

## 文娱用品行业深度研究报告

# 复盘无印良品发展之路，以观九木杂货社强劲扩张

**推荐（维持）**

- 无印良品（MUJI）是全球知名的日本杂货商，意为没有商标的优质产品。从最初在西友百货柜台售卖 40 种产品，到现在 MUJI 各类定制门店遍布在全球各地，40 年来无印良品发展迅速。纵观其发展之路，可分为三个阶段“快速发展期”、“改革调整期”、“业务拓展、海外扩张期”，三个阶段下发展各有特点，分别为：1) 顺应日本经济形势，业绩一路高歌猛进；2) 前期发展问题显现，多项改革并举实现业绩回升；3) 持续拓展品类与消费场景，向海外市场进军。
- 无印良品核心优势：品牌定位独树一帜，SPA 模式实现高利润。1) 品牌定位：生活方式的贩卖者，产品与服务融入顾客生活。对比晨光，九木杂货社产品覆盖服装、箱包、文具等各种生活百货，并积极推进现场体验活动、情景式陈设以加强店铺与消费者的关联及粘性，渗入消费者生活。2) 产品设计：极简自然成就品牌风格，全球化视野提升品牌品味。对比晨光，九木杂货社定位为“一个注重生活美学的品牌”，搜罗全球好物，提供美观又实用的产品。3) 供应链：引入 SPA 概念实现高利润，全球化进程中持续优化。对比晨光，九木杂货社与文具相关的品类共享晨光成熟的供应链体系，能够从信息搜集、研发设计、采购、生产、分销各个环节实现对市场的快速反应，在中国市场具有显著优势。
- 中日杂货店发展对比：日本杂货店于 1990 年开始兴起，市场规模不断扩大，2018 年达到 260.87 亿美元，同比增长 3.72%。相比之下，我国杂货店起步较晚，2018 年我国杂货店渠道销售额占全渠道零售额的 0.38%，同期日本杂货店渠道销售额占比为 3%，增长空间巨大。随着新一代消费主力军推动零售多元化，以及新零售模式迅猛增长，我国杂货店市场有望进一步扩大。
- 无印良品、晨光生活馆业绩特征：晨光生活馆业务处于前期扩张阶段，营业收入增长强劲，其中九木杂货社占比不断提升。受品控、价格等问题的影响，无印良品营业收入增速有所放缓，2020 财年第一季度净利润出现下滑。九木杂货店自开创以来发展迅速，占比不断提升。2019 年上半年，晨光生活馆（含九木杂物社）实现总营业收入 2.3 亿元，同比增长 95%，其中九木杂物社实现营业收入 1.6 亿元，同比增长 240%，由于仍处于扩张阶段，九木杂物社目前仍是亏损状态。坪效方面，目前晨光生活馆和九木杂货社的坪效分别为 8000 元/平米和 18000 元/平米，低于无印良品，有较大的提升空间。
- 风险提示：宏观下行消费不振，门店拓展不及预期，新品不及预期

**华创证券研究所**
**证券分析师：郭庆龙**

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

**证券分析师：陈梦**

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

**联系人：葛文欣**

电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

**行业基本数据**

		占比%
股票家数(只)	69	1.87
总市值(亿元)	4,209.8	0.67
流通市值(亿元)	2,561.98	0.55

**相对指数表现**

%	1M	6M	12M
绝对表现	16.94	1.82	10.85
相对表现	10.35	-4.07	-7.31


**相关研究报告**

《办公文具行业深度研究报告：乘办公文具行业东风，晨光齐心大有可为》

2019-06-28

# 目录

一、无印良品 MUJI——日本知名杂货商的成功之路.....	5
(一) 发展历程：始于高品质顺应时代潮流，定位中高端矗立海外市场 .....	5
1、1990-1999 年：快速发展期，一路高歌猛进.....	5
2、2000-2003 年：改革调整期，危机出现后的改革之路.....	6
3、2004 年至今：业务拓展、海外扩张期，全球布局多元发展 .....	8
(二) MUJI 核心优势：品牌定位独树一帜，SPA 模式实现高利润 .....	12
1、品牌定位：生活方式的贩卖者，产品与服务融入顾客生活 .....	12
2、产品设计：极简自然成就品牌风格，全球化视野提升品牌品味 .....	13
3、供应链：引入 SPA 概念实现高利润，全球化进程中持续优化 .....	14
二、我国杂货店起步晚、占比低，对标日本市场增长前景广阔.....	16
(一) 日本市场：1990 年杂货店兴起，近年来销售额保持稳定 .....	16
(二) 我国市场：新零售发展势头迅猛，杂货店增长前景广阔 .....	17
1、消费品零售总额不断增长，新一代消费主力军推动零售多元化 .....	17
2、我国传统零售增长乏力，新零售发展势头迅猛 .....	17
3、我国杂货店起步较晚，对标日本市场增长前景广阔 .....	19
三、无印良品、晨光生活馆业绩特征：九木杂货社扩张迅速，营收增长强劲.....	20
四、风险提示.....	22

# 图表目录

图表 1	无印良品发展历程的三个阶段	5
图表 2	无印良品初期发展历程	5
图表 3	FY2001、FY2002 公司营业利润下滑	6
图表 4	改革期间公司库存逐年下降	7
图表 5	改革后开店面积增速放缓	7
图表 6	Five Box 员工管理模型	7
图表 7	无印良品销售及一般管理费用率低于优衣库	8
图表 8	各品类销售额逐年提高（亿日元）	9
图表 9	无印良品主要产品	9
图表 10	无印良品不断拓宽消费场景	9
图表 11	无印良品直营渠道营业收入占比提升	10
图表 12	无印良品进军全球市场	11
图表 13	无印良品全球门店数量不断扩大	11
图表 14	无印良品的门店扩张到 28 个国家和地区	11
图表 15	公司营销费率保持在 1.5%	12
图表 16	中国首家 MUJI HOTEL 在深圳开业	12
图表 17	无印良品组织“和农场相连”线下活动	12
图表 18	日本地区专业销售人员逐年增加	13
图表 19	海报“爱无华饰”	13
图表 20	海报“鲑鱼就是一整条”	13
图表 21	Found MUJI 搜集世界各地生活用品	14
图表 22	Found MUJI 选取世界各地素材	14
图表 23	2018 年各零售企业毛利率对比	14
图表 24	2018 年各零售企业净利率对比	14
图表 25	无印良品供应链管理系统	15
图表 26	无印良品在中国地区降价情况	15
图表 27	1990 年日本陷入失去的 20 年	16
图表 28	日本杂货店零售额保持稳定	16
图表 29	我国居民人均可支配收入高速增长	17
图表 30	我国居民人均消费支出高速增长	17
图表 31	我国消费品零售总额不断增长	17
图表 32	2017-2018 全国实体店消费品零售额月度增速	18

图表 33	2017-2018 全国网上实物零售额月度增速.....	18
图表 34	新零售与传统零售主要区别.....	18
图表 35	我国新零售行业市场规模统计情况及预测.....	18
图表 36	我国生活杂货店品牌定位.....	19
图表 37	我国杂货店渠道零售额占比显著低于日本.....	19
图表 38	无印良品总营业收入和中国市场营业收入情况.....	20
图表 39	晨光生活馆业务营业收入快速增长.....	21
图表 40	九木杂货店占比不断提升.....	21
图表 41	FY2020Q1 无印良品净利润出现下滑.....	21
图表 42	2018 年晨光生活馆亏损显著减少.....	21
图表 43	九木杂货社门店数量爆发性增长.....	22
图表 44	无印良品坪效高于九木杂货社.....	22

