

## 对比日企，探讨名创优品的发展潜质



## 核心观点

- **百元店标杆 Seria：严控供给侧质量，把握需求侧变化，成本控制、盈利能力、运营能力优秀。** Seria 是日本第二大百元店品牌，长期保持着稳定健康的发展，截至 2020 财年，Seria 在日本国内门店共计 1679 家，实现营业收入 1815 亿日元，净利润 121 亿日元。公司毛利率超 40%，净利率超 6%，严控成本实现优秀盈利能力。供给侧方面，公司精选 SKU，保证商品价低质优，并且保持 SKU 高频迭代；需求侧方面，公司满足差异化需求，精准定位核心客群，保障复购率及消费粘性。再辅之以不断改进的商店支持系统，实现运营效率的持续提升。
- **良品计划：以“去品牌”建立品牌，全球化、多元化发展的优质连锁。**截至 FY2020，良品计划在全球拥有 965 家各类型门店，营业收入规模达到 1789 亿日元，净利润达到 169 亿日元。MUJI 自 1980 年形成自有品牌，1991 年起就走出日本开始全球扩张。公司在 2008-2012 年进入东亚市场，后逐步拓展至西亚、南亚、大洋洲等地区。良品计划产品矩阵丰富，多品类同步发展，以“去品牌化”为主要特征构建自身品牌力，并在原有杂货业态的基础之上持续拓宽自身经营门店的丰度和专业度，通过创造场景式消费体验来不断拓宽对接的消费群体。
- **对比日企，名创优品拥有成为中国杂货零售龙头企业的特质。**核心差异：具有特色的加盟模式。名创优品独创“零售伙伴”加盟模式，通过货品保证金制度和次日分成制度，绑定加盟合作伙伴，在以轻资产扩张的同时，保证对门店和品牌力的掌控。加盟制之下，名创优品虽然毛利率较低，但是承担更少的营费用，净利率水平更高。优质的形似性特征：1) 价格：低价为锚，抢占消费者心智，构筑核心竞争力，实现更高效的运营和更快的周转，名创优品在这个层面与 Seria 具备高度相似性。良品计划存在一定品牌溢价，因此在价格层面存在一定劣势。2) 扩店：同 Seria 相似在于，注重密集布店，扩店速度较快（良品计划的差异在于开店不重速度重成功率）。同良品计划相似在于通过全球化的布局打开成长空间，名创优品在欧美的收入占比已经超过了 15%，较良品计划的 3.7% 更高，在发达国家的布局效果已经优于良品计划。

## 投资建议与投资标的

- 本文就中国与日本两国杂货业的三家优质企业进行了公司层面的剖析。名创优品与 Seria 和良品计划拥有很多优质的相似性，且存在特殊加盟制这一核心差异。名创优品(MNSO.N，增持)作为品牌杂货零售赛道的龙头企业，在供应链、加盟管理、品牌形象等方面具备核心壁垒，建议持续关注。

## 风险提示

- 疫情影响持续；行业竞争加剧；宏观经济形势变动；盈利能力不及预期

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

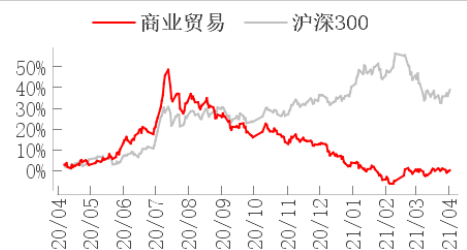
行业

商业贸易行业

报告发布日期

2021 年 04 月 06 日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888\*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

联系人

崔凡平

021-63325888\*6065

cuifanping@orientsec.com.cn

## 目 录

1 Seria：日本百元店标杆企业.....	5
1.1 日本第二大百元店品牌，长期稳健发展 .....	5
2.2 严格控制成本，盈利能力优秀 .....	9
2.3 严控供给侧质量，把握需求侧变化 .....	10
2 良品计划：全球化、多元化发展的品牌连锁 .....	12
2.1 门店全球化布局，公司增长稳健 .....	12
2.2 多元化发展路径，“去品牌”的品牌定位清晰 .....	13
3 对比日企，名创优品成就中国杂货零售龙头 .....	15
3.1 核心差异：名创优品具有特色的加盟模式.....	15
3.2 优质特征 1：低价为锚，高周转高效率.....	18
3.3 优质特征 2：全球布局，快速展店，打开空间 .....	20
投资建议.....	21
风险提示.....	21

## 图表目录

图 1: 日本百元店发展历史 .....	5
图 2: TOP4 百元店市场规模 (十亿日元) .....	6
图 3: Seria 发展大事记 .....	7
图 4: Seria 门店增长情况 .....	7
图 5: Seria 营收规模及增速 .....	8
图 6: Seria 利润规模及增速 .....	8
图 7: Seria 的市值历史变化 .....	8
图 8: Seria 的 PE 历史变化 .....	8
图 9: Seria、CAN DO、WATTS 期末现金 (十亿日元) .....	9
图 10: Seria、CAN DO、WATTS 经营现金 (十亿日元) .....	9
图 11: Seria 毛利率领先同业 .....	9
图 12: Seria 商品结构持续调整 .....	9
图 13: Seria 正式员工、临时员工占比结构 .....	10
图 14: Seria 营运成本结构 .....	10
图 15: Seria 产品种类丰富 .....	10
图 16: Seria 应付账款周转率同业最高 .....	10
图 17: Seria 门店设计 .....	11
图 18: Seria 顾客满足度逐年提升 .....	11
图 19: Seria 产品研发系统 .....	11
图 20: Seria 存货周转天数逐年降低 (天) .....	11
图 21: Seria 门店支持系统 .....	12
图 22: Seria、CAN DO、WATTS 应收账款周转天数对比 .....	12
图 23: MUJI 全球门店 .....	12
图 24: 良品计划营收规模及增速 .....	12
图 25: 良品计划 (MUJI) 全球化布局历史 .....	13
图 26: MUJI 门店分布 (FY2019) .....	13
图 27: MUJI 门店分布 (FY2020) .....	13
图 28: MUJI 产品矩阵 .....	14
图 29: 良品计划营收结构 .....	14
图 30: 良品计划生活杂货类营收结构 .....	14
图 31: Seria 门店结构 .....	16
图 32: 良品计划门店结构 .....	16
图 33: 名创优品门店结构 .....	16

图 34: Seria、无印良品、名创优品毛利率 .....	18
图 35: Seria、无印良品、名创优品净利率 .....	18
图 36: Seria 产品种类丰富 .....	19
图 37: Seria、无印良品、名创优品库存周转天数.....	19
图 38: 名创优品、Seria、良品计划总门店数量 .....	20
图 39: 名创优品海内外门店分布情况.....	20
图 40: 良品计划海内外门店分布情况.....	20
图 41: 名创优品全球各区域收入占比 (FY2020) .....	21
图 42: 良品计划全球各区域收入占比 (FY2020) .....	21
表 1: 主要百元店品牌对比 .....	6
表 2: 良品计划消费场景不断扩展 .....	15
表 3: 名创优品单店模型.....	17
表 4: 名创优品商角度单店收益.....	17
表 5: 加盟商角度单店收益.....	18
表 6: 良品计划降价情况.....	19

