

海外家居渠道深度系列三：

宜得利—日本家居巨头，物超所值，创缤纷生活

我们中信建投轻工团队继前期发布海外大家居公司深度报告之后（瑞典之宜家家居、美国之家得宝），我们再次发布日本家居龙头宜得利（NITORI，股票代码 9843.T）的深度报告，从日本家居龙头的崛起之路，再看国内家居零售的发展。

日本家居龙头，业绩稳定增长，盈利能力持续向好。（1）公司：宜得利创建于 1978 年，目前是日本最大的家具、家饰企业，产品包括家具、橱柜、家居杂货、厨卫用品等，并且在传统家居企业的“制造零售（SPA）一条龙”的基础上进一步发展，建立“制造物流零售一条龙”商业模式。（2）业绩：2000-2017 财年，宜得利营业收入从 632.6 亿日元增长至 5720.6 亿日元（约 337 亿人民币），净利润从 19.7 亿日元增长至 652.9 亿日元（约 38 亿人民币），两者年均复合增长率分别达 13.83%、22.86%。毛利率从 46.94% 稳步提升至 55.03%，净利率由 3.12% 上升至 11.41%。（3）估值：宜得利股价自 2008 年以来上涨 595%，同期 TOPIX 指数（东证价格指数）上涨 32%，估值稳健，当前 PE 为 31 倍左右。

公司成长驱动：制造物流零售一条龙，产品渠道齐发力。（1）产品：低价多品类，家居饰品撑起半壁江山。一方面，公司每年开发约 10 个系列新品，每年商品替换率达到 40%；另一方面，2017 年公司家居饰品营收占比为 60.8%，带动宜得利产品结构由耐用品为主向快消品为主转换；此外，公司坚守平价策略，产品以低价著称，产品加价倍率不到 2 倍，许多产品价格只是其他百货商场价格的 1/3-1/2；三大特点共同构造快消型消费模式促进顾客高频消费。

（2）渠道：线上线下齐发力促业绩增长。截至 2018 年 2 月 20 日，宜得利共有门店 523 家，国内 467 家，海外 56 家。线上销售比重持续增长。（3）海外扩张：宜得利海外扩展市场计划以中国为主，同时瞄准东南亚等新兴市场，目标到 2030 年实现全球 3000 家店，其中 500 家为家具店，500 家为 Deco home，余下 2000 家主要开在亚洲各国和欧美地区。届时海外店铺的占比将远超国内。（4）供应链管理：制造物流零售一条龙，低成本优势明显。公司采购上采用价格倒推的成本管控方式，直接在海外采购低价原材料，海外合作工厂分布在中国、泰国、马来西亚、新加坡、法国、西班牙等 18 个国家，90% 以上的商品都在海外制造后进入日本，通过全流程的精细化管理极大减少中间成本。目前在日本共有 10 家物流中心。制造物流零售一条龙模式构筑强大成本优势护城河。

竞争对比：家居零售空间大，龙头精彩纷呈，看好国内家居大发展。（1）宜家家居：宜家 2016 财年收入达到 2752 亿元人民币，仅宜家中国区收入规模就达到 151 亿元人民币。宜家通过产品全覆盖，品牌高价值，渠道全球化，供应链完善等优势打造世界家居零售巨头。（2）韩国汉森：汉森 2017 年收入达到 126 亿元人民币，其从厨房家具逐步延伸到卧室、客厅、浴室等，从单一产品发展到周边产品、从点到面的发展模式，成为业绩增长的主要驱动。（3）他山之石：对比宜得利与汉森、宜家，可以看到家居零售收入规模天花板高，国内家居处于品牌制造龙头崛起阶段。未来国内家居零售发展大有可为。

投资建议：从品牌商升级品牌零售的视角，看好定制三龙头：欧派家居橱柜起家，顺利拓展衣柜，目前大家居战略推进，积极尝试整装业务，2018、2019 年 22、17 倍；索菲亚全屋定制持续推进，司米橱柜并进，性价比尤其明显，2018、2019 年 16、12 倍；尚品宅配新居网+整装云，打开新业务模式，切入万亿整装大市场，2018、2019 年 30、23 倍。同时，看好软体沙发龙头、品类与渠道的多维立体布局。此外，看好曲美家居，收购全球第一舒适椅，国际化启航，假设 Ekornes 2019 年全年并表，定增顺利完成，则 2019 年对应的备考估值为 7 倍。

风险因素：行业竞争大幅加剧；原材料价格大幅波动。

轻工家居

维持
增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

研究助理：陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

发布日期：2018 年 09 月 20 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|---|
| 18.08.24 | 海外家居渠道系列二：家得宝——全球家居零售第一龙头，2000 亿美元市值是如何炼成的？ |
| 18.06.25 | 曲美家居（603818）：新模式、新驱动，收购国际大牌 Ekornes 新发展 |
| 18.04.11 | 美凯龙（601828）：新家居，新零售，新模式，新驱动 |
| 17.11.22 | 海外家居渠道系列一：从宜家家居壮大史，看国内家居龙头未来潜力 |
| 18.03.13 | 敏华控股（1999.HK）：沙发深度三，从乐至宝壮大记，看国内沙发龙头崛起 |
| 17.05.08 | 敏华控股（1999.HK）：沙发敏隼，价值华楚；内外并拓，共铸龙头 |
| 17.02.21 | 顾家家居（603816.SH）：沙发深度系列二，国际龙头品牌全渠道广，顾家家居产品优盈利强 |
| 16.12.07 | 顾家家居（603816）：因顾家，故爱家，软装龙头启航 |

目录

一、发展历程：小作坊到日本大卖场，高成长龙头崛起.....	1
（一）成长之路：制造零售一条龙，家居卖场高速成长.....	1
（二）股价维持上涨趋势，估值中枢上移.....	3
二、成长驱动：制造、物流、零售一条龙，筑日本家居卖场龙头.....	3
（一）营业收入快速增长，毛利率稳步提升.....	3
（二）家居饰品撑起半壁江山，平价策略扩大客户覆盖面.....	5
（三）线上线下齐发力，国内国外齐开拓.....	8
（四）制造物流零售一条龙，低成本优势明显.....	12
三、竞争对比：家居零售空间大，龙头精彩纷呈，看好国内家居大发展.....	14
（一）宜家家居：全球家居零售巨头，产品全覆盖，品牌价值高，渠道全球化，供应链完善.....	14
（二）汉森：橱柜起步的综合性家具公司，橱柜、室内家具、工程业务三板块齐头并进.....	16
（三）他山之石：国内家居零售空间大，未来大有可为.....	17
四、投资建议：看好“定制三杰”+格局明朗之软体龙头+精美小宜家之曲美等.....	18
五、风险因素.....	19

图表目录

图 1：宜得利之起源——“似鸟家具店”.....	2
图 2：2008-2017 年宜得利股价（日元）及 TOPIX 指数走势.....	3
图 3：2008-2017 年宜得利 PE 趋势.....	3
图 4：FY2000-FY2017 公司营业收入及增速变化情况.....	4
图 5：FY2000-FY2017 公司净利润及增速变化情况.....	4
图 6：FY2000-FY2017 公司毛利率和净利率变化情况.....	4
图 7：2000-2017 年日本 GDP 及其增速变化情况.....	4
图 8：宜得利 FY2017 主营业务占比情况.....	7
图 9：宜得利家居饰品营收占比不断提高.....	7
图 10：宜得利降价宣言.....	7
图 11：宜得利海内外店铺构成目标.....	10
图 12：宜得利台湾门店.....	10
图 13：宜得利美国门店.....	10
图 14：宜得利大陆门店.....	10
图 15：宜得利线上销售收入及增速变化情况（单位：亿元）.....	12
图 16：宜得利线上线下销售收入占比.....	12
图 17：宜得利全球采购网络.....	13
图 18：宜得利印尼工厂.....	13
图 19：宜得利关东物流中心.....	13
图 20：宜得利立体自动仓库.....	13

