

文具行业

从巨头成长史看晨光九木的未来

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-10-27

相对市场表现



分析师:

赵中平



SAC 执证号: S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究:

轻工制造行业:聚焦季报 2019-10-08

文具软件, 转向防御低估值

大办公专题:万亿市场, 谁主沉浮 2019-09-09

浮

核心观点:

● **杂货店是顺应消费趋势的新零售形式, 未来有较大的发展潜力。**

中国的杂货零售发展历史可分为三个阶段, 杂货店从位于街头巷尾满足居民即时需求的小卖铺演变为大型生活家居零售商, 再发展成为如今品类丰富、商品精美的杂货零售形式。中国杂货渠道零售占全渠道零售的比例稳步提升, 但和日本相比尚有很大差距, 未来成长空间较大。

● **SPA 模式杂货店深度参与产业链各环节, 一体化控制商品策划、生产和零售。**

上游商品开发的重点在于多渠道了解消费者偏好, 与优质供应商通力合作打造契合消费者需求的高品质产品; 爆品策略可以吸引消费者进店、增加商品的连带销售并提升坪效水平。中游开店的关键是确定与品牌定位相适应的市场下沉程度和门店选址, 保障合理的 SKU 数量和价格区间水平, 以及布局优势产品来提高品牌竞争力。下游店铺运营的关注点为门店的精细化和标准化程度, 精细化运营不仅可以为顾客提供舒适的消费环境, 也可以帮助品牌展现自身特色; 而标准化运营有利于提升门店管理效率。

● **杂货零售巨头都曾面临诸多发展问题, 不断优化和改革是推动企业成长的内生动力。**

无印良品、名创优品和网易严选在发展过程中遇到的主要问题有库存高企、产品设计无法满足消费者需求和商品质量有瑕疵等。学习巨头的成功经验 and 失败教训, 用来解决已有问题、防范未知问题, 企业才能发展长青。

● **文具行业发展趋势促九木杂物社应运而生, 成长空间巨大**

九木杂物社为公司新零售方向的尝试, 在传统业务渠道增速放缓的背景下, 九木杂物社的尝试意在将目标群体学生时代已培育的客户粘性持续延伸, 并通过产品以及展示形态上的升级, 弥补客户端与渠道端的空白, 再次打开公司收入增长空间。九木杂物社主打可爱风的文创生活产品, 店内拥有自有品牌产品和第三方品牌产品, 其中自有品牌占比仅 25%。九木杂物社成长空间仍大, 未来还需持续优化产品结构, 增加自有品牌商品占比, 提升产品设计水平, 利用流量型、低毛利、高频产品来带动有调性、高毛利、低频产品的销售, 实现坪效的逐步提升。九木杂物社的线上渠道发展缓慢, 目前仅通过微信小程序售卖商品, 在天猫、京东等电商平台上尚未开旗舰店, 线上线下渠道打通情况值得期待。

● **风险提示**

文具行业竞争加剧; 精品文创客户定位存在偏差; 原材料价格上涨影响产品毛利率; 行业头部企业布局的精品文创业务; 文中部分信息来自卖场草根调研, 存在样本数据偏差风险。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
晨光文具	603899	CNY	47.56	2019/10/27	买入	54.99	1.11	1.41	42.85	33.73	31.14	25.18	24.3	24.7

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、投资逻辑.....	6
二、杂货零售业态与未来市场空间测算.....	6
（一）杂货零售的发展历程.....	6
（二）线下线上杂货零售模式侵占街边店和平台式电商市场的发展趋势.....	10
（三）杂货零售的市场空间.....	11
三、产业链图景再现巨头成功之道.....	11
（一）杂货零售企业产业链概览.....	11
（二）巨头企业的产业链细节.....	13
四、巨头成长的节奏与坎坷.....	25
五、巨头成长对九木研究的启示.....	30
六、风险提示.....	37

图表索引

图 1: 杂货店发展历程	7
图 2: SPA(自有品牌专业零售商)模式产业链	8
图 3: 传统综合零售商产业链	8
图 4: 线下杂货零售商开业时刻表	8
图 5: 线上品质电商成立时刻表	9
图 6: 线下杂货零售商竞争格局	10
图 7: 线上品质电商竞争格局	10
图 8: 严选产品有制造商和平台的双重背书	11
图 9: 杂货店渠道零售额/全渠道零售总额	11
图 10: 产业链结构图	12
图 11: 加盟商单店收益及总部收益模型框架	13
图 12: 名创优品的设计生产流程	14
图 13: 与无印良品合作的世界知名设计师	14
图 14: 官网“生活良品研究所”模块, 方便集思广益	14
图 15: 苏宁极物系列化口腔护理产品	15
图 16: 苏宁极物的餐厅生活场景	15
图 17: 名创优品的爆款产品	16
图 18: 无印良品的爆款产品	16
图 19: 无印良品开店选址设立严格的评分机制	17
图 20: 苏宁极物的 IP 产品区域	18
图 21: 苏宁极物门店内的 Costa Coffee	18
图 22: 无印良品在日本市场不同种类店铺数量情况 (家)	19
图 23: MUJI Diner	19
图 24: MUJI BOOKS	19
图 25: 名创优品在全球市场上的店铺数量 (家)	20
图 26: 无印良品门店在中国市场的历年店铺数量 (家)	20
图 27: 2019 财年无印良品各品类营收占比 (%)	21
图 28: 无印良品的自营店坪效 (万日元/平方米·年)	22
图 29: 名创优品有设计感的购物袋	23
图 30: “名创优品最值得购买的十大产品”推荐贴	23
图 31: 无印良品上海贸易广场店的展览活动	23
图 32: “What is MUJI”广告牌	23
图 33: 白色基调的装修设计, 太空箱承担储物功能	24
图 34: MUJIGRAM 和业务规范书详情	24
图 35: 名创优品全国物流仓储中心分布图	24
图 36: 无印良品全球物流系统	25
图 37: 名创优品发展大事表	26
图 38: 无印良品全球营业收入 (百万日元) 和营业收入增长率 (%)	27
图 39: 无印良品中国门店的上年同店销售百分比 (%)	27

图 40: 无印良品的 ROE 水平 (%)	28
图 41: 无印良品的销售净利率和销售毛利率 (%)	28
图 42: 无印良品的权益乘数	28
图 43: 无印良品的资产周转率 (次)	29
图 44: 无印良品的营运能力分析	29
图 45: 网易电子商务收入 (百万元) 和毛利情况 (%)	29
图 46: 网易现金及现金等价物和存货 (万元)	29
图 47: 网易电子商务业务营业收入环比增长率 (%)	30
图 48: 网易严选发展大事表	30
图 49: 九木杂物社历年门店数量 (家)	31
图 50: 九木杂物社爆款产品“盲盒”, 销量最高	32
图 51: 九五杂物社销量较高的“八音盒”	32
图 52: 九木杂物社 IP 产品“海贼王”笔记本	32
图 53: 九木杂物社“乐桃派对”风格系列化产品	32
图 54: 绘画体验式消费, 吸引顾客体验后购买彩铅	33
图 55: 手账产品区打造场景化购物体验	33
图 56: 九木杂物社装修风格以原木色和黑色为基调	33
图 57: 爆款产品“盲盒”摆在门店入口显眼处	33
图 58: 标准化服装, 手持购物篮递给有需要的顾客	34
图 59: 九木杂物社在门店内放置购物篮	34
图 60: 收银台处放置高频或应季产品, 增加连带销售	34
图 61: 九木杂物社店内储物柜, 承担库存储藏功能	34
图 62: 九木杂物社发展大事表	37
表 1: SPA 与传统综合零售商模式比较	7
表 2: 线下杂货零售商商业模式概览	9
表 3: 线上品质电商平台模式概览	9
表 4: 线上线下部分品牌门店数量与营收情况	10
表 5: 名创优品部分供应商一览	16
表 6: 名创优品选址评估体系	17
表 7: 名创优品的加盟管理体系	18
表 8: 名创优品不同阶段的关店率	20
表 9: 苏宁极物不同面积店铺的门店构成	21
表 10: 名创优品或其运营主体广东葆扬投资管理有限公司涉及到的侵权诉讼案	26
表 11: 无印良品在中国市场上的 11 次调价	27
表 12: 无印良品的负债结构 (单位: 百万人民币)	29
表 13: 九木杂物社门店分布情况 (截至 2019 年 8 月)	31
表 14: 九木杂物社历史营业额和净利润 (万元)	34
表 15: 九木杂物社盈利模型框架及假设	34
表 16: 九木杂物社单店收益模型	35
表 17: 九木杂物社加盟商的营业利润率	36
表 18: 九木杂物社总部的资本投入	36

一、投资逻辑

当前国内市场上涌现出一大批杂货零售品牌，他们虽然在风格、产品、价格等方面都存在较大差异，但成功的杂货零售品牌在商业模式和产业链结构方面都有共通之处。从投资角度来讲，关注企业在产业链关键环节的发展情况是判断其未来市场潜力的重点；除此之外，了解巨头企业在发展过程中遇到的问题，有助于其他公司以史为鉴，避免出现同样错误。本文会深入分析品牌巨头在产业链上、中、下游环节以及支撑系统的各类实施细节，以期发掘助力企业可持续发展发展的核心要点。

文具行业发展趋势促使晨光升级转型，九木杂物社应运而生。在消费升级的大环境下，民众的消费习惯跟随时代的变迁而不断演变，零售业开启了新一轮的创新与变革。文具行业面临市场竞争白热化、产品类型同质化、销售终端多元化、主力消费人群个性化、定制化需求凸显的挑战，单靠数量上的增长无法维持文具行业的长期发展。行业龙头“晨光文具”为了顺应文具消费高端化的发展趋势，在2016年建立了精品文创品牌“九木杂物社”，以求逐步实现从文具到文创生活的转型升级。九木杂物社为公司新零售方向的尝试，在传统业务渠道增速放缓的背景下，九木杂物社的尝试意在将目标群体学生时代已培育的客户粘性持续延伸，并通过产品以及展示形态上的升级，弥补客户端与渠道端的空白，再次打开公司收入增长空间。

杂货零售品牌重点关注产品开发及渠道拓展，九木还有充分的提升空间。从投资角度来看，判断一个杂货零售企业是否具有投资潜力的要从产业链出发，分析其开发的商品能否紧跟消费者需求、与供应商和加盟商的合作是否能够相互赋能、渠道拓展是否多样化、门店运营是否标准化和精细化，其中应重点关注商品和渠道发展情况。九木杂物社主打可爱风的文创生活产品，店内拥有自有品牌产品和第三方品牌产品，其中自有品牌占比仅25%。九木杂物社还需持续优化产品结构，增加自有品牌商品占比，提升产品设计水平，利用流量型、低毛利、高频产品来带动有调性、高毛利、低频产品的销售，实现坪效的逐步提升。九木杂物社目前在线上渠道发展上有所欠缺，现仅通过微信小程序售卖商品，在天猫、京东等电商平台上尚未开旗舰店，未来还应积极关注九木杂物社的线上线下渠道打通情况。

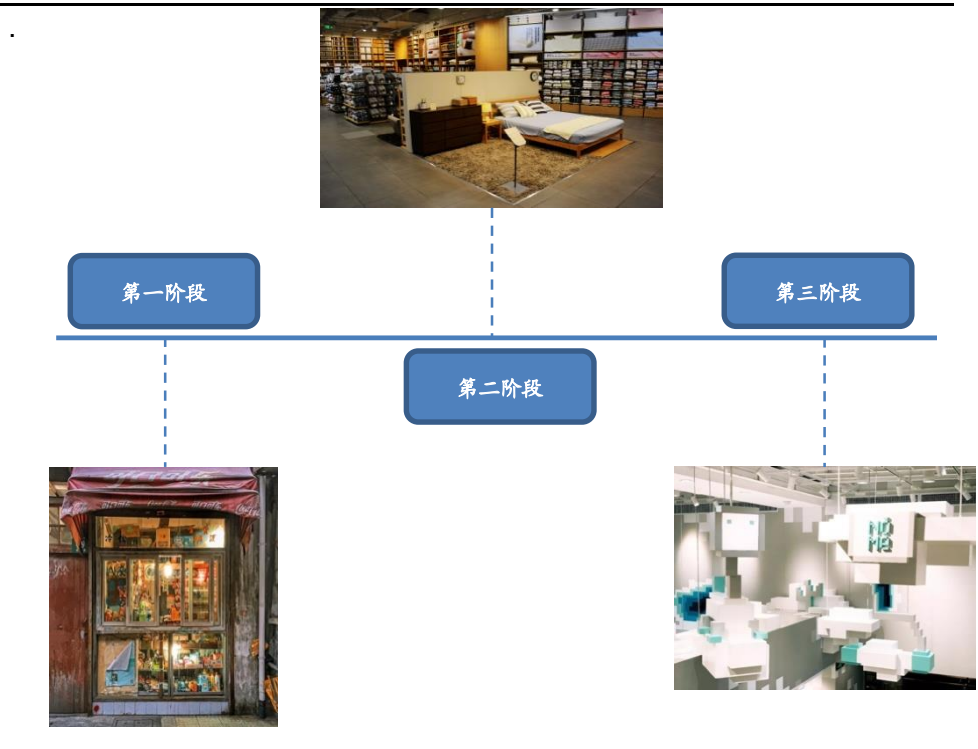
二、杂货零售业态与未来市场空间测算

（一）杂货零售的发展历程

中国杂货零售的发展历史大致可分为三个阶段。**第一阶段：**在2000年以前，杂货店是藏匿于街头巷尾，满足人们便利性需求的零售形态。顾客以社区居民为主，杂货店主要销售满足人们日常生活所需的日用品、食品饮料等产品，承载着消费“最后一公里”的角色。受制于进货渠道和物流运输的低效化，杂货店商品周转层级较多，所以货品SKU有限、零售价偏高。**第二阶段：**超市和电商平台全面满足消费者对便利性和产品丰富度的需求，不断挤压传统杂货店的生存空间；2005年7月无印良品在上海南京西路开出第一家门店，中国开始出现以生活家居为主体的连锁杂货店。**第三阶段：**杂货品牌开始倡导追求美好生活，例如苏宁极物的slogan是“致敬美好生活”，网易严选的slogan是“好的生活，没那么贵”。2015年后，各类杂货

