



林纸产品

2019.12.15

评级: 增持

上次评级: 增持

低欲望日本市场，家具龙头如何嬗变**——日本家居建材领军企业 LIXIL（骊住）专题报告**

细分行业评级

	穆方舟(分析师)	林昕宇(分析师)	张心怡(研究助理)
	0755-23976527	010-83939845	010-83939817
	mufangzhou@gtjas.com	linxinyu@gtjas.com	zhangxinyi@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880518080003	S0880118070083

本报告导读:

LIXIL 发展过程伴随着多品牌多品类的战略有序推进,通过各类产品线以及渠道满足不同类型客户的需求,并购整合进一步强化了在日本以及海外市场的龙头地位。

摘要:

- **维持轻工-家具子行业“增持”评级。**通过复盘日本家居行业及 LIXIL 集团历史发展,我们发现日本市场对国内情况具有一定借鉴意义,随着翻新市场逐渐成为日本家居建材的主要需求, LIXIL 集团积极探索发展路径,及时调整经营管理理念并多维度布局家装改造市场;在并购战略的推动下, LIXIL 逐渐构建起强大的海外分销网络并聚焦全球增长。企业经营发展并非一帆风顺, LIXIL 在经营情况出现波动时及时调整,经过数十年积累,战略制定顺应趋势、产品与渠道满足各类需求、并购扩张辐射全球是 LIXIL 巩固并确立全球家居建材行业领军地位的主要驱动力。对于国内企业,我们认为在规模经济与范围经济动态变化视角下,单品类及多品类公司将出现不同发展路径。**推荐标的:** 欧派家居、顾家家居、尚品宅配、帝欧家居、志邦家居。
- **从 TOSTEM 到 JS, 积极探索发展路径, 多维度布局家装改造市场。**集团成立初期,主要通过收购与自身品类扩张布局住房与建筑市场,各个细分品类的行业地位均为所处领域的头部品牌。随着日本家居建材市场需求结构的变化,集团积极探索适应市场的经营模式,在管理架构、战略定位、产品与渠道等多个方面进行相应调整,顺应变化是这一发展阶段的关键词。
- **整合后的 LIXIL 通过先进的经营管理理念确立稳步发展根基, 集团经营优势不断凸显。**从综合营销组织到全面合并, LIXIL 逐步实现了一站式提供商品和服务的模式。面对地震、房地产市场不景气以及消费市场低迷等外部环境的不利影响, LIXIL 进一步强化对于装修市场的综合服务能力,全面布局翻新市场,积极进行新渠道模式的探索。为充分满足集团中长期成长的需求,整合完成的 LIXIL 针对降本增效等多个方面分别制定多项计划,不断强化集团的综合竞争优势。
- **对国内市场的启示: 行业整合道阻且长, 品类渠道多元化布局有待不断尝试。**LIXIL 通过对零售渠道、专业渠道等多方面布局,充分满足标准化市场及非标准化市场需求,不断巩固行业龙头地位,实现了各品类规模经济以及多品类多渠道的范围经济。对于国内单品类公司,最佳路径是充分发挥规模效应并成为细分领域龙头,在定价、渠道方面抢占一定优势,逐步提升市场份额;对于多品类公司,最佳路径是在行业成长期实现单品类规模效应,随着行业渐近成熟,通过多品类扩张实现生产、渠道、品牌等多维度范围经济并拓展中长期新增长点。
- **风险提示:** 原材料价格波动的风险, 房地产波动风险对需求的影响

相关报告

林纸产品:《客流结构变化下的渠道调整》	2019.11.14
林纸产品:《双十一活动有望提升家具品牌影响力》	2019.11.14
林纸产品:《中长期构建规模经济与范围经济动态变化视角》	2019.11.05
林纸产品:《家具行业中长期的渠道结构将逐步变化》	2019.10.16
林纸产品:《文化办公用品类零售额月度环比增速提升》	2019.09.22

目 录

1. 核心观点.....	6
2. 日本逐渐形成低欲望社会，人口、消费、房地产及家居市场历经数十载跌宕起伏.....	6
2.1. 日本房地产市场：历经数十年发展，从黄金期进入衰退期.....	7
2.1.1. 20世纪50-70年代：地产快速发展，家居进入黄金期.....	7
2.1.2. 20世纪80-90年代：经济增速放缓，家居进入整合期.....	7
2.1.3. 20世纪90年代至今：地产萎靡，新开工、成交量下降....	8
2.2. 日本人口增长乏力：红利消退，消费意愿降低.....	10
2.3. 日本家居行业景气度下行，装修市场以零售渠道为主.....	11
2.4. 房地产市场结构调整带来翻新市场的机会，日本大地震带来催化影响.....	13
3. 从 TOSTEM 到 JS，积极探索发展路径，多维度布局家装改造市场	14
3.1. 从成立至 2001 年：通过收购与品类扩张布局住房与建筑市场	14
3.2. 2002~2004 财年：历经合并重组与更名，初步探索适应于家装改造市场的产品与渠道.....	15
3.2.1. 管理架构：基于商业模式及发展考虑，Tostem 和 Inax 进行合并，集团更名.....	15
3.2.2. 战略定位：布局全屋市场，积极拓展海外业务寻求新增长点	15
3.2.3. 产品&渠道：积极研发适用于家装改造的产品，布局建筑业特许经营连锁店.....	16
3.3. 2005~2008 财年：围绕厨房和卫浴两大业务中心，拓展适用于家装改造市场的产品以及新渠道类型.....	17
3.3.1. 战略定位：强化成本竞争力，持续进行海外生产布局.....	17
3.3.2. 产品&渠道：强化产品优势与设计，开创新面向专业人士的市场	18
3.4. 2009 财年：积极应对环境集团不利影响，构建多类型渠道... 19	19
3.4.1. 管理架构：采购、分销、生产场地根据需求合并，成立新的公司	19
3.4.2. 产品研发：应对外部环境不利影响，梳理并整合产品体系	20
4. 整合后的 LIXIL：先进的经营管理理念确立稳步发展的根基，集团经营优势不断凸显.....	21
4.1. 管理架构：从综合营销组织到全面合并，一站式提供商品和服务	21
4.1.1. 2010 财年：推出 LIXIL 综合营销组织.....	21
4.1.2. 2011~2013 财年：多家公司实现全面合并，为日本市场的整合建立基础.....	23
4.1.3. 2013~2015 财年：布局全球增长，奠定多方面基础.....	24
4.1.4. 2016~2018 财年：积极化解不利影响，及时调整再度出发	26
4.2. 全面布局翻新市场，渠道探寻多元化发展之路.....	26
4.2.1. 强化对装修的综合服务能力，全面布局翻新市场.....	26

4.2.2. Ken Depo 是集团布局专业市场的渠道尝试.....	27
4.2.3. VIVA HOME 业务是以家庭中心为核心的渠道形态尝试..	28
4.3. 从整合到增长, 改革后的 LIXIL 集团制定中长期规划.....	30
4.3.1. 整合后的第一阶段: C-30 计划, 降低合并后的固定成本	30
4.3.2. 整合后的第二阶段: G-15 和 G-16 计划, 强调销售和利润增长	31
5. 国内启示: 整合道阻且长, 渠道多元化有待尝试.....	34
5.1. 启示之一: 战略执行稳步推进, 积极适应内外环境变化.....	35
5.2. 启示之二: 多品牌多品类战略积极推进, 产品渠道满足各类需求	35
5.2.1. 产品层面: 单品龙头构建强势产品矩阵, 多品牌布局充分满足需求	36
5.2.2. 渠道布局: 以客户为中心, 综合展示公司产品.....	39
5.3. 启示之三: 强强联合, 布局 M&A 构建强大的海外分销网络.	40
5.4. LIXIL 复盘: 需求回暖及快速发展是超额收益的主要来源.....	42
5.5. 对国内市场启示: 行业整合道阻且长, 渠道多元化有待尝试	43
6. 风险提示.....	46

图表目录

图 1: 日本新屋开工户数总体呈下降趋势.....	8
图 2: 日本新屋开工户数自有、租赁均呈现下降趋势.....	8
图 3: 日本新屋开工户数总量、自有、租赁均不断下降(单位: 万平方米)	8
图 4: 日本新屋开工住宅建筑面积的自有、租赁、新建待售呈现下降趋势(单位: 万平方米)	8
图 5: 从 2008 年金融危机恢复过后, 日本住宅地不动产价格指数保持相对稳定.....	9
图 6: 从 2008 年金融危机恢复过后, 日本独立式住宅不动产价格指数保持相对稳定.....	9
图 7: 日本居住用的民间建筑、公共建筑的成交量自 2000 年起呈现下降趋势, 近年来略有修复.....	9
图 8: 日本房屋空置现象明显, 房屋空置率上升.....	9
图 9: 日本人口数量处于逐年下滑趋势.....	10
图 10: 日本逐渐呈现人口老龄化趋势.....	10
图 11: 日本女性人口比重略有小幅上升.....	10
图 12: 日本结婚率下降.....	10
图 13: 日本国民人均可支配收入增长停滞.....	11
图 14: 日本两人及以上的家庭(非农)、劳动家庭(非农)的年均月消费支出呈现下降趋势.....	11
图 15: 日本家具类生产者出货指数呈现下降趋势.....	11
图 16: 日本家具类工业生产指数处于下滑趋势.....	11
图 17: 日本家具和室内陈设销售额明显下滑, 占商业销售额-批发的总体比例也逐步下降.....	12
图 18: 日本家具大规模零售销售额明显下滑, 占总体的比例也有所下降	12

图 19: 日本百货商店、超市的家具大规模零售销售额自 20 世纪 90 年代起分别呈现明显下降.....	12
图 20: 商店零售仍然是日本家具行业的主要销售渠道.....	12
图 21: 自 2001 年 10 月起, TOSTEM INAX 集团重新调整结构并更名	15
图 22: Super Viva Home 为消费者提供住房和装修各类装修材料和工具	17
图 23: 集团优化 Tostem 和 Inax 房屋设备业务的生产和开发部门.....	20
图 24: 2008~2012 财年主要品类的海外生产占比呈现逐步提升的趋势	20
图 25: 2010~2017 财年日本本土的生产基地数量相对平稳, 海外生产基地数量有所提升.....	20
图 26: LIXIL TETRA 是集成的哲学框架的统一表达.....	22
图 27: 2011 年 4 月起 LIXIL 公司开始对集团重点经营公司的开发、生产、营销和管理等组织集中管理.....	23
图 28: 2010 财年 TOSTEM、INAX 公司分别有 77 个和 66 个展厅...	24
图 29: 2011~2017 财年期间, 日本的展厅数量随着公司的整合不断下降	24
图 30: 2014 财年, 集团的全球管理委员会的架构相对冗杂.....	24
图 31: 2015 年 4 月 1 日起, 公司管理矩阵进行了相应调整, 充分践行“One LIXIL”.....	25
图 32: VIVA HOME 销售净额保持相对平稳增长.....	29
图 33: 家庭中心是 VIVA HOME 主要收入来源.....	29
图 34: C-30 计划三年总体超过预期, 各个财年的完成进度与目标相比略有差异.....	31
图 35: 各个部门的成本削减目标完成率不同, 采购与分销明显超额完成	31
图 36: SG&A 费用率呈现上升趋势.....	32
图 37: R&D 费用投入逐年提升.....	33
图 38: LWT、LHT 和 LKT 的研发投入比例最大.....	33
图 39: 公司毛利润基本呈现上升趋势.....	34
图 40: 2018 财年净利润变化相对明显.....	34
图 41: 收入稳步增长, 2017 年受翻新需求影响以及子公司调整导致略有下滑.....	36
图 42: LIXIL 卫浴业务占公司收入比重最高.....	36
图 43: 严格的品质保障体系, 确保产品质量.....	38
图 44: LIXIL 在东京的展示厅提供多类型产品展示.....	40
图 45: 日本是主要市场以及收入来源.....	40
图 46: 公司海外收入占比保持相对稳定水平.....	40
图 47: 海外布局及多渠道模式推进带来累计超额收益率表现较好阶段	42
图 48: PE 的变化与净利润增速变化紧密相关.....	43
图 49: 家具购买需求主要划分为标准化需求和非标准化需求.....	43
图 50: 精装、整装渠道结构调整, 提高了标准化需求占比并适度提升集中度.....	44
图 51: 随着行业发展阶段变化, 单品类与多品类企业存在不同路径	45

表 1: 日本的黄金时代创立了多个家居企业和品牌.....	7
表 2: 日本政府通过制定住房政策转向通过强调住房存量来振兴住房市场	13
表 3: 集团经过品类扩张及收购, 逐步成为可提供全面住房相关服务的综合供应商.....	14
表 4: JS 加快海外发展, 海外生产比例逐年提升	17
表 5: 2007 财年 JS 集团通过修建海外工厂, 向海外转移产能并降低成本	17
表 6: Inax、Tostem 有多个系列产品进行细节的改进	18
表 7: 2004 年推出的 Lukinar 产品每年都有新增加的功能	21
表 8: 新设立的 LIXIL 集团重新制定了品牌愿景、品牌使命与品牌价值	22
表 9: 集团内部具有清晰的分部管理机制.....	23
表 10: 2015 年 4 月, 集团进行了业务结构的重组	25
表 11: 2014 财年起, LIXIL 集团的经营业务主要按照产品大类进行划分	25
表 12: VIVA HOME 的发展历经多次变化.....	28
表 13: VIVA HOME 板块提供多类型服务	29
表 14: 2011 财年多个部门制定了提高效率的措施与成本削减的三年目标	30
表 15: LIXIL G-16 目标与 2017 财年实际完成情况的对比.....	34
表 16: 截至 2018 年, LIXIL 集团的工厂、展示厅以及公司员工遍布全球主要市场.....	35
表 17: 六大业务板块覆盖不同产品, 客户及竞争者情况有所区别	36
表 18: LIXIL 集团旗下品牌丰富, 分别定位于不同的市场.....	37
表 19: 公司的多个品类连续多年位列行业第一	38
表 20: LIXIL 集团质量政策	38
表 21: LIXIL 集团在日本的销售渠道主要有家庭中心商店、展示厅、专营店等.....	39
表 22: 积极布局 M&A 战略, 收购多个标的扩张业务覆盖领域.....	41
表 23: 推荐标的及投资逻辑.....	45
表 24: 轻工行业重点公司盈利预测.....	46

1. 核心观点

日本逐渐形成低欲望社会，人口、消费、房地产历经跌宕起伏。日本家居市场先后历经“快速发展-市场整合-景气下降”三个阶段，其变化的原因与房地产发展周期、人口增长、居民消费意愿等多因素紧密相关。随着房地产市场结构的调整、人口老龄化以及相关政策推行，消费者对于家具产品的需求类型也出现相应变化，翻新市场逐渐成为日本家居建材领域的主要需求。

从 TOSTEM 到 JS，积极探索发展路径，多维度布局家装改造市场。集团成立初期，主要通过收购与自身品类扩张布局住房与建筑市场，各个细分品类的行业地位均为所处领域的头部品牌。随着日本家居建材市场需求结构的变化，集团积极探索适应市场的经营模式，在管理架构、战略定位、产品与渠道等多个方面进行相应调整，顺应变化是这一发展阶段的关键词。

整合后的 LIXIL 通过先进的经营管理理念确立稳步发展根基，集团经营优势不断凸显。从综合营销组织到全面合并，LIXIL 逐步实现了一站式提供商品和服务的模式。面对地震、房地产市场不景气以及消费市场低迷等外部环境的不利影响，LIXIL 进一步强化对于装修市场的综合服务能力，全面布局翻新市场，积极进行新渠道模式的探索。为充分满足集团中长期成长的需求，整合完成的 LIXIL 针对降本增效等多个方面分别制定多项计划，不断强化集团的综合竞争优势。

积极应对经营波动，聚焦全球增长，建筑和住宅行业领军地位确立。随着合并完成以及协同效应逐步释放，LIXIL 不断实现价值增长，逐步奠定了在日本以及海外市场的领军者地位；多品牌多品类的战略有序推进，通过各类产品线以及渠道满足不同类型客户的需求；在并购战略的推动下，LIXIL 逐渐构建起强大的海外分销网络并聚焦全球增长；经过数十年的积累，卓越的品牌、产品差异化、以用户为核心逐步成为 LIXIL 的核心优势。

对国内市场的启示：行业整合道阻且长，品类渠道多元化布局有待不断尝试。LIXIL 通过对零售渠道、专业渠道等多方面布局，充分满足标准化市场及非标准化市场需求，不断巩固行业龙头地位，实现了各品类规模经济以及多品类多渠道的范围经济。对于国内单品类公司，最佳路径是充分发挥规模效应并成为细分领域龙头，在定价、渠道方面抢占一定优势，逐步提升市场份额；对于多品类公司，最佳路径是在行业成长期实现单品类规模效应，随着行业渐近成熟，通过多品类扩张实现生产、渠道、品牌等多维度范围经济并拓展中长期新增长点。

风险提示：原材料价格波动的风险，房地产波动风险对需求的影响

2. 日本逐渐形成低欲望社会，人口、消费、房地产及家居市场历经数十载跌宕起伏

日本逐渐形成低欲望社会，人口、消费、房地产历经跌宕起伏。日本家居市场先后历经“快速发展-市场整合-景气下降”三个阶段，其变化的原因与房地产发展周期、人口增长、居民消费意愿等多因素紧密相关。随着房地产市场结构的调整、人口老龄化以及相关政策推行，消费者对于家居建材产品的需求类型也出现相应变化，翻新市场逐渐成为日本家居建材领域的主要需求。

2.1. 日本房地产市场：历经数十年发展，从黄金期进入衰退期

2.1.1. 20世纪50-70年代：地产快速发展，家居进入黄金期

战后重建，家居市场“黄金年代”（二战后-20世纪70年代）。二战后，日本进入战后重建期，经济迅速恢复，地产行业迅速发展，新增需求较多，家居市场由此走上了发展的快车道。需求量的增长和日本消费者收入的增加，推动着日本家居行业黄金时代的发展。1975年，日本家居设备行业的企业数量为40,961家，从业人数为314,567人。目前日本位居前列的家居企业和品牌也大多在黄金时代诞生，例如1947年的NAFCO、1967年的宜得利、1969年成立家具公司的岛忠、1964年开设家具连锁店的山新、1972年首次开设日本门店的宜家等。

表 1: 日本的黄金时代创立了多个家居企业和品牌

公司名称	创立时间	创始人	主营业务
NAFCO	1947	-	①家具/家居时尚店：主要出售储物家具、用餐家具、生活家具、婚礼家具床、学习家具、床上用品、室内用品、配件家具等 ②家庭中心：出售DIY用品、园艺用品、室外用品、室内用品、汽车用品、宠物用品、日用品和家庭用品、配件等 ③综合商店：出售普通家具、室内用品、DIY用品、园艺用品、室外用品、汽车用品、宠物用品、日用品和家庭用品等
岛忠	1969（正式成立）	岛村中太郎	①家具专卖店：销售床、客餐厅家具、窗帘和地毯等室内装饰品以及小家具 ②家庭中心：销售家居用品、园艺用品、室内装饰、宠物用品、汽车用品和灯具等
宜家	1943（创立） 1972（引入日本）	英格瓦·坎普拉德	主要销售家具家居产品，具体有座椅系列、办公用品、卧室系列、厨房系列、照明系列、纺织品系列、房屋储藏系列、儿童产品系列等，设计以简约时尚为主，受到年轻人的广泛欢迎
宜得利	1967	似鸟昭雄	产品设计、开发、原材料采购、制造，销售，全供应链一体化。
山新	1869（最早） 1964（开始设立家具连锁店）	-	①Gran Stage：综合购物中心，由四个大型专卖店组成。一个家居装饰中心，家具/室内装饰店，一个专门从事汽车用品的商店和一家专门养宠物的商店 ②Yamashi：拥有围绕日常必需品的产品阵容，并创建了与该地区相对应的商店。有一个带单个家居中心的商店和一个专门从事家具和室内装饰的商店 ③Ken's Garage：汽车用品专卖店，提供维修服务，如换油、设备安装及车辆检查 ④Tomony：大型宠物专卖店，根据人与动物之间的共生概念经营相关业务

