

2024 年 02 月 07 日

行业研究

评级：推荐(维持)

研究所：

证券分析师：林昕宇 S0350522110005

linxy01@ghzq.com.cn

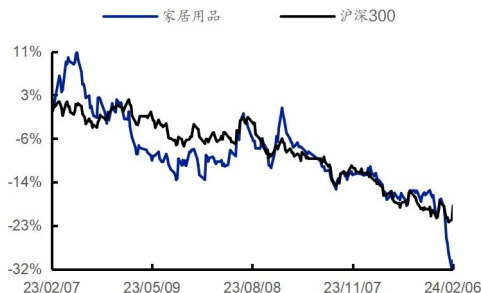
联系人：杨蕊菁 S0350122090030

yangrj01@ghzq.com.cn

穿越地产周期，逆势铸造家居龙头

——家居用品行业专题研究

最近一年走势



行业相对表现

2024/02/06

表现	1M	3M	12M
家居用品	-15.9%	-19.9%	-29.2%
沪深 300	-0.5%	-8.8%	-19.0%

相关报告

《家居板块事件点评：政策延续接力释放，悲观预期有望进一步改善（推荐）*家居用品*林昕宇》——2023-07-28

《家居板块事件点评：政策具有延续性，家居板块估值水平及悲观预期有望修复（推荐）*家居用品*林昕宇》——2023-07-27

《家居板块事件点评：家居板块基本面逐步修复，政策催化下估值有望提升（推荐）*家居用品*林昕宇》——2023-07-01

《软体家居用品行业专题研究：品类与渠道并举，软体家具龙头优势凸显（推荐）*家居用品*林昕宇》——2023-06-15

《定制家居行业专题研究：整家与整装战略落地，需求有望逐步改善（推荐）*家居用品*林昕宇》——2023-06-07

投资要点：

- **宜得利是日本最大的家居零售企业，上市 20 年营收利润稳步增长。**宜得利成立于 1967 年，是日本最大的家居和家具零售企业。宜得利主打“极致性价比”标签，从制造、运输和销售端开始逐渐整合供应链，2007 年开始至今在全球市场迅速扩张，布局美国、中国大陆、中国台湾及东南亚市场。宜得利自上市以来营业收入和利润连续 20 年稳步增长，2002 财年至 2022 财年，销售额从 882 亿日元增长到 9481 亿日元，经常收益从 89 亿日元上升到 1441 亿日元，二者年均复合增长率分别为 12.61% 和 14.94%。
- **日本家居行业先后历经“黄金时代”、“白银时代”和“青铜时代”。**在 20 世纪 50 年代至 70 年代，家居行业从百废待兴开始迅速驶向快车道，一批家具企业和品牌如雨后春笋般诞生。在 70 年代末至 80 年代，日本家居行业开始不断整合，一批龙头企业开始崛起。90 年代后，由于日本经济衰退、房地产泡沫破灭和需求变化等诸多因素，日本家居行业进入长期的缓慢衰退时期。
- **宜得利穿越日本地产周期，主打平价高质，供应链一体化及全渠道布局，逆势铸造龙头。**在产品方面，宜得利从顾客角度出发，重视设计开发，选择进口原材料和商品，提高客户使用体验。在供应链建设方面，宜得利重视物流网络和基础设施布局，制造商可直达店铺，同时在海外建厂，提高物流和生产效率。在全渠道布局方面，公司在国内开店的同时迅速布局海外市场，率先突破家居传统线下模式，拓展电子商务业务，全方位提高消费者购物体验。通过积极顺应行业需求变化并构建自身能力与竞争优势，实现逆势增长与扩张。
- **拓展市场，强化龙头竞争优势；聚焦用户，产品服务全面突围。**通过复盘宜得利，我们认为其发展路径与历程对国内家居行业具有较多启示与借鉴意义。宜得利通过聚焦用户挖掘需求、寻求差异化定位，持续强化产品与服务能力，并布局全球市场拓展潜在需求，实现了在日本地产与家居行业下行期的逆势扩张。中国的家居行业正面临增长中枢切换及渠道的深度重构的现状，在需求结构、流量入口、用户需求、产业链价值分配等各方面正在发生着迅速变化。展望未来，国内家具企业或将由于各自发展阶段、公司基因、管理团队风格等多方面主客观因素的差异而形成战略方向及战术选择的区

别。从行业格局来看，我们认为国内市场与日本或有所不同，凭借多样化的消费者偏好，国内家具行业有望呈现分层次竞争，即头部企业聚焦大众消费市场，以满足最广泛的消费者需求为主要方向，持续提升全渠道市场占有率；长尾中小企业聚焦个性化专业市场，针对更为精准的用户群体提供相应产品，并做深做透目标客群。

- **盈利预测及重点推荐：**当前市场对地产后周期板块整体仍处在相对悲观预期的状态，我们认为随着优质企业积极提升产品力、加强整装家装等全渠道合作，有望实现逆势拓展及市场份额逐步提升。维持对家居行业的“推荐”评级。**重点推荐：**欧派家居、顾家家居、志邦家居、索菲亚。
- **风险提示：**家居企业品类融合不及预期，行业竞争加剧，国内和日本经济环境差异，市场开拓不及预期，原材料价格波动风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司	股票	2024/02/06		EPS			PE			投资
代码	名称	股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	评级	
603833.SH	欧派家居	61.34	4.41	4.99	5.58	27.56	12.29	10.72	买入	
603816.SH	顾家家居	37.00	2.20	2.54	2.92	19.41	14.57	12.67	买入	
603801.SH	志邦家居	13.59	1.76	1.43	1.65	15.31	9.50	8.24	买入	
002572.SZ	索菲亚	15.85	1.17	1.43	1.68	15.52	11.08	9.43	增持	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

内容目录

1、 核心要点	6
2、 日本家居行业：从繁荣到低迷，逆势铸造龙头	7
2.1、 黄金年代：20 世纪 50-70 年代，日本经济快速发展，家具专营店应运而生	7
2.2、 白银年代：20 世纪 80-90 年代，经济增速放缓，家居行业持续整合	7
2.3、 青铜时代：90 年代至今，地产泡沫破灭，家居行业长期低迷	8
2.3.1、 日本房地产萧条，2009 年后略有回暖	8
2.3.2、 老龄化趋势确立，城镇化进入成熟阶段	10
2.3.3、 日本消费市场低迷，消费倾向持续下降	12
2.3.4、 家居行业面对严峻的外部环境，行业景气度低迷	13
3、 宜得利：供应链一体化，实现平价高质	15
3.1、 立足日本市场，积极拓展全球布局	15
3.1.1、 1967-1978 年：取经美国，吸收美国家居市场经验，挽狂澜于既倒	15
3.1.2、 1979-2006 年：海外建厂，建立物流中心，开设零售商店，供应链一条龙	16
3.1.3、 2007 年至今：海外渠道迅速扩张，生产基地持续拓展	16
3.2、 经营表现稳步增长，盈利能力相对平稳	17
3.3、 顾客立场出发，重视设计开发	20
3.4、 最低价格确定成本，海外建厂拓展产能	22
3.5、 布局物流网络和基础设施，制造商直达店铺	23
4、 渠道布局：从本土到海外，从线下到线上	24
4.1、 日本国内有多类型门店，适用于不同渠道	24
4.2、 渠道布局快速推进，迅速布局海外市场	26
4.3、 突破家居传统线下方式，拓展电子商务业务	28
5、 宜得利模式启示：低价高质，全球供应链，快速周转	29
5.1、 相较于日本，国内家居总量和边际增量有提升空间	29
5.2、 供应链一体化，高质量管理控制成本，维持低价高质优势	31
5.3、 从消费者角度出发，全方位提高消费体验	32
6、 股价复盘：业绩稳健增长，外部因素影响估值中枢	33
7、 以史为鉴：观日本家居 70 年蝶变，探索国内家居平稳发展之路	34
7.1、 中国家居企业发展与宜得利存在多方面相似之处	35
7.1.1、 单一品类难以满足消费者需求，品类融合成破局新引擎	35
7.1.2、 全渠道布局增强门店经营活力，加速构建终端大家居店态布局	36
7.2、 中国家居企业与宜得利面临不同的外部环境	38
7.2.1、 日本具备完善的 SI 住宅体系，具有功能化和人性化研究设计	38
7.2.2、 日本家居市场集中度较高，我国家居市场存在较大整合空间	39
7.2.3、 中国头部家居企业具备较完整产业链，日本家居主要依靠全球采购，聚焦门店运营	40
7.2.4、 宜得利家居饰品占比高，国内家居企业以大件家居为主	41
7.3、 低欲望社会下，消费趋于理性重视性价比	41
8、 重点推荐个股	45
9、 风险提示	46

图表目录

图 1: 1960-1979 年日本人均国民总收入（日元）及同比 YOY（%）	7
图 2: 1950-2023 年日本城市化率变化（%）	7
图 3: 1980-1999 年日本人均国民总收入（日元）及同比 YOY（%）	8
图 4: 20 世纪 80-90 年代日本东京都结婚率下降（%）	8
图 5: 日本新屋开工户数不断下降（单元）	9
图 6: 日本新屋开工的建筑面积整体处于下降趋势	9
图 7: 从 2008 年金融危机恢复过后，日本不动产价格指数保持相对稳定	10
图 8: 日本居住用建筑成交量近年有所恢复，但仍低于 2000 年的水平	10
图 9: 日本经济 80 年代前增长迅速，90 年增速放缓，21 世纪后增长停滞	10
图 10: 2011 年以来日本人口数量处于逐年下滑趋势	11
图 11: 日本人口老龄化趋势明显	11
图 12: 日本的人口超过 100 万城市群人口占总人口比重（%）超过东京大阪城市人口占全国比例（%）	11
图 13: 日本第一大城市人口/城市总人口比重（%）企稳后小幅回升	11
图 14: 日本女性人口比重上升（%）	12
图 15: 日本东京结婚率下降（%）	12
图 16: 日本国民人均可支配收入增长停滞	12
图 17: 日本私人家庭消费增长停滞	12
图 18: 日本两人及两人以上家庭的月可支配收入和月消费性支出长期低迷	13
图 19: 日本两人及两人以上家庭平均消费倾向（%）下降	13
图 20: 日本两人及两人以上家庭平均储蓄率（%）上升	13
图 21: 日本家具行业工业生产指数处于下滑趋势	14
图 22: 日本家具行业生产者出货价格指数下滑	14
图 23: 日本家具和室内陈设批发渠道销售额不断下滑	14
图 24: 日本家具大规模零售各渠道的销售额不断下滑	15
图 25: 宜得利（NITORI）发展历程	17
图 26: 2006-2022 财年宜得利销售额（亿日元）及同比增速（%）	18
图 27: 2006-2022 财年宜得利净利润（亿日元）及同比增速（%）	18
图 28: 2008-2022 财年宜得利毛利率、销售管理费用率和营业利润率（%）稳定	18
图 29: 2014-2022 财年人事、租赁、运输、广告及外包费用占销售额比例（%）	19
图 30: 宜得利独特的商业模式“制造物流 IT 零售业”	20
图 31: N COOL 和 N WARM 系列	20
图 32: N WARM 系列性能对比	21
图 33: 宜得利物品搭配，整体协调	21
图 34: 宜得利扩充产品矩阵，重视整体协调	22
图 35: NITORI 集团自己的海外工厂有助于在任何情况下稳定的产品供应	22
图 36: 宜得利海外物流和国内物流形成紧密物流网络	23
图 37: 公司 Home Cargo 的一体化物流服务	23
图 38: 宜得利店铺数量和顾客数量呈现上升态势	24
图 39: 截至 2023 年 3 月店铺数量为 902 家	24
图 40: 宜得利家居店店面分布及内设	24
图 41: 宜得利在关东、关西、相模原、枚方布局四家一站式购物中心	25
图 42: 基本商品 X 全新挑战，创造更加愉悦和缤纷的居家生活	25
图 43: 通过旧房改造与搭配实力，提供“旧房改造综合服务”	26
图 44: 消费者可以通过条件搜索查找装修案例	26

图 45: 截至 2023 财年海内外店铺明细	26
图 46: 美国 Aki-Home 门店	27
图 47: 宜得利中国台湾门店	27
图 48: 在 Instagram 上直播: “Insta-live”	28
图 49: APP 使用人数不断上升	29
图 50: 日本国内线上收入增长较快	29
图 51: 家居制造业主营收入和利润总额增速变缓	29
图 52: 家居制造业毛利率整体平稳	30
图 53: 家居制造业销售利润率波动明显	30
图 54: 家居零售价格指数同比情况, 表明家居零售价格指数呈上涨趋势	30
图 55: 城镇居民人均可支配收入和消费性支出上涨增速放缓	30
图 56: 宜得利集团公司一览	31
图 57: 宜得利质量保证机制	32
图 58: 宜得利购物网站利用图案、色彩和材料来综合布置房间	33
图 59: 宜得利收盘价(元)、总市值(亿元)及 PE 市盈率(倍)	34
图 60: 头部家居企业积极推进品类融合, 大家居战略进展顺利	36
图 61: 欧派家居、志邦家居、索菲亚整装大家居体验馆	37
图 62: 截至 2023Q3 部分定制家居企业各品类门店数量(家)	37
图 63: 日本 SI 住宅体系	38
图 64: 我国定制家居企业占家居整体市场的份额仍然相对较低(%) (按照 2022 年财报计算)	39
图 65: 日本家居企业 CR5 市占率(%) (2009-2017 年数据来自智研咨询, 2021 年数据根据 Statista, Wind 数据测算)	40
图 66: 2021 财年日本领先家具公司的净销售额 (十亿日元)	40
图 67: 日本家居企业市占率 (2021 财年净销售额计算, 总量来自日本家居商业销售额)	40
图 68: 1978-2023 年中国出生率(%)及出生人口(万人)	42
图 69: 2023 年消费者消费观念变化及消费者信心程度	42
图 70: 2023 年 1-12 月国房景气指数	43
图 71: 1991-2023 年中国消费者信心指数	43
图 72: 后疫情时代, 中国地产数据承压	43

1、核心要点

宜得利是日本最大的家居零售企业，上市 20 年营收利润稳步增长。宜得利成立于 1967 年，是日本最大的家居和家具零售企业。宜得利主打“极致性价比”标签，从制造、运输和销售端开始逐渐整合供应链，2007 年开始至今在全球市场迅速扩张，布局美国、中国大陆、中国台湾及东南亚市场。宜得利自上市以来营业收入和利润连续 20 年稳步增长，2002 财年至 2022 财年，销售额从 882 亿日元增长到 9481 亿日元，经常收益从 89 亿日元上升到 1441 亿日元，二者年均复合增长率分别为 12.61% 和 14.94%。

日本家居行业先后历经“黄金时代”、“白银时代”和“青铜时代”。在 20 世纪 50 年代至 70 年代，家居行业从百废待兴开始迅速驶向快车道，一批家具企业和品牌如雨后春笋般诞生。在 70 年代末至 80 年代，日本家居行业开始不断整合，一批龙头企业开始崛起。90 年代后，由于日本经济衰退、房地产泡沫破灭和需求变化等诸多因素，日本家居行业进入长期的缓慢衰退时期。

宜得利穿越日本地产周期，主打平价高质，供应链一体化及全渠道布局，逆势铸造龙头。在产品方面，宜得利从顾客角度出发，重视设计开发，选择进口原材料和商品，提高客户使用体验。在供应链建设方面，宜得利重视物流网络和基础设施布局，制造商可直达店铺，同时在海外建厂，提高物流和生产效率。在全渠道布局方面，公司在国内开店的同时迅速布局海外市场，率先突破家居传统线下模式，拓展电子商务业务，全方位提高消费者购物体验。通过积极顺应行业需求变化并构建自身能力与竞争优势，实现逆势增长与扩张。

拓展市场，强化龙头竞争优势；聚焦用户，产品服务全面突围。通过复盘宜得利，我们认为其发展路径与历程对国内家居行业具有较多启示与借鉴意义。宜得利通过聚焦用户挖掘需求、寻求差异化定位，持续强化产品与服务能力，并布局全球市场拓展潜在需求，实现了在日本地产与家居行业下行期的逆势扩张。中国的家居行业正面临增长中枢切换及渠道的深度重构的现状，在需求结构、流量入口、用户需求、产业链价值分配等各方面正在发生着迅速变化。展望未来，国内家具企业或将由于各自发展阶段、公司基因、管理团队风格等多方面主客观因素的差异而形成战略方向及战术选择的区别。从行业格局来看，我们认为国内市场与日本或有所不同，凭借多样化的消费者偏好，国内家具行业有望呈现分层次竞争，即头部企业聚焦大众消费市场，以满足最广泛的消费者需求为主要方向，持续提升全渠道市场占有率；长尾中小企业聚焦个性化专业市场，针对更为精准的用户群体提供相应产品，并做深做透目标客群。

盈利预测及重点推荐：当前市场对地产后周期板块整体仍处在相对悲观预期的状态，我们认为随着优质企业积极提升产品力、加强整装家装等全渠道合作，有望实现逆势拓展及市场份额逐步提升。维持对家居行业的“推荐”评级。**重点推荐：**欧派家居、顾家家居、志邦家居、索菲亚。

