

行业评级:

轻工制造

增持 (维持)

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

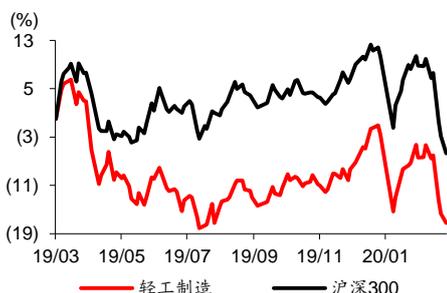
倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 021-28972202
nijiaojiao@htsc.com

周鑫 02128972068
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1《轻工制造: 行业周报(第十二周)》2020.03
- 2《轻工制造: 疫情影响需求, 必选消费韧性凸显》2020.03
- 3《轻工制造: 行业周报(第十一周)》2020.03

一年内行业走势图



资料来源: Wind

穿越地产周期成长的日本家居龙头 国际龙头成长复盘系列之宜得利

核心观点

宜得利是目前日本最大的家具和家居连锁零售企业, 回顾宜得利发展历程, 我们认为“优质低价”定位、高频消费提高客户黏性、渠道多元化拓展、全品类满足一站式购物需求等因素是其能够穿越地产周期实现长期稳健增长的重要原因, 助力宜得利成为日本唯一一家连续 30 年销售额持续增长的家居龙头。当前我国地产与家居渠道红利有所下降, 借鉴宜得利发展经验, 我们认为家居企业可通过强化零售能力、适度加强品类融合、提高供应链效率等方式提升竞争力, 进而在存量竞争中脱颖而出。

穿越地产周期, 收入连续 30 年持续增长

宜得利以“优质低价”产品而闻名, 纵使经历了 1991 年日本房地产泡沫破裂后低迷的二十年和 2011 年东日本大地震带来的经济下行期, 宜得利仍穿越地产周期成长为日本唯一一家连续 30 年销售额持续增长的家居龙头。截至 2018 年末, 公司在日本境内拥有 505 家零售网点, 在海外地区拥有 71 家零售网点, 营业规模达到 6081 亿日元, 营业利润达 1030 亿日元, 1988-2018 年期间复合增长率分别为 14.08%/17.58%。据 Euromonitor 数据, 2018 年其在日本家居零售行业市占率达 14.5%, 远超日本其他家居零售企业。

全业务链出发压缩成本, 深耕高性价比模式

1972 年宜得利创始人似鸟昭雄访美取经后确立了公司“优质低价”的经营定位, 这一定位顺应了 20 世纪 90 年代日本房地产泡沫破裂后消费趋于理性的性价比消费趋势, 迅速受到消费者青睐。在此理念下, 公司深耕高性价比模式, 设计端由终端产品倒推设计确保高性价比、重视产品功能性, 制造端通过全球化采购与制造做到成本最优化, 自建物流体系削减中间成本、提供高效稳定配送服务, 零售端发挥店面在品牌宣传上的作用、严格控制广告等销售费用, 从“设计-制造-物流-零售”各环节压缩成本费用。

建立多元化门店体系、提升高频产品占比, 加强消费者黏性

宜得利在 50 余年发展过程中不断拓展门店, 根据市场需求不断创新门店类型, 以中型 NITORI 家具店为核心, 逐步扩展大型 NITORI 购物中心、小型 DECO HOME 店和小型 NITORI EXPRESS 店, 形成具有层次性的多元化便民易购渠道。产品方面, 公司重视家庭空间的搭配协调, 为消费者提供风格统一的全品类产品, 满足消费者一站式购物需求; 同时, 宜得利还不断提升家居饰品等高频消费品占比, 实现消费者从低频消费向高频消费转型, 提高了客户粘性和销售的抗周期能力, 这也是宜得利在整体经济下行时仍然逆势成长的重要原因之一。

投资建议: 步入存量竞争时代, 优选品牌力强、运营管理高效的龙头企业

我国家居行业逐渐步入存量竞争阶段, 地产与渠道拓展红利有所下降, 借鉴宜得利发展经验, 我们认为当前阶段家居企业仍可从几方面入手提升核心竞争力: 1) 强化零售能力, 提升终端经营质量, 尝试以多元化的门店形式拓宽客流量来源; 2) 丰富产品品类, 适当融入高频消费品, 在客流量日趋分散背景下努力提高消费者消费频次、提升客单价; 3) 完善供应链, 提升生产效率, 确保企业在存量竞争阶段仍能维持良好的利润率水平, 并为后期渠道深度下沉、挤压中小品牌奠定基础。建议关注渠道及品类布局完善、组织能力优异的行业龙头欧派家居、顾家家居。

风险提示: 海外公司成功经验的适用性不足, 品类、渠道拓展不及预期, 疫情发展不确定性。

正文目录

核心观点	3
发展背景：泡沫经济破裂，性价比成为日本消费新趋势	5
1967-1990年：经济增长、地产繁荣带动家居快速发展	5
1991年至今：房地产泡沫破裂，性价比成为日本消费新趋势	6
成长复盘：逆势成长的日本家居龙头	9
1967-1979年：确立“低价优质”发展战略，建立“宜得利”自主品牌	10
1980-2006年：商业模式逐步完善，穿越地产周期成长	10
2007年至今：丰富渠道形式，开启海外市场布局	13
成功经验：“制造-物流-零售”模式打造核心竞争力	17
战略定位：发展目标明确，低价优质定位顺应日本性价比消费趋势	17
渠道布局：建立多元化门店体系，完善便民消费渠道	17
产品品类：满足一站式购物需求，高频产品提升客户粘性和抗周期能力	19
供应链：全业务链出发压缩成本，深耕高性价比模式	21
设计：重视产品功能性，终端产品倒推设计确保高性价比	21
制造：全球化采购、制造，质量管理贯穿全流程	22
仓储物流：自建物流体系，削减中间成本，实现高效稳定物流服务	24
投资建议	27
风险提示	27

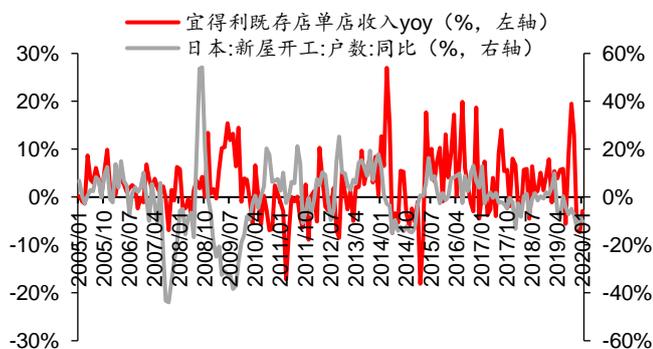
核心观点

宜得利是目前日本最大的家具和家居连锁零售企业，以“优质低价”产品而闻名，自1967年成立以来，纵使经历了1991年日本房地产泡沫破裂后低迷的二十年和2011年东日本大地震带来的经济下行期，宜得利仍穿越地产周期成长为日本唯一一家连续30年销售额持续增长的家居龙头。

从“家居零售企业收入=店面数量*单店收入=店面数量*单店客流量*客单价”拆解来看，宜得利单店收入增速与滞后10个月的日本新屋开工户数增速呈现较强同步性，客流量受地产周期影响仍较为明显。回顾宜得利发展历程，我们认为以下三点是其能够穿越地产周期实现长期稳健增长的重要原因：

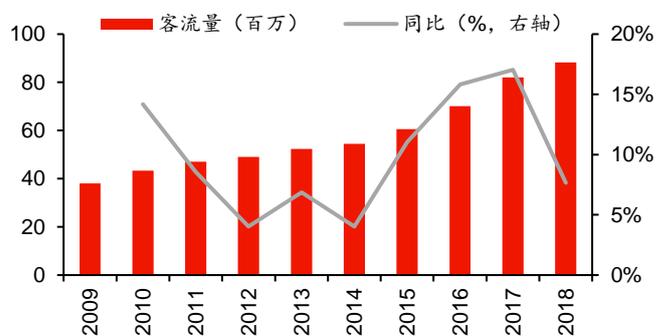
- 1) 渠道方面：**宜得利在发展过程中不断拓展门店，2018年门店数量达到576家，店面形式也由最初的购物中心模式向涵盖中小型家居布置店、DECO HOME店多元化拓展，提高消费者进店、消费频次，渠道的快速布局成为宜得利减弱地产周期波动对收入影响、支撑公司持续发展的重要驱动力。
- 2) 客流量方面：**宜得利“优质低价”的定位顺应了20世纪90年代以后日本注重性价比的理性消费趋势，受到日本广阔的消费群体青睐，奠定了宜得利长期发展的重要基石。同时公司不断提升家居饰品类产品占比的提升，实现消费者从低频消费向高频消费转型，提高了客户粘性和抗周期能力，这也是宜得利在整体经济下行时仍然逆势成长的原因之一。
- 3) 客单价方面：**宜得利强调“家庭空间的搭配协调”的重要性，在产品上为消费者提供涵盖家居、家装饰品、日用品等风格统一搭配产品，满足消费者一站式购物需求，提升消费者客单价。

图表1：宜得利既存店单店收入增速 vs 日本新屋开工户数增速（截至2020年1月）



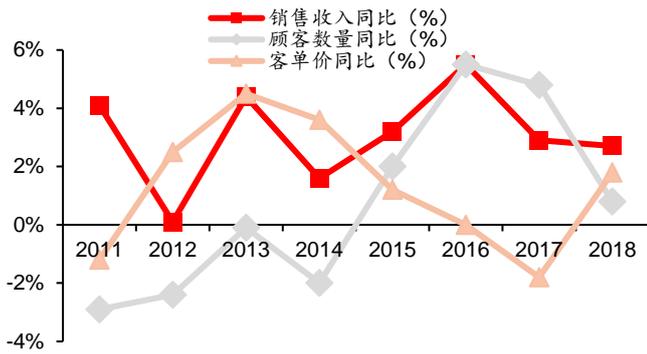
资料来源：公司官网，Wind，华泰证券研究所

图表2：宜得利客流量情况



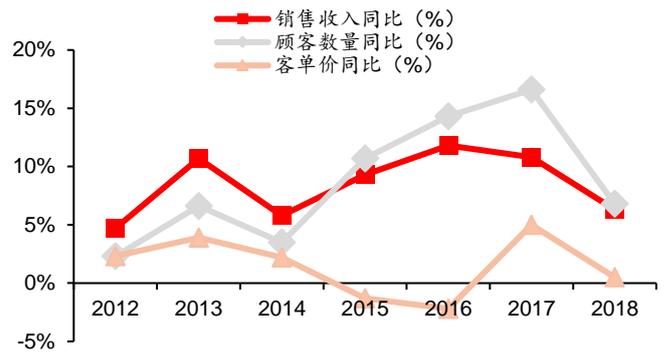
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表3：宜得利既存店国内销售情况



