

## 买入

## 五年规划雄心勃勃，向全球化 IP 设计零售集团进化

### 名创优品 (MNSO.N)

2024-2-8 星期四

### 投资要点

目标价：**22.30 美元**  
 现价：16.16 美元  
 预计升幅：38.0%

#### ➤ 向全球第一的 IP 设计零售集团进化，以差异化定位参与全球竞争：

于投资者日，公司公布了 2024-2028 年发展目标：(1) 拓店指引上调，预计 2024-2028 每年净增 900-1100 家门店，其中国内/海外分别年净增 350~450/550~650 个。(2) 财务目标：2024-2028 年收入 CAGR 目标不低于 20%，海外业务及 IP 相关产品销售占比提升驱动毛利率提升，经营杠杆释放驱动利润好于收入增长；派息比例不低于 50%。(3) 强化 IP 战略和全球本地直采：到 2028 年，IP 产品目标占比超 50%，本地直采比例不低于 30%。

### 重要数据

日期	2024/2/7
收盘价 (美元)	16.16
总股本 (亿股)	12.64
总市值 (亿美元)	51.1
净资产 (亿美元)	12.0
总资产 (亿美元)	19.0
52 周高低 (美元)	29.92/ 14.46
每股净资产 (美元)	3.84

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

#### ➤ 海外以本地化、产品及门店升级驱动增长，海外直营静待飞轮转动：

**海外代理：**单店日均销超 19 年同期，Top20 代理商 100% 盈利。至 2028 年欧洲和拉美均为目标 1,000 门店。策略是强化 IP/产品/门店形象本土化运营，打造大店生意标杆。

**海外直营：**区域涵盖北美/印度/印尼等地，其中北美初步成型，静待飞轮转动，28 年北美目标 1,000 门店。截至 2023 年前 9 个月，美国单店日均销同比翻倍增长至 2.9 万元/日。租售比/人工费率快速优化至 17%/17%。名创 IP 产品在美国高性价比，目前点位已不再是制约因素，人才和组织效能是重点。

#### ➤ 尽管受地缘政治风险干扰，我们仍看好公司全球化扩张潜力：

近期对中美地缘政治风险致估值承压。公司目前美国业务占海外总 GMV 不足 10%，测算公司出口美国的综合关税约 15%。除供应链整合能力和全球渠道外，目前公司的全球竞争优势已从过去的性价比基本款日用+设计，升级为性价比兴趣消费+IP+设计创新，并非单纯依靠成本优势出海。日用杂货品类在全球的普适性天然较高，公司海外业务分布足够广泛。

我们对比了名创与日本同行 Daiso、MUJI，认为名创海外竞争优势显著。对于日用零售公司，我们认为全球竞争能力取决于品牌的消费者洞察能力（体现为公司选品/设计/定价、周转能力）、供应链整合能力、本土化能力。

#### ➤ 维持买入评级，给予目标价 22.30 美元：

**我们的观点：**名创优品是当前消费出海确定性与成长性兼具的标的。预计 2023/12/31 季度营收及 Non-IFRS 归母净利润分别为 38.2/ 6.4 亿元。预计公司 FY24E 至 FY26E 营收为 151.4/ 184.4/ 223.3 亿元，同比+32%/+22%/+21%；Non-IFRS 归母净利润为 24.9/ 30.4/ 37.1 亿元，同比+36%/+22%/+22%。现价对应 Non-IFRS 的 FY24E PE 约 15 倍，目标价对应 FY24E PE 约 20 倍。

人民币百万元	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	10,086	11,473	15,141	18,436	22,334
同比增长(%)	11.2%	13.8%	32.0%	21.8%	21.1%
毛利率	30.4%	38.7%	41.9%	42.1%	42.3%
归母净利润(Non-IFRS)	721	1,832	2,488	3,041	3,705
同比增长(%)	46.7%	154.1%	35.8%	22.2%	21.8%
每 ADS 净利润(Non-IFRS)	2.40	5.88	7.88	9.62	11.73
PE@16.16 USD (Non-IFRS)	48.3	19.7	14.7	12.1	9.9

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。

### 主要股东

叶国富和杨云云夫妇 62.5%

### 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：盈利超预期，海外直营展现正向经营杠杆-HLM-20231127

### 研究部

姓名：何丽敏

SFC: BTG784

电话：0755-82846267

Email: helm@gyzq.com.hk

## 报告正文

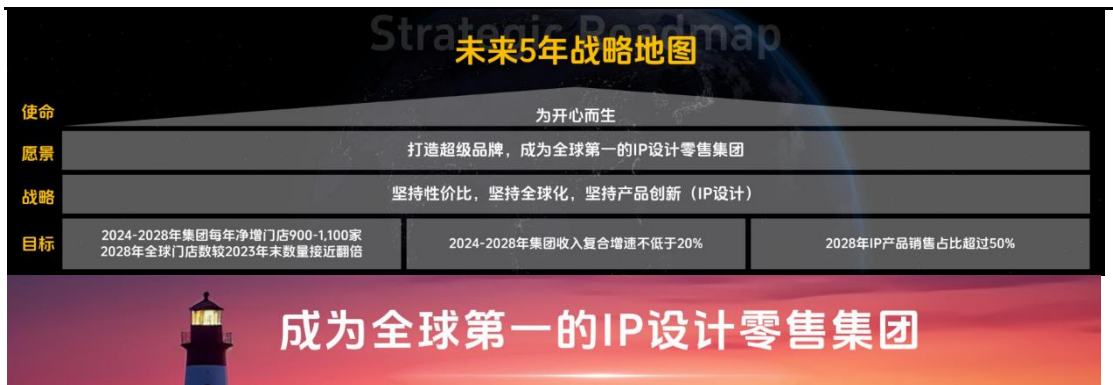
### ➤ 未来5年向全球第一的IP设计零售集团进化，以差异化定位参与全球竞争：

