到 1101 亿元规模，三年复合增速达到 22.4%。

图 1：授权商品零售总额（亿元）以及同比增速



资料来源：中国玩具和婴童用品协会，长江证券研究所

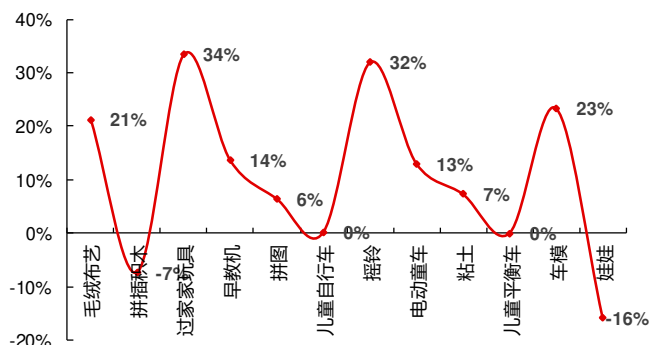
图 2：中国潮玩产业市场规模（亿元）以及年复合增长率



资料来源：中国潮玩与动漫产业发展报告（2024 年），长江证券研究所

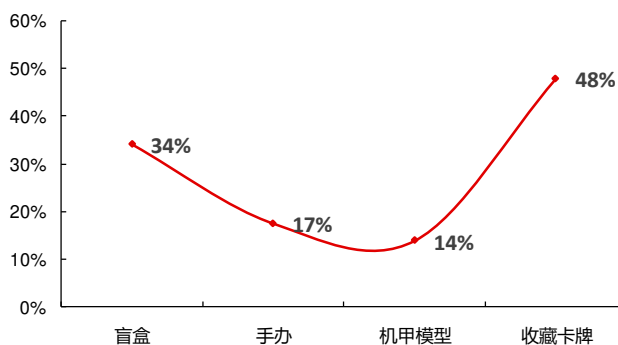
细分品类：毛绒玩具和盲盒增长迅速。毛绒玩具根据 2024 年天猫平台主要品类中，作为销售量最高的毛绒布艺品类，其销售额同比增速仍然达到 21%，高于其他细分类目；在天猫平台潮玩主要品类中，盲盒作为第一大类目，销售额同比增速达到 34%，高于手办以及机甲模型，仅次于卡牌。**其中，搪胶毛绒玩具增长势能强劲。**搪胶毛绒从泡泡玛特财报拆分看，毛绒玩具的产品结构在 2024 年大幅提升，主要贡献为搪胶毛绒系列，由于产品兼具拟人+柔软的特征近年以来深受消费者喜爱。

图 3：2024 年天猫平台玩具主要品类销售额同比增速



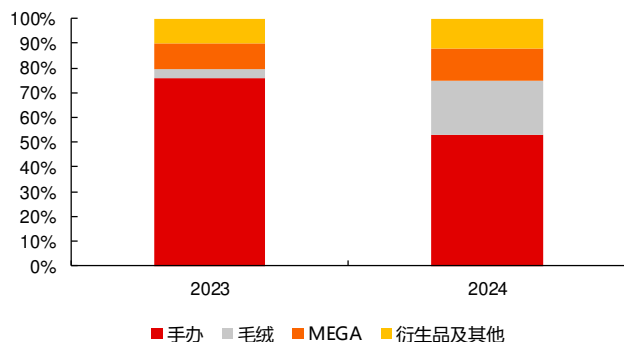
资料来源：中国玩具和婴童用品协会，长江证券研究所

图 4：2024 年天猫平台潮玩主要品类销售额同比增速



资料来源：中国玩具和婴童用品协会，长江证券研究所

图 5：泡泡玛特 2023-2024 年产品结构变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 6：搪胶毛绒玩具具备拟人+柔软特征



资料来源：Letsvan，长江证券研究所

来自授权衍生品占据了 IP 厂商收入大部分比例。出于对 IP 产品运营周期的延伸，衍生品能够赋予 IP 获取更长的生命周期。2021 年大部分 IP 厂商例如宝可梦、Hello Kitty、维尼熊、米老鼠、星球大战的收入构成中，来自授权衍生品收入占据了较高的比例。

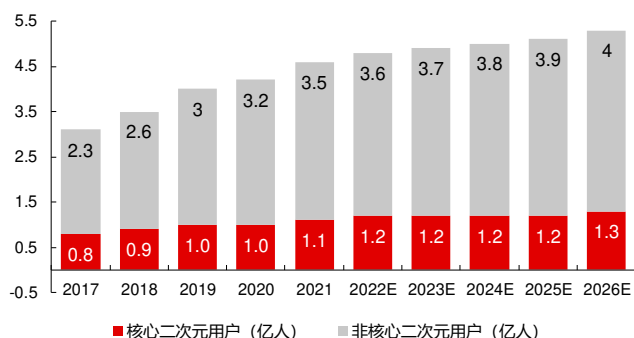
表 2：全球 top10 IP 产品营业收入（亿元）以及授权衍生品收入占比（2021 年）

IP	公司	原始媒体	诞生年份	总收入（亿美元）	授权衍生品收入（亿美元）	占比
精灵宝可梦	任天堂；宝可梦公司	电子游戏	1996	1000	760	76%
Hello Kitty	三丽鸥	礼品形象	1974	845	845	100%
维尼熊	华特迪士尼	图书	1924	803	798	99%
米老鼠	华特迪士尼	动画片	1928	803	795	99%
星球大战	卢卡斯影业	电影	1977	687	422	61%
迪士尼公主	华特迪士尼	动画片	2000	464	463	100%
面包超人	FROEBEL 馆	漫画	1973	449	448	100%
漫威	华特迪士尼；索尼；环球影业	电影	2008	353	226	64%
马里奥	任天堂	电子游戏	1981	346	45	13%
哈利波特	华纳兄弟；JK 罗琳	小说	1997	322	92	29%

