

行业研究/专题研究

2019年07月03日

行业评级:

轻工制造

增持 (维持)

**陈羽锋** 执业证书编号: S0570513090004  
研究员 025-83387511  
chenyufeng@htsc.com

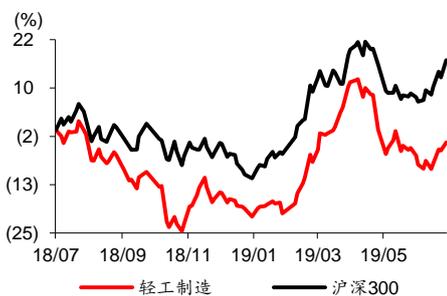
**倪娇娇** 执业证书编号: S0570517110005  
研究员 nijiaojiao@htsc.com

**周鑫**  
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1 《轻工制造: 轻工出口标的有望迎来反弹》  
2019.07
- 2 《轻工制造: 行业周报 (第二十六周)》  
2019.06
- 3 《轻工制造: 行业周报 (第二十五周)》  
2019.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 精准定位市场需求, 渠道发力铸造龙头

### 海外龙头成长复盘系列之家得宝

#### 核心观点

家得宝是目前全球最大的家居装饰商之一, 股价自 1981 年上市至 2019 年 6 月末涨幅高达 593 倍 (同期标普 500 指数涨幅 24 倍)。我们认为 DIY 文化与高速渠道拓张奠定了家得宝发展的领先优势, 优质低价产品与高水平服务进一步巩固公司护城河, 助力公司营收、业绩高速增长。渠道数量与质量仍是当前我国家居企业的重要护城河之一, 建议关注欧派家居、尚品宅配、顾家家居。

#### 第一阶段 (1978-1999 年): 渠道驱动下的高速成长

家得宝成立于 1978 年, 以独具特色的家居 DIY 模式、优质低价产品、仓储式一站式购物环境打入家居零售市场并迅速获得成功。在此阶段, 家得宝全力投入渠道建设, 门店数量由 1978 年的 2 家增长至 1999 年的 930 家, 门店坪效也由 102 美元升至 384 美元, 驱动公司营收、利润高速增长。1999 年营收、净利润规模分别达到 384 亿美元、23 亿美元, 1980 年-1999 年的营收和净利润复合增长率分别为 45%、53%。1983 年至 1999 年底, 公司股价涨幅达 256 倍, 同期标普 500 指数涨幅为 9.6 倍。

#### 第二阶段 (2000-2009 年): 经济低迷叠加战略失误, 营收增速持续下滑

步入 21 世纪美国经济波动不断, 消费需求持续疲软。该阶段家得宝进行业务调整, 多元化模式下公司收缩零售渠道资源投入, 导致零售业务竞争力迅速减弱, 门店坪效小幅下滑; 另一方面, 公司通过并购等方式快速布局大宗业务, 但由于相关业务经验较为缺乏, 大宗业务对收入拉动作用有限, 该阶段公司营收增速出现持续下滑。2000-2009 年公司营收、净利润复合增长率分别降至 4%、1%, 期间家得宝股价下跌达 56%, 同期标普 500 指数下跌 23%。

#### 第三阶段 (2010 年至今): 加强线上线下融合, 持续优化供应链管理

家得宝紧跟线上消费发展潮流相继推出官方在线网站、移动购物 APP, 并不断完善相关物流配套设施。同时, 公司持续优化供应链管理, 2007 年以来存货周转率、毛利率等指标稳步提升。当前, 公司已逐渐步入稳定发展阶段, 2018 年营收规模达到 1082 亿美元, 净利润达到 113 亿美元, 2010-2018 年复合增长率分别为 6%、16%; 2010 年至 2019 年 6 月末股票涨幅达到 625%, 同期标普 500 指数上涨 160%。

#### 投资建议: 看好渠道优势显著的家居龙头

纵观家得宝发展历程, 渠道是公司发展的重要驱动力, 在早期门店加速布局阶段, 渠道拓展成为公司平滑地产周期对销售收入影响的重要途径, 1983-2000 年门店数量增长对收入增长的贡献度普遍维持在 50% 以上 (除 1986 年为 45%)。渠道数量与质量仍是当前我国家居企业的重要护城河之一, 龙头企业有望借助渠道广泛布局快速占领市场、提升市占率, 建议关注欧派家居、尚品宅配、顾家家居。

风险提示: 海外公司成功经验的适用性不足, 渠道拓展不及预期。

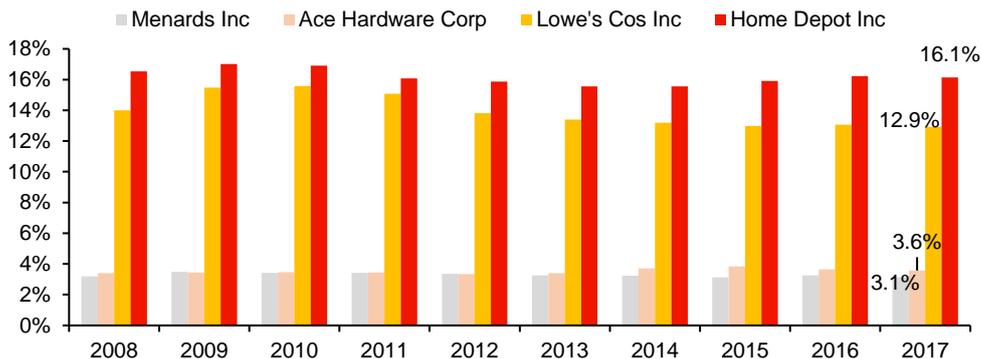
## 正文目录

家得宝：引领 DIY 文化，成就全球家居装饰零售龙头 .....	3
第一阶段（1978-1999 年）：渠道驱动下的高速成长 .....	5
背景：婴儿潮人口步入适婚期+人口流动性增加，家居消费持续增长 .....	5
创新：紧抓快速增长的住房改造需求，引领 DIY 文化 .....	6
渠道：四大因素助力门店快速拓张 .....	9
经营：全球采购保证产品优质低价，营运效率高于同行 .....	12
市场表现：收入业绩高增长，股价期间涨幅高达 256 倍 .....	14
第二阶段（2000-2009 年）：经济低迷叠加战略失误，营收增速持续下滑 .....	17
背景：经济低迷，家居消费整体下滑 .....	17
经营：多元化战略致使零售业务竞争力下降，营收增速持续下滑 .....	17
渠道：创新门店形式，拓展海外市场，完善物流体系 .....	19
市场表现：经营表现欠佳，股价期间下跌 56% .....	21
第三阶段（2010 年至今）：重新聚焦主业，坪效进入增长通道 .....	23
背景：经济复苏带动家居消费需求增强，线上购物兴起 .....	23
经营：发挥线上引流作用，持续优化供应链管理 .....	24
渠道：门店数量稳定，坪效重回增长通道 .....	26
市场表现：收入稳步增长，股价期间涨幅达 625% .....	27
家得宝在中国：水土不服，2012 年败走撤出 .....	29
成功经验：精准定位市场需求，渠道发力铸造龙头 .....	31
投资建议：看好渠道优势显著的家居龙头 .....	33

## 家得宝：引领DIY文化，成就全球家居装饰零售龙头

家得宝成立于1978年，是提供建筑材料、家居饰品、花园产品以及装修安装、装修设备租赁等综合服务的建筑装饰零售商，1981年于美国纳斯达克市场上市。在成立短短12年后，家得宝营收规模已超过1941年成立、1961年上市的大型家居零售企业劳氏（Lowe's Cos Inc），当前公司已成为全球最大的家居装饰商之一，2017年在美国家居零售行业市场占率达到16%，高出竞争对手劳氏市占率近3个百分点，远超美国家居零售行业其他企业。截至2018年末，公司在美国、加拿大、墨西哥等地共拥有2287家Home Depot门店，营收规模达到1082亿美元，净利润113亿美元。

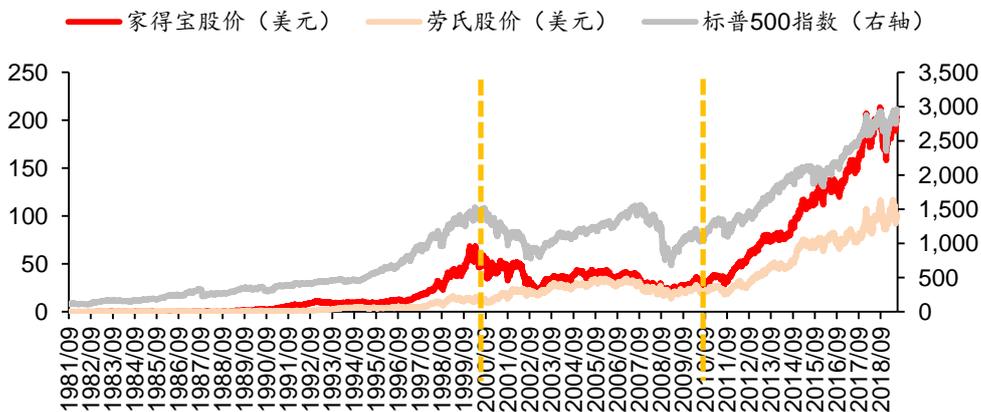
图表1：美国家具零售行业TOP4企业市场份额情况



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

家得宝自1981年上市至2019年6月末，股价上涨幅度高达593倍，同期可比公司劳氏股价涨幅424倍，标普500指数涨幅为24倍。

图表2：家得宝股价走势 VS 劳氏股价、标普500指数走势



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

根据公司营收增速及股价表现，我们认为可将公司划分为三大发展阶段：

### 1. 第一阶段（1978-1999年）：渠道驱动下的高速成长

20世纪70、80年代，美国婴儿潮人口步入适婚期、全国人口流动性增强、二手房成交量等因素带动家具消费的持续增长。家得宝成立于1978年，以独具特色的家居DIY模式、优质低价产品、仓储式一站式购物环境打入家居零售市场并迅速获得成功。在此阶段，家得宝率先拓展行业龙头劳氏布局薄弱的美国西南部地区，通过多种方式快速进行渠道拓展，1978-1999年间家得宝门店数量由最初的2家增长至930家，平均每年开店42家；门店坪效由最初的102美元升至384美元，翻了近4倍。渠道驱动下，公司营收、利润高速增长，1999年营收规模达到384亿美元，1981-1999年复合增长率达48%；1999年净

利润规模达到 23.2 亿美元，1981-1999 年复合增长率达 57%。1983 年至 1999 年底，家得宝股价上涨幅度达到 256 倍，同期标普 500 指数涨幅为 9.62 倍；PE(TTM)估值中枢为 44.58 倍，高于同期可选消费指数及竞争对手劳氏 31.59 倍、33.67 倍的 PE 中枢水平。

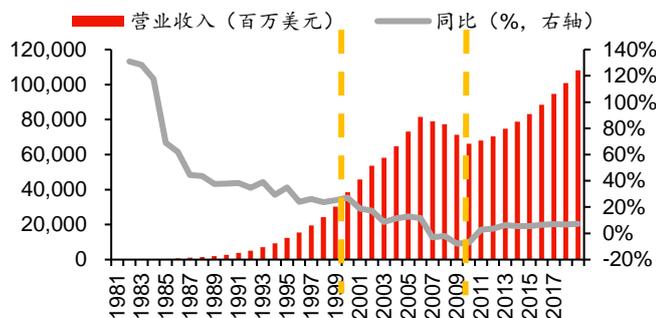
### 2. 第二阶段（2000-2009 年）：经济低迷叠加战略失误，营收增速持续下滑

步入 21 世纪，美国经济波动不断，2001 年网络经济泡沫崩溃、2007 年次贷危机都给整体经济以及居民消费能力造成较大影响，消费需求疲软。该阶段，家得宝对公司业务进行调整，由 DIY 向 DIFM、PROS 等业务类型拓展，多元化模式下公司对零售渠道资源投放有所收紧，导致零售业务竞争力迅速减弱，门店坪效小幅下滑；另一方面，公司通过收购等方式快速布局大宗业务，但由于相关业务经验较为缺乏，在外部经济下行阶段新业务拓展难度加大，大宗业务对收入拉动作用有限，该阶段公司营收增速出现持续下滑。2000-2009 年公司营收、净利润复合增长率分别降至 4%、1%，低于前期两位数增长水平。市场表现方面，2000-2009 年间家得宝股价下跌达 56%，同期标普 500 指数下跌 23%；PE(TTM)中枢降至 17.71 倍，同期可选消费指数 PE(TTM)中枢水平为 20.30 倍。

### 3. 第三阶段（2010 年至今）：加强线上线下融合，持续优化供应链管理

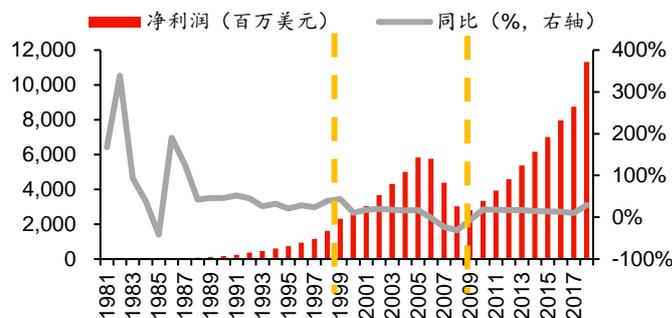
随着互联网信息技术的快速发展，便捷的线上购物方式吸引了众多消费者，家居线上销售规模快速提升。家得宝紧跟消费发展潮流，1999 年推出官方在线平台，2010 年推出移动购物 APP，并不断完善线上购物相关配套设施。同时，公司持续优化供应链管理，采购范围拓展至 35 个国家近 800 家工厂，利用信息技术进一步提升存货及物流管理，2007 年以来存货周转率、毛利率等指标稳步提升。此外，公司还加大了员工激励，推出员工持股等多项激励计划，极大的提高了员工积极性与服务水平，2018 年每名员工销售额达 26 万美元，较 2009 年提升了 18%。当前，公司已逐渐步入稳定发展阶段，2018 年营收规模达到 1082 亿美元，净利润达到 113 亿美元，2010-2018 年复合增长率分别为 6%、16%。2010 年至 2019 年 6 月末股票期间涨幅达到 625%，同期标普 500 指数上涨 160%，家得宝 PE (TTM) 中枢为 21.30 倍，略高于劳氏 20.18 倍 PE (TTM) 估值中枢。

图表3：家得宝营业收入及同比增速



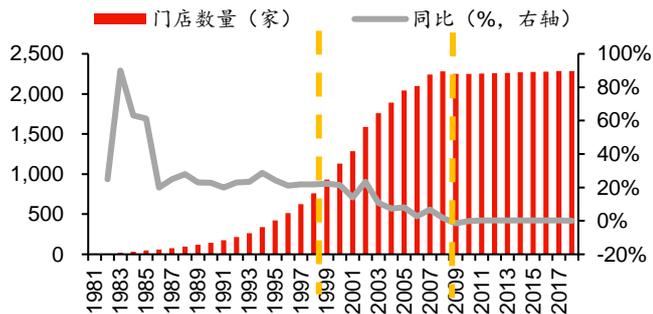
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表4：家得宝净利润及同比增速



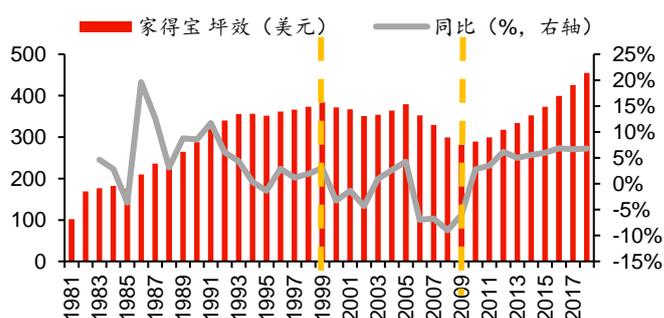
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表5：家得宝门店数量及增速



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表6：家得宝坪效及增速



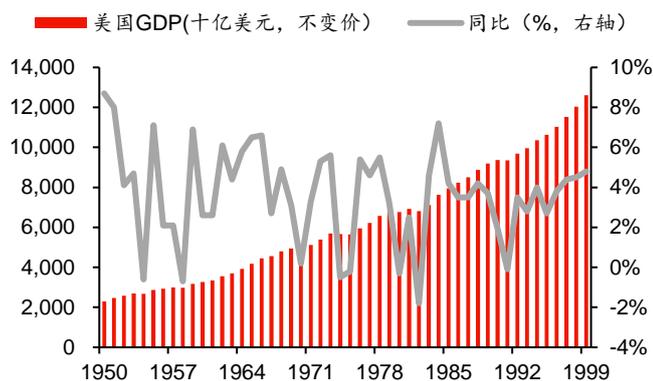
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

