

日本家居企业如何度过地产低谷期，家居产业链框架再梳理

2024 年 08 月 25 日

► **日本房地产下行周期，存量房再装修需求带动社会总装修量上行，但消费降级背景下，家居各品类价格承压。**从日本房屋特点看：日本装修市场存量房再装修比例持续提升，从 1993 年 56% 升至 2018 年 75%；平均装修房龄为 20-25 年，房地产市场下行周期中（1993-2008 年）存量房/新房装修需求 CAGR 为 +2.2%/-2%，装修总需求增长；**消费降级+价格战，家居产品价格下行。**下行周期中居民消费力降低，且部分行业中企业发起价格战，1993-2003 年间泛家居品类价格下行约 15%。

► **前装市场：22 年占泛家居需求近 70%，表现为弱渠道强产品。**日本前装市场主要指：墙体、天花板、门窗等硬装以及厨房系统、卫生间等设备器械的采购和安装。2015 年装修市场规模约 7.9 万亿日元；**装修公司是前装市场主要流量入口**，日本作为全球标准化较好的国家（例如装配式建筑全球领先），装修环节依然高度分散，当地承包商（小型装企）占比约 42%，主要承接本地装修和改造需求，较大型建筑公司和房产商合计占比仅 14%。**产品型公司表现出较为较高集中度，如清洁陶瓷为代表。**

► **后装市场：22 年占泛家居需求近 30%，表现为强渠道弱产品。**日本后装市场主要指：寝具、家居家具、家居照明、室内装饰、餐厨具等家居产品；后装市场的渠道集中度相对较高，2022 年 Nitori 占据后装市场 28% 的市场份额；就后装产品而言，产品的品牌属性相对较弱，如沙发、桌椅等主要为 Nitori 或 NAFCO 等渠道销售的自有品牌，如 Nitori 自主设计的产品占比达 60%，自有工厂生产的产品占比 20%。

► **复盘日本地产下行周期：1）产品型公司：**位于前装市场且此前已完成整合，如 TOTO 在二十世纪五六十年代市占率已超 50%，TOTO、骊住等企业收入随家装行业规模同向波动，受制于价格战利润率下滑，如 1992-2000 年 TOTO 净利率从 4.2% 下降至 -8.6%；下行周期中 TOTO 挖掘翻新市场和海外拓展维持收入，八乐梦床业通过深耕医疗床细分赛道实现增长；**2）渠道型公司：**1990 年起日本后装渠道加速整合，2001 年家居零售业 CR4 约 10%，2009 年升至 23%；其中 Nitori 作为高性价比代表（价格为同类 1/2~1/3），通过供应链优化（23 年海外采购占比 90%+，全球合作工厂 740 个，并自建工厂）&运营精细化&有竞争力地址选择，1990-2009 年收入 CAGR 17%，利润率随规模扩张提升；大塚家居作为高价格渠道典范，通过优化客户服务，1994-2003 年实现收入 CAGR 13% 增长，利润率从 0.55% 提升至 5%。

► **家居新框架下，关于国内家居产业思考。**中国作为全球家具制造工厂且目前仍处于人口红利期，生产和服务成本均低于日本，但国内消费者家具采购价格不低于日本；我们认为受制于相对低效的经销商体系，国内消费者暂难享受到物美价廉的家具产品。展望未来，我们认为**整装化进程或大幅优化前装产品渠道效率（卫浴、定制等），该类公司客户或逐步从 C 端变为小 B，如欧派家居、索菲亚等密集布局整装市场，行业马太效应有望加速；对于后装市场，直营或类直营家具大店公司或渐现雏形，不同于家电/服装等，家具 sku 及服务复杂度相对更高，对潜在整合者能力亦提出更高要求，目前如顾家家居正逐步完善信息流、货流等，以顾家大店形态加速后端渠道拓展。**

► **风险提示：**日本房地产与装修情况与我国存在差异，经验未必可比；国内房地产或持续承压；家居企业渠道拓展不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
603816.SH	顾家家居	24.96	2.44	2.45	2.65	10	10	9	推荐
603833.SH	欧派家居	46.55	4.98	5.33	5.77	9	9	8	推荐
603008.SH	喜临门	15.24	1.13	1.62	1.84	13	9	8	推荐
001323.SZ	慕思股份	28.26	2.01	2.26	2.56	14	13	11	推荐
001322.SZ	箭牌家居	6.62	0.44	0.37	0.45	15	18	15	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价）

推荐

维持评级



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 谭雅轩

执业证书：S0100123070004

邮箱：tanyaxuan@mszq.com

相关研究

- 轻工行业 2024Q2 持仓分析：消费景气承压致家居&造纸持仓下行，出海链更具韧性-2024/07/22
- 纸浆行业深度：紊乱的节奏，不变的周期-2024/07/17
- 轻工行业 2024 年中期投资策略：跨境主线延续，内需静候反转-2024/06/17
- “碳中和”事件点评：CCER 开启审批，碳数据国际互认进一步打开碳价上行空间-2024/06/13
- “碳中和”事件点评：降碳行动方案发布，“碳市场”体系助力经济高质量发展-2024/05/30

目录

1 写在前面的话	3
2 日本装修需求以存量房为主，行业下行期价减量稳	4
2.1 日本装修需求以存量房为主，装修环节分成前装市场和后装市场	4
2.2 90 年代日本地产下行周期，装修市场呈现量增价降	10
3 90 年代后冰火两重天，零售型&产品型进入发展的岔路	15
3.1 零售型公司（后装）加速整合，利润增速快于收入	15
3.2 产品型公司（前装）收入稳定，利润率承压，布局旧改和出海	21
4 投资建议	28
5 风险提示	29
插图目录	30
表格目录	31

1 写在前面的话

本文主要探讨了日本房地产下行周期中（1990-2009 年期间），家装、家居行业规模、竞争格局、主要企业应对措施的情况，以期展望国内泛家居行业未来发展趋势，主要结论如下：

- **下行周期中，日本家装行业规模稳定。**主要系装修需求量微增（由存量房更新需求增长驱动，同时新房需求下降），同时价格下跌，对冲下整体装修市场规模相对稳定。
- **前装市场弱渠道强产品，后装市场弱渠道强产品。****前装市场：**主要客户为装企、地产商、建筑商等，前装市场较为分散，以小装企为主，渠道竞争力较弱，但主供产品的品牌公司强势（如 TOTO、骊住等），因此形成了高市占率的产品型企业，以及高集中度的前装市场。**后装市场：**强势的渠道公司如宜得利占据较大市场份额，且宜得利大部分产品自主设计、自主管控生产、采购、运输流程，因此后装市场产品型企业市占率较低，而形成了高市占率的渠道型企业。
- **日本泛家居品类拥有供应链优质的零售公司，而中国家居企业在终端以卷服务为主，主要系劳动力成本有所差异，后续渠道效率优化或为中国家居行业核心发力点。**
 - 1) 人口结构上来看，目前中国劳动力占比与日本 1990 年左右较为相似，均处于劳动力占比见顶的阶段，但从人均 GDP 角度来看，2023 年中国人均 GDP 为 12614 美元，1990 年日本人均 GDP 为 25801 美元，国内劳动力成本相对较低。因此同样在房地产承压的背景下，中国家居企业选择“卷”服务（引流、设计、量房、安装等需要大量人力的环节），而日本则兴起了零售渠道，通过优化供应链流程实现低价竞争。
 - 2) 国内渠道效率相对较低，家居企业往往通过经销商模式实现销售，家居企业毛利率在 30-40%左右，经销商加价倍率亦较高，而日本家居零售多为直营，即使海外采购的供应链成本高于中国，但最终售价相差不多。未来如何做好渠道效率的优化或为国内家居企业的核心痛点。我们认为①前装市场，区别于以往家装公司负责硬装，橱衣柜、沙发床垫经销商负责软装的低效结构，让装企成为统一流量入口，统筹完成一站式硬装、软装是更为高效的渠道模式，也是定制企业目前努力的方向；②后装市场，通过建设信息化、物流体系，打造直营/类直营零售方式完成，减少经销层级，实现效率优化。

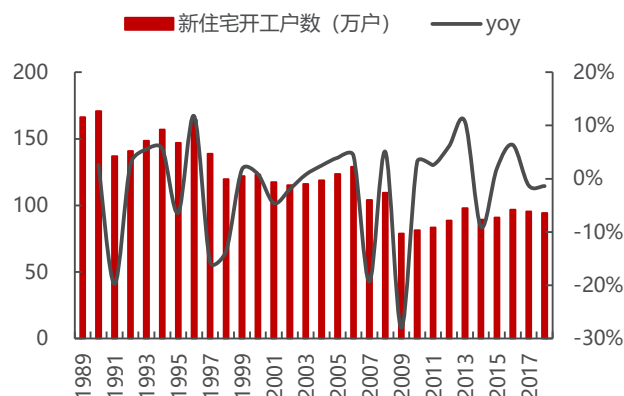
2 日本装修需求以存量房为主，行业下行期价减量稳

2.1 日本装修需求以存量房为主，装修环节分成前装市场和后装市场

2.1.1 日本每年房屋成交以新房为主

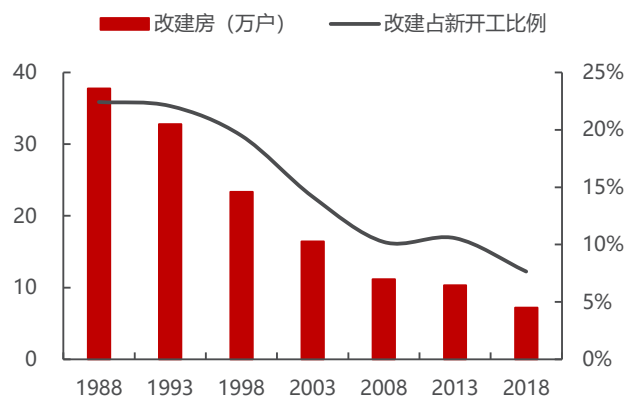
日本新房开工持续下滑，从 1989 年 166 万套下滑至 2018 年 94 万套；与中国不同，日本存量房改建较多（1988 年占新开工 22%，后下降）。20 世纪 90 年代后，日本住宅新开工数量持续下降，进入房地产下行周期，但新建住房依然是日本居民获得房屋的主要途径。此外，日本居民在进行存量房翻新的过程中，有两种选择，分别为装修和改建，改建即将原有房屋拆除后原址重建，后续建筑、装修流程与新建房相同。与中国有所差异的是，日本改建房较多，1988 年改建房达 38 万套，占新开工的 22%，而近年来改建房套数下降主要系木质房屋占比下降、日本政府推动装修而非改建。

