

商贸零售

2025 年 05 月 25 日

名创优品 (MNSO)

——同店战略收效，海外延续强劲增长

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 5 月 23 日

收盘价 (美元)	18.29
纳斯达克指数	18737.21
52 周最高/最低 (美元)	27.15/12.26
美股市值 (亿美元)	57
流通股 (亿股)	12.50
汇率 (美元/人民币)	7.18

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 2025 年一季度业绩公告，业绩低于预期。**据公司公告，名创优品 1Q25 实现营业收入 44.3 亿元，同比+18.9%；实现毛利率 44.2%，同比+0.8pct；经调整 EBITDA 为 10.37 亿元，同比+7.5%，经调整 EBITDA 利润率为 23.4%；经调整净利润为 5.87 亿元（一致预测 6.6 亿元），同比-4.8%，经调整净利润率为 13.3%，同比-3.3pct。
- **中国内地同店显著改善推动营收加速增长，TOP TOY 实现收入高增与盈利改善。**据公司公告，1Q25 名创优品品牌实现营收 40.9 亿元，同比+16.5%，其中中国内地营收同比增长 9.1% 达 24.9 亿元，主要驱动力来自：1) 由于部分小店合并大店，国内 MINISO 拓店节奏放缓，截至 Q1 数量达 4275 家，环比减少 111 家，但同比仍保持净增 241 家，部分对冲同店客单量压力，2) 内地同店销售明显改善，由上季度高个位数下降收窄至中个位数。随着 25 年公司持续推进产品结构优化和门店模式升级，我们预计名创国内将在 25 年后三个季度实现加速增长。TOP TOY 收入增长 58.9% 达 3.40 亿元，主要驱动为持续进行的稳步拓店，截至 1Q25 TOP TOY 门店数量达 280 家，环比增长 4 家。由于产品组合转向盈利能力更高的产品，TOP TOY 的毛利率保持增长，助力公司整体毛利率创 Q1 季度新高。
- **海外拓店驱动营收维持高增速，海外业绩贡献持续提升。**据公司公告，截至 1Q25 末，MINISO 海外门店达 3213 家，环比增长 95 家，其中直营门店/第三方门店分别为 548/2665 家，环比新增 45/50 家，门店环比保持较快增长。拉丁美洲/北美洲/亚洲（除中国）/欧洲/其他地区门店数达 646/375/1663/301/228 家，分别实现营收 2.6/5.7/5.6/1.4/0.7 亿元，实现 GMV 10.7/6.3/12.1/3.2/1.5 亿元，带动整体海外营收/GMV 分别增长 30.3%/14.2%。1Q25 海外门店收入达 15.9 亿元，占总收入 36.0%，同比+3.1pct，占比增长驱动公司整体毛利率改善。
- **结构性改善下毛利率同比提升至 44.2%，销售费用大幅增长盈利承压。**据公司公告，1Q25 公司毛利率由上年同期的 43.4% 提升至 44.2%，同比+0.8pct，创一季度历史新高，主因海外市场贡献增加带来的结构性改善以及 IP 战略驱动下 TOP TOY 业务毛利率提升。公司继续坚持长期发展的战略逻辑，加速直营门店扩张推动租金等相关开支增加，同时拓展 IP 矩阵引发授权费用上行，综合影响下公司 Q1 销售费用同比+46.7% 至 10.2 亿元，销售费用率达 23.1%，环比扩大 1.8pct。综合影响下 1Q25 公司经调整净利润率实现 13.3%，同比-3.3pct。
- **IP 战略持续深化，出海影响力加速扩张。**据公司公告，公司坚持“IP 战略+兴趣消费”双轮驱动，不断加强与合作知名 IP 间的合作及产品开发，25 年公司已推出 Chikawa 樱花系列、Hello Kitty 黑白简约系列等重磅新品，在市场上均获得了良好的表现与反馈，持续验证 IP 运营及爆款打造核心能力。公司积极作为强化海外市场影响力，25 年 4 月公司举办全球新品奇趣嘉年华，在近 4000 平米大型展馆中办设 19 个城市主题展，展出超 6000 款全新产品，生动展现了品牌形象和产品设计能力，驱动全球消费者心智占领，看好公司超级 IP 战略与海外加速布局拉动业绩长期高质量增长。
- **维持“买入”评级。**名创优品国内业务保持稳健增长步伐，战略调整下同店改善显著，TOP TOY 延续强劲增速，海外稳步推进拓店，看好直营门店爬坡释放业绩及同店销售超预期改善影响下，公司盈利能力回升向好。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 25-27 年归母净利润为 28.45/33.43/37.94 亿元（原值为 31.14/38.15/45.16 亿元），当前股价对应 25-27 年 PE 为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，海外业务扩张不及预期，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	20,979	24,765	28,718
同比增长率 (%)	39.4	22.8	23.4	18.0	16.0
非 IFRS 准则净利润 (百万元)	2,357	2,721	2,845	3,343	3,794
同比增长率 (%)	109.7	15.4	4.6	17.5	13.5
每股收益 (元/股)	7.54	8.73	9.13	10.72	12.17
净资产收益率 (%)	27.7	27.8	22.8	19.5	16.9
市盈率	17	15	14	12	11
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



申万宏源研究微信服务号

Company financials

Consolidated Income Statement

Rmbm	CY 2023	CY 2024	CY 2025E	CY 2026E	CY 2027E
Revenue	13,839	16,994	20,979	24,765	28,718
Cost of Sales	-8,140	-9,357	-11,178	-13,150	-15,163
Gross Profit	5,698	7,637	9,801	11,615	13,555
Other Income	23	22	21	25	25
SG&A expenses	-2,958	-4,451	-6,152	-7,513	-8,893
adj. EBITDA	3,210	3,671	4,379	5,138	5,785
adj. EBIT	2,820	3,316	3,788	4,244	4,804
Finance Costs	-43	-93	-284	-336	-387
Profit before tax	2,981	3,348	3,475	4,137	4,754
Income tax expense	-707	-712	-756	-943	-1,133
Minority interests	21	18	20	10	5
Non-IFRS adjusted net profit	2,357	2,721	2,845	3,343	3,794

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@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.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。

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。