

# 家居用品

## 家居零售转型，长期布局

**地产销售逐步转型，家装需求结构变化。**地产竣工景气驱动家居业绩增长，家居估值变化趋势先于新开工及住房销售趋势；当前地产悲观预期充分显现，估值性价比突出。保交楼推行+三大工程，新房市场存结构性机会，地产销售结构调整，二手房逐步成为核心需求。根据我们测算，2024年家装总需求压力明显，其中新房下滑、二手房翻新增长3.8%，伴随地产逐步企稳以及市场需求结构变化，2025-2026年预计延续双位数下滑，2027年以后有望实现企稳转正。

**家装结构变化，存量需求释放、智能化方兴未艾。**存量房市场面临房屋老化，预计每年我国将产生超800万套改善需求；一线及新一线城市存量房已进入二次装修和局部翻新高峰期，局部改造占比达85%；精装、二手旧改市场广阔，厨卫阳为重点改造区域。改造需求较高的功能性空间（厨卫等）以及焕新品类较高的软体品类有望需求率先恢复。定制龙头聚焦厨卫空间改造，加速旧改社区店、旧改服务中心等渠道模式，同时加快家装龙头合作；软体龙头强调“以旧换新”，逐步建立“回收”标准化，加速用户长生命周期服务维护；智能家居全渠道加速渗透，国货新秀成长靓丽。

**家居零售化正当时，市场集中趋势不变。**1) 家电行业对比：家居行业变化相对较慢，通过供应链优化、渠道深度整合（向渠道要价格、效率）、品类品牌多元化，龙头竞争壁垒不断加强。2) 海外零售龙头对比：宜得利和家得宝供应链优势突出+零售运营能力卓越，平稳期依托供应链优化、产品降价、品类融合、获客能力提升等持续提高单店坪效，估值中枢稳定向上。3) 本轮国内家居地产压力逐步显现，竣工进入下行周期，渠道客流量下降明显，上下游整合和存量房市场扩张成为核心命题，家居龙头加速探索旧改市场和以旧换新市场。我们预计伴随龙头企业品类、品牌搭建齐全，渠道改革、信息化打通，管理半径下沉促效率提升，最终有望诞生零售化家居龙头，估值中枢长期上移。

**投资建议：**业绩分化或加速，长期布局底部位置模糊出现，持续推荐渠道变革能力突出龙头企业**顾家家居、欧派家居、索菲亚**等，推荐成长周期向上的**志邦家居、金牌家居、森鹰窗业**等，推荐更新需求占比较高的**敏华控股、喜临门、慕思股份**等，智能家居推荐**公牛集团、瑞尔特、好太太**等。

**风险提示：**地产超预期下行风险，原材料价格超预期波动风险，假设和测算误差风险。

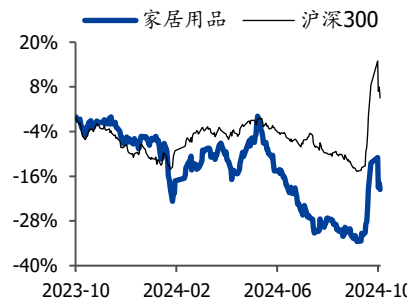
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603833.SH	欧派家居	买入	4.98	4.43	4.80	5.20	8.90	12.52	11.55	10.67
002572.SZ	索菲亚	买入	1.31	1.44	1.57	1.69	10.00	11.29	10.38	9.62
603801.SH	志邦家居	买入	1.36	1.30	1.42	1.57	7.20	8.79	8.07	7.31
603180.SH	金牌家居	买入	1.89	1.85	2.09	2.33	8.50	9.84	8.71	7.79
603816.SH	顾家家居	买入	2.44	2.41	2.62	2.90	9.60	12.24	11.24	10.15
603008.SH	喜临门	买入	1.13	1.38	1.64	1.92	12.00	12.90	10.86	9.26
01999.HK	敏华控股	买入	0.59	0.67	0.74	0.82	12.40	8.35	7.50	6.78
002790.SZ	瑞尔特	买入	0.52	0.65	0.81	0.97	22.90	11.30	9.10	7.58
603848.SH	好太太	买入	0.81	0.83	0.97	1.11	14.90	15.81	13.54	11.74
603195.SH	公牛集团	买入	2.99	3.47	3.98	4.52	22.60	22.08	19.30	16.96

资料来源：Wind，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 姜文轶

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

### 相关研究

- 《家居用品：家居 Q2 综述：整体需求承压，龙头积极改革》 2024-09-06
- 《家居用品：智能卫浴专题：渗透率低，国产替代加速，智能马桶方兴未艾》 2023-07-26
- 《家居用品：零售结构性复苏，把握整装、智能转型机遇——家居 2023 年中期策略》 2023-06-21

## 内容目录

1 地产销售逐步转型，家装需求结构变化.....	5
1.1 家居修复或早于地产，地产政策持续强化.....	5
1.2 保交楼推行+三大工程，新房市场存结构性机会.....	8
1.3 地产销售结构调整，二手房逐步成为核心需求.....	10
1.4 家装潜在市场规模测算.....	14
2 家装结构变化，存量需求释放、智能化方兴未艾.....	16
2.1 存量市场广阔，局改需求持续扩张.....	16
2.2 智能化方兴未艾，关注结构成长赛道.....	21
2.2.1 智能马桶：2024年行业洗牌加剧，“以价换量”现象明显.....	22
2.2.2 智能晾衣机：行业格局优异，龙头地位稳固.....	24
3 家居零售化正当时，市场集中趋势不变.....	25
3.1 家居 VS 家电：供应链优化、渠道深度整合、品类品牌多元化为核心.....	25
3.2 海外龙头复盘：龙头逆势成长，穿越周期.....	26
3.2.1 宜得利：产品+渠道多元化发展，扩大消费群体.....	26
3.2.2 家得宝：调整期战略变革，聚焦零售，重拾增长.....	29
3.3 龙头表现：韧性突出，渠道转型、品类扩张.....	31
投资建议.....	38

## 图表目录

图表 1: 家居板块估值与地产数据拟合.....	5
图表 2: 单月地产投资及同比（亿元）.....	5
图表 3: 单月房屋新开工面积及同比（万平方米）.....	5
图表 4: 单月房屋竣工面积及同比（万平方米）.....	6
图表 5: 单月商品房销售面积及同比（万平方米）.....	6
图表 6: 2023年-2024年9月中央层面地产政策汇总.....	7
图表 7: 2023年-2024年9月我国地产细分政策出台频次.....	8
图表 8: 2023年房地产政策松绑城市名单.....	8
图表 9: 中国家具零售额及房屋竣工、销售面积当月同比.....	8
图表 10: 三大工程.....	8
图表 11: 各省市保障性租赁住房筹集计划完成情况（万套）.....	9
图表 12: 乐观情境下城中村改造拉动地产销售预测.....	10
图表 13: 谨慎情境下城中村改造拉动地产销售预测.....	10
图表 14: 全国120城新建商品住宅供求面积（单位：亿平方米）.....	11
图表 15: 2022年部分城市二手房、新房销售套数比例（二手房/新房）.....	11
图表 16: 三十大中城市月成交面积（单月值，万平方米）.....	11
图表 17: 中国二手房出售挂牌量指数.....	11
图表 18: 2024Q2全国30个典型城市分能级新建商品住宅供应情况（单位：万平方米）.....	12
图表 19: 2024Q2全国30个典型城市分能级新建商品住宅成交情况（单位：万平方米）.....	13
图表 20: 2022年中国及海外代表国家城镇化率对比.....	14
图表 21: 2022年中国及海外代表国家人均住房使用面积对比.....	14
图表 22: 潜在装修市场规模测算.....	15
图表 23: 消费者装修房屋类型-二手房占比.....	16
图表 24: 2021年国人装修房屋的主要动机.....	16
图表 25: 存量住房建成时间占比.....	16
图表 26: 2022年万物云装修备案需求分布.....	16
图表 27: 2023Q1-3土巴兔平台装修项目需求数同比增速.....	17
图表 28: 2023Q1-3土巴兔平台装修项目金额占比.....	17
图表 29: 家装改造主要区域分布.....	17
图表 30: 精装改造需求调研.....	17

图表 31:	二手旧房空间改造需求 .....	18
图表 32:	家具各品类换新需求 .....	18
图表 33:	床垫使用年限 .....	18
图表 34:	橱柜换新周期 .....	18
图表 35:	家装产业链主要玩家利润情况示意图 .....	19
图表 36:	欧派一站式旧厨焕新服务 .....	20
图表 37:	中国厨房旧改联盟品牌 .....	20
图表 38:	索菲亚墙地一体·空间定制 .....	20
图表 39:	金牌家居“焕新厨”服务套餐 .....	20
图表 40:	顾家“焕新无忧服务” .....	21
图表 41:	慕思床垫以旧换新服务 .....	21
图表 42:	京东 2024 年货消费-县域农村市场增速较快品类统计 .....	21
图表 43:	精装修各家居品类配套率 .....	22
图表 44:	智能家居消费偏好 .....	22
图表 45:	精装修智能坐便器配套品牌份额 .....	22
图表 46:	智能坐便器线上销售均价(元) .....	22
图表 47:	线上智能坐便器(一体机+分体盖)零售额规模及同比增速 .....	23
图表 48:	线上智能坐便器(一体机+分体盖)零售量规模及同比增速 .....	23
图表 49:	2022H1-2023H1 线上线下智能马桶产品均价(元) .....	23
图表 50:	2023H1 智能马桶机型生命周期(按销售额) .....	23
图表 51:	2023H1 智能马桶市场集中度(销售额) .....	24
图表 52:	2023H1 线上线下智能马桶型号数量 .....	24
图表 53:	中国智能晾衣机市场规模及增速 .....	24
图表 54:	2021 年智能晾衣机渗透率对比 .....	24
图表 55:	低效分销与高效零售对比, 以及对公司能力的要求 .....	25
图表 56:	家电 VS 家居发展阶段对比 .....	25
图表 57:	家居行业增长驱动 .....	26
图表 58:	宜得利 FY2006-2022 营业收入、开店数量以及重点事项 .....	27
图表 59:	日本消费社会的四个阶段 .....	27
图表 60:	宜得利家居饰品收入占比持续提升 .....	28
图表 61:	净开店数量维持平稳 .....	28
图表 62:	海外布局计划 .....	28
图表 63:	宜得利店铺-按品牌/地区划分(家) .....	28
图表 64:	宜得利单店坪效持续提升(万日元/平米) .....	29
图表 65:	宜得利资本支出及营收占比 .....	29
图表 66:	2023 年家得宝产品结构(百万美元, %) .....	29
图表 67:	FY2007-2023 营业利润率&净利率 .....	30
图表 68:	公司配送中心全面升级 .....	30
图表 69:	FY2007-2019 家得宝自有供应链配送占比 .....	30
图表 70:	FY2005-2012 家得宝存货周转率 .....	30
图表 71:	家得宝积极布局电商 .....	31
图表 72:	欧派家居内销增速 VS 地产数据 .....	31
图表 73:	顾家家居内销增速 VS 地产数据 .....	31
图表 74:	索菲亚内销增速 VS 地产数据 .....	32
图表 75:	志邦家居内销增速 VS 地产数据 .....	32
图表 76:	家居企业覆盖品牌品类 .....	32
图表 77:	2023 年不同能级城市家装消费者预算水平 .....	33
图表 78:	2023 年不同能级城市套餐需求结构 .....	33
图表 79:	定制家居公司分品类收入及毛利率(亿元) .....	34
图表 80:	软体家居公司分品类收入及毛利率(亿元) .....	34
图表 81:	定制家居公司收入-分渠道(亿元) .....	35
图表 82:	定制家居公司零售单店收入对比 .....	35
图表 83:	软体家居公司零售单店收入对比 .....	35

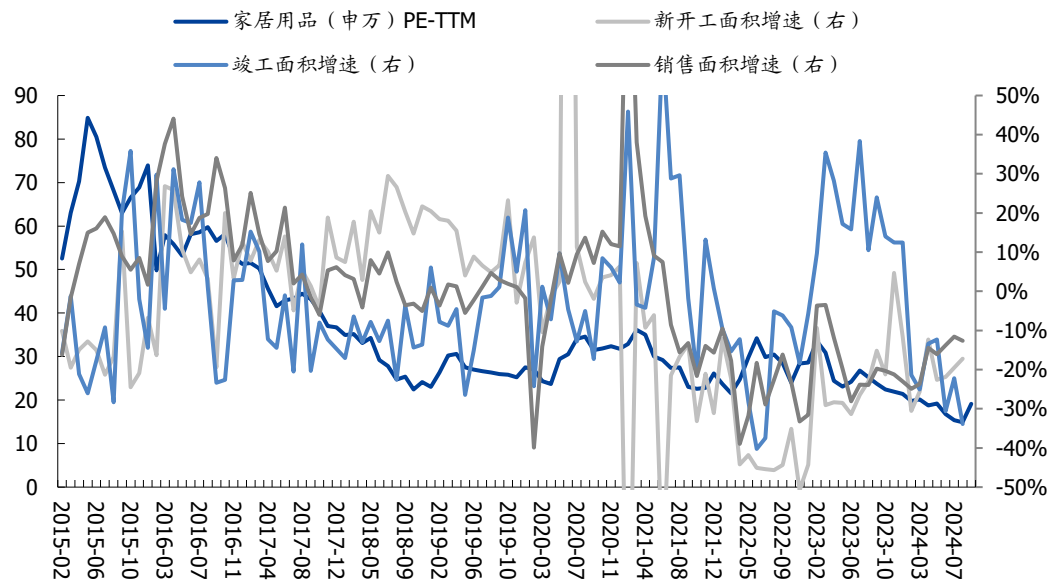
图表 84:	龙头家居公司线上营销策略.....	36
图表 85:	敏华控股 FY2021-FY2024 电商收入及增速.....	36
图表 86:	芝华仕 2023 年 618 期间各电商平台销售表现.....	36
图表 87:	欧派整装渠道双品牌运营.....	37
图表 88:	整装事业部是索菲亚六大事业部之一.....	37
图表 89:	欧派衣柜携手 200+家头部装企成立“中国整家拎包入住战略联盟”.....	37
图表 90:	拎包入住模式大幅拉升客单值.....	37
图表 91:	家居板块估值表.....	38

## 1 地产销售逐步转型，家装需求结构变化

### 1.1 家居修复或早于地产，地产政策持续强化

家居板块估值周期底部，估值修复先于地产回暖。家居行业景气度受地产影响较大，根据历史数据，地产竣工景气驱动家居业绩增长，家居板块估值变化趋势先于新开工及住房销售趋势。当前地产悲观预期充分显现，家居板块估值回落至历史底部，板块情绪底和价格底均已显现，安全边际较高，估值性价比突出。

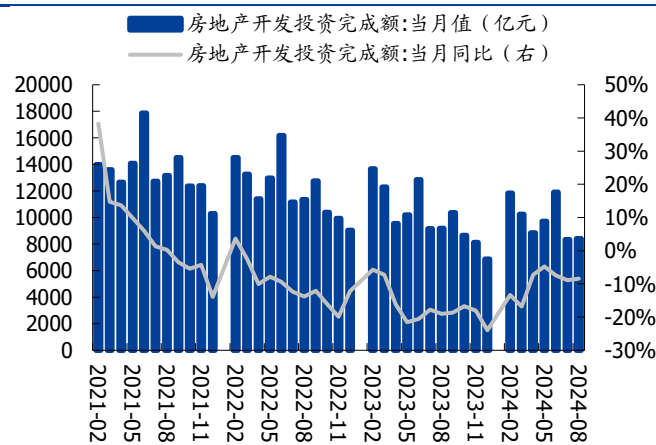
图表1：家居板块估值与地产数据拟合



资料来源：Wind，国盛证券研究所

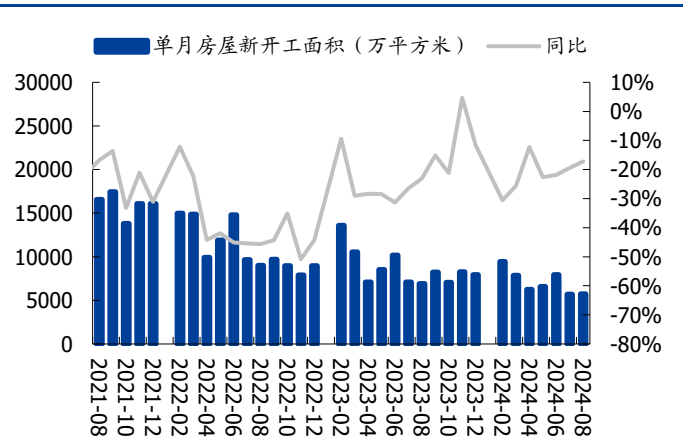
地产周期磨底，政策持续催化。2024年1-8月房地产开发投资完成额/房屋新开工面积分别累计同比-10.2%/-22.5%，结构性库存高企致房企新开工及投资意愿不足；2024年1-8月商品住宅竣工/销售面积分别同比-23.2%/-18.0%，地产销售表现疲软，竣工压力逐步传导；中央积极定调房地产市场发展，供需两端政策合力，预计销售有望逐步企稳。

图表2：单月地产投资及同比（亿元）



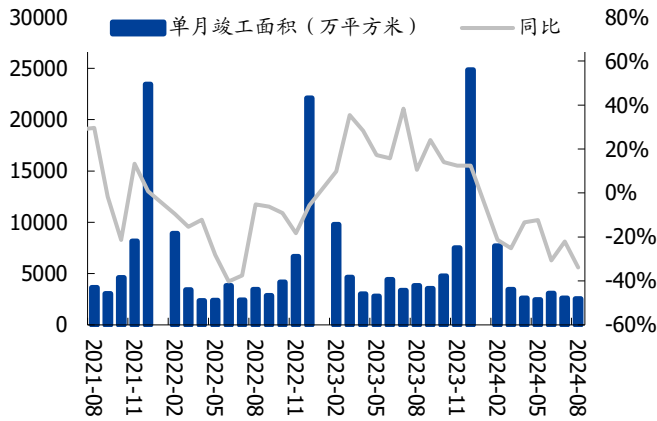
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表3：单月房屋新开工面积及同比（万平方米）



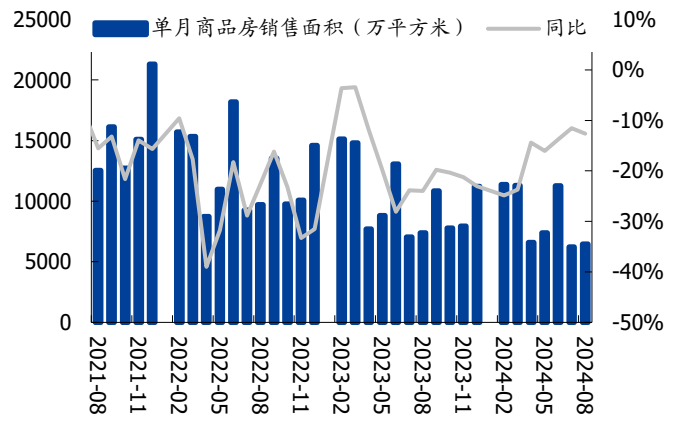
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4: 单月房屋竣工面积及同比 (万平方米)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 单月商品房销售面积及同比 (万平方米)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**2023年地产政策先稳后松，7月政策底已现，供需两端持续发力。**2023年7月政治局会议积极定调，提出过去供不应求阶段出台的调控政策需适时调整优化，地方调控政策预计将进一步优化，一线及部分强二线城市调控政策尚有松绑空间，一线局部或定向放松限购等，二三线城市或将全面解绑。我们对房地产松绑政策进行梳理，主要分为三类：

- 1) **刺激需求**：包括认房不认贷、调降首付比例下限、动态调节首套房贷利率下限等，合理减轻居民按揭压力，助力刚需购房需求释放，预计高能级城市作用较明显。
- 2) **创造需求**：金融支持“三大工程”建设，持续创新旧改项目，推行城市更新项目的房票安置方式，实现定向去库存，并为旧改群体创造新购房需求，适用于房价收入比较高的低能级城市。
- 3) **保障供给**：房企融资白名单逐步落地，落实“三个不低于”等供给端金融支持，要求一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，有望改善房企融资环境。

