

买入

盈利能力再创新高，看好海外迈入全面加速期

名创优品 (MNSO.N/ 9896.HK)

2024-3-26 星期二

投资要点

➤ **名创优品公布 2023/12/31 季度业绩，盈利能力再创新高，指引乐观：**
 CY23Q4 营收同比+54%至 38.4 亿元(国内+56%，海外+52%)，毛利率同比+3.2pp 至 43.1%至单季新高，除汇兑外的经调整净利润率达新高 (17.4%)，经调整 NPM 同比+2.5pp 至 17.2%。经调整归母净利润同比+80%至 6.6 亿。24 年指引为收入同增 20-30% (较 20-25%的原指引上调)，利润好于收入。24 年开店目标为国内 350-450 个，海外 550-650 个，海外直营/代理各一半。国内:季内营收同增 56%，其中门店数+18%/单店+39%，1-2 月 GMV 增 13%；海外:季内营收同增 52%，其中门店数+18%/单店+31%，1-2 月 GMV 增 40%。

➤ **国内改扩店有充足空间，迈入加速期的海外业务确定性与成长性兼备：**
展望未来，观点：(1) 对国内同店乐观些，原因是国内改扩店有充足空间。 24 年 1-2 月国内同店为同期的 95%，市场担忧门店加密和购物中心客流承压影响同店。目前国内约 4,000 门店，其中有 2/3 即约 2,600 个为低于 200 平的店。考虑到面积及点位优化对店效有显著帮助，门店租约一般为 3 年，未来 3-4 年随着加盟商旗下门店租约陆续到期，加盟商有动力改扩店。测算对 SSSG 有单位数的帮助，预计能弥补门店加密的负面效应。我们预计未来 3 年国内业务 CAGR 为 10-15%。**(2) 海外业务全面加速，空间广阔且具备增长确定性，美国直营静待飞轮转动。** 23 年恢复跨国出差后，管理层及员工对海外运作把控力增强。23 年底海外门店约 2,500 个，我们测算中期海外门店空间约 7,000 (其中直营美国 1,000/印度 1,000/印尼 1,500，代理欧洲 1,000/拉美 1,000/东亚其他 1,500)。北美初步成型，测算得 23 年美国店效为 12-14 万美元/月，门店层面利润率双位数。北美点位已不再是制约因素，人才和组织效能是重点。**(3) 盈利能力方面，**随着国内终端定价毛利率已达此前目标 (60-65%)，结构上海外占比/IP 产品占比提升会略微带动毛利率表现。

➤ **维持买入评级，给予目标价 28.60 美元：**

预计 2024/3/31 季度营收及 Non-IFRS 归母净利润分别为 36.7/ 6.0 亿元。预计公司 24E 至 26E(新财年以 12/31 为结算日)营收为 171/ 208/ 251 亿元，同比+24%/+21%/+21%；Non-IFRS 归母净利润为 28.9/ 35.2/ 42.7 亿元，同比+24%/+22%/+21%。现价/目标价对应 Non-IFRS 24E PE 分别约 16 倍/ 23 倍。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,926	13,839	17,111	20,783	25,074
同比增长(%)	-2.0%	39.4%	23.6%	21.5%	20.6%
毛利率	34.9%	41.2%	42.0%	42.2%	42.3%
归母净利润(Non-IFRS)	1,124	2,336	2,890	3,524	4,269
同比增长(%)	61.0%	107.7%	23.7%	21.9%	21.1%
每 ADS 净利润(Non-IFRS)	3.73	7.52	9.13	11.13	13.48
PE@20.83 USD (Non-IFRS)	40.1	19.9	16.4	13.4	11.1

注：公司财年结算日已由 6 月 30 日改为 12 月 31 日，该盈利预测基于 12/31 财年。
 数据来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理；每 ADS 净利润单位为人民币元。

目标价：**28.60 美元**
 现价：20.83 美元
 预计升幅：37.3%

重要数据

日期	2024/3/25
收盘价(美元)	20.83
总股本(亿股)	12.64
总市值(亿美元)	65.8
净资产(亿美元)	12.9
总资产(亿美元)	20.4
52 周高低(美元)	29.92/ 14.46
每股净资产(美元)	4.08

