



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告-行业专题

报告日期：2026年4月22日

# 从1.0迈向2.0时代，迈入精细化运营期 ——家居行业深度报告

分析师：徐偲SAC执业证书号：S0010523120001 邮箱：xuc ai@hazq.com

分析师：余倩莹SAC执业证书号：S0010524040004 邮箱：yuqianying@hazq.com

# 目录

1

行业：从2017到2026，行业变迁带来估值重构

2

定制：大家居集成为主趋势，积极探索新兴渠道

3

软体：消费品属性更强，业绩稳定性更高

4

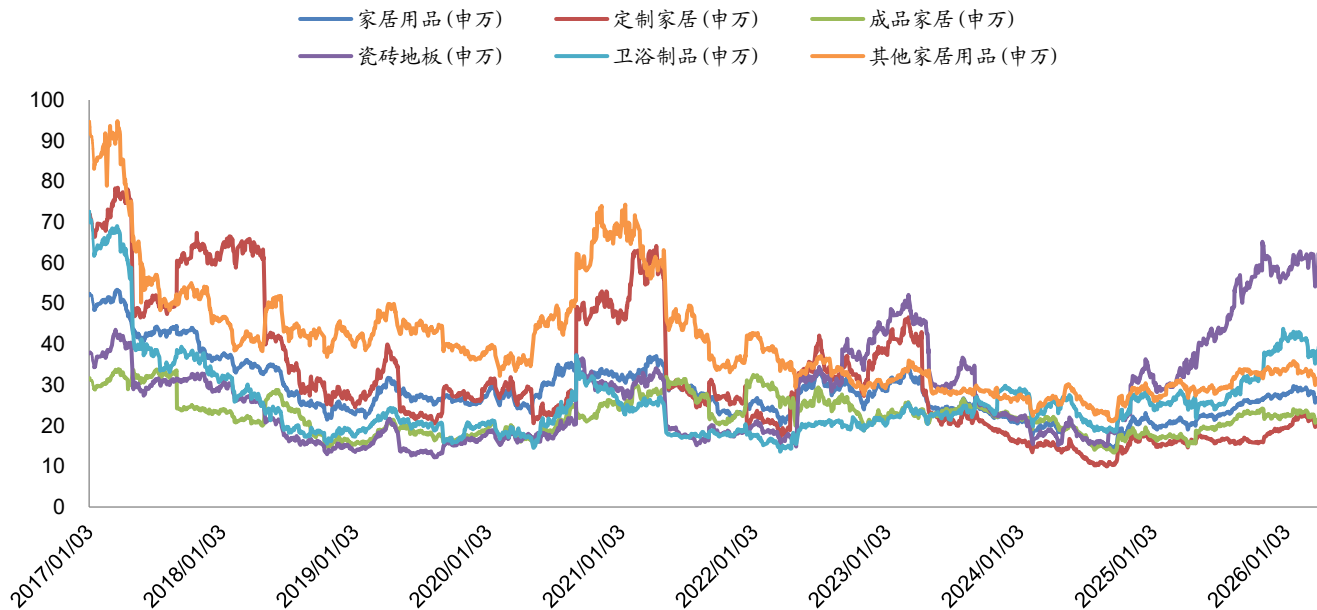
展望：短期行业拐点将现，长期消费属性渐强

风险提示：行业竞争加剧的风险，渠道偏好改变的风险，原材料及零部件价格上涨及交付的风险，中美贸易摩擦缓和程度低于预期，汇率波动的风险。

# 1. 从2017到2026，行业变迁带来估值重构

➤ 从“成长性消费赛道”到“地产后周期制造赛道”，家居板块估值中枢下移。回顾近10年家居板块估值水平变化，2017年家居用品板块整体估值为44x，为历史高点，后估值中枢持续下移，于2024年板块PE触及历史低点19x，2025-2026年估值略有修复，但仍处于历史近十年30-40%分位。从2017年至2026年，家居板块估值差距的本质，是家居行业从1.0时代迈向2.0时代，从“成长性消费赛道”到“地产后周期制造赛道”的转移，由地产周期、品类渗透率、渠道结构、公司市占率等因素共同决定。

## 2017年以来家居板块PE (TTM) 情况



	家居用品 (申万)	定制家居 (申万)	成品家居 (申万)	瓷砖地板 (申万)	卫浴制品 (申万)	其他家居用品 (申万)
2017	44	61	29	33	45	63
2018	30	42	21	20	22	43
2019	30	42	21	20	22	43
2020	30	34	21	23	23	50
2021	29	37	27	22	20	48
2022	27	30	25	30	19	34
2023	26	26	23	34	24	30
2024	19	14	18	21	24	26
2025	23	17	20	45	29	31
2026	28	21	23	60	40	33

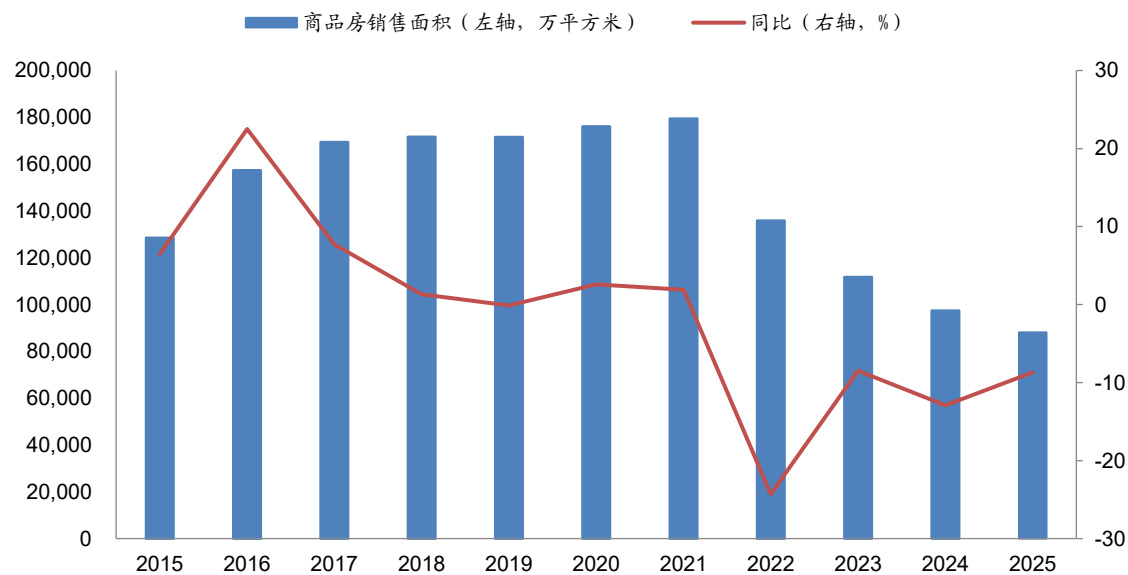
资料来源：Wind，华安证券研究所（2026年PE (TTM) 截至2026-04-17）

敬请参阅末页重要声明及评级说明

# 1.从2017到2026，行业变迁带来估值重构

➤ **地产周期：从“正向推动”到“负向拖累”。**家居行业作为房地产后周期行业，与商品房销售、竣工面积高度相关。2017年：2015-2017年，政府加大发行抵押补充贷款，推动棚改货币化安置，2017年商品房销售数据创历史新高。家居消费滞后地产销售1-2年，业绩确定性高，房企集中度加速促进家居企业积极发展大宗业务。**当前：**2017年后，房地产行业步入严调控周期。2022年起，房地产销售面积持续下滑，2025年较2017年下降48%，竣工端持续承压，进一步传导至家居消费。此外，2021年起，上游地产客户债务危机导致应收账款坏账，家居公司大宗业务模式受损严重。

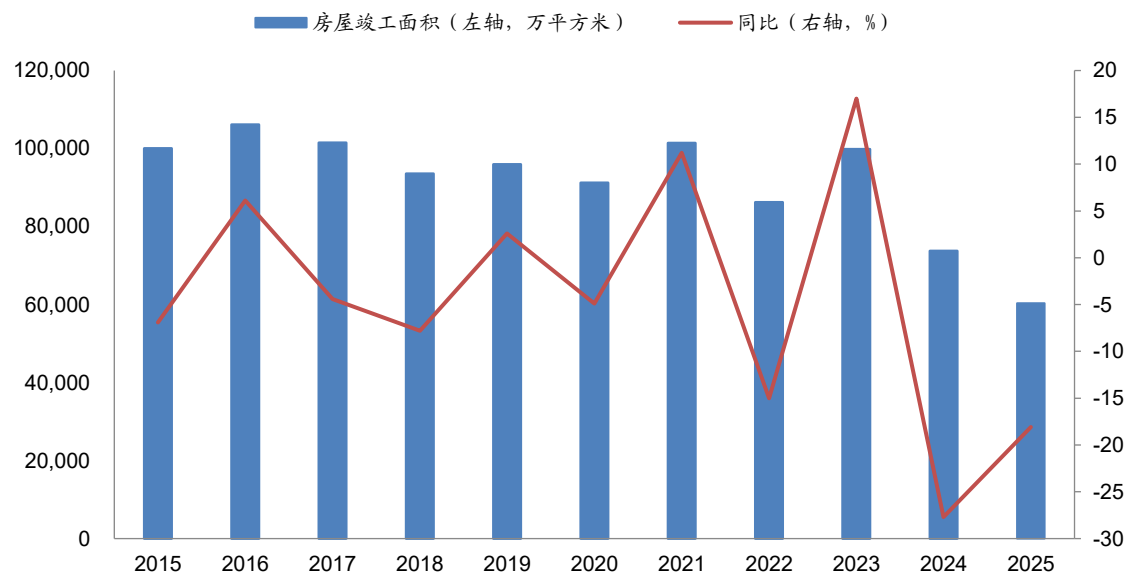
### 2015-2025年中国商品房销售面积和同比情况



资料来源：Wind，国家统计局，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

### 2015-2025年中国房屋竣工面积和同比情况

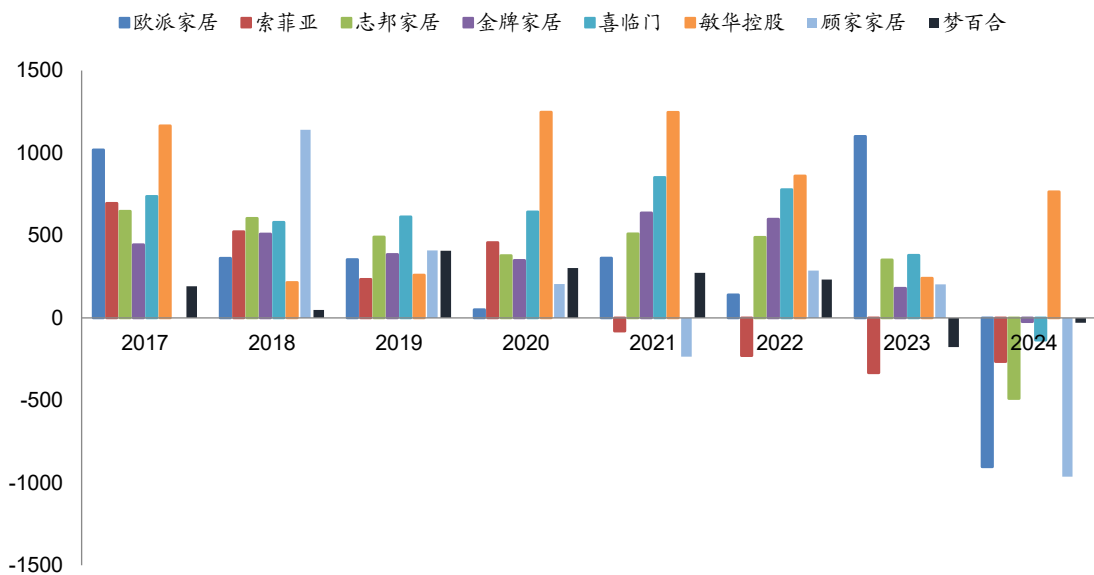


资料来源：Wind，国家统计局，华安证券研究所

# 1. 从2017到2026，行业变迁带来估值重构

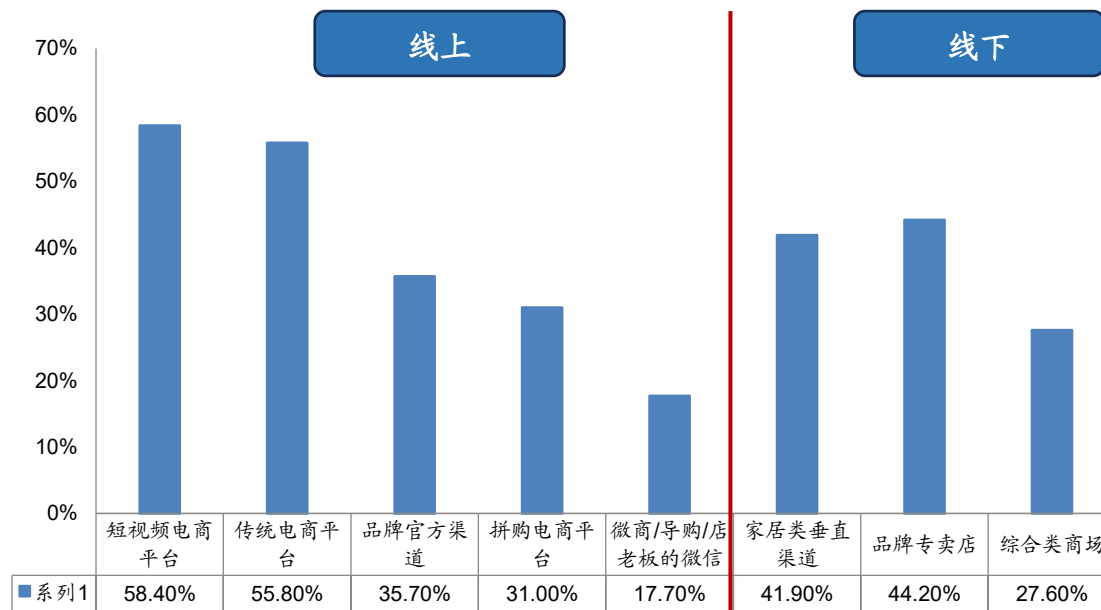
➤ **渠道结构：从“卖场红利”到“流量碎片化”。**2017年：消费者信息来源相对单一，居然之家、红星美凯龙等知名KA卖场是家居消费的核心渠道与场景，扎根卖场、经销商为主、直营店为辅的渠道模式是家居行业主流，成交流量中的80%以上来源于卖场自然流量，经销商获客相对简单高效。家居公司年净增门店400-1000家，下沉三四线城市，享受渠道空白红利。**当前：**一方面，各类前置流量入口（社群营销、小区获客、互联网获客等）对家居卖场、实体门店造成较大冲击，门店已不像以往可以作为单一的显性流量入口，流量趋于多元化，消费行为趋于碎片化。2024年起家居公司年新增门店数据由正转负。另一方面，整装大店、社区店、适老店、旧改店等新兴家居消费场景不断涌现，卖产品到卖解决方案成为新的流量入口，设计成为重要驱动力。

2017-2024年各家居公司净增门店数量（家）



资料来源：各公司公告，华安证券研究所  
 敬请参阅末页重要声明及评级说明

2024年用户购买家居产品的渠道调研



资料来源：巨量算数，华安证券研究所（2024年3月，N=1426）

# 1.从2017到2026，行业变迁带来估值重构

- **品类渗透率：从“快速渗透”到“缓慢爬坡”。**家居行业作为房地产后周期行业，与商品房销售、竣工面积高度相关。  
**2017年：**定制、软体等家居品类渗透率较低，随着主流家居品牌智能制造能力、板材利用率、一次安装成功率等水平提升，供应链优化带来成本下降，对传统木工家具和成品家具形成替代，带动家居品类渗透率快速提升。**当前：**除智能家居外，橱柜/衣柜/木门/沙发/床垫等传统家居单品类渗透率已触及天花板，家居公司沿着“单品类—多品类—全屋”的成长路径发展，已进入全屋定制发展阶段，供应链优化带来成本下降的边际效应递减，行业从“增量市场”进入“存量市场”。

## 2017年与当前各家居品类渗透率对比

	2017年	当前	增长阶段
定制橱柜	67%	72%（2022年）	成长期→成熟期
定制衣柜	38%	45%（2022年）	爆发期→成熟期
功能沙发	4%	9%（2025年）	萌芽期→导入期
智能床垫	<0.5%	18%（2025年）	萌芽期→导入期
智能马桶	1%	26%（2025）	萌芽期→导入期
智能晾衣架	<7%	17%（2023年）	萌芽期→导入期

资料来源：共研网，敏华控股官网，韦伯咨询，奥维云网，华经产业研究院，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

# 1.从2017到2026，行业变迁带来估值重构

► **公司市占率：从“集中度提升叙事”到“非标品障碍”**。2017年：定制家居行业CR3<10%，对比家电（CR8>75%），集中度提升空间巨大。欧派家居、索菲亚、尚品宅配等头部公司相继上市，在工程渠道放量和线下卖场集中化趋势下，募资扩产能、开店，市占率提升带来定价权和规模效应，市场给予头部公司估值溢价。**当前**：家居行业尤其是定制家居行业面临产品非标属性强、服务链条长、服务半径限制、区域品牌竞争激烈等因素，市占率提升远低于预期。

## 定制家居-厨柜/衣柜/木门市场头部公司市占率测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>厨柜</b>									
欧派家居	4.96%	5.76%	5.74%	5.72%	5.13%	6.02%	6.64%	7.73%	7.49%
索菲亚	0.47%	0.64%	0.71%	0.79%	1.02%	1.14%	1.18%	1.37%	1.72%
志邦家居	1.61%	2.02%	1.92%	1.96%	2.11%	2.35%	2.53%	3.12%	3.29%
金牌家居	1.05%	1.49%	1.53%	1.65%	1.75%	1.98%	2.19%	2.46%	2.78%
<b>衣柜</b>									
欧派家居	1.38%	2.00%	2.14%	2.45%	2.49%	4.15%	5.73%	6.71%	6.50%
索菲亚	2.80%	3.31%	3.30%	3.13%	2.89%	3.37%	4.33%	5.29%	5.53%
志邦家居	0.06%	0.14%	0.22%	0.35%	0.49%	0.72%	0.99%	1.41%	1.41%
金牌家居	0.00%	0.00%	0.01%	0.07%	0.14%	0.21%	0.33%	0.45%	0.59%
<b>木门</b>									
江山欧派			1.05%	1.47%	1.93%	1.79%	2.20%	2.93%	2.51%
欧派家居			0.41%	0.49%	0.58%	0.88%	1.11%	1.35%	1.31%
索菲亚			0.14%	0.15%	0.22%	0.32%	0.36%	0.58%	0.63%
志邦家居			0.01%	0.02%	0.03%	0.12%	0.19%	0.40%	0.43%
金牌家居			0.00%	0.01%	0.02%	0.06%	0.12%	0.24%	0.29%

