



2020.10.09

评级:

增持

上次评级:

增持

聚焦家居零售，全球领军企业竞争优势凸显

——家得宝（Home Depot）复盘报告

	穆方舟(分析师)	林昕宇(分析师)	张心怡(分析师)
	0755-23976527	010-83939845	010-83939817
	mufangzhou@gtjas.com	linxinyu@gtjas.com	zhangxinyi@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880518080003	S0880520080003

本报告导读:

我们认为中国家具行业从分散到集中的过程中，有望诞生适应市场、具有竞争优势的优秀公司并产生较好的投资机会。

摘要:

- **维持轻工-家具子行业“增持”评级。**美国家具零售龙头家得宝是典型的在市场从分散到集中的过程中，依靠竞争优势获得利润及市场份额的卓越企业，对国内家具行业具备重要的启示与借鉴意义：第一，顺势而为定位清晰，从消费者出发，用户体验至上；第二，重视人才，充分发挥人才在企业发展过程中的巨大力量；第三，勇于试错，积极探索，持续提升经营管理效率，在变化的环境中构建核心竞争优势。我们认为中国家具行业仍处于大行业、小公司的阶段，在从分散到集中的过程中，会诞生适应市场、具有竞争优势的优秀公司并产生较好的投资机会。**推荐标的：**欧派家居、顾家家居、志邦家居、尚品宅配。
- **家得宝在快速扩张期通过DIY精准定位、渠道布局快速拓展实现发展，从战略转型的探索到危机中优化运营体系，构建人才的核心竞争力。**家得宝发展初期的成功因素为明确DIY定位，通过渠道快速扩张及打造一站式服务构建护城河，积极解决发展过程中出现的阶段性问题。随着管理层的变更，企业管理思路发生相应调整，经营战略从内生增长发展零售业务向外部收购拓展专业家装业务转型，产品的价格优势与优质服务的基因被忽视，导致家得宝快速发展势头暂停。痛定思痛，公司在危机中优化运营体系，全面重建零售供应链，并将专业批发业务剥离回归零售市场，重启股权激励机制，强化人才核心竞争力构建，迅速恢复活力。
- **积极探索线上线下的融合，疫情爆发推动翻新需求提升且实现终端零售超预期增长。**回归零售主业的家得宝逐步剥离不良资产，并将发展重心集中在北美市场，对供应链的全方位改革推动经营状况持续向好及效率提升。此外，公司积极顺应客流结构变化，通过O2O模式推动线上线下一体化发展，不断夯实北美家居市场龙头地位。2020年全球新冠疫情爆发后，公司实现逆势增长、加大投入稳定员工和供应商，终端零售实现超预期增长，这是公司核心竞争优势的最佳证明。
- **对国内市场的启示：构建自身发展护城河，充分发挥竞争优势，实现企业价值创造。**复盘家得宝近六十年的发展历程，我们进一步理解了一家优秀的公司不断构建自身发展的护城河，在行业从分散到集中的过程中成长为行业龙头，历经多年发展在资本市场上不断为投资者创造超额收益。对比中国市场，家具行业当前仍然呈现大行业、小公司的形态，在行业从分散到集中的过程中寻找未来的龙头。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险，房地产波动风险对需求的影响

相关报告

木制家具制造业《家具海外出口逐步企稳，龙头企业优势逐步显现》

2020.06.14

目 录

1. 核心观点.....	5
2. 快速扩张期（1978-1999）：DIY 精准定位，渠道布局快速推进.....	7
2.1. 快速扩张期的成功要素：目标市场清晰定位，一站式服务构建强大护城河.....	7
2.1.1. 引入仓储式门店模式，打造一站式服务构建护城河.....	7
2.1.2. 发展初期主打 DIY 理念，目标市场定位清晰.....	8
2.2. 1980~1985 年：早期发展瓶颈，过速扩张导致现金流困难.....	10
2.3. 1986~1995 年：持续优化企业管理、运营，积极开拓专业家装市场及客户.....	12
2.3.1. 多方收集市场信息，灵活应对不同市场动向，更新零售业务.....	12
2.3.2. DIY 市场渐近饱和，积极开拓 BIY-Pro 家装模式及新增客户.....	13
2.3.3. 以人为本，注重企业文化及员工福利，提高员工生产力.....	14
2.3.4. 优化运营细节，提高运营效率.....	15
2.4. 1995~1999 年：探索高端零售服务，寻找海外新增长点.....	16
2.4.1. 探索进入高端零售服务领域，开设 Expo 设计中心.....	17
2.4.2. 依托成熟商业模式，扩张海外市场布局新增长点.....	18
3. 探索与冲击（2000~2010）：战略扩张收效甚微，金融危机冲击.....	19
3.1. 2000~2007 年：战略扩张进入专业家装批发市场，收效甚微拖累零售主业.....	19
3.1.1. 战略转型期的负面表现：专业家装批发市场存在进入壁垒，对总体增长贡献有限.....	20
3.1.2. 战略转型期的积极表现：海外市场取得一定成效，信息化优化持续推进.....	22
3.2. 金融危机波动全球经济，危机中全面重建零售供应链.....	23
4. 重启与聚焦（2010 至今）：回归零售，积极探索线上线下融合.....	26
4.1. 剥离不良资产，专注北美市场家居零售业务.....	26
4.1.1. 放弃大规模海外扩张，专注北美市场.....	26
4.1.2. 投资全供应链建设，经营状况持续向好.....	27
4.1.3. 主打权威产品，严把质量关，塑造品牌效应.....	28
4.2. 顺应客户流量来源变化，积极推动线上线下融合.....	29
4.3. 保持行业龙头地位，发展趋于成熟稳定.....	31
4.4. 疫情爆发或成为催化剂，终端零售实现超预期增长.....	32
5. 复盘家得宝，探寻国内家具行业启示.....	33
5.1. 家居连锁零售行业 PE 水平与美国房屋总销量增速变化存在一定相关性.....	33
5.2. 家得宝复盘：中长期业绩稳步增长是超额收益主要来源.....	34
5.3. 国内启示及推荐标的：行业在波动中发展，持续构建自身护城河.....	36
6. 风险提示.....	37

图表目录

图 1: 家得宝的发展阶段分为快速扩张期、探索与冲击、重启与聚焦三个阶段.....	6
图 2: 1980~1999 年家得宝销售额快速增长超过同行.....	7
图 3: 1980~1999 年家得宝保持高速销售增长.....	7
图 4: 1980~1999 年家得宝员工人数快速增长、员工人均销量保持稳步提升趋势.....	8
图 5: 1980~1999 年家得宝运营面积快速增长、单位面积销量保持稳步提升趋势.....	8
图 6: 1978~1999 年间美国人均可支配收入稳步增长.....	9
图 7: 现有住房交易占据美国房屋市场主导地位,	9
图 8: 1980~1985 年家得宝门店数量快速提升(单位: 家).....	10
图 9: 1984~1985 年公司资本支出急剧攀升, 资本支出/销售额明显提高.....	11
图 10: 1984~1985 年单位面积销售额出现负增长.....	11
图 11: 1984~1986 年销售成本及主营业务成本上升挤压利润.....	11
图 12: 1984~1985 年间单位面积净利润、营业活动现金流入减少.....	11
图 13: 1983~1985 年长期负债额迅速攀升.....	12
图 14: 1984~1986 年家得宝负债比例相对较高.....	12
图 15: 专业施工团队在较大规模翻新家装市场中占据主流.....	13
图 16: 1986~1995 年员工期权产生新股占总普通股比例持续上升.....	14
图 17: 1986~1995 年员工持股信托持股比例保持稳定.....	14
图 18: 1986~1995 年员工生产力快速提升并维持高位(单位: 美元/人).....	15
图 19: 1987 年以后家得宝库存周转率明显提升并维持相对高位.....	15
图 20: 1986~1995 年间门店销售额及净利润快速提升并维持高位.....	16
图 21: 1986~1995 年间店均年交易次数稳定提升并维持高位.....	16
图 22: 1991~1997 年家得宝市场份额迅速扩张, 家装零售市场逐步整合.....	17
图 23: 1994-2003 年美国家装项目、总支出金额应用在不同的领域上(加权平均).....	17
图 24: 1994~1999 年家得宝进入加拿大市场, 稳步扩张(单位: 家).....	18
图 25: 中南美洲新兴市场人均购买力基础薄弱增速缓慢(单位: 美元).....	19
图 26: 2000~2007 年家得宝销售增速明显落后竞争对手.....	20
图 27: 2000~2007 年间家得宝净利润增速落后竞争对手.....	20
图 28: 2000~2007 年家得宝股票价格表现明显弱于竞争对手(单位: 美元).....	20
图 29: 2000~2007 年家得宝 PE 比率降至竞争对手之下.....	20
图 30: 2000~2007 年家得宝单位面积销售额持续下滑.....	21
图 31: 2000~2006 年家得宝毛利率、净利率提升.....	21
图 32: 2000~2007 年家得宝店均员工数、销售额下降.....	21
图 33: 2000~2007 年家得宝库存周转率呈现下降趋势.....	22
图 34: 2000~2007 年家得宝海外门店数量提升(家).....	22
图 35: 2000~2007 年家得宝海外扩张速度快于本土.....	22

图 36: 2005~2009 年美国住房市场交易量骤减.....	23
图 37: 2006~2009 家得宝年销售额、净利润持续下跌.....	23
图 38: 2007~2009 年美国 M1 货币乘数迅速下降, 出现信用紧缩	24
图 39: 2007~2009 年美国人均 GDP 出现负增长 (单位: 美元)	24
图 40: 家得宝 RDC 内景.....	25
图 41: 2008 年起公司净利润逐步修复.....	26
图 42: 2007~2010 年家得宝削减全职员工人数和比例.....	26
图 43: 美国、加拿大店铺数量基本持平, 墨西哥店铺数量持续增加(家) 27	
图 44: 美国、海外业务税前收入持续增长.....	27
图 45: 美国、海外业务税前收入相对比例维持不变.....	27
图 46: 2010~2016 年家得宝的储存、配送空间稳步增加.....	28
图 47: 家得宝构建从工厂到客户的完整供应链体系.....	28
图 48: 家得宝主要业务及其占比 (2019 年).....	29
图 49: 家得宝主要业务实现稳步增长 (2015~2019 年).....	29
图 50: 美国家具和家居用品店网络零售额不断增加.....	30
图 51: 美国网络零售额占零售总额比重不断增加.....	30
图 52: 家得宝线上销售额占比快速增加.....	30
图 53: 家得宝客户交易次数稳步提升并保持高位.....	30
图 54: 家得宝每平方英尺加权平均销售额快速增长.....	31
图 55: 家得宝营收企稳, 增长率由负转正.....	31
图 56: 家得宝净利润稳中有增.....	31
图 57: 家得宝毛利率先增后减, 仍维持较高水平.....	32
图 58: 家得宝净利率持续上升, 并维持较高水平.....	32
图 59: 2019 年家得宝、劳氏占整体家装份额超 40%.....	32
图 60: 2019 年家得宝、劳氏占零售家装份额近 60%.....	32
图 61: 2020H1 家得宝营收增速加速提升.....	33
图 62: 2020H1 家得宝净利润实现稳步增长.....	33
图 63: 2000~2020 年期间, 美国居民住房市场经历泡沫破裂、触底回升, 家居连锁零售行业估值随之变动.....	34
图 64: 公司在不同发展阶段 PE 估值水平和行业有所差异.....	35
图 65: 家得宝中长期股价上涨驱动力来自于业绩稳步增长, 随着行业渐 进成熟估值水平相对平稳.....	36
表 1: 家得宝先后进入美国各大市场.....	8
表 2: 家得宝在 2000~2007 年进行多次重大收购.....	19
表 3: 2000~2007 财年, 公司持续进行信息系统升级实现效率提升与成 本降低.....	23
表 4: 2008~2010 财年, 公司持续进行信息系统升级实现效率提升与成 本降低.....	24
表 5: 截至 2019 年, 家得宝独家销售的品牌涵盖多个细分领域.....	29
表 6: 家得宝进行线上线下融合的销售布局.....	30
表 7: 轻工行业重点公司盈利预测.....	37

1. 核心观点

维持轻工-家具子行业“增持”评级。美国家具零售龙头家得宝是典型的在市场从分散到集中的过程中，依靠竞争优势获得利润及市场份额的卓越企业，对国内家具行业具备重要的启示与借鉴意义：第一，顺势而为定位清晰，从消费者出发，用户体验至上；第二，重视人才，充分发挥人才在企业发展过程中的巨大力量；第三，勇于试错，积极探索，持续提升经营管理效率，在变化的环境中构建核心竞争优势。我们认为中国家具行业仍处于大行业、小公司的阶段，在从分散到集中的过程中，会诞生适应市场、具有竞争优势的优秀公司并产生较好的投资机会。**推荐标的：**欧派家居、顾家家居、志邦家居、尚品宅配。

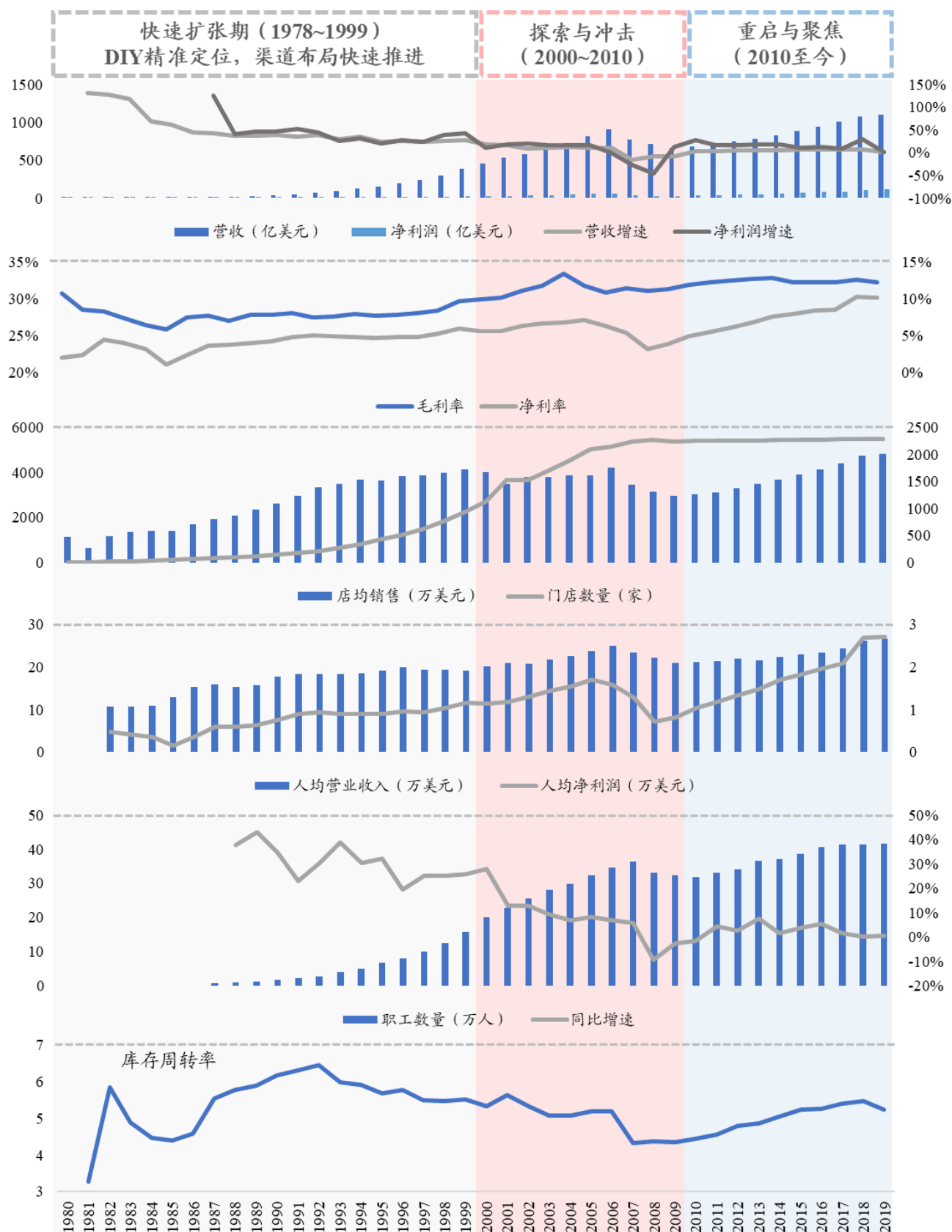
家得宝在快速扩张期通过 DIY 精准定位、渠道布局快速拓展实现发展，从战略转型的探索到危机中优化运营体系，构建人才的核心竞争力。家得宝发展初期的成功因素为明确 DIY 定位，通过渠道快速扩张及打造一站式服务构建护城河，积极解决发展过程中出现的阶段性问题。随着管理层的变更，企业管理思路发生相应调整，经营战略从内生增长发展零售业务向外部收购拓展专业家装业务转型，产品的价格优势与优质服务的基因被忽视，导致家得宝快速发展势头暂停。痛定思痛，公司在危机中优化运营体系，全面重建零售供应链，并将专业批发业务剥离回归零售市场，重启股权激励机制，强化人才核心竞争力构建，迅速恢复活力。

