

存量房更新市场依旧庞大，整装模式或重塑行业竞争格局

——定制家居行业研究

投资要点

➤ 存量房更新市场广阔，为家装家居带来市场空间

当前中国存量房市场依旧庞大，一般而言，旧房翻新的周期为10-15年，2009年至2014年间中国商品房销售面积呈现波动上升趋势。2009年商品房销售面积为43,422平米，经历两年连续增长后，2011年达到53,673平米，2013年达到六年来的峰值64,121平米，中国存量房更新能够为家装家居提供可观的市场需求。

➤ 消费人群迭代，定制化、一站式需求推动整装市场扩容

1) 家装家居消费群体正在向80后、90后乃至更年轻的人群转变，其中25岁以下占比15%，26-35岁占比达44%，35岁及以下的消费者占比超过60%，年轻一代已经成为中国家居消费的主流客户群体。

2) 消费者年轻化和客户需求个性化、多样化趋势下，将促使家居家装行业朝整装定制，为客户提供一站式家装服务的方向发展。

3) 据巨量引擎调研数据显示，愿意使用提供一站式家装公司服务的人数占调研总人数的66.3%。一线及新一线城市为70.4%，四线及五线城市受渠道限制，为49.7%。整装不仅在中大城市具备充足的客户基础，并且在四线、五线城市拥有广阔的下沉空间，整装市场渗透率有望继续提高，整装渐成潮流。

➤ 整装模式重塑竞争逻辑，推动行业集中度提升

1) 为响应迅速变化的客户需求，品牌厂商必须对产品进行快速的迭代，产品迭代的速度成为了品牌商的核心竞争力之一。以欧派家居为例，欧派家居自2019年起研发费用逐年增长，至2023年达到11.3亿元，CAGR达到15%，研发费用率维持在4.5%-5.0%，大品牌或在研发能力上逐渐形成竞争壁垒。

2) 入局整装的企业需贯穿服务的全流程并向客户提供全品类商品以满足客户的多元化、定制化和家装风格一体化需求。对企业供应链整合和信息化能力提出较高要求，未来头部品牌或将采取家居自研自产模式进一步扩大与中小品牌的成本优势并依托信息化能力提高服务和运营效率，推动行业格局优化。

➤ 投资建议

建议关注具备品牌优势和研发能力较强的欧派家居和顾家家居。

➤ 风险提示

原材料价格波动风险、地产竣工不及预期的风险，经济发展不及预期的风险。

投资评级：看好

分析师：史伟龙

执业登记编号：A0190523050007

shiweilong@yd.com.cn

中信家居指数与沪深300走势



资料来源：wind，源达信息证券研究所

目录

一、需求侧发生结构性变化，挑战与市场机遇并存	4
1、地产市场增长乏力，家装市场发展趋缓	4
2、人均可支配收入增加，居住消费所占比重较大	6
3、消费人群迭代，家装定制化、一站式趋势深化	7
二、整装模式更加贴合市场需求，市场渗透率将持续提高	8
1、相较传统模式，整装模式更加贴合市场需求	8
2、巨头积极布局整装，整装模式渐成潮流	9
三、整装趋势或推动行业集中度提升	11
1、竞争格局碎片化，市场集中度存在较大提升空间	11
2、整装模式推动产业链深度整合	12
3、产品快速迭代能力作用显现	13
4、整装模式需信息化赋能服务全流程	13
四、投资建议	14
1、欧派家居	14
2、顾家家居	14
五、风险提示	15

图表目录

图 1：房地产行业与家居零售相关关系	4
图 2：中国人口出生率（%）	5
图 3：中国老龄人口规模（亿人）及比重（%）	5
图 4：2009-2014 商品房销售面积（平方米）	5
图 5：2023 年装修需求相较 2022 年同比变化（%）	6
图 6：中国城镇居民人均可支配收入（元）	6
图 7：中国居民消费结构	6
图 8：家装家居消费群体年龄结构（%）	7
图 9：客户需求与关注点	8
图 10：整装模式与一体化解决方案	8
图 11：整装模式与客户需求	9
图 12：整装模式与企业诉求	9
图 13：中国整装模式市场规模（亿元）及市场渗透率（%）	10
图 14：消费者家装方式选择倾向	10
图 15：百亿以上营收规模家居上市公司 2023 年营业收入（亿元）	11
图 16：中国家居行业 2023 年市场集中度（%）	12
图 17：家居行业产业链	12
图 18：三大品牌研发费用（亿元）	13

