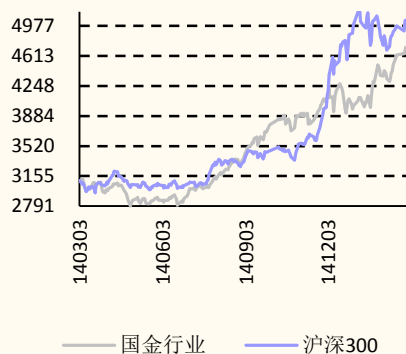


长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	42.23
市场优化平均市盈率	18.27
国金纺织服装指数	4719.20
沪深 300 指数	3572.84
上证指数	3310.30
深证成指	11757.68
中小板综指	9120.18



相关报告

1. 《改革进行时 期待龙头修复跟踪转型进程》，2015.1.7
2. 《企业转型进程年底将接受阶段性检验》，2014.10.9
3. 《转型进行中》，2014.7.11
4. 《化纤旺季不旺,五月为品牌零售重要时间窗口》，2014.3.31
5. 《关注化纤原材料的涨价预期》，2014.3.3

日本大家居行业：平价热卖背后考验企业管理

基本结论

- 日本经济下行趋势延续，但在大家居行业中，以无印良品、似鸟为首的平价平价家居用品零售企业仍然实现了业绩和股价的高速成长：无印良品 2001 年实现业绩 V 型反弹，股价随之进入高速的上升区间；似鸟至今连续 20 年增收、连续 14 年增益，股价近 25 年增长近 22 倍。
- 总结无印良品的成功，精准的大家居定位和精炼的产品设计只是基础；不断创业绩新高的关键在于内部管理体系的深化改革，以及将改革制度化常规化的做法。此外，改革考验企业执行力。
 - 依靠平价定位和化繁为简的产品设计，无印良品 1990 年至 1999 年业绩高速增长，营收由 1990 年的 245 亿日元增长至 4.3 倍，净利润则增加了 150 倍之多。2000 年前后大企业病凸显，净利润大幅向下调整，此后历时两年增速回正。除清理库存等基本措施外，还实施了包括门店操作标准化、总部业务标准化在内的多项标准化改造；着眼于执行力的提高，细化到公文流程简化、资料的可视化统括管理等细节；通过门店经营、仓储物流、采购、店铺租赁、总部业务的通盘改造将管理销售费用率控制在 30% 以内；自创零售分析体系整合了原有的数据系统，实现对终端情况高度掌控。
 - 金融危机以来，无印良品以中国等地的海外业务为新增长点，建立大型海外仓储中心实现地产地销；推出移动 APP 实现向线下实体店引流。
- 似鸟平价大家居卖场的定位顺应了消费市场的潮流；制造、物流和销售垂直一体化的模式为商品价格策略和质量管控提供了保障。
 - 似鸟在日本率先引进家居时尚和整体家居概念，迅速拔得家居行业头筹；从商品企划设计、原材料采购、生产制造、物流仓储、产品销售和营销推广的整个过程都有很高的参与度，自行开发的商品占到 80%。目前在全球 15 个国家建有采购中心，海外生产的产品占公司销售额的 70%；构建了完善的自有物流配送网络，保障货物供应，削减物流费用。
- 国内家纺行业历经外贸代工、品牌化经营、连锁加盟的转变，渠道也由 90 年代的百货展销发展到品牌专柜和路边专卖店。追溯家纺龙头企业发展历程，正是多次关键时间点上的果敢转型使得企业华丽转身，并促进了国内家纺行业整体的提升。我们认为在可预见的未来，家纺行业还将经历不断的转型调整，完成向大家纺、大家居等主流方向的进化。新的行业方向不仅仅是平价化、品类丰富化和品牌多元化，更重要的是企业终端零售能力、内部管理制度和供应链资源掌控将出现质的提升。
- **投资建议：**罗莱家纺（002293.SZ）加盟转类直营增强终端掌控、内部改革提振管理水平、积极推出家居新业态拓展外延；富安娜（002327.SZ）直营门店占比高，特色设计融合多品类的整体家居格局日渐完善。

内容目录

消费低迷下的日本大家居行业：回归消费本质	4
90 年代行业回归消费本质 高性价比与多品类打开市场	4
股价表现印证大家居潜力股还需挖掘企业基本面机会	5
无印良品：大家居布局奠定成功方向 制度改革是腾飞引擎	6
定位平价大家居 奠基成功方向	6
业绩下滑时期 内部制度改革起死回生	8
金融危机后 持续改革带动企业迅速复苏	10
似鸟：多品类销售与全产业链经营结合的平价大家居典范	13
平价及多品类模式促业绩上升	13
产业链垂直一体化 降低制造成本及费用	15
中国企业大家居转型：新业态考验企业管理及资源整合能力	18

图表目录

图表 1：日本大家居行业格局	4
图表 2：日本一户家庭家居用品年均消费额	4
图表 3：日本主要家居用品上市公司营业收入	5
图表 4：日本主要家居用品上市公司净利润	5
图表 5：日本大家居企业股价表现	5
图表 6：无印良品净利润 亿日元	6
图表 7：无印良品股价表现	6
图表 8：无印良品最初十年业绩增长迅速 亿日元	6
图表 9：无印良品 2008-2014 年分产品营收情况	7
图表 10：无印良品标准店平均商品总数	7
图表 11：无印良品品牌理念和早期产品	7
图表 12：无印良品产品设计独到	7
图表 13：无印良品设计及企划部门架构	7
图表 14：无印良品收集顾客意见改进产品设计	7
图表 15：无印良品 1999 年迈入两年的业绩调整期 亿日元	8
图表 16：无印良品自我剖析	8
图表 17：无印良品 2001 年改革主要动作	8
图表 18：无印良品焚烧清理库存现场	8
图表 19：2002 年无印良品就质量问题刊登道歉启示	8
图表 20：无印良品门店管理手册 MUJI GRAM	9
图表 21：MUJI GRAM 规范到每个经营细节	9
图表 22：无印良品评估开店候补地点量化标准	9
图表 23：无印良品日本及中国标准店模型	9

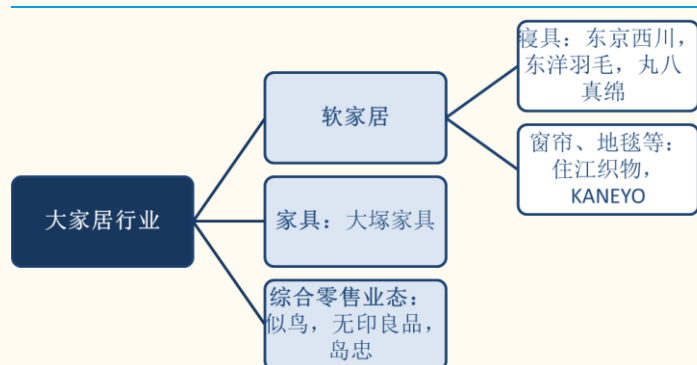
图表 24: 无印良品文件资料和报告实行可视化管理	10
图表 25: 30%委员会通过各个业务细节管控费用	10
图表 26: 无印良品数据情报系统升级	10
图表 27: 金融危机后无印良品业绩迅速恢复 亿日元	11
图表 28: 无印良品单位面积库存	11
图表 29: 无印良品物流系统提升规划	11
图表 30: 无印良品上海及深圳全球物流中心情况	11
图表 31: 无印良品 APP 下载量迅速增加	12
图表 32: MUJI passport 主界面及搜索界面	12
图表 33: 似鸟营业收入及增长率 亿日元, %	13
图表 34: 似鸟净利润及增长率 亿日元, %	13
图表 35: 似鸟门店稳步扩张	13
图表 36: 似鸟产品组合	13
图表 37: 似鸟家居时尚用品销售额占比不断提高	14
图表 38: 似鸟家居时尚用品陈列	14
图表 39: 似鸟产品创新设计	15
图表 40: 似鸟对卖场改建翻新	15
图表 41: 似鸟全产业链纵向发展	15
图表 42: 似鸟海外子公司	15
图表 43: 似鸟全球物流网络	16
图表 44: 似鸟增设上海中心提高物流效率	16
图表 45: 似鸟关东物流中心运营图	16
图表 46: 似鸟电商业增长迅速	17
图表 47: 似鸟武汉首店及武汉二店开业	17
图表 48: 罗莱乐优家品牌拓展平价大家居市场	18
图表 49: 加盟商收购增厚罗莱业绩	18
图表 50: 富安娜推进以设计和零售为核心的小宜家战略	18
图表 51: 家纺上市公司毛利率对比	18