图表6: 2023年-2024年9月中央层面地产政策汇总

发布主体	时间	政策内容
央行金融数据新闻发布会	23Q1	对房地产市场“既管冷又管热”
	23Q3	部分房企积累的风险仍需要一定的时间才能消化，过去在市场长期过热阶段出台的政策存在边际优化空间，支持和鼓励商业银行和借款人自主协商变更合同约定，或者发放新贷款置换原来存量贷款。
央行货币政策执行报告	22Q4	坚持房住不炒，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段。
	23Q3	加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。 1) 落实好房地产“金融16条”，加大对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度。
政治局会议	23年4月	坚持房住不炒、因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
	23年7月	要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产，要有效防范化解地方债风险，制定实施一揽子化债方案，加强金融监管，稳定推动高风险中心金融机构改革化险。
	23年11月	未明确提及地产，要持续有效防范化解重点领域风险，坚持守住不发生系统性风险的底线，要坚持尽力而为、量力而行，切实保障和改善民生。
住建部	24年2月	根据人口变化确定住房需求，根据住房需求科学安排土地供应、引导配置金融资源实现以人定房，以房定地、以房定钱，促进房地产市场供需平衡、结构合理，防止市场大起大落
十四届全国人大二次会议		政府因城施策优化调控，降低房贷成本，积极推进保交楼工作。制定实施一揽子化债地方债务方案，分类处置金融风险，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，以满足居民刚性和改善性住房需求和多样化改善性住房需求。商务部部长王文涛强调2024年促消费两项重点工作：1) 推动汽车、家电、家装厨卫等消费品以旧换新；2) 提振服务消费。
	24年3月	
国务院常务会议		要适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快完善“市场+保障”的住房供应体系，改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式。
中共中央政治局	24年4月	统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。
中国人民银行	24年5月	央行取消全国层面首套/二套商贷利率下限，并下调首套/二套商业性个人住房贷款最低首付比例。
住建部	24年6月	推动县级以上城市收购已建成存量商品房用作保障房。
中国人民银行		加大对“市场+保障”住房供应体系金融支持力度。
国务院		加大中央财政性建设资金对保障性租赁住房、城镇老旧小区改造、城市燃气管道等老化更新改造、城市排水防涝、超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设等项目的支持力度；中央财政城镇保障性安居工程补助资金对符合条件的保障性住房、城中村改造项目予以积极支持；地方政府专项债券支持保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造项目；有效发挥城中村改造专项借款作用；支持符合条件的城市更新项目发行基础设施领域不动产投资信托基金。
	24年7月	中国人民银行宣布调整贷款市场报价利率（LPR），一年期和五年期以上LPR分别下调10个基点，调整后分别为3.35%和3.85%。
国家发改委、财政部		发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》通知，规划约3000亿元超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，其中提及重点支持旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所需物品和材料购置，促进智能家居消费，相关支持资金按照总体9:1的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为85%、90%、95%。本轮顶层政策规划清晰，资金渠道明确，伴随政策落地，有望提振家居抑制需求释放。
住建部	24年8月	住建部副部长董建国在“推动高质量发展”系列发布会上表示，研究建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险这三项制度，构建全生命周期的房屋安全管理长效机制。
中国人民银行、国家金融监督管理总局	24年9月	存量房贷利率批量调整后降至约3.55%；统一房贷最低首付比例至15%；优化保障性住房再贷款政策。

资料来源：乐居网北京，国际在线，央视财经，中国人民银行，中国房地产报，每日经济新闻，央视新闻，金融界，第一财经，中国新闻网，央广网，中国发展改革，中国证券报，云估价，克而瑞湖南区域，国务院客户端，城望集团，中国建设报，中国质量新闻网，证券时报，财经房产，国盛证券研究所

图表7: 2023年-2024年9月我国地产细分政策出台频次

月份	合计	优化限购	优化限售	优化限价	调整公积金	优化限价	购房补贴	引才及落户
23年1月	60	4	8	0	21	0	10	5
23年2月	59	3	7	2	21	1	20	18
23年3月	68	4	1	5	38	2	14	3
23年4月	62	4	0	2	33	2	5	4
23年5月	38	3	2	0	23	1	4	3
23年6月	36	0	1	3	20	2	8	3
23年7月	40	0	1	1	24	0	5	1
23年8月	57	3	8	2	26	0	8	6
23年9月	92	26	54	11	23	4	15	6
23年10月	51	3	10	2	29	1	16	3
23年11月	54	3	15	1	30	4	20	6
23年12月	55	1	8	0	29	0	22	2
24年1月	48	8	6	3	19	0	21	4
24年2月	44	2	4	1	17	2	16	4
24年3月	56	4	2	0	29	0	10	2
24年4月	85	6	5	1	35	1	12	7
24年5月	90	6	59	3	26	2	12	9
24年6月	46	1	15	0	29	4	20	6
24年7月	76	4	10	2	44	3	25	5
24年8月	55	1	11	1	37	7	22	7
24年9月	69	4	14	1	44	6	26	6

资料来源: 中指研究院, 国盛证券研究所  
注: 截至2024年9月25日

图表8: 2023年房地产政策松绑城市名单

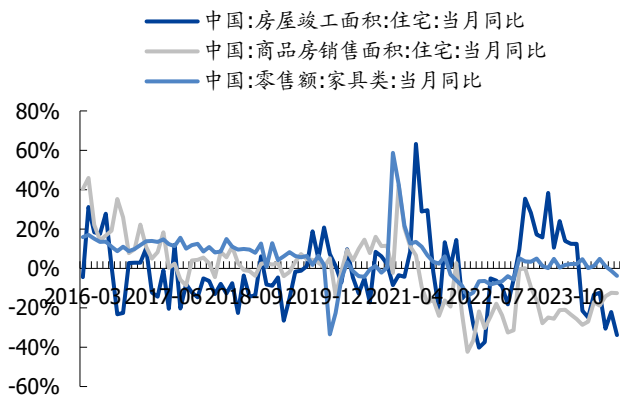
政策	类别	城市
限购	19城取消	沈阳、大连、南京、兰州、济南、青岛、福州、郑州、合肥、武汉、宁波、昆明、厦门、无锡、佛山、中山、九江、嘉兴、扬州、宁德
	10城放松	上海、广州、天津、成都、苏州、长沙、杭州、太原、西安、泉州
限售	102省市放松	深圳、广州、上海、北京、长沙、南宁、贵阳、合肥、宁波、青岛、南昌、郑州、海口、昆明、福州、西宁、银川、东莞、洛阳、日照、宿迁、驻马店、景德镇、惠州、韶关、九江、晋中、梧州、赣州、中山、江门、佛山、鄂州、无锡、宁德、珠海、梅州、漳州、桂林、湛江、六安、汕头、玉林、三亚、孝感、郴州、茂名、莆田、绍兴、台州……
	7城放松	宁波、合肥、成都、贵阳、江门、铜陵、宿迁
限价	16城取消	郑州、青岛、沈阳、大连、兰州、济南、福州、合肥、昆明、金华、扬州、常州、嘉兴、中山、绍兴、衢州
	7城放松	厦门、重庆、长沙、太原、惠州、徐州、泉州
公积金	221省市放松	深圳、上海、广州、北京、长春、重庆、乌鲁木齐、兰州、大连、济南、哈尔滨、南京、沈阳、合肥、厦门、郑州、福州、杭州、宁波、南宁、苏州、南昌、石家庄、银川、天津、贵阳、昆明、青岛、武汉、成都、西宁、常州、柳州、连云港、惠州、绍兴、淮北、济宁、宜昌、贵阳、盐城、清远、洛阳、淄博、扬州、日照、宿迁、驻马店、徐州、南阳、揭阳、梅州、丽水、南通、玉溪、赣州、遂宁、中山、莆田、宜宾、焦作、江门、周口、韶关、濮阳、佛山、泉州、无锡、湖州、唐山、荆门、汉中、衡阳、芜湖、嘉兴……
	29城	广州、重庆、乌鲁木齐、昆明、沈阳、大连、武汉、成都、宁波、扬州、六安、上饶、铜陵、滁州、南阳、韶关、巴中、金华、宁德、中山、茂名、鹰潭、莆田、秦皇岛、昭通、丽水、揭阳、郑州市安阳市、开封市兰考县
购房补贴	145城	北京(房山区)、南昌、南京、哈尔滨、福州、杭州、大连、沈阳、昆明、郑州、武汉、重庆、天津、南宁、长春、兰州、长沙、宁波、绍兴、上饶、盐城、济源、洛阳、襄阳、淄博、铜陵、周口、扬州、日照、宿迁、驻马店、徐州、连云港、丽水、宁德、滁州、南通、南阳、镇江、韶关、温州、晋中、金华、赣州、无锡、嘉兴、绵阳、贵山、桂林、六安、玉林、孝感、九江、宿州、滨州、东营、赤峰、泸州、常德、宣城、清远……
	3城放宽	深圳、上海、北京

资料来源: 克而瑞地产研究, 国盛证券研究所

## 1.2 保交楼推行+三大工程, 新房市场存结构性机会

保交楼持续推行, 发力三大工程。受益于保交付项目顺利推进, 2023年住宅竣工面积为7.24亿平方米(同比+17.2%), 支撑家装需求稳健释放; 2024年1-8月累计住宅竣工面积为2.44亿平方米(同比-23.2%), 持续承压; 保交楼政策预期延续, “三大工程”建设创造新需求, 盘活存量供给, 地产开发模式由住宅单一开发向提供产业支撑、公共服务、宜居环境转型。

图表9: 中国家具零售额及房屋竣工、销售面积当月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 三大工程



资料来源: 易居研究院, 国盛证券研究所

保障性住房持续落地。截至2023年10月底, 大部分省市已基本完成或超额完成2023年保障性租赁住房筹集目标。根据中国建设报, “十四五”期间全国计划筹集建设保障性租赁住房870万套(间), 截至2023年9月, 共筹集保障性租赁住房508万套(间), 预计2024-25年剩余筹集保障性租赁住房362万套(间)。同时, 截至2023年底, 已有多个省(市)通过召开工作推进会、编制工作方案等工作, 积极推进“平急两用”公共基础设施建设任务。

图表11: 各省市保障性租赁住房筹集计划完成情况(万套)

	“十四五”目标	十四五累计完成	2023筹集计划	2023完成情况	完成率	备注
广东	129.7	74.6	22	21.5	97.7%	截至10月底
江苏	58	43.3	15	14.96	99.7%	截至8月底
江西	/	23.5	16.6	16.7	100.6%	截至8月底
四川	34	22.5	10.3	8.3	80.6%	截至10月底
广西	22.4	15.7	6.2	6.2	100.0%	截至10月底
上海	60	45.3	7.5	6.8	90.7%	截至10月底
广州	60	37.6	7.5	7.6	101.3%	截至10月底
北京	40	20.8	8	4.1	51.3%	截至6月底
杭州	33	26.2	7	7.2	102.9%	截至10月底
成都	30	17.4	6	/	/	截至10月底
金华	16	9.6	2.9	3.7	127.6%	截至11月底
宁波	21.3	/	5	4.1	82.0%	截至8月底
福州	15	/	2.3	1.8	78.3%	截至8月底
滁州	/	/	1.6	1.6	100.0%	截至10月底
临沧	5	/	1.3	1.3	100.0%	截至10月底
江门	1	/	0.4	0.4	100.0%	截至9月底
蚌埠	/	/	0.5	0.5	100.0%	截至10月底

资料来源: 中指研究院, 国盛证券研究所

**城中村改造步入快车道, 保障房建设成为新增长点。**城中村改造政策密集推出, 保障性住房持续推进, 2023年10月住建部表示城中村改造将与保障性住房建设相结合, 各地城中村改造土地除安置房外的住宅用地及其建筑规模, 原则上应当按一定比例建设保障性住房。“市场+保障”双轨制推动下内需循环有望释放, 推动供需结构改善。

**结合国家统计局数据, 乐观情景下城中村改造将会拉动商品住宅销售 6.5 亿平方米, 谨慎情景下将会拉动商品住宅销售 2.7 亿平方米。**具体测算逻辑为: 城中村改造拉动住宅销售面积=拉动安置房销售面积+货币化安置居民购买商品住房面积+改造地块新建商品住房面积=城中村总面积\*改造比例\*拆除面积\*房票安置比例\*房票安置面积+城中村总面积\*改造比例\*拆除面积\*货币化安置比例\*商品房购买率\*人均购买商品住房建筑面积+城中村总面积\*改造比例\*拆除比重\*改造地块新建商品住房容积率。核心假设如下:

**1) 城中村总面积:** 城中村总建面=城中村业主数量\*城镇人均住房建面, 其中城中村业主数量数据来源为第七次人口普查报告及各城市统计年鉴; 假设城中村业主人均住房建面积为城市人均住房建面的 2 倍(业主与租户的比例), 一线城市为 5 倍, 深圳为 6 倍。

**2) 改造周期与比例:** 假设城中村改造周期为 10 年, 每年改造比例分别为 5%、8%、10%、10%、15%、15%、15%、10%、8%、4%。

**3) 拆除面积:** 2021 年住建部下发 63 号文, 规定老旧小区改造拆除面积不得超过 20%, 此次城中村改造并未有统一规定, 深圳发布文件规定城中村改造拆除面积原则上不超过总用地面积的 30%。考虑到城中村危房较多, 拆除面积限制预计有所放宽, 故假设乐观情景下城中村改造拆除面积为 40%, 谨慎情景下拆除面积遵循 63 号文规定为 20%。

**4) 货币化安置比例:** 根据住建部公开数据, 2015 年和 2016 年棚改货币化安置比例分别为 29.9%、48.5%, 2017 年预估达到 60%, 考虑到政府资金压力, 此次城中村改造以“房票安置”为主, 预计货币化安置比例有所下降, 故假设货币化安置比例为 40%, 其中假设乐观情景下货币化安置中 80%用于购买商品住房, 平均购买面积为 40 平方米, 谨慎情景下 70%用于购买商品住房, 平均购买面积为 50 平方米; 假设房票安置比例为 60% (人均 60 平方米的安置面积)。

**5) 改造地块新建住宅容积率:** 假设乐观情景下改造地块新建住宅容积率为 2.5, 谨慎情景下容积率为 2。

图表12: 乐观情境下城中村改造拉动地产销售预测

时间	改造比例	拉动安置房销售面积 (万平)	货币化安置居民购买商品 房销售面积 (万平)	改造地块新建商品房面积 (万平)	拉动销售面积 (万平)
2023	5%	475.87	169.20	2590.81	3235.88
2024E	8%	761.39	270.72	4145.29	5177.40
2025E	10%	951.74	338.40	5181.61	6471.75
2026E	10%	951.74	338.40	5181.61	6471.75
2027E	15%	1427.61	507.60	7772.42	9707.63
2028E	15%	1427.61	507.60	7772.42	9707.63
2029E	15%	1427.61	507.60	7772.42	9707.63
2030E	10%	951.74	338.40	5181.61	6471.75
2031E	8%	761.39	270.72	4145.29	5177.40
2032E	4%	380.70	135.36	2072.65	2588.70
<b>总计</b>	<b>100%</b>	<b>9517.41</b>	<b>3383.97</b>	<b>51816.14</b>	<b>64717.51</b>

资料来源: Wind, 国家统计局, 丁建刚房产公众号, 界面新闻, 住建部官网, 第七次人口普查报告, 各城市统计年鉴, 国盛证券研究所测算

图表13: 谨慎情境下城中村改造拉动地产销售预测

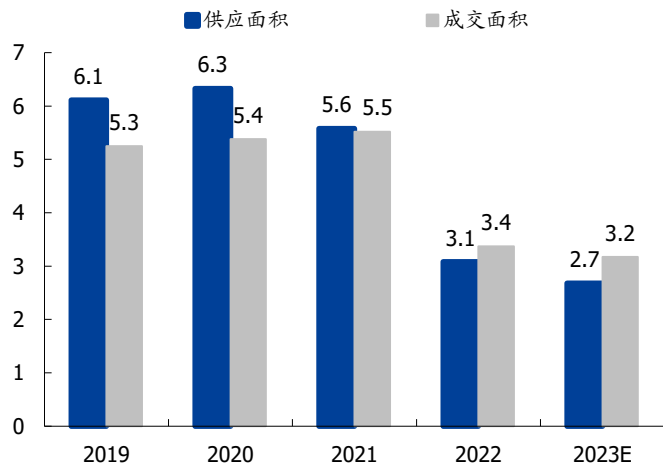
时间	改造比例	拉动安置房销售面积 (万平)	货币化安置居民购买商品 房销售面积 (万平)	改造地块新建商品房面积 (万平)	拉动销售面积 (万平)
2023	5%	237.94	92.53	1036.32	1366.79
2024E	8%	380.70	148.05	1658.12	2186.86
2025E	10%	475.87	185.06	2072.65	2733.58
2026E	10%	475.87	185.06	2072.65	2733.58
2027E	15%	713.81	277.59	3108.97	4100.37
2028E	15%	713.81	277.59	3108.97	4100.37
2029E	15%	713.81	277.59	3108.97	4100.37
2030E	10%	475.87	185.06	2072.65	2733.58
2031E	8%	380.70	148.05	1658.12	2186.86
2032E	4%	190.35	74.02	829.06	1093.43
<b>总计</b>	<b>48%</b>	<b>4758.70</b>	<b>1850.61</b>	<b>20726.45</b>	<b>27335.77</b>

资料来源: Wind, 国家统计局, 丁建刚房产公众号, 界面新闻, 住建部官网, 第七次人口普查报告, 各城市统计年鉴, 国盛证券研究所测算

### 1.3 地产销售结构调整, 二手房逐步成为核心需求

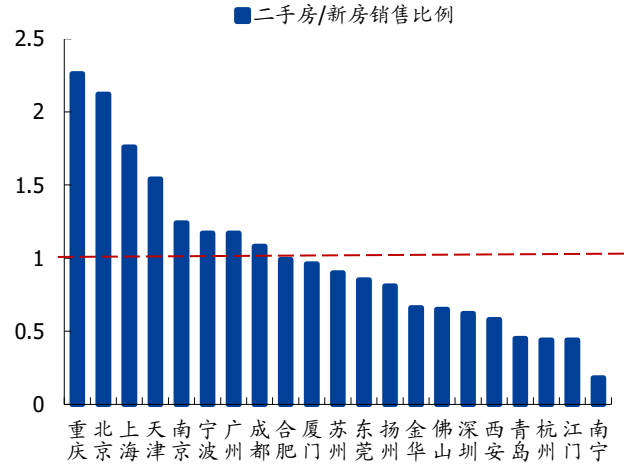
**二手房韧性较优, 有效承接新房分流。**根据近年全国 120 个重点城市住宅供求情况, 2022 年以来市场供需两端缩量明显, 2023 年延续筑底趋势, CRIC 预估 2023 年全年新房供应 2.68 亿平方米 (同比-13%), 成交 3.17 亿平方米 (同比-6%), 供求比较 2022 年进一步下降 0.07 至 0.84。二手房由于交付安全性以及供应流动性优势, 有效承接新房部分刚需及改善需求。2022 年市场弱修复格局下城市分化加剧, 重庆、北京、上海、天津、南京等一二线城市二手房/新房比例达 2.26/2.12/1.76/1.54/1.24, 二手房逐步成为主要市场驱动。

图表14: 全国120城新建商品住宅供求面积(单位:亿平方米)



资料来源: 克而瑞地产研究, 国盛证券研究所

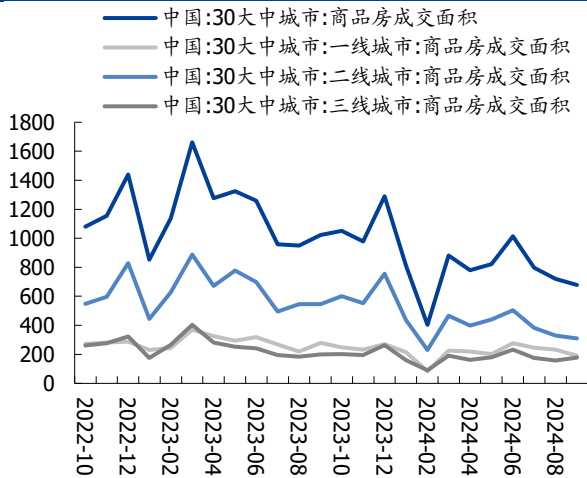
图表15: 2022年部分城市二手房、新房销售套数比例(二手房/新房)



资料来源: 中指数据库, 克而瑞数据库, 各地住建局、房管局等, 保利发展研究团队, 国盛证券研究所(注: 数据取自2022年, 可能存在一定滞后性)

**新房、二手房增速剪刀差延续, 二手房总体表现较优。**从供需结构来看, 新房价格倒挂红利减失, 二手房挂牌量增加、降价, 性价比优势凸显。回顾2023年全国房地产市场表现, 二手房成交韧性强于新房, 2023年全国30个重点城市新房、二手房成交面积分别同比+1%/+33%; 2024年1-9月全国30个重点城市新房、16个重点城市二手房成交面积分别同比-34%/基本持平, 二手房韧性延续。

图表16: 三十大中城市月成交面积(单月值, 万平方米)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表17: 中国二手房出售挂牌量指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表18: 2024Q2 全国 30 个典型城市分能级新建商品住宅供应情况 (单位: 万平方米)

