

MRO 专题系列 (二): MRO 业务打开成长空间, 与零售和 PRO 业务协同共赢

中性 (首次)

2024 年 6 月 11 日

分析师
李润泽

(852) 3982 3213

leonli@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入 (百万美元)	157,403	159,041	162,130	166,251
同比 (%)	4.1	1.0	1.9	2.5
归母净利润 (百万美元)	17,105	15,721	17,852	18,418
同比 (%)	4.1	-8.1	13.6	3.2
每股收益 (美元/股)	17.2	15.9	18.0	18.6
P/E (倍)	19.3	21.0	18.5	17.9

数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

投资要点

- **家得宝是全美家居建材连锁零售商龙头, 主要跟踪美国已开工新建住宅和建材家具零售库销比。**公司主要收入来源美国, 产品线主要包括建筑建材、装饰材料和机械工具。公司按照客户群体将业务分为 DIY、DIFM、PROs 三类, PROs 业务贡献约 45% 的销售额, 客户属性为 B 端, 包括 Cross-aisle and specialty trade PROs (后文简称 PRO 业务) 和 MRO 业务, MRO 业务主要由 HD Supply 子公司运营。公司 MRO 业务营收粗略估算约 60 亿美元体量, 占比公司整体营收低中个位数。公司业绩与美国已开工的新建私人住宅指标高度正相关, 营收增速与建材家具零售库销比负相关。
- **MRO 业务打开公司成长空间, 协同 PRO 业务更好发展。**美国家居建材零售市场整体逐步走向成熟, 市场规模基本稳定在 5000 亿美元左右, 市场空间增速逐步放缓。在该市场, 家得宝和劳氏市场份额合计超过 40% 且双寡头的竞争格局近十年来较为稳定。公司预计其家居建材零售业务潜在市场空间超过 4500 亿美元, B 端业务 PROs 潜在市场空间超过 5000 亿美元, 其中 MRO 潜在市场空间超过 1000 亿美元。家得宝 MRO 业务仍处于起步阶段, 仅有约 60 亿美元的营收体量, MRO 业务的扩张打开了公司成长空间。公司持续发力的 PRO 业务与 MRO 业务协同, 从而打造独一无二的 “One Home Depot Pros” 的 B2B 平台: 1) MRO 业务和 PRO 业务的客户群体都为专业客户, 因此拓展的新客户能够互为补充; 2) 对专业客户而言, BOM 和 MRO 能够在家得宝实现一站式采购, MRO 业务的补充有效提高客户粘性。
- **凭借零售和 PRO 业务基本盘, 公司 MRO 业务竞争力有望领先。**全球 MRO 市场十分分散, 得益于零售和 PRO 业务稳固的基本盘, 家得宝 MRO 业务相比区域小型 MRO 分销商具备更强竞争力: 1) Sku 种类和价格优势, 零售和 PRO 业务 sku 种类超过 100 万, 销售规模领先对上游议价权强; 2) 产品质量和供应保障, 供应商分散且众多, 资质管理严格; 3) 触达客户的便利性, 零售业务线下店遍布全美, 物流供应链早已建设成型; 4) B 端业务客户资源共享共赢, MRO 业务与 PRO 业务客户重叠度高均为专业客户, MRO 业务与 PRO 业务有机互补为专业客户提供一站式的 B2B 采购体验反过来又加强了 MRO 业务的竞争力。
- **盈利预测与投资评级:**家得宝作为建材家居零售商龙头, 发力 MRO 业务, 不仅打开成长空间, 还更好的协同 PRO 业务发展, 提升专业客户忠诚度, 并且有望利用零售业务和 PRO 业务的基本盘铸就 MRO 业务领先的竞争力。我们预测公司 FY2024-2026 年营收同比增长 1.0%/1.9%/2.5% 至 1542/1571/1610 亿美元; 归母净利润分别同比增长 -8.03%/13.67%/3.27% 至 157.31/178.80/184.65 亿美元; 对应的 EPS 分别为 15.9/18.0/18.6 美元/股; 对应的 PE 分别为 21.0/18.5/17.9 倍, 首次覆盖并给予 “中性” 评级。
- **风险提示:**行业下行风险; 海外宏观经济风险; 原材料大幅上涨风险等。

股价走势



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

市场数据

收盘价(美元)	332.6
一年最低/最高价	274.26/396.87
市净率(倍)	181.19
流通美股市值(百万美元)	329,771.21

数据来源: iFind, 东吴证券研究所

基础数据

每股净资产(美元, LF)	1.84
资产负债率(% , LF)	102.23
总股本(百万股)	991.61
流通股(百万股)	991.61

数据来源: iFind, 东吴证券研究所

相关研究

内容目录

1. 家得宝：全美家居建材连锁零售商龙头	4
2. MRO 业务打开公司成长空间，协同 PRO 业务更好发展.....	9
3. 凭借零售和 PRO 业务基本盘，公司 MRO 业务竞争力有望领先.....	11
4. 盈利预测与估值分析	13
5. 风险提示	14

图表目录

图 1:	家得宝线下零售商店实景	4
图 2:	公司近年来 90% 以上收入来源于美国	4
图 3:	公司收入中产品占比近年来均超过 96%	4
图 4:	公司三大类产品线营收占比 (%)	5
图 5:	家得宝主要客户类型	5
图 6:	家得宝历史沿革	6
图 7:	公司业绩与美国已开工的新建私人住宅高度相关	7
图 8:	家得宝营收增速与建材家具零售库销比负相关	7
图 9:	公司营收和门店数量变化趋势	8
图 10:	家得宝门店数量同比增速	8
图 11:	公司营收和同比增速	8
图 12:	公司净利润和同比增速	8
图 13:	公司毛利率和净利率	8
图 14:	公司存货周转率	8
图 15:	美国家居建材零售市场逐步成熟 (百万美元)	9
图 16:	HD、Lowe's 在美家居建材市场份额合计超 40%	9
图 17:	全球 MRO 市场规模 (USD Billion)	9
图 18:	北美 MRO 市场规模 (USD Billion)	9
图 19:	2023 年 MRO 竞争格局分散 (营收/亿美元, 市占率/%)	10
图 20:	2014 年北美 MRO 竞争格局	10
图 21:	公司潜在的 MRO 市场空间超过 1000 亿美元	10
图 22:	24 年收购 SRS 使公司潜在市场空间达约 \$1T	10
图 23:	酒店旅馆所需的 MRO 品类	11
图 24:	建筑设施维护维修所需 MRO 品类	11
图 25:	1982 家获公司审核的供应商工厂遍布 33 个国家	12
图 26:	家得宝供应商资质审查严格	12
图 27:	家得宝门店遍布全美	12
图 28:	公司注重物流供应链的建设	12
图 29:	公司 MRO 业务与 PRO 业务客户群体重合度较高	13
图 30:	公司营收分部拆分和预测	13

