

纺织服装行业

英国母婴零售巨头 mothercare 成败兴衰的经验对国内童装公司的启示

分析师： 糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

分析师： 赵颖婕



SAC 执证号: S0260518070004



021-60750604



zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意，糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

● mothercare: 英国母婴零售巨头，全球知名母婴零售商

mothercare 创立于 1961 年，是全球知名的母婴用品零售商。截至 2018 财年，拥有全球范围内门店共计 1268 家，终端零售总额 7.25 亿英镑，销售收入 6.55 亿英镑。公司在 1982-2000 年期间历经并购与剥离后成为专注母婴行业的一站式零售商，2001-2007 年期间专注英国市场，实现本土业务稳步增长，2008-2012 依托收购的玩具品牌 ELC 丰富产品矩阵，加速海外布局。但 2013 年至今，公司英国和海外业务双双遭遇危机，业绩出现持续下滑。

● 从英国本土母婴零售商到全球知名母婴连锁品牌：mothercare 扩张过程中的成功经验

mothercare 发展过程中值得借鉴的经验主要有：1) 持续升级门店形象，优化运营模式。不断完善门店的体验式消费环境，延长顾客在店内的停留时间，增加商品的销售频次。2) 并购优质玩具品牌，丰富产品线发挥协同作用。并购优质、业务互补的标的不仅能在公司层面进行资源共享，发挥协同作用，同时能够拓宽公司产品线，丰富公司产品矩阵，弥补单一品类及品牌增长天花板较低、受市场冲击影响较大的缺点，为公司业绩增长提供新动力。3) 拓宽国际市场，提升品牌全球影响力。国际业务长期被视为公司最重要的增长机会，公司利用特许经营和成立合资公司等形式加快国际化布局，国际业务收入占比持续上升，mothercare 逐步成为全球知名母婴零售品牌。

● 2012 年以后海内外业务持续下滑：mothercare 衰落的教训

mothercare 衰落期业绩持续下滑的教训主要有：1) 供应链管理不善，未能对前端销售进行有效支撑。公司在供应链环节遇到的问题包括库存问题及产品质量问题。公司历史上数次发生因为库存问题严重影响海内外销售，同时品控欠缺导致产品被多次检测出有质量问题，严重影响了品牌声誉和消费者信心。2) 以节约成本为主要目的，难以有效扭转本土市场业绩颓势。公司对于英国本土业务业绩长期下滑采取关店措施降低营运成本，希望以此平衡销售不振带来的负面影响以保证盈利稳定，但长期净关店导致品牌影响力减小，盈利状况难以改善。3) 未能实现国际业务深耕，后期全球市场竞争力减弱。mothercare 虽然进入国际市场较早，但未能在母婴用品市场形成有效壁垒，导致后期竞争力逐步下降，国际市场竞争力下滑，国际业务收入逐步降低。

● 投资建议

目前国内童装行业景气度高，2013-2018 年行业零售额复合年均增长 11.02%，是为数不多的双位数增长的行业，但对于童装企业来说仍需要注重渠道创新，品类延伸和海外市场拓展，另外在快速发展，规模不断扩大的同时，尤其要重视供应链管理、品质把控、单店效益提升和海外市场深耕。投资建议方面，重点关注行业龙头森马服饰。

● 风险提示

宏观经济不景气风险，市场竞争日益激烈风险，合作经营伙伴不稳定风险，产品质量风险。

相关研究：

纺织服装行业:纺织服装行业 2019 年二季度公募基金持仓分析

2019-07-21

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 胡幸 huxing@gf.com.cn

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
森马服饰	002563.SZ	人民币	10.41	2019/5/1	增持	13.32	0.72	0.87	14.50	12.00	7.95	6.69	16.27%	18.22%
安奈儿	002875.SZ	人民币	18.56	2019/4/24	增持	22.14	0.82	1.02	22.50	18.15	12.00	9.60	11.22%	12.21%

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、MOTHERCARE: 英国母婴零售巨头, 全球知名母婴零售商	6
二、MOTHERCARE 品牌发展历史	8
1. FY1982-FY2000: 历经多品牌并购与剥离后成为专注母婴行业的一站式零售商 ..	8
2. FY2001-FY2007: 专注英国本土市场, 实现稳步增长	9
3. FY2008-FY2012: 收购玩具品牌 ELC 丰富产品矩阵, 海外布局加速带动营收增长	11
3.1 收购 ELC 实现双品牌协同发展	11
3.2 海外扩张加速, 国际业务成主要驱动力	12
4. FY2013-至今: 国内外业务双双遭遇危机, 业绩下滑趋势难以扭转	13
三、从英国本土母婴零售商到全球知名母婴连锁品牌: MOTHERCARE 扩张过程中的成功经验	15
1. 持续升级门店形象, 优化运营模式	15
2. 并购优质玩具品牌, 丰富产品线发挥协同作用	16
3. 拓宽国际市场, 提升品牌全球影响力	17
四、2012 年以后海内外业务持续下滑: MOTHERCARE 衰落的教训	18
1. 供应链管理不善, 未能对前端销售进行有效支撑	18
2. 以节约成本为主要目的, 难以有效扭转本土市场业绩颓势	19
3. 未能实现国际业务深耕, 后期全球市场竞争力减弱	22
五、投资建议	23
六、风险提示	24
1. 宏观经济环境不景气风险	24
2. 市场竞争日益激烈的风险	24
3. 合作经营伙伴不稳定风险	24
4. 产品质量风险	24

图表索引

图 1: 公司近年营业收入情况 (FY2001-FY2018)	6
图 2: 公司近年归母净利润情况 (FY2001-FY2018)	6
图 3: 公司近年毛利率和净利润率情况 (FY2001-FY2018)	7
图 4: mothercare 股价	8
图 5: mothercare 品牌并购及剥离过程	9
图 6: 公司英国营业收入情况 (FY2001-FY2007)	10
图 7: 公司英国与国际营收占比 (FY2001-FY2007)	10
图 8: 公司英国门店数量 (FY2001-FY2007)	10
图 9: 公司不同类型门店占比 (FY2001-FY2007)	10
图 10: mothercare 英国可比同店增长 (FY2002-FY2007)	11
图 11: 公司各品类产品收入占比 (FY2002-FY2012)	11
图 12: 公司 ELC 国际门店数量 (FY2008-FY2012)	12
图 13: 公司 ELC Insert 情况 (FY2008-FY2012)	12
图 14: 公司国际收入情况 (FY2008-FY2012)	13
图 15: 公司门店情况 (FY2008-FY2012)	13
图 16: 公司地区收入比例 (FY2008-FY2012)	13
图 17: 公司收入地区驱动因素 (FY2008-FY2012)	13
图 18: 公司营业收入情况 (FY2013-FY2018)	14
图 19: 公司净利润情况 (FY2013-FY2018)	14
图 20: 公司英国营业收入情况 (FY2013-FY2018)	14
图 21: 公司国际营业收入情况 (FY2013-FY2018)	14
图 22: 公司英国门店数量 (FY2013-FY2018)	15
图 23: 公司国际门店数量 (FY2013-FY2018)	15
图 24: 公司英国同店增速 (FY2013-FY2018)	15
图 25: 公司国际同店增速 (FY2013-FY2018)	15
图 26: mothercare 不断升级的门店展示	16
图 27: ELC 门店展示	17
图 28: 公司国际门店数 (FY2001-FY2018)	18
图 29: 公司国际门店数占比 (FY2001-FY2018)	18
图 30: 公司国际业务收入和增速 (FY2014-FY2018)	18
图 31: 公司国际业务收入占比 (FY2014-FY2018)	18
图 32: 英国门店数量 (FY2008-FY2018)	19
图 33: 英国同店增长情况 (FY2008-FY2018)	19
图 34: 英国店铺单店面积 (FY2008-FY2018)	20
图 35: 英国店铺单店收入 (FY2008-FY2018)	20
图 36: 公司英国线上收入金额和增速 (FY2007-FY2018)	20
图 37: 公司英国各渠道收入占比 (FY2007-FY2018)	21
图 38: 公司英国各渠道收入驱动增速 (FY2007-FY2018)	21
图 39: 公司英国批发收入情况 (FY2009-FY2018)	22

