

2025 年 08 月 25 日

Q2 盈利能力环比改善，发力自有 IP 矩阵

名创优品(9896. HK)

评级:	增持	股票代码:	9896
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价(港元):	51.05/25.05
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	585.28
最新收盘价(港元):	47.1	自由流通市值(亿港元)	585.28
		自由流通股数(百万)	1,242.64

事件概述

公司发布 2025 上半年业绩公告。2025H1 公司实现营业收入 93.9 亿元，同比增长 21.06%，实现净利润 9.06 亿元，同比下滑 23.1%，实现经调整归母净利润 12.8 亿，同比增长 3%。2025Q2 公司实现营业收入 49.66 亿元，同比增长 23%，实现净利润 4.9 亿元，同比下降 16.67%，实现经调整净利润 6.9 亿元，同比增长 10.6%。调整项主要包含收购永辉股权的银行贷款的利息开支、与股票挂钩证券有关的利息开支以及分占永辉亏损等。

► 25Q2 收入增长环比提速，国内及海外同店持续向好

2025Q2 公司收入同比增长 23%，较 Q1（同比+19%）环比提速，分拆来看，25Q2 公司 MINISO 中国、MINISO 海外、TOP TOY 收入分别同比增长 13.6%、28.6%、87%，均实现环比提速。2025 上半年公司收入中 MINISO 中国、MINISO 海外、TOP TOY 收入占比分别为 54%、38%、8%。

MINISO 中国收入加速增长主要来自渠道升级战略下的平均店效提升：25Q2MINISO 中国门店数量达到 4305 家，与去年同期相比增加 190 家，与 Q1 末相比增加 30 家，门店数量保持平稳增长。根据公司业绩 PPT，25Q2 国内 MINISO 同店实现低个位数增长（Q1 为同比下滑），且同店改善趋势延续至 25Q3，截止 2025 年 8 月 15 日，2025 年累计同店已取得同比正增长。公司坚持大店战略，推进门店升级，根据公司公告，上海南京东路 MINISO LAND 店开店 9 个月销售额突破 1 亿元，25Q2 公司 30 家净增门店中有 7 家为 MINISO LAND 店。

MINISO 海外保持较快的拓店速度，北美同店环比改善：截止 2025H1 末，公司海外 MINISO 门店达到 3307 家，YOY+554 家，QOQ+94 家，保持较快的拓店速度。25Q2 公司 MINISO 海外同店同比低个位数下滑，但美国同店 Q2 起环比改善，截止 2025 年 8 月 15 日，美国同店已恢复正增长（25H1 北美中个位数下滑）。

鉴于国内及海外同店改善显著，根据公司业绩 PPT，公司对 2025 全年收入增速指引从不低于 22.8%上调至 25%。

► 25Q2 毛利率保持提升，经营利润率降幅收窄

25Q2 公司毛利率 44.28%，环比+0.05pct，同比+0.33pct。毛利率提升主要来自 MINISO 海外及 TOP TOY 毛利率同比提升以及毛利率较高的海外收入占比提升。25H1 公司 OP margin16.5%，同比下降 2.8pct，分拆来看，25H1MINISO 中国、MINISO 海外、TOP TOY 经营利润率分别下滑 2.4pct、2.8pct、1.1pct。我们认为经营利润率下滑主要由于部分直营店尚处于爬坡期以及海外直营占比提升所致。但 25Q2 随着同店回暖，OP margin17.2%，同比下滑 2.3pct，降幅环比收窄。

► 签约潮玩设计师，发力自有 IP 矩阵

根据公司业绩 PPT，公司签约首批 9 位潮玩设计师，开创潮玩新篇章。根据 IPO 早知道公众号，今年 5 月 19 日，TOP TOY 通过和 HITOY 海创成立合资公司“果然有趣”，共同运营“Nommi 糯米

儿”和“Maymei 霉霉”等 IP。我们认为公司在产品开发、渠道建设等方面具有领先优势及丰富经验，看好公司自有 IP 成为公司的第二成长曲线。

► 发布中期派息方案，回购+派息增厚股东回报

根据公司业绩公告，2025 年上半年，公司共计返还股东 10.7 亿元人民币（其中现金股息 7.3 亿元、股份回购 3.4 亿元），占上半年经调整净利润 84%。2025 年上半年公司回购金额已超过 2024 年全年，未来下半年将会视市场情况继续进行回购。

投资建议

由于收购永辉股权带来的财务费用及分占亏损，我们维持 2025-2027 年收入预测，下调 2025-2027 年利润预测（不影响经调整净利润）。我们预计公司 2025-2027 年公司收入 211/249/285 亿元，同比+24%/18%/15%，归母净利润（IFRS）为 24.5/34.6/43.4 亿元（原预测为 29.4/37.2/45.0 亿元），Non-IFRS 下利润分别为 29.3/38.3/46.1 亿元，EPS（IFRS）分别为 1.97/2.78/3.50 元（原预测为 2.35/2.97/3.6 元），参考 2025 年 08 月 22 日收盘价 47.1 港元/股，汇率 1 港元=0.93 元人民币下对应最新 PE 分别为 22x/16x/13x。