1. 家得宝：全美家居建材连锁零售商龙头

家得宝是**全美家居建材连锁零售商龙头**。家得宝（The Home Depot; NYSE: HD）是全球最大的家庭装饰品与建材的连锁零售商，总部设于美国佐治亚州，经营超过 2300 家大型五金商场，分店遍及美国（包括 50 个州份、哥伦比亚特区、波多黎各、维尔京群岛和关岛）、加拿大（10 个省份）、墨西哥等国家和地区。公司为客户提供各种各样的建筑材料、家装产品、草坪和花园产品和 MRO 产品，以及家居装修安装、工具及设备租赁等多项服务。

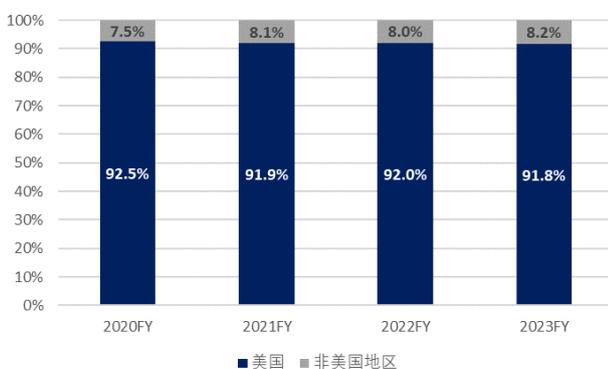
图1：家得宝线下零售商店实景



数据来源：公司官网，The Motley Fool，东吴证券（香港）

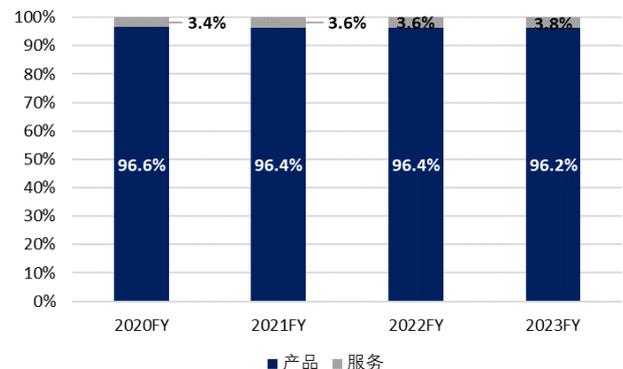
公司主要收入来源美国，产品线主要包括建筑建材、装饰材料 and 机械工具。公司 90% 以上收入来自美国，主要收入来源于建筑建材、装饰材料和机械工具三大产品线，2023 年占比营收分别为 37%、33% 和 30%。

图2：公司近年来 90% 以上收入来源于美国



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图3：公司收入中产品占比近年来均超过 96%



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图4: 公司三大类产品线营收占比 (%)

公司三大类产品线营收占比 (%)	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY
建筑材料/building materials 小计	34.2%	35.7%	35.2%	36.4%	37.8%	37.4%
建材/Building Materials	7.5%	7.0%	6.6%	6.5%	7.2%	7.8%
电气照明/Electrical/Lighting	5.4%	8.9%	8.5%	8.9%	8.7%	8.2%
木材/Lumber	8.1%	7.2%	8.6%	8.8%	8.6%	7.7%
木制品/Millwork	5.5%	5.2%	4.9%	4.9%	5.4%	5.4%
水暖/Plumbing	7.8%	7.4%	6.7%	7.2%	8.0%	8.2%
装饰材料/décor 小计	34.9%	33.9%	32.9%	33.4%	33.2%	32.9%
家电/Appliances	8.7%	8.9%	9.0%	9.4%	9.2%	9.1%
装饰和存储产品/Décor/Storage	3.5%	3.4%	3.7%	4.0%	4.0%	3.9%
地板/Flooring	7.2%	6.8%	6.2%	6.1%	5.9%	5.7%
浴室和厨房/Kitchen and Bath	7.4%	7.0%	6.4%	6.9%	7.1%	6.9%
油漆/Paint	8.2%	7.8%	7.6%	6.9%	7.1%	7.3%
机械硬件/hardlines 小计	30.8%	30.4%	31.9%	30.3%	28.9%	29.7%
五金件/Hardware	6.0%	5.8%	5.8%	5.2%	5.1%	5.3%
室内花园/Indoor Garden	10.1%	10.0%	10.8%	10.3%	9.5%	9.7%
室外花园/Outdoor Garden	7.0%	6.9%	7.3%	6.8%	6.4%	6.7%
工具/Tools	7.8%	7.8%	8.0%	7.9%	7.9%	8.0%

数据来源: 上市公司公告, 东吴证券 (香港)

公司按照客户群体将业务分为 DIY、DIFM、PROs 三类, PROs 业务贡献约 45% 的销售额。DIY 的客户群体是购买产品并自行动手的消费者, DIFM 的客户群体是购买产品并让专业承包商帮忙施工安装的消费者, 这两类业务客户属性都为 C 端, 合计客户数量占比超过 80%, 贡献营业额大约 55%。PROs 的客户属性为 B 端, PROs 业务包括 Cross-aisle and specialty trade PROs (后文简称 PRO 业务) 和 MRO 业务, MRO 业务主要由 HD Supply 子公司运营。PROs 业务的客户群体主要包括专业装修/改造商、维修人员、物业经理、建筑服务承包商, 他们建造、翻新、改造、维修和维护住宅物业、多户住宅物业、酒店物业和商业设施, 覆盖的下游行业包括教育、医疗保健、政府、机构和办公楼, PROs 业务的客户数量占比约不到 20%但贡献了约 45%的营业额。

