

## 复盘少子化危机下， 日本母婴专卖店龙头西松屋的成长史

2019.3.15

	黄莞 (分析师)	史玲林 (研究助理)
电话:	020-88832319	020-88832286
邮箱:	huangguan@gzgzhs.com.cn	shi.linglin@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517050001	A1310118080004

### 摘要:

西松屋是日本第一大母婴专卖店，1956年成立，经历了日本新生儿从210万高峰跌破至92万。1999年上市后又连续遭遇08年金融危机、11年东京9级大地震与福岛核泄漏、14年消费税上涨、16年福岛7.4级地震等重大外部事件。在日本严峻的环境中，西松屋保持着20年的营收增长，1998-2018财年西松屋营业收入CAGR为10.64%，净利润CAGR为10.81%。截至2018年8月，全日门店数981家。

我们认为，西松屋在日本不足100万的新生儿数量及频繁外部冲击下，仍保持正向营收增长并不断修复净利润。主要归功于其相对稳定、持续优化的单店模型：

1) **单店营收方面**：受碍于低迷的经济环境、持续下降的新生儿数量及不可抗的外部冲击，日本两大母婴专卖店巨头历史上单店营收均有所下降，但西松屋表现相对稳定。2004-2018财年西松屋单店营收CAGR-2.77%，同期阿卡酱单店营收CAGR-5.11%。西松屋一方面拓展增量市场，如发展多类型单店、开发高年龄段产品，目前有居民区、交通枢纽、独立购物点、商城mall四种类型单店。营收中，6个月以上的儿童服装和用品，2018财年分别占48%、39%；另一方面是抢占存量市场，如区域集中开店、推行地域垄断化，西松屋历年60%的存量店铺和50%的新增店铺均属于关东、中部、近畿等核心区域。

2) **单店成本方面**：西松屋2002-2018财年间毛利率提升6pct至38%，阿卡酱同期毛利率30%；净利率方面，历次重大外部事件后，西松屋都能在次年修复净利率，2018财年西松屋净利率上调修复至3.47%，同期阿卡酱净利率2.43%。西松屋一方面降低成本，如建设自有品牌、规模化采购，其自有品牌包括育儿产品品牌Smart Angel，及童装品牌ELFINDOLL，且西松屋为日本最大童装品牌，市占率8%。另一方面是增强效率，如超级店长制度、集中耗时作业简化店铺工作等。西松屋单店员工约5-6人，正职员工数量低于店铺数量，推算其中店长为正职，其余为兼职。

爱婴室是A股唯一母婴专卖店，从其目前所处地区新生儿数量、单店目标群体类型来看，与西松屋具有一定的历史相似性，西松屋1997-2007的高速成长经验以及2008-2018抗击外部风险经验对其具有一定的参考意义。对比西松屋的优化策略，我们认为爱婴室目前单店根基良好，在较少外部风险，且新生儿体量仍较大的中国市场上，爱婴室具有较大的增长空间。

1) **爱婴室在成本与效率的管控上较为良好，2015-2017净利率提升1.03pct、毛利率提升2.69pct。**在成本的控制上，推行自有品牌、加大直采比例。在效率的提高上，标准化店铺体系及自建物流外，并开始探索大店类型，逐步形成多类型单店。

2) **存量市场上，爱婴室是华东母婴专卖店巨头，并通过并购与自建方式向全国布局。**爱婴室目前主要布局在华东地区，截至2018Q3在上海、浙江、江苏等华东地带门店占比89%。2018年12月公司通过收购重庆泰诚（婴友）切入西南市场。

3) **增量市场上，爱婴室的核心收入与利润仍来源于低龄段产品，在新生儿下降趋势下需重点关注。**营收结构中，奶粉及用品2017年分别贡献了41.92%、26.83%。利润结构中，棉纺类与食品类2017年分别贡献了39.69%、32.7%毛利润。以上品类大多属于低龄段，受新生儿数量影响较大，未来需持续关注。

➤ **风险提示**：母婴行业发展不达预期风险；市场竞争激烈风险；快速扩张风险；

### 相关报告

- 1、母婴2018投融资专题：爱婴室、宝宝树相继上市，母婴渠道马太效应初显—20190201
- 2、爱婴室(603214.SH)：华东母婴零售巨头，“自建+并购”加速全国布局—20181229
- 3、“极致化”垂直服务发力，释放母婴渠道消费红利—20180318



## 目录

目录	2
图表目录	3
1、西松屋稳居日本母婴专卖店龙头数十年	4
1.1 西松屋保持营收增长 20 余年，1998-2018 财年营业收入 CAGR 为 10.64%	4
1.2 西松屋开店速度快、成功率高，毛利率持续边际改善，2002-2018 财年间毛利率提升 6pct 至 38%	5
2、相对稳定、持续优化的单店模型是西松屋的发展根基	7
2.1 单店营收：地域垄断的扩张策略及延伸用户生命周期的产品策略稳定单店营收	7
2.1.1 区域集中开店推进地域垄断化，放大品牌效应实现竞争分流	9
2.1.2 发展多类型单店模式、增加高年龄段的产品，延伸用户生命周期	10
2.2 单店成本：自主品牌建设、规模化运营、超级店长制度降本增效	12
2.2.1 建设自有品牌谋求差异化运营，规模化采购降低产品成本	13
2.2.2 推进超级店长制度，集中耗时作业以稳定人效	14
3、爱婴室单店根基良好，在较少外部风险，新生儿体量仍较大的中国市场上，仍有较大的增长空间	16
4、风险提示	19

## 图表目录

图表 1 日本母婴专卖店竞争格局 .....	4
图表 2 西松屋发展史 .....	5
图表 3 西松屋历年营收及增速 (亿日元) .....	5
图表 4 西松屋历年净利润及增速 (亿日元) .....	5
图表 5 阿卡酱与西松屋营收对比 (亿日元) .....	6
图表 6 阿卡酱与西松屋净利润对比 (亿日元) .....	6
图表 7 西松屋毛利率 .....	6
图表 8 阿卡酱毛利率 .....	6
图表 9 西松屋与阿卡酱店铺规模 .....	7
图表 10 西松屋与阿卡酱的关店/开店比 .....	7
图表 11 受碍于低迷的日本经济以及持续下降的新生儿数量, 西松屋与阿卡酱单店营收历史上均在下降 (万日元) .....	8
图表 12 西松屋的单店营收相对稳定, 2004-2018 年西松屋单店营收 CAGR 为-2.77%, 同期阿卡酱单店营收 CAGR 为-5.11%。 .....	8
图表 13 母婴专卖店的单店营业收入拆分 .....	9
图表 14 西松屋在关东、中部、近畿等核心区域推行高密度门店分布的地域垄断战略 .....	9
图表 15 西松屋新在各个区域当年新增店铺占总新增店铺的比例 .....	10
图表 16 日本新生儿人数连续三年低于 100 万, 2018 年新生儿人数仅 92.1 万人次 .....	11
图表 17 西松屋营收结构中, 0-6 岁新生儿相关收入占比不断下降, 2018 年仅占 13% .....	11
图表 18 西松屋单店面积自 2012 年后大店策略后快速上升至 700 m <sup>2</sup> 左右 .....	11
图表 19 截至 2017 年底, 西松屋 1000 m <sup>2</sup> 以上的店铺 119 家, 当年新开大店占有所有新开店比例 48% .....	11
图表 20 西松屋的店铺策略升级为在拥有大型停车场的独立购物点或综合性购物中心设点 .....	12
图表 21 西松屋 2002-2018 财年间毛利率提升 6pct. ....	12
图表 22 除 2008-2011 连续外部冲击阶段, 西松屋在各阶段的净利率均处于持续优化状态 .....	12
图表 23 母婴专卖店的单店运营成本拆分 .....	13
图表 24 西松屋自主产品数量 2017 财年多达 1453 件, 营收占比 7.3% .....	13
图表 25 西松屋是日本第一大童装品牌, 2018 年品牌市占率达 8% .....	13
图表 26 西松屋自主品牌: 以育儿用品为主的 SmartAngel, 以及以童装服饰为主的 ELFINDOLL .....	14
图表 27 全球规模化采购路线 .....	14
图表 28 西松屋产品采购成本从 2001 财年的 75%, 下降至 2018 财年 63% .....	14
图表 29 超级店长制度: 一个店长管理区域内多个门店, 以区域总业绩为考核要求 .....	15
图表 30 总部集中耗时作业, 产品进入商店后可快速进入陈列状态 .....	15
图表 31 西松屋正兼职员工比例从 2001 财年的 1: 2 逐步提高到 2018 财年 1: 6 .....	15
图表 32 西松屋店铺状态: 1 个店长为正职, 其余多为兼职员工 .....	15
图表 33 西松屋面对行业痛点的解决思路以及不足之处 .....	16
图表 34 西松屋的成长经验与爱婴室的近期动向对比 .....	17
图表 35 爱婴室产品品类 .....	18