## 第一阶段（1978-1999年）：渠道驱动下的高速成长

### 背景：婴儿潮人口步入适婚期+人口流动性增加，家居消费持续增长

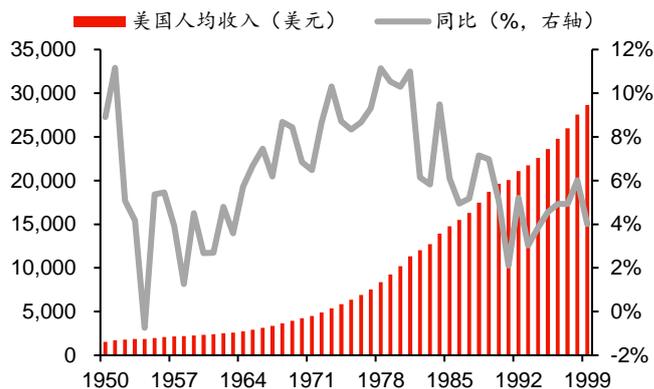
二战后经济复苏，人均收入持续增长。美国在二战中逐步确立了在世界经济领域的优势地位，经济自20世纪50年代中期迎来了“低通胀、高增长”的发展黄金时期。1955-1968年间美国国内生产总值由2.87万亿美元增长至4.79万亿美元，累计增幅达到67%，期间复合增长率达到4%；同期美国人均收入也由1961美元增至3641美元，累计增长86%，期间复合增长率为5%。尽管20世纪70年代美国出现“滞胀”危机，经济有所下滑，但在里根政府结构性财政政策与紧缩性货币政策治理下，美国于1983年重新迎来经济增长高峰。经济快速发展、人均收入持续增加成为地产繁荣、家居消费需求增长的重要原动力。

图表7：1950-1999年美国GDP及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

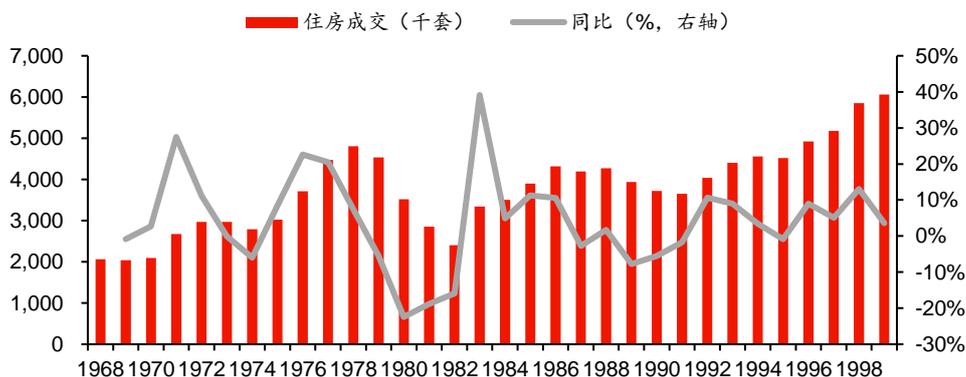
图表8：1950-1999年美国人均收入情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

20世纪70、80年代地产成交快速增长催生大量装修需求。美国房地产与宏观环境密切相关，呈现出较强的周期性，20世纪70、80年代房地产先后经历了两次短周期波动，其中1975-1978年、1983-1987年住房成交出现显著增长。住房成交的增长催生大量装修需求，家得宝成立于1978年，公司的快速发展与20世纪80年代蓬勃发展的住房及装修市场密不可分。

图表9：1968-1999年美国住房成交情况

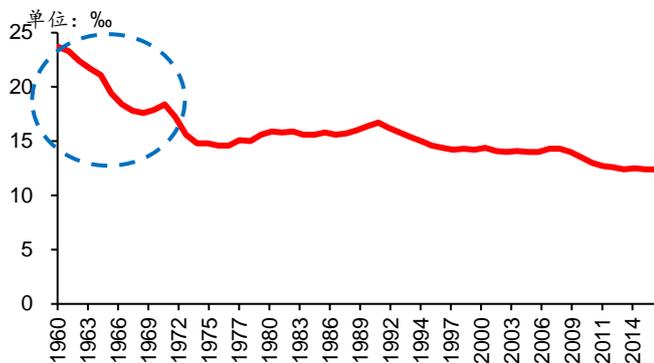


资料来源：Wind，华泰证券研究所

婴儿潮人口步入适婚期+人口流动性增加，家居消费持续增长。美国1960-1970年间人口出生率高达20%左右，婴儿潮期间出生人口在1980年开始逐渐步入成年阶段，适婚人口增多带来购房、装修需求的增长。此外，20世纪70、80年代美国西南部新兴工业的高速发展吸引了大量东北传统工业城市人口迁移，据美国人口普查局数据，该阶段美国全国人口迁移率在20%左右，即每年约有1/5的人口在流动，人口迁移所带来的置业需求同样为家居装饰行业带来了广阔的发展空间。从美国个人消费支出水平看，尽管1978-1982年间

个人消费受经济“滞胀”影响有所下滑，但整体而言个人家具及家用设备消费支出在 20 世纪 70、80 年代仍维持了高增长态势，截至 1989 年个人家具和家用设备消费支出达到 1214 亿美元，1970-1989 年复合增长率达 7.6%。

图表10： 美国人口出生率情况



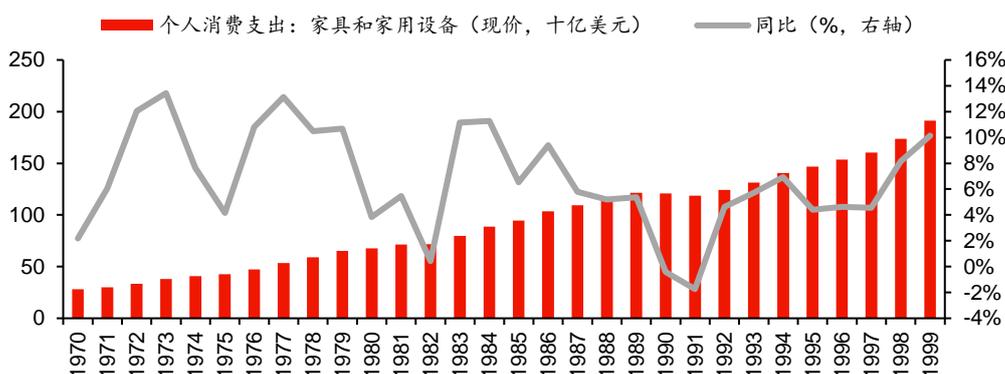
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 美国人口迁移率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 美国个人家具及家用设备消费支出情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

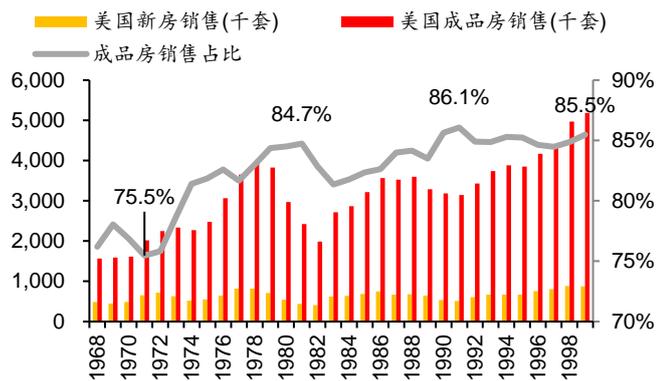
### 创新：紧抓快速增长的住房改造需求，引领 DIY 文化

**成立之初创新性定位家居 DIY 业务，成功开拓 DIY 市场。**20 世纪 30 年代，美国出现严重住房短缺，工业化住宅开始兴起，美国精装房占比逐渐提高。在精装修模式下，地产商、装修企业成为当时大部分家居建材商主要销售对象，以劳氏为例，据公司年报，1978 年面向地产商等大客户的业务收入占营收比重达 59%，零售业务占比仅 41%。在此情形下，家得宝非但没有模仿已有家居零售商经营模式，反而在成立之初就创新性地推出定位于零售市场的 DIY 业务，成功开拓了美国家居 DIY 市场，成为家得宝迅速发展并为消费者所知的最主要的驱动力之一。家得宝家居 DIY 业务的成功并非偶然，我们认为其能够创新经营模式、顺利开拓 DIY 市场，主要有以下五点原因：

#### 1. 二手房交易占比提升，住房改造性需求增长

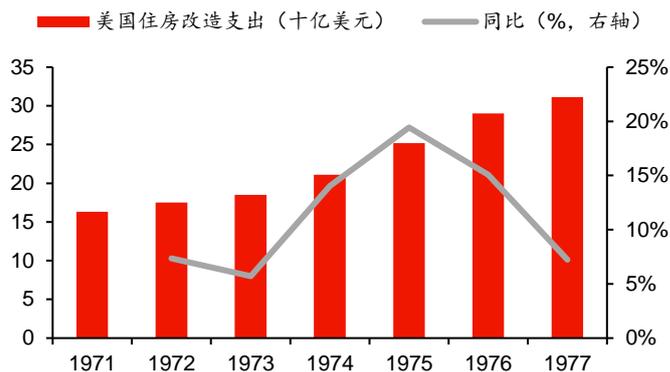
20 世纪 70 年代后美国二手房销售迅速增长，二手房交易在住房交易比重由 1971 年的 75.5% 提升至 1980 年的 84.7%，带动了住宅改造、更新需求的增多，1977 年美国住房改造支出规模较 1971 年 150 亿美元水平翻了近一倍。由于房屋持有者为提升房屋租售价值、购买者为按照个人喜好房屋都希望能对住宅进行部分装修、改善，DIY 模式能够更好地满足小范围、改善性家居需求，一经推出迅速受到了消费者欢迎。

**图表13: 20世纪70年代成品房销售成交在住房销售中占比提升**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表14: 美国个人家具及家用设备消费支出情况**

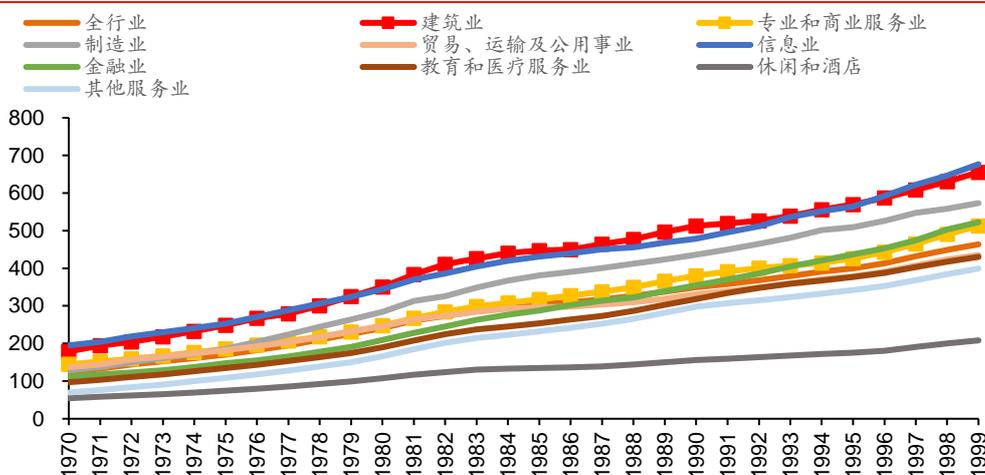


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

## 2. 劳动力成本高昂, DIY方式更具性价比

在房屋装修中, 人工成本占有较大比重, 据美国 HouseLogic 网站资料显示, 以 2017 年在美国翻新装饰 300 平米墙面为例, 墙面漆、滚轮等装修材料花费约 100 美元, 而人工成本花费则在 186 美元左右。美国劳动力成本相对高昂, 尤其是蓝领及服务业人员工资在各行业中相对处于高位, 据 Wind 数据, 1980 年美国建筑业、专业和商业服务业的私人非农企业生产和非管理人员平均周薪为 351/248 美元, 高于美国全行业平均工资水平。在此环境下, DIY 模式更具性价比, 消费者在家得宝等零售卖场中购买装修材料、家居的同时能够获得专业装修方式的指导, 节省高额人工成本支出。

**图表15: 美国私人非农企业生产和非管理人员平均周薪年均值 (单位: 美元)**

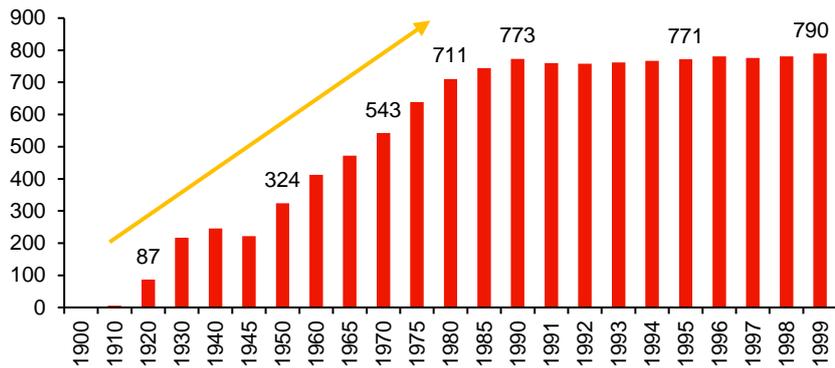


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 3. 汽车普及度提升, 自行购买家装建材更为便捷、仓储式门店覆盖范围扩大

1913 年福特汽车公司发明汽车装配流水线, 实现汽车生产全过程的大批量流水生产, 带来汽车价格的不断下降, 推动了美国汽车普及浪潮。二战后, 随着经济的逐渐恢复, 美国汽车工业又得到了快速发展, 迎来第二波普及热潮。据美国经济分析局数据, 美国汽车每千人保有量由 1950 年的 324 辆迅速升至 1980 年的 711 辆。汽车普及度的快速提升一方面使得消费者购买家装建材时运输更为便捷, 为家居 DIY 模式带来更大的发展空间; 另一方面, 汽车的普及则大大提高了仓储式门店可覆盖的服务半径, 为家得宝门店带来更大客流量。

图表16: 美国每千人汽车保有量情况 (单位: 辆)



资料来源: 美国经济分析局, 华泰证券研究所

#### 4. DIY 文化传统, 自己动手的过程更有助于增强家庭联系

美国具有 DIY 文化传统, 乐于自己动手装修房屋、制作家具、修理汽车、修剪草坪等。他们认为 DIY 不仅能够舒缓工作压力, 同样也是增强家人协作、沟通的过程, 有助于增强家庭联系。因此, 家得宝在当时所推出的家居 DIY 模式实际上是符合美国本土文化、有着巨大需求基础的创新模式。

#### 5. 创业团队多年连锁零售业经验, 敏锐发现市场机遇

家得宝创始人 Bernard Marcus 与 Arthur M Blank 在创立家得宝之前任职于美国零售企业 Handy Dan, 有着丰富的连锁零售业管理经验。在被 Handy Dan 解雇前有充分尝试, 两人曾尝试在 Handy Dan 商店中通过低价销售增加销量, 他们观察到当价格降低时, 产品销量有显著增加, 同时成本占销售额的比例下降。在被 Handy Dan 解雇后两人决定利用这一发现开设零售企业, 将夫妻店的便利、服务与低廉的价格和大量的仓库产品选择相结合, 以尽可能低的价格提供各种各样的产品, 并配备训练有素的员工提供业内最佳的客户服务, 定位于 DIY 模式的家得宝就此诞生。为完善公司管理, 公司还招聘了具备审计、营销、投资等丰富经验的管理人才加入公司创始团队, 奠定了公司坚实的发展基础。

