

美国零售行业深度+公司覆盖报告

美国零售业态百花齐放，零售巨头逐步向全渠道迈进

中性（首次）

2025 年 2 月 18 日

分析师

李润泽

(852) 3982 3213

leonli@dwzq.com.hk

投资要点

- 我们复盘美国零售业的历史变迁，变迁趋势沿着商品种类越来越多、购买更为便利、商品质量更优质、更加省钱等方向逐步演进。1) 1930 年之前主流业态为杂货店，消费需求比较单一，产品大多只有食品和日用杂货且品类较少。2) 1930-1960 年主流业态为郊区综合零售超市和专业品类零售店，该阶段城镇化率继续提高但人口逐步往郊区转移，人口郊区化的重要基础是汽车的逐步普及以及冰箱的普及带来购物频次需求的减少。3) 1960-1990 年主流业态为百货购物中心和仓储会员店，人均 GDP 快速增长，品质化消费需求增加，更为时尚的百货购物中心和产品质优价廉的仓储会员店开始流行。4) 1990-2000 年主流业态为折扣零售和便利店，美国贫富差距持续扩大，理性消费主义盛行，折扣零售开始流行。此外，城市生活节奏加快，在人流密集节点催生便利店的出现。5) 2000 年至今：主流零售业态为电商，线上和其他业态多元共存并逐步融合，2000 年的互联网浪潮席卷各行各业，线上零售的渗透率持续提升，由 2000 年的 0.92% 提升至 2022 年的 14.38%，电商零售逐步受到消费者欢迎，且线上线下逐步融合。
- 当前主流零售业态包括电商、综合超市、仓储会员超市、百货购物中心、折扣零售、便利店和专业品类零售等。电商：以亚马逊为代表企业，优势在“多”，劣势在于“快”。综合超市：以沃尔玛为代表企业，在“多快好省”四个方面相对均衡。仓储会员超市：以好市多为代表企业，在“快”、“好”以及“省”优势较为突出。百货购物中心：以梅西百货为代表企业，在电商的挤压下，“多”的优势不再凸显。折扣零售：以 TJX 为代表企业，优势在于“省”，劣势在于“多”。便利店：以 Casey's 为代表企业，优势在于“快”，劣势在于“多”和“省”；专业品类零售：以家得宝为代表企业，优势在“好”且四个维度较为均衡。
- 各零售业态公司经营上各有侧重，基本面维度各有千秋。1) Sku 多叠加客户群体广泛，WMT 和 AMZN 业绩规模领先，拥有更多 sku、仓储式门店的业态店面普遍较大，单店收入绝对值也越高。2) 会员制度定位中高收入客户，清晰定位客户需求从而精选 Sku，店铺陈设高效，冗余面积少，因此 COST 坪效领先。3) WMT、HD 线上销售占比领先，线上零售占比提升较多的公司会相应减少线下门店的投入，而线上渠道发力使得单店收入增速较快。4) HD 和 TJX 有领先的净利率水平，两者 2.2 和 2.3 次的总资产周转率均介于中游水平，因较高的净利率和资产周转，HD、TJX 的 ROA 较为领先。5) AMZN、CASY、COST 和 WMT 现金循环周期较短，经营效率领先。
- 美国零售市场十分成熟，但局部仍有新的趋势和机会。美国零售额在 2023 年超过 80000 亿美元，占比美国 GDP 大约 3-4 成，同比增速为 2.9%，与美国 GDP 增速趋同，尽管市场十分成熟，但也有一些局部机会。趋势 1：线上线下全渠道。传统线下零售巨头发力线上。沃尔玛除了新建配送中心履行线上订单外，还能利用自身遍布全美的线下门店作为退换货、自取和配送的网点（BOPIS），线上线下全渠道有效协同。电商巨头发力线下渠道作为补充。北美电商巨头亚马逊除了发展自身核心优势的电商业务外，也在布局线下门店，以发展 wholefoods 生鲜食品杂货商超为主。趋势 2：“零售商自有品牌现象”。2019-2023 年，美国零售商自有品牌的销售占比从 17% 提升至接近 19%，零售商建立自有品牌的趋势（自有品牌现象）仍在继续。趋势 3：“从古典电商到泛电商业态”。随着美国电商渗透率的提升和物流效率的提高，美国电商业态逐步从传统的“亚马逊式”电商衍生出更多的细分电商模式，包括社交电商、生鲜电商等等。
- 投资建议：HD、TJX、COST 和 WMT 均为优秀的标志性零售标的，各有特点。WMT：全渠道零售巨头电商业务持续发力，跨境电商受阻利好公司份额；COST：会员仓储零售领军企业，流量平台持续迭代新业务；TJX：全球领先折扣零售商，开店潜力十足但线上开拓面临挑战；HD：全美家居建材零售巨头，发力打造 B2B 一站式采购平台。
- 风险提示：宏观经济波动风险，供应链受阻风险，成本大幅上涨风险，信息系统中断风险，地缘政治风险，零售商声誉受损风险，自有品牌质量风险等。

行业走势



相关研究

内容目录

1. 美国零售业态历史变迁复盘	7
1.1. 美国零售历史复盘：业态变迁方向为越来越“多快好省”	7
1.2. 美国当前主流零售业态和代表公司	9
2. 各零售业态公司经营上各有侧重，基本面维度各有千秋	11
2.1. Sku 多叠加客户群体广泛，WMT 和 AMZN 业绩规模领先	11
2.2. 清晰定位客户需求从而精选 Sku，COST 和 CASH 坪效领先	13
2.3. WMT、HD 线上销售占比领先，线上渠道发力使得单店收入增速较快	14
2.4. 因较高的净利率和资产周转，HD 和 TJX 的 ROA 较为领先	16
2.5. AMZN、CASH、COST 和 WMT 现金循环周期较短，经营效率领先	20
3. 美国零售当下发展趋势：全渠道、自有品牌和泛电商业态	21
4. 美国重点零售公司一览（WMT、COST、TJX 和 HD）	25
4.1. WMT：全渠道零售巨头电商业务持续发力，跨境电商受阻利好公司份额	26
4.1.1. 全渠道零售巨头，美国地区占比营收超过 80%	26
4.1.2. 公司历史复盘：1992 年开启全球扩张，2015 年转型线上线下全渠道	26
4.1.3. 公司生鲜食杂品类基本盘稳固，电商业务持续拓展	28
4.2. COST：会员仓储零售领军企业，流量平台持续迭代新业务	31
4.2.1. 会员仓储零售龙头，会员费占比净利润超过 70%	31
4.2.2. 公司历史复盘：1994 年后业务持续迭代，2020 年后发力线上渠道	32
4.2.3. 会员仓储零售为基础的流量平台，围绕中高收入客群不断迭代新业务变现	35
4.3. TJX：全球领先折扣零售商，开店潜力十足但线上开拓面临挑战	38
4.3.1. 全球领先的折扣品牌服饰和时尚家居零售商	38
4.3.2. 公司历史复盘：1995 年整合美国市场，2009 年从尾货特卖转型当季折扣商	40
4.3.3. 机会主义采购的商业模式独特，规模优势领先，线上渠道开拓挑战仍存	42
4.4. HD：全美家居建材零售巨头，发力打造 B2B 一站式采购平台	47
4.4.1. 全美家居建材零售巨头，B 端 C 端客户占比营收各半	47
4.4.2. 公司历史复盘：2009 年后经营细化提质增效，2021 年后发力 B 端业务	49
4.4.3. 家居建材零售市场逐步成熟，发力 B 端业务打造 B2B 一站式采购平台	51
5. 风险提示	52

图表目录

图 1: 美国零售业态的变迁	7
图 2: 美国人均 GDP 和可支配收入	8
图 3: 美国人均商品消费支出及同比增速	8
图 4: 美国城市化进程 (%)	8
图 5: 美国城市化进程中郊区人口占比持续提高 (%)	8
图 6: 美国个人消费各类商品占比变化趋势	8
图 7: 美国个人消费中餐饮、服装、能源商品合计占比	8
图 8: 美国人均汽车保有量及增速	9
图 9: 美国家庭冰箱普及率	9
图 10: 美国网络零售占比	9
图 11: 美国基尼系数	9
图 12: 不同零售业态的代表公司“多快好省”四维评级 (优秀>良好>普通)	11
图 13: 各零售业态代表公司营收 (亿美元)	12
图 14: 各零售业态代表公司净利润 (亿美元)	12
图 15: 各零售业态代表公司总门店数量	13
图 16: 各零售业态代表公司平均门店面积 (sq ft)	13
图 17: 各零售业态代表公司单店收入 (万美元)	14
图 18: 各零售业态代表公司坪效 (美元/sq ft)	14
图 19: 2023 年 Costco 客单价较高 (美元)	14
图 20: 2023 年 Walmart 年购买频次领先 (次/年)	14
图 21: 各公司线上销售额占比	15
图 22: 各零售公司 FY2019-2024 门店数量 CAGR	16
图 23: 各零售公司 FY2019-2024 单店收入 CAGR	16
图 24: 各零售业态代表公司营收增速 (%)	16
图 25: 各零售业态代表公司毛利率 (%)	16
图 26: 各零售业态代表公司净利率 (%)	18
图 27: 各零售业态代表公司费用率 (%)	18
图 28: 各零售业态代表公司人均创收 (万美元)	18
图 29: 各零售业态代表公司人均创利 (万美元)	18
图 30: 各零售业态代表公司 ROA (%)	19
图 31: 各零售业态代表公司 ROE (%)	19
图 32: 各零售业态代表公司资产负债率 (%)	20
图 33: 各零售业态代表公司总资产周转率 (次)	20
图 34: 各零售业态代表公司存货周转天数 (天)	21
图 35: 各零售业态代表公司应收账款周转天数 (天)	21
图 36: 各零售业态代表公司应付账款周转天数 (天)	21
图 37: 各零售业态代表公司现金循环周期 (天)	21
图 38: 美国零售和食品服务销售总额及增速	22
图 39: 美国零售商销售总额增速及 GDP 增速相近	22
图 40: 美国 2023 年全渠道零售市场竞争格局	22
图 41: 美国 2023 年电商零售市场竞争格局	22

图 42: Amazon Go 无人便利店	23
图 43: Amazon Style 线下服装零售	23
图 44: 美国 2023 年各零售细分品类线上销售渗透率	23
图 45: 美国 2023 年电商销售各品类占比	23
图 46: 美国零售商品牌 (Store Brand) 销售占比	24
图 47: 美国零售商品牌销售额及增速 (十亿美元)	24
图 48: COSTCO 自有品牌销售额占比	24
图 49: 美国各细分零售品类自有品牌占比	24
图 50: 美国社交电商销售规模有望持续提升	25
图 51: 最受信赖的社交电商平台	25
图 52: 美国线上生鲜占总生鲜品类销售额比重	25
图 53: 美国生鲜电商玩家的不同打法	25
图 54: 公司美国沃尔玛和山姆营收合计占比超过 80%	26
图 55: 沃尔玛主要品类食品杂货占比约 60%	26
图 56: 公司营收及增速	27
图 57: 公司门店总数量及增速	27
图 58: 公司美国沃尔玛不同类型商店数量	27
图 59: 沃尔玛美国、山姆、国际门店数量	27
图 60: 毛利率和净利率	28
图 61: 公司单店收入 (万美元)	28
图 62: 公司 SGA 费用率 (%)	28
图 63: 公司存货周转天数 (天)	28
图 64: 2024 沃尔玛在美国食品杂货零售市场地位居前	29
图 65: 美国沃尔玛 24Q2 线上生鲜食杂市场份额 37%	29
图 66: 沃尔玛 2024 年活跃卖家 30% 来自中国	30
图 67: 沃尔玛线上订单发货来源	30
图 68: 亚马逊的中国卖家占比接近 50%	30
图 69: 亚马逊从第三方卖家获得超过 50% 的收入	30
图 70: 沃尔玛美国门店分布图	30
图 71: 亚马逊美国 Fulfillment Center 分布图	30
图 72: 公司会员费占比净利润超过 70%	31
图 73: 公司普通和高级会员费增长趋势	31
图 74: 公司生鲜食品杂货占比营收合计超过 50%	32
图 75: 公司接近 90% 的收入来自北美地区	32
图 76: 公司超过 80% 营业利润来自北美地区	32
图 77: 公司加拿大和国际业务营业利润率高于美国	32
图 78: 公司不同地区营收占比	33
图 79: 公司付费会员和高级会员数量 (千人)	33
图 80: 公司门店数量及增速	34
图 81: 公司不同地区门店数量变化	34
图 82: 公司人均创收和人均创利	34
图 83: 公司毛利率和净利率变化	34
图 84: 公司各地区门店和物流设施面积 (万 sq ft)	34
图 85: 公司 2020 年收购“最后一英里”公司 Innovel	34

图 86: 公司单店收入及坪效	35
图 87: 公司线上收入占比	35
图 88: 流量平台对比: Costco 与腾讯	35
图 89: 公司会员资格人数 (千人, 包括附加持卡人)	36
图 90: 公司全球会员续约率	36
图 91: 公司美国和加拿大门店数量和增速	36
图 92: 公司其他国际门店数量和增速	36
图 93: 公司北美门店分布	37
图 94: 公司其他国际门店分布	37
图 95: Costco Next 当前涵盖的第三方品牌	38
图 96: Costco Next 当前涵盖的主要商品品类	38
图 97: TJX 营收各品类占比	38
图 98: TJX 营收各地区占比	38
图 99: TJX 营业利润各地区占比	39
图 100: TJX 各地区营业利润率	39
图 101: TJX 各业务部门品牌	40
图 102: TJX 美国门店总数量和增速	41
图 103: TJX 美国 Marmaxx 和 HomeGoods 门店数量	41
图 104: TJX 地区门店数量占比变化	42
图 105: TJX 海外门店数量及增速	42
图 106: TJX 营收规模持续扩张	42
图 107: TJX 盈利能力随规模扩张而提升	42
图 108: TJX 门店平均面积和单店收入	42
图 109: TJX 门店坪效 (美元/平方英尺)	42
图 110: TJX 属于折扣零售中软折扣的经营模式	43
图 111: TJX 为客户提供独特的寻宝体验	43
图 112: TJX 买手团队员工数量和增速	44
图 113: TJX 供应商数量和增速	44
图 114: TJX 旗下 TJ Maxx 折扣价格标签分级和颜色	45
图 115: TJ Maxx 富裕地区门店奢侈品商品更为丰富	45
图 116: TJX 全球开店潜力仍然十足	46
图 117: 公司近年来 90% 以上收入来源于美国	47
图 118: 公司收入中产品占比近年来均超过 96%	47
图 119: 公司三大类产品线营收占比 (%)	48
图 120: 家得宝主要客户类型	48
图 121: 公司业绩与美国已开工新建私人住宅高度相关	49
图 122: 家得宝营收与零售商库销比	49
图 123: 公司营收和门店数量变化趋势	50
图 124: 家得宝门店数量同比增速	50
图 125: 公司营收和同比增速	50
图 126: 公司净利润和同比增速	50
图 127: 公司毛利率和净利率	51
图 128: 公司存货周转率	51
图 129: 美国家居建材零售市场逐步成熟 (百万美元)	51

图 130: HD、Lowe’s 在美家居建材市场份额合计超 40%51

图 131: 公司潜在的 MRO 市场空间超过 1000 亿美元52

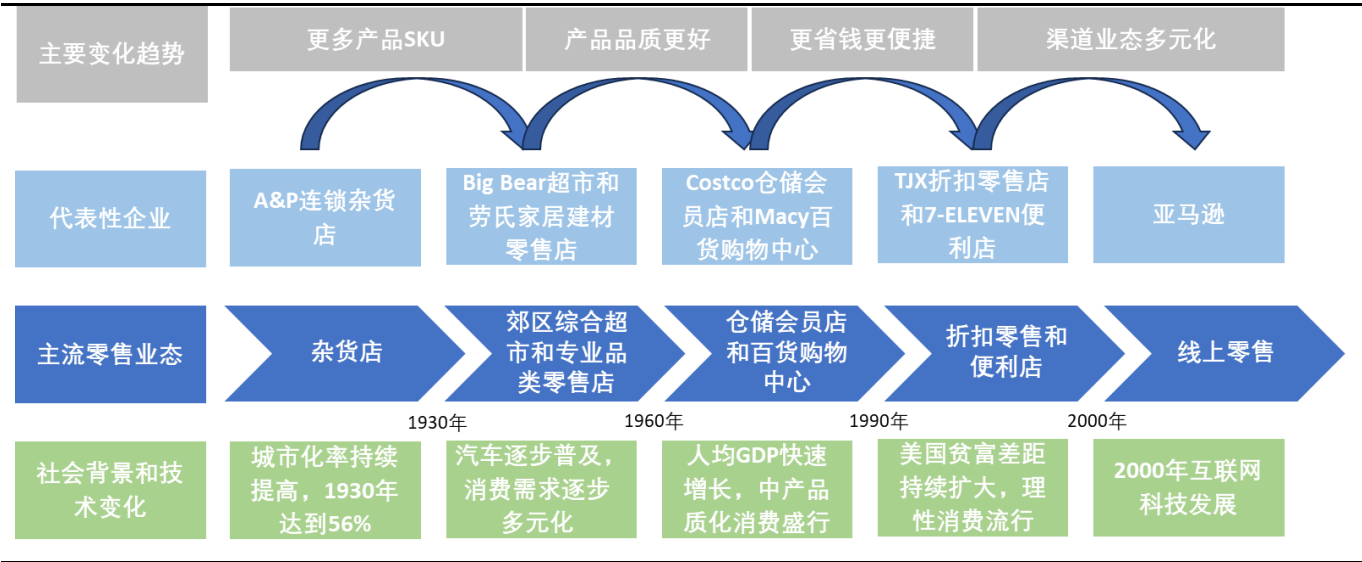
图 132: 24 年收购 SRS 使公司潜在市场空间达约\$1T52

1. 美国零售业态历史变迁复盘

1.1. 美国零售历史复盘：业态变迁方向为越来越“多快好省”

我们复盘美国零售业的历史变迁，将其大致分为 5 个阶段：1930 年之前、1930-1960 年、1960-1990 年、1990-2000 年、2000 年至今，总的来讲，变迁趋势沿着商品种类越来越多、购买更为便利、商品质量更优质、更加省钱等方向逐步演进。

图1：美国零售业态的变迁



数据来源：美国零售行业上市公司官网和财报，东吴证券（香港）

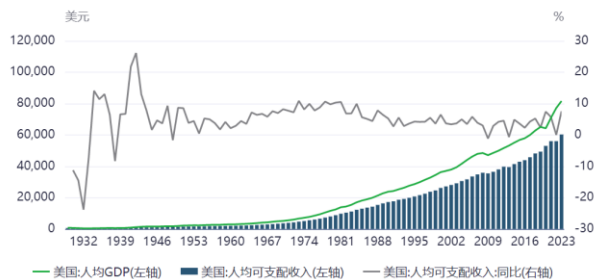
1) 1930 年之前：主流零售业态为杂货店。该阶段城镇化率持续提高，1930 年达到 56%，但超过 50%人口仍居住在农村地区。此外，经济发展处于早期阶段，人均 GDP 不到 1000 美元，个人消费支出中，食品饮料、服装和汽油等能源商品合计占比接近 70%，消费需求比较单一。冰箱暂时未有普及，1930 年普及率仅为 10%，因此开在社区杂货店是主流零售业态，特点是店面小，产品大多只有食品和日用杂货且品类较少。

2) 1930-1960 年：主流零售业态为郊区的综合零售超市和专业品类零售店。该阶段城镇化率继续提高但人口逐步往郊区转移，郊区人口占比从 1930 年 14%到 1960 年的 31%。人口郊区化的重要基础是汽车的逐步普及，汽车人均保有量从 1930 年的 0.2 辆到 1960 年的 0.41 辆，大约每个家庭就有一辆车。此外，冰箱的普及带来购物频次需求的减少，冰箱普及率从 1940 年的 43%到 1950 年的 81%，郊区更大面积和更多产品的综合零售超市开始快速扩张。随着经济发展，食品、服装和汽油消费占比从 1930 年的 70%下降到 1960 年的 59%，消费需求逐步多元化，汽车零部件、家居建材专业品类零售店开始逐步扩张。

3) 1960-1990 年：主流零售业态为百货购物中心和仓储会员店。该阶段，人均

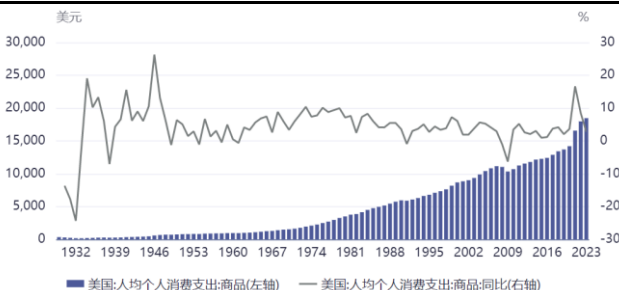
GDP快速增长，从1960年的3000美元到1990年的23835美元，中产阶级扩容，品质化消费需求增加，更为时尚的百货购物中心和产品质优价廉的仓储会员店开始流行。

图2: 美国人均GDP和可支配收入



数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

图3: 美国人均商品消费支出及同比增速



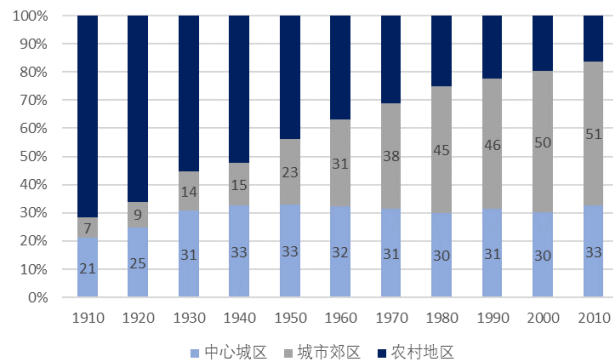
数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

图4: 美国城市化进程 (%)



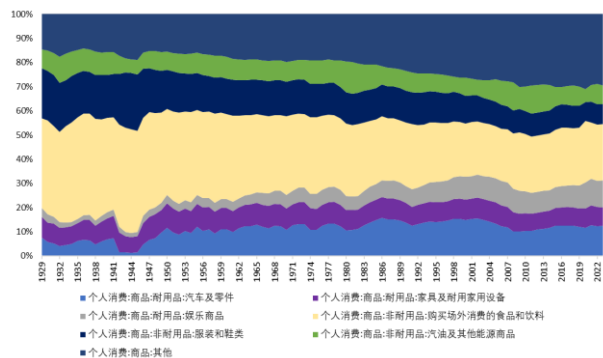
数据来源: statista, 东吴证券(香港)

图5: 美国城市化进程中郊区人口占比持续提高 (%)



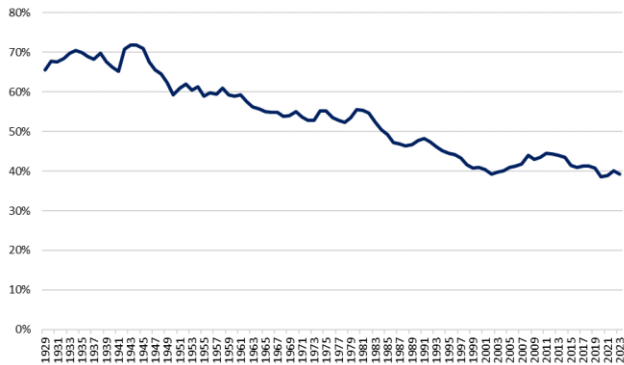
数据来源: 美国人口普查局, 东吴证券(香港)

图6: 美国个人消费各类商品占比变化趋势



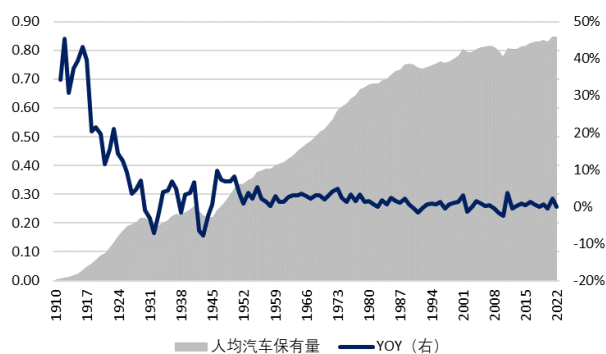
数据来源: statista, 东吴证券(香港)

图7: 美国个人消费中餐饮、服装、能源商品合计占比



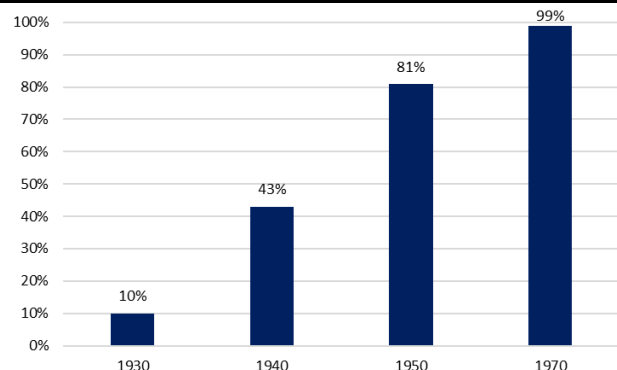
数据来源: 美国人口普查局, 东吴证券(香港)

图8: 美国人均汽车保有量及增速



数据来源: CEIC, 东吴证券(香港)

图9: 美国家庭冰箱普及率

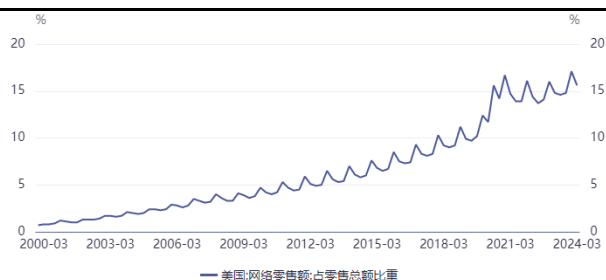


数据来源: 美联储, 东吴证券(香港)

4) 1990-2000 年: 主流零售业态为折扣零售和便利店。1990 年之后, 美国贫富差距持续扩大, 基尼系数从 1990 年的 38.3 上升至 2000 年的 40.1, 人均商品消费支出增速放缓, 理性消费主义盛行, 折扣零售开始流行。此外, 由于中心城区人口占比自 1980 年不再下滑, 城市生活节奏加快, 在人口流量密集的城区、车流量密集的节点产生了餐饮、杂货购买以及汽车服务等即时性的综合需求, 而便利店的出现则适逢其会。