图5: 家得宝主要客户类型

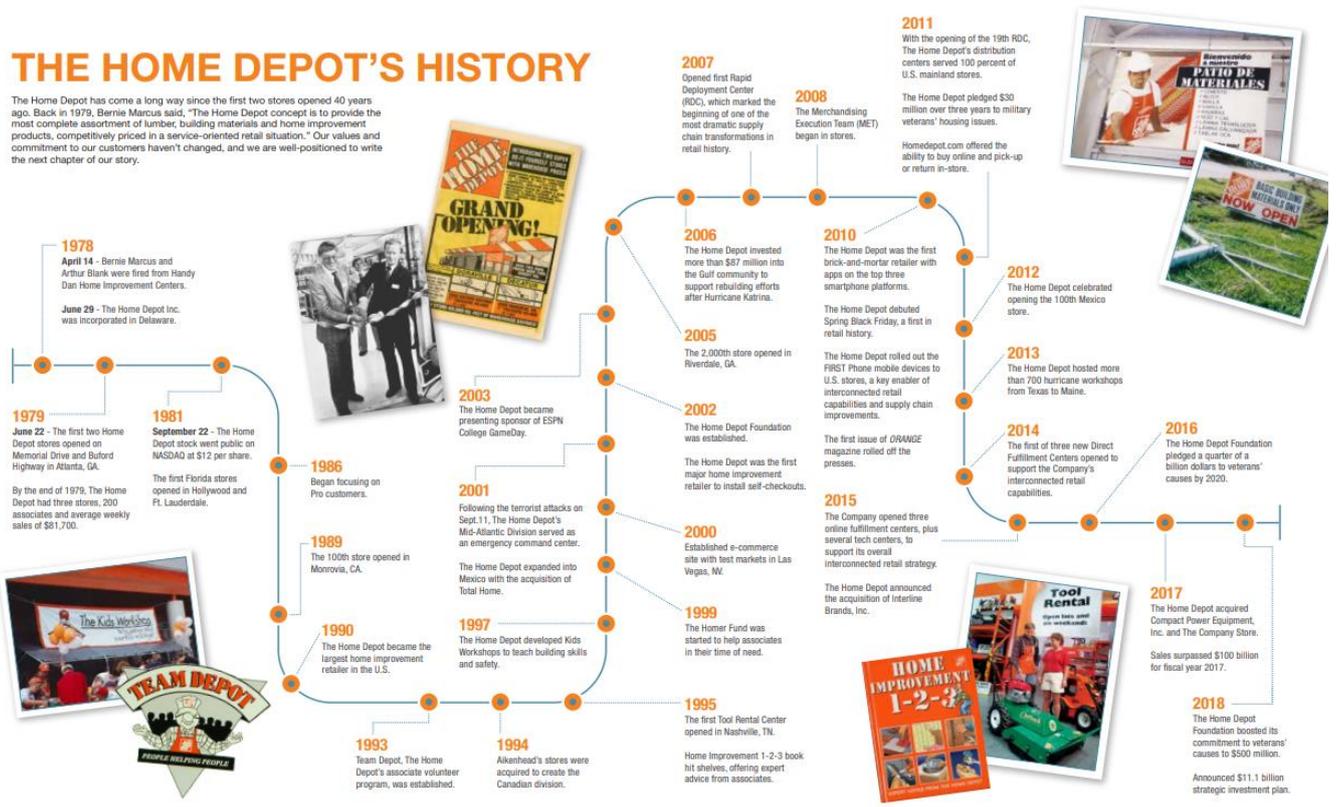
	客户类型	客户属性	客户数量占比	客户销售额占比
DIY	自己做, 即购买产品并自行动手的消费者	C端		
DIFM	帮我做, 即购买产品并让专业承包商帮忙施工安装的消费者	C端	80%+	约55%
Pros	这些客户主要是专业装修/改造商、总承包商、维修专业人员、杂工、物业经理、建筑服务承包商和专业技工 (电工、管道工和油漆工)。这些客户建造、翻新、改造、维修和维护住宅物业、多户住宅物业、酒店物业和商业设施 (教育、医疗保健、政府等机构办公楼)	B端	小于20%	约45%

数据来源: 上市公司公告, 东吴证券 (香港)

公司 MRO 业务营收粗略估算约 60 亿美元体量, 占比公司整体营收低中个位数。

家得宝 1997 年收购 HD Supply 的前身 Maintenance Warehouse (2004 年更名为 HD Supply)，开始发力 MRO 业务，此后公司陆续收购 MRO 标的公司壮大 MRO 业务实力。2007 年美国次贷危机发生，市场环境恶化，家得宝表示要更为专注零售渠道业务，从而出售 HD Supply 并计划将其单独上市，出售后家得宝仍然持有 HD Supply 12.5% 的股权。公司因为市场环境和时机问题短暂放弃了 B 端业务的发力，带市场环境回暖后，开始继续探求 MRO 业务的发展：2015 年公司 17 亿美元收购全品类 MRO 分销商 Interline Brands；2020 年底公司 78 亿美元完成了对 HD Supply 收购，并将 Interline Brands 整合进 HD Supply 中。2021 年出售了建筑工业业务的 HD Supply 营收约为 30 亿美元，Interline Brands 在 2015 财年退市前营收约为 17 亿美元，考虑到业务自然的增长，假设年均约 4% 增速，HD Supply 和 Interline Brands 营收于 2023 年分别约为 34 和 23 亿美元，我们粗略估计 2023 年家得宝经过整合后的 MRO 业务营收约为 60 亿美元的体量，占比公司总体营收低中个位数。

图6：家得宝历史沿革

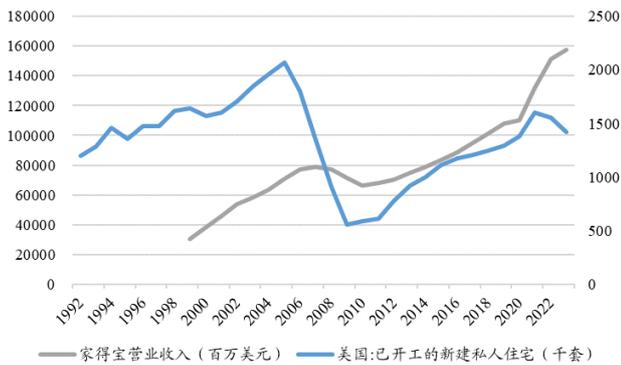


数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

公司的业绩主要跟踪美国已开工新建住宅和建材家具零售库销比。公司业绩与美国已开工的新建私人住宅指标高度相关，2008 年金融危机发生后，家得宝营收随美国新屋开工数量陡峭下滑，一直到 2012 年才逐步回暖，新屋开工数量至今仍未超过 2008 年的高点，但家得宝营收早在 2015 年后便创新高。此外，公司营收增速与建材家具零售库

