

## 事件：

7月26日 Blue Orca 发布了做空报告，报告对公司业务进行了以下几点质疑：**a.** 质疑 MINISO 合伙人模式门店的独立性，声称公司控制超过 620 家具备独立特许经营权的门店；**b.** 声称公司涉及资产负债表的表外交易项目；**c.** 质疑公司零售业务的成长性，论据是收入减少、声称新冠疫情前公司门店数量累计已关闭超过 850 家，以及大幅下调特许经营费以吸引加盟商开设合伙人模式门店。

公司已发布公告回应，回应称该指控毫无依据，且包含误导性结论及诠释。公告将针对该报告的指控开展独立调查，适时作出进一步披露。

## 点评观点：

针对沽空报告中对于 MINISO 合伙人模式门店的独立性、以及对公司零售业务成长性的质疑，我们认为 **Blue Orca 对于公司以往的情况和发展历程缺乏了解，且沽空指控存在误导性表述。** 我们的分析：

## 1、关于沽空报告声称疫情前公司门店数量累计已关闭超过 850 家：

根据公司年报及招股书披露，FY2019-FY2021 期内中国 MINISO 合伙人门店年度关闭数量分别为 116/168/233 个，关店率分别为 5.6%/7.3%/9.3%，FY20 及 FY21 关店率有小幅上升主要是因为 2020 年的疫情爆发影响，截至 2021/12/31 止 6 个月期间关店率逐步恢复。名创优品的关店率在零售业中一直属于较优水平。并且，名创优品截至疫情前的 2019/6/30 于国内已拥有 2,288 个门店，招股书中披露的每年关闭 100+ 个门店不代表品牌经营不善，关闭原因可包括租约到期、租金增加、门店位置变更等。且名创有相当比例门店位于三线及以下层级城市，意味着公司需与部分长尾的名创合伙人合作，名创合伙人每年的新增及退出亦属于品牌经营中的正常新陈代谢。

## 2、质疑大幅下调特许经营费以吸引加盟商开设合伙人模式门店：

根据公司年报及招股书披露，除 2020 疫情当年外，FY2019-FY2021 的授权费及特许权使用费稳步上升，FY2019-FY2021 期内公司来自加盟商的授权费分别为 1,360/ 5,847/ 5,398 万元，特许权使用费分别为 9,437/8,244/9,785 万元。我们曾对名创优品单店模型作测算，特许商标使用金仅占开店成本的很小一部分，每年商标特许经营费的浮动不足以论证品牌价值变动。对于加盟商而言，除商标特许经营费外，开店需缴纳数十万的货品保证金、对外支付每月数万的租金支出和人工费用等。加盟商开店更多考虑的是品牌盈利能力，以及品牌方提供从组货、门店标准化运营等一系列服务。近年公司国内门店稳步拓展，策略重点逐步转至低线城市，公司针对不同层级城市，动态更新加盟政策亦是合理。

## 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)更新报告：海外贡献业绩弹性，以产品带动品牌升级-  
20220414

名创优品(9896.HK)更新报告：预计疫情致 FY22Q4 承压，但至暗时刻已过-  
20220727

## 研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email:licr@gyzq.com.hk

## 报告正文

由于当前时点公司处于静默期，我们还未有机会与公司进行单独交流。针对沽空报告中对于门店的独立性、零售业务成长性的质疑，我们认为 Blue Orca 对于公司以往的情况和发展历程缺乏了解，且沽空指控存在误导性表述。以下为我们的分析：

### 1、沽空报告声称新冠疫情前公司门店数量累计已关闭超过 850 家：

根据公司年报及招股书披露，FY2019-FY2021 期内中国 MINISO 合伙人门店年度关闭数量分别为 116/168/233 个，关店率分别为 5.6%/7.3%/9.3%，FY20 及 FY21 关店率有小幅上升主要是因为 2020 年的疫情爆发影响，截至 2021/12/31 止 6 个月期间关店率逐步恢复。名创优品的关店率在零售业中一直属于较优水平。并且，名创优品截至疫情前的 2019/6/30 于国内已拥有 2,288 个门店，招股书中披露的每年关闭 100+ 个门店并不代表品牌经营不善，门店关闭原因可包括租约到期、租金增加、门店位置变更等。且名创有相当比例的门店位于三线及以下层级城市，意味着公司需与部分长尾的名创合伙人合作，名创合伙人每年的新增及退出亦属于品牌经营中的正常新陈代谢。

