

买入

海外直营增长超预期，四季度指引提振信心

名创优品 (MNSO.N)

2024-12-13 星期五

投资要点

目标价: **30.60 美元**
 现价: 24.75 美元
 预计升幅: 23.6%

➤ 名创优品公布 FY24Q3(截至 9/30)季度业绩，海外增长再次超预期：

FY24Q3 营收同比+19%至 45.2 亿元（国内+9%，海外+40%），毛利率同比+3.1pp 至 44.9%，经调整归母净利润同比+7%至 6.8 亿元，经调整归母净利润率同比-1.8pp 至 15.0%。

➤ 国内业务稳健增长，海外直营业务展现正向杠杆：

国内业务： FY24Q3 国内业务收入同比+9%至 27.1 亿元，其中 MINISO 线下收入+4%至 22.3 亿元。(1) MINISO 国内门店数同比+12%至 4,520 个，线下门店 GMV+10.1%。(2) 单店有小幅下滑。三季度同店销售增长率降低单位数，平均客单价+0.2%，平均客单量下降中单位数。(3) TOPTOY 四季度实现收入 2.7 亿元，同比增长 50%，已经连续 4 个季度盈利；门店数达 234 间，环比+39 间，1-9 月累计净增达 86 间，预计全年净开 100 间。

海外业务： FY24Q3 海外业务收入 18.1 亿元，同比+40%。可比口径下，1-9 月直营/代理市场同店均有高单位数增长，GMV 同比+73%/+18%。

➤ 海外直营占比提升，毛利率达历史新高：

9/30 季度毛利率持续创历史新高，原因：(1) 名创优品中国内地的毛利率同比微增。(2) 海外直营市场收入占比提升，海外收入贡献占比由去年的 32% 提升至今年的 37%，海外直营市场的收入占比由去年的 14.9% 提升至今年的 19%。(3) 名创优品海外和 TOPTOY 毛利率有中高个位数提升。费用率方面，FY24Q3 销售费用率同比+5.1pp 至 22.0%，管理费用率同比+0.7pp 至 5.2%。

➤ 维持买入评级，给予目标价 30.60 美元：

我们的观点： 看好 MINISO 海外直营经营杠杆释放。预计 4 季度营收及 Non-IFRS 归母净利润分别为 48.5/ 7.5 亿元。预计公司 FY24E 至 FY26E 营收为 171.2/ 208.2/ 251.1 亿元，同比+23.7%/ +21.6%/ +20.6%；Non-IFRS 归母净利润为 28.4/ 34.6/ 42.2 亿元，同比+21.6%/ +22.0%/ +21.7%。现价对应 Non-IFRS 的 FY25E PE 约 16.2 倍，给予目标价 30.6 美元，对应 FY25E PE 约 20 倍。

重要数据

日期	2024/12/12
收盘价 (美元)	24.75
总股本 (亿股)	12.64
总市值 (亿美元)	78.3
净资产 (亿美元)	12.3
总资产 (亿美元)	18.6
52 周高低 (美元)	25.30/ 12.51
每股净资产 (美元)	4.20

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-20211229
 名创优品 (MNSO.N) 更新报告
 20230825、20231127

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,926	13,839	17,124	20,815	25,111
同比增长(%)	-2.0%	39.4%	23.7%	21.6%	20.6%
毛利率	34.9%	41.2%	41.6%	41.8%	42.0%
归母净利润(Non-IFRS)	1,124	2,336	2,841	3,467	4,218
同比增长(%)	61.0%	107.7%	21.6%	22.0%	21.7%
每 ADS 净利润(Non-IFRS)	11.3%	16.9%	16.6%	16.7%	16.8%
PE@24.75 USD (Non-IFRS)	3.73	7.52	8.97	10.95	13.32

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

➤ 国内业务稳健增长，海外直营业务展现正向杠杆：

国内业务： FY24Q3 国内业务收入同比+9%至 27.1 亿元，其中 MINISO 线下收入+4%至 22.3 亿元。(1) MINISO 国内门店数同比+12%至 4,520 个，线下门店 GMV+10.1%。截至 9 月末，国内名创门店共 4250 间，环比净增 135 间，其中一线/二线/三线及以下城市各净增 22/66/47 间；1-9 月累计净增达 324 间，公司预计全年净增约 400 间。24 小时超级店目前已开设约 500 间，计划到 2024 年末开设 800 间。(2) 单店有小幅下滑。三季度同店销售增长率降低单位数，平均客单价+0.2%，平均客单量下降中单位数。(3) TOPTOY 四季度实现收入 2.7 亿元，同比增长 50%，已经连续 4 个季度盈利；门店数达 234 间，环比+39 间，1-9 月累计净增达 86 间，预计全年净开 100 间。此外 TOPTOY 品牌产品 10 月在泰国曼谷开出海外首店，海外扩张正式启动，东南亚地区将成为未来主要市场。

