

# 名创优品 (MNSO)

供应链品牌化标杆企业，品牌出海+下沉扩店可期  
增持（维持）

2022年07月18日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖

执业证书：S0600121010005

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业总收入（百万元）	9071.66	9991.71	13151.51	15469.71
同比	1%	10%	32%	18%
归属母公司净利润（百万元）	-1415.01	486.45	852.05	1320.45
同比	-467%	137%	75%	55%
Non-IFRS 净利润	494.54	608.80	1021.09	1499.41
同比	-49%	23%	68%	47%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-0.66	0.23	0.40	0.62
P/E（现价最新股本摊薄）	-	31.11	17.76	11.46
PE（Non-IFRS）	30.60	24.85	14.82	10.09

## 投资要点

■ **名创优品回港双重上市。公司旗下主要经营 MINISO 和 TOP TOY 两大连锁门店。** FY2022Q1-3（20210701-20220331），公司实现收入/经调整净利润 77.7/5.1 亿元人民币（下同），同比+18%/+52%。公司旗下 MINISO 是全球领先的自有品牌生活家居综合零售商，以线下加盟为主，2021 年 GMV 达 180 亿，是公司主要的收入及利润来源。TOP TOY 是 2020 年 12 月上线的潮玩连锁集合店，FY2022Q3 门店数达 92 家，增速喜人。

■ **名创优品本质上是个消费品品牌，有望顺应中国优质供应链品牌化趋势不断成长。** MINISO 的从一系列供应商定制直采产品，通过旗下数千家加盟门店销售。公司起到组织生产&提供品牌认知的作用，因此本质上是个品牌商（而非渠道商）。未来国产品牌借助国内供应链优势崛起，将是行业发展大势，公司作为供应链品牌化标杆企业，有广阔成长空间。

■ **国内 MINISO：模式成熟壁垒深盈利稳，下沉展店空间大。** 国内 MINISO 门店以强管控加盟模式为主，能保证门店运营质量并快速扩张。公司 FY2022Q3 国内门店数达 3197 家，未来下沉扩张可期：MINISO 目前下沉门店占比并不高；且主打高性价比，契合下沉需求。下沉门店盈利情况好，加盟商开店意愿强。2021 年国内~70%新店位于三线及以下城市。

■ **海外 MINISO：优质供应链实力外溢，品牌化出海可期。** MINISO 出海背后的基本逻辑是我国优质供应链的实力外溢。借助我国优质产业集群提供的高性价比商品，MINISO 用产品撬开海外市场，并不断积累规模和口碑。FY2022Q3，MINISO 在海外超 100 个国家/地区拥有 1916 家门店，FY2022Q1-3 海外收入占比超 30%，未来增长可期。

■ **TOP TOY 潮玩集合店资源禀赋优秀，有望成为国内潮玩又一极。** 我国潮玩行业增速高，2017-2021 年 CAGR 达 34%。国内，泡泡玛特、乐高等少数企业规模突出，其他玩家之间差距不大。TOP TOY 背靠集团供应链、加盟商、联名 IP 资源，拥有明显的资源禀赋优势，2020 年 10 月上线后快速跻身第二梯队，未来有望成为国内潮玩的下一个龙头企业。

■ **盈利预测与投资评级：**公司短期仍受疫情反复的影响，未来疫情好转之后业绩有较大改善空间。我们预计公司 2022-24 年 Non-IFRS 归母净利为 6.1/10.2/15.0 亿元，同比+23%/68%/47%，7 月 15 日收盘价对应 P/E 为 25/15/10 倍。出于对疫情的谨慎考虑，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**疫情反复，扩店不及预期，海外经营相关风险，竞争加剧等

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	7.10
一年最低/最高价	5.07/24.39
市净率(倍)	2.27
总市值(百万元)	1478.26

## 基础数据

BPS (美元, LF)	3.12
资产负债率(% LF)	37.86%
总股本(百万股)	1266.67
流通 A 股(百万股)	897.28

## 相关研究

1、《FY2022Q3：疫情下收入同比+5%略低于业绩指引，加码品牌建设投入押注未来发展》

2022-05-27

2、《FY2022Q2 点评：收入同比+20.7%超过指引上限，海外经营显著复苏引领利润恢复》

2022-03-04

## 内容目录

1. 经营 MINISO 和 TOP TOY 两大品牌，全球门店 5000 余家.....	5
2. 名创优品是“供应链品牌化”标杆，顺应大势有望持续成长 .....	8
2.1. MINISO 高效整合国内优质供应链，以性价比突围，不断积累品牌力 .....	8
2.2. 品牌是我国消费产业的皇冠明珠和的稀缺资源.....	9
2.3. 品牌零售行业格局：市场大而散，名创优品规模领先.....	11
3. MINISO：强管控加盟下不断拓店，实现全球化扩张 .....	12
3.1. 经营模式：强管控一站式加盟体系，兼具管理效果和扩张速度.....	12
3.2. 国内 MINISO 向下沉市场扩张，仍有充裕数倍开店空间 .....	14
3.3. 优质供应链品牌化出海，未来增长可期.....	15
4. TOP TOY：新兴潮玩集合店业务，乘机发展未来可期.....	16
4.1. 中国潮玩市场处于高速增长期.....	16
4.2. TOP TOY：加盟模式为主，开创潮玩集合店概念 .....	17
5. 财务分析：高效供应链带动高周转，疫后盈利有恢复空间 .....	19
6. 盈利预测与投资建议 .....	21
6.1. 关键假设与盈利预测.....	21
6.2. 投资建议.....	23
7. 风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1:	MINISO: 线下自有品牌生活家居品综合零售 .....	5
图 2:	TOP TOY: 新兴的潮玩集合店 .....	5
图 3:	MINISO 定位主打性价比, 低价格高颜值高品质 .....	5
图 4:	名创优品重点经营数据汇总: 规模大、全球化 .....	6
图 5:	FY2019-2022Q3 全球 MINISO 门店总数及增速 .....	6
图 6:	MINISO 线下 GMV 及增速 (亿元) .....	6
图 7:	FY22Q1-3TOP TOY 营收及增速 (亿元) .....	7
图 8:	FY22Q1-3TOP TOY 门店数 .....	7
图 9:	名创优品历史沿革 .....	7
图 10:	名创优品链接上游众多优质供应商和下游海量加盟门店 .....	9
图 11:	2021 年平均毛利率: 品牌商>>渠道商>制造商 .....	10
图 12:	2021 年平均销售净利率: 品牌商>制造商>渠道商 .....	10
图 13:	全球自有品牌综合零售市场规模 .....	11
图 14:	中国自有品牌综合零售市场规模 .....	11
图 15:	2021 年全球自有品牌综合零售市场前 5 大公司 (以 GMV 计) .....	11
图 16:	名创优品加盟模式详解 .....	12
图 17:	FY2020-2022Q3 国内 MINISO 门店数 .....	14
图 18:	名创优品门店在各线城市分布 .....	14
图 19:	2016-2021 全国购物中心数量 (家) .....	14
图 20:	名创优品海外门店数持续扩张 .....	15
图 21:	名创优品海外收入及增速 .....	15
图 22:	名创优品在不同地区采取不同的商业模式 .....	15
图 23:	FY2022H1 海外业务分地区收入及占比 (亿元) .....	16
图 24:	国内及海外业务毛利率对比 .....	16
图 25:	2017-2026E 中国潮玩市场持续发展 .....	16
图 26:	2021 年中国潮玩市场品类构成 (亿元) .....	16
图 27:	FY21H1-22H1TOP TOY 线下 GMV (百万元) .....	17
图 28:	中国潮玩市场竞争格局 (按 2021 年 GMV 计) .....	17
图 29:	FY21Q2-FY22Q3 TOP TOY 门店数及增速 .....	18
图 30:	FY22Q3TOP TOY 门店模式构成 .....	18
图 31:	FY21Q2-FY22Q3TOP TOY 收入及增速 (亿元) .....	18
图 32:	FY2022H1TOP TOY 收入拆分 (亿元) .....	18
图 33:	TOP TOY 涵盖多种品类, 并不断孵化自有 IP 及联名产品 .....	18
图 34:	公司营业收入及增速 (亿元) .....	19
图 35:	公司经调整净利润及增速 (亿元) .....	19
图 36:	FY2019-2021Q3 毛利率、Non-IFRS 销售净利率 .....	20
图 37:	FY2019-2021Q3 销售及管理费用率 .....	20
图 38:	名创优品存货周转天数 (天) 同业对比 .....	21
表 1:	名创优品募集资金用途 .....	8
表 2:	我国部分头部消费品代工企业及其代工的品牌 .....	8

表 3: 国内 TOP 5 精品集合专卖品牌 GMV 及门店数.....	12
表 4: 2019 年名创优品典型成熟门店单店模型及加盟商回收期测算（非疫情情况下）.....	13
表 5: 名创优品 Non-IFRS 调整项列示.....	19
表 6: 名创优品收入预测汇总.....	21
表 7: 国内 MINISO 收入预测.....	22
表 8: TOP TOY 收入预测.....	22
表 9: 海外 MINISO 收入预测.....	22
表 10: 公司利润率及费用率预测.....	23