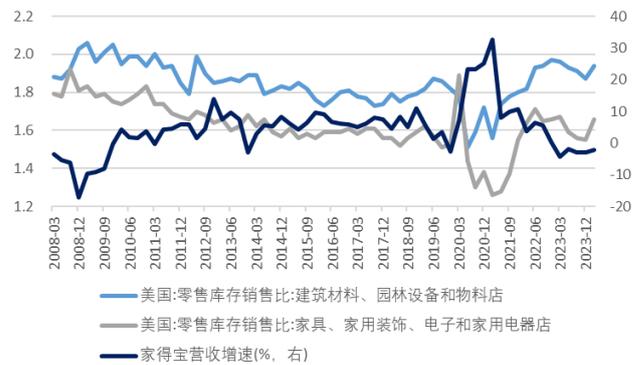
销比呈现负相关关系。2008 年金融危机期间家得宝营收表现疲软，建材和家具库存零售库销比超过 1.8，销售景气度非常差；在 2020 年疫情期间，因为疫情居家时间长推升房屋改造更新需求，建材家具销售大幅度增加，但由于供应链不畅通、海运费疯涨导致库存补充难度大，因此建材和家具库存零售库销比基本都跌破 1.5 的水平，家得宝也录下亮眼的业绩增长。

图7：公司业绩与美国已开工的新建私人住宅高度相关



数据来源：iFind，东吴证券（香港）

图8：家得宝营收增速与建材家具零售库销比负相关



数据来源：iFind，东吴证券（香港）

公司发展可以划分为四个阶段：**高速发展（2000 年之前）、多元化探索（2000-2008 年）、提质增效（2009-2020 年）、二次曲线（2021 年至今）。**

高速发展（2000 年之前）：在该阶段，公司顺应美国经济的发展，门店快速从 1984 年的 31 家扩张至 2000 年的 1134 家，门店增速常年维持在 20% 水平上。同时，公司的营收和净利润也伴随着门店扩张快速增长，单店收入也持续增长并在 2000 年左右达到 4000 万美元的阶段顶点。

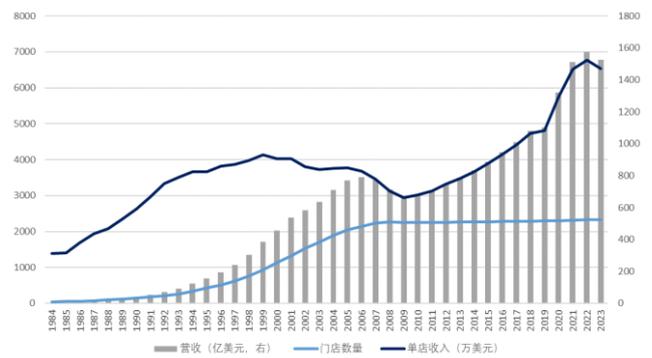
多元化探索（2000-2008 年）：受到科网泡沫等不利经济环境的影响，公司该阶段业绩增长和门店扩张均逐步放缓，单店收入持续下滑，2009 年单店收入约为 2000 年的 75%。公司试图扭转疲软的基本面，开始进行业务和经营区域的多元化探索：2B 业务收购多个品牌整合入 HD Supply，2C 业务拓展如高端门店 EXPO Design Center 等多元化的门店形态，此外公司还陆续进军墨西哥、中国等新兴市场。尽管家得宝努力创造新的收入增长点，但是 2008 年的金融危机爆发使得公司雪上加霜，净利润大幅下滑。

提质增效（2009-2020 年）：公司开启战略转型，重新聚焦零售业务，出售 2B 业务 HD Supply，退出部分新兴市场经营。除了内部组织结构的整合外，公司加强对供应链、数字化系统等基础设施的投入，使得公司的经营质量有了明显的提升，公司盈利能力、存货周转率以及单店收入在 2009 年后开始逐步回升。

发力 B 端业务（2021 年至今）：疫情期间公司的业绩虽然有了激动人心的增长，但家居建材零售业务已经逐步进入成熟期，而 2B 业务仍有较好的前景。2020 年底，公司重新收购 HD Supply，标志着公司进军高度分散的 MRO 市场，打开成长空间，此外，MRO 业务的扩展将进一步提升其 PRO 业务竞争力，促进整体 PROs 业务的发展；2024

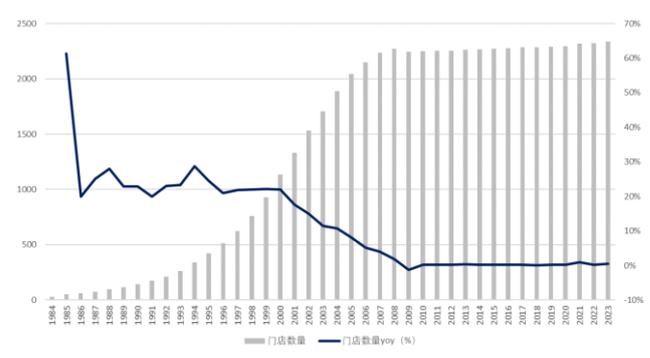
年初，公司以大约 182.5 亿美元(包括净债务)的价格收购住宅专业贸易分销公司 SRS Distribution，此次收购将加速家得宝 PROs 业务客户资源的增长。

图9：公司营收和门店数量变化趋势



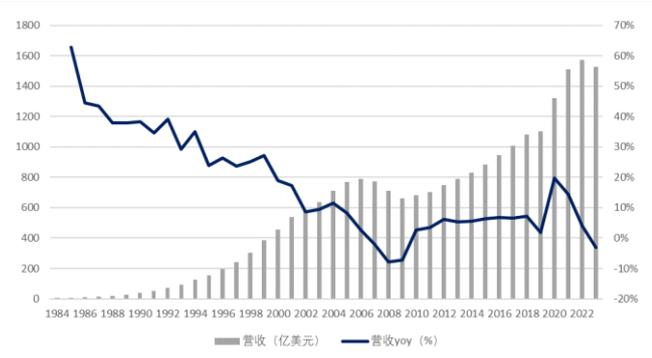
数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图10：家得宝门店数量同比增速



