

买入

4QFY23 业绩前瞻，看好海外直营利润率改善潜力

名创优品 (MNSO.N)

2023-07-28 星期五

投资要点

► 4Q FY23 (2023/6/30 季度) 业绩前瞻:

我们预计 4Q FY23 营收为 31.69 亿元人民币，同比+37%；预计季度 Non-IFRS 净利润为 5.06 亿元人民币，同比+131%，对应季度 Non-IFRS 净利润率 16.0%。分区域看，我们预计 4QFY23 公司国内/海外分别实现收入 21.4/ 10.3 亿元，国内/海外收入分别同比+39.5% / +31.3%。

► 预计季度毛利率稳健，性价比消费风潮下，国内拓店及单店复苏节奏有望保持强劲:

自今年以来，名创优品在零售行业中表现出色，出行复苏推动线下客流正常化，同时购物转化率维持稳定，品牌升级、IP 策略及产品结构优化推动国内业务 ASP 提升，35 元左右的客单价让客群无压力购物。

(1) 我们预计 6/30 季度国内收入同比+39.5%，考虑到 22 年 4-5 月低基数，其中预计 23 年 4 月/5 月/6 月 MINISO 国内业务 GMV 同比分别增 8 成/4 成/2 成以上，预计门店数贡献的增长约低双位数 (23/3/31 Miniso 国内门店为 3,383 个，五一假期百店齐开，我们预计 6/30 季度国内门店数增长达 200 个以上)，其余为单店店效增长。(2) 上季末公司对 23 自然年国内/海外门店展店目标均为净增 350-450 个，持续观察下半年海外展店达成情况。(3) 利润率方面，预计季度毛利率维持稳健 (FY23Q4E 为 39.3%)，原因在于海外直营快速发展对整体毛利率的正面影响。

► 看好海外直营业务利润率进一步改善的潜力，增厚集团利润:

过往几个季度，海外直营业务于 22/9/30 季度起实现扭亏，据测算 23/3/31 季度海外直营实现低单位数利润率。我们看好未来两个季度该分部利润率扩张，动力在于海外运营及组货本地化，驱动北美及印尼海外子公司业务向好；以及规模效应开始体现，带来正向营运杠杆。

► 维持买入评级，给予目标价 26.80 美元:

我们的观点: 7 月 27 日公司公告股息政策 (原则上不低于年度经调整净利润的 50%)。看好中期海外直营业务利润率扩张潜力。若北美直营业务模型进一步成熟，第二增长曲线有望开启。预计公司 FY23E 至 FY25E 营收为 113.9 / 148.4 / 174.7 亿元，同比+12.9%/ +30.3%/ +17.7%；Non-IFRS 归母净利润为 17.8 / 21.7 / 25.8 亿元，同比+146.1%/ +22.3%/ +18.7%。现价对应 Non-IFRS FY24E PE 约 21 倍，目标价对应 FY24E PE 约 28 倍。

人民币百万元	FY2021	FY2022	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	9,072	10,086	11,390	14,838	17,466
同比增长(%)	1.0%	11.2%	12.9%	30.3%	17.7%
毛利率	26.8%	30.4%	38.6%	39.0%	39.2%
归母净利润(Non-IFRS)	492	721	1,775	2,170	2,576
同比增长(%)	-49.3%	46.7%	146.1%	22.3%	18.7%
每 ADS 净利润(Non-IFRS)	1.68	2.40	5.60	6.85	8.13
PE@20.38 USD (Non-IFRS)	86.7	60.7	26.0	21.3	17.9

数据来源:公司公告、国元证券经纪(香港)整理;注:每 ADS 净利润单位为人民币元。

目标价: **26.80 美元**
 现价: 20.38 美元
 预计升幅: 31.5%

重要数据

日期	2023/07/27
收盘价(美元)	20.38
总股本(亿股)	12.64
总市值(亿美元)	60.4
净资产(亿美元)	11.2
总资产(亿美元)	17.2
52 周高低(美元)	21.34/ 4.45
每股净资产(美元)	3.52

