

20年20倍，固安捷成长启示录

——MRO产业复盘专题

民生轻工&中小盘

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

00 摘要

固安捷是全球领先的设备维护、修理和运作（MRO）工业品分销商。 初创发展期（1927~1990年）：公司成立于1927年，并于1932年在费城建立第一家分店，经过十年发展公司顺利发展成为拥有24家分店的中型公司。1967年公司顺利上市，并于1970年成为一家拥有123家分店的大型公司。•并购飞跃期（1990~至今）：1990年固安捷收购Allied Safety进入工业安全用品领域，此后固安捷先后对国内细分领域龙头公司进行并购，扩大自身产品序列，另一方面公司也开始对国外企业进行并购，主要是为了拓展国际市场。

固安捷的稳定产品线保障供应链高效运转。 固安捷的DTC库存拥有140万件MRO，同时在线上拥有超过3000万种品类为客户提供多样性选择，类别包括安全与保障、材料处理和储存、泵和管道设备、清洁和维护、金属加工和手动工具等。

MRO细分行业壁垒较高，整体行业可容纳多强存在。 全球主要“玩家”包括索能达、伍尔特、西科国际、固安捷、欧时、NOW Inc. 其特点普遍为 1、MRO覆盖细分行业众多，即使是行业龙头仍有其能力边际，每家所侧重行业均有所不同；2、MRO行业是一个能容纳多强的行业，即使在较为成熟的美国市场，固安捷美国地区目前所占的市场比例仍只有接近10%，行业发展潜力较大。

数字化赋能有效提升盈利水平。 经过多次并购后，固安捷毛利率仍保持在38%左右，我们认为固安捷所收购企业均为细分行业头部公司，因此可以与固安捷一样为客户赋能，保持一定的产品溢价。**重研发抓住21世纪线上化浪潮。** 进入21世纪后固安捷先后在2004-2005年和2012-2020年之间抓住线上化浪潮，大幅提升软件支出费用将公司各渠道通过线上化方式打通。从公司交付渠道的方式也可看出公司提升线上化率的决心，从2008年开始DCS的数量从9个提升到2019年的17个，而线下门店数量却从437家降低到282家。

长坡厚雪MRO赛道，企业护城河非一日之功。 MRO是一个长坡厚雪的赛道，需要多年的积累：**MRO产品线复杂，复购率较低。** 但90%的SKU在当年被同一客户购买的次数少于两次，50%以上的库存产品处于呆滞状态。**MRO产品需要标准化定义：** 区别于通用型的办公用品（例如写字本纸张大小、硬度等参数不同但不影响使用），MRO行业需要对产品进行标准化（例如扳手的扭力），固安捷对自身SKU进行标准化定义确保客户能采购到正确产品。**MRO采购流程复杂：** 由上游生产商制造完成后，还需要经过一级、二级、三级零售服务商等渠道流通到下游客户端，整个链条价格不透明，管理水平参差不齐，服务不规范，固安捷通过官方网站以及epro系统将客户、自身以及供应商集合到同一线上系统中，为客户省去比价过程，并且可全程监控整个产品交付过程。**MRO交付要求一定时效性：** MRO产品虽然不直接参与工业生产，但却是工业生产不可或缺的一环，因此有一定时效性要求，固安捷通过线下铺设DCS以及Keepstock交付渠道提升交付效率。

重点企业推荐： 齐心集团：齐心集团为办公用品集采龙头企业，目前公司大力发展MRO品类，在标准品品牌化、专业品定制化两方向携手共进。晨光股份：晨光科力普以大B客户为基石，持续拓展复杂度更高的MRO品类产品，MRO业务扩张有望迎来新台阶。咸亨国际：公司持续深耕电网领域，横向拓展采取四大军团策略，未来伴随公司对新拓展领域理解加深，非标品产品比例提升带动毛利率提升。

