

轻工制造

 从 HomeDepot 看 A 股家居龙头成长边界
- 家得宝发展启示录

评级：增持（维持）

分析师：蒋正山

执业证书编号：S0740518070009

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	118
行业总市值(百万元)	1020162.04
行业流通市值(百万元)	646287.891

行业-市场走势对比
相关报告
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
尚品宅配	66.08	1.9	2.44	3.08	3.82	34.60	27.08	21.45	17.30	0.8	买入
欧派家居	85.27	3.0	3.92	4.64	5.38	25.98	21.8	18.4	15.8	1	买入
顾家家居	51.4	1.9	2.4	3.13	4.01	24.18	21.4	16.4	12.8	0.5	买入

备注：

投资要点

- 全球第一大家居建材零售商，营业收入突破千亿。**家得宝于 1978 年在美国特拉华州成立，是全球第一大家居建材零售商，主营业务为家装建材、家具家电、五金件等产品买断式销售，公司立足美国市场，产品结构均衡，涵盖前后端全品类发展。截止 2017 财年，家得宝实现营业收入 1009 亿美元，近五年 CAGR 为 6.4%；实现净利润 86.3 亿美元，近五年 CAGR 为 12.5%。经历次贷危机底部的调整，家得宝市值从底部 354 亿提升至目前 1968 亿美元，分红率从 2012 年开始持续上行在 2017 年达到 48%。
- 40 年发展并非一帆风顺，专注主业实现凤凰涅槃。**结合公司市值、营收增速和坪效变化，我们认为公司主要经历了四个发展阶段。**2000 年之前**是中高速发展阶段，开店快速推进，家得宝同店销售收入增长主要源自客流量的增长。**2000-2006 年**是拓展新客户（DIFM 和 PRO 客户）和新市场（加拿大、墨西哥）、进行多业态尝试的转型期，阵痛期收入增长不及市场预期，估值下行。**2007-2009 年**是回归主业的调整期，以次贷危机为契机，删繁就简、围绕零售主业强化高效率、重服务的核心竞争力成为二次腾飞的关键。**2010 年至今**，宏观环境向好叠加企业微观运营精进，营收增速稳定的同时高效运营优势逐年凸显，盈利能力堪称优异，家得宝迎来业绩和估值的戴维斯双击。
- HD vs LOWES：为什么说家得宝是重服务、高效率的典范？**1) 采购策略相似，供应链效率家得宝更胜一筹。两者均全球直采，单一供应商采购占比不超 6%。但家得宝对物流仓储系统的持续耕耘基本实现了自有供应链全覆盖，物流时间和成本较劳氏有较大优势。2) 专注信息化下的投入产出比，毛利率相当、盈利优势逐年扩大。包含门店信息化、物流仓储网络持续建设、职员规模弹性化在内的特点反映出家得宝强执行、高效率的核心竞争力，使得家得宝在毛利率与劳氏相当的情况下，净利率优势逐年扩大。3) 估值：高资本回报率彰显内部管控效率，家得宝重拾市场青睐。2000 年-2007 年家得宝估值下移，在于较竞争对手而言营收增速和坪效持续下滑；2007 年之后家得宝通过聚焦零售主业等系列调整，坪效和同店销售额重回增长跑道、ROIC 持续创历史新高。近十年来，家得宝估值水平呈现持续上移趋势。
- 拨云见日：由家得宝看 A 股家居龙头的成长边界。**1) 地产长逻辑：存量房时代，家居的业绩和估值应当被看好。美国新建住房销售占比约 10%，是典型的存量房市场，仅靠存量房的更新置换需求即可驱动家居市场规模扩容。综合同期家得宝和劳氏的业绩及估值来看，大体量下个

位数营收、利润增长被海外投资者给予 20 倍以上的估值。其次，2010 年之后翻新需求带动家得宝营收与地产销售逐步脱钩，国内住宅市场向存量房时代迈进，我们认为新房销售对家居需求的影响持续减弱是长期趋势。**2) 地产短逻辑：短期业绩承压与长期集中度提升均有验证。**次贷危机下美国住宅市场和家居建材市场双双下行，家得宝份额提升加速，同时内部治理优异的高 ROIC 企业估值溢价不容忽视。**3) 可复制的成长路径：寻找整装模式优秀、具备零售商属性的 A 股标的。**DIY-DIFM-PRO vs 零售-大宗-整装：国内家居龙头正处从零售客户向“DIFM”和“PRO”客户拓展的路口。从家得宝的发展路径来看，客户结构已从单一 DIY 客户发展为 DIY-DIFM-PRO 三分天下，市场扩容的同时，盈利能力好于预期。我们认为零售-大宗-整装的发展路径是 A 股龙头家居企业契合需求变化拓展市场边界的较好路径，且长期盈利预期不必过于悲观。

- **建议关注标的：尚品宅配、欧派家居、顾家家居**
- **风险提示：地产景气度下滑风险、宏观经济波动风险**

内容目录

全球最大家居建材零售商，两千亿市值的传奇	- 6 -
立足美国市场全品类发展，营收规模破千亿	- 6 -
十年市值持续提升，传奇正盛	- 8 -
40 年发展并非一帆风顺，专注主业实现凤凰涅槃	- 9 -
2000 之前：把握机遇快速扩张，DIY 零售市场龙头地位确立	- 10 -
2000-2006：DIY→DIFM→PRO，响应需求打开增长空间	- 11 -
2007-2009：降本增效，专注零售主业，实现凤凰涅槃	- 14 -
2010 至今：PRO 收入超越 DIY 收入，O2O 融合再迈新征程	- 17 -
HD vs LOWES：为什么说家得宝是重服务、高效率的典范？	- 18 -
采购策略相似，供应链效率家得宝更胜一筹	- 18 -
专注信息化下的投入产出比，毛利率相当、盈利优势逐年扩大	- 20 -
估值：高资本回报率彰显内部管控效率，家得宝重拾市场青睐	- 21 -
拨云见日：由家得宝看 A 股家居龙头的成长边界	- 23 -
地产长逻辑：存量房时代，家居的业绩和估值应当被看好	- 23 -
地产短逻辑：短期业绩承压与长期集中度提升均有验证	- 25 -
可复制的成长路径：寻找整装模式优秀、具备零售商属性的 A 股标的	- 26 -
建议关注标的	- 28 -
尚品宅配：全屋定制高起点，长期商业模式优秀	- 28 -
欧派家居：传统渠道优势独树一帜，期待整装发力	- 28 -
顾家家居：高效运营，内生外延自成一体	- 29 -
风险提示	- 30 -
地产景气度下滑风险	- 30 -
原材料价格上涨风险	- 30 -

图表目录

图表 1：家得宝营业收入（亿美元）突破千亿	- 6 -
图表 2：净利润（亿美元）增速高于收入增速	- 6 -
图表 3：家得宝产品矩阵（分类别）	- 6 -
图表 4：家得宝地域收入结构（亿美元）	- 7 -
图表 5：家得宝产品收入结构（1999-2010）	- 7 -
图表 6：家得宝产品收入结构（2017 年）	- 7 -
图表 7：家得宝产品矩阵（分区域）	- 7 -
图表 8：家得宝市值历史情况	- 8 -
图表 9：家得宝分红率 40% 左右	- 8 -
图表 10：近十年家得宝与 S&P500 收益率比较	- 8 -
图表 11：家得宝发展四阶段	- 9 -
图表 12：家得宝发展脉络	- 10 -

图表 13: 家得宝门店地理分布及单店面积 (1990 年)	- 10 -
图表 14: 劳氏门店地理分布及单店面积 (1990 年)	- 10 -
图表 15: 美国 GDP 同比增速: 不变价	- 11 -
图表 16: 渠道扩张带动营收增长	- 11 -
图表 17: 客流量边际贡献大于客单价提升贡献	- 11 -
图表 18: 用价格换市场, 毛利率和净利率较低	- 11 -
图表 19: 美国私人住宅投资占 GDP 比例	- 12 -
图表 20: 婴儿潮一代步入中老年促 DIFM 需求提升	- 12 -
图表 21: 家得宝客户矩阵	- 12 -
图表 22: 家得宝战略转型的三个落脚点及具体措施	- 13 -
图表 23: 家得宝强化终端门店客户服务功能	- 13 -
图表 24: 家得宝服务收入 (亿美元) 占比不到 5%	- 13 -
图表 25: 家得宝新业态门店介绍 (截止 2003 年)	- 13 -
图表 26: HD Supply 收购专业服务公司一览 (截止 2004 年)	- 14 -
图表 27: 家得宝营收增速 (%) 遭遇滑铁卢	- 14 -
图表 28: "cannibalize"对存量终端门店覆盖率	- 15 -
图表 29: "cannibalize"对同店销售额增长率的影响	- 15 -
图表 30: 关闭多个业态门店 (家)	- 15 -
图表 31: RDC 数量及终端门店覆盖率	- 16 -
图表 32: 家得宝商品供应运输结构	- 16 -
图表 33: 11 亿美元降本增效费用 (纳入 SG&A 费用)	- 16 -
图表 34: 销售管理费用率及存货周转率	- 16 -
图表 35: 225 亿美元股票回购资金构成 (亿美元)	- 17 -
图表 36: 持续股票回购带动总股本降低	- 17 -
图表 37: 美国 MRO 市场规模约 500 亿美元 (2017 年)	- 17 -
图表 38: 客单价边际贡献超越客流量边际贡献	- 17 -
图表 39: 实现 O2O 一站式互联零售体验	- 18 -
图表 40: 线上销售收入稳步增长	- 18 -
图表 41: 未来 5 年 111 亿美元投资计划构成	- 18 -
图表 42: 建立 DFC 分担终端门店商品集散地的职能	- 18 -
图表 43: 1989 年家得宝收入规模超过劳氏	- 19 -
图表 44: 自有供应链覆盖率 (2017 年)	- 19 -
图表 45: 终端物流费用 (纳入 SG&A, 百万美元)	- 19 -
图表 46: 家得宝物流仓储设施一览 (截止 2016 年)	- 19 -
图表 47: 员工人均销售额 (万美元)	- 20 -

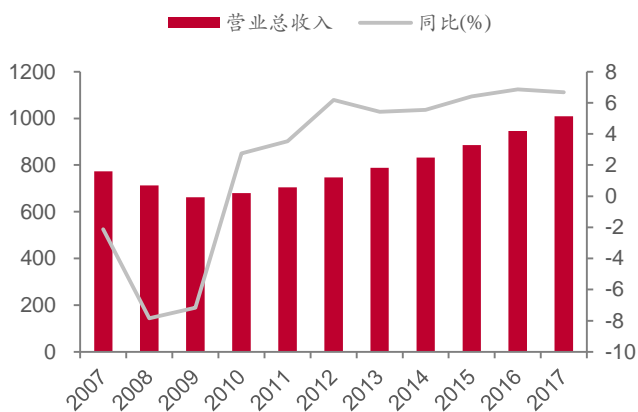
图表 48: 家得宝持续缩减全职员工占比.....	- 20 -
图表 49: 家得宝销售管理费用率低于 LOWES	- 20 -
图表 50: 家得宝盈利能力优异	- 20 -
图表 51: PE 比较: 逐步超越 S&P 可选消费综合 PE 的估值上移.....	- 21 -
图表 52: 2000 年-2007 年 LOWES 开店提速.....	- 21 -
图表 53: 家得宝和劳氏营收增速及毛利率情况.....	- 21 -
图表 54: 坪效比较 (美元/平方英尺)	- 22 -
图表 55: 家得宝调整能力更强	- 22 -
图表 56: ROE 比较	- 22 -
图表 57: ROIC 比较.....	- 22 -
图表 58: 美国住宅销售套数 (万套)	- 23 -
图表 59: 美国新房占住房销售比例约 10% (2017 年)	- 23 -
图表 60: 美国存量住房房龄结构.....	- 23 -
图表 61: 美国建材家居市场规模长期稳健增长.....	- 23 -
图表 62: 地产相关性分析 (1999-2009)	- 24 -
图表 63: 地产相关性分析 (2010-2017)	- 24 -
图表 64: 中国一二手住宅成交量变动情况.....	- 24 -
图表 65: 二次装修与新房装修市场占比.....	- 24 -
图表 66: 部分城市 2016 年二手房住宅交易成交量占比	- 24 -
图表 67: 2006-2009 美国相关市场复合增速	- 25 -
图表 68: 地产下行促家居建材市场集中度提升.....	- 25 -
图表 69: 家居板块 ROIC (%) TOP10 (2017 年)	- 26 -
图表 70: 顾家家居产能布局.....	- 26 -
图表 71: 家得宝收入客户结构 (2017 年)	- 26 -
图表 72: 国内家居企业大宗业务占总营收比重.....	- 26 -
图表 73: 尚品宅配整装云.....	- 27 -
图表 74: 欧派家居整装云收入情况 (万元)	- 27 -
图表 75: 家得宝非自有品牌产品数量占主导.....	- 27 -
图表 76: 尚品宅配配套产品收入占比约 17%.....	- 27 -
图表 77: 尚品宅配收入结构 (2018H1)	- 28 -
图表 78: 尚品宅配超集店 (C 店)	- 28 -
图表 79: 欧派家居橱柜门店结构 (2018H1)	- 29 -
图表 80: 欧派家居收入结构 (2018H1)	- 29 -
图表 81: 顾家家居收入结构 (2018H1)	- 30 -
图表 82: 顾家家居收购一览.....	- 30 -