能级	城市	2024Q2	环比	yoy	2024H1	累计yoy
一线	北京	90	-12%	-1%	193	-13%
	上海	205	21%	-26%	374	-17%
	广州	145	26%	-35%	260	-30%
	深圳	101	6%	-41%	196	-27%
	<b>合计</b>	<b>540</b>	<b>12%</b>	<b>-29%</b>	<b>1022</b>	<b>-22%</b>
二三线	成都	381	38%	-2%	656	-15%
	西安	277	53%	-2%	458	-7%
	杭州	227	66%	-21%	364	-32%
	武汉	171	39%	-40%	294	-41%
	天津	153	15%	-13%	286	-25%
	长沙	139	139%	-29%	197	-32%
	青岛	106	20%	-61%	194	-51%
	佛山	98	19%	-40%	181	-38%
	惠州	83	11%	-58%	159	-48%
	济南	84	16%	-50%	157	-46%
	重庆	83	33%	-44%	146	-46%
	郑州	90	71%	-23%	142	-18%
	苏州	77	20%	-50%	140	-49%
	南京	83	85%	-41%	128	-52%
	合肥	69	74%	-51%	109	-59%
	宁波	74	148%	-18%	104	-37%
	珠海	44	-18%	-10%	97	-10%
	无锡	65	130%	-10%	93	-24%
	南宁	44	-6%	-37%	91	-48%
	昆明	55	54%	-7%	91	-15%
	长春	49	29%	-53%	88	-41%
	常州	34	39%	19%	59	-26%
厦门	28	55%	-56%	46	-58%	
嘉兴	11	-51%	-69%	33	-52%	
徐州	13	-28%	-70%	32	-66%	
福州	20	61%	-45%	32	-53%	
	<b>合计</b>	<b>2558</b>	<b>41%</b>	<b>-32%</b>	<b>4375</b>	<b>-35%</b>
<b>总计</b>		<b>3098</b>	<b>35%</b>	<b>-32%</b>	<b>5397</b>	<b>-33%</b>

资料来源: 克而瑞地产研究, 国盛证券研究所 (6月数据根据前25日左右数据预估得到)

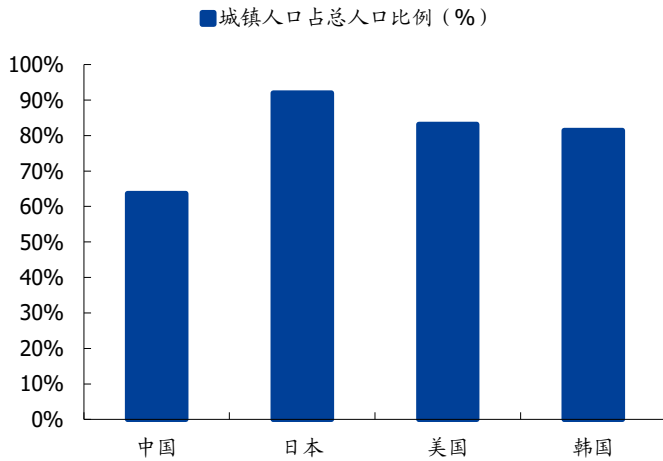
图表19: 2024Q2 全国 30 个典型城市分能级新建商品住宅成交情况 (单位: 万平方米)

能级	城市	2024Q2	环比	yoy	2024H1	累计yoy
一线	北京	102	11%	-45%	194	-41%
	上海	164	19%	-38%	301	-42%
	广州	181	43%	-21%	307	-32%
	深圳	96	35%	-20%	167	-20%
	<b>合计</b>	<b>543</b>	<b>27%</b>	<b>-32%</b>	<b>969</b>	<b>-36%</b>
二三线	成都	335	19%	-31%	617	-26%
	西安	218	23%	-2%	396	-3%
	天津	202	14%	-20%	380	-33%
	青岛	198	49%	-48%	331	-49%
	杭州	182	16%	-44%	338	-49%
	武汉	170	46%	-39%	286	-55%
	重庆	157	32%	-1%	276	-24%
	佛山	133	46%	-26%	224	-43%
	济南	108	1%	-47%	215	-47%
	郑州	102	31%	-32%	179	-46%
	长沙	100	55%	-37%	165	-52%
	惠州	100	17%	-43%	185	-50%
	南京	93	77%	-38%	146	-56%
	长春	93	27%	-23%	166	-30%
	苏州	81	1%	-55%	161	-52%
	昆明	78	31%	-21%	137	-37%
	合肥	66	52%	-55%	110	-59%
	南宁	61	23%	-32%	110	-53%
	宁波	56	14%	-42%	105	-48%
	常州	50	20%	-13%	91	-35%
	珠海	48	15%	-34%	90	-38%
	无锡	46	14%	-40%	87	-45%
	厦门	39	76%	-43%	61	-49%
徐州	33	11%	-11%	63	-48%	
福州	23	21%	-42%	43	-46%	
嘉兴	18	19%	-29%	32	-49%	
<b>合计</b>	<b>2790</b>	<b>27%</b>	<b>-34%</b>	<b>4996</b>	<b>-42%</b>	
<b>总计</b>	<b>3333</b>	<b>27%</b>	<b>-34%</b>	<b>5965</b>	<b>-41%</b>	

资料来源: 克而瑞地产研究, 国盛证券研究所 (6月数据根据前25日左右数据预估得到)

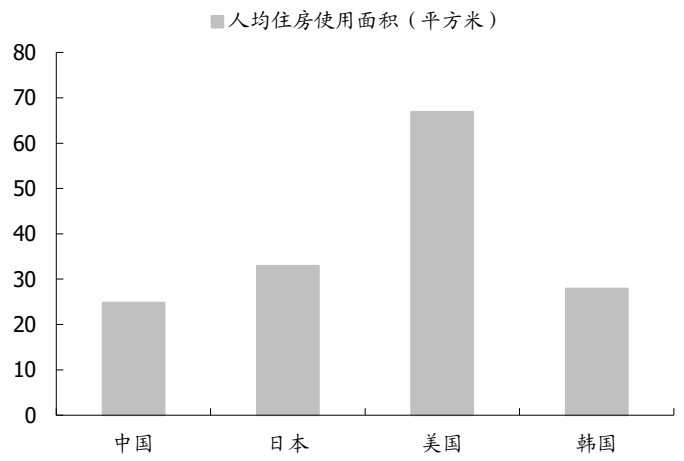
二手房价格修正较顺畅, 有望维持领先复苏。回顾 2023 年新房、二手房价格指数情况, 二手房价格率先实现价格下修, 推动刚需入市, 而一手房仍处于缩量通道, 主要由于: 1) 地方政府对一手房市场进行限价, 价格难以充分修正, 市场出清较缓; 2) 一手房市场仍存在交付压力, 消费者避险情绪下偏好二手房。中长期来看, 城镇化进程保障住房刚需增量, 家居改善需求持续释放。2022 年我国城镇化率为 63.6%, 与美日韩等发达国家相比, 仍存在 15-30% 的上升空间。从住房品质来看, 2022 年人均住房面积为 24.8 平方米, 相较发达国家仍有较大提升空间, 伴随居民品质化、改善化居住需求逐步激活, 预计推动改善需求持续释放。

图表20: 2022年中国及海外代表国家城镇化率对比



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表21: 2022年中国及海外代表国家人均住房使用面积对比



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

### 1.4 家装潜在市场规模测算

我们预计 2024 年我国家装市场规模达 164244 万平方米 (同比-21%), 主要受 2022-2023 年期房销售拖累, 2024-2030 年 CAGR 为 -3.8%。核心假设如下:

1) **新房交付**=滞后两年期房销售面积\*60%+滞后一年期房销售面积\*40%+当年现房销售面积+保交付面积+三大工程面积; 根据前两年的期房销售面积下滑数据线性外推, 假设 2024 年房地产销售面积同比-20%。

2) **新房、期房比例**: 假设 2024 年期房交付面积比例下降至 74%, 现房交付比例提升至 26%; 2025-2030 年期房交付面积比例维持 70%, 现房交付比例维持 30%。

3) **三大工程面积**: 根据上述谨慎情景下城中村改造拆除面积为 20%, 改造地块新建住宅容积率为 2。

4) **保交楼面积**: 根据《每日经济新闻》披露数据, 截至 2023 年末, 保交楼项目已实现交付超过 268 万套, 距离目标 350 万套剩余 82 万套。预计随着中央政策的不断加码, 2024 年将实现剩余未交付保交楼的主要部分。故假设 2024 年保交楼交付 50 万套, 2025 年保交楼交付 30 万套。

5) **二手房需求**: 根据同策研究院建立一手、二手房的交易量比重变化的预测模型, 预计 2029 年二手房的成交面积将与新房成交面积持平, 假设 2024-2029 年面积线性增加; 根据魅力中国网数据, 我们预计我国家装市场旧房翻新率维持在 80%。

6) **精装修渗透率**: 奥维云网数据显示 2023 年 1-4 月我国精装修渗透率为 35.8%, 我们假设 2023 年维持在 36%, 根据我国多地区对全装修交付比例过半的政策要求, 我们保守预计 2030 年精装修渗透率逐步提升至 50%。

总体来看, 预计 2024 年家装总需求压力较为明显、下滑达 20.8%, 其中新房下滑 27.7%、二手房翻新增长 3.8%, 伴随地产逐步企稳以及市场需求结构变化, 2025-2026 年预计延续双位数下滑, 分别下降 12.1%、11.5%, 但 2027 年以后有望实现企稳转正。

图表22: 潜在装修市场规模测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>新房市场测算</b>												
期房销售面积 (万平方米)	131929	139142	140175	98656	77031	56119	48839	49000	49000	49000	49000	49000
yoy (%)	5.8%	5.5%	0.7%	-29.6%	-21.9%	-27.1%	-13.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
占比 (%)	88%	90%	90%	86%	81%	74%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
现房销售面积 (万平方米)	18215	15736	16357	15974	17765	19718	20931	21000	21000	21000	21000	21000
yoy (%)	-21.5%	-13.6%	3.9%	-2.3%	11.2%	11.0%	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
占比 (%)	12%	10%	10%	14%	19%	26%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
新房交付 (万平方米)	136232	143343	151171	155530	141333	109724	89597	74207	69903	70000	70000	70000
其中: 精装修 (万套)	43594	46586	56084	62367	50880	41695	35839	31167	30758	32200	33600	35000
其中: 毛坯房 (万套)	92638	96756	95087	93162	90453	68029	53758	43040	39146	37800	36400	35000
精装修渗透率	32%	33%	37%	40%	36%	38%	40%	42%	44%	46%	48%	50%
交付增量 (万平方米)				8000	20367	7187	5734	2734	4100	4100	4100	2734
其中: 保交楼套数 (万套)				80	190	50	30					
其中: 保交付面积 (万平方米)				8000	19000	5000	3000					
其中: 三大工程套数 (万套)					23	36	46	46	68	68	68	46
其中: 三大工程面积 (万平方米)					1367	2187	2734	2734	4100	4100	4100	2734
新房总交付面积 (万平方米)	136232	143343	151171	163530	161700	116911	95331	76941	74004	74100	74100	72734
yoy (%)		5.2%	5.5%	8.2%	-1.1%	-27.7%	-18.5%	-19.3%	-3.8%	0.1%	0.0%	-1.8%
<b>二手房市场测算</b>												
二手房成交面积 (万平方米)	39000	43187	39300	39583	57000	59167	61333	63500	65667	67833	70000	72167
yoy (%)	-3%	11%	-9%	1%	44%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
翻新比例	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
二手房翻新需求面积 (万平方米)	31200	34549	31440	31667	45600	47333	49067	50800	52533	54267	56000	57733
<b>总家装市场测算</b>												
家装需求总量 (万平方米)	167432	177892	182611	195196	207300	164244	144398	127741	126537	128367	130100	130467
yoy (%)		6.2%	2.7%	6.9%	6.2%	-20.8%	-12.1%	-11.5%	-0.9%	1.4%	1.4%	0.3%

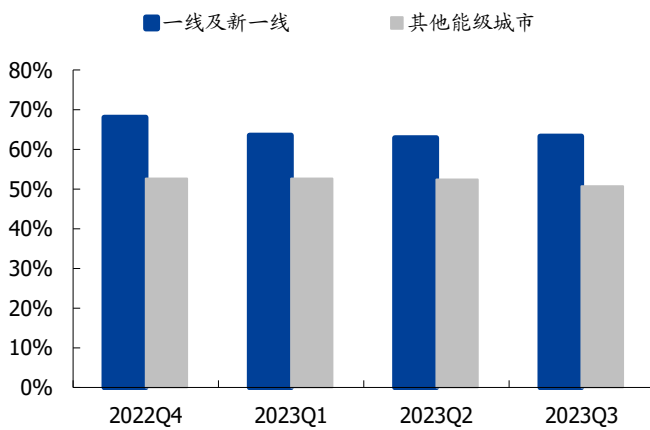
资料来源: Wind, 贝壳研究院, 同策研究院, 第七次人口普查报告, 各城市统计年鉴, 魅力中国网, 奥维云网, 中欧国际工商学院, 国盛证券研究所测算 (注: 考虑目前消费力仍受影响, 保守假设未来二手房存量更新需求不变, 不影响增速趋势)

## 2 家装结构变化，存量需求释放、智能化方兴未艾

### 2.1 存量市场广阔，局改需求持续扩张

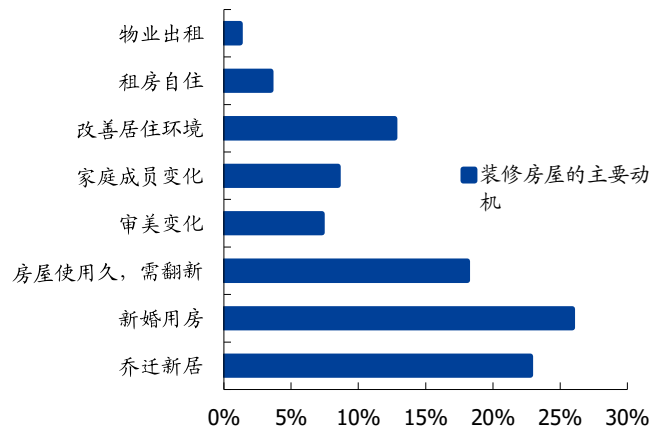
家装供给结构调整，二手房翻新需求扩张。我国存量房市场面临房屋老化现象，据2020年中国人口普查数据，10年以上房龄户数占比约65%；按照住建部的标准，全国需改造的老旧小区达到16万个，涉及4200多万户家庭，旧房翻新或局部改造催生家居焕新需求。参照海外市场，美国、英国、澳大利亚的存量房流通率峰值在5%-6%，我国当前仅1%-2%，以房屋30年生命周期考虑，预计平均每年将产生超过800万套改善需求。贝壳研究院调研数据显示，2023Q3消费者装修结构中，二手房占比在一线及新一线/其他线城市分别为63.27%/50.67%，一线及新一线城市存量房已进入二次装修和局部翻新高峰期，其中局部改造占比达85%，局改、微装则是旧房翻新中用户能够以较少的资金启动的一种方式。

图表23: 消费者装修房屋类型-二手房占比



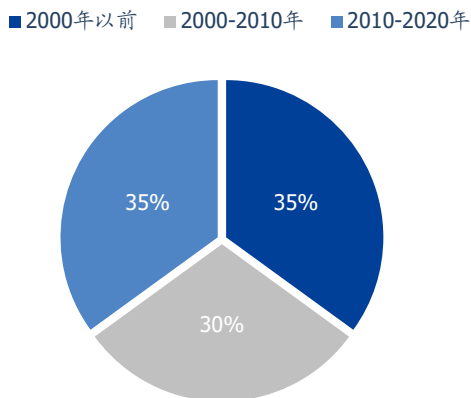
资料来源: 优居研究院, 腾讯家居, 贝壳研究院, 国盛证券研究所

图表24: 2021年国人装修房屋的主要动机



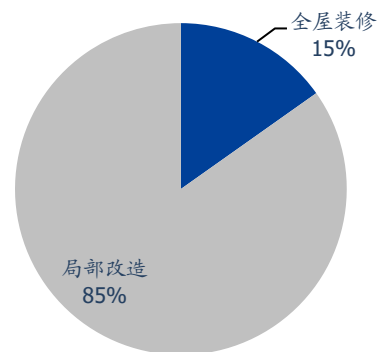
资料来源: 腾讯家居, 优居研究院, 贝壳, 国盛证券研究所

图表25: 存量住房建成时间占比



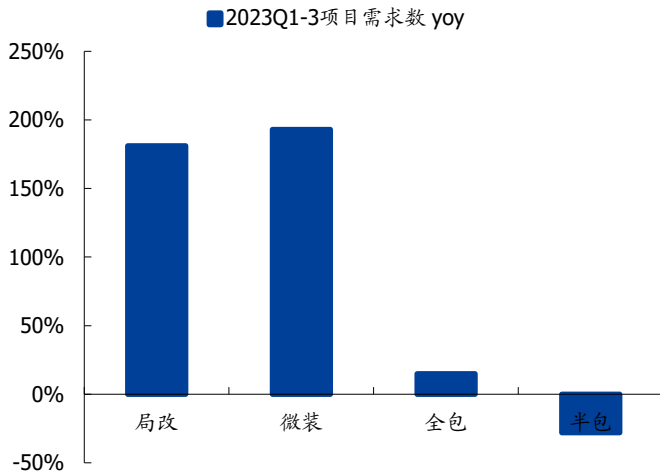
资料来源: 保利发展白皮书, 国盛证券研究所

图表26: 2022年万物云装修备案需求分布



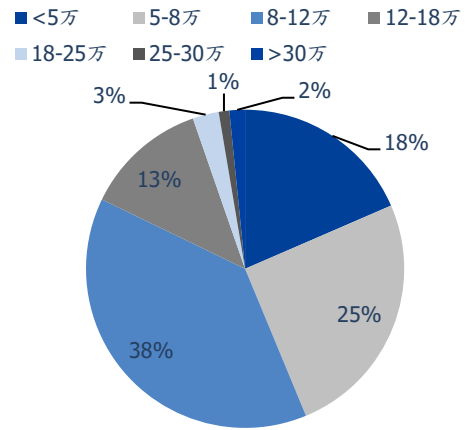
资料来源: 克尔瑞物管, 万科媒体交流会材料, 国盛证券研究所

图表27: 2023Q1-3 土巴兔平台装修项目需求数同比增速



资料来源:《土巴兔 2023 年 Q1-3 装修消费洞察》, 国盛证券研究所

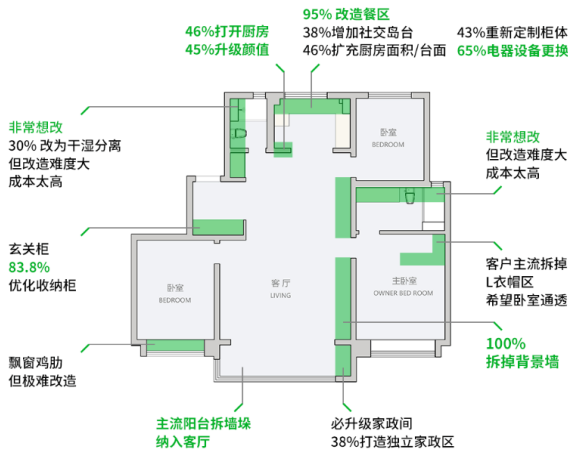
图表28: 2023Q1-3 土巴兔平台装修项目金额占比



资料来源:《土巴兔 2023 年 Q1-3 装修消费洞察》, 国盛证券研究所

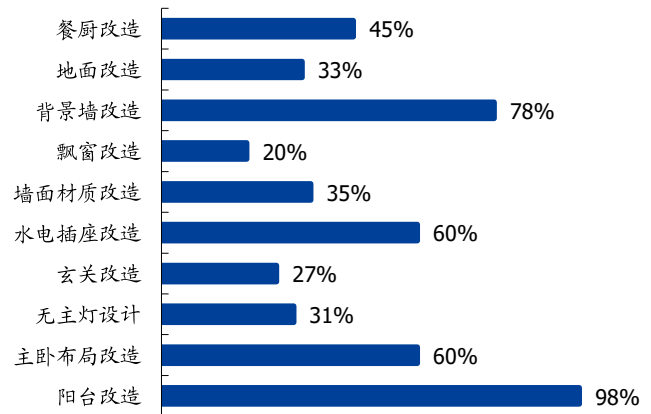
**精装、二手旧改市场广阔, 厨卫阳为重点改造区域。** 1) **精装改造:** 伴随家装群体年轻化趋势, 屋主对装修风格、功能需求逐步提升。根据大境软装发布的《家装空间改造白皮书》, 98%业主选择阳台改造, 78%选择背景墙改造, 60%选择主卧格局改造, 45%选择厨房和餐厅改造。2) **二手房翻新:** 根据今日家具调查数据, 二手房旧房空间改造需求中卫生间(43%)、厨房(41%)改造需求最为突出, 其中卫浴家具、橱柜换新需求占比达60%、46%。根据优居视界发布的《2021 床垫新消费趋势报告》和财报网发布的《2021 定制橱柜市场洞察报告》, 约 50.1%的消费者会在 5 年内更换床垫, 82.2%的消费者会在 10 年更换橱柜; 我国 2014-2019 年的商品房销售面积呈现上行趋势, 预计家居更新需求亟待释放。

