

买入

成长空间与确定性兼备，海外直营盈利潜力展现

名创优品 (MNSO.N)

2023-08-25 星期五

投资要点

目标价：**28.80 美元**
 现价：22.70 美元
 预计升幅：27.0%

➤ **名创优品公布 FY23Q4 (截至 6/30) 季度业绩，利润再次大幅超预期：**
 FY23Q4 公司营收同比+40%至 32.5 亿元（国内+39%，海外+42%），毛利率同比+6.5pp 至 39.8%，经调整归母净利润同比+157%至 5.64 亿元，经调整归母净利率同比+7.9pp 至 17.3%；剔除汇兑影响后为 15.5%。国内 MINISO 门店季度净增 221 个，海外 56 个。

➤ **FY23Q4 客流及客单推升店效，7-8 月动销复苏持续，提出大店战略：**
 FY23Q4 公司国内收入同比+39%至 21.4 亿元，其中 MINISO 线下收入+42%至 17.9 亿元。**(1) 拆分驱动力**，期内 MINISO 门店数同比+12%至 3,604 个，季净增 221 个，其中一二线城市增 91 个；季内容单价+5%，叠加客流贡献，推动单店 GMV+25%。**(2) 7-8 月动销复苏持续**。7 月国内线下 GMV 同比+25%以上，其中单店 GMV 同比+14%（客单价+3%）。渠道上首次提出推进旗舰大店策略，通过于核心城市设大店强化品牌力和刷新单店业绩上限。**(3) 商品运营上**，公司通过 IP 战略（1H IP 产品销售占 25%），聚焦大美妆/大玩具/大 IP 核心品类，以成本领先+产品差异化策略竞争。

➤ **海外直营进展超预期，直营利润改善潜力释放，维持展店目标：**
 于 FY23Q4，MINISO 国际业务 GMV 同比+41%至 24.0 亿元；收入同比+42.0%至 11.2 亿元（代理/直营收入分别+19%/+85%至 6.1/ 5.1 亿元），其中门店数量 yoy+11%，单店收入 yoy+28%。2023 自然年海外门店拓店目标维持在 350-450 个。**(1) 分市场**，代理/直营市场 GMV 分别+32%/+69%至 17.5/ 6.6 亿元。**(2) 目前海外单店 GMV 较 19 年整体恢复度为 92%**，其中亚洲/ 拉美/ 北美/ 欧洲/ 中东北非的单店 GMV 恢复度为 64%/ 89%/ 193%/ 92%/ 90%。**(3) 盈利能力方面**，本季度海外直营子公司利润率环比进一步改善约 5pp（据测算，上季度约直营子公司利润率约为低单位数）。

➤ **维持买入评级，给予目标价 28.80 美元：**

我们的观点：公司作为零售出海标的，全球扩张潜力广阔，现处于快速成长期，空间与确定性兼备。看好中期海外直营业收入及利润率扩张潜力。预计 9/30 季度营收及 Non-IFRS 归母净利润分别为 37.2/ 5.7 亿元。预计公司 FY24E 至 FY26E 营收为 151.6/ 180.9/ 214.5 亿元，同比+32.1%/ +19.3%/ +18.6%；Non-IFRS 归母净利润为 23.9/ 29.4/ 36.0 亿元，同比+30.6%/ +23.0%/ +22.3%。现价对应 Non-IFRS 的 FY24E PE 约 23 倍，目标价对应 FY24E PE 约 28 倍。

重要数据

日期	2023/08/24
收盘价 (美元)	22.70
总股本 (亿股)	12.64
总市值 (亿美元)	71.7
净资产 (亿美元)	12.3
总资产 (亿美元)	18.6
52 周高低 (美元)	24.07/ 4.45
每股净资产 (美元)	3.92

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%

相关报告

名创优品(MNSO)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：4QFY23 业绩前瞻，看好海外直营利润率改善潜力-20230728

研究部

姓名：何丽敏

SFC: BTG784

电话：0755-82846267

Email: helm@gyzq.com.hk

人民币百万元	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	10,086	11,473	15,161	18,089	21,452
同比增长(%)	11.2%	13.8%	32.1%	19.3%	18.6%
毛利率	30.4%	38.7%	40.3%	41.0%	41.5%
归母净利润(Non-IFRS)	721	1,832	2,392	2,942	3,598
同比增长(%)	46.7%	154.1%	30.6%	23.0%	22.3%
每 ADS 净利润(Non-IFRS)	2.40	5.88	7.55	9.29	11.36
PE@22.70 USD (Non-IFRS)	69.0	28.2	21.9	17.8	14.6