积极探索线上线下的融合，疫情爆发推动翻新需求提升且实现终端零售超预期增长。回归零售主业的家得宝逐步剥离不良资产，并将发展重心集中在北美市场，对供应链的全方位改革推动经营状况持续向好及效率提升。此外，公司积极顺应客流结构变化，通过 O2O 模式推动线上线下一体化发展，不断夯实北美家居市场龙头地位。2020 年全球新冠疫情爆发后，公司实现逆势增长、加大投入稳定员工和供应商，终端零售实现超预期增长，这是公司核心竞争优势的最佳证明。

对国内市场的启示：构建自身发展护城河，充分发挥竞争优势，实现企业价值创造。复盘家得宝近六十年的发展历程，我们进一步理解了一家优秀的公司不断构建自身发展的护城河，在行业从分散到集中的过程中成长为行业龙头，历经多年发展在资本市场上不断为投资者创造超额收益。对比中国市场，家具行业当前仍然呈现大行业、小公司的形态，在行业从分散到集中的过程中寻找未来的龙头。

风险提示：原材料价格波动的风险，房地产波动风险对需求的影响

图 1：家得宝的发展阶段分为快速扩张期、探索与冲击、重启与聚焦三个阶段



数据来源：FactSet、公司年报、Bloomberg、国泰君安证券研究

2. 快速扩张期（1978-1999）：DIY 精准定位，渠道布局快速推进

家得宝在快速扩张期通过 DIY 精准定位、渠道布局快速拓展实现发展。家得宝的快速扩张期为 1978~1999 年，在发展的最初几十年里实现快速增长，其成功因素主要归功于明确 DIY 定位，通过快速增加店铺数量及打造一站式服务构建护城河，积极解决发展过程中出现的阶段性问题。截至 1999 年末，家得宝共有 913 家商店，营业收入达到 384.34 亿美元。

2.1. 快速扩张期的成功要素：目标市场清晰定位，一站式服务构建强大护城河

2.1.1. 引入仓储式门店模式，打造一站式服务构建护城河

家得宝通过打造一站式服务构建护城河。公司在行业内首次将仓储式门店引入家居零售，通过大面积门店形式提供全品类商品，满足顾客一站式购物需求，通过差异化的服务构建发展的护城河。

1960~1990 年代，美国出现一站式、仓储式零售模式并高速发展，家得宝率先将该商业模式引进家居建材行业。1962 年，沃尔玛（Walmart）、凯马特（Kmart）和塔吉特（Target）分别成立并完成重组，通过不限期的低价高量的折扣零售店商业模式（Discount Retail），挑战传统零售业的季节性促销模式。相较传统零售店模式，新出现的折扣零售店实现了对各种商品的统一管理、销售，给注重务实的美国家庭客户提供了一站式购物体验，迅速席卷零售业市场。借鉴最新的商业模式，1978 年成立的家得宝最初的两间门店就以约 5500 平米的面积远超同行，并以此向客户提供更为丰富、全面的商品和务实、流畅的一站式购物体验。

凭借先进、务实的商业模式，家得宝迅速从老牌竞争对手手中抢占市场份额。从 1980~1999 年，家得宝通过一站式零售模式以及针对的 DIY 客户的专业服务，实现了 45.14% 的年复合销售增速，其销售额于 1990 年超过了 1946 年成立的老牌建材零售企业劳氏，成为行业领军企业，同期劳氏年复合销售增速仅 15.55%。1990 年代初，沃尔玛、塔吉特、凯马特三巨头相继推出超级购物中心（ ）商业模式，进一步扩大卖场面积、增加商品品类、提升客户价值，为家具建材市场发展大店模式提供相应参考。劳氏于 1994 年才将发展大型一站式建材市场正式确定为企业发展战略，此后销售增速逐渐提升，实现了市场份额的提升。

图 2：1980~1999 年家得宝销售额快速增长超过同行

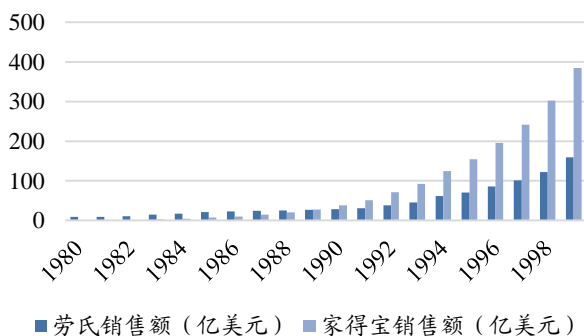
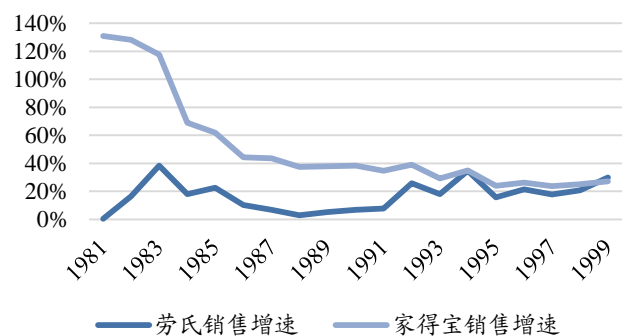


图 3：1980~1999 年家得宝保持高速销售增长

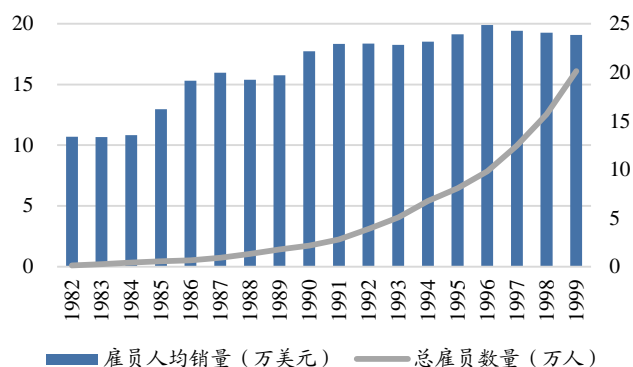


数据来源：FactSet，国泰君安证券研究

数据来源：FactSet，国泰君安证券研究

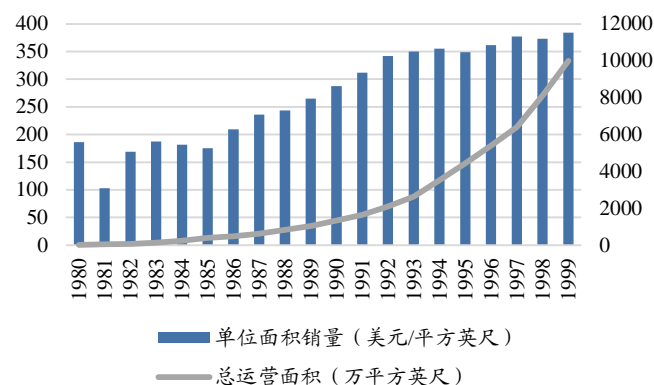
家得宝在 1978 年至 1999 年保持高速发展,并有效消化逐步扩大的市场。1980~1999 年间,家得宝经营规模迅速扩大,雇员人数及营业面积分别以年复合增速 33.57%和 39.97%实现快速增长,截至 1999 年雇员人数 20.14 万人、营业面积 10000 万平方英尺。同时公司能够迅速有效地占领新进入市场,人均销售额及单位面积销售额持续稳步增长,截至 1999 年人均销量实现 19.08 万美元,单位面积销量达到 384.34 美元/平方英尺。

图 4: 1980~1999 年家得宝员工人数快速增长、员工人均销量保持稳步提升趋势



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 5: 1980~1999 年家得宝运营面积快速增长、单位面积销量保持稳步提升趋势



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

领先的一站式服务商业模式帮助家得宝迅速打开局面,逐步进入美国各个人口密集市场。家得宝从美国东南人口稠密的沿海州开始,谨慎选择扩张方向,逐步进入各个主要住房交易市场,1978~1994 年期间先后进入美国各个地区的主要市场。

表 1: 家得宝先后进入美国各大市场

年份	新进入的市场	注释
1978~1979 年	东南部-佐治亚州、佛罗里达州	家得宝在亚特兰大开设最早的两家门店; 佛罗里达人口众多、旅游业、房地产业发达,成为家得宝长期的重要市场
1982~1984 年	南部-德州、路易斯安那州	前期发展十分成功,迅速进入南方各州,形成品牌效应,收购德州品牌 Bowater,稳固人口众多的德州市场
1984~1985 年	西部-加州、亚利桑那州	进入正在高速发展的加州,设立西部州总部,成为全美唯一一个贯穿全部南方州的家装连锁零售商
1988 年	东北部-新泽西州、康涅狄格州	东北部各州是全美人口最稠密的地区、同时也是传统的经济和商贸中心,购买力强、充满活力
1992 年	西部-华盛顿州-西雅图	西雅图地区是西海岸线上除加州诸城市群以外的另一个重要的大都会地区
1993~1994 年	加拿大-温哥华、安大略省	收购由前家得宝经理人创立的 Aikenhead,并由此进入加拿大人口较为密集的南部诸省
1994 年	中西部-芝加哥、底特律	芝加哥和底特律作为中西部发展心脏地带,拥有良好购买力基础和市场前景

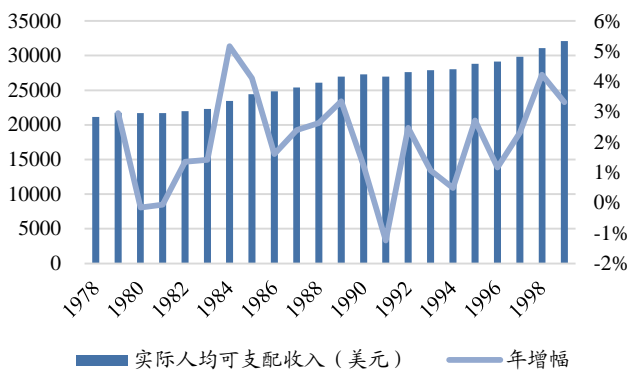
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

2.1.2. 发展初期主打 DIY 理念,目标市场定位清晰

家得宝发展初期主打 DIY 理念,定位清楚。在美国等成品房交付比率较高的国家,消费者只需要在成品房中对不满意的地方进行局部改造,因此家得宝主打 DIY 理念的产品充分符合美国消费者的需求。

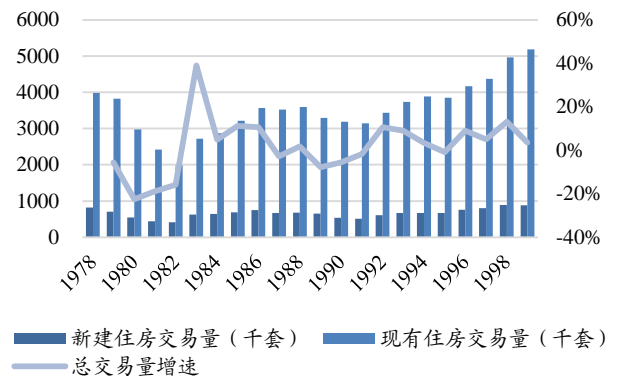
从 1978~1999 年间，美国经济稳步发展，人均可支配收入持续提高，房屋交易市场中现有房屋即二手房占据主导地位。1978~1999 年间，美国经济整体持续稳定发展，在 1980 年和 1991 年两次经济危机后均快速恢复活力。其间，美国人均实际可支配收入（按 2012 年美元购买力计算），从 2.1 万美元增长至 3.2 万美元，总增幅达到 51.98%。在历年房屋市场交易中，现有住房即二手房交易占据主要地位，占到总交易量的 84.22%，新建住房交易量常年震荡总体保持不变。在 1991 年金融危机之后，随着房屋市场存量加大，现有住房交易量逐年攀升，并带领房屋市场整体交易量上升。在这样的住房市场环境下，购买现有房屋并进行自主改造和翻新，构成了美国家居建材市场需求的重要组成部分。

图 6：1978~1999 年间美国人均可支配收入稳步增长



数据来源：Census Bureau，国泰君安证券研究

图 7：现有住房交易占据美国房屋市场主导地位，在 1990 年代后引领住房交易增长



数据来源：DoHUD, Census Bureau，国泰君安证券研究

家得宝在创立初期就独创了现场 DIY 教学的商业模式，迅速抢占成品房 DIY 改造局部改造市场。针对美国成品新房、二手房交易占据主导的市场情况，以及相对应的消费者 DIY 改造装修市场需求，家得宝雇佣了大量的专业家装技术人员，在商店的各个区域现场向顾客展示各种产品的安装方法及工具的使用方法。随后，又相继推出了 DIY 训练营、客户体验营、一对一 DIY 指导等多种增值服务，注重客户价值的进一步提升。通过领先的产品+体验的商业模式满足消费者需求，家得宝在创立初期快速扩大市场份额，进一步稳固市场地位。

家得宝发展早期秉持“创造客户”的商业哲学，将普通的美国家庭转化为 DIY 家装客户，迅速扩大忠实的客户群。家得宝通过其特有的客户培训项目，向潜在客户提供家装建议和技术指导，将大量美国中产阶级家庭不断转化为 DIY 家装爱好者，完整了对消费者的教育和消费市场的培育。潜在客户通过在家得宝门店学习、体验使用工具和家装材料之后，自然地成为品牌的忠实客户，并长期购买和使用家得宝的产品，完成了潜在客户向忠实客户的转化。

家得宝主要为 DIY、DIFM、Pros 三类客户群体提供服务。家得宝根据目标市场的需求对客户类型进行划分，主要分为三类，其中 DIY 客户的需求主要是购买产品并依靠自己完成安装，DIFM 客户需求主要是购买产品并雇佣第三方完成安装，Pros 客户主要是多样化的大量家具服务需

求，家得宝根据不同类型的客户需求提供差异化服务。

表 1：家得宝客户群体主要分为三类，可以提供差异化服务

客户种类	客户需求	家得宝提供的服务
DIY 客户	购买产品并依靠自己完成安装	在线下店铺和线上网站为客户提供产品信息和安装教程
DIFM 客户	购买产品并雇用第三方来完成安装	安排合格的独立承包商安装各种产品并提供服务
Pros 客户	此类客户建造、翻新、改建、修理和维护住宅物业、多户家庭物业、酒店物业和商业设施，需要多样化的大量家具服务	为这些客户提供广泛的特殊计划，例如额外的送货和呼叫服务，专业员工服务，批发优惠项目和信贷项目服务等。

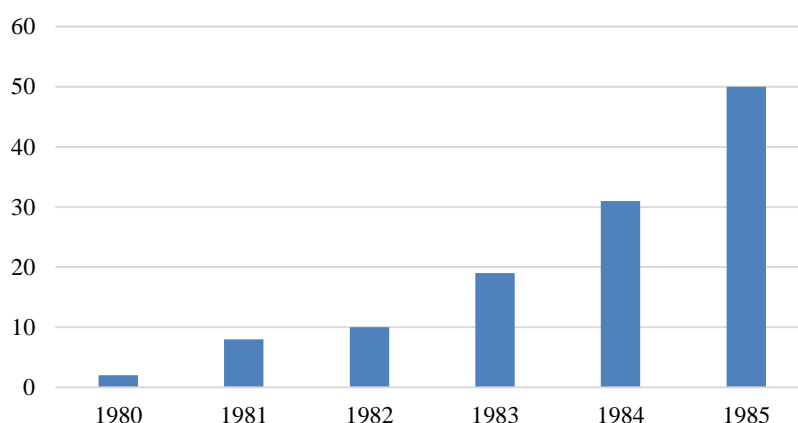
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

美国婴儿潮一代人口购买力于公司初创及发展时期逐步形成，其特有的消费习惯及生活态度造就了 DIY 产业发展。美国婴儿潮（baby boomers）一代人主要指二战结束至 1950 年代末期大量出生的新生人口。婴儿潮一代继承了父辈务实、独立的生活态度，但随着科技革命的推进，他们更愿意接受和学习新鲜事物。在 1980 年代初至 1990 年代，婴儿潮一代普遍达到 40~50 岁的购买力高峰，组成了强大的中产阶级。他们迅速接受了 DIY 的装修模式，并且构成了家得宝早期发展的主要客户群。

2.2. 1980~1985 年：早期发展瓶颈，过速扩张导致现金流困难

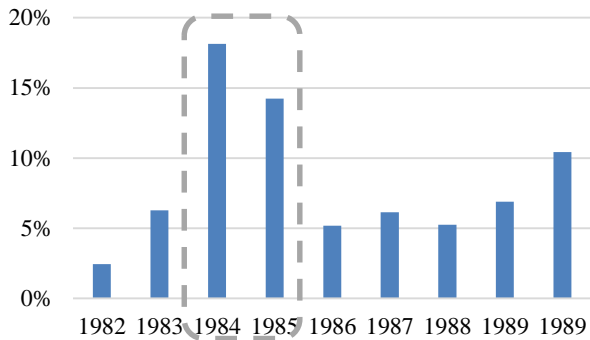
家得宝在 1980 年至 1985 年期间采取激进的发展战略，迅速开发大量新增市场，导致公司无法充分消化新增市场的需求。家得宝在 1980~1985 年间，由最初 2 间门店迅速扩张至 50 间门店，先后进入佛罗里达州、加利福尼亚州、德克萨斯州三大主要市场，收购 Bowater 并采取激进扩张战略。1984~1985 年公司资本支出连续两年占销售额 14% 以上。同一时期，由于同质化竞争出现加之公司在新进入的市场中立足不稳，店面密集度较低，内部管理、运营体系尚未成熟，单位面积销售额连续下滑。