表 1: 日本和美国家具市场情况对比	1
表 2: NITORI 发展历程	3
表 3: FY2000-FY2017 宜得利财务经营情况（十亿日元、%）	4
表 4: 宜得利部分商品图示	5
表 5: 宜得利与大润发部分产品价格对比（单位：元）	7
表 6: 宜得利国内三类店铺实景	8
表 7: 宜得利 App 展示	11
表 8: 宜得利线上销售收入及增速、占比情况（单位：亿元）	12
表 9: 宜家业绩情况（亿欧元，%）	14
表 10: 汉森业绩（亿人民币）	16
表 11: 宜得利、汉森、宜家主要指标对比大表（亿人民币、%）	18
表 12: 主要定制家居企业业绩及估值	20

一、发展历程：小作坊到日本大卖场，高成长龙头崛起

我们中信建投轻工团队持续看好家居行业，家居零售市场空间大，收入规模天花板高，产品种类丰富，消费者消费频次逐渐提升，个性化需求强。继前期多篇国内外家居公司及行业深度陆续发布后，我们再次发布日本家居卖场龙头宜得利（NITORI）的深度报告，从日本家居龙头的崛起之路，看国内家居卖场的发展。

（一）成长之路：制造零售一条龙，家居卖场高速成长

宜得利（NITORI）创建于1978年，目前是日本最大的家具/家居、家饰企业，产品包括家具、橱柜、家居杂货、厨卫用品等，并且在传统家居企业的“制造零售（SPA）一条龙”的基础上进一步发展，建立了“制造物流零售一条龙”的商业模式。宜得利主要经营2C、2B端两种业务，实现对各类型客户的获取，其中2C业务是指包括家具、家居用品销售业务，以及装修服务，2B业务是指面向房屋租赁、公司、医院、酒店等企业客户，提供餐具、室内用品、家居的整体规划及施工服务。

公司的发展历程大致可分为3个阶段：

1、起步成长阶段(1967-1979年):小作坊取经美国，凭借独特模式改变倒闭命运

宜得利的前身是似鸟昭雄于1967年在日本北海道札幌市创立的一间面积仅100平方米的似鸟家具店，主要售卖从台湾批发进货的床、沙发等家具产品。但开张后不久，似鸟家具店附近出现了规模五倍的大型家具企业，似鸟家具店销量受到影响连续亏损，面临存亡关键。为了找出解决方法，1972年，似鸟昭雄赴美取经，发现美国家具店里少有基本款的大型家具，但是能够提高生活品味的地毯、窗帘、寝具等家饰应有尽有，且价格只有日本的1/3。借鉴美国市场的经验，似鸟昭雄确定了“与欧美比肩的家居环境多样化”的销售目标，同时确定了设定任何人都能够买得起的价格及提供优质的商品两大要求，奠定了未来支持似鸟成长的关键战略。

表 1：日本和美国家具市场情况对比

	日本	美国	宜得利策略
产品	主要被传统日式实木家具所占据，款式传统，且市面上很少有欧美等其他国家的家具选择；色彩显得杂乱无章，很少有人注重对居住环境的装饰。	家居饰品众多，大量应用装饰品及色彩搭配来营造和谐舒适的居住环境。	提供多样化、个性化的家居产品，大量应用装饰品及色彩搭配来营造居住环境。
货源	家具厂商及批发商地位强势，大多数门店通常从相同的批发商那里批发产品，因此产品同质化高，门店的话语权也相对较低。	终端零售的话语权较强。	绕过本地的批发商直接在工厂拿货，还自行开发所有商品，以便弹性地在产品中增设功能、调整颜色等。
价格	家具产品以在当地手工制作为主，再加上多层批发商的加价，价格昂贵。	相似质量家具产品的价格仅为日本的1/3。	推行平价策略，许多产品价格仅为其他百货商超价格的1/2，“卖到批发商的价格才叫便宜”。
渠道	以城市中的小店为主，单店产品比较单一。	城郊大店。	中大型的室内中心店。

资料来源：公开资料整理 中信建投证券研究发展部

通过在品质、价格、设计等方面进行差异化竞争，似鸟成功在日本树立了多品类、低价格、设计时尚、质量有保障的大型家居连锁店的品牌形象。1978年，公司名称变更为“株式会社 NITORI 家具”。

图 1：宜得利之起源——“似鸟家具店”



资料来源：公开资料整理 中信建投证券研究发展部

2、逐步成熟阶段(1979-2007年)：建立物流中心，制造物流零售一条龙，发展迅速

在此期间，为了压低售价，宜得利开始实行制造、物流、零售一条龙式的营业模式，并逐渐完成日本市场布局，占领全国家具/家居市场。2002年，宜得利在东京证券交易所主板上市；2004年，宜得利延迟一年完成了企业定制的第一个30年目标（1973-2003年），即“开设100家店铺、实现1000亿日元销售额”。在这个时期，公司销售的商品中，家具所占的比例已经降到40%以下，成为日本第一家家具与家居企业。

制造方面，宜得利为了降低成本，采用中国东南亚等地低廉的劳动力。在1994年、2004年，宜得利分别在印度尼西亚和越南的2处工厂投产，两家工厂作为集团的家具开发和生产基地，负责衣柜、碗柜、餐具柜等商品的生产任务。为寻求高质低价的原材料，宜得利从1985年开始直接向海外采购，并直接送至符合宜得利集团质量标准的工厂制成产品。至今，从海外采购的商品已占90%以上。

物流方面，宜得利为了向遍布日本全国的店铺迅速高效的配送产品，消减商品仓储成本，他们建立了独立的物流网点。建造大型物流中心看似昂贵，但长时间省下的资金远超过建造成本。宜得利在2000年、2004年分别开设“关东”、“关西”物流中心，物流覆盖了日本两大市场。另外在2004年，宜得利开始了网上商城“NITORI NET”业务，线上渠道逐渐打开。

零售方面，宜得利1993年开设本州一号店，进入本州市场，迅速占领关东、关西两大市场，完成全国性布局；2004年开始网上商城事业，铺设线上渠道。

3、海外扩张阶段（2007-至今）：海外市场拓展，连续30年收入增长

2007年后，公司设置了新的发展目标：2020年店铺1000家，营业额1兆日元；2032年店铺3000家，营业额3兆日元。为了实现这个目标，宜得利从2007年开始开展海外家居市场，并在台湾高雄开设了海外1号店；2013年，宜得利以“Aki-Home”品牌进入美国市场；2014年，宜得利进入中国大陆，在中国武汉开设第一家店面。至今宜得利海外店铺共有43家，其中台湾27家，美国5家，中国11家。

经过50多年的发展，宜得利从一家不到百平方米的家具店起步发展成为全球家居连锁商店零售巨头之一。尽管在此期间经历了日本1991年房地产泡沫之后“失落的二十年”，在日本经济持续低迷，传统零售业增长缓慢，家具行业萎缩的大背景下，宜得利却逆势而上，成为唯一一家日本30年收入、销售额持续增长的企业。