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表4：宜得利全部门店国内销售情况



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

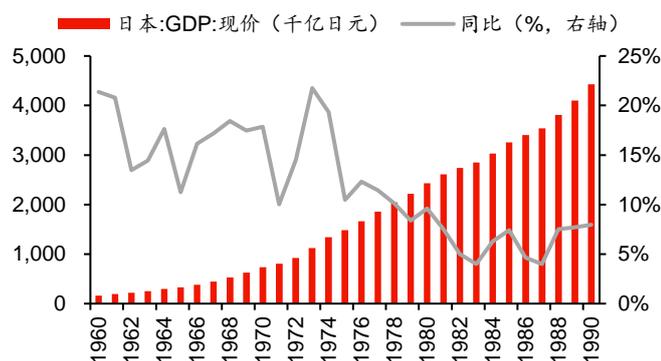
在经历过去几年地产快速发展以及家居企业渠道快速拓展的红利期后，我国家居行业逐渐步入存量竞争阶段、渠道推力有所下降，企业经营需将重点更多放在提升产品竞争力、提高供应链效率等方面，以巩固竞争优势，进而攫取更多市场份额。借鉴宜得利发展经验，我们认为当前阶段家居企业仍可从几方面入手提升核心竞争力：1) 强化零售能力，提升终端经营质量，可尝试以多元化的门店形式拓宽客流量来源；2) 丰富产品品类，适当融入高频消费品，在客流量日趋分散背景下努力提高消费者消费频次、提升客单价；3) 完善供应链，提升生产效率，确保企业在存量竞争阶段仍能维持良好的利润率水平，并为后期渠道深度下沉、挤压中小品牌奠定基础。建议关注**欧派家居**（积极推进全渠道布局战略，在守住零售渠道优势的同时，积极布局精装、整装、电商等渠道业务；品类布局完善，后期品类融合空间大）、**顾家家居**（治理能力与组织能力优异，零售渠道布局完善，2018年下半年零售战略转型后供应链持续优化、运营能力提升）。

发展背景：泡沫经济破裂，性价比成为日本消费新趋势

1967-1990年：经济增长、地产繁荣带动家居快速发展

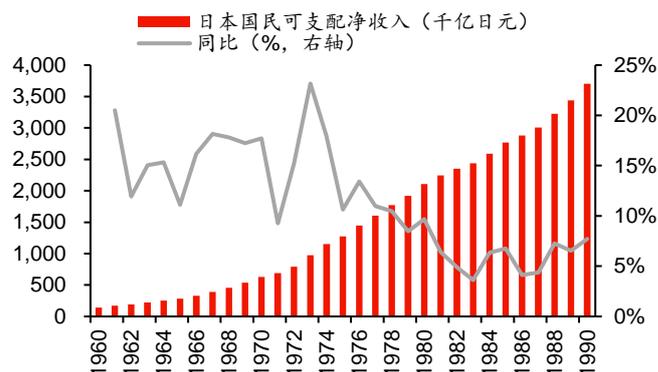
国民收入倍增计划启动带来1960-1979年发展黄金期，1980-1990年进入泡沫经济时代。二战后日本借助美国支持及日本国内政策环境改革的契机，国民经济快速复苏，进入高速增长黄金阶段，1960-1979年间日本国内生产总值从16.01万亿日元迅速增长至221.55万亿日元，期间复合增长率为15%；国民可支配净收入从14.20万亿日元迅速增长至192.18万亿日元，累计增幅达711%，期间复合增长率为15%。但日本国民收入倍增计划带来发展红利的同时也导致了高通胀、收入差距增大等问题出现，加之石油危机的爆发，1980-1990年日本经济增速放缓，GDP与可支配收入增速期间复合增长率分别降至7%/6%。

图表5：1960-1990年日本GDP现价及其同比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

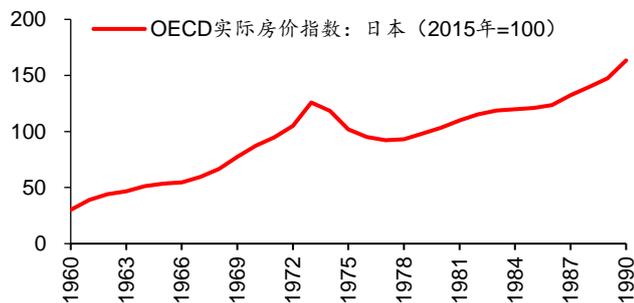
图表6：1960-1990年日本国民可支配净收入及其同比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

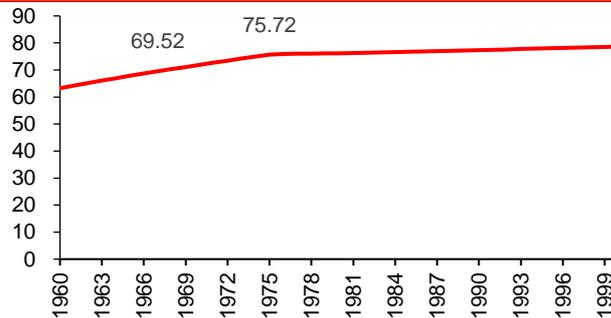
工业化、城镇化拉动城市住房需求，房地产市场繁荣发展。20世纪60年代至70年代日本工业发展、城镇化的快速推进引致大量城市住房需求，在此期间日本房价迅速上涨，据Wind数据，1960-1979年日本OECD实际房价指数从30.15飙升至98.35，累计涨幅达226%。20世纪80年代中后期大量国际资本涌入日本房地产市场，加之宽松的金融政策+日本境内浓重的投机气氛，1980-1990年房价指数涨幅达58%，直至20世纪90年代初期泡沫破裂后房价步入漫长下跌周期。

图表7：1960-1990年日本OECD实际房价指数情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

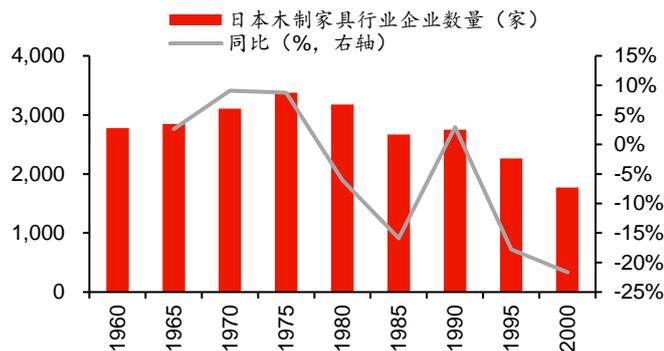
图表8：日本城镇化率情况（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

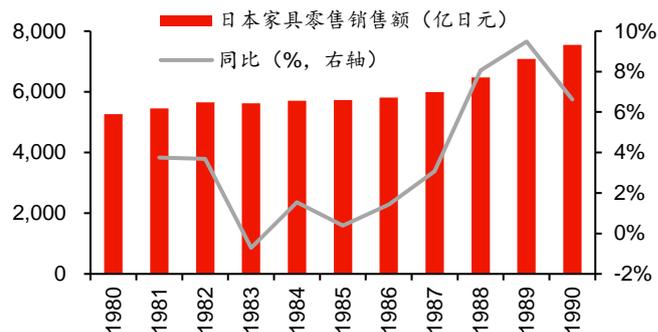
房地产市场繁荣、居民收入水平提升，家具行业发展迅猛。得益于二战后经济复苏、居民消费水平提升与地产市场的繁荣，日本家具行业在20世纪50年代至70年代中期进入大发展时期，以发展最为快速的木制家具行业为例，木制家具企业数量不断增加，在1975年达到3378家。20世纪80年代虽受经济环境+房地产行业动荡影响，日本家具零售销售额仍保持增长态势，1980-1990年累计增幅达44%，但木制家具企业数量呈现下滑趋势。

图表9：日本木制家具行业企业数量及其同比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

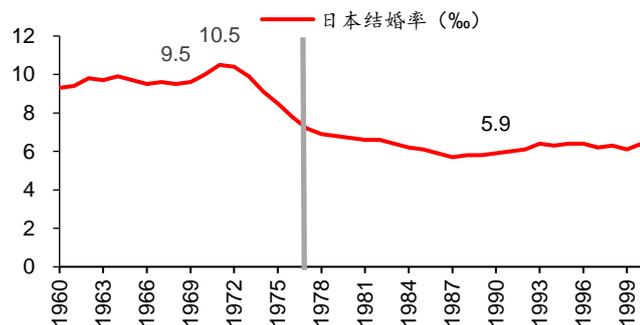
图表10：1980-1990年日本家具零售销售额情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

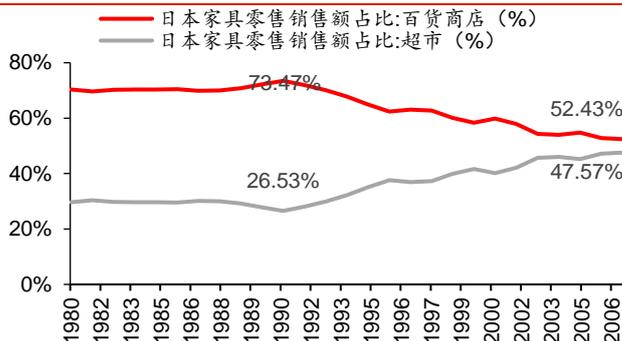
产品类型由传统实木家具转向差异化，销售渠道以商超为主。从家具产品类型看，日本有“结婚家具采购”的传统，20世纪60-70年代中后期日本结婚率的上升助推了高端传统家具的发展，款式较为单一且价格昂贵的传统实木家具仍是家居消费市场主流。随着日本工业设计逐渐发展成熟，家居市场逐步倾向差异化竞争。渠道上看，家具线下零售渠道主要是百货商店和超市，1980-1990年期间百货商店家具零售销售额占比约为70%，超市家具零售销售额占比约为30%。由于百货商店租金较超市高，为了节约成本，家居企业在90年代后将渠道重点转移至超市，超市家居销售额占比从1990年26.53%提升至2006年的47.57%。

图表11：日本结婚率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：日本家具零售销售额占比变动情况 (百货商店 vs 超市)

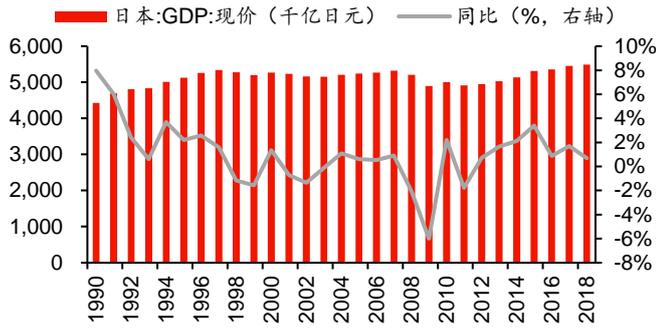


资料来源：Wind，华泰证券研究所

1991年至今：房地产泡沫破裂，性价比成为日本消费新趋势

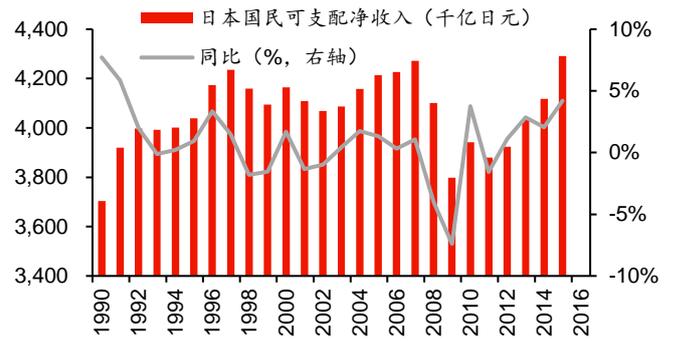
1990s 泡沫破裂步入“失去的二十年”，2012年“安倍经济学”实施后逐渐复苏。20世纪90年代初期日本房地产泡沫崩溃，1993年GDP与国民可支配收入均出现负增长，增速分别为-0.79%/-0.12%，至此日本经济进入持续衰退期。2000年代后期持续低迷的日本经济有所改善，然而2008年全球金融危机影响下日本经济再次遭到沉重打击，2009年GDP和国民可支配收入同比增速均下降至1960年以来最低点，分别为-6%/-7%；2011年东日本大地震、海啸、福岛核泄漏事故等因素令日本经济再次陷入衰退困境。安倍晋三上台后实施扩张性货币政策推动经济逐渐复苏，2011-2018年日本经济呈现低增长态势，期间GDP复合增长率为1.2%。