资料来源：WikiPedia，三文娱，长江证券研究所

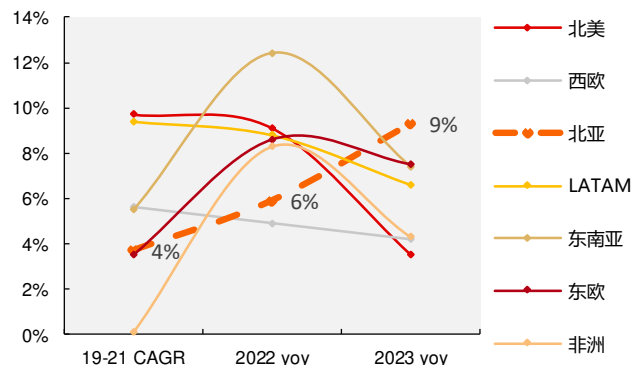
用户渗透的空间宽广。从用户角度，我国核心/非核心二次元 2021 年用户数量达到 4.6 亿人，预计 2026E 将达到 5.3 亿人，其中 IP 消费主力人群为学生，这部分人群的消费能力有望持续保持增长。从渗透率角度，中国授权商品零售额 2023 年达到 138 亿美元，占整体零售额 0.1%，而相比美国而言渗透率达到 0.95%，渗透率提升空间较广。

图 7：我国核心/非核心二次元用户规模（亿元）



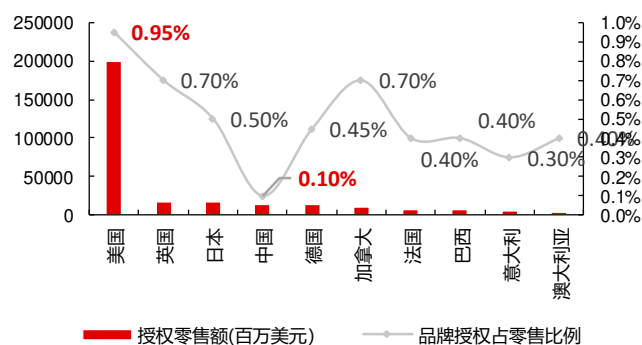
资料来源：灼识咨询，长江证券研究所

图 8：全球分区域授权零售额同比增长率（%）



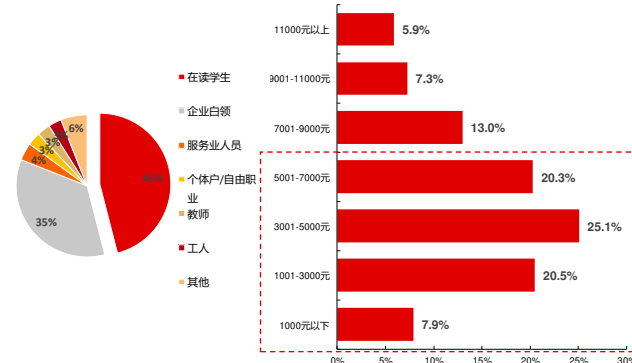
资料来源：《2024 Global Licensing Industry Study》，长江证券研究所

图 9：全球对比，中国授权零售额占比仍然较低（2023 年）



资料来源：《2024 Global Licensing Industry Study》，长江证券研究所

图 10：IP 消费主力人群为学生，月支配收入 3000 元（2020 年）



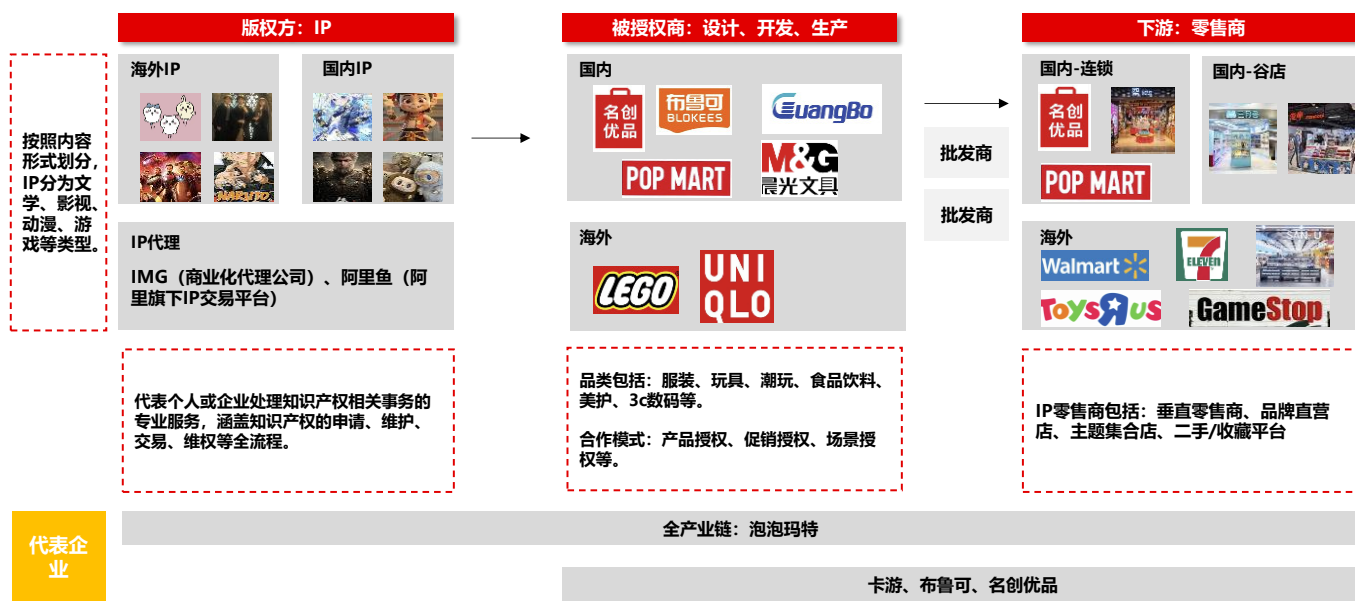
资料来源：灼识咨询，长江证券研究所

价值环节：零售商卡位核心环节

从 IP 周边产业经济的利润分配看：被授权商承担了产品设计、零售渠道、以及 IP 版权的运营等环节的职能，在 IP 产业利润分配大约在 5%~20%，是产业链非常重要的位置。

