


公司评级 **增持（首次）**
报告日期 2025 年 03 月 05 日

基础数据

3 月 4 日收盘价（美元）	239.85
总市值（亿美元）	1343.16
总股本（亿股）	5.6

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究
分析师：宋婧茹

S0190520050002

BQI321

songjingru@xyzq.com.cn

分析师：陈雅雯

S0190524010001

请注意：陈雅雯并非香港证券及期货事务
监察委员会的注册持牌人，不可在香港从
事受监管的活动。

chenyawen@xyzq.com.cn

劳氏(LOW.N)
全球家装零售龙头，产品及供应链打造核心优势
投资要点：

- 劳氏为全球第二大家装零售商，公司在美国和加拿大拥有超过 1,900 家门店，销售建筑材料、家用电器、园艺工具、室内装饰等产品，旨在满足 DIY（自己动手做）和专业客户的各种需求。
- 过去 30 年，劳氏的大店策略和门店扩张推动了公司的长期增长：1991-1995 年，劳氏实施大店策略，单店收入显著提升，毛利率同比增长 1 个百分点，达到 24.8%。1997-2001 年，美国人均可支配收入增速较快，劳氏进入门店快速扩张期，1998 年底进入美国西部市场，开设超过 100 家新店。2012-2015 年，贷款利率低位运行，二手房市场景气度持续提升，劳氏收入 CAGR 为 4.5%。2020-2021 年，“宅经济”带动需求爆发式增长，劳氏 2020A/2021A 收入增速分别为 24.2%/7.4%。
- 家装需求长期具备潜力，劳氏在家电及户外品类具备竞争力：美国家居家装市场规模在 2022 年已达到 1 万亿美元，且目前仍处在高度分散的竞争阶段。影响家居家装需求的三大因素包括房价、房屋年龄和人均可支配收入。美国有 50% 的房屋始建于 1980 年之前，存量房屋老龄化催生更换屋顶、更换爆裂管道、家用电器（比如热水器）更换等需求，有效支撑 PRO 的增长空间。此外，劳氏在品牌及品类方面打造差异化竞争，PRO 具备增长空间。劳氏的核心品类为电器、季节性产品等，DIY 领域具备优势，PRO 品类持续发力。劳氏拥有 13 个自有品牌，丰富的户外产品提供竞争力。
- 劳氏的门店存在加密空间，具备行业领先的供应链能力：截至 2023 年，劳氏经营门店 1746 家，美国各个州最受欢迎的家居家装零售商中，劳氏在东海岸和中西部拥有更多的商店集群。劳氏采取大面积、多 SKU 的长尾策略获客，门店无论在室内面积还是室外面积均大于家得宝，同时 SKU 数量更多，有望凭借沉浸式购物场景及多元化的产品选择提升单店销售额。劳氏是全美唯一一家家电 2 日达全覆盖的零售商，2021 财年增加了四个散货配送中心来处理家电等大型产品，使公司能尽早获得进口产品，并在旺季来临时将货物运送到配送中心和商店。
- 首次给予“增持”评级：我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 833/843/874 亿美元，分别同比变动 -3.5%/1.2%/3.6%。净利润分别为 68/69/75 亿美元，分别同比变动 -11.4%/1.0%/8.0%。
- 风险提示：1）原材料价格波动；2）供应链紧张持续；3）通货膨胀加剧；4）市场竞争加剧；5）其他宏观因素。

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	86,377	83,329	84,338	87,380
同比增长(%)	-11.0	-3.5	1.2	3.6
净利润(百万美元)	7,726	6,849	6,919	7,474
同比增长(%)	20.0	-11.4	1.0	8.0
毛利率(%)	33.4	33.2	33.3	33.4
净利润率(%)	8.9	8.2	8.2	8.6
净资产收益率(%)	-52.7	-53.1	-81.0	-192.9
每股收益（基本）(美元)	13.23	11.77	11.89	12.84

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

Company Rating **Outperform(Initiate)**

Report Date March 5, 2025

Basic Data **Mar. 4, 2025**

Closing Price(USD)	239.85
Total market value(100Mn/USD)	1343.16
Total Shares (100Mn)	5.6

Related Report

Analyst: Jingru SONG

songjingru@xyzq.com.cn

SFC: BQI321

SAC: S0190520050002

Analyst: Yawen CHEN

chenyawen@xyzq.com.cn

SAC: S0190524010001

Please note: Yawen CHEN is not a registered licensee of the Securities and Futures Commission of Hong Kong and is not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong

LOWE'S

As the World's Leading Home Improvement Retailer, Products and Supply Chain Create Core Advantages

Investment Highlights:

- **Lowe's is the world's second largest home improvement retailer.** The company has more than 1,900 stores in the United States and Canada, selling building materials, home appliances, gardening tools, interior decoration and other products to meet the various needs of DIY (do-it-yourself) and professional customers.
- **Over the past 30 years, Lowe's large store strategy and store expansion have driven the company's long-term growth:** From 1991 to 1995, Lowe's implemented a large store strategy, and single-store revenue increased significantly, with gross profit margin increasing by 1 percentage point year-on-year to 24.8%. From 1997 to 2001, the per capita disposable income in the United States grew rapidly, and Lowe's entered a period of rapid store expansion. At the end of 1998, it entered the western US market and opened more than 100 new stores. From 2012 to 2015, loan interest rates were low, and the second-hand housing market continued to improve, and Lowe's revenue CAGR was 4.5%. From 2020 to 2021, the "stay-at-home economy" led to explosive growth in demand, and Lowe's 2020A/2021A revenue growth rates were 24.2%/7.4% respectively.
- **Home improvement demand has long-term potential, Lowe's is competitive in home appliances and outdoor categories:** The size of the U.S. home improvement market has reached \$1 trillion in 2022, and is still in a highly fragmented competition stage. The three major factors affecting home improvement demand include housing prices, housing age, and per capita disposable income. 50% of homes in the United States were built before 1980. The aging of existing homes has spawned demands for replacing roofs, replacing burst pipes, and replacing household appliances (such as water heaters), which effectively supports the growth space of PRO. In addition, Lowe's has created differentiated competition in terms of brands and categories, and PRO has room for growth. Lowe's core categories are electrical appliances, seasonal products, etc. It has advantages in the DIY field, and the PRO category continues to develop. Lowe's has 13 private brands, and its rich outdoor products provide competitiveness.
- **Lowe's stores have room for encryption and have industry-leading supply chain capabilities:** As of 2023, Lowe's operates 1,746 stores. Among the most popular home improvement retailers in various states in the United States, Lowe's has more store clusters on the East Coast and the Midwest. Lowe's adopts a long-tail strategy of large area and multiple SKUs to acquire customers. Its stores are larger than Home Depot in both indoor and outdoor areas, and have more SKUs. It is expected to increase single-store sales with immersive shopping scenes and diversified product selection. Lowe's is the only retailer in the United States that covers home appliances within 2 days. In fiscal 2021, it added four bulk distribution centers to handle large products such as home appliances, enabling the company to obtain imported products as early as possible and deliver goods to distribution centers and stores when the peak season comes.
- **First coverage gives an "Outperform" rating:** We expect the company's revenue to be US\$83.3 billion, US\$84.3 billion, and US\$87.4 billion in 2024-2026, respectively, with year-on-year changes of -3.5%/1.2%/3.6%, respectively. Net profits

are US\$6.8 billion, US\$6.9 billion, and US\$7.5 billion, respectively, with year-on-year changes of -11.4%/1.0%/8.0%, respectively.

