

名创优品(09896)

报告日期: 2025年03月24日

# 直营为业绩加速器, 静待 25H2 利润修复

## ——名创优品 Q4 点评报告

### 投资要点

#### □ 3月21日, 名创优品发布24年业绩:

(1) 24全年收入170亿元(同比+22.8%), 经调整净利润27.2亿元(同比+15.4%), 略低于彭博一致预期27.36亿元; 全年毛利率44.9%(同比+3.7pct), 经调整净利率16.0%(同比-1pct)。

(2) 单Q4收入47.1亿元(同比+22.7%), 经调整净利润7.93亿元(同比+20%), 略超彭博一致预期7.82亿元; 毛利率47%再创新高(同比+3.9pct), 经调整净利率16.8%(同比-0.4pct)。

#### □ MINISO内地: 开店超额达成目标, Q4 同店继续承压

(1) 单Q4、24全年内地收入分别22.97亿元(同比+6.5%)、93.3亿元(同比+11%)。开店上, 单Q4净开136家, 全年净开460家, 超额达成此前公司披露的目标(国内全年净开350~450家), 24年底国内MINISO共计4386家门店。同店上, 24年前三季度同比下滑中个位数, 全年下滑高个位数, 单Q4同店继续承压, 其中客单价持平, 同店承压主要系客流下滑高个位数所致。

(2) 展望25年: 首先, 国内同店YTD环比24Q4已明显改善, 公司对全年同店的健康态势保持信心。其次, 线上业务有望成为国内业务的另一抓手, 24全年线下收入同比+10%, 线上收入同比+25%至8.55亿, 线上占国内收入的9%。

#### □ MINISO海外: 直营为业绩加速器, 24年直营收入占比(56%)大幅提升、首超代理

(1) 单Q4、24全年海外收入分别21.3亿元(同比+43%)、66.75亿元(同比+42%)。开店上, 单Q4净开182家, 全年净开631家(=亚太(除中国)278家+北美178家+拉美85家+欧洲64家+其他26家), 达成公司目标。截至24年底, 海外共计3118家(=亚太(除中国)1611家+北美350家+拉美637家+欧洲295家+其他225家)。同店上, 24前三季度同比提升高个位数, 全年提升中个位数, 海外同店仍处于上升通道。其中, 24全年北美、欧洲、拉美、亚洲(除中国)同店同比分别持平、持平、+中个位数、+高个位数。

(2) 海外直营市场增长依旧强劲: 高基数下延续高增势能, 海外直营收入22Q4/23Q4/24Q4同比+38%/+88%/+69%; 海外直营收入占比不断提升, 22Q4/23Q4/24Q4分别占海外收入的42%/52%/61%。

(3) 展望25年: 我们认为, 一方面公司将继续开设直营门店, 开店相关费用率有望优化; 一方面存量直营门店的经营杠杆仍未充分释放, 门店利润率有望提升低个位数~中个位数。长期看, 直营门店投入有望给公司带来较高回报, 根据公司业绩会, 24年直营门店(含国内+海外)相关开支增长72%, 收入增长100%。

#### □ TOP TOY: 成长中的潮玩出海新星

单Q4、24全年收入分别2.8亿元(同比+50%)、9.8亿元(同比+45%)。开店上, 单Q4净开42家, 全年净开128家, 超额达成全年净开100家的目标。同店上, 23年、24年同店分别增长45-50%、中个位数。TOP TOY目前已在泰国、马来西亚等地开出门店, 未来将继续国际化路线, 带领中国IP走向世界。

#### □ 盈利预测与估值

我们预计2025-2027年公司收入分别208.7、257.2、308.9亿元, 同比+23%、+23%、+20%。其中MINISO内地收入分别+7%、+6%、+6%; MINISO海外收入分别+40%、+38%、+29%, TOP TOY收入分别+51%、+44%、+36%。预计经调整净利润分别31.6、40.0、49.1亿元, 同比+16.1%、+26.5%、+22.9%; 归母净利润分别30.55、38.8、48.4亿元, 同比16.7%、27.1%、24.6%。3月24日市值对应PE为13.3X、10.4X、8.4X。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

分析师: 陈劼

执业证书号: S1230524090008  
chenzhao01@stocke.com.cn

研究助理: 龚静

gongjing@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	HK\$35.65
总市值(百万港元)	43,969.25
总股本(百万股)	1,249.87

