

轻工造纸行业月报（2017 年 7 月）

家得宝：世界建材家居零售商巨头

● 月度回顾及行业观点

6 月市场行情震荡反弹，沪深 300 指数上涨 4.98%，轻工板块上涨 3.66%，小幅跑输市场 1.32 个百分点。横向来看，轻工板块在全行业表现居中，在申万一级行业中家用电器、有色金属、食品饮料、汽车和电子等板块相对涨幅居前。轻工板块市盈率（TTM）为 37.23 倍，环比回升 1.41 点，仍徘徊在板块历史市盈率近两年的最低水平。

我们认为，7 月份造纸行业排污许可证制度落地在即，二季度造纸淡季不淡，白卡、铜版、双胶等产能集中度较高的纸种价格依然坚挺，生产企业限产保价，毛利水平维持高位，环保政策加码叠加三季度造纸旺季或推动造纸板块第二轮行情，重点关注晨鸣纸业、太阳纸业；家具板块方面，在去年同期基数相对较低背景下，预计大部分家具上市公司中报业绩持续向好，一线品种估值趋向合理，长期成长仍可观，后续建议关注家具二线标的，看好顾家家居、江山欧派、海鸥卫浴等；包装用纸价格近两个月有所提升，相比于去年同期而言处于较高水平，纸包装企业成本面临一定压力，龙头企业成本传导能力较强，利润承压相对较小，金属包装行业普遍维持成本加成利润率，盈利能力受原材料价格影响有限，继续看好拥有良好业界口碑、在消费电子领域具有市场份额优势、具有行业整合能力的包装龙头，关注裕同科技、合兴包装、奥瑞金等。

7 月份推荐组合：顾家家居、晨鸣纸业、裕同科技、太阳纸业

● 月度专题——家得宝（Home Depot）

家得宝创立于 1978 年，1984 年于纽交所上市，现为美国第二大零售商，仅次于沃尔玛，是全球第一大建材家居用品零售商。公司采用仓储式商场运营模式，直接向制造商大批量进货，省去了分销商和批发商的中间成本；门店面积大，单次进货数量大有效降低采购成本。在零售端，家得宝压低加价率，消费者提供物美价廉的家居产品，有利于公司抢占市场份额。家得宝十分重视市场需求和消费潮流的变化，及时调整经营策略，根据公司的发展历程，可分为 DIY（自己做）、DIY+DIFM+Pro（自己做+帮我做+专业做）、O2O（线上引流）三个阶段。特别是近年来在电子商务盛行的背景下，不少建材家居渠道受到很大冲击，家得宝凭借前瞻性的布局收购、完善仓储物流和先进的信息化系统，供应链效率不断提升，公司业绩和市值也稳步增长。参考家得宝的发展历程，我们认为国内建材家居行业集中度提升趋势不可逆转，看好线上与线下结合的新型渠道运营模式。

● 风险提示

经济增速超预期下滑导致需求萎缩；原料价格过快上涨造成企业短期盈利下滑；相关行业政策的突然转向。

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2017-07-04

相对市场表现



分析师：申 烨 S0260514080002



020-87578446



shenye@gf.com.cn

相关研究：

轻工造纸行业月报（2017 年 6 月）:Nobia 橱柜：多品类高效运营，欧洲巨头协同成长 2017-06-02

轻工造纸行业月报（2017 年 5 月）:骊住集团：厨卫为核心专注整装，潜心营造优质生活 2017-05-05

轻工造纸行业 2017 年 4 月月报：良品制造迎合消费升级，精细化管理成就品牌价值 2017-04-06

目录索引

一、轻工造纸板块月度行情回顾	4
(一) 轻工板块的整体市场表现	4
(二) 轻工子板块的市场表现	5
(三) 轻工板块市盈率的走势变化	5
(四) 轻工造纸行业月度策略观点	6
二、家得宝：世界建材家居零售商巨头	8
(一) 公司简介：全球第一大建材家居用品零售商	8
(二) 产业链位置：集批发零售为一体的渠道品牌商	9
(三) 成功之路：从仓储式超市到家得宝传奇	10
三、家得宝优势：超低价格、紧跟潮流、降本增效	15
(一) 仓储式商场+全球采购造就超低价格	15
(二) DIY-DIFM-O2O 贴合市场需求，新型品类组合创造利润增长点	17
(三) 物流升级降本效应明显，信息化建设助效率提升	21
(四) 家得宝启示：中国家居渠道品牌的发展方向	23
四、风险提示	24

图表索引

图 1：6 月轻工板块表现略弱于整体市场	4
图 2：6 月轻工板块在全行业表现居中	4
图 3：除其他轻工制造外，其余板块均出现回调	5
图 4：申万一级行业市盈率比较（TTM）	5
图 5：轻工板块历史市盈率走势（TTM）	6
图 6：家得宝门店外观	8
图 7：家得宝所在建材家居产业链位置	9
图 8：2016 年美国建材家居零售商市场份额	10
图 9：制造品牌龙头和渠道品牌龙头营业收入对比（2014 年）	10
图 10：家得宝营业收入、利润、毛利率、净利率历史走势（单位：亿美元）	11
图 11：美国人口出生率（单位：‰）	12
图 12：家得宝门店增长（单位：家）	12
图 13：家得宝平均单店年销售额（单位：万美元）	12
图 14：Lowe's 借鉴家得宝转型为仓储式超市	13
图 15：家得宝及 LOWE'S 本土门店竞争趋于饱和	13
图 16：家得宝门店扩张速度减缓（单位：家）	13
图 17：家得宝门店的精简装修	16
图 18：家得宝向供应商支付的采购成本比例	17
图 19：家得宝 EXPO 设计中心门店外观	18
图 20：家得宝 EXPO 设计中心门店内景	18
图 21：美国家具和家庭用品电子商务规模及增速	19
图 22：亚马逊营业收入及增速	19

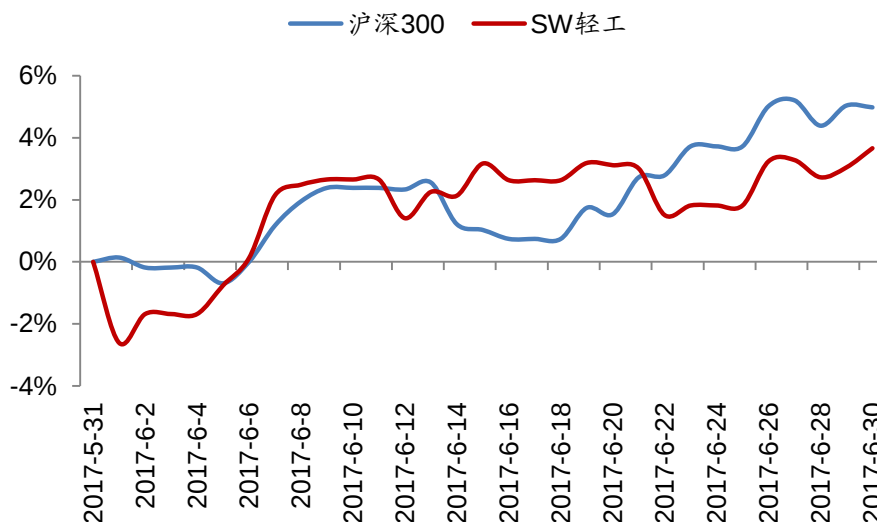
图 23: 家得宝线上销售收入及占比 (单位: 亿美元)	20
图 24: 家得宝移动端电子商务	20
图 25: 家得宝新产品之家庭装饰	21
图 26: 家得宝新产品之家电	21
图 27: 家得宝自有供应链配送比例提升	22
图 28: 家得宝零售门店发货策略	22
图 29: 国内建材家居各类渠道比例 (2013 年)	23
图 30: 我国建材家居经销商门店数量分布	23
图 31: 我国建材家居经销商年均销售额分布	23
表 1: 家得宝部分商品图示	8
表 2: 家得宝重要历史事件梳理	14
表 3: 家得宝与竞争对手成本售价对比	15
表 4: 家得宝部分供应商生产基地 (2007 年)	16
表 5: 家得宝 DIY 指导服务	17
表 6: 家得宝细分市场	18
表 7: 家得宝部分并购活动	21
表 8: 家得宝本土配送中心类型和数量 (2016 年)	22