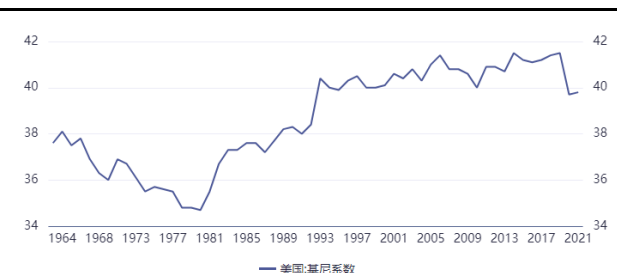
5) 2000 年至今: 主流零售业态为电商, 线上和其他业态多元共存并逐步融合。2000 年的互联网浪潮席卷各行各业, 线上零售的渗透率持续提升, 由 2000 年的 0.92% 提升至 2022 年的 14.38%, 电商零售逐步受到消费者欢迎。在当前阶段, 零售业态实际上较为多元, 除了亚马逊等电商外, 综合零售超市、仓储会员店、折扣零售、专业品类零售、便利店等传统零售业态仍然占据重要地位且逐步开始发展自己的线上销售渠道, 线上线下双线发展并且逐步融合。

图10: 美国网络零售占比



数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

图11: 美国基尼系数



数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

1.2. 美国当前主流零售业态和代表公司

美国零售业态历经变迁, 当前主流零售业态包括电商、综合超市、仓储会员超市、百货购物中心、折扣零售、便利店和专业品类零售等。

1) 电商: 以亚马逊为代表企业, 优势在“多”, 劣势在于“快”。顾客在网上选购和下单, 可选商品 SKU 众多, 性价比商品和高档商品应有尽有, 能够满足

大部分消费者需求。劣势主要为交付慢，商品下单到配送至顾客的时间较长。

- 2) **综合超市：**以沃尔玛为代表企业，在“多快好省”四个方面相对均衡。公司规模较大，门店遍布全美且 90% 消费者居住在门店 10 英里以内，线上电商发展也较好，旗下零售业态较为丰富，在“多快好省”四个维度较为均衡。
- 3) **仓储会员超市：**以好市多为代表企业，在“快”、“好”以及“省”优势较为突出。公司利用会员费将自己高收入家庭的客户群体筛选出来，严格控制产品 SKU 帮助客户节省采购时间，使得“快”优势较强，同时严格选品保证客户对产品 100% 满意，此外，将仓库作为门店并且减少一切不必要的装饰和人员并将节省的费用回馈给会员客户，从而让客户觉得物超所值并且多买多省。
- 4) **百货购物中心：**以梅西百货为代表企业，在电商的挤压下，“多”的优势不再凸显。公司产品品类以女性服装配饰和香化为主，在电商的挤压下，多品类的优势不再凸显，公司门店持续精简。
- 5) **折扣零售：**以 TJX 为代表企业，优势在于“省”，劣势在于“多”。公司定位折扣零售但注重物超所值而非廉价，公司以低于全价零售商（包括百货公司、专业公司和主要在线零售商）可比商品正常价格 20% 至 60% 的价格提供各种时尚和品牌商品，低价往往带来商品尺码款式不够齐全的劣势，但是这也给客户提供一种类似于寻宝的奇异购物体验。
- 6) **便利店：**以 Casey's 为代表企业，优势在于“快”，劣势在于“多”和“省”。公司定位便利店，客户群体为社区居民或开车途径，公司为其提供披萨等即食食品、汽油和车用附加服务和杂货日用品等即时需求，因突出方便便利的优势，在商品数量和价格上相对不足。
- 7) **专业品类零售：**以家得宝为代表企业，优势在“好”且四个维度较为均衡。公司专注于家居建材行业的零售业务，而行业产品 SKU 多且专业，因此公司在线下门店均配有专业的采购咨询服务和技术人员，购买体验较好。此外，作为家居建材零售行业龙头，产品较为齐全且价格相对公道，总体在四个维度上较为均衡。

图12：不同零售业态的代表公司“多快好省”四维评级（优秀>良好>普通）

零售业态	代表性上市公司	多	快	好	省
电商	亚马逊	600百万sku，自营超过12百万种，第三方超过588百万种。产品所属品类看，35%为厨房家居，26%为美容和个护，20%为服装鞋帽珠宝，18%为玩具和娱乐	会员配送时间2天，非会员5-6天	第三方商家产品丰富度较高，产品质量参差不齐；电商购买体验较好，对于时效性不强的商品购买十分便利	定价策略自动化程度高，价格变化相对更加频繁。此外，商家多，竞争较为激烈。总的来说，消费者很难捡到便宜，但也不会支付过度溢价
	亚马逊 四维评级	优秀	普通	良好	良好
综合零售超市	沃尔玛	美国沃尔玛共有420百万sku，其中食品杂货接近60%的销售额，一般日用商品接近26%，保健与健康品大约占10%	90%的美国人口居住在沃尔玛商店10英里范围内，可以在店内购买当天提货；也可以在线上订单，在部分市场订单超过35美元可以享受免费的次日达送货服务	公司美国零售商店包括四类细分，超级中心、折扣店、社区超市和山姆会员店，其中超级中心占比最多，总体购物体验和产品力属于平均偏上的水平	定价策略相对稳定，供应商更改报价需要手动调整并受到沃尔玛运营部门的价格监控；此外供应商定价受到价格平等规则限制，强势品类商品价格一般不高于其他零售商店定价
	沃尔玛 四维评级	优秀	良好	普通	良好
会员仓储超市	好市多	每个仓库门店的活跃SKU不超过4000个，在线SKU大概9000-11000个。其中食品杂货占比销售额约40%，生鲜食品类占比13.5%，辅助服务占比约20.5%，其他非食品类产品占比约25.6%	全球门店接近900家，美国门店接近600家，线上销售占比约6%，大部分为客户开车进店采购，当天自提商品是可行的。对于COSTCO，快的优势更多体现在公司精选优质商品控制SKU范围，节省大量客户选购商品的时间	公司严格控制各个产品品类中品牌数量，缩减每一种优质商品的选择范围，提前为客户完成商品海选的过程，为客户提供100%的产品满意保证	仓库式门店、极简装修风格、精简的SKU等举措为会员节省大量资金，此外会员专属的汽车维护、保险、打印等服务也为客户省下一笔可观的费用
	好市多 四维评级	普通	优秀	优秀	优秀
百货购物中心	梅西百货	产品主要品类为服装鞋帽、日化和家居等，女性配饰和香化占比41%销售额，女装占比21%销售额，男装和儿童用品占比约21%销售额	受到电商渗透率提升的影响，公司门店持续精简，24年公司全球一共718家门店	公司提供的商品主要为第三方品牌和自有品牌的服装鞋帽、日化和家居用品等，与电商提供的品牌和产品同质化较高	公司Price Match政策：购物十天之内如果发现竞争者网站上的售价更低，可以申请退货价差。可以退货差的网站包括：Kohl's, JCPenney, Nordstrom, Sears等。但Price match对象不包括Amazon、Costco
	梅西百货 四维评级	普通	良好	良好	普通
折扣零售	TJX	产品主要拼配为服装鞋帽、珠宝美护等配饰以及家居时尚产品，占比销售额分别为47%、18%和35%。公司定位折扣零售，买手采购灵活注重机会，有较多大牌奢牌断码清仓商品	全球一共经营大约4900多家门店，在美国拥有接近3500家门店，总体客户触达便利程度较好	公司定位折扣零售但注重物超所值，客户购买体验较好，给与与客户一种探索和寻宝的乐趣体验	公司以低于全价零售商（包括百货公司、专业公司和主要在线零售商）可比商品正常价格20%至60%的价格提供快速变化的各种品质、时尚和品牌商品
	TJX 四维评级	普通	良好	良好	优秀
便利店	Casey's	公司每个店铺大约有4000种产品，品类主要包括预制食品和配置饮料，食品杂货和日用品，以及车用燃料油，毛利占比分别为26%、38%和33%	公司拥有超过2600家店铺，主要分布在美国中部区域，定位便利店零售业态，附加洗车、自助汽车燃料等汽车产品和服务，公司72%的门店开在人口不足2万人的区域，客户主要为有即时需求的社区居民和途中的车辆人员	公司定位便利店，主要满足产生即时需求的客户饮食、加油等需求，优势主要在便利和高效，公司的披萨全美第五，还附加有自助加油的设施以及洗车等增值服务，总体产品力和购买体验良好	80%的顾客觉得物有所值，由于主打便利需求，价格优势一般
	Casey's 四维评级	普通	优秀	良好	普通
专业品类零售	家得宝	公司一般门店常备库存大概有3-4万种产品，并且通过线上商店来补充产品品类，总共有产品线SKU超过100万种，产品品类主要为建材家居用品，其中建筑材料、家居装饰、机械硬件占比分别37%、33%和30%	公司拥有超过2300家门店，且平均面积为104,000万平方英尺的大型商店，对于美国大部分地区客户能够当日开车提货	公司作为家居建材行业龙头，产品力毋庸置疑，由于家居建材行业sku多且专业性强，因此服务和咨询的属性较强，公司在门店配备了专业的技术和销售人员，总体购买体验较好	家得宝门店的Price match政策自2020年取消，家得宝的线上订单的price match仍然存在，线上政策较为复杂且需要考虑到运输费用等细节，其中与amazon的price match不包括第三方卖家
	家得宝 四维评级	良好	良好	优秀	良好

数据来源：各公司官网和财报，东吴证券（香港）

2. 各零售业态公司经营上各有侧重，基本面维度各有千秋

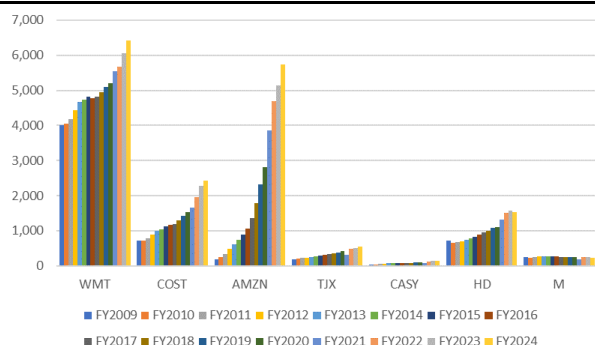
2.1. Sku 多叠加客户群体广泛，WMT 和 AMZN 业绩规模领先

不同业态的营收规模主要由定位的客户群体决定。WMT 和 AMZN 拥有领先行业的 sku 数量，同时在“多快好省”四维相对均衡，能够定位到多种多样的客户群体，营收规模较为领先。COST 凭借会员费门槛清晰定位中高收入家庭的客群，HD 作为专业家居建材零售商定位 DIY 房屋设施的客群，因此其收入规模也受限于定位精准但有限的客群。

部分公司除零售业务外还拓展了其他核心业务，影响了净利润规模。AMZN 云业务逐步成为利润的核心点，强劲的盈利能力和增长前景使得公司净利润领先；HD 除家居建材零售业务外，也在发力家居建材领域 B 端业务，一定程度打开公司净利润规模

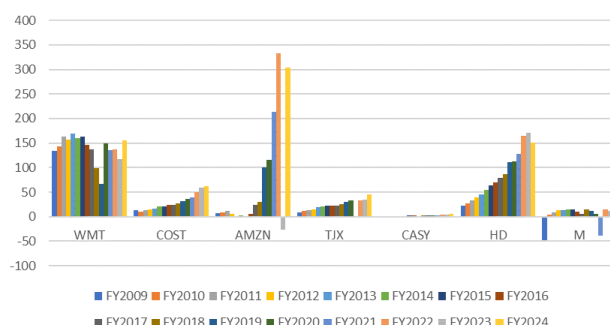
天花板。

图13: 各零售业态代表公司营收 (亿美元)



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券 (香港)

图14: 各零售业态代表公司净利润 (亿美元)



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券 (香港)

拥有更多 sku、仓储式门店的业态商店面积普遍较大，单店收入绝对值也越高。WMT、COST、HD 和 M 门店平均面积基本超过 100000 平方英尺，四家公司平均门店面积较大的共同点在于其大部分门店均拥有齐全的 sku 以及承担仓储的职能。

WMT 门店平均面积近年来变化较小，基本稳定在 100000 平方英尺，超级中心门店数量占比约 70%；

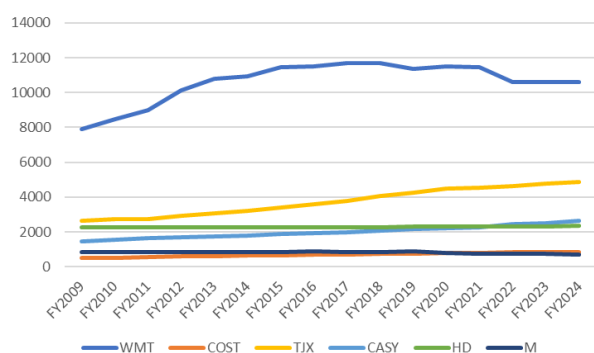
COST 门店平均面积稳中有升，基本维持在 140000 平方英尺水平上；HD 门店面积自 FY2015 年（FY2015 年对应 2014 年，后文均相同）以来持续增长较明显，由于公司线上零售额快速提升以及发力 B 端业务，线下门店承担了除线下零售和仓储以外的配送发货、自提和退货等库存周转的职能，对其门店仓储规模有了新的需求；

M 门店平均面积自 FY 2015 年开始持续收缩，由于电商零售的渗透率快速提升挤压了梅西百货的份额，公司开始精简经营效率较低的大型门店，开始采取小店精品化战略，即在人流旺盛的商业街和郊区开设更多小型精品门店。

TJX 门店面积相对较小，平均约 26000 平方英尺，主要原因：1）公司主要采取机会主义形式的全球采购政策，即依赖强大的采购团队对因尾货、尺码不全等原因产生大幅折扣的服装和家居产品进行机会主义性的收购，不将品类丰富规格齐全作为首要目标，折扣零售商的定位使得其门店平均面积不需要像超级市场一样巨大；2）灵活的门店布局，公司的一些家居类门店和服装类门店相邻，门店之间基本没有永久性分隔装置，因此能够根据需要灵活的调整不同门店面积，极大地提高了门店面积的实际利用效率。

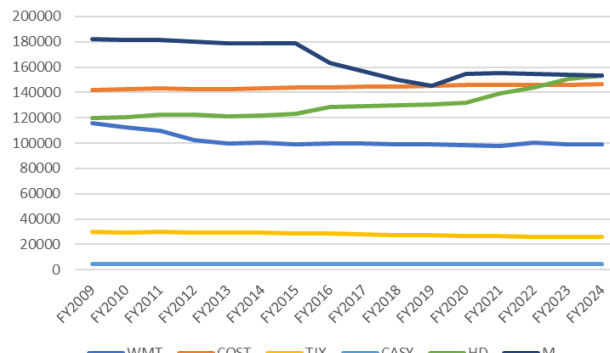
CASY 门店平均面积在代表公司中最小，仅约为 4700 平方英尺，主要因其便利店属性决定。

图15: 各零售业态代表公司总门店数量



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

图16: 各零售业态代表公司平均门店面积 (sq ft)



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

2.2. 清晰定位客户需求从而精选 Sku, COST 和 CASH 坪效领先

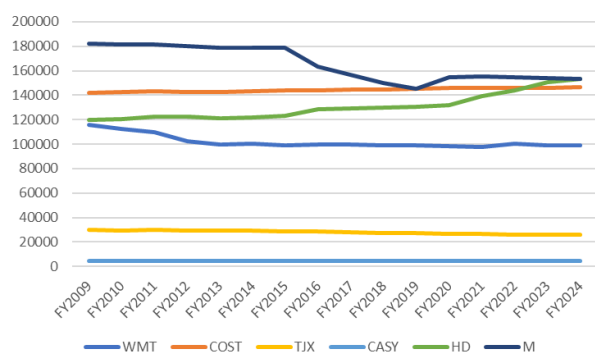
我们比较代表上市公司 FY2009-2024 年坪效历史平均值 (美元/平方英尺), COST (1281) > AMZN (914) > CASH (899) > WMT (462) > HD (423) > TJX (315) > M (190)。从不同角度来看:

1) COST 和 CASH 因为客户群体明晰, 针对客户需求在精选产品 SKU, 店铺陈设高效, 冗余面积少;

2) 除开 TJX 和 M, 其他坪效排名居前的公司融合线上线下渠道, 借助线上订单带来坪效天花板的突破;

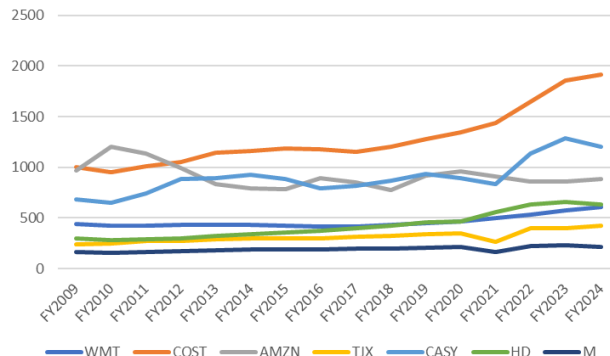
3) 从人流量、转化率、客单价、复购率来观察, COST 和 AMZN 的坪效领先的主要贡献是其会员制度, COST 会员能够享受省心省钱且优质产品和增值服务, AMZN 会员能够享受到全美领先的配送时效性和增值服务。对于会员客户而言, 先交会员费后买的越多越省钱的心理无形之中推高了公司的客单价, 此外会员制度的高粘性保证了极高的复购率和转化率。CASH 的选址策略很大程度上帮助其坪效领先: 公司选址在车流量较大、且因人口较少缺乏竞争的区域, 能够最大程度将当地客流量转化为忠诚客户, 同时公司提供新鲜食物、杂货和汽车加油等增值服务, 聚焦便利需求, 多品类和便利溢价提高了客单价。

图17: 各零售业态代表公司单店收入 (万美元)



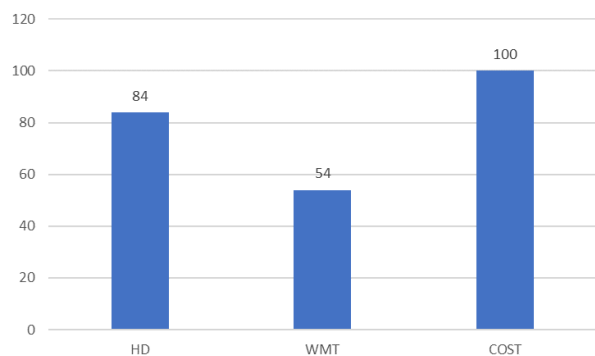
数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券 (香港)

图18: 各零售业态代表公司坪效 (美元/sq ft)



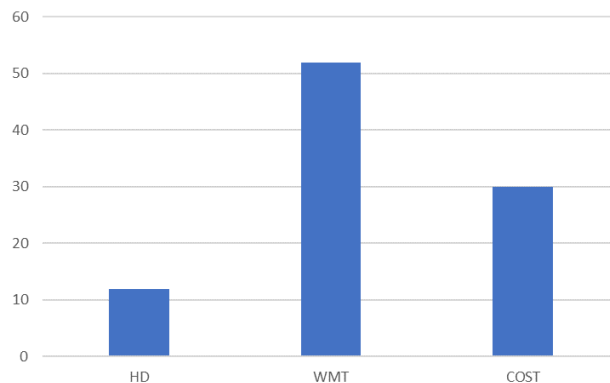
数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券 (香港)
 备注: AMZN 因电商业态门店较少, 坪效计算考虑所有物业面积

图19: 2023 年 Costco 客单价较高 (美元)



数据来源: Business Insider, 各公司财报, 东吴证券 (香港)

图20: 2023 年 Walmart 年购买频次领先 (次/年)



数据来源: Business Insider, 各公司财报, 东吴证券 (香港)

2.3. WMT、HD 线上销售占比领先, 线上渠道发力使得单店收入增速较快

门店数量来看, 线上零售占比提升较多的公司会相应减少线下门店的投入。除 WMT、HD 和 M 外, 其他公司门店数量自 FY2009 年以来持续增长, WMT 和 HD 线上销售进展较快, M 线下受到其他公司线上的挤压, COST 线上线下稳扎稳打但暂时聚焦线下, TJX 和 CASY 线上销售占比较小。

WMT 自 FY2011 年开始将全球电商业务提升到战略的高度, 其门店数量增速自 2012 年开始逐年放缓, FY2016 年公司收购 Jet.com 电商业务被视为大规模投资电商战略与亚马逊抗衡的节点, FY2017 年公司的门店数量见顶开始下滑, 此后, 公司持续精简效率落后的门店, 其中沃尔玛折扣超市数量下降最为显著, 而公司线上零售额占比逐步提高, 从 FY2019 的 5% 提高至 FY2023 的 13.6%。

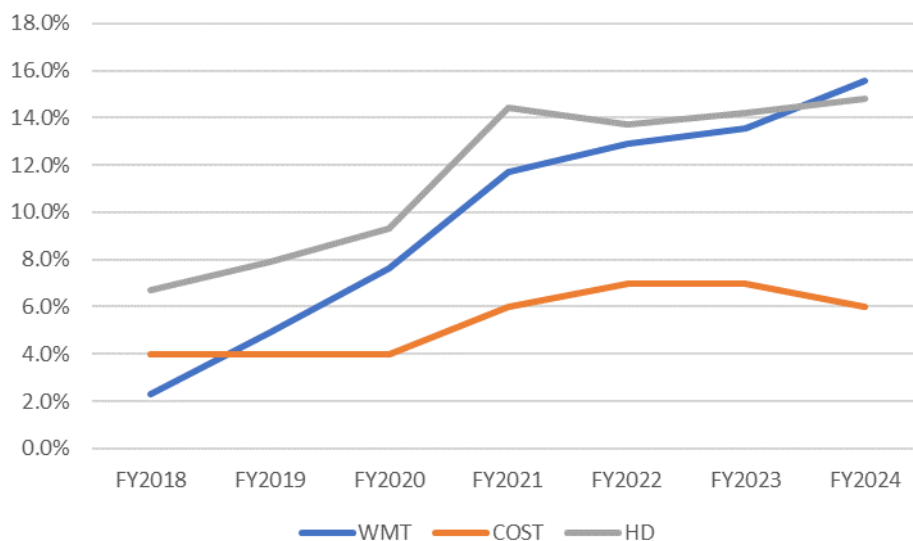
HD 线下门店数量 FY2009 年至今变化不大, 主要由于公司 FY2000-2009 年期间单

店收入持续下滑，多元化的业务和区域市场探索成果不及预期，公司自 FY2009 年开始苦练内功，加大对供应链和数字化的投资，并且从 FY2017 年开始发力线上零售业务，线上零售额占比从 FY2018 年的 6.7% 上升至 FY2024 年的 14.8%。

M 的门店数量在 FY2019 年后显著下滑，主要由于其份额被以亚马逊为代表的电商零售挤压，公司开始精简效益落后的门店。

COST 的线上零售业务发展相对 WMT 和 HD 较慢，线上占比从 FY2016 年的 3% 仅提升至 FY2024 年的 6%，线下门店则稳中有升，主要由于公司认为将客户吸引到店能够给客户更好的体验从而提高客户粘性并带来更多销售额：公司较大部分利润来自会员费，维系会员粘性的因素除了低价优质的购物体验，还包括会员免费的到店增值服务，包括汽车服务、视听检测、电子产品维护维修服务等，而电商业务削弱了公司对会员客户做出的各项提升复购粘性的举措，而且去掉了客户免费试吃等促进消费的体验环节。

图21：各公司线上销售额占比



数据来源：iFind，各公司财报，东吴证券（香港）

近五年 AMZN、COST 和 CASH 营收 CAGR 较快，发力线上渠道使得单店收入增长较快。我们比较代表公司 FY2019-2024 的营收 CAGR，AMZN（19.8%）>COST（11.3%）>CASH（9.7%）>HD（7.1%）>TJX（6.8%）>WMT（4.7%）>M（-2.1%）。以 AMZN、WMT、HD、COST 为例，其线上销售额占比相对较高，因此单店收入增速也相对较快。

AMZN 近年来受益于美国电商零售渗透率提高，且疫情加速了北美线上零售渗透率的提升，营收增长较快；

COST 北美门店稳健扩张，逐步发力国际门店拓展，门店和单店收入在 FY2019-2024 的 CAGR 分别为 3% 和 10%，门店和单店收入的稳健增长贡献了公司收入端较好的增速；

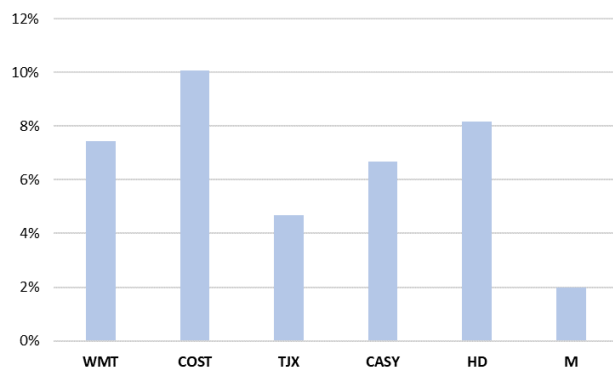
CASY 便利店聚焦在人口较少、没有便利店竞争但是车流量较多的小城镇，主要销售汽油燃料、披萨等现制食饮和食品日用杂货，由于规模体量较小，门店仍在持续且较快速度的扩张，FY2019-2024 的 CAGR 达到 5%，单店收入 FY2019-2024 的 CAGR 达到 6.7%。

图22: 各零售公司 FY2019-2024 门店数量 CAGR



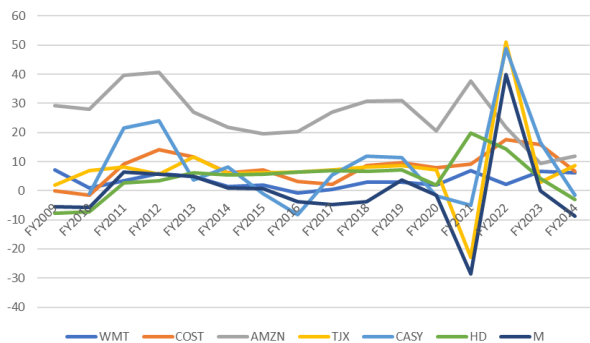
数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券 (香港)