# 1、西松屋稳居日本母婴专卖店龙头数十年

西松屋成立于1956年，是目前日本店铺数量最多，营业收入规模最大的母婴专卖店。2018财年西松屋实现营业收入1373.09亿日元。以营业收入规模计，阿卡酱是日本第二大母婴专卖店，2018财年实现营业收入1047亿日元。

图表 1 日本母婴专卖店竞争格局

企业	成立时间	店铺数量 (2018 财年)	公司简介
西松屋	1956	981	日本最大的母婴专卖店，1999年于东京交易所上市。2018财年实现营业收入1373.09亿日元，净利润47.61亿日元。
阿卡酱	1932	112	日本第二大母婴专卖店，2007年被7-11旗下伊藤洋华堂收购。2018财年实现营业收入1047亿日元，净利润25亿日元。
Babies R Us	2002	115	日本玩具反斗城旗下母婴专卖店，1989年进军日本，2002年开设独立母婴专卖店Babies R Us，2007年开始玩具与母婴联营店，2017年脱离美国玩具反斗城并入亚洲玩具反斗城，2018年开始探索小型母婴专卖店。截至2019年3月，独立门店11家，与Toys R Us联合门店104家。
MIKI HOUSE	1971	160 (全球353)	中高端母婴专卖店，以童装为主。1971年成立，1978年开设第一家MIKI HOUSE，1987年从法国开始进军海外，1998年成立育儿教室KIDSPAL。2018年实现营业收入241.28亿日元。
Familier	1948	--	1948年成立，1950年开设童装店，1980年以美国为开端进军海外。2016财年公司实现营业收入119.9亿日元

资料来源：公开资料、广证恒生

## 1.1 西松屋保持营收增长20余年，1998-2018财年营业收入CAGR为10.64%

西松屋是日本第一大母婴专卖店，从近畿地区起家，1997前后向全国快速扩张，截至2018年8月，门店数达981家。近20年来，历经各种经济周期，连续遭遇两次重大外部事件后的西松屋一直保持着稳定的增长步伐，虽利润水平暂未恢复，但营业收入一直保持正向增长，1998-2018财年营收CAGR达10.64%。2018财年，西松屋实现销售额1373亿日元，净利润47.61亿日元，市占率一直保持在6%左右。

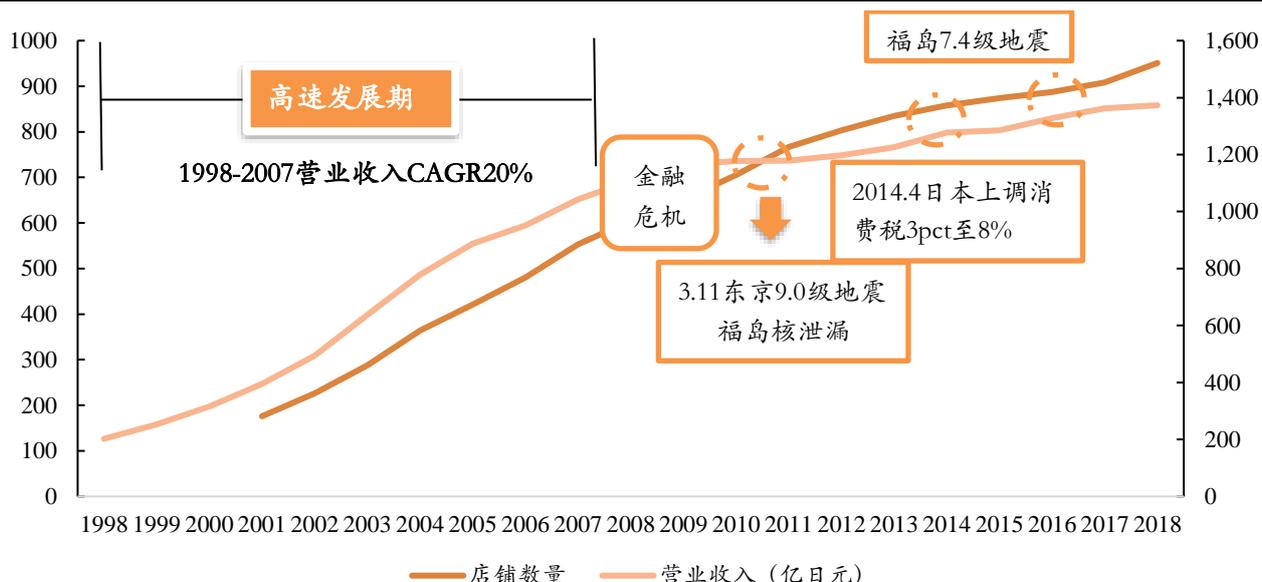
1) 1998-2007年西松屋的营业收入、净利润一直保持两位数的高速增长，1998-2007年营业收入CAGR达20%，净利润CAGR高达30.11%。

2) 2008年全球陷入金融危机，日本经济低迷，西松屋进入低速增长期，2008-2009营收增速保持在5%左右，净利润出现上市以来首次下滑，2010年恢复利润增长。

3) 2011年3月东京9.0级大地震及福岛核泄漏，日本部分区域物流停滞，灾害导致25985人死亡、13346人失踪，其中也不乏西松屋店员。据财报披露，西松屋当年119家门店被迫停止营业，占当年门店比15.51%，2012财年（2012年2月）西松屋净利润砍半，下滑51.83%至22.91亿日元。

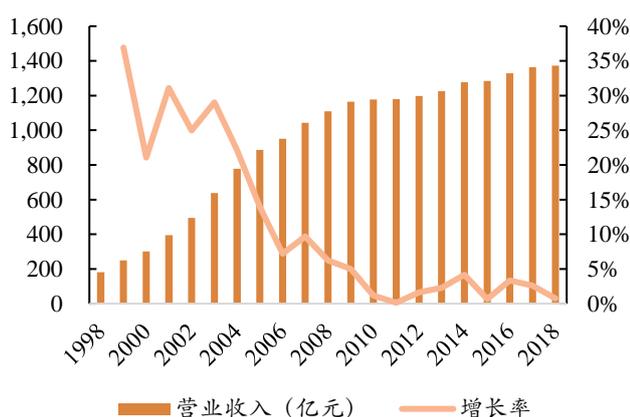
4) 2013-2018年期间西松屋也陆续经历了2014年的消费税上调，2016年的福岛7.4级地震。仍保持营收增长，并逐步实现利润的恢复。2013-2018年西松屋营业收入CAGR为2.3%，净利润CAGR为12.97%。2018财年，实现销售额1373亿日元，净利润47.61亿日元。