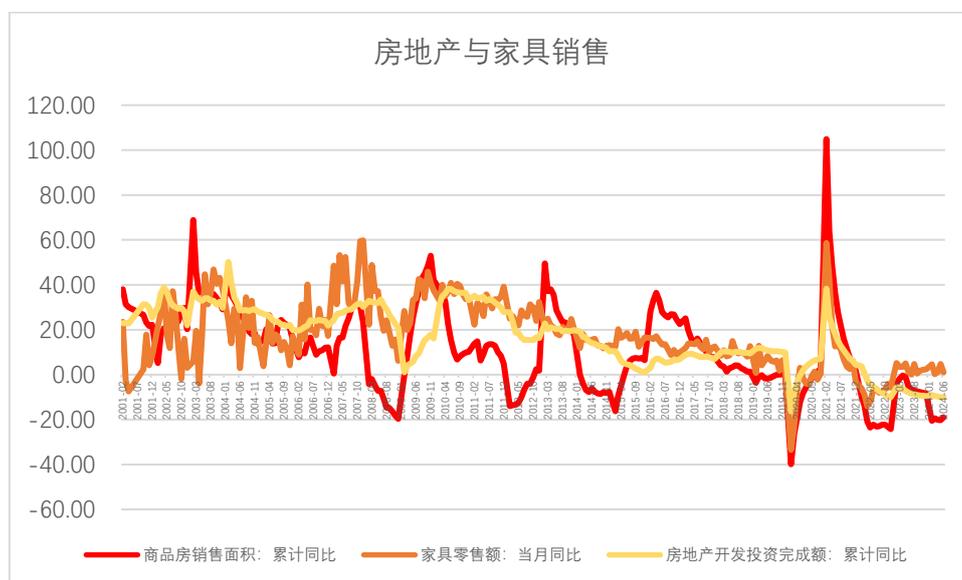
图 19: 三大品牌研发费用率 (%)	13
图 20: 欧派家居 2019-2024 Q1 营业总收入情况	14
图 21: 欧派家居 2019-2024 Q1 扣非净利润情况	14
图 22: 顾家家居 2019-2024 Q1 营业总收入情况	15
图 23: 顾家家居 2019-2024 Q1 扣非归母净利润情况	15

一、需求侧发生结构性变化，挑战与市场机遇并存

1、地产市场增长乏力，家装市场发展趋缓

家具销量与房地产市场同频共振，与房地产开发投资完成额、商品房销售面积、家具零售额总体呈现正相关关系。中国房地产行业的高速发展曾带动家装家居市场快速扩容，一度是中国家装家居行业的主要驱动因素，随着中国城市化率水平不断提高，房地产未来增长空间受限，发展逐渐疲软，家装家居行业增长也随之趋于缓和。但长期来看，中国依然存在庞大的存量房更新市场，并且随着居民消费水平的不断提高，年轻代逐渐成为主流消费者，家装家居呈现消费升级以及需求侧发生结构性改变的趋势，这也将为优秀品牌创造破解集中度困局的良好机会。

图 1：房地产行业与家居零售相关关系



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

此外，中国人口出生率显著降低，自 2018 年开始连续 5 年下滑，2023 年仅为 6%，当前生育意愿未见出现明显改观，未来出生率或将继续维持在较低水平。同时因中国老龄人口占比不断提升，老龄化程度不断加深，中国未来人口规模或将大幅下降，叠加房地产市场趋于饱和的影响，家居行业也将无可避免的进入存量竞争时代。

图 2：中国人口出生率 (%)

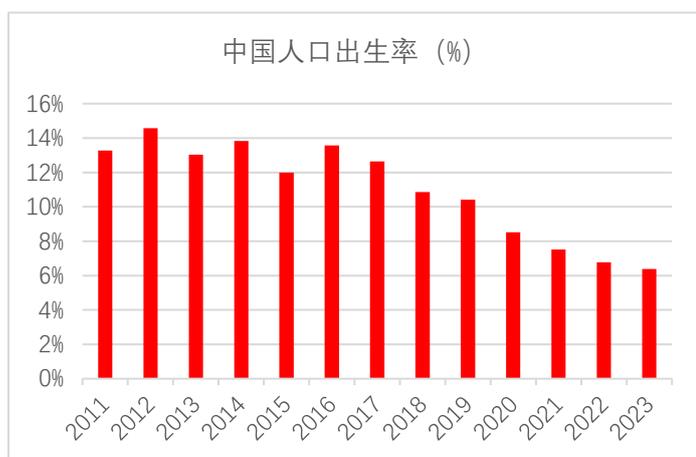
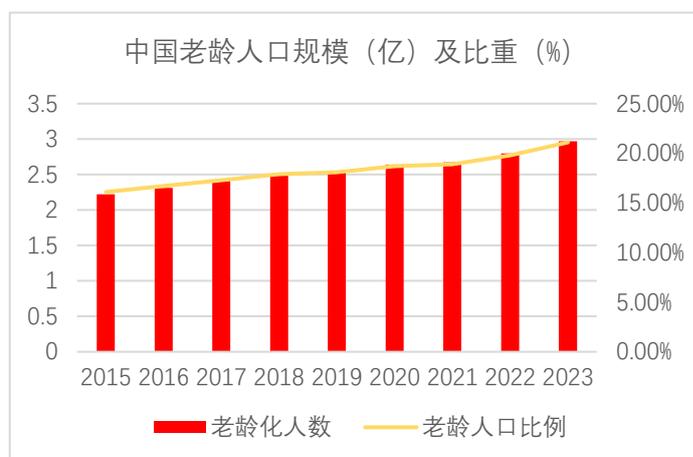


图 3：中国老龄人口规模 (亿人) 及比重 (%)



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

资料来源：Wind，源达信息证券研究所

但当前中国存量房市场依旧庞大，一般而言，旧房翻新的周期为 10-15 年，2009 年至 2014 年间中国商品房销售面积呈现波动上升趋势。2009 年商品房销售面积为 43,422 平方米，经历两年连续增长后，2011 年达到 53,673 平方米，2013 年达到六年来的峰值 64,121 平方米，中国存量房更新能够为家装家居提供可观的市场需求。