一、轻工造纸板块月度行情回顾

（一）轻工板块的整体市场表现

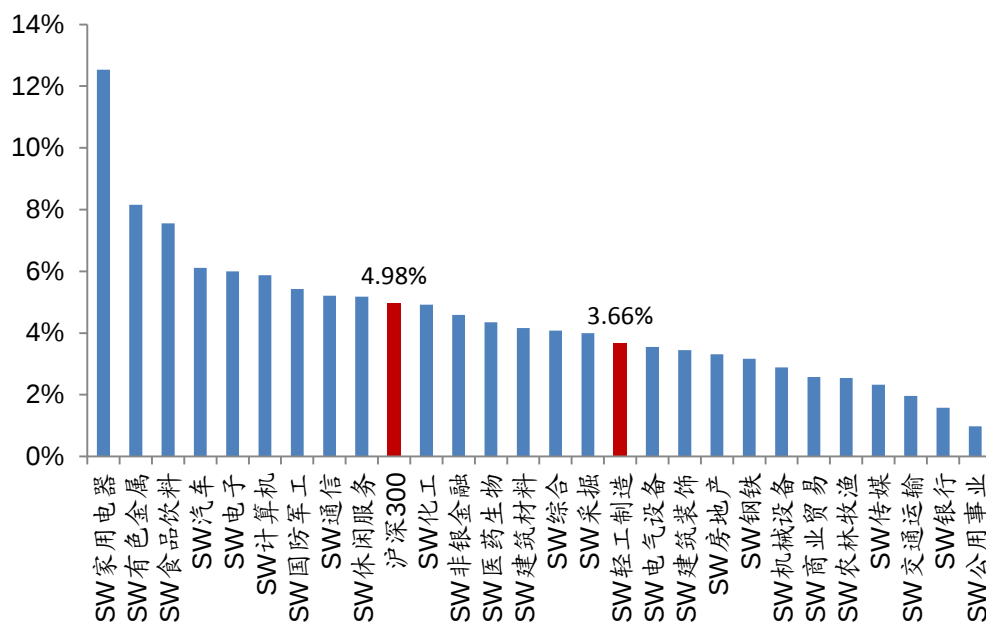
6月市场行情震荡反弹，沪深300指数上涨4.98%，轻工板块上涨3.66%，小幅跑输市场1.32个百分点。横向来看，轻工板块在全行业表现居中，在申万一级行业中家用电器、有色金属、食品饮料、汽车和电子等板块相对涨幅居前。

图1：6月轻工板块表现略弱于整体市场



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图2：6月轻工板块在全行业表现居中

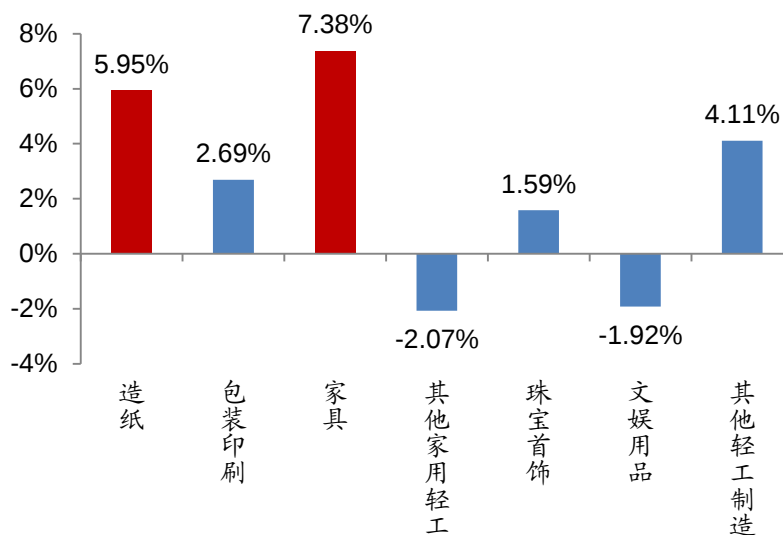


数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

（二）轻工子板块的市场表现

在轻工子行业中，2017年6月家具和造纸板块表现抢眼，分别上涨7.38%和5.95%，包装印刷上涨2.69%，珠宝首饰上涨1.59%，文娱用品下跌1.92%，其他轻工制造和其他家用轻工分别上涨4.11%和-2.07%。

图3：除其他轻工制造外，其余板块均出现回调

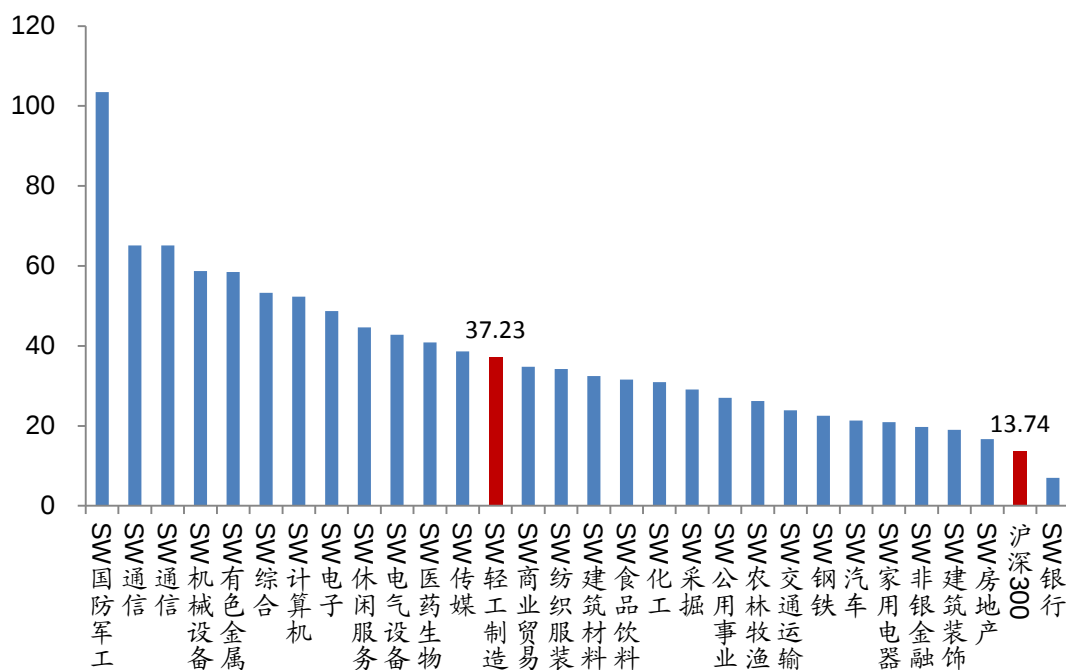


数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

（三）轻工板块市盈率的走势变化

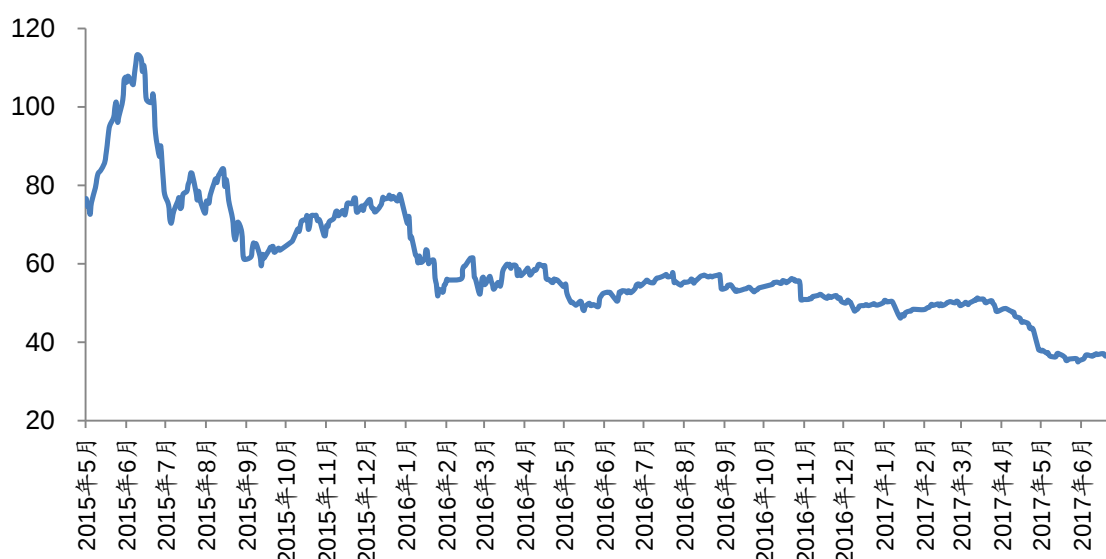
估值方面，截止2017年6月30日，轻工板块市盈率（TTM）为37.23倍，环比回升1.41点，仍徘徊在板块历史市盈率近两年的最低水平。

图4：申万一级行业市盈率比较（TTM）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图5：轻工板块历史市盈率走势（TTM）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