于投资者日，公司公布了2024-2028年发展目标：**(1) 拓店指引较此前上调**，预计2024-2028年每年净增**900-1100**家门店（国内/海外分别年净增**350~450/550~650**个；其中海外年净增中，海外直营/海外代理市场各占一半）。此前的指引为国内在2027年门店数增至5,000个，折合每年净增约350个。**(2) 财务目标**：2024年到2028年收入CAGR目标不低于**20%**，海外业务及IP相关产品销售占比提升驱动GPM提升，经营杠杆释放驱动OPM有所扩张，目标是利润增长好于收入增长；派息比例不低于**50%**。**(3) 强化IP战略和全球本地直采**：2028年IP产品占比超**50%**，目标2028年本地直采比例不低于30%；**(4) 宣布财年结束日从6/30调整至12/31**。

**企业定位升级，战略及竞争优势**：未来5年定位升级，公司愿景是成为超级品牌和全球第一的IP设计零售集团。战略关键词是**性价比+全球化+产品设计创新及IP战略**，以供应链整合能力+全球IP授权+产品设计创新能力+全球渠道优势，以自有品牌参与全球竞争。目前公司合作1400+个优质供应商，80+个IP授权方，截至9/30全球门店数超6,200个。全球四个设计中心的战略构思提出后，韩国设计中心率先落地。

名创优品公司作为零售企业，过往策略转向的历史中体现出其具备顺应时代，快速作出调整和快速执行的能力。其构筑于管理层团队对核心客群的零售洞察能力。这从公司过往策略的转向和执行情况可验证。例如从产品角度，数年前名创优品的快速发展是基于高性价比的日常生活基本款产品；23年2月公司提出品牌升级+兴趣消费战略，2023年公司通过兴趣消费品、大量的IP联名产品、品牌心智产品，叠加门店购物场景优化和品牌广宣，成效体现为产品结构、ASP、终端销售毛利率、报表利润率的显著改善。而2024年的投资者日，公司则坚定地以IP设计战略+产品设计创新能力，与全球线上及线下日用杂货零售商差异化竞争，定位特色零售，叠加过往积累及已获验证的供应链整合能力、全球渠道能力、快速上新高周转的模式，参与全球零售业竞争。

图1：名创优品2024-2028五年规划及企业愿景



资料来源：2024年投资者日展示文件、国元证券经纪（香港）整理

➤ **依托超级供应链，产品端聚焦战略品类，坚定 IP 产品设计创新战略：**

**聚焦战略品类。**公司将客流量的来源划分为心智流量/内容流量/自然客流量，以心智品类驱动主动性购买，以差异化产品产生内容以刺激消费需求，以性价比流量类目+场景化购物体验转化自然流量销售。据管理层，目前公司经营 13 个类目的和 500 多个系列，未来目标是诞生 4 个 30 亿类目（例如旅游出行类目），10 个 10 亿级细类。我们认为，过往名创优品的客流量更多依赖于线下自然流量，而**近年盲盒/毛绒/香水香薰等战略类目的强化，显著增强了门店引流能力**。公司以强产品力和 711 快速上新模式保持消费者对品牌和门店的新鲜感。

**聚焦 IP 产品设计创新，到 2028 年 IP 产品销售占比目标为 50%。**中国 IP 市场处于初期阶段，目前中国人均 IP 商品零售消费额仅为 51 元/年，而日本则达到 581 元/年，全球人均 227 元/年。管理层认为过往国内人均 IP 消费额较低的原因是过往 IP 产品价格较高（如迪士尼官方毛绒公仔 200+元定价），类比中国咖啡现饮渗透率提升节奏，高性价比 IP 产品的供给将带来 IP 消费的提升。目前公司已合作全球 **80+ 个 IP 版权方**，所提供的 **IP 产品细分品类达 300+ 个**，至今累计上市了超过 30,000 款 IP 产品，**买过 IP 的用户达到上亿人次**，与三丽鸥合作至今累计上市超过 **8,000 款三丽鸥家族 IP 产品**，与迪士尼的合作在 2023 年增长超过 **80%**。未来将拓展合作方和合作可能性，包括艺术家联名和品牌联名等，使 IP 生意更多元化。据投资者日 IP 合作商分享，Miniso 与 IP 授权方的合作优势体现在强大的全球销售渠道、2 周内从概念到商品上架的快速响应能力、优质强大的供应链，以及消费者洞察能力，能发挥 IP 的内容价值。

