

买入

盈利超预期，海外直营展现正向经营杠杆

名创优品 (MNSO.N)

2023-11-27 星期一

投资要点

目标价: **31.00 美元**
 现价: 25.16 美元
 预计升幅: 23.2%

➤ 名创优品公布 FY24Q1(截至 9/30)季度业绩，盈利能力再次超预期：

FY24Q1 营收同比+37%至 37.9 亿元（国内+35%，海外+41%），毛利率同比+6.1pp 至 41.8%，经调整归母净利润同比+50%至 6.4 亿元，经调整归母净利润率同比+1.5pp 至 16.8%；剔除汇兑影响后为 17.1%。

➤ 国内业务提前完成全年拓店目标，海外直营业务展现正向杠杆：

国内业务：FY24Q1 国内收入同比+35%至 25 亿元，其中 MINISO 线下收入+41%至 21.4 亿元。(1) 拆分驱动力，MINISO 国内门店数同比+16%至 3,802 个，单店 GMV+22%（客单价/平均交易单量分别同比+3%/+17%）。(2) 持续推进旗舰大店，12/31 季度将继续开出 10-20 大店。国内 1-9 月净开店 477 个，提前完成全年 350-450 个的拓店目标。(3) 单店恢复度稳定。1-10 月单店 GMV 恢复度分别为 2019/2021 同期的 85%/100%；剔除门店加密影响，1-9 月同店店效恢复至 19 同期的 93%，较 21 同期增 9%。

海外业务：FY24Q1 海外业务 GMV 同比+48%至 28.8 亿，海外业务收入同比+40.8%至 13.0 亿元（代理/直营收入分别+15%/+92%至 7.0/5.9 亿元），其中门店数/单店收入同比+14%/+25%。CY23 海外拓店目标维持 350-450 个不变。(1) 分市场，代理/直营市场 GMV 分别+39%/+80%。(2) 海外直营盈利潜能逐步释放，期内海外直营 OPM 达中双位数，同期为盈亏平衡。

➤ 受益于品类结构升级成效显著，毛利率达历史新高：

9/30 季度毛利率达历史新高，原因：(1) 大美妆/大 IP/大玩具三大品类，其较平均终端定价毛利率高出单位数。公司品牌升级成效显著，三大品类于国内/海外销售占比超 60%，其余 4 成为日用百货。未来 3 大品类占比有望达 6-7 成。(2) 海外 IP 相关产品占比由去年同期的<30%大幅提升至 40%+；(3) 海外直营占海外收入之比同比+12pp 至 46%，推升海外业务毛利率。

➤ 维持买入评级，给予目标价 31.00 美元：

我们的观点：看好 MINISO 海外直营经营杠杆释放。预计 12/31 季度营收及 Non-IFRS 归母净利润分别为 37.4/ 6.2 亿元。预计公司 FY24E 至 FY26E 营收为 149.9/ 177.8/ 205.3 亿元，同比+30.7% / +18.6%/ +15.5%；Non-IFRS 归母净利润为 24.7/ 29.4/ 34.1 亿元，同比+34.7%/ +19.0%/ +16.1%。现价对应 Non-IFRS 的 FY24E PE 约 23 倍，目标价对应 FY25E PE 约 24 倍。

人民币百万元	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	10,086	11,473	14,992	17,778	20,531
同比增长(%)	11.2%	13.8%	30.7%	18.6%	15.5%
毛利率	30.4%	38.7%	41.6%	41.8%	41.8%
归母净利润(Non-IFRS)	721	1,832	2,467	2,937	3,409
同比增长(%)	46.7%	154.1%	34.7%	19.0%	16.1%
每 ADS 净利润(Non-IFRS)	2.40	5.88	7.81	9.30	10.79
PE@25.16 USD (Non-IFRS)	75.0	30.6	23.0	19.4	16.7

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。

重要数据

日期	2023/11/24
收盘价(美元)	25.16
总股本(亿股)	12.64
总市值(亿美元)	79.5
净资产(亿美元)	12.3
总资产(亿美元)	18.6
52 周高低(美元)	29.92/ 9.30
每股净资产(美元)	3.84

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%

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：成长空间与确定性兼备，海外直营盈利潜力展现-HLM-20230825