消费低迷下的日本大家居行业：回归消费本质

90年代行业回归消费本质 高性价比与多品类打开市场

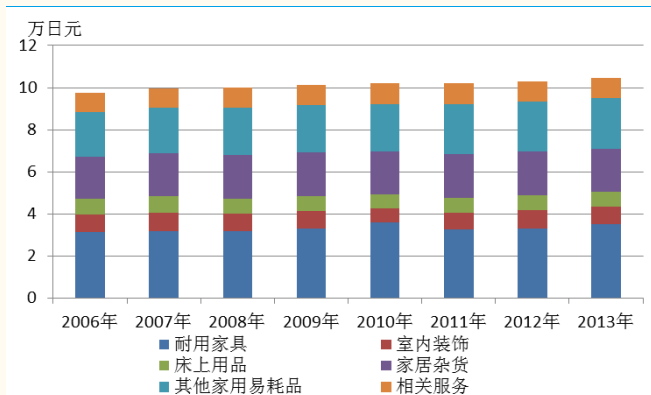
- 国内的家纺行业从外贸代工起步，到如今发展成了一套完整的加盟和零售体系，同时近两年也迎来了业绩增速放缓、小企业倒闭潮等“新常态”。反思国内家纺及其他零售行业，过去粗放的、追求速度的高速发展常被认为是根因所在。我们不妨参考以精细化、高品质著称的日本，寻求国内家纺企业未来的经营改革方向，同时探究相关行业个股的成长途径。
- 日本没有和国内完全对应的家纺行业概念。日本家用纺织品主要消费场所为买手制百货商场，无印良品、似鸟等连锁零售门店以及路边家居杂货店，而该国专门的家纺企业也以生产制造和向家居卖场批发销售为主，对于国内以连锁经营为主的家纺企业参考性并不强。传统的床上用品企业如东京西川、东洋羽毛等，和国内家纺企业产品结构很相似，但主要是生产型企业，以向百货商场、家具卖场等批发销售的模式为主。

图表 1：日本大家居行业格局



来源：国金证券研究所

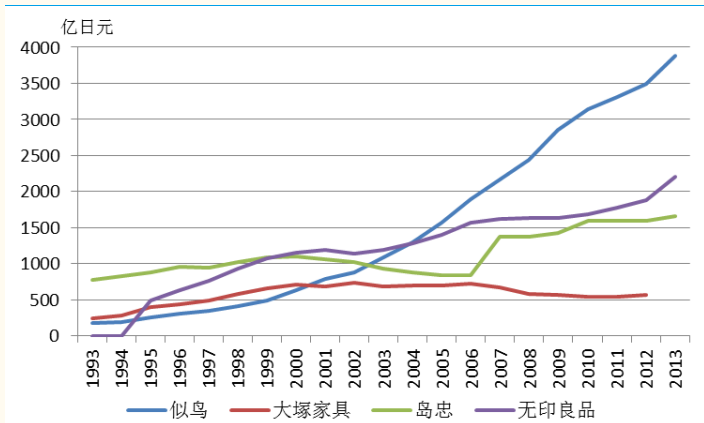
图表 2：日本一户家庭家居用品年均消费额



来源：日本总务省，国金证券研究所

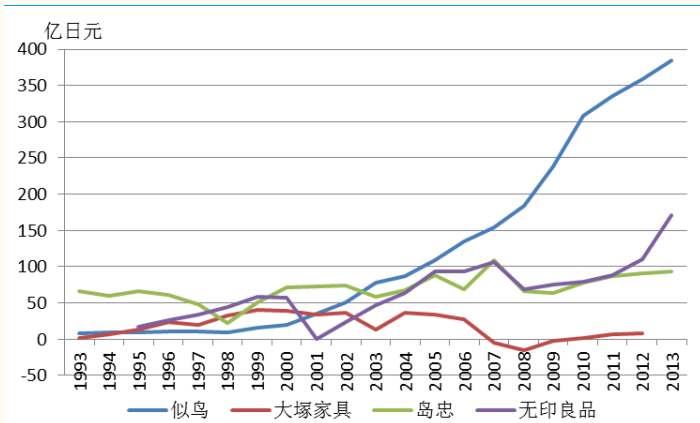
- 深究日本没有和国内类似的家纺行业的原因，是因为其零售行业和消费市场的高度成熟化。单独的家纺品类作为零售门店的市场和利润空间被大幅压缩，除少部分高端需求外，成熟市场中的大众消费者不可能满足于类似国内家纺品牌专卖店这样品类少、性价比不高的零售业态。例如东京西川这样日本最大的床上用品企业，创业至今有百年以上的历史，其主品牌的零售门店也寥寥无几。
- 成熟市场中的家纺零售将由契合时代背景的商业模式引领，而平价大家居模式完美契合了日本的大众市场。日本消费市场逐渐成熟的一个重要变量是宏观经济增速。80年代的泡沫经济时期，日本也曾有过“买下美国”的豪情，经济增长也带动了纺织品和服装的消费支出一再攀升。进入泡沫经济末期，社会开始反思奢靡之风，而倡导简约、朴素的无印良品就诞生于这样的环境下。同样，似鸟从60年代的家具店逐渐发展为媲美宜家的大卖场，也依赖于其通过对成本和费用的严格控制而生产出的低价商品。

图表3：日本主要家居用品上市公司营业收入



来源：彭博，公司公告，国金证券研究所

图表4：日本主要家居用品上市公司净利润



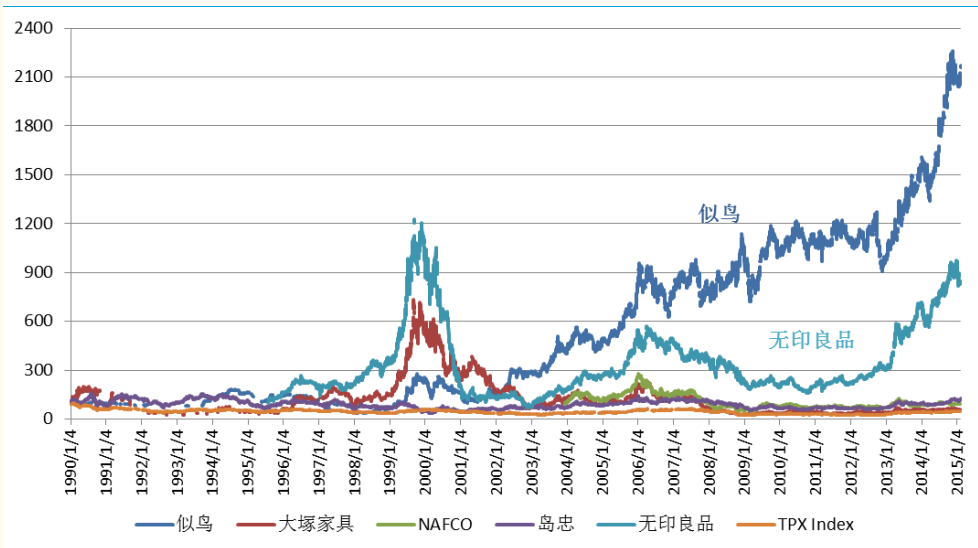
来源：彭博，公司公告，国金证券研究所

- 随着中国消费环境的成熟，国内消费者的消费心理必将向发达国家靠拢，对于家纺的消费也将回归其本质，即功能性和装饰性并重，高性价比的产品和多品类业态将占主流。观察日本市场，家纺产品的消费渠道正从百货专柜向似鸟（NITORI）这样的家居生活卖场、无印良品等生活杂货店以及网络等渠道转移。这类实体门店的最大特征就是门店面积大、销售品类多元以及价格合理。例如无印良品在日本的宣传就是和百货专柜一样的品质，但价格是商场的 70%。如此消费者既能体会逛实体店的乐趣，同时也不会因为价格望而却步。网络购物因为便利度高也被广泛使用，特别是对于目的性明确的消费者来说搜索成本很低。但在价格上，实体店的价格带广泛，网络渠道并没有特别的价格优势。