图表17: 创始团队主要成员履历

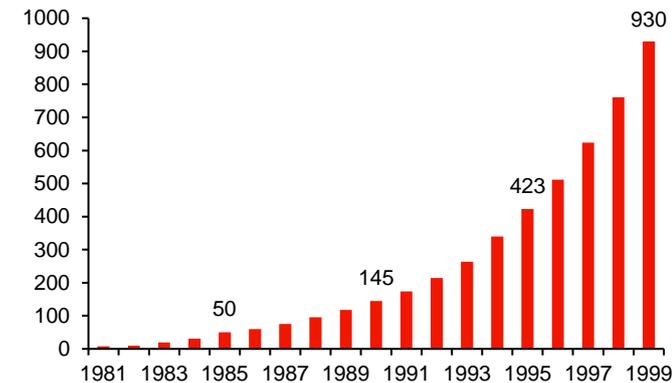
团队成员	从业经验	管理侧重
Bernard Marcus	起先在一家药店当药剂师, 后来对零售业感兴趣, 相继在化妆品公司和零售行业工作, 最终就任 Handy Dan Improvement 的首席执行官, 1978 年因为公司权力斗争被解雇; 1979 年加入创立家得宝	企业战略
Arthur M Blank	1963 年从布森学院(Babson College)毕业, 获得工商管理 and 会计学学士学位; 毕业后在 Arthur Young 担任高级会计师; 之后加入 Daylin 公司, 并且晋升为 Elliott's Drug Stores/Stripe Discount Stores 的总裁; 后来在 Handy Dan Improvement 就任财务副总裁, 1978 年因为公司权力斗争被解雇; 1979 年创立家得宝	财务
Ronald M Brill	1966 年毕业于费尔利·迪金森大学 (Fairleigh Dickinson University), 获得会计学位; 1966-1976 年在安达信公司相继就任不同的岗位; 1976-1978 年 Handy Dan Improvement 任职审计总监, 1978 年因为公司权力斗争被解雇; 1979 年加入家得宝创始团队	会计审计
Patrick G. Farrah	1962 年加入国家木材和供应公司 (National Lumber and Supply Company), 从小职员晋升至执行副总裁和总经理, 1977 年离开; 1978 年, 创立自己的大型家装改良零售商 Homeco; 在 Homeco 破产时, 被雇佣加入家得宝创始团队	营销专家
Kenneth G. Langone	20 世纪 60 年代初华尔街金融服务公司 R.W. Pressprich 开始了职业生涯; 1969 年, 被任命为 Pressprich 董事长; 1974 年成立自己的投资公司; 组建家得宝最初的投资团队	企业投资

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

### 渠道：四大因素助力门店快速拓张

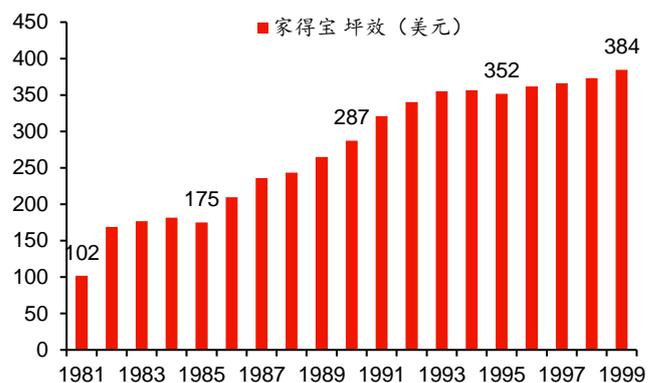
渠道是驱动家得宝该阶段业绩高速增长的核心因素。家得宝自1978年在美国特拉华州成立并在亚特兰大开设两家门店后，不断加强渠道建设，1981年公司在全美仅拥有8家门店，到1999年门店数量已迅速攀升至930家，平均每年开店42家。与此同时，随着DIY模式逐渐为市场所接受，家得宝坪效也呈现出显著提升趋势，1981年门店坪效仅102美元，到了1999年门店坪效已达到384美元，翻了近4倍，成为企业收入增长最为有利的支撑之一。

图表18：1981-1999年零售门店数量（单位：家）



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表19：1981-1999年零售门店坪效



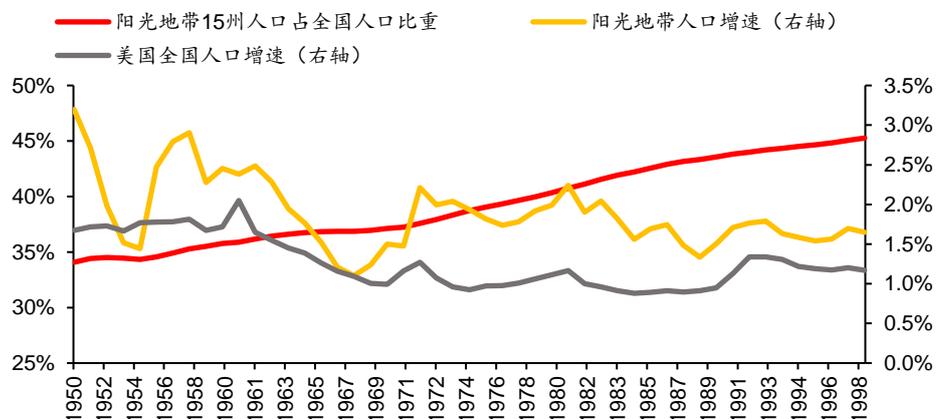
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

我们认为家得宝能够大范围、快速开设门店并获得较大成功，主要有以下四点原因：

#### 1. 优先布局人口大量流入、龙头劳氏布局薄弱的南部“阳光地带”

二战后大量人口向南部迁移，带动南部地区置业需求增长。美国南部地区气候宜人、自然资源丰富，二战期间在政府资金支持下航空、电子等工业快速发展，二战后该地区逐步发展成为新兴工业、高科技的重要基地，吸引了大量劳动力由环境恶劣、资源枯竭的东北部传统工业区迁移至此。从人口数据看，美国“阳光地带”（Sunbelt）15州人口占全国人口比重由1950年的34%不断提升，1977年达到40%，到1999年升至46%。在南部人口增长基础上，随之而来的便是大量的置业与装修需求，1965年至1985年南部地区新房销售占全国比重提升10个百分点至47%，为家居装饰企业提供了广阔的发展空间。

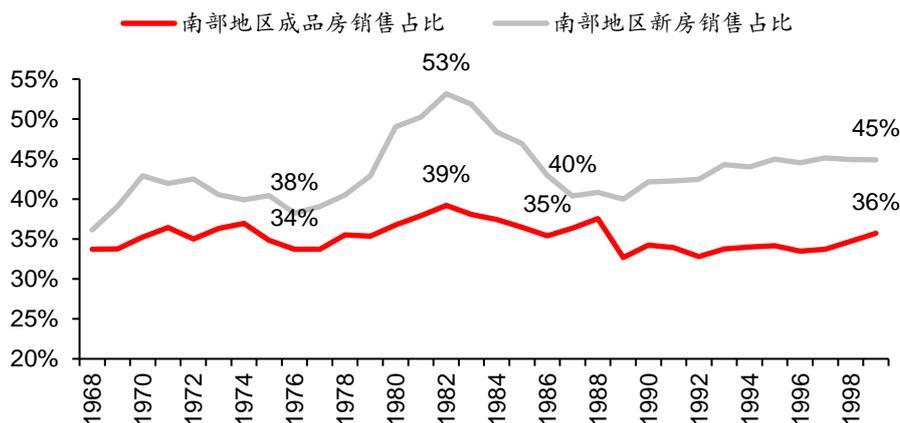
图表20：美国“阳光地带”15州人口占全国人口比重不断提升



注：15个行政州包括加利福尼亚州、亚利桑那州、新墨西哥州、得克萨斯州、俄克拉何马州、密苏里州、阿肯色州、路易斯安那州、亚拉巴马州、密西西比州、佐治亚州、佛罗里达州、南卡罗来纳州、北卡罗来纳州和弗吉尼亚州，下同

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表21： 1975-1985年美国南部地区新房、成品房销售占全国比重持续提升**



注：南部地区指图表 20 中提到的 15 个行政州

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**优先拓展南部市场，占领龙头劳氏布局薄弱区。**家的宝最早的两家门店 1978 年开设于东南部亚特兰大，在其成功运营的基础上，1982 年公司开始向佛罗里达州、亚拉巴马州、路易斯安那州等“阳光地带”拓展。可以看到，截至 1985 年家得宝 50 家门店主要集中于南部地区，尤其是当时行业龙头劳氏布局较为薄弱的地区，这使得家得宝能够充分抓住当地增长的住宅家装需求，凭借其强大的门店运营能力与独特的 DIY 文化在南部地区率先树立起品牌优势，为其后续向全国发展奠定了坚实基础。

**图表22： 1985年劳氏在美国门店分布**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**图表23： 1985年家得宝门店分布情况**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

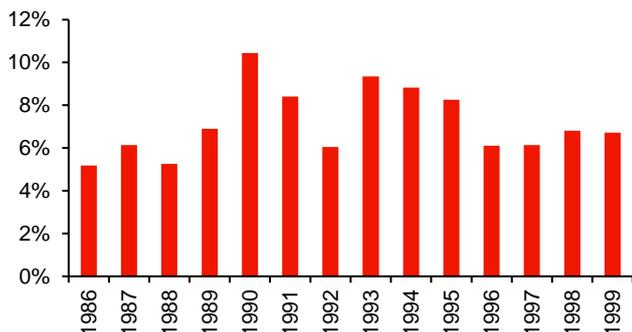
**2. 多种方式拓展门店，降低渠道拓展成本**

为加快门店布局、迅速进入新市场，家得宝除了自建门店外还通过收购拥有大型卖场的家居建材零售企业的方式加速进入各区域市场，例如公司在 1984 年以 3800 万美元收购 Bowater Home C，以较低成本快速进入达拉斯、德克萨斯等地市场。此外，公司还通过售后回租等方式改善现金流状况，例如公司在 1985 年前后共十家门店通过售后回租方式获得约 5 亿美元融资性支持。

**3. 低股利支付、低资金成本，提供强大资金支撑**

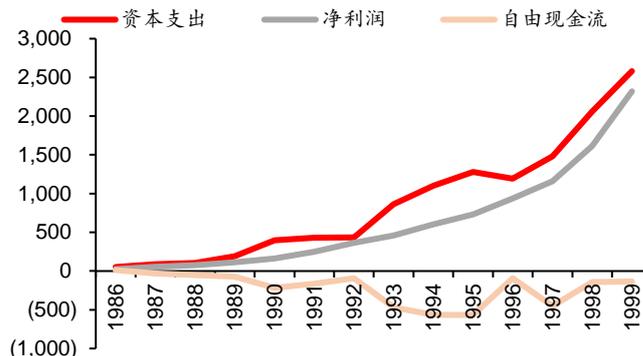
大范围、持续性渠道建设需要公司强大的资金实力支持。1980-1999 年家得宝在渠道快速拓展过程中资本支出占营收比重始终在 5% 以上、最高一度达到 10%，1987-1999 年间公司自由现金流始终为负值。为支撑公司高额资本支出，该阶段家得宝股利支付率相对较低，将更多资金用于进行业务扩张。同时，从资金成本角度看，该阶段家得宝信用评级高于可比公司劳氏（据标准普尔评级），使得其平均借款利率长期低于劳氏，较市场贷款利率水平也相对较低。

**图表24： 1980-1999年资本支出占营收比重**



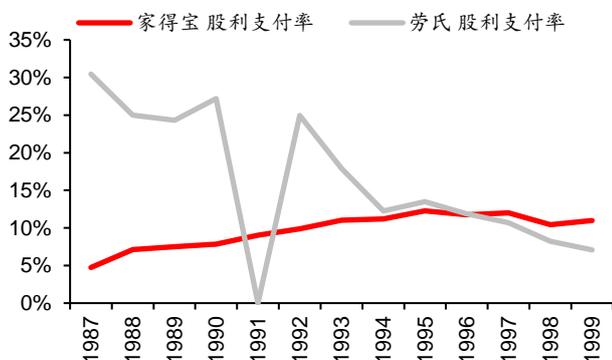
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表25： 1987-1999年自由现金流为负值（单位：百万美元）**



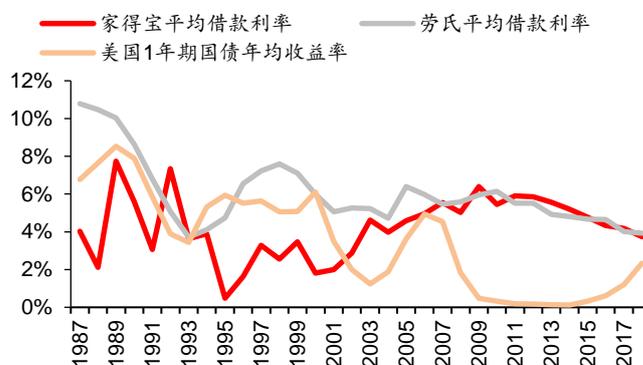
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表26： 家得宝与劳氏股利支付率情况**



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表27： 家得宝资金成本相对较低**



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表28： 家得宝 vs 劳氏标准普尔长期本币发行人信用评级**

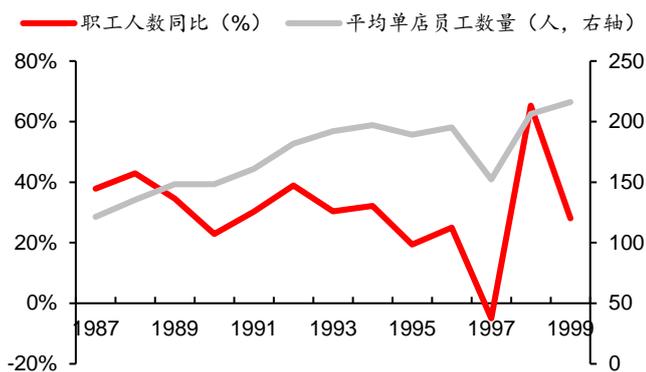
评级时间	家得宝评级	评级时间	劳氏评级
1991/7/19	A	1992/3/6	A-
1995/8/10	A+	1995/2/2	A

资料来源：标准普尔，华泰证券研究所

#### 4. 大规模、高水平员工成为提高终端竞争力的保障

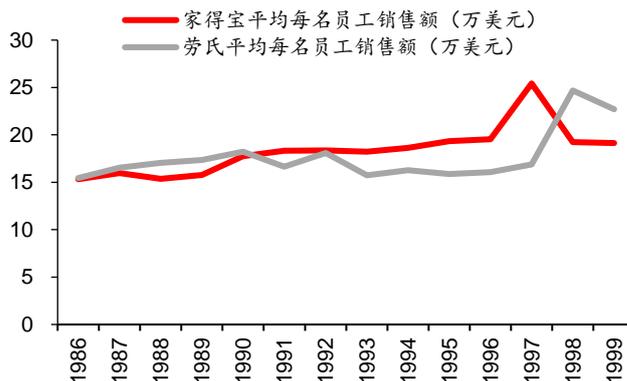
公司在快速拓展过程中对优秀管理者、员工的需求较大，1987-1995年间职工人数同比增幅均在20%以上，成为公司提升终端服务力的有效支撑。同时，为了确保导购的专业性、提升消费者DIY体验，家得宝对销售人员素质要求较高，公司每年都组织员工进行较长时期的上岗前培训，使得客户无论是组装橱柜、打造书桌甚至是建造全屋家具，都能得到装修工具及材料选择、安装方法等方面的专业建议及帮助。据公司年报，1988年前后家得宝90%以上均为全职员工，这一指标远高于其他家居零售乃至其他类零售企业。可以看到，1986年以来公司每名员工销售额持续提升并在1990年超过劳氏，1997年每名员工销售额峰值达到25.43万美元。

图表29: 家得宝员工数量及单位门店员工数量情况



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表30: 家得宝 vs 劳氏平均每名员工销售额情况



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**经营: 全球采购保证产品优质低价, 营运效率高于同行**

提供专业化指导, 培育并引领家居装饰 DIY 文化。为尽可能吸引更多不熟悉、不会进行 DIY 的客户, 公司还在每间门店中开辟出面积在 0.4-1 万平方米左右的区域提供消费者辅导, 使客户能够通过自己动手完成家居维修与改善。家得宝所传播的不仅是 DIY 的家装方式, 更是一种新的生活理念, 在家得宝对 DIY 的传播、培育下, 家居 DIY 这一模式与理念很快受到市场热捧, 为公司销售增长提供强大支撑力。20 世纪 80 年代, 劳氏等家居建材零售商受此影响, 也开始拓展 DIY 业务。

图表31: 客户在家得宝门店可找到所有所需装修物件并得到工作人员相关专业指导



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

全球化供应, 保证产品优质低价。公司在成立之初就优选美国各品类优质制造商直接采购高质量产品, 20 世纪 90 年代中期开始推进全球采购计划, 到 20 世纪末公司已实现在全球大约 35 个国家近 800 家工厂进行产品采购, 保证公司库存商品种类不断丰富同时实现低价销售。凡是在家得宝门店中出售的产品, 供应商或公司都将提供质量保证, 确保产品质量, 且家得宝提供公司门店中所有出售产品均为市面最低价格的“低价保证”, 这也是公司在后来一大批 DIY+仓储式建材家居零售企业涌现、行业竞争加剧环境中能够维持竞争优势的一大关键因素。得益于公司全球化供应体系与良好的供应链管理, 家得宝在低价销售情况下仍维持了较高毛利率水平, 1980-1999 年间毛利率水平始终高出劳氏近 3 个百分点。