## 1. 经营 MINISO 和 TOP TOY 两大品牌，全球门店 5000 余家

名创优品旗下主要经营两大线下门店品牌，MINISO 与 TOP TOY。MINISO 是遍布全球的自有品牌生活家居综合零售商，以线下加盟门店为主，该业务是公司收入和利润最主要的来源，FY2022Q1-3 贡献约 90% 以上的收入。TOP TOY 是名创旗下的潮玩集合店品牌，于 2020 年开始运营，截至 FY2022Q3 已有 92 家门店。（注：公司财期为 0630，FY2021 对应 20200701-20210630；FY2022Q3 对应 20220331 季度；文中未标注 FY 的时间均为自然年）

图1：MINISO：线下自有品牌生活家居品综合零售



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图2：TOP TOY：新兴的潮玩集合店



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

**MINISO：遍布全球的家居日用零售店，主打高性价比。**MINISO 主营 11 个主要产品类，包括家居生活、小型电子产品、纺织品、包装配饰、美妆工具、玩具、彩妆个护、零食、香水、文具礼品，SKU 数量超 8000 个。公司产品定价主打性价比，FY2022H1 公司 95% 的商品零售价低于 50 元。

图3：MINISO 定位主打性价比，低价格高颜值高品质



数据来源：天猫旗舰店，东吴证券研究所绘制

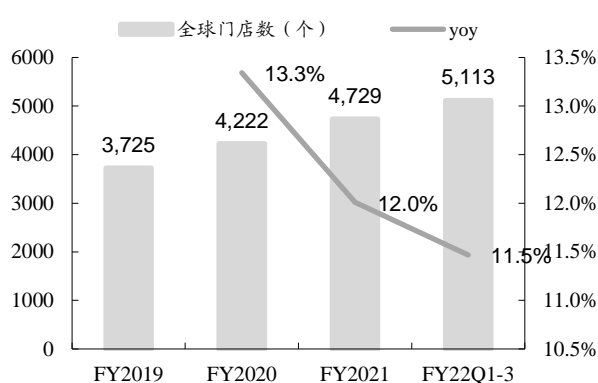
FY2022Q3 年 MINISO 全球门店数量达 5,113 家，2021 年 GMV 约为 180 亿元。FY2022Q3 在国内拥有 3197 家门店，海外拥有 1916 家门店。从 FY2019 年来，MINISO 全球门店总数保持着约 500 家/年的增长速度。疫情影响下，FY2021 线下 GMV 为 152.7 亿元，同比-0.6%；FY2022H1 已有所恢复，线下 GMV 同比增速为 14%。

图4：名创优品重点经营数据汇总：规模大、全球化



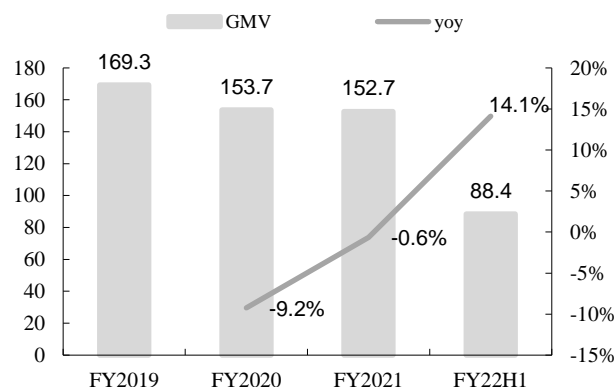
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：FY2019-2022Q3 全球 MINISO 门店总数及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

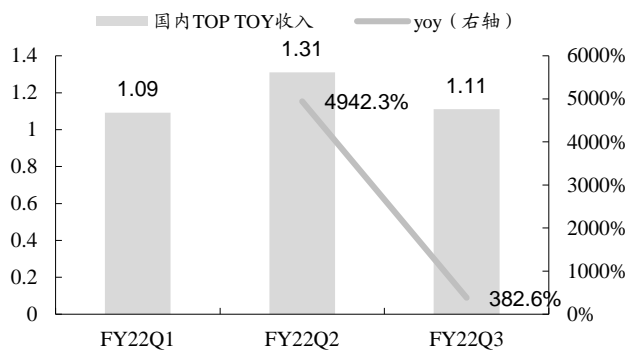
图6：MINISO 线下 GMV 及增速 (亿元)



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

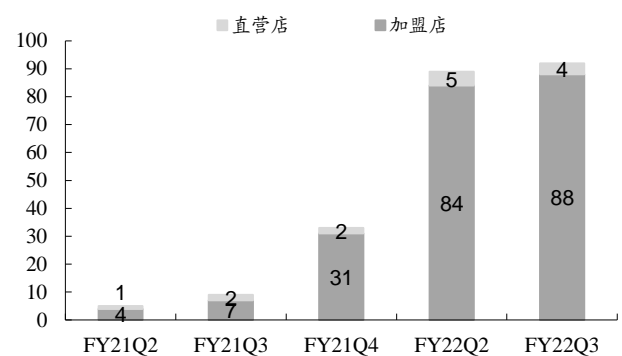
**TOP TOY: 新兴潮玩集合店**，创立以来业绩高速增长，FY2022Q3 拥有 92 家门店，营收同比+383%。TOP TOY 自 2020 年 12 月开始运营，涵盖盲盒、积木、手办等 8 个品类，截至 2021 年底拥有约 4,600 个 SKU。TOP TOY 绝大部分的收入来自第三方 IP 产品的销售，小部分来自联名产品和自有 IP 产品。TOP TOY 线下门店以加盟模式为主，截至 FY2022Q3 在全国已有 92 家门店，2021 年 GMV 为 3.74 亿元。

图7: FY22Q1-3TOP TOY 营收及增速 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: FY22Q1-3TOP TOY 门店数



数据来源: 弗若斯特沙利文, 东吴证券研究所

公司拥有 9 年经营历史, 是在电商崛起的环境下成长起来的连锁零售企业。2013 年, 名创优品在广州开下了第一家门店, 此后门店不断扩张, 从广州走向世界。2010s 我国电商的快速崛起给线下商业造成了冲击, 而 MINISO 在此环境下逆势成长。这反映公司拥有较强的供应链管理能力和产品定位和迭代能力、线下门店管理能力等, 在产品性价比、门店体验等方面都足够优秀。依托于国内发达的消费品制造业, 9 年来公司持续输出物美价廉的产品, 不断积累品牌心智, 最终成为广受好评的线下零售品牌。

图9: 名创优品历史沿革



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**港股上市实际融资约 4.8 亿元, 有望加速后续业务布局。**

公司 7 月 13 日在港交所上市, 发行股份 0.41 亿股 (占发行前总股本 3.4%), 发行价为 13.8 港元, 募集资金约 4.8 亿元人民币 (港币/人民币按 0.86 计, 对应 2022.07.13 汇率, 不考虑发行费用)。

据招股说明书, 公司募集资金将用于: ① 门店网络扩张和升级, 包括国内开设下沉市场门店, 以及海外门店扩张所需的资本开支和相关运营支持人员; ② 供应链核心能力优化及产品开发, 包括仓储物流网络升级、海外本地直采能力升级、开发及收购 IP、升

级产品设计师网络；③技术能力迭代，可包括算法、分析模块、微信小程序服务器容量的升级，招聘更多研发人员，开发国际化运营相关系统，以及升级核心技术平台；④品牌培育，包括推广和发展 TOP TOY 品牌，提升 MINISO 品牌定位，以及未来培育新品牌；⑤补充流动资金及为后续潜在资本开支做储备等。

表1：名创优品募集资金用途

项目	详细用途	使用资金占比
门店网络扩张及升级	国内下沉渗透，海外门店的资本开支及相关运营员工	25%
供应链优化及产品开发	仓储物流网络、海外本地直采能力、开发及收购 IP、扩充旗下产品设计师等	20%
技术能力	国际化相关运营系统升级，自有技术系统升级和服务器扩容，升级核心技术平台提升运营效率	20%
品牌培育	推广和发展 TOP TOY，提升 MINISO 品牌定位，未来培育新品牌等	20%
资本开支	包括用于未来潜在收购等	5%
运营及一般公司用途		10%
合计		100%

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

## 2. 名创优品是“供应链品牌化”标杆，顺应大势有望持续成长

我们认为，名创优品本质上是一个品牌企业，其价值的核心是消费者以及线下加盟商对 MINISO 品牌的认可。名创优品的崛起，反映的是中国优质供应链品牌化崛起的大趋势。

### 2.1. MINISO 高效整合国内优质供应链，以性价比突围，不断积累品牌力

我国拥有发达的消费品制造业，拥有大量优秀的代工厂，这是名创优品快速发展背后的工业基础。我国拥有成体系、集群化的优质消费品制造业，产生大量国际头部品牌的核心代工厂，包括为优衣库代工的申洲国际、为耐克代工的华利集团，为 Prada 代工的时代皮具，为兰蔻代工的兰蔻时代皮具等。名创优品的大多数产品，就来自于这类龙头制造商。

表2：我国部分头部消费品代工企业及其代工的品牌

类别	代工厂	代工品牌
服饰类	申洲国际	耐克、优衣库等
	晶苑集团	优衣库、H&M 等
	华利集团	耐克、匡威、Vans、彪马等
运动户外	浙江自然	迪卡侬、SEA TO SUMMIT 等
箱包类	开润股份	Jansport、Dickies 等
	时代皮具	Prada、Michael Kors、Coach 等
化妆品类	科丝美诗	高丽谷、美宝莲、BIG EVE 等
	莹特丽	Lancome、Dior、Chanel 等

