

从零售到全球IP运营平台的跃迁

名创优品（9896.HK）公司深度报告

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025年12月31日

- 分析师：朱珠
- SAC编号：S1050521110001

研究创造价值

1. 公司是全球领先的IP趣味好物平台，从零售商升级为IP运营平台

名创优品的战略身份，是全球领先的IP趣味好物平台，以“供应链效率×IP生态”双轮驱动，向上兼容了潮玩的精神价值，向下兼容了日用杂货的刚需属性。它具体体现在三重角色上：首先是“品类重构者”，将10-50元价格带的普通商品，升级为提供日常小确幸的情绪消费品；其次是“IP生态运营商”，构建了“国际IP+自有IP+文化IP”的稳固矩阵，规避了单一IP依赖的风险；最后是“文化枢纽”，通过全球门店网络，扮演着中外流行文化双向输出的角色。

2. 公司目前处于战略变革与业绩改善共振阶段，国内海外同店皆改善，恢复开店且质量显著提升

截至2025年三季度，国内外同店环比改善，趋势向好，主要系集团调整运营、优化成本、提高客流量。集团计划2025-2026年对部分门店进行系统性更新，包括五年形象更新、搬迁至更优位置或扩大面积等，用“腾笼换鸟”完成从高性价比杂货店到文化创意公司的跃迁，**而其两大核心是门店模型重构与产品结构变革**。

3. 潮玩子品牌 TOP TOY 港股IPO中，有望打开第二增长空间

2025年7月，淡马锡参与TOP TOY的A轮融资，投后估值超100亿港元，2025年9月26日，TOP TOY向港交所递交招股书。TOP TOY虽仅拥有17个自有IP和43个授权IP，却凭借整合“自有+授权+他牌IP”的集合平台模式，借助名创集团“供应链+渠道”优势，快速打开潮玩市场。此外海外市场的开拓被视为TOP TOY长期增长战略的核心之一，目前TOP TOY已开设15家海外门店。

4. 投资建议

考虑到名创集团国内困境反转、环比趋好，叠加海外市场拓展超预期，以及TOP TOY高毛利产品有望贡献收入、提高整体利润，我们预计名创优品集团在2025-2027年实现收入分别为 202.57、241.30、287.39亿元，EPS 分别为 2.10、2.70、3.20 元。维持“买入”评级。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入 (百万元)	16,994	20,257	24,130	28,739
增长率 (%)	48.12%	19.20%	19.12%	19.10%
归母净利润 (百万元)	2618	2595	3336	3958
增长率 (%)	47.97%	-0.86%	28.56%	18.64%
摊薄每股收益 (元)	2.12	2.10	2.70	3.20
ROE (%)	25%	20%	21%	20%

资料来源：Wind、华鑫证券研究所

1. 品牌集中度高 + 自有品牌盈利结构不均
2. 行业竞争激烈 + 美妆周期波动
3. 渠道依赖 + 营销费用高

目 录

CONTENTS

1. 全球快时尚龙头，海内外共驱动
2. 海内外变革共振下，
全球家居零售龙头趋势向好
3. 复盘中国潮玩公司，
TOP TOY具有稀缺属性

一、全球快时尚龙头，海内外共驱动

研究创造价值

1.1 全球快时尚生活百货龙头，高性价比驱动十年扩张

名创优品是一家提供以IP设计为特色的丰富多样的潮流生活家居产品的全球价值零售商，核心在于品牌塑造、定制化门店网络以及消费者洞察。早期采用“三高”策略进行高频上新，整合全球供应链；中国本土市场采用合伙人加盟模式快速扩张，海外市场则因地制宜（直营、名创合伙人及代理模式）打开局面，均属于轻资产模式；此外公司把握悦已消费、兴趣消费，战略重心向IP运营转变。

图表1：公司发展历程

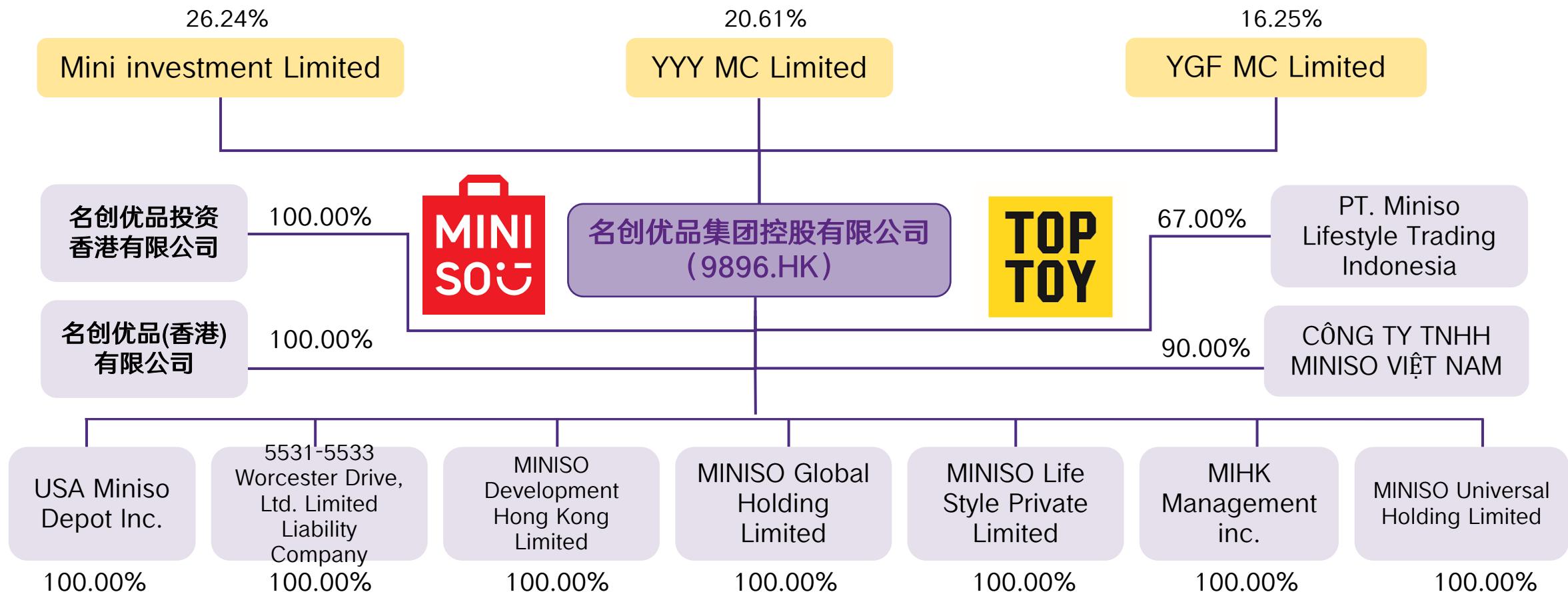


资料来源：中国商务广告协会、公司公告、36氪、华鑫证券研究所整理

1.2 股东结构清晰稳定，管理层高度参与运营

➤ 公司股权结构稳定，实际控制人为创始人叶国富夫妇，合计控制约 63.1% 的股份。截至 2025年9月，公司主要控股股东为 YYY MC Limited、YGF MC Limited、Mini Investment Limited等为境外注册实体，而创始人叶国富通过直接和间接合计持有约 63.1% 股份，为公司的实际控制人。

图表2：公司股权穿透



资料来源：wind、公司公告、华鑫证券研究所整理

1.3 品类丰富，差异化满足细分需求

截至2025年6月30日止六个月，名创优品各渠道平均每月推出约1,800个SKU，为消费者提供广泛可选的产品组合，其中绝大部分属于“MINISO”品牌；在“TOP TOY”品牌下提供了超过11,000个SKU，涵盖手办、3D积木、搪胶毛绒和其他潮流玩具等主要潮流玩具品类。

图表3：公司各品牌产品分类

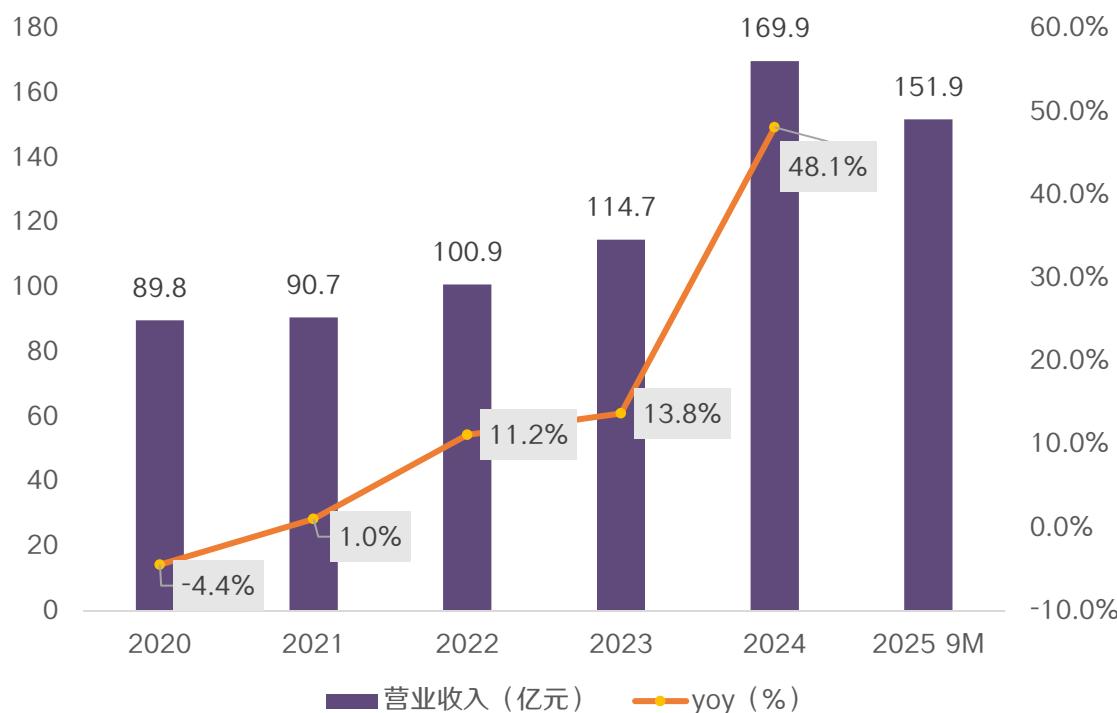


资料来源：公司官网、淘宝官方旗舰店、公司公告、华鑫证券研究所整理

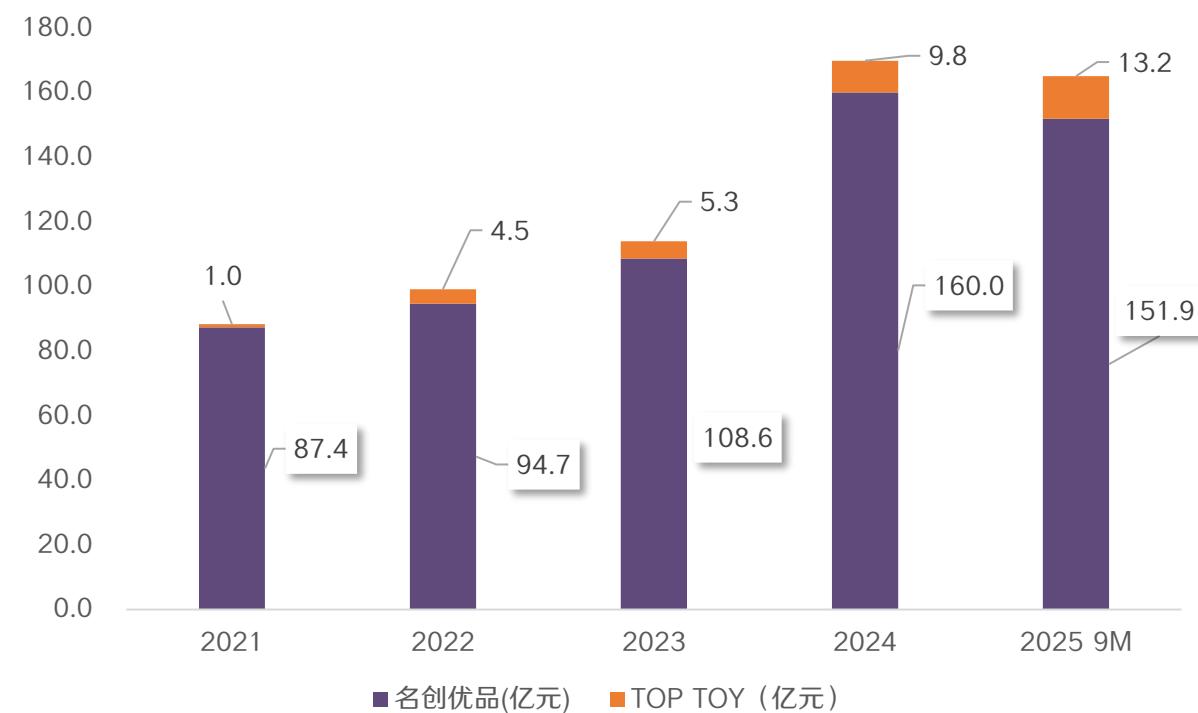
1.4 集团营收稳步增长，TOP TOY 有望贡献第二增长点

- **收入稳健增长。**2024财年集团全年总营收约170亿元，同比增长22.8%；其中MINISO营收约160亿元（收入占比94.2%），同比增长22.0%。截至2025年三季度，集团总收入为151.9亿元，同比增长23.7%；其中MINISO收入为138.7亿元（收入占比91.3%），同比增长19.8%。
- **TOP TOY 扩张提速。**2020年品牌成立，对集团贡献的收入由2021年的9824.1万元提升至2024年的9.84亿元，复合增速高达116%。2025年前三季度该业务收入为13.17亿元，在集团收入占比已达8.67%，未来依托产品竞争力、运营效率与门店扩展能力的持续突破，TOP TOY收入有望持续增长，助力名创集团打开业绩天花板。