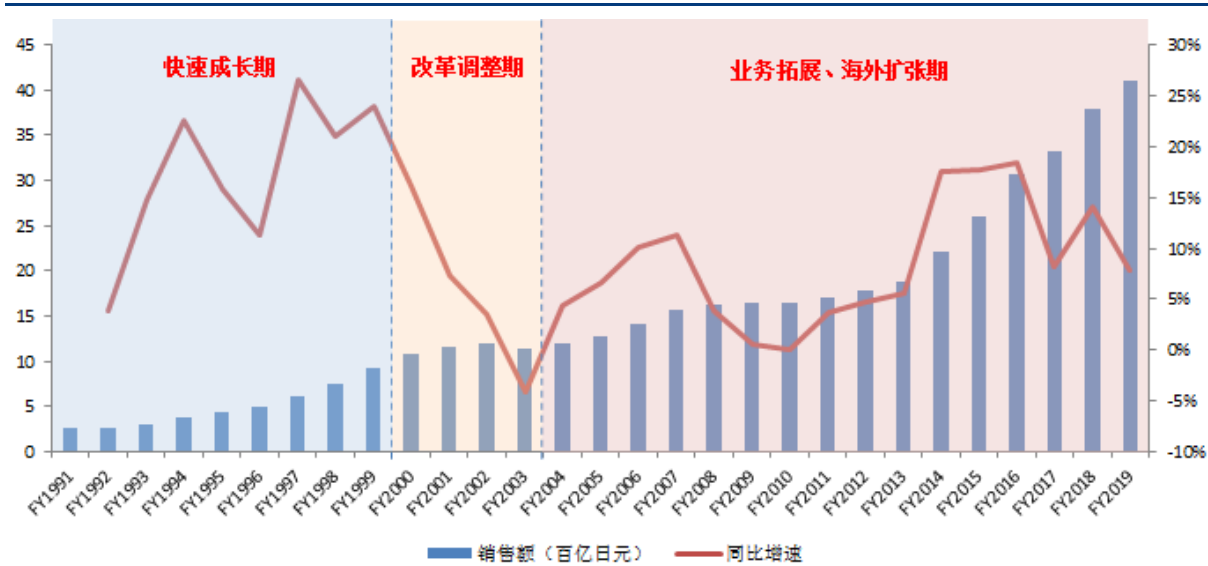
## 一、无印良品 MUJI——日本知名杂货商的成功之路

无印良品 (MUJI) 是全球知名的日本杂货商，意为没有商标的优质产品。于 1980 年在西友百货柜台开设，1989 年从西友百货体系独立出来，成立“株式会社良品计划”，2000 年于东京证券交易所上市。公司以“因为合理，所以便宜”的品牌理念，生产纯朴、简洁、环保的产品，品类包括家居、服装、食品和其他日用品。

### (一) 发展历程：始于高品质顺应时代潮流，定位中高端矗立海外市场

从最初在西友百货柜台售卖 40 种产品，到现在 MUJI 各类定制门店遍布在全球各地，40 年来无印良品发展迅速，但也经历了业绩的低迷。纵观其发展之路，可分为三个阶段“快速发展期”、“改革调整期”、“业务拓展、海外扩张期”，三个阶段下发展各有特点，分别为：1) 顺应日本经济形势，业绩一路高歌猛进；2) 前期发展问题显现，多项改革并举实现业绩回升；3) 持续拓展品类与消费场景，向海外市场进军。

图表 1 无印良品发展历程的三个阶段



资料来源: Bloomberg, 华创证券整理

### 1、1990-1999 年：快速发展期，一路高歌猛进

1978 年第二次石油危机后，日本消费者开始追求性价比高的产品，而并非盲目追求品牌。彼时，社会上充斥着有个性的设计、花纹以及附有品牌 logo 的商品，它们在生产 and 流通领域存在过度浪费的现象，造成的高定价需要消费者来承担。在这种背景下，西友百货公司推出了自己的子品牌——无印良品。无印良品提出“无品牌”、“有理由的便宜”、“这样就好”等概念，选择环保、价格低廉的边角料材质，省略过度包装等手段来降低成本，同类商品的价格比别的连锁店便宜 30%，受到消费者的追捧。

图表 2 无印良品初期发展历程

年份	事项
1980 年	无印良品在西友百货开设了第一个专柜，包括 9 种家用品 和 31 种食品
1983 年	无印良品在日本东京青山开设第一家直营专卖店，至此经营模式由专柜改为直营
1989 年	无印良品从西友百货体系独立出来，成立“株式会社良品计划”公司
1990 年	拿到无印良品所有经营权

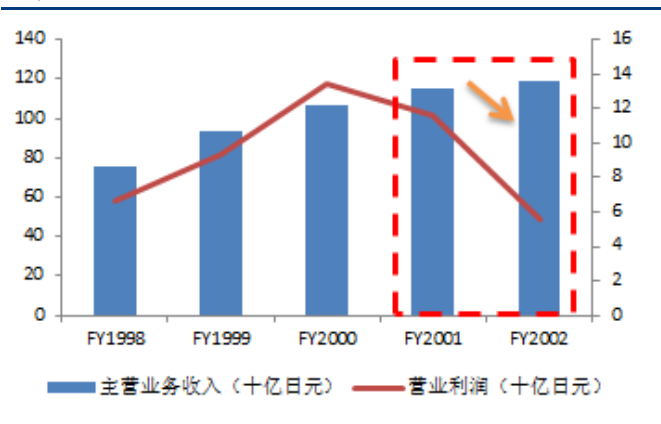
资料来源: 华创证券整理

1990 年到 1999 年间，日本经济泡沫破灭，追求“商品实质”的无印良品快速发展，2000 财年公司营业收入和净利润分别达到 1069.6 亿日元和 58.8 亿日元。可以说，十年间无印良品度过了快速成长期，店铺数量、商品种类越来越多。

## 2、2000-2003 年：改革调整期，危机出现后的改革之路

2000 年，公司成立 20 周年，在东京证券交易所主板上市。由于前期的过度扩张，公司出现首次利润下滑的状况，2001 财年公司营业利润同比减少 13.8%。随后公司业绩进一步下滑，2002 财年营业利润同比减少 52.4%。股价也从 2000 年的 17350 日元暴跌到 2750 日元，仅一年时间降为六分之一。日本零售界都认为“无印良品的时代可能要宣告终结”。

图表 3 FY2001、FY2002 公司营业利润下滑



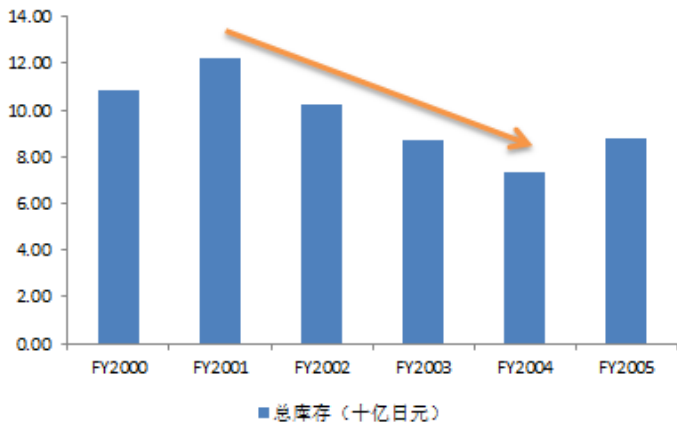
资料来源：Bloomberg，华创证券

松井忠三临危受命，成为无印良品的第三任社长，开启了公司内部改革，主要包括两个方向：一方面听取顾客的意见，增强产品开发的有效性和针对性，同时库存管理更加精细化，加速低效单品淘汰，加快产品迭代速度。另一方面从标准化管理入手，制定员工工作指南和标准化开店手册，严格规范开店流程，同时设置“30%委员会”，控制运营费用。

**(1) 聆听顾客需求，反向打造供应链。**公司结合用户意见定期发布拟开发新品，吸引用户参加讨论，最后参考获取的建议和问卷调查的结果，进行商品开发，打造消费者驱动型的开发模式。同时，公司积极进行市场调研，通过展览展会、社会媒介、自我需求、分析顾客、竞争者研究、合作伙伴交流、“生活良品研究所”、顾客室、零售店铺九大途径，不断挖掘顾客需求。

**(2) 精细化库存管理，不断淘汰低效单品。**公司建立 SABC 商品等级制，每周例会对商品进行分析，制定季度审查计划，改善或撤销产品。对于 S 和 A 级畅销品，公司引入 EDI（电子数据交换），与客户进行数据分享，使公司对量的把握更加准确，可以更加适时地安排生产，从而改善畅销品的缺货现象。对于 B、C 级存货，公司采取“库存驱动型生产”模式，通过盘货审查，撤销和减少滞销品的下单量，并通过顾客接待室收集消费者投诉建议，每周二召开“倾听顾客的声音”会议，决定商品的改善和裁撤。通过对库存的精细化管理，公司有效减少了不良库存的数量。2001 至 2004 年，公司总库存不断减少。