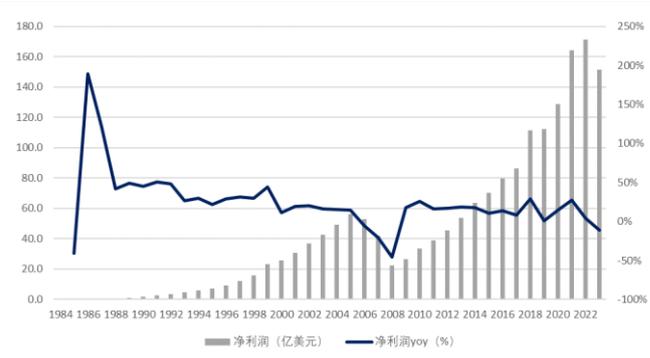
数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图11：公司营收和同比增速



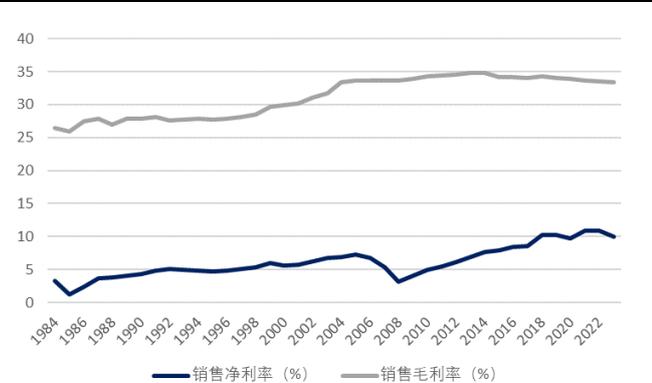
数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图12：公司净利润和同比增速



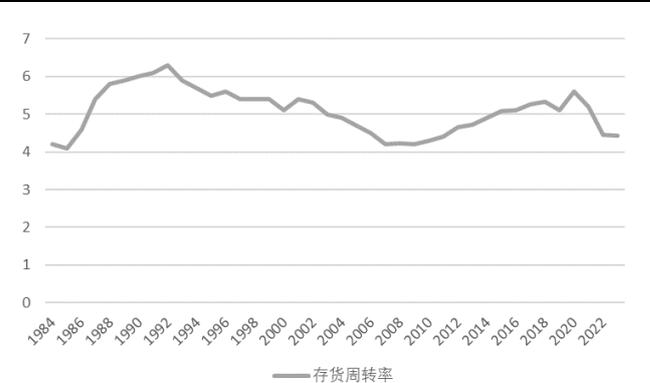
数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图13：公司毛利率和净利率



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图14：公司存货周转率

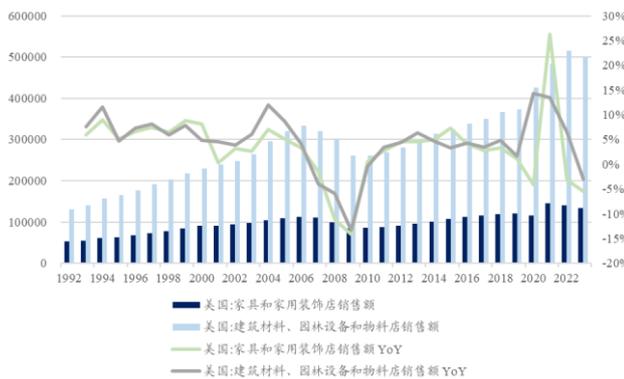


数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

2. MRO 业务打开公司成长空间，协同 PRO 业务更好发展

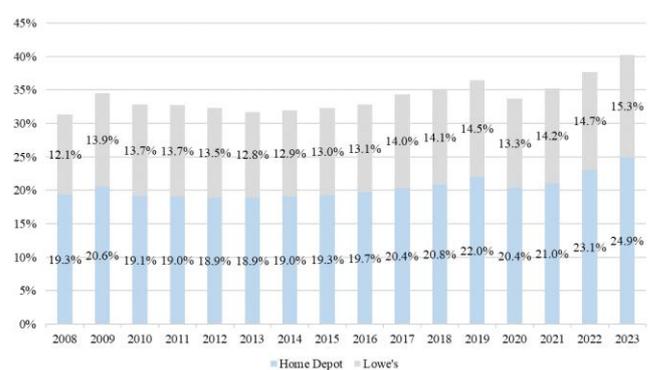
家居建材零售业务整体走向成熟，双寡头竞争格局稳定。美国家居建材零售市场整体逐步走向成熟，家居家装以及建材物料合计市场规模基本稳定在 5000 亿美元左右，市场空间增速逐步向低个位数靠拢。此外，在美国家居建材零售市场，家得宝和劳氏市场份额合计超过 40%，双寡头的竞争格局从 2008 年来一直较为稳定。

图15: 美国家居建材零售市场逐步成熟 (百万美元)



数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

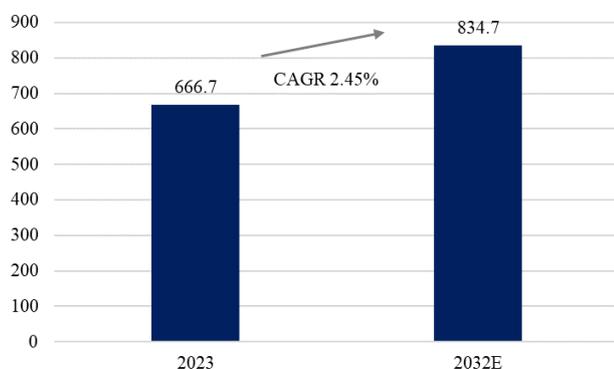
图16: HD、Lowe's 在美家居建材市场份额合计超 40%



数据来源: iFind, 上市公司公告, 东吴证券 (香港)