数据来源：Furniture Today，各公司官网，国泰君安证券研究

2.1.2. 20世纪80-90年代：经济增速放缓，家居进入整合期

日本经济增速放缓，家居行业整合，消费追求差异化。20世纪80年代，日本GDP增速开始放缓，基建投资速度放缓。这一时期，国际经济环境动荡，1978年爆发第二次石油危机，1985年“广场协议”签订使得日元迅速升值。日本政府采取宽松货币政策应对，大量资金涌入房地产，房价迅速上升，日本居民居住成本上升。一系列综合因素使得日本家居行业发展速度逐渐放缓，市场竞争逐渐激烈，大企业的规模优势和品牌优

势开始显现，日本家居行业进入整合状态，企业数量和从业人数逐渐减少，到1990年企业数量为40,788家，从业人数为278,229人。

这一期间，日本结婚率从1980年的6.7%下降到1990年的5.9%，男性与女性的初婚年龄均有所推迟。独身主义和家庭少子化的比例增加导致日本家庭结构发生变化。日本消费者成为了奢侈品主力消费人群，消费享乐主义抬头，日本消费偏好追求个性化、品牌化和高端化，使得日本家居消费也呈现多样化和个性化。

2.1.3. 20世纪90年代至今：地产萎靡，新开工、成交量下降

日本新屋开工户数总计、自有和租赁部分自1991年后明显下降，2009年后稍有回暖。1991年日本房地产泡沫破灭后，房地产行业长期陷入萧条状态，新屋开工户数和建筑面积均不断下降，2009年后缓慢回升。1990~2009年，日本新屋开工户数由170.71万单元下降至78.84万单元，同比下降幅度为53.87%，2009年之后新屋开工情况略有回暖，到2018年日本新屋开工户数为94.24万单元，相较于2009年同比增长20.09%。

图 1：日本新屋开工户数总体呈下降趋势

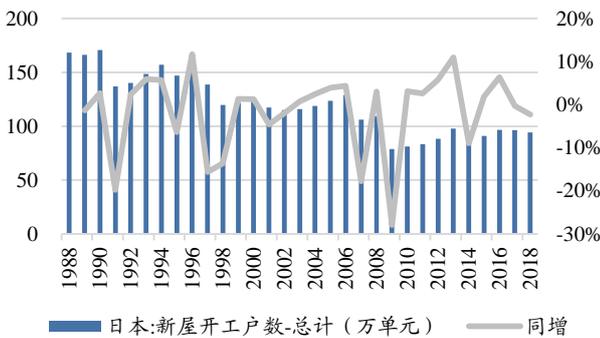
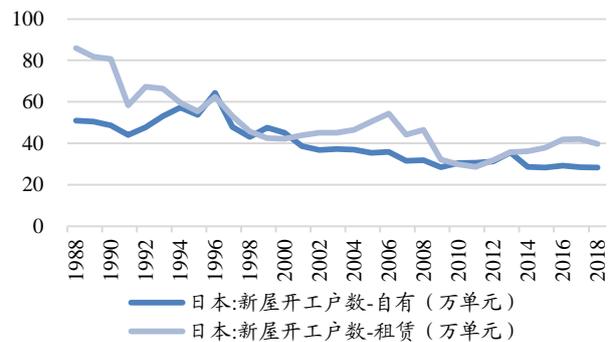


图 2：日本新屋开工户数自有、租赁均呈现下降趋势



数据来源：日本国土交通省，国泰君安证券研究

数据来源：日本国土交通省，国泰君安证券研究

日本的新屋开工住宅建筑面积总体、自有、租赁和新建待售均有下降。对于新屋开工的建筑面积，住宅的总体、自有、租赁、新建待售的新屋开工建筑面积均处于下降趋势。截至2018年，新屋开工建筑面积为7657.3万平方米，相较于1996年的高点15701.4万平方米有明显下降。经过近几年的调整，总体保持在相对稳定的水平。

图 3：日本新屋开工户数总量、自有、租赁均不断下降（单位：万平方米）

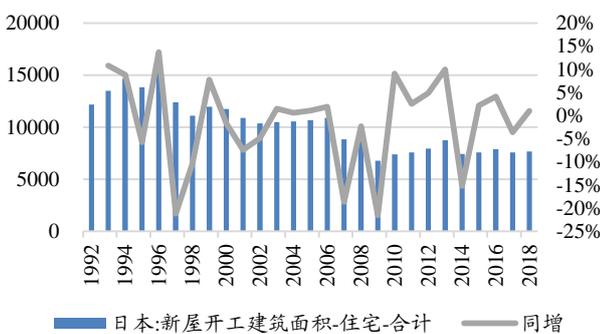
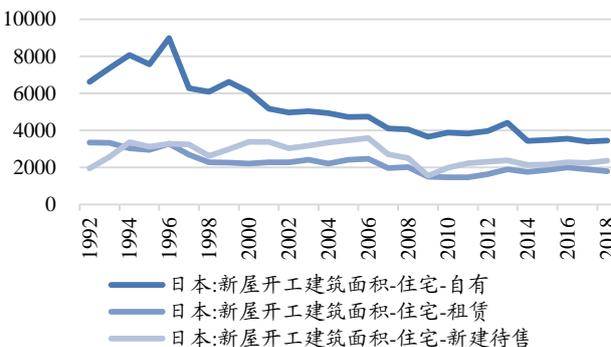


图 4：日本新屋开工住宅建筑面积的自有、租赁、新建待售呈现下降趋势（单位：万平方米）

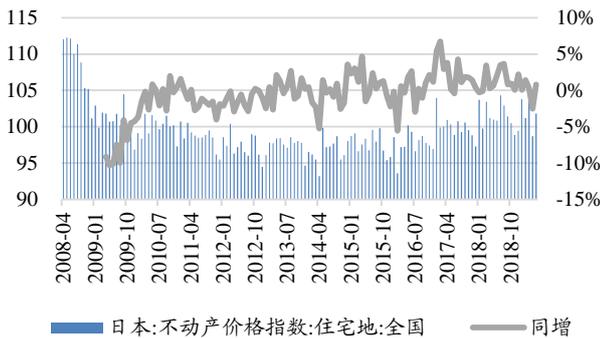


数据来源：日本国土交通省，国泰君安证券研究

数据来源：日本不动产研究所，国泰君安证券研究

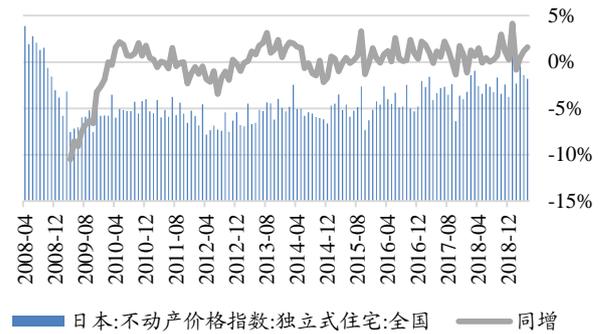
日本不动产价格指数稍有回暖，长期增长空间较小。日本房地产泡沫破灭后，日本地产的繁荣时代难以重来。在日本度过2008年金融危机后，地产行业逐渐有回暖的迹象。2009年后，日本不动产价格指数(住宅地、独立式住宅)已经在近十年保持稳定，私人住宅和公寓的成交量也开始有所回升。但是考虑到日本GDP增速缓慢，老龄化严重、性别比例失调和结婚率降低等问题在短期内无法得到明显解决，不动产行业未来的回升与复苏仍然存在一定的压力。

图 5: 从 2008 年金融危机恢复过后，日本住宅地不动产价格指数保持相对稳定



数据来源：日本国土交通省，国泰君安证券研究

图 6: 从 2008 年金融危机恢复过后，日本独立式住宅不动产价格指数保持相对稳定

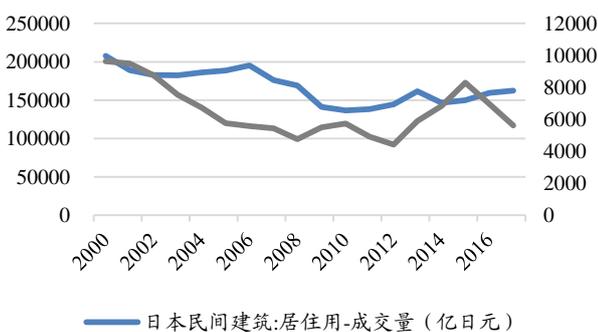


数据来源：日本国土交通省，国泰君安证券研究

日本居住用的民间建筑、公共建筑自 2000 年起呈现下降趋势。根据数据统计，日本的民间建筑居住用成交量自 2000 年的 207675 亿日元下降至 2017 年的 162506 亿日元，其中 2010 年为历年低点 136692 亿日元；日本的公共建筑居住用成交量则从 2000 年的 9627 亿日元下降至 2017 年的 5612 亿元，2013 年为历年低点 4416 亿日元。

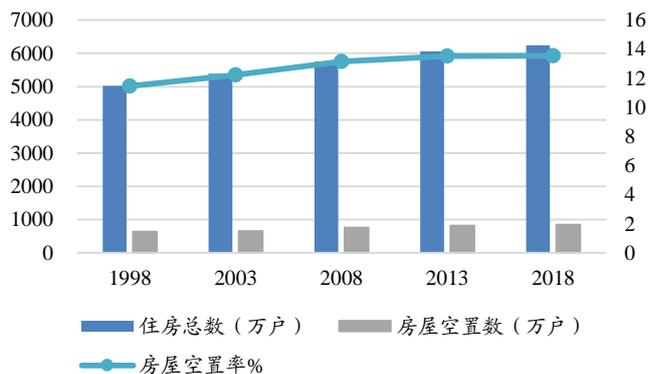
日本房屋空置现象明显，房屋空置率上升。房屋空置率从 1973 年的 5.5%，上升至 2018 年的 13.6%；空置房屋数从 1973 年的 172 万户，上升至 2018 年的 846 万户，增长了 4.9 倍。随着房屋成交量下降、空置率提升，实际入住并产生房屋装修需求的消费群体也相应减少，日本现有住房和装修市场规模萎缩，对家居市场带来一定的影响。

图 7: 日本居住用的民间建筑、公共建筑的成交量自 2000 年起呈现下降趋势，近年来略有修复



数据来源：日本国土交通省，国泰君安证券研究

图 8: 日本房屋空置现象明显，房屋空置率上升

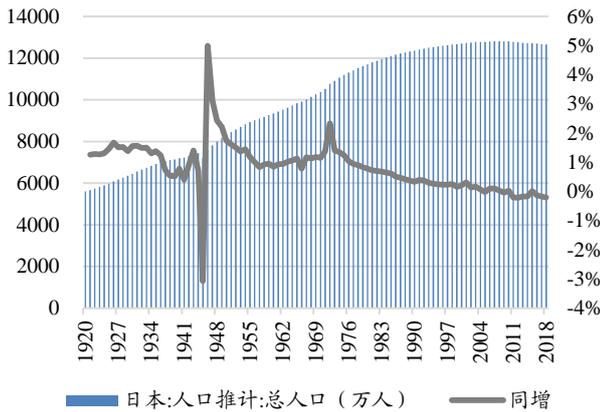


数据来源：日本总务省统计局，国泰君安证券研究

2.2. 日本人口增长乏力：红利消退，消费意愿降低

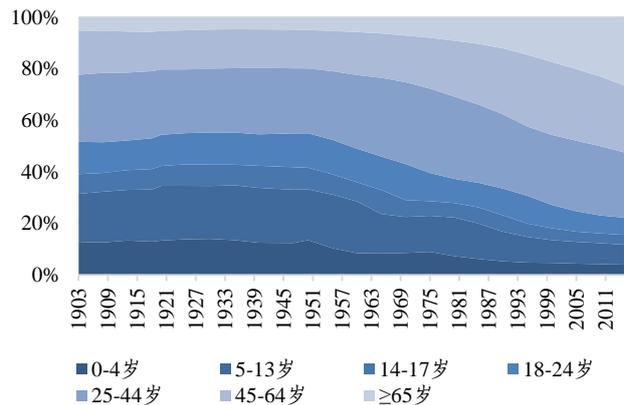
日本总人口下滑，老龄化严重，中坚消费群体占比下降。2016~2018年的日本总人口分别为1.269亿、1.267亿、1.264亿，总人口自2010年达到1.28亿人之后略有下降。另外，从人口结构来看，日本呈现人口老龄化趋势，截止到2015年65岁及以上占比高达36.3%，相较于1990年的13.7%有明显提升，这意味着日本中坚消费者占比在明显下降，老龄化社会也将带来总体消费能力和消费意愿的降低，低欲望社会逐渐出现。

图 9：日本人口数量处于逐年下滑趋势



数据来源：日本统计局，国泰君安证券研究

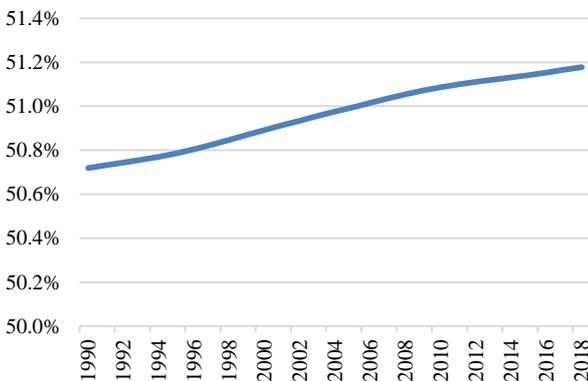
图 10：日本逐渐呈现人口老龄化趋势



数据来源：日本统计局，国泰君安证券研究

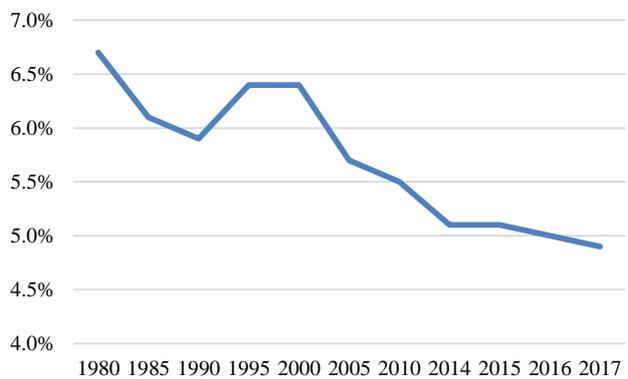
结婚率不断下滑，女性人口比重上升。结婚意味着组建新家庭，新置房产或重新装修，会刺激家具和家居产品的销售。然而日本的结婚率一直处于较低的水准，且呈现下降的趋势，1980年的结婚率为6.7%，而2017年结婚率下降至4.9%。而且，日本女性人口比重略有小幅提升，这也可能会对日本的结婚率产生一定的影响。

图 11：日本女性人口比重略有小幅上升



数据来源：世界银行，国泰君安证券研究

图 12：日本结婚率下降

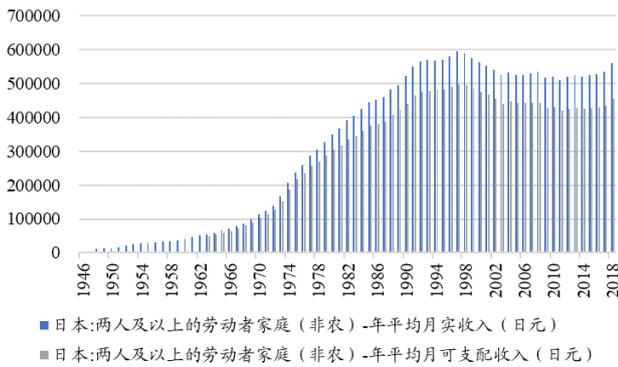


数据来源：e-Stat，国泰君安证券研究

日本的年平均可支配收入、家庭月消费支出呈现下降趋势。1998年，日本两人及以上的劳动者家庭（非农）年平均月可支配收入首次出现同比下滑，此后总体呈现下降趋势，2015~2018年保持相对稳定的小幅增长。从年均月消费支出来看，两人及以上的家庭（非农）、劳动家庭（非农）

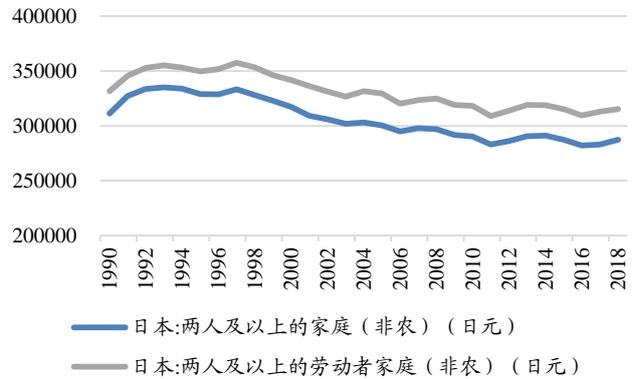
到 2018 年分别为 287315 日元、315314 日元。

图 13: 日本国民人均可支配收入增长停滞



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 14: 日本两人及以上的家庭(非农)、劳动家庭(非农)的年均月消费支出呈现下降趋势

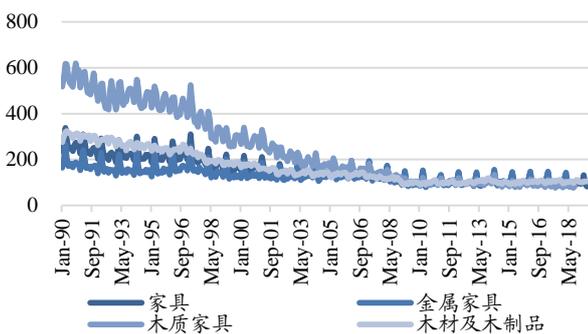


数据来源: 日本总务省统计局, 国泰君安证券研究

2.3. 日本家居行业景气度下行, 装修市场以零售渠道为主

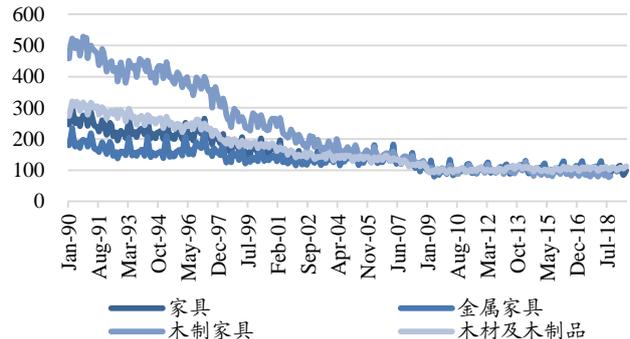
地产、消费倾向、人口结构等多方面的压力对于家具行业产生多重打击, 行业长期景气度不高, 家具类的生产者出货指数、工业生产指数均处于下滑趋势。20 世纪 90 年代, 日本房地产泡沫破灭, 不动产供过于求, 价格下跌, 房地产长期处于衰退状态。日本经济衰退, 居民可支配收入增速缓慢, 消费者的消费欲望低迷。在多重外部不利影响之下, 日本家具类的生产者产品价格指数和工业生产指数, 自 1990 年后长期下滑。家具、金属家具、木制家具、木材及木制品的指数均下跌, 近年来处于历史低谷时期, 行业总体景气度相对低迷。日本民众消费偏向理性, 平价和时尚的家居产品更受欢迎。日本国内家居行业在供给端和消费端的双重压力下, 竞争更加激烈, 大量厂商被淘汰。