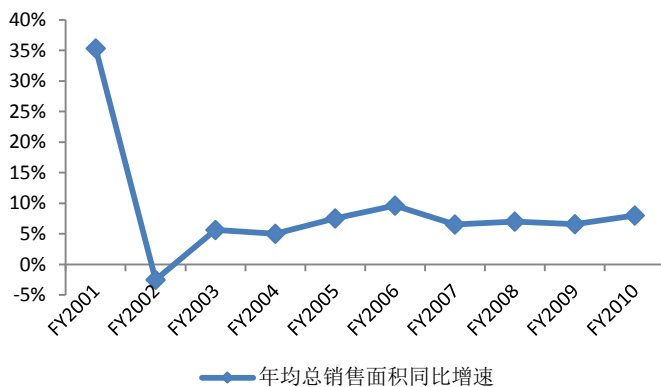
图表 4 改革期间公司库存逐年下降



资料来源: Bloomberg, 华创证券

(3) **重新制定市场战略，建立自己的开店标准手册。**公司首先关掉 10%的店铺，并改变传统依靠经验开店的方式，通过手册规范开店的流程。标准开店手册从市场环境、商业设施、店铺环境、竞争状况四个主要维度筛选出 25 个核心指标，由开发部门统一对备选门店进行逐一量化打分，只有达到标准的门店才能开设。自 2002 年以来，开店面积增速放缓，开店成功率达到 85%，远高于之前的 50%。

图表 5 改革后开店面积增速放缓



资料来源: 公司公告, 华创证券

(4) **建立员工手册，完善员工教育体系。**公司建立员工内部提案平台，一线的所有员工都可以通过平台完善工作手册，手册内容与店面执行内容相关。员工通过内部网站向公司提出建议，由区域经理、公司总部分别确认，确认后更新员工手册，并要求公司的工作流程做相应的改变。同时，公司采取终身雇佣制，应用 Five Box 方法来对员工的能力进行评估，将员工结构简化为五类人才进行管理和培养。

图表 6 Five Box 员工管理模型

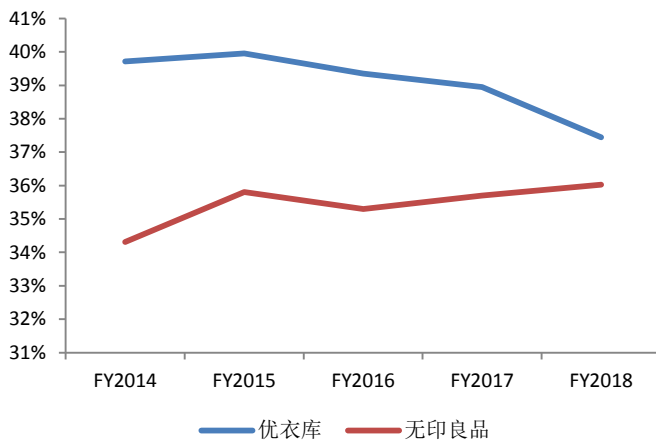
		能力	
		合格	高
整体表	高	II 公司非常重要的中层 部长级别的储备	I 关键储备人才 明天的 leader

		能力	
现		10%-15%	10%-15%
合格		IV 普通员工 50%-70%	III 课长级别的储备 10%-15%
		V 改善或轮岗调动 10%	

资料来源：华创证券整理

**(5) 设置 30%委员会，严格把控运营费用。**公司内部设立直属社长管辖的“30%委员会”，旨在严格控制门店运营费用，在店铺内作业、物流、总部业务、直接贸易、店铺租金、保安与财产管理、人工费等八个费用项压缩空间，力求减少浪费和提高效率。例如充分利用空间摆放商品，压缩仓储面积减轻租金负担；改进推车结构和商品搭配组合，使卡车装载率接近 100%；缩减一半的商品标签牌种类，生产后直接印刷粘贴，省去多余纸张运送等。“30%委员会”政策一直沿用至今，2018 财年无印良品销售及一般管理费用率为 36.02%，较优衣库优势明显。

**图表 7 无印良品销售及一般管理费用率低于优衣库**



资料来源：Bloomberg，华创证券

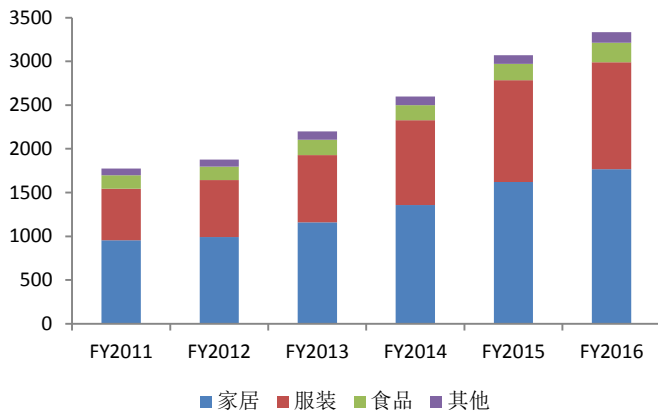
### 3、2004 年至今：业务拓展、海外扩张期，全球布局多元发展

#### (1) 持续拓展品类，拓宽消费场景

**以家居、服装、食品为主，持续拓展品类。**自成立以来，无印良品不断拓展品类，从刚成立时的 40 种，扩展到如今的 7000 多种。产品融入消费者生活的方方面面，包括家居、服装、食品等。近年来，各品类销售额均稳步增长，家居作为最主要的产品，贡献约 53% 的销售额。同时，无印良品注重产品原料的选择和设计细节的把控，以此提高消费者的体验感与舒适度。



图表 8 各品类销售额逐年提高 (亿日元)



资料来源: Bloomberg, 华创证券

家居用品包括织品、家具、洗护用品等, 服装包括男装、女装、童装、鞋包等, 食品以零食、速食产品为主, 其他产品涵盖文具、电子产品、美容用品等各种日用品。无印良品的产品最大的特点是极简, 颜色以白色、米色、蓝色和黑色为主, 不掺杂修饰, 不追求流行, 只还原产品最本真的面貌。

图表 9 无印良品主要产品



资料来源: 无印良品官网, 华创证券

拓宽消费场景, 推进细分领域专业门店的开发。公司根据店铺地理位置的不同、目标消费者的不同, 将 7000 多个品类组合搭配, 以通勤、餐饮、露营、旅游等为主题开设多种类型的定制门店。增强用户对于品牌的认同感和体验度, 进而向用户传递专属无印良品的生活方式和生活理念。

图表 10 无印良品不断拓宽消费场景

时间	品牌	主要业务
2006.08	MUJI to GO	在机场和车站布局, 以“旅行”为主题, 提供行李箱、洗漱用品等出差旅行用品

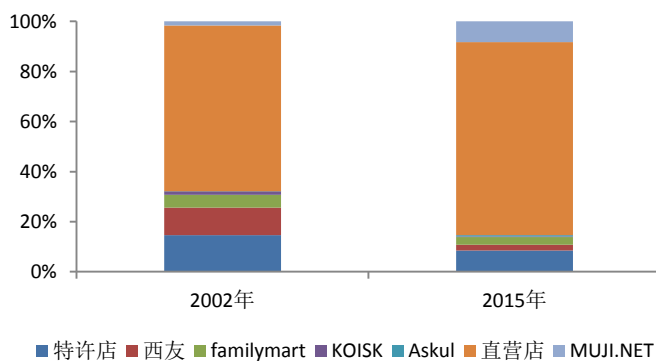
时间	品牌	主要业务
2008.03	IDE (株式会社)	主营家具销售, 室内装修设计
2009.10	MUJI com	在车站地铁站内开设, 面积 10-20 平左右, 专为通勤一族设置
2010.03	MUJI BEAUTY	销售化妆品及香水等
2011.11	Found MUJI	搜集全球精致的生活用品进行改造和销售
2015.03	MUJI BOOKS	书店, 包括超过 10 个主题
2017.06	MUJI Diner	中高端餐厅, 适合聚餐和家庭餐饮
2018	MUJI Hotel	房间内家具设施全部采用无印良品旗下产品

资料来源: 公司年报, 华创证券整理

## (2) 渠道布局多样化, 持续拓展海外市场

**渠道布局多样化, 直营渠道占比提升。**无印良品的销售渠道主要包括直营和批发, 两渠道下线上与线下相组合, 构成了目前的 7 种渠道。其中, 直营渠道包括线下门店和线上零售商城 MUJI.net, 批发渠道包括线下的特许店、西友百货店中店、全家便利店、小型售卖亭和线上的 Askul(日本办公用品在线零售商)。对比 2002 年和 2015 年无印良品销售渠道构成, 直营渠道占比明显提升, 从 2002 年直营店与 MUJI.net 占总销售额的 68% 提升至 2015 年的 85%, 批发渠道份额缩减, 公司对渠道的把控进一步加强。