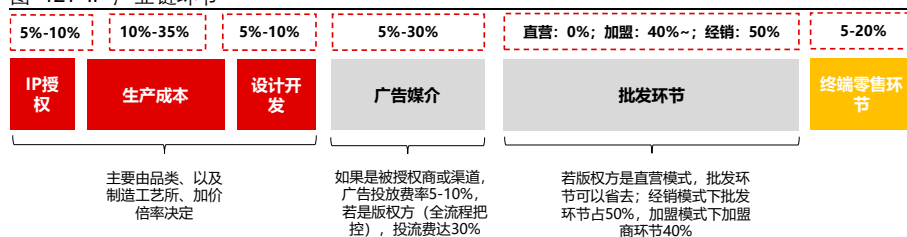
上游 IP 端分成占终端流水 5-10%，授权费以及模式根据不同 IP 类型差异决定，而中游环节主要包括了产品的设计、开发、生产，生产厂商在产业的比例大约在 10%~35%，根据各家被授权的投入研发开支比例在 5%左右；下游渠道环节，不同被授权商的产品渠道流通机制存在差异，模式上分为批发、加盟、直营等模式，如果是直营模式下批发环节省去，被授权商获取更高的价值分配（约在 20%~），若是加盟或经销模式，批发环节约拿 40%-50%的比例，被授权商利润环节在 5~20%。

图 11: IP 产业链图谱



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 12: IP 产业链环节



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所, 备注: 利润率环节参考样本企业 (泡泡玛特、名创优品、卡游、布鲁可)

表 3: 布鲁克、卡游、泡泡玛特、名创优品价值链环节拆分

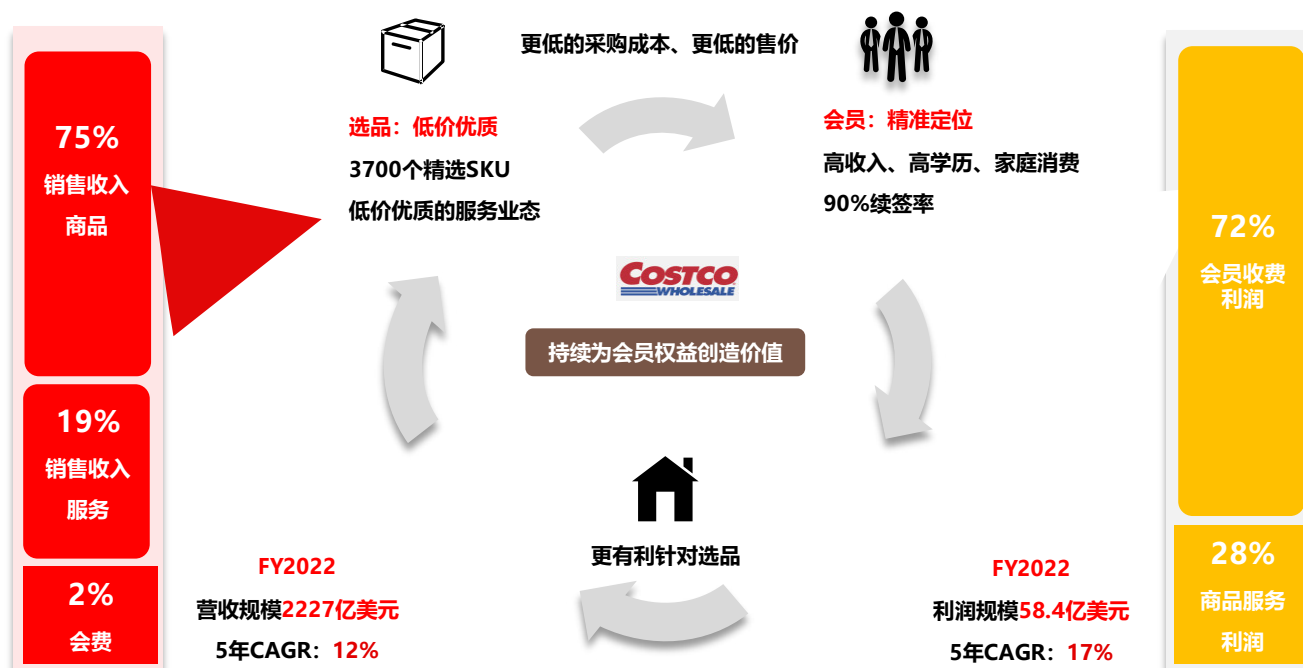
主体	财务比率	布鲁可	卡游	泡泡玛特	名创优品
工厂环节	商品毛利率	20.7%	12.4%	34.7%	32.9%
授权方	授权费率	5.1%	2.4%	3.7%	
批发商	批发毛利率	51%	52%	0%	46%
广告媒介	销售费用	10.5%	4.3%	31.6%	8.0%
公司运营	管理费用	2.7%	7.7%	11.1%	3.0%
研发体系	研发费用	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%
其他环节	其他费率	0.3%	2.1%	0.1%	1.2%
被授权方利润	经调整利润率	4.0%	18.7%	18.8%	8.6%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所, 备注: 由于各家公司渠道布局不同, 收入确认口径存在差异, 我们的比率计算方式根据财务指标/总商品价值 (GMV), 布鲁克、卡游、泡泡玛特、名创优品时间节点分别选取 2023、2022、2023、FY2023;