图表4：2021-2025年前三季度营业收入（亿元）



图表5：2021-2025年前三季度名创、TOP TOY营业收入（亿元）

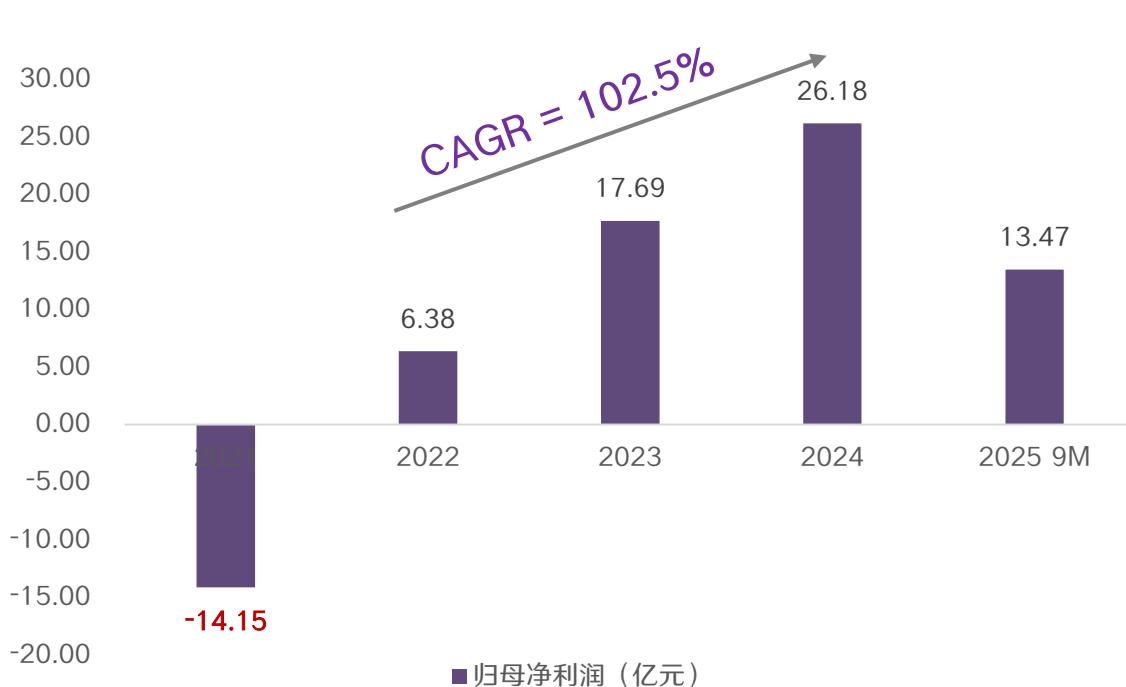


资料来源：wind、公司公告、华鑫证券研究所整理

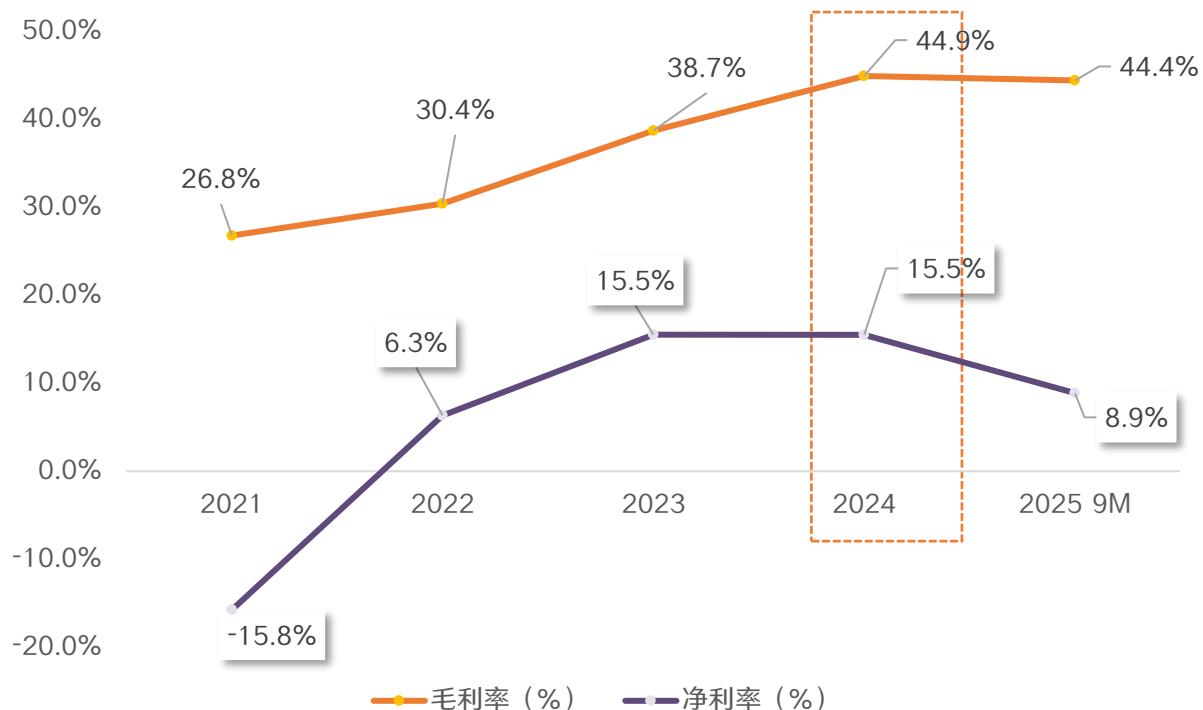
1.5 集团整体发展稳健，盈利能力持续优化

- **利润触底反弹后呈现增长态势。**2021财年公司利润亏损持续扩大，归母净利润为-14.15亿元（账面亏损），主要系公允价值变动影响，经调整后公司净利润为4.8亿元（同比下降50%）；而2021年后，公司归母净利润扭亏并持续实现正增长，2022-2024年复合增速为102.5%。
- **从利润率情况来看，净利率持续修复，毛利率稳步增长。**2024年伴随IP策略的有效实施，名创优品各业务板块的毛利率均有所改善，尤其是MINISO海外和TOP TOY毛利率有中高个位数提升，2024年公司毛利率攀升至约 44.9%，净利率提升至15.51%

图表6：2021-2025年前三季度归母净利润（亿元）



图表7：2021-2025年前三季度公司利润率情况（%）

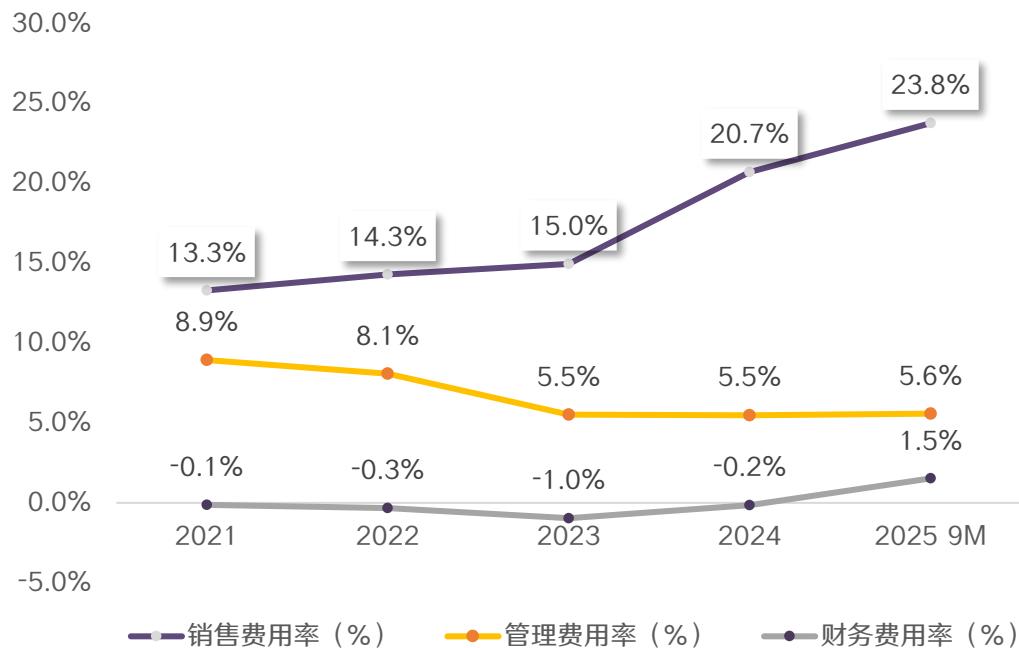


资料来源：wind、华鑫证券研究所整理

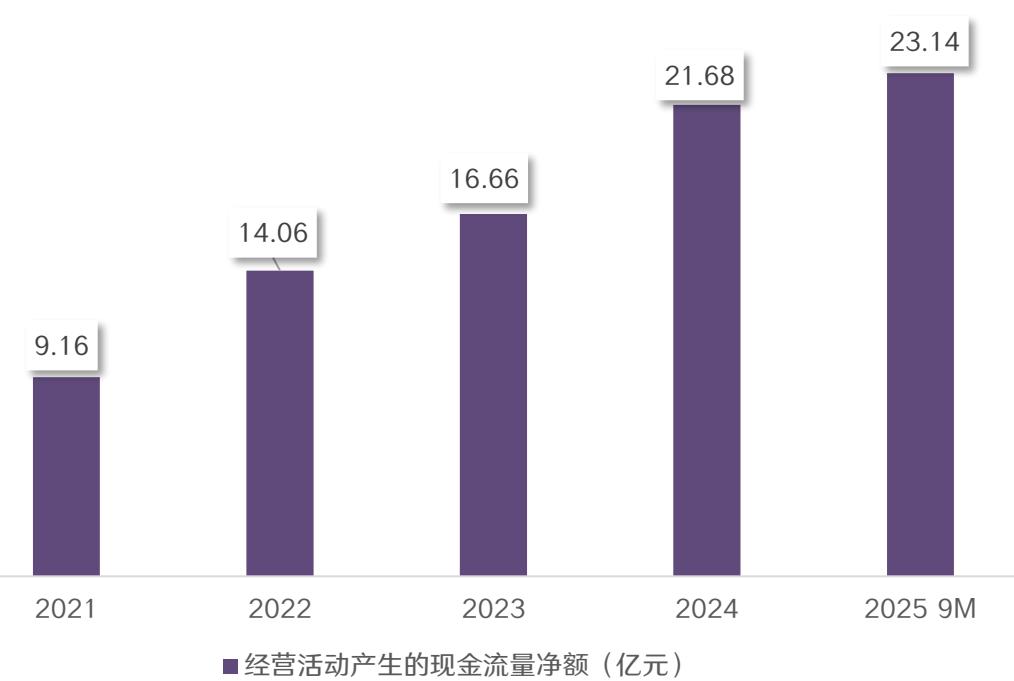
1.6 盈利能力阶段性承压，看好永辉转型修复弹性

- 短期来看三费波动较大，主要系公司新门店开设以及收购永辉影响。1) 销售费用率增长显著。2024年销售费用率为20.71%（同比+5.8pct）；2025年前三季度销售费用率已达到23.8%，主要系为提升品牌竞争力，名创优品在营销推广、新品类拓展（如搪胶毛绒玩具、宠物用品）等方面投入增加，进一步推高销售费用率；此外海外市场（尤其北美）直营店数量快速增长，直营模式需承担租金、折旧等固定成本，导致销售费用大幅增加；2) 2025年H1财务费用承压。2025年Q2公司财务成本净额达7940万元，2024年同期为财务收入净额900万元，“由盈转亏”的主要原因包括收购永辉带来的银行贷款利息、发行证券相关费用，以及直营店扩张带来的租赁负债利息增加。
- 企业经营性现金流相对充足，为公司持续扩张（如新门店开设）提供保障。

图表8：2021-2025年前三季度费用率情况



图表9：2021-2025年前三季度经营活动现金流（亿元）

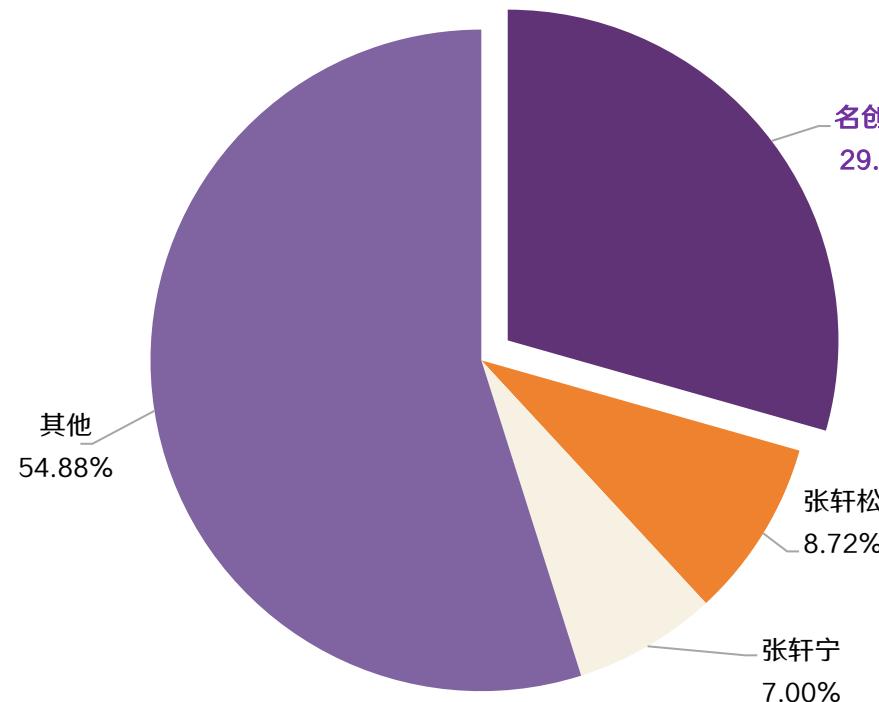


资料来源：wind、公司公告、华鑫证券研究所整理

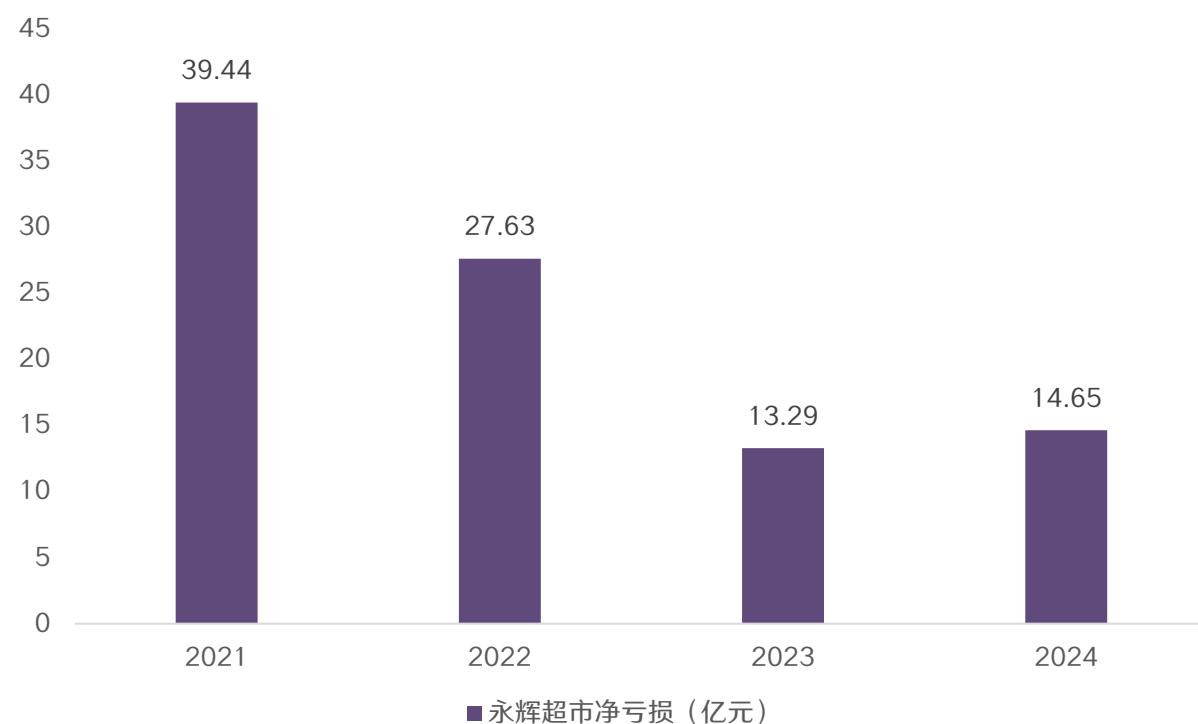
1.7 永辉收购影响财务，未来机遇与挑战并存

- 2024年9月，名创优品通过全资子公司以约 62.7 亿元人民币收购永辉超市29.4%股份，成为其第一大股东。集团收购永辉，意图通过整合供应链实现协同效应：通过整合永辉的线下渠道和供应链资源，拓展自身业务边界，探索生鲜等新领域。
- **永辉超市的持续亏损使收购布局成为“财务负担”：**2024年永辉超市亏损14.65亿元，2025年上半年业绩进一步恶化，营收同比下降20.7%至299.5亿元，归母净利润为-2.4亿元，同比下滑187.4%；截止到2025年三季度，归母净利润亏损7.10亿元，较上年同期亏损额扩大6.32亿元。

