

固安捷 (GWW.N)

2024年6月3日

分析师
李润泽

(852) 3982 3213

leonli@dwzq.com.hk

公司股价复盘点评：公司业绩与美国宏观经济相关性较强，内生增长动力强劲

增持（维持）

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）	24.72	24.18	22.06	20.00

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

- **固安捷内生增长强劲，收购助力长期有机增长。**2009-2023年固安捷营收增长165%，根据量、价、收购/剥离、汇率、其他五个因子进行拆分，营收增长贡献占比分别为78%、21%、10.1%、-2.2%和-6.8%，量贡献近80%，公司内生增长强劲。公司收购/剥离因子贡献约10%，助力公司长期有机增长。收购标的主要分两种：1）为了进入北美外市场从而收购的当地分销商；2）为了扩充产品线从而收购的在某些产品线具备优势的分销商。因此收购的获益主要源于客户资源、产品线专利以及供应商资源的扩张。
- **收购和内生增长带动股价表现。**表现较好的阶段为2009-2013年和2018年至今。**2009年-2013年，公司加快了收并购的动作**，伴随宏观经济回暖，公司业绩逐步走升，该阶段公司设施面积和员工数量持续攀升，但人均创收变化不大。**2018年开始，公司注重内生增长，暂停收购动作，对组织架构进行调整和剥离**，员工数量有所下降，经营效率改善，人均创收开始逐步提升，业绩走升带动股价表现。
- **固安捷股价疲软阶段主要因负面的宏观环境和价格因子。**2008年至今，公司股价在2008年金融危机、2014-2017年和2020年疫情期间均阶段性表现不佳，营收和净利润增速显露疲态。**固安捷业绩在金融危机和疫情期间基本同步美国宏观经济变化。**2008年金融危机和2020年疫情期间，固安捷的业绩均随美国宏观经济短期大幅恶化而走弱，随后政府通过积极的货币和财政政策托底经济，使得GDP、工业生产、就业和PMI等各项经济指标逐步回暖，固安捷业绩也随之同步回暖。**公司2014年-2017年业绩疲软主要由价格因子负贡献。**2014-2017年公司的营收增速放缓，主要由于价格因子负贡献，该阶段大宗价格呈下降趋势，公司各类产品跟随降价，2017年更是以价换量获取更多市场份额。固安捷营收增速和美国商业投资增速数据相关性强，企业不景气时采购开销谨慎，当大宗价格下滑，相关企业景气度下滑，采购转向谨慎。该阶段公司盈利能力下滑主要由于：1）收并购带来的低利润率客户增加；2）部分业务关闭和重组费用；3）公司定价的下滑超过了成本的下滑幅度。
- **盈利预测与投资评级：**公司内生增长动力强劲，收并购举措长期有助于公司的竞争力提升，有望凭借其规模效应飞轮持续在广阔的MRO行业获取市场份额。我们维持预测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24/22/20倍，维持“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)	921.5
一年最低/最高价	661.01/1034.18
市净率(倍)	14.13
流通股市值(百万美元)	45,214.94

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

基础数据

每股净资产(美元,LF)	65.19
资产负债率(% ,LF)	61.09
总股本(百万股)	49.07
流通股(百万股)	49.07

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

相关研究

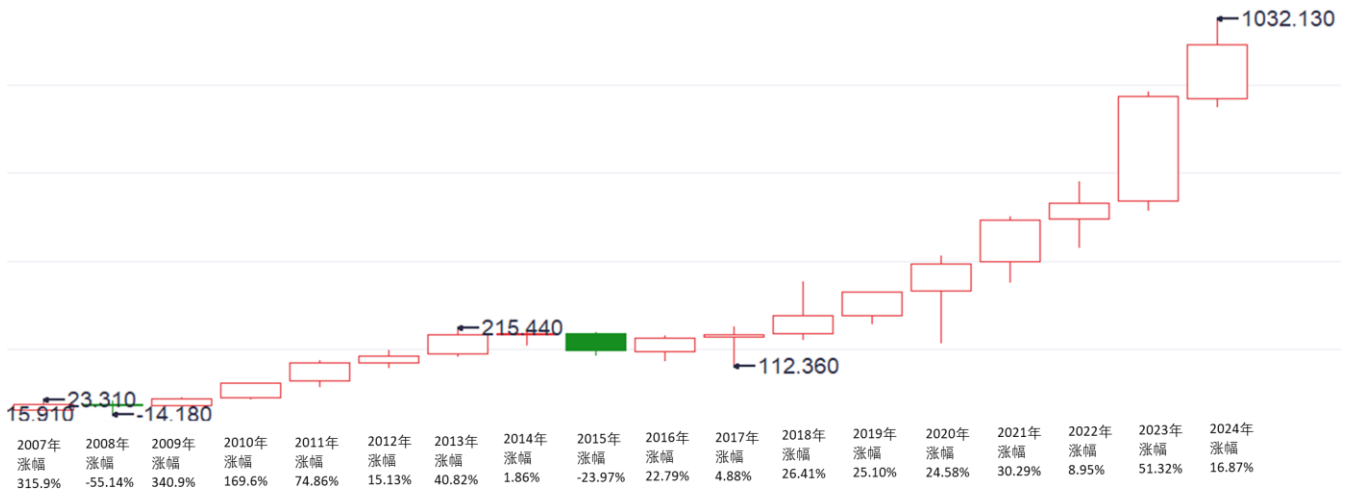
《固安捷 (GWW.N)：2024年一季度业绩点评：24Q1 业绩稳中有升，HTS 业务持续跑赢行业》

