

证券研究报告|行业深度研究

轻工制造

行业评级 **强于大市（维持）**

2025年09月16日



家居装潢行业海外研究： 为什么是家得宝？

证券分析师：

李宏鹏 执业证书编号：S0210524050017

李含稚 执业证书编号：S0210524060005

请务必阅读报告末页的重要声明

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- **全球最大的家居装潢零售商，基业长青，市值长牛。**家得宝于1978年成立于美国，是全球最大的仓储式家居建材产品零售与建筑装饰服务商，截止2021年也是全球第五大零售商，营收规模次于沃尔玛、亚马逊、COSTCO等。公司产品种类超过100万种，涵盖了家用电器、家装建材、厨房设备、木材、家居装饰用品、照明用具、木制品等。目前门店遍布美国、加拿大、墨西哥，门店数量达2347家，拥有500余个仓储配送中心与47万名员工。2024年，家得宝实现营业收入1595亿美元、同比+4.5%，实现净利润148亿美元、同比-2.2%；FY1989-2025营收、归母净利CAGR分别达13%、16%。据欧睿，2024年公司在美国家庭装潢与花园零售店市场份额为24.1%，稳居行业第一；公司于1981年上市，目前市值超4000亿美元。
- **与市场不同的观点：**①市场认为，家得宝的成功得益于其成长伴随美国DIY装修需求高增的时代背景，但我们发现，公司创立之际，美国DIY装修需求并不普遍（渗透率仅约5%），更重要的是，公司通过及时洞察装修痛点、主动教育消费者，培养了广泛忠实的DIY客户群体。②市场认为，家得宝的商业壁垒在于其2000多家大型仓储式卖场的渠道壁垒，但我们认为，公司极致践行“顾客至上、持续创新”的企业文化与价值理念，才是支撑其穿越周期、一路向上的核心动力。
- **家得宝模式在中国难以复制，我们认为主要原因有三：**1) 住宅交易结构差异。家得宝创立初期，美国住宅已是成熟的存量市场、翻新需求旺盛，而中国长期以新房为主、存量需求仍在逐步释放；2) 人力成本差异。美国人工成本高，而中国人工成本低，导致DIY装修在中国并不具备明显性价比，中国消费者难以形成DIY装修习惯；3) 供应链完备性差异。中国家居建材供应链成熟、产品种类型号众多、低价区间竞争也非常激烈，导致家得宝的全球采购自营模式在中国市场上价格优势不明显。
- **投资建议：**我们认为，中国家居行业伴随过去房地产市场的高速发展，形成了以摊贩式及租赁式为主的卖场渠道形态，且几乎所有家居建材品牌的成长都发源于经销模式，这一局面短期难以改变；未来，随着中国存量住宅增加以及整装渗透，装修服务将是建材类家具品牌难以规避的课题，纯零售店（承接中高端需求）、整装店（定装一体化经销店、装企合作店）、电商（承接便利/性价比需求）形态或将长期并存，渠道布局完善的企业具备向大家居龙头迭代的基础。中国存量装潢市场方兴未艾，家得宝的零售商模式虽不适用于中国市场，但其强有力的企业文化值得国内企业学习；且长期来看，渠道型企业具备长成大公司的基础设施条件，未来中国特色的大家居龙头仍可期待，公司推荐多品类全渠道布局完善的欧派家居、顾家家居、索菲亚。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，地产销售下滑风险。

目 录

1. 全球最大的家庭装潢零售商

1.1 公司简介和发展历程

1.2 股东结构和管理层

1.3 创新而生，革新家居装潢零售模式

2. 最纯粹的商业壁垒：企业文化与价值理念

3. 国际化与中国化

4. 传统行业里的市值长牛

5. 投资建议

6. 风险因素

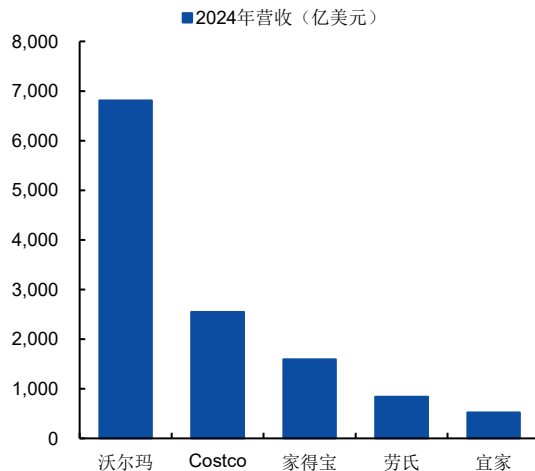
1.1 公司简介：全球最大的家庭装潢零售商

- 家得宝于1978年成立于美国亚特兰大市，是全球最大的仓储式家居建材产品零售与建筑装饰服务商，截止2021年也是全球第五大零售商，营收规模次于沃尔玛、亚马逊、COSTCO等。公司产品种类超过100万种，涵盖了家用电器、家装建材、厨房设备、木材、家居装饰用品、照明用具、木制品等。目前门店主要位于北美洲的美国、加拿大、墨西哥，门店数量达2347家，拥有500余个仓储配送中心与超47万名员工。
- 2024年家得宝实现营业收入1595亿美元、同比+4.5%，实现净利润148亿美元、同比-2.2%；FY1989-2025营收、归母净利CAGR分别达13%、16%。据欧睿，2024年公司在美国家庭装潢与花园零售店市场份额为24.1%，多年稳居行业第一；公司于1981年上市，目前市值超4000亿美元。

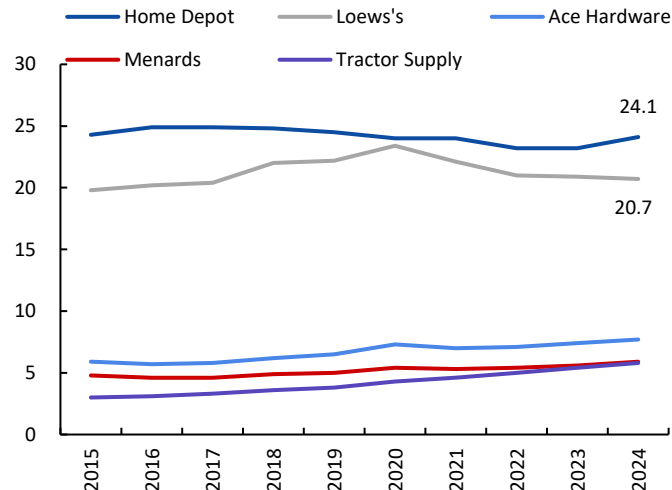
图：公司门店形象图



图：全球主要零售商2024年营收规模



图：美国家庭装潢与花园零售店分企业市场份额 (%)



资料来源：家得宝官网，iFind，各公司公告，宜家官网，欧睿，华福证券研究所

1.1 公司简介：全球最大的家庭装潢零售商

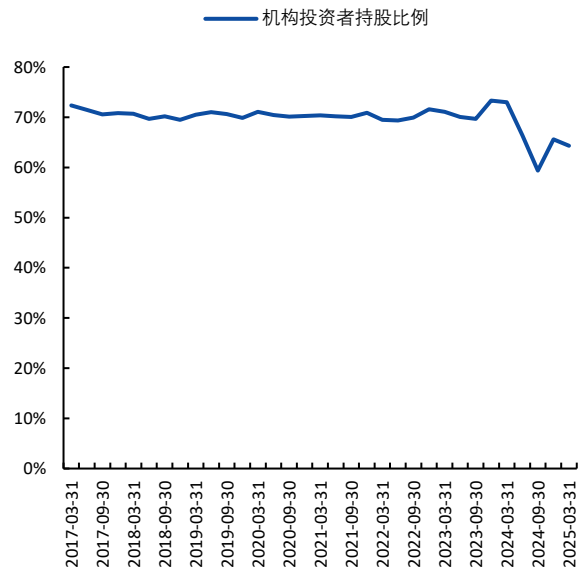
图：公司发展历程



1.2 股东结构和现任管理层

- **机构投资者持股比例多年维持60%以上。**截止2024财年，公司主要股东为投资机构者，截止25年3月24日，领航集团、贝莱德集团持股比例分别为9.5%、7.2%，机构投资者合计持股比例约64%。
- **目前高级管理层均曾在公司任职10年以上。**除CEO外，目前公司EVP由10人组成，分别负责商品销售、客户体验、信息技术、供应链及产品开发、门店运营等方向的管理。高级管理团队均是在公司任职超过10年的资深员工。

图：机构投资者持股比例持续60%以上



表：现任执行领导团队简介

姓名	职务	简介
Edward P. Decker	董事会主席、总裁兼首席执行官	2000年加入公司，曾担任高级财务副总裁，负责零售财务、定价分析和分类规划。加入公司前曾担任金佰利、Scott Paper公司多种战略规划、业务发展、金融和财政等职务
Ann Marie Campbell	高级执行副总裁	1985年加入公司，初任收银员，历任商店经理、地区经理和区域副总裁、运营副总裁、商品和特别订单副总裁、直销零售营销和销售副总裁、供应商服务副总裁、美国商店和国际运营的执行副总裁、加拿大和墨西哥供应链、商品销售、采购和战略等职务
William D. Bastek	执行副总裁-商品销售	曾任公司销售高级副总裁负责硬件和花园的销售和营销策略、硬件和工具的销售副总裁。加入公司前自1989年起曾任HD Supply高管职务
Jordan Broggi	执行副总裁-客户体验和总裁-在线业务	2013年加入公司，曾任商品融资、供应链融资、财务规划和分析以及战略业务发展方面职务。加入公司前曾在LexisNexis、Bain & Company和General Motors担任财务和战略方面的各种职位
Angie Brown	执行副总裁兼首席信息官	1998年加入公司，曾任信息技术高级副总裁等
John Deaton	执行副总裁-供应链和产品开发	2007年加入公司，曾任供应链发展副总裁、品牌和产品开发高级副总裁、美国零售业务高级副总裁。加入公司前曾任Office Depot供应链、业务开发、营销和零售运营等高级职位
Richard V. Mcphail	执行副总裁兼首席财务官	2005年加入公司，曾在战略规划、财务规划、业务发展、国际财务管理方面担任高级职务。加入公司前，曾在Wachovia Securities和Arthur Andersen任职
Hector Padilla	执行副总裁-美国门店和运营	1994年加入公司，曾担任部门主管、商店经理、地区经理、家庭服务总经理、现场服务部门总监、区域副总裁、运营高级副总裁、外部销售和服务执行副总裁、南部部门总裁等
Teresa Wynn Roseborough	执行副总裁，总法律顾问兼公司秘书	2011年加入公司；加入公司前曾在大会人寿的法律部门任职
Michael Rowe	执行副总裁-Pro	2006年加入公司，曾任在线业务、营销和承包商服务副总裁、加拿大地区首席财务官、财务和承包商服务、采购和战略业务发展副总裁等。加入公司前曾在Maple Leaf Foods、Reckitt Benckiser、宝洁等任职
Stephanie Smith	执行副总裁-人力资源	2003年加入公司，曾任商店运营、供应链高级副总裁等。加入公司前曾在安永会计师事务所任职

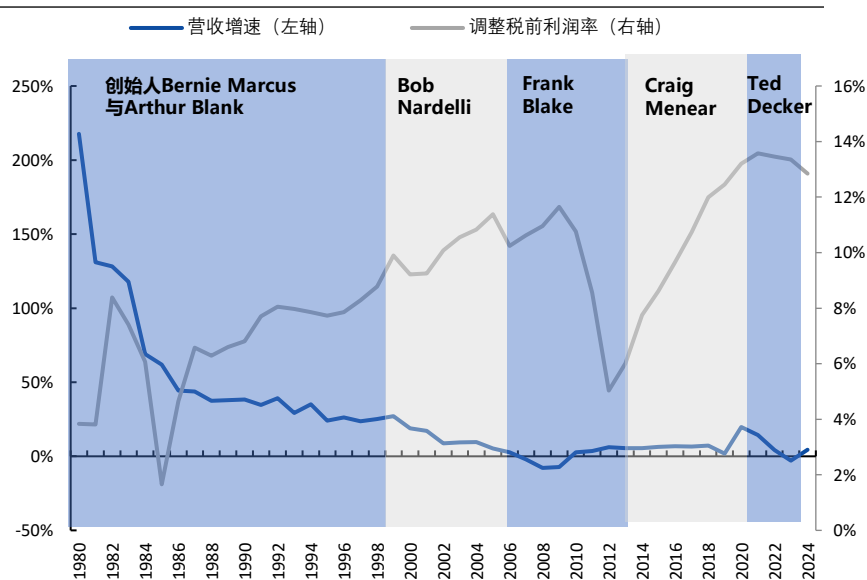
1.2 创始人团队和历任CEO简介

- Bernie Marcus与Arthur Blank创业前均为Handy Dan的家装连锁店的高管，在商品专家Pat Farrah和投资银行家Ken Langone的支持下于1979年在亚特兰大开设了两间家得宝商店，门店以超大的面积、齐全的SKU、平价销售、顶级服务在一众装潢五金店中脱颖而出。创始人团队为公司奠定了以客户+一线员工优先的“倒金字塔”管理结构，奠定了公司客户与员工至上的文化基因。
- 历任CEO除Bob Nardelli、Frank Blake为外部任职期较长的职业经理人外，其余均为在公司任职超10年的资深员工，继承了创始人团队的企业价值观，针对不同市场环境制定符合公司当前阶段持续发展的经营战略。

表：家得宝历任CEO简介

任职时间	CEO	任内简介
1979-2000	创始人 Bernie Marcus, Arthur Blank	· 奠定企业文化，引领公司以DIY实体零售模式快速增长 · 奠定公司“倒金字塔”管理模式的基因，客户和一线员工>管理层，客户服务与员工满意度至上 · 通过一站式大店、强化客户服务打造出差异化，推动公司成为美国最大的家庭装潢零售商
2000-2007	Bob Nardelli	· 增长放缓急于打造新业务造成战略失误、在与劳氏的竞争中落后 · 将通用电器的权利集中化、标准化管理经验用于家得宝，削减成本、引入门店临时工，导致服务质量下滑，消费者和员工满意度大幅降低 · 急于扩大MRO与海外业务，以实现与劳氏的错位竞争，但劳氏在此期间积极升级零售门店，成功吸引女性客户，家得宝DIY零售基本盘因受到劳氏竞争冲击
2007-2014	Frank Blake	· 领导公司渡过金融危机期间的行业下行期，回归客户至上的企业价值观 · 暂缓公司新店新业态的扩展、暂缓收购新业务，专注于优化现有门店资产及业务。 · 巩固公司服务至上、倒金字塔管理的企业文化根基，在任期间员工忠诚度与客户满意度回升。但由于此前的快速扩张，公司的客户满意度仍落后于Lowe's及本地小型家装店
2014-2022	Craig Menear	· 领导公司完成零售数字化升级，推动PRO业务发展 · 作为拥有DIY零售业多年从业经验的公司老员工升任CEO。继续回归企业价值观，强化服务及员工满意度。 · 推出One Home Depot战略，面对电商化消费趋势，推动公司数字化平台建设及供应链改革，致力于提供全域无阻的消费体验 · 任内推动收购Interline Brand、HD Supply两大MRO公司的收购，推动业绩增长
2022-至今	Ted Decker	· 继承上任CEO思路，继续推动数字化、PRO客户发展，推动公司从传统零售商向装潢行业综合性服务提供商演进