数据来源：公司官网，东吴证券研究所



**名创优品整合上游优质供应链，发挥性价比优势打造品牌。**上述龙头制造商的产品质量优异且成本低廉，消费者平时买的东西贵，是因为品牌环节的加价率高。名创优品通过规模化定制直采来控制成本，通过扁平化流通压低加价率，打造了物美价廉的产品矩阵。截至 FY2021，公司共有超过 1,000 家优质供应商，其中不乏莹特丽、奇华顿、嘉诚工业等全球知名品牌的供应商，产品质量有保障。受益于高效的流通体系，2020 年国内 MINISO 超过 95% 的产品定价在 50 元以内。

图10：名创优品链接上游众多优质供应商和下游海量加盟门店



数据来源：公司招股书，公司官网，东吴证券研究所

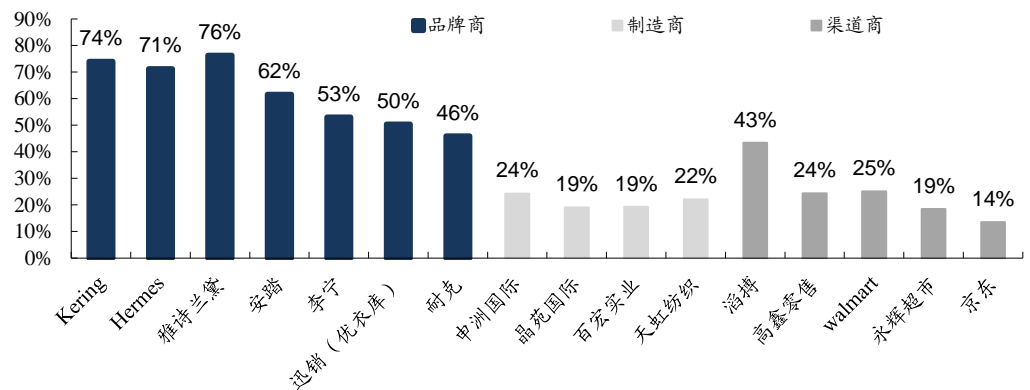
在先进的数字化管理系统和一系列优质供应商的加持下，公司产品迭代快，能快速响应市场热点。公司采用 SAP 系统自动计算订单需求，数字化供应链管理帮助个性化选品，使得 SKU 迭代速度快。公司秉持“711 理念”，即“从包含 10,000 个产品方案的创意库中挑选，每 7 天推出约 100 个新的名创优品 SKU”。FY2022H1 公司平均每月推出约 550 个 SKU，总计拥有超过 8,800 个核心 SKU 的产品组合。高效的供应链能持续满足消费者不断变化的需求偏好，是公司产品竞争力的基础。

从本质上看，MINISO 是个品牌商，而非渠道商。公司链接上游供应链和下游门店，起到组织生产的作用，也为消费者提供了品牌认知。未来国产品牌借助国内消费品供应链优势崛起，将是中国消费行业的发展趋势。

## 2.2. 品牌是我国消费产业的皇冠明珠和的稀缺资源

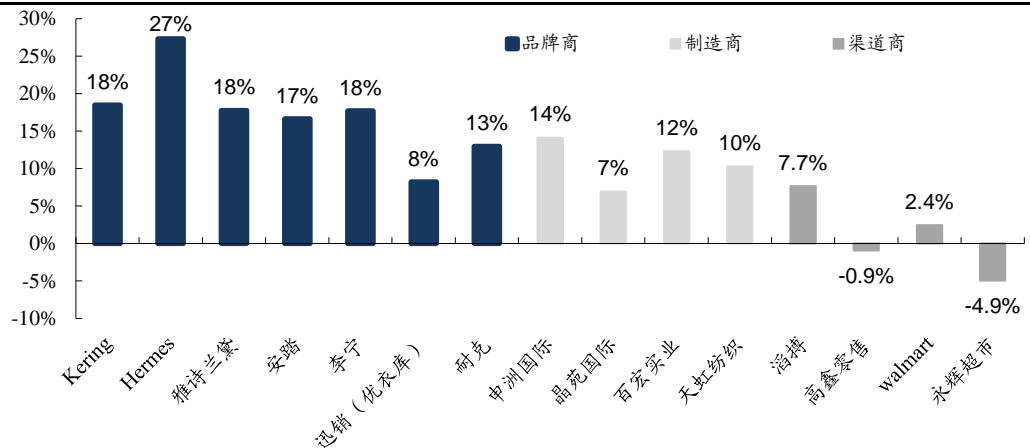
消费品的“微笑曲线”——品牌，是消费产业盈利能力最强的环节。消费产业链大致可以分成制造、品牌、渠道三个环节，其中品牌是利润率和壁垒最高的环节。2021 年全球消费品企业中，品牌商的毛利率大多在 40~50% 以上，销售净利率多在 10% 以上；而制造商、渠道商的毛利率普遍在 20~30% 左右，销售净利率多在 10% 以内。可见，品牌通常是消费产业链中壁垒最深、盈利能力最强的环节。

图11: 2021年平均毛利率: 品牌商&gt;&gt;渠道商&gt;制造商



数据来源: Wind, 东吴证券研究所绘制

图12: 2021年平均销售净利率: 品牌商&gt;制造商&gt;渠道商



数据来源: Wind, 东吴证券研究所绘制

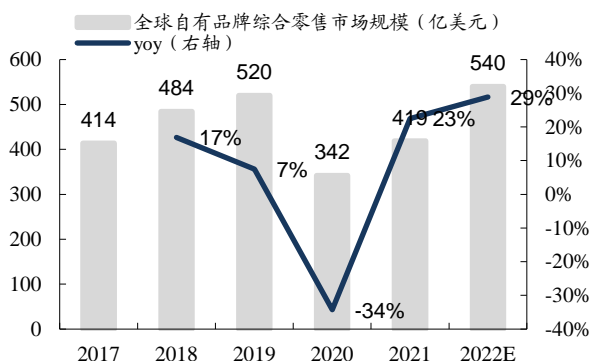
品牌是我国消费产业中发展较不充分的一环。在服装、化妆品等多个行业，海外品牌占据主导地位，价格带、知名度、成交额、盈利能力均高于国产品牌。我国的消费品制造业已经很强了，但品牌的成长仍需时间积累。

名创优品是优质供应链的整合商，有望伴随供应链品牌化趋势而成长。名创优品从一众优质制造企业定制直采商品，打上 MINISO 品牌后通过加盟门店销售给消费者，这就是公司实现“供应链品牌化”的过程。消费者很难记住成百上千个供应商的名字，而很容易想起 MINISO 的性价比。随着消费者与 MINISO 的不断交互和复购，公司逐渐形成品牌认知壁垒，并兑现成规模与业绩。

### 2.3. 品牌零售行业格局：市场大而散，名创优品规模领先

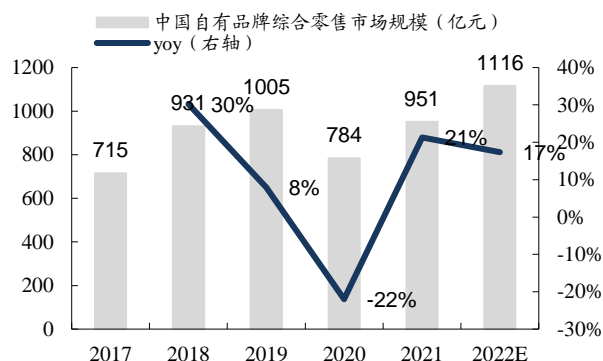
名创优品面对的是一个规模庞大而分散的市场。公司主营的品类包括生活家居、纺织品、化妆品、个护、玩具等一系列日常生活用品，市场规模大且稳定，未来将持续保持高度分散的格局。弗若斯特沙利文数据显示，2021 中国自有品牌综合零售市场的规模达 951 亿元，全球自由品牌综合零售市场的规模则高达 419 亿美元。

图13：全球自有品牌综合零售市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图14：中国自有品牌综合零售市场规模

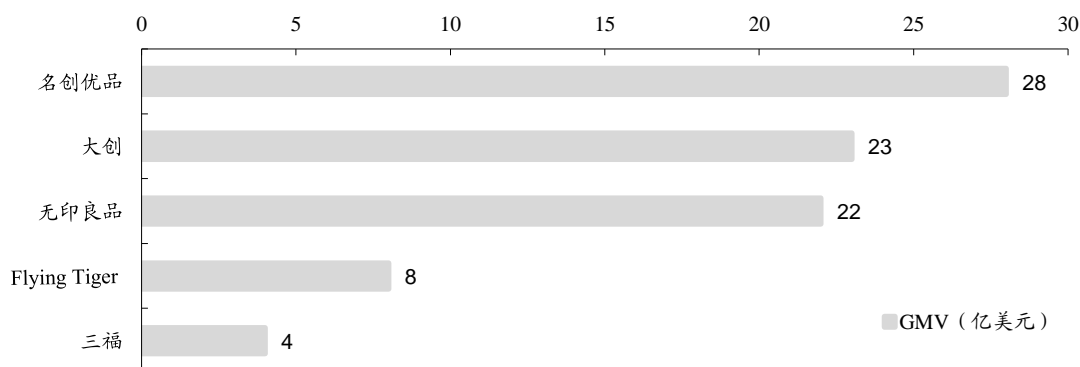


数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

名创优品的经营规模在国内及全球市场都处于居前的位置。

**全球市场：**据弗若斯特沙利文，2021 年名创优品 GMV 为 180 亿元人民币，约合 28 亿美元，是全球规模最大的自有品牌综合零售商。全球 2-5 名分别为大创、无印良品、Flying Tiger、三福，2021 年 GMV 分别为 23 亿、22 亿、8 亿、4 亿美元，市场格局非常分散。