表 2：NITORI 发展历程

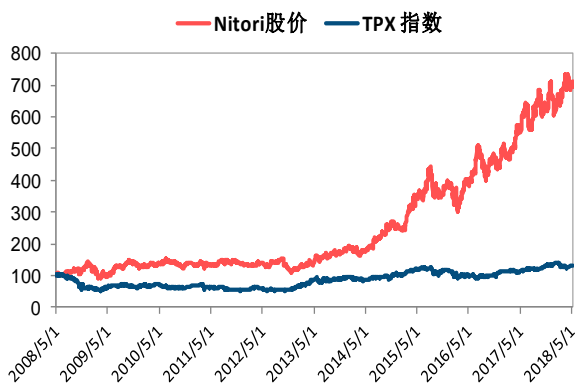
时间	事件
1967 年	在日本札幌创建“似鸟家具店”
1972 年	成立“似鸟家具批发中心株式会社”
1975 年	开设日本首座充气式圆顶帐篷家具店“南乡店”
1980 年	“札幌物流中心”导入自动立体仓库系统，日本流通行业首家
1985 年	开始直接进口海外商品；在札幌证券交易所上市
1995 年	扩充札幌物流中心，新设最先进的货架一体化自动立体仓库系统
2000 年	新设“关东物流中心”；投资家具厂商“MARUMITSU 木工”，将其纳入子公司
2002 年	在东京证券交易所一部上市
2003 年	销售额实现 1,000 亿日元；店铺达到 100 家
2004 年	在中国上海开设“平湖物流中心”；开始网上商城（NITORI NET）业务
1967 年	在日本札幌创建“似鸟家具店”
1972 年	成立“似鸟家具批发中心株式会社”
1975 年	开设日本首座充气式圆顶帐篷家具店“南乡店”

资料来源：公司财报 中信建投证券研究发展部

（二）股价维持上涨趋势，估值中枢上移

从资本市场的表现来看，自 2008 年以来，宜得利的股价上涨了 595%，同期 TOPIX 指数（东证价格指数）仅上涨 32%。其股价的上涨来源于两个方面：一是公司业绩的稳健增长，公司 2018 年净利润是 2008 年净利润的 3.37 倍；二是相比同业享有较高的估值，宜得利当前 PE 为 30.68 倍左右，同行业其他公司的估值仅为 17.6 倍左右。

图 2：2008-2017 年宜得利股价（日元）及 TOPIX 指数走势



资料来源：Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图 3：2008-2017 年宜得利 PE 趋势



资料来源：Bloomberg 中信建投证券研究发展部

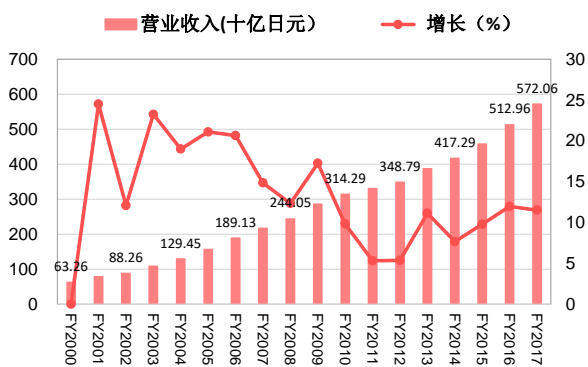
二、成长驱动：制造、物流、零售一条龙，筑日本家居卖场龙头

（一）营业收入快速增长，毛利率稳步提升

营业收入与净利润持续较快增长。2000-2017 财年，宜得利营业收入和净利润持续增长，营业收入从 632.6 亿日元增长至 5720.6 亿日元（约 337 亿人民币），净利润从 19.7 亿日元增长至 652.9 亿日元（约 38 亿人民币），两者年均复合增长率分别达 13.83%、22.86%，均远高于同期日本 GDP 0.21% 的复合增长率，即使在 2008 年、2011 年日本受国际金融危机和地震影响经济衰退期间，公司也保持了良好的发展态势。

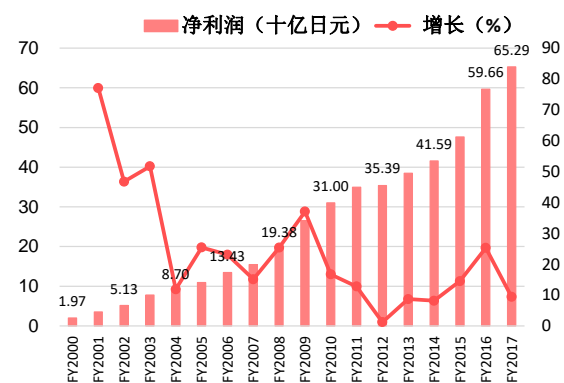
毛利率与净利率趋于稳定。2000-2017 财年，公司的毛利率从 46.94% 稳步提升至 55.03%，累计提升 8.09pct，净利率由 3.12% 上升至 11.41%，累计提升 8.29pct，显示了公司经营的稳健。

图 4：FY2000-FY2017 公司营业收入及增速变化情况



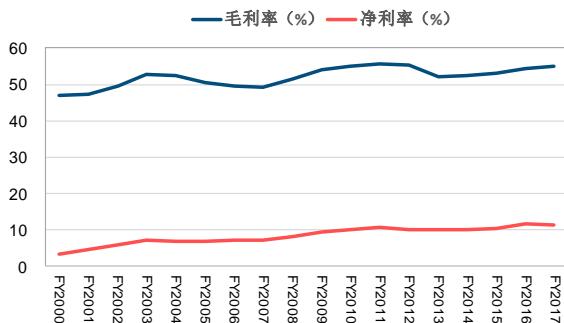
资料来源：公司财报 中信建投研究发展部

图 5：FY2000-FY2017 公司净利润及增速变化情况



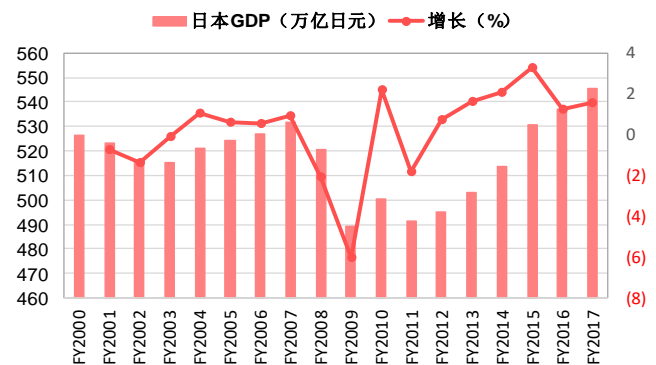
资料来源：公司财报 中信建投研究发展部

图 6：FY2000-FY2017 公司毛利率和净利率变化情况



资料来源：公司财报 中信建投研究发展部

图 7：2000-2017 年日本 GDP 及其增速变化情况



资料来源：Bloomberg 中信建投研究发展部

表 3：FY2000-FY2017 宜得利财务经营情况（十亿日元、%）

	FY2000	FY2001	FY2002	FY2003	FY2004	FY2005	FY2006	FY2007	FY2008
营业收入	63.26	78.75	88.26	108.78	129.45	156.76	189.13	217.23	244.05
同比 (%)	-	24.49	12.07	23.25	19.00	21.10	20.65	14.86	12.35
净利润	1.97	3.49	5.13	7.78	8.70	10.91	13.43	15.46	19.38
同比 (%)	-	77.09	46.74	51.73	11.87	25.42	23.09	15.10	25.34
毛利率 (%)	46.94	47.18	49.56	52.80	52.37	50.61	49.60	49.32	51.62
净利率 (%)	3.12	4.44	5.81	7.15	6.72	6.96	7.10	7.12	7.94