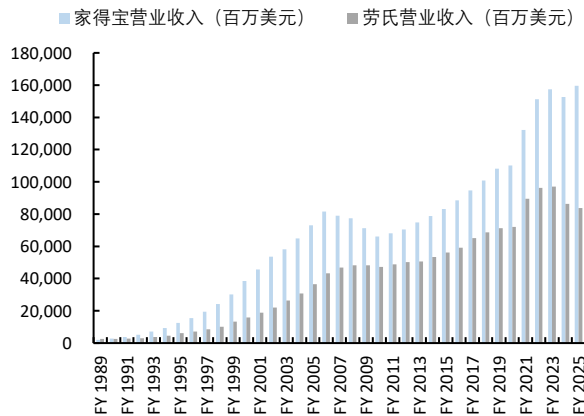
表：家得宝历任CEO任期内公司营收增速与经调净利率表现



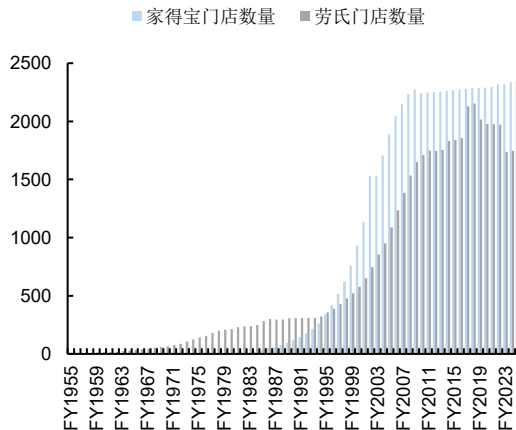
1.3 创新而生：革新家居装潢零售模式

- **定位于“超大规模、超低价格、顶级服务”的一站式家居装潢仓储超市，是家得宝创立之初对于行业的三大创新。**1978年家得宝成立初期，美国家居装潢卖场以传统小店、高毛利、批发商进货的模式为主，而家得宝以小店、低价低毛利、优质服务实现了对传统模式的颠覆。公司营收规模于1989年超越其最大竞争对手Lowe's（劳氏，成立于1946年），Lowe's早期门店面积约15000平方英尺左右、且客户以承包商为主而非个人，类似于规模较大的传统社区五金店，1990年Lowe's开始开设首家10万平方英尺的一站式小店，开始全面学习家得宝DIY大型卖场模式。
- **1) 超大规模：**家得宝创立之初单店面积便从行业普遍的35,000平方英尺（1平方英尺约等于0.1平方米）拓展到55,000至75,000平方英尺，目前平均单店面积达104,000平方英尺；家得宝的产品目录覆盖超过20种产品品类，共计186个子品类，包括了基材（水泥、木材、沙子、管道、线材）、装饰建材（地板、瓷砖、地毯等）、涂料、水暖、手动与电动工具、五金、电气照明、门窗、户外花园、存储、家用电器、智能家居等等，总SKU超过100万种。常规的店面约有30000-40000种不同种类的产品库存，在实施One Home Depot后，其线上销售的产品高达70万种以上。

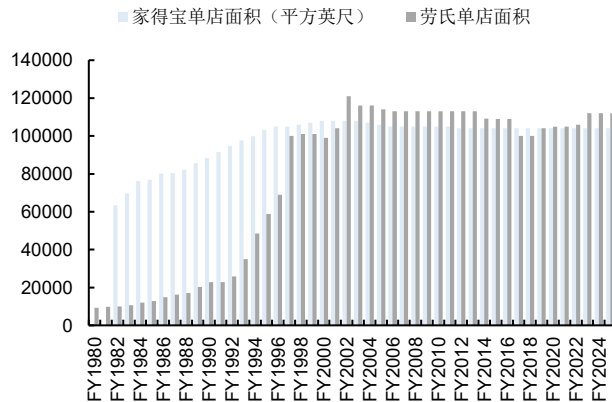
图：家得宝和劳氏的营收规模对比



图：家得宝和劳氏的门店数量对比



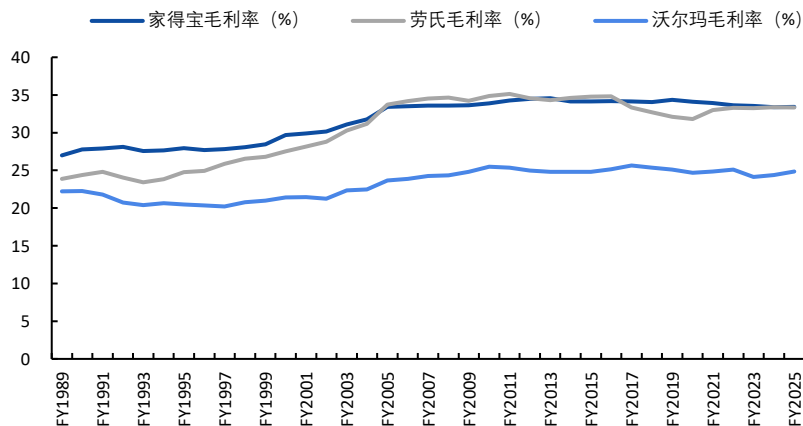
图：家得宝和劳氏的单店面积对比



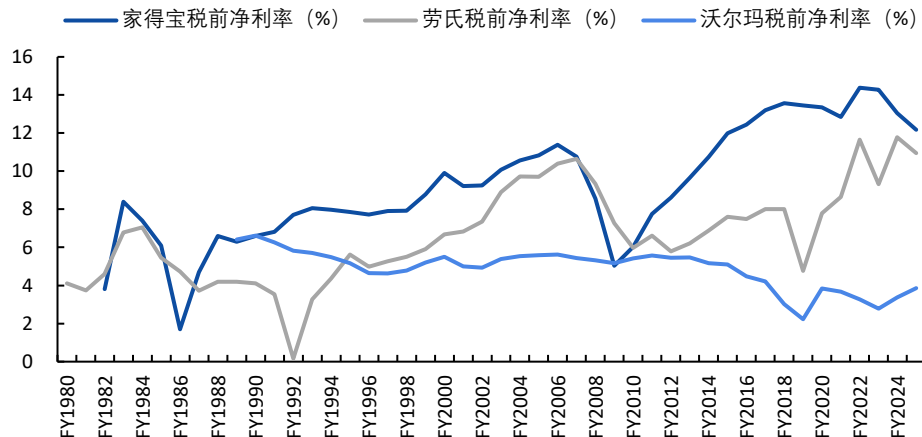
1.3 创新而生：革新家居装潢零售模式

- **2) 超低价格：**不同于传统家居装潢店从经销商手里进货，家得宝自成立起就改为从工厂直接进货以降低成本，使门店毛利从当时行业平均的42%~47%降低至29%~31%。且家得宝门店产品的销售价格更加实惠，以此赢得市场份额。
- **创立初期以爆品促销引流：**1980财年公司在亚特兰大的三家门店合计实际700万年销售额，亏损93万美元；至1981财年报，公司营收增至约2200万美元，实现净利润86万美元扭亏为盈；而后几年随着营收规模扩大，盈利能力稳步提升。
- **而后确立“常年低价”产品策略：**1987年，随着行业竞争加剧，管理层开始全面学习沃尔玛的“天天低价”策略，店内销售的所有商品保持常年低价，这一举措虽然短期影响了公司的盈利能力，但长期来看，也为公司吸引了更多客流和节约广告成本。时至今日，随着电商消费普及，商品价格进一步透明化，公司及时顺应消费趋势构建数字化零售、供应链能力，目前也是全美头部线上零售商。

图：家得宝、劳氏、沃尔玛的历史毛利率对比



图：家得宝、劳氏、沃尔玛的历史税前净利率对比



1. 全球最大的家庭装潢零售商
2. 最纯粹的商业壁垒：企业文化与价值理念
 - 2.1 客户服务：顾客信任是取胜王牌
 - 2.2 保持创新：积极保守，不进则退
 - 2.3 员工伙伴：如何管理47万名员工？
3. 国际化与中国化
4. 传统行业里的市值长牛
5. 投资建议
6. 风险因素

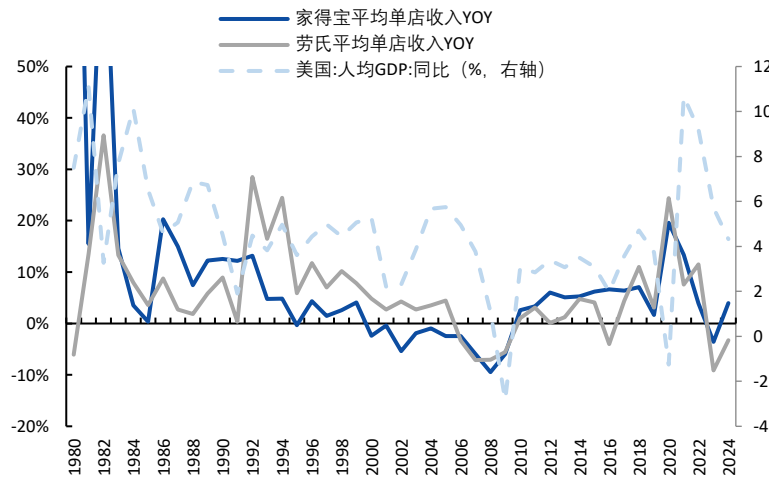
2. 最纯粹的商业壁垒：企业文化与价值理念

- 虽然家得宝的低价大店模式跑通后，有大量竞争对手开始模仿，但我们看到多年来，公司单店和坪效绝对值表现仍持续领先。我们认为，公司极致践行“客户服务、持续创新”的企业文化与价值理念，是支撑公司穿越周期、一路向上的核心动力。
- 极致卓越的客户服务：**家得宝自创立起就坚信优质服务对长期销售提升的重要性，也坚信日复一日的客户服务有赖于每一位员工去执行，只有这样，才能使公司与竞争对手形成显著差异。因此，公司建立了一套强有力的企业文化体系（家得宝文化也称“血橙文化”），所有业务的开展基于尽力为客户提供最佳服务，这也是公司区别于竞争对手的核心要素。
- 积极保守的创新精神：**血橙文化决定了公司持续创新的基因，虽然公司对新业务的扩张非常积极迅速，但同时也非常谨慎保守，通过对新业务的持续试点、纠错、打磨，从而确保新的举措一旦铺开能取得系统性的成功。

表：FY22-FY25家得宝与劳氏主要经营指标对比

	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY22-25 年均变化
家得宝					
营业收入 (百万美元)	151,157	157,403	152,669	159,514	
yoy	14.4%	4.1%	-3.0%	4.5%	1.8%
毛利率	33.6%	33.5%	33.4%	33.4%	-0.1%
营业利润率	15.2%	15.3%	14.2%	13.5%	-0.6%
门店数量	2,317	2,322	2,335	2,347	10
单店收入 (百万美元)	65	68	65	68	0.9
总经营面积 (百万平方英尺)	241	241	242	244	1.0
坪效 (美元/平方英尺)	629	653	630	655	8.9
劳氏					
营业收入 (百万美元)	96,250	97,059	86,377	83,674	
yoy	7.4%	0.8%	-11.0%	-3.1%	-4.6%
毛利率	33.3%	33.2%	33.4%	33.3%	0.0%
营业利润率	12.6%	10.5%	13.4%	12.5%	0.0%
门店数量	1,971	1,783	1,746	1,748	-74
单店收入 (百万美元)	49	54	49	48	-0.3
总经营面积 (百万平方英尺)	208	195	195	195	-4.3
坪效 (美元/平方英尺)	463	498	443	429	-11.2

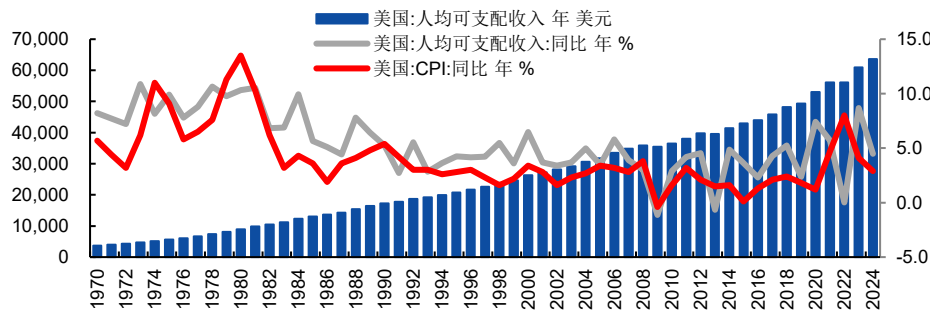
图：美国GDP增速、家得宝、劳氏的单店营收对比



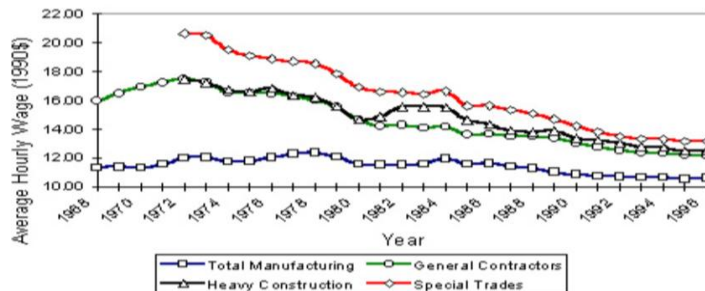
2.1.1 客户服务：DIY弄潮儿，不是偶然，是必然

- **主动培育客户，DIY需求拐点正当时。**家得宝成立早期，美国并不存在大范围盛行的DIY文化，装修所需的建材、五金、油漆等需到对应的专业连锁店分别购买。20世纪70年代后，一方面美国两次石油危机导致经济滞胀、居民可支配收入下降，另一方面美国家庭婴儿潮一代（生于1946-1964）、X世代（生于1965-1979）开始进入消费力最强的婚育年龄；此外人工成本昂贵，DIY装修较传统的第三方付费装修性价比凸显。在此背景下，家得宝自创立起就率先主动培育美国人民的DIY装修习惯，也会在每个店配备持有专业执照的水管工和电工，为消费者解决装修难题。

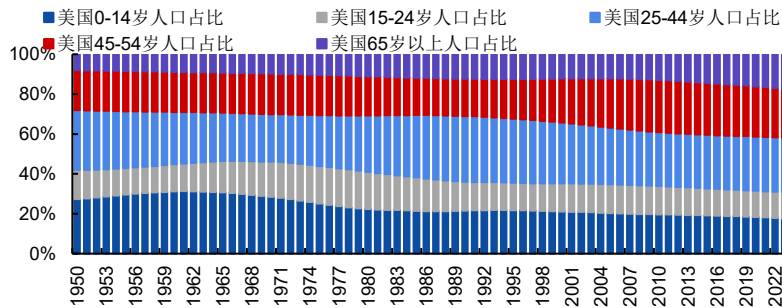
图：美国CPI同比、居民人均可支配收入及同比增速



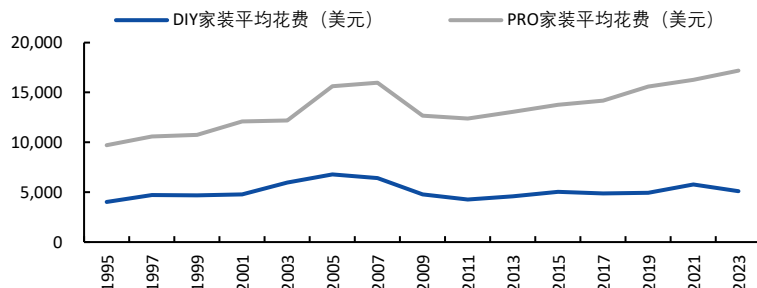
图：美国1968-1972年建筑承包商平均真实小时工资上涨，随后缓步下降



图：美国婴儿潮一代引领了美国1970s-1990s的家装DIY流行趋势



图：DIY装修性价比突出



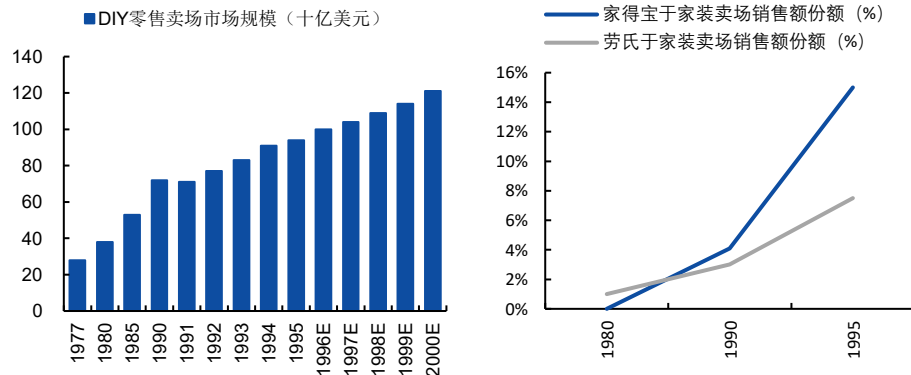
2.1.1 客户服务：主动培育DIY客户，增强顾客信任

- **持续教育、激发消费者DIY装修兴趣。**1982年，家得宝成立施工指导教室，定期免费教学消费者如何自己动手装修，培育DIY一族；1995年，公司推出电视节目“靓屋”介绍专家所做的家居装修项目，同年出版《家居装修1-2-3》系列丛书，传播装修知识；由于装修工具的主要使用者是男性，因此家得宝早期以男性顾客为主，公司随后通过开设女性教学课程、与女性电视名人合作等方式拓展女性客户；1997年，家得宝开始开设儿童作坊课程，培育6-12岁的儿童对于公司品牌认知和动手技能；1998年，公司再次出版书籍《户外装修1-2-3》，教授消费者庭院户外装修知识。
- **正是家得宝及时洞悉装修痛点、主动创造新需求，才使其率先享受到了美国DIY装修需求的红利。**1981年，公司创始人Bernie Marcus曾提问过400个美国消费者，有多少人认为自己是DIY者，当时只有20个人举手，对应仅约5%的DIY客群渗透率。而至1997年，相同测试的结果是400个美国消费者中有385人举手，对应DIY渗透率已提升至96%。劳氏曾在1990年报提到“10年前行业并无家居装潢卖场与DIY概念.....1975年大部分装潢建材是销售给承包商等小B客户用于新房建设的，但70年代后为婴儿潮一代所建设的大量新屋老化，更多装潢建材开始被C端DIY客户采购.....一站式仓储DIY卖场模式重新定义了行业竞争，无法适应新时代消费者需求的业态被淘汰。”