图表 2 西松屋发展史



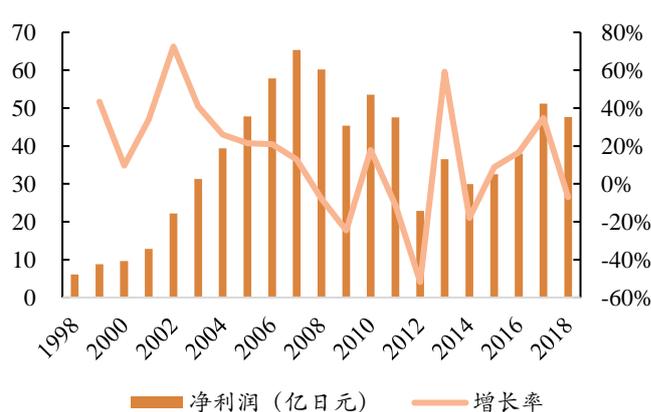
资料来源：公司年报、广证恒生

图表 3 西松屋历年营收及增速 (亿日元)



资料来源：公司年报、广证恒生

图表 4 西松屋历年净利润及增速 (亿日元)



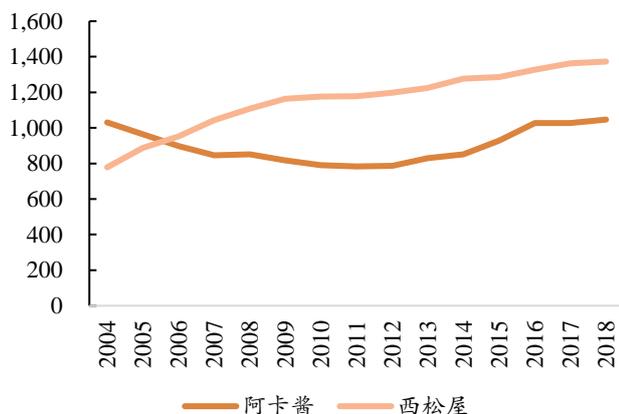
资料来源：公司年报、广证恒生

## 1.2 西松屋开店速度快、成功率高，毛利率持续边际改善，2002-2018财年间毛利率提升6pct至38%

西松屋2006年反超阿卡酱营收后一直保持十数年的正向营业收入增长。与西松屋同为日本母婴专卖

店巨头的阿卡酱在 2004 年营收 1032 亿日元，高于西松屋当时的 779 亿日元。2006 年西松屋反超阿卡酱，此后在阿卡酱下滑的 2006-2011 期间，西松屋一直保持稳定增长。2018 财年西松屋营业收入 1373 亿日元、阿卡酱营业收入 1047 亿日元。

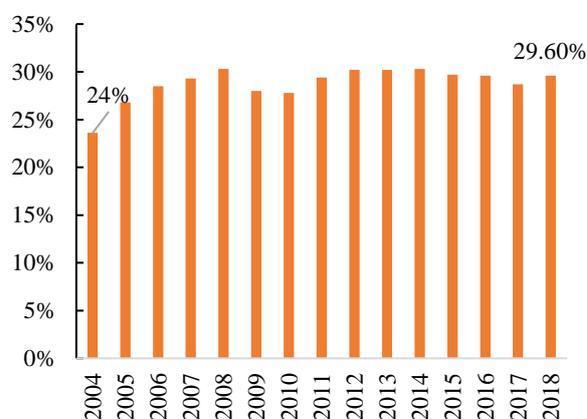
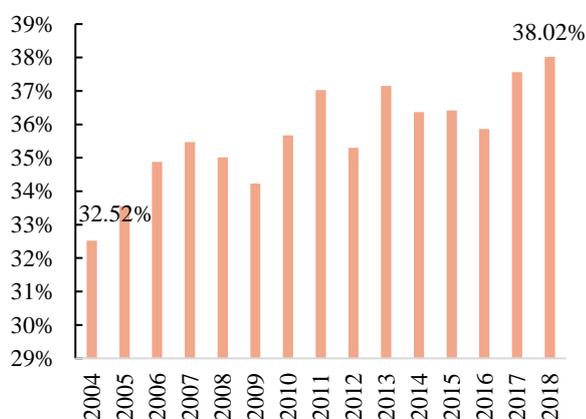
同样处在新生儿数量下降的环境下，并连续遭遇 2008 年金融危机、2011 年东京大地震与福岛核泄漏、2014 消费税上调、2016 福岛大地震，虽然西松屋的净利润曾被砍半，但也一直高于阿卡酱的净利润水平。阿卡酱历史上常年处于亏损状态，2009 年并入 711 集团后，作为其零售体系中专门服务婴幼儿及孕妇的业态，直至 2014 年才进入盈利状态。2018 财年西松屋净利润 47 亿日元、阿卡酱净利润 25 亿日元。

**图表 5 阿卡酱与西松屋营收对比 (亿日元)**
**图表 6 阿卡酱与西松屋净利润对比 (亿日元)**


资料来源：公司年报、广证恒生

资料来源：公司年报、广证恒生

除了收入与利润规模外，西松屋的毛利率也相对较高，并呈现良好的增长趋势。西松屋毛利率常年保持在 30% 以上，除了 2008、2011、2016 年收到金融危机、地震等外部风险影响，多数年份毛利率均在持续上升，2018 年西松屋毛利率达 38.02%，相比 2004 年提升 5.5pct。同时期的阿卡酱 2018 年毛利率 30%，相比 2004 年提升 6pct。

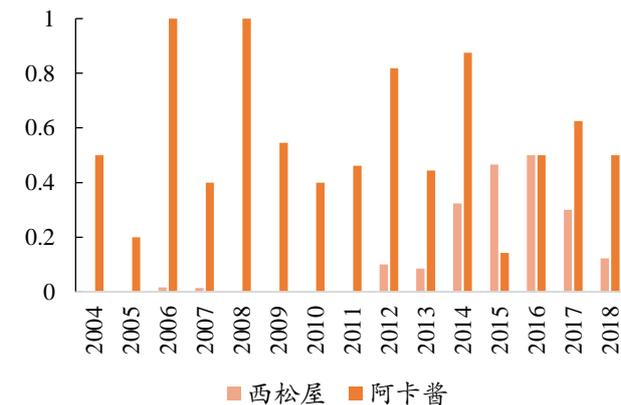
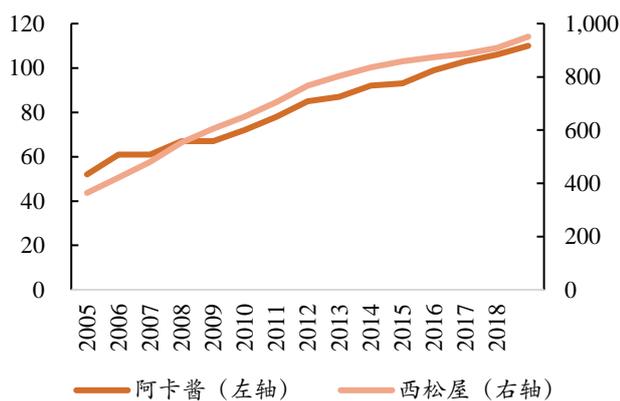
**图表 7 西松屋毛利率**
**图表 8 阿卡酱毛利率**


资料来源：公司年报、广证恒生

资料来源：公司年报、广证恒生

母婴专卖店属于线下零售业态，整体营收与净利润与开店速度和质量息息相关，西松屋的开店速度快、

**开店成功率高。**从开店速度来看，阿卡酱与西松屋由于单店模型存在差异，因此门店数量差距较大，从各自发展来看，均在稳步拓店。阿卡酱定位于大店模式，单店面积在 1500 m<sup>2</sup> 以上，2007 年后一直保持每年新开 8-10 家店，西松屋则过去定位于小店模式，单店面积约 600 m<sup>2</sup>，2012 年开始规划 1000 m<sup>2</sup> 左右的大店，从 2008 年后一直保持 30-50 家的拓店速度。从开店质量来看，西松屋历年关店/开店的比例明显较低，2012 年发展大店模式后，关店/开店的比例有所提高，但总体来看，开店成功率仍然相对较高。