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 62.5%

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：五年规划雄心勃勃，向全球化 IP 设计零售集团进化-20240208

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 2023/12/31 季度业绩，盈利能力再创新高，指引乐观：

于 CY23Q4，营收同比+54%至 38.4 亿元(国内+56%，海外+52%)，毛利率同比+3.2pp 至 43.1%至单季新高，除汇兑外的经调整净利润率达新高（17.4%），经调整 NPM 同比+2.5pp 至 17.2%。经调整归母净利润同比+80%至 6.6 亿。24 年指引为收入同增 20-30%（较 20-25%的原指引上调），利润好于收入。24 年开店目标为国内 350-450 个，海外 550-650 个，海外直营/代理各一半。

于 2023 自然年全年，集团营收同比+39%至 138.4 亿元，其中国内同比+36.0%至 91.3 亿元，海外同比+47%至 47.1 亿元，海外 GMV 同比增 42%。国内收入驱动力中，MINISO 线下收入同比+42%，国内门店数同比+18%/国内 MINISO 线下单店同比+27%。海外收入驱动力中，海外门店数同比+18%，海外代理收入同比+24%至 24.6 亿元，海外直管收入同比+84%至 22.4 亿元，海外直营占海外收入之比达到 48%。

国内业务稳健：CY23Q4 国内业务收入同比+56%至 23.5 亿元，其中 MINISO 线下收入+63%至 19.6 亿元，线下高增原因是 22Q4 疫情下低基数。(1) 拆分驱动力，MINISO 国内门店数同比+18%至 3,926 个，线下单店收入同比+39%，SSSG 为 32%。(2) 1-2 月 MINISO 国内线下 GMV 同比+13%，考虑到去年 3 月基数正常化以及 Toptoy 高增，我们预计 24Q1 国内业务收入同增 15-16%。

海外业务高增：CY23Q4 海外业务 GMV 同比+38%至 35.7 亿，海外业务收入同比+51.5%至 14.9 亿元（代理/直管收入分别+26%/+86%至 7.2/ 7.7 亿元），其中门店数/单店收入同比+18%/+31%。

(1) 分市场,23Q4 季度代理市场 GMV 与收入增速趋于一致,代理/直营市场 GMV 分别+27%/+76%。其中，海外直营市场门店数/单店平均店效分别+31%/+50%。

(2) 海外各市场同店表现出色，重视欧洲区域。北美/欧洲/拉美/亚洲地区的 SSSG 为同比+49%/+5%/+23%/+12%。管理层表示将加大欧洲地区扶持力度，采取参控股、开设大型旗舰店等方式支持欧洲市场发展。

➤ 对国内同店无需悲观，迈入加速期的海外业务确定性与成长性兼备：

展望未来，观点：(1) 国内改扩店仍有充足空间，对国内同店可乐观些。24 年 1-2 月国内同店为同期的 95%，市场担忧门店加密和购物中心客流承压影响同店。目前国内约 4,000 门店，其中有 2/3 即约 2,600 个为低于 200 平的店。考虑到面积及点位优化对店效有显著帮助，门店租约一般为 3 年，未来 3-4 年随着加盟商

旗下门店租约陆续到期，加盟商有动力改扩店。测算对 SSSG 有单位数的帮助，预计能弥补门店加密的负面效应。我们预计未来 3 年国内业务 CAGR 为 10-15%。

(2) 海外业务全面加速，空间广阔且具备增长确定性，美国直营静待飞轮转动。

23 年恢复跨国出差后，管理层及员工对海外运作把控力增强。23 年底海外门店约 2,500 个，我们测算中期海外门店空间约 7,000（其中直营美国 1,000/印度 1,000/印尼 1,500，代理欧洲 1,000/拉美 1,000/东亚其他 1,500）。北美初步成型，测算得 23 年美国店效为 12-14 万美元/月，门店层面利润率双位数。北美点位已不再是制约因素，人才和组织效能是重点。