- Potential risks : 1) Fluctuations in raw material prices; 2) Continued supply chain tensions; 3) Rising inflation; 4) Intensified market competition; 5) Other macro factors.

Key Financial Indicators

FY	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue (USD/Mn)	86,377	83,329	84,338	87,380
YoY(%)	-11.0	-3.5	1.2	3.6
Net Income (USD/Mn)	7,726	6,849	6,919	7,474
YoY(%)	20.0	-11.4	1.0	8.0
Gross Margin(%)	33.4	33.2	33.3	33.4
Net Margin(%)	8.9	8.2	8.2	8.6
ROE(%)	-52.7	-53.1	-81.0	-192.9
EPS (USD)	13.23	11.77	11.89	12.84

Source: Company Disclosure, Industrial Securities Research Institute
Notes: The EPS was diluted based on the current outstanding shares

目录

一、 劳氏—全球第二大家装零售商	6
二、 家装需求长期具备潜力，短期压制因素即将缓解	9
三、 品牌及品类打造差异化竞争，PRO 具备增长空间	12
（一） 劳氏核心品类为电器、季节性产品等	12
（二） DIY 领域具备优势，PRO 品类持续发力	13
（三） 具备独家品牌，丰富的户外产品提供竞争力	14
四、 门店存在加密空间，具备行业领先的供应链能力	15
（一） 门店有望加密，大店策略助力户外产品销售	15
（二） 独特且高效的供应链策略助力家电品类增长	17
五、 财务分析	18
六、 投资建议	21
七、 风险提示	22

图目录

图 1、 公司的发展历程	7
图 2、 公司股权结构（截至 2024 年 3 月 25 日）	7
图 3、 美国 50%的房屋始建于 1980 年前	9
图 4、 美国:个人可支配收入（十亿美元）	10
图 5、 IMF 预测:美国:国民总储蓄率（%）	10
图 6、 北美家居市场规模	10
图 7、 美国:工业生产指数:消费品:耐用品:家用电器:季调:当月值	10
图 8、 劳氏在美国家居建材市场份额	11
图 9、 家得宝与劳氏收入 YOY（%）	11
图 10、 劳氏市场份额提升思路	11
图 11、 家得宝 2023 财年家得宝各产品部门平均营业收入（百万美元）	12
图 12、 劳氏 2023 财年家得宝各产品部门平均营业收入（百万美元）	12
图 13、 劳氏 PRO 收入占比	13
图 14、 劳氏 PRO 类客户身份	13
图 15、 2024 年 PRO 领域零售商市占率（%）	13
图 16、 2024 年 DIY 领域零售商市占率（%）	13
图 17、 劳氏围绕 PRO 客户的服务网络	14
图 18、 劳氏门店数量及同比变化	15
图 19、 2022 年劳氏及家得宝门店在美国分布	15
图 20、 美国各个州最受欢迎的家居家装零售商（2023 年）	15
图 21、 按每票收入划分的可比销售额 YOY（%）	16
图 22、 劳氏 OPE 品牌（截至 2023 年）	16
图 23、 家得宝户外花园收入及同比增速	16
图 24、 劳氏户外展示区	17
图 25、 2023 年劳氏与家得宝店铺面积	17
图 26、 家电等产品收入 YOY	17
图 27、 劳氏大件商品（例如家电）供应链	17
图 28、 公司历年收入及同比增速	18

图 29、	公司地区收入占比	18
图 30、	毛利润与毛利率	18
图 31、	净利润及净利率	18
图 32、	ROA 及 ROE	19
图 33、	基本每股收益	19
图 34、	存货周转天数	20
图 35、	流动比率和资产负债率	20

表目录

表 1、	主要财务比率	21
表 2、	零售行业相对估值表（截至 2025/3/4）	21

一、劳氏—全球第二大家装零售商

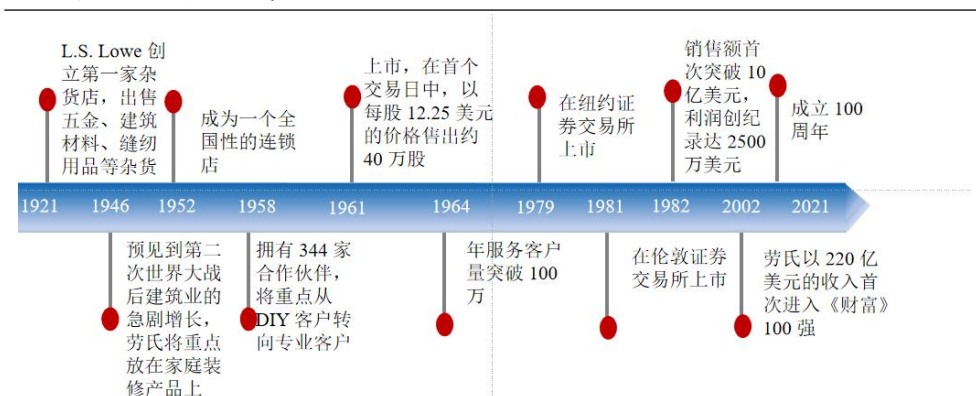
Lowe's 是全球知名的家居装修和家庭维护产品零售商，总部位于美国北卡罗来纳州。作为全球第二大家装零售商，劳氏在美国和加拿大拥有超过 2,000 家门店，并为数百家经销商拥有的商店提供服务。公司提供广泛的产品和服务，包括建筑材料、家用电器、园艺工具、室内装饰等，旨在满足 DIY（自己动手做）和专业客户的各种需求。劳氏致力于提升顾客体验，并通过创新和社区服务推动可持续发展。

劳氏鲜明的企业文化引领发展：1) 员工至上，把员工放在首位，提供充分的培训和晋升机会，使员工成为企业的推动力。2) 客户导向，与竞争对手相比，劳氏更注重提供个性化和人性化的客户服务，尤其是在家庭消费者和社区市场中的定位。3) 技术创新，投资于数据分析、自动化和人工智能，使公司在供应链管理、产品创新等方面始终保持竞争优势。4) 灵活应变与诚信，在面对市场变化时，劳氏能够快速适应并做出调整，同时始终秉持诚信和“做对的事”的原则，赢得了消费者和员工的忠诚。