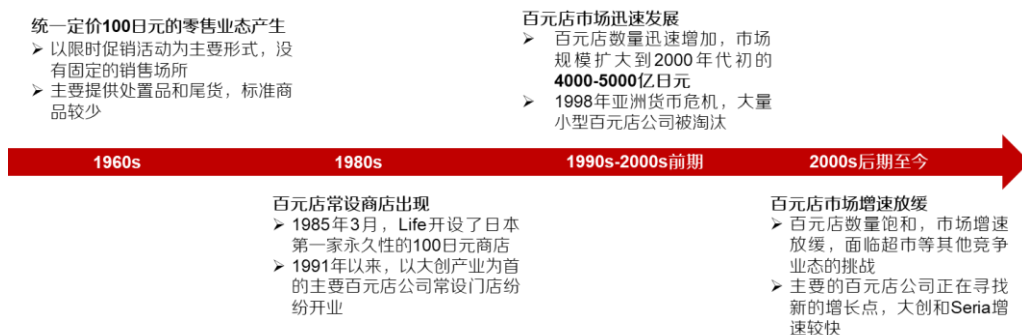
在之前发布的《对比日本，中国杂货零售的发展之思》一文中，我们已经通过对日本杂货业的详细分析，梳理和讨论了中国杂货业的发展前景。本文，我们从公司层面出发，就 Seria 和无印良品这两家优秀的日本展开讨论。其中 Seria 是日本百元店业态的标杆企业，凭借全方位的数字化运营系统和优秀的库存管理能力，长期保持稳健的发展趋势。无印良品以生活杂货起家，已经成为全球化发展，极具品牌效应的综合性零售商。对比上述两家企业与名创优品的异同，探讨名创优品作为中国的杂货业龙头发展的潜力。

## 1 Seria：日本百元店标杆企业

### 1.1 日本第二大百元店品牌，长期稳健发展

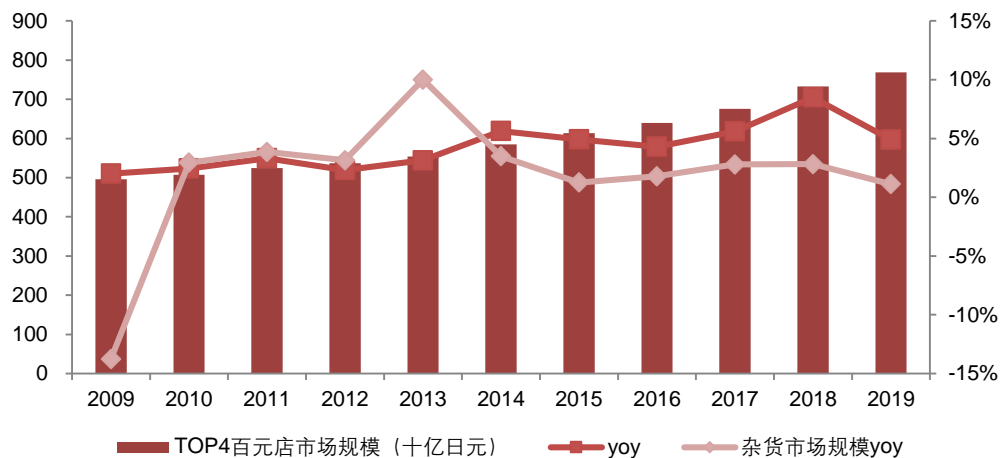
日本百元店自 1990s 快速崛起，成为杂货零售重要细分行业。日本百元店的突出特征是统一定价 100 日元，商品范围覆盖食品、厨房用品、家居饰品、美妆品、文具、宠物用品等。百元店业态最早萌芽于 20 世纪 60 年代，这一阶段中百元店以限时促销为形式，没有固定销售场所，销售货品也以处置品和尾货为主，规模较小，关注度较低，也没有得到消费大众的认可。但是随着日本第三消费阶段到来，经济增长大幅降速，泡沫经济破裂，日本的消费重归理性，追捧名牌的热潮退去，民众普遍进入“消费降级”的状态。进入 1990s 后，Daiso（大创）、Seria、Watts、Can do 先后成立，百元店常设门店数量迅速增加，逐步成为主流业态，20s 年代初市场规模已经增长至 4000 亿日元。

图 1：日本百元店发展历史



资料来源：Shared Research，东方证券研究所

百元店成为杂货业主流业态，增长超越行业平均水平。百元店自 1990s 崛起，始终保持着出色的增长速度，根据 Shared Research 统计，自 2008 年至 2019 年百元店市场规模由 4955 亿日元增长至 7689 亿日元，复合增速达到 4.08%，超越杂货业市场规模复合增速的 2.99%，同期日本零售市场增长低迷，复合增速仅为 0.79%。把时间维度拉近到 2015 年之后，百元店较行业平均水平的表现更为出色，2015-2019 年的增长分别达到 4.92%、4.30%、5.61%、8.49%、4.90%，同一时期杂货业市场规模增速分别为 1.25%、1.78%、2.79%、2.81%、1.11%。

**图 2：TOP4 百元店市场规模（十亿日元）**


资料来源：Shared Research，东方证券研究所

日本百元店的竞争格局基本成熟，四家企业占据近全部的市场份额。这四家企业分别是 Daiso、Seria、Can Do 和 Watts。这四家成立于 1990s 的百元店企业，经历过 1998 年亚洲金融危机的洗礼，从众多小型百元店企业中脱颖而出，成长至今形成了稳定的行业竞争格局。上述四家企业占据近全部的百元店市场份额，其余仅有少数规模极小、未形成连锁的百元店企业。大创（Daiso）是日本百元店行业的绝对龙头，2019 年占率超 60%，截止 2020 年 3 月 Daiso 共开设 5741 家门店，截止目前，Daiso 仍未上市。从门店数量、经营情况等多方面因素考量，Daiso 和 Seria 是百元店业态中的标杆企业，较另外两家头部企业 Can Do 和 Watts 具有一定的优势。

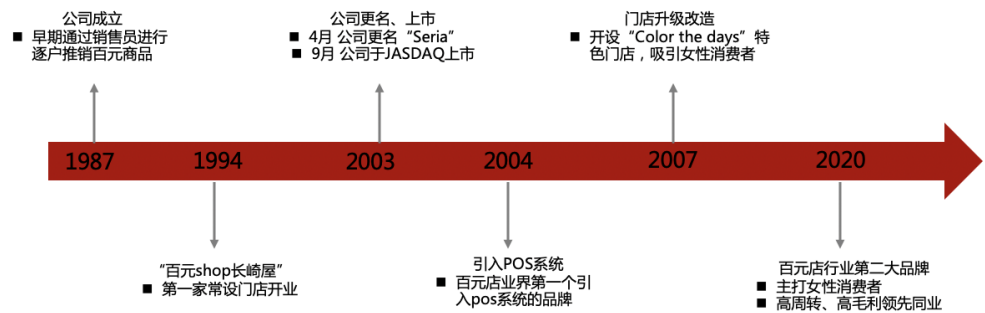
**表 1：主要百元店品牌对比**

	Daiso	Seria	Can Do	Watts
成立时间	1991 年	1994 年	1997 年	1995 年
SKU	50,000+	22,000+	20,000+	6,000+
店铺数量	5,741 (含海外 2,248)	1,679	1,050 (含海外 8)	1,240 (含海外 83)
销售额 (百万日元)	501,500	181,476	71,297	52,796
净利润 (百万日元)	-	17,604	1,193	1,769
净利率	-	6.1%	1.7%	3.4%
特点	百元店第一品牌，店铺数量及销售额最高，积极进行海外扩张	使用 POS 系统，出色的库存管理能力，女性视角产品设计	近年来发展陷入瓶颈，海外扩展及 POS 系统不成功	坚持低成本、小门店运营，part-time 门店

资料来源：Shared Research，公司官网，东方证券研究所（注：Daiso、Seria 财务数据截止 2020 年 3 月，CAN DO 截止 2019 年 11 月，Watts 截止 2019 年 8 月）