图表29: 家装改造主要区域分布



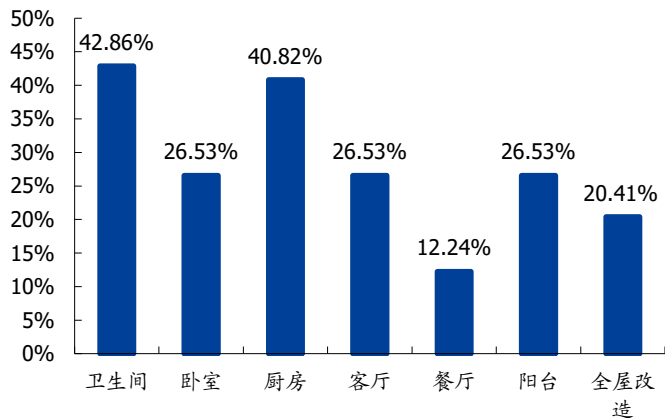
资料来源: 上海岳蒙空间设计公众号, 国盛证券研究所

图表30: 精装改造需求调研



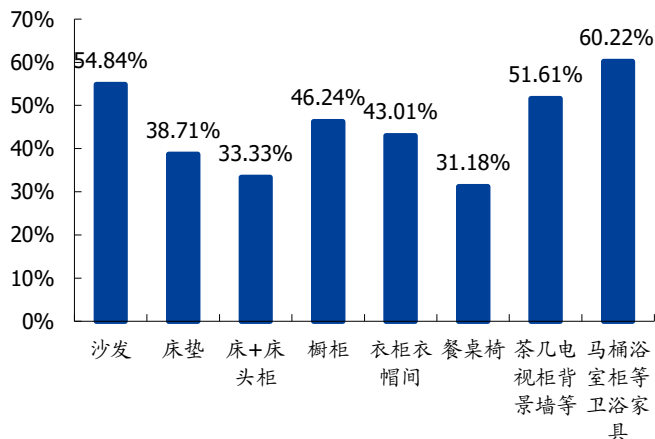
资料来源: 大境软装, 国盛证券研究所

图表31: 二手旧房空间改造需求



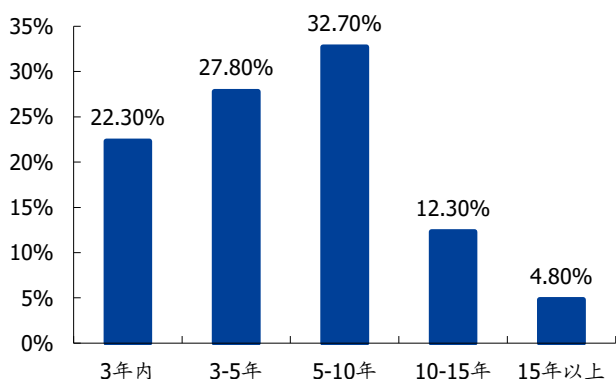
资料来源: 今日家具, 国盛证券研究所

图表32: 家具各品类换新需求



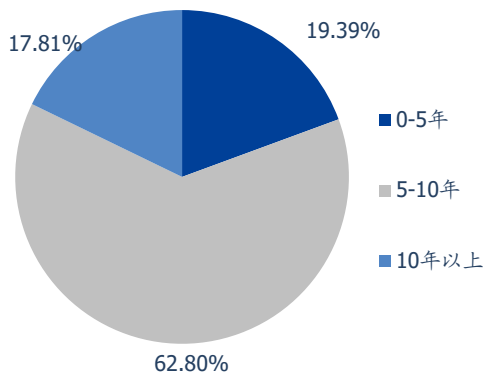
资料来源: 今日家具, 国盛证券研究所

图表33: 床垫使用年限



资料来源: 优居视界, 国盛证券研究所

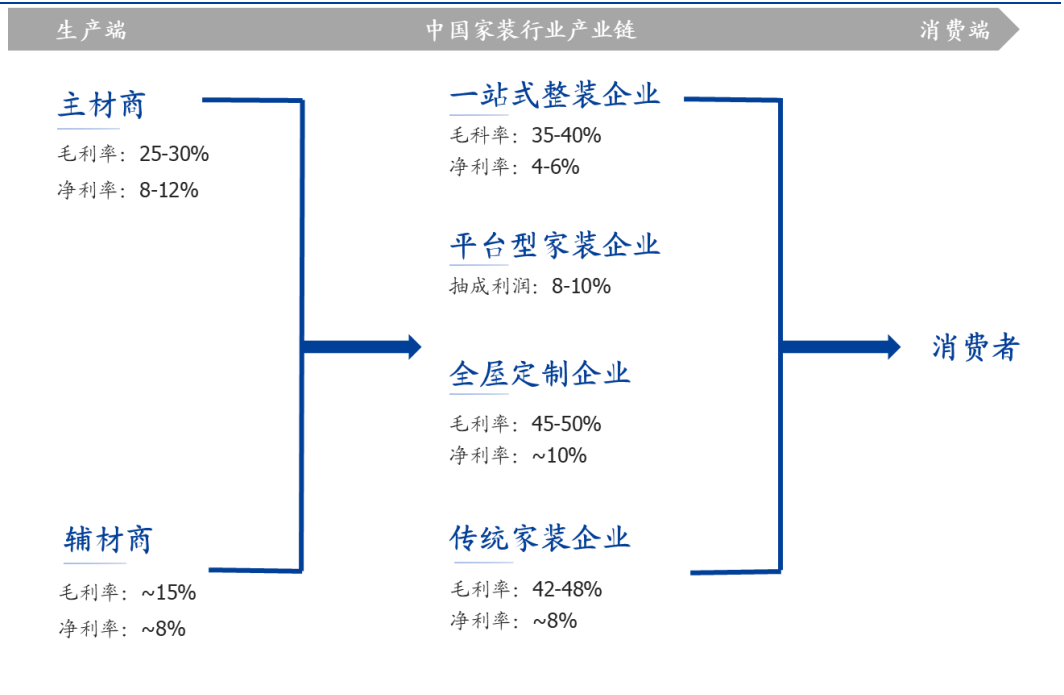
图表34: 橱柜换新周期



资料来源: 财报网, 国盛证券研究所

家居龙头前瞻把握需求趋势, 加速探索旧改市场。地产下行叠加流量碎片化, 更加考验家居企业“坐商转行商”的前端引流获客能力, 家居龙头持续加大整装渠道、拎包入住、电商等等渠道布局、流量结构多元化, 旧房改造将逐步成为主要需求来源, 改造需求较高的功能性空间(厨卫等)以及换新品类较高的软体品类有望需求率先恢复。

图表35: 家装产业链主要玩家利润情况示意图



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

**定制: 厨卫空间为核心, 合作家装龙头。**纵观当前旧改市场布局方案, 主要分为两种: 1) 立足优势品类, 打造一站式改造服务方案; 2) 与家装企业合作, 打通产品、渠道与服务链条。

**1) 欧派家居:** 2019年建立“一站式旧厨改造服务”模式, 2021年欧派旧厨焕新战略升级。2023年欧派专门成立旧房改造部门, 提升旧改业务战略高度, 发挥在厨卫产品设计、制造和融合的优势, 加速在终端推进适旧、适老的产品套餐及快速焕新服务。此外, 欧派联合贝壳、友邦、马可波罗、中博装饰、千思装饰、靓家居、中国燃气、名雕装饰、立邦、业之峰等中国头部房产品牌、优质家装企业、建材细分领域头部品牌成立中国厨房旧改联盟, 大家居战略下联合、整合硬装合作资源, 为客户提供便捷、高效、快速的改造服务。

**2) 索菲亚:** “墙地一体”是索菲亚进军旧改赛道的入口, 产品端逐步推出橱柜、系统门窗、卫浴等新品类, 抢占旧改流量中的高频需求产品, 并推出7天厨房翻新服务套餐。同时增强与装企的合作来渗透旧改市场, 不断开发出拎包2.0、旧改社区店、旧改服务中心等多种业务模式, 以此抢占旧改市场。

**3) 志邦家居:** 公司加速切入存量市场的旧房焕新、精装升级、局部改造等新业务, 通过研究全案局改、全改构建综合能力, 响应国家对老旧小区改造的号召, 积极拓展老旧改存量的第二市场新业务, 以社区生活服务为商业原点, 构建具备空间改造、全屋定制、墙面翻新、基础维修、家居用品等局改整改等能力范围的便利社区小店, 打造零售业绩增长的第二引擎。

**4) 金牌家居:** 2023年公司加大投入局改市场, 成立局改事业部, 将局改业务作为公司五大核心市场重点布局, 并确定局改业务的落地方式, 包括与专业的局改公司总对总合作, 以及经销商全面推动局改试点, 探索局改业务的流量入口、客户痛点、产品定位等。同时, 公司深化与头部家装公司深度合作, 推出“焕新厨”服务套餐, 3天焕新厨房, 并将服务延伸至卫浴空间, 提供一站购齐的厨房+卫浴焕新解决方案。

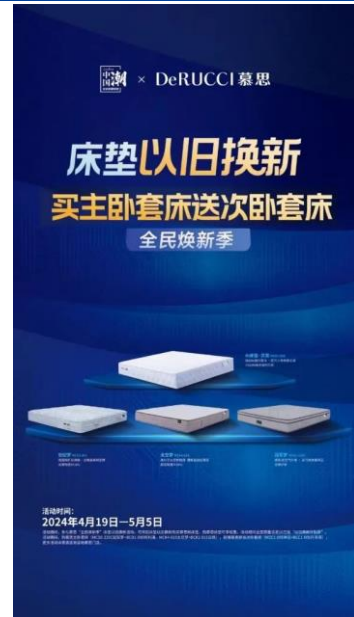


图表40: 顾家“焕新无忧服务”



资料来源: 杭州顾家家居, 国盛证券研究所

图表41: 慕思床垫以旧换新服务

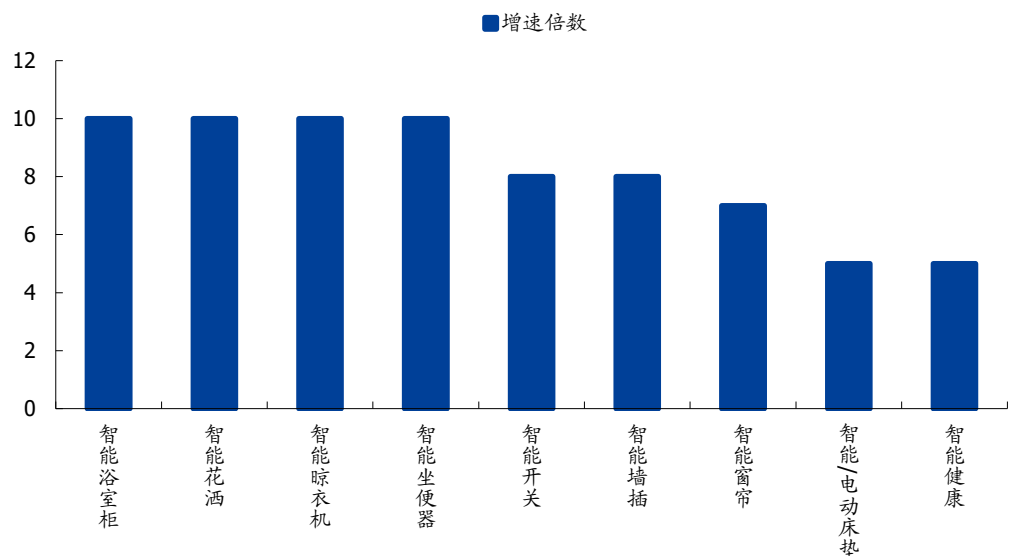


资料来源: 新京报公众号, 国盛证券研究所

## 2.2 智能化方兴未艾，关注结构成长赛道

消费升级、智能化，国货崛起正当时。2023年13部门发布促进家居消费若干措施，政策提出“创新培育智能消费”、“支持居民更换或新购绿色智能家居产品”、“因地制宜支持农村居民购买绿色智能家居产品”，“提高家居适老化水平”，支持企业开展个性化智能家居产品研发，引导全屋家居智能互联，智能家居部品渗透率提升逻辑强化。京东官方数据显示，2023年双十一京东智能家居类目销售额同比增长100%，2024年县域农村市场年货消费中智能产品增速亮眼，智能浴室柜、智能花洒、智能晾衣机、智能坐便器的成交额同比增幅均超10倍，细分赛道品牌效应显著，功能迭代顺畅。

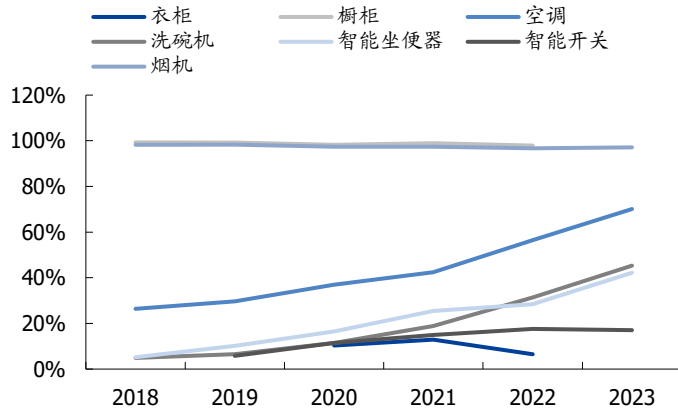
图表42: 京东2024年货消费-县域农村市场增速较快品类统计



资料来源: 京东研究院, 国盛证券研究所

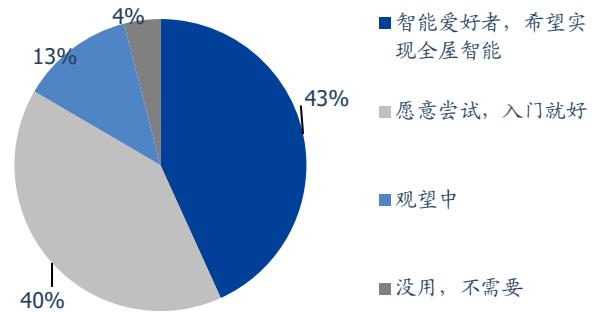
**精装修配套率提升空间仍存。**橱柜的精装修配套率近 100%，而智能坐便器、智能开关等智能家居的精装修配套率则呈现较快增长趋势，2023 年的配套率分别为 42.2%和 17.1%，仍有较大提升空间，原因在于：需求端方面，根据《2023 中国家具消费趋势研究报告》，83.3%的消费者偏好使用智能家居；供给端方面，市场竞争加剧和国产替代进行，智能家居销售均价呈下降趋势。

图表43: 精装修各家居品类配套率



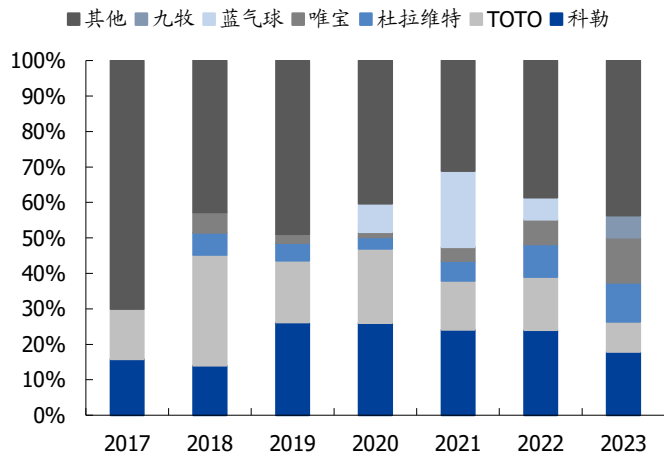
资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表44: 智能家居消费偏好



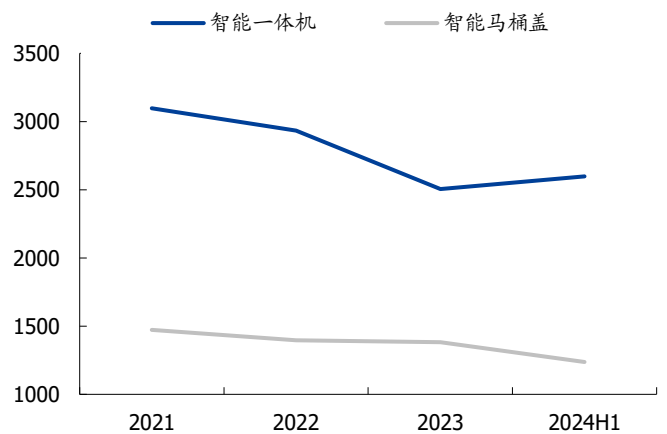
资料来源: 《2023 中国家具消费趋势研究报告》, 国盛证券研究所

图表45: 精装修智能坐便器配套品牌份额



资料来源: 奥维云网, 奥维数据罗盘, 国盛证券研究所

图表46: 智能坐便器线上销售均价 (元)

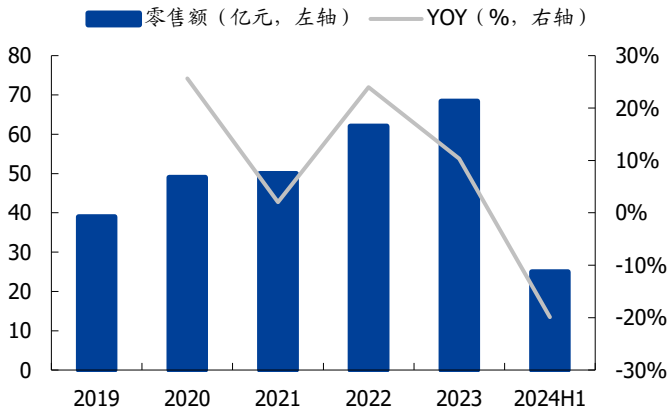


资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

### 2.2.1 智能马桶: 2024 年行业洗牌加剧, “以价换量” 现象明显

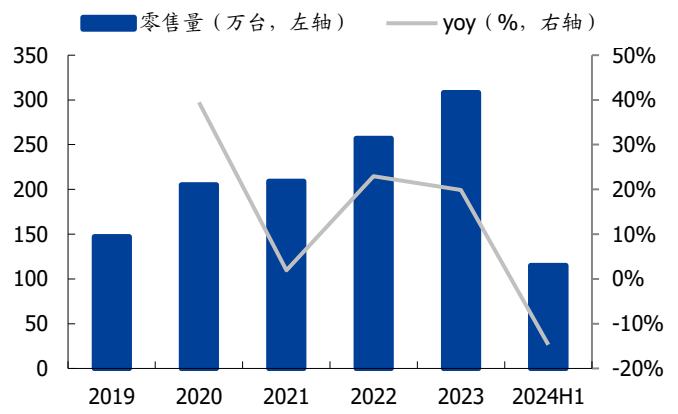
**智能马桶加速放量, 均价逐步探底。**奥维云网 (AVC) 线上推总数据显示, 2024H1 智能坐便器零售额为 25 亿元 (同比-19.9%), 零售量为 115 万台 (同比-14.7%), 上半年量价均承压。2024H1 智能一体机、智能马桶盖均价分别为 2597 元/1237 元, 同比-3.7%/-13.5%, 智能一体机均价降幅较 2023 年收窄 10.9pct, 价格逐步探底。分细分品类来看, 智能一体机零售额规模为 21 亿元 (同比-19.3%), 售量规模为 82 万台 (同比-16.2%); 智能马桶盖零售额规模为 4 亿元 (同比-22.7%), 零售量规模为 33 万台 (同比-10.7%)。