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《IP 航母扬帆出海》 2025.01.20
- 2 《“谷子经济”与商超变革, 共振时点来临》 2024.12.02
- 3 《IP 嫁接零售出海, 打开增长天花板》 2024.10.29

**□ 风险提示**

关税风险、同店修复不及预期风险、海外拓展不及预期风险。

**财务摘要**

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	16994	20866	25717	30888
(+/-) (%)	48.12%	22.78%	23.25%	20.11%
归母净利润	2618	3055	3882	4838
(+/-) (%)	47.97%	16.71%	27.09%	24.60%
每股收益(元)	2.11	2.44	3.11	3.87
P/E	20.29	13.27	10.44	8.38

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>11,656</b>	<b>16,278</b>	<b>21,549</b>	<b>27,851</b>	<b>营业收入</b>	<b>16,994</b>	<b>20,866</b>	<b>25,717</b>	<b>30,888</b>
现金	6,328	11,130	15,159	20,161	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	675	1,551	1,981	2,312	<b>营业成本</b>	<b>9,357</b>	<b>11,477</b>	<b>14,118</b>	<b>16,907</b>
存货	2,750	2,149	2,657	3,155	销售费用	3,520	4,173	5,143	6,178
其他	1,902	1,447	1,753	2,222	管理费用	932	1,189	1,466	1,761
<b>非流动资产</b>	<b>6,465</b>	<b>12,875</b>	<b>13,112</b>	<b>13,477</b>	研发费用	0	0	0	0
固定资产	1,437	1,537	1,637	1,737	财务费用	-26	30	45	5
无形资产	2,563	2,763	2,963	3,163	<b>除税前溢利</b>	<b>3,348</b>	<b>4,048</b>	<b>5,144</b>	<b>6,410</b>
其他	2,464	8,574	8,512	8,577	所得税	712	972	1,235	1,538
<b>资产总计</b>	<b>18,120</b>	<b>29,153</b>	<b>34,661</b>	<b>41,328</b>	<b>净利润</b>	<b>2,635</b>	<b>3,077</b>	<b>3,910</b>	<b>4,872</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,727</b>	<b>7,513</b>	<b>9,067</b>	<b>10,816</b>	少数股东损益	18	22	27	34
短期借款	567	567	567	567	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,618</b>	<b>3,055</b>	<b>3,882</b>	<b>4,838</b>
应付账款及票据	1,279	3,328	4,291	4,942	EBIT	3,322	4,078	5,189	6,415
其他	3,882	3,618	4,209	5,307	EBITDA	3,322	4,078	5,189	6,415
<b>非流动负债</b>	<b>2,037</b>	<b>8,308</b>	<b>8,353</b>	<b>8,398</b>	EPS (元)	2.11	2.44	3.11	3.87
长期债务	4	6,275	6,320	6,365					
其他	2,033	2,033	2,033	2,033					
<b>负债合计</b>	<b>7,765</b>	<b>15,821</b>	<b>17,420</b>	<b>19,214</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
普通股股本	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
储备	10,357	13,412	17,294	22,132	营业收入	48.12%	22.78%	23.25%	20.11%
归属母公司股东权益	10,315	13,270	17,152	21,990	归属母公司净利润	47.97%	16.71%	27.09%	24.60%
少数股东权益	41	62	89	124	<b>获利能力</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>10,356</b>	<b>13,332</b>	<b>17,242</b>	<b>22,114</b>	毛利率	44.94%	45.00%	45.10%	45.26%
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,120</b>	<b>29,153</b>	<b>34,661</b>	<b>41,328</b>	销售净利率	15.40%	14.64%	15.10%	15.66%
					ROE	25.38%	23.02%	22.64%	22.00%
					ROIC	23.93%	15.36%	16.34%	16.79%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	42.85%	54.27%	50.26%	46.49%
					净负债比率	-55.59%	-32.17%	-47.98%	-59.82%
					流动比率	2.04	2.17	2.38	2.57
					速动比率	1.54	1.82	2.02	2.22
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.08	0.88	0.81	0.81
					应收账款周转率	18.62	18.75	14.56	14.39
					应付账款周转率	4.35	4.98	3.71	3.66
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	2.11	2.44	3.11	3.87
					每股经营现金流	1.54	4.22	3.47	4.22
					每股净资产	8.25	10.62	13.72	17.59
					<b>估值比率</b>				
					P/E	20.29	13.27	10.44	8.38
					P/B	5.19	3.06	2.36	1.84
					EV/EBITDA	14.38	8.89	6.22	4.26

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>