

## 买入

## 预计疫情致 FY22Q4 承压，但至暗时刻已过

**名创优品 (9896.HK)**

2022-07-27 星期二

### 投资要点

#### ➤ 4Q FY22 (2022/6/30 季度) 业绩前瞻:

我们预计 4QFY22 名创优品集团业绩将符合市场预期。预计 4Q FY22 营收为 22.5 亿元人民币，同比-9.1%；预计季度 Non-IFRS 净利润为 1.45 亿元人民币，同比-2.4%，对应季度 Non-IFRS 净利率 6.4%。分区域看，我们预计 4QFY22 公司国内/海外分别实现收入 15.1/7.3 亿元，国内/海外收入分别同比-22%/+39%。

#### ➤ 预计 4QFY22 疫情致国内业务承压，至暗时刻已过，6 月显著复苏:

3 月以来中下旬以来多地疫情散发，4 月份高峰时 MINISO 国内约 380 家暂时闭店。疫情对线下门店人流及加盟商拓店造成干扰。根据终端调研，我们判断 MINISO 国内业务至暗时刻已过，业务恢复情况好于预期（此前市场曾预期 22 年 4-6 月 MINISO 国内 GMV 仅为去年同期的约 7 成）。我们预计 22 年 4-5 月 MINISO 国内业务 GMV 约为去年同期的 70%+，随着上海等区域复工复产，6 月逐步复苏至接近去年同期水平。另外，预计 22 自然年 TOP TOY 业务重心将持续放在模型优化及门店调整。

#### ➤ 预计海外持续恢复并贡献业绩弹性，海外占比提升将提振毛利率:

在海外人流持续恢复的背景下，预计海外业务的恢复将好于预期。2022 自然年集团对 MINISO 品牌海外开店目标为 350 个，我们对公司完成年初设定的海外拓店计划有信心。海外面临通胀，公司将利用国内外强大的供应链网络有效管控成本，以极致高性价比产品巩固竞争力。利润率方面，预计海外业务占比提升、MINISO 品牌升级将提振整体毛利率。

#### ➤ 维持买入评级，目标价 17.8 港元:

**我们的观点:** 尽管疫情导致 4-5 月国内经营业绩承压，但我们认为随着疫情受控，最坏的时刻已经过去。我们对 22 自然年下半年业绩的恢复有信心，公司优质供应链网络、极致高性价比产品、高效的商品运营体系及类直营模式渠道网络的核心竞争优势不改。预计公司 FY2022E 至 2024E 营收为 100.2/128.8/161.8 亿元，同比+10.4%/+27.6%/+26.6%；Non-IFRS 归母净利润为 6.6/9.7/13.6 亿元，同比+33%/+48%/+40%。现价对应 FY23E PE 约 15.7 倍，目标价对应 FY23E PE 约 20 倍。

人民币百万元	FY2020	FY2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,979	9,072	10,015	12,779	16,182
同比增长(%)	-4.4%	1.0%	10.4%	27.6%	26.6%
毛利率(%)	30.4%	26.8%	29.8%	30.3%	31.0%
归母净利润	-262	-1,415	559	859	1,243
Non-IFRS 归母净利润	969	495	657	969	1,359
同比增长(%)	11.0%	-48.9%	32.8%	47.6%	40.2%
Non-IFRS EPS (人民币元)	/	0.41	0.54	0.76	1.07
PE@13.98 HKD (Non-IFRS)	/	28.8	22.1	15.7	11.2

数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

目标价: **17.8 港元**  
 现价: 13.98 港元  
 预计升幅: 27.3%

### 重要数据

日期	2022/07/26
收盘价(港元)	13.98
总股本(亿股)	12.67
总市值(亿港元)	177.1
净资产(亿港元)	83.7
总资产(亿港元)	134.4
52 周高低(港元)	15.40/12.92
每股净资产(港元)	6.84

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(MNSO)更新报告: 海外贡献业绩弹性，以产品带动品牌升级-20220414

### 研究部

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

## 报告正文

### 4Q FY22 (2022/6/30 季度) 业绩前瞻:

我们预计 4QFY22 名创优品集团业绩将符合市场预期。预计 4QFY22 营收为 22.5 亿元人民币，同比-9.1%；预计季度 Non-IFRS 净利润为 1.45 亿元人民币，同比-2.4%，对应季度 Non-IFRS 净利润率 6.4%。分区域看，我们预计 4QFY22 公司国内/海外分别实现收入 15.1/7.3 亿元，国内/海外收入分别同比-22%/+39%。