图表 11 无印良品直营渠道营业收入占比提升

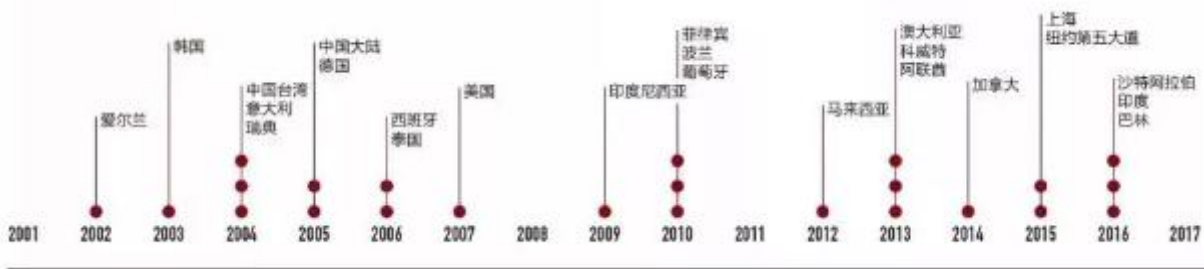


资料来源: 无印良品官网, 华创证券

**海外市场持续扩张, 亚洲地区增长迅速。**从 1991 年开始进入海外市场到 1997 年, 公司在海外的渗透扩张非常缓慢, 在 1998-2000 年这三年从亚洲各国全面撤退, 店铺数为零。自 2004 年起, 开始在全球范围内持续扩张。公司旨在将品牌价值传播到世界各地, 让尽可能多的消费者能够获得优质、持久、耐用的产品, 坚持只有在该国家或地区运营盈利的情况下才开新店政策, 选择恰当的时机谨慎扩张。同时, 公司设置三个区域经理, 包括欧洲和北美, 东亚(中国大陆、中国香港、韩国和中国台湾), 南亚、东南亚、西亚以及大洋洲(澳大利亚、印度、印度尼西亚、马来西亚、中东、菲律宾、新加坡和泰国), 由区域经理向公司提出其所在国家或地区的新门店计划。

亚洲方面, 无印良品 1998 年退出香港和新加坡后, 再次进军。2001 年在香港成立子公司, 以每年约两家的速度开设门店, 2003 年以同样的方法进入新加坡。2004 年公司成立无印良品韩国分部。2005 年, 在上海开设第一家店, 正式进军中国大陆。

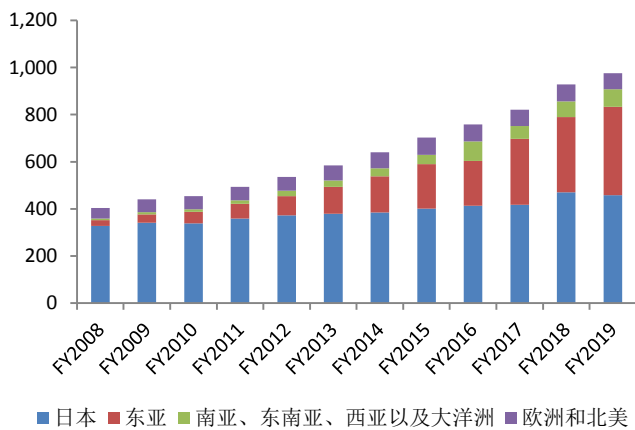
图表 12 无印良品进军全球市场



资料来源：株式会社良品计划，华创证券

截止 2019 年 2 月，无印良品的门店已经扩张到全球 28 个国家和地区，全球总店铺数达到 975 家。其中包括日本国内店铺 458 家，海外店铺 517 家，其中中国店铺数为 256 家，成为无印良品海外开店数量最多的市场。

图表 13 无印良品全球门店数量不断扩大



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 14 无印良品的门店扩张到 28 个国家和地区



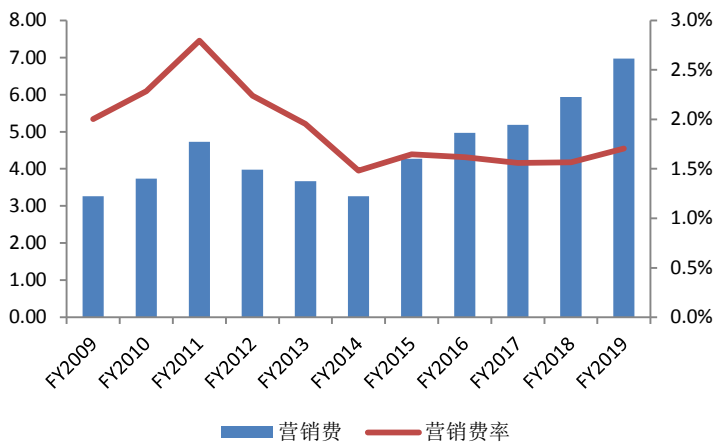
资料来源：公司年报，华创证券

### (3) 反品牌概念独树一帜，品牌理念渗透产品

无印良品在日文中意为没有商标的优质产品，采用弱化品牌 LOGO 的反品牌概念，在包装与产品设计上皆无品牌标志，强调产品本身的价值，通过减少从生产到流通过程中的各种浪费，包括改良工序、采取简约包装等，提供品质和百货店一样，但是价格只有 70% 的产品。

**品牌理念渗透产品，营销费率保持低水平。**无印良品以体验式营销代替传统的品牌营销，产品从设计到包装都遵循统一的品牌理念，销售商品的过程同时也是宣传理念的过程，让消费者从本质上理解商品。这种以产品本身宣传的方式，比单纯的品牌宣传更深入人心，也使公司的营销费率保持在较低水平。无印良品的营销费率一直保持在 3% 以下，近年来随着销售收入的提升下降至 1.5%。

图表 15 公司营销费率保持在 1.5%



资料来源: Bloomberg, 华创证券

**(二) MUJI 核心优势: 品牌定位独树一帜, SPA 模式实现高利润**

**1、品牌定位: 生活方式的贩卖者, 产品与服务融入顾客生活**

**产品贴紧生活细节, 多方面营造归属感。**无印良品的产品研发一直坚持“无印良品是连接生活者与生产者的桥梁”的理念, 不把顾客称为“消费者”, 而是将他们称作“生活者”, 把消费者的消费转变为生活者的体验。无印良品产品设计贴近生活细节, 增强使用的便利性和舒适度, 在不经意间制造使用惊喜。例如, 设计师观察到一般人睡前阅读最后一个动作是摘下眼镜、关掉床头灯, 隔天早上第一个动作是用手摸索寻找眼镜, 所以开发出底座往中央凹陷的床头灯, 让眼镜顺势靠在灯杆上便于拿取。

无印良品不只提供覆盖生活方方面面的实体产品, 还涉猎从家居、餐厅, 到书店、绿植店、面包店, 再到酒店、装修、老房改造为主的地产项目等各个领域, 并定期组织线下的体验式活动, 读书、书法、手作、观影等, 让品牌真正地融入消费者生活, 给予消费者归属感。

图表 16 中国首家 MUJI HOTEL 在深圳开业



资料来源: 无印良品官网

图表 17 无印良品组织“和农场相连”线下活动

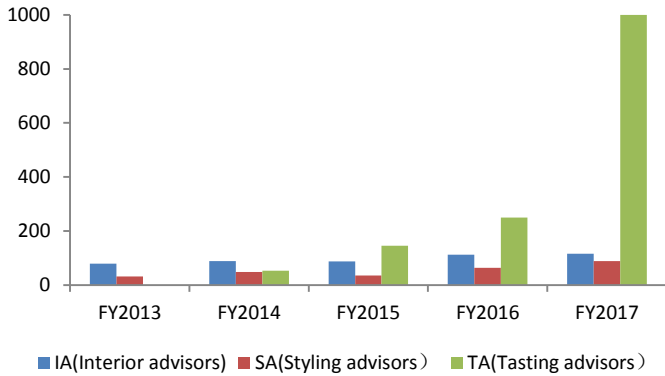


资料来源: 无印良品官网

**提升专业销售人员销售技能, 服务深入顾客生活。**无印良品致力于提升专业销售人员的销售技能, 提供适合每位顾客生活方式的提示和建议。在家居方面, 内部顾问提供家具、室内设计等方面的咨询和服务, 并定期进行家访, 为

那些想要物品摆放更为整洁、生活方式更有条理的客户提供全面的咨询和支持。在服装方面，设计顾问在讲授无印良品工艺背景故事的同时，为顾客挑选适合生活方式的服装，并就穿着技巧提供建议。