● 公司发展历程

1921 年 L.S. Lowe 创立了第一家杂货店 Lowe's North Wilkesboro Hardware，除了五金和建筑材料外，还出售缝纫用品、干货、马钉、鼻烟产品和杂货。1946 年由于预见到第二次世界大战后建筑业的急剧增长，Carl Buchan 重新将公司的重点放在家庭装修产品上。1949 年，Lowe's 在 Sparta, N.C. 开设第二家门店，由此进入快速发展阶段：1952 年成为全国性连锁店，至 1958 年拥有 344 家合作伙伴，并将重点从 DIY 转向 Pro。1961 年，Lowe's 成功上市，在首个交易日中以每股 12.25 美元出售约 40 万股股票。1964 年，年服务客户量首次突破百万大关，巩固了 Lowe's 在家装领域的地位。为了进一步拓宽市场，Lowe's 分别于 1979 年、1981 年在纽约证券交易所和伦敦证券交易所上市，次年销售额首次突破 10 亿美元，利润创纪录达 2500 万美元，此后业绩持续攀升，2002 年以 220 亿美元收入首次跻身《财富》100 强，成为全球瞩目的商业巨头。2021 年，Lowe's 纪念其成立 100 周年。

图 1、公司的发展历程

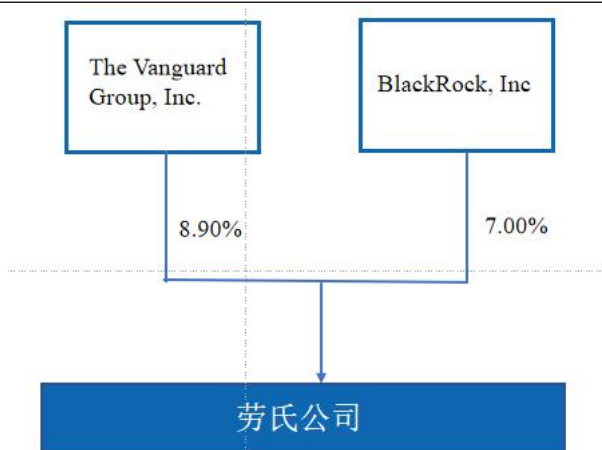


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 公司以机构持股为主

机构持股为主，股权较为分散：LOW.N 的大股东 Vanguard Group 对公司持有 8.90% 的股份，第二大股东是 BlackRock，占比为 7.00%。

图 2、公司股权结构（截至 2024 年 3 月 25 日）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经验丰富的管理层

公司共有 9 位高级管理层，均在各自职位有丰富的的工作经验：

Marvin R. Ellison，董事会主席，总裁兼首席执行官，拥有超过 35 年的零售领导和运营经验。2008 年以来一直担任美国商店执行副总裁，在监督美国销售、运营、安装服务、工具租赁和新战略计划的过程中，极大地改善了整个组织的客户服务和效率。1987 年至 2002 年 6 月，在 Target Corp. 任职，担任各种运营和领导职务。

William P. Boltz，销售执行副总裁，自 2018 年 8 月起销售执行副总裁。2015 至 2018 年，担任全球电动工具供应商 Chervon North America 总裁兼首席执行官；2013 年至 2015 年，在零售咨询公司 The Boltz Group, LLC 担任总裁兼所有者。

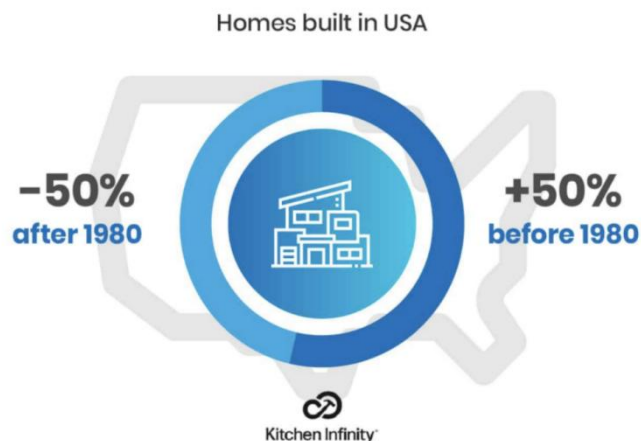
二、家装需求长期具备潜力，短期压制因素即将缓解

影响家居家装需求的三大因素 1) 房价；2) 房屋年龄；3) 人均可支配收入。

1) **房屋升值，房主更愿意花钱装修**：家得宝发现房价升值是家居装修需求的主要驱动力。当房屋升值时，消费者会更有能力以及意愿进行家装消费。数据显示，虽然不是完全相关（尤其是拉斯维加斯），但总体而言，房价升值高于全国平均水平的市场在家居装修方面表现出色。

2) **美国存量房屋老龄化，刺激改造需求，支撑 PRO 增长**：美国有 50% 的房屋始建于 1980 年之前，存量房屋老龄化催生更换屋顶、更换爆裂管道、家用电器（比如热水器）更换等需求。而房屋的装修改造需要专业团队及工作人员的协助，因此有效支撑 PRO 的增长空间。

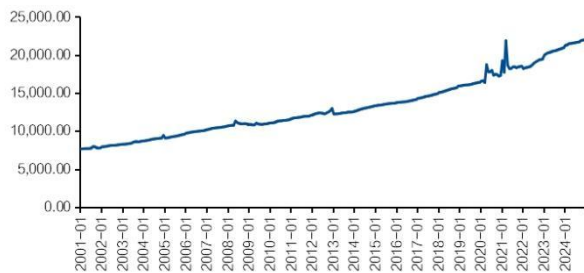
图 3、美国 50% 的房屋始建于 1980 年前



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

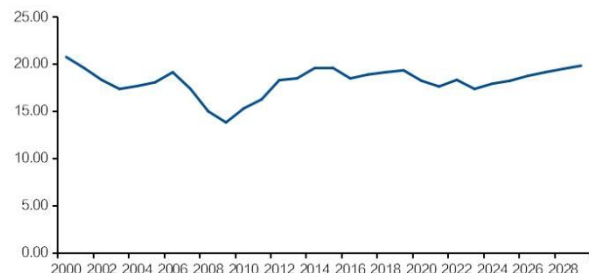
3) **人均可支配收入影响家居家装开支计划**：如果 CPI 过高，生活必需品削减了消费者的可自由支配资金，则房主没有多余的钱用于家居家装。

图 4、美国:个人可支配收入 (十亿美元)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、IMF 预测:美国:国民总储蓄率 (%)

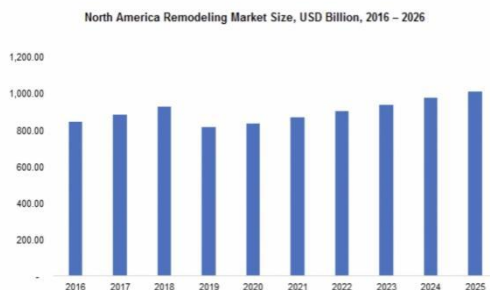


数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 美国家居家装市场规模及劳氏竞争地位

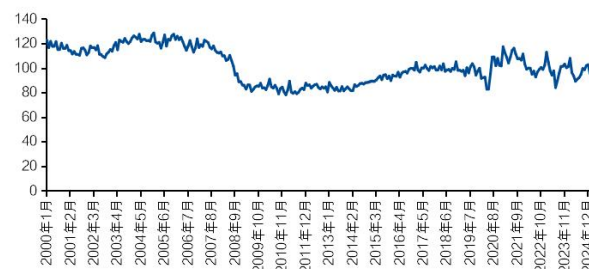
万亿美元市场,高度分散且长期增长:据劳氏预计,美国家居家装市场规模在 2022 年已达到 1 万亿美元,且目前仍处在高度分散的竞争阶段,市场将长期受益于美国现存房屋状态(升值、老龄、供不应求)、消费者财务状况(可支配收入、家庭高资产)、人口状况(千禧一代即将买房、婴儿潮时期房东该装修了、远程办公趋势)。据 Graphical Research 预测,2019 年北美改造市场份额为 9311 亿美元,2019 到 2026 年将以 3.7%的复合年增长率增长。