**711 上新模式源自超级供应链的支撑，2023 年供应链提速 15%。**名创优品一直采用“711”快速上新高周转的模式，每 7 天从 10,000 个设计方案中选取 100 个商品上市。目前合作国内外超过 **1,400 个供应商**，包括芬美意、华熙生物、三笑、宁波爱诗等标杆供应商，发挥公司渠道优势和规模集采优势，从供应链到终端渠道进行一体信息化，以技术创新发挥差异化和成本领先的供应链整合价值。据投资者日供应商分享，在名创 SAP 系统的帮助下，供应商能看到前端门店销售数据和库存，及时安排弹性备货量，做到单店单品供需协同匹配。

图 2：名创优品 IP 合作情况



资料来源：2024 年投资者日展示文件、国元证券经纪（香港）整理



图 3：名创优品商品全链条数字化管理系统



资料来源：2024 年投资者日展示文件、国元证券经纪（香港）整理

➤ 中国同店已恢复至疫情前 9 成，发力门店拓展和渠道升级：

(1) 中国市场现状：截至 2023 前三季度，名创中国门店数共 3,802 个，合作加盟商数量共 1,012 个，中国业务经营利润率达 30%。同店较疫情前同期的恢复度是 93.2%。据管理层，截至 23Q3 存量门店统计，90% 加盟商盈利，加盟商角度的平均单店利润率达 11%，加盟商单店单月平均利润额约 3.5 万元（对应单店店效约 32 万/月）。单店 CAPEX 约 65 万，其中 25 万为货品保证金，回本周期约 1 年。

(2) 门店增长空间及单店提效空间：

第一，门店增长空间。据管理层，目前中国购物中心及商场/ 商业街/ 交通枢纽的商业地产存量有 8,067/ 1,217/ 173 个，名创门店在商场/ 商业街/ 交通枢纽的入驻率为 38%/ 53%/ 16%。各类型商业项目的进驻率尚未饱和。

第二，渠道升级，精细化门店管理，打造标杆大店。公司国内运营的主要策略是以差异化商品和性价比为基础、门店位置调整和面积扩张、专业化团队运营线下门店。

业绩=客流\*进店率\*连带\*件单价，名创优品由于其差异化的好看/好玩/好用兴趣商品，在互联网和电商浪潮下，仍能为进店顾客提供好逛轻松的场景和体验。名创优品门店的消费模式偏向线下随机性消费为主，过往几年线下门店成交率稳定在 30%+。门店的精细化运营措施包括引流（如全民 KOC 社媒营销）、场景化购物（如大美妆/大玩具/大 IP 的购物场景分区以提供沉浸式体验，门店打卡点）、门店分层分级运营等。

2023 年全年所开的新店中，一二线城市占 40%+，高线城市新开店比例较疫情期间显著提升。2023 年门店平均面积在 180-200 平，目前国内门店中有 70% 的门店低于 150 平方米，该类低于整体平均面积和平均店效的小店是改造重点。改造的主要方式是开大店关小店，开好店关差店。

➤ 未来5年海外以本地化、产品及门店升级驱动增长，海外直营静待飞轮转动：

**海外代理市场：**

(1) 单店日均销超19年同期，2028年欧洲和拉美均为目标1,000门店，扩张潜力充足。截至9/30季度，代理市场单店日均销达1.7万元，超疫情前同期。门店扩张方面，截至2023/9/30海外代理业务已触达85个地区，门店数较19同期的1,094个提升至1,585个，其欧洲/中东北非/亚洲/拉美/其他区域的门店数分别为201/53/706/514/111个。据管理层，单店日均销已超19年同期达1.7万元/日，且**Top20代理商100%盈利**。管理层认为存量市场的拓店空间可参考**Flying Tiger**（于欧洲有812个门店）、**星巴克**（星巴克在墨西哥791个门店，Miniso在墨西哥200+个门店）等布点，其中东南亚部分国家Miniso门店数仅相当于1/4当地星巴克门店数，其中欧洲/拉美分别朝2028年1,000个门店努力。增量市场方面，日本/韩国/北欧在具备充足的市场潜力。

(2) 强化IP/产品/门店形象本土化运营，打造大店俱乐部，树立生意标杆。公司在海外的本土化已获初步成效，例如墨西哥Distroller IP项目、中东头部湿巾产品及高留香的香水等，并引入盲盒专区等打造购物场景，以商场店/街铺店/点中店/交通枢纽店等弹性的门店形态适应本土市场，打造更潮流的门店以聚焦兴趣消费。

(3) 墨西哥系代理市场的成功经验：强有力的股东背景、超级品牌定位、最佳门店形象第一，墨西哥系市场取得成功的关键因素在于：强有力的当地代理商股东背景、在当地“Super Brand”的形象、最佳的门店落位和形象（95%门店在最好的购物街或步行街）、名创优品总部强大产品研发能力、消费者洞察能力和独特的商业模式（三好产品、高商品周转、优质供应链支撑）。

第二，墨西哥系市场经历了3个阶段：墨西哥系代理市场合作伙伴于2016年开始启动生意，在第一阶段除开出早期门店外，花费大量资源打造Miniso在当地“Super Brand”的品牌形象，包括广告营销以及开350-500平的旗舰大店；在第二阶段，引进具备当地零售业根基的墨西哥首富家族和另一墨西哥经贸业财团，继续门店扩张和进入智利、秘鲁等附近市场。并且提升高管团队；在第三阶段，与大量的本地产品设计团队合作，与总部共同开发南美本土市场产品，目前墨西哥系市场业务模式已成熟，稳健扩张。