风险提示： 线上化渗透率提升不及预期，国际形势变化的风险，政府采购支出缩减的风险。



01

固安捷：MRO百年深耕，铸就全球龙头

02

MRO市场：需求稳健增长，上下游深度绑定

03

启示：产品标准化+链路数字化+服务定制化

04

风险提示

CONTENTS

目录



01. 固安捷：MRO百年深耕，铸就全球龙头

01

固安捷：MRO百年深耕，铸就全球龙头

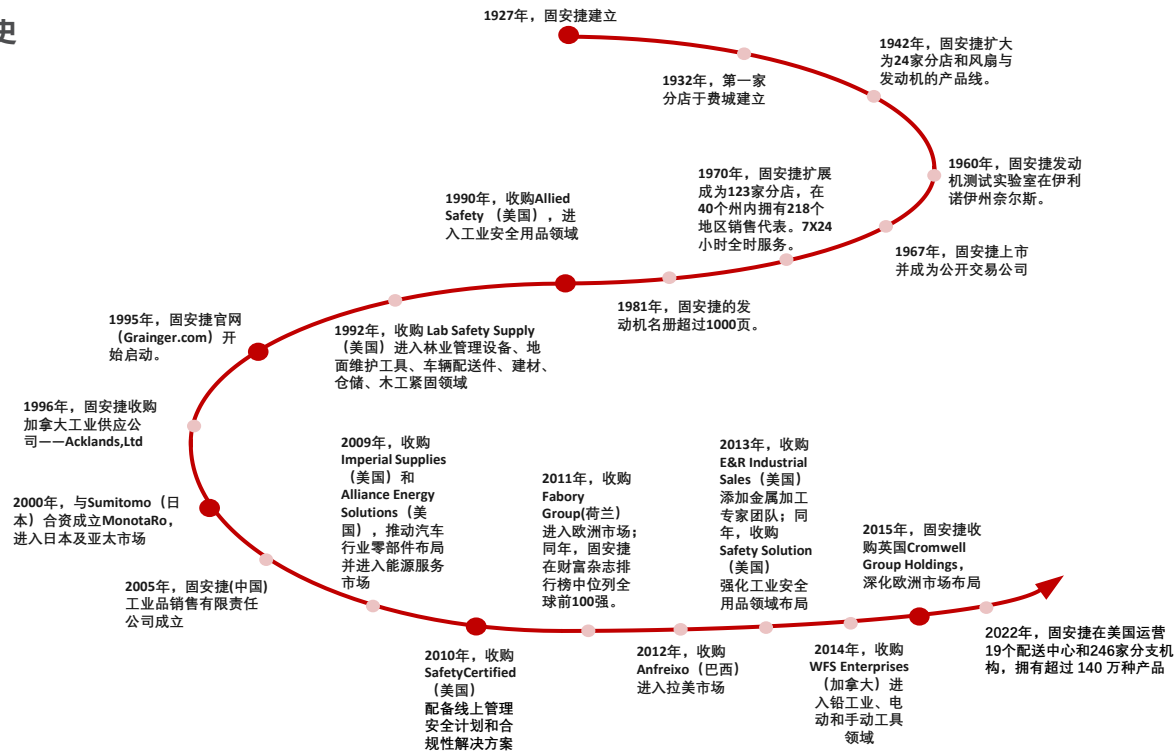
► 固安捷成长历史

- **百年龙头成长史。** Grainger是全球领先的设备维护、修理和运作（MRO）工业品分销商，拥有80多年信誉保证。固安捷全球拥有600多家分店、18家配送中心和庞大销售网络，每天超过110,000次向全球180万客户提供种类繁多的MRO产品。公司发展历史主要分为2个阶段：
- **初创发展期（1927~1990年）：** 公司成立于1927年，并于1932年在费城建立第一家分店，经过十年发展公司顺利发展成为拥有24家分店的中型公司。1967年公司顺利上市，并于1970年成为一家拥有123家分店的大型公司。
- **并购飞跃期（1990~至今）：** 1990年固安捷收购Allied Safety进入工业安全用品领域，此后固安捷先后对国内细分领域龙头公司进行并购，扩大自身产品序列，另一方面公司也开始对国外企业进行并购，主要是为了拓展国际市场。截至2022年，固安捷在美国运营19个配送中心和246家分支机构。

01

固安捷：MRO百年深耕，铸就全球龙头

图表：固安捷发展历史



资料来源：公司公告，搜狐网，民生证券研究院



证券研究报告

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn

* 请务必阅读最后一页免责声明

01

固安捷：MRO百年深耕，铸就全球龙头

➤ 固安捷产品线：高SKU覆盖客户广阔，线下配送中心提高履约效率

- 固安捷 (W.W. GRAINGER, INC.) 的稳定产品线保障供应链高效运转。固安捷的DTC库存拥有140万件MRO，同时在线上拥有超过3000万种品类为客户提供多样性选择，类别包括安全与保障、材料处理和储存、泵和管道设备、清洁和维护、金属加工和手动工具等。

图表：固安捷主要产品分类

 安全与安保	 照明及电器	 工具及测试仪器	 清洁和清洗	 暖通空调	 采购产品管道，软管，管和配件	 水管及水泵
 金属加工与制造	 电机及电源 传输	 气动与液压	 材料处理	 包装与运输	 紧固件，五金及 原材料	 楼宇及地面维修
 胶带，粘合剂和润滑剂	 车队及车辆维修	 实验室，办公室和酒店用品				

资料来源：公司公告，民生证券研究院

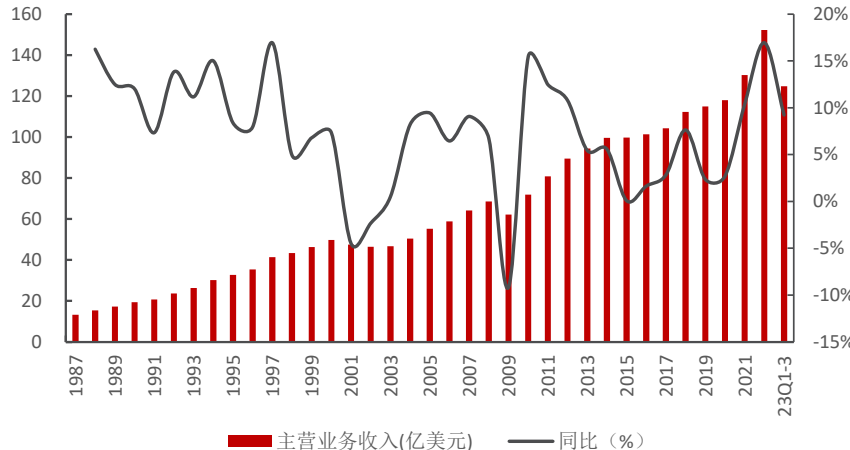
01

固安捷：MRO百年深耕，铸就全球龙头

➤ 固安捷营收情况

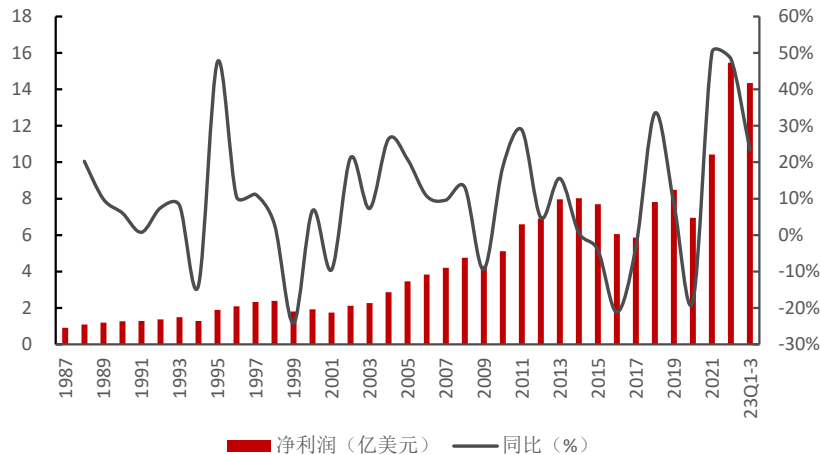
- 三十五载终成长为全球MRO龙头。2023Q1~Q3公司营收/利润分别为124.81/14.34亿美元，同比分别增长9.23%/23.30%，经过35年发展，1987~2022年公司营收/净利润CAGR分别为7.24%/8.45%，2022年固安捷占美国MRO市场份额为9.7%。