### 预计国内业务受疫情影响而承压，但至暗时刻已过，终端调研显示 6 月显著复苏:

3 月以来中下旬以来多地疫情散发，4 月份高峰时 MINISO 国内约 380 家暂时闭店。疫情对线下门店人流及加盟商拓店造成干扰。根据终端调研，我们判断 MINISO 国内业务至暗时刻已过，业务恢复情况好于预期（此前市场曾预期 22 年 4-6 月 MINISO 国内 GMV 仅为去年同期的约 7 成）。我们预计 22 年 4-5 月 MINISO 国内业务 GMV 约为去年同期的 70%+，随着上海等区域复工复产，6 月逐步复苏至接近去年同期水平。另外，预计 22 自然年 TOP TOY 业务重心将持续放在模型优化及门店调整。

### 预计海外业务持续恢复并贡献业绩弹性，海外占比提升将提振整体毛利率:

在海外人流持续恢复的背景下，预计海外业务的恢复将好于预期。2022 自然年集团对 MINISO 品牌海外开店目标为 350 个，我们对公司完成年初设定的海外拓店计划有信心。海外面临通胀，公司将利用国内外强大的供应链网络有效管控成本，以极致高性价比产品巩固竞争力。利润率方面，预计海外业务占比提升、MINISO 品牌升级将提振整体毛利率。

表 1: 名创优品公司季度门店数量变动

日期	20/6/30	20/9/30	20/12/31	21/3/31	21/6/30	21/9/30	21/12/31	22/3/31
对应财季	4Q FY 20	1Q FY21	2Q FY21	3Q FY21	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22	3Q FY22
<b>MINISO 品牌</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>5,113</b>
<b>中国</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>	<b>3,197</b>
直营店	7	5	5	5	5	4	5	11
第三方	2526	2628	2763	2807	2934	3031	3163	3186
<b>海外</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>	<b>1,916</b>
直营店	122	115	105	107	105	108	117	136
第三方	1567	1582	1641	1668	1705	1728	1760	1780
其中: 国内季净增	-2	100	135	44	127	96	133	29
其中: 海外季净增	1	8	49	29	35	26	41	39
<b>TOP TOY 品牌</b>				<b>9</b>	<b>33</b>	<b>72</b>	<b>89</b>	<b>92</b>
直营店				2	2	6	5	4
第三方				7	31	66	84	88
<b>公司总计</b>				<b>4,596</b>	<b>4,782</b>	<b>4,943</b>	<b>5,134</b>	<b>5,205</b>
<b>公司季净增</b>				<b>82</b>	<b>186</b>	<b>161</b>	<b>191</b>	<b>71</b>

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	20/6/30	20/9/30	20/12/31	21/3/31	21/6/30	21/9/30	21/12/31	22/3/31	22/6/30E
对应财季	4Q FY20	1Q FY21	2Q FY21	3Q FY21	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22	3QFY22	4Q FY22E
总收入(百万元)	<b>1,553</b>	<b>2,072</b>	<b>2,298</b>	<b>2,229</b>	<b>2,472</b>	<b>2,654</b>	<b>2,773</b>	<b>2,341</b>	<b>2,247</b>
YOY		-31%	-18%	37%	59%	28%	21%	5%	-9%
国内收入	<b>1,365</b>	<b>1,722</b>	<b>1,835</b>	<b>1,788</b>	<b>1,946</b>	<b>2,031</b>	<b>2,056</b>	<b>1,823</b>	<b>1,514</b>
YOY		-5%	-1%	75%	43%	18%	12%	2%	-22%
海外收入	<b>189</b>	<b>350</b>	<b>463</b>	<b>441</b>	<b>526</b>	<b>623</b>	<b>717</b>	<b>518</b>	<b>734</b>
海外收入占比	12%	17%	20%	20%	21%	23%	26%	22%	33%
YOY		-70%	-51%	-28%	179%	78%	55%	17%	39%
<b>MINISO 单店收入及门店数同比变动 (MINISO 单店收入单位: 万元)</b>									
MINISO 单店收入	35.6	47.0	50.4	47.4	50.5	51.9	52.3	43.4	41.9
YOY		-38%	-24%	24%	42%	10%	4%	-8%	-17%
总门店数 YOY		11%	7%	9%	13%	14%	14%	13%	
毛利(百万元)	379	522	643	626	639	728	863	707	684
销售费用	273	287	341	296	283	341	385	362	326
管理费用	176	252	189	170	200	211	221	199	189
营业利润	-30	-2	54	161	188	214	255	141	171
经调整归母净利润	<b>36</b>	<b>106</b>	<b>84</b>	<b>156</b>	<b>149</b>	<b>182</b>	<b>215</b>	<b>115</b>	<b>145</b>
YOY					314%	72%	156%	-26%	-2%