风险提示：家居企业品类融合不及预期，行业竞争加剧，国内和日本经济环境差异，市场开拓不及预期，原材料价格波动风险。

2、日本家居行业：从繁荣到低迷，逆势铸造龙头

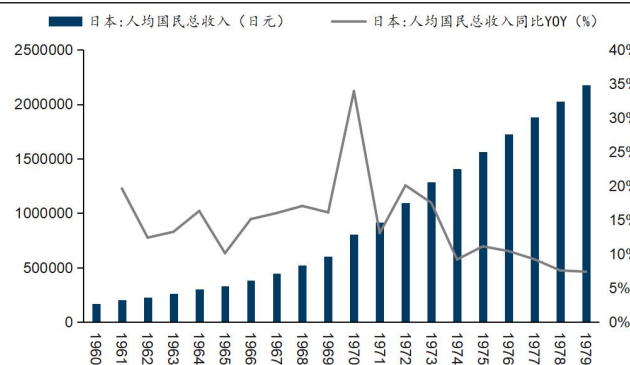
二战后至今，日本家居行业分别经历了“黄金时代”、“白银时代”和“青铜时代”。在 20 世纪 50 年代至 70 年代，家居行业从百废待兴开始迅速驶向快车道，一批家具企业和品牌如雨后春笋般诞生。在 70 年代末至 80 年代，日本家居行业开始不断整合，一批龙头企业开始崛起。90 年代后，由于日本经济衰退、房地产泡沫破灭和需求变化等诸多因素，日本家居行业进入长期的缓慢衰退时期。

2.1、黄金年代：20 世纪 50-70 年代，日本经济快速发展，家具专营店应运而生

二战后-20 世纪 70 年代，日本家居行业进入黄金时代。60 年代前后，家具生产线的专用设备开发成功，家具制造商纷纷到海外先进国家考察，改善工厂的布局。在同一时期，零售渠道也发生变化，出现家具专营店。日本家具零售巨头岛忠、NITORI、大冢等企业均在这一时期成立。

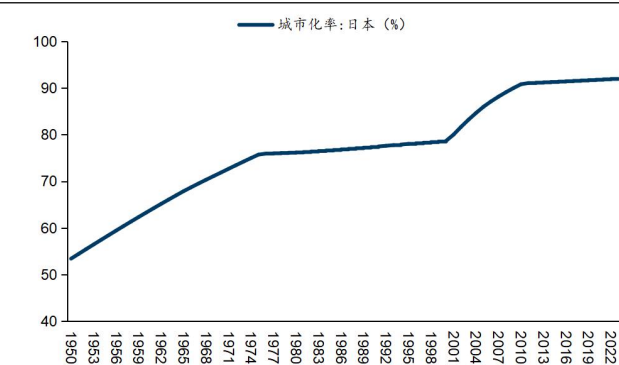
日本的家具工业在 60 年代到 70 年代之间加速实现现代化。日本经济高速发展，人民生活水平快速提高，日本人均国民总收入由 1960 年的 17 万日元增长至 1979 年的 217.5 万日元。20 世纪 50 年代以来，日本城市化快速增长，城市化率由 1950 年的 53.40% 提升至 1979 年的 76.12%，住房建设量与销售额持续提升，加之西方生活方式的深入渗透，家具市场需求进一步扩大，日本家具行业逐渐转化为“根据订货合同、大规模集中生产家具”的模式。

图 1：1960-1979 年日本人均国民总收入（日元）及同比 YOY（%）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：1950-2023 年日本城市化率变化（%）



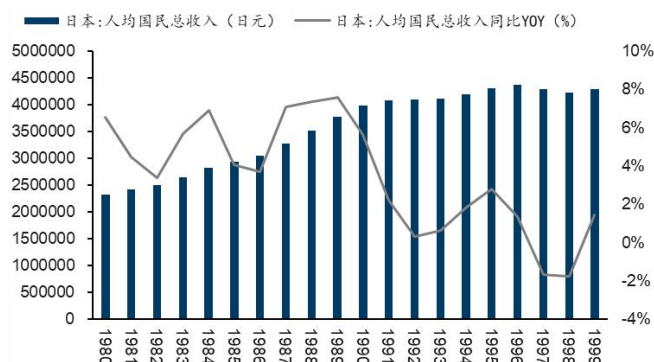
资料来源：Wind，国海证券研究所

2.2、白银年代：20 世纪 80-90 年代，经济增速放缓，家居行业持续整合

日本经济增速放缓，家居行业整合，呈现差异化（20 世纪 80 年代-90 年代）。日本 GDP 增长率在 20 世纪 70 年代后边际放缓，80 年代起日本 GDP 增速降至

10%以下，90年代后进入个位数负增长区间。这一时期，国际经济环境动荡，1978年第二次石油危机爆发，1985年“广场协议”签订并使得日元迅速升值。日本政府采取宽松货币政策应对，大量资金涌入房地产市场，推动日本房价迅速上涨，日本居民居住成本上升。1991年是房地产泡沫的顶峰，1980年以来结婚率连年下降导致家庭对家具产品的需求承压，进而对家具销售额产生了负面影响。随着日本家居行业发展速度逐渐放缓，市场竞争逐渐激烈，大企业的规模优势和品牌优势开始显现，日本家居行业进入整合状态，企业数量和从业人数逐渐减少。从1991年至2016年，日本家具零售CAGR约为-3.76%，居民可支配收入增速的大幅放缓，1980-1999年日本人均可支配收入同比增长均在-2%~8%之间。

图 3：1980-1999 年日本人均国民总收入（日元）及同比 YOY（%）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：20 世纪 80-90 年代日本东京都结婚率下降（%）



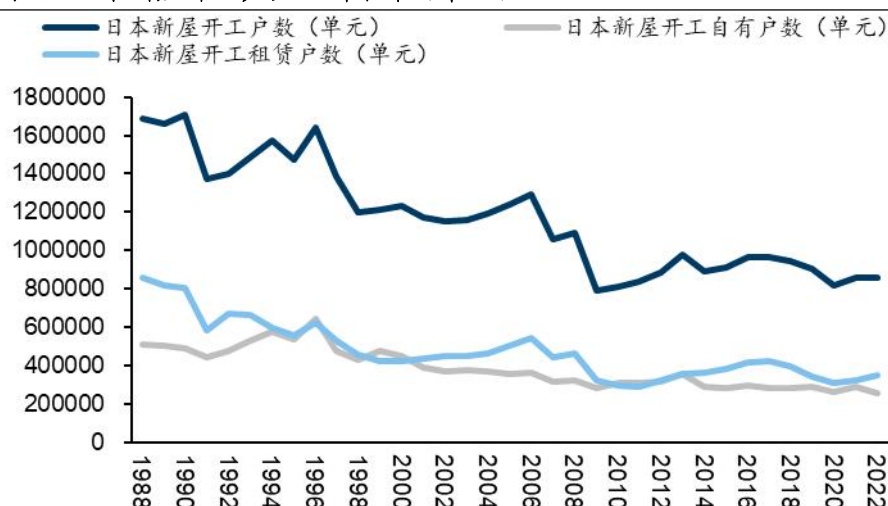
资料来源：Wind，国海证券研究所

2.3、青铜时代：90 年代至今，地产泡沫破灭，家居行业长期低迷

2.3.1、日本房地产萧条，2009 年后略有回暖

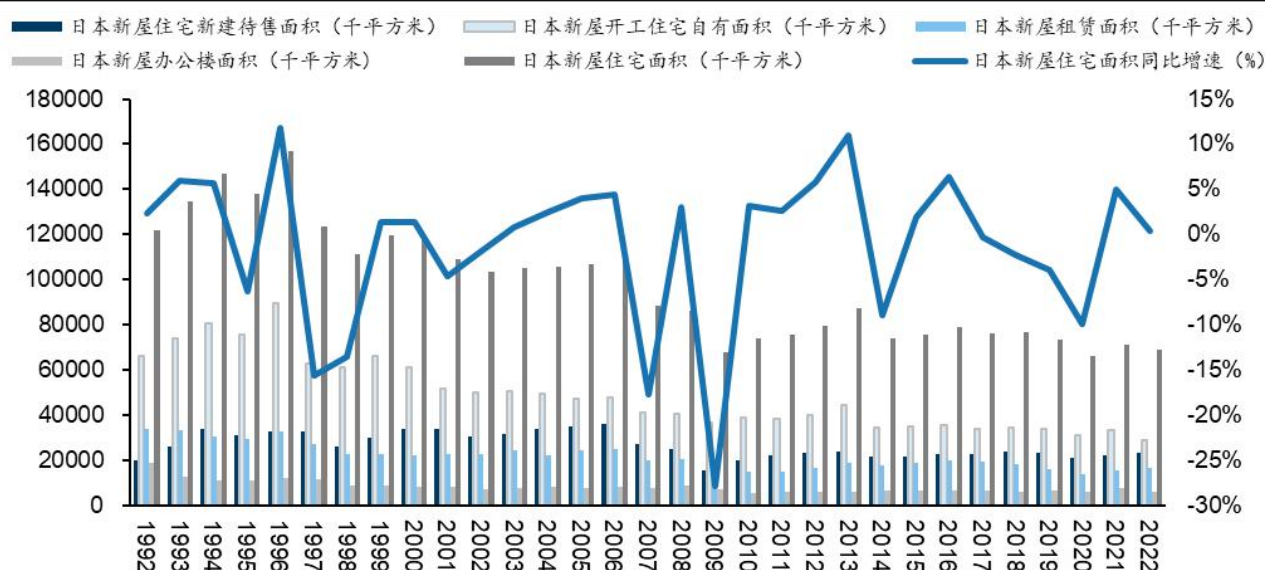
日本新屋开工户数和建筑面积自 1991 年后快速下降，2009 年后稍有回暖。1991 年日本房地产泡沫破灭后，房地产行业长期处于萧条状态，新屋开工户数和建筑面积均不断下降，2009 年后缓慢回升。1990-2009 年，日本新屋开工户数由 170.71 万套下降至 78.84 万套，累计跌幅为 53.82%，此后一直在低位徘徊，2022 年日本新屋开工户数为 85.95 万套，同比 2009 年增幅为 9.02%。在新屋开工的建筑面积方面，自住、空置待售和租赁用和办公楼的新屋开工建筑面积均处于下降趋势。

图 5：日本新屋开工户数不断下降（单元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

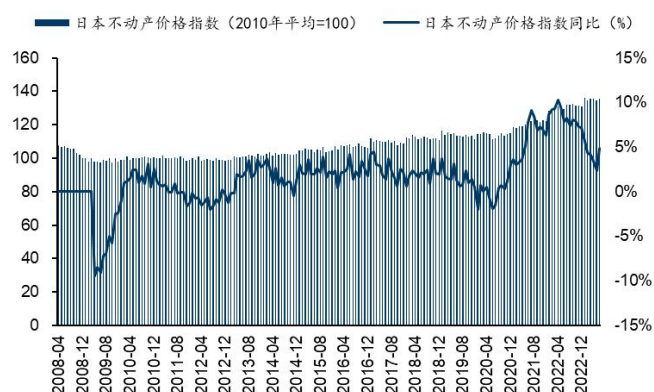
图 6：日本新屋开工的建筑面积整体处于下降趋势



资料来源：Wind，国海证券研究所

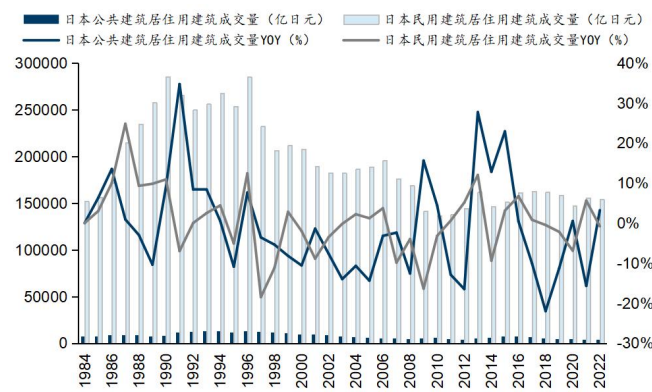
日本不动产行业稍有回暖，长期增长空间较小。2008 年金融危机后，地产行业逐渐出现回暖信号。2009 年后，日本不动产价格指数保持稳定，公共居住用建筑、民间居住用建筑的成交量逐步回升。日本的经济增长速度缓慢，消费者购买力受限，不动产行业显著承压。此外，老龄化社会、结婚率降低等因素也形成外部冲击。综合以上因素我们判断日本不动产市场的增长空间有限。

图 7：从 2008 年金融危机恢复过后，日本不动产价格指数保持相对稳定



资料来源：Wind，国海证券研究所

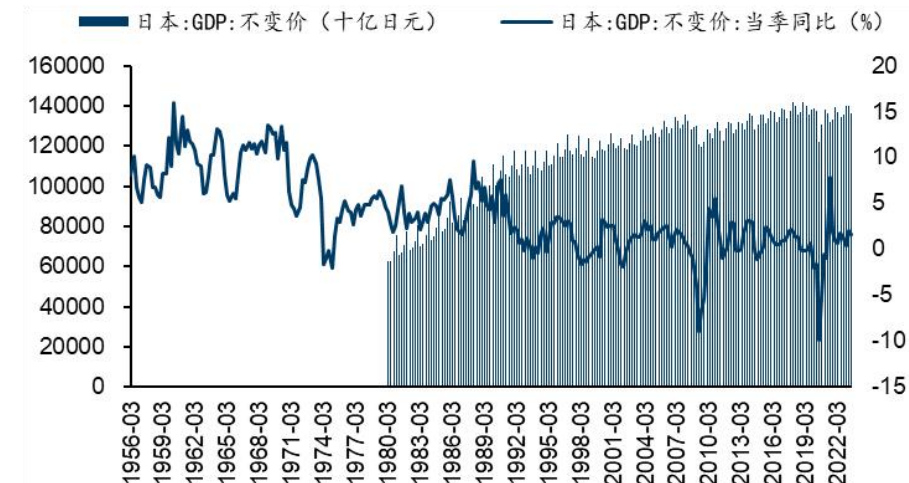
图 8：日本居住用建筑成交量近年有所恢复，但仍低于 2000 年的水平



资料来源：Wind，国海证券研究所

房地产泡沫破灭，家居行业整体相对低迷（90 年代-至今）。20 世纪 90 年代，日本房地产泡沫破灭并长期处于衰退状态，居民可支配收入增速缓慢，消费者消费欲望也相对低迷。日本民众消费整体趋于理性，高性价比、时尚感强的家居产品更受欢迎。中国和东南亚的经济快速发展，形成家居品类供应链并带来更多的进口产品。日本家居行业在供需双重压力下，竞争进一步加剧并导致大量厂商出清。2011 年日本大地震后市场需求量有所增加，家居行业稍有好转。

图 9：日本经济 80 年代前增长迅速，90 年增速放缓，21 世纪后增长停滞

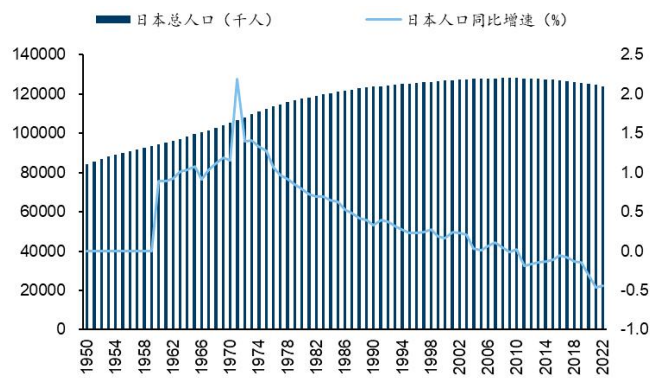


资料来源：Wind，国海证券研究所

2.3.2、老龄化趋势确立，城镇化进入成熟阶段

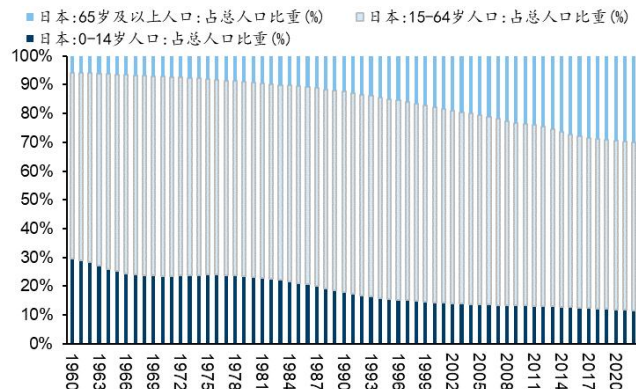
日本总人口下滑，呈现老龄化趋势，主力消费者规模萎缩。2020-2022 年的日本总人口分别为 1.252 亿、1.246 亿、1.240 亿，总人口自 2010 年达到顶峰后持续下滑。日本人口呈现明显的老龄化趋势，2016 年 15-64 岁的人口比重下降至 59.51%，首次低于 60%，2022 年 15-64 岁人口比重下降至 58.45%，日本主力消费者群体人数绝对值及占总人口比例都在下降。