图 15: 日本家具类生产者出货指数呈现下降趋势



数据来源: 日本经济产业省, 国泰君安证券研究

图 16: 日本家具类工业生产指数处于下滑趋势

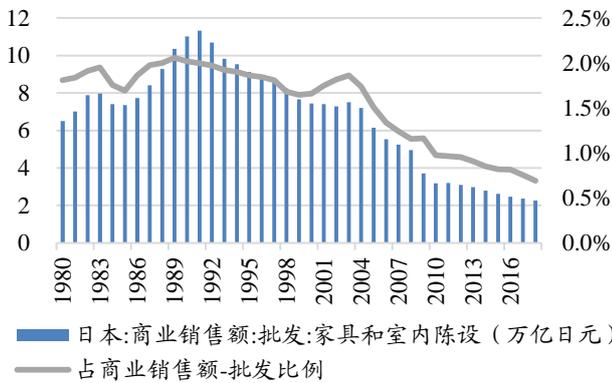


数据来源: 日本经济产业省, 国泰君安证券研究

房屋翻新成为家居行业新趋势。此前家居装修市场的主力军为装修新房, 随着日本新房销售的持续低迷以及房屋空置率的提高, 新房市场的交易活跃度有所下降, 这直接带来越来越多的人选择旧房翻新装修, 房屋翻新装修成为家居市场的另一股重要力量。人们对于住房装修的需求逐渐由单纯的家居用品配置, 向生活品质的提升转变, 壁纸和装饰涂料销量增加也表明日本消费者对更新内饰的兴趣日益浓厚。同时, 消费者对 DIY

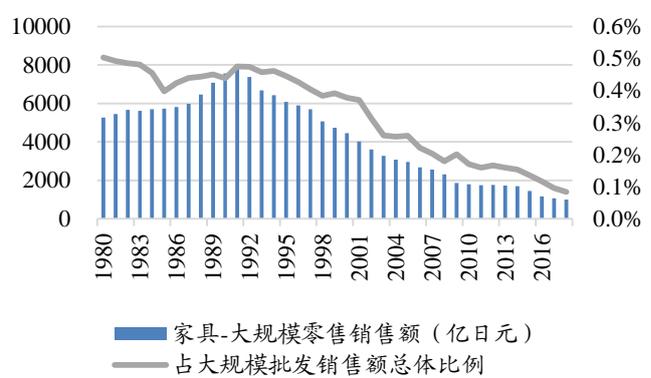
的兴趣也日益浓厚。

图 17: 日本家具和室内陈设销售额明显下滑, 占商业销售额-批发的总体比例也逐步下降



数据来源: 日本财务省, 国泰君安证券研究

图 18: 日本家具大规模零售销售额明显下滑, 占总体的比例也有所下降

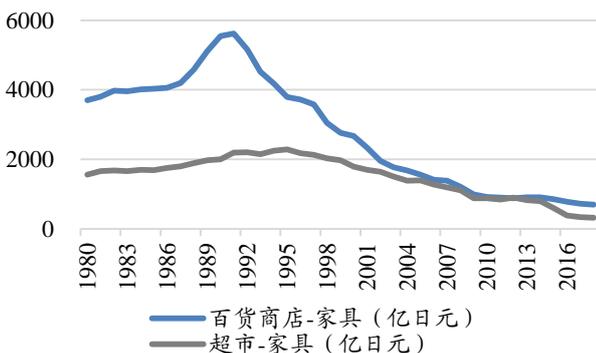


数据来源: 日本财务省, 国泰君安证券研究

从线下零售的绝对值来看, 百货商店、超市店销售额呈现明显下降。从百货商店、超市的家具大规模零售销售额的变化来看, 自 20 世纪 90 年代起分别出现相对明显的下降, 其中百货商店家具销售额从 1991 年的高点 5620.24 亿日元下降至 2018 年的 692.89 亿日元, 超市的家具销售额从 1995 年的高点 2288.8 亿日元下降至 2018 年的 315.92 亿日元, 终端线下零售渠道总体承压。

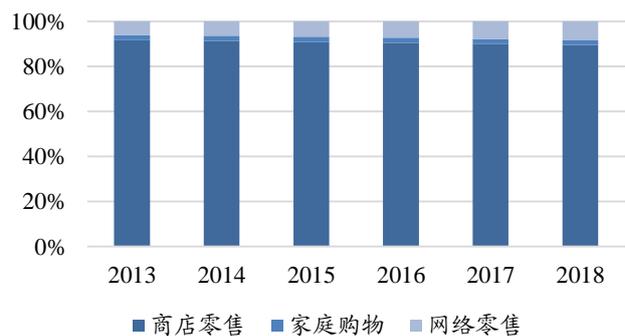
在日本家居装修市场的渠道构成方面, 商店零售占 90%左右, 网络零售销量占比增长。根据 Euromonitor 统计, 商店零售是主要销售渠道, 2018 年占比为 89.6%, 较 2013 年下降了 2.1%。在非商店零售中, 家庭购物占比在 2.3%左右, 近年来略有下滑; 而网络零售的比例逐年上涨, 由 2013 年的 6.0% 上涨至 2018 年的 8.2%。虽然在购买价格较高的大型产品时, 多数消费者更喜欢在购买前进行亲身体验, 这种线上便捷购买、配送到家并提供安装和其他后续服务的新的一站式服务模式, 为消费者提供了足不出户的简单购物体验, 同时保证质量和透明的价格, 也越来越受到消费者的青睐。渠道结构的变化主要来自于线上零售额占比的小幅提升, 总体来看线下商店零售仍然是日本家具行业目前的销售渠道。

图 19: 日本百货商店、超市的家具大规模零售销售额自 20 世纪 90 年代起分别呈现明显下降



数据来源: 日本财务省, 国泰君安证券研究

图 20: 商店零售仍然是日本家具行业的主要销售渠道



数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

2.4. 房地产市场结构调整带来翻新市场的机会，日本大地震带来催化影响

根据 LIXIL 集团年报里的表述，日本内务和交通部在 2008 年的一项调查显示，日本的住房总存量约为 5000 万套。其中，1981 年以前建造的近 1600 万间房屋不符合抗震标准，需要重建或改造以增强抗震能力。尽管日本需要翻修的房屋数量相当可观，但翻修的数量一直有限。2009 年 6 月生效的《促进长寿优质住房法案》(Act for Promotion of Long-Life Quality Housing)和 2010 年 6 月公布的《新成长战略》(New Growth Strategy)，标志着日本政府的住房政策转向通过强调住房存量来振兴住房市场，由此也推动着住房翻修市场的发展。

表 2: 日本政府通过制定住房政策转向通过强调住房存量来振兴住房市场

时间	政策名称	制定目的	主要内容
2009 年 6 月 4 日起实施	《关于促进长期高级住宅普及的法律》	为了能够促进普及“讲求长期处于良好使用状态的结构和设备的优良住宅(长期优良住宅)”，制定了基本方针，认为该法的目的是促进以管理行政厅制定的长期优良住宅建筑等计划的认定制度以及与该法认定相关的住宅性能表现为依据的流通	检查符合维护长期优良住宅的住宅和设备的规定(住宅构造在承受力方面的主要部分:根基, 墙壁, 柱子, 床等。住宅在防止雨水渗入方面的部分: 屋檐, 外壁, 开口部设计的门、窗等。住宅的供水, 排水设备: 住宅的供水设计和排水方面的配管设备)
2009.12.30 发布, 2010.6.18 通过	《新成长战略》	注重创造新的需求, 关注改善民生, 以期重振日本经济, 被称为日本“百年一遇的良机”。“战略”分为六大部分, 包括环境与能源源战略、健康(医疗与养护)源战略、亚洲源战略、旅游与地区振兴源战略、科技源战略、就业与人力资源战略	地区振兴战略计划利用区域资源振兴城镇发展, 塑造大城市为增长引擎, 到 2020 年二手房流通市场、房屋和装修市场规模翻倍, 不满足抗震要求的房屋比例降至 5%。

数据来源: 日本经济产业省、日本国土交通省、乐居网, 国泰君安证券研究

日本人口老龄化改变了人口对于家具产品的需求结构，带来了住房改造市场的需求。随着日本老龄化的进一步加剧，越来越多的人需要符合老年人需求的通用设计住宅(如提供无障碍的门和空间)，选择居住在自己家庭的老年人会进行房屋的翻新。与此同时，政府重视改善日本存量建筑的问题，并进一步宣布了针对刺激改造市场的措施，这也将进一步促进改造市场的扩大。在 2013 财年，日本国土交通省(MLIT)在 2020 年增长计划中采取措施刺激转售和改造市场，制定了将改造市场发展为 12 万亿日元的国家目标。

日本对于房屋抗震性能的改造始终在推进，2011 财年，日本东部大地震成为翻新市场的事件性催化剂。日本早期很多在住和空置房屋不符合抗震标准，其中在 1981 年日本修订《建筑标准法》(Building Standards Act)之前建造的房屋约有 1500 万套不符合当时的抗震标准。日本以 1995 年的阪神·淡路大地震为契机，制定了《关于促进建筑物抗改建的法律(抗震改建促进法)》，到 2003 年、2008 年分别实施了修正后的耐震改修促进法、修正后的耐震改修促进法施行令以及实施规则的一部分政省令。

在政策推动下，房屋抗震改造卓见成效。在 2003 年，日本总户数约 4700 万户，耐震性能较好的房屋比例约为 75%，2008 年、2013 年这一比例分别提升至 79%、82%，预计到 2020 年，房屋总户数为 5250 万户，抗震

率将达到 95%，基本完成对房屋抗震性能的总体改造。此外，2011 年日本东部大地震以来，日本消费者对提升家庭效能或者自主发电的关注和更换的需求明显提升，居民为自家房屋配备被动和智能功能，从而减少能耗消耗。这将推动居民提升房屋抗震能力的需求逐步体现，进一步催化了重装修与翻新市场的发展

3. 从 TOSTEM 到 JS，积极探索发展路径，多维度布局家装改造市场

从 TOSTEM 到 JS，积极探索发展路径，多维度布局家装改造市场。集团成立初期，主要通过收购与自身品类扩张布局住房与建筑市场，各个细分品类均为所处领域的头部品牌。随着日本家居建材市场需求结构的变化，集团积极探索适应市场的经营模式，在管理架构、战略定位、产品与渠道等多个方面进行相应调整，顺应变化是这一发展阶段的关键词。

3.1. 从成立至 2001 年：通过收购与品类扩张布局住房与建筑市场

LIXIL（LIXIL）集团是全球家居建筑材料生产和服务的领军者，为中高端用户提供全屋家装服务。1843 年公司创始人开办了一家织品商店，是 Kawashima Selkon Textiles 有限公司的前身。1923 年 Tostem 建立，公司自 20 世纪 60 年代起先后引入窗扇、幕墙等多类应用于住房建筑场景的产品，并通过多次收购扩张新的品类，不断丰富并强化自身的产品组合。2001 年 INAX 加入集团并补充相应业务板块，并于 2001 年更名为 Tostem-Inax 控股公司，成为一家纯控股公司。

表 3：集团经过品类扩张及收购，逐步成为可提供全面住房相关服务的综合供应商

TOSTEM		INAX	
年份	发展变化	年份	发展变化
1843	创始人开办了一家织品商店，是 Kawashima Selkon	1924	公司成立，是一家生产瓷砖、陶瓷管和赤陶的企业
1923	“妙建屋商店”在日本东京成立	1945	INAX 率先生产陶瓷卫浴，生产 Polybath 系列产品
1949	日本 Nihon Tategu Kogyo 有限公司(现 LIXIL 集团公司)成立		
1967	引入住房窗扇产品 (housing sashes)		
1974	东洋对外有限公司 (Toyo Exterior Co., Ltd.) 成立	1968	开始生产单元浴室
1975	引入建筑窗扇产品 (building sashes)		
1977	Tostem Viva Corporation 成立		
1984	Eyeful Home Technology 成立		
1985	收购 Nittetsu 幕墙公司 and Nittetsu 窗框销售公司	1985	公司名称改为 INAX 公司
	收购 Mitsui Light Metal Processing Co., Ltd.		
	收购 Dai-ichi Mokko Co., Ltd. (现转变为 Bright Home Corporation)		
1986	引入房屋设备产品 (housing equipment)	1996	VINAX(即现在的 LIXIL INAX VIETNAM 公司)在越南成立生产陶瓷制品的合资企业;苏州 INAX 洁具有限公司(现为 LIXIL 卫浴配件制造(苏州)公司)在中
1987	成立 Tostem Thai Co., Ltd, 开始在海外生产窗扇		
1995	引入住房平板类产品 (housing panels)		

			国成立
2000	Suzuki Shutter Manufacturing Co., Ltd. (现称 Tostem Suzuki Shutter Co., Ltd.)加入集团	1998	苏州 INAX 建材有限公司(现 LIXIL 建材制造(苏州)有限公司), 一家专业生产瓷砖的企业成立(合资)
2001	INAX 公司加入集团	2001	INAX 公司加入集团

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

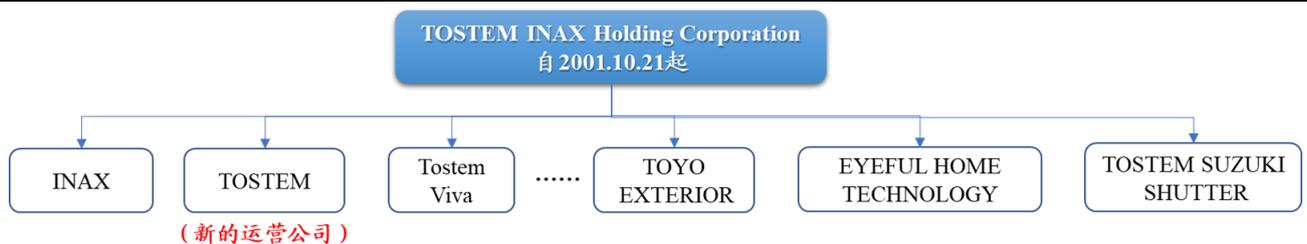
3.2. 2002~2004 财年: 历经合并重组与更名, 初步探索适应于家装改造市场的产品与渠道

3.2.1. 管理架构: 基于商业模式及发展考虑, Tostem 和 Inax 进行合并, 集团更名

Tostem 和 Inax 合并的背景来自于增强销售渠道稳固性以及发展的考虑。Inax 通过研发自身独特的技术, 保持了瓷砖市场第一、卫生陶瓷市场第二的市场地位。为了布局重装修市场的发展机会, Inax 需要强化其销售渠道, Tostem 的销售渠道和体系对于 Inax 具备一定的吸引力。从另一方面来看, 对于 Tostem 而言, 快速发展为能够提供涵盖卫生陶瓷等产品的全面住宅服务商非常重要, 在这一阶段双方的需求更多表现为管理集成。

2001 年 10 月 21 日, 公司通过股份交换的形式将管理层与 Inax 公司整合, Tostem 于 2002 财年期间完成了集团重组, 将 Tostem Viva 公司和原 Tostem 转让部分注入到新的控股公司“Tostem Inax”, 重组完成后 Tostem Inax 集团成为当时日本最大的、具备较强竞争力的综合性住宅和建筑材料供应商, 形成了具备全新管理风格的管理团队。其中 Tostem 公司是作为集团的一个新的运营公司而成立, Inax 推动了双方的协同, 并在“VISION 2005”中推动了多个战略以实现发展目标。

图 21: 自 2001 年 10 月起, TOSTEM INAX 集团重新调整结构并更名



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

为了更准确的表达集团理念, 集团名称更改为“JS”。合并后的 Tostem Inax 集团可以覆盖家庭住宅的全生命周期业务, 具体包括建筑材料和房屋设备制造、提供房屋建造解决方案、提供家居安全服务及相关用品, 家用建筑材料和设备也可以作为独立品类进行供应。集团致力于追求卓越, 通过全面布局住宅市场提升客户满意度, 进一步提升日本家庭的居住质量以及住房工业增长。为了更准确的表达“TOTAL HOUSING”(全屋)的理念以及集团的目标业务覆盖范围, 2004 年 10 月 1 日起, 集团更名为“JS”(Jyu-Seikatsu 的缩写, 在日语中意为住房与生活环境)。

3.2.2. 战略定位: 布局全屋市场, 积极拓展海外业务寻求新增长点
集团管理战略定位于“TOTAL HOUSING”(全屋), 这也是集团的核心商业模式。“TOTAL HOUSING”的概念是通过材料和设备的协同, 为客户提供兼具设计与功能的生活空间模块。围绕着“TOTAL HOUSING”

这一核心商业模式，集团培育了硬件驱动与软件驱动两大能力，其中硬件驱动方面主要表现为制造和销售优质的房屋材料和设备，集团不断通过内生培育增长以及外延收购来扩大产品范围，充分涵盖主要的房屋材料和设备。软件驱动方面则是专注于提供相应的服务和系统，设立支持中小企业的特许经营业务来补充品牌以及相应的产品，从而推动建造商的增长以及房屋质量的提升。此外，集团于2002年1月成立了IT管理咨询公司，通过提供管理问题解决方案来支持销售网点。

在此期间，集团积极布局海外及中国市场，寻求日本市场以外的增长点。生产方面，Tostem Inax 集团逐步将生产转移至海外，进而增强成本竞争力。针对门框、木质室内装饰材料、卫浴等产品，集团加大了对海外生产的投入，对于窗框业务，Tostem 公司自2002年2月以来增强了泰国工厂的综合运营能力，Inax 也加强了在中国的业务布局；2003年7月，泰国工厂开始生产挤压机 (extrusions)；2003年10月完成了一条表面精加工线的建设。随着上述各方面的显著改进与提升，泰国的工厂生产能力明显提高，充分应对日本国内产能的转移需求。

3.2.3. 产品&渠道：积极研发适用于家装改造的产品，布局建筑业特许经营连锁店

围绕厨房和卫浴两大业务中心积极拓展适用于家装改造市场的产品。2004财年，Tostem Inax 集团围绕着厨房和卫浴这两个业务中心扩张了产品线，具体应用于家装改造市场的品类包括卫浴系统、盥洗盆、厨房系统，卫浴 e-bath BX 系列产品率先开发并推向市场，并获得好评。2004年4月集团推出了 Lukinar，使用了新的隔热地板技术；2004年5月 Inax 推出了 SUITEROOM，为消费者提供了一种新的改造概念。集团持续挖掘客户的住宅改造需求，加快新产品的推出，通过联合举办产品展览等形式来争取更多的客户订单。

渠道方面，积极布局改造网络(Reform Network)、家居中心(Home)，业务模式的布局与渠道结构变化相适应。2004财年集团的销售网络扩展进展良好，Inax 的改造网络(Reform Network)从2003年6月的1094家增加到2004年3月的2808家。产品与渠道改进卓见成效，Tostem 和 Inax 在厨房和浴室产品的总销售额中，与装修相关的销售额占比从2003年财年的28%提高到2004财年的30%。

在专营店业务方面，公司通过三个品牌提供相应的服务。2004财年，Eyeful Home Technology 与 GL Home 和 Bright Home 可提供不同品牌、不同报价的施工范围，通过本地优质的建筑商渠道服务客户。为了满足客户的多样化需求，这些品牌将战略布局的产品推向市场，有助于提升销售业绩。其中 Eyeful Home Technology 推出了 Eyes，让客户能够自由组合功能和设计；Bright Home 提出了 sui-vi 产品线，其中融入了明显的日本风格的城市设计。

JS 集团是日本家庭中心业务的先驱，较早的引入此类商业模式并先后经历了升级与完善，渠道运营模式从 Viva Home 升级为 Super Viva Home。原先集团对建材分销更多的关注在新建工程渠道，随着客流结构变化，集团将家庭中心作为装修业务的重要渠道。公司渠道从销售日常用品为

主 3000 m²的 Viva Home (VH) 商店作为起步, 开始逐步扩展业务发展。为了快速响应日益流行的 DIY 潮流, Tostem Viva 于 2003 年 6 月开设了第一家门店面积超过 10000 m²的大型家庭中心, 即 Super Viva Home (SVH), 提升了公司在建筑材料行业的覆盖范围。这种新的渠道主要面向翻新市场, 为集团提供了潜在客流的关键入口, 集团强化了店内改造, 加入了样品展示并强化产品线, 致力于在 DIY 市场快速布局。

图 22: Super Viva Home 为消费者提供住房和装修各类装修材料和工具



数据来源: 公司官网

3.3. 2005~2008 财年: 围绕厨房和卫浴两大业务中心, 拓展适用于家装改造市场的产品以及新渠道类型

3.3.1. 战略定位: 强化成本竞争力, 持续进行海外生产布局

海外业务利润加速扩张, 生产向亚洲地区进行转移。2005 年, Tostem 在泰国的窗扇工厂和在中国大连的木制室内装饰材料工厂的销售为利润做出了重大贡献, 为了进一步扩张海外市场, Inax 在越南增加了第三家生产卫生洁具的工厂, 同时还将通过建立销售办事处和销售网络来实现销售扩张。