全球最大家居建材零售商，两千亿市值的传奇

立足美国市场全品类发展，营收规模破千亿

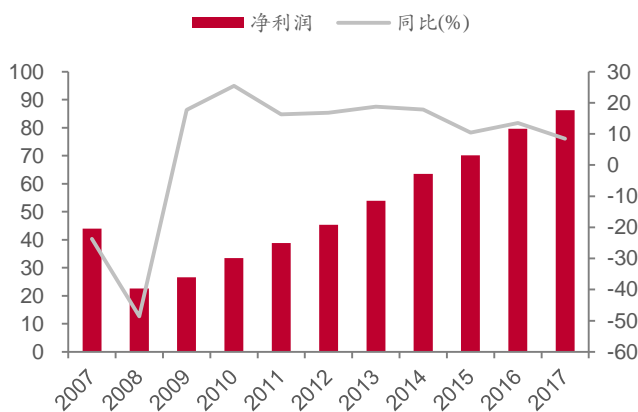
- **全球第一大家居建材零售商，营业收入突破千亿。**家得宝于 1978 年在美国特拉华州成立，是全球最大的家居建材零售商以及全美第二大零售商（第一大为沃尔玛）。公司主营范围包含家装建材、室内外家具、家电、五金件等家居建材产品销售，同时，基于上述产品销售家得宝还为客户
- 提供教学、安装、工具设备租赁等一系列服务。截止 2017 财年，家得宝实现营业收入 1009 亿美元，近五年 CAGR 为 6.4%；实现净利润 86.3 亿美元，近五年 CAGR 为 12.5%，利润增长高于收入增长，运营精进。

图表 1: 家得宝营业收入 (亿美元) 突破千亿



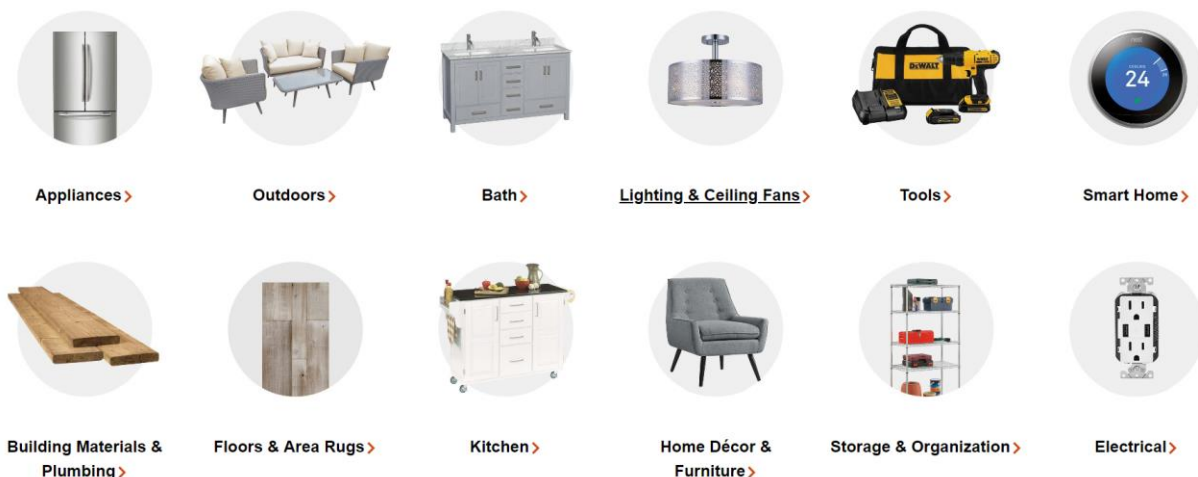
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 2: 净利润 (亿美元) 增速高于收入增速



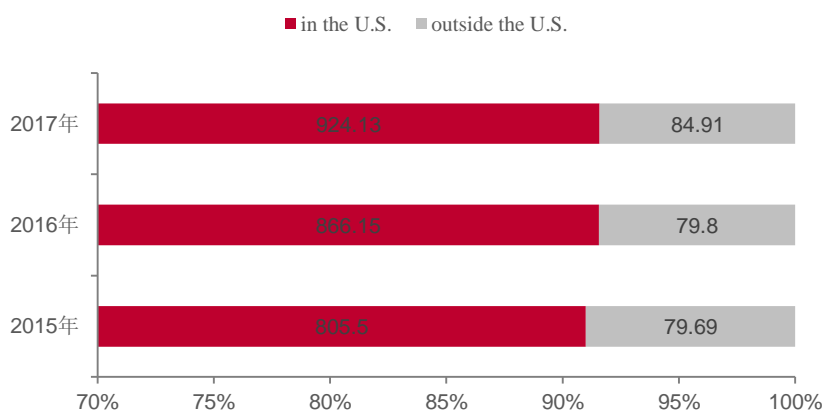
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 3: 家得宝产品矩阵 (分类别)



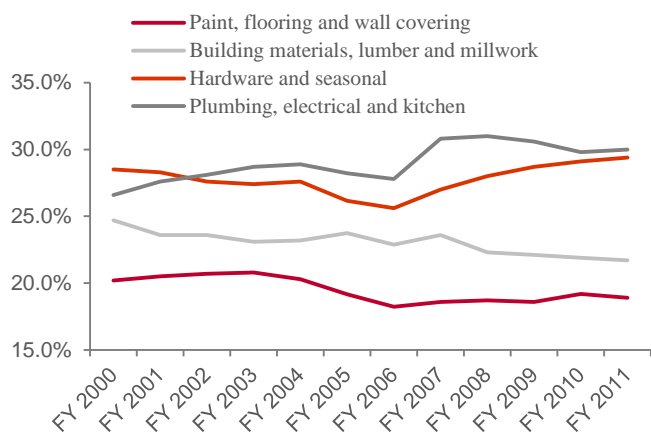
来源：公司官网、中泰证券研究所

- **立足美国市场，产品结构均衡，涵盖前后端全品类发展。**分区域来看，美国市场贡献 90% 以上的收入，是家得宝的根基所在。

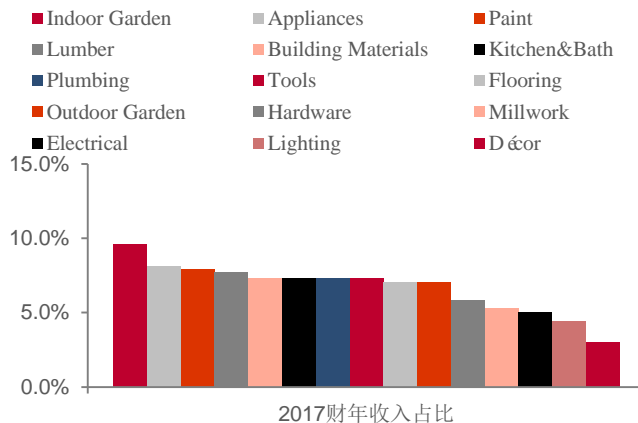
图表 4: 家得宝地域收入结构 (亿美元)


来源: wind、中泰证券研究所

- 分产品来看, 产品收入结构均衡是家得宝一以贯之的特点。家得宝销售包含家电在内的家装环节前后端所有产品, 覆盖从庭院、仓库到厨房卧室所有家庭区域。得益于创立之初的全品类仓储超市定位, 产品收入结构均衡成为家得宝一以贯之的特点。以占比最大的管道、电气、厨房及五金和季节性用品为例, 1999-2010 年间上述两类收入占比波动均不超 5%, 2010 年至今, 单品类产品营收占比均低于 10%。

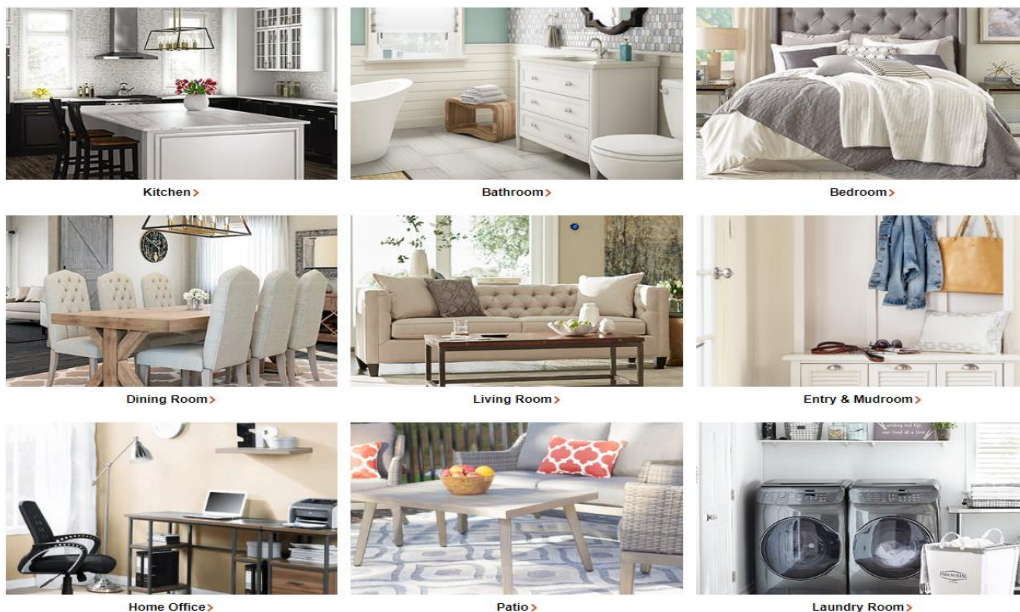
图表 5: 家得宝产品收入结构 (1999-2010)


来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 6: 家得宝产品收入结构 (2017 年)


来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 7: 家得宝产品矩阵 (分区域)

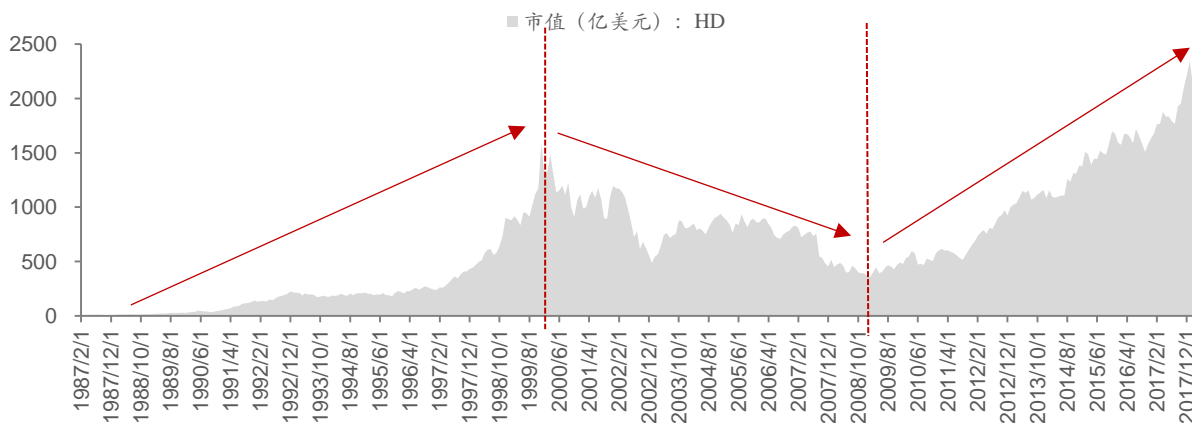


来源：公司官网、中泰证券研究所

十年市值持续提升，传奇正盛

- 我们追溯了家得宝上市以来的市值变动情况，经历次贷危机底部的调整，家得宝市值屡创新高，从 2009 年底部 354 亿美元提升至当前 1968 亿美元，股息率从 2012 年开始持续上行，2017 年分红率达 48%。微观层面之外，受益于美国住房市场复苏以及住房年龄结构老化带动的翻新需求增长，两千亿市值的传奇仍在继续。

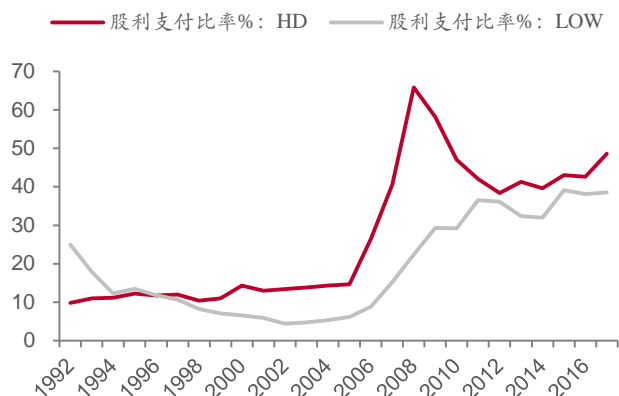
图表 8：家得宝市值历史情况



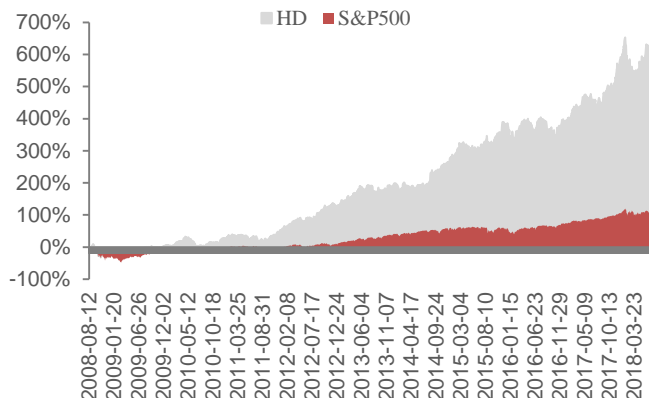
来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 9：家得宝分红率 40%左右