图 10: 2011 年以来日本人口数量处于逐年下滑趋势



资料来源: Wind, 国海证券研究所

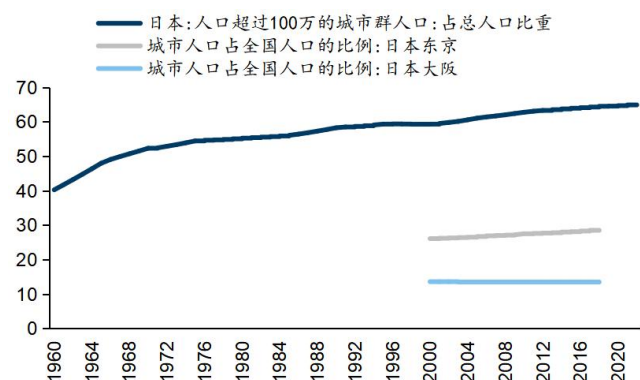
图 11: 日本人口老龄化趋势明显



资料来源: Wind, 国海证券研究所

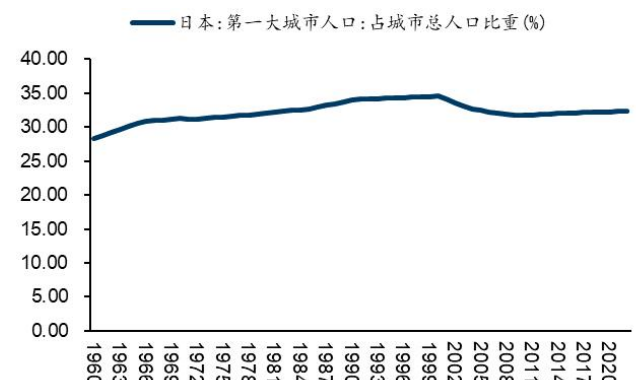
城镇化成熟，大城市人口比重不断上升。由于日本城镇化水平基础较高，加上日本人口下滑，每年城镇化的人口数量相对稳定。在大城市的人口比例方面，人口大于 100 万的城市人口占总人口比例高于东京、大阪等城市的城市人口比例。近年来，日本第一大城市的人口占城市总人口的比重呈现企稳后小幅回升，扭转 2010 年前比重下滑的趋势。

图 12: 日本的人口超过 100 万城市群人口占总人口比重 (%) 超过东京大阪城市人口占全国比例 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

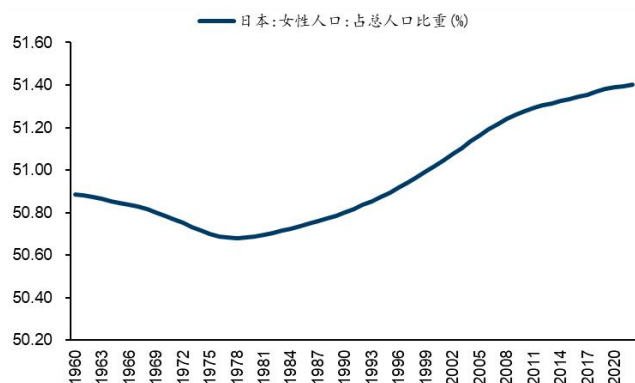
图 13: 日本第一大城市人口/城市总人口比重 (%) 企稳后小幅回升



资料来源: Wind, 国海证券研究所

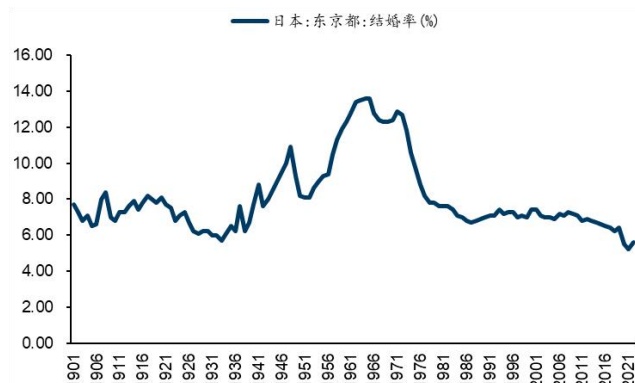
结婚率下降，女性人口比重上升。结婚意味着组建新家庭，并随之产生新置房产或重新装修，一定程度上能够刺激家具和家居产品的销售。然而日本的结婚率一直处于较低的水准，且呈现下降趋势，1980 年的日本东京的结婚率为 7.6%，而到 2022 年结婚率下降至 5.6%。此外，日本女性人口比重一直处于上升趋势，表明日本人口性别比例不平衡的现状在加剧，也会对日本的结婚率产生重要影响。

图 14: 日本女性人口比重上升 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 15: 日本东京结婚率下降 (%)

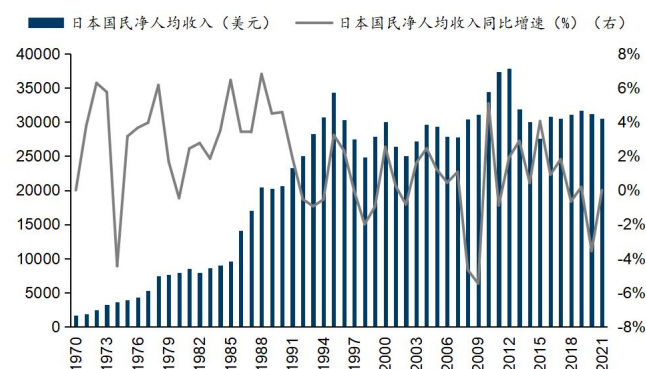


资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.3.3、日本消费市场低迷，消费倾向持续下降

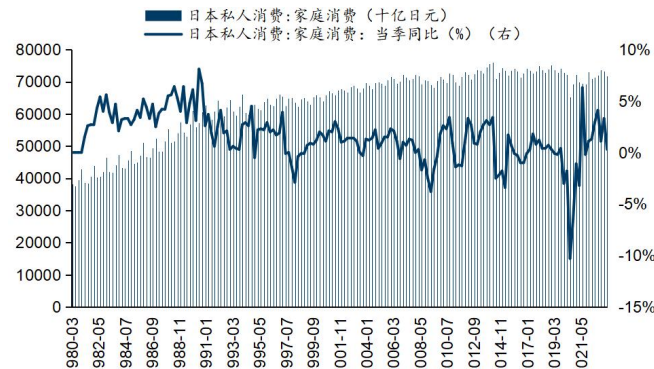
人均可支配收入和私人家庭消费增长均陷入停滞。在 20 世纪 90 年代，日本国民人均可支配收入的增速迅速放缓，2008 年金融危机至 2012 年，人均可支配收入整体呈现负增长，近年来才稍有好转。2000-2021 年的人均可支配收入增长了 1.63%，收入端增长基本陷入停滞。在消费端，从私人家庭消费来看，2022 年同比 2000 年增长仅有 9.86%，私人家庭消费增长也基本处于停滞状态。

图 16: 日本国民人均可支配收入增长停滞



资料来源: Wind, 国海证券研究所

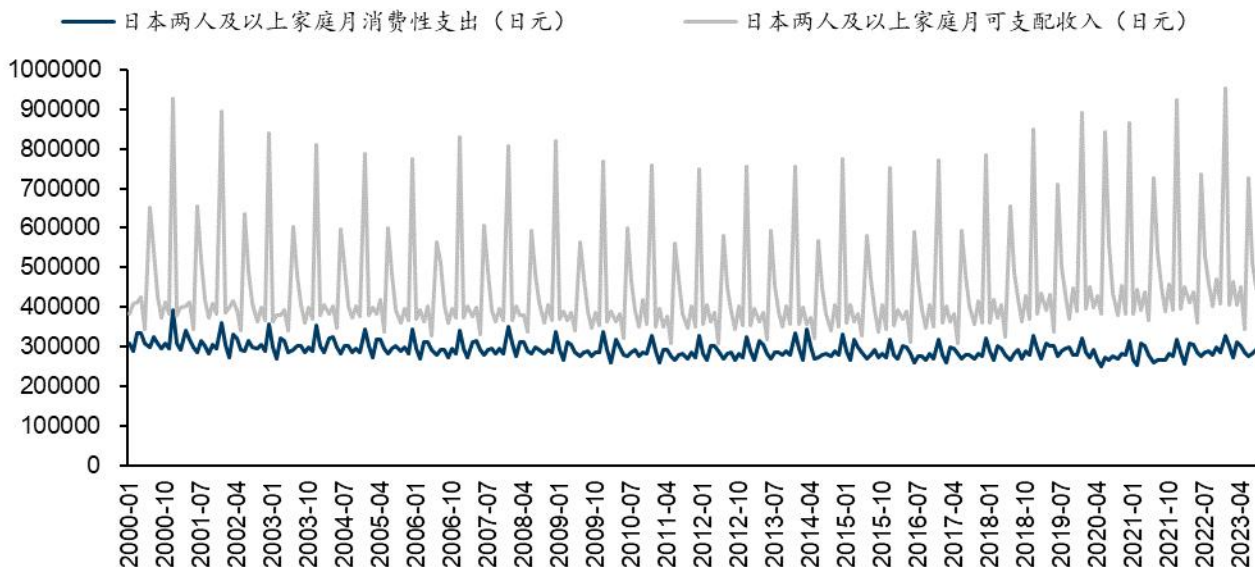
图 17: 日本私人家庭消费增长停滞



资料来源: Wind, 国海证券研究所

家庭月支配收入和月消费性支出长期低迷。由于家具和家居用品主要以家庭为单位消费，因此家庭的支配收入和消费性支出的变化会影响家居市场的消费量。日本两人及两人以上家庭的月支配收入在 2009 年前处于下降趋势，2010 年后缓慢回升，但 2022 年的支配收入略高于 2010 年的水平，2022 年同比 2010 年增长仅有 16.50%。在两人及两人以上家庭的月消费性支出方面，日本家庭的消费性支出长期低迷，2022 年的消费性支出略高于 2010 年，2022 年同比 2010 年增长仅为 0.21%。

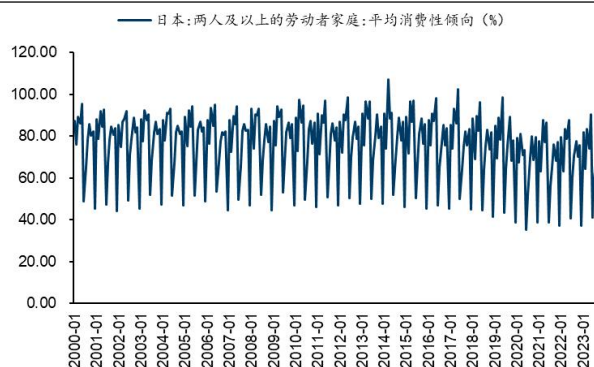
图 18: 日本两人及两人以上家庭的月可支配收入和月消费性支出长期低迷



资料来源: Wind, 国海证券研究所

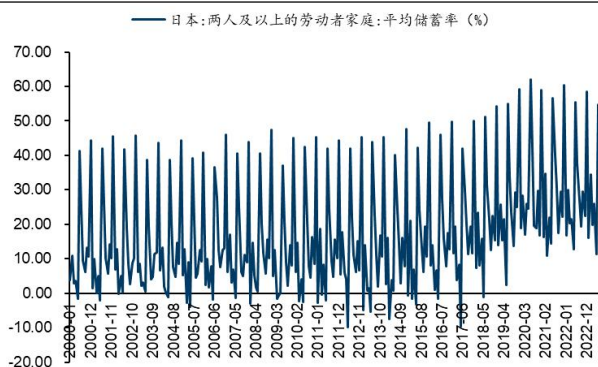
家庭储蓄率不断上升, 消费倾向持续下降。在家庭月可支配收入长期低迷的情况下, 日本两人及两人以上家庭的平均储蓄率不断上升, 平均消费倾向持续下降。在日本 GDP 增速缓慢, 可支配收入增长停滞的情况下, 日本家庭避险情绪较高, 消费行为趋于消极。由于传统大型家具的新置和替换的成本较高, 日本家庭会相对慎重考虑大额支出, 比如购置房产和购买价值较高的家具和家居用品。日本家具行业的工业生产指数和生产者出货价格指数今年以来处于不断下滑的状态也验证了这个变化趋势。

图 19: 日本两人及两人以上家庭平均消费倾向 (%) 下降



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 20: 日本两人及两人以上家庭平均储蓄率 (%) 上升

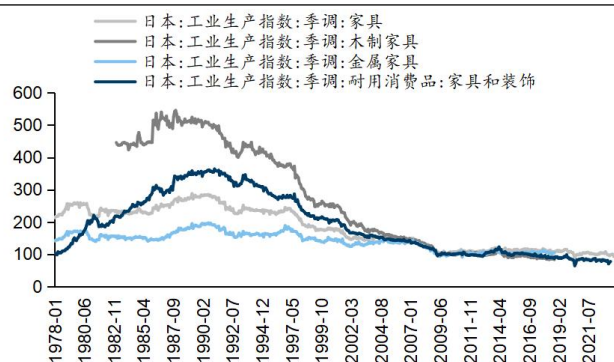


资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.3.4、家居行业面对严峻的外部环境, 行业景气度低迷

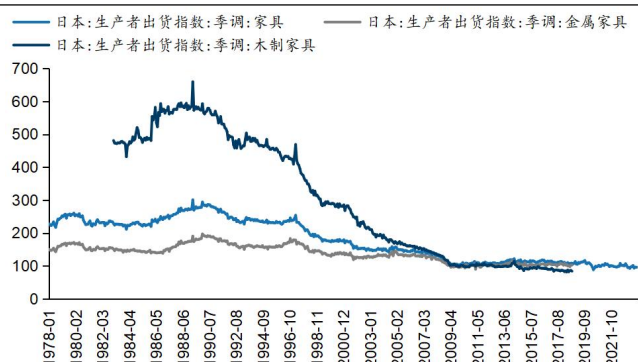
地产、消费倾向、人口结构等多方面的压力对于家具行业产生多重打击, 行业长期景气度不高, 家具产品价格长期低迷。1990 年后, 日本家居类多个经过季调后的工业生产指数和生产者产品价格指数呈现长期下滑。家具和装饰、家具、金属家具、木质家具的指数均下跌, 近年来更是处于历史低谷时期。

图 21: 日本家具行业工业生产指数处于下滑趋势



资料来源: Wind, 国海证券研究所

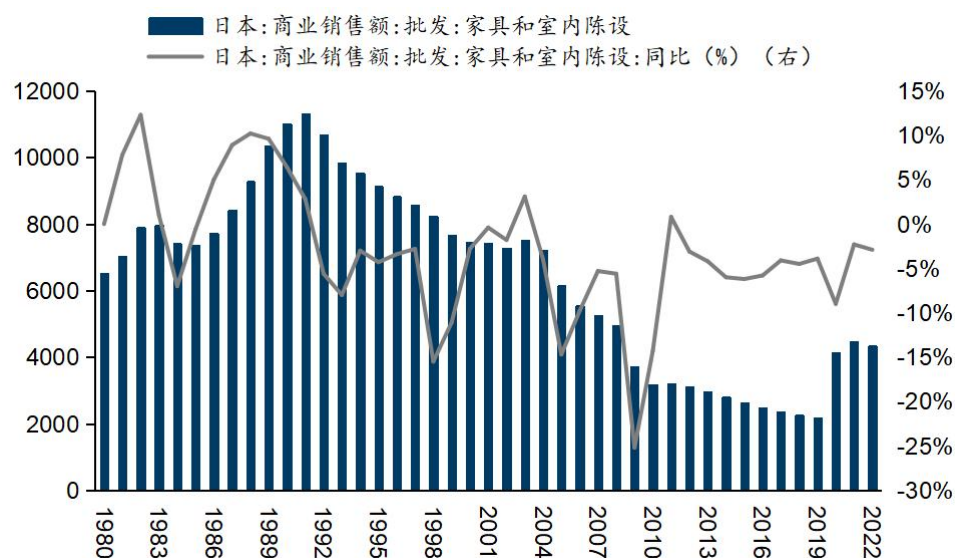
图 22: 日本家具行业生产者出货价格指数下滑



资料来源: Wind, 国海证券研究所

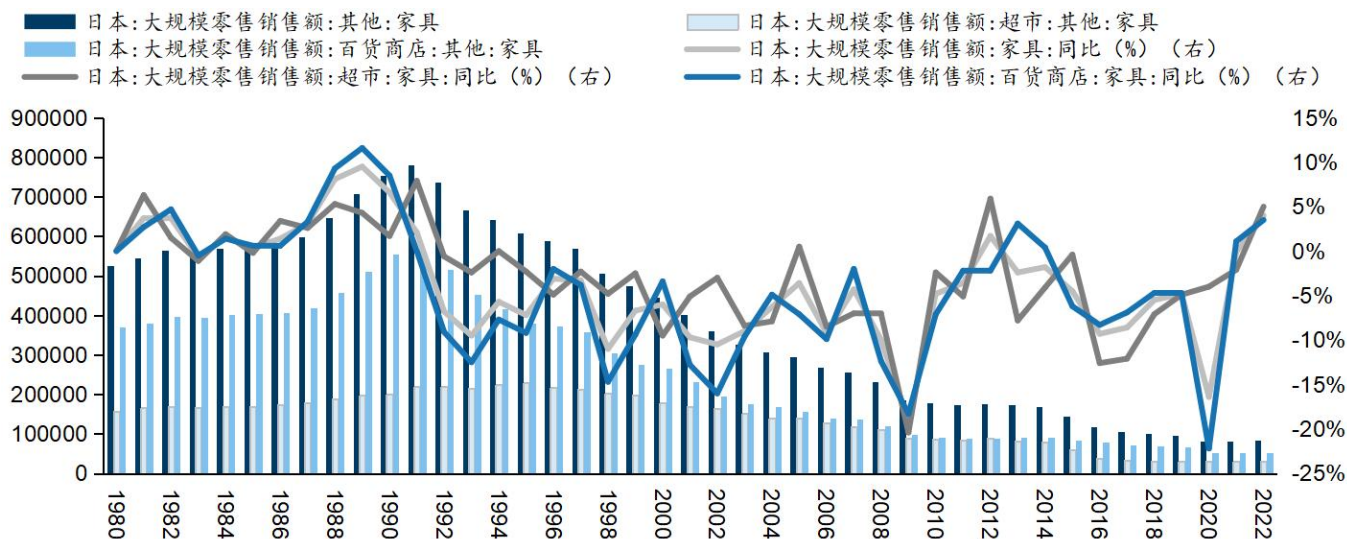
日本家居各渠道销售额均逐渐萎缩。对于家居批发渠道,家具和室内陈设的销售额长期呈现负增长态势。由于日本家具市场长期低迷,宜得利等供应链一体化模式的家居企业崛起,导致传统的批发渠道销售额迅速萎缩,传统渠道的产品形态与消费者对定制家居、个性化搭配的需求匹配程度较弱,而对于大规模零售端,超市、百货商场和其他渠道的家具销售额的增速也长期呈现负增长趋势。