图表47: 线上智能坐便器（一体机+分体盖）零售额规模及同比增速



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

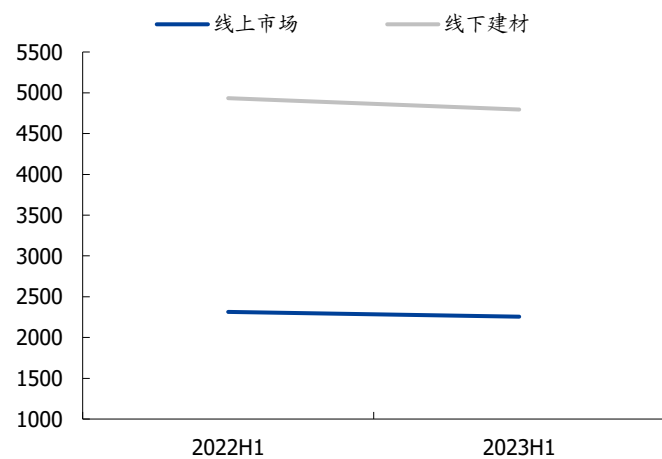
图表48: 线上智能坐便器（一体机+分体盖）零售量规模及同比增速



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

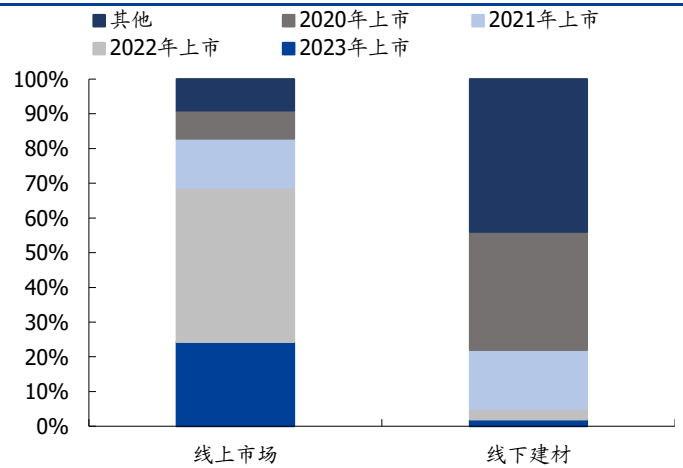
**线上主打性价比+爆品逻辑，线下大单品客群黏性较强。**国内智能马桶渠道发展分化，线上渠道众多品牌入局，市场格局较分散（CR10为54.4%），产品更新迭代快速且低价竞争，2023H1线上新品中2000元以下产品占比55%。线下渠道以传统机型为主，维持近5000元价格定位，消费客群相较线上更注重品牌力、产品力。线下渠道为重要流量入口，充分考验智能卫浴企业品牌建设、产品打造能力，行业加速洗牌，内资头部优质企业受益格局优化。

图表49: 2022H1-2023H1 线上线下智能马桶产品均价 (元)



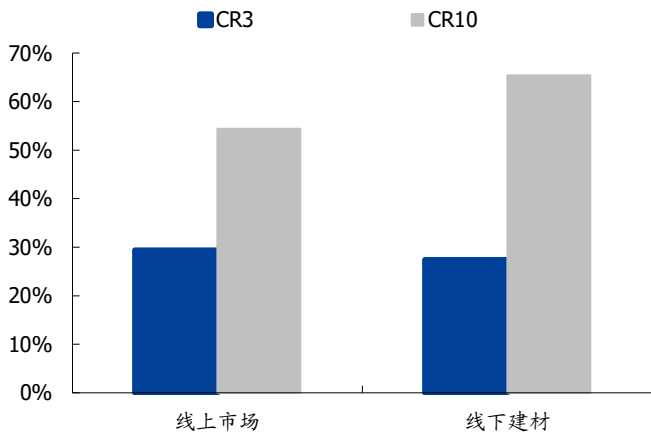
资料来源: GFK 中怡康, 国盛证券研究所 (注: 数据截至 2023H1, 可能存在一定时滞性)

图表50: 2023H1 智能马桶机型生命周期 (按销售额)



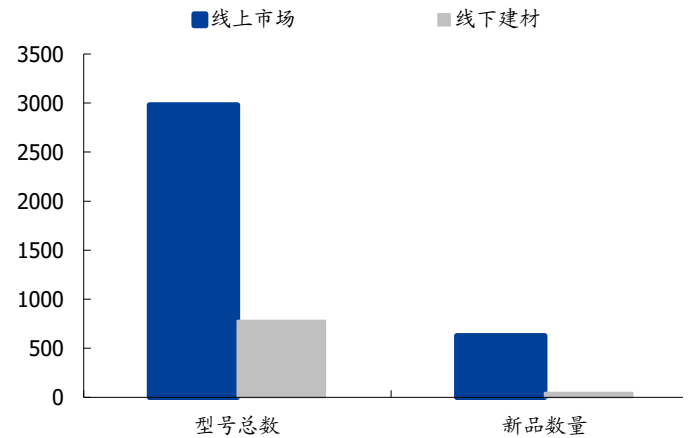
资料来源: GFK 中怡康, 国盛证券研究所 (注: 数据截至 2023H1, 可能存在一定时滞性)

图表51: 2023H1 智能马桶市场集中度 (销售额)



资料来源: GFK 中怡康, 国盛证券研究所 (注: 数据截至 2023H1, 可能存在一定时滞性)

图表52: 2023H1 线上线下智能马桶型号数量

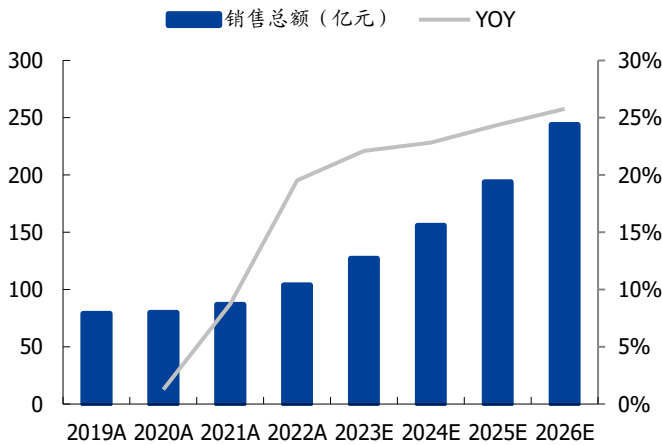


资料来源: GFK 中怡康, 国盛证券研究所 (注: 数据截至 2023H1, 可能存在一定时滞性)

### 2.2.2 智能晾衣机: 行业格局优异, 龙头地位稳固

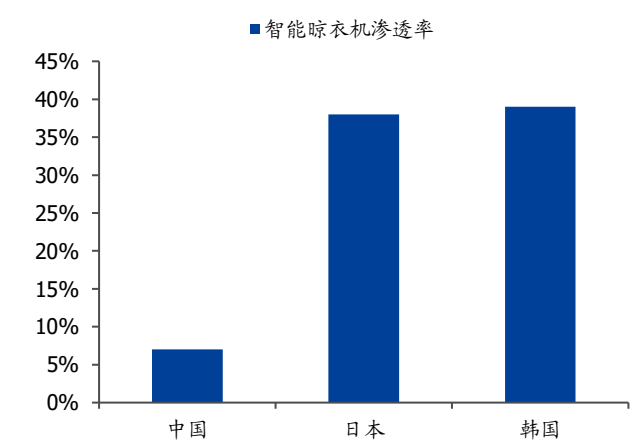
**品类渗透率稳步提升, 好太太优势稳固。**根据 CSHIA Research 数据, 2023 年中国智能晾衣机市场规模预计同比+20.2%, 且对标海外市场当前渗透率仍处低位, 未来品类增长潜力较大。好太太龙头效应显著 (2022 年市占率 40%+), 充分享受行业增长红利, 持续受益渗透率提升; 公司建立成熟高效的产品推新机制, 维持产品迭代优势, 高性能新品价格进一步拉升, 驱动产品平均价格提升, 未来伴随供应链一体化延伸布局, 零部件自产率逐步提升, 降本增效成效渐显。此外, 公司股权激励落地有望激发核心团队积极性, 有望加速公司战略布局推进。

图表53: 中国智能晾衣机市场规模及增速



资料来源: CSHIA Research, 国盛证券研究所

图表54: 2021 年智能晾衣机渗透率对比



资料来源: CSHIA Research, 中国晾衣架协会, 国盛证券研究所

### 3 家居零售化正当时，市场集中趋势不变

#### 3.1 家居 VS 家电：供应链优化、渠道深度整合、品类品牌多元化为核心

客户需求多元化、生产非标、渠道分散且价值占比较高，是家居行业过去难出大市值公司的核心原因。1)需求端：消费者对产品的外观、材质、造型都有不同要求，产品价格带宽；2)生产端：制造工艺和门槛相对较低，多SKU、非标品属性，导致规模效应和成本优势不明显；3)渠道端：由于行业仍处分销阶段，集中度较低、品类融合不充分、门店所需展示面积较大，专卖店坪效较低；从产业链价值分配来看，家居渠道产业链价值较高（投资、租金、人工、营销、售后等费用较高）。

**和家电企业对比**，1)相同点：耐用消费品，地产后周期属性，渠道模式相似；2)不同点：家电技术壁垒高，标准化程度高；家居注重体验化、个性化，渠道端占产业链价值高，零售属性更强。

家居产业链中渠道价值占比过高，向渠道要价格是目前让利终端空间最大的方向。伴随渠道改革、信息化打通，品牌商管理半径下沉，经销商职能弱化，家居龙头逐步实现零售化，消费者感知深化，产品性价比强化。

通过家电行业的发展对比，我们发现生产壁垒低、渠道碎片化并非不能解决，家居行业变化相对较慢，通过供应链优化、渠道深度整合（向渠道要价格、效率）、品类品牌多元化，龙头竞争壁垒不断加强。

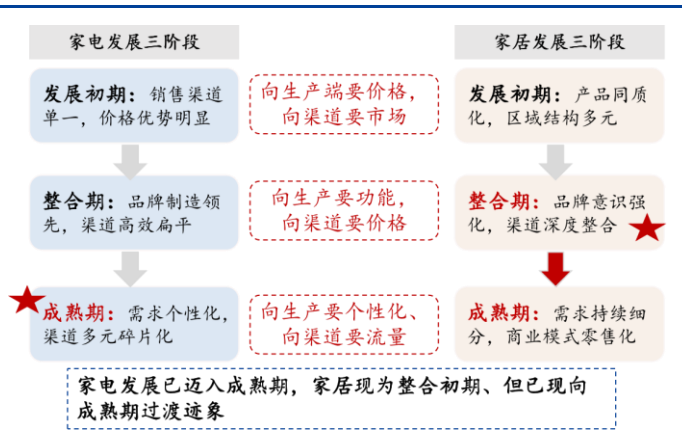
- **供应链优化**：解决生产自动化、产品数据化等，同时仓储、配送等环节实现精细化分工。
- **渠道深度整合**：管理扁平化、有效解决品类和渠道矩阵式管理，适应消费者及流量变迁。
- **多品类、多品牌**：1)多品类融合驱动客单值和坪效的提升；2)多品牌面向不同层级消费者可以提高门店天花板。主推品类扩张的企业管理、渠道等多仍独立，未实现设计、生产、渠道等多维度融合，后续有望进一步融合。

图表55: 低效分销与高效零售对比，以及对公司能力的要求

	低效分销	高效零售	对公司的要求
渠道层级	多级，产品加价倍率高	扁平化，产品加价倍率低	简化层级，减少大量冗余费用与清晰协调的内部组织
品类	以单品扩张为主	强化品类扩张与协同，降低单位	打通产业链，走向“类直营”：将需求反馈与订单、生产制造、仓储物流配送全面打通。
产业链	多级渠道存在大量冗余费用与不合理利润	2C，建立数据系统，打通渠道信息流，直面消费者	管理下沉，将很多职能进行统一的统筹和管理，经销商职能弱化，厂商指导零售。
消费者触达	2B，远离消费者		对IT系统持续投入，并对经销商有较强的控制力

资料来源：国盛证券研究所绘制

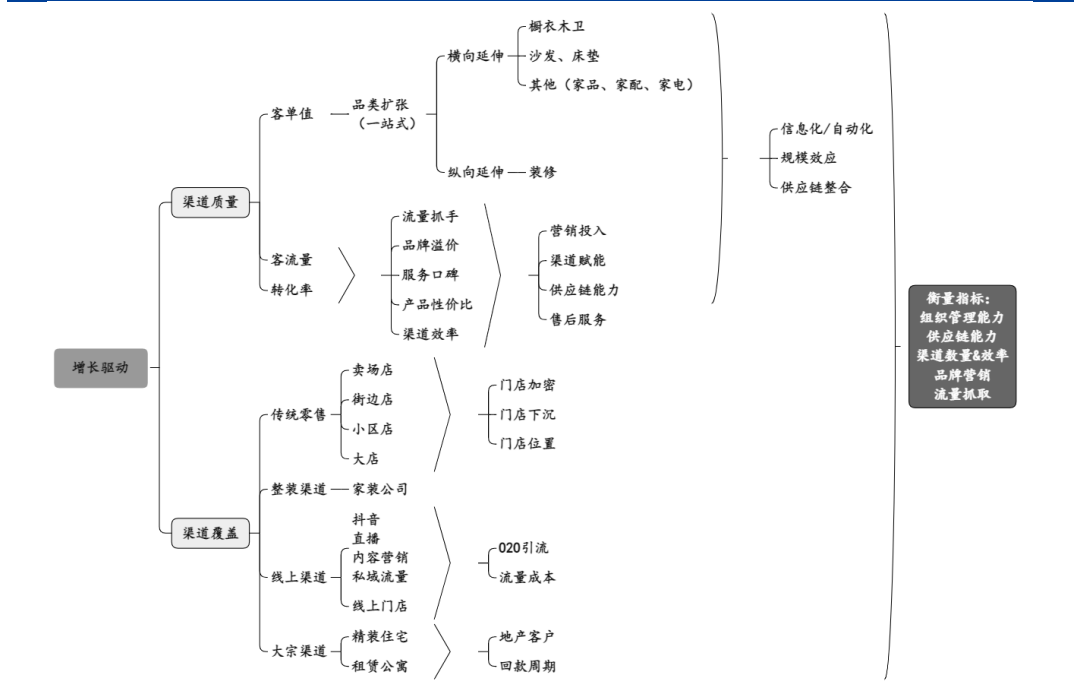
图表56: 家电 VS 家居发展阶段对比



资料来源：国盛证券研究所绘制

**家居行业驱动力：从渠道数量向流量聚集&单客户价值挖掘转移。**家居行业竞争维度发生变化，消费者年轻化、需求多元化，叠加渠道流量变迁，龙头践行大家居战略，构筑场景式消费，其背后实质是从过去以渠道为核心转变为以客户为核心，企业需具备更精细化组织管理能力解决渠道、供应链之间的流量与利益冲突（组织架构+数字化+经销商管理）。

图表57: 家居行业增长驱动



资料来源: 国盛证券研究所绘制

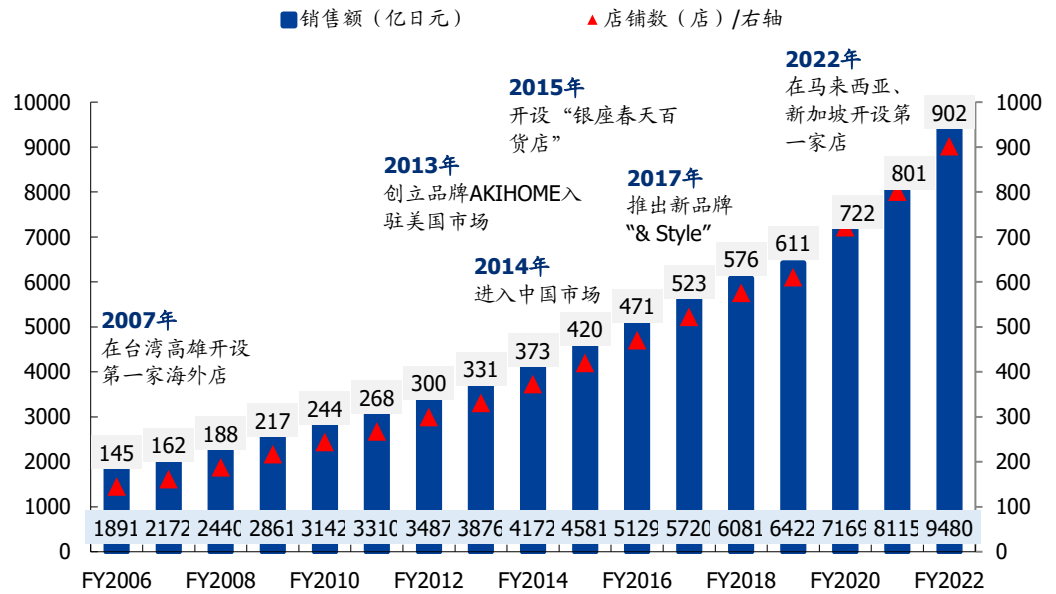
### 3.2 海外龙头复盘: 龙头逆势成长, 穿越周期

#### 3.2.1 宜得利: 产品+渠道多元化发展, 扩大消费群体

**2008年至今: 产品+渠道多元化发展, 扩大消费群体。**2008-2022年日本 OECD 实际房价指数从 96 提升至 120, 同期日本家居市场从 313 亿美元下降至 183 亿美元 (CAGR 为-5.2%), 家居市场缓慢萎缩。在此阶段公司致力于实现“2032 年销售额达 3 万亿日元, 店铺数量达 3000 家”的发展目标, 深化产品矩阵及渠道拓展。

步入第四消费社会, 日本偏好平价家居。1) 日本奢侈品消费于 1995 年达到最高点, 占全球奢侈品消费总额 68%, 2018 年仅为 8%, 消费习惯向优质平价品牌迁移; 2) 消费者更倾向于租房而非买房, 外形时尚/功能性强/价格便宜的商品更受欢迎。

图表58: 宜得利 FY2006-2022 营业收入、开店数量以及重点事项



资料来源: 公司官网, 公司公告, 日经中文网, 国盛证券研究所  
注: FY2022 对应 2022 年 3 月-2023 年 3 月

图表59: 日本消费社会的四个阶段

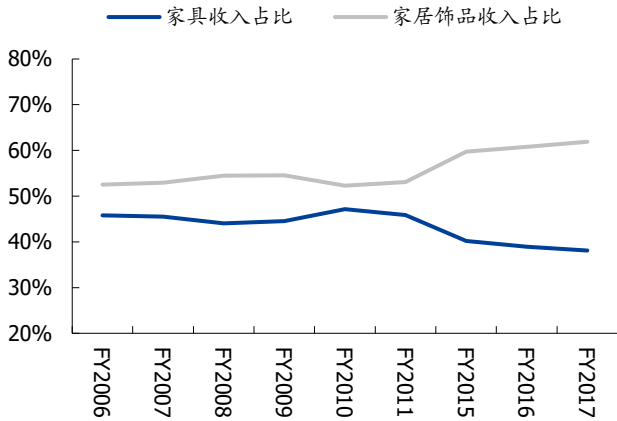
时代划分	第一消费社会 (1912-1944 年)	第二消费社会 (1945-1973 年)	第三消费社会 (1974-1995 年)	第四消费社会 (1996-2034 年)
社会背景	工业化及城市化早期, 以东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生	战后复苏, 城市化推进, 经济高速增长	稳定增长, 泡沫经济期	泡沫经济破灭后“失去的二十年”及缓慢复苏期
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5%	5%-->2%	2%-->1.3%-1.4%	1.3%-1.4%
老年人比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	National 消费属于私有主义, 整体来讲重视国家	Family 消费属于私有主义, 重视家庭、社会	Individual 私有主义、重视个人	Social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化, 大城市倾向	大众消费, 大的就是好的, 大城市倾向, 美式倾向	个性化、多样化、差别化。品牌倾向、大城市倾向、欧式倾向	无品牌倾向、朴素倾向、休闲倾向、日本倾向、本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车、私人住宅、三大神器(洗衣机、电冰箱、电视机)、3C(小轿车、空调、彩电)	从量变到质变, 每家数辆, 每人一辆, 每人数量	几人一辆, 汽车分享, 住宅分享
消费者	中等阶级家庭、时尚男女	小家庭、家庭主妇	单身者、啃老单身	所有年龄层里单一化的个人

资料来源: (日)三浦展《第四消费时代》, 国盛证券研究所

迎时代趋势, 高频、低价消费模式增强用户粘性。为迎合日本民众家居需求, 公司 1) 以高频带低频: 聚焦于消费频率更高的家居饰品, 2006-2017 财年公司家居饰品收入占比从 52.5%提升至 61.9%, 产品结构转型升级; 2) 产品创新&品牌拓展: 2008 年推出“N Warm”系列, 后推出“N Cool”系列, 注重“Day+Value”与“&Style”品牌互补,