（四）轻工造纸行业月度策略观点

我们认为，7月份在板块配置方面，**造纸行业**排污许可证制度落地，造纸行业强者恒强。二季度淡季不淡，包装纸价格在原材料废纸价格上涨推动下走高，文化纸价格高位震荡，大厂通过集体停机限产方式维持产品价格稳定，上市纸企吨纸盈利高于此前市场预期，环保趋严叠加三季度旺季来临预期，造纸板块开启第二轮行情。造纸行业排污许可证申领已结束，通过一证化管理，严格落实企业环保主体责任，进一步完善事中事后监管。环保奖惩制度逐步建立健全，新《环保税法》中增加了企业减排的税收减免档次，鼓励企业减少污染物排放规定，与现行排污费制度规定形成环境税梯度征收，2016年以来环保政策趋严至今未见放松趋势，环保督查进一步强化，问题企业停产扩大，小厂因环保政策趋严或将进一步淘汰，排污许可证制度落地利好行业龙头。标的关注晨鸣纸业（产能扩建项目陆续建成投产将释放增量产能提供长期增长驱动力；环保要求趋严催生行业集中度，公司环保措施到位将在行业洗牌中脱颖而出；公司融资租赁业务存量规模超200亿元，且下游资金需求方以地方政府、国企为主，偿债能力较强，风险可控）、太阳纸业（一季度业绩继续高速增长，预计全年净利润有望超市场预期，后续消费品布局值得期待）。

家具板块我们认为目前二线品牌估值与业绩匹配度更佳。6月43城市新房月成交整体同比下降20.1%，地产承压考验客流量，一线城市新房成交降幅扩大，三线城市新房成交情况略好，同比增长3%，地产限购效果继续体现，因房地产对家具行业影响存在6-9个月传导周期，预计地产影响将在四季度体现，中报业绩持续向好，一线品种估值趋向合理，长期成长仍可观，后续建议关注家具二线标的。行业政策方面，新建住房全装修化是国内房地产未来发展趋势。7月1日起，《海南省商品住宅全装修管理办法（试行）》正式施行，海南省由此成为我国首个实施商品住宅全装修的省份，厨房和卫生间的固定设施如橱柜、洁具等均在全装修范畴内，装修质量管理纳入施工质量管理体系，政府主管部门对装修施工开展全过程质量监管，利好整体卫浴。标的关注顾家家居（公司主推三四线城市渠道下沉，优化升级配合产品

品类扩张,管理团队产业运营经验丰富,激励机制提升团队凝聚力,市场预期较低)、江山欧派(木门产品更靠近家装入口,公司把握产业发展动向,生产及销售环节不断优化)、海鸥卫浴等(公司定增过会待批文,内部管理层调整明显,整装卫浴受益装配式建筑行业正处于放量期)。

包装板块方面,包装用纸价格近期有所上涨,相比于去年同期而言处于较高水平,纸包装企业成本面临一定压力,龙头企业成本传导能力较强,利润承压相对较小。金属包装行业普遍维持成本加成利润率,盈利能力受原材料价格影响有限;三片罐市场供需相对平衡,龙头制罐商与优质大客户供应关系稳定;二片罐产能过剩,利润空间承压,行业面临并购整合。目前卷烟社会库存较高,年内烟标需求受去库存影响较大、整体增长乏力;中高档次香烟销售前景乐观,烟标龙头公司业绩有望复苏。总体而言,包装行业龙头在客户拓展和并购整合方面具有双重优势,内生外延成长性俱佳。我们看好专注高端品牌包装(利润空间大、纵向成长性好)、拥有良好业界口碑(客户拓展能力强)、在消费电子领域具有市场份额优势的裕同科技,建议关注产业整合能力强、IPS和PSCP业务进展良好的合兴包装,同时建议关注积极拓展大包装、大健康业务的烟标龙头企业劲嘉股份。

7月月度组合:顾家家居、晨鸣纸业、裕同科技、太阳纸业。

二、家得宝：世界建材家居零售商巨头

（一）公司简介：全球第一大建材家居用品零售商

家得宝（Home Depot）创立于 1978 年，1984 年于纽交所上市，公司成立以来发展迅猛，现为美国第二大零售商，仅次于沃尔玛，且是全球第一大建材家居用品零售商。家得宝门店遍布美国、加拿大和墨西哥等地区，目前总数达 2200 多家。家得宝主要商品品牌包括 Hampton Bay（照明、吊扇与天井家居）、Pegasus（厨具与浴具）、Glacier Bay（水龙头与浴缸）、Husky（工具）、Vigoro（肥料）、Ryobi（电动工具）、Ralph Lauren paint（油漆）等等，公司十分关注市场消费动向，会因时制宜采购和提供不同种类的商品和服务。

图 6：家得宝门店展示



数据来源：家得宝官网、广发证券发展研究中心

表 1：家得宝部分商品图示

商品名称	图示
木板	
油漆	
五金	

浴具



厨具



家电

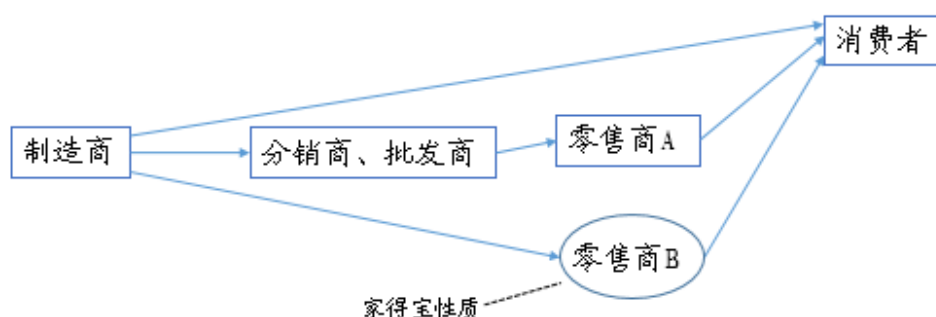


数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

（二）产业链位置：集批发零售为一体的渠道品牌商

家得宝是一家自营连锁零售商，采用仓储式商场运营模式，这是一种集商品销售与商品储存于一个空间的零售模式。这种商场规模大、投入少、价格低，大多利用闲置的仓库、厂房运行。场内极少豪华装饰，一切以简捷自然为特色。商品采取开架式陈列，由顾客自选购物，商品品种多，场内工作人员少，应用现代电脑技术进行管理，即通过商品上的条形码实行快捷收款结算和对商品进、销、存采取科学合理的控制。商家往往直接向制造商大批量进货，省略中间商成本，同时以低于百货商店的价格出售商品，一般销量庞大，购销特点可概括为“高周转，低毛利”。家得宝是美国第一家采用仓储式超市模式运营的建材家居专卖店。

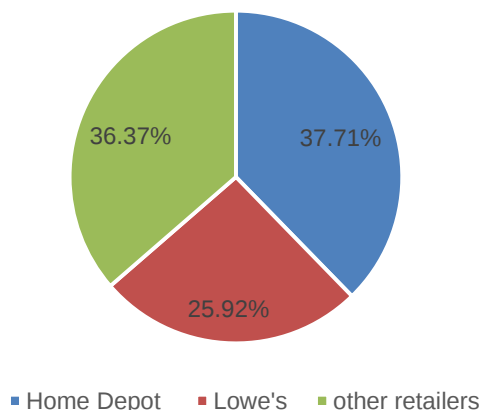
图 7：家得宝所在建材家居产业链位置



数据来源：广发证券发展研究中心

在美国建材家居产业链中，制造市场和渠道市场拥有较高的集中度。以家得宝所在的建材家居零售店这一细分领域为例，2016年CR2达到63.6%，其中家得宝占据37.71%的市场份额，其最大竞争对手Lowe's相应市场份额为25.92%。据智研咨询的报告显示，在美国建材家居制造市场中，多个细分行业也具有较高集中度，如橱柜行业2014年CR5为48.9%，床垫行业2015年CR3为76%。

