

# 家得宝 (HD.N)

2025 年 05 月 22 日

分析师  
李润泽

(852) 3982 3213

leonli@dwzq.com.hk

## 2025 年一季度业绩点评：可比销售额同比-0.3%，HMI 和营建许可等高频数据疲软 中性（维持）

| 盈利预测与估值         | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万美元）      | 159,514 | 163,502 | 167,099 | 175,153 |
| 同比（%）           | 4.5     | 2.5     | 2.2     | 4.8     |
| 归母净利润（百万美元）     | 14,806  | 14,284  | 14,855  | 15,500  |
| 同比（%）           | -2.2    | -3.5    | 4.0     | 4.3     |
| 每股收益-最新股本（美元/股） | 14.90   | 14.37   | 14.95   | 15.59   |
| P/E（倍）          | 24.89   | 25.80   | 24.81   | 23.78   |

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

### 投资要点

- **25Q1 业绩符合预期，可比销售额同比-0.3%。**2025Q1，营收同比+9.4%至 398.6 亿美元（收购 SRS 导致），可比销售额同比-0.3%但美国同比+0.2%；净利润同比-4.6%至 34.3 亿美元；EPS 同比-5.0%至 3.45 美元/股。业绩基本符合我们预期，美国潜在经济环境面临不确定性，高利率环境下大型改造项目持续面临压力。
- **公司 25Q1 营运数据同比改善。**25Q1，客户交易次数录得 394.8 百万次，同比+2.1%；客单价录得 90.71 美元，前值为 90.68（数据不包括 SRS 和 MRO 业务）。
- **HMI 和营建许可等月度高频数据反映行业景气度一般。**NAHB/富国银行住房市场指数（HMI）反映美国建筑商对新单户住宅市场的信心，25 年 5 月数据录得 34，环比下滑 6 个点。此外，美国准建证 4 月 30 日数据 141.2 万套，同环比分别-3%和-4.7%，反应未来三个月行业景气度仍有压力。
- **公司维持指引 2025 年可比销售额增长约 1%。**公司在关税问题方面迅速反应，将在一年内对每个国家或地区的供应商依赖降低至 10%以下，此外公司认为自身超过 80%客户拥有自有住房且经济状况良好，对于实现全年目标仍有信心，因此继续指引 25 财年全年可比销售额同比增长大约 1%，新增门店约 13 家，摊薄 EPS 同比-3%。
- **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，更好协同 PRO 业务发展，考虑到高利率环境下美国住房市场数据仍较为疲软，我们预测 2025-2027 年营收分别同比增长 2.5/2.2/4.8%至 163,502/167,099/175,153 百万美元；归母净利润分别同比增长 -3.5/4.0/4.3%至 14,284/14,855/15,500 百万美元；按照最新股本摊薄对应的 PE 分别为 25.80/24.81/23.78 倍。根据我们估值假设和资本测算如图 1 和 2，按照绝对估值，得到 FCFF 和 FCFE 估值分别为\$567.46 和\$176.32，汇总平均为\$371.89，对应 25 年预测 EPS 的 PE 为 25.9x；相对估值角度看，行业中位数 PE 为 24.68x，我们认为家得宝无论是经营水平还是业绩增速表现都要优于劳氏，因此家得宝估值应略高于劳氏当前 18.6x 的 PE，而由于家得宝因地产属性业绩不确定性相比 TJX 要更高，因此估值应略低于 TJX 的 30.3x 的 PE。总体我们认为按照 FCFF 和 FCFE 估值均值合理，给予公司目标价\$371.89，维持“中性”评级。
- **风险提示：**供应链中断风险，通胀风险，宏观经济波动风险，信息系统中断风险，信贷评级变动风险等。

### 股价走势



数据来源：iFind，东吴证券（香港）

### 市场数据

|             |               |
|-------------|---------------|
| 收盘价(美元)     | 370.8         |
| 一年最低/最高价    | 323.77/439.37 |
| 市净率(倍)      | 46.33         |
| 流通股市值(百万美元) | 368,588.32    |

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(美元,LF) | 8.00   |
| 资产负债率(%，LF)  | 91.98  |
| 总股本(百万股)     | 993.93 |
| 流通股(百万股)     | 993.93 |

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

### 相关研究

《家得宝 (HD.N) 2024 年四季度业绩点评：HMI 和营建许可等高频数据平淡，业绩因高息环境继续承压》

2025-03-24

图1: 公司估值基本假设

| 假设            | 数值     |
|---------------|--------|
| 无风险利率Rf       | 4.50%  |
| 市场预期回报率Rm     | 10.00% |
| 第二阶段年数(年)     | 5      |
| 第二阶段增长率       | 2.50%  |
| 永续增长率(可参考CPI) | 1.50%  |
| 有效税率Tx        | 24.50% |

