



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

24&25Q1 家居板块综述：国补促经营修复， 盈利能力分化，赛道进入精细化运营阶段

轻工制造

2025 年 05 月 08 日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

姜文锜 新消费行业首席分析师

执业编号：S1500524120004

邮箱：

jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编：100031

24&25Q1 家居板块综述：国补促经营修复，盈利能力分化，赛道进入精细化运营阶段

2025 年 05 月 08 日

本期内容提要：

行业层面：国补效果显现，收入下滑收敛、盈利能力分化。地产经历一年调整逐步触及底部，25Q1 新房成交磨底企稳、二手房成交回暖，后续政策有望进一步发力，2024 年家装市场仍维持“442”结构特征（新房 40%、存量房 40%、二手房 20%），家装总量需求下滑逐步收敛。家居龙头 24Q1-3 经营压力逐季放大、龙头收入基数 24Q2 开始走低，24Q4 伴随国补政策落地、补贴常态化，订单稳步改善；同时，家居龙头加速探索旧改、家装、拎包、电商等市场，零售店态稳步转型、坚定大家居发展战略，并持续向内挖潜成本。此外，以欧派为代表的龙头企业鼓励经销商整合存量门店资源，关闭低效门店，大幅减少各类考核指标，聚焦优势资源攻克市场，家居行业正式从门店扩张向门店精细化运营转型；欧派直营事业部较早实现单品转型布局，2018-2024 年客户户均单值 CAGR 达 47%，多品类协同销售占比从 30%提升至 54%。

内销方面：家居国补常态化，软体表现好于定制。顾家、志邦、喜临门、索菲亚、欧派表现领先，24Q4 喜临门、慕思股份、顾家家居收入分别同比 +5.5%、-2.7%、-7.8%。25Q1 顾家内销收入增长双位数左右、领先行业，主要系基数相对较低+国补订单交付效率相对较高+结构性增长点贡献，软床、顾家定制、顾家功能、顾家星选门店延续稳健扩张，功能品类 3 年收入复合增长率 13.4%，融合大店零售增长 16%；欧派零售体系改革阵痛已趋于消除，推动全品类协同&全渠道融合，24 年零售大家居有效门店已超过 1100 家、较期初增加 450 多家；从订单情况看，公司大家居订单额持续保持同比高速增长。当前国补已步入常态化阶段，龙头收入基数 24Q2 开始走低，我们预计 25Q2 开始龙头订单及收入均有望恢复切实增长。

外销方面：订单延续稳健，软体&定制龙头加速出海。我们预计顾家 24Q4&25Q1 外销收入延续双位数以上增长，其中沙发增速更快、卧室产品恢复增长，加快发展功能沙发、单椅、餐吧椅、沙发床等新品类，越南基地综合成本已低于国内、净利率持续提升，美国床垫产能持续爬坡，墨西哥工厂配合小单快反生产，全球化布局深化；我们预计敏华 1-2 月外销收入个位数下滑；喜临门跨境电商运营策略调整、增强经销质量，短期收入承压；慕思收购新加坡知名家居品牌 Maxcoil，加速海外布局。此外，欧派家居已在全球 146 个国家和地区构建稳固的销售网络，24 年海外渠道实现营业收入 4.3 亿元、同比增长 34.4%；志邦、索菲亚、金牌等定制龙头均陆续布局海外市场。

分品类：核心品类（橱衣）回暖，配套品同步改善，整家战略持续推进。龙头积极推进大家居战略落地，整家竞争深化、不断加强场景化设计，欧派以平台思维构建更完善的家品、装修主辅材供应链体系；欧派、索菲亚等定制龙头均已建立完善高中低端品牌矩阵，喜临门、顾家通过“喜眠”“乐活”等子品牌或子系列拓展中低端用户群体，同时顾家线上尝试布局

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

中高端，喜临门、慕思通过 AI 床垫突破新群体。25Q1 定制龙头企业橱柜收入下滑普遍收敛、衣柜收入显著回暖，国补推动连带率提升，木门收入增速亮眼（25Q1 志邦家居、金牌家居木门收入分别同比+42.3%、+43.9%）；床垫品类韧性较强，软体龙头积极发展线上流量、完善以旧换新体系、老客流量贡献逐步提升，价格带布局趋于丰富。

分渠道：零售渠道率先回暖，大宗渠道普遍承压，门店总数趋于收缩、结构升级，25Q1 店效普遍提升。25Q1 国补带动下零售渠道率先回暖，龙头积极优化单店表现、丰富流量结构；工程增长压力放大，25Q1 普遍下滑 20%以上，客户结构优化、24 年欧派非地产开发项目业务量增长近 50%，我们预计后续大宗业务或延续承压、但下滑幅度有望逐步收敛。25Q1 龙头单店收入回升，25Q1 欧派家居、志邦家居、金牌家居单店收入分别同比+10%/+43%/+5%，国补及门店改革对单店模型改善颇具成效。

盈利能力：龙头向内挖潜、推进供应链改革，盈利能力表现分化。欧派率先提出大供应链改革，持续优化供应商体系，推进交付体系改革，推进组织效能提升，对各部门负责人实施刚性考核并根据业绩表现动态调整目标，25Q1 毛利率达 34.3%（同比+4.3pct）；金牌、慕思毛利率同比小幅提升；志邦毛利率同比-5.1pct、主要系内部改革、渠道补贴构成短期影响，此外国补订单对毛利率亦略有拖累；索菲亚、顾家、喜临门毛利率基本平稳。

智能家居：竞争格局恶化，盈利能力有望回升。1) 智能马桶：瑞尔特 24&25Q1 自主品牌线上渠道、国内代工业务表现不及预期，主要系高基数下终端需求走弱、供给端竞争加剧；同时线下渠道费用持续投入，销售费用率维持高位；2) 电动晾衣机：好太太 2024 年智能家居产品销量同比+19.4%、主销单品价格带持续下移，2025 年受益于国补拉动、客单值有望企稳。

投资建议：家居为内需方向中位置&预期均相对较低的板块，且政策发力相对明确，建议关注更新需求占比较高的顾家家居、慕思股份、喜临门、好太太、敏华控股等，关注依托于地方补全国实现份额提升的欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居等。

风险因素：地产下滑超预期风险，国补政策不及预期风险，海外贸易摩擦超预期风险

1 传统家居：国补订单逐步传导，盈利能力分化

收入&利润：25Q1 国补效果显现，收入下滑收敛、盈利能力分化。2024 年消费及地产环境承压，家居企业持续洗牌。地产经历一年调整逐步触及底部，25Q1 新房成交磨底企稳、二手房成交回暖，后续政策有望进一步发力。2024 年家装市场仍维持“442”结构特征(新房 40%、存量房 40%、二手房 20%)，家装总量需求下滑逐步收敛；家居龙头 24Q1-3 经营压力逐季放大、龙头收入基数 24Q2 开始走低，24Q4 伴随国补政策落地、补贴常态化，订单稳步改善；同时，家居龙头加速探索旧改、家装、拎包入住、电商等市场，零售店态稳步转型、坚定大家居发展战略，并持续向内挖潜成本。此外，以欧派为代表的龙头企业鼓励经销商整合存量门店资源，关闭低效门店，大幅减少各类考核指标，聚焦优势资源攻克市场，家居行业正式从门店扩张向门店精细化运营转型；欧派直营事业部较早实现单品转型布局，2018-2024 年客户户均单值 CAGR 达 47%，多品类协同销售占比从 30%提升至 54%。

内销方面，家居国补政策 24 年 10 月大范围落地，25 年春节后进一步铺开，24Q4 由于国补订单尚未确认至收入端，家居企业收入延续承压，软体表现好于定制，24Q4 喜临门、慕思股份、顾家家居收入分别同比+5.5%、-2.7%、-7.8%；伴随国补订单逐步传导，25Q1 家居龙头收入端显著回暖，顾家家居、志邦家居表现领先（同比+12.9%、-0.3%）。其中，25Q1 顾家家居内销收入增长双位数左右、表现最为亮眼，主要系基数相对较低+国补订单交付效率相对较高+结构性增长点贡献，休闲、软床、顾家定制、顾家功能、顾家星选门店延续稳健扩张，建立客餐厅、卧室、定制品类事业部，推动中国营销事业本部的“做实”，对单品重视程度提升；志邦家居启动深度变革调整战略，持续深化“整家一体化”，升级产品与服务，推出智能家居、门窗等新产品及新设计方案，并加码装企业务；喜临门床垫产品矩阵布局完善，线下发力深睡系列、线上发力白骑士系列、同时发力宝霖系列高端 AI 线；索菲亚多品牌协同发展，整家战略助力品类连带率提升；欧派家居零售体系的改革阵痛已趋于消除，持续推动单品经营向大家居转型，推进“以城市运营为中心”的渠道管理架构，实现全品类协同&全渠道融合。当前国补已步入常态化阶段，且龙头收入基数 24Q2 开始走低，我们预计 25Q2 开始家居龙头订单及收入均有望恢复切实增长。