股价表现印证大家居潜力股还需挖掘企业基本面机会

- 上文提及的似鸟和无印良品的股价在二级市场上亦有突出表现，远超同类大家居企业及东证指数。似鸟从 1990 年至今的 25 年股价增长近 22 倍，更是较 1998 年最低谷的价格增长了 59 倍。无印良品的股价在 1999 年业绩高点达到一个峰值，较 95 年上市初的股价增加了近 10 倍，2000 年净利润回落后，股价跌落至谷底，但此后至今股价又重新进入高速的上升区间。
- 而在 1990 年至今的期间内，日本的消费环境并无明显改观，东证指数所代表的大市并无起色，可以说似鸟及无印良品在基本面上表现优异均源于企业内部的力量，进而带动股价表现走强。

图表5：日本大家居企业股价表现

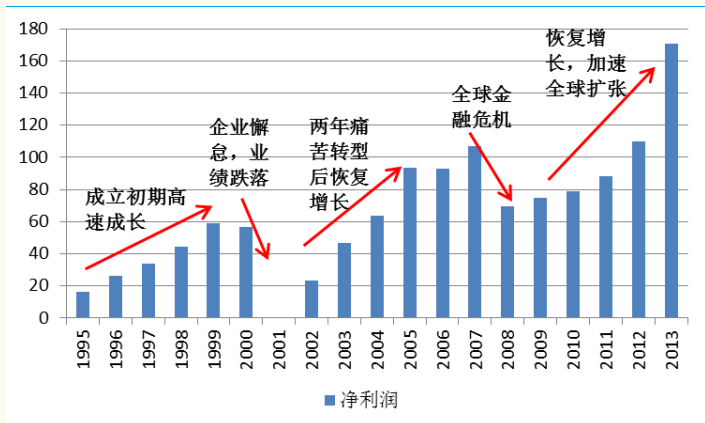


来源：彭博，国金证券研究所 以首个交易日为 100

无印良品：大家居布局奠定成功方向 制度改革是腾飞引擎

- 无印良品的成长潜力来自于精确的品牌定位和差异化的设计，更重要的是对终端的精细化管理和不断完善的制度建设。纵观公司发展，经历了创立初期的高速成长，也有过 2000 年的利润骤降和此后的为期两年的翻身战役，全球金融危机的冲击亦未使企业一蹶不振，渡过危机后依旧迎来了高速增长春天。

图表 6：无印良品净利润 亿日元



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：无印良品股价表现

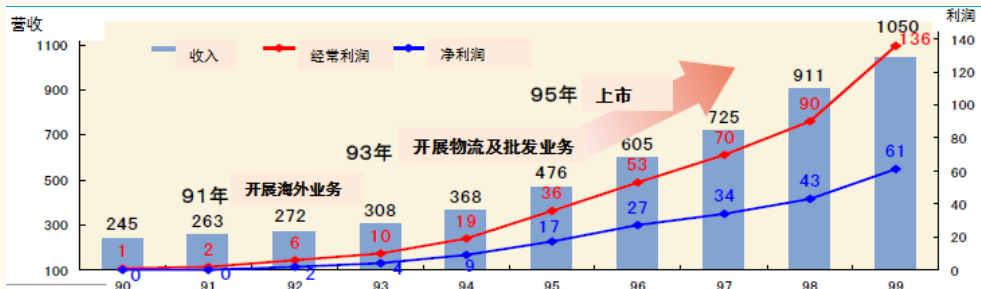


来源：彭博，国金证券研究所 以首个交易日为 100

定位平价大家居 奠基成功方向

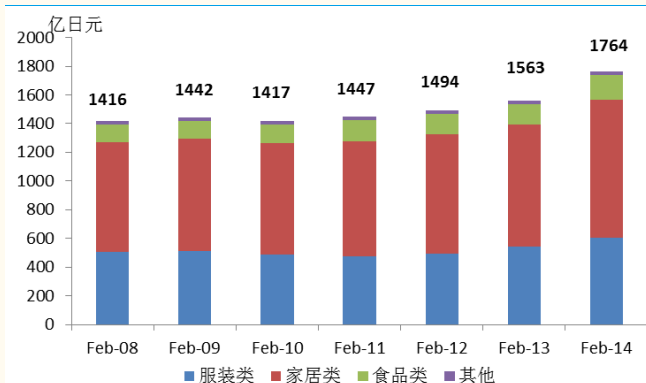
- 符合时代潮流的商业模式是企业成功基本要素。无印良品最早是日本大型超商集团西友 80 年代末创立的自营品牌 (Private Brand)，品牌初衷是对泡沫经济下日本的过度消费进行反思，推行包装、设计等化繁就简，更加追求产品的内容实质和功用性；包含衣食住在内的各种家居产品；在产品性价比上，提出与百货商场品质相同，价格 7 折的策略。从二十多年后的现在看来，这无疑当时的时代背景下极其正确的发展方向。无印良品从独立成子公司（1990 年）到 1999 年的初期十年中，业绩顺风顺水的高速成长，营收由 1990 年的 245 亿日元增长至 4.3 倍，净利润则增加了 150 倍之多，并在 1993 年开出了第一家面积 1000 平方米以上的大店。

图表 8：无印良品最初十年业绩增长迅速 亿日元



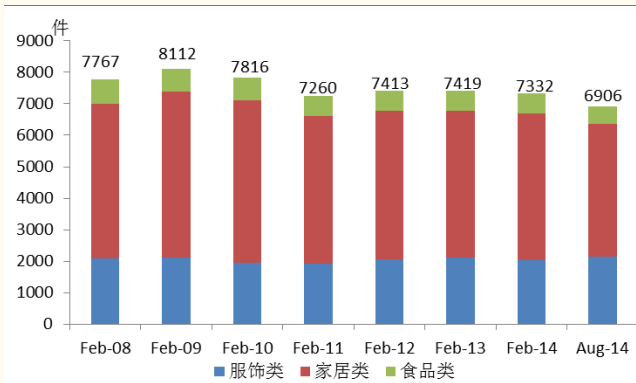
来源：公司资料，国金证券研究所

图表 9：无印良品 2008-2014 年分产品营收情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：无印良品标准店平均商品总数



来源：公司公告，国金证券研究所

- 特色的产品设计增强品牌差异化和消费黏性。无印良品最初的产品设计集结了东京奥运会金牌的设计者田中光一等诸多本土出色设计师，在此后的发展中也对设计的投入毫不吝惜，与山本耀司等著名设计师都有过合作。同时其产品开发不仅是自上而下的，还充分尊重消费者意见，收集终端反馈意见并形成了一批有特色的产品设计。

