

买入

预计海外业务延续高增，有望贡献利润弹性

名创优品 (MNSO.N)

2022-10-28 星期五

投资要点

► 1Q FY23 (2022/9/30 季度) 业绩前瞻:

我们预计 1Q FY23 营收为 27.1 亿元人民币，同比+2.2%；预计季度 Non-IFRS 净利润为 2.57 亿元人民币，同比+41.2%，对应季度 Non-IFRS 净利润率 9.5%。分区域看，我们预计 4QFY22 公司国内/海外分别实现收入 18.5/8.6 亿元，国内/海外收入分别同比-9%/+38%。

► 7-8 月国内业务零售环境稳定，9 月受疫情扰动:

7-8 月疫情受控下国内零售环境稳定，而 8 月下旬以来疫情反弹，并且本轮疫情除高线城市以外，三线及以下的多个低线城市亦受到影响，疫情对线下门店人流及加盟商拓店造成干扰。我们预计 22 年 7-8 月 MINISO 国内业务 GMV 与去年同期接近持平，22 年 9 月约为去年同期的 8 成左右。公司亦进行了品类结构优化，零食、个护类占比较疫情前有所提升（如漱口水/洗手液/消毒湿巾等），结合品牌升级和香薰等兴趣消费产品的推出，在坚持高性价比定位的基础上，提升引流能力及复购率。

► 预计海外业务将延续上季度的高增趋势，并贡献利润弹性:

圣诞备货需求将在季内释放，预计海外业务有望延续上一季度的高增长趋势。6/30 季度海外直营业务亏损收窄至 1000 万人民币以内，随着海外业务的高速增长，海外直营有望贡献利润弹性并扭亏为盈。整体而言，考虑到国内业务品牌升级、供应链成本精益管理、海外业务快速成长，以及大环境下品牌方的营销费用投放存在优化空间，预计公司盈利能力将延续改善趋势。

► 维持买入评级，给予目标价 7.30 美元:

我们的观点: 对优质供应链网络的整合能力为公司的核心优势，短期国内业务将取决于疫情动态，海外业务已重回增长轨道，渠道扩张为主要增长驱动力。预计公司 FY2023E 至 2025E 营收为 123.6/ 143.0/ 165.8 亿元，同比+22.5%/ +15.7%/ +15.9%；Non-IFRS 归母净利润为 10.5/ 12.2/ 14.6 亿元，同比+46%/ +16%/ +19%。现价对应 FY23E PE 约 12.1 倍，目标价对应 FY23E PE 约 16 倍。

目标价: **7.30 美元**
 现价: 5.59 美元
 预计升幅: 30.6%

重要数据

日期	2022/10/27
收盘价 (美元)	5.59
总股本 (亿股)	12.7
总市值 (亿美元)	17.7
净资产 (亿美元)	10.7
总资产 (亿美元)	17.2
52 周高低 (美元)	16.96/ 4.45
每股净资产 (美元)	3.44

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 (9896.HK) 更新报告:
 海外业务高增，盈利能力恢复至接近疫情前水平-20220831

研究部

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

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	943	1,105	1,337
归母净利润(Non-IFRS)	492	721	1,053	1,224	1,461
同比增长(%)	-49.3%	46.7%	46.1%	16.2%	19.4%
每 ADS 净利润(Non-IFRS)	1.68	2.40	3.33	3.87	4.61
PE@5.59 USD (Non-IFRS)	24.0	16.8	12.1	10.4	8.7

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

1Q FY23 (2022/9/30 季度) 业绩前瞻:

我们预计 1Q FY23 营收为 27.1 亿元人民币, 同比+2.2%; 预计季度 Non-IFRS 净利润为 2.57 亿元人民币, 同比+41.2%, 对应季度 Non-IFRS 净利润率 9.5%。分区域看, 我们预计 4QFY22 公司国内/海外分别实现收入 18.5/8.6 亿元, 国内/海外收入分别同比-9%/+38%, 海外业务延续高增趋势。

7-8 月国内业务零售环境稳定, 9 月受疫情扰动:

7-8 月疫情受控下国内零售环境稳定, 而 8 月下旬以来疫情反弹, 并且本轮疫情除高线城市以外, 三线及以下的多个低线城市亦受到影响, 疫情对线下门店人流及加盟商拓店造成干扰。我们预计 22 年 7-8 月 MINISO 国内业务 GMV 与去年同期接近持平, 22 年 9 月约为去年同期的 8 成左右。公司亦进行了品类优化, 零食、个护类占比较疫情前有所提升 (如漱口水/洗手液/消毒湿巾等), 结合品牌升级和香薰等兴趣消费产品的推出, 在坚持高性价比定位的基础上, 提升引流能力及复购率。