**图表 9 西松屋与阿卡酱店铺规模**
**图表 10 西松屋与阿卡酱的关店/开店比**


资料来源：公司年报、广证恒生

资料来源：公司年报、广证恒生

## 2、相对稳定、持续优化的单店模型是西松屋的发展根基

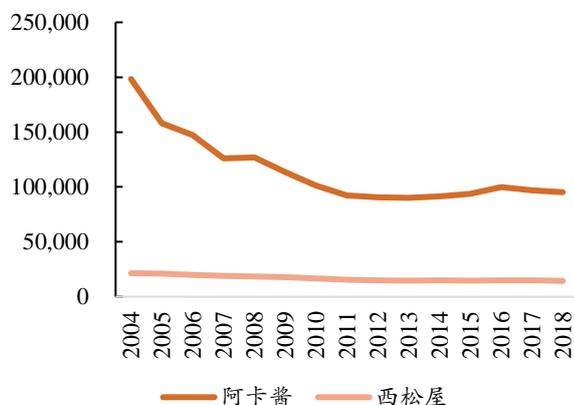
在日本母婴专卖店领域，西松屋无疑是标杆企业，规模常年稳定发展，毛利率不断边际改善。在经历诸多重大外部事件后仍能保持正向增长并能不断修复净利润。我们认为，主要归功于其相对稳定且持续优化的单店模型。

简化的母婴专卖店盈利模型是  $\text{净利润} = \text{店铺数量} \times (\text{单店营收} - \text{单店成本})$ 。单店模型的优化一方面是开源，提高或稳定单店营业收入；另一方面是节流，降低单店营业成本，提高毛利率与净利率。以下我们将具体分析西松屋在单店营收与单店成本模型的优化措施，力图寻找其稳步发展的成长逻辑。

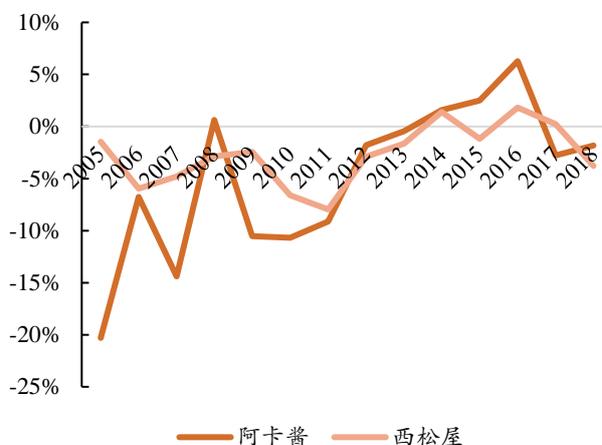
### 2.1 单店营收：地域垄断的扩张策略及延伸用户生命周期的产品策略稳定单店营收

受碍于低迷的经济环境、持续下降的新生儿数量以及不可抗的外部事件冲击，西松屋与阿卡酱历史上单店营收均呈下降状态，但西松屋的单店营收相对更加稳定。西松屋与阿卡酱的单店营收历史上均呈现下降趋势，主要由于日本经济低迷、新生儿数量下降、外部事件冲击、竞争加剧、区域市场趋于饱和等因素综合导致的新增店铺边际收入递减。对比来看，西松屋相比阿卡酱而言，边际收入递减的程度较弱，2004-2018 年西松屋单店营收 CAGR 为 -2.77%，同期阿卡酱单店营收 CAGR 为 -5.11%。

图表 11 受碍于低迷的日本经济以及持续下降的新生儿数量，西松屋与阿卡酱单店营收历史上均在下降（万日元）



图表 12 西松屋的单店营收相对稳定，2004-2018 年西松屋单店营收 CAGR 为-2.77%，同期阿卡酱单店营收 CAGR 为-5.11%。



资料来源：公司年报、广证恒生

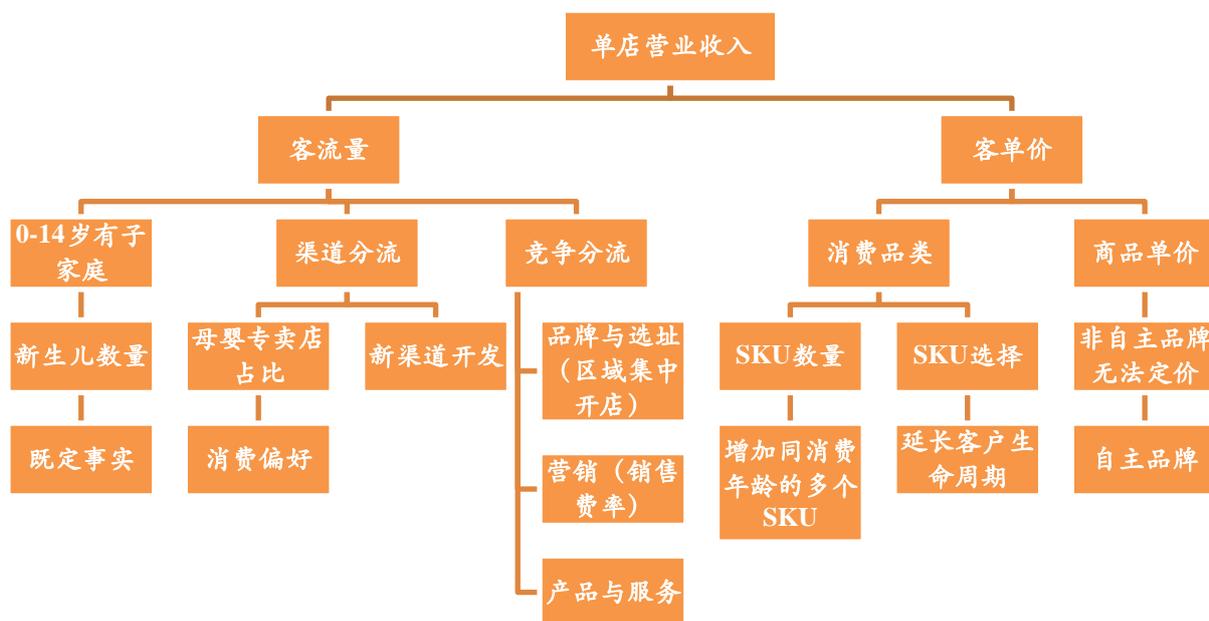
资料来源：公司年报、广证恒生

母婴专卖店的单店营业收入取决于客流量×客单价。客流量的影响因素包括宏观方面的 0-14 岁儿童数量，中观方面各业态分流情况以及新渠道的分流，微观方面的选址与品牌、营销推广、产品和服务等。客单价的影响因素则包含消费品类的多寡以及各个商品的单价。对于企业而言，不同方面可发挥的作用具体如下：

- 1) **客流量方面**：儿童人数多寡是既定事实难以影响，母婴专卖店业态的渠道分流能力由市场的消费者偏好决定，单一企业难以作为。但企业能够通过选址与品牌、营销推广、产品和服务等方式进行同行竞争分流，此外还可以开发新渠道，跳出线下母婴专卖店的局限。
- 2) **客单价方面**：消费品类的增加，一方面可横向扩充提供同一消费年龄尽可能多的品类，即增加 SKU，另一方面可纵向延伸单一客户的生命周期，提供更丰富年龄段的产品，两者最终都会伴随着单店面积的扩大。商品单价的提升可以加大自主品牌比例。

因此，母婴专卖店单店营业收入增加的重点在于通过选址与品牌、营销推广、产品和服务等进行同行竞争分流，并开发新渠道以获取更多的客流量；此外还可以通过自主品牌建设、增加合适的 SKU 以延伸用户生命周期，极尽可能的提高客单价水平。