海外业务： FY24Q3 海外业务收入 18.1 亿元，同比+40%。可比口径下，1-9 月直营/代理市场同店均有高单位数增长，GMV 同比+73%/+18%，收入同比+67%/+20%。拉美/亚洲（除中国）/北美/欧洲地区同店各增长低双位数/高单位数/中单位数/低单位数。从收入结构来看，海外收入占集团总收入占比已近四成，海外业务对业绩增长的拉动作用明显，名创优品全球化经营战略卓有成效。

表 1：名创优品公司季度门店数量变动（截至 2023/6/30）

日期	22/9/30	22/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2023/12/31	2023/12/31
对应财季	1Q FY23	2Q FY23	3Q FY23	4Q FY23	1Q FY24	2024Q1	2024Q2	2024Q3
MINISO 品牌	5,296	5,440	5,514	5,791	6,115	6,630	6,712	7,186
中国	3,269	3,325	3,383	3,604	3,802	4,034	4,115	4,250
直营店	19	16	16	15	20	29	29	29
第三方	3250	3309	3367	3589	3782	4005	4086	4221
海外	2,027	2,115	2,131	2,187	2,313	2,596	2,597	2,936
直营店	131	153	150	176	202	281	343	422
第三方	1896	1962	1981	2011	2111	2315	2410	2541
其中：国内季净增	43	56	58	221	198	108	81	135
其中：海外季净增	54	88	16	56	126	109	1	339
TOP TOY 品牌	109	117	116	118	122	160	195	234
直营店	8	8	9	9	9	17	21	29
第三方	101	109	107	109	113	143	174	205
公司总计	5,405	5,557	5,630	5,909	6,237	6,790	6,907	7,420
公司季净增	109	152	73	279	328	229	117	513

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 海外直营占比提升，毛利率达历史新高：

9/30 季度毛利率达历史新高，原因：(1) 名创优品中国内地的毛利率同比微增。(2) 海外直营市场收入占比提升，海外收入贡献占比由去年的 32% 提升至今年的 37%，海外直营市场的收入占比由去年的 14.9% 提升至今年的 19%。(3) 名创优品海外和 TOPTOY 毛利率有中高个位数提升。费用率方面，FY24Q3 销售费用率同比+5.1pp 至 22.0%，管理费用率同比+0.7pp 至 5.2%。

表 2：名创优品公司季度财务要点及测算

日期	22/12/31	23/3/31	23/6/30	23/9/30	23/12/31	24/3/31	24/6/30	24/9/30	24/12/31
对应财季	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	4Q 24E
总收入(百万元)	2,494	2,954	3,252	3,791	3,841	3,724	4,035	4,523	4,852
YOY	-10%	26%	40%	37%	54%	26%	24%	19%	26%
国内收入	1,508	2,153	2,137	2,496	2,347	2,502	2,525	2,711	2,811
YOY	-27%	18%	39%	35%	56%	16%	18%	9%	20%
海外收入	986	801	1,115	1,295	1,494	1,222	1,510	1,811	2,041
海外收入占比	40%	27%	34%	34%	39%	33%	37%	40%	42%
YOY	37%	55%	42%	41%	52%	53%	35%	40%	37%
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	44.2	51.2	54.3	60.5	58.3	53.8	57.2	61.1	65.7
YOY	-15%	18%	27%	21%	32%	5%	5%	1%	13%
总门店数 YOY	8%	8%	12%	15%	18%	21%	17%	19%	14%
毛利(百万元)	997	1,162	1,296	1,584	1,657	1,616	1,773	2,030	2,179
销售费用	-417	-439	-479	-641	-722	-696	-826	-996	-1,067
管理费用	-146	-155	-164	-171	-187	-191	-227	-236	-247
营业利润	448	576	690	788	765	743	752	853	884
经调整归母净利润	366	478	564	636	658	582	588	679	746
YOY	70%	317%	157%	50%	80%	22%	4%	7%	13%

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

	22/12/31	23/3/31	23/6/30	23/9/30	23/12/31	24/3/31	24/6/30	24/9/30	23/12/31E
对应财季	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2Q 24E
毛利率	40.0%	39.3%	39.8%	41.8%	43.1%	43.4%	43.9%	44.9%	44.9%
销售费用率	16.7%	14.9%	14.7%	16.9%	18.8%	18.7%	20.5%	22.0%	22.0%
管理费用率	5.9%	5.3%	5.1%	4.5%	4.9%	5.1%	5.6%	5.2%	5.1%
营业利润率	17.9%	19.5%	21.2%	20.8%	19.9%	20.0%	18.6%	18.9%	18.2%
归母净利润率	14.1%	15.8%	16.6%	16.2%	16.6%	15.6%	14.6%	14.2%	14.9%
经调整净利润率	15.0%	16.4%	17.6%	16.9%	17.2%	15.7%	14.7%	15.2%	15.4%
经调整归母净利率	14.7%	16.2%	17.3%	16.8%	17.1%	15.6%	14.6%	15.0%	15.4%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

