

买入

海外贡献业绩弹性，以产品带动品牌升级

名创优品 (MNSO)

2022-04-14 星期四

### 投资要点

➤ 海外业务加速回暖，利润端恢复至疫情以来新高：

FY22Q2 名创优品实现收入 27.7 亿元，yoy+20.7%，超业绩指引上限。期内毛利率为 31.1%，同比/环比分别提升 3.1/3.7 个百分点，毛利率提升主要原因是海外占比提升及 IP 产品销售。FY22Q2 的经调整净利润为 2.14 亿元，yoy+155%，调后净利率为 7.7%，yoy/qoq 分别+4.1/+0.8 个百分点。

➤ 分区域看，疫情散发影响国内单店收入，海外贡献业绩弹性。国内渠道持续下沉，22 自然年 MINISO 国内/海外开店目标为 400/350 家：

国内录得 20.6 亿元收入(yoy+12%)，环比持平，单店收入同比-7.4%；海外录得收入 7.2 亿元(yoy+54.9%)，环比+15.1%，海外占收入比达 26%；单店收入同比+43.7%。FY22Q2 海外 GMV 已恢复至疫情前同期 80%，其中代理国家恢复率 80%，直营国家恢复率 70%。

渠道方面，截至 21 年 12 月全球 MINISO 店铺数共 5,045 家（国内 3,168 家/海外 1,877 家），季净增 174 家（国内/海外分别增 133/41 家），季度 60% 的国内新增门店来自于三线及以下城市。2021 自然年，MINISO 品牌国内/海外分别开店 400/131 个，完成年初计划。

➤ TOPTOY 初具规模，模型优化在途，22 年有望实现月盈亏平衡：

FY22 Q2 TOPTOY 实现营收 1.3 亿元，环比+20%，占总收入 4.7%。截至 12 月，TOPTOY 品牌共 89 家（梦工厂 13 家，潮玩集合 76 家），季度净增 17 家。2022 年 TOPTOY 重心将在商业模式优化和门店调整，发力线上业务并以此提升独占产品占比，至年底有望实现单月盈亏平衡。

➤ 维持买入评级，目标价 12.3 美元：

**我们的观点：**公司作为全球化的新零售标杆企业，成长空间广阔，驱动力在于国内渠道下沉、海外加速恢复及拓店、MINISO 品牌升级、TOPTOY 品牌成长。2022 年是 MINISO 品牌升级元年，**公司将坚守高性价比核心优势，以产品升级带动品牌力上升——预计 30% 的产品升级为具备区分度&基于兴趣消费的明星产品，70% 的产品价格维持稳定**。利润率有望随海外强劲复苏而恢复至疫情前水平。预计公司 FY22E/23E Non-IFRS 归母净利润为 7.5 /13.3 亿元，同比+52%/+77%。目标价对应 FY23E PE 约 18 倍。

人民币百万元	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,979	9,072	11,234	14,440	17,894
同比增长(%)	-4.4%	1.0%	23.8%	28.5%	23.9%
毛利率(%)	30.4%	26.8%	28.3%	30.2%	30.4%
归母净利润	-262	-1,415	551	1,107	1,419
Non-IFRS 归母净利	969	495	751	1,327	1,639
同比增长(%)	11.0%	-48.9%	51.8%	76.8%	23.5%
Non-IFRS EPS (人民币元)	/	0.41	0.61	1.08	1.34
PE@8.26 USD (Non-IFRS)	/	32.0	21.6	12.2	9.9

数据来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

目标价：**12.3 美元**  
 现价：8.26 美元  
 预计升幅：48.9%

### 重要数据

日期	2022/04/13
收盘价(美元)	8.26
总股本(亿股)	12.26
总市值(亿美元)	25.3
净资产(亿美元)	10.6
总资产(亿美元)	17.3
52 周高低(美元)	28.55/6.18
每股净资产(美元)	0.86

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	71.7%
李敏信	4.6%
窦娜	1.0%
腾讯和高瓴	5.4%

### 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

### 研究部

姓名：李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话：0755-21519182  
 Email: licr@gyzq.com.hk