图表：固安捷营收情况



资料来源：公司公告，Bloomberg，民生证券研究院

图表：固安捷净利润情况

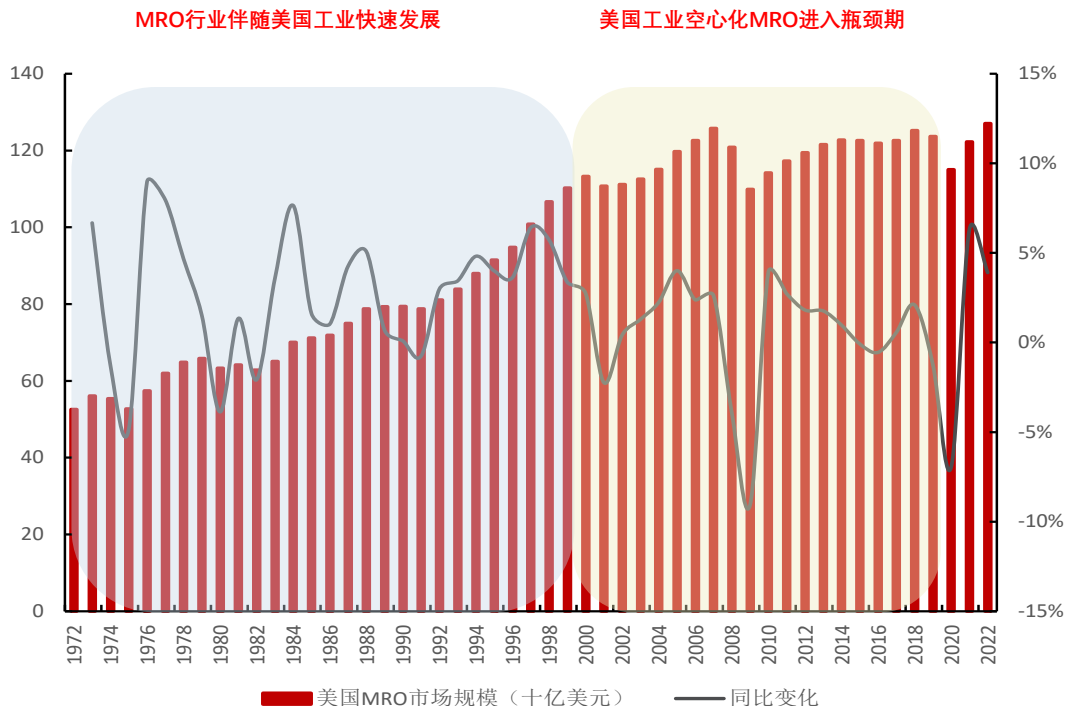


02. MRO市场：需求稳健增长，上下游深度绑定

➤ MRO行业增长平稳且持续

- 美国MRO市场规模重回增长快车道。2000年之前美国MRO市场规模逐步增长（1972~2000年从525.87亿美元增长至1132.48亿美元，CAGR为2.78%），进入21世纪后全球化分工+中国加入WTO，美国大规模将生产性企业迁往中国等地区，造成国内工业生产总值的下降，对应MRO市场规模增长也暂时承压（2000~2020年CAGR为0.08%）。2020年后随着美国政策要求工业生产型企业回流，美国MRO市场有望重回增长区间，2022年美国MRO市场规模为1270.38亿美元。

图表：美国MRO市场规模（十亿美元）



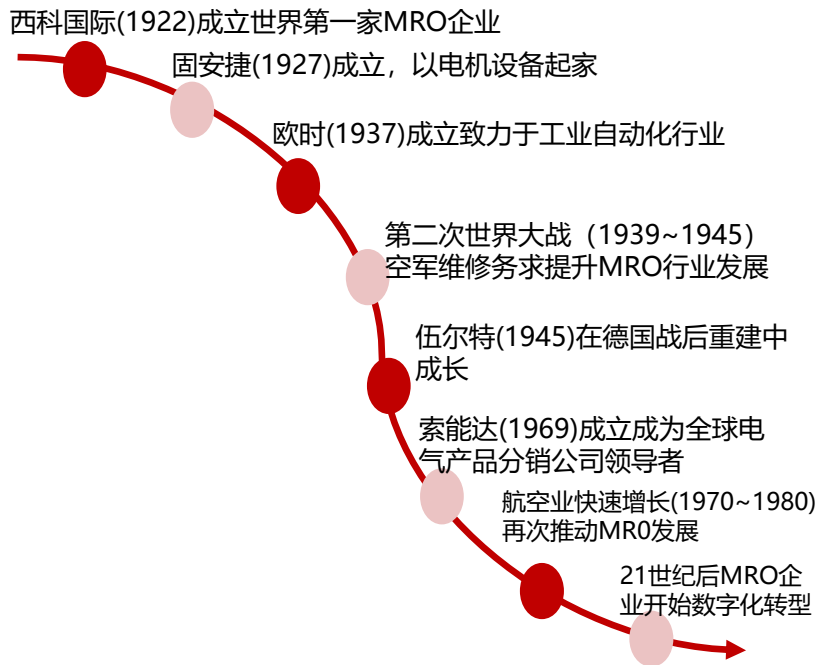
资料来源：wind，民生证券研究院

► 越大越强，头部公司助力MRO行业发展

- MRO的意思是“维护、维修、运行”，MRO于20世纪30年代最早在航空业被提及，当时MRO行业处于萌芽阶段，维修需求并不高。1922年成立的西科国际服务于大型工业和建筑设备领域，于各行业提供广泛解决方案和产品；1927年固安捷成立，初步定位是单品（机电设备）贸易商，二战期间深耕电气设备领域，于1967年上市后不断扩大工业品提供范围至工业安全领域、试验设备领域等；1937年欧时创立，是一家国际性电子和工业产品分销公司，产品范围包括工业自动化与控制、工业互联与测算等；二战期间，美英空军迅速扩大，维修需求大幅增加，MRO一词也被其他行业采用；1945年伍尔特公司成立，乘战后德国经济快速发展东风从一个螺丝贸易公司一步步成长为当今世界组装和固定技术的领军者；1969年索能达成立，逐步成长为全球性顶尖电气产品分销公司；1970~1980年，航空业快速增长，MRO开始引进计算机，提高效率和准确性；进入21世纪后，MRO服务商开始扩大规模，加大技术创新与人才培养，同时开始逐步数字化转型，降本增效。时至今日，MRO服务商在各细分服务行业深耕，助力MRO行业发展。

资料来源：Mordor Intelligence，民生证券研究院

图表：MRO发展历史



➤ MRO细分行业壁垒较高，整体行业可容纳多强存在

- 全球主要“玩家”包括索能达、伍尔特、西科国际、固安捷、欧时、NOW Inc.，从中我们可以观察到两点：

1、MRO覆盖细分行业众多，即使是行业龙头仍有其能力边际，每家所侧重行业均有所不同；2、MRO行业是一个能容纳多强的行业，即使在较为成熟的美国市场，固安捷美国地区目前所占的市场比例仍只有接近10%，行业发展潜力较大。

图表：行业主要“玩家”