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

叶国富和杨云云夫妇	62.3%
李敏信	4.4%

相关报告

名创优品(MNSO.N)深度报告: 全球化新零售引领者, 后疫情时代优秀标的-20211229

名创优品(MNSO.N)更新报告: FY23Q3 利润率创新高, 成长性与复苏确定性兼备-20230523

研究部

姓名: 何丽敏

SFC: BTG784

电话: 0755-82846267

Email: helm@gyzq.com.hk

报告正文

4Q FY23 (2023/6/30 季度) 业绩前瞻:

我们预计 4Q FY23 营收为 31.69 亿元人民币，同比+37%；预计季度 Non-IFRS 净利润为 5.06 亿元人民币，同比+131%，对应季度 Non-IFRS 净利润率 16.0%。分区域看，我们预计 4QFY23 公司国内/海外分别实现收入 21.4/ 10.3 亿元，国内/海外收入分别同比 +39.5% / +31.3%。

预计季度毛利率稳健，性价比消费风潮下，国内拓店及单店复苏节奏有望保持强劲:

自今年以来，名创优品在零售行业中表现出色，主因出行复苏推动线下客流量正常化，同时购物转化率维持稳定（作为对比，5 月下旬以来部分鞋服零售品牌面临客流同比提升但成交率及成交笔数下滑，Miniso 门店保持稳定的成交率在零售行业中实属出色），品牌升级、IP 策略及产品结构优化推动国内业务 ASP 提升，35 元左右的客单价让客群无压力购物。

我们的测算：（1）我们预计 6/30 季度国内收入同比+39.5%，考虑到 22 年 4-5 月同期低基数，其中预计 23 年 4 月/5 月/6 月 MINISO 国内业务 GMV 同比分别增 8 成/4 成/2 成以上，预计门店数贡献的增长约低双位数（23/3/31 Miniso 国内门店为 3,383 个，五一假期百店齐开，我们预计 6/30 季度国内门店数增长达 200 个以上），其余为单店店效增长。（2）国内外展店节奏方面，上季度末公司对 2023 自然年全年展店目标为国内/海外门店分别净增 350-450 个/350-450 个，持续观察下半年海外展店达成情况。（3）利润率方面，预计季度毛利率维持稳健（FY23Q4E 为 39.3%），原因在于海外直营业务的快速发展对整体毛利率的正面影响。

看好海外直营业务利润率进一步改善，增厚集团利润:

展望未来，预计海外直营业务利润率进一步提升。过往几个季度，海外直营业务盈利能力显著改善，22/6/30 季度海外直营亏损幅度从过往的 3000+万元收窄至 1000 万元，22/9/30 季度起实现扭亏，据测算 23/3/31 季度海外直营实现低单位数利润率。我们看好 6/30 季度该分部利润率扩张，动力在于（1）海外运营及组货本地化，驱动北美及印尼海外子公司业务向好；（2）规模效应开始体现，带来正向营运杠杆。

表 1: 名创优品公司季度门店数量变动 (截至 2023/3/31)

日期	21/6/30	21/9/30	21/12/31	22/3/31	22/6/30	22/9/30	22/12/31	2023/3/31
对应财季	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22	3Q FY22	4QFY22	1Q FY23	2Q FY23	3Q FY23
MINISO 品牌	4,749	4,871	5,045	5,113	5,199	5,296	5,440	5,514
中国	2,939	3,035	3,168	3,197	3,226	3,269	3,325	3,383
直营店	5	4	5	11	14	19	16	16
第三方	2934	3031	3163	3186	3212	3250	3309	3367
海外	1,810	1,836	1,877	1,916	1,973	2,027	2,115	2,131
直营店	105	108	117	136	133	131	153	150
第三方	1705	1728	1760	1780	1840	1896	1962	1981
其中: 国内季净增	127	96	133	29	29	43	56	58
其中: 海外季净增	35	26	41	39	57	54	88	16
TOP TOY 品牌	33	72	89	92	97	109	117	116
直营店	2	6	5	4	7	8	8	9
第三方	31	66	84	88	90	101	109	107
公司总计	4,782	4,943	5,134	5,205	5,296	5,405	5,557	5,630
公司季净增	186	161	191	71	91	109	152	73

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

表 2: 名创优品公司季度财报及测算 (至 2023/6/30 财季)

