

买入

海外业务高增，盈利能力恢复至接近疫情前水平

名创优品 (9896.HK)

2022-08-31 星期三

投资要点

目标价：**17.8 港元**
 现价：12.90 港元
 预计升幅：38.0%

重要数据

日期	2022/08/30
收盘价 (港元)	12.90
总股本 (亿股)	12.67
总市值 (亿港元)	161.7
净资产 (亿港元)	82.2
总资产 (亿港元)	131.9
52 周高低 (港元)	15.35/11.16
每股净资产 (港元)	6.71

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)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(9896.HK)更新报告：预计疫情致FY22Q4承压，但至暗时刻已过-20220727

研究部

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

国内业务预计下半年环比改善，未来展店步伐谨慎乐观：

3月以来疫情散发对线下门店客流及加盟商拓店步伐造成干扰。FY22Q4集团国内收入15.3亿元，同比-21.2%。5月以来线下门店月度流水逐月改善。7月国内GMV恢复至去年同期的95%，8月大致持平。同店方面，6/30季度同店为去年同期的80-85%，7月以来二三线城市的同店已逐步恢复至接近去年同期水平。展店方面，截至6/30国内名创门店同比+10%至3,226个，季度净增29个。目前国内零售环境不确定性较高，预计22年初制定的国内展店400个的目标难以完成，公司将进行动态管理。

海外业务高增，除亚洲外的地区销售额好于疫情前，海外展店加快：

海外业务持续贡献业绩弹性，仅亚洲地区尚未恢复至疫情前同期水平。FY22Q4，名创优品国际业务收入同比+49%至7.9亿元，季内海外业务销售额恢复至疫情前19年同期的90%以上。FY22Q4海外直营子公司从过去两年的每季度3000+万元的亏损收窄至1000万元亏损，下半年有望扭亏为盈。7月以来，海外代理市场同增30%-40%，直营国家增幅超50%。展店方面，2022自然年集团对MINISO品牌海外开店目标为350个，海外市场空间更大，我们对公司完成年初设定的海外拓店计划有信心。

毛利率超预期来源于海外占比提升、品牌升级及成本管控：

FY22Q4毛利率同比提升7.5pp至33.3%，环比提升3.1pp，主要原因是海外占比提升（同比提升13pp至34%）、情感消费类高毛利产品推出、有效的供应链成本管控。FY22Q4经调整归母净利润率同比+3.6pp至9.5%，创近10季新高。供应链及成本管控方面，对供应链方法论的掌握、强大的采购体量和业内领先的付款条件令公司具备一定议价权，期内公司通过简化包装、精益管理等实现部分SKU降本，验证供应链管理能力的提升。

维持买入评级，目标价17.8港元：

我们的观点：我们认为品牌舆论事件影响有限且可控，短期国内业务取决于疫情动态，海外业务潜力更大。我们相信中长期公司价值仍将体现于其运用供应链、商品运营及渠道优势，为消费者带来独特价值。预计FY23E至FY25E营收为123.6/142.3/165.8亿元，同比+23%/+16%/+16%；Non-IFRS归母净利润为9.6/12.2/14.6亿元，同比+34%/+27%/+19%。现价对应FY23E PE约14.6倍，目标价对应FY23E PE约18倍。

人民币百万元	FY2021	FY2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,072	10,086	12,358	14,295	16,574
同比增长(%)	1.0%	11.2%	22.5%	15.7%	15.9%
归母净利润	-1,415	638	854	1,105	1,337
Non-IFRS 归母净利润	492	721	964	1,224	1,461
同比增长(%)	-49.3%	46.7%	33.7%	26.9%	19.4%
Non-IFRS EPS (人民币元)	0.42	0.60	0.76	0.97	1.15
PE@12.9 HKD (Non-IFRS)	26.4	18.6	14.6	11.5	9.6

数据来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

報告正文

名创优品公布 FY22Q4 及 FY22 全年業績：

FY22 公司營收同比+11%至 100.9 億元（國內+2.1%，海外+49%），經調整歸母淨利潤同比+47%至 7.2 億元，經調整歸母淨利率同比+1.7pp 至 7.1%。