零售品牌以高速增长的姿态成为零售业发展的新趋势，以名创优品为代表的线下连锁品牌和以网易严选为代表的线上精品电商平台受到大众追捧，实现快速增长。

图 1: 杂货店发展历程



数据来源：好奇心日报、广发证券发展研究中心

当今主流的线下杂货零售商有无印良品、名创优品、Nōme、苏宁极物、九木杂物社。1) 无印良品诞生于1980年，起初是日本西友超市的自有品牌，后来取得所有经营权并在1990年与西友脱离。无印良品采用SPA(自有品牌专业零售商经营)模式，自主设计产品，并通过简约包装的方法降低成本。无印良品从1991年开始进军海外市场，截至2018年底在全球拥有870家门店，已发展成为一个国际化知名品牌。

表1: SPA与传统综合零售商模式比较

SPA(自有品牌专业零售商)模式		传统综合零售商
零售商责任	一体化控制商品策划、生产和零售	只负责零售
特点	<ol style="list-style-type: none"> 1. 通过缩短供应链长度来减少周转层级，利润更高。 2. 零售商了解消费者偏好，能做到快速响应和准确供应。 3. 一旦开发的产品销售不理想，就存在库存积压的风险，即“高风险高收益” 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 品牌入驻，商品种类齐全。 2. 从商品开发到实现货品上架用时长，无法及时满足消费者需求。
代表企业	GAP、UNIQUE、ZARA、H&M、无印良品	梅西百货、乐天百货

数据来源：《服装企业 spa 模式的运营研究》、广发证券发展研究中心

图 2: SPA(自有品牌专业零售商)模式产业链

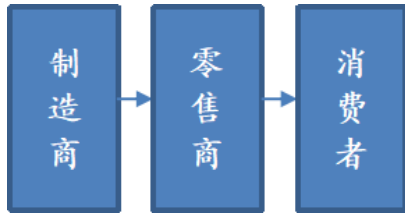
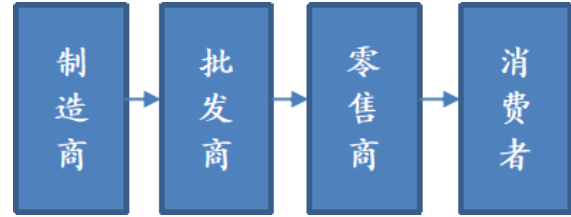


图 3: 传统综合零售商产业链



数据来源:《服装企业 spa 模式的运营研究》、广发证券发展研究中心

数据来源:《服装企业 spa 模式的运营研究》、广发证券发展研究中心

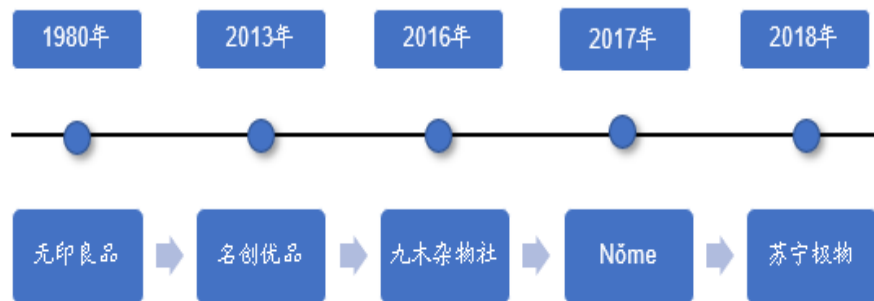
2) 名创优品创立于 2013 年, 主打日式设计风, 主要提供中低价位的高性价比产品。名创建立国际化的设计团队, 锁定优质供应商直采商品, 通过高效的物流和信息化系统削减流通环节成本, 实现 21 天从工厂到门店的高速周转。名创优品在 2014 年把香港作为全球化战略的第一站, 目前已进驻超过 70 个国家和地区, 开店 4000 多家。

3) Nōme 是一个集设计开发和产品销售于一体的零售品牌, 商品以家居用品和服装为主, 同时经营美妆产品和鞋帽配饰等品类。Nōme 家居签约北欧独立设计师, 在全球范围内寻找优质供应商, 通过优化供应链和规模化生产的方式降低成本, 为消费者提供北欧简约风的生活日用品。

4) 苏宁极物的前身是苏宁易购互联网平台, 苏宁集团目前将其定位于抢占线下市场、打造产品和门店品牌的尝试。苏宁极物计划和上游供应商成立品牌管理公司, 期望通过联合挂牌的方式共同开发有消费升级属性的系列产品。苏宁极物的全国首家门店于 2018 年 3 月在南京新街口开业, 旗舰店产品由家电、3C、家居用品、图书咖啡文创、小家电和苏宁国际五个部分构成。

5) 九木杂物社由晨光生活馆升级而来, 是晨光对线下精品文创零售业务的新探索。产品类型包括高性价比的大众产品和注重高层次需求的小众产品, 其中自有品牌占比约 25%。九木的门店开设于一二线城市的商场, 在 2018 年三季度启动加盟, 截至 2019 年上半年, 公司在全国共有 171 家门店。

图 4: 线下杂货零售商开业时刻表



数据来源: 各公司官网、晨光文具 2016 年年报、广发证券发展研究中心

表2: 线下杂货零售商商业模式概览

企业	品牌名称	生产模式
无印良品	无印良品	SPA、OEM
名创优品	名创优品	SPA、OEM
Nöme	Nöme	SPA、OEM
苏宁极物	极物&xx 联合挂牌	SPA、投资供应商
九木杂物社	九木+第三方品牌	-

数据来源: 36 氪、创业邦、广发证券发展研究中心

当今品质电商平台的主要参与者有网易严选、小米有品、淘宝心选、京东京造。

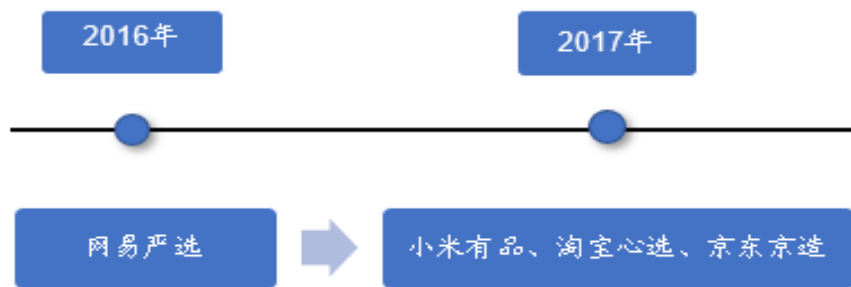
1) 网易严选孵化于邮箱部门, 于 2016 年 4 月正式上线。严选起初只售卖家纺家居产品, 之后发展成为一个拥有家居生活、服饰鞋包、美食酒水等八大品类的综合品质电商平台。网易严选采用 ODM 模式, 筛选一线品牌的供应商企业进行生产, 同时建立柔性供应链, 利用信息系统智慧化生产过程, 降低生产成本。

2) 作为小米旗下的精品生活电商平台, 小米有品除了有小米、米家和生态链品牌, 还扶持发展了一批拥有自主设计以及制造能力的第三方品牌。小米有品的数码类和智能家电类产品占比高, 相比其他品质电商平台科技感更强。

3) 有别于其他品质电商, 淘宝心选定位于一站式产品服务平台, 希望为制造商企业和设计师提供一个销售自主品牌商品的渠道。淘宝心选会扶持第三方原创品牌发展, 协同制造商的产品企划、制造交付和销售宣传过程, 并为制造商和设计师提供原创设计保护服务。

4) 京东京造是京东旗下的生活家居自有品牌。品牌设立于 CMO 体系下, 依托京东完善的供应链体系和大数据优势资源, 精确洞察消费者需求, 并通过 ODM 和 OEM 为消费者提供品质化产品。

图5: 线上品质电商成立时刻表



数据来源: 搜狐, 各公司官网、广发证券发展研究中心

表3: 线上品质电商平台模式概览

企业	品牌名称	生产模式
网易严选	网易严选	SPA、ODM
小米有品	有品+第三方品牌	SPA、投资供应商
淘宝心选	xxx & 淘宝心选	平台、C2B2M
京东京造	京造	SPA、ODM

数据来源: 36 氪、海商网、广发证券发展研究中心

头部品牌实现大规模扩张，腰部品牌有一定的发展潜力。根据开店规模，当前市场上的线下杂货零售商主要分为三个梯队 1) 无印良品、名创优品属于第一梯队，规模优势明显，并已实现全球扩张。2) Nōme、苏宁极物和九木杂物社创立时间较晚，全国门店数量有限，属于第二梯队。3) 三福、The Green Party、酷乐潮玩规模较小、知名度不高，属于第三梯队。根据品牌知名度情况，当前市场上的品质电商平台主要分为三个梯队 1) 网易严选是品质电商的领跑者，严选一方面在用户教育阶段就开拓市场，抢占了先机；另一方面背靠网易，获得了资金层面和流量层面的支持，成为当前国内最知名的品质电商。2) 小米有品、淘宝心选、京东京造起步较晚，虽然发展规模不及严选，但因其背后有品牌背书，未来有一定的发展潜力，属于第二梯队。3) 必要商城、兔头妈妈甄选在规模和品牌力方面都存在劣势，属于第三梯队。

图 6: 线下杂货零售商竞争格局



图 7: 线上品质电商竞争格局



数据来源：中国品质电商发展报告、广发证券发展研究中心

数据来源：中国品质电商发展报告、广发证券发展研究中心

表 4: 线上线下部分品牌门店数量与营收情况

全球门店数量（截至 2018 报告期末）			2018 年营收		
线 下	无印良品	870 家	线 上	网易严选	百亿左右
	名创优品	4000+家		小米有品	不超过 32 亿
	九木杂物社	115 家（直营 87 家，加盟 28 家）			

数据来源：Bloomberg、晨光文具 2018 年年报、网易及小米官网、广发证券发展研究中心

（二）线上线下杂货零售模式侵占街边店和平台式电商市场的发展趋势

SPA 模式自身的优势引领杂货零售店侵占街边店市场。SPA 模式的杂货零售商相比街边店存在优势：杂货零售企业全程参与产品的策划、生产、物流和零售过程，多渠道掌握消费者数据，能够及时响应消费者的偏好变化，做到精准开发产品；杂货零售商在获得 IP 授权后，可集中开发种类丰富的各式联名产品，牢牢锁住年轻消费群体；杂货零售企业向制造商大规模直采商品，议价能力更强且易于从源头把控品质，同时周转层级较少，加价率更低。随着商圈不断转移至购物中心，线下杂货零售店铺正在侵占替代街边店生意，吸引大批顾客前往消费。

大众消费习惯的变化使得线上品质电商侵占平台式电商的市场。随着居民消费回归理性，当今消费者更加注重产品品质而淡化品牌溢价。传统平台式电商虽然品类丰富，但质量水平参差不齐；相比之下品质电商会在质量方面严格把关，拥有优质制造商和平台的双重背书，赢得了消费者青睐，逐步侵占传统电商市场。

图 8: 严选产品有制造商和平台的双重背书

CK制造商

严选寻访Calvin Klein品牌的制造商，深入世界领带第一产地，设计与品质并重，致力于给消费者带来优质典雅的服饰用品。



新秀丽制造商

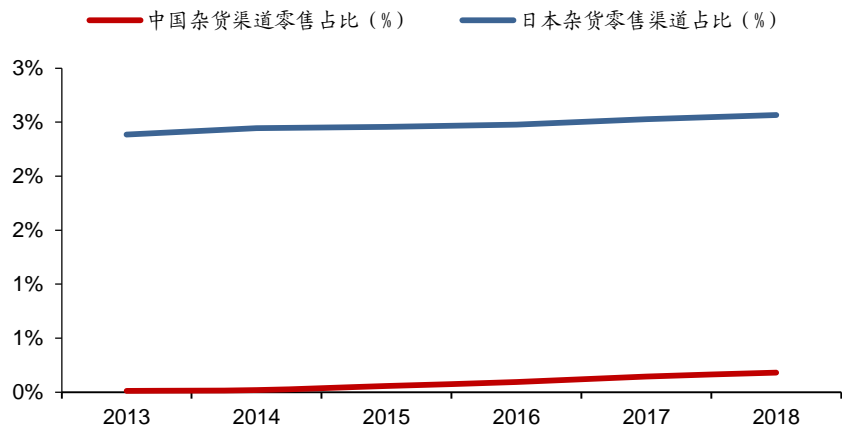
严选为制作品质与颜值兼具的箱包，选定新秀丽、CK、Ricardo等品牌合作的制造商，拥有国内先进流水线20余条，实力保障品质。

