

MRO 专题系列 (一): 全球数字化 MRO 分销商龙头, 有望凭规模效应飞轮持续获取市场份额

增持 (首次)

2024 年 4 月 8 日

分析师
李润泽

(852) 3982 3213

leonli@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万美元)	16,478	17,194	18,239	19,539
同比 (%)	8.21	4.35	6.08	7.13
归母净利润 (百万美元)	1,829	1,870	2,050	2,260
同比 (%)	18.23	2.24	9.61	10.27
每股收益 (美元/股)	37.23	38.06	41.72	46.00
P/E (倍)	27.26	26.66	24.33	22.06

数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

股价走势



数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

投资要点

- **固安捷是全球数字化 MRO 分销商龙头, 经营能力向好。**固安捷是一家领先的全品类 MRO 产品分销商, 主要价值在于帮助客户简化采购流程、管理 MRO 库存并提供高粘性的增值服务。公司的商业模式大致可以概括为: 先用货币资金和应付款项从供应商购进产品形成库存, 然后在经过一段时间的库存周转后, 将产品销售给下游客户获得应收账款, 这其中公司需要先行垫付资金, 即现金循环周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款天数。公司现金循环周期因存货周转天数下降和应付账款周转天数上升而下降, 说明公司整体经营能力持续提高。
- **数字化 MRO 采购有效帮助客户降本增效, 市场空间广阔。**MRO 本身具备 Sku 多、专业性强和零散性采购、售后服务需求多等特点, 数字化采购模式相比传统模式更合适。据工信部和中国国际电商研究院统计, 数字化 MRO 采购模式能够帮助客户大约节省 15-20% 的采购成本, 70% 的采购时间以及 50% 的人力成本。根据 Imarc, 全球 MRO 市场 2023-2032 年 CAGR 约为 2.45%, 2023/2032E 约为 6667/8347 亿美元, 市场空间广阔。以固安捷为代表的数字化 MRO 采购平台解决了传统 MRO 采购诸多痛点, 数字化渗透率有望持续提高。根据我们测算, 2022 年北美数字化 MRO 采购渗透率大约为 15%, 对应的市场规模大约为 230 亿美元, 在保守、中性和乐观情形下, 北美市场规模有望分别以 11.8%、13.9% 和 15.9% 的 CAGR 增长至 2030 年的 560、660、750 亿美元。
- **行业竞争格局分散, 固安捷有望凭规模效应飞轮持续攫取份额。**全球 MRO 市场分散, 固安捷作为全球 MRO 龙头也仅有约 3% 的市场份额。此外, 在固安捷的大本营北美地区, 固安捷也仅有不到 10% 的市场份额, 其他前十大 MRO 分销商份额合计也仅有 24%, 作为全球最为成熟的市场, 竞争格局也较为分散。公司深耕 MRO 行业, 有领先的规模, 因此在产品种类、产品质量、采购价格和物流配送等方面具备较强的竞争力, 对于老客户具备较强的粘性, 且不断地吸引新客户, 而随着新客户的加入, 公司的规模将继续扩大, 从而带来上述方面的竞争力进一步加强, 规模效应的飞轮将进一步运转, 为公司带来更多的市场份额。
- **盈利预测与投资评级:** MRO 行业空间广阔, 公司有望凭借其先发优势+规模效应的飞轮持续获取市场份额。我们预测公司整体 2024-2026 年营收分别同比增长 4.4%/6.1%/7.0% 至 17194/18239/19539 百万美元; 归母净利润分别同比增长 2.2%/9.6%/10.3% 至 1870/2050/2260 百万美元; 对应的 PE 分别为 26.7/24.3/22.1 倍, 首次覆盖并给予“增持”评级。
- **风险提示:** 供应链中断风险, 通胀风险, 宏观经济波动风险, 信息系统中断风险, 信贷评级变动风险等。

市场数据

收盘价(美元)	1,014.8
一年最低/最高价	625.97/1034.18
市净率(倍)	16.01
流通股市值(百万美元)	49,861.85

数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

基础数据

每股净资产(美元, LF)	63.40
资产负债率(% , LF)	57.76
总股本(百万股)	49.13
流通股(百万股)	49.13

数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

相关研究

内容目录

1. 数字化 MRO 采购有效帮助客户降本增效，市场空间广阔	5
1.1. 数字化 MRO 采购服务助力客户降本增效，行业价值凸显	5
1.2. 全球 MRO 采购行业空间广阔，数字化 MRO 采购模式方兴未艾	7
2. 固安捷：全球数字化 MRO 分销商龙头，资产负债表强劲	10
2.1. 公司简介：全球领先的全品类数字化 MRO 分销商	10
2.2. 公司业绩稳健增长，盈利能力优秀，经营能力持续提高	17
3. 行业竞争格局分散，固安捷有望凭规模效应飞轮持续攫取份额	18
3.1. 行业竞争格局分散，市场参与者各具特色	18
3.2. 公司具备先发优势，有望借助规模效应的飞轮持续扩张	21
4. 盈利预测与估值分析	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1: MRO 和 BOM 的区别对比	5
图 2: MRO 传统采购模式	7
图 3: MRO 集约化采购模式	7
图 4: 数字化 MRO 采购流程	7
图 5: 数字化 MRO 采购服务价值凸显	7
图 6: 传统 MRO 采购的痛点	7
图 7: MRO 采购的特点	7
图 8: 全球 MRO 市场规模 (USD Billion)	8
图 9: 北美 MRO 市场规模 (USD Billion)	8
图 10: 欧洲 MRO 市场规模 (USD Billion)	8
图 11: 亚太地区 MRO 市场规模 (USD Billion)	8
图 12: 拉丁美洲 MRO 市场规模 (USD Billion)	9
图 13: 印度 MRO 市场规模 (USD Billion)	9
图 14: 2022 年中美数字化 MRO 采购市场规模渗透率	10
图 15: 中国数字化 MRO 采购渗透率	10
图 16: 北美数字化 MRO 采购渗透率、市场规模及 CAGR 预测 (十亿美元)	10
图 17: 固安捷 MRO 产品分销平台及 MRO 产品平台示例	11
图 18: 公司客户所处行业的占比	12
图 19: 公司 MRO 产品品类占比	12
图 20: 分部门业务营收及占比 (标注%, 亿美元)	13
图 21: 分部门业务营业利润及占比 (标注%, 亿美元)	13
图 22: 分部门营业利润率 (%)	13
图 23: 按地区划分的收入 (标注 mn. usd) 和占比 (左轴)	13
图 24: 固安捷 HTS 和 EA 业务特点	14
图 25: 固安捷 High-touch solutions 和 Endless assortment 业务流程图	14
图 26: 公司 MRO 专业产品使用和采购说明书	16
图 27: 公司 MRO 专业产品详细参数信息	16
图 28: 公司 KeepStock 自动售卖机	16
图 29: 公司在美配送中心 (DC) 和线下门店 (branch)	16
图 30: 公司营业收入稳健增长	17
图 31: 公司归母净利润稳健增长	17
图 32: 公司毛利率和净利率稳中有升	17
图 33: 公司 ROA 稳中有升, ROE 维持较高水平	17
图 34: 公司现金循环周期近 10 年来呈下降趋势	18
图 35: 公司资产负债率近年来稳中有降	18
图 36: 2023 年 MRO 竞争格局分散 (营收/亿美元, 市占率/%)	18
图 37: 2014 年北美 MRO 竞争格局	18
图 38: 通用行业组织所需的 MRO 分类及对应产品	19
图 39: 行业中企业采取横向扩张和纵向深挖发展策略, 各具特色	19
图 40: 横向策略企业营收体量较大 (亿美元)	20
图 41: 横向策略企业 ROE 平均值较高 (%)	20

图 42: 两种策略毛利率平均值相近 (%)	20
图 43: 纵向策略企业净利率均值较高 (%)	20
图 44: MRO 采购具长尾效应	21
图 45: 重复性采购的标准化 MRO 金额占比约 40%	21
图 46: 横向策略企业权益乘数均值较高	21
图 47: 横向策略企业资产周转率均值较高	21
图 48: 公司经历的发展阶段以及对应的业务扩张和资本运作	23
图 49: 采购者选择 MRO 平台关注的因素	23
图 50: 采购者希望 MRO 采购继续改进的因素	23
图 51: 全球超过 5000 家供应商为固安捷提供品类齐全超过 3000 万种 MRO 产品	24
图 52: 规模优势和领先地位带来的飞轮效应	25
图 53: 公司分部门营收和毛利率预测 (百万美元)	26

1. 数字化 MRO 采购有效帮助客户降本增效，市场空间广阔

1.1. 数字化 MRO 采购服务助力客户降本增效，行业价值凸显

企业采购的物料主要分为 MRO 和 BOM，MRO 占比少但采购更为费时费力。企业采购的工业品一般被分为 MRO 和 BOM（生产性物料），占比分别约为 10% 和 90%。MRO 品类繁杂，企业采购计划性较弱，供应商多，且对专业技术服务要求较高，相比 BOM 采购，企业在 MRO 采购上费时费力，据工信部赛迪研究院和中国国际电子商务研究院统计，采购金额占企业总采购金额约 10% 的 MRO，一般需要花费企业采购部门大约 80% 的时间与精力。

数字化 MRO 采购可以定义为线上化、集约化和智能化的 MRO 采购。传统的 MRO 采购渠道主要包括区域型 MRO 经销商、线下连锁零售商、MRO 产品制造商等，以线下交付为主，MRO 产品种类相对单一，几乎不提供采购系统对接、智能化库存管理等增值服务。MRO 数字化采购可以定义为，大型 MRO 线上采购平台，通过整合大量供应商资源为企业提供一站式采购，解决了 MRO 品类多，供应商分散的难题；同时凭借平台方更强的议价能力，从上游帮助企业降低 MRO 采购成本；通过集约化供应链管理、共享库存，降低物流及仓储成本，实现精简库存与高效供应链管理。

图1: MRO 和 BOM 的区别对比

	MRO	BOM
用途	企业用于维护、维修和运营所需的产品	直接构成最终产品的生产性物料
品类	维修和维护的工具用品等、各类设备的零部件及耗材、运营所需的物资等	原材料、半成品和零部件等
工业品市场占比	约占工业品市场的10%	约占工业品市场的90%
产品特点	产品品类繁杂、SKU数量众多	产品品类较少
采购特征	企业采购计划性较弱	企业根据自身生产计划采购
供应商特点	品类繁杂所以供应商众多	一般为数个长期稳定的供应商
服务属性	专业技术服务咨询的需求较多	没有太多服务需求

数据来源：艾瑞咨询，东吴证券（香港）

数字化 MRO 采购模式解决传统 MRO 采购的痛点且更为适应 MRO 的特点，能够帮助企业客户降本增效。MRO 本身具备 sku 多、专业性强、临时性和零散性采购、售后服务需求较多等特点，集约电商化的数字采购模式相比传统采购模式更为合适；此外，对下游客户而言，传统采购模式存在着供需信息不对称、采购流程复杂且不透明等痛点，数字采购能够解决这些痛点。采购金额占企业总采购金额约 10% 的 MRO，一般需要花费企业采购部门大约 80% 的时间与精力。数字化 MRO 采购模式能够帮助客户显著降本增效，大约节省 15-20% 的采购成本，70% 的采购时间以及 50% 的人力成本：