图表 10：近十年家得宝与 S&P500 收益率比较



来源：Bloomberg、中泰证券研究所

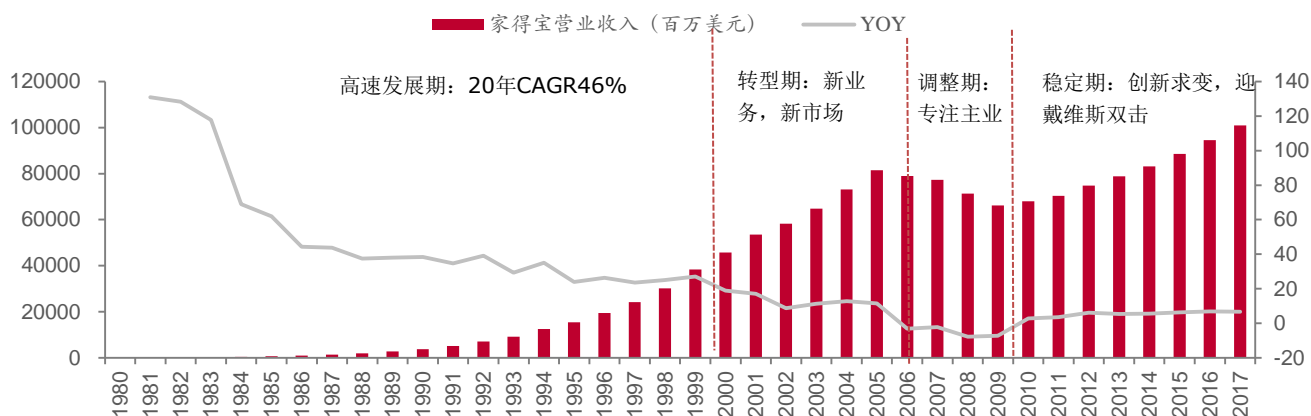


来源：Bloomberg、中泰证券研究所

40 年发展并非一帆风顺，专注主业实现凤凰涅槃

- 结合公司市值、营收增速和坪效变化，我们认为公司主要经历了四个发展阶段。2000 年之前是中高速发展阶段，开店快速推进，家得宝同店销售收入增长主要源自客流量的增长。2000-2006 年是拓展新客户（DIFM 和 PRO 客户）和新市场（加拿大、墨西哥）、进行多业态尝试的转型期，阵痛期收入增长不及市场预期，估值下行。2007-2009 年是回归主业的调整期，以次贷危机为契机，删繁就简、围绕零售主业强化高效率、重服务的核心竞争力成为二次腾飞的关键。2010 年至今，宏观环境向好叠加企业微观运营精进，营收增速稳定的同时高效运营优势逐年凸显，盈利能力堪称优异，家得宝迎来业绩和估值的戴维斯双击。

图表 11：家得宝发展四阶段



来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 12: 家得宝发展脉络

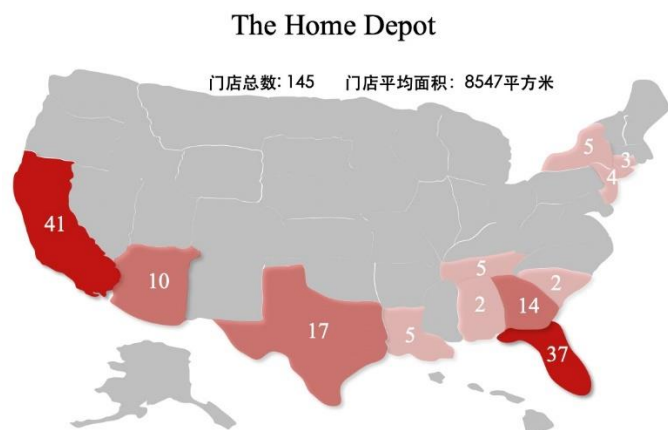
维度	2000年之前	2000-2006	2007-2009	2009至今
宏观	繁荣向上的长周期 <ul style="list-style-type: none"> 里根经济学 新经济时期 	波动加剧 <ul style="list-style-type: none"> 互联网经济泡沫 地产繁荣 	次贷危机 <ul style="list-style-type: none"> 住房销售大幅下滑 消费信贷紧缩 	复苏 <ul style="list-style-type: none"> 住房市场景气度走高 消费信贷逐步放宽
行业	份额分散 <ul style="list-style-type: none"> 分散且区域市场孤立 无绝对连锁龙头 	诞生龙头、需求变动 <ul style="list-style-type: none"> 家得宝龙头地位确立 婴儿潮一代老去 	行业内规模企业竞争 <ul style="list-style-type: none"> 劳氏开店提速 	行业外竞争 <ul style="list-style-type: none"> 互联网电商加入竞争 线上流量争夺
策略	单一业务/市场 <ul style="list-style-type: none"> 单一DIY零售业务 单一美国市场 	新业务, 新市场 <ul style="list-style-type: none"> DIY-DIFM-PRO 美国-加拿大-墨西哥 门店重置, 产品更新 提升门店运营效率 	专注零售主业 <ul style="list-style-type: none"> 关闭其他零售业态 出售HD Supply 优化资本结构: 回购 重构供应链 	重视PRO, O2O融合 <ul style="list-style-type: none"> 线上线下一站式服务 建设DFC充当线上订单集散地
CEO	Bernie Marcus (创始人之一)	Bob Nardelli	Frank Blake	

来源: 公司年报、中泰证券研究所

2000 之前: 把握机遇快速扩张, DIY 零售市场龙头地位确立

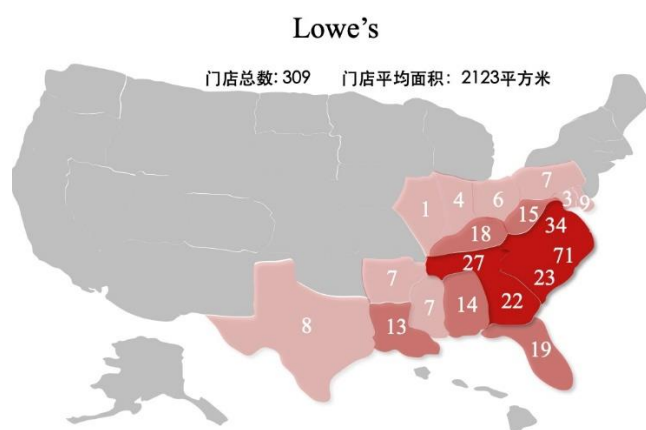
- 家得宝在 1978 年创立之初即定位 DIY 仓储式家居建材超市, 单店面积大于同期竞争对手。成立三年之后家得宝在 NASDAQ 上市, 同年走出初创地在经济并不发达的佛罗里达州开设分店, 耕耘南部“阳光地带”(房价低廉, 人口持续流入), 初创期避开直接竞争。我们从市场边界、企业利润和客户粘性三个角度分析, 认为家得宝在这一时期以重规模和粘性、轻利润的策略确立了自身龙头地位。

图表 13: 家得宝门店地理分布及单店面积 (1990 年)



来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 14: 劳氏门店地理分布及单店面积 (1990 年)

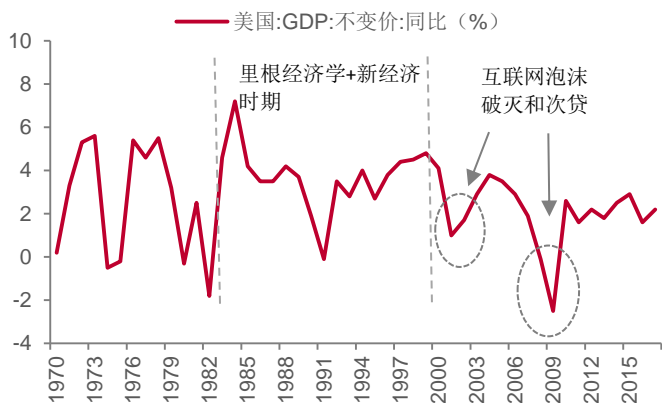


来源: 公司年报、中泰证券研究所

- 80 年代开始宏观经济企稳, 把握机遇跑马圈地。宏观层面: 20 世界八

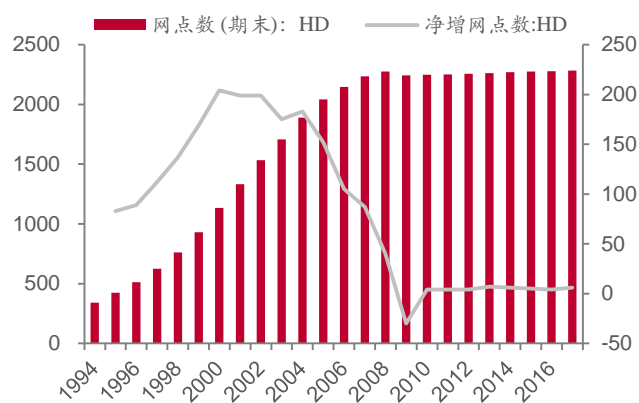
九十年代美国经济从 70 年代末的滞胀中走出，进入包含里根时代和新经济时期在内的宏观经济向上繁荣的长周期。**中观层面**：80 年代美国家居建材零售市场分散且孤立，尚未有连锁龙头诞生，家得宝初期的全国扩张策略具备相对有利的外部环境。这一时期，家得宝通过渠道扩张带动营收快速增长，客流量边际贡献大于客单价边际贡献。

图表 15: 美国 GDP 同比增速: 不变价



来源: wind、中泰证券研究所

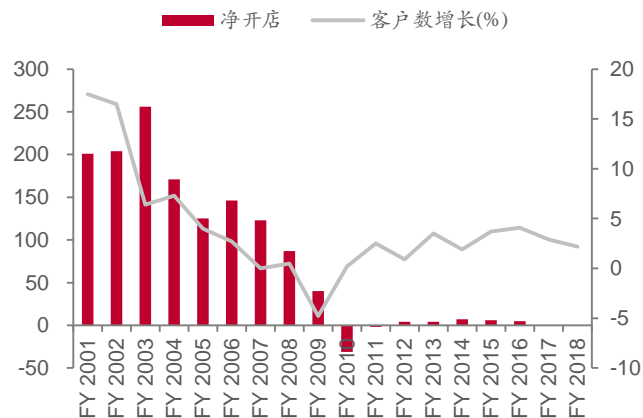
图表 16: 渠道扩张带动营收增长



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

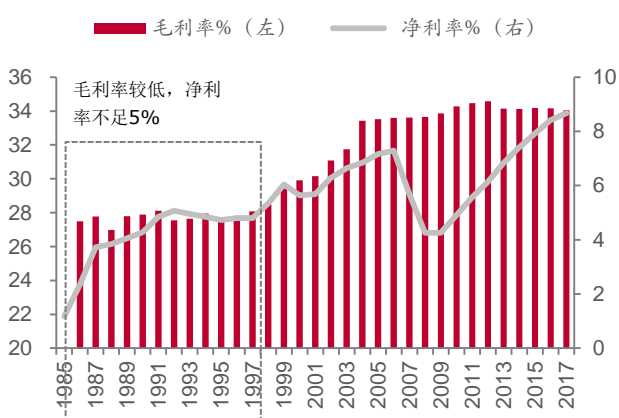
- **发展初期“用价格换市场”，市占率迅速提升。**一方面，规模效应尚未形成，对上游供应链议价力不足；另一方面，重视收入规模和市场份额胜于利润。渠道拓张叠加低毛利策略使得 1980-2000 年家得宝营收 CAGR 达到 46.4%，同期净利率不足 5%。家得宝在 1989 年收入规模超越主要竞争对手劳氏，成为美国第一大建材家居零售商，龙头地位开始确立。

图表 17: 客流量边际贡献大于客单价提升贡献



来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 18: 用价格换市场，毛利率和净利率较低

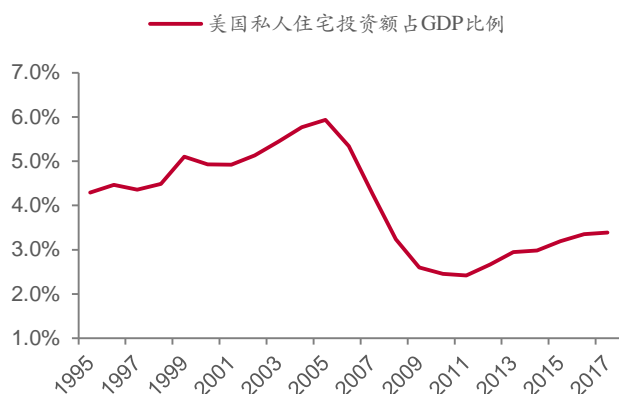


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

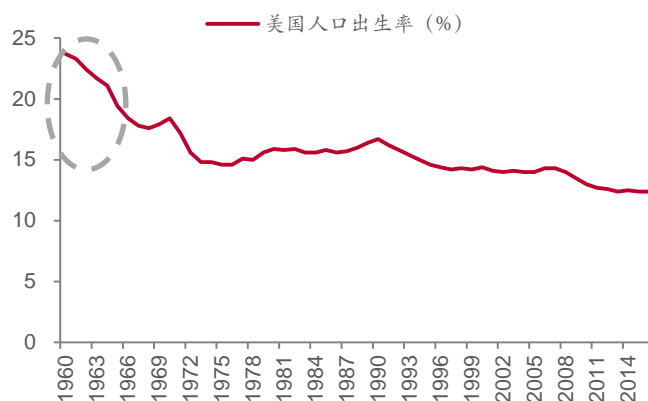
2000-2006: DIY → DIFM → PRO, 响应需求打开增长空间

- **繁荣消退，宏观经济波动加剧，消费年龄结构变化促家装服务市场增长。**

宏观层面：经济稳定增长的新经济时代结束，互联网经济泡沫破裂、地产繁荣、收紧货币政策至地产市场快速降温相继发生，宏观环境充满不确定性。**中观层面：**2000年前后美国二战后婴儿潮一代开始步入中年期和退休期，部分家居建材购置需求由DIY转向DIFM模式，家装服务市场快速增长。

图表 19: 美国私人住宅投资占 GDP 比例


来源：美国经济分析局、中泰证券研究所

图表 20: 婴儿潮一代步入中老年促 DIFM 需求提升


来源：world bank、中泰证券研究所

- 单一市场龙头地位已立，转变战略拓展市场边界。** 凭借初期在广大空白市场更为激进的开大店策略，家得宝在 1989 年即确立了自身美国家居建材零售龙头地位。伴随 Robert Nardelli（前通用电力系统公司 CEO、可口可乐董事）出任 CEO，家得宝开始革新企业策略：由“单一零售业务、单一美国市场”向“发展零售、拓展新业务、新市场”转变。家得宝客户群体开始由单一 DIY 客户逐步拓展为 DIY-DIFM-PRO 三类客户，由零售市场向家装服务市场延伸，对产业链相邻市场的渗透带来市场边界扩容。