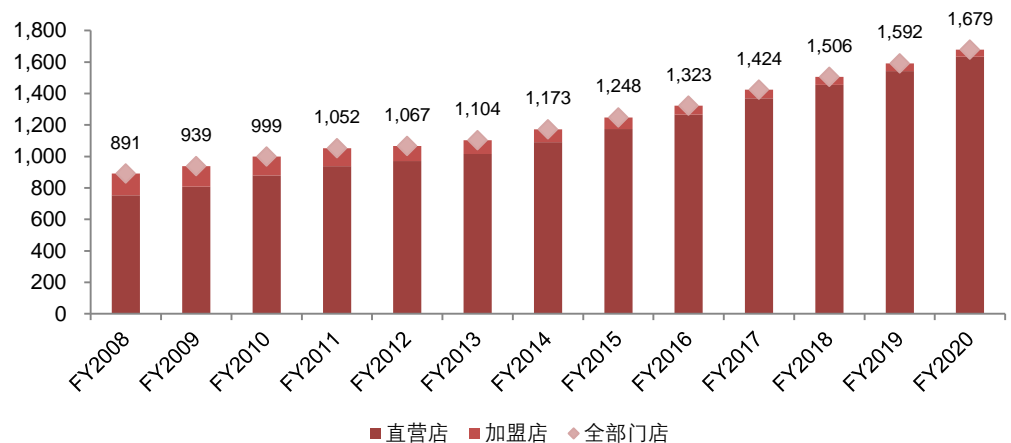
**Seria 是日本第二大百元店品牌，长期保持着稳定健康的发展。**Seria 的前身最早成立于 1987 年，早期通过销售员上门推销百元商品。1994 年，公司正式成立，以“百元 shop 长崎屋”的名称开设了第一家常设门店。2003 年，公司正式更名为 Seria，并于 JASDAQ 上市。Seria 作为百元店的标杆企业，其经营类目广泛，包括且不限于食品、化妆品、生活用品、小五金、厨具、文具等，门店 SKU 在 22000+ 的水平。Seria 在早期发展过程中采取直营店与加盟店并举的战略，门店数量高速扩张。2015 年以来，公司经营重心完全转移至直营店，加盟店规模持续收缩，但店铺总体规模继续保持稳定的增长，截至 2020 财年末，Seria 在日本国内门店共计 1679 家，其中直营店 1633 家，加盟店 46 家，是行业内第二大百元店品牌。

图 3: Seria 发展大事记



资料来源：公司官网，东方证券研究所

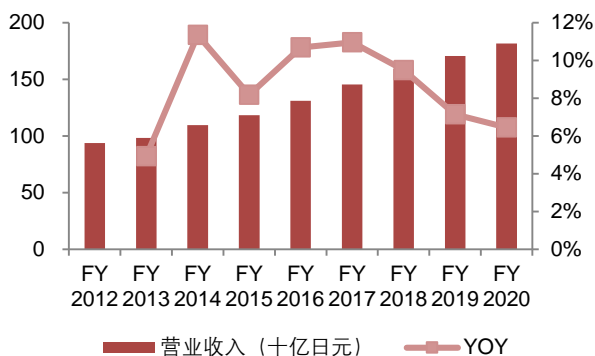
图 4: Seria 门店增长情况



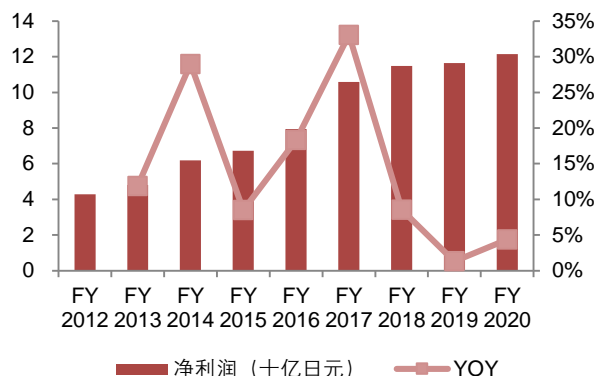
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**Seria 营收、利润增长稳健，资本市场表现优秀。**2020 财年，Seria 实现营业收入 1814.76 亿日元，同比增长 6.45%，净利润 120.70 亿日元，同比增长 6.70%。自 2012 财年以来，公司的营收与净利润始终保持着稳健的增长，在这 8 年间的 GAGR 分别为 8.62% 和 13.89%。健康稳定的长

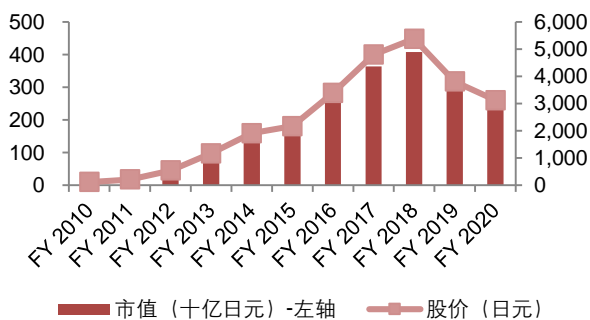
期成长能力也让公司在资本市场表现亮眼，截止 FY2018，公司的市值已经较 FY2010 增长了超过 40 倍。

**图 5: Seria 营收规模及增速**


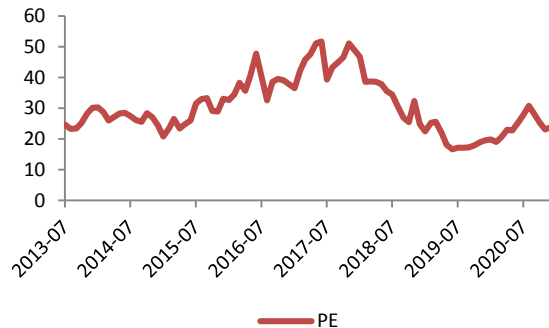
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

**图 6: Seria 利润规模及增速**


资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

**图 7: Seria 的市值历史变化**


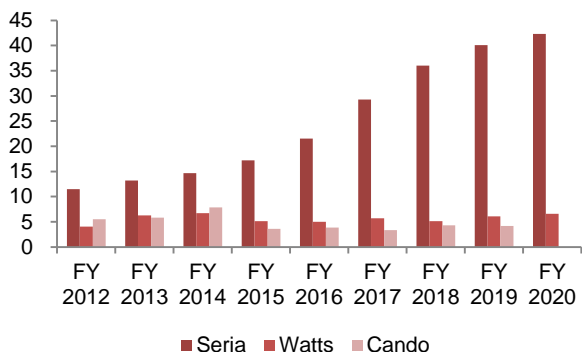
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

**图 8: Seria 的 PE 历史变化**


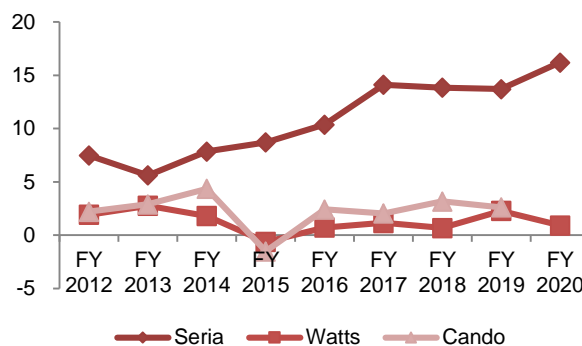
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

**Seria 资金储备充沛，扩张潜力充足。**对比已经上市的 Seria、Can Do 和 Watts 这三家企业。Seria 的现金储备状况大幅优于 CAN DO 和 WATTS，2020 财年末现金为 422.88 亿元，经营活动产生的现金流为 162.02 亿日元。同期，CAN DO/WATTS 现金留存分别为 41.9/60.75 亿日元，经营活动产生的现金流分别为 26.13/22.79 亿元。稳定的现金储备，强大的经营性现金流支撑，使得 Seria 的现金储备状况大幅优于同业公司。同时，考虑到 Seria 的单店开店成本仅为 4000 万日元，其扩张潜力充足。



**图 9: Seria、CAN DO、WATTS 期末现金 (十亿日元)**


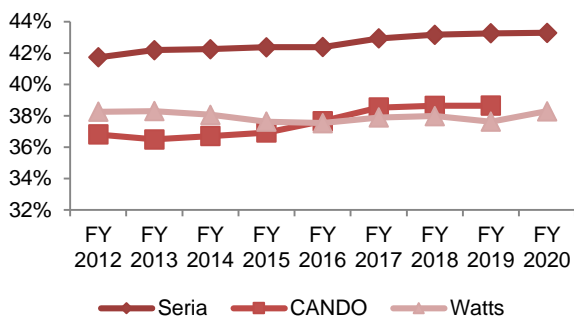
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