FY22Q4 公司營收同比-6%至 23.2 億元（國內-21%，海外+49%），經調整歸母淨利潤同比+50%至 2.2 億元，經調整歸母淨利率同比+3.6pp 至 9.5%。

國內業務預計下半年環比改善，未來展店步伐謹慎樂觀：

3 月以來的各地疫情散發對線下門店客流及加盟商拓店步伐造成干擾。FY22Q4 集團國內收入 15.3 億元，同比-21.2%；其中國內名創品牌收入同比-23%至 14.1 億元，TOPTOY 品牌收入同比+32%至 0.95 億元。

儘管 3 月受疫情干擾，但 5 月以來線下門店月度流水逐月改善。22 年 4-6 月名創優品國內門店分別有 12%/9%/2%受疫情影響而暫時閉店，4-5 月國內銷售額同比下降 30%，6 月恢復至去年同期的 94%。7 月國內 GMV 恢復至去年同期的 95%，8 月大致持平。

同店方面，6/30 季度同店為去年同期的 80-85%，7 月以來二三線城市的同店已逐步恢復至接近去年同期水平。**展店方面**，截至 6/30 國內名創品牌門店同比+10%至 3,226 個，季度環比淨增 29 個；TOPTOY 門店季度淨增 5 個。當前國內零售環境不確定性較高，預計 22 年初製定的國內開店 400 個目標難以完成，公司將進行動態管理，系統性優化一二線市場業務，提升加盟伙伴抗風險能力。若下半年疫情擾動較少，我們對未來展店步伐維持謹慎樂觀。**另外，TOPTOY 品牌仍處於模型打磨期。**季內獨家產品貢獻提升至 20%，預計 22 年下半年 TOP TOY 業務重心將持續放在產品及商業模型優化。

海外業務高增，除亞洲外的主要地區銷售額好於疫情前，公司加快海外展店節奏：

海外業務持續貢獻業績彈性，僅亞洲地區尚未恢復至疫情前同期水平。FY22Q4，名創優品國際業務收入同比+49%至 7.9 億元，其中代理市場發貨收入+30%以上，直營市場收入+70%以上，季內海外業務銷售額恢復至疫情前 19 年同期的 90%以上。FY22Q4 海外直營子公司虧損從過去兩年的每季度 3000 余萬元的虧損收斂至 1000 萬元虧損，下半年有望扭虧為盈。7 月以來，海外代理市場同增 30%-40%，直營國家增幅超 50%。

分地區看，歐洲/北美/拉美/中東北非/亞洲（不含中國）的銷售額同比+40%/+170%/+60%/+30%/+50%，分別恢復至疫情前 2019 同期的 200%/113%/120%/160%/60%。

預計隨著亞洲東南亞各國旅遊入境管制放鬆，東南亞門店將會持續恢復。**展店方面**，2022 自然年集團對 MINISO 品牌海外開店目標為 350 個，海外市場空間更大，我們對公司完成年初設定的海外拓店計劃有信心。

毛利率超预期来源于海外占比提升、品牌升级及成本管控，盈利能力创近 10 季新高：
 FY22Q4 毛利率同比提升 7.5pp 至 33.3%，环比提升 3.1pp，主要原因是海外占比提升（同比提升 13pp 至 34%，环比提升 12pp）、情感消费类高毛利产品推出、有效的供应链成本管控。FY22Q4 经调整归母净利润率同比+3.6pp 至 9.5%，创近 10 个季度新高。

品牌升级方面，公司以产品力带动品牌势能提升。期内公司有节奏地推出基于兴趣/情感消费的新品，国内产品终端销售毛利率有约 3 个百分点提升，未来仍具备提升空间。另外，期内 TOP TOY 毛利率达 42%，对销售贡献达 20% 的独家产品毛利率稳定在 60% 以上。