图 6、北美家居市场规模



数据来源: Graphical Research, 兴业证券经济与金融研究院整理

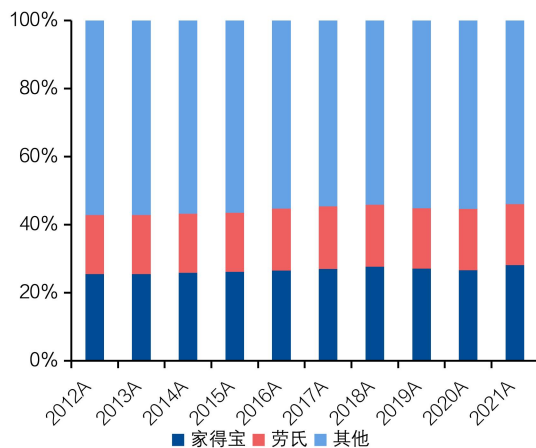
图 7、美国:工业生产指数:消费品:耐用品:家用电器:空调:当月值



数据来源: 同花顺, 兴业证券经济与金融研究院整理

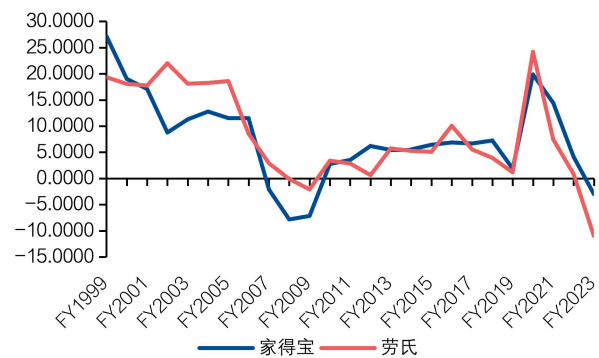
美国家居建材市场为双寡头市场:美国家居建材市场为寡头市场,2021 年 CR2 家得宝和劳氏的市场份额为 46%,且 CR2 的市场份额持续增长中。

图 8、劳氏在美国家居建材市场份额



数据来源：seeking alpha，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、家得宝与劳氏收入 YOY (%)

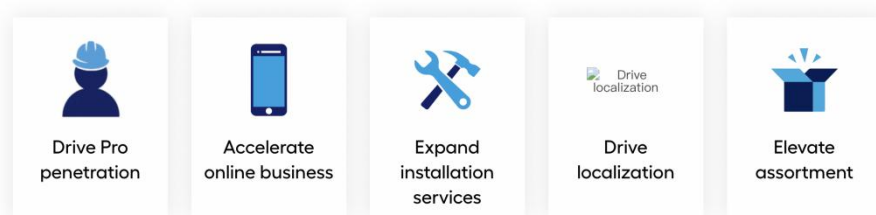


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司制定了 5 大方针获得市场份额：Lowe's 的 Total Home 战略有望成为未来获取市场份额的关键，思路是让每家 Lowe's 商店及 lowes.com 和 Lowe's for Pros 平台提供“修复和改善房屋所需的一切，涵盖所有装饰类别”。具体市场份额提升将来自 5 个方面，1) PRO 渗透率提升；2) 在线业务增长；3) 增强安装服务；4) 门店优化；5) 品类增加。

图 10、劳氏市场份额提升思路

5 Focus Areas to Drive Market Share Acceleration



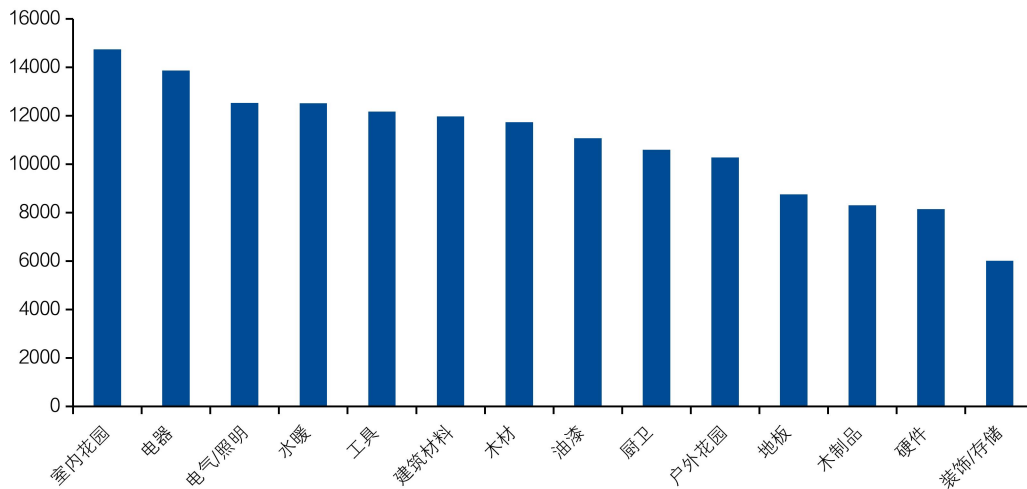
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

三、品牌及品类打造差异化竞争，PRO 具备增长空间

（一）劳氏核心品类为电器、季节性产品等

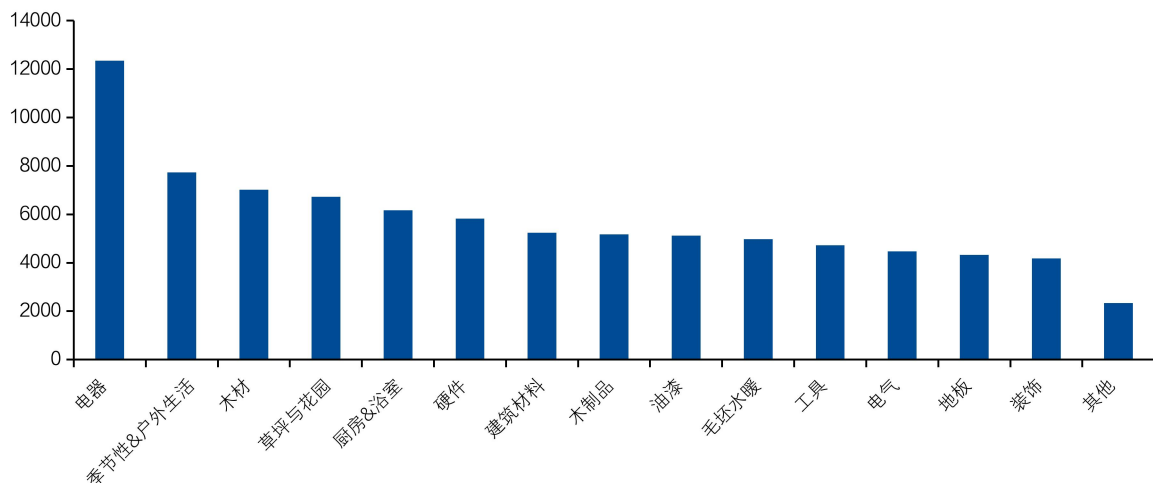
电器、季节性&户外生活、木材为劳氏销售的核心品类：从 2022 财年各品类的营业收入看，电器、季节性&户外生活、木材产品为其头部品类，2023 财年营业收入分别占比 14.3%/9.0%/8.1%。