外销来看，订单延续稳健，我们预计顾家家居 24Q4 外销收入双位数增长，其中沙发驱动主要增长、卧室产品仍处于调整，25Q1 外销收入延续双位数以上增长，越南基地净利率持续提升，美国床垫产能持续爬坡，墨西哥工厂配合小单快反生产，全球化布局深化；喜临门跨境电商运营策略调整、增强经销质量，短期收入承压；慕思股份收购新加坡知名家居品牌 Maxcoil 的新加坡销售总部及其位于印尼巴淡岛生产基地的核心资产，完善海外生产基地布局，有望加强东南亚市场辐射、加速品牌出海。此外，欧派家居、志邦家居、索菲亚、金牌家居等定制龙头均陆续布局海外市场，欧派家居已在全球 146 个国家和地区构建稳固的销售网络，24 年海外渠道实现营业收入 4.3 亿元（同比+34%），坚定推行品牌出海战略。

图表 1：定制家居行业主要公司收入及利润情况（百万元，%）

	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1		2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
营业收入规模及增速									收入&合同负债规模及增速								
欧派家居	22479.50	22782.09	3621.32	4961.56	5295.84	5046.01	18924.73	3447.33	23261.79	23781.08	4700.11	6221.51	6388.40	7010.03	20888.74	6343.96	
YOY	10.0%	1.3%	1.4%	-20.9%	-21.2%	-18.8%	-16.9%	-4.8%	7.5%	2.2%	-10.8%	-22.7%	-23.2%	-2.9%	-12.2%	35.0%	
索菲亚	11222.54	11665.65	2111.11	2818.29	2726.13	2838.82	10494.35	2038.10	11924.27	12971.73	2977.73	3694.98	3572.69	5121.02	12776.56	3534.26	
YOY	7.8%	3.9%	17.0%	-4.1%	-21.1%	-18.1%	-10.0%	-3.5%	4.7%	8.8%	6.2%	-12.8%	-23.3%	7.3%	-1.5%	18.7%	
志邦家居	5388.78	6116.47	820.02	1392.09	1463.07	1582.67	5257.85	817.58	5824.53	6590.34	1064.96	1647.45	1737.99	2036.64	5711.82	1084.72	
YOY	4.6%	13.5%	1.8%	-6.9%	-10.1%	-27.7%	-14.0%	-0.3%	2.5%	13.1%	-8.6%	-14.7%	-15.0%	-23.5%	-13.3%	1.9%	
金牌家居	3553.35	3645.48	640.65	879.48	895.98	1058.61	3474.72	587.14	3880.32	4086.06	936.44	1258.09	1154.11	1709.56	4125.66	1140.09	
YOY	3.1%	2.6%	11.4%	-5.6%	-13.9%	-3.6%	-4.7%	-8.4%	0.4%	5.3%	9.4%	-6.8%	-12.8%	11.1%	1.0%	21.7%	
江山欧派	3208.92	3737.95	626.49	815.59	815.00	743.43	3000.51	402.08	3503.66	4018.75	866.51	1044.95	1062.32	943.88	3200.97	598.09	
YOY	1.6%	16.5%	-8.2%	-11.3%	-26.1%	-28.0%	-19.7%	-35.8%	4.5%	14.7%	-13.0%	-14.3%	-23.2%	-28.2%	-20.3%	-31.0%	
王力安防	2202.72	3044.25	435.16	848.95	803.16	1035.16	3122.44	494.32	2369.88	3224.44	645.02	1082.13	1056.82	1212.39	3299.67	717.99	
YOY	-16.7%	38.2%	10.3%	16.9%	1.8%	-8.7%	2.6%	13.6%	-16.4%	36.1%	3.4%	11.4%	-1.0%	-7.8%	2.3%	11.3%	
曲美家居	4852.50	4027.76	887.27	915.83	834.38	914.56	3552.04	878.51	4922.92	4106.93	974.11	984.39	888.79	986.27	3623.76	951.12	
YOY	-4.4%	-17.0%	-8.3%	-6.6%	-15.2%	-16.6%	-11.8%	-1.0%	-4.6%	-16.6%	-6.3%	-8.6%	-18.7%	-16.1%	-11.8%	-2.4%	
尚品宅配	5314.34	4899.83	776.45	933.06	1022.39	1056.90	3788.80	741.32	5936.55	5543.87	1309.78	1541.89	1584.01	1947.26	4679.16	1650.60	
YOY	-27.3%	-7.8%	-4.0%	-26.1%	-29.1%	-23.8%	-22.7%	-4.5%	-28.4%	-6.6%	-13.6%	-23.1%	-22.9%	-4.2%	-15.6%	26.0%	
好莱客	2823.17	2264.83	402.94	520.44	520.71	465.48	1909.56	390.73	2925.23	2458.71	540.29	635.00	648.98	950.75	2394.83	803.79	
YOY	-16.3%	-19.8%	15.9%	-16.7%	-20.4%	-27.0%	-15.7%	-3.0%	-22.6%	-15.9%	8.9%	-19.7%	-19.6%	14.3%	-2.6%	48.8%	
	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1		2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
归母净利润及增速									扣非归母净利润及增速								
欧派家居	2688.43	3035.67	217.94	771.74	1041.17	568.28	2599.13	307.93	2592.34	2745.66	142.84	633.51	986.58	553.02	2315.95	265.91	
YOY	0.9%	12.9%	43.0%	-21.3%	-11.6%	-21.7%	-14.4%	41.3%	3.3%	5.9%	10.0%	-32.7%	-12.6%	1.4%	-15.7%	86.2%	
索菲亚	1064.30	1261.28	165.47	399.13	357.00	449.35	1370.94	12.10	937.24	1134.62	155.89	375.26	342.74	219.11	1093.00	150.86	
YOY	768.3%	18.5%	58.6%	1.0%	-21.2%	45.5%	8.7%	-92.7%	2859.0%	21.1%	73.8%	-0.9%	-21.7%	-4.1%	-3.7%	-3.2%	
志邦家居	536.72	595.07	47.22	101.54	117.42	119.24	385.42	42.08	497.58	548.14	38.97	86.66	106.98	106.90	339.51	35.74	
YOY	6.2%	10.9%	-8.4%	-20.5%	-30.9%	-51.5%	-35.2%	-10.9%	8.1%	10.2%	-10.0%	-28.6%	-33.0%	-52.2%	-38.1%	-8.3%	
金牌家居	277.03	292.03	36.41	33.06	50.09	79.73	199.29	34.90	191.33	233.77	14.10	25.13	42.23	59.28	140.74	14.21	
YOY	-18.0%	5.4%	11.2%	-24.4%	-44.2%	-36.6%	-31.8%	-4.2%	-27.2%	22.2%	8.2%	-17.0%	-36.1%	-52.3%	-39.8%	0.8%	
江山欧派	-298.51	389.93	28.79	76.14	58.64	-54.71	108.86	3.46	-374.34	339.27	19.14	63.85	51.17	-62.93	71.24	-22.89	
YOY	-216.2%	230.6%	-50.8%	-8.7%	-60.8%	-155.5%	-72.1%	-88.0%	-273.3%	190.6%	-50.0%	-14.6%	-63.3%	-172.5%	-79.0%	-219.6%	
王力安防	-42.99	54.64	16.12	38.64	25.75	58.33	138.84	23.80	-68.51	46.53	6.93	38.08	27.51	56.99	129.51	12.48	
YOY	-131.3%	227.1%	4.6%	15.8%	-44.8%	242.9%	154.1%	47.7%	-154.5%	167.9%	-34.9%	17.1%	-23.2%	275.4%	178.4%	80.2%	
曲美家居	36.96	-304.18	-79.43	-45.16	-20.74	-17.44	-162.77	-4.25	-25.60	-286.93	-57.59	-50.83	-12.20	-40.95	-161.58	-27.21	
YOY	-79.2%	-923.1%	17.4%	25.2%	58.0%	82.3%	46.5%	94.6%	-117.3%	-1021.0%	22.3%	1.7%	80.8%	57.9%	43.7%	52.8%	
尚品宅配	46.30	64.85	-86.52	-19.38	-8.25	-101.21	-215.37	-38.86	-17.35	39.12	-94.76	-23.86	-15.10	-94.77	-228.49	-44.85	
YOY	-48.4%	40.1%	9.2%	-159.9%	-112.3%	-266.5%	-432.1%	55.1%	-140.9%	325.4%	9.2%	-205.3%	-124.8%	-257.8%	-684.2%	52.7%	
好莱客	431.06	217.24	12.65	32.22	46.10	-10.44	80.52	2.20	248.45	158.21	5.07	25.03	34.54	-12.71	51.93	-3.60	
YOY	560.1%	-49.6%	5.3%	-55.6%	-50.8%	-126.7%	-62.9%	-82.6%	538.1%	-36.3%	426.1%	-56.8%	-52.8%	-148.7%	-67.2%	-171.1%	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 2: 软体家居行业主要公司收入及利润情况 (百万元, %)