图表 11：无印良品品牌理念和早期产品



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 12：无印良品产品设计独到



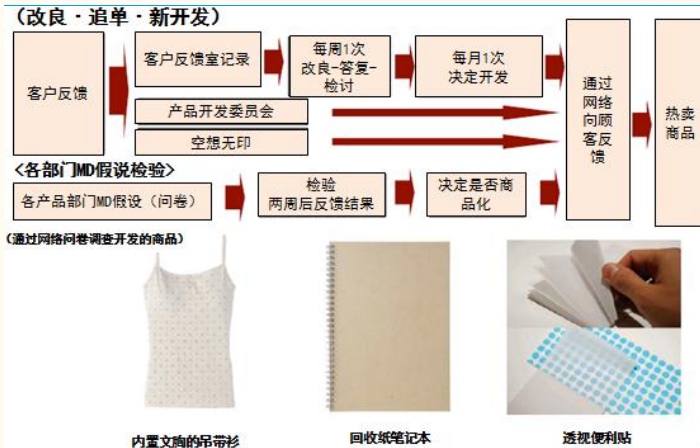
来源：公司资料，国金证券研究所

图表 13：无印良品设计及企划部门架构



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 14：无印良品收集顾客意见改进产品设计

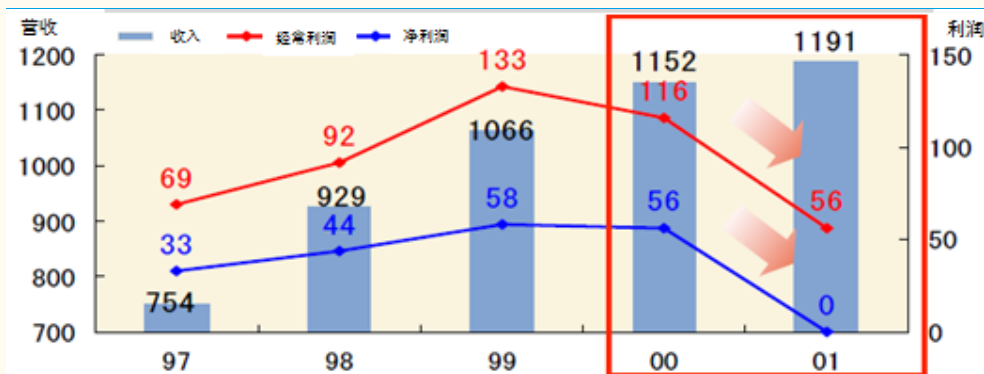


来源：公司资料，国金证券研究所

业绩下滑时期 内部制度改革起死回生

- 公司 2000 年前后业绩大幅向下调整，依靠内部制度改革起死回生。无印良品最值得借鉴的案例就是 2000 年前后依靠内部改革实现的翻身战役。公司 1999 年净利润达到峰值，2000 年急转直下。尽管面临优衣库、似鸟等企业的外在竞争，但真正的根因还在于公司出现大企业病和怠慢心理等。

图表 15：无印良品 1999 年迈入两年的业绩调整期 亿日元



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 16：无印良品自我剖析

公司内因	外部原因
1、怠慢、惰性：安于现状	优衣库、似鸟、山田电机
2、大企业病：丧失危机感	等同业竞争加剧
3、策略短视：实而己在根部腐化	
4、品牌弱化：品牌理念日益淡化	
5、战略方向错误：扩张过快	
6、高管更替	

来源：公司资料，国金证券研究所

图表 17：无印良品 2001 年改革主要动作

2001 年	2002 年
1、新人奉体制强化经营	1、持续推进门店重构
2、与店长直接交流	2、发行优惠券和会员卡积分
3、推行经营改革项目	3、改革生产、采购的结构
4、处理不良存货	4、调动门店自主性
5、关闭或缩小不良门店	5、减少顾客抱怨
6、梳理海外业务	6、简化流程审批最多3枚印章
7、选定中层干部	7、方案计划只能用1页纸阐明
8、改革组织体制	8、为下一步的扩张做准备
9、退出厚生年金基金	

来源：公司资料，国金证券研究所

- 最基本的措施是关闭店铺、减少库存以及提高产品质量。2001 年关闭了 15 家店铺。畅销时期为防止缺货过多做货，积压过度，因而在 2001 年先后焚烧了两次，腾挪仓储空间、警示员工。第一批成本 38 亿日元、零售价 100 亿日元，半年后又进行了一次焚烧。由于扩张过快，产品质量饱受诟病，2002 年刊文道歉 6 次，此后提升品质，切实减少了投诉数量。

图表 18：无印良品焚烧清理库存现场



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 19：2002 年无印良品就质量问题刊登道歉启事

No.	告知日	品 名	内 容
1	4月4日	洗衣机	冒烟、可能引发火灾
2	6月6日	食品	检出非法添加剂
3	6月6日	意大利面	检出非法添加剂
4	6月7日	折叠自行车	手把部分接合不良
5	6月23日	玉米片	检出农药残留
6	9月10日	海带	检出非法添加剂
7	10月17日	取暖器	电源开关有问题

来源：公司资料，国金证券研究所

- 无印良品转型成功的本源在于精细化经营和企业内部制度的完善。其高速成长的根源在于不断修炼精细化经营和制度化管理的内功。
- 对总部和终端进行标准化改造，规范业务流程。2000 年，无印良品推进了业务流程的标准化，由当时的总经理牵头编写了适用于零售门店的 MUJI GRAM 手册和适用于总部的业务基准书。两本指导手册中事无巨细的将每个业务细节一一陈述，例如门店展示模特的服装如何搭配也做出了标准化规范，而传统认为该业务依赖于陈列师的经验。又如评估开新店的地点在手册中也有二十多项量化的评判标准，达到某一分值以上才会开新店；标准店模型规定了盈利的时限，大城市的店铺投资 5000 万日元第一年收入要达 5 亿日元，直营店投资回收期 1 年，小城镇投资 4000 万日元的店铺第一年收入 3 亿日元，投资回收期 1 年 2 个月，不符合标准的都不会开店。

图表 20：无印良品门店管理手册 MUJI GRAM

MUJIGRAM 日文版	13 册	1994 页
英文版	5 册	378 页
中文版	7 册	461 页
韩文版	册	164 页



- 1、门店入口
- 2、收银
- 3、待客
- 4、送货
- 5、日常管理
- 6、商品管理
- 7、后台业务
- 8、劳务管理
- 9、危机管理
- 10、新店准备
- 11、店铺管理
- 12、门店系统
- 13、文件保管

来源：公司资料，国金证券研究所

图表 22：无印良品评估开店候补地点量化标准

市场评估	市场	商业设施评估	车站远近
	面积		上下车旅客数
	零售额		停车场容纳量
	人口		店家数
	20岁至49岁人口占比		销售额
	客单价	店面评估	卖场面积
	日夜人口比		坪效
	人口密度		店铺面积
	所得落差		无印良品网络会员
		配送	
		客服中心	
		对既有店铺的影响	
总得分			

来源：《无印良品成功 90%靠制度》松井忠三，国金证券研究所

图表 21：MUJI GRAM 规范到每个经营细节



来源：《无印良品成功 90%靠制度》松井忠三，国金证券研究所

图表 23：无印良品日本及中国标准店模型

	日本城郊	日本大都市	中国大城市
面积		660-990m ²	660m ²
单店投资额	4000 万日元	5000 万日元	4000 万日元
首年销售额	3 亿日元	5 亿日元	
单店库存		4000 万日元	3000 万日元
投资回收期（加盟）	3 年	3 年零 3 个月	
投资回收期（直营）	1 年零 2 个月	1 年	1 年半

来源：公司资料，国金证券研究所

- 内部整顿提高执行力，系统化管控费用。公司改革过程中重点着眼于执行力的提高，具体则细化到公文流程简化、资料的可视化统括管理、内部清理整顿等细节。同时亦成立了 30%委员会，目标是通过门店经营、仓储物流、采购、店铺租赁、总部业务的通盘改造将管理销售费用率控制在 30%以内。

图表 24：无印良品文件资料和报告实行可视化管理



来源：公司资料，国金证券研究所

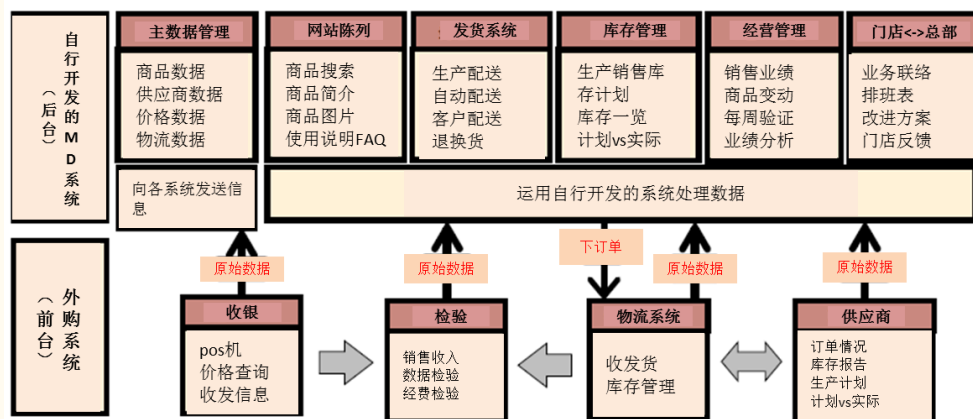
图表 25：30%委员会通过各个业务细节管控费用

名称	实行政策	
门店业务改善	1. 仓库卖场化（面积15%减至10%） 2. 提高上货效率（春秋2次，其他1次） 3. 废除54项监查项目中的20项	4. 办公场所向卖场转移 5. 打烊后30分钟内下班 6. 减少日报工作量
库存物流改善	1. 减少服装·家居产品库存 2. 统一配送 3. 仓储中心直邮 4. 扩大货架容量	5. 改进产品吊牌和标签 6. 业务外包 7. 制造商直邮
采购结构	1. 提高直接贸易比例 2. 原材料统一配送 3. 工厂集约化	4. 变更产地 5. 减少中间业态
租金门店装修	1. 新开店与否依据开店标准手册 2. 租售比15%以上的门店重塑 3. 削减每平方米的施工费 4. 暖通设备常维护交给同一家公司	5. 海外生产货架 6. 公司职员小组 7. 照明·荧光灯选用低成本型号的型号 8. 重选地板材料
总部业务	1. 裁减111名总部人员 2. 废除支出明细的双重检查（7人） 3. 提高预算审批效率、企划室人员14名减为7名 4. 监查室3名减为2名 5. 简化门店劳务构成	6. 7点下班 7. 无纸化办公 8. 升级考勤系统 9. 总部业务手册化 10. 废除给制造商的验收传票