图表10：永辉超市股东情况



图表11：2021-2024年永辉净亏损情况（亿元）



资料来源：公司公告、wind、华鑫证券研究所整理

1.7 永辉收购影响财务，未来机遇与挑战并存

- **坚定走“胖东来模式”和品质零售的战略方向。**永辉超市已经在全国不少门店进行调改，面积主要集中在2500~3200平方米的中小型店，调改策略包括学习胖东来的品质服务模式、引入员工合伙人机制、优化供应链、SKU精简等。截至2025年3月，永辉超市已公布两批共44家调改门店，涉及全国多个城市；预计2025年调改门店达200家左右，并关店250-350家，计划至2026年完成所有存量门店的调整。在自有品牌开发方面，2025年永辉超市计划上架60支新品，孵化出至少10支超过1亿元的超级战略大单品。同时，预计通过3~5年供应链生态建设，推动自有品牌达到永辉整体销售额的40%。
- **“三大变革”战略稳步推进中，当前处于“胖改”的初级阶段。**永辉超市共有102家调改门店的顾客净推荐值（NPS）均值超过40%，永辉超市调改店客流平均增长80%，60%以上进入稳定期的调改门店盈利水平超越过去5年最高值。
- **2025年永辉超市的关键词是“减亏”，**主要通过“三提两降”策略实现，即提高人效、业绩、毛利，降低成本和费用。名创集团将借助永辉约850家的门店体系及供应链，进一步提升规模经济效应，优化成本结构；而永辉可利用名创的优势以较低成本开发更优质的自主品牌产品，提高整个集团的差异化竞争能力。

图表12：2024-2025永辉超市部分门店整改情况

整改年份	门店名称	整改情况
2024	郑州信万广场店	首日销售额达188万元，较改造前增长13.9倍，客流超1.2万人次，调改前日均约2000人
2024	上海金山万达店	SKU更新率达63%，客单价提升近20%
2025	杭州临平万达店	一线员工薪酬涨幅超50%，员工流失率下降

资料来源：财经天下、华鑫证券研究所整理

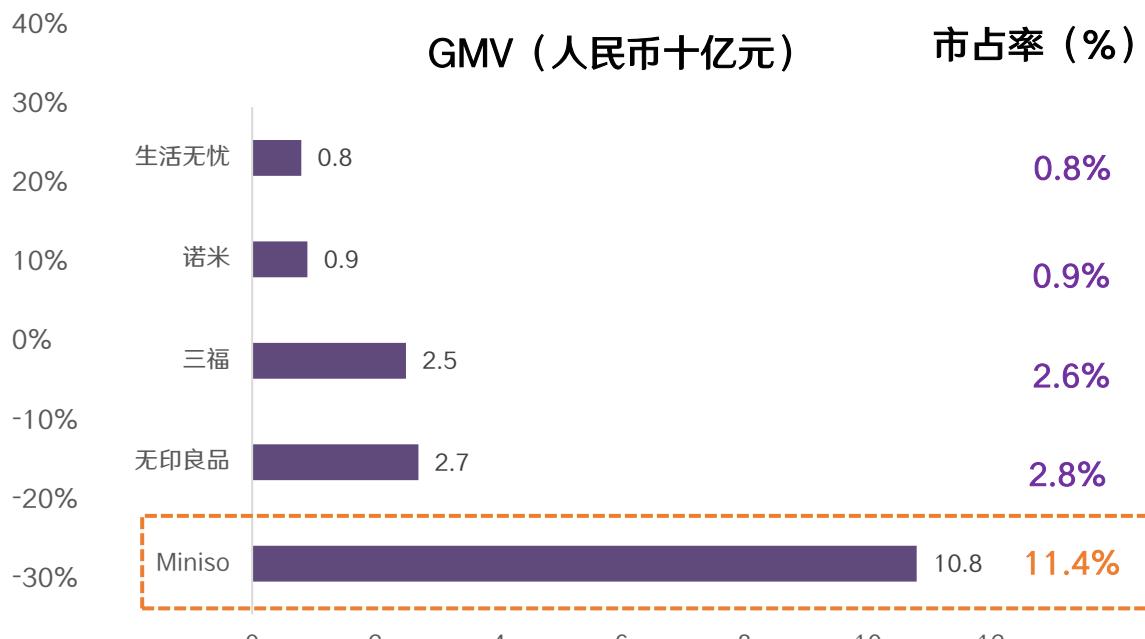
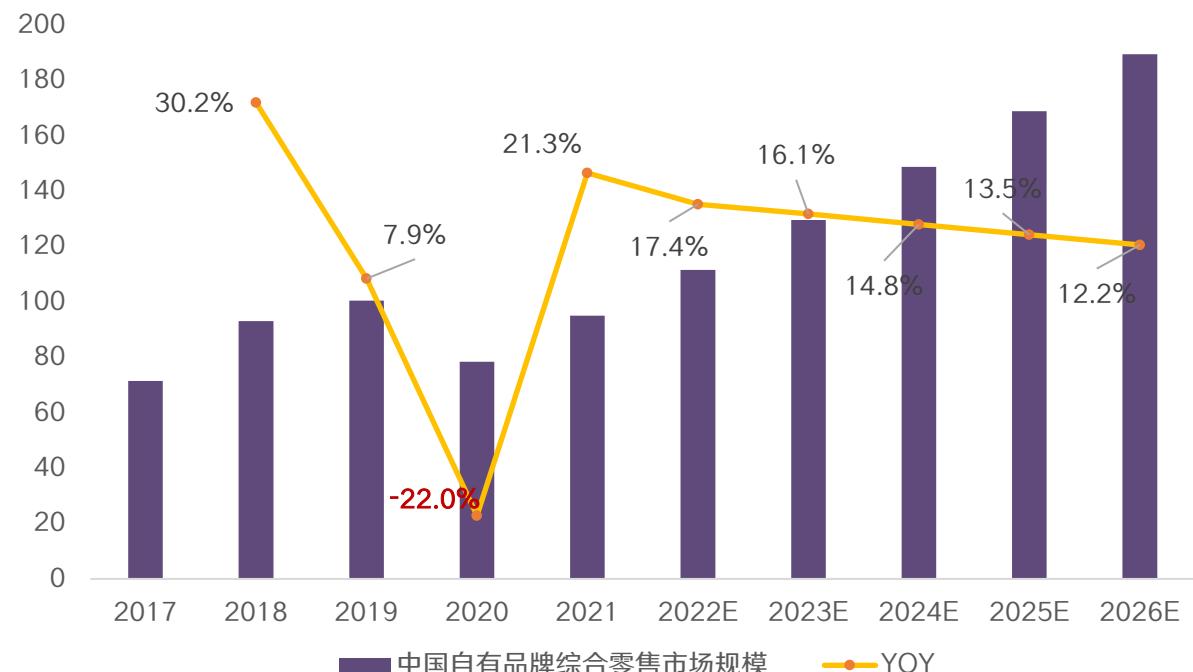
02 海内外变革共振下， 全球家居零售龙头趋势向好

研究创造价值

2.1.1 中国自有品牌综合零售市场稳步增长，竞争激烈且分散

- **性价比消费趋势鲜明，中国自有品牌综合零售市场快速发展。**随着中国消费者的消费行为变得更加理性化，实惠优质的生活家居产品越来越受欢迎。根据弗若斯特沙利文报告，按GMV计，中国自有品牌综合零售市场的规模由2017年的人民币715亿元增至2021年的人民币951亿元，年复合增长率为7.4%，且预计2022年至2026年期间将以14.2%的年复合增长率进一步增加。
- **中国自有品牌综合零售市场竞争激烈且分散，参与者超过千家。**按2021年的GMV计，前五大参与者的总市场份额约为18.6%。其中名创优品（按GMV计）在中国自有品牌综合零售市场排名第一，占中国自有品牌综合零售市场的市场份额的11.4%，领先第二名8.6pct。

图表13：中国自有品牌综合零售市场规模（以GMV计；单位：十亿元） 图表14：2021年中国自有品牌综合零售市场CR5



资料来源：公司招股书、弗若斯特沙利文、华鑫证券研究所整理

2.1.2 无印良品、名创优品、三福：如何在中国市场“内卷”出圈

- **无印良品**：入驻中国大陆之初，以打造“消费场景”来支撑其中高端定价；当国内外信息差拉平后，超过日本当地25%-30%（部分商品甚至有近50%的价差）的定价打破滤镜，同时名创、网易严选、NOME等同赛道平价品牌对其形成夹击围剿。2014年10月开始，无印良品多次下调价格。
- **名创优品**：“哎呀呀”转型切入生活家居赛道，期初以“平替”无印良品打开市场，后续与迪士尼、三丽鸥等超150个全球知名IP达成合作，以“顶级授权IP+签约艺术家IP”为Z世代打造“情绪价值”与“社交货币”。
- **三福**：前20年一直以服装零售为主，伴随业务转型逐渐成为“平价ZARA”和10元店的结合体，当前有1000多家直营门店。线下“拼多多”的商业模式主打极致性价比，下沉爆款重点瞄准“小镇”经济。

图表15：对比无印良品、名创优品、三福百货

企业对比	无印良品	名创优品	三福百货
产品类别	服装、家庭用品、食品	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	服饰配饰、美妆个护、箱包内衣、文具零食等
消费者画像	集中在一二线城市的中产	以16-28岁的学生及年轻白领女性群体为主	女性群体为主
商业模式	加盟/联营+直营	直营、名创合伙人、分销商	全直营
开店数量	422	4305（截至1H2025内地门店）	1000+
集中市场（城市、商圈）	布局一、二线城市核心商圈、渗透三线城市	主要在二三线以及低线城市	二三线城市
平均客单价	141	38.1	—

资料来源：无印良品公告、小数据研究中心、消费NOTE、名创优品公告、21世纪商业评论、华鑫证券研究所整理

2.1.3 具渠道+供应链优势，打造全球性知名品牌力

- 名创优品采用灵活的门店运营模式，包括名创合伙人模式、直营模式和代理模式。名创优品的加盟体系，本质是让加盟商做“财务投资人”，名创优品做“专业运营商”，基于此种轻资产模式，名创优品与加盟方得以优势互补，在保证管理效果的同时实现快速扩张。
- 在海外拓张时更是根据不同市场的成熟度、风险偏好和战略重要性，灵活精准地运用三种商业模式：大部分国际市场通常以代理模式扩大门店网络（全球范围内超80%的海外门店采用代理模式；国内一般首选合伙人模式）；而在北美、印度等人口众多、市场潜力巨大的战略市场，则优先以“自营”方式进入市场作为试点门店（直营店主要集中在美国、加拿大等），后续可邀请商业伙伴以合伙人或者代理商模式加入。此外伴随海外战略的深化，海外商业模式也在不断进行转化，直接带来品牌力的提升。

图表16：不同门店模式的对比

门店模式	收入方式	门店商品所有权	门店管理	合同期限
直营模式	公司向客户售卖产品时确认收入	公司	公司直接管理门店	—
名创合伙人模式	合伙人门店销售所得收益的约定比例	公司	公司为合伙人提供门店布局、员工培训、产品定价、库存管理方面的协助和指导等	一般不超过3年，可续签
代理模式	代理商为货物预先全额付款	代理商	公司提供员工培训等指导，较少参与运营	2-10Y