图表13: 1990-2018年日本GDP现价及其同比情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

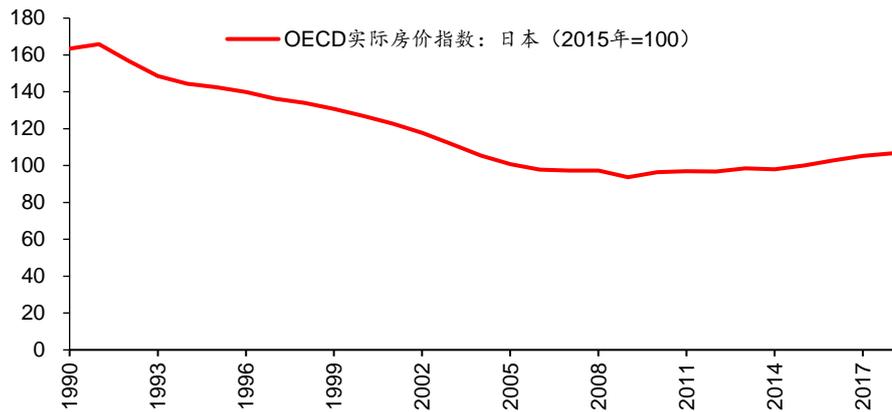
图表14: 1990-2017年日本国民可支配收入及其同比情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

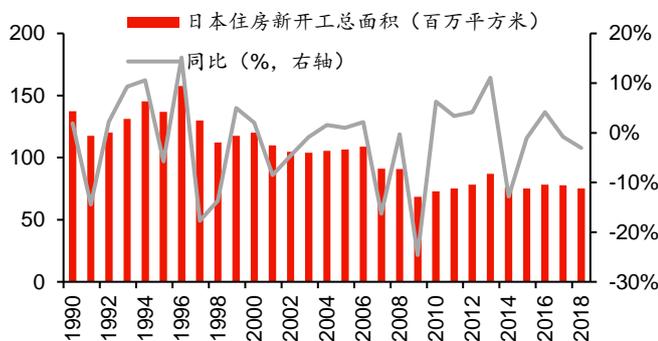
2009年以后经济复苏+全球资本涌入带动房价上涨。2008年金融危机导致日本OECD实际房价指数跌至1980年来最低点93.67,住房新开工总面积同比下跌24.61%。随着宏观经济的复苏,房价开始呈现上涨态势,2009-2018年房价指数涨幅达14%。同时,“安倍经济学”实施后日元汇率开始加速贬值,加上日本承办2020年东京奥运会的利好因素,房地产市场升值预期浓厚,全球资本涌入日本房地产进一步带动房价上涨。

图表15: 1980-2006年日本OECD实际房价指数情况



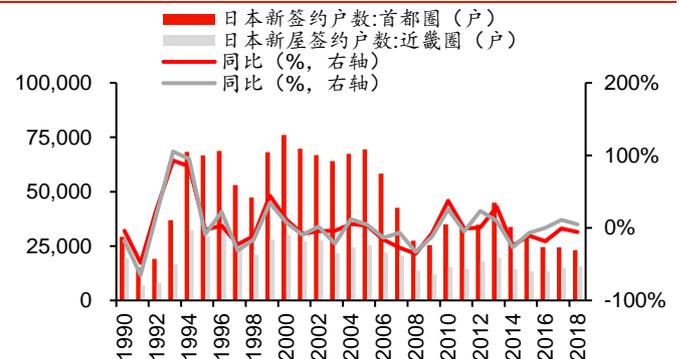
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 日本住宅新开工总面积及其同比情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 日本新屋签约户数及其同比情况

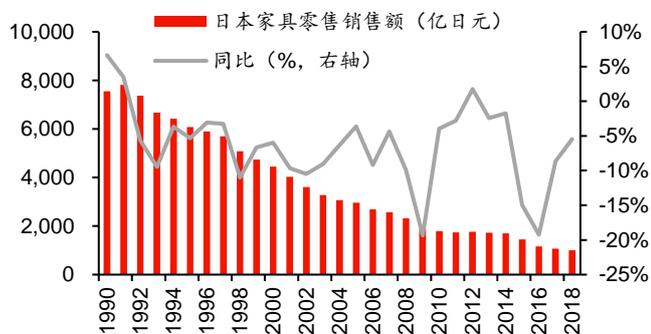


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

家具产品消费需求疲软，行业集中度有所提高。20世纪90年代经济不景气导致家具产品消费需求疲软，家具零售销售额从1990年的7551亿日元下降41%到2000年的4456亿日元。2000年后由于恶劣的行业环境，加上对大型零售商营业时间、门店面积等做出限制的《大店法》废止，日本家具行业大型企业数量占比所增加，行业集中度提升，据日本经济产业省数据，2007-2016年日本大型家具企业占比从0.25%提升至0.43%，据Euromonitor数据，日本家具企业CR4从2009年的14.20%增加6.5pct至2018年的20.70%，行业集中度快速提高。

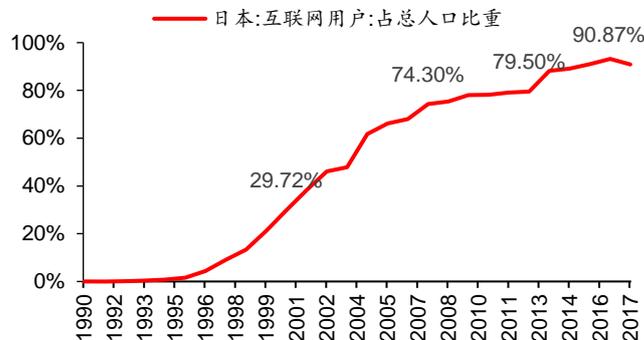
家居线下零售销售额呈现下滑态势。虽处于整体经济、房地产市场复苏的背景下，日本家具线下零售销售额却呈现下滑态势，我们认为主要原因可能是：1) 2000年后互联网飞速发展，据Wind数据，2000年日本互联网用户占其总人口比重仅为29.72%，而2012年占比已提升至80%左右，消费者购物渠道改变，企业开始重视线上渠道的铺设；2) 进入第四消费社会（据三浦展《第四消费时代》），虽然可支配收入增加，但消费趋于理性化；3) 单身人口增多，更青睐于低价的家居用品。

图表18：1990-2018年日本家具线下零售销售额及其同比情况



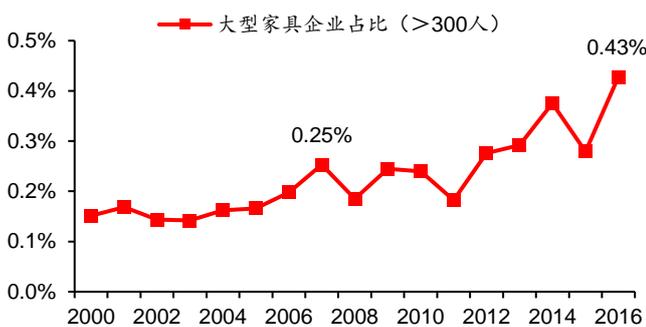
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表19：日本互联网用户占总人口比重变动情况



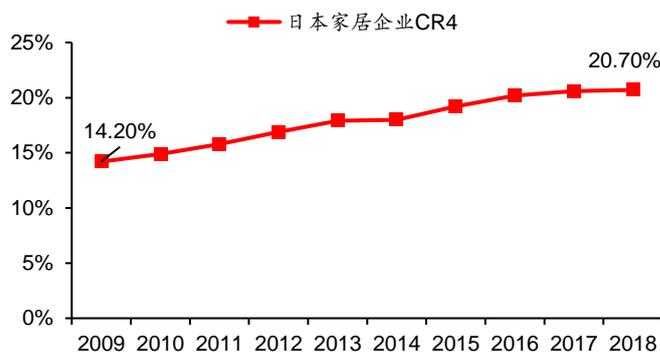
资料来源：日本经济产业省，华泰证券研究所

图表20：2000-2016年日本家具行业大型企业数量占比变动情况



资料来源：日本经济产业省，华泰证券研究所

图表21：日本家居行业CR4情况

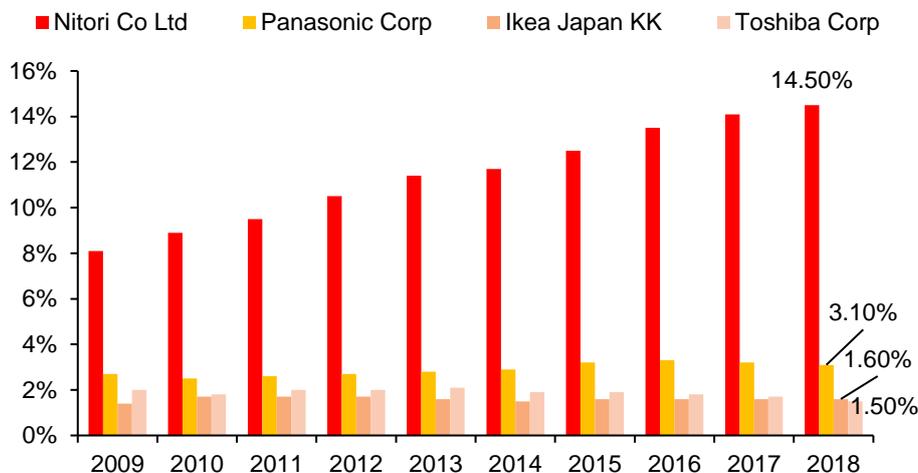


资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

成长复盘：逆势成长的日本家居龙头

宜得利 (Nitori) 前身“似鸟家具店”成立于1967年，创始人访美后于1972年在北海道创立宜得利，并于2002年在东京证券交易所上市，是目前日本最大的家具和家居连锁零售企业，公司一直秉持“将缤纷的居家环境呈现给世界上的每一个人”的愿景，以“高质低价”产品而闻名。自1967年成立以来，纵使经历了1991年日本房地产泡沫破裂后低迷的二十年和2011年东日本大地震带来的经济下行期，宜得利仍逆势成长为日本唯一一家连续30年销售额持续增长的家居龙头。截至2018年末，公司在日本境内拥有505家零售网点，在中国大陆、台湾及美国等海外地区拥有71家零售网点，营业规模达到6081亿日元，营业利润达1030亿日元，1988-2018年期间复合增长率分别为14.08%/17.58%。据Euromonitor数据，2018年宜得利在日本家居零售行业市占率达14.5%，远超日本其他家居零售企业。