来源：公司资料，国金证券研究所

- 提升信息系统分析能力，增强对终端的掌控。公司自 90 年代起就已全面安装 pos 机终端，但以往的数据和情报收集很零散，生产、物流和销售等各方面的系统各不相同，缺乏整体性，因而信息的质量和可用性不高，且费用很高。1997-1998 年，将销售数据导入数据库（历史分析）进销存数据关联，用于指导商品企划和订单修改；2000-2003 年，应用自动补货系统，具备预测商品的长期需要和自动补货，实施自动补货门店存货减少 50%，订货时间缩小到原来的 1/5（实时商品分析）；2004 年，与 300 家供应商实现数据呼唤，建立 EDI 系统，实现最佳订单生产（打通上下游信息流）。2005 年起通过数据系统和自创的管理分析系统对终端情况高度掌控，且投入费用占收入的比重由 2002 年的 1.8%下降到 2007 年的 0.6%。

图表 26：无印良品数据情报系统升级

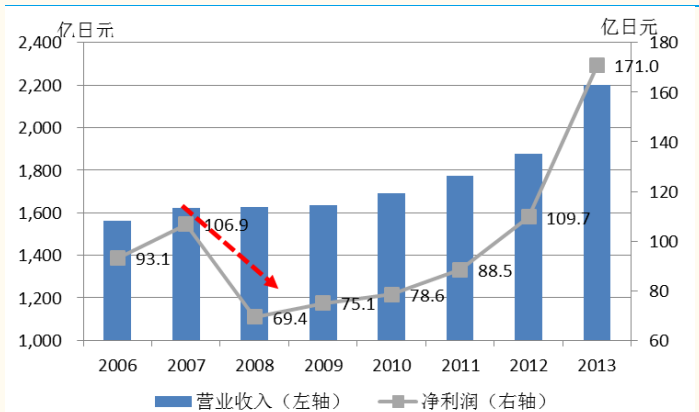


来源：公司资料，国金证券研究所

金融危机后 持续改革带动企业迅速复苏

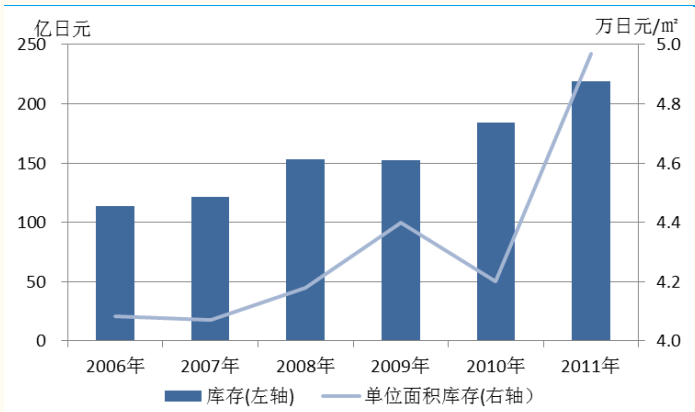
- 提升海外业务，助推业绩向上。金融危机后，2008 年无印良品净利润一度大幅下滑 35.1%，但经过一年的调整，业绩增速回正，同时危机期间攀升的单位面积库存在 2009 年得到控制。公司适时强化包括中国市场在内的海外业务：提升物流配送系统，设立战略商品计划，建立大型海外仓储中心实现产品地地产销，降低了海外门店商品售价；改进发货管理系统，提高商品供应的及时程度而抓住了季节性商机。

图表 27：金融危机后无印良品业绩迅速恢复 亿日元



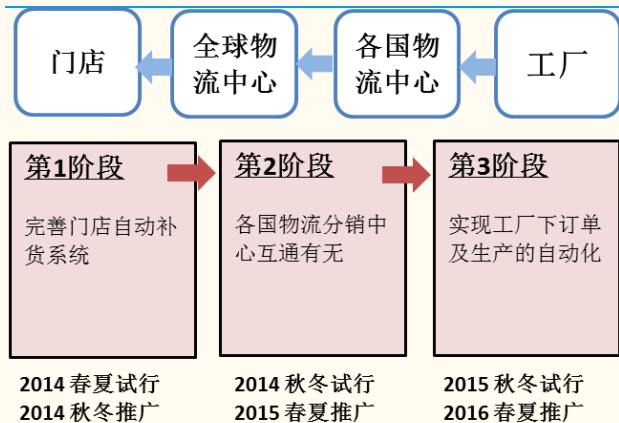
来源：彭博，国金证券研究所

图表 28：无印良品单位面积库存



来源：公司公告，国金证券研究所，单位面积库存为直营店数据

图表 29：无印良品物流系统提升规划



来源：公司资料，国金证券研究所

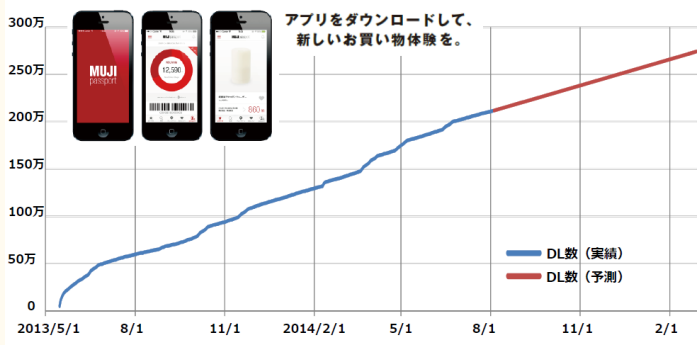
图表 30：无印良品上海及深圳全球物流中心情况

2013年7月启用	商品种类	2004种 其中非日本原产商品35%
	金额	21.2亿日元 占日本以外市场供应额的28.5%
上海中心	垫子、毛巾、起泡球、木材制品等	
深圳中心	扫除用品、塑料制品、树脂制品等	

来源：公司公告，国金证券研究所

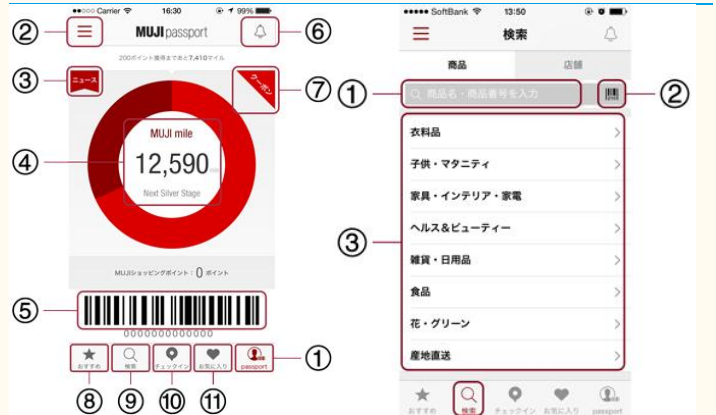
- 紧跟消费动向推出 O2O 体验，侧重由线上向线下实体店引流。移动互联网发展迅猛，无印良品也于 2013 年推出了手机终端 MUJI passport，但不同的是，该款终端并无直接购物功能，侧重将消费者向线下实体店引流。从消费者角度来说，该应用的实质是电子版、可携带、可与店铺终端互动的会员卡。下载后，消费者可以查产品在哪些实体店铺有售；在无印良品实体店及网站购物时可以获得积分抵现，同时在实体店 600 米半径范围内就可以签到送积分。APP 主界面显示用户积分及会员条形码，顾客在实体店购物时给店员扫该条形码就可以获得购物积分；搜索界面手动搜索或扫一扫缺货商品条码，即显示产品详情介绍及出售产品的店铺位置、距离和地图。