图15：2021 年全球自有品牌综合零售市场前 5 大公司（以 GMV 计）



数据来源：名创优品招股书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

**国内市场：**国内较为知名的精品集合专卖品牌包括名创优品、无印良品、热风、KKV 及 KK 馆、诺米等。据弗若斯特沙利文，国内 TOP5 精品集合专卖品牌 2020 年中国 GMV 规模均在 10~100 亿元人民币之间，市场格局分散。名创优品是其中 GMV 最高的品牌，其 GMV 相当于 2~4 名之和。

**表3：国内 TOP5 精品集合专卖品牌 GMV 及门店数**

排名	品牌	模式	2020 年中国 门店数量（家）	2020 年中国 GMV（亿元）
1	名创优品	加盟为主，自营为辅	2,768	90
2	品牌 B	自营为主	289	21
3	品牌 C	自营为主	~800	20
4	KKV 及 KK 馆	自营为主	323	16
5	品牌 D	加盟为主，自营为辅	~320	14

数据来源：KK TECHNOLOGY 招股说明书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

我们认为名创优品规模领先的原因在于其具备优秀的综合经营水平。加盟商只有在看到项目盈利前景的情况下才会选择前来加盟，而门店的业绩则取决于品牌的产品力、知名度、门店管理及购物体验等。名创优品遍布全国的门店和持续增长的规模，一定程度上反映公司在以上各个方面都做到了相对的优秀。

### 3. MINISO：强管控加盟下不断拓店，实现全球化扩张

#### 3.1. 经营模式：强管控一站式加盟体系，兼具管理效果和扩张速度

MINISO 门店加盟采用“强管控一站式加盟体系”，品牌与加盟方各司其职：加盟商的优势是资金充足、有本土资源，劣势则是缺乏品牌支持、缺少货源、缺少店铺管理的能力。在 MINISO 的强管控一站式加盟模式下，名创优品全面负责后台运营、店面设计、店员管理等门店事务，加盟商承担开店的初始投资、门店运营、特殊商标使用金等。基于此种模式，名创优品与加盟方得以优势互补，在保证管理效果的同时实现快速扩张。

**图16：名创优品加盟模式详解**

<b>名创优品提供：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 提供货源，承担库存风险</li> <li>✓ 店铺装修图纸</li> <li>✓ 提供装修队、货柜货架等店内设备</li> <li>✓ 统一招聘及员工培训</li> <li>✓ 提供零售行业专业咨询</li> </ul>	<b>加盟商提供：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 货品保证金75万元（一次性收取）<sup>1</sup></li> <li>✓ 特许商标使用金</li> <li>✓ 自理店铺租金、装修及店内设施购置成本</li> <li>✓ 自理人工、水电、工商及税收等杂费</li> </ul>
<b>名创优品获得：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 每天营业额的62%（食品67%）</li> <li>✓ 轻资本模式快速扩张开店</li> </ul>	<b>加盟商获得：</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 每天营业额的38%（食品33%），次日到账</li> <li>✓ 通常12-15个月收回投资；零库存风险</li> </ul>

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所绘制。

注 1：对于拥有多家店铺的加盟商，货品保证金和授权费会有所优惠



通过强管控一站式加盟体系，加盟商与品牌双方互惠互利。

对加盟商而言：1) 日用品零售 SKU 数量多且更新迭代快，对库存仓储要求较高，但通过货品保证金制度，开店后商品及库存管理由名创优品提供，加盟商无需承担库存风险；2) 通过次日分润制度，加盟商会在营业第二天即获得分成，降低现金流风险。

对 MINISO 而言：1) 公司能够通过本地加盟商获得更好的开店资源，并更容易通过加盟商的自我激励来调动门店经营的积极性，提高经营效率；2) 公司可以在门店快速扩张的同时保持轻资产运营，并且实现对门店运营质量的强管控，维护品牌力。

加盟商回报好、粘性高。在强管控一站式加盟体系下，公司门店加盟运营能力突出。截至 FY2022Q2，MINISO 总计有 871 个加盟商，平均每人拥有 3-4 家门店，其中超过 55% 的加盟商已投资名创优品门店超过三年，可见加盟商与 MINISO 关系的紧密。

从投资回报角度来看，据弗若斯特沙利文统计，在名创优品的一站式加盟体系下，中国加盟商通常能在开店后的 12-15 个月内即收回固定投资成本。我们认为，对于加盟商而言，名创优品项目在不同地区和不同商圈适应能力较强，日常经营较为简单，回收期短，是较为理想的加盟项目。

表4：2019 年名创优品典型成熟门店单店模型及加盟商回收期测算（非疫情情况下）

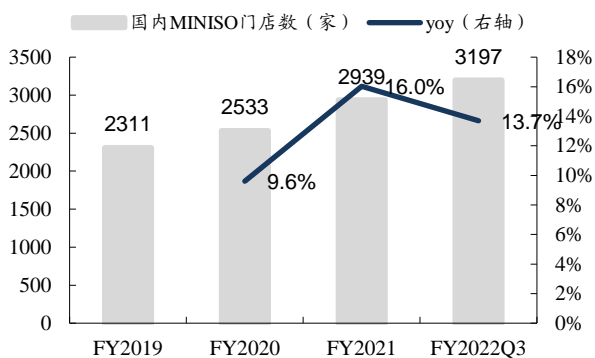
项目	数额	备注
<b>营业额</b>		
店铺年 GMV (万元)	480	根据 2019 年 GMV 估算
店铺年收入 (万元)	423	GMV 减增值税及附加税。包括 MINISO 和加盟商的收入
坪效 (万元/年)	2.4	
经营面积 (平方米)	200	
<b>加盟商单店现金流测算 (每年)</b>		
收入 (万元)	156.5	假设综合分润比例为 37%
租金 (万元)	58.4	假设日租金 8 元/平方米
人工 (万元)	31.8	员工数 5 人，平均月薪酬 4,500 元，加 1%GMV 作为奖金
水电耗材等 (万元)	3.6	假设 15 元/月/平方米
特许商标使用金&授权费 (万元)	8.0	
所得税 (万元)	11.2	缴纳 25% 的企业所得税，考虑折旧税盾
加盟商税后现金流 (万元)	43.5	
<b>加盟商回收期</b>		
总初始投资	156.4	
其中：货品保证金 (万元)	75.0	
特许商标使用金等授权费 (万元)	8.0	
其他营运资本 (万元)	23.5	相当于 3 个月开支
装修等固定投资 (万元)	50.0	主要为装修及货架设备等
固定投资回收期 (月)	13.8	

数据来源：公司招股书，公司官网，公开数据推算，东吴证券研究所；注：测算数据未考虑疫情封控影响

### 3.2. 国内 MINISO 向下沉市场扩张，仍有充裕数倍开店空间

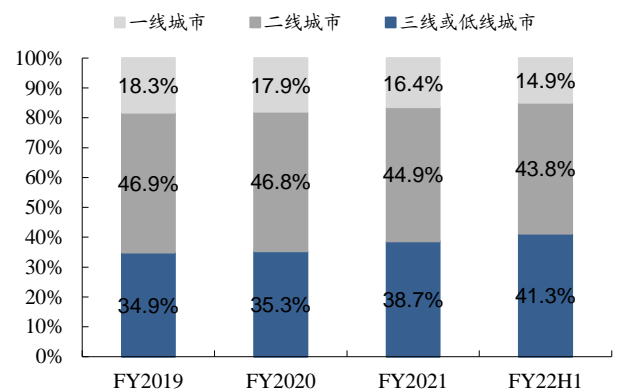
当前门店在低线城市不断扩张，低线城市具备开店潜力。截至 FY2022Q3，国内 MINISO 门店数量 3,197 家，每年净增加 200-400 家。截至 FY2022Q2，国内约 41% 的 MINISO 门店位于三线或低线城市，且 2021 年在国内约 70% 的新开 MINISO 门店位于三线或低线城市。下沉市场的各项经营成本相对更低，加盟商的盈利能力和投资回收期有保障。此外从受众角度来看，名创优品主打的高性价比产品符合低线城市消费者群体的偏好，有望在低线地区实现扩张。