图 8：1980~1985 年家得宝门店数量快速提升（单位：家）



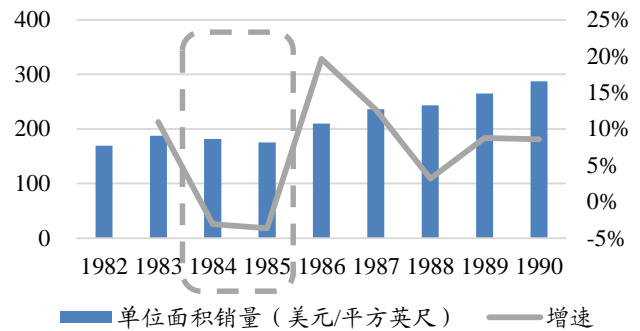
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 9: 1984~1985 年公司资本支出急剧攀升, 资本支出/销售额明显提高



数据来源: FactSet, 国泰君安证券研究

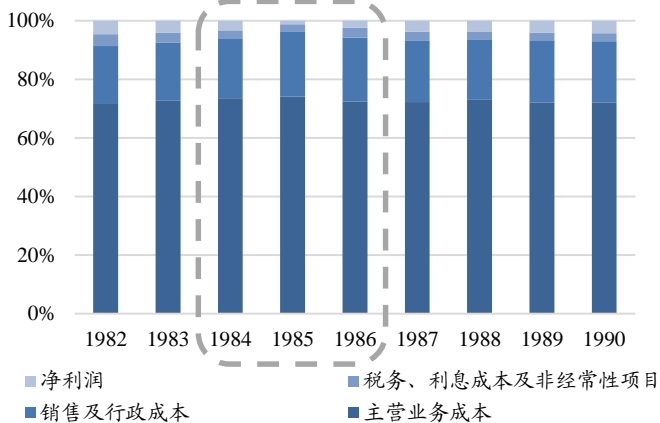
图 10: 1984~1985 年单位面积销售额出现负增长



数据来源: FactSet, 公司年报, 国泰君安证券研究

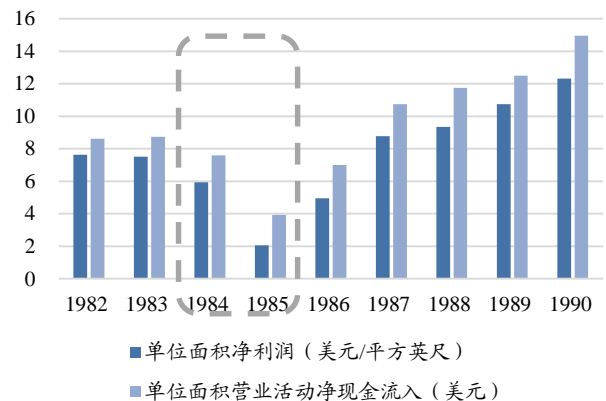
对 Bowater 的收购加重了快速扩张的负面影响, 单位面积销售额下降、成本上升进一步挤压利润空间及现金流入。收购 Bowater 之后存在一定的负面影响, 主要表现为新增门店不符合家得宝连锁标准、员工训练程度不足, 直接降低了单位面积销售额, 提升了销售及行政成本, 加之快速扩张导致的租金成本上升, 利润率和现金流入受到明显挤压。1984~1986 年, 公司净利润率被挤压至 3.26%、1.17%、2.36%, 直至 1988 年后逐步恢复至正常水平; 同期, 单位面积净利润、营业活动现金流入随受到一定冲击, 1986 年起逐步修复。

图 11: 1984~1986 年销售成本及主营业务成本上升挤压利润



数据来源: FactSet, 国泰君安证券研究

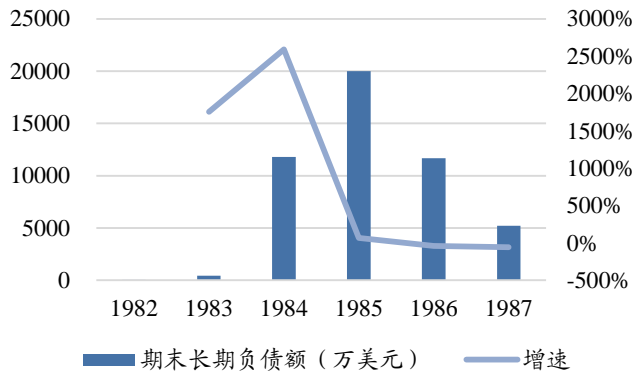
图 12: 1984~1985 年间单位面积净利润、营业活动现金流入减少



数据来源: FactSet, 公司年报, 国泰君安证券研究

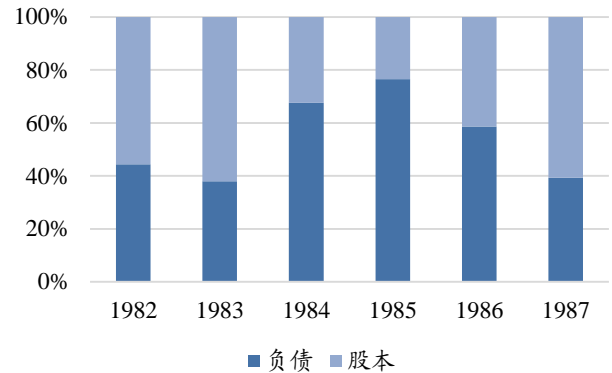
大量资本支出迫使公司大量举债维持现金流, 债股结构发生明显改变。1984~1985 年间, 营业净现金流入明显减少, 公司仍维持迅速扩张战略, 资本支出持续高速增长。此消彼长之下, 公司大量举债维持运营、扩张, 导致长期债务额迅速增加, 由 1983 年末的约 400 万美元迅速攀升至 1985 年末的约 2 亿美元, 负债结构发生明显改变, 金融杠杆上升。

图 13: 1983~1985 年长期负债额迅速攀升



数据来源: FactSet, 国泰君安证券研究

图 14: 1984~1986 年家得宝负债比例相对较高



数据来源: FactSet, 国泰君安证券研究

1986 年起, 公司采取更加稳健的扩张策略, 提升利润率及单个市场占有率, 通过增发新股改善资本结构, 逐步走出困境。在家得宝 1986 财年新建的 10 家门店中, 有 8 家选址在已有的市场用于加密布点, 以此提升已有市场的服务能力、便捷程度及市场份额。面对模仿家得宝商业模式的企业带来的同质化竞争, 公司着重加强商品选择和人员培训, 通过优质的产品和服务与竞争者之间实现差异化。1986 年家得宝增发 299 万普通股, 募集资金约 4818 万美元, 叠加财年中营业活动产生的现金流入, 公司资本结构得到有效改善。此后几年内, 家得宝保持稳健扩张及注重服务的发展战略, 将年门店扩张速度限制在 25% 之内, 净利润率、单位面积销售额、净利润、净现金流入均得以持续提升。

2.3. 1986~1995 年: 持续优化企业管理、运营, 积极开拓专业家装市场及客户

1986~1995 年间家得宝持续优化企业管理, 实现稳定高速增长, 逐步成长为美国家居行业领军者。面对不断变化的市场环境, 家得宝紧跟市场动态, 持续迭代产品和服务, 通过拓宽产品线、进一步优化商业模式布局新增长点。此外, 家得宝依托其特有的强大销售渠道迅速从民用市场进军专业家装市场, 利用价格优势和透明度, 推动 BIY-Pro/DIFM 家装模式的发展, 利用早期积累的丰富经验规避潜在风险, 实现了快速发展。

2.3.1. 多方收集市场信息, 灵活应对不同市场动向, 更新零售业务

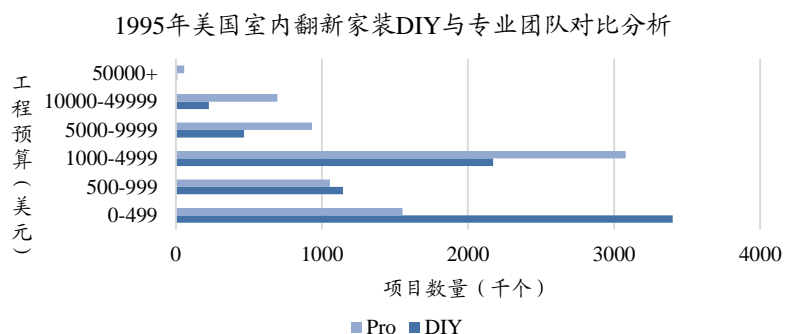
家得宝紧跟市场, 从客户反馈中捕捉商机, 持续更新产品和服务, 保持活力。家得宝采用去中心化的管理模式, 通过各门店、地区的销售数据和客户反馈及时调整商品和服务内容, 紧跟市场动向, 避免连锁体系僵化、商品趋同。例如在美国东北部市场, 家得宝推出了针对上层中产阶级女性消费者的中高端房屋内饰产品线并取得成功。商品选择上, 公司紧跟行业发展方向, 整体遵循知名品牌与创新产品相结合的策略。此外, 公司与各类产品生产商保持长期紧密的合作关系, 在运营过程中及时将客户意见和需求反馈至生产商以随时改良并研发零售产品。公司为客户提供“特殊订单服务”, 即帮助客户寻找和订购不在家得宝售卖的商品, 并通过研究每年的“特殊订单”对商品种类进行调整更新。

公司积极尝试新的增长点, 进一步拓宽产品线和商业模式。1986-1991 年间, 公司逐步拓宽其在厨房、卫浴、木工制品、内饰等方面的产品丰富

度，以满足美国家庭在翻新改造过程中日益提升的需求。传统的大规模零售企业推行薄利多销策略，销售重心在平价产品，家得宝在原有业务的基础上，通过引进中高端产品线领先同行业其他企业，直接与定制厂商和单品类零售商竞争。在 1991 年，家得宝增加了门窗及地毯等内饰的安装服务并取得成功。同年，家得宝在各门店的园区中试点温室项目，日后发展成为重要的室内花园业务。

2.3.2. DIY 市场渐近饱和，积极开拓 BIY-Pro 家装模式及新增客户
尽管 DIY 家装市场高速发展，专业化分工仍是较大翻新工程的主流形态。从公司增长点来看，随着家得宝销售市场逐步扩张，单一的 DIY 群体已难以满足其增长需求。从外部环境来看，尽管 DIY 家装文化在家得宝等企业的推动下蓬勃发展，受制于个人的精力和技术水平，大量美国家庭仍选择雇佣专业家装人员进行装修。尤其在较大规模的翻新装修时，专业团队仍然是消费者的主流选择。同时逐步成长的职业白领（如医生、律师、药剂师、金融从业人员等）购买力提升，他们更崇尚“专业的人做专业的事”的专业分工哲学，这推动了专业家装市场的发展。

图 15：专业施工团队在较大规模翻新家装市场中占据主流



数据来源：Census Bureau，国泰君安证券研究

针对市场需求，家得宝依托其特有的强大销售渠道迅速进军专业家装市场。依托现有的丰富产品线和制造厂商关系网，家得宝从 1987 年开始明确开始向专业家装市场转型，拓宽产品种类，涵盖更专业的家装工具和原材料。在各个门店，家得宝推行 SPI（门店生产力提升）计划，提早开始营业的时间，方便专业家装人员早上取货后前往施工场地；为木材和建筑材料开辟单独的流水线购物区、结账区和货物装卸区，进一步优化专业客户购物体验。此外，家得宝指派专门人员与专业家装人员进行对接，向他们提供电话订货、货物配送以及货品费用月度结算等服务。

家得宝利用价格优势和透明度，推动 BIY-Pro/DIFM 家装模式的发展。秉承着大型连锁超市薄利多销的商业哲学，家得宝的价格优势一直是其核心竞争力之一。在向专业化市场进军过程中，家得宝利用 DIY 模式的经验，推动 Buy-It-Yourself 即 BIY 模式的发展（也称 Do-It-For-Me/DIFM）。传统专业家装人员通常自行购买工具和原材料后，再向消费者收取材料费及装修服务费用，这种模式下家装产品具有很大的价格不透明性，客户对于家装材料也缺乏判断和选择。基于这类消费者痛点，家得宝鼓励专业家装人员和客户在家得宝的产品序列中确定选材，由此将服务费和材料费用明确区分，进而提高专业家装价格透明度并帮助客户节省成本，

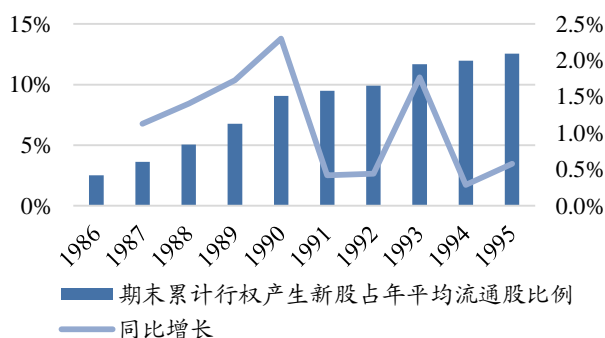
同时帮助专业家装人员提高专业化服务的竞争力。基于消费者需求，家得宝也开辟了如地毯等一些产品的自营安装业务。截至 1995 财年，公司约有 3400 个安装服务供应商被授权为客户提供专业服务。

2.3.3. 以人为本，注重企业文化及员工福利，提高员工生产力

家得宝将具有专业素质并认同企业文化的员工视为核心竞争力，致力持续提升员工服务能力。公司坚持每年对销售人员的常规化技术培训和标准化销售培训，持续提升员工服务能力，技术培训目的包括：第一，确保他们能够使用家得宝售卖的工具并能够安装售卖的建材；第二，使他们对整体家装项目有较为全面的了解，以此作为向 DIY 客户提供指导和建议的基础。家得宝将全职员工比例维持在 90% 以上，几乎达到同时期美国零售行业平均值的两倍，以此保证员工质量。1989 年起，家得宝在内部电视网络中直播高级管理人员主持的员工例会，构筑企业文化。截至 1989 年，家得宝大部分门店已经覆盖内部卫星通讯系统，以两位创始人为首的公司高管凭借在此基础上构建的内部电视网络定期召开员工例会。在 1990 年，公司通过电视网络制作、播放了六十余期培训及座谈类节目，有助于企业文化的构筑。

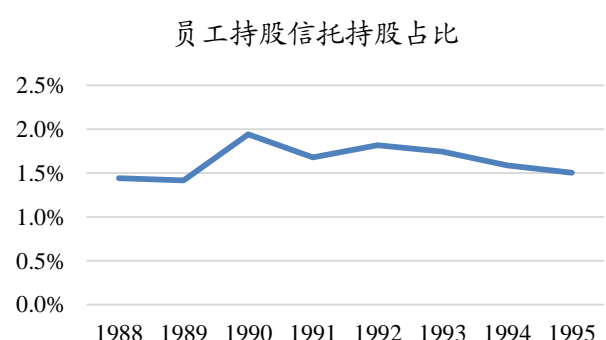
公司通过期权奖励项目和员工持股项目使得员工利益和公司利益保持一致，提高员工工作积极性。1981 年，公司创建了最早的限制性股票期权奖励制度，向表现优秀的员工发放明显低于市场价格的股票期权，但对其行权数量进行限制。同期，公司建立了员工股票购买项目 (ESPP)，允许特定员工以授权日公司股票市场价 85% 的价格行权，购买一定量的新股。在 1984 年和 1988 年公司又分别建立了无限制股票期权奖励制度和员工持股信托 (ESOP)。1986~1995 年间，公司大力推进员工福利计划，员工期权项目形成的新股占总普通股比例由 2.51% 持续增长至 12.56%，进一步强化员工激励，员工持股信托持股比例则保持稳定。

图 16: 1986~1995 年员工期权产生新股占总普通股比例持续上升



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 17: 1986~1995 年员工持股信托持股比例保持稳定



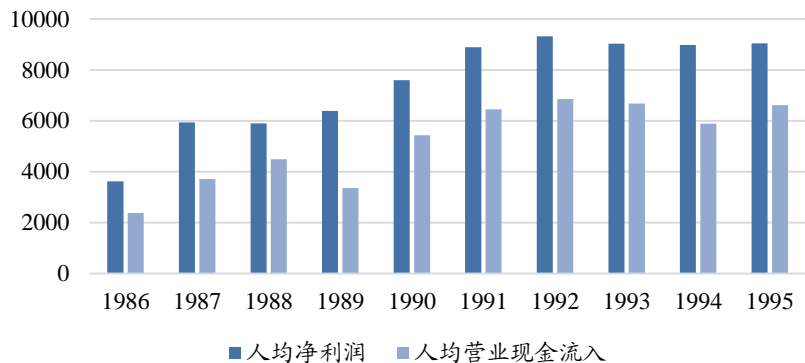
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

注：累计行权产生新股比例不代表员工持股比例，员工可能在行权后销售股票或直接销售期权，但期内行权产生新股代表员工通过期权项目获利/持股

1986~1995 年，家得宝员工人均净利润和人均营业相关净现金流入快速增长并维持高位。随着家得宝的员工培训和企业文化有效提高，员工的生产力进一步提升。1986~1995 年间，人均年净利润从 3617 美元增长至 9053 美元，年复合增长率 12.15%；人均年营业净现金流入从 2380 美元

增长至 6615 美元，年复合增长率 13.63%。

图 18: 1986~1995 年员工生产力快速提升并维持高位 (单位: 美元/人)