资料来源：各公司公告，华安证券研究所测算

敬请参阅末页重要声明及评级说明

# 1.从2017到2026，行业变迁带来估值重构

➤ 家居行业已经从依托于市场红利与工业化增长的1.0时期进入以精细化运营为特征的2.0时期。1.0时期：受显性市场红利、渠道红利的驱动，1.0时期的定制家居品牌是“大营销、大渠道、大产品”的竞争，企业以多开店、拓产能、前后端一体化及品类延伸为主要增长策略，通过渠道覆盖、产能支持、订单快速周转以及产品性价比提升实现快速增长。这一阶段，营销方式、渠道策略和产品呈现方面，体现出一定的同质化。2.0时期：存量房时代来临，家居行业整体增长进一步减速，行业竞争愈发激烈，单一的渠道与产品无法满足消费者的需求，因此多元化渠道和多产品线布局成为行业新特色。产业价值链重塑，不同品牌之间的材料或者单品价格差异并不明显，影响消费决策的体验细节在逐渐增多，服务环节差异化成为影响成交的关键要素。展望未来，随着地产调整接近尾声，叠加长尾家居企业出清，我们认为，地产beta和公司市占率指标有望迎来反转，从而带动家居公司估值提升。

## 1.0时期和2.0时期的成长要素与差异

因素	1.0时期		2.0时期	
	特征	贡献	特征	因素贡献
行业估值	30-50x		10-20x	
地产beta	房地产高速增长，家居需求高峰	8%	严调控，不同级别城市需求分化	-13%
品类渗透率	低渗透率，成品及木工替代，性价比优势凸显	6%	渗透率显著提高，成本降低边际效应递减	1%
公司市占率	CR3<10%，市占率提升预期高	20%	CR3<15%，竞争激烈，市占率提升速度低于预期	-6%
上市公司增速	大营销，大渠道，大产品 多开店，拓产能，前后一体化，多品类	37%	存量市场；差异化，个性化；注重服务与体验；工业化成长效应递减	-17%

资料来源：好莱客公司公告，Wind，华安证券研究所（地产周期因素贡献参考2017和2024年商品房销售面积同比增速；品类渗透率贡献参考2017和2024年跨品类渗透率\*该品类收入占比；上市公司增速参考2017和2024年家居公司扣非归母净利润同比增速；市占率贡献根据公式“上市公司增速 = (1+地产β) \* (1+品类渗透率) \* (1+企业市占率) - 1”进行拟合计算）

# 目录

1 行业：从2017到2026，行业变迁带来估值重构

2 定制：大家居集成为主趋势，积极探索新兴渠道

3 软体：消费品属性更强，业绩稳定性更高

4 展望：短期行业拐点将现，长期消费属性渐强

风险提示：行业竞争加剧的风险，渠道偏好改变的风险，原材料及零部件价格上涨及交付的风险，中美贸易摩擦缓和程度低于预期，汇率波动的风险。

## 2.1 品类：从单品类向全屋定制发展，拓展逻辑顺畅

- 从单品类向全屋定制发展，满足消费者“装修一个家”的基本需求。在装修中，衣柜、厨柜、木门等都属于木工环节，由单一厨柜/衣柜品类扩展至厨柜、衣柜、木门等全品类经营逻辑顺畅，能够满足家装消费者“装修一个家”的基本需求。
- 涵盖厨柜→全屋定制和衣柜→全屋定制两大拓展路径，以厨柜为起点或更为顺畅。回顾各定制家居企业的发展，主要经历了单品类经营、多个单品类经营和多品类集成经营三大阶段，大多在2019年前已完成全品类产品矩阵的搭建，涵盖厨柜→全屋定制和衣柜→全屋定制两大拓展路径。由于在房屋装修链条中，厨柜的入场顺序相较于衣柜、木门更早，由厨柜向衣柜、木门等产品引流的路径或更为通顺。

### 定制家居公司品类扩张历程

	2000年以前	2000-2009年	2010年-2019年	2020年及以后
欧派家居	1994年，欧派第一套橱柜诞生，开始改变中国人对厨房的认知。 1995年，成立装饰工程公司，导入厨房与装修一站式服务理念。	2000年，欧派第一套“2000功能化橱柜”诞生。 2004年，率先把开放式厨房带给中国家庭。 2006年，进军整体衣柜产业。	2010年，开始进军木门产业。 2016年，欧派开启全屋定制MALL时代。 2019年，升级“整装赋能”的全新商业模式。	2020年，发展欧铂尼装甲门门条，深化大家居“战略”，向“一体化解决方案提供者”升级。 2023年，进行组织架构调整。
索菲亚		2001年，将定制衣柜引入中国。 2007年，采用“标准仁+非标件”相结合的生产模式，解决了定制衣柜定制与规模化生产的矛盾，开启定制衣柜规模化生产的时代。	2013年，从定制衣柜品牌向大家居战略布局。 2014年，成立司米厨柜有限公司。 2017年，成立华鹤木门公司，进入定制木门领域。	2021年，推出互联网轻时尚品牌米兰纳。 2022年，发布索菲亚门窗品牌。
志邦家居	1998年创立志邦，主要从事于厨柜业务。	2009年，推出自主品牌ZBOM志邦厨房电器。	2015年，推出“ZBOM志邦全屋定制”产品，开始拓展衣柜业务。 2018年，推出“ZBOM志邦木门”产品。	
金牌家居	1999年，金牌厨柜创立。 2001年，金牌橱柜发明烤漆厨柜。	2008年10月，金牌厨柜相共拥有6项外观设计专利和项项实用新型打术专利，成为获得国家专利最多的厨柜品牌。	2016年，开始整体衣柜产品的研发。 2018年上半年，成立桔家木门事业部。 2019年，打磨整装业务。	2021年，对品牌进行升级，原“桔家衣柜”“桔家木门”“桔家云整装”别升级为“金牌衣柜”“金牌木门”“金牌整装馆”。
尚品宅配		2004年，尚品宅配创立，率先提出定制家居。 2008年，新居网上线，开创家居电商消费模式。		2021年，推出BM整装技术。
好莱客		2002年，提出整体衣柜。	2014年，进军全屋定制。 2017年，橱柜与木门项目正式启动。 2019年，好莱客门窗子公司成立。	

## 2.1 品类：从单品类向全屋定制发展，拓展逻辑顺畅

► 橱衣单品类扩张红利减退，木门仍有增长空间。单品类零售市场规模=门店数量×单店平均下单客户数量×客单价。在品类发展早期，单品类收入规模的提升主要靠门店数量扩张推动。随着门店数量趋于饱和，客流量红利消退，在发展中后期，单品类收入规模的提升主要靠客单价提升推动。同时，单一品类门店数量的扩张有瓶颈限制，过度依赖单品类会较早达到企业收入与规模增长的天花板，多品类布局有利于获得更多的渠道增量，并通过品类之间的协同联单，共同推动客单价提升。当前各定制家居企业橱衣柜门店数量趋于饱和，收入增速放缓，而木门体量仍较小，仍有较大增长空间。

欧派家居收入拆分-按品类（亿元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
营业总收入	22.2	28.79	39.95	47.51	56.07	71.34	97.1	115.09	135.33	147.4	204.42	224.8	227.82	189.25
yoy		30%	39%	19%	18%	27%	36%	19%	18%	9%	39%	10%	1%	-17%
整体衣柜	3.02	3.38	5.16	7.07	8.9	12.77	21.51	24.07	31.05	34.66	68.97	82.82	75.87	59.32
yoy		12%	53%	37%	26%	43%	68%	12%	29%	12%	99%	20%	-8%	-22%
整体厨柜	12.09	15.62	20.63	24.36	26.13	27.03	33.89	34.7	39.26	38.69	49.43	47.33	46.17	35.08
yoy		29%	32%	18%	7%	3%	25%	2%	13%	-1%	28%	-4%	-2%	-24%
整体卫浴	0.92	0.99	1.17	1.21	1.23	1.95	2.45	3.33	4.61	5.42	7.38	7.64	8.35	7.85
yoy		8%	18%	3%	2%	59%	26%	36%	38%	18%	36%	4%	9%	-6%
定制木门	0.01	0.21	0.54	0.82	1.02	1.73	2.7	4.1	5.23	6.63	10.65	11.25	10.82	8.43
yoy		2000%	157%	52%	24%	70%	56%	52%	28%	27%	61%	6%	-4%	-22%

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2.1 品类：从单品类向全屋定制发展，拓展逻辑顺畅

- ▶ **单品类单价增长有压力，向多品类集成延伸。**在行业内卷的背景下，单纯依靠柜类定制不仅利润空间被不断压缩，当单一品类的市占率达到一定水平后，继续提升份额的边际成本上升，各公司积极向多品类融合销售延伸。而相较于橱柜，一方面，衣柜的品类延展性更强，企业可以通过“衣柜+书柜+榻榻米”等组合提升客单价，价格竞争的激烈程度低于橱柜。另一方面，衣柜的B端占比更低，以C端零售为主，消费者价格敏感度相对房地产公司更低，企业有更大定价自主权。因此，相较于橱柜单价下滑，衣柜的单价更为稳定。

### 欧派家居衣柜、橱柜、木门单价趋势

年份	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
橱柜收入 (亿元)	53.54	57.65	61.93	60.61	75.29	71.73	70.31	54.50
橱柜销量 (万套)	59.07	63.02	69.58	71.33	89.23	85.08	86.02	68.63
橱柜单价 (元/套)	9064.05	9147.68	8901.16	8497.68	8437.90	8430.55	8173.51	7940.86
衣柜收入 (亿元)	32.96	41.48	51.67	57.72	101.72	121.39	119.49	97.91
衣柜销量 (万套)	115.44	135.88	165.74	187.78	282.52	327.14	332.79	280.53
衣柜单价 (元/套)	2854.74	3052.69	3117.15	3073.65	3600.29	3710.67	3590.67	3490.31
木门收入 (亿元)	3.21	4.75	5.97	7.71	12.36	13.46	13.78	11.35
木门销量 (万樘)	36.13	45.20	57.21	63.81	102.50	109.69	114.45	96.50
木门单价 (元/樘)	889.62	1050.12	1044.22	1208.03	1206.13	1226.83	1204.23	1175.99

### 索菲亚衣柜、橱柜、木门单价趋势

年份	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
橱柜收入 (亿元)	5.90	7.09	8.51	12.11	14.20	12.72	12.44	12.52	12.08
橱柜销量 (万单)	5.78	7.29	9.32	12.97	17.97	15.92	18.66	24.77	20.37
橱柜单价 (元/单)	10,206.99	9,721.34	9,132.71	9,332.92	7,899.56	7,988.92	6,665.05	5,054.00	5,930.87
衣柜收入 (亿元)	51.57	60.61	61.76	67.02	82.69	91.77	94.11	83.33	72.86
衣柜销量 (万平方米)	3,515.03	4,083.15	4,023.93	3,993.08	4,772.49	4,696.35	5,233.64	4,350.08	3,630.19
衣柜单价 (元/平方米)	146.72	148.43	153.47	167.83	173.26	195.41	179.81	191.56	200.69
木门收入 (亿元)	0.73	1.58	1.88	2.92	4.58	4.34	5.89	5.44	4.20
木门销量 (万樘)	3.59	6.75	10.21	15.80	20.22	23.41	25.47	28.84	25.51
木门单价 (元/樘)	2,035.83	2,342.40	1,840.33	1,847.20	2,264.33	1,852.71	2,311.39	1,886.94	1,647.04

## 2.1 品类：多品类亟需融合发展，集成化经营或成为关键

➤ 多品类集成的关键不在多品类而在集成。目前各定制家居企业的大家居模式，虽然大多已在2019年前完成定制厨柜、定制衣柜、木门墙板及厨用电器、成品家居等整体家居产品矩阵的搭建，但主要通过整家定制套餐来完成不同品类之间的引流。在主流套餐产品中，不同品类之间的协同主要通过免费赠送或加价赠送的形式完成，主要体现为购买厨柜赠送厨房电器、购买衣柜赠送软体家居等形式，主品类之间的协同相对有限，只是从单个品类经营升级至多个单品类经营模式，但并未实现真正的多品类集成经营模式。随着各定制家居企业全屋产品品类的开拓完善，未来，各定制家居公司之间的竞争将进入多品类集成经营的竞争，提升各品类之间的连单率将成为关键。

### 欧派家居整家定制套餐

### 索菲亚整家定制套餐

	欧派整家			欧派橱柜
套餐价格(元)	39800元	29800元	19800元	13800元
定制柜	20m²定制柜(10类柜体+EFN级环保+30+花色)	20m²定制柜(25+花色6大空间柜体)	22m²全屋定制柜体(25+花色6大空间)	/
橱柜	7m橱柜(3米地柜+3米台面+1米吊柜)	/	/	7m橱柜(3米地柜+3米台面+1米吊柜)
门	4樘门+五金配件包(静音磁吸锁+静音合页+静音磁吸)	/	/	/
家具	/	10件家具(生态皮3人位沙发+单人位+茶几+岩板餐桌+1.4m餐椅*4+PVC餐椅+1.5m生态软床+乳胶床垫)	/	/
背景墙	3m²高颜值背景墙(EFN级环保+27+花色)	/	/	/
其他	1、赠送烟灶水槽拉篮+品质五金配件包 2、+3980元惠送卫浴套餐礼包 1、合同满3万，+999元赠送2万权益(美的十字四门冰箱、滚筒洗衣机、AI智能电视等) 2、合同满6万送3万权益，+999元满3送2 3、无购物抽奖康宁晶彩生活7件套、双立人厨具套餐、黑骑士系列32CM精铁炒锅以及价值5000的免单大奖 5、原价698元/m²，3.15最大优惠力度是498元/m²，若有质量或环保问题，十倍赔偿 6、芝华仕头等舱沙发半价出售 7、9.9元抵扣3150 8、整单享受企业补贴30% 9、下定2万元即赠送欧派乳胶床垫一张	1、免费升级整柜净醛抗菌 2、提供多套设计方案	/	1、赠送欧派烟灶+水槽+拉篮 2、+999元升级不锈钢水槽

**OPPOLIA 欧铂丽** → 欧铂丽315联合抖音特惠活动398元/m²装好家：  
①全屋八大空间一站式全包围(橱柜、玄关、客厅、餐厅、卧室、阳台、功能房、卫浴)+配齐卧室大床、床垫、品牌厨电、基础五金、衣柜抽屉、厨房拉篮+免费升级EFN环保板材  
②抖音可领20元抵2010元优惠券，外加5%的抖音餐补

**OPOLONI 欧铂尼** → 29800元：22m²全屋定制(可选暮语、麦风两大套系)+10件成品家具(1.5m暮野皮床+1.5m奈诗曼椰棕床垫+布洛克沙发+布洛克茶几+布洛克一桌四椅)+5m²护墙板

	索菲亚整家			索菲亚橱柜
套餐价格(元)	49800元	39800元	29800元	9999元
定制柜	22m²全屋定制柜	20m²全屋定制柜	24m²定制柜	/
橱柜	7m轻奢橱柜(3米地柜+3米台面+1米吊柜)	7m轻奢橱柜(3米地柜+3米台面+1米吊柜)	7m橱柜(3米地柜+3米台面+1米吊柜)	7m橱柜(3米地柜+3米台面+1米吊柜)
门	3樘品质木门	2樘品质木门	2樘木门	/
家具	烟灶2件套+卫浴4件套+餐厅家具五件套	品质三人沙发+卫浴4件套	/	/
背景墙	10m²轻奢背景墙	8m²护板墙	8m²轻奢背景墙	/
其他	+299元/m²升级多层实木板 1、搭配护墙板(满10m²)或家品套餐(满1万元)即可享购买整家专享价699元/m² 2、2100周年官方补贴券 3、高定工艺线上线下同价，899元/m²(可选克拉维轻奢版、阿尔法Pro、费洛Pro) 包含升级套餐： ①+99元/m²可得Ultra隐孔工艺+海蒂诗门铰 ②+99元/m²可得Ultra净漆UV ③免费升级Ultra橱柜、Ultra家品 4、大牌家电低至99元(东陵咖啡机、美的10KG滚筒洗衣机、卡沃斯一点扫地机器人等) 5、4999元免单直送 6、10000台价值1999元美的的洗地机免费送	+389元/m²升级榻榻米 免费送星盆龙头	免费送星盆龙头	送碗碟拉篮、品质五金

**华鹤 高端木作** → 华鹤70周年经典奢配套餐315活动价：买49800送49800  
包括：25m²雅奢柜类定制+7m轻奢橱柜+3樘品质木门或10m²高颜值墙板+全屋大牌家品13件套(星云沙发+星云组合茶几+星云餐桌+星云餐椅\*4+星云软床\*2+床头柜\*2+舒达爱情海床垫\*2)

**米兰纳 整家定制** → 米兰纳315特惠活动：  
19800装整家(衣柜柜全包、免费升级意式风)、20m²柜类定制低至499元/m²、4.0透明工厂到店领大牌乳胶枕、3.15元锁定权益卡、10元秒杀(1m²玻璃门、推拉试衣镜)、下定抽大牌家电、限时抢家务全能王

## 2.1 品类：多品类亟需融合发展，集成化经营或成为关键

- ▶ **多品类集成化经营与传统单品类经营有冲突。**在传统单品类经营时期，开拓了大量传统单品类经营经销商，各定制家居企业现阶段的收入主要还是来源于传统单品类经销商。若在原先单品类经营的地盘上，大规模推广大家居多品类门店，存在两种形式：1) 老商升级扩品类，但会面临门店面积不够的问题，资金经营压力可能较大；2) 招大家居新商，会争夺同一地盘上原来传统单品类经销商的生意，触动老商的利益。
- ▶ **多品类集成化经营与整装公司有冲突。**当前定制企业与家装公司（特别是较大规模的家装公司）的合作，在很大程度上只是定制产品的合作，家装公司选择定制企业，看中的并不是大家居供应链，而只是定制家居的单产品，家装公司仍把控着品牌推荐权、产品设计权、后端服务权等。而家装公司尤其是大体量的家装公司，拥有自营产品，自营产品的毛利率大多高于定制家居品牌毛利率，第一首选必然推荐自营产品。

### 传统单品类经销商何去何从？

目前，定制家居企业在开拓家装公司渠道时需要其单品类经销商做服务，一方面是因为新的多品类集成经营机制还没有完全建立起来，所以有赖于传统单品类经营机制的支持；另一方面也是为了在多品类集成经营机制的发展中，“照顾”到传统经销商的利益，避免企业多品类集成经营与传统单品类经营“双轨制”运营中更多的矛盾。  
未来，单品类经销商可能会改造成多品类集成经销商。

资料来源：华安证券研究所整理

### 如何与整装公司合作？

大家居战略目标，不只是为了销售更多的定制产品，而是要实现定制产品以外其他品类家装材料产品与定制产品的多品类集成经营。设计主导权之争，才是多品类集成经营发展的根本。

