

商贸零售

2025 年 03 月 24 日

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入**（维持）

市场数据：2025 年 3 月 21 日

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价（美元）       | 18.94       |
| 纳斯达克指数        | 17784.05    |
| 52 周最高/最低（美元） | 27.71/12.51 |
| 美股市值（亿美元）     | 59          |
| 流通股（亿股）       | 12.50       |
| 汇率（人民币/美元）    | 7.25        |

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

申万宏源研究微信服务号

# 名创优品 (MNSO)

——海外扩张提质增收，IP 战略加速出海

投资要点：

- **公司发布 2024 年四季度及全年业绩公告，业绩略低于预期。**根据公司公告，名创优品 4Q24 实现营业收入 47.1 亿元，同比+22.7%；实现毛利率 47.0%，同比+3.9pct，再创历史新高；经调整 EBITDA 为 12.27 亿元，同比+23.3%，经调整 EBITDA 利润率为 26.0%，经调整净利润为 7.93 亿元，同比+20.0%。公司 24 全年实现营业收入 169.9 亿元，同比+22.8%，经调整净利润为 27.21 亿元，同比+15.4%。
- **中国内地门店稳步扩张推动营收同比提速，TOP TOY 收入保持高增速。**据公司公告，4Q24 名创优品品牌实现营收 44.3 亿元，同比+21.3%，其中中国内地营收同比增长 6.5%达 23.0 亿元，主要驱动力为：国内 MINISO 保持拓店节奏，截至 Q4 数量达 4386 家，环比增加 136 家，较 Q3 的 135 家基本持平。门店数量稳步增长，部分冲抵客单量下滑带来的同店销售压力，24 全年内地同店销售下降高个位数。随着 25 年公司持续推进渠道和加盟商结构优化、拓展 IP 合作矩阵、升级会员体系提升用户粘性，我们预计名创国内将在 25 年保持稳定增长。TOP TOY 收入增长 50.3%达 2.83 亿元，主要驱动力为 1) 展店提速，截至 4Q24 Top Toy 门店数量达 276 家，环比增长 42 家，环比增速进一步提升，2) 24 年度同店销售实现低个位数增长。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，助力公司整体毛利率上行。
- **海外拓店加速营收持续高增，直营门店贡献主要增量。**据公司公告，截至 4Q24 末，MINISO 海外门店达 3118 家，环比增长 182 家，直营门店/第三方门店环比新增 81/101 家，直营门店环比持续提速，拉丁美洲/北美洲/亚洲（除中国）/欧洲/其他达 637/350/1611/295/225 家。海外直营市场保持高增速增长，4Q24 收入同比增长 65.5%，季度增速环比扩大；24 年度收入同比增长 66.2%，占海外市场收入达 56.7%，带动海外业务毛利率进一步增长。4Q24 海外门店收入达 21.3 亿元，同比+42.7%，占总收入 45.2%，环比+5.2pct，高速增长驱动占比进一步提升。
- **直营占比提升，IP 战略深化推动毛利率再创新高高达 47.0%。**据公司公告，24Q4 公司毛利率由上年同期的 43.1%提升至 47.0%，同比+3.9pct，再创历史新高，主因直营占比继续提升，IP 策略执行改善各业务毛利率。直营门店加速扩张加大费用投入，拓 IP 矩阵推动授权费用增长，公司 Q4 销售费用同比+38.6%至 10.01 亿元，销售费用率达 21.2%。综合影响下 4Q24 公司经调整净利润率保持健康水平，实现 16.8%。
- **管理层对接永辉加速品质零售转型，中国 IP 联动助力品牌全球化。**据永辉超市公告，3 月 17 日永辉超市召开 25 年第一次临时股东大会，公司创始人兼 CEO 叶国富当选非独立董事和永辉改革领导小组组长，我们看好两家公司在必选和可选消费领域形成互补，在自有品牌打造、供应链革新等方面形成协同，打造线下零售新生态。据公司官网，25 年 1 月 15 日，名创优品×《黑神话：悟空》联合主题店启幕，名创官宣成为黑神话官方衍生品全球线下独家发售渠道，以实际行动印证“未来 10 年将助力 100 个中国 IP 走向世界”的战略目标，看好后续“中国供应链+全球超级 IP”拉动长期销售增长。
- **维持“买入”评级。**名创优品国内业务保持稳健增长，TOP TOY 延续高速增长趋势，海外拓店加速，直营比例持续提升，看好海外业务加速扩张及直营门店利润率改善影响下，公司盈利能力长期向好。考虑到公司直营门店投入加大且新店面临爬坡期，我们下调公司 25-26 年归母净利润为 31.14/38.15 亿元（原值为 34.05/40.01 亿元），新增 27 年归母净利润为 45.16 亿元，当前股价对应 25-27 年 PE 为 14/11/9 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

