

买入
预计 3QFY23 国内动销强劲，盈利能力向好
名创优品 (MNSO.N)

2023-05-08 星期一

投资要点
3Q FY23 (2023/3/31 季度) 业绩前瞻:

我们保守预计 3Q FY23 营收为 29.59 亿元人民币，同比+26%；预计季度 Non-IFRS 净利润为 4.06 亿元人民币，同比+255%，对应季度 Non-IFRS 净利润率 13.7%。分区域看，我们保守预计 3QFY23 公司国内/海外分别实现收入 22.6/7.0 亿元，国内/海外收入分别同比+24%/+35%。

受益线下复苏，预计国内业务动销强劲，拓店节奏提速，品牌升级及产品结构优化有望抬升毛利率中枢:

受益于 22 年末疫情防控动态优化，23 年初元旦后线下整体复苏。线下客流复苏推动成交小票数回升，品牌升级及产品结构优化推动国内业务平均客单价提升。(1) 据测算，我们保守预计 3/31 季度国内收入同比+24%，其中预计 23 年 1-2 月/3 月 MINISO 国内业务 GMV 同比分别增 2 成/4 成以上，预计门店数贡献的增长约中单位数 (22/12/31 Miniso 国内门店数为 3,325 个，较同期的 3,168 个店增长 5%)，其余为单店店效增长。

(2) 利润端方面，随着品牌升级及产品结构的优化，其对 3/31 季度毛利率的正面影响将持续体现，预计 3/31 季度公司毛利率为 37.5%，同比+7pp。(3) 疫后公司动销和拓店节奏显著提速，据调研，五一期间国内业务有望录得 7 成以上增长，五一于二三线城市黄金商圈百店齐开，疫情期间部分零售业态的出清反而利于名创在疫后取得较好的商圈点位。

预计海外利润率仍具备充足提升空间:

展望未来，预计海外业务的毛利率仍具备较大提升空间，在于 (1) 海外直营业务蓬勃发展，直营业务占比提升有助于毛利率提升；(2) 国内产品结构升级带来的正面效应将部分传递到海外代理业务，中间存在时间差；(3) 海外产品组货本地化有助于中长期提升海外店效及利润率。

维持买入评级，给予目标价 23.80 美元:

我们的观点: 中期公司海外市场空间远高于国内。北美直营、海外货品结构本地化优化是公司海外规模提升的关键。预计公司 FY23E 至 FY25E 营收为 116.2/142.7/171.3 亿元，同比+15.2%/+22.8%/+20.1%；Non-IFRS 归母净利润为 15.0/18.6/22.7 亿元，同比+108.3%/+24.1%/+22.2%。现价对应 Non-IFRS FY24E PE 约 22 倍，目标价对应 FY23E PE 约 28 倍。

人民币百万元	FY2021	FY2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,072	10,086	11,621	14,267	17,133
同比增长(%)	1.0%	11.2%	15.2%	22.8%	20.1%
毛利率	26.8%	30.4%	36.6%	36.8%	37.2%
归母净利润(Non-IFRS)	492	721	1,502	1,863	2,277
同比增长(%)	-49.3%	46.7%	108%	24.1%	22.2%
每 ADS 净利润(Non-IFRS)	1.68	2.40	4.74	5.88	7.19
PE@18.51 USD (Non-IFRS)	76.1	53.3	27.0	21.7	17.8

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: 23.80 美元
现价: 16.73 美元
预计升幅: 42.3%
重要数据

日期	2023/05/07
收盘价(美元)	16.73
总股本(亿股)	12.64
总市值(亿美元)	52.8
净资产(亿美元)	11.2
总资产(亿美元)	17.2
52 周高低(美元)	19.49/4.45
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: 盈利能力远超预期，全球化品牌战略升级-20230303

研究部

姓名: 何丽敏

SFC: BTG784

电话: 0755-82846267

Email: helm@gyzq.com.hk

報告正文

3Q FY23 (2023/3/31 季度) 業績前瞻：

我們保守預計 3Q FY23 營收為 29.59 億元人民幣，同比+26%；預計季度 Non-IFRS 淨利潤為 4.06 億元人民幣，同比+255%，對應季度 Non-IFRS 淨利潤率 13.7%。分區域看，我們保守預計 3QFY23 公司國內/海外分別實現收入 22.6/7.0 億元，國內/海外收入分別同比+24% / +35%。