	公司名	公司简介	主要服务地区	2022营收（亿美元）
1	索能达 (Sonepar SA)	Sonepar SA是一家全球性的电气产品分销公司。其业务模式涉及电气设备和产品的批发、分销以及为客户提供解决方案和技术支持。	欧洲、亚洲、北美和其他地区	350
2	Adolf Würrth GmbH & Co KG	Adolf Würrth GmbH & Co. KG 是一家德国的国际性企业，该公司的业务包括销售各种连接、固定、安装和维护产品，例如螺丝、螺母、螺栓、紧固件、工具等。	欧洲、北美、亚洲等多个地区	216.28
3	西科国际 (WESCO International)	WESCO International 是一家美国的大型工业和建筑设备分销公司。WESCO 在全球范围内经营，为各个行业的客户提供广泛的解决方案和产品，包括电气设备、自动化产品、照明设备、通信系统、工具等。公司的客户包括制造商、建筑商、政府机构、能源公司等。	北美、加拿大	214
4	固安捷 (Grainger)	公司提供数百万种MRO产品，通过多种渠道供应，包括在线销售、实体店面和目录销售。Grainger 的产品范围涵盖多个行业，包括制造业、建筑业、医疗保健和政府机构等。	北美、欧洲、亚洲等多个地区	152.28
5	欧时 Electrocomponent Plc (RS Components)	Electrocomponents Plc，常被称为 RS Components，是一家总部位于英国的国际性电子和工业产品分销公司。公司的产品线包括电子元件、电气配件、工业自动化和控制产品、工具、测试和测量设备等。RS Components 通过其在线平台和实体店提供产品。	英国	27.71
6	NOW Inc.	NOW Inc. 是一家全球性的分销商，专注于为石油和天然气行业提供各种产品和解决方案。他们的产品线涵盖了钻井、生产、管道、化学品、阀门、仪器和其他相关的能源服务和设备。	北美	23.10

资料来源：公司公告，BEROE Inc.，民生证券研究院

03. 启示：产品标准化+链 路数字化+服务定制化

启示：产品标准化+链路数字化+服务定制化

➤ 行业专业性较强，细分行业有较强壁垒

- MRO是一个逐步爬坡过程，固安捷通过不断收购实现营收增长（1987~2022年营收CAGR为7.24%），其中固安捷收购主要分为两种：
- 对国内公司收购：**主要是为了扩充产品品类以及相对应的客户，固安捷对收购进来的客户可以对其数字化管理、供应链以及扩充其他品类进行赋能。**对国外公司的收购：**主要是扩展国外市场以及对渠道的投资。
- 行业增长：**MRO行业与本国工业产值强挂钩，目前美国实行制造业回流政策，叠加渗透率的提升，未来或再次迎来行业大发展期。

图表：固安捷通过并购实现增长



资料来源：公司公告，Bloomberg，民生证券研究院

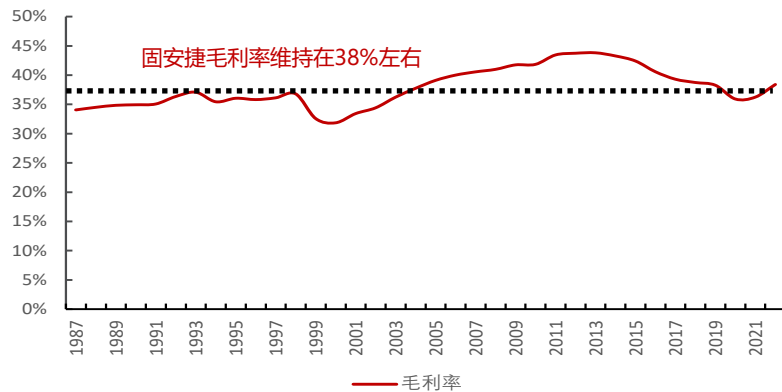
图表：固安捷收购情况

年份	事件	影响	收购金额 (亿美元)
1990	收购Allied Safety (美国)	进入工业安全用品领域	0.67
1992	收购 Lab Safety Supply (美国)	进入林业管理设备、地面维护工具、车辆配送件、建材、仓储、木工紧固领域	1.6
1996	收购 Acklands Limited (加拿大)	进入加拿大市场	2.52
2000	与Sumitomo (日本) 合资成立MonotaRo	进入日本及亚太市场	-
2005	成立固安捷 (中国)	进入中国市场	-
2009	收购Imperial Supplies (美国)	推动汽车行业维护产品和售后汽车零部件布局	1.22
	收购Alliance Energy Solutions (美国)	进入能源服务市场，主打节能照明设备	
2010	收购Safety Certified (美国)	配备线上安全管理计划和合规性解决方案	1.23
2011	收购Fabory Group (荷兰)	进入欧洲市场、强化紧固件领域布局	3.58
2012	收购Anfreixo (巴西)	进入拉美市场	0.37
2013	收购E&R Industrial Sales (美国)	添加金属加工专家团队，扩展在制造领域的服务能力	1.16
	收购Safety Solution (美国)	强化工业安全用品领域布局，尤其是安全鞋	0.3
2014	收购WFS Enterprises (加拿大)	强化工业安全用品布局，加强金属加工服务能力，进入铅工业、电动和手动工具领域	0.33
2015	收购Cromwell Group Holdings (英国)	深化欧洲市场布局	4.64

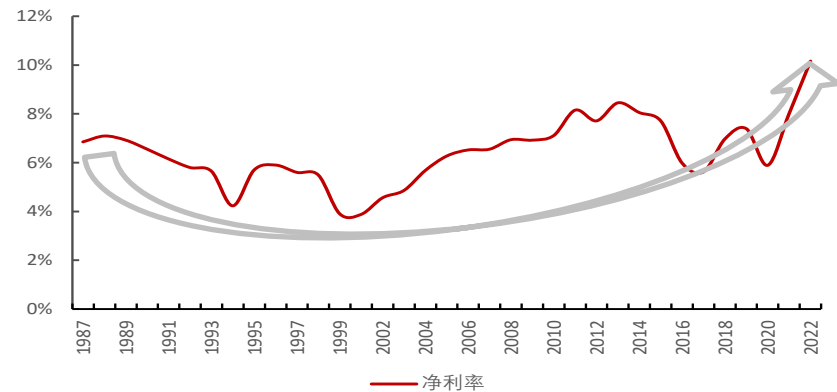
➤ 通过并购模式实现跨领域扩张，营销渠道等协同性带来1+1>2

- **数字化赋能有效提升盈利水平。**经过多次并购后，固安捷毛利率仍保持在38%左右，我们认为固安捷所收购企业均为细分行业头部公司，因此可以与固安捷一样为客户赋能，保持一定的产品溢价。在固安捷收购其他公司以后，不断扩充自身的产品序列以及所覆盖的行业领域，被收购公司不仅可以复用固安捷的营销渠道、物流渠道等，还可以有效依靠固安捷的数字化能力提升自身效率，因此我们观察到从1987年~2022年公司净利率从6.85%提升到10.16%，2000年前净利率下降主因线下门店+DCS等基础设施投入。