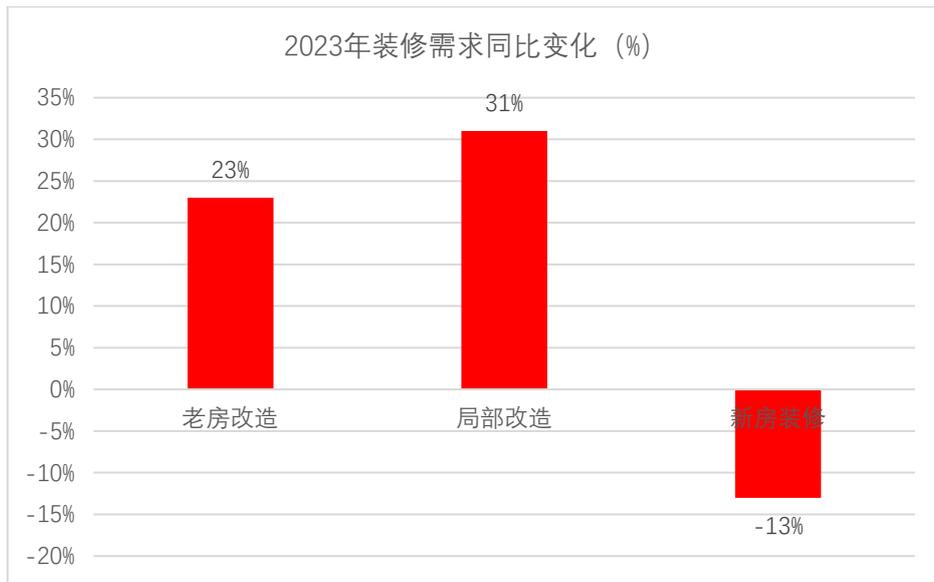
图 4：2009-2014 商品房销售面积 (平方米)



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

2023 年，中国装修需求发生了结构性变化，房地产投资下降，新房装修需求萎缩，但老房改造需求相较 2022 年同比增加 23%，局部改造需求同比增加 31%。存量房更新需求未来或将持续扩容，在房地产市场萎缩的情况下为家居行业带来过渡性需求。

图 5：2023 年装修需求相较 2022 年同比变化 (%)



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

2、人均可支配收入增加，居住消费所占比重较大

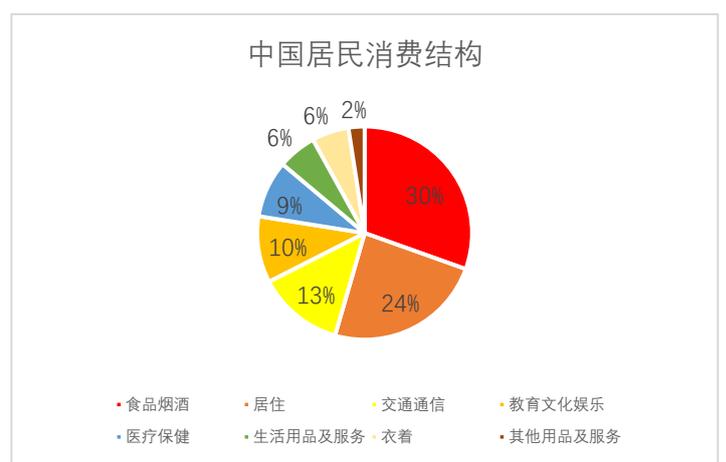
相关数据显示数年来中国居民在居住上的消费支出占消费的比重超过 20%，是仅次于基础消费（食品烟酒）的消费项目。中国人均可支配收入规模正在逐渐提高，2013 年中国城镇居民人均可支配收入为 17,050 元，近十年来持续增长，至 2023 年达到 32,999 元，复合增速约 7%。随着居民消费能力提高，为营造更加舒适、便利的居住环境，客户或将将继续提高在居住上的投入，推动家装家居市场向更加高端的方向发展。

图 6：中国城镇居民人均可支配收入 (元)