数据来源：网易严选官网、广发证券发展研究中心

(三) 杂货零售的市场空间

中国全渠道零售总额稳步增长，杂货店渠道零售额增长潜力较大。日本杂货零售历史悠久，渠道发展程度相比中国更加成熟。2018年日本杂货店渠道零售额占全渠道零售额的2.57%，显著高于我国的0.18%，中国杂货店渠道还存在很大的上升空间；从发展趋势上来看，2014年开始中国杂货店渠道零售额占比有显著提升，未来也将持续发力实现快速增长。

图 9: 杂货店渠道零售额/全渠道零售总额



数据来源：前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

三、产业链图景再现巨头成功之道

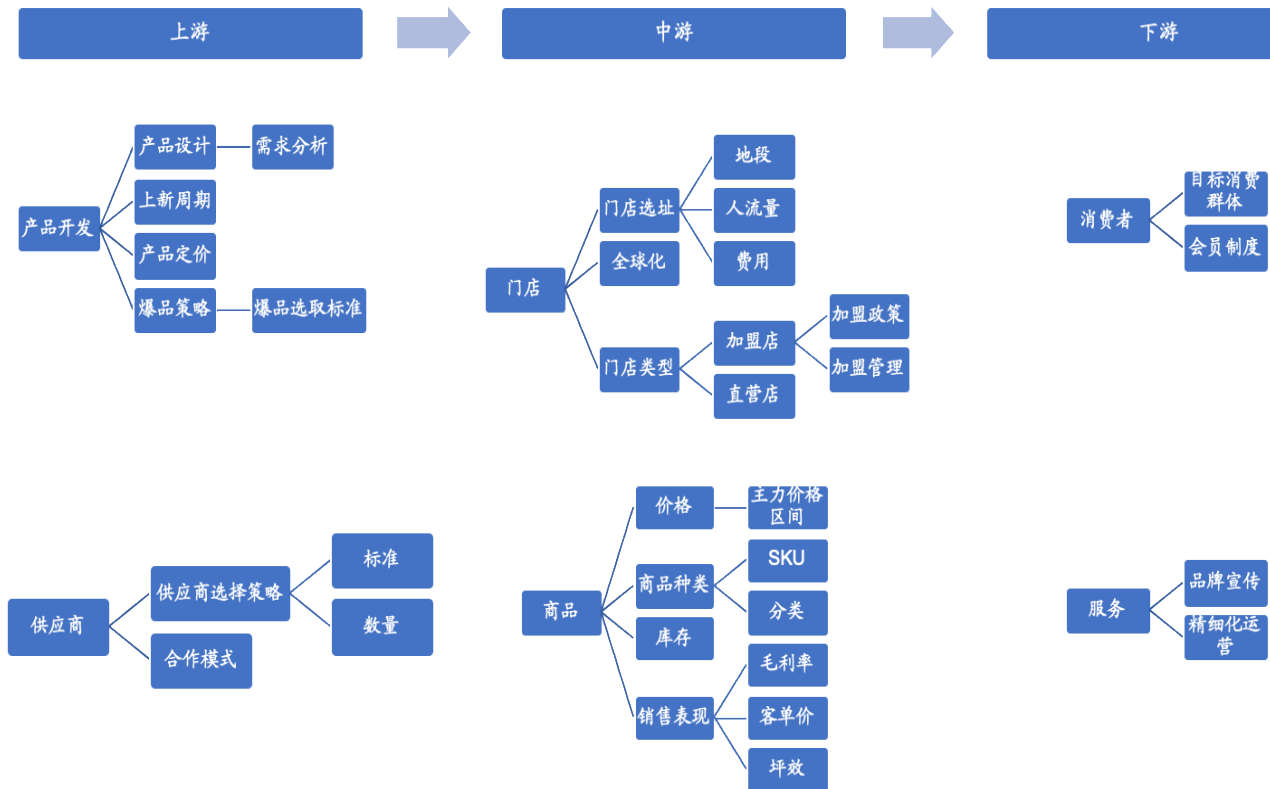
(一) 杂货零售企业产业链概览

1.1 杂货零售全产业链之定性分析

上游商品开发的重点在于多渠道了解消费者偏好，与优质供应商通力合作打造契合消费者需求的高品质产品；爆品策略可以吸引消费者进店、增加商品的连带销

售并提升坪效水平。中游开店的关键是确定与品牌定位相适应的市场下沉程度和门店选址，保障合理的 SKU 数量和价格区间水平，以及布局优势产品来提高品牌竞争力。下游店铺运营的关注点为门店的精细化和标准化程度，精细化运营不仅可以为顾客提供舒适的消费环境，也可以帮助品牌展现自身特色；而标准化运营有利于提升门店管理效率。

图 10：产业链结构图



数据来源：《名创优品的 101 个新零售细节》、广发证券发展研究中心

1.2 杂货零售商总部收益及加盟商收益之定量分析

许多杂货零售商都采用直营店和加盟店并行的方式拓展门店渠道，典型的例子有名创优品、Nōme 和九木杂物社，加盟商承担商品销售和门店运营的责任，公司总部负责商品采购。为了能从定量角度分析加盟商和品牌总部的收益，我们将双方的主要成本和收入进行拆分，构建单店收益模型，模型的基本假设和公式列示如下：

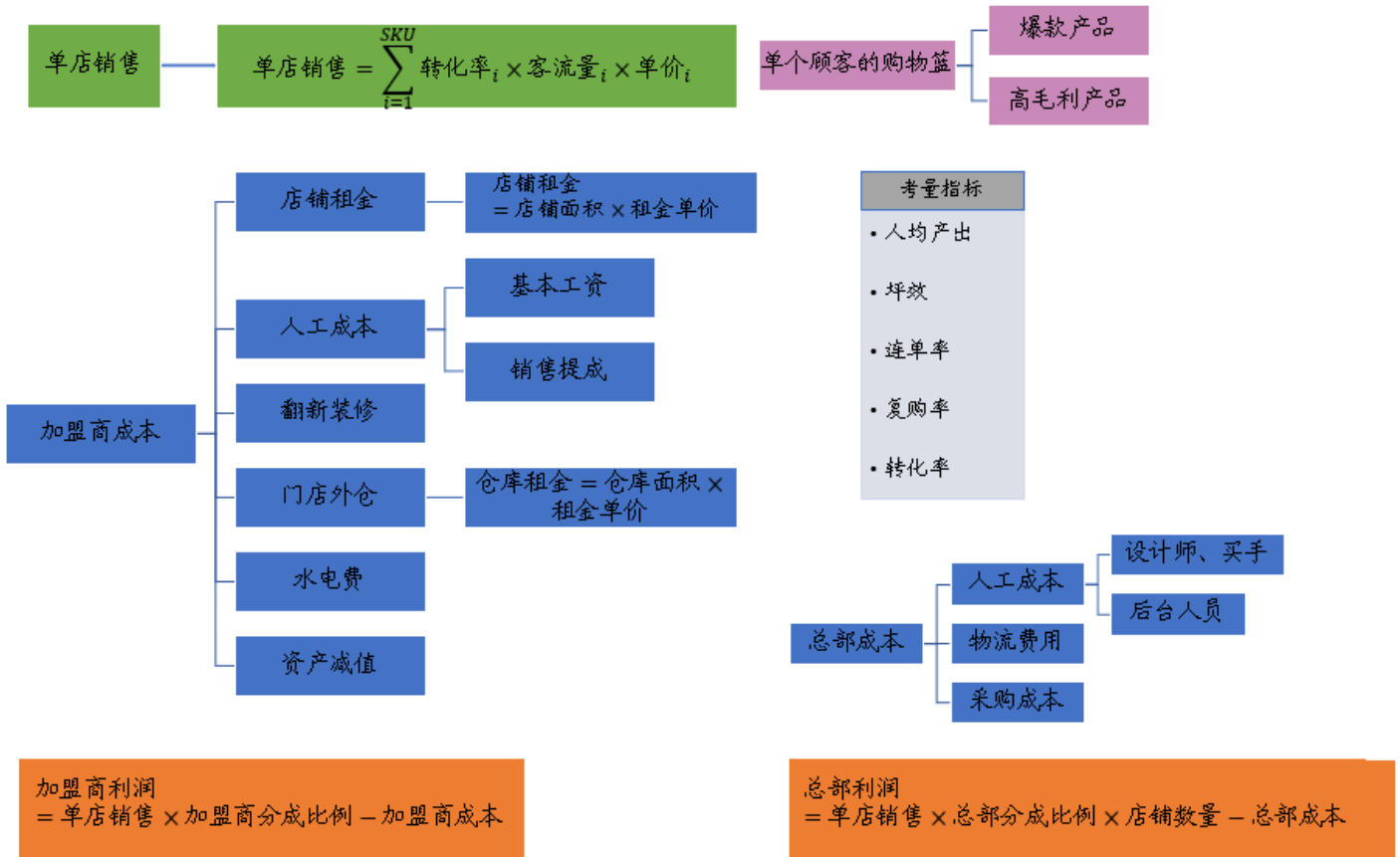
1) 加盟商层面

- 各类产品的销售都由对应的转化率、客流量和单价的乘积决定，单店的销售由全部 SKU 的销售加总而成；
- 店铺租金=店铺面积*租金单价，不同品牌杂货零售商租金议价能力不同；
- 加盟商的人工成本由基本工资和销售提成构成，其中销售提成与人均产出有关；
- 初始装修与翻新费用由加盟商承担，总部会提供装修设计支持；
- 仓库租金=仓库面积*租金单价；
- 资产减值主要来源于商品损毁和被盗；
- 爆款产品的转化率更高；
- 加盟商与品牌总部对销售固定分成，加盟商的单店利润=单店销售*加盟商分成比例-加盟商成本。

2) 品牌总部层面

- 品牌向上游供应商下单，采购成本由品牌总部负责；
- 品牌会通过自建物流或与第三方物流合作的方式向门店配送产品；
- 设计师可以自主选择被买断设计使用版权或者按销售件数计算分成，品牌总部负责设计师、买手还有后台人员的人工成本；
- 品牌总部的分成比例会高于加盟商的分成比例，品牌总部的总利润=单店销售*总部分成比例*店铺数量-总部成本。

图 11：加盟商单店收益及总部收益模型框架



数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 巨头企业的产业链细节

2.1 上游

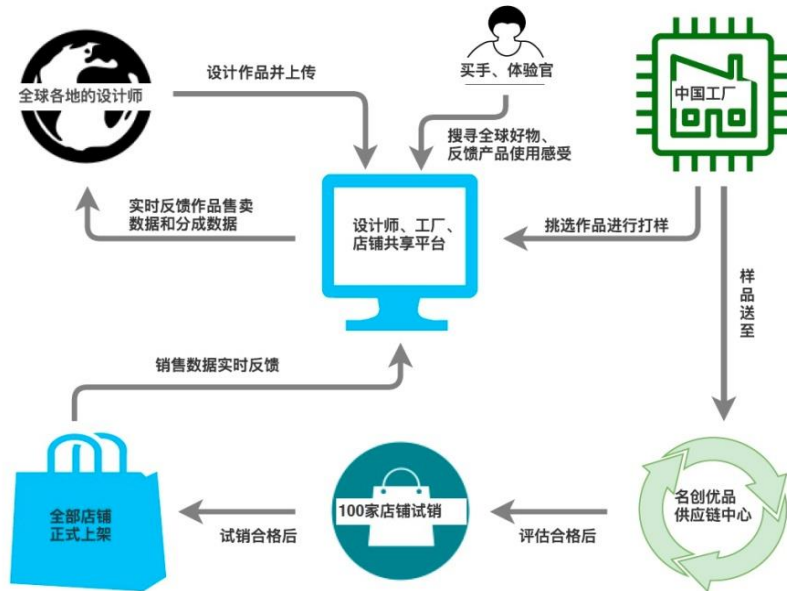
2.1.1 产品开发

1、产品设计：充分了解消费者需求，提升商品开发的精准度

名创优品多渠道分析消费者偏好，力求紧跟消费者需求。名创不仅建立了一个共享设计平台，还聘请大批买手并推出“产品体验官”机制，获得了大量用户视角的产品开发意见。此外名创利用数据化管理平台对店铺和线上销售平台的海量数据进行分析，不断加深对目标消费群体的偏好了解，实现商品的精准开发。名创每周都会有 4-5 个新品上市，用来满足消费者快速多变的需求，吸引消费者不断进店。新开发的产品会先投放到门店进行小规模试销，对于试销达到预期的产品，一方面

名创会向供应商下达海量订单，通过“以量制价，买断供应”的方式获得较高的议价能力，降低采购成本，保证价格优势；另一方面名创通过高效的信息系统和仓储物流系统缩短供应链，进一步压缩中间流通环节成本。《名创优品的101个新零售细节》介绍到名创只收取8%左右的毛利率，价格大部分位于10-29元，定价10元的商品占到50%。