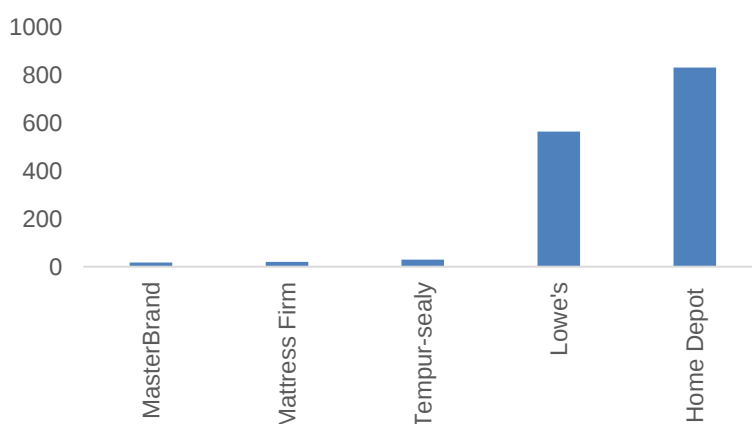
图8：2016年美国建材家居零售商市场份额



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

与制造品牌相比，渠道品牌龙头的规模更大。在床垫细分行业，龙头Tempur-Sealy 2014年营业收入为29.90亿美元，橱柜产品龙头MasterBrand Cabinets营业收入17.87亿美元，建材家居混营零售龙头家得宝营收达831.76亿美元，是前二者的数十倍规模。单一品类零售店比混营零售店规模小，Mattress Firm是北美床垫专卖店龙头，2014年营业收入约为20亿美元。

图9：制造品牌龙头和渠道品牌龙头营业收入对比（2014年）

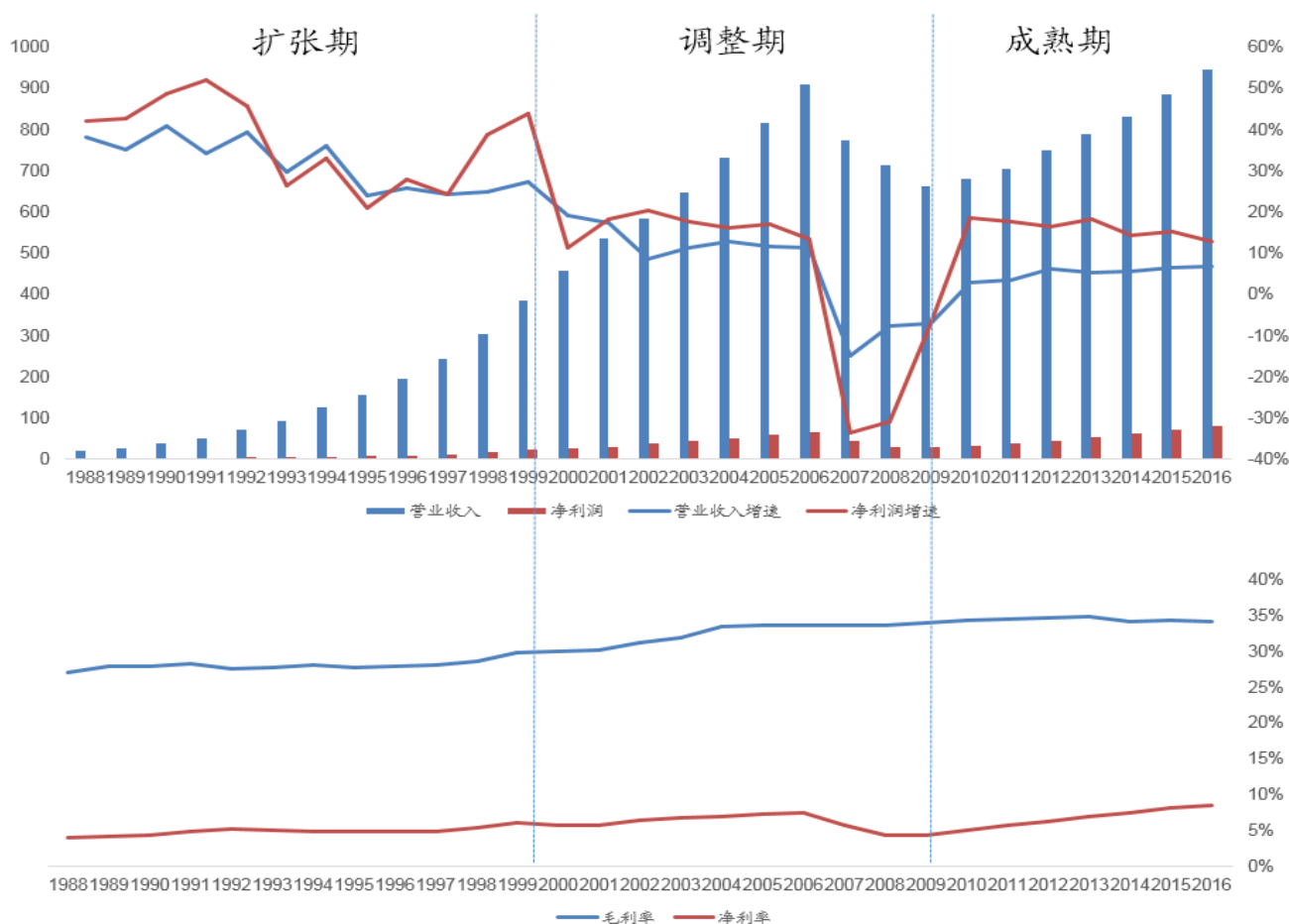


数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

（三）成功之路：从仓储式超市到家得宝传奇

从经营业绩上看，家得宝的成长历程可分为三个阶段：1978-1999年，扩张期；2000-2009年，调整期；2010-2016年，成熟期。

图 10：家得宝营业收入、利润、毛利率、净利率历史走势（单位：亿美元）



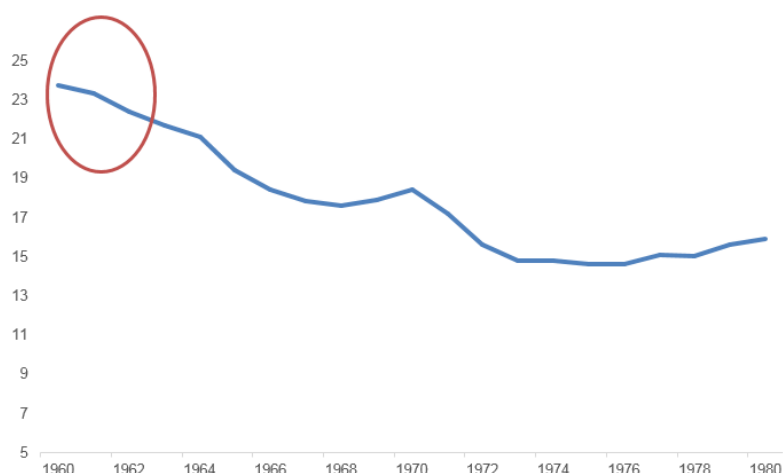
数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

1、扩张期：1978-1999 年

成立初期，家得宝高速扩张。1980 到 1999 年，家得宝营业收入从 2200 万上升到 384 亿美元，年复合增长率 48%。净利润也取得大幅增长，从 45 万上升至 23 亿，年复合增长率超过 50%。家得宝开创了针对家居装修的新型商业模式，以仓储式超市的方式提供一站购齐的货物和服务，从而获得成功。这一时段社会与经济背景也是重要推动力，美国中产阶级向郊区迁移、婴儿潮一代的买房置业和房地产热潮直接创造了大量建材家居产品的需求。家庭汽车的普及则大大提高了仓储式超市可覆盖的服务半径，因此可以说家得宝是在合适时机出现的合适创业理念。

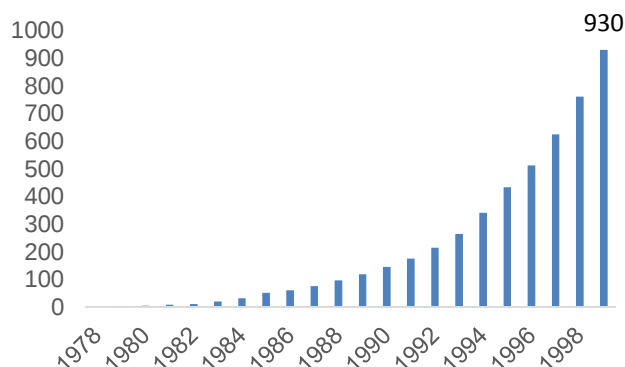
在这个过程中，门店数量的快速增长和单店收入的提升是家得宝高速扩张的直接体现。在亚特兰大初创的两家门店实现盈利后，家得宝迅速启动了全美扩张计划。他们先选择经济欠发达的地区实验，再进军经济发达地区。截至 1999 年末，家得宝门店数量达到 930 家。与此同时，1979 至 1999 年，家得宝的平均单店年销售额实现了从 790 万美元到 4130 万美元的跨越。在家得宝之前，最大的建材家居零售商 Levy 能到达的数字为 400 万美元，家得宝做到了它的十倍。

图 11: 美国人口出生率 (单位: ‰)