	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
营业收入	286.19	314.29	331.02	348.79	387.61	417.29	458.14	512.96	572.06
同比(%)	17.26	9.82	5.32	5.37	11.13	7.66	9.79	11.97	11.52
净利润	26.56	31.00	34.97	35.39	38.46	41.59	47.62	59.66	65.29
同比(%)	37.05	16.70	12.79	1.22	8.68	8.13	14.50	25.27	9.44
毛利率(%)	53.91	54.88	55.57	55.22	52.03	52.32	53.16	54.25	55.03
净利率(%)	9.28	9.86	10.56	10.15	9.92	9.97	10.40	11.63	11.41

资料来源：公司财报 中信建投证券研究发展部

（二）家居饰品撑起半壁江山，平价策略扩大客户覆盖面

宜得利出售全品类的家具和家居用品，包括沙发、餐桌、碗柜及睡床等大型家具以及窗帘、地毯、床上用品、厨具、餐具及家庭用品等丰富的装饰品：

1、宜得利注重产品独立设计开发，渗透日本工匠精神

一方面，宜得利拥有自己的产品开发团队，卖场中超过 70% 的产品都是宜得利独立开发的，可以弹性地进行功能和颜色调整，而不受制于经销商和代理商，团队每年开发约 10 个系列新产品，每年商品替换率达到 40%；同时，宜得利在 1985 年首次提出 OTCM（One-house Total Coordination Merchandising）理念，即本着让一个家庭空间协调配饰的思想来进行产品开发；这使得宜得利的产品选择多样，色彩丰富，易于装饰搭配。另一方面，宜得利的产品设计完美体现了日本的工匠精神，如宜得利推出的吸湿发热棉被，将人体进入睡眠状态时身体散发出的湿气和汗转化为热量，从而起到保暖作用；将季节性因素融入产品设计，推出冷感“N Cool”以及热感“N Warm”产品系类，分别满足消费者对夏天以及冬天家居需求。

表 4：宜得利部分商品图示

商品名称	图示
超冷感枕垫	
吸湿发热棉被	

日本小学生书包



五斗柜



电动床

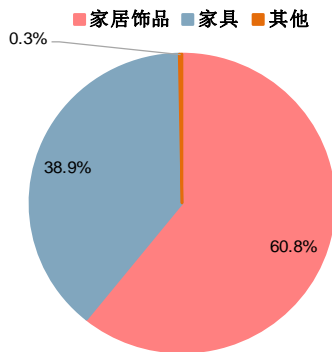


资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

2、家居饰品占比超 60%，化低频消费为高频消费

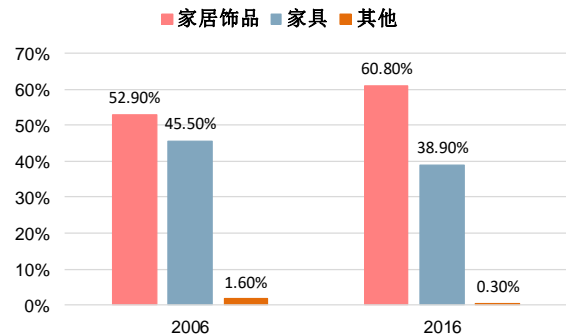
宜得利主营产品分为家具和家装饰品两类，其中家具的消费周期约为 5-10 年左右，在此期间消费者很难再次光顾家居卖场，而日用品等一般家居饰品的更换频率普遍在 3-6 月之间。1988 年，家具占公司销售额约 70% 的比重，而 2017 年，家具产品的营收占比则仅为 38.9%，家居饰品的营收占比为 60.8%，家居饰品超越家具成为公司最主要的营收来源，2017 财年为公司贡献约 3118.4 亿日元的收入。这主要得益于公司独立的设计团队，利用其广泛的线下门店不断推出新产品，成功将其家居饰品打造成快消型产品。家居饰品占比的提升也带动宜得利的产品结构由耐用品为主向快消品为主转换，高频消费模式深化，最大程度上增加客户粘性。

图 8：宜得利 FY2017 主营业务占比情况



资料来源：公司财报 中信建投研究发展部

图 9：宜得利家居饰品营收占比不断提高



资料来源：公司财报 中信建投研究发展部

3、坚守平价策略，定位最广阔消费群体

宜得利的产品以低价著称，产品加价倍率不到 2 倍，许多产品价格只是其他百货商场价格的 1/3-1/2，公司将目标客户定位在年收入小于 800 万日元的中低消费群体，掌握了广阔的市场基础。2008 年次贷危机后，为了满足消费者的低价愿望，发布了 12 次降价宣言，累计对 5150 种产品进行永久性降价，优惠幅度高达 15%-40%。同比区域规模相近的大润发，宜得利在床垫、枕头等偏家居类饰品上，宜得利的价格较大润发更具有竞争优势。

图 10：宜得利降价宣言

お客様の低価格志向のご要望
> 867品目の一斉値下げ
 平成24年11月30日から。
 2年ぶり12回目 累計5,150品目値下げ

値下げ宣言
 800品 118,000品 10%~60% 値下げ!

くぼんだ座面が体にフィットする。すべて本革を使用した高級感のあるソファ。
本革3人用ソファ
 79,900円 → **69,900円**(税込)

本革3人用ソファ
 799円 → **599円**(税込)

本革3人用ソファ
 59,900円 → **49,900円**(税込)

本革3人用ソファ
 999円 → **799円**(税込)

本革3人用ソファ
 59,900円 → **49,900円**(税込)

资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

表 5：宜得利与大润发部分产品价格对比（单位：元）

产品	宜得利价格	大润发价格
餐盘	19.9	39.9
拖鞋	19.9	19.9
床垫	99	168
枕头	29.9	49
椅子	59.9	99

资料来源：天猫网 中信建投证券研究发展部

（三）线上线下齐发力，国内国外齐开拓

1、国内：三类店铺齐扩张，全方位把握流量

截止 2018 年 2 月 20 日，宜得利在日本国内一共有 467 家门店，较前一年度增加 39 家。从门店类别来看，国内的门店主要有以下三种：

家具店：坐落于人口规模在 20 万至 40 万之间的城市商圈，分为家具装饰店和家具布置店两种。家具装饰店一般开在购物中心，主要提供应季的时尚家居饰品如窗帘、地毯、床上用品等等。家具布置店规模更大，兼有沙发、餐桌、床等大型商品和饰品，商品种类齐全，客户可按照 NITORI 设定的“NITORI 颜色”自由组合搭配。除此之外，大部分家居布置店还按照客厅、卧室、厨房等生活空间及季节变化对家具进行组合展示，为顾客提供整体搭配的生活方案。

Deco Home：以首都圈为中心的更小规模连锁店，是 NITORI 集团 2011 年推出的新业态。Deco Home 的核心理念是“每天都可以来逛逛的小店”，主要提供更换频率相对较高、在家居装饰品中人气较高的生活必需品。小型店铺的布局和铺设更为灵活，有助于提高客户黏性，同时也能为新商品的试售、新型店铺的设计提供试验田，帮助 NITORI 在不断的革新中把握新的机遇。