**图 10: Seria、CAN DO、WATTS 经营现金 (十亿日元)**


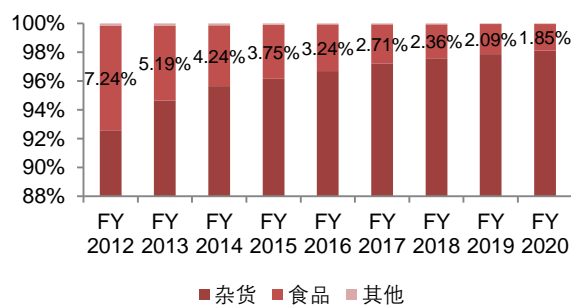
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

## 2.2 严格控制成本，盈利能力优秀

毛利率超 40%，净利率超 6%，盈利能力优秀。由于百元店使用百元均价定价法，终端价格固定，因此盈利只能通过控制成本实现，但是控制成本又可能对商品质量造成负面影响。Seria 在成本与质量方面实现了理想的平衡，通过海外采购、大额采购、现金结算、盈亏品类搭配等方式，实现了超过 40% 的毛利率（零售业态中极高的水平）。从近几年趋势来看，Seria 正在缩减毛利率相对更低的商品在商品结构中的比例。

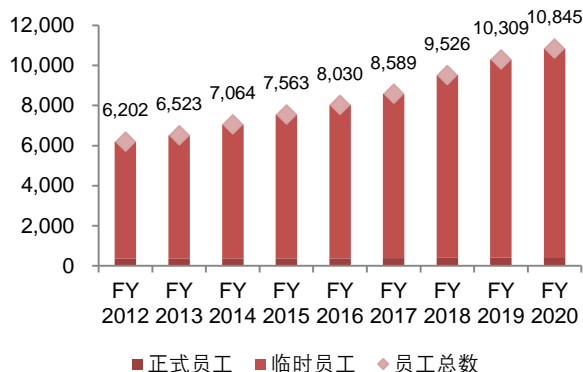
**图 11: Seria 毛利率领先同业**


资料来源: Bloomberg, 公司官网, 东方证券研究所

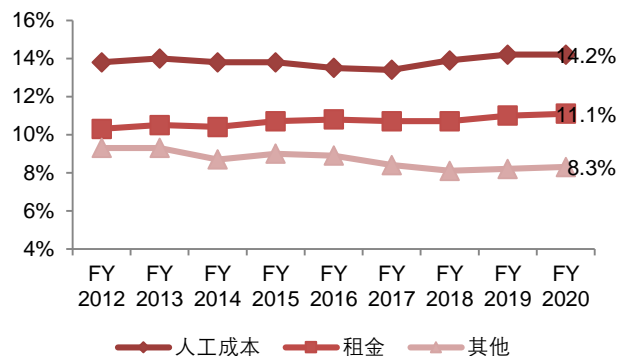
**图 12: Seria 商品结构持续调整**


资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

适应日本国情大量采用兼职员工，压缩营运成本。截至 2020 财年末，Seria 共有 434 名正式员工，10411 名临时员工。由于日本人力成本较高，通过大量雇佣临时员工，Seria 可以将人工费用控制在 14% 左右的较低水平，从而使得公司整体营运成本维持在 33% 左右。

**图 13: Seria 正式员工、临时员工占比结构**


资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

**图 14: Seria 营运成本结构**


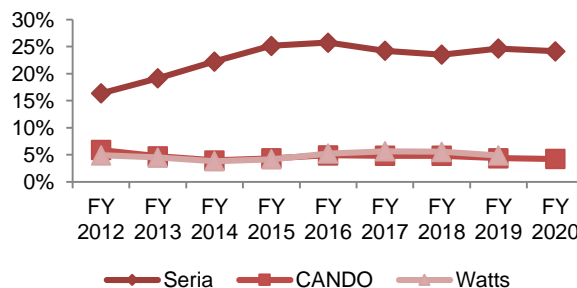
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

### 2.3 严控供给侧质量，把握需求侧变化

**精选 SKU，保证商品价低质优。**相较于 DAISO 超 7 万件 SKU，Seria 的 SKU 总量仅为 2 万件左右，通过高效的库存分析系统，保证在架产品适销对路。商品涵盖家居饰品、厨房用品、美妆品、文具、手工艺品等多个领域，能够满足各年龄层消费者差异化需求。Seria 10% 的产品为自有品牌，主要发挥品牌作用，另外，Seria 与超过 180 家供应商保持密切合作，大部分商品研发部门与供应商共同设计研发，保证产品质量。Seria 为供应商提供更好的结算条件，多采用现金结算，应付账款周转率可比公司最高，也帮助公司进一步压缩采购成本。

**图 15: Seria 产品种类丰富**


资料来源: 公司官网, 东方证券研究所

**图 16: Seria 应付账款周转率同业最高**


资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

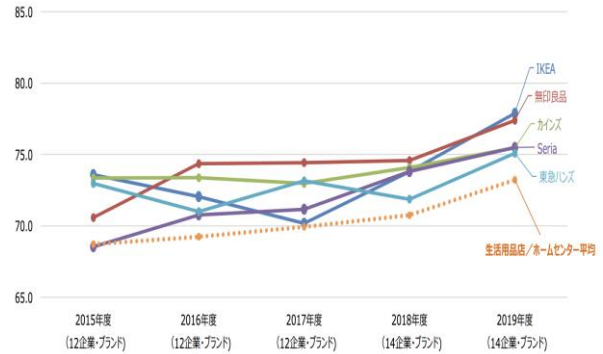
**满足差异化需求，精准定位核心客群。**相较于其他百元店，Seria 更关注女性消费群体。一方面在店铺设计上，Seria 门店明亮、精致，商品陈列采用适合女性身高的低层货架；另一方面，在商品开发方面注重外观设计，通过 POS 系统反馈顾客意见，产品兼具美观和实用性。Seria 也会根据季节变化推出各类限定商品，定期举办上新和推销活动，提升门店吸引力。Seria 在 JCSI 顾客满意度调查中评分逐年提升，并始终保持百元店行业第一。

图 17: Seria 门店设计



资料来源：公司官网，东方证券研究所

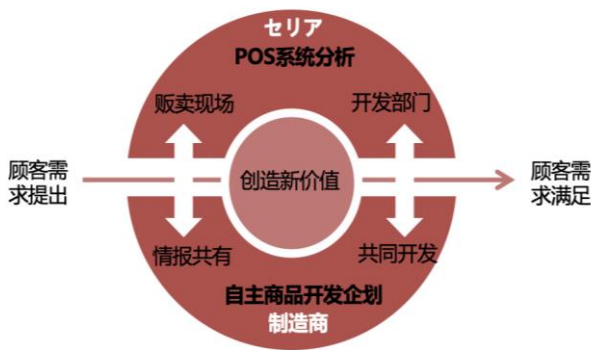
图 18: Seria 顾客满意度逐年提升



资料来源：JCSI 日本版顾客满意度指数，东方证券研究所

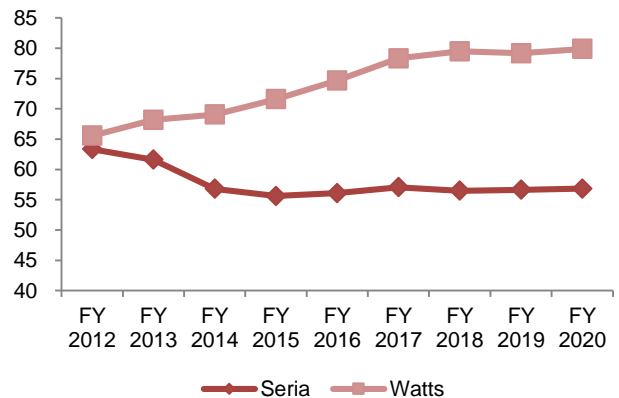
商品更新迭代频繁，提升复购率及消费粘性。Seria 每月上新产品 500-700 种，可以有效吸引消费者，提升消费粘性和复购率。公司自 2004 年起引入销售终端分析程序 POS 分析消费者需求和喜好程度，根据实际消费趋势与制造商紧密合作，有针对性地开发新商品，及时关停滞销商品生产线，保证商品的快速流通，有效降低库存压力。