第三，墨西哥系市场展望：截至目前约有330家门店，2023年销售约4亿+美元；2024年目标是门店数突破400，2028年目标是门店数突破600个，销售额翻番。

图4：海外代理市场门店分布（截至2023年9月30日）



资料来源：2024年投资者日展示文件、国元证券经纪（香港）整理

### 海外直营市场：

(1) **海外直营业务概览：**截至 2023/9/30 前 9 个月，海外直营市场门店数达 723 个，GMV 规模 19 亿人民币，海外直营区域涵盖北美/印度/印尼等地区，其中北美是海外直营的重点市场。

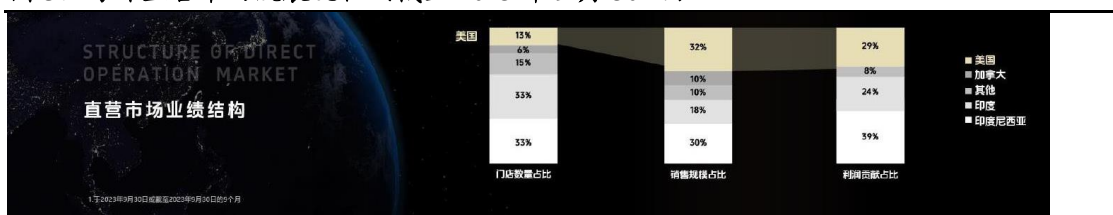
(2) **北美市场业务初步成型，静待飞轮转动，2028 年目标 1,000 门店。**

**第一，美国单店日均销是国内 2-3 倍，成本结构快速优化，23 年末门店数 118 个。**截至 2023 年前 9 个月，美国市场销售规模达 6 亿元，占海外直营市场 GMV 的 1/3，美国单店日均销同比翻倍增长至 2.9 万元/日。成本结构中，**租售比/人工费率占比分别为 17%/17%**，分别同比-7pp/-4pp，已进驻 20 余个州。我们预计 23 自然年美国门店店效达 12-15 万美金/月，门店层面利润率达到中双位数。

**第二，美国市场的特征和名创美国业务模式优化历程——**美国市场特征是 IP 产品无处不在和大店，MINISO 在美品牌定位/产品结构/门店/供应链和物流/全面提升。品牌定位和产品结构方面，在美国从性价比日用升级为 IP 设计特色的生活潮流品牌，名创美国业务 IP 销售占比达 70%，即大部分日用零售产品已 IP 化，为目前名创海外区域之最。门店方面，首月 900+万人民币 GMV 的纽约时代广场旗舰店开启示范效应，助力名创美国子公司签约优质门店。据投资者日演讲，纽约时代广场期间店租金/人工/物流费率占比分别为 18%/13%/5%，门店利润率达 21%，该大店的成本结构和回本周期优秀。供应链和物流方面，目前美国采取空运+海运物流，其中新品和 IP 首发以空运形式送达美国，以实现中美 IP 尖货全球发行。已建立东部/西部两大仓库，各支持辐射 200 个门店，东部仓建立后 3-7 日货品可抵达门店，较过往效率提升 50% 以上。

**第三，名创 IP 产品在美仍保持高性价比优势，预计目前门店位置/物流仓储已不再是制约因素，人才储备和组织效能是重点，静待飞轮转动。**尽管重点品类从以往的基本款日用品迁移至兴趣消费品，公司产品在美国仍保持高性价比的竞争优势，以草莓熊为例，迪士尼官网草莓熊定价 \$26.9，而相近尺寸的草莓熊在名创美国定价为 \$12.6（见图 9）。在产品适销的前提下，“人”和“场”这两个要素是生意成功运行的前提。门店位置已不再是公司美国业务发展制约要素的原因是，美国地产中介机构发达并根据坪效和店效等为零售商提供位置，而名创美国时代广场等门店成功开出后，地产经纪为公司所提供的门店点位和租金条件显著提升。除点位外，店长储备是门店成功开出的重要因素，预计未来美国业务快速发展的临界点取决于人才的当地储备。

图 5：海外直营市场发展现状（截至 2023 年 9 月 30 日）



资料来源：2024 年投资者日展示文件、国元证券经纪（香港）整理

图 6：美国直营市场发展现状（截至 2023 年 9 月 30 日）



资料来源：2024 年投资者日展示文件、国元证券经纪（香港）整理

➤ 尽管受地缘政治风险干扰，我们仍看好公司全球化扩张潜力：

1 月 29 日，特朗普要将中国所有进口商品关税提至 60% 的言论发酵，对于中美地缘政治风险的担忧致估值短期承压。我们的分析：

(1) 行业角度，日用杂货供应链主要在中国，若美国加征关税，对于美国日用杂货零售行业整体的影响——美国杂货零售业同行的采购成本也会上升，上升部分预计会由消费者和企业共同承担。除了 MNSO 之外，美国包括 Dollar General, Dollar Tree 等日用杂货零售商，日用杂货的供应链主要在中国。根据美国国际贸易委员会官网(USITC)公布的关税税率，中国出口美国各类日用杂货的分品类关税约在 0-25% 之间。