NITORI Mall：大型购物中心，灵感源于美国的 Power Center 模式，计划覆盖从家居用品、时装、美食到服务所有品类的一站式购物天堂，旨在让消费者体验 NITORI 商品丰富、价格合理的缤纷居家生活方案，打造令人满意的购物体验。目前已在东大阪、相模原、宫崎布局了三家，未来计划在大阪府枚方市开设一家占地面积达 58,000 平方米的购物中心。

表 6：宜得利国内三类店铺实景

店铺类型	店铺名称	店铺实景
家具店	NITORI 银座巴黎春天店	
Deco Home	NITORI 猪名川永旺梦乐城店	

NITORI Mall

NITORI 东大阪购物中心店



资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

2、国外：海外店铺扩张将加快，宜得利志在全球

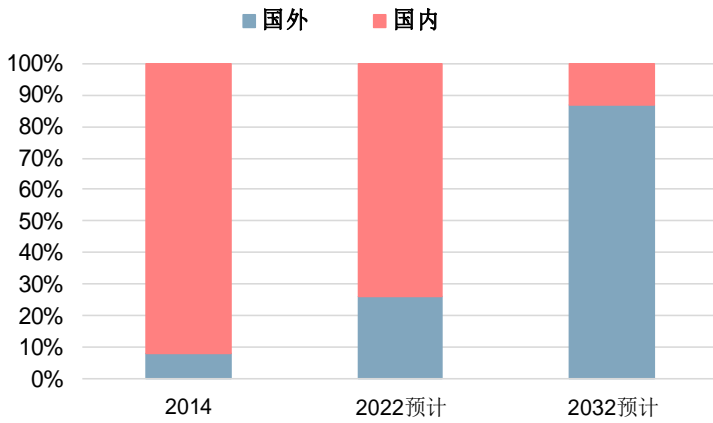
宜得利目前已在日本、美国、台湾、中国大陆地区开设了门店，从店铺构成情况来看，目前仍以国内店铺为主，海外门店数量相对较少。**截至 2018 年 2 月 20 日，共有海外门店 56 家。**公司计划以中国为主，同时瞄准东南亚等新兴市场，到 2032 年实现全球 3000 家店的目标，其中 500 家为家具店，500 家为 Deco Home，余下 2000 家主要开在亚洲各国和欧美地区，届时海外店铺的占比将远超国内，这也意味着集团未来十五年的海外扩张速度将会进一步加快，更需借鉴已有市场的扩张经验。

台湾：宜得利将台湾选为全球扩张的第一站，2007 年在高雄市开设了首家海外店铺。起初宜得利认为台湾市场与日本的情况较为相似，沿用了日本式商业模式，结果因产品不符合当地人的需要，比如台湾床上用品习惯采用欧美尺寸，经历了一定的挫折，这也导致了首家门店的失败。经过一定时间的调整，目前台湾店铺以小型店为主要形态，其中日台共通的商品约七成，三成均为台湾特有商品，并且随着在台店铺数量的增加，规模效益开始显现，台湾市场已实现单年盈利。宜得利的台湾扩张之路，为海外扩张过程中如何因地制宜地调整经营战略，开发能够满足当地需求的特色产品提供了经验借鉴。集团也计划将台湾作为在地理条件相似的东南亚国家开店的重要参考。

美国：宜得利视美国市场开拓为“二次创业”，考虑到美日两国消费者在体格和文化上的差异以及对于室内布置的不同要求，宜得利在美国主打品类丰富、价格实惠的家具类卖场，并且及时向日本总公司反馈从商品开发到店铺运营的各种相关信息，结合其他海外市场的经验，迅速做出应对和调整。作为世界上最大的消费国，美国历来是零售业巨头必争之地，宜得利对这一市场发起冲击，一方面是要把握机遇，抢夺份额，但更重要的是将其作为国际化战略的先行阵地，力图借南加州的建设经验建立起全球通用的商业模式，提升品牌认知度和影响力，使宜得利真正成为全球性的品牌。

中国大陆：2014 年 10 月，宜得利首家中国大陆店铺武汉群星城店在湖北开业，与其他外国家具企业着力开发主要沿海城市的战略不同，宜得利将目光聚焦于竞争相对较少的内陆地区，计划以发展较快的内陆城市为主战场，依托购物中心发展销售家具、家居饰品和日用商品，展示家居装饰方案的综合店，赢得中产消费者的支持。宜得利赋予人口众多、经济增长显著的中国全球战略核心市场的定位，把中国作为实现海内外店铺构成比反转的主战场，发掘其家居装饰市场的巨大潜力。宜得利计划 2022 年在中国内地开到 100 家店，截至 2018 年 2 月，宜得利在中国有 27 家店铺。

图 11：宜得利海内外店铺构成目标



资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

图 12：宜得利台湾门店



资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

图 13：宜得利美国门店



资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

图 14：宜得利大陆门店



资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

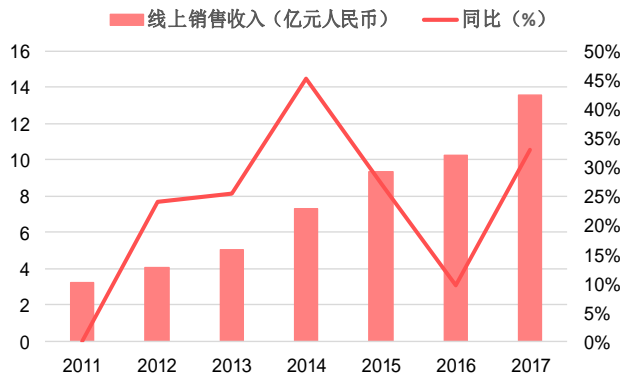
3、线上：线上业务发展迅速，收入结构持续优化

2011-2017年，宜得利网上销售收入从3.25亿元增长至13.58亿元，年均复合增长率达26.91%。从2004年开始网上商城事业以来，随着线上渠道的完善和拓展，销售占比有所提升，但截至2017FY销售占比仍在4%以下。2012年12月，宜得利推出“网上单笔订单达5000日元（约人民币300元）免运费”的政策，次年更新了网上商城主页，并推出了相关智能手机程序，同时开发了专供线上渠道的产品系列，多项措施叠加使得2013年3月-2014年2月公司线上通信销售业务达到122亿日元（约合人民币7.33亿元），同比增长45.24%。2016年，公司宣布在网上购买的商品可以直接在线下店铺领取，实现线上线下的协同发展。

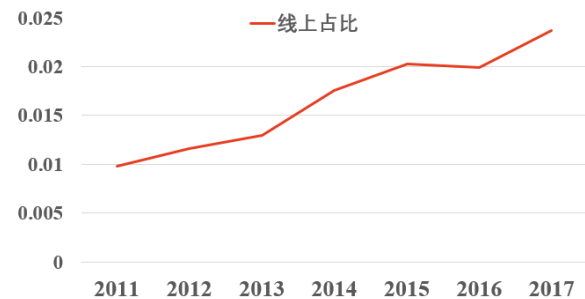
表 7：宜得利 App 展示



资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

图 15: 宜得利线上销售收入及增速变化情况 (单位: 亿元)