图1：日本新住宅开工户数及增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

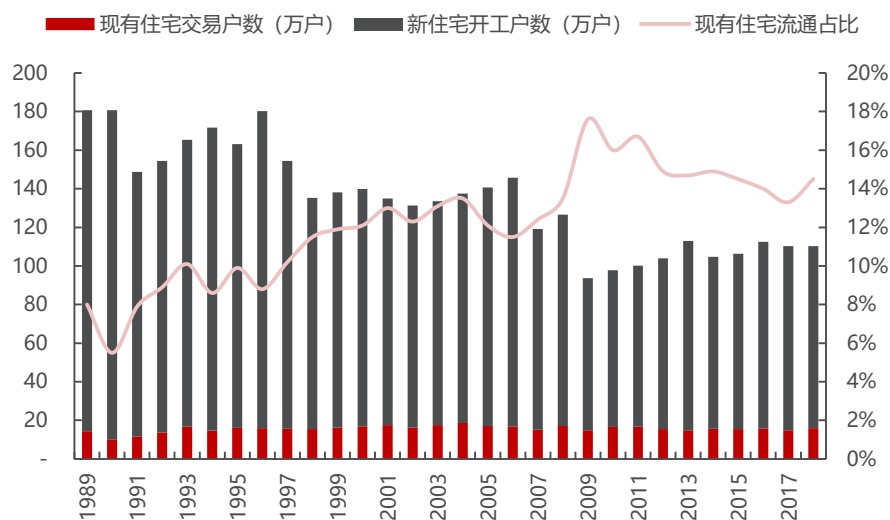
图2：日本改建房数量及占比



资料来源：日本国土交通省，同花顺，民生证券研究院

日本二手房占比较低，2018 年房屋交易中二手房占比在 15%左右。日本每年二手房交易数量较为稳定，基本在 10-15 万套左右，但由于新开工住宅数量下滑，二手房交易占比持续提升，1989-2018 年，二手房交易占比从 8%提升至 14.5%。

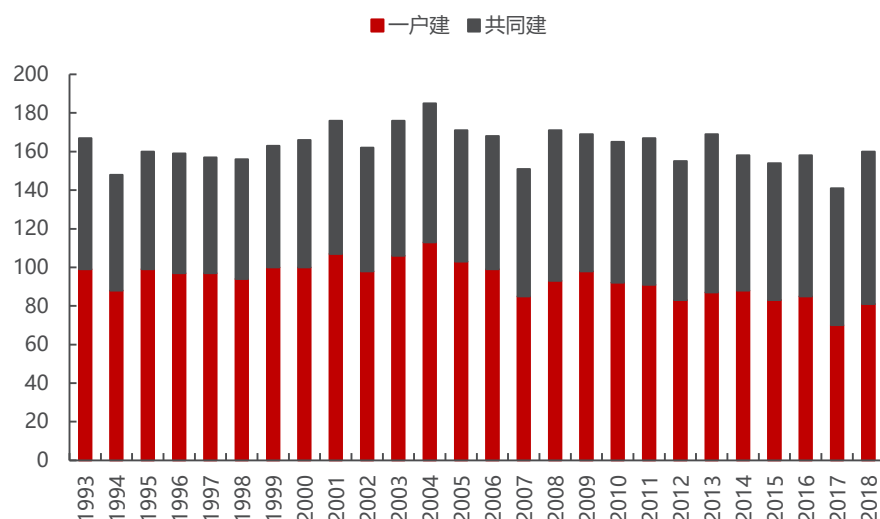
图3：日本每年新房开工及二手房成交套数



资料来源：日本国土交通省，民生证券研究院

日本二手房交易中公寓占比持续提升。日本房屋可以分为一户建（即独栋别墅）和共同建（即高层公寓），二手房交易中公寓占比持续提升，从1993年41%提升至2018年49%。主要系公寓大多位于更为发达的地区，且价格相对别墅更便宜，因此越来越受到年轻人喜爱。

图4：日本二手房交易分公寓和一户建拆分（千户）

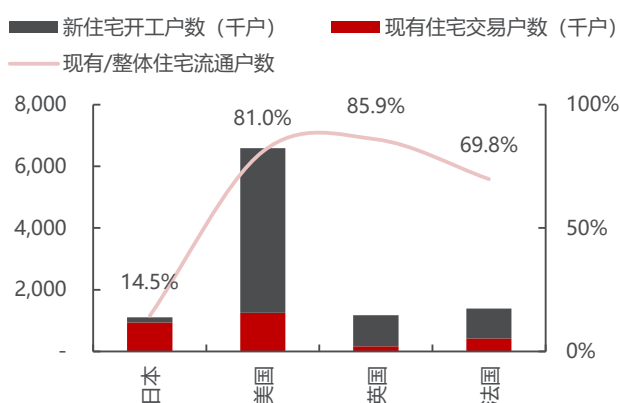


资料来源：日本国土交通省，民生证券研究院

美国、欧洲等发达国家以二手房交易为主，而日本新房为主，主要系日本房屋寿命较短。2018年日本/美国/英国/法国二手房交易占比分别为

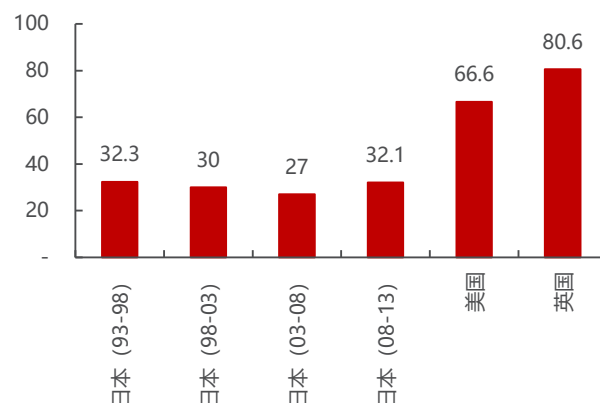
14.5%/81.0%/85.9%/69.8%，其中日本显著较低。日本二手房交易占比低主要系其房屋寿命较短，日本房屋平均寿命在 30 年左右，而美国、英国在 60-80 年左右。日本房屋寿命较短主要系地震多发易毁坏房屋，同时防震标准经常修改，以及房屋主要为木造。

图5：日本与其他发达国家二手房占比对比（2018 年）



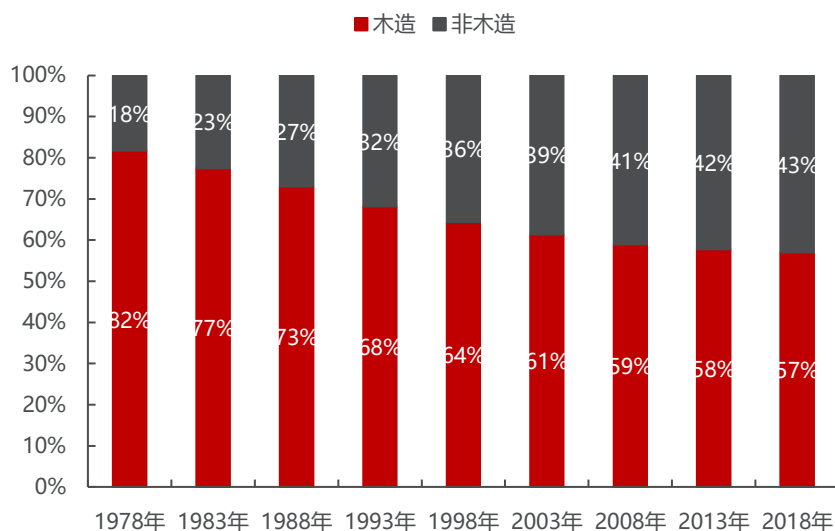
资料来源：日本国土交通省，民生证券研究院

图6：日本房屋寿命与欧美对比（年）



资料来源：日本国土交通省，民生证券研究院

图7：日本住宅木造及非木造占比变化

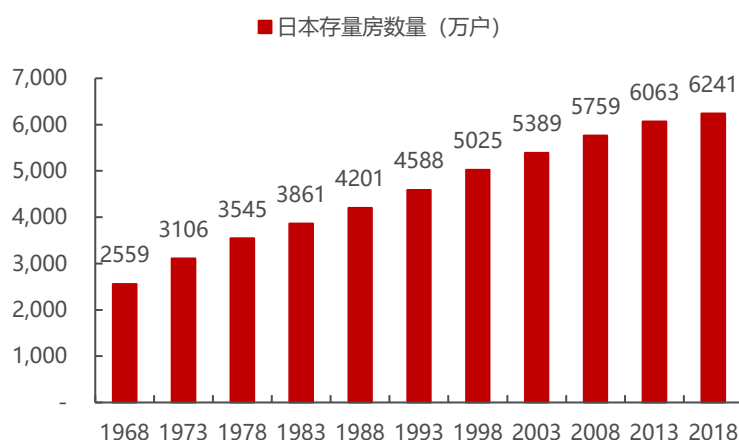


资料来源：日本统计局，民生证券研究院

2.1.2 日本装修市场以存量房为主

日本存量房持续增长。二战后日本住房需求持续增加，在政府鼓励下大量新屋修建，日本房屋存量从 1968 年 2559 万套增长至 2018 年 6241 万套，CAGR 为 1.8%。

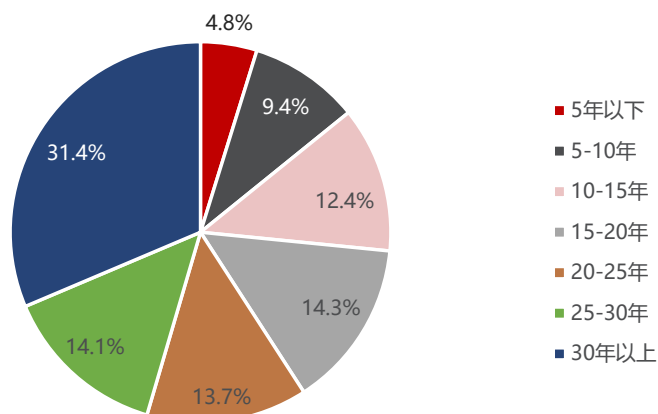
图8：日本存量房数量



资料来源：日本统计局，民生证券研究院

日本装修的房子房龄平均在 20-25 年。根据日本住宅改造推进协议会的调查，2023 年调查的 1041 个装修业主中，31.4%的建筑年限超过 30 年，59%的建筑年限在 20 年以上，其中中位数在 20-25 年区间。

图9：日本装修住宅的建筑年数（2023 年）



资料来源：日本住宅改造推进协议会，民生证券研究院

日本每年存量装修需求持续提升，且在房地产下行阶段增速平稳。根据前文数据，假设存量房平均翻新年限为 22.5 年，结合日本每年存量房数量，得出日本 2018 年存量房装修需求在 277 万套左右，且逐年提升，1968-2018 年，存量房装修需求增速 CAGR 为 1.8%，其中 1988-2008 的房地产下行阶段中，存量房装修需求增速 CAGR 为 1.6%，增速并未明显下滑。

图10：日本每年存量房翻新需求

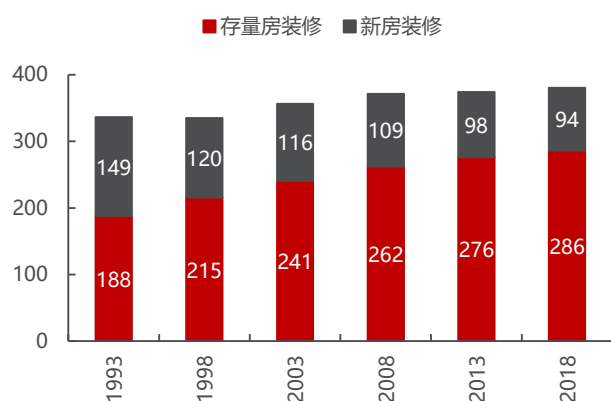


资料来源：日本国土交通省，日本总务省，民生证券研究院测算

注：存量房装修需求=当年存量房数量/22.5

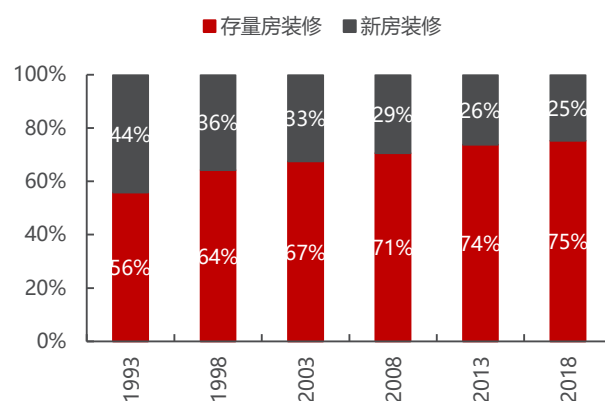
房地产下行周期装修总需求保持增长，主要系存量房装修需求持续提升。日本装修需求以存量房为主，且占比持续提升。按有人居住的存量房测算存量翻新需求，减去改建房，再加上当年交易的二手房数量，近似看为日本每年存量房装修数量。以日本房屋新开工数量代替新房装修数量，日本装修需求以存量房为主，存量房占比持续提升。1993-2008年，日本装修总需求从336万套增长至371万套，CAGR为0.66%，其中存量房装修需求从188万套提升至262万套，CAGR为2.24%，新房装修需求从149万套下降至109万套，CAGR为-2.02%。