(2) 我们测算公司产品出口美国的综合关税税率在 15% 左右。若美国加征关税至 60%，预计会通过提价+扩充海外供应链以减少影响。目前名创优品合作供应商约 1400 个，包括国内和部分海外供应商。其中目前美国业务本地采购约占 3 成。2023/9/30 季度公司北美市场 GMV 占海外业务 GMV 的 12%，公司海外直营市场 2023/9/30 季度的毛利率约 65%，美国直营市场毛利率在 70%+。

(3) 除供应链整合能力和全球渠道外，目前公司的全球竞争优势已从过去的性价比基本款日用+设计，升级为性价比+兴趣消费+IP+设计创新，并非单纯依靠成本优势出海，仍看好公司全球化业务潜力。除线下竞争外，近年全球日用零售行业整体面临电商渠道低价白牌产品冲击（如 TEMU 等）。因此，公司在坚持性价比的基础上，与日用品线下及线上零售商差异化竞争，产品溢价能力提升。名创优品对上游供应商整合能力强，此近 10 年顺利出海的核心优势在于中国供应链成本及交付优势+产品设计优势+自有品牌。



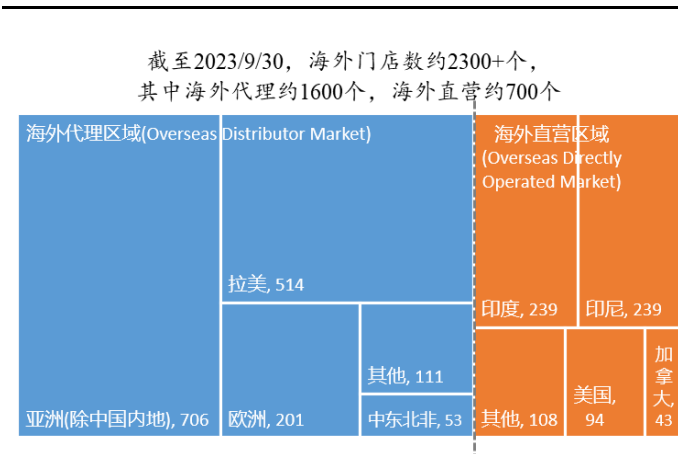
日用杂货品类在全球的普适性天然较高，公司海外业务分布足够广泛（见下图）——2023自然年前三季度，海外代理/海外直营分别占海外业务 GMV 比例的 75%/ 25%，而美国市场占海外业务总 GMV 不足 10%，海外门店遍布亚洲/欧洲/拉美/北美/中东等地。即使极端地缘风险发生，若不考虑美国业务，预计未来 3 年国内业务 CAGR 约 10-15%，海外代理 CAGR 在中高双位数附近，目前估值对应 24/6/30 财年约 16 倍，约 1 倍 PEG。

图 7：美国区域 IP 产品价格对比（2024 年 2 月 6 日）

Miniso 授权草莓熊产品	迪士尼官网草莓熊	Miniso IP 联名袜子	迪士尼官网 Spider-Man socks for adults, 1 pair, \$20
14 英寸, \$12.59	13 英寸, \$26.99	1 双, \$4.99	
			

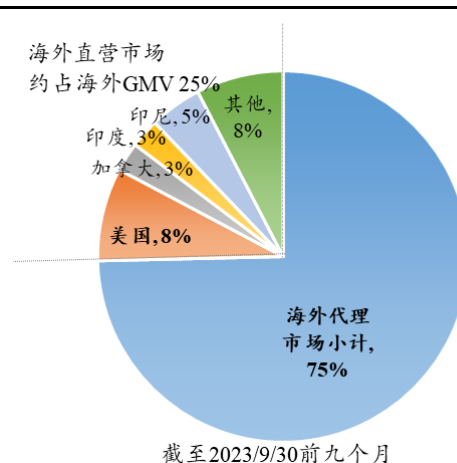
资料来源：Shein US Miniso flagship online store、Disney official online store、国元证券经纪（香港）整理

图 8：名创优品海外门店分布（截至 2023/9/30）



资料来源：2024 年投资者日展示文件、国元证券经纪（香港）整理

图 9：Miniso 海外代理/直营 GMV 结构



资料来源：2024 年投资者日展示文件、国元证券经纪（香港）整理

➢ 名创优品对比日本零售同行 Daiso 和 MUJI:

我们认为，对于已具备一定规模效应的零售公司，其全球竞争能力取决于品牌的消费者洞察能力（体现为公司选品/设计/定价、周转能力）、供应链整合能力、本土化能力。

对于日本零售可比公司 Daiso 和 MUJI，海外扩张区域主要集中在亚洲，在欧洲/美洲的扩张能力较弱，而名创已成功驻扎以上区域。Daiso 的门店呈现以下特征，大创在购买力较强的日本本土市场和韩国密度高，单店覆盖人口仅 3 万人（按总人口和门店数计，