图 40: 公司国际渠道收入驱动增速 (FY2007-FY2018) 23

表 1: mothercare 质量问题频发 19

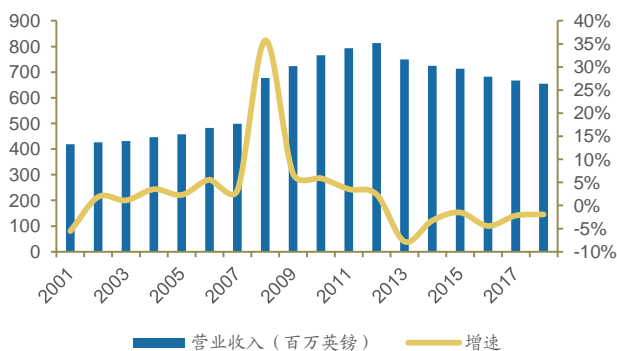
表 2: mothercare 品牌服装销售价格不具备相对优势 21

一、mothercare: 英国母婴零售巨头，全球知名母婴零售商

mothercare创立于1961年，拥有悠久的母婴用品经营历史，是英国家喻户晓的母婴用品零售商。mothercare最初的业务主要集中在婴儿车，婴儿家具和孕妇装，后来扩大至8岁以下童装，现已覆盖各种孕妇和儿童服装，家具和家居用品，床上用品，哺育用品，沐浴用品，旅游装备和玩具。截至2018财年，公司家居旅行类产品拥有138个品牌、5300个品类，鞋服类产品拥有16个品牌、3895个品类，玩具类产品拥有40个品牌、2400个品类。公司在欧洲，中东，亚洲和拉丁美洲开展特许经营国际业务。2018年财报显示，公司拥有全球范围内门店共计1268家，终端零售总额达7.25亿英镑，销售收入6.55亿英镑。公司国际业务收入主要是来自特许经营，特许经营业务收入主要来自向特许经营商发货收入以及特许经营费用。

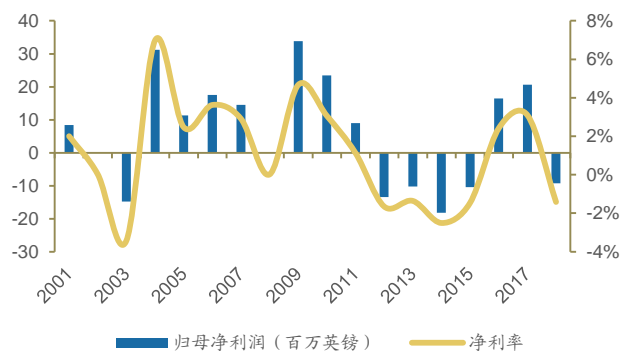
公司2008财年收购主营教育玩具与书籍的企业Early Learning Centre。公司业绩在2013财年之前保持着良好的上升态势。2013财年后业绩开始下滑，截至2018财年，公司实现营业收入6.55亿英镑，同比下降1.93%，净利润亏损927.81万英镑。主要是关店调整英国本土业务结构，以及特许经营商对经济悲观预期使得订货量减少。近年来公司毛利率中枢约为8%，净利率中枢约为2%。

图1: 公司近年营业收入情况 (FY2001-FY2018)



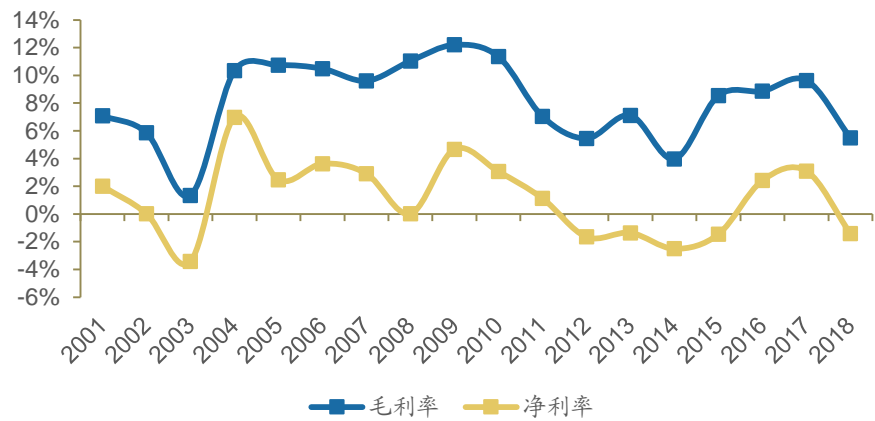
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图2: 公司近年归母净利润情况 (FY2001-FY2018)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

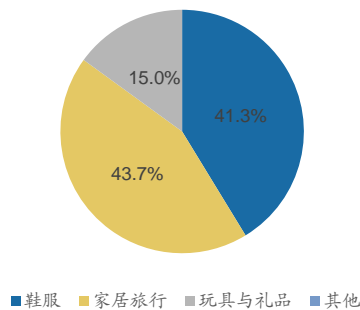
图3: 公司近年毛利率和净利润率情况 (FY2001-FY2018)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

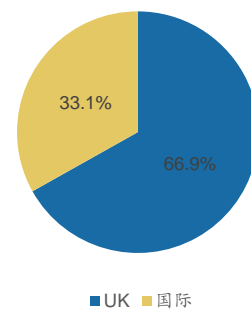
根据2018财年数据, 分品类来看, 公司收入43.7%来自家居旅行品类, 41.3%来自鞋服品类, 15.0%来自玩具礼品品类。分地区看公司收入66.9%来自英国本土, 其余为国际业务收入。

图4: 公司分品类营收占比 (FY2018)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图5: 公司分地区营收占比 (FY2018)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2000-2008年, 公司本土经营业绩良好, 股价处于上行区间, 公司成功收购ELC后运营业绩良好, 股价快速上行, 最高曾达到418.17英镑, 2000-2010年, 股价最高涨幅达977%。后经济危机时代, 欧美市场经济增长放缓, 消费疲弱, 公司业绩不振, 自2010年起公司股价下行, 后期虽有两次反弹但难掩颓势, 目前股价约20英镑。

图 4: mothercare 股价



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

二、mothercare 品牌发展历史

1. FY1982-FY2000: 历经多品牌并购与剥离后成为专注母婴行业的一站式零售商

mothercare创立于1961年,最初业务主要集中在婴儿车,婴儿家具和孕妇装,后来销售产品范围扩大至8岁以下童装,公司1962财年开始开展邮购业务,1972年在伦敦证券交易所上市,此后mothercare经历了数年的繁荣。

1982年, mothercare与家居用品连锁零售商Habitat合并成为Habitat mothercare plc, Habitat的中高端形象与mothercare的形成有效协同,业务实现快速扩张。

1986年, Habitat mothercare plc收购了服装和家居用品连锁店British Home Stores plc, 合并为Storehouse plc。

由于1980年代后期整体零售业衰落,公司税前利润从1987年的1.3亿英镑跌至1989年的1130万英镑,管理层关闭了大部分小规模店铺,并于1991年将美国子公司mothercare Stores出售,1992年剥离原Habitat业务。

