

Home Depot (HD.US/HD US)

非必需品消費緊縮蔓延

持有・調降

收盤價 November 18 (US\$)	336.48
3 個月目標價 (US\$)	332.36
12 個月目標價 (US\$)	320.00
前次目標價 (US\$)	423.00
調降 (%)	-24.3
上漲空間 (%)	-4.9

焦點內容

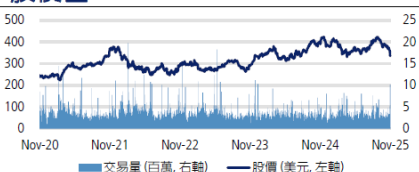
- 3Q25 財報低於預期，可比同店成長大幅下降至 0.2%，單季營業利益轉為負成長。
- 展望下修且庫存開始累積，4Q25 財測獲利將年減 20% 以上，短期營運不容樂觀。

交易資料/表

市值: (US\$bn)	334.9
流通在外股數 (百萬股):	995
機構持有比例 (%):	76.0
3M 平均成交量 (百萬股):	3.5
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	326.3-439.4

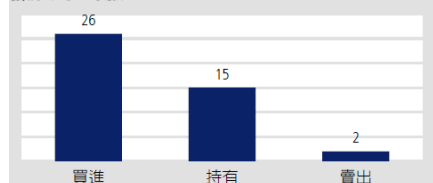
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(14.8)	(11.6)	(18.0)
相對表現 (%)	(17.4)	(22.7)	(30.3)

股價圖



市場綜合評等

機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	320	415	497
潛在報酬 (%)	(4.9)	23.3	47.7

資料來源: Bloomberg

重要訊息

Home Depot 公布 3Q25 財報，稀釋後 EPS 為 3.62 元、YoY-1.4%，低於預期。

評論及分析

3Q25 財報低於預期，單季營業利益轉為負成長。 3Q25 財報不佳，可比同店成長由 1% 收窄至 0.2%，且可比來客量衰退亦由 0.4% 擴大至 1.8%，導致營益率衰退至 13.3%、YoY-0.1ppts。獲利衰退主要來自 1.) 去年有風暴襲擊美國，提升屋頂修繕項目銷售基期、2.) 物價上漲及生活成本提升，造成消費者不確定性增加、3.) 房市壓力不成比例地影響了家居裝修需求。同時整體 16 個營業項目中僅 9 個維持正成長，相較 2Q25 時減少 3 個。整體來說，我們認為 2Q25 大幅上升的可比同店成長應為消費者提前採購，物價上漲的影響 3Q25 才開始顯現，家居裝修及修繕市場進入全面緊縮。

展望下修且庫存開始累積，短期營運不容樂觀。 公司下修 2025 年展望，下修後隱含 4Q25 營運表現將大幅低於市場預期，包括可比同店成長將轉為衰退、調整後營益率將年減 0.3ppts，稀釋後 EPS 更將大幅年減 20% 以上。其中公司下修 2025 年展店目標，可能隱含對 2026 年營運展望的保守。另外，3Q25 專業市場積壓訂單開始減少且存貨水平提升，也都不利於 4Q25-1H26 營運表現。

投資建議

我們仍然看好美國進入降息循環將有利房市交易量回溫，並有助家居裝修採購需求。不過高物價已開始對非必需品消費造成壓力，除了 Home Depot 外，Costco(美)及 Walmart(美)等美國大型零售商財報電話會議亦提及美國消費者對於非必需品消費緊縮。我們將 Home Depot 投資評等由「增加持股」下調至「持有」，目標價由 423 元調降至 320 美元 (2026EPS*22xPER)。

投資風險

美國利率政策、美國關稅政策、商品通膨、極端氣候。

主要財務數據及估值

	Jan-23A	Jan-24A	Jan-25A	Jan-26F	Jan-27F
營業收入 (US\$百萬)	157,403	152,669	159,514	164,096	164,734
營業毛利 (US\$百萬)	52,778	50,960	53,308	54,623	55,006
營業利益 (US\$百萬)	24,039	21,689	21,526	20,802	21,423
EBITDA (US\$百萬)	27,014	24,936	25,287	24,899	25,748
稅後淨利 (US\$百萬)	17,105	15,143	14,806	13,978	14,442
每股盈餘 (US\$)	16.74	15.16	14.95	14.09	14.54
營業收入成長率 (%)	4.1	(3.0)	4.5	2.9	0.4
每股盈餘成長率 (%)	7.4	(9.4)	(1.4)	(5.7)	3.1
毛利率 (%)	33.5	33.4	33.4	33.3	33.4
營業利益率 (%)	15.3	14.2	13.5	12.7	13.0
EBITDA margin (%)	17.2	16.3	15.9	15.2	15.6
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