图表 21: 家得宝客户矩阵

客户类型	客户特点	针对性服务
Do-It-Yourself“D-I-Y”	自己购买产品自己动手制作安装	门店教学、工具租借等
Do-It-For-Me“D-I-F-M”	自己购买产品请人制作安装	专业设计方案服务、自有安装工人或独立安装工人调度
Professional Customers“PROs”	专业物业经理，建筑服务承包商和安装工人以及 MRO（维护、修理、运行平台）平台服务的大型医疗机构、寄住公寓等	直供网络、信贷升级、独立服务台、随叫随到、额外多品牌专业产品供应等

来源：公司年报、中泰证券研究所

- 区分 DIY-DIFM-PRO 三类客户，量体裁衣满足客户需求。** 针对具备“请人代劳”需求的中高端收入群体，家得宝推出以有资质的独立承包商为主的安装服务。我们认为，多项服务的推出使得家得宝不仅仅是家居建材零售商，也是大型家居安装服务中介平台以及工具租赁平台，大部分安装服务由合作的第三方施行，相较于获取高额利润，培养客户粘性才

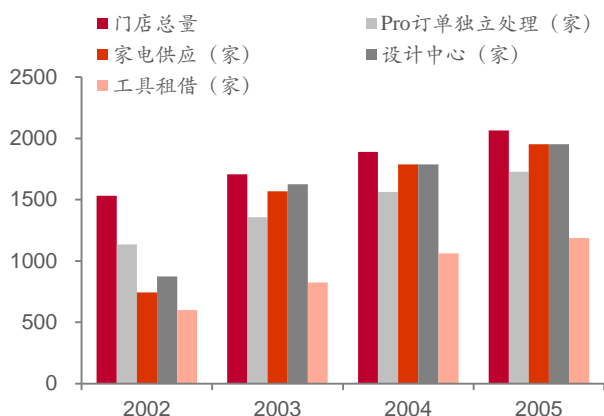
是家得宝目的所在。

图表 22: 家得宝战略转型的三个落脚点及具体措施

年份	落脚点	具体措施	目的
2002 年- 2003 年	门店	门店形象现代化改造：商品视觉陈列时尚化	增加店铺吸引力
		服务升级计划 (SPI)	提升门店效率
		改变店内经营模式：夜间处理货物；技术升级简化门店运营：	更多工作时间用于客户交流
		安装自主结算系统，更换 POS 系统	优化客户购物体验
	商品	商品分类合理化：消除约 19000 个偏差，同时增加相当数量 SKU	提升门店客户购物体验
		大量商品更新调整：电器、地板、等关键产品更新	产品供应更广泛且均衡
	服务	设置 DIY 客户教学项目、专业工具租赁、装饰设计个性化服务	提升客户体验
		针对专业承包商推出专业设备包，并直接在 PRO 客户柜台陈列	满足 PRO 客户需求

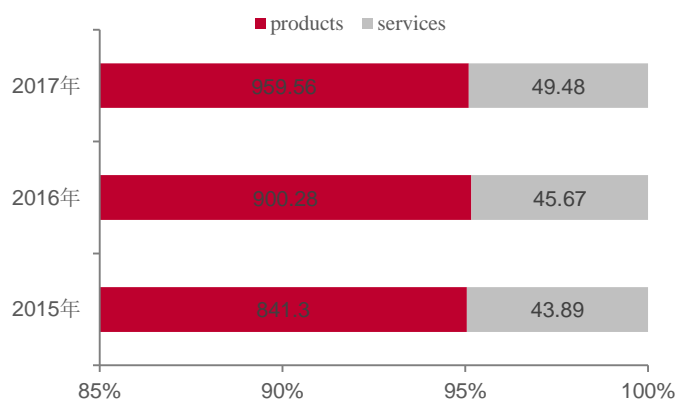
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 23: 家得宝强化终端门店客户服务功能



来源：world bank、中泰证券研究所

图表 24: 家得宝服务收入 (亿美元) 占比不到 5%



来源：公司年报、中泰证券研究所

- **发展多业态，深耕 DIFM 和 PRO 市场。**在零售门店提供多项服务之外，家得宝开设多家独立业态门店以提供针对性的专业化服务及产品。就门槛更高的 PRO 市场而言，家得宝花费 35 亿美元收购超过 21 家专业性服务公司，将 HD Supply 打造为快速响应执行的 PRO 客户综合方案提供商，以“高附加服务+规模化产品供应”的形式整合 PRO 市场。

图表 25: 家得宝新业态门店介绍 (截止 2003 年)

新业态门店	数量	针对群体	功能
EXPO Design Center	54	DIFM	针对家居装饰和改造项目提供完整的室内设计产品和装修服务，设有设计展示厅让设计方案可视化，不销售建筑材料和木材
HD Supply	5	PRO	快速响应执行的 PRO 客户综合方案提供商，向企业和政府销售产品和安装服务
Home Depot Landscape Supply	11	PRO&DIY	零售店花园产品线的延伸，服务专业景观设计师和 DIY 花园爱好者，设有温室
Home Depot Floor	2	PRO&DIY	销售地板产品

来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 26: HD Supply 收购专业服务公司一览 (截止 2004 年)

子公司	介绍	渠道	员工数量
Apex Supply Company	管道、暖通空调、家用电器和其他相关专业产品的批发供应商	26 个网点，	580 名
Your other Warehouse	管道、照明和五金件分销商，专注于个性化订单执行	5 个配送中心+1 个呼叫中心	900 名
Maintenance Warehouse	为住宅楼、酒店及公寓管理市场提供维护、维修和产品的产品服务	20 个配送中心	
HD Builder Solutions Group	为专业住宅建筑商提供地板、台面和窗口的产品及处理方案	27 个网点，	1700 名
White Cap	服务于大中型专业承包商的专业五金、工具和建材材料供应商	77 个网点	2200 名

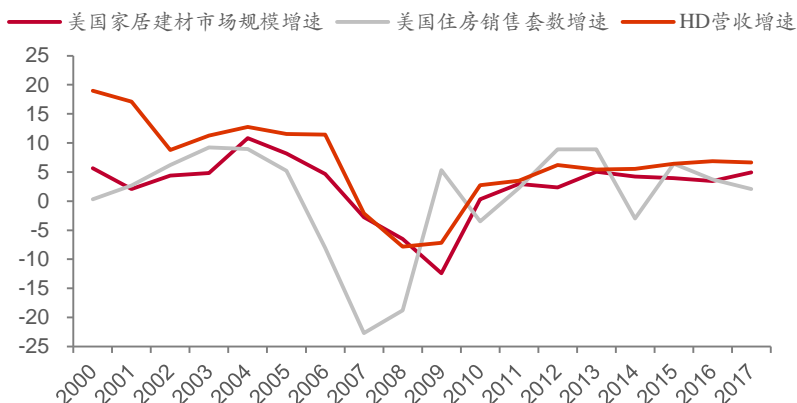
来源：公司年报、中泰证券研究所

- 2000 年-2006 年间，家得宝估值呈现震荡下行趋势。**我们认为有两方面原因：1) 战略转型期业绩增长低于预期。以 2002 年为例，实际收入增长 8.8% 与 15-18% 的市场预期落差较大。木材等大宗商品通货紧缩、商品陈列调整影响客户购物体验、供应链不稳定导致部分商品脱销等原因都对收入产生负面影响。2) 同期主要竞争对手，第二大家居建材零售商劳氏凭借较高的渠道拓展空间和开店速度取得良好业绩增长。

2007-2009: 降本增效，专注零售主业，实现凤凰涅槃

- 受地产调控影响 2006 年家得宝营收增速首次转负，降幅达到 14.6pct。其后次贷危机爆发，美国住房销售和家居建材销售大幅负增长，走高的失业率和紧缩的消费信贷均对家得宝终端销售带来不利影响。2007 年，Francis Blake (通用电气高级副总裁，前能源部副部长) 出任 CEO，家得宝开始优化资本配置、专注核心零售主业，通过重构物流仓储网络、搭建快速调度中心 (RDC) 提升企业内在效率，销售管理费用率一次性走高的同时，存货周转率迅速触底反弹。

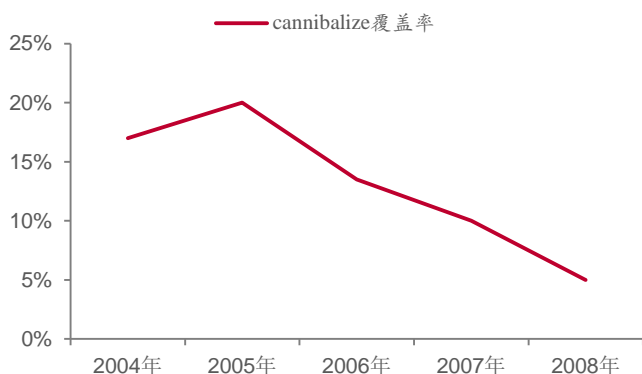
图表 27: 家得宝营收增速 (%) 遭遇滑铁卢



来源: wind、中泰证券研究所

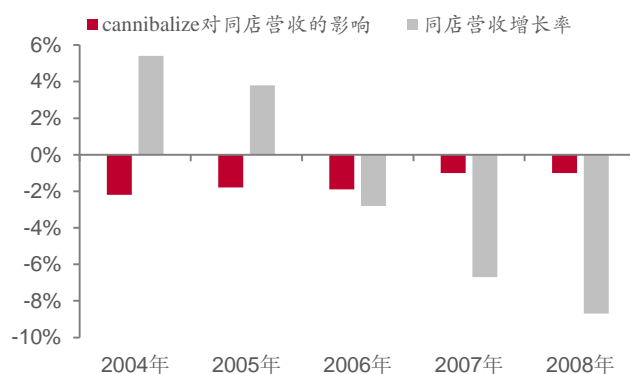
- **战略性实施“同类相食 (cannibalize)”策略，前期提升企业市场渗透率，后期逐步放弃。**截止 2006 年，家得宝每年净开店维持在 100 家以上，其中包含策略性地在存量店铺覆盖的市场区域周边开新店，通过提升购物便利度和满意度、增加现有客户的利用率和整体市场份额。战略性新店对存量终端门店的覆盖率在 2005 年达到高点，由于服务区域重叠，此类门店对单店销售额的增长具有负向拉动左右，此后被逐步放弃。

图表 28: "cannibalize"对存量终端门店覆盖率



来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 29: "cannibalize"对同店销售额增长率的影响



来源: 公司年报、中泰证券研究所

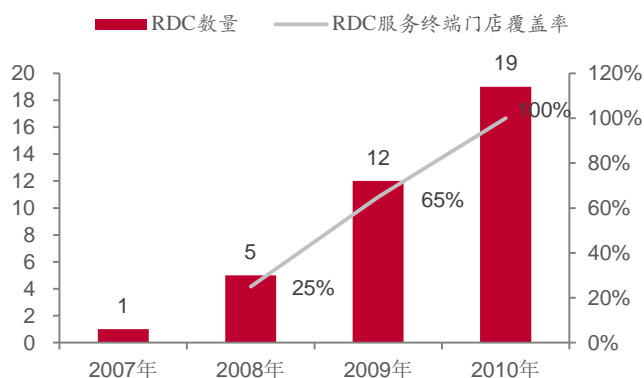
- **删繁就简,专注核心零售业务。**次贷危机以来家得宝先后于 2007 年、2008 年关闭 HD supply 业务、HD 卫浴业务和 15 家零售门店。同时，在开店规划中删除约 50 家 EXPO 设计中心店、庭院店的开店计划，专注终端零售业务发展。上述业态收缩导致资产减值、租约费用和遣散费一次性发生，销售管理费用率 (SG&A) 在 2008 年达到高点。

图表 30: 关闭多个业态门店 (家)

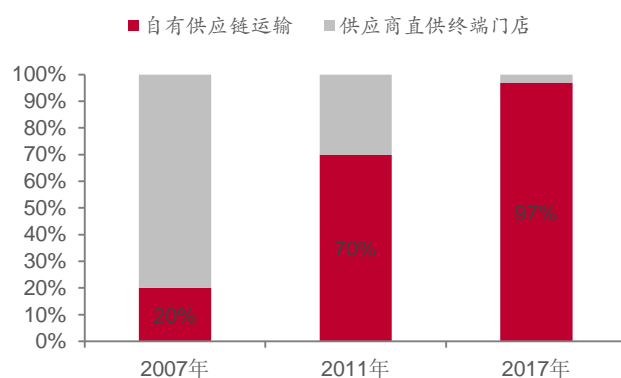
业态	2006年	2007年	2008年	2009年
The Home Depot Floor	2	0	0	0
The Home Depot Landscape Supply	11	0	0	0
Yardbirds	0	5	5	0
EXPO Design Center	34	34	34	0
HD Supply	893	0	0	0

来源：公司年报，中泰证券研究所

- 全力重构物流仓储网络，快速调动中心（RDC）助力高效周转。**次贷危机之前，家得宝仅 20% 产品通过自有供应链运输，其余商品均由上游供应商直接运往终端门店，效率低下且费用较高。家得宝于 2007 年开始建立快速调动中心 RDC，将门店订单集合处理进行仓储调动，以此优化供应链。到 2010 年，RDC 对终端门店的覆盖率达到 100%，大部分商品通过自有供应链运输，物流效率和存货周转率显著提升。

图表 31: RDC 数量及终端门店覆盖率


来源：公司年报、中泰证券研究所

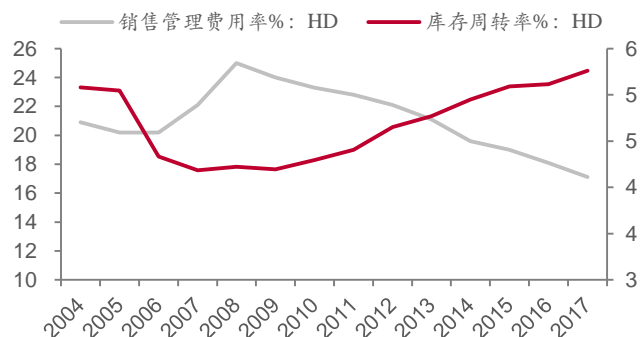
图表 32: 家得宝商品供应运输结构


来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 33: 11 亿美元降本增效费用 (纳入 SG&A 费用)