表 4: JS 加快海外发展, 海外生产比例逐年提升

产品类型	生产地	2005 财年海外生产比例	2007 财年海外生产比例	2008 财年海外生产比例
窗扇	泰国	20%	27%	30%
木制室内家具材料	中国	35%	38%	40%
卫浴洁具	中国、越南	19%	24%	24%

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

原材料价格急剧上涨, 集团抓住海外市场拓展机会, 积极控制成本。自 2005 财年起, 由于钢铁等原材料价格的急剧上升, 集团在国内的生产面临着巨大的成本压力。随着海外工厂加速拓展并提升亚洲销售额的同时, 海外生产低成本的显著优势也推动集团不断将产能向外转移。2006 财年, 海外工厂数量为 7 家, 到 2007 财年这一数量已经拓展到 10 家。海外工厂数量的增加与海外生产比例的双重提升帮助集团顺利稳定成本。

表 5: 2007 财年 JS 集团通过修建海外工厂, 向海外转移产能并降低成本

所属公司\所在国家的工厂数量	中国	泰国	越南	中国台湾	中国香港	英国	合计
Tostem 公司	1	1	-	-	-	-	2

Inax 公司	3	-	1	1	-	-	5
Nittan 有限公司	1	-	-	-	-	1	2
Tostem Suzuki Shutter MFG 有限公司	-	-	-	-	1	-	1
总计	5	1	1	1	1	1	10

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

3.3.2. 产品&渠道：强化产品优势与设计，开创面向专业人士的市场
Inax、Tostem 在此期间有多个系列产品和渠道进行相应的变化调整。窗扇产品不断推陈出新，其中 S1 系列为迎合新需求，2005 年加入了隔热与隔音性能，在安全性上也做出了相应调整。浴室系列 Lukinar 持续进行模型改善，继 2004 年推出“thermo floor”隔热地板后，分别在 2006 年和 2008 年加入了推式水龙头和易于收集头发的 Kururinpoi 排水沟。在渠道方面，家庭中心再发展新的分支机构类型，发展 SVH 的同时推出 New Viva Home(NVH)，该系列商店的服务理念与 Super Viva Home(SVH) 相同，主要满足专业人士的使用需求，不同于 SVH 之处在于其面积相对略小（小于 10000 m²）。

表 6：Inax、Tostem 有多个系列产品进行细节的改进

产品类型-名称	改进细节	改进目的
窗扇系列产品调整		
窗扇-S1 窗系列	2005 年:这些高档的窗扇增强了安全性能和隔热、隔音性能,并具有吸引人的设计和色彩变化,便于协调室内外配色方案	在日本,对具有隔热和隔音性能的产品需求尤其强劲。双层玻璃是 S1 窗系列的标准特性,现在被公认为下一代住宅窗扇的实际标准。双层玻璃窗的使用也有助于提高窗扇的单价
窗扇-Open Win	2006 年:所有的窗户面板可以完全收回到翼墙外的空间,创造一个不间断的开放	顺应市场环境
窗扇-Italia	2006 年:基于“单体设计 universal design”的概念,提供了增强的安全性和抗风性,更容易打开和关闭,其还可以减少冲击噪音	顺应市场环境
窗扇-SIMPLEart EX	2007 年:推出树脂框架和铝窗框相结合的混合窗扇产品	创造了一个非常不显眼的外观,同时也确保绝缘水平相同
窗扇-SIMPLEart II	2008 年:推出新颜色自然银,通过开发水涂层技术,使雨水能够清除天窗上的污垢	使产品与众不同,来竞争市场份额
窗扇-PRO-SE	全新一代窗扇	通过为公寓、学校、医院、酒店、写字楼等使用窗扇的共同平台,降低了成本,提高了营销效率
卫生洁具与陶瓷系列产品调整		
卫生洁具-Amage V	2005 年:作为经济型产品,提供了许多原本为高端产品开发的高级功能	拓展产品线
冲水马桶-ECO 6	2006 年:环保型的冲水马桶,仅用 6 升水即可冲水,与 1989 年至 2001 年间引进的早期平均 13 升的产品相比,节约了大约 40%的水	开发环保产品,扩大销售
无水马桶-Satis	2008 年:加入简化功能版本	扩大和加强产品系列,增加销售量
瓷砖-Thermo tile	2005 年:显著降低了浴室地板的冷却效果	刺激瓷砖需求
浴室产品调整		
浴室-Lukinar	2004 年:增加 Thermo floor,一种带有隔热结构的地板材料	随着消费者对这一新功能的认识日益增强,帮助提振销售

浴室-Lukinar	2006 年: 增加易于操作的推式水龙头, 作为 Lukinar 系列浴室整体模型改进的一部分	扩大销售
浴室-Lukinar	2008 年: 增加新功能 Kururinpai 排水沟, 使用排水浴缸的水流来捕获头发, 用一个特殊的陷阱, 以便处理	加强对顾客需求的了解并使清洁更容易来增强竞争力
浴室-La Bath	2008 年: 在 Lukinar 基础上变化的模型, 安装新清洁地板功能, 通过使用一种新型的化学处理简化清洁浴室的地板	增强市场竞争力
厨房产品调整		
厨房-Credia	2005 年: 这些时尚的厨房系统结合优雅的设计和精心挑选的材料配色方案, 它们还提供了一些增强的功能	迎合厨房设计与客厅相结合, 创造一个单一的生活空间的趋势
厨房-Credia	2007 年: 增加了一个设备, 这是一款 TOSTEM 产品, 可以减少橱柜中的水分和气味	迎合厨房设计与客厅相结合, 创造一个单一的生活空间的趋势
厨房-Granpiasse 豪华厨房	2008 年: 推出一个 C 形的厨房布局设计, 使用人体工程学。与以前的 I 型布局相比, 这种布局可以减少在厨房工作所需的活动量 30%	进行模式变革, 增强竞争力
渠道布局与部分业务调整		
家庭中心-Super Viva Home	2004 年: 从 Viva Home 转到 Super Viva Home, 新店为从普通消费者到专业用户和装修商的用户提供产品	提高盈利能力
家庭中心-New Viva Home	2007 年: New Viva Home 比 Super Viva Home 略小一些, 建筑面积不到 10000 m ² , 但是它的理念和 Super Viva Home 一样, 目标是围绕专业用户	满足“三个城市发展法律”的要求
建筑特许经营业务-Technostar 系统	2006 年: 用于框架结构业务, 使用这种技术建造的房屋达到了房屋抗震的最高标准	中期计划的新业务领域之一, 通过推出新产品等策略来实现销售增长目标
建筑特许经营业务-FiAce Home	2008 年: 整合了 Bright Home、Wonder Home 和 Going Home	利用这些品牌各自的特点来发展这些品牌
建筑特许经营业务-生态住宅 Arietta (FiAce Home)	2008 年: 一款推广 200 年住宅愿景的环保住宅, 并将使用一种名为 Moiss 的新型可调节湿度的住房材料作为标准功能(GL Home)	应对不景气的房地产市场, 进行创新
住宅结构 -Super Strong	2008 年: 提供 TOSTEM 品牌的高性能超级墙 Super Wall(SW)施工方法, 该方法使用 SW 面板来创建具有高度气密性、隔热和抗震的结构	通过提高房屋资产价值, 密切关注房屋缺陷担保责任的执行法案和即将实施的《建筑标准法》关于中止例外的第 4 段, 来促进与部分业主的销售
行人开发辅助轨道-Support Rail 系列	2008 年: 加入一款顶端模型	城市对通用设计的需求正在扩大, 由于社会老龄化和法律的限制, 城市无障碍变得愈发引人关注

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

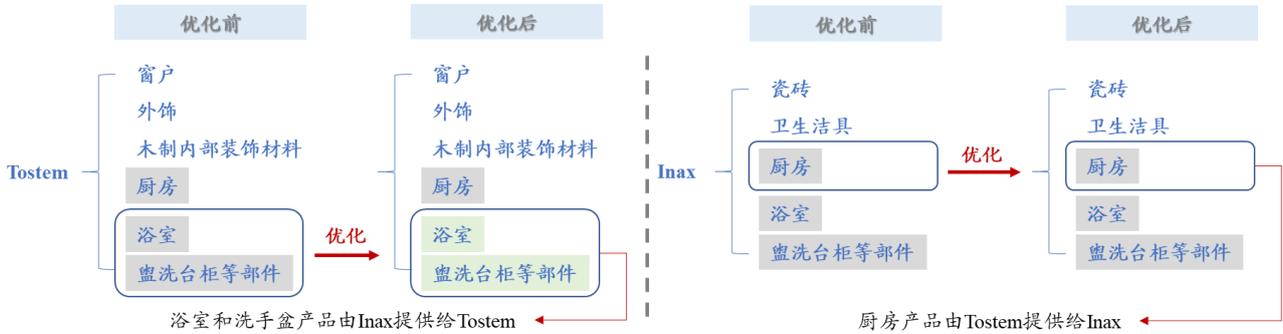
3.4. 2009 财年: 积极应对环境集团不利影响, 构建多类型渠道

3.4.1. 管理架构: 采购、分销、生产场地根据需求合并, 成立新的公司集团采购和分销部门合并, 成立新的合并采购和分销公司。集团通过内部共同使用生产基地, 以及推行 Tostem 在中国大连的 IT 中心, 促进集团整体采购和集团公司分散的生产基地的整合, 降低生产成本、销售成本和管理成本。

住房设备业务部门进行整合, 生产场地进行合并和重组。为了在生产成本方面产生协同效应, Inax 公司将开发和生产浴室和洗手盆, Tostem 公

公司将负责开发所有的厨房用具，在产品规划方面仍然延续原先的情况，由各家公司分别执行。此外，集团通过加快利用 Tostem 和 Inax 各自优势的联合开发项目，加强节能产品的组合，在高附加值产品领域形成一定的协同效应。

图 23: 集团优化 Tostem 和 Inax 房屋设备业务的生产和开发部门



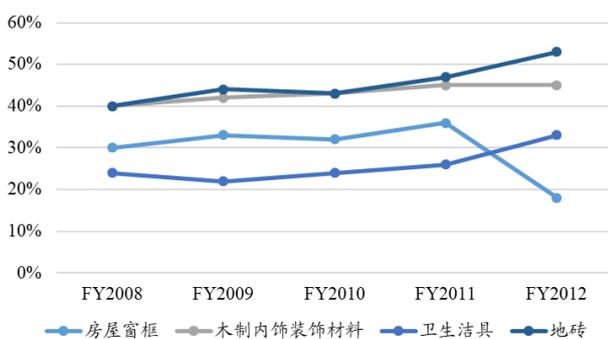
数据来源: LIXIL 集团年报, 国泰君安证券研究

3.4.2. 产品研发: 应对外部环境不利影响, 梳理并整合产品体系

为了应对外部环境的不利影响, 集团积极进行产品研发、成本降低等措施, 进一步提升盈利能力。2009 财年, 受全球金融危机的不利影响, 营业收入同比明显下降, 在严峻的形势下, 如何在运营企业之间产生协同效应、提高效率, 从而实现集团整体的高附加值产品开发和成本削减是在当时的不利情况下迫切需要解决的两大问题。

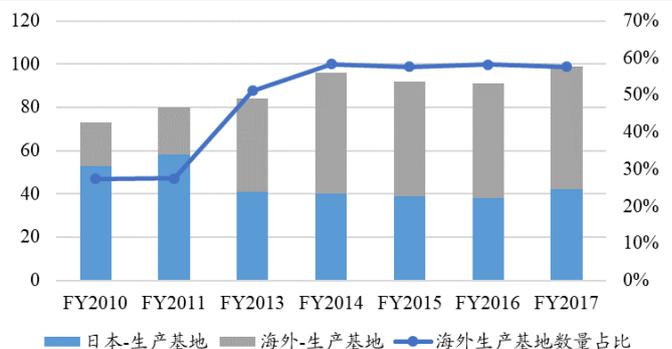
- **重叠产品的整合, 发展高附加值产品:** 在保持浴室、洗手盆和厨房产品规划独立执行的基础上, 整合 Tostem 和 Inax 内部重叠的住房设备业务, 从而在成本方面产生协同效应。此外, 集团通过加快利用 Tostem 和 Inax 各自优势的联合开发项目, 加强节能产组合, 在高附加值产品领域形成一定的协同效应。
- **工厂重组及海外工厂转移:** 集团通过重组国内工厂并将生产地点转移到海外, 从而积极降低生产成本、销售成本和管理成本, 在成本方面产生协同效应。其中 Inax 公司负责开发和生产浴室和洗手盆产品, Tostem 公司负责开发和生产所有的厨房用具产品。

图 24: 2008~2012 财年主要品类的海外生产占比呈现逐步提升的趋势



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 25: 2010~2017 财年日本本土的生产基地数量相对平稳, 海外生产基地数量有所提升



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

研发高附加值产品获取利润, 主要途径包括引入具有吸引力的新产品、

联合开发并创造增值产品。集团持续进行新产品研发，以 Tostem 公司窗扇品牌 Cakus 为例，窗锁从外面观察是隐藏的，具备较强的防盗功能，多数有重置需求的客户会选择此产品。2009 年 4 月，Inax 引入高附加值产品 Satis 节水马桶，具备行业领先的节水结构，仅需使用 5 公升的水即可完成冲水。同时，CL 产品线可以提供集厨房、浴室、盥洗台与卫生洁具为一体的集成产品，满足典型的日本家庭有限空间下的最大效率的功能使用，系列主打风格是“紧凑、丰富、不浪费”+“奢华、美丽的产品”。

通过 Tostem 和 Inax 各自优势核心技术充分满足客户需求，双方通过联合开发创造更多的增值产品。Tostem 与 Inax 在 2001 年合并之后，开始联合开发浴室产品，随着每年新功能的增加，产品在市场上能够获得良好的反响，从而进一步提升市场份额。以 2004 年推出的 Lukinar 产品为例，目前已经更名为 La Bath，其产品每年都有新功能的增加，推动着销量的稳步增长。新增功能包括了发热地板、热水淋浴、推式水龙头、改进过的下水道、清洁地板等，充分满足消费者使用过程中的多种需求。

表 7: 2004 年推出的 Lukinar 产品每年都有新增加的功能

新增功能名称	推出时间	改进功能介绍
热地板 <i>Thermo floor</i>	2004	缓解了浴室地板的寒冷
热水淋浴 <i>Thermo bath</i>	2005	减慢了在洗浴用水方面的降温
推式水龙头 <i>Push operated faucets</i>	2006	首次使水龙头易于使用，用户只需通过推这一动作来开关水龙头
下水道 <i>Kururipoi</i>	2007	减少了清洗下水道的劳动强度
清洁地板 <i>Clean Floor</i>	2008	防止灰尘和污垢，很容易清洁
推出 <i>La Bath</i>	2010	推出全新的核心产品型号

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

4. 整合后的 LIXIL: 先进的经营管理理念确立稳步发展的根基，集团经营优势不断凸显

整合后的 LIXIL 通过先进的经营管理理念确立稳步发展根基，集团经营优势不断凸显。从综合营销组织到全面合并，LIXIL 逐步实现一站式提供商品和服务的模式。面对地震、房地产市场不景气及消费市场低迷等外部环境不利影响，LIXIL 进一步强化对于装修市场的综合服务能力，全面布局翻新市场，积极进行新渠道模式的探索。为充分满足集团中长期成长的需求，整合完成的 LIXIL 针对降本增效等多个方面分别制定多项计划，不断强化集团的综合竞争优势。经过多年发展，LIXIL 集团的核心理念确立为以卓越产品和服务改善消费者的舒适度和生活方式。

4.1. 管理架构：从综合营销组织到全面合并，一站式提供商品和服务

4.1.1. 2010 财年：推出 LIXIL 综合营销组织

2010 财年集团推出了名为 LIXIL 公司的综合营销组织，致力于在未来能够一站式的提供 JS 集团的所有商品和服务。JS 集团是日本唯一一家能够独立满足消费者在家居与生活环境方面需求的集团，JS 集团不断抓住外部环境的变化，通过不断进取发展自身业务。新设立的 LIXIL 公司主要是制定和执行集团的综合销售战略，并监督所有业务部门，从而进

一步提升运营效率并降低成本和费用的投入。

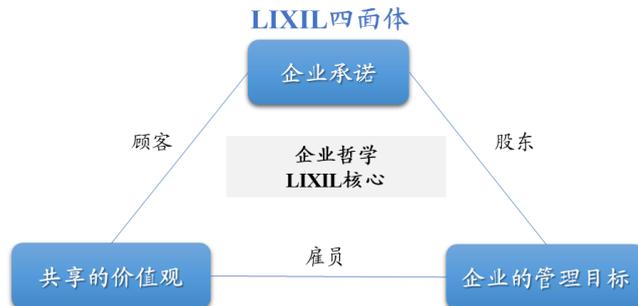
- 优势 1: 集团拥有连接全部公司的联合品牌，建立全新的企业理念**
 基于中长期成为综合型的家庭与生活环境企业的考虑，集团结合市场需求研发新型的产品结构，更加适合消费者翻新市场的需求。JS 集团的新品牌 LIXIL 正是这一个概念（Link to Good Living）的基础，能够形成连接全部公司的联合品牌，引入集团一体化管理并对新设立的 LIXIL 集团重新制定了品牌愿景、品牌使命与品牌价值。此外，集团开发了集成的经营哲学框架，其中包含四个要求，即：包罗万象的企业哲学、企业的承诺、企业的目标、共享的价值观。

表 8: 新设立的 LIXIL 集团重新制定了品牌愿景、品牌使命与品牌价值

项目	概念	公司口号
品牌愿景（我们寻求成为什么）	在推动与地球的和谐共生中创造“真正的生活方式”	Link to the Earth
品牌使命（我们正在进行的努力）	构建引领美好生活的纽带	Link to Good Living
品牌价值（我们承诺传递的价值）	可靠的质量	Link to Quality
	美好的环境	Link to Environment
	先进的技术	Link to Technology
	丰富的体验	Link to Emotion

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 26: LIXIL TETRA 是集成的哲学框架的统一表达



注：TETRA 源于“tetrahedron”-四面体，数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

- 优势 2: 集团满足多种家居与生活环境的的需求**
 JS 集团建立在“TOTAL HOUSING”（全屋）哲学的基础上，为消费者提供所有必要的产品与服务，从而创建舒适安全的生活环境与城市环境，JS 集团能够充分满足生命周期不同阶段的众多家居和生活环境需求。建筑与装修工程涉及到在同一天内的多项工作流程，生产单一材料的企业只能解决其中一个问题，这使得建造和物流成本相对较高。LIXIL 公司能够提升效率，一次性将多种材料运输到施工现场，进一步提高工人施工效率并降低成本。
- 优势 3: 集团具备公司内部关系清晰的分部管理机制**
 集团通过与其他部门共享各个公司的职能（销售、研发、生产），从而充分利用集团的管理系统。新成立的 LIXIL 公司在 JS 集团的整合中起到关键作用，包括制定跨部门的综合销售战略等分部管理系统并覆盖到集团下属的每一个公司。

表 9: 集团内部具有清晰的分部管理机制

市场战略	研发与生产	共享的功能
整合营销 (LIXIL 公司)	金属建材业务 CEO/COO 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 共享服务 ➢ 材料获取与分销 (JS 供应公司) ➢ IT、总公司职能部门
	管路器具业务 CEO/COO 	
	其他建材与设备业务 CEO 	
	分销与零售业务 CEO 	
	住房、不动产与其他业务 CEO 	

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

4.1.2. 2011~2013 财年：多家公司实现全面合并，为日本市场的整合建立基础

2011 年 4 月，多家公司从开发生产到销售管理全面合并，成立 LIXIL Corporation，控股公司名称也进行了相应调整。2011 年 4 月共有 5 家公司合并，具体包括 Tostem、Inax、Shin Nikkei、Sun Wave 和 Toyo Exterior，对集团重点经营公司的开发、生产、营销和管理等组织架构进行集中管理，此次重组带来了集团的全面优化，实现了显著的成本削减。为了明确 LIXIL 集团的组织架构，进一步提升品牌认知度，集团于 2012 财年将控股公司的名称由 JS 集团公司改为 LIXIL 集团公司，从而使得集团的企业品牌与控股公司的名称保持一致。