供应链及成本管控方面，对供应链方法论的掌握、强大的采购体量和业内领先的付款条件令公司具备一定的议价权，尽管上半年服装/玩具等行业具有成本普涨的现象，但期内公司通过简化包装、精益管理等实现部分 SKU 降本，体现公司强大的供应链管理能力和费用率方面，FY22Q4 销售费用率同比+3.9pp 至 15.3%，管理费用率同比-0.1pp 至 8.1%。季度销售费用率的上升主要是由于国际物流费用及 IP 授权费增加。

维持买入评级，目标价 17.8 港元：

我们的观点：公司加强了海外代理商约束和中国文化输出，并建立全球品牌组织架构，我们认为品牌舆论事件影响有限且可控，短期国内业务取决于疫情动态，海外业务潜力更大。我们相信中长期公司将运用其供应链、商品运营及渠道优势，为消费者带来独特价值。预计公司 FY23E 至 FY25E 营收为 123.6/ 142.3/ 165.8 亿元，同比+22.5%/+15.7%/+15.9%；Non-IFRS 归母净利润为 9.6/ 12.2/ 14.6 亿元，同比+33.7%/+26.9%/+19.4%。现价对应 Non-IFRS 的 FY23E PE 约 14.6 倍，目标价对应 FY23E PE 约 18 倍。

表 1：名创优品公司季度门店数量变动

日期	20/9/30	20/12/31	21/3/31	21/6/30	21/9/30	21/12/31	22/3/31	22/6/30
对应财季	1Q FY21	2Q FY21	3Q FY21	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22	3Q FY22	4Q FY22
MINISO 品牌	4,330	4,514	4,587	4,749	4,871	5,045	5,113	5,199
中国	2,633	2,768	2,812	2,939	3,035	3,168	3,197	3,226
直营店	5	5	5	5	4	5	11	14
第三方	2628	2763	2807	2934	3031	3163	3186	3212
海外	1,697	1,746	1,775	1,810	1,836	1,877	1,916	1,973
直营店	115	105	107	105	108	117	136	133
第三方	1582	1641	1668	1705	1728	1760	1780	1840
其中：国内季净增	100	135	44	127	96	133	29	29
其中：海外季净增	8	49	29	35	26	41	39	57
TOP TOY 品牌			9	33	72	89	92	97
直营店			2	2	6	5	4	7
第三方			7	31	66	84	88	90
公司总计			4,596	4,782	4,943	5,134	5,205	5,296
公司季净增			82	186	161	191	71	91

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

日期	20/9/30	20/12/31	21/3/31	21/6/30	21/9/30	21/12/31	22/3/31	22/6/30	22/9/30
对应财季	1Q FY21	2Q FY21	3Q FY21	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22	3QFY22	4Q FY22	1Q 23E
总收入(百万元)	2,072	2,298	2,229	2,472	2,654	2,773	2,341	2,318	2,754
YOY	-31%	-18%	37%	59%	28%	21%	5%	-6%	4%
国内收入	1,722	1,835	1,788	1,946	2,031	2,056	1,823	1,533	1,929
YOY	-5%	-1%	75%	43%	18%	12%	2%	-21%	-5%
海外收入	350	463	441	526	623	717	518	785	826
海外收入占比	17%	20%	20%	21%	23%	26%	22%	34%	30%
YOY	-70%	-51%	-28%	179%	78%	55%	17%	49%	33%
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	47.0	50.4	47.4	50.5	51.9	52.3	43.4	42.6	49.8
YOY	-38%	-24%	24%	42%	10%	4%	-8%	-16%	-4%
总门店数 YOY	11%	7%	9%	13%	14%	14%	13%	11%	
毛利(百万元)	522	643	626	639	728	863	707	772	903
销售费用	287	341	296	283	341	385	362	355	405
管理费用	252	189	170	200	211	221	199	185	215
营业利润	-2	54	161	188	214	255	141	272	310
经调整归母净利润	106	84	156	149	182	215	115	219	250
YOY				314%	72%	156%	-26%	50%	38%