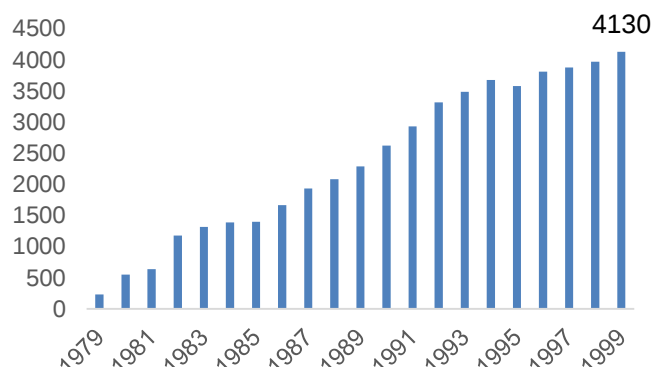
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 12: 家得宝门店增长 (单位: 家)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 13: 家得宝平均单店年销售额 (单位: 万美元)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

2、调整期: 2000-2009 年

21 世纪初美国互联网泡沫破裂, 股市严重下跌, 国民经济下行。一开始经济的下滑集中在高新技术区域, 慢慢的这种下滑波及到了经济的其他部分, 建材家居市场也不能避免, 总需求减少。同时, 消费潮流的转变让家得宝的 DIY 理念产品受到市场冲击。2000-2006 年, 家得宝营业收入和净利润增速下跌至 10%-20% 水平。2007 年爆发的金融危机再一次严重影响美国经济, 国民总体消费下降, 零售企业受到剧烈冲击。2007-2009 年家得宝营业收入和净利润遭遇负增长。

除此之外, 本土市场的饱和进一步制约了家得宝的业绩增长。在高速发展阶段, 家得宝所到之处, 都把原先落后的建材超市及夫妻店淘汰出局, 独自包揽当地建材家居消费。在这一阶段家得宝失去了这一部分份额增长。原因有二, 第一, 90 年代中期, 家得宝已经基本完成了全国布局。第二, 剩下的竞争对手纷纷转型, 或者模仿家得宝转型为仓储式超市, 或者专攻单一品类专卖店, 服务小众。失去价格优势, 和单一品类服务不够专业, 使家得宝难以侵占转型后公司的市场份额。

面对挑战, 家得宝采取了两方面的措施, 一是寻求收入端新增长点。公司细分

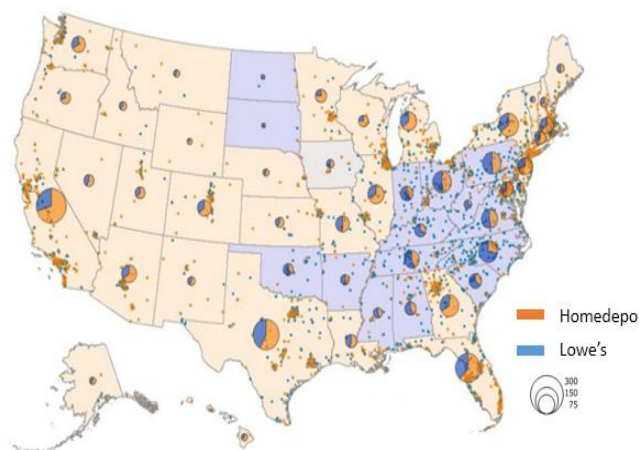
市场，将原先单一的 DIY 产品服务转变为 DIY+DIFM+Pro 组合，这种模式我们会在下一章详细介绍。二是公司内部战略调整，告别依靠快速新开门店粗放增长的时代，转向控制成本、专注同店销售额提升，以实现内涵式增长的时代。从 2007 年末到 2016 年末，家得宝一共仅新增门店 44 家。

图 14: Lowe's 借鉴家得宝转型为仓储式超市



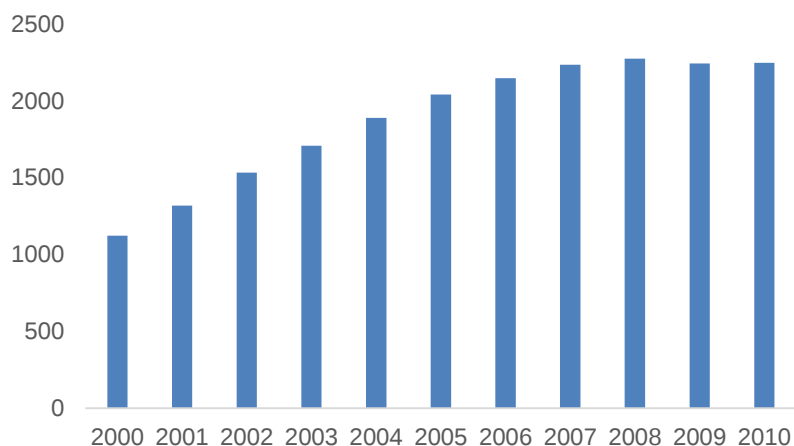
数据来源: <http://www.ebrun.com>、广发证券发展研究中心

图 15: 家得宝及 LOWE'S 本土门店竞争趋于饱和



数据来源: <http://www.caliper.com>、广发证券发展研究中心

图 16: 家得宝门店扩张速度减缓 (单位: 家)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

2、成熟期: 2010-2016 年

得益于前期的战略调整，金融危机后家得宝发展进入业绩平稳增长阶段，2010-2016 年营业收入增速保持在 3-7% 之间，2016 财年营业收入达到 946 亿美元，超越 2006 年的 908 亿，达到历史新高，同年实现净利润 79.8 亿，同为历史最高点；净利润增速在 10-20% 之间。

家得宝在 2015 年收购 Interline，进一步拓展到维护、维修和运营 (MRO) 市场，巩固公司在建材家居零售业的龙头地位；此阶段家得宝大力发展电子商务，这

将公司的业绩增长注入新的活力。

表2: 家得宝重要历史事件梳理

时间	事件
1979 年	公司成立, 两家仓储式门店在亚特兰大开张。
1980 年	首次开展产品知识技能研讨会。
1981 年	家得宝公开发行业股票, 首家佛罗里达店开业。
1983 年	在亚利桑那州开设分店, 并建立了计算机校验系统, 同年开始发行内部杂志。
1984 年	公司股票在纽约证券交易所上市。
1985 年	家得宝进入加利福尼亚市场, 建立了西海岸销售处。
1986 年	销售额超过 10 亿美元, 商场规模达到新高度 (占地面积达 13000 平方米)。
1988 年	销售范围扩展到美洲东北部市场。
1990 年	公司捐献社会公益事业的资金超过 18 亿美元。
1992 年	公司资助美国奥林匹克队, 耗资 40 亿美元, 开始全国范围的营销活动。
1995 年	获得 President's National Community Service 奖项, 公司用于慈善事业的资金超过 80 亿美元。
1996 年	公司出资资助亚特兰大运动会, 1 月 16 日公司的第 500 家门店正式开业。
1998 年	家得宝启动海外扩张战略, 在智利首都圣地亚哥开设了第一家海外零售店。同年荣获了优秀企业服务奖。
2000 年	家得宝创始人退休, 聘请通用电气高管鲍勃·纳尔德里 (Bob Nardelli) 出任首席执行官
2006 年	收购 Home Decorators Collection, 布局电子商务。同年 12 月, 收购中国家世界 12 家门店进军中国
2007 年	弗兰克·布莱克出任首席执行官, 战略调整, 停止门店扩张。8 月, 关闭 HD Supply 门店。
2008 年	关闭 EXPO、THD 等其他非标准门店, 将重心转到提高仓储式门店的同店增长率。
2012 年	关闭中国大型建材家居超市, 展开新型业务探索与发展。
2013 年	5 家高端涂料专卖店在中国开张
2015 年	收购 Interline, 进一步拓展维护, 维修和运营 (MRO) 市场。

数据来源: 公司官网、维基百科、广发证券发展研究中心

三、家得宝优势：超低价格、紧跟潮流、降本增效

（一）仓储式商场+全球采购造就超低价格

1、“高周转、低毛利”的商业模式

家得宝是第一家将仓储式超市运营模式应用至家具建材零售业的公司，是一个带有批发性质的零售商。公司向制造商直接进货，省去了分销商和批发商的中间成本；门店面积超大，单次进货数量庞大，因而能获得更大折扣。在零售端，家得宝压低加价率，以向消费者提供价格低廉的家居产品。这种模式的核心在于多买多销，抢占竞争对手市场份额，同时以数量优势提高营业收入和净利润。

表3：家得宝与竞争对手成本售价对比

公司	巧手之家	家得宝
门店面积 (m ²)	300	6000
进货数量	y	20y
进货成本 (美元)	x	0.95x
毛利率	40%	27%
产品均价 (美元)	1.66x	1.30x