(3) 盈利能力方面，随着国内终端定价毛利率已达此前目标（60-65%），结构上预计海外占比提升、IP 产品占比提升会略微带动毛利率表现。

表 1：名创优品公司季度财务要点及测算

日期	22/3/31	22/6/30	22/9/30	22/12/31	23/3/31	23/6/30	23/9/30	23/12/31	24Q1 E
总收入(百万元)	2,341	2,318	2,772	2,494	2,954	3,252	3,791	3,841	3,671
YOY	5%	-6%	4%	-10%	26%	40%	37%	54%	24%
国内收入	1,823	1,533	1,852	1,508	2,153	2,137	2,496	2,347	2,487
YOY	2%	-21%	-9%	-27%	18%	39%	35%	56%	16%
海外收入	518	785	920	986	801	1,115	1,295	1,494	1,184
海外收入占比	22%	34%	33%	40%	27%	34%	34%	39%	32%
YOY	17%	49%	48%	38%	55%	42%	41%	52%	48%
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	43.4	42.6	49.9	44.2	51.2	54.3	60.5	58.3	53.1
YOY	-8%	-16%	-4%	-16%	18%	27%	21%	32%	4%
总门店数 YOY	13%	11%	9%	8%	8%	12%	15%	18%	18%
毛利(百万元)	707	772	989	997	1,162	1,296	1,584	1,657	1,564
销售费用	-362	-355	-381	-417	-439	-479	-641	-722	-694
管理费用	-199	-185	-168	-146	-155	-164	-171	-187	-180
营业利润	141	272	510	448	576	690	788	765	710
经调整归母净利	115	219	425	366	478	564	636	658	602
YOY	-26%	50%	134%	70%	317%	157%	50%	80%	26%

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

	22/3/31	22/6/30	22/9/30	22/12/31	23/3/31	23/6/30	23/9/30	23/12/31	24Q1 E
毛利率	30.2%	33.3%	35.7%	40.0%	39.3%	39.8%	41.8%	43.1%	42.6%
销售费用率	15.5%	15.3%	13.8%	16.7%	14.9%	14.7%	16.9%	18.8%	18.9%
管理费用率	8.5%	8.0%	6.0%	5.9%	5.3%	5.1%	4.5%	4.9%	4.9%
营业利润率	6.0%	11.7%	18.4%	17.9%	19.5%	21.2%	20.8%	19.9%	19.3%
归母净利润率	4.1%	8.8%	14.8%	14.1%	15.8%	16.6%	16.2%	16.6%	15.8%
经调整净利润率	4.7%	9.6%	15.1%	15.0%	16.4%	17.6%	16.9%	17.2%	16.4%
经调整归母净利率	4.9%	9.5%	15.3%	14.7%	16.2%	17.3%	16.8%	17.1%	16.4%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 3：名创优品公司季度门店数量变动（截至 2023/12/31）

日期	22/3/31	22/6/30	22/9/30	22/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31
MINISO 品牌	5,113	5,199	5,296	5,440	5,514	5,791	6,115	6,413
中国	3,197	3,226	3,269	3,325	3,383	3,604	3,802	3,926
直营店	11	14	19	16	16	15	20	26
第三方	3186	3212	3250	3309	3367	3589	3782	3900
海外	1,916	1,973	2,027	2,115	2,131	2,187	2,313	2,487
直营店	136	133	131	153	150	176	202	238
第三方	1780	1840	1896	1962	1981	2011	2111	2249
其中：国内季净增	29	29	43	56	58	221	198	124
其中：海外季净增	39	57	54	88	16	56	126	174
TOPTOY 品牌	92	97	109	117	116	118	122	148
直营店	4	7	8	8	9	9	9	14
第三方	88	90	101	109	107	109	113	134
公司总计	5,205	5,296	5,405	5,557	5,630	5,909	6,237	6,561
公司季净增	71	91	109	152	73	279	328	324

于 2023 自然年，MINISO 品牌于国内/海外净增 601 /372 个门店，TOPTOY 品牌净增 31 个门店。

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 28.60 美元：

预计 2024/3/31 季度营收及 Non-IFRS 归母净利润分别为 36.7/ 6.0 亿元。预计公司 24E 至 26E(新财年以 12/31 为结算日)营收为 171/ 208/ 251 亿元，同比+24% / +21%/ +21%；Non-IFRS 归母净利润为 28.9 / 35.2 / 42.7 亿元，同比+24%/ +22%/ +21%。现价/目标价对应 Non-IFRS 24E PE 分别约 16 倍/ 23 倍。