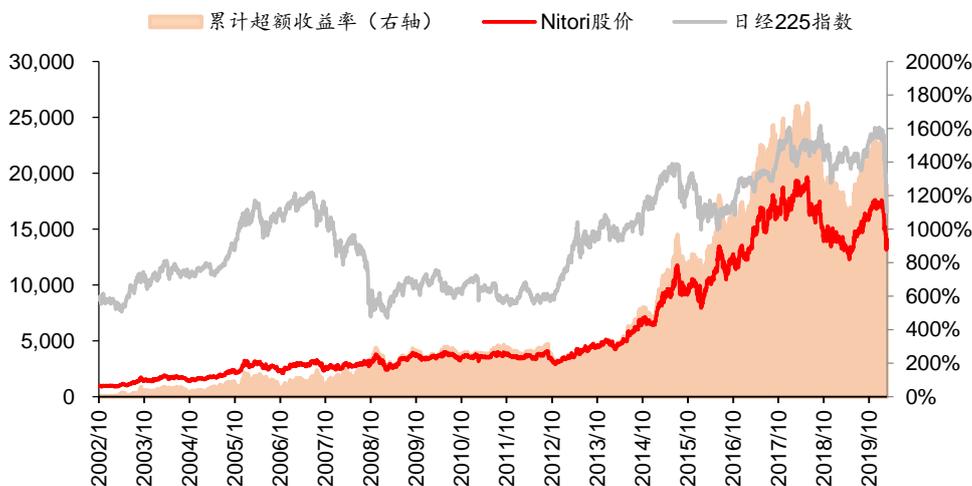
图表22：日本家居零售行业TOP4企业市场份额情况



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

宜得利自2002年上市至2020年3月20日，股价上涨幅度高达1268%，市值达到1.53万亿日元，同期日经225指数涨幅为89%，宜得利期间累计超额收益率达1179%。

图表23：宜得利股价（日元）vs 日经225指数



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

1967-1979年：确立“低价优质”发展战略，建立“宜得利”自主品牌

创始人访美，确立宜得利“优质低价”定位。宜得利成立之初是一家位于札幌市的传统家具店“似鸟家具店”，当时日本正处于经济高速发展期，家具市场繁荣且企业众多，产业链上游批发商议价能力强，下游终端零售商几乎无议价能力。为了缓解运营困境，1972年创始人似鸟昭雄访美取经，对比日美家具行业差异后确定了宜得利注重“价格、质量与功能、搭配”的发展理念，将提供“优质低价”产品作为经营定位。

图表24：20世纪70年代日美家具行业差异对比

	日本	美国	宜得利转型后的发展理念
价格	1、传统实木家具产品多以手工制作，人工成本高； 2、产品从工厂至零售商需要经过多层中间批发商，提价幅度大	性能和质量优异的家具仅是日本价格的二分之一乃至三分之一	低价策略，注重产品性价比
质量与功能	1、零售商从批发商处进货，无法直接接触工厂以致无法确保产品质量； 2、产品设计单一，个性化产品和功能性产品少	注重产品质量和多样性	1、绕过多层批发商从工厂进货或自行开发制造产品，可控制产品质量； 2、开发高功能性产品并以低价销售
装饰搭配	色彩单一，缺乏家居装饰品	家居装饰品众多，重视对居住环境的色彩搭配	提供丰富多彩的商品，提供整体搭配服务

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

1978年公司成立“株式会社NITORI家具”，由传统家具店“似鸟家具店”正式转型创建自有品牌。渠道方面，创始人吸取美国零售业的经营模式特点，以札幌市“似鸟家具店”为起点进行区域性渠道扩张，以独特设计的仓储式门店吸引消费者；产品方面，1973年确立直接采购模式，越过多层批发商亲自与厂商洽谈，在全球范围寻求最合适的原材料，有效降低生产成本。

图表25：早期“似鸟家具店”



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表26：日本首座充气式圆顶帐篷家具店“南乡店”



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

1980-2006年：商业模式逐步完善，穿越地产周期成长

确立1973-2002年中长期发展目标。在确立了“优质低价”战略后，宜得利在渠道和产品端进行了相应调整，并于1973年制定了“第1个30年计划”，提出到2002年“实现100家店舖，销售额1000亿日元”的中期发展目标。

图表27：“第1个30年计划”三阶段分解图

第1个30年计划		
1973-1982 育店	店铺数量 2店铺 → 10店铺	销售额 1.6亿日元 → 54亿日元
1983-1992 育人	店铺数量 10店铺 → 21店铺	销售额 54亿日元 → 177亿日元
1993-2002 育商品、育体系	店铺数量 21店铺 → 82店铺	销售额 177亿日元 → 882亿日元

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

全产业链出发压缩成本费用，确保“优质低价”战略实现。“高性价比”是宜得利早期能够吸引到众多消费者的关键因素，为实现“低成本”，公司对设计、采购、制造、物流等供应链环节不断优化，具体来看，我们认为公司能够维持低成本优势主要受益于以下三方面：

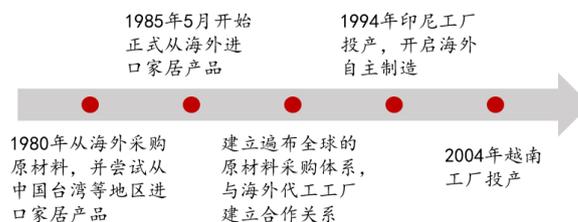
1、把握日元升值机遇，全球化采购、制造巩固低成本优势：20世纪80年代初期美日签订《广场协议》，对汇率进行联合干预，导致日元大幅升值。在日元升值趋势下，宜得利1980年开始从海外进口低价原材料并尝试从中国台湾等地区进口成品家居，1985年5月开始直接进口海外家居商品，进一步巩固低成本优势，使得宜得利在早期可以通过低价策略迅速获得消费者的青睐。此后，宜得利逐步建立起全球原材料与产品采购体系，并与海外代工工厂建立合作关系，使其在汇率红利逐步减弱后仍能维持低成本优势。

图表28：1980-2000年美元兑日元汇率（季度算术平均值）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29：宜得利全球化采购、制造巩固低成本优势



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

2、自建物流网络，削减中间成本：为了提高商品配送效率和削减包装运输成本，宜得利自建物流网络，通过对软硬件的运用和升级，亲自掌握从制造进口到销售配送的全环节物流过程。据公司年报，2000-2018年公司包装运输费率（包装运输费/营业收入）基本稳定于5%。后续章节我们将对公司在仓储物流的布局与优势进行更为详细的阐述。

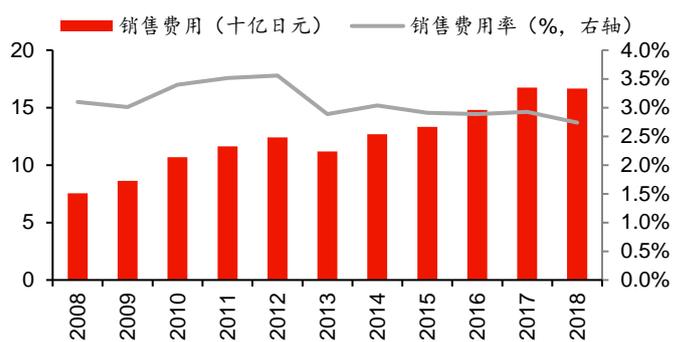
3、通过直营卖场强化品牌定位，减少销售费用投入：在品牌宣传方面，宜得利在通过报纸、电视广告进行品牌宣传的同时，通过直营卖场展示来宣传品牌“低价优质”定位，强化品牌形象，减少了大量销售费用投入，2008-2018年销售费用率基本稳定在3%。

图表30: 宜得利包装运输费情况



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

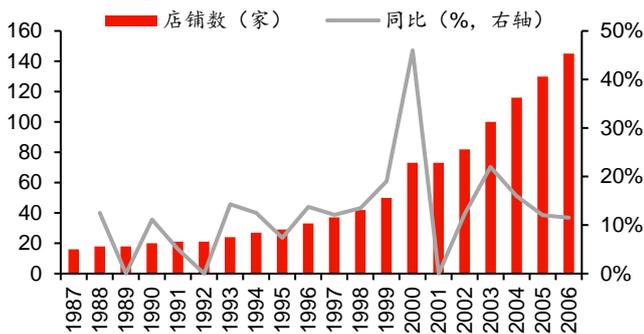
图表31: 宜得利销售费用情况



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

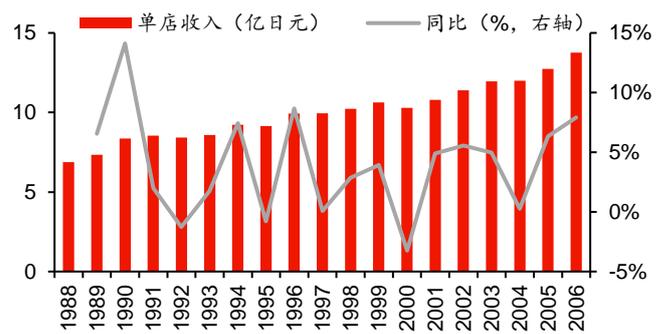
渠道如期扩展, 迅速扩大市场覆盖面。公司加强日本本土市场渠道布局, 1992/2002年门店数量分别达到21家和82家, 如期完成第一个30年发展规划对门店布局的目标, 成为这一阶段宜得利收入增长最主要的驱动力。受益于公司产品品类的不断丰富、客单价的不断提升, 公司单店收入由1988年的6.88亿日元增长至2006年的13.75亿日元, 复合增长率约4%。

图表32: 1987-2006年店面数量及其同比情况



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

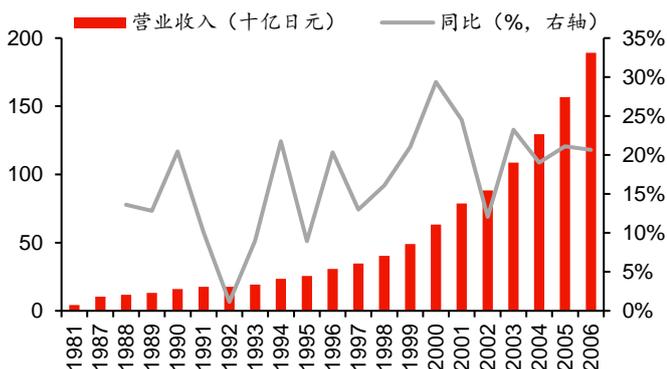
图表33: 1987-2006年宜得利单店收入及其同比情况



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

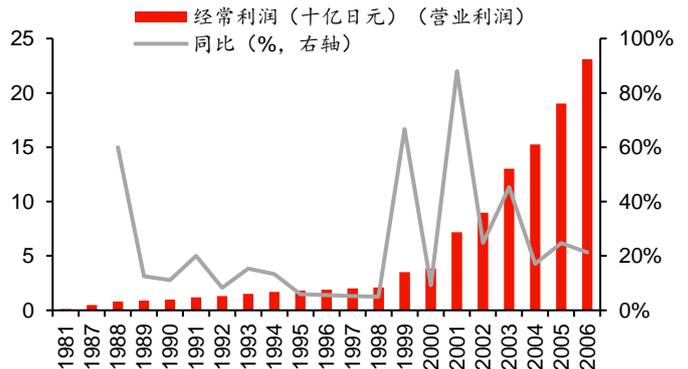
得益于顺应消费潮流的高性价比战略定位、门店数量的持续拓展以及产品品类持续丰富带来的客单价提升, 公司在此阶段营收实现高增长, 但受20世纪末日本房地产泡沫破裂、经济低迷影响, 2002年营收882.6亿元, 略低于公司第一个三十年业绩目标, 2003年营收达到1087.8亿日元, 达成千亿营收目标。2006年公司营收规模达到1891亿日元, 1981-2006年复合增长率为16.3%; 2006年营业利润规模达到130亿日元, 1981-2006年复合增长率达到24%。