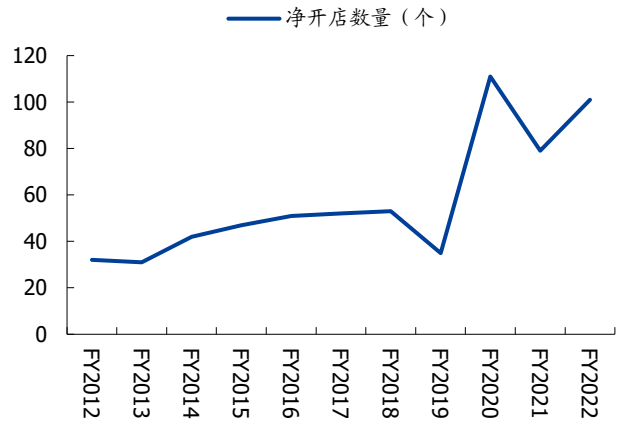
2018年商品SKU达到2-2.5万个，且门店中超70%的商品是独立开发与设计；3) 强调产品搭配和布局：研究商品展示位置、通道宽度、灯光、产品介绍卡以及POP广告等，门店产品之间实现协同；4) 推行降价策略：2008-2012年总计实施12次降价，降维打击中小型家居企业。得益于对高性价比产品的打造，2012-2019财年公司开店数量维持平稳，其中2019财年受疫情影响开店数量略有减少。

图表60: 宜得利家居饰品收入占比持续提升



资料来源: 公司公告, 彭博, 国盛证券研究所

图表61: 净开店数量维持平稳



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所  
注: FY2019对应2019年3月-2020年3月

渠道数量扩张, 门店小型化、多元化, 坪效提升显著。公司渠道进入加速拓展阶段, 2008-2022财年门店数量从188家提升至902家。从店态来看, 公司践行门店多元化策略, 2011年推出DECO HOME门店, 轻盈的门店模式和区别于大型店铺的服务使得小型化门店得以快速扩张, 且坪效持续提升, 2014-2022财年总体坪效从27万日元/平米增加至32万日元/平米(提升20%)。从区域来看, 公司积极出海布局, 2007年拓展中国台湾市场为全球因地制宜扩张奠定基础, 截至2023年3月末共开设129家海外门店。

在植根供应链优势基础上, 公司在地产下行周期过后积极拓展产品及渠道, 强化零售运营, 2007-2022财年收入、利润CAGR分别为10.3%、11.9%, 2008年1月4日-2024年10月7日股价上涨766.56%, 估值保持在10x-40x左右。

图表62: 海外布局计划



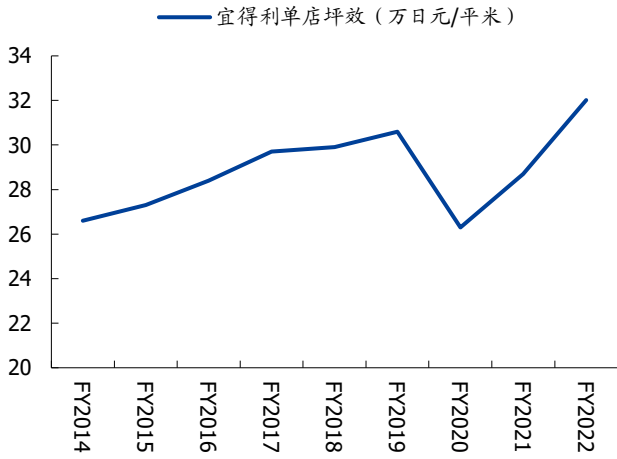
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表63: 宜得利店铺-按品牌/地区划分(家)

	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
NITORI	377	396	415	433	450	472	494
EXPRESS		9	12	14	17	22	29
DECO HOME	51	62	78	94	106	140	167
N+					17	18	30
Shimachu					61	56	53
日本总计	428	467	505	541	651	708	773
中国台湾宜得利	27	27	31	30	35	44	53
美国Aki-Home	5	5	3	2	2	2	1
中国大陆宜得利	11	24	37	34	34	46	67
马来西亚宜得利						1	7
新加坡宜得利							1
海外总计	43	56	71	66	71	93	129
总计	471	523	576	607	722	801	902

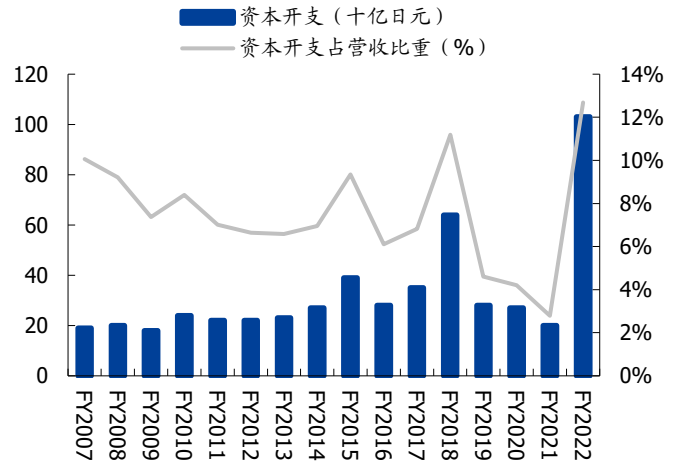
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表64: 宜得利单店坪效持续提升 (万日元/平米)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表65: 宜得利资本支出及营收占比



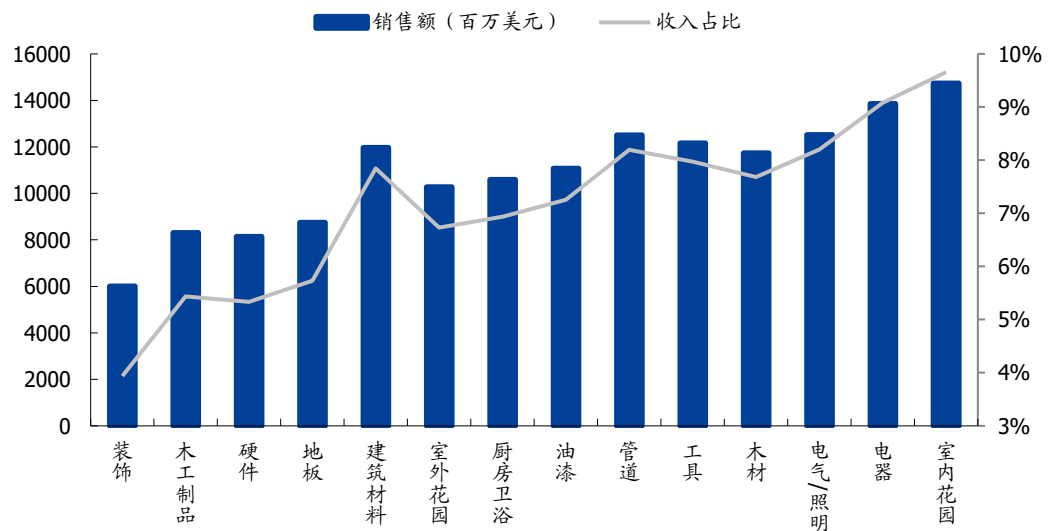
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2.2 家得宝: 调整期战略变革, 聚焦零售, 重拾增长

**多元化业务布局+多品类一站式消费, 驱动业绩稳健成长。**家得宝是全球最大的家居零售商之一, 公司业务布局涵盖从装修乃至后端家电业务等 14 类产品, 为消费者打造一站式购齐和 DIY 体验, 且各类产品收入占比均不足 10%, 多元化业务布局驱动客单价稳步提升 (2003-2023 财年客单价从 51.2 美元提升至 90.1 美元)。

**高效大店模式提高坪效, 供应链服务能力持续强化。**1) 采购体系: 家得宝全球采购, 共有商品 3-4 万个, 享受集采优势, 也为公司性价比策略奠定基础; 2) 物流体系: 2018 年家得宝计划在未来 5 年投资 12 亿美元, 打造“一条龙供应链”, 重点投资于供应链的下游环节, 将产品配送至客户家中或工作场所, 可以实现隔天或者当天送达; 3) 门店模式: 仓储式家居超市, 2023 财年单个门店面积 10.4 万平方英尺 (约 9662 平米), 相比单品类店更容易做高坪效。截止 2024 年 1 月末, 公司共拥有 2335 家门店, 单店收入约在 6538 万美元, 坪效高达 605 美元/平方英尺 (4 万+人民币/平米)。

图表66: 2023 年家得宝产品结构 (百万美元, %)

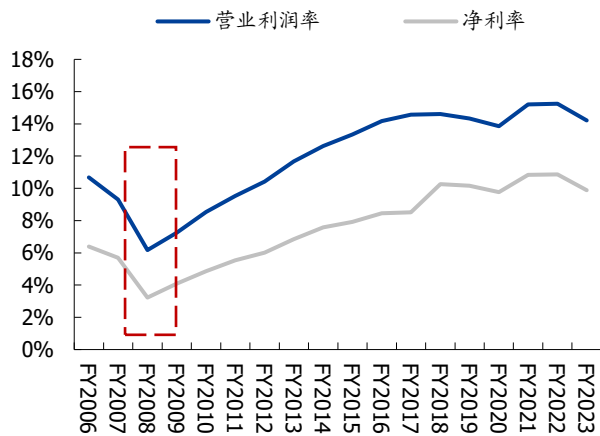


资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

**调整期 (2008-2009 年): 新任总裁 Frank 管理风格稳健, 聚焦零售, 重拾增长。**2007 年 Frank 接任 Nardelli CEO 一职, 其管理风格稳健, 聚焦零售业务, 专注单店坪效/营收

提升及净利率改善。主要采取如下举措：1) 出售 HD supply 以缩减大宗业务；2) 2007-2008 年陆续关闭 EXPO 整装门店/卫浴业务/庭院店及 15 家盈利不佳的零售门店，专注单店经营状况提升；3) 持续扩品类，2011 年引入了一系列创新和独特的产品，例如为电动工具引入锂电池技术等，助力零售业务增长。2008-2010 财年公司营业收入、利润 CAGR 分别为 -2.3% 和 19.8%，净利率从 3.2% 提升至 4.9%。

图表67: FY2007-2023 营业利润率&净利率



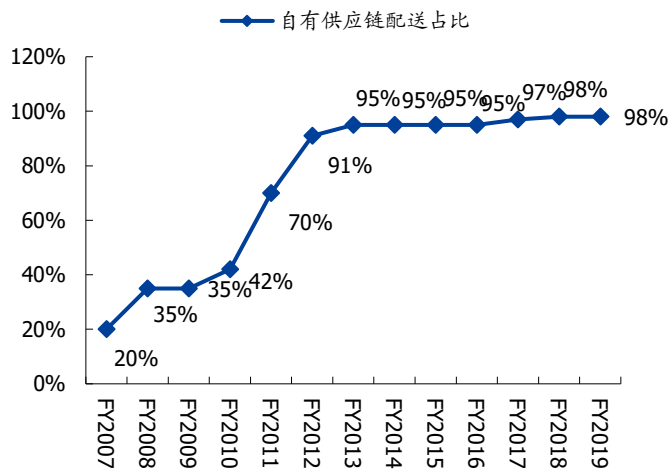
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表68: 公司配送中心全面升级

种类	职能用途
快速配送中心 (RDC)	将多个产品需求聚集为单个采购订单集中处理, 优化产品分配和门店运输
仓储配送中心 (SDC)	处理进口物品、大而笨重物品和特殊货物
批发送中心 (BDC)	处理适宜使用平板卡车配送的大型建材
专业配送中心	处理离岸固结、返回物流中心和交叉码头操作
市场配送业务 (MDO)	作为本地货运枢纽, 完成最后一英里的交付, 主要针对电器销售业务
平板配送中心	配合批发送中心, 专门处理伐木等大型建材的配送

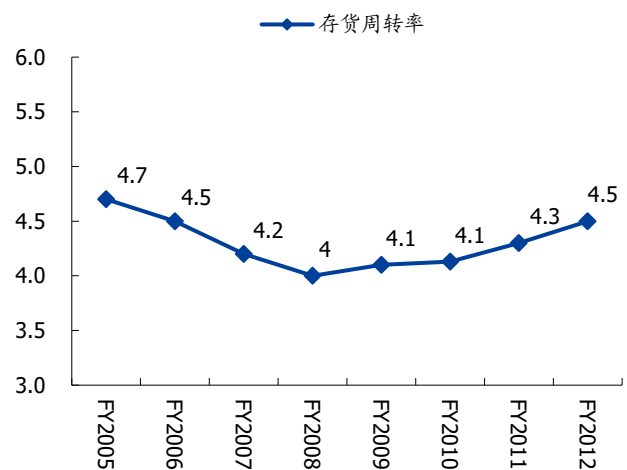
资料来源: 公司公告, 亿邦动力, 国盛证券研究所

图表69: FY2007-2019 家得宝自有供应链配送占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表70: FY2005-2012 家得宝存货周转率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**2010 年至今: 经济复苏&家居回暖, 业务矩阵优化, 线上线下渠道融合, 供应链持续优化。**  
 ①重视 PRO 业务布局: PRO 业务具备高客单值、合作长期稳定特点, 公司着力拓展 PRO 旗下的 MRO (维护、维修和运营) 业务, 以深化对装修工、建筑商、维修承包商等专业客户的服务, 2020 年重新收购北美领先的 MRO 分销商 HD Supply。  
 ②增强渠道流量运营, 线上引流+线下交付: 家得宝重视渠道变革, 发力电商, 2010-2016 年陆续上线 HomeDepot 应用程序、推出 BOPIS/BORIS/BOSS 等服务, FY2019 家得宝电商收入占比 9%、增速 19.4%, 电商业务占比持续提升。  
 ③供应链管理持续优化: 家得宝于 2018-2020 年重点投资店面改造、信息系统建设、供应链扩张等领域; 2021 年家得宝进一步提升 RDC (快速部署中心) 的自动化水平, 运用手机和电子货架标签功能等措施加强库存信息化管理, 实现货运流的可预测性, 2010-2023 财年公司存货周转率稳定在 4.1-5.8 区间, 收入、利润 CAGR 分别为 6.4% 和 12.4%。2010 年 1 月 4 日-2024 年 10 月 7 日股价上涨 1899.84%, 估值位于 13x-29x 区间。

图表71: 家得宝积极布局电商

时间	措施
2011	推出 BOPIS (在线购买、店内提货), 于 2020 年迅速推出路边皮卡以补充 BOPIS 业务, 同时在许多商店的前门设立自助储物柜, 客户可以根据需求进行订单交付, 提升客户体验。2016-2020 年间网购后店内取货的比例自 40% 提升至 60%、2021 年因为疫情略有下滑。
2012	推出 BORIS (在线购买、店内退货) 及 BOSS (在线购买、送货到店)
2014	建立 DFC 直接配送中心处理线上订单,
2016	新推出 BODFS (在线购买店内发货), 客户在线购买后, 可以选择首选交付日期和时间窗口, 家得宝以自有供应链和物流体系送货到家, 保证服务质量。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3 龙头表现: 韧性突出, 渠道转型、品类扩张

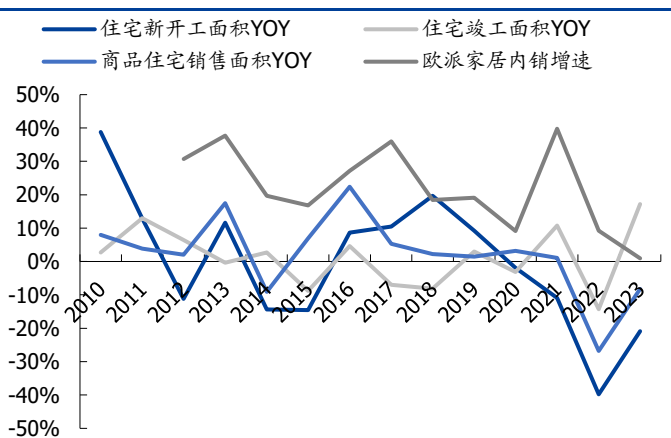
**地产下行期核心驱动力接力换挡, 行业马太效应加强。**家居龙头与地产周期相关性走弱, 地产下行加速家居行业分化, 家居龙头通过扩品类+多品牌+拓渠道等方式扩展多元增长曲线, 抓住细分市场结构化转型机会穿越周期。

**第一轮下行周期 (2013-2014 年):** 行业仍在跑马圈地阶段, 家居龙头聚焦于多品类/品牌布局突破增长瓶颈, 战略清晰、执行能力强的顾家&欧派成功穿越周期。

**第二轮下行周期 (2018-2021 年):** 增量主导→存量竞争, 逆势扩张不易, 效率变革成为核心, 顾家管理下沉、组织细化, 并转型大家居、强调品类融合; 欧派加强前置流量渠道布局, 发力整装及大宗, 同时依赖软体、家电等配套率提升。家居龙头通过供应链优化 (成本+服务优势)+产品细化 (多品类/多品牌扩张)+渠道整合 (渠道多元化、效率提升) 持续加强竞争壁垒, 应对市场变化灵活、高效, 看好龙头穿越周期能力。

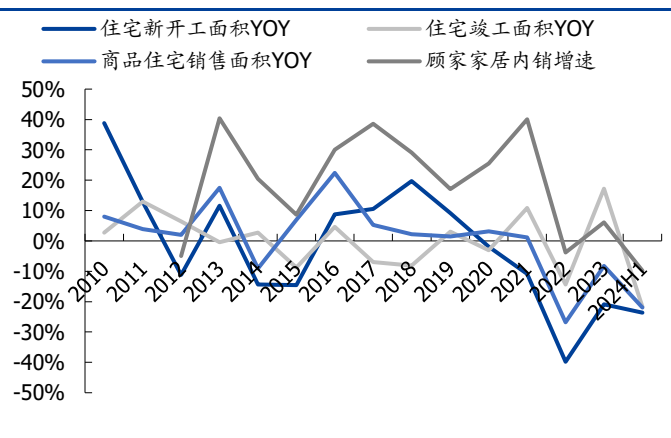
**第三轮下行周期 (2024 年至今):** 地产压力逐步显现, 竣工进入下行周期, 渠道客流量下降明显, 上下游整合和存量房市场扩张成为核心命题, 欧派率先开启零售大家居 (硬装+定制+软装), 且家居龙头加速探索旧改市场和以旧换新市场。

图表72: 欧派家居内销增速 VS 地产数据



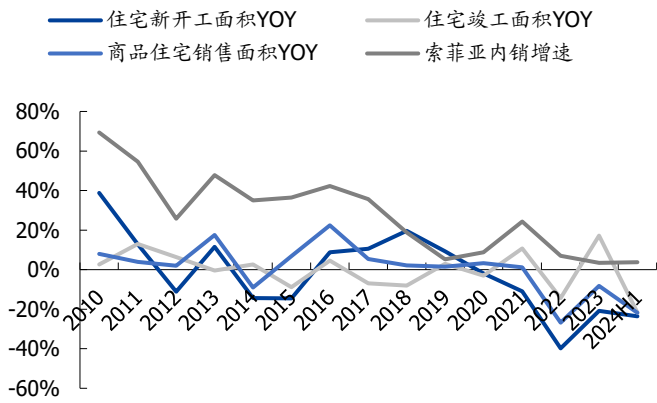
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表73: 顾家家居内销增速 VS 地产数据



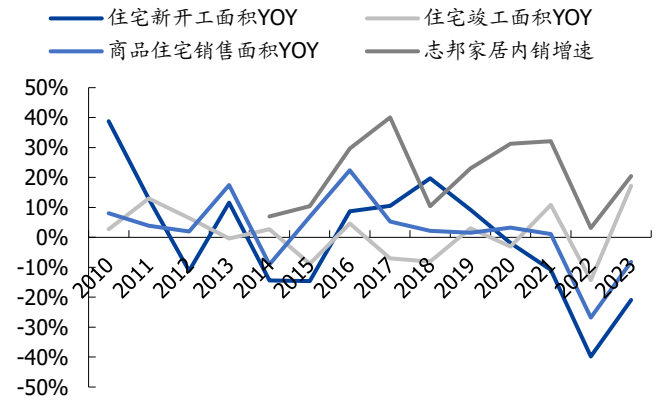
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表74: 索菲亚内销增速 VS 地产数据



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表75: 志邦家居内销增速 VS 地产数据



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**外部压力下龙头业绩分化。**近年来经营环境承压、消费者选择路径变化对家居企业零售化能力提出考验，中小企业普遍面临应变能力不足、供应链实力和零售能力难以支撑转型的问题，行业供给端加速劣汰，截至2024年7月，家居亏损企业数量占比达29.1%，较年初+5.9pct。龙头企业依托多品牌+全品类布局、前端引流获客及转换、门店精细化管理、后端供应链升级提升经营效率，经营业绩始终展现较强韧性，2024年1-6月全国家具零售额累计为721亿元（同比+2.6%），传统家居龙头索菲亚/喜临门/慕思收入同比+3.9%/+4.0%/+9.6%。