数据来源：《家得宝传奇》、广发证券发展研究中心

我们把成立初期的家得宝与竞争对手作对比分析：巧手之家是 20 世纪 70 年代的典型建材家居行业零售商，平均门店面积 200-400 平方米，售卖某几种流行的建材家居产品。假设巧手之家单次进货数量为 y，由于家得宝门店面积是竞争对手的 20 倍，单次采购产品数量为 20y，因而获得 5% 的购货折扣，那么巧手之家和家得宝平均成本分别为 x，0.95x。当时行业平均毛利率为 40%，家得宝为 27%。计算可得竞争对手产品平均售价 1.66x，家得宝 1.30x，后者价格比前者低了 22%。家得宝创建第三年单店营收达到 700 万，开始盈利，此时单店年销量是巧手之家的 4.5 倍。且家得宝的单店收入逐年增长，最高时达到 4130 万美元。

以上计算表明了家得宝在产品价格比对手低 22% 时仍能实现盈利，这还没有减去中间商的成本，而且是家得宝成立前三年的状况。在价格优势下其对手市场份额将会被逐渐侵占，这是家得宝成立初期的核心竞争力。

27% 的毛利率是家得宝的战略设定，在如此低的毛利率下，家得宝的场地租金和装修等固定成本需要严格控制。而“仓储式门店”的性质恰好解决了这一问题。家得宝当时有一句名言叫“堆得高，卖得俏”。他的购物现场感觉粗犷，商品堆到天花板，整个场地从来不用整齐规划，和旧仓库看起来并无分别。这种装修方式不仅让顾客满意，还省去了大面积的装修费用。此外，家得宝的门店多建在远离市中心的郊区地带，降低了租金成本。

图 17: 家得宝门店的精简装修



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

2、全球采购更低成本

发展到 90 年代中期, 家得宝具有了一定的资金实力和品牌影响力, 鉴于美国本土成本较高, 开始在全球范围内筛选供应商。其中, “中国制造”是其重要的采购对象。2002 年家得宝就在上海和深圳设立了两个采购中心, 2005 年又在成都和北京增加了两个采购中心。另外, 家得宝同样受益于商业伙伴产品的成功, 而其中的大部分品牌或产品同样源自中国制造。

表4: 家得宝部分供应商生产基地 (2007年)

供应商	生产状况
Charmglow	美国燃气烤炉及配件品牌, 生产全部转入中国。
Ducane	美国燃气烤炉品牌, 生产全部转入中国。
Dupont	美国杜邦公司, 在华共有十八家独资/合资企业, 几乎杜邦所有的战略业务单元都已经在华开展业务, 经营超过 120 多种产品。
LG	韩国著名跨国集团, LG 在中国约有二十多家独资或合资企业, 为家得宝提供其生产的小家电。
Makita	日本牧田株式会社, 是目前世界上最大专业电动工具制造商之一, 在中国共成立了两家公司及一个分工厂。

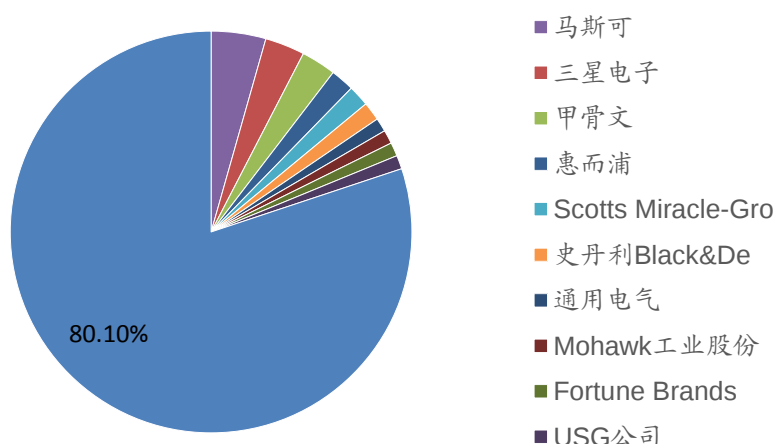
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

除此以外, 家得宝拥有的一些自有品牌, 如 Ryobi (电动工具)、Hampton Bay (照明、吊扇与天井家居) 和 Glacier Bay (水龙头与浴缸) 等早已将生产部分转移到中国, 成为其供应链的上游部分。中国制造降低了家得宝的进货成本, 使其商品享有更大的降价空间。

公司的大规模采购使其对上游供应商具有较强议价能力, 目前公司拥有 300 多

家供应商，前十大供应商占比仅有 19.9%。

图 18: 家得宝向供应商支付的采购成本比例



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

(二) DIY-DIFM-O2O 贴合市场需求，新型品类组合创造利润增长点

根据市场需求和消费潮流的变化，家得宝的具体经营策略也随之变化，根据公司的发展历程，可分为 DIY，DIY+DIFM+Pro，O2O 三个阶段。

1、成立初期 DIY 理念助家得宝快速发展

家得宝初期模式是提供产品及指导，由消费者自行装修，即 DIY，这和国内盛行的装修公司包办方式截然不同。DIY 流行起因是美国劳动力成本的提升，导致人工成本比材料成本更高。恰逢电视系列节目 Home Improvement 的普及，DIY 理念一发不可收拾。在 2000 年以前，家得宝依靠其倡导的 DIY 理念迅速发展。公司招募了一大批技术精良、训练有素的水管工，电工以及拥有各种技术的能人好手，他们在为消费者提供咨询服务方面保证了专业的指导。家得宝的名字频繁出现在自助装修工具书、杂志及电视节目上，美国人只要一想起家居装修就会想到家得宝，就会到当地家得宝店买产品。

表5: 家得宝DIY指导服务

时间	服务
1982 年	在卖场内设置了施工指导教室,由家得宝的专业好手表逐步地为顾客示范如何装修,为消费者提供了一个现场学习的机会。
1995 年	公司开始在探索频道播出时间长达一个小时的电视节目,介绍家得宝的专家所做的家具装修项目。
1996 年	创办了一个“自助装修”的电视节目,将节目与公司在全美的扩张相结合。

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

2、DIY+DIFM+Pro 细分市场

2000 年前后，美国家居零售市场发生了较大的变化，美国人已不仅仅热衷于 DIY，市场需求出现多元化。居民可支配收入增长，令更多人宁愿花钱请专业工人装修；越来越多的女性参与到家庭装修的决策，她们对费力的 DIY 装修材料不感兴趣；一些专业客户日渐不满足于家得宝现有的商品和服务。

图 19：家得宝 EXPO 设计中心门店外观



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 20：家得宝 EXPO 设计中心门店内景



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

面对市场需求的变化，家得宝改变了单一的 DIY 商品销售和配套指导服务，将顾客进一步细分为三种类型：

第一种是“自己做”(Do-It-Yourself、D-I-Y)。这种类型的顾客多属于传统型的美国男人，喜欢自己买东西完成自己手头的工作。对于这部分顾客来说，家得宝会为其提供各种各样的建议，以教会顾客怎么做为主。

第二种是“帮我做”(Do-It-For-Me、D-I-F-M)。该类型的顾客以高档公寓房客户、生活节奏快的白领人士和城市时尚消费群体，以女性为主，他们总是自己买东西并请其他服务公司完成自己手头的工作。对这部分顾客，家得宝将直接通过服务人员或是特别设置的连锁高端家庭装饰及用具商店 EXPO 设计中心为其提供服务。

第三种是专业承包商(Professional Customers、Pro)。该类顾客往往本身就是建筑工、维修工或供应商。销售服务内容和普通零售店有差异，可以免费送货、预定、信贷，而且会有相当多产品数量的采购选择。对大型供应商，家得宝还专门设立了新型连锁店 HD Supply 提供产品和服务。

表6：家得宝细分市场

类型	客户群体特征	提供商品或服务
DIY	传统型的美国男人，喜欢自己买东西完成自己手头的工作。	提供原有商品和服务，即任其挑选商品，为其提供装修建议，以教会顾客怎么做为主。
DIFM	高档公寓房客户、生活节奏快的白领人士和城市时尚消费群体，特别是女性，习惯请服务公司装修房屋。	在零售店安排服务人员上门装修，或联系 EXPO 设计中心为其提供服务。