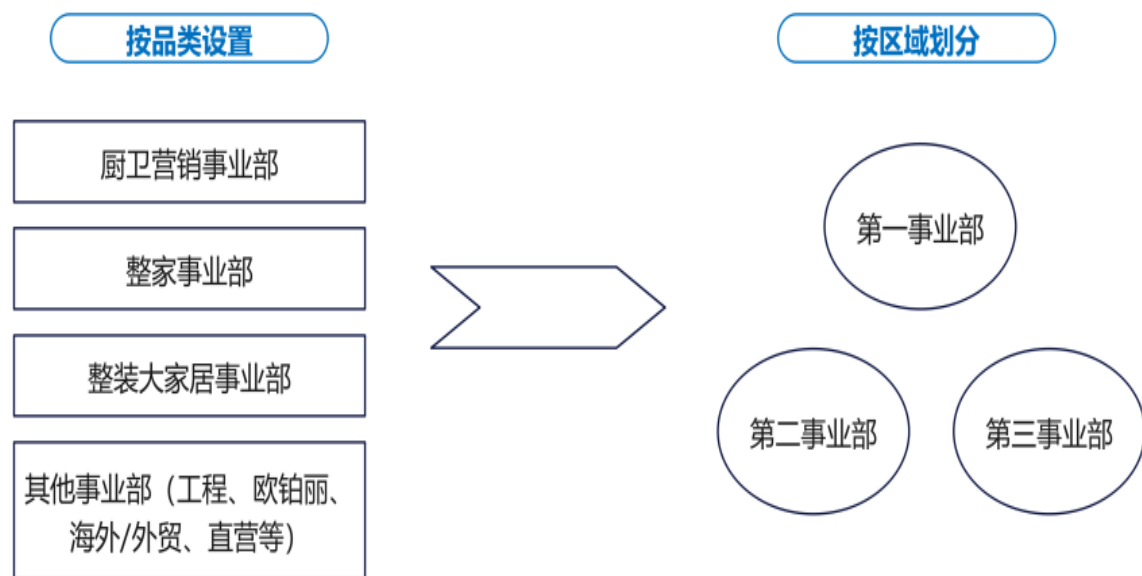
未来，一方面，与整装公司继续合作，头部品牌抢占中腰部品牌在整装公司的份额；另一方面，可能会自己做整装，掌握设计主导权，但需要解决家装施工交付问题，这是一大难题。

资料来源：华安证券研究所整理

## 2.1 品类：多品类亟需融合发展，集成化经营或成为关键

- 欧派家居：2023年推进组织架构改革，变“垂直产品条线组织”为“横向区域块状组织”。公司原有的营销事业部以品类划分，包含厨卫营销事业部、整家事业部、整装大家居事业部和其他事业部（工程、欧铂丽、海外/外贸、直营等）。2023年，公司启动了自成立三十年以来，规模最大的、全方位的营销组织改革，将以品类划分的营销事业部调整为按区域划分的三大营销事业部，即欧派营销第一（统管华东、华北、东北）、第二（统管西北、华中、华南）、第三事业部（统管西南）。这一改革旨在应对公司在多品类融合以及单品经销商跨品类运营能力重塑方面正面临的挑战。通过构建以城市为中心的经营模式，进行全品类（橱衣木卫配）、全渠道（零售+整装）的统一管理，公司组织形态进一步匹配大家居战略方向，多品类融合通道持续拓宽。

### 欧派家居推动营销组织重大改革



### 欧派家居营销组织演变四阶段

阶段	形式	具体架构
一	职能型组织	创业初期欧派家居是单一厨柜业务，组织是简单职能型组织架构。
二	品类+品牌+渠道事业部	随着卫浴业务、衣柜业务、木门业务、大家居业务的拓展，加上各业务体量的增长，欧派家居开始实行业务部制组织。 2022年，欧派家居将卫浴整合进欧派厨柜，将软装、木门等整家系列品类整合进欧派衣柜，将星之家更名铂尼思，形成欧派整家营销事业部+厨卫营销事业部+整装大家居事业部+其他事业部（工程、欧铂丽、海外/外贸、直营等）的核心运营架构。
三	品类事业部合并	2023年，从品类事业部向品牌事业部转变，调整范围主要针对欧派整家营销事业部、欧派厨卫营销事业部和欧派整装大家居，调整的核心是将各品类事业部中层以上骨干，导入到新的按区域划分的营销事业部，在区域营销事业部的配置上，设有总经理、副总经理与总经理助理三大核心岗位。目前划分的区域营销事业部有三个，分别为欧派营销第一事业部、欧派营销第二事业部、欧派营销第三事业部。
四	品类事业部转为区域事业部	

资料来源：未来居住研究公众号，华安证券研究所

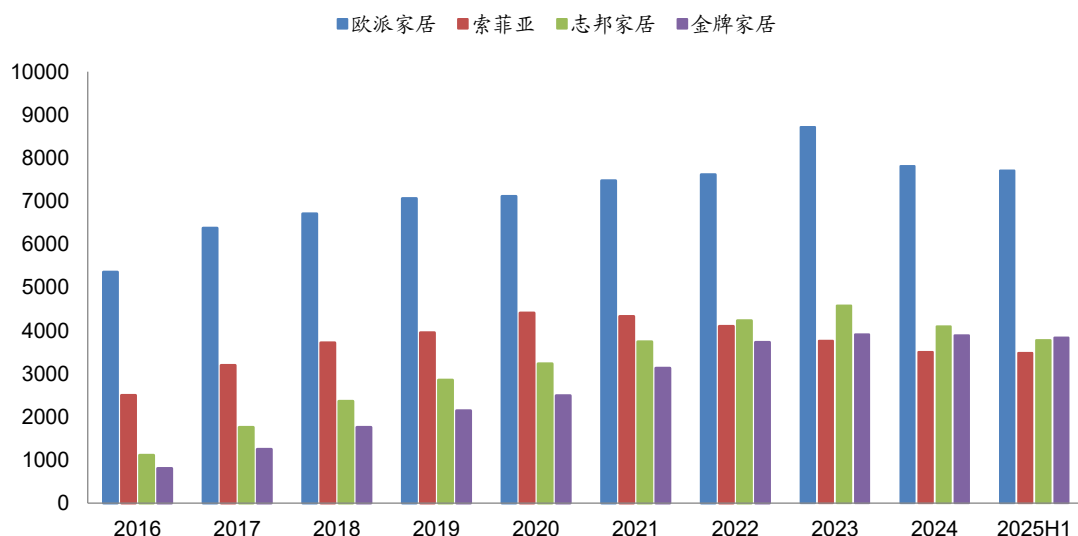
敬请参阅末页重要声明及评级说明

资料来源：公司官网，界面新闻，未来居住研究公众号，华安证券研究所整理

## 2.2 渠道：经销商渠道为主，积极探索新兴渠道

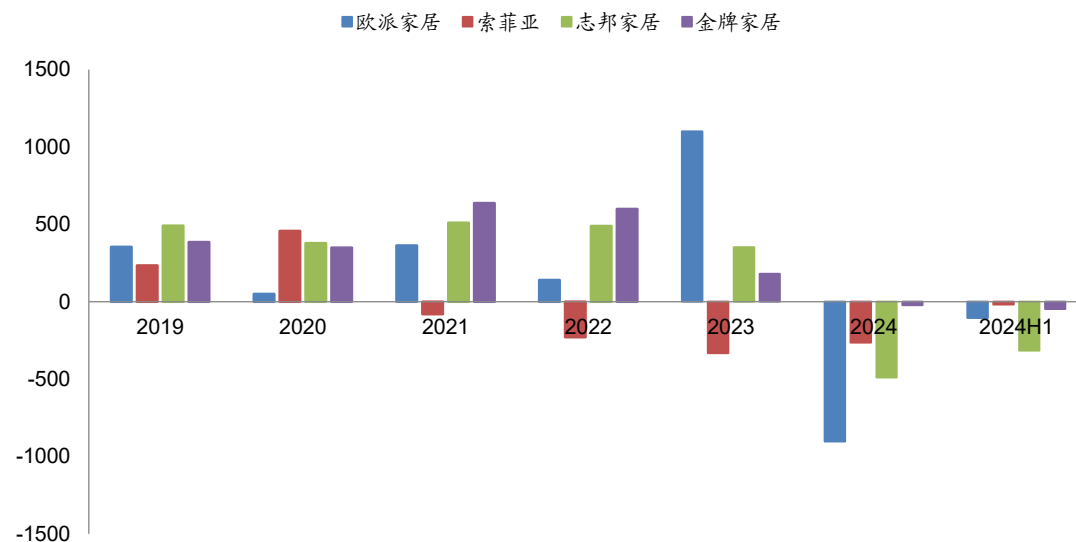
- 零售渠道贡献核心收入，以经销商渠道为主。2024年，欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌家居零售渠道收入分别为148.75/85.23/29.99/17.66亿元，占主营业务收入的比例分别为78.60%/81.21%/57.04%/50.84%。零售渠道中，以经销商店为主，直营店为辅，除志邦家居直营店占主营业务收入的比例在8%左右，其他各定制家居企业直营店收入占比均在3%左右。
- 近年来门店数量呈收缩态势，重点布局大家居门店。近年来，面对行业深度调整压力，各家居公司一方面加强对现有门店的梳理清洗，精简绩效不高、经营质量不好的店面，合并或关闭不产出的店；另一方面鼓励经销商整合存量门店资源，将资源聚焦于大家居转型。以欧派家居为例，截至2025H1，公司零售大家居有效门店数量已超1200家（占比16%），超60%经销商已经布局或正在布局零售大家居门店业务，并逐步根据结合本地市场实际情况，探索本土化的大家居发展新路径。

### 定制家居公司门店数量（家）



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

### 定制家居公司净增门店数量（家）



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

## 2.2 渠道：经销商渠道为主，积极探索新兴渠道

- ▶ **流量入口多元化，积极探索整装、拎包入住等新兴渠道。**家居流量趋于碎片化，门店已不像以往可以作为单一的显性流量入口，家居公司积极探索家装、精装、整装、社群营销、小区获客、互联网获客等新流量渠道。据贝壳研究院数据，近40%消费者倾向“全屋整装”，其中80后和90后占比超80%。整装主要提供一站式服务，涵盖设计、材料、软装、定制、安装等全套服务，为消费者免除在设计、材料、施工等环节所耗费的大量时间和精力，相较于大宗业务在应收账款以及现金流等方面具备极大优势，在便利消费者的同时也为自身提供更大的议价空间，目前整装市场尚处于初始阶段，我们看好整装龙头后续在抢夺流量入口带来客单价的提升以及获客成本的降低。

### 2025H1 定制家居企业新兴渠道战略

公司名称	新兴渠道战略布局
欧派家居	基于各城市市场特征，科学分配当地经销渠道资源，重点打造“精准获客-高效转化”的闭环运营模式：一方面根据各地实际业务开展情况，保持传统仍具备流量价值的场景运营，如卖场、门店、拎包入住等，另一方面创新布局策略，整合已有门店相关资源，通过主动布局、合作等多元形式开拓社区店、云店、中介店等窗口型门店，提前触达需求客户。
索菲亚	2025年1-6月，公司整装渠道实现营业收入8.52亿元，同比下滑13.24%。其中，公司集成整装事业部已合作装企数量270个，覆盖全国211个城市及区域，已上样门店数量711家；零售整装业务已合作装企数量2,425个，覆盖全国1,450个市场及区域，已上样门店数量2,272家。未来，整装渠道将持续开拓合作装企，扩大业务覆盖范围，同时不断深化现有合作装企业务，加快全品类产品布局。
金牌家居	零售窗口店中的零售门店、拎包入住样板店、局改店和同城网销店实现了客户多触点抵达和线上线下流量高效转化，并已经取得了显著的成果表现，助力公司零售业务逆势增长。拎包入住加速布局，613家拎包入住小区样板店实现业绩同比翻番；深耕存量市场，52家局改门店全面聚焦旧房改造业务，随着局改业务全面铺开，预计2025年将完成100家的门店布局；线上通过同城网销店构建O2O闭环，实现流量高效转化与落地。零售家装选材店已拓展至1139家，深度绑定T550装企，提升渠道占有率，全面打开家装市场。社区店业务以“样板打造-模式跑通-规模复制”为实施路径，现阶段聚焦厦门、成都两大试点城市（已完成28家标杆门店建设）跑通业务模式，预计2025年全年完成50家新店目标。
志邦家居	继2022年公司发布“超级邦”装企战略服务后，为了更好地服务装企，公司进行了整装大家居千坪展厅的云发布，志邦整装大家居千坪展厅以BOX为基础，采用穿插分割手法，呈现一个中心，四大抓手模式，展现志邦整装展厅的未来感和定制的专业性。在此基础上，公司相继发布了“超级服务邦”、“全空间高效整装”、“十大超能力”等多维赋能体系，并与多家优秀装企达成合作。公司通过与装企强强联合、资源共享，开辟全新增长路径，共创共赢装企合作新模式。双方在合作模式、经营理念、服务领域等方面达成契合。

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

## 2.2 渠道：经销商渠道为主，积极探索新兴渠道

- ▶ **志邦家居和金牌厨柜大宗渠道收入占比较高。**2024年，欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌家居的大宗渠道收入分别为30.45/13.21/16.84/12.42亿元，占主营收入的比例分别为16.09%/12.59%/32.02%/35.76%。大宗渠道主要因地产企业订单交付不畅和战略性谨慎经营等原因，处于深度调整中。
- ▶ **审慎高质量经营为主，大力拓展优质客户。**对于大宗渠道，定制家居企业一方面，大力巩固拓展与优质战略地产客户的合作，重点开发国央企客户，推动优质客户占比提升；及时开拓创新业务，探索适老公寓、企事业公寓、人才公寓等新业务领域。另一方面，依托传统品类品牌优势，多品类全面拓展，不断拓展公司营业收入来源，优化渠道结构。

### 各定制家居公司大宗渠道营业收入规模（亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
欧派家居	9.64	14.18	21.62	26.82	36.73	34.95	35.86	30.45
yoy	68.47%	47.04%	52.53%	24.05%	36.92%	-4.85%	2.61%	-15.09%
占主营业务收入比	10.08%	12.51%	16.18%	18.49%	18.23%	15.88%	16.07%	16.09%
索菲亚	4.23	7.64	11.37	15.04	16.04	15.25	14.51	13.21
yoy	116.17%	80.77%	48.80%	32.26%	6.64%	-4.91%	-4.86%	-8.96%
占主营业务收入比	6.91%	10.52%	14.87%	18.08%	15.51%	13.79%	12.67%	12.59%
志邦家居	3.96	3.91	6.39	11.75	16.51	16.57	20.09	16.84
yoy	59.82%	-1.30%	63.65%	83.67%	40.59%	0.36%	21.22%	-16.18%
占主营业务收入比	18.36%	16.06%	21.59%	30.58%	32.05%	30.75%	32.84%	32.02%
金牌家居	1.24	2.03	5.05	8.93	11.45	12.80	12.76	12.42
yoy	70.47%	63.68%	149.31%	76.84%	28.22%	11.78%	-0.29%	-2.66%
占主营业务收入比	8.58%	11.90%	23.76%	33.82%	33.21%	36.02%	35.99%	35.76%

资料来源：Wind，各公司公告，华安证券研究所

## 2.2 渠道：经销商渠道为主，积极探索新兴渠道

- ▶ 逐渐将目光投向海外，探索家居出海道路。过去定制家居市场重心集中于国内新房增量，随着国内市场竞争加剧，定制家居企业正寻找新的增长空间，出海成为定制家居企业的新赛道——通过输出国内成熟的生产和定制能力抢占海外蓝海市场。各头部企业加速海外布局，凭借产品质量与模式优势在海外市场中占有一席之地，海外业务收入呈现上升趋势，出海战略逐渐成为破解增长困局的关键路径。2024年，欧派家居/索菲亚/志邦家居/金牌家居的海外收入分别为4.30/0.76/2.05/3.35亿元，占主营收入的比例分别为2.27%/0.72%/3.90%/9.64%。

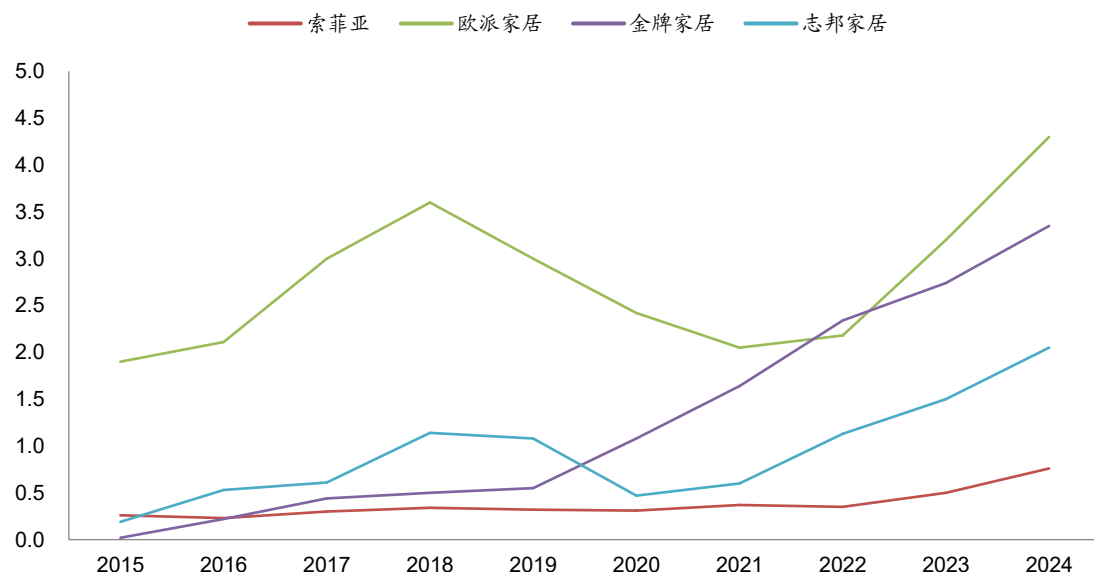
### 各定制家居公司海外渠道战略布局

公司名称	海外渠道战略布局
欧派家居	公司多品牌战略布局成效凸显，目前已在全球146个国家和地区构建了稳固的销售网络，进一步夯实公司全球业务基础。2025H1，海外招商新增签约经销商18家、新开业经销商14家；工程业务通过深化国内外战略伙伴合作，实现海外工程订单业绩超40%的同比增长，发展态势迅猛；海外RTA产品模式在北美市场延续增势，并于其他区域取得突破性成果。
索菲亚	公司持续布局海外市场，通过高端零售、工程项目和经销商等形式。目前，公司已拥有26家海外经销商，覆盖了加拿大，澳大利亚，新加坡，越南，泰国等23个国家/地区；同时，公司与优质海外开发商和承包商合作，为全世界31个国家/地区，约219个工程项目，提供一站式全屋定制解决方案。
金牌家居	面对海外市场波动，公司坚持全球化战略纵深推进。跨国交付体系加速落地，构建“（泰国）生产基地+（核心市场）卫星工厂”交付网络，泰国罗勇府生产基地启动全面建设，美国达拉斯卫星工厂已于今年3月初试投产，马来西亚卫星工厂投产在即，跨国齐套交付模式逐步落地。同时持续多点布局海外零售、工程业务。
志邦家居	早在2014年公司就涉足海外，以澳洲、北美为起点开展全球业务。近年来，公司洞察到新兴市场的潜在机会，进一步开拓东南亚市场，相继在新加坡、菲律宾、马尔代夫、马来西亚、印度尼西亚等多个国家开设零售店，通过建立专业高效的服务团队，构建完善的项目管理体系，不断为国际客户提供优质的产品与服务。2024年6月1日，志邦日本首家东京旗舰店和志邦菲律宾宿务店同步开业，进一步提升了公司品牌在国际市场的影响力。2025年5月，公司在肯尼亚首都内罗毕开设首家经销商专营店，标志着品牌正式进军非洲市场。