资料来源: 公司财报 中信建投证券研究发展部

图 16: 宜得利线上线下销售收入占比


资料来源: 公司财报 中信建投证券研究发展部

表 8: 宜得利线上销售收入及增速、占比情况 (单位: 亿元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
线上收入	3.25	4.03	5.05	7.33	9.32	10.22	13.58
同比 (%)	-	24.00%	25.31%	45.15%	27.15%	9.66%	32.88%
占比 (%)	0.98	1.16	1.30	1.76	2.03	1.99	2.37

资料来源: 公司财报 中信建投证券研究发展部

（四）制造物流零售一条龙，低成本优势明显

1、采购：价格反算成本，全球采购追求低价

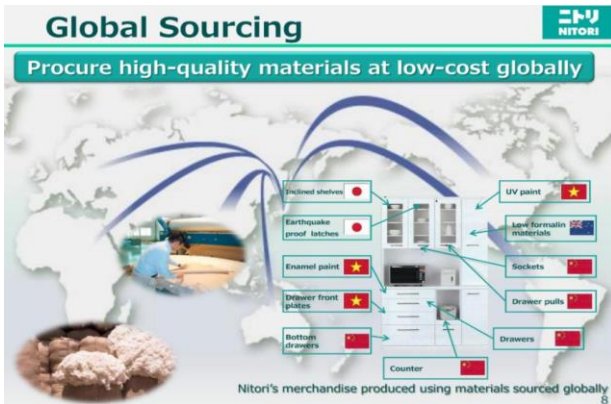
宜得利的目标是产品“质量功能不变，价格降到一半”。与一般成本加成的定价思路不同，宜得利采用**价格反算的成本管控方式**，即先定下顾客所希望的绝对低价，在此基础上进行反算，保证原材料在符合质量和功能要求的前提下能够满足成本条件。

宜得利的海外采购始于 1989 年，由集团采购人员亲自前往海外寻找新产品、新材料，直接与海外供应商洽谈，目前已在新加坡、中国、马来西亚、泰国等地设置了采购网点。未来集团计划进一步收集产地信息，建设更加完善、稳定的供应商网络。

2、生产：产品多海外生产，以降低生产成本

目前，宜得利与全球 700 多家工厂建立了合作关系，海外合作工厂分布在中国、泰国、马来西亚、新加坡、法国、西班牙等 18 个国家，90% 以上的商品都在海外制造后进口日本。其中，NITORI Furniture Co.,Ltd.在印度尼西亚和越南拥有自营工厂，作为集团的家具开发和生产基地。印尼工厂和越南工厂分别于 1994 年和 2004 年投产，两厂合计占地面积达 23 万平方米，拥有近 5000 名员工。随着需求的不断增长，未来两家工厂的生产规模还将进一步扩大。而对于其他符合宜得利质量标准的合作工厂，集团也向其派驻员工，一方面对产品生产、设备运行、工厂环境及组织体制进行彻底、全面的质量管控，另一方面为生产工序和制造方法的改进提供技术指导。

图 17: 宜得利全球采购网络



资料来源: 公司网站 中信建投证券研究发展部

图 18: 宜得利印尼工厂



资料来源: 公司网站 中信建投证券研究发展部

3、物流：物流网络高效健全，追求绝对低价

为了控制海外贸易费用、削减商品保管成本，宜得利建立了发达的物流中心和物流控制系统。

硬件上，宜得利在中国上海、惠州等地建立亚洲物流中心，在关东和关西两地建成日本最大规格的物流中心，规模效应带动运输成本显著降低。**软件方面**，公司拥有超强的自主研发能力。成功研发出独有的库存管理与商品稳定供应体系、海外装运/运输系统、国内店铺实行小批量配送系统，进一步提高生产效率、削减成本。

独立开发物流系统为宜得利进一步削减成本提供了基础。早在 1980 年，公司就导入了同行业首座自动立体仓库，1995 年开始利用计算机开发系统，1997 年实现了主干系统的精简化，目前已应用重量检测车和小件分拣机等 IT 系统，提高了工作的精确度。2016 年，宜得利导入了自动仓库型拣选系统 AutoStore，只需在单据发行系统输入顾客订货内容，便可自动确认库存并预约配送，还可连接电子地图，发行各种单据。除此之外，宜得利还在配送服务中使用了能够配合交货时间变更自动设计最短配送路线的系统，促进了物流效率的提升。

图 19: 宜得利关东物流中心



资料来源: 公司网站 中信建投证券研究发展部

图 20: 宜得利立体自动仓库



资料来源: 公司网站 中信建投证券研究发展部

三、竞争对比：家居零售空间大，龙头精彩纷呈，看好国内家居大发展

（一）宜家家居：全球家居零售巨头，产品全覆盖，品牌价值高，渠道全球化，供应链完善

1、业绩：增长稳健，中国是重要增长点

营业收入方面，2012-2016 财年宜家公司收入稳步增长，特别是 2015 财年营业收入增速大幅提高 8.73pct 至 11.49%，营业收入由 FY2012 的 276.28 亿欧元增长至 FY2016 的 350.74 亿欧元，年均复合增长率 6.58%。净利润方面，FY2012-FY2015 公司净利润稳中有升，除 2014 财年，由于新增员工忠诚计划 2 亿欧元与 One IKEA 奖金计划 0.98 亿欧元，净利润几乎未增长外，其余各年均保持增长。净利润由 2012 财年的 32.02 亿欧元提高至 2015 财年的 35.12 亿元，年均复合增长率达 3.13%，2016 财年公司净利润大涨 19.59% 达到 42 亿欧元。

宜家的中国业务是其最重要增长点之一，2012-2016 财年公司在中国销售收入不断增长，2015 财年在中国销量 130.70 亿元人民币，同比增长 27.89%；2016 财年在中国销售 151.41 亿元人民币，同比增长 15.84%，均远远超过其当年整体增长水平。

表 9：宜家业绩情况（亿欧元，%）

	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016
营业总收入（亿欧元）	276.28	285.06	292.93	326.58	350.74
同比(%)	9.75	3.18	2.76	11.49	7.40
营业总收入（亿人民币）	2297.97	2389.77	2216.04	2327.73	2584.92
归母净利润	32.02	33.17	33.29	35.12	42.00
同比(%)	7.96	3.59	0.36	5.50	19.59
归母净利润（亿人民币）	266.33	278.08	251.84	250.32	309.54
毛利率(%)	43.09	44.62	44.11	44.21	46.06
净利率(%)	11.59	11.64	11.36	10.75	11.97
经营费用率(%)	30.49%	30.50%	31.16%	31.81%	33.24%

资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

2、竞争优势：产品全覆盖，品牌价值高，渠道全球化，供应链完善

（1）产品：品类综合，低价优质

品类方面：宜家产品系列种类繁多，可按照功能和风格分类成不同系列。按功能分类，主要包括户外家具、书桌、椅子、橱柜和家电、储物家具等产品；按风格进行分类，可分为“伊娃”系列，BESTÅ 贝达系列，ELVARLI 爱尔瓦丽系列，PAX 帕克思系列，STUVA 斯多瓦系列等。2016 财年，宜家销售涵盖了 9500 种产品。

低价优质：宜家强调“民主设计”，注重设计、质量、功能、耐用、低价五个维度。从功能需求和价格出发，使用低成本的原材料和制造工艺来设计和生产功能性产品。大多宜家产品采用扁平包装运输，并在客户家中组