项目	2008年	2009年	合计
资产减值	5.8 亿	0	5.8 亿
租赁债务成本净额	2.52 亿	0.84 亿	3.36 亿
遣散费	0.78 亿	0.08 亿	0.86 亿
其他	0.41 亿	0.54 亿	0.95 亿
合计	9.51 亿	1.46 亿	10.97 亿

来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 34: 销售管理费用率及存货周转率


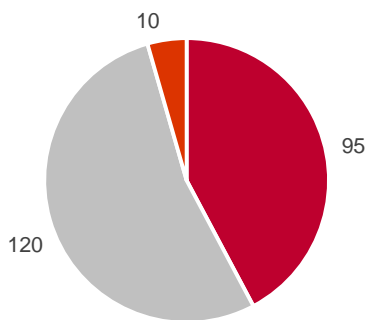
来源：公司年报、中泰证券研究所

- 低点开启大规模股票回购计划，优化资本结构，提升股东回报。**借助向凯雷和鼎辉出售 HD Supply 获得的 95 亿美元净现金及优先债券发行计

划，家得宝在 2007 年的市值低点启动 225 亿美元的股票回购计划。此次股票回购市值约占当年总市值的 28%，帮助作为成熟零售商的家得宝构建理想资本结构，带动 EPS 加速增长，提升股东回报。

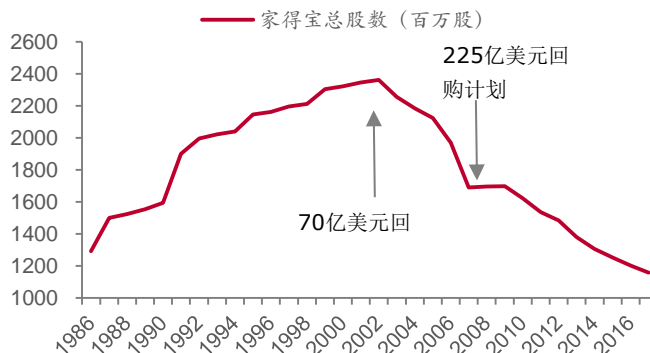
图表 35: 225 亿美元股票回购资金构成 (亿美元)

■ 出售 HD Supply 所得净现金 ■ 发行优先债券 ■ 自有现金



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 36: 持续股票回购带动总股本降低

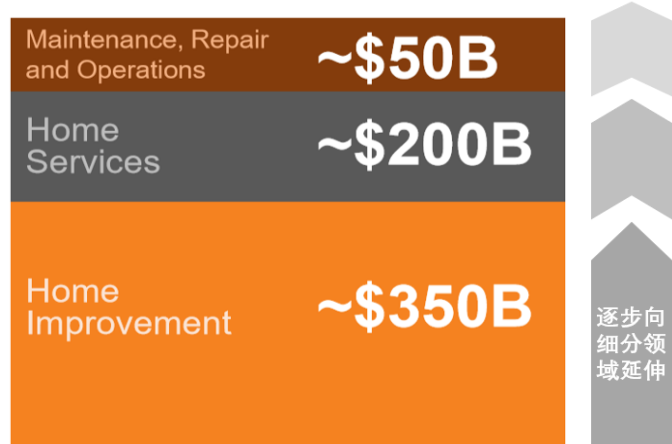


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

2010 至今: PRO 收入超越 DIY 收入, O2O 融合再迈新征程

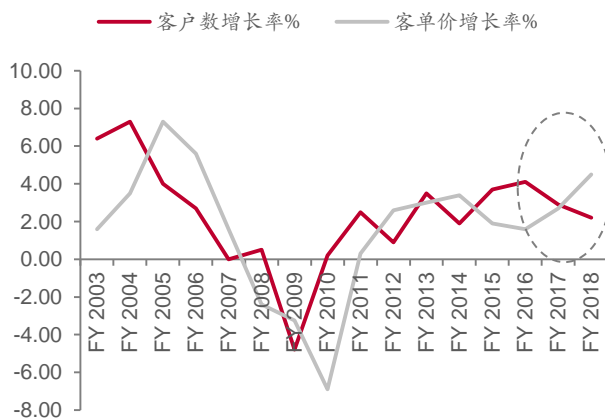
- **可比单店销售收入同比增长: 客单价边际贡献逐渐超过客流量边际贡献, 核心在于 PRO 客户收入占比提升。** 伴随扎根美国市场的家得宝门店规模逐步稳定, 对传统家居建材零售市场的布局趋于完善, 家得宝在优化附加服务的同时深耕 Pro 细分市场。一方面通过兼并收购纳入细分专业技能公司; 一方面在 2013 年推出 Pro Xtra 项目, 为 Pro 客户提供专属优惠、实时购买记录跟踪及同业对比帮助其进行数据分析, 目前该软件已有超过 400 万名注册客户。我们认为, 集维护运营、家居建材供应及库存物品管理于一体的综合性服务, 使得家得宝在与细分领域专业公司竞争中取得优势, Pro 营收份额逐步增长并在 18Q1 超越 DIY 客户的营收贡献。在同店增长率的拆分中, Pro 份额提升带动客单价边际贡献逐渐超过客流量边际贡献。

图表 37: 美国 MRO 市场规模约 500 亿美元 (2017 年)



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

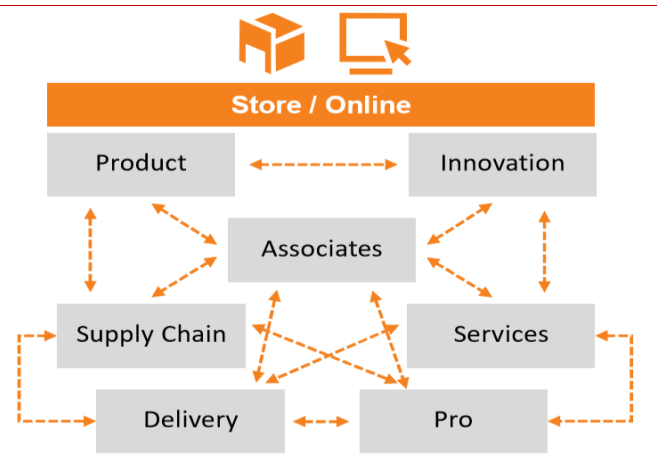
图表 38: 客单价边际贡献超越客流量边际贡献



来源: 公司年报、中泰证券研究所

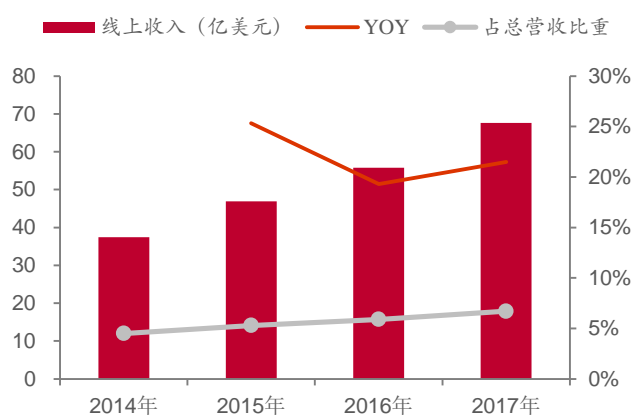
- **新零售竞争风口来临，发力 O2O 主动求变创新，巩固护城河。**美国家居建材企业面临的竞争逐步从行业内竞争演变为新零售竞争，以家得宝为代表的传统零售商与亚马逊等电商平台的竞争逐步显现。家得宝及时跟进消费需求变化，升级线上零售平台并提供线上下单、线下门店配送/提货/退货等一系列服务，借助自身包含安装服务在内的诸多高附加服务巩固护城河。截止 2017 年，线上收入保持 20% 的增长，45% 的订单在线下店铺取货。同时，家得宝计划在未来 3-5 年内投入约 20 亿美元在人口密集区域建立直销中心 (DFC)，以仓储直运的方式保障线下门店购物体验并缩短线上订单物流周期。

图表 39: 实现 O2O 一站式互联零售体验



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 40: 线上销售收入稳步增长



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 41: 未来 5 年 111 亿美元投资计划构成

项目	投资额	占比
线下门店升级	约 55 亿	约 50%
供应链管理	约 20 亿	约 18%
IT 及线上数字体验	约 19 亿	约 17%
其他	约 17 亿	约 15%
合计	111 亿	100%

来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 42: 建立 DFC 分担终端门店商品集散地的职能



来源：公司年报、中泰证券研究所

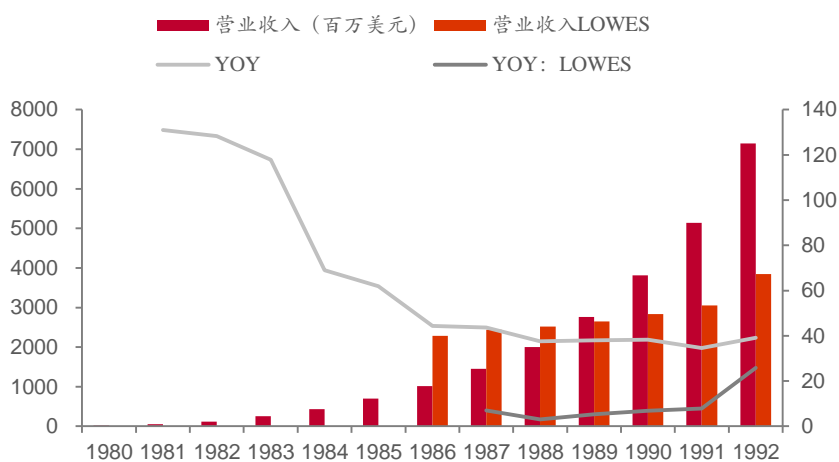
HD vs LOWES: 为什么说家得宝是重服务、高效率的典范?

采购策略相似，供应链效率家得宝更胜一筹

- 家得宝 (HD) 和劳氏公司 (LOW) 是美国前两大家居建材零售商，单

店面规模相近，室内零售面积 1 万平方米左右，品类相近，单店售卖约 3-4 万件产品，SKU 规模庞大。发展早期，家得宝把握时机凭借激进的开店策略迅速实现对劳氏的超越，成为第一大家居建材零售商。

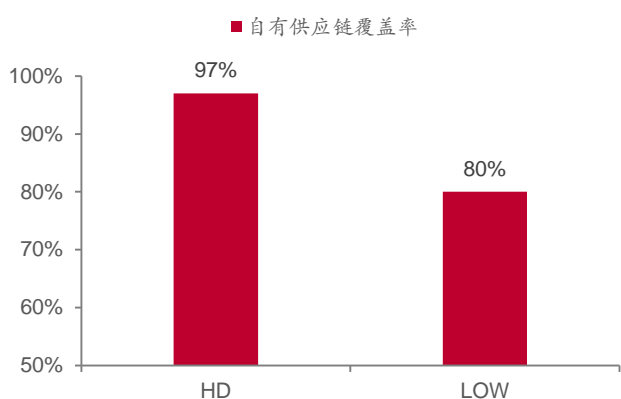
图表 43: 1989 年家得宝收入规模超过劳氏



来源: wind、中泰证券研究所

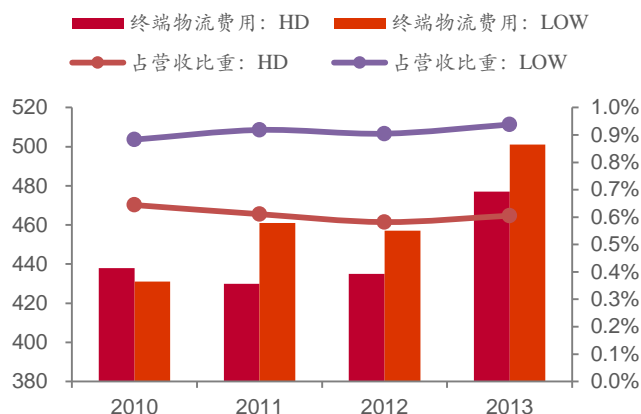
- 产品采购策略相近，供应链效率家得宝更胜一筹。** 家得宝和劳氏均以全球直采的形式，从上游供应商处采购商品，其中单一供应商采购占比不超 6%。同时，通过与知名品牌形成战略联盟及合作关系，获得专属商品销售。上述策略使得企业在提供高性价比产品的同时充分保障议价权威，毛利率十年来稳定在 35% 左右。从供应链效率来看，我们认为家得宝更胜一筹。家得宝对物流仓储系统的持续耕耘基本实现了自有供应链全覆盖，物流时间和成本较劳氏有较大优势。

图表 44: 自有供应链覆盖率 (2017 年)



来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 45: 终端物流费用 (纳入 SG&A, 百万美元)



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

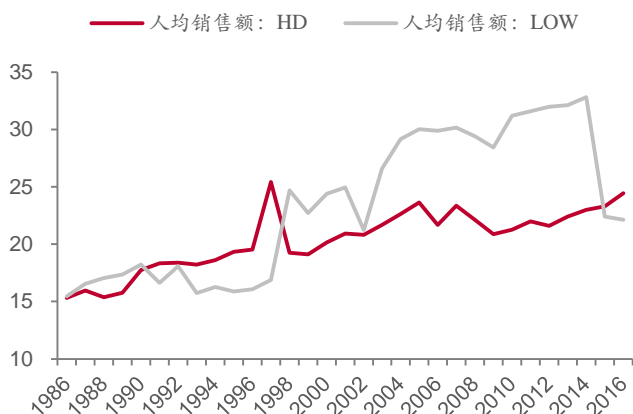
图表 46: 家得宝物流仓储设施一览 (截止 2016 年)