**图表 18 日本地区专业销售人员逐年增加**



资料来源：公司年报，华创证券

**2、产品设计：极简自然成就品牌风格，全球化视野提升品牌品味**

**打造极简主义审美，引导自然环保消费理念。**在极简主义审美下，无印良品在简化造型的同时，进一步简化生产过程，制造出造型简洁、朴素且价格适中的商品。1981年田中一光为无印设计两幅海报，其一曰“爱无华饰”，其二曰“鲑鱼就是一整条”，倡导追求事物本质，摒弃繁杂。同时，产品绿色环保的材质引导人们健康自然的消费观念，将包装简化至最原始状态，给人们带来新鲜纯粹的感觉，又传达出一种环保意识。现代人审美趋势和消费观念发生变化，由对特立独行、标新立异的狂热转向对产品本质的关注和对环保内涵的思考，与无印良品的产品设计理念不谋而合。

**图表 19 海报“爱无华饰”**



资料来源：无印良品官网

**图表 20 海报“鲑鱼就是一整条”**



资料来源：无印良品官网

**与大师合作提升品牌品味，全球化视野发掘各地精华。**无印良品与许多设计大师合作，包括世界级大师深泽直人、原研哉和山本耀司等。同时，无印良品于2003年提出“Found MUJI”，在世界范围内寻找不会过时的，为人们生

活所用的日用品，结合人类生活、文化、习惯的变迁，进行少许的改良，以崭新的姿态呈现出来。比如法国的搪瓷器皿、中国的碗架、印度的金属器皿和泰国的小饰物等。看似朴素的产品设计，都包含着 MUJI 的生活哲学，取材自全世界，也更贴近生活。出众的设计，全球的取材帮助无印良品在业界树立了独特的形象，形成了差异化的品牌认知。

图表 21 Found MUJI 搜集世界各地生活用品



资料来源：无印良品官网

图表 22 Found MUJI 选取世界各地素材



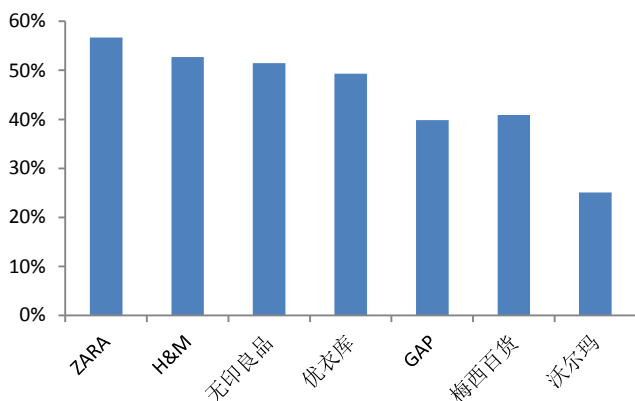
资料来源：无印良品官网

### 3、供应链：引入 SPA 概念实现高利润，全球化进程中持续优化

**发展初期：引入 SPA 概念，高利润率驱动公司发展。** SPA 商业模式是一个贴近于“制造型零售”的概念，由 GAP 公司 1986 年在年报中提出，是一种从商品策划、制造到零售整合起来的垂直经营模式。SPA 模式能够有效的将顾客和供应商联系起来，通过革新供应链，提高对市场的反应速度，设计出更符合消费者需要的产品。全球零售行业的领先品牌，包括优衣库、H&M、ZARA、GAP 等都是 SPA 销售业态。相比于卖场业态的零售企业，如梅西百货、沃尔玛等，它们售卖非自有品牌产品，赚取进货和卖出的价差，SPA 业态的零售企业的毛利率、净利率高。

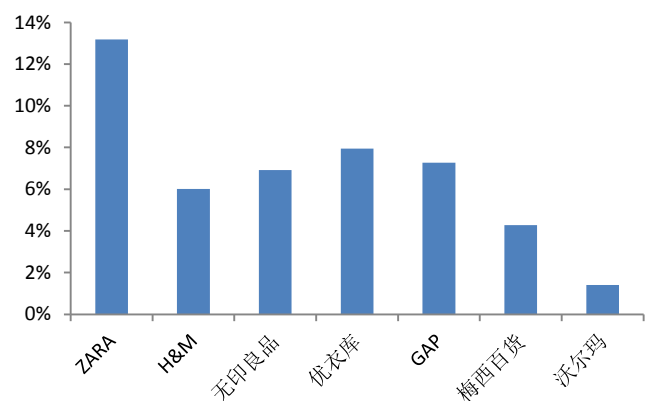
无印良品精选供应商，深度参与产品制造监管，在保障产品质量的前提下降低成本，生产出高性价比的产品。公司服饰与家居用品的生产主要外包给中国与东南亚地区的供应商，食品则全部外包给日本当地的加工企业。

图表 23 2018 年各零售企业毛利率对比



资料来源：Bloomberg，华创证券

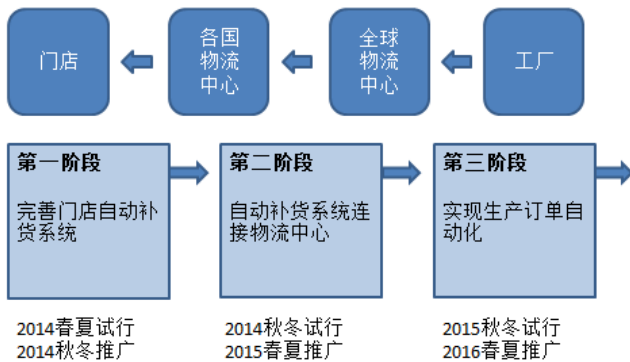
图表 24 2018 年各零售企业净利率对比



资料来源：Bloomberg，华创证券

**扩张阶段：建立全球供应链管理，优化产品采购结构。** 无印良品建立靠近产销地的海外物流中心，实现海外运转，提高当地的物流效率。同时，公司建立“可视化”供应链系统，以日本作为全球总部，全球的物流数据都可以被总部追踪查看，实现对产品标签、质量、规格的统一管理。

图表 25 无印良品供应链管理系统



资料来源：公司年报，华创证券

中国市场方面，过往无印良品在中国生产的产品，均需发到日本本土，在分拣中心按照每个店的需要进行二次分拣，再以进口的方式进入中国，这种方式下物流成本高，导致无印良品在中国的定价显著高于日本本土。物流体系改进后，逐步实现产地直销。同时，利用全资子公司“MUJI 全球采购”进行贸易结算调配，缩短海外市场交货期，降低海外商品采购成本。在这种模式下，物流成本显著降低，无印良品降价以让利终端消费者。

图表 26 无印良品在中国地区降价情况

时间	调价产品	调价幅度
2014年10月	生活杂货类产品，共107个品类	平均下调约17.5%
2015年2月	150余款产品，服装类普遍降价	服装类降价30-40元
2015年8月	衣物等约260个品类	平均下调约20%
2015年12月	集中于生活杂货类产品	平均下调约20%
2016年8月	集中在生活杂货、家居等类别	平均下调约20%，旅行收纳包等产品调价幅度超过30%
2017年2月	多为收纳等家居产品	调价幅度5%-22%不等
2017年8月	2300件家居、食品、衣服等产品	电子类和健康美容类分别降价21%、24%
2018年2月	聚焦文具系列	调价幅度15%-20%不等
2018年9月	集中在服装和日常生活类产品	平均下调约20%，家居类产品调价幅度高达40%
2019年1月	明星产品和基本款服装产品	平均下调约20%，香薰机系列调价幅度近30%
2019年6月	集中在床品、T恤和文具	床品调价幅度约36%，部分文具产品降价近50%

资料来源：网易新闻，华创证券

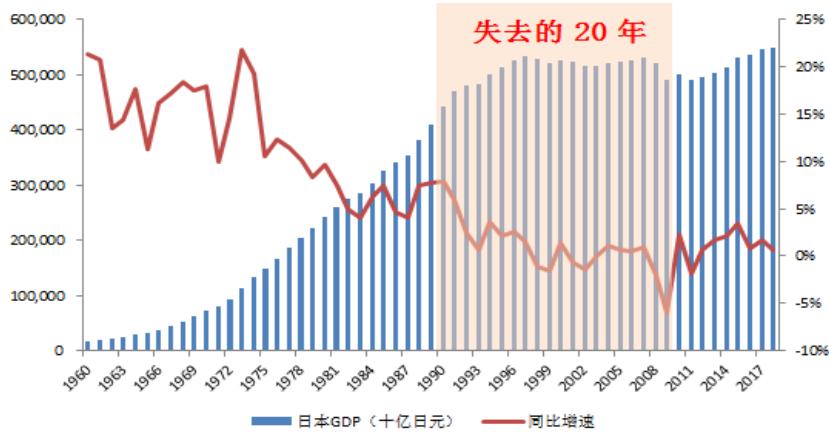
## 二、我国杂货店起步晚、占比低，对标日本市场增长前景广阔

日本杂货店于1990年开始兴起，市场规模不断扩大，2018年达到260.87亿美元，同比增长3.72%。相比之下，我国杂货店起步较晚，2018年我国杂货店渠道销售额占全渠道零售额的0.38%，同期日本杂货店渠道销售额占比为3%，增长空间巨大。近年来，我国消费品零售总额持续增长，新一代消费主力军独特的社交消费需求，将推动零售行业多元化发展。同时，新零售模式下顾客的消费体验更好，消费粘性进一步增强，我国杂货店市场有望进一步扩大。