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。

报告正文

名创优品公布 FY23Q4（截至 6/30）季度业绩，利润再次大幅超预期：

FY23Q4 公司营收同比+40%至 32.5 亿元（国内+39%，海外+42%），毛利率同比+6.5pp 至 39.8%，经调整归母净利润同比+157%至 5.64 亿元，经调整归母净利率同比+7.9pp 至 17.3%；汇兑净收益约 6,000 万，剔除汇兑后的经调整归母净利润率约 15.5%。国内 MINISO 门店季度净增 221 个，海外 56 个。

FY23Q4 客流及客单推动店效提升，7-8 月动销复苏持续，提出旗舰大店战略：

FY23Q4 公司国内收入同比+39%至 21.4 亿元，其中 MINISO 线下收入+42%至 17.9 亿元，TOPTOY 收入同比+82%至 1.7 亿元。（1）拆分增长驱动力，期内 MINISO 门店数同比+12%至 3,604 个，季净增 221 个，结构上一二线城市新增门店达 91 个；客单及客流增长推动店效强劲增长，季内容单价+5%，叠加客流贡献（转化率稳定，交易单量+18%），推动单店 GMV+25%。（2）7-8 月动销复苏持续，提出旗舰大店策略及 2027 年国内 5000 个门店的目标。7 月国内线下 GMV 同比+25%以上，其中单店 GMV 同比+14%（客单价+3%，交易单量+10%）。渠道上首次提出推进旗舰大店策略，据业绩会，目前公司国内已有的约 100 个大店中，大店初始投入/平均月销分别为普通门店的 2 倍/3 倍。公司通过在国内外核心城市设立大店，创造消费者心智，强化品牌力和刷新单店业绩上限。（3）商品运营方面，公司通过 IP 战略（上半年 IP 产品销售贡献约 25%），聚焦大美妆/大玩具/大 IP 核心品类，以成本领先+产品差异化参与全球竞争。

表 1：名创优品公司季度门店数量变动（截至 2023/6/30）

日期	21/9/30	21/12/31	22/3/31	22/6/30	22/9/30	22/12/31	2023/3/31	2023/6/30
对应财季	1Q FY22	2Q FY22	3Q FY22	4QFY22	1Q FY23	2Q FY23	3Q FY23	4Q FY23
MINISO 品牌	4,871	5,045	5,113	5,199	5,296	5,440	5,514	5,791
中国	3,035	3,168	3,197	3,226	3,269	3,325	3,383	3,604
直营店	4	5	11	14	19	16	16	15
第三方	3031	3163	3186	3212	3250	3309	3367	3589
海外	1,836	1,877	1,916	1,973	2,027	2,115	2,131	2,187
直营店	108	117	136	133	131	153	150	176
第三方	1728	1760	1780	1840	1896	1962	1981	2011
其中：国内季净增	96	133	29	29	43	56	58	221
其中：海外季净增	26	41	39	57	54	88	16	56
TOPTOY 品牌	72	89	92	97	109	117	116	118
直营店	6	5	4	7	8	8	9	9
第三方	66	84	88	90	101	109	107	109
公司总计	4,943	5,134	5,205	5,296	5,405	5,557	5,630	5,909
公司季净增	161	191	71	91	109	152	73	279

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

海外直营进展超预期，直营利润改善潜力释放，维持展店目标：

于 FY23Q4，MINISO 国际业务 GMV 同比+41%至 24.0 亿元，实现收入同比+42.0%至 11.2 亿元；其中门店数量 yoy+11%，单店收入 yoy+28%。

分市场看，其中代理/直营市场 GMV 分别+32%/+69%至 17.5/6.6 亿元；代理/直营市场收入分别+19%/+85%至 6.1/5.1 亿元。直营占海外收入 45%，占海外 GMV 的 27%，占公司总收入的 15.6%。**分地区 GMV 及恢复度**，亚洲/拉美/北美/欧洲/中东北非的 GMV 同比+34%/+46%/+106%/+28%/+24%；**单店层面仅亚洲恢复度相对低，整体快速恢复。较疫情前 2019 同期**，海外单店 GMV 较疫情前整体恢复度为 92%，上季度为 77%，其中亚洲/拉美/北美/欧洲/中东北非的**单店 GMV 恢复度**为 64%/89%/193%/92%/90%。**展店方面**，2023 自然年海外门店拓店目标维持在 **350-450** 个。上半自然年海外门店净增 72 个，7 月单月净增 38 个。