表：家得宝培育DIY客户的营销手段

时间	项目	简介
1982	设立施工指导教室	为顾客提供免费的施工教学，由卖场员工或厂商代表现场逐步为顾客示范如何装修，学习内容包括安装天花板、吊扇、拼排瓷砖等
1995-1998	出版《家庭装潢1-2-3》、《户外装潢1-2-3》系列丛书	广泛传播家装知识，并将书籍制成互动式DVD进项出售，创下上百万的销售记录
1994-1997	与电视名人Lynette Jennings合作探索频道电视节目《家居智慧》	吸引更多女性消费者，Jennings作为家得宝形象代言人协助扩大与女性客户接触的机会，并培养了一批重视的女性顾客
1998	“人小鬼大工作室”	组织孩子制作工具箱和简单的装修工程，培养儿童动手能力和家装DIY意识

图：1980-1990年代美国DIY零售卖场市场规模翻倍，规模化卖场龙头份额显著提升



2.1.1 客户服务：回报社区，进一步赢得顾客信任

- **全员积极参与社区服务与公益事业：**家得宝致力于回馈社区，包括并不限于改善退伍老兵生活、协助赈灾、培训专业人员、儿童工作坊等。
- 2011年成立的家得宝基金会已投资超5.5亿美元，改善了超过6.5万名退伍军人的家庭和设施，未来基金会还计划到2030年对退伍老兵群体新增投资7.5亿美元。公也司鼓励员工通过Team Depot项目支持各类社区建设活动。
- 公司关注专业技术人员的培训与职业规划。基金会计划到2025年投资5000万美元，通过Path to Pro计划培训下一代专业技术人员。另外，家得宝基金会致力于教育更多从事技术行业的人，通过Path to Pro计划帮助求职者在家装行业找到工作，自该计划启动以来，基金会已经培训了6万多名参与者，并向4.9万余人匹配工作。
- 公司在协助赈灾公益领域已持投入30余年，家得宝基金会在2026年灾难季节为救灾、备灾和灾后修复提供900多万美元。

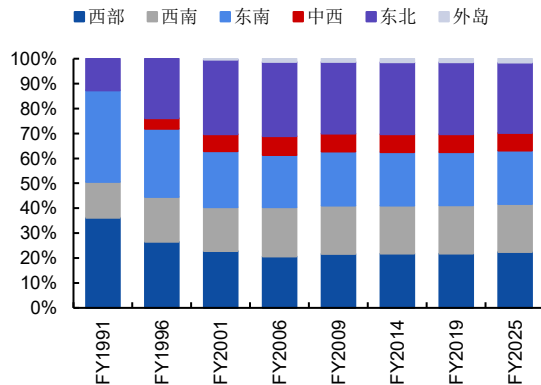
图：公司的社会回馈工作示例

儿童工作坊 	培养下一代DIY爱好者	灾后重建 	协助社区灾后重建
	自1997年以来已有超过9400名儿童参与了儿童工作坊活动		持续在当地社区发生自然灾害期间协助防灾与重建
退伍老兵公益 	帮助退伍老兵改善住房与生活质量	Path to Pro 	训练专业技术人员填补用工缺口
	未来计划为改善退伍老兵生活投入7.5亿美元		在疫情用工荒期间投入5000万美元帮助填补用工缺口

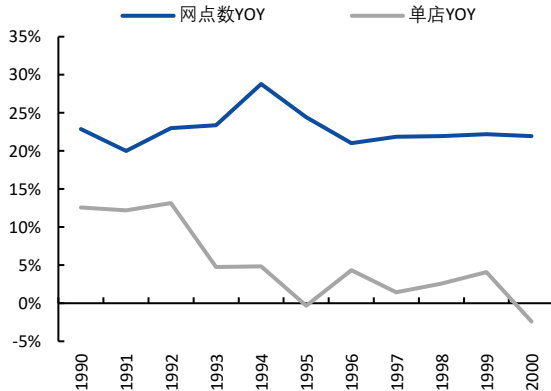
2.1.2 客户服务：内卷且克制的开店策略

- **内卷式开店，保证每个门店的服务质量、占据市场主导地位。**随着家得宝的门店客流越来越多，公司开始在老店旁边开设一个新店，以分担老店由于客流过多而影响服务质量的压力。虽然此种开店策略会导致原有门店的客流减少，但同时也使每个门店保持竞争意识，确保每个店有足够的销售人员为每个顾客提供优质的服务；另一方面，密集的开店策略也有助于公司实现当地销售总额最大化，抢占竞争对手市场份额。
- **开店目标区域从大城市逐步向小城镇拓展。**20世纪90年代初，一方面，随着公司门店数量扩张，家得宝开始寻求新增长点，管理层将目标开店区域由过去12万人口以上的大城市，开始逐步探索人口6万以上的小城市。1990~1995年，美国当时乡村人口数约0.6亿人维持相对稳定，同期城市的人口数增长约9%。公司在1990年代初期仍约75%的营收集集中在佐治亚、佛罗里达、德州、加州、亚利桑那5个南部州，在1990-2000年间公司开店速度保持约20%同比增长，到了FY2001年公司已实现超1100家门店的布局，覆盖全美大部分区域。
- 在此期间，公司针对门店的单店提升推出了SPI（门店提效）项目，基本覆盖每家门店，使得门店通过优化运营、人力资源配比和店内设计提升门店产出效率，1990-2000年间公司在门店较快增长下仍保持了单店产出的提升。

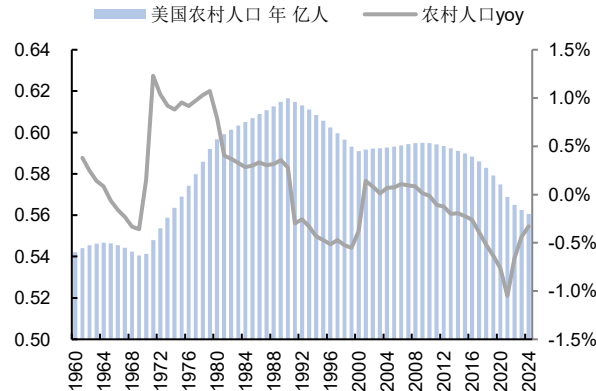
图：家得宝美国门店地区分布



图：1990-2000年公司网点数及单店增长同步提升



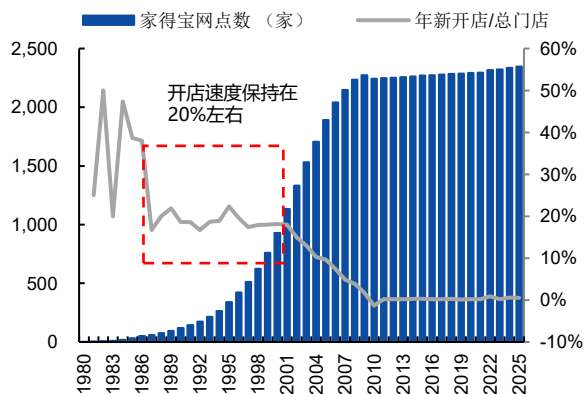
图：美国乡村和城市人口数



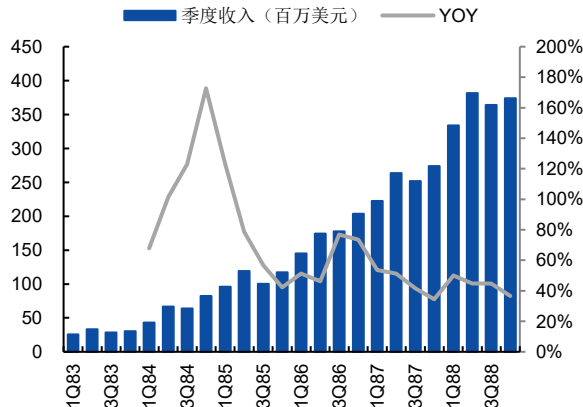
2.1.2 客户服务：内卷且克制的开店策略

- **门店运营模式：**公司门店近90%为自有直营，少量为租赁，仓库设施则90%以上为租赁。新门店的人员配置，一般会从老店调配门店经理和部分销售人员、或将新店储备人员提前安排老店实习后上岗，这样确保每家新店从开业起就是一家“家得宝”。在此运营模式下，公司凭借品类齐全、低价及优质服务的差异化竞争力，在新区域的扩张对当地卖场多形成明显挤占。
- **经验与教训并存：年均新开店不超过门店总数的25%。**与大部分企业的发展历程相似，家得宝也经历了由于过快扩张导致的经营阵痛。1984年公司收购位于德州的Bowater家居装潢卖场9家门店，加速德州扩张，但由于Bowater门店百废待兴，公司为优化收购门店运营抽调大量核心骨干前去改善，在此期间公司将大量家得宝门店畅销库存调拨入收购门店改善运营，也导致现有门店出现问题；最终公司将95%的Bowater原员工裁撤，同时暂缓了在底特律及旧金山扩张。此次收购严重影响了公司1985-1986财年业绩。而后，公司规定每年开店数量不超过门店总数的25%。通过此种开店策略，家得宝在美国全域的扩张节奏并不算快，其在巩固现有市场主导地位后，再进入新的市场，逐步补齐空缺地区门店，至2000年左右公司才完成美国全国布局。

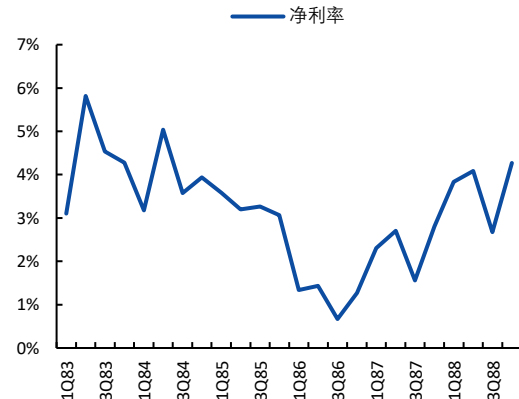
图：家得宝门店总数及每年新开店比例



图：FY1983-FY1988单季度营收同比增速



图：FY1983-FY1988单季度净利率



2.1.3 客户服务：以客户需求为导向的品类策略

- **以客户需求为导向扩充品类，强化品牌心智。**只要是用于修理、重装等家居场景的产品，家得宝就必须拥有，家得宝在消费者心中的品牌形象，也必须通过商品供给不断强化。例如，如果消费者需要一个空调滤网，他们一定第一时间想到家得宝，即使这个品类需求很低，不赚钱，家得宝也必须拥有产品供应。
- **产品结构大而全。**目前公司产品分为室内装饰材料、建筑材料、硬件杂货三大类，各类目基本涵盖了家庭装修改造的所有家电、软硬装、改造工具。
- **无条件退换货承诺：**公司成立以来就坚持无条件退换服务，以此鼓励消费者购买比预期更多的东西和尝试多种装修方案，只要消费觉得不够满意，便可无条件退货。发展早期即使是非家得宝门店出售的商品，家得宝门店也接受消费者的无条件退货，也是公司“顾客信任高于一切”客服理念的极致贯彻。

图：公司主要产品品类营收结构占比

	FY21	FY22	FY23	FY24
室内装饰材料/Décor	32.9%	33.4%	33.2%	32.9%
家电/Appliances	9.0%	9.4%	9.2%	9.1%
地板/Flooring	6.2%	6.1%	5.9%	5.7%
涂料/Painting	7.6%	6.9%	7.1%	7.3%
厨卫/Kitchen and Bath	6.3%	6.9%	7.1%	6.9%
家庭装饰/Decor	3.8%	4.0%	4.0%	3.9%
建筑材料/Building Materials	35.2%	36.4%	37.8%	37.4%
建材/Building Materials	6.6%	6.5%	7.2%	7.8%
木材/Lumber	8.6%	8.8%	8.6%	7.7%
木制品/Millwork	4.9%	4.9%	5.4%	5.4%
水暖管道/Plumbing	6.8%	7.2%	8.0%	8.2%
电气照明/Electrical/Lighting	8.5%	8.9%	8.7%	8.2%
硬件杂货/Hardlines	31.9%	30.3%	28.9%	29.7%
五金件/Hardware	5.5%	5.2%	5.1%	5.3%
室内花园/Indoor Garden	11.1%	10.3%	9.5%	9.7%
室外花园/Outdoor Garden	7.3%	6.8%	6.4%	6.7%
工具/Tools	8.0%	7.9%	7.9%	8.0%

2.1.3 客户服务：优化供应链，自有品牌与合作品牌提供广泛选择

- 提供零售商自有品牌进一步提升产品性价比。进入21世纪后，北美越来越多的零售商开始通过直接对接全球的优质性价比制造厂商打造零售商自有品牌（Private Label），进一步将供应链的商品采购环节扁平化，以零售商自身品牌为质量品控背书，为消费者提供更为物美价廉的商品。截止2023财年家得宝拥有11个销售额超10亿美元的零售商自有品牌，自有品牌广泛覆盖了公司的室内装饰材料、建筑材料、硬件杂货三大品类。据2024年调查，家得宝自有品牌占销售额比例达约25%。
- 与合作品牌建立紧密的合作关系。从行业层面看，目前在住房改造零售业的产品仍以外部供应商品牌为主导，细分赛道中，电动工具的零售商自有品牌渗透率约40%、花园约23%、厨卫约23%。家得宝自创立之初便直接与品牌供应商对接采购，通过零售端优质服务带来的渠道份额提升，逐步取得了供应商的信任，多年来在装潢领域已积累了大量优质品牌供应商，且部分知名品牌与家得宝为独家合作，例如知名涂料品牌Behr、电动工具品牌Ryobi、Ridgid、橱柜品牌American Woodmark cabinetry等。

图：公司旗下自主品牌示意图及自主品牌主要产品类型

 Anvil	 Commercial Electric	 Deckmate	 Defiant	 Ecosmart	 Everbilt
 Glacier Bay	 Hampton Bay	 HDX	 Home Accents Holiday	 Home Decorators Collection	 Hubspace
 Husky	 Legend Force	 LifeProof	 LifeProof PetProof	 Power Care	 StoneMark
 StyleWell	 The Company Store	 TrafficMaster	 Veranda	 Vigoro	 Vissani

图：公司部分外部合作知名品牌示意图



资料来源：家得宝公告，家得宝官网，华福证券研究所

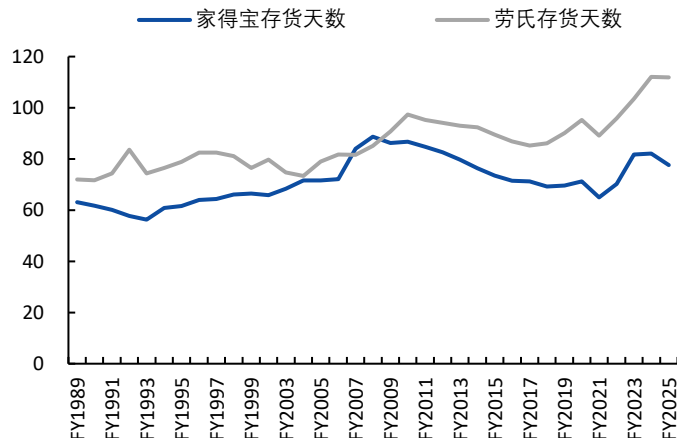
2.1.3 客户服务：优化供应链，打造履约服务壁垒

- **重资产投入仓配物流，打造服务壁垒。**公司自2007年开始聚焦提升供应链效率，尤其是下游履约环节，将自身的供应链优势从上游的选品、集中采购，向下游履约以提升消费者满意度与周转效率演进。
- RDC是用于集中门店订单，配送大部分小型便于装车的货物的运送分发的中心，同时负责对门店货物的最后分发，随后公司的物流服务从之前的供应商配送给各门店，转变为供应商直接送货到 RDC，通过集中化、规模化的库存管理，使得效率有了极大的效率提升。公司的物流建设以RDC为基础，辅以负责处理进口大块商品的大型货物分发中心、负责运输较为适合用平板卡车运送的货物散装分发的库存中心，形成了较完善的物流配送体系。截至2019年，公司98%的货物由自身物流体系运送，截止2024财年，公司拥有配送履约中心及仓库超500个，面积超1亿平方英尺，约为公司实体门店面积的1/2。
- 在运营指标上，得益于公司数十年的供应链系统优化打造，家得宝整体的存货周转天数持续优于劳氏。