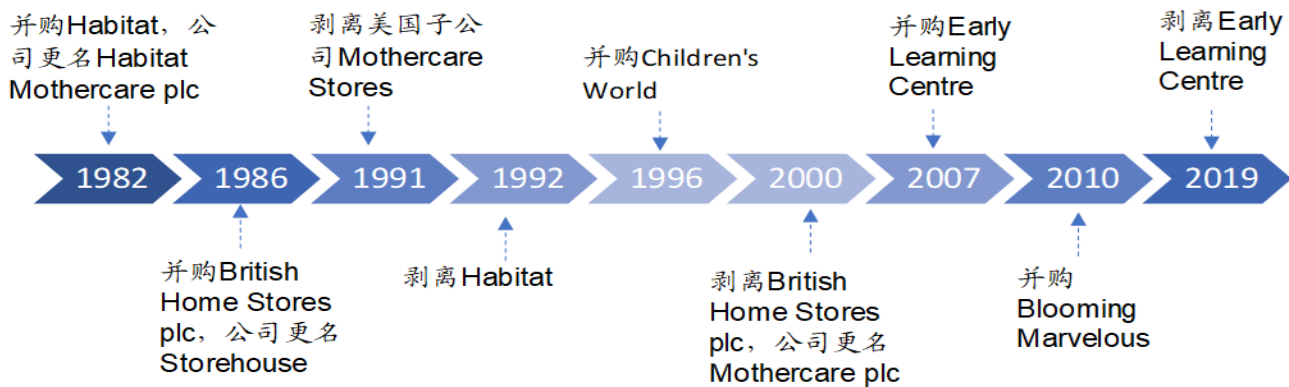
1996年,公司收购玩具零售商Children's World,并将其所有超市品牌改为mothercare World,拓宽了公司玩具产品线,也扩大了其英国本土的业务规模。

2000年5月,公司再次进行业务重组, British Home Stores plc被出售给Philip

Green，公司更名为mothercare plc，专注母婴行业，成为专业一站式母婴零售商，mothercare成为公司旗下唯一零售店品牌。

由于剥离了非母婴零售业务，公司营收从1988年的11.70亿英镑下降到2000年的4.44亿英镑。

图 5: mothercare 品牌并购及剥离过程



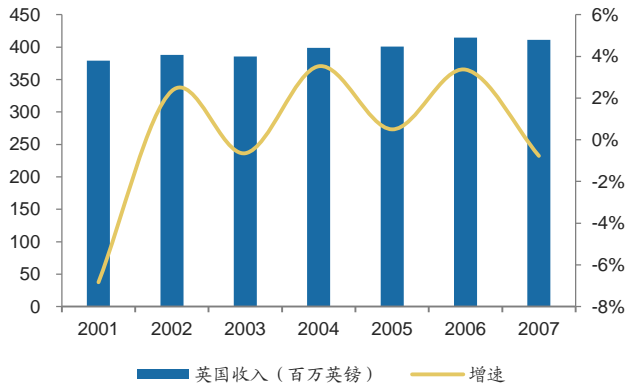
数据来源：公司官网，公司年报，广发证券发展研究中心

2. FY2001-FY2007: 专注英国本土市场，实现稳步增长

2001-2007财年，mothercare主要依靠英国本土市场实现增长，英国市场营收占总营收比重超过80%。为了吸引更多的顾客，公司推出“OUT-OF-TOWN”商店模式，“OUT-OF-TOWN”商店面积在12000 - 14000平方英尺（约1115-1300平方米），布局清晰，建有许多除销售区域以外的额外设施，包括咖啡馆、娱乐区以及护理休息室等。由于良好的购物体验，这种模式一经推出广受欢迎，业绩持续增长。

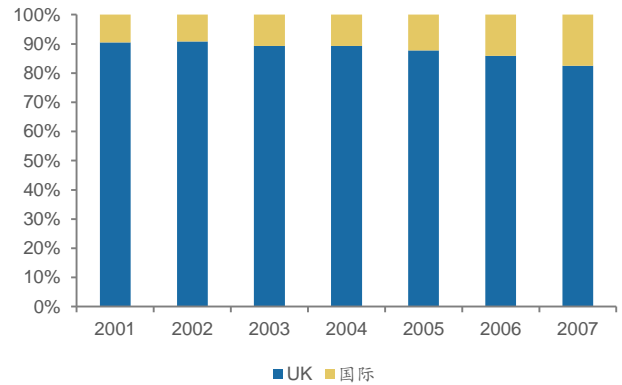
2001-2007财年，公司关闭了一些业绩不佳的小型商店，翻新了更多商店，并在街边店也推广“OUT-OF-TOWN”模式，虽然英国本土门店数量有所降低，但新的商店模式有效驱动了英国本土收入的上升。2001-2007财年，英国门店数量从252家下降到225家，英国营业收入从3.79亿英镑上升到4.11亿英镑，公司整体营业收入从4.19亿英镑上升到4.99亿英镑。

图6: 公司英国营业收入情况 (FY2001-FY2007)



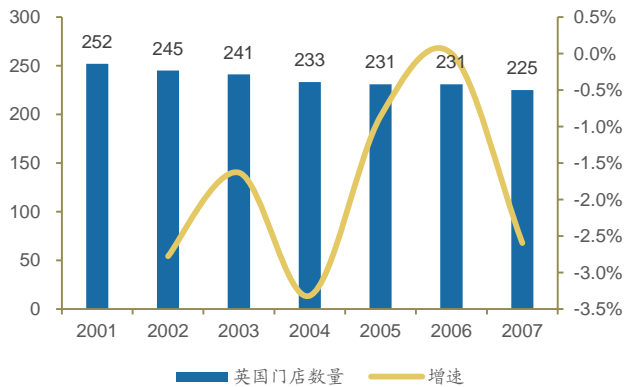
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图7: 公司英国与国际营收占比 (FY2001-FY2007)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图8: 公司英国门店数量 (FY2001-FY2007)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

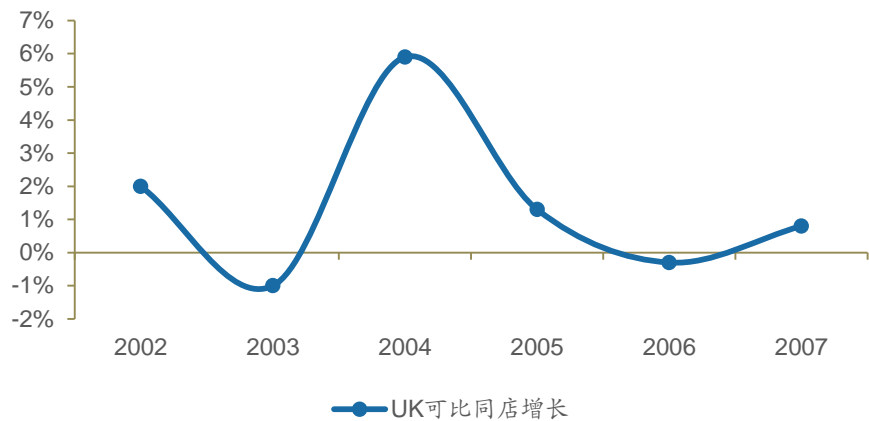
图9: 公司不同类型门店占比 (FY2001-FY2007)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

从同店增长情况看, 公司2002-2007财年的同店销售整体仍呈现正向增长, 仅在2003和2006财年出现小幅下滑。说明虽然“OUT-OF-TOWN”商店模式建有许多额外设施, 有效销售面积占比降低, 但“OUT-OF-TOWN”的体验式消费环境有效拉动了消费, 新店铺模式对同店增长起到了一定的作用。

图10: mothercare英国可比同店增长 (FY2002-FY2007)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

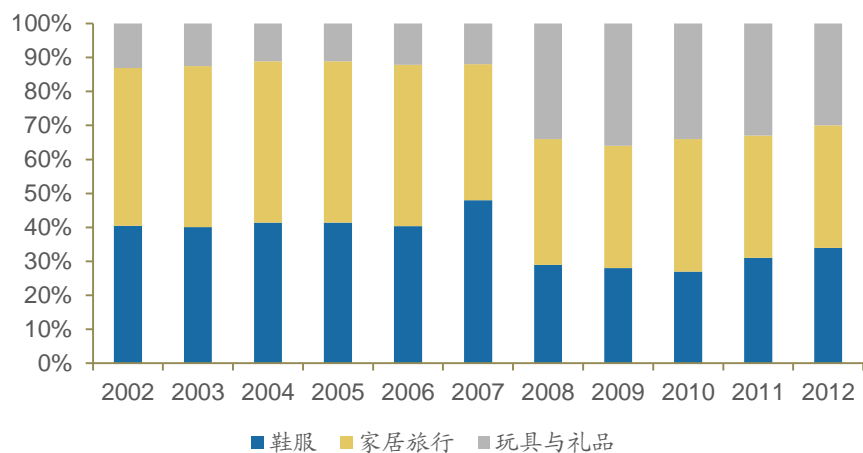
3. FY2008-FY2012: 收购玩具品牌 ELC 丰富产品矩阵, 海外布局加速带动营收增长

