

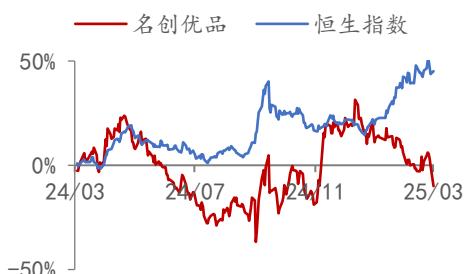
2024 业绩点评：海外直营高增长，国内同店表现有望优化

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-26

收盘价（港元）	36.75
近 12 个月最高/最低（港元）	58.0/20.0
总股本（百万股）	1,250
流通股本（百万股）	1,250
流通股比例 (%)	100.00
总市值（亿港元）	459
流通市值（亿港元）	459

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

主要观点：

● 2024 整体业绩：

- 1) 2024 年公司收入 169.94 亿元, $YoY+22.8\%$; 经营利润 33.16 亿元, $YoY+17.6\%$; 经调整净利润 27.21 亿元, $YoY+15.4\%$;
- 2) 2024 全年 MINISO 开店超 1000 家, 加速海外市场拓展节奏: 2024 全年 MINISO 门店数达 7504 家, 同比增长 1091 家, 其中 MINISO 国内门店同比新增 460 家, 海外门店新增 631 家;
- 3) 海外直营市场维持高增长: 2024 年 MINISO 海外收入达 66.74 亿元, $YoY+41.9\%$, 其中直营市场收入同比增长 66.2%, 维持高速增长, 代理市场收入同比增长 19.0%。

● 海外直营业务仍是公司业绩的主要驱动力, 看好海外直营市场进一步拓展

- 1) 直营市场收入占比持续扩大, 推动公司毛利率上行: 24Q4 公司整体毛利率创下新高, 达 47.0%, 同比 +3.9pct, 环比 +2.1pct, 已实现连续 8 个季度环比增长。我们认为公司整体毛利率的持续改善来源于 2 方面: ①自身产品结构的优化, 本身高毛利的 IP 产品占比提升; ②业务结构的改善, 本身高毛利的业务占比提升 (如 TopToy 和海外直营业务)。
- 2) 直营市场开店步伐较快产生一定前置费用, 单店 UE 模型仍具备改善空间。海外新开直营门店有前置成本, 所以海外直营市场的快速拓展一定程度拖累了整体净利润表现, 但是随着海外直营市场选址开店和货盘的精细化运营, 单店 OPM 仍具备提升空间。

● TopToy 高速增长, 国内同店表现有望进一步改善

- 1) TopToy 2024 年全年收入达 9.8 亿元, 同比增长 44.7%, 其中, 四季度收入实现 2.8 亿元, 同比提升 50.3%。同时 TopToy 目前已经出海发展海外业务, 在 TopToy 公布的未来五年规划里, 海外销售预计占比突破 50%, 门店布局超过 40 个国家, 产品销售超过 150 个国家, 其中中国 IP 占比计划达到 50% 以上;
- 2) 2024 年 MINISO 中国收入在 2023 年 36.2% 的高基数下实现 10.9% 的同比增长达到 93.3 亿元。我们判断随着 MINISO 中国通过优化门店选址、小店改大店 (如 IP Land 等) 等措施, 以及同时伴随着国内消费政策提振, 国内同店表现有望得以进一步提升。

● 投资建议

我们预计 2025/2026/2027 年公司收入 209.8/254.3/303.9 亿元 (2025-2026 前值为 206/232 亿元), 同比 +23%/+21%/+20%; 预计经调整净利润为 31.0/36.0/40.2 亿元 (2025-2026 前值为 33/37 亿元), 同比 +14%/+16%/+12%, 维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济风险; 海外业务拓展不及预期; 产品研发不及预期。