图17: FY2020-2022Q3 国内 MINISO 门店数



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

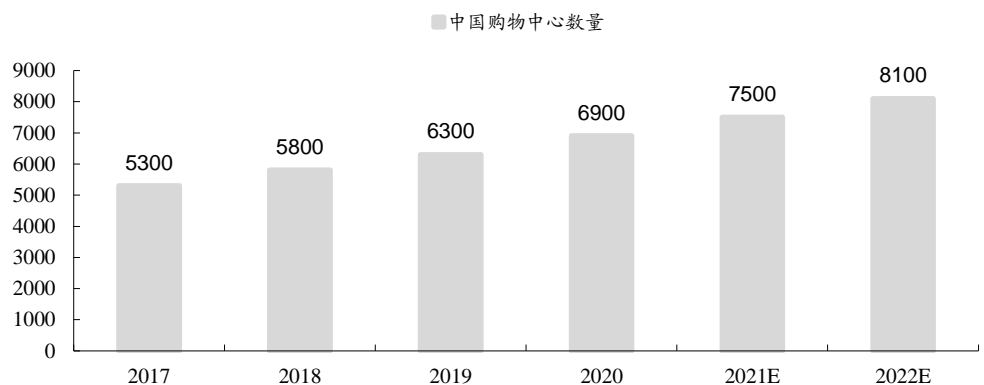
图18: 名创优品门店在各线城市分布



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

从我国购物中心数量上看，MINISO 未来在国内仍有充裕的开店空间。MINISO 门店大多开在购物中心里，也有小部分街边店。可以认为我国购物中心的数量就是 MINISO 门店的开店空间。根据艾媒咨询的测算，2021 年我国购物中心数量将达到大约 7500 家，且每年以大约 600 家的速度增长，截止 FY2022Q3，MINISO 在国内有 3,197 家门店，这意味着名创优品至少有 1.3 倍 (7500/3197) 的开店空间。

图19: 2016-2021 全国购物中心数量 (家)

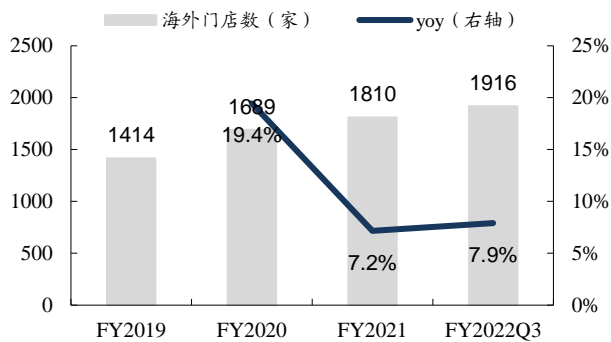


数据来源：赢商大数据，东吴证券研究所

### 3.3. 优质供应链品牌化出海，未来增长可期

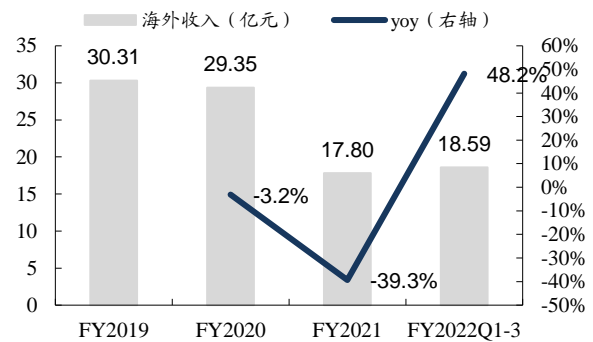
2015 年名创优品开始实施全球化战略，先后在东南亚、美洲、东欧、中东等地快速扩张，截至 FY2022Q3 已覆盖约 100 个国家和地区，拥有 1916 个海外门店。在疫情影响下 FY2021 的海外收入有所下降，FY2022 开始逐渐恢复。FY2022Q1-3 公司海外的收入达 18.6 亿元，同比+48%，占总收入之比已达 31.5%。

图20：名创优品海外门店数持续扩张



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

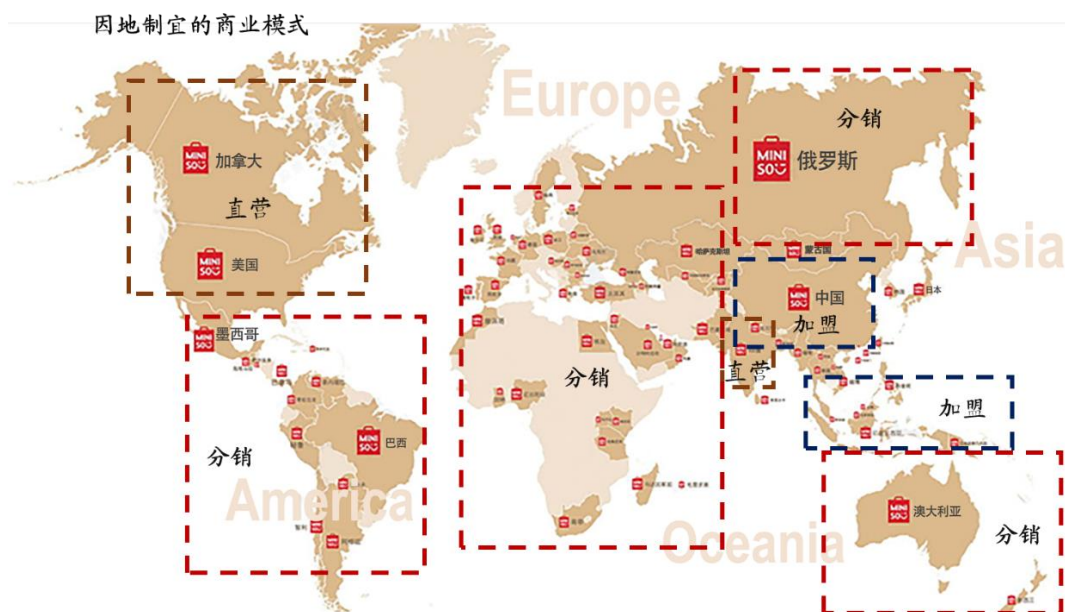
图21：名创优品海外收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海外拓店因地制宜，在不同地区相应采取不同模式，主要可分为直营、代理分销、强管控加盟三种。1) 海外直营店主要分布在北美、印度等人口大国，这些地区消费潜力较大，公司需要直接获得当地消费信息、加强品牌管控，从而持续扩张；2) 在印度尼西亚等地区，公司主要采取“一站式”加盟模式，以带动当地加盟商的经营效率；3) 余下的大部分加盟店均为传统的分销模式，公司与具有丰富本地资源和经验的代理商合作，以借助当地资源扩大门店网络。当前海外模式下，直营店和分销代理店有望凭借出色的业绩吸引潜在加盟商，向强管控式的加盟进行转化。

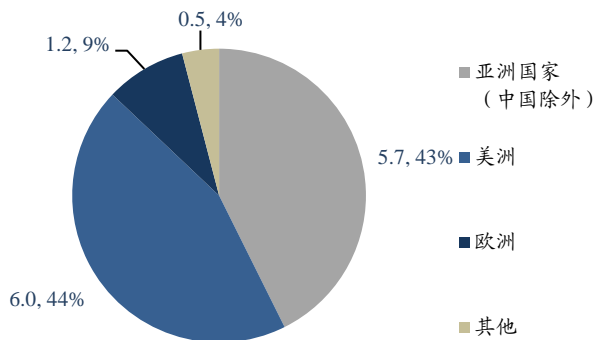
图22：名创优品在不同地区采取不同的商业模式



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

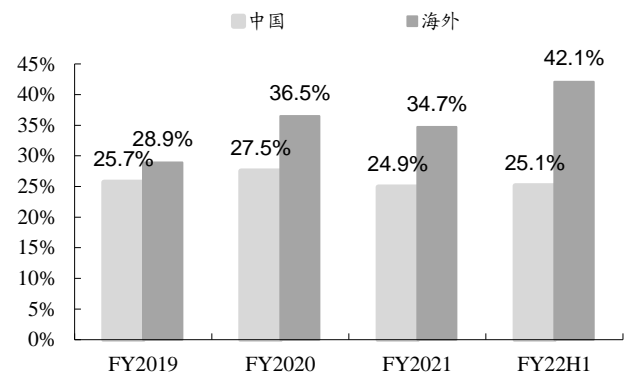
**海外销售毛利更高，未来有望贡献较高业绩。**与国内市场相比，名创优品在海外的毛利率更高，且有不断提升的趋势，盈利情况更好。面对竞争激烈的国内低价日用品赛道，名创优品必须维持高性价比的产品优势；但在轻工业品稀缺、居民收入水平又相对较高的地区（比如中东地区），消费者对价格敏感度更低，名创优品有望从更高定价中取得更高利润，未来为公司业绩持续贡献。

图23: FY2022H1 海外业务分地区收入及占比（亿元）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图24: 国内及海外业务毛利率对比



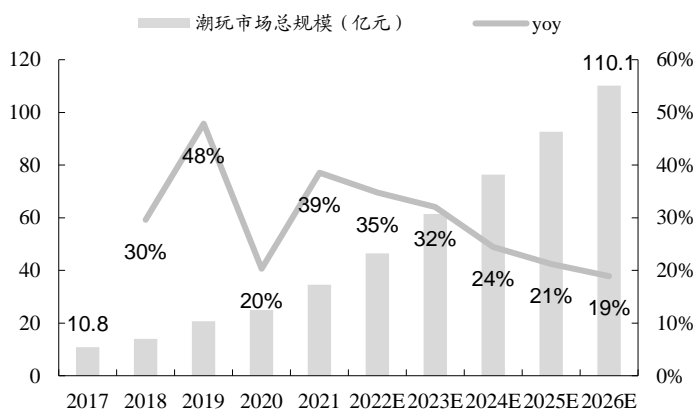
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