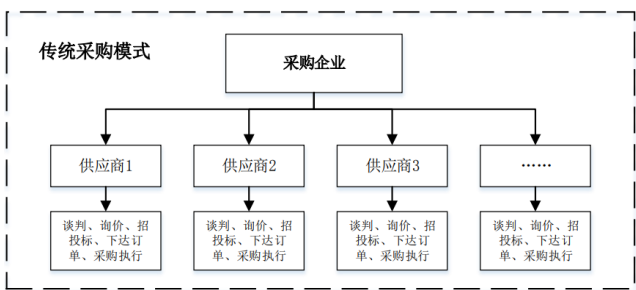
- 1) MRO 品类众多、专业性强，传统采购模式费时费力。一方面，MRO 本身涵盖范围广，以电网、铁路、城市轨道交通等行业为例，其需要运维检修电力设施设备地理纬度跨越大、应用场景范围广、涉及规格型号多，相应所需 MRO 品类众多；另一方面，仍以上述行业为例，其 MRO 多用于不停电运行状态检测及故障设备检修试验，相关产品涉及包括液压技术、声学检测技术、电学检测

技术、化学检测技术以及光学检测技术等多个维度，因此 MRO 具有专业性强的特点；此外，部分大型企业采购部门与使用单位分离，同时采购 MRO 涉及到的品类众多，采购人员很难同时具备众多 MRO 品类的专业知识和产品使用需求，导致采购效率低下。数字化 MRO 采购服务商拥有全面的产品目录，对 MRO 品牌、性能、技术参数熟悉的专业团队，能够充分明确每个产品的应用场景，为客户提供一站式的 MRO 采购，有效减少下游客户在产品搜寻上耗费的人力成本及时间成本，降低客户运营成本，提升采购效率。

- 2) **MRO 采购具备临时性、零散性特征，传统采购模式时效性差。**与直接构成产品的物料（BOM）不同，下游客户在采购 MRO 时无法有准确的需求计划表，具备临时性和零散性特点，传统采购模式下，下游客户从下单到收货往往十分耗时。而数字化 MRO 采购服务商能有效汇总下游客户的零散采购需求，直接向生产厂商或高层级的经销商采购产品，且大部分 MRO 货品备有一定量的库存，因此能够降低产品采购成本并且提高供货的时效性。
- 3) **MRO 售后服务需求较多，数字化采购有利于提升行业服务水平。**客户在传统的 MRO 采购时往往面对较多小的经销商，售后服务需求难以满足。数字化 MRO 采购服务商熟悉大部分产品及其性能，有专业技术服务团队，除了售前的选品服务，售后环节更凸显其价值，能够快速响应客户对于相关产品的售后服务需求，如技术含量较高的仪器的后期使用培训、维护保养和部件更新等。
- 4) **传统采购模式下 MRO 产品流通链条较长，供需信息不对称。**传统 MRO 采购主要是以多级经销商模式为主，生产厂家与终端客户之间销售链条长，供需双方信息不对称，产品价格不透明，服务不专业、不及时，质量参差不齐，下游客户的需求难以反馈至上游供应商。而数字化 MRO 采购服务商能够将下游客户的需求反馈给上游生产厂商，极大地降低双方信息不对称程度，提高采购性价比，满足客户有效需求。
- 5) **对于下游客户而言，传统的 MRO 采购流程复杂冗长且易产生腐败等问题。**传统的 MRO 采购流程始于工业企业的生产部门提交采购请求以供内部批准，在完成内部流程后，采购部门启动采购、投标和报价查询程序，以选择和加入供应商，满足不同的产品要求。该采购流程复杂冗长，耗时耗力，且采购流程和供应商管理上透明度较低易产生腐败等问题。数字化 MRO 采购服务商能够将自己的采购系统整合进客户的采购系统中，客户管理的供应商数量减少，采购流程大幅度简化，采购的透明度和效率提高。
- 6) **数字化浪潮凸显 MRO 采购服务商的价值。**随着信息技术的不断完善，企业电子商务应用的深入发展，MRO 集约化采购受到数字化赋能，逐步升级为全流程数字化采购模式，进一步凸显集约化 MRO 采购服务商的价值。赛迪研究院调查结果表明，MRO 采购升级全流程数字化采购可以结构性地改变企业内部的供

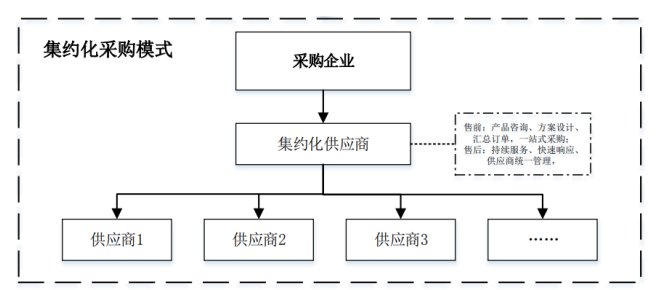
供应链管理，分别从采购寻源、供应商管理、物流配送、支付结算等多个环节通过流程再造和数据化决策来提升效率和降低成本，可以为企业节省 15-20% 的采购成本，70% 的采购时间以及 50% 的人力成本。

图2: MRO 传统采购模式



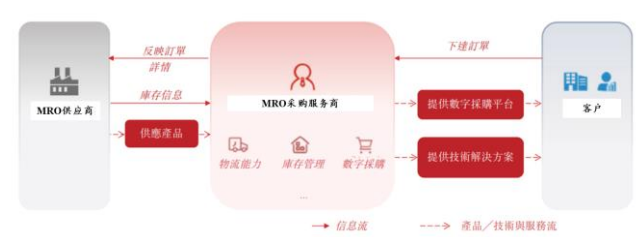
数据来源: 威亨国际招股书, 东吴证券(香港)

图3: MRO 集约化采购模式



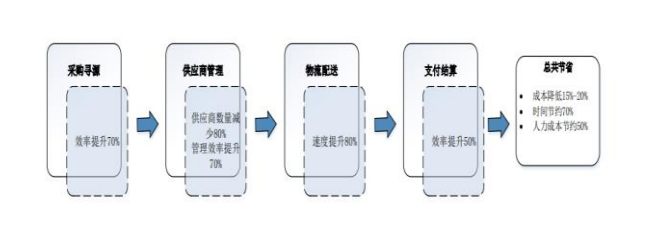
数据来源: 威亨国际招股书, 东吴证券(香港)

图4: 数字化 MRO 采购流程



数据来源: 京东工业招股书, 东吴证券(香港)

图5: 数字化 MRO 采购服务价值凸显



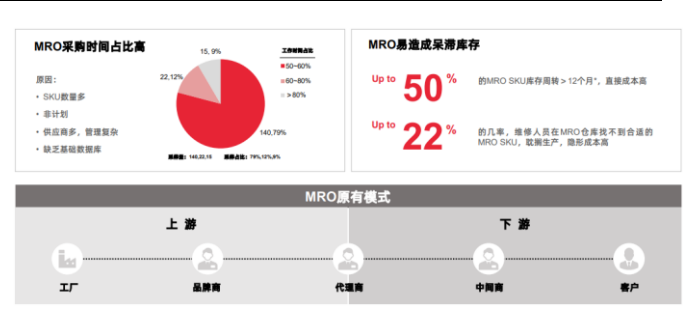
数据来源: 威亨国际招股书, 东吴证券(香港)

图6: 传统 MRO 采购的痛点



数据来源: 震坤行官网, 东吴证券(香港)

图7: MRO 采购的特点



数据来源: 震坤行官网, 东吴证券(香港)

1.2. 全球 MRO 采购行业空间广阔，数字化 MRO 采购模式方兴未艾

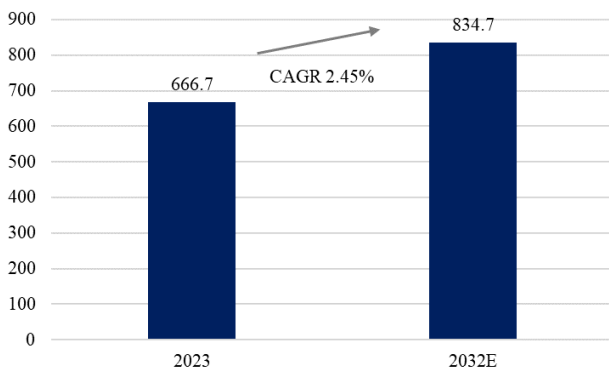
全球 MRO 市场空间广阔，未来有望平稳增长。MRO 的市场规模一般占工业 GDP 中 4%-7% 的比例，行业增速与 GDP 相关性较强，根据 Imarc 预测，全球 MRO 市场 2023-2032 年 CAGR 约为 2.45%，2023 年约为 6667 亿美元，将在 2032 年达到 8347 亿美元，市场空间十分广阔，且有望平稳增长。

北美、欧洲 MRO 市场较为成熟，市场规模 2021-2030 年 CAGR 分别为 2.5%和 2.8%。全球 MRO 市场中，北美和欧洲 MRO 市场相对成熟，根据 Grand View 预测，北美和欧洲 MRO 市场规模 2021-2030 年 CAGR 分别为 2.5%和 2.8%，2021 年分别为 1506 和 2029 亿美元，将在 2030 年分别达到 1881 和 3429 亿美元。

亚太地区 MRO 市场逐步走向成熟，市场规模 2021-2030 年 CAGR 约为 3.3%。亚太地区 MRO 市场正在逐步走向成熟，根据 Grand View、Imarc 和 Beroe 等机构预测，亚太地区 MRO 市场规模 2021-2030 年 CAGR 约为 3.3%，2021 年约为 2220 亿美元，将在 2030 年达到 3180 亿美元。

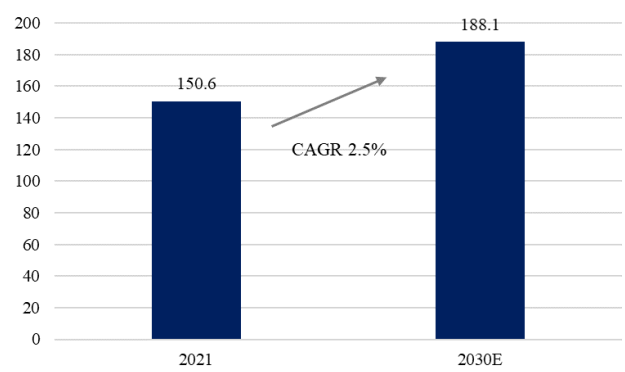
拉美地区和印度 MRO 市场潜力较大，增速较快。拉美地区和印度 MRO 市场处于发展初期，根据 Grand View 预测，拉美地区 MRO 市场规模 2021-2028 年 CAGR 约为 4.7%，2020 年约为 280 亿美元，将在 2028 年达到 409 亿美元；根据 Statistia 数据，印度 MRO 市场规模 2022-2027 年 CAGR 约为 10.9%，2022 年约为 500 亿美元，将在 2027 年达到 840 亿美元。

图8: 全球 MRO 市场规模 (USD Billion)



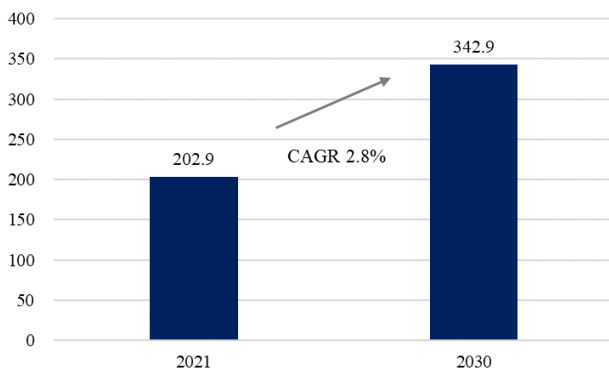
数据来源: Imarc, 东吴证券 (香港)

图9: 北美 MRO 市场规模 (USD Billion)