收购永辉超市股份交易进展

公司于9月签署收购永辉29.4%股权的协议，目前交易通函已经取得了香港联交所的无异议确认，市场监督管理机构已进行经营者集中简易案件公示（公示期已结束），进度符合公司预期，预计交易将在1Q25完成，未来将采用权益法核算。本次交易外部借款不少于投资金额的60%，即37.6亿。永辉门店调改效果显著且预计调改加速，2025年拟自主调改超100间，较2024年翻倍。除门店拓展提速外，三四线与区域多店空间也在持续验证中。预计交易完成后，名创与永辉将在供应链、自主品牌、渠道开发等方面做更多协同合作。

维持买入评级，给予目标价30.60美元：

我们的观点：看好MINISO海外直营经营杠杆释放。预计4季度营收及Non-IFRS归母净利润分别为48.5/7.5亿元。预计公司FY24E至FY26E营收为171.2/208.2/251.1亿元，同比+23.7%/+21.6%/+20.6%；Non-IFRS归母净利润为28.4/34.6/42.2亿元，同比+21.6%/+22.0%/+21.7%。现价对应Non-IFRS的FY25E PE约16.2倍，给予目标价30.6美元，对应FY25E PE约20倍。

风险提示：

消费趋势变动风险；
行业竞争加剧风险；
拓店进展不及预期风险；
新业态拓展不及预期风险；
国际关系风险等。

财务报表摘要

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,744	10,328	12,381	14,834	17,764
现金	5,187	6,415	7,865	9,692	11,939
应收账款	1,109	1,518	1,785	2,061	2,362
其他投资	810	253	253	253	253
存货	1,475	1,922	2,260	2,609	2,991
其他	164	219	219	219	219
非流动资产	3,254	4,158	4,353	4,558	4,774
物业、厂房及设备	468	769	808	848	891
资产使用权	2,337	2,901	3,046	3,198	3,358
递延税项资产	166	104	115	126	139
无形资产	33	20	21	22	23
其他	250	364	364	364	364
资产总计	11,997	14,485	16,733	19,392	22,538
流动负债	3,712	4,407	5,182	6,016	6,934
短期借款	0	1	1	1	1
应付账款	2,940	3,390	3,956	4,553	5,200
合同负债	337	324	418	521	634
应交税费	161	238	286	343	412
租赁负债	273	454	521	598	687
非流动负债	477	887	996	1,136	1,297
合同负债	50	41	43	45	47
非流动租赁负债	408	798	918	1,055	1,214
负债合计	4,188	5,294	6,178	7,152	8,231
股本及股本溢价	7,809	9,191	10,555	12,239	14,307
少数股东权益	2	23	48	80	118
归母所有者权益	7,807	9,168	10,507	12,160	14,189
负债及权益合计	11,997	14,485	16,733	19,392	22,538

现金流量表

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,108	2,330	3,175	3,831	4,586
投资活动现金流	-775	-268	-493	-485	-477
筹资活动现金流	-387	-366	-1,234	-1,519	-1,862
现金净增加额	-54	1,696	1,449	1,827	2,247
现金期初金额	5,151	5,187	6,415	7,865	9,692
现金期末金额	5,187	6,415	7,865	9,692	11,939

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,926	13,839	17,124	20,815	25,111
营业成本	-6,462	-8,140	-10,001	-12,114	-14,564
毛利	3,464	5,698	7,124	8,700	10,547
销售费用	-1,515	-2,281	-2,843	-3,455	-4,143
管理费用	-697	-677	-846	-999	-1,205
其他	118	84	73	73	83
营业利润	1,370	2,824	3,508	4,319	5,281
财务收入/(费用)净额	72	161	180	208	251
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	0	0	0	0	0
除税前溢利	1,442	2,985	3,688	4,527	5,532
所得税	-377	-707	-903	-1,109	-1,355
持续经营净利润	1,065	2,278	2,784	3,418	4,176
少数股东损益	0	21	25	31	38
归母净利润	1,065	2,253	2,759	3,387	4,138
Non-IFRS归母净利润	1,124	2,336	2,841	3,467	4,218

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入yoy	-2.0%	39.4%	23.7%	21.6%	20.6%
营业利润yoy	67.5%	106.1%	24.2%	23.1%	22.3%
Non-IFRS归母净利润yoy	61.0%	107.7%	21.6%	22.0%	21.7%
盈利能力及费用					
毛利率	34.9%	41.2%	41.6%	41.8%	42.0%
Non-IFRS归母净利率	11.3%	16.9%	16.6%	16.7%	16.8%
销售费用率	15.3%	16.5%	16.6%	16.6%	16.5%
管理费用率	7.0%	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	34.9%	36.5%	36.9%	36.9%	36.5%
流动比率	2.4	2.3	2.4	2.5	2.6
营运能力					
存货周转天数	79	75	75	72	69
每股资料 (人民币元)					
每普通股净利润 (Non-IFRS)	0.93	1.88	2.24	2.74	3.33
每ADS净利润 (Non-IFRS)	3.73	7.52	8.97	10.95	13.32
估值比率					
Non-IFRS PE@24.75USD	47.6	23.6	19.8	16.2	13.3
PB	7.2	6.1	5.3	4.6	3.9

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>