图 19: Seria 产品研发系统



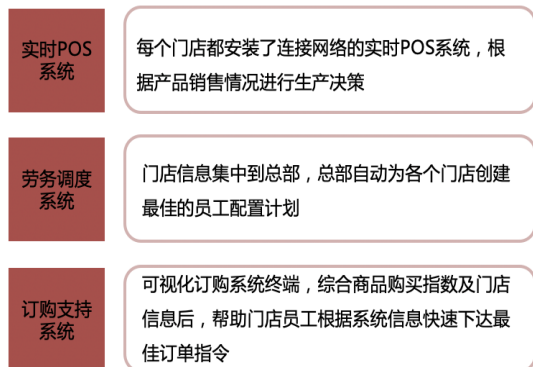
资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 20: Seria 存货周转天数逐年降低 (天)

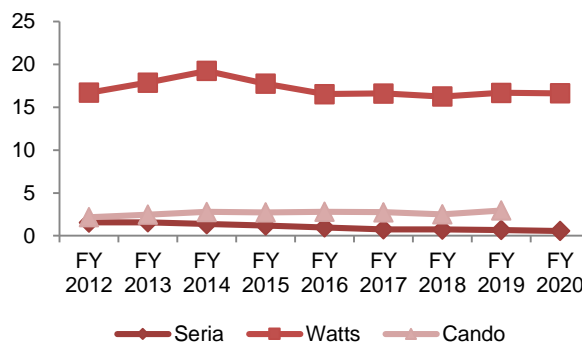


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

不断改进商店支持系统，实现门店效率优化。Seria 是百元店第一个引进实时 POS 系统的品牌，通过系统的进行销售、存货预测以及和实际库存对比调整，实现高效的商品订购和存货管理。Seria 还开发了劳务调度系统和一键式订购支持系统，由总部进行人力资源管理和订购管理。一方面精简门店日常工作量，基层员工能够集中于客户服务上；另一方面，门店管理不必依赖单个员工的经验或直觉，提升管理效率。受益于全方位的门店支持系统，Seria 商品生产、配送以及门店展示等多个环节运营效率显著提高。

**图 21: Seria 门店支持系统**


资料来源：公司官网，东方证券研究所

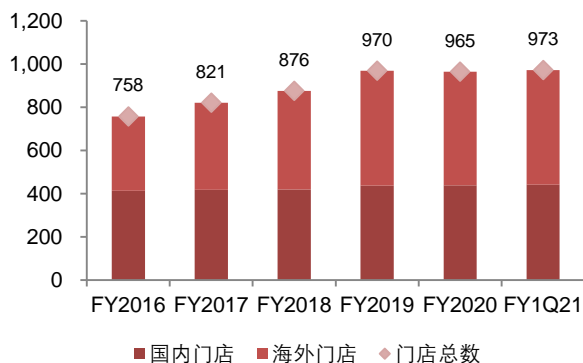
**图 22: Seria、CAN DO、WATTS 应收账款周转天数对比**


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

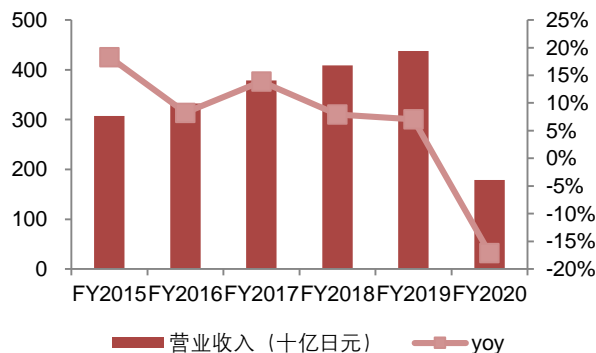
## 2 良品计划：全球化、多元化发展的品牌连锁

### 2.1 门店全球化布局，公司增长稳健

百货自有品牌起家，发展成为全球知名连锁杂货品牌。良品计划（无印良品母公司）是全球知名的日本杂货品牌，最初为 1980 年西友百货推出的自有品牌，主营生活杂货及服饰。坚持“因为合理，所以便宜”的品牌理念，在二十世纪后期日本经济陷入低迷时期迅速发展壮大，1989 年良品计划从西友集团独立，2000 年于东京证券交易所第一市场部上市。截至 FY2020 末（公司于 2020 年调整财年跨度，FY2020 财年包括时间为 2020 年 3 月-2020 年 8 月），良品计划在全球拥有 965 家各类型门店，营业收入规模达到 1789 亿日元，净利润达到 169 亿日元。FY2019 年营业收入规模达到 4378 亿日元，净利润达到 233 亿日元。

**图 23: MUJI 全球门店**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 24: 良品计划营收规模及增速**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

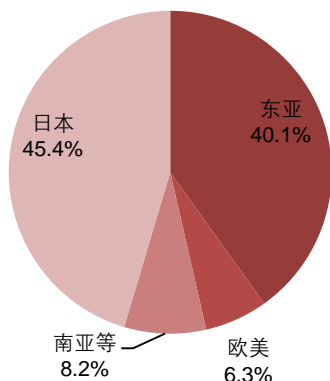
**全球化发展战略清晰，多年布局后业务遍布全球。**良品计划集团业务包含杂货门店、餐厅、酒店等，覆盖全球近 30 个国家和地区。MUJI 杂货门店作为公司主力业态，也已经形成了全球化的布局。从公司战略层面来看，全球化发展的思路清晰，MUJI 自 1980 年形成自有品牌，1989 年独立为公司开始运营，从 1991 年起就走出日本，开始全球性的扩张。公司在 2008-2012 年进入东亚市场，基本完成了主要国家的覆盖。除此之外，MUJI 也已经逐步将门店拓展至西亚、南亚、大洋洲等地区。

**图 25：良品计划（MUJI）全球化布局历史**



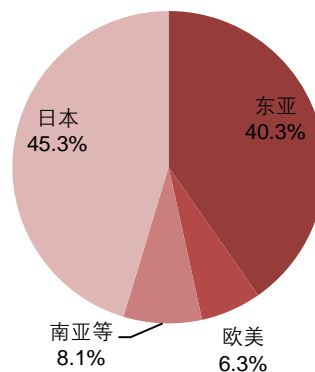
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 26：MUJI 门店分布（FY2019）**



资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 27：MUJI 门店分布（FY2020）**



资料来源：公司公告，东方证券研究所

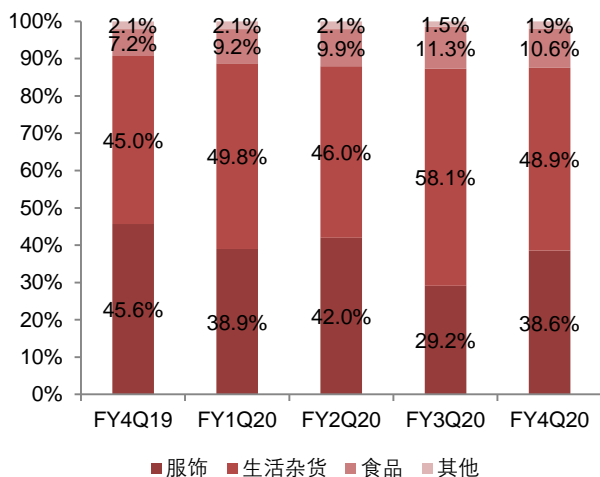
## 2.2 多元化发展路径，“去品牌”的品牌定位清晰

**产品矩阵丰富，多品类同步发展。**良品计划集团营收主要围绕服饰、生活杂货、食品三大品类。MUJI 作为集团最主要经营单位，产品主要聚焦于服饰及生活杂货，营收占比接近 90%。服饰类占比集团收入约 40%，其中包含男士、女士、婴童、饰品等品类。生活杂货占比集团收入约 50%，其中包含家居、室内、家具、日用、美容护肤等品类，美容护肤品占比生活杂货比重约 30%，是最为重要的细分品类。从产品结构上看，良品计划所囊括的品类几乎涵盖了消费者日常所需的可选品及必选品（包括食品）。