图表17：海外商业模式的变化路径

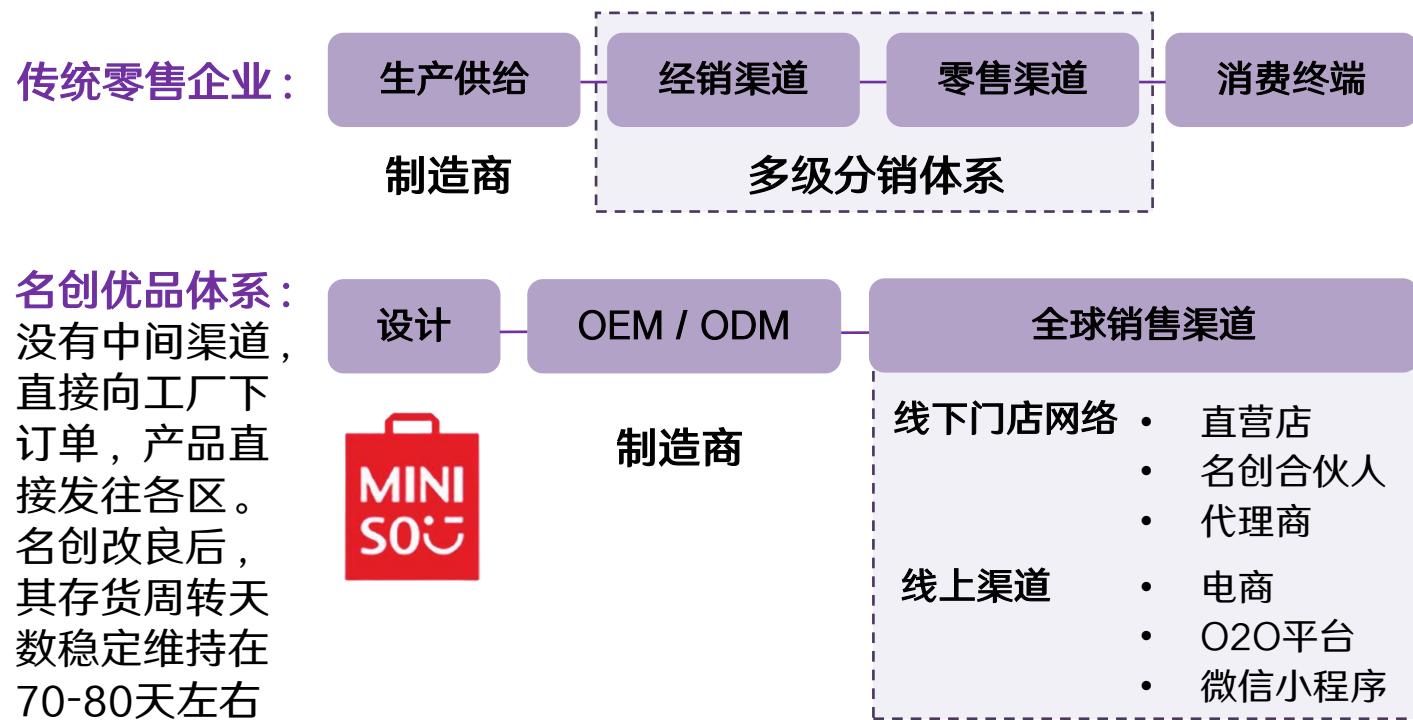


资料来源：名创优品公告、增长黑盒Growthbox、华鑫证券研究所整理

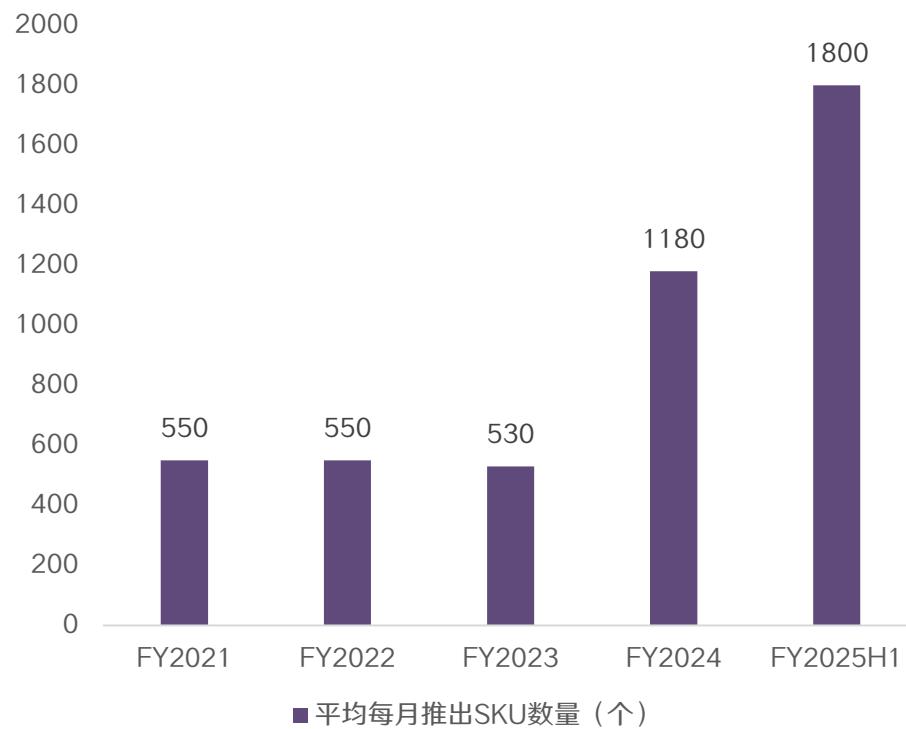
2.1.3 具渠道+供应链优势，打造全球性知名品牌力

- 同时作为优质的供应链整合商，公司通过定制化直采来控制成本、扁平化流通压低加价率，打造了物美价廉的产品矩阵，使得产品迭代快速，可以迅速反应市场热点，形成“低成本+高周转”合力。
- 秉持“711理念”，平均每7天推出约100个新的MINISOSU，周度上新使其能快速响应甚至引领市场潮流，持续为消费者提供新鲜感。截至2025年6月30日，MINISO各渠道平均每月推出约1,800个SKU，为消费者提供广泛可选的产品组合；而在TOP TOY品牌旗下已推出超过11,000个SKU。至2025年上半年，MINISO内地门店SKU总销量为5.27亿个，平均售价为14.8元；TOP TOY内地门店SKU总销量约为1420万个，平均售价为56.1元。

图表18：传统零售供应链VS名创供应链



图表19：MINISO平均每月推出SKU数量 (个)

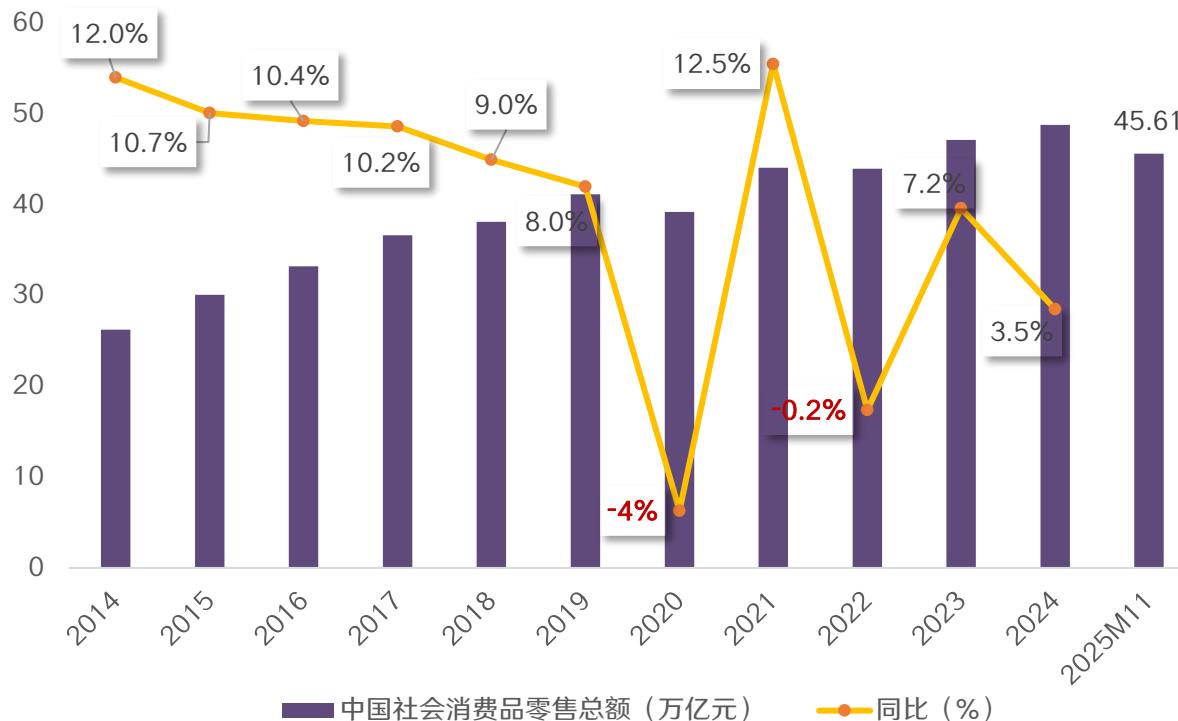


资料来源：公司公告、亿邦动力、华鑫证券研究所整理

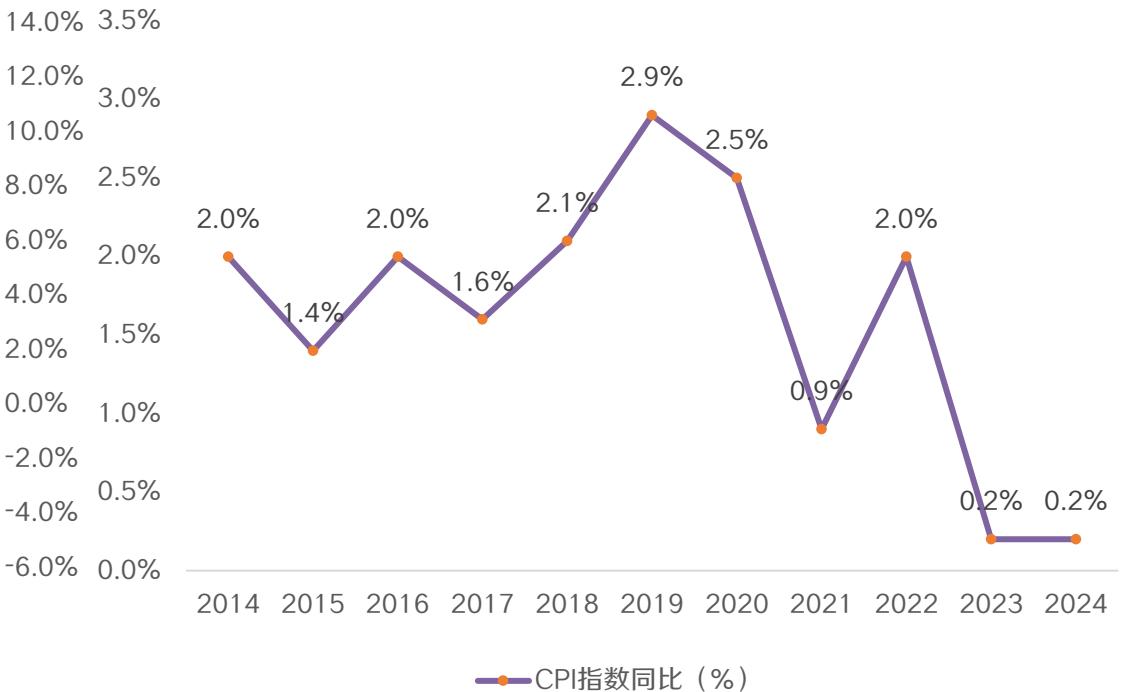
2.2.1 整体消费市场发展动力不足，公司积极探寻战略变革

- 从2014-2024年中国社会消费品零售总额来看，整体呈现弱复苏。2025年1-11月社会消费品零售总额为45.61万亿元，同比增长4%，消费补贴、以旧换新等提振政策在一定程度上促进内需回复；但从单11月数据来看，社会消费品零售总额43898亿元，同比增长1.3%，而环比下降0.42%，消费补贴等政策造成消费前置从而影响内需加剧低迷。
- 从居民消费价格指数来看，2023-2024年CPI涨幅均缩减至0.2%，居民消费意愿不强；2025年11月CPI指数环比下降0.1%：其中生活用品及服务、教育文化娱乐价格分别同比上涨2.1%、0.8%（主要系2024年基数较低），但是两大类价格环比分别下降0.4%、0.8%，表明居民相关开支都较为谨慎。

图表20：2014-2025 11M中国社会消费品零售总额（万亿元）



图表21：2014-2024年全国居民消费价格涨跌幅（%）

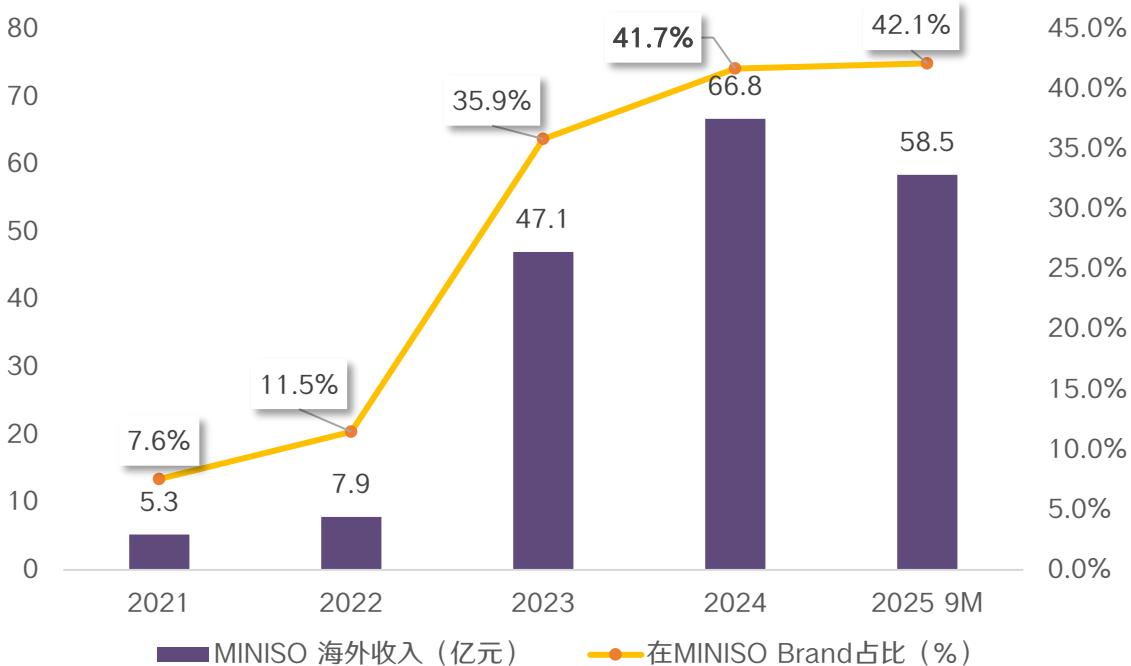


资料来源：wind、国家统计局、华鑫证券研究所整理

2.2.2 克服“水土不服”，践行全球本土化

- 在内需疲软、居民非刚需消费放缓等环境下，公司积极寻找新变量，坚持海内外“两条腿”走路：1) 对外：加快全球化发展；2) 对内：采用“腾笼换鸟”政策，改变店铺模型和产品结构，实现从零售向文化创意的转变。
- 根植于对中国成熟、高效且极具弹性的供应链体系的深度整合与模式创新，针对海外市场成立专项商品组推出适销爆品，提升门店密度降低物流成本、提高区域营销效率，推动海外营收同比增长28.7%至58.46亿元（截止2025年Q3）；2021-2024年 MINISO Overseas 收入复合增速高达133%，而海外收入的占比也在MINISO品牌中占比提高至41.7%。
- 在本地化运营层面，截至2024年底公司海外员工占比达60.8%，针对不同市场推行精准产品策略（如中东长袍口袋湿巾、印度女性护理系列），实现“Glocalization”（全球本土化）的深度实践。

图表22：2021-2025 9M MINISO海外收入及收入占比



图表23：海外不同区域门店策略对比

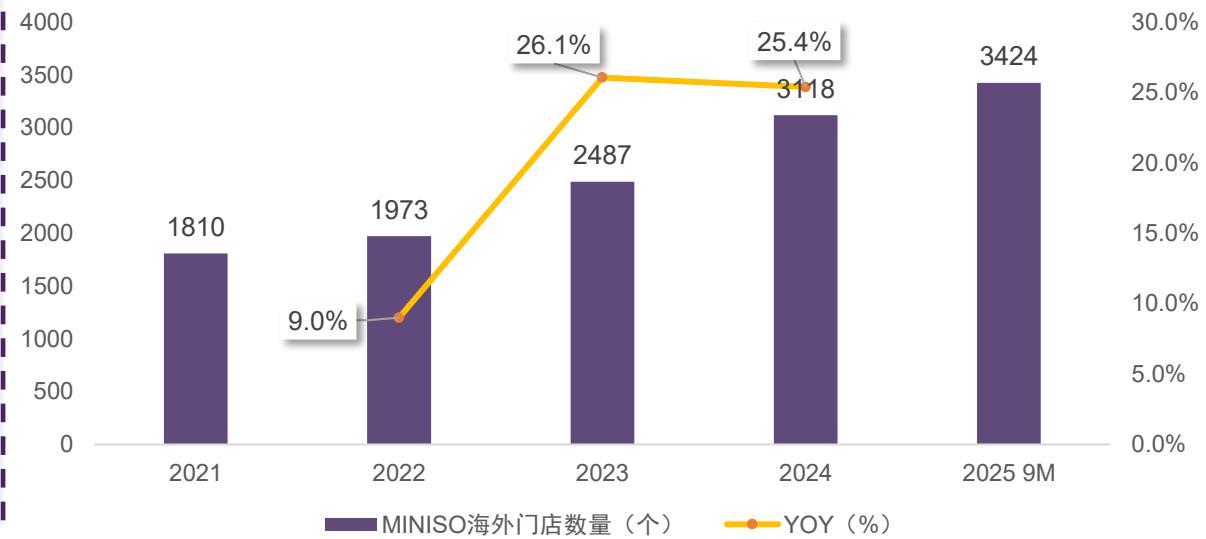
市场	核心策略	代表产品/案例	运营支撑体系
中东市场	便携式小包装解决方案	长袍口袋湿巾 小型包装配饰	本地化供应链（纺织品类合作） 宗教文化敏感度培训
东南亚	气候适配与IP场景化	防水彩妆（印尼/泰国） 凉拖品类（印尼） 三丽鸥IP主题店（雅加达）	本地化内容营销（TikTok 香薰推广） 区域物流中心（降低配送成本）
印度	女性个护+下沉市场渗透	女性护理系列（香薰/洗护） 电商合作（亚马逊/Flipkart）	本土生产（产地地销） B2B渠道合作（Achhacart）
欧美	IP驱动+高客单价场景	盲盒/三丽鸥公仔（加拿大） 芭比粉主题旗舰店（纽约时代广场）	全球IP联名（迪士尼/芭比）等 侧重视觉内容与KOL合作
旅游市场	旅行场景品类创新	旅行收纳包/颈枕（菲律宾）	机场/景区门店布局