图11：日本装修需求 (万套)



资料来源：日本国土交通省，日本总务省，同花顺，民生证券研究院测算

图12：日本存量及新房装修需求占比



资料来源：日本国土交通省，日本总务省，同花顺，民生证券研究院测算

2.1.3 日本装修采购分成前装市场和后装市场

日本新房基本为精装交付，具有“基本装修”，二手房装修大多找地方装企解

决硬装和厨卫，后续家具大多需要自行购买。我们把装修市场划分成前装环节：即新房和旧房在装修工程中，由开发商或家装公司主导的装修类目。主要包含硬装和厨卫等环节，如：

- **室内表面及围护体**：墙体、天花、地面、地板、门窗等；
- **设备机械及厨卫设施**：基本可生活器具、电气设备、换气、给排水设备、厨房系统、卫生间（浴室，洗手间，卫生间）、热水系统器具、地板采暖系统、安全报警、供电控制盘、各种插座等）；
- **部分储藏空间装修**：占面积的 8% 左右。

后续家具大多亦需自行购买，我们归纳成后装环节。后装市场参与者主要销售家具、家居装饰品等，主要参与者为大型零售商。据日本住房金融厅统计，入住新房一年内购买家具、家电等耐用品大概需要 150 万日元，其中家具约几十万日元（小几万人民币）。

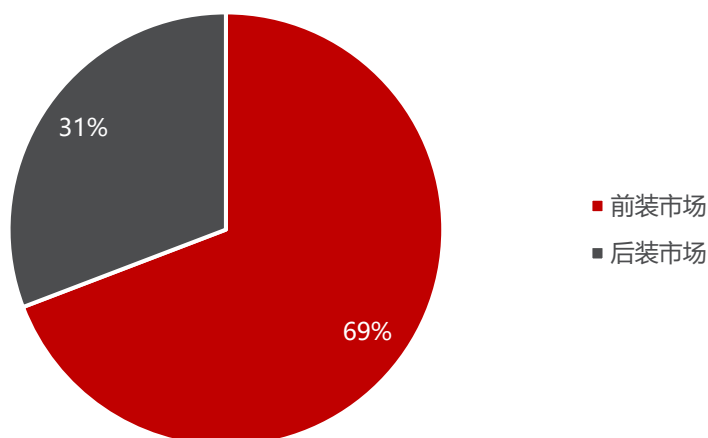
图13：日本前装、后装市场特点



资料来源：日本国土交通省，住宅リフォーム・紛争処理支援センター（日本住宅翻新及纠纷解决支援中心），矢野经济研究所，民生证券研究院
 注：前装市场渠道数据为 2015 年，后装市场集中度数据为 2020 年

2022 年日本前装市场（广义装修市场）与后装市场（泛家居零售市场）规模分别为 8.1/3.6 万亿日元，占比分别为 69%/31%。

图14：日本家居家装市场拆分（2022 年）



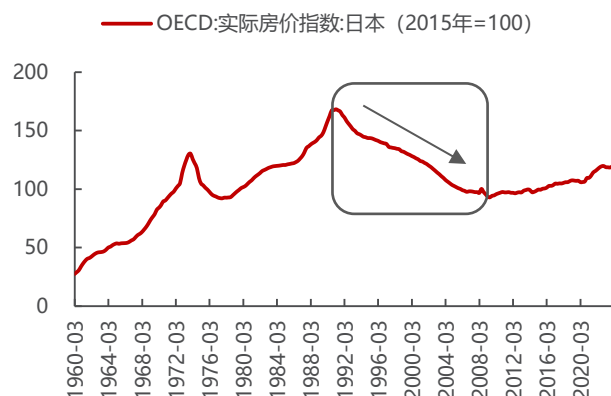
资料来源：日本国土交通省，住宅リフォーム・紛争処理支援センター，矢野经济研究所，民生证券研究院

2.2 90 年代日本地产下行周期，装修市场呈现量增价降

2.2.1 1993-2003 下行阶段，量增价降

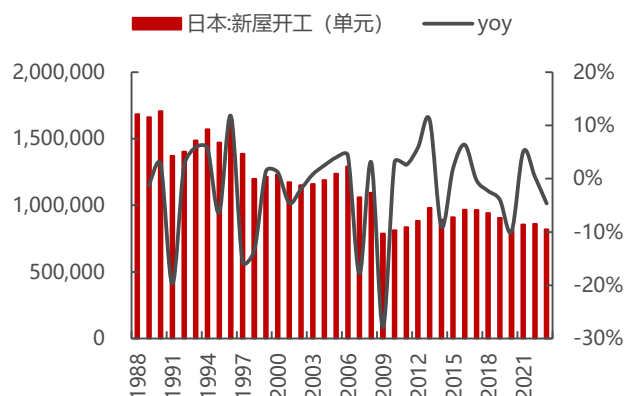
20 世纪 90 年代日本经济进入下行周期，房价及新开工持续下滑。二战后日本经济高速发展，城镇化水平持续提升，叠加婴儿潮带来的大量住房需求，日本房价及新屋开工持续增长。进入 20 世纪 90 年代，日本货币政策收紧，房地产泡沫破裂，进入经济下行周期。1991 年日本房价见顶，1991-2009 年房价指数下降 45%，新屋开工自 1991 年起震荡下行，1990-2009 年新屋开工数下滑 54%，CAGR 为-4%。

图15：日本房价指数



资料来源：同花顺，民生证券研究院

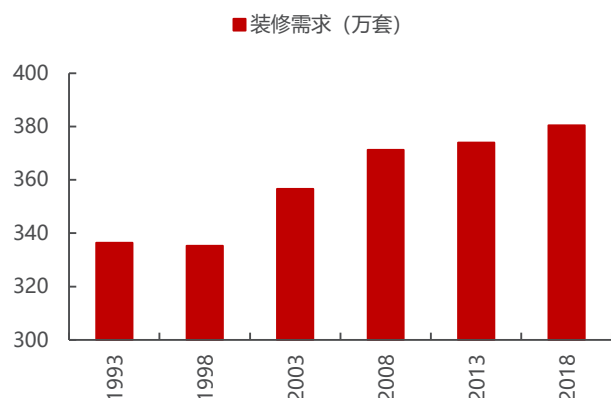
图16：日本新屋开工数及增速



资料来源：同花顺，民生证券研究院

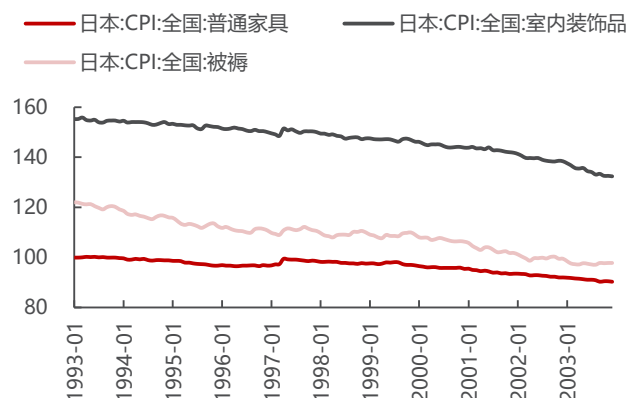
下行阶段装修行业量稳价减。根据前文测算，1993-2003 年期间，装修需求小幅提升（+6%），而泛家居品类价格下行较为明显（家具/装饰品/床上用品 CPI 分别下行 10%/15%/20%），主要系存量房装修需求增长支撑量，而居民消费水平下滑，同时可选消费品下滑更为明显。

图17：日本装修需求（万套）



资料来源：日本国土交通省，日本总务省，同花顺，民生证券研究院测算

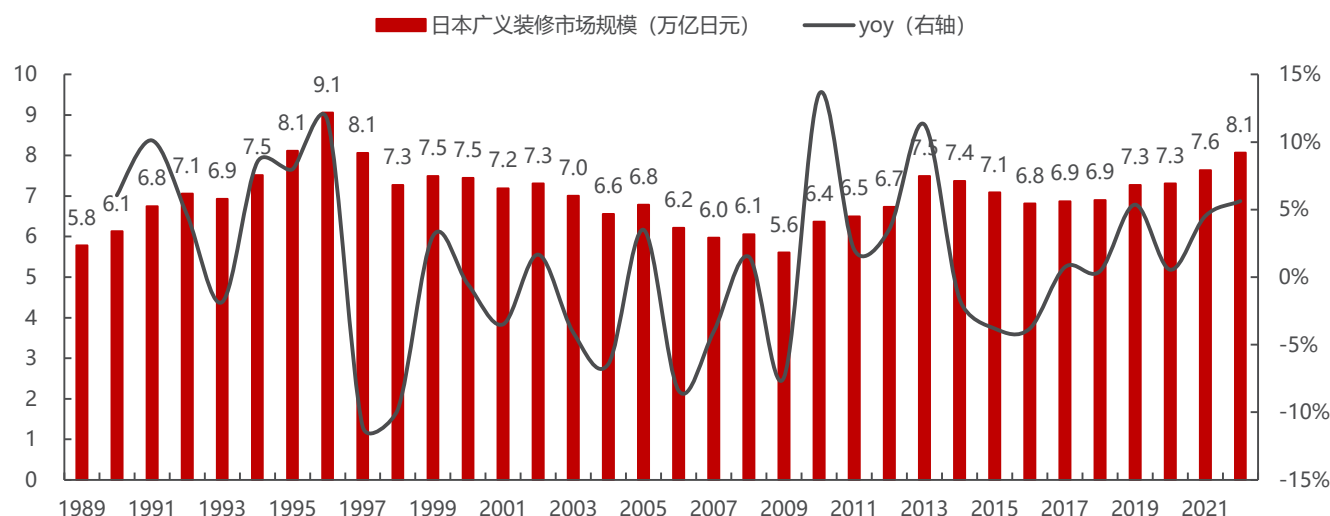
图18：日本主要家居品类 CPI（2015=100）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

下行期间装修市场规模基本平稳。1993-2003 年期间，广义装修市场（装修费用&装修相关购买耐用和非耐用家居产品的费用）规模从 6.9 万亿日元增长至 7.0 万亿日元，在存量房装修需求增长的驱动下，整体装修量有增长，抵消泛家居品类价格下滑的影响，整体广义装修市场规模基本平稳。