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

图 7：中国居民消费结构

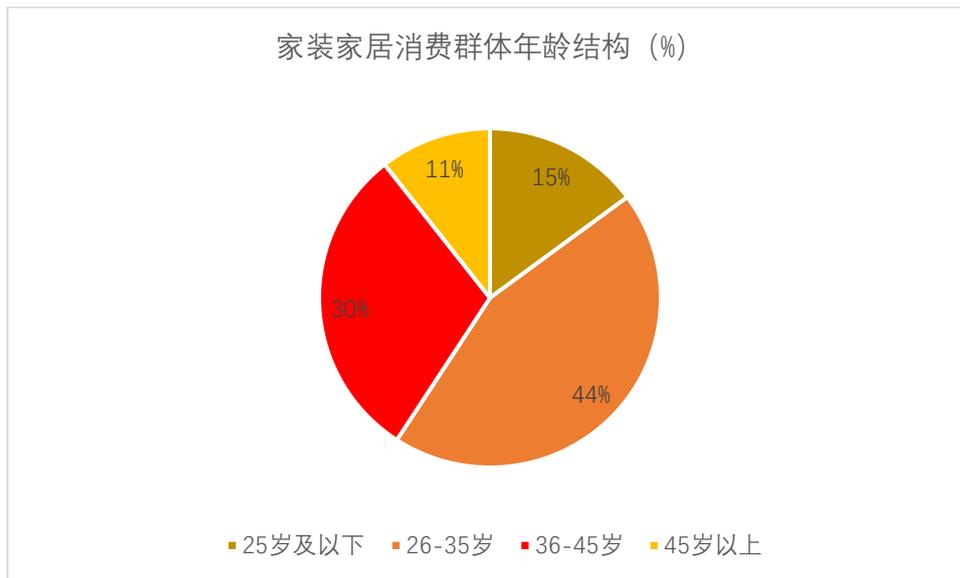


资料来源：巨量引擎，源达信息证券研究所

3、消费人群迭代，家装家居定制化、一站式趋势深化

随着中国家装家居消费人群的迭代，主力消费群体正在向 80 后、90 后乃至更年轻的人群转变，其中 25 岁以下占比 15%，26-35 岁占比达 44%，35 岁及以下的消费者占比超过 60%，年轻一代已经成为中国家居消费的主流客户群体。

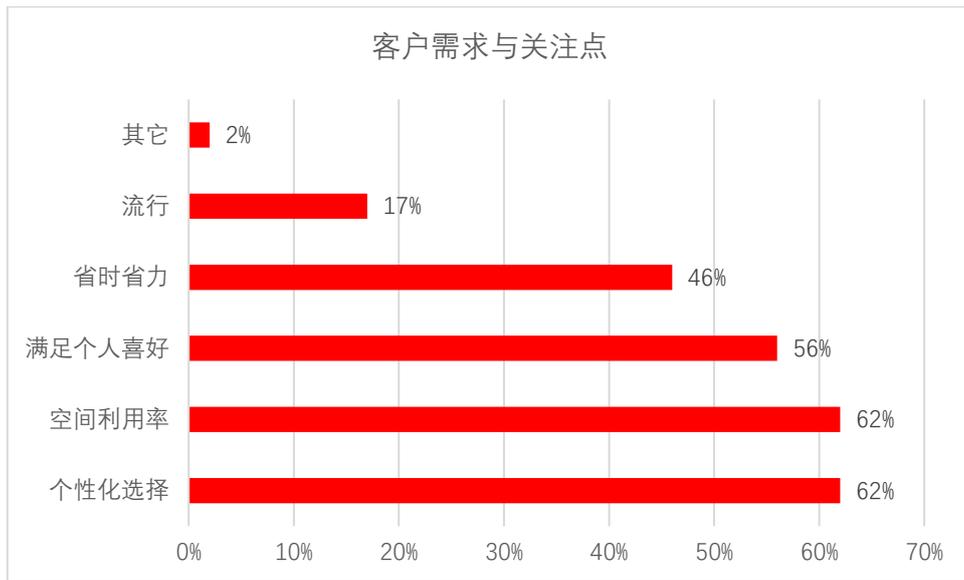
图 8：家装家居消费群体年龄结构（%）



资料来源：巨量引擎，源达信息证券研究所

而年轻一代的生活方式、消费习惯和消费理念相较曾经的主流消费者均有较大改变，除了满足个性化需要、实现个人风格喜好等个性需求外，也更在意提高空间利用率、省时省力、流行性等诉求。消费者年轻化和客户需求个性化、多样化趋势也将促使家居家装行业朝整装定制，为客户提供一站式家装服务的方向发展。这对家装企业的研发能力、产业链协同、组织效能、数字化程度等提出了更高的要求，或重塑家装家居行业竞争逻辑，推动行业集中度提升。

图 9：客户需求与关注点



资料来源：巨量引擎，源达信息证券研究所

二、整装模式更加贴合市场需求，市场渗透率将持续提高

1、相较传统模式，整装模式更加贴合市场需求

整装旨在整合家庭装修的全部产业链，并贯穿家装服务的全部流程，实现以客户为中心，围绕客户需求对家装进行整体设计，并在此基础上为客户提供包括主材产品、基础装修、固装家具、软装配饰、活动家具等在内的整体家居解决方案，为客户提供一站式家装服务。

图 10：整装模式与一体化解决方案



资料来源：源达信息证券研究所

相较传统模式，整装由于对家装进行整体设计，而后对家居进行统一定制和采购，能够更好的满足家装风格的协调统一，满足客户对家装风格一体化的需求。此外整装模式能够为客户提供更加深入的定制方案，更为高效的满足客户的个性化需要，并使客户能够借助公司平台

实现对定制家居的一站式采购，使价格和过程更加透明的同时提升服务质量，让客户享受更加便捷的购物体验。

图 11：整装模式与客户需求



资料来源：源达信息证券研究所

2、巨头积极布局整装，整装模式渐成潮流

对企业而言，布局整装不仅可以通过产业链资源的整合实现采购成本的降低，贯穿服务的全流程提升经营效率，进而达到降本增效的目的。也能够摆脱对主流大单品的依赖和单一家居定制的限制，做大客单价进而提升毛利水平。因此包含传统家装公司、互联网家装公司、家居卖场甚至互联网巨头纷纷布局整装市场，打造第二成长曲线。