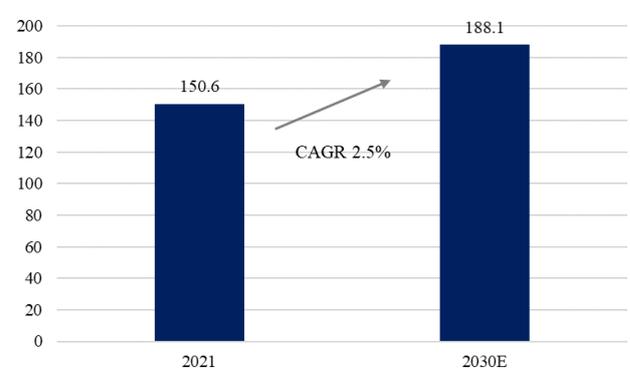
北美 MRO 市场空间广阔，竞争格局较为分散。MRO 的市场规模一般占工业 GDP 中 4%-7% 的比例，行业增速与 GDP 相关性较强，根据 Imarc 预测，全球 MRO 市场 2023-2032 年 CAGR 约为 2.45%，2023 年约为 6667 亿美元。其中，北美 MRO 市场规模 2021-2030 年 CAGR 为 2.5%，2021 年为 1506 亿美元，市场空间广阔。MRO 市场较为分散，全球来看大部分领军企业也仅有约 3% 的市场份额，北美地区 CR11 约为 30%。

图17: 全球 MRO 市场规模 (USD Billion)



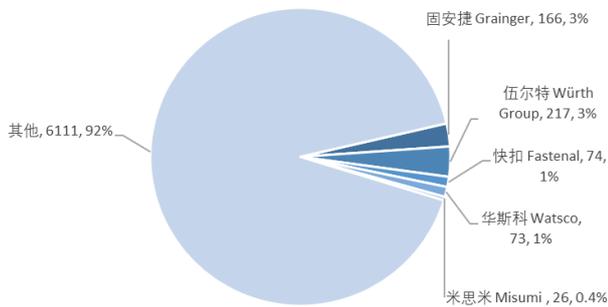
数据来源: Imarc, 东吴证券 (香港)

图18: 北美 MRO 市场规模 (USD Billion)



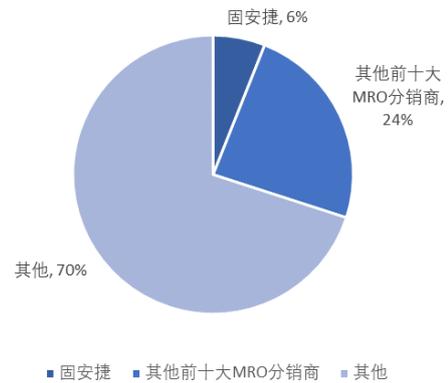
数据来源: Grand View, 东吴证券 (香港)

图19: 2023 年 MRO 竞争格局分散 (营收/亿美元, 市场占有率/%)



数据来源: IMARC, iFind, 各公司官网, 东吴证券(香港)测算

图20: 2014 年北美 MRO 竞争格局



数据来源: 固安捷官网, 东吴证券(香港)

MRO 业务打开公司成长空间。公司目前 PROs 业务占比接近一半, 但其中 MRO 业务占比总体营收约为低中个位数比例, 仅有约 60 亿美元的营收体量。公司预计其家居建材零售业务潜在市场空间超过 4500 亿美元, B 端业务 PROs 潜在市场空间超过 5000 亿美元 (收购 SRS 增加了 500 亿美元的潜在市场空间), 其中 MRO 潜在市场空间超过 1000 亿美元。相比零售和 PRO 业务, 家得宝 MRO 业务仍处于起步阶段, 因此其对 MRO 业务的扩张打开了成长空间。

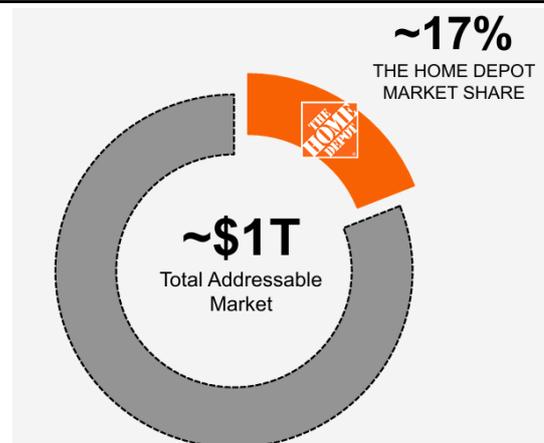
MRO 业务与 PRO 业务协同, 助力 PRO 业务更好发展。公司持续发力的 PRO 业务与 MRO 业务协同, 从而打造独一无二的 “One Home Depot Pros” 的 B2B 平台: 1) MRO 业务和 PRO 业务的客户群体都为专业客户, 因此拓展的新客户能够互为补充, 实现客户资源共享共赢; 2) 对专业客户而言, BOM 和 MRO 能够在家得宝实现一站式采购, MRO 业务的补充能够有效的提高客户粘性。

图21: 公司潜在的 MRO 市场空间超过 1000 亿美元



数据来源: 公司官网, 东吴证券(香港)

图22: 24 年收购 SRS 使公司潜在市场空间达约\$1T



数据来源: 公司官网, 东吴证券(香港)

3. 凭借零售和 PRO 业务基本盘, 公司 MRO 业务竞争力有望领先

美国 MRO 市场竞争格局分散且参与者多为区域小型 MRO 经销商。区域小型 MRO 经销商特点是普遍分布于企业周边, 虽然能较快速响应企业的采购需求, 但供应 Sku 范围较少, 缺少专业的技术人员储备来提供技术支持, 且小型经销商普遍存续期较短长期合作稳定性较差, 售后的成本也普遍偏高。

得益于零售和 PRO 业务稳固的基本盘, 家得宝 MRO 业务相比区域小型 MRO 分销商具备更强竞争力:

1) Sku 种类和价格优势: 公司产品品类包括建筑材料、装饰材料和机械硬件, 拥有超过 100 万 sku, MRO 业务的专业客户主要采购商品对各类房屋设施进行维护和维修, 所需产品品类与家得宝原本具备的产品线重合度较高, 公司 MRO 业务天然具备十分齐全 Sku。此外, 公司零售和 PRO 业务规模巨大, 在采购上具备较强的议价权, 相比区域小型 MRO 分销商能够为 MRO 客户提供更具吸引力的价格。

图23: 酒店旅馆所需的 MRO 品类



数据来源: 固安捷官网, 东吴证券(香港)

图24: 建筑设施维护维修所需 MRO 品类



数据来源: 固安捷官网, 东吴证券(香港)