图表 13 母婴专卖店的单店营业收入拆分



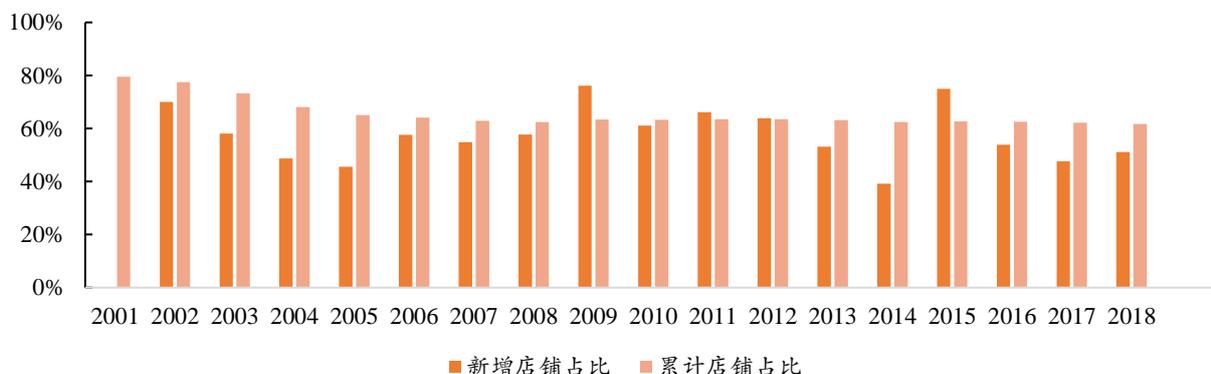
资料来源：广证恒生

### 2.1.1 区域集中开店推进地域垄断化，放大品牌效应实现竞争分流

西松屋通过区域集中开店模式推进地域垄断，放大品牌效应实现竞争分流。母婴专卖店专门满足母婴消费群体的购物需求，相对综合商店而言提供的商品十分垂直，SKU数量和种类是处于劣势。并且西松屋定位于平价、高性价比母婴产品提供商，而非中高端路线。因此由产品与服务所产生的品牌效应对比阿卡普、MIKI HOUSE 等中高端、大型购物中心的母婴专卖店来说相对较弱。西松屋选择推行区域集中开店的区域垄断方式，在消费者心智中形成品牌效应进而实现竞争分流。

区域集中开店是指新开门店尽量围绕已有门店，在区域内实行门店的高密度分布。比如，西松屋在关东、中部、近畿等核心区域常年大量新增门店，公司历年来店铺 60% 以上属于上述核心地区，历年新增店铺 50% 以上属于上述核心地区。

图表 14 西松屋在关东、中部、近畿等核心区域推行高密度门店分布的地域垄断战略



资料来源：公司年报、广证恒生

除了核心区域长期集中开店外,在其他地区,西松屋也通过连续几年的集中布局抢占市场。西松屋 1998 年进军九州地区,在可统计年份的 2002-2008 财年期间,连续 7 年大量的开设新店,新增店铺占当年总新增店铺的 20% 左右。2001 年西松屋进军东北地区同样采取了集中开店策略,2002-2005 财年连续 4 年新增店铺占当年总新增店铺的 10-20%。2003 年布局北海道时,也同样采取了集中开店策略。

图表 15 西松屋新在各个区域当年新增店铺占总新增店铺的比例

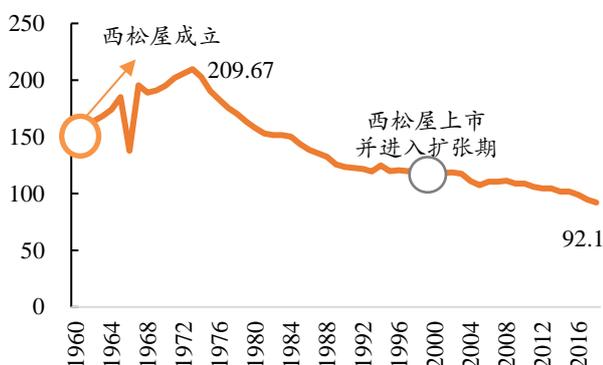
地区	布局时间	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
东北	2001	10%	10%	20%	23%	7%	11%	2%
关东	1997	34%	24%	29%	25%	22%	25%	17%
中部	1999	32%	23%	16%	11%	19%	15%	23%
近畿	大本营-1956	4%	11%	4%	11%	17%	15%	17%
中国	1993	4%	6%	-1%	4%	2%	8%	10%
四国	1997	4%	3%	1%	0%	7%	7%	6%
九州	1998	12%	23%	18%	18%	20%	15%	19%
北海道	2003	0%	0%	13%	11%	7%	4%	6%

资料来源:公司年报、广证恒生

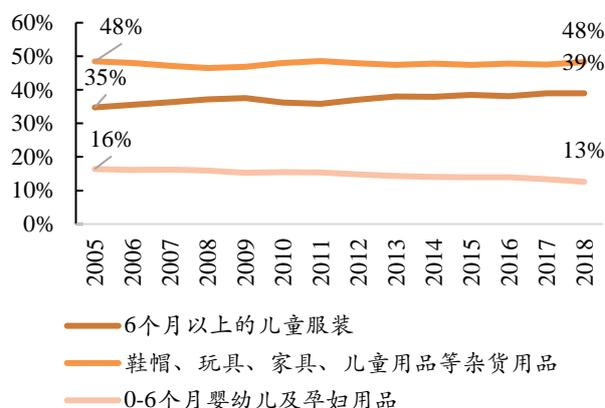
## 2.1.2 发展多类型单店模式、增加高年龄段的产品,延伸用户生命周期

西松屋的规模扩张并非完全依赖新生儿数量。西松屋自 1956 年成立,经历了日本 1960-1973 年十数年的新生儿增长红利,但 1973 年之后日本进入了少子化阶段,新生儿人数从 1973 年的 209.67 万人次,下降到 2018 年的 92.1 万人次。新生儿人数并不是影响西松屋发展的核心因素,事实上西松屋快速扩张的时候起于 1999 年上市前后,上市后 20 年时间店铺数量、营收均成长了 5 倍多。

对新生儿低依赖的基础是广泛年龄段的产品结构。西松屋自 1999 前后开始快速扩张,除了上市后的资本支持外,能够满足更广泛的消费需求是企业扩张成功的市场因素。从西松屋的营收结构来看,与新生儿最相关的是 0-6 岁的婴幼儿及孕妇用品,2018 年其营收占比仅 13%。西松屋更多的收入来源于 6 个月以上的儿童服装和鞋帽、玩具、家具、儿童用品等杂货用品,2018 年营收占比分别为 48%、39%。一方面是扩大消费年龄群体,提供更高年龄段的产品,另一方面是围绕已有群体提供更多的周边产品。

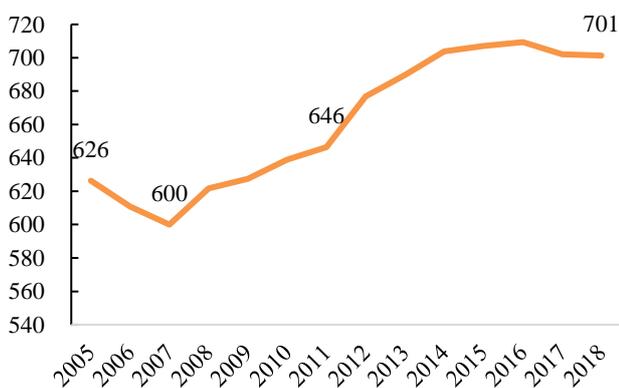
**图表 16 日本新生儿人数连续三年低于 100 万，2018 年新生儿人数仅 92.1 万人次**