设施种类	职能用途	数量		
		美国	加拿大	墨西哥
快速调度中心“RDCs”	集中处理门店订单，产品分配和门店运输高效最优化	18	-	-
散装配送中心“BDCs”	平板卡车上产品分布最优化	30	4	-
仓储配送中心“SDCs”	处理进口物品、大而笨重的物品及特殊产品	23	1	-
专业配送中心	离岸固结,返回物流中心和交叉码头操作	12	1	-
转运设施	由靠近海运港口的第三方经营，以处理进口产品并运往 RDCs 或 SDCs	4	-	-
直销中心“DFCS”	为线上订单存储和处理产品	5	2	-
仓储流通中心	兼具 RDC、SDC 职能	-	2	-
多渠道分销中心	兼具 RDC、BDC、SDC 职能	-	-	2

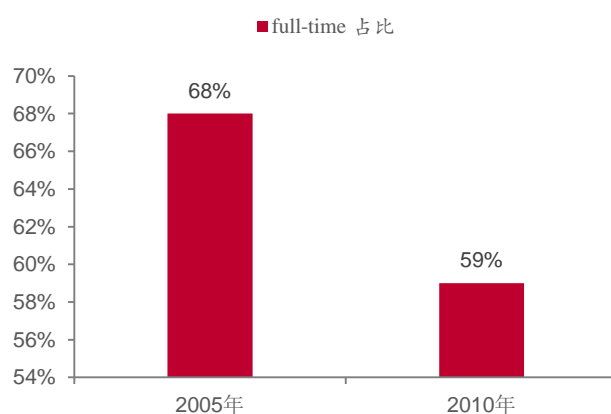
来源：公司年报、中泰证券研究所

专注信息化下的投入产出比，毛利率相当、盈利优势逐年扩大

- 持续投资门店信息化保障服务水平，高弹性人员调度压缩期间费用，家得宝盈利水平优异。**一方面，家得宝通过不断完善后台扫码收货、客户自助收银、门店内设置商品检索终端来提升门店自动化程度。将有限的店员从固定流程环节中解放出来，提高与客户面对面交流活动的的时间占比，保障门店服务水平。另一方面，通过缩减全职员工比例使员工规模更富弹性，使得包含大量兼职人员在内人均销售额较低，在应对销售高峰期的同时将人力成本支出降至最低。我们认为，包含门店信息化、物流仓储网络持续建设、职员规模弹性化在内的特点反映出家得宝强执行、高效率的核心竞争力，使得家得宝在毛利率与劳氏相当的情况下，净利率优势逐年扩大。

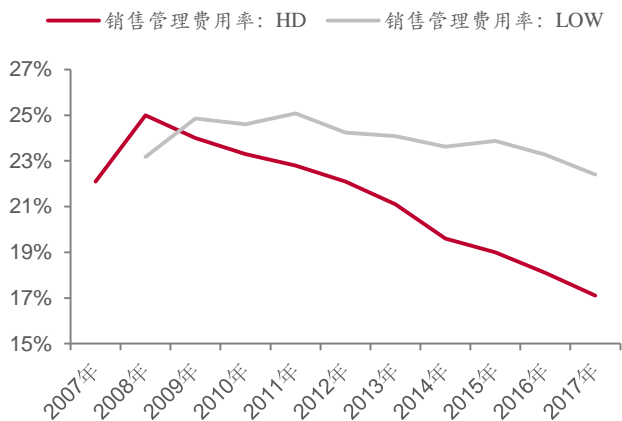
图表 47: 员工人均销售额 (万美元)


来源：公司年报、中泰证券研究所

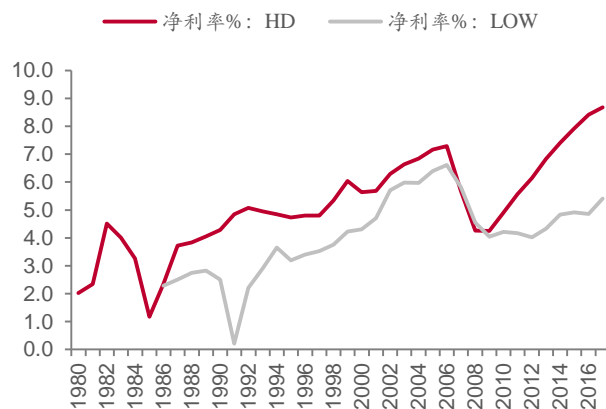
图表 48: 家得宝持续缩减全职员工占比


来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 49: 家得宝销售管理费用率低于 LOWES
图表 50: 家得宝盈利能力优异



来源：公司年报、中泰证券研究所

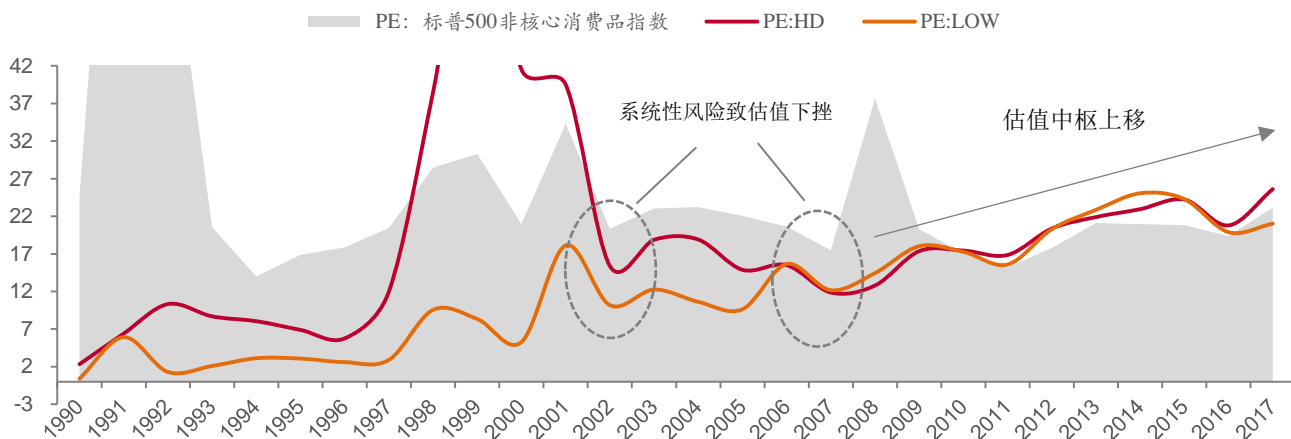


来源：公司年报、中泰证券研究所

估值：高资本回报率彰显内部管控效率，家得宝重拾市场青睐

- 2000年-2007年家得宝估值下移，在于较竞争对手而言营收增速和坪效持续下滑。在家居建材零售标的选取上，同期市场更青睐第二大家居建材零售商劳氏公司，劳氏在相对较小的营收规模下通过加速开店实现规模效应，毛利率快速追赶的同时营收增速超越家得宝，获得估值提升。

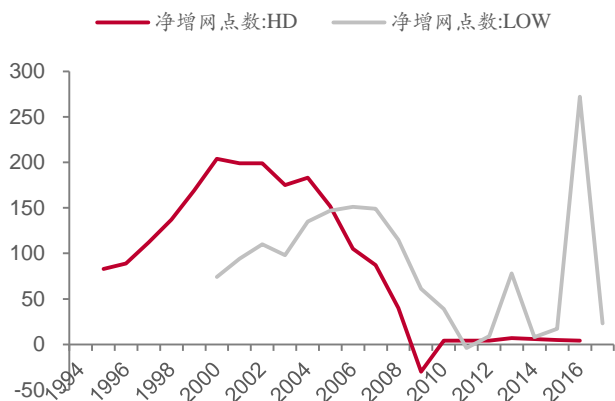
图表 51：PE 比较：逐步超越 S&P 可选消费综合 PE 的估值上移



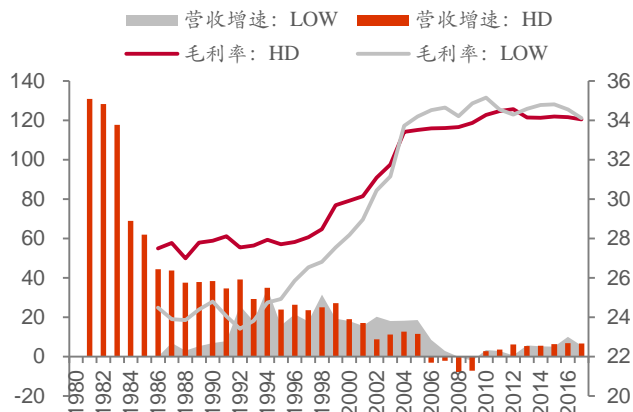
来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 52：2000 年-2007 年 LOWES 开店提速

图表 53：家得宝和劳氏营收增速及毛利率情况



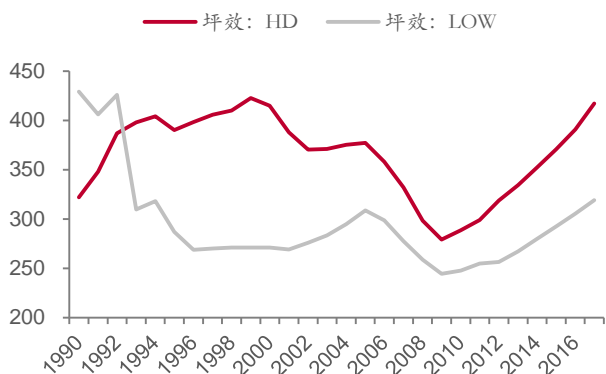
来源：公司年报、中泰证券研究所



来源：Bloomberg、中泰证券研究所

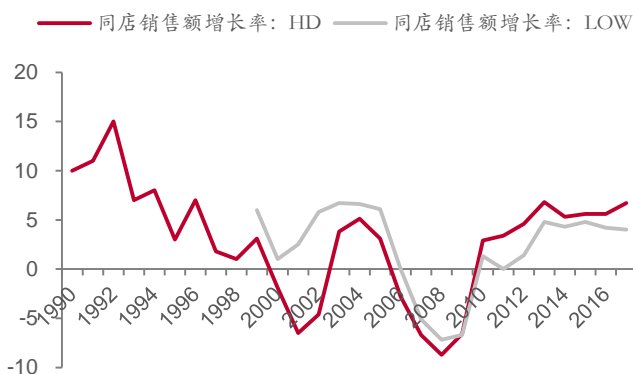
■ **快速调整回归主业，近十年家得宝估值中枢上移。**经过次贷危机期间，包含聚焦零售主业、建立快速调动中心（RDC）重构物流仓储网络等一系列措施的执行，家得宝迅速调整的强执行能力逐步显现。坪效和同店销售额重回增长跑道的同时，ROIC 持续创历史新高。近十年来，家得宝估值水平呈现持续上移趋势，高资本回报率彰显内部管控效率，家得宝重拾市场青睐。

图表 54：坪效比较（美元/平方英尺）



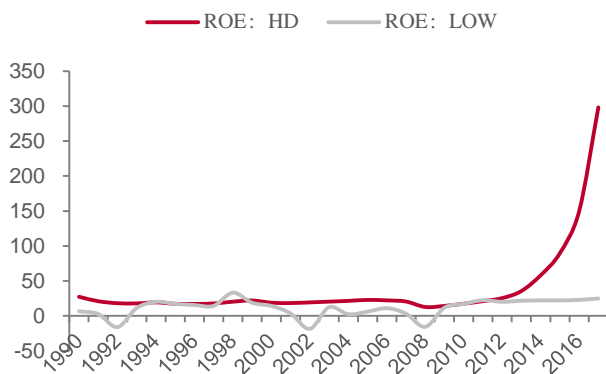
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 55：家得宝调整能力更强



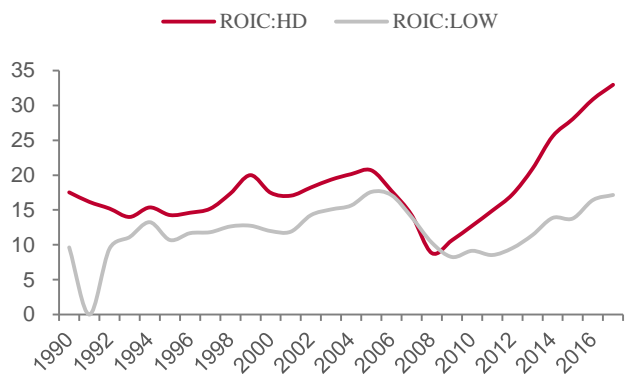
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 56：ROE 比较



来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 57：ROIC 比较



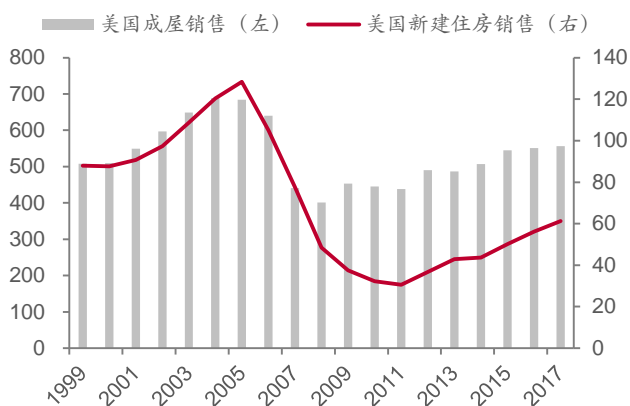
来源：Bloomberg、中泰证券研究所

拨云见日：由家得宝看 A 股家居龙头的成长边界

地产长逻辑：存量房时代，家居的业绩和估值应当被看好

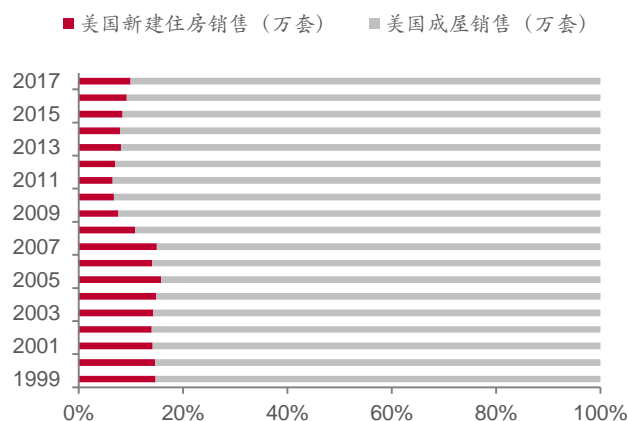
- **美国新建住房销售占比仅 10%，是典型的存量房市场。**美国新房销售占比长期低于 20%，建材家居家电市场增长几乎全部由存量房驱动。1997-2017 年美国建材、家居家电零售市场规模 CAGR 达到 3.6%和 2.1%，2017 年合计零售市场规模在 5400 亿美元左右，仅靠存量房的更新置换需求即可驱动家居市场规模扩容。综合同期家得宝和劳氏的业绩及估值来看，大体量下个位数营收、利润增长被海外投资者给予 20 倍以上的估值。从长期角度来看，目前 A 股家居龙头已经到达配置窗口。