图23: 各零售公司 FY2019-2024 单店收入 CAGR



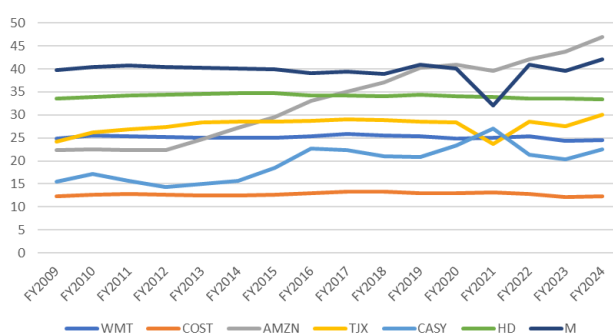
数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券 (香港)

图24: 各零售业态代表公司营收增速 (%)



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券 (香港)

图25: 各零售业态代表公司毛利率 (%)



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券 (香港)

2.4. 因较高的净利率和资产周转，HD 和 TJX 的 ROA 较为领先

盈利能力看，近五年的净利率平均值排序为 HD (10.3%) > TJX (6.0%) > AMZN (4.3%) > CASY (3.1%) > COST (2.5%) > WMT (2.4%) > M (-1.8%)。FY2009-2024 年，毛利率随时间变化较小的公司有 COST、WMT、HD、M、TJX；FY2009-2024 年毛利率平均值排序为 M (40%) > HD (34%) > TJX (28%) > WMT (25%) > COST (13%)，费用率平均值排序为 M (39%) > HD (26%) > WMT (22%) > TJX (21%) > COST (11%)。AMZN、CASY 的毛利率随着

规模的扩大波动上升：AMZN 毛利率、费用率从 FY2009 年的 22%、19% 提升至 FY2024 年的 47% 和 42%，CASY 毛利率、费用率从 FY2009 年的 15%、14% 提升至 FY2024 年的 23% 和 19%。

COST 的仓储会员店商业模式可简单概括为：用会员费筛选出中高收入家庭客户群体，为会员客户提供精选品类后的优质低价产品和免费的各项增值服务，货架空间有限叠加将自有品牌 Kirkland 复制到各类产品上增强对品牌方议价权，人为压低毛利率在不高于 14% 的水平，极致压缩买卖差价作为会员客户让利，FY2024 收取的会员费占比净利润约 73%，会员续费率超过 90%。此外，公司采取的仓储和门店一体化、门店装饰极简、商品原大包装陈列、营销费用节省等方式极限压缩费用率，使得 FY2009-2024 年平均 SGA 仅为 11%，远低于 WMT（22%）。

WMT 总体上为线上线下全渠道融合的超级零售巨无霸，虽然旗下也有山姆仓储会员店业态但占比总体营收仅约 13%，公司利用巨大的全球销售规模尽力去保证 EDLP（每日低价），利用遍布全球的万家门店以及发达的物流供应链做到线上和线下门店全渠道销售。公司近五年净利率平均值为 2.4%，基本与 COST（2.5%）相同，公司总体上在多快好省四个维度没有明显短板。

TJX 定位折扣零售但注重物超所值而非廉价，公司以低于全价零售商可比商品正常价格 20% 至 60% 的价格提供各种时尚和品牌商品，尽管售价较低，但由于其大规模的买断式采购能够帮助品牌商解决冗余库存，因此拿货成本更低，公司依靠强大的买手团队采取机会主义式的灵活采购，FY2009-2024 年平均毛利率高达 28%。公司费用管控水平较强，21% 的 SGA 历史均值甚至低于 WMT（22%），以营销为例，公司往往采取集中式营销活动而非针对单一产品线进行营销。

HD 的毛利率稳定维持在 34% 左右的水平，远高于 WMT 的 25%，主要由于公司是家居建材专业零售商，主要商品品类 sku 齐全且专业性强。公司 SGA 自 FY2010 年以来持续下降，从 FY2009 的 30% 下降到 FY2024 的 23%。公司自 FY2009 以来苦修内功，重点加大对供应链和数字化的投资，发力线上与线下渠道的融合，专注于 PRO 和零售业务的协同共赢，叠加公司规模效应的持续显现，单店收入和坪效均持续提升，净利率持续提升至零售行业领先的水平。

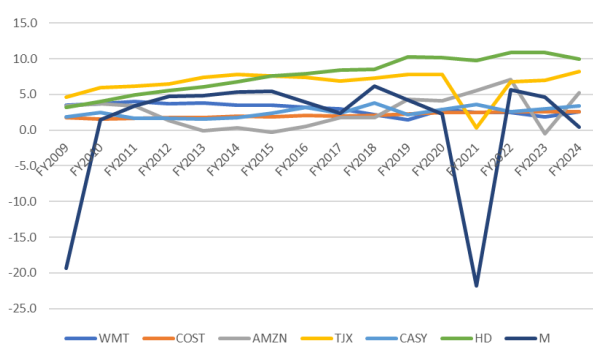
M 毛利率虽然高达 40%，但是由于主要产品为服装、香化等容易受到电商挤压的品类，因此公司花费同样较高的 SGA（39%）去维持经营，导致最后净利率平均值仅为不到 1%。

AMZN 的毛利率的随时间大幅度提升主要由于：1）随着销售规模的持续扩大，特别是第三方卖家销售额的快速增长，公司庞大物流体系固定成本被持续摊薄；2）高毛利率的 AWS 等业务占比提升。公司费用率也跟随毛利率的提升而持续提升，其中研发费用率和履约相关费用提高最为明显，公司在 FY2012-2015 因为持续资本开支而几乎年年亏损。FY2020-2022 因为疫情美国电商购物需求陡增，公司为应对爆发性的需

求对自身的物流体系开展新一轮的大幅投资扩张，FY2022 的物业总面积几乎达到 FY2019 年的 2 倍，让亚马逊很大程度上摆脱对第三方物流服务的依赖。近五年公司净利率平均值达到 4.3%，尽管受到 FY2023 因 Rivian 投资产生亏损的拖累，但仍高于沃尔玛的 2.4%。

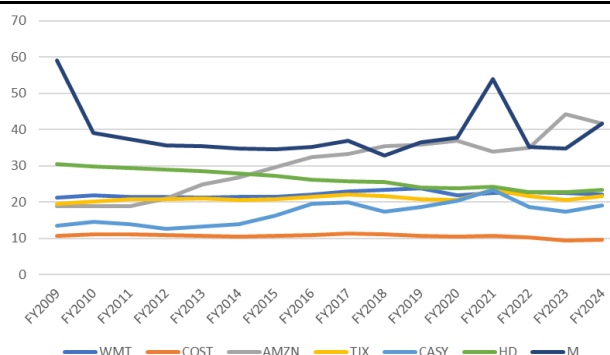
CASY 通过收并购和自建门店进行扩张，值得注意的是，公司对于扩张较为审慎和稳健，每年门店增速基本都控制在 5% 以下。随着规模的扩大，规模效应凸显，毛利率、费用率从 FY2009 的 15%、14% 提升至 FY2024 的 23% 和 19%，净利率近五年平均值达到 3.1%，高于 COST 和 WMT。

图26: 各零售业态代表公司净利率 (%)



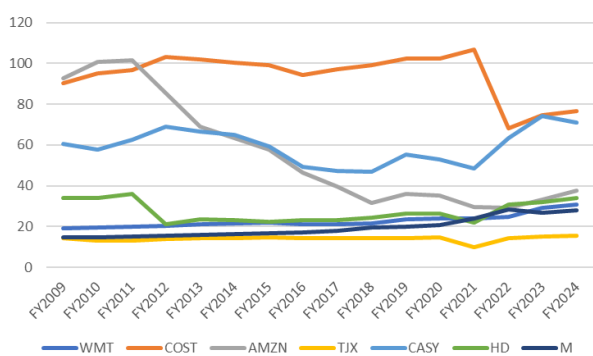
数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

图27: 各零售业态代表公司费用率 (%)



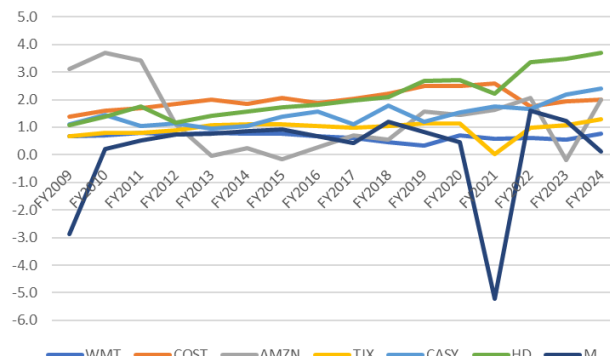
数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

图28: 各零售业态代表公司人均创收 (万美元)



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

图29: 各零售业态代表公司人均创利 (万美元)



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

比较近十年代表公司的 ROA 平均值，HD (20.0%) > TJX (16.2%) > COST (8.1%) > CASY (7.4%) > WMT (6.3%) > AMZN (3.9%) > M (3.1%)。ROA 由净利率和总资产周转率决定，净利率水平在前文有过比较，总资产周转率来看，近十年代表公司的总资产周转率平均值排序为 COST (3.6 次) > CASY (2.7 次) > WMT (2.4 次) > TJX (2.3 次) > HD (2.2 次) > AMZN (1.6 次) > M (1.3 次)。

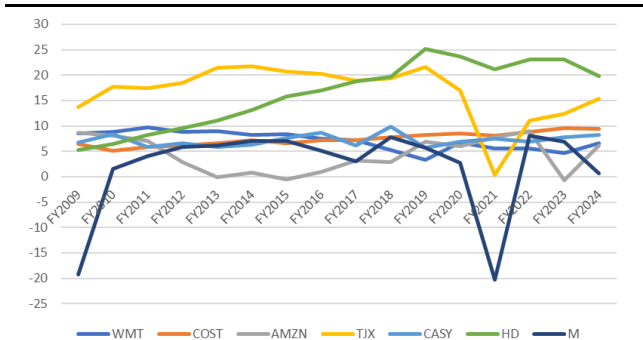
HD 和 TJX 领先行业的 ROA 主要由于其较高的净利率水平，两者 2.2 和 2.3 次的总资产周转率均介于中游水平，与 WMT 大致相当。

COST 和 CASH 领先的总资产周转率（3.6 次和 2.7 次）使得两者 ROA 介于代表公司中上游水平，COST 和 CASH 经营效率位于行业前列，从存货周转天数历史均值角度看，CASH 和 COST 分别为 12 和 30 天，远低于 WMT 的 42 天和 HD 的 75 天。

WMT 约 6.3% 的 ROA 位于行业中游水平，净利率水平中游偏低，总资产周转率位于中上游，公司在遍布全球的大型规模下仍然维持了一个较好的经营效率，较低的净利率和庞大的规模本身就是其强大的护城河。

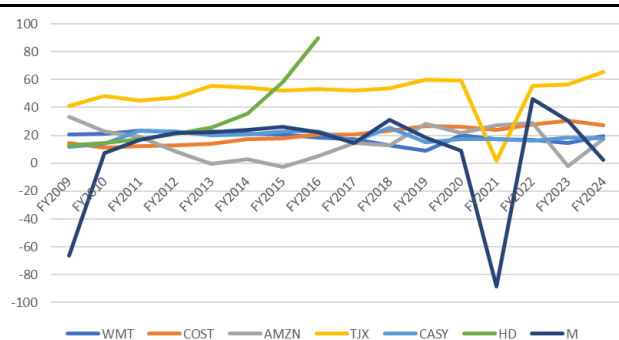
AMZN 大约 3.9% 的 ROA 位于行业较低的水平，公司一直以来秉持长期主义，关注自由现金流而非净利润，持续大额投资了遍布全美的物流体系和云业务等新兴科技业务，构筑了强大的护城河，净利率自 FY2018 开始才逐步回正并走升，总资产周转率随着持续大量的固定投资而下滑。

图30: 各零售业态代表公司 ROA (%)



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

图31: 各零售业态代表公司 ROE (%)



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)
 备注: 剔除 HD 的 17 年后因杠杆过高的 ROE 数据

近 10 年的 ROE 平均值排序, TJX (51.3%) > COST (23.9%) > CASH (19.1%) > WMT (17.0%) > AMZN (14.1%) > M (12.4%)。ROE 主要由 ROA 和杠杆决定, 近十年资产负债率平均值排序为 HD (93%) > M (75%) > AMZN (73%) > TJX (69%) > COST (66%) > WMT (62%) > CASH (60%)。

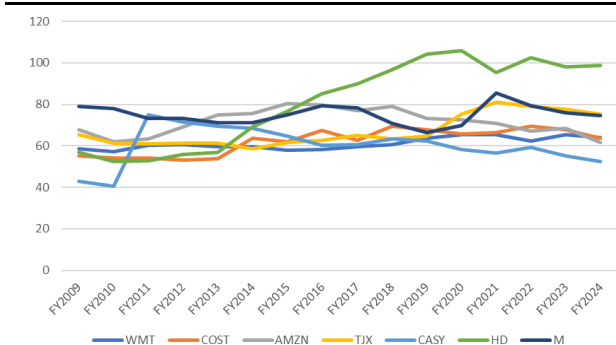
HD 有非常高的 ROA (20.0%), 总体盈利能力领先, 但由于其杠杆十分激进, 近十年平均值达到 93%, ROE 数据失真, 我们将其剔除比较。

TJX 近十年平均 51.3% 的 ROE 领先, 主要由于靠前的 ROA (16.2%) 和较高的资产负债率 (69%)。

COST、CASH、WMT 经营相对保守, 近十年资产负债率平均值均低于 66%, 由于三者都具备较高的 ROA, 因此 ROE 在杠杆相对较低的情况仍然排名靠前。

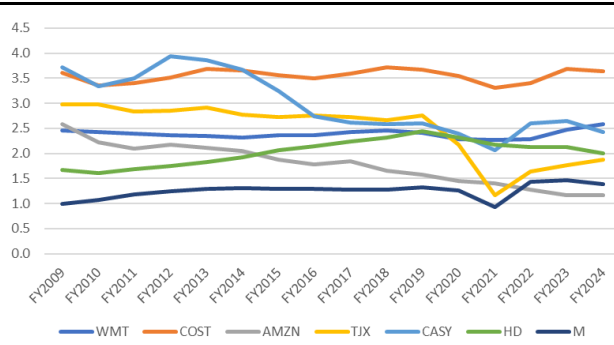
AMZN 和 M 有较高的杠杆和较低的 ROA，ROE 排名相对靠后，但两者的情况不同：AMZN 的重资产的业务结构和持续扩张的物流产能导致其暂时较低的 ROA，而 M 低 ROA 主要由于其经营前景暗淡，主营业务份额持续受到电商零售挤压。

图32: 各零售业态代表公司资产负债率 (%)



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

图33: 各零售业态代表公司总资产周转率 (次)



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

2.5. AMZN、CASH、COST 和 WMT 现金循环周期较短，经营效率领先

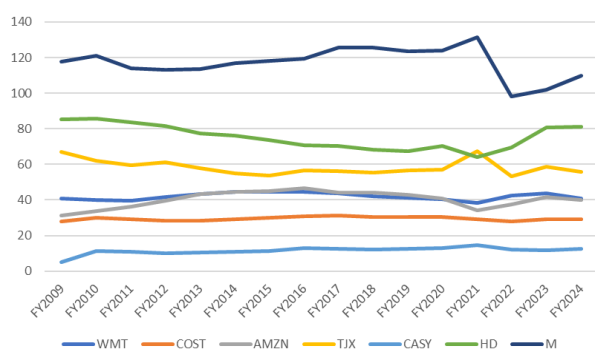
我们比较各公司 FY2009-2024 年现金循环周期平均值，排序为 AMZN (-32 天) < CASH (-1 天) < COST (4 天) < WMT (7 天) < TJX (25 天) < HD (43 天) < M (73 天)。其中，存货周转天数排序：CASH (12 天) < COST (30 天) < AMZN (40 天) < WMT (42 天) < TJX (58 天) < HD (75 天) < M (117 天)。应付账款周转天数排序：AMZN (93 天) > M (50 天) > WMT (40 天) > HD (39 天) > TJX (37 天) > COST (29 天) > CASH (14 天)。应收账款周转天数一般对于零售企业可忽略不计，钱货同时结清，对于 AMZN 和 HD 这类业务中包括 B 端的公司，应收账款周转会相对较慢。

AMZN 现金循环周期为负数，主要由于公司对供应商压账话语权强势，应付账款周转天数历史均值长达 93 天，叠加较短的存货周转天数（40 天），显示出公司对资金极致的利用程度。

CASH、COST 和 WMT 现金循环周期均小于 7 天，仅次于 AMZN 的资金使用效率，三家公司的存货周转天数基本和应付账款周转天数相当，同时三家公司主要面向 C 端消费者因此应收账款周转天数基本能够忽略不计。

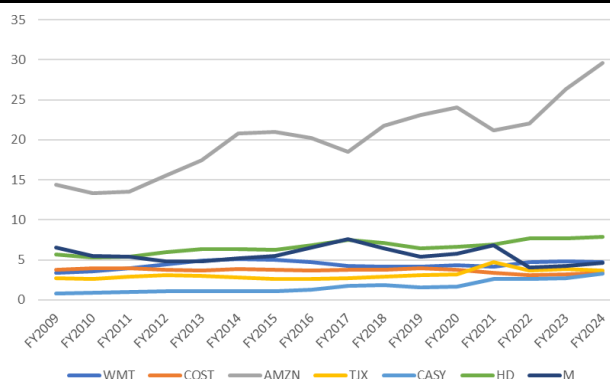
TJX 和 HD 现金循环周期相对较长（历史均值分别为 25 和 43 天），主要由于较长的存货周转天数（58 和 75 天）。TJX 零售品类为折扣类家居服装，一方面顾客购买频次较生鲜食品杂货低，另一方面折扣产品会出现尺码规格颜色不全的情况，导致了较长的存货周转天数。HD 主要品类为家居建材产品，大多数产品为耐用品，购买频次较低，存货周转天数较长。

图34: 各零售业态代表公司存货周转天数(天)



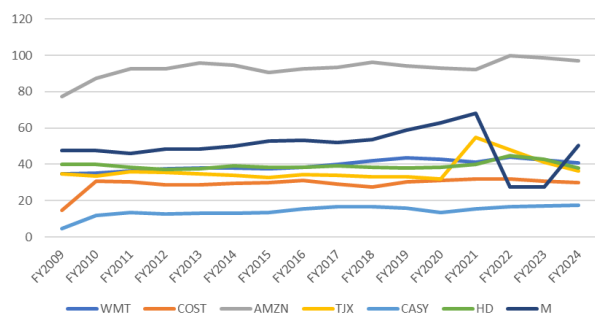
数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

图35: 各零售业态代表公司应收账款周转天数(天)



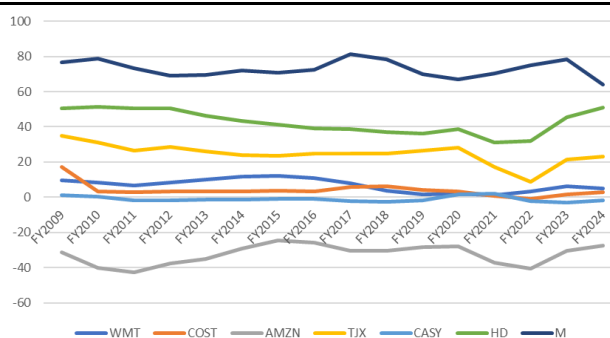
数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

图36: 各零售业态代表公司应付账款周转天数(天)



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

图37: 各零售业态代表公司现金循环周期(天)

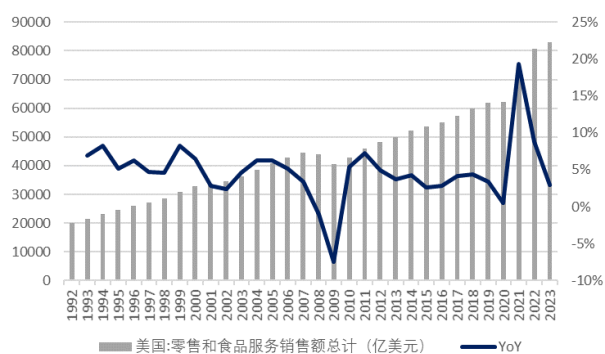


数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

3. 美国零售当下发展趋势: 全渠道、自有品牌和泛电商业态

美国零售市场总体非常成熟, 增速与美国 GDP 增速趋同。美国零售和食品服务销售额在 2023 年超过 80000 亿美元, 占比美国 GDP 大约 3-4 成, 同比增速为 2.9%, 与美国 GDP 增速基本趋同, 总体来看, 美国零售市场非常成熟, 增速与 GDP 增速相近, 尽管总体市场增长趋缓, 但内部仍有一些新的发展趋势和机遇。

图38: 美国零售和食品服务销售总额及增速



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

图39: 美国零售商销售总额增速及 GDP 增速相近

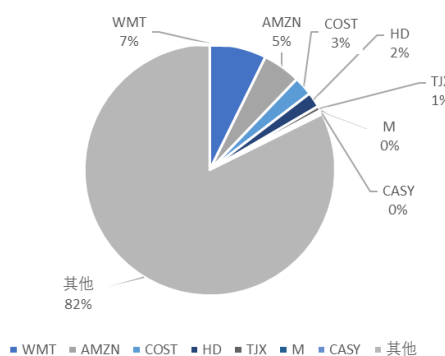


数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

趋势 1: 线上线下全渠道。

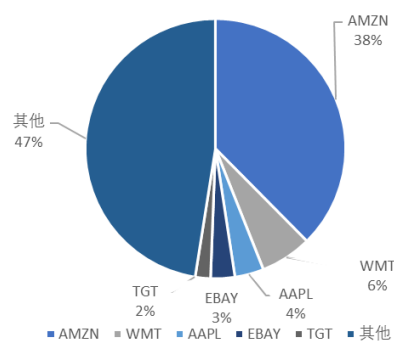
传统线下零售巨头发力线上。美国线上零售的渗透率持续提高，目前已经占比大约 20%，其中离不开沃尔玛等传统线下零售巨头的身影。沃尔玛除了新建配送中心履行线上订单外，还能利用自身遍布全美的线下门店作为退换货、自取和配送的网点（BOPIS），使得线上线下全渠道有效协同，沃尔玛线上销售额占比自 FY2018 年的 2% 提升至 FY2024 年的 16%。2023 年沃尔玛在美国电商市场份额占比提升至约 6%，位居第二。

图40: 美国 2023 年全渠道零售市场竞争格局



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

图41: 美国 2023 年电商零售市场竞争格局



数据来源: iFind, 各公司财报, 东吴证券(香港)

电商巨头发力线下渠道作为补充。北美电商巨头亚马逊除了发展自身核心优势的电商业务外，也在布局线下门店，主要由于食品杂货等线上渗透率较低，2023 年线上渗透率仅为 12%，因此公司以发展 wholefoods 生鲜食品杂货商超为主，以 Amazon Go、Amazon Style 等无人便利店、服装零售为补充，壮大自身在各细分品类的综合实力。

包装食品饮料线上渗透率较低。2023 年美国电商销售中，电子产品、包装食品饮

料、服饰、家具家私等品类占比分别为 23%、21%、16%和 7%，合计约 67%。各细分品类线上渗透率排序为电子产品（57%）>办公用品（56%）>书籍影音（46%）>玩具娱乐（39%）>花园工具（35%）>服饰（30%）>体育用品（29%）>珠宝（21%）>家具家私（17%）>包装食品饮料（12%）。

图42: Amazon Go 无人便利店



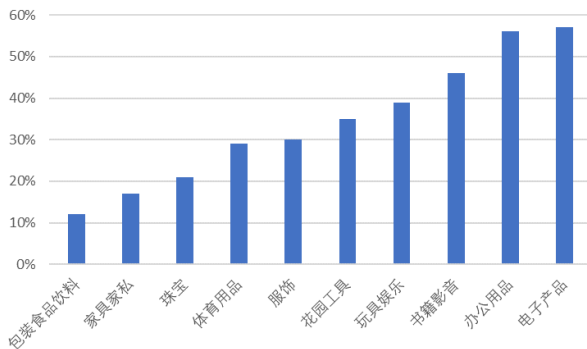
数据来源：各公司官网，东吴证券（香港）

图43: Amazon Style 线下服装零售



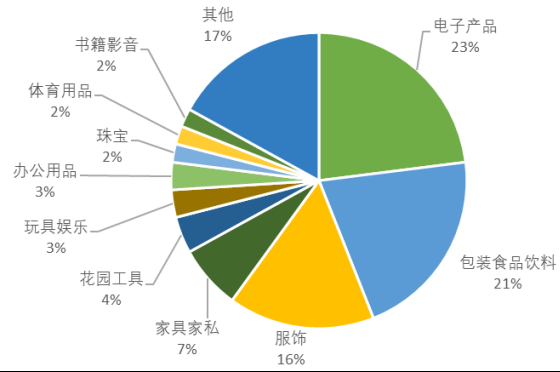
数据来源：各公司官网，东吴证券（香港）

图44: 美国 2023 年各零售细分品类线上销售渗透率



数据来源：USCB，东吴证券（香港）

图45: 美国 2023 年电商销售各品类占比

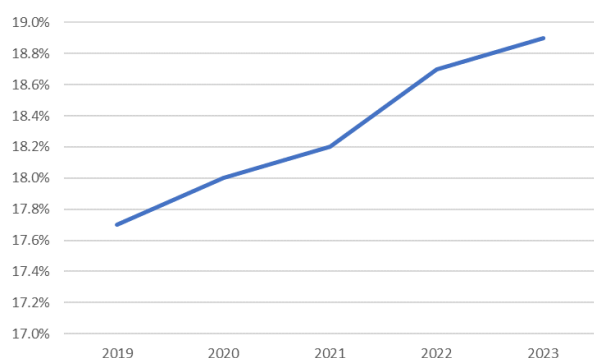


数据来源：USCB，东吴证券（香港）

趋势 2: “零售商自有品牌现象”。

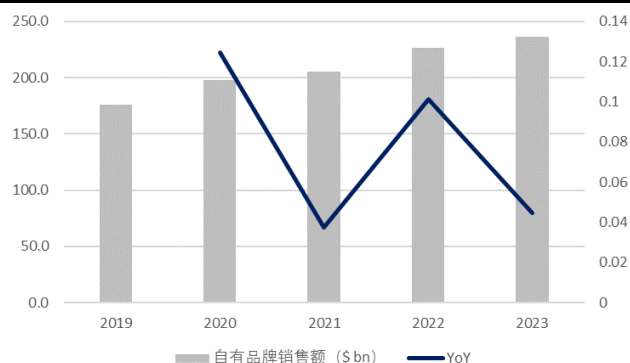
2019-2023 年，美国零售商自有品牌的销售占比从 17% 提升至接近 19%，零售商建立自有品牌的趋势（自有品牌现象）仍在继续。COSTCO 是零售商中自有品牌发展较为成功的案例，其自有品牌 kirkland 占比从 2006 年的 15% 提升至近年来的超过 30%。零售商建立自有品牌的主要因为：1）补充 Sku 种类，引入竞争对抗大型品牌的持续提价，维持在产品价格上的竞争优势；2）由于自有品牌相比全国性大品牌节省了营销费用，门店的试用试吃活动能够给自有品牌较好的曝光度，零售商销售自有品牌毛利率一般略高于国民品牌，提高自有品牌占比能够有效提升公司整体毛利率。