图 12：整装模式与企业诉求

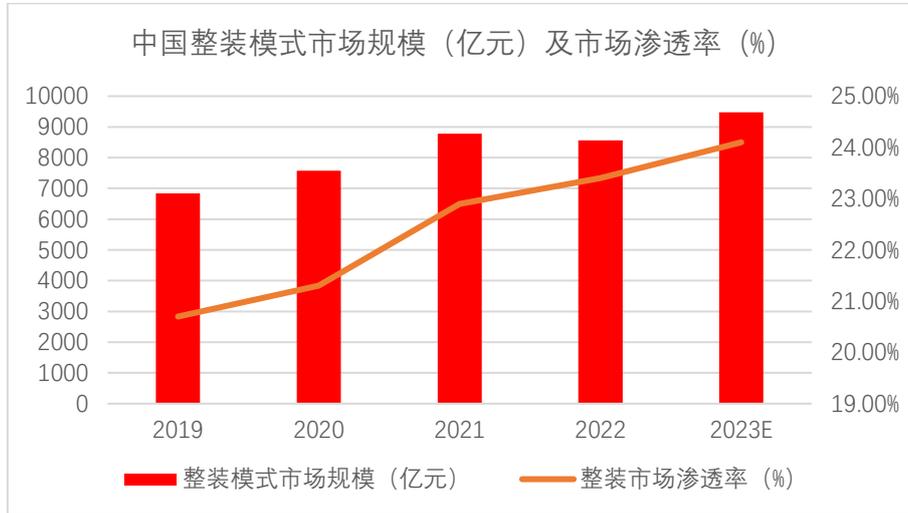


资料来源：源达信息证券研究所

据奥维云网数据显示，中国整装模式市场规模发展迅速，2019 年为 6,841 亿元，2020 年为 7,580 亿元，2021 年为 8,777 亿元，连续三年大幅增长，2022 年市场规模有所下降，

为 8,558 亿元，2019-2022 年 CAGR 达到 8%，预计 2023 年中国整装市场规模将达到 9,474 亿元，整装市场将接近万亿规模。整装模式市场渗透率更是逐年增加，2023 年达到 24%，伴随着消费群体及消费习惯的改变，我们认为整装市场渗透率未来将进一步提高。

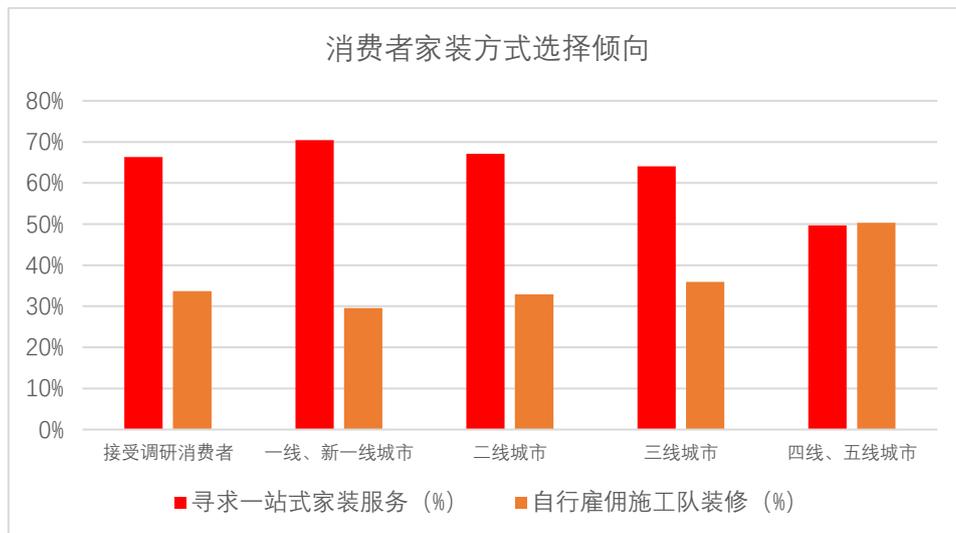
图 13：中国整装模式市场规模（亿元）及市场渗透率（%）



资料来源：奥维云网，源达信息证券研究所

巨量引擎调研数据显示，与家装全程亲力亲为，自行雇佣施工队伍相比，客户更愿意借助一站式家装服务方案完成家装工作。表示愿意使用提供一站式家装公司服务的人数占调研总人数的 66.3%，当前市场对整装的接纳度已经达到了较高的程度。这一倾向在高线城市更为明显，一线及新一线城市愿意选择一站式解决方案的客户占比高达 70.4%，整装渐成潮流。但四线及五线城市由于可选的渠道有限，希望通过一站式服务满足自身家装需求的客户比例相对较低，仅为 49.7%，整装不仅在中大城市具备充足的客户基础，并且在四线、五线城市拥有广阔的下沉空间，整装市场渗透率有望继续提高。