展望未来，22/9/30 季度海外直营子公司已扭亏，本季度海外直营子公司利润率环比进一步改善约 5pp（据测算，上季度约直营子公司利润率约为低单位数）。据业绩会，6 月季度美国盈利门店占 9 成以上。海外直营区域中，印度与印尼改善趋势持续，随着北美商业模式的进一步成熟，预计海外直营子公司有望进一步释放利润。

表 2：名创优品公司季度财务要点及测算

日期	21/9/30	21/12/31	22/3/31	22/6/30	22/9/30	22/12/31	2023/3/31	2023/6/30	23/9/30E
对应财季	1Q FY22	2Q FY22	3QFY22	4Q FY22	1Q FY23	2Q FY23	3Q FY23	4Q FY23	1Q 24E
总收入(百万元)	2,654	2,773	2,341	2,318	2,772	2,494	2,954	3,252	3,717
YOY	28%	21%	5%	-6%	4%	-10%	26%	40%	34%
国内收入	2,031	2,056	1,823	1,533	1,852	1,508	2,153	2,137	2,506
YOY	18%	12%	2%	-21%	-9%	-27%	18%	39%	35%
海外收入	623	717	518	785	920	986	801	1,115	1,211
海外收入占比	23%	26%	22%	34%	33%	40%	27%	34%	33%
YOY	78%	55%	17%	49%	48%	38%	55%	42%	32%
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	51.9	52.3	43.4	42.6	49.9	44.2	51.2	54.3	60.6
YOY	10%	4%	-8%	-16%	-4%	-16%	18%	27%	21%
总门店数 YOY	14%	14%	13%	11%	9%	8%	8%	12%	
毛利(百万元)	728	863	707	772	989	997	1,162	1,296	1,487
销售费用	341	385	362	355	381	417	439	479	562
管理费用	211	221	199	185	168	146	155	164	193
营业利润	214	255	141	272	510	448	576	690	735
经调整归母净利	182	215	115	219	425	366	478	564	574
YOY	72%	156%	-26%	50%	134%	70%	317%	157%	35%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

季内经调整净利润率创新高，未来毛利率驱动力在于海外直营占比提升：

FY23Q4 毛利率同比+ 6.5%pp 至 39.8%，环比+0.5pp；FY23Q4 公司经调整归母净利润率同比+7.9pp 至 17.3%，创新高。**费用率方面**，FY23Q4 销售费用率因正向的经营杠杆效应同比-0.6% 至 14.7%，管理费用率因总部楼折旧资本化同比-2.9% 至 5.1%。**展望未来利润率**，考虑到前两个季度国内商品终端定价毛利率已达 60% 的目标，未来毛利率驱动力更多来自于海外直营占比提升、降本；未来利润率驱动力来自于公司团队派驻后的海外零售运营效率优化，带动整体海外业务正向经营杠杆强化。

表 3：名创优品公司季度财报及测算

	21/9/30	21/12/31	22/3/31	22/6/30	22/9/30	22/12/31	2023/3/31	2023/6/30	23/9/30E
对应财季	1Q FY22	2Q FY22	3QFY22	4Q FY22	1Q FY23	2Q FY23	3Q FY23	4Q FY23	1Q 24E
毛利率	27.4%	31.1%	30.2%	33.3%	35.7%	40.0%	39.3%	39.8%	40.0%
销售费用率	12.8%	13.9%	15.5%	15.3%	13.8%	16.7%	14.9%	14.7%	15.1%
管理费用率	8.0%	8.0%	8.5%	8.0%	6.0%	5.9%	5.3%	5.1%	5.2%
营业利润率	8.0%	9.2%	6.0%	11.7%	18.4%	17.9%	19.5%	21.2%	19.8%
归母净利润率	5.7%	6.7%	4.1%	8.8%	14.8%	14.1%	15.8%	16.6%	15.2%
经调整净利润率	6.9%	7.7%	4.7%	9.6%	15.1%	15.0%	16.4%	17.6%	15.7%
经调整归母净利率	6.8%	7.8%	4.9%	9.5%	15.3%	14.7%	16.2%	17.3%	15.5%

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 28.80 美元：

我们的观点：公司作为零售出海标的，全球扩张潜力广阔，现正处于快速成长期，空间与确定性兼备。看好中期海外直营业务收入及利润率扩张潜力。预计 9/30 季度营收及 Non-IFRS 归母净利润分别为 37.2/ 5.7 亿元。预计公司 FY24E 至 FY26E 营收为 151.6 / 180.9 / 214.5 亿元，同比+32.1% / +19.3% / + 18.6%；Non-IFRS 归母净利润为 23.9 / 29.4 / 36.0 亿元，同比+30.6% / +23.0% / +22.3%。现价对应 Non-IFRS 的 FY24E PE 约 22 倍，目标价对应 FY24E PE 约 28 倍。