图 23: 日本家具和室内陈设批发渠道销售额不断下滑



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 24：日本家具大规模零售各渠道的销售额不断下滑



资料来源：Wind，国海证券研究所

3、宜得利：供应链一体化，实现平价高质

3.1、立足日本市场，积极拓展全球布局

宜得利（NITORI）成立于 1967 年 12 月，主营业务是家居和室内用品零售，前身是似鸟昭雄在札幌成立的似鸟家具店（1978 年更名 NITORI），目前是日本最大的家居和家具零售企业。宜得利的发展历程主要分为三个阶段：

3.1.1、1967-1978 年：取经美国，吸收美国家居市场经验，挽狂澜于既倒

1967 年，似鸟昭雄在日本札幌市开设面积仅 100 平米的似鸟家具店，主要出售从中国台湾进货的大型家具商品。但在经营不久后，在同一条街上出现门店面积更大的大型家具商场，激烈的同行业竞争导致似鸟家具店连年亏损。为了挽住颓势，1972 年，似鸟昭雄在听说美国家居行业发展很成熟之后，前往美国学习经营之道。在美国，似鸟昭雄通过参观西尔斯（Sears）和杰西潘尼（JC Penney）等零售店，发现美国家具价格只有日本的三分之一，并且在床、沙发等大型家具商品周围摆设风格相近的室内装饰商品。受此启发，似鸟昭雄决心提高日本民众家居生活品质，确立了宜得利商业模式的核心，即向公众提供高性价比且易于使用的家具。凭借新颖的装饰品搭配、价格低廉且优质的家具产品，似鸟家具店起死回生，并于 1978 年更名为“NITORI 家具”。

3.1.2、1979-2006 年：海外建厂，建立物流中心，开设零售商店，供应链一条龙

降低终端经营成本，主打极致性价比。宜得利店铺采用大卖场销售模式，通过独特的商品策划、开发和销售体系来实现降低店铺经营成本，主打“极致性价比”标签。20 世纪 80 年代初，房地产泡沫破灭导致日本经济出现增长停滞的情况，由此导致日本年轻人消费偏好发生改变，对奢侈品消费支出有所缩减，对有一定时尚感、实用、性价比高的商品产生需求，宜得利的经营模式充分迎合当时的日本经济背景，并实现稳步发展。

为了保证产品物美价廉的特色，宜得利开始直接进口海外商品并进行出售，在东南亚建立制造工厂，根据地域设立札幌、关东和关西等物流中心，并大量开设家居零售门店，截至 2003 年成立了第 100 家家居零售门店。宜得利从制造、运输和销售端开始逐渐整合供应链，一方面实现对产品设计、制造和销售环节的把控，保证产品特色，另一方面通过规模效应和议价能力降低成本。

3.1.3、2007 年至今：海外渠道迅速扩张，生产基地持续拓展

宜得利 2022 年初制定目标开设 1000 家商店，销售额达 1 万亿日元，截至 2022 财年实际开设门店 634 家，实际完成销售额 0.95 万亿元。公司到 2032 年目标为开设 3000 家商店，销售额达到 3 万亿日元，成为一家“为全球消费者提供幸福生活”的公司。为了实现这一目标，宜得利积极拓展全球市场，2007 年在台湾高雄开设第一家海外商店，2013 年在加州以“Aki-HOME”的品牌在美国开业，2014 年在湖北武汉开设中国大陆第一家门店。2015 年宜得利在江苏太仓建立大型配送中心，作为中国市场的配送基地，并对接日本和亚洲的制造和采购业务。2017 年位于越南的新工厂已开始运营。

截止至 2024 年 1 月 31 日，宜得利目前总共开设 718 家日本国内家居店，海外店铺达到 171 家，其中中国大陆地区 92 家门店，中国台湾 60 家门店，马来西亚 10 家门店，新加坡 2 家门店，泰国 4 家门店，中国香港 1 家门店，韩国 1 家门店，越南 1 家门店。

图 25: 宜得利 (NITORI) 发展历程

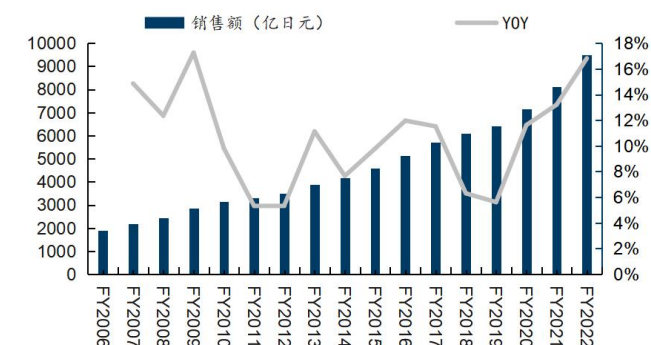
时间	事件
1967年	似鸟家具店在日本札幌开业
1972年	成立株式会社“似鸟家具批发中心”
1978年	宜得利更名“NITORI家具”
1981年	在札幌市以外, 开设第一家线下家具店
1985年	开始直接进口海外商品
1986年	更名为NITORI
1995年	扩大札幌配送中心, 建立先进的建筑型自动立体仓库系统
2000年	在日本埼玉县设立关东物流中心
2003年	销售额达到1000亿日元, 达成100家店铺开业成就
2004年	取得外商投资进出口中心100%投资公司的许可
2007年	在台湾高雄开设第一家海外商店, 建立惠州物流中心
2008年	销售额达2000亿日元
2009年	达成200家门店成就
2010年	日本福冈县九州物流中心成立
2013年	达成300家门店成就, 实现销售额3000亿日元, 首次在美国加州开店
2015年	达成400家门店成就, 实现销售额4000亿日元
2016年	武汉、上海、苏州、杭州、宁波地区店铺陆续开业, 中国店铺达到11家
2017年	500家店铺营业额5500亿日元达成为目标变革日本的日常生活 全球连锁模式正式展开
2022年	1000家店铺营业额1万亿日元达成为目标, 在全世界扩大支配性区域, 变革日常生活
2032年 展望	3000家店铺营业额3万亿日元达成为目标, 成为给世界上每一个人提供 缤纷居家环境的企业

资料来源: 公司官网, 凤凰新闻, 北大纵横, 国海证券研究所

3.2、经营表现稳步增长, 盈利能力相对平稳

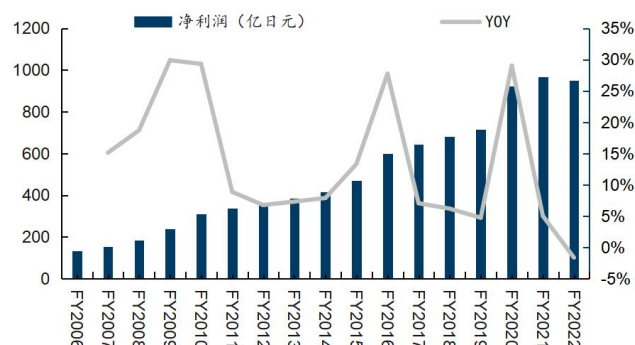
上市以来营业收入和利润连续 20 年稳步增长。2006-2022 财年, 宜得利销售收入和净利润每年均保持稳定增长的势头, 销售额从 1891 亿日元增长到 9481 亿日元, 净利润从 134 亿日元上升到 951 亿日元, 二者年均复合增长率分别为 10.60%和 13.01%, 显著超过日本同期 GDP 复合增速。在房地产泡沫破灭和金融危机的多重外部因素冲击下, 宜得利自 2002 年上市以来, 实现连续 20 年收入和利润双增长。

图 26：2006-2022 财年宜得利销售额（亿日元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，国海证券研究所

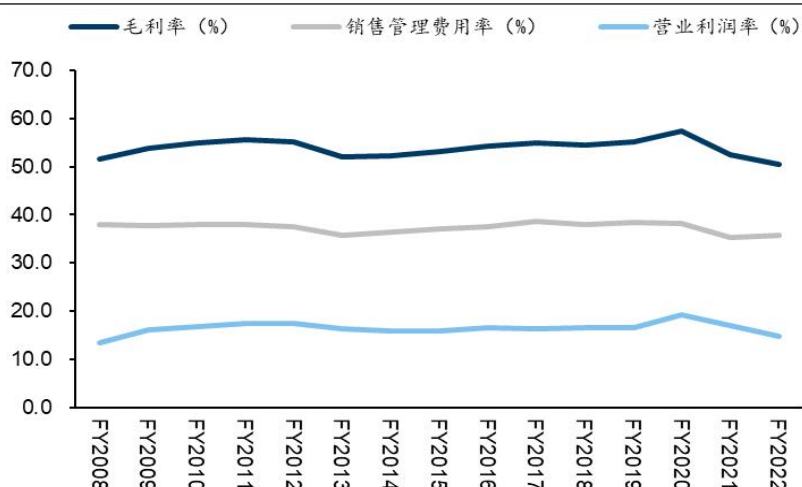
图 27：2006-2022 财年宜得利净利润（亿日元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，国海证券研究所

毛利率、销售管理费用率和营业利润率常年保持稳定。2020/2021/2022 财年，宜得利的毛利率分别是 57.4%/52.5%/50.4%，宜得利的销售管理费用率分别为 38.2%/35.4%/35.7%，宜得利的营业利润率分别达到 19.2%/17.0%/14.8%。高毛利率能够覆盖宜得利的销售管理费用，并能给宜得利带来 15% 左右营业利润。从 2008-2022 财年来看，宜得利的毛利率、销售管理费用率和营业利润率整体保持稳定，为宜得利长期的良好业绩表现提供了基础。

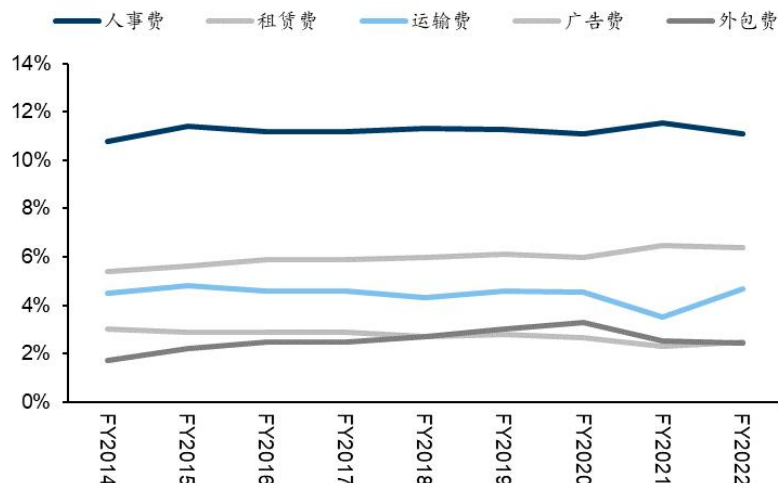
图 28：2008-2022 财年宜得利毛利率、销售管理费用率和营业利润率（%）稳定



资料来源：宜得利官网，国海证券研究所

宜得利销售和管理运营能力稳定，人事、租赁、运输、广告和外包费用均表现稳健。2022 财年，宜得利的人事费用、租赁费用、运输费用、广告费用和外包费用占销售额的比例分别为 11.09%/6.37%/4.67%/2.50%/2.44%。由于宜得利近年来在国内外不断拓展业务并新设店铺，人事和租赁费用呈现小幅提升，但整体保持在较平稳的水平。家居产品相较于其他产品的体积较大且重量较高，宜得利在海外建厂并大量进口海外产品的模式，需要长期支出较高的运费以维持采购和销售环节的正常推进。

图 29: 2014-2022 财年人事、租赁、运输、广告及外包费用占销售额比例 (%)

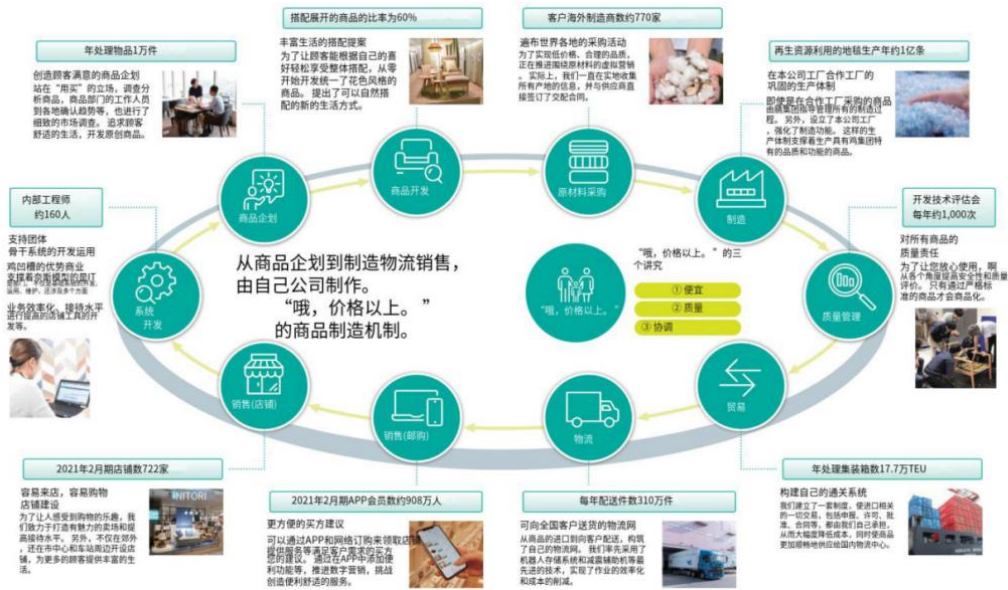


资料来源: 宜得利年报, 国海证券研究所

确立并坚持低价高质经营策略。自似鸟昭雄赴美考察归国后, 宜得利便确立了低价高质的经营策略, 树立了“将缤纷家居环境呈献给世界上的每一个人”的理念, 寻求在“确保质量与功能的同时价格减少 1/2”。历年来, 宜得利已经前后下达了 11 次永久降价宣言, 其中 2008 年金融危机时, 宜得利也依然下达降价宣言。凭借价格低廉、设计美观、质量过硬的产品, 宜得利获得了国内外大量消费者的青睐。截至 2023 年 9 月, 宜得利总共开设 706 家店铺, 并在 2022 财年实现销售额 9481 亿日元的业绩。自 1989 年从新加坡进口家居产品开始, 宜得利便大规模从中国和东南亚等地区进口商品, 并在印度尼西亚和越南建立生产基地, 从制造、物流到零售, 把控整条供应链, 实现成本优势。

产品设计、开发、原材料采购、制造, 销售, 全供应链一体化。宜得利已经成立从商品企划到制造、物流、销售的全流程一体化, 在商品企划阶段, 站在用户和消费者的立场, 调查分析商品, 商品部门的工作人员到各地确认消费者喜好, 进行细致的市场调查, 追求顾客舒适的生活, 开发原创商品; 在原材料采购阶段, 宜得利为了实现低价高质的经营策略, 从全世界采购符合要求的原材料, 并与供应商直接签订交付配送合同; 在工厂生产阶段, 在宜得利合作的工厂中不断巩固生产流程和体制, 并对所有产品进行质量把控, 通过自身的通关系统和配送系统进行线上和线下的销售, 在线上 APP 参考顾客的购物体验和产品满意度对商品和服务进行改进, 形成竞争优势闭环。

图 30：宜得利独特的商业模式“制造物流 IT 零售业”



资料来源：宜得利年报

3.3、顾客立场出发，重视设计开发

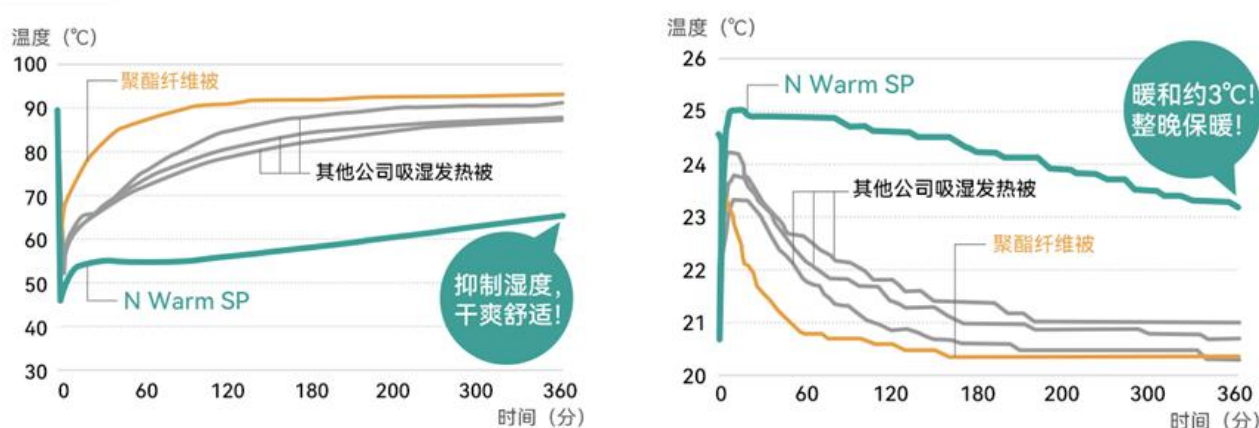
开发季节性功能产品，注重顾客使用体验。通过改变原材料，宜得利开发出“N COOL”夏用寝具和“N WARM”秋冬用寝具。“N COOL”系列通过更换原材料提高清凉感，此外宜得利还研发出凉感更加持久的产品。“N WARM”系列采用了将身体散发水分转换成热量的吸湿散热材料，实现了“保暖、干爽、舒适”。“N WARM”系列在 360 分钟内能够比其他宜得利产品保温高 3℃，并能保证更低的湿度。宜得利坚持低价的策略下，产品还可以保证良好的质量和功能，更能够满足顾客的需求。