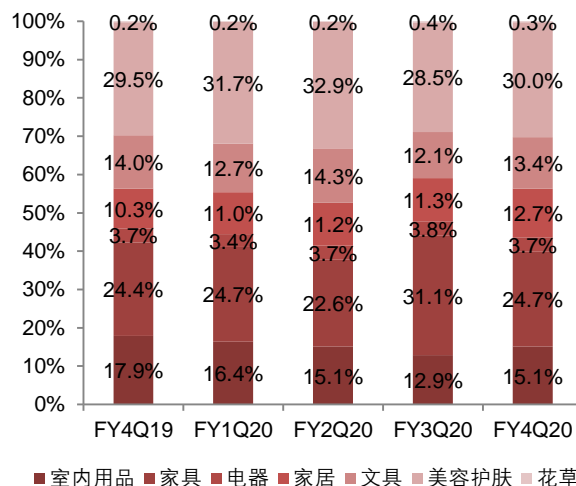
**图 28: MUJI 产品矩阵**

时尚	婴童	家具&室内	美容&健康	日用
女士	婴幼儿	储物	护肤	厨卫
男士	儿童	桌椅	美妆	清洁
.....	.....	.....	.....	.....

资料来源：公司官网，东方证券研究所

**图 29: 良品计划营收结构**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 30: 良品计划生活杂货类营收结构**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**独特品牌定位，场景式消费体验传递生活理念。**良品计划自成立初期起坚持“精选材质、修改工序、简化包装”的原则，弱化品牌 LOGO，以“去品牌化”为主要特征，不追求流行趋势，回归产品的本身价值，减少生产流通过程中各环节的浪费，提供合理低价的产品。良品计划在不断尝试跨界创新，2000 年进军餐饮业，开设第一家 Café&meal MUJI，扩展消费场景。此外，在原有杂货业态的基础之上，MUJI 仍在持续拓宽自身经营门店的丰度和专业度，“MUJI+X”类型的新型业态不断被开发创造。这其中包括在机场、高铁站的 MUJI to GO；专售香水、化妆品的 MUJI Beauty；主题书店类型的 MUJI Book；采用点餐制，适宜家庭餐饮和聚餐的 MUJI Dinner；房舍全部采用 MUJI 旗下产品的中高端酒店 MUJI Hotel。基于集团公司独特的品牌定位，MUJI 通过创造场景式消费体验来不断拓宽对接的消费群体，并通过传递生活理念非方式加深与消费的绑定程度。

**表 2：良品计划消费场景不断扩展**

时间	品牌	主要业务
2000.03	Café&meal MUJI	“素之食”为主题的咖啡简餐厅
2006.08	IDE	家具销售、室内装修设计
2008.03	MUJI to GO	开设在机场、车站内，专门针对流动人群开设的小型店铺，提供行李箱、便携旅行用品等
2009.10	MUJI com	开设在车站、地铁站内，专为通勤人群开设，门店面积在 10-20 平米左右
2010.03	MUJI Beauty	专售香水、化妆品等
2011.11	Found MUJI	搜集全球民间匠人手工品，进行改造和销售
2015.03	MUJI BOOKS	书店，挑选与无印良品品牌理念一致的书籍，包含 11 个主题
2017.06	MUJI Dinner	中高端餐厅，采用点餐制，适宜家庭餐饮和聚餐
2018	MUJI Hotel	中高端酒店，房品全部采用 MUJI 旗下产品

资料来源：公司公告，东方证券研究所

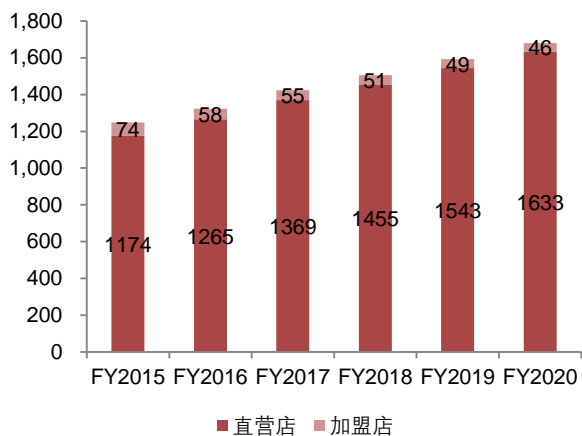
## 3 对比日企，名创优品成就中国杂货零售龙头

### 3.1 核心差异：名创优品具有特色的加盟模式

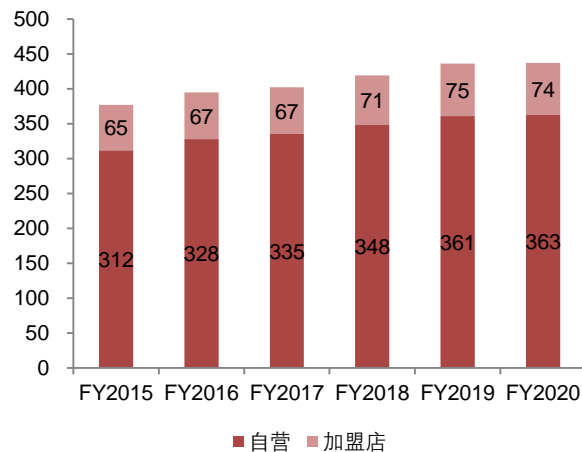
名创优品门店以加盟为主，轻资产快速扩张。对比 Seria 和良品计划，两者加盟店的比例均较低，名创优品 2015 年起开放加盟模式，门店规模迅速扩大，截至 2020 年底，国内共有 2768 家门店，其中加盟店 2763 家，以每家门店 75 万的货品保证金计算，公司货品保证金累计达到 20.7 亿元，充足的现金流帮助公司更好地实现产品和供应链升级。另外，名创优品的加盟模式属于其独创的“零售伙伴”加盟模式，结合了传统加盟模式和直营模式的优点，在以轻资产扩张的同时，保证了对门店和品牌力的掌控。具体来说，在零售伙伴模式下，加盟方选择合适门店地址后与名创优品签订三年合同，除初始投资外承担店铺日常运营支出，名创优品则负责货品成本及后台运营等其他费用，加盟方不享有门店运营权从而保证了总部对门店的强管控。

- （1）货品保证金制度：加盟方在加盟时需向名创优品支付一次性的货品保证金（单店 75 万元），此后每次门店进货加盟方无需支付货款，库存压力和市场经营压力由名创优品承担。合约期满后，名创优品将全额退还保证金。
- （2）次日分成制度：名创优品制定了明确的利润分成政策，每日营业额（扣税后）38%（食品类分成率为 33%）将于次日转入加盟商账户。