### （一）日本市场：1990年杂货店兴起，近年来销售额保持稳定

20世纪90年代初，日本资产泡沫破灭，陷入失去的20年，GDP平均增速不足1%。遭受重创的日本经济使整个日本零售业陷入低迷，业态和经营创新成为挽救经营困局的关键。在这样的背景下，居民消费回归理性，不再追逐个性化、高端化和品牌化，价格低廉、性价比高的商品成功吸引了大量消费者，MUJI、大创等杂货店开始兴起。2010年日本经济恢复正增长，但是国民追求简朴、自然的消费习惯已经养成，消费继续返璞归真。

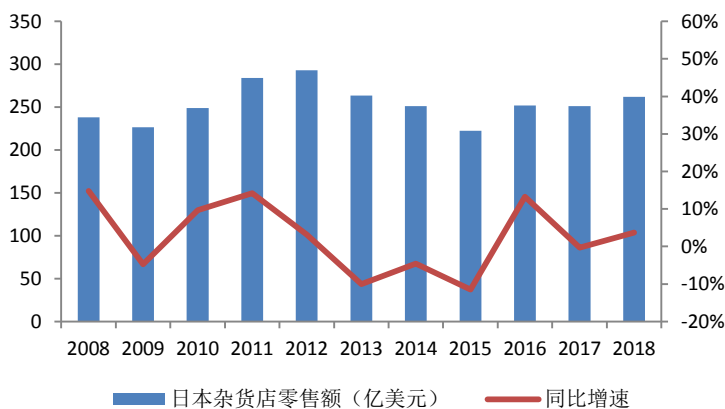
图表 27 1990年日本陷入失去的20年



资料来源：wind，华创证券

杂货指的就是普通日用品，但不同于我国个体经营的日用品小商店，日本杂货店致力于在普通日用品中体现出人性化和生活理念。杂货店模式提供消费者淘货的乐趣，将消费行为以结果为导向转变成以过程为导向，同时杂货店商品多为小件低价产品，使消费者容易产生计划外的消费支出。2018年日本杂货店零售额260.87亿美元，同比增长3.72%。

图表 28 日本杂货店零售额保持稳定



资料来源：Euromonitor，华创证券

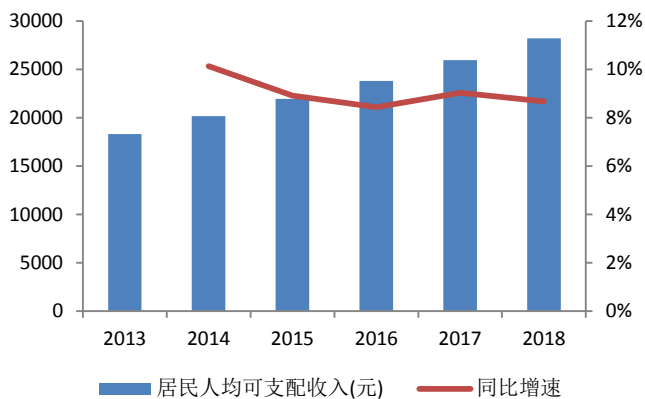


## (二) 我国市场：新零售发展势头迅猛，杂货店增长前景广阔

### 1、消费品零售总额不断增长，新一代消费主力军推动零售多元化

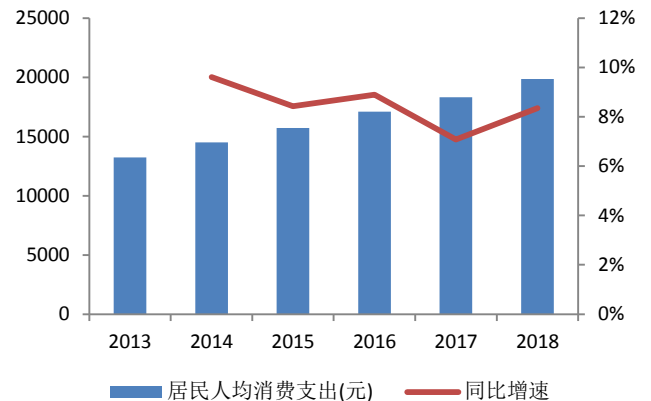
随着宏观经济的发展，我国居民可支配收入持续增长，居民消费能力大大提升。2018年人均可支配收入达28228.05元，同比增长8.68%，扣除价格因素，实际增长6.5%。2018年人均消费支出达19853.14元，同比增长8.36%。

图表 29 我国居民人均可支配收入高速增长



资料来源：国家统计局，华创证券

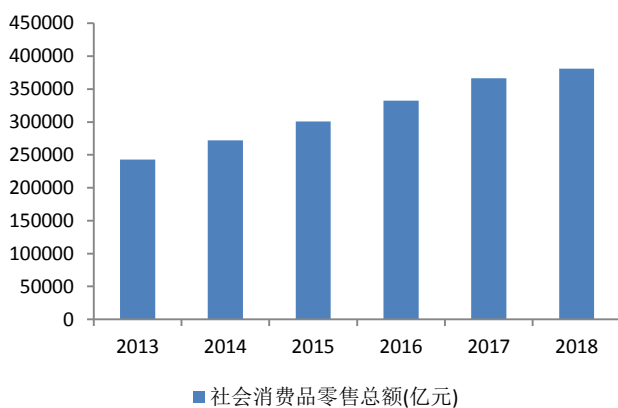
图表 30 我国居民人均消费支出高速增长



资料来源：国际统计局，华创证券

近年来，我国消费品零售总额不断增长，2018年全国社会消费品零售总额达380986.9亿元，同比增速为9%。80、90后成为新一代消费主力军，与前代消费群体相比，他们有能力也更有意愿去提升个人的消费水平，其独特的社交消费需求将推动零售行业多元化发展。

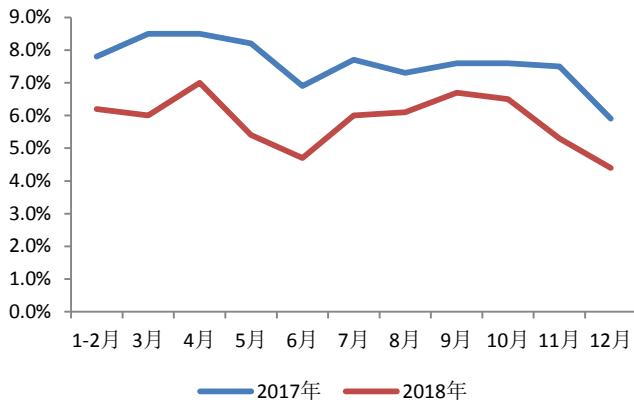
图表 31 我国消费品零售总额不断增长



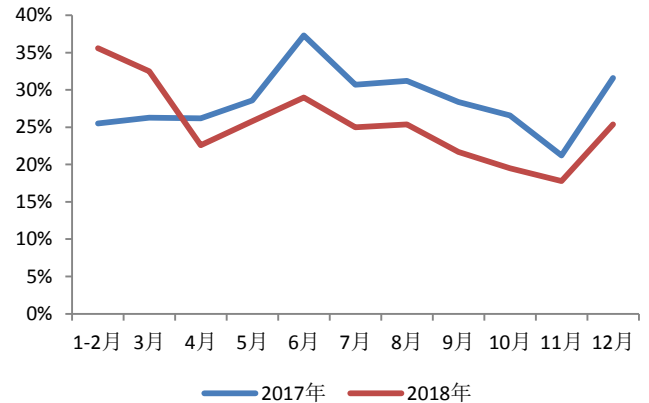
资料来源：国家统计局，华创证券

### 2、我国传统零售增长乏力，新零售发展势头迅猛

**传统实体零售发展艰难，网络零售增速放缓。**在商业模式的约束与电子商务网上渠道的冲击下，我国传统实体零售业发展艰难。2018年全年实体店消费品零售额增长5.9%，与2017年月度增速相比，2018年整体处于下滑状态。网络零售在经历高速增长阶段后，热度逐渐下降，增长速度有所放缓。2018年全年网上实物零售额增长25.5%，较2017年月度增速有所下滑。