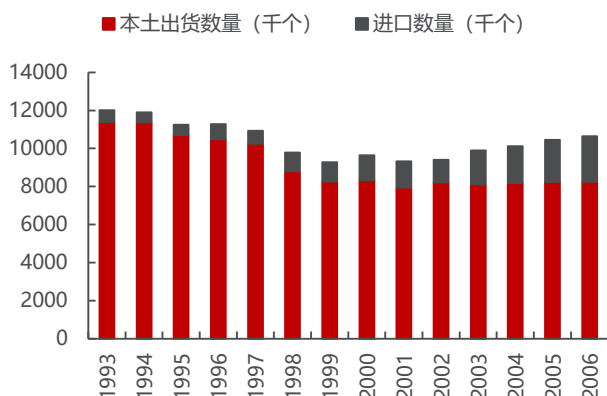
图19：日本广义装修市场规模及增速



资料来源：日本国土交通省，住宅リフォーム・紛争処理支援センター，民生证券研究院

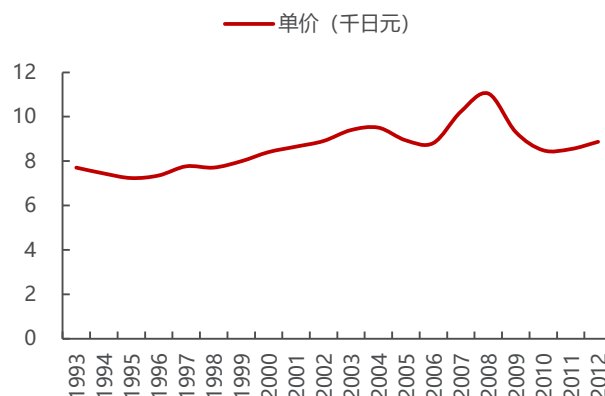
1993-2006 下行阶段，卫生洁具市场量相对平稳，价格受智能坐便器渗透率提升增长。1993-2006 年期间，日本卫生洁具本土出货量下滑 28%，进口量增长 280%，出口量较小忽略不计，总体来看本土消费量下滑 11%，整体较为平稳。价格方面，卫生洁具本土出货单价增长 14%，主要系智能坐便器渗透率提升带来单价上行。

图20：日本卫生洁具本土出货及进口数量



资料来源：日本经济产业省，日本财务省贸易统计，民生证券研究院

图21：日本卫生洁具本土出货单价

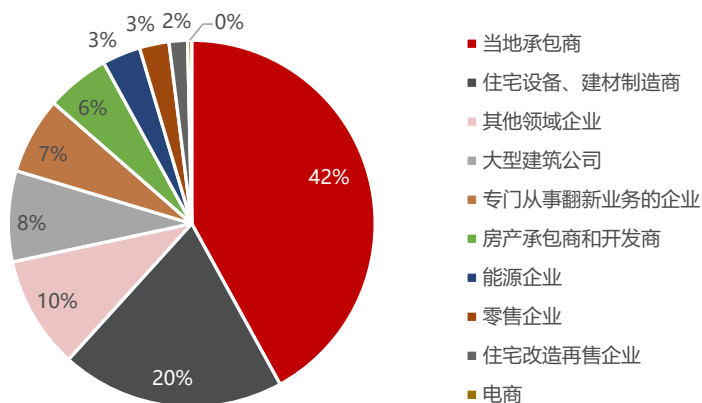


资料来源：日本经济产业省，民生证券研究院

2.2.2 前装市场：装修环节难以整合，但产品环节集中度较高

日本装修市场参与者众多，集中度较低。2015 年日本装修市场规模约 7.9 万亿日元，其中当地承包商（小装企）占比 42%，较大型的的建筑公司和房产商合计占比 14%。小装企占比最高且非常分散，承接当地装修改造需求，而大型建筑商、地产商占比较低。日本相比全球其他国家，在服务标准化领域做的早且做的好，同时当地国土面积相对较小，装修需求偏好易于统一；但在家装环节依然呈现高度分散的格局。

图22：日本广义装修市场各参与者占比（2015 年）



资料来源：日本国土交通省，同花顺，民生证券研究院

产品端则呈现高度分散的格局。如 TOTO 凭借多年积累的优质产品和规模化生产的工厂乘东风崛起，在 20 世纪 50-60 年代在马桶领域市占率接近 50%。骊住在诸多品类中实现行业第一，如 2013 年在窗/入户门等市占率超过 50%；2013 年对于系统浴室/整体厨房等服务属性相对较高的模块亦有接近 30% 的市占率（远高于中国）；值得注意的是很多在中国 ToC 的品类（如定制、卫浴等），在日本是 To 小 B 的模式，对于渠道端而言，考虑产品型公司具有较强品牌属性（如 ToTo 虽然面向小 B，但对于 C 端产生较强品牌认知），采购品牌产品一方面保证装修品质，另一方面对吸引客流具有较大帮助；对于产品端而言，To 小 B 模式加速市场整合，且考虑渠道议价能力较弱，亦能保证合理盈利能力。

表1：2013 年骊住各品类在日本市占率

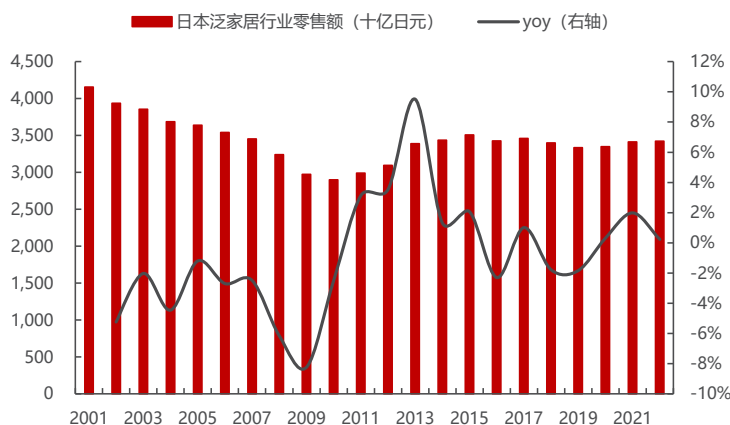
	排名	市占率
窗	1	50%
入户门	1	55%
建筑外立面	1	55%
浴室柜	1	38%
系统厨房	1	28%
整体浴室	1	26%
卫生洁具	2	40%
瓷砖	1	74%
建筑外墙材料	3	11%
窗帘	1	9%
木质室内装饰材料	3-5	5%

资料来源：骊住公司年报，民生证券研究院

2.2.3 后装市场：零售占据主导，家居品牌集中度较低

泛家居（家具、家居装饰）市场以零售为主。如前文所说，日本新房及二手房装修中 B 端地产商、建筑商、装企大多解决硬装、厨卫部分，而桌椅、沙发、床及内饰等大多需要自行购买，因此日本泛家居市场以零售为主，TOB 体量较小。2022 年日本泛家居行业零售额约 3.4 万亿日元（约 1700 亿人民币）

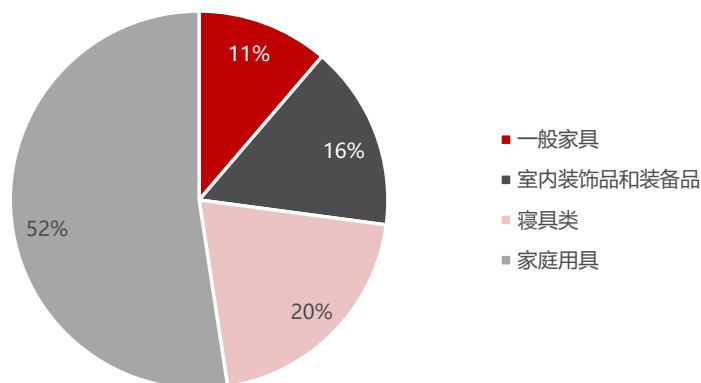
图23：日本泛家居行业市场规模及增速



资料来源：矢野经济研究所，民生证券研究院

家居品类中以家庭用具为主，其次为寝具类、装饰品，一般家具占比最小。按照日本户均泛家居消费额来看，高频必选品市场大于低频可选品，泛家居品类中占比最大的是家庭用具（52%），主要包括餐具、厨具等，寝具和室内装饰品分别占比 20%/16%，而柜子、沙发、餐桌椅等一般家具仅占比 11%。

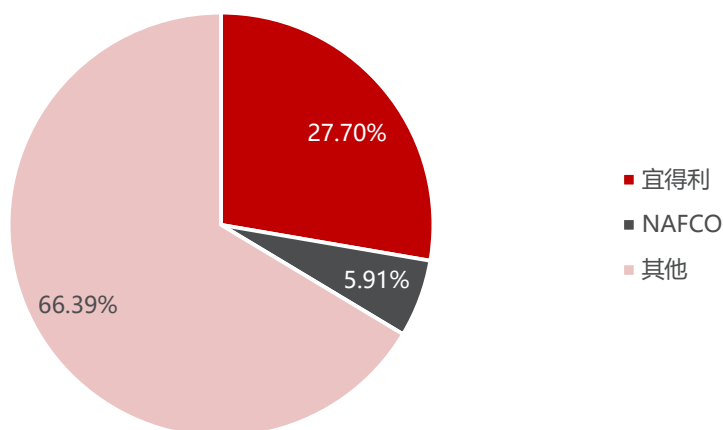
图24：日本居民户均泛家居品类消费占比（2018 年）



资料来源：日本统计局，民生证券研究院

后装市场渠道集中度较高，而产品品牌集中度较低。如 2022 年零售渠道公司宜得利市占率达 27.7%，而其大部分产品为自有品牌，其中自主设计的产品占比达 60%，自有工厂生产占比 20%，并从 740 多家工厂进行采购，产品品牌集中度较低。

图25：2022 年日本家居零售行业竞争格局



资料来源：矢野经济研究所，各公司公告，民生证券研究院

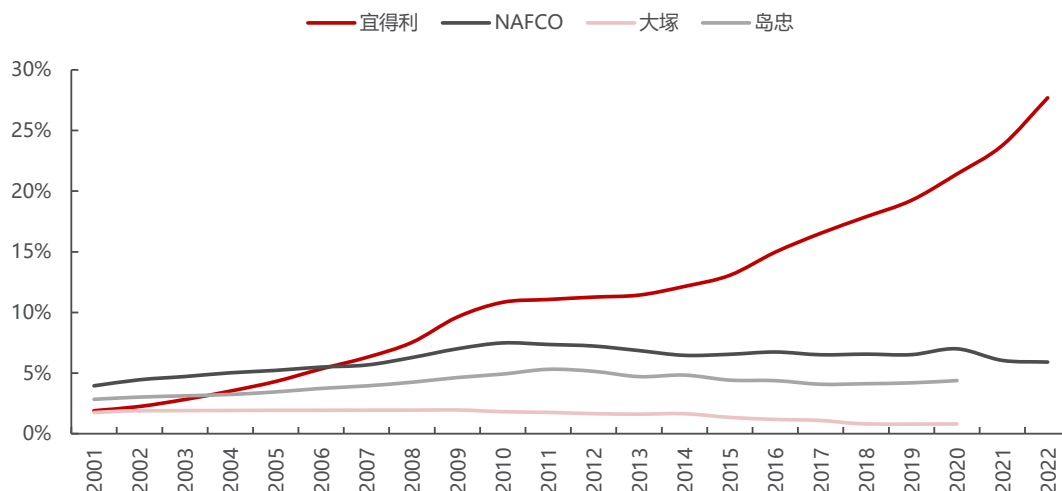
3 90 年代后冰火两重天，零售型&产品型进入发展的岔路

3.1 零售型公司（后装）加速整合，利润增速快于收入

家居零售端经历了从批发商到零售商的转型，20 世纪 90 年代集中度较低。

- **二战后到 1965 年：房屋需求高涨，大量家具经销商涌现。**二战后家具需求大量增加，大量原本做杂货批发的企业（大仓、早水等大型批发商）转行为家具经销商，东京、大阪等地的专业家具经销商也快速成长，从原本以经销商为中心的小规模生产转向根据合同批量生产的时代。1965 年左右出现了专门销售家具的商场以及家具专销店，如 Nitori、岛忠、大塚均在这个阶段成立，开始取代批发商；
- **1965-1990 年：家具专销店陆续建立，家具零售店均呈现快速增长势头，**不过行业相对分散；主因 1) 过去日本更为偏爱实木、高质量、手工家具，偏高端、个性化，对制造商来说难以形成规模效应，因此难以集中；2) 日本地产高景气，未出现大规模渠道洗牌过程；
- **1990 年代：新开工开始下滑，居民追求性价比，大量家具专卖店建立，门店更为大型化。**我们认为，零售商逐渐占据主导主要系居民对性价比的追求迫使零售商去中间化，直接从工厂采购，优化供应链，获取高性价比的产品。行业逐步进入快速整合区间，2001-2020 年，行业 CR4 从 10.4%提升至 33.6%。