图 31：N COOL 和 N WARM 系列



资料来源：宜得利官网

图 32: N WARM 系列性能对比



资料来源: 宜得利官网

物品搭配, 整体协调, 宜得利在消费者和内部员工教育层面重视物品搭配和整体协调, 通过店铺、官网、APP 等, 进行各种方式的协调提案, 以客户“住所富裕”的实现为目标。作为综合协调的措施, 特别注重“Day+Value”和“&Style”这两个价格范围的品牌。“Day+Value”提出了朴素的设计和彩色的商品。面向广大客户是可以轻松挑战搭配的价格范围方案。在中等价位品牌的“&Style”中, 将花色设定为在一致的颜色搭配中, 加入了造型、素材、手感等加工要素, 向风格搭配进化。

图 33: 宜得利物品搭配, 整体协调



资料来源: 宜得利年报, 国海证券研究所

基于全面的市场调查开发新产品, 扩展产品阵容。宜得利一直在大力推进自有品牌 (PB) 产品的开发和延伸。宜得利于 2018 年开始推出的家用电器深受客户欢迎, 因应客户要求, 除了为单身人士家庭提供产品外, 也为家庭用户提供更多产品。宜得利的产品线持续拓展, 先后在 2020 年推出 Wi-Fi 空调, 在 2021 年 11 月推出 PB 卫生纸及盒装面巾纸。宜得利将继续重视 PB 产品的开发, 以增强产品吸引力, 为当地客户的舒适生活方式做出贡献。

图 34：宜得利扩充产品矩阵，重视整体协调



资料来源：宜得利年报

3.4、最低价格确定成本，海外建厂拓展产能

通过产品价格确定成本，全球比价，积极推进原材料成本最低策略。宜得利从消费者谋求的最低价格出发，在保证质量和功能的前提下，调查是否满足成本条件，并在全世界范围内进行比价，寻求最低成本，并直接和供应商签订合同，保证低价策略能够长期实施。

越南和泰国扩大工厂，加强生产系统，新建制造网点。宜得利从世界各地采购原材料，分别配送至符合生产质量标准的工厂。为了降低劳动力支出来节约成本，宜得利先后于 1994 年在印度尼西亚、2004 年在越南建厂，主要制造衣柜、碗柜、餐具柜等大型家具产品，实现家具开发和生产基础设施的投建。2022 年，宜得利在河内附近收购了第三家工厂的土地，新工厂将满足增加的家具生产需求。2022 年 6 月，泰国暹罗的第 2 个工厂竣工，总面积 1960 坪（6500 平方米）。

图 35：NITORI 集团自己的海外工厂有助于在任何情况下稳定的产品供应

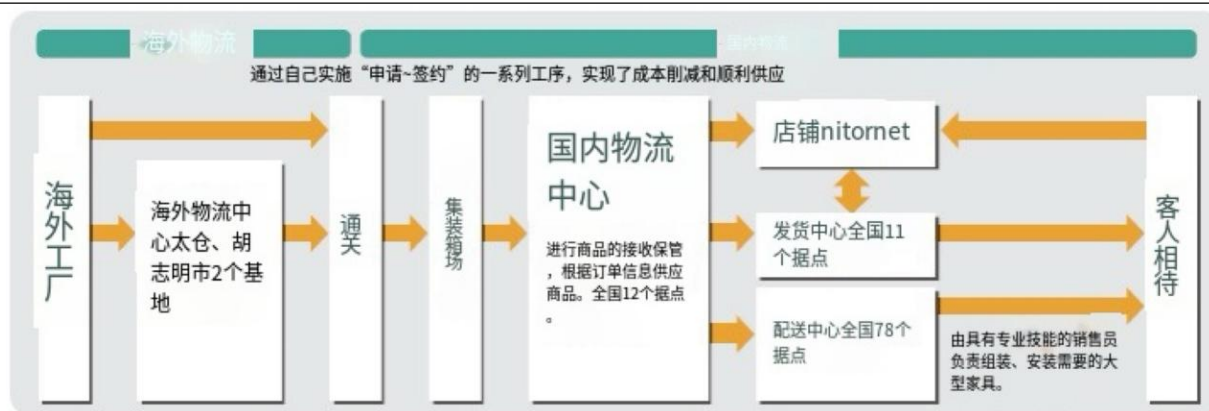


资料来源：宜得利年报

3.5、布局物流网络和基础设施，制造商直达店铺

海内外建立多个物流中心，形成紧密物流网络。宜得利是日本单一企业中规模最大的进口商，每年的进口产品来自海外 15 个国家、经过 73 个港口，进口到日本集装箱总量达到每年 17.7 万 TEU 以上的商品（截至 2021 年 2 月数据，其中集装箱尺寸换算为 20 英尺）。为了高效地运输来自世界各地汇集的大量原材料和商品，宜得利建成了中国（太仓）、越南（胡志明）2 个海外物流中心。2018 年 10 月投入使用开始的中国太仓物流中心是集团最大规模的物流基地，在全球的贸易物流中起到了重要作用。宜得利在日本本土共有 12 个保管型物流中心，11 个配送中心塔，配置了 78 个家具配送中心，有利于充分释放规模效应，并发挥全链条物流服务优势。

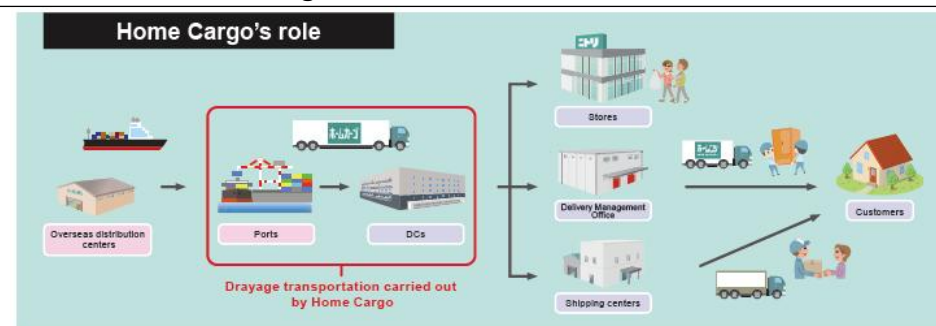
图 36：宜得利海外物流和国内物流形成紧密物流网络



资料来源：宜得利年报，国海证券研究所

建立独立物流公司和系统，软硬件并进，制造厂商直达店铺。宜得利坚持在海外事先将产品分类分拣至日本本土的店铺，工厂产品则通过物流中心直达店铺，以期减少进口至国内的保管和分类作业工序与流程，削减国内库存的保管成本。2021 年 2 月，公司实现从集装箱运输到最后一公里配送的一体化物流服务，目标是在国内短途运输中发挥作用，将到达日本各地主要港口的集装箱从海外工厂运送到每个配送中心（DC）。Home Cargo 的最大特点是货物运输是在内部完成的，使用自己的车辆和司机来应对司机短缺等问题。由于燃料价格飙升，运输成本上升以及驾驶员工作方式调整的必要性，公司运输成本进行可视化和简化，并积极努力营造女性及老年司机也能安心工作的工作环境。

图 37：公司 Home Cargo 的一体化物流服务

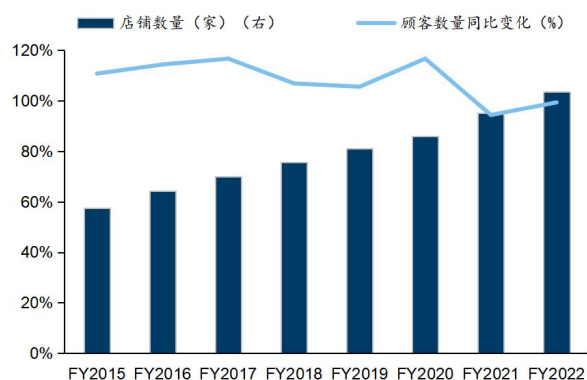


资料来源：宜得利年报，国海证券研究所

4、渠道布局：从本土到海外，从线下到线上

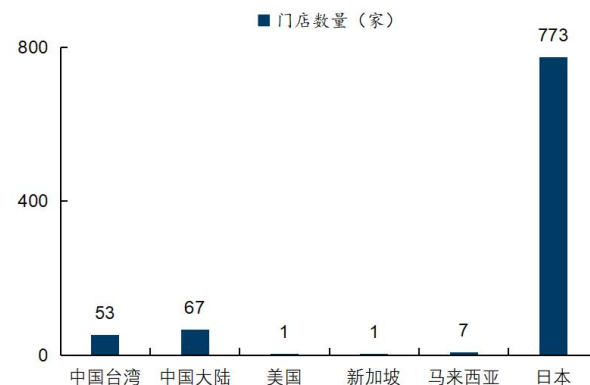
为实现“为全世界人民提供丰富多彩的生活”的愿景，宜得利制定了“2022 年 1000 家店铺、2032 年 3000 家店铺”的中长期战略规划，并确立快速拓展门店的经营策略。截至 2023 年 3 月，宜得利在海内外开设了 902 家门店。

图 38：宜得利店铺数量和顾客数量呈现上升态势



资料来源：公司官网，国海证券研究所

图 39：截至 2023 年 3 月店铺数量为 902 家



资料来源：公司官网，国海证券研究所

4.1、日本国内有多类型门店，适用于不同渠道

在日本国内，宜得利店铺主要分为以下四类：

（1）宜得利家居店：提供从沙发、餐桌、碗柜及睡床等大型家具，到窗帘、地毯、床上用品、餐具及家庭用品等小件装饰品，创造舒适愉悦的居家生活。家居饰品种类齐全，可根据宜得利特有设定的“NITORI 颜色”为中心进行自由搭配。同时，为了方便顾客选购，按照客厅、厨房、卧室等生活空间及季节变化展示家具。

图 40：宜得利家居店店面分布及内设



资料来源：公司官网，国海证券研究所

(2) **NITORI MALL**: 大型购物中心, 基本理念是“商品丰富、价格合理”。NITORI MALL 主要是由深受全日本全国消费者喜爱的服装、生活用品、餐饮及服务等各类别的“最好的领先连锁店”构成。目前宜得利在东大阪、宫崎、相模原、枚方布局了四家一站式购物中心。

图 41: 宜得利在东大阪、宫崎、相模原、枚方布局四家一站式购物中心



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

(3) **DECO HOME**: 主要以首都圈为中心, 进一步方便消费者轻松购物的家居装饰店, 店态灵活。房间的物品从女性的角度进行选择, 兼顾高品质、优质设计与实惠价格。店铺的基本理念是“日常购物店”。DECO HOME 以生活必需品为主, 汇集了 NITORI 家居装饰品中各种人气较高的基础款商品, 并且发挥小型店的灵活性, 开展新商品试售及新型店铺设计等活动, 在追求自身变化的同时为顾客提供全新多样的居家生活解决方案。

图 42: 基本商品 X 全新挑战, 创造更加愉悦和缤纷的居家生活



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

(4) **NITORI EXPRESS**: NITORI 面向各种住宅空间, 在提供消费者喜爱的风格及色彩搭配的同时, 推出翻新焕貌的“旧房改造综合服务”。从整体厨房、浴室、洗面台、洗手间等的卫浴厨改造, 到更换壁纸、地板及家具和饰品的搭配布置, 由专业人士提供满足顾客需求的方案, 同时承揽从施工管理到售后服务的全部工程。

图 43：通过旧房改造与搭配实力，提供“旧房改造综合服务”



资料来源：公司官网，国海证券研究所

图 44：消费者可以通过条件搜索查找装修案例



资料来源：公司官网，国海证券研究所

4.2、渠道布局快速推进，迅速布局海外市场

宜得利加快海外店铺的开设速度，在各个地区采用不同的开店策略。宜得利主要的海外扩张方向是美国，中国大陆地区和中国台湾。尤其在中国大陆地区，通过建立生产基地及设置物流网点，强化商品供应机制。宜得利不断提高海外业务比重，截至 2023 财年，宜得利日本本土门店共 773 家，美国门店 1 家，中国台湾 53 家，中国大陆地区 67 家，宜得利海外门店比例达到 14.30%。

图 45：截至 2023 财年海内外店铺明细

		截至FY2020	净增加	截至FY2021	截至FY2023
日本	NITORI	450	22	472	
	EXPRESS	17	5	22	
	DECOHOM	106	34	140	
	N plus	17	1	18	
	Shimachu	61	5	56	
	Subtotal	651	57	708	773
海外	中国台湾	35	9	44	53
	中国大陆	34	12	46	67
	美国	2	0	2	1
	马来西亚	0	1	1	7
	新加坡	0	0	0	1
	Subtotal	71	22	93	129
	Total	722	79	801	902

资料来源：公司官网，宜得利综合年报，国海证券研究所

美国：以洛杉矶为中心集中开店，寻求建立全球通用的商业模式。宜得利在美国自 2013 年进军以来一直以“Aki-Home”品牌开展业务。2019 年 2 月，时隔 4 年在南加州地区的“Ontario Mills（安大略米尔斯购物中心）”开设新店。该购物中心在大消费地南加利福尼亚地区有位列前 10 名的揽客能力，而且邻家具街，地理位置极佳。Ontario Mills 门店的面积约为现有店铺的 1.5 倍，具有立体感的家具卖场的布局和重视搭配的店面布置，大幅度革新了以往的店铺形式。全新门店布置是宜得利总部团队联合美国当地员工，共同进行市场调查与讨论后开

发出来的，充分发挥了日本宜得利店铺的优势。自 2018 年 5 月开店以来，该店的进店顾客数一直保持在美国现有店铺约 5 倍的水平。很多顾客在购物时在门店内拍摄店内场景，营造出充满魅力的卖场氛围，也为提高“Aki-Home”的品牌知名度做出了贡献。以该店为样本，公司将继续扩大店铺，发挥宜得利集团在商品力、搭配提案等方面的优势，进一步提高在美国市场的存在感。

图 46：美国 Aki-Home 门店



资料来源：宜得利年报

中国台湾：海外布局第一站，不断进行产品扩容。2007 年 5 月，宜得利在中国台湾开设了首家海外店铺，开始沿用日本的商业模式，宜得利在当地的知名度逐年提高，在家具、室内装饰领域，客人们都把宜得利作为“第 1-2 个能让人想起的店”。中国台湾除了与全球商品总部合作，推进“商品通用化”之外，还重新仔细调查“台湾真正需要的商品是什么”这一课题，并重新进行商品分类，每个分类都在推进商品 SKU 缩减，提升单品销售规模，在电视广告方面也将推进与日本的通用化，提高宜得利的全球性企业的品牌形象。2021 财年，宜得利开设床上用品专卖店 N Sleep Shop，通过提供新产品阵容扩大客户群及客户数量，N Cool、N Warm 等季节性床上用品播放电视广告基本上与日本相同。

图 47：宜得利中国台湾门店



资料来源：宜得利年报

中国大陆地区：主攻二线城市，加快开设门店速度。2014 年 10 月，宜得利首家中国大陆地区门店“武汉群星城店”在武汉开业，鉴于中国消费市场活跃但缺乏销售家具、家居饰品和日用商品的综合门店，宜得利认为其占有优势的家居装饰业务有很高的市场潜力。和其他海外品牌不同，宜得利根据地区特征开拓顾客需求，首先瞄准竞争较少但发展显著的内地地区，加快开店速度，力求获得中产消费者的支持。截至 2023 年 3 月，宜得利在中国大陆地区共开设了 67 家店铺，加快在中国大陆市场的战略布局。

4.3、突破家居传统线下方式，拓展电子商务业务

尽管日本的消费市场处于长期低迷的状态，但电子商务市场却保持着高速增长。在家具、家居装饰的电子商务领域，电商、渠道商及厂商也展开了激烈的竞争。在此背景下，宜得利开发了电子商务网站“NITORI 网上商城”和移动端的“NITORI 移动软件”。作为新的销售渠道的扩展，宜得利开拓了“Insta-live”，即通过在线商务进行销售。

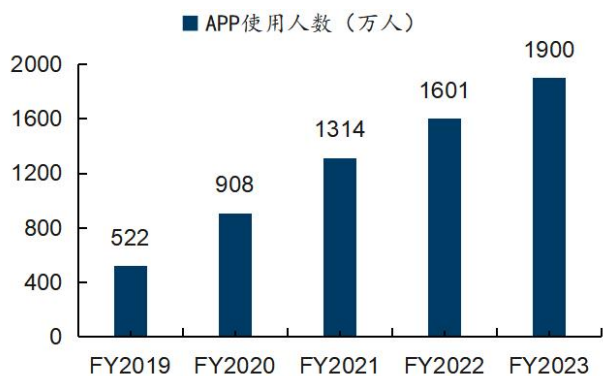
图 48：在 Instagram 上直播：“Insta-live”