风险提示

1) IP 产品拓展不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 海外扩张进程不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11473.21	16994.03	21111.47	24877.19	28511.25
YoY (%)	13.76%	48.12%	24.23%	17.84%	14.61%
归母净利润(百万元)	1768.93	2617.56	2446.31	3457.69	4343.07
YoY (%)	177.19%	47.97%	-6.54%	41.34%	25.61%
毛利率 (%)	38.73%	44.94%	45.73%	46.73%	47.34%
每股收益 (元)	1.42	2.11	1.97	2.78	3.50
ROE (%)	20%	25%	19%	21%	21%
市盈率	21.65	20.74	22.25	15.74	12.53

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：许光辉

邮箱：xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

联系电话：

分析师：徐晴

邮箱：xuqing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523080002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16994.03	21111.47	24877.19	28511.25	净利润	2617.56	2446.31	3457.69	4343.07
YoY(%)	48.12%	24.23%	17.84%	14.61%	折旧和摊销	808.69	156.22	153.41	148.24
营业成本	9356.97	11456.97	13251.16	15015.41	营运资金变动	-1098.66	4403.00	757.81	963.30
营业税金及附加					经营活动现金流	2168.33	7542.12	4796.88	5915.92
销售费用	3519.53	4855.64	5472.98	5987.36	资本开支	-762.54	-100.00	-100.00	-100.00
管理费用	0.00	1055.57	1243.86	1425.56	投资	14179.08	0.00	0.00	0.00
财务费用	-25.76	254.16	276.76	233.67	投资活动现金流	-533.25	509.28	-75.61	-100.00
资产减值损失					股权募资	-312.77	0.00	0.00	0.00
投资收益	5.99	-300.00	-100.00	0.00	债务募资	-161.99	0.00	0.00	0.00
营业利润	3185.88	3743.29	4909.19	6082.92	筹资活动现金流	-1720.62	-317.44	-417.44	-417.44
营业外收支					现金净流量	-87.32	7739.43	4309.29	5403.94
利润总额	3347.53	3294.69	4656.82	5849.25	主要财务指标				
所得税	712.10	823.67	1164.20	1462.31	成长能力				
净利润	2635.43	2471.02	3492.61	4386.94	营业收入增长率	48.12%	24.23%	17.84%	14.61%
归属于母公司净利润	2617.56	2446.31	3457.69	4343.07	净利润增长率	47.97%	-6.54%	41.34%	25.61%
YoY(%)	47.97%	-6.54%	41.34%	25.61%	盈利能力				
每股收益(元)	2.11	1.97	2.78	3.50	毛利率	44.94%	45.73%	46.73%	47.34%
资产负债表 (百万元)					净利率	15.40%	11.59%	13.90%	15.23%
货币资金	6328.12	14067.55	18376.84	23780.78	总资产收益率 ROA	14.45%	9.61%	11.37%	11.96%
预付款项					净资产收益率 ROE	25.38%	19.16%	21.30%	21.10%
存货	2750.39	2386.87	2797.47	3211.63	偿债能力				
其他流动资产	101.03	105.56	124.39	142.56	流动比率	2.04	2.02	2.22	2.43
流动资产合计	11655.50	18330.18	23336.69	29288.82	速动比率	1.54	1.75	1.94	2.16
长期股权投资	38.57	38.57	38.57	38.57	现金比率	1.10	1.55	1.75	1.98
固定资产	1436.94	1504.17	1568.04	1631.21	资产负债率	42.85%	49.57%	46.28%	42.92%
无形资产	2563.45	2440.00	2322.72	2211.31	经营效率				
非流动资产合计	6464.63	7115.63	7062.23	7013.99	总资产周转率	1.08	0.97	0.89	0.85
资产合计	18120.13	25445.82	30398.91	36302.81	每股指标 (元)				
短期借款	566.96	566.96	566.96	566.96	每股收益	2.11	1.97	2.78	3.50
应付账款及票据	1278.54	4487.31	5226.85	6047.87	每股净资产	8.25	10.27	13.06	16.56
其他流动负债	3570.58	3377.84	3980.35	4561.80	每股经营现金流	1.73	6.07	3.86	4.76
流动负债合计	5727.19	9065.45	10520.47	12031.97	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	4.31	4.31	4.31	4.31	估值分析				
其他长期负债	2033.11	3544.06	3544.06	3544.06	PE	20.74	22.25	15.74	12.53
非流动负债合计	2037.42	3548.37	3548.37	3548.37	PB	5.30	4.26	3.35	2.65
负债合计	7764.61	12613.82	14068.84	15580.34					
股本	0.09	0.09	0.09	0.09					
少数股东权益	40.55	65.26	100.18	144.05					
股东权益合计	10355.52	12832.00	16330.08	20722.47					
负债和股东权益合计	18120.13	25445.82	30398.91	36302.81					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。