图46: 美国零售商品品牌 (Store Brand) 销售占比



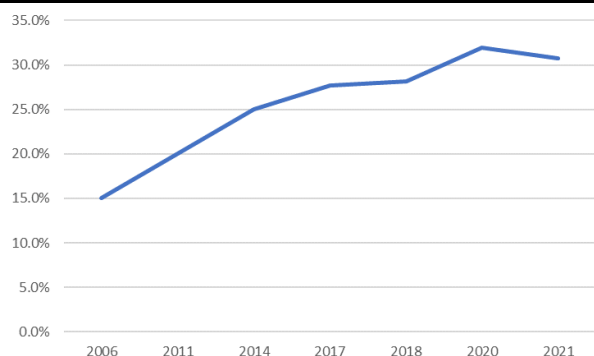
数据来源: PLMA, 东吴证券 (香港)

图47: 美国零售商品品牌销售额及增速 (十亿美元)



数据来源: PLMA, 东吴证券 (香港)

图48: COSTCO 自有品牌销售额占比



数据来源: 各公司财报, 东吴证券 (香港)

图49: 美国各细分零售品类自有品牌占比

	2023	2022	Change Y/A
Refrigerated	33.0%	32.9%	0.1
General Merchandise	27.5%	27.2%	0.3
Frozen	23.0%	22.5%	0.5
Health	20.9%	20.7%	0.2
General Food	15.4%	14.9%	0.5
Beverages	9.2%	9.1%	0.1
Home Care	8.9%	8.5%	0.4
Beauty	7.6%	7.3%	0.3
Liquor	0.1%	0.1%	-

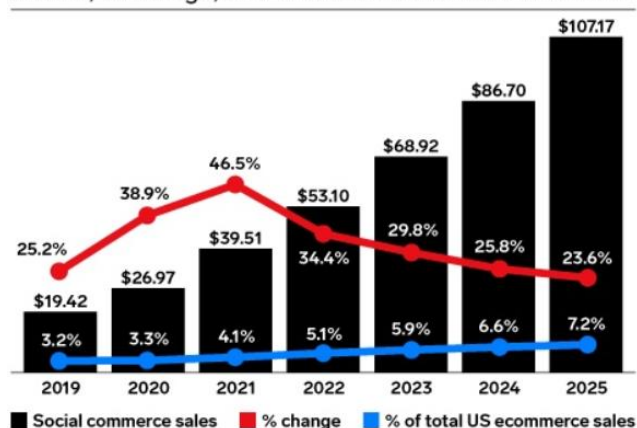
数据来源: PLMA, 东吴证券 (香港)

趋势 3: “从古典电商到泛电商业态”。

随着美国电商渗透率的提升和物流效率的提高, 美国电商业态逐步从传统的“亚马逊式”电商衍生出更多的细分电商模式, 包括社交电商、生鲜电商等等。社交电商市场规模有望在 2025 年达到总电商销售额的 7.2%, 超过 1000 亿美元, 2022 年最受消费者信赖的美国社交电商平台主要为美国社交和传媒巨头, 包括 Youtube、Facebook 等。2020 年疫情发生, 美国生鲜电商占生鲜品类总销售额比重自 2019 年的 0.7% 迅速提升至 2023 年的 2.5%, 主要玩家除了传统电商和零售巨头亚马逊和沃尔玛外, 还有 Instacart、Weee 等新兴创业公司。

图50: 美国社交电商销售规模有望持续提升

US Retail Social Commerce Sales, 2019-2025
 billions, % change, and % of total US ecommerce sales

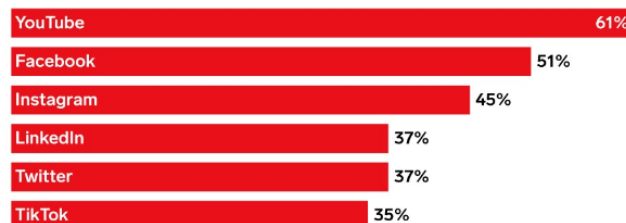


数据来源: eMarketer, 东吴证券(香港)

图51: 最受信赖的社交电商平台

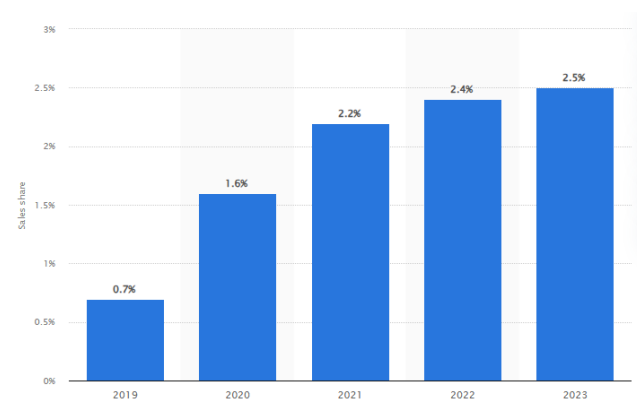
Most Trusted Social Media Platforms for Finding and Purchasing Products According to US Consumers, May 2022

% of respondents



数据来源: Jungle Scout, 东吴证券(香港)

图52: 美国线上生鲜占总生鲜品类销售额比重



数据来源: statista, 东吴证券(香港)

图53: 美国生鲜电商玩家的不同打法



数据来源: Cethrough, 36Kr, 东吴证券(香港)

4. 美国重点零售公司一览 (WMT、COST、TJX 和 HD)

我们根据上市公司基本面的比较选出四家上市公司: HD、TJX、COST 和 WMT。首先去掉 AMZN、CASY 和 M: M 基本面不容乐观, 线下市场空间受到挤压, 转型效果仍待考察; CASY 规模较小, 目前核心业务主要聚焦美国中西部区域, 仍需观察其全国化和全球化的能力和进程; AMZN 科技业务业绩占比持续提高, 零售业务虽然是其基本盘和护城河的构成, 但不再适合作为零售企业看待。HD、TJX、COST 和 WMT 均为优秀的标志性零售标的, 各有特点, 百花齐放。HD、TJX 和 COST 有着领先的盈利能力和经营水平, ROA 非常优秀, 各自都有着自己独特的经营特点和宽阔的护城河; WMT 作为传统零售巨头, 并没有躺在旧有的线下零售成就上停

滯不前，及时和大胆的迈出线上线下全渠道的步伐。

4.1. WMT：全渠道零售巨头电商业务持续发力，跨境电商受阻利好公司份额

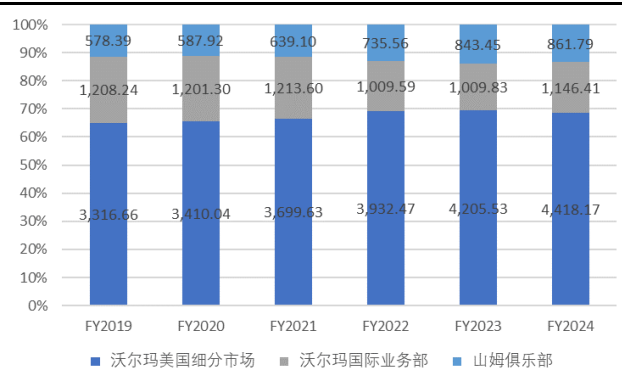
4.1.1. 全渠道零售巨头，美国地区占比营收超过 80%

沃尔玛是全球零售业巨头，公司于 1962 年在美国阿肯色州成立，经过六十余年的发展，沃尔玛公司在 19 个国家经营超过 10,500 家门店和多个电子商务网站。沃尔玛全球 2024 财年营收达到 6,480 亿美元，全球员工总数约 210 万名，并多次荣登《财富》杂志世界 500 强榜首。

公司营收分为沃尔玛美国、沃尔玛国际和山姆会员店三个部分，山姆会员店业务部分只计算美国山姆，沃尔玛国际业务中包括了海外的沃尔玛和山姆等多种业态，因此，公司美国地区营收占比与沃尔玛美国和山姆会员店营收合计占比一致，为 82.2%。

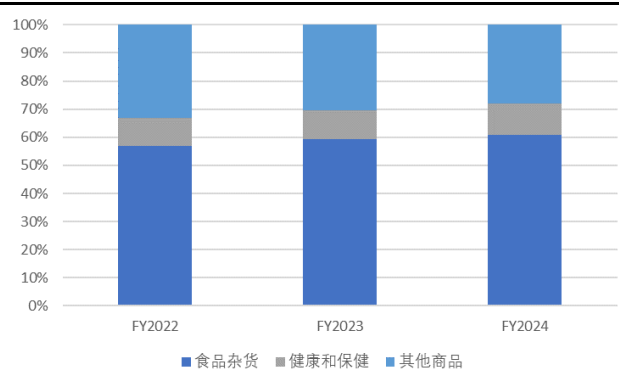
公司主要品类为食品杂货，沃尔玛美国和山姆会员店食品杂货占比约 60%，健康保健占比约 11.3%。

图54：公司美国沃尔玛和山姆营收合计占比超过 80%



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图55：沃尔玛主要品类食品杂货占比约 60%



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

4.1.2. 公司历史复盘：1992 年开启全球扩张，2015 年转型线上线下全渠道

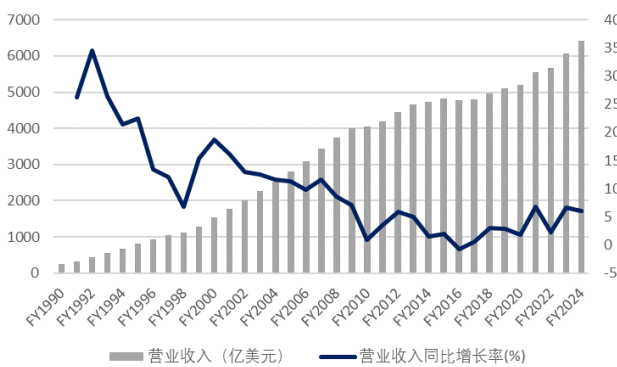
公司发展可以划分为三个阶段：全美扩张（1991 年之前）、全球扩张（1992-2014 年）、线上线下全渠道（2015 年后）。

全美扩张（1991 年之前）。1971 年，沃尔玛开设了 51 家分店，销售额达到 7801 万美元。为更好的募集资金支持扩张，沃尔玛 1972 年正式在纽交所上市。1981 年沃尔玛收购 Big-K 后成为全美第二大零售商，并加快全国扩张步伐，1991 年发展为全美最大超市。在该阶段，沃尔玛主要在人口和竞争均较小的美国小镇开店，主要采取农村包围城市的策略，并且采用区域填充式进行店面复制扩张，能够更好的与配送中心等基础设施进行协同。

全球扩张（1992-2014 年）。1992 年沃尔玛开始全球扩张，公司国际沃尔玛门店从 0 一直扩张到 2014 的 6000 多家，其中 2000-2013 年期间新增大约 4000+家门店。公司 1991-2000 年营收增速常年维持在 10%以上，2000-2014 年营收增速持续放缓，2014 年后，公司国际门店数量基本不再变动，营收增速也基本回落到个位数增速。

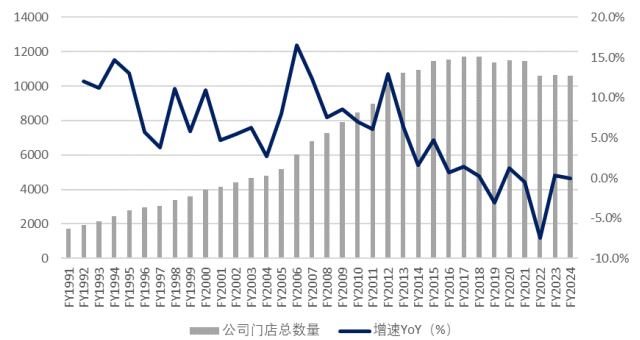
线下线上全渠道（2015 年后）。2016 年公司收购 Jet.com 电商业务被视为大规模投资电商战略与亚马逊抗衡的节点，FY2017 年公司的门店数量见顶开始下滑，此后，公司持续精简效率落后的门店，其中沃尔玛折扣超市数量下降最为显著，而公司线上零售额占比逐步提高，从 2019 的 5%提高至 2023 的 13.6%，公司的单店收入开始持续提升，从 FY2016 年的 4152 万美元提升至 FY2024 年的 6053 万美元。此后沃尔玛一直致力于线上线下渠道的融合和协同，为客户提供无缝衔接的购买体验。

图56：公司营收及增速



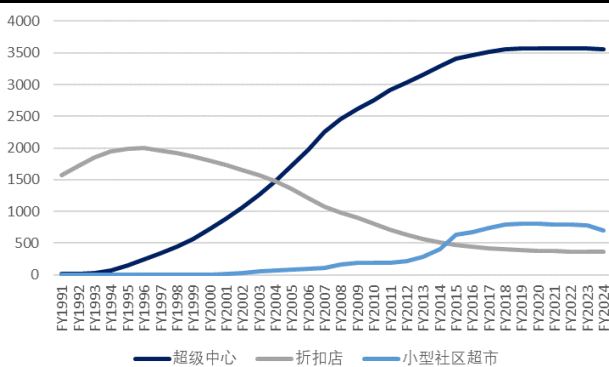
数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图57：公司门店总数量及增速



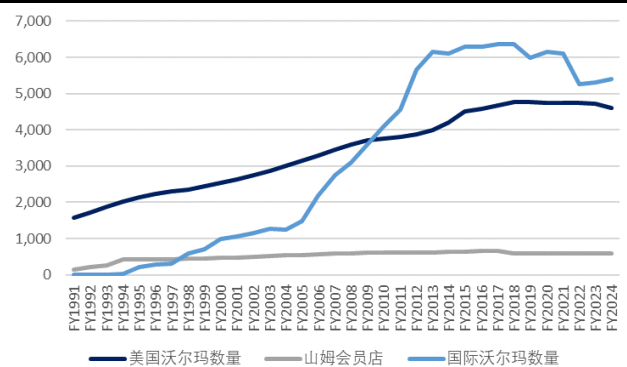
数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图58：公司美国沃尔玛不同类型商店数量



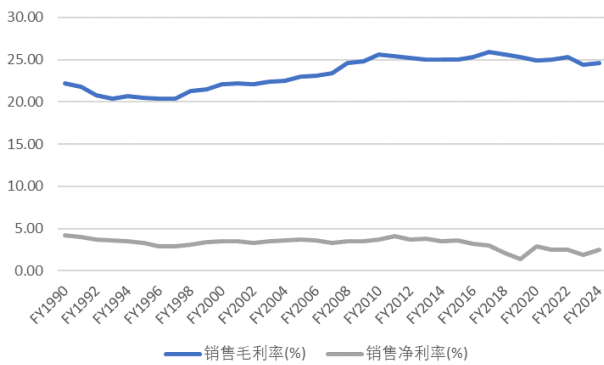
数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图59：沃尔玛美国、山姆、国际门店数量



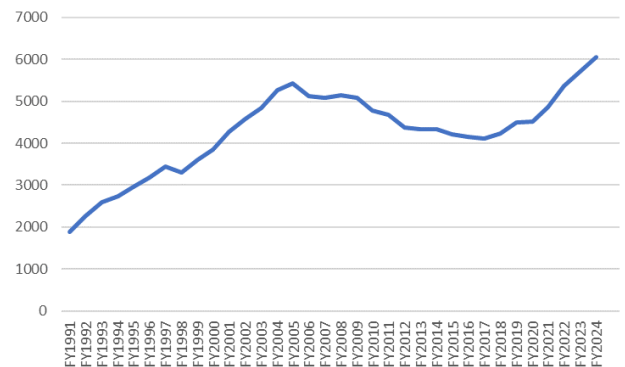
数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图60: 毛利率和净利率



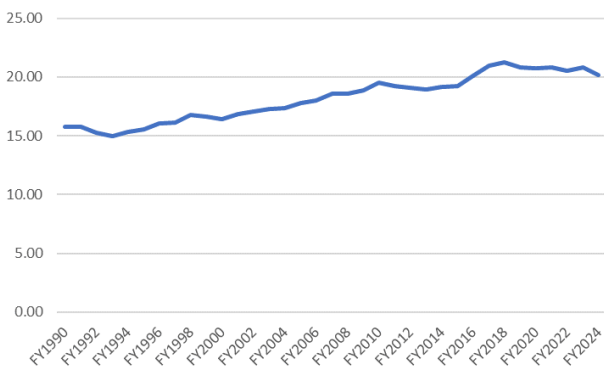
数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

图61: 公司单店收入(万美元)



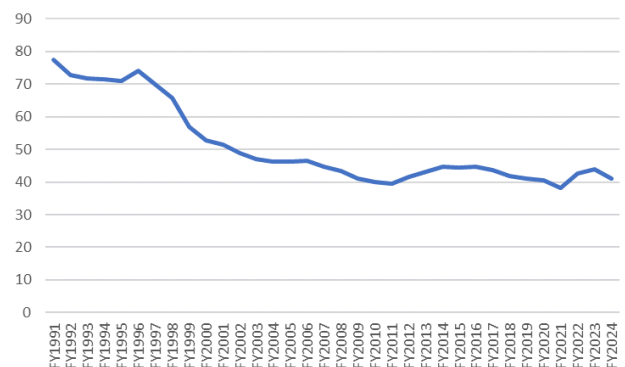
数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

图62: 公司SGA费用率(%)



数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

图63: 公司存货周转天数(天)

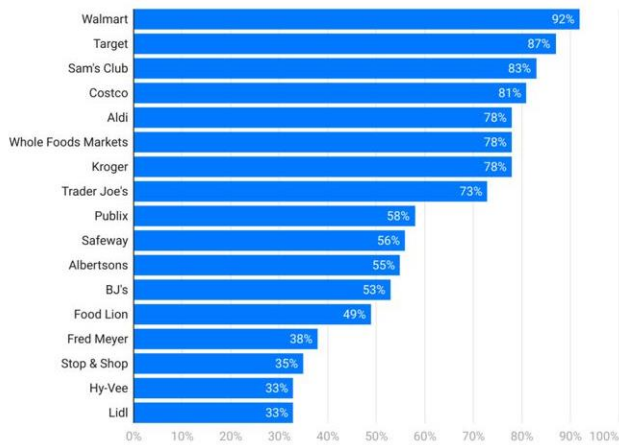


数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

4.1.3. 公司生鲜食杂品类基本盘稳固, 电商业务持续拓展

沃尔玛的优势品类生鲜食杂在线上 and 线下渠道表现强劲。沃尔玛的优势品类生鲜食品杂货是其主要收入来源, 占比公司整体利润接近 60%。从 Enterprise Apps Today 数据看, 公司的生鲜食品杂货品类在美国市场地位居前, 美国沃尔玛和山姆超市两个业务分别在 2024 年美国生鲜食品杂货零售市场地位的排名中占据第一和第三名。此外, 从线上来看, 公司 24Q2 占据线上生鲜食品杂货市场大约 37% 的份额, 且该排名还不包括山姆会员店的数据, 其优势品类生鲜食品杂货在线上仍旧保持着强劲的竞争力。总体来看, 公司的优势品类生鲜食杂在线上 and 线下渠道表现强劲。

图64: 2024 沃尔玛在美国食品杂货零售市场地位居前



数据来源: Enterprise Apps Today, 东吴证券(香港)

图65: 美国沃尔玛 24Q2 线上生鲜食杂市场份额 37%



数据来源: Progressive Grocer, 东吴证券(香港)

沃尔玛的电商业务正持续发力。根据 Marketplace Pulse 数据, 2024 年 4 月沃尔玛市场上 73% 的新增活跃卖家来自中国, 打破了 3 月份创下的 67% 的记录, 到 2024 年底中国活跃卖家占比 30%, 相比 2023 年 20% 有了 10% 的提升。中国卖家数量的飙升一方面说明沃尔玛对于线上业务发展的决心, 同时也预示着公司正迈向与亚马逊相似的道路, 中国卖家在美国亚马逊顶级卖家中接近 50%。第三方卖家的扩充对于沃尔玛电商业务的好处包括: 1) 增加商品数量和品牌种类的供给, 增加商品的价格竞争, 提升电商平台商品丰富度和价格优惠力度; 2) 增加线上业务规模, 加快物流供应链的规模效应的释放; 3) 从第三方卖家获得更多的佣金、广告等收入, 亚马逊从第三方卖家处获得的销售佣金、物流费用和广告收入合计超过 50%。

沃尔玛线上线下全渠道配送时效性较强。沃尔玛首席财务官在 24Q1 接受采访表示, 过去 12 个月沃尔玛完成了大约 44 亿个同日或次日配送的订单, 其中大约 44% 的订单在四小时内送达客户, 配送时效性较强。相比之下, 亚马逊 2024 年通过其 Prime 会员服务实现了超过 90 亿件商品的同日或次日送达。沃尔玛线上订单配送较强的时效性离不开其线下门店的协同, 线上订单中大约 50% 由线下门店发货, 公司遍布全美的门店叠加 90% 美国人居住在离美国沃尔玛门店不到 10 英里的地区, 使得公司线上订单配送时效性十分强劲。

中国跨境电商持续受到政策端压力, 有利于美国主要电商获取份额。2025 年 2 月 7 日, 美国总统特朗普签署了一项行政命令, 暂停对来自中国的低价值包裹征收关税。这一命令实际上恢复了此前被取消的小额免税条款, 该条款允许价值不超过 800 美元的包裹免于关税和检查, 主要由于取消小包免税政策带来的海关成本增加高于收取的税费。尽管跨境电商政策扑朔迷离, 但压制中国跨境电商的主基调没变, 若后续更多压制政策出台, 中国主要的跨境电商平台 Shein、TEMU 等都将承压, 美国亚马逊和沃尔玛等代表性电商渠道将有望受益, 抢占来自中国跨境电商平台丢失的份额。

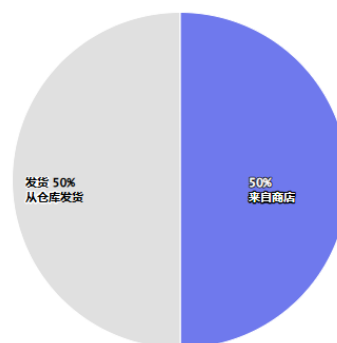
图66: 沃尔玛 2024 年活跃卖家 30%来自中国

Walmart marketplace is adding Chinese sellers, too. They now represent 30% of active sellers, up from 20% a year ago.



数据来源: Marketplace Pulse, 东吴证券(香港)

图67: 沃尔玛线上订单发货来源



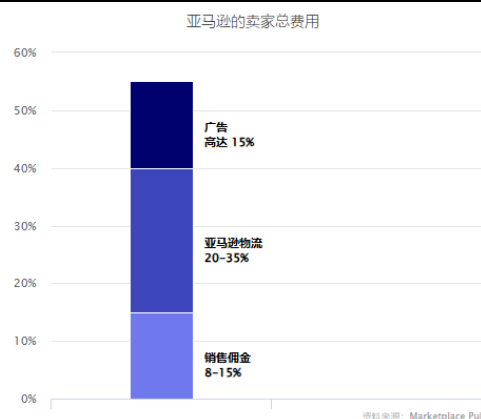
数据来源: 公司官网, 东吴证券(香港)

图68: 亚马逊的中国卖家占比接近 50%



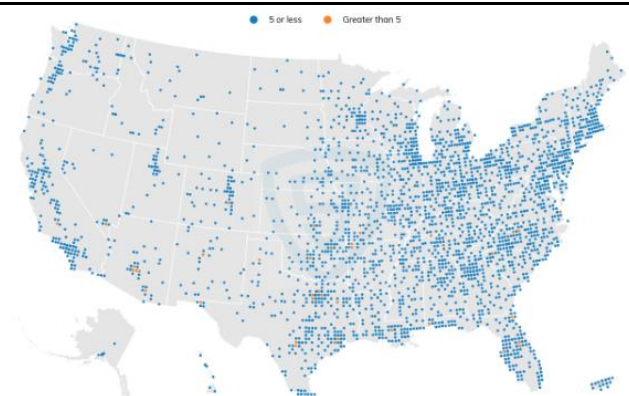
数据来源: Marketplace Pulse, 东吴证券(香港)

图69: 亚马逊从第三方卖家获得超过 50%的收入



数据来源: Marketplace Pulse, 东吴证券(香港)

图70: 沃尔玛美国门店分布图

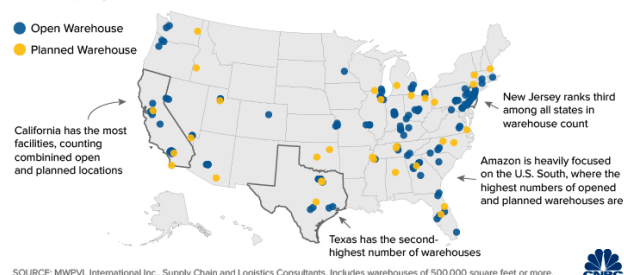


数据来源: Scrapehero, 东吴证券(香港)

图71: 亚马逊美国 Fulfillment Center 分布图

Amazon fulfillment centers across the US

The company has over 100 active warehouses and dozens of planned locations



SOURCE: MWPVL International Inc., Supply Chain and Logistics Consultants. Includes warehouses of 500,000 square feet or more.