预计海外业务将延续上季度的高增长趋势, 并贡献利润弹性:

圣诞备货需求将在季内释放, 预计海外业务有望延续上一季度的高增长趋势。6/30 季度海外直营业务亏损收窄至 1000 万人民币以内, 随着海外业务的高速增长, 海外直营有望贡献利润弹性并扭亏为盈。整体而言, 考虑到国内业务品牌升级、供应链成本精益管理、海外业务快速成长, 以及大环境下品牌方的营销费用投放存在优化空间, 预计公司盈利能力将延续改善趋势。

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	4QFY22
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	22/9/30E
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	2,713
YOY	-31%	-18%	37%	59%	28%	21%	5%	-6%	2%
国内收入	1,722	1,835	1,788	1,946	2,031	2,056	1,823	1,533	1,853
YOY	-5%	-1%	75%	43%	18%	12%	2%	-21%	-9%
海外收入	350	463	441	526	623	717	518	785	860
海外收入占比	17%	20%	20%	21%	23%	26%	22%	34%	32%
YOY	-70%	-51%	-28%	179%	78%	55%	17%	49%	38%
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	49.5
YOY	-38%	-24%	24%	42%	10%	4%	-8%	-16%	-5%
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	890
销售费用	287	341	296	283	341	385	362	355	369
管理费用	252	189	170	200	211	221	199	185	217
营业利润	-2	54	161	188	214	255	141	272	321
经调整归母净利润	106	84	156	149	182	215	115	219	257
YOY				314%	72%	156%	-26%	50%	41%

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 23E
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%	13.6%
管理费用率	12.2%	8.2%	7.6%	8.1%	8.0%	8.0%	8.5%	8.0%	8.0%
营业利润率	-0.1%	2.4%	7.2%	7.6%	8.0%	9.2%	6.0%	11.7%	11.8%
归母净利润率	-80.7%	0.9%	5.5%	4.7%	5.7%	6.7%	4.1%	8.8%	8.8%
经调整归母净利率	5.1%	3.7%	7.0%	6.0%	6.8%	7.8%	4.9%	9.5%	9.5%

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

维持买入评级，目标价 7.30 美元：

我们的观点：对优质供应链网络的整合能力为公司的核心优势，短期国内业务将取决于疫情动态，海外业务已重回增长轨道，渠道扩张为主要增长驱动力。预计公司 FY2023E 至 2025E 营收为 123.6/ 143.0/ 165.8 亿元，同比+22.5%/ +15.7%/ +15.9%；Non-IFRS 归母净利润为 10.5/ 12.2/ 14.6 亿元，同比+46%/ +16%/ +19%。现价对应 FY23E PE 约 12.1 倍，目标价对应 FY23E PE 约 16 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	FY2021	FY2022	FY23E	FY24E	FY25E
流动资产	9,199	8,073	9,503	10,997	12,754
现金	6,772	5,348	6,647	7,884	9,349
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	12,878	14,547	16,488
流动负债	3,483	3,789	4,378	4,869	5,389
短期借款	14	0	0	0	0
应付账款	2,809	3,073	3,507	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	4,905	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	7,975	9,080	10,416
负债及权益合计	10,705	11,282	12,878	14,547	16,488

现金流量表					
会计年度	FY2021	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	-1,429	640	945	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	396	163	151
已付所得税及其他	-195	-267	-368	-431	-521
经营活动现金流	916	945	2,162	2,132	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	1,299	1,236	1,465
现金期初金额	2,854	6,772	5,348	6,647	7,884
现金期末金额	6,772	5,348	6,647	7,884	9,349

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	-8,428	-9,792	-11,303
毛利	2,431	3,070	3,930	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	1,309	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	1,313	1,539	1,861
所得税	-213	-267	-368	-431	-521
持续经营净利润	-1,429	640	945	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	943	1,105	1,337
Non-IFRS归母净利润	492	721	1,053	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%	48.4%	17.1%	20.9%
Non-IFRS归母净利润yoy	-49.3%	46.7%	46.1%	16.2%	19.4%
盈利能力					
Non-IFRS归母净利率	5.4%	7.1%	8.5%	8.6%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	37.9%	37.7%	38.1%	37.6%	36.8%
流动比率	2.6	2.1	2.2	2.3	2.4
营运能力					
存货周转天数	78	69	55	53	51
应收帐款天数	31	34	33	32	31
每股资料 (人民币元)					
EPS (人民币元)	-1.18	0.53	0.74	0.87	1.06
每普通股净利润 (Non-IFRS)	0.42	0.60	0.83	0.97	1.15
每ADS净利润(Non-IFRS)	1.68	2.40	3.33	3.87	4.61
估值比率					
Non-IFRS PE@5.59USD	24.0	16.8	12.1	10.4	8.7
PB	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2

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>