## 报告正文

**名创优品海外业务加速回暖，利润端恢复至疫情以来新高：**

FY22Q2 名创优品实现收入 27.7 亿元，yoy+20.7%，超业绩指引上限。期内毛利率为 31.1%，同比/环比分别提升 3.1/3.7 个百分点，毛利率提升主要原因是海外占比提升及 IP 产品销售。FY22Q2 的经调整净利润为 2.14 亿元，yoy+155%，经调整净利率为 7.7%，yoy/qoq 分别+4.1/+0.8 个百分点。按店数及单店拆分收入增长，FY22Q2 收入 yoy+21%，其中公司总门店数 yoy+14%，MINISO 品牌单店收入 yoy+4%，TOPTOY 品牌亦有贡献。

**疫情散发影响国内单店收入，海外贡献业绩弹性：**

国内录得 20.6 亿元收入(yoy+12%)，qoq+1.2%，疫情影响线下客流，单店收入同比-7.4%；海外录得收入 7.2 亿元(yoy+54.9%)，环比+15.1%，海外占收入比达 26%，单店收入同比+43.7%。海外业务综合毛利率高于国内，因此海外占比提升有效拉动整体毛利率。按 GMV 口径，FY22Q2 海外已恢复至疫情前同期 80%的水平，其中代理国家恢复率为 80%，直营国家恢复率为 70%。美国/欧洲/拉美/亚洲的 GMV 已恢复至 19 同期的 140%/160%/85%/70%。根据 Google Map 数据，截至 220410 海外大部分地区的杂货店及药店人流量已恢复或高于疫情前水平，如美国较疫情前-3.86%，德国+17%，越南+20%。

表 1：名创优品公司季度收入拆分

日期	19/12/31	20/3/31	20/6/30	20/9/30	20/12/31	21/3/31	21/6/30	21/9/30	21/12/31
对应财季	2Q FY20	3Q FY 20	4Q FY 20	1Q FY21	2Q FY21	3Q FY21	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22
总收入	2,804	1,633	1,553	2,072	2,298	2,229	2,472	2,654	2,773
YOY				-31%	-18%	37%	59%	28%	21%
国内收入	1,851	1,023	1,365	1,722	1,835	1,788	1,946	2,031	2,056
YOY				-5%	-1%	75%	43%	18%	12%
海外收入	953	610	189	350	463	441	526	623	717
海外收入占比	34%	37%	12%	17%	20%	20%	21%	23%	26%
YOY				-70%	-51%	-28%	179%	78%	55%
MINISO 单店收入及门店数同比变动 (MINISO 单店收入单位为千元)：									
MINISO 单店收入	665.8	382.6	356.2	469.9	503.7	473.9	504.7	519.1	523.2
YOY				-38%	-24%	24%	42%	10%	4%
总门店数 YOY				11%	7%	9%	13%	14%	14%

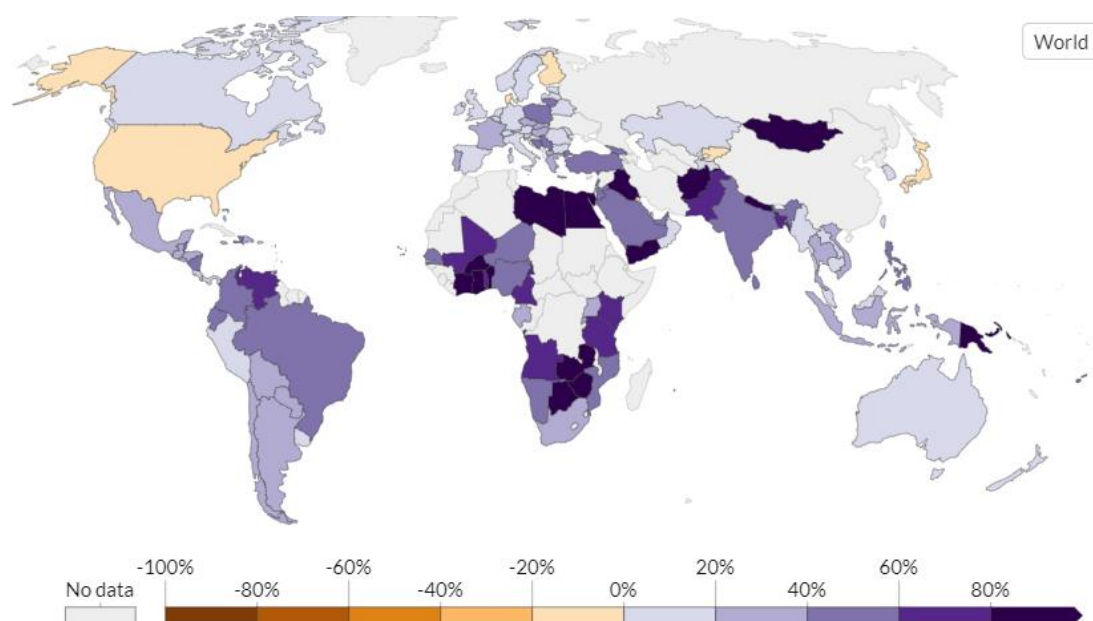
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 2：名创优品公司季度费用率及盈利能力指标