数据来源: CNBC, 东吴证券(香港)

4.2. COST: 会员仓储零售领军企业，流量平台持续迭代新业务

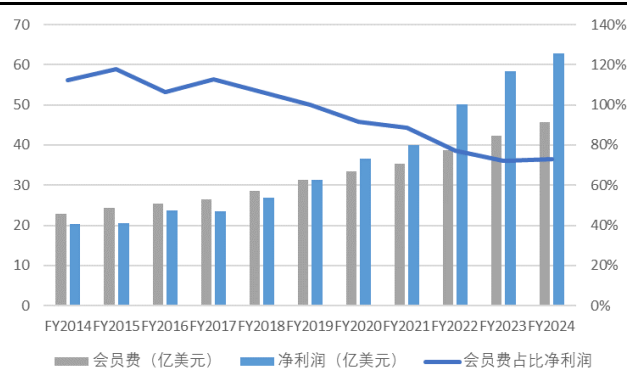
4.2.1. 会员仓储零售龙头，会员费占比净利润超过 70%

Costco 是全球会员仓储超市业态的领军者，在全球拥有 800 多家分店，提供各种商品以及专业部门的便利和独家会员服务。公司一直以来秉持简单的经营理念：降低成本，并将节省下来的费用转嫁给会员。Costco 仓库携带大约 4,000 个 SKU（大多数超市超过 30,000 个），通过根据质量、价格、品牌和功能精心选择产品，为会员提供最佳的购物体验。

公司压低毛利率保证竞争力。会员仓储的商业模式：首先借助会员费门槛将高收入家庭的客户群体筛选出来，严格控制产品 SKU 帮助客户节省采购时间，严格选品保证客户满意度。此外，将仓库作为门店并且减少一切不必要的装饰以及货架整理等人力成本，将节省的费用回馈给会员客户，从而让客户觉得物超所值并且多买多省。公司打造了 Kirkland 自有品牌并将其复制到各种产品品类上，提高毛利率的同时也维护自身产品价格竞争力。

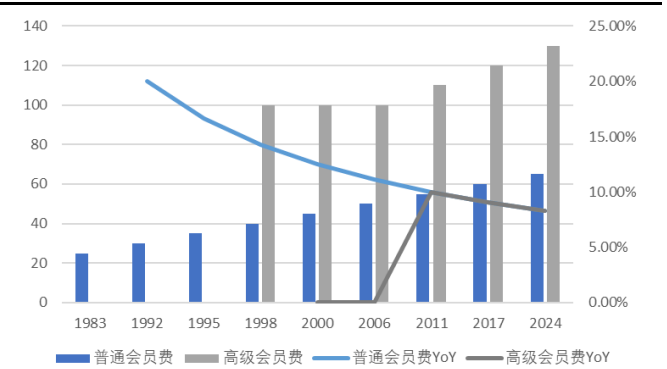
会员费占比净利润超过 70%，会员费大约每 5 年左右提价 5-10%。总体来看，公司将毛利率压到 15% 以下的水平，保证了产品高品质的同时价格竞争力也十分强劲，公司的净利润大部分来源于收取的会员费，2023 年公司会员费占比净利润大约 73%，会员费占比净利润近十年逐步下降主要由于汽油等附加服务业务利润占比逐步增加。从历史数据看，公司会员费大概每 5 年提高一次，提高幅度大约在 5-10% 之间，公司会员费时隔 7 年在 2024 年 9 月提价，普通/高级会员费分别从 60/120 美元提升至 65/130 美元，提升幅度均为 8.3%。

图72：公司会员费占比净利润超过 70%



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图73：公司普通和高级会员费增长趋势

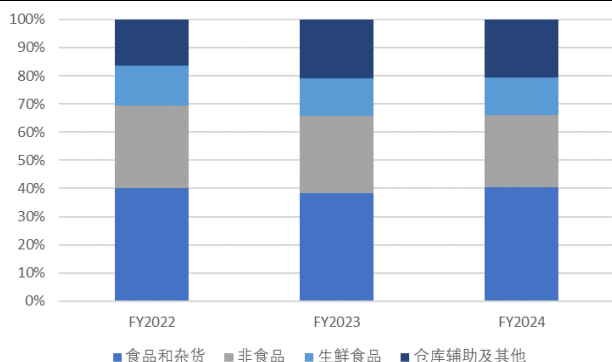


数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

公司生鲜和食品杂货品类合计占比营收超过 50%，业绩主要由北美地区贡献。公司核心商品类别包括食品杂货、非食品、生鲜食品和仓库辅助及其他，2023 年分别占

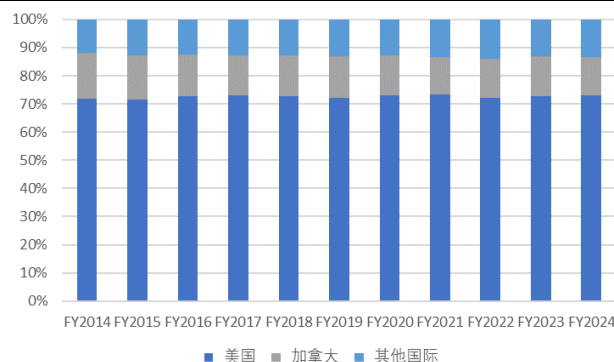
比营收大约 40%、25%、14%和 21%，生鲜和食杂占比合计超过 50%。此外，公司 2023 年运营 692 座加油站，汽油业务约占营收的 13%，属于仓库辅助类别的核心业务。公司业绩主要由北美地区贡献，其营收和营业利润分别有 87%和 84%来自于北美地区，加拿大和国际业务营业利润率比美国略高。

图74: 公司生鲜食品杂货占比营收合计超过 50%



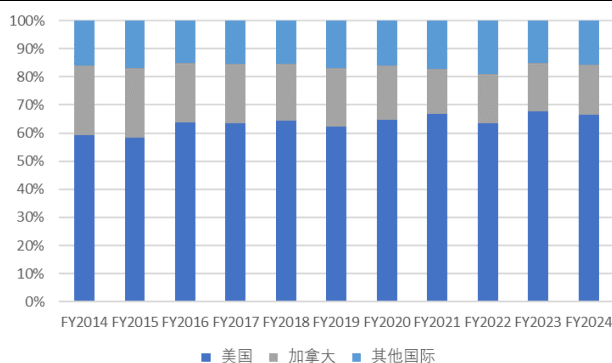
数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

图75: 公司接近 90%的收入来自北美地区



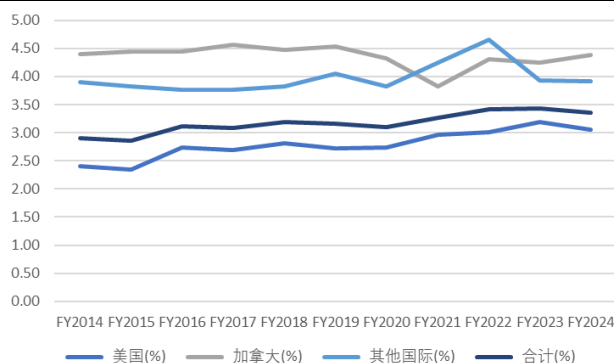
数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

图76: 公司超过 80%营业利润来自北美地区



数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

图77: 公司加拿大和国际业务营业利润率高于美国



数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

4.2.2. 公司历史复盘: 1994 年后业务持续迭代, 2020 年后发力线上渠道

公司历史可以划分为三个阶段: 商业模式探索+聚焦北美市场 (1994 年前)、全球扩张+业务持续迭代 (1994-2020 年)、发力线上业务 (2020 年至今)。

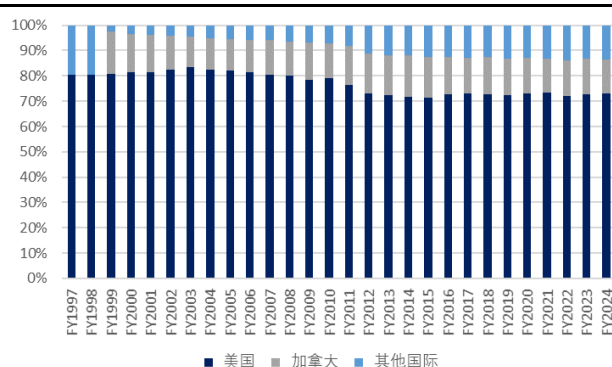
商业模式探索+聚焦北美市场 (1994 年前)。Price Club 于 1976 年成立, Costco 于 1983 年成立, Price Club 和 Costco 于 1993 年合并为 Price Costco, 1997 年更名后成为现今的 Costco 会员仓储超市。在该阶段, 公司持续探索仓储会员的商业模式, 主要聚焦北美地区门店的扩张, 1985 年公司在加拿大开设首家海外仓储会员门店。

全球扩张+业务持续迭代 (1994-2020 年)。1994 年公司正式进军亚洲市场, 在韩

国首尔开设首家门店，开启全球非北美地区市场的扩张：非北美国际业务营收占比从1998年的2.5%一直提升到2012年的12%。FY2012非北美国际门店数量陡增，主要由于公司接管墨西哥门店运营并且对墨西哥32家门店并表计算。此外，该阶段公司业务持续迭代精进：1) 1995年推出自有品牌Kirkland，占比从2006年的15%提升至2021年的超过30%，由于省去大部分广告费用，自有品牌毛利率能够略高于国民品牌；2) 高级会员制度于2000年开始落地，高级会员费虽然高出普通会员费大约一倍，但买的越多返点越多，对于采购需求较大的客户而言十分划算，高级会员占比从2000年的0提升至2020的39%。总体来看，公司业务迭代效果显著：1) 会员续约率自2005年后持续提高：2005年公司整体会员续约率约为86%，2020年美加地区会员续约率91%，全球会员续约率88%；2) 公司盈利能力和经营指标走好，人均创利和毛利率呈现波动上升态势，单店收入和坪效同样表现优异。

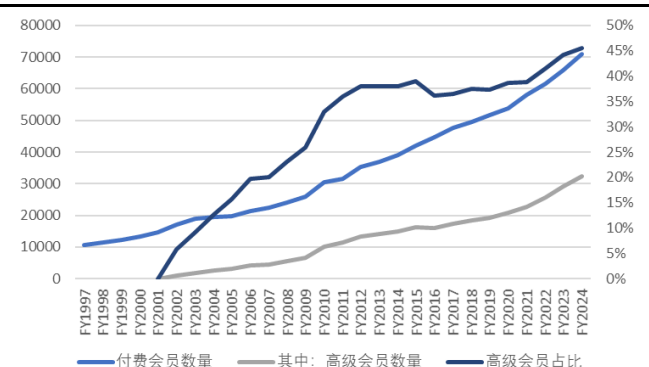
发力线上业务（2020年至今）。公司虽然1998年开始推出线上购物网站，但对于电商业务投入较为审慎。2020年疫情导致线下购物受到影响，部分消费者购物习惯发生变化，公司为了应对变化，2020年以10亿美元收购“最后一英里”物流配送专家Innovel公司，Innovel为全美85%的家庭和93%的订单提供24至48小时的送货能力，每年运送超过400万件货物，运营着11个配送/配送中心和100多个最后一英里的交叉配货中心。公司电商业务营收占比从2019年的4%提升至2023年的6%，2022年最高达到占比7%。此外，公司扩大了与Uber的合作关系：当前Uber Eats仅在德克萨斯州为Costco订单提供服务，新协议允许消费者通过Uber Eats在加拿大全境以及美国17个州从Costco订购商品，且公司正努力在未来几个月内将合作关系扩展到更多的国家。

图78：公司不同地区营收占比



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）
 注：FY1998和FY1997其他国际业务包括加拿大业务

图79：公司付费会员和高级会员数量（千人）



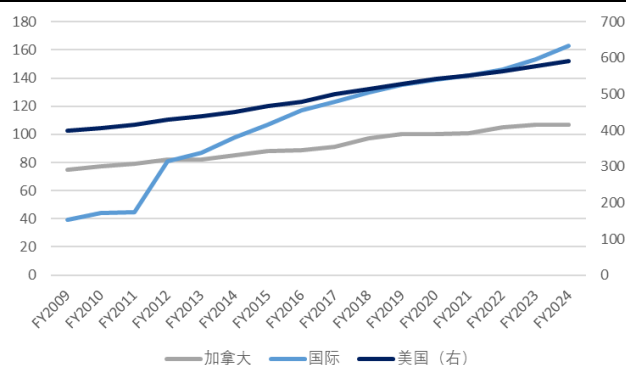
数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图80: 公司门店数量及增速



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图81: 公司不同地区门店数量变化



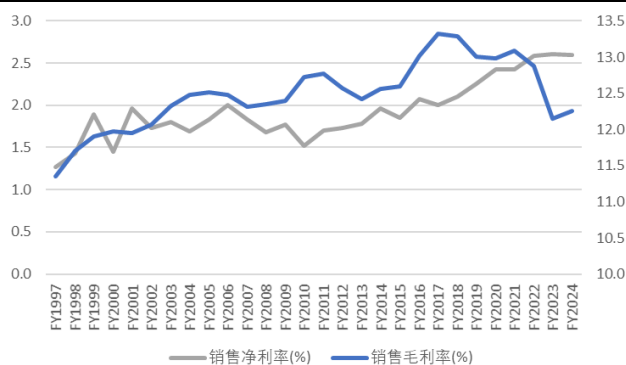
数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图82: 公司人均创收和人均创利



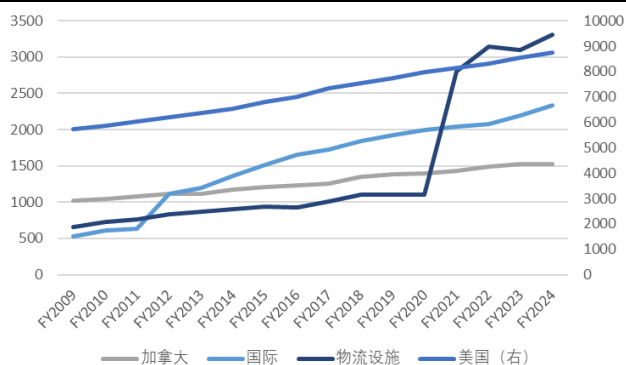
数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图83: 公司毛利率和净利率变化



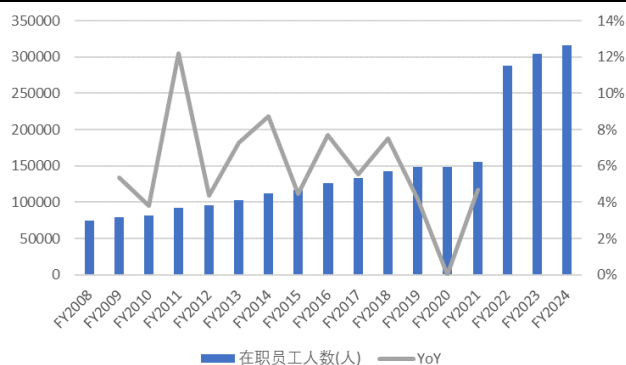
数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图84: 公司各地区门店和物流设施面积 (万 sq ft)



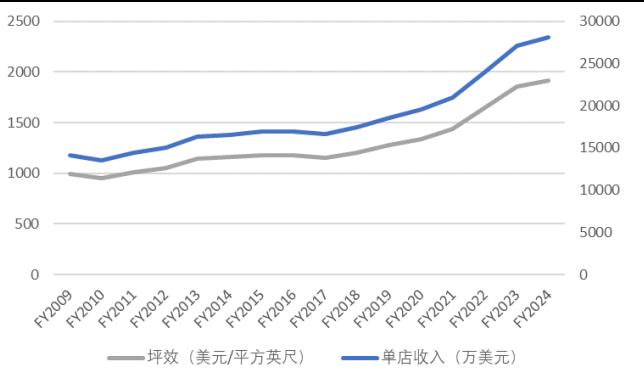
数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图85: 公司 2020 年收购“最后一英里”公司 Innovel



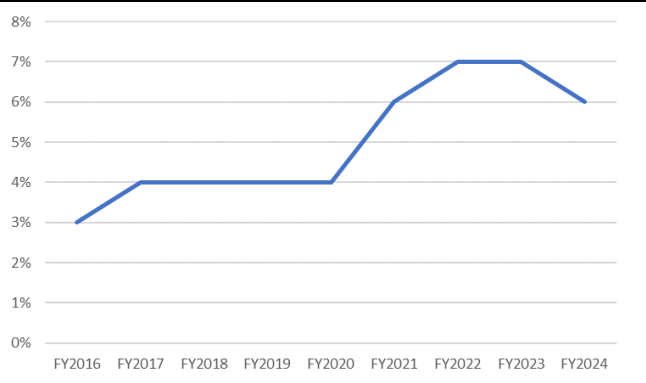
数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图86：公司单店收入及坪效



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图87：公司线上收入占比



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

4.2.3. 会员仓储零售为基础的流量平台，围绕中高收入客群不断迭代新业务变现

Costco 实际上是一个以零售为基础的流量平台公司。Costco 借助做到极致的会员仓储零售业务笼络了一批极为忠诚的中高收入会员客户，实际上已经成为一个以零售为基础的流量平台公司。相比腾讯的稳固的社交流量平台迭代新业务变现的商业模式，公司需要持续不断的把零售业务做到极致，为会员客户创造价值才能够维持其流量平台的屹立。

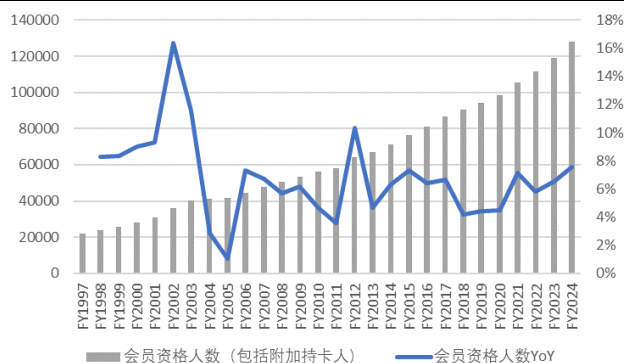
发展战略 1：围绕中高收入客群持续迭代新业务变现。Costco 客户画像为中高收入群体，会员资格人数接近 1.3 亿人，美加和全球会员续约率分别高达 93%和 90%，公司围绕中高收入客群的生活习惯和规律打造出一系列的商品之外的附加服务，迭代出更多的变现途径，从简单的轮胎检查维护等服务衍生出预定酒店、邮轮、租车和机票等文旅方面的服务。

图88：流量平台对比：Costco 与腾讯

	COSTCO	腾讯
客户群体	北美和国际中高收入人群	大部分华人群体
客户粘性来源业务	会员仓储零售	微信，即时通讯需求
护城河	精选产品和sku为客户带来优质产品且节省挑选时间，压低毛利率和各种运营成本让利客户，并且为会员提供多项附加服务	大量用户形成社交关系网络后，并且作为互联网重要端口，个体几乎无法脱离
粘性强弱	需要企业持续为客户创造价值并且做到卓越	很强
主要变现路径	商品零售，陆续拓展至更多附加服务，包括旅游等	游戏、广告、金融科技、企业服务等等

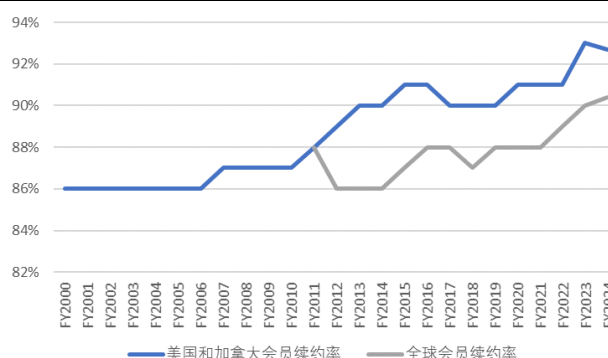
数据来源：各公司财报，东吴证券（香港）

图89: 公司会员资格人数(千人, 包括附加持卡人)



数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

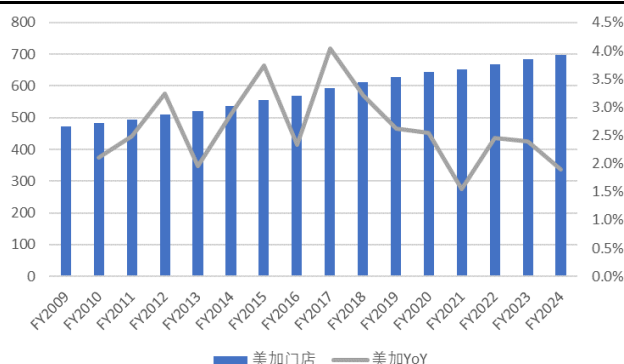
图90: 公司全球会员续约率



数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

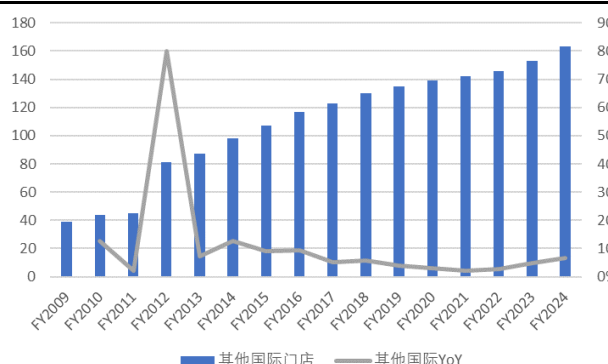
发展战略 2: 北美本土稳健增长+其他国际加速覆盖。北美门店增长逐步放缓, 维持每年低中个位数的增速, 属于根据需求变化的填补式开店。国际门店增长显然更快, FY2023 和 FY2024 国际门店增速分别达到 5%和 7%, 呈现加速覆盖的态势。随着门店和会员数的继续扩张, 公司的规模效应会越来越强, 维护客户粘性的竞争力也会随之提升。

图91: 公司美国和加拿大门店数量和增速



数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

图92: 公司其他国际门店数量和增速



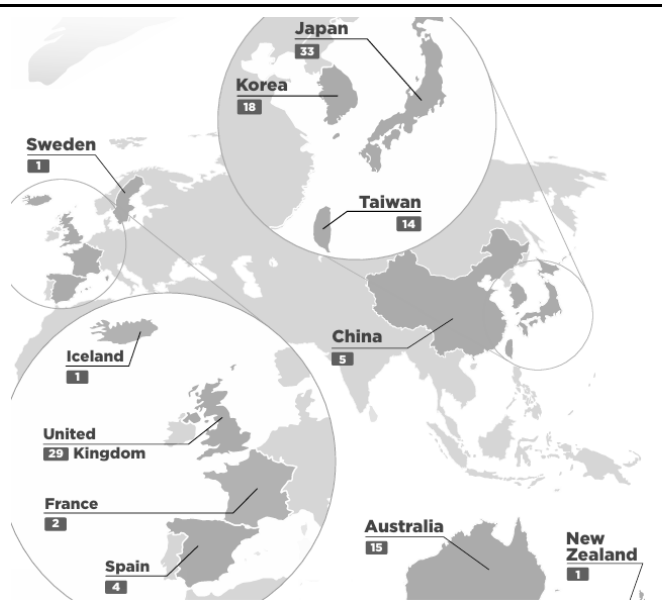
数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

图93: 公司北美门店分布



数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

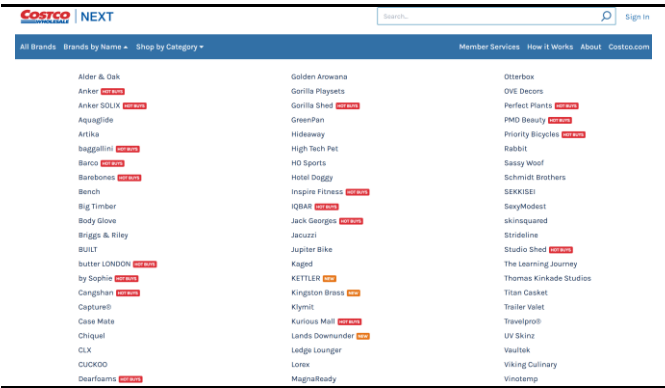
图94: 公司其他国际门店分布



数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

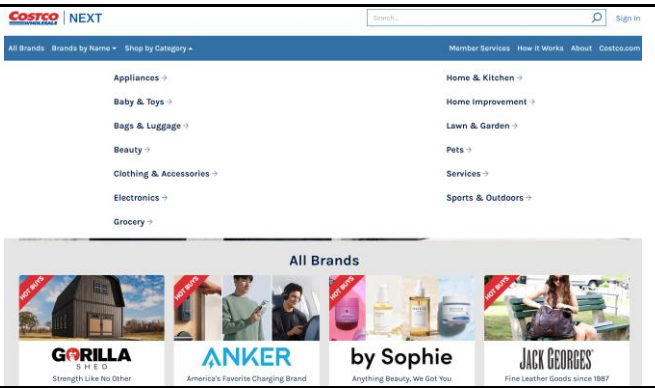
发展战略 3: 精选第三方品牌的电商业务 Costco Next. Costco 对于电商业务拓展第三方品牌的策略不同于沃尔玛和亚马逊等友商, 追求大而全从而一定程度上忽视了卖家的仔细筛选。公司推出 Costco Next 第三方品牌卖家的电商业务, 仍然坚持精挑细选的一贯传统, 精细甄别优质第三方品牌卖家, 当前涵盖的第三方品牌接近 100 家, 包括等 Anker、Body Glove 等知名品牌, 产品扩展到 Costco 供应 4000 个 Sku 之外, 品类包括: 1) 餐具、家具、卫浴、室外花园等家居产品; 2) 优质日化、箱包、服饰等产品; 3) 皮筏艇、山地自行车、宠物用品等休闲生活用品; 4) 光伏发电储能、安防监控、电器等电子产品。Costco 会员能够通过 Costco Next 大约以市面价的 6-8 折买到精选的第三方品牌产品, 且当前第三方品牌和品类仍然在持续扩充中。此外, 对于在 Costco Next 链接的第三方品牌供应商网站购买商品, 将由供应商发货、提供客户服务并处理退货, Costco 扩充了自己的 Sku 的同时也能够避免 Sku 扩大带来的周转难度等问题。