图表 31：无印良品 APP 下载量迅速增加



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 32：MUJI passport 主界面及搜索界面



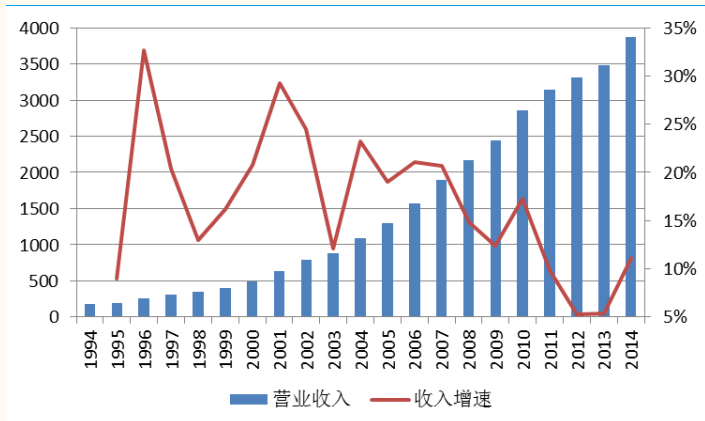
来源：公司公告，国金证券研究所

- 总结无印良品的成功，精准的大家居定位和精炼的产品设计只是基础；让其不断创业绩新高的关键在于内部管理体系的深化改革，以及将改革制度化常规化的做法。此外，改革考验企业执行力，正如无印良品所说，5%在于计划制定，95%在于执行。国内企业正在普遍探索发展大家居路径，而增加和拓展产品品类、提升品质以及设计只是第一步，持续提振业绩、抵御市场风险仍然要靠不断提高内部制度和企业管理，增强门店管控、及时对接最新的消费动向。

似鸟：多品类销售与全产业链经营结合的平价大家居典范

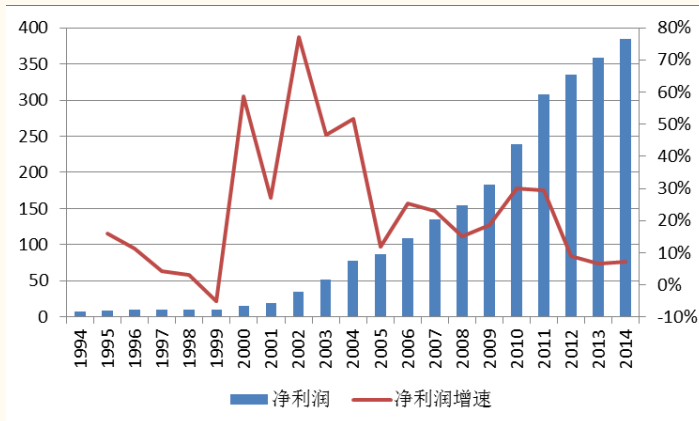
- 似鸟 1967 年还只是偏安北海道一隅、不足 100 平方米的小型零售门店，现已成为日本最大的家居用品连锁卖场，产品涵盖家具、家居杂货、卧室用品、厨卫用品等。公司 1994 财年至今连续 20 年增收，2000 财年以来连续 14 年增益。截止 2014 年 2 月的财务年度，似鸟营收 3876 亿日元（合人民币约 204 亿元），净利率 9.9%；共有门店 331 家，单店面积 3300-6600 m²。2014 年 10 月似鸟在武汉开出 2000 m² 的中国首店。

图表 33：似鸟营业收入及增长率 亿日元，%



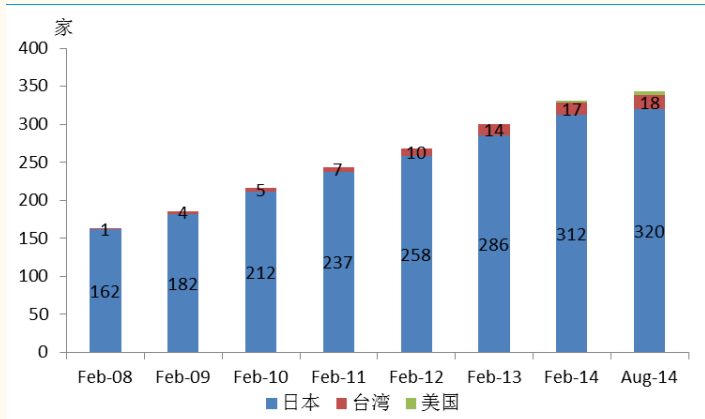
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：似鸟净利润及增长率 亿日元，%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：似鸟门店稳步扩张



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：似鸟产品组合



来源：公司资料，国金证券研究所

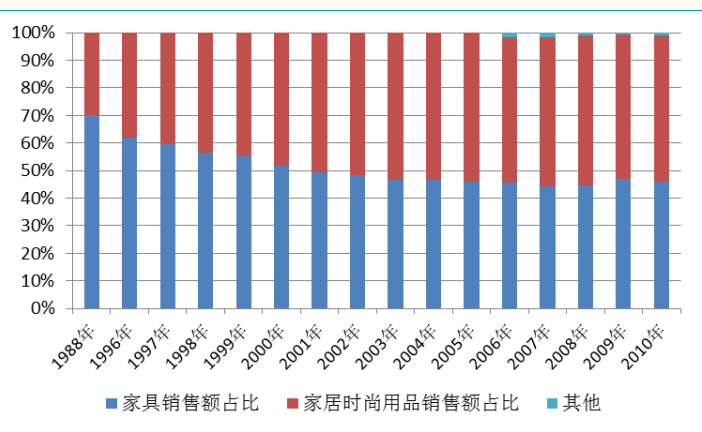
平价及多品类模式促业绩上升

- 似鸟发展之初受美国连锁大卖场模式启发，定位于多品类、低价格、大型化、质量有保障的平价整体家居连锁店。似鸟在日本率先引进家居时尚和整体家居概念，并以年收入 800 万日元以内、占日本人口 80% 的中产及以下家庭为目标客户，迅速拔得家居行业头筹。
- 物尽其用实现平价定位，迎合了低迷的日本消费市场。似鸟的产品以高性价比著称，平价消费的定位也对其产品价格提出了客观要求。似鸟通过在东南亚设立工厂、改动产品设计或材质等细节，将类似产品的价格降为无印良品的 2/3。以木质家具为例，其工厂的木材利用率可达 95%，4-5 立方厘米的边角料也会加以运用制成产品，而一般家具制造商的利用率仅为 60%。因此似鸟制造类子公司的营业利润率可达 40%。金融危机以来，似

鸟更是多次下调产品定价，2008 年 3 个月内下调了 8 次定价。低价策略无疑使得似鸟在持续不景气的日本市场中树立了较大优势。

- **拓展销售品类，研发家居时尚用品，以提高客户复购率。**似鸟成立初期以销售橱柜、床等耐用家具为主，1988 年家具占总销售额的 70%。但家具等产品的复购率较低，而毛巾、枕头、厨卫用品等低单价的家居小件在连带率和周转率上都远高于家具。除耐用家具以外的家居产品被似鸟成为 home fashion，也即家居时尚用品，近年似鸟着重开发此类商品，家居用品近年的销售占比不断提高，从 1988 年的 30%增加至 2010 年的 53%，成为促进其收入增长的重要来源。