## 4. TOP TOY: 新兴潮玩集合店业务，乘机发展未来可期

### 4.1. 中国潮玩市场处于高速增长期

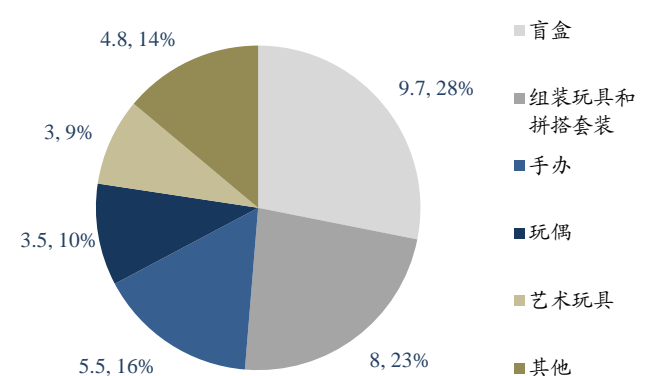
中国潮玩市场正处于持续增长的发展阶段，2017-2021 年以 GMV 计的市场规模 CAGR 达到 33.7%。其中，占比较高的盲盒/ 组装玩具/ 手办类 CAGR 分别达到 129%/ 22.1%/ 25.7%。根据弗若斯特沙利文预测，未来五年中国潮玩市场将以 24% 的 CAGR 持续发展，TOP TOY 潮玩销售仍存有较大的增长空间。

图25: 2017-2026E 中国潮玩市场持续发展



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图26: 2021 年中国潮玩市场品类构成（亿元）



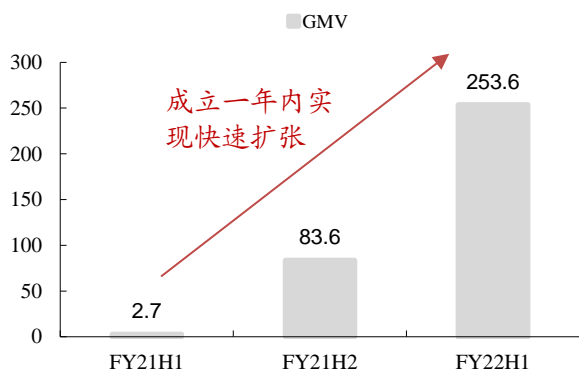
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所



**中国潮玩市场的飞速发展受到多种力量驱动：**1) Z世代、千禧一代年龄段人群对潮玩消费的需求不断增加，活跃不断壮大的粉丝群体推动市场快速发展；2) 基于社交网络的在线渠道作为线下门店的补充，尤其在新冠疫情后，线上渠道成为额外的获客和收入来源；3) 潮流玩具产品线多样化发展，除占比最大的盲盒外，积木、玩偶等品类衍生发展，满足不断变化的客户需求；4) 品牌联名和 IP 孵化推动潮玩零售品牌从竞争中脱颖而出，拥有自有 IP 孵化能力的潮玩品牌更有可能保持较高的客户忠诚度。

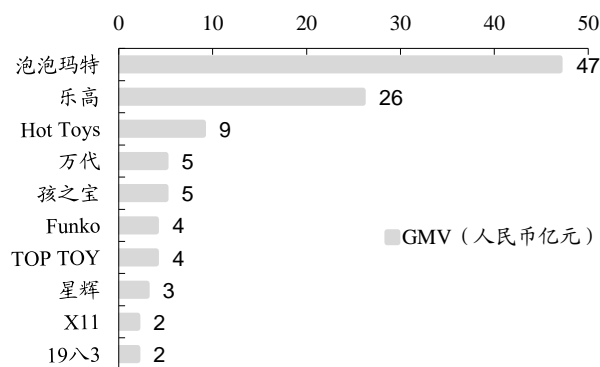
**TOP TOY 处于快速扩张期，竞争力有望不断凸显。**根据弗若斯特沙利文报告，仅成立一年，TOP TOY 于 2021 年的 GMV 达到 3.74 亿元，在中国潮玩市场中排名第七；每家 TOP TOY 门店的 GMV 约为 710 元，在中国潮玩市场中排名第三。中国潮玩市场集中度较低，头部企业中泡泡玛特、乐高等少数龙头规模突出，而其他品牌规模相差不大。TOP TOY 目前处于第二梯队，未来有突围跻身第一梯队的机会。

图27: FY21H1-22H1 TOP TOY 线下 GMV (百万元)



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图28: 中国潮玩市场竞争格局 (按 2021 年 GMV 计)

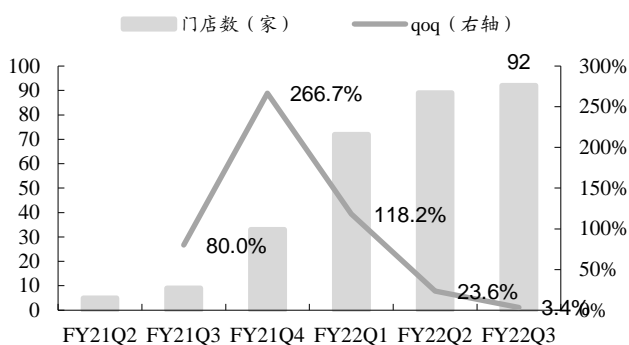


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

#### 4.2. TOP TOY: 加盟模式为主，开创潮玩集合店概念

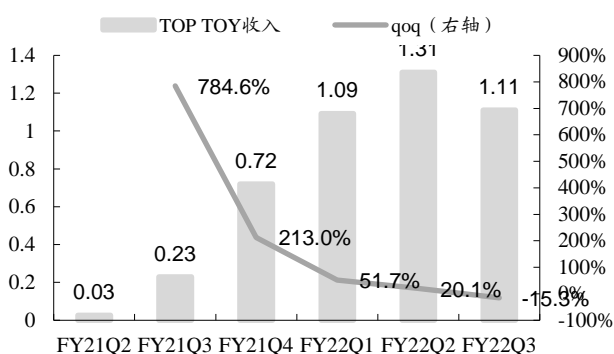
TOP TOY 门店扩张以加盟为主，与 MINISO 一样采取“强管控一站式加盟”以加强品牌力维护。创立以来，TOP TOY 持续扩展门店网络，截至 FY2022Q3 全国门店已达 92 家，店型可分为旗舰店（梦工厂店）和普通集合店。TOP TOY 的门店网络持续在一二线城市扩大，同时也着眼于未来不断渗透至低线城市。

图29: FY21Q2-FY22Q3 TOP TOY 门店数及增速



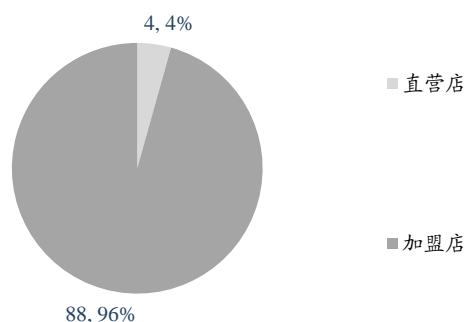
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: FY21Q2-FY22Q3 TOP TOY 收入及增速 (亿元)



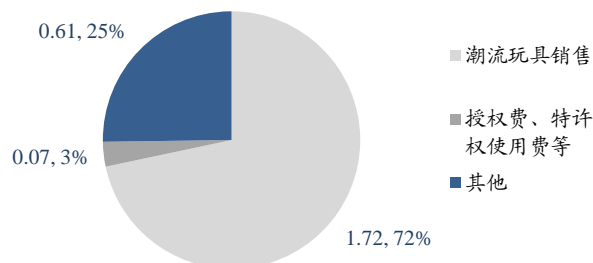
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图30: FY22Q3 TOP TOY 门店模式构成



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图32: FY2022H1 TOP TOY 收入拆分 (亿元)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

TOP TOY 品牌开创潮流玩具集合店的概念, 涵盖 8 个产品类别, 不断投入 IP 开发。TOP TOY 将潮流玩具的概念从盲盒扩展到其他的积木、手办等七个主要类别, 截至 2021 年 12 月 31 日, 品牌提供约 4,600 个 SKU, 已与 3 位 IP 许可方联名开发出 72 件 TOP TOY 品牌下的 IP 产品。公司目前的 IP 以第三方 IP 为主, 未来将不断投入 IP 开发积累自有 IP。