相关报告

1.2Q24 点评：收入&毛利率均创历史新高，海外业务维持高速增长
2024-09-03

2.1Q24 点评：毛利率创历史新高，直营占比扩大 2024-05-16

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,994	20,983	25,429	30,390
收入同比 (%)	23%	23%	21%	20%
调整后净利润	2,721	3,103	3,595	4,019
调整后净利润同比	15%	14%	16%	12%
每股收益 (元)	2.2	2.5	2.9	3.2
P/E	18.1	15.8	13.7	12.2

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11656	17665	23990	23124	营业收入	16994	20983	25429	30390
现金	6598	12493	15360	20128	增长率	23%	23%	21%	20%
贸易及其他应收款	2207	2393	3182	3480	营业成本	-9357	-11563	-13998	-16708
存货	2750	3024	3966	4377	%销售收入	-55%	-55%	-55%	-55%
其他投资	100	100	100	100	毛利	7637	9420	11432	13682
非流动资产	6465	6381	6400	6420	其他收入	22	26	31	37
固定资产	1437	1301	1263	1213	销售费用	-3520	-4655	-5899	-7359
无形资产	9	9	9	9	管理费用	-932	-1194	-1348	-1611
使用权资产	4172	4225	4281	4351	财务费用	-93	-120	-146	-175
其他	707	707	707	707	其他	108	135	173	208
资产总计	18120	24046	30389	29543	营业利润	3316	3732	4388	4958
流动负债	5727	6328	7080	8469	%销售收入	20%	18%	17%	16%
短期借款	567	1	1	1	财务收入	119	216	222	281
应付账款	3944	5111	5863	7252	财务成本	-93	-120	-146	-175
其他	1216	1216	1216	1216	权益性投资损益	4	6	8	10
非流动负债	2037	2053	2070	2090	股份公允价值变动	2	3	3	4
长期借款	4	6	6	6	除税前利润	3348	3838	4475	5077
合同负债	35	49	66	86	%销售收入	20%	18%	18%	17%
其他	1998	1998	1998	1998	所得税	-712	-874	-1024	-1215
负债合计	7765	8381	9150	10559	净利润	2635	2963	3451	3863
普通股股东权益	10315	15624	21199	18943	%销售收入	16%	14%	14%	13%
少数股东权益	41	41	41	41	归属母公司净利润	2618	2919	3389	3785
权益合计	10356	15665	21240	18984	%销售收入	15%	14%	13%	12%
负债和股东权益	18120	24046	30389	29543	少数股东权益	18	44	62	77
					%销售收入	0%	0%	0%	0%
					经调整归母净利润	2721	3103	3595	4019
					%销售收入	16%	15%	14%	13%

现金流量表					单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金净流	1982	4029	2875	4978		回报率				
净利润	2635	2963	3451	3863		ROE	26.3%	19.8%	16.9%	21.2%
折旧摊销	215	275	328	395		总资产收益率	15.0%	12.9%	11.8%	13.6%
营运资金变动	-963	722	-963	700		投入资本收益率	20.6%	17.4%	15.5%	19.1%
其他非现金调整	95	69	59	20		增长率				
已付所得税	0	0	0	0		营业收入增长率	22.8%	23.5%	21.2%	19.5%
投资活动现金流	-255	-315	-381	-456		归母净利润增长率	15.4%	14.1%	15.8%	11.8%
资本开支	-255	-315	-381	-456		总资产增长率	25.1%	32.7%	26.4%	-2.8%
投资	0	0	0	0		资产管理能力				
筹资活动现金流	131	235	373	246		应收账款周转天数	9.12	9.12	9.12	9.12
股权融资	311	414	552	426		应付款项周转天数	4.63	4.63	4.63	4.63
债权融资	0	0	0	0		存货周转天数	4.01	4.01	4.01	4.01
现金净流量	1859	3949	2867	4768		总资产周转率	94%	87%	84%	103%
汇率变动对现金的	0	0	0	0		偿债能力				
期初现金	6415	8274	12223	15090		资产负债率	43%	35%	30%	36%
期末现金	8274	12223	15090	19858		流动比率	2.0	2.8	3.4	2.7

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参阅。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深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; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。