图 27: 2011 年 4 月起 LIXIL 公司开始对集团重点经营公司的开发、生产、营销和管理等组织集中管理

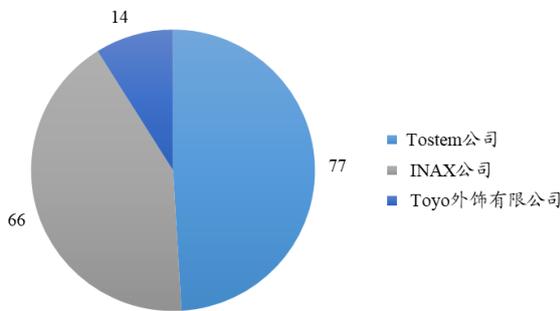


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

合并后的 LIXIL 集团不断进行重叠展厅的整合，从 2011 财年的 123 个下降到 2017 财年的 92 个。在合并之前，2010 财年 TOSTEM 公司、INAX 公司分别有 77 个和 66 个展厅，Toyo Exterior 公司有 14 个展厅，总计有 157 个展厅。随着终端销售渠道的整合，日本的展厅数量不断下降，从 2011 财年的 123 个下降至 2017 财年的 92 个。

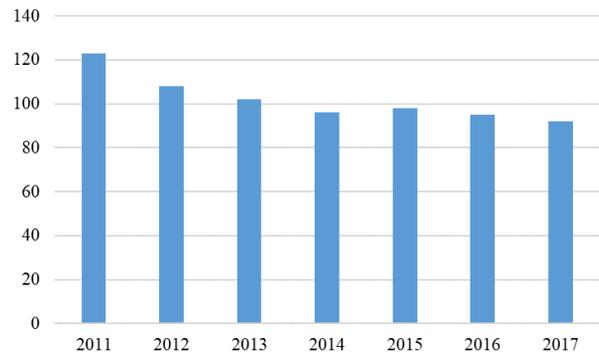
203 年 4 月起，集团重组了 LIXIL 的组织架构并创建了 9 个业务单元。LIXIL 是集团的核心运营公司，通过重组创建 9 个业务单元，每个业务单元的经理负责该单元的盈亏、资产负债表、市场份额、产品研发和制造，这直接带来的影响是 2014 财年集团的全球管理委员会的架构相对冗杂，不同市场和地区均设置对应的前台与后台部门。

图 28: 2010 财年 TOSTEM、INAX 公司分别有 77 个和 66 个展厅



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 29: 2011~2017 财年期间，日本的展厅数量随着公司的整合不断下降



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 30: 2014 财年，集团的全球管理委员会的架构相对冗杂



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

4.1.3. 2013~2015 财年：布局全球增长，奠定多方面基础

随着集团目标市场的变化以及海外收购完成，海外市场销售占比不断提升，集团业务模式进行了相应调整。集团将传统的以日本市场为中心的

商业模式进行了调整，逐步转向了追求增长的运营模式，向着成长为真正的全球公司的方向拓展，海外营收占比从 2011 财年的 4% 提高到 2014 财年的 24%。2014 财年起，集团构建世界级的全球供应链管理系统 (SCM, Supply Chain Management) 支持集团管理。LIXIL 目标是构建全球供应链将产品快速送至消费者，确保为不同区域提供高品质产品、最优生产成本的服务。优质的供应链能够整合生产和物流基地，最大化的实现协同效应，从产品研发、原材料采购、生产等多个环节进行供应链的整合。

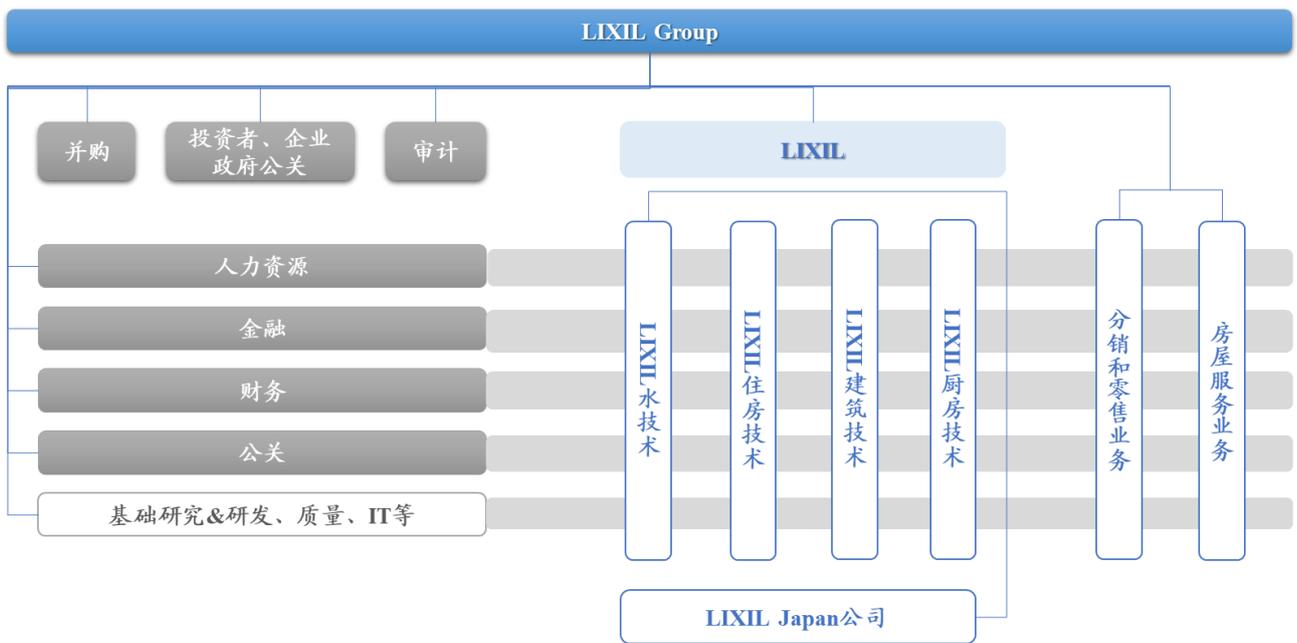
2015 年 4 月，集团基于四项业务再度进行了经营架构的重组，相较于原先基于制造划分的业务模式进一步调整，运营模型也进行了进一步的调整与变更，将原本各个业务线条分别配置的人力、财务等后台部门进行相应的整合，LIXIL 主要负责四项核心业务的运营，具体包括 LIXIL 水技术、LIXIL 住房技术、LIXIL 建筑技术、LIXIL 厨房技术，集团的人力、财务、法务、公关等公共部门对各个业务线条进行相应的统筹管理。

表 10: 2015 年 4 月，集团进行了业务结构的重组

业务类型	LIXIL 水技术	LIXIL 住房技术	LIXIL 建筑技术	LIXIL 厨房技术	分销和零售业务	住房服务业务
金属建材业务		√	√			
管理洁具业务	√			√		
其他建材和设备业务		√				
分销和零售业务					√	
住房、不动产及其他业务						√

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 31: 2015 年 4 月 1 日起，公司管理矩阵进行了相应调整，充分践行“One LIXIL”



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表 11: 2014 财年起，LIXIL 集团的经营业务主要按照产品大类进行划分

业务部门	主要包括的产品和服务	包括的品牌
金属建材业务	房屋窗框, 建筑窗框, 商店门面, 低到中等的窗框、高层建筑、大门、各类百叶窗、幕墙、大门、车库、栏杆、高栏杆、挡潮栏、隔烟屏等	
管道设备业务	卫生洁具, 带浴盆的淋浴间, 水龙头, 洗手台, 浴缸, 单元浴室、厨房系统、盥洗台设备、盥洗台机柜等	
其他建筑材料及设备业务	木制室内装饰材料: 窗框, 木制家具材料, 室内装饰材料等	
	其他建筑材料: 用于房屋和建筑物的外部瓷砖, 内部装饰瓷砖, 墙板、石材、屋面材料、预制制品等	
	室内织物: 窗帘等	
	其他: 太阳能光伏系统	
分销及零售业务	家庭中心: 家居用品、DIY 产品、建材等	
	综合建材商店: 建筑材料、工具、五金等	
住房、房地产等业务	住房解决方案业务: 发展房屋建筑特许经营连锁, 施工顺序, 房屋缺陷保修责任保险服务, 地面检查及改善等	
	房地产: 土地、房屋、物业管理服务、房地产特许经营等。	
	养老院业务、金融服务业务: 养老院、住房贷款	

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

4.1.4. 2016~2018 财年: 积极化解不利影响, 及时调整再度出发

并购扩张是双刃剑, 在实现业务领域快速扩张的同时, 也有可能为集团总体的经营情况埋下一定的隐患。2015 年, LIXIL 集团收购的 GROHE 集团子公司 JOYOU (中宇卫浴), 其会计违规行为也对 LIXIL 的业绩带来明显冲击。广田控股曾于 2017 年 8 月与 LIXIL 集团签订协议拟以 4.67 亿欧元收购 2011 年收购的 Permasteelisa S.p.A. (帕玛斯) 股权和相关股东贷款 (2011 年 LIXIL 收购), 集团在当年财报中也将这部分业务设置为停止经营, 因此会计科目处理上也进行了相应调整。由于交易无法获得美国外资投资委员会 (CFIUS) 批准, 2018 年 11 月 27 日双方决定解决收购协议并终止本次交易, 这对公司当期业绩带来较大的负面影响, 2018 年全年出现亏损。

子公司买卖失败引发管理层动荡, 集团及时调整再度出发。2018 年 10 月, 原 CEO 濑户欣哉被辞去职位, 变更为潮田洋一郎接任, 由于管理层治理风格的变化也由此引发了投资者的担忧。2018 年 LIXIL 因子公司买卖案的失败大幅亏损, 公司发布业绩下调报告, CEO 潮田洋一郎同期引咎辞职, 前任 CEO 濑户欣哉再次出任集团 CEO, 高管任职也进行相应调整, 投资者对集团经营情况的改善存在一定预期, 集团及时调整再度出发, 董事阵容确定后, LIXIL 也对相应的高管任职进行了调整, 积极应对外部环境的变化以及增长的压力。

4.2. 全面布局翻新市场, 渠道探寻多元化发展之路

4.2.1. 强化对装修的综合服务能力, 全面布局翻新市场

日本东部大地震以及房地产市场结构的变化带来了 JS 集团在翻新市场的积极布局。在 2011 财年, 集团针对翻新市场主要采取了扩张战略, 具体包括 Ken Depot 扩建工程、与公寓和出租公寓管理公司联盟进行翻新

市场的销售、依托现有的员工提高销售能力。从中长期发展来看，公司执行深层渗透战略，具体包括产品开发（针对改造需求的产品开发、开发用于翻新的高性能产品、开发环保产品）、综合展厅运营以及发展建筑承建商销售网络。

强化对装修市场的综合服务，提供从规划、产品选择、安装、售后维护全产业链服务。LIXIL 集团在装修业务的基础上不断提升与住房使用相关的服务，例如服务集团的住宅建筑特许连锁、住房服务缺陷保修责任保险、房地产网站地面检查和改进、住房改造贷款、房地产经纪入等。利用这些相关的服务，LIXIL 集团将加强对装修市场的综合服务，从规划和建议到相关产品的选择、安装、售后维护全链条对接。

为了应对市场趋势以及消费者需求的变化，LIXIL 集团将业务资源在渠道、产品、服务方面进行了相应调整。在渠道方面，集团在东京和大阪开设旗舰店，通过产品展示提升消费者对于集团多样化产品与服务的关注及兴趣。在产品方面，集团针对装修市场开发易于组装和安装的产品，致力于研发有助于减少家庭能源消耗的产品和服务，支持更舒适、更丰富的生活方式。在渠道方面，集团已经建立了两个住宅建筑商网络，包括 2012 年 4 月构建的 LIXIL Reform Net，到 2013 财年有 9000 多个会员；2012 年 7 月构建的 LIXIL Reform Chain，到 2013 财年有 370 多个会员，这些房屋建筑商能够处理 LIXIL 品牌下的装修业务，进一步提升居民对品牌的认知度，与市场上主要房屋制造商、装修专家以及其他进入到装修市场的公司进行区分。

4.2.2. Ken Depo 是集团布局专业市场的渠道尝试

渠道方面，集团在 2010 财年推出 Ken Depot，致力于向建筑专业人士提供建材产品满足一站式采购需求。

- **渠道构建考虑：**Ken Depot 作为装修材料便利店，对于装修改造的配送系统进行了相应的改造，与家庭中心市场的主要模式进行差异化的布局。目前装修及翻新行业（新房装修、存量房翻新）有不同的项目需求和预算，这要求供应商能够提供多种类型的建筑材料和服务，行业始终存在效率低下的问题，其主要原因是装修材料的配送系统与新建房屋的配送系统完全相同，没有形成明显的区别。
- **渠道运营模式：**随着客户需求结构的变化，集团在运营模式上更加贴近家庭翻修需求，基于“carrying everything in-store”（把仓库里的东西都带上）这一概念，在 2010 财年推出了 Ken Depot 创新仓库门店（Ken 是意为“建材”的汉字），向建筑专业人士提供建材，从而有效提升集团的家庭中心运营能力，强化分销和零售业务，提升渠道的覆盖密度以及运营效率，进一步创新商业模式，逐步成为服务于建筑工人的装修材料便利店，可以向中小型建筑承包商和水管工等专业人士出售约 3 万件物品，包括建筑材料、工具、施工用具和设备等，可以提供当天施工所需材料的便利服务。Ken Depot 在 2010 年 3 月开设第一家分店，截至 2015 年 7 月在全国拥有 64 家零售商店、60 万会员。

随着翻新需求的持续增长，Ken Depot 的模式支持进一步的成长，LIXIL

集团基于发展的需求进行相应调整,最终于2019年6月变更其母公司。Ken Depot 以专业为中心的独特商业模式推动其成为行业领导者,为了让其发展不再受到 LIXIL 框架限制,使其发展目标与住宅和建筑行业、建筑和装修业务合作伙伴一致,集团将 Ken Depot 划分出去,到2016财年拥有其34%股权。2019年 Ken Depot 官网发布公告,正式宣布 Ken Depot 于2019年6月3日正式成为柯南商事股份有限公司(コーナン商事株式会社)全资子公司, Ken Depot 将以此为契机向会员提供附加价值更高的商品和服务,以成为代表日本的居住和生活的综合企业为目标。

4.2.3. VIVA HOME 业务是以家庭中心为核心的渠道形态尝试

表 12: VIVA HOME 的发展历经多次变化

年份	发展变化
前公司历史	
1977年4月	作为东洋窗扇有限公司(现为LIXIL集团有限公司)的子公司成立前公司(当时的公司名称为 Viva Home Co., Ltd.)。通过合并开设了须贺川商店(福岛县须贺川市)
1986年6月	总公司迁至埼玉县上尾市
1987年2月	在东京证券交易所第二部上市
1989年8月	被指定为东京证券交易所的第一部分
1992年6月	公司名称由 Viva Home Co., Ltd.更改为 Tostem Viva Co., Ltd.
1992年7月	将 Toyo Sash Co., Ltd.的商品名称更改为 Tostem Co., Ltd.
2001年3月	将原公司的零售业务转让给 Viva Home Co., Ltd.(现为的公司)
2001年4月	Tostem Co., Ltd.(现为 LIXIL Group Co., Ltd.)吸收了原公司,并将原公司退市
现公司历史	
1993年6月	作为原公司的子公司成立 Top Shoji Co., Ltd.(现为本公司)。
2000年12月	将公司名称从 Top Trading Co., Ltd.更改为 Viva Home Co., Ltd.
2001年3月	从原公司收购零售业务
2001年4月	公司名称由 Viva Home Co., Ltd.更改为 Tostem Viva Co., Ltd.
2003年6月	作为第一家 Super Viva Home 商店,开设鸿巢店(埼玉县鸿巢市)
2009年2月	开设 Ken Depot Noda 商店(位于千叶县),作为第一家 Ken Depot 商店
2011年4月	公司名称由 Tostem Viva Co., Ltd.更改为 LIXIL Viva Co., Ltd.
2011年6月	开设了寝屋川 Viva Mall(大阪府寝屋川市),进入了关西地区
2012年3月	收购了 Super Viva Asset Oimachi 有限公司和 Super Viva Asset Misato 有限公司的所有股份,并将其作为子公司
2012年4月	LIXIL Corporation 的“Ken Depot”业务已整合到“Ken Depot PRO”业务中
2012年4月	收购 Super Viva Asset Co., Ltd.的所有股份,并将其作为子公司
2012年12月	收购 Super Viva Asset Narashino Co., Ltd.的所有股份,并将其作为子公司
2014年11月	总公司迁至埼玉县埼玉市浦和区
2016年5月	从 LIXIL Corporation 收购了 Taiseigo 物流中心(茨城县上宗市)
2017年4月	在东京证券交易所第一部上市
2017年9月	开设第一家家居装饰店“House Deco”(神户市兵库区)
2018年4月	将所有四个合并子公司合并为公司
2018年7月	在佐贺县佐贺市开设 Super Viva Home Saga Store,进入九州地区

数据来源:公司官网,国泰君安证券研究

VIVA HOME 业务板块于2017年4月在东京上市,尝试渠道模式的更多可能。目前集团的家庭中心业务主要集中在 Super Viva Home(SVH),

SVH 主要由 Materials Hall (材料展厅)、Living Hall (生活展厅)、VIVA Pets (宠物专区)、Gardening (园艺中心) 组成, 为消费者提供改变住房与生活方式的相应服务。这一部分业务的目标是构建全面的物资供应中心, 充分满足以专业建筑公司为中心的全方位一站式采购服务。针对日常消费者, 公司打造了“Proposal style”从而能够充分满足顾客日常生活需求, 实现了从日用品到家用设备购买及安装、家居装饰领域等较为全面的产品线打造。此外集团还有 Renovation&Design Center (装修翻新设计中心)、Vichys Business 和开发商业务。