商业价值：提升渠道定位，实现破圈和复购

变革是线下实体永恒的主旋律。基于中国极致供应链效率和基础设施，互联网电商能够集成全网的流量，并通过算法优势，筛选最廉价的商品给到消费者。而线下零售场景的机会，是通过实体场景和有限的供给去锁定局部客群，并创造差异化的供给去不断满足目标客群的需求，以 Costco 为例，其通过会员筛选的模式去锁定中高层级的用户群体，并通过有限 SKU、差异化供应链去满足消费者对高品质商品的需求。当前来看，随着商品逐渐同质化，“兴趣零售”、“品质零售”或将实现商品的差异化。

图 13: Costco 商业模式飞轮效应



资料来源：公司公告，长江证券研究所

零售商布局 IP 赛道的价值在于，将商品和场景的 IP 化，锁定目标群体，实现复购闭环，和品牌升级。我们认为，传统的零售业态的商业模式，是通过吸引周边的客流，并通过自身供应链能力实现转化，而名创优品 IP 战略的转型，则是基于用户定位和需求为导向，以 IP 的方式找到热爱 IP 文化体验、兴趣零售的消费群体，并提供相匹配的 IP 产品和场景价值，最终实现用户的持续复购。

图 14：名创优品 IP 飞轮增长模型



资料来源：雷报，公司公告，长江证券研究所

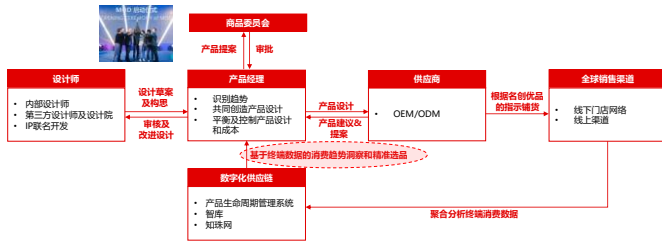
竞争优势：高频迭代开发，全球网点布局

公司所具备的高频迭代的产品能力，以丰富的渠道网络布局，是其在 IP 领域实现突围的核心因素。

1) 完善的全球化、多层级的渠道体系。截至 2024 年名创优品门店总数达到 7504 家，其中海外/国内分别达到 4386/3118 家,国内门店分布于一至三线城市为 522/1617/1787 家，海外门店位于亚洲、北美洲/拉丁美洲/欧洲/其他分别为 1611/350/637/295/225 家，渠道网络体系丰富有助于名创优品在 IP 品牌价值全球网络的扩张，以及对上游授权和供应商的议价，从门店数量对比，公司门店数量较大幅度超过同业态零售商。

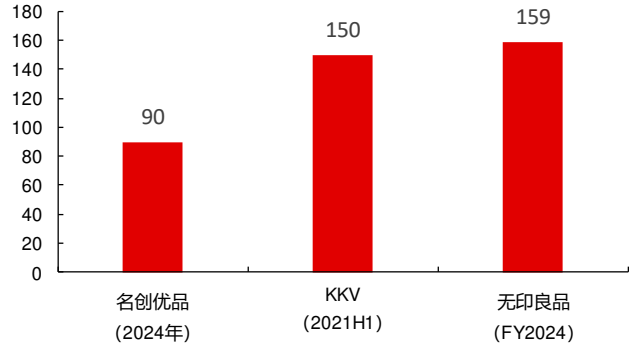
2) 高频迭代的产品开发能力。公司针对于消费者个性化的需求持续进行产品迭代，其库存周转天数达到 90 天（国内在 50 天），高于同行业例如 KKV、无印良品的水平，2024 年公司核心 SKU 达到 1.26 万个，每月推出 SKU 达到 1180 个。

图 15：名创优品搭建了强大的产品设计、终端数据反馈、供应商资源



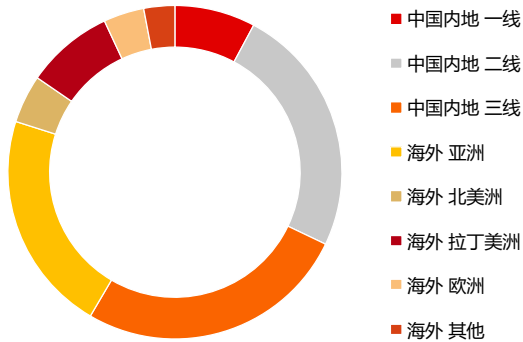
资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 16：生活日用零售同业库存周转天数（天）对比



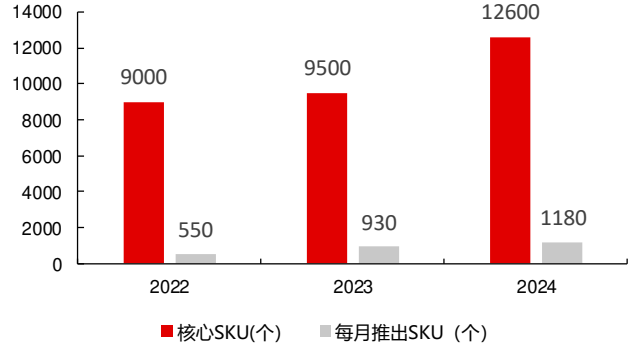
资料来源：公司公告，公司招股说明书，长江证券研究所

图 17：2024 年名创优品按区域划分门店分布



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 18：名创优品核心 SKU 以及每月推出 SKU 数量