图26：日本主要家居零售市占率



资料来源：各公司公告，矢野经济研究所，民生证券研究院

注：1) 行业规模选取矢野经济研究所统计泛家居品类零售额，分子为各企业收入。2) 由于宜得利及 NAFCO 均在上半年结束财年，将该财年收入视为上一自然年收入。3) 由于四个零售商海外业务均占比较低，因此以其总收入作为分子。4) 2020 年 12 月岛忠被宜得利收购。

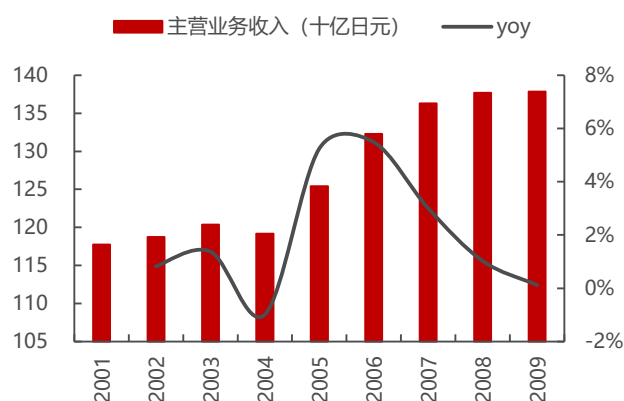
渠道平台型公司在下行期间收入均保持增长。收入方面：1990-2009 年宜得利收入增速 CAGR 为 17%；2001-2009 年岛忠收入 CAGR 为 2%；1994-2003 年大塚收入 CAGR 为 13%；2002-2009 年 Nafco 收入 CAGR 为 4%。**利润方面：**伴随规模扩张，渠道型公司利润增速会快于收入，1990-2009 年宜得利利润增速 CAGR 为 21%，1994-2003 年大塚利润 CAGR 为 13%。

图27：宜得利收入及增速



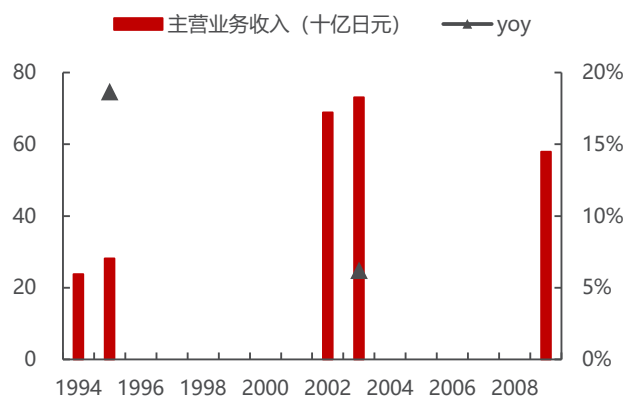
资料来源：彭博，公司年报，民生证券研究院

图28：岛忠收入及增速



资料来源：彭博，民生证券研究院

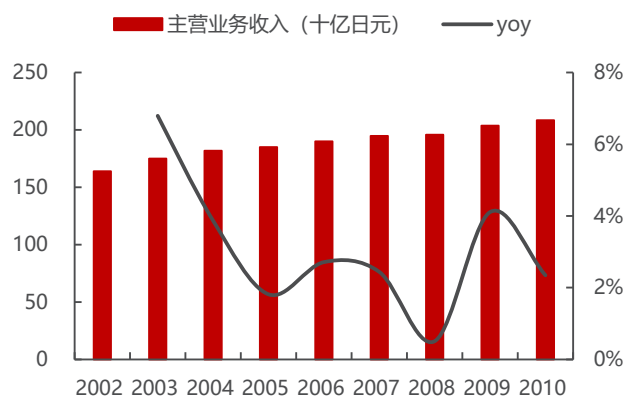
图29：大塚家具收入及增速



资料来源：彭博，民生证券研究院

注：缺失数据系彭博未披露

图30：NAFCO 收入及增速



资料来源：彭博，民生证券研究院

以宜得利为例，顺应时代发展，低价是第一原理。

主打低价的家具零售商。宜得利成立于 1967 年，创始人似鸟昭雄开设了“NITORI 家具店”，面积仅 100 平，当时的日本购买家具是需要谨慎思考的决定，喜爱实木、手工打造，零售商主要通过经销商进货，层层加价。而似鸟昭雄发现美国的家具店很少有基本款大型家具，但地毯、窗帘、寝具等家居品类很多，且价格

只有日本的三分之一。因此宜得利开始主打低价，很多产品的价格比其他百货商场的 1/3~1/2，同时利润率维持稳步上升。

图31：宜得利主要产品

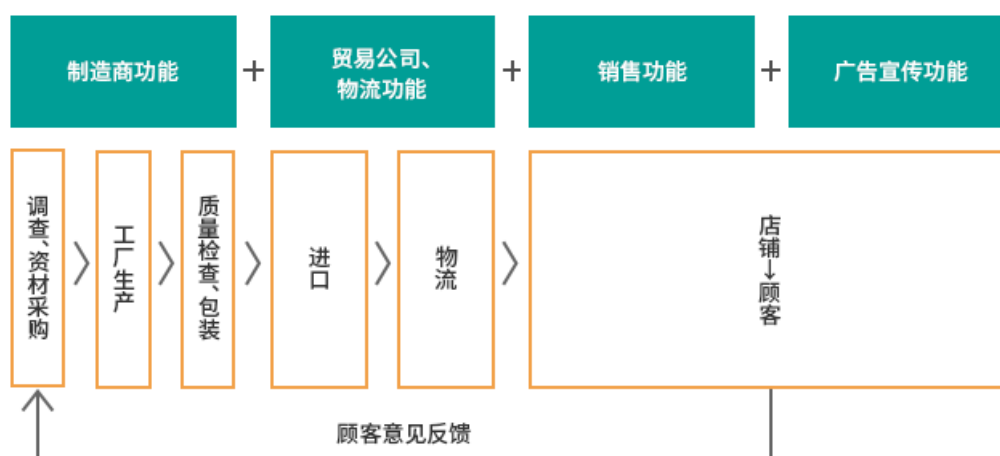
 床 >	 床垫 >	 被褥/床上用品 >	 沙发 >
 窗帘 >	 坐垫套 >	 桌子和书桌 >	 椅子和椅子 >
 课桌、书包、儿童用品 >	 地毯、地毯、垫子 >	 橱柜和厨房储物柜 >	 仓储和衣物仓储 >
 书架、架子、架子 >	 电视柜和客厅储物柜 >	 家用电器和照明设备 >	 厨房用具和炊具 >
 餐具和餐具 >	 内饰配件 >	 家居用品和日用品 >	 沐浴用品 >
 盥洗用品 >	 洗衣用品 >	 清洁工具 >	 被炉 >
 婴儿用品、婴儿床、儿童用品 >	 园艺用品、园艺用品、室外装饰 >	 户外和旅行用品 >	 办公家具、企业、商业用途 >
 宠物用品 >	 时装、家居服、内衣 >	 健康、美容仪器、皮肤护理 >	

资料来源：公司官网，民生证券研究院

低价的保证是供应链的持续优化。宜得利通过不断优化原材料采购、生产制造、仓储物流等多个环节，持续压缩成本，保证低价。

图32：宜得利各功能板块主要职能

NITORI集团的事业功能和营销策略活动流程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

1) 原材料采购：从产品价格反推材料成本，全球采购。宜得利从需要的产品价格出发反推需要的原材料成本，通过自营公司与全球供应商洽谈采购。1973 年开始，宜得利绕过多层批发商，在国内直接采购，近半数材料实现直接采购，掌握定价权。后续由于受到国内厂家制裁以及日元升值影响，宜得利转向海外采购，1986 年开始陆续从中国台湾省、新加坡、马来西亚等地采购，2023 年宜得利海外采购占 90%左右。

2) 生产制造：自有工厂设立在东南亚和中国，合作厂家达 740 家，外包生产亦驻派员工质量管控。宜得利自有工厂都在劳动力成本较低的东南亚和中国，海外生产的产品占比 90%，其中约 20%是自有工厂生产，主要是耐用品，板材利用率高达 95%。此外，公司还合作了 740 家工厂，并驻派员工进行质量管控。

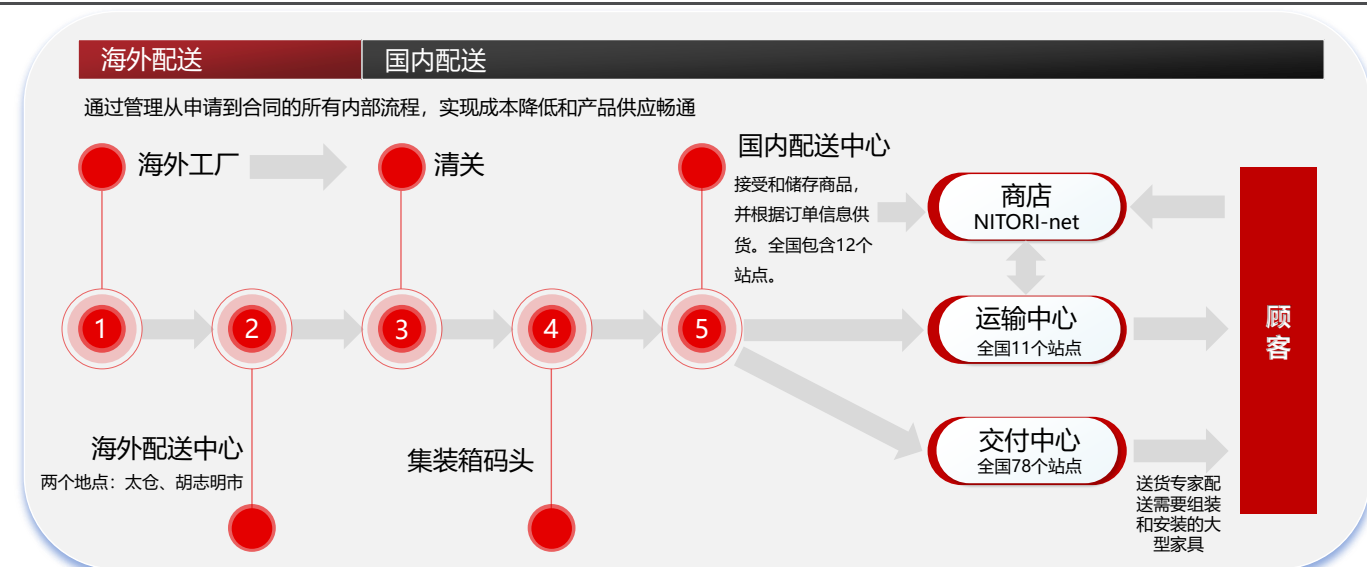
表2：宜得利海外工厂情况

地点	主要产品
越南-河内	家具（橱柜、储物柜、床、沙发）等
越南-巴地头顿	窗帘、床上用品、餐桌椅等
印度尼西亚	家具（橱柜、储物柜、床、沙发）等
泰国	地毯等