图表 58：美国住宅销售套数（万套）



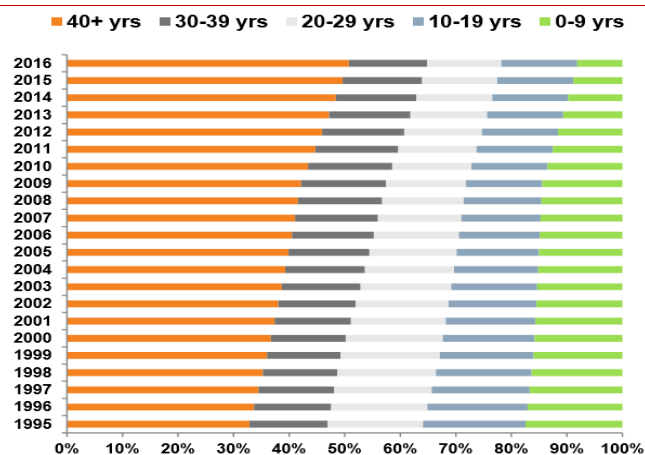
来源：美国商务部、美国房地产经纪人协会、中泰证券研究所

图表 59：美国新房占住房销售比例约 10%（2017 年）



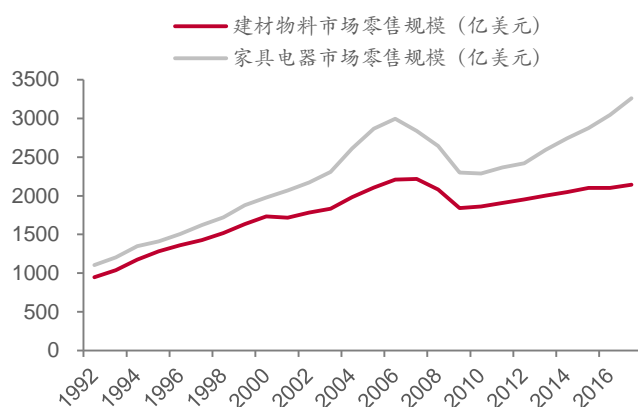
来源：美国商务部、美国房地产经纪人协会、中泰证券研究所

图表 60：美国存量住房房龄结构



来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 61：美国建材家居市场规模长期稳健增长

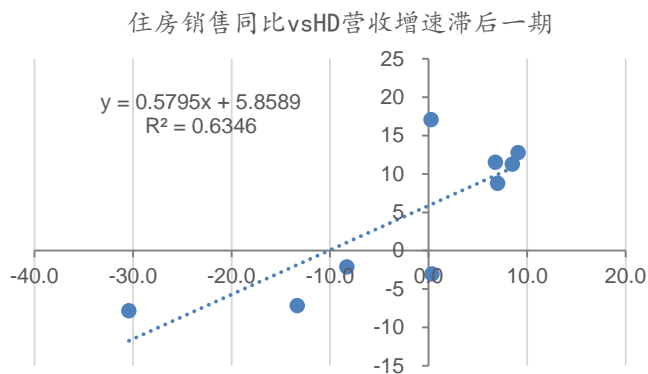


来源：Bloomberg、中泰证券研究所

- **翻新需求带动家得宝收入与地产销售逐步脱钩。**我们将 2010 年前后美国住宅销售（含新房及二手房）同比数据与家得宝收入滞后项进行相关

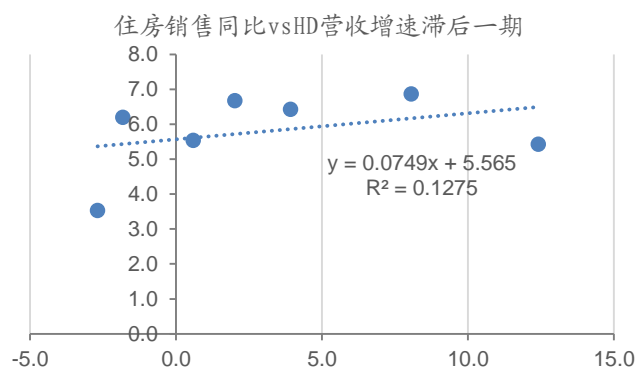
性分析, 结果显示, 2010 年之前家得宝收入与美国住宅销售套数同比变动明显正相关, 而这一正相关性在 2010 年之后明显减弱。 伴随美国存量住房房龄增长, 翻新需求正逐步带动家得宝收入与住宅销售脱钩。

图表 62: 地产相关性分析 (1999-2009)



来源: 美国商务部、美国房地产经纪人协会、中泰证券研究所

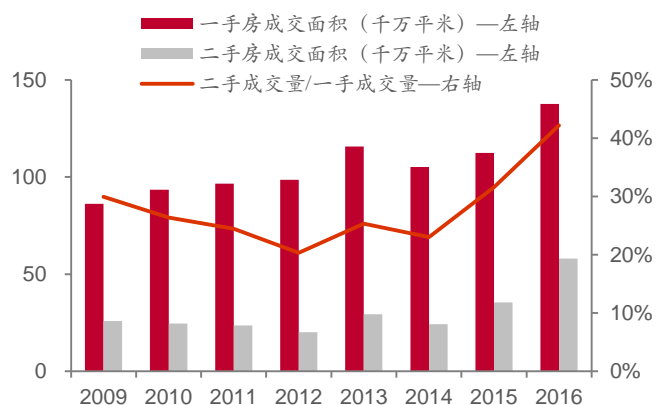
图表 63: 地产相关性分析 (2010-2017)



来源: 美国商务部、美国房地产经纪人协会、中泰证券研究所

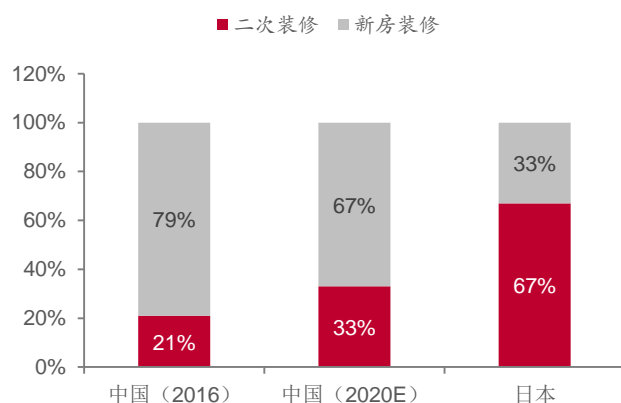
- 国内住宅市场向存量房时代迈进, 新房销售对家居需求的影响持续减弱是长期趋势。 易居研究院报告显示, 2016 年全国二手住宅成交面积达 5.8 亿平方米, 同比增长 63.2%, 二手房/一手房成交面积比值 42%。目前国内二次装修占装修市场的比重仅为 21%, 远低于日本的 67%。二手房需求的提升, 将持续降低家居行业对新房销售敏感度, 二次装修成为家居零售业务增长的稳定动力。

图表 64: 中国一二手住宅成交量变动情况



来源: 易居研究院、中泰证券研究所

图表 65: 二次装修与新房装修市场占比



来源: Goldman、中泰证券研究所

图表 66: 部分城市 2016 年二手房住宅交易成交量占比

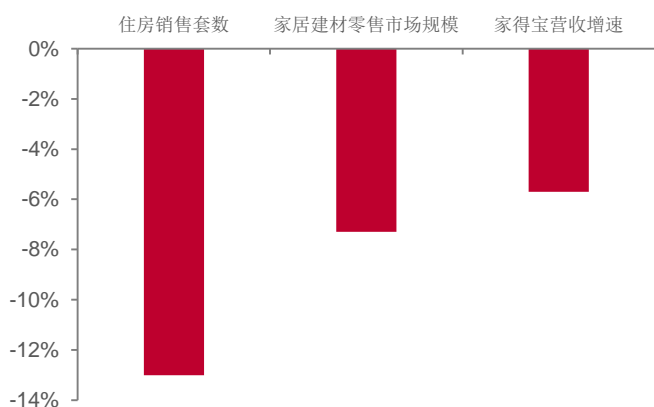
城市	二手成交量/ 一手成交量	城市	二手成交量/ 一手成交量	城市	二手成交量/ 一手成交量	城市	二手成交量/ 一手成交量	城市	二手成交量/ 一手成交量
北京	245%	锦州	73%	汕头	49%	重庆	39%	西宁	27%
厦门	159%	广州	71%	常熟	49%	烟台	37%	青岛	26%
上海	153%	惠州	71%	中山	49%	马鞍山	35%	贵阳	26%
深圳	121%	昆山	60%	宜昌	48%	杭州	32%	南宁	26%
吉林	108%	宁波	55%	绍兴	48%	苏州	32%	安庆	25%
南京	93%	福州	55%	大连	45%	蚌埠	32%	成都	25%
哈尔滨	87%	天津	54%	太原	45%	银川	32%	徐州	25%
温州	84%	石家庄	53%	合肥	45%	南充	31%	兰州	23%
金华	82%	岳阳	53%	佛山	45%	九江	30%	衡水	23%
长春	79%	洛阳	52%	韶关	44%	东营	29%	三亚	21%
沈阳	77%	桂林	52%	北海	42%	武汉	28%	长沙	17%
珠海	76%	无锡	51%	济南	40%	郑州	28%	西安	16%
乌鲁木齐	76%	包头	51%	昆明	40%	常州	28%	海口	16%
东莞	73%	呼和浩特	50%	嘉兴	40%	南昌	28%	遵义	6%

来源：各地统计局，各地房管局，易居研究院，中泰证券研究所

地产短逻辑：短期业绩承压与长期集中度提升均有验证

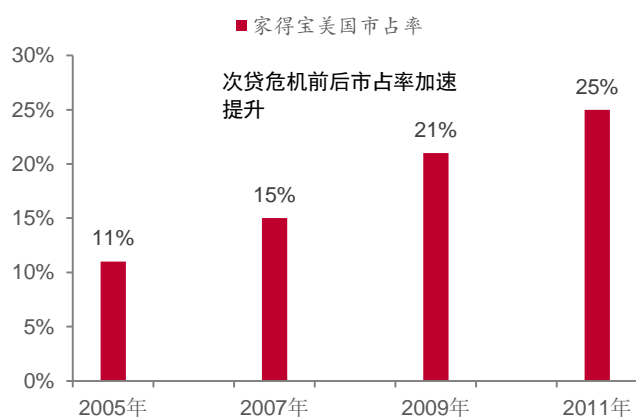
- **次贷危机下美国住宅市场和家居建材市场双双下行，家得宝份额提升加速。**2006-2009年，美国住宅销售套数 CAGR 为-13%，同期家居建材市场零售规模 CAGR 为-7.3%，家得宝营收 CAGR 为-5.7%，收入下滑幅度窄于零售市场规模缩量及地产下行。同时，我们追溯了次贷危机前后公司口径的美国市场占有率，在次贷危机期间，市占率提升明显加速。龙头企业由于自身相对大的体量，业绩表现与宏观周期具备部分趋同性，但地产下行往往是龙头进一步攫取市场份额的良机。

图表 67：2006-2009 美国相关市场复合增速



来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 68：地产下行促家居建材市场集中度提升

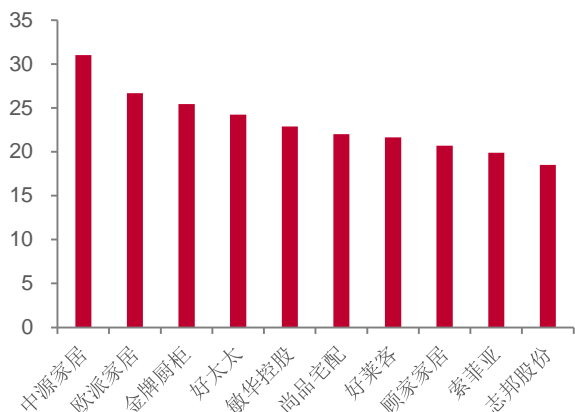


来源：Bloomberg、中泰证券研究所

- **内部治理优异的高 ROIC 企业估值溢价不容忽视。**家得宝以家居建材流通领域最高效的物流仓储网络实现库存周转率的提升，伴随家得宝

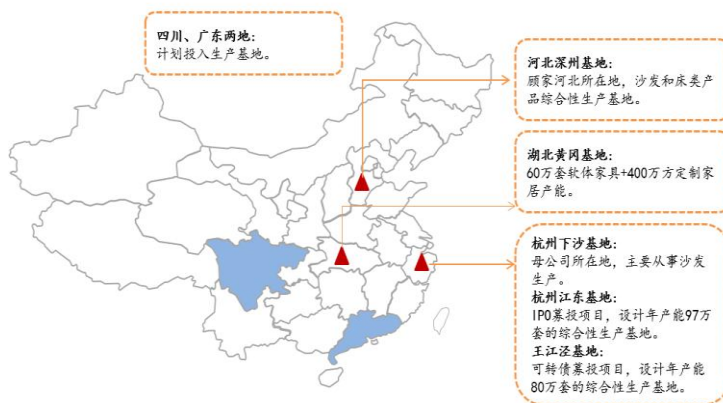
ROIC 走高，同期市场估值一路攀升。从 ROIC 及产能布局来看，产能基地分布合理、内部管控高效的家居企业将在中长期享有供应链优势，最终获得市场青睐。