图 11、家得宝 2023 财年家得宝各产品部门平均营业收入（百万美元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、劳氏 2023 财年家得宝各产品部门平均营业收入（百万美元）

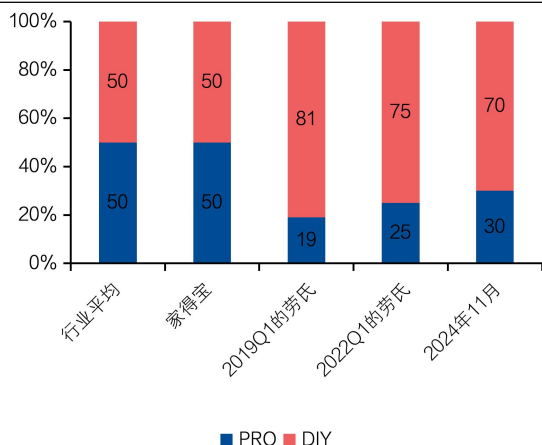


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) DIY 领域具备优势，PRO 品类持续发力

劳氏主要服务于 DIY 客户：劳氏目前主要服务于 DIY 类型客户，2022Q1 此类型客户创造收入占劳氏比重 75%，而行业平均为 50%。PRO 类客户通常具备较高粘性及客单价较高，例如家得宝的 PRO 客户数量占比仅为 10%，但创造收入占比 50%。

图 13、劳氏 PRO 收入占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

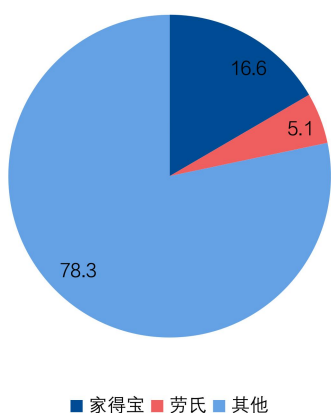
图 14、劳氏 PRO 类客户身份



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

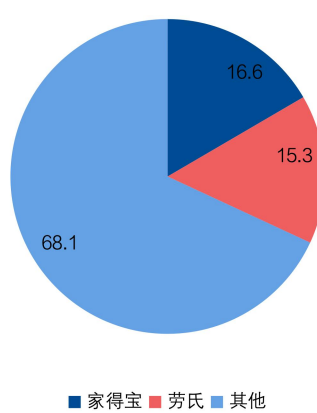
PRO 以及 DIY 市场仍处于较分散状态：家得宝和劳氏的主要竞争对手包括 Menard's、Ace Hardware 等其他家居装修零售商，以及专业领域内的批发经销商、分销商和专业贸易商店等，目前市场仍处在较分散的状态，渗透空间大。

图 15、2024 年 PRO 领域零售商市占率 (%)



数据来源：HIRI, Bloomberg Intelligence，兴业证券经济与金融研究院整理

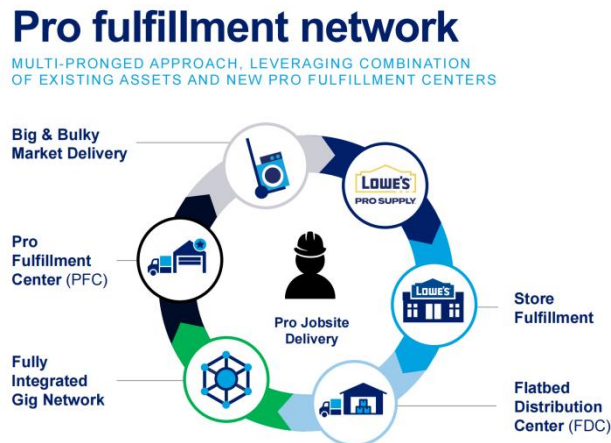
图 16、2024 年 DIY 领域零售商市占率 (%)



数据来源：HIRI, Bloomberg Intelligence，兴业证券经济与金融研究院整理

劳氏达成 **PRO** 收入占比提升至 **30%** 的目标，较行业的 **50%** 仍有距离：公司提升 **PRO** 收入占比主要通过途径或为 1）提升 MVPs Online Pro 体验；2）优化 **PRO** 的品牌和 SKU；3）改善 **PRO** 专业销售团队；4）优化 **PRO** 客户的履约。通过 **PRO** 占比的改善，有望拉动劳氏的盈利能力及库存周转。

图 17、劳氏围绕 **PRO** 客户的服务网络



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

为了加速追赶竞争对手，劳氏在服务 **PRO** 消费者方面推出更多种类服务，以针对 **PRO** 消费者的信用卡为例，劳氏推出了 4 款不同种类的针对 **PRO** 的信用卡，而家得宝有 3 款，且劳氏的优惠力度更大，但家得宝提供了一款可以贷款（可贷款 55000 美元）的卡而劳氏没有。

劳氏官网共有 262 个品牌，包括自有品牌 13 个，针对 **PRO** 消费者的品牌约 19 个，排他性品牌约 8 个。劳氏在户外品类中拥有更多的品牌选择，以此吸引消费者。

（三）具备独家品牌，丰富的户外产品提供竞争力

据不完全统计，劳氏拥有排他性品牌约 8 个，家得宝拥有排他性品牌约 12 个。劳氏的排他性品牌更偏向于家居及户外品牌，例如 Harbor Breeze 为风扇品牌，Sta-Green 主要卖种子、化肥等。而家得宝这边的品牌 Husky 主要卖手工具、储存箱，Behr 主要卖涂料。

家得宝在照明、手工具拥有更多品牌可供选择，劳氏则在花园品类中拥有优势，劳氏与更多元的割草机品牌达成合作。

四、门店存在加密空间，具备行业领先的供应链能力

（一）门店有望加密，大店策略助力户外产品销售

截至 2023 年，劳氏经营门店 1746 家：劳氏的门店数量从 1999 年的 576 家，增加至 2023 年的 1746 家，门店数量增长 CAGR 为 4.7%，2022 年门店数量减少是因为公司出售了其在加拿大的业务。