图：家得宝供应链建设里程碑



图：家得宝和劳氏的存货天数对比



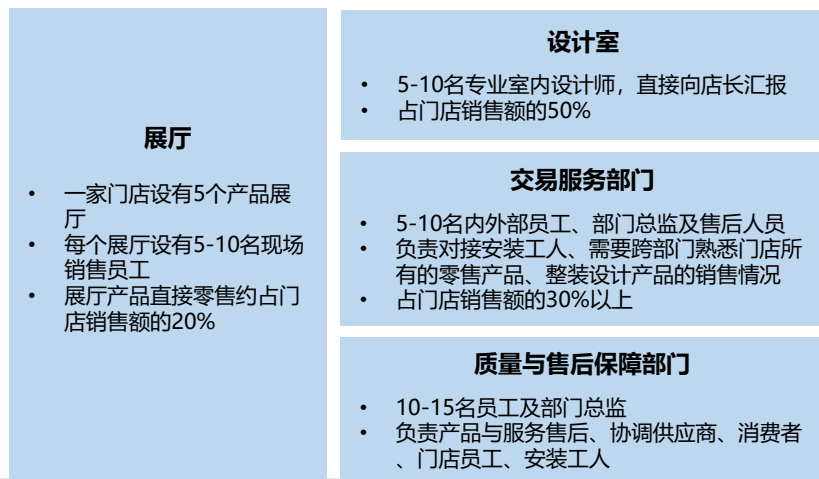
2.2.1 保持创新：店态创新探索，及时纠错

- **为扩展高端家装用户群体，开设设计师整装门店EXPO，但于2009年终止运营。** EXPO店开设于1991年，持续运营的17年间共开设53家门店，门店形态为展厅大店，聘用专业设计师进行一对一客户服务并打包销售整装套餐，主要服务有高端装修需求的客户。2005年由于经营效果不及预期公司关闭15家EXPO门店并将5家门店转化为家得宝店，2009年由于次贷危机及公司整体营收下滑，公司完全终止了EXPO业务。
- **家得宝以产品零售为中心的经营思路，难以适应项目制的EXPO整装业态。** EXPO模式难以跑通的原因在于其继承了家得宝卖场以产品零售为中心的基因。占据了大部分门店的面积和员工数量的展厅零售部门、仅占门店销售额20%，导致门店效率及回报率较低。同时，EXPO与家得宝体系共用采购、履约系统，但EXPO的订单大部分是非标、个性化的，在实际的执行中大量增加了与供应商、安装工人的沟通成本，执行效率较低。

图：EXPO门店示意图



图：EXPO业务模式示意图



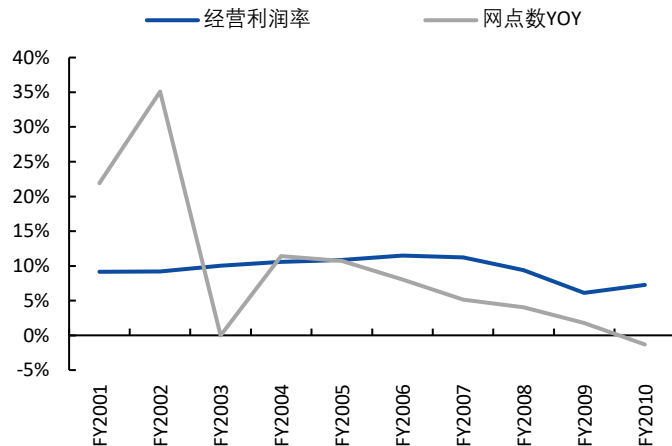
2.2.1 保持创新：店态创新探索，及时纠错

- **家得宝曾尝试将门店形态从大而全细化到小而专。**在90年代后期至2010年前，由于C端服务客户为主的家装零售卖场份额提升逐步放缓，一站式大店网点布局基本饱和，公司开始需要从更小的竞争对手处抢占份额。除EXPO以外，公司也通过并购或自有资金投资尝试探索了多种创新店态，进一步整合市场、提升家装零售市场份额。例如**乡村五金店、城市社区店**，均为门店面积为主流门店一半的小店形态，贴近社区，希望能够捕捉到传统一站式零售大店无法满足的客户需求，与当地下沉小店直接竞争。此外，公司也尝试了**地板、园艺等垂直品类专营店**，希望进一步挖掘潜在垂直客户需求。
- 从结果上看，公司尝试的小店形态未取得全面成功，我们判断主要因“小店+专营”的模式难以将家得宝的供应链规模优势发挥到最大，最终在次贷危机冲击下公司暂缓所有新店态的尝试。

图：家得宝90年代后的主要创新店态尝试

名称	店态	简介
Villager's Handyware	乡村五金店	乡村小店，满足下沉乡村市场五金用品采购需求，产品矩阵削减了厨卫、地板门窗、木料建材等，聚焦百货、管道水暖、涂料、电气、花园等品类，与本地乡村五金店竞争
Yardbirds	城市社区店	城市小店，产品矩阵削减了大体积木料建材，扩展电器、厨卫等品类，在人口稠密的市区实现零售网点填充
The Home Depot Floor store	地板专营店	仅提供地板销售、安装服务
The Home Depot Landscape Supply store	景观专营店	为专业园艺师及园艺爱好者提供产品与服务
EXPO Design center	设计师整装店	展厅大店，为高端精致客户提供室内设计及套餐销售

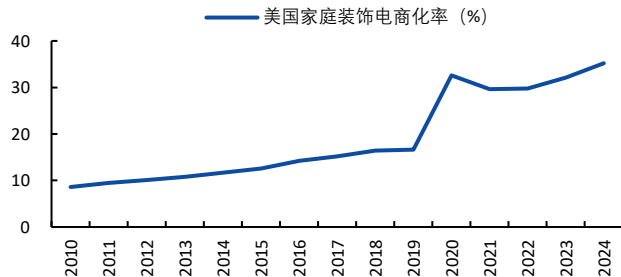
图：2000年后开店放缓，也是以零售一站式卖场模式效能阶段性顶点



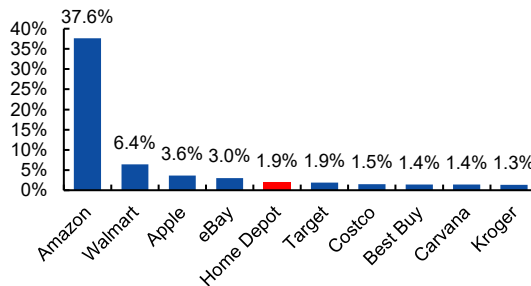
2.2.2 保持创新：强化服务，打造服务壁垒

- 1) **增加电商服务。**家得宝2011-2024年电商销售占比从1.8%提升至15.1%，2020年受疫情影响各消费品电商化率显著提升，家得宝线上销售增长迅猛，至24年电商销售额达240亿美元。2023年家得宝是全美第5大电商平台，也是2024年美国家具类电商第3大平台。
- 公司通过线上工具与线下服务的有机结合，不仅没有削弱线下实体店的作用，反而进一步提升了线下业务的竞争力，实现了线上线下的协同发展。据公司2015年公告，近60%的消费者在进入家得宝门店消费之前开始会现在线上浏览；另外，公司线上平台覆盖了100万+SKU，显著高于线下单店3.5万SKU的规模，因此消费者在线上更有更大概率一次性进行多品类选购以扩大客单值、特别是家居装饰品类。

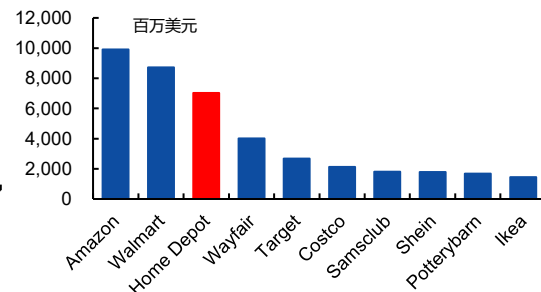
图：美国家庭装饰行业规模和电商渗透率



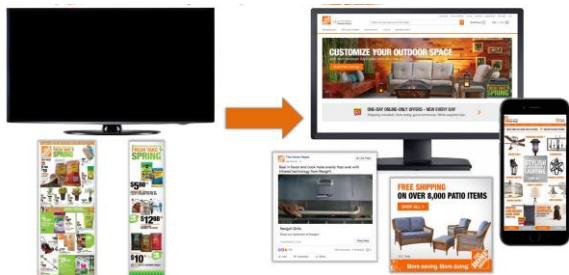
图：2023年美国电商平台市占率



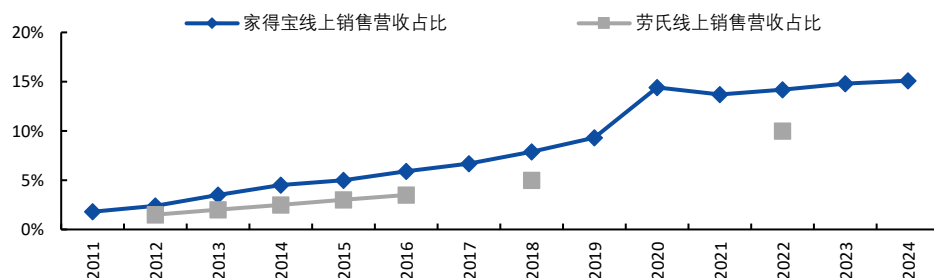
图：2024年美国家居用品品类头部电商销售额



图：家得宝电商示意图



图：家得宝和劳氏的电商收入占比



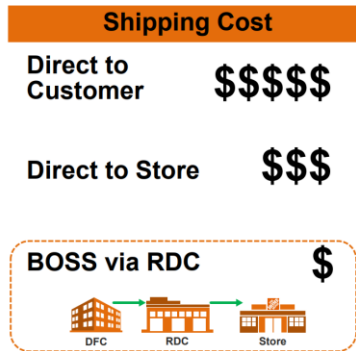
2.2.2 保持创新：强化服务，打造服务壁垒

- **2) 打造流畅的全域履约服务。**公司电商平台的良好表现得益于对电商基础设施的持续创新迭代、持续投入。
- **① 线上购买，门店退换/取货。**由于门店更多地承担了分拣仓库的职能，该种履约模式对线下门店的组织运营提出了新的要求，即让门店在保证高水平常规零售服务的同时具备分拣中心的效率，进一步提升公司的服务壁垒。另外，通过公司RDC中心配送至门店的到店取货模式运费成本也更低。至2023年公司约有50%的线上订单来自门店提货履约，大部门门店设有线下自提柜，让消费者实现流畅的全域购物体验，也让公司在互联网时代将线下门店的资产价值保留并放大。
- **② 线上购买，门店直送。**2016年公司推出了门店直送履约模式，该种模式要求公司具备尾程配送服务能力，且时效性强，可实现次日送达。
- 随着公司履约物流网络建设完善，2020年针对日益扩大的PRO客户，公司推出平板履约中心，订单产品从分拣仓发货、实现建材类大额订单当日或次日直送工作现场。

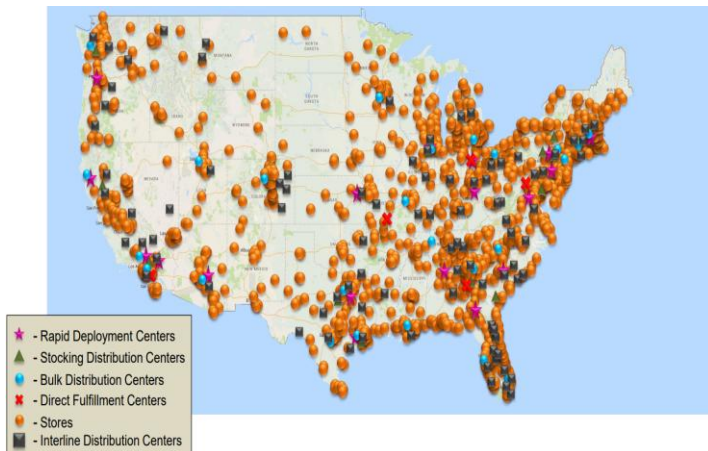
图：家得宝电商履约模式演进

时间	电商模式	备注
2010	线上购买，	门店退换
2011	线上购买，	门店取货
2012	线上购买，门店取货	(可锁定门店暂无库存的商品)
2014	推出直接履约中心，以布局直接配送服务	
2016	线上购买，门店直送；	推出COM系统，在所有消费者和供应商之间打通线上订单信息
2020	推出150家平板履约中心，实现大额订单次日直送工作现场	

图：线上购买、门店取货运输成本更低



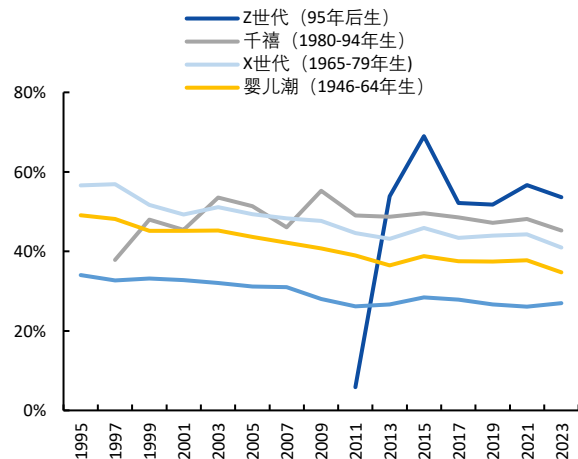
图：2017年家得宝美国，门店与仓配网络布局



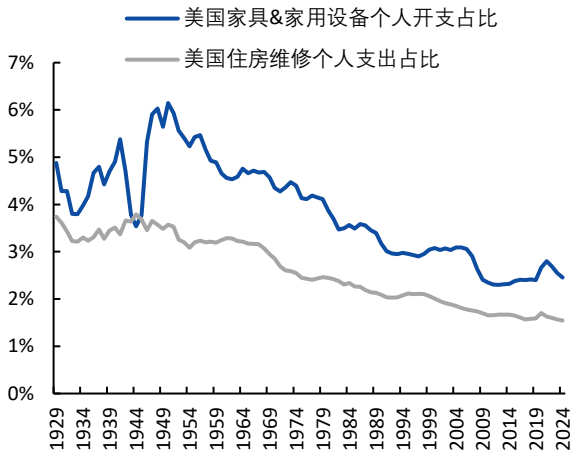
2.2.2 保持创新：强化服务，打造服务壁垒

- 3) 捕捉消费者需求演变，“DO IT FOR ME”强化安装服务。
- 90年代后随着美国婴儿潮一代的年龄增长，需要专业施工人员参与的“Do it For Me”家装模式再次兴起。据JCHS统计，年轻人更倾向于DIY家装，年龄较大的消费者则会更倾向DIFM。另外，随着居民生活水平的不断提高，消费者也希望选择多样的服务来提升生活质量。
- 公司90年代初逐步加强安装服务，最初选择顾客需求较大且易于安装的品类，例如FY1994年地毯安装服务占到安装服务营收的25%，服务带动产品销售，公司已成为美国第二大地毯零售商。随后公司开始逐步扩大安装服务品类范围，涵盖厨卫、顶灯风扇、家电、屋顶等多个品类。到了FY2000公司虽已成为全美最大家庭装潢零售商，但在家装服务领域份额不足2%，公司对扩展庞大的服务市场抱有较高期望。而家装服务因其极度非标属性、天然难规模化，虽然FY2001-FY2007公司的安装服务收入从13亿美元快速提升至38亿美元，但该业务营收占比一直不到公司总营收的5%。