图表 69: 家居板块 ROIC (%) TOP10 (2017 年)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 70: 顾家家居产能布局



来源: wind、中泰证券研究所

可复制的成长路径: 寻找整装模式优秀、具备零售商属性的 A 股标的

- **DIY-DIFM-PRO vs 零售-大宗-整装: 国内家居龙头正处从零售客户向“DIFM”和“PRO”客户拓展的路口。**从 DIY 到 DIY-DIFM-PRO 业务战略转型, 是家得宝顺应市场需求结构变化, 谋求更大市场发展空间的结果。从国内家居需求结构来看,《建筑业十三五规划》明确提出到 2020 年全装修占比 30% 的目标以来, 精装房大势已定。终端家居消费需求从零售向大宗业务转移, 产品结构偏前端的 A 股家居企业对需求转移持续跟进。从家得宝的发展路径来看, 客户结构已从单一 DIY 客户发展为 DIY-DIFM-PRO 三分天下, 市场扩容的同时, 盈利能力好于预期。我们认为零售-大宗-整装的发展路径是 A 股龙头家居企业契合需求变化拓展市场边界的较好路径, 且长期盈利预期不必过于悲观。

图表 71: 家得宝收入客户结构 (2017 年)

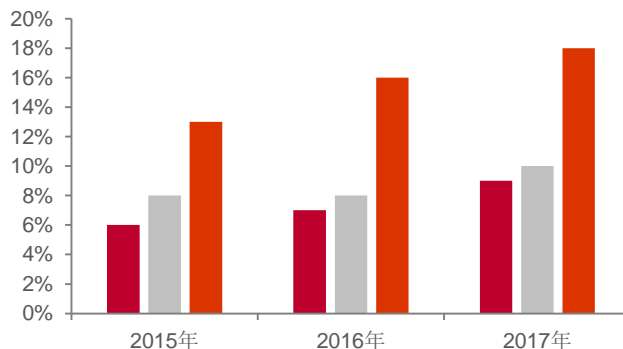
■ DIY 客户 ■ DIFM 客户 ■ PRO 客户



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 72: 国内家居企业大宗业务占总营收比重

■ 金牌橱柜 ■ 欧派家居 ■ 志邦家居



来源: wind、中泰证券研究所

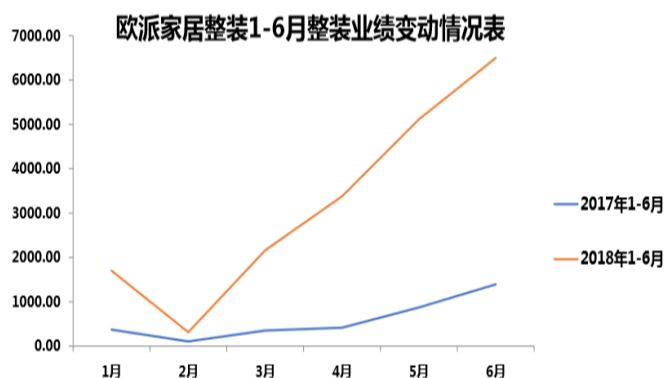
- 业务结构：整装是比零售更难做的业务，但值得去做。**家得宝整合之前，PRO 市场是分散且孤立的市场，单个专业承包商是市场主体。家得宝对 PRO 市场的整合不在于对前端专业工程的重塑，而侧重于对 PRO 客户物流配送及时性、消费信贷扩充、大数据跟踪等后端服务的契合。对 PRO 市场的拓展使得家得宝占比仅 2% 的 PRO 客户，贡献超过 30% 的收入。若以装修公司类比为 PRO 客户，借鉴家得宝的发展经验，我们认为“高附加服务输出+产品销售”的整装模式使得业务利润增长可持续且有粘性，长期看是可以做大做强的业务，有望成为公司营收增长的驱动力。

图表 73：尚品宅配整装云



来源：公司官网、中泰证券研究所

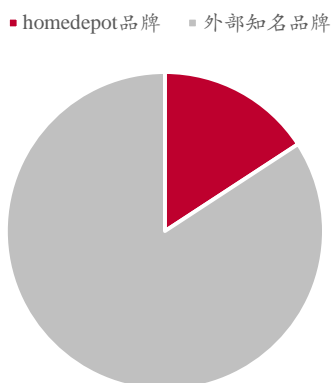
图表 74：欧派家居整装云收入情况（万元）



来源：公司官网、中泰证券研究所

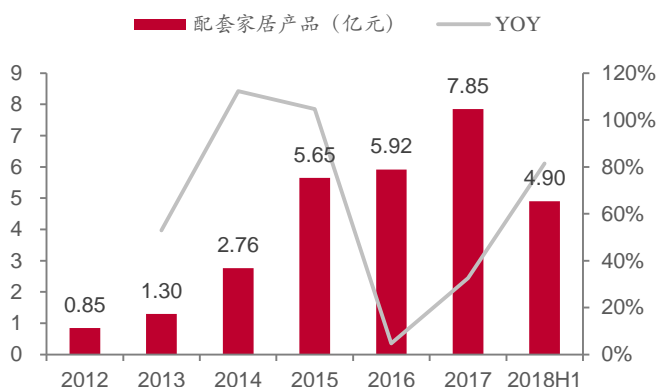
- 产品结构：外协配套产品占比持续提升，零售商属性凸显。**家居龙头企业的业务发展逐步从单一品类向多品类、一站式购物靠拢。以尚品宅配为例，借助一站式购物优势，非自有产能、外协贴牌为主的配套品业务营收快速增长，目前占总营收比重 17%。伴随 C 店开业，零售商属性进一步凸显。

图表 75：家得宝非自有品牌产品数量占主导



来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 76：尚品宅配配套产品收入占比约 17%



来源：wind、中泰证券研究所

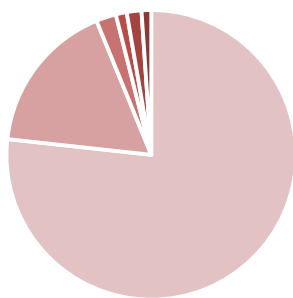
建议关注标的

尚品宅配：全屋定制高起点，长期商业模式优秀

- **优质模式奠定高起点，渠道建设驱动高增长。**两位创始人以创立家居软件研发公司圆方软件为起点跨界家具制造，互联网基因深厚。公司全屋定制业务以圆方软件的信息化技术、云计算、大数据应用为驱动，通过新居网等互联网营销平台形成“C2B+O2O”商业模式闭环，优质前端服务具备差异化竞争优势。产能端形成华南五厂-无锡华东基地-成都西南基地三足鼎立局面，打造供应链配套优势；渠道端截止 2018Q3 加盟店 1958 家，较同行仍有较大渠道扩张空间。
- **整装+新零售，长期商业模式依然优秀。**2017 年尚品宅配推出 HOMKOO 整装云平台将整装设计、虚拟装修、施工管控、供应链管理等全流程一站式打通，免费向装修企业提供。借助整装云打造的 F2C 供应链平台将提升供应链透明度，并通过中央厨房式供应链管理系统实现柔性化配送。目前整装会员 500 家，整装云作为平台项目，销售端为轻资产模式，费用可控，同时预收款模式下现金流良好。同时，公司纳入高频消费家居品的 C 店先后在上海/北京开业，试水家居新零售。中长期看类似于真正的大家居零售商，软件+流量+多品类下成本优势是核心。
- **建立核心竞争优势矩阵，铸基长远发展。**我们认为，通过 518 套餐大定制、重点城市自营模式、购物中心店模式、领先的 O2O 引流模式以及自营整装、HOMKOO 整装云平台，公司基本构建起了基于未来行业发展趋势的核心竞争优势矩阵，将有力推动公司保持长期可持续的中高速发展。

图表 77：尚品宅配收入结构（2018H1）

■ 定制家具产品
■ O2O 引流服务
■ 整装业务
■ 配套家居产品（亿元）
■ 软件及技术服务
■ 其他业务



来源：wind、中泰证券研究所

图表 78：尚品宅配超集店（C 店）



来源：公司官网、中泰证券研究所

欧派家居：传统渠道优势独树一帜，期待整装发力

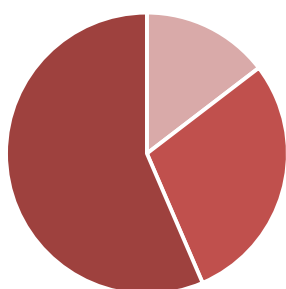
- **终端渠道网络首屈一指，大家居全线拓展。**截止 2018 年三季度公司各品类门店合计超过 6500 家，在行业内首屈一指，橱柜门店单产也在行业内位列第一。后续伴随渠道下沉战略和加速进驻红星美凯龙，门店单

产有望继续提升。产品端，当前公司产品线涵盖整体衣柜、定制木门、厨房电器、整体卫浴、墙饰壁纸等多类家居产品，衣柜业务成为业绩增长新动力。公司根据不同城市经销商情况，推出整装大家居、微型大家居、橱衣融合店、衣木融合店等大家居综合形式，全屋品类发展矩阵持续相互赋能。

- **整装业务发力，期待工装业务放量。**公司工程代理商领域模式较为领先，或为公司厨柜业绩带来较高的弹性。同时，公司整装业务在部分城市开始发力，就模式而言，与装修公司相互绑定的导流模式可短期实现盈利，另一方面欧铂丽的上市则有望加速公司向中端市场的覆盖。

图表 79：欧派家居橱柜门店结构（2018H1）

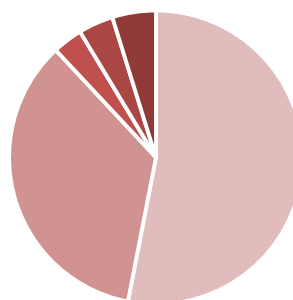
■ 省会城市（A级） ■ 地级市（B级） ■ 县级市（C级）



来源：wind、中泰证券研究所

图表 80：欧派家居收入结构（2018H1）

■ 整体橱柜 ■ 整体衣柜 ■ 整体木门 ■ 整体卫浴 ■ 其他业务

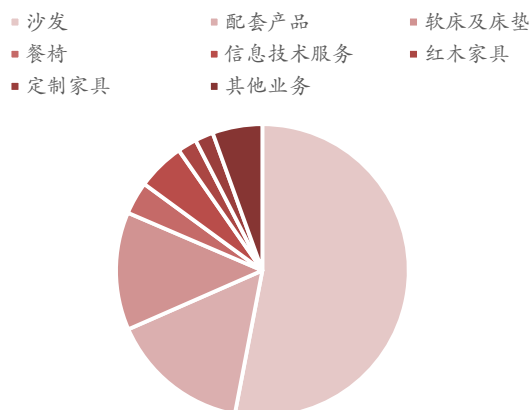


来源：wind、中泰证券研究所

顾家家居：高效运营，内生外延自成一统

- **围绕核心产品沙发横向扩张形成软体家居一体化产品矩阵，配套产品销售占比提升，一站式采购优势尽显。**顾家家居是国内软体龙头企业，全国门店超 4000 家，渠道优势显著。截止 2018 前三季度，顾家沙发收入 34 亿元，占营收比重 53%，较 2016 年下降 7%；同时软床和床垫收入 9 亿元，占营收比重 14%；配套品业务收入 11 亿元，占营收 17%；板式床、衣帽架等新品作为软体产品的附加补位，增长良好。客单价管理上，多品类软体大家居带来的一站式采购优势尽显。同时，公司未来有望构建东南西北中的产能布局，在实现软体家居一体化同时加速产能建设，为零售端开疆扩土提供有力保障。
- **全职业经理团队，内部运营高效。**产品特性 SKU 较多，供应链要求高，组织变革贴近市场。1) 顾家沙发产品更新频率高以保持产品跟进度，同时伴随床垫、配套品等新品类的崛起，公司内部对供应链很重视，在品类增加的情况下存货周转率持续提升。2) 组织架构层面，公司在大体量下保持灵活性。为匹配渠道下沉今年从三个事业部转为 14 个区域运行中心，降低经营单元，收窄管理半径，组织前移，贴近市场，策略根据当地市场变化而变化
- **兼并收购大刀阔斧，多品牌战略持续进行。**2017 年至今公司先后与 Natuzzi（意大利第一沙发品牌）合作成立合资公司经营中国区业务，收购班尔奇家具（国内定制家居企业）100% 股权、入股居然之家（国内著

名家居卖场运营商)、收购 Rolf Benz(德国顶级软体家居品牌)99.92%、Nick Scali(澳洲客餐厅家具首选品牌)13.63%和玺堡家居(国内床垫出口制造企业)51%的股权,快节奏兼并合作步伐在丰富沙发产品中高端品牌矩阵的同时,彰显公司推进全品类、多品牌发展战略,打造软体大家居的决心。

图表 81: 顾家家居收入结构 (2018H1)


源: wind、中泰证券研究所

图表 82: 顾家家居收购一览

收购标的	所占股份	标的收入规模 (RMB, 2017 年)
Natuzzi 中国合资公司	51%	1.87 亿元
班尔奇家具	100%	1 亿元
居然之家	1.64%	98.25 亿元
Rolf Benz	99.92%	6.01 亿元
Nick Scali	13.63%	11.27 亿元
玺堡家居	51%	2.13 亿元

来源: wind、中泰证券研究所

风险提示

地产景气度下滑风险

- 家居行业位处房地产行业下游,具有后周期性,房地产行业景气程度影响到家居市场整体需求。地产市场景气程度下滑将抑制家居市场整体需求,从而对家居产品终端销售带来不利影响

宏观经济波动风险

- 若宏观经济出现较大波动,将直接影响家居消费配置进而影响企业收入和盈利能力。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。