圖 1：3Q25 及 4Q25 財務預估暨市場共識比較表

百萬元	3Q25						4Q25F					
	實際值	凱基預估	差異 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	差異 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	41,352	40,311	2.6	2.8	41,056	0.7	37,611	39,057	(3.7)	(5.3)	38,169	(1.5)
毛利	13,815	13,470	2.6	2.9	13,759	0.4	12,224	12,834	(4.8)	(6.2)	12,480	(2.1)
營業利益	5,511	5,484	0.5	(1.2)	5,593	(1.5)	3,761	4,477	(16.0)	(16.3)	4,171	(9.8)
稅前淨利	4,757	4,934	(3.6)	(1.4)	5,017	(5.2)	3,169	3,932	(19.4)	(18.5)	3,570	(11.2)
稅後淨利	3,601	3,725	(3.3)	(1.3)	3,768	(4.4)	2,393	2,968	(19.4)	(20.2)	2,714	(11.8)
每股盈餘 (元)	3.62	3.76	(3.7)	(1.4)	3.77	(3.9)	2.41	3.00	(19.4)	(20.0)	2.73	(11.6)
毛利率 (%)	33.4	33.4	(0.0) pts	0.0 pts	33.5	(0.1) pts	32.5	32.9	(0.4) pts	(0.3) pts	32.7	(0.2) pts
營業利益率 (%)	13.3	13.6	(0.3) pts	(0.1) pts	13.6	(0.3) pts	10.0	11.5	(1.5) pts	(1.3) pts	10.9	(0.9) pts
淨利率 (%)	8.7	9.2	(0.5) pts	(0.4) pts	9.2	(0.5) pts	6.4	7.6	(1.2) pts	(1.2) pts	7.1	(0.7) pts

資料來源：HomeDepot、Bloomberg、KGI

註：HomeDepot 財年止於1月

圖 2：2025 及 2026 財務預估暨市場共識比較表

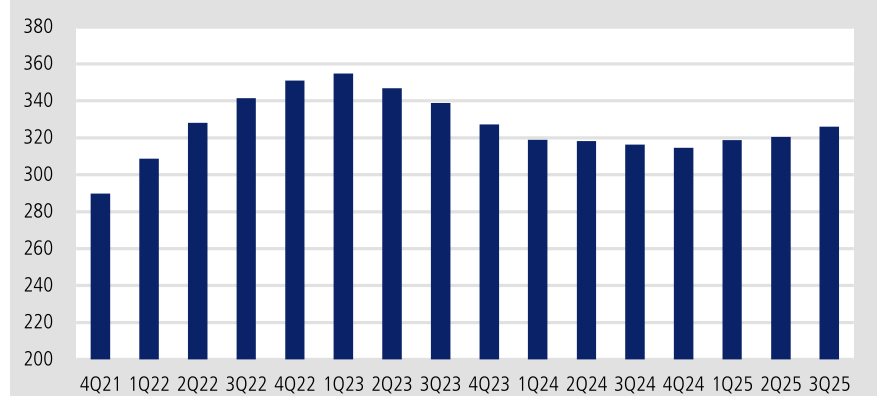
百萬元	2025F						2026F					
	修正後	修正前	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)
營收	164,096	168,072	2.9	164,300	164,608	(0.3)	164,734	175,263	0.4	-	171,574	(4.0)
毛利	54,623	56,052	2.5	54,548	54,871	(0.5)	55,006	58,535	0.7	-	57,158	(3.8)
營業利益	20,802	22,373	(3.4)	21,359	21,625	(3.8)	21,423	23,365	3.0	-	22,861	(6.3)
稅前淨利	18,473	20,066	(4.8)	-	19,290	(4.2)	19,128	21,072	3.5	-	20,614	(7.2)
稅後淨利	13,978	15,150	(5.6)	-	14,475	(3.4)	14,442	15,909	3.3	-	15,515	(6.9)
每股盈餘 (元)	14.09	15.29	(5.7)	14.05	14.58	(3.4)	14.54	16.01	3.1	-	15.69	(7.4)
毛利率 (%)	33.3	33.3	(0.1) pts	33.2	33.3	(0.0) pts	33.4	33.4	0.1 pts	-	33.4	(0.0) pts
營業利益率 (%)	12.7	13.3	(0.8) pts	13.0	13.1	(0.5) pts	13.0	13.3	0.3 pts	-	13.3	(0.3) pts
淨利率 (%)	8.5	9.0	(0.8) pts	-	8.8	(0.3) pts	8.8	9.1	0.2 pts	-	9.1	(0.3) pts

資料來源：HomeDepot、Bloomberg、KGI

註：HomeDepot 財年止於1月

圖 3：3Q25 存貨水平顯著提升

年化存貨週轉天數，天



資料來源：HomeDepot、凱基

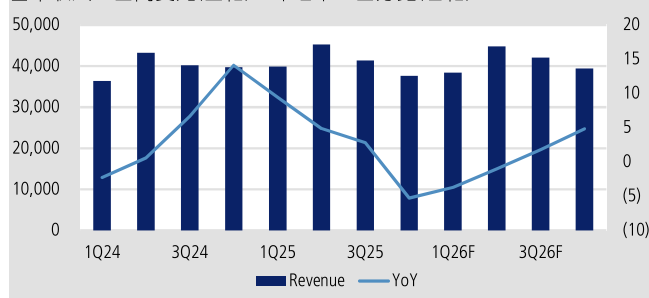
圖 4：公司概況

HomeDepot 成立於 1978 年，為全球最大的家具裝修零售商，集團員工總數超過 46.5 萬人，並被納入道瓊工業成分指數及標普 500 成分指數。截至 2024 財年底公司於全球擁有超過 2,330 家門市，平均門市面積為 10.5 萬平方英尺並銷售超過 35,000 種商品，門市主要集中於美國、加拿大、墨西哥。除實體門市外也設有線上商店，並銷售超過 100 萬種商品。Home Depot 主要競爭同業為 Lowe's。