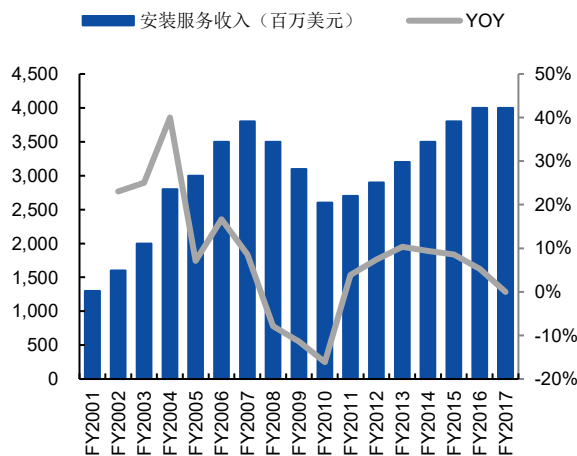
图：美国分世代家庭-DIY项目占装修家庭数比例



图：美国家具&家用设备个人开支、住房维修个人开支个人收入比例



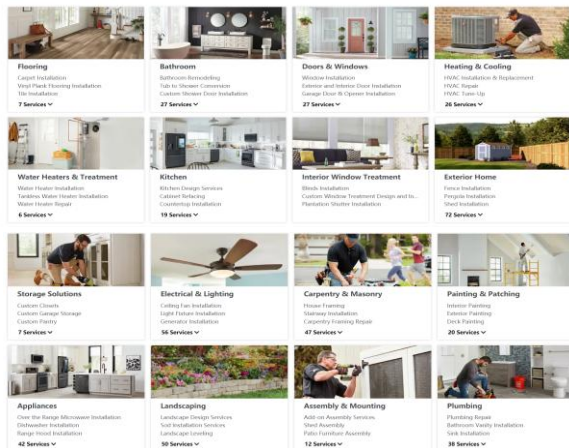
图：公司安装服务收入及增速



2.2.2 保持创新：强化服务，打造服务壁垒

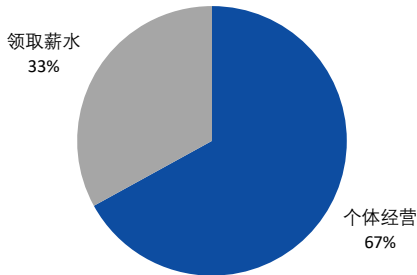
- 3) 捕捉消费者需求演变，“DO IT FOR ME”强化安装服务。
- 家得宝安装服务主要是中间商模式，即公司帮助有需求的客户对接专业承包商，公司负责把控承包商的选择、质量和监督，合作承包商可以选择采购家得宝的装修建材，也可外部购买，项目完工后公司会向合作承包商支付安装服务费用。如果承包商选择外部购买材料，则家得宝安装服务收入会确认采购产品+安装服务收入。因此对于合作承包商，家得宝作为全国知名建材零售品牌也是其重要的获客引流渠道。
- 尽管安装服务对营收贡献有限，但让公司对PRO客户的需求有了更深刻了解，进而强化PRO业务。家装作为一项非标服务，本身家装承包商格局就极度分散、难以整合，自己全面下场做装修、直接服务消费者对大型零售商来说收益并不高。但公司作为大型零售商已积累了强大的上游供应链议价能力、下游履约服务能力优势，如果可以通过聚合PRO客户需求实现规模化销售、间接服务家装消费者，既可以帮助PRO客户节约采购成本、引流获客，也可以发挥自身优势显著扩大销售规模。为了扩大对PRO客户的销售与服务，2000年后公司逐步开始把PRO客户作为第二成长曲线。

图：公司官网安装服务品类示意图

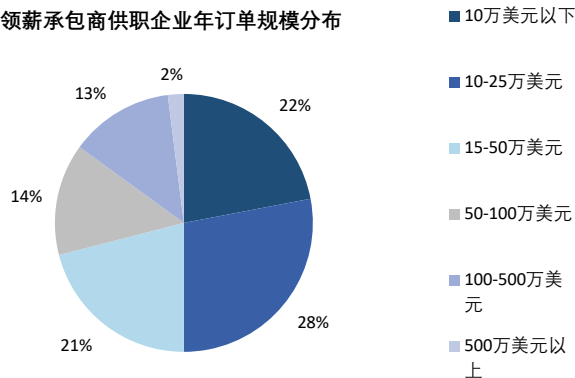


图：美国家装承包商格局分散、家装企业以小规模经营为主

2007年美国家装承包商类型占比



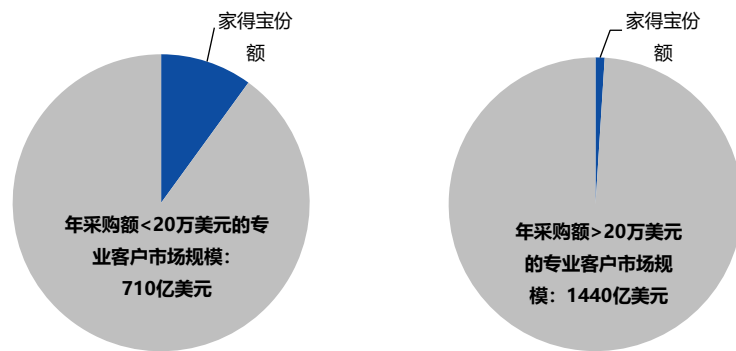
领薪承包商供职企业年订单规模分布



2.2.3 保持创新：拓宽业务边界，从零售赛道到专业赛道（探索期）

- **1990年代：专业客户重新进入家装零售龙头的视野。**在家得宝进入家装零售行业前，劳氏卖场便主要服务于家装承包商客户，1972年劳氏专业客户营收占比约60%，门店形态为小店，且门店大部分面积为产品仓库；之后随着家得宝在DIY家装零售领域快速增长，劳氏多年来的经营重心也转向大型仓储式DIY零售卖场，到2000年大约75%以上的营收已来自零售客户。过去DIY家装的蓬勃发展让建材零售商得以弱化地产链波动对经营的影响、实现规模化扩张，而随着两大公司对美国DIY零售市场的较充分挖掘，规模同样广阔、集中度仍较低的PRO客户市场重新成为家装卖场龙头重点关注的增量方向。
- **两位创始人管理公司后期已开始布局PRO客户。**1996年行业专家统计DIY家装市场规模超1000亿美元，公司已占有15%份额。而创始人认为仍有2000亿美元以上的潜在市场来自专业客户采购，包括水电工、承包商、家装设计师、建筑工程公司等。当时专业客户的一些小型订单可能会流向DIY卖场，而更多大订单则流向建材批发仓库或其他经销商，当时创始人估计专业客户在家得宝门店所采购额仅占其所需的10%。但当时创始人也认为家得宝尚不具备承接专业客户大型订单的条件，因为满足这类需求需要卖场有较大的建材集采折扣以及强大的履约运输能力。因此公司先将执行目标落实在专业客户的小型需求。

图：1997年美国家装专业客户市场规模及家得宝市场份额



图：家得宝早期对PRO客户的服务措施

措施	简介
卖场开设专业客户专用窗口	快速满足专业客户对商品和咨询的需求
扩展专业级品牌产品	专业客户使用的工具也吸引了DIY爱好者
印制《专家商品目录》	吸引潜在专业客户，包括精选的15000项商品
卡车租赁服务	提供不同价位的运输方式
24小时门店	为专业客户提供即时、无休服务，为客户提供便利

2.2.3 保持创新：拓宽业务边界，从零售赛道到专业赛道（探索期）

- 1990-2010年：收购MRO公司快速扩大PRO客户市场，但因次贷危机暂时停滞。MRO是Maintenance（维护）、Repair（维修）、Operation（运行）的缩写，通常是指在实际的生产过程不直接构成产品，只用于维护、维修、运行设备的物料和服务，或者非生产原料性质的工业用品。区别于装修建材，MRO产品一般标准化及通用程度较高，客户多为大型企业，便于分销企业规模化，是典型的B2B业务。作为住宅类专业客户施工或维护项目中的必需品，家得宝首先将住宅MRO作为继续扩大PRO客户的突破点之一。
- 在此期间较为重要的收购为1997的Maintenance Warehouse（HD Supply），该公司当时主要销售公寓类MRO产品，2000-2006年以多项并购持续扩大产品范围，2006年收购Hughes Supply后使得业务规模显著增长、建立了行业内的领先地位。2007年地产下行、家得宝将其出售，HD Supply于2013年上市，并于2020年再次被家得宝收购后退市。

图：家得宝PRO相关并购，持续扩大业务范围

时间	收购标的	简介
1997	Maintenance Warehouse (HD Supply)	聚焦公寓MRO产品的全国性直邮分销商。公司在产品矩阵扩大、配送履约服务方面为标的公司赋能，标的公司为公司引入领先的直邮销售模式、专业客户MRO市场
2000	Apex Supply	HVAC（水暖）、管道批发分销商。有助于公司服务在门店消费的管道工专业客户
2006	为HD Supply进行一系列收购，丰富品类矩阵	Burrus Contractors Supply、Cox Lumber Company、CTF Supply、Edson Electric Supply、Forest Products Supply、Grafton Utility Supply、Heartland Waterworks Supply、Hughes Supply、Rice Planter Carpets、Sioux Pipe、Texas Contractors Supply、Western Fasteners12家公司，大部分为MRO、建材产品分销商，并考虑将HD Supply单独上市融资
2015	Interline Brand	聚焦公寓、独栋住宅、机构设施MRO产品的全国性分销商，也是HD Supply的主要竞争对手
2020	HD Supply	聚焦公寓、独栋住宅MRO产品的全国性分销商，2007年剥离后重新收购
2024	SRS Distribution	聚焦屋顶、园林、泳池的住房改造专业垂类产品分销商
2025	为SRS收购GMS	聚焦干墙、天花板、钢框架的住房改造专业垂类产品分销商

图：2012年HD Supply主要品类及对应市占率

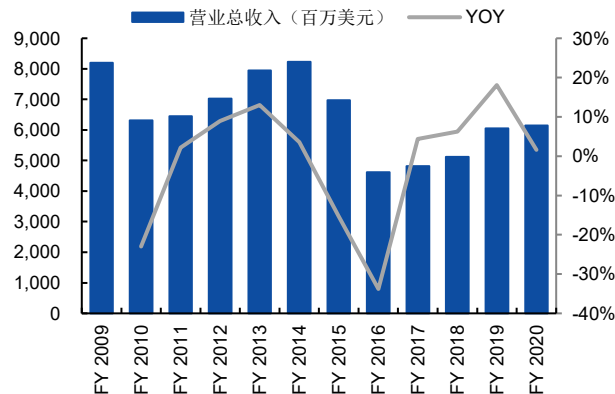
四大品类 (单位:亿美元)	MRO产品	水务、灾害防护用品	公用事业、电气建设、建筑和工业品	专业建筑和安全用品
2012年收入	22	20	18	12
EBITDA利润率	18%	7%	4%	5%
市场规模	480	100	350	190
市占率	4%	20%	5%	6%
SKU数量	175,000	300,000	220,000	230,000
品类	公寓类MRO产品：电器照明、HVAC、厨卫、织物及维护、废水处理等	管道、防火用品、消防栓、雨水排放、阀门维修等	电线电缆、齿轮、电力设备、仪表等	混凝土配件和化学品、工程材料和紧固件、侵蚀和防水等
客户类型	房屋业主或物业经理、酒店、辅助生活设施机构、水和污水处理机构	市政、非住宅和住宅建筑的专业承包商	市政、投资者拥有的公用事业、非住宅、住宅和机械承包商；工业（工业制造、MRO、石油天然气承包商）	非住宅、住宅和工业建筑服务的专业承包商
网点布局	美国40个配送中心	238个分支机构，覆盖44个州	97个分支机构，覆盖26个州	137个分支机构，覆盖31个州

资料来源：家得宝公告，HD Supply公告，华福证券研究所

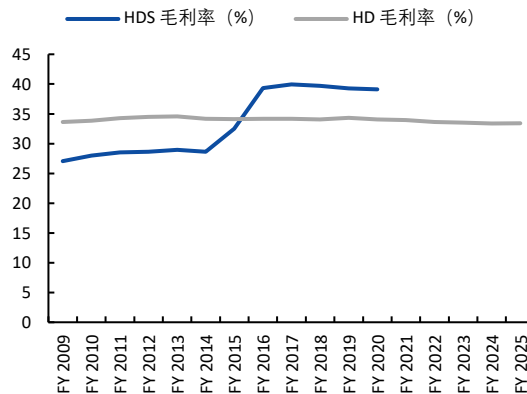
2.2.3 保持创新：拓宽业务边界，从零售赛道到专业赛道（成型期）

- **2015-2020：重新布局MRO，扩大PRO客户服务范围。**随着美国住宅市场回暖，以及公司前期在供应链、履约服务、数字化方面的建设逐步完善，公司的供应链效率已提升至全新高度。2015年公司收购住宅类MRO公司Interline Brand，再次切入住宅类MRO市场。
- 后续几年中，公司推动了Interline与家得宝原有门店资产的整合、实现在家得宝线下门店也能接触到MRO品类，持续优化对PRO客户的履约网络，推出平板车、卡车、箱型货车等高效门店直送服务。2017年收购工具租赁公司Compact Power，提高PRO客户获客率、服务质量和用户粘性。2020年公司重新收购HD Supply，进一步提升自身在分散的MRO市场的市占率。
- **观察HD Supply独立上市的财务表现，FY15-FY16 MRO行业在数字化转型阶段普遍受到亚马逊B2B的冲击，HD Supply也主动剥离了公用事业、电气建设、建筑和工业品等盈利较低的板块，截止FY17，HD Supply营业利润率（12%）与家得宝（14%）差异不大。在2020年家得宝收购HD Supply后，合并报表营业利润率仍有提升，反映出现阶段家得宝在一套完善的供应链系统下撬动的规模效应。**

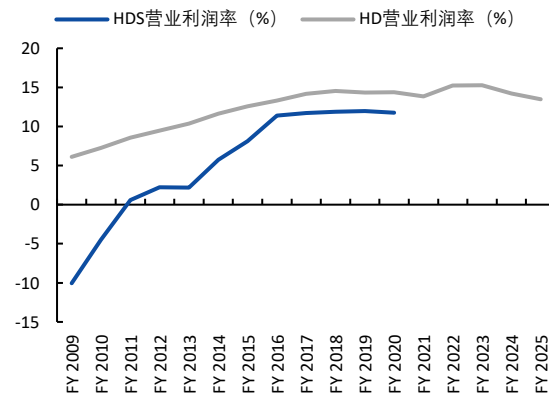
图：HD Supply FY2009-FY2020营收及同比增速



图：HDS与家得宝毛利率对比



图：HDS与家得宝营业利润率对比



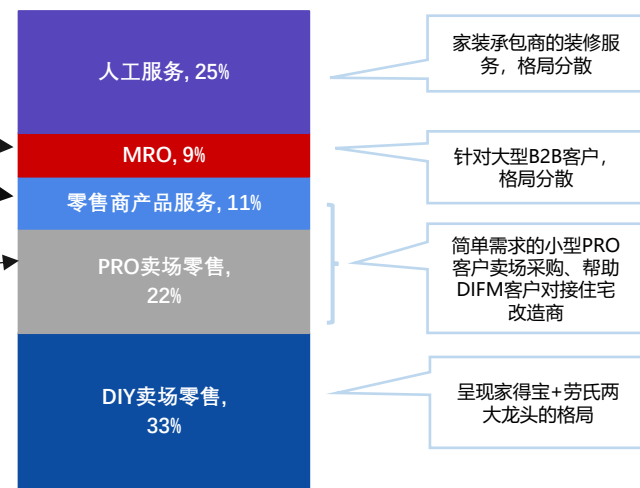
2.2.3 保持创新：拓宽业务边界，从零售赛道到专业赛道（成型期）

- 在2015-2020年期间，公司将美国改造家装市场分为4大领域：1) DIY产品零售，是仓储式DIY卖场的传统业务；2) PRO产品零售，依托门店为个体工人、承包商销售专业产品。3) 住宅类MRO；4) 服务人工，主要是家装施工服务。以2015年收入规模计，公司当年在5500亿美元家装市场的市占率约15%。
- 同时，公司也将当前聚焦的PRO业务梳理为3大部分：1) 一是可由家得宝门店承接的个体工人/物业经理的购买需求，专业客户可在门店Pro窗口获得快速响应服务，也是公司现有PRO业务的核心部分。2) 二是以大型专业领域公司、物业公司客户为主的住宅类MRO产品，由Interline Brand服务。3) 三是承担住宅翻修改造项目的改造商、翻修商客户，可由前文介绍的家得宝安装服务对接，Interline Brand可承接公寓物业类客户的设施维修产品及服务。

图：2015年家得宝聚焦的PRO领域

采购类型/客户类型	专业垂直领域	物业管理	翻修重建	改造	建筑商
大型客户 (B2B/MRO)	专业类 (Interline Brand)	机构、酒店、住宅类 (Interline Brand)	翻修公司	改造公司	工商业建筑
中型客户 (复杂需求)	专业需求、季节性采购	公寓类 (Interline Brand)	住宅翻新商/改造商 (家得宝安装服务)		民用住宅建筑
小型客户 (简单的交易需求)	个体工人/物业经理 (家得宝卖场)				
图例	首要方向				
	次要方向				
	非核心领域				