2024-04-29

《固安捷 (GWW.N)：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》

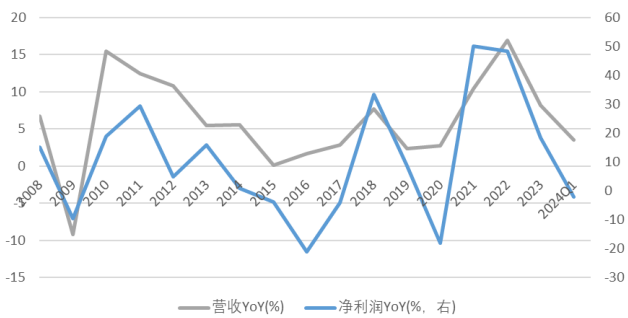
2024-04-08

图1: 固安捷股价复盘图



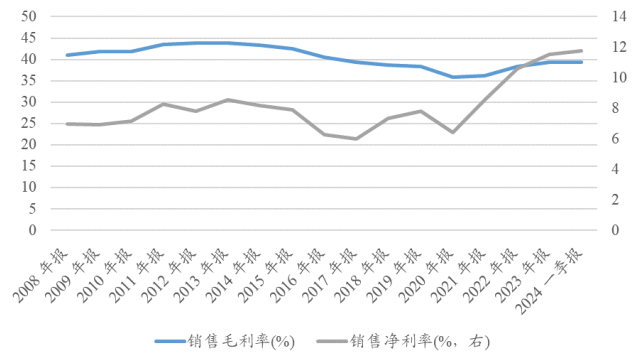
数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

图2: 固安捷营收及净利润增速



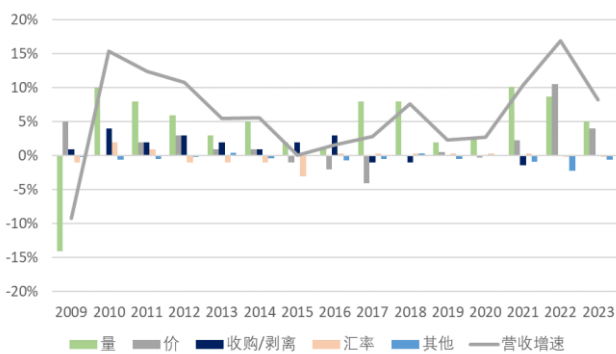
数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图3: 固安捷毛利率和净利率



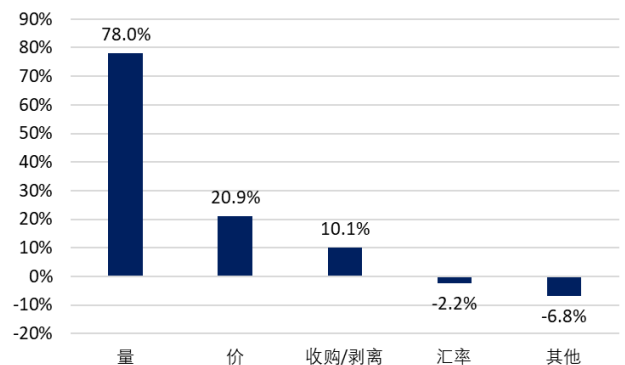
数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图4: 固安捷 2009 年以来营收增速拆分



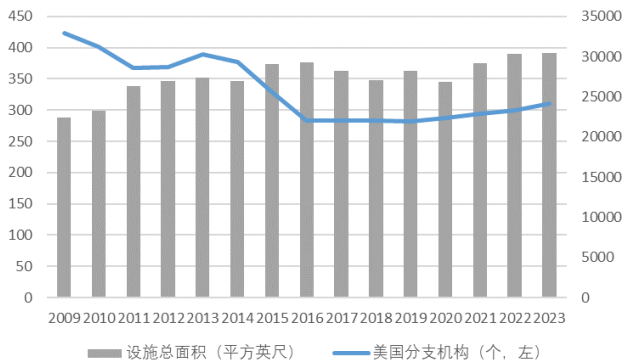
数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图5: 2009-2023 年营收增长额中各因子占比



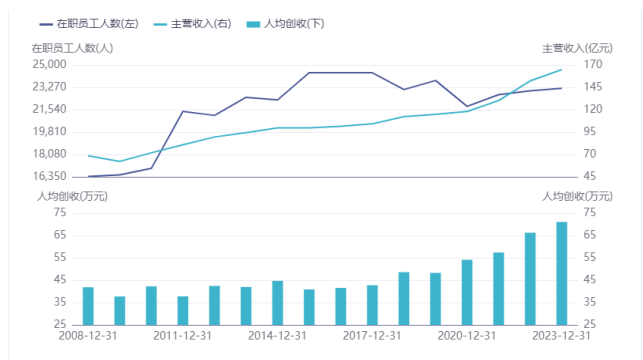
数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图6: 固安捷美国分支机构和设施面积