**图表 32 2017-2018 全国实体店消费品零售额月度增速**


资料来源：中华全国商业信息中心，华创证券

**图表 33 2017-2018 全国网上实物零售额月度增速**


资料来源：中华全国商业信息中心，华创证券

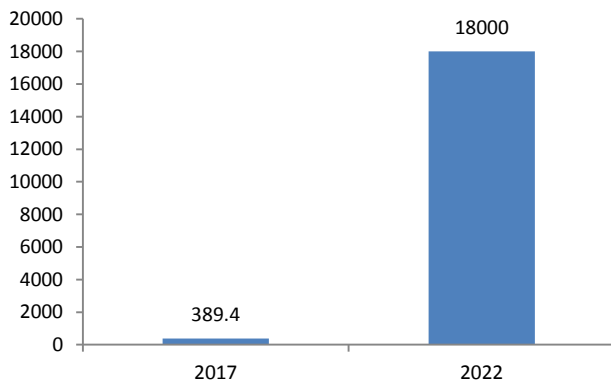
**新零售应运而生，发展势头迅猛。**新零售是指企业以互联网为依托，通过运用大数据、人工智能等先进技术手段，对商品的生产、流通与销售过程进行升级改造，进而重塑业态结构与生态圈，并对线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的零售新模式。新零售和传统零售最大的区别在于运营模式，新零售是通过结合大数据、线上线下的销售模式、物流等，为消费者打造更好的消费体验。而传统零售则是依靠人流量、过往的消费者、个体经验等进行自营。

**图表 34 新零售与传统零售主要区别**

	新零售	传统零售
业务主体	以消费者为中心	以生产和渠道为中心
经营数字化	数字化对顾客精准定位	商家对客户粘性不一
商品信息化	线上线下技术融合精准营销	信息不对称

资料来源：中商产业研究院《2019 年新零售行业市场前景研究报告》，华创证券

2016 年新零售概念提出，2017 年进入新零售元年，新零售市场规模为 389 亿元。随着用户习惯的养成及新零售模式的创新，未来增长潜力巨大，预计 2022 年整个市场规模有望突破 18000 亿元，年复合增长率高达 115%。

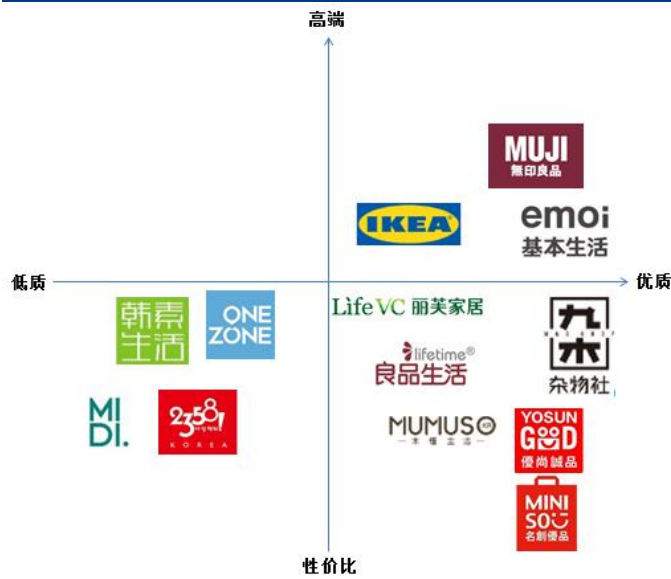
**图表 35 我国新零售行业市场规模统计情况及预测**


资料来源：前瞻产业研究院《中国新零售行业商业模式创新与投资机会深度研究报告》，华创证券

### 3、我国杂货店起步较晚，对标日本市场增长前景广阔

生活杂货在中国早期是传统便利店中的附属商品，SKU 数量不多，以厨房用品、生活杂货、文具用品为主。2000 年初，中国进入经济高速发展阶段，国民物质条件发生很大程度的改善，出现了以杂货为主体的生活杂货铺。2005 年，无印良品进入中国市场，中国真正意义上出现大型生活杂货连锁品牌。随后几年内，中国本土杂货品牌以高速增长的态度成为实体零售业的新发展趋势。生活杂货零售店具有时尚、性价比高等多重品牌元素，能够迎合当下消费者的需求，实现其爆发式增长。

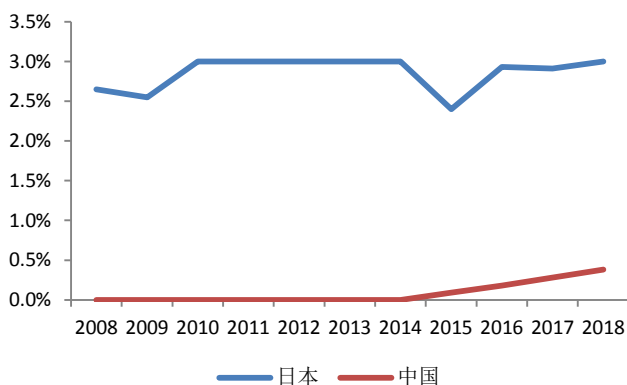
图表 36 我国生活杂货店品牌定位



资料来源：华创证券整理

对标日本市场，我国杂货店增长前景广阔。日本的杂货店渠道发展相对成熟，2018 年杂货店渠道销售额占全渠道零售额的 3.0% 左右，显著高于我国的 0.38%。

图表 37 我国杂货店渠道零售额占比显著低于日本



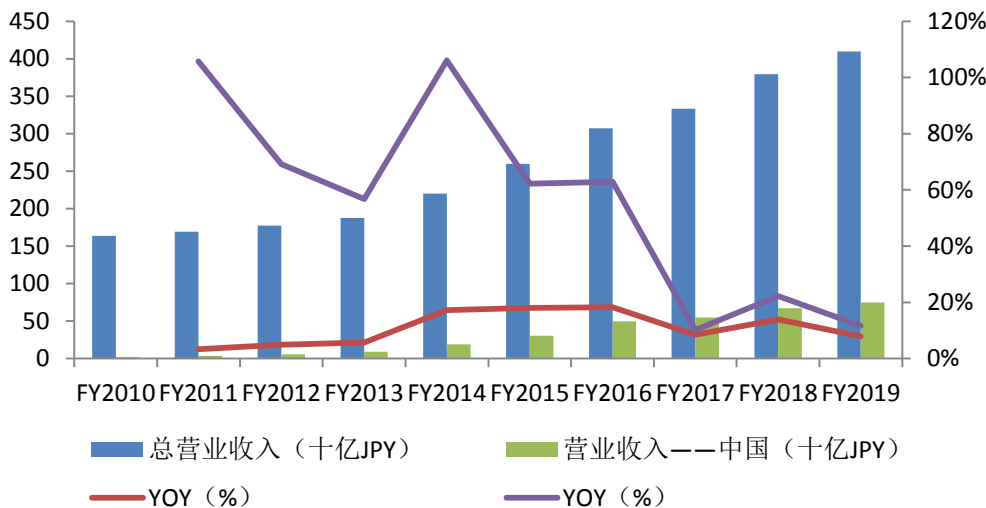
资料来源：Euromonitor，华创证券

### 三、无印良品、晨光生活馆业绩特征：九木杂货社扩张迅速，营收增长强劲

无印良品经历了 40 年的发展，进入中国市场也长达 15 年，目前处于成熟阶段，而晨光文具自 2013 年起拓展晨光生活馆业务，2016 年打造新模式——九木杂货社，其成立时间短，目前仍处于发展阶段。在营业收入方面，无印良品中国市场增速放缓，晨光生活馆增长快速；在净利润方面，无印良品出现下滑，晨光生活馆处于微亏状态；在坪效方面，无印良品高于晨光生活馆。

营业收入方面，无印良品总营业收入逐年增长，2019 财年总营业收入达 4097 亿日元，同比增长 7.94%。中国市场方面，随着中产消费者对于价格更加敏感，无印良品的中高端定位逐渐失宠，同时随着质量不达标、同品类竞争者不断涌现等情况的出现，无印良品在中国的增长放缓，2019 财年中国市场收入为 750 亿日元，同比增速仅为 11.68%，同店销售额出现下滑，为上年的 97.9%。