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

### 各定制家居公司海外业务营业收入规模（亿元）



资料来源：Wind，各公司公告，华安证券研究所

# 目录

1 行业：从2017到2026，行业变迁带来估值重构

2 定制：大家居集成为主趋势，积极探索新兴渠道

3 软体：消费品属性更强，业绩稳定性更高

4 展望：短期行业拐点将现，长期消费属性渐强

风险提示：行业竞争加剧的风险，渠道偏好改变的风险，原材料及零部件价格上涨及交付的风险，中美贸易摩擦缓和程度低于预期，汇率波动的风险。

## 3.1 消费品属性VS地产建材属性，软体业绩优于定制

- ▶ **消费品属性VS地产建材属性，软体业绩优于定制。**2022-2025年，软体家居公司（顾家家居、慕思股份、喜临门等）业绩表现系统性优于定制家居公司（欧派家居、索菲亚等），核心原因在于商业模式本质差异与地产后周期传导路径不同。总体来看，软体家居更具消费品属性，更新需求稳定，智能化与产品升级推动价格带提升，叠加美国地产复苏下的出海需求，业绩稳定性强。而定制家居更具地产建材属性，与竣工强绑定，受地产调整冲击更强。若地产持续低迷，软体与定制的分化将延续；若地产企稳，定制家居弹性更大（基数低+竣工修复），但软体家居凭借出海+智能化仍将保持业绩稳定性优势。

### 定制与软体公司业绩表现

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
	营业收入同比增长率 (%)									
欧派家居	27.23	36.11	18.53	17.59	8.91	38.68	9.97	1.35	-16.93	-3.98
索菲亚	41.75	36.02	18.66	5.13	8.67	24.59	7.84	3.95	-10.04	-7.68
顾家家居	30.11	39.02	37.61	20.95	14.17	44.81	-1.81	6.67	-3.81	10.02
敏华控股	11.79	6.16	28.89	12.28	7.87	35.32	30.81	-19.29	6.11	-7.07
	扣非归母净利润同比增长率 (%)									
欧派家居	98.69	32.20	25.25	12.27	15.14	29.72	3.27	5.91	-15.65	21.41
索菲亚	43.89	35.22	4.63	5.89	8.11	-96.98	2,859.01	21.06	-3.67	-19.32
顾家家居	15.06	19.88	34.05	3.73	-30.42	141.55	8.22	15.34	-26.92	15.26
敏华控股	36.69	30.79	-20.51	-3.11	15.51	29.67	16.78	-14.80	20.23	0.25

资料来源：Wind，各公司公告，华安证券研究所

## 3.2 品类：智能化升级与场景化延伸，价增对冲量跌

- 产品属性叠加消费需求，软体家居更适合智能化升级。1) 产品属性：软体家居的核心结构是“机械+材料”，更便于智能化改造。例如床垫的分层结构（面料层、填充层、支撑层）便于嵌入传感器、加热/通风模块；沙发的靠背、腿部支撑可通过线性驱动实现多角度调节，为按摩、零重力等功能提供机械基础。2) 消费需求：在消费升级、老龄化趋势下，消费需求从“舒适”向“健康”跃迁，且软体家居具备高频、长时、贴身的特性，能够成为采集生命体征数据（心率、呼吸、体动）和提供健康干预的最佳载体。3) 技术成本：随着物联网、人工智能、传感器等技术的成熟，智能软体家居的研发和生产成本大幅降低。

### 部分公司对于传统软体家居品类进行智能化升级

公司名称	传统业务	创新业务
慕思股份	2025上半年，公司核心产品床垫营收12.56亿元（同比+1.25%），毛利率为63.55%（同比+1.79pct），实现量价齐升；床架营收6.95亿元（同比-10.68%），毛利率为49.35%（同比+1.56pct）。	2025年为公司AI战略深耕之年，标志着智能业务从探索布局正式迈向战略化推进。2025H1，AI产品实现收入1.21亿，同比超三倍增长。 ·举行“深度AI睡眠新革命”新品全球发布会，推出AI智能床垫T11+。 ·新推出的慕思潮汐算法2.0。 ·与华为签署鸿蒙智选合作备忘录，携手致力于智慧睡眠新生态的构建。
喜临门	2024年，公司核心产品床垫营收52.70亿元（同比+5.05%），毛利率为38.40%（同比+0.12pct）；软床及配套产品营收24.38亿元（同比-8.39%），毛利率为29.32%（同比-1.13pct），主要系公司国内代工业务中该类减少所致；沙发营收7.19亿元（同比-6.55%），毛利率为18.75%（同比-6.82pct），主要系M&D沙发销量不达预期所致。	2024年，公司秉持创新驱动发展战略，以产品研发与技术突破双轮协同实现跨越式发展。在智能睡眠领域取得重大突破，全年功能智能产品线销售额突破亿元大关。 ·基于自主创立的“三阶段助眠理论”，成功升级柔性气囊、智能睡眠监测系统核心技术模块。 ·推出宝祿系列AI智能床垫及电动架产品，构建起行业领先的智能助眠技术生态。
梦百合	2025上半年，公司核心产品记忆绵床垫营收22.47亿元（同比+11.79%）；记忆绵枕营收3.00亿元（同比+11.00%）；沙发营收5.66亿元（同比+13.23%）；电动床营收3.23亿元（同比+7.54%）。	产品升级：梦百合0压智能床M12凭借出色的智能表现，荣获2025年AWE艾普兰奖创新奖。 推进海外工厂数字化升级，强化精益管理培训，促进生产效率提升。2025年上半年，美国南卡和美国AZ合计实现盈利3,253.18万元。
顾家家居	2024年，公司沙发营收102.04亿元（同比+9.14%），毛利率为35.37%（同比-0.31pct），实现营收稳健增长；卧室产品营收32.50亿元（同比-20.80%），毛利率为40.81%（同比+3.87pct）。	·客餐厅聚焦功能沙发，在四季度通过“双功能”策略取得良好效果，功能品类3年收入复合增长率13.4% ·卧室打造“3D床垫”差异化进攻策略，全年实现主推款床垫销售额1.2亿。 ·智能家居业务渐入正轨：2024年楷创铁架产出货量连续三年实现高速增长。
趣睡科技	2024年，床垫产品营收1.16亿元（同比-4.46%），毛利率为25.11%（同比-1.20pct）；枕头产品营收0.61亿元（同比+47.70%），毛利率为23.50%（同比-0.16pct）；被子、毯类产品营收0.95亿元（同比+59.79%），毛利率为17.02%（同比+8.17pct）。	公司坚定推进智能化战略转型，全年智能家居产品营收占比提升至41.68%（同比+36.32%），公司合并报表口径实现营收3.47亿元（同期+13.93%），归母净利润为2,896.66万元（同比+21.40%），实现逆势高质量增长。 ·已完成智能家居产品矩阵的构建，智能睡眠产品系列成功开辟中高端健康睡眠市场，618及双十一期间智能产品线GMV同比增长显著，其中核心旗舰产品多次蝉联天猫、京东智能床品类TOP3。 ·四季度推出的智能床头柜单品创造众筹新纪录，突破400万销售额，众筹达成率超过800%。

## 3.2 品类：智能化升级与场景化延伸，价增对冲量跌

► 各公司积极推动智能化升级，价增对冲量跌。当前智能家居品类渗透率仍较低，2025年功能沙发/智能床垫的渗透率为9%/18%。软体公司积极布局功能沙发、智能床垫等新兴品类，对冲传统产品的销量下滑。如慕思股份发布“潮汐算法”，通过AI调节床垫支撑，客单价从千元提升至万元以上，2025H1公司AI产品实现收入1.21亿，同比超三倍增长；顾家家居将功能沙发变为交互中心，集合压力感应、姿态识别、按摩等功能，2025H1内贸功能沙发业务实现较好的同比增长。相比之下，定制家居企业间价格战激烈，纷纷推出低价套餐，导致单产品价值量下降。

### 部分布局智能床垫领域的公司情况

公司名称	智能床垫领域的布局情况	2024年 营收规模	2024年 分渠道营收占比	2024年 分产品营收占比	2024年 门店数量
慕思股份	2017年起开始系统研发AI床垫产品。2022年成立独立的智慧睡眠事业部；同年与香港中文大学（深圳）共建“智慧家居物联网技术联合实验室”，同时与中山大学等其他高校机构开展项目合作，完善智能睡眠技术；同年发布第八代健康睡眠生态系统。2023年推出行业首创的“潮汐”算法，该技术融合了自适应调节算法、睡眠监测算法、睡眠分期算法和人体生物节律；同年推出智慧睡眠第二代AI床垫Meta系列。2024年发布搭载“潮汐”算法的AI床垫新品T11 Pro。2025年推出AI智能床垫新品T11+，实现潮汐算法进化，算法链路更加精准；同年并宣布将与麻省理工学院MIT达成深度合作，共研睡眠科技。	56.03亿元	经销：74.12% 电商：19.51% 直供：4.14% 直营：1.29% 其他：0.93%	床垫：47.81% 床架：29.72% 其他：7.90% 沙发：7.71% 床品：5.43%	5400余家
喜临门	2015年成立舒眠科技子公司，加强智能床垫研发。2020年发布SmartWave护脊深睡系统首款产品Smart1，开启“未来睡眠1.0”新时代。2023年联合诺贝尔物理学奖得主推出AI空气能助眠床垫。2024年发布AISE宝祿智慧睡眠生态品牌，云感悬浮支撑模块CloudHold、云眠主动助眠模块CloudSleep、云端智慧物联模块iroomy三大模块协同助力睡眠。2025年与清华大学共建“智慧睡眠技术联合研究中心”，助力智能睡眠系统的升级与应用推广。	87.29亿元	经销：36.79% 大宗：38.95% 线上：22.71%	床垫：60.37% 软床及配套：27.93% 沙发：8.24% 木质家具：1.91%	5518家
梦百合	2014年推出第一代智能床垫iMATTRESS，成为最早布局AI智能睡眠领域的品牌之一。2018年在美国发布“智享深睡”智能睡眠系统，推出多样化的智能睡眠产品矩阵。2020年与海尔打造0压智慧卧室，同年布局华为HiLink生态，探索全屋智能布局。2023年联名三体发布0压智能床M3Pro。2024年推出新品0压智能床M12-W，7大智能模式进一步丰富产品使用场景，并可接入米家生态，链接全屋智能系统。	84.49亿元	经销：4.61% 直营：26.76% 线上：21.82% 大宗：46.81%	床垫：52.25% 沙发：13.67% 其他产品：9.69% 卧具：7.05% 电动床：7.60% 枕头：7.17%	1246家
顾家家居	2023年首次发布新品AI气能床垫「智眠Dreamate」，产品具备AI自动识别、AI自动贴合、睡眠检测、静音运作四大科技力，智能化助力用户深度睡眠；同年联合中国美院设计并由峻宸集团3D打印制作概念款“深睡0号”，通过大数据分析、参数化设计、数字化生长技术来生成专属于个人骨架的深睡床垫。	184.8亿元	年报中未披露	沙发：55.22% 床类产品：17.59% 配套产品：13.19% 定制家具：5.37% 信息技术服务：3.8%	5984家
趣睡科技	2020年推出8H自适应软硬可调智能床垫ZERO，可左右分区智能判断软硬度。2021年推出Damo人工智能AI助眠床垫，增加了瑜伽放松、体感轻柔唤醒、睡眠报告三大助眠功能。2024年与小米达成战略合作协议，聚焦床上用品，为后续AI床垫产品的开发奠定基础；同年8HAI智能撑腰护眠床垫和8HAI智能柱呵护床垫PRO在小米有品开启众筹。2025年公司接入字节跳动旗下的豆包大模型，拟借助豆包大模型的AI技术，深化AI陪伴智能睡眠领域的发展。	3.47亿元	线上：92.87% 分销：4.86% 线下：2.26%	床垫：33.43% 枕头：17.61% 床类：13.04% 被子、毯类：27.38% 生活周边：2.69% 沙发：4.36%	线上销售

### 3.3地区：存量翻新叠加国补刺激，国内需求稳定

➤ 内需层面，2024年9月以来，以旧换新政策托底，对软体家居的刺激更大。大部分省市补贴品类涵盖智能家居类、旧房装修和厨卫改造类、居家适老化改造类，具体品类包括成品橱柜及配件、卫浴洁具、软体成品等。部分省份仅落地家电和适老化改造补贴，品类仅涵盖智能马桶、功能沙发、智能床/床垫等智能家居产品。此外，以旧换新要求“旧物回收+新品补贴”，软体家居旧床垫/沙发易搬运、易估值（按重量或品类折价），定制家居拆除成本高、残值低，回收经济性差。

#### 各地区以旧换新政策补贴品类有所差异

全国	卫浴	智能马桶	功能沙发	智能床/床垫	桌椅	柜类	沙发	床/床垫	适老化产品
北京									
上海	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
天津		✓	✓	✓					✓
重庆	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
辽宁-大连	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
吉林	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
黑龙江		✓							
河北-廊坊	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
山西-太原	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
河南-郑州	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
山东-济南	✓	✓	✓	✓					✓
江苏-扬州	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
安徽		✓	✓	✓					
江西-赣州/九江	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
浙江	✓	✓	✓	✓					✓
福建	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
广东	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
海南	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
云南		✓	✓						
四川	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
湖南	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
湖北	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
陕西	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
甘肃	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
青海									✓
内蒙古	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
新疆	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
西藏	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
广西	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
宁夏	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
比例	80%	93%	90%	87%	73%	77%	73%	73%	87%

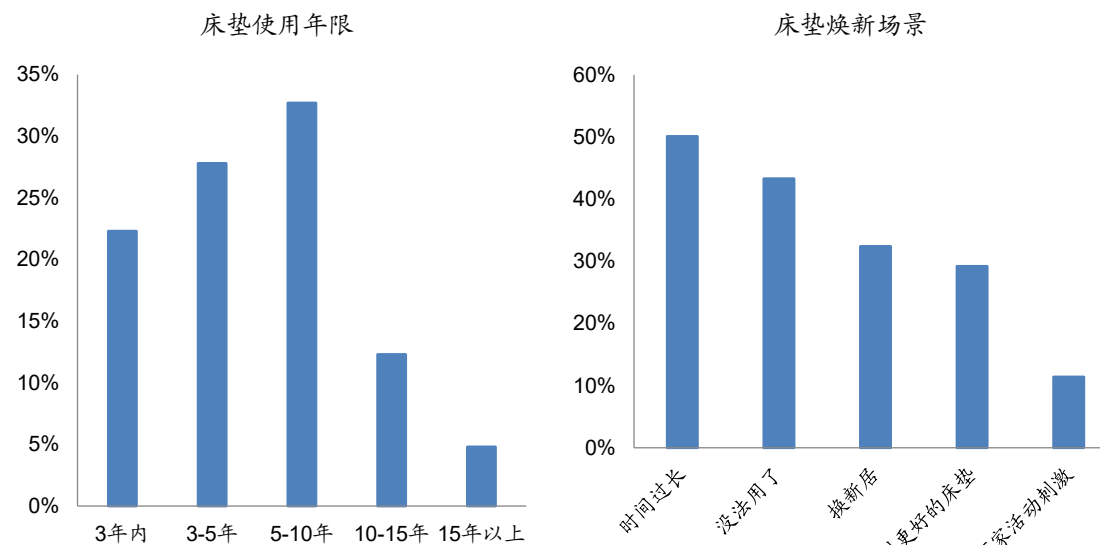
### 3.3地区：存量翻新叠加国补刺激，国内需求稳定

➤ 内需层面，存量房时代，软体家居的翻新需求更旺盛。一方面，住房市场进入存量时代，二手房市场规模上升。根据住房和城乡建设局数据，2025年，全国二手房成交面积在新房和二手房交易总量中占比升至44.6%，较2024年提升2.7个百分点；北京、上海、广州、重庆、成都、南京、沈阳、大连、宁波等城市二手住宅成交面积占比均超六成。沙发、床垫等软体品类具备“低门槛、短周期、高频率”的消费品属性，存量翻新的需求更旺盛。另一方面，沙发、床垫等软体品类的更换周期一般为5-8年，相较于定制家居的更换周期更短。

定制与软体公司境内收入情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>境内收入占比 (%)</b>								
欧派家居	96.91	96.87	97.78	98.36	99.00	99.03	98.60	97.73
索菲亚	99.51	99.54	99.58	99.63	99.65	99.69	99.57	99.28
志邦家居	97.18	95.31	96.35	98.79	98.83	97.89	97.55	96.10
金牌家居	96.92	97.03	97.40	95.90	95.25	93.41	92.49	90.36
顾家家居	66.49	61.84	58.47	63.26	62.28	60.94	60.88	54.73
敏华控股	42.33	52.20	49.01	54.09	64.46	68.19	65.72	64.37
梦百合	18.26	17.45	19.44	15.09	17.35	15.24	20.67	20.11
喜临门	78.62	74.73	78.01	85.85	85.01	85.48	80.79	75.65
<b>境内收入同比增长率 (%)</b>								
欧派家居	35.91	18.48	18.69	9.55	39.59	10.00	0.90	-17.66
索菲亚	36.03	18.69	5.17	8.73	24.61	7.88	3.83	-10.30
志邦家居	38.21	10.64	23.07	32.94	34.23	3.59	13.11	-15.32
金牌家居	29.80	18.14	25.38	22.29	29.72	1.06	1.58	-6.88
顾家家居	38.27	27.98	14.34	23.54	42.57	-3.92	6.56	-13.54
敏华控股	37.01	43.67	13.63	26.71	46.87	32.79	-16.04	7.63
梦百合	55.74	24.62	39.93	32.30	43.37	-13.48	34.89	3.09
喜临门	57.18	25.59	20.75	27.04	36.86	1.41	4.63	-5.81