名创目前每门店对应人口约 35 万)；Daiso 海外门店 87% 位于亚洲，MUJI 共 626 个海外门店中，482 个位于东亚，在欧洲和美洲的拓展能力弱。名创的全球门店分布则较均衡，截至 2023/9/30 的 2,313 个海外门店中，亚洲(不含中国)/ 拉美/ 北美/ 欧洲/ 其他地区分别为 1,264/ 514/ 140/ 218/ 177 个，全球拓展能力已超越日本零售同行。

日本零售同行的供应链也大部分来自中国，出海则更依赖日本文化软实力。 Daiso 在全球与约 1400+ 供应商合作，其中来自中国内地的供应占 50% 以上。以 MUJI 公司出海历程为例，其在 1991-2001 年期间的出海由于缺乏计划性（高昂的租金、定价缺乏竞争力、品牌文化推广不足），处于亏损状态；其后新管理层上任，MUJI 借助日本文化影响力及所渗透的本真自然的禅文化，叠加开店选址策略的改进，以生活方式品牌的定位走向全球。但同时也受制于品牌的文化属性，其在文化接受度偏弱的欧美、东南亚等地的产品本土化程度不足，在欧美业务扩张受阻。

在选品策略上名创更精简，上新频次和产品更新比例较日本同行更高。 MUJI 与 Daiso 均为自有品牌生活杂货零售商，根据大创官网，Daiso 的 SKU 数多达 7 万个以上，每月上新 800~1200 个 SKU，因此测算 SKU 每年更新比例约 15%；而 MUJI 每年的产品更新比例约为 10-15%，产品不会大幅变化；名创优品约 9000-1000 个 SKU，每周从 10,000 个设计方案上新 100 个 SKU，每年约更新一半的新品。

**图 9：DAISO 海外门店分布和单店覆盖人口测算**

DAISO	门店数	人均GDP (美元)	人口 (百万人)	单店覆盖人口 (万人)
<b>全球总计</b>	<b>5892</b>	共覆盖全球24个地区		
<b>日本</b>	<b>3620</b>	<b>33,824</b>	<b>125.1</b>	<b>3</b>
<b>海外</b>	<b>2272</b>			
<b>亚洲</b>	<b>1980</b>			
中国内地	77	12,720	1,412.2	1,834
中国香港	71	48,984	7.3	10
中国澳门	17	65,100	0.7	4
中国台湾	63	32,625	23.3	37
泰国	116	6,910	71.7	62
马来西亚	78	11,993	33.9	44
菲律宾	102	3,499	115.6	113
新加坡	25	82,807	5.6	23
韩国	1365	32,423	51.6	4
越南	24	4,164	98.2	409
印尼	21	4,788	275.8	1,313
蒙古	15	5,046	3.4	23
柬埔寨	4	1,760	16.8	419
老挝	2	2,054	7.5	376
<b>中东</b>	<b>77</b>			
阿联酋	44	53,708	9.4	21
科威特	6	41,080	4.3	71
卡塔尔	6	87,661	2.7	45
巴林	2	30,147	1.5	74
沙特阿拉伯	7	30,448	36.4	520
阿曼	4	25,057	4.6	114
以色列	8	54,931	9.6	119
<b>大洋洲</b>	<b>49</b>			
澳大利亚	46	65,100	26.0	57
新西兰	3	48,419	5.1	171
<b>北美</b>	<b>81</b>			
美国	81	76,330	336.1	415
<b>南美</b>	<b>85</b>			
巴西	85	8,918	215.3	253

资料来源：Daiso 官网、国元证券经纪（香港）整理

**图 10: Daiso 供应链**

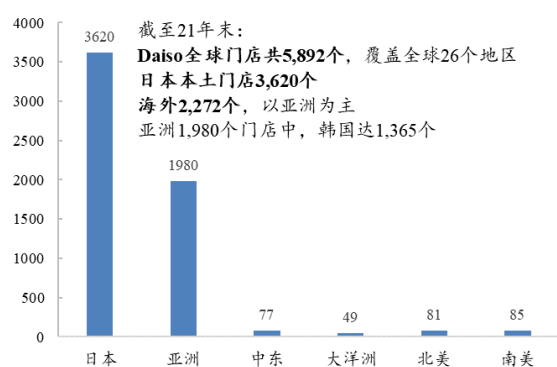
Daiso 部分品类供应链占比				
地区	总计	生活杂货	洗漱用品	宠物用品
中国内地	51%	70%	70%	56%
中国台湾	17%	5%	20%	22%
日本	12%	11%	0%	0%
韩国	12%	14%	0%	0%
其他	8%	0%	10%	22%

资料来源:《贩卖革新》、国元证券经纪(香港)整理

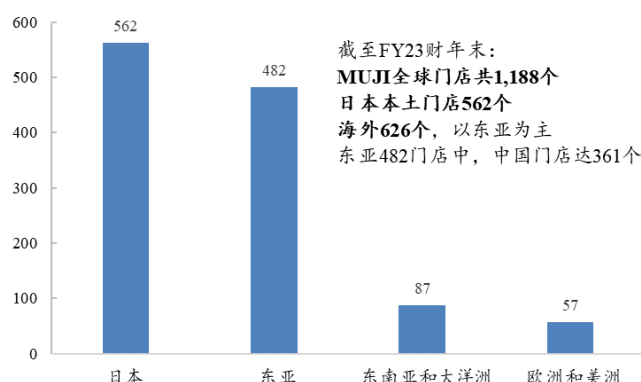
**图 11: 名创与零售同行商品运营策略对比**

	Daiso	MUJI	Costco	名创优品
SKU数	76000+	7,000	3700-4000	9000-10000, 单店 SKU2500-
产品自研比例	90% 内部设计	自有品牌	自有品牌占3成销售	自有品牌和内部设计
上新频率	(800~1200)*12			100*52
产品更新比例	约15%	10-15%		约50%
存货周转天数	NA	153	29	68