3.1 收购 ELC 实现双品牌协同发展

2007年6月, mothercare以8500万英镑的价格收购了Early Learning Centre。ELC成立于1974年, 最初是一家提供教育用玩具与书籍的邮购企业, 后期将产品发展重点放在益智玩具上, 并将业务扩展到全球。因其玩具富有教育性而受到全球消费者的喜爱, 逐步成为著名的大众品牌, ELC被收购时, 国际门店数量约为100家。

公司收购整合Early Learning Centre有效扩张了玩具礼品业务的产品线, 玩具业务收入占比从10%左右上升到30%以上, 为扩大公司规模、丰富公司产品线、驱动公司收入增长起了重要作用。

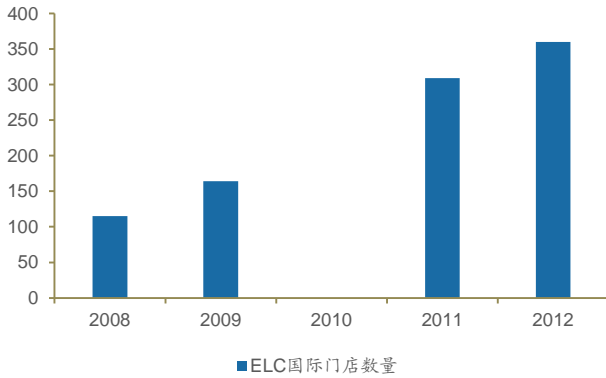
图11: 公司各品类产品收入占比 (FY2002-FY2012)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

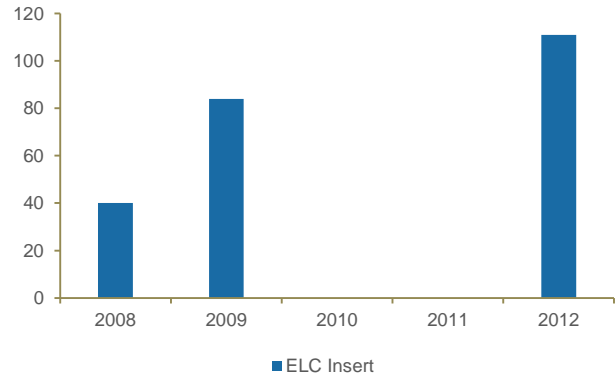
公司收购ELC之后，一方面通过嵌入（ELC Insert）形式将ELC产品线放到mothercare门店之中，利用已有门店资源增加ELC的渠道，另一方面通过新开ELC国际门店加快公司的业务国际化布局。

图12: 公司ELC国际门店数量 (FY2008-FY2012)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图13: 公司ELC Insert数量/个 (FY2008-FY2012)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

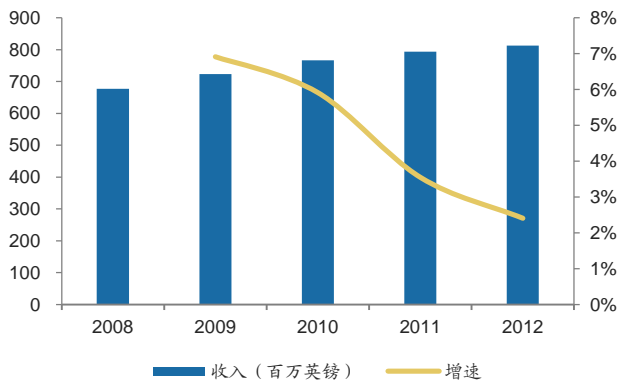
2007财年mothercare在英国之外拥有328家门店，占门店总数的59.3%，收购后mothercare运用已有特许经营商渠道资源帮助ELC在世界范围内增加门店以提升品牌影响力。2008财年ELC国际门店为115家，2012财年已升至360家，从区域上来看，ELC主攻国际市场，2012财年ELC门店中78%为国际门店，2014财年这个比例进一步上升到了88%。

3.2 海外扩张加速，国际业务成主要驱动力

早在1984年，mothercare就通过与部分国家的合作伙伴签订特许经营协议开拓国际化业务，由于当地合作伙伴更加了解当地市场，通过特许经营模式有助于mothercare在风险较低的情况下在海外市场获取品牌知名度和消费群，为后期加速国际扩张步伐奠定了基础。

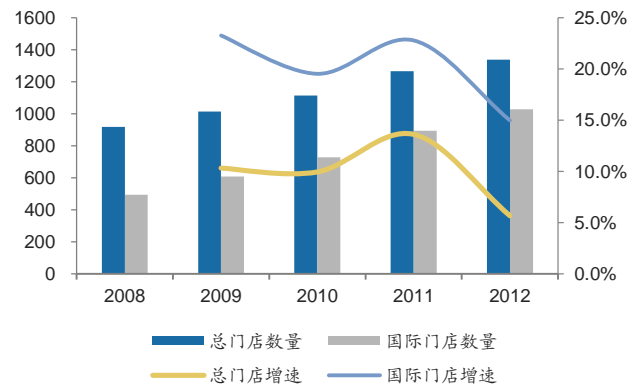
进入21世纪后，全球品牌扩张加速，随着新品牌的进入，英国童装市场竞争升温，市场集中度逐渐下降。mothercare也选择开拓国际市场以获得更大的发展空间。mothercare的海外扩张主要采取两种形式，一是出售特许经营权发展特许经营商，二是在开拓中国和印度等潜力较大的发展中国家市场时，mothercare选择和当地有实力的零售集团设立合资公司发展当地业务，如中国市场选择和好孩子集团合作。公司国际店铺数量由2008财年的494家增至2013财年的1069家，增速远远超过本土门店增速，mothercare逐步成为世界范围内的影响力增大，逐步成为全球知名母婴零售品牌。

图14: 公司国际收入情况 (FY2008-FY2012)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图15: 公司门店情况 (FY2008-FY2012)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

进入国际市场后, mothercare影响力不断提升, 在除英国的其他欧洲地区和亚太地区等均有良好的市场表现, 一方面由于mothercare已经是英国最知名的母婴零售商, 具有丰富的母婴产品零售经验, 海外扩张具有品牌基础; 另一方面俄罗斯等东欧国家以及中国等亚洲国家以及一些中东地区国家母婴市场属于快速增长时期, 本土母婴零售品牌处于发展期尚未形成强大竞争力。国际收入的快速增长以及占比的提高成为公司收入增长的主要驱动力。

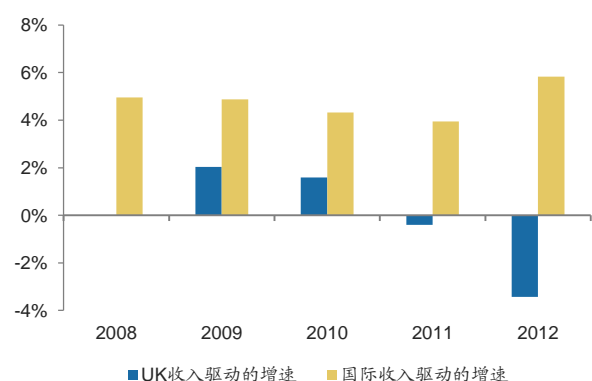
2008-2012财年, mothercare 国际业务收入从1.12亿英镑上升到2.53亿英镑, 年均复合增速达到22.6%, 占整体收入比例从不足20%提升到30%以上, 公司国际业务收入驱动的增速显著高于英国本土收入驱动的增速。mothercare从英国本土母婴零售品牌成为总门店超1300家的全球知名母婴连锁零售商。