|                   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）         | 13,839 | 16,994 | 21,125 | 24,920 | 28,881 |
| 同比增长率（%）          | 39.4   | 22.8   | 24.3   | 18.0   | 15.9   |
| 非 IFRS 准则净利润（百万元） | 2,357  | 2,721  | 3,114  | 3,815  | 4,516  |
| 同比增长率（%）          | 109.7  | 15.4   | 14.4   | 22.5   | 18.4   |
| 每股收益（元/股）         | 7.54   | 8.73   | 9.99   | 12.24  | 14.49  |
| 净资产收益率（%）         | 27.7   | 27.8   | 24.5   | 21.3   | 18.7   |
| 市盈率               |        |        |        |        |        |
| 市净率               |        |        |        |        |        |

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以 ADS 数

## Accelerate overseas growth and IP strategy globalisation

**MINISO released its 4Q24 and FY24 results, slightly below expectations.** MINISO reported 4Q24 revenue of Rmb4.71bn (+22.7% YoY). Gross margin hit a record high at 47.0% (+3.9pct YoY). Adjusted EBITDA reached Rmb1.23bn (+23.3% YoY), with an adjusted EBITDA margin of 26.0%. Adjusted net profit reached Rmb793mn (+20.0% YoY). FY24 revenue reached Rmb16.99bn (+22.8% YoY), adjusted net profit reached Rmb2.72bn (+15.4% YoY).

**Strong revenue growth driven by steady store expansion, TOP TOY maintaining robust sales.** In 4Q24, the *MINISO* brand achieved revenue of Rmb4.43bn (+21.3% YoY), including Rmb2.30bn (+6.5% YoY) from the Chinese mainland market. We attribute the growth primarily to the steady store expansion in the domestic market. The firm operates 4,386 *MINISO* stores domestically as of 4Q24 (+136 QoQ, vs. 135 stores in 3Q24), which offset the weakening same-store sales (down by high-single-digit YoY in FY24) due to lower per-customer transactions. As the company continues to optimise its channel and franchisee structure, expand its IP partnership portfolio, and upgrade its membership system to enhance user stickiness in 2025, we expect MINISO's domestic business to maintain stable growth throughout the year. *TOP TOY*'s revenue reached Rmb283m (+50.3% YoY), mainly driven by accelerated store expansion. As of 4Q24, the number of Top Toy stores reached 276, an increase of 42 QoQ. Resilience in same-store sales also contributed to a low-single-digit YoY growth for FY24. With an upgraded product portfolio, TOP TOY's gross margin increased, boosting the company's overall profitability.

**Accelerated overseas store expansion led by direct-operated stores.** As of the end-4Q24, MINISO had 3,118 overseas stores, an increase of 182 stores QoQ, including 81 direct-operated stores and 101 third-party stores. Direct-operated stores openings continued to accelerate its store count growth QoQ. Other regional stores include 637 stores in Latin America, 350 in North America, 1,611 in Asia excluding China, 295 in Europe, and 225 in others. The overseas direct-sale market maintains strong growth, with revenue increasing by 65.5% YoY in 4Q24, implying a faster pace sequentially. For FY24, direct operation contributed 56.7% (+66.2% YoY) of total overseas revenue, further driving improvements in the overseas gross margin. In 4Q24, overseas store revenue reached Rmb2.13bn (+42.7% YoY) contributed 45.2% (+5.2ppts QoQ) of total revenue, maintaining a robust momentum and making a greater contribution to the firm's overall top line.