对应财季	2Q FY20	3Q FY 20	4Q FY 20	1Q FY21	2Q FY21	3Q FY21	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22
毛利率	31.6%	32.4%	24.4%	25.2%	28.0%	28.1%	25.8%	27.4%	31.1%
营业利润率	11.8%	2.4%	-1.9%	-0.1%	2.4%	7.2%	7.6%	8.0%	9.2%
销售费用率	12.1%	16.7%	17.6%	13.8%	14.8%	13.3%	11.4%	12.8%	13.9%
管理费用率	8.1%	11.0%	11.3%	12.2%	8.2%	7.6%	8.1%	8.0%	8.0%
归母净利润率	-7.3%	4.7%	-3.1%	-80.7%	0.9%	5.5%	4.7%	5.7%	6.7%
调后归母净利润率	14.0%	8.6%	2.3%	5.1%	3.7%	7.0%	6.0%	6.8%	7.8%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：全球各地区人流恢复现状(Grocery and pharmacy stores, 截至 22/04/10)



资料来源：Our World in Data, Google map, 国元证券经纪（香港）整理

**国内渠道持续下沉，22 自然年 MINISO 国内/海外开店目标为 400/350 家：**

截至 21 年 12 月全球 MINISO 店铺数共 5,045 家（国内 3,168 家/海外 1,877 家），季度净增 174 家（国内/海外分别增 133/41 家），季度 60% 的国内新增门店来自于三线及以下城市，三线及以下门店数量超 1300 家，占国内门店 41%。2021 自然年，MINISO 品牌国内/海外分别开店 400/131 个，完成 2021 自然年的年初计划。尽管 22 年 3 月中旬以来国内疫情多点散发影响线下消费，但我们认为 MINISO 主品牌将具备较强韧性，原因消费者对质优价廉、高性价比的品牌商品仍具备强劲需求。

**TOPTOY 品牌门店数初具规模，商业模型优化在途，22 自然年有望实现月盈亏平衡：**

FY22 Q2 TOPTOY 实现营收 1.3 亿元，环比+20%，占总收入 4.7%。截至 12 月，TOPTOY 品牌共 89 家，季度净增 17 家；其中梦工厂店 13 家，潮玩集合店 76 家。在门店数初具规模的基础上，预计 2022 日历上半年 TOPTOY 品牌的重心将在商业模型优化和门店调整上，业务策略为发力线上业务并以此提升独占产品占比。财季末公司独占产品比例为 8%，线上为独占产品首发渠道（其中线上渠道独占产品占 30%）；独占产品毛利率较第三方产品高 15-20pp，未来目标是独占产品占比达 30%。公司预计 22 自然年仍将维持净开店状态，至年底有望实现单月盈亏平衡。