资料来源：公司官网，公司年报，民生证券研究院

3) 仓储物流：自营仓储物流，建设 IT 系统。宜得利子公司 Home Logistics 负责仓储物流，物流系统由海外物流中心、日本国内物流中心和配送网点组成。海外物流中心汇集、分拣包装、进口海外生产的产品，运输至国内物流中心和配送网点。国内物流中心亦有仓储功能，将产品配送至门店，实现门店零库存。配送网点是物流中心和消费者的中转站，有专业安装、配送人员为顾客提供服务。信息化方面，宜得利 1980 年引入自动化仓储，1997 年建成仓储物流 IT 系统，2015 年引入“云服务”，实现配送计划自动化，2016 年建成智能仓储系统 Auto Store，出货效率是普通仓库的 4.75 倍。

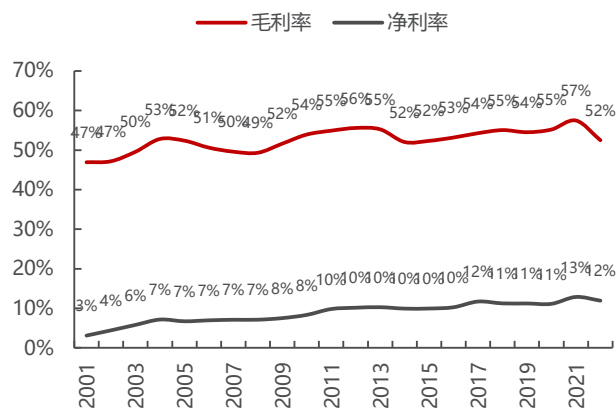
图33：宜得利物流体系



资料来源：公司年报，民生证券研究院

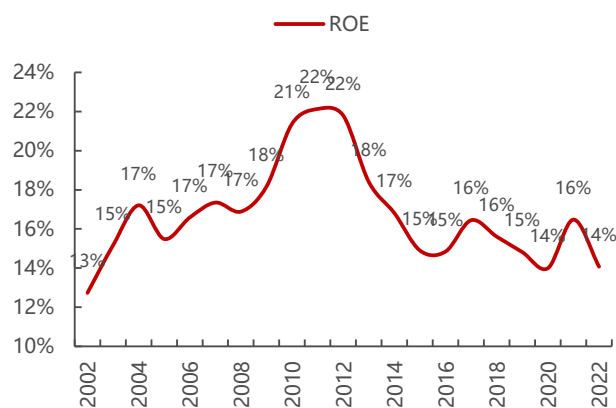
凭借全球采购、自建工厂、自建物流等供应链优化措施，宜得利在极致低价的情况下毛利率依然保持上升态势，净利率持续提升。

图34：宜得利毛利率及净利率



资料来源：彭博，民生证券研究院

图35：宜得利 ROE



资料来源：彭博，民生证券研究院

以大塚为例，高端渠道依然进入整合期

差异化定位高端群体。大塚家具成立于1969年，是一家家具零售公司，同时亦经营定制家具业务。大塚家具与宜得利、NAFCO和岛忠不同，主打高端家具产品，定位中产以上阶级，在1990年前顺应日本消费需求，成立仅11年就成功上市。1993年公司引入会员制度，进一步强化高端定位，会员进店后有专人全程引导服务，并提供折扣和高质量产品。

图36：大塚主要产品



资料来源：大塚官网，民生证券研究院

广告营销+引进高端品牌+会员制差异服务，塑造独特高端家具零售渠道。1)

引入会员制：1993 年大塚转型会员制企业，有专门的导购陪同每一位会员购物，并根据历史购买记录推荐产品等，且大塚的展厅在业内是较大的，因此当客户想要购买高端、大型、耐用的家具时，都会想到大塚。**2) 高端品牌：**大塚销售 Poltrona Frau (百年历史的欧洲皇室家具)、Rolf Benz (精品高档沙发品牌)、Carl Hansen & Søn (丹麦百年家具制造商) 等高端品牌的家具，借助产品品牌打造渠道品牌。**3) 广告营销：**通过持续的广告投放和大型门店的展示，向顾客传达大塚=高端的品牌形象。

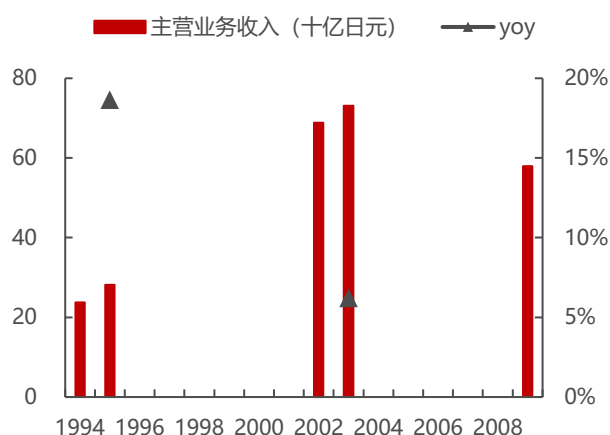
图37：大塚家具展厅销售众多知名品牌产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

凭借差异化的高端定位，公司收入利润持续增长。1994-2003 年，公司收入从 238 亿日元提升至 731 亿日元，CAGR 为 13%，净利润从 1 亿日元提升至 36 亿日元，CAGR 为 45%。

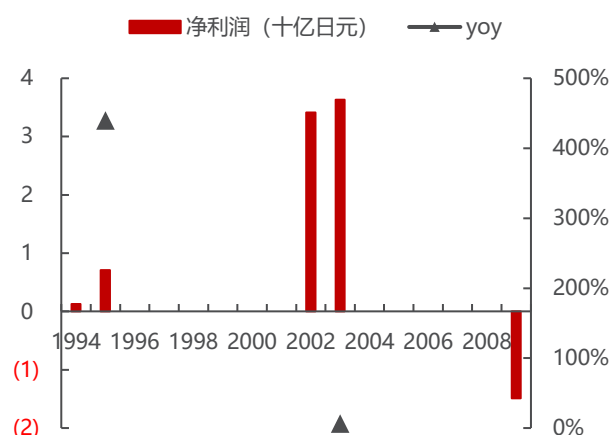
图38：大塚收入及增速



资料来源：彭博，民生证券研究院

注：缺失数据系彭博未披露

图39：大塚净利润及增速



资料来源：彭博，民生证券研究院

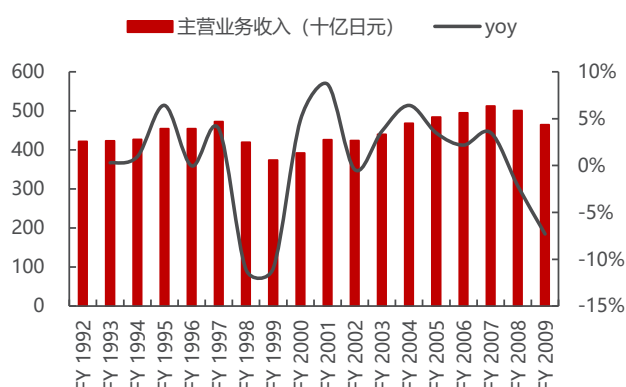
注：缺失数据系彭博未披露

3.2 产品型公司（前装）收入稳定，利润率承压，布局旧改

和出海

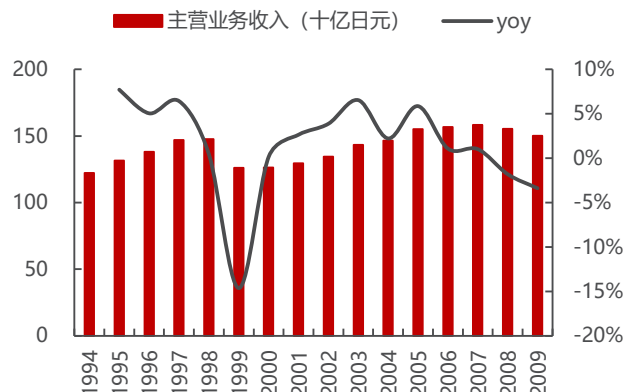
产品型公司大多在地产下行期间收入保持稳定，其中细分赛道企业有增长机会。1992-2009 年 TOTO 收入 CAGR 为 0.6%；1994-2009 年 Takara Standard 收入 CAGR 为 1.4%；而主打医疗床细分赛道的八乐梦床业收入则持续增长。

图40：TOTO 收入及增速



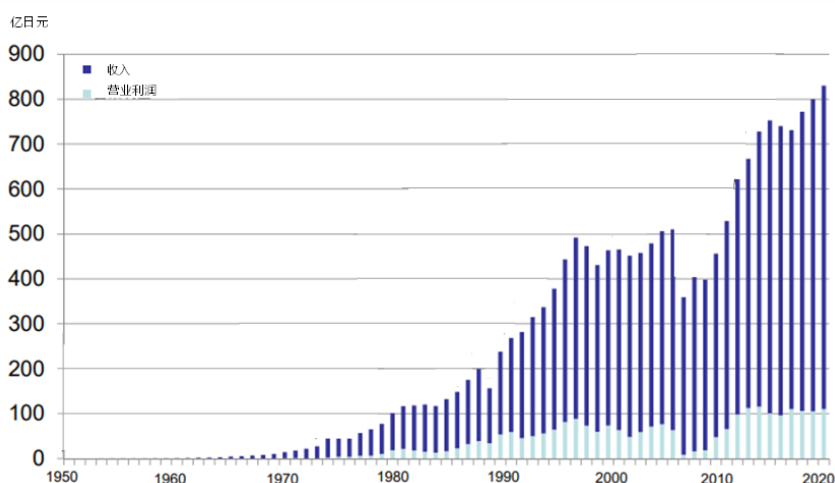
资料来源：彭博，民生证券研究院

图41：Takara Standard 收入及增速



资料来源：彭博，民生证券研究院

图42：八乐梦床业收入及利润（单位：亿日元）



资料来源：公司官网，民生证券研究院

以 TOTO 为例，营收端通过出海和存量更新拉动，利润端受价格战影响承压。

TOTO 成立于 1912 年，主营卫浴相关产品的生产和销售。1914 年 TOTO 成功研发出日本第一台国产冲水式坐便器，后因关东大地震排水系统的大规模建造，卫生洁具需求量激增，给了 TOTO 发展的机会；1964 年 TOTO 在日本奥运会上通

过预制浴室装修了 1044 个酒店房间；后推出洗脸化妆台新产品；1978 年研发出温水臀洗便座，再次引领市场。凭借不断的产品创新，TOTO 在地产下行周期前就实现了陶瓷卫浴行业的集中。