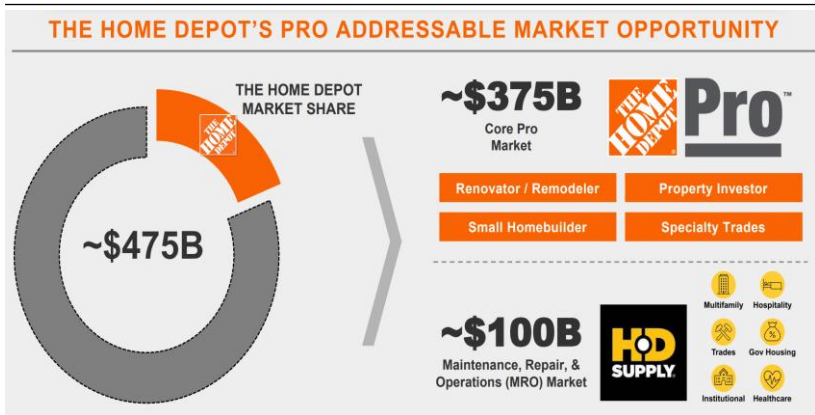
图：美国改造家装市场结构



2.2.3 保持创新：拓宽业务边界，从零售赛道到专业赛道（进阶期）

- **2023年-至今：由易到难，服务复杂需求的PRO客户。**此前数年间，公司对PRO业务的布局集中在小型专业客户门店采购的简单情景，以及大型B2B客户的住宅类MRO整合。据公司材料，2023年除MRO以外的核心PRO市场规模约3750亿美元，家得宝占有其中约25%的份额，公司大部分份额来自专业客户的简单采购需求（例如更换浴室防水板，购买工作工具）；而核心PRO市场近60%的规模来自复杂采购需求（例如独立住宅扩建项目），此业务对于当时的家得宝仍有较大拓展空间。
- 基于此，公司于2024年收购屋顶、园林、泳池的住房改造专业垂类产品分销商SRS Distribution，公司看重SRS在屋顶改造领域分销商的领先地位（年收入100亿美元）、SRS全美760余个配送网点/仓库及4000余个运输卡车带来的供应链扩容、针对专业客户复杂需求的订单管理系统、以及交易信用服务。2025年家得宝进一步收购干墙、天花板、钢框架的住房改造专业垂类产品分销商GMS，用于扩充SRS产品线。
- SRS 作为垂类家装产品的专业分销商，项目制订单模式下的产品标准化程度、采购规模效应低于MRO及家得宝卖场产品。SRS 2023年经调EBITDA利润率约11%，家得宝EBITDA约17%以上，因此短期对公司整体盈利能力也有拖累。

图：2023年家得宝在PRO市场份额



图：PRO客户的简单需求与复杂需求对比

PRO客户的简单需求	PRO客户的复杂需求
方便的区位（靠近客户工作地）	单个订单可包含大量产品
快进快出 (门店现金直购、订购后门店取货)	销售代表客情维护
值得信任的大品牌	预约或分阶段的订单交付/取货
天天低价	根据不同项目量身定制的定价
	贸易信用服务

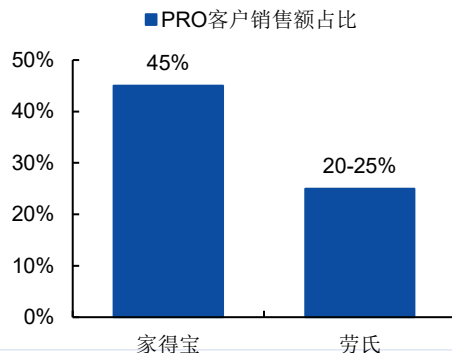
2.2 小结：创新、开拓、专注，PRO客户为公司创造巨大价值

- 在公司发展历程中，营销口号的变化也体现了业务范围扩展。例如90年代早期仍在DIY门店扩张期、突出天天低价。90年代后期-2000年初期，发展EXPO设计师整装门店与家装服务业务，突出家庭氛围感与家装服务能力。2010年后随着PRO客户扩大，广告语重新突出低价优势。2020年后，突出业务的多元性。
- 将DIY领域“服务至上”精神延续至PRO客户是成功拓展PRO的关键。①产品端，持续进行专业性品牌产品扩充。②履约配送能力持续强化，Interline+HD Supply具备成熟的MRO产品尾程配送能力，公司也围绕履约服务在仓配中心、门店、平板配送中心等进行了多年投入，基本实现对各类客户的流畅配送体验。③专为PRO客户特别提供了信用卡服务、PRO Xtra会员积分福利、工具租赁等增值服务，提高客户转化率与用户粘性
- PRO客户为公司创造巨大价值。据公司公告，2015年PRO客户数量占公司总客户的3%、但销售额却达总额的40%，单客户每年的平均消费金额达6000美元以上，显著高于公司零售客户每年约300美元的消费额。而且参与了公司PRO Xtra会员计划的高粘性客户较仅在门店消费的一般PRO客户的年消费额可再翻2-3倍。2021年家得宝PRO客户营收占比达约45%，劳氏则为20-25%；而自90年代后期以来，在劳氏转向DIY仓储式卖场门店后坪效持续低于家得宝。

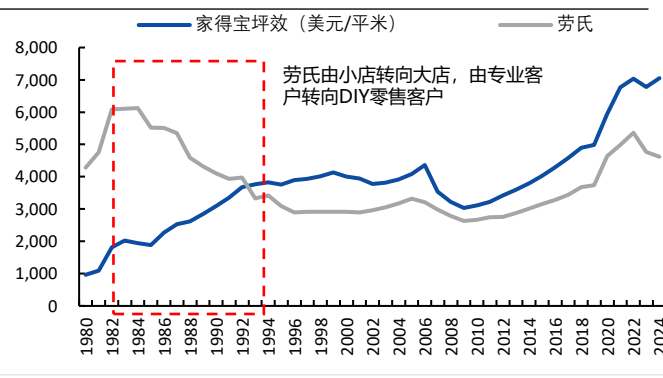
图：家得宝历史上主要广告语

时间	广告语
1990年初期	"The Home Depot, Low prices are just the beginning"
1990年后期	"When you're at the Home Depot, You'll feel right at home"
1999-2003	"The Home Depot: First In Home Improvement! "
2003-2009	"You can do it. We can help "
2009-2019	"More Saving. More doing"
2019-至今	"How Doers Get More Done"

图：2021年家得宝PRO客户营收贡献高于劳氏



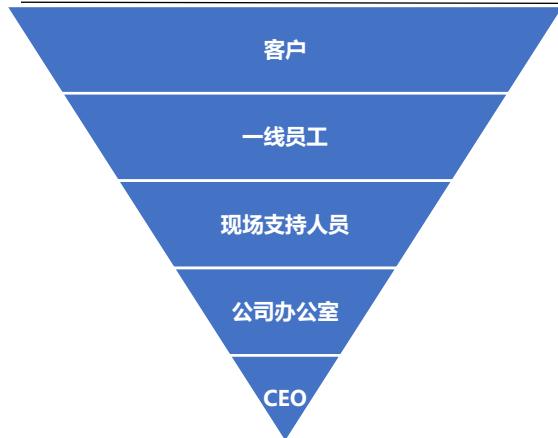
图：家得宝和劳氏的坪效对比



2.3 员工伙伴：如何管理47万名员工？

- **倒金字塔的管理层级：**家得宝采用倒金字塔管理层级，管理层位于塔尖最底层，所有卖场门店位于最顶层。在此层级下，公司位于亚特兰大的行政大楼入口处标牌写着“卖场后勤服务中心”，而不是“家得宝总部”，以提醒所有员工及时为门店提供支持和售后服务。同时，管理层通过定期走访卖场、定期访谈员工等及时了解终端需求。
- ① **门店管理充分放权：**公司实施充分放权让每家门店独立经营、采购，节省决策时间、提高对厂商的付款效率；每家门店细至每条走道、每个货架都由明确到人，鼓励营销创新，给员工以有利于改进客户服务的决策自由，快速响应消费者需求。
- ② **高度重视员工培训：**在公司创始团队管理时期，创始人团队大部分时间用于销售员工培训，管理层亲自高频授课使员工充分感受到公司对于培训的重视，以激励员工更好的把公司理念传递至消费者。公司现任执行副总裁Ann Marie Campbell最初是公司的门店收银员，而目前公司现任高管在公司任职年限均超10年。

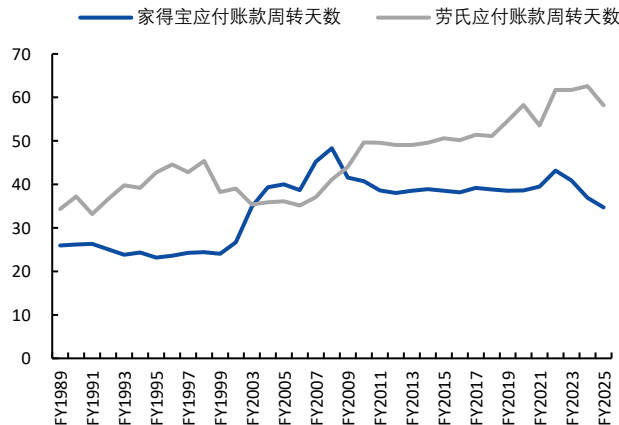
图：家得宝“倒金字塔”管理层级图



图：家得宝企业价值观



图：家得宝、劳氏的应付款周转率对比

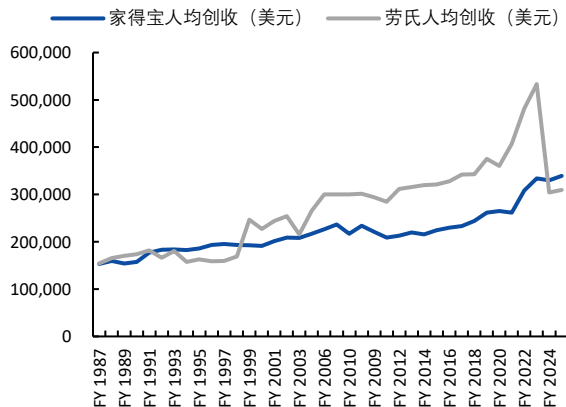


2.3 员工伙伴：如何管理47万名员工？

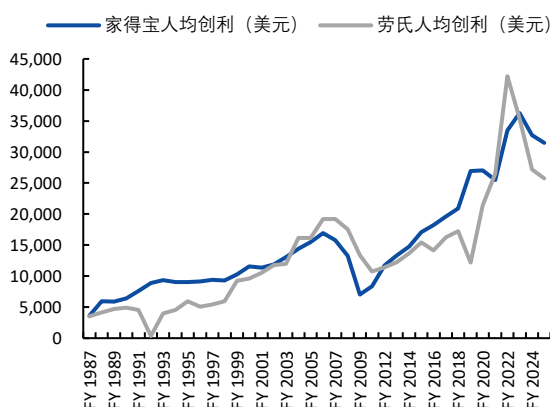
• 不以销售为导向的激励机制：

- ① 为了留住优秀人才，家得宝的员工平均薪酬长期保持强竞争力，因为家得宝确信他们能为公司创造出比同行更多的利润；同时，公司以顾客服务为导向，鼓励销售人员为卖场管理提出宝贵意见，并为表现优秀的基层员工设立良好的晋升机制。
- ② 出于为客户提供最佳服务的考虑，创始团队时期公司对销售人员不设置销售提成，以防止销售人员为了追求提成而给客户推荐高单价但并非最合适的商品。为了及时满足顾客的购物需求，公司甚至鼓励销售人员从竞争对手商场以市场价格购买店内缺货的商品、再入库重新销售或送货给消费者。在家得宝，每一位员工都深信，赢得客户的信任，培养忠实的客户群体，比销售指标更为重要。
- ③ 公司曾推出覆盖面广泛的员工分红和激励计划，所有员工可以享受15%的折扣无风险认购公司股票，覆盖了以月薪、周薪、日薪、时薪计的所有员工；此外，针对6%的月薪员工，还可额外参与公司股票期权计划，持续分享公司股价上升的收益。

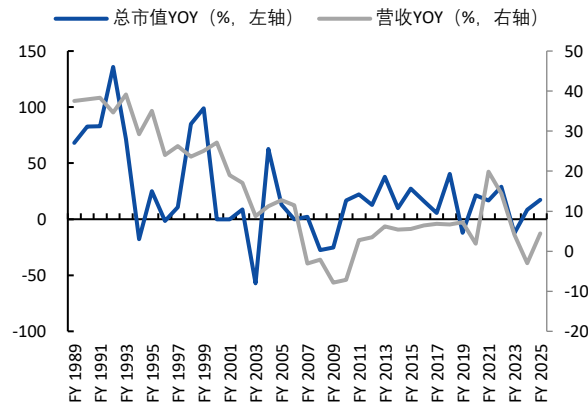
图：家得宝人均创收低于劳氏，员工数量确保服务质量



图：家得宝人均创利大部分时期高于劳氏



图：家得宝股价和销售额增速



目 录

1. 全球最大的家庭装潢零售商
2. 最纯粹的商业壁垒：企业文化与价值理念
3. 国际化与中国化
 - 3.1 家得宝的国际化之路
 - 3.2 是否会出现中国的家得宝？
4. 传统行业里的市值长牛
5. 投资建议
6. 风险因素

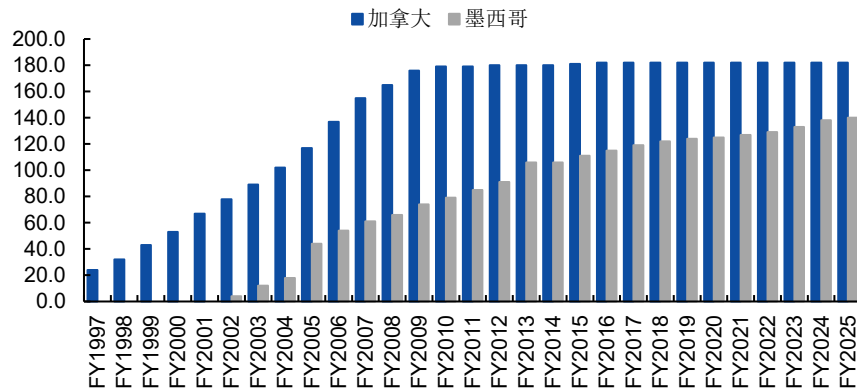
3.1 家得宝的国际化之路：当前海外业务集中于北美

- 家得宝于90年代开启国际化布局探索，至今海外市场仍以北美为主。公司于1994年通过收购Aikenhead's Hardware进入了加拿大市场，且在输出公司价值观同时，最大化保留了本地特色。1998年公司在南美智利开店，2001年由于盈利状况不佳卖给本土合作伙伴，后来发展成南美最大的家居超市；2001年进入墨西哥、通过收购墨西哥第二大家居装饰零售商 TotalHOME扩大了在墨西哥的业务；2006年通过收购中国家居装修零售商The Home Way进入中国，于2012年全面关闭中国所有大型卖场。目前公司成功持续运营的海外市场主要为加拿大、墨西哥，2024年两地门店数分别为182家、140家，合计占公司总门店数约14%。
- 公司出海主要通过与当地头部卖场合资或直接收购模式进入当地市场。直接收购当地卖场有助于公司在当地市场快速建立供应链，同时派驻家得宝体系内的管理人员入驻，在当地建立公司的企业管理文化。另外，在发展中国家公司主要面向中产消费者，一方面是由于当地消费者普遍对美国公司有高价值的印象，另一方面也是由于公司品牌初始知名度较低、规模有限，难以从当地供应链处取得和北美类似的采购折扣。

图：公司海外地区发展简介

海外地区	出海简介
加拿大	1994收购Aikenhead's Hardware 75%股权，包含7家仓储式门店，公司负责管理运营；并自建5家门店，随后在本地稳步开店发展
墨西哥	1994年公司开始与墨西哥本地供应商建立联系，2001年收购当地最大家居卖场TotalHOME，并宣布收购Del Norte 4家门店，自建2家门店，全面进入墨西哥市场
智利	1997年与智利本地最大零售商S.A.C.I. Falabella成立合资企业，合资企业有利于加速公司在系统、物流、房地产和信贷计划等领域的基础建设；随后1998年在智利开设2家门店；2001年终止智利业务
中国	1990年代中期公司为Home Way培训了创始管理团队，并于2006年收购Home Way，包含6个城市的12家门店；2012年终止中国业务