资料来源：世界银行、广证恒生

**图表 17 西松屋营收结构中,0-6 岁新生儿相关收入占比不断下降,2018 年仅占 13%**


资料来源：公司年报、广证恒生

**发展多类型单店模式，新增大店模式，以适应更高消费年龄段的品类扩张。**由于要向更高年龄段的消费群体提供更多样的产品品类，西松屋 2012 年进一步升级店铺策略，新开门店侧重于 1000 m<sup>2</sup> 以上，主要设置在拥有大型停车场的独立购物点或者综合性购物中心地带，截至 2017 年底，西松屋 1000 m<sup>2</sup> 以上的店铺 119 家，当年新开大店占所有新开店比例 48%。已然形成居民区、交通枢纽、独立购物点、商城 mall 四种类型单店。

**图表 18 西松屋单店面积自 2012 年后大店策略后快速上升至 700 m<sup>2</sup> 左右**


资料来源：公司年报、广证恒生

**图表 19 截至 2017 年底，西松屋 1000 m<sup>2</sup> 以上的店铺 119 家，当年新开大店占所有新开店比例 48%**

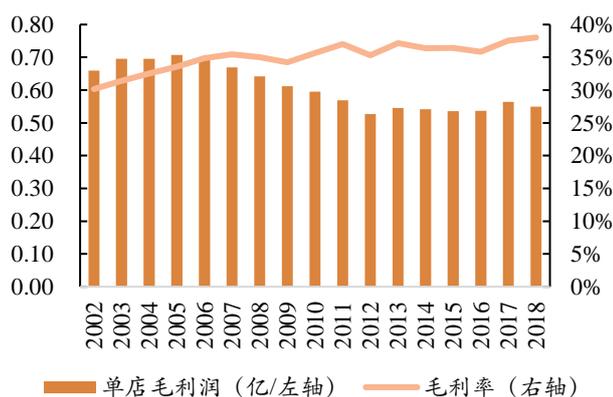

资料来源：公司年报、广证恒生

**图表 20 西松屋的店铺策略升级为在拥有大型停车场的独立购物点或综合性购物中心设点**


资料来源：公司年报、广证恒生

## 2.2 单店成本：自主品牌建设、规模化运营、超级店长制度降本增效

西松屋的单店成本持续降低，毛利率长期保持在 30% 以上并持续优化，净利率受 2008-2016 年的连续外部冲击下降，并且在历次重大外部事件后，西松屋都能在次年修复净利率，2018 财年净利率 3.47%。西松屋毛利率持续优化，2002-2018 财年期间毛利率提升 6pct。税前净利率在 2002-2007 财年期间增长 2.79pct 至 10.76%，2008-2011 财年连续受到外部冲击，税前净利率降低至 3.96%，2012 财年后净利率逐步修复上调 1.56pct 至 3.47%，同期阿卡酱净利率 2.43%。

**图表 21 西松屋 2002-2018 财年间毛利率提升 6pct**

**图表 22 除 2008-2011 连续外部冲击阶段，西松屋在各阶段的净利率均处于持续优化状态**


资料来源：公司年报、广证恒生

资料来源：公司年报、广证恒生

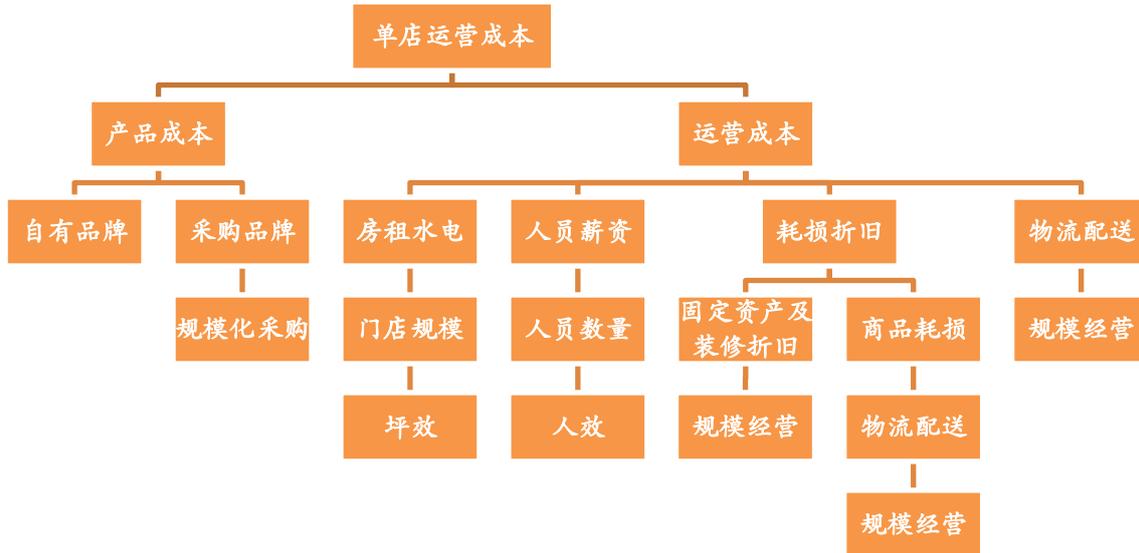
母婴专卖店的单店运营成本主要是产品成本以及运营成本，持续优化的措施主要体现在如下：

- 1) **产品成本方面**：一方面可通过自主品牌建设，提高高毛利产品的占比；另一方面可通过规模化采购降低采购成本。

2) **运营成本方面**：折旧耗损、物流配送等均可通过规模经营降低边际成本。此外运营成本最大的人员薪资以及房租水电两块，则需要持续寻找最优坪效及人效的动态平衡点，以降低/稳定单位成本。

因此，母婴专卖店单店运营成本降低的重点在于通过自主品牌建设以及规模化采购提高毛利率，并通过持续监测优化坪效、人效，规模化经营等措施降低或稳定单位成本与边际成本。

图表 23 母婴专卖店的单店运营成本拆分

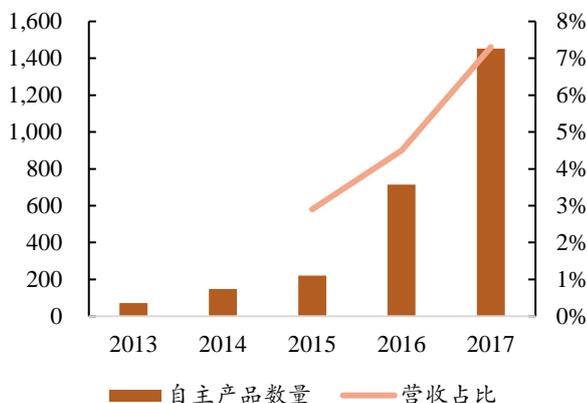


资料来源：公司年报、广证恒生

### 2.2.1 建设自有品牌谋求差异化运营，规模化采购降低产品成本

为了贯彻高性价比路线、谋求产品差异化，西松屋自 2013 财年起开始推出自主育儿产品品牌 SmartAngel，以及童装服饰品牌 ELFINDOLL，2018 年西松屋品牌在全日本市占率达 8%，为日本第一大童装品牌。截至 2017 财年西松屋拥有自主产品研发人员 80 余人，自主产品数量多达 1453 件，营收占比 7.3%，根据其财报披露，未来有规划将自主产品营收占比提高至 30%。