床垫使用年限和床垫焕新场景调研



资料来源：《2021床垫新消费趋势报告》，华安证券研究所

### 3.3地区：多元化出海结构，国际化产能布局

- ▶ 外需层面，通过多元化出海结构+国际化产能布局，对冲美国关税压力。面对美国关税政策加压，软体出口型企业一方面，积极开拓美国以外的市场，如“一带一路”沿线、欧洲、东南亚等，通过分散市场风险，降低对单一市场的依赖，以此来减轻美国市场下滑压力。另一方面，积极推动产能与供应链优化，通过东南亚、墨西哥等地产能布局，尤其是美国本土产能布局，实现对美国市场灵活供给。

定制与软体公司境外收入情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>境外收入占比 (%)</b>								
欧派家居	3.09	3.13	2.22	1.64	1.00	0.97	1.40	2.27
索菲亚	0.49	0.46	0.42	0.37	0.35	0.31	0.43	0.72
志邦家居	2.82	4.69	3.65	1.21	1.17	2.11	2.45	3.90
金牌家居	3.08	2.97	2.60	4.10	4.75	6.59	7.51	9.64
顾家家居	33.51	38.16	41.53	36.74	37.72	39.06	39.12	45.27
敏华控股	57.67	47.80	50.99	45.91	35.54	31.81	34.28	35.63
梦百合	81.74	82.55	80.56	84.91	82.65	84.76	79.33	79.89
喜临门	21.38	25.27	21.99	14.15	14.99	14.52	19.21	24.35
<b>境外收入同比增长率 (%)</b>								
欧派家居	42.60	20.00	-16.71	-19.29	-15.40	6.47	46.54	34.42
索菲亚	32.20	11.12	-3.97	-5.33	19.65	-4.25	42.92	50.94
志邦家居	13.95	87.26	-5.06	-56.93	29.75	87.53	31.86	37.25
金牌家居	100.55	13.86	9.45	95.66	51.37	43.16	16.92	22.34
顾家家居	40.54	56.71	31.66	0.98	48.68	1.68	6.84	11.33
敏华控股	0.36	-3.40	29.08	3.35	-4.57	12.32	-6.09	14.20
梦百合	31.95	31.67	22.63	79.63	21.31	1.02	-6.88	6.68
喜临门	9.42	56.10	0.69	-25.74	46.41	-2.27	46.49	27.46

软体家居公司境外业务情况

品牌	外贸模式	主要海外生产基地
顾家家居	ODM/OEM+批发+零售	墨西哥、越南、德国、马来西亚、美国、印尼
敏华控股	ODM为主	越南、乌克兰、立陶宛、波兰、墨西哥、爱沙尼亚
梦百合	ODM\OEM\OM	美国、塞尔维亚、泰国、西班牙
喜临门	零售+工程渠道+OEM	泰国

资料来源：HOFUR家居新范式，华安证券研究所

# 目录

1 行业：从2017到2026，行业变迁带来估值重构

2 定制：大家居集成为主趋势，积极探索新兴渠道

3 软体：消费品属性更强，业绩稳定性更高

4 展望：短期行业拐点将现，长期消费属性渐强

风险提示：行业竞争加剧的风险，渠道偏好改变的风险，原材料及零部件价格上涨及交付的风险，中美贸易摩擦缓和程度低于预期，汇率波动的风险。

## 4.1 拐点：短期行业拐点将现，长期消费属性渐强

- ▶ **短期来看，家居行业需求压力边际企稳，有望在2027年迎来拐点。**2024-2025年，受到地产市场和消费环境影响，家居行业需求压力大，2026年虽仍处于下降趋势中，但降幅已收窄。目前地产端压力边际收敛，随着地产政策宽松力度加码，房地产行业有望筑底复苏，家居行业有望在2027年迎来拐点。从上市公司业绩来看，受到疫后需求集中释放的高基数影响，2024年是家居公司业绩压力最大的一年，2025年在国补刺激下，部分公司已呈现修复趋势，2026Q1预计会受到2025Q1国补的高基数影响，但2026年全年预计业绩将逐季修复。
- ▶ **长期来看，家居行业周期属性或将逐步减弱。**新房家装增长空间相对有限，且在一、二线城市中，二手房住宅成交套数占比已经上升至50%以上，呈现上升态势。存量时代的老房、二手房和租房的翻新仍然有很大的空间，提供新的增长机会。

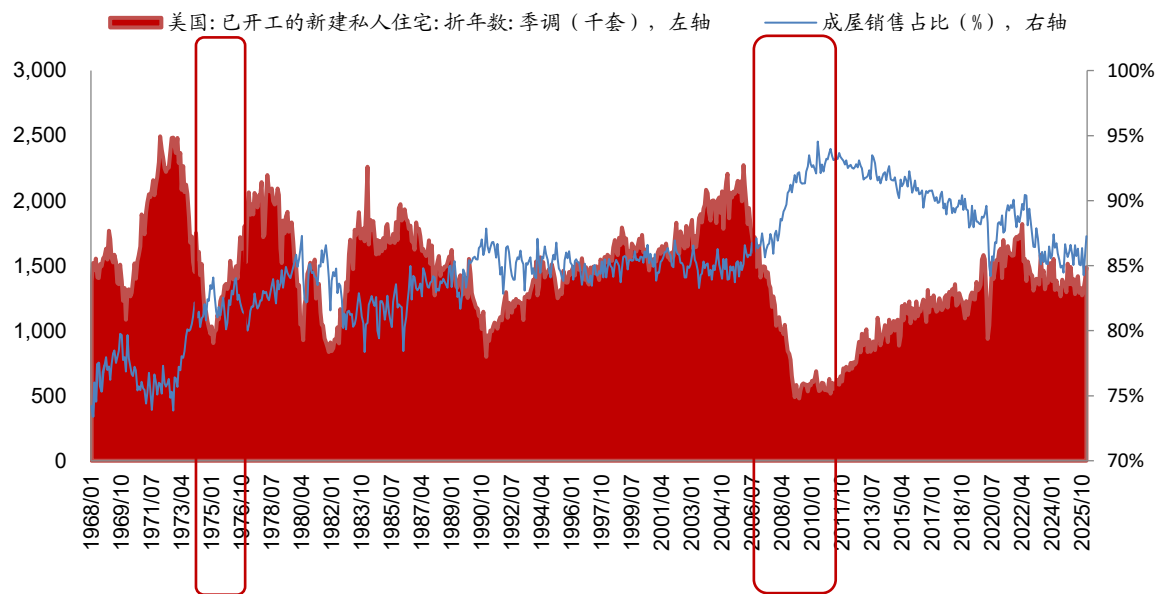
### 部分家居公司分季度业绩情况

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
营业总收入-单季度同比增长率 (%)											
欧派家居	-13.85	13.05	2.22	0.11	1.43	-20.91	-21.21	-18.84	-4.80	-3.39	-6.10
索菲亚	-9.70	5.63	9.64	5.37	16.98	-4.11	-21.13	-18.08	-3.46	-10.84	-9.88
志邦家居	6.20	17.11	9.88	16.87	1.77	-6.88	-10.14	-27.66	-0.30	-22.29	-19.73
金牌家居	1.08	8.05	-1.62	3.17	11.45	-5.59	-13.91	-3.61	-8.35	0.26	0.30
顾家家居	-12.92	10.02	10.78	19.49	10.04	-7.44	-6.94	-7.84	12.95	7.22	6.50
慕思股份	-23.10	-4.32	0.33	6.86	25.50	-0.99	-11.19	-2.72	-6.66	-5.01	2.79
梦百合	-20.74	-1.95	6.55	15.96	7.08	11.88	3.04	2.80	12.31	6.83	11.98
喜临门	4.47	6.20	6.03	24.39	20.02	-6.03	-10.85	5.51	-1.76	4.27	7.78
扣非归母净利润-单季度同比增长率 (%)											
欧派家居	-44.40	25.97	20.17	-18.84	10.03	-32.72	-12.62	1.43	86.16	6.81	-22.03
索菲亚	-15.58	44.45	14.35	22.82	73.81	-0.90	-21.70	-4.12	-3.23	-26.01	-14.83
志邦家居	8.69	20.42	2.29	11.43	-10.04	-28.63	-33.05	-52.19	-8.29	-40.71	-70.38
金牌家居	-2.86	9.46	20.22	30.52	8.24	-16.95	-36.14	-52.33	0.78	-20.71	-110.28
顾家家居	-10.90	24.69	5.38	58.29	10.29	-18.45	-16.87	-80.22	22.15	8.88	11.48
慕思股份	-21.00	34.76	46.98	19.20	36.44	-8.28	-17.07	-17.24	-10.90	-26.86	-37.35
梦百合	-81.18	186.80	2.83	53.81	262.74	-58.36	-781.41	-401.02	206.80	39.86	116.11
喜临门	1.70	3.20	5.93	97.62	48.62	-8.30	-15.25	-1,809.19	-19.31	34.33	-6.16

## 4.1 拐点：对标美国，中国离存量房改造时代还有多远？

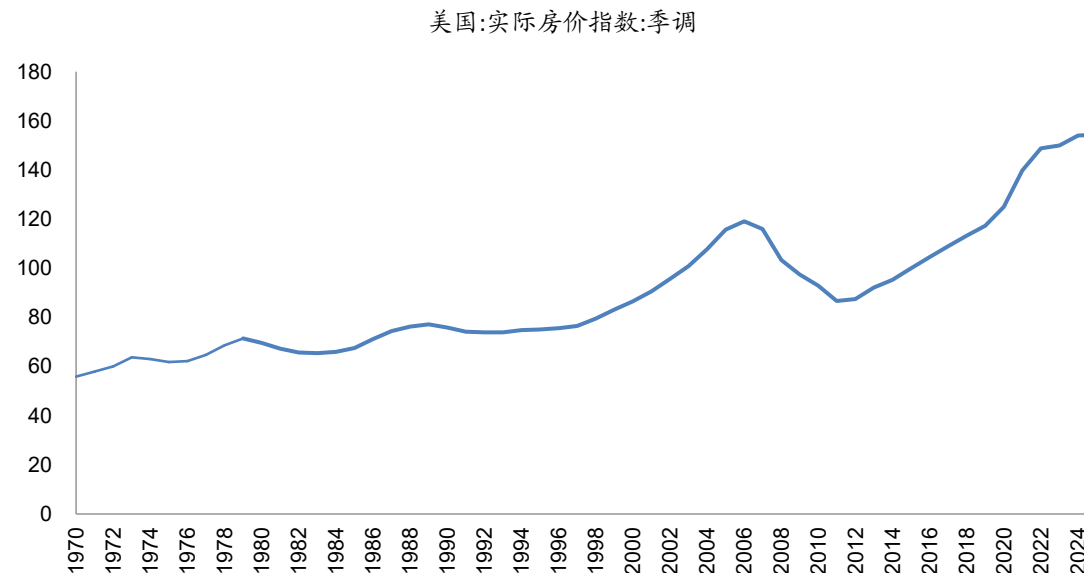
- 美国：地产下行周期，是成屋销售占比快速提升的时期。回顾美国历史上两次成屋销售量占比快速提升时期：（1）1973.01-1975.02：20世纪70年代，美国制造业受能源短缺和同业竞争的双重冲击，制造业发展停滞甚至萎缩，拖累美国失业率提升，民众对新住宅的需求因为经济形势不佳而消退，房地产的开工量下行，已开工的新建私人住宅数量由248.1万套下降至90.4万套，成屋销售量占比由75.68%提升至84.09%。（2）2006.01-2009.10：房地产泡沫引发通货膨胀上升，美联储大幅调高利率后，房地产市场骤然转冷，房价开始下滑，大量没有风险抵御能力的次级贷款人开始违约，并由次贷危机引发金融危机。已开工的新建私人住宅数量由227.3万套下降至53.4万套，成屋销售量占比由85.13%提升至92.63%。

### 美国已开工的新建私人住宅销量和成屋销售量占比



资料来源：Wind，全美地产经纪商协会，美国商务部普查局，华安证券研究

### OECD实际房价指数:季调:美国

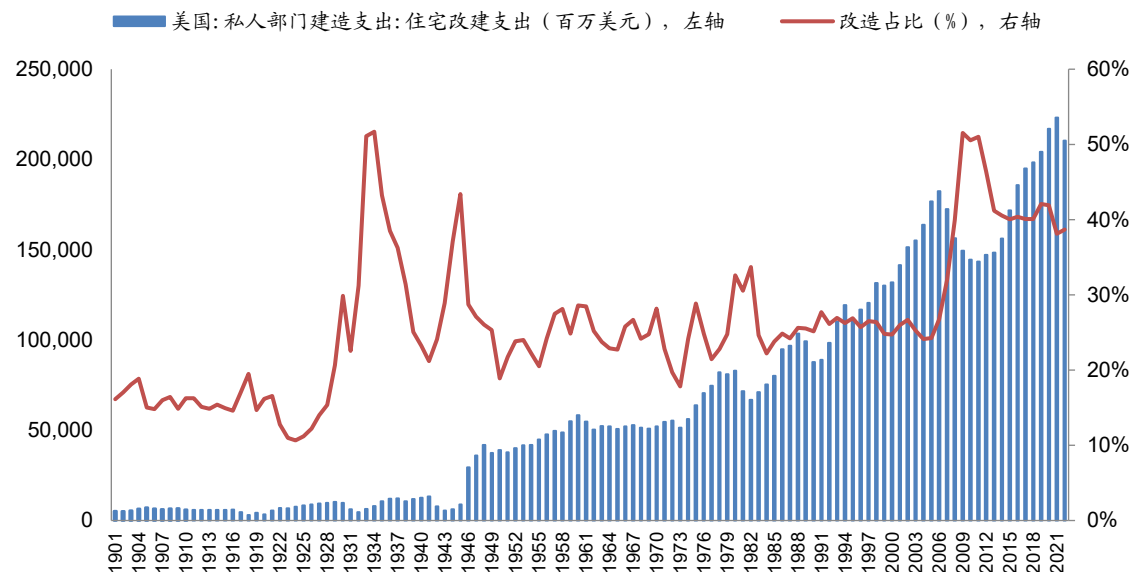


资料来源：Wind，OECD，华安证券研究所

## 4.1 拐点：对标美国，中国离存量房改造时代还有多远？

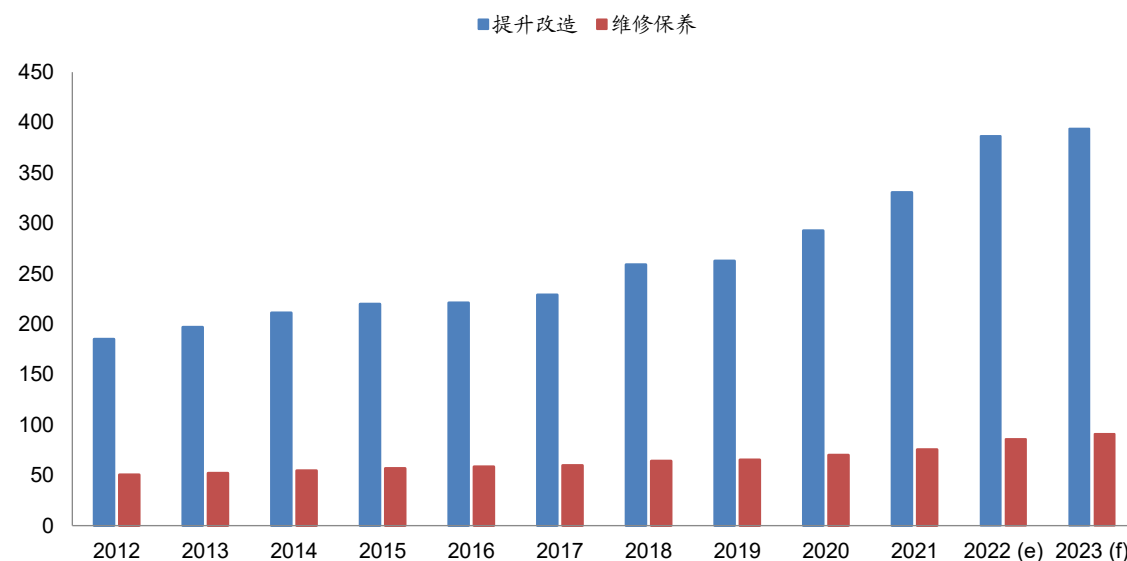
- ▶ 随着成屋销售占比提升，住宅投资中改造占比持续提升。美国住宅建造支出可以分为新建和改造两类，改造包括改变现有支撑系统、厨卫现代化改造、主要设备更换等，不包括油漆或墙纸、安装硬木地板或地毯、更换水龙头等维修保养支出。根据BEA数据，在以2017年美元计价的情况下，美国私人部门建造支出中住宅改建支出（addition+alterationandmajorreplacement）的占比由1901年的16%波动提升至2024年的42%。其中，1900s占比仅略高于10%，1926-1934年由12%锐增至52%（大萧条期间），后稳步回落，1973年占比进入了稳定上行阶段，2006-2009年由27%锐增至52%（金融危机期间），后稳定在40%左右。根据JCHS数据，2023年美国住宅（HomeownerExpenditures）装修改造市场规模为4850亿美元，提升改造/维修保养市场规模分别为3940/910亿美元，占比分别为81%/19%。