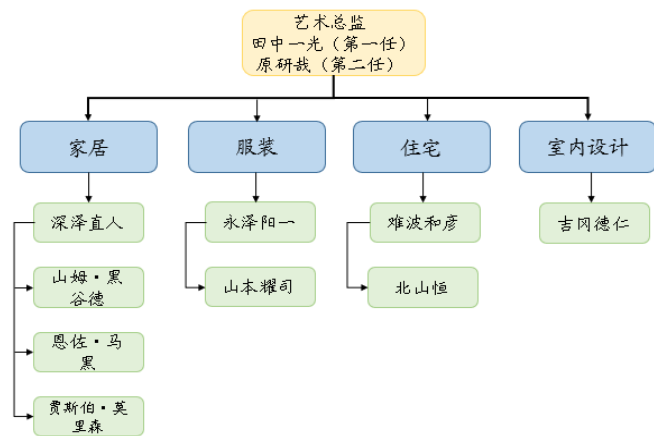
图 12: 名创优品的设计生产流程



数据来源:《名创优品的101个新零售细节》、广发证券发展研究中心

无印良品与一流设计师合作，严控出品环节。无印良品与多位世界知名设计师保持合作关系，第一任艺术总监田中一光是日本的“国宝级”设计师，除此之外公司聘请一流设计师组建了一支专业的顾问团队，对商品的设计风格进行定位与把关，力求确保产品风格与品牌理念相契合。为了能充分了解消费者偏好，无印良品在官网上设置了一个名为“生活良品研究所”的模块，并把它作为连接消费者需求和商品开发的中转站。生活良品研究所将收集到的顾客反馈作为参考信息，反复调试与优化产品，从而切实保证产品设计满足消费者需求。

图 13: 与无印良品合作的世界知名设计师



数据来源: 数英网、广发证券发展研究中心

图 14: 官网“生活良品研究所”模块，方便集思广益



数据来源: 无印良品官网、广发证券发展研究中心

苏宁极物打造系列化和场景化产品，力求在细分领域做到专业。苏宁极物将开发具有消费升级属性的系列化产品作为未来的工作重点之一，并计划打造场景化购物体验。系列化产品不仅包含同领域不同类型产品，还包括同类型不同价位产品。以口腔护理为例，电动牙刷是核心产品，苏宁极物已开发了漱口水、牙刷头、牙线、冲牙器等一系列与口腔护理相关的产品，并拓宽产品单价范围，充分满足不同购买力水平消费者的各类需求，实现产品线延伸。除了系列化产品，极物还打造了多种可以完整解决一整块需求的生活场景，如包含床垫、枕头、台灯、眼罩的卧室空间场景和包含餐桌、餐具、烤炉、冰箱的餐厅空间场景，用来吸引消费者连带购物，提升客单价水平。

图 15: 苏宁极物系列化口腔护理产品



数据来源：现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

图 16: 苏宁极物的餐厅生活场景



数据来源：现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

2、爆款策略：战略性产品吸引流量、高附加值产品提振收入

名创优品和无印良品都采用“刚需+高频消耗”的爆品选品策略。刚需产品建立在已有需求之上，不需要经历用户教育阶段，所以推广成本较低；高频消耗品的复购率高，能够吸引消费者反复进店，提升客流量。《名创优品没有秘密》一书中介绍到，名创的眼线笔最为畅销，1年卖出超1亿支，香水的销售次之，2年销售额突破2亿元；无印良品将需要经常性购买的化妆棉、修眉刀、化妆水等产品定为战略商品，并降低该类商品的单价。爆款商品的用意在于吸引客流，通过满足消费者的购买心理来提升进店人数，顾客在反复光顾的过程中会增加对高附加值产品的消费，从而在整体上提升毛利率与客单价。

图 17: 名创优品的爆款产品



图 18: 无印良品爆款产品



数据来源: 名创优品天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

数据来源: 无印良品天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

2.1.2 供应商选择: 释放供应商的专业化能力, 合力开发优质产品

名创优品严选供应商, 从源头把握产品品质。名创与已成立超 250 年的老牌香精供应商“奇华顿”联合开发商品, 奇华顿为名创聘请调香师研制配方, 名创委托化妆品供应商按照配方进行生产分装。“以量制价+买断定制+不压货款”是名创与供应商合作的方式。《名创优品的 101 个新零售细节》中介绍名创将回款周期缩短到 15 天, 成功吸引到了一大批优质供应商。为保障产品品质, 名创与供应商签订严格的约束条款, 将出现商品质量瑕疵的供应商列入黑名单, 且未来再无合作的可能。

表 5: 名创优品部分供应商一览

供应商名称	介绍	产品
奇华顿	超 250 年历史, 全球日用及食用香精领域的先导	花漾系列香水
莹特丽	全球最大的彩妆代工企业, 顾客包括香奈儿、迪奥等	瓷颜肌修饰霜、Mini Pony 彩妆
科丝美诗	韩国第一大的化妆品制造厂, 业内排名世界前 10	素颜霜、樱花水光润泽面膜
厦门嘉诚工业公司	高端餐具供应商, 为钓鱼台国宾馆提供餐具	刀、叉、汤匙等餐具

数据来源: 品观 app、广发证券发展研究中心

无印良品寻找低成本生产基地, 减少供应商数量提高议价能力。日本国内的劳动力成本较高, 为进行成本管控, 无印良品将食品以外的生产线转移至劳动力价格低廉的中国。随着中国的人口红利逐渐消失, 公司再次将生产线转移至更具劳动力成本优势且与中国有特惠关税合约的东南亚国家。近年来无印良品一直在努力减少供应商数量, 希望提高采购集中度, 并与供应商建立长期的合作关系, 成功获得较高的议价能力, 降低了采购成本。

苏宁极物投资上游供应商企业, 共同打造产品品牌。苏宁极物计划通过共同成立品牌管理公司的方式与供应商合作, 以期充分发挥制造企业在专利、技术、研发力的优势和苏宁在渠道、品牌营销、市场推动力方面的优势。双方通过投资式合作实现利益捆绑, 调动了制造商的生产积极性, 激励他们匹配最优秀的技术和人力资源到生产过程当中。根据我们的调研, 极物开发完成的产品会进行快速试错, 并在 2 个月内就能够判断新产品是否成功。虽然失败的产品会部分或全部亏掉, 但因成功单品贡献的量级很大, 公司能从中得到补偿。

2.2 中游

2.2.1 门店打造

1、门店选址：选址应与品牌定位相匹配，优质门店招商受青睐

地段为王，名创优品选址于核心商圈。地段黄金和客流量集中是名创优品选址时最看重的因素，基于大量的开店经验，公司建立了一套选址评估体系。为了能够在与其他杂货零售店的竞争中赢得先发优势，名创会在同一条街上连开两家店铺，进行商圈保护。

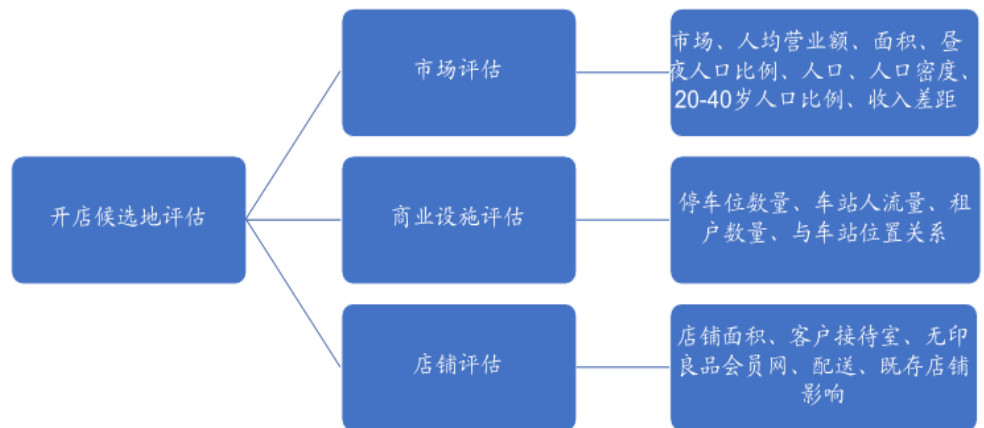
表 6：名创优品选址评估体系

店铺等级	位置
第一档	一二线城市或旅游城市、特大步行街
第二档	大型购物中心里面的店铺
第三档	商场综合体里面的店铺
第四档	位于二类商圈、三类商圈的店铺

数据来源：《名创优品的 101 个新零售细节》、广发证券发展研究中心

科学化选址，无印良品设置严格的选址评分制度。无印良品将判断“在哪里开店”予以指南化。无论是候选地点的信息收集方法、现场调查方法，还是开店后的营业额预测方法，都被详细地记录在册，各类评估项目都可以按照指南中的标准评定等级。将开店候选地评估予以机制化和定量化的做法有效地避免了直觉印象偏差，帮助公司作准确的评估。

图 19：无印良品开店选址设立严格的评分机制



数据来源：《揭秘无印良品》、广发证券发展研究中心

侧重线下，苏宁极物着重发展门店品牌。苏宁极物选址于购物中心，将目标客户定位于中国最有购买力的一批人群。极物高价聘请优秀的设计团队精装店铺，以为消费者提供舒适的购物环境。通过邀请 Costa Coffee 入驻、设立文创专区的方式，门店成功吸引到一定流量；极物后续还计划通过提供畅销书籍租借服务、举办讲座活动的方式来提升自带客流的能力。

图 20: 苏宁极物的 IP 产品区域



数据来源: 天天快报、广发证券发展研究中心

图 21: 苏宁极物门店内的 Costa Coffee



数据来源: 现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

2、加盟合作&多业态: 与加盟商相互赋能合作共赢, 发展多业态实现新增长

与实力和经验兼具的加盟商合作, 名创优品全面托管店铺。名创优品有三种类型的店铺, 直营店、合作店和加盟店, 加盟店采取“品牌使用费+货品保证金制度+次日分账”模式的加盟政策, 公司全面托管店铺, 实行统一管理。为保证店铺管理到位, 名创优品把中国市场划分为京津冀、长三角、珠三角三个大区, 在大区经理下设区域经理, 分管全国各个店铺。

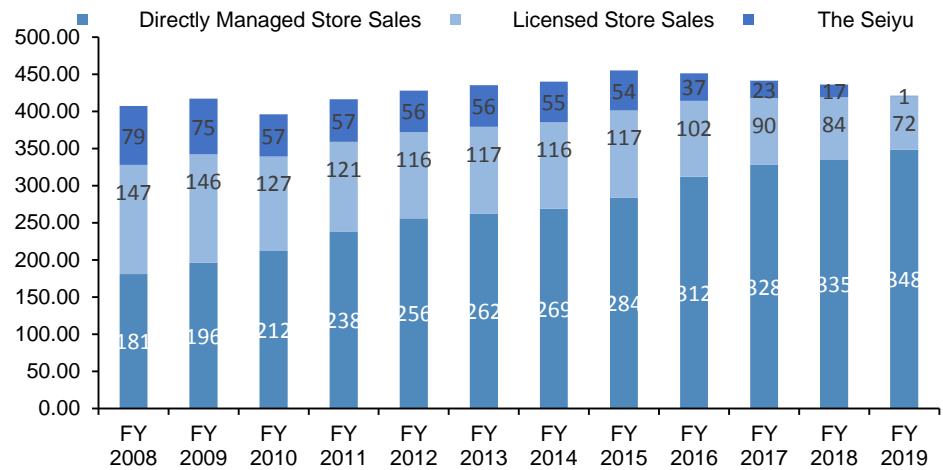
表 7: 名创优品的加盟管理体系

	各方责任	分账比例
名创总部	全面托管店铺, 实行统一管理	62% (食品、饮料 67%)
加盟商	1、承担店铺转让、装修、租赁、水电、员工工资、工商税务; 2、单一店铺合作: 品牌使用费 15 万, 货品保证金 75 万; 三家以上店铺合作: 每家店铺品牌使用费 10 万, 货品保证金 70 万	38% (食品、饮料 33%)

数据来源: 《名创优品的 101 个新零售细节》、广发证券发展研究中心

无印良品开店模式多样化, 积极拓展新业态。无印良品的开店模式分为直营店、加盟店和西友店。虽然三种形式的店铺在日本境内都有开设, 但在 2019 财年末期, 日本市场上的西友店仅剩一家; 在境外市场上, 无印良品基本只以直营店的形式存在。无印良品积极发展了 Cafe & Meal、MUJI Diner、MUJI BOOKS、MUJI Hotels 等多个新业态, 实现业务增长点的拓展。

图 22: 无印良品在日本市场不同种类店铺数量情况 (家)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 23: MUJI Diner