图表34: 1981-2006年宜得利营业收入及其同比情况



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

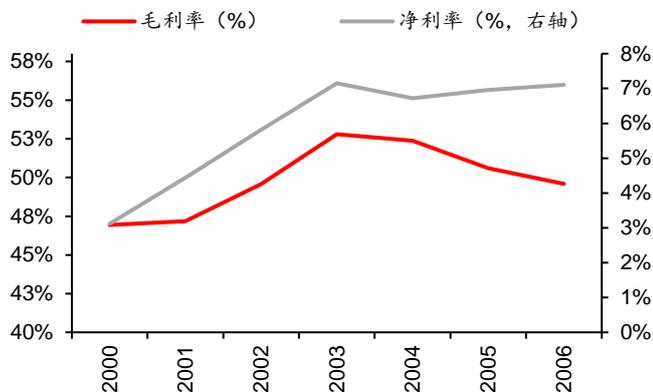
图表35: 1981-2006年宜得利营业利润及其同比情况



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

盈利方面，公司通过价格倒推设计、全球采购与制造等全业务链成本管控方式维持了较高毛利率，2000-2006年毛利率在45%以上高位，净利率由2000年3.1%提升至2006年7.0%。

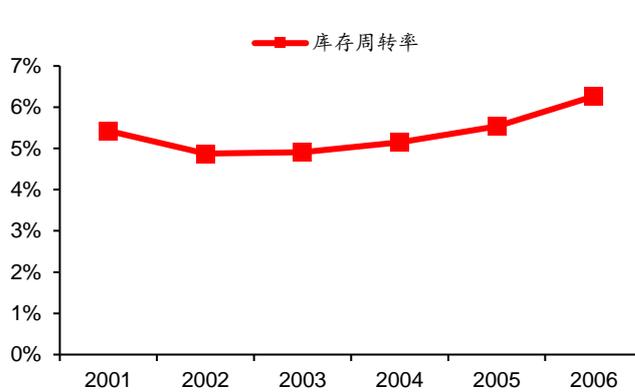
图表36：2000-2006年宜得利毛利率、净利率情况



注：上市前仅披露收入、利润、门店数量等相关信息，其余财务与经营数据自2002年上市时开始披露，时间起始于2000年，下同。

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

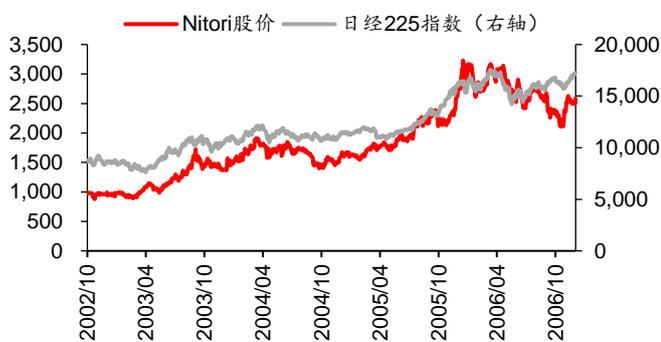
图表37：2001-2006年宜得利库存周转率情况



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

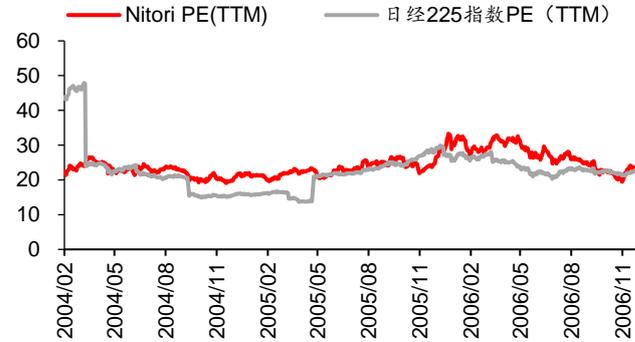
在业绩高速增长驱动下，公司股价持续上涨，自2002年10月上市到2006年年底，宜得利股价上涨幅度达到265%，同期日经225指数上涨197%。估值角度看，2004年至2006年底宜得利PE(TTM)估值中枢为24.3x，与同期日经225指数22.71x的PE(TTM)较为接近。

图表38：2000-2006年宜得利股价(日元) vs 日经225指数



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表39：2000-2006年宜得利PE(TTM) vs 日经225指数PE(TTM)



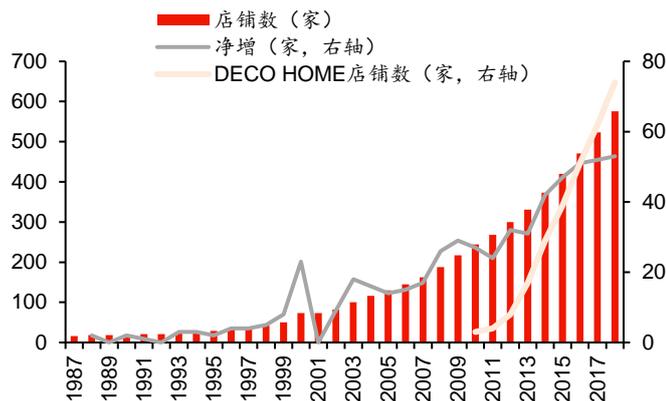
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

2007年至今：丰富渠道形式，开启海外市场布局

计划“到2032年店铺数达到3000家”，渠道进入加速拓展阶段。在2002年顺利达成第一个30年目标后，宜得利制定了第二个“30年发展目标”，计划到“2032年销售额达3万亿日元，店铺数量达3000家”。在此目标指引下，宜得利加大渠道拓展力度、加密渠道布局，2003-2018年店铺数量从100家扩展到576家，从第二个“30年发展目标”看，2018-2032年渠道拓展仍将是宜得利发展的重点工作之一。

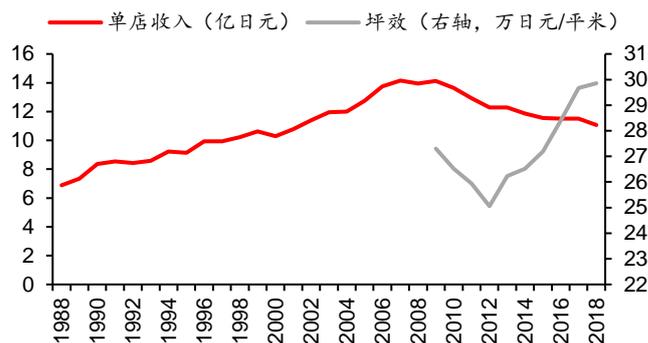
门店形式不断丰富，创建家饰等高频消费产品购物场景。从门店形式上看，除原有家居购物门店外，宜得利还在不断推出新型门店。例如，2010年推出的小型DECO HOME门店，布局在人流密集的首都圈，以购买频次高的生活消费品为主，发挥小型店的灵活性增加客户流量，创建与家饰等高频消费产品相适应的门店形式。受小型DECO店铺数量增长影响，宜得利单店收入有所下降，但从门店坪效看，在2012年日本经济回暖后，门店坪效仍呈现出上升态势。截至2018年末，宜得利单店收入达到11亿日元，坪效达30万日元/平米。

图表40: 宜得利门店数量



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表41: 宜得利单店收入及坪效情况



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

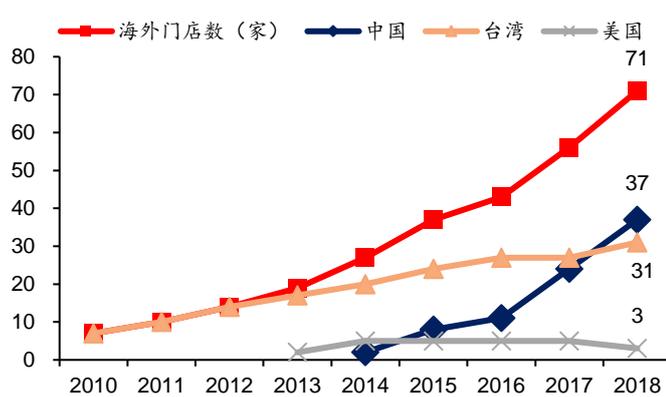
因地制宜, 开启海外市场布局。为了实现“2032年3000家店铺”的目标, 宜得利除了在日本本土加密渠道布局, 还把“2018-2020海外快速开店及步入发展轨道”作为战略重点。在加快全球化布局的过程中, 宜得利并不简单地沿用日本国内商业模式, 而是根据海外地区实际情况开发适合当地的特有商品和运营模式。截至2018年末, 宜得利海外门店数量达71家, 其中中国大陆开设37家、台湾地区开设31家、美国开设3家。从门店构成上看, 2017年海外门店数实际占总门店数的11%, 预计2032年海外门店的占比达67%, 远超国内门店占比。

中国台湾: 宜得利2007年将台湾作为海外扩张的起点, 经过探索后确定了以台北为中心的小型店渠道拓展模式, 并且根据当地消费者需求和地区特点开发独特性商品。从第一家店关闭到实现单年盈利, 宜得利明确了海外扩张之路上“因地制宜”的重要性, 为全球化布局奠定基本思路。

美国: 宜得利2013年以“Aki-HOME”品牌进驻美国市场, 以洛杉矶为中心开设“种类多、质量好、价格低”的家具和家居装饰类门店。宜得利力求在美国市场提高品牌影响力和竞争力, 通过美国市场开拓的经验形成全球通用的商业模式。

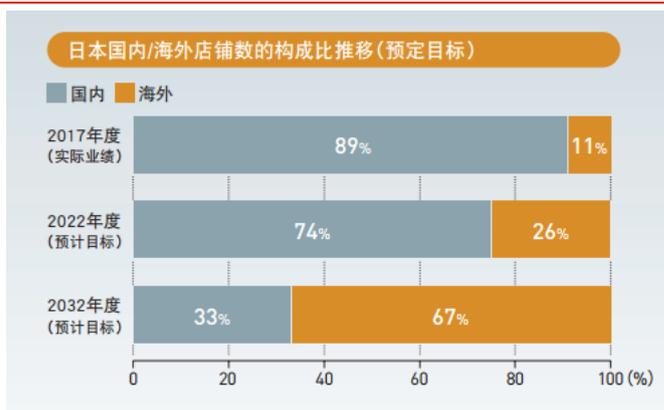
中国大陆: 宜得利2014年开设“武汉群星城店”进驻中国市场, 另辟蹊径地将竞争少且发展快的内陆城市作为开拓中国市场的驻地。由于中国家居装饰市场发展空间较大且网络购物渠道发达, 宜得利通过线上线下相结合的方式, 利用其家居装饰搭配方案的展示+低价优势迅速获得中产消费者的青睐。此外, 宜得利将中国地区作为海外发展的主战场, 强化商品供应体制的构建, 设立大型物流中心作为连接日本与亚洲的采购生产的连接点, 加快全球业务的发展。

图表42: 宜得利海外门店数量情况



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表43: 宜得利国内/海外门店数构成比例的预定目标



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表44: 宜得利海外门店实景(台湾地区、美国、中国大陆)