研究部

姓名：何丽敏

SFC: BTG784

电话：0755-82846267

Email: helm@gyzq.com.hk

报告正文

➤ 国内业务提前完成全年拓店目标，海外直营业务展现正向杠杆：

国内业务： FY24Q1 国内业务收入同比+35%至 25 亿元，其中 MINISO 线下收入+41%至 21.4 亿元。(1) **拆分驱动力**，MINISO 国内门店数同比+16%至 3,802 个，单店 GMV+22%（客单价/平均交易单量分别同比+3%/+17%）。(2) **持续推进旗舰大店**，12/31 季度将继续开出 10-20 大店。国内 1-9 月净开店 477 个，提前完成全年 350-450 个的国内拓店目标。(3) **单店恢复度稳定**。1-10 月单店 GMV 恢复度分别为 2019/2021 同期的 85%/100%；剔除门店加密影响，1-9 月同店店效恢复至 19 同期的 93%，较 21 同期增 9%。(4) **国内业务 10-11 月表现出较强的增长可持续性**。10 月/11 月前三周国内 MINISO 线下门店 GMV 同比分别+41%/+60%，其中 10 月单店 GMV 同比+11%。

海外业务： FY24Q1 海外业务 GMV 同比+48%至 28.8 亿，海外业务收入同比+40.8%至 13.0 亿元（代理/直营收入分别+15%/+92%至 7.0/5.9 亿元），其中门店数/单店收入同比+14%/+25%。CY23 海外拓店目标维持 350-450 个不变。

(1) **分市场**，代理/直营市场 GMV 分别+39%/+80%，其中海外直营市场门店数/单店 GMV 分别+20%/+55%。(2) **海外直营盈利潜能逐步释放**。期内海外直营 OPM 达中双位数，环比提升 LSD，同期为盈亏平衡。海外单店已恢复至 19 同期的 103%，北美单店 GMV 达疫情前 2 倍。

表 1：名创优品公司季度门店数量变动（截至 2023/6/30）

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
对应财季	2Q FY22	3Q FY22	4QFY22	1Q FY23	2Q FY23	3Q FY23	4Q FY23	1Q FY24
MINISO 品牌	5,045	5,113	5,199	5,296	5,440	5,514	5,791	6,115
中国	3,168	3,197	3,226	3,269	3,325	3,383	3,604	3,802
直营店	5	11	14	19	16	16	15	20
第三方	3163	3186	3212	3250	3309	3367	3589	3782
海外	1,877	1,916	1,973	2,027	2,115	2,131	2,187	2,313
直营店	117	136	133	131	153	150	176	202
第三方	1760	1780	1840	1896	1962	1981	2011	2111
其中：国内季净增	133	29	29	43	56	58	221	198
其中：海外季净增	41	39	57	54	88	16	56	126
TOP TOY 品牌	89	92	97	109	117	116	118	122
直营店	5	4	7	8	8	9	9	9
第三方	84	88	90	101	109	107	109	113
公司总计	5,134	5,205	5,296	5,405	5,557	5,630	5,909	6,237
公司季净增	191	71	91	109	152	73	279	328

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 受益于品类结构升级成效显著，毛利率达历史新高：

9/30 季度毛利率达历史新高，原因：(1) 大美妆/大 IP/大玩具三大品类，其较平均终端定价毛利率高出单位数。公司品牌升级成效显著，三大品类于国内/海外销售占比超 60%，其余 4 成为日用百货。未来 3 大品类占比有望达 6-7 成。(2) 海外 IP 相关产品占比由去年同期的<30%大幅提升至 40%+；(3) 海外直营占海外收入之比同比+12pp 至 46%，推升海外业务毛利率。**费用率方面**，FY24Q1 销售费用率同比+3.2pp 至 16.9%，IP 授权费及品牌推广开支各贡献 1pp 销售费率提升，管理费用率同比-1.5pp 至 4.5%。

表 2：名创优品公司季度财务要点及测算

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	3,736
YOY	21%	5%	-6%	4%	-10%	26%	40%	37%	50%
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	1,350
海外收入占比	26%	22%	34%	33%	40%	27%	34%	34%	36%
YOY	55%	17%	49%	48%	38%	55%	42%	41%	37%
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	52.3	43.4	42.6	49.9	44.2	51.2	54.3	60.5	57.3
YOY	4%	-8%	-16%	-4%	-16%	18%	27%	21%	30%
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	1,563
销售费用	385	362	355	381	417	439	479	641	631
管理费用	221	199	185	168	146	155	164	171	179
营业利润	255	141	272	510	448	576	690	788	762
经调整归母净利	215	115	219	425	366	478	564	636	619
YOY	156%	-26%	50%	134%	70%	317%	157%	50%	69%

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

	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%	41.9%
销售费用率	13.9%	15.5%	15.3%	13.8%	16.7%	14.9%	14.7%	16.9%	16.9%
管理费用率	8.0%	8.5%	8.0%	6.0%	5.9%	5.3%	5.1%	4.5%	4.8%
营业利润率	9.2%	6.0%	11.7%	18.4%	17.9%	19.5%	21.2%	20.8%	20.4%
归母净利率率	6.7%	4.1%	8.8%	14.8%	14.1%	15.8%	16.6%	16.2%	16.0%
经调整净利率率	7.7%	4.7%	9.6%	15.1%	15.0%	16.4%	17.6%	16.9%	16.7%
经调整归母净利率率	7.8%	4.9%	9.5%	15.3%	14.7%	16.2%	17.3%	16.8%	16.6%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

