



群雄并起，逐鹿万亿市场

投资要点

- **集采政策推动下行业格局发生变化，头部供应商集中度提升：**2018年国内大办公市场规模达到1.9万亿，估计未来5年复合增长率约9%，预计2022年有望达2.7万亿。2015年出台的采购法实施条例要求央企及各级政府办公用品采购集采化和电商化，这一举措导致最近几年政府及大型企业采购门槛的明显提升。在招投标方式下，入围大B客户供应商名单的一般都是龙头供应商。
- **集采市场释放，行业空间扩张。**2018年各级政府采购中心、央企、大型金融机构及其他500强企业等头部客户采购额上万亿，头部采购额占比近50%，但市场还远未完全释放。根据中国产业调研网发布的《2017-2020年中国办公用品行业现状研究分析及市场前景预测报告》显示，目前我国办公用品B2B客户总量达到800万户，包括各类企业以及政府部门，已初步形成采购网络，但央企电商化采购渗透率尚不足30%，未来还有广阔的市场空间，这些逐渐释放出来的市场份额都有望被少数几家龙头供应商占据。
- **品类扩张，发挥集采协同效应。**随着大企业将越来越多的品类放出来集采，品类从办公用品向劳保、MRO工业品、员工福利等有一定重合度的品类延展。MRO市场巨大，采购专业化要求高，利润率可观。目前国内工业品销量上线率不足1%，未来还有很大提升空间。
- **仓储物流+信息系统+供应链管理加深壁垒。**通过复盘史泰博黄金发展期，我们认为全球的供应链管理能力和仓储物流配送能力大幅提升了公司的运营效率，2002-2007年的5年间公司的净利率提升了近4%。当前，国内龙头供应商开始抢滩仓储物流及信息系统，加深护城河。全国性的物流配送网络通常是大型企业招标的硬性指标，而要实现全国区域的覆盖，需要前几年企业持续的资本投入，一旦建设完成后，规模优势逐步显现。此外，垂直型供应商的一大优势在于产品端可构建出专业化、差异化壁垒；同时服务端可提供定制化、设立专门的对接体系，周全的上门服务模式，对账、开发票等流程灵活，能响应客户紧急下单的要求，因此在政企大客户上垂直型企业有优于平台型企业的竞争力。
- **推荐标的：**建议关注办公垂直集采供应商龙头晨光文具（603899）、齐心集团（002301）。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；利润率下行的风险；现金流回收低于预期的风险。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
603899	晨光文具	46.23	买入	0.88	1.13	1.39	54	42	34
002301	齐心集团	13	买入	0.26	0.38	0.51	50	34	25

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

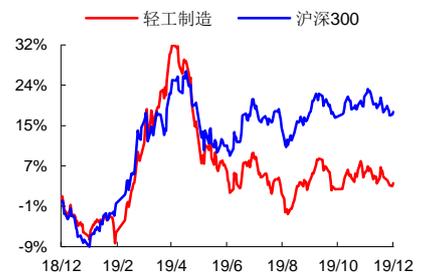
分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	130
行业总市值(亿元)	7,505.28
流通市值(亿元)	7,340.79
行业市盈率 TTM	22.24
沪深300市盈率 TTM	11.7

相关研究

1. 轻工行业2020年投资策略：柳暗花明景气向上，聚焦龙头博弈成长 (2019-11-27)
2. 轻工行业2019年三季度总结：家居、造纸景气回升，文娱板块持续亮眼 (2019-11-05)
3. 轻工行业周报(10.8-10.13)：龙头房企销售增速持续提升，家具板块或迎布局良机 (2019-10-14)
4. 轻工行业周报(9.9-9.15)：库存低位促文化纸提价落实，吨纸盈利持续提升 (2019-09-16)
5. 轻工行业2019年中报总结：多个子行业迎结构性改善，下半年有望继续回暖 (2019-09-06)
6. 轻工行业周报(8.19-8.25)：探寻家居新零售发展趋势 (2019-08-26)

目 录

1 集采兴起，格局速变	1
1.1 集采+电商，采购市场扩容，头部供应商集中度提升	1
1.2 集采+电商化，头部客户采购量逐渐释放	4
2 品类扩张，发挥集采协同效应	5
2.1 MRO 采购量庞大，巨头孕育	5
2.2 固安捷：全球 MRO 龙头分销商	6
2.3 我国 MRO 市场进入快速发展期	8
3 仓储物流+信息系统+供应链管理加深壁垒	9
3.1 史泰博复盘：全球扩张促收入爆发，供应链深耕助经营质量提升	9
3.2 国内龙头抢滩仓储物流及信息系统，加深护城河	11
3.3 落地服务能力提升壁垒	12
4 主要垂直型供应商模式对比	13