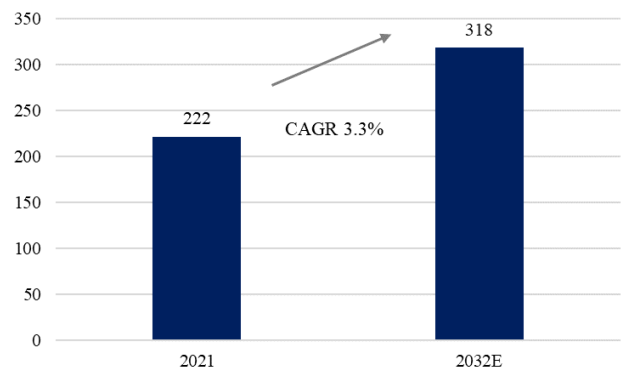
数据来源: Grand View, 东吴证券 (香港)

图10: 欧洲 MRO 市场规模 (USD Billion)



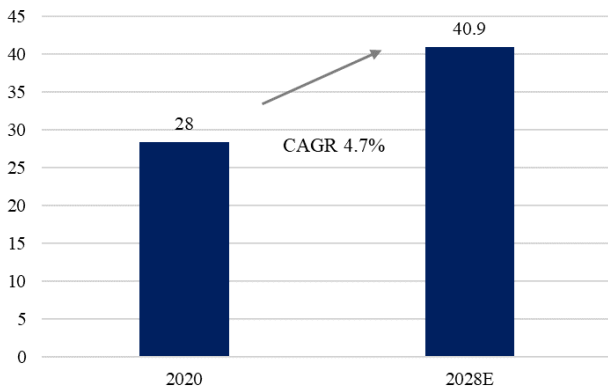
数据来源: Grand View, 东吴证券 (香港)

图11: 亚太地区 MRO 市场规模 (USD Billion)



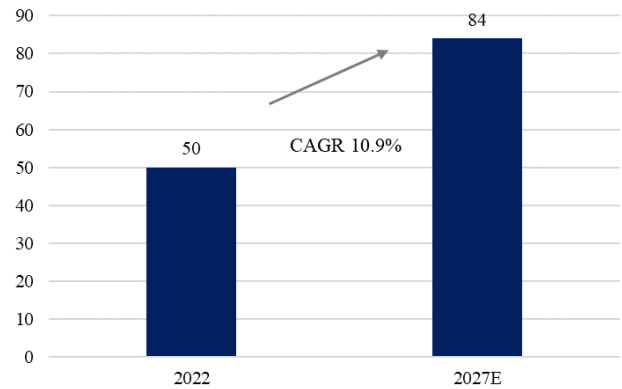
数据来源: Grand View, Imarc, Beroe, 东吴证券 (香港)

图12: 拉丁美洲 MRO 市场规模 (USD Billion)



数据来源: Grand View, 东吴证券(香港)

图13: 印度 MRO 市场规模 (USD Billion)



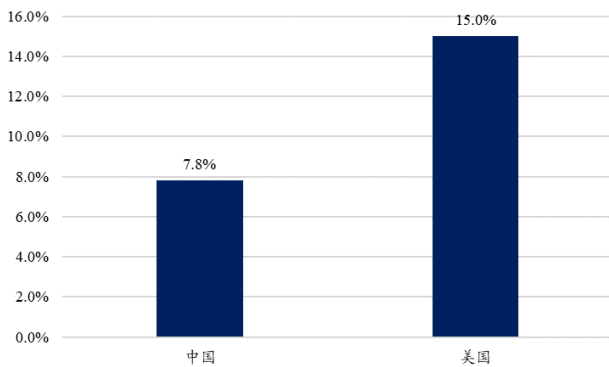
数据来源: Statista, 东吴证券(香港)

数字化 MRO 采购模式渗透率仍然较低。全球数字化 MRO 采购的渗透率仍然较低, 根据京东工业和 CIC 数据, 2022 年美国和中国渗透率分别为 15% 和 7.8%。全球 MRO 市场空间广阔, 但竞争格局十分分散, 且大部分 MRO 参与者都是传统 MRO 采购服务商, 主要包括:

- 1) **区域型小型经销商:** 普遍分布于企业周边, 能较快速响应企业的采购需求。但供应 Sku 范围比较狭隘, 缺少专业的技术人员储备来提供技术支持, 且小型经销商普遍存续期较短长期合作稳定性较差, 售后的成本也普遍偏高。
- 2) **各类 MRO 制造商:** 作为 MRO 产品生产商, 在给客户的采购价格上具备优势, 同时能够及时在客户反馈和行业技术变化等下快速升级和优化其生产的 MRO 产品, 但是 Sku 较少, 除了部分高价值 MRO 品类制造商, 其他 MRO 制造商对于客户采购的吸引力逐步弱化。
- 3) **线下连锁零售商:** 主要面向消费者, 各类商品种类多, 其中也有企业采购所需的 MRO 产品, 但是 MRO 产品种类不够齐全, 质量参差不齐, 且基本没有采购服务, 也无法为采购企业提供数字采购系统来提高采购透明度并精简采购流程。

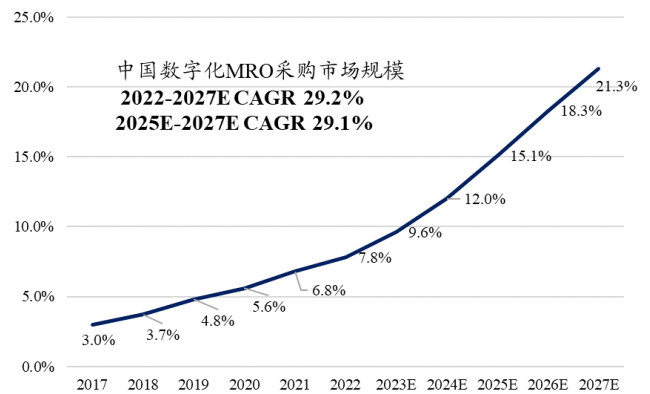
数字化 MRO 采购方兴未艾。相比传统 MRO 采购服务商, 以固安捷为代表的数字化 MRO 采购平台解决了传统 MRO 采购模式的诸多痛点, 因此数字化 MRO 采购渗透率有望持续提高。根据京东工业招股书、CIC、Grand View、Imarc、Beroe 数据以及我们测算, 2022 年北美数字化 MRO 采购渗透率大约为 15%, 对应的市场规模大约为 230 亿美元, 在保守、中性和乐观三种情形下(在 2030 年渗透率分别约为 30%、35%、40%), 市场规模有望分别以 11.8%、13.9% 和 15.9% 的 CAGR 增长至 2030 年的 560、660、750 亿美元。

图14: 2022 年中美数字化 MRO 采购市场规模渗透率



数据来源: 京东工业招股书, CIC, 东吴证券 (香港)

图15: 中国数字化 MRO 采购渗透率



数据来源: 京东工业招股书, CIC, 东吴证券 (香港)

图16: 北美数字化 MRO 采购渗透率、市场规模及 CAGR 预测 (十亿美元)

	2022	2030E	CAGR
北美MRO市场规模	154	188	2.5%
数字化渗透率 (乐观)		40%	-
数字化渗透率 (中性)	15%	35%	-
数字化渗透率 (保守)		30%	-
北美数字化MRO市场规模 (乐观)		75	15.9%
北美数字化MRO市场规模 (中性)	23	66	13.9%
北美数字化MRO市场规模 (保守)		56	11.8%

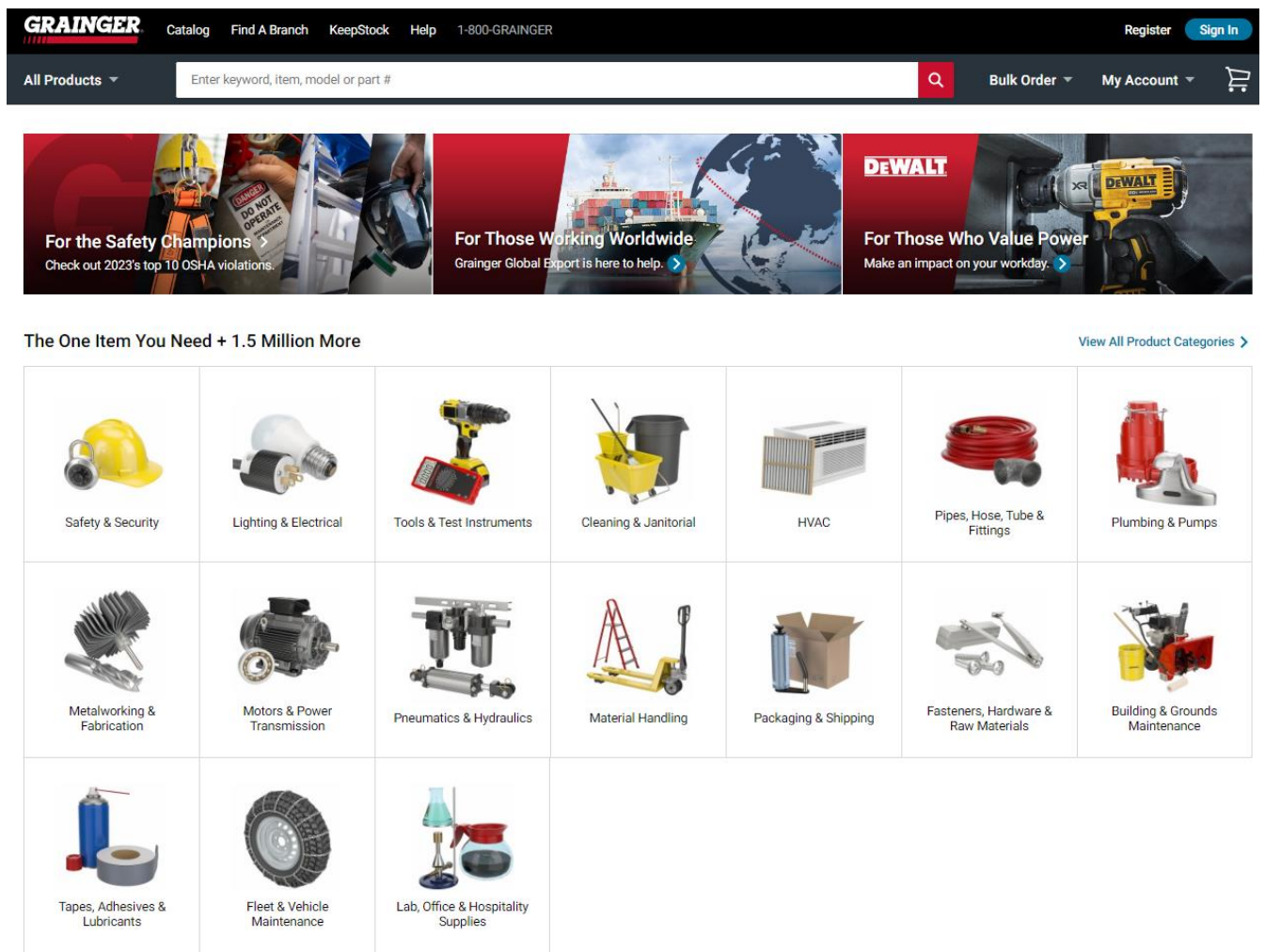
数据来源: 京东工业招股书, CIC, Grand View, Imarc, Beroe, 东吴证券 (香港)