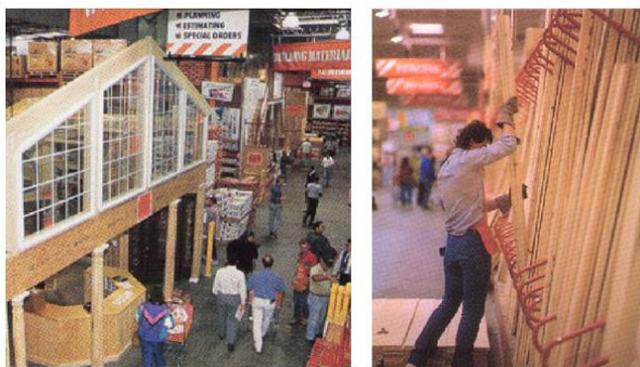
**图表32： 公司不断提升全球采购能力**

年份	主要措施
20世纪90年代中期	实施全球化采购战略，在全球范围内优选制造商直接供货
1996年	在格鲁吉亚的萨凡纳布置140万平方英尺的进口配送中心，1997年下半年实现运营，降低商品成本，简化进口供应链，提高进口的效率和成本效益。
1999年	优化产品运输环节，对未满载产品进行整合运输，降低运输成本
2006年	在上海、深圳、大连、成都、中国、印度等地设立采购办事处

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

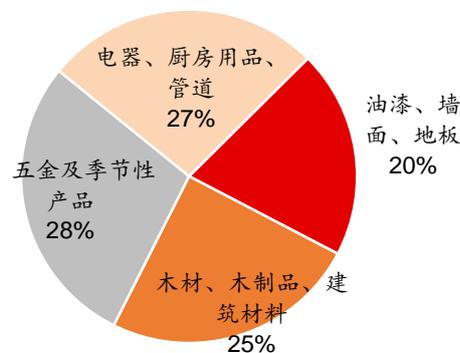
**仓储式家居卖场，满足消费者一站式购物需求。**在建立之初家得宝就选择建立仓储式门店，既起到了零售卖场的作用，又充当了产品仓库，使公司能够在尽可能降低产品售价的同时提供更多产品选择。据公司年报，家得宝在20世纪80年代初期门店面积均在6-10万平方米左右，大面积的门店使其能够陈列建材、木材、家具、家饰等各类产品多达25000余种，充分满足消费者一站式购物需求。

**图表33： 开创新设立仓储式大型家居卖场**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

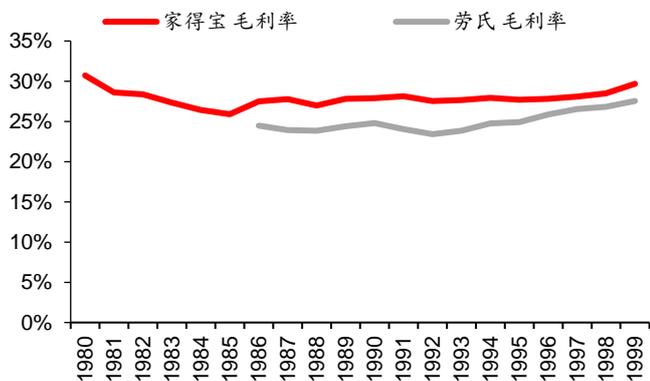
**图表34： 1999年收入按品类拆分**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

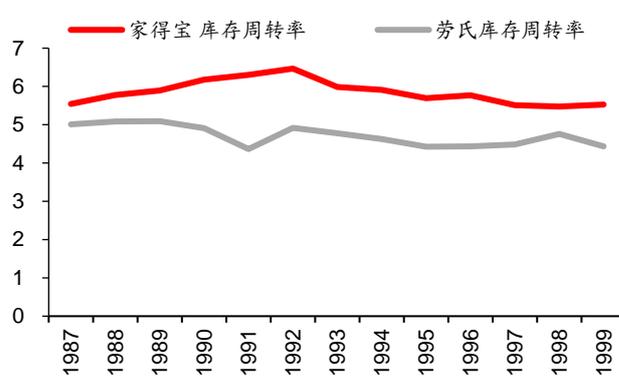
**加强存货管理，高周转率提升营运效率。**与一般零售企业先将产品储存在仓库再陆续上架不同，家得宝仓储式门店使产品一经到达门店就能迅速置于卖场相应位置，公司每日对存货进行清点并及时通知供应商补货，提高产品周转效率。此外，家得宝在发展过程汇总不断完善管理信息系统，加强存货追踪管理，1984年信息系统改造后能够实时追踪各门店产品销售情况、毛利水平、周转率等情况，为公司在产品类别选择、存货数量等决策提供依据。据公司年报，1987-1999年家得宝库存周转率在5.5左右，始终高于竞争对手劳氏4.7左右的库存周转率水平。

**图表35： 1980-1999年毛利率情况**



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表36： 1987-1999年存货周转率情况**

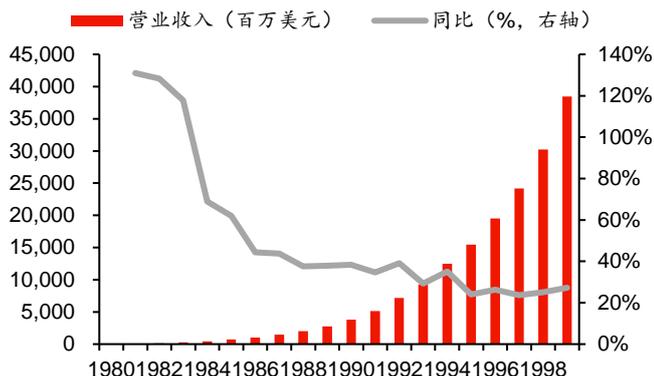


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

### 市场表现：收入业绩高增长，股价期间涨幅高达 256 倍

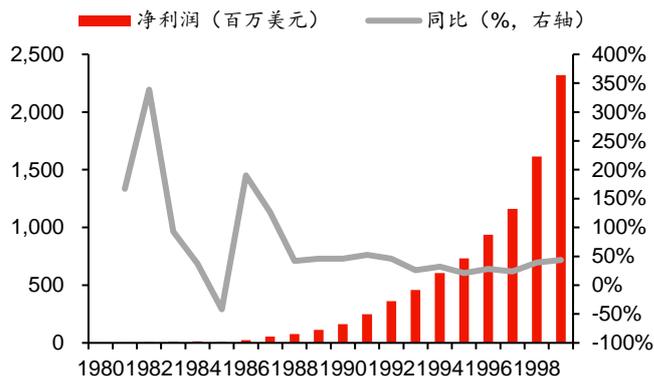
得益于创新推出的 DIY 模式、大型仓储式门店以及门店数量、坪效的持续增长，在此阶段公司营收维持高速增长，1990 年营收规模达到 275.85 亿美元，首次超过竞争对手劳氏，成为美国最大的家居建材零售商；1999 年家得宝营收规模达到 384.34 亿美元，1981-1999 年间营收复合增长率达到 48%；1999 年净利润规模达到 23.2 亿美元，1981-1999 年间净利润复合增长率达到 57%。对比家得宝营收增速与美国新建住房销售增速可以看到，公司营收与地产销售具有较大相关性，随着公司业务范围逐渐扩大、业务逐渐多元化，公司营收增长相对较为稳定。

图表37： 1980-1999 年营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表38： 1980-1999 年净利润及增速



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

随着家得宝对 DIY 文化的宣传与培训，DIY 市场潜力逐渐释放，短短十年间家居建材零售行业出现了极大变化，产品品类多样、能够满足消费者 DIY 需求的企业迅速崛起，带动对装修工具、家具以及软装等相关市场的整合。按销售额排名，1980 年美国家居建材企业前十大企业中许多难以适应新市场环境与消费者需求的企业逐渐被淘汰，到 1990 年行业前三大企业分别为家得宝 (The Home Depot)、劳氏 (Lowe's) 以及 Payless Cashways，市场份额逐渐向龙头集中。

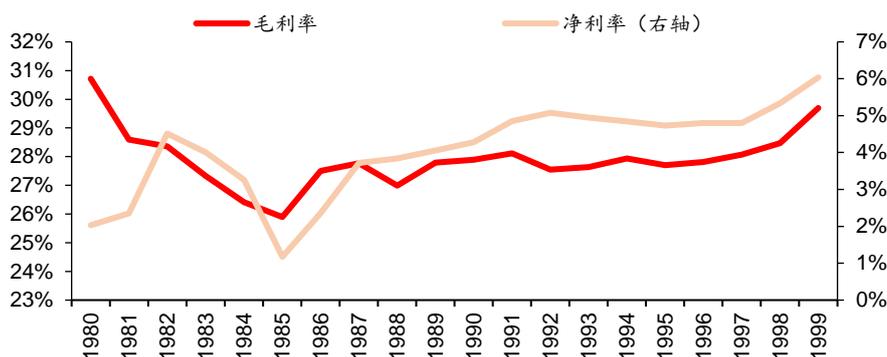
图表39： 美国家居建材零售企业 TOP10 (按销售额排名)

按销售额排名		公司	销售额 (百万美元)	
1990年	1980年		1990年	1980年
1	-	The Home Depot	3815	22
2	2	Lowe's	2833	884
3	7	Payless Cashways	2226	316
4	-	Builder's Square	1900	-
5	19	Hechinger Co.	1450	172
6	-	Home Club	1260	-
7	1	Wickes Lumber	850	1300
8	5	Grossman's	810	650
9	30	Menard	800	99
10	6	84 Lumber	785	555

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

盈利能力方面，1980-1985 年间公司为迅速打开市场持续采取低价促销策略，毛利率水平有所下滑，1986 年以后公司则侧重于以广告等宣传方式促进销售，产品销售价格有所提升，带动毛利率逐渐上升。20 世纪 90 年代中后期公司开始在全球范围内大规模搜寻供应商，有效降低了产品成本，毛利率、净利率稳步提升，1999 年公司毛利率、净利率分别为 29.7%、6.0%。

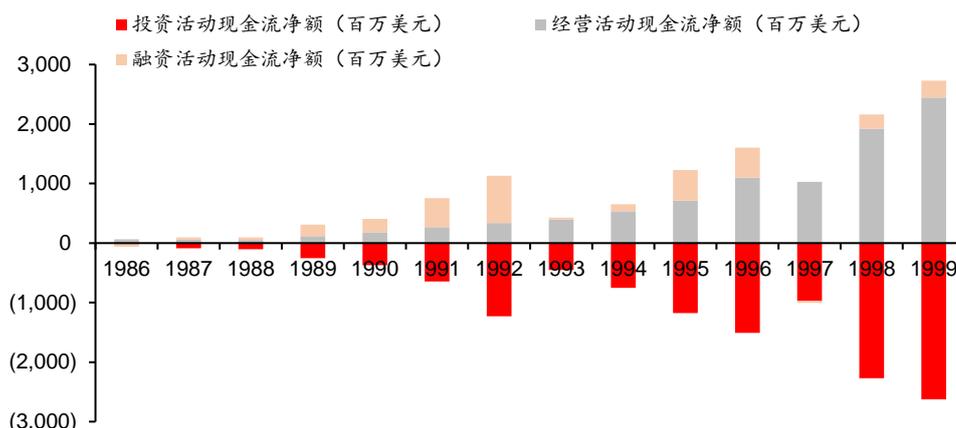
**图表40： 1980-1999年毛利率及净利率**



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

从现金流角度看，在早期门店扩张的快速发展阶段，公司投资性现金流净额呈现快速上升趋势，企业需要通过一定量融资满足该阶段企业发展的资金需求。后期随着公司销售规模的不断扩大，大量资金回笼，1993年后经营活动产生的现金流净额显著增长，成为企业门店持续扩张、加速扩大市场份额的重要资金来源，相应融资性现金流净额规模有所降低。

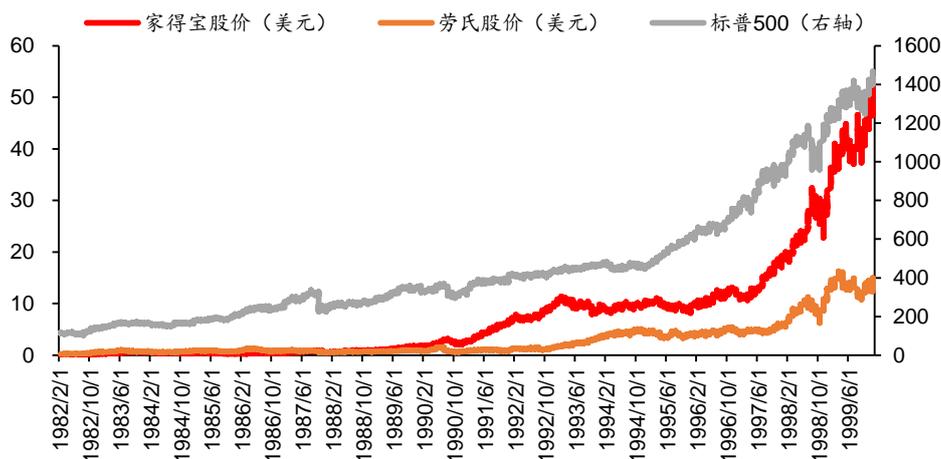
**图表41： 1980-1999年家得宝现金流情况**



资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

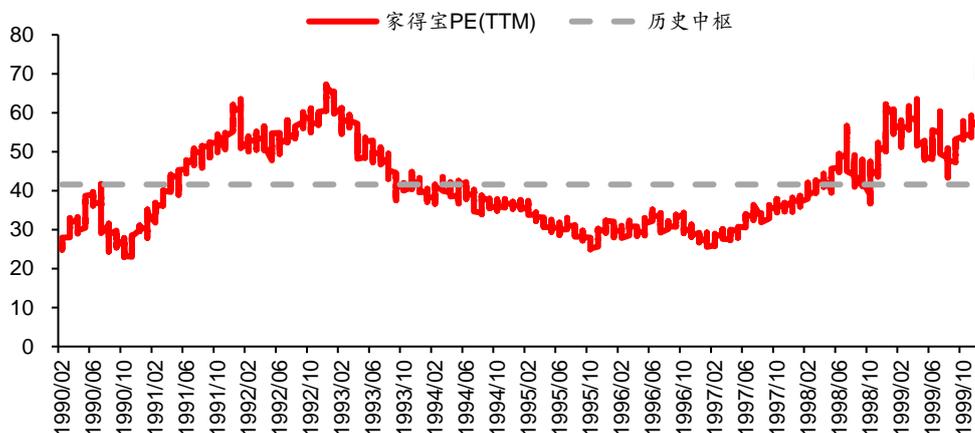
在业绩快速增长的驱动下，公司股价持续上涨，1983年至1999年底，家得宝股价上涨幅度达到256倍，同期标普500指数涨幅为9.62倍。估值角度看，自1990年2月至1999年底，家得宝PE(TTM)中枢为44.58倍，高于同期劳氏33.67倍的PE(TTM)中枢水平、可选消费指数31.59倍的PE中枢水平。我们认为市场给予家得宝高出行业龙头劳氏一定估值溢价主要是因为该阶段家得宝处在高速扩张阶段，DIY经营模式具有较强吸引力，渠道驱动下营收与业绩实现高速增长，而劳氏等家居建材企业坪效相对较低、开店速度较慢，成长性略低于家得宝。

图表42: 家得宝股价情况



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表43: 家得宝 PE (TTM) 情况



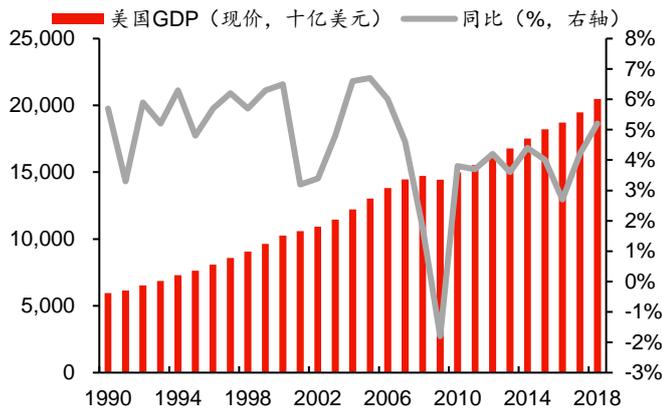
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