数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

图3: 公司 FCFF 估值为\$567.46

| FCFF估值        | 现金流折现值         | 价值百分比  |
|---------------|----------------|--------|
| 第一阶段          | 40,752.79      | 6.60%  |
| 第二阶段          | 69,105.93      | 11.19% |
| 第三阶段(终值)      | 507,534.22     | 82.21% |
| 企业价值AEV       | 617,392.94     |        |
| 加: 非核心资产      | 0.00           | 0.00%  |
| 减: 带息债务(账面价值) | 53,383.00      | 8.65%  |
| 减: 少数股东权益     | 0.00           | 0.00%  |
| 股权价值          | 564,009.94     | 91.35% |
| 除: 总股本(股)     | 993,928,163.00 |        |
| 每股价值(元)       | 567.46         |        |

数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

图2: 公司资本成本测算

|            |         |
|------------|---------|
| β系数(参考值)   | 0.6973  |
| 计算周期       | 日       |
| 收益率计算方法    | 普通收益率   |
| 标的指数       | 道琼斯工业平均 |
| 税后债务资本成本Kd | 3.66%   |
| 债务资本比重Wd   | 88.94%  |
| 股权资本成本Ke   | 8.34%   |
| WACC       | 4.18%   |

数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

图4: 公司 FCFE 估值为\$176.32

| FCFE估值    | 现金流折现值         | 价值百分比   |
|-----------|----------------|---------|
| 第一阶段      | 33,945.36      | 19.37%  |
| 第二阶段      | 38,709.26      | 22.09%  |
| 第三阶段(终值)  | 102,597.67     | 58.54%  |
| 总股权价值     | 175,252.29     |         |
| 减: 少数股东权益 | 0.00           | 0.00%   |
| 股权价值      | 175,252.29     | 100.00% |
| 除: 总股本(股) | 993,928,163.00 |         |
| 每股价值(元)   | 176.32         |         |

数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

图5: 公司相对估值(专业零售)

| 排名 | 证券代码   | 最新交易日      | 最新收盘价(原始货币)(元) | 总市值(亿元)  | 市盈率PE(TTM) | 市净率PB(MRQ) | 营业总收入(亿元) | 归母净利润(亿元) | ROE      |
|----|--------|------------|----------------|----------|------------|------------|-----------|-----------|----------|
|    | 行业中位值  | —          | 259.73         | 636.66   | 24.68      | 9.74       | 175.99    | 21.31     | 49.83%   |
| 1  | HD.N   | 2025-05-21 | 370.84         | 3,685.88 | 25.18      | 202.52     | 1,526.69  | 151.43    | 1162.16% |
| 2  | TJX.N  | 2025-05-21 | 131.03         | 1,462.94 | 30.29      | 19.5       | 542.17    | 44.74     | 65.48%   |
| 3  | LOW.N  | 2025-05-21 | 227.37         | 1,273.27 | 18.6       | -8.72      | 863.77    | 77.26     | —        |
| 4  | ORLY.O | 2025-05-21 | 1,370.49       | 781.03   | 32.85      | -57.54     | 167.08    | 23.87     | —        |
| 5  | AZO.N  | 2025-05-21 | 3,872.60       | 647.83   | 24.85      | -13.86     | 184.9     | 26.62     | —        |
| 6  | CVNA.N | 2025-05-21 | 292.09         | 625.49   | 157.16     | 41.59      | 136.73    | 2.1       | 27.94%   |
| 7  | ROST.O | 2025-05-21 | 152.68         | 502.06   | 24.01      | 10.15      | 203.77    | 18.75     | 40.93%   |
| 8  | TSCO.O | 2025-05-21 | 50.04          | 265.31   | 24.51      | 11.85      | 148.83    | 11.01     | 49.83%   |
| 9  | WSM.N  | 2025-05-21 | 167.92         | 206.44   | 18.35      | 9.34       | 77.51     | 9.5       | 49.61%   |
| 10 | ULTA.O | 2025-05-21 | 404.75         | 182.74   | 15.21      | 7.94       | 112.07    | 12.91     | 60.91%   |