受益線下復蘇，預計國內業務動銷強勁，拓店節奏提速，品牌升級及產品結構優化提升毛利率中樞：

受益於 22 年末疫情防控動態優化，23 年初元旦後線下整體復蘇。線下客流復蘇推動成交小票數回升，品牌升級及產品結構優化推動國內業務平均客單價提升。（1）據測算，我們保守預計 3/31 季度國內收入同比+24%，其中預計 23 年 1-2 月/3 月 MINISO 國內業務 GMV 同比分別增 2 成/ 4 成以上，預計門店數貢獻的增長約中單位數（22/12/31 Miniso 國內門店 3,325，較同期的 3,168 個店增長 5%），其餘為單店店效增長。（2）利潤端方面，隨著品牌升級及產品結構的優化，其對 3/31 季度毛利率的正面影響將持續體現，預計 3/31 季度公司毛利率為 37.5%，同比+7pp。（3）疫後公司動銷和拓店節奏顯著提速，據調研，五一期間國內業務有望錄得 7 成以上增長，五一期間於二三線市場黃金商圈百店齊開，疫情期間部分零售業態的出清反而利於名創在疫後取得較好的商圈點位。

預計海外利潤率仍具備充足提升空間：

展望未來，預計海外業務的毛利率仍具備較大提升空間，在於（1）海外直營業務蓬勃發展，直營業務占比提升有助於毛利率提升；（2）國內產品結構升級帶來的正面效應將部分傳遞到海外代理業務，中間存在時間差；（3）海外產品組貨本地化有助於中長期提升海外店效及利潤率。

表 1: 名创优品公司季度门店数量变动 (截至 2022/12/31)

日期	21/3/31	21/6/30	21/9/30	21/12/31	22/3/31	22/6/30	22/9/30	22/12/31
对应财季	3Q FY21	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22	3Q FY22	4QFY22	1Q FY23	2Q FY23
MINISO 品牌	4,587	4,749	4,871	5,045	5,113	5,199	5,296	5,440
中国	2,812	2,939	3,035	3,168	3,197	3,226	3,269	3,325
直营店	5	5	4	5	11	14	19	16
第三方	2807	2934	3031	3163	3186	3212	3250	3309
海外	1,775	1,810	1,836	1,877	1,916	1,973	2,027	2,115
直营店	107	105	108	117	136	133	131	153
第三方	1668	1705	1728	1760	1780	1840	1896	1962
其中: 国内季净增	44	127	96	133	29	29	43	56
其中: 海外季净增	29	35	26	41	39	57	54	88
TOP TOY 品牌	9	33	72	89	92	97	109	117
直营店	2	2	6	5	4	7	8	8
第三方	7	31	66	84	88	90	101	109
公司总计	4,596	4,782	4,943	5,134	5,205	5,296	5,405	5,557
公司季净增	82	186	161	191	71	91	109	152

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	21/3/31	21/6/30	21/9/30	21/12/31	22/3/31	22/6/30	22/9/30	22/12/31	23/3/31E
对应财季	3Q FY21	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22	3QFY22	4Q FY22	1Q FY23	2Q FY23	3Q FY23E
总收入(百万元)	2,229	2,472	2,654	2,773	2,341	2,318	2,772	2,494	2,959
YOY	37%	59%	28%	21%	5%	-6%	4%	-10%	26%
国内收入	1,788	1,946	2,031	2,056	1,823	1,533	1,852	1,508	2,262
YOY	75%	43%	18%	12%	2%	-21%	-9%	-27%	24%
海外收入	441	526	623	717	518	785	920	986	698
海外收入占比	20%	21%	23%	26%	22%	34%	33%	40%	24%
YOY	-28%	179%	78%	55%	17%	49%	48%	38%	35%
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	47.4	50.5	51.9	52.3	43.4	42.6	49.9	44.2	50.5
YOY	24%	42%	10%	4%	-8%	-16%	-4%	-16%	16%
总门店数 YOY	9%	13%	14%	14%	13%	11%	9%	8%	
毛利(百万元)	626	639	728	863	707	772	989	997	1,110
销售费用	296	283	341	385	362	355	381	417	447
管理费用	170	200	211	221	199	185	168	146	175
营业利润	161	188	214	255	141	272	510	448	503
经调整归母净利润	156	149	182	215	115	219	425	366	406
YOY		314%	72%	156%	-26%	50%	134%	70%	255%