图表 37：似鸟家居时尚用品销售额占比不断提高



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38：似鸟家居时尚用品陈列



来源：公司资料，国金证券研究所

- **提升服务、门店翻新、创建新品牌，多管齐下强化以消费者为中心的零售基因。**零售业从卖场到商品和服务的消费者体验至关重要。似鸟在店铺大型化、门店陈列、产品设计等方面不断改进，并对消费市场动向及时作出反应。
 - 注重商品的设计创新，与帝人等纤维企业联手开发了内侧使用超细防滑纤维的被套，使得固定被芯更为方便；开发了特殊纤维制成的透光率高但能遮挡窗外视线的窗帘等。
 - 卖场陈列不断改善，和宜家一样布置成成套的家居生活场景，在细节的产品陈列、通道宽度、照明、商品说明卡片、广告牌等方面也做了精心设计。
 - 住在郊区、周末开车大量采购的消费模式在日本年轻消费者中不再流行，年轻一代更喜欢居住在市中心、徒步逛街购物，因此 2011 年似鸟甚至成立了新的连锁品牌 NITORI decohome，主要销售小件的生活必需品，面积 1000 m² 以内，开设在超市、商场中，方便主妇及上班族平时采购。

图表 39：似鸟产品创新设计



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 40：似鸟对卖场改建翻新

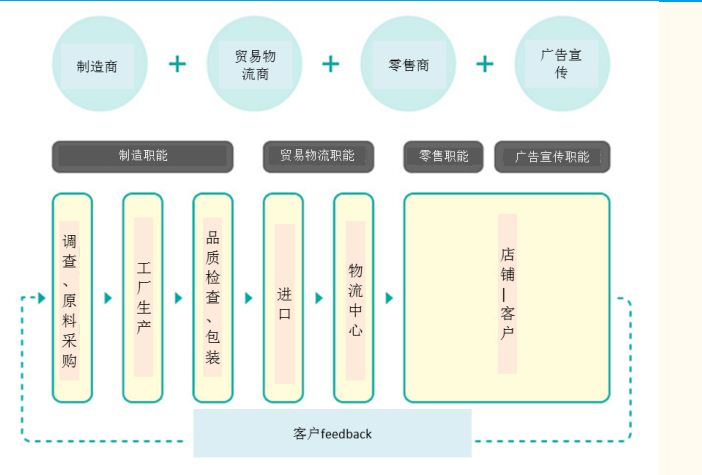


来源：公司资料，国金证券研究所

产业链垂直一体化 降低制造成本及费用

- 全产业链经营是似鸟的一大特点，从商品企划设计、原材料采购、生产制造、物流仓储、产品营销和营销推广的整个过程都自行管理。在世界各国的 400 家供应商进口的商品中，似鸟自行开发的商品占到 80%。目前在全球 15 个国家建有采购中心；在公司发展过程中，完成了家具制造商的收购以及海外生产中心的建立，海外生产的产品占公司销售额的 70%；构建了完善的物流配送网络，以保障货物配送，削减物流费用。

图表 41：似鸟全产业链纵向发展



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 42：似鸟海外子公司

公司名称	经营项目	账面价值	从业人数
印尼子公司	家具制造工厂	8.37 亿日元	1536
越南子公司	家具制造工厂	31 亿日元	2595
似鸟中国采购有限公司	物流仓储	11 亿日元	91
上海利桥实业有限公司	物流仓储	6.22 亿日元	1

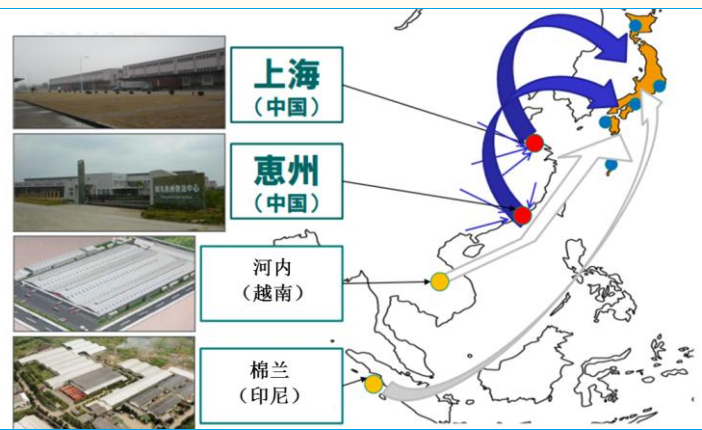
来源：公司公告，国金证券研究所

- 似鸟海外生产的产品占总销售额由 1989 年的 3% 上升至 2009 年的 70%，目前海外参股工厂达 300 家以上，东南亚等地低廉的人工费用大幅削减了产品的生产成本。例如在耐用家具的生产方面，公司早期与日本老牌家具生产商 Marumitsu 合作，并在 Marumitsu 经营低迷时逐渐收购了其 100% 的股权，拓宽了向产业链上游发展的渠道。1994 年两家公司在印尼合作设立了首个海外工厂，现在似鸟超过 50% 的家居产品均来自 Marumitsu 的两家海外工厂。
- 构建了完善的物流配送网络，保障货物配送，削减物流费用。似鸟 2008 年以来平均每年开店 24 家，大规模的商品供应需要完善的仓储物流；此外，通过物流自营削减费用也是公司实现产品低价的一个重要手段。日本国内，似鸟在埼玉县（关东物流中心）、札幌、横滨、福冈和神户等 10 地建有物流中心，同时设有 74 个区域性的配送中心，向各门店及消费者配送商品。海外则在靠近工厂的上海、惠州、越南

河内和印尼棉兰建有物流基地。以占货物量 40%的关东物流中心为例，该中心占地 6.4 万平方米，年集装箱吞吐量达 2 万个。总部每周日制定每个门店的发货计划，由物流中心前半周向门店发货，后半周向各地区的配送中心发货。海外物流中心近年则增加了货物质检、分拣的职能，商品在中国就完成了从生产到各个门店分包的全过程，较原来的日本国内集散货物而言进一步提高了效率、降低了成本。

- 此外，似鸟在商品质量管控、IT 系统开发、产品营销广告上均有涉及。似鸟参考汽车制造商的产品品质管理体系，同时加入了商品运输、卖场销售的品质管理。其 IT 系统也为 1995 年起自行开发。

图表 43：似鸟全球物流网络



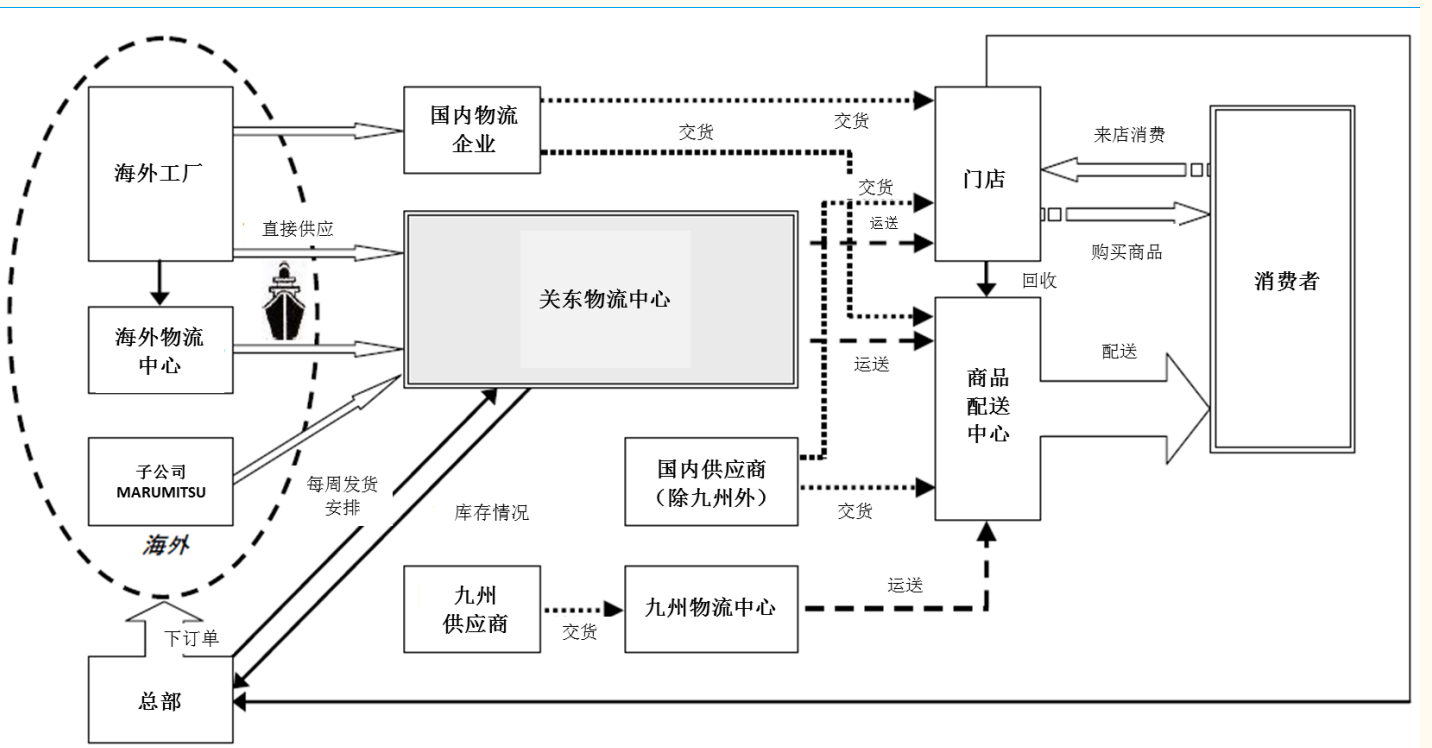
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：似鸟增设上海中心提高物流效率