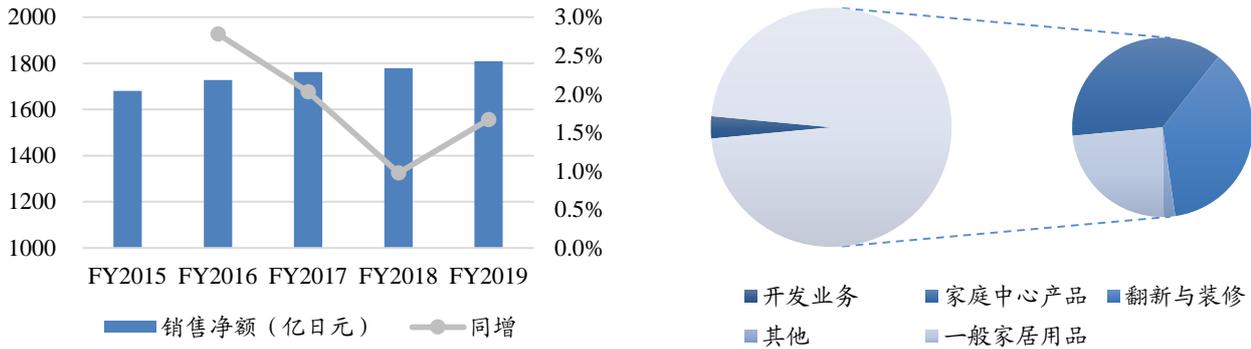
表 13: VIVA HOME 板块提供多类型服务

业务	概述
家庭中心业务	家庭中心业务以下一代家庭中心 SVH 为核心。SVH 由材料大厅, 生活起居大厅, Vivapets 和花园中心组成, 并支持房屋的翻新和从建筑业的专业人员到普通消费者的更丰富生活方式的实现。
-建材馆	在处理建筑材料, 农业材料等的材料大厅中, 将特别加强翻新材料, 以及木材, 钢铁, 管道, 油漆, 诸如门和窗扇的建筑材料, 工具以及诸如厕所和洗脸盆的住宅设备。除了凌晨开放之外, 努力创建满足专业人士需求的销售楼层, 例如提供专用的装载空间。
-生活馆	客厅展厅处理室内物品, 宠物, 园艺用品, 家庭中心产品 (如自行车, 家具和储物柜) 以及日用品, 家用电器和汽车用品等一般商品。作为支持包括普通消费者在内的客户日常生活的熟悉平台, 努力提供各种有用和独特的产品。
-花园中心	在花园中心, 可以找到切花, 花坛苗木, 盆栽植物以及土壤, 园艺不可缺少的肥料, 长凳, 雨伞, 铺路石和砖头。同时提供肥料和护理咨询, 放置了喷泉和长椅, 使之成为供客户放松的区域。
-Vivapets	除了出售狗, 猫, 热带鱼, 鸟类和小动物以外, 还出售各种为宠物量身定做的宠物食品和护理产品, 例如高功能食品, 还有修整区和宠物旅馆。此外, 在商店内设置了专门的猫狗推车, 可以与宠物一起购物 (不包括美食广场), 并且正在努力从各个方面支持与宠物一起生活的乐趣。
装修翻新业务	在翻新服务中, 公司在家庭中心建立了“装修翻新设计中心”, 并正在努力创建一家商店, 顾客可以在这里轻松购物。除新建筑外, 还提供与整个房屋有关的翻新工程, 例如更换各种设备, 例如炉灶, 洗手盆和卫生间, 更改平面图, 无障碍设备, 外墙, 屋顶结构和抗震结构。
维希斯工程 (Vichys Business)	家庭中心内包含一部分独立店 (经营着“VC'S”), 进口杂货, 书画材料, 艺术, 剪贴, 加工服务, 面料等。在“VC'S”, 一天体验活动和文化教室等也在举办, 努力向顾客传达手工制作的乐趣。
开发商业务	主要在“Viva Mall”购物中心内, 为商店租户客户提供房地产租赁和附带服务。公司吸引了居住在附近的租户, 例如食品超市, 饭店, 家庭用品店, 服装店和服务店, 并正在努力创建一个有吸引力的购物中心, 为人们提供丰富而有趣的生活。

数据来源: VIVA HOME 年报, 国泰君安证券研究

VIVA HOME 稳步发展, 门店布局集中在日本国内。2015~2019 财年, VIVA HOME 的销售净额从 1680 亿日元增长至 1809 亿元, 年复合增速保持相对平稳的增长; 门店布局稳步推进, 每年将保持个位数增长, 预计到 2021 财年将突破 110 家, 收入增长主要来自于门店数量增长以及单店销售收入相对稳定的贡献。从收入结构来看, 2018 财年家庭中心业务占比 97%, 其中家庭中心产品、翻新装修产品收入占比较高, 二者均为 36%; 一般家居用品收入占比为 23%, 其他产品占比较低仅为 2%; 开发业务占比 3%。

图 32: VIVA HOME 销售净额保持相对平稳增长 **图 33: 家庭中心是 VIVA HOME 主要收入来源**



数据来源: VIVA HOME 公司年报, 国泰君安证券研究

数据来源: VIVA HOME 公司年报, 国泰君安证券研究

4.3. 从整合到增长, 改革后的 LIXIL 集团制定中长期规划

4.3.1. 整合后的第一阶段: C-30 计划, 降低合并后的固定成本

C-30 计划降低企业现有的固定成本, 从 2011~2014 财年将国内现有企业固定成本降低 30%。随着重组完成, 集团通过削减并整合已加入该集团的公司的重复职能, 逐步实现销售和营销、开发和生产、采购和分销以及其他部门的成本节约, 在 C-30 计划中分别制定了不同的目标, 要求在 2011~2014 财年的三年内累计削减 1100 亿日元成本。C-30 计划实现的效果是整合重复的生产与制造基地、合并冗余展厅网点、提升商品和材料采购的规模经济优势。

C-30 计划完成情况超过原先目标, 其中采购和分销环节显著超额完成。C-30 计划中销售与营销部门完成率 62.5%, 开发与生产部门超额完成 71 亿日元, 该部门通过整合产品将厨房系列 SUNWAVE、TOSTEM 和 INAX 三个品牌缩减为 SUNWAVE 独立销售, 并且通过自动化生产与海外生产转移成功削减成本。在超额完成显著的采购与分销部门中, 集团分三路并行, 即整合采购、扩大国际采购占比、整合 IT 系统, 采购和分销成本削减实际情况相较于目标超额完成 87%。

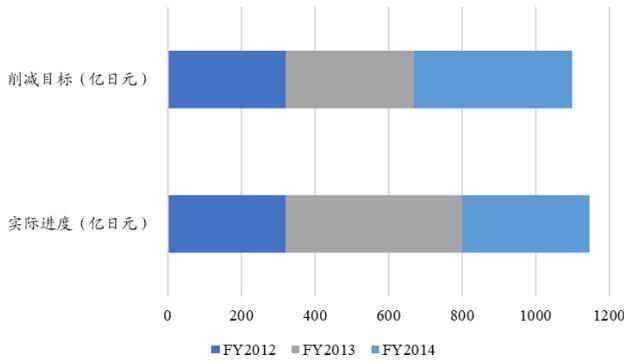
表 14: 2011 财年多个部门制定了提高效率的措施与成本削减的三年目标

部门	成本削减目标	完成情况 (FY2012-FY2014)	主要措施	执行情况
销售与营销	400 亿日元	250 亿日元	①整合销售办公室和展厅; ②整合独立的销售和市场营销部门以及前后台经营	门店从 247 家降低到 2012 财年的 108 家; 销售办事处从 343 个降低到 2012 财年的 165 个
开发与生产	300 亿日元	371 亿日元	①整合产品, 减少产品数量; ②重组和整合生产基地; ③自动化, 增加自产减少外包; ④扩大海外生产占比和规模; ⑤提高产品品质	厨房产品从 SUNWAVE、TOSTEM 和 INAX 三个品牌缩减为 SUNWAVE 独立销售, 厨房系统系列从 16 个减少到 7 个
采购和分销	200 亿日元	374 亿日元	①通过整合采购实现规模经济; ②增加海外采购; ③巩固物流中心, 整合 IT 系统	集中采购、扩大国际采购占比, 降低采购成本, 整合 IT 系统和总部职能
其他	200 亿日元	152 亿日元	①集成总部; ②集成管理 IT 系统	-

总计	1100 亿日元	1147 亿日元	-
----	----------	----------	---

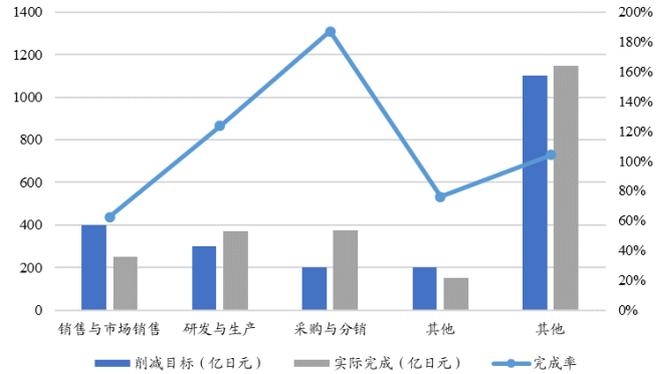
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 34: C-30 计划三年总体超过预期，各个财年的完成进度与目标相比略有差异



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 35: 各个部门的成本削减目标完成率不同，采购与分销明显超额完成



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

4.3.2. 整合后的第二阶段: G-15 和 G-16 计划，强调销售和利润增长
2013 年 5 月推出 LIXIL G-15 计划，强调盈利能力的增长。集团于 2013 年 5 月宣布中期业务计划 LIXIL G-15，这一计划是基于并购增长战略的基础上制定的，同时也是 2011 年 4 月集团推出的一系列改革的第二阶段，核心是围绕增长战略，在这一业务计划中强调了基于盈利能力的增长，通过扩大装修业务，在日本市场进一步建立领先地位。具体的长期战略包括加速全球业务扩张、提供销售和利润、分销和零售业务、发展和扩大服务业务、围绕住房提升经营效率。

LIXIL 公司具备强大的分销和生产基地，其覆盖的范围不仅仅是 JS 集团自身生产的产品，可以覆盖到几乎所有的建筑材料分销渠道。根据集团内部的分析，建造房屋共需要大约 35 个不同的分包商，经过多年的培育逐渐成为日本第一家能够全面整合建材销售渠道的公司，这种模式能够为公司的住房建设提供极大的便利，通过将同一天现场施工所需要的材料进行合并，降低物流成本，充分发挥规模效应，进一步提高施工与人员的使用效率，进而降低了住房建设成本、管理费用等方面的投入。

G-15 战略基于每个市场的增长潜力和产品领域并进行相应布局。在国内市场，LIXIL 集团将关注的重点聚焦在翻新市场，海外市场则持续进行战略投资，具体包括 LIXIL 集团将美标合并为子公司、收购了德国高仪的股份。通过公司的持续努力，2014 财年集团销售额同比增长 13.4%，从分业务板块来看，金属建筑材料业务销售额同增 12.3%，海外市场贡献相对明显；在合并子公司的贡献下，卫生洁具业务的销售额同增 17.1%。

随着 ASB、GROHE 集团等新公司的加入以及外部商业环境的变化，公司积极调整 G-15 计划，并推出新的 LIXIL G-16 计划。LIXIL 集团通过实施各种战略以提高客户满意度，同时也以销售增长和利润增长为目标。这些战略通过 MI-16 增长计划（以增长为目标，营销和创新）和 BT-16（以运营效率为目标，业务转型）运营效率计划下的众多项目得以实施并进行稳步的推进。与此同时，公司推行 6-Sigma 方案来减少业务、开

发生产和物流过程中的不确定性，寻求客户满意度提高和业务效率提升。

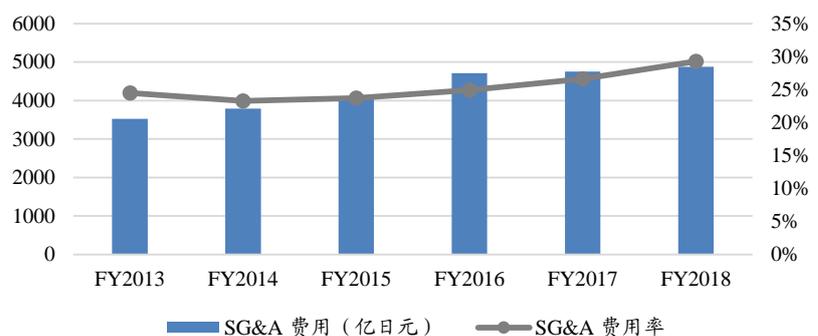
公司采取多项措施提升效率并优化经营，寻求在全球范围内的规模经济，为供应链优化和间接成本削减措施产生迅速和明显的结果。公司积极与供应链、技术、营销与销售、信息技术、财务、人力资源等职能部门合作，优化供应链并提升产品开发效率，通过提升产品竞争力提升毛利。此外，公司积极推行跨职能改革和商业模式创新，以实现各项改进，具体包括提高报价、订单接收、施工或采购、安装和展厅运营的效率以及降低间接成本，从而实现集团内部和客户培训体系的优化、改进和扩展。此外，公司考虑在日本和海外市场重组低利润率的业务或子公司，具体包括业务改进或结构改革，若子公司效率过低则考虑剥离清算。

根据中期商业计划 LIXIL G-16，集团的目标是在统一销售和建筑安装信息，优化生产和物流基地，完善战略采购配送系统，改善现金转换周期(CCC)的基础上，降低 550 亿日元的成本。为了实现这一目标，集团需要在业务中采取积极主动的举措，在各个方面迅速开展工作。这些举措将包括收集和共享 LIXIL 集团公司之间的物流信息，以减少我们的材料、产品和其他供应的库存。这些措施还包括利用集中采购，利用规模经济，建立一个系统，能够迅速向集团所有的生产和销售基地提供供应。

为进一步提升合并后的效率，集团制定 CCC 项目的目标。2011 年 4 月，受公司合并的而影响公司的 CCC 到 2013 年 9 月 30 日为 90 天，远远高于行业平均水平的 55 天，影响了资本效率。为了对此有所改善，集团制定了相应目标，预期在 2017 财年结束下降至 55 天，到 2016 财年结束产生约 100 亿日元的自由现金流。

从实际情况来看，目标的实现过程存在一定的波动，公司 SG&A 费用逐年递增，SG&A 费用率大致呈现上升态势。SG&A 费用包含所有非生产成本，主要有利息支出、汇兑损失、相关手续费及其他财务费用，不包括直接生产成本、研发费用单列的项目。业务前期投资包括广告促销等相关营销费用占据了 SG&A 费用的大部分。2013-2015 年 SG&A 费用率基本保持在 24% 左右，2016 年由于旗下子公司高仪的高费用率及海外子公司的坏账准备等，SG&A 费用率上升至 24.9%。2017、2018 年在广告营销费用等前期投资的影响下，费用率分别升至 26.6% 和 29.3%。

图 36: SG&A 费用率呈现上升趋势

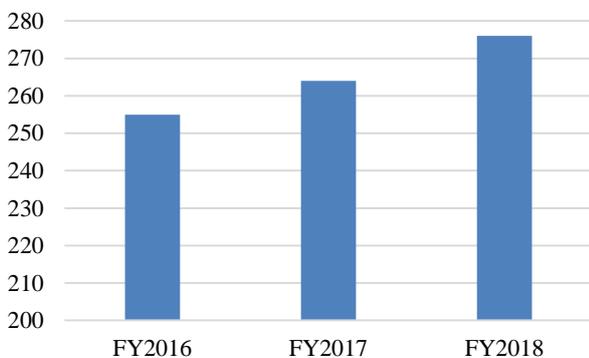


数据来源：LIXIL 集团年报，国泰君安证券研究

注重研发投入，R&D 费用率逐年提升。集团以消费者为核心导向，加大在研发、设计和创新的投入，开发更加环境友好和健康的产品，形成区别于竞争对手的优势。同时加大对产品制造平台的研发投入，提高生产效率，有利于形成成本竞争优势。2018 年公司研发费用共计 276 亿日元，其中占公司营收 42.0%、31.4%和 7.0%的业务部门 LWT、LHT 和 LKT 的研发投入最多，分别占到 60.3%、32.5%和 5.4%。

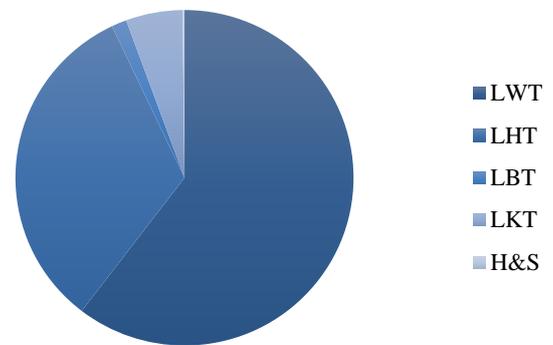
公司的品牌效应加上产品差异化战略和以用户为核心的导向形成了核心优势。公司研发投入逐年增加，从设计、科技、品质和品牌方面实现差异化，将设计为导向的思维融入到生命周期的所有过程中，随着合并完成以及协同效应逐步释放，LIXIL 不断实现价值增长，逐步奠定了在日本以及海外市场的领军者地位；2017 年 LWT 获得了业界领先的 66 个设计奖项，这提高了市场对 LIXIL 作为一家设计公司的看法。

图 37: R&D 费用投入逐年提升



数据来源: LIXIL 集团年报, 国泰君安证券研究

图 38: LWT、LHT 和 LKT 的研发投入比例最大



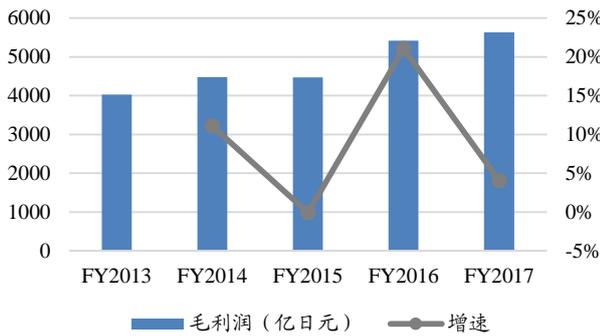
数据来源: LIXIL 集团年报, 国泰君安证券研究

从实际经营情况来看，毛利润基本呈现上升趋势，毛利率在 30%左右。2014-2015 年公司收入增长了 3%，但毛利润略微下降了 0.1%，主要是因为外汇因素推高了原材料价格，且主要市场日本销量有所下滑。在此之后毛利润

稳步增长，2017 财年达到 5636 亿日元，毛利率达到 31.5%。2013-2017 财年毛利润年均复合增长率为 8.7%。

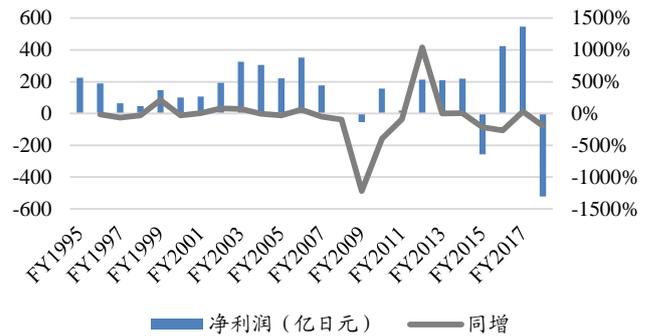
公司净利率水平较低，高仪前子公司不当会计操作带来当期负面影响。2013-2015 财年公司净利润水平稳中求进，2015 年净利润有 5.1% 的增长。2015 年财年公司营业收入平稳增长，业绩亏损的主要原因是高仪前子公司 Joyou 的不当会计操作带来的负面影响，进而也从一定程度上影响了经营改善目标的实现。公司整体净利率水平较低，2013-2015 年较为稳定，基本稳定在 1.4% 左右，2016 财年日本和海外市场成本下降，加上高毛利率海外子公司销售增长抵消了外汇对利润的负面影响，2017 财年净利率增长至 2.4%，2018 财年净利率继续上升至 3.3%。

图 39: 公司毛利润基本呈现上升趋势



数据来源: LIXIL 集团年报, 国泰君安证券研究

图 40: 2018 财年净利润变化相对明显



数据来源: LIXIL 集团年报, 国泰君安证券研究

表 15: LIXIL G-16 目标与 2017 财年实际完成情况的对比

指标\年份 (单位: 亿日元)	2014 (JGAAP)	2017 目标 (JGAAP)	2017 vs. 2014 (目标)	2017 实际完成 (IFRS)
净销售	16287	21100	1.3x	17864.47
营业收入	691	1700	2.5x	883.12
营业利润(%)	4.2%	8%	+4p	4.9
EBITDA	1236	2350	1.9x	1490.13
EBITDA(%)	7.6%	11%	+3pct	8.3%
CCC 现金转换周期(天/年)	88.5	55	-33.5	-
ROA(%)资产收益率	2.7%	5%	+2 pct	7.9%
ROE(%)净资产收益率	7.6%	13%	+5 pct	2.0%
EPS (日元)每股收益	172	344	2.0x	148.01

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

5. 国内启示: 整合道阻且长, 渠道多元化有待尝试

战略制定顺应趋势、产品领先与用户导向布局渠道满足各类需求、并购扩张辐射全球, 是 LIXIL 实现全球增长并确立建筑和住宅行业领军地位的主要驱动力。在战略方面, 从相对独立到整合协同, LIXIL 的发展积极顺应市场及外部环境的变化, 面对内部管理层的波动采取积极态度, 实现了战略从制定到执行的稳步推进。在产品层面, 单品龙头构建强势产品矩阵, 多品牌布局充分满足客户需求; 在渠道层面形成了以家庭中心商店为主、专营店及展示厅为辅的模式, 充分满足专业市场与大众市场的不同需求。在并购战略的推动下, LIXIL 逐渐构建起强大的海外分销网络并聚焦全球增长。经过数十年的积累, 卓越的品牌、产品差异化、以用户为核心、并购扩张业务版图逐步成为 LIXIL 的核心优势。