2. 固安捷: 全球数字化 MRO 分销商龙头, 资产负债表强劲

2.1. 公司简介: 全球领先的全品类数字化 MRO 分销商

固安捷是全球领先的全品类数字化 MRO 分销商。固安捷 1928 年在伊利诺伊州成立, 是一家领先的全品类 MRO 产品分销商 (MRO 指维护、维修及运行, 即 Maintenance、Repair and Operations 三个词的缩写, 即支持生产或业务运营但不会成为最终产品一部分的商品, 用于通用用途或特定工业场景下的专业用途, 涵盖广泛的消耗品和设备类别), 主要价值在于帮助客户简化采购流程、管理 MRO 库存并提供高粘性的增值服务, 业务主要在北美、日本和英国。固安捷利用创新技术和深厚的客户关系为全球超过 450 万客户提供服务, 从而实现了其“**We Keep The World Operating®**”的目标。

图17: 固安捷 MRO 产品分销平台及 MRO 产品平台示例



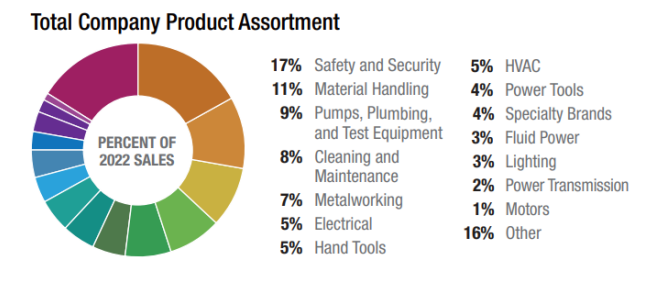
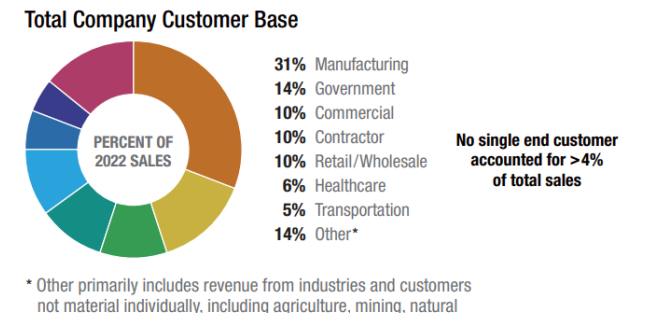


数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

公司客户所处行业分散程度高，MRO 产品品类丰富。公司超过 450 万客户遍布全球各行业，前五大行业分别为制造业、政府机构、商业贸易、承包商、零售业，占比分别为 31%、14%、10%、10%、10%，合计约 75%，整体客户所处行业分散程度较高。公司的 MRO 产品品类丰富，主要品类包括安全保障、物料搬运、管道和泵以及检测设备、清洁维护、金属加工制造、电气、手动工具、供暖通风、电动工具等，占比分别为 17%、11%、9%、8%、7%、5%、5%、5%，合计约 67%。

图18：公司客户所处行业的占比

图19：公司 MRO 产品品类占比

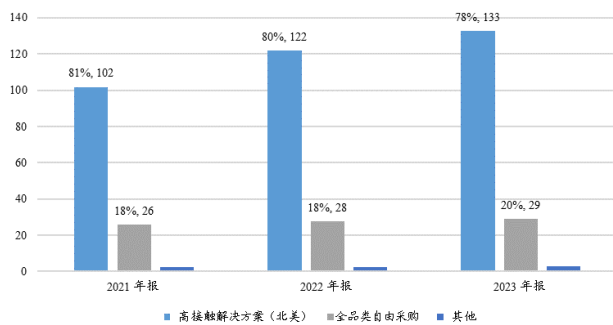


数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

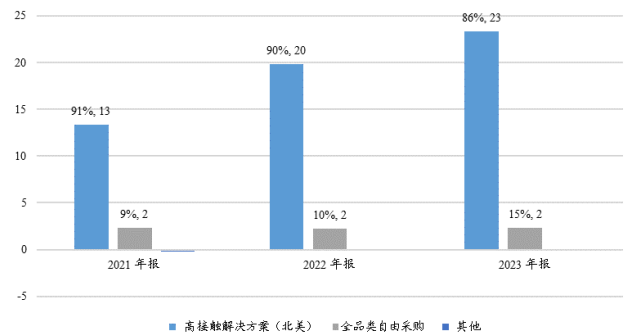
公司的业务板块主要分为高接触解决方案（HTS, high-touch solutions）和全品类自由采购（EA, endless assortment）。公司收入主要来源于 HTS 业务，近三年营收占比和营业利润占比约为 80%和 90%的水平，主要收入来源地区是美国和日本，近三年占比分别约为 80%和 10%。HTS 业务主要通过 Grainger 品牌在北美地区经营，并逐步开拓墨西哥和波多黎各等地区的客户，客户主要为运营维护流程复杂的中大型企业，关心采购的专业性和服务的深度以及总体采购成本，HTS 提供的专业个性化服务能为客户带来巨大价值，因此具备有较高的盈利能力，同时也增强了客户粘性。EA 业务包括日本地区经营的 MonotaRO 品牌和美国经营的 Zoro 品牌，客户主要为运营维护流程简单的小型企业，服务属性较弱，因此无需建立庞大的后端服务体系，可以帮助公司快速拓展全球市场客户，并积累不同的市场数据。

图20: 分部门业务营收及占比（标注%，亿美元）



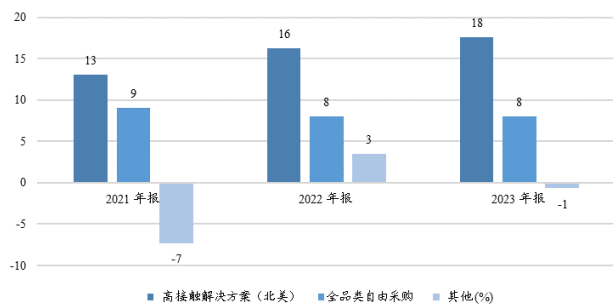
数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图21: 分部门业务营业利润及占比（标注%，亿美元）



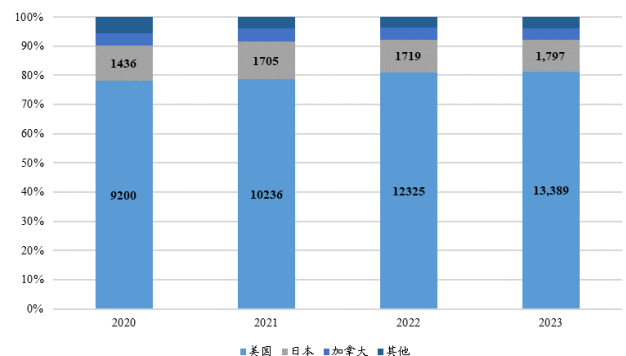
数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图22: 分部门营业利润率（%）



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图23: 按地区划分的收入（标注 mn. usd）和占比（左轴）



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

HTS 和 EA 的业务流程均分为客户关系、订单安排和订单履约三个环节，由于客户

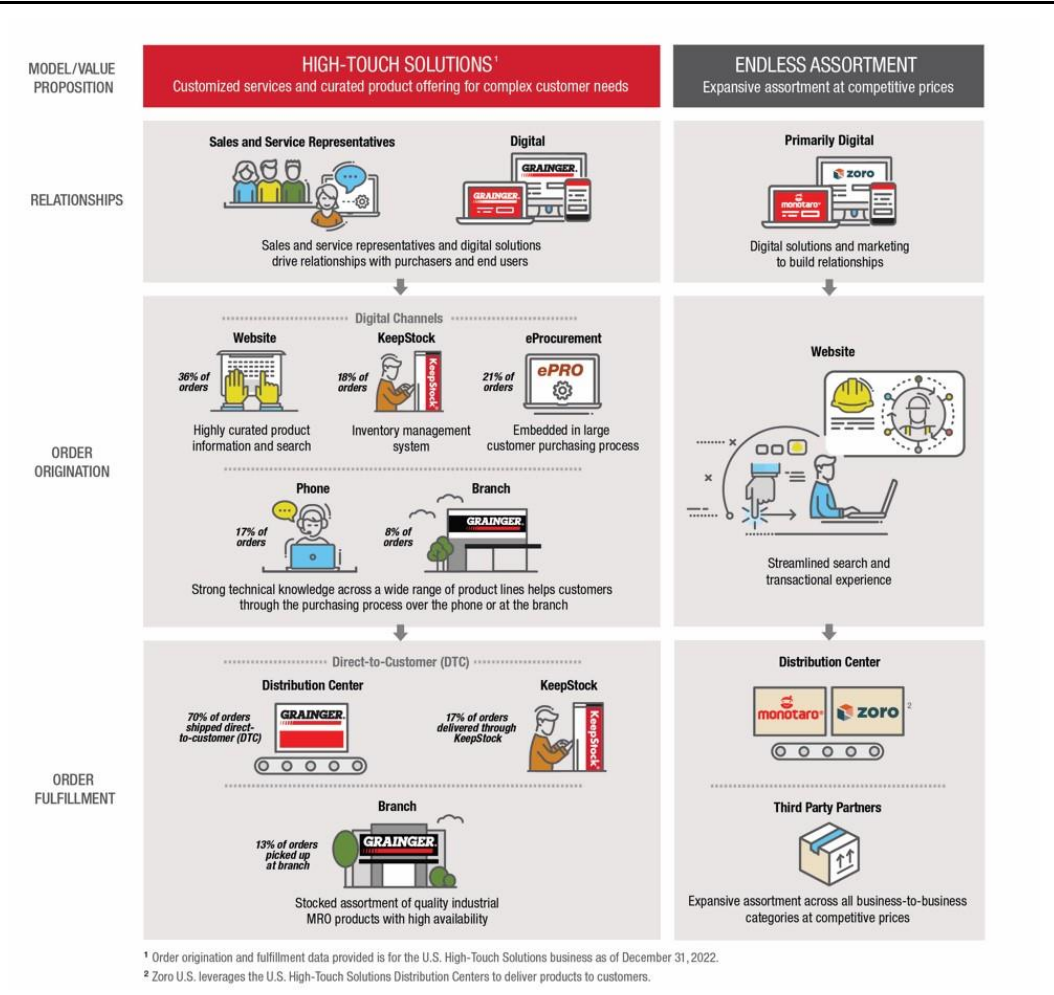
类型和经营地区的差异，两个业务部门业务流程有一定的差异。

图24: 固安捷 HTS 和 EA 业务特点

业务模块	high-touch solutions	endless assortment
业务品牌		
客户类型	运营维护流程复杂的中大型企业客户	运营维护流程简单的小型客户
价值主张	通过精心定制的数字化平台和专家团队去给客户去提供极富价值的MRO采购解决方案	通过简洁和便利的线上采购流程为每一位客户提供任何想要的MRO产品
主要经营地区	北美	monotaro聚焦日本市场，zoro聚焦北美市场

数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图25: 固安捷 High-touch solutions 和 Endless assortment 业务流程图



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

高接触解决方案（HTS）业务流程细节：

1) **客户关系**，由于客户规模较大且其 MRO 采购需求复杂，HTS 业务除了线上的定制化 MRO 采购平台外，会派出销售服务代表对接和服务客户，同时配备有专门的专家团队为客户提供采购解决方案。