表 3: 名创优品公司季度门店数量变动

日期	19/12/31	20/3/31	20/6/30	20/9/30	20/12/31	21/3/31	21/6/30	21/9/30	21/12/31
对应财季	2Q FY20	3Q FY 20	4Q FY 20	1Q FY21	2Q FY21	3Q FY21	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22
<b>MINISO 品牌</b>	<b>4,211</b>	<b>4,223</b>	<b>4,222</b>	<b>4,330</b>	<b>4,514</b>	<b>4,587</b>	<b>4,749</b>	<b>4,871</b>	<b>5,045</b>
<b>中国</b>	<b>2,543</b>	<b>2,535</b>	<b>2,533</b>	<b>2,633</b>	<b>2,768</b>	<b>2,812</b>	<b>2,939</b>	<b>3,035</b>	<b>3,168</b>
直营店	8	8	7	5	5	5	5	4	5
第三方	2535	2527	2526	2628	2763	2807	2934	3031	3163
<b>海外</b>	<b>1,668</b>	<b>1,688</b>	<b>1,689</b>	<b>1,697</b>	<b>1,746</b>	<b>1,775</b>	<b>1,810</b>	<b>1,836</b>	<b>1,877</b>
直营店	126	122	122	115	105	107	105	108	117
第三方	1542	1566	1567	1582	1641	1668	1705	1728	1760
其中: 国内季净增	159	-8	-2	100	135	44	127	96	133
其中: 海外季净增	139	20	1	8	49	29	35	26	41
<b>TOP TOY 品牌</b>						<b>9</b>	<b>33</b>	<b>72</b>	<b>89</b>
直营店						2	2	6	5
第三方						7	31	66	84
<b>公司总计</b>						<b>4,596</b>	<b>4,782</b>	<b>4,943</b>	<b>5,134</b>
<b>公司季净增</b>						<b>82</b>	<b>186</b>	<b>161</b>	<b>191</b>

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

**2022 是名创优品品牌升级元年, 产品、传播、渠道多举措并行:**

2022 年公司启动名创优品品牌升级计划。产品上, 公司将坚守高性价比的核心优势, 以产品升级带动品牌力上升。预计有 30% 的产品上由“三高三低”向“三好(好看、好玩、好用)”进化, 储备打造具备区分度、基于兴趣消费的明星产品(如以往的威斯汀酒店联名香薰、大牌平替等), 其余 70% 的产品价格维持稳定。品牌上, 以明星战略级产品为基础, 在消费者认知端将“名创优品”与“美好生活方式”挂钩, 优先发力一二线城市的品牌传播, 建立全球化品牌形象。渠道端, 公司将系统性优化一二线城市的线下业务及盈利能力, 完善全渠道消费体验。预计全年品牌升级将投入 1.5 亿元。FY21 公司有 8800 个核心 SKU, 每年开发及更新过半 SKU, 产品开发实力强劲, SKU 具备爆品实力。若顺利实现品牌力提升, 每 SKU 销售潜能有望全面释放。

**维持买入评级, 目标价 12.3 美元:**

**我们的观点:** 公司作为全球化的新零售标杆企业, 成长空间广阔, 驱动力在于国内渠道下沉、海外加速恢复及拓店、MINISO 品牌升级、TOPTOY 品牌成长。2022 年是 MINISO 品牌升级元年, 公司将坚守高性价比核心优势, 以产品升级带动品牌力上升——预计 30% 的产品升级为具备区分度&基于兴趣消费的明星产品, 70% 的产品价格维持稳定。利润率有望随海外强劲复苏而恢复至疫情前水平。预计公司 FY22E/23E Non-IFRS 归母净利润为 7.5 /13.3 亿元, 同比+52%/+77%。目标价对应 FY23E PE 约 18 倍。

**风险提示：**

国内外疫情反复影响线下客流及消费意愿、行业竞争加剧、新业态拓展不及预期。

**财务报表摘要**

会计年度	FY2020	FY2021	FY22E	FY23E	FY24E
<b>流动资产</b>	<b>4,987</b>	<b>9,199</b>	<b>10,342</b>	<b>12,308</b>	<b>14,647</b>
现金	2,854	6,772	7,505	8,868	10,615
应收账款	730	825	970	1,185	1,395
其他投资	0	103	103	103	103
存货	1,396	1,496	1,760	2,149	2,530
其他	7	4	4	4	4
<b>非流动资产</b>	<b>850</b>	<b>1,506</b>	<b>1,571</b>	<b>1,640</b>	<b>1,714</b>
物业、厂房及设备	88	76	80	84	88
资产使用权	503	690	724	761	799
递延税项资产	184	169	185	204	224
无形资产	69	61	64	67	71
其他	6	510	517	524	532
<b>资产总计</b>	<b>5,836</b>	<b>10,705</b>	<b>11,913</b>	<b>13,949</b>	<b>16,361</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,310</b>	<b>3,483</b>	<b>4,052</b>	<b>4,883</b>	<b>5,763</b>
短期借款	401	14	14	14	14
应付账款	2,420	2,809	3,239	3,846	4,517
合同负债	218	267	377	534	666
应交税费	46	66	79	95	114
租赁负债	224	327	343	394	452
<b>非流动负债</b>	<b>2,850</b>	<b>570</b>	<b>653</b>	<b>739</b>	<b>838</b>
合同负债	74	60	63	66	69
<b>可赎回优先股及</b>	<b>2,397</b>	<b>27</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>34</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,159</b>	<b>4,053</b>	<b>4,705</b>	<b>5,622</b>	<b>6,601</b>
股本及股本溢价	162	8,289	8,289	8,289	8,289
少数股东权益	14	-7	-1	10	25
归母所有者权益	-337	6,659	7,209	8,317	9,735
<b>负债及权益合计</b>	<b>5,836</b>	<b>10,705</b>	<b>11,913</b>	<b>13,949</b>	<b>16,361</b>