图表 24 西松屋自主产品数量 2017 财年多达 1453 件，营收占比 7.3%



资料来源：公司年报、广证恒生

图表 25 西松屋是日本第一大童装品牌，2018 年品牌市占率达 8%



资料来源：Euromonitor、广证恒生

图表 26 西松屋自主品牌：以育儿用品为主的 SmartAngel，以及以童装服饰为主的 ELFINDOLL

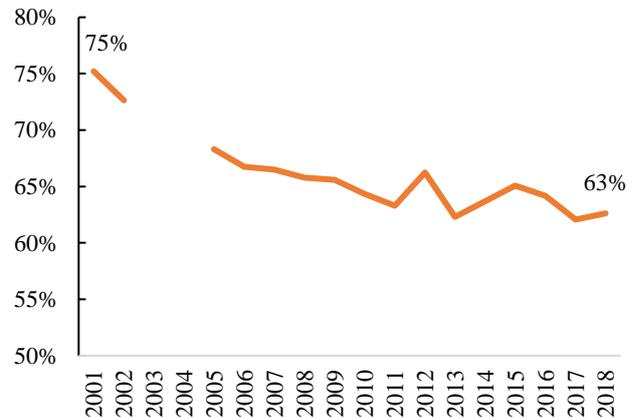


资料来源：公司年报、广证恒生

除了推行自主品牌建设外，西松屋还大力推行全球规模化采购，以降低采购品牌成本，2001-2018 财年间西松屋采购成本下降 12pct。西松屋在全球多个地区采购产品，除了中国以外，还积极与孟加拉国、柬埔寨等国家进行交易。其采购成本也随着规模化采购的开拓，从 2001 财年的 75%，下降至 2018 财年 63%，17 年时间累计下降 12pct。

图表 27 全球规模化采购路线

图表 28 西松屋产品采购成本从 2001 财年的 75%，下降至 2018 财年 63%



资料来源：公司年报、广证恒生

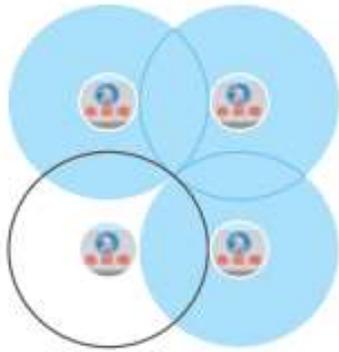
资料来源：公司年报、广证恒生

## 2.2.2 推进超级店长制度，集中耗时作业以稳定人效

门店扩张要求大量的店长储备，西松屋为了减少对店长需求、提高店长的生产效率，推行超级店长制度。超级店长制度即一个店长管理区域多个店铺，考核要求以区域总业绩为单位，而非单一店铺本身。

在普通工作员工人工效上，西松屋则推行总部集中耗时作业制度，使得店铺工作标准化、简单化。西松屋将费工夫及时间的作业集中在总部，使商品能以快速陈列的状态进货到店铺，比如将服饰与衣架装备在一起、按类别配送。且西松屋还采用统一的商品陈列方式。因此西松屋的店铺工作非常标准化与简单化。

图表 29 超级店长制度：一个店长管理区域内多个门店，以区域总业绩为考核要求



资料来源：公司年报、广证恒生

图表 30 总部集中耗时作业，产品进入商店后可快速进入陈列状态



资料来源：公司年报、广证恒生

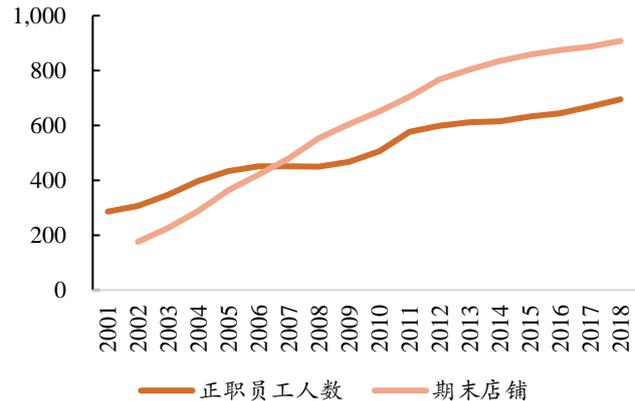
标准化、简单化的店铺工作，使得西松屋可利用兼职工，优化店铺正职员工人效，适应日本较难的雇佣环境。由于日本劳动力逐渐减少，雇佣环境较难，西松屋单店员工需要约 5-6 人，标准、简单的工作可利用兼职人员优化运营。西松屋正职员工与兼职工的比例从 2001 财年的 1:2 逐步提高到 2018 财年 1:6，结合超级店长制度，推算店铺情况为店长为正职，其余多为兼职工，自 2007 财年开始，西松屋的店铺数量就超过正职员工数量。对正职员工的需求下降，使得其可以较好的适应日本的雇佣环境。除了 2011 年东京大地震和福岛核泄漏，导致员工伤亡情况和部分店铺停滞运作外，西松屋的正职员工人效从 2001 财年的 1.38 亿日元，提升至 2018 财年的 1.98 亿日元。

图表 31 西松屋正兼职工比例从 2001 财年的 1:2 逐步提高到 2018 财年 1:6



资料来源：公司年报、广证恒生

图表 32 西松屋店铺状态：1 个店长为正职，其余多为兼职工



资料来源：公司年报、广证恒生

### 3、爱婴室单店根基良好，在较少外部风险，新生儿体量仍较大的中国市场上，仍有较大的增长空间

从西松屋的发展历史来看，新生儿人数并非影响母婴专卖店扩张的唯一因素，稳定、持续优化的单店模型是企业抗击外部风险的根基。西松屋在日本进入少子化后漫长的 46 年中，仍然蓬勃的增长了 36 年，稳居日本母婴专卖店龙头数十年，其核心要素在于稳营收、控成本的单店优化策略，也因此连续抗击了日本 2008-2018 年期间的诸多外部事件。

除了不可控的外部风险外，影响母婴专卖店发展的因素，一方面是停滞发展的行业空间、新渠道分流、饱和分布的区域市场等因素降低企业收入，另一方面是坪效、人效低，产品采购成本居高不下等因素抬高企业运营成本。

总结西松屋的成长逻辑如下：

- 1) 在单店营收方面，西松屋的主动措施的思路一方面主要是拓展增量市场，如高年龄段产品开发，另一方面主要是抢占存量市场，如区域集中开店策略。
- 2) 在单店成本方面，西松屋的主动措施一方面是降低成本，如建设自有品牌、规模化采购，另一方面是增强效率，如发展多类型单店模式适应市场环境、超级店长制度、集中耗时作业等。

图表 33 西松屋面对行业痛点的解决思路以及不足之处

行业痛点	西松屋解决思路	仍需持续关注的问题
<b>影响单店营收</b>		
停滞发展的行业空间	扩张目前消费群体年龄段、延伸用户生命周期，拓宽行业边界，形成增量市场。	
新渠道分流		在线上新渠道分流的威胁要素下，西松屋的应变并没有十分及时，2016 年 11 月西松屋才刚刚建立第一个互联网专业配送中心。
饱和分布的区域市场	区域集中开店推行地域垄断化，放大品牌效应以抢占存量市场。	
<b>影响单店成本</b>		
坪效低及单店模式大小选择	单店面积随着客户 SKU 需求的变化而相应动态调整，形成多样化的单店类型。	西松屋仍未解决坪效较低的问题，2018 财年西松屋坪效约 21 万日元，对比阿卡酱 62.2 万日元的坪效，相对较低。
人才储备不足及人效低	超级店长制度，一对多管理。 集中耗时作业，标准化、简单化店铺工作，降低对员工的要求。	员工的数量并非越低或越高就好，需要动态平衡人效。2018 财年西松屋人效约 2885 万元，而阿卡酱则为 3592 万元。
产品采购成本居高不下	自建品牌，并扩大其营收占比。	



	规模化采购，以效率为先，广泛化供应来源。	
--	----------------------	--

资料来源：广证恒生

爱婴室是我国唯一一家上市母婴专卖店，从所处新生儿数量、单店目标群体类型等成长背景与西松屋历史情况具有一定的相似性，西松屋 1997-2007 的高速成长经验以及 2008-2018 抗击外部风险经验对其具有一定的参考意义：

1) 新生儿背景：爱婴室主要分布区域江浙沪地带 2018 年的新生儿人数约 155 万人，近似于日本 1980 年前后的水平，而此时西松屋仍主要布局近畿地区，其于 1999 年上市前后才开始大规模的对外扩张。