数据来源: 无印良品官网、广发证券发展研究中心

图 24: MUJI BOOKS

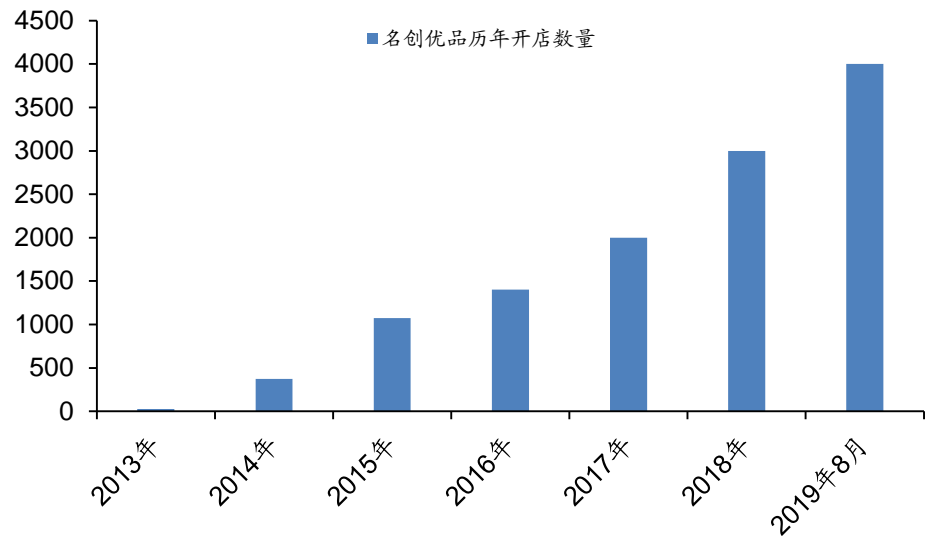


数据来源: 无印良品官网、广发证券发展研究中心

2.2.2 扩店速度: 根据品牌定位合理扩店, 稳扎稳打提高开店成功率

名创优品探索运营标准, 实现全球快速扩张。名创摸索出了一套成熟的运营管理体系, 并树立标杆直营店铺, 成功吸引到大批潜在加盟商。根据《名创优品没有秘密》一书, 2015年4月名创优品开放加盟, 当月新开店铺数量达到125家, 此后保持每月80家新店的增长速度。如今名创已在全球范围内的开店超4000家。随着名创优品门店经营的扩张, 其关店率也在不断下降。

图 25: 名创优品在全球市场上的店铺数量 (家)



数据来源: 前瞻网、广发证券发展研究中心

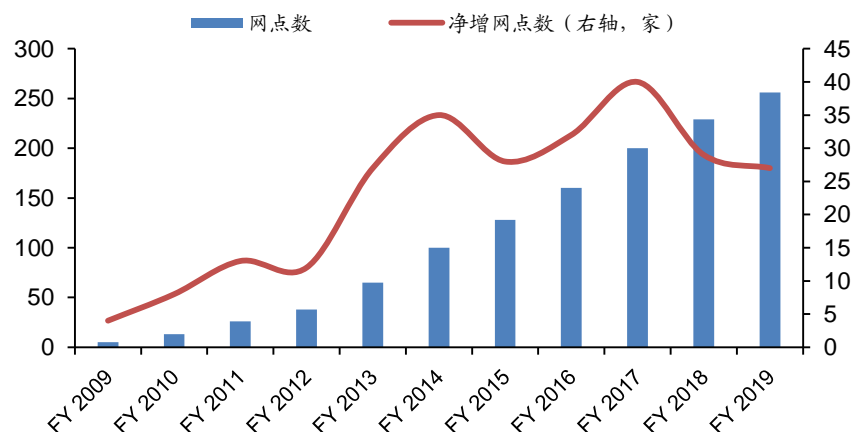
表 8: 名创优品不同阶段的关店率

开店数量	关店率
前 10 家店	100%
前 100 家店	20%-30%
第 100-1000 家	低于 10%
第 1000-2000 家	低于 5%

数据来源: 《名创优品的 101 个新零售细节》、广发证券发展研究中心

无印良品慢速扩店, 结合本土情况调整扩店速度。无印良品曾尝试过加快扩张门店的脚步, 但因海外门店一直无法转亏为盈, 后来遭受了重大的经营危机。无印后来确立了“开店速度要与品牌在当地的渗透度相适应”的开店原则: 欧洲人民思想较为保守, 对无印良品的设计理念接受程度不高, 所以在欧洲实行慢速扩店策略; 亚洲各国在文化上与日本较为相近, 无印良品能够快速获得当地消费者的认知, 所以攻占亚洲市场的速度较快。但整体上, 无印良品坚持在确定已有店铺实现盈利的前提下才会去开设下一间店铺的原则。

图 26: 无印良品门店在中国市场的历年店铺数量 (家)



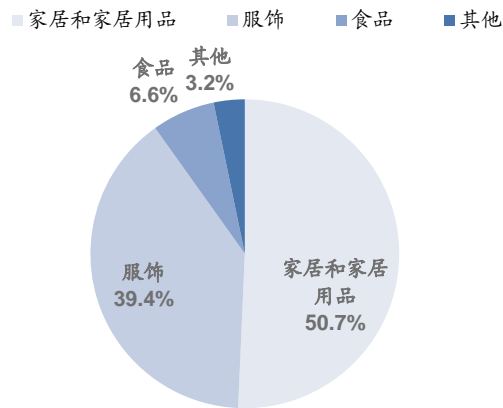
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

2.2.3 商品定位

1、产品种类：SKU 要与生产能力相适应，优势产品建立品牌护城河

名创优品 3000SKU，覆盖六大品类；无印良品 7000 SKU，注重风格统一；苏宁极物 10000 SKU，以 3C 家电为核心。根据《名创优品的 101 个新零售细节》，名创优品有约 3000SKU，为保证产品紧跟市场，公司每隔六个月都会对全部商品进行系统性复盘，根据市场需求不断改进产品线。无印良品有约 7000SKU，虽然品类繁多，但它们在设计上始终保持着统一的日式极简主义风格。苏宁极物以家电、3C 为核心产品（约占 60%），同时包含家居用品和生活用品、图书咖啡文创、小家电和苏宁国际共计超 10000SKU 的产品，因为消费者对苏宁的家电产品有更深刻的认知，所以小家电成为苏宁极物的优势产品。

图27：2019财年无印良品各品类营收占比（%）



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

表 9：苏宁极物不同面积店铺的门店构成

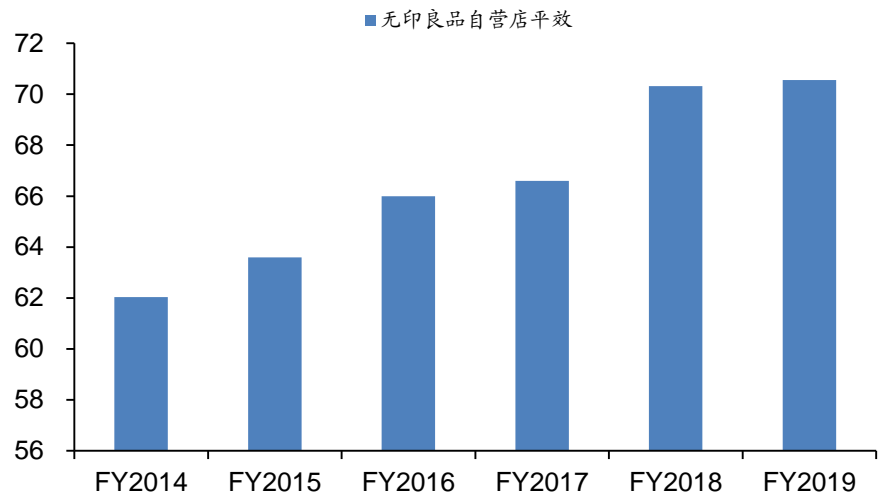
门店面积	门店构成
2000 平米的旗舰店	3C、家电、小家电、个护、图书咖啡、生活家居
600-800 平米的店铺	无家电、3C 数码（最核心）、小家电个护、生活日用
200-400 平米的店铺	3C 数码（最核心）、高频爆款产品

数据来源：现场调研、广发证券发展研究中心

2、销售表现：薄利多销与厚利适销，为品牌带来丰厚收入

名创优品低毛利高坪效，无印良品高毛利高坪效。名创优品通过大规模商品直采的方式降低成本，实现为消费者提供优质低价产品。《名创优品没有秘密》介绍名创的毛利率只有 8%，但大批量销售依然为其带来丰厚收入，其品牌官网显示 2018 年全球营收实现 170 亿人民币。无印良品一直保持着 45% 以上的高毛利水平，自营店坪效从 2013 年起持续提升，在 2018 财年达到 70.56 万日元/平方米·年（约 4.8 万人民币/平方米·年）。

图 28: 无印良品的自营店坪效 (万日元/平方米·年)



数据来源: MUJI DATA BOOK、广发证券发展研究中心

3、库存: 优化库存管理方法, 减少库存高企风险

名创优品外仓小, 多种配送方式并用保证货品供应。名创门店外仓小, 公司强大的数据管理系统保证门店的货品供应: 大数据将店铺、物流和供应商串联在一起, 总部可以实时跟踪商品流、信息流和资金流, 将适销商品配送至各个门店。此外, 名创采用多种配送形式, 如周期性配货、小批量配货、社会化物流等来保证商品顺利到达门店。《名创优品的 101 个新零售细节》中介绍, 总部下单后产品只需 24 小时就可以从工厂直接配送到门店, 从而保证门店不缺货、不断货。

无印良品以销定产, 减少库存积压。为了防止库存出现囤积, 无印不再一次性下达海量订单, 每次仅生产出一个月销售以及门店展示所需数量的产品。公司以产定销, 产品销量在上市 3 周内若超过预期 30% 以上就会立即增产, 若不及预期 70% 就会遭到淘汰。

2.3 下游

2.3.1 品牌宣传: 宣传策略应与品牌定位相适应, 不断增强消费者的品牌认知

名创优品多渠道宣传品牌, 不断加强消费者认知。线下渠道方面, 名创的标志性购物袋成为品牌的流动广告; 线上渠道方面, 名创优品不仅运营官网、官方微博、小红书品牌账号和微信公众号等多个宣传平台, 同时还联合网红博主对产品进行推广, 消费者跟风购买实现销量提升。

图 29: 名创优品有设计感的购物袋



图 30: “名创优品最值得购买的十大产品”推荐贴



数据来源: 现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

数据来源: 小红书 app、广发证券发展研究中心

无印良品贩卖生活哲学，自带宣传效应。无印良品的商品设计朴素自然，大张旗鼓的宣传背离了无印良品的哲学理念，所以公司通过举办演讲、工坊、茶会等线下活动，或是在店铺内设置“**What is MUJI**”广告标语的方式向大众传达无印良品的哲学理念，以期达到宣传效果。

图 31: 无印良品上海贸易广场店的展览活动



图 32: “What is MUJI”广告牌



数据来源: 无印良品官网、广发证券发展研究中心

数据来源: 搜狐、广发证券发展研究中心

2.3.2 精细化运营: 精细化管理体现门店特色, 标准化制度提升运营效率

名创优品精细化运营店铺, 无印良品标准化工作内容。名创在店铺装修、货品陈列、货架高度、收银台和购物篮五个方面实现店铺的精细化管理, 例如在门口放置购物篮方便顾客选购、货品上方放置储物太空舱以充分利用门店空间。为了解决店长管理水平参差不齐的问题, 无印良品内部制定并持续更新 MUJIGRAM 和业务规划书这两本工作指南, 来协助公司实现标准化、制度化的管理模式。

图 33: 白色基调的装修设计, 太空箱承担储物功能



数据来源: 现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

图 34: MUJIGRAM 和业务规范书详情



数据来源: 现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

2.4 支撑系统

2.4.1 物流系统: 优化物流系统, 为供应链的稳定运转保驾护航

名创优品全国自建八大物流仓, 与第三方物流合作降低配送成本。名创优品在广州、常熟、武汉、成都、廊坊、沈阳、西安和新疆地区建立八大仓储, 供应商将商品运送到仓库后, 名创会通过第三方物流公司为门店提供配货服务。根据《名创优品没有秘密》, 名创优品可以做到每日配货, 因此门店外仓通常只存放 2 天库存, 或者干脆不设外仓, 完全依靠总部小批量、高频率的配送方式维持运转。

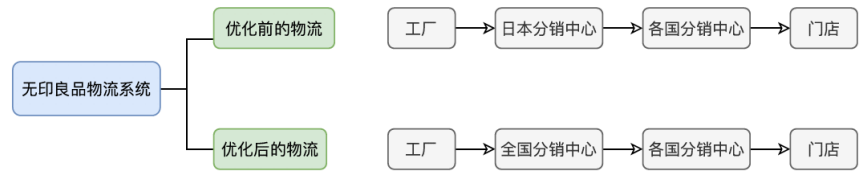
图 35: 名创优品全国物流仓储中心分布图



数据来源: 前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

无印良品不断优化物流系统, 建立物流中心和分销中心, 压缩物流费用。在日本境内, 无印良品成立了物流子公司 RK Truck, 并设立 4 大物流中心协助管控物流成本。在日本境外, 无印良品设立全球化分销中心, 货物无需先运回日本, 利用全国分销中心就可实现直接分销。

图 36: 无印良品全球物流系统



数据来源:《解密无印良品》、广发证券发展研究中心

2.4.2 信息系统: 自动化信息系统帮助企业节约成本, 实现供应链条的高效运转

名创优品重金建设 IT 系统, 为供应链提供坚实的保障。名创打造了一套高效的集成 IT 信息系统, 通过对海量的数据的可视化分析, 实现对各个环节的精准掌控。后端数据在一定程度上可以指导品类优化的方向, 举例来说, 不同商品所占营业面积和创造销售业绩之间的对比体现商品的适销程度, 名创通过大数据分析不断优化品类结构, 持续打造爆款。

无印良品提升信息系统分析能力, 不断优化供应链流程降低成本。无印良品从 1997 年开始持续投资建设信息化系统。最初只是将销售数据导入数据库进行存货和销货数据的匹配, 从而用于指导商品开发和订单修改。2003 年公司开始启用具预测商品需求功能的自动补货系统, 成功地帮助无印减少库存, 并将订货时间缩短到原来的 1/5。无印良品在 2004 年建立 EDI 系统, 和供货商之间共享数据, 公司对供应链的掌控能力不断增强。