Pro

建筑工、维修工或供应商，对商品和服务有专业要求。

提供更多产品数量的采购选择，可以免费送货、预定、信贷等。建立 HD Supply 门店为大型公司客户提供更专业的指导和服务。

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

3、大力推进 O2O 适应互联网时代

金融危机后美国电子商务发展迅猛。根据 eMarketer 和 Forrester Research 的统计，2012-2016 年美国家居和家庭用品电子商务市场规模保持 15% 左右的增速。电子商务巨头亚马逊成长更加惊人，营业收入从 2010 年的 342 亿美元上升至 2016 年的 1360 亿美元。在亚马逊对零售市场的侵蚀下，美国实体零售门店近年倒闭、关店频传，户外用品渠道与青少年服饰渠道是重灾区，建材家居零售行业的景气度也遭遇挑战。目前比较家得宝和亚马逊产品品类，有 25% 出现了重叠，也就是说，家得宝 25% 的产品直接与亚马逊展开竞争，并且这一比例还会继续扩大。

图 21：美国家具和家庭用品电子商务规模及增速

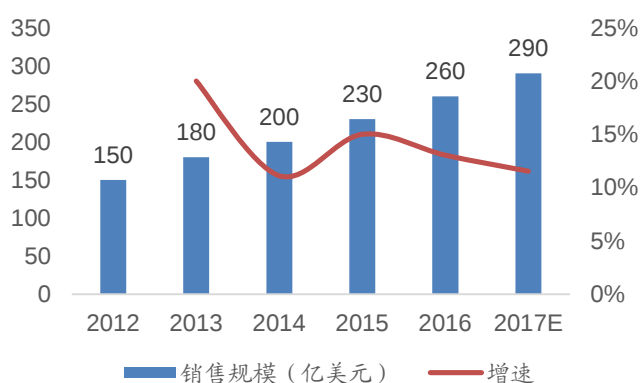
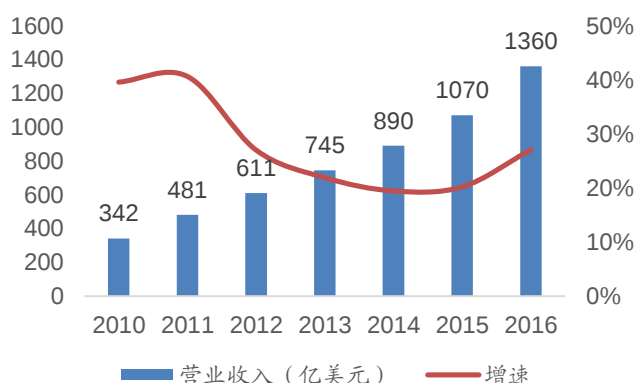


图 22：亚马逊营业收入及增速



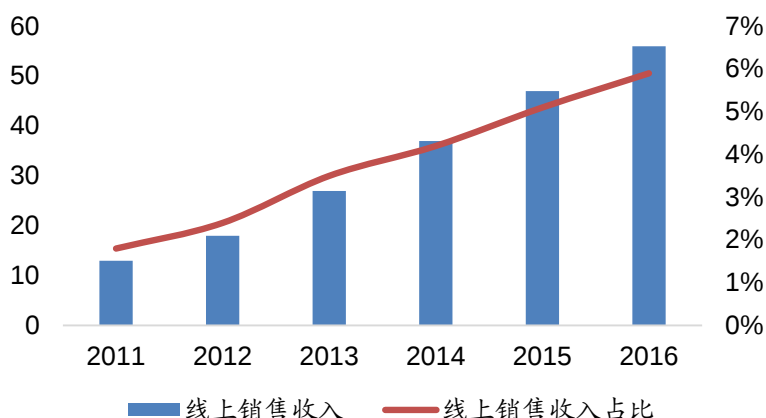
数据来源：eMarketer/Forrester Research、广发证券发展研究中心

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

然而，目前家得宝还是渠道业存活的表率，在其他渠道一片营收衰退、关店、股价大跌的风潮之中，家得宝业绩稳步提升，十年内公司股票市值翻了两番，大幅跑赢标准普尔 500 指数，究其原因与家得宝大力推进 O2O 业务密不可分。早于 2006 年，家得宝便收购了 Home Decorators Collection，布局电子商务。金融危机后，家得宝重点推进电商领域销售，2011-2016 年，家得宝线上销售收入从 13 亿美元上升至 56 亿美元，占总销售收入的比例从 1.8% 提至 5.9%。

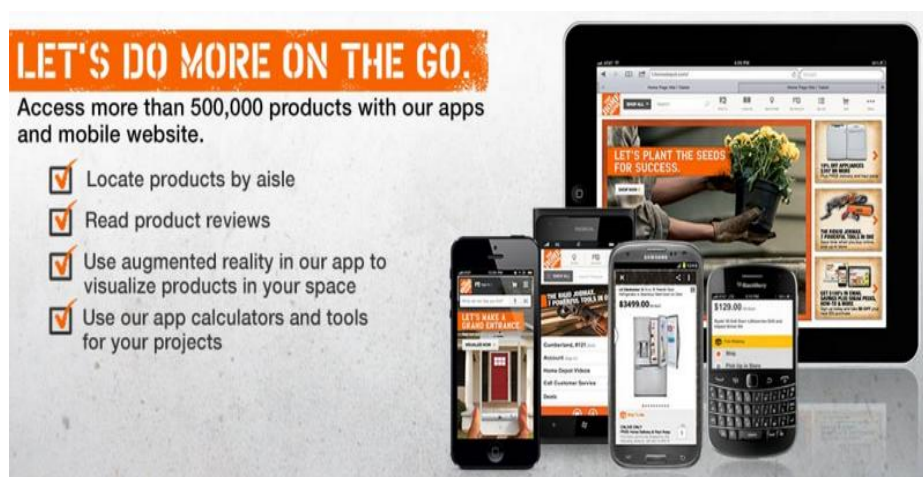
家得宝对移动端电子商务给予额外关注，据统计，有一半的顾客在进店选购之前会登陆 HomeDepot.com 浏览商品，而三分之一的网络订单是在实体店达成的。移动端电子商务建设将会更好服务具有这一特征的顾客。同时，家得宝致力于让付款变得更加简便，自动感应客户携带的移动端设备，打造全新购物体验。

图 23: 家得宝线上销售收入及占比 (单位: 亿美元)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 24: 家得宝移动端电子商务



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

家得宝建设了五个电子商务配送中心, 目前公司能够在 2 天之内将产品运送到 90% 以上的美国家庭。家得宝发展线上与线下结合的渠道平台, 将会展现出比纯电子商务对手更强的市场竞争力。

4、超越传统品类组合创造收入新来源

传统建材家居行业有着成熟的核心产品品类, 为了寻求营收增长新动力, 家得宝不断更新和扩充核心品类的品种, 甚至引进超越核心品类的产品。比如, 根据女性顾客在消费频率中增加的特点, 引进了家居装饰产品, 根据家电销售渐旺的特点, 大量引进高科技含量的厨房家电。家电本来是建材家居业的边缘产品, 但家得宝现在已经成为了美国第三大家电零售商。这种策略让家得宝在每一季度都能寻找到业绩增长的突破口。

图 25: 家得宝新产品之家庭装饰



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图 26: 家得宝新产品之家电



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

为了弥补公司非传统核心品类商品上采购和销售经验不足的劣势,家得宝充分发挥大企业资源丰富的优势。一是兼并收购在专业建筑商务领域重要的供应商,使其成为家得宝供应链中的一部分,并通过这种方式扩大公司的产品线,进军新的市场,提高公司专业渠道的采购能力。二是积极同大品牌供应商联合,充分利用供应商的优势。例如,随着家用电器在门店中的销售开始上升,家得宝同 LG 公司全面战略合作,在其美国所有门店和网站上销售 LG 的商品,包括洗衣机、冰箱、洗碗机、空调、微波炉和微波灶具。

表7: 家得宝部分并购活动

时间	并购对象	拓宽的产品线或服务
90 年代中期	National Blind and Wallpaper	窗帘和墙纸
2003 年	IPUSA 和 RMA	屋顶、窗户和外墙盖板安装服务
2006 年	Home Decorators Collection	布局电子商务
2015 年	Interline	MRO 服务市场

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

(三) 物流升级降本效应明显, 信息化建设助效率提升

1、物流升级降低成本, 提升顾客满意度

自从 2000 年以来,家得宝就特别重视物流与配送效率的提高,在这方面做了持续的投资。截至 2016 年末,家得宝在北美运作有 30 处批发送中心(BDC), 18 处快速调动中心(RDC), 12 处专业配送中心和 5 处直接配送中心(DFC)。2007 年,家得宝开始建设快速调动中心配送中心(RDC),这种配送仓库可将多个商店的产品需求聚合到单个采购订单,在商品到达 RDC 时将其快速分配和运送到各个商店。这简化了订购流程,改进了运输和库存管理,大大减少从供应商到货架的平均交货时间。2013 年,为提高网上订单的配送效率,公司建立第一家直接配送中心仓库(DFC),2016 年已到达五家,保证公司能够在 2 天之内将产品运送到 90% 以上的美国家庭。