会计年度	FY2020	FY2021	FY22E	FY23E	FY24E
<b>净利润</b>	<b>-130</b>	<b>-1,429</b>	<b>556</b>	<b>1,118</b>	<b>1,433</b>
折旧摊销	269	265	236	248	260
利息收入	-26	-40	-11	-14	-18
营运资金变动	-184	277	123	154	206
已付所得税及其他	-411	-195	-139	-280	-358
<b>经营活动现金流</b>	<b>826</b>	<b>916</b>	<b>904</b>	<b>1,506</b>	<b>1,881</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>463</b>	<b>-519</b>	<b>-266</b>	<b>-277</b>	<b>-288</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-118</b>	<b>3,536</b>	<b>96</b>	<b>134</b>	<b>154</b>
现金净增加额	1,172	3,934	733	1,363	1,747
现金期初金额	1,686	2,854	6,772	7,505	8,868
现金期末金额	2,854	6,772	7,505	8,868	10,615

会计年度	FY2020	FY2021	FY22E	FY23E	FY24E
<b>营业收入</b>	<b>8,979</b>	<b>9,072</b>	<b>11,234</b>	<b>14,440</b>	<b>17,894</b>
营业成本	-6,246	-6,641	-8,061	-10,074	-12,454
毛利	2,732	2,431	3,174	4,365	5,440
销售费用	-1,190	-1,207	-1,503	-1,805	-2,237
管理费用	-796	-811	-980	-1,170	-1,423
其他	21	-12	-3	-3	-3
<b>营业利润</b>	<b>767</b>	<b>401</b>	<b>688</b>	<b>1,388</b>	<b>1,777</b>
财务收入/(费用)净额	-6	12	11	14	18
可赎回优先股公允价值变动	-680	-1,625	0	0	0
应占股权投资损益	0	-4	-4	-4	-4
<b>除税前溢利</b>	<b>81</b>	<b>-1,216</b>	<b>695</b>	<b>1,398</b>	<b>1,791</b>
所得税	-211	-213	-139	-280	-358
<b>持续经营净利润</b>	<b>-130</b>	<b>-1,429</b>	<b>556</b>	<b>1,118</b>	<b>1,433</b>
终止经营净利润	-130	0	0	0	0
少数股东损益	2	-14	6	11	14
<b>归母净利润</b>	<b>-262</b>	<b>-1,415</b>	<b>551</b>	<b>1,107</b>	<b>1,419</b>
<b>Non-IFRS归母净利润</b>	<b>969</b>	<b>495</b>	<b>751</b>	<b>1,327</b>	<b>1,639</b>

会计年度	FY2020	FY2021	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入yoy	-4.4%	1.0%	23.8%	28.5%	23.9%
营业利润yoy	-24.6%	-47.7%	71.5%	101.7%	28.1%
Non-IFRS归母净利润yoy	11.0%	-48.9%	51.8%	76.8%	23.5%
<b>盈利能力</b>					
<b>Non-IFRS归母净利率</b>	<b>10.8%</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.7%</b>	<b>9.2%</b>	<b>9.2%</b>
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	105.5%	37.9%	39.5%	40.3%	40.3%
流动比率	1.5	2.6	2.6	2.5	2.5
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	78	78	73	70	68
应收账款天数	31	31	29	27	26
<b>每股资料</b>					
EPS (人民币元)	-0.26	-1.18	0.45	0.90	1.16
Non-IFRS EPS (人民币元)	/	0.41	0.61	1.08	1.34
<b>估值比率</b>					
Non-IFRS PE@8.26USD	/	32.0	21.6	12.2	9.9
PB	/	2.4	2.2	1.9	1.7

# 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>