

买入

盈利能力远超预期，全球化品牌战略升级

名创优品 (MNSO.N)

2023-03-03 星期五

投资要点

➤ 名创优品公布 FY23Q2 季度业绩，利润大幅超预期：

FY23Q2 公司营收同比-10%至 24.9 亿元（国内-27%，海外+38%），毛利率同比+8.9pp 至历史新高，经调整归母净利润同比+70%至 3.7 亿元，经调整归母净利率同比+6.9pp 至 14.7%。毛利率提升原因：①高毛利的海外业务占比提升（占比同比+14pp 至 40%，海外/国内业务毛利率分别约 45%/ 35%），贡献了 5pp 增量；②国内品牌升级及兴趣产品推出贡献了 4pp 增量。

➤ 季内国内业务承压，23 开年动销强劲，客流及客单提升推动店效向上：

FY23Q2 国内收入同比-27%至 15.1 亿元。23 年 1 月以来动销强劲，客单价及客流推动单店店效强劲增长。1 月 MINISO 国内销售额同比+40%，其中单店销售+33%；春节 7 日期间销售同比+25%，单店销售+18%；预计 1 至 2 月销售额同比+20%。我们测算单店店效的中高双位数的提升中，其中有约高单位数至 10%来自于客单价提升（兴趣商品等）。**展店方面**，截至 12/31 国内名创品牌门店同比+5%至 3,325 个，季度环比增 56 个。23 年国内 MINISO 门店拓店目标为 **250-350 个**。

➤ 海外持续高增，本地化及产品红利有望成为未来单店店效增长点：

于 FY23Q2，名创优品国际业务 GMV 同比+40%至 25.8 亿元，实现收入同比+38%至 9.9 亿元；其中门店数量 yoy+13%，同店收入 yoy+23%。目前 **GMV 层面**仅亚洲未恢复至疫情前；**单店层面**亚洲、欧洲、中东北非仍未恢复至疫情前。**分市场看**，其中代理市场 GMV+39%，直营市场 GMV+43%。上季度 (22/9/30)以来直营子公司已实现扭亏。预计随着出入境政策放宽，东南亚市场将持续恢复。**中期看**，海外市场除拓店驱动增长外，本地化有望带来单店店效的巨大提升。名创北美门店中仍有 **40%**的商品适销性相对弱。**展店方面**，预计 2023 自然年海外门店净增 **350-450 个**。

➤ 维持买入评级，给予目标价 23.80 美元：

我们的观点：2023 年拓店提速。除拓店外，店效提升仍有潜力。店效增长驱动力包括品牌升级、战略品类及海外本地化。展望中期，海外市场空间远高于国内，北美直营市场是公司海外市场规模提升的关键。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 的 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：18.51 美元

预计升幅：28.6%

重要数据

日期	2023/03/02
收盘价(美元)	18.51
总股本(亿股)	12.64
总市值(亿美元)	58.5
净资产(亿美元)	11.2
总资产(亿美元)	17.2
52 周高低(美元)	19.24/ 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)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：预计 2QFY23 国内业务因疫情承压，但曙光已现-20230104

研究部

姓名：何丽敏

SFC: BTG784

电话：0755-82846267

Email: helm@gyzq.com.hk

报告正文

名创优品公布 FY23Q2 季度业绩，利润大幅超预期：

FY23Q2 公司营收同比-10%至 24.9 亿元（国内-27%，海外+38%），毛利率同比+8.9pp 至历史新高，经调整归母净利润同比+70%至 3.7 亿元，经调整归母净利率同比+6.9pp 至 14.7%。2023 自然年 MINISO 品牌的拓店计划为国内 250-350 个，海外 350-450 个。

9-12 月国内业务承压，2023 年开年动销强劲，客流及客单价提升推动店效向上：

FY23Q2 集团国内收入同比-27%至 15.1 亿元；其中国内名创优品品牌收入同比-26%至 13.8 亿元，TOPTOY 品牌收入同比-24.5%至 1.0 亿元。2023 年 1 月以来动销强劲，客单价及客流推动单店店效强劲增长。1 月 MINISO 国内销售额同比+40%，其中单店销售+33%；春节 7 日期间销售同比+25%，单店销售+18%，单店销售较 19 年春节增 15%；预计 1 至 2 月销售额同比+20%。我们测算单店销售中高双位数的提升中，其中有约高单位数至 10%来自于客单价提升（兴趣商品等）。

分月 GMV 方面，10 月至 12 月国内门店销售额分别-23%/-32%/-30%，疫情影响下 10 月至 12 月门店客流分别-27%/-36%/-34%，客单价 5% 以上的提升抵消了部分的客流负面影响。展店方面，截至 12/31 国内名创品牌门店同比+5%至 3,325 个，季度环比净增 56 个。22 自然年国内 MINISO 门店净增 157 个，新增门店大部分位于下沉市场。23 年公司加快拓店步伐，国内 MINISO 门店的拓店目标为 **250-350 个**。TOP TOY 方面，产品定价毛利率与上季度持平至 45% 以上，2021 年 Top Toy 的商业模型已初步成型，23 年的拓店计划为 40-50 个。随着线下客流复苏，预计 IP 线下种草、漫展等活动有望恢复，潮玩业务与消费者的链接有望深化。

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
TOPTOY 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