表 1：中国 MINISO 门店期初、期末及期内开业/关闭数量

截至 6 月 30 日止财政年度	2019-06-30	2020-06-30	2021-06-30	截至 12 月 31 日止 6 个月	
中国国内的 MINISO 门店数量	FY2019	FY2020	FY2021	2020/12/31	2021/12/31
<b>直营店</b>					
期初	2	9	7	7	5
期内开业	8	3	0	0	1
期内关闭	1	5	2	2	1
期内净增	7	-2	-2	-2	0
期末	9	7	5	5	5
<b>名创合伙人门店</b>					
期初	2,079	2,288	2,513	2,513	2,919
期内开业	325	393	639	369	348
期内关闭	116	168	233	136	121
期内净增	209	225	406	233	227
期末	2,288	2,513	2,919	2,746	3,146
<b>代理门店</b>					
期初	12	14	13	13	15
期内开业	2	0	6	6	2
期内关闭	0	1	4	2	0
期内净增	2	-1	2	4	2
期末	14	13	15	17	17
计算：中国名创合伙人门店关店率	5.6%	7.3%	9.3%	5.4%	4.1%

资料来源：名创优品港股招股书、国元证券经纪（香港）整理；门店关店率= 期内关闭门店数量/期初门店数量

**表 2：中国的名创优品合伙人期初、期末及期内新增/终止数量**

截至 6 月 30 日止财政年度	2019-06-30	2020-06-30	2021-06-30	截至 12 月 31 日止 6 个月	
中国的名创优品合伙人数量	FY2019	FY2020	FY2021	2020/12/31	2021/12/31
期初	714	721	742	742	821
期内新增	71	72	177	107	97
期内终止	64	51	98	70	47
期内净增	7	21	79	37	50
期末	721	742	821	779	871

资料来源：名创优品招股书、国元证券经纪（香港）整理

## 2、质疑大幅下调特许经营费以吸引加盟商开设合伙人模式门店：

沽空报告声称名创优品品牌价值降低，门店苦苦挣扎；品牌难以吸引加盟商，因此近几年中国 MINISO 合伙人模式门店每年的商标特许使用费下降了 63% 以吸引加盟商开店（从 8 万降至 5 万降至市级 2.98 万/县级 1.98 万每年）。根据公司年报及招股书披露，除 2020 年疫情当年外，FY2019-FY2021 的授权费及特许权使用费稳步上升，FY2019-FY2021 期内公司来自加盟商的授权费分别为 1,360/5,847/5,398 万元，特许权使用费分别为 9,437/8,244/9,785 万元。

此外，我们曾对名创优品单店模型作测算，特许商标使用金仅占开店成本的很小一部分，每年商标特许经营费的浮动不足以论证品牌价值变动。对于加盟商而言，开店需缴纳数十万的货品保证金、对外支付每月数万的租金支出和人工等。加盟商开店更多考虑的是品牌盈利能力，以及品牌方提供从组货、门店标准化运营管理等一系列服务。近年以来名创优品国内门店拓张策略重点逐步转至低线城市，公司针对不同层级城市，动态更新加盟政策亦是合理。

**表 3：名创优品关于产品销售、授权费及特许权使用费等项的收入拆分**

截至 6 月 30 日止财政年度	2019-06-30	2020-06-30	2021-06-30	截至 12 月 31 日止 6 个月	
收入（单位：千元人民币）	FY2019	FY2020	FY2021	2020/12/31	2021/12/31
<b>授权费、基于销售的特许权使用费、基于销售的管理及咨询服务费</b>	<b>612,602</b>	<b>587,644</b>	<b>658,378</b>	<b>319,252</b>	<b>367,766</b>
其中来自加盟商：					
- 授权费	13,603	58,473	53,977	20,304	42,200
- 特许权使用费	94,374	82,444	97,848	48,093	53,392
- 管理及咨询服务费	491,005	426,731	488,138	240,465	263,002
其中来自线下代理商：					
- 授权费	13,620	19,996	18,415	10,390	9,172
其他（主要为向加盟商和代理商销售装修材料）	317,640	335,928	376,605	177,413	241,531

资料来源：名创优品港股招股书、国元证券经纪（香港）整理

基于以上，我们继续看好公司的基本面以及未来的增长。我们认为，公司优质供应链网络、极致高性价比产品、高效的商品运营体系及类直营模式渠道网络的核心竞争优势不改。根据终端调研，今年以来尽管疫情导致4-5月国内经营业绩承压，6月逐步复苏至接近去年同期水平。我们认为随着疫情受控，最坏的时刻已经过去。若国内疫情受控下零售环境保持平稳，我们有信心国内业务将延续稳健恢复的态势，同时预计海外业务将持续恢复并贡献业绩弹性。

**风险提示：**

国内外疫情反复影响线下客流及消费意愿、行业竞争加剧、新业态拓展不及预期。

# 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) 37696888  
传真：(852) 37696999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>