	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1		2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
营业收入规模及增速									收入&合同负债规模及增速								
顾家家居	18010.45	19212.03	4350.45	4558.04	4892.94	4678.29	18479.72	4913.78	19541.66	20815.54	5625.21	5834.23	6131.69	6729.68	20531.11	6416.97	
YOY	-1.8%	6.7%	10.0%	-7.4%	-6.9%	-7.8%	-3.8%	12.9%	-5.8%	6.5%	4.7%	-8.6%	-6.8%	0.7%	-1.4%	14.1%	
喜临门	7838.73	8678.35	1761.13	2196.47	2018.64	2752.89	8729.14	1730.22	8207.47	8924.70	1955.10	2369.46	2168.89	2968.89	8945.13	1883.45	
YOY	0.9%	10.7%	20.0%	-6.0%	-10.8%	5.5%	0.6%	-1.8%	3.0%	8.7%	15.3%	-9.4%	-12.8%	4.0%	0.2%	-3.7%	
慕思股份	5812.68	5578.55	1201.25	1427.88	1248.71	1724.90	5602.74	1121.25	5930.13	5767.39	1355.16	1600.44	1416.49	1946.83	5824.68	1350.30	
YOY	-10.3%	-4.0%	25.5%	-1.0%	-11.2%	-2.7%	0.4%	-6.7%	-11.9%	-2.7%	20.5%	-2.1%	-9.8%	-0.8%	1.0%	-0.4%	
归母净利润及增速									扣非归母净利润及增速								
顾家家居	1812.05	2005.96	420.19	475.92	462.52	57.90	1416.54	519.06	1544.07	1780.99	375.54	405.36	438.28	82.31	1301.50	458.72	
YOY	8.9%	10.7%	5.0%	-9.1%	-19.9%	-88.5%	-29.4%	23.5%	8.2%	15.3%	10.3%	-18.4%	-16.9%	-80.2%	-26.9%	22.2%	
喜临门	237.55	428.87	74.08	159.60	141.46	-52.77	322.36	71.10	204.50	376.64	74.30	148.60	142.75	-73.13	292.53	59.95	
YOY	-57.5%	80.5%	20.2%	-0.6%	-15.8%	-236.7%	-24.8%	-4.0%	-58.7%	84.2%	48.6%	-8.3%	-15.2%	-1809.2%	-22.3%	-19.3%	
慕思股份	708.92	802.27	141.25	231.93	149.14	245.01	767.33	118.05	650.20	783.45	133.31	227.64	129.27	233.10	723.33	118.78	
YOY	3.3%	13.2%	39.5%	-8.9%	-8.3%	-13.7%	-4.4%	-16.4%	-4.0%	20.5%	36.4%	-8.3%	-17.1%	-17.2%	-7.7%	-10.9%	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分业务: 核心品类 (橱衣) 回暖, 配套品同步改善, 整家战略持续推进。

品类上, 龙头积极推进大家居战略落地, 整家竞争深化、不断加强场景化设计, 欧派以平台思维构建更完善的家品、装修主辅材供应链体系; 品牌上, 欧派家居、索菲亚等定制龙头均已建立完善高中低端品牌矩阵, 喜临门、顾家家居通过“喜眠”“乐活”等子品牌或子系列拓展中低端用户群体, 同时顾家家居在线上尝试布局中高端, 喜临门、慕思股份通过 AI 床垫突破新群体。细分来看:

1) 定制龙头: 多品协同战略, 25Q1 核心品类及配套品均回暖。24Q1-3 核心品类 (橱衣) 压力延续、配套品压力逐季放大, 24Q3 木门增速集体转负、米兰纳首次下滑; 24Q4 橱衣木接单稳步回暖, 由于定制品类装修周期较长, 报表收入延后体现; 25Q1 伴随国补效果逐渐体现, 定制龙头

橱柜收入下滑普遍收敛、衣柜收入显著回暖，受益于连带率提升、木门收入增速亮眼，25Q1 欧派家居、志邦家居、索菲亚木门收入分别同比+1.0%、+42.3%、+43.9%。定制龙头积极挖掘存量市场需求，聚焦旧改，品类延伸至门窗、卫浴、墙地空间等，索菲亚通过直营整装与经销商-装企合作等方式加大对前端流量的渗透，并持续开发出毛坯拎包、拎包 2.0、共创事业合伙人等新模式；欧派家居改革门店布局策略，优化整合已有门店，开拓社区店、云店、中介店等窗口型门店抢占流量触达；此外龙头强化中端产品矩阵、补充刚需普及套餐类型。

2) 软体龙头：床垫品类韧性较强，定制业务快速发展。慕思股份渠道结构持续升级、引流举措成效体现，高端床垫发力核心材质、中低端采取爆品折扣策略，我们预计 25Q1 高基数下床垫品类仍保持稳健增长；提升 AI 床垫战略高度，产品持续迭新；喜临门床垫收入平稳，延续产品全价格带布局策略；我们预计顾家家居内贸 25Q1 恢复同比双位数增长，床类基数影响逐渐消除，定制业务延续扩张；龙头积极发展线上流量、完善以旧换新体系、老客流量贡献逐步提升，价格带布局趋于丰富。