海外持续高增，本地化及产品红利有望成为未来单店店效增长点：

于 FY23Q2，名创优品国际业务 GMV 同比+40%至 25.8 亿元，实现收入同比+38%至 9.9 亿元；其中门店数量 yoy+13%，同店收入 yoy+23%。目前 **GMV 层面**仅亚洲未恢复至疫情前；**单店层面**亚洲、欧洲、中东北非仍未恢复至疫情前。

分市场看，其中代理市场 GMV+39%，直营市场 GMV+43%。上季度(22/9/30)以来直营子公司已实现扭亏。**分地区看**，亚洲（不含中国）/拉美/北美/欧洲/中东北非的 GMV 同比+35%/+51%/+66%/+23%/+23%，分别较疫情前 2019 同期变动-27%/+23%/+85%/+91%/+36%。预计随着国内对东南亚的出入境政策恢复，预计东南亚市场将持续恢复。

中期看，海外市场除拓店驱动增长外，本地化有望带来单店店效的巨大提升。以北美直营市场为例，烧烤、节庆、户外运动、宠物、公仔玩具等品类受欢迎。而名创北美门店中仍有 **40% 的商品**适销性相对弱。而去年名创在墨西哥市场为本地化而新增的 4000+SKU 已贡献了当地门店近 45% 的销售。**展店方面**，预计 2023 自然年海外门店净增 **350-450 个**。

表 2：名创优品公司季度财报要点

日期	20/12/31	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	2Q FY21	3Q FY21	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22	3QFY22	4Q FY22	1Q FY23	2Q FY23
总收入(百万元)	2,298	2,229	2,472	2,654	2,773	2,341	2,318	2,772	2,494
YOY	-18%	37%	59%	28%	21%	5%	-6%	4%	-10%
国内收入	1,835	1,788	1,946	2,031	2,056	1,823	1,533	1,852	1,508
YOY	-1%	75%	43%	18%	12%	2%	-21%	-9%	-27%
海外收入	463	441	526	623	717	518	785	920	986
海外收入占比	20%	20%	21%	23%	26%	22%	34%	33%	40%
YOY	-51%	-28%	179%	78%	55%	17%	49%	48%	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	50.4	47.4	50.5	51.9	52.3	43.4	42.6	49.9	44.2
YOY	-24%	24%	42%	10%	4%	-8%	-16%	-4%	-16%
总门店数 YOY	7%	9%	13%	14%	14%	13%	11%	9%	8%
毛利(百万元)	643	626	639	728	863	707	772	989	997
销售费用	341	296	283	341	385	362	355	381	417
管理费用	189	170	200	211	221	199	185	168	146
营业利润	54	161	188	214	255	141	272	510	448
经调整归母净利	84	156	149	182	215	115	219	425	366
YOY			314%	72%	156%	-26%	50%	134%	70%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

季内毛利率创新高，兴趣产品及战略品类成效显著：

FY23Q2 毛利率同比+8.9pp 至 40.0%，环比+4.3pp，主要原因：①高毛利的海外业务占比提升（同比+14pp 至 40%，海外/国内业务毛利率分别约 45%/35%），贡献了 5pp 的增量毛利率；②国内品牌升级及兴趣产品的推出贡献了 4pp 的增量毛利率。FY23Q2 的经调整归母净利润率同比+6.9pp 至 14.7%。展望未来毛利率，上季度(22/9/30)的商品定价毛利率已达 56%，公司中期目标为 60%，仍有低单位数的提升空间。费用率方面，FY23Q2 销售费用率同比+2.8% 至 16.7%，管理费用率因员工开支费用优化同比-2.1% 至 5.9%。

表 3：名创优品公司季度财报及测算（截至 2022/12/31 财季）

	20/12/31	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	2Q FY21	3Q FY21	4Q FY21	1Q FY22	2Q FY22	3QFY22	4Q FY22	1Q FY23	2Q FY23
毛利率	28.0%	28.1%	25.8%	27.4%	31.1%	30.2%	33.3%	35.7%	40.0%
销售费用率	14.8%	13.3%	11.4%	12.8%	13.9%	15.5%	15.3%	13.8%	16.7%
管理费用率	8.2%	7.6%	8.1%	8.0%	8.0%	8.5%	8.0%	6.0%	5.9%
营业利润率	2.4%	7.2%	7.6%	8.0%	9.2%	6.0%	11.7%	18.4%	17.9%
归母净利润率	0.9%	5.5%	4.7%	5.7%	6.7%	4.1%	8.8%	14.8%	14.1%
经调整净利润率	3.7%	6.7%	5.7%	6.9%	7.7%	4.7%	9.6%	15.1%	15.0%
经调整归母净利率	3.7%	7.0%	6.0%	6.8%	7.8%	4.9%	9.5%	15.3%	14.7%

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：2023 年拓店提速，此阶段公司的增长驱动力除拓店外，品牌升级、打造战略品类及海外本地化助推店效提升。展望中期，海外市场空间远高于国内，北美直营市场是公司海外市场规模提升的关键；展望长期，若公司能成功从渠道公司转型为品牌公司，并具备产生内容和自建 IP 的能力，企业竞争力和估值有望上一台阶。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 的 FY24E PE 约 22 倍，目标价对应 FY23E PE 约 28 倍。

风险提示：

行业竞争加剧、品牌升级进展不及预期、拓店进展不及预期、新业态拓展不及预期、国际关系风险。

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					
单位: 百万元人民币					
会计年度	FY2021	FY22E	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@18.51USD	76.1	53.3	27.0	21.7	17.8
PB	5.9	5.6	4.8	4.0	3.3

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。本报告清晰准确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>