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 4：我国兴趣零售商重点经营指标对比

品牌	Miniso	GrrenParty	无印良品	三福	KKV
图片					
品类	毛绒玩具、盲盒、生活日用、美妆、服饰等产品	潮流 IP、盲盒、毛绒玩具、首饰发饰、美妆护肤为核心品类	服饰配件、生活杂货、美妆保养、文具用品及食品点心等	服饰为主	美妆、日用品、文具、零食
IP 签约	150 个	30 个			
GMV (亿元)	304				

门店数量	7504	1362	超 1000 家	522	458
中国	4386	405		522	458
海外	3118	957		未出海	未出海
单店 SKU	3000 左右	超 10000 个	7000 个	超 10000 个	20000 个
	200 平方米		800-1000 平	1000-2000	
单店面积	(常规店)	千平方米	平方米	平方米	千平方米
门店模式	直营/加盟	直营	直营	直营	直营/加盟

资料来源：公司官网，长江证券研究所

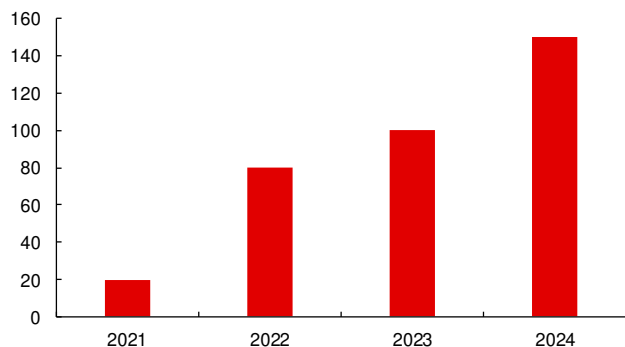
公司持续合作头部 IP 并迭代产品系列，探索更多二次元和潮玩 IP 打开空间。首先，公司持续与头部大 IP 例如三丽鸥、芭比、Loopy 合作并持续迭代系列，例如公司 2015 年公司与三丽鸥合作后，累积上市了数千个三丽鸥家族产品，并陆续推出了 Hello Kitty、大耳朵、库洛米等多个家族产品。此外，公司也持续探索更多方向例如二次元以及潮玩方向的联名，比如 2024 年公司与 Chiikawa 这一现象级日系 IP 合作。

表 5：公司历年推出的重点 IP 系列

IP	推出时间	概览
三丽鸥	2015	2015 名创优品首个合作 IP，累积上市了超过 8000 个三丽鸥家族的产品。陆续推出了 helloKitty、大耳狗、库洛米等 16 个主义形象的全家族产品。同时打造主题店跟形象店专区，为顾客创造了乐园般的消费体验。
漫威	2019	复联 4 上映，名创也正式开始与漫威 IP 的合作，成为第一家获得漫威全球 IP 授权的中国公司。
芭比	2022 年底	在 2022 年底，名创观察到芭比与目标顾客之间有非常强的情绪链接，快速跟芭比达成了战略性的合作。结合 2023 年芭比粉的潮流趋势以及芭比这个潮流 IP 代表，所以聚焦在服配类进行重度的产品开发，23 年 7 月份芭比上新大电影，芭比系列产品极其火爆。
LOOPY	2023 年 7 月	这个 IP 在名创的首次出道，结合销合作始于 2023 年，并于 2024 年通过快闪店、主题门店、联名产品及国际活动等形式实现多维度升级。售能力以及快速反应的供应链的能力等，促成了与百度方的优秀合作。2024 年在五一档推出 LOOPY3.0 系列，与版权方的强强联合会进一步爆发 IP 潜力。
CHIIKAWA	2024Q1	2024 年 3 月底，名创优品与 chiikawa 的联名主题快闪店全国首站开启，为期将近一个月，地点定在了以举办各类 IP 快闪闻名的上海静安大悦城。后续 2.0、3.0 产品系列也逐步上线。
哈利波特	2024Q4	2024 年 10 月名创哈利波特系列产品全球上线。
黑神话悟空	2024Q4	1 月 15 日，名创优品×《黑神话：悟空》联合主题店在北京朝外 The Box 年轻力中心正式开幕。与此同时，黑神话官方衍生品【黑神话 BLACKMYTH】在名创优品北京、上海、广州、杭州、成都五城门店首发

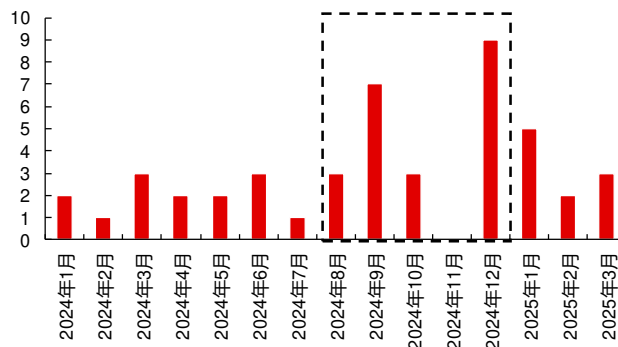
资料来源：Flywheel 飞未，镜像娱乐，消研所 Trendmakers，《2024 年名创投资者日》，长江证券研究所