日期	21/6/30	21/9/30	21/12/31	22/3/31	22/6/30	22/9/30	22/12/31	2023/3/31	23/6/30E
对应财季	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22	3QFY22	4Q FY22	1Q FY23	2Q FY23	3Q FY23	4Q 23E
总收入(百万元)	2,472	2,654	2,773	2,341	2,318	2,772	2,494	2,954	3,169
YOY	59%	28%	21%	5%	-6%	4%	-10%	26%	37%
国内收入	1,946	2,031	2,056	1,823	1,533	1,852	1,508	2,153	2,138
YOY	43%	18%	12%	2%	-21%	-9%	-27%	18%	39%
海外收入	526	623	717	518	785	920	986	801	1,031
海外收入占比	21%	23%	26%	22%	34%	33%	40%	27%	33%
YOY	179%	78%	55%	17%	49%	48%	38%	55%	31%
MINISO 单店收入及门店数同比变动 (MINISO 单店收入单位: 万元)									
MINISO 单店收入	50.5	51.9	52.3	43.4	42.6	49.9	44.2	51.2	53.7
YOY	42%	10%	4%	-8%	-16%	-4%	-16%	18%	26%
总门店数 YOY	13%	14%	14%	13%	11%	9%	8%	8%	
毛利(百万元)	639	728	863	707	772	989	997	1,162	1,246
销售费用	283	341	385	362	355	381	417	439	464
管理费用	200	211	221	199	185	168	146	155	204
营业利润	188	214	255	141	272	510	448	576	614
经调整归母净利润	149	182	215	115	219	425	366	478	506
YOY	314%	72%	156%	-26%	50%	134%	70%	317%	131%

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

表 3：名创优品公司季度财报及测算（至 2023/6/30 财季）

	21/6/30	21/9/30	21/12/31	22/3/31	22/6/30	22/9/30	22/12/31	2023/3/31	23/6/30E
对应财季	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22	3QFY22	4Q FY22	1Q FY23	2Q FY23	3Q FY23	4Q 23E
毛利率	25.8%	27.4%	31.1%	30.2%	33.3%	35.7%	40.0%	39.3%	39.3%
销售费用率	11.4%	12.8%	13.9%	15.5%	15.3%	13.8%	16.7%	14.9%	14.7%
管理费用率	8.1%	8.0%	8.0%	8.5%	8.0%	6.0%	5.9%	5.3%	6.5%
营业利润率	7.6%	8.0%	9.2%	6.0%	11.7%	18.4%	17.9%	19.5%	19.4%
归母净利润率	4.7%	5.7%	6.7%	4.1%	8.8%	14.8%	14.1%	15.8%	15.6%
经调整净利润率	5.7%	6.9%	7.7%	4.7%	9.6%	15.1%	15.0%	16.4%	16.2%
经调整归母净利率	6.0%	6.8%	7.8%	4.9%	9.5%	15.3%	14.7%	16.2%	16.0%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持买入评级，给予目标价 26.80 美元：

我们的观点：7月27日公司公告股息政策（原则上不低于年度经调整净利润的50%）。看好中期海外直营业务利润率扩张潜力。若北美直营业务模型进一步成熟，公司第二增长曲线有望开启。预计公司FY23E至FY25E营收为113.9 / 148.4 / 174.7亿元，同比+12.9%/+30.3%/+17.7%；Non-IFRS归母净利润为17.8 / 21.7 / 25.8亿元，同比+146.1%/+22.3%/+18.7%。现价对应Non-IFRS FY24E PE约21倍，目标价对应FY24E PE约28倍。