来源：公司资料，国金证券研究所

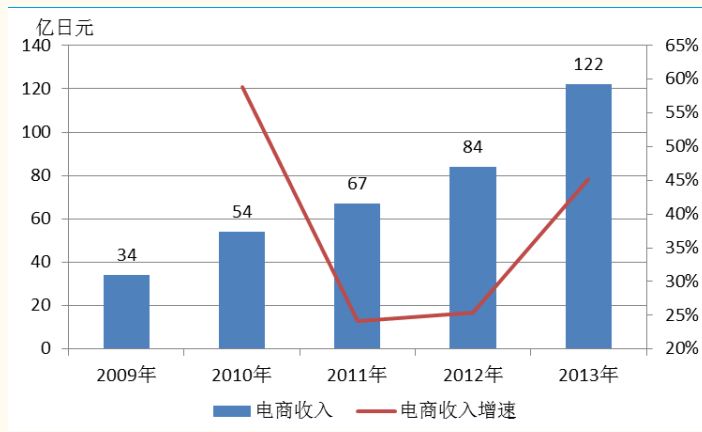
图表 45：似鸟关东物流中心运营图



来源：《经营志林》46 卷 3 号 矢作敏行，国金证券研究所

- 近年，似鸟在海外市场及电商渠道上打开了新的增长点，作为新渠道的电商业务近年表现强劲，2009 年至 2013 年年均增速 27%，并开发了电商专供商品。海外市场方面，2007 年开出台湾首店，2013 年实现台湾子公司单独盈利；2014 年上半年在美国开设了两家门店，下半年在武汉开出中国大陆首店和二号店。

图表 46：似鸟电商业增长迅速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 47：似鸟武汉首店及武汉二店开业



来源：公司资料，国金证券研究所

- 大家居行业突破点在于平价定位、核心供应链资源掌控和企业管理升级。无印良品和似鸟均充分利用了中国等地制造业的低价优势，精打细算实现产品低价。无印良品背靠日本大型超商集团，掌握零售渠道资源和优秀的设计理念，虽然 2000 年的业绩下滑，一度被市场认为即将惨遭淘汰，但仍然通过内部调整业绩走出 V 字反弹。似鸟通过与制造商的深度合作、收购和新建工厂，充分调动了供应链上游资源，后来居上成为日本家居第一品牌。似鸟平价大家居卖场的定位顺应了消费市场的潮流，同时制造、物流和销售垂直一体化的模式为商品价格策略和质量管控提供了保障。

中国企业大家居转型：新业态考验企业管理及资源整合能力

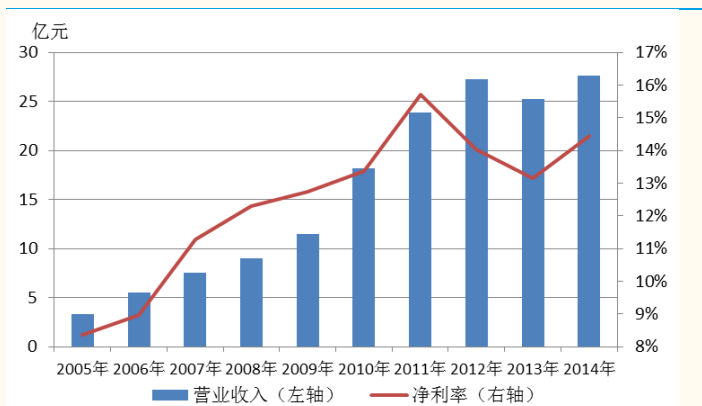
- **制造生产环节优势明显，具有先发优势及较强零售管控能力的企业将夺得头筹。**国内家居类企业在产品成本控制上有先天优势，即使近年人工成本上涨，但仍有沿海三四线城市、中西部腹地及东盟各国作为低价生产基地；因此具有较强的零售能力、具有较高的供应链管理水准的企业将在大家居行业中脱颖而出。
- **罗莱家纺引进类直营基因；以乐优家品牌先发进军平价家居市场。**公司2014年出资2亿元完成对10家加盟商的收购，强化了类直营基因，据测算对营收的增厚在6%左右。此外，2013年以来公司积极调整原有平价品牌优家的经营和发展思路，对标国外平价销售模式：强化零售基因，团队过半人马来自宜家等家居零售企业；门店产品品类更为多元，除传统床上用品外，还包括家居服、拖鞋、毛巾、靠枕等家居纺织品；产品价格和电商渠道一样有竞争力，最能体现议价能力的被芯价格依据不同价格在199元/299元/349元，加价倍率降至3倍甚至更低。
- **富安娜零售基础扎实，稳步实现“小宜家”愿景。**富安娜直营占比较高，精细化经营及零售能力较强，多品牌大家居产品品类进一步丰富，包括沙发、衣柜、床、墙纸、桌子、地毯、地胶、窗帘、家居服、拖鞋、伞、领带、丝巾、毛巾等，并且大家居产品在色彩和设计方面与床上用品形成较好的配套。

图表 48：罗莱乐优家品牌拓展平价大家居市场



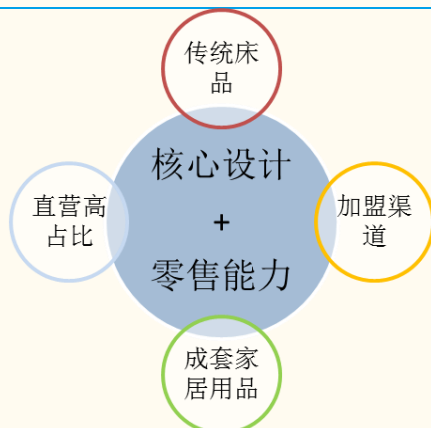
来源：网络资料，国金证券研究所

图表 49：加盟商收购增厚罗莱业绩



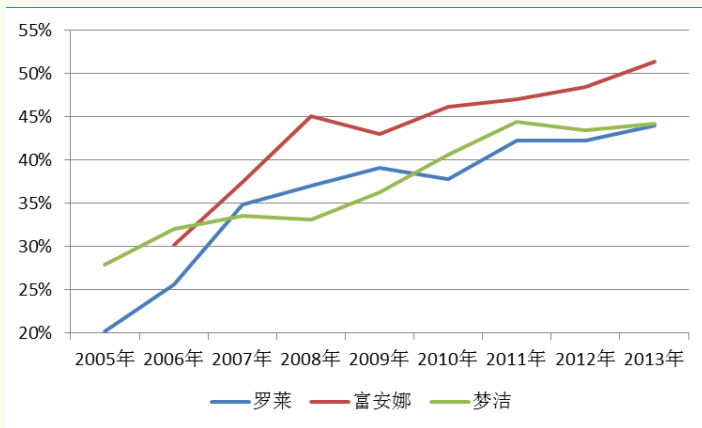
来源：同花顺，公司公告，国金证券研究所

图表 50：富安娜推进以设计和零售为核心的小宜家战略



来源：国金证券研究所

图表 51：家纺上市公司毛利率对比



来源：同花顺，公司公告，国金证券研究所