资料来源：公司公告、PingPong、证券之星、公司官网、经济观察网、华鑫证券研究所整理

2.2.3 Q3海外同店增幅个位数上涨，门店扩张驱动收入延续高增速

- 2025年Q3海外同店低个位数增长，环比改善：MINISO Overseas 同店销售额增长率总体保持增长态势，从2025年一季度的中高个位数下降，改善到二季度的低个位数下降；截至2025年三季度，海外同店销售额仍延续增长态势，同比保持低个位数增速，环比向好。
- 海外市场开店节奏稳定，仍有一定增长空间。截至2025年三季度，MINISO 海外门店数量达到3424家，环比新增117家。综合来看，名创品牌海外持续拓张，门店数量稳步增长；考虑到海外产品定价高于国内，持续开新店有望驱动海外收入增长。

图表25：2021-2025 9M MNISO海外门店数量



图表24：2023-2025Q3 MINISO品牌中国内地和海外同店GMV增长率情况

年份	中国内地同店GMV增长率情况	海外同店GMV增长率情况
2023	30%~35%	25%~30%
2024	高个位数下降	中单个位上升
2025Q1	中个位数下降	中位数下降
2025Q2	低个位数上升	低个位数下降
2025Q3	高个位数增长	低个位数增长

资料来源：公司公告、央广网、华鑫证券研究所整理

2.3.1 实施“腾笼换鸟”，以“好店、大店”优化资源配置

- 集团计划2025-2026年对部分门店进行系统性更新，包括五年形象更新、搬迁至更优位置或扩大面积等，用“腾笼换鸟”完成从高性价比杂货店到文化创意公司的跃迁，**而其两大核心是门店模型重构与产品结构变革。**
- 除了常规店及快闪店，名创优品还包括MINISO SPACE、MINISO LAND、MINISO FRIENDS、超级名创、旗舰店等5类大店店态。其中，MINISO LAND是面积规模最大的店型，以IP产品为主，已在全国开业17家；旗舰店的门店面积约为常规店2倍；MINISO FRIENDS则已开业1家，聚焦潮玩产品；而锚定高端商场及人群的MINISO SPACE已在南京开业1家，未来要在国内拓展5-10家。

图表26：名创优品超级门店模型情况

大店店态	项目定位	门店大小	IP 战略
MINISO SPACE	S级-重奢 (≥100亿, C/H/L/D)	400-600m ²	90-100%IP 独家/首发/限量/定制
MINISO LAND	HS/SM	1000-2000m ²	70-80%IP 独家/首发/限量
MINISO FRIENDS	S/A级-轻奢 (≥30亿, 体系TOP 3)	400-1000m ²	70-80%IP 独家/首发/限量
超级名创	A/B级项目 (≥15亿)	600-1000m ²	50%IP 首发/限量
甄选旗舰	A/B/C奥莱项目 (≥10亿)	300-600m ²	30-50%IP
常规门店	社区/下沉/ 铁/公/机/校	150-300m ²	20%IP
快闪店	S/A级	100-150m ² ((10*10/10*15))	100%IP 首发+限量

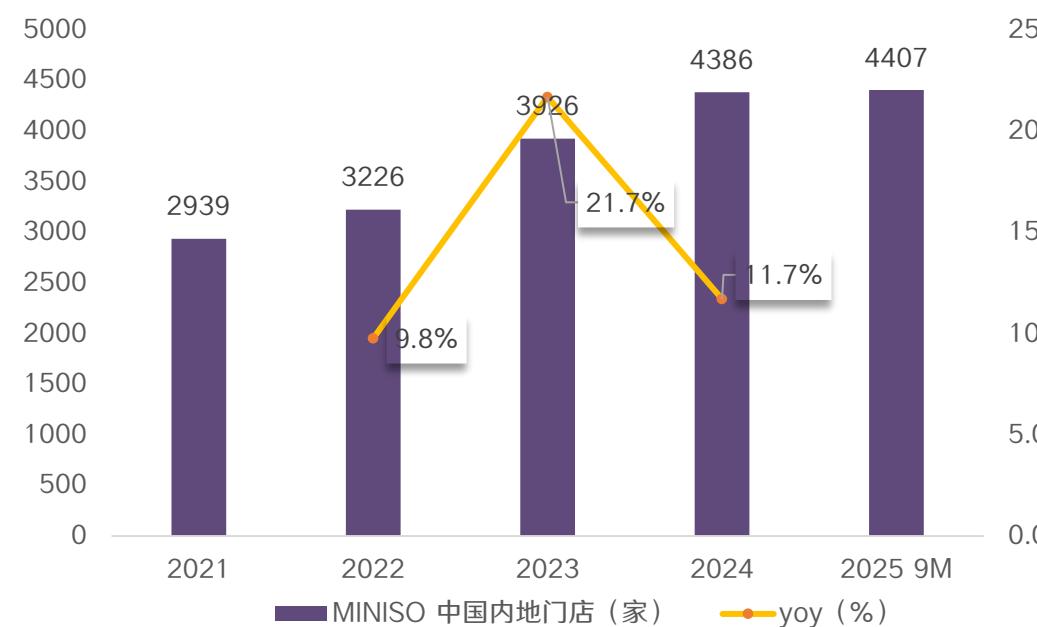


资料来源：公司公告、华鑫证券研究所整理

2.3.2 “好店、大店”进展顺利，25Q3国内同店高个位数增长

- “关闭重开”背后的店铺模型升级，核心在于从“销售场”向“体验场”的转变，为客户打造消费场景。截至2025年三季度，MINISO品牌中国内地门店数量达到4407家；除新店拓展外，名创优品同步推进存量门店升级改造，例如将原200m²以下的中小型门店升级为400-600m²的主题化空间，通过“小改大”扩大展示空间、“老焕新”优化购物环境等举措，持续提升门店竞争力。
- 从财务数据上来看，大店模式表现优异。2025年第二季度中国内地同店GMV增长率实现低个位数上升，而在第三季度国内同店销售额增长率已实现高个位数增长，呈现环比趋好态势。截至2025年12月，MINISO已在全国核心城市中心布局18家MINISO LAND门店（包括MINISO SPACE）；上海MINISO LAND全球壹号店单店开业仅9个月，单店销售额就突破1亿元。**“好店、大店”模式有望推动国内销售总额增速同比增长。**

图表27：2021-2025 9M MINISO中国内地门店数量



图表28：部分MINISO LAND 和 SPACE门店分布情况



资料来源：公司公告、公司官网、华鑫证券研究所整理

2.3.3 资源配置优化，MINISO LAND 平均月店效达数百万元

➤ 高客单价与溢价空间共同支撑名创优品的大店模型，具体拆分七层店态来看门店战略定位与资源配置：

1) 旗舰店引领品牌势能与 UE 标杆。MINISO LAND/SPACE：聚焦核心商圈（如上海南京东路、南京德基广场），以沉浸式 IP 场景提升客单价与坪效（平均IP商品占比在70%-75%）；

2) 常规店与下沉市场：规模覆盖与店效平衡；

3) 快闪店与 MINISO FRIENDS：低成本流量入口。快闪店：在核心商圈短期引流，测试 IP 市场热度,摊薄营销成本；

MINISO FRIENDS：定位“MINI 乐园店”（600-800 m²），聚焦潮玩、盲盒等 垂直品类，吸引年轻客群，UE 模型介于大店与常规店之间。

➤ 超级门店前期投入大约是普通门店的2倍，但这些大店单店业绩表现优异，平均单店销售额是普通店的3倍，客单价高7%；库存周转率只有30天，比普通门店少了20天；从门店投资回报率来讲，这些大店的投资回收周期也远远短于普通门店。其中MINISO LAND连带率、坪效均突破常规门店，单店利润率高于平均水平，平均月店效达数百万元。

图表29：名创优品超级大店与普通门店对比

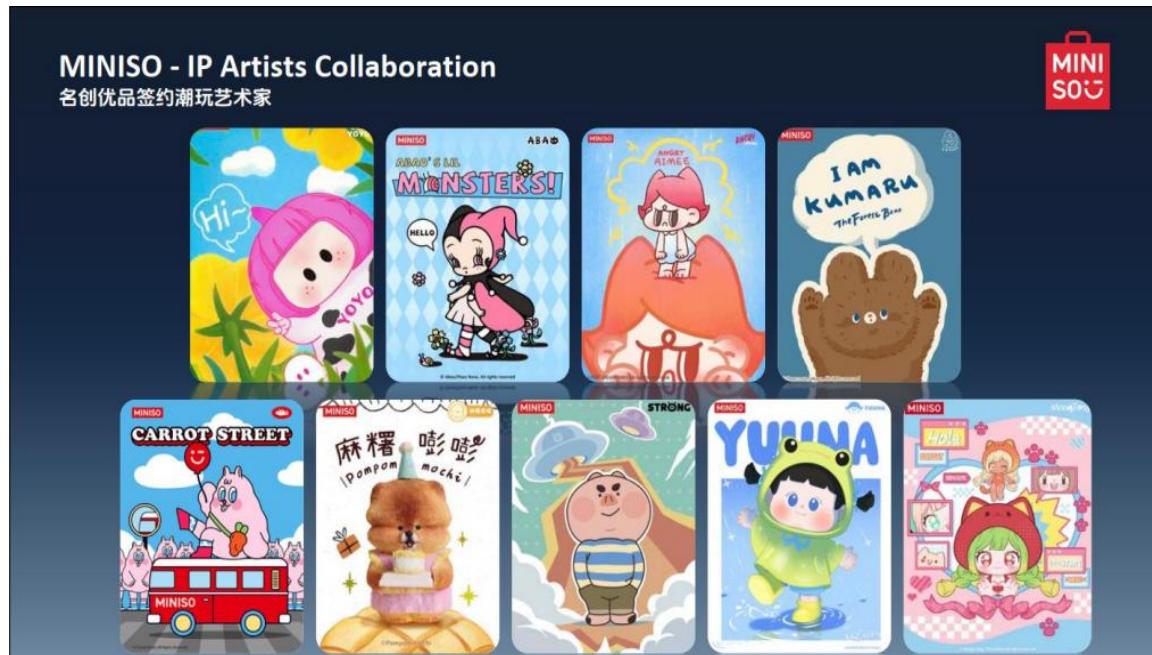
指标	超级大店（1000m ² +）	普通门店（100-300m ² ）
单店销售额（月）	900万元	300万元
客单价（元）	107元	100元
库存周转率	30天	50天
坪效（元/m ² /月）	—	12000（黑金店）

资料来源：一视财经、第一财经、华鑫证券研究所整理

2.4.1 双轮驱动IP战略升维，以零售渠道加速“IP变现效率”

- “IP战略”是名创优品新店态模式的核心支点。在新店产品结构上，名创优品计划未来3-5年将IP产品占比从当前的50%提升至80%以上，减少低价标品，增加漫威、迪士尼、Chiikawa等联名IP的高溢价商品。
- 目前名创优品已构建了“顶级授权+独家签约”双轨IP策略：一方面继续深化与全球大型IP版权方合作（如迪士尼、哈利波特等顶流IP），另一方面启动自有IP孵化，如签约潮玩艺术家、投资新锐潮玩公司、内部创作团队赛马等，持续孵化右右酱、Kumaru、萝卜街等原创艺术家IP。预计名创优品独家IP“右右酱”2025年销售额将达到4000万元，2026年有望突破1亿元。表明名创优品打造自有IP的商业模式已经取得成功，具备可复制的爆款孵化能力。
- 与迪士尼、泡泡玛特IP模式不同，名创优品的IP模式是“IP整合-供应链转化-渠道变现”，核心是效率与规模，以零售渠道驱动的“IP变现效率学”。