图 19：名创优品合作签约 IP 数量（个）



资料来源：赢商网，增长黑盒 Growth，IP 角研社，长江证券研究所

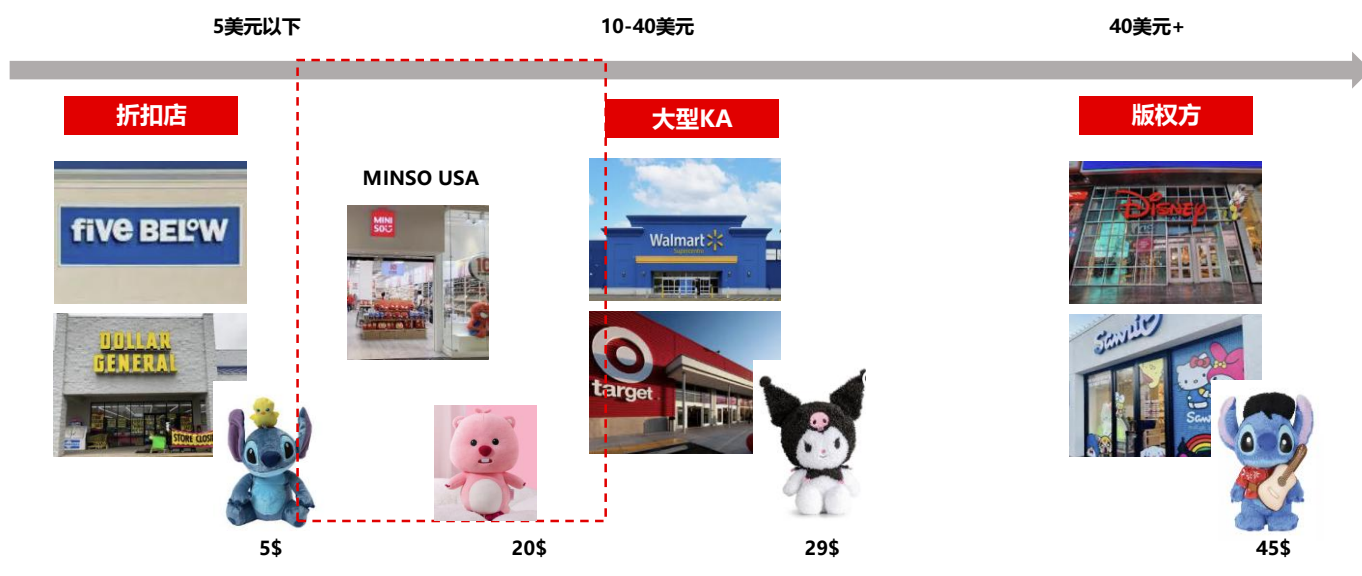
图 20：2024 年 1 月至 2025 年 3 月公司主要联名情况统计（个）



资料来源：雷报，长江证券研究所

在海外版权商清退门店下，公司凭借高效供应链和 IP 丰富度卡位海外利基市场。我们以美国举例，美国 IP 衍生品市场大众价格带主要集中于零售商，例如 Dollar General、沃尔玛、Target，版权方的 IP 零售门店价格带更高，集中在乐园店或者旗舰店，近年版权商直营门店持续关闭，例如迪士尼 2021 年宣布关闭 60 家北美商店，占全球实体总数接近 20%。相比海外零售商而言，名创优品具有与版权商相同的 IP 落地场景，更丰富的 IP 产品 SKU，以及相较于大型 KA 更性价比的价格，成功卡位于海外利基市场并实现快速的发展。

图 21：美国 IP 零售商分布



资料来源：公司官网，长江证券研究所

表 6: Miniso 美国市场价格（美元）与其他美国零售商对比

样本产品（单位： 美元）	loopy 公仔 (26cm)	三丽鸥盲盒 (单个)	pokemon 公仔 (18 inch)	草莓熊公仔 (14 inch)	史迪奇公仔 (10 inch)	U 型枕	充电线 (20W USB C)	无线耳机
图片								
名创中国	5	7	15	14	24	4	3	11
miniso 美国	20	16	17	22	18	7	6	19
Walmart	19	29	30	40	27	10	10	13
Target		25	30		30	6	9	25

资料来源：各公司官方网站，亚马逊官方网站，长江证券研究所

能力进阶：从产品、渠道、合作三维度拆解

IP 周边二创的核心是高品质产品的供应。我们总结了公司过往一系列 IP 推进的案例，战略推进过程仍有波动，其难点在于把握 IP、产品设计、品牌用户画像的平衡，例如公司与漫威 2019 年大获成功，但合作中逐步发现 IP 联名合作的关键在于精准而非铺货；针对于 Chiikawa 的合作联名中，认识到二次元 IP 在不同区域的适配度存在不同，区域的配货模型也存在调优的空间。

表 7: 名创优品 IP 联名合作的案例分析

时间	IP	主要原因
2019/7	漫威	在所有产品上贴 LOGO 但产生库存，意识到 IP 开发的精准性；
2024/4	Chiikawa	西安 chiikawa 快闪效果不如一线城市；
2024/10	哈利波特	供货不足；

资料来源：雷报，公司官网，长江证券研究所

产品：塑造心智品类

公司横向拓展核心品类例如毛绒玩具、盲盒、香水香氛、旅游出行，成功塑造了四大核心战略品类。毛绒玩具、盲盒、香氛、旅游出行产品是公司四大战略品类，其中，毛绒玩具和盲盒具备较强的情绪价值商品属性，将持续塑造公司 IP 零售的品牌主张，香水香氛、旅游出行作为公司原本的强势品类，去年公司持续与全球顶尖的调香大师合作并

推出重磅单品 7 号香水，持续推陈出新，旅游出行方向则囊括一次性旅行用品系列、防晒系列、冷感系列，打造“旅游出行先逛 Miniso”的购物心智。

表 8：名创优品核心战略品类

	毛绒玩具	盲盒	香水香氛	旅游出行
代表产品	小熊维尼搪胶毛绒	三丽鸥、迪士尼	7 号香水	一次性口罩
图片				
2024Q1-Q3 销量 (万件)	3600	3000	7000	2500