图 14：消费者家装方式选择倾向



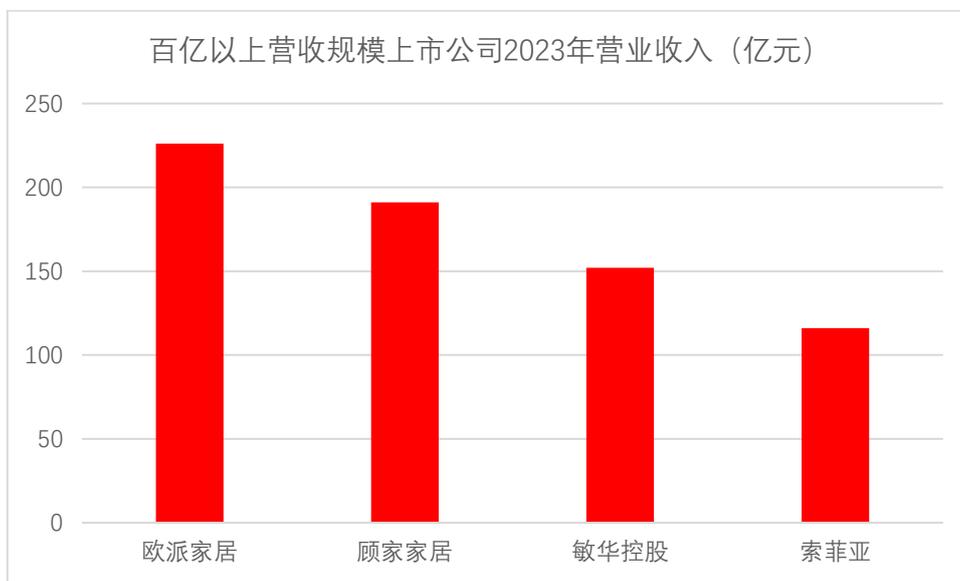
资料来源：巨量引擎，源达信息证券研究所

三、整装趋势或推动行业集中度提升

1、竞争格局碎片化，市场集中度存在较大提升空间

2023 年末,中国规模以上家具制造企业数量为 7,344 个,与之对应的营业收入规模为 6,556 亿元。据 2023 年家居上市公司年报披露的数据显示,家居上市公司共实现营业收入 1,933 亿元, 占有规模以上家具制造企业营收的 26.3%。营收达百亿规模的家居上市公司仅 4 家,分别为欧派家居、顾家家居、敏华控股和索菲亚,其中营收规模最大的欧派家居 2023 年营业收入为 226 亿元,市场份额仅为 3.5%。

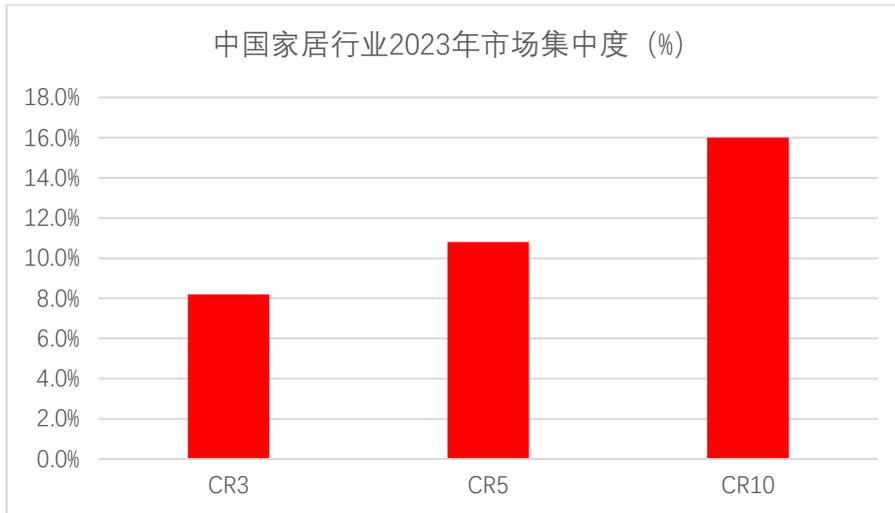
图 15: 百亿以上营收规模家居上市公司 2023 年营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

中国家居行业属于劳动密集型行业,技术壁垒相对较弱,进入门槛较低等因素影响,中国家居行业竞争格局依旧碎片化,总体呈现出竞争格局分散,行业集中度较低的特点。就 2023 年市场集中度来看,中国家居行业 CR3 为 8.2%, CR5 为 10.8%, CR10 为 16.0%,行业集中度有待进一步提升。

图 16：中国家居行业 2023 年市场集中度 (%)



资料来源：奥维云网，源达信息证券研究所

2、整装模式推动产业链深度整合

整装可以更好的满足客户家装风格一体化、省时省力及需求个性化的需要。因此入局整装的企业不仅需要贯穿服务的全流程，也需要向客户提供全品类商品以满足客户的多元化需求。这对企业的供应链整合和管理能力提出了很高的要求，而家居行业产业链十分庞大，从上游至下游包含原料供应、产品制造、产品销售三个环节，不同环节又涉及多种材料、商品品类或者服务流程，完成服务和产品的交付需要全产业链的密切配合。