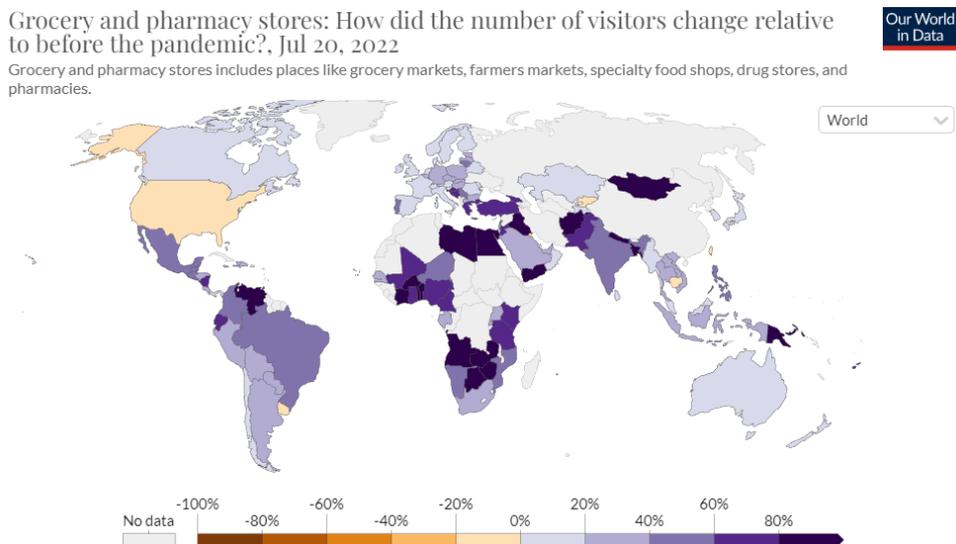
资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

**表 3: 名创优品公司季度财报及测算**

	20/6/30	20/9/30	20/12/31	21/3/31	21/6/30	21/9/30	21/12/31	22/3/31	22/6/30E
对应财季	4Q FY20	1Q FY21	2Q FY21	3Q FY21	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22	3QFY22	4Q FY22E
毛利率	24.4%	25.2%	28.0%	28.1%	25.8%	27.4%	31.1%	30.2%	30.4%
销售费用率	17.6%	13.8%	14.8%	13.3%	11.4%	12.8%	13.9%	15.5%	14.5%
管理费用率	11.3%	12.2%	8.2%	7.6%	8.1%	8.0%	8.0%	8.5%	8.4%
营业利润率	-1.9%	-0.1%	2.4%	7.2%	7.6%	8.0%	9.2%	6.0%	7.6%
归母净利润率	-3.1%	-80.7%	0.9%	5.5%	4.7%	5.7%	6.7%	4.1%	5.6%
经调整归母净利率	2.3%	5.1%	3.7%	7.0%	6.0%	6.8%	7.8%	4.9%	6.5%

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 1:海外各地人流已基本恢复至疫情前水平(Grocery and pharmacy stores, 截至 22/07/20)



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

**维持买入评级, 目标价 17.8 港元:**

**我们的观点:** 尽管疫情导致 4-5 月国内经营业绩承压, 但我们认为随着疫情受控, 最坏的时刻已经过去。我们对 22 自然年下半年业绩的恢复有信心, 公司优质供应链网络、极致高性价比产品、高效的运营体系及类直营模式渠道网络的核心竞争优势不改。预计公司 FY2022E 至 2024E 营收为 100.2/ 128.8/ 161.8 亿元, 同比+ 10.4%/ +27.6%/ +26.6%; Non-IFRS 归母净利润为 6.6/9.7/ 13.6 亿元, 同比+33%/ +48%/ +40%。现价对应 FY23E PE 约 15.7 倍, 目标价对应 FY23E PE 约 20 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**