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 2023/3/31 财季）

	21/3/31	21/6/30	21/9/30	21/12/31	22/3/31	22/6/30	22/9/30	22/12/31	23/3/31E
对应财季	3Q FY21	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22	3QFY22	4Q FY22	1Q FY23	2Q FY23	3Q FY23E
毛利率	28.1%	25.8%	27.4%	31.1%	30.2%	33.3%	35.7%	40.0%	37.5%
销售费用率	13.3%	11.4%	12.8%	13.9%	15.5%	15.3%	13.8%	16.7%	15.1%
管理费用率	7.6%	8.1%	8.0%	8.0%	8.5%	8.0%	6.0%	5.9%	5.9%
营业利润率	7.2%	7.6%	8.0%	9.2%	6.0%	11.7%	18.4%	17.9%	17.0%
归母净利润率	5.5%	4.7%	5.7%	6.7%	4.1%	8.8%	14.8%	14.1%	13.3%
经调整净利润率	6.7%	5.7%	6.9%	7.7%	4.7%	9.6%	15.1%	15.0%	14.0%
经调整归母净利率	7.0%	6.0%	6.8%	7.8%	4.9%	9.5%	15.3%	14.7%	13.7%

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 23.80 美元：

我们的观点：展望中期，公司海外市场空间远高于国内。北美直营、海外货品结构本地化优化是公司海外规模提升的关键。预计公司 FY23E 至 FY25E 营收为 116.2/ 142.7/ 171.3 亿元，同比+15.2%/ +22.8%/ +20.1%；Non-IFRS 归母净利润为 15.0/ 18.6/ 22.7 亿元，同比+108.3%/ +24.1%/ +22.2%。现价对应 Non-IFRS FY24E PE 约 22 倍，目标价对应 FY23E 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	9,518	11,831	14,534
现金	6,772	5,348	6,819	8,723	11,022
应收账款	825	1,056	1,156	1,348	1,538
其他投资	103	211	211	211	211
存货	1,496	1,188	1,300	1,517	1,730
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	12,893	15,381	18,268
流动负债	3,483	3,789	3,943	4,612	5,260
短期借款	14	0	0	0	0
应付账款	2,809	3,073	3,066	3,564	4,041
合同负债	267	362	467	571	666
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	4,471	5,210	5,939
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	-1	3	9
归母所有者权益	6,659	7,032	8,423	10,168	12,321
负债及权益合计	10,705	11,282	12,893	15,381	18,268

现金流量表					
会计年度	FY2021	FY2022	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	-1,429	640	1,395	1,749	2,158
折旧摊销	265	390	833	875	918
利息收入	-40	-66	-12	-14	-17
营运资金变动	277	350	118	190	167
已付所得税及其他	-195	-230	-490	-614	-758
经营活动现金流	916	1,406	2,334	2,800	3,226
投资活动现金流	-519	-2,126	-962	-1,008	-1,056
筹资活动现金流	3,536	-734	98	112	129
现金净增加额	3,934	-1,453	1,470	1,904	2,299
现金期初金额	2,854	6,772	5,348	6,819	8,723
现金期末金额	6,772	5,348	6,819	8,723	11,022

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	11,621	14,267	17,133
营业成本	-6,641	-7,016	-7,368	-9,017	-10,759
毛利	2,431	3,070	4,253	5,250	6,373
销售费用	-1,207	-1,442	-1,685	-2,054	-2,450
管理费用	-811	-816	-732	-885	-1,062
其他	-12	71	46	46	46
营业利润	401	882	1,882	2,357	2,907
财务收入/(费用)净额	12	33	12	14	17
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	-8	-8	-8
除税前溢利	-1,216	907	1,885	2,363	2,916
所得税	-213	-267	-490	-614	-758
持续经营净利润	-1,429	640	1,395	1,749	2,158
终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	-14	2	3	4	5
归母净利润	-1,415	638	1,392	1,745	2,153
Non-IFRS归母净利润	492	721	1,502	1,863	2,277

主要财务比率					
会计年度	FY2021	FY2022	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入yoy	1.0%	11.2%	15.2%	22.8%	20.1%
营业利润yoy	-47.7%	119.9%	113.4%	25.2%	23.3%
Non-IFRS归母净利润yoy	-49.3%	46.7%	108.3%	24.1%	22.2%
盈利能力及费用					
毛利率	26.8%	30.4%	36.6%	36.8%	37.2%
Non-IFRS归母净利率	5.4%	7.1%	12.9%	13.1%	13.3%
销售费用率	13.3%	14.3%	14.5%	14.4%	14.3%
管理费用率	8.9%	8.1%	6.3%	6.2%	6.2%
偿债能力					
资产负债率	37.9%	37.7%	34.7%	33.9%	32.5%
流动比率	2.6	2.1	2.4	2.6	2.8
营运能力					
存货周转天数	78	69	61	56	54

每股资料 (人民币元)					
每普通股净利润(Non-IFRS)	0.42	0.60	1.19	1.47	1.80
每ADS净利润(Non-IFRS)	1.68	2.40	4.74	5.88	7.19
估值比率					
Non-IFRS PE@16.73USD	68.8	48.1	24.4	19.6	16.1
PB	5.3	5.0	4.3	3.6	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>