装，通过最小化运输和存储成本来降低价格。这些都使顾客以较低价格获取良好的产品设计，功能和质量。

（2）渠道：渠道广布局，营销全方位

线下渠道方面，宜家全球布局渠道丰富。2016 财年，宜家在全球 48 个国家拥有 389 家门店，13 家特许经营人。其中宜家集团在 11 个国家/地区开设了 22 个提货与订货店，在 15 个国家/地区开设了 41 家购物中心，并在 18 个国家/地区开设了 38 个分销点。2016 财年门店访客量达 7.83 亿次，较 2015 财年 7.71 亿次增长 3%。截至 2017 年 8 月，宜家家居门店数量增长至 403 家，较 2016 年新增 14 家，门店访客量达到 9.36 亿次，同比增长 19.54%。

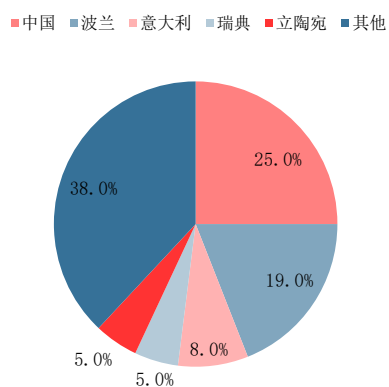
线上渠道方面，IKEA.COM 的访问量连年增长，2017 财年宜家全球网站访问量达 23 亿次，同比增长 9.52%，2012 至 2017 财年网站访问量复合增长率为 15.90%。其中，2016 财年，21 亿次网站访问量转化为 14 亿欧元的销售收入。同时，2016 财年宜家目录册与应用程序的访问量达 1.1 亿次，初创时宜家应用程序访问量为 4600 万次，复合增长 139%。

（3）供应链：全球供应链完善，运营效率良好

宜家采用 OEM 生产模式，精心设计出一套完整、高效、低成本的全球供应链系统，涵盖产品构思与设计、选材和代工厂商的选择、管理和物流设计、卖场管理的整个流程。公司掌握核心技术并自主设计和开发新产品，通过全球化采购原材料，具体的加工任务则通过合同订购的方式委托其他厂家生产。宜家致力于供应链各个环节成本的节约和效率的提升，通过长期为消费者提供低价优质的产品树立了良好的品牌形象。同时，宜家集团标志性的全球化采购、供应商选择与管理模式以及自动化仓储物流反映并引领了采购与供应链管理的发展趋势。

大规模的全球化采购：全球采购地基于产品成本和销售市场的考虑。采购地可以得到价格低廉的原材料以便降低生产成本，使最终产品以低价位的竞争优势出口。宜家通过科学的计算，决定本地制造并销售和海外销售的产品类型和数量，以便最大程度的降低制造成本和销售成本。由于在各国销售的是同一质量和款式的宜家产品，宜家通过自有工厂 Swedwood 为其他供应商树立生产和产品标准，要求供应商提供的是具有国际化和标准化的产品。

图 21：2015 财年宜家采购分布



资料来源：公司报告 中信建投证券研究发展部

全球配送，科学调配。配送中心和中央仓库均被设置在海陆空交通枢纽上，以便及时为宜家商场提供货物，最大程度上降低物流费用。截至 2016 财年，宜家公司将全球市场划分为 5 个区域，下设 52 个仓储配送中心，其中 30 个设在欧洲，1 个设置在俄罗斯，13 个分布在美洲，8 个设置在亚洲及澳大利亚。

运输管理方面，宜家设有专业运输部门，拥有 10000 多辆卡车（3000 辆自有车，7000 辆租用车），在信息化的基础上科学调配运输车辆，不断提高效率，将产品安全、迅速地送往目的地。

（二）汉森：橱柜起步的综合性家具公司，橱柜、室内家具、工程业务三板块齐头并进

1、业绩：橱柜起步的综合性家具公司，橱柜、室内家具、工程业务三板块齐头并进

韩国汉森（Hanssem）是韩国最大的家具生产商，也是世界五大橱柜生产商之一。目前，公司主要有三大业务部门，包括 B2C 业务橱柜部门、室内家具部门及 B2B 工程销售部门，业务涉及厨房、卧室、客厅、浴室等全屋家具产品。

公司历史业绩稳健，其中营业收入从 2013 年的 58 亿元人民币增长至 2017 年的 126 亿元人民币，年均复合增长 21.40%，净利润从 2013 年的 4 亿人民币增长至 2017 年的 6 亿人民币，年均复合增长 10.67%。拆分来看，2017 年公司橱柜、室内家居业务、工程业务三个板块营业收入占比分别为 44.07%、33.90%和 22.03%。

表 10：汉森业绩（亿人民币）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业总收入	58	75	94	111	126
同比(%)	28.56	31.59	29.09	13.10	6.61
净利润	4	5	6	7	6
同比(%)	55.44	41.26	32.31	11.23	-24.76
毛利率(%)	30.37	30.79	30.72	30.95	29.01
净利率(%)	6.09	6.54	6.71	6.59	4.65

资料来源：Bloomberg 中信建投证券研究发展部

2、竞争优势：品类延伸、线上线下、自主设计共筑核心竞争力

（1）品类：延伸产品种类及品牌，提供“全方位+一站式”大家居服务

汉森从居室中最复杂的厨房家具设计开始，逐渐放大到卧室、客厅、书房、子女房、浴室等各个生活空间，形成了从单一产品发展到周边产品，从点到面的具有汉森特色的发展模式。目前，公司产品涉及卧房、客厅、厨房、浴室等生活空间内必备的所有家具、生活用品、照明、布艺、装修建材等，可提供全屋定制的大家居服务。不仅如此，公司还专设了工程销售项目部门与开发商合作，参与精装，从而大批量销售产品，向开发商销售其产品。

汉森不仅在产品种类方面持续扩张，覆盖全屋整体定制，而且在品牌上不断外延，细分目标客户市场，拓宽业务领域。橱柜部门分别在 2006 年发展高端品牌“Kitch Bach”，2008 年推出奢侈品牌“Maistri”，2008 年开拓

中、低端销售渠道“HanssemIk”，以满足更多的客户不同需求，巩固市场地位。2015年，汉森在高端品牌线继续推出卫浴产品，中、低端线也将进军室内材料市场（如墙纸、地板材料等）。工程项目销售部门为刺激销量，也不断扩大产品线，如提供浴室整体装修方案与材料，并进行差异化竞争。

（2）渠道：线上线下渠道同时发力

汉森从定制橱柜业务起步，迅速发展为室内家具部门、橱柜部门及工程销售部门“三足鼎立”的格局。针对不同业务类型特点及受众群体，不断升级销售渠道，构建大型直销卖场、装潢代理店、厨房代理店、装潢合作店、建筑公司特销、网上购物中心等快速高效的流通网，形成线下与线上渠道合力的双轮驱动。

线下渠道网络强大。汉森通过线下平台提供产品展示与咨询服务，其中直营旗舰店6家，店内规模均超6600平方米，展品种类齐全；81余家室内家具部门零售店（INT）；220家橱柜店（KIT）。店内销售人员经过培训，有着专业的空间设计能力和沟通技能。每家零售店均根据当地社区情况因地制宜、自主设计营销方案，具备很强竞争力。

线上平台提供沟通桥梁。公司2008年开通在线商城，布局与实体店相似，商品均按家具环境分类，并提供在线设计咨询、预约设计师等服务。客户可在线下体验、与设计师讨论后在线上平台购买。B2C与O2O服务相结合，为客户提供大家居一站式服务，带来更加便捷的购物体验，在线商城发展迅速，2014年的访问量达到300万/月。