资产负债表 单位：百万元人民币

会计年度	FY2020	FY2021	FY22E	FY23E	FY24E
<b>流动资产</b>	<b>4,987</b>	<b>9,199</b>	<b>9,902</b>	<b>11,507</b>	<b>13,600</b>
现金	2,854	6,772	7,362	8,450	9,944
应收账款	730	825	865	1,048	1,261
其他投资	0	103	103	103	103
存货	1,396	1,496	1,569	1,902	2,288
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>11,474</b>	<b>13,147</b>	<b>15,314</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,310</b>	<b>3,483</b>	<b>3,615</b>	<b>4,350</b>	<b>5,184</b>
短期借款	401	14	14	14	14
应付账款	2,420	2,809	2,827	3,400	4,050
合同负债	218	267	352	447	555
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
可赎回优先股及其	<b>2,397</b>	<b>27</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>34</b>
少数股东权益	-337	6,659	7,218	8,077	9,320
<b>负债及权益合计</b>	<b>5,836</b>	<b>10,705</b>	<b>11,474</b>	<b>13,147</b>	<b>15,314</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	-11	-18	-28
归母所有者权益	-337	6,659	7,218	8,077	9,320

**现金流量表**

会计年度	FY2020	FY2021	FY22E	FY23E	FY24E
<b>净利润</b>	<b>-130</b>	<b>-1,429</b>	<b>554</b>	<b>852</b>	<b>1,233</b>
折旧摊销	269	265	236	248	260
利息收入	-26	-40	-18	-13	-16
营运资金变动	-184	277	-18	146	152
已付所得税及其他	-411	-195	-237	-331	-468
<b>经营活动现金流</b>	<b>826</b>	<b>916</b>	<b>753</b>	<b>1,233</b>	<b>1,629</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>463</b>	<b>-519</b>	<b>-259</b>	<b>-278</b>	<b>-290</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	590	1,088	1,494
现金期初金额	1,686	2,854	6,772	7,362	8,450
现金期末金额	2,854	6,772	7,362	8,450	9,944

**利润表**

会计年度	FY2020	FY2021	FY22E	FY23E	FY24E
<b>营业收入</b>	<b>8,979</b>	<b>9,072</b>	<b>10,015</b>	<b>12,779</b>	<b>16,182</b>
营业成本	-6,246	-6,641	-7,034	-8,907	-11,166
毛利	2,732	2,431	2,982	3,872	5,016
销售费用	-1,190	-1,207	-1,413	-1,738	-2,168
管理费用	-796	-811	-820	-971	-1,173
其他	21	-12	33	16	18
<b>营业利润</b>	<b>767</b>	<b>401</b>	<b>781</b>	<b>1,179</b>	<b>1,693</b>
财务收入/(费用)净额	-6	12	18	13	16
可赎回优先股公允价值变	-680	-1,625	0	0	0
应占股权投资损益	0	-4	-8	-8	-8
<b>除税前溢利</b>	<b>81</b>	<b>-1,216</b>	<b>791</b>	<b>1,183</b>	<b>1,701</b>
所得税	-211	-213	-237	-331	-468
<b>持续经营净利润</b>	<b>-130</b>	<b>-1,429</b>	<b>554</b>	<b>852</b>	<b>1,233</b>
终止经营净利润	-130	0	0	0	0
少数股东损益	2	-14	-5	-7	-10
<b>归母净利润</b>	<b>-262</b>	<b>-1,415</b>	<b>559</b>	<b>859</b>	<b>1,243</b>
<b>Non-IFRS归母净利润</b>	<b>969</b>	<b>495</b>	<b>657</b>	<b>969</b>	<b>1,359</b>

**主要财务比率**

会计年度	FY2020	FY2021	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入yoy	-4.4%	1.0%	10.4%	27.6%	26.6%
营业利润yoy	<b>-24.6%</b>	<b>-47.7%</b>	<b>94.7%</b>	<b>50.9%</b>	<b>43.6%</b>
Non-IFRS归母净利润yoy	11.0%	-48.9%	32.8%	47.6%	40.2%
<b>盈利能力</b>					
<b>Non-IFRS归母净利率</b>	<b>10.8%</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.6%</b>	<b>7.6%</b>	<b>8.4%</b>
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	105.5%	37.9%	37.2%	38.7%	39.3%
流动比率	1.5	2.6	2.7	2.6	2.6
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	78	78	78	70	68
应收帐款天数	31	31	30	27	26
<b>每股资料</b>					
EPS (人民币元)	-0.26	-1.18	0.46	0.68	0.98
Non-IFRS EPS (人民币元)	/	0.41	0.54	0.76	1.07
<b>估值比率</b>					
Non-IFRS PE@13.98HKD	/	29.2	22.1	15.7	11.2
PB	/	0.6	0.5	0.5	0.4

# 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>