图：家得宝海外市场门店数量变化



3.1 家得宝的国际化之路：进军中国失败，2012年全面退出卖场业务

- 1995年，公司联合中国天津北方建材贸易公司在中国开设了当地第一家家居商品百货卖场家世界（Home Way），当时家世界卖场的规划、标识、识别颜色都学习了美国家得宝的样式。
- 2006年，家得宝正式收购家世界家居（Home Way）登陆中国市场，包括北京、河南、辽宁、陕西、山东、天津五个城市的12家卖场。
- 但自2009年5月起，家得宝中国陆续关闭青岛店、北京分钟寺店、沈阳店、天津东丽店和北京西四环店等。
- 2012年9月，家得宝在中国区关闭其所有分店，终止在中国的卖场业务。
- 2013年，尽管卖场门店关停，但公司保留中国团队，开发新的商业模式，例如在美凯龙等卖场开设代理品牌的涂料、地板零售店，尝试电商销售等。但时至今日，家得宝在中国市场的角色主要是大型采购商，大量的中国制造商为家得宝的自营品牌以及在家得宝销售的其他品牌代工。

图：家得宝中国门店示意图



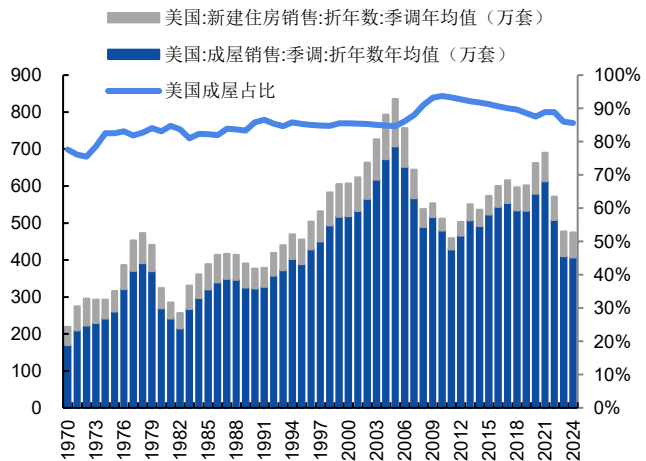
表：家得宝中国的具体形式和时间表

时间	事件
2006年	以1亿美元收购天津家世界家居12家分店，成功登陆中国市场
2007年	北京、天津、西安、郑州、沈阳、青岛等六大城市的所有分店正式开业，原北京华联综超董事长陈耀东出任中国区总裁
2008年	陈耀东离职，原百安居采购副总裁全国珊接任
2009年	青岛店、沈阳店关闭
2010年	北京分钟寺店、天津东丽店关闭，全国珊离职，亚太区采购总经理周雷蒙接任中国区总裁
2011年	北京西四环店关闭
2012年	家得宝建材超市宣布全中国关店
2013年	中国市场保留少量业务团队，尝试开发其他商业模式

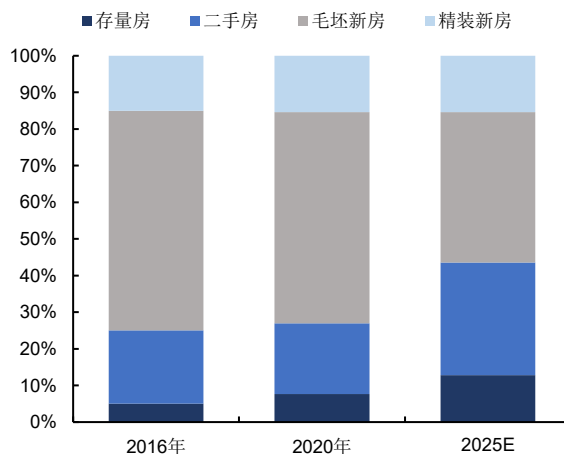
3.2 家得宝模式在中国难以复制

- 家得宝卖场业务在中国试水后最终退出，表明其商业模式在中国难以复制，我们认为主要原因有三：
 - 房屋交易结构差异：**家得宝创立初期，美国已是存量为主导的住宅交易市场，住房翻新需求旺盛；而中国的住宅交易市场过往长期以新房为主，二手房和翻新需求释放较慢。近年来，随着国内新房周期下行，存量住宅交易比例加速提升，未来二手+翻新需求也有望逐步成为主导。
 - 人力成本差异：**美国人工成本高，而中国人工成本低。因此，在国内与向装修公司/工人付费的装修模式相比，即使是局部维修等小型装修项目，DIY装修模式在中国并不具备明显性价比，导致中国消费者难以形成自己动手装修的习惯。
 - 供应链完备性差异：**由于中国家居建材供应链成熟、产品种类型号众多、低价区间竞争也非常激烈，导致家得宝的全球采购自营模式在中国市场上价格优势不明显。

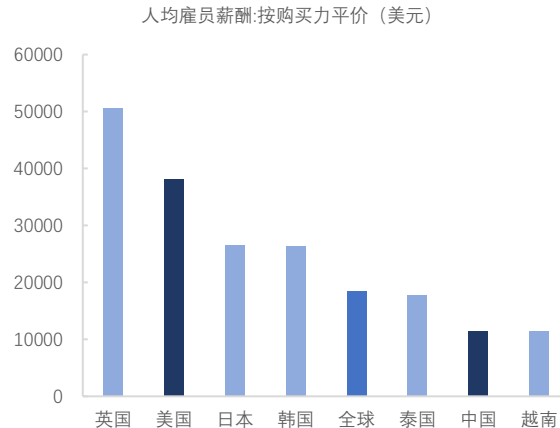
图：美国1970年至今以成屋销售为主



图：我国家装需求结构正从新房向存量+二手房切换



图：美国人力成本明显高于中国



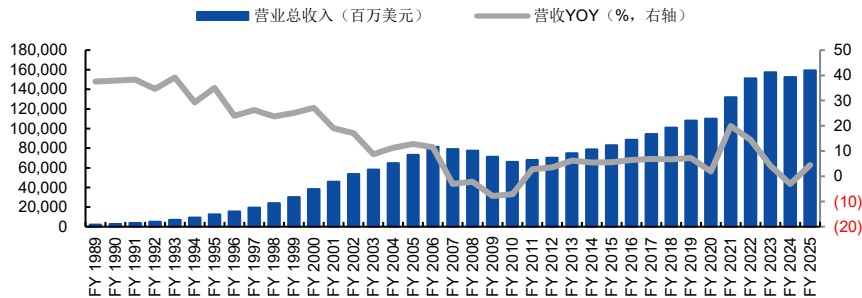
目 录

1. 全球最大的家庭装潢零售商
2. 最纯粹的商业壁垒：企业文化与价值理念
3. 国际化与中国化
4. 传统行业里的市值长牛
 - 4.1 基业长青，市值一路向上
 - 4.2 发展分阶段：1978-1990-2009-至今
5. 投资建议
6. 风险因素

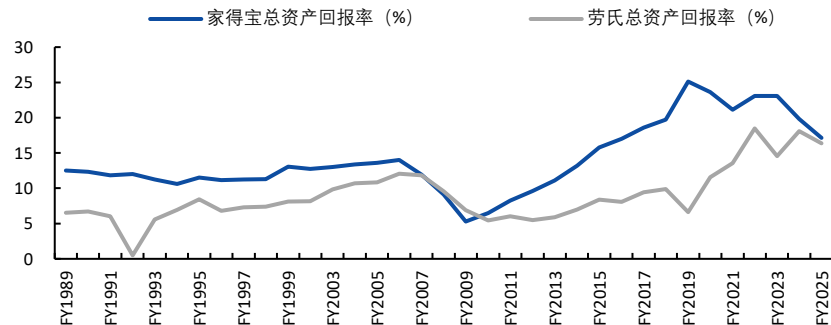
4.1 基业长青：规模持续扩张、长期盈利提升

- 1) 营收规模，FY1989-FY2025公司营收CAGR为12.9%，至FY25营业收入达1595亿美元；2) 盈利能力，公司FY1989-FY2005毛利率趋势提升，且同期营收保持较快增长，体现了采购规模化效应，随后毛利率基本稳定。且营收放缓后净利长期上行，主要为单值扩大、供应链提效；3) 总资产回报率，开店拓展期公司ROA基本稳定，而客单提升期ROA明显提升。

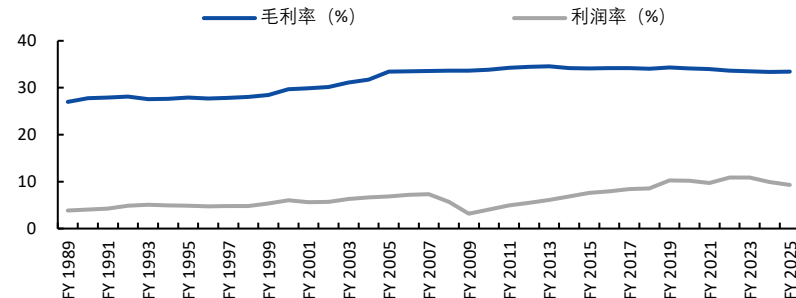
图：家得宝营收规模及增速



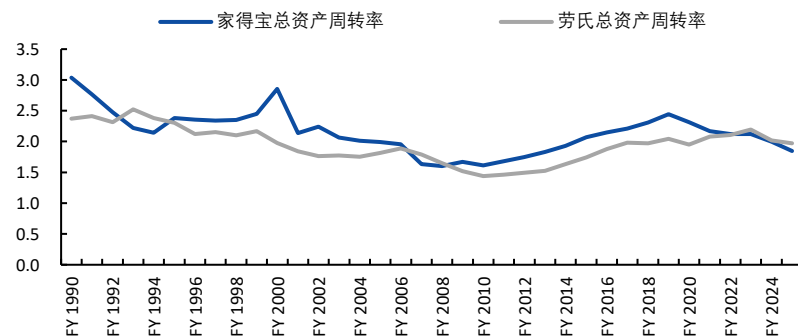
图：家得宝和劳氏的ROA



图：家得宝的毛利率和净利率



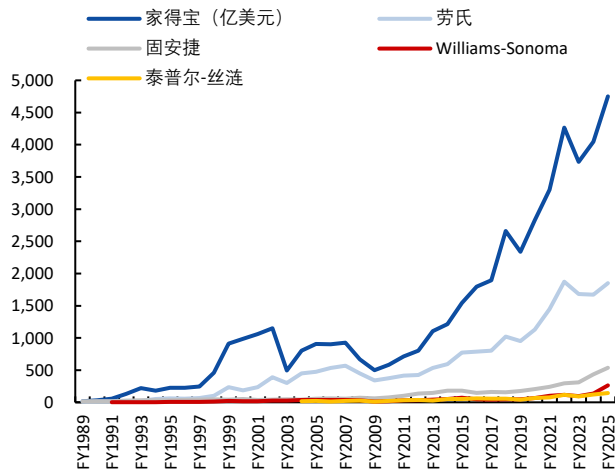
图：家得宝和劳氏的总资产周转率



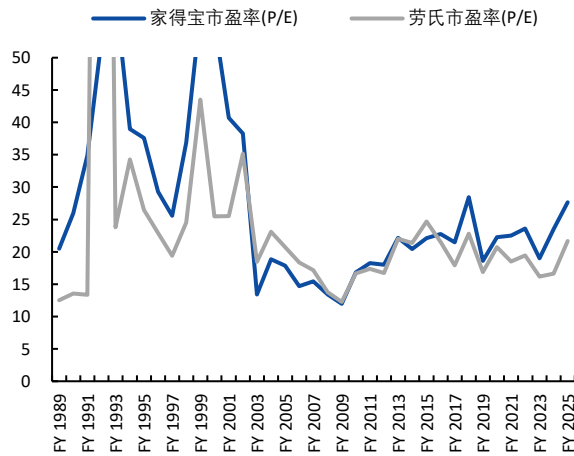
4.1 市值长牛：1988-2024年市值CAGR为17%

- **市值对比：**公司总市值经过1988-2000年、2008年-2024年两轮持续上涨，截止FY25总市值4751亿美元，高于主要竞争对手劳氏（1852亿美元）。横向对比家居类公司，以床垫产品批发、零售为主的泰普尔-丝涟总市值约144亿美元，以家具家居用品零售为主的Williams-Sonoma总市值约263亿美元。在B2B行业，通用MRO公司固安捷总市值约537亿美元。家得宝凭借其独有的零售商业模式和不断扩大边界的能力，市值领先可比公司。
- **估值对比：**对比家得宝和劳氏PE，1988-2000年期间家得宝PE高于劳氏，体现其DIY零售卖场的龙头溢价与高成长溢价。而2000-2015年随着公司DIY零售卖场开店放缓、新业务进展暂未取得明显成效，而劳氏通过优化门店和服务追赶，期间家得宝估值略低于劳氏。而2015年后家得宝通过供应链、履约系统及数字化的持续投入进一步提升竞争壁垒，并在PRO客户领域领先劳氏，家得宝对比劳氏重新跑出估值溢价。
- **分红回购：**公司重视股东回报，家得宝稳定约50%分红，同时回购数额大，丰富的股东回报也是市值长牛的因素之一。

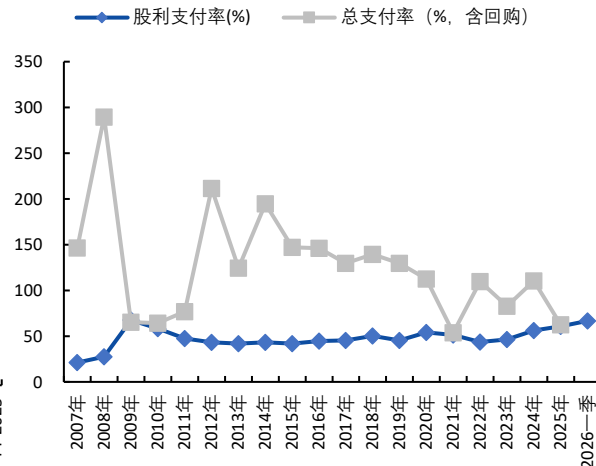
图：美国主要可比公司总市值表现



图：家得宝和劳氏PE



图：家得宝股利支付比例与总支付比例

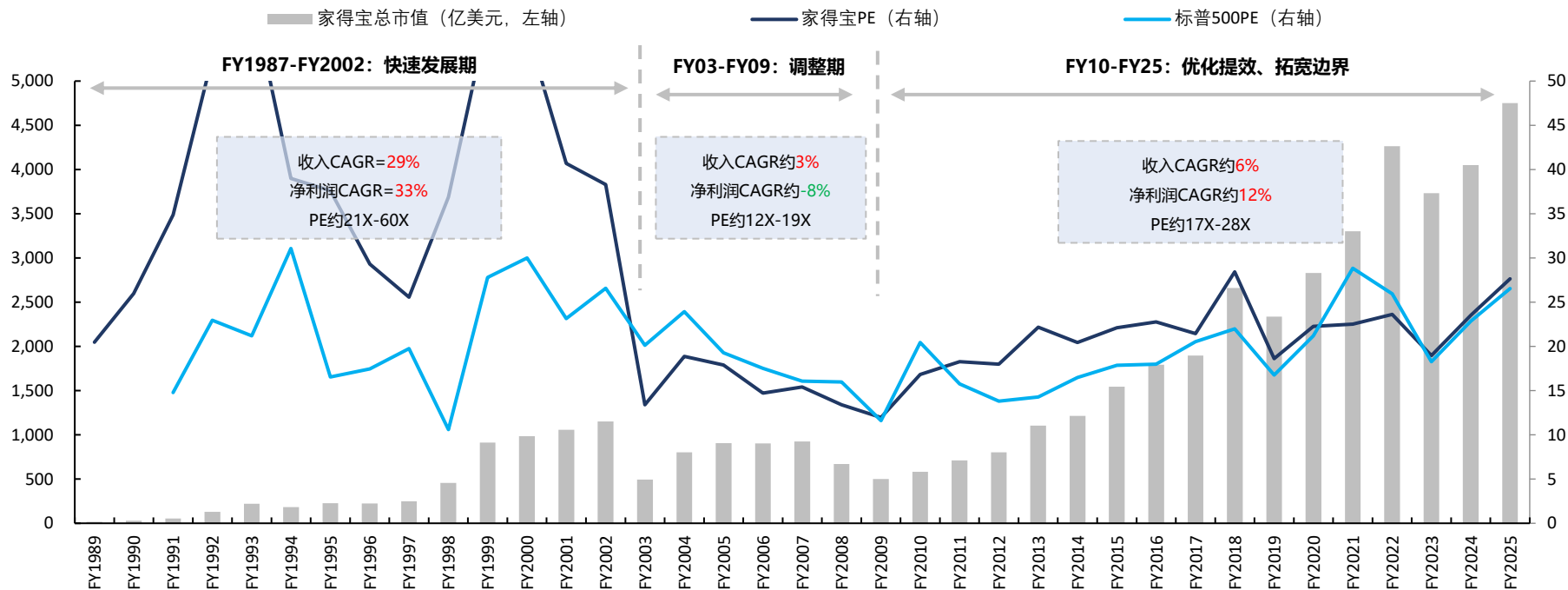


资料来源：彭博，华福证券研究所

4.1 市值长牛：近10年估值中枢约20X-25X

- 回顾家得宝的市值和估值水平变化，结合公司业务发展历程，我们主要划分为三个阶段，即：创立-FY2002期间的快速发展期，FY2003-FY2009的业务调整期，以及FY2010至今的优化提效、拓宽边界期。