2) 门店目标群体与类型：爱婴室 2017 年单店面积约 587 m<sup>2</sup>，主要布局在社区周边，近年来也逐步新增 1000 m<sup>2</sup> 左右的大店类型，布局购物中心；西松屋上市前后单店面积在 500-600 m<sup>2</sup>，主打居住区与交通枢纽地带，2012 年开始新增 1000 m<sup>2</sup> 左右的大店类型，主打独立购物点与购物中心 MALL；

对比西松屋的成长经验与爱婴室的近期动向，我们认为爱婴室单店根基良好，在较少外部风险和新生儿体量仍较大的中国市场，爱婴室仍具有较大的成长空间，但仍需注意在增量市场的布局情况：

1、爱婴室在成本与效率的管控上较为良好，2015-2017 净利率提升 1.03pct、毛利率提升 2.69pct。在采购成本的控制上，2015-2017 年公司向生产商直接采购比重上升 10pct，比重达 60.11%；在自有品牌成本的控制上，公司主要开发高毛利产品，自有产品的毛利率比采购品牌高 10% 左右。在效率的提高上，除了标准化店铺体系及自建物流外，爱婴室也开始探索大店类型，逐步形成多类型单店。

2、存量市场上，爱婴室是华东母婴专卖店巨头，并通过并购与自建方式向全国布局。爱婴室目前主要布局在华东地区，近年来主要以上海为中心向外围区域江苏、浙江等地扩张。截至 2018Q3 公司在上海、浙江、江苏等华东地带门店占比 89%。2018 年 12 月公司通过收购重庆泰诚（婴友）切入西南市场。

3、增量市场上，爱婴室的收入与利润仍主要来源于低龄段产品，在新生儿下降趋势下需重点关注。营收结构中，奶粉及用品是核心收入来源。2017 年分别贡献了 41.92%、26.83% 营收。利润结构中，棉纺类与食品类是公司毛利润的主要来源。2017 年分别贡献了公司 39.69%、32.7% 的毛利润。从奶粉、用品、棉纺、食品的产品品类明细来看，大多属于婴幼儿年龄段。随着我国新生儿人数逐步下降，该市场的规模将逐步收缩，据统计 2018 年上海、江苏、浙江三地合计新生儿 155.13 万人，同比减少 1.46 万人（江浙地带合计减少 7.09 万人）。西松屋通过开发高年龄段产品解决此问题，2018 财年 6 个月以上的儿童服装和鞋帽、玩具、家具、儿童用品等杂货用品，分别贡献了 48%、39% 的营收。

图表 34 西松屋的成长经验与爱婴室的近期动向对比

企业	近期措施与阶段性发展情况	
	西松屋	爱婴室
开发增量市场	<ul style="list-style-type: none"> <li>发展多类型单店模式，适应市场变化</li> <li>高年龄段产品开发</li> </ul>	—
抢占存量市场	<ul style="list-style-type: none"> <li>区域集中开店，关东、中部、近畿等核心区域历年新增店铺占比 50% 以</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>区域集中开店，深耕华东地区，大本营上海地区 2018Q3 新店占比 30% 以上；</li> </ul>

	上； ➢ 建设互联网专业配送中心；	➢ 收购重庆泰诚（婴友）； ➢ 构建 O2O 闭环，深化“服务+会员+娱乐”多渠道引流；
<b>降低成本</b>	➢ 建设自有品牌，包括育儿产品品牌 Smart Angel，以及童装服饰品牌 ELFINDOLL，并且西松屋为日本第一大童装品牌，市占率 8%。截至 2017 财年，西松屋自主产品数量 1453 件，营收占比 7.3%，未来将提高至 30%。 ➢ 规模化采购，供应来源多元化，包括中国、孟加拉国、柬埔寨等；	➢ 自有品牌和独家代理品牌，前公司拥有超过 16 个自有品牌和 4 个授权代理品牌，预计未来三年内，公司自有品牌的占比将扩大到 20%； ➢ 投资母婴品牌，如富诺健康； ➢ 直接采购，公司向生产商直接采购比重从 2015 年的 50.10% 增长至 2017 年的 60.11%；
<b>增加效率</b>	➢ 超级店长制度； ➢ 集中耗时作业，标准化、简单化店铺工作；	➢ 自建仓储物流体系； ➢ 标准化连锁直营管理体系，包括形象设计与装修，各类商品的陈列，导购人员配比； ➢ 开始建设大店类型；

资料来源：公开资料、广证恒生

**图表 35 爱婴室产品品类**

一级分类	二级分类	在售数量
纸尿裤	拉拉裤、游泳裤、优选品牌、腰贴型尿裤	144
玩具	变形玩具、学习益智类、角色扮演、车类、毛绒玩具、戏水玩具、积木、安抚玩具、电子遥控、乐器、球、发条、地垫、口腔护理、大型玩具、木制玩具	1609
配方奶粉	牛奶粉、特殊医学用途、优选品牌	177
营养辅食	优选品牌、饼干、米粉/面条/粥、泥类、休闲食品、饮料、肉菜、营养品、烹饪、DHA、鱼肉肠	839
喂养用品	奶瓶/奶嘴、餐具、口腔护理、水杯/水壶、外出用品、母乳喂养、日常护理、喂养清洁、孕产期护理、防蚊驱蚊、浴盆/浴桶/沐浴等 19 类	1547
洗涤护理	润肤、孕产妇洗护、口腔护理、洗发沐浴、衣服洗涤柔顺、清洁剂、特殊护理、祛痱防蚊、祛痱粉/爽身粉、防晒、洗护礼盒	588
服饰寝具	配件、婴幼儿内衣、婴幼儿外服、婴幼儿鞋、寝具、袜子、毛巾/浴巾、围兜/反穿衣	2018
湿巾/纸品	湿巾、卫生巾、化妆棉、生活用纸	54
童车童床	婴儿推车、床、安全座椅、餐椅	145

资料来源：公司官网，广证恒生

## 4、风险提示

### (1) 母婴行业发展不达预期的风险

母婴行业仍处于成长期，同业竞争下多进行价格战抢占市场；未来，随着母婴行业增长逐渐趋于理性，必将出现行业内部的洗牌。并且随着新生儿增速逐渐放缓，低龄段母婴市场扩张速度可能出现下降趋势。

### (2) 市场竞争激烈风险

母婴零售的参与者母婴专卖店、超市、百货、电商等。近年来，受益于母婴行业的蓬勃发展，市场竞争日趋激烈；同时，海外诸如西松屋、阿卡酱、mothercare 等母婴企业暂较少布局国内时间，若海外品牌进驻，将加剧国内母婴零售市场的竞争。

### (3) 快速扩张风险

线下店铺快速扩张存在渠道的边际递减效应，扩张成本的增加会加剧企业的营业风险；此外在区域市场占有率逐渐增大后继续增加投入可能导致成本增加，及收入增加不及预期。受快速扩张带来的人才储备、管理有效性、供应链管理、物流等问题，存在增速降低或负增长的风险。

### 新三板团队介绍：

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

### 团队成员：

**袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：**长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

**赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：**英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

**温朝会（新三板副团队长）：**南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

**黄莞（新三板副团队长）：**英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

**司伟（新三板高端装备行业负责人）：**中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和A股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

**魏也娜（新三板TMT行业高级研究员）：**金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

**刘锐（新三板医药行业高级研究员）：**中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

**胡家嘉（新三板医药行业研究员）：**香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

**田鹏（新三板教育行业研究员）：**新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

**于栋（新三板高端装备行业高级研究员）：**华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的二三级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

**史玲林（新三板大消费&教育行业研究员）：**暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早教、母婴、玩具等消费领域。

**李嘉文（新三板主题策略研究员）：**暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

### 联系我们：

邮箱：[huangguan@gzgzhs.com.cn](mailto:huangguan@gzgzhs.com.cn)

电话：020-88832319

**广证恒生：**

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

**股票评级标准：**

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

**分析师承诺：**

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

**重要声明及风险提示：**

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。