图43: TOTO 主要产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

1990-2009 年期间，面对国内房地产下行，公司主要通过推进改造业务和海外业务实现增长：

- 1) **重点推进改造业务。**1993 年时任社长提出“改造宣言”，推进改建和扩建的新业务，1998 年 TOTO 财报出现上市以来第一次赤字，且新建住宅动工数连续两年减少 20 万户，公司进一步推进“不受新建住宅动工户数束缚、以重塑为中心的商业模式的转换”，将陈列室数量增加到 100 个，并将陈列室由原本单纯展示进一步拓展到进行商务洽谈，对销售的考核也从单纯的销售额考核转向更为注重客户满意度。1994 年 TOTO 成立“改造俱乐部”，大约 600 家商铺加入，2005 年加入数量突破 5000 家。2002 年 TOTO 与大建工业、YKKAP 联合成立“TDY 联盟”，补充地板、墙壁、天花板、门窗改造业务。TOTO 改造业务收入占比从 2001 年 46%提升至 2018 年 68%。

图44: TOTO 改造业务占比持续提升



资料来源：TOTO 官网，民生证券研究院

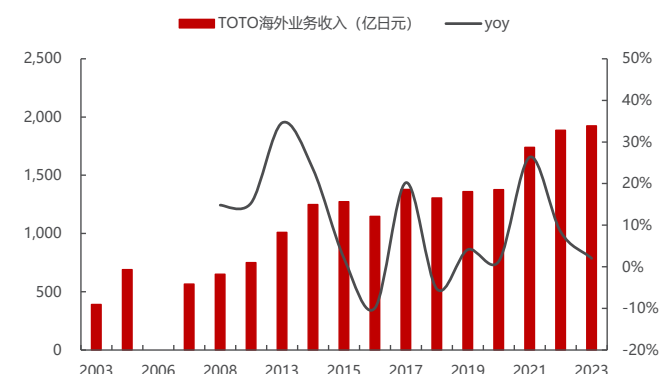
2) **海外业务拓展**。1984 年 TOTO 成立海外事业部，后相继拓展进入中国、泰国、韩国等地。**对于中国市场，TOTO 经历了加强品牌认知度、加强市场渗透和建立品牌三个阶段**。TOTO 在进入中国初期通过进入酒店、机场和写字楼等提升品牌知名度，并打造高端品牌形象，同时于 1994 年在中国建立工厂，实现降本；之后营业人员深入建材市场介绍，展示酒店和机场的使用案例和在日的使用场景，说服经销商这些产品会快速普及；最终逐步确立 TOTO 高端品牌的形象。而美国市场是成熟市场，TOTO 作为挑战者研发坐便器和水箱一体化设计的坐便器，并凭借高超的节水技术打入市场。TOTO 海外业务收入从 2003 年 392 亿日元提升至 2023 年 1924 亿日元，CAGR 为 8%。

图45：TOTO 在中国发展的战略



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图46：TOTO 海外业务收入

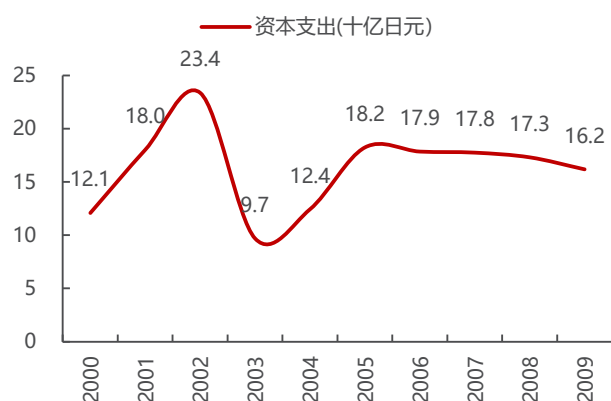


资料来源：公司公告，民生证券研究院

供应链：持续推进自动化、规模化工厂、海外工厂建设，并优化物流系统。

1988-1992 年公司发行 3 次可转债和一次普通债券，募集合计超 700 亿日元（约 35 亿人民币）用于更为自动化、规模化的工厂建设，以优化供应链。2000-2009 年，公司平均每年资本支出 163 亿日元（约 8 亿人民币），建设工厂及物流体系。此外，公司还引入信息系统管理工厂、研发及销售环节。

图47：TOTO 资本支出情况（2000-2009 年）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图48：TOTO 立体自动仓库（1991 年）



资料来源：TOTO 官网《TOTO 百年史》，民生证券研究院

产品：以翻新需求为本，研发高性价比产品，重视顾客服务。

- 1) **品类扩张：**翻新需求中厨房、浴室为主要装修空间，因此公司在此期间发力推动系统厨房、瓷砖、淋浴房等品类研发、生产，1989 年分别建立系统厨房、瓷砖生产工厂，全面拓展系统厨房业务。

图49：TOTO 茂原系统厨房工厂（1992 年）



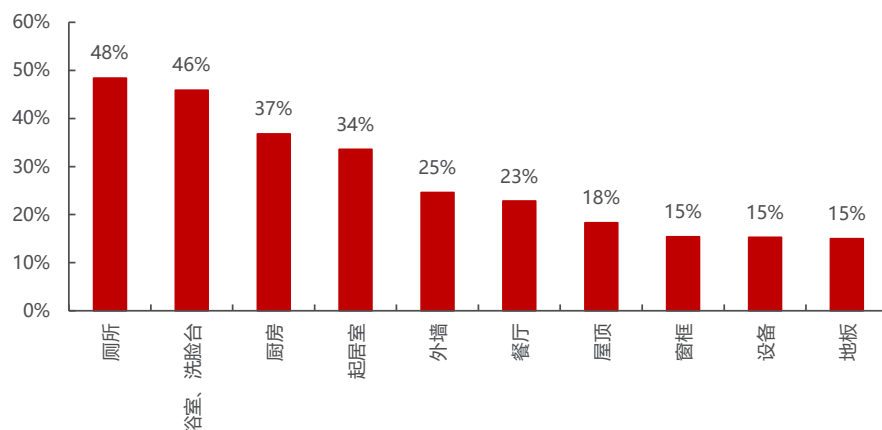
资料来源：TOTO 官网《TOTO 百年史》，民生证券研究院

图50：TOTO 系统厨房产品



资料来源：TOTO 官网《TOTO 百年史》，民生证券研究院

图51：装修中选择装修各空间的比例（2023 年）



资料来源：日本住宅改造推进协议会，民生证券研究院

- 2) **产品低端化：**1990 年之前产品高端化，推出更大、更有设计感的厨房、室内小型泳池、对标商业空间灵敏度的坐便器等。1994 年 TOTO 提出要“以合理的价格向客户提供有吸引力的产品”，产品设计方向不再是高端化，1990 年后注重节水和清洁概念，进一步研发单元浴室、单元卫生间等方便安装的产品，对浴室柜、系统厨房等注重使用体验感的添加，而像 1990 年前各种高级功能的设计减少。同时 1990 年后，行业开始低价竞争，对 TOTO 的市占率造成了影响，且 TOTO 的净利率从 1992 年 4.2%

持续下滑至 2000 年-8.6%，后续 TOTO 通过发力翻新市场、海外市场，减弱自身业务对新房开工的依赖，收入稳健成长，盈利回暖。

图52：1989 年高端产品（室内小型游泳池）



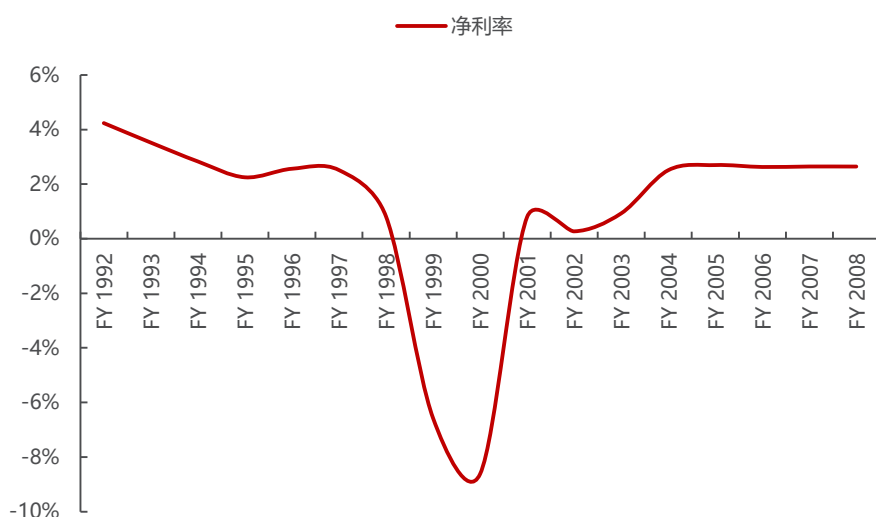
资料来源：TOTO 官网《TOTO 百年史》，民生证券研究院

图53：TOTO 于 1994 年推出的主打节水、易清洁产品



资料来源：TOTO 官网《TOTO 百年史》，民生证券研究院

图54：1992-2000 年间受制于价格战 TOTO 净利率承压

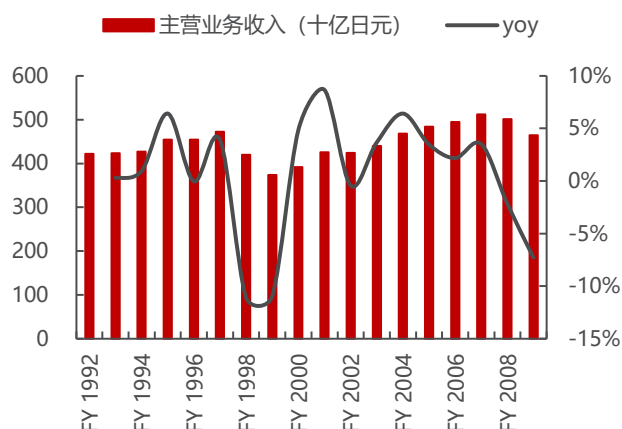


资料来源：彭博，民生证券研究院

- 3) **服务：**随着快速扩张期结束和存量更新占比提升，TOTO 更为重视客户的满意度，发起 CS 计划（customer satisfaction：顾客满足）：①2004 年在日本全国进入 5000 家门店（如建材、五金店、装修门店等），更为贴近客户；②建立售后服务制度，规范售后服务、延长保修期限等。

凭借改建业务及海外发力，公司在地产下行阶段实现了收入的稳健增长。

1992-2009 年，公司收入从 4217 亿日元提升至 4645 亿日元，CAGR 为 1%，实现稳健增长，净利润在价格战下承压，后凭借翻新市场、海外市场拓展实现扭亏为盈。

图55: TOTO 收入及增速


资料来源：彭博，民生证券研究院

图56: TOTO 净利润及增速


资料来源：彭博，民生证券研究院

以八乐梦床业为例，医疗床领域龙头，拓展家用业务及海外市场。

业务内容不断丰富。八乐梦床业成立于1947年，主要从事日本和海外的医疗保健领域的业务，包括医疗和护理床的制造和销售、医疗福利设备及家具的制造和销售以及上述物品的进出口、租赁和维修。1950-1970年间，日本先后经历结核病流行、全民医保、医学院大量成立等事件，医院床位需求大量增加，八乐梦床业凭借自主研发的适合日本人的病床站稳脚跟。1990-2009年期间，公司进一步丰富业务内容，为探索医疗保健市场，1993年开发并销售了开创性的家庭护理床“Rakutaku”，将家居市场发展为除设施市场之外的第二大支柱。此后不断开创新业务和原有业务拓展来巩固其地位，2002年进入维修业务，2003年推出银泰品牌的家用高端床，2007年进入福利设备租赁批发业务。