### 美国私人部门建造支出-住宅改建支出及占比



资料来源：BEA，华安证券研究所（改建支出为 addition+alterationandmajorreplacement，住宅包括单户和多户住宅）

### 美国住宅装修改造市场规模（十亿美元）

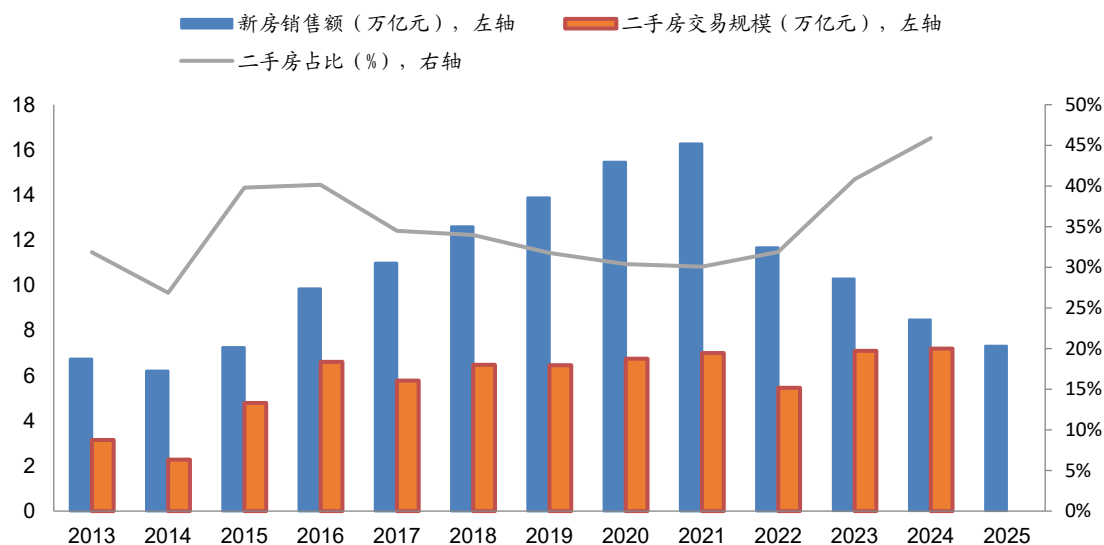


资料来源：JCHS，华安证券研究所

## 4.1 拐点：对标美国，中国离存量房改造时代还有多远？

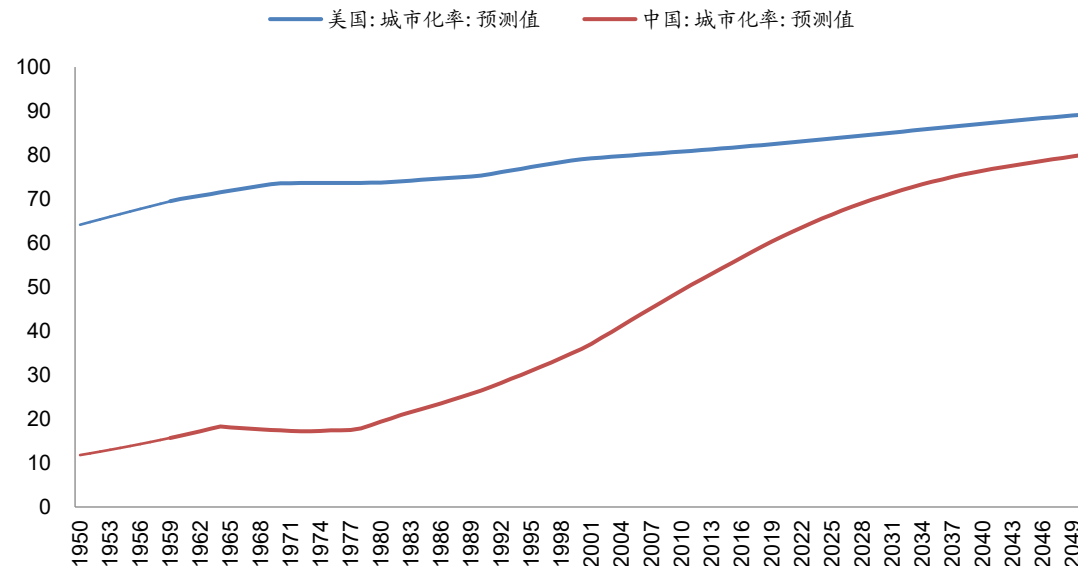
- 中国：房产销售结构正逐步从新房交易向存量房交易转变。根据国家统计局数据，2025年，中国新建商品住宅销售面积为7.33亿平方米，同比下降9.2%；销售金额为7.33万亿元，同比下降13.0%。根据奥维云网数据，2025年全国新房、二手房成交量分别约为630万套、602万套，新房同比下跌10%，二手房仅微跌1%，二手房市场占比从2023年的37%跃升至44%。一方面，随着城镇化发展到一定阶段，人口和需求量增速会逐步放缓；另一方面由于供给侧风险，新房购买需求转向二手房市场，二手房市场是一种更低成本、更高效率、更小风险的满足住房需求的方式。

### 中国商品住宅销售额及二手房占比



资料来源：贝壳研究院，亿欧智库，国家统计局，华安证券研究所

### 美国和中国城市化率 (%)

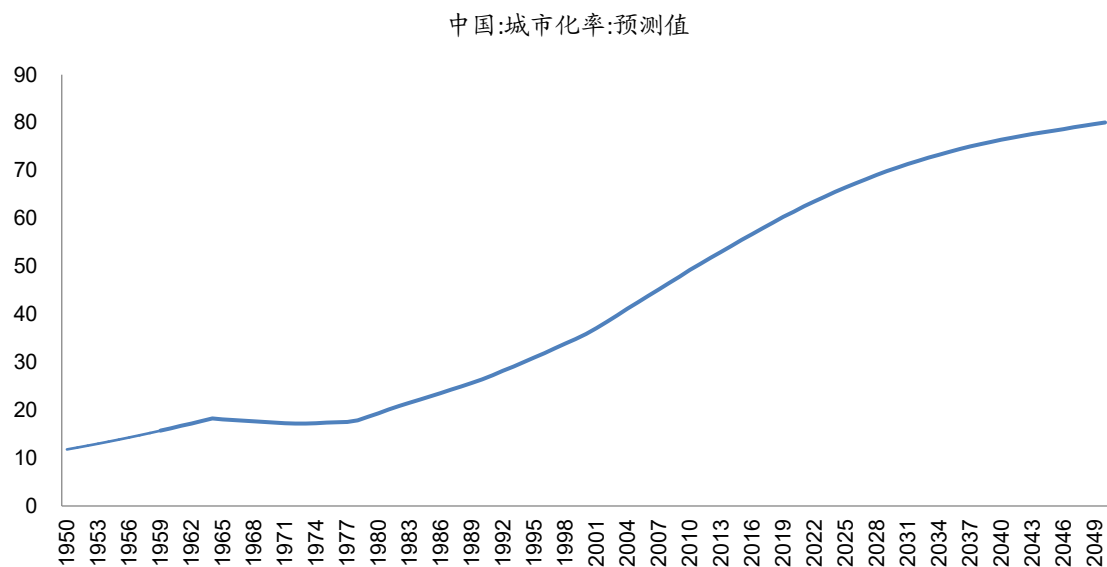


资料来源：Wind，联合国，华安证券研究所

## 4.1 拐点：对标美国，中国离存量房改造时代还有多远？

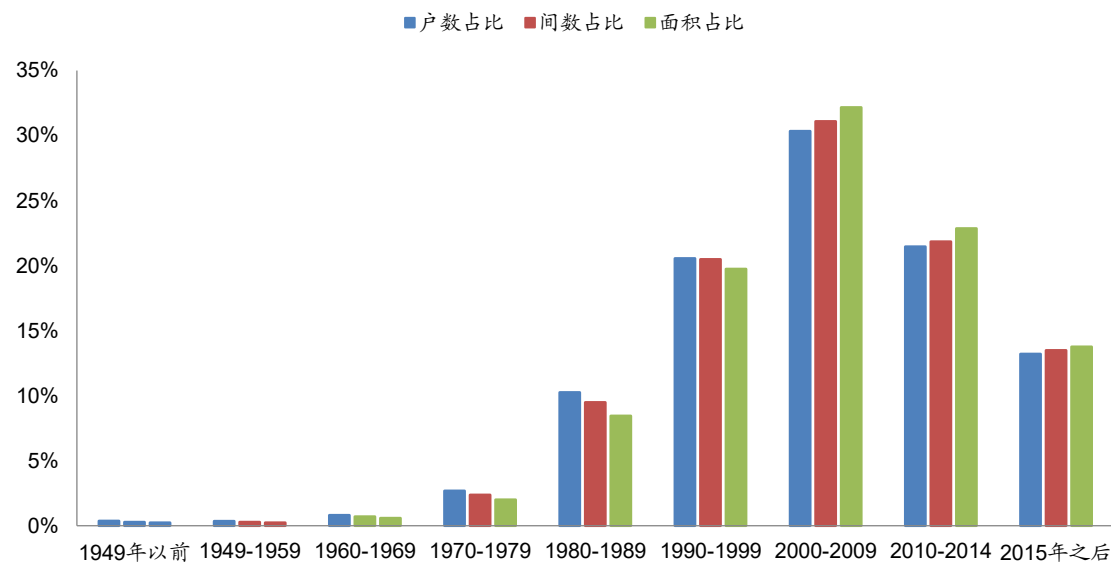
- 根据前文，美国私人部门建造支出中住宅改建支出的占比从1973年进入了稳定上行阶段，我们以此对标中国。
- **城镇化率**：美国1973年开始，住宅投资中改造占比持续提升，当年对应城镇化率73.63%，根据联合国预测数据，对应中国将在2034年达到，中国或还需要10年时间进入存量房改造时代。
- **房龄**：根据第七次人口普查数据，2020年，中国仅4%的家庭户住房建于1980年之前，30%的家庭住房建于2000-2009年。中国的房龄中位数大约在17年左右，美国1973年对应的房龄为22年，中国或还需要5年时间进入存量房改造时代。

### 中国城市化率及预期 (%)



资料来源：： Wind，联合国，华安证券研究所

### 中国按住房建成时间分的家庭户住房状况 (%)

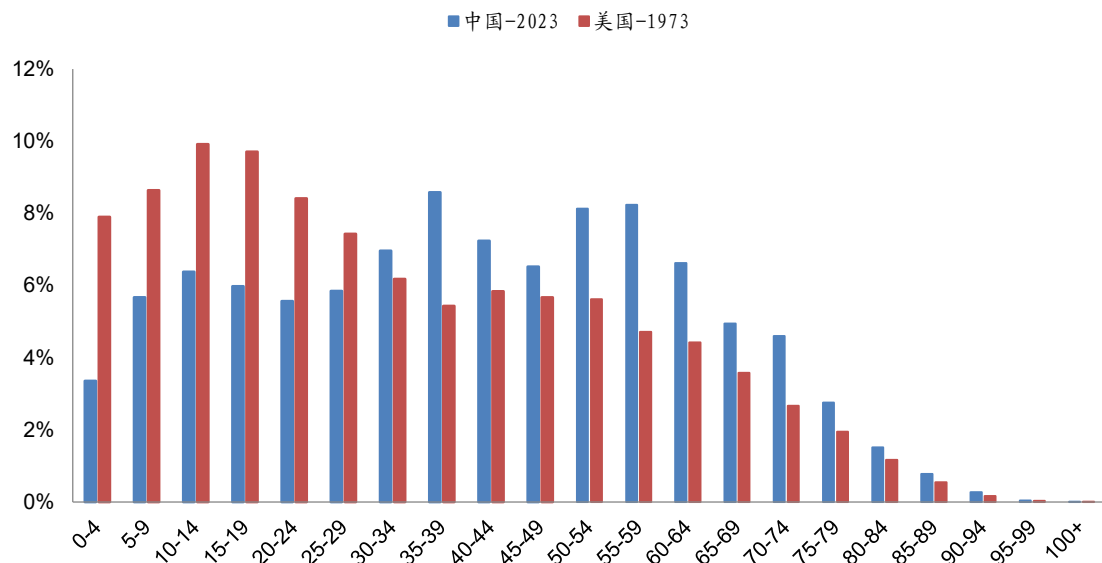


资料来源：国家统计局，华安证券研究所

## 4.1 拐点：对标美国，中国离存量房改造时代还有多远？

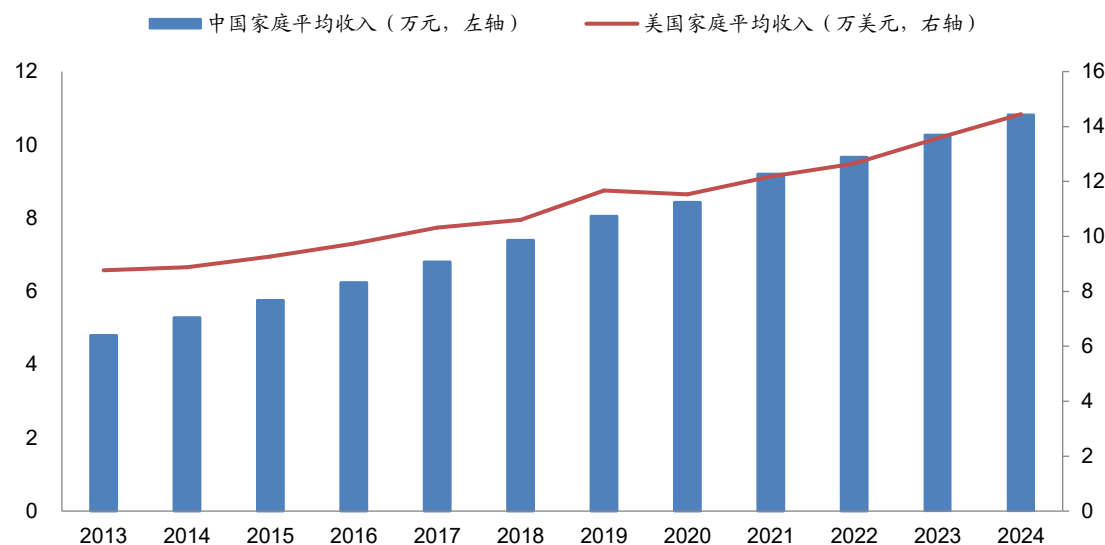
- **年龄：**根据PopulationPyramid数据，2025年，中国30-59岁为人口主力，占总人口的比例为46%；对比美国1973年，0-29岁为人口主力，占总人口的比例为52%。中国人口老龄化程度较高，按照美国55岁及以上房主的房屋改造支出占比超50%，则中国的年龄结构已满足进入存量房改造时代的要求。
- **收入：**根据国家统计局数据，2025年，中国居民人均可支配收入为4.34万元/人，按照2020年人口普查数据，平均家庭户规模为2.62人/户计算，则中国家庭平均收入为11.36万元。美国1973年家庭平均收入为1.36万美元，中国的家庭收入情况已满足进入存量房改造时代的要求。

### 中国和美国的人口结构对比 (%)



资料来源：PopulationPyramid，华安证券研究所

### 中国家庭与美国家庭平均收入对比

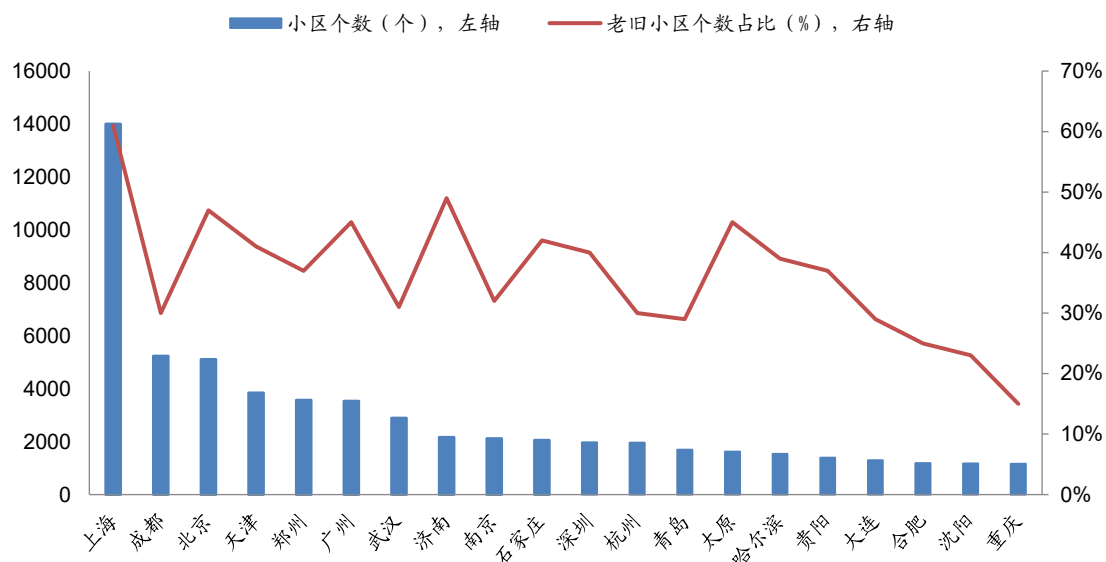


资料来源：Wind，国家统计局，美国商务部普查局，华安证券研究所

## 4.1 拐点：对标美国，中国离存量房改造时代还有多远？

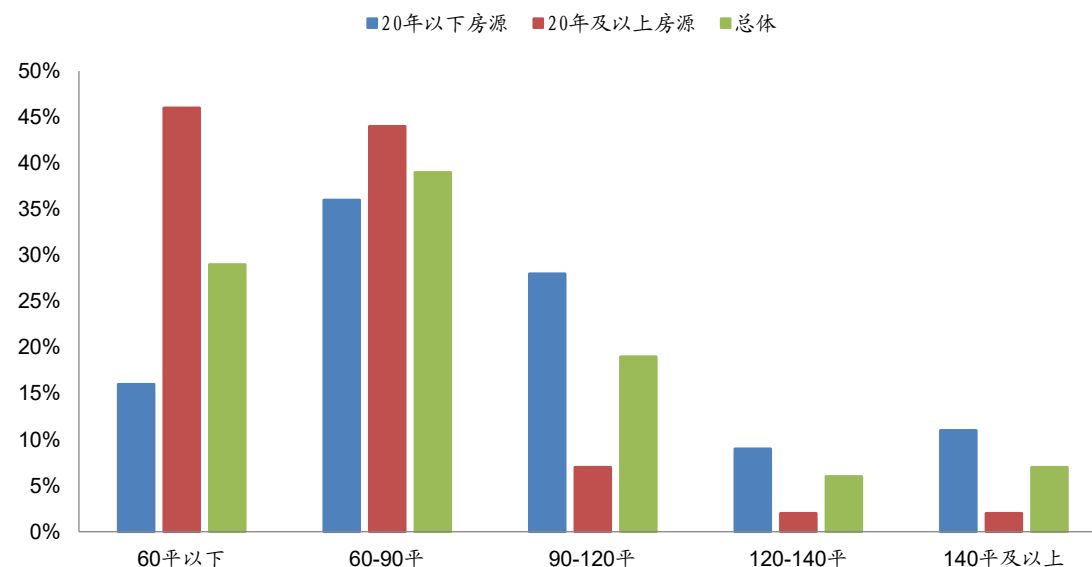
- 北京、上海老旧小区占比高，有望抢先迎来存量房改造时代，一线城市占比较高企业有望率先受益。根据贝壳楼盘字典2020年的数据，全国重点20个城市的记录小区数量为15.39万个，其中楼龄20年以上老旧小区数量达到5.96万个，占比约38.7%。分城市来看，老旧小区数量最多的三个城市为上海、成都和北京，分别为14000个、5200个和5100个；从比例来看，20年以上老旧小区数量占总存量比重最高的三个城市，分别为上海、济南和北京，占比分别为61%、49%和47%。从贝壳近五年的成交数据看，北京楼龄在20年及以上的房屋中46%面积在60平以下，90%在90平以下，120平以上的占比仅4%，老旧房屋居住空间普遍拥挤。