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

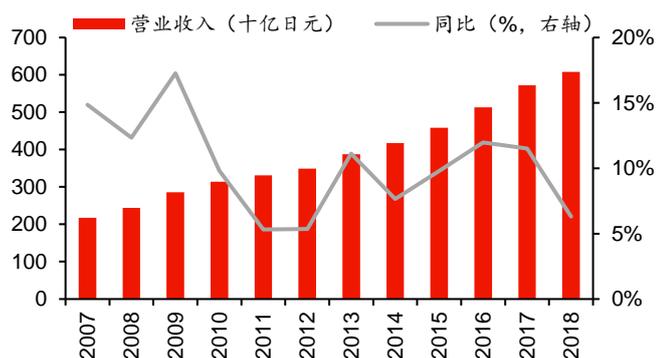
图表45: 宜得利的中国业务战略



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

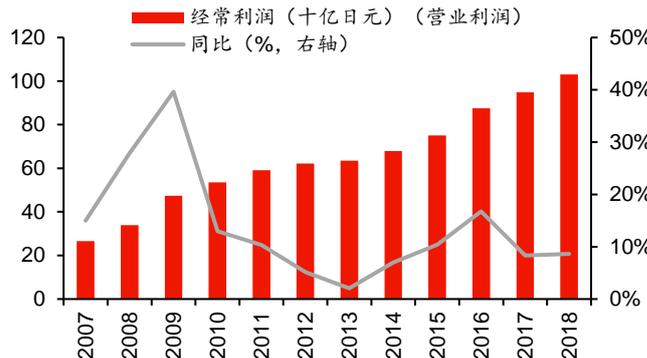
在第二个“三十年发展目标”激励下, 宜得利进入渠道快速扩张阶段, 门店多元化加强了消费者覆盖力度, 提升消费者消费频次, 2018年公司营收规模达到6081亿日元, 2007-2018年复合增长率约10.2%; 2018年营业利润达到1030亿日元, 2007-2018年复合增长率约13.3%。盈利能力方面, 随着家饰收入占比提升, 整体盈利水平持续提升, 2007-2018年毛利率、净利率水平稳中上行, 2018年毛利率/净利率分别为54%/11%。

图表46: 2007-2018年宜得利营业收入及其同比情况



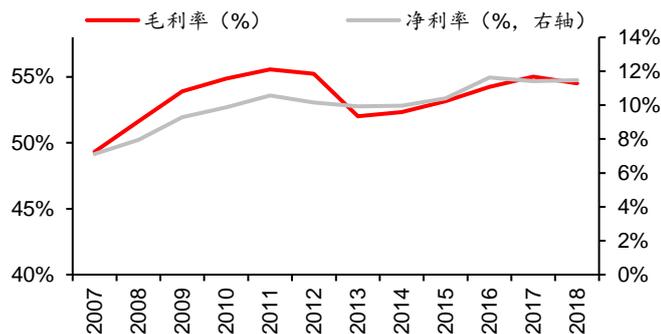
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表47: 2007-2018年宜得利营业利润及其同比情况



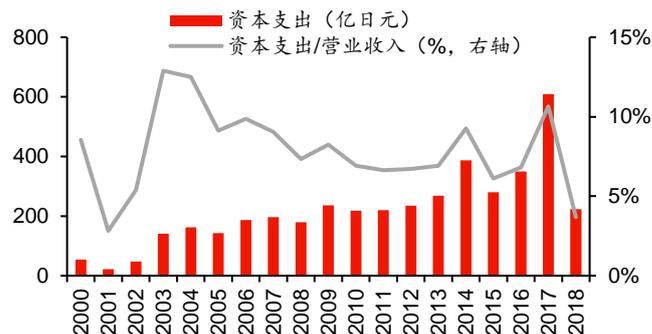
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表48: 2007-2018年宜得利毛利率、净利率情况



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表49: 2000-2018年资本支出及其占营收比重情况



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

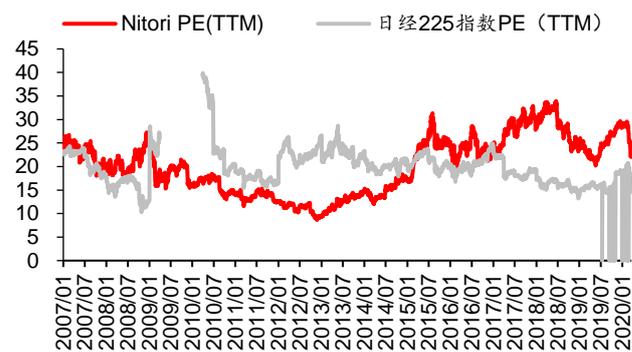
2007年至2020年3月20日宜得利股价累计涨幅达到417.0%，显著高于同期日经225指数-4.0%的涨幅，股票获得较高超额收益主要受益于公司业绩持续稳健的增长。估值方面，该阶段宜得利PE(TTM)估值中枢约20.17x，与同期日经225指数19.86x估值中枢较为接近。

图表50: 2007年以来宜得利股价(日元) vs 日经225指数



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表51: 2007年以来宜得利PE(TTM) vs 日经225指数PE(TTM)



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

成功经验：“制造-物流-零售”模式打造核心竞争力

战略定位：发展目标明确，低价优质定位顺应日本性价比消费趋势

经济进入下行周期，性价比成为吸引客户关键，宜得利低价优质定位脱颖而出。20世纪80年代到20世纪末日本经济增速与国民可支配收入增速的放缓也带来消费者观念与行为的变化，消费者由前期“消费即是美德”的过度消费转为看重性价比的理性消费，而宜得利凭借“低价优质”的定位逐渐受到更多消费者欢迎。

中长期发展目标明确，增强企业发展向心力。宜得利在1973年制定了“第1个30年计划”，提出到2002年“实现100家店铺，销售额1000亿日元”的中期发展目标，并对每个十年提出了门店数量、营业收入相关的阶段性目标，在第一个三十年计划阶段，宜得利以“优质低价”经营理念为核心，打造了“制造-物流-零售”模式，在低成本基础上巩固了品牌与渠道护城河。2003年公司进一步提出“第2个30年发展规划”，计划到2032年实现3兆日元营收规模、全球3000家门店布局。我们认为在明确战略目标指引下，公司各业务部分目标明显，共同助力企业发展。

图表52：宜得利中长期发展目标明确

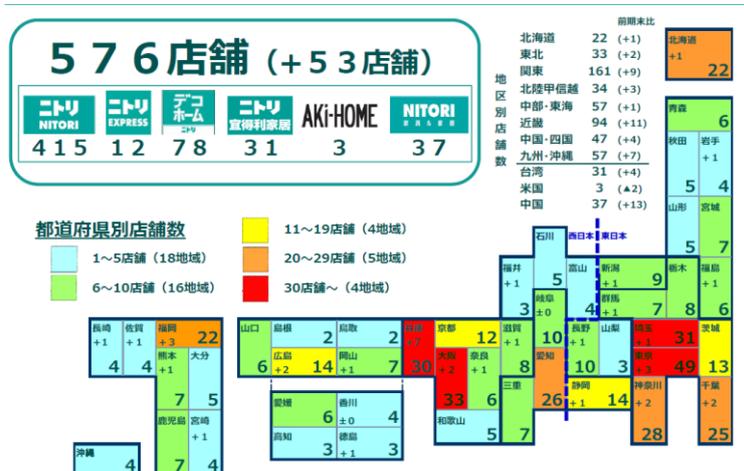


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

渠道布局：建立多元化门店体系，完善便民消费渠道

多元化门店并进，便民易购渠道逐渐完善。为了提高门店覆盖率，宜得利根据市场需求不断创新门店类型，以中型NITORI家具店为核心，逐步扩展大型NITORI购物中心、小型DECO HOME店和小型NITORI EXPRESS店，形成具有层次性的多元化便民易购渠道。

图表53：2018年末宜得利在日本国内各类店面数量及分布



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表54: 宜得利在日本国内线下门店多元化布局

门店类型	门店特点	门店外部	门店内部
NITORI 购物中心	大型购物中心，主要由服装、生活用品、餐饮及服务等行业人气品牌的连锁店构成，旨在为消费者提供物美价廉的丰富商品，以最便捷的模式全方面满足消费者的购物需求。目前已在日本大阪府东大阪市、神奈川县相模原市、宫崎县宫崎市和大阪府枚方市开设了四家。		
NITORI 家居布置店	中型门店，销售产品主要包括沙发、床铺、碗柜等大型家具和窗帘、地毯、床上用品等家居装饰品。门店开设在20万至40万人口规模的商圈内，布局上以沉浸式购物为核心，根据生活场景和季节变化设置家具展示区，充分突出商品的特性，在为消费者提供舒适、多样的搭配方案的同时，给予消费者强烈的直接体验感受，令其产生购买行为。		
DECO HOME 店	小型门店，主要客户群为单身女性，销售产品以厨具、寝具等购买频次高的生活消费品为主。门店以人流量密集的首都圈为中心，发挥小型店的灵活性增加客户流量。与此同时，通过大力开发独创商品，实现高频消费，创造利润增长点		
NITORI EXPRESS 店	小型门店以家居装饰品为中心的新型门店，选址在10万以下人口规模的商圈，旨在提高NITORI品牌的门店覆盖率，增加客户黏性。虽然为小型店，但仍然接受大型家具和定制窗帘的订单，给消费者的购物过程带来了极大的方便		

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

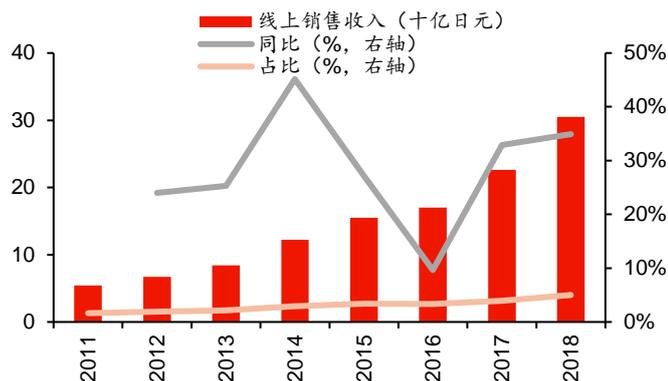
打破时间与空间局限，实现线上线下深度融合。2004年宜得利发挥从商品策划、制造、物流到销售一条龙的优势，开始发展线上购物业务，建立EC（电子商务）网站“NITORI网上商城”并逐渐完善和扩展网络购物渠道。2012年宜得利在渠道上发力，更新了原有简单的网上商城主页，推出了适应智能手机等移动终端的购物APP，同时也在产品上也开发了专供线上渠道的限定系列。2016-2018年宜得利线上销售收入从170亿日元增长至305亿日元，复合增长率达34%。

图表55: 网络限定商品/官方APP页面/手机APP页面

<p>網購限定商品</p> 	<p>官方APP</p>  <p>下載官方APP 即時接收最新優惠活動情報!</p>	<p>手機版網頁</p>  <p>透過手機版專屬網頁 輕鬆享受購物之樂趣。</p>
--	---	---

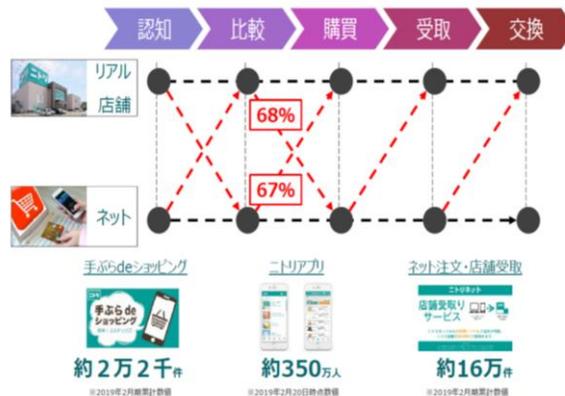
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表56: 宜得利线上销售收入及其同比、占比情况