图表 3：定制家居公司分品类收入及毛利率（亿元）

	2019	2020	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
橱柜																			
欧派家居收入	61.93	60.61	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	14.71	14.21	54.50	9.77
YOY	7.4%	-2.1%	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%	-29.7%	-23.9%	-22.5%	-8.5%
毛利率	36.6%	36.2%	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%	33.1%	49.8%	35.6%	29.7%
索菲亚收入	8.51	12.11	14.20	5.39	7.33	12.72	4.81	7.62	12.44	6.10	6.42	12.52	-	-	-	-	-	-	-
YOY	20.1%	42.3%	17.3%	-4.1%	-14.5%	-10.4%	-10.7%	-10.7%	-10.7%	-10.7%	-10.7%	-10.7%	-10.7%	-10.7%	-10.7%	-10.7%	-10.7%	-10.7%	-10.7%
毛利率	28.5%	22.7%	26.3%	21.9%	27.6%	25.2%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%
志邦家居收入	21.17	24.99	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	6.82	7.46	23.94	2.65
YOY	9.8%	18.0%	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%	-9.0%	-31.2%	-15.6%	-16.3%
毛利率	42.4%	41.8%	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%	45.7%	37.2%	40.2%	35.4%
金牌家居收入	17.82	20.73	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	5.28	5.50	20.25	3.22
YOY	16.0%	16.4%	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%	-15.5%	-16.9%	-9.3%	-17.1%
毛利率	36.5%	32.9%	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%	26.3%	29.2%	26.6%	28.9%
衣柜																			
欧派家居收入	51.67	57.72	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	27.69	26.04	97.91	18.00
YOY	24.6%	11.7%	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%	-19.6%	-15.4%	-18.1%	-5.6%
毛利率	39.9%	40.0%	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%	47.6%	35.4%	39.4%	39.8%
索菲亚收入	66.05	67.02	82.69	39.16	52.61	91.77	38.76	55.34	94.11	39.09	44.24	83.33	-	-	-	-	-	-	-
YOY	3.3%	1.5%	23.4%	13.2%	9.4%	11.0%	-1.0%	11.0%	-1.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
毛利率	38.9%	40.4%	35.7%	34.0%	34.6%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%
志邦家居收入	7.3	11.4	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	5.84	6.08	21.21	4.21
YOY	70.8%	55.3%	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%	-15.3%	-26.7%	-15.3%	9.7%
毛利率	31.6%	33.4%	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%	32.9%	42.0%	39.0%	37.2%
金牌家居收入	3.05	4.99	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	2.72	3.69	10.59	2.06
YOY	121.4%	63.5%	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%	-12.9%	18.7%	1.4%	8.3%
毛利率	26.8%	29.7%	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%	34.9%	37.4%	33.0%	31.2%
木门																			
欧派家居收入	5.97	7.71	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	3.28	3.09	11.35	2.20
YOY	25.9%	29.0%	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%	-21.9%	-19.1%	-17.7%	1.0%
毛利率	12.4%	14.0%	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%	31.2%	33.8%	25.7%	21.2%
索菲亚收入	1.88	2.92	4.58	1.83	2.50	4.34	2.23	3.66	5.89	2.63	2.81	5.44	-	-	-	-	-	-	-
YOY	18.8%	55.4%	56.9%	6.9%	-12.5%	-5.3%	21.7%	21.7%	46.0%	35.7%	17.7%	-23.1%	-7.6%	-	-	-	-	-	-
毛利率	15.9%	14.6%	17.1%	16.6%	29.3%	24.0%	25.2%	25.2%	32.5%	29.8%	28.1%	26.4%	27.2%	-	-	-	-	-	-
志邦家居收入	0.28	0.43	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	1.00	1.33	3.73	0.64
YOY	254.9%	57.0%	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%	-7.9%	-22.0%	-9.1%	42.3%
毛利率	-3.6%	16.0%	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%	26.0%	12.0%	17.7%	15.9%
金牌家居收入	0.08	0.25	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	0.60	0.97	2.50	0.36
YOY	2078.7%	222.6%	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%	-10.7%	10.2%	1.8%	43.9%
毛利率	10.6%	0.3%	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%	6.5%	11.9%	7.7%	8.1%

资料来源：Wind，各公司 2019-25Q1 经营数据公告，索菲亚 2019-2024 年报，信达证券研发中心

图表 4：软体家居公司分品类收入及毛利率（亿元；%）

	2019H1	2019H2	2019	2020H1	2020H2	2020	2021H1	2021H2	2021	2022H1	2022H2	2022	2023H1	2023H2	2023	2024H1	2024H2	2024
床类产品																		
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	17.16	32.50
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%	-21.6%	-20.8%
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%	41.1%	40.8%
喜临门			37.68			42.78			63.81	30.86	36.51	67.37	-	-	76.78	-	-	77.08
YOY			13.2%			13.5%			49.1%	20.8%	-4.6%	5.6%	-	-	14.0%	-	-	0.4%
毛利率			37.1%			35.7%			34.1%			33.7%	-	-	35.6%	-	-	35.5%
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%	49.6%	50.1%	-	-	-	-	-	-		
床垫																		
喜临门			27.32			28.55			39.61	19.50	20.98	40.48	-	-	50.17	-	-	52.70
YOY			4.5%			4.5%			38.7%	29.3%	-14.3%	2.2%	-	-	23.9%	-	-	5.0%
毛利率			36.6%			35.2%			36.2%	-	-	36.8%	-	-	38.3%	-	-	38.4%
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	14.38	26.79
YOY			22.6%			6.4%	-	-	34.3%	-9.7%	-19.7%	-15.2%	-11.0%	-0.4%	-5.4%	8.2%	0.2%	3.8%
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%	61.1%	61.4%
软床及配套																		
喜临门			10.36			14.23			24.20	11.36	15.54	26.90	-	-	26.61	-	-	24.38
YOY			45.0%			37.3%			70.0%	9.0%	12.8%	11.2%	-	-	-1.1%	-	-	-8.4%
毛利率			38.6%			36.7%			30.8%	-	-	29.0%	-	-	30.5%	-	-	29.3%
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	10.41	19.69
YOY			22.2%			28.1%	-	-	43.3%	-2.2%	-16.7%	-10.3%	-13.6%	6.4%	-3.2%	8.5%	-8.6%	-1.3%
毛利率			44.2%			41.1%	38.6%	39.2%	38.9%	40.2%	-	-	-	-	-	-	-	-
沙发																		
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	52.62	102.04
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%	4.7%	9.1%
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%	35.6%	35.4%
喜临门			6.19			7.18			10.54	4.89	4.13	9.02	-	-	7.70	-	-	7.19
YOY			6.4%			15.9%			46.9%	9.0%	-31.8%	-14.5%	-	-	-14.6%	-	-	-6.6%
毛利率			26.6%			28.4%			21.9%	-	-	25.3%	-	-	25.6%	-	-	18.8%
慕思股份									3.59	2.14		4.50	1.86	2.47	4.34	2.08	2.24	4.32
YOY									-			25.4%	-13.1%	-	-3.6%	11.9%	-9.5%	-0.4%
定制																		
顾家家居	1.38	2.05	3.43	1.35	3.21	4.56	2.94	3.67	6.60	3.54	4.07	7.62	3.93	4.87	8.80	4.91	5.01	9.92
YOY	67.6%	58.0%	61.7%	-2.2%	56.5%	32.9%	118.3%	14.0%	44.8%	20.7%	11.1%	15.3%	11.0%	19.6%	15.6%	24.9%	2.8%	12.7%
毛利率	30.7%	39.2%	35.8%	34.1%	36.5%	35.8%	32.2%	32.6%	32.4%	32.9%	33.2%	33.1%	28.3%	26.9%	27.5%	35.1%	21.2%	28.1%

资料来源：Wind，各公司 2019 年度-2024 年度定期报告，信达证券研发中心

分渠道：零售渠道率先回暖，大宗渠道普遍承压。1)零售：受国补带动明显回暖。2024 年在竣工大幅下滑压力下，渠道降负为核心命题，2024 年欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜、江山欧派零售渠道收入分别同比-19.2%、-10.7%、-16.6%、-10.7%、-30.9%，25Q1 国补带动下零售渠道率先回暖，25Q1 欧派家居、志邦家居、金牌家居零售收入分别同比-0.7%、+15.4%、+5.5%；软体龙头亦推进零售转型，优化单店表现、丰富流量结构，高基数下实属不易。2)工程：增长压力放大，但客户结构优化。家居龙头不断提高风险控制，客户结构持续改善，逐步形成国央企为主的客户结构，同时逐步加强与非地产客户合作，开拓酒店、学校、医院等增量业务，客户结构优化，但竞争持续加剧，25Q1 欧派家居、志邦家居、金牌厨柜大宗渠道收入分别同比-28.6%、-55.8%、-20.2%，索菲亚大宗渠道亦承压，且毛利率普遍下滑显著，我们预计后续大宗业务或延续承压、但下滑幅度有望逐步收敛。

图表 5: 定制家居公司收入-分渠道 (亿元)