## 第二阶段（2000-2009年）：经济低迷叠加战略失误，营收增速持续下滑

### 背景：经济低迷，家居消费整体下滑

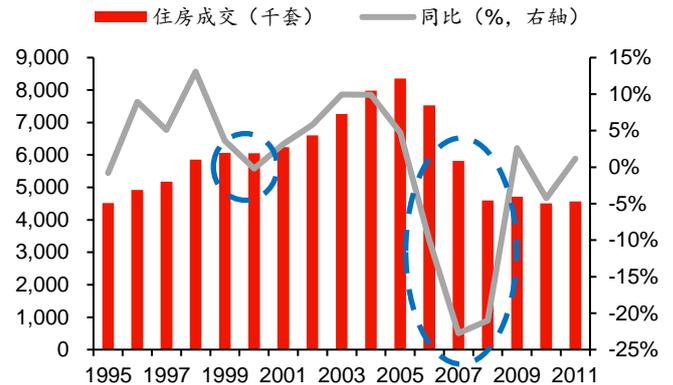
2000年互联网泡沫崩溃后美国经济走弱，2007年次贷危机引发美国经济衰退。在21世纪初期网络经济泡沫崩溃影响下，美国股市整体下滑，并进一步波及到美国整体经济发展，2001年美国GDP同比增速由2000年的6.5%降至3.3%。2007年美国爆发次贷危机，房地产泡沫破灭，住房成交出现持续性下滑，并引发了美国经济衰退，失业率不断增加，2009年GDP同比增速直降至-2.0%。

图表44：1990-2018年美国GDP及同比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

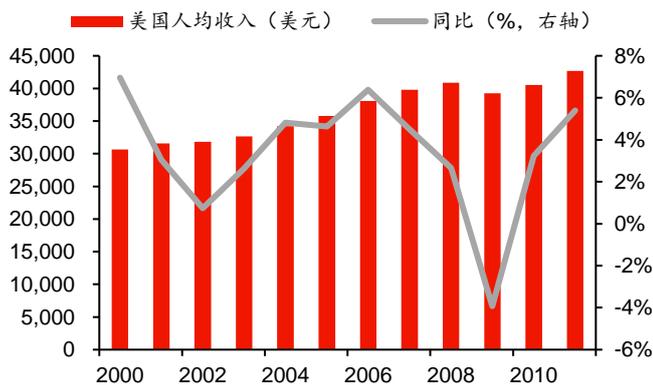
图表45：1995-2011年美国住房成交情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

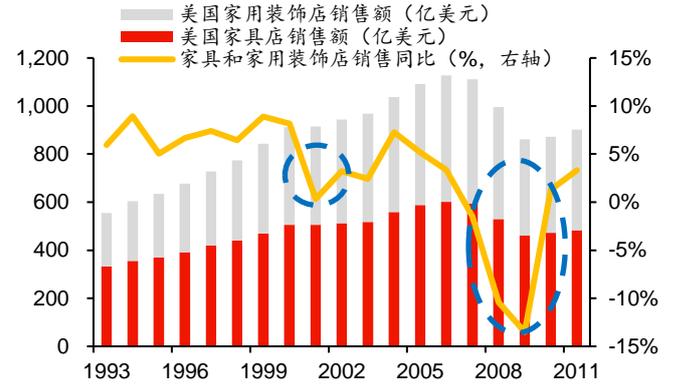
消费需求疲软，家居消费整体下滑。受经济下行影响，美国居民人均收入增速在2000-2002、2006-2009两个阶段明显放缓，2009年人均收入同比增速一度下滑至-4%，使得居民消费能力持续下降。在此背景下，美国家具和家用装饰店销售额增速同样出现下滑，2001年同比增速降至0.3%，2007-2009年间同比增速降至负值，家居企业销售面临巨大压力。

图表46：2000-2011年美国人均收入情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表47：美国家具和家用装饰店销售额及同比

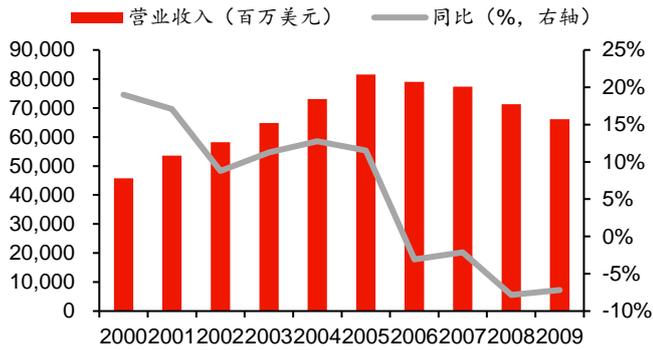


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 经营：多元化战略致使零售业务竞争力下降，营收增速持续下滑

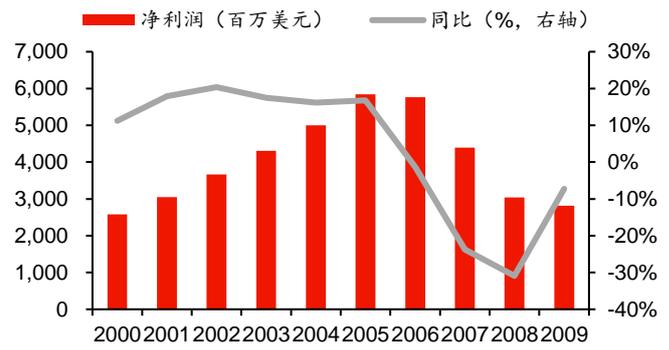
2000年，公司创始人之一 Arthur M Blank 辞任公司 CEO，选择通用电气前总裁兼首席执行官 Bob Nardeli 担任公司新一任总裁兼首席执行官，希望以其全新的视角和业务洞察能力将家得宝带向新阶段。由于缺乏零售业管理经验，Bob Nardeli 在家得宝任职期间一味追求成本降低，经营战略有所失误，使得公司零售业务竞争力持续下降，营收增速出现持续下滑。2007年开始，受到整体经济环境影响，家得宝营收出现进一步下滑，2000-2009年营收、净利润复合增长率分别为4%、1%，低于前期快速扩张阶段两位数复合增长率。

图表48: 2000-2009年营业收入及增速



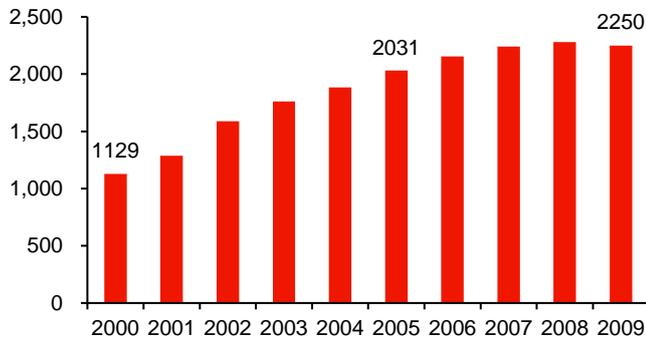
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表49: 2000-2009年净利润及增速



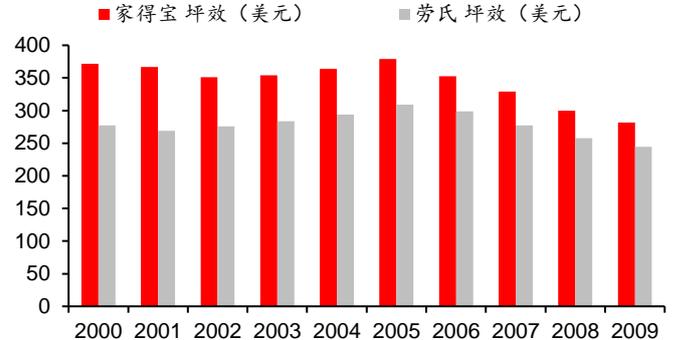
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表50: 2000-2009年以来零售门店数量 (单位: 家)



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表51: 2000-2009年以来零售门店坪效



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**1. 收缩零售业务资源投入, 在零售市场竞争力迅速下滑**

由DIY向DIFM、Pros等业务类型拓展。20世纪末期家得宝开始探索多元化业务模式, 在DIY业务模式基础上积极拓展DIFM (Do-It-For-Me) 业务, 客户在购买商品后可选择由家得宝组织专业人员进行安装、维修。此外, 考虑到专业客户购买频率更高、需求量更大, 家得宝在1999年针对专业客户 (如房地产企业、专业装修商等, 类似于我国B端客户) 开展专业客户业务 (Pros), 包括增强订货便利性、提供送货服务、信贷支持等, 2000年该项业务收入占营收比重达到30%。

图表52: 三类业务主要特点

业务类型	目标客户群	业务内容
DIY	购买产品并自己完成安装的客户	除了提供丰富的产品外, 还提供丰富的在线资源, 教授客户产品安装知识及方法
DIFM	购买材料并雇用第三方来完成项目或安装的客户	除了提供丰富的产品外, 还提供专业安装服务
Pros	总承包商、建筑服务商、维修商等专业住房翻新、装修人员	提供装修计划、提送货及信贷支持等服务

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

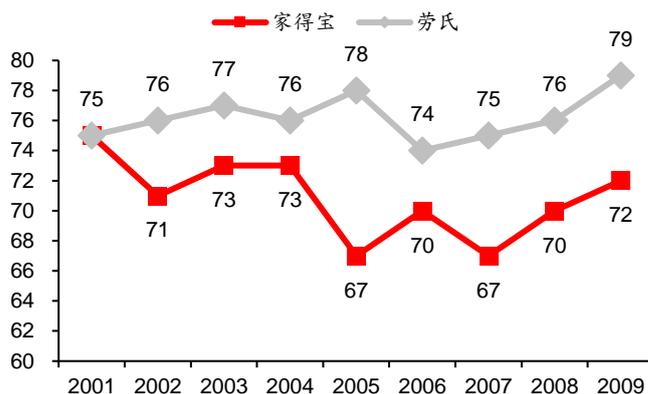
收缩零售业务资源投入, 客户满意度迅速下滑。在多元化业务发展以及CEO降低成本的策略下, 家得宝不断缩减零售端资源投入, 产品端家居产品创新投入减少、产品创新速度减缓, 产品竞争力降低; 渠道端, 公司门店员工不断减少, 1999年家得宝平均单店员工数量为216人, 到2006年已降至120人, 使得店面内提供DIY相关的服务质量有所下滑。随着零售资源投入的减少, 客户满意度也出现显著下降, 据美国客户满意度调查报告《ACSI Annual Report》数据, 家得宝客户满意度指数由2001年的75降至2005年的67。同期竞争对手劳氏积极进行变革, 针对进行创新, 客户满意度出现提升, 营收与股价也出现较快增长。

图表53: 2000-2007年家得宝单店员工数量持续下滑



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表54: 家得宝客户满意度 ACSI 指数持续下滑



资料来源: 《ACSI Annual Report》, 华泰证券研究所

## 2. 大力发展大宗业务, 对收入增长驱动作用仍较为有限

在转型多元化业务后, 家得宝通过收购方式加速专业客户类业务布局, 2002 年公司收购为全美前十地产商提供地板安装服务的三家公司 Floor Works、Arvada Hardwood Floor Company、Floors, 2003 年陆续收购 EMS、RMA、IPU 等企业, 2005 年花费 25 亿美元完成 21 项收购事项以更好的服务专业客户。截至 2005 年底, 公司已建立起遍布全美 23 个洲的 103 家分支机构, 向建筑承包商等专业客户销售建材、硬件、装修工具等。该阶段家得宝在专业客户领域投入了大量资金、人力等资源, 但由于公司大宗业务起步较晚、相关经验较为缺乏, 在地产销售及家具消费下行阶段新业务拓展难度较大, 大宗业务对公司收入增长的驱动作用仍较为有限。

图表55: 多次收购加速专业客户服务布局

收购时间	被收购标的	被收购标的主营业务
2002 年	Floor Works、Arvada Hardwood Floor Company、Floors	为住宅建筑商提供地板安装服务
2002 年	Madereria Del Norte, S.A. de C.V.	提供家居装饰等产品
2003 年	Economy Maintenance Supply Company	提供维护、维修和运营产品的批发供应商
2003 年	RMA Home Services	提供门窗替换、壁板安装等服务
2003 年	Installed Products U.S.A.	提供屋顶、围栏建造服务
2004 年		为生产房屋建筑商提供建筑设计中心服务、地板、工作台、橱柜、窗帘和其他室内产品
2005 年	Contractors' Warehouse	向小型承包商提供超过 10000 件建筑材料和建筑材料
2005 年	National Waterworks	管道、配件、阀门、仪表、消防栓、服务和维修产品及相关部件
2005 年	Williams Bros. Lumber Company	木材和建筑材料供应商

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

## 渠道: 创新门店形式, 拓展海外市场, 完善物流体系

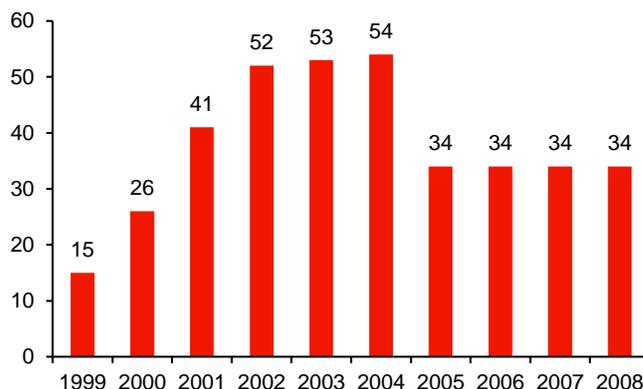
**创新门店形式, 增强终端吸引力。**1998 年公司推出 EXPO 设计中心店的新型门店, 专注于提供房屋翻新改造相关设计、产品及安装等服务, 一个 EXPO 门店中设有包括照明、地毯、厨卫等在内的数十个展厅, 以陈列室方式展现各类产品, 只要客户提出对住房改造的要求和设想, EXPO 设计师就能够提供相应设计方案并利用店内产品、安装服务将其快速实现, 提高住宅翻新的便利性与协调性。EXPO 门店一经推出即受到了市场欢迎, 1999 年 EXPO 设计中心店数量达到 15 家, 到 2004 年已增长为 54 家, 是家得宝新业务概念中增长最快的业务之一。

图表56: 推出 EXPO 设计中心门店



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

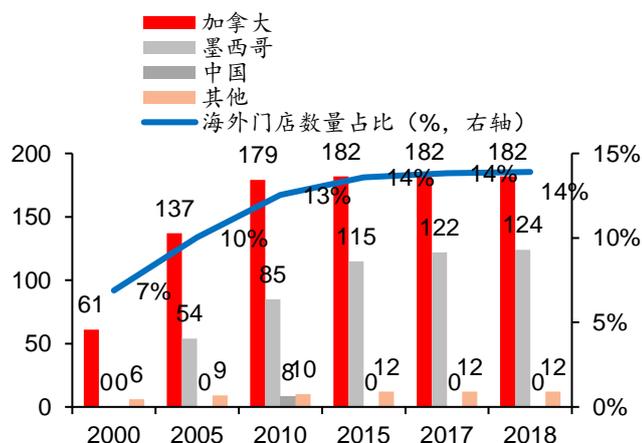
图表57: EXPO 设计中心店数量 (单位: 家)



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

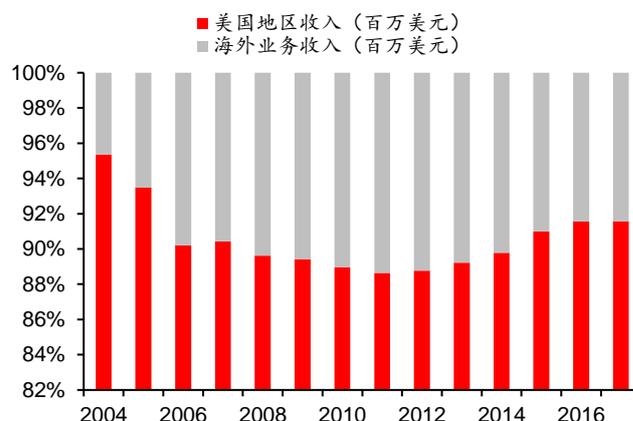
**拓展海外市场, 海外门店快速增加。**1994 年家得宝首次进军海外, 收购了加拿大 Aikenhead's Home Improvement Warehouse 公司 75% 的股份, 将其门店改造成为家得宝门店形式, 当年即有 12 家门店营业。此后, 家得宝逐渐向墨西哥、智利等中南美国国家拓展, 海外门店快速增长, 截至 2010 年公司海外门店数量占比已由 2000 年内的 7% 提升至 13%。从收入结构看, 家得宝海外业务收入占比由 2004 年的 4.6% 持续提升至 2011 年的 11.4%, 其后该比例逐渐稳定在 9% 左右。

图表58: 家得宝海外门店数量 (单位: 家)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表59: 销售收入结构 (按区域拆分)



