

买入

2025年4月8日

海外直营高增，毛利率屡创新高

► **业绩情况：**2024 全年/Q4，公司实现营收 170.0/47.1 亿元，同比+22.8%/+22.7%，经调整净利润 27.2/7.9 亿元，同比+15.4%/+20.0%。

► **国内全年同店承压，拓店步伐稳健：**2024 年 MINISO 国内实现营收 93.3 亿元，同比+10.9%，其中线下/线上分别同比+9.6%/+24.6%。截至 2024 年末，MINISO 国内门店数量为 4386 家，较年初净增 460 家，全年同店销售下滑高单位数（客单量同比下降高单位数，客单价同比持平），预计主要受到线下客流下降影响。考虑到 2024 年上半年因 Chiikawa 系列销售火爆形成较高基数，预计 2025 年国内收入增速将呈现“前低后高”的走势特征。

► **直营市场带动海外业务持续高增：**MINISO 海外表现强劲，2024 全年实现营收 66.7 亿元，同比增长 41.9%，海外同店销售实现中个位数增长。其中直营市场/代理市场收入分别同比大幅增长 66.2%/ 19%。截至 2024 年末，MINISO 海外门店总数达 3118 家，较年初净增 631 家。按市场模式看，直营、第三方门店分别为 503/ 2615 家，较年初净增加 265/ 366 家。分区域看，亚洲（除中国）/北美/拉美/欧洲/其它区域门店分别为 1611/ 350/ 637/ 295/ 225 家，较年初净增加 278/ 178/ 85/ 64/ 26 家。

► **TOPTOY 加速拓店，海外布局启航：**2024 年，TOPTOY 实现营收 9.8 亿元，同比增长 44.7%，业绩表现亮眼。截至年末，TOPTOY 门店总数增至 276 家，较上年净增 128 家。值得注意的是，公司于 2024Q4 启动海外市场布局，并已成功开设 4 家海外门店。

► **毛利率屡创新高，费用率受直营拓店影响上升：**2024 年公司毛利率为 44.9%，同比+3.7pct，毛利率已连续八个季度攀升，屡创新高。毛利率的提升主要得益于：（1）海外市场产品优化及直营市场收入占比提升；（2）产品组合优化带动 TOPTOY 毛利率提升。费用率方面，FY24 公司销售/管理费用率为 20.7%/5.5%，同比+4.2pct/+0.6pct，销售费用率提升主要由于公司在美国等海外直营市场加速拓店，导致租金、折旧及摊销、工资等相关费用增加。期内公司经调整净利率同比-1pct 至 16%。

► **目标价 39.29 港币，维持买入评级：**公司作为全球自有品牌综合零售龙头，海内外拓店空间广阔。展望未来，我们认为公司将持续推进海内外市场布局，有望通过 IP 战略、产品和渠道优化实现同店增长。随着海外业务规模扩大，预计公司毛利率将持续提升。同时，通过优化门店模型及加强费用管控，公司盈利能力将有望得到进一步改善。但因为部分海外市场的关税政策的调整，这也对公司运营能力提出了更大的挑战。我们预计 25-27 年经调整净利润分别为 32.6/ 39.7/ 47.7 亿元，故给予目标价 39.29 港元，相当于 25 财年盈利预测 15 倍 PE，距离当前股价有 35.2% 涨幅，买入评级。

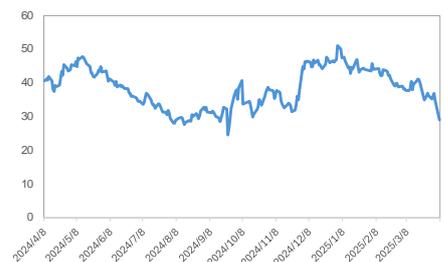
► **风险提示：**1) 关税政策风险；2) 门店扩张不及预期；3) 竞争加剧