### 20年以上小区个数及占比TOP20城市



资料来源：贝壳研究院，华安证券研究所（基于2020年数据）

### 北京链家近五年成交的不同楼龄段房源面积分布 (%)

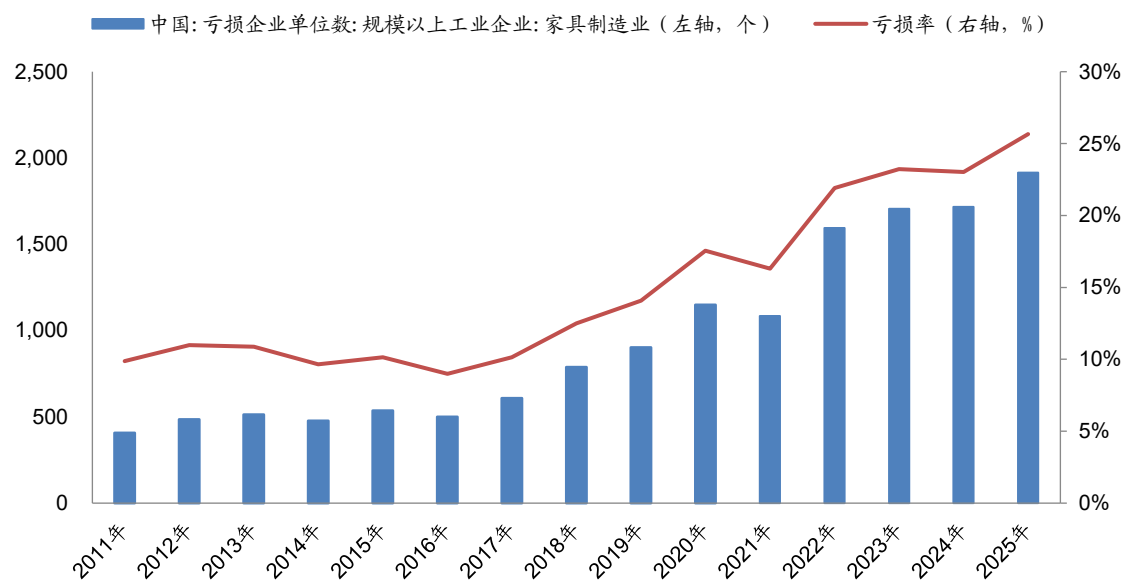


资料来源：贝壳研究院，华安证券研究所（基于2020年数据）

## 4.2格局：调整加速行业集中度提升，竞争格局有望优化

- 一方面，房地产及家居行业的深度调整下，行业格局加速集中。截至2026年2月，家具制造业规模以上企业亏损率已从2011年的9.87%攀升至31.61%，行业头部企业的经营压力剧增，中小企业生存环境或更差，家居市场尾部企业将逐步出清。
- 另一方面，以旧换新国补政策推动市场份额向头部品牌集中。部分地区对申报以旧换新国补活动的商家资质设立了合法纳税、网点布局、货源充足等门槛，头部企业由于合规性较高能够报名参与。此外，涉及补贴资金由参与商家先行垫付，再按程序和要求向政府申请拨付，政府的资金拨付有时滞，规模较小、资金实力较弱的小型个体专卖店、夫妻老婆店参与的积极性较弱。参与国补后，头部品牌价格与白牌逐步缩小，市场份额有望向资金实力较强的头部品牌集中。

### 家具行业亏损企业数和亏损率



资料来源：Wind，国家统计局，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

### 湖南省家装厨卫“焕新”活动参与企业要求

基本条件

1.在湖南省内合法经营的企业（包括生产企业和销售企业），有固定经营场所和合法营业执照，经营范围符合补贴目录。2.自觉遵守法律法规，履行社会责任，经营状况良好，财务制度健全，未被“信用中国”网站或相关政府部门列为失信被执行人，在湖南省内合法纳税，可开具正规的增值税发票。3.与商品生产企业有稳定的产销合作关系，具备物流配送、安装调试、保修维护等综合服务能力，有完备的线下服务队伍。具备POS机刷卡支付功能。4.自愿参加活动，遵守活动规则，确保产品质量安全，不趁机涨价，不骗取财政资金，广泛开展政策宣传，按要求及时准确报送补贴政策实施情况及相关数据，自愿配合商务、税务、财政等部门监督检查。5.各市州根据实际情况合法提出的其他条件。

报名资料

(1) 申报表。(2) 企业负责人及门店负责人身份证复印件。(3) 企业有效的营业执照复印件。(4) “信用中国”官网提供的企业信用报告。(5) 全国电子税务局提供的企业纳税信用等级证明。(6) 企业参与活动承诺书。(7) 企业在质量、品牌、纳税、公益等方面获得的荣誉证书。(8) 企业与生产品牌签订的长期经销或代理协议、授权函等证明资料。(9) 各市州根据实际情况合法要求提供的其他资料。

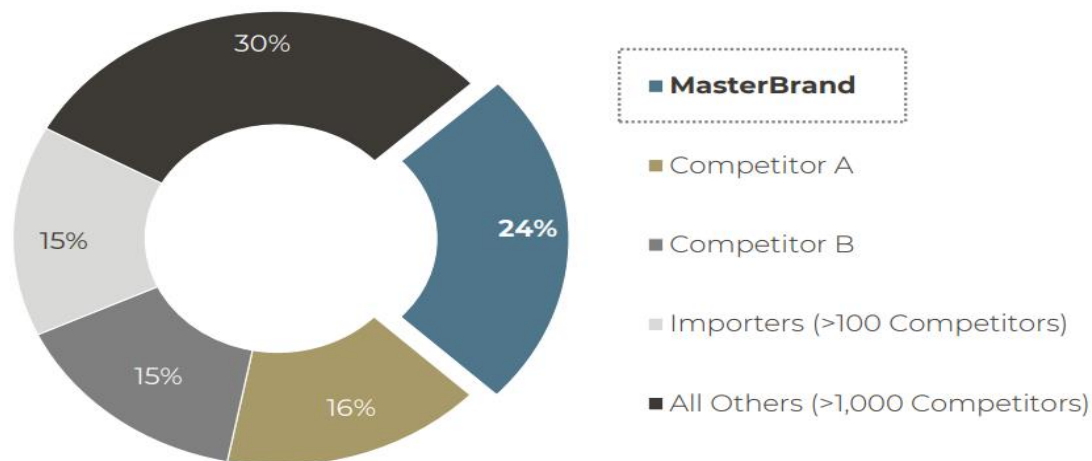
资料来源：湖南省商务厅，华安证券研究所

## 4.2格局：调整加速行业集中度提升，竞争格局有望优化

- ▶ 对标美国，迈入存量房时代后，整合并购推动市场份额提升。2021年，美国家用橱柜市场规模为110亿美元，成品/半定制/定制橱柜市场规模分别为38/49/23亿美元。MasterBrand是美国最大的家用橱柜生产商，在整体家用橱柜市场的市占率为24%，15%的市场为他国进口产品，30%的市场高度分散；MasterBrand在成品（按标准尺寸预制，可在大型商店取货）/半定制（由预制箱体组成，正面和颜色均由客户定制）/定制橱柜（根据客户的尺寸和规格制作，可以选择木材选项、装饰包、饰面等）的市占率分别为24%/25%/22%。回顾Master70年发展历史，以1974年Beatrice收购UnitedCabinet为起点，历次收并购推动了公司市场份额的提升。

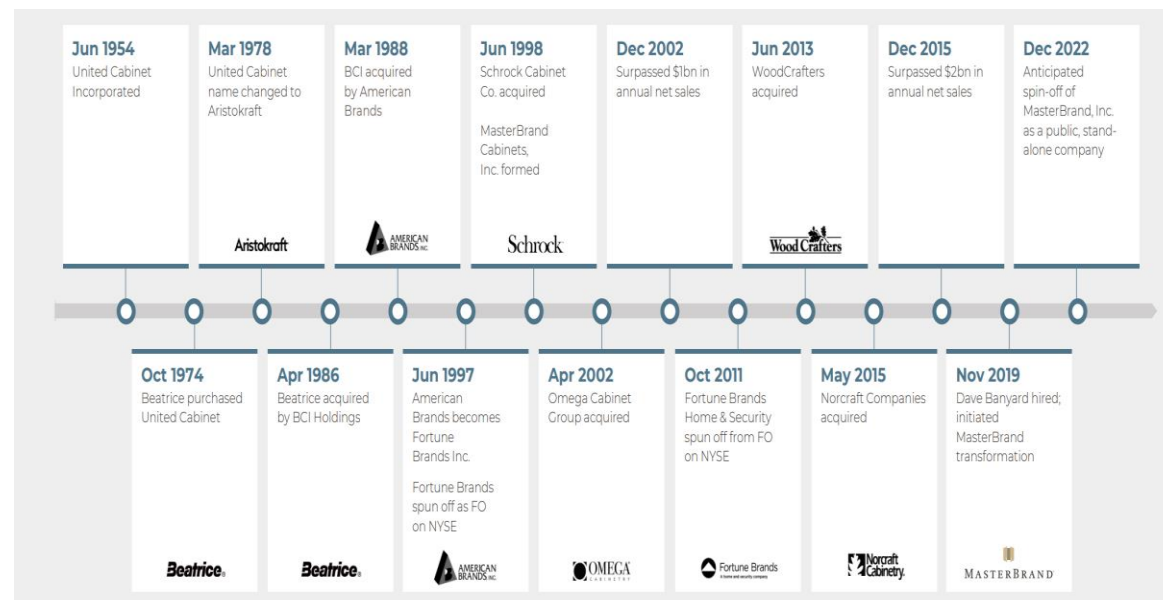
### 2021年美国家用橱柜市场份额

2021 US residential cabinet market share overview



资料来源：MasterBrandpresentation，华安证券研究所

### MasterBrand发展历程

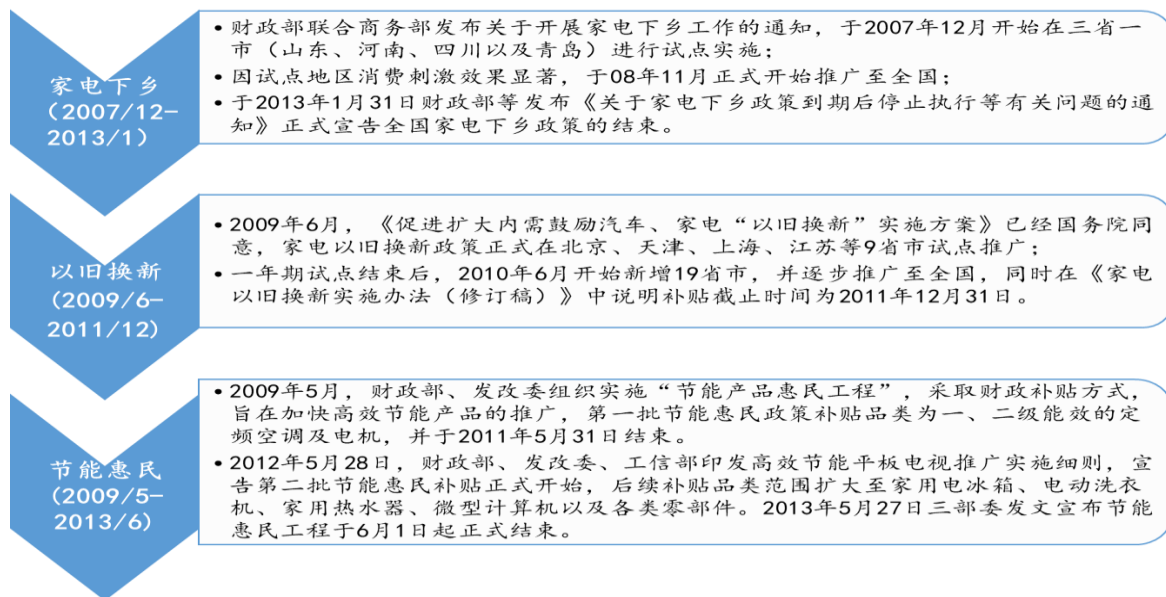


资料来源：MasterBrandpresentation，华安证券研究所

## 4.2格局：调整加速行业集中度提升，竞争格局有望优化

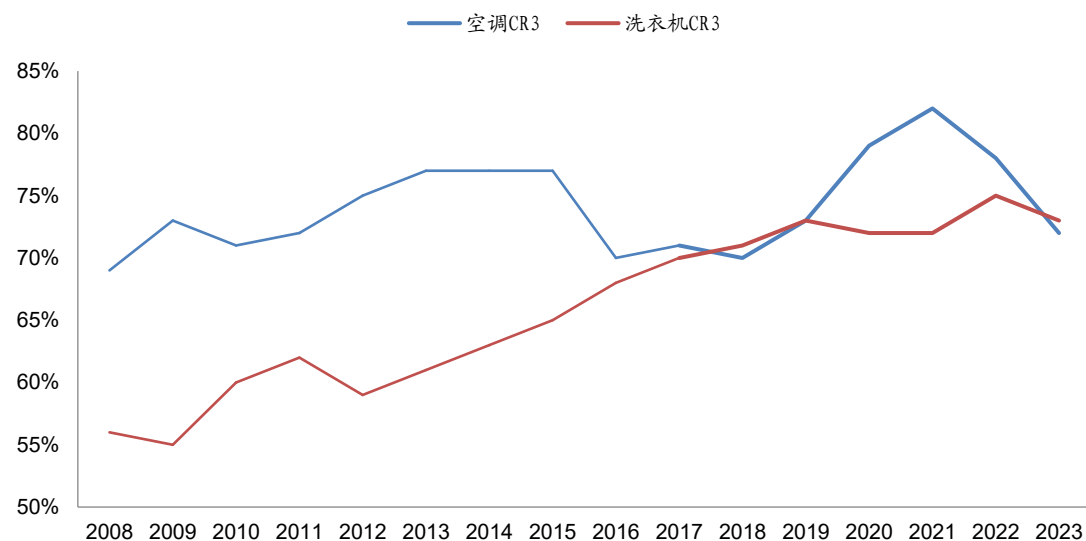
- 对标上一轮家电政策刺激，此轮国补有望推动行业集中度提升。以家电行业为参考，上轮家电消费刺激政策推行时间段集中于2007年底-2013年，主要可分为家电下乡、以旧换新和节能惠民三类刺激政策。国家刺激政策下，家电行业迎来了快速增长，龙头企业凭借着规模效益和品牌优势占据了较大的市场份额，中小企业加速出清，家电行业集中度提升趋势明显。根据产业在线数据，空调CR3从2008年的69%提升至2013年的77%，洗衣机CR3从2008年的56%提升至2013年的61%。当前家居行业的集中度较低，头部公司市占率低于10%，此轮以旧换新国补政策刺激政策有望加速提升家居行业集中度。

### 三类家电消费刺激政策具体情况梳理



资料来源：国务院，财政部，华安证券研究所

### 2008-2023年空调和洗衣机CR3 (%)



资料来源：产业在线，华安证券研究所

## 4.2格局：如何看待未来集中度提升空间？

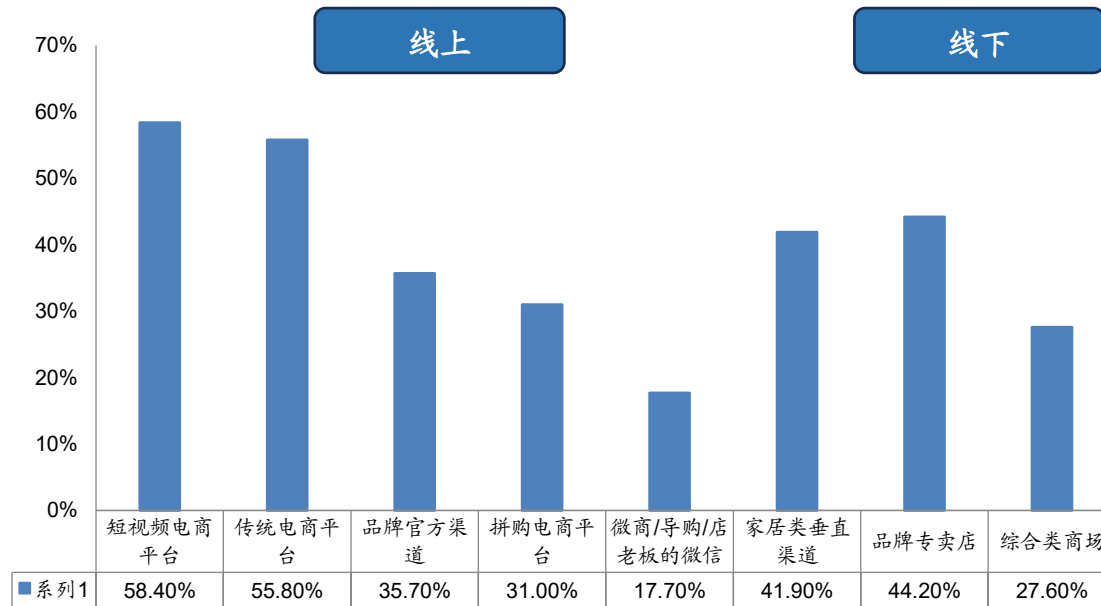
- 对标美国，中国较难完全复制美国的高集中度模式。1) **房屋结构**：美国独栋住宅占比80%以上，室内面积150-350平方米，标准化程度高；中国平均每户居住面积为111.18平方米，户型千差万别，标准化程度低，且南北气候差异大，导致中国难以用标准化的成品家居产品供应全国市场。2) **渠道结构**：美国形成了家得宝/劳氏的双寡头垄断格局，合计占据美国家居零售50%+份额，供应商进入其体系筛选标准高，形成“大渠道→大品牌”的筛选机制；中国传统家居卖场采用收租模式，品牌入驻门槛低，区域经销商割据，近年来渠道碎片化，抖音、小红书等内容电商崛起，让中小品牌获得低成本获客机会，头部企业规模效应被削弱。

### 家居装修行业按商家划分的市场份额

排名	零售商	类型	2023年销售份额 (%)
1	家得宝	家居装修	28.20%
2	亚马逊	综合型平台	24.70%
3	劳氏	家居装修	17.60%
4	沃尔玛	综合型平台	8.70%
5	Menards	家居装修	4.70%
6	塔吉特	综合型平台	3.10%
7	好市多	综合型平台	2.90%
8	宣伟	家居装修	2.90%
9	AceHardware	家居装修	1.70%
10	山姆	综合型平台	1.50%
11	HarborFreight	家居装修	1.30%
12	Floor&Dector	家居装修	1.00%
13	TractorSupply	家居装修	0.90%
14	Build.com	家居装修	0.40%
15	TrueValue	家居装修	0.30%