图 18、劳氏门店数量及同比变化



数据来源：statista，兴业证券经济与金融研究院整理

劳氏在美国存在门店加密空间：截至 2022 年末，家得宝和劳氏在美国的门店数量分别为 1,983 家和 1,738 家，家得宝比劳氏多约 245 家，并且更集中于加利福尼亚州、德克萨斯州和佛罗里达州，Lowe's 的商店则更加集中在德州和北卡罗来纳州；劳氏在东海岸和中西部拥有更多的商店集群，而家得宝则除了在东西海岸，还会在美国中部开更多的店。劳氏还有门店开设空间。

图 19、2022 年劳氏及家得宝门店在美国分布



数据来源：Today's Homeowner，兴业证券经济与金融研究院整理

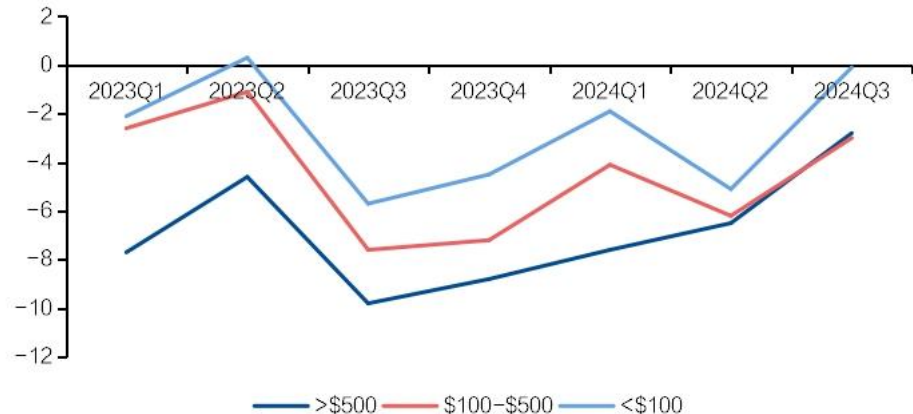
图 20、美国各个州最受欢迎的家居家装零售商（2023 年）



数据来源：Today's Homeowner，兴业证券经济与金融研究院整理

劳氏采取大面积、多 SKU 的长尾策略获客：劳氏门店无论在室内面积还是室外面积均大于家得宝，同时 SKU 数量更多。2023Q1 到 2024Q3 从整体来看，大于 500 美元、100-500 美元、小于 100 美元三个价格区间的可比销售额大多处于负增长状态，不过，在 2024Q3 各区间都有上升趋势。

图 21、按每票收入划分的可比销售额 YOY (%)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

日常户外用品、节假日装饰、季节性产品均可促进户外场景需求：劳氏在 DIY 产品领域拥有广泛的品种选择，尤其是家电和户外动力设备品类，涵盖消费者在户外场景增加新的烤架、庭院加热器、庭院和花园生活用品等场景。

图 22、劳氏 OPE 品牌 (截至 2023 年)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、家得宝户外花园收入及同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

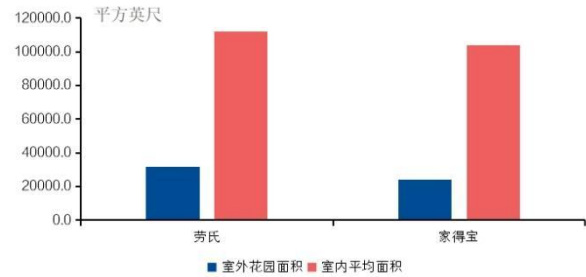
劳氏店铺拥有更大面积的户外展示区域：劳氏比家得宝在室内店铺平均面积和室外店铺平均面积，分别高出 8000 平方英尺与 8000 平方英尺，拥有更多的产品展示区域，或将受益于北美户外家居场景蓬勃发展。

图 24、劳氏户外展示区



数据来源：维基百科，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、2023 年劳氏与家得宝店铺面积



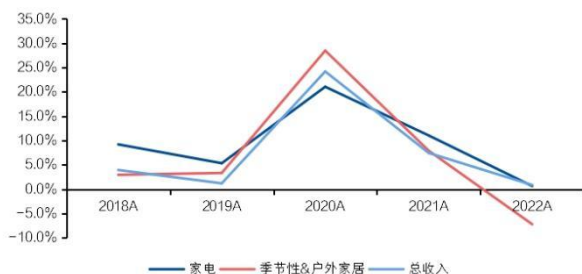
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 独特且高效的供应链策略助力家电品类增长

与众不同的增加仓库，提振家电（公司第 1 大品类）和季节性&户外家居产品（公司第 3 大品类）销售：与其他零售商不同的是，劳氏采取不断扩充仓库面积的策略，除了可用于提升电商履约效率，增加的仓库亦用于储存季节性和户外生活用品等产品，好处包括 1）当季节性产品进入旺季后再开始运输，释放其他物流设施的产能；2）减少缺货状态，以及减少因为缺货而产生的降价。

劳氏是全美唯一一家家电 2 日达全覆盖的零售商：2021 财年，公司增加了四个散货配送中心来处理家电等大型产品，同时在沿海设置仓库（主要分布在 LA、纽约、萨凡纳），使公司能尽早获得进口产品，并在旺季来临时将货物运送到配送中心和商店。截至 2023Q4，劳氏是唯一一家，可以在全美国实现次日达和两日达的家电零售商，同时几乎在每个门店保有家电现货库存，为客户提供紧急性需求。

图 26、家电等产品收入 YOY



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、劳氏大件商品（例如家电）供应链

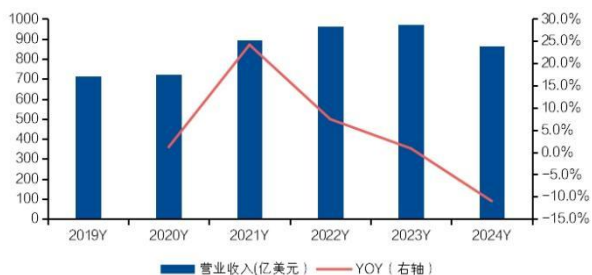


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

五、财务分析

公司收入稳健增长：2019年至2023年劳氏公司的营业收入实现了连续五年增长，从713亿美元增长至970亿美元，2024年营业收入略有下滑，降低至864亿美元，2019到2024年CAGR为3.90%。分地区看，美国地区的销售占劳氏营业收入的绝大部分，是劳氏的主力市场，2024年劳氏在美国的营业收入达100%。