图表 38 无印良品总营业收入和中国市场营业收入情况

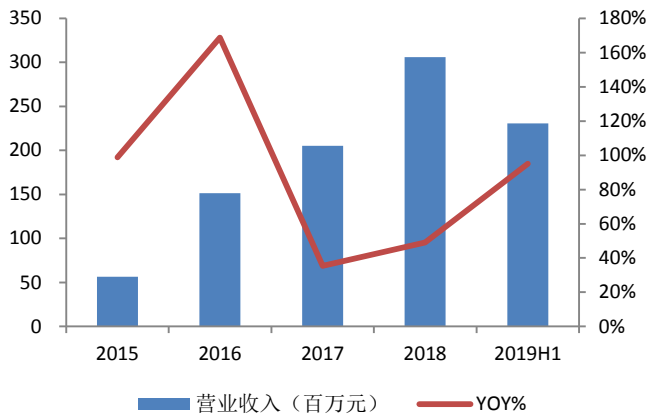


资料来源: Bloomberg, 华创证券

晨光生活馆业务分为晨光生活馆和九木杂物社两种店铺类型。晨光生活馆门店主要集中在新华书店，销售的产品包括文具、礼品、饰品等，针对学生和年轻消费者。九木杂物社是晨光生活馆的升级版，定位为“一个注重生活美学的品牌”，门店以开在购物中心为主，采取工业化零售模式。销售的产品覆盖服装、箱包、文具等各种生活百货，旨在为对生活有追求、有热情、有理想的年轻人提供既美观又实用的商品。

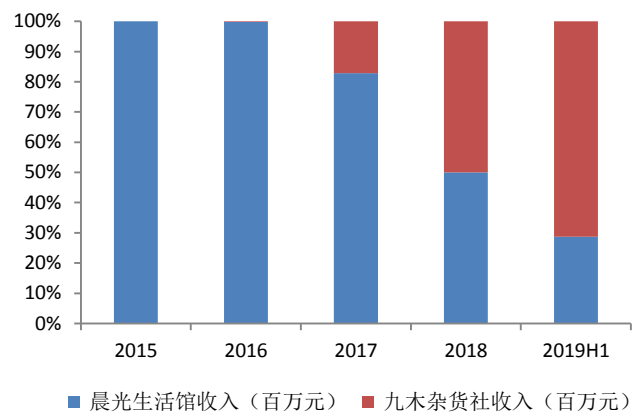
晨光生活馆业务营业收入快速增长，2019 年上半年，晨光生活馆（含九木杂物社）实现总营业收入 2.3 亿元，同比增长 95%，其中九木杂物社实现营业收入 1.6 亿元，同比增长 240%。九木杂货店自开创以来发展迅速，占比不断提升。

图表 39 晨光生活馆业务营业收入快速增长



资料来源: 公司年报, 华创证券

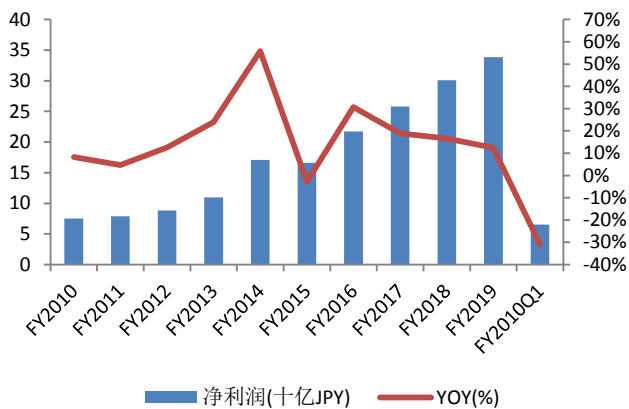
图表 40 九木杂货店占比不断提升



资料来源: 公司年报, 华创证券

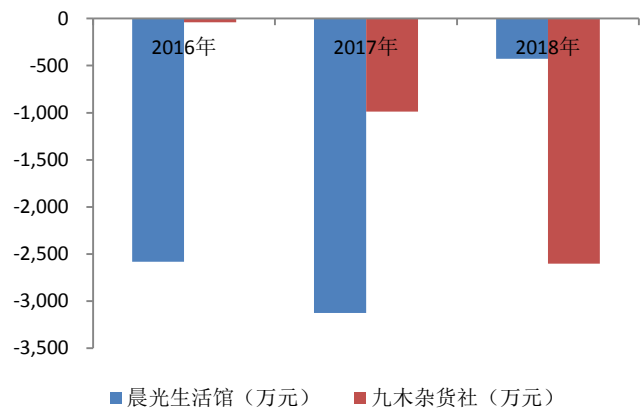
利润方面, 无印良品 2020 财年第一季度净利润同比下降 31% 至 65 亿日元, 是自 2014 年以来首次出现利润下滑, 主要受人工费上涨的影响。其中, 中国市场可比销售跌幅为 4.9%, 其降价策略的效果不明显, 没有扭转销售下滑的趋势。晨光生活馆店铺运营管理不断优化, 2018 年亏损显著减少, 降至 427.3 万元。九木杂物社 2018 年亏损 2602 万元, 较 2017 年显著提高, 主要原因是品牌处于扩张阶段, 持续发力提高产品影响力和品牌知名度。九木杂物社与文具相关的品类共享晨光成熟的供应链, 在成本方面具有优势。

图表 41 FY2020Q1 无印良品净利润出现下滑



资料来源: Bloomberg, 华创证券

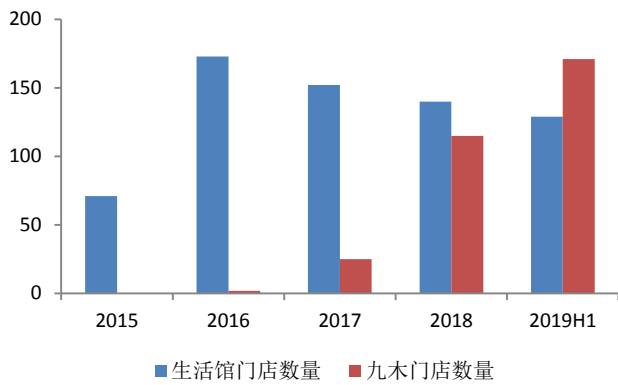
图表 42 2018 年晨光生活馆亏损显著减少



资料来源: 公司年报, 华创证券

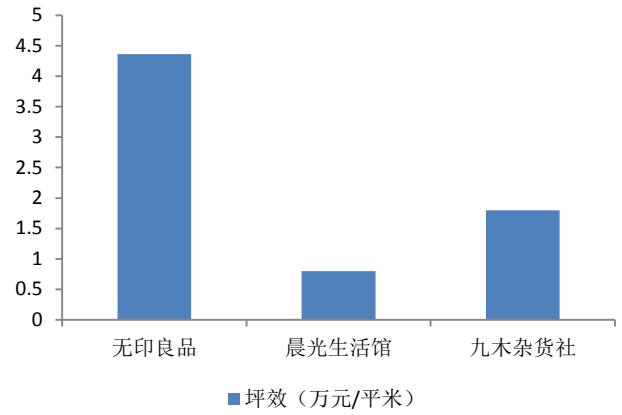
无印良品中国门店数量逐年增加, 截至 2019 年 2 月, 门店数量达到 256 家, 占全球门店总数的 26%。2018 年起, 晨光文具逐渐将零售大店的重心从“晨光生活馆”转向“九木杂货社”, 晨光生活馆门店数量小幅缩减, 2019 年 6 月底为 129 家。九木杂货社门店数量实现爆发性增长, 2019 年 6 月底达到 171 家, 其中包括直营店 114 家, 加盟店 57 家。九木杂货社于 2018 年第三季度开放加盟, 公司对加盟门店实行统一化管理, 选品、采购、物流、库存等环节均由公司承担, 预计 2019 年共新增九木杂货社 100-120 家。坪效方面, 目前晨光生活馆和九木杂货社的坪效分别为 8000 元/平方和 18000 元/平方, 有较大的提升空间。

图表 43 九木杂货社门店数量爆发性增长



资料来源：公司年报，华创证券

图表 44 无印良品坪效高于九木杂货社



资料来源：Bloomberg，公司公告，华创证券

#### 四、风险提示

宏观下行消费不振，门店拓展不及预期，新品不及预期。

## 轻工组团介绍

**组长、首席分析师：郭庆龙**

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

**分析师：陈梦**

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。

**助理研究员：葛文欣**

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500