图 17：家居行业产业链



资料来源：源达信息证券研究所

具备供应链优势和更高运作效率的公司才能有效实现降本增效的目的。一方面降低原材料采购成本、保证供应的及时性及降低库存成本，同时在外采产品上依靠自身较大的体量获得更具竞争力的价格。随着整装市场扩容，未来头部品牌或将采取自研自产的模式进一步拉开与中小品牌的成本差异。头部企业或从成本和服务两端形成对于中小品牌的竞争优势，推动行

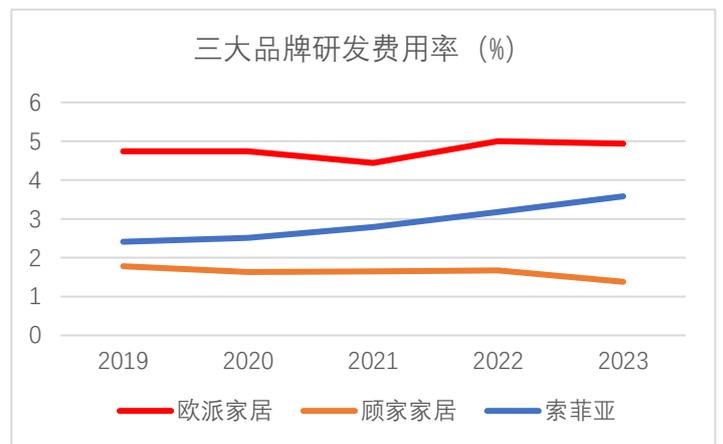
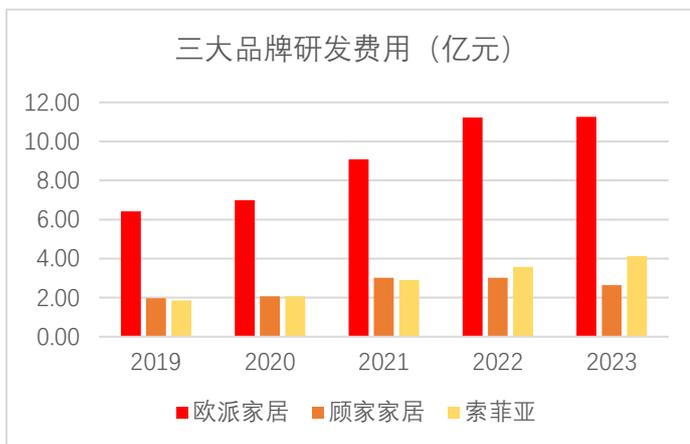
业格局的优化。

3、产品快速迭代能力作用显现

巨量调研数据显示,新品所占销售收入的比重总体呈现升高趋势,这与主流消费群体年轻化,对个性化的需求显著提升有关。为相应快速变化的客户需求,品牌厂商必须对产品进行快速的迭代,产品迭代的速度成为了品牌商的核心竞争力之一。以欧派家居为例,欧派家居自2019年起研发费用逐年增长,至2023年达到11.3亿元,CAGR达到15%,研发费用率维持在4.5%-5.0%。头部品牌在强化研发体系、加强研发团队建设方面加大投入,依托强大的研发体系强化产品迭代能力,形成强者恒强的以太效应,不断增强自身核心竞争力并扩大市场份额,研发能力低的中小企业或逐渐出局。

图 18: 三大品牌研发费用 (亿元)

图 19: 三大品牌研发费用率 (%)



资料来源: wind, 源达信息证券研究所

资料来源: wind, 源达信息证券研究所

4、整装模式需信息化赋能服务全流程

整装模式下不仅需要打通家居全品类,并需要在设计、展示、下单等环节借助信息化平台向客户提供高效的服务,以满足客户的个性化需求,展示的速度、质量、更短更高效的服务流程将对促成成交起到十分重要的作用。一定程度上信息化带来的服务效率的提升也对整装模式服务占比的提升和规模的扩大起到了重要积极作用。

四、投资建议

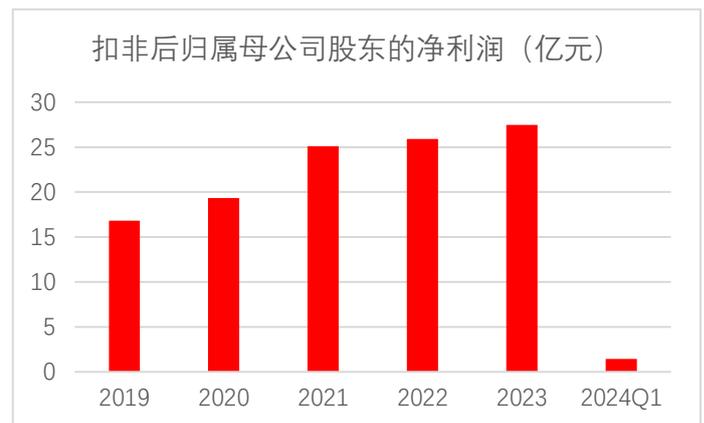
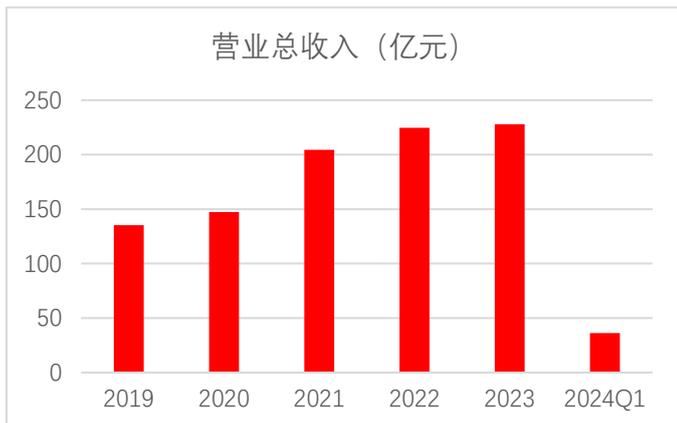
1、欧派家居