2) **订单安排**，有约 38% 的订单使用精心设计的线上 MRO 采购平台的渠道，该平台几乎为每一项具备专业性的 MRO 产品配有使用和采购说明书，客户也可以随时咨询客服获取有效的建议；有约 18% 的订单使用 KeepStock 渠道，KeepStock 方案通过在客户生产现场安置自动售货机，并配合 CMI 等数字化软件系统来管理客户的 MRO 产品库存，做到实时补给货品需求，减少库存积压，提高客户的生产效率；约 21% 的订单使用 eProcurement 渠道，eProcurement 意味着客户可以选择将固安捷的线上采购系统嵌入自己的 ERP 或其他采购系统，从而可直接在自己的系统进行采购，并且可选择专属行业定制化的数字采购目录，总体上简化了采购流程，且改善了客户在合规和透明度要求上的体验；此外，还有约 17% 的订单以电话的渠道下单，8% 的订单直接在线下门店渠道下单，上述两种渠道均有技术专家和销售人员为客户提供咨询帮助。

3) **订单履约**，主要分为 DTC（direct-to-customer）和线下门店自取两种途径，客户在线下门店自取占比订单交付的 13%，剩下的 DTC 交付中，70% 通过配送中心直接送予客户，17% 通过送达至客户的 KeepStock 售货机来交付。HTS 业务，公司在美国地区配备有 19 个配送中心（DCs，这些配送中心同时也支持公司在美国的 EA 业务），其中 3 个管理散装货品的为租赁，其他为自有，大小从 0.61-1.50 百万平方英尺不等；此外，还配有 299 个线下网点（branch），主要为自有，大小从 500-109,000 平方英尺不等。在加拿大、墨西哥、波多黎各和英国，公司的 HTS 业务也有配备线下网点和配送中心，各地区的线下网点/配送中心数量分别为 35/5、16/2、3/1、37/1 个。

图26: 公司 MRO 专业产品使用和采购说明书



数据来源: 公司官网, 东吴证券 (香港)

图27: 公司 MRO 专业产品详细参数信息

Epoxy Dual Cartridges for Two-Part Applicators

Epoxy adhesives come in a dual-cartridge container to keep the base resin and the activating agent separate. They must be used with a compatible manual applicator and mixing nozzle. The applicator dispenses the base resin and activating agent simultaneously, at the appropriate ratio, through the mixing nozzle.

For General Purpose

T Series	Total Volume	Working Time	Consistency	Shear Strength	Cured Color	Price	Manual Applicator	
							Price	Mixing Nozzle
8107	47.3 mL	3 min	Thick Liquid	1,100 psi	Clear	\$51.30	\$129.90	\$572.68 / pkg. of 300
DP 420	200 mL	20 min	Gel	4,500 psi	Black	\$219.00	\$902.08	\$270.26 / pkg. of 36
DP100	48.5 mL	5 min	Thick Liquid	1,000 psi	Clear	\$39.78	\$193.43	\$5.51
DP100	200 mL	5 min	Thick Liquid	1,000 psi	Clear	\$118.46	—	\$270.26 / pkg. of 36
DP100FR	48.5 mL	6 min	Paste	2,300 psi	Cream	\$65.56	\$193.43	\$5.51
DP100NS	48.5 mL	5 min	Paste	1,000 psi	Clear	\$46.96	\$193.43	\$5.51
DP110	48.5 mL	10 min	Paste	3,500 psi	Gray	\$51.67	\$193.43	\$5.51
DP125	48.5 mL	20 min	Thick Liquid	2,300 psi	Clear	\$50.21	\$193.43	\$5.51
DP125	48.5 mL	20 min	Gel	3,400 psi	Gray	\$57.55	\$193.43	\$5.51
DP190	48.5 mL	90 min	Paste	2,500 psi	Gray	\$52.49	\$193.43	\$5.51
DP420	50 mL	20 min	Gel	3,500 psi	Off-White	\$73.69	\$193.43	\$5.51
DP420	50 mL	20 min	Gel	4,500 psi	Black	\$76.88	\$193.43	\$5.51
DP460	50 mL	1 hr	Gel	4,500 psi	Off-White	\$72.05	\$193.43	\$5.51
DP460NS	50 mL	1 hr	Paste	4,650 psi	Off-White	\$74.89	\$193.43	\$5.51

T Series	Total Volume	Working Time	Consistency	Shear Strength	Cured Color	Price	Manual Applicator	
							Price	Mixing Nozzle
2 Ton Epoxy	50 mL	8 min	Thick Liquid	2,250 psi	Clear	\$34.68	\$175.60	\$4.37
5 Minute E.	50 mL	4 min	Thick Liquid	1,900 psi	Clear	\$32.74	\$175.60	\$4.37
4 Minute E.	50 mL	4 min	Gel	2,500 psi	Opaque	\$34.70	\$175.60	\$4.37

T Series	Total Volume	Working Time	Consistency	Shear Strength	Cured Color	Price	Manual Applicator	
							Price	Mixing Nozzle
0151	50 mL	1 hr	Paste	2,675 psi	Clear	\$36.69	\$100.75	\$18.82 / pkg. of 10
609	50 mL	5 min	Paste	2,900 psi	Clear	\$30.72	\$100.75	\$18.82 / pkg. of 10
9440	50 mL	50 min	Paste	3,500 psi	Gray	\$37.80	\$100.75	\$18.82 / pkg. of 10
E-60CL	50 mL	3.5 min	Thick Liquid	2,160 psi	Clear	\$28.63	\$100.75	\$18.82 / pkg. of 10

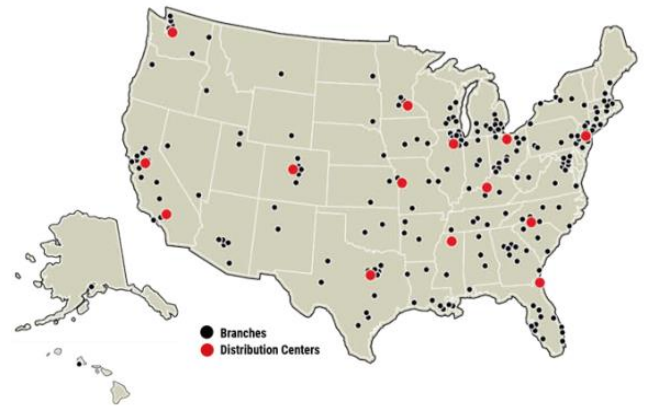
数据来源: 公司官网, 东吴证券 (香港)

图28: 公司 KeepStock 自动售卖机



数据来源: 公司官网, 东吴证券 (香港)

图29: 公司在美配送中心 (DC) 和线下门店 (branch)



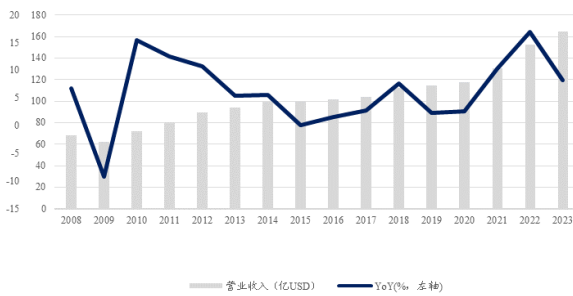
数据来源: 公司官网, 东吴证券 (香港)

全品类自由采购 (EA) 业务流程: 1) 客户关系, EA 业务客户采购需求简单清晰, 因此往往不需要太多咨询服务, 公司主要用线上数字化营销来触达客户; 2) 订单安排, 客户大部分通过线上平台进行直截了当的搜索、选品和下单; 3) 订单履约, 公司会利用自己的配送中心或者第三方伙伴的配送服务完成订单交付, 公司在日本的 EA 业务有配备 7 个租赁的配送中心, 大小从 11,000-2,000,000 平方英尺不等。

2.2. 公司业绩稳健增长，盈利能力优秀，经营能力持续提高

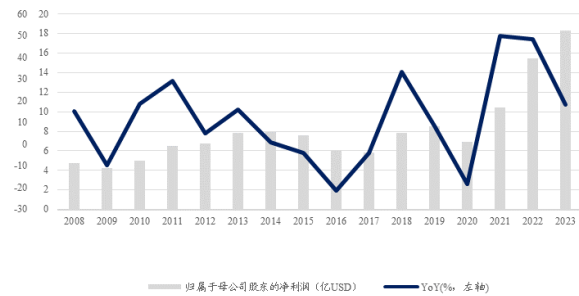
公司业绩稳健增长。公司 2023 年营收同比增长 8.21% 至 164.78 亿美元，归母净利润同比增长 18.23% 至 18.29 亿美元，业绩稳健增长。2018 年-2023 年营收和归母净利润的 CAGR 分别为 8.0% 和 18.5%，近五年业绩复合增速也十分亮眼。

图30: 公司营业收入稳健增长



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

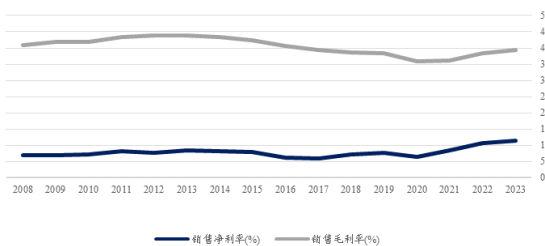
图31: 公司归母净利润稳健增长



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

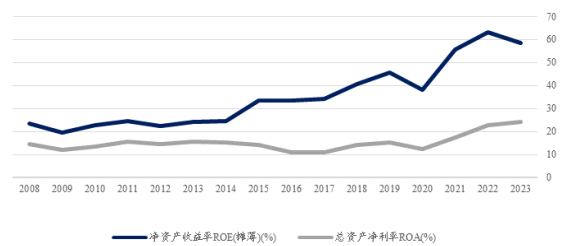
公司盈利能力强劲，ROE 自 2014 年开始大幅走升主要由于公司发债回购提高财务杠杆。公司历史毛利率和净利率十分稳定，基本保持在 35% 和 6% 之上，2023 年毛利率和净利率表现亮眼，分别录得 39.42% 和 11.55%。公司 ROE 自 2014 年来呈现上涨态势，而 ROA 维持在 10-20% 之间盘整波动，主要由于公司自 2014 年来进行了发债回购，导致权益乘数和资产负债率上升。

图32: 公司毛利率和净利率稳中有升



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图33: 公司 ROA 稳中有升，ROE 维持较高水平

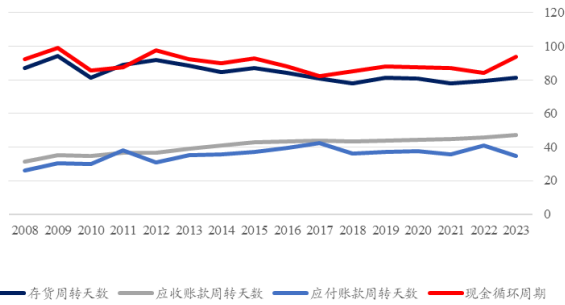


数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

公司经营稳中向好，现金循环周期近年来呈波动下降趋势。公司的商业模式大致可以概括为：先用应付账款从供应商购进产品形成库存，然后在经过一段时间的库存周转后，将产品销售给下游客户获得应收账款，这其中公司需要先行垫付资金，现金循环周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款天数。公司的历史存货周转天数呈现波

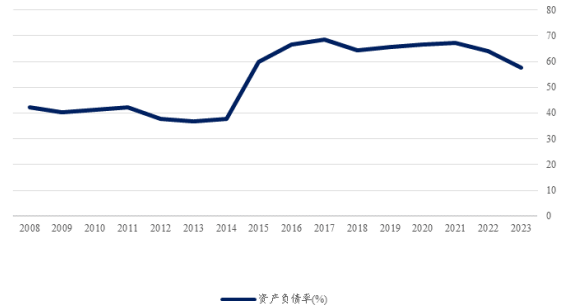
动下降的趋势，说明公司对于存货的管理水平持续提高；此外，公司的应付账款周转天数在上升，说明随着规模的扩大，公司对供应商的话语权在增强。反映到公司现金循环周期波动下降，说明公司整体的经营能力在持续提高。