资料来源：《名创优品 2024 全球品牌战略升级成果发布会》，长江证券研究所

其中，公司联合知名 IP+自研设计、潮玩产品外采的模式，持续推出搪胶毛绒玩具新品，树立产品心智。我们梳理了公司热门 IP 产品系列中，部分具有较强 IP 心智的品类表现较好，例如搪胶毛绒玩具这一品类中，三丽鸥拿铁宝宝、Wakuku、Chiikawa、小熊维尼等系列均上线搪胶毛绒玩具，例如名创优品小熊维尼搪胶盲盒在今年 3 月美国首发后获得较好反响。

表 9：2024 年以来公司重点发力搪胶毛绒玩具品类

IP 系列	拿铁宝宝	小熊维尼	Wakuku	Chiikawa
		名创优品		
上线渠道	Toptoy	/Toptoy	名创优品	名创优品
图片				

资料来源：公司官方微信小程序，长江证券研究所

而公司凭借自身的产品设计能力，以及丰富的 IP 资源体系，将不同 IP 的文化属性与商品进行深度融合。由于 IP 具备的调性不同，其商品契合度也存在差异，公司也会根据 IP 自身的特色去布局品类矩阵，例如哈利波特电影系列利用大量神奇的道具和物品例如魔杖、法袍、分院帽等，为观众展现了庞大的魔法世界，公司亦在服饰品类布局较多 SKU，例如 Chiikawa 作为日本超人气治愈系 IP，与毛绒玩具、公仔、挂件的契合度更高。

表 10：名创优品热门 IP 产品系列 SKU 数量（个）

		Hello Kitty	哈利波特	LOOPY	Chiikawa	哪吒	草莓熊
毛绒玩具	毛绒玩具/抱枕	2	4		3	4	7

二次元周边	盲盒公仔	3	16		38	6	
	立牌/吧唧/巧克力色纸				16	28	
	贴纸/卡				1	6	
	挂件摆件	2	35	8	16	4	4
服饰	手链项链		2				
	衣帽袜子围巾	4	15		1		
	帆布包/手提包	2	4		3	1	1
美妆	香薰		6				
	化妆用具		1	1	1		
生活日用	纸巾/湿巾						2
	眼罩				1		1
	毛巾/毯子		1		2		
	文具	1	3	2	5		1
	杯具	3	6	4	3	4	1
	收纳袋收纳盒	5	1	1	2		
	发夹	40		1		1	1
	食品饮料	2				1	2
	伞				1		1
	洞洞鞋				2		
	风扇	2			5		2
	移动电源		1				

资料来源：名创优品线上小程序，长江证券研究所，统计时间为 2025 年 4 月 17 日，黄色填充单元格为公司畅销类目（若单个 SKU 超 1000 销量则统计为畅销类目）

渠道：强化终端呈现

渠道维度，公司持续探索多层店态，尤其是去年底推出的 MINISO LAND，结合丰富的 IP 资源和终端场景呈现，打造 IP 乐园式新型零售门店。我们认为，IP 的终端呈现对于公司 IP 产品的引流和转化同样至关重要，为了满足消费者多样化场景需求，公司构建了七层店态矩阵，分别为 MINISO LAND、势能店、主题店、旗舰/次主力店、常规店、MINISO GO 和快闪店，而这七层店态，公司将基于商业机会和消费趋势主要承担两种角色，一类以 IP 场景化呈现，在消费者心智深化“IP 联名集合店”的定位；另一类深耕品类场景化，夯实成为全层级、全渠道的消费者首选品牌。其中，MINISO LAND 作为公司推出的最高层店态层级，主要特点是“超级 IP+超级门店”，店铺产品囊括了公司头部 IP 资源，是结合丰富互动元素的 IP 乐园式新型零售门店。

表 11: Miniso 7 层店态层级划分

	MINISO LAND	势能店	主题店	旗舰/次主力店	MINISO GO	常规店	快闪店
图片							
定位	城市级地标体验中心	MINI 版 MINISO Land	IP 联名沉浸体验	区域流量中心	社区/商圈日常消费	无人零售终端	限时营销事件驱动
典型场景案例	全球 1 号店有 2000 平方米		芭比/DUNDUN 鸡/宝可梦主题店	印尼雅加达 3000 平旗舰店		主要店型	Chiikawa 首发/节日主题活动
模式	直营	直营	直营	直营		加盟	直营
面积	1000-2000 m²	600-800 m²	小店	小店	机场/地铁智能货柜		100 m²
品类	毛绒、盲盒、宠物、二次元四大品类		特定 IP 联名主题产品	全品类	围绕旅游出行	兴趣消费与高频刚需消费	主题 IP 新品宣发（搜集消费者反馈）

资料来源：名创优品官方网站，长江证券研究所

图 22: 三丽鸥也同样布局多类店型



资料来源：三丽鸥官方网站，长江证券研究所

合作：建立排他优势

在 IP 联名的基础上公司尝试开发了更多的合作模式。在 IP 联名过程中公司持续开展新的合作，例如已有的 IP 合作基础上开发更多的产品系列；此外，近期名创优品以及 TOPTOY 门店中，关于“独家联名”、“线下首发”等合作模式的探索正在提速，此外公司也与潮玩赛道的头部品牌例如 TNT Space、Heyone 黑玩、Letsvan 展开持续的深度合作。

表 12：2025 年公司部分线下独家及首发的合作案例

品牌	TNT SPACE	Letsvan	Heyone 黑玩
产品	Rayan 起风了手办	胖哒哒	哦崽-造物第七章系列手办
材质	树脂/金属	搪胶毛绒	PVC、ABS
合作模式	独家	首发	首发
合作时间	2025/4/18	2025/4/1	2025/4/12
图片			
售价	780 元/体	500 元/体	79 元/盒；790 元/端
发售数量	TOPTOY 50 体； Rayan 官方微信粉丝群 5 体； 官方预留 5 体	MINISO LAND 北京一号店线下首发限量 500 体	