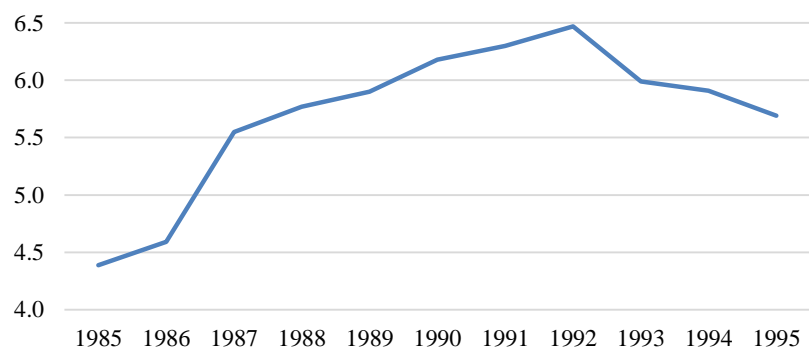


数据来源: 公司年报, FactSet, 国泰君安证券研究

2.3.4. 优化运营细节, 提高运营效率

家得宝持续优化库存管理系统, 有效提升库存周转率。1987 年, 公司引入永续盘存制库存管理系统, 对所有商品的销量、周转率、利润率进行实时追踪分析, 由此得以更迅速的适应市场需求, 调整商品种类。1988 年, 公司引入 UPS (商品价格条形码) 系统, 为客户提供更流畅的购物体验并对库存周转进行更有效地追踪。从 1986 至 1987 年, 公司库存周转率从 4.6 升至 5.6, 此后一直保持在 5.5 以上。

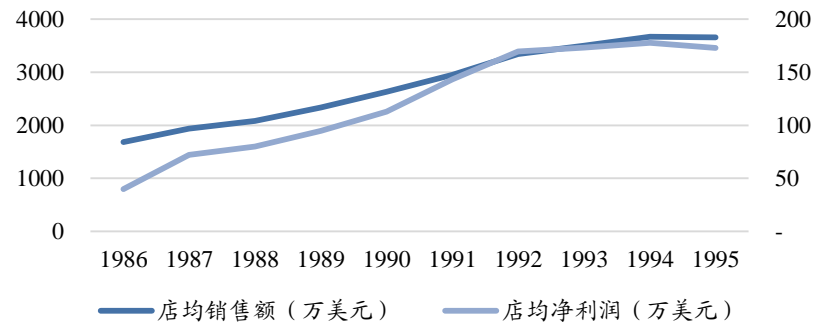
图 19: 1987 年以后家得宝库存周转率明显提升并维持相对高位



数据来源: 公司年报, FactSet, 国泰君安证券研究

科学扩张帮助家得宝持续提高市场份额。考虑到早期过速发展的失败经验, 家得宝逐步形成了以巩固并占领现有市场为主、开发新市场为辅的科学扩张战略。在现有市场中, 公司在已有高客流密度门店辐射范围的边缘, 根据购买力水平和人口密度等多种因素为新店选址。这样的扩张方式短期会分流已有门店的客户, 但有利于扩大对现有市场的占领, 新门店可以以较低的获客成本开拓市场, 吸引新客户到更便捷的地方购物; 同时提升客户购物体验, 使门店距离相当一部分客户更近, 购物环境更加宽松舒适, 可以减少购物延迟、提升现有客户的转化率进而稳定长期客户基础 (星巴克等连锁饮品店在城市区域的高密度布局即利用了这一商业逻辑)。通过这一成功的发展战略, 公司在持续增加门店密度的情况下仍保持了店均销售额和净利润快速提升, 进一步提升整体市场占有率。

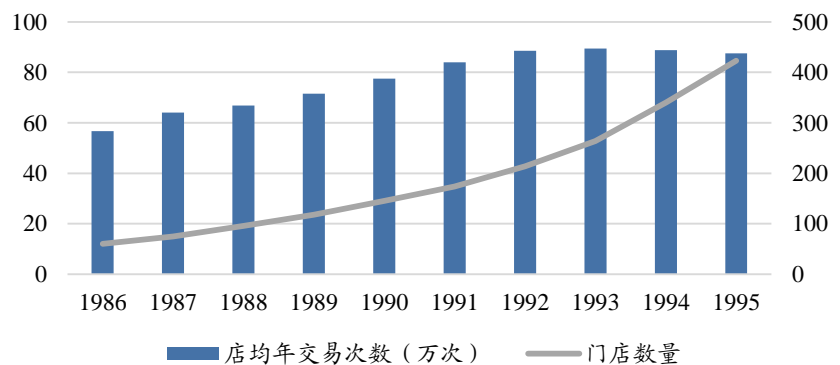
图 20: 1986~1995 年间门店销售额及净利润快速提升并维持高位



数据来源: 公司年报, FactSet, 国泰君安证券研究

维持价格优势, 通过每日低价吸引客流。公司采用全球直采和集中采购方式大幅度降低供应成本, 树立价格优势。分散化采购可实现单个供应商供货量不超过 10%, 全部商品直接从供应商购买, 省去中间商成本。通过大批量采购及和供货商保持的长期关系, 提高议价能力。在此基础上, 家得宝在 1987 年起推出每日低价项目, 即雇佣专业采购员前往竞争对手店铺中观察商品价格, 据此每天调整定价, 确保所有商品定价维持行业最低并具备较强的竞争力, 以此吸引客流。

图 21: 1986~1995 年间店均年交易次数稳定提升并维持高位



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

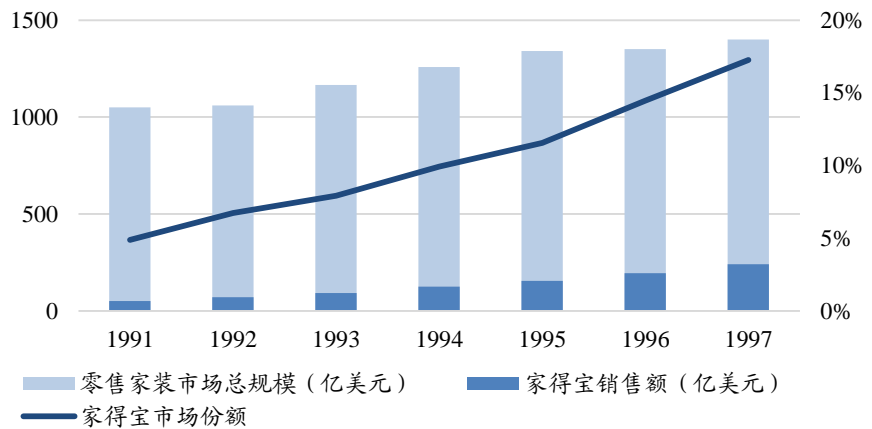
信息化系统助力效率提升, 进一步降低经营成本。家得宝为终端门店配备了销售系统、电子条码扫描系统 (约 90% 商品可扫描) 和相应的电脑设备, 服务于门店库存管理、订单快速补库、高效的客户结算等功能, 为公司提供财务及销售支持。公司通过电子数据交换计划 (EDI) 实现订单从门店到供应商的电子方式处理, 1994~1995 财年, 参与 EDI 计划的供应商从 250 家增加至超过 400 家, 随着信息系统的推进, 规模较大的供应商均参与这一计划。

2.4. 1995~1999 年: 探索高端零售服务, 寻找海外新增长点

家得宝市场份额迅速提高, 同质化竞争不可避免。经过近二十年的高速发展, 家得宝的市场份额迅速扩大, 1991~1997 年期间家得宝在零售家装产业的市场份额由 4.89% 增长至 17.25%, 远超所有竞争对手。美国家装零售市场在家得宝出现前一直保持高度碎片化, 公司独创的工厂店+DIY/BIY 市场模式打破了这一格局, 大型连锁式企业开始整合市场。随

着地理区域上的逐步扩张，以及主要竞争对手对于家得宝模式的学习与跟随，同质化竞争不可避免。

图 22：1991~1997 年家得宝市场份额迅速扩张，家装零售市场逐步整合



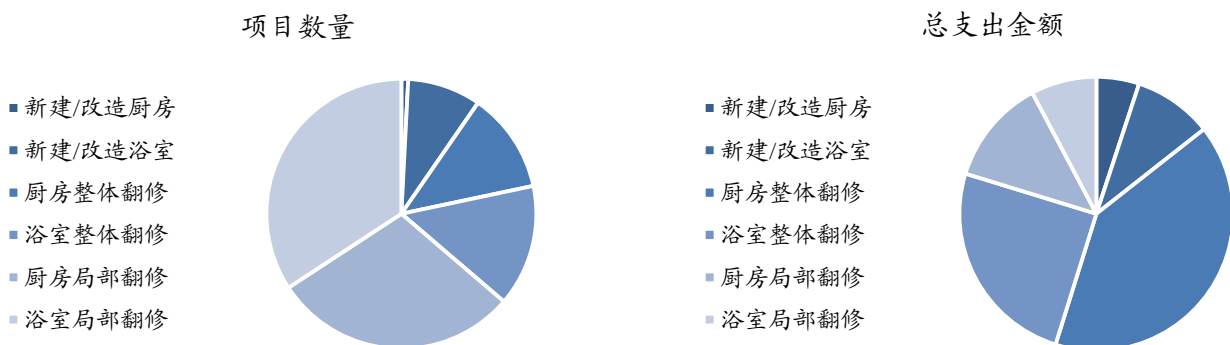
数据来源：公司年报，HIRI，国泰君安证券研究

信息系统不断升级，辅助员工做出更好决策并降低和控制成本。1997 财年公司继续开发新的电脑系统，进一步改善商店的产品订单补充。1998 财年公司在门店推行移动订购系统，可以查看门店的商品情况并根据历史情况确定订购数量，进一步提升了员工的效率和生产力，用更少的时间和人工投入来评估库存并订购产品。此外，EDI 计划持续推进，截至 1998 财年有 75% 以上的供应商参与这一计划。

2.4.1. 探索进入高端零售服务领域，开设 Expo 设计中心

1990 年代中期以后，美国房屋翻新市场的大规模翻新、改造占据是主要的支出。随着婴儿潮群体逐渐退休，其用于房屋翻修的购买力、可投入时间及精力明显提高，大规模翻新改造项目成为市场消费主力。家得宝传统商业模式以产品为中心，销售及售后服务作为增值、获客手段。随着大规模翻新改造项目重要性凸显，家得宝拓展进入整体家装产业，以家装项目设计、协调服务为中心，配合高端定制产品的销售。

图 23：1994-2003 年美国家装项目、总支出金额应用在不同的领域上（加权平均）



数据来源：Harvard JCHS，国泰君安证券研究

数据来源：Harvard JCHS，国泰君安证券研究

家得宝 Expo 门店结合了传统的大面积商品卖场和高端定制服务。1991 年家得宝的第一家 Expo 设计中心门店开业，至 1994 年在亚特兰大开设

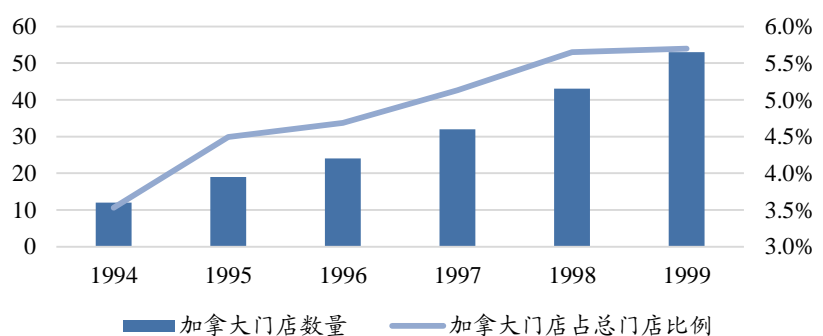
第二家。Expo 门店主要提供三类服务：第一，在大面积的展厅设立约 10 个完整家装样板间进行展示，并售卖其中的家装产品；第二，每个门店约有 10~15 名专业设计师，为客户提供专业的家装设计服务；第三，每个门店配备服务于专业家装团队的支持部门，向专业团队销售其需要的工具、建材、家具等，并帮助其与客户沟通，提供家居建材定制、物流和售后服务，使专业家装团队能将重心放在项目工程上。

商品与服务主次关系模糊，Expo 门店发展受阻。根据调查机构的估算，在三条业务线中，设计师团队和专业家装服务部门以服务为核心，占到 Expo 门店营业收入 80% 左右。而展示厅中的零售业务仍以商品为中心，占用了大量的销售面积并高薪雇佣专业销售人员，然而商品价格不具有明显的竞争力，因此顾客通常在家得宝展示区选定心仪的产品后通过其他途径购买，导致潜在客户转化率不高，产品销售仅占 Expo 门店营业收入的 20% 左右。和普通门店相似的大面积卖场及高于普通门店的员工工资进一步抬升了营业成本，零售部门表现欠佳拖累了营业收入。因此 Expo 门店整体盈利性表现较差，家得宝被迫放缓其扩张速度，并于 2009 年在房地产市场泡沫破裂后关停了全部 Expo 设计中心门店。

2.4.2. 依托成熟商业模式，扩张海外市场布局新增长点

家得宝依托在美国境内获得成熟的商业模式，进入市场情况相似的北美其它市场。在美国国内市场逐渐饱和以及相对竞争优势不再明显的大背景下，家得宝开始在海外寻找新的增长点。加拿大和墨西哥与美国接壤，中产阶级家庭居住方式与美国相似，大多居住于城市边缘的独栋房屋社区中。1994 年美国、加拿大、墨西哥三国签署《北美自贸协定》(NAFTA)，为家得宝的地理扩张提供了重要政策利好。1994 年家得宝收购由公司前董事会副主席创办的 Aikenhead's，迅速进入加拿大人口密集的安大略和英属哥伦比亚省。截至 1999 财年结束时公司在加拿大共拥有 53 家门店。

图 24：1994~1999 年家得宝进入加拿大市场，稳步扩张（单位：家）

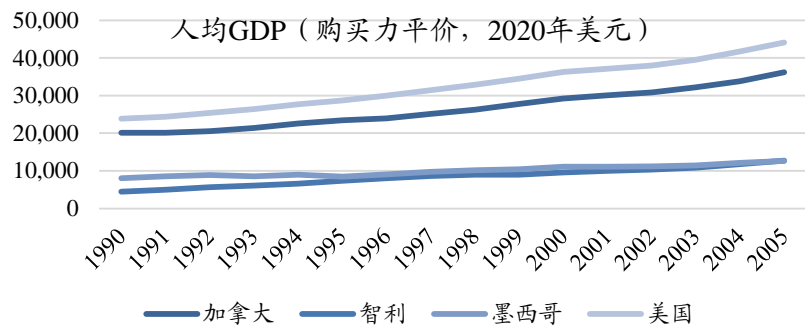


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

中南美洲政局不稳，购买力较弱，难以立足。公司原计划于 1995 年前后进入墨西哥市场，并从 1993 年开始筹划相关项目。但 1994 年墨西哥爆发了严重的政局动荡进而引发“龙舌兰酒效应”，大量外资出逃导致经济危机，公司向墨西哥扩张的计划被迫暂停。1996~1999 年公司在智利和波多黎各分别开设合资子公司并建设 3 家门店。1998 年智利爆发了严重的经济危机，受经济环境影响 2001 年家得宝退出智利市场。此外，中南美洲人口增速高而经济发展相对平稳，导致人均购买力水平明显低于美

国和加拿大且增速缓慢，因此市场前景发展有限。

图 25: 中南美洲新兴市场人均购买力基础薄弱增速缓慢(单位: 美元)



数据来源: 世界银行, 国泰君安证券研究

3. 探索与冲击 (2000~2010): 战略扩张收效甚微, 金融

危机冲击

从战略转型的探索到危机中优化运营体系, 家得宝回归零售主业, 构建人才的核心竞争力。随着管理层的变更, 企业管理思路发生相应调整, 经营战略从内生增长发展零售业务向外部收购拓展专业家装业务转型, 产品的价格优势与优质服务的基因被遗忘, 直接导致家得宝的快速发展势头被按下了暂停键; 此外, 对高利润率的追求导致人力开支的削减, 更是主动放弃了多年培育的优秀人才这一核心竞争力。波动全球的金融危机导致美国房地产交易量骤减, 进一步影响家得宝的销售。公司在危机中优化运营体系, 全面重建零售供应链, 并将专业批发业务剥离回归零售市场, 重启股权激励机制强化对人才核心竞争力的构建。

3.1. 2000~2007 年: 战略扩张进入专业家装批发市场, 收效甚微拖累零售主业

2000 年, Robert Nardelli 接任家得宝 CEO 和总裁, 背离家得宝以价格优势和优质服务占领零售业的企业哲学, 企图通过纵向收购进军专业家装批发市场。家得宝在 1990 年代起逐步重视专业家装市场, 但主要关注 BIY-Pro 模式下零售式专业市场。面临着保持高增长的压力, 接任 CEO 和总裁之后的 Nardelli 带领下的家得宝试图全面扩张进入专业家装市场, 通过纵向收购单品类批发商及零售商抢占大型家装企业订单。在此期间, 家得宝对信息系统的升级优化始终推进, 在各个环节持续提升效率。

表 2: 家得宝在 2000~2007 年进行多次重大收购

年份	收购事件
2001	收购 Your Other Warehouse 和墨西哥 TOTAL HOME 公司, 进入墨西哥市场
2002	收购家居装饰连锁店 Del Norte, Floors 公司, Arvada Hardwood Floor 公司和 Floorworks 公司, 家得宝成为房屋地板领域最大的全品类销售商
2003	收购美国屋面和围墙安装服务公司 Installed Products USA, 窗户和壁板安装服务公司 RMA Home Services 和维护、维修和运营产品公司 Economy Maintenance Supply Company
2005	收购建筑材料公司 Contractors' Warehouse, 管道、配件、阀门等服务和维修公司 National Waterworks 和木材和建筑材料供应公司 Williams Bros.Lumber Company