图 28、公司历年收入及同比增速



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

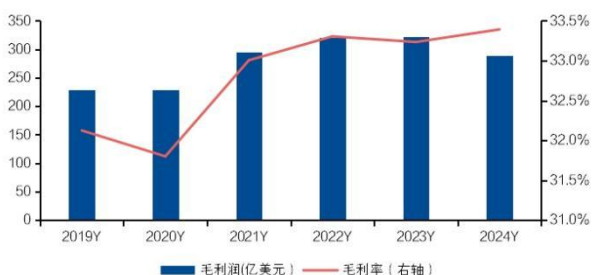
图 29、公司地区收入占比



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

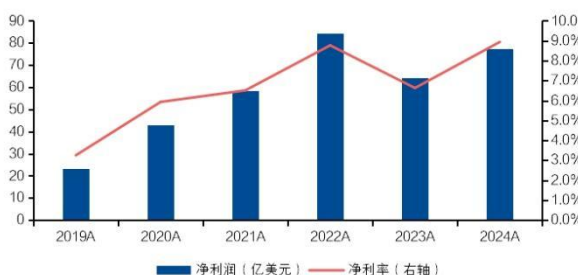
毛利率保持稳定，净利润稳步增长：公司毛利润从2019年229亿美元增长至2023年322亿美元，2024年降低至288亿美元，相较之下，公司毛利率的变化较小，在32%到33.5%间波动，并且总体略有上升，由此可见公司营业状况良好并且较为稳定。净利润从2019年至2024年快速增长，CAGR为27.8%，净利率变化情况与净利润变化趋势相近，2024年净利率为8.94%。

图 30、毛利润与毛利率



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、净利润及净利率



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、ROA 及 ROE



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2022，2023，2024 年因为 Equity 是负数，所以 ROE 是负数，不做统计

DPS 持续上涨，持续利好投资者：2019 年基本每股收益为 2.84 美元，到 2022 年达到 12.07 美元，2023 年有所下降，2024 年回升至 13.23 美元。

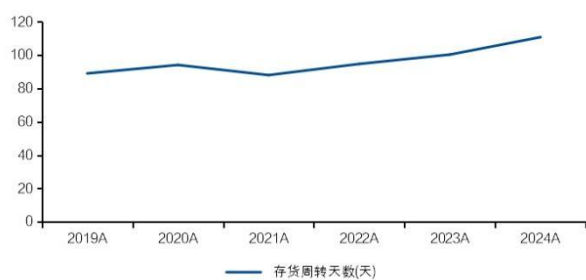
图 33、基本每股收益



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

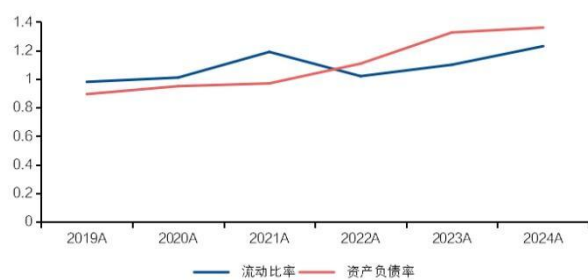
存货周转天数增加，资产负债率超 100%：公司存货周转天数从 2019 年的 89 天增长至 2023 年的 110 天。从债务角度分析，流动比率 2022 年略有下降至 1.02，之后又稳步上升，2024 年达到 1.23，说明企业短期偿债能力在 2022 年后逐渐恢复并增强。在 2019 - 2021 年，资产负债率在 0.9 - 1 的区间内波动，较为平稳。2022 年超过流动比率，且之后维持在 1.3 - 1.35 之间，表明企业长期偿债压力在 2022 年后有所增加且保持在一定水平。

图 34、存货周转天数



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、流动比率和资产负债率



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

六、投资建议

首次给予“增持”评级：我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 833/843/874 亿美元，分别同比变动-3.5%/1.2%/3.6%。净利润分别为 68/69/75 亿美元，分别同比变动-11.4%/1.0%/8.0%。

表 1、主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	86,377	83,329	84,338	87,380
同比增长(%)	-11.0	-3.5	1.2	3.6
净利润(百万美元)	7,726	6,849	6,919	7,474
同比增长(%)	20.0	-11.4	1.0	8.0
毛利率(%)	33.4	33.2	33.3	33.4
净利润率(%)	8.9	8.2	8.2	8.6
净资产收益率(%)	-52.7	-53.1	-81.0	-192.9
每股收益（基本）(美元)	13.23	11.77	11.89	12.84

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2025 年 3 月 4 日，美股零售行业 2023/2024 年 PE 分别为 26.3x/25.2x。

表 2、零售行业相对估值表（截至 2025/3/4）

代码	公司	股价	市值	经调整净利润			同比增长（%）		PE	
				2022A	2023A	2024E	2023A	2024E	2023A	2024E
		美元	亿美元							
COST.O	开市客	1036.9	4602.7	60.0	66.0	71.5	10.0	8.3	69.7	64.4
	Sprouts									
SFM.O	Farmers	145.4	143.3	2.7	2.9	3.0	7.4	3.4	49.4	47.8
	Market									
WMT.N	沃尔玛	95.0	8092.2	176.4	179.7	190.7	1.9	6.1	45.0	42.4
TJX.N	TJX	121.7	1368.5	36.9	45.2	46.7	22.5	3.3	30.3	29.3
HD.N	家得宝	381.7	3791.5	171.1	151.4	151.4	-11.5	0.0	25.0	25.0
	BJ's									
BJ.N	Warehouse	101.1	133.5	5.6	5.3	5.3	-5.4	0.0	25.2	25.2
ROST.O	罗斯百货	136.0	448.6	15.1	18.7	19.7	23.8	5.3	24.0	22.8
BBY.N	百思买	75.2	160.8	15.3	13.5	12.9	-11.8	-4.4	11.9	12.5
FIVE.O	FIVE BELOW	82.7	45.5	2.6	3.0	3.4	15.4	13.3	15.2	13.4
ULTA.O	ULTA	343.5	159.3	12.5	13.0	12.7	4.0	-2.3	12.3	12.5
TGT.N	塔吉特	117.1	536.7	28.5	42.2	43.5	48.1	3.1	12.7	12.3
DLTR.O	美元树	66.7	143.4	16.2	12.3	15.1	-24.1	22.8	11.7	9.5
DG.N	达乐	72.9	160.4	24.2	16.6	15.9	-31.4	-4.2	9.7	10.1
	平均								26.3	25.2
LOW.N	劳氏	239.9	1343.2	84.2	77.1	69.3	-8.4	-10.1	17.4	19.4

数据来源：wind、彭博，兴业证券经济与金融研究院整理

注：表 2 所有公司的盈利预测来自于彭博一致预期

七、风险提示

风险提示：

- 1) 原材料价格波动：木材等购入成本过高将可能导致毛利率不达预期；
- 2) 供应链紧张持续：导致零部件供给不足，供货节奏受阻；
- 3) 通货膨胀加剧：或导致收入及利润增速不及预期；
- 4) 市场竞争加剧：导致市场份额受到侵蚀；
- 5) 新冠疫情变化及其他宏观因素：或导致收入增速不及预期。