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

	20/9/30	20/12/31	21/3/31	21/6/30	21/9/30	21/12/31	22/3/31	22/6/30	22/9/30E
对应财季	1Q FY21	2Q FY21	3Q FY21	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22	3QFY22	4Q FY22	1Q FY22
毛利率	25.2%	28.0%	28.1%	25.8%	27.4%	31.1%	30.2%	33.3%	32.8%
销售费用率	13.8%	14.8%	13.3%	11.4%	12.8%	13.9%	15.5%	15.3%	14.7%
管理费用率	12.2%	8.2%	7.6%	8.1%	8.0%	8.0%	8.5%	8.0%	7.8%
营业利润率	-0.1%	2.4%	7.2%	7.6%	8.0%	9.2%	6.0%	11.7%	11.3%
归母净利润率	-80.7%	0.9%	5.5%	4.7%	5.7%	6.7%	4.1%	8.8%	8.4%
经调整归母净利率	5.1%	3.7%	7.0%	6.0%	6.8%	7.8%	4.9%	9.5%	9.1%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

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

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	9,465	10,908	12,665
现金	6,772	5,348	6,610	7,795	9,260
应收账款	825	1,056	1,229	1,351	1,488
其他投资	103	211	211	211	211
存货	1,496	1,188	1,383	1,520	1,674
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	12,840	14,458	16,399
流动负债	3,483	3,789	4,429	4,869	5,389
短期借款	14	0	0	0	0
应付账款	2,809	3,073	3,559	3,871	4,245
合同负债	267	362	460	522	591
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	4,957	5,467	6,068
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	-2	1	4
归母所有者权益	6,659	7,032	7,886	8,991	10,328
负债及权益合计	10,705	11,282	12,840	14,458	16,399
现金流量表					
单位: 百万元人民币					
会计年度	FY2021	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	-1,429	640	856	1,108	1,340
折旧摊销	265	236	833	875	918
利息收入	-40	-33	-12	-14	-17
营运资金变动	277	102	448	112	151
已付所得税及其他	-195	-267	-333	-431	-521
经营活动现金流	916	945	2,125	2,080	2,393
投资活动现金流	-519	-1,992	-961	-1,008	-1,057
筹资活动现金流	3,536	-408	98	112	129
现金净增加额	3,934	-1,455	1,261	1,185	1,465
现金期初金额	2,854	6,772	5,348	6,610	7,795
现金期末金额	6,772	5,348	6,610	7,795	9,260

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	12,358	14,295	16,574
营业成本	-6,641	-7,016	-8,552	-9,792	-11,303
毛利	2,431	3,070	3,806	4,503	5,270
销售费用	-1,207	-1,442	-1,705	-1,944	-2,237
管理费用	-811	-816	-952	-1,072	-1,226
其他	-12	71	36	46	46
营业利润	401	882	1,185	1,533	1,852
财务收入/(费用)净额	12	33	12	14	17
可赎回优先股公允价值变	-1,625	0	0	0	0
应占股权投资损益	-4	-8	-8	-8	-8
除税前溢利	-1,216	907	1,189	1,539	1,861
所得税	-213	-267	-333	-431	-521
持续经营净利润	-1,429	640	856	1,108	1,340
终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	-14	2	2	3	3
归母净利润	-1,415	638	854	1,105	1,337
Non-IFRS归母净利润	492	721	964	1,224	1,461
主要财务比率					
会计年度	FY2021	FY2022	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入yoy	1.0%	11.2%	22.5%	15.7%	15.9%
营业利润yoy	-47.7%	119.9%	34.4%	29.3%	20.9%
Non-IFRS归母净利润yoy	-49.3%	46.7%	33.7%	26.9%	19.4%
盈利能力					
Non-IFRS归母净利率	5.4%	7.1%	7.8%	8.6%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	37.9%	37.7%	38.6%	37.8%	37.0%
流动比率	2.6	2.1	2.1	2.2	2.4
营运能力					
存货周转天数	78	69	54	53	51
应收帐款天数	31	34	33	32	31
每股资料					
EPS (人民币元)	-1.18	0.53	0.67	0.87	1.06
Non-IFRS EPS (人民币元)	0.42	0.60	0.76	0.97	1.15
估值比率					
Non-IFRS PE@12.9HKD	26.4	18.6	14.6	11.5	9.6
PB	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3

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>