維持買入評級，給予目標價 31.00 美元：

我們的觀點：看好 MINISO 海外直營經營杠桿釋放。預計 12/31 季度營收及 Non-IFRS 歸母淨利潤分別為 37.4/6.2 億元。預計公司 FY24E 至 FY26E 營收為 149.9/177.8/205.3 億元，同比+30.7% / +18.6%/ +15.5%；Non-IFRS 歸母淨利潤為 24.7/ 29.4/ 34.1 億元，同比+34.7%/ +19.0%/ +16.1%。現價對應 Non-IFRS 的 FY24E PE 約 23 倍，目標價對應 FY25E PE 約 24 倍。

風險提示：

消費趨勢變動風險；
行業競爭加劇風險；
拓店進展不及預期風險；
新业态拓展不及預期風險；
國際關係風險等。

财务报表摘要

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
流动资产	8,073	9,904	12,946	16,359	20,214
现金	5,348	6,489	9,485	12,490	15,991
应收账款	1,056	1,150	1,428	1,608	1,765
其他投资	211	205	205	205	205
存货	1,188	1,451	1,801	2,029	2,225
其他	269	609	27	27	27
非流动资产	3,209	3,544	3,715	3,897	4,088
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
资产总计	11,282	13,448	16,661	20,256	24,302
流动负债	3,789	3,886	4,608	5,227	5,806
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,073	3,019	3,572	4,011	4,400
合同负债	362	293	366	432	488
应交税费	89	238	285	342	411
租赁负债	264	336	385	442	507
非流动负债	466	644	730	828	941
合同负债	52	47	49	52	54
可赎回优先股及其	21	40	40	40	40
负债合计	4,254	4,529	5,338	6,055	6,747
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	80
归母所有者权益	7,032	8,901	11,288	14,145	17,475
负债及权益合计	11,282	13,448	16,661	20,256	24,302

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
净利润	640	1,782	2,405	2,878	3,354
折旧摊销	390	391	929	975	1,024
利息收入	-66	-145	-180	-142	-164
营运资金变动	350	-520	614	138	144
已付所得税及其他	-230	-419	-802	-959	-1,118
经营活动现金流	1,406	1,666	3,767	3,848	4,357
投资活动现金流	-2,126	-293	-904	-996	-1,031
筹资活动现金流	-734	-326	133	153	176
现金净增加额	-1,453	1,047	2,996	3,005	3,502
现金期初金额	6,772	5,348	6,489	9,485	12,490
现金期末金额	5,348	6,489	9,485	12,490	15,991

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	10,086	11,473	14,992	17,778	20,531
营业成本	-7,016	-7,030	-8,756	-10,347	-11,949
毛利	3,070	4,443	6,237	7,431	8,582
销售费用	-1,442	-1,716	-2,504	-2,916	-3,347
管理费用	-816	-634	-765	-889	-1,006
其他	71	130	58	68	78
营业利润	882	2,223	3,026	3,695	4,307
财务收入/(费用)净额	33	111	180	142	164
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
除税前溢利	907	2,334	3,206	3,837	4,472
所得税	-267	-552	-802	-959	-1,118
持续经营净利润	640	1,782	2,405	2,878	3,354
终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	2	13	17	21	24
归母净利润	638	1,769	2,387	2,857	3,329
Non-IFRS归母净利润	721	1,832	2,467	2,937	3,409

会计年度	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入yoy	11.2%	13.8%	30.7%	18.6%	15.5%
营业利润yoy	119.9%	152.0%	36.1%	22.1%	16.6%
Non-IFRS归母净利润yoy	46.7%	154.1%	34.7%	19.0%	16.1%
盈利能力及费用					
毛利率	30.4%	38.7%	41.6%	41.8%	41.8%
Non-IFRS归母净利率	7.1%	16.0%	16.5%	16.5%	16.6%
销售费用率	14.3%	15.0%	16.7%	16.4%	16.3%
管理费用率	8.1%	5.5%	5.1%	5.0%	4.9%
偿债能力					
资产负债率	37.7%	33.7%	32.0%	29.9%	27.8%
流动比率	2.1	2.5	2.8	3.1	3.5
营运能力					
存货周转天数	69	68	67	67	64

	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
每普通股净利润 (Non-IFRS)	0.60	1.47	1.95	2.32	2.70
每ADS净利润 (Non-IFRS)	2.40	5.88	7.81	9.30	10.79

	FY2022	FY2023	FY24E	FY25E	FY26E
Non-IFRS PE@25.16USD	75.0	30.6	23.0	19.4	16.7
PB	7.8	6.4	5.0	4.0	3.2

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>