

商贸零售

2024 年 09 月 13 日

名创优品 (MNSO)

——国内高质量增长，海外直营拓店加速

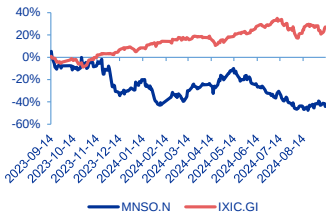
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2024 年 9 月 12 日

收盘价 (美元)	15.74
纳斯达克指数	17569.68
52 周最高/最低 (美元)	29.49/14.28
美股市值 (亿美元)	50
流通股 (亿股)	12.59
汇率 (人民币/美元)	7.12

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818×
lixl2@swsresearch.com

投资要点：

- **公司发布 2024 年二季度业绩公告，业绩符合预期。**根据公司公告，名创优品 2Q24 实现营业收入 40.4 亿元，同比+24.1%；实现毛利率 43.9%，同比+4.1pct，创历史新高；经调整 EBITDA 为 10.02 亿元，同比+17.1%，经调整 EBITDA 利润率为 24.8%，经调整净利润为 6.25 亿元，同比+9.4%。
- **中国内地营收高质量增长，TOP TOY 盈利持续改善。**据公司公告，2Q24 末中国内地市场实现营收 25.3 亿元，同比+18.1%，其中名创优品内地业务营收同比增长 18.3%达 23.08 亿元，主要驱动力为：1) 国内 MINISO 保持平稳的拓店节奏，截至 Q2 数量达 4115 家，环比增加 81 家，较 Q1 小幅放缓。2) 同店销售表现有所修复，24H1 恢复至去年同期的 98.3%，较 Q1 的 98%提升。TOP TOY 收入增长 24%达 2.15 亿元，主要驱动为展店提速，截至 2Q24Top Toy 门店数量达 195 家，环比增长 35 家。由于产品组合转向盈利能力更高的产品，TOP TOY 的毛利率有所提升，助力公司毛利率上行。
- **海外渠道开拓超预期，直营增长贡献强劲。**据公司公告，截至 2Q24 末，MINISO 海外门店达 2753 家，环比增长 157 家，直营门店/第三方门店环比新增 62/95 家，其中美国已覆盖 40 个州，达 177 家门店。24H1 平均门店数量增长 266 家，突破公司出海半年开店峰值，同店销售实现增长 16.3%。海外直营市场增长表现依然强劲，2Q24 收入同比增长 109.3%，增速环比提升，连续 5 个季度增长超过 80%。24H1 105 家新增直营门店的快节奏拓店下，直营市场占海外市场的收入贡献由 23 年同期的 45.7%提升至 55.7%，也同步带动海外业务毛利率增长。2Q24 海外门店收入达 15.10 亿元，同比+35.5%，占公司总收入的 37.4%，环比提升 4.6pct，保持高速增长趋势。
- **直营占比提升，IP 战略高效执行，推动毛利率提升至 43.9%，创历史新高。**据公司公告，截至 24H1，公司毛利率由上年同期的 39.6%提升至 43.7%，同比+4.1pct，创历史新高，主因直营占比显著提升，和 IP 及品牌升级战略推行，高毛利产品贡献。但直营门店开拓加速同步带来经营费用快速增加，公司 Q2 销售费用同比提升 72.5%至 8.26 亿元，销售费用率达 20.5%，综合影响，2Q24 公司经调整净利润率保持健康水平，实现 15.5%。预计 H2 公司将采用更有效的费用管控手段，保持良好的盈利能力。
- **持续分红+回购，强化股东回报。**据公司公告，24H1 公司于港交所回购 123 百万股/于纽交所回购 25.5 万股美国存托股，共计 40.3 百万港元/480 万美元。8 月 30 日，公司宣布派发现金股息 6.21 亿元，占 24H1 经调整净利润 50%，并开启新一轮回购计划，公告未来 12 个月内将在公开市场最多 20 亿港元普通股/美国存托股，彰显管理层业务前景信心同时，加大股东回报。
- **维持“买入”评级。**名创优品营收持续高速增长，TOP TOY 业务持续表现强劲增长态势，海外门店持续扩张，并在直营市场引领下，将继续带动海外业务毛利率增长，经营效能提升。我们维持盈利预测，预计 24-26 公司归母净利润为 28.51/34.05/40.01 亿元，当前股价对应 PE 为 13/11/9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，海外业务拓张不及预期，库存风险。

财务数据及盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9,926	13,839	17,247	21,048	24,932
同比增长率 (%)	(2.0)	39.4	24.6	22.0	18.5
非 IFRS 准则净利润 (百万元)	1,124	2,357	2,851	3,405	4,001
同比增长率 (%)	65.3	109.7	21.0	19.4	17.5
每股收益 (元/股)	3.69	7.54	9.06	10.82	12.71
净资产收益率 (%)	15.5	27.7	25.2	21.3	18.5
市盈率	32	16	13	11	9
市净率	4	6	6	6	6

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

High-quality domestic business growth and accelerated overseas direct sales expansion

MINISO reported 2Q24 revenue of Rmb4.04bn (+24.1% YoY). Gross margin hit a historic high at 43.9% (+4.1ppts YoY). Adjusted EBITDA reached Rmb1.0bn (+17.1% YoY), with an adjusted EBITDA margin of 24.8%. Adjusted net profit reached Rmb630m (+9.4% YoY).