欧派家居集团以整体橱柜为起点，业务领域延伸到衣柜、整家定制、家具配套、整装大家居等，形成了多元化产业格局。是国内集研发、制造、销售为一体的多业务板块合力发展的综合型现代整体家居一体化服务供应商。现集团旗下拥有欧派、miform、欧铂丽等众多品牌，已形成覆盖多层次消费群体的品牌发展矩阵，满足差异化的市场需求。在天津、清远、无锡、成都、武汉设有智能化生产基地。

公司业绩表现十分稳健，营业收入和扣非归母净利润自 2019 年至 2023 年已经连续 4 年实现正增长，2023 年营业收入规模达到 228 亿元，复合增速达 14%。2023 年公司扣非归母净利润达 27 亿元，复合增速达 13%。业绩增长强劲，未来可期。

图 20：欧派家居 2019-2024 Q1 营业总收入情况

图 21：欧派家居 2019-2024 Q1 扣非净利润情况



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

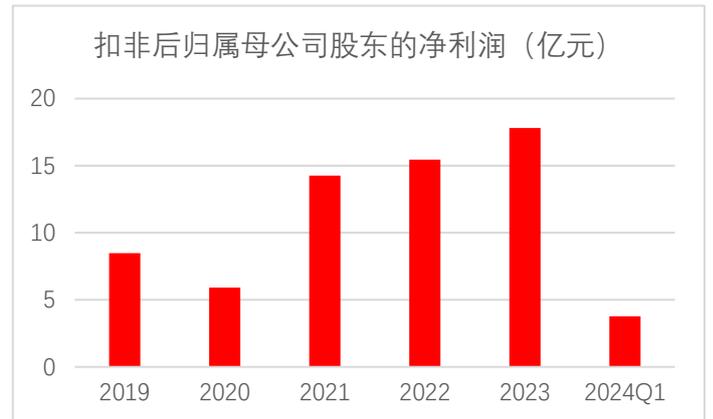
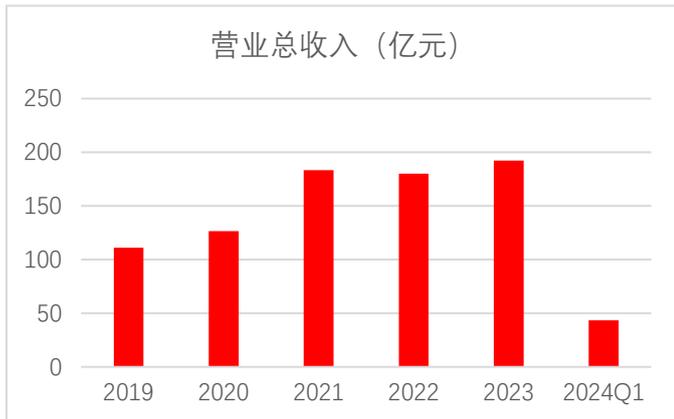
2、顾家家居

公司专业从事客厅及卧室家具产品的研究、开发、生产与销售，公司旗下拥有包含床垫、布艺、软床、工艺沙发等系列产品，形成了能够满足不同消费群体需求的产品矩阵。此外，公司依托在客厅、卧室生活文化场景积累的经验成功研发了国际化、时尚化、年轻化、休闲化的家居产品，符合当代消费者的消费习惯，满足年轻化消费者的市场需求。

公司业绩总体呈现增长态势，2023 年实现营业总收入 192 亿元，相较 2022 年增长 7%，实现归母净利润 18 亿元，相较 2022 年增长 15%。随着整装模式市场渗透率的不断提高，未来行业集中度有集中的趋势，公司未来业绩或将持续走强。

图 22：顾家家居 2019-2024 Q1 营业总收入情况

图 23：顾家家居 2019-2024 Q1 扣非归母净利润情况



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

五、风险提示

原材料价格波动风险：原材料成本占家居制造成本比重较大，不利于企业控制成本，或造成公司经营成本上升，对公司利润产生不利影响。

地产竣工不及预期的风险：若房地产投资需求下降，地产竣工面积不及预期，将对家装市场产生不利影响，进而影响家居销量，对相关企业利润产生不利影响。

经济发展不及预期的风险：若经济发展不及预期，将对居民消费能力和消费意愿产生不利影响，或影响家装市场的有效需求，进而对家装家居企业的经营利润产生不利影响。

投资评级说明

行业评级	以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
看好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上
中性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%以上
看淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下
公司评级	以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对于恒生沪深 300 指数表现 + 20%以上
增持：	相对于沪深 300 指数表现 + 10%~ + 20%
中性：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%之间波动
减持：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 2306C 室

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。