2006

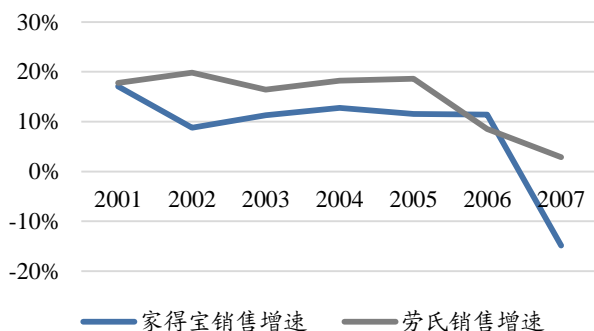
收购 Home Decorators Collection 公司，美国最大的家居零售商 Hughes Supply；收购家世界连锁超市有限公司
12 家门店进入中国市场

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.1.1. 战略转型期的负面表现：专业家装批发市场存在进入壁垒，对总体增长贡献有限

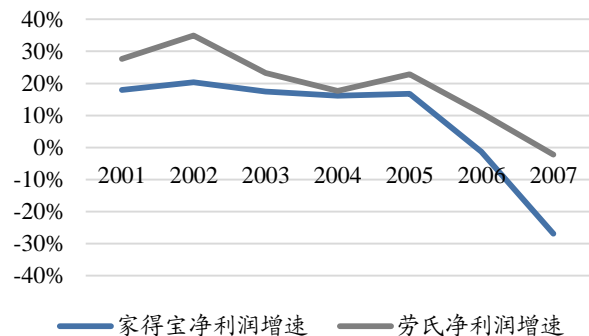
专业家装批发市场中供应关系稳定，家得宝难以抢占市场，销售增速放缓。家得宝将收购的连锁零售门店和新建的面向专业家装企业的门店组合成为 Home Depot Supply 系列门店，但专业家装市场中的供应关系稳定，且利润空间较低，难以实现快速增长。家得宝对新业务的投入导致其赖以生存的传统零售门店扩张资金不足，销售增速明显放缓。同期主要竞争对手劳氏把握机会高速发展，抢占家得宝市场份额。家得宝销售增速放缓也反映在其股价表现上，2000~2007 财年，竞争对手劳氏股价上涨约 200%，而家得宝股价整体呈负增长；从对应的 PE 对比来看，家得宝的 PE 估值水平低于劳氏。

图 26：2000~2007 年家得宝销售增速明显落后竞争对手



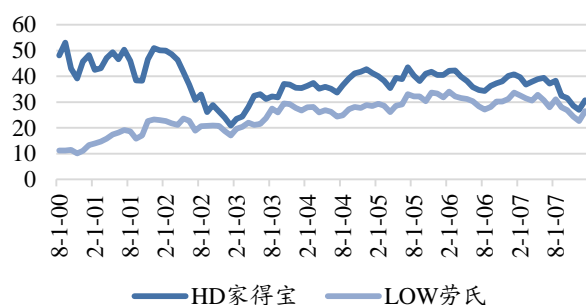
数据来源：FactSet，国泰君安证券研究

图 27：2000~2007 年间家得宝净利润增速落后竞争对手



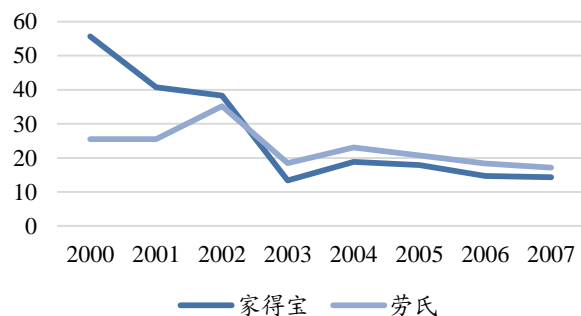
数据来源：FactSet，国泰君安证券研究

图 28：2000~2007 年家得宝股票价格表现明显弱于竞争对手（单位：美元）



数据来源：FactSet，国泰君安证券研究

图 29：2000~2007 年家得宝 PE 比率降至竞争对手之下

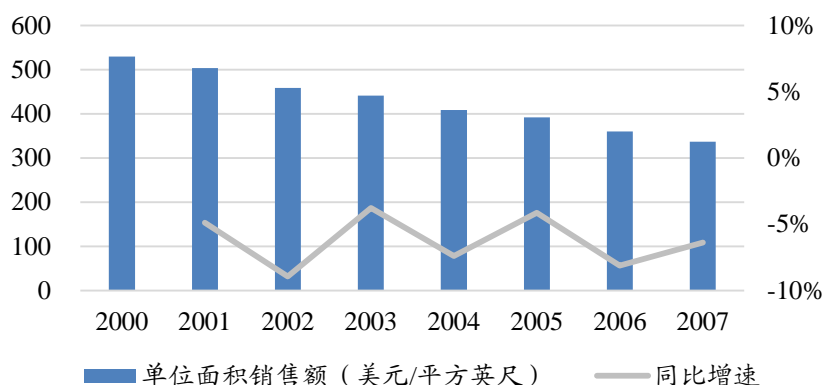


数据来源：FactSet，国泰君安数据研究

外部竞争激烈，专业工装部门表现不佳，公司坪效明显下降。2000~2007 年间，主要竞争对手劳氏大力扩张新门店，从其传统的美国乡镇地区市场，进入家得宝主导的大都会地区，劳氏以装潢明亮的门店和优质的厨房、浴室产品线迅速吸引了都市女性消费者。同期家得宝将主要重心放在向专业市场扩张以及优化成本控制，而其专业批发市场业务增速无法

与传统零售业相比，且新增收入占比相对较低，拖累公司总体经营表现。此消彼长之下，家得宝单位面积销量出现持续下滑。

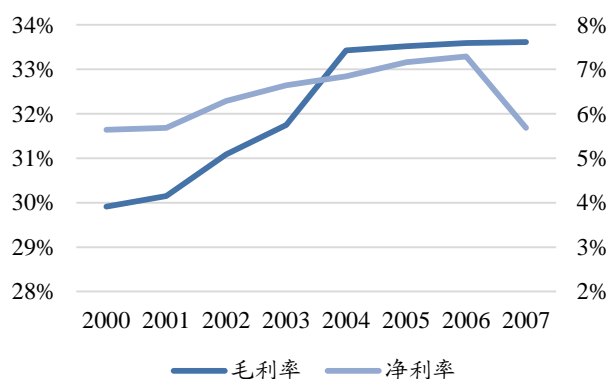
图 30：2000~2007 年家得宝单位面积销售额持续下滑



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

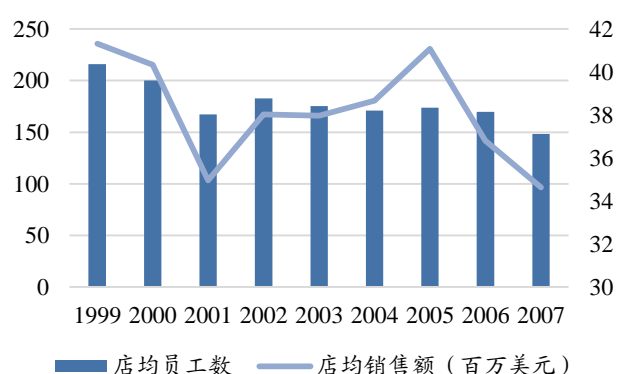
削减人力开支，追求高利润率，背离早期企业文化。，家得宝新任 CEO Nardelli 曾长期就职于通用电气，其采取的经营策略是在发展到成熟阶段的制造业企业中削减开支、提高利润、实现增长，以及以量化的财务指标衡量、评价经营表现。家得宝作为新兴的零售业巨头，其经营重心一直在快速扩张市场，将高素质销售人员作为主要竞争优势。面对竞争对手的压力，作为外来职业经理人的 Nardelli 希望通过良好的财务比率来迎合公司股东的需求。2000~2007 年期间，家得宝降低了全职员工的比例，从 1990 年代末的 90% 以上降至 2007 年的 67%，并削减了单个门店员工人数。公司削减人力成本及其它经营成本的增长方式尽管在短期内提高了毛利率和净利润率等财务指标，但限制了家得宝的市场扩张。1999~2007 年，家得宝门店平均年销售额成波动下降趋势，结束了此前连续二十年的持续提升。

图 31：2000~2006 年家得宝毛利率、净利率提升



数据来源：彭博数据，国泰君安证券研究

图 32：2000~2007 年家得宝店均员工数、销售额下降

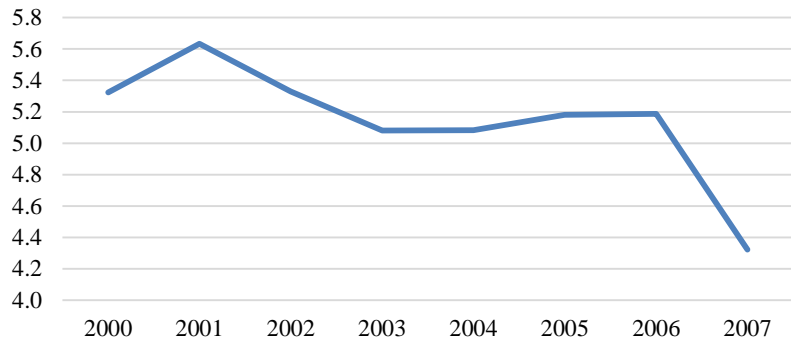


数据来源：彭博、公司财报、FactSet，国泰君安证券研究

急功近利的改革措施适得其反，库存周转率不升反降。从 1990 年代后期开始，家得宝的年库存周转率从巅峰时期的 6.5 左右下降至约 5.5，提高了主营业务成本。2001 年起，新的高级管理层要求各门店经理提高库存周转率，但门店经理普遍缺少精确的销售数据和相关的分析、管理能

力。为达到要求，门店经理开始成比例减少全部品类库存，导致部分货架长期缺货，严重影响顾客消费体验和门店销量。在短暂的提升之后，库存周转率提升计划破产，年库存周转率降至 5 左右。

图 33: 2000~2007 年家得宝库存周转率呈现下降趋势

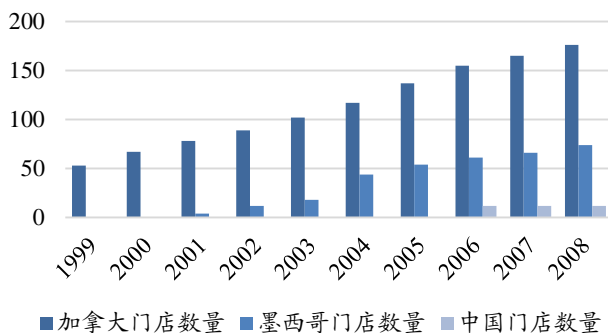


数据来源: FactSet, 国泰君安证券研究

3.1.2. 战略转型期的积极表现: 海外市场取得一定成效, 信息化优化持续推进

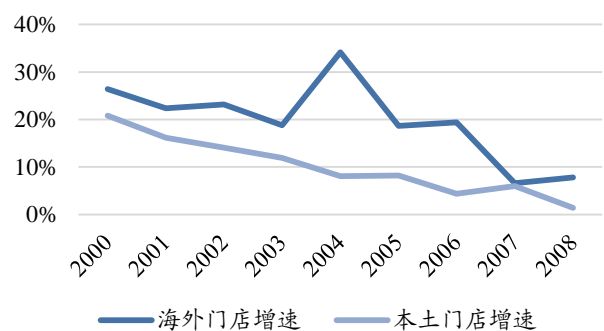
进一步发展海外市场, 取得一定成效。除专业批发市场外, 家得宝将海外市场视作另一个创新转型的目标。家得宝于 2001 年进入墨西哥市场, 至 2007 财年末拥有 66 家门店, 销售收入超过 10 亿美元, 迅速扩张成为墨西哥最大家居零售商。加拿大市场门店数量从 2001 年至 2007 年由 67 家增长至 165 家。家得宝于 2007 年进入中国市场, 收购家世界 (The Home Way) 旗下 12 家门店。2000~2007 年间, 家得宝海外门店扩张速度整体快于本土扩张速度。2005 年家得宝海外营业收入占总营收 6.5%, 至 2007 年上涨至 9.6%。

图 34: 2000~2007 年家得宝海外门店数量提升 (家)



数据来源: 彭博数据, 国泰君安证券研究

图 35: 2000~2007 年家得宝海外扩张速度快于本土



数据来源: 彭博、公司财报、FactSet, 国泰君安证券研究

委托-代理人矛盾日益凸显, 顾客、员工、股东与高级管理人员冲突逐步积累。管理权力集中化、营业结果量化对比颠覆了家得宝长期以来的去中心化、自主创业的企业文化; 大幅提高的兼职员工比例破坏了家得宝员工以专业和服务为导向的公众形象, 降低了客户服务的质量, 并伤害了全职员工的感情和利益; 与竞争对手股价相比的明显弱势表现伤害了持股股东的直接利益。以 Robert Nardelli 为首的高级管理人员在家得宝发展“失去的七年”期间个人收益与公司营业表现基本脱钩, 并在董事会的漠视下架空股东大会的质询权力。在 2007 年, 矛盾爆发, Robert

Nardelli 以 2.1 亿美元的离职补偿与董事会达成和解，离开管理团队。

公司持续进行信息系统升级迭代，在门店、供应端、物流等多个各个环节提升效率。公司在进行战略转型的尝试过程中并非放松对信息系统的优化升级，2001~2007 年期间进行多项改善与优化，不断提升门店运营、供应商、物流配送等环节的效率，进一步优化成本。

表 3：2000~2007 财年，公司持续进行信息系统升级实现效率提升与成本降低

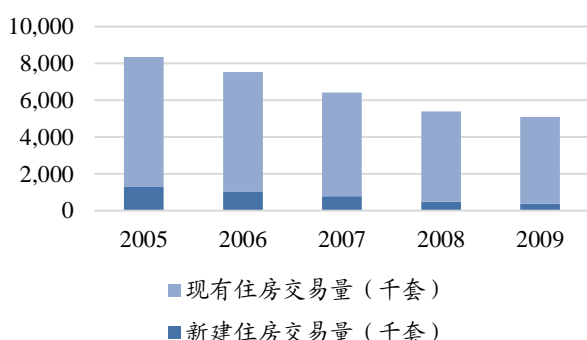
时间（财年）	具体措施
2001	①公司加强供应链系统，引入投标优化工具；②实施卡车运输管理系统和海关系统以提升运输环节效率；③针对进口环节开发并实施预测系统，向进口配送中心推出通用的配送系统从而提升效率；④针对供应商实施了基于 Web 的发票系统，截至 2001 财年末有超过 900 家供应商使用等
2002	公司的信息技术升级集中在门店终端，例如引入自助结账系统并全面更换升级 POS 系统，为门店经理提供工作管理工具从而更好的分配员工限时供应客户需求；针对产品规划引入了自动化工具，实现产品的分类规划、定价、降价与空间管理等
2003	构建企业级数据库，获取供应商及销售相关信息；推出 www.homedepot.ca 服务加拿大客户等
2004	在奥斯汀开设第一个科技中心用于配备工程师和软件开发人员；加强 www.homedepot.com 的内容并增加功能，使潜在客户可以方便地在网上注册并进行上门咨询，提升在线服务的内容质量和数量；实施 SAP 财务系统、新的人力资源系统；通过新的企业级数据库支持销售、库存及人力资源等信息存储和管理等
2005	在奥斯汀开设第二个技术中心；在 1272 家门店安装自动收银机；集中自动补货占门店销售额 20%；为墨西哥零售业务实施新的财务系统、升级客服中心、改进网站等
2006	通过第三方信贷提供商提供无担保的房屋改善贷款项目等
2007	超过 650 家门店配备新电脑设备等，超过 1100 家门店更新自助结账设备；门店进行设计系统升级，安装无线电呼叫系统满足客户选购商品过程中的服务需求；ERP 系统开发取得显著进展等

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

3.2. 金融危机波动全球经济，危机中全面重建零售供应链

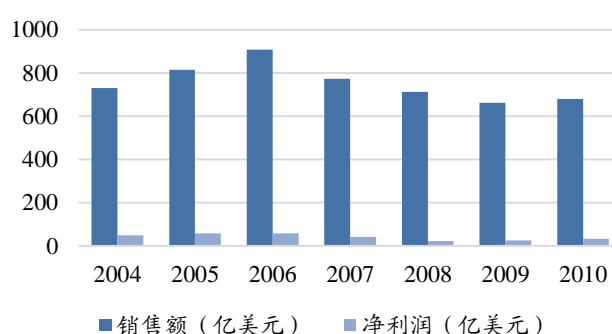
公司泡沫破裂，住房交易量骤减，家居产业受到冲击。2007 年美国房地产泡沫破裂，房地产交易量骤减，紧随而至的 2008 年国际金融危机进一步打击了美国家庭的收入预期和房地产投资需求。在 2007~2009 年之间，美国住房交易量明显下降，翻新家装市场随即出现明显收缩。受其影响，家得宝的销售额也出现对应的下跌。从 2005 至 2009 年美国住房交易量年复合减少 11.46%；同期，家得宝销售额年复合降速为 5.08%，净利润年复合降速 18.15%。