	2019	2020	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1	23Q2	23H1	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
零售渠道																				
欧派家居	109.0	115.8	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	41.9	39.5	148.8	27.5
YOY		6.2%	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%	-20.6%	-22.2%	-19.2%	-0.7%
毛利率	36.0%	35.2%	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%	41.6%	38.1%	37.0%	36.6%
索菲亚	67.1	68.1	87.0	16.6	23.5	27.3	27.6	95.0	15.0	24.8	39.8	59.6	99.4	40.7	48.1	48.1	88.8	-	-	-
YOY		1.5%	27.8%	19.6%	8.8%	5.9%	7.2%	9.2%	-9.7%	5.5%	-0.8%	8.6%	4.6%	2.3%	-19.3%	-10.7%	-	-	-	-
志邦家居	21.0	24.6	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	8.2	8.4	30.0	6.4
YOY		17.2%	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%	-16.0%	-25.1%	-16.6%	15.4%
毛利率	39.4%	38.4%	37.5%	37.6%	37.8%	41.3%	37.6%	38.8%	41.0%	40.1%	40.5%	42.3%	35.3%	39.4%	41.7%	39.4%	39.9%	37.9%	39.6%	35.7%
金牌家居	15.3	16.0	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	4.6	6.1	17.7	3.1
YOY		4.2%	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%	-19.8%	4.8%	-10.7%	5.5%
毛利率	40.1%	39.0%	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%	36.2%	39.1%	39.8%	36.4%	37.3%
江山欧派	2.2	2.5	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	1.9	1.6	6.8	0.7
YOY		-26.2%	13.0%	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%	-35.7%	-35.4%	-45.6%
毛利率	17.6%	24.2%	21.8%	17.2%	21.3%	21.8%	24.4%	21.8%	19.2%	24.1%	23.5%	67.6%	24.2%	19.3%	19.8%	21.4%	15.1%	19.0%	9.7%	9.7%
大家居渠道																				
欧派家居	21.6	26.8	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	8.5	7.0	30.5	5.0
YOY		52.5%	24.1%	36.9%	-7.0%	-19.5%	1.4%	2.5%	-4.8%	-13.0%	28.6%	8.1%	12.9%	2.6%	18.8%	-10.6%	-29.2%	-23.2%	-15.1%	-28.6%
毛利率	34.6%	32.7%	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%	31.8%	25.9%	27.2%	17.4%
索菲亚	9.4	15.1	16.0	3.3	3.6	3.7	4.7	15.3	3.0	3.4	6.4	8.1	14.5	7.3	5.9	13.2	-	-	-	-
YOY		60.9%	60.7%	6.2%	-9.3%	-0.2%	0.7%	-9.2%	-4.9%	-10.0%	-7.9%	-2.3%	-4.9%	14.7%	-27.5%	-8.9%	-	-	-	-
志邦家居	6.4	11.7	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	5.0	5.8	16.8	0.6
YOY		63.7%	83.7%	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%	-36.3%	-16.2%	-55.8%
毛利率	42.0%	41.5%	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%	37.7%	36.2%	36.4%	33.1%
金牌家居	5.0	8.9	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	3.1	3.3	12.4	1.9
YOY		149.3%	76.8%	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%	-11.3%	-17.9%	-20.2%
毛利率	20.0%	18.5%	13.3%	12.1%	14.5%	15.1%	15.3%	14.6%	9.7%	15.8%	13.6%	12.3%	20.4%	15.4%	11.5%	18.5%	11.4%	13.2%	14.0%	12.9%
江山欧派	16.8	26.1	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	5.6	5.5	21.0	2.9
YOY		78.2%	54.8%	-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%	-26.6%	-23.4%	-34.5%
毛利率	34.2%	33.6%	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%	20.7%	10.2%	17.3%	7.7%

资料来源: Wind, 各公司 2019-25Q1 经营数据公告, 索菲亚 2019-2024 年报, 信达证券研发中心

门店方面: 门店总数趋于收缩、结构升级, **25Q1** 店效普遍提升。2024 年定制&软体龙头门店总数均有所缩减, 对经销商实施减负、保存有生力量; **25Q1** 欧派家居、志邦家居门店延续收缩调整 (索菲亚及软体公司未披露), 金牌家居门店数小幅回升 (单季度净开店 18 家)。2024 年欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居单店收入分别为 190/254/73/45 万元 (同比-10%/-4%/-7%/-10%), **25Q1** 欧派家居、志邦家居、金牌家居单店收入分别同比+10%/+43%/+5%, 国补及门店改革对单店模型改善颇具成效。欧派家居零售大家居门店占比稳步提高; 索菲亚多品牌协同发展, 2024 年索菲亚品牌工厂端客单价达 23370 元 (同比+19%), 推行城市共创合伙人等新模式; 志邦家居持续强化南方市场部署和空白区域下沉, 同时强化门店整家战略落地; 金牌家居渠道模式创新, 从一城一商变为一城多商 (行政区域缩小)、多渠道 (零售、家装、拎包、线上渠道分别培育对应商), 成立平台公司运作共享大店, 加强社区店布局; 顾家家居持续扩张融合大店及整装渠道, 同时聚焦单店, Lazboy 对部分系列进行合并, 休闲、软床、顾家定制、顾家功能、顾家星选门店延续稳健扩张; 慕思股份由系列招商转变为区域招商、门店结构梳理优化, 同时稳步推进 AI 床垫专区在经销及直营渠道的建设。

图表 6: 定制家居公司零售单店收入对比

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
欧派家居									
零售收入 (百万元)	8298	9553	10903	11583	16267	18288	18403	14875	2750
门店数	5908	6708	7062	7112	7475	7615(8676)	8716	7813	7729
单店收入 (万元)	140.5	142.4	154.4	162.9	217.6	240.2(210.8)	211.1	190.4	35.6
YOY		1.4%	8.4%	5.5%	33.6%	10.4%	-12.1%(+0.1%)	-9.8%	10.1%
索菲亚									
零售收入 (百万元)	5843	6686	6710	6812	8703	9502	9942	8882	-
门店数	3035	3558	3736	5040	4863	4100	3767	3502	-
单店收入 (万元)	192.52	187.91	179.60	135.15	178.96	231.75	263.93	253.62	-
YOY		-2.4%	-4.4%	-24.7%	32.4%	29.5%	13.9%	-3.9%	-
志邦家居									
零售收入 (百万元)	1644	1861	2131	2462	3152	3296	3595	2999	639
门店数	1759	2363	2827	3232	3742	4231	4583	4094	3832
单店收入 (万元)	93.48	78.76	75.40	76.17	84.23	77.91	78.43	73.3	16.7
YOY		-15.7%	-4.3%	1.0%	10.6%	-7.5%	0.7%	-6.6%	42.8%
金牌家居									
零售收入 (百万元)	1242	1421	1535	1600	2070	1960	1977	1766	306
门店数	1250	1759	2144	2493	3130	3729	3909	3886	3904
单店收入 (万元)	99.36	80.78	71.58	64.18	66.15	52.57	50.58	45.46	7.84
YOY		-18.7%	-11.4%	-10.3%	3.1%	-20.5%	-3.8%	-10.1%	5.0%

资料来源: Wind, 各公司 2017-2024 经营数据公告, 信达证券研发中心
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, 括号为按照调整后口径计算的值

图表 7: 软体家居公司零售单店收入对比

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
顾家家居								
内销收入 (百万元)	4036	5210	6097	7649	10712	10304	10935	9361
门店数	4935	6076	6486	6691	6456	6743	6946	5984
单店收入 (万元)	81.8	85.7	94.0	114.3	165.9	152.8	157.4	156.4
YOY		4.8%	9.6%	21.6%	45.1%	-7.9%	3.0%	-0.6%
喜临门								
自主品牌零售 (百万元)	1349	1904	2329	3085	5054	5092	5489	5330
门店数	1517	2020	2168	2340	3899	4702	5163	5065
单店收入 (万元)	88.93	94.25	107.41	131.82	129.63	108.29	106.32	105.23
YOY		6.0%	14.0%	22.7%	-1.7%	-16.5%	-1.8%	-1.0%
慕思股份								
内销收入 (百万元)	-	-	-	-	6377	5707	5482	5447
门店数	-	-	-	-	4900	5600	5700	5400
单店收入 (万元)	-	-	-	-	130.15	101.90	96.18	100.88
YOY	-	-	-	-	-	-21.7%	-5.6%	4.9%

资料来源: Wind, 各公司 2017-2024 经营数据公告, 信达证券研发中心

盈利能力：龙头向内挖潜、推进供应链改革，盈利能力表现分化。欧派家居 25Q1 毛利率提升显著，主要系公司及时调整为以“利润中心下沉、核算单元颗粒化”为改革主线，构建“自主经营、自负盈亏、自我迭代”的市场化经营机制，通过干线整合与 305 个城市承运商建立合作，并推行仓储改革，取消前置仓、缩减分拨仓，25Q1 毛利率达 34.3%（同比+4.3pct）；金牌家居、慕思股份毛利率同比小幅提升 2.0pct/1.7pct 至 30.0%/51.8%；志邦家居毛利率 32.2%（同比-5.1pct）、主要系内部改革构成短期影响；索菲亚、顾家家居、喜临门毛利率基本平稳。