图表：固安捷毛利率



图表：固安捷净利率



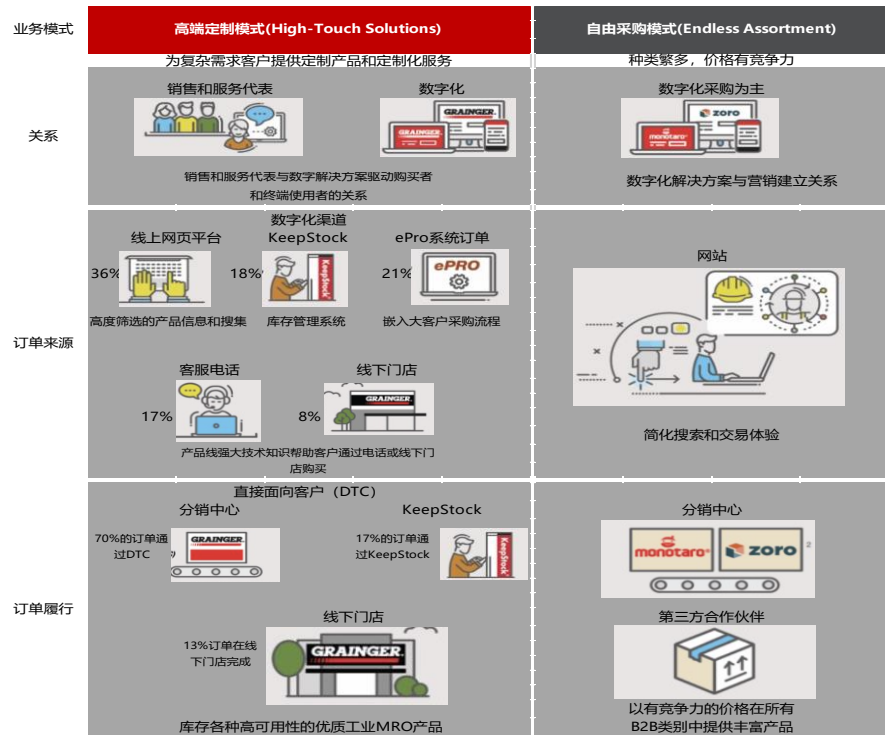
资料来源：公司公告，Bloomberg，民生证券研究院

► 定制化服务模式，内核是供应链高效管理

- 高端定制模式：**主要是针对北美中大型客户，为其设定客制化服务。售前服务：与客户对接了解其需求，根据其购买的产品品类、数量以及工厂所在区位进行定制化的服务，并且为客户后续下单渠道做好准备（如在epro系统中创立账号）。
下单：公司主要有五种下单方式：线上网页平台/KeepStock/ePro系统/客服电话/线下门店，2022年分别占比36%/18%/21%/17%/8%。其中keepstock为放置在客户工厂内的货品柜，方便客户直接拿取，是交付时效最强的方式，但是其承载的商品数量有限，因此公司将keepstock连入线上系统，通过分析客户的下单行为对产品sku、数量进行调整。epro系统主要是嵌入大客户的采购系统中，客户在其他平台下单时可以直接转到固安捷官网平台，方便与客户进行对接，因为epro系统与客户系统打通，因此可以保证客户、固安捷、供应商三者系统的打通，且客户可以自由设置审批流程，对整个采购流程进行监控，并且可以将数据留存在客户系统中，为客户提供更高的数据价值。
交付模式：主要分为三种模式，包括DTC/KeepStock/线下门店，2022年分别占比70%/17%/13%，固安捷通过在北美建立完善的DTC，不断优化交付时效性。
- 自由采购模式：**更偏向于网络采购，在全球地区客户可以在固安捷并购的当地线上化平台进行采购，同样通过DTC的方式或第三方合作的方式进行交付。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：固安捷运营模式

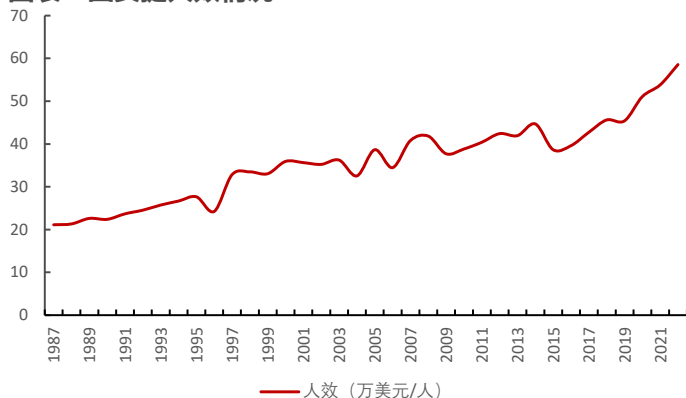


启示：产品标准化+链路数字化+服务定制化

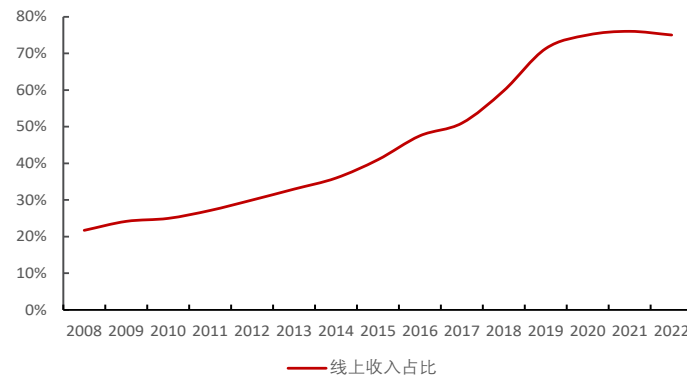
► 优化线上平台&协同效应显现，人效持续提升

- 1987~2022年公司人效从21.11万美元/人提升至58.57万美元/人，CAGR为2.96%。人效上升主因：1、公司大力发展线上平台，线上化率提高之后销售人员只需在前期与客户约定采购框架，后续将客户引导进入线上下单即可，**公司线上收入占比不断提升，从2008年的21.74%提升至2022年的75.00%**，供应链流程持续简化，降本增效；2、公司并购过程中，销售人员、渠道、物流等都可以复用，能大幅度提高公司运营效率。