图 36：2005~2009 年美国住房市场交易量骤减



数据来源：DoHUD, Bureau of Census, 国泰君安证券研究

图 37：2006~2009 家得宝年销售额、净利润持续下跌



数据来源：FactSet, 国泰君安证券研究

房地产泡沫引发全面金融危机，银行业普遍采取保守姿态，信用紧缩进一步打击消费。2008 年以后，房地产泡沫通过证券化次级贷和金融衍生品传导至金融行业。2008 年 9 月，雷曼兄弟申请破产保护，各商业银行均采取保守姿态，提高超额储备并谨慎放贷。严重的信用紧缩以及实体经济衰退严重打击美国家庭消费能力。2007 年至 2009 年，美元 M1 狭义货币供应乘数从 1.6 下降至 0.8，标志着史无前例的信用紧缩开始；同期，人均 GDP 震荡下跌出现负增长。

图 38：2007~2009 年美国 M1 货币乘数迅速下降，出现信用紧缩

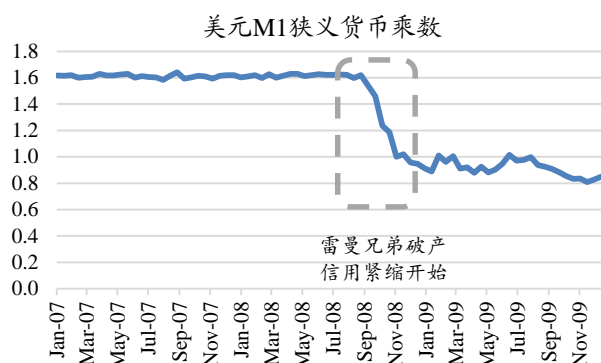
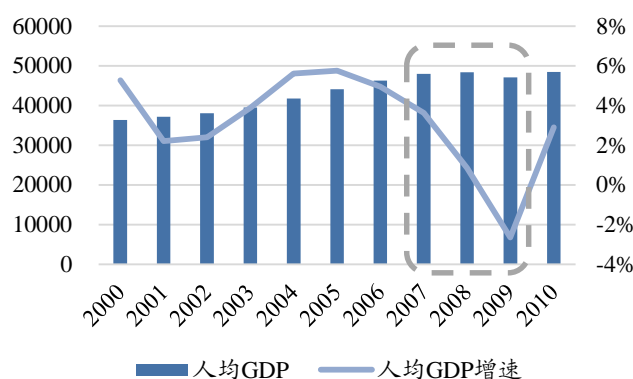


图 39：2007~2009 年美国人均 GDP 出现负增长（单位：美元）



数据来源：FRED St. Louis Fed，国泰君安证券研究

数据来源：FactSet，国泰君安证券研究

在危机中优化运营体系，全面重建零售供应链。家得宝早期发展中追求门店扩张和扁平化管理体系，超过 70% 的商品由各门店经理负责单独订购，企业总部主要负责维护与制造商的关系以及大宗商品采购。随着家得宝门店数量高速扩张，传统的分散采购方式给门店库存管理、供货商订单管理及缺货商品补充带来了巨大压力，进而造成成本提升、消费体验下降。2007 年起，家得宝试点并迅速推广“快速配送中心（RDC）”：采取集中采购、越库配送的方式，降低采购和物流成本；实现快速自动化越库、灵活分配，提高库存管理效率，保障商品及时补库。每 1 座 RDC 约覆盖 100 家门店，至 2009 年末家得宝共建成并投入使用 12 座 RDC，覆盖约 1250 家门店，占美国门店数量 65% 左右。截至 2009 财年底，约 70% 商品实现了集中采购、自动化补货。此外，家得宝继续推进信息系统的而升级优化，持续提升效率。

表 4：2008~2010 财年，公司持续进行信息系统升级实现效率提升与成本降低

时间（财年）	具体措施
2008	构建新的仓库管理系统支持美国和加拿大门店；实施升级后的运输管理系统，配送中心完成技术更新，并实施改进后的中央自动补货系统；新的 EPR 系统应用到加拿大地区的门店及配送中心等
2009	继续实施新的仓库管理系统及新的运输管理系统，加强中央自动补货系统；对现有应用于商品分类管理、预测和补库的信息化工具进行改进等
2010	将仓库管理系统推行到分销网络实现运费成本降低，实施新的库存预测解决方案；改善销售系统的工具；实现客户分析功能从而更好的了解消费者行为等；

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 40: 家得宝 RDC 内景



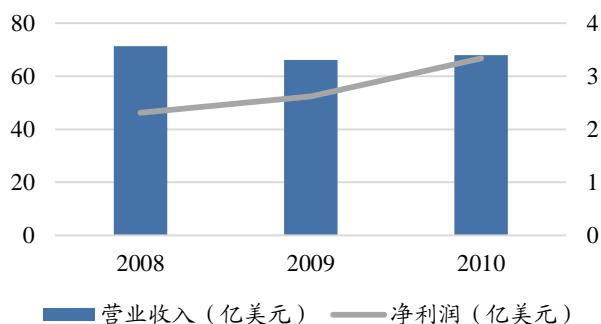
数据来源：公司官网

剥离专业批发业务，经营重心回归零售市场。管理层调整之后，房地产市场下行压力逐步凸显，公司迅速明确发展方向仍为零售市场。家得宝于 2007 年 8 月将 Home Depot Supply 专业批发业务整体出售给多家私有资管公司，出售价格约 83 亿美元，略低于其账面价值。此后家得宝将经营重心转回传统零售市场，充分发挥其积累的竞争优势。

翻新产品线，强化零售业务。2007 年起，家得宝回归 20 世纪 90 年代中期的零售业务发展方向，通过产品线选择和更新与竞争对手实现差异化定位，避免同质化竞争。公司主打创新、环保、轻奢三大产品导向，分别针对年轻家庭、社会责任导向家庭和上层中产阶级家庭，逐步夺回零售市场的领导地位。

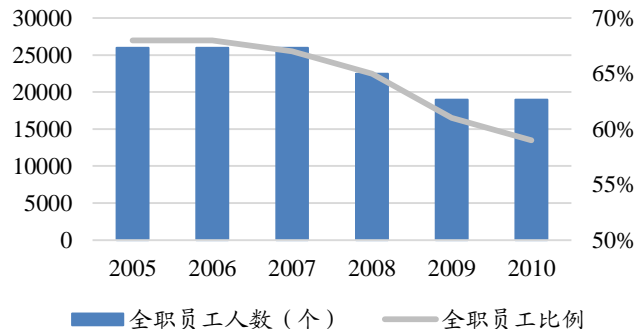
重启员工激励计划，雇佣门店技术指导提升员工能力。2000 至 2007 年，家得宝提高临时员工比例以压缩成本，临时员工享受不到任何与销售成果相关的激励政策，工作积极性较低。而由于门店推行数据导向评判机制，门店经理追求低成本率，导致全职员工及基层管理人员激励项目实际陷入停摆，直接导致家得宝出现严重的人员流失现象。2007 年房地产市场崩溃带来的家居行业巨大下行压力迫使家得宝推行激进的成本控制计划，进一步压缩全职员工比例，有效实现成本节约。2007 年以后，家得宝推出针对门店经理的股权激励机制，针对全职销售人员的 Honor Badge 计划，以及针对临时员工的和销售业绩对应的 Success Sharing 计划，2007 年家得宝全职员工离职人数较前一年下降 20%。2008 财年，公司向临时员工发放了超过 8800 万美元的激励基金，重启员工激励计划。此外，公司雇佣持有执业证书的电工和管道工作为技术指导，为客户提供专业支持并对普通员工进行培训，进一步提升员工服务能力。

图 41: 2008 年起公司净利润逐步修复



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 42: 2007~2010 年家得宝削减全职员工人数和比例



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

4. 重启与聚焦 (2010 至今): 回归零售, 积极探索线

上线下融合

运营效率不断提升, 积极探索线上线下的融合, 疫情爆发推动翻新需求提升且实现终端零售超预期增长。回归零售主业的家得宝逐步剥离不良资产, 文化差异导致海外扩张计划停止并将发展重心集中在北美市场, 对供应链的全方位改革推动经营状况持续向好及效率提升。此外, 公司积极顺应客流结构变化, 通过 O2O 模式推动线上线下一体化发展, 不断夯实北美家居市场龙头地位。2020 年全球新冠疫情爆发反而推动了公司逆势增长, 消费者居家办公带动了翻新房屋需求提升, 终端零售实现超预期增长。

4.1. 剥离不良资产, 专注北美市场家居零售业务

聚焦北美市场家居零售业务, 暂停海外大规模扩张。自创立以来, 家得宝曾多次试图进行全球化扩张, 曾尝试进入的市场包括北美市场、中南美洲市场、东亚市场、中西欧市场。由于文化差异、经济环境、消费者需求等因素, 家得宝的美国本土成功的运营经验并未实现在全球大范围的复制, 截至 2010 年, 中国市场是家得宝仅存的北美以外市场, 到 2013 年中国市场的门店全部关停。

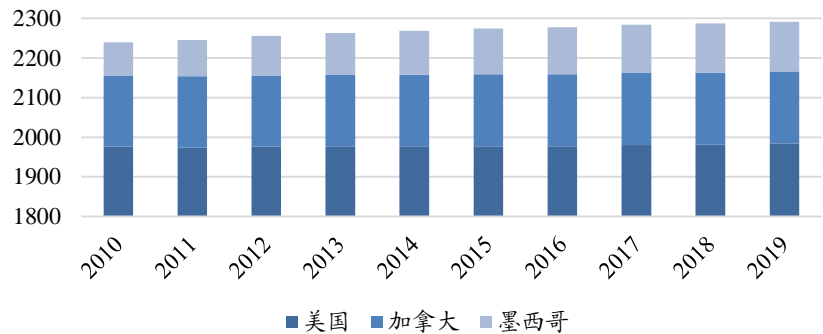
4.1.1. 放弃大规模海外扩张, 专注北美市场

家得宝忽视文化差异, 中国门店经营不佳并最终退出市场。中国与北美三国文化差异巨大, 家居装潢消费模式、消费场景均有明显差别。家得宝奉行的实用主义、自主创业的企业文化, 以及随之而来的 DIY 消费模式、专业化销售人员、粗旷简洁的销售空间均不能适应中国城市中产阶级消费者的消费预期。相比宜家家居明亮舒适的体验式购物空间, 家得宝的卖场无法充分吸引中国消费者。家得宝 2006 年进入中国收购家世界 13 家连锁门店, 至 2010 年减至 8 家, 2013 年全部关停。此后, 家得宝暂停所有向北美三国以外的市场扩张计划, 聚焦自身熟悉的市場。

家得宝的销售区域主要是美国、加拿大和墨西哥, 其主要业务区域是美国。家得宝的美国、加拿大店铺数量多年来基本维持不变, 零售渠道布局基本完成, 截至 2019 年末, 家得宝在美国、加拿大分别共有 1984、182 家店铺。墨西哥店铺数量则快速增加, 从 2010 年的 85 家增加至 2019

年的 125 家，年复合增长率达到 3.93%。

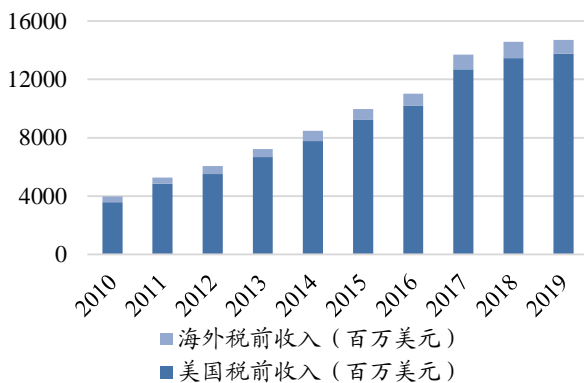
图 43: 美国、加拿大店铺数量基本持平, 墨西哥店铺数量持续增加(家)



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

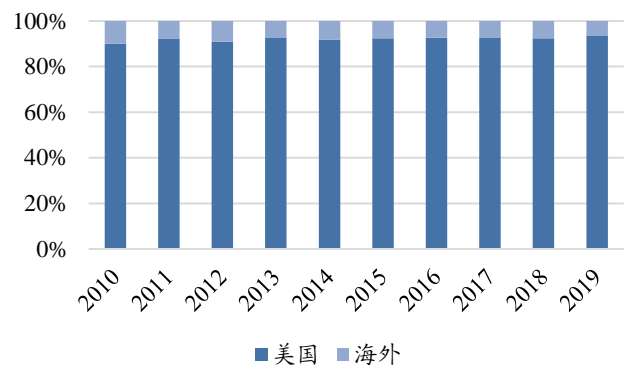
家得宝在美国及海外市场的税前收入持续增长，且收入结构基本维持不变。由于美国市场在人口基数和平均购买力水平上的显著优势，公司税前收入主要来源于美国，在 2010~2019 年期间，美国税前收入占总税前收入比重均达 90% 以上。在努力发展美国本土市场业务的同时，海外业务也得到了等比例的发展，整体来看家得宝的海内外业务发展相对均衡。

图 44: 美国、海外业务税前收入持续增长



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 45: 美国、海外业务税前收入相对比例维持不变



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

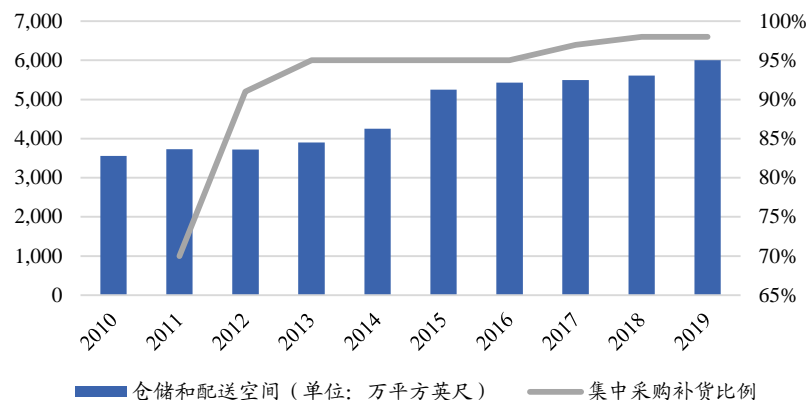
4.1.2. 投资全供应链建设，经营状况持续向好

公司进一步推行对供应链的全方位改革，持续提升提客户体验、控制成本，信息化布局持续推进。家得宝在 2010~2019 年期间主要着重推进供应链优化升级，具体可分为两大阶段：第一，2010~2015 年，公司着重推进供应链各环节硬件设施的建设使用；2015 年至今，公司则着力于细节控制，在现有硬件设施上提高运营效率。其中 2012 年公司收购了数据分析公司 BlackLocus, Inc.，可以提供信息化工具赋能营销团队。

2010~2015 年公司完成供应链硬件基础设施建设。从 2007 年“快速配送中心(RDC)”项目试点并获得成功开始，公司稳步推进 RDC 覆盖范围，于 2015 年以美国 18 座和加拿大 2 座 RDC 设施实现对两国门店的全面覆盖。2012 年，公司完成全部现有 RDC 的机械自动化运行，此后新建的 RDC 也采用相同的自动化体系。在 RDC 之外，公司还根据建设使用了一定规模的传统供货仓库、面向客户的配送仓库、特殊商品仓库、

大件货品仓库等仓储配送设施。从 2010 至 2015 年，公司仓储配送空间从 3560 万平方尺上升至 5250 万平方尺；同期，集中化采购供货比例从 70% 上升至 95%。截至 2015 财年底，公司全供应链基础设施建设基本完成。

图 46：2010~2016 年家得宝的储存、配送空间稳步增加



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2015 年至今，公司提出同步化物流控制，致力于提高供应链运行效率。在成熟的基础设施上，家得宝加强对于全供应链的设计和控制。通过线上系统将客户收货时间窗口、门店收发货时间、配送中心收发货时间、供应商发货时间进行统筹安排，将每环节货运时间精确到小时。在推行同步化改革之前，一件商品从制造商到门店平均需要 11 天时间，在改革后这一时间缩短到 5 天。更快的补货速度帮助客户缩短等待时间并提供更顺畅的购物体验，为公司节省仓储成本、提高销量。

公司积极优化物流配送能力，提升效率并优化客户体验，逐步构架并完善家得宝供应链体系。公司认识到客户的需求正在发生变化，供应链需要满足客户接受产品的方式和时间，需要持续提升供应链平台的供应能力和连通性，实现快捷高效的家居装修的交付能力。2017 年，公司推行了优化后的配送方案，提供 2 小时和 4 小时送货时间窗口，并在部分市场试点货车和轿车选项，加快小额订单配送速度。2018 年，公司通过先进的库存管理系统，可以集中预测和补库门店中超过 98% 的产品，并利用 200 多个配送中心网络（包括快速部署中心、库存配送中心、批量配送中心、直接配送中心），服务门店和客户需求，进一步提升客户体验。

图 47：家得宝构建从工厂到客户的完整供应链体系



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

4.1.3. 主打权威产品，严把质量关，塑造品牌效应

从 2010 年起，家得宝推行权威产品计划，努力提升产品质量。家得宝积

极与各行业领导品牌构建战略合作关系，争取独家销售权。相比 2000 年代初以收购为主的产品线发展思路，家得宝使用独家销售权的形式，事实上控制了一系列品牌，但同时保有了更大的灵活度和利润空间。此外，家得宝对产品质量进行严格把控，打造可靠耐用的产品形象。