图表 8：定制家居行业主要公司盈利能力（%）

	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
						毛利率											毛利率					
欧派家居	35.84%	35.01%	31.62%	31.61%	34.16%	29.98%	34.46%	40.36%	36.93%	35.91%	34.29%	26.16%	27.23%	24.84%	24.14%	25.46%	18.39%	23.21%	32.22%	27.33%	25.91%	22.60%
YOY(±)	-2.54%	-0.82%	-3.39%	-0.01%	2.55%	3.30%	0.19%	2.75%	2.34%	1.76%	4.31%	-1.99%	1.08%	-2.39%	-0.70%	1.32%	1.46%	-2.56%	2.79%	1.58%	0.45%	4.21%
索菲亚	37.33%	36.56%	33.21%	32.99%	36.15%	32.62%	38.11%	35.86%	34.45%	35.43%	32.61%	27.37%	27.39%	23.51%	23.05%	26.50%	22.48%	28.18%	27.00%	24.73%	25.79%	22.89%
YOY(±)	-0.25%	-0.77%	-3.35%	-0.22%	3.16%	-0.63%	2.37%	-0.90%	-2.97%	-0.72%	-0.01%	-0.62%	0.02%	-3.88%	-0.46%	3.44%	0.50%	1.89%	-0.34%	-3.46%	-0.70%	0.41%
志邦家居	38.53%	38.07%	36.24%	37.69%	37.07%	37.22%	36.37%	37.04%	34.97%	36.27%	32.16%	22.91%	23.14%	21.58%	22.25%	22.52%	18.43%	20.65%	18.82%	21.43%	20.03%	15.09%
YOY(±)	2.58%	-0.46%	-1.83%	1.44%	-0.62%	0.33%	-0.38%	-3.65%	0.32%	-0.80%	-5.06%	0.68%	0.22%	-1.56%	0.67%	0.27%	-0.91%	-2.43%	-7.12%	-2.49%	-3.34%	-2.49%
金牌家居	35.84%	32.73%	30.48%	29.46%	29.58%	28.01%	25.74%	28.33%	31.81%	28.68%	29.96%	19.93%	20.95%	18.72%	17.32%	17.55%	14.71%	15.12%	17.16%	18.84%	16.70%	16.24%
YOY(±)	-3.15%	-3.12%	-2.24%	-1.02%	0.12%	-1.11%	-2.03%	-1.47%	0.65%	-0.91%	1.95%	-0.40%	1.01%	-2.23%	-1.40%	0.23%	0.14%	0.00%	-0.53%	-2.20%	-0.85%	1.53%
江山欧派	32.22%	32.20%	29.10%	23.85%	26.02%	18.76%	24.90%	23.84%	15.80%	21.07%	13.11%	23.61%	26.31%	20.75%	14.48%	18.55%	10.59%	17.70%	17.28%	12.39%	14.79%	5.31%
YOY(±)	-0.51%	-0.01%	-3.11%	-5.24%	2.16%	-2.91%	0.03%	-2.93%	-13.32%	-4.94%	-5.64%	0.76%	2.69%	-5.56%	-6.27%	4.07%	-3.90%	1.04%	-4.01%	-3.77%	5.28%	5.28%
王力安防	29.21%	31.84%	24.45%	24.46%	26.75%	23.09%	26.46%	26.32%	28.41%	26.60%	27.48%	18.26%	21.01%	13.48%	13.28%	15.23%	10.33%	15.11%	13.31%	16.65%	14.49%	13.58%
YOY(±)	0.75%	2.63%	-7.39%	0.01%	2.29%	-4.23%	0.32%	-1.59%	2.28%	-0.15%	4.39%	1.54%	2.74%	-7.53%	-0.21%	1.96%	-4.70%	-0.05%	-1.29%	0.86%	-0.74%	3.26%
曲美家居	43.59%	43.41%	35.83%	32.29%	31.84%	30.97%	32.39%	36.81%	40.59%	35.18%	36.83%	18.82%	20.32%	18.55%	14.82%	11.99%	10.55%	12.50%	16.13%	20.98%	15.05%	16.20%
YOY(±)	1.18%	-0.18%	-7.58%	-3.53%	-0.46%	0.79%	1.13%	3.93%	7.69%	3.35%	5.86%	0.71%	1.50%	-1.77%	-3.72%	-2.83%	1.79%	0.90%	3.33%	6.53%	3.06%	5.65%
尚品宅配	41.57%	33.23%	33.17%	34.62%	34.98%	27.81%	32.88%	34.18%	35.98%	33.06%	35.23%	14.41%	8.96%	9.04%	10.97%	12.92%	1.45%	8.86%	12.12%	13.52%	9.52%	11.69%
YOY(±)	2.11%	-8.33%	-0.07%	1.45%	0.36%	-1.17%	-2.23%	-1.03%	-0.06%	-1.92%	7.43%	0.22%	-5.45%	0.08%	1.93%	1.95%	1.14%	-5.25%	-2.46%	-1.97%	-3.40%	10.25%
皮阿诺	35.78%	34.08%	33.96%	30.02%	29.50%	21.77%	24.22%	24.23%	26.43%	24.28%	19.46%	21.62%	25.50%	24.04%	19.35%	18.93%	6.81%	13.54%	11.91%	19.12%	13.18%	7.22%
YOY(±)	-0.16%	-1.70%	-0.12%	-3.94%	-0.52%	-2.65%	-4.90%	-7.01%	-4.18%	-5.21%	-2.31%	-0.60%	3.88%	-1.45%	-4.69%	-0.42%	-2.52%	-5.81%	-8.48%	-2.46%	-5.74%	0.41%
好莱客	40.06%	36.70%	33.94%	35.15%	35.06%	33.18%	36.46%	34.05%	29.47%	33.41%	29.82%	26.54%	25.80%	24.47%	25.05%	22.17%	17.87%	22.48%	21.23%	15.97%	12.98%	15.77%
YOY(±)	0.50%	-3.37%	-2.76%	1.22%	-0.09%	-2.36%	0.41%	-3.32%	-2.00%	-1.66%	-3.36%	1.72%	-0.74%	-1.33%	0.57%	-2.87%	-0.88%	-1.70%	-4.43%	-2.51%	-2.59%	-2.10%
	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
						毛利率											毛利率					
欧派家居	13.59%	13.99%	13.04%	11.96%	13.32%	15.55%	19.66%	11.26%	13.73%	8.93%	19.24%	17.30%	18.50%	16.29%	16.76%	1.20%	4.32%	5.81%	3.03%	13.64%	1.60%	1.60%
YOY(±)	-0.07%	0.40%	-0.95%	-1.08%	1.37%	1.75%	-0.07%	2.14%	-0.41%	0.41%	2.91%	-1.55%	-1.95%	1.20%	-2.21%	0.47%	0.27%	-1.63%	-1.14%	-1.04%	-3.11%	0.41%
索菲亚	14.02%	14.27%	11.18%	9.48%	10.81%	7.84%	14.16%	13.10%	15.83%	13.06%	0.59%	19.79%	19.47%	2.17%	17.98%	2.35%	5.83%	5.25%	6.23%	18.39%	0.16%	0.16%
YOY(±)	0.90%	0.26%	-13.10%	8.31%	1.33%	2.06%	0.71%	0.00%	6.92%	2.25%	-7.24%	-0.06%	-0.32%	-17.30%	16.23%	0.56%	-1.03%	-2.46%	1.52%	0.41%	-2.19%	-2.19%
志邦家居	11.12%	10.30%	9.81%	9.96%	9.73%	5.76%	7.29%	8.03%	7.53%	7.33%	5.15%	17.08%	17.75%	19.51%	18.65%	18.10%	1.42%	3.12%	3.64%	3.56%	11.34%	1.21%
YOY(±)	-0.10%	-0.82%	-0.49%	0.15%	-0.23%	-0.64%	-1.25%	-2.41%	-3.70%	-2.40%	-0.61%	2.50%	0.67%	1.76%	-0.87%	-0.55%	-0.35%	-1.20%	-2.14%	-4.22%	-6.76%	-0.21%
金牌家居	11.41%	11.09%	9.80%	7.80%	8.01%	5.68%	3.76%	5.59%	7.53%	5.94%	5.94%	20.03%	16.03%	14.02%	10.68%	10.55%	1.31%	1.20%	1.83%	2.86%	7.09%	1.23%
YOY(±)	-0.94%	-0.32%	-1.28%	-2.01%	0.21%	-0.01%	-0.93%	-3.04%	-3.92%	-2.28%	0.26%	-1.36%	-4.00%	-2.01%	-3.34%	-0.13%	0.06%	-0.46%	-1.56%	-1.76%	-3.46%	-0.08%
江山欧派	12.89%	14.14%	8.14%	9.30%	10.43%	4.60%	9.24%	7.19%	7.36%	6.63%	0.86%	19.91%	13.95%	21.10%	25.42%	1.86%	5.27%	4.35%	-4.08%	8.20%	0.26%	0.26%
YOY(±)	0.99%	1.25%	-6.00%	17.44%	15.73%	-3.98%	0.26%	-6.35%	-16.90%	-6.80%	-3.73%	6.00%	5.92%	-11.88%	-35.05%	46.52%	-2.19%	0.77%	-6.63%	-10.71%	-17.12%	-1.60%
王力安防	10.86%	11.34%	5.20%	-1.95%	1.79%	3.70%	4.55%	3.21%	5.64%	4.45%	4.81%	24.62%	21.79%	7.96%	-2.60%	3.37%	0.99%	2.43%	1.65%	3.64%	8.49%	1.44%
YOY(±)	2.09%	0.48%	-6.14%	-7.15%	3.75%	-0.20%	-0.04%	-2.71%	9.24%	2.65%	1.11%	6.42%	-2.83%	-13.83%	-10.56%	5.96%	0.06%	0.39%	-1.20%	6.12%	5.13%	0.46%
曲美家居	1.92%	2.43%	3.51%	0.76%	-7.55%	-8.95%	-4.93%	-2.49%	-1.91%	-2.65%	-0.48%	5.47%	4.81%	8.82%	1.68%	-16.00%	-3.83%	-2.02%	-0.94%	-0.81%	-7.75%	-0.20%
YOY(±)	3.96%	0.51%	1.08%	-2.75%	-8.31%	0.99%	1.23%	2.53%	7.06%	2.97%	8.47%	9.85%	-0.67%	4.01%	-7.13%	-17.69%	0.73%	0.97%	1.55%	4.29%	8.25%	3.64%
尚品宅配	7.28%	1.56%	1.23%	0.87%	1.32%	-11.14%	-2.08%	-0.81%	-9.58%	-5.68%	-5.24%	15.02%	2.89%	2.51%	1.29%	1.79%	-2.31%	-0.52%	-0.23%	-2.92%	-6.31%	-1.15%
YOY(±)	0.10%	-5.72%	-0.33%	-0.36%	0.64%	-4.64%	-5.46%	-13.96%	-7.01%	-5.90%	-5.04%	-0.63%	-12.13%	-0.39%	-1.21%	0.50%	0.39%	-1.45%	-2.14%	-4.62%	-8.10%	-1.16%
皮阿诺	11.91%	13.19%	-39.96%	10.58%	6.53%	-4.71%	4.56%	1.73%	-176.60%	-42.30%	-3.14%	14.92%	10.25%	-63.33%	12.15%	6.37%	-0.61%	0.94%	0.28%	-33.87%	-39.89%	-0.42%
YOY(±)	-0.89%	1.28%	-53.15%	50.54%	-4.05%	-2.55%	-4.75%	-6.38%	-182.89%	-48.84%	1.57%	1.11%	-4.67%	-73.58%	75.47%	-5.78%	-0.30%	1.91%	-1.93%	-35.69%	-46.26%	0.19%
好莱客	16.38%	12.65%	1.94%	15.27%	9.59%	3.14%	6.19%	8.85%	-2.24%	4.22%	0.56%	14.30%	10.46%	2.47%	14.17%	7.01%	0.41%	1.04%	1.48%	-0.33%	2.58%	0.07%
YOY(±)	-1.54%	-3.73%	-10.71%	13.33%	-5.68%	-0.31%	-5.41%	-5.46%	-8.37%	-5.38%	-2.58%	-2.25%	-3.83%	-8.00%	11.70%	-7.15%	0.01%	-1.39%	-1.69%	-1.61%	-4.44%	-0.34%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 9：软体家居行业主要公司盈利能力（%）