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

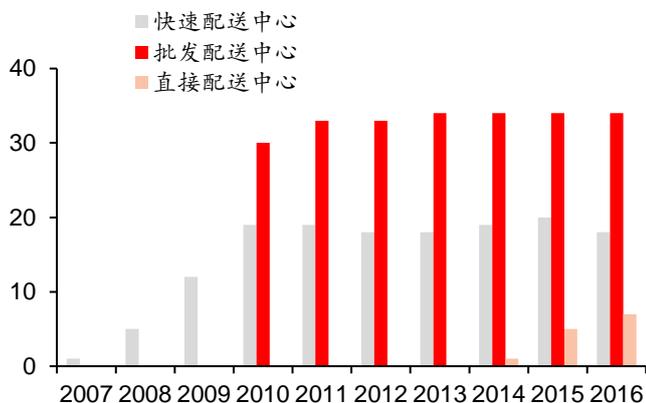
**完善物流配送体系, 缩短交货周期。**发展前期家得宝产品供应主要依赖于供应商送货, 国外供应商产品通过为数不多的边境转运点配送。为了缩短产品交货周期, 家得宝于 20 世纪末期开始建设产品到门店、门店到客户终端的运输网络, 并于 2007 年进行供应链提升计划, 将边境转运点改造成为快速配送中心 (RDC), 将多个门店产品需求合为单个采购订单, 当产品到达快速配送中心时再分配往各个商店, 以简化订购流程、改善运输和库存管理。其后, 公司还设立了批发配送中心 (BDC) 处理适宜采用平板卡车运输的产品, 设立直接配送中心 (DFC) 保障线上业务交付, 进一步提升配送效率。截至 2016 年, 公司共有快速配送中心 18 家、批发配送中心 34 家、直接配送中心 7 家, 自有供应链配送比例高达 95%, 提高物流效率、缩短交货周期。

**图表60: 公司不断完善物流体系**

年份	主要措施
2000年	设立、整合过境转运点 (Transit Facility) 提高物流运输能力
2002年	过境转运点数量达到 10 家, 此外还增设 2 个进口配送中心
2003年	推出 Home Depot Supply, 以产品的配送和向企业和政府提供第三方安装服务为主
2005年	过境转运点和配送中心网络已覆盖 40% 的门店, 对全国各地客户可实现产品在 1 到 2 天之内运送成功。
2007年	将过境转运点改造成快速配送中心, 将多个产品需求聚集为单个采购订单, 提升运输效率, 到 2009 年快速配送中心达到 12 家, 能够为美国 65% 的门店提供服务支持
2010年	将仓库管理系统与分物流配送网络相结合, 改善库存管理、提高配送网络效率
2015年	收购 Interline, 增加 100 余个分销店, 实现 MRO 产品的快速交付

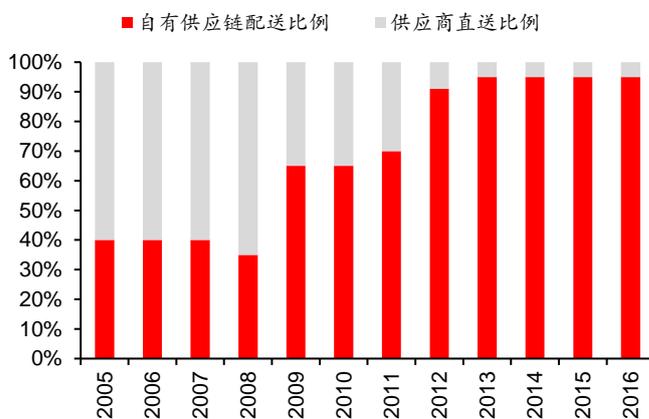
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

**图表61: 家得宝各类配送中心数量 (单位: 家)**



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

**图表62: 家得宝自有供应链、供应商配送占比情况**

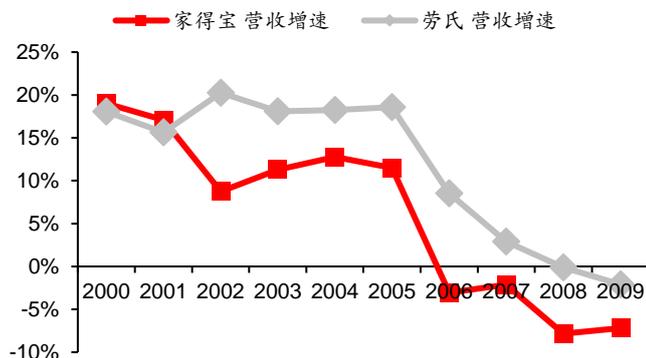


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

**市场表现: 经营表现欠佳, 股价期间下跌 56%**

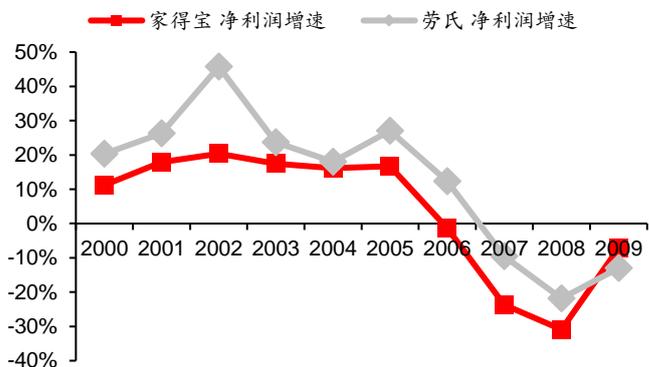
该阶段, 受外部经济环境影响, 公司营收增速处于下行阶段; 同时, 受到公司整体战略失误等因素影响, 经营表现欠佳, 家得宝该阶段营收、净利润增速明显低于竞争对手劳氏。

**图表63: 2000-2009 年家得宝 vs 劳氏营收增速**



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

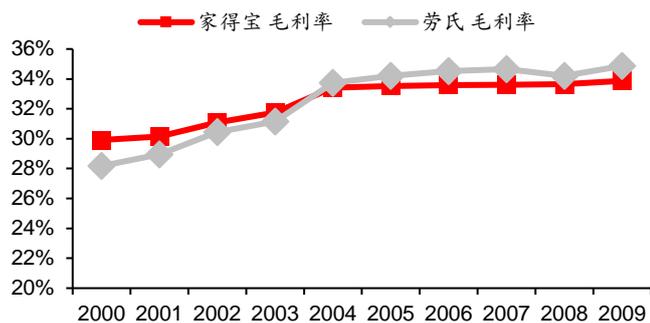
**图表64: 2000-2009 年家得宝 vs 劳氏净利润增速**



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

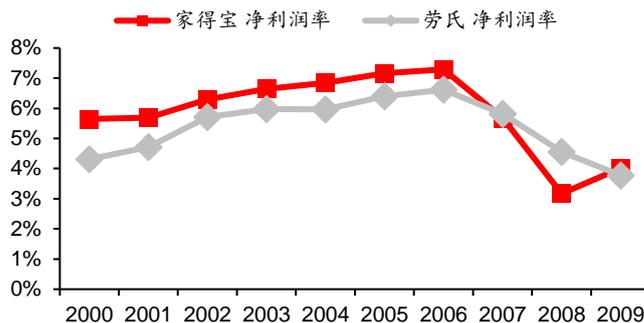
盈利能力方面, 受降本增效战略营销, 公司 2000-2004 年间毛利率持续提升至 33.4%, 后期稳定在 34% 左右水平; 该阶段竞争对手劳氏也对业务进行调整, 不断创新门店形式、提升盈利能力, 毛利率水平逐渐赶超家得宝。净利率方面, 2007 年经济危机前后公司净利润出现大幅下滑, 2009 年净利率一度降至 3.17%。

图表65: 2000-2009 年家得宝 vs 劳氏毛利率



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

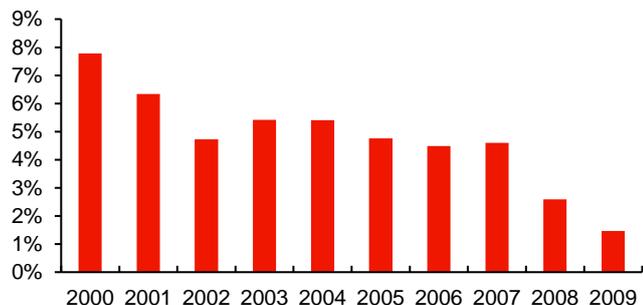
图表66: 2000-2009 年家得宝 vs 劳氏净利润率



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

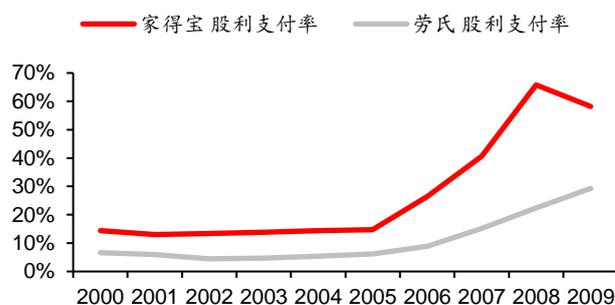
2005年开始公司门店拓展速度略有减缓, 2007年以后家得宝门店数量基本趋于稳定, 资本支出占营收比重有所下降。随着资本支出的减少, 公司将更多资金用于股利分配, 2006年开始家得宝股利支付率出现较为显著提升。

图表67: 2000-2009 年家得宝资本支出占营收比重



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

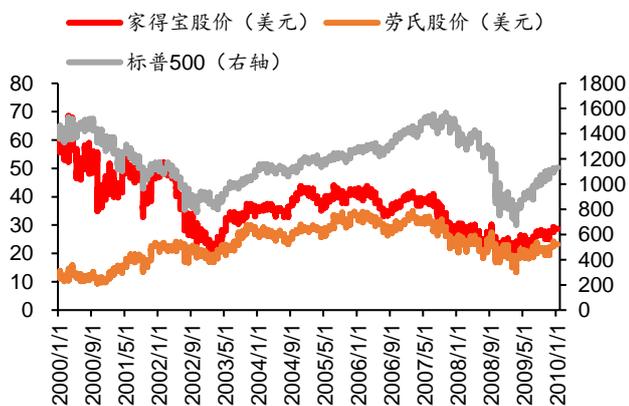
图表68: 2000-2009 年家得宝 vs 劳氏股利支付率



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

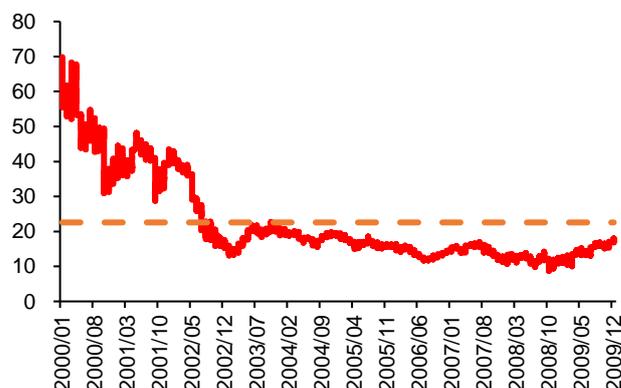
2000-2009 年受营收及利润增速大幅放缓等因素影响, 家得宝股价累计下跌 56%, 同期劳氏股价累计上涨 68%, 标普 500 指数下跌 23%。估值方面, PE(TTM)相应由 2000 年初的 70 倍高点下降, 2000-2009 年期间估值中枢为 17.71 倍, 同期可选消费指数 PE(TTM) 中枢水平为 20.30 倍。该阶段, 劳氏积极进行店面优化、加大门店拓展速度, 营收、利润维持高位增长, 股价表现优于家得宝。

图表69: 2000-2009 年家得宝、劳氏股价走势 VS 标普 500 指数走势



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表70: 2000-2009 年家得宝 PE(TTM)



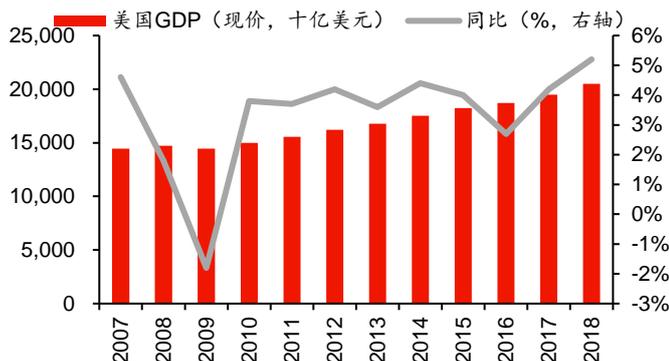
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

### 第三阶段（2010年至今）：重新聚焦主业，坪效进入增长通道

#### 背景：经济复苏带动家居消费需求增强，线上购物兴起

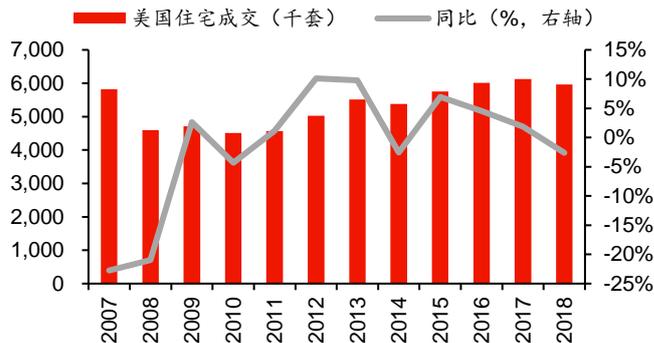
经济逐渐复苏，住房成交回升。次贷危机后美国经济自2010年开始逐步复苏，GDP增速稳定在3%左右。房地产方面，受经济复苏效应带动，2011年后住宅成交增速由负转正，尽管2014年受二手房交易下滑影响整体住宅成交增速有所下滑，但整体来看该阶段房地产运行较为平稳。

图表71：2007-2018年美国GDP及同比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

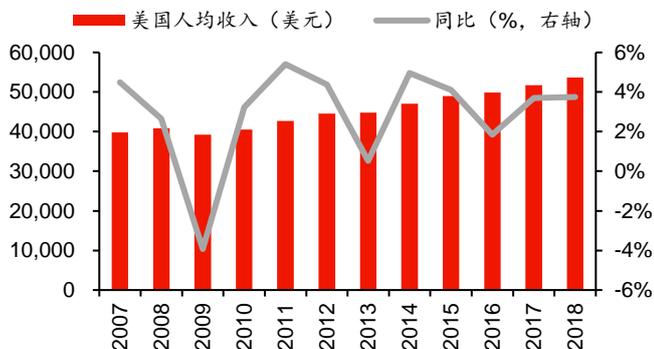
图表72：2007-2018年美国住房成交情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

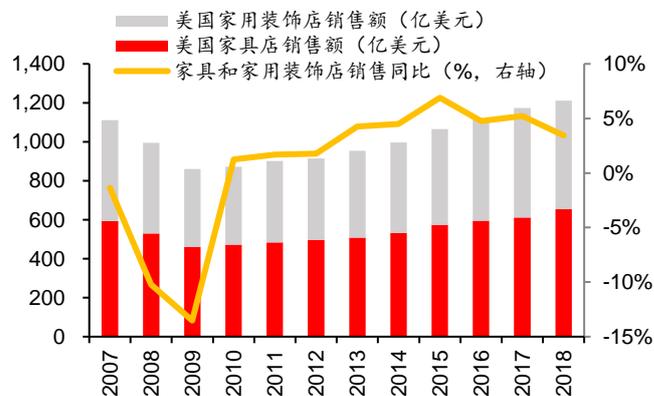
家居消费需求回暖。在经济复苏、住房成交回升的背景下，美国家居需求回暖，家具及家用装饰销售额增速回升，2018年美国家具及家用装饰销售额达1211亿美元，同比增长3%，2012-2018年复合增长率为5%。

图表73：2007-2018年美国人均收入情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

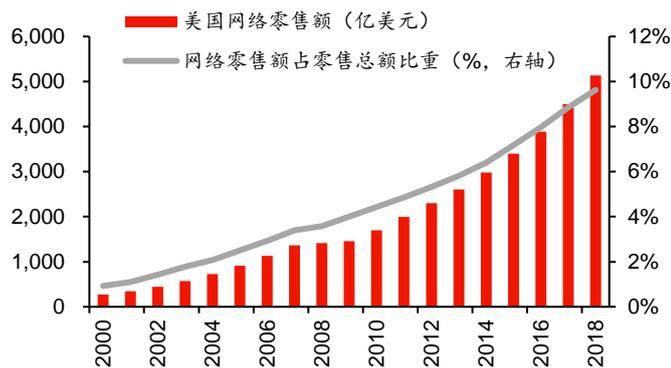
图表74：2007-2018年美国家具和家用装饰店销售额及同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