李卓群
+852-25321539
Grayson.li@firstshanghai.com.hk

行业	零售
股价	29.05 港元
目标价	39.29 港元 (+35.2%)
股票代码	9896.HK
已发行股本	12.51 亿股
市值	363.51 亿港元
52 周高/低	55.00/20.00 港元
每股净资产	8.90 港元
主要股东	叶国富夫妇 (62.7%)

盈利摘要
股价表现

财务年度截至6月30日	2023 A	2024 A	2025 E	2026 E	2027 E
收入(百万元)	11,473.2	16,994.0	21,098.1	24,725.8	28,184.0
变动(%)	13.8%	-	24.2%	17.2%	14.0%
归母净利润(百万元)	1,768.9	2,617.6	3,065.2	3,741.6	4,498.9
变动(%)	177.2%	-	17.1%	22.1%	20.2%
经调整净利润(百万元)	1,844.7	2,720.6	3,262.9	3,974.2	4,765.7
变动(%)	155.3%	-	19.9%	21.8%	19.9%
基本每股收益(元)	1.42	2.10	2.46	3.01	3.61
市盈率@29.05元(倍)	19.2	13.0	11.1	9.1	7.6
每普通股股息(美元)	0.043	0.141	0.165	0.202	0.243
股息现价比 (%)	1.2%	3.8%	4.4%	5.4%	6.5%



来源：公司资料，第一上海

来源：彭博

图表 1: 同行估值表

公司名称 (中文)	代码	股价	总市值 (百万)	EPS (报表币种)					PE					CAGR (2025-2027)
				2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
泡泡玛特国际集团有限公司	9992 HK Equity	126.90	170,419	0.810	2.360	4.147	5.705	7.200	141.7	49.6	28.7	20.8	16.5	31.8%
达乐公司	DG US Equity	92.62	20,372	10.730	7.570	5.746	5.611	6.113	8.6	12.2	16.1	16.5	15.2	3.1%
美元树公司	DLTR US Equity	67.55	14,529	7.240	-4.550	5.428	5.522	6.134	9.3	-14.8	12.4	12.2	11.0	6.3%
Five Below股份有限公司	FIVE US Equity	56.77	3,125	4.710	5.430	4.936	4.516	4.959	12.1	10.5	11.5	12.6	11.4	0.2%
Dollarama股份有限公司	DOL CA Equity	#N/A N/A	#VALUE!	2.770	3.570	4.066	4.501	5.113						12.1%
Seria有限公司	2782 JP Equity	2,565.00	194,530	136,290	130,560				18.8	19.6				
良品计划株式会社	7453 JP Equity	3,974.00	1,115,820	83,510	157,100	168,784	183,348	203,448	47.6	25.3	23.5	21.7	19.5	9.8%
简单平均				35.151	43.149	32.185	34.867	38.828	39.7	17.1	18.5	16.8	14.7	10.6%