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表57: O2O项目提供更便捷的购物体验



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

O2O项目加强线上线下融合。O2O项目开展初期推出“线上购买-线下领取”服务, 允许客户在网络商城下单后, 选择实体店铺领取其购买的商品; 之后通过线上线下平台的深度融合, 推出面向移动终端的APP服务“空手购物”, 客户通过手机读取实体店铺的商品条码生成购物清单, 可选择在网上购买或直接结账。一方面, 无需顾客在购物时拿着商品走动, 购物便捷性提高。另一方面, 店铺减少了补货等作业, 实现了省力化运营。O2O项目还可以通过会员数字化, 根据顾客的消费记录实现精准营销。据公司官网, 截至2019年2月, “空手购物”销售商品累计约2.2万件, 移动端使用者约350万人, “线上购买-线下领取”销售商品累计约16万件。

图表58: O2O: 空手购物



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

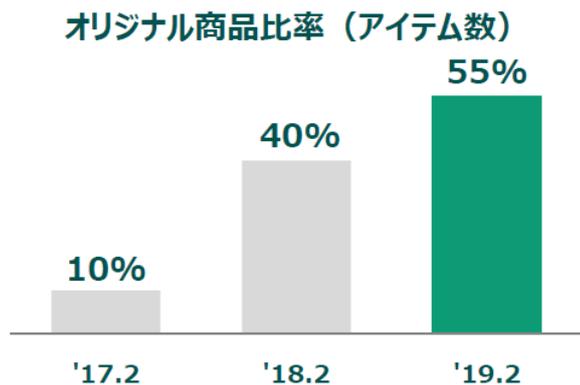
图表59: O2O: 会员卡数字化



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

产品品类: 满足一站式购物需求, 高频产品提升客户粘性和抗周期能力
O.T.C.M 理念贯穿宜得利商品开发机制和销售模式。宜得利1985年提出O.T.C.M理念, 强调让“顾客实现缤纷舒适的居家生活”最重要的是“家庭空间的搭配协调”。商品开发方面, 宜得利针对不同品牌商品也强调色调、花样、风格的“统一感”和搭配商品种类的“多样性”, 2018年搭配商品数量占比提升至55%, 消费者不仅能从众多商品中选出符合消费者生活方式的商品, 也能轻松实现整体搭配。销售模式方面, 宜得利门店秉承整体化搭配原则, 按照客厅、厨房、卧室等生活空间及季节变化设置家具展示厅, 如大型卖场中的NITORI STUDIO分区, 同时也在门店宣传杂志上呈现多样化的搭配组合图例。

图表60: 搭配商品构成比例



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

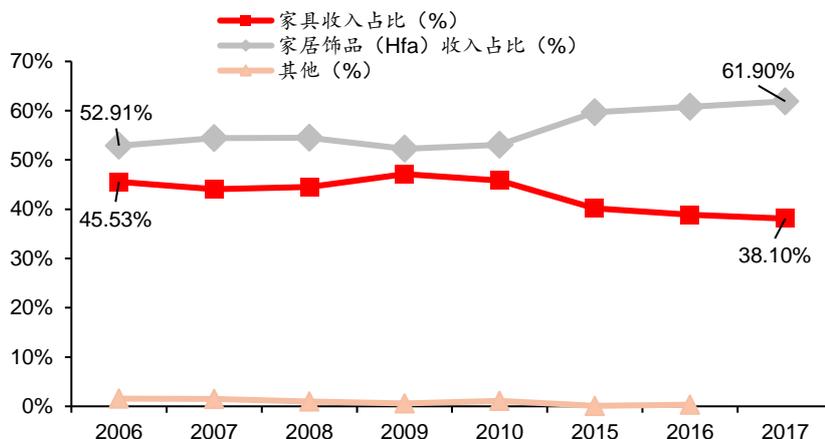
图表61: NITORI STUDIO 展示分区和搭配图册



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

纳入家居饰品丰富产品品类, 实现低频家居消费向高频家居消费转型。宜得利倡导用家居饰品装饰家具, 搭配出协调统一的家庭空间。从主营产品看, 家具属于耐用品, 消费周期约为 5-10 年, 而日用品和家居饰品属于快消品, 消费周期可缩短到半年左右。2006-2017 年宜得利家具收入占比从 45.5%降低 7.4pct 至 38.1%, 家居饰品收入占比从 52.9%增加 9pct 至 61.9%。随着家居饰品占比的提升, 宜得利的产品结构由耐用品为主向快消品为主转换, 实现消费者从低频消费向高频消费转型, 提高了客户粘性和抗周期能力, 这是宜得利在整体经济下行时仍然逆势成长的原因之一。

图表62: 宜得利家具及家居饰品收入占比变化情况



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

产品线多样化、价格层次化, 满足不同消费者搭配需求。在坚持搭配和低价的原则下, 宜得利致力于开发针对不同年龄和消费能力的消费者群体的产品线。2015 年推出“Quality Line”第一个新产品线, 定位于更高品质的家居产品。2016 年推出“DAY Value”和“&Style”的新产品系列, 其中“DAY Value”主打生活必需品, 但传统色彩设计较少, 易于协调, 针对年轻消费者;“&Style”则定位中端产品, 注重风格搭配和设计, 针对 30 多岁的消费者。通过推出不同价格段的品牌和强化商品群, 力争进一步扩大顾客群。

图表63：推出易于选购的价格段品牌



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表64：“DAY Value”和“&Style”的新产品系列



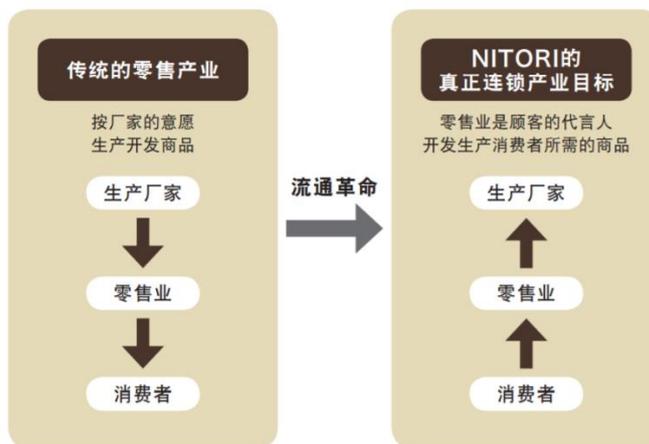
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

供应链：全业务链出发压缩成本，深耕高性价比模式

设计：重视产品功能性，终端产品倒推设计确保高性价比

在传统零售产业中，商品以厂商意愿为出发点进行开发设计，通过零售业让消费者选择，而宜得利打破行业固有模式，将传统商品开发模式倒置，建立深挖消费者需求的商品开发体制。宜得利商品开发模式立足于“购买·使用”的角度，以终端产品价格和功能倒推设计的方式既可以满足消费者的平价需求，也满足了使用需求。随着海外业务的不断扩大，宜得利将商品开发模式立足于全球视野，2018年10月总部成立了统筹商品开发的“全球商品总部”，同时在日本、台湾、中国和美国各设商品部，通过实时共享信息和技术，实施原料共通化，策划开发符合各市场消费者需求的商品。

图表65：以消费者需求为核心的商品开发模式



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

产品独立设计开发+高替换率增加消费者选择和搭配的弹性。宜得利拥有完善的商品开发机制，目前商品SKU达到2-2.5万个，门店中超70%的商品是独立开发设计。独立开发设计的产品能准确把握其质量和功能，能弹性地进行改进和颜色风格的调整，也能更好地实现产品线风格与色调的统一，方便消费者搭配。此外，产品高替换率可以满足市场不断变化的需求，增加消费者选择和搭配的弹性。

重视产品功能性，物超所值广受赞誉。宜得利站在消费者需求角度上，不断开发和升级平价的高功能性产品，广受消费者赞誉，多次获得“优良设计奖”。例如，“N Warm”系列床上用品、小地毯、靠垫等产品采用了将体汗水分转换成热能的“吸湿发热材料”，面料接触人体可自行产生舒适的热量；“N Cool”系列寝具升级了原材料，提高了肌肤触碰的“清凉感”，具备抗菌防臭功能；新型隔热采光纱不仅能实现“夏天阻挡热空气，冬天阻挡冷空气”，也能切割紫外线防止家具暴晒老化；“N Click”系列组合收纳柜可以在无螺丝等工具的条件下轻松被组装成厨房柜台、电脑桌、电视架等家具。

图表66： 2013年以来宜得利主要获奖产品

2013年	温度调节盖被
2014年	N-GRIP 被套
2015年	轻盈蓬松羽绒被
2015年	邦尼尔弹簧床垫 PORTA
2016年	轻薄浴袍
2017年	多用途易收纳床褥·床垫
2018年	N-CLICK 收纳箱
	超轻砂锅 浮云
	蕾丝窗帘 ECONATURE
	窗帘 CATCH CLEAN

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表67： 2018年获奖的“N Click”系列产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

制造：全球化采购、制造，质量管理贯穿全流程

全球化采购与制造，巩固成本优势。宜得利采用全球比价策略来选择原材料供应商，实地考察原材料质量标准，以确保质量与成本的最优化；同时，在工厂制造方面也立足全球，将目光转移到劳动力成本低廉的越南、泰国、中国等地。截至2018年末，宜得利与分布在18个国家和地区的超740家海外工厂建立合作关系，从制造方法、生产流程、产品到设备管理等环节全部由宜得利对委任工厂进行指导和管理；同时，宜得利也拥有印尼、越南河内、越南巴地头顿3家大型海外自建工厂，负责碗柜、沙发、床垫等大型家具的开发和生产。

图表68： 宜得利全球合作工厂分布图



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

基于产品生命周期的全流程质量管理。宜得利将质量检测贯穿整个产品生命周期，质量管理体系实现供应链全流程覆盖，共分为6步：1. 选择新供应商时根据公司制定的《质量保证手册》对其质量保证体系及现场零件、工程管理体系等13个项目进行审核评估；2. 基于JIS规格制定《质量标准》；3. 为了预防产品质量问题（事故、缺陷、误用风险），举办“开发技术评估会”验证商品的安全和耐久性；4. 海外工厂实施“出货前检品”，日本国内物流中心接收新商品时进行“进货检查”；5. 在“质量改善会议”上，分析事故产品及缺陷产品，查明原因并采取对策，要求供应商的生产工厂进行改善；6. 为了削减缺陷品和不合格品，持续实施工厂审核。

图表69： 宜得利质量管理流程图



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

完善公司内部检查机构，推动质量保证体制全球化发展。2006年之前，宜得利产品质量的检查业务一直委托外部机构。为了改进产品、提升生产质量，宜得利2006年设置了内部检查机构“品质业务改革室”并引进检查设备，在商品、开发、制造、物流和售后服务等五个阶段交叉地对公司内部的质量检查实施改革，提高了质量管理和安全管理的效率；同时，宜得利也设置了技术开发室，从产品出发细化质量和安全管理。2018年，宜得利开始构建集团交叉的全球质量保证体制，以日本国内“质量总部”为活动中心，制定相关规定，严格监督。技术评估和检品等实际业务由各国和地区负责生产与销售的质量部实施，进一步追求质量保证体制的高效化和严格化。