图16: 公司地区收入比例 (FY2008-FY2012)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图17: 公司收入地区驱动因素 (FY2008-FY2012)



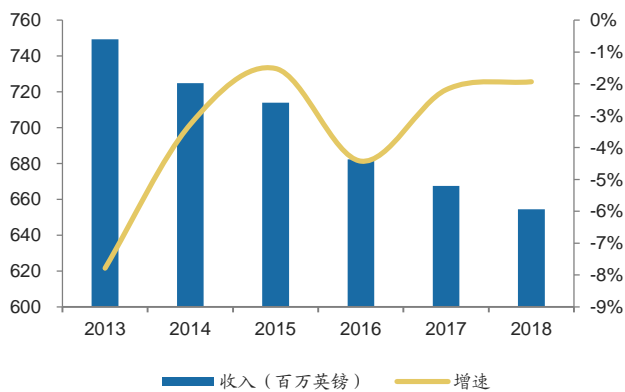
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

4. FY2013-至今: 国内外业务双双遭遇危机, 业绩下滑趋势难以扭转

2013财年起，mothercare营收开始逐步出现下滑，净利润变为负值（2016/17财年净利润扭亏为盈系对特殊项目开支等费用大幅减少）。一方面由于欧元区整体经济景气度下行导致消费者信心下降、客流量下降等因素叠加作用导致英国零售业疲软，伴随着母婴市场竞争日益加剧，超市集团依托原有渠道优势发展母婴业务，同时智能移动终端的快速普及，在线零售商大量出现，抢占传统母婴零售商的市场份额，mothercare面对的市场竞争环境更加严峻。另一方面，收购ELC后在多个国家迅速扩张，大量增加的国际门店使公司疲于管理，许多门店出现经营不善、业绩欠佳的情况。

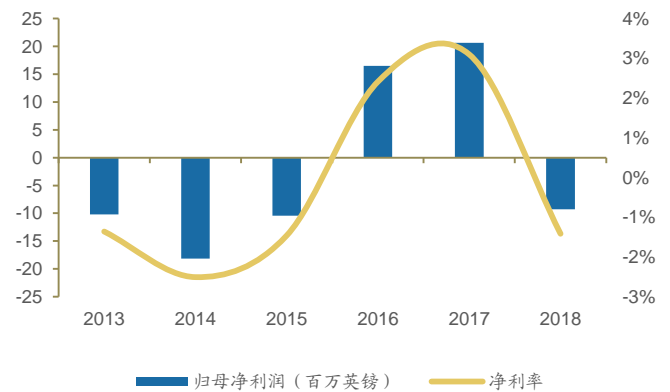
分地区来看，英国本土业务营收持续下滑，国际业务收入萎靡不振。英国本土收入由2014财年4.62亿英镑下降至2018财年4.38亿英镑，国际板块收入由2014财年2.5亿英镑降低至2018财年2.2亿英镑。国内外业务同店增速也不乐观，在整体渠道数量下降的情况下，同店数据未能出现有效改观，基本为低位数增长甚至负增长。

图18: 公司营业收入情况 (FY2013-FY2018)



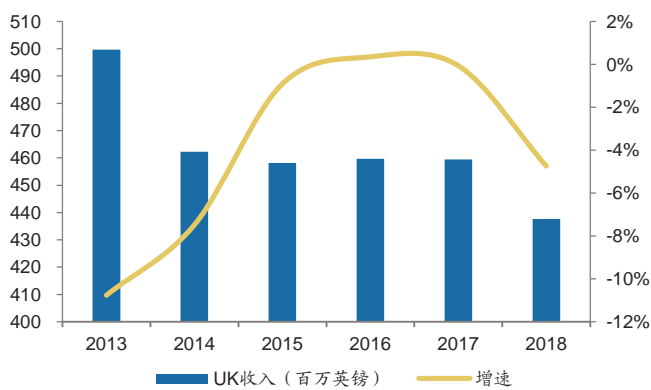
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图19: 公司净利润情况 (FY2013-FY2018)



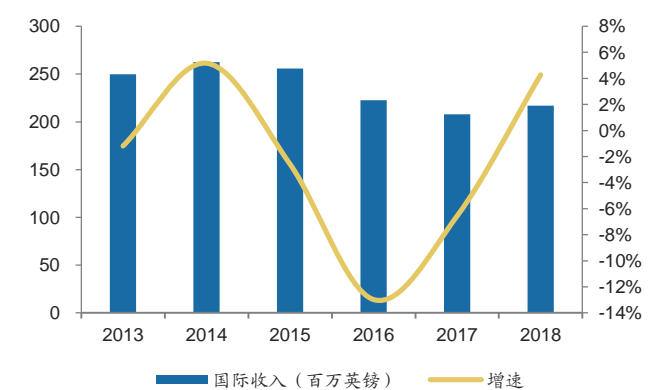
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图20: 公司英国营业收入情况 (FY2013-FY2018)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图21: 公司国际营业收入情况 (FY2013-FY2018)



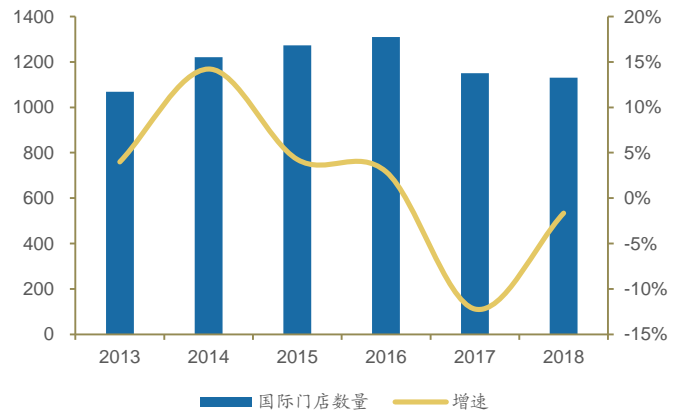
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图22: 公司英国门店数量 (FY2013-FY2018)



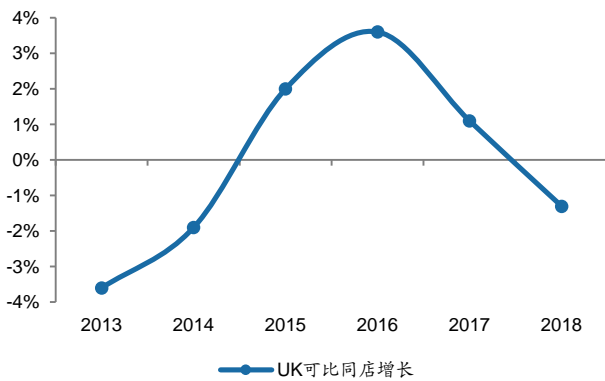
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图23: 公司国际门店数量 (FY2013-FY2018)



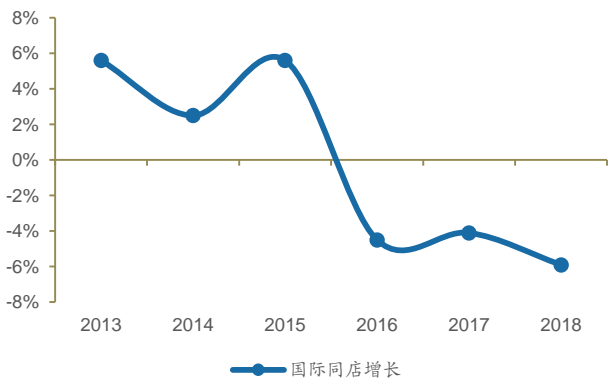
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图24: 公司英国同店增速 (FY2013-FY2018)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图25: 公司国际同店增速 (FY2013-FY2018)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