（3）供应链：前后端打通，物流高效

客户可在旗舰店或经销店对产品的材质、设计进行个性化选择，店内销售及设计人员还提供家居场景的全套设计服务。汉森在线商城同样按照家居场景对产品进行分类，展示优秀设计案例，可为客户在线咨询设计方案，或预约线下讨论。此外，基于ERP系统，顾客可在期望的日期和时间段内选择施工人员提供服务，“施工座位制”将单次施工率提升至世界最高水平。线上线下合作，为客户提供“全方位+一站式”的综合服务。

汉森在物流方面保持高速高效。汉森总部、工厂、各代理店、合作公司、施工人员等已全部实现电算化管理，全国性流通网可实现联动生产，实时信息共享，物流同步进行的“3天交货1天施工”高效模式。

（三）他山之石：国内家居零售空间大，未来大有可为

对比宜得利与汉森、宜家（中国），可以看到家居卖场收入规模天花板高，2017财年宜得利收入规模达到337亿元人民币，韩国汉森达到126亿元人民币，宜家（全球）2016财年更是达到2752亿元人民币，仅仅宜家中国收入规模就达到151亿元人民币。

从毛利率角度来看，宜得利毛利率水平最高，FY2017年达到55.03%，宜家家居次之，FY2016年达到46.06%，韩国汉森较低，FY2017为29.01%。盈利能力上，宜得利、宜家、汉森净利率分别在11.41%、10.75%、4.65%左右。

渠道上，宜得利截至2018年2月在日本国内一共有467家门店，在国外有56家门店，合计523家门店；宜家2016财年在全球48个国家拥有389家门店，13家特许经营店；韩国汉森2017年门店共409家，其中旗舰店9家，KB厨房用品店220家，室内家具店100家，Rehaus装潢整修店80家。

表 11：宜得利、汉森、宜家主要指标对比大表（亿人民币、%）

	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
收入（亿人民币）				
宜得利	218	264	312	337
汉森	75	94	111	126
宜家家居	2299	2563	2752	
宜家(中国)	102	131	151	
利润（亿人民币）				
宜得利	22	27	37	38
汉森	5	6	7	6
宜家家居	261	276	330	
毛利率（%）				
宜得利	52.32	53.16	54.25	55.03
汉森	30.79	30.72	30.95	29.01
宜家家居	44.11	44.21	46.06	
净利率				
宜得利	9.97	10.40	11.63	11.41
汉森	6.54	6.71	6.59	4.65
宜家家居	11.64	11.36	10.75	
渠道（门店数）				
宜得利	331	373	471	523
汉森	307	307	369	409
宜家家居	315	328	340	
估值 PE（TTM）				
宜得利	13.33	20.21	19.43	22.65
汉森	23.87	36.50	28.21	33.25
宜家家居	-	-	-	-

资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

借鉴国内，由于家居装饰行业与地区文化息息相关，为此我们对比韩国以及日本的大家居公司汉森以及宜得利的发展史可知，中国当前正处于家居龙头崛起临界时间点。目前我国建材家居行业市场规模均超过 4 万亿，广阔的市场空间以及国内消费能力的提升助力国内大家居行业龙头的诞生。

四、投资建议：看好“定制三杰”+格局明朗之软体龙头+精美小宜家之曲美等

从品牌商升级品牌零售的视角，维持定制三龙头的推荐评级：欧派家居橱柜起家，拓展衣柜，目前大家居拓展顺利，并开始积极尝试整装模式，我们预计公司 2018-2019 年营业收入分别为 124.12 亿元和 156.86 亿元，净利润分别为 17.10 亿元和 22.25 亿元，对应估值 22 倍和 17 倍；索菲亚定制衣柜龙头，拓展全屋定制，司米橱柜并进，预计 2018-2019 年营业收入为 77.22 亿元和 95.77 亿元，归母净利润分别为 11.84 亿元和 15.18 亿元，

对应估值 16 倍和 12 倍，性价比尤其明显；尚品宅配新渠道新流量，拓展新居网+整装云，打开新业务模式，切入万亿整装大市场，我们预计公司 2018-2019 年营业收入为 71.07 和 93.38 亿元，净利润分别为 5.16、6.89 亿元，对应估值为 30 倍、23 倍。

同时，我们看好软体沙发龙头，品类、品牌、渠道共驱动业绩持稳增长，同时，公司龙头格局尤其明朗。

此外，推荐曲美家居，收购全球第一舒适椅子品牌 Ekornes，国际化起航，假设 Ekornes 2019 年全年并表，定增顺利完成，则曲美家居 2019 年对应的备考估值为 7 倍。

五、风险因素

地产销售大幅下滑；行业竞争大幅加剧；原材料价格大幅波动。

表 12：主要家居企业业绩及估值

公司简称	总市值	总股本	营业收入（亿元）			净利润（亿元）			PE	
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2018E	2019E
欧派家居	368	4.20	97.10	124.12	156.86	13.00	17.10	22.25	21.54	16.54
			36.11%	27.82%	26.38%	36.92%	31.49%	30.17%		
索菲亚	188	9.23	61.61	75.99	93.48	9.07	11.84	15.18	15.85	12.35
			36.02%	23.33%	23.02%	36.56%	30.53%	28.29%		
尚品宅配	156	1.99	53.23	71.07	93.38	3.80	5.16	6.89	30.20	22.60
			32.23%	33.50%	31.40%	48.74%	35.66%	33.63%		
好莱客	65	3.20	18.63	23.40	29.27	3.48	5.17	6.47	12.52	10.00
			30.02%	25.57%	25.11%	37.95%	48.45%	25.29%		
金牌厨柜	38	0.68	14.42	16.83	19.35	1.67	2.19	2.80	17.61	13.75
			31.22%	16.69%	15.00%	73.29%	31.05%	28.05%		
志邦股份	48	1.60	21.57	28.48	37.13	2.34	3.11	4.02	15.80	12.23
			37.38%	32.04%	30.37%	31.74%	29.79%	29.93%		
我乐家居	21	2.26	9.15	12.50	16.56	0.84	1.16	1.56	18.18	13.49
			35.32%	36.61%	32.48%	21.86%	38.14%	34.81%		
美克家居	82	17.75	41.79	55.65	72.46	3.65	4.77	6.01	17.17	13.61
			20.57%	33.15%	30.21%	10.45%	30.45%	26.11%		
曲美家居 (内生)	36	4.91	20.97			2.46	2.46	2.95	14.80	12.35
			26.05%			32.78%	0%	20%		
顾家家居 (内生)	205	4.28	66.65	84.20	105.30	8.22	10.30	12.79	19.95	16.06
			39.02%	26.32%	25.06%	43.02%	25.22%	24.22%		
敏华控股 (HKD)	196	38.33	101.24	124.02		15.36	18.51		10.58	
			29.11%	22.50%		-12.35%	20.50%			
喜临门	58	3.95	31.87	47.01	60.34	2.84	3.73	4.90	15.46	11.77
			43.76%	47.50%	28.35%	39.18%	31.50%	31.30%		
梦百合	37	2.40	23.39	28.43	34.65	1.56	1.52	2.02	24.48	18.40
			35.74%	21.55%	21.90%	-22.23%	-2.70%	33.10%		

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

孙金琦：金融硕士，3 年轻工制造行业研究经验，2017 年加入中信建投从事轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

研究助理 陈伟奇：厦门大学财政学硕士，2016 年加入中信建投，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiaocsc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtaocsc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859