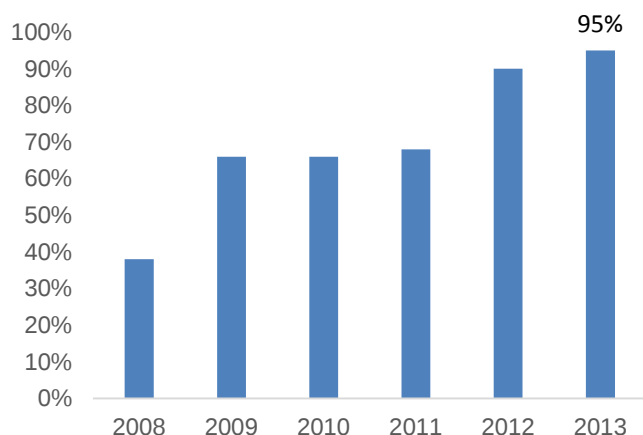
表8: 家得宝本土配送中心类型和数量 (2016年)

类型	数量	作用
RDC (快速调动中心)	18	订货时聚集不同门店所需的订单, 发货时统一分配并送往各家门店
BDC (批发配送中心)	30	一般产品的配送中心
DFC(直接配送中心)	5	2C 端, 处理在线订单
专业配送中心	12	跨国供应商的商品运输

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

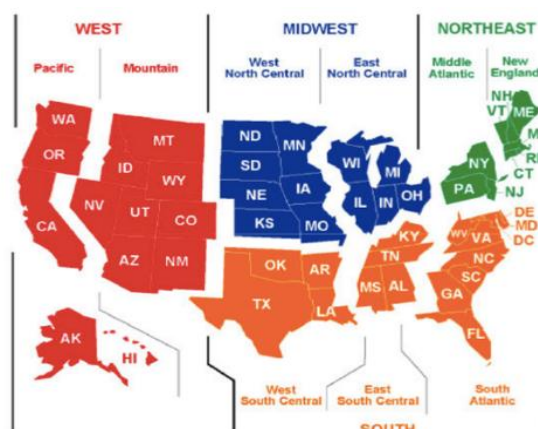
2007 年, 家得宝大约有 40% 的产品是由配送中心配送, 剩下的则是由供应商直接运到零售门店。为了减少公司的物流费用, 家得宝逐年降低从供应商直接送货至门店的商品比例。2013 年公司通过自有供应链配送的比例已经上升至 95%。在 2C 端, 家得宝有效利用其 2,200 多家门店, 公司将美国划分为 9 大区域, 接到订单后, 部署相应区域有库存的门店发送和运输商品。这可以大大减少交付的总天数。

图 27: 家得宝自有供应链配送比例提升



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 28: 家得宝零售门店发货策略



数据来源: <http://bright.stellasure.com>、广发证券发展研究中心

2、企业信息系统改造提升公司运作效率

在上世纪的高速成长期, 家得宝非常依赖自己开发的信息系统, 认为这个系统最适应自身的公司管理和企业运营。但随着公司不断扩张, 信息量的增大, 原先的信息系统在支撑这种变化时成本变得居高不下。为了提高效率和长期发展, 2002 年家得宝投资 10 亿美元对信息系统进行全面改造。内容包括网络升级, POS 系统替换, 安装 IBM 销售数据库, SAP, ERP 和无线扫描系统等。与此同时, 家得宝对门店进行现代化改造, 建立了门店信息管理系统平台, 便于统一处理地区门店信息。2003 年后, 信息系统改造开始释放收益, 企业运营和管理成本得以下降。

2005 年, 家得宝与 Click Commerce 合作实施全球数据同步网络, 使得家

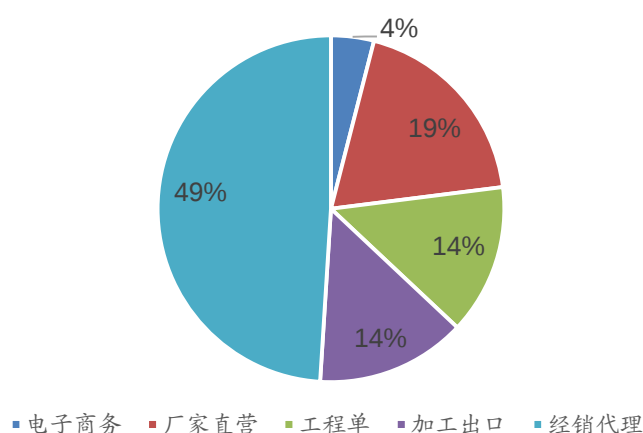
得宝和供应商可以实时共享产品价格、包装及其它共享的所有信息，这一技术的应用大大提高了家得宝供应链的信息传递效率。

值得一提的是，进入 21 世纪，家得宝的信息系统基本上都与第三方信息技术服务商合作建设，很重要的一点是其零售产品的需求属性越来越复杂，与专业的技术服务商合作有助于问题的解决。

（四）家得宝启示：中国家居渠道品牌的发展方向

我国建材家居企业主流渠道是经销代理、直营、工程单、出口和电商五种渠道模式。其中经销代理占据优势，厂家直营店赢利能力上升。电子商务已占有一定份额。根据泛家居网的统计，各类渠道总体比例如下：

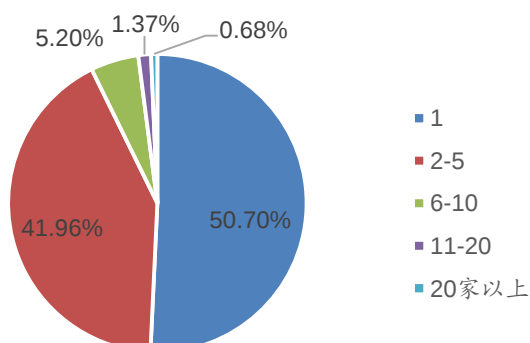
图29：国内建材家居各类渠道比例（2013年）



数据来源：泛家居网、广发证券发展研究中心

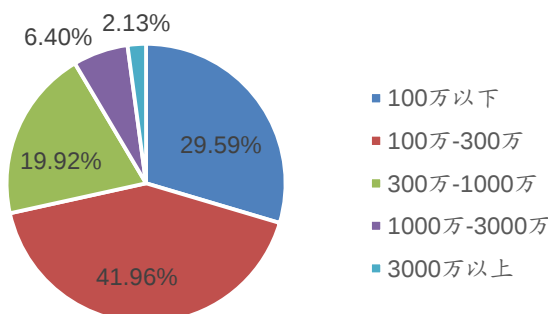
绝大多数建材家居经销商规模小。2013年我国门店数量超过20家的经销商占比不到1%，年销售额3000万元以上的占比仅2.13%。而且大多数是目前仍然是属于单品牌代理阶段，门店面积以及品类相对较少，缺乏顶级的渠道品牌，行业高度分散。

图30：我国建材家居经销商门店数量分布



数据来源：泛家居网、广发证券发展研究中心

图31：我国建材家居经销商年均销售额分布



数据来源：泛家居网、广发证券发展研究中心

参照以家得宝为代表的美国建材家居行业发展趋势，我们认为国内建材家居行业流通体系仍处于初级阶段，流通环节整体朝着由低效率到高效率，从分散到集中的趋势演变。于此同时，我们可以从家得宝的发展历程上窥探渠道品牌生存与成长的核心竞争力：低价、便利。电子商务无疑在这两点上具备天然优势，它所依赖的仓储物流和信息传递等基础设施近十年来也取得了长足发展。当然，鉴于建材家具产品的特殊性，纯电子商务并不能完全取代线下门店的作用。因此，我们看好线上与线下结合的新型渠道运营模式。

四、风险提示

- 1、经济增速超预期下滑导致下游需求萎缩；
- 2、鉴于多数轻工行业的下游地位，企业的议价能力较弱，一旦原材料价格出现过快上涨、下游需求不足将导致开工率不足，短期将削弱企业盈利能力；
- 3、相关行业政策的突然转向导致业绩不达预期。

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 申 烨： 分析师，南京大学金融学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心。2014 年新财富最佳分析师轻工造纸行业第三名，2012 年新财富最佳分析师造纸印刷行业第四名（团队）。
- 任尚伟： 研究助理，北京大学经济学硕士，香港大学金融学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 汪 达： 研究助理，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。