风险提示：

消费趋势变动风险；
 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；
 国际关系风险等。

财务报表摘要

资产负债表					
单位：百万元人民币					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,744	10,328	12,375	14,849	17,807
现金	5,187	6,415	7,862	9,714	11,991
应收账款	1,109	1,518	1,784	2,058	2,359
其他投资	810	253	253	253	253
存货	1,475	1,922	2,258	2,605	2,986
其他	164	219	219	219	219
非流动资产	3,254	4,158	4,353	4,558	4,774
物业、厂房及设备	468	769	808	848	891
资产使用权	2,337	2,901	3,046	3,198	3,358
递延税项资产	166	104	115	126	139
无形资产	33	20	21	22	23
其他	250	364	364	364	364
资产总计	11,997	14,485	16,728	19,406	22,581
流动负债	3,712	4,407	5,151	5,976	6,898
短期借款	0	1	1	1	1
应付账款	2,940	3,390	3,926	4,515	5,165
合同负债	337	324	417	520	633
应交税费	161	238	286	343	412
租赁负债	273	454	521	598	687
非流动负债	477	887	996	1,136	1,297
合同负债	50	41	43	45	47
非流动租赁负债	408	798	918	1,055	1,214
负债合计	4,188	5,294	6,148	7,113	8,195
股本及股本溢价	7,809	9,191	10,580	12,294	14,386
少数股东权益	2	23	49	81	119
归母所有者权益	7,807	9,168	10,531	12,213	14,267
负债及权益合计	11,997	14,485	16,728	19,406	22,581

现金流量表					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,108	2,330	3,198	3,884	4,642
投资活动现金流	-775	-268	-493	-485	-477
筹资活动现金流	-387	-366	-1,258	-1,547	-1,887
现金净增加额	-54	1,696	1,447	1,852	2,277
现金期初金额	5,151	5,187	6,415	7,862	9,714
现金期末金额	5,187	6,415	7,862	9,714	11,991

利润表					
单位：百万元人民币					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,926	13,839	17,111	20,783	25,074
营业成本	-6,462	-8,140	-9,925	-12,013	-14,468
毛利	3,464	5,698	7,187	8,770	10,606
销售费用	-1,515	-2,281	-2,840	-3,450	-4,137
管理费用	-697	-677	-845	-998	-1,204
其他	118	84	73	73	83
营业利润	1,370	2,824	3,574	4,395	5,348
财务收入/(费用)净额	72	161	180	208	251
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	0	0	0	0	0
除税前溢利	1,442	2,985	3,753	4,603	5,599
所得税	-377	-707	-920	-1,128	-1,372
持续经营净利润	1,065	2,278	2,834	3,476	4,227
少数股东损益	0	21	26	32	39
归母净利润	1,065	2,253	2,808	3,444	4,189
Non-IFRS归母净利润	1,124	2,336	2,890	3,524	4,269

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入yoy	-2.0%	39.4%	23.6%	21.5%	20.6%
营业利润yoy	67.5%	106.1%	26.5%	23.0%	21.7%
Non-IFRS归母净利润yoy	61.0%	107.7%	23.7%	21.9%	21.1%
盈利能力及费用					
毛利率	34.9%	41.2%	42.0%	42.2%	42.3%
Non-IFRS归母净利率	11.3%	16.9%	16.9%	17.0%	17.0%
销售费用率	15.3%	16.5%	16.6%	16.6%	16.5%
管理费用率	7.0%	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	34.9%	36.5%	36.8%	36.7%	36.3%
流动比率	2.4	2.3	2.4	2.5	2.6
营运能力					
存货周转天数	79	75	76	73	70
每股资料 (人民币元)					
每普通股净利润 (Non-IFRS)	0.93	1.88	2.28	2.78	3.37
每ADS净利润 (Non-IFRS)	3.73	7.52	9.13	11.13	13.48
估值比率					
Non-IFRS PE@20.83USD	40.1	19.9	16.4	13.4	11.1
PB	6.1	5.1	4.5	3.9	3.3

注：2024年1月17日公司已将年度结算日从6/30更改为12/31。以上财务报表摘要及测算采用12/31财年。

投资评级定义和免责声明

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>