	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
	毛利率											毛利率										
顾家家居	34.86%	35.21%	28.87%	30.83%	32.83%	33.08%	32.98%	29.80%	35.20%	32.72%	32.39%	16.17%	15.52%	14.13%	14.44%	15.31%	15.67%	16.33%	15.80%	11.84%	14.90%	17.18%
YOY(±)	-1.51%	0.35%	-6.34%	1.97%	2.00%	0.95%	1.97%	-3.97%	1.02%	-0.11%	-0.69%	-0.70%	-0.65%	-1.39%	0.32%	0.87%	0.42%	0.79%	-1.52%	-1.21%	-0.41%	1.51%
喜临门	34.75%	33.76%	32.00%	32.40%	34.37%	33.46%	35.82%	36.49%	30.03%	33.67%	33.44%	18.08%	17.63%	16.64%	12.88%	14.10%	14.30%	16.17%	14.81%	5.92%	12.24%	13.20%
YOY(±)	5.91%	-0.99%	-1.76%	0.40%	1.96%	1.06%	-1.19%	3.97%	-4.68%	-0.70%	-0.02%	11.62%	-0.45%	-0.99%	-3.76%	1.22%	1.86%	-1.53%	0.54%	-5.74%	-1.86%	-1.10%
慕思股份	53.49%	49.28%	44.98%	46.47%	50.29%	50.15%	52.19%	49.85%	48.46%	50.08%	51.84%	22.18%	24.46%	20.35%	21.42%	25.09%	23.60%	28.13%	24.63%	23.75%	25.03%	26.28%
YOY(±)	53.49%	-4.21%	-4.30%	1.50%	3.82%	1.76%	-0.01%	-1.13%	-0.77%	-0.21%	1.69%	52.91%	2.28%	-4.11%	1.07%	3.67%	1.25%	-0.82%	3.12%	-2.51%	-0.06%	2.67%
	归母净利率											ROE										
顾家家居	10.47%	6.68%	9.07%	10.06%	10.44%	9.66%	10.44%	9.45%	1.24%	7.67%	10.56%	19.66%	12.54%	20.76%	20.40%	20.88%	4.29%	4.93%	4.84%	0.59%	14.39%	5.13%
YOY(±)	-0.32%	-3.79%	2.40%	0.99%	0.38%	-0.46%	-0.19%	-1.53%	-8.71%	-2.78%	0.90%	-1.49%	-7.12%	8.21%	-0.35%	0.47%	-0.12%	-0.58%	-1.20%	-4.73%	-6.49%	0.84%
喜临门	7.81%	5.57%	7.19%	3.03%	4.94%	4.21%	7.27%	7.01%	-1.92%	3.69%	4.11%	14.33%	10.66%	17.46%	6.79%	11.59%	1.98%	4.26%	3.73%	-1.39%	8.56%	1.87%
YOY(±)	18.22%	-2.24%	1.62%	-4.16%	1.91%	0.01%	0.39%	-0.41%	-3.40%	-1.25%	-0.10%	33.51%	-3.67%	6.81%	-10.67%	7.80%	0.24%	-0.18%	-0.83%	-2.43%	-3.04%	-0.11%
慕思股份	8.62%	12.05%	10.59%	12.20%	14.18%	11.76%	16.24%	11.94%	14.20%	13.70%	15.53%	31.84%	28.53%	26.75%	16.27%	17.29%	3.03%	4.99%	3.33%	5.53%	16.98%	2.58%
YOY(±)	1.83%	3.42%	-1.45%	1.60%	2.19%	1.18%	-1.40%	3.38%	-1.81%	-0.69%	-1.23%	2.19%	-3.31%	-1.78%	-10.48%	1.03%	7.37%	-0.81%	-0.36%	-0.70%	-0.31%	-0.45%

晾衣机电商 GMV 同比+33%。

图表 10: 重点智能家居企业收入及利润情况一览 (百万元, %)