三、从英国本土母婴零售商到全球知名母婴连锁品牌:

mothercare 扩张过程中的成功经验

1. 持续升级门店形象, 优化运营模式

mothercare在渠道升级优化方面持续改善, 早期推出的“OUT-OF-TOWN”商店模式较之前单一的商店模式有所更新, 加入了咖啡区、娱乐区、护理休息区等非销售区域。公司还进行了一系列“Mother & Baby”、“mothercare Lite”店铺改造试验, “Mother & Baby”专注于在商业街提供最广泛的母婴产品, 满足2岁以下儿童的全面需求; “mothercare Lite”则保留了婴儿和低龄儿童产品, 60%的空间是专门用于陈列服装。之后, 公司又将重心转移到街边店的改造上, 务求提供一个现代化、具吸引力的环境, 公司将之称为“Superlite”模式, 致力于通过生动有趣的

方式展示公司产品，在视觉上吸引顾客。由于店内展示具备吸引力、设计方便合理公司于2005年被授予Tommy's Best Feeding and Changing award。

在并购ELC并将之嵌入商店后，mothercare的大型商店已经成为包含Home & Travel、服装、ELC玩具、Clarks 鞋类以及照相馆在内的大型育儿乐园。之后，又衍生出“俱乐部”模式商店，将商店改造成提供一个让父母们见面、聊天、获取建议和得到支持的地方。截至2017财年，英国本土70%商店采用了这种模式。

mothercare门店改善是不断摸索与调整的过程，过程中逐渐完善体验式消费环境，延长了顾客在店内的停留时间，增加了商品的销售密度。

图 26: mothercare 不断升级的门店展示



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2. 并购优质玩具品牌，丰富产品线发挥协同作用

mothercare在面对英国本土市场竞争加剧的情况下，选择收购优质品牌ELC。ELC优质的玩具业务为公司提供了新的业绩增长点，同时也为公司之后国际化业务的道路提供绝佳入口。

公司还通过将ELC嵌入已有渠道，对门店形象进一步翻新改造，提供范围更广且更加优质的服务以吸引更多客户，这使得门店同店销售也有所改善。并购优质、业务互补的标的不仅能在公司层面进行资源共享，发挥协同作用，同时能够拓宽公司产品线，丰富公司品牌矩阵，弥补单一品类及品牌增长天花板较低、受市场冲击影响较大的缺点，为公司业绩增长提供新动力。

图 27: ELC 门店展示



数据来源：公司财报，公司官网，广发证券发展研究中心

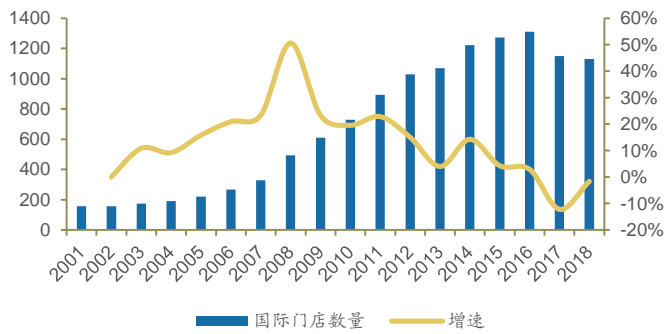
3. 拓宽国际市场，提升品牌全球影响力

mothercare在收购ELC之后，利用新品牌加速海外布局进度。公司主要采用特许经营商模式发展国际业务，国际业务长期被视为公司最重要的增长机会。

2005年公司拥有20多个海外合作伙伴，到2011年，公司在除英国外54个国家拥有39个合作伙伴。2010年以后，公司国际业务重点逐步转向发展中国家和地区的新兴市场。对于中国、印度等地域广袤、人口众多具备较大潜力的市场，公司选择与当地有实力的零售商成立合资公司，一方面本土零售商对于当地市场较为了解并且已经拥有一定数量的渠道资源，可以让品牌在尽量减小资本投入和风险的同时快速铺开渠道，另一方面公司参股合资公司，可以增加对于市场的掌控力度，享受业务扩张的潜在收益。为了支持国际业务快速扩张，运营及物流系统方面，公司在新加坡、迪拜均建立了分销中心，降低仓储和运输成本、缩短交货时间、提高产品在亚洲地区的分销效率。

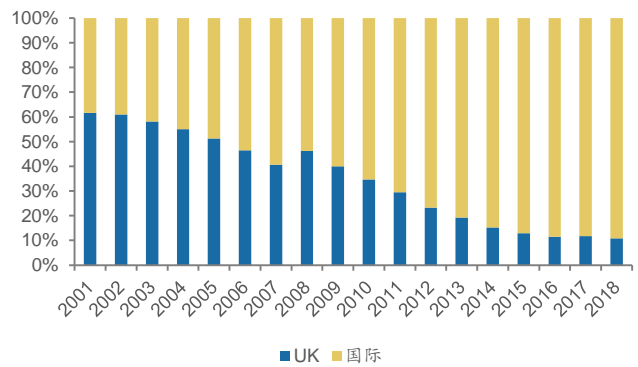
国际业务收入增速较快，在公司业务中的重要性逐步提升。国际业务收入占比呈上升趋势， mothercare逐步成为全球知名母婴零售品牌。

图28: 公司国际门店数 (FY2001-FY2018)



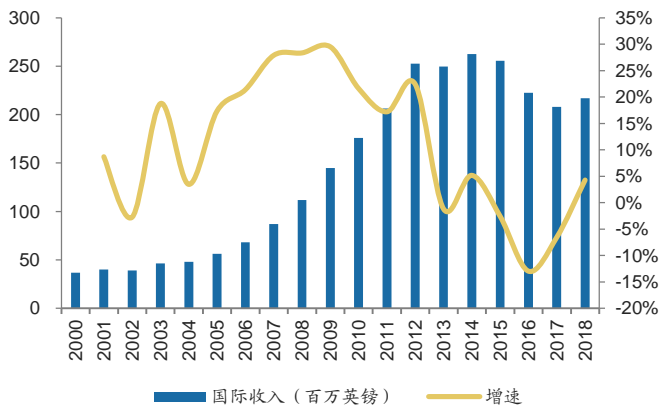
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图29: 公司国际门店数占比 (FY2001-FY2018)



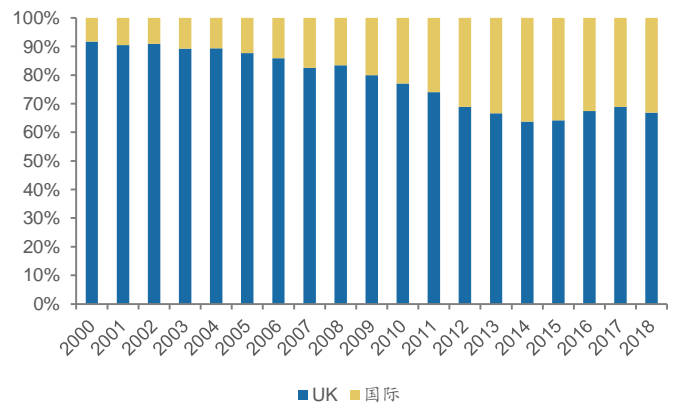
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图30: 公司国际业务收入和增速 (FY2014-FY2018)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图31: 公司国际业务收入占比 (FY2014-FY2018)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

四、2012 年以后海内外业务持续下滑: mothercare 衰落的教训

1. 供应链管理不善, 未能对前端销售进行有效支撑

mothercare在经营过程中曾多次遇到供应链问题, 严重影响前端销售以及品牌声誉。公司在2001年由于产品库存问题对销售产生了不利影响, 后期通过新建仓库力图改善仓储问题, 但效果并不理想, 2003年再次由于向国际特许经销商发货延迟影响了终端销售, 2017年因为仓库改造减少上架流通商品。反映公司对供应链缺乏有效管理, 进入影响终端销售。

公司产品供应商80%以上来自亚洲发展中国家, 但公司对于产品质量的控制有所欠缺导致产品被多次检测出有质量问题, 对于安全舒适是首要需求的婴幼儿产品来说, 产品质量问题严重影响了品牌声誉和消费者信心。