High quality mainland revenue growth and improving TOP TOY earnings. As of end-2Q24, the firm achieved revenue of Rmb2.53bn (+18.1% YoY) from the mainland market, including core business revenue of Rmb2.31bn (+18.3% YoY). The key drivers include: 1) the steady store expansion of domestic MINISO, reaching 4,115 as of June 2024 (+81 QoQ, a slight slowdown from 1Q24); 2) rebounded same-store sales, reaching 98.3% of that in 23H1 and increasing from 98% in 1Q24. TOP TOY's revenue reached Rmb215mn (+24% YoY), mainly driven by accelerated store expansion. As of 2Q24, the number of Top Toy stores reached 195, an increase of 35 QoQ. With an upgrade in the product portfolio, TOP TOY's gross margin increased, boosting the company's blended gross margin.

Faster-than-expected increase in overseas channels. As of the end-2Q24, MINISO had 2,753 overseas stores, an increase of 157 stores QoQ, including 62 direct stores and 95 third-party stores. It operated 177 stores in 40 states of the US. The average number of stores in 1H24 increased by 266, the highest in a half-year period for overseas store opening, and same-store sales increased by 16.3%. The growth of the overseas direct market remains strong, with revenue increasing by 109.3% YoY in 2Q24, maintaining 80%-plus growth for five consecutive quarters. With the fast-paced expansion of 105 new direct-sale stores in 1H24, the revenue contribution of direct-sale to the overseas market increased from 45.7% to 55.7% YoY, which also drove up the gross margin of the overseas business. In 2Q24, overseas store revenue reached Rmb1.51bn (+35.5% YoY), accounting for 37.4% of the total revenue (+4.6ppts QoQ).

A record-high gross margin. As of 1H24, the gross profit margin increased from 39.6% to 43.7% YoY (+4.1ppts YoY), hitting a record high. We attribute the robust growth to higher proportion of direct sales, implementation of IP and brand upgrade strategies, and rising contribution of high-margin products. However, the accelerated development of direct-operated stores has brought a rapid increase in operating expenses. The 2Q24 selling expense reached Rmb83m (+72.5% YoY), accounting for 20.5% of revenue. Adjusted net margin in 2Q24 remained at a healthy level of 15.5%. We expect the company to adopt more effective cost control measures in 2H24 to maintain healthy profitability.

Strengthened shareholder returns. The company repurchased 123m H-shares for HK\$40.3m and 255 thousand ADS for US\$4.8m in 1H24. On 30 August, the company proposed to pay cash dividends of Rmb621m, accounting for 50% of the adjusted net profit in 1H24. It also announced a new share buyback plan of HK\$2bn worth of H shares and ADS in the next 12 months, demonstrating the management's confidence in the business prospects while increasing shareholder returns.

Maintain BUY. MINISO's revenue continues to grow rapidly and the TOP TOY business demonstrated strong growth momentum. With continued expansion of the overseas business and accelerated direct-sale business growth, we expect its overseas business to see rising profitability and operation

efficiency. We maintain our net profit forecasts of Rmb2.85bn in 24E, Rmb3.41bn in 25E and Rmb4.0bn in 26E. The stock is trading at 13x 24E PE and 11x 25E PE. We maintain our BUY rating.

Risks. Intensified industry competition; overseas business expansion falling short of expectations; inventory risks.

Company financials

Consolidated Income Statement

Rmbm	CY 2022	CY 2023	CY 2024E	CY 2025E	CY 2026E
Revenue	9,926	13,839	17,247	21,048	24,932
Cost of Sales	-6,462	-8,140	-9,860	-12,065	-14,336
Gross Profit	3,464	5,698	7,387	8,983	10,596
Other Income	22	23	27	21	25
SG&A expenses	-2,212	-2,958	-3,835	-4,726	-5,595
adj. EBITDA	1,698	3,210	4,050	4,872	5,717
adj. EBIT	1,370	2,820	3,582	4,281	5,028
Finance Costs	-32	-43	-40	-51	-61
Profit before tax	1,442	2,981	3,698	4,414	5,185
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

Source: SYWG Research & Consulting Company

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、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

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，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

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。申银万国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：沪深 300 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”）在中华人民共和国境内（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，任何人均无权在任何情况下使用他们。