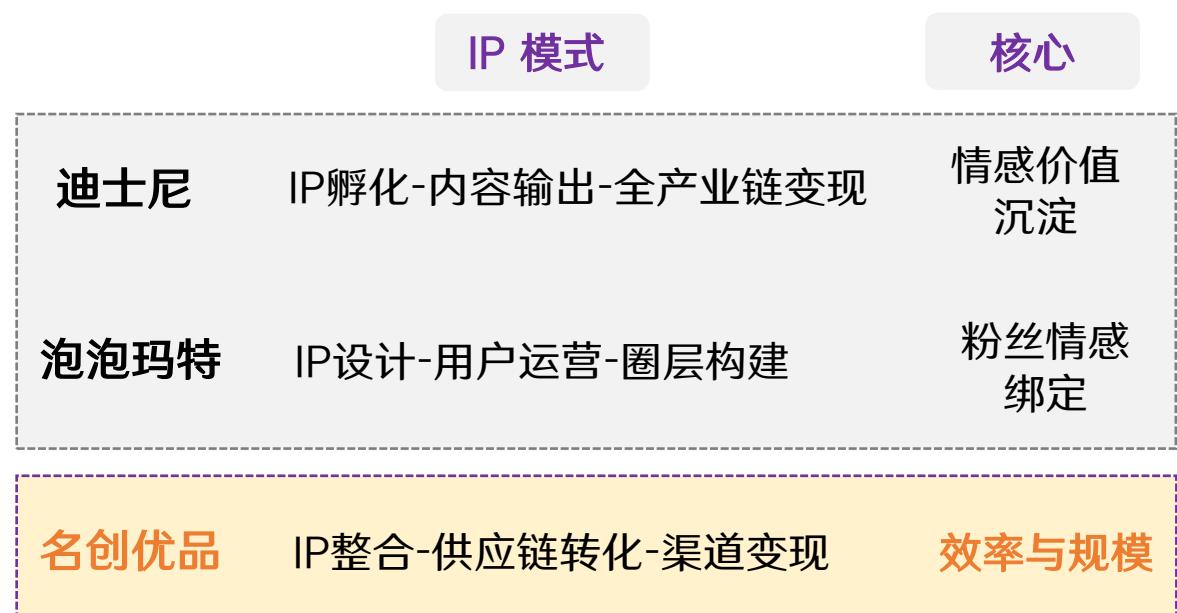
图表30：公司签约艺术家



资料来源：公司公告、极致零售研究院、华鑫证券研究所整理

诚信、专业、稳健、高效

图表31：迪士尼、泡泡玛特、名创优品 IP 模式对比

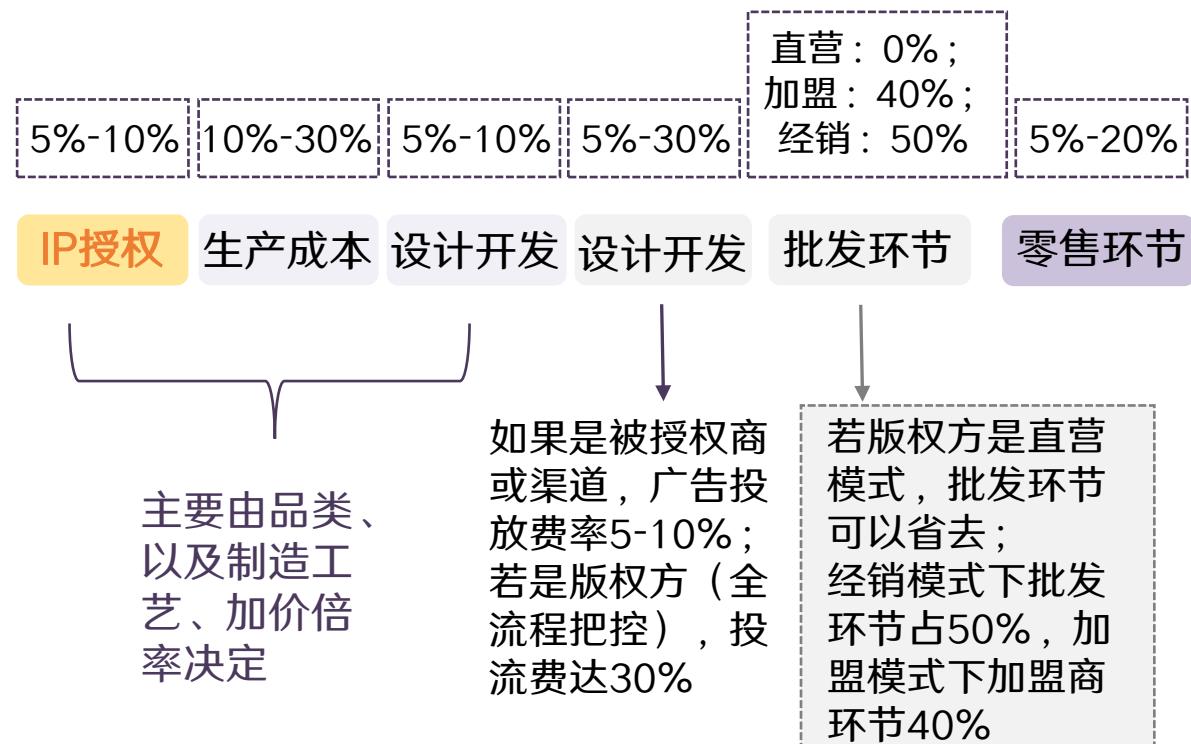


请阅读最后一页重要免责声明

2.4.2 自有IP持续孵化，优化成本提高企业护城河

- 从IP产业链环节来看，IP授权费用在成本占比5%-10%。名创优品的收入主要来自全球各类热门IP，授权费用一定程度影响公司利润，尤其是联名爆款IP：如2025年年初《哪吒2》热映，其IP授权费就从500万提升至900万，2025年Q1公司营收同比增长19%，IP授权费则同比增长40%。
- 自有IP通常对应着高昂的运营支出与沉没成本，对比来看，泡泡玛特的销售费用约为名创优品的4倍，但由于其直营模式能够自留大部分利润，最终泡泡玛特利润率高出名创优品10个百分点。后续名创优品可以在直营店铺中加大自有IP产品销售，IP新品得到验证后再向其他店态逐步铺开。

图表32：IP 产业链环节



图表33：布鲁可、卡游、泡泡玛特、MINISO价值链环节拆分

主体	财务比率	布鲁可	卡游	泡泡玛特	MINISO
工厂环节	商品毛利率	20.7%	12.4%	34.7%	32.9%
授权方	授权费用	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
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：有数DataVision、华鑫证券研究所整理

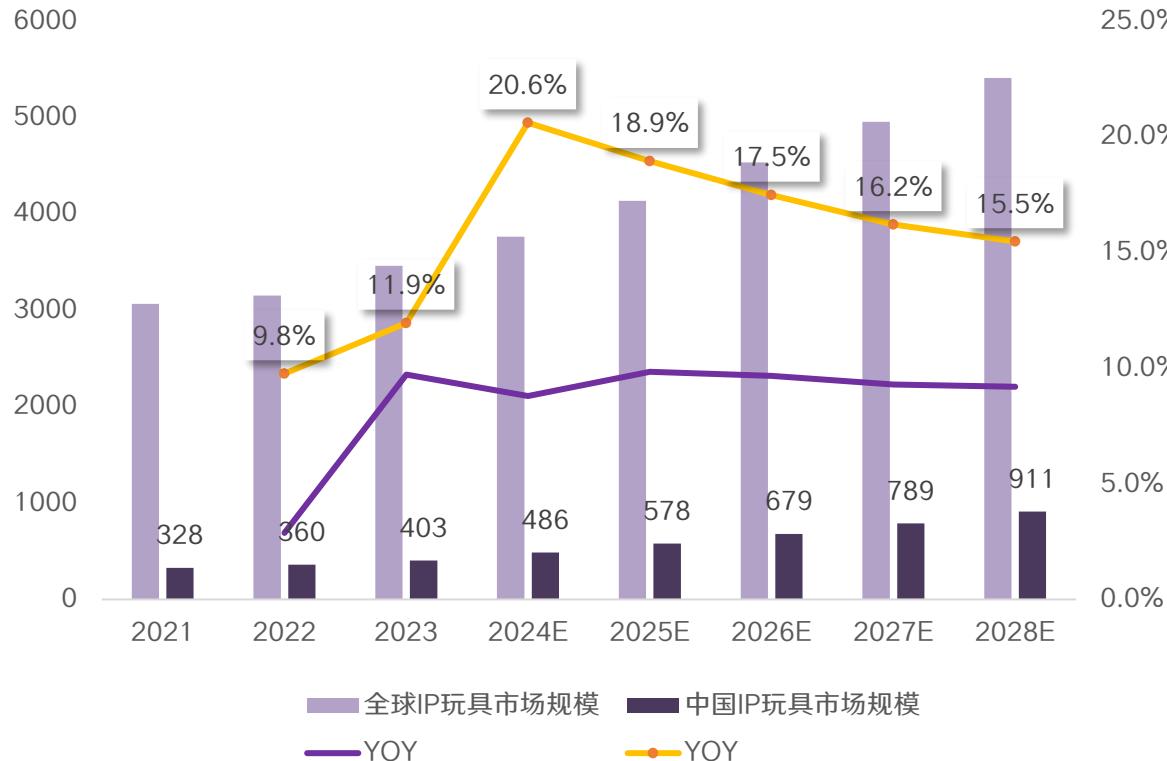
03 复盘中国潮玩公司，
TOP TOY具有稀缺属性

研究创造价值

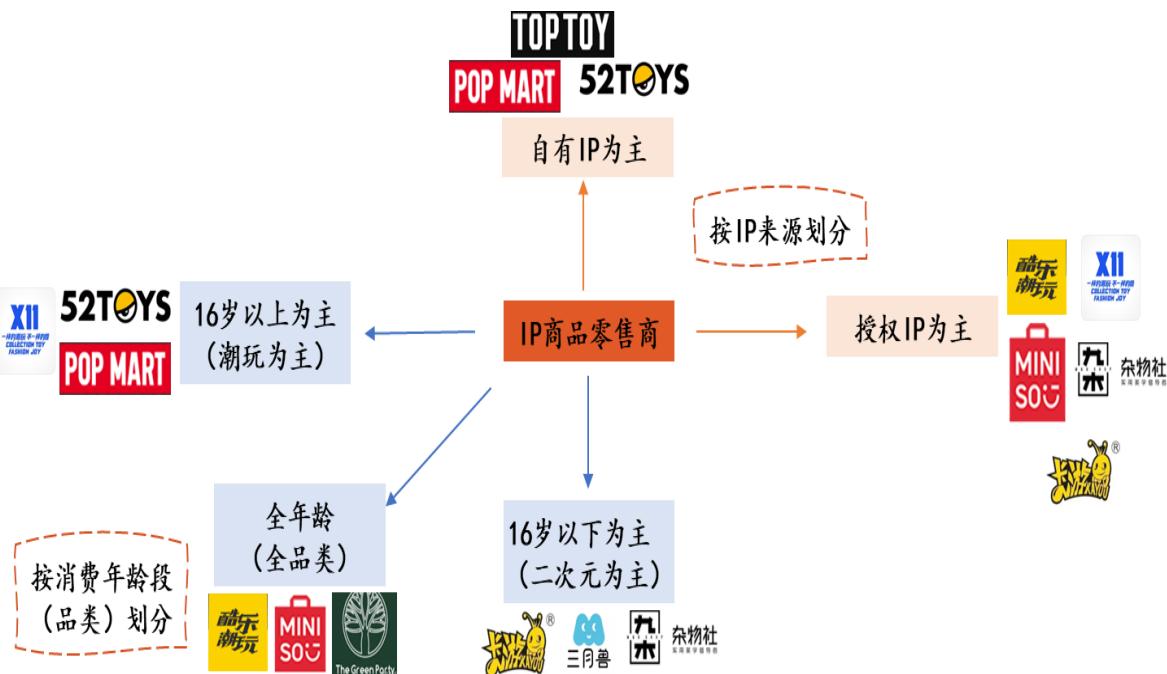
3.1.1 IP 加持下，大众潮玩赛道如火如荼

- IP是潮玩产业生态最重要的部分，绝大部分的潮玩产品都有IP的加持，并贯穿于产业链的各个环节。目前在大众潮玩领域，IP主要包括形象IP和内容IP两大类。
- 全球IP玩具市场规模呈增长趋势，有望持续扩容。**根据弗若斯特沙利文数据，预计2028年达5407亿元，其中中国IP玩具市场规模从2023年的403亿元提升至2028年的911亿元，平均年增速达17.02%，该增速超过全球IP玩具市场增速水平。同时，中国IP玩具市场在全球的份额占比也将逐步提升，预计从2025年的13.99%增长到2028年的16.85%

图表34：2021-2028年全球及中国IP玩具市场规模（亿元）



图表35：中国 IP 商品零售商分类



资料来源：布鲁可招股书、弗若斯特沙利文、《广东省玩具协会潮玩分会：2024全球潮玩产业发展报告》、华鑫证券研究所整理

3.1.2 品牌即品类，中国头部潮玩公司各具壁垒

- 复盘中国头部潮玩公司，可以分为三大类：
 - 1) 特定产品，比如积木品类（代表企业：布鲁可），卡牌品类（代表企业：卡游）；
 - 2) 专注打造IP闭环，孵化内容+变现载体（盲盒、毛绒玩具、饰品等）。**代表企业：泡泡玛特**，而其商业模式也是最接近传统的潮玩公司，目前仅有泡泡玛特一家布局全产业链；
 - 3) 做零售核心的闭环，追求IP的宽幅和流转效率，**比如名创优品**。

图表36：对比泡泡玛特和名创优品

企业对比	泡泡玛特	名创优品
IP创作	自主IP孵化创作	联名IP为主
IP风格	泛亚洲文化，主打华人文化圈	全球IP
海外拓展情况	原生IP向海外拓展（难度更大）	联名全球知名IP（海外拓展更顺畅）
产品	盲盒为主，现搪胶玩偶出圈	日用品、小商品、潮玩
复购率	高、具有成瘾性	较高
定价策略	高毛利、高销售费用率	前期高性价比，后期靠IP联名提高客单价和消费粘性， 产品ROE高
企业战略	中国版“迪士尼”	IP设计零售集团
护城河	运营难度高、门槛高	偏向零售、门槛较低
优势	全套IP开发+运营体系	高效供应链+强销售能力

资料来源：华鑫证券研究所整理

3.2.1 TOP TOY 具有稀缺属性

- 2025年9月26日，向港交所递交招股书。TOP TOY虽仅拥有17个自有IP和43个授权IP，却凭借整合“自有+授权+他牌IP”的集合平台模式，在2025上半年实现营收13.6亿，毛利4.41亿，利润为1.8亿元；这一巨大差距植根于迥异的商业模式：自主研发产品彰显IP运营与产品开发能力；外采产品则通过集团门店畅销，体现其渠道价值。
- 上半年，TOP TOY有47%的收入由自主研发产品贡献，其中大部分（6.153亿元）来自三丽鸥、迪士尼、咏声动漫等外部版权方的授权IP，有少量（610万元）来自“卷卷羊”“大力招财”等自有IP。

图表37：TOP TOY全产业链一体化运营

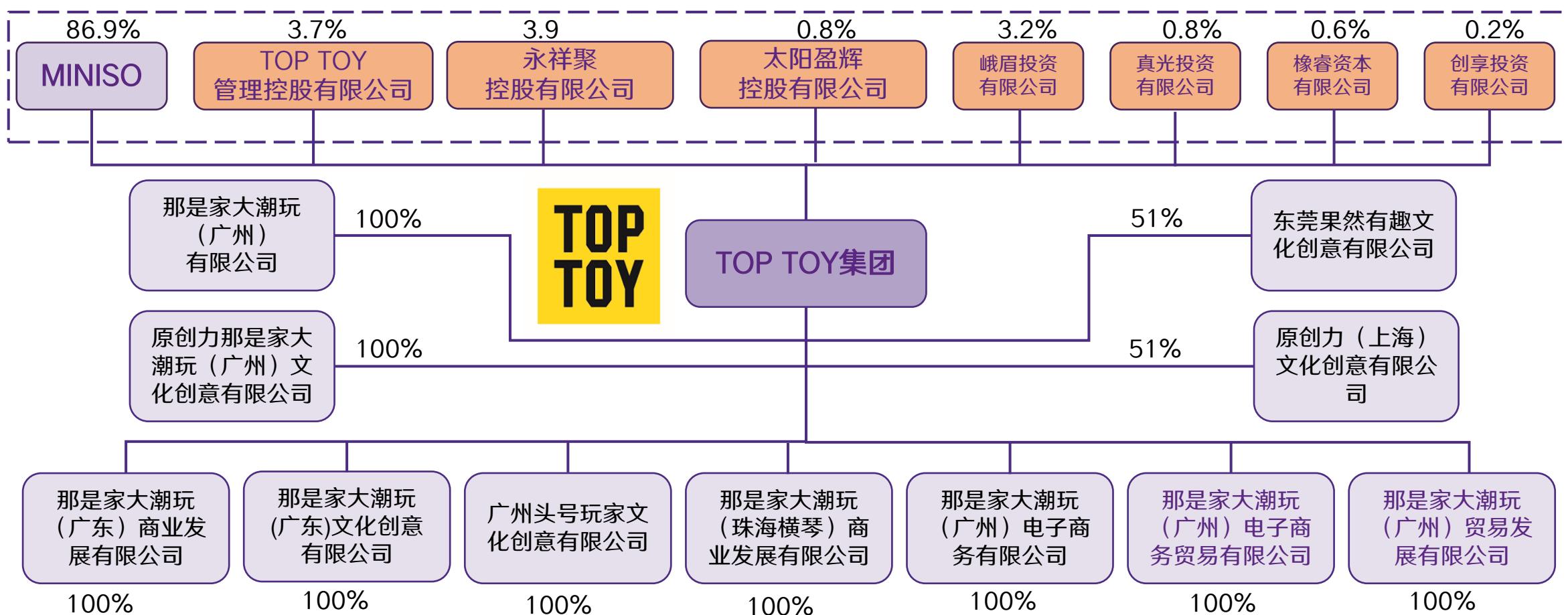


资料来源：TOP TOY 招股书、华鑫证券研究所整理

3.2.2 公司股权结构，实控人为名创优品集团

公司实际控制人为名创优品集团，持股约 86.9%。名创优品集团的实际控制人为叶国富先生及其配偶杨蕴芸女士，其通过多层离岸公司（Mini Investment、YGF MC、YYY Development 等）间接控制名创优品集团，从而间接控制 TOP TOY。上市后，TOP TOY 将继续作为名创优品的控股子公司存在。