**A record-high gross margin.** As of 4Q24, the firm's gross margin increased from 43.1% to 47.0% YoY (+3.9ppts YoY), hitting a record high. We attribute the robust growth to higher proportion of overseas direct sales and improved execution of the IP strategy. The accelerated expansion of direct-operated stores led to higher expenses, while the expansion of the IP portfolio drove an increase in licensing fees. In 4Q24, the company's selling expenses reached Rmb1.00bn (+38.6% YoY), accounting for 21.2% of revenue. As a result, the adjusted net margin remained healthy at 16.8% for 4Q24.

**Enhanced partnership with Yonghui and accelerated IP collaborations.** Yonghui held its first extraordinary general meeting of 2025 on 17 March, where MINISO's founder and CEO Ye Guofu was appointed as a non-independent director and the head of Yonghui's reform leadership group. We are positive on the potential synergies between the two companies in essential and discretionary

consumption, including collaborations in private label development and supply chain upgrades, and expect the cooperation to help build a new offline retail ecosystem. Meanwhile, on 15 January, MINISO and "Black Myth: Wukong" launched a co-branded themed store, with Miniso as the global exclusive offline distributor of the game's official merchandise. This marks concrete progress toward Miniso's strategic goal of helping 100 Chinese IPs expand globally over the next decade. We expect the "China supply chain + global IP" strategy to drive long-term sales growth.

**Maintain BUY.** MINISO's domestic growth remains stable and TOP TOY continues to demonstrate strong growth momentum. We expect accelerated overseas expansion and a rising share of direct-operated stores to support long-term profitability, driven by international growth and improving store margins. Considering the increased investment in the company's directly-operated stores and the new stores are facing a ramp-up period, we lowered our net profit forecasts from Rmb3.41bn to Rmb3.11bn in FY25E, from Rmb4.00bn to Rmb3.82bn in FY26E, and introduce a FY27E forecast of Rmb4.52bn. The stock is trading at 14x 25E PE, 11x 26E PE and 9x 27E 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 2023 | CY 2024 | CY 2025E | CY 2026E | CY 2027E |
|-------------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| <b>Revenue</b>                      | 13,839  | 16,994  | 21,125   | 24,920   | 28,881   |
| <b>Cost of Sales</b>                | -8,140  | -9,357  | -11,196  | -13,083  | -15,018  |
| <b>Gross Profit</b>                 | 5,698   | 7,637   | 9,929    | 11,837   | 13,863   |
| <b>Other Income</b>                 | 23      | 22      | 21       | 25       | 25       |
| SG&A expenses                       | -2,958  | -4,451  | -6,041   | -7,224   | -8,373   |
| adj. EBITDA                         | 3,210   | 3,671   | 4,617    | 5,696    | 6,744    |
| adj. EBIT                           | 2,820   | 3,316   | 4,026    | 4,755    | 5,632    |
| Finance Costs                       | -43     | -93     | -86      | -148     | -208     |
| <b>Profit before tax</b>            | 2,981   | 3,348   | 3,917    | 4,871    | 5,848    |
| Income tax expense                  | -707    | -712    | -930     | -1,205   | -1,505   |
| Minority interests                  | 21      | 18      | 20       | 10       | 5        |
| <b>Non-IFRS adjusted net profit</b> | 2,357   | 2,721   | 3,114    | 3,815    | 4,516    |

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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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 | <a href="mailto:maojiong@swhyse.com">maojiong@swhyse.com</a>           |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | <a href="mailto:liqing3@swhyse.com">liqing3@swhyse.com</a>             |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | <a href="mailto:xiaoxia@swhyse.com">xiaoxia@swhyse.com</a>             |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | <a href="mailto:zhangxiaozhuo@swhyse.com">zhangxiaozhuo@swhyse.com</a> |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | <a href="mailto:zhuxiaoyi@swhyse.com">zhuxiaoyi@swhyse.com</a>         |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | <a href="mailto:panyeming@swhyse.com">panyeming@swhyse.com</a>         |

### 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。

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。