图表：固安捷人效情况



图表：固安捷线上收入占比情况



资料来源：公司公告，Bloomberg，民生证券研究院

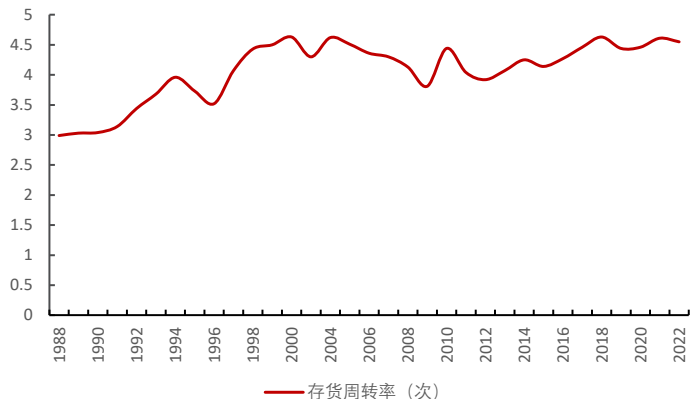
03

启示：产品标准化+链路数字化+服务定制化

➤ 完善智能供应链体系，sku大幅提升背景下公司效率不降反升

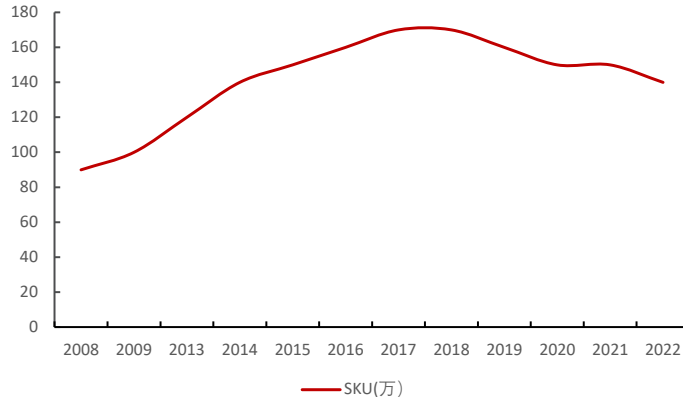
- 1987~2022年公司存货周转率从2.99次提升至4.55次，主因公司针对客户在公司网站、epro以及keepstock等线上渠道的采购方式并进行数字化分析，了解客户的采购产品以及采购周期，对仓库的SKU数量、种类进行优化。公司DCS仓库经历了2008-2017年SKU数量从90万个增长到170万个（收购完成后覆盖行业增多导致SKU数量上升），此后通过对采购数据分析，2022年将DCS SKU数量优化到140万个（线上可选SKU数量仍有3000万个）。

图表：固安捷存货周转率情况



资料来源：公司公告，Bloomberg，民生证券研究院

图表：固安捷DCS仓库SKU 情况



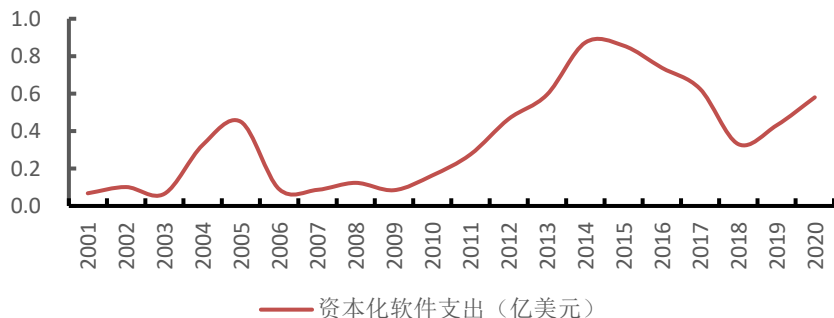
03

启示：产品标准化+链路数字化+服务定制化

➤ 重研发抓住21世纪线上化浪潮

- 进入21世纪后固安捷先后在2004-2005年和2012-2020年之间抓住线上化浪潮，大幅提升软件支出费用将公司各渠道通过线上化方式打通。从公司交付渠道的方式也可看出公司提升线上化率的决心，从2008年开始DCS的数量从9个提升到2019年的17个，而线下门店数量却从437家降低到282家。

图表：固安捷软件支持情况

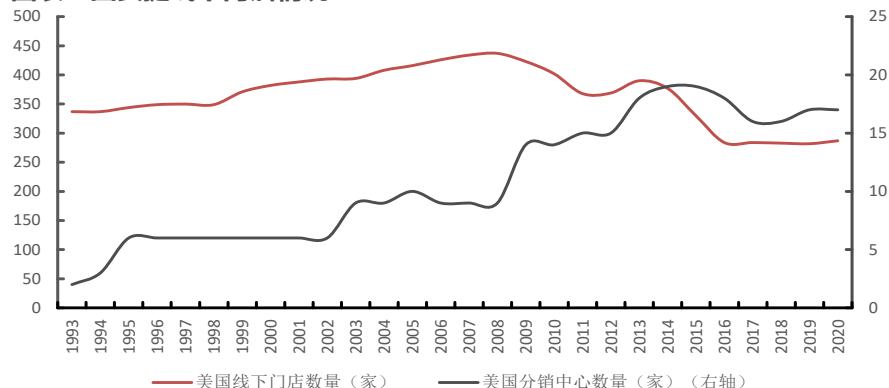


资料来源：公司公告，Bloomberg，民生证券研究院

图表：固安捷软件系统支出情况

时间	固安捷软件系统支出具体的事项
2004-2005	线下门店升级SAP系统，将产品标准化
2011-2017	官网平台更新
2013-2020	打造DCS交互系统
2014-2017	打造KeepStock系统
2017-2020	将线下门店库存信息链接至官网平台
2019-2020	日本地区DCS交互系统更新