图95: Costco Next 当前涵盖的第三方品牌



数据来源：上市公司官网，东吴证券（香港）

图96: Costco Next 当前涵盖的主要商品品类



数据来源：上市公司官网，东吴证券（香港）

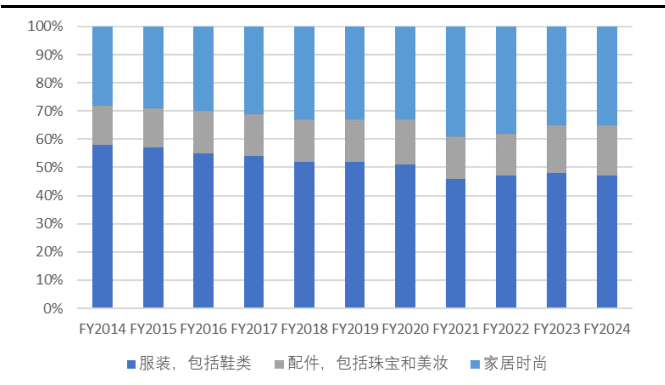
4.3. TJX: 全球领先折扣零售商，开店潜力十足但线上开拓面临挑战

4.3.1. 全球领先的折扣品牌服饰和时尚家居零售商

TJX 是全球领先的折扣服装和家居时尚零售商，有超过 4900 家商店和六个品牌电子商务网站，每天以低于全价零售商可比商品正常价格 20% 至 60% 的价格提供快速变化的各种品质、时尚、品牌和设计师商品。

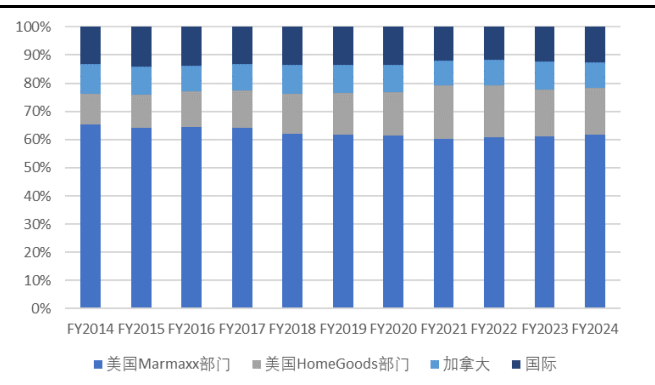
美国是营收和利润来源核心区域，加拿大 TJX 和美国 Marmaxx 盈利能力较强。公司主要业务分为四个部门：美国 Marmaxx，美国 HomeGoods，加拿大 TJX 和国际 TJX，美国 Marmaxx 和美国 HomeGoods 营收合计占比接近 80%，营业利润合计占比超过 80，公司营收和营业利润大部分来自于美国。从近 3 年各业务部门的营业利润率来看，加拿大 TJX>美国 Marmaxx>公司整体（FY24 为 12%）>美国 HomeGoods>国际 TJX，加拿大 TJX 和美国 Marmaxx 盈利能力较强。

图97: TJX 营收各品类占比



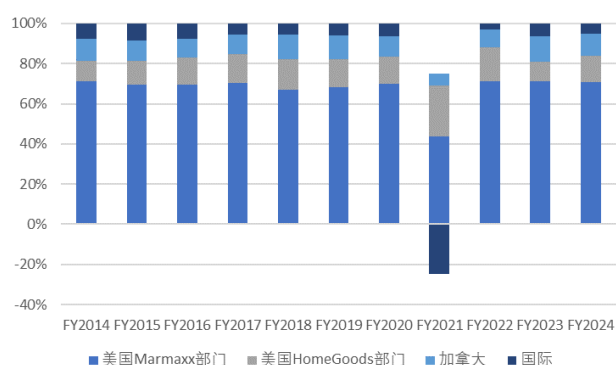
数据来源：上市公司财报，东吴证券（香港）

图98: TJX 营收各地区占比



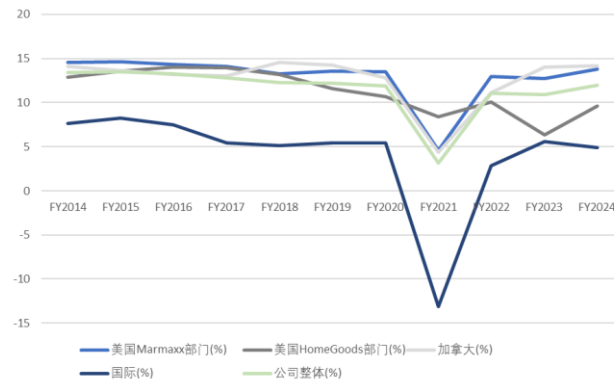
数据来源：上市公司财报，东吴证券（香港）

图99: TJX 营业利润各地区占比



数据来源: 上市公司财报, 东吴证券(香港)

图100: TJX 各地区营业利润率



数据来源: 上市公司财报, 东吴证券(香港)











1) 美国 Marmaxx 业务部门包括 TJ Maxx、Marshalls 和 Sierra 三个连锁零售品牌。TJ Maxx 和 Marshalls 主要销售服饰（包括鞋类和配饰）、家居时尚（包括家居基本款、装饰配饰和礼品）等，为了差异化竞争，TJ Maxx 逐步扩展珠宝配饰以及设计师品牌等品类，而 Marshalls 逐步扩展全系列鞋类和更广泛的男士产品。Sierra 是一家领先的户外品牌户外服装、鞋类和装备（包括体育用品、雪上和水上运动、露营、钓鱼）以及家居时装和宠物用品的折扣零售商。

2) 美国 HomeGoods 业务部门经营 HomeGoods 和 Homesense 连锁店，HomeGoods 提供家具、地毯、灯饰、软体家居、装饰配件、桌面和炊具，以及宠物和美食等家居时尚产品，总体而言 sku 更多且大多为家居装饰类的小商品。Homesense 门店与 HomeGoods 形成互补，提供大型家具、天花板照明等产品，总体更侧重家居装修类别的大件商品。

3) 加拿大 TJX 业务部门在加拿大经营 Winners、HomeSense 和 Marshalls 连锁店。Winners 是加拿大领先的平价服饰和家居时尚零售商，HomeSense 于 2001 年将平价家居时尚引入加拿大。Marshalls 于 2011 年在加拿大推出，提供折扣服装、鞋类和家居时尚产品。

4) 国际 TJX 业务部门在欧洲经营 TK Maxx 和 Homesense 连锁店，在澳大利亚经营 TK Maxx 连锁店。TK Maxx 是欧洲最大的服装和家居实体折扣零售商，业务遍及英国、爱尔兰、德国、波兰、奥地利和荷兰，提供类似于美国 TJ Maxx 的商品组合。欧洲的 Homesense 提供类似于美国 HomeGoods 和 HomeSense 的家居时尚的产品组合。公司 2015 年在澳大利亚收购了 Trade Secret，并于 2017 年将其重新命名为 TK Maxx，澳洲的 TK Maxx 提供美国 TJ Maxx 类似的商品组合。

图101: TJX 各业务部门品牌

业务部门	主要品牌		
美国Marmaxx			
美国HomeGoods			
加拿大TJX			
国际TJX			

数据来源：上市公司官网，东吴证券（香港）

4.3.2. 公司历史复盘：1995 年整合美国市场，2009 年从尾货特卖转型当季折扣商

公司发展历史可以大致分为四个阶段：商业模式探索+品类扩展（1976-1995 年）、美国市场整合+海内外扩张（1995-2009 年）、从尾货特卖转型当季折扣零售商（2009-2012 年）、多品类+多渠道+多区域发展（2012-至今）。

商业模式探索+品类扩展（1976-1995 年）。美国 70 年代大滞胀时期，美国居民消费能力下滑，公司开启折扣零售商业模式的探索，1977 年成立折扣零售品牌 T.J.Maxx 并开设首家门店，主要销售折扣高档品牌服饰。1989 年，公司资产重组并正式更名为 TJX。1992 年，公司扩展折扣零售的品类，在美国建立特色品牌 HomeGoods，主要聚焦折扣家居时尚产品的销售。

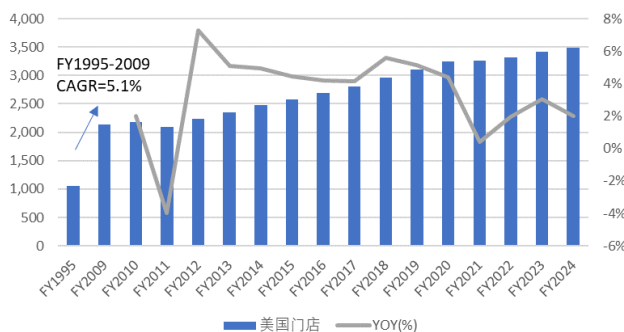
美国市场整合+海内外扩张（1995-2009 年）。公司 1995 年收购美国第二大折扣零售百货 Marshalls，门店数量从 587 家接近翻倍至超过 1000 家，成为全美最大的折扣零售商。除了此次整合，公司维持在美国本土市场的稳健的新店开设，1995-2009 年门店数量 CAGR 为 5.1%。在该阶段，公司也同时发力海外市场的拓展，1994 年推出 T.K. Maxx 并将折扣概念引入英国，2008 年在英国开设了 Homesense，公司海外门店数量占

比从 1995 年的 4% 提升至 2009 年的 20%。公司营收规模随着门店数量增长而扩大，规模效应逐步凸显，FY2009 的毛利率/净利率分别为 24.2%/4.6%，相比 FY2002 的 24.1%/4.7% 基本持平，在金融危机期间公司盈利能力仍然坚挺。

从尾货特卖转型当季折扣零售商（2009-2012 年）。在 2008 年之前，TJX 仍然以销售过季尾货的传统尾货特卖模式为主。2008 年美国金融危机发生后，大部分百货商场和品牌商库存积压严重，与 TJX 的合作意愿大增，对于 TJX 的特卖渠道愈加重视，并且逐步开始为 TJX 的渠道定制商品。TJX 顺应趋势，将被动等待品牌过季尾货改为主动出击扫货当季折扣货品，公司往往在季度初按兵不动，让品牌商先试水探出价格和时尚潮流的变化趋势，然后在局面逐步清晰时主动出击寻求当季货品的折扣机会。TJX 逐步从过季的尾货特卖模式转型为销售当季折扣商品零售商。

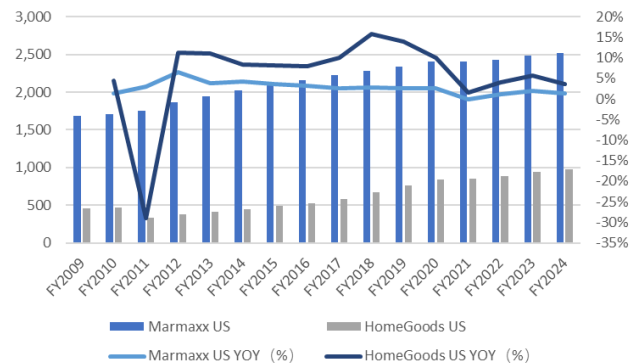
多品类+多渠道+多区域发展（2012-至今）。公司于 2012 年收购美国老牌线上户外运动装备零售商 Sierra Trading Post，迈出了进军电商的关键一步，并且为公司拓展了户外装备等更多品类。此后，公司陆续为其线下零售品牌推出对应的线上渠道，2013 年推出了 tjmaxx.com，2019 年推出 marshalls.com。随着线上业务的发力，公司门店平均面积自 FY2011 年开始减少，但单店收入和坪效却反而持续提升。此外，2024 年收购中东 Brands For Less (BFL) 35% 股权将为公司在海湾地区的发展打下基础，为全球化注入更多动力。

图102: TJX 美国门店总数量和增速



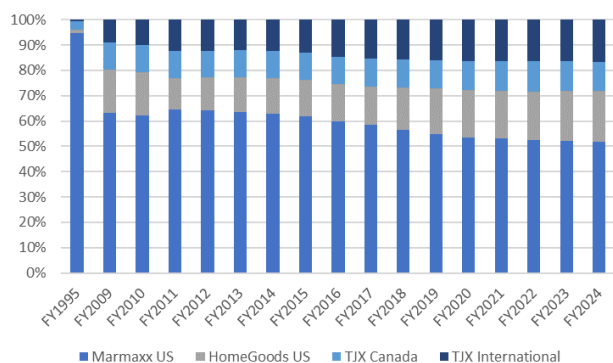
数据来源：上市公司财报，东吴证券（香港）

图103: TJX 美国 Marmaxx 和 HomeGoods 门店数量



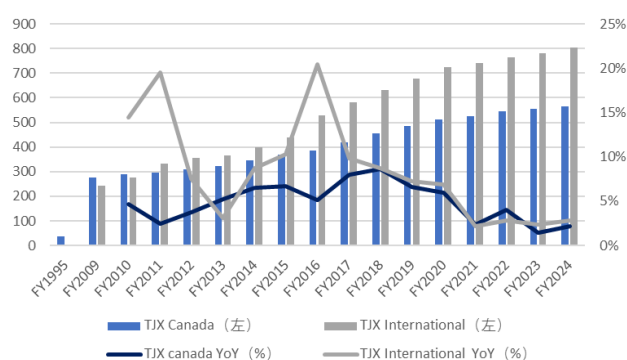
数据来源：上市公司财报，东吴证券（香港）

图104: TJX 地区门店数量占比变化



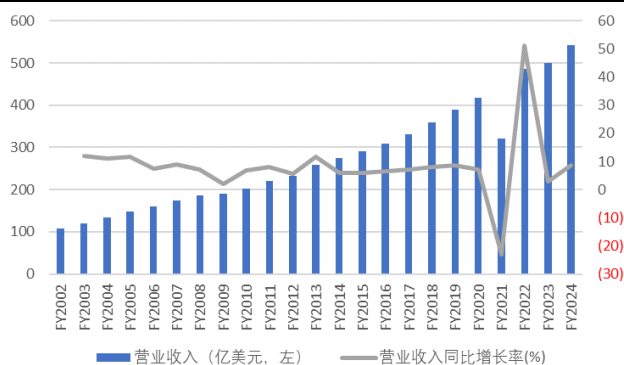
数据来源：上市公司财报，东吴证券（香港）

图105: TJX 海外门店数量及增速



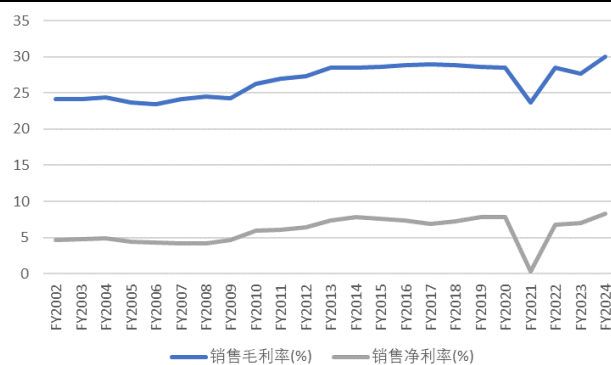
数据来源：上市公司财报，东吴证券（香港）

图106: TJX 营收规模持续扩张



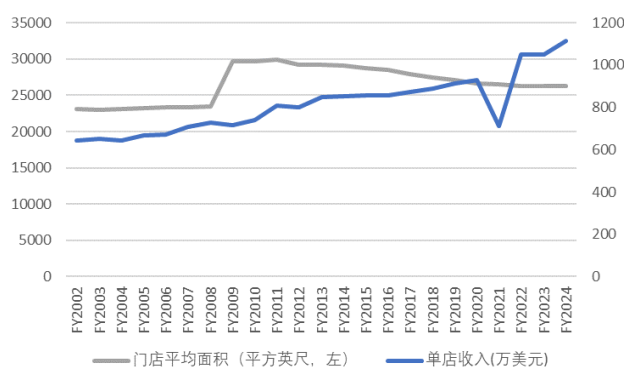
数据来源：上市公司财报，东吴证券（香港）

图107: TJX 盈利能力随规模扩张而提升



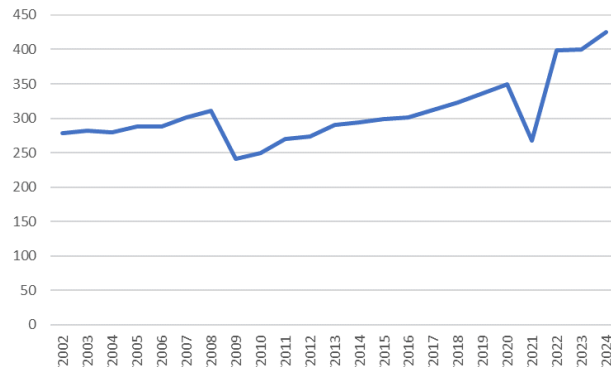
数据来源：上市公司财报，东吴证券（香港）

图108: TJX 门店平均面积和单店收入



数据来源：上市公司财报，东吴证券（香港）

图109: TJX 门店坪效（美元/平方英尺）



数据来源：上市公司财报，东吴证券（香港）

4.3.3. 机会主义采购的商业模式独特，规模优势领先，线上渠道开拓挑战仍存

折扣零售一般分为软折扣和硬折扣的经营模式。软折扣的折扣本质主要源自商品本身的特点而折价出售，如临期商品、尾货、过季商品或微瑕品等，代表性的零售商

包括 TJX、唯品会等。硬折扣则是通过精选 SKU、增加自有品牌占比、降低运营成本，从而为客户带来折扣，代表性的零售商包括好市多、山姆等。

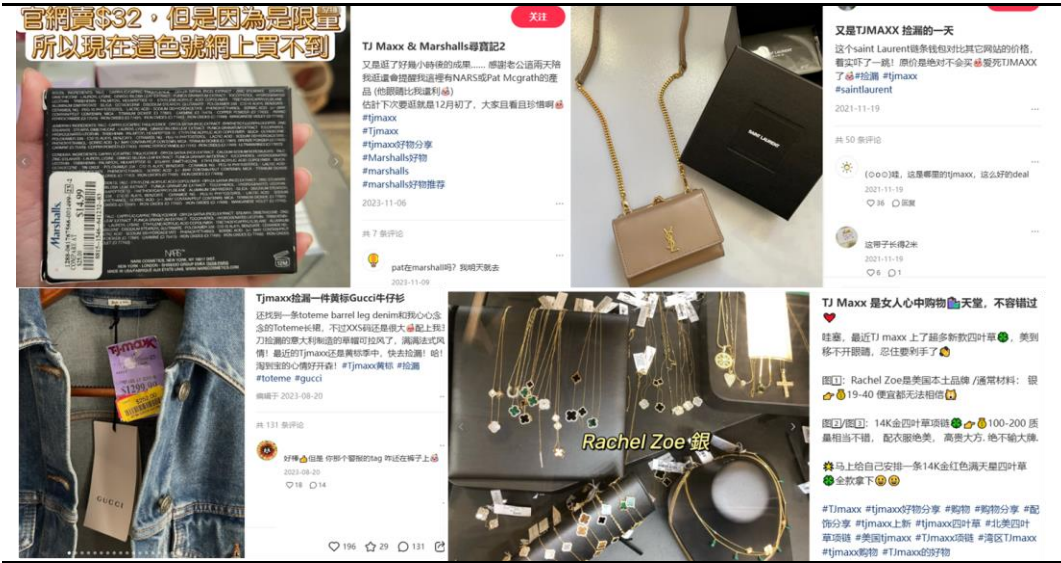
TJX 尾货特卖主打寻宝体验，目标客户为 25 至 54 岁中高收入以女性为主的群体。TJX 折扣零售的商业模式十分独特，需求端满足客户对于破价的高档时尚品牌商品的追逐，供给端上帮助品牌供应商持续解决因库存管理失误等原因造成的尾货商品。公司以低于全价零售商可比商品正常价格 20% 至 60% 的价格提供各种时尚和品牌商品，并且大部分商品因尾货特性而存在稀缺性，不仅营造出一种紧迫感来鼓励客户下单购买，而且为客户带来一种独特的寻宝体验。TJX 吸引了精打细算、个性独特、追求价值而非廉价的客户，他们并非为了某些具体的商品而访问店铺，更多则是为了寻宝的体验，根据 latterly 商业调查，TJX 目标客户为 25 至 54 岁之间中高收入且以女性为主的群体。

图110: TJX 属于折扣零售中软折扣的经营模式

	硬折扣	软折扣
折扣零售商代表	好市多、山姆	TJX、唯品会
折扣本质来源	是通过精选SKU、增加自有品牌占比、降低运营成本，从而为客户带来折扣	主要源自商品本身的特点而折价出售，如临期商品、尾货、过季商品或微瑕品等
消费者感受	简单公平透明的低价，可靠性强	有条件的优惠，低价商品的稀缺性和偶然性，挑选起来更复杂并且需要花时间
库存管理难度	难度适中	难度更大
采购难度	难度适中	难度更大

数据来源：各公司官网，东吴证券（香港）

图111: TJX 为客户提供独特的寻宝体验

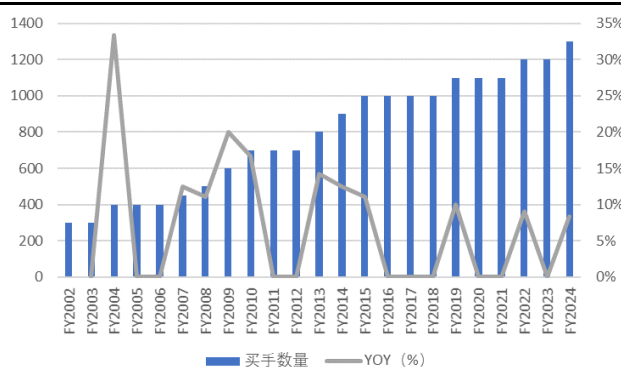


数据来源：小红书，东吴证券（香港）

公司奉行机会主义式的灵活采购。对于任何零售商而言，采购团队需要代表消费者进行商品的采买，重要性不言而喻，但 TJX 的买手团队在整个公司则承担了灵魂般的角色。尾货特卖的性质导致 TJX 虽然有稳定的超过 20000 家遍布全球的供应商，却没有稳定的货品和 Sku，公司因而采取机会主义式的灵活采购：1) 每次采购都是一个独特的项目，会做好需求端的预判以及收益率的规划，没有固定采购的品类，认为有机会就会进行采购；2) 采购频繁和灵活，买手甚至每周都会进行采购并且全年活跃，相比传统零售商每季度提前采买，TJX 喜欢节奏押后看清楚时尚潮流和市场价格再动手，更接近终端需求并且获得更好的采购价格，因而提高每次采购的收益率。

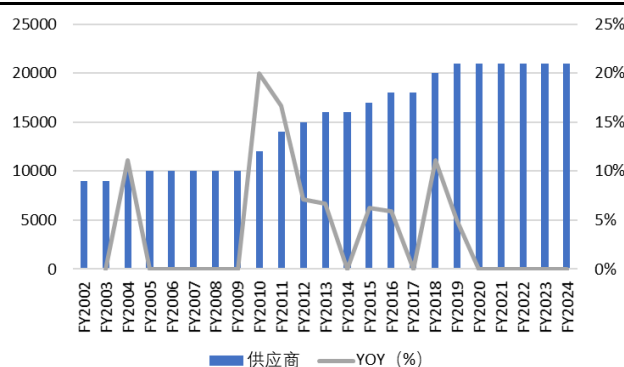
公司注重买手团队的培养和激励，寻求广大供应商分散采购。公司全球买手团队有超过 1,300 名员工，在 12 个国家的 4 个大洲设有办事处，自 FY2002 年来，买手团队员工数量从约 300 增长至 FY2024 的超过 1300，CAGR 大约 7%。公司买手团队成员往往需要经过较长时间的培训才会独立上岗进行采购，需要学习的课程包括商业谈判、尾货特卖商业模式、自身负责品类的潮流和价格趋势以及财务规划等全方面的知识。公司对于买手团队整体激励而非按品类考核的制度也让采购团队整体利益最大化：当买手认为某个时间段其负责品类机会不大时，会降低自身负责品类的采购预算，将资源分配给其它更好销售的品类，合理的制度鼓励买手合作共赢，让整体利益最大化。此外，为了增加货源和品种源源不断的供应，公司持续拓展供应商进行分散采购，全球供应商从 FY2022 年的 9000 家提升至 FY2024 年的大约 21000 家，CAGR 大约为 4%。

图112: TJX 买手团队员工数量和增速



数据来源：上市公司财报，东吴证券（香港）

图113: TJX 供应商数量和增速



数据来源：上市公司财报，东吴证券（香港）

公司在长期的发展中积累了独家的经营技巧，帮助公司显著降本增效，提高客户满意度和购买粘性：

1) 商品摆放，品类虽然分开但是不同品牌打乱混合在一起，大牌和好价商品隐藏在其他货品中间，加深客户的寻宝体验，同时大牌好价商品和其他商品放在一起能够

让客户认为它们具备相同的价值。

2) 价格标签，公司大部分商品价签上标注了 TJX 的折扣价格与全价零售商价格，部分大牌商品保留全价零售商或品牌专卖店标签，凸显折扣力度和商品价值。此外，公司价格标签大致分三种颜色：白色标签（一般折扣）、红色标签（清仓价）和黄色标签（最优惠价），用鲜艳的价格让消费者一眼就能发现好价商品。

3) 口碑式营销，由于客户买到好价商品会有寻宝成功的喜悦，并且会有向社交圈分享的冲动，从而无形中帮助公司进行口碑宣传，吸引更多客户，节省了营销费用。

4) 门店区域灵活布置，品类和部门之间没有墙壁和固定装置，由于每次更新商品时不同品类的数量因尾货采购不稳定，因此灵活可变的门店布置可以很容易为不同品类和部门的商品分配合理的使用面积，同时也最大化利用门店空间。公司持续迭代最合适的门店面积，自 FY2008 年后公司平均门店面积逐步缩小，FY2020 年后稳定在略超 25000 平方英尺的大小，门店坪效得益于门店面积的有效利用近年来持续提升。

5) 物流配送，公司采购灵活，货品配送到门店频次多，对应的门店理货工作量较大，为了节省人力成本并且提升效率，公司将理货的大部分工作提前交由高度自动化的配送中心完成。

6) 差异化配货，公司为不同地区的门店配送差异化的商品，使用当地门店的消费历史数据和偏好来配送适应当地消费者的商品，例如富裕地区的 TJ Maxx 门店奢侈品和设计师商品数量就会比较多且品类更为丰富，有助于加速整体商品的周转速度。