附表

资产负债表					利润表				
单位：百万美元					单位：百万美元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	19,071	23,381	28,120	33,569	营业收入	86,377	83,329	84,338	87,380
现金及现金等价物	921	5,790	10,342	15,220	销售成本	57,533	55,630	56,268	58,213
短期投资	307	307	307	307	毛利润	28,844	27,699	28,070	29,166
商品库存-净额	16,894	16,335	16,523	17,094	销售、一般和行政费用	15,570	15,503	15,549	15,946
其他流动资产	949	949	949	949	折旧及摊销	1,717	1,830	1,863	1,835
非流动资产	22,724	22,424	22,174	21,974	营业利润	11,557	10,366	10,658	11,385
财产，减去累计折旧	17,653	17,353	17,103	16,903	税前利润	10,175	8,980	9,058	9,785
经营租赁使用权资产	3,733	3,733	3,733	3,733	所得税	2,449	2,131	2,139	2,311
长期投资	252	252	252	252	净利润	7,726	6,849	6,919	7,474
递延所得税净额	248	248	248	248	主要财务比率				
其他资产	838	838	838	838	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产	41,795	45,805	50,294	55,543	成长性 (%)				
流动负债	15,568	15,261	15,363	15,669	收入增长率	-11.0	-3.5	1.2	3.6
当前到期的长期债务	537	537	537	537	税前利润增长率	12.6	-11.7	0.9	8.0
当前经营性租赁负债	487	487	487	487	净利润增长率	20.0	-11.4	1.0	8.0
应付账款	8,704	8,397	8,499	8,805	盈利能力 (%)				
应计薪酬和员工福利	954	954	954	954	毛利率	33.4	33.2	33.3	33.4
递延收入	1,408	1,408	1,408	1,408	净利率	8.9	8.2	8.2	8.6
其他流动负债	3,445	3,445	3,445	3,445	ROE	-52.7	-53.1	-81.0	-192.9
非流动负债	41,277	41,277	41,277	41,277	偿债能力				
长期负债（不包括当前到期）	35,384	35,384	35,384	35,384	资产负债率	1.4	1.2	1.1	1.0
非流动经营租赁负债	3,737	3,737	3,737	3,737	流动比率	1.2	1.5	1.8	2.1
递延收入-劳氏的保护计划	1,225	1,225	1,225	1,225	速动比率	0.1	0.4	0.7	1.0
其他负债	931	931	931	931	营运能力 (次)				
总负债	56,845	56,538	56,640	56,946	资产周转率	2.0	1.9	1.8	1.7
股东权益	-15,050	-10,733	-6,345	-1,403	应付账款周转率	9.9	9.9	9.9	9.9
普通股 (\$0.5 票面价值)	287	287	287	287	存货周转率	3.4	3.4	3.4	3.4
留存收益 (累计赤字)	-15,637	-11,320	-6,932	-1,990	每股资料 (美元)				
累计其他综合损失	300	300	300	300	每股收益 (基本)	13.23	11.77	11.89	12.84
现金流量表					估值比率 (倍)				
单位：百万美元					PE (收盘价)	18.1	20.4	20.2	18.7
会计年度	2023E	2024E	2025E	2026E	PB (收盘价)	-9.3	-13.0	-22.0	-99.5
净利润	7,726	6,849	6,919	7,474					
经营活动的现金流量	8,140	7,800	7,484	7,810					
投资活动的现金流量	-1,901	-400	-400	-400					
融资活动的现金流量	-6,666	-2,532	-2,532	-2,532					
现金及现金等价物的增加净额	-427	4,869	4,552	4,878					
期初现金及现金等价物	1,348	921	5,790	10,342					
期末现金及现金等价物	921	5,790	10,342	15,220					

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股（香港）投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国品资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区开发有限公司、溧源国际有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、连云港港口集团、山海（香港）国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shenghai Investment Co.,Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、海垦国际资本（香港）有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市公营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创（香港）科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO.,LTD.、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、福建省晋江市城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、集友银行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment

Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司、江苏叠石桥家纺产业集团有限公司、十堰城市运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、WUXING CITY INVESTMENT HK COMPANY LIMITED、Haitian (BVI) International Investment Development Limited、青岛国信(发展)集团有限责任公司、MINGHU INTERNATIONAL (BVI) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、济南历下控股集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、福建省晋江建控投资控股集团有限公司、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD.、武汉有机控股有限公司、Jinjiang Road and Bridge Construction & Development Co., Ltd.、重庆新双圈城市建设开发有限公司、九江银行、青岛胶州湾发展集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、海翼(香港)有限公司、保定市国控集团有限责任公司、泉州城建集团有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、赣州建控投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、中原国际发展(BVI)有限公司、河南投资集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd.、中国信达(香港)控股有限公司、资阳发展投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、南洋商业银行有限公司、许昌市投资集团有限公司、江苏双湖投资控股集团有限公司、四川西南发展控股集团有限公司、China Great Wall International Holdings III Ltd.、中国长城资产(国际)控股有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、南京银行、武汉地铁集团有限公司、湖北省融资产担保集团有限责任公司、淮北市建设投资有限责任公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、河南省郑州新区建设投资有限公司、湖北浠川国有资本投资运营集团有限公司、江苏钟吾城乡投资发展集团有限公司、诸暨市国有资产经营有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、Soar Wise Limited、Soar Wind Ltd.、中航国际融资租赁有限公司、邳州市产业投资控股集团有限公司、巴中发展控股集团有限公司、江苏润鑫城市投资集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、天府信用增进股份有限公司、农业银行、盐城高新区投资集团有限公司、众森控股(青岛)股份有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、全椒全瑞投资控股集团有限公司、安徽省兴泰融资担保集团有限公司、东兴启航有限公司、东兴证券、黄石市国有资产经营有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、湖州南浔新开建设集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、莱州财金国际有限公司、莱州市财金投资有限公司、XD 民生银行、新沂市交通文旅集团有限公司、泰安高新建设集团有限公司、香港国际(青岛)有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、贵溪市发展投资集团有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、常德财鑫融资担保有限公司、舟山海城建设投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、QUAN CHENG FINANCIAL HOLDINGS (BVI) LIMITED、济南金投控股集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、靖江港口集团有限公司、沛县产业投资发展集团有限公司、Taishan Finance International Business Co., Limited、泰安市泰山财金投资集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、湖州市南浔区交通投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、烟台国丰投资控股集团有限公司、长沙金洲新城投资控股集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、荣利营造控股有限公司、Haichuan International Investment Co Ltd.、江苏方洋控股有限公司、都江堰智慧城市运营建设发展集团有限公司、洛阳文化旅游投资有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、佛山市南海联达投资(控股)有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、Mixin International Trading Co., Limited、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、知识城(广州)投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、浙江杭海新城控股集团有限公司、YANGSHAN OVERSEAS DEVELOPMENT CO., LTD.、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、宜春市袁州区国投集团有限公司、郑州市金水控股集团有限公司、肇庆市国联投资控股有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、建德市国有资产投资控股集团有限公司、建投国际(香港)有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、Huafa 2024 I Company Limited、广德市国有资产投资经营有限公司、浙江德盛(BVI)有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、成都市羊安新城开发建设有限公司、Lintou Overseas Co., Limited、临沂投资发展集团有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、青岛平度控股集团有限公司、河南省铁路建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、黄石市新城产业投资集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、尧矿集团(开曼群岛)有限公司、山东能源集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、桐州国际投资有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、江门高新技术工业园有限公司、林州市城投控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、天长市农业发展有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、徽商银行股份有限公司、淄博市淄川区财金控股有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、沂盛(维尔京)国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过

往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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发表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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	香 港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层 邮编：518035 邮箱：ir@xyzq.com.hk