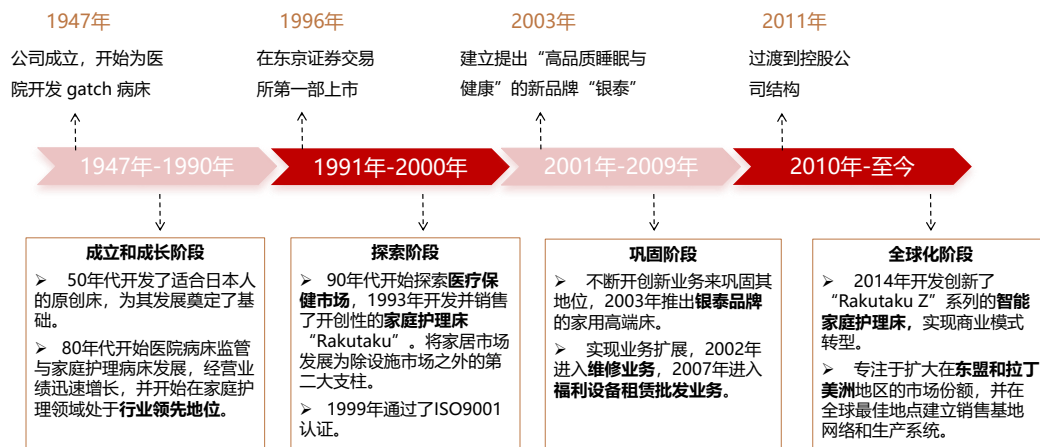
1) 品类拓展：公司加大家庭的业务开拓。1997年开发并且销售家庭护理床“Kyuma Aura Bed”。2003年，推出以“优质睡眠与健康”为主题的新品牌银泰，进军一般家居市场。2007年，公司进入辅助设备（现为派拉蒙护理服务有限公司）的租赁和批发业务，将业务扩展到不受传统医疗和护理床框架约束的领域，旨在与制造商业务产生协同效应。

2) 提价、降本：一方面，八乐梦床业通过增加高性能护理床和其他医疗设备的销售比例来提升每张床或设备的单价，提高利润；另一方面，把原有面向急诊和普通重症监护病房的“K”系列病床进行整合，改造为老年护理院等老年住宿设施用床，以降低成本，提高利润。

2) 海外业务拓展：1995-2004年，成立印尼及中国子公司，2007年收购了法国公司Corbon Holding的股份，并收购了Corbon Holding的100%控股子公司Corona Medical。Corona Medical是法国第二大医疗和护理床制造商，成为公司进入欧洲市场的子公司。除此之外，公司还在印度尼西亚和中国开设制造

和销售基地，并且加强与海外子公司的合作，致力于建立全球最优化的生产体系，扩大销售区域。

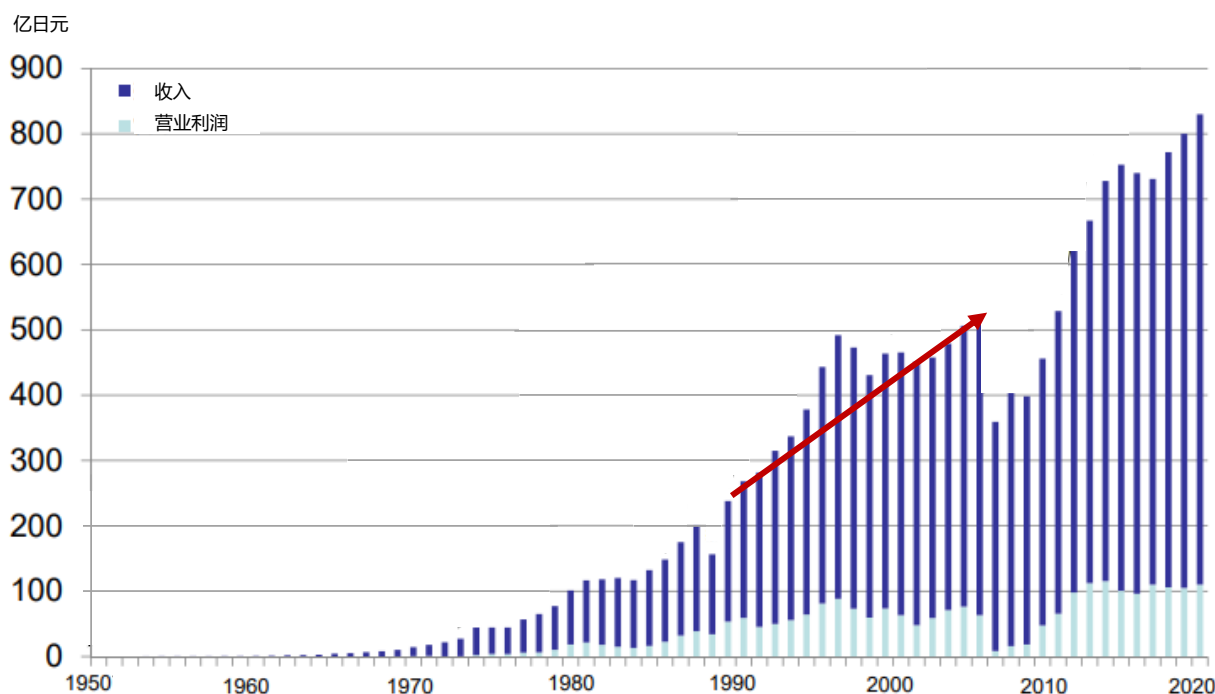
图57：八乐梦床业发展情况



资料来源：八乐梦床业官网，民生证券研究院

凭借多业务持续拓展及海外扩张，1990-2006 年，八乐梦床业收入持续呈增长态势。

图58：八乐梦床业收入及营业利润（亿日元）



资料来源：八乐梦床业官网，民生证券研究院

4 投资建议

中国作为全球家具制造业工厂且目前仍处于人口红利期，无论生产成本或服务成本均低于日本，但如果对比中日家具价格，国内消费者家具采购价格不低于日本；我们认为受制于相对低效经销商体系，国内消费者暂较难享受质美价廉的家具产品。展望未来，我们认为整装化进程或大幅优化前装产品渠道效率（卫浴、定制等），该类公司客户或逐步从 C 端变成小 B，如欧派家居、索菲亚等正密集布局整装市场，行业马太效应有望加速；对于后装市场，直营或类直营的家具大店公司或雏形渐现，不同于家电/服装等赛道，家具无论 sku 还是服务复杂度相对更高，对潜在整合者能力亦提出更高要求，目前如顾家家居正逐步完善信息流、货流等，以顾家大店形态加速后端渠道拓展。

推荐布局整装市场的欧派家居，建议关注索菲亚；推荐零售化改革的顾家家居；推荐后装市场中具有品牌属性的品类（智能马桶、床垫），推荐慕思股份、喜临门、箭牌家居。

表3：重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
603816.SH	顾家家居	24.96	2.44	2.45	2.65	10	10	9	推荐
603833.SH	欧派家居	46.55	4.98	5.33	5.77	9	9	8	推荐
603008.SH	喜临门	15.24	1.13	1.62	1.84	13	9	8	推荐
001323.SZ	慕思股份	28.26	2.01	2.26	2.56	14	13	11	推荐
001322.SZ	箭牌家居	6.62	0.44	0.37	0.45	15	18	15	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价）

5 风险提示

1) 日本房地产与装修情况与我国存在差异，经验未必可比。虽然中国和日本在家居消费习惯、装修品味等领域有一定相似之处，但日本精装房渗透率更高、改建房占比较高、独栋别墅较多，与中国仍存在差异，日本家居行业发展情况或无法指导国内家居行业发展。

2) 国内房地产或持续承压。目前国内地产承压，若压力超预期，可能对国内家居行业带来不利影响。

3) 家居企业渠道拓展不及预期。我国家居企业主要通过经销商进行零售，拓展家装、拎包入住、电商等各种新渠道，若下游渠道拓展不及预期，家居企业业绩可能承压。

插图目录

图 1:	日本新住宅开工户数及增速	4
图 2:	日本改建房数量及占比	4
图 3:	日本每年新房开工及二手房成交套数	5
图 4:	日本二手房交易分公寓和一户建拆分 (千户)	5
图 5:	日本与其他发达国家二手房占比对比 (2018 年)	6
图 6:	日本房屋寿命与欧美对比 (年)	6
图 7:	日本住宅木造及非木造占比变化	6
图 8:	日本存量房数量	7
图 9:	日本装修住宅的建筑年数 (2023 年)	7
图 10:	日本每年存量房翻新需求	8
图 11:	日本装修需求 (万套)	8
图 12:	日本存量及新房装修需求占比	8
图 13:	日本前装、后装市场特点	9
图 14:	日本家居家装市场拆分 (2022 年)	10
图 15:	日本房价指数	10
图 16:	日本新屋开工数及增速	10
图 17:	日本装修需求 (万套)	11
图 18:	日本主要家居品类 CPI (2015=100)	11
图 19:	日本广义装修市场规模及增速	11
图 20:	日本卫生洁具本土出货及进口数量	12
图 21:	日本卫生洁具本土出货单价	12
图 22:	日本广义装修市场各参与者占比 (2015 年)	12
图 23:	日本泛家居行业市场规模及增速	13
图 24:	日本居民户均泛家居品类消费占比 (2018 年)	14
图 25:	2022 年日本家居零售行业竞争格局	14
图 26:	日本主要家居零售商市占率	15
图 27:	宜得利收入及增速	16
图 28:	岛忠收入及增速	16
图 29:	大塚家具收入及增速	16
图 30:	NAFCO 收入及增速	16
图 31:	宜得利主要产品	17
图 32:	宜得利各功能板块主要职能	17
图 33:	宜得利物流体系	18
图 34:	宜得利毛利率及净利率	19
图 35:	宜得利 ROE	19
图 36:	大塚主要产品	19
图 37:	大塚家具展厅销售众多知名品牌产品	20
图 38:	大塚收入及增速	20
图 39:	大塚净利润及增速	20
图 40:	TOTO 收入及增速	21
图 41:	Takara Standard 收入及增速	21
图 42:	八乐梦床业收入及利润 (单位: 亿日元)	21
图 43:	TOTO 主要产品	22
图 44:	TOTO 改造业务占比持续提升	22
图 45:	TOTO 在中国发展的战略	23
图 46:	TOTO 海外业务收入	23
图 47:	TOTO 资本支出情况 (2000-2009 年)	23
图 48:	TOTO 立体自动仓库 (1991 年)	23
图 49:	TOTO 茂原系统厨房工厂 (1992 年)	24
图 50:	TOTO 系统厨房产品	24
图 51:	装修中选择装修各空间的比例 (2023 年)	24
图 52:	1989 年高端产品 (室内小型游泳池)	25
图 53:	TOTO 于 1994 年推出的主打节水、易清洁产品	25
图 54:	1992-2000 年间受制于价格战 TOTO 净利率承压	25

图 55: TOTO 收入及增速.....	26
图 56: TOTO 净利润及增速	26
图 57: 八乐梦床业发展情况	27
图 58: 八乐梦床业收入及营业利润 (亿日元)	27

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 2013 年骊住各品类在日本市占率	13
表 2: 宜得利海外工厂情况	18
表 3: 重点公司盈利预测、估值与评级.....	28

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026