图表70： 五个阶段的交叉质量改革



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表71： 全球质量保证体制



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

提供产品质量保证，给予消费者满意的售后服务。宜得利针对不同商品设置了“1年、5年、30年”的产品质量保证制度，对正常使用出现的产品故障开展修理和部件更换服务。为了方便消费者反馈产品问题，宜得利设置NITORI客服中心以连接消费者和售后修理部门，同时构建会员卡购物记录数据库，用于缺陷商品质量保证及良品改进的基础数据收集，通过“维修服务-分析现有产品-查找原因-反馈至新产品开发”的过程不断改进产品，提高用户体验。

图表72：“1年、5年、30年”的产品质量保证制度

- 1年保证：钟表、照明、座椅、床上用品、家居饰物、小型家电、组装家具、整体厨房。
- 5年保证：沙发、睡床、碗柜、餐桌、座椅、衣柜、书桌等大型家具。
- 30年保证：沙发·床垫（其中一部分为本公司工厂产品）
*30年保证对象是指弹簧、框架、支撑腿等结构部件

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表73： 售后服务过程

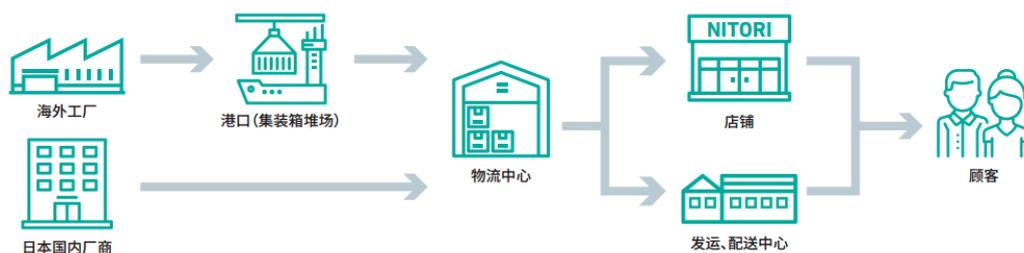


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

仓储物流：自建物流体系，削减中间成本，实现高效稳定物流服务

构建“海外物流中心——国内物流中心——配送点”的全物流网络。为了提高商品配送效率、削减运输成本，宜得利1980年开始设立自有物流体系，目前已建成日本最大规模的覆盖式物流网。截至2018年末，宜得利在海外设立了3家物流中心，分别位于中国太仓、越南胡志明、台湾桃园，用于汇集、分拣、包装和配送海外采购的原材料和生产的商品到海外门店或国内物流中心；在日本国内共设立11家物流中心，用于接收、存储国外进口产品并向全国门店和配送点供应产品；同时也设立了78个配送点作为中转点，接收国内物流中心货物并对接消费者，安排具有专业技能的员工提供大型家具组装、安装的服务；随着国内线上业务的发展，设立了11家发货中心，用于运送网上订购的产品和在商店购买的产品。“海外物流中心——国内物流中心——配送点”全物流网络的完善使宜得利实现了高效稳定的商品配送服务。

图表74： 宜得利物流流程图



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表75： 宜得利日本国内物流网络



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表76： 宜得利海外物流中心分布

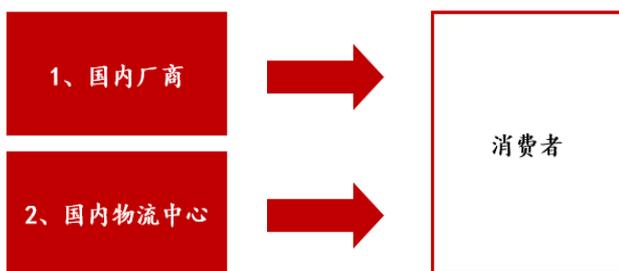


注：DC(Distribution Center, 配送中心)

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

直接送货体制缩短运输距离，捆包压缩技术提升运输效率。宜得利构建两类直接送货体制以缩短运输距离，节省人力物力。第一类是厂商直接送货体制，即厂商生产的产成品经过质量检验后不经过公司内部物流网直接送达消费者，无需中转点的参与；第二类是以物流中心为核心的直接送货体制，由于物流中心仓储分类以门店为单位，各个门店无需积累高库存以防止缺货，当有需要时通知物流中心直接配送至消费者。此外，宜得利还利用和改善床垫、暖桌被和被褥套件的捆包压缩技术，减少货物运输空间，进一步提高了集装箱运输效率。

图表77: 宜得利直接送货体制



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

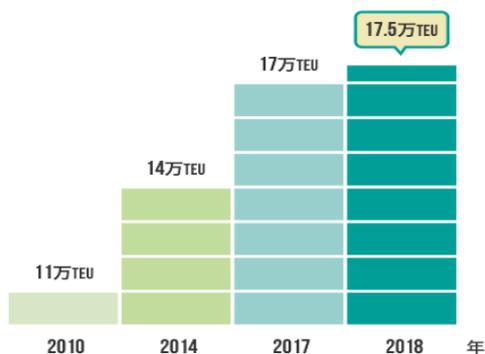
图表78: 捆包压缩技术 (以床垫为例)



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

自主报关系统缩短海外进出口的距离, 通过型物流方式最佳化商品供应。近年来, 宜得利物流运输的交货数量和用于货物运输的进口集装箱数量呈现快速上涨趋势, 2010-2018年进口集装箱数量从11万TEU上涨14%至17.5万TEU, 交货数量从350万件增加134%至810万件。宜得利优秀的商品供应系统为此提供了强有力的支持。一方面, 宜得利1980年建立了自主报关系统, 并通过与船运公司进行舱位、航路的交涉, 使入货港口和国内物流中心之间的运输距离变得更短, 减少了运损和运输时间, 使产品供给顺畅地进行; 另一方面, 宜得利采用通过型物流方式, 即在海外事先汇整分类要分配至日本国内门店的商品, 再进口至国内, 因此进口后不会因保管、分配作业而造成延迟, 可从进口港直接由卡车转运至门店, 减少了日本国内的搬运作业、库存保管量及空间, 将商品供给达到最佳化。

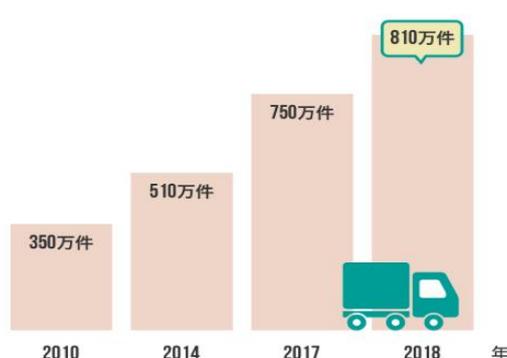
图表79: 宜得利进口集装箱数量



注: TEU 为以长度为 20 英尺的集装箱为国际计量单位

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表80: 宜得利物流运输交货数量



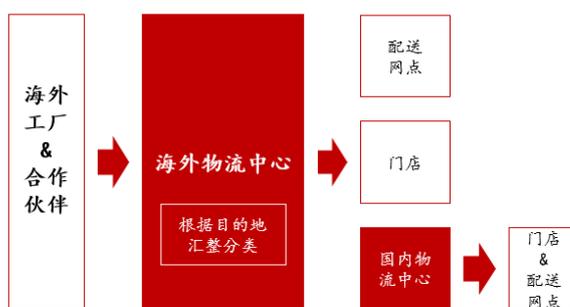
资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表81: 宜得利自主报关体系



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表82: 宜得利海外物流体系



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

软件赋能，优化商品流通。宜得利在物流系统开发方面不局限于完善硬件条件，自1980年导入首座自动立体仓库以来，也不断钻研软件方面的技术，构建了海外的收货/运输系统、库存管理系统、商品稳定供应系统和日本国内门店的小件配送系统。例如，在运输方面，自动仓库型拣选系统“AutoStore”实现了不依赖人力的新型分销方式，卸货辅助机“EL/DeVAN”减轻卸货工作负担；在库存管理方面，WMS（仓库管理系统）促进仓库运营自动化，减少了人为错误；在商品供应方面，路线规划系统自行计算合理的交货路线以减少因路段堵塞造成的时间浪费，报关系统提高了产品供应顺畅程度。这些系统和设备的引进不仅可提高效率，优化商品流通过程，还有助于实现竞争对手无法追随的低价。

图表83： 路线规划系统



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表84： 自动仓库型拣选系统“AutoStore”



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

最后一公里配送，提升消费者购物体验。与宜家不同，宜得利认为向消费者提供配送服务的“最后一公里”是物流质量的关键，如果收取高额配送费用会使得产品低价吸引力降低，因此公司以低价乃至免费提供从送货上门、组装、安装、指定位置放置到包装材料回收的一系列服务，提升消费者购物体验，提高消费者满意度和品牌口碑。同时，为了进一步提高服务质量，宜得利定期对配送员进行专业知识的培训。

图表85： 宜得利和宜家（日本）配送价格表

宜得利	配送产品	服务内容	购物金额	配送费	宜家	配送产品	服务内容	配送费
	顾客组装商品	通过宅急送运送至	1-5000 日元	500 日元		大型产品（沙发/主要区域，送至家门口 床垫/衣柜等）	附加服务（使用起重 机，装载到房间等）	3000 日元 +2000 日元起
		顾客家门口	5001-10000 日元	1000 日元				
			>10001 日元	1500 日元				
		配送日				小型产品	主要地区，送至家门口	990 日元
NITORI 设置安放 商品	NITORI 配送中心 送至家门口	NITORI 配送中心 送至顾客家中并 组装设置，同时回 收包装材料	工作日	0 日元				
			周末	1000 日元				
			工作日	1000 日元				
			周末	2000 日元				

资料来源：宜得利官网，宜家官网，华泰证券研究所

投资建议

在经历过去几年地产快速发展以及家居企业渠道快速拓展的红利期后，我国家居行业逐渐步入存量竞争阶段、渠道推力有所下降，企业经营需将重点更多放在提升产品竞争力、提高供应链效率等方面，以巩固竞争优势，进而攫取更多市场份额。借鉴宜得利发展经验，我们认为当前阶段家居企业仍可从几方面入手提升核心竞争力：1) 强化零售能力，提升终端经营质量，可尝试多元化门店形式拓宽客流量来源；2) 丰富产品品类，适当融入高频消费品，在客流量日趋分散背景下努力提高消费者消费频次、提升客单价；3) 完善供应链，提升生产效率，确保企业在存量竞争阶段仍能维持良好的利润率水平，并为后期渠道深度下沉、挤压中小品牌奠定基础。建议关注**欧派家居**（积极推进全渠道布局战略，在守住零售渠道优势的同时，积极布局精装、整装、电商等渠道业务；品类布局完善，后期品类融合空间大）、**顾家家居**（治理能力与组织能力优异，零售渠道布局完善，2018年下半年零售战略转型后供应链持续优化、运营能力提升）。

风险提示

海外公司成功经验的适用性不足：海外龙头发展历程对我国企业具有一定借鉴作用，但考虑到海外国家与我国在经济、人口、消费者行为等方面国情的不同，仍需辩证看待海外公司成功经验的适用性。

品类、渠道拓展不及预期：目前品类、渠道拓展仍是主要家居企业收入增长的重要驱动力，若企业品类融合、渠道拓展不及预期，或将影响其收入及利润表现。

疫情发展不确定性：新冠疫情发展情况仍存在一定变数，其持续时间、扩散规模均会对企业经营带来扰动。

免责声明

分析师声明

本人，陈羽锋、倪娇娇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师陈羽锋、倪娇娇本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司