资料来源：宜得利年报

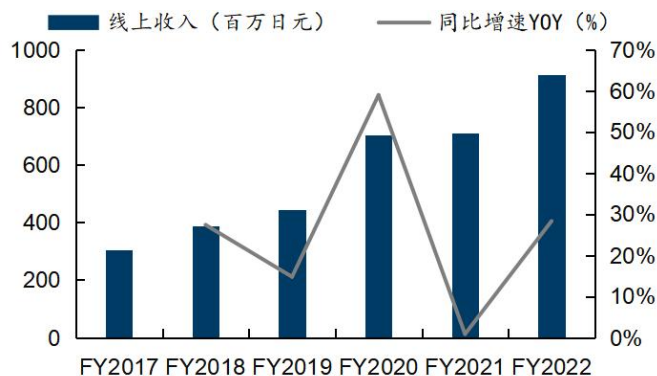
日本国内线上收入快速增长，APP 使用人数不断上升。自 2004 年开展网上商城业务以来，宜得利不断拓展线上渠道，2023 财年 APP 使用人数高达 1900 万人，2019-2023 财年 APP 使用人数复合增长率达 38.12%。2022 财年，宜得利线上收入为 911 百万日元，2017-2022 财年的线上收入复合增速为 24.63%。

图 49: APP 使用人数不断上升



资料来源: 宜得利年报, 国海证券研究所

图 50: 日本国内线上收入增长较快



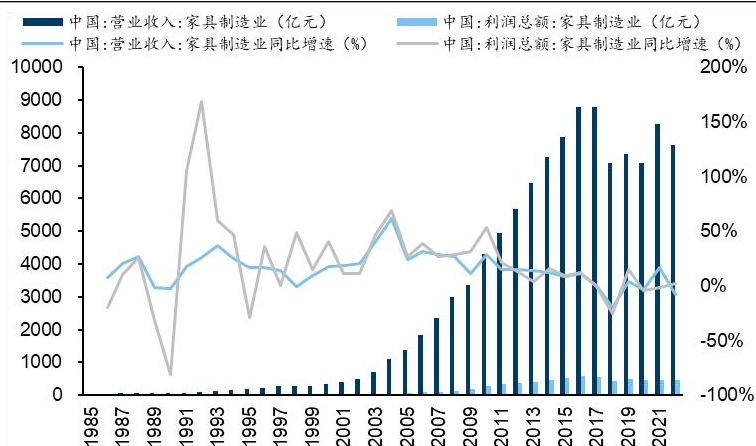
资料来源: 宜得利年报, 国海证券研究所

5、宜得利模式启示: 低价高质, 全球供应链, 快速周转

5.1、相较于日本, 国内家居总量和边际增量有提升空间

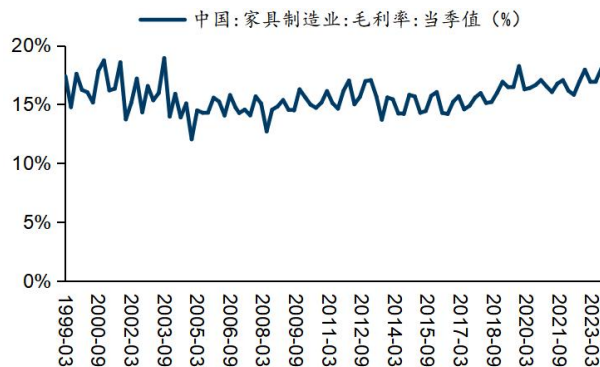
中国家居市场总量和潜力较大, 家居企业收入和利润稳步增长。2000-2022 年中国家具制造业企业的营业收入总计从 344.59 亿元上升到 6823.50 亿元, 年均复合增长率为 14.54%。家居制造业企业的毛利率呈现区间波动, 销售利润率波动较为明显。随着中国经济发展和人均收入提高, 家居行业竞争呈现差异化, 具有规模优势和品牌优势的家居企业的盈利能力预计超过行业平均水平。

图 51: 家居制造业主营收入和利润总额增速变缓



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 52：家居制造业毛利率整体平稳



资料来源：Wind，国海证券研究所

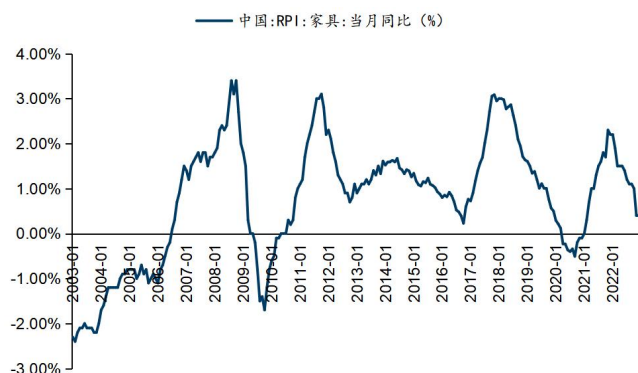
图 53：家居制造业销售利润率波动明显



资料来源：Wind，国海证券研究所

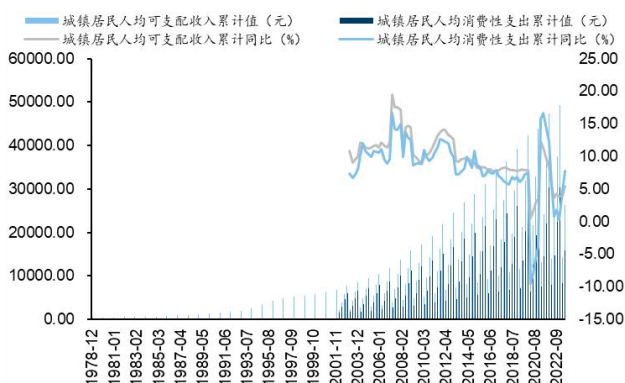
家居产品价格波动上涨，城市居民可支配收入和消费性支出同比增速下滑。2022 年中国人均可支配收入和消费性支出分别达到 49283 元和 30391 元，同比增速分别为 3.9%和 0.3%。随着消费者对优质产品需求的提升，促进了家具零售价格的提升。中国和日本的人均可支配收入和消费性支出的绝对值相比有所不同，随着中国经济的稳定增长和经济结构的转型和改善，家居产品消费偏好有望调整。

图 54：家居零售价格指数同比情况，表明家居零售价格指数呈上涨趋势



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 55：城镇居民人均可支配收入和消费性支出上涨增速放缓



资料来源：Wind，国海证券研究所

85 后和 90 后作为家居消费主力群体的消费观念有所差异。家居行业与重要的中国传统观念“家”紧密关联，消费者在购买家居产品时，会关注购买体验和使用体验的舒适度。根据 HOME+家饰界家居研究中心的《2022 中国家居消费趋势研究报告暨行业典型样本企业发布》统计，紧跟主力军 85 后，且已初露头角的 90 后新面孔，随着他们的成家立业，也逐渐成为了家居家装市场的新主流消费群体。与此同时，“她经济”的消费力量不容小觑。因此，如何在产品设计、营销等方面迎合女性及 90 后消费者的需求成为逐渐成为商家的共识。

我国家居行业发展还处于行业发展周期较早阶段，多环节尚未整合，行业参与者存在突破发展机会。目前从国内的存量房数量来看有可观的规模与基数，对于旧房改造和二次装修，近年来长租公寓的崛起，代表简约的北欧风和日系风等整装和精装风格的流行，家居行业在旧房改造和二次装修市场上有了更多发展空间。85 后、90 后成为社会生产和消费的主力军，年轻群体对于居住品质有着更高的

要求,根据 HOME+家饰界家居研究中心调研数据来看,在新一代青年对家居产品的关注维度里,品质好和实用性分别以 67.5%和 61.7%的比例位居前列,年轻消费主力对高品质、高性价比的家居产品偏好较为明显。当前国内的产业链在各个环节相对独立,家居卖场主要提供线下展示场所,而家具产品的设计、制造、配送、安装、售后等均由品牌企业承担,相较于宜得利全流程一站式的销售模式,仍有进一步整合空间。

5.2、供应链一体化,高质量管理控制成本,维持低价高品质优势

业务模块化,管理专业化。宜得利在日本国内和海外根据业务的不同,建立了多个子公司。Nitori 直接管理店铺和销售家居产品,Home Logistics 专门负责日本国内的物流配送,Nitori Public 负责广告宣传和发展战略服务,Nitori Facility 维护店铺和办公场所的运行,HOME DECO 负责家居饰品的制造物流零售整个流程。在美国和亚洲地区,宜得利也建立了制造、采购、物流和零售公司,专门负责各个业务模块。

图 56: 宜得利集团公司一览

集团公司	
日本	
 NITORI 株式会社 日本	似鸟通过其遍布日本各地的商店销售家具和室内装饰品,使其能够为客户提供“完美家居生活”的基础。在似鸟,我们以实惠的价格提供客户可以“完美协调”的产品,帮助每个客户实现富裕、舒适的生活方式。
 HOME LOGISTICS 株式会社 日本	通过降低中间成本的措施,家庭物流帮助似鸟实现其产品的可承受价格。家庭物流提供的努力包括开发高效的物流网络,以确保以最低成本及时将货物运送到商店,同时在海外开发全球产品。
 NITORI PUBLIC 株式会社 日本	作为似鸟集团的一部分,似鸟公共为包括似鸟在内的各公司提供广告和公共关系支持以及发展战略。似鸟PUBLIC以“成为客户最信赖的品牌合作伙伴”为目标,致力于制定新的传播策略并创造价值。
 NITORI FACILITY 株式会社 日本	我们负责似鸟集团商店和办公室的维护,确保它们始终保持良好的状态。我们还努力为客户创造舒适的商店空间,并降低成本。作为一家保洁代理机构,我们处理非寿险和人身保险,帮助我们的客户和员工制定令人安心和可靠的人寿计划。
 HOME DECO 株式会社 日本	似鸟成立了独特的“制造、物流、零售”SPA模式。HOME DECO是似鸟的供应商之一,我们尽最大努力通过“产品开发,原材料采购和制造”为我们的客户提供富裕的家庭生活。HOME DECO通过客户的访问为您提供舒适的日常生活,以便通过实惠的价格和出色的性能而成为每个人提供富裕家庭生活的基石。
N+ (N Plus) (仅日语)	
	
N+ (N Plus) 是似鸟集团打造的时尚品牌。基于“适合我的衣服”的概念,我们的目标是提供成年女性每天都能穿的精致时尚。我们提供价格实惠且舒适的商品,可以轻松协调颜色。	
	
我们扩大了以首都圈和关西地区为中心的商店,旨在成为一家以家装中心、家具和室内装饰品为主的提供与家居和生活相关的杂货店。作为似鸟集团的集团公司,我们将提供各种产品和服务,丰富客户的家居。	
	
Digital Base是来自世界各地的IT和数字人才的聚集地。我们以似鸟的信息系统为“基础”,积极利用创新的数字技术,为似鸟集团实施DX。	
	
亚洲	
	似鸟贸易(马来西亚)有限公司 Nitori Taicang Trading & Logistics Co., Ltd. 似鸟贸易(泰国)有限公司 似鸟越南株式会社 似鸟(中国)有限公司
	
	
	
	

资料来源:公司官网,国海证券研究所

全面而严格的质量保证机制。自从产品主要来自外采购和海外工厂以来,宜得利就坚持按照自身的质量标准,严格检查供应商的产品,避免出现品质差错的问题。宜得利构建集团内部交叉的全球质量保证机制,以日本国内的质量控制总部为中心,分配技术评估和检品业务至各地区负责生产和销售的质量部门。宜得利的质量保证机制可覆盖供应商审核评估、产品质量标准制定、产品开发评估、出货质检、缺陷产品质量分析和制造工厂审核等多个方面。

图 57：宜得利质量保证机制



资料来源：公司官网，国海证券研究所

5.3、从消费者角度出发，全方位提高消费体验

门店情境化，利用图案、色彩和材料来综合布置房间。宜得利门店的最大特点是在卖场根据生活情境演示客厅和卧室等方面的各种搭配，帮助顾客寻找到符合自身生活方式的家居布置。宜得利在门店搭配展示中强调整体搭配协调的概念，提供多种颜色、图案和材料的家居产品，通过商品的多样性和整体搭配的统一感，能够让“顾客实现缤纷舒适的居家环境”。

开发贴合顾客使用体验的商品，商品按季升级。宜得利通过设计吸收热量，推出具有“凉感”的春夏用寝具“N Cool”系列和将身体散发水分转换为热量的“N Warm”系列，商品按季度更换，按季节提供特色商品。为顾客缤纷生活而设计开发商品的理念也得到了社会赞誉。

购物网站提供生活贴士、家具购买指导、整体搭配和生活方式指导等多种功能。宜得利购物网站不仅仅陈列各式各样的家居商品，还专门开辟生活小贴士的入口，为顾客提供家居购买指导，介绍各式家具商品的类型、结构和特点，帮助顾客挑选到合适的商品。宜得利还在购物网站上提供整体搭配方案书、儿童生活用品介绍、游玩美食方案建议等，为顾客提供生活方式的建议。

图 58：宜得利购物网站利用图案、色彩和材料来综合布置房间

风格搭配



资料来源：宜得利官网，国海证券研究所

6、股价复盘：业绩稳健增长，外部因素影响估值中枢

- 1) 2003-2006 年末，宜得利股价上涨 14.38%，股价上涨主要靠销售额增长和门店扩张带动，宜得利是日本最大的家具制造和零售商，主要以物美价廉的产品闻名，于 2002 年上市。上市以来逐步建立了集成制造、分销、IT 和零售的新业务模式。公司在 2003 年达成成立 100 家店铺、1000 亿日元营业额的目标，在 2006 年末市值达 2955.2 亿日元。
- 2) 2007-2012 年末，宜得利股价上涨 25.10%，期间市值对应 2007 年 4 月的 PE 为 25.21 倍，2012 年 12 月末估值下降到 10.80 倍，股价上涨主要依靠高频消费模式及低价策略吸引消费者，1988 年到 2017 年宜得利家居用品销售占比从 30%提升至 60.8%，带动了宜得利的产品向高频消费模式深化，带动了复购率的增加。宜得利每年商品替换率高达 40%，产品逐步占据消费者心智。2008 年全球金融危机爆发后，宜得利相应推出降价声明，1000 件商品价格有所下降，以其低价吸引消费者，提高产品竞争力。期间公司估值不断下探的主要原因为 2008-2012 年期间日本经济增长停滞，复苏缓慢，并且伴随着严重的通缩。
- 3) 2013-2017 年末，宜得利股价上涨 151.41%，期间市值对应的 PE 从 10.90 倍提升至 30.64 倍，公司销售额由 2013 财年的 3488 亿日元增长至 2017 年的 5130 亿日元，公司股价上涨主要依靠国内全国性门店扩张及海外市场扩展，截至 2017 年 12 月公司在日本国内共开设 465 家门店。2013 年宜得利

在美国开设了第一家分店，2014 年宜得利在武汉开设中国第一家门店，在 2015 年开设了巴黎春天百货银座店，2017 年越南新工厂开始运营。

- 4) 2018-2021 年末，宜得利股价上涨 6.43%，期间市值对应 2018 年的 PE 从 31.07 倍下降至 21.40 倍，公司销售额由 2018 财年的 5721 亿日元增长至 2021 财年的 7169 亿日元，涨幅为 25.32%，公司销售额稳健增长。期间公司估值一定程度下降主要受到 2020 年新冠疫情影响导致客流量减少。
- 5) 2022 年至 2023 年 12 月，宜得利股价下跌 0.48%，期间市值对应 2022 年 1 月的 21.69 微幅提升至 2023 年 12 月的 21.80，期间 2022 年 9-10 月估值最低达 14 倍，公司市值由 2022 财年的 18463 亿日元增长至 2023 年 9 月 30 日的 18884 亿日元，公司坚持全球化及业务领域拓展战略，2022 年以来，宜得利宣布退出美国市场，转向东亚和东南亚市场，同年在马来西亚和新加坡开设第一家门店，2023 年预计在中国内地开出 100 家店，不断在超过 1000 万人口的城市开出新店。

图 59：宜得利收盘价（元）、总市值（亿元）及 PE 市盈率（倍）



资料来源：Wind，国海证券研究所

7、以史为鉴：观日本家居 70 年蝶变，探索国内家居平稳发展之路

通过梳理宜得利和日本家居的发展历程，我们看到即使在日本经济下行的周期下，宜得利仍然保持高韧性成长，当前中国家居行业的现状和当年日本的情况类似，近年景气度有所下降，在房地产政策调控、消费需求收缩等多方面因素影响下，中国家居行业已加速洗牌，由增量市场快速发展的红利期转向存量市场竞争的内卷期，中国家居正在探索平稳发展新模式与新阶段。我们通过比较宜得利与国内家居企业的异同，为国内家居企业发展提供相应借鉴。

7.1、中国家居企业发展与宜得利存在多方面相似之处

7.1.1、单一品类难以满足消费者需求，品类融合成破局新引擎

宜得利出售全品类家具，产品包括家居、家品等。宜得利出售全品类家具和家居用品，将室内装饰和家具合二为一，增加窗帘、地毯及餐具等家居用品，公司的理念是“将比肩欧美的缤纷家居环境呈献给世界上的每一个人”，力求将产品做到“确保质量与功能的同时价格减少 1/2”，这一理念和策略成功吸引了日本本土乃至海外的大量粉丝。