图表：固安捷线下门店情况

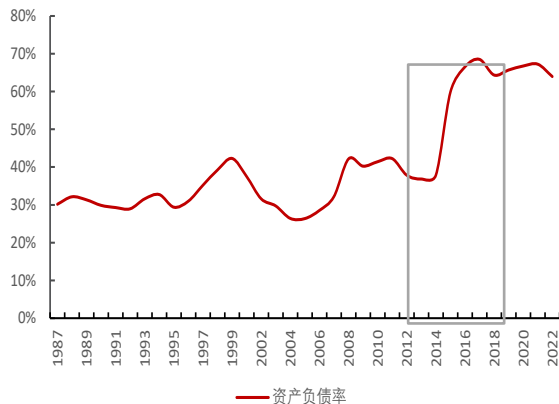


启示：产品标准化+链路数字化+服务定制化

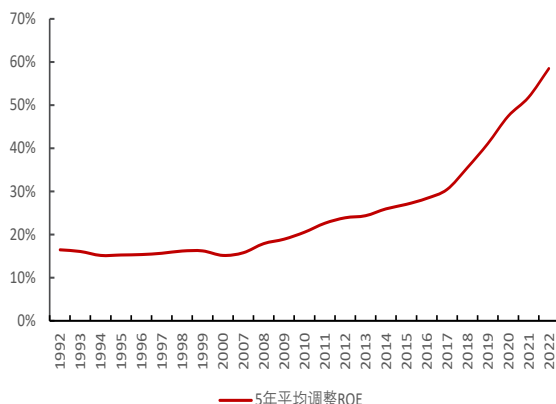
➤ 积极加杠杆模式运营，5年平均ROE接近60%

- 固安捷采取轻资产运营模式，主要资产为前置仓（DCS），1987年以来固定资产占比基本保持在30%以下，2022年固定资产占比为24.1%。从2014年开始，固安捷主动提高资产负债率（回购股票发行10亿美元债券），到2017年提升30.7pct至68.5%，此举也逐步提高公司的ROE水平，2022年公司5年平均调整ROE为58.47%，较2014年提高32.5pct。

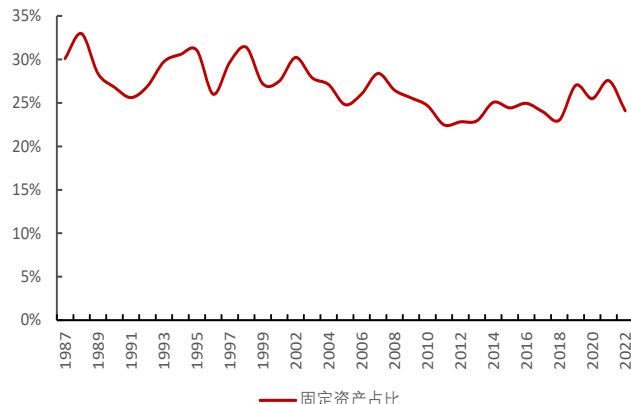
图表：固安捷资产负债率情况



图表：固安捷ROE情况



图表：固安捷固定资产占比情况



资料来源：公司公告，Bloomberg，民生证券研究院

启示：产品标准化+链路数字化+服务定制化

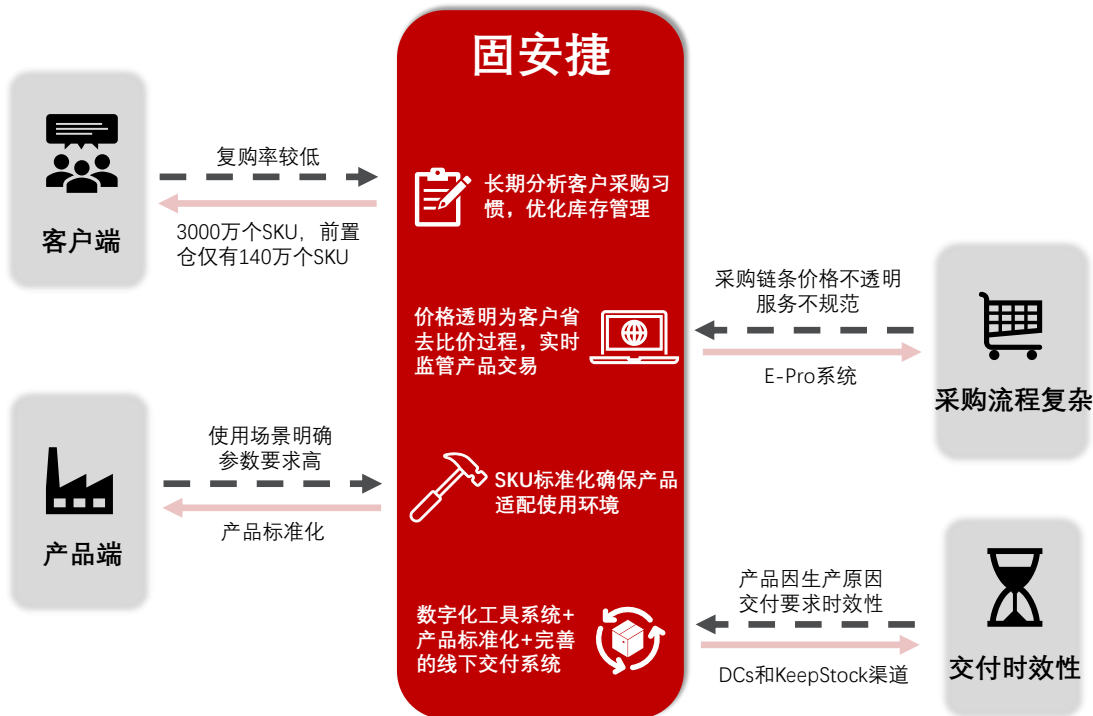
➤ 长坡厚雪MRO赛道，企业护城河非一日之功

- MRO是一个长坡厚雪的赛道，需要多年的积累：MRO产品线复杂，复购率较低。**但90%的SKU在当年被同一客户购买的次数少于两次，50%以上的库存产品处于呆滞状态。截至2022年，固安捷拥有3000万个SKU，但前置仓仅有140万个SKU，这需要长期分析客户采购习惯才能优化自身的库存情况。**MRO产品需要标准化定义：**区别于通用型的办公用品（例如写字本纸张大小、硬度等参数不同但不影响使用），MRO行业需要对产品进行标准化（例如扳手的扭力），固安捷对自身SKU进行标准化定义确保客户能采购到正确产品。**MRO采购流程复杂：**由上游生产商制造完成后，还需要经过一级、二级、三级零售服务商等渠道流通到下游客户端，整个链条价格不透明，管理水平参差不齐，服务不规范，固安捷通过官方网站以及epro系统将客户、自身以及供应商集合到同一线上系统中，为客户省去比价过程，并且可全程监控整个产品交付过程。**MRO交付要求一定时效性：**MRO产品虽然不直接参与工业生产，但却是工业生产不可或缺的一环，因此对于某些产品的交付有一定时效性要求，固安捷通过线下铺设DCS以及Keepstock交付渠道提升交付效率。**数字化工具系统+产品标准化+完善的线下交付系统所带来的客户粘性提升共同构成固安捷企业护城河。**