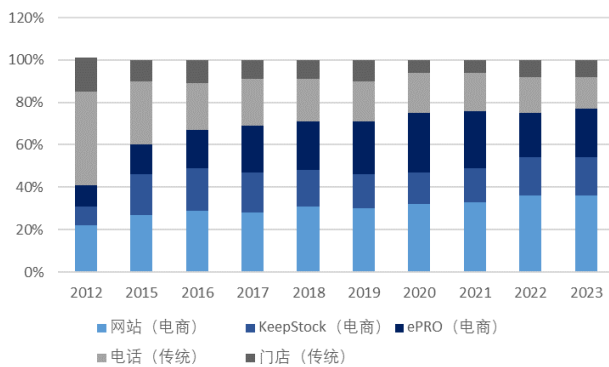
数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图7: 固安捷人均创收自 2017 年后持续提升



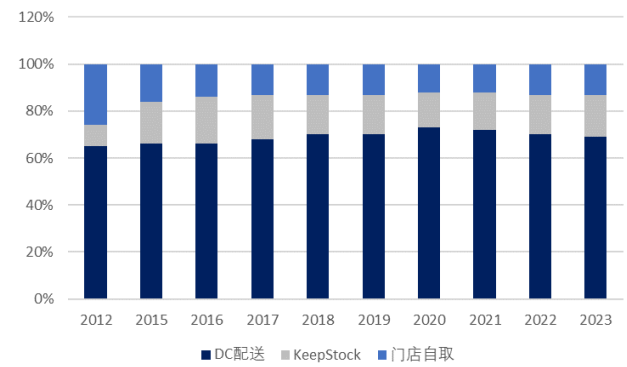
数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图8: 固安捷电商渠道订单占比逐步增加



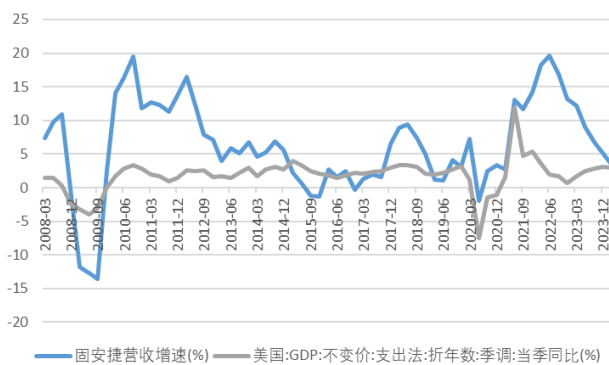
数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图9: 固安捷产品交付渠道占比变化



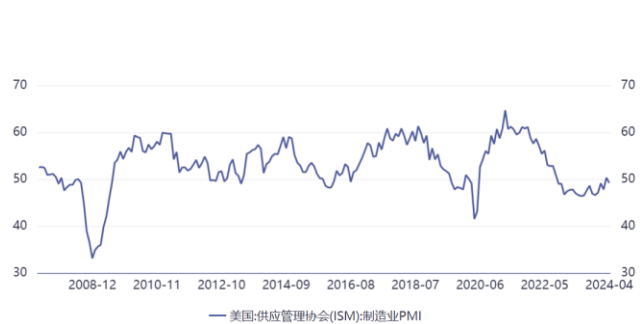
数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图10: 固安捷营收与美国 GDP 增速基本同步



数据来源: 公司公告, iFind, 东吴证券(香港)

图11: 美国制造业 PMI (ISM)



数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

图12: 美国 16 岁以上失业率



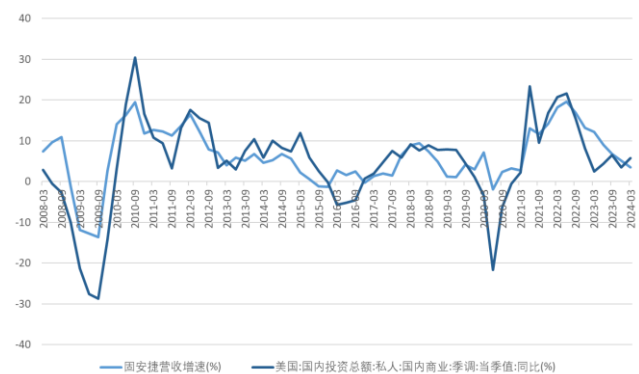
数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

图13: 美国工业部门产能利用率



数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

图14: 固安捷营收增速与美国商业投资增速相关性强



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图15: 大宗商品价格指数 (CCPI) 总指数



数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

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)	37.27	38.11	41.77	46.06
负债和股东权益	8,147	8,787	9,461	10,237	每股净资产(元)	63.48	72.45	80.57	90.01
					每股经营现金流(元)	41.39	44.41	50.40	55.03
					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	24.72	24.18	22.06	20.00
					P/B	14.52	12.72	11.44	10.24

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/>