产品研发叠加品牌延伸扩大消费者覆盖面，宜得利打造产品护城河。宜得利几乎九成以上的商品都是自主开发，团队每年开发约 10 个系列新产品，每年商品替换率达到 40%。以明星产品“N WARM”系列为例，这个产品系列具有能在冬天利用发热效果保暖，夏天发挥吸湿效果吸干一年四季都适宜睡眠的功能。宜得利推出两个不同价位的子品牌 DAY+Value 和 & Style 系列，其中 DAY+Value 品牌提出的产品具有基本的设计和颜色。该品牌的价格范围使各种各样的客户可以轻松地进行协调尝试。对于中等价位的品牌 & Style，企业将协调提升到下一个层次的风格协调，即通过添加形状、材料、纹理和装饰元素来搭配颜色和图案。通过产品自主研发叠加子品牌延伸，扩大消费者覆盖范围，2015-2022 财年公司顾客数量同比增长均超 90%。

单一品类难以满足消费者需求，国内头部企业寻求更高增长空间。随着国内经济发展迅速，消费者生活品质提高，单一品类产品难以满足消费者需求，同时单一品类的增长空间逐渐缩小，进入门槛相对较低，部分品类面临增长乏力、中小企业抢占市场份额和同质化竞争。为求得更高的增长空间，头部企业纷纷寻求多品类组合、一站式购买。实现整体方案能为消费者提供一致的设计语言和购物体验。

大家居顺应行业的变化趋势，品类融合成破局新引擎。后疫情时代，消费需求的变革催生了新零售、整装定制、智能制造等更符合当代消费趋势的新市场，大家居是在新消费环境下满足用户一体化一站式整体家装需求的正确进化方向。定制家居行业经历了从单品到全屋定制、再到整家定制的进化，以产品整合与空间整合为主的服务模式已然无法适应新的消费诉求。大家居通过产业资源整合，打通家装消费链路，实现极致效率与极致性价比，并以一体化设计、一站式购齐、一揽子服务，满足人们对家人整体生活方式塑造的需求，通过延长服务价值链条，实现长效发展。

图 60：头部家居企业积极推进品类融合，大家居战略进展顺利

	大家居战略实施进展	2023年推出整家套餐
欧派家居	在大家居217运营模式的赋能下，2023年越来越多门店加速从传统单店、综合店向家居店迭代	以橱柜衣柜699率先掀起家居普惠风暴，并跃升为29800全案大家居橱衣木卫全品类惠民，推动家居消费模式从单品叠加向真正的一站式全案大家居蜕变
顾家家居	自有供应链进入“整家定制”赛道，以客餐厅及卧室家居产品为核心主打。2023年推出“定制+软体”新模式，一体化服务抓住行业发展机遇	2023年推出39800元一体化整家套餐，覆盖了包含客、餐、卧等多个空间的刚需产品，可用于衣柜、书柜、鞋柜以及橱柜等场景的全屋定制，客厅真皮沙发、茶几、餐桌椅，卧室深睡床垫和软床，甚至木门、护墙板等，一站式满足一个家的品质生活所需
索菲亚	整家定制3.0坚持“以用户为核心”的思维模式，围绕“人”的新生活方式开展定制，目标是超越产品和空间的限制，更深层次的理解和满足用户的生活方式需求	2023年推出39800元装整家，超出部分799元/㎡，使用环保ENF级（实木级）康纯板，热门百搭花色可供选择，送橱再享卡萨帝
志邦家居	2023年打造“3.8男人下厨节”活动，启动“整家魔方”的钜惠政策，打通了卫浴、阳台系统，志邦家居已实现了自身产品线的全品类拓展	2023年推出29700元套餐，七大套装中任选三样：全屋定制、整体厨房、全屋门墙、家居套系、高端厨电、品牌家电、全配卫阳

资料来源：周忠，家居热，优居研究院，今日家居 furnituretoday 微信公众号，钛媒体，东方财富网，国海证券研究所

7.1.2、全渠道布局增强门店经营活力，加速构建终端大家居店态布局

宜得利布局多形式店态，加快海内外全渠道布局。宜得利本土门店主要可以分为主营小型家居品等生活必需品销售的 Deco Home 店、全面覆盖家居家具的家居装饰店和家居布置店、大型购物中心 NITORI Mall，宜得利卖场根据生活场景进行展示，注重样板间内整体风格搭配，开设多形式店态帮助消费者寻找适合自我生活方式的家居布置，传递品牌理念。同时宜得利加快海内外全渠道布局，在日本本土保持开店的同时，进军美国、台湾、东南亚、中国市场，截至 2023 年 12 月 31 日，宜得利在中国大陆地区共开设了 92 家店铺，宜得利未来在中国希望能力争每年新开 10-20 家门店，预计在 2035 年前达到 1000 家店铺，并打算在中国大陆建设大型物流中心，希望以线上+线下方式结合来为企业未来发展增添强劲动力。

国内家居行业处于深度整合阶段，多品牌、全渠道、全品类成为发展主线。随着家居行业的生态格局深刻变革，未来格局可能演变为头部全品类企业主导大众市场，充分满足共性需求，中小企业则是发挥各自在细分领域或者差异化定位的优势。头部企业凭借强大的品牌号召力和渠道优势，可以夯实原有品类优势、并逐渐构建新品类的领先地位。在多品类、全渠道的格局下，头部龙头企业将通过自身的综合实力优势，逐步占据家居行业的主导地位，呈现出更加集中的态势。中小企业面临更严峻的生存环境，需要明确定位，走差异化发展道路，也需加强供应链协作，与头部企业形成互补。

线上流量获取&线下店态迭代，增强门店经营活力。实体经济面临多种考验，线下门店客流量下滑的问题普遍存在，线上线下的营销闭环已经成为当前的发力点，各大品牌搭建全渠道营销网络，总部直播为线下门店引流，同时经销商以城市为单元挖掘本地线上流量，实现向线下的转化。伴随整家、拎包入住、门墙柜一体化等多品类融合业态的成熟与渗透，大家居相应的店态将持续增加，未来或继续深入以空间为主题的场景式布局，逐渐形成进化的主线。

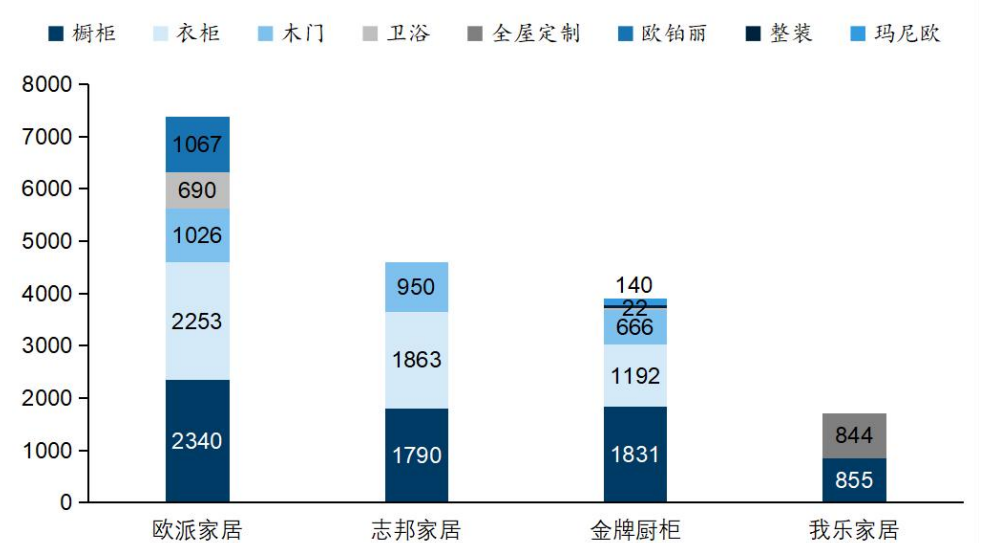
图 61：欧派家居、志邦家居、索菲亚整装大家居体验馆



资料来源：欧派家居第三事业部，志邦整装大家居官方，商眼看家居微信公众号，国海证券研究所

经销商门店数量稳健增长，加速构建终端大家居店态布局。截至 2023Q3，欧派家居作为定制家居行业的头部企业已开设超 7000 家线下经销商门店，索菲亚终端门店的数量由 2022 年末的 4100 家减少到 2023Q3 的 3794 家，志邦家居增长趋势强劲，由 2022 年末 4231 家增加至 2023Q3 的 4638 家门店，定制行业中门店数量仅次于欧派。预计未来整体终端门店的数量会进一步动态优化，传统单品类门店会有所减少，引导经销商通过合并、改建等将原有单品门店迭代为大家居店，聚焦渠道优质资源。同时引导经销商合理配置资源，增加对线上、拎包等渠道的投入，改善终端门店盈利水平。

图 62：截至 2023Q3 部分定制家居企业各品类门店数量（家）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

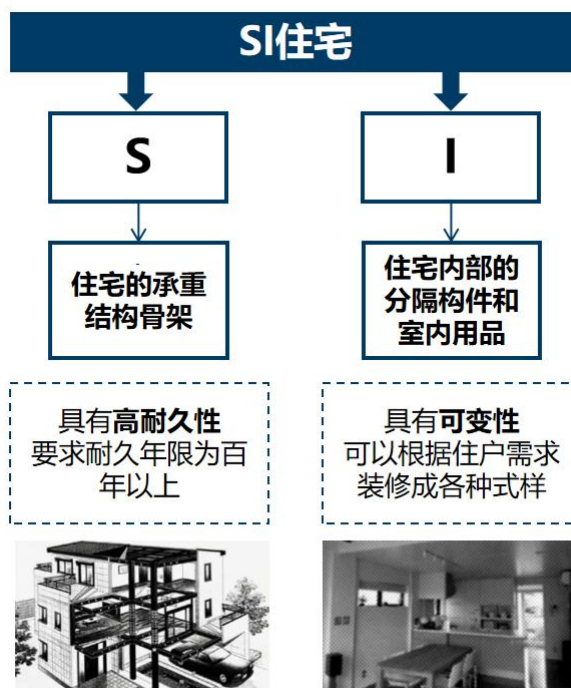
7.2、中国家居企业与宜得利面临不同的外部环境

7.2.1、日本具备完善的 SI 住宅体系，具有功能化和人性化研究设计

日本住宅产业化已形成较完整体系，功能化人性化设计值得借鉴。二战后日本经济复苏，城市人口增多引发了城市住宅建设的全面复兴，为解决住宅不足问题，日本政府颁发了《住宅建设规划法》、《住宅建设计划法》和《装配住宅公团法》，发展至今日本住宅产业已形成一套较完整的体系，包括住宅建筑标准化、住宅部件化、钢结构住宅建筑体系、住宅智能化等内容，在工业化、环保低碳技术再利用、中小户型设计以及有计划的改善居民的居住条件等方面具有功能化和人性化的研究和设计。

日本通过 CHS 住宅体系与 SI 住宅体系实现住宅长寿和提高住宅灵活适应性。日本住宅建筑全寿命期维修维护理念及技术对策最早出现于 1980 年，主要源于日本建设省的百年住宅体系（CHS）和日本国土交通省的建筑支撑体与填充体（SI）住宅体系。CHS 住宅由可使用百年以上高耐久性建筑结构主体、易于更换的内装与设备构成通过将具有长期耐久性的建筑支撑体与可自由变换的填充体相分离方式，保证了支撑体的高耐久性与抗震性。SI 住宅继承了 CHS 住宅体系，在此基础上通过将具有长期耐久性的建筑支撑体与具有灵活适应性的建筑填充体两部分相分离的方法来实现建筑长寿化的住宅建设。

图 63：日本 SI 住宅体系



资料来源：金莎丽装配式厨卫微信公众号，国海证券研究所

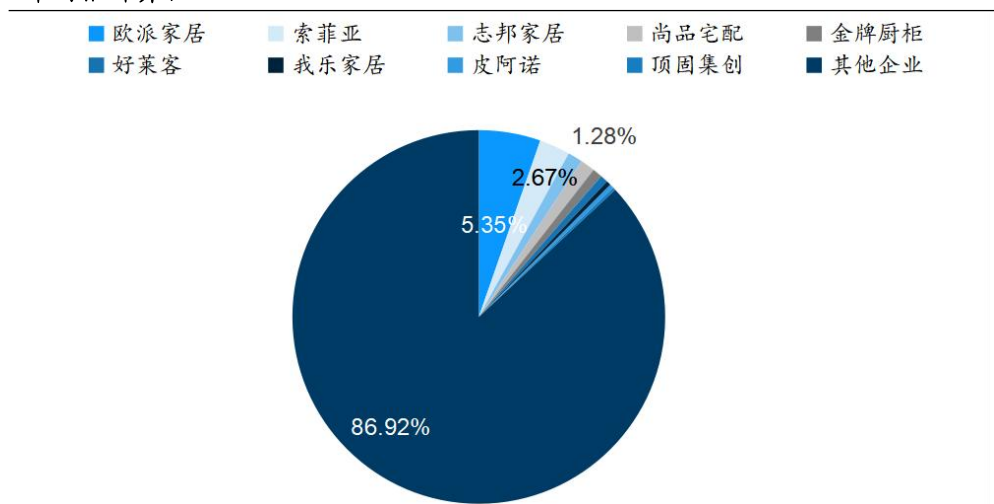
我国住宅市场体系建设在持续完善中。由于起步较晚，我国住宅的建筑节能与环保的住宅产业化率相对较低，目前我国住宅市场体系建设的有关法律、法规在完善之中，部分存量住宅市场还存在较为明显的住房质量不高，难以满足居民置换

及二手房购买交易需求，且房屋格局、设计等方面的标准化程度仍有待进一步提升，在住宅智能化、功能化等方面存在优化空间。

7.2.2、日本家居市场集中度较高，我国家居市场存在较大整合空间

我国家居企业占全品类的总量市场的集中度低，存在进一步提升空间。考虑到定制家居企业持续拓展品类，我们认为其面临的目标市场规模是全品类加总。根据我们的测算，中国定制家居 2022 年市场规模达到 4202.96 亿元（橱柜+衣柜+卫浴+木门+沙发+床垫）。按照 2022 年上市家居企业年报数据，欧派家居年营收最高 224.80 亿元，市占率 5.35%，索菲亚年营收 112.23 亿元，市占率 2.67%，志邦家居年营收 53.89 亿元，市占率 1.28%，九家上市企业总市占率不足 14%，目前我国定制家居行业集中度较低，定制家居企业不断拓展品类布局大家居，仍有进一步提升和发展空间。

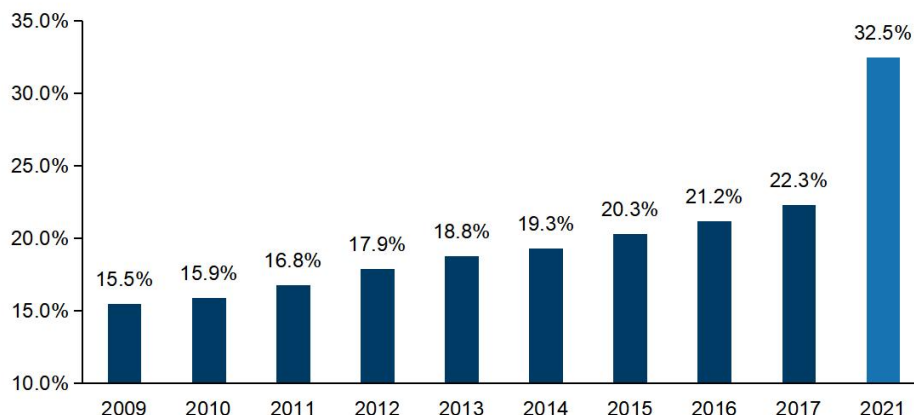
图 64: 我国定制家居企业占家居整体市场的份额仍然相对较低(%) (按照 2022 年财报计算)



资料来源：Wind，国海证券研究所

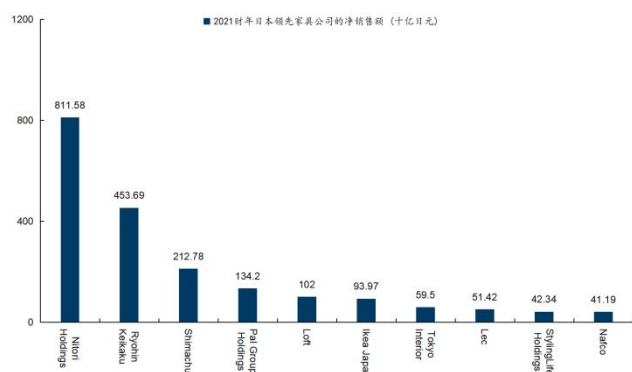
低频高质家居产品颇受欢迎，日本家居行业集中度较高。家具消费滞后于地产销售，随着 90 年代日本房地产泡沫破裂，迎来了将近 20 年的萧条期，直到 2009 年前后有所回暖。随着日本经济增速放缓，日本租房比例持续攀升，且家庭结构当中单身人士占比逐渐增多，低价高频消费的家居产品更受青睐。根据智研咨询数据，2009 年日本家居行业 CR5 已达到 15.5%，2021 年日本家居销售额（批发+零售）达到 52782 亿日元，按照 2021 财年日本家居企业净销售额口径计算，2021 年日本家具企业 CR5 达 32.5%，随着日本家居行业持续整合，集中度相对较高。

图 65: 日本家居企业 CR5 市占率 (%) (2009-2017 年数据来自智研咨询, 2021 年数据根据 Statista, Wind 数据测算)