图114: TJX 旗下 TJ Maxx 折扣价格标签分级和颜色



数据来源: dailymail, 东吴证券(香港)

图115: TJ Maxx 富裕地区门店奢侈品商品更为丰富

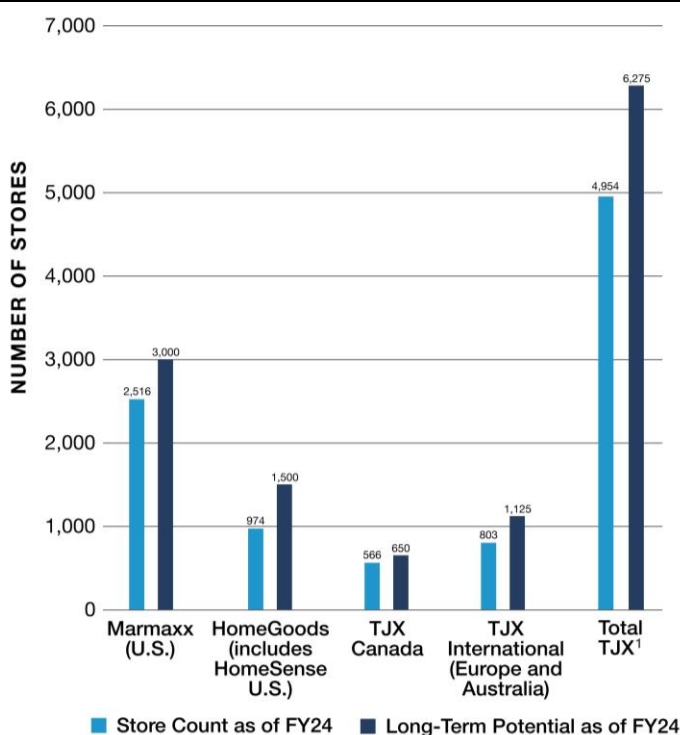


数据来源: 北美省钱快报, 东吴证券(香港)

TJX 规模领先且仍有较大开店空间，与品牌商合作关系稳固。品牌商往往每个季度都会产生部分断码、瑕疵等因素导致的尾货，如果在品牌门店进行打折售卖会影响整个价格体系和品牌形象，因此会将尾货以较低的折扣价格卖给折扣零售商进行处

置。TJX 是全球折扣零售龙头，规模领先，能够凭借全球门店稳定消化尾货商品，此外公司采购尾货商品采取一次性买断的方式，且深耕行业多年，与大部分品牌有着长期稳定的合作。公司持续进行全球门店的扩张，公司站在 FY2024 展望未来扩张，预计总体上有望从 FY2024 年的 4954 家门店扩张至长期的 6275 家门店，总体上还有大约 27% 的增长空间。其中美国业务当前门店/长期门店/增长空间分别大约为 3490/4500/29%，加拿大业务分别为 566/650/15%，国际业务分别为 803/1125/40%。随着公司门店和营收规模的继续扩张，公司对品牌商的吸引力和议价权均会有较大的提升，并且吸引更多的新的品牌商加入供应商行列，保证公司为客户提供的寻宝游戏能够长期稳定的延续。

图116: TJX 全球开店潜力仍然十足



数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

TJX 线上渠道开拓面临挑战：

1) **线上模式导致寻宝体验大幅度减少。**一方面，线上购买一般需要至少 1-2 天的物流时间，会大大减少寻宝成功的即时反馈；另外一方面，线上选购模式相比线下购买过于透明，客户能够方便的筛选出低价产品，减少了寻宝的过程；

2) **线上价格透明可能会冲击品牌商的价格体系。**公司往往接手的是品牌商经过第一轮正价销售后的商品，且货品往往会有一些断码、瑕疵或者孤品现象，因此与品牌商实际上为错位竞争，而且各个线下门店服务半径有限，价格透明度实际上较低，基

本不会影响到品牌商的价格体系。但是由于电商模式价格十分透明和直观，且理论上所有的客户都能够登录电商网站看到各品牌的折扣商品价格，因此一定程度上会影响品牌商正价销售客户的采购意愿，从而冲击品牌的价格体系。

3) 线上的库存管理难度和成本提高。公司采购的 Sku 多而杂，且孤品占比高，线上销售需要在商品详情页面对每一件货品附上尺码、风格和设计的介绍以及实拍图片，会远远高出线下销售的工作量，导致更高的人力成本和更低的效率。

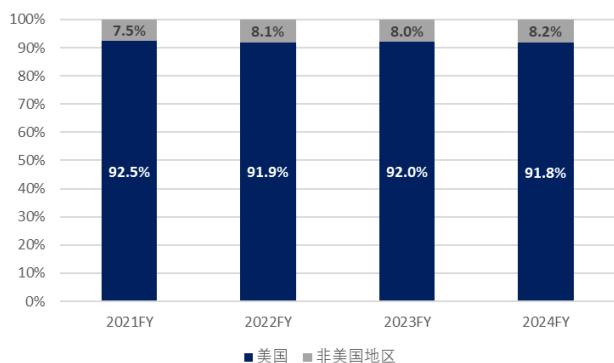
4.4. HD: 全美家居建材零售巨头，发力打造 B2B 一站式采购平台

4.4.1. 全美家居建材零售巨头，B 端 C 端客户占比营收各半

家得宝是全美家居建材连锁零售商龙头。家得宝（The Home Depot；NYSE：HD）是全球最大的家庭装饰品与建材的连锁零售商，总部设于美国佐治亚州，经营超过 2300 家大型五金商场，分店遍及美国（包括 50 个州份、哥伦比亚特区、波多黎各、维尔京群岛和关岛）、加拿大（10 个省份）、墨西哥等国家和地区。公司为客户提供各种各样的建筑材料、家装产品、草坪和花园产品和 MRO 产品，以及家居装修安装、工具及设备租赁等多项服务。

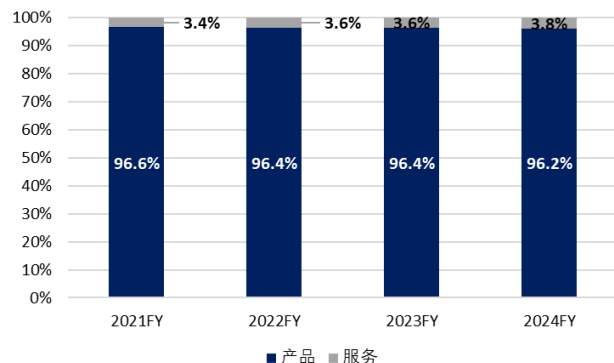
公司主要收入来源美国，产品线主要包括建筑建材、装饰材料和机械工具。公司 90% 以上收入来自美国，主要收入来源于建筑建材、装饰材料和机械工具三大产品线，2023 年占比营收分别为 37%、33% 和 30%。

图117: 公司近年来 90% 以上收入来源于美国



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图118: 公司收入中产品占比近年来均超过 96%



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图119: 公司三大类产品线营收占比 (%)

公司三大类产品线营收占比 (%)	2019FY	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2024FY
建筑材料/building materials 小计	34.2%	35.7%	35.2%	36.4%	37.8%	37.4%
建材/Building Materials	7.5%	7.0%	6.6%	6.5%	7.2%	7.8%
电气照明/Electrical/Lighting	5.4%	8.9%	8.5%	8.9%	8.7%	8.2%
木材/Lumber	8.1%	7.2%	8.6%	8.8%	8.6%	7.7%
木制品/Millwork	5.5%	5.2%	4.9%	4.9%	5.4%	5.4%
水暖/Plumbing	7.8%	7.4%	6.7%	7.2%	8.0%	8.2%
装饰材料/décor 小计	34.9%	33.9%	32.9%	33.4%	33.2%	32.9%
家电/Appliances	8.7%	8.9%	9.0%	9.4%	9.2%	9.1%
装饰和存储产品/Décor/Storage	3.5%	3.4%	3.7%	4.0%	4.0%	3.9%
地板/Flooring	7.2%	6.8%	6.2%	6.1%	5.9%	5.7%
浴室和厨房/Kitchen and Bath	7.4%	7.0%	6.4%	6.9%	7.1%	6.9%
油漆/Paint	8.2%	7.8%	7.6%	6.9%	7.1%	7.3%
机械硬件/hardlines 小计	30.8%	30.4%	31.9%	30.3%	28.9%	29.7%
五金件/Hardware	6.0%	5.8%	5.8%	5.2%	5.1%	5.3%
室内花园/Indoor Garden	10.1%	10.0%	10.8%	10.3%	9.5%	9.7%
室外花园/Outdoor Garden	7.0%	6.9%	7.3%	6.8%	6.4%	6.7%
工具/Tools	7.8%	7.8%	8.0%	7.9%	7.9%	8.0%

数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

公司按照客户群体将业务分为 DIY、DIFM、PROs 三类, PROs 业务贡献约 45% 的销售额。DIY 的客户群体是购买产品并自行动手的消费者, DIFM 的客户群体是购买产品并让专业承包商帮忙施工安装的消费者, 这两类业务客户属性都为 C 端, 合计客户数量占比超过 80%, 贡献营业额大约 55%。PROs 的客户属性为 B 端, PROs 业务包括 Cross-aisle and specialty trade PROs (后文简称 PRO 业务) 和 MRO 业务, MRO 业务主要由 HD Supply 子公司运营。PROs 业务的客户群体主要包括专业装修/改造商、维修人员、物业经理、建筑服务承包商, 他们建造、翻新、改造、维修和维护住宅物业、多户住宅物业、酒店物业和商业设施, 覆盖的下游行业包括教育、医疗保健、政府、机构和办公楼, PROs 业务的客户数量占比约不到 20%但贡献了约 45%的营业额。

图120: 家得宝主要客户类型

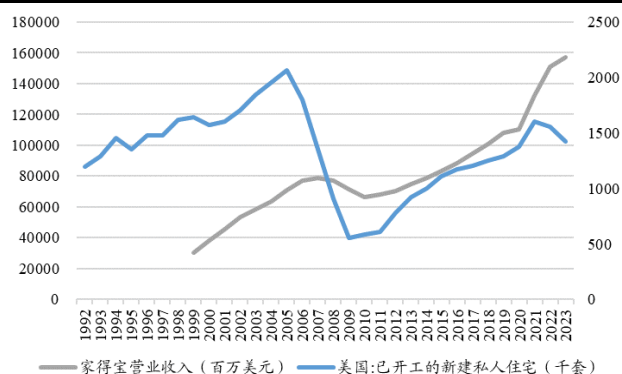
	客户类型	客户属性	客户数量占比	客户销售额占比
DIY	自己做, 即购买产品并自行动手的消费者	C端		
DIFM	帮我做, 即购买产品并让专业承包商帮忙施工安装的消费者	C端	80%+	约55%
Pros	这些客户主要是专业装修/改造商、总承包商、维修专业人员、杂工、物业经理、建筑服务承包商和专业技工(电工、管道工和油漆工)。这些客户建造、翻新、改造、维修和维护住宅物业、多户住宅物业、酒店物业和商业设施(教育、医疗保健、政府等机构办公楼)	B端	小于20%	约45%

数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

公司的业绩主要跟踪美国已开工新建住宅和建材家具零售库销比。公司业绩与美国已开工的新建私人住宅指标高度相关, 2008 年金融危机发生后, 家得宝营收随美国新屋开工数量陡峭下滑, 一直到 2012 年才逐步回暖, 新屋开工数量至今仍未超过 2008

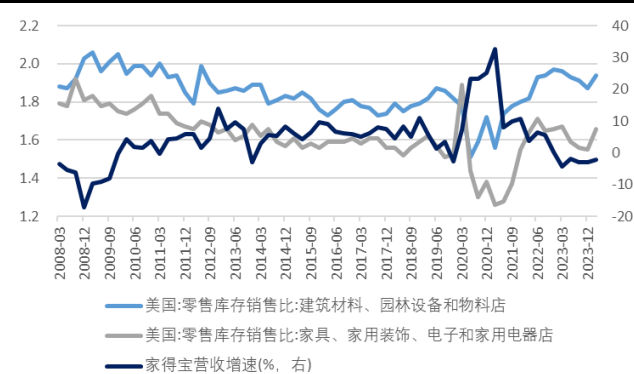
年的高点，但家得宝营收早在 2015 年后便创新高。此外，公司营收增速与建材家具零售库销比呈现负相关关系。2008 年金融危机期间家得宝营收表现疲软，建材和家具库存零售库销比超过 1.8，销售景气度非常差；在 2020 年疫情期间，因为疫情居家时间长推升房屋改造更新需求，建材家具销售大幅度增加，但由于供应链不通畅、海运费疯涨导致库存补充难度大，因此建材和家具库存零售库销比基本都跌破 1.5 的水平，家得宝也录下亮眼的业绩增长。

图121：公司业绩与美国已开工新建私人住宅高度相关



数据来源：iFind，东吴证券（香港）

图122：家得宝营收与零售商库销比



数据来源：iFind，东吴证券（香港）

4.4.2. 公司历史复盘：2009 年后经营细化提质增效，2021 年后发力 B 端业务

公司发展可以划分为四个阶段：高速发展（2000 年之前）、多元化探索（2000-2008 年）、提质增效（2009-2020 年）、发力 B 端业务（2021 年至今）。

高速发展（2000 年之前）：在该阶段，公司顺应美国经济的发展，门店快速从 1984 年的 31 家扩张至 2000 年的 1134 家，门店增速常年维持在 20% 水平上。同时，公司的营收和净利润也伴随着门店扩张快速增长，单店收入也持续增长并在 2000 年左右达到 4000 万美元的阶段顶点。

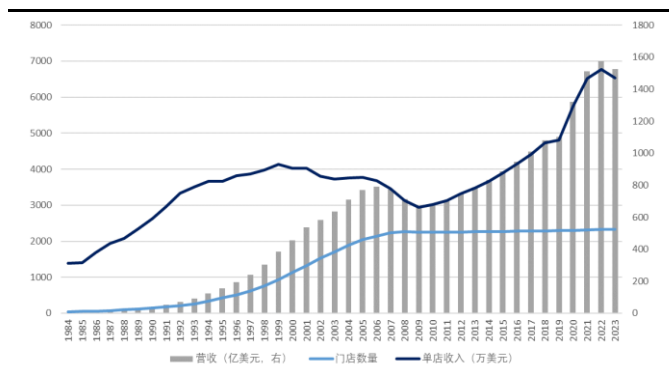
多元化探索（2000-2008 年）：受到科网泡沫等不利经济环境的影响，公司该阶段业绩增长和门店扩张均逐步放缓，单店收入持续下滑，2009 年单店收入约为 2000 年的 75%。公司试图扭转疲软的基本面，开始进行业务和经营区域的多元化探索：2B 业务收购多个品牌整合入 HD Supply，2C 业务拓展如高端门店 EXPO Design Center 等多元化的门店形态，此外公司还陆续进军墨西哥、中国等新兴市场。尽管家得宝努力创造新的收入增长点，但是 2008 年的金融危机爆发使得公司雪上加霜，净利润大幅下滑。

提质增效（2009-2020 年）：公司开启战略转型，重新聚焦零售业务，出售 2B 业务 HD Supply，退出部分新兴市场经营。除了内部组织结构的整合外，公司加强对供应链、数字化系统等基础设施的投入，使得公司的经营质量有了明显的提升，公司盈利

能力、存货周转率以及单店收入在 2009 年后开始逐步回升。

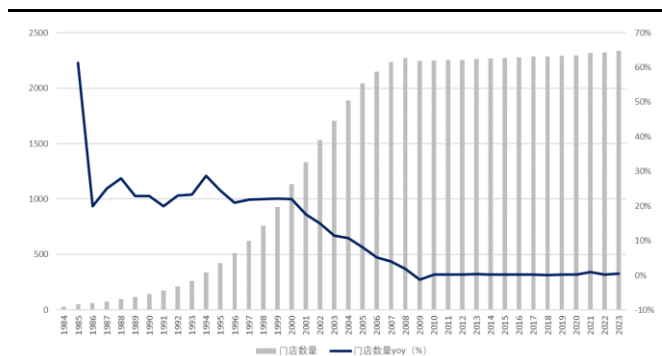
发力 B 端业务 (2021 年至今): 疫情期间公司的业绩虽然有了激动人心的增长, 但家居建材零售业务已经逐步进入成熟期, 而 2B 业务仍有较好的前景。2020 年底, 公司重新收购 HD Supply, 标志着公司进军高度分散的 MRO 市场, 打开成长空间, 此外, MRO 业务的扩展将进一步提升其 PRO 业务竞争力, 促进整体 PROs 业务的发展; 2024 年初, 公司以大约 182.5 亿美元(包括净债务)的价格收购住宅专业贸易分销公司 SRS Distribution, 此次收购将加速家得宝 PROs 业务客户资源的增长。

图123: 公司营收和门店数量变化趋势



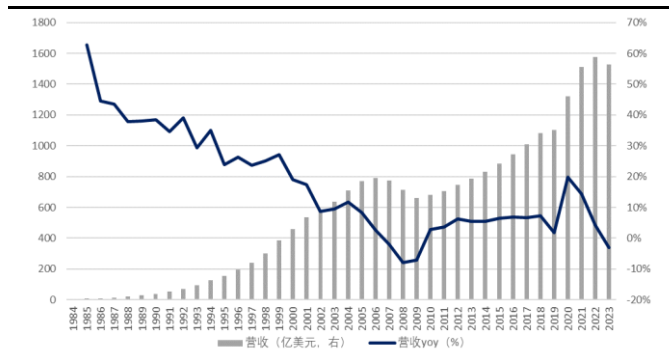
数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图124: 家得宝门店数量同比增速



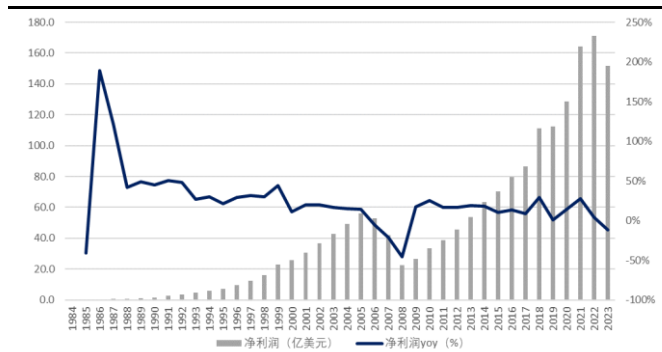
数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图125: 公司营收和同比增速



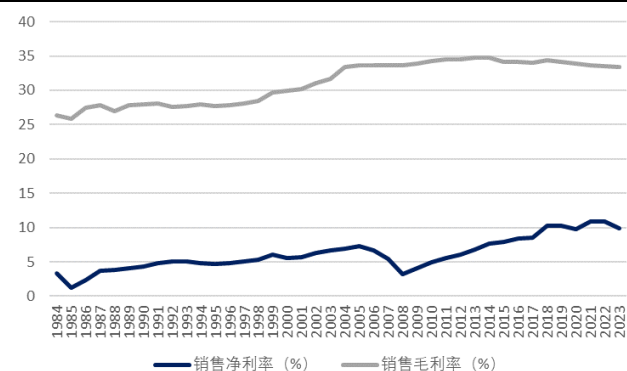
数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图126: 公司净利润和同比增速



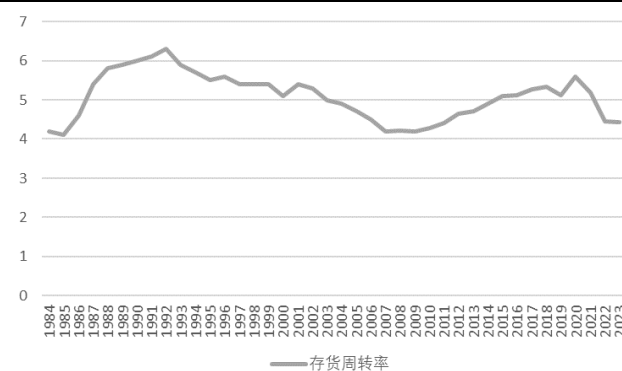
数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图127: 公司毛利率和净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图128: 公司存货周转率

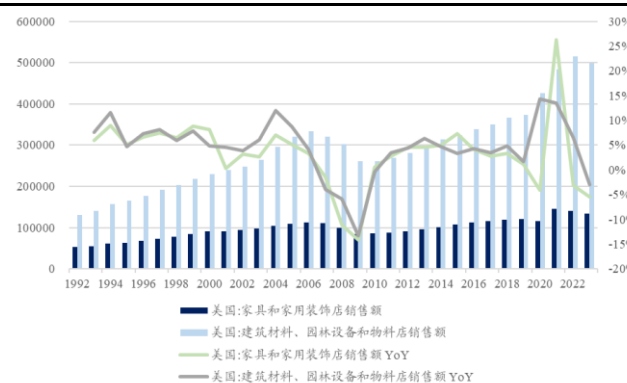


数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

4.4.3. 家居建材零售市场逐步成熟, 发力 B 端业务打造 B2B 一站式采购平台

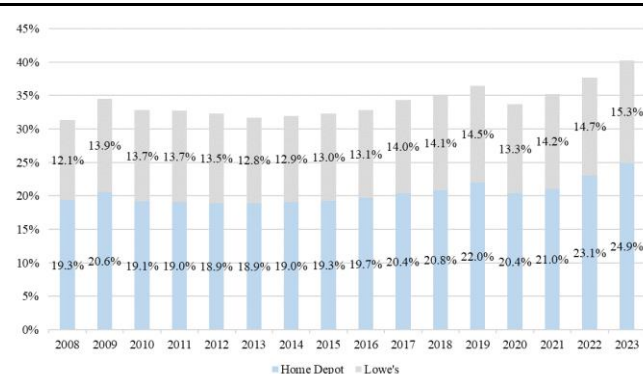
家居建材零售业务整体走向成熟, 双寡头竞争格局稳定。美国家居建材零售市场整体逐步走向成熟, 家居家装以及建材物料合计市场规模基本稳定在 5000 亿美元左右, 市场空间增速逐步向低个位数靠拢。此外, 在美国家居建材零售市场, 家得宝和劳氏市场份额合计超过 40%, 双寡头的竞争格局从 2008 年来一直较为稳定。

图129: 美国家居建材零售市场逐步成熟 (百万美元)



数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

图130: HD、Lowe's 在美家居建材市场份额合计超 40%



数据来源: iFind, 上市公司公告, 东吴证券(香港)

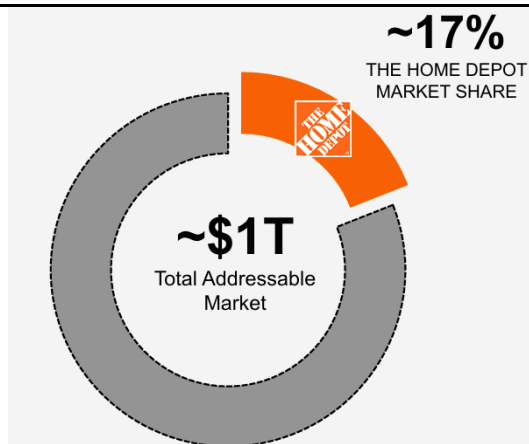
MRO 业务与 PRO 业务协同, 助力 PRO 业务更好发展。公司持续发力的 PRO 业务与 MRO 业务协同, 从而打造独一无二的“One Home Depot Pros”的 B2B 平台: 1) MRO 业务和 PRO 业务的客户群体都为专业客户, 因此拓展的新客户能够互为补充, 实现客户资源共享共赢; 2) 对专业客户而言, BOM 和 MRO 能够在家得宝实现一站式采购, MRO 业务的补充能够有效的提高客户粘性。

图131: 公司潜在的 MRO 市场空间超过 1000 亿美元



数据来源: 公司官网, 东吴证券 (香港)

图132: 24 年收购 SRS 使公司潜在市场空间达约\$1T



数据来源: 公司官网, 东吴证券 (香港)

5. 风险提示

- 1) 宏观经济波动风险;
- 2) 供应链受阻风险;
- 3) 成本大幅上涨风险;
- 4) 信息系统中断风险;
- 5) 地缘政治风险;
- 6) 零售商声誉受损风险;
- 7) 自有品牌质量风险等。

沃尔玛 (WMT.N)

2025 年 2 月 18 日

分析师
李润泽

(852) 3982 3213

leonli@dwzq.com.hk

全渠道零售巨头电商业务持续发力，中国跨境电商受阻刺激沃尔玛电商份额提升
中性（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	642,637	675,391	707,152	738,547
同比（%）	6.07	5.10	4.70	4.44
归母净利（百万美元）	12,825	14,841	16,058	15,577
同比（%）	29.41	15.72	8.20	-2.99
每股收益（美元/股）	1.60	1.85	2.00	1.94
P/E（倍）	65.80	56.86	52.56	54.17