03

启示：产品标准化+链路数字化+服务定制化

图表：固安捷如何建立起企业护城河



资料来源：公司公告，民生证券研究院整理



证券研究报告

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn

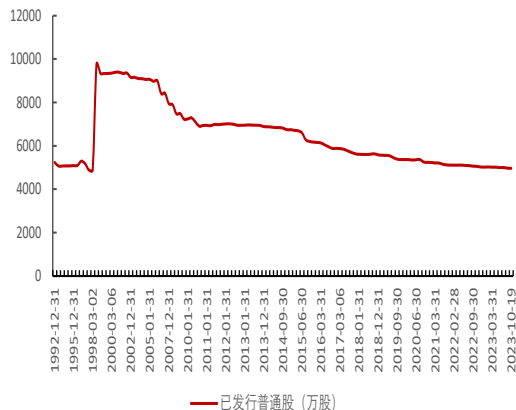
* 请务必阅读最后一页免责声明

启示：产品标准化+链路数字化+服务定制化

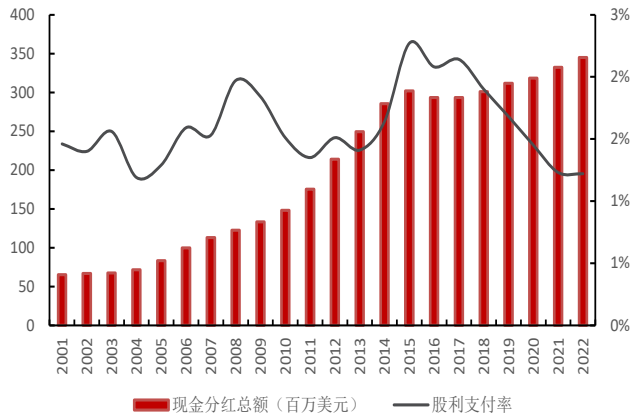
➤ 公司持续大比例回购&分红，近6年公司市值CAGR达23.3%

- 1998年6月~2023年6月公司已发行普通股减少48.81%至4999.83万股；2001~2022年公司经营活动现金流净额从5.09亿美元增加至13.33亿美元，稳定现金流背景下，公司通过回购+高额分红让投资人不断享受公司成长所带来的红利。截至2023年11月21日公司市值达到400亿美元，近20年实现超过20X的市值成长

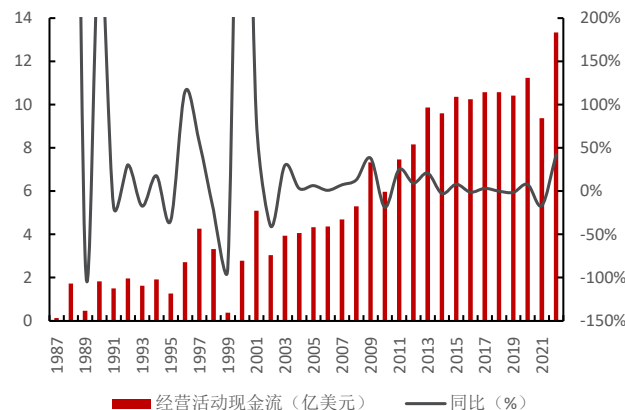
图表：固安捷已发行普通股情况



图表：固安捷分红情况



图表：固安捷现金流情况



资料来源：公司公告，Bloomberg，民生证券研究院

固安捷对国内MRO企业的启示

- 产品标准化：**MRO产品种类繁多，在不同制造商、供应商的体系中相同产品的名字可能都不尽相同，因此对于中国的MRO企业来说，尤其是从办公用品扩展到MRO行业的企业来说，所做的第一步即将自身SKU标准化，不仅可以筛选出重复SKU，也方便客户顺利下单找到真正需要的产品。
- 数字化系统建设：**当前国央企平台倡导阳光采购，MRO企业可建设类似固安捷epro的嵌入化系统，将客户与供应商集中到自身数字化平台中，不仅可以方便客户监管产品交付、方便客户下单，也可以留下客户采购数据方便自身研究，以此来提高自身的运营效率。
- 交付系统建设：**我国与美国一样幅员辽阔，尤其是地方性国央企会深入中西部地区，因此国内MRO企业也应加大对前置仓的建设，对时效性较强的产品可通过在厂房设立自助采购设施（例如keepstock与京工柜）进行及时交付。

图表：固安捷在美国拥有大量分支机构



资料来源：公司官网，中国日报中文网，Bloomberg，民生证券研究院

图表：设立在厂房里的京工柜



重点企业推荐

- 齐心集团：**齐心集团为办公用品集采龙头企业，目前公司大力发展MRO品类，在标准品品牌化、专业品定制化两方向携手共进。预计公司2023-2025年归母净利润为2.2/3.3/3.8亿元，对应PE估值为23X/16X/13X。
- 晨光股份：**晨光科力普以大B客户为基石，持续拓展复杂度更高的MRO品类产品，MRO业务扩张有望迎来新台阶。预计公司2023-2025年归母净利润为16.0/19.3/23.3亿元，对应PE估值为23X/19X/16X。
- 咸亨国际：**公司持续深耕电网领域，横向拓展采取四大军团策略，未来伴随公司对新拓展领域理解加深，非标品产品比例提升带动毛利率提升。预计公司2023-2025年归母净利润为1.5/2.0/2.6亿元，对应PE估值为36X/27X/20X。

图表：重点推荐企业

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS				PE				评级
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
002301.SZ	齐心集团	7.06	0.18	0.31	0.45	0.53	40	23	16	13	推荐
603899.SH	晨光股份	40.39	1.38	1.72	2.08	2.51	29	23	19	16	推荐
605056.SH	咸亨国际	12.78	0.50	0.36	0.48	0.64	25	36	27	20	推荐

资料来源：，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年11月23日收盘价）

04. 风险提示

04

风险提示

- **1) 线上化渗透率提升不及预期。**线上化采购存在一定的信任风险，产品质量出现问题可能带来双方信任降低从而抑制线上化渗透率的提高。
- **2) 国际形势变化风险。**国际地缘政治及经济形势变动或将影响海外业务拓展，给企业造成潜在损失。
- **3) 政府采购支出缩减风险。**MRO采购受政府采购情况影响，财政赤字直接影响政府的采购频率和规模。

THANKS 致谢

民生轻工&中小盘研究团队：



分析师 徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮件：xuhaoliang@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司 境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。