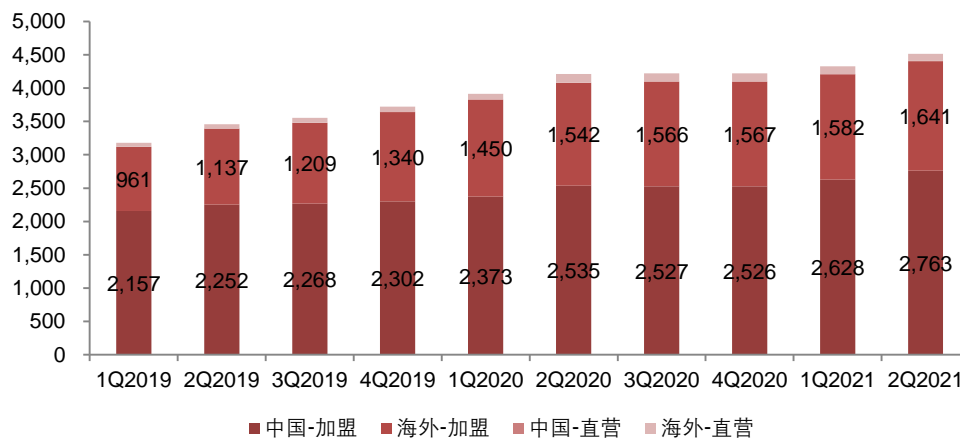


**图 31: Seria 门店结构**


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

**图 32: 良品计划门店结构**


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

**图 33: 名创优品门店结构**


资料来源: 公司官网, 东方证券研究所

在特殊加盟模式的商业模式中, 中性假设下, 公司毛利率 27.4%。我们以单店年营业额 550 万元的门店拆解上单店模型。对于成熟门店, 加盟商在门店装修、保证金方面初始投资约为 40 万元, 货品保证金 75 万元在 3 年合作到期后可返还。经测算, 门店端的营业利润率可以达到 26.9%。从名创优品视角进行进一步拆解, 公司在中性的假设下可以实现 27.4%左右的毛利率。



**表 3：名创优品单店模型**

项目	拆分项	数值
营业额	单店销售额（万元）	550
	单店营业收入（万元）	<b>479</b>
毛利	毛利率	55.0%
	成本（万元）	215
	毛利润（万元）	<b>263</b>
人工	员工人数（人）	8
	平均月薪酬（元/人/月）	5000
	年人工费用（万元）	<b>48</b>
租金	人工费用率	10.0%
	日租（元/日/平方米）	10
	年租金（万元）	<b>73</b>
折旧摊销	租金费用率	15.3%
	门店装修、货架等投入（万元）	40
	折旧、摊销年限（年）	3
水电	年折旧、摊销费用（万元）	<b>13.3</b>
	年水电等杂费（万元）	2.4
其他	其他费用（万元）	2.4
	营业利润（万元）	<b>128.8</b>
	营业利润率	26.9%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

**表 4：名创优品商角度单店收益**

项目	数值
收入分成比例	62%
单店收入（万元）	297
营业成本（万元）	215
毛利润（万元）	81
毛利率	27.4%

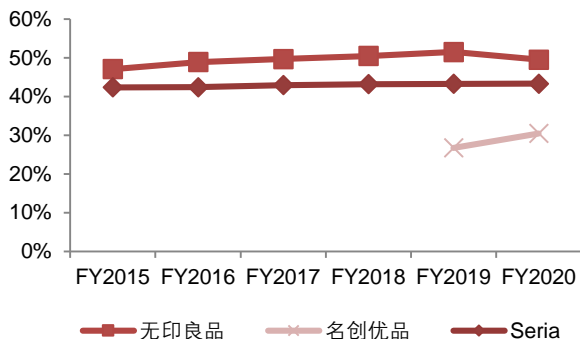
资料来源：公司公告，东方证券研究所

由于特殊加盟模式，名创优品毛利率低于 Seria 和良品计划，净利率高于 Seria 和良品计划。基于名创优品的次日分成制度，门店端的营业收入按照 68% 的比例分成后才计入公司收入，但是产品的营业成本全额计入公司成本，降低了毛利润水平，故公司的毛利率相对于以自营为主的 Seria 和良品计划更低。但是另一方面，由于租金、摊销、人工等实际在运营过程中产生的费用均由名创优品的加盟商合作伙伴承担，故公司的费用开支较 Seria 和良品计划更低。综合以上两个层面，在这种特殊加盟模式之下，名创优品相较于 Seria 和良品计划能够实现更高的净利率水平，具备更强的盈利能力。

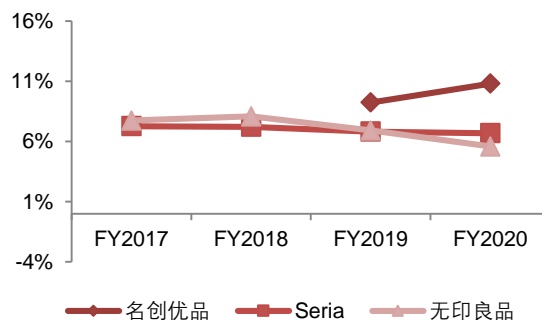
**表 5：加盟商角度单店收益**

项目	数值
收入分成比例	38%
单店收入（万元）	181.8
年人工费用（万元）	48.0
年租金（万元）	73.0
年折旧摊销费用（万元）	13.3
年水电等杂费（万元）	2.4
其他费用（万元）	2.4
特许权使用费（万元）	8.0
利润（万元）	34.7
月利润（万元）	2.9
利润率	19.1%
初始资本开支（万元）	40
货品保证金（万元）	75
回报周期（月）	14

资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 34：Seria、无印良品、名创优品毛利率**


资料来源：公司官网，东方证券研究所

**图 35：Seria、无印良品、名创优品净利率**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.2 优质特征 1：低价为锚，高周转高效率

**聚焦生活杂货，低价是核心竞争力。**从核心产品品类来看，名创优品与 Seria 产品均为生活杂货，主要提供包括家居用品、电子电器、文具礼物、包装配饰、休闲食品等 11 大品类。Seria 作为日本第二大的百元店，“低价”是产品最为显著的特征，在这一层面，名创优品虽然不是典型意义上的中国“十元店”，但是也为用户提供极具性价比的商品，通过价格层面的吸引力获得消费者的青睐。除此之外，针对于低价对利润端的压力，两者也均采用与知名 IP 联名的方式，提升一部分产品毛利率。低价为锚，抢占消费者心智，是名创优品与 Seria 非常具有一致性的战略打法，从事实上看，这种战略也展现了极佳的效果。

良品计划通过“去品牌化”实现了品牌化，但是价格层面在中国存在一定劣势。良品计划最初的战略思路是通过“去品牌化”减少流通环节的各种附加价值，回归产品本质。但是，在经过多年发展之后，MUJI 本身作为一个“去品牌化”的品牌开始出现品牌溢价，在中国出现了水土不服。自 2014 年开始，无印良品推行“新定价”措施，截止 2019 年良品计划在中国已经进行了 11 次降价。

**表 6：良品计划降价情况**

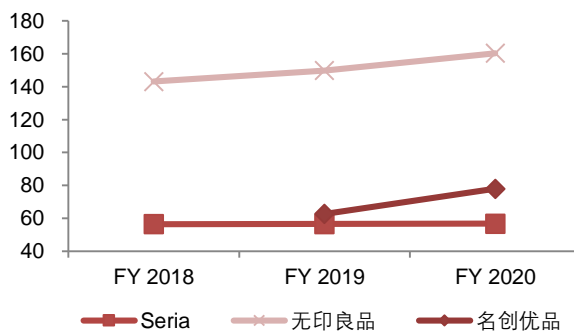
	调价类目	调价幅度
2014 年 10 月	生活杂货	平均降价 17.5%
2015 年 2 月	服装	降价 30-40 元
2015 年 8 月	服装	平均降价 20%
2015 年 12 月	生活杂货	平均降价 20%
2016 年 8 月	生活杂货、家居	平均降价 20%
2017 年 2 月	家居	降价 5-20%
2017 年 8 月	家居、食品、服装	2017 年 8 月
2018 年 2 月	文具	降价 15-20%
2018 年 9 月	服装、日用品	平均降价 20%，家居类近 40%
2019 年 1 月	服装、明星商品	平均降价 20%，香薰机系列 30%
2019 年 6 月	床品、T 恤、文具	床品降价 36%，文具近 50%