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

投资要点

- **全渠道零售巨头，美国地区占比营收超过 80%，生鲜食杂品类线上线下优势领先。**沃尔玛是全球零售业巨头，营收分为沃尔玛美国、沃尔玛国际和山姆会员店三个部分，来自美国地区的营收占比为 82.1%。**沃尔玛的优势品类生鲜食杂在线上渠道表现强劲。**沃尔玛的优势品类生鲜食品杂货是其主要收入来源，占比公司整体利润接近 60%。从线上来看，公司 24Q2 占据线上生鲜食品杂货市场大约 37% 的份额，其优势品类生鲜食品杂货在线上仍旧保持着强劲的竞争力。
- **公司复盘：1992 年开启全球扩张，2015 年转型线上线下全渠道。**公司发展可以划分为三个阶段：1) **全美扩张（1991 年之前）。**沃尔玛 1972 年纽交所上市，1981 年收购 Big-K 后成为全美第二大零售商，1991 年发展为全美最大超市。2) **全球扩张（1992-2014 年）。**1992 年沃尔玛开始全球扩张，公司国际沃尔玛门店从 0 一直扩张到 2014 的 6000 多家，公司 1991-2000 年营收增速常年维持在 10% 以上，2000-2014 年营收增速持续放缓。3) **线上线下全渠道（2015 年后）。**2016 年公司收购 Jet.com 电商业务被视为大规模投资电商战略与亚马逊抗衡的节点，并且此后持续精简效率落后的门店，线上零售额占比逐步提高，从 2019 的 5% 提高至 2023 的 13.6%，公司的单店收入开始持续提升。
- **沃尔玛电商业务持续发力，迈向与亚马逊相似的道路。**2024 年 4 月沃尔玛市场上 73% 的新增活跃卖家来自中国，2024 年中国卖家占比 30%，相比 2023 年 20% 大幅增加 10%，中国卖家数量的飙升一方面说明沃尔玛对于线上业务发展的决心。第三方卖家的扩充对于沃尔玛电商业务的好处包括：1) 增加商品数量和品牌种类的供给，增加商品的价格竞争，提升电商平台商品丰富度和价格优惠力度；2) 增加线上业务规模，加快物流供应链的规模效应的释放；3) 从第三方卖家获得更多的佣金、广告等收入，亚马逊从第三方卖家处获得的销售佣金、物流费用和广告收入合计超过 50%。
- **沃尔玛线上线下全渠道配送时效性较强，中国跨境电商受阻利好美国本土电商。**截至 24Q1 的 12 个月沃尔玛完成了大约 44 亿个同日或次日配送的订单，其中大约 44% 的订单在四小时内送达客户，配送时效性较强。相比之下，亚马逊 2024 年通过其 Prime 会员服务实现了超过 90 亿件商品的同日或次日送达。沃尔玛线上订单配送较强的时效性离不开其线下门店的协同，线上订单中大约 50% 由线下门店发货，公司遍布全美的门店叠加 90% 美国人居住在离美国沃尔玛门店不到 10 英里的地区，线上订单配送时效性强劲。此外，当前中国跨境电商持续受到政策端的压力，利好以沃尔玛为代表的美国本土电商渠道。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司强劲电商增长情况，以及公司线上线下全渠道的逐步顺畅的商业模式，我们预计 FY2025-2027 年归母净利润为 14,841/16,058/15,577 百万美元，同增 15.72/8.20/-2.99%，对应 PE 分别为 56.86/52.56/54.17x，首次覆盖给予“中性”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，供应链受阻风险，成本大幅上涨风险，信息系统中断风险，地缘政治风险，零售商声誉受损风险，自有品牌质量风险等。

股价走势



数据来源：iFind，东吴证券（香港）

市场数据

收盘价(美元)	105.1
一年最低/最高价	58.18/181.35
市净率(倍)	9.58
流通股市值(百万美元)	843,907.22

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

基础数据

每股净资产(美元,LF)	10.97
资产负债率(% ,LF)	64.14
总股本(百万股)	8033.39
流通股(百万股)	8033.39

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

相关研究

沃尔玛三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	76,877	83,914	86,288	90,877	销售收入	642,637	675,391	707,152	738,547
现金	9,867	9,455	9,900	11,395	销售成本	490,142	512,216	536,799	561,960
应收账款	8,796	9,312	9,563	10,093	其他营业费用	0	0	0	0
存货	54,892	62,443	63,683	66,037	销售和管理费用	130,971	139,839	146,415	152,916
其他流动资产	3,322	2,703	3,143	3,352	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	175,522	183,095	189,673	195,161	财务费用	2,137	1,792	1,741	1,673
长期股权投资	0	0	0	0	其他经营损益	0	0	0	0
固定资产	110,810	118,383	124,961	130,449	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	营业利润	19,387	21,543	22,196	21,998
其他非流动资产	64,712	64,712	64,712	64,712	其他非经营损益	-3,027	-3,325	-2,630	-2,994
资产总计	252,399	267,009	275,962	286,038	税前利润	16,360	18,218	19,566	19,004
流动负债	92,415	99,906	101,312	103,727	所得税	2,776	2,967	3,221	3,166
短期借款	4,325	3,455	1,621	0	净利润	13,584	15,251	16,345	15,838
应付账款	56,812	61,571	62,986	66,208	少数股东损益	759	410	287	260
其他流动负债	31,278	34,881	36,705	37,519	归母股东净利润	12,825	14,841	16,058	15,577
非流动负债	69,413	69,413	69,413	69,413	EBITDA	30,350	32,437	35,729	37,189
长期借款	36,132	36,132	36,132	36,132	NOPLAT	18,203	19,929	20,290	20,095
其他非流动负债	33,281	33,281	33,281	33,281					
负债合计	161,828	169,319	170,725	173,140	重要财务及估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	6,710	7,120	7,407	7,668	每股收益(元)	1.60	1.85	2.00	1.94
归属母公司股东权益	83,861	90,570	97,829	105,231	每股净资产(元)	10.44	11.27	12.18	13.10
负债和股东权益	252,399	267,009	275,962	286,038	每股经营现金流	4.45	3.91	4.26	4.45
					ROIC(%)	14.79	15.31	14.78	14.05
					ROE(%)	15.29	16.39	16.41	14.80
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	毛利率(%)	23.73	24.16	24.09	23.91
经营活动现金流	35726	31397	34231	35736	销售净利率(%)	2.11	2.26	2.31	2.14
投资活动现金流	-21287	-21014	-21413	-22770	资产负债率(%)	64.12	63.41	61.87	60.53
筹资活动现金流	-13414	-10795	-12373	-11470	收入增长率(%)	6.07	5.10	4.70	4.44
现金净增加额	1025	-412	445	1495	净利润增长率(%)	37.20	8.18	6.48	-2.96
折旧和摊销	11853	12427	14422	16512	P/E	65.80	56.86	52.56	54.17
资本开支	-21528	20000	21000	22000	P/B	10.06	9.32	8.63	8.02
其他经营资金	40	-455	-865	-503					

注：货币单位为美元

数据来源：Wind, iFind, 东吴证券（香港）

好市多 (COST.O)

会员仓储零售领军企业，流量平台持续迭代新业务

中性（首次）

2025 年 2 月 18 日

分析师
李润泽

(852) 3982 3213

leonli@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	254,453	268,702	286,840	302,903
同比（%）	5.02	5.60	6.75	5.60
归母净利润（百万美元）	7,367	8,145	8,317	9,404
同比（%）	17.09	10.56	2.11	13.08
每股收益（美元/股）	16.60	18.35	18.74	21.19
P/E（倍）	64.89	58.69	57.48	50.83

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

投资要点

- **会员仓储零售龙头，会员费占比净利润超过 70%。**Costco 是全球会员仓储超市业态的领军者，公司一直秉持降低成本并将节省下来的费用转嫁给会员的经营理念。公司将毛利率压到 15% 以下的水平，保证了产品高品质的同时价格竞争力也十分强劲，2023 年公司会员费占比净利润大约 73%。从历史数据看，公司会员费大概每 5 年提高一次，提高幅度大约在 5-10% 之间，公司会员费时隔 7 年在 2024 年 9 月提价，普通/高级会员费分别从 60/120 美元提升至 65/130 美元，提升幅度均为 8.3%。
- **公司发展历史可以划分为三个阶段：商业模式探索+聚焦北美市场（1994 年前）、全球扩张+业务持续迭代（1994-2020 年）、发力线上业务（2020 年至今）。1994 年前**，公司持续探索仓储会员的商业模式，主要聚焦北美地区门店的扩张，1985 年公司在加拿大开设首家海外仓储会员门店。**1994-2020 年**，该阶段公司业务持续迭代精进：1）1995 年推出自有品牌 Kirkland，占比从 2006 年的 15% 提升至 2021 年的超过 30%；2）高级会员制度于 2000 年开始落地，高级会员占比从 2000 年的 0 提升至 2020 年的 39%。公司业务迭代效果显著：1）会员续约率自 2005 年后持续提升；2）人均创利和毛利率呈现波动上升态势，单店收入和坪效同样表现优异。**2020 年至今**，2020 年疫情导致线下购物受到影响，公司应对变化，2020 年以 10 亿美元收购“最后一英里”物流配送专家 Innovent 公司。
- **会员仓储零售为基础的流量平台，围绕中高收入客群不断迭代新业务变现：**Costco 借助做到极致的会员仓储零售业务笼络了一批极为忠诚的中高收入会员客户，实际上已经成为一个以零售为基础的流量平台公司。**发展战略 1：**公司围绕中高收入客群的生活习惯打造商品外附加服务，迭代更多变现途径，从简单的轮胎检查维护等服务衍生出预定酒店、邮轮等服务。**发展战略 2：**北美根据需求变化填补式开店，国际门店呈现加速覆盖的态势。**发展战略 3：**精选第三方品牌的电商业务 Costco Next，公司坚持精挑细选的一贯传统，精细甄别优质第三方品牌卖家。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司极强的客户粘性，国际化门店持续开拓，会员费稳定且有着可以展望的上涨，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 8,145/8,317/9,404 百万美元，同增 10.56/2.11/13.08%，对应 PE 分别为 58.69/57.48/50.83x，首次覆盖并给予“中性”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，供应链受阻风险，成本大幅上涨风险，信息系统中断风险，地缘政治风险，零售商声誉受损风险，自有品牌质量风险等。

股价走势



数据来源：iFind，东吴证券（香港）

市场数据

收盘价(美元)	1,076.9
一年最低/最高价	697.27/1078.24
市净率(倍)	19.55
流通股市值(百万美元)	478,016.94

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

基础数据

每股净资产(美元,LF)	55.08
资产负债率(% ,LF)	66.68
总股本(百万股)	443.90
流通股(百万股)	443.90

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

相关研究

好市多三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	34,246	39,941	46,186	52,098	销售收入	254,453	268,702	286,840	302,903
现金	11,144	15,750	20,402	24,935	销售成本	222,358	234,255	250,497	263,737
应收账款	2,721	2,622	2,785	2,962	其他营业费用	0	0	0	0
存货	18,647	19,736	21,041	22,133	销售和管理费用	22,810	23,816	25,566	26,999
其他流动资产	1,734	1,834	1,957	2,067	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	35,585	35,723	35,828	35,963	财务费用	169	236	218	202
长期股权投资	0	0	0	0	其他经营损益	0	0	0	0
固定资产	29,032	29,170	29,275	29,410	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	营业利润	9,116	10,395	10,559	11,964
其他非流动资产	6,553	6,553	6,553	6,553	其他非经营损益	624	454	537	538
资产总计	69,831	75,664	82,015	88,061	税前利润	9,740	10,849	11,096	12,503
流动负债	35,464	37,720	40,418	42,334	所得税	2,373	2,704	2,780	3,098
短期借款	103	0	0	0	净利润	7,367	8,145	8,317	9,404
应付账款	19,421	21,088	22,639	23,511	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	15,940	16,632	17,778	18,823	归属于母公司股东的净利润	7,367	8,145	8,317	9,404
非流动负债	10,745	10,745	10,745	10,745	EBITDA	12,146	14,148	14,709	16,469
长期借款	5,794	5,794	5,794	5,794	NOPLAT	7,023	7,981	8,077	9,151
其他非流动负债	4,951	4,951	4,951	4,951					
负债合计	46,209	48,465	51,163	53,079	重要财务及估值指标				
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	16.60	18.35	18.74	21.19
归属母公司股东权益	23,622	27,199	30,852	34,982	每股净资产(元)	53.21	61.27	69.50	78.81
负债和股东权益	69,831	75,664	82,015	88,061	每股经营现金流	25.54	27.87	28.46	30.42
					ROIC(%)	37.55	38.15	40.53	47.88
					ROE(%)	31.19	29.95	26.96	26.88
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	毛利率(%)	12.61	12.82	12.67	12.93
经营活动现金流	11339	12372	12632	13504	销售净利率(%)	2.90	3.03	2.90	3.10
投资活动现金流	-4409	-2859	-3098	-3495	资产负债率(%)	66.17	64.05	62.38	60.27
筹资活动现金流	-10764	-4907	-4882	-5476	收入增长率(%)	5.02	5.60	6.75	5.60
现金净增加额	-3834	4606	4653	4533	净利润增长率(%)	14.59	11.87	2.06	12.29
折旧和摊销	2237	3062	3395	3765	P/E	64.89	58.69	57.48	50.83
资本开支	-4685	3200	3500	3900	P/B	20.24	17.57	15.49	13.66
其他经营资金	-280	-1127	-924	-377					

注：货币单位为美元

数据来源：Wind, iFind, 东吴证券（香港）

The TJX (TJX.N)

2025 年 2 月 18 日

分析师
李润泽

(852) 3982 3213

leonli@dwzq.com.hk

全球领先折扣零售商，开店潜力十足但线上开拓面临挑战

增持（首次）

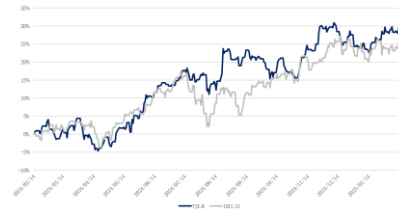
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万美元）	54,217	55,903	59,548	63,532
同比（%）	8.57	3.11	6.52	6.69
归母净利润（百万美元）	4,474	4,557	4,765	5,194
同比（%）	27.90	1.85	4.57	8.99
每股收益（美元/股）	3.98	4.05	4.24	4.62
P/E（倍）	31.62	31.05	29.69	27.24

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

投资要点

- **全球领先的折扣品牌服饰和时尚家居零售商。** TJX 是全球领先的折扣服装和家居时尚零售商。公司主要业务分为四个部门：美国 Marmaxx，美国 HomeGoods，加拿大 TJX 和国际 TJX，美国 Marmaxx 和美国 HomeGoods 营收合计占比接近 80%，营业利润合计占比超过 80%。从近年各业务部门的营业利润率来看，加拿大 TJX 和美国 Marmaxx 盈利能力较强。
- **发展历程四个阶段：商业模式探索+品类扩展（1976-1995 年）、美国市场整合+海内外扩张（1995-2009 年）、从尾货特卖转型当季折扣零售商（2009-2012 年）、多品类+多渠道+多区域发展（2012-至今）。1 阶段：**美国 70 年代大滞胀时期，美国居民消费能力下滑，公司开启折扣零售商业模式的探索。**2 阶段：**公司 1995 年收购美国第二大折扣零售百货 Marshalls，门店数量从 587 家接近翻倍至超过 1000 家，成为全美最大的折扣零售商。除了此次整合，公司维持在美国本土市场的稳健的新店开设。**3 阶段：**2008 年美国金融危机，百货和品牌商库存积压，与 TJX 合作意愿大增。TJX 顺应趋势，将被动等待品牌过季尾货改为主动出击扫货当季折扣货品，公司在季度初按兵不动，在局面逐步清晰时主动出击寻求当季货品的折扣机会。TJX 逐步从过季的尾货特卖模式转型为销售当季折扣商品零售商。**4 阶段：**公司于 2012 年收购美国老牌线上户外运动装备零售商 Sierra Trading Post，迈出了进军电商的关键一步，并且为公司拓展了户外装备等更多品类。2024 年收购中东 Brands For Less (BFL) 35% 股权将为公司在海湾地区的发展打下基础。
- **TJX 尾货特卖主打寻宝体验，目标客户为 25 至 54 岁中高收入以女性为主的群体。** TJX 折扣零售的商业模式十分独特，需求端满足客户对于破价的高档时尚品牌商品的追逐，供给端上帮助品牌供应商持续解决因库存管理失误等原因造成的尾货商品。公司以低于全价零售商可比商品正常价格 20% 至 60% 的价格提供各种时尚和品牌商品，并且大部分商品因尾货特性而存在稀缺性，为客户带来一种独特的寻宝体验。
- **TJX 线上渠道开拓面临挑战：**1) 线上模式导致寻宝体验大幅度减少，线上购买一般需要至少 1-2 天的物流时间，会大大减少寻宝成功的即时反馈；2) 线上价格透明可能会冲击品牌商的价格体系，因为电商模式价格十分透明和直观；3) 线上的库存管理难度和成本提高，公司采购的 Sku 多而杂，孤品占比高，线上销售需要在商品详情页面对每一件货品附上尺码、风格和设计的介绍以及实拍图片，会远远高出线下销售的工作量。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司较为独特和具备坚实护城河的商业模式，并且在当前美国较为疲软的经济环境下仍有稳健且可展望的受益，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 4,557/4,765/5,194 百万美元，同增 1.85/4.57/8.99%，对应 PE 分别为 31.05/29.69/27.24x，首次覆盖并给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，供应链受阻风险，成本大幅上涨风险，信息系统中断风险，地缘政治风险，零售商声誉受损风险，自有品牌质量风险等。

股价走势



数据来源：iFind，东吴证券（香港）

市场数据

收盘价(美元)	125.9
一年最低/最高价	92.35/128
市净率(倍)	17.31
流通股市值(百万美元)	141,475.29

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

基础数据

每股净资产(美元,LF)	7.27
资产负债率(% ,LF)	74.80
总股本(百万股)	1124.16
流通股(百万股)	1124.16

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

相关研究

The TJX 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,664	15,941	19,129	22,744	销售收入	54,217	55,903	59,548	63,532
现金	5,600	8,302	11,088	14,249	销售成本	37,951	39,300	42,023	44,542
应收账款	529	591	627	653	其他营业费用	0	0	0	0
存货	5,965	6,417	6,744	7,141	销售和管理费用	10,469	10,415	11,079	11,975
其他流动资产	570	631	670	700	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	17,083	17,364	17,731	18,255	财务费用	-170	114	105	94
长期股权投资	0	0	0	0	其他经营损益	0	0	0	0
固定资产	6,571	6,852	7,219	7,743	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	营业利润	5,967	6,074	6,341	6,920
其他非流动资产	10,512	10,512	10,512	10,512	其他非经营损益	0	0	0	0
资产总计	29,747	33,305	36,860	40,998	税前利润	5,967	6,074	6,341	6,920
流动负债	10,451	11,116	11,621	12,396	所得税	1,493	1,517	1,576	1,726
短期借款	0	0	0	0	净利润	4,474	4,557	4,765	5,194
应付账款	3,862	4,393	4,461	4,747	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	6,589	6,723	7,160	7,649	归属于母公司股东的净利润	4,474	4,557	4,765	5,194
非流动负债	11,994	11,994	11,994	11,994	EBITDA	6,761	6,907	7,279	7,991
长期借款	2,862	2,862	2,862	2,862	NOPLAT	4,347	4,643	4,844	5,265
其他非流动负债	9,132	9,132	9,132	9,132					
负债合计	22,445	23,110	23,615	24,390	重要财务及估值指标				
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	3.98	4.05	4.24	4.62
归属母公司股东权益	7,302	10,194	13,245	16,609	每股净资产(元)	6.50	9.07	11.78	14.77
负债和股东权益	29,747	33,305	36,860	40,998	每股经营现金流	5.39	4.88	5.16	5.86
					ROIC(%)	75.67	75.00	75.32	77.37
					ROE(%)	61.27	44.70	35.98	31.27
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	毛利率(%)	30.00	29.70	29.43	29.89
经营活动现金流	6057	5481	5806	6586	销售净利率(%)	8.25	8.15	8.00	8.18
投资活动现金流	-1717	-1000	-1200	-1500	资产负债率(%)	75.45	69.39	64.07	59.49
筹资活动现金流	-4215	-1779	-1820	-1924	收入增长率(%)	8.57	3.11	6.52	6.69
现金净增加额	125	2702	2786	3161	净利润增长率(%)	24.88	6.75	4.16	8.83
折旧和摊销	964	719	833	976	P/E	31.62	31.05	29.69	27.24
资本开支	-2033	1000	1200	1500	P/B	19.37	13.88	10.68	8.52
其他经营资金	-433	-40	7	-202					

注：货币单位为美元

数据来源：Wind, iFind, 东吴证券（香港）

家得宝 (HD.N)

2025 年 2 月 18 日

分析师
李润泽

(852) 3982 3213

leonli@dwzq.com.hk

全球家居建材零售龙头，B 端业务逐步发力，业绩和经营指标因高息环境继续承压
中性（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	152,669	158,776	162,713	170,556
同比（%）	-3.0	4.0	2.5	4.8
归母净利润（百万美元）	15,143	16,177	16,776	17,678
同比（%）	-11.5	6.8	3.7	5.4
每股收益（美元/股）	15.24	16.29	16.89	17.80
P/E（倍）	27.05	25.33	24.42	23.18

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

投资要点

- **飓风相关需求增加，家得宝 24Q3 可比收入略降，可比营业利润略涨。**公司 2024Q3 营收同比+6.6%至 402 亿美元，24Q3 可比销售额和美国可比销售额分别同比下滑 1.3%和 1.2%。24Q3 可比营业利润和营业利润率分别为 56 亿美元和 13.8%，相比 23Q3 的 55 亿美元和 14.5%，分别同比+1.8%和+70bps。公司 24Q3 净利润录得 36 亿美元，相比 23Q3 的 38 亿美元同比下滑约-5.3%。支撑家装需求的潜在长期基本面强劲，短期飓风相关需求销售额有所增加，但当前的高息环境和经济增长的不确定性对公司经营仍造成了一定的压力。
- **公司 24Q3 营运数据继续承压。**公司主要经营指标 24Q3 继续承压：客户交易次数录得 399.0 百万次，相比 23Q3 的 399.8 百万次同比-0.2%；客单价录得 88.65 美元，相比 23Q3 的 89.36 美元同比-1.3%；坪效录得 582.97 美元/平方英尺，相比 23Q3 的 595.71 美元/平方英尺同比-2.1%。
- **HMI 和营建许可等月度数据反映行业景气度一般。**NAHB/富国银行住房市场指数（HMI）反映美国建筑商对新单户住宅市场的信心，2024 年 10 月数据录得 43，环比增加 2 个点但仍处于盈亏线之下。此外，美国营建许可数据能够较为前瞻的反映美国已开工的新建私人住宅数据，该数据与家得宝营收相关性较强，2024 年 9 月最新的营建许可录得 113.7 千套，同比-5.9%。
- **公司上调 2024 年业绩指引。**公司 24Q3 上调 2024 全年业绩指引：预计 2024 年全年营收增长大约 4%（包括 SRS 并表和 53 周），考虑可比销售额同比下滑 2.5%（此前指引为 3%-4%），此外，公司指引 2024 年新增约 12 家门店（与此前指引持平），较 2023 年底 2335 家门店同比增长约 0.5%。2024Q3 毛利率约为 33.5%（此前指引为 33.5%），营业利润率约为 13.5%（此前为 13.5%-13.6%）。
- **盈利预测与投资评级：**家得宝作为建材家居零售商龙头，发力 MRO 业务，打开成长空间，更好协同 PRO 业务发展，考虑到飓风对 FY2025 业绩的提振和 SRS 收购后带来的交叉促进作用，预测 2025-2027 年营收分别同比增长 4.0/2.5/4.8%至 158,776/162,713/170,556 百万美元；归母净利润分别同比增长 6.8/3.7/5.4%至 16,177/16,776/17,678 百万美元；按照最新股本摊薄对应的 PE 分别为 25.33/24.42/23.18 倍，维持“中性”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，供应链受阻风险，成本大幅上涨风险，信息系统中断风险，地缘政治风险，零售商声誉受损风险，自有品牌质量风险等。

股价走势



数据来源：iFind，东吴证券（香港）

市场数据

收盘价(美元)	412.4
一年最低/最高价	323.77/439.37
市净率(倍)	70.81
流通股市值(百万美元)	409,692.54

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

基础数据

每股净资产(美元,LF)	5.82
资产负债率(% ,LF)	94.05
总股本(百万股)	993.36
流通股(百万股)	993.36

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

相关研究

《2024 年三季度业绩点评：飓风带来一定程度需求提振，业绩和经营指标因高息环境继续承压》

2024-11-18

家得宝三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	29,775	34,192	35,409	36,838	销售收入	152,669	158,776	162,713	170,556
现金	3,760	4,763	4,881	5,117	销售成本	101,709	105,586	108,172	113,249
应收账款	3,328	3,313	3,475	3,707	其他营业费用	0	0	0	0
存货	20,976	24,588	25,487	26,373	销售和管理费用	29,271	29,675	29,923	31,485
其他流动资产	1,711	1,528	1,566	1,641	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	46,755	65,161	65,342	65,352	财务费用	1,943	2,321	2,654	2,688
长期股权投资	0	6,673	6,673	6,673	其他经营损益	0	0	0	0
固定资产	26,154	27,418	27,090	26,552	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	营业利润	19,746	21,193	21,965	23,134
其他非流动资产	20,601	31,070	31,579	32,127	其他非经营损益	178	92	108	126
资产总计	76,530	99,353	100,751	102,190	税前利润	19,924	21,286	22,073	23,260
流动负债	22,015	38,428	40,412	42,010	所得税	4,781	5,109	5,298	5,582
短期借款	1,368	14,951	16,359	16,787	净利润	15,143	16,177	16,776	17,678
应付账款	10,037	12,045	12,340	12,919	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	10,610	11,431	11,713	12,304	归属于母公司股东的净利润	15,143	16,177	16,776	17,678
非流动负债	53,471	53,309	53,276	53,359	EBITDA	25,114	26,843	28,306	29,886
长期借款	42,743	43,453	43,453	43,453	NOPLAT	16,484	17,871	18,710	19,625
其他非流动负债	10,728	9,856	9,823	9,906					
负债合计	75,486	91,737	93,688	95,369	重要财务及估值指标				
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	15.24	16.29	16.89	17.80
归属母公司股东权益	1,044	7,617	7,063	6,821	每股净资产(元)	1.05	7.67	7.11	6.87
负债和股东权益	76,530	99,353	100,751	102,190	每股经营现金流	21.31	21.22	22.55	24.35
					ROIC(%)	36.83	39.58	28.34	29.35
					ROE(%)	1,450.48	212.39	237.53	259.19
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	毛利率(%)	33.38	33.50	33.52	33.60
经营活动现金流	21172	21080	22403	24185	销售净利率(%)	9.92	10.19	10.31	10.36
投资活动现金流	-4729	-22444	-3710	-3769	资产负债率(%)	98.64	92.33	92.99	93.33
筹资活动现金流	-15443	2367	-18575	-20180	收入增长率(%)	-3.01	4.00	2.48	4.82
现金净增加额	1000	1003	118	235	净利润增长率(%)	-9.24	7.96	4.74	4.94
折旧和摊销	3247	3236	3579	3938	P/E	27.05	25.33	24.42	23.18
资本开支	-4143	-23622	-3283	-3317	P/B	392.43	53.79	58.01	60.07
其他经营资金	-2609	767	641	258					

注：货币单位为美元

数据来源：Wind, iFind, 东吴证券（香港）

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>