资料来源：yipitDaTa，今日家居，华安证券研究所

### 2024年中国用户购买家居产品的渠道调研



资料来源：巨量算数，华安证券研究所（2024年3月，N=1426）

## 4.2格局：如何看待未来集中度提升空间？

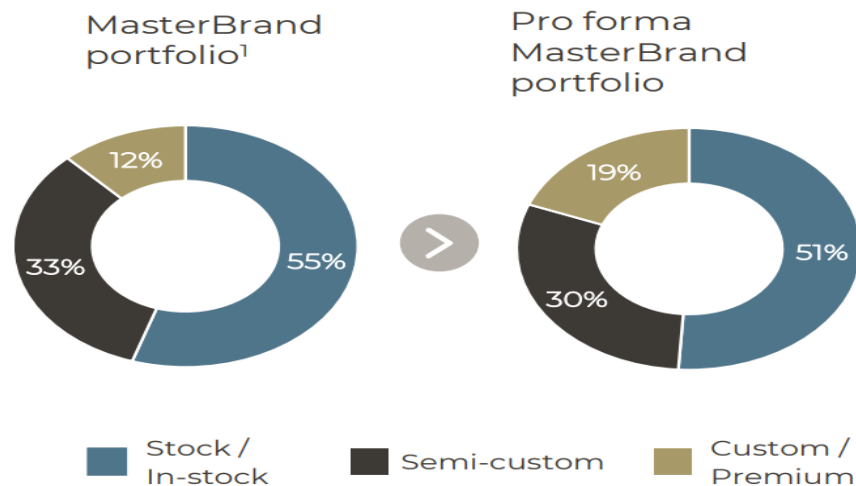
- 对标美国，中国较难完全复制美国的高集中度模式。3) 消费习惯：美国“高人工成本+低技术门槛”背景下，DIY文化畅行，标准化产品畅销，偏好标准化、模块化、易替换的家居产品；中国依赖专业服务，需要本地化设计、安装、售后，偏好定制化、尺寸非标、重服务的家居产品。美国消费者愿意为品牌溢价买单，头部企业通过广告投入建立信任壁垒；中国消费者更分散，价格敏感度高，中小企业有生存空间。以美国领先的住宅橱柜制造商MasterBrand（21年市占率24%，Top1）为例，其根据不同的消费者偏好建立了覆盖各个价格段的多元化的品牌矩阵，产品标准化程度高，2024年，MasterBrand来自于成品/半定制/定制橱柜的收入占比分别为55%/33%/12%。

### 2024年MasterBrand品牌矩阵



资料来源：MasterBrandpresentation，华安证券研究所

### 2024年MasterBrand分品类收入结构

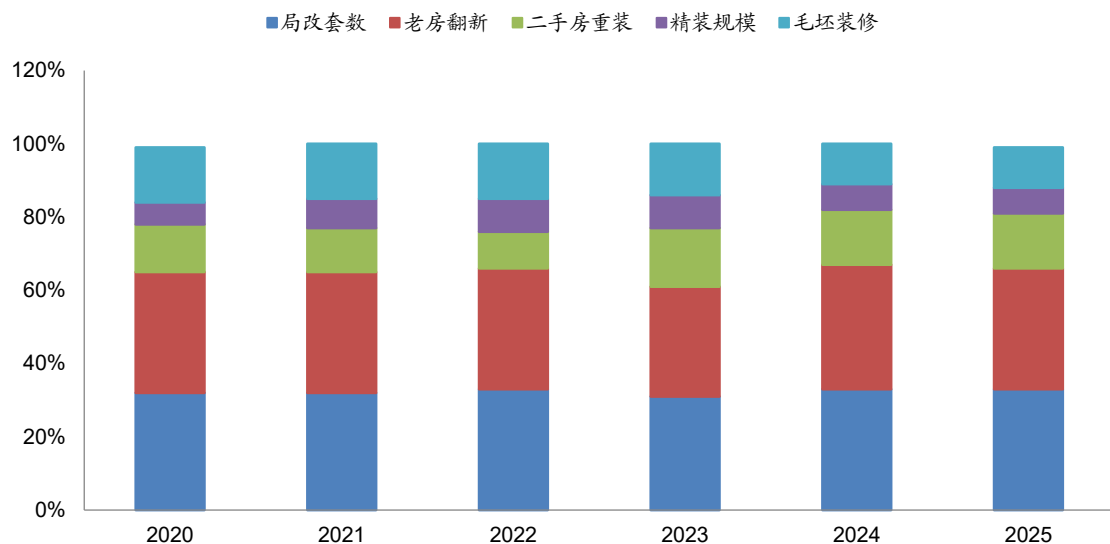


资料来源：MasterBrandpresentation，华安证券研究所

## 4.3 品类：存量房时代的品类结构将如何变迁？

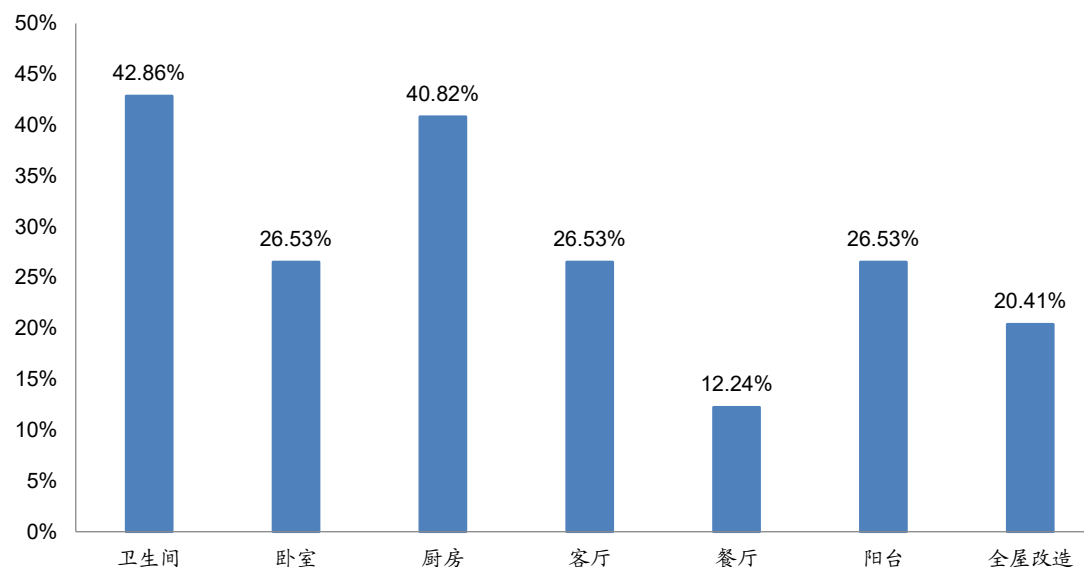
- 厨卫局部改造为旧房改造首选项，厨卫企业有望率先受益。根据今日家具调研，二手房业主对于卫生间和厨房空间的改造需求最为明显，分别为42.86%和40.82%，厨房和卫生间是生活中相对使用最频繁且磨损较大的部分，厨房重油烟，容易产生墙砖脱落、缝隙油腻、柜门发霉变形、老旧厨房布局不合理等问题；卫生间容易产生水电方面的问题，影响二次使用。根据家居新范式报道，在鲤享家经手的旧房改造案例数据中，厨卫局部改造占比高达60%以上。

### 2020-2025年不同类型家装套数结构分布 (%)



资料来源：万师傅，华安证券研究所

### 二手旧房空间改造需求 (%)

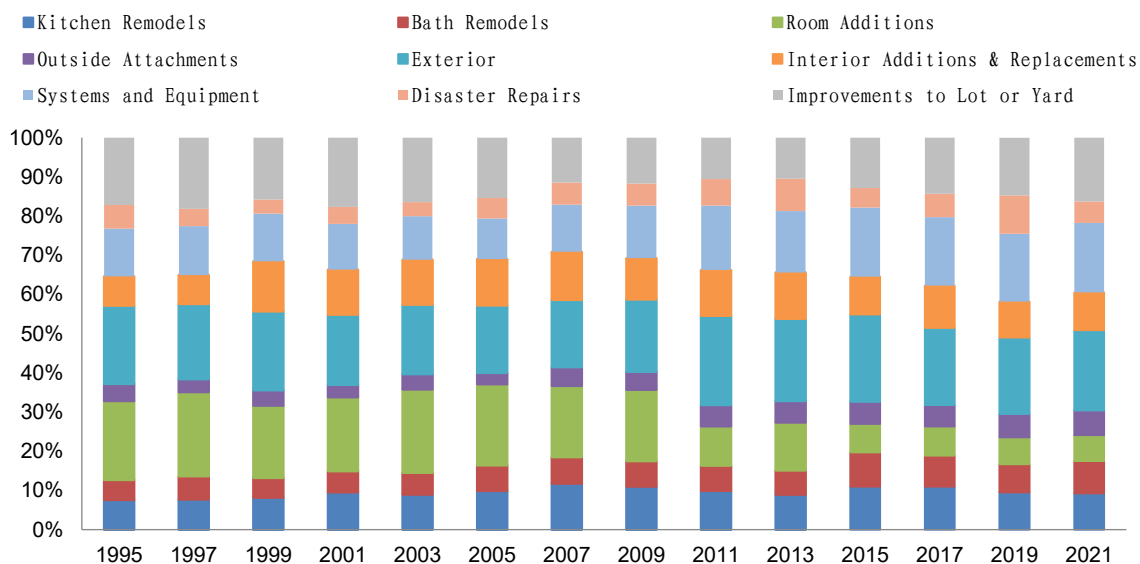


资料来源：今日家具，华安证券研究所

## 4.3 品类：存量房时代的品类结构将如何变迁？

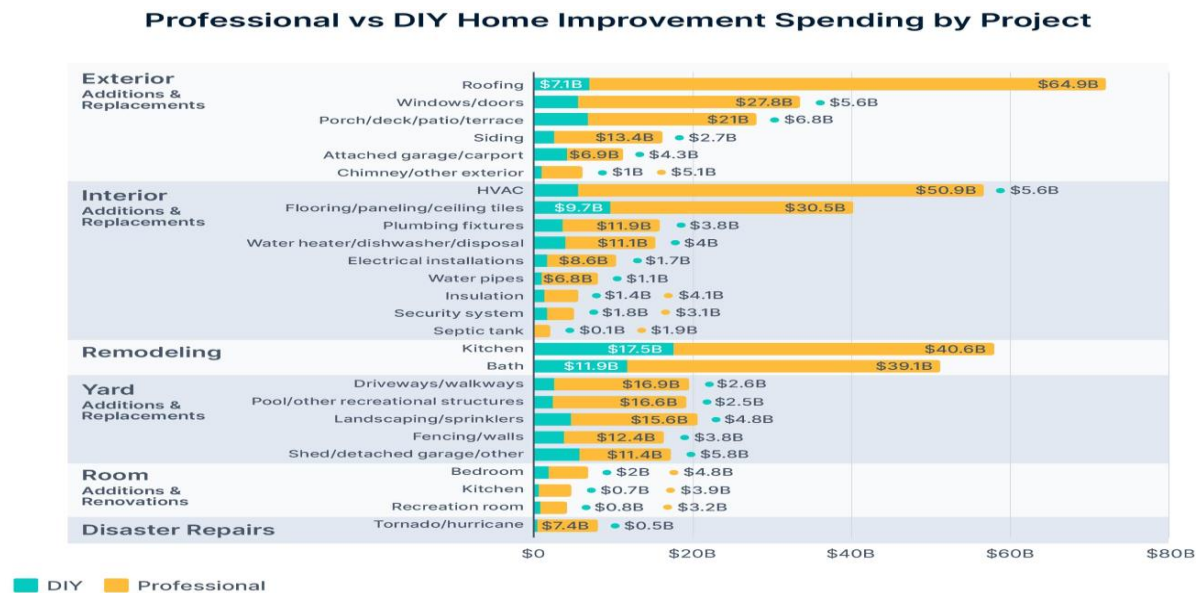
- 对标美国，厨卫局部改造为旧房改造首选项。根据JCHS数据，以2021年美元计价的情况下，分大类目来看，1995年，重新装修/替换/其他项目的支出占比分别为37.22%/39.57%/23.22%；2021年，重新装修/替换/其他项目的支出占比分别为30.41%/47.88%/21.71%，房屋增加重装的支出占比下降，导致重新装修支出占比下降。分小类目来看，厨房重新装修和浴室重新装修单项占比较高，1995年，厨房/浴室重新装修支出占比分别为7.61%/5.10%；2021年，厨房/浴室重新装修支出占比分别为9.30%/8.18%。

美国按项目类型划分房屋改造支出占比 (%)



资料来源：JCHS，华安证券研究所（以2021年美元计价）

2021年美国专业和按DIY房屋改造支出 (%)

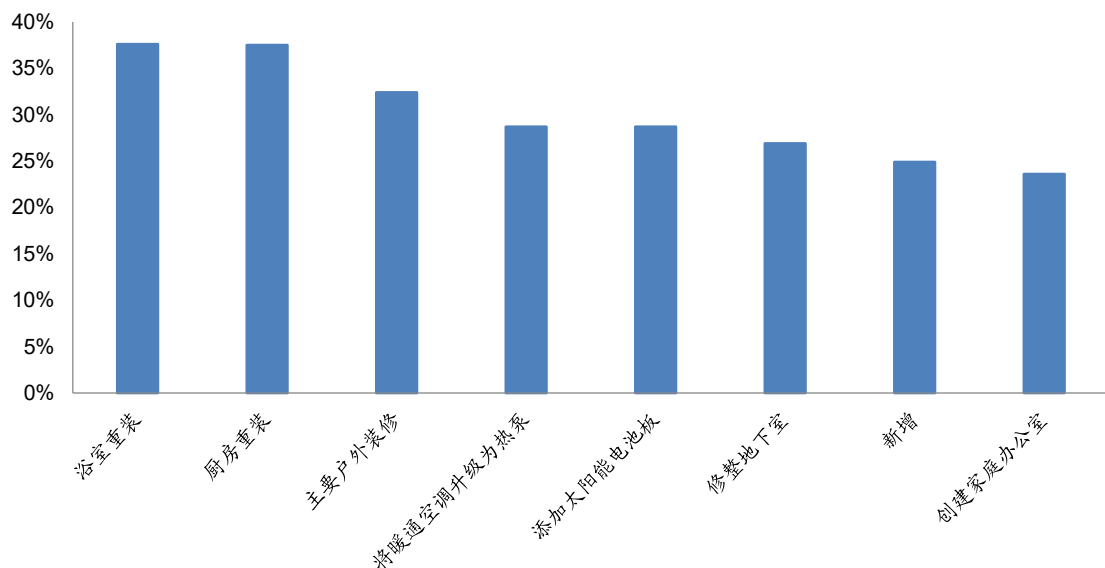


资料来源：JCHS，华安证券研究所（以2021年美元计价）

## 4.3 品类：存量房时代的品类结构将如何变迁？

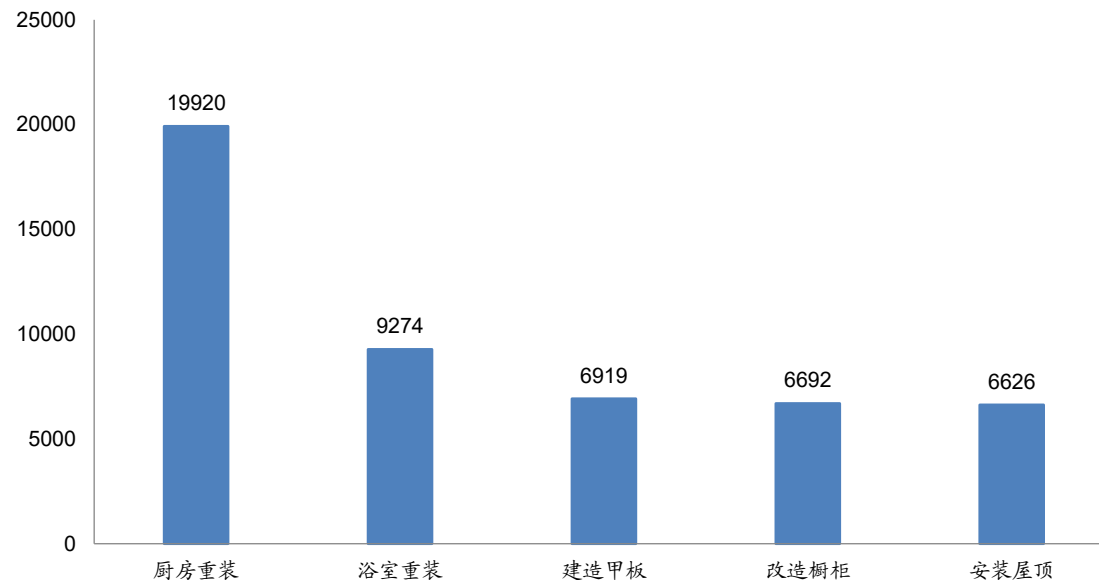
- ▶ 对标美国，厨房和浴室的重装占比大，单项目价值量高。根据ANGI2023年的调研报告，未来五年，最受美国家庭欢迎的投资改造项目为浴室重装/厨房重装/户外装修/暖通升级为热泵/添加太阳能电池板/修整地下室等，占比分别为37.6%/37.5%/32.4%/28.7%/28.7%/26.9%。根据HomeAdvisor报告，2020年，美国平均房屋改造支出中，厨房重装和浴室重装项目的平均支出为19920/9274美元，为最昂贵的两大项目。

### 未来五年最受欢迎的投资改造项目（%）



资料来源：ANGI，华安证券研究所（基于2023年调研）

### 美国平均房屋改造支出中最昂贵的项目（美元）



资料来源：HomeAdvisor，华安证券研究所

## 4.4标的：边际改善预期强，关注家居估值&业绩修复

- **建议关注：**1) **业绩弹性视角下**，建议关注地产企稳好转背景下，大宗业务占比高、业绩修复弹性更大的定制家居企业。受益标的包括：欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居等。2) **市场格局视角下**，建议关注渠道覆盖度高、品类布局完善、资金实力强的头部家居公司，有望强者恒强。受益标的包括：欧派家居、顾家家居等。3) **品类视角下**，建议关注产品渗透率仍有较大提升空间的智能家居品类和存量房时代较为受益的厨卫局部改造品类。受益标的包括：瑞尔特、箭牌家居、好太太、慕思股份、天安新材等。

### 部分家居公司盈利一致预期

公司	EPS (元)			PE		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
欧派家居	4.01	4.31	4.66	11.76	10.93	10.11
索菲亚	/	1.15	1.24	/	10.88	10.10
志邦家居	0.60	0.67	0.75	15.08	13.50	12.00
金牌家居	0.90	1.20	1.43	20.91	15.71	13.19
顾家家居	/	2.56	2.82	/	11.80	10.73
箭牌家居	0.10	0.22	0.33	70.51	31.92	21.61
瑞尔特	0.22	0.27	0.31	35.75	29.30	25.15
好太太	/	0.60	0.69	/	25.69	22.20
慕思股份	1.56	1.67	1.86	15.69	14.61	13.16

# 感谢关注!

风险提示：行业竞争加剧的风险，渠道偏好改变的风险，原材料及零部件价格上涨及交付的风险，中美贸易摩擦缓和程度低于预期，汇率波动的风险。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。