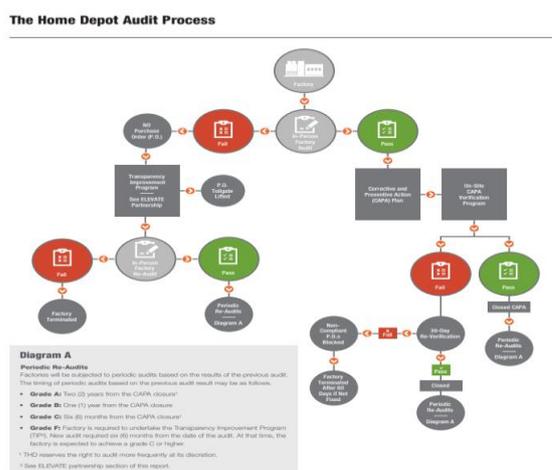
2) 产品质量和供应保障: 公司重视供应商管理, 供应商资质审查严格, 产品质量有保证; 此外, 公司供应商数量众多, 且遍布全球 33 个国家, 相比小型 MRO 分销商, 公司不存在单一供应商和单一供应地区风险。

图25: 1982 家获公司审核的供应商工厂遍布 33 个国家



数据来源: 公司官网, 东吴证券 (香港)

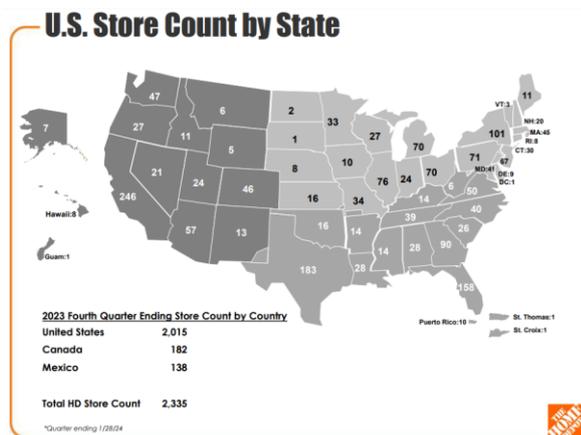
图26: 家得宝供应商资质审查严格



数据来源: 公司官网, 东吴证券 (香港)

3) 触达客户的便利性: 由于 MRO 业务服务属性较强, 客户对于便利的线下选购和咨询有一定要求, 公司 MRO 业务借助零售业务的基本盘, 遍布全美的 2015 家门店, 能够满足大部分客户的线下采购和咨询需求; 此外, 公司注重物流和供应链建设, 早在 2019 年 MRO 业务便已经拥有超过 800 个司机和车队。

图27: 家得宝门店遍布全美



数据来源: 公司官网, 东吴证券 (香港)

图28: 公司注重物流供应链的建设

Customer Fulfillment Options	Prior to 2017	Current 2019	Future State
Appliance	Outsourced 4PL network	20% through HD last mile delivery operations	100% through HD last mile delivery operations
Parcel	90% 2 day ground coverage	50% 1 day ground coverage	90% same day / next day coverage
Flatbed	National coverage Delivery from stores	Flatbed Delivery Center in pilot	Flatbed Delivery Center in top markets
Big/bulky	Box truck from stores, Fulfillment Centers and vendors	Local Market Delivery Center in pilot	Local box truck & fleet from Market Delivery Centers
MRO	Fleet delivery: 700 Home Depot associate drivers and trucks	Fleet delivery: 800 Home Depot associate drivers and trucks	Market Delivery Centers leveraging Home Depot associate drivers and trucks

数据来源: 公司官网, 东吴证券 (香港)

4) 客户资源共享共赢: 公司 PRO 业务客户群体主要为承包商、建筑商、设施维修工、物业经理等等, 除了采购设施建设和翻新所需的产品外, 他们也有采购用于设施和建筑维护维修的 MRO 产品的需求, 因此其 MRO 业务能够与 PRO 业务实现客户资源的共享共赢, MRO 业务与 PRO 业务有机互补为专业客户提供一站式的 B2B 采购体验反过来又加强了 MRO 业务的竞争力。

图29: 公司 MRO 业务与 PRO 业务客户群体重合度较高

Pro Customer Type ⁽¹⁾	Renovator/Remodeler, Small Homebuilder, and Property Investor	Specialty Trade				MRO
		Electrician, HVAC, Millwork, Painter, Plumber, Wallboard, etc.	SRS Roofer	Landscaper	Pool	
The Home Depot Mission	Expand & strengthen offering to serve residential Pro customers					Grow leading position
SRS Pro Ecosystem	Salesforce Brands Assortment Depth & Breadth Strategic Locations Trade Credit Interconnected & B2B Experience Order Management Delivery					While capabilities are similar across trade verticals, they are often tailored by category to effectively serve Pros

数据来源: 公司官网, 东吴证券(香港)

4. 盈利预测与估值分析

我们预测 FY2024-2026 年公司整体营收同比增长 1.0%/1.9%/2.5% 至 1542.11/1571.20/1609.97 亿美元。由于公司逐步发力 B 端 PRO 和 MRO 业务, 公司三大产品线中建筑材料和机械硬件中 B 端客户采购相对更多, 我们调高对应产品的营收增速。其中, FY2024-2026 年建筑材料营收同比增长 1.0%/1.6%/2.1% 至 576.06/585.20/597.75 亿美元; 装饰材料营收同比增长 0.6%/0.7%/2.2% 至 506.22/509.85/521.14 亿美元; 机械硬件营收同比增长 1.4%/3.5%/3.1% 至 459.84/476.15/491.08 亿美元。