**品牌层面：主品牌全面发展，品牌矩阵多元化。**龙头为应对外部严峻的市场环境，1) 对低效能品牌进行精简，顾家于2023年10月底剥离“天禧派”，欧派“铂尼思”转型整装品牌；2) 全面向整家品牌转型，以欧派/顾家为代表，主品牌已经全面转为大家居品牌，打造更高效且能服务各层次需求的整家解决方案，索菲亚多个品牌协同向整家转型；3) “年轻、时尚”品牌扩张，喜临门“喜眠”、欧派“欧铂丽”加速下沉市场拓展。

图表76: 家居企业覆盖品牌品类

公司	主要产品	产品定位	相关核心品牌
顾家家居	全屋定制	全价段	顾家家居KUKA（主打年轻及下沉的乐活系列完善了原本中高端品牌在低端的矩阵）
	沙发	高端	居礼KUKA HOME（KUKA子品牌）、Rolf Benz（德/旗下品牌）、LAZBOY（美/战略合作）、Natuzzi（意/战略合作）
	共享按摩椅 整体衣柜&家用移门系统	大众/互联网智能 大众	爽客 班尔奇
喜临门	床垫	中高端 下沉市场/年轻化	净眠（喜临门子系列） 喜眠
	软床及配套	中高端 大众	法诗曼&爱尔娜（喜临门子系列） 喜眠&布拉诺（喜临门子系列）
	沙发	中高端 中端	M&D（意） 可尚（喜临门子系列）
索菲亚	木门	高精尖人群	华鹤（已制定整家战略）
	整家定制	高端 中高端 年轻互联网人群	司米 索菲亚 米兰纳
欧派	集成厨房	中高端	菲思卡尔 FITZCARL
	整装大家居	轻奢定制 高端 中高端 年轻时尚品牌	欧铂丽 欧图（门窗） 欧派（整装）、欧铂尼（门墙） 铂尼思BAUNIS（一体定制）
	全屋智能	互联网智能	海烈鸟（独立科技品牌）

资料来源: Wind, 各公司公告, 各公司官网, 国盛证券研究所

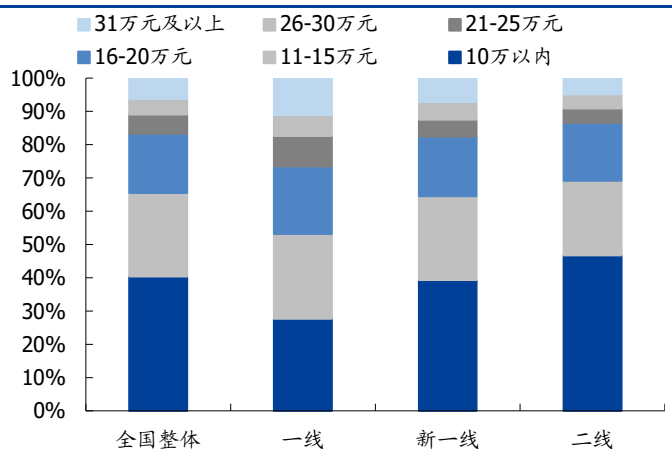
**品类层面：整家套餐发力性价比，多品类协同下配套品高增。**龙头积极推进大家居战略落地，整家套餐加速引流，厨衣木等多品类协同发展，细分来看：

1) 定制龙头：整家竞争加剧，套餐凸显性价比的同时多品协同下配套品类有望高增。根据贝壳研究院数据，2023年全国范围内装修预算15万以下消费者占比65.5%，一线和

新一线城市，预算15万以下的消费者占比也分别高达53.2%和64.5%，需求疲软趋势延续，头部家居企业不断创新套餐设计，凸显性价比，加大促销力度引流拓客，如欧派第一事业部推出49800大家居套餐，第二事业部发布598装满家2.0模式，第三事业部借助699引流至29800、39800升级版等，索菲亚也推出39800元整家套餐。消费者在“定制+软体+床品”的整装打包之外，还需要一次解决更多场景的装修如卫生间和厨房，涉及卫浴、木门、家电等多种品类，对企业自身品类管理和横向跨行业合作的能力有更高要求，欧派在315提出以不足5万元为入门的全包套餐，客户可灵活替换加购；2024H1索菲亚/志邦/金牌在木门品类取得同比+17.7%/+6.9%/+3.0%的较快增长。

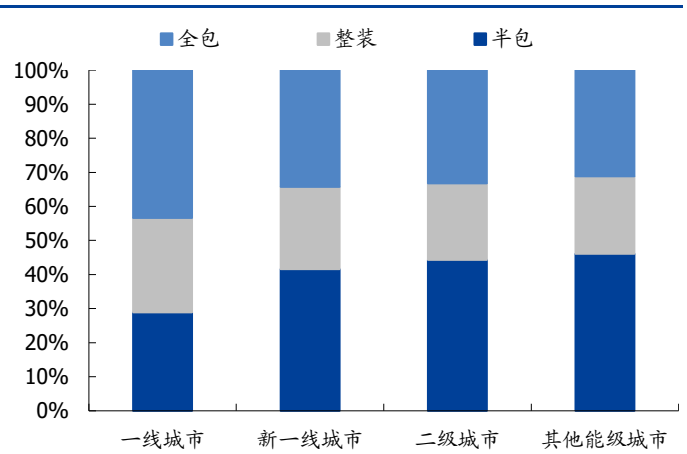
2) 软体龙头：积极推进融合套餐，丰富产品系列推动下沉市场布局。顾家2024H1床类产品收入同比-19.9%（受天禧派剥离&外销床垫产能爬坡影响），“乐活”系列进一步渗透下沉市场，逐渐拓展品类。

图表77: 2023年不同能级城市家装消费者预算水平



资料来源: 腾讯网, 贝壳研究院, 国盛证券研究所

图表78: 2023年不同能级城市套餐需求结构



资料来源: 腾讯网, 贝壳研究院, 国盛证券研究所

图表79: 定制家居公司分品类收入及毛利率(亿元)

	2019A	2020A	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	2021A	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022A	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023A	24Q1	24Q2
<b>橱柜</b>																			
欧派家居收入	61.93	60.61	12.59	19.45	21.90	21.34	75.29	13.24	19.4	21.83	17.23	71.73	10.85	19.87	20.92	18.66	70.31	10.68	14.90
YOY	7.4%	-2.1%	96.2%	25.9%	12.7%	10.5%	24.2%	5.1%	-0.1%	-0.4%	-19.3%	-4.7%	-18.0%	2.2%	-4.1%	8.3%	-2.0%	-1.6%	-25.0%
毛利率	36.6%	36.2%	31.7%	34.4%	33.6%	36.7%	34.4%	30.5%	31.6%	36.8%	36.0%	34.0%	29.3%	30.8%	39.2%	35.5%	34.3%	25.5%	31.9%
索菲亚收入	8.51	12.11	5.62	8.58	14.20	5.39	7.33	12.72	4.81	7.62	12.44	6.10	20.1%	42.3%	121.1%	-10.3%	17.3%	-4.1%	-10.4%
YOY	20.1%	42.3%	121.1%	-10.3%	17.3%	-4.1%	-10.4%	-14.5%	-10.4%	-10.4%	-10.4%	22.2%	26.4%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
毛利率	28.5%	22.7%	24.4%	27.5%	26.3%	21.9%	27.6%	25.2%	22.2%	26.4%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
志邦家居收入	21.17	24.99	3.60	7.27	7.84	10.64	29.34	3.65	6.52	7.35	9.85	27.37	3.18	6.85	7.49	10.85	28.38	3.16	6.50
YOY	9.8%	18.0%	78.1%	19.2%	11.2%	8.3%	17.4%	1.3%	-10.4%	-6.2%	-7.4%	-6.7%	-12.8%	5.2%	1.9%	10.2%	3.7%	-0.7%	-5.1%
毛利率	42.4%	41.8%	41.6%	41.9%	37.0%	41.7%	40.5%	43.0%	40.2%	40.1%	42.2%	41.3%	46.5%	35.9%	49.4%	36.6%	40.9%	41.5%	37.4%
金牌家居收入	17.82	20.73	3.54	6.50	6.42	8.34	24.80	3.82	5.99	6.82	7.00	23.63	3.62	5.85	6.24	6.61	22.32	3.89	5.58
YOY	16.0%	16.4%	69.4%	46.1%	4.0%	4.0%	19.6%	7.9%	-7.9%	6.2%	-16.0%	-4.7%	-5.2%	-2.3%	-8.5%	-5.6%	-5.6%	7.6%	-4.6%
毛利率	36.5%	32.9%	27.6%	27.3%	31.6%	32.8%	30.3%	29.4%	28.5%	28.1%	30.9%	29.2%	28.3%	29.3%	29.1%	29.7%	29.2%	26.0%	24.8%
<b>衣柜</b>																			
欧派家居收入	51.67	57.72	13.52	17.53	26.31	44.35	101.72	23.20	28.98	34.92	34.29	121.39	19.76	34.54	34.43	30.77	119.49	19.06	25.12
YOY	24.6%	11.7%	173.5%	27.6%	35.4%	126.2%	49.5%	40.9%	65.3%	32.7%	-22.7%	19.3%	-14.8%	19.2%	-1.4%	-10.3%	-1.6%	-3.5%	-27.3%
毛利率	39.9%	40.0%	33.4%	41.8%	39.8%	23.5%	32.2%	28.6%	35.9%	31.0%	31.3%	31.8%	27.7%	11.1%	37.6%	40.4%	36.5%	35.6%	37.5%
索菲亚收入	66.05	67.02	34.59	48.10	82.69	39.16	52.61	91.77	38.76	55.34	94.11	39.09	3.3%	1.5%	57.6%	6.7%	23.4%	13.2%	9.4%
YOY	3.3%	1.5%	57.6%	6.7%	23.4%	13.2%	9.4%	11.0%	-1.0%	5.2%	2.5%	0.8%	38.9%	40.4%	38.0%	34.1%	35.7%	34.0%	34.3%
毛利率	38.9%	40.4%	38.0%	34.1%	35.7%	34.0%	34.6%	34.3%	36.5%	38.6%	37.8%	37.4%	36.5%	40.4%	38.6%	37.8%	37.8%	37.4%	37.4%
志邦家居收入	7.3	11.4	2.8	4.0	5.1	5.7	17.6	3.3	5.04	6.07	6.61	21.03	3.53	6.33	6.89	8.30	25.05	3.84	5.45
YOY	70.8%	55.3%	179.4%	65.4%	33.5%	37.1%	54.3%	19.7%	24.5%	20.0%	15.4%	19.5%	6.8%	25.7%	13.5%	25.5%	19.1%	8.8%	-14.0%
毛利率	31.6%	33.4%	33.3%	33.1%	38.1%	32.6%	34.4%	34.0%	36.3%	39.3%	41.8%	38.5%	35.6%	41.0%	38.4%	36.4%	38.0%	41.1%	40.7%
金牌家居收入	3.05	4.99	1.15	1.61	2.03	3.21	8.00	1.52	2.13	2.95	3.02	9.61	1.59	2.62	3.13	3.11	10.44	1.90	2.28
YOY	121.4%	63.5%	149.6%	47.9%	35.5%	65.3%	60.3%	32.1%	31.9%	45.2%	-6.0%	20.1%	4.6%	23.2%	6.1%	2.9%	8.6%	19.9%	-13.2%
毛利率	26.8%	29.7%	27.2%	26.3%	29.5%	30.4%	28.9%	28.9%	26.6%	26.7%	33.5%	29.2%	27.9%	27.8%	31.5%	30.5%	29.7%	28.2%	27.8%
<b>木门</b>																			
欧派家居收入	5.97	7.71	1.65	2.92	3.81	3.99	12.36	2.18	3.22	4.00	4.06	13.46	2.07	3.69	4.20	3.83	13.78	2.17	2.80
YOY	25.9%	29.0%	155.3%	71.7%	51.7%	39.8%	60.4%	32.3%	10.2%	5.2%	1.7%	8.9%	-4.9%	14.5%	4.8%	-5.7%	2.4%	5.0%	-24.0%
毛利率	12.4%	14.0%	11.5%	13.6%	17.7%	11.2%	13.8%	10.1%	28.2%	21.8%	5.1%	16.4%	7.8%	28.4%	24.4%	18.9%	21.5%	15.0%	18.5%
索菲亚收入	1.88	2.92	1.72	2.86	4.58	1.83	2.50	4.34	2.23	3.66	5.89	2.63	18.8%	55.4%	93.8%	40.4%	56.9%	6.9%	-12.5%
YOY	18.8%	55.4%	93.8%	40.4%	56.9%	6.9%	-12.5%	-5.3%	21.7%	46.0%	35.7%	17.7%	15.9%	14.6%	16.2%	17.7%	17.1%	16.6%	29.3%
毛利率	15.9%	14.6%	16.2%	17.7%	17.1%	16.6%	29.3%	24.0%	25.2%	32.5%	29.8%	28.1%	15.9%	14.6%	16.2%	17.7%	17.1%	16.6%	29.3%
志邦家居收入	0.28	0.43	0.08	0.22	0.47	0.93	1.70	0.22	0.52	0.50	1.04	2.28	0.40	0.90	1.09	1.71	4.10	0.45	0.94
YOY	254.9%	57.0%	115.7%	175.9%	306.8%	355.2%	291.5%	183.1%	133.6%	6.2%	11.9%	34.2%	79.5%	74.5%	118.6%	64.2%	79.9%	11.6%	4.8%
毛利率	-3.6%	16.0%	18.3%	16.1%	8.0%	14.4%	13.0%	8.0%	11.9%	17.1%	6.9%	10.4%	6.7%	22.9%	18.0%	25.2%	21.0%	14.4%	18.5%
金牌厨柜收入	0.08	0.25	0.08	0.13	0.30	0.33	0.84	0.17	0.34	0.51	0.47	1.49	0.30	0.60	0.68	0.88	2.46	0.25	0.67
YOY	2078.7%	222.6%	473.8%	180.5%	273.8%	214.6%	242.2%	107.9%	163.5%	71.7%	41.4%	77.3%	79.3%	75.2%	31.9%	88.7%	65.0%	-14.9%	11.9%
毛利率	10.6%	0.3%	0.5%	3.7%	6.0%	4.4%	5.2%	5.8%	5.9%	10.3%	7.2%	5.6%	3.1%	5.6%	11.8%	7.2%	7.3%	2.6%	2.6%

资料来源: Wind, 各公司 2019-24H1 经营数据公告, 国盛证券研究所

图表80: 软体家居公司分品类收入及毛利率(亿元)

	2019H1	2019H2	2019A	2020H1	2020H2	2020A	2021H1	2021H2	2021A	2022H1	2022H2	2022A	2023H1	2023H2	2023A	2024H1
<b>床类产品</b>																
顾家家居	7.27	12.26	19.53	9.03	14.35	23.38	13.92	19.45	33.38	17.23	18.34	35.57	19.16	21.88	41.04	15.34
YOY	38.0%	102.5%	72.5%	24.2%	17.1%	19.7%	54.2%	35.5%	42.8%	23.8%	-5.7%	6.6%	11.2%	19.3%	15.4%	-19.9%
毛利率	42.6%	30.6%	35.1%	35.0%	36.0%	35.6%	34.3%	32.5%	33.2%	34.4%	35.9%	35.2%	35.3%	38.7%	37.1%	40.5%
喜临门			37.68		42.78				63.81	30.86	36.51	67.37			76.78	
YOY			13.2%		13.5%				49.1%	20.8%	-4.6%	5.6%			14.0%	
毛利率			37.1%		35.7%				34.1%			33.7%			35.6%	
慕思股份			35.03		40.00	24.37	30.79	55.17	22.77	25.12	47.89	20.01	25.75	45.76	21.68	
YOY			22.5%		14.2%	-	-	37.9%	-6.6%	-18.4%	-13.2%	-12.1%	2.5%	-4.4%	8.3%	
毛利率			55.1%		52.0%	49.6%	49.6%	50.1%	49.6%	50.1%						
<b>床垫</b>																
喜临门			27.32		28.55				39.61	19.50	20.98	40.48			50.17	
YOY			4.5%		4.5%				38.7%	29.3%	-14.3%	2.2%			23.9%	
毛利率			36.6%		35.2%				36.2%			36.8%			38.3%	
慕思股份			22.51		23.96	14.25	17.94	32.19	12.87	14.41	27.28	11.46	14.35	25.81	12.40	
YOY			22.6%		6.4%	-	-	34.3%	-9.7%	-19.7%	-15.2%	-11.0%	-0.4%	-5.4%	8.3%	
毛利率			61.2%		59.3%	57.5%	57.0%	57.2%	57.7%	60.0%	58.9%	62.6%	62.1%	62.3%	61.8%	
<b>软床及配套</b>																
喜临门			10.36		14.23				24.20	11.36	15.54	26.90			26.61	
YOY			45.0%		37.3%				70.0%	9.0%	12.8%	11.2%			-1.1%	
毛利率			38.6%		36.7%				30.8%			29.0%			30.5%	
慕思股份			12.52		16.04	10.12	12.86	22.98	9.90	10.71	20.61	8.55	11.39	19.95	9.28	
YOY			22.2%		28.1%	-	-	43.3%	-2.2%	-16.7%	-10.3%	-13.6%	6.4%	-3.2%	8.5%	
毛利率			44.2%		41.1%	38.6%	39.2%	38.9%	40.2%							
<b>沙发</b>																
顾家家居	28.24	30.07	58.31	24.15	39.98	64.13	41.17	51.50	92.68	47.09	42.63	89.72	43.26	50.24	93.50	49.42
YOY	31.7%	0.2%	13.3%	-14.5%	33.0%	10.0%	70.5%	28.8%	44.5%	14.4%	-17.2%	-3.2%	-8.1%	17.8%	4.2%	14.2%
毛利率	56.4%	49.4%	52.6%	49.7%	51.2%	50.6%	51.4%	49.9%	50.5%	52.2%	47.4%	49.8%	33.7%	37.6%	35.8%	35.1%
喜临门			6.19		7.18				10.54	4.89	4.13	9.02			7.70	
YOY			6.4%		15.9%				46.9%	9.0%	-31.8%	-14.5%			-14.6%	
毛利率			26.6%		28.4%				21.9%			25.3%			25.6%	
慕思股份									3.59	2.14		4.50	1.86</			

渠道方面：零售渠道普遍承压，工程渠道表现分化。1)零售：Q2压力环比放大。24Q2商品住宅销售面积累计同比-16.5%，商品住宅竣工面积累计同比-20.5%；新房销售持续低迷，竣工压力逐步传导，24Q2欧派家居、志邦家居、金牌家居、江山欧派零售渠道收入分别同比-23.8%、-17.1%、-19.5%、-25.2%，较Q1均进一步走弱。2)工程：客户结构优化，增长延续分化。家居龙头持续提高风险控制，开拓酒店、学校、医院等增量业务，客户结构优化。24Q2志邦家居、金牌厨柜大宗渠道低基数下保持较快增长，收入分别同比+7.8%、+9.7%，欧派家居、江山欧派受基数影响收入分别同比-10.6%、-9.8%。

门店结构加速优化，渠道能力多元化。24Q2末欧派家居门店数较年初净减少387家，单店收入81万元、同比-24%，公司优化渠道考核政策、鼓励经销商关闭低效店面，主动渠道降负以保存有生战力；索菲亚多品牌协同发展，整家4.0战略发布，客单值持续提升、24H1客单值达23679元、同比+27%，米兰纳门店快速扩张，索菲亚及司米品牌门店缩减比例较大，但整体单店收入同比+7.6%；志邦家居逆势扩张，2024年净开店348家，持续强化南方市场部署和空白市场下沉，受大环境压力影响24H1单店收入同比-17%；顾家家居持续扩张融合大店及整装渠道，顾家星选2.0稳步推进；金牌家居横向推动品类多元化，确定发展存量经销商的局政能力+发展局政业务伙伴的双模式，并进一步探索社区店等新业态，24H1单店收入同比-13%。软体龙头围绕优化开店、TOP装企分销、渠道下沉等方式丰富流量渠道；加大规模试点以旧换新项目，推进“服务营销引流”+“社区以旧换新”模式落地，样板城市率先开启社区店模式运营。定制龙头以城市为运营中心，进一步践行零售大家居，强调品类融合，此外，逐步落实经销商经营减负，深入推进流量赋能建设，多形态迭代拎包业务形态、整装业务形态，获取更为碎片化的需求流量。