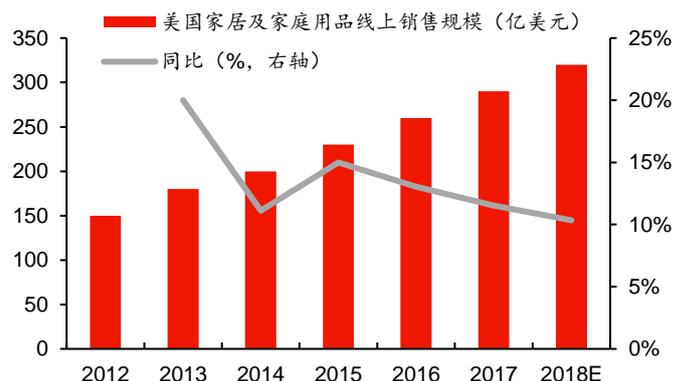
线上购物蓬勃发展，家居线上销售占比不断提升。在互联网发展下，线上购物便捷性吸引了众多消费者，美国网络零售额占零售总额比重已由2000年的0.93%持续提升至2018年的9.63%，线上购物成为企业竞相拓展的业务领域之一。尽管家居消费具有重体验的特性，但线上购物仍对家居行业带来了重要影响，据Statista数据，2017年美国家居及家庭用品线上销售规模已达到290亿美元。

**图表75： 2000年以来美国网络零售额占零售总额比重持续提升**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表76： 美国家居及家庭用品线上销售情况**

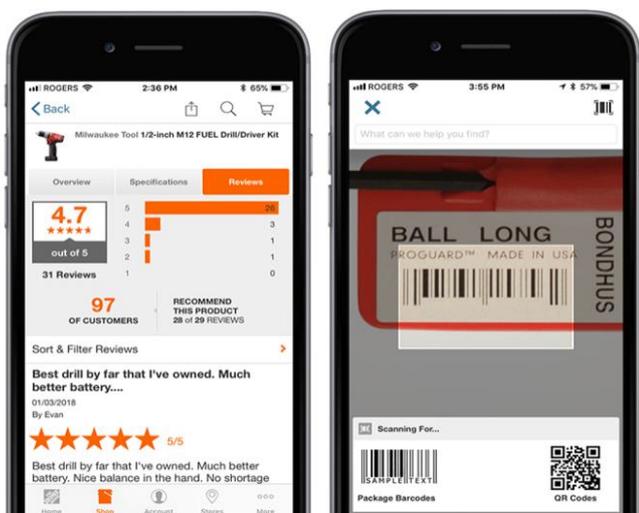


资料来源：Statista，华泰证券研究所

**经营：发挥线上引流作用，持续优化供应链管理**

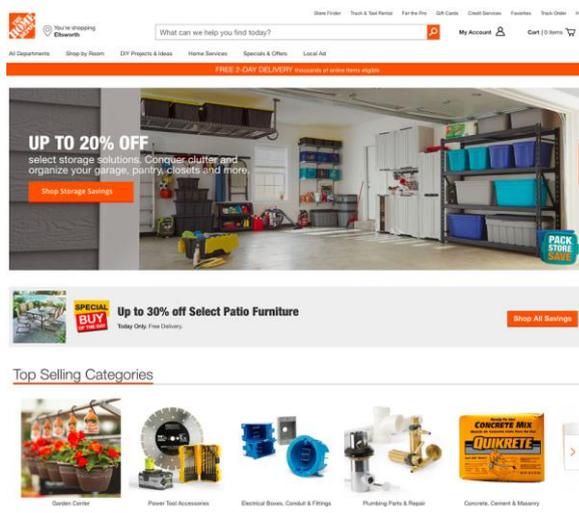
顺应互联网发展潮流，推出线上商城和移动 APP。家得宝早在 1999 年就推出公司官方在线平台 Home Depot 和 Home Decorators Collection、2010 年公司移动端购物 App 作为家居建材零售家中首个 App 登陆三大应用商店，到 2012 年底该 App 下载量已超过 300 万次。

**图表77： 2010年推出移动端购物 App**



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**图表78： 线上商城不断改版，提升浏览体验**



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

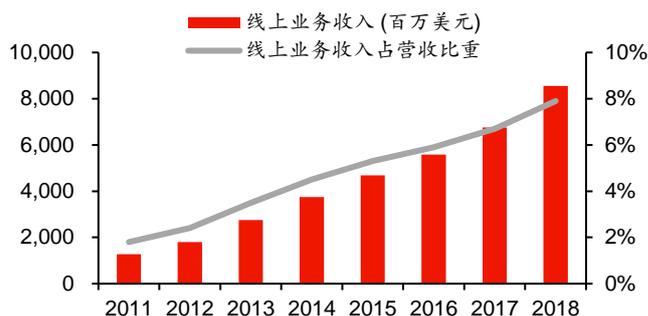
完善线上购物配套设施，加强渠道融合。公司逐步加强线上购物配套设施，包括建立快速配送中心负责线上订单配送，推出 BODFS（线上购买门店配送）、BOPIS（线上购买门店自提）、BORIS（先购买门店退货）等多种购物形式等，提升线上线下渠道融合程度。2011 年以来家得宝线上业务规模持续扩大，2018 年线上业务收入达到 85.48 亿美元，占营收比重达到 7.9%。

图表79：完善线上购物配套设施，多种购物形式可供选择

配送服务	购物及配送渠道
BODFS	线上购买、门店配送
BOPIS	线上购买、门店自提
BORIS	线上购买、可在门店退货

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

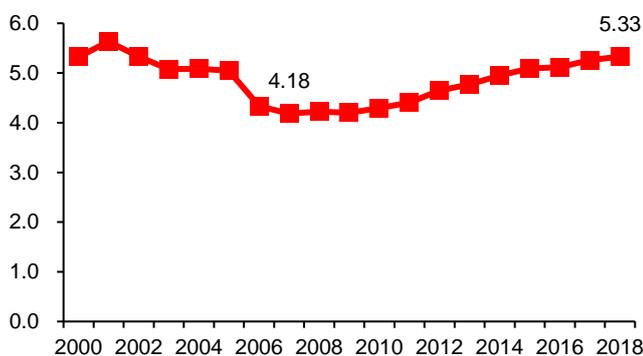
图表80：2011年以来家得宝线上销售额及占营收比重



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

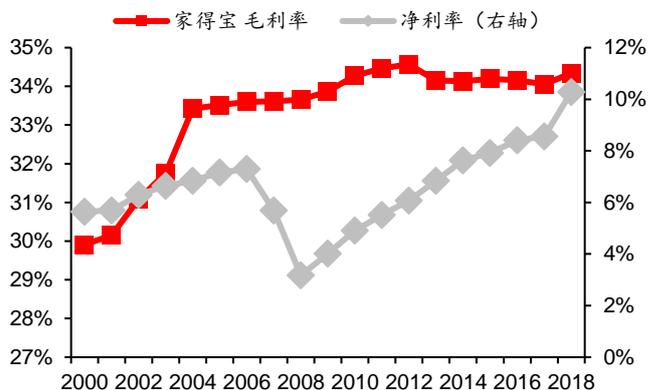
**持续优化供应链管理，存货周转率、毛利率持续提升。**家得宝自20世纪90年代中期开始全球化采购以来，不断优化供应链网络、降低供应链成本。除前文所提到的新建物流能力、完善配送中心建设外，公司还在中国、印度、罗马、墨西哥、加拿大、印尼等地设置采购办事处，从大约35个国家的800多家工厂采购产品；实施供应商津贴制度，为优质供应商提供一定金融支持；改善库存管理信息系统，增强存货预测等相关功能，提高库存管理能力，控制供应链成本。2007年以后公司存货周转率、毛利率水平持续提升，2018年存货周转率达到5.33、毛利率达到34%。据公司年报，家得宝计划在未来五年投资12亿美元继续加大供应链优化力度，实现覆盖美国90%人口及地区的次日交付能力。

图表81：2000年以来家得宝存货周转率情况



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表82：家得宝毛利率及净利率



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**加强员工激励，提升客户服务水平。**公司自2008年重新聚焦主业后在分析客户需求、提升客户服务方面加大投入，2009年公司提出“客户第一”的员工培训项目，加大员工服务客户的工作时长，截至2013年公司已实现员工60%工作时间用于客户服务。此外，家得宝还实施了员工股票购买计划（员工可按市场价格的85%购买公司股票）、员工福利保障等计划，提升员工工作积极性。2017年，员工股票购买计划、福利保障计划费用支出合计达到2.3亿美元，2018年仅员工福利保障计划费用就达2.1亿美元。随着家得宝在提升服务水平方面的不断努力，客户对公司满意度也有所提高，每名员工销售额自2009年后也呈现出持续上升趋势，到2018年每名员工销售达到26.20万美元，较2009年增长了18%。

**图表83：不断完善客户服务、提升购物体验**

年份	主要内容
2012年	1. 按照“客户第一”项目对全体员工进行再次培训，每年为员工提供培训时间超过1000万小时； 2. 收购 Red Beacon，提升线上网站体验，帮助 DIFM 客户找到适合的专业人员帮助其完成家居装修项目； 3. 改进结账方式、加快结账速度，提升门店购物体验； 4. 在门店设置自动储物柜，优化线上订单提货体验；
2013年	1. 在员工培训中融合互联网零售相关经验，针对 BOPIS 和 BOSS 客户提供专业化培训； 2. 实现员工 60% 工作时间用于服务客户，40% 工作时间用于处理其他事物； 3. 推出 Install o，便于安装人员移动收款，为 DIFM 客户提供便利；
2014年	1. 建立直接配送中心负责线上产品配送；
2015年	1. 推出 365 天退货、专业客户延期付款等政策； 2. 与第三方合作重启信用服务，提供自有品牌信用产品；
2016年	1. 对官方购物网站、手机 APP 进行全面改版，提升客户体验 2. 新增线上购物物流跟踪功能，增强物流可追踪新 3. 在全部门店采用客户订单管理系统 COM，提升配送等效率

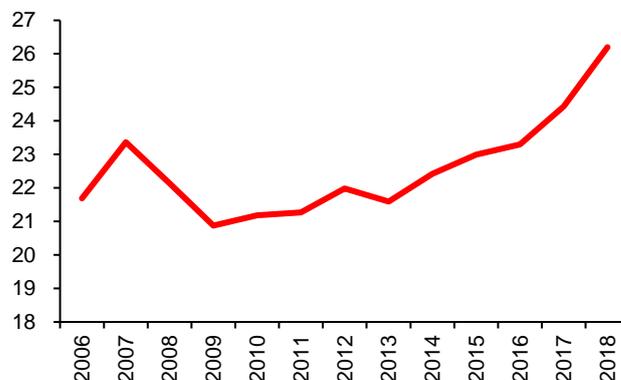
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**图表84：员工股票购买计划、福利保障计划费用情况**



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**图表85：家得宝每名员工销售额自2009年起持续提升(单位：万美元)**

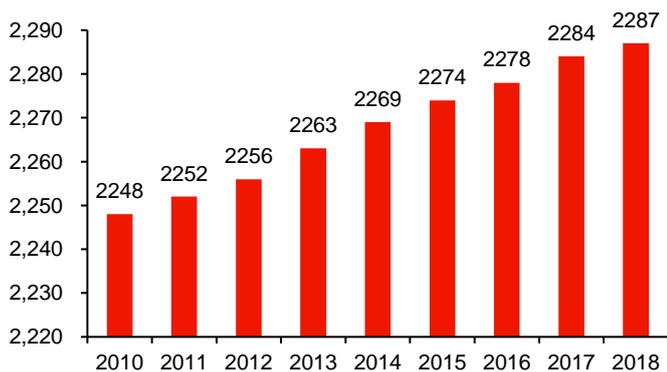


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**渠道：门店数量稳定，坪效重回增长通道**

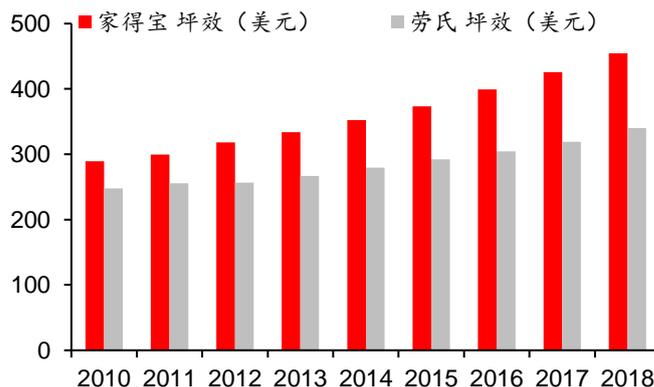
门店数量稳定，坪效重回增长通道。2010年以来公司门店数量基本稳定，每年新增门店在5家左右，截至2018年零售门店数量达到2287家，其中1980家位于美国，182家位于加拿大，124家位于墨西哥。与此同时，公司自2008年开始重新将经营重点转向零售客户服务，产品创新及供应能力不断提升，2018年产品种类达到约60万种，极大丰富了消费者购物选择。在公司线上业务拓展能顺利、线上引流效果加强以及客户服务、产品创新等因素综合影响下，公司门店坪效重回增长通道，2018年家得宝门店坪效为454.63美元，较2012年提升了43%。

**图表86：2010年以来零售门店数量(单位：家)**



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表87：2010年以来零售门店坪效**



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

### 市场表现：收入稳步增长，股价期间涨幅达 625%

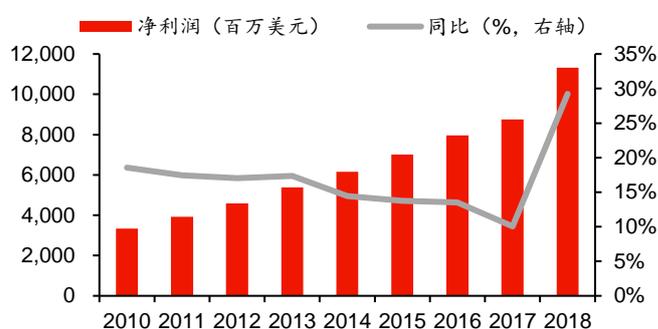
经过 30 余年发展，公司逐渐步入稳定发展阶段，2018 年公司营收规模达到 1082 亿美元，净利润达到 113.16 亿美元，2010-2018 年间复合增长率分别为 5.98%、16.49%。

图表88： 2010-2018 年营业收入及增速



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

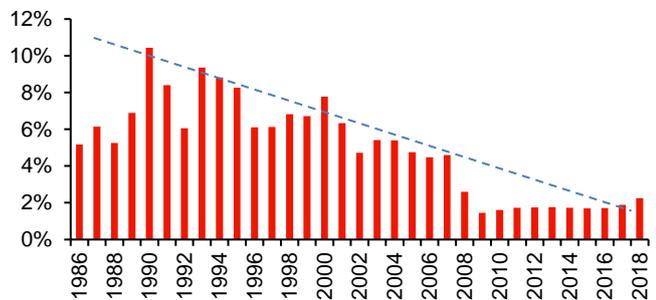
图表89： 2010-2018 年净利润及增速



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

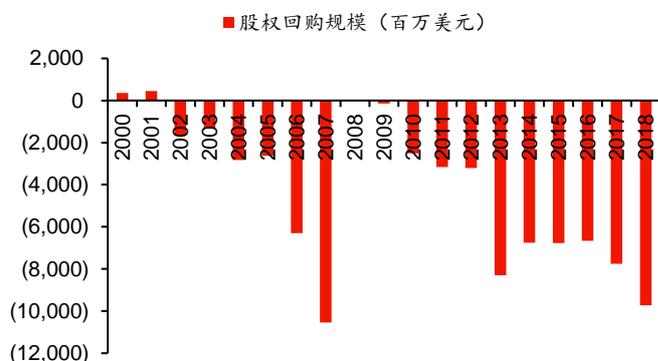
**资本开支减少，回购股份提升每股盈利。**随着门店拓展速度放缓，公司资本开支逐渐减少，2008 年资本开支占营收比重降至 3%。家得宝自 2002 年 7 月开始实施股份回购计划，在满足公司日常业务需求基础上将闲置现金用于股份回购，稳定公司股价、提升每股盈利水平，截至 2018 年公司回购股份金额累计约为 97.3 亿美元。受股份回购影响，公司股东权益规模有所缩小，2011 年后杠杆比率出现显著提升，带动公司 ROE 水平大幅上升，2017 年家得宝 ROE 达到 303%。

图表90： 资本开支占营收比重减少



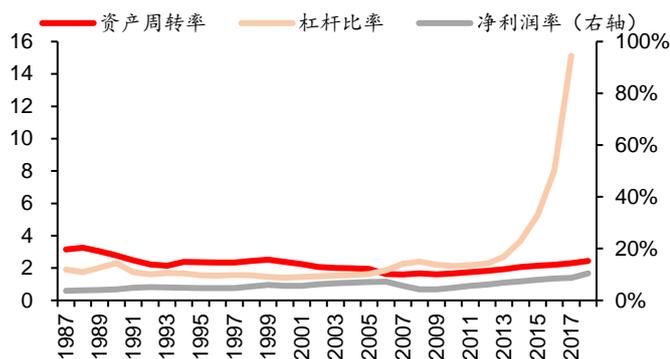
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表91： 2002 年后家得宝股票回购规模扩大 (单位：百万美元)