资料来源:公司官网、公司年报、公开访谈、国元证券经纪(香港)整理

**图 12: Daiso 海外门店数**


资料来源:公司年报、国元证券经纪(香港)整理

**图 13: MUJI 海外门店数 (截至 FY23 年末)**


资料来源:公司年报、国元证券经纪(香港)整理

### ➤ 2023/12/31 季度业绩前瞻:

我们预计 2023/12/31 季度公司营收为 38.23 亿元人民币,同比+53%;预计季度 Non-IFRS 净利润为 6.38 亿元人民币,同比+74%,对应季度 Non-IFRS 净利润率 16.7%。分区域看,我们预计 2023/12/31 季度公司国内/海外分别实现收入 23.9/ 14.4 亿元,国内/海外收入分别同比+58% / +46%。

### ➤ 维持买入评级, 给予目标价 22.30 美元:

**我们的观点:** 名创优品是当前消费出海确定性与成长性兼具标的。预计 12/31 季度营收及 Non-IFRS 归母净利润分别为 38.2/ 6.4 亿元。预计公司 FY24E 至 FY26E 营收为 151.4 / 184.4 / 223.3 亿元,同比+32.0% / +21.8% / +21.1%; Non-IFRS 归母净利润为 24.9 / 30.4 / 37.1 亿元,同比+35.8% / +22.2% / +21.8%。现价对应 Non-IFRS 的 FY24E PE 约 15 倍,目标价对应 FY24E PE 约 20 倍。

**表 1: 名创优品公司季度财务要点及测算 (截至 2023/12/31E)**

日期	21/12/31	22/3/31	22/6/30	22/9/30	22/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	23/12/31
对应财季	2Q FY22	3QFY22	4Q FY22	1Q FY23	2Q FY23	3Q FY23	4Q FY23	1Q FY24	2Q 24E
总收入(百万元)	2,773	2,341	2,318	2,772	2,494	2,954	3,252	3,791	3,823
YOY	21%	5%	-6%	4%	-10%	26%	40%	37%	53%
国内收入	2,056	1,823	1,533	1,852	1,508	2,153	2,137	2,496	2,386
YOY	12%	2%	-21%	-9%	-27%	18%	39%	35%	58%
海外收入	717	518	785	920	986	801	1,115	1,295	1,438
海外收入占比	26%	22%	34%	33%	40%	27%	34%	34%	38%
YOY	55%	17%	49%	48%	38%	55%	42%	41%	46%
<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	52.3	43.4	42.6	49.9	44.2	51.2	54.3	60.5	58.5
YOY	4%	-8%	-16%	-4%	-16%	18%	27%	21%	32%
总门店数 YOY	14%	13%	11%	9%	8%	8%	12%	15%	
毛利(百万元)	863	707	772	989	997	1,162	1,296	1,584	1,606
销售费用	385	362	355	381	417	439	479	641	654
管理费用	221	199	185	168	146	155	164	171	180
营业利润	255	141	272	510	448	576	690	788	781
经调整归母净利润	215	115	219	425	366	478	564	636	638
YOY	156%	-26%	50%	134%	70%	317%	157%	50%	74%

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 (截至 2023/12/31E)**

	21/12/31	22/3/31	22/6/30	22/9/30	22/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	23/12/31E
对应财季	2Q FY22	3QFY22	4Q FY22	1Q FY23	2Q FY23	3Q FY23	4Q FY23	1Q FY24	2Q 24E
毛利率	31.1%	30.2%	33.3%	35.7%	40.0%	39.3%	39.8%	41.8%	42.0%
销售费用率	13.9%	15.5%	15.3%	13.8%	16.7%	14.9%	14.7%	16.9%	17.1%
管理费用率	8.0%	8.5%	8.0%	6.0%	5.9%	5.3%	5.1%	4.5%	4.7%
营业利润率	9.2%	6.0%	11.7%	18.4%	17.9%	19.5%	21.2%	20.8%	20.4%
归母净利润率	6.7%	4.1%	8.8%	14.8%	14.1%	15.8%	16.6%	16.2%	16.1%
经调整净利润率	7.7%	4.7%	9.6%	15.1%	15.0%	16.4%	17.6%	16.9%	16.8%
经调整归母净利率	7.8%	4.9%	9.5%	15.3%	14.7%	16.2%	17.3%	16.8%	16.7%

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

**风险提示:**

- 消费趋势变动风险;
- 地缘政治风险;
- 行业竞争加剧风险;
- 拓店进展不及预期风险;
- 新业态拓展不及预期风险;