四、巨头成长的节奏与坎坷

名创优品、无印良品和网易严选作为杂货零售品牌的头部企业, 他们的发展历程并非一帆风顺, 而是在经营过程中不断调整方向、总结思考, 才得以获得今天的商业地位。了解巨头企业的成长经历、并从他们过往的失败中学习经验教训, 对发展杂货零售品牌具有借鉴意义。良品计划是上市公司, 对自身的经营情况做出了充分披露, 所以本文会通过其财务数据对无印良品的盈利能力、营运能力和杠杆风险做更深入的分析, 从而充分了解公司的发展历史。

(一) 名创优品: 经历选址挫败后矫正定位, 深耕中国市场、发展海外市场。名创优品的第一家店铺开在广州市花都区步行街, 该商圈虽然人流旺盛但消费者以价格敏感性人群为主, 对名创主张的“优质低价”并不买账, 首家店铺的经营就遭遇了滑铁卢。之后名创试探性地选址于核心商圈并将目标人群锁定为收入较高的消费群体, 成功实现全球扩张。

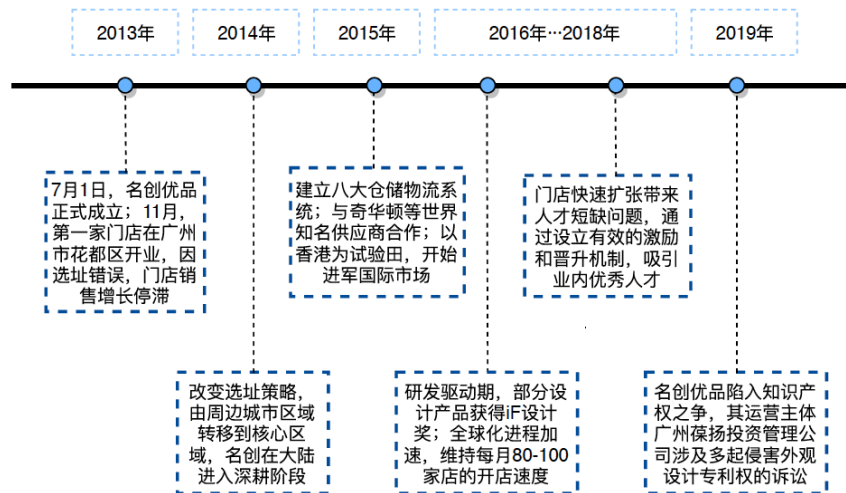
名创优品在发展过程中不断地被人质疑, 并因以下两点问题遭受诟病: 1) 发展存在边界。名创优品定位“10 元店”, 净利润水平不高。在商业模式短期不变、单店盈利模型无法打通的情况下, 名创只能依靠大规模扩张店铺来平衡资金, 而当门店数量达到临界点时, 名创又该何去何从。2) 侵害外观设计专利权、侵害商标权。名创优品的部分产品在外观设计上与其他品牌产品相似, 因此涉及到多起侵权被诉案。

表 10: 名创优品或其运营主体广东葆扬投资管理有限公司涉及到的侵权诉讼案

案号	原告	案由
(2015)穗荔法知民初字第 143 号	广州屈臣氏个人用品商店有限公司	擅自使用知名商品特有名称、包装、装潢纠纷
(2015)深福法知民初字第 1058-1 号	路易威登马利蒂	商标权权属、侵权纠纷
(2016)苏 10 民初 137 号	源德盛塑胶电子(深圳)有限公司	侵害实用新型专利权纠纷
(2016)沪 73 民初 141 号	上海乐扣乐扣贸易有限公司	侵害外观设计专利权纠纷
(2017)湘民辖终 425 号	曼秀雷敦(中国)药业有限公司	侵害外观设计专利权纠纷
(2018)粤 03 民初 2084 号	深圳市中创新科技有限公司	侵害实用新型专利权纠纷
(2018)闽 01 民初 115 号	厦门市科罗恩生活家具有限公司	侵害外观设计专利权纠纷

数据来源: 无讼、广发证券发展研究中心

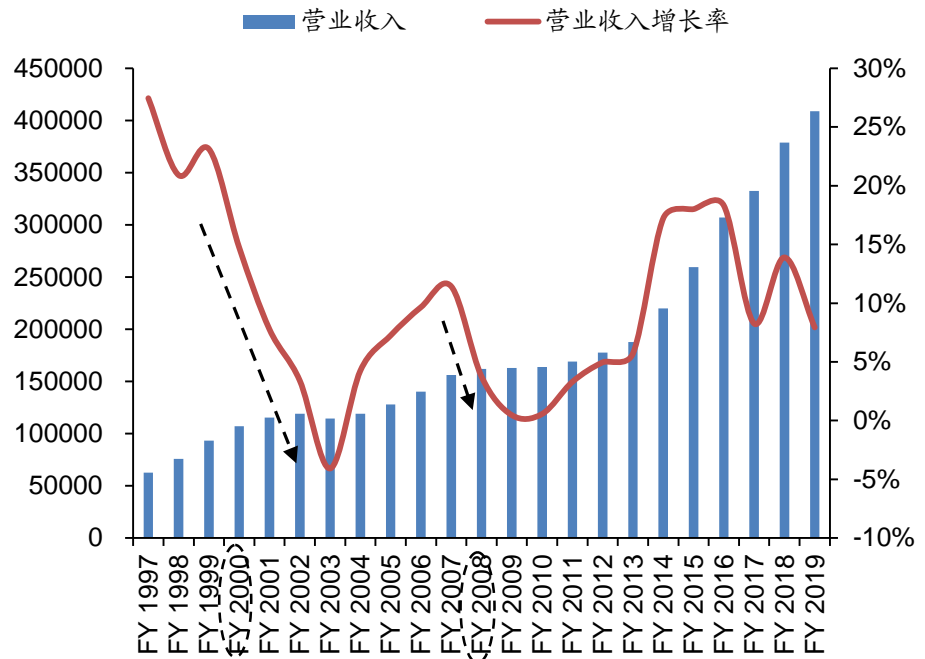
图 37: 名创优品发展大事表



数据来源: 《名创优品没有秘密》、广发证券发展研究中心

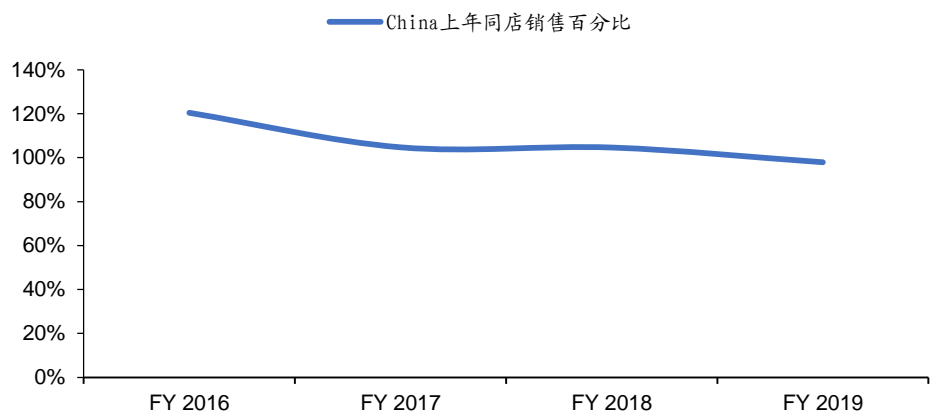
(二) 无印良品: 历史上经历过两次严重的发展危机, 后通过积极改革重回正轨; 在中国市场上因品牌定位偏差出现经营溃败迹象。无印良品的第一次危机发生在 2000 年, 公司因内部管理机构臃肿僵化以致执行效率低下。起初无印通过频繁更换部长、模仿其他品牌畅销设计的方式挽救业绩, 但这种短期性的应对措施无法从根本上解决无印良品存在的问题, 后来公司大刀阔斧地进行改革: 关闭店铺、焚烧库存、编写 MUJIGRAM 手册来规范业务流程、成立 30% 委员会来协助成本管控。推行改革计划后, 无印良品销售收入有了显著提升。无印良品的第二次挫败源于金融危机, 受经济不景气的影响, 无印良品营收增长承受较大压力。公司在危机期间持续强化海外业务, 采取包括优化物流配送系统、降低海外商品售价、推出战略商品等一系列措施, 带动业绩迅速恢复。近年来无印良品在中国市场上遭遇发展瓶颈, 上年同店销售逐年下滑, 为了谋求在中国市场上的发展, 无印良品从 2014 年起提出“新定价”计划, 降价措施虽有一定效果却难挽颓势。

图 38: 无印良品全球营业收入 (百万日元) 和营业收入增长率 (%)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 39: 无印良品中国门店的上年同店销售百分比 (%)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

表 11: 无印良品在中国市场上的 11 次调价

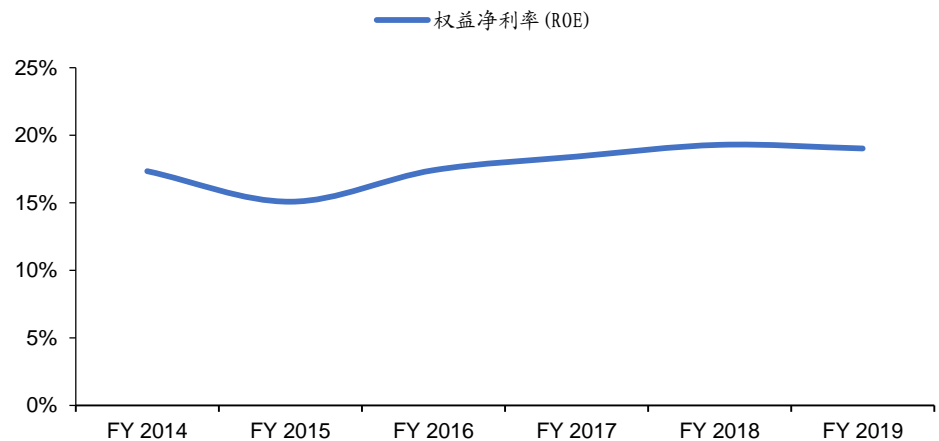
时间	“新定价”内容
2014 年 10 月	107 款产品, 生活杂货类为主, 平均降价 17.5%左右
2015 年 01 月	150 款商品, 服装杂货类为主, 平均降价 20%左右
2015 年 08 月	118 款商品, 服装杂货类为主, 降价 14%-20%
2016 年 01 月	145 款商品, 生活杂货类为主, 降价 20%左右
2016 年 08 月	500 多款商品降价, 以生活杂货类为主
2017 年 01 月	家居类商品为主, 降价 5%-20%
2017 年 08 月	家居类降价 67%, 电子类、健康美容类分别降价 21%、24%
2018 年 01 月	史上最大规模降价, 涉及 7 个系列产品
2018 年 08 月	涉及 500 多种商品, 平均降幅 20%

2019年01月 明星产品降价最高达30%，服装及收纳产品降价20%左右
2019年03月 降价范围集中在床品、T恤、文具

数据来源：36氪、广发证券发展研究中心

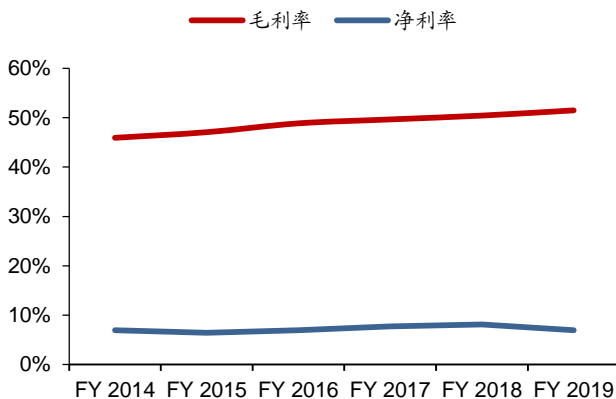
无印良品杜邦分析：公司的ROE可以被分解为销售净利率、总资产周转率和权益乘数的乘积，分别对应公司的盈利能力、资产营运效率和财务杠杆情况。Wind显示无印良品的ROE在过去6年一直处于较高水平，2019财年（2018年2月28日-2019年2月28日）的ROE更是达到19.03%，说明公司运用自有资本的效率较高。Bloomberg显示销售净利率从2014财年起逐年走高，2014财年起一直维持在6.5%以上。净利率主要和公司的采购议价能力和中间流通环节成本有关，因为无印良品是SPA模式零售商，通过减少周转层级成功降低流通成本，向有劳动力优势的海外供应商集中采购享受较高的议价能力，所以公司盈利能力较强。无印良品的权益乘数保持低个位数，主要借助资本市场的力量减轻负债，风险得到有效控制。就其负债结构而言，无印良品的绝大部分负债属于流动负债，应付账款占流动负债的40%-50%，几乎没有短期借款。无印良品的资产周转率不高，只有1.5-1.7，运营效率有待提高。而造成这一结果的主要原因是公司在库存管理能力方面有所欠缺，库存周转率面临下行压力。无印良品对供应商压款，以期能够更长久地占用上游的资金资源，其应付账款周转率远低于应收帐款周转率。

图 40: 无印良品的 ROE 水平 (%)