表 1: mothercare 质量问题频发

时间	地区	问题
2012/5/29	中国	服装产品标错材质，纤维含量与实际不符
2013/5/30	中国	进口服装、玩具不合格
2014/5/29	中国	婴幼儿及儿童服装安全质量不合格批次最多
2016/5/27	中国	女童长裤 PH 值不合格
2016/8/10	中国	婴幼儿服装质检不合格
2017/7/12	中国	服装质检不合格
2017/8/9	UK	公司销售 baby bouncer 发生事故
2018/1/30	中国	婴童服装监督抽查不合格
2018/4/12	UK	折叠式婴儿车、儿童座椅安全问题

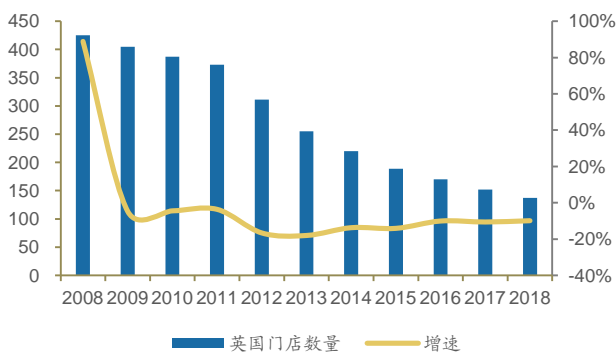
数据来源：中国质检总局，广发证券发展研究中心

2. 以节约成本为主要目的，难以有效扭转本土市场业绩颓势

2008年全球金融危机爆发，2009年金融危机延续深化导致欧洲部分国家爆发主权债务危机，欧元区经济环境景气度下行。经济环境动荡对零售行业造成较大影响，mothercare英国本土销售持续萎靡。

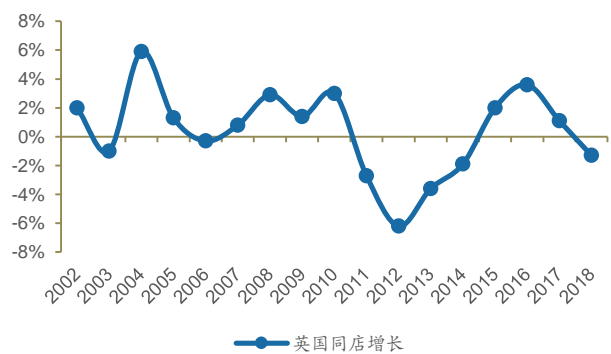
对于国内市场业绩长期下滑未充分重视，并未采取有效措施。在英国本土市场公司主要通过关店降低营运成本，希望以此平衡销售不振带来的负面影响以保证盈利稳定，但是实际公司长期处于净关店状态，品牌影响力不断减小，盈利状况不能明显改善，业绩持续下行。

图32: 英国门店数量 (FY2008-FY2018)



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图33: 英国同店增长情况 (FY2008-FY2018)



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

面对经营上的危机，公司主要通过以下主要措施（1）关闭部分绩效不佳的门店节约成本；（2）对于在线零售商的竞争，利用较强品牌力发展线上渠道；（3）与其他本土零售商合作，发展批发业务。

门店整合带来一定程度的成本节约，单店面积及单店收入保持增长，但是门店

数量并未得到改善，持续大幅下滑。

图34: 英国店铺单店面积 (FY2008-FY2018)

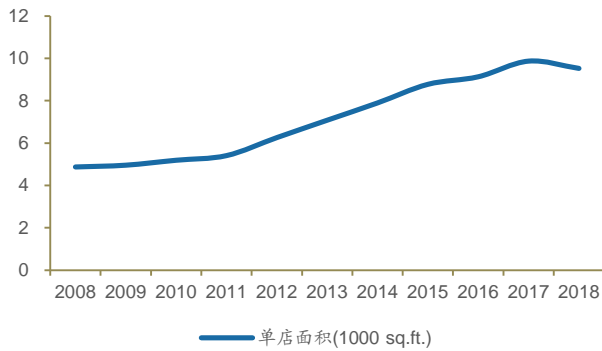
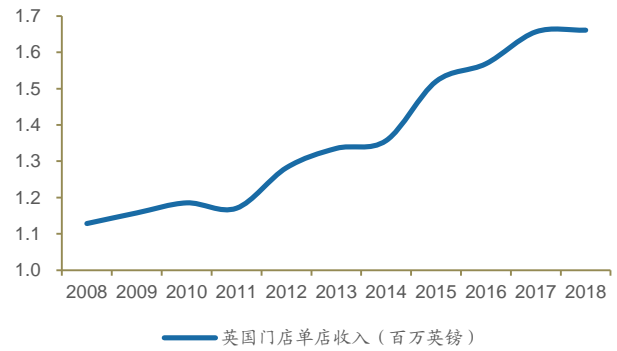


图35: 英国店铺单店收入 (FY2008-FY2018)

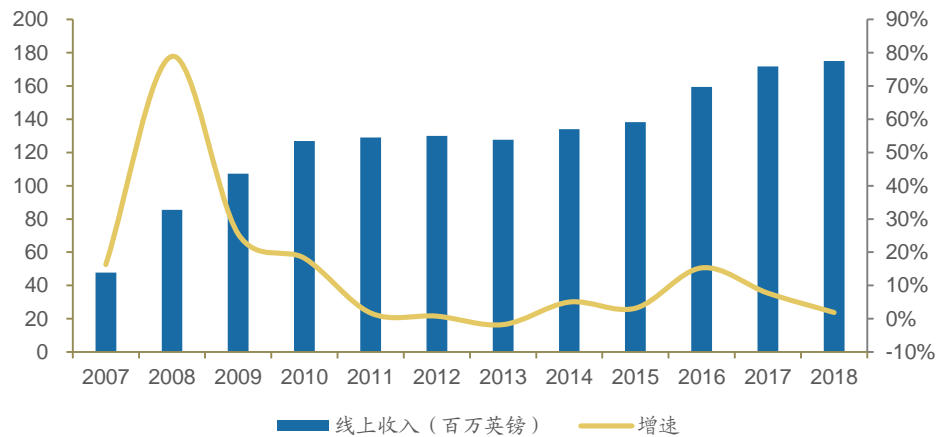


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

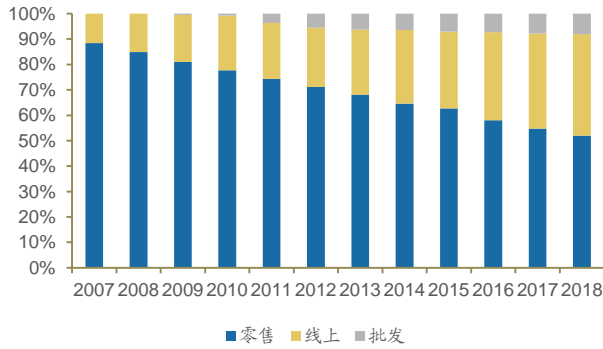
公司在2001年开始推出直售官网，2012年推出了新的线上销售平台，发力线上渠道。一方面为了应对蓬勃发展的在线零售商的强大压力，另一方面也为了减弱门店数量快速下降的负面影响。但公司产品价格不具备相对优势，制约了线下业务的增长。同时线上收入未出现爆发式增长，整体收入较为平稳，不能完全弥补线下收入快速下降带来的后果。

图36: 公司英国线上收入金额和增速 (FY2007-FY2018)



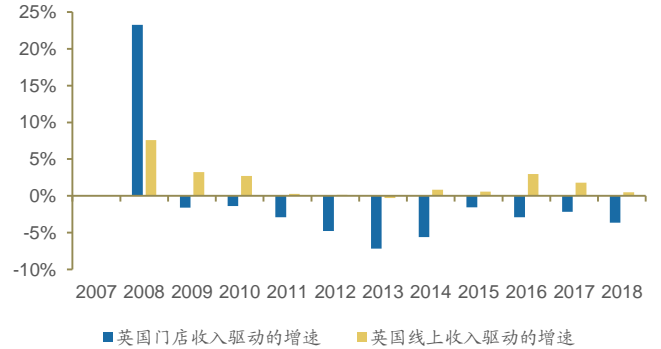
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图37: 公司英国各渠道收入占比 (FY2007-FY2018)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图38: 公司英国各渠道收入驱动增速 (FY2007-FY2018)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表 2: mothercare 品牌服装销售价格不具备相对优势