图表38：TOP TOY 股权穿透图

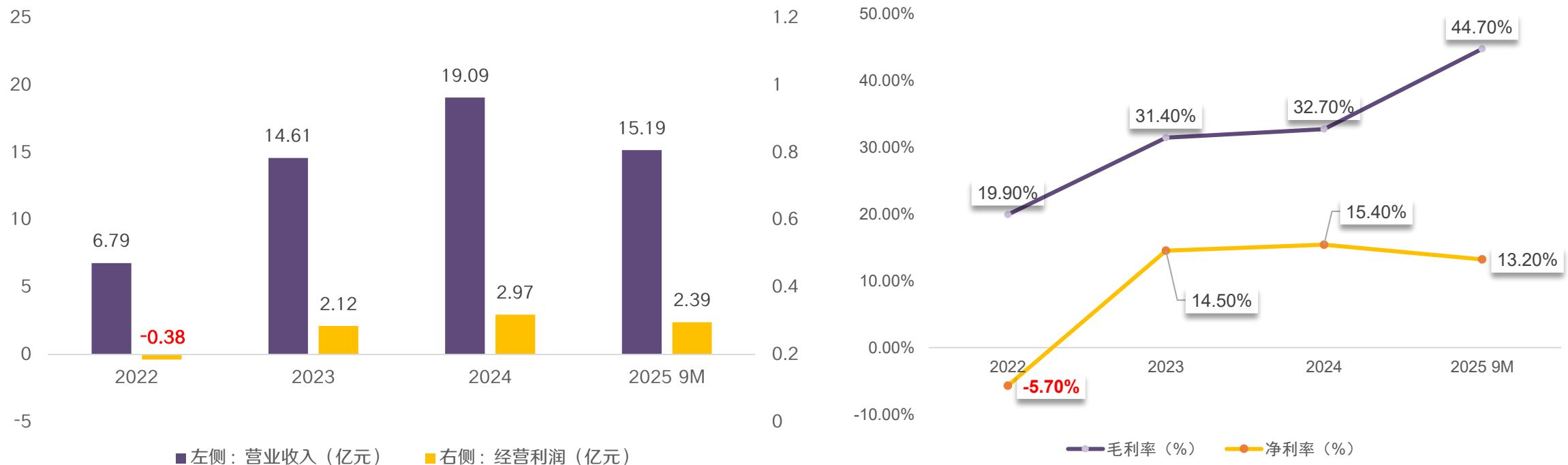


资料来源：TOP TOY 招股书、华鑫证券研究所整理

3.2.3 公司营收增长显著，毛利率显著提高

- **TOP TOY首家门店于2020年开出，现已成为中国规模最大、增速最快的潮玩集合品牌。** 2024年，TOPTOY在中国内地实现GMV24亿元；2022年至2024年，TOPTOY 的GMV复合年增长率超过50%，这使其成为中国增长最快的潮玩集合品牌亦是年GMV突破10亿元大关历时最短的中国潮玩品牌。
- **营收持续增长。** 2022年至2024年，TOP TOY的营收分别为6.79亿元、14.61亿元和19.09亿元，复合年增长率为67.7%；截至2025年三季度，TOP TOY的营收为15.19亿元（同比+23.7%）。
- 2023年经营净利润实现扭亏为盈，并逐年稳步增长；2025年三季度公司经营利润为2.39亿元，实现低单位数增长。毛利率增长显著，净利润总体呈现增长态势。

图表39：2022-2025 9M TOP TOY营业收入及经营利润（亿元） 图表40：2022-2025 9M TOP TOY 利润率情况



资料来源：TOP TOY 招股书、公司公告、华鑫证券研究所整理

3.2.4 对比 52 TOYS , TOP TOY 财务及自研产品表现更优

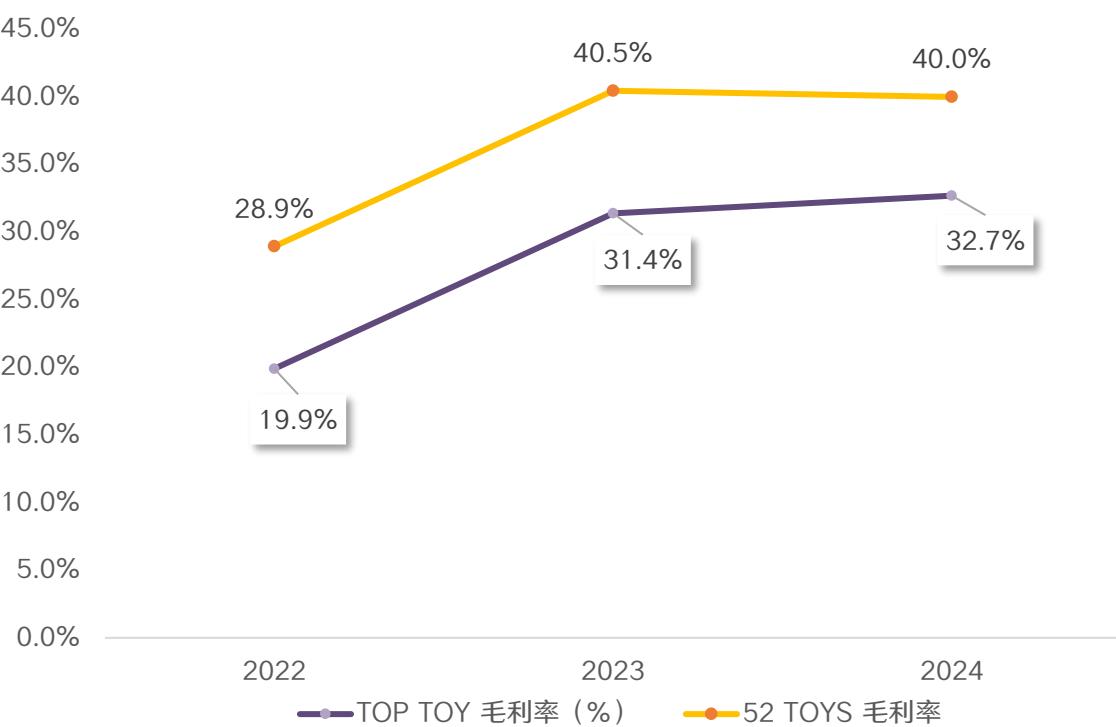
- 作为同期在港股IPO的潮玩公司，从4个方面对比52 TOYS 和 TOP TOY的差异：1) 公司收入及利润；2) IP储备情况、自研产品收入占比；3) 渠道铺设情况；4) 出海情况。
- 从财务数据来看，TOP TOY在营收和盈利上实现了对十年老将52TOYS的超越。2024年52 TOYS 潮玩产品销售收入6.3亿元，同年TOP TOY营收为19.09亿元，收入规模远超 52 TOYS；**毛利率方面**，52 TOYS较为稳定（2024年毛利率约40%），暂时领先于TOP TOY（但2025年三季度TOP TOY毛利率已高达44.7%）；**净利率方面**，TOP TOY近两年已扭亏为盈，且2024年净利润高达2.9亿人民币，净利率高达15%，而52TOYS仍处于整体亏损状态。

图表41：2022-2024年收入情况对比（亿元）



资料来源：52 TOYS 招股书、TOP TOY 招股书、华鑫证券研究所整理

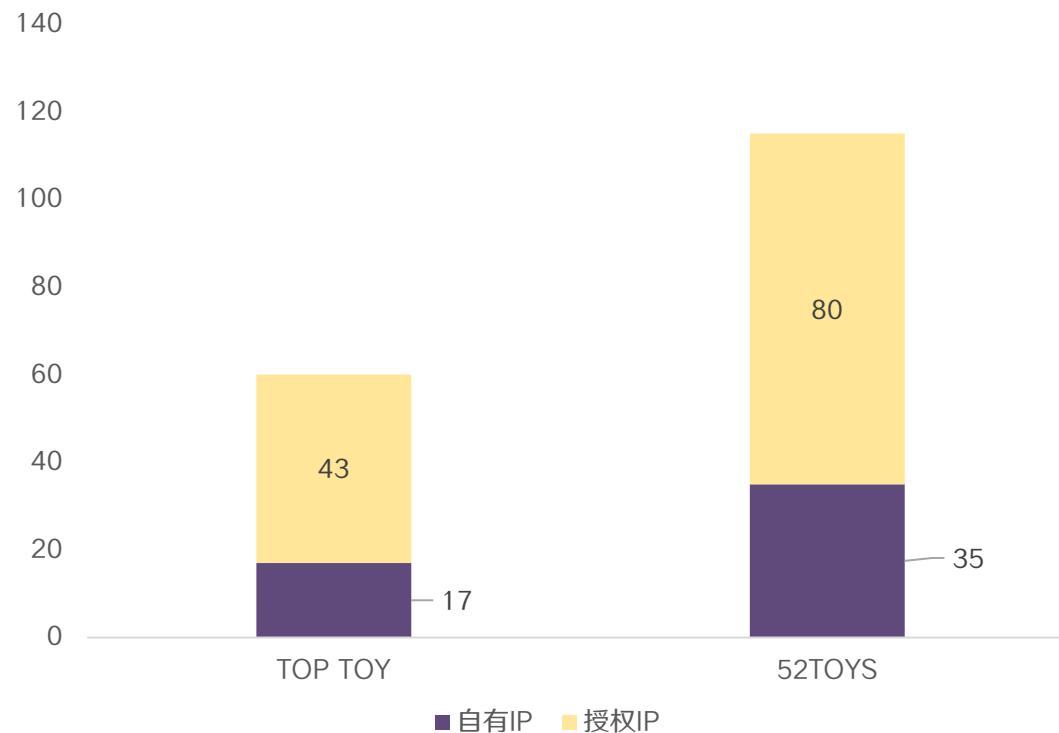
图表42：2022-2024年毛利率情况对比（%）



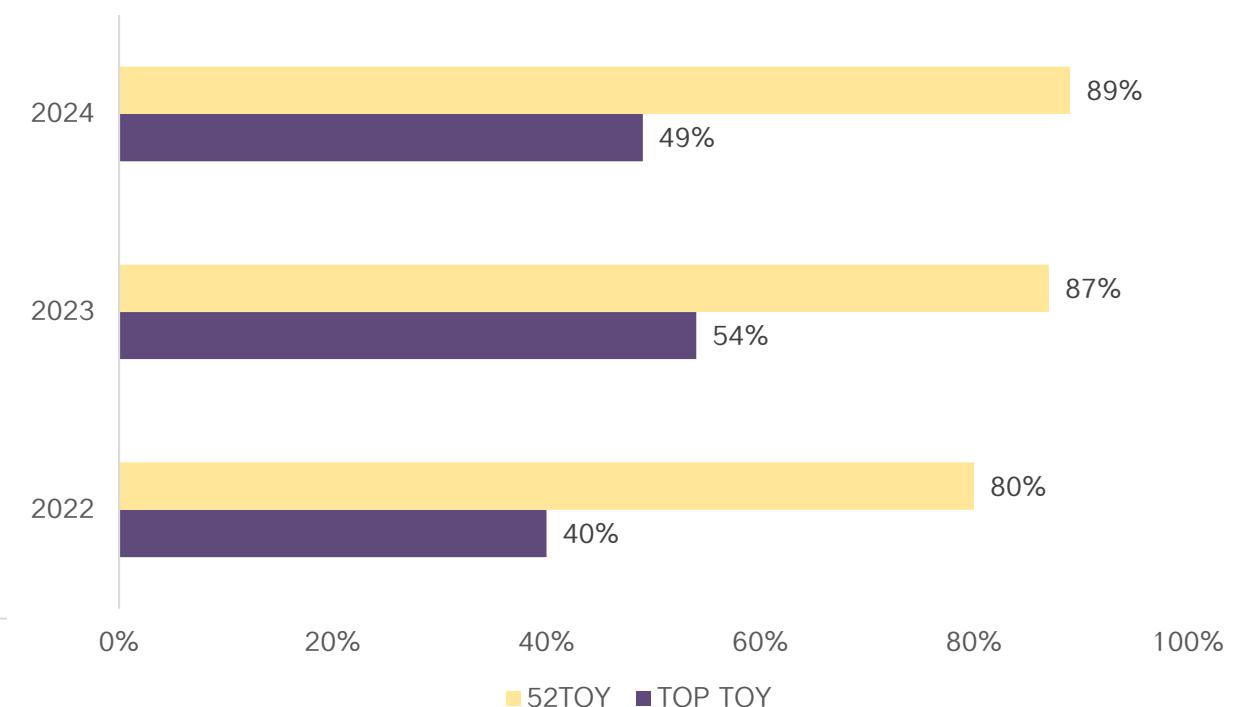
3.2.4 对比 52 TOYS , TOP TOY 财务及自研产品表现更优

- "自有+授权+他牌IP"的集合平台模式使的 TOP TOY 自研产品表现更优。尽管52 TOYS 在IP储备上占据数量优势(35个自有IP和80个授权IP), 但其在2024年仅录得潮玩产品销售收入6.3亿元人民币。反观TOPTOY, 虽仅拥有17个自有IP和43个授权IP, 同年收入高达18.2亿元。
- TOPTOY通过引入超过600个他牌IP产品, 成功将自身打造为潮玩百货商场, 其收入结构清晰揭示了增长双引擎: 2024年自研产品贡献收入9.0亿人民币(占比49%), 彰显其IP运营与产品开发能力; 而外采产品贡献9.3亿元人民币(占比51%), 则成为其渠道价值的直接体现。相比之下, 52TOYS的外采产品收入仅0.7亿元, 凸显出其渠道价值的差距。