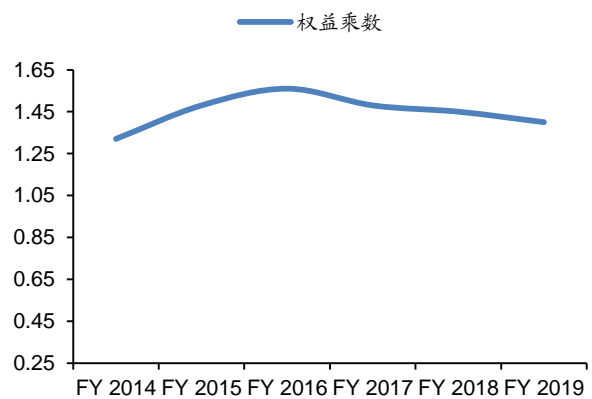
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 41: 无印良品的销售净利率和销售毛利率 (%)



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 42: 无印良品的权益乘数



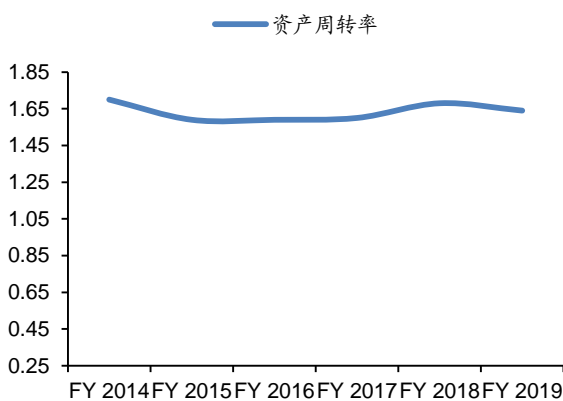
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

表 12: 无印良品的负债结构 (单位: 百万人民币)

	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
总负债	1,759.0	3,051.5	3,351.3	3,535.4	3,789.6	3,901.3
其中: 流动负债	1,617.6	2,220.4	2,589.9	3,107.2	2,956.6	3,221.1
流动负债/总负债	91.96%	72.76%	77.28%	87.89%	78.02%	82.57%
其中: 应付账款	767.8	1,129.0	1,008.8	1,170.3	1,196.6	1,246.0
应付账款/流动负债	47.47%	50.85%	38.95%	37.67%	40.47%	38.68%
其中: 短期借款	11.4	235.9	23.3	183.9	28.3	49.6
短期借款/流动负债	0.71%	10.62%	0.90%	5.92%	0.96%	1.54%

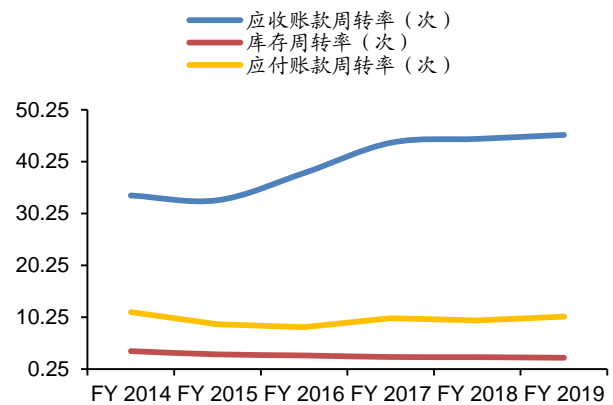
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 43: 无印良品的资产周转率 (次)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

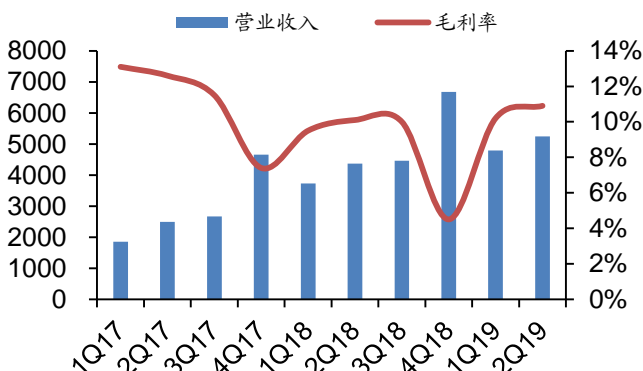
图 44: 无印良品的营运能力分析



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

(三) 网易严选: 品牌成立后快速扩张, 在发展过程中弊病凸显。从 2016 年上线以来, 网易严选通过打造自有品牌实现差异化竞争。36 氪资讯介绍, 严选从仅售卖家居产品到拥有过万 SKU 商品只花了 3 年时间, 电商业务快速扩张带来了严重的发展问题, 公司披露的财务信息显示: 1) 电子商务业务毛利在 2018 年四季度下跌至 4.5%, 仅有历史平均水平的一半左右, 盈利遥遥无期。2) 由于采取重资产模式, 网易的电商业务在过去连续的 7 个季度当中平均有 51 亿元的存货, 存货金额高于现金及现金等价物金额持续 5 个季度之久, 公司面临库存高企的重大风险。3) 除此之外, 因为严选的 SKU 过高, 产品经理无法兼顾保障每一个产品的品质, 公司在 2016 年出现了 Classic 欧式压铸铁锅手柄断裂的质量不达标事件。

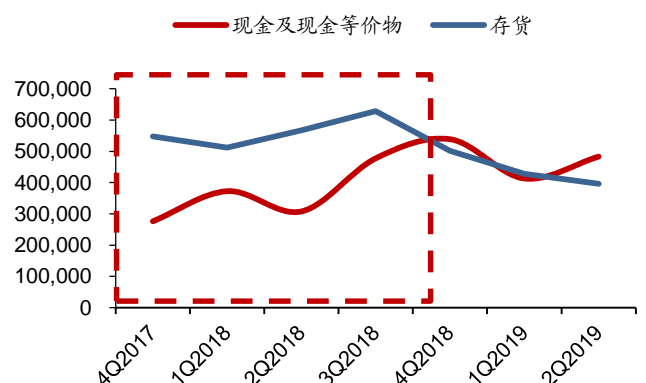
图 45: 网易电子商务收入 (百万元) 和毛利情况 (%)



数据来源: investor presentation、广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

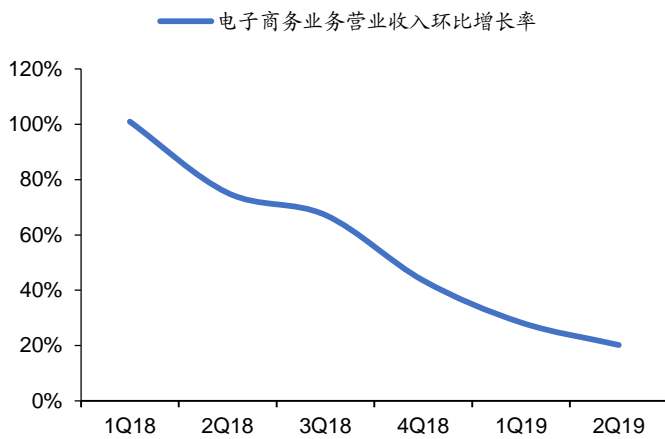
图 46: 网易现金及现金等价物和存货 (万元)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

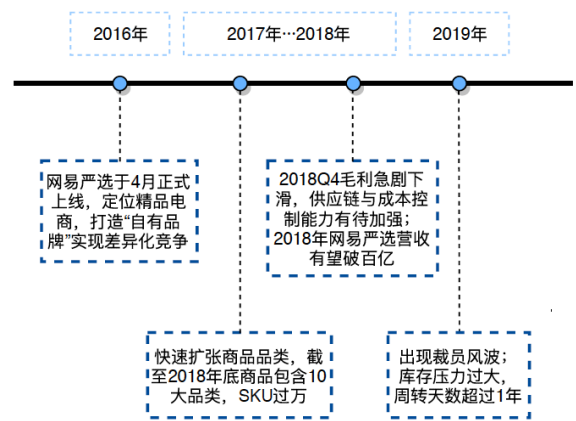
请务必阅读末页的免责声明

图 47: 网易电子商务业务营业收入环比增长率 (%)



数据来源: investor presentation、广发证券发展研究中心

图 48: 网易严选发展大事表



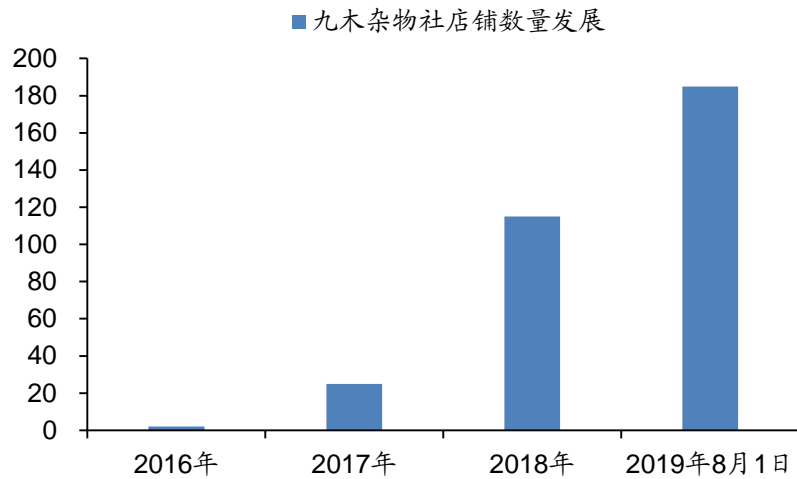
数据来源: 36 氪、广发证券发展研究中心

五、 巨头成长对九木研究的启示

从巨头成长的经验与坎坷来看, 杂货零售企业想要获得成功, 首先要找准品牌定位, 其次要优化产业链, 精耕细作增强消费者的品牌认知。名创优品将自身塑造成为“中低价位中的优质代表”, 无印良品给自身加上了“没有名字的优良商品”的标签, 九木杂物社可思考自身在商品品类方面的优势, 打造差异化品牌定位。在产业链方面, 开发跟随消费者偏好的产品、提高产品更新迭代速度、沉淀优势产品和经典产品、保障合理的 SKU 数量是关键, 要避免出现网易严选库存高企的情况; 名创优品的次日分账使得加盟商对每日所赚心中有数, 因此吸引到大批加盟商, 九木可借鉴名创充分考虑加盟商的利益的经验, 有益于自身线下渠道的扩张; 在除此之外, 通过优化物流配送流程和利用大数据分析系统, 公司可以智慧化产业链条的各个环节、帮助压缩流通环节成本。

九木杂物社的扩店速度: 晨光文具 2018 年年报披露, 九木杂物社自 2018 年开始推动加盟, 加盟模式为加盟商按照合同约定缴纳加盟保证金和装修费款项, 加盟商终止合作时总部会退回加盟保证金, 预收的装修款项待门店实际装修完成后, 多退少补, 门店的装修由生活馆总部统一进行。加盟商自行承担门店的租金、水电费及人员工资。九木杂物社的微信公众号显示, 截至 2019 年 8 月 13 日九木在全国各地有 185 家门店, 还有多家门店即将开业。九木的门店最初开设于一二线城市的商场, 现在在向下沉市场拓展。为减轻租金压力, 门店大都位于商场的 B1 层或 B2 层。

图 49: 九木杂物社历年门店数量 (家)



数据来源: 晨光文具 2018 年半年报、官方公众号、广发证券发展研究中心

表 13: 九木杂物社门店分布情况 (截至 2019 年 8 月)

城市	已开业	即将开业	城市	已开业	即将开业	城市	已开业	即将开业
上海	36	3	石家庄	3	0	呼和浩特	1	0
北京	22	2	大连	3	0	宜昌	1	0
杭州	12	0	南通	2	0	温州	1	0
武汉	9	0	重庆	2	1	芜湖	1	0
苏州	8	0	郑州	2	0	临沂	1	1
南京	8	0	沈阳	2	0	秦皇岛	1	1
广州	8	0	太原	2	0	淮安	1	0
无锡	6	0	济南	2	0	贵阳	1	0
成都	6	1	哈尔滨	2	1	南昌	1	0
天津	6	1	兰州	2	0	佛山	1	0
西安	5	0	青岛	2	0	泉州	0	1
深圳	5	0	厦门	2	0	昆明	0	1
宁波	4	0	镇江	1	0	长春	0	1
合肥	4	0	扬州	1	0	洛阳	0	1
常州	3	0	温岭	1	0			
长沙	3	0	包头	1	0			

数据来源: 九木杂物社微信公众号、广发证券发展研究中心

第三方产品比例更大, 整体价格偏高, 玩具类高单价产品销售情况好。晨光产品占约 40%-50%, 核心品类中 40%是独家代理, 供应链控制力较强的商品占

50%-60%。产品类型有七大类：文创文具、益智文娱、美丽生活、舒适家纺、实用家居、时尚数码、快乐旅行。九木主打中高端商品，商品售价较高，价格介于名创优品和无印良品之间。店内最畅销的产品是盲盒，其他的畅销品有八音盒、拼图等适用于送礼物的玩具产品。盲盒利用消费者的收集心理，吸引消费者不断购买，因此动销情况好。

图 50: 九木杂物社爆款产品“盲盒”，销量最高



数据来源：现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

图 51: 九五杂物社销量较高的“八音盒”