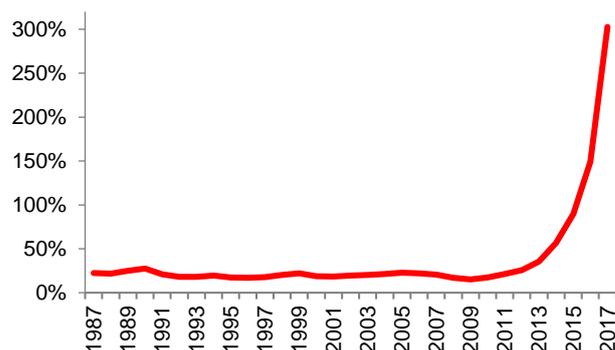
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表92: 家得宝杜邦分解情况



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

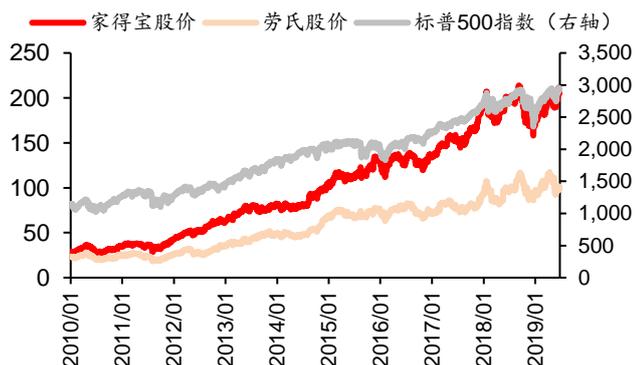
图表93: 1987年以来家得宝 ROE 情况



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

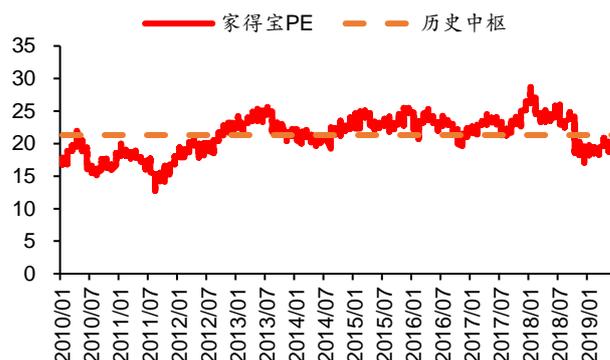
2010年以来,公司线上线下各渠道业务有序发展,坪效稳步提升,营收、利润增长稳定,2010-2019年6月28日公司股票期间涨幅达到625%,同期标普500指数上涨160%。估值方面,公司该阶段PE(TTM)波动较小,估值中枢为21.30倍,略高于劳氏20.18倍PE(TTM)估值中枢,同期可选消费指数PE(TTM)为19.95倍。

图表94: 2010年至今家得宝、劳氏股价走势 VS 标普500指数走势



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表95: 2010年至今家得宝 PE(TTM)



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

## 家得宝在中国：水土不服，2012 年败走撤出

**持续亏损，2012 年家得宝退出中国市场。**家得宝根据市场扩张战略逐步开拓国际市场，看好经济高速增长的中国市场，于 2004 年宣布进军中国市场，在上海开设办公处以支持在中国开展的零售业务。2006 年公司收购中国家居装饰零售商 Home Way，接手其分布在北京、天津等 6 座城市的 12 家门店。但经过几年的经营，公司在中国区业务持续亏损，2009 年开始逐渐关闭经营状况较差的门店，2012 年家得宝彻底关闭在中国的所有门店，宣布退出中国市场。

图表96：家得宝在中国门店拓展情况

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
北京	2	2	2	2	1	-
河南	1	1	1	1	1	1
辽宁	1	1	1	-	-	-
山西	2	2	2	2	2	2
山东	1	1	1	-	-	-
天津	5	5	5	5	4	4
合计	12	12	12	10	8	7
占公司门店总数比例	0.41%	0.55%	0.54%	0.45%	0.36%	0.31%

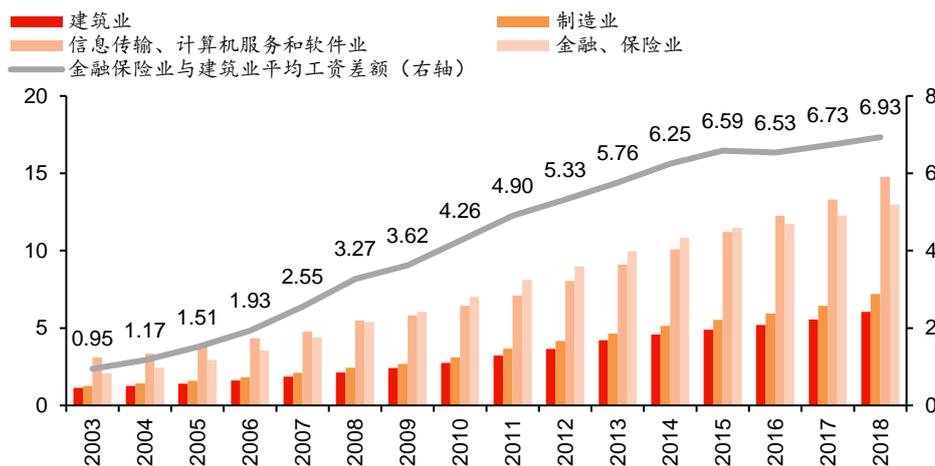
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**缺乏家装 DIY 文化培育基础。**Do-It-Yourself (DIY) 是家得宝的重要经营理念之一，公司在成立初期定位住房更新与改善性需求，通过培养客户 DIY 意识与能力，开辟了广阔的家居装修 DIY 市场，帮助公司在建筑装饰领域迅速壮大。然而，我国消费者长期以来都偏向于装修公司包办等方式，缺乏家装 DIY 文化培育基础，家得宝在进入中国市场后继续延用在美国市场的营销理念，没有就中国消费者习惯做出针对性的调整，使得公司在中国区业务频频失利。反观同样作为家居装饰零售商的宜家，以成品家居为主打，提供送货、安装、售后等一站式服务模式，更易于为中国消费者所接受。

**精装修程度较低，自行装修费时费力。**美国住宅产业化发展开始于 20 世纪 30 年代，家得宝创立时期美国已逐渐步入住宅翻新时期，改善性、维修性需求强于新房装修需求，DIY 更适合住宅局部性改造。同时，美国住宅精装修程度较高，消费者 DIY 难度相对较低。而我国商品房市场起步较晚，早期以毛坯房交付为主，若通过自行购买建材、自己动手装修耗时耗力、难度较大，因此家得宝以“DIY”为主打的建筑装饰零售模式难以在中国流行。

**中国劳动力成本低廉，雇人装修效率更高。**DIY 文化在美国流行重要原因之一是美国劳动力成本增加，高昂的人工成本有时甚至会高于装修所需材料成本。美国劳工统计局一项统计显示，2012 年美国房屋装修工年薪约为 43870 美元，而文字记者、广播电视技术人员、摄影记者年薪约为 44050、45120、36330 美元，房屋装修工人收入与其他行业差异较小。相比之下，我国建筑行业工人工资较低，据国家统计局数据，2003 年以来建筑行业就业人员年平均工资水平在 19 个行业中始终排在倒数第 4、5 位，与高工资水平行业间年平均工资差额较大且呈现逐步扩大趋势。在此背景下，中国消费者更倾向于通过请装修公司外包等方式进行装修，DIY 模式在国内拓展有一定难度。

**图表97： 部分行业年均工资水平对比（单位：万元）**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**家居建材市场零散，自营式卖场资源整合难度大、难以获得规模优势。**家得宝在美国获得成功除了受益于具有特色的DIY文化、强大的渠道布局能力外，很重要的一点在于其通过全球采购和高效供应链管理实现了产品的低价销售。而我国家居建材市场零散、中小企业众多，自采自销的自营式卖场难以通过整合供应商资源获得具有竞争力的价格优势，这也是为什么家得宝、百安居等自营式卖场最终败走中国市场的重要原因之一。

## 成功经验：精准定位市场需求，渠道发力铸造龙头

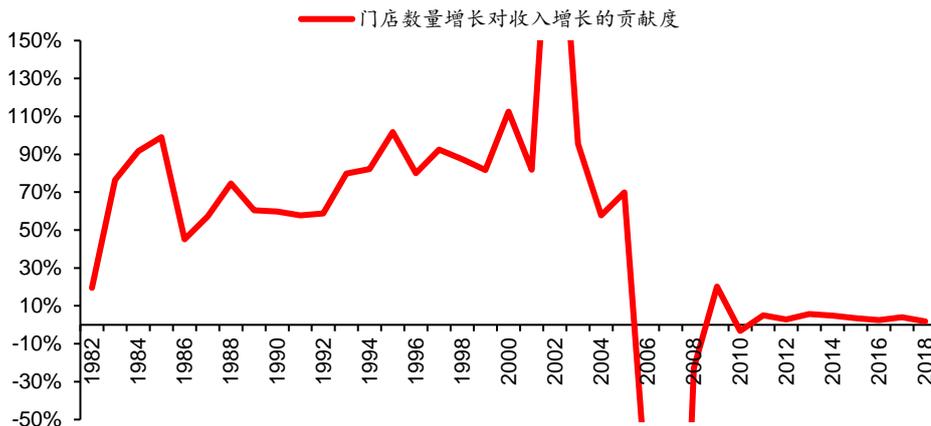
经过近 40 年的发展，家得宝已成为目前美国最大的家居装饰零售商，公司股价自 1981 年上市至 2019 年 6 月末涨幅高达 593 倍（同期标普 500 指数涨幅 24 倍），2018 年营收规模为 1980 年的 4847 倍。回顾家得宝发展三大阶段，我们认为家得宝对当前我国家居零售企业有着重要借鉴意义。

**紧抓消费者需求。**家得宝从当时众多建筑装饰零售商中脱颖而出并能够通过十二年发展从一家小企业成为超越劳氏的行业龙头，符合消费者住房改善、更新需求的 DIY 定位无疑是助力其成功的重要因素之一。目前，我国家居消费以 80、90 后客户为主体，对产品个性化、购物便捷化等要求不断提升，家居企业深挖消费者需求对明确发展方向、产品定位等有着重要意义。

**全球供应链，提供优质低价产品。**家得宝低价促销策略使其在门店拓展过程中能够迅速吸引消费者，而全球化供应链则是保障其能够在低价销售同时仍保持较高收益水平的关键。目前，我国家居企业以自行生产的重资产模式为主，通过优化产品生产环节、提高生产效率提供产品降价空间，以外协供应的轻资产模式在业内仍然较少。未来，随着龙头企业规模不断扩大，供应链管理能力的进一步提升，在全球范围内选取优质供应商、提供优质低价产品或将成为企业快速扩大销售规模、提供优质低价产品的重要途径。

**渠道扩张带来收入增量，能够有效对冲地产下行带来的收入波动风险。**家居属于地产后周期行业，销售收入受地产周期影响较大。回顾家得宝发展历程可以发现，尽管地产周期波动对其单店收入增速有较大影响，但在家得宝 1982-2007 年的渠道加速布局阶段，门店快速扩张（2000 年以前门店数量增速均在 20% 以上）仍为公司带来了较大收入增量，成为平滑地产周期对销售收入影响的重要途径，1983-2000 年门店数量增长对收入增长的贡献度普遍维持在 50% 以上（除 1986 年为 45%）。当前我国家居上市企业中仅欧派家居、顾家家居等门店数量达到 2000 家以上，根据我们在 20180323 行业深度报告《新零售风口，再看家居渠道融合》测算，我们认为全国单品类门店上限在 3750 家左右，目前家居企业仍有较大拓展空间。当前地产调控周期下，渠道拓张无疑是企业扩大市场覆盖范围、提升市占率、减弱地产下行影响的重要方式之一。

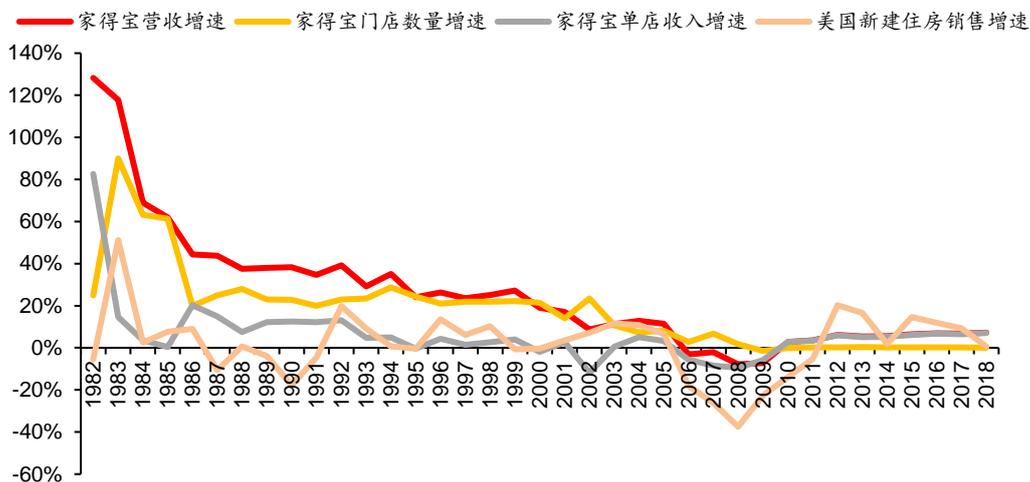
**图表98： 家得宝门店数量增长对收入增长的贡献度**



注：2002年/2006年/2007年图中指标值分别为268%/-93%/-322%。

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表99： 美国新建住房销售增速 VS 家得宝营收/门店数量/单店收入增速**



资料来源：Bloomberg，Wind，华泰证券研究所

**渠道红利消退后，还看产品与服务。**2007年家得宝门店达到2241家，随着门店拓展空间逐渐缩窄，公司自2007年以后开店速度明显放缓。渠道红利消退后，公司积极通过加强线上引流、线下丰富产品线、加强销售服务等方式增强客户粘性，带动公司营收重回稳步增长通道。尽管目前我国家居行业渠道拓展还有一定空间，但长远来看，随着企业全国布局逐渐完善，企业竞争将回到产品力与服务水平等综合实力上。

## 投资建议：看好渠道优势显著的家居龙头

纵观家得宝发展历程不难发现，渠道是公司发展的重要驱动力，在早期门店加速布局阶段，尽管地产周期波动对其单店收入增速有较大影响，但2000年以前门店的快速拓展仍为公司带来了较大收入增量，成为平滑地产周期对销售收入影响的重要途径，使得2000年以前公司营收增速始终维持在20%以上。后期，随着渠道红利逐渐消退，公司通过提升产品力与服务力，不断提高企业核心竞争力，维持收入较高增长。

当前阶段，渠道数量与质量仍是我国家居企业的重要护城河之一，龙头企业有望借助渠道广泛布局快速占领市场、提升市占率，建议关注**欧派家居**（积极推进全渠道布局战略，在守住零售渠道优势的同时，积极布局精装、整装、电商等渠道业务，2018年门店总数增加800家至6708家门店，为上市家居公司中最多）、**尚品宅配**（加快渠道下沉，2018年直营门店增至101家，放开自营城市加盟、加盟店净增543家至2120家，其中购物中心加盟店净增152家至975家，自营城市加盟店数量达78家；创新推出购物中心店、超集店等新型店面模式，抢占流量入口，提升终端竞争力）、**顾家家居**（软体家具龙头，渠道下沉充分，2018年自主品牌直营店/经销店分别为207/4015家，下属其他品牌门店净增185家至1854家；除布局传统卖场渠道外，公司在结构上向大店、旗舰店、融合店倾斜，并已入驻百货店、尝试与苏宁零售云合作，加强渠道多元化布局）。

### 风险提示

**海外公司成功经验的适用性不足：**海外龙头发展历程对我国企业具有一定借鉴作用，但考虑到海外国家与我国在经济、人口、消费者行为等方面国情的不同，仍需辩证看待海外公司成功经验的适用性。

**渠道拓展不及预期：**渠道数量与质量仍是我国家居企业的重要护城河之一，目前渠道拓展仍是主要家居企业收入增长的重要驱动力，若企业渠道拓展不及预期，或将影响其收入及利润表现。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com