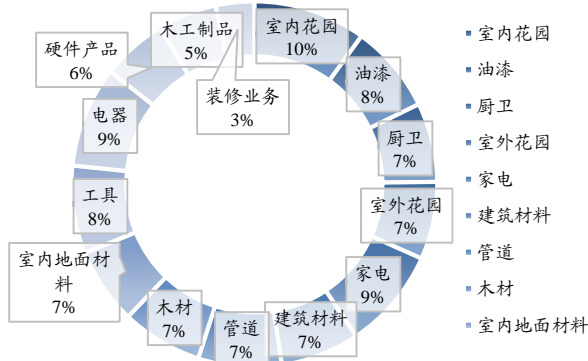
表 5：截至 2019 年，家得宝独家销售的品牌涵盖多个细分领域

品牌名称	产品线	主要产品
Husky®	家装工具	工具箱、工作台、防水手套、手电筒、工作头灯
Hampton Bay®	硬装	室内灯具、吊顶风扇、厨房橱柜
Glacier Bay®	浴室	洗浴设施、抽水马桶
LifeProof®	地面	木质及聚乙烯地板、地毯
EcoSmart®	灯具	全 LED 环保灯具系列
Vigoro®	园艺	土壤、肥料、花架、地膜
Ryboi®	电动工具	电钻、切割机、鼓风机、除草机、割草机

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

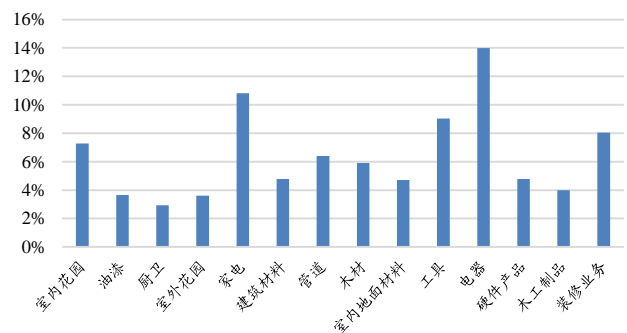
公司各条产品线占比均匀，覆盖个人家装所需全部品类。2019 年，室内花园、家电和电器业务收入所占比重位居前三，分别为 9.97%、8.94% 和 8.93%。2015 年至 2019 年，电器、家电、工具业务收入的年平均增速位居前三，分别为 13.98%、10.81%、9.03%。

图 48：家得宝主要业务及其占比（2019 年）



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 49：家得宝主要业务实现稳步增长（2015~2019 年）



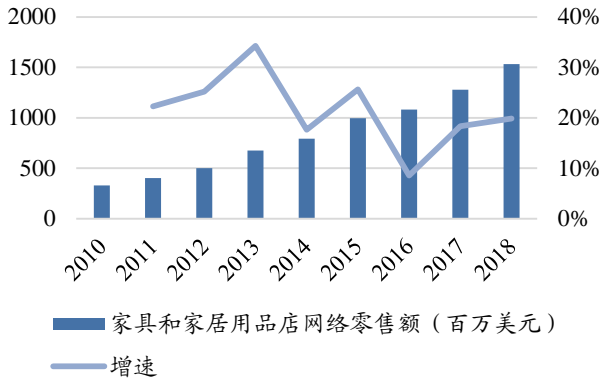
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

4.2. 顺应客户流量来源变化，积极推动线上线下融合

随着信息技术的不断发展，美国网络零售额占零售总额比重、美国家具和家居用品店网络零售额不断增加。根据最新的季度数据，截至 2019 年 6 月，美国网络零售额占零售总额比重已达到 10.10%。在网络零售额不断增加的同时，家具行业网络销售也在飞速发展。截至 2018 年年底，美国家具和家居用品店网络零售额达到 15.33 亿美元，同比增加 19.86%。

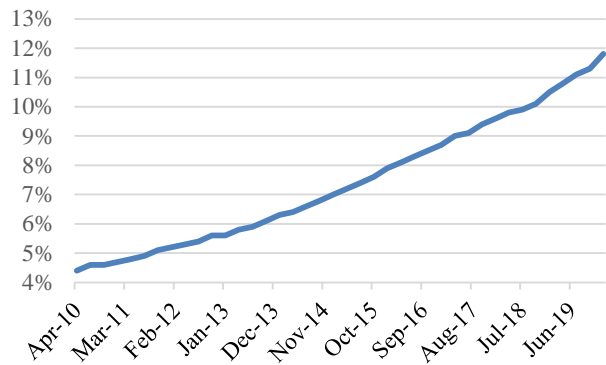
家得宝积极布局线上线下融合的销售布局。在网络购物快速发展的同时，家得宝也在线上销售方面不断布局，通过 O2O 模式推动网店和门店一体化，尝试跨多个渠道为消费者提供无缝购物体验。通过线上线下融合的积极布局，2011~2019 年家得宝的线上销售额占比持续提升，客户交易次数稳步提升并保持在相对高位。

图 50: 美国家具和家居用品店网络零售额不断增加



数据来源: 美国商务部普查局, 国泰君安证券研究

图 51: 美国网络零售额占零售总额比重不断增加



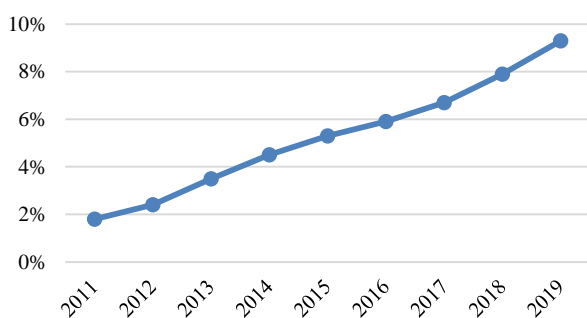
数据来源: FRED, 国泰君安证券研究

表 6: 家得宝进行线上线下融合的销售布局

年份	事件	意义
2011	推出 BOPIS 计划	使顾客可以在线购买、线下商店取货
2012	推出 BORIS、BOSS 计划	使顾客可以在线购买、线下商店退货; 在线购买、订单运输至线下商店
2013	使用了第一代 FIRST 电话	协助 BOPIS、BOSS 计划更好的开展
2014	开始了 BODFS 试点; 推出了新的客户订单管理平台 (“COM”)	使在线下达的订单能从商店送达到客户的家庭或工作地点; 使商店的合作伙伴, 供应商和客户都将能够在线访问相关的特殊订单信息
2015	使用了第二代 FIRST 电话, 收购 Interline Brands	能在高峰流量时段为客户加快结账流程, 能在线查找产品并检查现有库存; 开发 Pros 用户
2016	启用新的客户订单管理平台 (“COM”) 为在线订单启用了动态 ETA 功能; 全面推出了 BODFS 计划;	根据客户的位置为客户提供更快、更准确的交货日期; 使在线下达的订单能从商店送达到客户家庭或工作地点; 在线流量增加、在线销售转化率提升, 线上销售额同比增长 19% 以上
2017	实施了一个新的电子商务平台; 全面实施四个相互关联的零售项目 (BOPIS、BOSS、BORIS 和 BODFS)	增强了搜索和移动功能, 提高了结账速度, 并扩大了与在线联系中心的聊天功能; 2017 年美国的在线订单有超过 45% 是在实体店完成
2019	推出店内导航手机软件	帮助客户在各个门店内寻找商品, 提升客户的购物体验

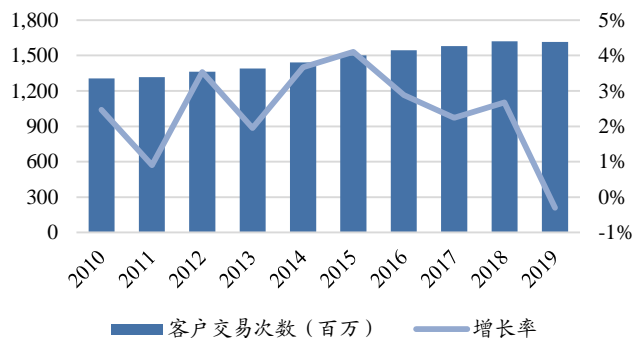
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 52: 家得宝线上销售额占比快速增加



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

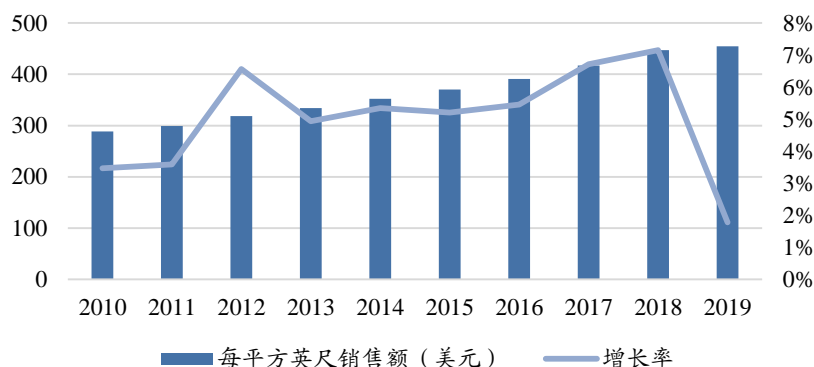
图 53: 家得宝客户交易次数稳步提升并保持高位



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

线上线下一体化措施推动每平方英尺加权平均销售额快速增长。线上销售平台不仅给客户提供了多样、便捷的购物方式，也促进了线下交易额增加。截止 2019 年年底，家得宝每平方英尺加权平均销售额达到了 454.82 美元，2010~2019 年期间年复合增速 4.65%。

图 54: 家得宝每平方英尺加权平均销售额快速增长

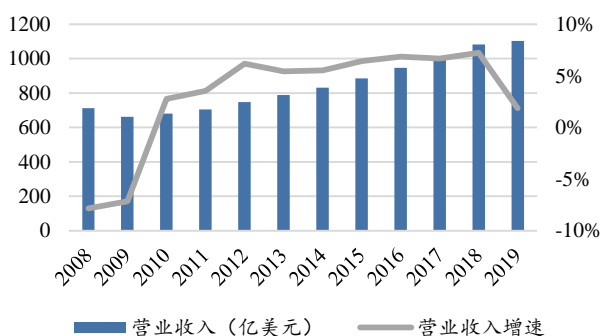


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

4.3. 保持行业龙头地位，发展趋于成熟稳定

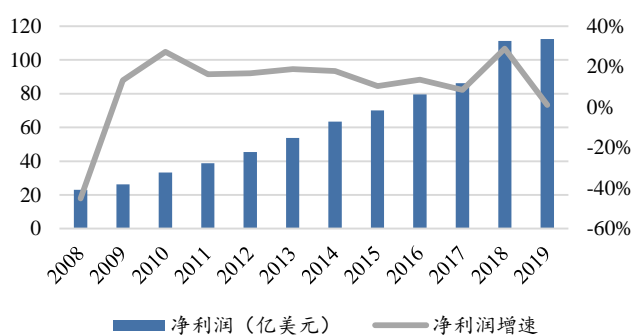
近十年来，家得宝营业收入、净利润稳中有增。随着公司在金融危机后重新聚焦零售主业、积极发展线上线下业务协同布局以及在信息化和供应链环节的持续迭代，营业收入增长率、净利润增长率均由负转正，并保持相对稳定水平。2019 年公司营业收入为 1102.25 亿美元，同比增长 1.87%，净利润为 112.42 亿美元，同比增长 1.09%。

图 55: 家得宝营收企稳，增长率由负转正



数据来源：FactSet，国泰君安证券研究

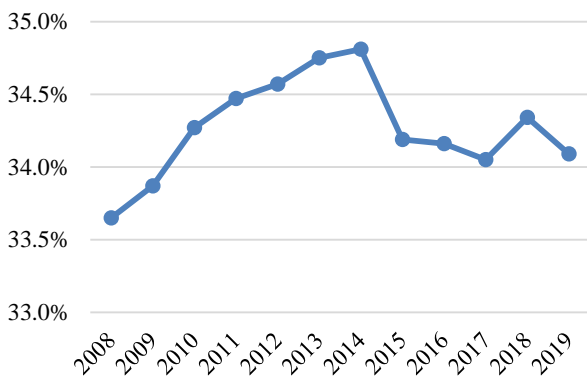
图 56: 家得宝净利润稳中有增



数据来源：FactSet，国泰君安证券研究

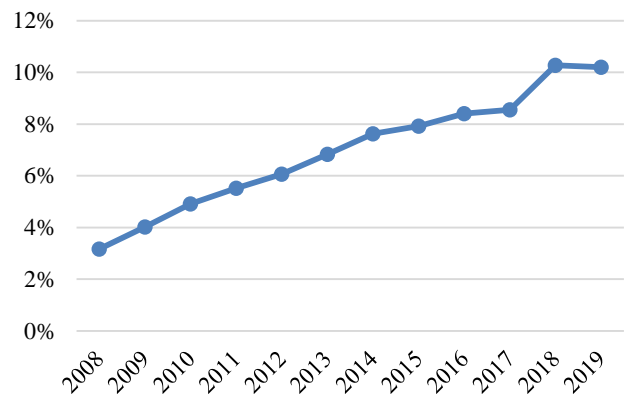
家得宝毛利率水平连续十一年超过 30%，净利率持续上升并维持在较高水平。全球直采、集中采购以及不断优化的供应链使得家得宝供货成本较低，毛利率长期以来维持在较高水平。此外，2008 年以来公司不断优化自己的业务，重新聚焦于零售端，信息化持续迭代升级带动效率提升及成本进一步优化，净利率持续上升并维持在较高水平。

图 57: 家得宝毛利率先增后减, 仍维持较高水平



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

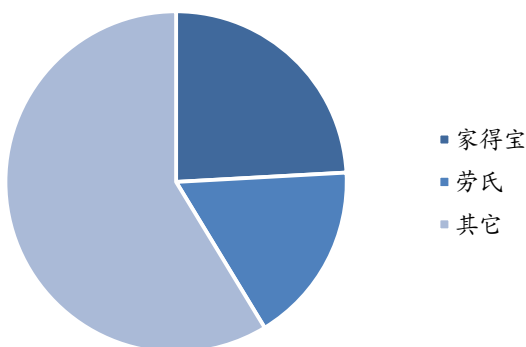
图 58: 家得宝净利率持续上升, 并维持较高水平



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

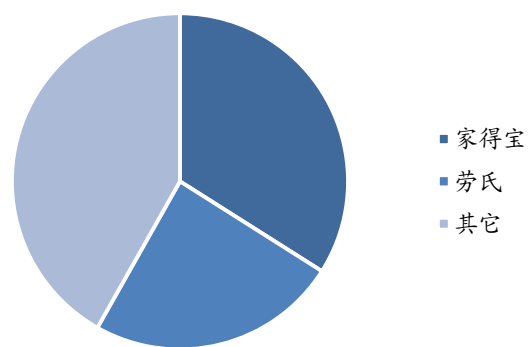
家得宝稳定保持北美家居市场龙头地位, 发展趋于成熟。北美家居市场经过几十年变迁, 已经由高度碎片化市场整合形成大型连锁零售品牌服务翻新家装客户、制造商及品类专卖店服务建筑企业的局面。家得宝及其主要竞争对手劳氏作为两大连锁巨头占据了整个家居建材市场超过 40% 的销量; 而在零售市场, 两巨头占据近 60% 的销量。

图 59: 2019 年家得宝、劳氏占整体家装份额超 40%



数据来源: HIRI, 公司年报, 国泰君安证券研究

图 60: 2019 年家得宝、劳氏占零售家装份额近 60%



数据来源: HIRI, 公司年报, 国泰君安证券研究

家得宝将分红率提高至 50% 以上, 逐步走向平稳发展。由于实体零售市场日趋饱和, 大量资本投入不再必要或合理, 家得宝管理层及董事会自 2011 财年起将目标分红率提高至 50%, 并开始使用多余现金流回购流通股。公司运营由扩张期平缓过渡至成熟期。

4.4. 疫情爆发或成为催化剂, 终端零售实现超预期增长

2020 年上半年, 新冠疫情席卷美国各地, 家装零售行业因此逆势增长。疫情期间, 居家隔离令逐步推广实施, 大量行业取消线下办公, 中产和中产阶级劳动力被迫回归家庭, 居家时间显著增长, 因此许多消费者借此时间翻新房屋提升居住体验。2020 年上半年, 家得宝销售收入由 2019 年同期 572 亿美元增长至 663 亿美元同增 15.9% 达到近年来半年度增速高点, 其中三大产品线建材、内饰、硬件同比增长相对均衡。第二季度销售单数和每单销售额分别同比增长 12.3% 和 10.1%, 反映出疫情后消费者居家对住宅翻新的强劲市场需求。同期, 家得宝为员工提供了额外

的带薪假期和加班补助稳定员工团队，销售及行政开支由 100 亿美元增长至 122 亿美元，同比增长 22%。疫情期间公司和供应商积极配合，保证供货充足，第二季度年化库存周转率达到了 6.1，明显高于近年来 5 左右的平均水平。净利润由 59.9 亿美元增长至 65.7 亿美元，涨幅约 9.6%（半年度净利润未经审计）。