图33: TOP TOY 涵盖多种品类, 并不断孵化自有 IP 及联名产品

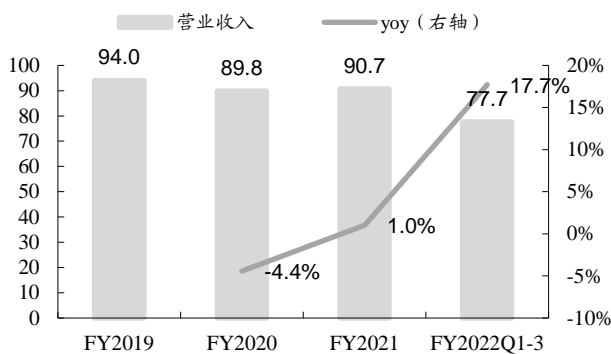


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

## 5. 财务分析：高效供应链带动高周转，疫后盈利有恢复空间

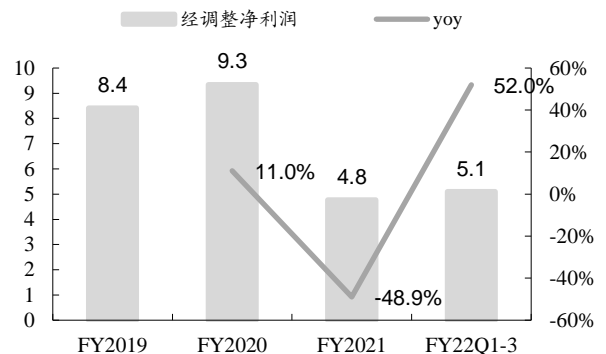
公司 FY2020-2021 的业绩受疫情影响程度较大。公司收入来源是加盟商销售产品后产生的分润，疫情期间加盟商收入下降，客观上影响了公司的收入。而由于公司的各项开支金额较为固定，疫情对利润的影响大于对公司收入的影响。2021 年下半年以来，公司受疫情影响的程度已经有所降低，FY2022Q1-3 公司营业收入同比+17.7%，经调整净利润同比+52%。

图34：公司营业收入及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图35：公司经调整净利润及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司 Non-IFRS 经调整净利润的主要的调整项为：①可赎回股份公允价值变动，②股权激励开支。前者来源于公司的一级市场融资，在公司 2020 年完成美股 IPO 之后，未来不会继续产生。

表5：名创优品 Non-IFRS 调整项列示

项目（单位：亿元）	FY2019	FY2020	FY2021
年内/期内持续经营业务盈利/（亏损）	0.09	-1.30	-14.29
减去：			
少数股东损益	-0.04	0.02	-0.14
加回：			
具有可赎回及其他优先权的实收资本/具有其他优先权的可赎回股份的公允价值变动	7.10	6.80	16.25
以权益结算的股份支付的开支	1.22	3.64	2.81
与未归属的受限制股份相关的不可没收股雇员薪酬开支	-	0.20	-
非流动资产减值损失	0.28	0.37	0.03
Non-IFRS 经调整净利润	8.73	9.69	4.95

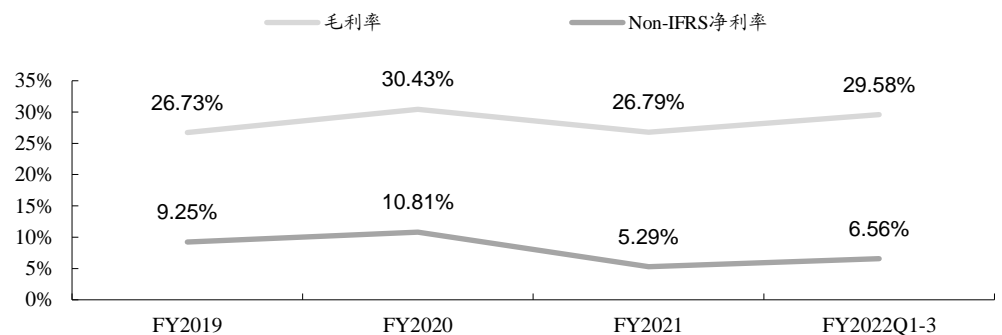
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

FY22Q1-Q3 公司毛利率稳定在 29%上下，Non-IFRS 净利率稳定在 6%左右。公司国内、国外毛利率各自的波动不大。由于国外的产品售价高于国内，公司海外毛利率高于国内，因此毛利率的波动通常来自国内外收入占比的波动。疫情前公司的 Non-IFRS

净利润在 9~10%，疫情期间由于收入下降，经调整净利低于正常水平。随着疫情不断转好，未来公司经调整净利率有望好转。

**Non-IFRS 净利率受疫情影响有所下滑，疫后恢复潜力较大。** FY2022Q1/ FY2022Q2/ FY2022Q3 公司 Non-IFRS 净利率分别为 6.9%/ 7.7%/ 4.7%，低于疫情前的~10%水平，且在疫情更严重的月份更低（如 FY2022Q3）。这主要是因为疫情期间公司单店收入下降造成总收入下降，同时各项固定开支不变所致。若未来疫情好转，公司 Non-IFRS 净利率有望恢复到 10%左右的水平，有较大的业绩恢复弹性。

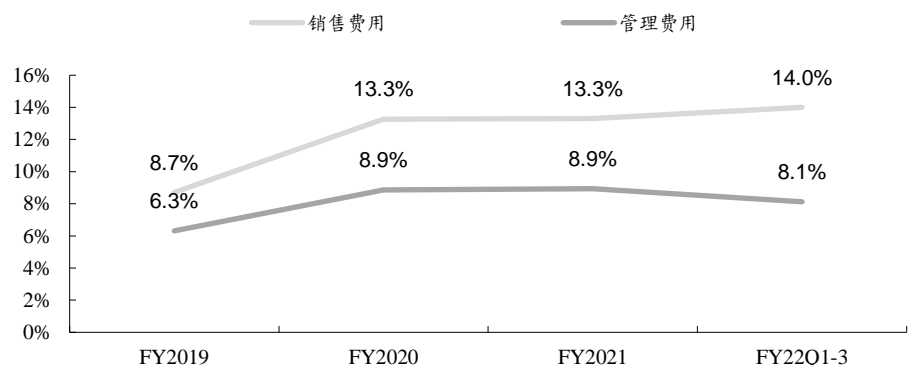
图36: FY2019-2021Q3 毛利率、Non-IFRS 销售净利率



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

**费用端，基于品牌建设的持续投入，FY2020 以来销售费用率有所提升。** 销售费用率的提升主要在于 1) 近年来折旧摊销费用有所提升，主要是由于海外直营店的扩店带来影响；2) 随着公司迅速扩展品牌合作，FY20-21 年授权费用有较大幅度的上涨；3) 随着公司品牌升级、新产品不断开发授权费增加，推广和广告费用由 FY2019 的 0.9 亿元上升至 FY2021 年的 2.1 亿元。整体来看，虽然销售费用率有所提升，但长期来看这些开支对公司品牌建设都有积极影响。

图37: FY2019-2021Q3 销售及管理费用率

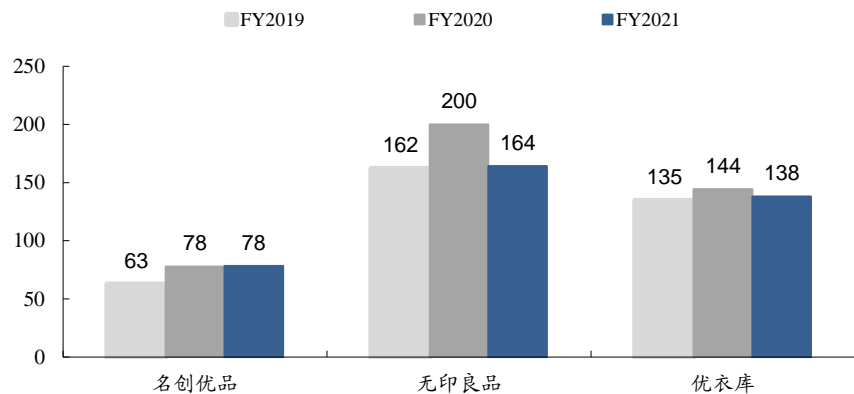


数据来源：公司公告，东吴证券研究所



**供应链管理能力强，周转天数较短。**名创优品存货周转天数快于无印良品、优衣库等线下零售品牌。公司存货周转快的原因为：①品类优势，公司主要品类是销售速度较快的基本款快消品；②供应链优势，公司大部分存货都陈列在各加盟门店的货架上，而仓库内的存货数量不高。存货管理是线下连锁加盟店的胜负手，名创优品优秀的存货管理能力，是重要的经营壁垒。

图38：名创优品存货周转天数（天）同业对比



数据来源：公司招股书，公司官网，东吴证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1. 关键假设与盈利预测

我们预计2022~24年，国内MINISO业务仍有稳健增长，而TOP TOY及海外MINISO业务有望成为未来公司收入的主要增长驱动。

表6：名创优品收入预测汇总

百万元	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
国内 MINISO 收入	6,044	7,291	7,201	8,793	10,014
yoy	-5%	21%	-1%	22%	14%
TOP TOY 收入			438	785	1,147
yoy				80%	46%
海外 MINISO 收入	2,935	1,780	2,354	3,574	4,309
yoy	-3%	-39%	32%	52%	21%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

**国内 MINISO 未来主要受益于疫情恢复及门店下沉扩张。**单店收入方面，短期由于2022Q3季度的单店收入将受疫情较大影响，我们预计公司FY2022的单店收入将-10%；中期来看单店收入将受益于疫情恢复，预计FY2023-24年同比+10%/+5%；长期将会随公司下沉扩张而有所回落。门店数量方面，我们预计FY2022Q4的开店计划将会向后顺延，预计FY2022~FY2024国内MINISO净增门店数分别为286/355/303家。

表7: 国内 MINISO 收入预测

百万元	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
国内 MINISO 收入	6,044	7,291	7,201	8,793	10,014
yoy	-5%	21%	-1%	22%	14%
期末门店数 (家)	2533	2939	3225	3580	3883
门店数 yoy	10%	16%	10%	11%	8%
单店收入	2.39	2.48	2.23	2.46	2.58
单店 yoy	-13%	4%	-10%	10%	5%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