风险提示：

国内外消费复苏不及预期、中美关系风险、行业竞争加剧、拓店进展不及预期、新业态拓展不及预期。

财务报表摘要

资产负债表					
单位: 百万元人民币					
会计年度	FY2021	FY2022	FY23E	FY24E	FY25E
流动资产	9,199	8,073	9,703	12,571	15,586
现金	6,772	5,348	7,052	9,348	12,011
应收账款	825	1,056	1,133	1,402	1,568
其他投资	103	211	211	211	211
存货	1,496	1,188	1,275	1,578	1,764
其他	4	269	32	32	32
非流动资产	1,506	3,209	3,375	3,550	3,734
物业、厂房及设备	76	420	441	463	486
资产使用权	690	2,343	2,460	2,583	2,712
递延税项资产	169	154	170	187	205
无形资产	61	43	45	47	50
其他	510	249	259	270	281
资产总计	10,705	11,282	13,078	16,121	19,320
流动负债	3,483	3,789	3,788	4,627	5,203
短期借款	14	0	0	0	0
应付账款	2,809	3,073	2,911	3,578	3,988
合同负债	267	362	466	572	661
应交税费	66	89	107	129	155
租赁负债	327	264	303	347	399
非流动负债	570	466	527	598	679
合同负债	60	52	54	57	60
可赎回优先股及其	27	21	21	21	21
负债合计	4,053	4,254	4,315	5,224	5,882
股本及股本溢价	8,289	7,983	7,983	7,983	7,983
少数股东权益	-7	-4	7	21	38
归母所有者权益	6,659	7,032	8,756	10,875	13,401
负债及权益合计	10,705	11,282	13,078	16,121	19,320

现金流量表					
会计年度	FY2021	FY2022	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	-1,429	640	1,735	2,134	2,542
折旧摊销	265	390	833	875	918
利息收入	-40	-66	-105	-74	-87
营运资金变动	277	350	11	197	146
已付所得税及其他	-195	-230	-517	-692	-825
经营活动现金流	916	1,406	2,474	3,131	3,519
投资活动现金流	-519	-2,126	-868	-948	-986
筹资活动现金流	3,536	-734	98	112	129
现金净增加额	3,934	-1,453	1,704	2,296	2,663
现金期初金额	2,854	6,772	5,348	7,052	9,348
现金期末金额	6,772	5,348	7,052	9,348	12,011

利润表					
单位: 百万元人民币					
会计年度	FY2021	FY2022	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	9,072	10,086	11,390	14,838	17,466
营业成本	-6,641	-7,016	-6,996	-9,051	-10,620
毛利	2,431	3,070	4,394	5,787	6,847
销售费用	-1,207	-1,442	-1,701	-2,196	-2,585
管理费用	-811	-816	-674	-905	-1,048
其他	-12	71	128	66	66
营业利润	401	882	2,147	2,752	3,280
财务收入/(费用)净额	12	33	105	74	87
可赎回优先股公允价值变动	-1,625	0	0	0	0
应占股权投资损益	-4	-8	0	0	0
除税前溢利	-1,216	907	2,252	2,826	3,367
所得税	-213	-267	-517	-692	-825
持续经营净利润	-1,429	640	1,735	2,134	2,542
终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	-14	2	11	14	17
归母净利润	-1,415	638	1,724	2,120	2,526
Non-IFRS归母净利润	492	721	1,775	2,170	2,576

主要财务比率					
会计年度	FY2021	FY2022	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入yoy	1.0%	11.2%	12.9%	30.3%	17.7%
营业利润yoy	-47.7%	119.9%	143.4%	28.2%	19.2%
Non-IFRS归母净利润yoy	-49.3%	46.7%	146.1%	22.3%	18.7%
盈利能力及费用					
毛利率	26.8%	30.4%	38.6%	39.0%	39.2%
Non-IFRS归母净利率	5.4%	7.1%	15.6%	14.6%	14.7%
销售费用率	13.3%	14.3%	14.9%	14.8%	14.8%
管理费用率	8.9%	8.1%	5.9%	6.1%	6.0%
偿债能力					
资产负债率	37.9%	37.7%	33.0%	32.4%	30.4%
流动比率	2.6	2.1	2.6	2.7	3.0
营运能力					
存货周转天数	78	69	63	57	57

每股资料 (人民币元)					
每普通股净利润(Non-IFRS)	0.42	0.60	1.40	1.71	2.03
每ADS净利润(Non-IFRS)	1.68	2.40	5.60	6.85	8.13

估值比率					
Non-IFRS PE@20.38USD	86.7	60.7	26.0	21.3	17.9
PB	6.7	6.4	5.3	4.2	3.4

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析师声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>