图34: 公司现金循环周期近 10 年来呈下降趋势



数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

图35: 公司资产负债率近年来稳中有降



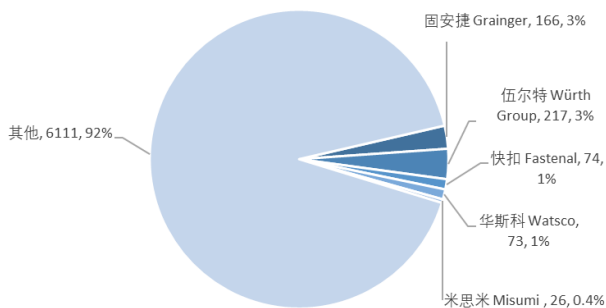
数据来源：上市公司公告，东吴证券（香港）

3. 行业竞争格局分散，固安捷有望凭规模效应飞轮持续攫取份额

3.1. 行业竞争格局分散，市场参与者各具特色

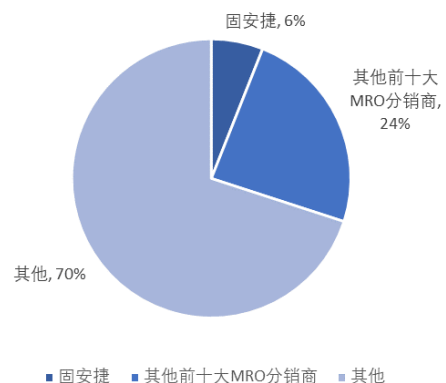
全球 MRO 市场竞争格局十分分散。全球 MRO 市场十分分散，固安捷作为全球 MRO 龙头也仅有约 3% 的市场份额。此外，在固安捷的大本营北美地区，固安捷也仅有不到 10% 的市场份额，其他前十大 MRO 分销商份额合计也仅有 24%，作为全球最为成熟的市场，竞争格局也较为分散。

图36: 2023 年 MRO 竞争格局分散 (营收/亿美元, 市占率/%)



数据来源：IMARC, iFind, 各公司官网，东吴证券（香港）测算

图37: 2014 年北美 MRO 竞争格局



数据来源：固安捷官网，东吴证券（香港）

图38: 通用行业组织所需的 MRO 分类及对应产品

MRO分类	通用行业组织为保持正常运行所必须的MRO分类产品	政府、教育机构等公共部门组织	油气及化工行业	医药生物和门诊护理行业
基础设施保养及维修	房屋、仓库、停车场、电力等基础设施和场地的维护保养所需的MRO产品和服务, 包括门窗等金属件、沥青、HVAC系统产品、供电配电产品、管道、家具、照明产品、清洁用品、监控消防防灾安全产品等, 以及虫害管控、除雪和垃圾处理等服务	HVAC系统产品、供电配电产品、管道、家具、照明产品、清洁用品、监控消防防灾安全产品	供电配电产品、管道、家具、照明产品、清洁用品、监控消防防灾安全产品	HVAC系统产品、供电配电产品、管道、家具、照明产品、清洁用品、监控消防防灾安全产品
物料搬运	生产物料的搬运和存储设备及零部件, 主要包括胶带、包装耗材、周转容器、储物柜、置物架、梯子、吊索具、手推车和叉车、传送皮带等	储物柜、置物架、梯子、手推车等	梯子平台和脚手架、手推车、储物架、储液罐	医疗推车、医疗废物管理箱、药品冷藏储存箱柜、锋利医疗器械存储箱
生产设备	机床等生产类设备的维护保养产品, 主要包括电机、减速机、伺服系统、轴承、控制器和传感器、润滑剂、防锈剂、密封胶粘剂、螺栓螺母等紧固密封件、气动系统和液压系统零部件等	-	气动马达和气动工具等气动设备、泵阀等液压系统、紧固件、粘合剂和密封胶	医疗设备易耗零部件、医药生化实验室设备及零部件
工具和易耗品	刀具、量具、磨具磨料、手动工具、电动工具及其耗材、办公用品、防护服等个人防护用品、实验用品、检测类设备等	办公用品、教学和实验用品、手动工具和电动工具	手套、防护服、紧急冲洗设备、防爆工具	空气处理和预防感染类装备、口罩、消毒设施和用品、试剂烧杯等实验室耗材

纵向深控策略

横向扩张策略

纵向深控策略

数据来源: 各公司官网和财报, IBM, 东吴证券(香港)

MRO 行业中的企业大致可以分为两种发展策略, 市场参与者各具特色:

横向行业扩张: 代表性企业包括固安捷、伍尔特、快扣等, 以工具及易耗品、仪器仪表、安全防护、清洁用品等标准 MRO 产品为基本盘, 通过并购等手段横向对品类和应用行业领域进行广泛覆盖, 同时为客户提供如库存管理优化、清洁除虫等基础性增值服务。

纵向产业链深挖: 代表性企业包括欧时、米思米、怡和达和威亨国际等, 聚焦若干非标 MRO 品类繁多且专业技术服务要求较高的行业领域(工业自动化、电力电网、电子及元器件等), 针对行业产业链的核心品类进行深挖, 提供大量非标产品、以及专业技术咨询服务。

图39: 行业中企业采取横向扩张和纵向深挖发展策略, 各具特色

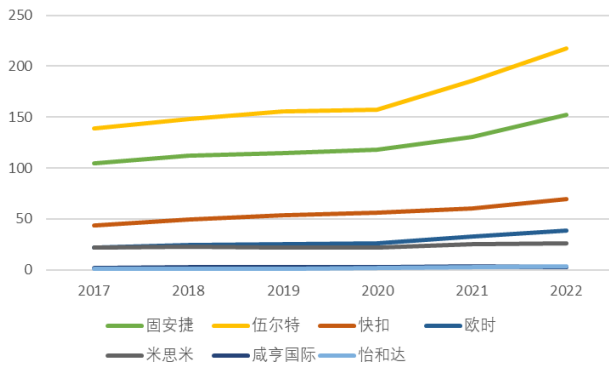
策略	代表性MRO企业	核心优势业务和产品	收入规模	核心经营地区
横向行业扩张	固安捷	固安捷拥有超过3千万种MRO产品, 覆盖全球制造业、政府部门、商业、工程承包商、零售、医疗、交通运输、矿业、农业等多个行业超过450万客户	2022年营收152亿美元	北美为主, 布局日本和南美洲等地区
	伍尔特	伍尔特集团服务于80多个国家/地区的市场, 拥有12.5万种核心产品, 涵盖的业务场景包括金属加工、汽车、工业、建筑、电子、化工、金融服务等	2022财年营收200亿欧元	欧洲为主, 布局美国和亚非等地区
	快扣	以紧固件MRO产品起家, 逐步增加安全防护用品等品类至9大产品品类, 下游从建筑和制造业的核心基本盘逐步增加能源、矿产、零售等行业领域	2022年营收70亿美元	北美为主, 布局欧洲和中国等
纵向产业链深挖	欧时	电子及元器件、工业自动化等领域和场景MRO产品	2022财年营收22亿英镑	欧非中东地区和美国为主
	米思米	工业自动化、金属和塑料模具零部件等	2022财年营收30亿美元	亚洲为主, 布局欧美等地区
	怡和达	工业自动化领域MRO产品	2022年营收25亿元	中国
	威亨国际	电力电网、交通运输等领域MRO产品	2022年营收21亿元	中国

数据来源: 各公司官网和财报, 东吴证券(香港)

横向策略的公司收入体量更大: 横向扩张策略企业在初始阶段, 往往先切入标准化 MRO 产品领域, 如办公用品、清洁用品、防护产品等, 由于大部分行业领域都存在共

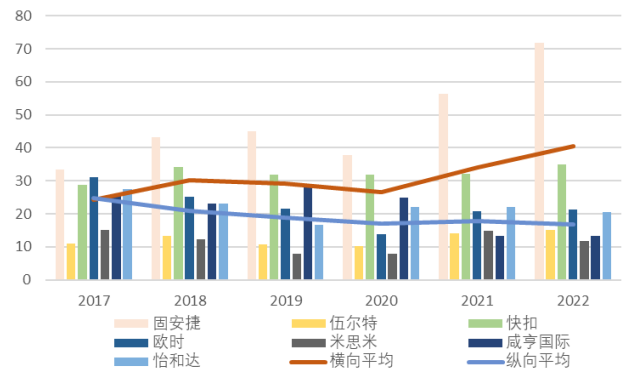
通的需求，市场规模较大，易快速走量形成规模效应。在具备一定规模后，企业积累了一定量不同行业领域的客户，渠道端也基本成型，逐步开始通过收购兼并的方式对非标准化的专业 MRO 品类进行扩张覆盖。虽然总体上专业程度或逊于同领域纵向产业链深挖策略的企业，但由于规模大具备较强的成本优势和渠道优势，同时 Sku 众多从而能够满足客户专业 MRO 选品之外的需求，对于客户的吸引力会持续的增加，而随着规模的继续扩张，上述优势会进一步凸显增强公司的竞争力。

图40: 横向策略企业营收体量较大 (亿美元)



数据来源: 各公司官网和财报, 东吴证券 (香港)

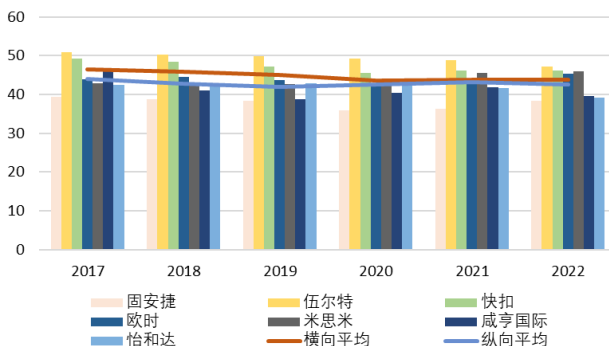
图41: 横向策略企业 ROE 平均值较高 (%)



数据来源: 各公司官网和财报, 东吴证券 (香港)

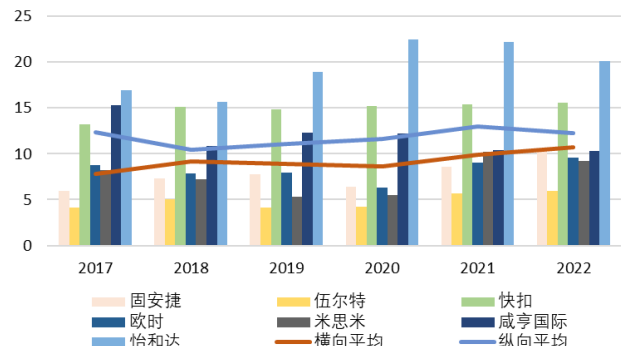
纵向策略公司净利率较高，维护护城河的成本较低: 纵向产业链深挖策略企业在初始阶段往往聚焦在某个 MRO 标准化较低且专业性较强的行业领域，如工业自动化、电力电网、电子及元器件等，公司的扩张往往受限于行业本身的纵深，但由于 MRO 产品技术复杂、规格型号众多，客户对于专业技术服务有较强的需求，因此纵向策略企业能够相比横向企业获取较高的净利率，同时销售费用率（毛利率-净利率）也较低，意味着纵向策略企业维护其护城河所需的成本更低。

图42: 两种策略毛利率平均值相近 (%)



数据来源: 各公司官网和财报, 东吴证券 (香港)

图43: 纵向策略企业净利率均值较高 (%)