图：家得宝总市值、家得宝PE与SP 500 PE对比

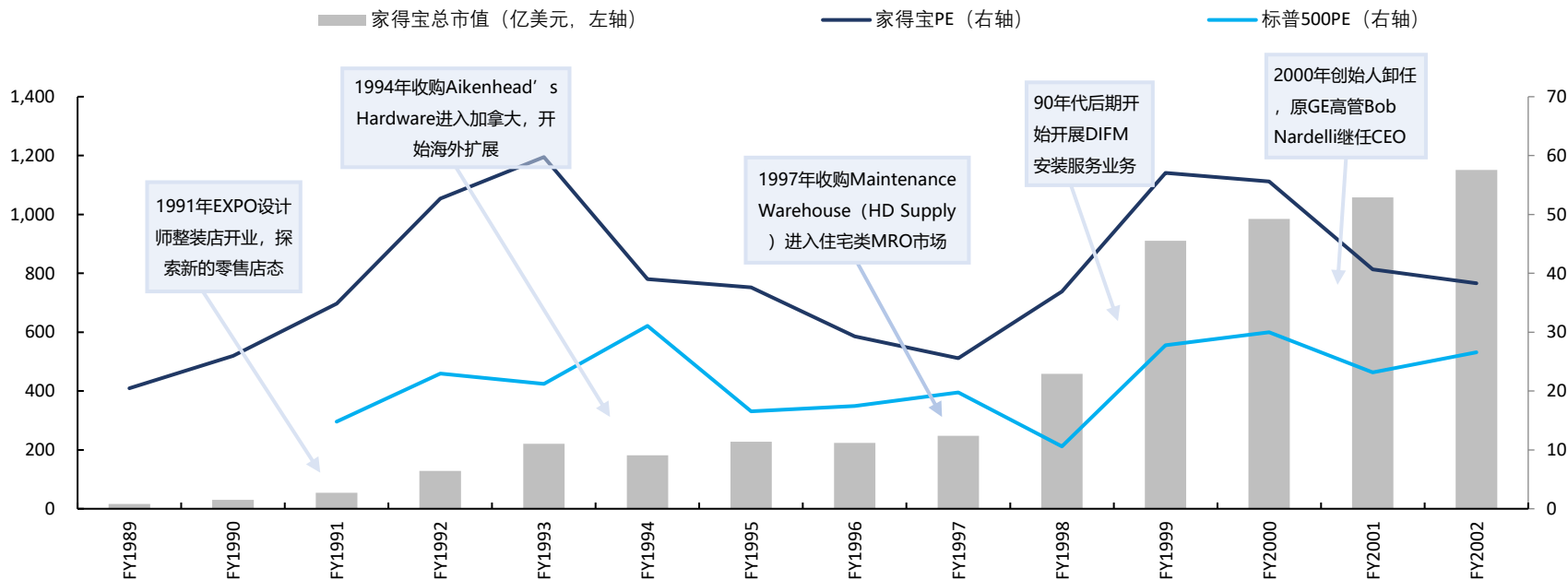


资料来源：彭博，华福证券研究所

4.2 阶段一：FY1979-FY2002，快速发展、估值溢价

- **快速发展期：**创业初期以来，家得宝凭借行业首创的DIY家装仓储式大型卖场、差异化的高标准服务，实现了门店数和营收的快速增长。在高增长末期，公司也开始初步探索未来的第二增长曲线，广泛尝试了多种零售店态、海外拓展、安装服务、MRO等。
- **估值水平：**在此期间得益于公司业绩高增、阿尔法明显，市场给予公司成长股估值，较标普500估值溢价明显。

图：家得宝市值及估值情况（FY1989-FY2002）

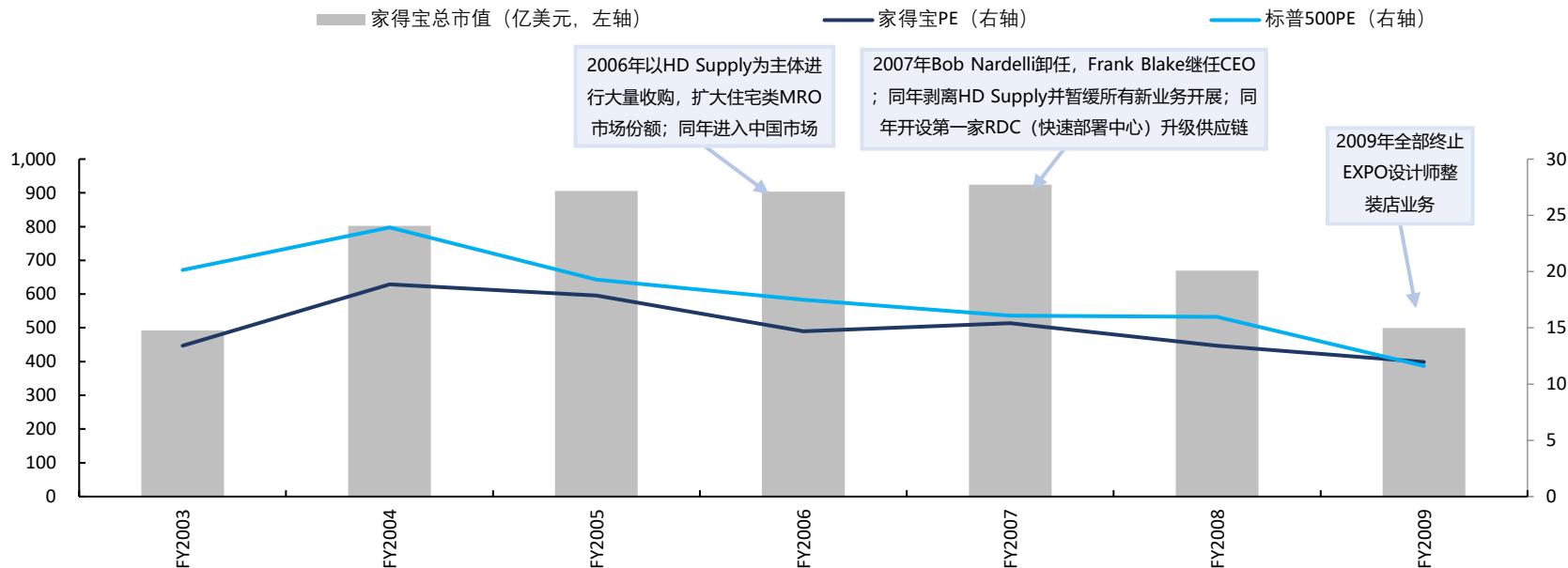


资料来源：彭博，家得宝公告，华福证券研究所

4.2 阶段二：FY2003-FY2009，业务调整、估值折价

- 业务调整期：**在此期间公司零售门店布局基本饱和，收入增长中枢由20%降至0-10%，Bab Nardelli在任期间开始重点投入新业务方向，主要包括大量收购MRO相关企业、扩展中国市场。但随后由于次贷危机的外部影响、以及大举扩展新业务期间零售门店基本盘竞争力弱化的自身原因，在Frank Blake继任后开始全面暂缓新业务开展，并开始聚焦于供应链提效、企业文化修复。
- 估值水平：**在公司业务调整的背景下，估值水平也有所回落，对比标普500存在估值折价。

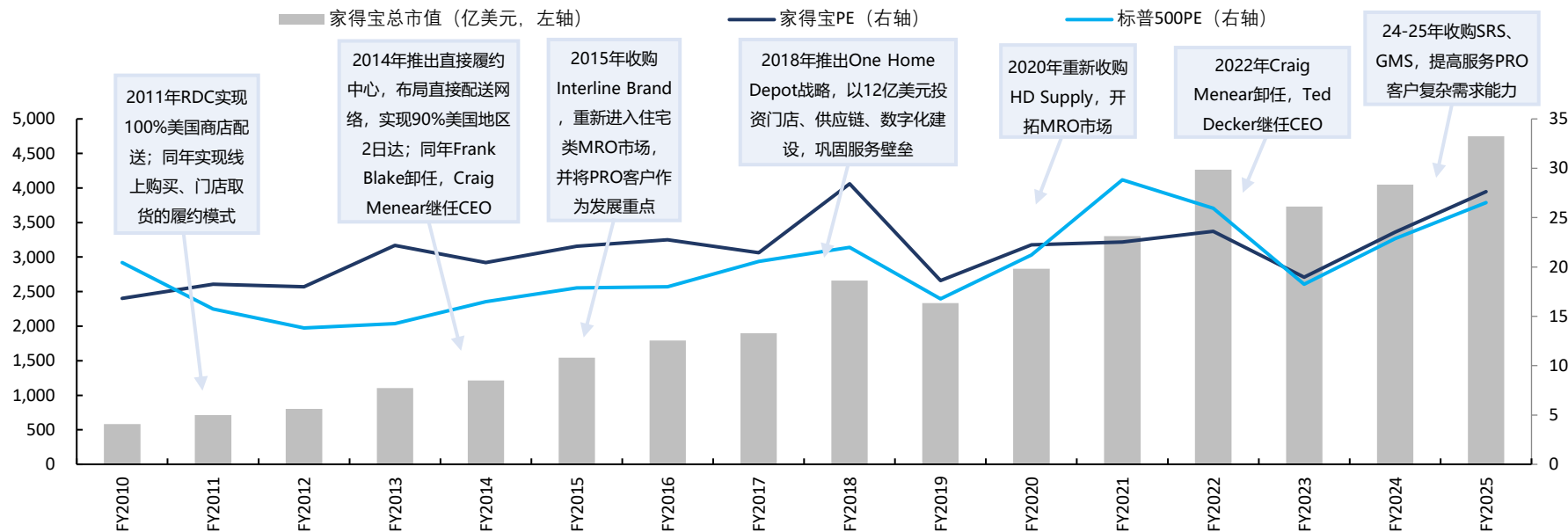
图：家得宝市值及估值情况（FY2003-FY2009）



4.2 阶段三：FY2010-至今，升级提效、估值稳健

- **优化提效、拓宽边界：**在此期间公司的重点聚焦于供应链、履约能力、数字化能力的全面升级，以适应互联网时代对零售商的冲击，巩固竞争壁垒。在拥有成熟的供应链能力后，公司开始重新布局MRO，并全面提升对PRO客户的产品与服务，实现门店效能的进一步释放，盈利能力创新高。在现任CEO Ted Decker继任后，对于PRO业务的挖潜也开始从标准化产品、简单需求向偏非标的复杂需求升级，进一步拓宽业务边界。
- **估值水平：**随着公司PRO业务成型开拓、效能持续提升，此期间公司估值大部分时间仍跑赢标普500。

图：家得宝市值及估值情况（FY2010-FY2025）



资料来源：彭博，家得宝公告，华福证券研究所

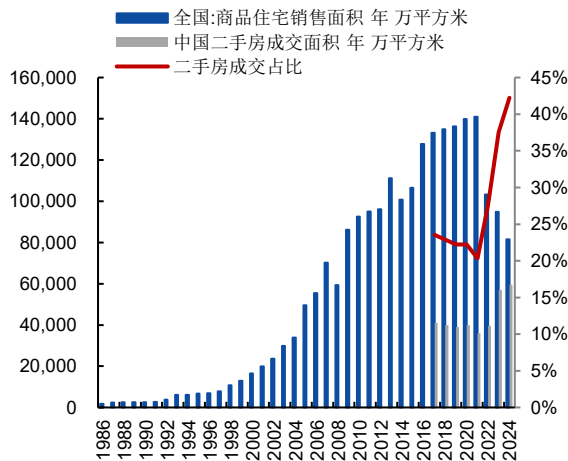
目 录

1. 全球最大的家庭装潢零售商
2. 最纯粹的商业壁垒：企业文化与价值理念
3. 国际化与中国化
4. 传统行业里的市值长牛
5. 投资建议
6. 风险因素

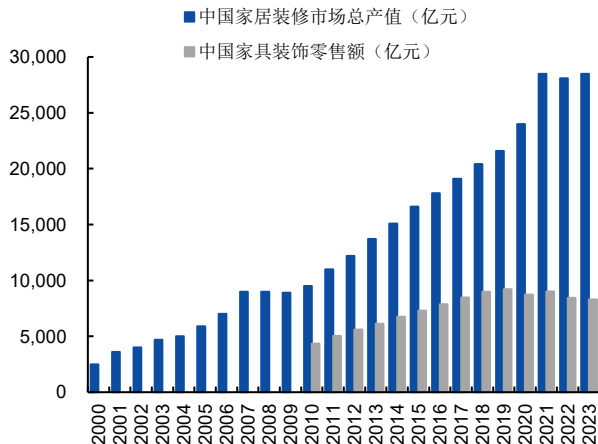
5 投资建议：公司推荐欧派家居、顾家家居、索菲亚

- 我们认为，中国家居行业伴随过去房地产市场的高速发展，形成了以摊贩式及租赁式为主的卖场渠道形态，且几乎所有家居建材品牌的成长都发源于经销模式，这一局面短期难以改变；未来，随着中国存量住宅增加以及整装渗透，装修服务将是建材类家具品牌难以规避的课题，纯零售店（承接中高端需求）、整装店（定装一体化经销店、装企合作店）、电商（承接便利/性价比需求）形态或将长期并存，渠道布局完善的企业具备向大家居龙头迭代的基础。
- 中国存量装潢市场方兴未艾，家得宝的零售商模式虽不适用于中国市场，但其强有力的企业文化值得国内企业学习；且长期来看，渠道型企业具备长成大公司的基础设施条件，未来中国特色的大家居龙头仍可期待，公司推荐多品类全渠道布局完善的欧派家居、顾家家居、索菲亚。

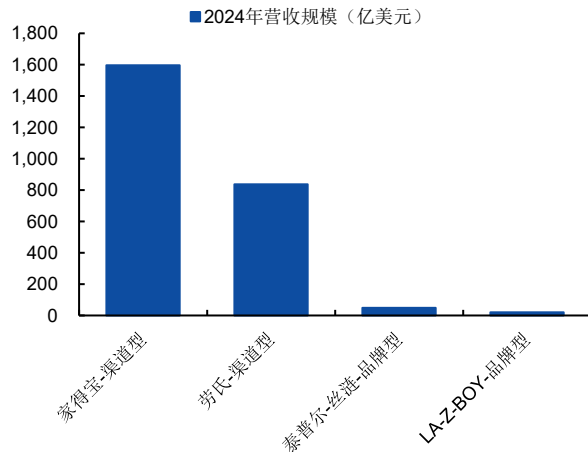
图：近年中国房屋交易结构中二手房占比显著提升



图：中国家装市场总产值与家具装饰零售额



图：美国渠道型家居建材龙头、单品龙头的营收规模对比



资料来源：ifind，贝壳研究院，中国新闻网，每日经济新闻，克尔瑞，欧睿，华经情报网，中装新网，树懒生活，iFind，彭博，华福证券研究所

目 录

1. 全球最大的家庭装潢零售商
2. 最纯粹的商业壁垒：企业文化与价值理念
3. 国际化与中国化
4. 传统行业里的市值长牛
5. 投资建议
6. 风险因素

- **宏观经济环境波动风险：**家居作为典型的大宗消费品，居民消费意愿受宏观经济影响较大，若国内经济景气下行，或将影响居民消费支出意愿，家居板块企业收入也将受到较大影响，提示宏观经济环境波动风险。
- **地产销售下滑风险：**住房作为中国家庭重要财富组成，房地产市场销售和房价变化趋势对居民财富效应有一定影响，若地产销售出现大幅下滑，将影响家居板块估值水平的同时，通过财富效应间接影响居民消费意愿，提示地产销售大幅下滑风险。

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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