对国内市场的启示: 行业整合道阻且长, 品类渠道多元化布局有待不断尝试。LIXIL 通过对零售渠道、专业渠道等多方面布局, 充分满足标准化市场及非标准化市场需求, 不断巩固行业龙头地位, 实现了各品类规模经济以及多品类多渠道的范围经济。对于国内单品类公司, 最佳路径是充分发挥规模效应并成为细分领域龙头, 在定价、渠道方面抢占一定优势, 逐步提升市场份额; 对于多品类公司, 最佳路径是在行业成长期实现单品类规模效应, 随着行业渐近成熟, 通过多品类扩张实现生产、渠道、品牌等多维度范围经济并拓展中长期新增长点。

5.1. 启示之一：战略执行稳步推进，积极适应内外环境变化

从相对独立到整合协同，LIXIL 的发展积极顺应市场及外部环境的变化，面对内部管理层的波动采取积极的态度，实现了战略从制定到执行的稳步推进。复盘 LIXIL 的发展阶段，以降本增效、致力于成为全球龙头企业作为主要的发展目标，历经多次管理组织架构的调整，实现了采购、分销、生产等多个链条的整合，面对外部环境的压力以及内部管理层的变化采取了相对积极的态度，及时进行调整并确保战略执行的稳步推进。

经过多年的管理架构、战略调整以及相关的经营策略及时变革，LIXIL 逐步进入价值增长的新阶段，并成为日本乃至全球领域建筑和住宅行业最受品牌的品牌之一，其工厂、展示厅及员工遍布全球。2018 年 LIXIL 集团实现收入约 16,648 亿日元(约人民币 1,054 亿元)。截至 2018 财年，集团在 14 个国家和地区拥有 93 家工厂，在 22 个国家/地区设有 135 个展厅，总数员工超过九万人。除日本本土外，亚太地区是公司第二大市场，共建有 31 个工厂、15 个展示厅以及 19,373 名员工。

表 16: 截至 2018 年，LIXIL 集团的工厂、展示厅以及公司员工遍布全球主要市场

地区\项目	工厂数量	展示厅数量	员工数量
Japan	43	104	35452
Asia Pacific	31	15	19373
Americas	11	3	6308
Europe	4	13	-
Africa	4	0	-
EMEA (Europe, Middle East and Africa)	-	-	5741
合计	93	135	>9 万人

数据来源：LIXIL 集团年报，国泰君安证券研究

调整之后的 LIXIL 逐渐成为世界排名第一的住宅建筑材料集团，在日本的本土木制品销量第一。受 2017 财年日本生态住宅点制度 (Eco-Point System for Housing) 结束的影响，日本翻新市场需求量承压，同时集团子公司在当年进行了调整，导致 2017 财年收入有所下滑，其中 LIXIL 大厦业务 (LBT) 影响最大，2017 财年收入同比下降 21%，2018 财年同比下降 3.1%。公司核心业务整体卫浴、厨房表现良好。2018 财年 LIXIL 卫浴业务 (LWT) 收入增长 8.1% 至 7159 亿日元，占当年总销售收入的 42%；LIXIL 厨房业务 (LKT) 收入增长 2% 至 1200 亿日元，占当年总收入 7.0%。

LIXIL 集团重组销售和生产业务，构建高效、柔性供应链，提高全球竞争力。2018 年 4 月，集团重整了 LWT、LHT 在日本的销售和生产业务，更有利于客户反馈并快速进入产品设计和生产环节，也使业务内部能够更快地做出决策，销售团队也可以更专注于各自的产品和服务。集团在印度收购卫生洁具生产商 Sentini 卫浴私有公司建成新工厂，年产量达到 200 万件，满足全球需求。公司在泰国、越南和墨西哥投资 5600 万美元扩大产能，提高现有工厂的效率。集团在泰国的高仪工厂进行了投资，进一步提升了厨房水龙头的产能。

5.2. 启示之二：多品牌多品类战略积极推进，产品渠道满足各

类需求

5.2.1. 产品层面：单品龙头构建强势产品矩阵，多品牌布局充分满足需求

从集团业务分类来看，LIXIL 共拥有六大业务版块。集团的业务致力于为改善人们的舒适感和生活方式做出贡献，主要提供厨卫产品、门窗、建筑材料等产品和服务，其中以厨卫产品为主，具体的业务版块分别为 LIXIL 卫浴 (LWT)、LIXIL 住宅事业 (LHT)、LIXIL 大厦 (LBT)、LIXIL 厨房 (LKT)、分销和零售 (D&B) 以及住宅和服务 (H&S)。LIXIL 卫浴是公司最核心的业务版块，不仅提供卫浴洁具、花洒和喷淋系统等浴室用品，还提供整体浴室、浴室康体等的解决方案。LIXIL 厨房主要提供厨房设施及水槽、厨房系统等产品和服务。

图 41: 收入稳步增长, 2017 年受翻新需求影响以及子公司调整导致略有下滑

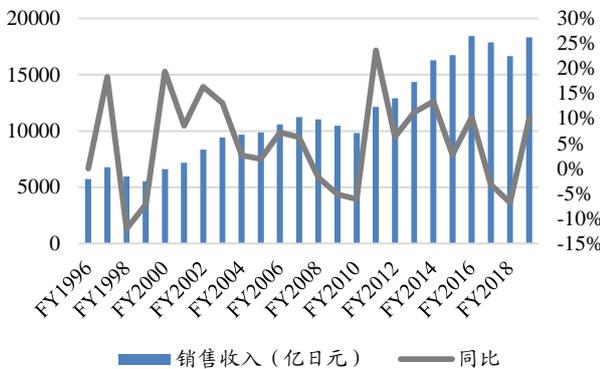
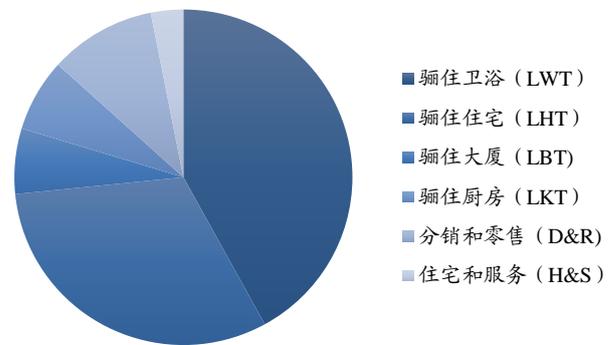


图 42: LIXIL 卫浴业务占公司收入比重最高



数据来源: LIXIL 集团年报, 国泰君安证券研究

数据来源: LIXIL 集团年报, 国泰君安证券研究

表 17: 六大业务板块覆盖不同产品, 客户及竞争者情况有所区别

业务板块	主要产品及服务	直接客户	竞争者
LIXIL 卫浴 (LWT)	卫生洁具、水龙头、盥洗台、浴缸、浴室、淋浴喷头等卫生设备, 房屋和建筑物的外部瓷砖, 内部装饰瓷砖等	经销商、销售代理、建筑公司、建造公司、开发商、批发商、批量零售商、一般消费者	Kohler、Roca、Hansgrohe、Masco (Delta)、Fortune Brands (Moen)、TOTO、Geberit
LIXIL 住宅 (LHT)	房屋窗扇、大门、栏杆、潮汐屏障、防烟隔热屏等金属建材, 窗框等木制室内装饰材料, 壁板、石材、窗帘、太阳能光伏系统等	经销商、销售代理、建筑材料批发商、住宅建筑商、房屋制造商、建筑公司、建造公司、开发商	YKK AP、Sankyo Tateyama
LIXIL 大厦 (LBT)	幕墙、建筑窗框和商店外墙等金属建材	建筑公司、建造公司	YKK AP、Yuanda、Local companies
LIXIL 厨房 (LKT)	厨房系统等	经销商、销售代理、建材贸易公司	Takala Standard、Cleanup、Panasonic
分销和零售 (D&R)	家居用品、DIY 产品、建筑材料等, 商店建筑材料、工具、硬件等综合建筑材料	一般消费者、建筑专业人士	DCM Japan Holdings、Cainz、Komeri、Kohnan Shoji
住宅和服务 (H&S)	住宅建设特许经营连锁店、住房解决方案业务, 土地、建筑物、房地产管理服务等房地产业务, 住房贷款等金融服务业务	住宅建筑特许经营会员、建筑公司、房地产交易代理人、一般消费者	-

数据来源: LIXIL 集团年报, 国泰君安证券研究

LIXIL 集团旗下品牌和产品丰富，充分践行多品牌及多品类战略。截至 2018 财年，集团旗下家居生活产业相关的子公司有 223 家，关联公司的纯控股公司 90 家。经过多年发展运营，集团拥有伊奈、高仪和美标等全球性产品品牌，EXSIOR 等日本产品品牌，SUPER VIVA HOME 等零售、住房和服务品牌，以及川岛织物、COBRA 和 DXV 等特色品牌，可以满足不同价位消费者的需求，提供从产品到服务、从制造到方案提供的整装家居服务。

表 18: LIXIL 集团旗下品牌丰富，分别定位于不同的市场

全球产 品品牌	INAX			TOSTEM		
	提供浴室卫生设备、瓷砖和建筑材料	为浴室和厨房提供供水产品	提供浴室和厨房创新产品	提供完全抛光设计和技术的门窗		
日本产 品品牌	exsior	Interio	SUPER WALL	S PAGE	RICHELLE	
	提供将客厅体验延伸到花园的产品。	提供收纳等室内装饰材料。	提供使用高隔热板的家庭施工方法。	提供精致时尚的浴室产品。	提供厨房产品和服务。	提供外观协调设计服务。
零售、 住房和 服务品 牌				アイフルホーム	フィアスホーム	GLホーム
	提供住房和装修的各类装修材料和工具。	提供各类家居用品及装饰材料。	提供房地产租赁、买卖、建筑和装修等房地产交易。	建筑业技术援助和顾问、研究委托、培训和广告，出售住宅建筑材料、住房设备、建筑设计等。	提供绿色环保、能够解决社会问题的住宅服务。	建筑业技术援助、研究、广告宣传及咨询，房屋设计、建筑及销售，家具等住宅设备的制造、销售，办公用品和软件的制造、销售、出租等
特色品 牌			DXV			
	提供纺织产品和服务。	提供给人留下持久印象的水产品。	提供厨房和浴室系列产品。	提供高品质浴缸。	为无法获得供水和污水处理的消费者提供卫生解决方案。	

数据来源：LIXIL 集团年报，国泰君安证券研究

龙头优势明显，多个品类常年位列行业头部地位。公司在内生增长与外延式并购方面始终致力于成为市场引领与主导者的地位，多个品类常年位列行业头部地位。住房窗扇、入户门、建筑外墙、整体卫浴、厨房系统等自 2012 年起到 2017 年连续排在行业第一位，卫生洁具从 2014 年起在北美的市场连续四年位列行业第一，木制室内材料 2012 至 2013 年连续两年在三至五名之间徘徊，于 2014 年成功达到行业第三位。

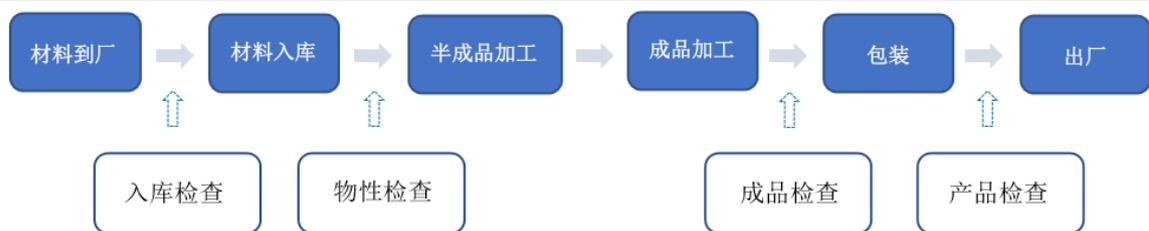
表 19: 公司的多个品类连续多年位列行业第一

产品\排名	2012	2013	2014	2015	2016	2017
房屋窗扇	1	1	1	1	1	1
前门（入户门）	1	1	1	1	1	1
建筑外墙	1	1	1	1	1	1
整体卫浴	1	1	1	1	1	1
盥洗盆内阁单位	1	1	1	1	1	-
厨房系统	1	1	1	1	1	1
卫生洁具	2	2	2	2	2	-
瓷砖	1	1	1	1	1	-
房屋外墙材料	3	3	3	-	-	-
木制室内装饰材料	3-5	3-5	3	-	-	-
窗帘	1	1	1	1	1	-
幕墙（全球）	-	-	1	1	1	1
卫生洁具（北美，美标）	-	-	1	1	1	1
水龙头（全球，高仪）	-	-	1	1	1	1
管道相关产品（LIXIL 集团，全球）	-	-	1	-	1	1

注：品类后未注明排名口径的均为日本地区排名，数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

产品质量安全是 LIXIL 作为生产商的首要任务。严重的产品问题会很大程度上造成客户不信任、影响品牌信誉。因此公司通过卓越的产品和服务加强与客户之间的联系，赢得客户和社会的信任。公司将 LIXIL 质量政策翻译成为 14 种语言在所有员工中进行分享，强调在各个环节追求高质量、倾听客户的建议，定期对客户满意度进行调查并披露结果。公司设置了质量与 EHS 部门，建立整个公司范围内的质量管理体系。在三大科技公司任命了首席质量官（CQO），确保产品和服务的高质量、解决质量相关的问题。2018 年针对公司所有产品质量、展示厅服务、销售人员服务、售后服务，以及电话客户中心服务 5 个维度的客户满意度调查显示，客户平均满意度为 70.5%。

图 43: 严格的品质保障体系，确保产品质量



数据来源：LIXIL 集团官方网站，国泰君安证券研究

表 20: LIXIL 集团质量政策

在所有环节追求高质量	在所有环节追求高质量，追求顾客满意，为改善什么的舒适和生活方式做出贡献
聆听顾客	聆听顾客建议，贯彻持续改善（KAIZEN）的经营思想
管理系统以业务增长为目的	不断提升员工素质、产品质量和流程效率

数据来源：LIXIL 集团年报，国泰君安证券研究

LIXIL 集团注重环保及可持续发展，致力于为整个社会和地球的可持续

发展做出贡献。LIXIL 致力于提高世界各地人民的生活质量，并通过企业责任战略，为消费者提供解决环境问题的舒适生活的选择。在公司实施的与产品和服务相关的各项措施中，其推出的 replus 窗口替换产品通过鼓励更多的人更换窗户以提高隔热性能，从而有助于节能，获得了日本环境部组织的 Cool Choice Leaders Award 环境大臣奖。2017 年 11 月，公司获得了 SBT（科学减碳倡议组织）计划的批准，成为日本第 14 家获得 SBT 认证的公司，也是全球第一家获得 SBT 认证的建筑产品公司。

5.2.2. 渠道布局：以客户为中心，综合展示公司产品

公司销售渠道以家庭中心商店为主，以专营店及展示厅为辅。经过销售模式的尝试与创新，目前销售渠道主要有家庭中心商店、专营店以及展示厅。家庭中心主要面向普通消费者和建筑专业人士，每家店均拥有超过 10000 m² 销售区的大型超市 Super Viva Home，提供一系列定制产品和服务的城市型中型商店 New Viva Home，以及以社区为基础的住宅和生活方式便利店 Viva Home。截至 2018 财年，公司已经在日本设立了 89 个家庭中心商店、203 家专营店、104 家展示厅。此外，集团的房屋特许经营业务有三个品牌，渠道数量保持相对稳定。

表 21: LIXIL 集团在日本的销售渠道主要有家庭中心商店、展示厅、专营店等

	FY2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018
家庭中心	146	148	86	88	89
-	84	84	86	88	89
-Ken Depot（已变更母公司）	62	64	-	-	-
展示厅(日本)	96	98	95	104	104
专营店（建筑业特许经营业务）	197	193	206	207	203
-Eyeful Home Technology Inc.	162	160	168	168	164
-FiACE HOME	20	18	21	23	23
-GL Home	15	15	17	16	16

数据来源：LIXIL 集团年报，国泰君安证券研究

展示厅是公司以客户为中心的市场策略的重要组成部分。LIXIL 展示厅综合展示了公司的厨房系列、卫浴用品、管道以及金属窗户等产品。在这里消费者可以近距离体验所有产品。同时，向消费者传递品牌背后的故事也进一步拉近了与顾客的距离。除此之外，公司还会在展示厅举办展览等特别活动，鼓励更多顾客光临展示厅。

1987 年，公司在大阪开设了第一个展示厅。2012 年在东京开设了旗舰展厅。2014 年 8 月，公司在泰国开设了其在亚太地区的最大旗舰展厅，占地面积超过 2,200 平方米。新开设在新加坡著名购物街区乌节路的高仪 SPA 展厅，占地 6,000 平方英尺，是公司第一个使用头戴式 VR 使消费者能够体验其产品安装后外观的展厅。同时展示厅还使用射频识别 (RFID) 技术与移动终端共享信息，使访问者能够立即收到有关产品的详细信息。

图 44: LIXIL 在东京的展示厅提供多类型产品展示

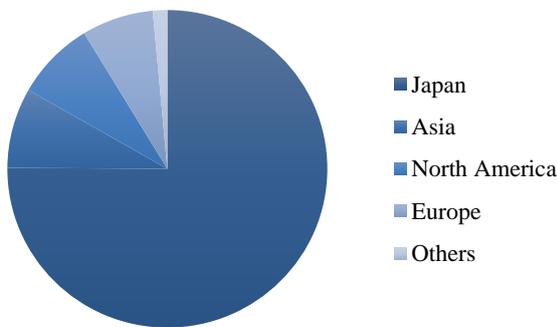


数据来源：公司官网

5.3. 启示之三：强强联合，布局 M&A 构建强大的海外分销网络

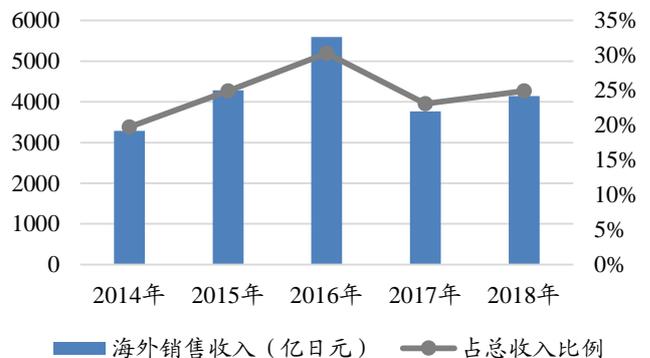
聚焦日本本土市场，扩张海外市场逐步辐射全球。从收入分布上看，目前收入以日本国内市场的贡献为主，出口也是公司重要的收入来源。2018 年财年，集团总销售收入为 16,648 亿日元，其中来自日本国内的收入为 12,503 亿日元，占比 75.1%；出口收入为 4,146 亿日元，较 2017 年增长 10%。2018 年亚洲、北美和欧洲市场分别占总收入的 8.2%、8.0% 和 7.2%。近年来，日本新房开工率持续下降，加之人口结构变化、住房存量和住房装修市场小，日本国内收入增速放缓，2018 年国内收入同比下降 0.48%。公司正积极拓展海外市场，未来出口份额有望进一步增长。

图 45: 日本是主要市场以及收入来源



数据来源：LIXIL 集团年报，国泰君安证券研究

图 46: 公司海外收入占比保持相对稳定水平



数据来源：LIXIL 集团年报，国泰君安证券研究

基于提升经营效率，提高市场份额并释放规模经济效应的目标，公司积极布局 M&A 战略。为了成为建筑材料和住房设备行业的全球领导者，集团始终在积极进行战略性并购从而实现规模经济，主要通过建立海外销售网络、提高经营的效率和在日本的市场份额来实现。公司先后收购包括卫浴洁具、建材、幕墙等标的扩张品类，不断向着集团中长期的发展目标推进。

为进一步辐射全球市场，LIXIL 集团发展期间针对卫浴洁具这一核心业务进行了多次国际性品牌的跨国收购。公司集团旗下品牌伊奈 (INAX) 最早涉及整体卫浴业务，定位高端市场，首先占领日本本土市场。2009 年，公司收购了美国卫浴品牌美标集团 (American Standard) 的亚太区