资料来源: Bloomberg 预测、第一上海

附录 1：主要财务报表

损益表						财务能力分析					
2024年初财务年度截至日期由6月30日变更为12月31日 人民币:百万元						2024年初财务年度截至日期由6月30日变更为12月31日 人民币:百万元					
	2023	2024	2025	2026	2027		2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	11,473.2	16,994.0	21,098.1	24,725.8	28,184.0	盈利能力					
销售成本	(7,030.2)	(9,357.0)	(11,511.2)	(13,366.9)	(15,095.4)	毛利率	39%	45%	45%	46%	46%
毛利	4,443.1	7,637.1	9,586.9	11,359.0	13,088.5	营业利润率	19%	20%	19%	20%	21%
其他收入+其他净收入	132.0	136.3	169.2	198.3	226.0	归母净利润率	15%	15%	15%	15%	16%
销售及分销开支	(1,716.1)	(3,519.5)	(4,580.5)	(5,318.6)	(5,921.6)	ROE	22%	27%	26%	25%	23%
一般及行政开支	(633.6)	(931.7)	(1,156.6)	(1,330.8)	(1,488.7)	ROA	14%	17%	16%	16%	16%
经营利润	2,223.0	3,315.8	4,011.1	4,898.6	5,893.7	运营能力					
财务费用净额 (收入+成本)	110.6	25.8	42.2	49.5	56.4	SG&A/收入	20%	26%	27%	27%	26%
税前利润	2,333.6	3,347.5	4,060.7	4,956.7	5,960.0	实际税率	24%	21%	24%	24%	24%
所得税	(551.8)	(712.1)	(974.6)	(1,189.6)	(1,430.4)	派息率	21%	48%	48%	48%	48%
净利润	1,781.8	2,635.4	3,086.1	3,767.1	4,529.6	贸易及其他应收款项周转天数	29	36	36	36	36
归母净利润	1,768.9	2,617.6	3,065.2	3,741.6	4,498.9	存货周转天数	35	45	45	45	45
经调整净利润	1,844.7	2,720.6	3,262.9	3,974.2	4,765.7	贸易及其他应付款项周转天数	137	136	136	136	136
少数股东损益	12.9	17.9	20.9	25.5	30.7	财务状况					
基本每股收益	1.4	2.1	2.5	3.0	3.6	资产负债率	33.7%	42.9%	37.8%	34.0%	30.4%
增速 (%)											
收入	13.8%	-	24.2%	17.2%	14.0%						
经营利润	152.0%	-	21.0%	22.1%	20.3%						
归母净利润	177.2%	-	17.1%	22.1%	20.2%						
资产负债表						现金流量表					
2024年初财务年度截至日期由6月30日变更为12月31日 人民币:百万元						2024年初财务年度截至日期由6月30日变更为12月31日 人民币:百万元					
	2023	2024	2025	2026	2027		2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	6,489.2	6,328.1	9,108.1	11,847.6	15,339.6	除税前利润	2,333.6	3,347.5	4,060.7	4,956.7	5,960.0
贸易及其他应收款项	1,150.2	2,207.0	2,084.0	2,442.3	2,783.9	折旧与摊销	391.2	808.7	183.8	183.8	183.8
存货	1,450.5	2,750.4	2,607.7	3,056.1	3,483.5	利息支出	34.6	92.9	0.0	0.0	0.0
物業、廠房及設備	534.6	1,436.9	2,346.6	3,256.2	4,165.8	利息收入	(145.2)	112.4	0.0	0.0	0.0
资产总额	13,447.7	18,120.1	21,444.0	25,899.8	31,070.5	存货的减少	(250.9)	(828.1)	142.7	(448.4)	(427.4)
贷款及借款	0.0	567.0	567.0	567.0	567.0	经营性应收项目的减少	(185.8)	2,548.3	123.0	(358.3)	(341.6)
贸易及其他应付款项	3,019.3	3,944.0	4,283.2	4,973.7	5,616.9	经营性应付项目的增加	-34,055	#REF!	339,231	690,470	643,188
贷款及借款	7.2	35.1	35.1	35.1	35.1	经营活动产生的现金流量净额	1,666.0	2,168.3	3,874.9	3,834.7	4,587.6
负债合计	4,529.4	7,764.6	8,103.8	8,794.3	9,437.5	投资活动产生的现金流量净额	(293.4)	(533.3)	(1,093.4)	(1,093.4)	(1,093.4)
本公司股东应占权益合计	8,901.0	10,315.0	13,378.7	17,118.5	21,615.2	融资活动所得现金流量净额	(326.0)	(1,720.6)	(1.5)	(1.8)	(2.1)
非控股权益	17.3	40.5	61.5	87.0	117.7	现金及现金等价物净增加额	1,046.7	(85.5)	2,780.0	2,739.5	3,492.0
股东权益合计	8,918.3	10,355.5	13,440.2	17,205.5	21,733.0	期初现金及现金等价物余额	5,348.5	6,415.4	6,328.1	9,108.1	11,847.6
负债和股东权益合计	13,447.7	18,120.1	21,444.0	25,899.8	31,070.5	期末现金及现金等价物余额	6,489.2	6,328.1	9,108.1	11,847.6	15,339.6

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号
永安集团大厦19楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。