	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
	营业收入规模及增速								收入&合同负债规模及增速							
箭牌家居	7513.46	7648.18	1134.64	1953.28	1743.78	2299.77	7131.47	1049.96	7779.94	8012.99	1438.39	2235.58	2050.27	7419.85	7228.45	266.71
YOY	-10.3%	1.8%	2.3%	-16.0%	-5.6%	-2.9%	-6.8%	-7.5%	-9.7%	3.0%	5.3%	-14.8%	-7.2%	171.5%	-9.8%	-81.5%
瑞尔特	1959.59	2184.42	523.38	619.13	567.33	648.48	2358.32	412.20	1995.80	2282.06	631.73	704.23	635.60	1066.65	1216.48	279.28
YOY	4.9%	11.5%	32.3%	7.1%	-0.9%	1.6%	8.0%	-21.2%	5.2%	14.3%	33.6%	1.9%	-8.1%	44.9%	-46.7%	-55.8%
好太太	1382.02	1688.33	292.06	420.44	356.40	488.03	1556.94	258.86	1422.95	1710.17	317.44	433.14	370.58	1387.84	1320.21	144.81
YOY	-3.0%	22.2%	5.7%	-5.0%	-10.3%	-14.7%	-7.8%	-11.4%	-5.2%	20.2%	-5.9%	-8.4%	-13.2%	133.6%	-22.8%	-54.4%
	归母净利润及增速								扣非归母净利润及增速							
箭牌家居	593.03	424.64	-90.35	128.34	-6.01	34.77	66.77	-73.13	540.73	391.85	-105.70	119.14	-12.42	28.02	29.04	-83.30
YOY	2.8%	-28.4%	-3004.0%	-23.7%	-105.2%	-74.7%	19.1%	19.1%	1.5%	-27.5%	-580.3%	-27.8%	-111.1%	-78.5%	-92.6%	21.2%
瑞尔特	210.94	218.58	58.55	32.41	35.37	54.71	181.05	21.48	192.64	200.09	53.46	26.84	32.56	47.06	159.93	17.66
YOY	51.4%	3.6%	47.1%	-55.9%	-43.4%	28.0%	-17.2%	-63.3%	68.5%	3.9%	54.5%	-62.0%	-43.4%	25.9%	-20.1%	-67.0%
好太太	218.59	327.26	55.55	88.00	46.89	58.05	248.49	33.48	220.97	323.01	55.40	87.29	46.90	54.41	244.00	31.65
YOY	-27.2%	49.7%	15.1%	-13.7%	-46.8%	-34.7%	-24.1%	-39.7%	-20.8%	46.2%	15.8%	-13.3%	-41.5%	-42.2%	-24.5%	-42.9%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 11: 重点智能家居企业盈利能力一览 (%)

	2021	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
	毛利率													毛销差											
箭牌家居	30.06%	32.85%	30.44%	28.96%	29.36%	25.94%	28.34%	24.40%	28.56%	25.34%	22.76%	25.24%	29.02%	23.32%	20.85%	21.00%	21.01%	19.30%	20.45%	17.24%	20.71%	18.34%	13.33%	17.20%	19.39%
YOY(±)	-1.40%	2.78%	-5.47%	-5.33%	-3.17%	-4.24%	-4.51%	-6.04%	-0.40%	-4.02%	-3.17%	-3.09%	4.62%	2.80%	-3.56%	-4.78%	-1.94%	-1.43%	-2.87%	-3.61%	-0.29%	-2.67%	-5.97%	-3.26%	2.15%
瑞尔特	22.59%	24.81%	25.22%	29.73%	29.54%	32.02%	29.53%	30.24%	28.02%	27.35%	24.38%	27.35%	24.69%	18.52%	19.41%	22.30%	19.45%	14.16%	18.65%	18.58%	13.13%	15.42%	15.22%	15.46%	13.74%
YOY(±)	-1.58%	2.22%	0.30%	4.13%	3.08%	9.37%	4.72%	5.01%	-1.71%	-2.19%	-7.64%	-2.18%	-5.54%	1.00%	1.07%	3.54%	0.87%	-4.24%	0.13%	-0.83%	-9.17%	-4.04%	1.06%	-3.18%	-4.84%
好太太	45.09%	46.37%	45.72%	51.41%	52.77%	53.05%	51.35%	51.94%	56.15%	49.33%	37.58%	47.98%	47.92%	27.70%	26.91%	33.66%	32.91%	29.67%	31.03%	29.99%	31.96%	22.32%	21.64%	26.15%	24.62%
YOY(±)	-3.32%	1.27%	2.37%	6.85%	6.00%	3.30%	4.99%	6.23%	4.74%	-3.44%	-15.47%	-3.37%	-4.02%	-3.14%	-0.54%	5.52%	4.77%	2.72%	3.33%	3.08%	-1.69%	-10.59%	-8.03%	-4.88%	-5.37%
	归母净利率													ROE											
箭牌家居	6.89%	7.89%	0.28%	7.24%	6.29%	5.79%	5.55%	-7.96%	6.57%	-0.34%	1.51%	0.94%	-6.97%	12.52%	0.07%	3.54%	2.42%	2.78%	8.49%	-1.82%	2.62%	-0.12%	0.72%	1.37%	-1.52%
YOY(±)	-2.16%	1.00%	-2.05%	-2.52%	-3.09%	-1.79%	-2.34%	-8.24%	-0.57%	-6.64%	-4.28%	-4.62%	1.00%	-6.92%	-0.82%	-3.06%	-3.14%	-1.41%	-4.03%	-1.89%	-0.93%	-2.54%	-2.06%	-7.12%	0.31%
瑞尔特	7.46%	10.76%	10.06%	12.72%	10.92%	6.69%	10.01%	11.19%	5.24%	6.24%	8.44%	7.68%	5.21%	10.90%	2.04%	3.72%	3.12%	2.08%	10.51%	2.78%	1.54%	1.70%	2.59%	8.50%	1.00%
YOY(±)	-1.47%	3.31%	1.06%	3.24%	-3.65%	-3.21%	-0.76%	1.13%	-7.49%	-4.68%	1.74%	-2.33%	-5.98%	3.05%	-0.01%	1.13%	-0.74%	-0.91%	-0.40%	0.74%	-2.18%	-1.42%	0.51%	-2.01%	-1.77%
好太太	21.06%	15.82%	17.48%	23.05%	22.17%	15.53%	19.38%	19.02%	20.93%	13.16%	11.90%	15.96%	12.93%	10.69%	2.33%	4.85%	4.08%	3.95%	14.25%	2.39%	3.76%	1.99%	2.41%	10.18%	1.36%
YOY(±)	-1.85%	-5.24%	-1.11%	7.65%	4.35%	3.16%	3.57%	1.54%	-2.12%	-9.01%	-3.64%	-3.42%	-6.09%	-5.29%	-0.05%	1.85%	0.58%	1.64%	3.25%	0.06%	-1.09%	-2.08%	-1.54%	-4.08%	-1.03%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

期间费用: 25Q2 销售费用率有望逐步优化。瑞尔特销售费用率趋于平稳, 24Q4/25Q1 销售费用率分别为 9.2%/11.0% (同比-8.7/-0.7pct); 好太太 24Q4/25Q1 销售费用率分别为 21.8%/23.3% (同比+1.5/+1.4pct), 维持高位; 伴随 25Q2 自主品牌收入规模扩大、国补趋于常态化、竞争格局企稳, 销售费用率有望逐步回落。

图表 12: 重点智能家居企业期间费率一览 (%)

	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1
销售费用率											
箭牌家居	8.74%	8.29%	9.54%	9.52%	7.88%	7.16%	7.85%	7.00%	9.43%	8.04%	9.63%
YOY(±)	-2.18%	-0.46%	1.25%	-0.02%	-1.64%	-2.43%	-0.11%	-1.35%	2.80%	0.16%	2.47%
瑞尔特	4.93%	4.01%	5.06%	6.29%	10.88%	11.66%	14.89%	11.93%	9.16%	11.88%	10.95%
YOY(±)	0.95%	-0.92%	1.06%	1.23%	4.59%	5.84%	7.46%	1.84%	-8.70%	1.00%	-0.70%
好太太	16.94%	15.64%	14.26%	18.67%	20.33%	21.95%	24.19%	27.01%	15.94%	21.83%	23.30%
YOY(±)	2.51%	-1.30%	-1.39%	4.41%	1.66%	3.14%	6.44%	7.16%	-7.44%	1.50%	1.36%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

投资建议

家居为内需方向中位置&预期均相对较低的板块, 且政策发力相对明确, 建议关注更新需求占比较高的顾家家居、慕思股份、喜临门、好太太、敏华控股等, 关注依托于地方补全国实现份额提升的欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居等。

风险因素

地产下滑超预期风险。若地产竣工持续承压，可能会影响家居品类销售。

国补政策不及预期风险。若国补政策力度趋弱，可能会对需求端造成负面影响，进而影响龙头企业表现。

海外贸易摩擦加剧风险。若中美贸易摩擦进一步加剧、关税政策波动，家居出口业务可能受到负面影响，影响相关公司业绩。

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖家居、个护、宠物、智能眼镜、潮玩、包装等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工/电动工具/照明/智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成成分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。