资料来源：名创优品、Toptoy 官方微信公众号，长江证券研究所

投资建议：兴趣消费扬帆，经营拐点已至

我们认为，公司的 IP 战略将在竞争激烈的零售市场用“兴趣消费”驱动品牌升级和业务增长，重新定义商业模式，近年以来公司产品侧塑造四大战略品类心智提升渠道定位、渠道端构建了多层店态矩阵强化 IP 产品终端呈现，此外与顶级 IP 授权合作渐入佳境、逐步建立了具有排他性的合作模式，基于以上论述，我们认为公司 IP 战略逐渐成为公司长期护城河的新价值锚点。此外，公司在国内 IP 市场锤炼的供应链和运营能力，有望在海外市场发挥更大的效能，基于此我们看好公司后续在 IP 零售市场的发展空间。预计 2025-2027 年公司经调整净利润将达到 29.0、32.7、41.5 亿元。

表 13：公司盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,656	11,913	15,190	19,298
现金	6,328	5,448	7,588	10,358
应收账款及票据	2,207	2,714	3,209	3,843
存货	2,750	3,381	4,024	4,727
其他	370	370	370	370
非流动资产	6,465	12,828	12,867	12,694
固定资产	1,437	1,531	1,569	1,396
使用权资产	4,172	4,172	4,172	4,172
其他	856	7,126	7,126	7,126
资产总计	18,120	24,741	28,057	31,992
流动负债	5,727	10,275	11,173	12,157
短期借款	567	4,329	4,329	4,329
应付账款及票据	3,944	4,729	5,628	6,612
其他	1,216	1,216	1,216	1,216
非流动负债	2,037	3,002	3,986	4,970
租赁负债	1,903	2,868	3,852	4,835
其他	134	134	134	134
负债合计	7,765	13,277	15,159	17,127
资本公积	4,684	4,284	3,784	3,284
储备	1,329	1,329	1,329	1,329
归属母公司股东权益	10,315	11,410	12,827	14,779
少数股东权益	41	55	71	87
股东权益合计	10,356	11,464	12,898	14,865
负债和股东权益	18,120	24,741	28,057	31,992

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,168	3,045	4,029	5,014
净利润	2,635	2,491	3,196	4,085
财务收入净额	-26	0	0	0
折旧摊销	809	906	1,071	1,283
营运资金变动及其他	-963	-352	-239	-354
投资活动现金流	-533	-7,256	-1,094	-1,094
资本支出	-763	-1,000	-1,110	-1,110
其他投资	229	-6,256	16	16
筹资活动现金流	-1,721	3,330	-795	-1,150
借款增加	564	3,762	0	0
回购款项	-313	-400	-500	-500
已付股利	-1,246	-996	-1,279	-1,634

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,994	21,073	24,917	29,846
其他收入	22	15	27	27
营业成本	-9,357	-11,220	-13,352	-15,686
销售费用	-3,520	-5,198	-6,161	-7,402
管理费用	-932	-1,171	-1,370	-1,642
研发费用	0	0	0	0
财务收入净额	26	-115	-106	-83
除税前溢利	3,348	3,168	4,046	5,171
所得税	-712	-677	-850	-1,086
净利润	2,635	2,491	3,196	4,085
少数股东损益	-18	-14	-16	-16
归属母公司净利润	2,618	2,477	3,180	4,069
经调净利润	2,721	2,899	3,268	4,149
EBIT	3,444	3,397	4,268	5,369
EBITDA	3,418	3,512	4,373	5,452
EPS (元)	2.09	2.00	2.60	3.36

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	23%	24%	18%	20%
归属母公司净利润	16%	-5%	28%	28%
获利能力				
毛利率	45%	47%	46%	47%
销售净利率	15%	12%	13%	14%
ROE	25%	22%	25%	27%
ROIC	20%	14%	16%	17%
偿债能力				
资产负债率	43%	54%	54%	54%
净资产比率	57%	46%	46%	46%
流动比率	2.04	1.16	1.36	1.59
速动比率	1.55	0.83	1.00	1.20
营运能力				
总资产周转率	1.04	0.98	0.94	0.99
应收账款周转率	9.12	8.57	8.42	8.46
应付账款周转率	2.16	2.17	2.18	2.37
每股指标 (元)				
每股收益	2.09	2.00	2.60	3.36
每股经营现金流	1.73	2.46	3.29	4.14
每股净资产	8.28	9.26	10.54	12.29

其他	-725	965	984	984
现金净增加额	-86	-880	2,140	2,770

估值比率				
P/E	14.82	15.67	12.20	9.53
P/B	2.14	1.57	1.38	1.21
EV/EBITDA	11.77	13.28	10.60	8.36

资料来源：Wind，长江证券研究所，备注：时间截至 2025 年 6 月 20 日

风险提示

- 1、品牌升级转化效果不及预期。名创优品面临消费群体对价格较为敏感，兴趣类产品均价更高，若消费者接受程度不佳，终端转化率和高毛利产品销售或不及预期。
- 2、行业竞争加剧。若未来行业竞争加剧，竞争对手抢占市场份额，可能对公司销售造成分流，线下门店客流和销售额或有所承压。
- 3、拓店进展不及预期。国内渠道下沉和海外扩张存在不确定性，门店网络扩张速度可能不及预期。
- 4、海外关税政策波动。由于海外关税政策持续波动，或对公司海外业务备货、成本产生影响。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。