資料來源：公司資料；凱基

圖 6：季營收與年增率

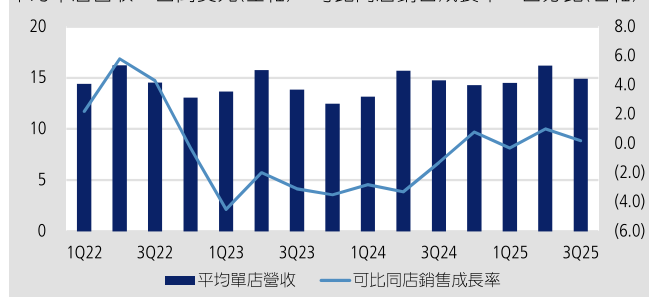
營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：平均單店營收及可比同店銷售成長率

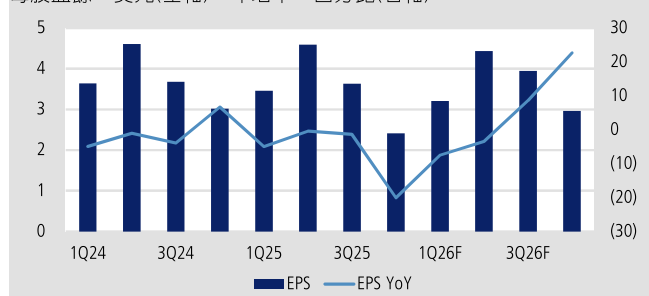
平均單店營收，百萬美元(左軸)；可比同店銷售成長率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：每股盈餘及年增率

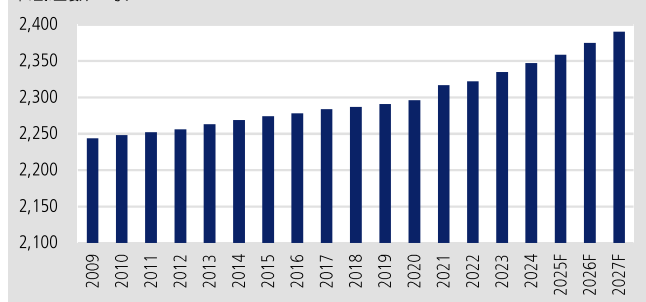
每股盈餘，美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：全球門店數量

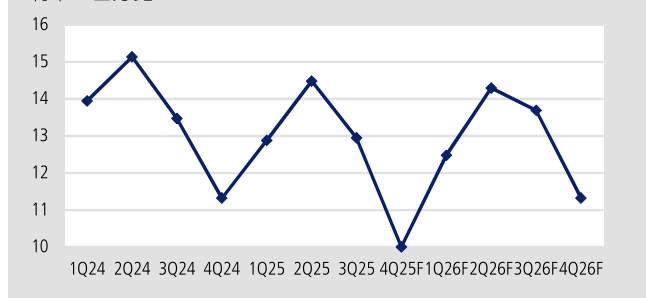
年底店數，家



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：毛利率

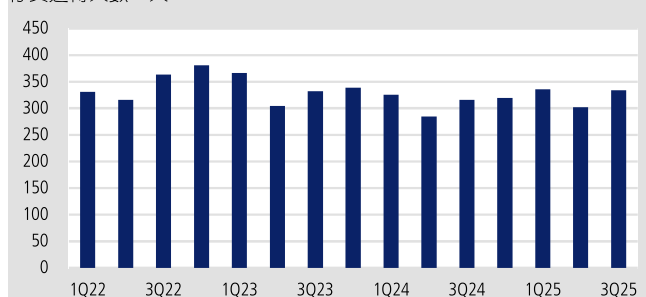
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：存貨週轉天數

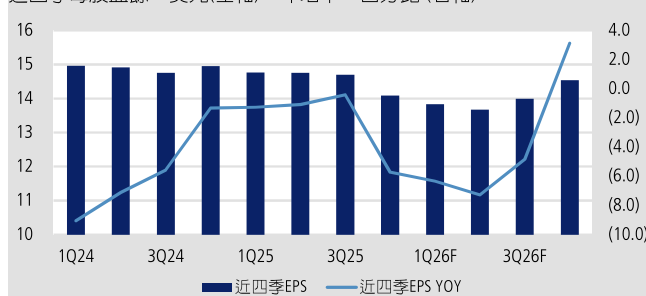
存貨週轉天數，天



資料來源：彭博；凱基

圖 11：年化每股盈餘及年增率

近四季每股盈餘，美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

Home Depot – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2025-03-03	增加持股	428	389
2025-05-21	增加持股	428	373
2025-08-20	增加持股	423	405

資料來源：彭博；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。