业务，2013年又对美标集团进行了全面收购，进一步提升公司在亚洲和北美市场的影响力，同时整合公司产品线，积极开拓中低端大众消费市场，实现对市场不同消费群体的覆盖。2014年公司收购了欧洲卫浴龙头企业德国高仪（GROHE）。高仪占据整个欧洲卫浴市场份额的15%，同时其在亚洲、美洲、中东及非洲等主要市场的业绩也十分亮眼，可以帮助LIXIL进一步扩大海外市场份额。借助当地品牌并购打入全球市场，构建完整产品链，形成了多品牌经营模式，为提高全球竞争力奠定基础。

表 22: 积极布局 M&A 战略，收购多个标的扩张业务覆盖领域

收购时间	收购标的	销售额（日元）	购置成本（日元）	持有股份	并购目标
卫浴洁具相关					
2009年7月、11月	American Standard Asian Pacific	约 240 亿	约 176 亿	100%（不包括部分子公司）	拓展海外卫生洁具业务，建立销售基地
2010年4月	Sun Wave	约 850 亿	约 137 亿	79%（2010） 100%（2013）	主要领域为卫浴洁具业务。通过采购、分销、产品整合和管理资源利用降低成本；开发高附加值产品
2013年8月	ASD Americas Holding Corp.	约 820 亿	约 305 亿	100%	该公司是 American Standard Brands（ASB）供应商，收购它可通过利用 ASB 在美国、加拿大和墨西哥的 13 个制造基地和 5 个物流中心，加速北美的业务扩张
2014年1月	GROHE 集团（包括 GROHE 和 JOYOU 品牌）	约 1575 亿	约 801 亿	44%（2011） 56%（2015） 100%（2016）	此次收购将集团的配件和卫生洁具平台扩展到欧洲的高端市场和充满活力的中国市场，将集团定位于亚洲、北美和欧洲的世界主要经济区域
2014年10月	GROHE DAWN Watertech Holdings Pty Ltd	约 129 亿	约 86 亿	51%（2014） 100%（2017）	该公司是撒哈拉以南非洲卫生洁具和配件市场的龙头，此举旨在开拓大量的业务增长机会
2010年12月	Kawashima Selkon 纺织有限公司	约 410 亿	约 22 亿	34%（权益法）	增加窗帘和百叶窗的窗口业务，利用彼此的销售网络进行产品开发合作，有效利用川岛品牌
建材&幕墙相关					
2010年4月	Shin Nikkei	约 1100 亿	约 65 万	100%	主要领域为金属建材业务。规模经济，通过采购、分销、产品整合和管理资源的利用来降低成本
2011年1月	上海美特幕墙有限公司	约 120 亿	约 32 亿	74%	获得中国大陆地区铝建材业务的批准；收购中国大陆地区的铝建材业务工厂
2011年12月	Permasteelisa S.p.A.	约 1160 亿	约 608 亿	100%	提升项目管理能力、充分利用材料采购和物流网络、充分利用建筑公司网络及相应的渠道

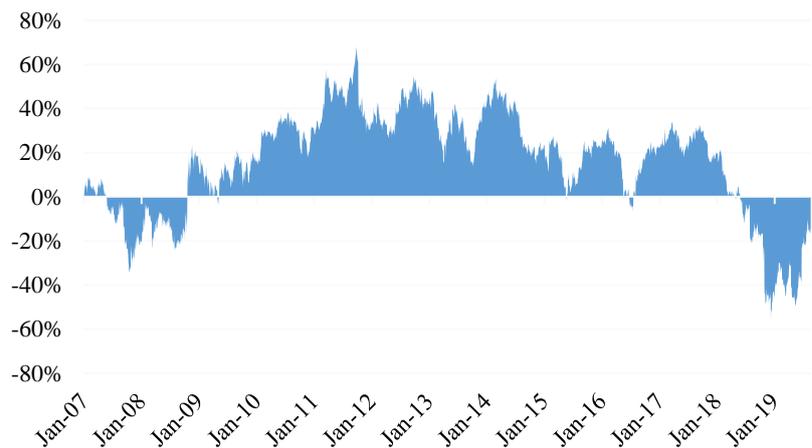
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

5.4. LIXIL 复盘: 需求回暖及快速发展是超额收益的主要来源

LIXIL 集团明显的累计超额收益率集中在 2008 年经济危机度过后的房地产行业回暖阶段。

- **行业景气度低迷，外部环境冲击：**自 1991 年日本房地产泡沫破灭后，行业一直处于萧条状态，LIXIL 股价受大环境影响并不理想，并在 2008 年受到金融危机冲击后迎来新低。
- **经营模式多重调整带来明显收益：**2009 年危机度过后，随着不动产指数的上升，以及公司的海外布局与多渠道模式产生效益，股价开始大幅跑赢大盘。
- **经营亏损、管理层纠纷等负面因素带来冲击：**2016 年，LIXIL 前子公司由于不当会计操作造成公司巨额亏损，累计超额收益率开始短暂的波动走低。2017 年日本及海外成本的下降以及毛利率的增长让股价重新超越大盘，然而 2018 年 LIXIL 因子公司买卖案的失败大幅亏损，公司发布业绩下调报告，CEO 同期引咎辞职，其股价持续走低，累计超额收益率由正转负。前任 CEO 濑户欣哉再次出任集团 CEO，高管任职也进行相应调整，投资者对集团经营情况的改善存在一定预期，累计超额收益率负值有所减少。

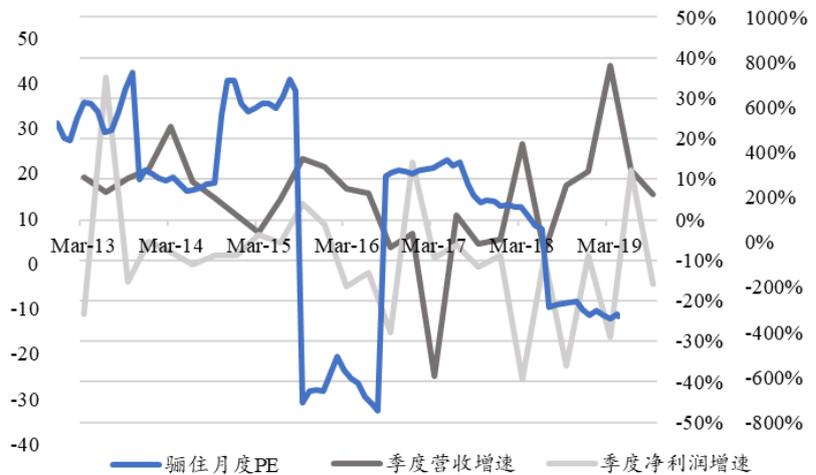
图 47: 海外布局及多渠道模式推进带来累计超额收益率表现较好阶段



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

经济危机恢复后期随着行业回暖出现高估值，随着行业需求逐渐下滑以及净利润增速放缓，估值不断下降。LIXIL 的估值从 2009 年的最高点 1056 倍下降到 2019 年的负值，期间经历了 2010 年短暂为负，2011~2015 年基本为正，2016~2019 年开始在 0 附近波动的变化。公司在 2008~2010 年的经济危机恢复期净利润同比增速持续下降，在 2010 年迎来最低值-1224.7%；2010~2013 年期间随着行业的回暖以及翻新市场需求的扩张营业收入震荡上涨，净利润同比增速在 2013 年迎来 1042.8% 的新高；2014~2019 年期间公司营收震荡不断，其中营业收入复合增长 2%，净利润复合下降 203.1%，估值持续下降。

图 48: PE 的变化与净利润增速变化紧密相关

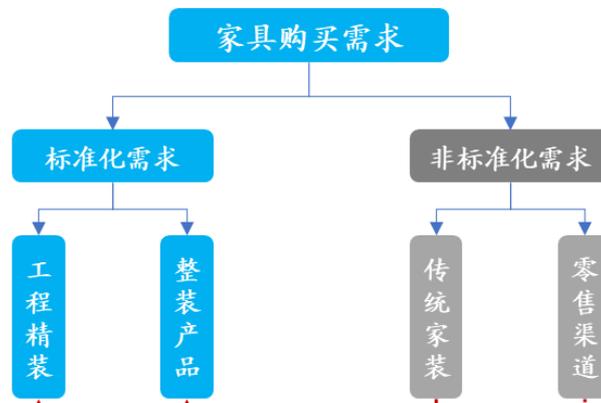


注：季度净利润增速为最右轴数值，2015 年第一季度净利润增速异常剔除，主要原因为 2014Q1 净利润为 4100 万日元(比上年同期减少 99.5%)，雪灾相关和销售强化等的先行投资等营业费用的增加，加上权益法投资损益和汇兑差额的减少等营业外收支的恶化等导致减益。数据来源：WIND，国泰君安证券研究

5.5. 对国内市场启示：行业整合道阻且长，渠道多元化有待尝试

家具需求端的路径区别造成了需求分层，LIXIL 集团的渠道布局结构充分考虑了标准化需求与非标需求。从家具需求端来看，主要分为标准化需求和非标准化需求，其中标准化需求包含工程精装、整装产品，非标准化需求包含传统家装和零售渠道，不同类型的需求最终均指向 C 端市场，区别主要在于路径的差异，从而也带来了需求的分层。不同类型的需求由不同的企业来进行满足，其中标准化需求对应着标准化市场，通过大规模生产模式来满足，非标准化需求则对应着个性化长尾市场，通过大规模生产+离散式中小企业生产来满足。

图 49: 家具购买需求主要划分为标准化需求和非标准化需求



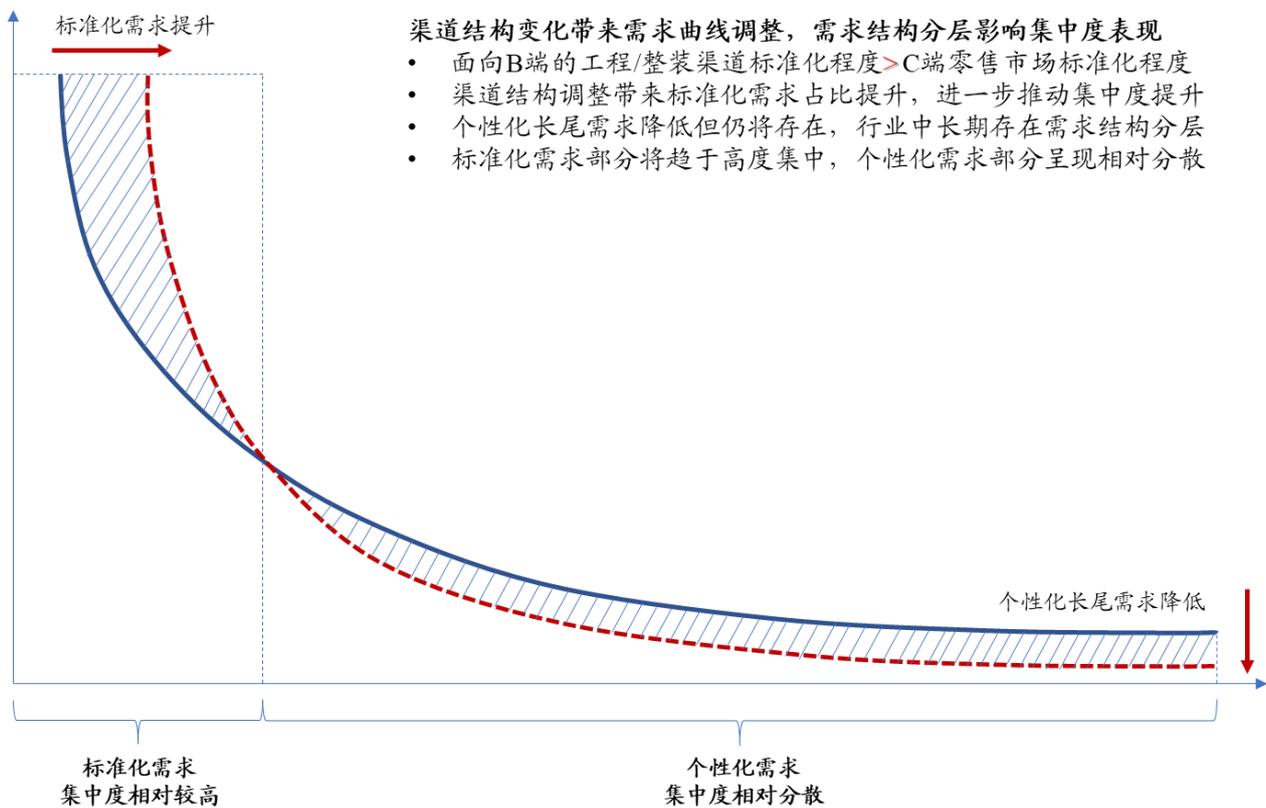
数据来源：国泰君安证券研究

对于国内市场而言，渠道结构的变革推动了行业集中度的提升，工程精装和整装渠道将原有部分的非标需求转变为标准化需求。家具在传统家

装和零售渠道表现为相对分散的长尾需求结构，通过工程、整装适度的降低个性化需求，转化为以相对标准化的产品形式，其最终改变的是需求结构曲线（即长尾部分缩短、标准化部分进一步扩张），从而带来相对标准化的B端市场集中度的进一步提升，标准化的需求一方面提高了工厂端的生产效率，另一方面缩短服务的链条、降低长尾需求的多样性，提高费用投入的效率。

从渠道变革方向来看，家具建材企业对于渠道多样性的尝试与探索正在不断进行，无论是市场始终担心的盈利能力低于零售市场、回款周期高于零售市场的工程业务，抑或是不断进行尝试与探索的整装渠道，各家公司都在不断寻求自身相对清晰的定位并寻求在传统零售市场之外的新增长。从中长期来看，无论是B端还是C端，其最终面向的是终端市场，不同的是经营链条的长短以及产业链过程之中的利润分配，而最终达到的是全渠道的是市场占有率。

图 50：精装、整装渠道结构调整，提高了标准化需求占比并适度提升集中度



数据来源：国泰君安证券研究

规模效应的释放推动着细分品类在快速发展阶段抢占更多的市场份额。在规模经济时代，大规模生产带来规模经济效应降低平均成本、提高原材料采购的议价能力，将产品定价的价格优势传导到渠道，进而推动企业在激烈的终端渠道竞争中能够凭借较强的性价比优势获取更多的客户订单，并形成良好客户口碑提升品牌影响力，从而带来工厂端生产效率的进一步提升以及市场份额的提升。

在家具单品类独立发展的过程中，市场的关注点集中在渠道数量与单店销售额，忽略了家具与家装之间存在的联系；随着行业发展阶段的推进，

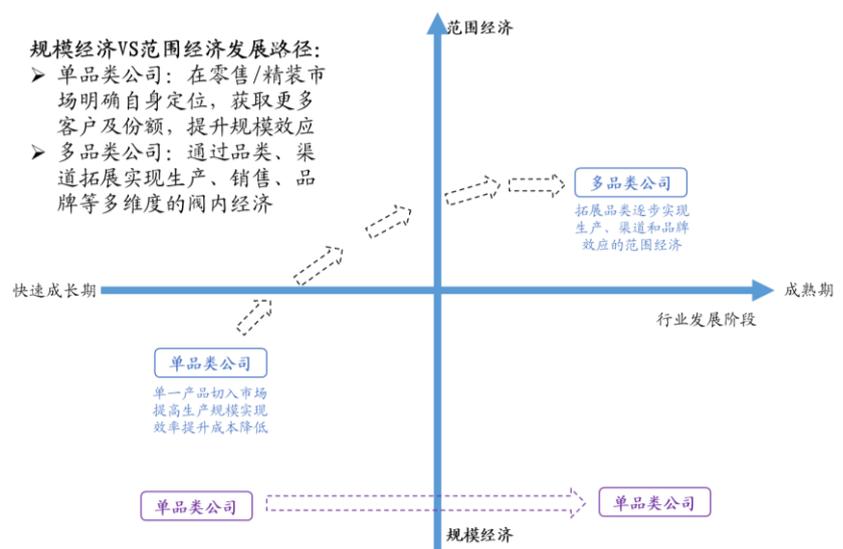
家具与家装的发展从分离再度走向融合。前期部分品类独立于家装行业发展，因此对于品类扩张的理解脱离了家装行业运营模式。随着单品类渐近成熟且行业从快速成长期过渡到成熟期，渠道结构的调整带来传统零售渠道增长的压力，部分品类竞争格局渐近清晰后，与家装行业从分离再度走向融合，范围经济或将成为企业发展方向调整的主导理论基础。

在范围经济时代，家具企业借助单品类积累的生产、渠道、品牌的经验与优势进行多品类布局，在原有单品类规模经济的基础上，不断在产品、工厂、企业层面充分释放范围经济，从粗放式快速发展抢占份额进化到精细化的生产管理，通过信息化改造与布局进一步提升产业链各个环节的经营效率，为企业的中长期发展提供新增长点。在不同的情况下，家具行业范围经济的表现也有所区别。

从中长期发展的视角观察上市公司的发展空间与新增长点。现有观察视角更多来自于模型量化，市场较多的关注数据波动以及单维度指标（渠道布局、单店销售等数据）。而从中长期来看，行业发展阶段以及企业战略布局将决定中长期发展方向，这决定了企业在更长的时间维度中能否不断强化自身的核心竞争优势。我们认为要结合行业发展阶段、公司自身所处阶段来对应寻找所处象限，可根据细分渠道、所属领域进行考量。

- **单品类公司：**最佳路径则是充分发挥规模效应，成为细分领域的头部企业，在定价、渠道方面抢占一定的优势，逐步提升市场份额。
- **多品类公司：**最佳路径是在行业成长期实现单品类规模效应，随着行业渐近成熟，通过多品类扩张实现生产、渠道、品牌等多维度的范围经济并拓展中长期的新增长点。

图 51：随着行业发展阶段变化，单品类与多品类企业存在不同路径



数据来源：国泰君安证券研究

表 23：推荐标的及投资逻辑

公司简称	投资逻辑
欧派家居	凭借较强品牌影响力、品类多样性以及信息化等优势，公司正逐步向整装领域延展，从多渠道抢占更多客流，

	工程渠道及整装大家居将成为重要的增长点。
尚品宅配	随着公司积极布局自营城市加盟以及渠道下沉，抵御市场变化的能力有望逐步显现；整装云业务稳步推进，中长期将成为新业绩增长点。
志邦家居	公司橱柜业务的经销渠道稳步增长，受大宗客户结构调整总体增速略低于市场预期，衣柜及木门有望成为中长期的重要收入增长点。
顾家家居	通过单品牌战略、外延式整合实现多品类扩张与多品牌发展，职业化转型提供强大的人才储备。随着渠道深度挖掘与广度延展，公司将不断提升市场份额。
帝欧家居	受益于精装房渗透率提升及地产客户持续拓展，欧神诺实现快速增长，卫浴产品有望借助现有渠道开拓直营工程客户；随着在传统零售、互联网、家装和整装渠道的布局，公司将进一步提升卫浴和瓷砖的市场份额。

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

表 24：轻工行业重点公司盈利预测

公司 名称	收盘价 元	市值 亿元	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
欧派家居	98.99	415.83	3.74	4.5	5.26	26.47	22.00	18.82	增持
尚品宅配	68.92	136.88	2.4	2.91	3.58	28.72	23.68	19.25	增持
志邦家居	19.41	43.33	1.22	1.5	1.77	15.91	12.94	10.97	增持
帝欧家居	22.98	88.46	0.99	1.32	1.69	23.21	17.41	13.60	增持
顾家家居	43.06	259.60	1.64	2.01	2.49	26.26	21.42	17.29	增持

注：收盘价与市值截至 2019 年 12 月 10 日，数据来源：WIND，国泰君安证券研究

6. 风险提示

原材料价格波动的风险。家具企业的主要原材料为板材、金属、海绵等，若原材料价格波动，则将影响公司的经营成本，进而影响盈利能力。

地产周期的波动对家具行业需求的影响。家具行业的需求主要来源于新增需求及存量市场的替换需求。若上游地产周期产生相对剧烈的波动，则可能会影响家具行业的需求。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		