数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

家得宝三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        | 2024A         | 2025E          | 2026E          | 2027E          | 利润表 (百万元)        | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|--------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>31,683</b> | <b>36,302</b>  | <b>37,404</b>  | <b>38,951</b>  | <b>销售收入</b>      | <b>159,514</b> | <b>163,502</b> | <b>167,099</b> | <b>175,153</b> |
| 现金                 | 1,659         | 4,088          | 4,177          | 4,379          | 销售成本             | 106,206        | 108,892        | 111,087        | 116,302        |
| 应收账款               | 4,903         | 5,151          | 5,311          | 5,662          | 其他营业费用           | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 存货                 | 23,451        | 25,358         | 26,174         | 27,084         | 销售和管理费用          | 31,782         | 33,273         | 33,921         | 35,976         |
| 其他流动资产             | 1,670         | 1,705          | 1,742          | 1,826          | 研发费用             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>非流动资产</b>       | <b>64,436</b> | <b>67,611</b>  | <b>70,764</b>  | <b>71,576</b>  | 财务费用             | 2,321          | 2,563          | 2,589          | 2,518          |
| 长期股权投资             | 0             | 0              | 0              | 0              | 其他经营损益           | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 固定资产               | 26,702        | 27,875         | 28,751         | 29,411         | 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               | 8,983         | 8,893          | 8,803          | 8,714          | <b>营业利润</b>      | <b>19,205</b>  | <b>18,774</b>  | <b>19,501</b>  | <b>20,357</b>  |
| 其他非流动资产            | 28,751        | 30,842         | 33,209         | 33,451         | 其他非经营损益          | 201            | 145            | 175            | 173            |
| <b>资产总计</b>        | <b>96,119</b> | <b>103,913</b> | <b>108,168</b> | <b>110,527</b> | <b>税前利润</b>      | <b>19,406</b>  | <b>18,919</b>  | <b>19,676</b>  | <b>20,530</b>  |
| <b>流动负债</b>        | <b>28,661</b> | <b>32,083</b>  | <b>32,296</b>  | <b>30,357</b>  | 所得税              | 4,600          | 4,635          | 4,821          | 5,030          |
| 短期借款               | 4,898         | 8,747          | 8,434          | 5,447          | <b>净利润</b>       | <b>14,806</b>  | <b>14,284</b>  | <b>14,855</b>  | <b>15,500</b>  |
| 应付账款               | 11,938        | 11,632         | 11,866         | 12,423         | <b>少数股东损益</b>    | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| 其他流动负债             | 11,825        | 11,704         | 11,995         | 12,486         | <b>归母净利润</b>     | <b>14,806</b>  | <b>14,284</b>  | <b>14,855</b>  | <b>15,500</b>  |
| <b>非流动负债</b>       | <b>60,818</b> | <b>60,818</b>  | <b>60,818</b>  | <b>60,818</b>  | EBITDA           | 25,488         | 24,498         | 25,680         | 26,882         |
| 长期借款               | 48,485        | 48,485         | 48,485         | 48,485         | NOPLAT           | 16,423         | 16,109         | 16,678         | 17,271         |
| 其他非流动负债            | 12,333        | 12,333         | 12,333         | 12,333         |                  |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>        | <b>89,479</b> | <b>92,901</b>  | <b>93,114</b>  | <b>91,175</b>  |                  |                |                |                |                |
| 少数股东权益             | 0             | 0              | 0              | 0              | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2024A</b>   | <b>2025E</b>   | <b>2026E</b>   | <b>2027E</b>   |
| 归属母公司股东权益          | 6,640         | 11,012         | 15,054         | 19,353         | 每股收益(元)          | 14.90          | 14.37          | 14.95          | 15.59          |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>96,119</b> | <b>103,913</b> | <b>108,168</b> | <b>110,527</b> | 每股净资产(元)         | 6.68           | 11.08          | 15.15          | 19.47          |
|                    |               |                |                |                | 每股经营现金流(元)       | 19.93          | 17.24          | 20.36          | 21.55          |
|                    |               |                |                |                | ROIC(%)          | 36.37          | 26.84          | 24.44          | 24.00          |
|                    |               |                |                |                | ROE(%)           | 222.98         | 129.71         | 98.68          | 80.09          |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2024A</b>  | <b>2025E</b>   | <b>2026E</b>   | <b>2027E</b>   | 毛利率(%)           | 33.42          | 33.40          | 33.52          | 33.60          |
| 经营活动现金流            | 19810         | 17136          | 20241          | 21423          | 销售净利率(%)         | 9.28           | 8.74           | 8.89           | 8.85           |
| 投资活动现金流            | -21031        | -6081          | -6436          | -4515          | 资产负债率(%)         | 93.09          | 89.40          | 86.08          | 82.49          |
| 筹资活动现金流            | -694          | -8626          | -13715         | -16707         | 收入增长率(%)         | 4.48           | 2.50           | 2.20           | 4.82           |
| 现金净增加额             | -1915         | 2429           | 90             | 201            | 净利润增长率(%)        | -2.23          | -3.53          | 4.00           | 4.34           |
| 折旧和摊销              | 3761          | 3016           | 3415           | 3833           | P/E              | 24.89          | 25.80          | 24.81          | 23.78          |
| 资本开支               | -5090         | -4100          | -4201          | -4404          | P/B              | 55.51          | 33.47          | 24.48          | 19.05          |
| 营运资本变动             | 1064          | 2717           | 577            | 499            |                  |                |                |                |                |

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。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

#### 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犯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/>