图 61：2020H1 家得宝营收增速加速提升

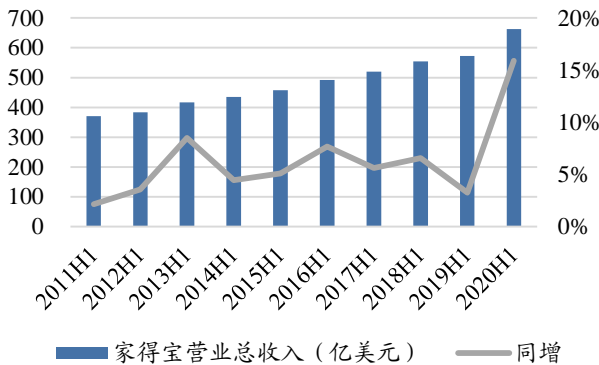
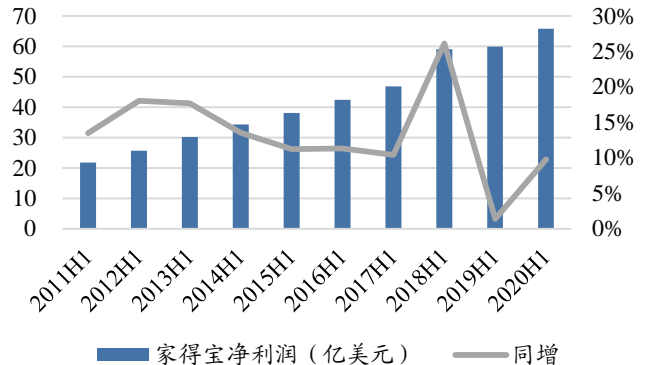


图 62：2020H1 家得宝净利润实现稳步增长



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

5. 复盘家得宝，探寻国内家具行业启示

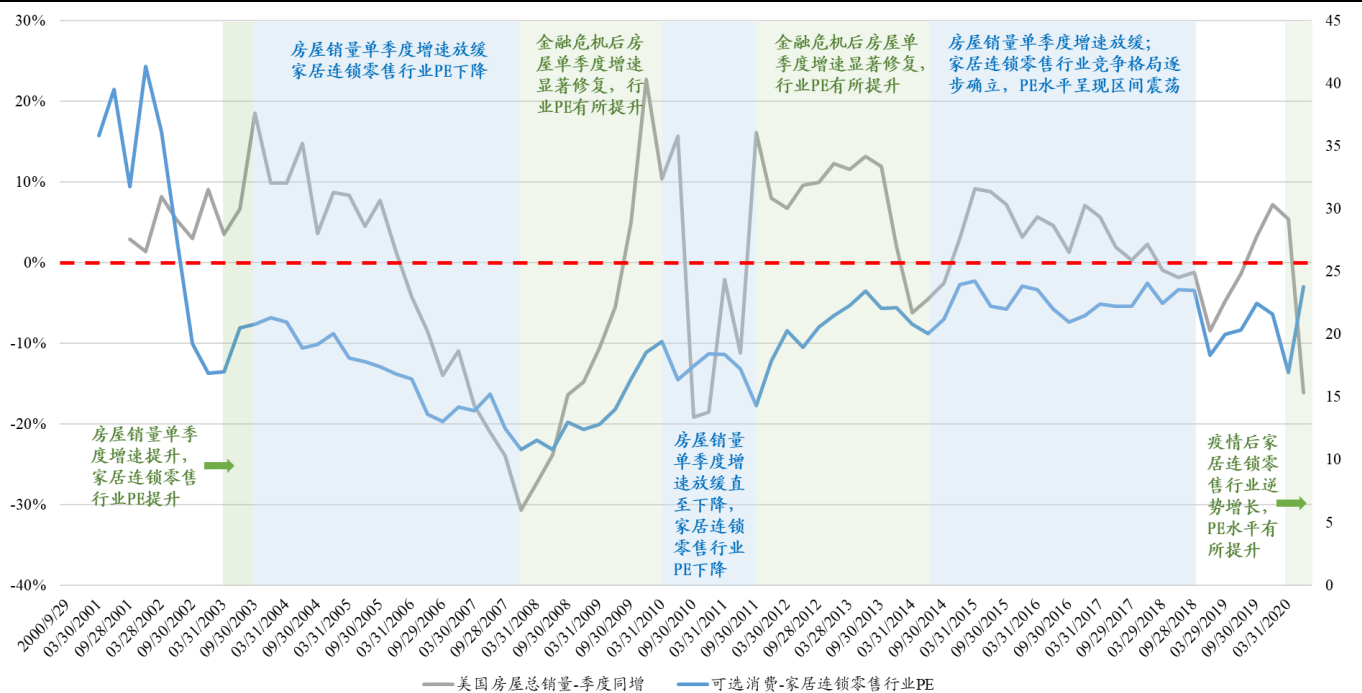
家得宝对国内市场的启示：构建自身发展护城河，充分发挥竞争优势，实现企业价值创造。复盘家得宝近六十年的发展历程，我们进一步理解了一家优秀的公司如何在广阔的市场空间探寻并坚守自我，不断构建自身发展的护城河，在行业从分散到集中的过程中成长为行业的龙头，历经多年发展在资本市场上不断为投资者创造超额收益。第一，顺势而为，从消费者出发，用户体验至上；第二，重视人才，强化员工激励，充分发挥人才在企业过程中的巨大力量；第三，勇于试错，积极探索，在变化中寻找不变的竞争优势。我们认为对比中国市场，家具作为可选消费行业当前仍然呈现大行业、小公司的形态，在从分散到集中的过程中，会诞生适应市场、具有竞争优势的优秀公司并产生较好的投资机会，有望获得超额收益。

5.1. 家居连锁零售行业 PE 水平与美国房屋总销量增速变化存在一定相关性

美国居民住房市场经历早期的市场泡沫、经济危机及后续的低速期之后开始缓步回升，家居连锁零售行业估值水平整体随之变动。复盘美国房屋总销量单季度增速美国家居连锁零售行业 PE 水平，我们发现存在一定的相关性，且并未存在明显的滞后期，主要表现为美国房屋总销量单季度增速提升/下降，PE 估值水平相应提升/下降。20 世纪 80 年代起至 20 世纪末期，家居连锁零售企业通过全新的商业模式整合碎片化市场，同步提高市场体量和市场份额，实现了持续高速增长，估值水平在较高水平。21 世纪初期，美国房屋总销量单季度增速放缓，家居连锁零售模式渐进成熟，市场集中度不断提升，销售额和净利润增速相较于高速增长期有所放缓，行业估值水平随之出现明显下滑。随着金融危机后房屋总销量单季度增速呈现快速修复以及行业总体经营情况改善，带动行业估值水平提升，此后家居连锁零售行业估值与居民住房交易量基本呈同

步波动。2020 年初新冠疫情的爆发促进翻新需求提升，行业经营情况逆势增长，估值水平进一步显著提升。

图 63：2000~2020 年期间，美国居民住房市场经历泡沫破裂、触底回升，家居连锁零售行业估值随之变动



数据来源：FactSet、公司年报，国泰君安证券研究

5.2. 家得宝复盘：中长期业绩稳步增长是超额收益主要来源

- **2000~2002 年：**行业估值水平由高点处约 40X 降至 20X 以下，主要由于家得宝净利润增速相较于高速增长期有所放缓，在与同行业竞争对手竞争中失去明显比较优势，投资者对家得宝估值水平进行调整；
- **2003~2007 年：**房地产市场泡沫逐步形成，净利润随房屋交易量稳步提升，但随着大量资本流入房市，同期美国股市整体估值较低，标准普尔 500 指数平均 PE 长期维持在 20X 以内，2007 年房地产市场泡沫破裂之前，房屋交易量减少，家居连锁零售行业估值整体提前下跌；公司探索战略转型的实际效果有限，对传统零售业务投入不足导致增速放缓，家得宝的 PE 估值水平低于行业；
- **2007~2011 年：**全球金融危机及恢复期间，房屋单季度增速显著修复，家得宝在危机中优化运营体系，全面重建零售供应链，实现较快的净利润增速修复，家得宝的 PE 水平高于行业；
- **2011~2020 年：**房地产市场交易回暖，净利润保持稳定增长，美联储三轮量化宽松政策之后大量资本流入股市，家居连锁零售行业 PE 水平呈现区间震荡，维持在 20X~25X 左右，行业竞争格局趋于稳定，市场份额集中在头部企业；家得宝与行业水平接近；其中 2018 年单季度净利润增速有所抬升，家得宝的 PE 水平高于行业。

图 64: 公司在不同发展阶段 PE 估值水平和行业有所差异



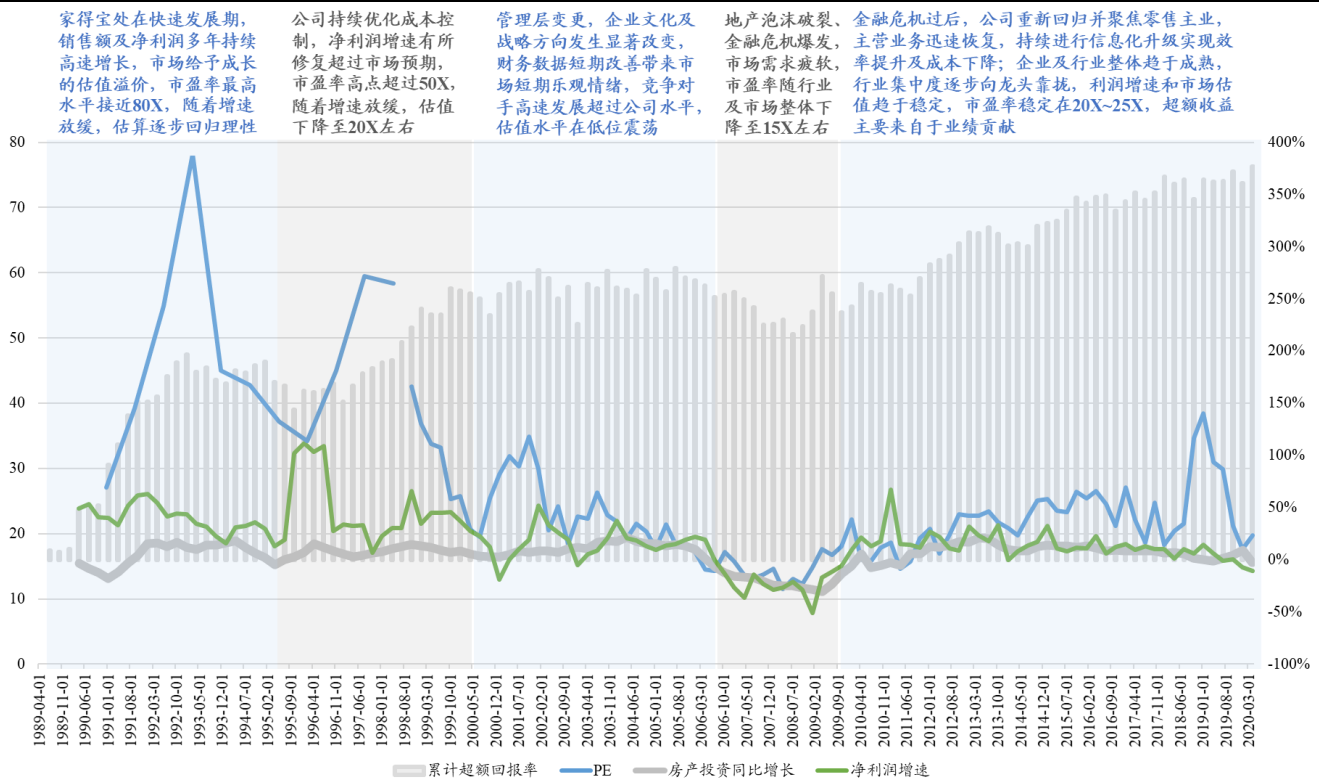
数据来源: FactSet、公司年报, 国泰君安证券研究

家得宝持续创造超额收益，竞争优势得到市场认可。家得宝于 1980 年上市，其在上市后的 20 年时间里实现了公司收入和业绩的持续快速增长，并成为北美家居连锁零售板块的领涨标的和领军企业。从估值方面来看早期超越家居零售板块及零售板块整体平均估值，其最重要的原因在于公司实现了超越同行业水平的长期高速增长。家得宝早期在资本市场上的优异表现主要来自于三方面：

- **行业层面：**独创大规模连锁零售+DIY 客户群的商业模式，通过贴合北美家居消费场景、满足消费者需求迅速扩大客户群，实现了市场规模的持续、高速增长；
- **公司层面：**抢占市场先机，通过地理扩张、品类延伸实现收入的快速增长，迅速整合碎片化的家居零售市场；持续优化内部管理，保持扁平化的管理架构，将优质员工作为企业核心竞争力；
- **标的稀缺性：**家居连锁零售作为高速增长的分领域，头部上市企业主要是家得宝和主要竞争对手劳氏，从品类布局、收入规模及增速以及运营管理等方面比较，家得宝的相对优势更加明显，公司充分享受标的稀缺性的优势。

从战略转型的探索到危机中优化运营体系，家得宝回归零售主业，重新得到市场的认可。随着管理层变更，家得宝背离原有战略方向和核心主业，对新业务的投入导致其赖以生存的传统零售门店扩张资金不足，销售增速明显放缓。同期主要竞争对手劳氏把握机会高速发展，抢占家得宝市场份额。家得宝销售增速放缓也反映在其股价表现上，2000~2007 财年，竞争对手劳氏股价上涨约 200%，而家得宝股价整体呈负增长；从对应的 PE 对比来看，家得宝的 PE 估值水平低于劳氏。随着公司在危机中持续优化运营体系，全面重建零售供应链，主营业务迅速恢复，信息化升级实现效率提升及成本下降，估值水平稳定在 20X~25X，中长期的超额收益来自于业绩的稳步增长。

图 65: 家得宝中长期股价上涨驱动力来自于业绩稳步增长, 随着行业渐进成熟估值水平相对平稳



数据来源: FactSet、Bloomberg, 国泰君安证券研究

5.3. 国内启示及推荐标的: 行业在波动中发展, 持续构建自身护城河

家得宝对国内市场的启示: 构建自身发展护城河, 充分发挥竞争优势。复盘家得宝近六十年的发展历程, 我们进一步理解了一家优秀的公司如何在广阔的市场空间探寻并坚守自我, 不断构建自身发展的护城河, 在行业从分散到集中的过程中成长为行业的龙头, 历经多年发展在资本市场上不断为投资者创造超额收益。第一, 顺势而为, 从消费者出发, 用户体验至上; 第二, 重视人才, 强化员工激励, 充分发挥人才在企业发展过程中的巨大力量; 第三, 勇于试错, 积极探索, 在变化中寻找不变的竞争优势。我们认为对比中国市场, 家具作为可选消费行业当前仍然呈现大行业、小公司的形态, 在从分散到集中的过程中, 会诞生适应市场、具有竞争优势的优秀公司并产生较好投资机会, 有望获得超额收益。

对于国内家具行业, 顺势而为、积极顺应渠道结构变化的重要性不断凸显。中国的家具建材企业对于渠道多样性的尝试与探索不断进行, 传统零售渠道、工程业务、整装渠道的共同点在于其面向的都是终端消费者群体, 不同之处在于经营链条的长短以及产业链过程中的利润分配, 对于企业而言, 中长期追求的是全渠道市场占有率, 积极顺应渠道结构变化的重要性凸显。

随着人均可支配收入提升、消费者对于品质生活的追求, 中国家具行业仍然具有发展空间, 在行业从分散到集中的过程中寻找龙头。我们认为在发展初期, 部分产品处在从无到有、渗透率快速提升, 行业内的参与者普遍享受红利, 短跑冠军或许取得了阶段性胜利; 当行业增速降档后,

长跑比赛才刚刚拉开帷幕，行业发展从“跑得快”向“走得稳”逐渐过渡，从粗放式的快速发展向精细化管理方向变化。家具产品属性的低频次、高客单价决定了消费者行为选择是试错成本较高、冲动消费的可能性较低，并且可能存在更长的决策周期。头部企业呈现较为明显的顺势赚取利润、逆势提升份额的表现。由于行业进入壁垒不高，终端需求呈现长尾分布，行业内存在大量的中小企业，单纯的降价策略无法快速实现集中度提升；而 2020 年的疫情加速了行业洗牌及竞争格局优化，部分中小企业由于资金周转、获客压力等方面主动退出市场，有利于市场份额向龙头的集中。

从赛道来看，我们认为在家具板块中，定制和软体仍然是非常好的选择。市场空间足够大、行业集中度仍然相对较低，定制龙头、软体龙头等头部企业的管理优势正在不断显现，马太效应显著，营收和净利润水平在较高的基数情况下仍能实现超过行业平均水平，有望在市场从分散到集中的过程中抢占更多的市场份额。我们预计行业终极的发展形态不会是一家独大的垄断形式，在现有的分散的市场基础上出现适度集中，因此部分追赶第一梯队、管理优势相对明显的企业，我们认为也会有较好的投资机会。**推荐标的：**欧派家居、顾家家居、志邦家居、尚品宅配。

表 7：轻工行业重点公司盈利预测

公司 名称	收盘价 元	市值 亿元	EPS			PE			评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
欧派家居	107.77	641.94	3.13	3.55	4.28	34.43	30.36	25.18	增持
顾家家居	60.30	381.34	1.98	2.22	2.6	30.45	27.16	23.19	增持
志邦家居	31.02	69.28	1.48	1.70	1.94	20.96	18.25	15.99	增持
尚品宅配	60.80	120.79	2.66	2.80	3.13	22.86	21.71	19.42	增持

注：收盘价与市值截至 2020 年 9 月 30 日，数据来源：WIND，国泰君安证券研究

6. 风险提示

原材料价格波动的风险。家具企业的主要原材料为板材、金属、海绵等，若原材料价格波动，则将影响公司的经营成本，进而影响盈利能力。

地产周期的波动对家具行业需求的影响。家具行业的需求主要来源于新增需求及存量市场的替换需求。若上游地产周期产生相对剧烈的波动，则可能会影响家具行业的需求。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		