资料来源：天下网商，东方证券研究所

快周转、高效率降低库存压力，名创优品与 Seira 接近。在存货周转方面，名创优品和良品计划的差异更为明显。名创优品强调快周转，通过高效的供应链实现商品的 21 天全周转；产品研发方面，“711”战略使得公司每周都有新品，通过不断推陈出新提升门店吸引力。快周转和高效率，使得名创优品和 Seria 在毛利较低的情况下也能实现相对较高的净利率。而良品计划则是典型的 SPA 模式，所有产品都经过长周期的研发、反馈、生产，产品推新速度较慢，存货周转天数明显较名创优品、Seria 高。

**图 36：Seria 产品种类丰富**


资料来源：公司官网，东方证券研究所

**图 37：Seria、无印良品、名创优品库存周转天数**


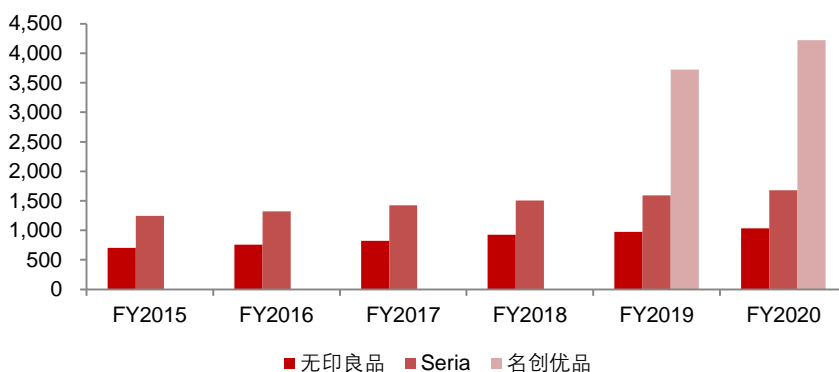
资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.3 优质特征 2：全球布局，快速展店，打开空间

我们认为，在门店扩张方面，名创优品集合了 Seria 和良品计划的优质特征。

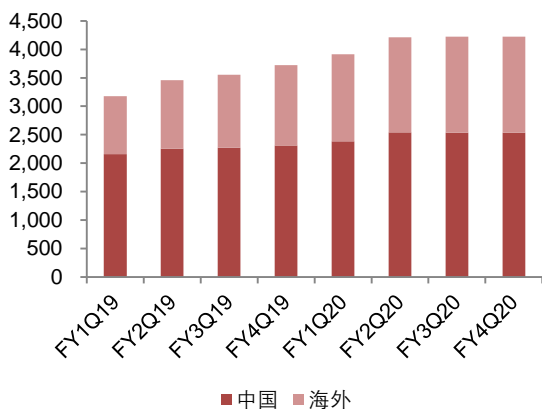
**Seria：**注重密集布店，扩店速度较快，与名创优品具有相似性。名创优品自成立以来维持着较高的新店增速，截至 2020Q4，国内外门店共计 4,514 家，除去疫情影响外，名创优品在海外每季度扩店超 130 家。根据公司规划，未来名创优品还将在国内三、四线城市快速展店。Seria 开店思路与此一致，截至 FY2020 末，国内门店共计 1,679 家，仅东京都内门店达到 84 家。

图 38：名创优品、Seria、良品计划总门店数量



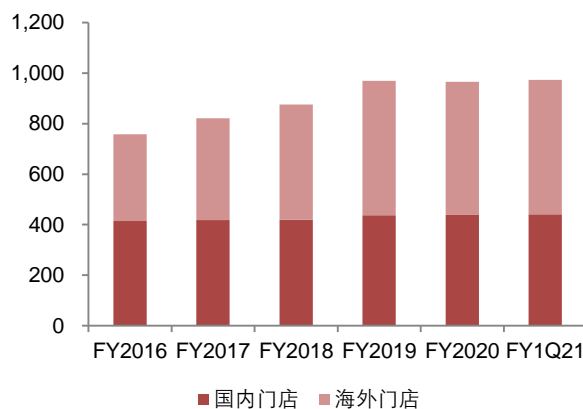
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 39：名创优品海内外门店分布情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 40：良品计划海内外门店分布情况

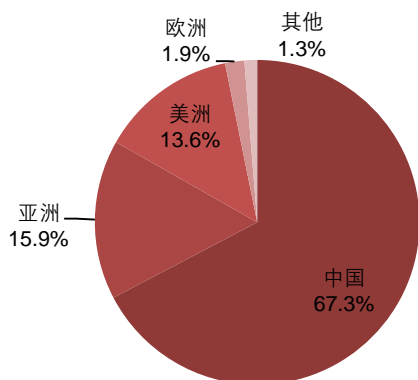


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**良品计划：**开店不重速度重成功率，全球化的布局策略与名创优品具有相似性。良品计划开店对于成功率更为看重，严格根据标准开店手册进行量化打分，达到标准（B 级以上）才能开店。截至 FY2020 末，良品计划全球门店仅为 1,033 家。良品计划门店全球化的布局策略与名创优品具有相似性，在稳定国内市场的基本盘之后（收入占比均接近 70%），两者均有较高比例的门店位于海

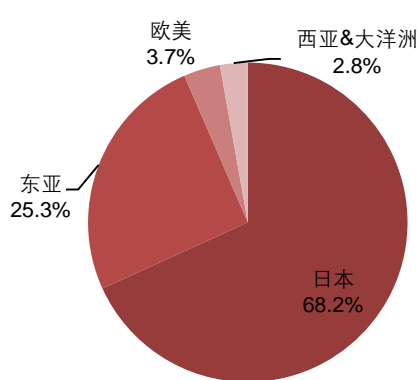
外。进一步对比两者的海外营收，名创优品在欧美的收入占比已经超过了 15%，但是良品计划仅达到 3.7%，名创优品在发达国家的布局也取得了不错的效果。现阶段两家企业在海外的门店比例和收入占比仍未达到匹配，这意味着两者在海外的运营仍然具备进一步优化的余地，成长的天花板可以被进一步打开。

图 41：名创优品全球各区域收入占比（FY2020）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 42：良品计划全球各区域收入占比（FY2020）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 投资建议

基于《对比日本,中国杂货零售的发展之思》一文中我们通过对中国和日本杂货业行业层面的对比,本文我们就两国杂货业的三家优质企业进行了公司层面的剖析。

Seria 是日本百元店业态的标杆企业,凭借全方位的数字化运营系统和优秀的库存管理能力,长期保持稳健的发展趋势。无印良品以生活杂货起家,已经成为全球化发展,极具品牌效应的综合性零售商。

名创优品对比上述两家企业,核心差异在于具有特殊的加盟模式,在对终端门店保持掌控力的同时轻资产高速扩张,且能获得优秀的盈利水平。名创优品同 Seria 一样,针对生活杂货,以低价为锚,实现了高周转高效率;同良品计划一样进行了全球化的布局且已经收获了更优秀的成果。名创优品作为品牌杂货零售赛道的龙头企业,在供应链、加盟管理、品牌形象等方面具备核心壁垒,建议持续关注。

## 风险提示

### ● 疫情影响持续

2020Q1 新冠疫情爆发导致消费行业整体受到巨大冲击,后续随着天气再次转冷,若由于无症状感染者、境外输入等因素导致疫情影响持续,或对行业营收造成影响。

- **行业竞争加剧**

零售行业发展至周期下行阶段，线上线下一体化发展大势所趋。渠道间、企业间在新形势的竞争下有可能发生巨大摩擦，导致行业整体营收及利润受到影响。

- **宏观经济形势变动**

受中美关系局势变化、居民消费信心变动等因素的影响，宏观经济形势可能存在变动，对于行业造成不利影响。

- **盈利能力不及预期的风险**

杂货零售业具有低价、低盈利的特征，若不能形成规模效应和稳定高效的供应链，盈利能力或不及预期。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)