### 财务报表摘要

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
<b>流动资产</b>	<b>8,073</b>	<b>9,904</b>	<b>13,004</b>	<b>16,654</b>	<b>21,075</b>
现金	5,348	6,489	9,511	12,650	16,502
应收账款	1,056	1,150	1,442	1,668	1,920
其他投资	211	205	205	205	205
存货	1,188	1,451	1,819	2,103	2,421
其他	269	609	27	27	27
<b>非流动资产</b>	<b>3,209</b>	<b>3,544</b>	<b>3,715</b>	<b>3,897</b>	<b>4,088</b>
物业、厂房及设备	420	535	561	589	619
资产使用权	2,343	2,553	2,680	2,814	2,955
递延税项资产	154	162	178	196	215
无形资产	43	25	27	28	29
其他	249	270	270	270	270
<b>资产总计</b>	<b>11,282</b>	<b>13,448</b>	<b>16,719</b>	<b>20,551</b>	<b>25,163</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,789</b>	<b>3,886</b>	<b>4,648</b>	<b>5,399</b>	<b>6,246</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,073	3,019	3,592	4,137	4,745
合同负债	362	293	386	477	583
应交税费	89	238	285	342	411
租赁负债	264	336	385	442	507
<b>非流动负债</b>	<b>466</b>	<b>644</b>	<b>730</b>	<b>828</b>	<b>941</b>
合同负债	52	47	49	52	54
可赎回优先股及其他	21	40	40	40	40
<b>负债合计</b>	<b>4,254</b>	<b>4,529</b>	<b>5,377</b>	<b>6,227</b>	<b>7,187</b>
股本及股本溢价	7,983	7,255	7,255	7,255	7,255
少数股东权益	-4	17	35	56	83
归母所有者权益	7,032	8,901	11,307	14,268	17,893
<b>负债及权益合计</b>	<b>11,282</b>	<b>13,448</b>	<b>16,719</b>	<b>20,551</b>	<b>25,163</b>

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
<b>净利润</b>	<b>640</b>	<b>1,782</b>	<b>2,424</b>	<b>2,982</b>	<b>3,651</b>
折旧摊销	390	391	929	975	1,024
利息收入	-66	-145	-151	-184	-201
营运资金变动	350	-520	621	168	196
已付所得税及其他	-230	-419	-808	-994	-1,217
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,406</b>	<b>1,666</b>	<b>3,822</b>	<b>3,941</b>	<b>4,671</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,126</b>	<b>-293</b>	<b>-933</b>	<b>-954</b>	<b>-994</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-734</b>	<b>-326</b>	<b>133</b>	<b>153</b>	<b>176</b>
现金净增加额	-1,453	1,047	3,022	3,140	3,852
现金期初金额	6,772	5,348	6,489	9,511	12,650
现金期末金额	5,348	6,489	9,511	12,650	16,502

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
<b>营业收入</b>	<b>10,086</b>	<b>11,473</b>	<b>15,141</b>	<b>18,436</b>	<b>22,334</b>
营业成本	-7,016	-7,030	-8,803	-10,674	-12,886
毛利	3,070	4,443	6,338	7,761	9,447
销售费用	-1,442	-1,716	-2,574	-3,152	-3,808
管理费用	-816	-634	-742	-885	-1,050
其他	71	130	58	68	78
<b>营业利润</b>	<b>882</b>	<b>2,223</b>	<b>3,080</b>	<b>3,792</b>	<b>4,667</b>
财务收入/(费用)净额	33	111	151	184	201
可赎回优先股公允价值变动	0	0	0	0	0
应占股权投资损益	-8	0	0	0	0
<b>除税前溢利</b>	<b>907</b>	<b>2,334</b>	<b>3,232</b>	<b>3,976</b>	<b>4,868</b>
所得税	-267	-552	-808	-994	-1,217
<b>持续经营净利润</b>	<b>640</b>	<b>1,782</b>	<b>2,424</b>	<b>2,982</b>	<b>3,651</b>
终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	2	13	18	22	26
归母净利润	638	1,769	2,406	2,961	3,625
<b>Non-IFRS归母净利润</b>	<b>721</b>	<b>1,832</b>	<b>2,488</b>	<b>3,041</b>	<b>3,705</b>

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入yoy	11.2%	13.8%	32.0%	21.8%	21.1%
营业利润yoy	119.9%	152.0%	38.6%	23.1%	23.1%
Non-IFRS归母净利润yoy	46.7%	154.1%	35.8%	22.2%	21.8%
<b>盈利能力及费用</b>					
毛利率	30.4%	38.7%	41.9%	42.1%	42.3%
Non-IFRS归母净利率	7.1%	16.0%	16.4%	16.5%	16.6%
销售费用率	14.3%	15.0%	17.0%	17.1%	17.1%
管理费用率	8.1%	5.5%	4.9%	4.8%	4.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.7%	33.7%	32.2%	30.3%	28.6%
流动比率	2.1	2.5	2.8	3.1	3.4
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	69	68	67	66	63

	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
每股普通股净利润 (Non-IFRS)	0.60	1.47	1.97	2.41	2.93
每ADS净利润 (Non-IFRS)	2.40	5.88	7.88	9.62	11.73

	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
Non-IFRS PE@16.16USD	48.3	19.7	14.7	12.1	9.9
PB	5.1	4.1	3.2	2.6	2.0



# 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>