图表43：TOP TOY与52TOYS自有IP、授权IP情况



图表44：TOP TOY 与52TOYS自研产品收入占比情况

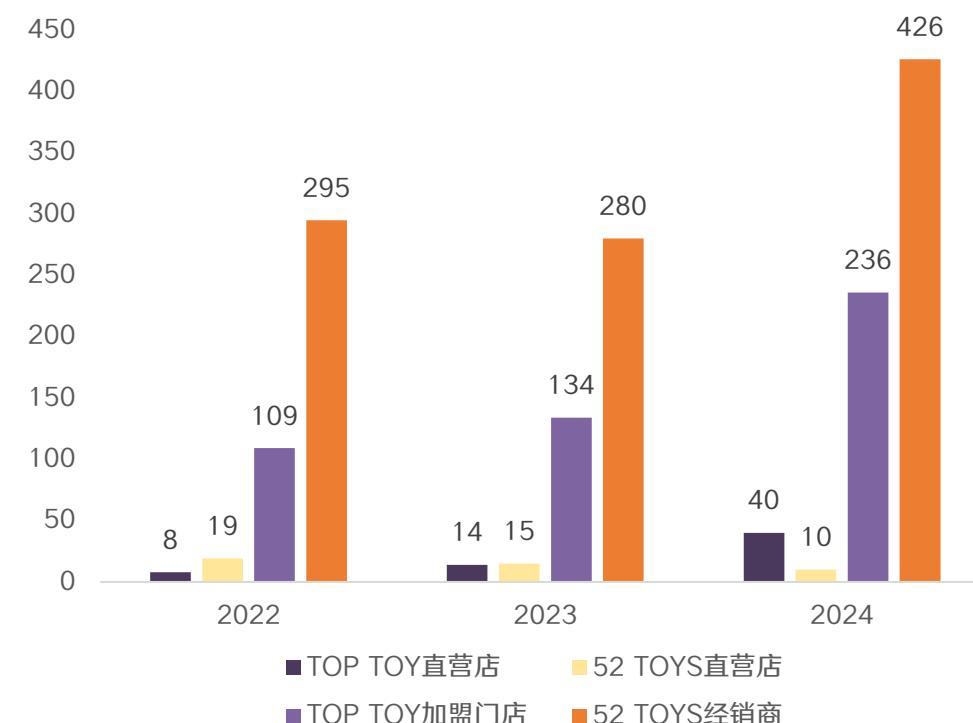


资料来源：IPC情报局、华鑫证券研究所整理

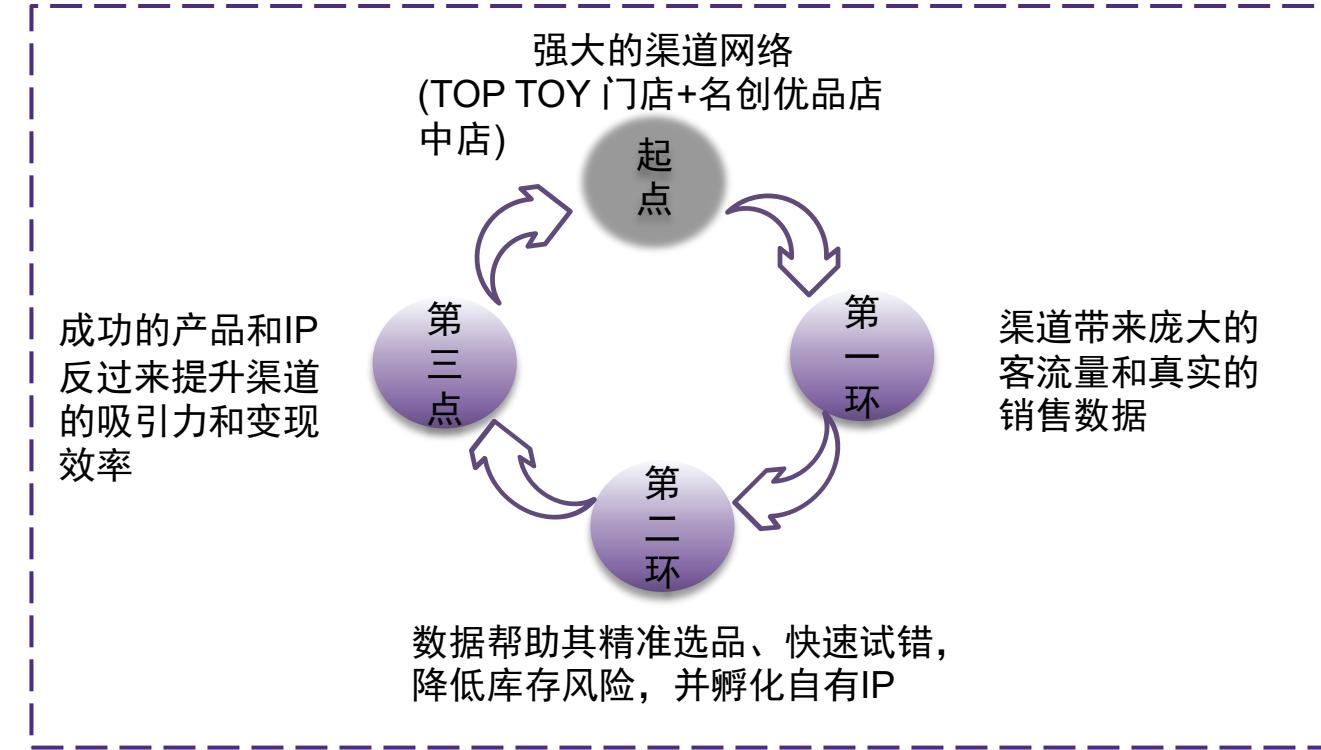
3.2.5 52 TOYS主要为经销商门店，TOP TOY 渠道效应更为显著

- 综合来看，52 TOYS经销商门店为主要销售渠道，2024年其经销商数量高达426家，同年TOP TOY加盟店数量为236家；对比直营店情况，2024年TOP TOY已开40家门店，而52 TOYS仅有10家。
- 成熟的全球供应链体系、轻资产加盟扩张模式使得 TOP TOY的收入规模远超 52 TOYS：**1) 背靠名创优品成熟的全球供应链体系，使其在采购、生产和物流环节拥有先天优势，能有效控制成本；2) 超过75%的总收入来名创优品作为其最核心的线下经销商，近两年分别贡献了总收入的53.5%和48.3%。通过轻资产自加盟商和线下经销商，其中，扩张模式，同时共享名创优品的渠道与后勤资源，TOP TOY得以维持较低的销售及行政费率，这是实现高净利率的关键。

图表45：TOP TOY与52TOYS门店情况



图表46：TOP TOY渠道网络的飞轮效应



资料来源：52 TOYS 招股书、TOP TOY 招股书、IPC情报局、华鑫证券研究所整理

3.2.6 潮玩出海加速，TOP TOY全球化战略升级

- 目前，中国潮玩品牌的海外营收普遍较低，如东南亚、中东等地区，潮玩渗透率不足5%
- 头部品牌已开始加速布局。泡泡玛特在新加坡、韩国开设线下店，52 TOYS通过亚马逊等平台拓展欧美市场，还与当地漫画IP合作推出定制产品。
- TOP TOY在2025年正式启动全球化战略升级。未来五年，TOP TOY将覆盖全球100个国家核心商圈，开设1000家门店，并联合产业上下游成立“中国潮玩出海联盟”，全面进军海外市场。截至2025年三季度，TOP TOY海外门店数已达到15家，海外竞争力得到显著提升。
- 对比来看，依托于名创集团在海外供应链以及渠道优势，TOP TOY全球化进程加速，有望打造“泛娱乐化+社交+游戏”的沉浸式体验，从“卖产品”向输出商业模式与文化进阶。

图表47：潮玩出海三大目标市场

	东南亚	日韩	欧美
市场	人口年轻，对潮玩文化接受快，华人占比高、喜好相似	市场成熟，对亚太乃至欧美都有一定影响力	全球体量最大、消费群最成熟，竞争也最激烈，产业辐射能力最强
用户	最年轻，集中在20-35岁，女性占比高，喜好受社交媒体影响大	集中在15-40岁，男女比例相对均衡	核心年龄段25-45岁，喜好相对传统。以男性审美占主导，偏爱潮酷、阳刚硬核风格；女性群体在扩大
IP	既爱欧美日韩IP，也爱独立艺术家尤其是本土艺术家原创IP	卡哇伊风格男女通杀，男性更爱酷炫、精致的拼装模型，而女性更中意卡哇伊、治愈风丰富多元，故事性和文化属性强	超级英雄科幻类动漫、电影、体育类、街头文化IP为主；复古影视、玩具IP有超越之势
挑战	语言和信仰多元，市场分散	竞争者众、内容要求高、潮流更新迭代速度极快	粉丝文化沉淀深厚，忠诚度和黏性强，文化壁垒强
方法	先大货经销后本土定制；先线上后线下	套当地文化外衣，发展自主内核	打不过就积极融入，再弥补女性市场空白

资料来源：《广东省玩具协会潮玩分会：2024全球潮玩产业发展报告》、华鑫证券研究所整理

3.2.7 综合来看，TOP TOY依托名创集团渠道快速发展

图表48：综合对比 52 TOYS 和 TOP TOY

企业对比	52TOYS (乐自天成)	TOPTOY (名创优品旗下)
IP 情况	35个自有IP+80个授权IP+采购的第三方品牌产品	17个自有IP+43个授权IP+超过600个他牌IP产品
商业模式	<ol style="list-style-type: none">产品与IP层面“多而全”的特性：“潮流IP+科幻IP+文化IP”柔性供应链：实现最低500件的小批量定制；搭配虚拟库存系统，紧跟市场反馈实时调整生产经销模式（六成收入依赖经销渠道）、直营模式、委托销售	<ol style="list-style-type: none">自有零售网络：293家以直营与合伙人模式为主的门店，入驻名创优品部分门店形成“店中店”成熟的全球供应链体系：采购、生产和物流环节拥有先天优势，能有效控制成本轻资产扩张模式：超过75%的总收入来自加盟商和线下经销商
海外市场规划	第一大方向即拓展海内外直营渠道，预计使用25%的募集资金	依托名创优品全球3,100余家门店网络之上，其已在国内验证的TOPTOP门店+名创优品店中店模式
当前风险	<ol style="list-style-type: none">授权IP存在续约风险，运营成本推高；自有IP上缺乏爆款，收入依赖授权IP；经销渠道摊薄利润，影响经销商库存周转；电商渠道较慢，未享受到电商平台增长红利	<ol style="list-style-type: none">高度依赖外部IP，目前自有IP的市场影响力较弱近半收入来自名创优品

资料来源：华鑫证券研究所根据证券之星、IPC情报局等资料整理

3.2.7 综合来看，TOP TOY依托名创集团渠道快速发展

图表49：综合对比 52 TOYS、TOP TOY、泡泡玛特

企业对比	泡泡玛特	TOP TOY	52 TOYS
IP创作	自有IP为主	授权IP为主	授权IP为主
企业战略	中国版“迪士尼”	潮玩集合品牌	“IP中枢”战略
产品	手办、毛绒玩具、衍生品及其他	手办、3D拼装模型及搪胶毛绒	玩偶、玩具、变形机甲、衍生周边
复购率	复购率高达58%	复购率38%	复购率长期低于18%
线上渠道	官方电商平台、微信小程序、抖音平台等	抖音、天猫等	电商、小程序及自有的蛋趣APP
线下渠道	571家门店 2597台机器人商店	38家直营店 250加盟店	10家直营店 426经销商
海外商业模式	产品本土化、运营本土化	双轮驱动增长、名创优品店中店模式	自有IP运营+顶级授权IP合作
海外拓展情况	已复盖37个国家，其中34个国家同步上线了自研APP	主要市场包括泰国、马来西亚、印尼、日本；并计划继续扩展至东南亚、东亚、北美、南美	目前已进入日本、东南亚、澳大利亚等多个市场，在东南亚、北美构建起覆盖16国的销售网络，海外收入三年复合增长率超100%
海外门店数量情况	140家（2025年上半年）	15家（2025年上半年）	16家（2024年）
存货周转周期	83天（2025年上半年）	53.4（2025年上半年）	198（2024年）

资料来源：华鑫证券研究所根据国际金融报、封面新闻、各公司公告等资料整理

1. 品牌集中度高 + 自有品牌盈利结构不均
2. 行业竞争激烈 + 美妆周期波动
3. 渠道依赖 + 营销费用高

盈利预测表

资产负债表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	关键财务与估值指标				2024	2025E	2026E	2027E												
															营业收入	营业成本	营业税金及附加	销售费用	管理费用	财务费用	净利润	资产减值准备	折旧摊销	公允价值变动损失	财务费用	营运资本变动	其它	经营活动现金流	资本开支	其它投资现金流	投资活动现金流	融资活动现金流	现金净变动	货币资金的期初余额
现金及现金等价物	6328	9925	13559	18238																	2618	2595	3336	3958							2.12	2.10	2.70	3.20
应收款项	2207	2564	3074	3551																	0	0	0	0							0.12	0.00	0.00	0.00
存货净额	2750	2661	3290	4054																	71	299	326	354							8.33	10.43	13.13	16.33
其他流动资产	101	182	217	316																	0	0	0	0							43%	35%	93%	126%
流动资产合计	11656	15601	20463	26547																	(20)	(62)	(106)	(144)							25%	20%	21%	20%
固定资产	1437	2012	2593	3180																	(1480)	1883	783	1203							45%	41%	42%	42%
无形资产及其他	2563	2420	2261	2108																	18	18	23	28							31%	15%	16%	16%
投资性房地产	2162	2162	2162	2162																	(1014)	(730)	(748)	(788)							32%	16%	18%	18%
长期股权投资	302	392	487	582																	(1961)	299	326	354							48%	-1%	29%	19%
资产总计	18120	22587	27967	34579																	3345	3329	4352	5210							43%	43%	42%	42%
短期借款及交易性金融负债	567	189	252	336																	2	0	0	0							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应付款项	1590	2467	2950	3604																	3329	4352	5210	5210							16.0	16.2	12.6	10.6
其他流动负债	3571	4248	4971	5918																712	716	992	1224							4.1	3.3	2.6	2.1	
流动负债合计	5727	6904	8173	9858																18	18	23	28							10	17	13	12	
长期借款及应付债券	4	4	4	4																3571	4248	4971	5918							3571	4248	4971	5918	
其他长期负债	2033	2711	3461	4403																3571	4248	4971	5918							2033	2711	3461	4403	
负债合计	7765	9619	11639	14265																2618	2595	3336	3958							1738	3780	3387	4373	
少数股东权益	41	58	82	109																2033	2711	3461	4403							1199	3451	3532	4568	
股东权益	10315	12910	16246	20205																10315	12910	16246	20205							6489	6328	9925	13559	
负债和股东权益总计	18120	22587	27967	34579																5727	6904	8173	9858							6328	9925	13559	18238	

资料来源：Wind、华鑫证券研究所

诚信、专业、稳健、高效

请阅读最后一页重要免责声明

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费等。

何春玉：金融学士、理学硕士，2023年8月加盟华鑫证券研究所。

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，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受到任何形式的补偿。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面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，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券 | 研究创造价值
CHINA FORTUNE SECURITIES