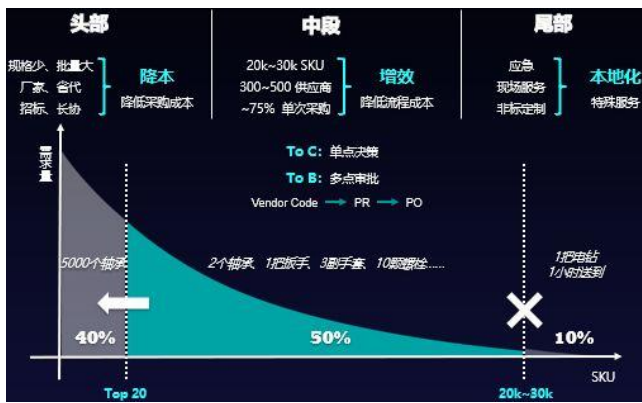


数据来源: 各公司官网和财报, 东吴证券 (香港)

横向策略的 ROE 平均值更高，主要归功于更高的资产周转和权益乘数。 横向策略企业的 ROE 平均值较高，我们将其拆解为净利率*总资产周转率*权益乘数，横向策略

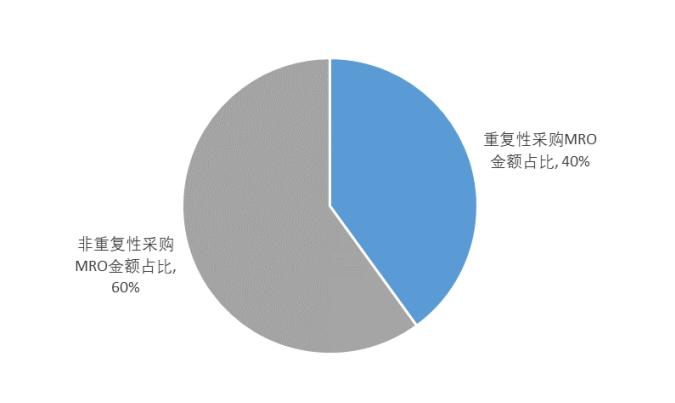
企业较高的ROE主要来自于较高的总资产周转率和权益乘数。MRO采购具备长尾特征，根据B2B内参数据，约60%金额的MRO采购是非重复性的，但却占了总采购SKU的90%+；固安捷统计，超过90%的MRO采购频次仅1~2次/年；震坤行统计，超过50%的MRO Sku库存周转市场超过12个月。横向策略资产周转率平均值较高，主要由于其以标准化和易耗类MRO为基本盘，其中以清洁、防护、办公文具等MRO产品为例，本身的周转较快，企业采购频次一般为半年或一个季度一次，有的企业甚至更为频繁。

图44: MRO 采购具长尾效应



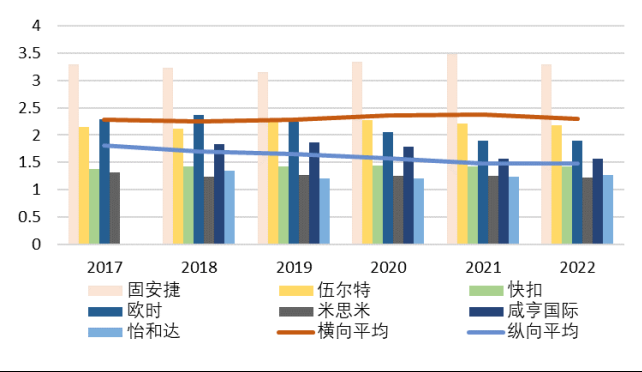
数据来源: B2B 内参, 东吴证券(香港)

图45: 重复性采购的标准化 MRO 金额占比约 40%



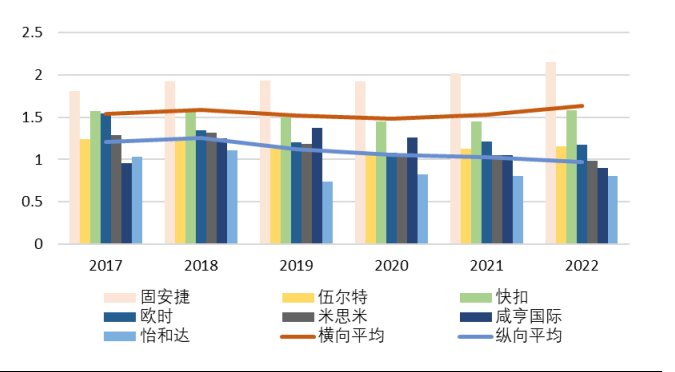
数据来源: B2B 内参, 东吴证券(香港)

图46: 横向策略企业权益乘数均值较高



数据来源: 各公司官网和财报, 东吴证券(香港)

图47: 横向策略企业资产周转率均值较高



数据来源: 各公司官网和财报, 东吴证券(香港)

3.2. 公司具备先发优势，有望借助规模效应的飞轮持续扩张

固安捷采取横向策略持续扩张。固安捷已经发展成为全球规模领先的MRO集约化分销商，公司采取横向扩张的策略，初期切入标准化较高的MRO品类，如清洁用品、防护产品。随着后续的发展，公司采取收购兼并的策略去覆盖标准化较低且具备一定技术壁垒的MRO行业品类，如地面维护、车辆配件、建材、紧固件等，且不断丰富相应的品类目录。回顾其发展历程，可以大致划分为5个阶段：

1) 初创阶段: 1927年-1938年。固安捷于1927年成立,起家阶段的固安捷定位为电机设备单一品类贸易商,通过只有8页的产品目录The MotorBook进行销售。1933年,固安捷在美国费城开设了第一家分店,随后公司采取快速的内生扩张以改善客户服务,到1936年拥有了第16家分店。

2) 二战动荡,政府机构合作: 1939年-1945年。在二战期间,固安捷主要为政府提供电机设备和技术服务获得收入,在动荡环境下固安捷积累了与政府等大型机构合作和服务的经验。1942年,公司分店拓展至24家,分销品类拓展到更多品类。

3) 战后崛起,美国国内扩张: 1946年-1967年。战后固安捷乘着美国经济的快速发展而迅速崛起。1948-1952年,公司销售额翻番,规模扩大后不得不对组织架构进行调整,固安捷首先扩大了销售队伍,因为一个分店一个销售代表不够用。此外,1953年,公司创建了一个区域仓储系统,以补充分店库存并完成更大的订单,也被称为区域配送中心。随着交流电在美国成为标准,格兰杰的市场发生了变化,公司不再聚焦大订单,而是加强了对遍布全美国的更为小型的企业订单的关注,这些小型主体进行高频但低量的采购,而公司可以很好的预测该市场的需求,并从制造商那里大量采购,通过自身的分销渠道、区域仓储系统使得客户和制造商双双获益。二战后销量的增长主要来自公司大规模的地域扩张,1967年公司扩张到92家分店。

4) 标准化 MRO 品类扩张: 1968年-1995年。公司上市之后,开启了收购兼并的步伐。1970年前收购了Doerr Electric Corporation、McMillan Manufacturing、Dayton等多家电机制造商,此时公司认为机电市场仍能够提供足够多的机会,因此主要的战略放在补充机电的产品品类上。1986年,公司开始发力专业分销业务,并通过收购兼并和内部发展的方式切入零件耗材、一般工业品、安全防护产品和卫生清洁用品等高标准化MRO领域,陆续收购了Vonnegut Industrial Products、Bossert Industrial Supply, Inc、Allied Safety, Inc、Lab Safety Supply、Ball Industries, Inc等公司。1993年, Grainger开始进行为期三年的重组,目标是精简销售队伍、消除冗余库存、优化组织结构。公司解散了JANI-SERV Supply并将其产品线纳入核心业务,对子公司Allied Safety和Bossert也做了相同的变动,并于1995年完成整合。

5) 国际市场和全品类 MRO 扩张: 1996年-至今。经过在美国本土的高速扩张,建立高度自动化配送中心、宽产品线后,固安捷在90年代末开始进入美国以外的市场。固安捷进入全球市场的方式均为收购当地MRO分销商或制造商:公司购买工业安全品和汽车维护品类制造商Acklands占领加拿大市场;收购了英国最大的MRO分销商Cromwell;收购荷兰紧固件及相关分销商Fabory进军欧洲市场;控股日本MonotaRO,抢占日本市场,并为后续进军亚太地区打下基石。在此阶段,公司在拓展巨头客户上获得巨大成就,1996年与洛克希德·马丁公司、宝洁公司和美国航空公司等几家大公司签署了供应协议,1998年宣布与康柏计算机公司签订材料管理外包协议。同时,公司紧跟互联网浪潮建立了电子商城和详尽齐全的产品目录,为客户提供更好的选品体验和多元

购买渠道。

图48: 公司经历的发展阶段以及对应的业务扩张和资本运作

发展阶段	时间节点	业务扩张和资本运作	战略方向
初创阶段 (1927年-1938年)	1927年	国安捷成立	单一品类的电机设备贸易商
	1933年	在美国费城开设第一家分店	线下分店扩张
	1936年	拥有了16家分店	线下分店扩张
二战动荡 (1939年-1945年)	1942年	分店拓展到24家	线下分店扩张, 与政府合作, 积累了服务大型机器的经验
战后崛起 (1946年-1967年)	1952年	组织架构调整	扩大销售人数、增加区域配送中心以服务更多订单需求
	1967年	分店拓展到92家	线下分店扩张, 主要目标为美国本土
	1967年	国安捷上市	获得扩张所需的资本金
标准化MRO品类扩张 (1968年-1995年)	1969年	收购Doerr Electric Corporation	仍聚焦电机行业, 收购电机制造商, 补充电机产能和产品目录
	1972年	收购McMillan Manufacturing	收购电机制造商, 补充电机产能和产品目录
	1986年	建立专业分销业务, 将Doerr出售给艾默生电气	发力标准化MRO分销业务, 逐步收缩电机制造业务
	1989年	收购Vonnegut Industrial Products	切入一般工业品领域
	1990年	收购Bossert Industrial Supply, Inc.	切入制造MRO领域, 增加如切削工具、磨料等品类
	1990年	收购Allied Safety, Inc.	切入安全防护用品领域
	1991年	收购Ball Industries	切入清洁用品领域
	1992年	收购Lab Safety Supply	补充安全防护用品种类目录
	1993年	多次收购后进行组织架构的调整和重组	精简销售队伍并消除冗余库存
	国际市场和全品类MRO扩张 (1996年-至今)	1996年	在墨西哥开设分公司, 收购加拿大Acklands
1996年		与洛克希德·马丁公司、宝洁公司和美国航空公司等几家大公司签署了供应协议	在大客户拓展上获得较大的进步
2000年		Grainger和Sumitomo的合资企业Monotaro成立	进军日本MRO市场, 为亚太地区扩张打下基石
2009年		收购了Imperial Supplies	进一步加强公司在汽车维修MRO的竞争力
2011年		收购Faborv Group	进入欧洲市场, 切入紧固件领域
2011年		Zoro Tools成立	发力中小企业MRO市场
2012年		收购Anfreixo	进入巴西市场
2013年		收购E&R Industrial Sales Inc.	切入金属加工领域, 增加了该领域的销售专家团队
2015年		收购Cromwell	进军英国MRO分销市场

数据来源: Company-Histories, 国安捷官网, 上市公司公告, 东吴证券(香港)