图30: 公司营收分部拆分和预测

亿美元	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
建筑材料/building materials	355.31	393.38	465.36	549.90	595.33	570.39	576.06	585.20	597.75
YoY		11%	18%	18%	8%	-4%	1.0%	1.6%	2.1%
建材/Building Materials	77.72	77.12	86.82	98.23	112.98	119.75	126.94	130.74	133.36
YoY		-1%	13%	13%	15%	6%	6%	3%	2%
电气照明/Electrical/Lighting	55.76	98.44	111.73	134.73	137.46	125.21	123.96	125.20	127.70
YoY		77%	14%	21%	2%	-9%	-1%	1%	2%
木材/Lumber	83.88	78.94	113.10	133.44	134.60	117.31	114.96	116.11	118.44
YoY		-6%	43%	18%	1%	-13%	-2%	1%	2%
木制品/Millwork	57.43	57.57	64.60	74.12	84.23	83.01	83.84	84.26	86.79
YoY		0%	12%	15%	14%	-1%	1%	1%	3%
水暖/Plumbing	80.52	81.31	89.11	109.38	126.06	125.11	126.36	128.89	131.47
YoY		1%	10%	23%	15%	-1%	1%	2%	2%
装饰材料/décor	362.38	373.90	434.09	504.37	523.22	502.95	506.22	509.85	521.14
YoY		3%	16%	16%	4%	-4%	0.6%	0.7%	2.2%
家电/Appliances	90.01	98.52	118.60	142.32	144.61	138.63	137.24	135.87	137.23
YoY		9%	20%	20%	2%	-4%	-1%	-1%	1%
装饰和存储产品/Décor/Storage	35.80	37.58	48.72	60.95	63.57	60.12	59.52	58.33	58.91
YoY		5%	30%	25%	4%	-5%	-1%	-2%	1%
地板/Flooring	74.75	74.43	81.55	92.25	92.22	87.54	88.42	90.18	93.79
YoY		0%	10%	13%	0%	-5%	1%	2%	4%
浴室和厨房/Kitchen and Bath	77.21	77.17	84.65	104.32	111.02	105.93	106.99	109.13	110.22
YoY		0%	10%	23%	6%	-5%	1%	2%	1%
油漆/Paint	84.61	86.20	100.57	104.53	111.80	110.73	114.05	116.33	120.99
YoY		2%	17%	4%	7%	-1%	3%	2%	4%
机械硬件/hardlines	319.98	334.97	421.65	457.30	455.48	453.35	459.84	476.15	491.08
YoY		5%	26%	8%	0%	0%	1.4%	3.5%	3.1%
五金件/Hardware	61.94	63.81	76.56	78.73	81.04	81.47	83.91	85.59	89.02
YoY		3%	20%	3%	3%	1%	3%	2%	4%
室内花园/Indoor Garden	104.38	109.89	142.96	155.46	149.90	147.43	145.96	150.33	153.34
YoY		5%	30%	9%	-4%	-2%	-1%	3%	2%
室外花园/Outdoor Garden	72.57	75.64	96.00	103.17	100.78	102.78	105.86	111.16	114.49
YoY		4%	27%	7%	-2%	2%	3%	5%	3%
工具/Tools	81.09	85.63	106.13	119.94	123.76	121.67	124.10	129.07	134.23
YoY		6%	24%	13%	3%	-2%	2%	4%	4%
总计	1,037.67	1,102.25	1,321.10	1,511.57	1,574.03	1,526.69	1,542.11	1,571.20	1,609.97
YoY		6%	20%	14%	4%	-3%	1.0%	1.9%	2.5%

数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

家得宝作为建材家居零售商龙头，发力 MRO 业务，不仅打开成长空间，还更好的协同 PRO 业务发展，提升专业客户忠诚度，并且有望利用零售业务和 PRO 业务的基本盘铸就 MRO 业务领先的竞争力。我们预测公司 FY2024-2026 年营收同比增长 1.0%/1.9%/2.5% 至 1542.11/1571.20/1609.97 亿美元；归母净利润分别同比增长 -8.03%/13.67%/3.27% 至 157.31/178.80/184.65 亿美元；对应的 EPS 分别为 15.9/18.0/18.6 美元/股；对应的 PE 分别为 21.0/18.5/17.9 倍，首次覆盖并给予“中性”评级。

5. 风险提示

- 1) 行业下行风险；
- 2) 海外宏观经济风险；
- 3) 原材料大幅上涨风险等。

家得宝三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	32,471	32,127	33,009	33,516	销售收入	157,403	159,041	162,130	166,251
现金	2,757	3,181	3,243	3,325	销售成本	104,625	103,509	105,386	107,910
应收账款	3,317	3,519	3,588	3,679	其他营业费用	0	0	0	0
存货	24,886	24,105	24,831	25,130	销售和管理费用	28,739	33,014	31,453	32,253
其他流动资产	1,511	1,323	1,348	1,382	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	43,974	45,031	46,250	47,389	财务费用	1,617	1,947	1,934	1,994
长期股权投资	0	0	0	0	其他经营损益	0	0	0	0
固定资产	25,631	26,549	27,259	27,850	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	营业利润	22,422	20,572	23,357	24,094
其他非流动资产	18,343	18,482	18,991	19,539	其他非经营损益	55	50	60	65
资产总计	76,445	77,158	79,259	80,905	税前利润	22,477	20,622	23,417	24,159
流动负债	23,110	26,553	29,685	30,867	所得税	5,372	4,901	5,565	5,741
短期借款	1,231	2,999	5,592	6,011	净利润	17,105	15,721	17,852	18,418
应付账款	11,443	12,106	12,468	12,931	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	10,436	11,448	11,625	11,925	归母净利润	17,105	15,721	17,852	18,418
非流动负债	51,773	47,925	48,075	49,609	EBITDA	27,069	24,851	27,891	28,962
长期借款	41,962	37,962	37,862	37,762	NOPLAT	18,294	17,167	19,281	19,888
其他非流动负债	9,811	9,963	10,213	11,847					
负债合计	74,883	74,478	77,760	80,476					
少数股东权益	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
归属母公司股东权益	1,562	2,680	1,499	429	每股收益(元)	17.25	15.85	18.00	18.57
负债和股东权益	76,445	77,158	79,259	80,905	每股净资产(元)	1.58	2.70	1.51	0.43
					每股经营现金流(元)	14.74	22.54	22.19	23.71
					ROIC(%)	47.65	38.36	44.18	44.24
					ROE(%)	1,095.07	586.54	1,190.88	4,293.76
现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	毛利率(%)	33.53	34.92	35.00	35.09
经营活动现金流	14615	22354	21999	23510	销售净利率(%)	10.87	9.89	11.01	11.08
投资活动现金流	-3140	-11149	-14463	-13464	资产负债率(%)	97.96	96.53	98.11	99.47
筹资活动现金流	-10993	-10782	-7474	-9963	收入增长率(%)	4.13	1.04	1.94	2.54
现金净增加额	482	424	62	82	净利润增长率(%)	4.38	-6.33	12.33	3.16
折旧和摊销	2975	2282	2540	2809	P/E	19.28	20.98	18.47	17.90
资本开支	-4655	3048	3000	1766	P/B	211.12	123.03	219.98	768.79
营运资本变动	6459	-2410	343	-256					

注：货币单位为美元

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