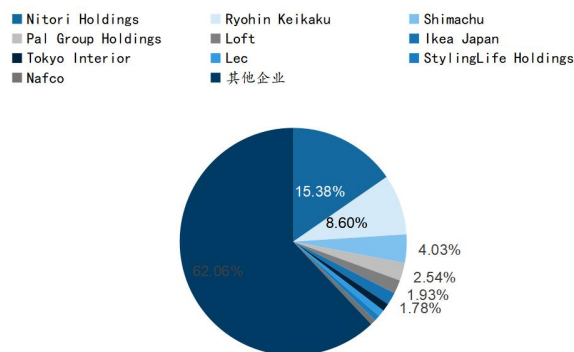
资料来源: 智研咨询, Statista, Wind, 国海证券研究所

图 66: 2021 财年日本领先家具公司的净销售额 (十亿日元)



资料来源: Statista, 国海证券研究所

图 67: 日本家居企业市占率 (2021 财年净销售额计算, 总量来自日本家居商业销售额)



资料来源: Statista, Wind, 国海证券研究所

7.2.3、中国头部家居企业具备较完整产业链, 日本家居主要依靠全球采购, 聚焦门店运营

中国头部家居企业具备大规模生产能力, 在全国多地建设生产基地。中国作为最大的家具销售国, 根据欧睿国际数据, 2023 年中国家具产值达 17748.84 亿元, 根据 Wind 数据, 家具及零件 2023 年出口总额达 641.96 亿美元, 进口总额达 7.52 亿美元。头部企业具备大规模生产能力, 在全国主要地区建立生产基地, 以欧派家居为例, 其作为中国“厨房革命”的倡导者, 具有欧派特色的大规模非标定制产品制造模式。目前公司定制家具产品生产总规模居于行业第一, 构筑东 (无锡基地)、南 (清远基地)、西 (成都基地)、北 (天津基地) 四大生产基地, 形成辐射华东、华南、华西、华北的全国性生产能力。志邦家居共有七大智能化生产基地, 六处位于安徽省合肥市, 一处位于广东省清远市, 清远基地将建成智能工厂, 打造厨、衣柜智能生产线, 提供高效的生产保障, 为南方零售市场、工程战略客户以及海外批量业务保驾护航, 有效提升交付率降低综合成本。

宜得利建立了遍布全球的采购体系，聚焦门店运营管理。1985 年《广场协议》签订后，日元急剧升值，次年宜得利正式开始进口业务，其海外采购商品占比约 80%。在原料端，宜得利建立了遍布全球的原材料采购体系，大量采购物美价廉的原料，运往海外代工厂和自有工厂进行生产；在生产制造端，1994 年，宜得利印尼工厂投产，开始进入自主制造环节，2004 年，越南工厂也正式开工；在物流运输端，除日本本土的物流中心外，宜得利自行投资海外物流中心及进出口公司。通过产业链全球化，宜得利取得了在成本上的绝对优势，聚焦于门店的运营管理。

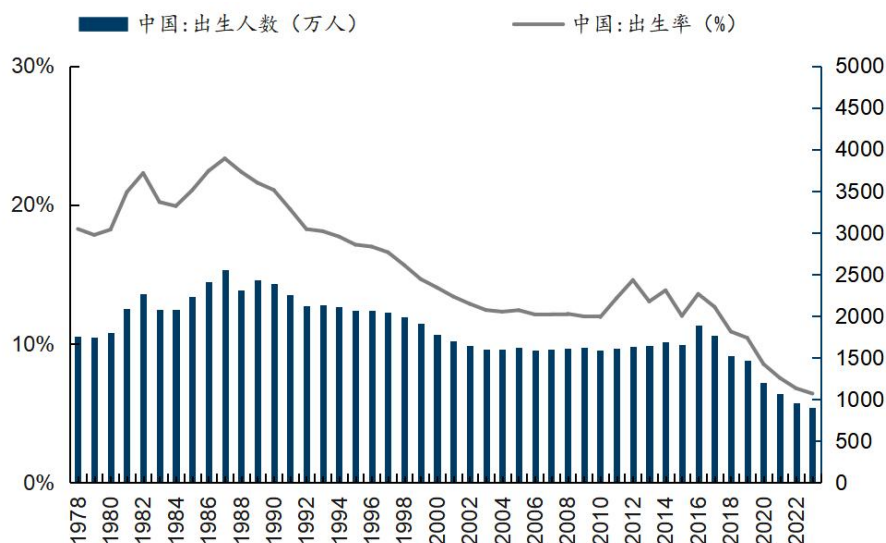
7.2.4、宜得利家居饰品占比高，国内家居企业以大件家居为主

宜得利致力于化低频消费为高频消费，宜得利主营产品分为家具和家居饰品两类，家居饰品占比超 60%。家具的消费周期约为 5-10 年左右，一般家居饰品的更换频率在 3-6 月之间。宜得利利用其广泛的线下门店不断推出新产品，成功将其家居饰品打造成快消型产品。国内家居企业分为定制家居、软体家居、成品家居几大品类，以大件家具制造为主，定制家居包括橱柜、衣柜、木门、门窗、卫浴、墙地等品类，软体家居包括沙发、床垫、床架、餐桌餐椅等品类，大部分销售品类属于低频耐用消费品，更换周期相对长，客单价相对高。

7.3、低欲望社会下，消费趋于理性重视性价比

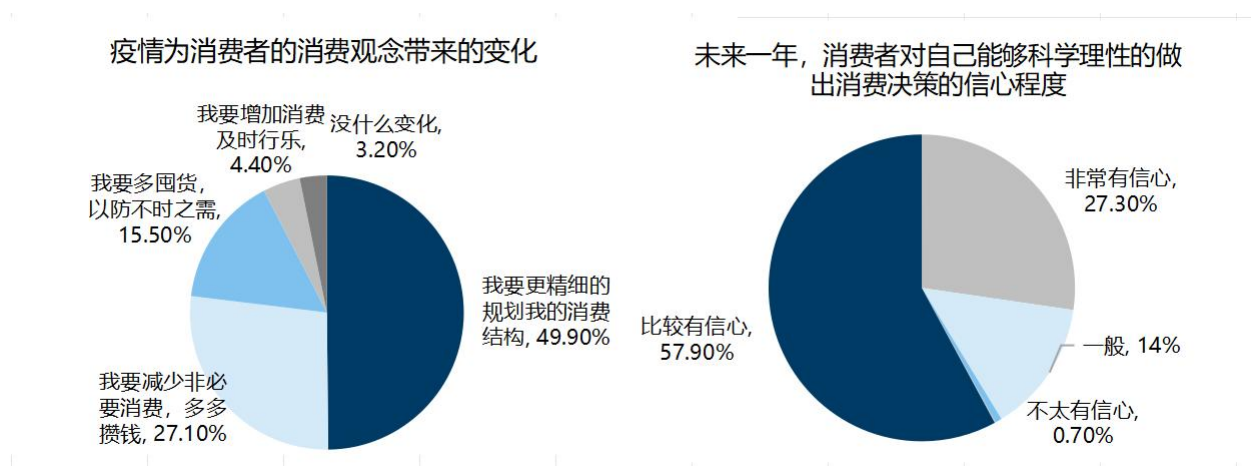
消费降级趋势凸显，消费者看重性价比。自上世纪 90 年代，日本泡沫经济破灭后，日本社会就出现“低欲望社会”，即社会生育率会持续降低，大多数的人不想再担负生育、养育的责任，年轻人不愿意吃苦和承担风险，买房意愿下降，对于车和奢侈品欲望降低。目前我国人口出生率呈现下降趋势，由 2000 年的 14.03% 下降至 2023 年的 6.39%，出生人口数量近 5 年同比均为下降。我国消费者消费观念趋于理性，根据艾瑞咨询的调研，92.4% 的消费者消费观念更加冷静，85.2% 的消费者有信心在未来一年坚持理性消费。同时，消费降级趋势凸显，消费者更看重性价比、按计划购物的消费者占比达到 80.4%，消费者会根据自己实际需求，考虑商品与自身的适配度，购买更加符合自己需求的产品，使消费价值最大化。

图 68: 1978-2023 年中国出生率 (%) 及出生人口 (万人)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

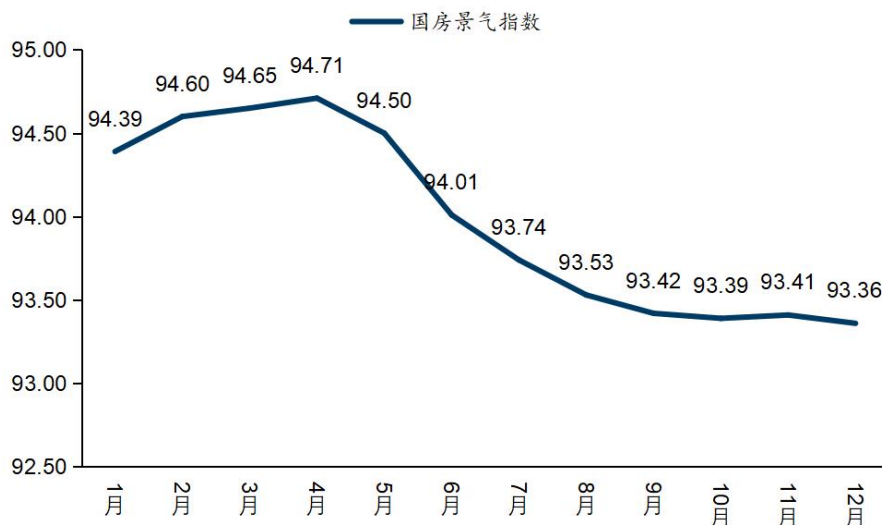
图 69: 2023 年消费者消费观念变化及消费者信心程度



资料来源: 艾瑞咨询, 国海证券研究所

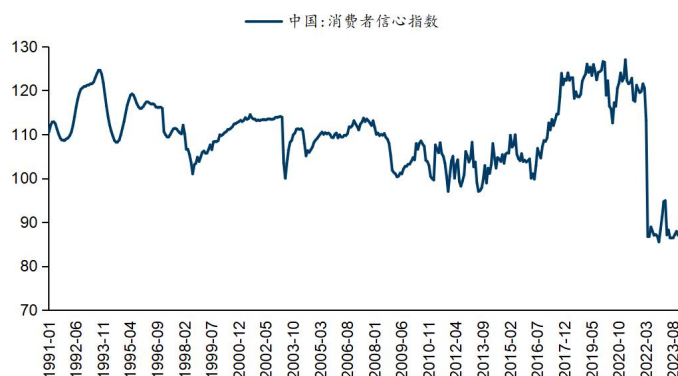
中国面临的宏观环境和日本 80-90 年代类似, 地产数据承压, 有望加速家居行业整合。房地产作为国民经济的重要组成部分, 是居民财富的主要载体。我国房地产历经多年迅速发展, 当前的房地产市场生命周期与日本上世纪 80 年代末相似, 由于疫情、销售疲弱以及房企“爆雷”等诸多因素影响, 近年新开工面积、房地产开发投资额有所承压。2023 年全国房地产开发投资 110913 亿元, 同比下降 9.6%; 其中住宅投资 83820 亿元, 同比下降 9.3%, 房屋新开工面积 95376 万平方米, 同比下降 20.4%, 住宅新开工面积 69286 万平方米, 同比下降 20.9%。房屋竣工面积 99831 万平方米, 同比增长 17.0%, 住宅竣工面积 72433 万平方米, 同比增长 17.2%。地产数据承压, 作为房地产的重要下游行业, 家居继续受到房地产市场调整的影响, 地产后周期产业链有望进一步出清, 家居业加速整合升级。

图 70：2023 年 1-12 月国房景气指数



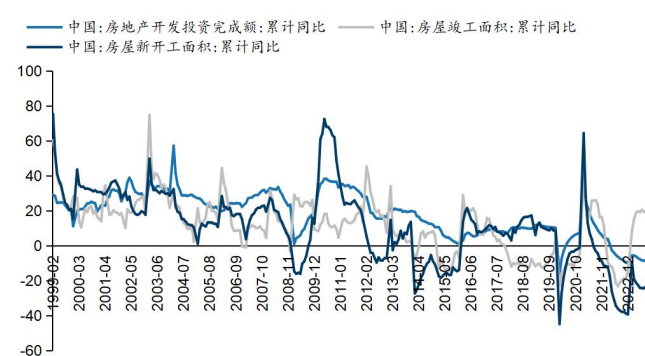
资料来源：国家统计局，国海证券研究所

图 71：1991-2023 年中国消费者信心指数



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 72：后疫情时代，中国地产数据承压



资料来源：Wind，国海证券研究所

国内家居企业逐渐由单品类向一站式、大家居方向拓展，参与的玩家从传统定制企业向各个类型延伸。国内市场的整家模式进入消费者普及阶段，2023 年 5 月，顾家家居宣布将“全屋定制”全面升级为“一体化整家”；2023 年 6 月，住范儿推出了个性化整装和住范儿·整家定制业务线；欧派家居作为家居行业龙头企业坚定不移的深耕整装&零售大家居齐头并进，打造优产品、优展示、强设计、强交付，多维升级的服务模式；针对当代消费者家装消费痛点与加盟商运营痛点，志邦家居推出了全空间集成整家模式、整家 3.0 融合展厅以及全品类系统集成开发的整家新品，从产品、场景、方案设计、交付等对整家定制进行全面升级，满足消费者对好看、好用、省时、省力、省心、省钱等“我全都要”的整家定制需求。

“一站式装美家”已成消费趋势，家居上下游产业链正在进行深度融合。家居企业的“融合”包含产品、终端体验场景、渠道的融合，从日本家居的经验来看，家居企业需要满足消费者多样化的分层次需求，定制家居龙头企业依靠品牌优势，

资金实力、数字化转型能力和自身供应链优势能很快完成融合；长尾中腰部企业及时抢占风口，形成具备当地和品牌特色的大家居融合。

8、重点推荐个股

拓展市场，强化龙头竞争优势；聚焦用户，产品服务全面突围。通过复盘宜得利，我们认为其发展路径与历程对国内家居行业具有较多启示与借鉴意义。宜得利通过聚焦用户挖掘需求、寻求差异化定位，持续强化产品与服务能力，并布局全球市场拓展潜在需求，实现了在日本地产与家居行业下行期的逆势扩张。中国的家居行业正面临增长中枢切换及渠道的深度重构的现状，在需求结构、流量入口、用户需求、产业链价值分配等各方面正在发生着迅速变化。展望未来，国内家具企业或将由于各自发展阶段、公司基因、管理团队风格等多方面主客观因素的差异而形成战略方向及战术选择的区别。从行业格局来看，我们认为国内市场与日本或有所不同，凭借多样化的消费者偏好，国内家具行业有望呈现分层次竞争，即头部企业聚焦大众消费市场，以满足最广泛的消费者需求为主要方向，持续提升全渠道市场占有率；长尾中小企业聚焦个性化专业市场，针对更为精准的用户群体提供相应产品，并做深做透目标客群。

盈利预测及重点推荐：当前市场对地产后周期板块整体仍处在相对悲观预期的状态，我们认为随着优质企业积极提升产品力、加强整装家装等全渠道合作，有望实现逆势拓展及市场份额逐步提升。维持对家居行业的“推荐”评级。**重点推荐：**欧派家居、顾家家居、志邦家居、索菲亚。

重点关注公司及盈利预测

重点公司	股票	2024/02/06		EPS			PE			投资
代码	名称	股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	评级	
603833.SH	欧派家居	61.34	4.41	4.99	5.58	27.56	12.29	10.72	买入	
603816.SH	顾家家居	37.00	2.20	2.54	2.92	19.41	14.57	12.67	买入	
603801.SH	志邦家居	13.59	1.76	1.43	1.65	15.31	9.50	8.24	买入	
002572.SZ	索菲亚	15.85	1.17	1.43	1.68	15.52	11.08	9.43	增持	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

9、风险提示

- 1) 家居企业品类融合不及预期:** 家居企业正在逐步推动品类融合抢占消费者心智, 如果家居企业品类融合不及预期, 可能对公司经营造成不利影响。
- 2) 行业竞争加剧:** 随着行业发展日益成熟, 家居行业面临的市场竞争已经逐步转变为品牌、营销网络、设计研发、服务等方面的综合竞争, 市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑, 从而对公司经营带来不利影响。
- 3) 国内和日本经济环境差异:** 日本和国内宏观经济环境有一定差异, 日本家居企业经验可能对国内家居行业发展借鉴程度有限。
- 4) 市场开拓不及预期:** 经过多年发展, 公司具有较高的知名度与影响力, 逐步拓展中国及东南亚市场, 若未来公司产品市场推广达不到预期, 则可能对公司产品开拓造成不利影响。
- 5) 原材料价格波动风险:** 直接材料价格对公司主营业务成本的影响较大, 若未来原材料采购价格发生较大波动, 可能对公司经营产生不利影响。

【轻工小组介绍】

林昕宇：轻工行业首席分析师，6 年卖方研究工作经验，中国人民大学金融学硕士，曾就职于国泰君安证券研究所。紧密跟踪轻工各细分领域并进行深入研究，擅长自上而下及运用国际比较等研究方法。2016 年、2017 年《新财富》造纸印刷行业第 2 名团队核心成员，2020 年 “Institutional Investor · 财新” 家电与家具行业第 3 名团队核心成员。

杨蕊菁：轻工行业研究助理，西南财经大学本科，南开大学硕士，拥有社服、轻工等大消费行业研究经验。

【分析师承诺】

林昕宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。