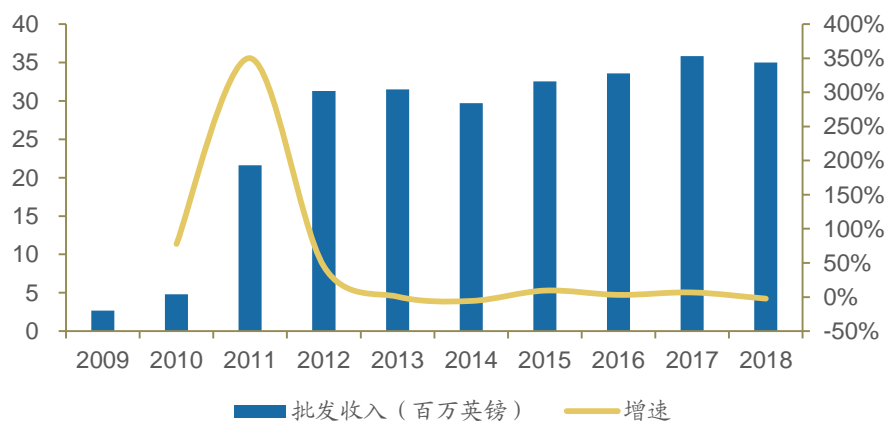
	童装连衣裙	童装长裤	童装T恤
New Look	 Girls Yellow Floral Bardot Midi Dress £ 4-20	 Green Camo Print Utility Trousers £ 8-23	 Blue Tie Dye Get Lost Slogan T-Shirt £ 7-13
H&M	 2-pack jersey dresses £ 2-9.9	 CONSCIOUS Jozeans £ 5-15	 2-pack T-shirts £ 4-15
M&S	 2 Piece Pinafore & Top Outfit (3 Months - 7 Years) £ 6-35	 3 Pack Striped Leggings (3 Months - 7 Years) £ 3-25	 Pure Cotton Unicorn T-Shirt (3-16 Years) £ 4-25

<p>Matalan</p>	 <p>Girls Broderie Hem Dress (4-13yrs)</p> <p>£ 3.5-38</p>	 <p>Girls Souture Marble Space Dye Sports Hoodie (4-13yrs)</p> <p>£ 4.5-16</p>	 <p>Girls Souture Marble Space Dye Sports Hoodie (4-13yrs)</p> <p>£ 3-12</p>
<p>Mothercare</p>	 <p>River Island Mini Girl pink stripe cami top outfit</p> <p>£ 9-45</p>	 <p>Grey Spotty Jeans</p> <p>£ 5-24</p>	 <p>Mothercare Boy's T-Shirt</p> <p>£ 5-17</p>

数据来源：各品牌销售官网，广发证券发展研究中心

此外，mothercare开始在英国本土与Boots等大型零售连锁商店合作，将产品批发给其他零售商，发展批发业务，但批发业务整体规模较小，且基本保持稳定，难以带动整体销售提升。

图39：公司英国批发收入情况（FY2009-FY2018）



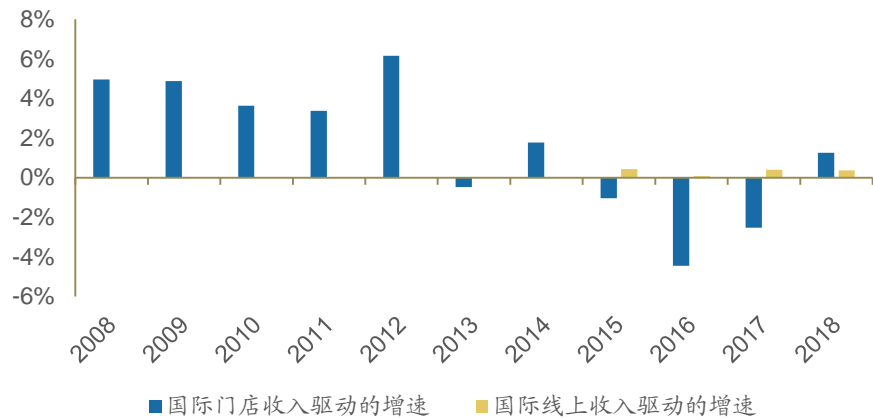
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

3. 未能实现国际业务深耕，后期全球市场竞争力减弱

2012年以后，传统成人服饰品牌也在不断扩张儿童业务产品线，同时多个全球品牌开始加速全球扩张，瞄准消费潜力巨大的发展中国家市场。mothercare虽然进

入国际市场较早，但未能在母婴用品市场形成有效壁垒，导致后期竞争力逐步下降，国际市场竞争力下滑，国际业务收入逐步降低。

图40: 公司国际渠道收入驱动增速 (FY2007-FY2018)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

五、投资建议

回顾mothercare的历史，2003年至今英国母婴行业预计整体市场规模并未发生萎缩，以童装为例，甚至有小幅增长，但mothercare的业绩却经历了较大的起伏，市场地位，2008年童装高踞第二，童鞋进入前十，但2018年童装下滑至第五名，童鞋则跌至二十名，因此企业自身经营的成功和失误是导致最终结果的主要原因。目前国内童装行业景气度高，2013-2018年行业零售额复合年均增长11.02%，是为数不多的双位数增长的服装子行业，但对于童装企业来说仍需要注重渠道创新（或者对于新兴渠道的积极尝试），品类延伸，和海外市场拓展，另外在快速发展，规模不断扩大的同时，尤其要重视供应链的管理、品质的把控、单店效益的提升、和海外市场的深耕。投资方面建议关注行业龙头森马服饰。公司旗下巴拉巴拉品牌在国内童装市场位居第一，覆盖0-14岁儿童全年龄段，定位在中等收入小康之家，且除童装外，近年在童鞋、家居等品类方面不断深耕。供应链方面，继续推动供应体系改革，与优质供应商深度合作，推行集成采购，反季下单，合作研发，精益生产，不断优化供应链体系，实现产品的品质、专业度和运营效率的升级，通过建立快速追、翻单机制，构建灵活的供应链反应体系。渠道方面，持续推进本土渠道升级，积极与知名连锁购物中心开展战略合作，布局中高端渠道，重点推动购物中心、百货和奥特莱斯渠道的发展，形成泛购物中心和专卖店及电子商务全渠道发展格局，加速线上线下全渠道融合，另外在香港和国际市场稳步扩张，逐步构建全球化运营能力。

六、风险提示

1. 宏观经济环境不景气风险

如果未来宏观经济环境恶化，消费景气度下行，消费者预期收入降低，将波及产品的终端需求，终端零售将承受较大压力，进而影响公司销售及盈利情况。

2. 市场竞争日益激烈的风险

母婴行业竞争较为激烈。代理商的普遍存在也使新进入者更容易进入市场，未来公司竞争对手数量可能进一步增加，如果公司不能及时预测和响应消费者不断变化的需求，建立并保持良好的品牌知名度，可能会对公司的竞争地位和业务产生不利影响。

3. 合作经营伙伴不稳定风险

公司国际特许经营业务收入占比较高，在国际业务方面主要依赖当地的合作伙伴，且特许经销商数量较多，分布广泛。公司未来如果与合作伙伴合作关系的稳定性出现问题，公司终端销售和经营业绩将面临风险。

4. 产品质量风险

公司产品主要依赖外采，供应商较多，历史上曾数次出现产品质量不合格的问题。如果未来公司产品质量及安全方面出现问题，将严重损害公司的品牌形象，对终端销售产生较大负面损害。

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

赵颖婕：资深分析师，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

胡幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018年进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	北京市西城区月坛北 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。