TOPTOY 方面, 公司正在不断优化门店模型, 因此 FY2023 的门店数量增速或有所放缓, 在门店模型调优后重启扩张, 因此我们预计公司 FY2022-24 净增门店数量为 59/20/80 家。FY2023~24 年单店收入同比+10%/-2%, 反映 FY2023 的疫情恢复, 以及 FY2024 单店收入更低的加盟门店数量增长带来的结构性变化。

表8: TOPTOY 收入预测

百万元	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
TOP TOY 收入		438	785	1,147
yoy			79.5%	46.0%
期末门店数 (家)	33	92	112	192
门店数 yoy		179%	22%	71%
单店收入	-	7.0	7.7	7.5
单店 yoy			10%	-2%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

**海外 MINISO 正在持续恢复中。**单店收入预计 FY2023 回归 FY2020 疫情前水平。未来随着无需分润、单店收入更高海外直营门店占比提升, 单店收入将有结构性增长。

表9: 海外 MINISO 收入预测

百万元	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
海外 MINISO 收入	2,935	1,780	2,354	3,574	4,309
yoy	-3%	-39%	32%	52%	21%
期末门店数 (家)	1,689	1,810	1,935	2,065	2,205
门店数 yoy	19%	7%	7%	7%	7%
单店收入	1.74	0.98	1.22	1.73	1.95
单店 yoy	-19%	-43%	24%	42%	13%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

我们预计未来公司毛利率有所上升，同时费用率稳中有降。毛利率上升受益于未来毛利率更高的 TOP TOY 及海外业务占比提升。而费用率下降则受益于：①疫情恢复之后单店收入上升，摊薄利润率；②公司经营规模提升后规模效应显现。疫情前（FY2019 及 FY2020）公司 Non-IFRS 归母净利率大约在 9~10% 左右，我们预计随着未来疫情影响消散，公司利润率有望逐渐回归正轨。

**表10：公司利润率及费用率预测**

	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
毛利率	30.43%	26.79%	29.80%	31.03%	31.98%
销售及推广费用率	13.26%	13.30%	14.63%	13.90%	12.51%
管理费用率	8.87%	8.94%	8.49%	8.24%	7.83%
Non-IFRS 归母净利率	10.40%	5.45%	6.09%	7.76%	9.69%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

## 6.2. 投资建议

名创优品本质上是一个供应链品牌化企业，有望伴随供应链品牌化的进程而不断成长。MINISO 经营模式是从国内一众顶级供应商处定制直采商品，并通过旗下数千家加盟门店销售给消费者。名创优品起到组织生产、为消费者提供品牌认知的作用，本质上是一个品牌商。我国消费行业的发展现状是供应链强而品牌弱，大量优质的代工厂缺乏品牌来兑现价值；名创优品整合优质供应链资源，形成品牌，是我国优质供应链品牌化的标杆企业。我们认为，优质供应链品牌化将是我国消费行业发展的趋势，国内品牌将凭借供应链优势和本地化运营优势不断崛起，名创优品作为供应链品牌化标杆企业，未来有广阔成长空间。

公司未来的成长空间在于：①国内下沉展店，②优质供应链出海，③潮玩等新业态。

国内 MINISO 是个稳重有增量的业务，其成熟的强管控加盟模式保证了较稳定的盈利，也有较大的下沉市场增长空间。从我国购物中心的数量上看，MINISO 在国内仍有至少 1.3 倍以上的开店空间。未来国内 MINISO 下沉扩张前景可期：其一 MINISO 目前下沉门店占比并不高；其二 MINISO 主打高性价比，契合下沉消费需求；其三，下沉门店盈利情况较好，加盟商开店意愿较强。2021 年底，国内约 41% 的 MINISO 门店位于三线或低线城市，2021 年国内约 70% 的新开 MINISO 门店位于三线以下城市。

MINISO 品牌出海代表中国优质供应链实力外溢，也有较大发展空间。MINISO 出海的逻辑和近年来跨境电商的发展有异曲同工之妙，都是背靠我国优质商品供应链，以产品力撬开海外市场，并通过自有品牌不断积累口碑。截至 FY2022Q3，MINISO 在海外 100 余个国家和地区拥有 1916 家门店，FY2022Q1-3 公司海外收入占比超 30%。未来随着 MINISO 品牌在海外口碑的不断积累，有充足成长空间

TOP TOY 潮玩集合店资源禀赋优秀，有望成为国内潮玩又一极。潮玩是近年来增速

较高的赛道，目前国内泡泡玛特、乐高等少数企业规模突出，其他玩家之间差距不大。TOPTOY 背靠 MINISO 品牌具备的供应链优势、管理经验、加盟商资源、联名 IP 资源，拥有明显的资源禀赋优势，未来有望突围成国内潮玩赛道的又一个龙头企业。

**盈利预测与投资评级：**公司短期仍受疫情反复的影响，未来疫情好转之后业绩有较大改善空间。我们预计公司 2022-24 年 Non-IFRS 归母净利为 6.1/ 10.2/ 15.0 亿元，同比 +23%/ 68%/ 47%，7 月 15 日收盘价对应 P/E 为 25/ 15/ 10 倍。出于对疫情的谨慎考虑，维持“增持”评级。

## 7. 风险提示

**疫情反复：**疫情影响加盟店成交额，进而影响名创优品的收入和净利润。此外，严重疫情造成的封锁，可能会导致加盟商延缓开店计划导致公司增长放缓，甚至造成加盟店关闭。当然若未来疫情情况好转，公司的业绩亦有较大弹性。

**扩店不及预期：**公司未来最基本的增长逻辑是门店扩张，若扩店不及预期，可能影响公司成长性。

**海外经营相关风险：**线下门店经营细节众多，海外不同地区商业环境和相关法律法规的不同，或对公司海外业务造成不利影响。此外关税、汇率、货运价格、国际局势等因素也有可能影响公司海外业务的业绩。

**行业竞争加剧：**类似的自有家居生活综合品牌可能会与公司争抢客源和加盟商资源。



名创优品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E		FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
<b>流动资产</b>	9,199	10,290	11,990	13,943	<b>营业收入</b>	9,072	9,992	13,152	15,470
现金及现金等价物	6,772	7,736	8,560	9,814	减:营业成本	6,641	7,014	9,070	10,522
应收账款	722	795	1,046	1,231	<b>毛利</b>	2,431	2,977	4,081	4,948
存货	1,496	1,659	2,253	2,744	销售及推广费用	1,207	1,462	1,828	1,935
其他流动资产	210	100	132	155	管理及其他费用	811	849	1,083	1,211
<b>非流动资产</b>	1,506	1,541	1,576	1,582	其他损益	12	40	50	59
长期股权投资	352	352	352	352	<b>经营利润</b>	401	627	1,120	1,743
固定资产	76	88	106	127	财务费用	12	83	100	120
无形资产	771	794	811	797	其他非经营性损益	-1,605	111	128	155
其他非流动资产	307	307	307	307	<b>除税前利润</b>	-1,216	655	1,148	1,778
<b>资产总计</b>	10,705	11,831	13,566	15,525	减:所得税费用	213	164	287	445
<b>流动负债</b>	3,483	3,639	4,513	5,142	少数股东损益	-14	5	9	13
短期借款	14	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	-1,415	486	852	1,320
应付账款	632	561	726	842	<b>Non-IFRS 归母净利润</b>	495	609	1,021	1,499
其他流动负债	2,837	3,077	3,788	4,301	EBIT	720	856	1,408	2,064
<b>非流动负债</b>	570	568	569	569	EBITDA	985	1,150	1,713	2,373
长期借款	7	0	0	0	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他非流动负债	563	568	569	569	EPS(美元/ADS, 最新股本摊薄)	-0.66	0.23	0.40	0.62
<b>负债合计</b>	4,053	4,207	5,083	5,711	EPS(美元/ADS, Non-IFRS)	0.23	0.29	0.48	0.70
少数股东权益	-7	-2	7	20	BPS(美元/ADS, 最新股本摊薄)	3.12	3.58	3.98	4.60
归属母公司股东权益	6,659	7,626	8,476	9,794	总股份数(百万)	1,226	1,267	1,267	1,267
<b>负债和股东权益</b>	10,705	11,831	13,566	15,525	总 ADS 数 (百万)	306	317	317	317
					ROIC (Non-IFRS, %)	8.08%	8.97%	13.12%	16.94%
					ROE (Non-IFRS, %)	7.31%	8.52%	12.68%	16.41%
					毛利率(%)	26.79%	29.80%	31.03%	31.98%
					Non-IFRS 归母净利率(%)	5.45%	6.09%	7.76%	9.69%
					资产负债率(%)	37.86%	35.56%	37.47%	36.78%
					收入增长率(%)	1.03%	10.14%	31.62%	17.63%
					Non-IFRS 归母净利增长率(%)	-48.95%	23.10%	67.72%	46.84%
					P/E (Non-IFRS)	30.60	24.85	14.82	10.09
					P/B (最新股本摊薄)	2.27	1.98	0.07	1.54

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 注: 如无特殊说明, 全文货币单位均为人民币, 美元: 人民币换算汇率为 1:6.7 (截至 20220713)。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>