风险提示：

行业竞争加剧、品牌升级进展不及预期、拓店进展不及预期、新业态拓展不及预期、国际关系风险。

财务报表摘要

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
流动资产	8,073	9,904	13,022	16,479	20,668
现金	5,348	6,489	9,524	12,546	16,266
应收账款	1,056	1,150	1,444	1,637	1,844
其他投资	211	205	205	205	205
存货	1,188	1,451	1,821	2,064	2,325
其他	269	609	27	27	27
非流动资产	3,209	3,544	3,715	3,897	4,088
物业、厂房及设备	420	535	561	589	619
资产使用权	2,343	2,553	2,680	2,814	2,955
递延税项资产	154	162	178	196	215
无形资产	43	25	27	28	29
其他	249	270	270	270	270
资产总计	11,282	13,448	16,737	20,376	24,755
流动负债	3,789	3,886	4,730	5,357	6,049
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,073	3,019	3,693	4,137	4,621
合同负债	362	293	367	436	510
应交税费	89	238	285	342	411
租赁负债	264	336	385	442	507
非流动负债	466	644	730	828	941
合同负债	52	47	49	52	54
可赎回优先股及其	21	40	40	40	40
负债合计	4,254	4,529	5,460	6,185	6,990
股本及股本溢价	7,983	7,255	7,255	7,255	7,255
少数股东权益	-4	17	34	55	81
归母所有者权益	7,032	8,901	11,243	14,136	17,684
负债及权益合计	11,282	13,448	16,737	20,376	24,755

会计年度	FY2022	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E
净利润	640	1,782	2,359	2,914	3,574
折旧摊销	390	831	929	975	1,024
利息收入	-66	-111	-76	-90	-107
营运资金变动	350	-508	699	119	141
已付所得税及其他	-230	-552	-786	-971	-1,191
经营活动现金流	1,406	1,763	3,911	3,917	4,632
投资活动现金流	-2,126	-858	-1,009	-1,048	-1,088
筹资活动现金流	-734	235	133	153	176
现金净增加额	-1,453	1,141	3,035	3,022	3,720
现金期初金额	6,772	5,348	6,489	9,524	12,546
现金期末金额	5,348	6,489	9,524	12,546	16,266

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	10,086	11,473	15,161	18,089	21,452
营业成本	-7,016	-7,030	-9,051	-10,672	-12,549
毛利	3,070	4,443	6,110	7,416	8,902
销售费用	-1,442	-1,716	-2,289	-2,713	-3,175
管理费用	-816	-634	-819	-977	-1,137
其他	71	130	68	68	68
营业利润	882	2,223	3,070	3,794	4,659
财务收入/(费用)净额	33	111	76	90	107
可赎回优先股公允价值变动	0	0	0	0	0
应占股权投资损益	-8	0	0	0	0
除税前溢利	907	2,334	3,146	3,885	4,766
所得税	-267	-552	-786	-971	-1,191
持续经营净利润	640	1,782	2,359	2,914	3,574
终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	2	13	17	21	26
归母净利润	638	1,769	2,342	2,892	3,548
Non-IFRS归母净利润	721	1,832	2,392	2,942	3,598

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入yoy	11.2%	13.8%	32.1%	19.3%	18.6%
营业利润yoy	119.9%	152.0%	38.1%	23.6%	22.8%
Non-IFRS归母净利润yoy	46.7%	154.1%	30.6%	23.0%	22.3%
盈利能力及费用					
毛利率	30.4%	38.7%	40.3%	41.0%	41.5%
Non-IFRS归母净利率	7.1%	16.0%	15.8%	16.3%	16.8%
销售费用率	14.3%	15.0%	15.1%	15.0%	14.8%
管理费用率	8.1%	5.5%	5.4%	5.4%	5.3%
偿债能力					
资产负债率	37.7%	33.7%	32.6%	30.4%	28.2%
流动比率	2.1	2.5	2.8	3.1	3.4
营运能力					
存货周转天数	69	68	65	66	63

	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
每普通股净利润 (Non-IFRS)	0.60	1.47	1.89	2.32	2.84
每ADS净利润 (Non-IFRS)	2.40	5.88	7.55	9.29	11.36

	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
Non-IFRS PE@22.7USD	69.0	28.2	21.9	17.8	14.6
PB	7.2	5.9	4.7	3.7	3.0

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基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，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。

分析员声明

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。本报告清晰准确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>