数据来源：现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

积极打造系列化产品、IP 产品，打造体验式、场景式购物环境。九木的 IP 产品主要有“海贼王”和“大英博物馆”系列笔记本；而限定风格系列化产品“乐桃派对”包含笔记本、中性笔、铅笔、尺子套装、文件夹等，几乎囊括了所有的文具产品品类。门店在售卖彩铅的货架上方设置了一张填色图画纸和几只彩铅，消费者在体验到涂色的乐趣后，购买彩铅的消费欲望就能提升。此外九木打造手账专区，售卖包含和纸胶带、贴纸、手账本、木制印章等一系列与手账有关的产品。

图 52: 九木杂物社 IP 产品“海贼王”笔记本



数据来源：现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

图 53: 九木杂物社“乐桃派对”风格系列化产品



数据来源：现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

图 54: 绘画体验式消费, 吸引顾客体验后购买彩铅



数据来源: 现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

图 55: 手账产品区打造场景化购物体验



数据来源: 现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

九木门店基本已经实现标准化和精细化运营, 实施细节如下:

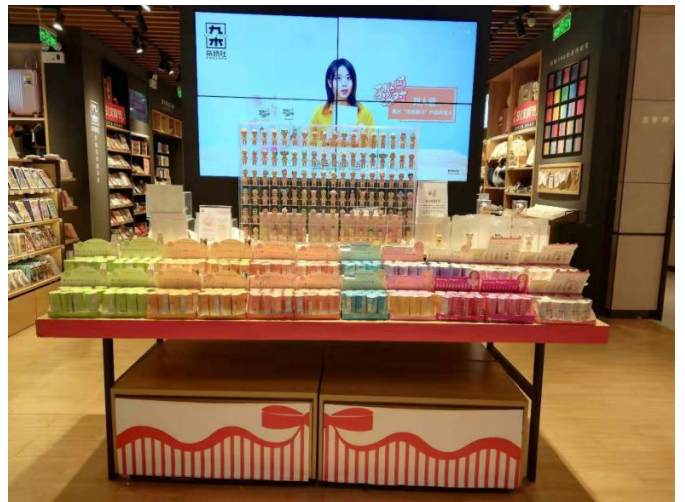
1. 九木总部请设计师统一装修门店, 风格以原木色和黑色为基调, 色彩对比强烈且抓人眼球。
2. 公司有商品陈列图, 指导店员陈列产品, 所有门店都将爆款产品“盲盒”置于门店入口处。
3. 所有店员统一着装, 会手持购物篮以便能够及时将购物篮递给有需要的顾客。
4. 上层购物篮侧位放置, 方便顾客取用。
5. 除了外仓, 门店内有大量的木质抽屉承担库存储藏功能, 方便店员及时补货。

图 56: 九木杂物社装修风格以原木色和黑色为基调



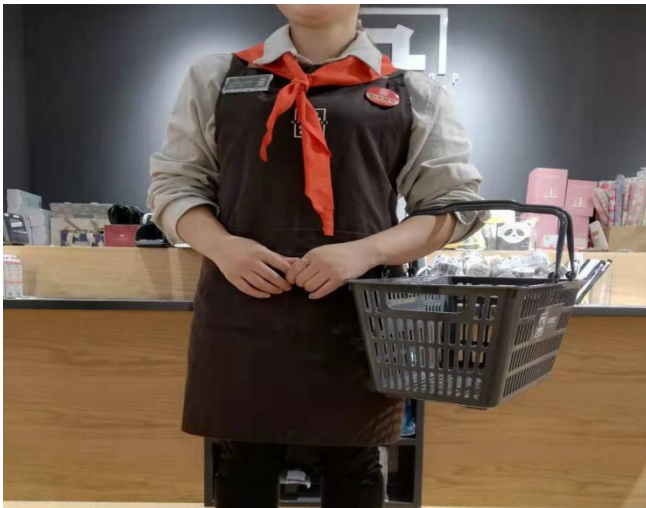
数据来源: 现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

图 57: 爆款产品“盲盒”摆在门店入口显眼处



数据来源: 现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

图 58: 标准化服装, 手持购物篮递给有需要的顾客



数据来源: 现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

图 59: 九木杂物社在门店内放置购物篮



数据来源: 现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

图 60: 收银台处放置高频或应季产品, 增加连带销售



数据来源: 现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

图 61: 九木杂物社店内储物柜, 承担库存储藏功能



数据来源: 现场调研拍摄、广发证券发展研究中心

表 14: 九木杂物社历史营业额和净利润 (万元)

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
营业收入	23.23	3515.35	15299.61	16447
净利润	-38.06	-989.07	-2602.78	-

数据来源: 晨光文具 2018 年年报、晨光文具 2019 年半年报、广发证券发展研究中心

表 15: 九木杂物社盈利模型框架及假设

测算项目	内容
单店成本	加盟保证金
	加盟保证金 30 万元, 保证金在加盟商终止合作时会被退回。

店铺租金	九木杂物社直营店店铺面积 200 平方米，加盟店店铺面积 100-300 平方米不等。2019 年上半年商铺的平均租金：北京 9.13 元/平方米·天、上海 8.74 元/平方米·天、深圳 8.65 元/平方米·天。
人工成本	120 平米店铺人员数量标配是 4+1 (4 个店员和 1 个店长)，面积更大的店铺是 5+1；店员按工时比例进行提成，共享当月销售总额的 1%；假设店员的工资为当地平均职工工资，店长工资高于店员工资 40%。
翻新装修	标准化施工，总部提供装修设计方。假设：一线城市装修/翻新费用 1200 元/平方米；新一线城市装修/翻新费用 1000 元/平方米；二线城市装修/翻新费用 800 元/平方米；三线城市装修/翻新费用 700 元/平方米。每三年翻新一次。
门店外仓	除了外仓，店铺货架下方有大量储物柜用于放置库存，门店库存量可以维持约一周的销售。
水电费	假设：一线城市 1200 元/月、新一线城市 1100 元/月、二线城市 1000 元/月、三线城市 900 元/月。
资产减值	门店定期向总部报损，九木总部承担该部分损失。
订货	总部根据店内库存和商品销售情况进行配货，门店有特殊商品需求也可向总部反映。
加盟店单店收益	月利润：坪效 × 150 ÷ 12 × 50% (月收入) - 店长工资 × 1 - 店员工资 × 5 - 坪效 × 150 ÷ 12 × 1% (销售分成) - 店铺租金 × 30 × 150 (铺租) - 水电费 - 装修费 ÷ 36 (月摊销装修费)
单个顾客购物篮	爆款产品 高毛利产品
考量指标	坪效 连单率 客单价
	加盟店的收益分成依地区而异，部分地区加盟商分成 50%，部分地区加盟商分成 48%。此处考虑加盟商与总部 1:1 分成，并以 150 平米标准店铺为例：坪效单位为平方米·年，店铺租金设为单位为平方米·天，店员工资按照各城市在岗职工平均工资计算，店长工资为店员工资的 1.4 倍，考虑店铺租金、人工成本、水电费及装修费用，装修费按照 3 年期限进行摊销，一个月有 30 天。
	爆款产品盲盒，单价 50 元左右。
	自有品牌产品毛利 50%-55%；第三方品牌产品毛利 20%-25%。
	平均 1.8 万-2 万，上海来福士门店坪效 4-5 万。
	2-3 单。
	约 70 元。

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

表 16: 九木杂物社单店收益模型

		2019 年上 半年商铺 平均租金 (元/平方 米·日)	人工支出 (元/月)	坪效的盈 亏平衡点 (元)	1 万坪效 的月盈利 (万元)	1.5 万坪效 的月盈利 (万元)	2 万坪效 的月盈利 (万元)	2.5 万坪效 的月盈利 (万元)
一线城市	北京	9.13	54186	16371	-4.02	-0.96	2.10	5.17
	上海	8.74	45644	14690	-2.99	0.07	3.13	6.20
	深圳	8.65	53426	15894	-3.73	-0.67	2.39	5.46

	广州	6.94	52593	14502	-2.88	0.19	3.25	6.31
	南京	5.69	52593	13447	-2.22	0.84	3.90	6.97
	成都	5.33	54134	13434	-2.21	0.85	3.91	6.97
新一线城市	杭州	4.94	42289	11214	-0.85	2.21	5.27	8.33
	武汉	4.01	42498	10565	-0.46	2.61	5.67	8.73
	郑州	3.98	37593	9742	0.05	3.11	6.17	9.24
	贵阳	4.43	39434	10237	-0.25	2.82	5.88	8.94
	太原	2.96	38461	8998	0.51	3.58	6.64	9.70
二线城市	合肥	2.94	41325	9451	0.24	3.30	6.36	9.42
	石家庄	2.78	36203	8497	0.82	3.88	6.95	10.01
	哈尔滨	2.28	36022	8101	1.06	4.13	7.19	10.25
三线城市	呼和浩特	2.07	33645	7490	1.45	4.51	7.57	10.63

数据来源: WIND (租金数据)、广发证券发展研究中心

表 17: 九木杂物社加盟商的营业利润率

		1 万坪效	1.5 万坪效	2 万坪效	2.5 万坪效
一线城市	北京	-32.2%	-5.1%	8.4%	16.5%
	上海	-23.9%	0.4%	12.5%	19.8%
	深圳	-29.8%	-3.6%	9.6%	17.5%
	广州	-23.0%	1.0%	13.0%	20.2%
新一线城市	南京	-17.8%	4.5%	15.6%	22.3%
	成都	-17.7%	4.5%	15.6%	22.3%
	杭州	-6.8%	11.8%	21.1%	26.7%
	武汉	-3.6%	13.9%	22.7%	27.9%
	郑州	0.4%	16.6%	24.7%	29.6%
二线城市	贵阳	-2.0%	15.0%	23.5%	28.6%
	太原	4.1%	19.1%	26.6%	31.0%
	合肥	1.9%	17.6%	25.4%	30.2%
	石家庄	6.6%	20.7%	27.8%	32.0%
	哈尔滨	8.5%	22.0%	28.8%	32.8%
三线城市	呼和浩特	11.6%	24.1%	30.3%	34.0%

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 18: 九木杂物社总部的资本投入

总部的资本投入	
上游产品开发	自有产品的制造生产设备
支撑系统	物流仓、自建物流系统

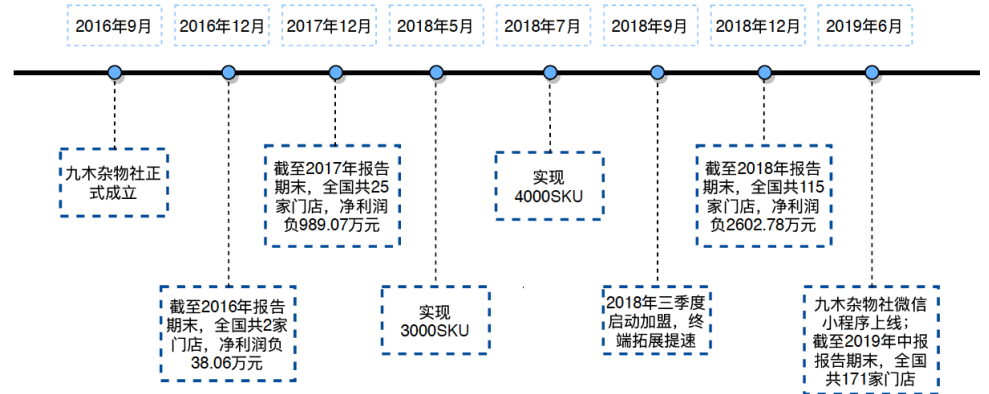
数据来源: 广发证券发展研究中心

- 晨光的供应链已经积累了 30 年左右的历史, 在行业内具备优势, 总量较小产品的生产可以跟生产工艺相同的其他产品进行整合。对于文具类产品来说, 晨光

可以将强大的供应链能力移植到九木杂物社，无需投入过多的资本。随着九木杂物社市场规模的扩大和自有商品数量的增多，未来可以逐步实现规模效应。

- 九木杂物社的库存周转率高，店铺扩张需要强大的物流系统支撑从而保证商品配送的及时性，做到不缺货不断货，未来对物流系统的资本投入可能会增多。

图 62: 九木杂物社发展大事表



数据来源：晨光文具历年年报、广发证券发展研究中心

从上述九木门店的各项运营实施细节和单店收益模型来看，九木杂物社正不断地提升门店管理能力，加盟店在妥善经营的前提下有较大的盈利空间。九木经过不断的试错与发展，自身已形成了一定优势，但也存在部分不足，但整体来看九木还是具有较大的发展潜力。

优势:

1. 国内专注做精品文创的品牌仅有九木杂物社一家，竞争相对较小；
2. 晨光品牌深入人心，用户粘性从学生阶段延续到生活阶段；
3. 晨光是天然的 IP 孵化器，具有高曝光度，九木开发 IP 产品具有优势；
4. 门店精细化和标准化运营已经做的较为到位；
5. 打造购物场景、加入体验式购物，通过组合购买促销手段提升客单价。

缺点:

1. 部分商品价格偏高，例如学生书包 400 元；
2. 进店顾客的买单率不高，大部分顾客只看不买，且消费者购买的商品以实用型较强的中性笔、便利贴等文具产品和八音盒等送礼产品为主；
3. 商品摆放有些杂乱，陈列水平有待提高。

六、风险提示

文具行业竞争加剧；精品文创客户定位存在偏差；原材料价格上涨影响产品毛利率；行业头部企业布局的精品文创业务；文中部分信息来自卖场草根调研，存在样本数据偏差风险。

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：资深分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。