图表81：定制家居公司收入-分渠道（亿元）

	2019A	2020A	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	2021A	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022A	23Q1	23Q2	23H1	23Q3	23Q4	2023A	24Q1	24Q2
<b>零售渠道</b>																				
欧派家居	109.0	115.8	24.8	39.4	50.5	48.0	162.7	33.5	47.3	53.4	48.8	182.9	28.5	52.0	80.4	52.8	50.8	184.0	27.7	39.6
YOY	6.2%	174.9%	39.7%	28.8%	21.7%	40.4%	34.7%	20.1%	5.8%	1.6%	12.4%	-15.0%	10.0%	-0.4%	-1.1%	4.2%	0.6%	-2.7%	-23.8%	
毛利率	36.0%	35.2%	29.9%	34.9%	33.2%	27.9%	31.5%	27.8%	34.5%	33.8%	29.3%	31.7%	27.6%	34.5%	32.1%	39.4%	35.1%	35.0%	33.0%	33.8%
索菲亚	67.1	68.1	13.9	21.6	25.7	25.8	87.0	16.6	23.5	27.3	27.6	95.0	15.0	24.8	39.8	59.6	99.4	40.7		
YOY	1.5%		58.8%	22.2%	4.4%	27.8%	19.6%	8.8%	5.9%	9.2%	9.2%	-9.7%	5.5%	-0.8%		8.6%	4.6%			
志邦家居	21.0	24.6	5.1	7.5	9.2	9.8	31.5	5.7	8.4	9.8	9.0	33.0	5.5	9.5	15.0	9.8	11.2	35.9	5.5	7.9
YOY	17.2%	140.5%	25.9%	12.1%	16.8%	28.0%	13.2%	11.5%	7.0%	-7.4%	4.6%	-3.9%	13.5%	6.4%	-0.6%	23.7%	9.0%	0.6%	-17.1%	
毛利率	39.4%	38.4%	37.3%	38.3%	36.4%	38.1%	37.5%	37.6%	37.8%	41.3%	37.6%	38.8%	41.0%	40.5%	42.3%	35.3%	39.4%	41.7%	39.4%	
金牌厨柜	15.3	16.0	3.0	4.7	5.4	7.7	20.7	3.3	4.62	5.57	6.1	19.6	3.2	5.0	8.1	5.8	5.8	19.8	2.9	4.0
YOY	4.2%	99.7%	27.3%	9.8%	29.0%	29.4%	9.7%	-0.6%	3.2%	-20.1%	-5.3%	-4.3%	8.0%	2.9%	4.1%	-4.6%	0.9%	-7.9%	-19.5%	
毛利率	40.1%	39.0%	34.3%	35.7%	38.4%	41.3%	38.3%	37.5%	36.3%	35.5%	42.4%	38.2%	36.5%	34.9%	35.5%	39.2%	34.1%	36.2%	36.2%	28.2%
江山欧派	2.2	2.5	0.7	1.6	1.9	2.7	6.9	1.3	2.3	2.6	2.7	8.8	1.7	2.7	4.4	2.9	2.5	9.8	1.3	2.0
YOY	-26.2%	13.0%	270.6%	211.2%	112.7%	210.1%	180.5%	74.3%	42.0%	36.9%	-2.9%	26.4%	32.6%	19.6%	24.2%	13.3%	-5.6%	11.9%	-23.7%	-25.2%
毛利率	17.6%	24.2%	20.5%	16.8%	19.8%	26.5%	21.8%	17.2%	21.3%	21.8%	24.4%	21.8%	19.2%	24.1%		23.5%	6.7%	24.2%	19.3%	19.8%
<b>大宗渠道</b>																				
欧派家居	21.6	26.8	7.2	8.6	10.5	10.4	36.7	6.7	7.0	10.6	10.6	34.9	5.9	8.9	14.8	12.0	9.1	35.9	7.0	8.0
YOY	52.5%	24.1%	89.7%	30.5%	33.1%	21.9%	36.9%	-7.0%	-19.5%	1.4%	2.5%	-4.8%	-13.0%	28.6%	8.1%	12.9%	-14.7%	2.6%	18.8%	-10.6%
毛利率	34.6%	32.7%	30.2%	30.4%	30.6%	31.8%	30.8%	27.1%	29.2%	27.3%	28.0%	27.9%	20.0%	33.3%	28.0%	26.3%	20.8%	25.6%	15.9%	33.3%
索菲亚	9.4	15.1	3.6	3.7	3.6	5.1	16.0	3.3	3.6	3.7	4.7	15.3	3.0	3.4	6.4	8.1	14.5	7.3		
YOY	60.9%	60.7%	135.2%	-14.2%	-34.2%	6.2%	-9.3%	-0.2%	0.7%	-9.2%	-4.9%	-10.0%	-6.1%	-7.9%		-2.3%	-4.9%			14.7%
志邦家居	6.4	11.7	1.3	3.9	4.1	7.2	16.5	1.3	3.5	3.8	8.0	16.6	1.3	4.3	5.6	5.3	9.1	20.1	1.5	4.6
YOY	63.7%	83.7%	52.7%	55.8%	53.6%	26.2%	40.6%	-1.5%	-11.7%	-5.9%	10.8%	0.4%	4.5%	23.2%	18.2%	40.1%	14.0%	21.2%	9.7%	7.8%
毛利率	42.0%	41.5%	42.1%	39.8%	38.0%	37.4%	38.5%	40.9%	38.0%	35.3%	44.1%	40.5%	32.6%	33.5%	33.3%	43.8%	34.2%	36.5%	36.5%	35.2%
金牌厨柜	5.0	8.9	1.4	3.2	3.0	3.9	11.4	1.8	3.1	4.2	3.7	12.8	1.9	3.3	5.2	3.5	4.0	12.8	2.3	3.7
YOY	149.3%	76.8%	68.5%	99.2%	14.2%	0.4%	28.2%	27.9%	-2.8%	42.5%	-5.5%	11.8%	5.3%	8.9%	7.6%	-16.7%	8.2%	-0.3%	24.7%	9.7%
毛利率	20.0%	18.5%	11.8%	14.6%	14.2%	13.3%	12.1%	14.5%	15.1%	15.3%	14.6%	9.7%	15.8%	13.6%	13.6%	20.4%	15.4%	15.4%	11.5%	18.5%
江山欧派	16.8	26.1	3.6	7.0	6.3	5.3	22.2	3.2	4.9	6.3	7.5	21.8	4.8	6.1	10.8	7.6	7.1	25.5	4.5	5.5
YOY	78.2%	54.8%	38.3%	5.1%	-24.1%	-37.7%	-14.9%	-11.2%	-30.0%	-0.3%	40.3%	-1.7%	49.6%	23.6%	33.9%	20.8%	-4.5%	17.0%	-5.6%	-9.8%
毛利率	34.2%	33.6%	30.9%	33.5%	37.4%	25.6%	32.3%	28.2%	29.3%	29.3%	12.7%	23.5%	20.7%	24.1%	22.6%	23.8%	28.8%	24.7%	14.8%	23.0%

资料来源：Wind，各公司2019-24H1经营数据公告，国盛证券研究所

图表82：定制家居公司零售单店收入对比

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
零售收入（百万元）	8298	9553	10903	11583	16267	18288	18403	6730
门店数	5908	6708	7062	7112	7475	7615(8676)	8716	8329
单店收入（万元）	140.5	142.4	154.4	162.9	217.6	240.2(210.8)	211.1	80.8
YOY		1.4%	8.4%	5.5%	33.6%	10.4%	-12.1%(+0.1%)	-24.4%
零售收入（百万元）	5843	6686	6710	6812	8703	9502	9942	4072
门店数	3035	3558	3736	5040	4863	4100	3767	3557
单店收入（万元）	192.52	187.91	179.60	135.15	178.96	231.75	263.93	114.48
YOY		-2.4%	-4.4%	-24.7%	32.4%	29.5%	13.9%	7.6%
零售收入（百万元）	1644	1861	2131	2462	3152	3296	3595	1341
门店数	1759	2363	2827	3232	3742	4231	4583	4931
单店收入（万元）	93.48	78.76	75.40	76.17	84.23	77.91	78.43	27.2
YOY		-15.7%	-4.3%	1.0%	10.6%	-7.5%	0.7%	-17.0%
零售收入（百万元）	1242	1421	1535	1600	2070	1960	1977	692
门店数	1250	1759	2144	2493	3130	3729	3909	3909
单店收入（万元）	99.36	80.78	71.58	64.18	66.15	52.57	50.58	17.70
YOY		-18.7%	-11.4%	-10.3%	3.1%	-20.5%	-3.8%	-12.6%

资料来源：Wind，各公司2017-24H1经营数据公告，国盛证券研究所  
注：金牌门店数未包含阳台卫浴和玛尼欧门店；欧派门店口径调整，括号内为按照调整后计算的值

图表83：软体家居公司零售单店收入对比

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
内销收入（百万元）	4036	5210	6097	7649	10712	10304	10935	4722
门店数	4935	6076	6486	6691	6456	6743	6946	-
单店收入（万元）	81.8	85.7	94.0	114.3	165.9	152.8	157.4	-
YOY		4.8%	9.6%	21.6%	45.1%	-7.9%	3.0%	-
自主品牌零售（百万元）	1349	1904	2329	3085	5054	5092	5489	2400
门店数	1517	2020	2168	2340	3899	4702	5163	5115
单店收入（万元）	88.93	94.25	107.41	131.82	129.63	108.29	106.32	46.92
YOY		6.0%	14.0%	22.7%	-1.7%	-16.5%	-1.8%	-
内销收入（百万元）	-	-	-	-	6377	5707	5482	2566
门店数	-	-	-	-	4900	5600	5700	-
单店收入（万元）	-	-	-	-	130.15	101.90	96.18	-
YOY	-	-	-	-	-	-21.7%	-5.6%	-

资料来源：Wind，各公司2017-24H1经营数据公告，国盛证券研究所

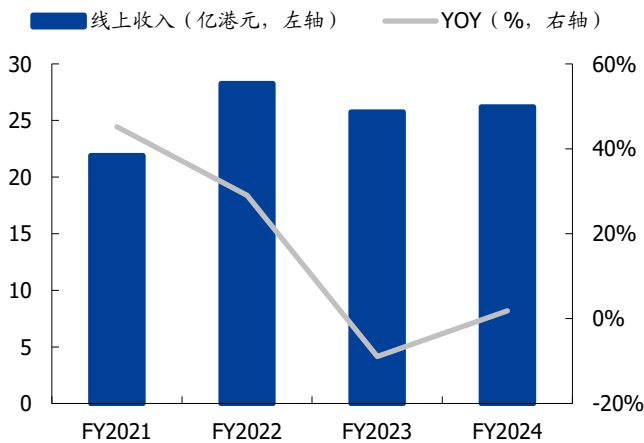
**线上引流、线下体验+成交，发力新零售。**近年来线上内容平台崛起为家居消费提供日益丰富的引流渠道，家居龙头利用淘宝、抖音、微信直播等平台直播带货，哔哩哔哩、小红书等内容平台进行KOL种草，提升品牌关注、消费者好感，更易获消费者青睐。敏华控股较早切入电商领域，2011年开设芝华仕品牌天猫官方旗舰店，持续加码天猫、京东等传统电商平台布局，通过多年深耕成功打造瞌睡椅、小橘沙发、乐享智能床、明星垫、太空舱按摩椅等多个明星爆款单品，稳居功能沙发类目第一名。2021-2024财年公司线上收入由21.9亿港元提升至26.2亿港元（对应CAGR为6.2%），电商表现靓丽。2023年618期间芝华仕在各大电商平台直播总成交额破3.7亿，抖音平台成交额同比增长168.8%，斩获抖音、快手家具类目Top1，直播销售表现靓丽。

图表84: 龙头家居公司线上营销策略

公司	线上打法	具体内容
顾家家居	赞助晚会	连续两年独家冠名赞助天猫双十一晚会、线下活动
	线上促销活动	2020年上半年，通过“321购新家”结合促销活动进行线上“H5游戏”、热搜话题和抖音挑战赛造势
	辩论赛制造话题 短视频内容营销	在天猫超级品牌日特邀辩论大咖、明星夫妻——程璐和思文、傅首尔和老刘，辩论话题“婚房装修，男女双方到底应该谁做主？”推出温馨短片《都市夜归人》、自制微电影《爸爸的加油站》，发起话题#家是爱的加油站#，吸引大量网友参与抢占微信私域“热”流量，打造基于微信生态的数字化直播营销基地“顾家家居的直播间”，创造沉浸式消费体验
敏华控股	直播间私域流量	制定了ALL IN短视频营销策略，发力抖音平台、通过品牌自制、线下门店员工共创、用户口碑分享、达人分享等形式，为站内引流
	布局短视频平台+达人种草	携手抖音、今日头条微博等线上推广平台，以“我的宅家神器”挑战赛、“抖音K歌”挑战赛等活动，用优质的家居场景短视频内容输出，不断提升芝华仕功能沙发的品牌IP效应
喜临门	网红直播+直播线上折扣	邀请网红开展双十一淘宝直播活动，网红直播+优质产品+巨大折扣的组合大幅度拉动线上销售
	总裁直播+KOL种草	在天猫、京东官方旗舰店开展店铺直播、总裁直播，连续多次与各平台头部主播深度合作，并与众多KOL发布短视频“种草”。同时，喜临门已着手布局抖音等其他渠道直播，打造全面且良性发展的电商业务模式
	睡眠质量等话题制造	2020年双十一，总裁直播带货创收1.38亿元，成交额位列家居行业品牌第一，并连续4年获得天猫双十一床垫类销售额第一。在2021年联合京东超级品牌日，打造#非常女子力#热点话题，主动为女性睡眠问题发声，深度对话杜若溪，聚焦职场女性睡眠需求，引发全网关注

资料来源: 公司公告, 公司官网, 公司官方公众号, 美通社, ADGuder, 云财经, 品牌优观察, IT 科技圈, 中国经济新闻网, 家居官点, 优居视界, 砍柴网, 数英 digitaling, 乐居财经, 新浪家居, 国盛证券研究所

图表85: 敏华控股 FY2021-FY2024 电商收入及增速



资料来源: 公司 2019-2024 财年业绩说明会 PPT, 国盛证券研究所

图表86: 芝华仕 2023 年 618 期间各电商平台销售表现

电商平台	销售表现
芝华仕天猫旗舰店	成交额破 1.1 亿
京东芝华仕官方旗舰店	直播生意额突破 4423 万
芝华仕京东自营旗舰店	直播生意额突破 6896 万
抖音芝华仕官方旗舰店	累计成交 2.09 亿, 同比增长 168.8%
快手芝华仕沙发官方旗舰店	销售额同比增长 437.09%

资料来源: 芝华仕官方微信公众号, 国盛证券研究所

**发力整装、拎包入住渠道，销售场景前置化布局。**新房市场由于精装房渗透率提升，整装和拎包入住模式兴起，家居销售场景前置，渠道发生结构性变化。

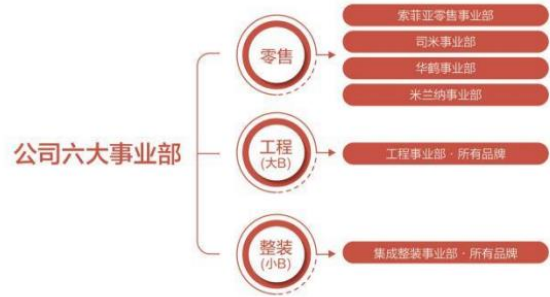
**1) 整装渠道:** 消费者对于一站式服务、装修一个家以及与此相匹配的大家居产品需求日益提升，整装需求迭起，家居企业积极布局整装渠道扩展客流通道。欧派率先在业内拓展整装渠道，2018年开始试点推进整装大家居商业模式，目前“欧派”和“铂尼思”双品牌运营。公司产品端立足“产品化整装”大方向，加大与装企合作力度，落地整装经销商引流、营销帮扶等措施，也积极引导传统零售经销商与当地家装、整装渠道公司开展形式多样的业务合作。索菲亚通过直营整装与经销商合作装企等方式加大对前端流量的渗透，推出专属产品和价格体系、与零售渠道形成差异，打造装企渠道的整家定制模式，2023年整装渠道实现营收同比增长67.5%。截止2023年底，公司集成整装事业部已与221个装企合作，覆盖全国185个城市及区域。

**2) 拎包入住渠道:** 家居企业深入楼盘，与地产商、物业公司合作，将营销场景从终端门店前置到交房现场，通过在小区里建立样板房来发展潜在客户，并赋能当地经销商为客户提

供一站式家居解决方案。拎包渠道获客更为精准、转化效率更优，且整家拎包涵盖了柜、门、墙、配（家居、寝具、电器）、软装等，多品类一站式配齐下客单值大幅拉升。21年欧派衣柜宣布开启“定制+装企”联赢新模式，携手全国200+家头部装企成立“中国整家拎包战略联盟”，全面入局整家拎包，流量前端抢占优质客户，且凭借自身强大的供应链实现多品类集成，赋能家装企业提升其交付能力和运营效率。

图表87: 欧派整装渠道双品牌运营

图表88: 整装事业部是索菲亚六大事业部之一



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表89: 欧派衣柜携手200+家头部装企成立“中国整家拎包战略联盟”

图表90: 拎包模式大幅拉升客单值



资料来源: 优居视界, 国盛证券研究所

资料来源: 优居视界, 国盛证券研究所

## 投资建议

**家装结构变化，存量需求释放、智能化方兴未艾。**存量房市场面临房屋老化，预计每年我国将产生超800万套改善需求；一线及新一线城市存量房已进入二次装修和局部翻新高峰期，局部改造占比达85%；精装、二手旧改市场广阔，厨卫阳为重点改造区域。改造需求较高的功能性空间（厨卫等）以及焕新品类较高的软体、智能家居品类有望率先恢复。

**复盘海外家居零售龙头，组织变革与渠道建设持续变化以适应不同发展阶段，依托供应链优化、品类融合、获客能力提升等持续提高单店坪效，估值中枢稳定向上。**我们预计伴随渠道改革、信息化打通，家居品牌商管理半径下沉，经销商职能弱化，国内家居龙头零售化有望强化。

业绩分化或加速，长期布局底部位置模糊出现，持续推荐渠道变革能力突出龙头企业顾家家居、欧派家居、索菲亚等，推荐成长周期向上的志邦家居、金牌厨柜、森鹰窗业等，推荐更新需求占比较高的敏华控股、喜临门、慕思股份等，智能家居推荐公牛集团、瑞尔特、好太太等。

图表91: 家居板块估值表

公司名称	总市值 (亿元)	营收预测 (亿元)			营收增速		盈利预测 (亿元)			利润增速		PE	
		2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
顾家家居	242	192.1	203.2	223.9	6%	10%	20.1	21.0	23.3	5%	11%	11.5	10.4
敏华控股	216	184.6	206.4	228.8	12%	11%	23.0	26.4	29.7	15%	13%	8.2	7.3
喜临门	67	86.8	93.5	103.1	8%	10%	4.3	5.2	5.9	21%	13%	13.0	11.4
慕思股份	122	55.8	62.1	69.7	11%	12%	8.0	8.7	9.7	9%	11%	13.9	12.5
欧派家居	338	227.8	218.7	233.4	-4%	7%	30.4	28.9	31.1	-5%	7%	11.7	10.9
索菲亚	157	116.7	123.5	134.6	6%	9%	12.6	14.2	15.8	12%	11%	11.1	10.0
志邦家居	50	61.2	61.5	66.4	1%	8%	6.0	5.8	6.3	-2%	9%	8.6	7.9
金牌家居	28	36.5	39.1	43.2	7%	10%	2.9	3.1	3.5	7%	13%	9.0	8.0
江山欧派	33	37.4	37.3	40.5	0%	9%	3.9	3.7	4.1	-6%	11%	9.0	8.1
箭牌家居	78	76.5	79.2	87.1	4%	10%	4.2	4.0	4.8	-5%	20%	19.5	16.2
公牛集团	992	156.9	175.7	196.9	12%	12%	38.7	44.5	50.0	15%	12%	22.3	19.8
瑞尔特	31	21.8	26.4	31.3	21%	19%	2.2	2.4	3.0	11%	22%	12.7	10.4
好太太	53	16.9	19.0	21.7	12%	14%	3.3	3.7	4.3	14%	16%	14.2	12.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 截至2024年10月11日收盘价; 各公司2024E/2025E营收及利润均取自Wind一致预期; 敏华控股货币单位均为港元, 其2023A、2024E、2025E分别对应2024-2026财年)

## 风险提示

**地产超预期下行风险。**家居为地产后周期板块，受地产竣工和销售影响较大，若地产不及预期，将会影响全行业市场需求。

**原材料价格超预期波动风险。**家居直接材料成本占比较高，若原材料采购价格发生剧烈波动，可能对公司盈利水平带来不确定性影响。

**假设和测算误差风险。**部分市场规模、市占率数据采用历史数据推测、测算得来，或存在误差风险；部分渠道占比及产品配套率与实际情况或存在一定误差。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com