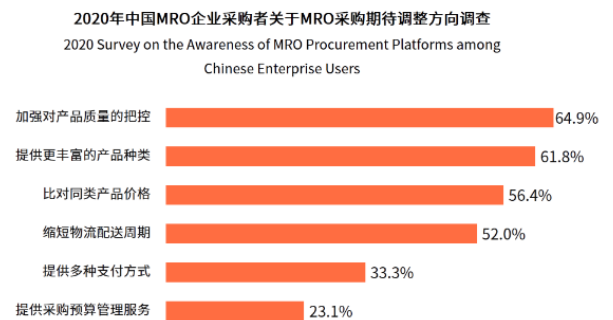
MRO 采购客户关注的因素主要有产品质量、SKU 种类、采购价格、物流配送等因素。产品质量为下游客户最关注的因素, 主要因为 MRO 产品质量不稳定会对企业经营有重大影响, 例如防护用品的质量问题可能会导致严重的安全事故, 制造设备的零部件出现质量问题会损坏设备带来财产损失。此外, MRO 种类是否齐全、采购价格是否公允、物流配送是否及时也是客户主要关注的几个因素。

图49: 采购者选择 MRO 平台关注的因素



数据来源: 艾媒咨询, 东吴证券(香港)

图50: 采购者希望 MRO 采购继续改进的因素



数据来源: 艾媒咨询, 东吴证券(香港)

国安捷具备先发优势, 在客户选择 MRO 采购关注的因素上均有较强竞争力。国安捷目前是全球领先的 MRO 分销商, MRO 产品超过 3000 万 SKU, 来自全球超过 5000 家供应商, 在北美地区拥有 353 个分支机构, 全球 35 个区域配送中心。公司具备先发优势, 规模领先行业, 其在产品品质、产品种类、采购价格、物流配送、支付方式等客户

关注的因素上都具备较大的竞争力:

- 1) **产品种类:** 公司 MRO 产品齐全, 对于大部分行业客户来说都能实现一站式采购, 从而免去客户管理多供应商的麻烦;
- 2) **采购价格:** 领先的规模意味着对上游供应商有较好的话语权, 能够获得较低的成本从而给客户较好的采购价格;
- 3) **产品品质:** 固安捷拥有超过 450 万活跃客户且遍布全球, 能够有效的帮助制造商进行产品分销从而提振业绩, 优质产品制造商与固安捷合作的意愿强烈, 且固安捷与其供应商的合作以及供应商提供的产品经过了悠久的历史考验, 从客户角度看, 固安捷具备较好的信誉, 产品质量也有保证;
- 4) **物流配送:** 公司高程度自动化且遍布全美的 353 个线下门店以及全球 35 个区域配送中心经过数字化的赋能后, 能够为客户提供及时的物流配送, 常备库存的 MRO 商品一般能够在 2 天内交付予客户。
- 5) **采购服务:** 公司作为 MRO 电商化和集约化采购服务商, 能够将自身的采购系统嵌入到客户的 ERP 系统中, 使得采购更为透明、采购流程更简约。此外, 部分中小型客户没有 ERP 系统, 库存管理等经营方式较为粗放, 固安捷的采购系统、库存管理服务等各类增值服务能够显著提升其经营管理效率。

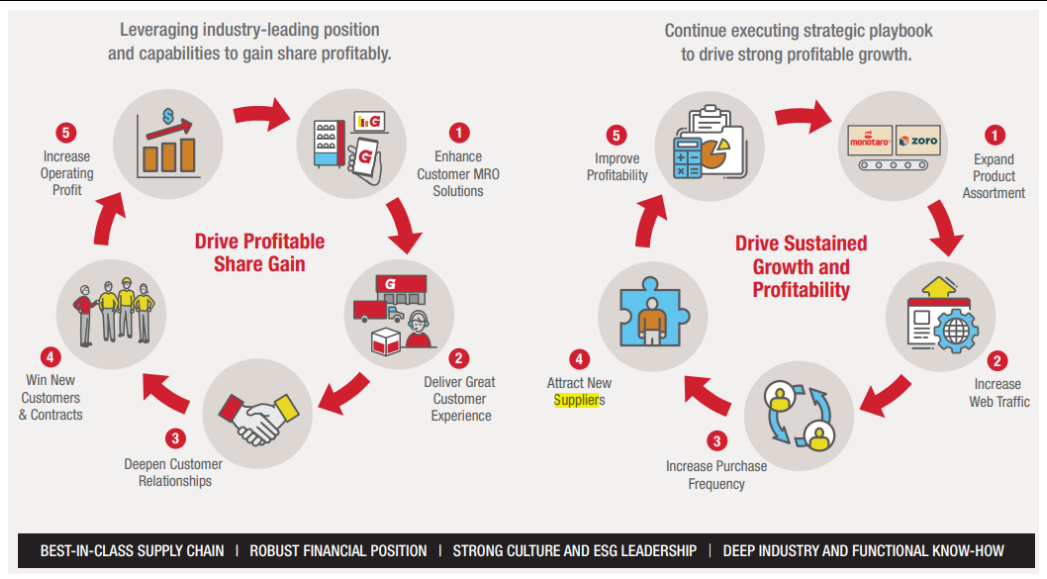
图51: 全球超过 5000 家供应商为固安捷提供品类齐全超过 3000 万种 MRO 产品



数据来源: 固安捷官网, 东吴证券(香港)

规模效应的飞轮将持续运转, 市场份额有望持续扩张。公司深耕 MRO 行业, 有领先的规模, 因此在产品种类、产品质量、采购价格和物流配送等方面具备较强的竞争力, 对于老客户具备较强的粘性, 且不断地吸引新客户, 而随着新客户的加入, 公司的规模将继续扩大, 从而带来上述方面的竞争力进一步加强, 规模效应的飞轮将进一步运转, 为公司带来更多的市场份额。

图52: 规模优势和领先地位带来的飞轮效应



数据来源: 固安捷官网, 东吴证券(香港)

4. 盈利预测与估值分析

分部门营收和毛利率预测:

1) HTS 业务: 我们预测 2024-2026 年 HTS 业务营收同比增长 5.6%/5.3%/6.4% 至 14010/14752/15697 百万美元, 毛利率分别为 41.4%/42.1%/42.5%。主要假设: 根据美国 GDP 增速, 美国 MRO 市场未来三年每年大约同比增长约 1% 且主要由价格贡献; 公司通过规模效应飞轮带来的份额提升每年贡献约 4%-5% 的增长; 考虑到公司规模效应飞轮, HTS 业务 2024-2026 年毛利率与 2023 年差别不会太大, 但可能会呈现逐年提升的态势。

2) EA 业务: 我们预测 2024-2026 年 EA 业务营收同比增长 9.2%/9.5%/10.2% 至 3184/3487/3842 百万美元, 毛利率分别为 29.8%/30.0%/31.0%。主要假设: 由于日本 GDP 增速回暖, 叠加日本 MRO 市场仍有较好的潜力, MonotaRO 有望 2024-2026 年维持低双位数增长; Zoro 营收 2024-2026 年维持低中单位数增长, 主要考虑到 Zoro 的用户注册和活跃 Sku 数量近年的增速趋势大约为低中单位数; 毛利率基本维持平稳中有所上升, 主要考虑到 MonotaRO 能够利用类似 Grainger 的规模效应飞轮抢占在日本的 MRO 市场份额, 同时获得固安捷遍布全球的客户、供应商等资源的赋能。

图53: 公司分部门营收和毛利率预测 (百万美元)

	项目	2024E	2025E	2026E
公司整体	营业收入	17194	18239	19539
	营收YoY	4.3%	6.1%	7.1%
	毛利	6742	7257	7862
	毛利率	39.2%	39.8%	40.2%
HTS业务	营业收入	14010	14752	15697
	营收YoY	5.6%	5.3%	6.4%
	毛利	5793	6211	6671
	毛利率	41.4%	42.1%	42.5%
EA业务	营业收入	3184	3487	3842
	营收YoY	9.2%	9.5%	10.2%
	毛利	949	1046	1191
	毛利率	29.8%	30.0%	31.0%

数据来源: 上市公司公告, 东吴证券(香港)

MRO 行业空间广阔, 竞争格局分散, 固安捷作为 MRO 电商集约化数字采购服务龙头, 采取横向扩张的策略, 能够较好解决传统 MRO 采购的痛点, 有望凭借其先发优势+规模效应的飞轮持续获取市场份额。我们预测公司整体 2024-2026 年营收分别同比增长 4.35%/6.08%/7.03% 至 17194/18239/19539 百万美元; 归母净利润分别同比增长 2.24%/9.61%/10.27% 至 1870/2050/2260 百万美元; 对应的 EPS 分别为 38.06/41.72/46.00 美元/股; 对应的 PE 分别为 26.66/24.33/22.06 倍, 首次覆盖并给予“增持”评级。

5. 风险提示

- 1) Grainger 供应链的中断可能对业务结果产生不利影响;
- 2) 通货膨胀可能导致 Grainger 的运营和管理费用比净销售额增长更快, 从而导致毛利率下降和净利润下降;
- 3) 客户或产品组合的变化可能导致 Grainger 收入或毛利率的变化;
- 4) 宏观经济波动风险;
- 5) 信息系统正常运作的中断可能会扰乱业务活动;
- 6) Grainger 运用了财务杠杆, 信用评级和展望的变化可能会减少获得资本的机会, 并增加借贷成本。

固安捷三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,274	5,552	5,999	6,546	销售收入	16,478	17,194	18,239	19,539
现金	660	677	906	1,162	销售成本	9,982	10,452	10,982	11,677
应收账款	2,192	2,308	2,424	2,570	其他营业费用	0	0	0	0
存货	2,266	2,348	2,437	2,566	销售和管理费用	3,931	4,075	4,341	4,646
其他流动资产	156	219	232	248	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	2,873	3,235	3,462	3,691	财务费用	93	105	104	103
长期股权投资	0	0	0	0	其他经营损益	0	0	0	0
固定资产	1,658	1,953	2,200	2,400	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	234	237	244	231	营业利润	2,472	2,562	2,812	3,113
其他非流动资产	981	1,045	1,018	1,059	其他非经营损益	28	25	25	25
资产总计	8,147	8,787	9,461	10,237	税前利润	2,500	2,587	2,837	3,138
流动负债	1,831	1,940	2,093	2,264	所得税	597	629	695	769
短期借款	34	0	0	0	净利润	1,903	1,958	2,142	2,369
应付账款	954	1,002	1,107	1,216	少数股东损益	74	88	92	109
其他流动负债	843	938	986	1,048	归母净利润	1,829	1,870	2,050	2,260
非流动负债	2,875	2,878	2,908	2,941	EBITDA	2,807	2,944	3,252	3,608
长期借款	2,266	2,266	2,266	2,266	NOPLAT	1,952	2,019	2,201	2,428
其他非流动负债	609	612	642	675					
负债合计	4,706	4,818	5,001	5,205					
少数股东权益	326	414	506	615	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
归属母公司股东权益	3,115	3,555	3,954	4,417	每股收益(元)	37.23	38.06	41.72	46.00
负债和股东权益	8,147	8,787	9,461	10,237	每股净资产(元)	63.40	72.35	80.47	89.89
					每股经营现金流(元)	41.34	44.35	50.33	54.96
					ROIC(%)	38.63	36.21	36.25	38.13
					ROE(%)	58.72	52.60	51.84	51.18
					毛利率(%)	39.42	39.21	39.79	40.24
					销售净利率(%)	11.55	11.39	11.74	12.13
					资产负债率(%)	57.76	54.83	52.86	50.85
					收入增长率(%)	8.21	4.35	6.08	7.13
					净利润增长率(%)	15.81	3.82	9.25	10.20
					P/E	27.26	26.66	24.33	22.06
					P/B	16.01	14.03	12.61	11.29

注：货币单位为美元

数据来源：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/或于有关发行人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/>