图 目 录

图 1: 国内办公用品市场规模	1
图 2: 办公用品不同品类市场空间	1
图 3: 2015 至 2018 年我国企业电商化采购交易规模	2
图 4: 美国办公用品销售渠道占比	2
图 5: 2014-2017 年政府货物类采购规模	4
图 6: 数字化改造采购供应链体系	4
图 7: 企业电商化采购综合型平台使用情况	5
图 8: 垂直平台体系	5
图 9: 2018-2023 年中国工业品市场规模	6
图 10: 2018 年中国工业品市场规模结构	6
图 11: 固安捷收入及其增速	7
图 12: 固安捷净利润 (百万美元) 及其增速	7
图 13: 2009-19H1 固安捷毛利率及净利率情况	8
图 14: 工业品 B2B 行业发展过程	8
图 15: 2012 年至今工业品 B2B 融资事件数及融资金额	9
图 16: 史泰博 1991-1998 年营收及增速	10
图 17: 史泰博 1991-1998 年净利润及增速	10
图 18: 史泰博 2000-2007 年销售费用率情况	10
图 19: 史泰博 2000-2007 年管理费用率情况	10
图 20: 史泰博 2000 年-2007 年毛利率和净利率情况	11
图 21: 史泰博 2000 年-2007 年经营性现金流及收现率	11
图 22: 晨光 2015-2019H1 租赁费及增速	12
图 23: 晨光 2015-2019H1 运输装卸费及增速	12
图 24: 齐心集团营收及增速	13
图 25: 办公物资业务毛利率/净利率变化	13
图 26: 科力普营收及增速	14
图 27: 科力普净利润及净利率情况	14

表 目 录

表 1: 政府、国企、央企电商化集采相关政策	3
表 2: 头部客户数量及齐心开拓情况 (截至 2019 年 8 月)	4

1 集采兴起，格局速变

广义的办公用品行业包括办公家具、办公设备、文具耗材、礼品卡券等细分市场。根据中国产业信息网数据，大办公用品市场具有广阔的市场空间，2018 年国内大办公市场规模达到 1.9 万亿，政府机构、央企国企以及各类民营企业是办公文具的主要消费群体。据估计未来 5 年复合增长率约 9%，预计 2022 年有望达 2.7 万亿，按产品类型看，消耗类办公用品市场空间为 5000 亿元、资产设备类办公用品市场空间为 15000 亿元、员工福利用品市场空间为 2000 亿元、MRO 标准产品市场空间为 5000 亿元。

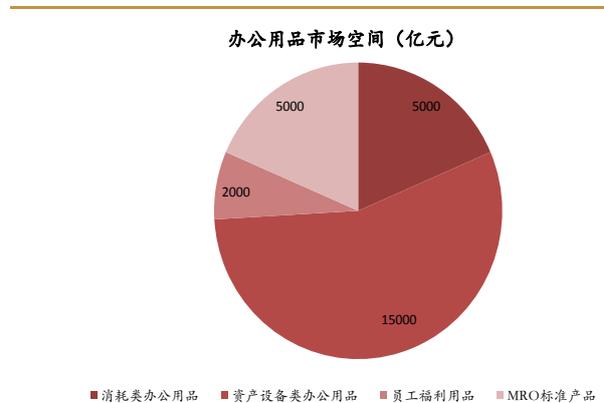
行业空间扩张来自两个方面：1) 国企央企军网政府等体系集采逐渐放开；2) 集采品类逐渐扩容。

图 1：国内办公用品市场规模



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 2：办公用品不同品类市场空间

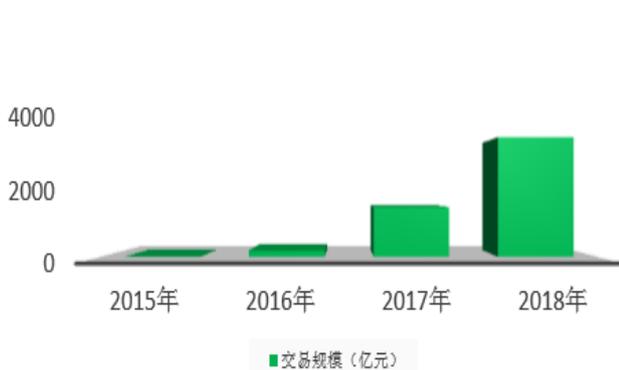


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

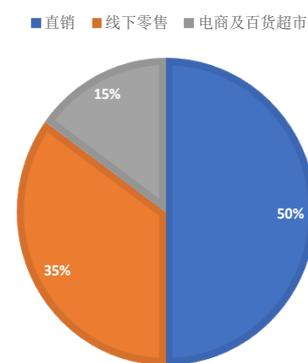
1.1 集采+电商，采购市场扩容，头部供应商集中度提升

近几年办公用品采购出现了产业格局上的变化，导致集中度迅速向头部供应商提升：

(1) 传统的办公用品采购渠道主要是电商平台直购及线下经销分散式采购，经销模式有透明度低、价格相对较高、服务响应不够及时等痛点，行业集中度低。在过去十年综合型电商冲击下，线下经销模式逐渐式微，直销占比快速提升。直销满足了价格透明、方便快捷等需求点，参考美国这一办公用品发展相对成熟的市场，办公物资直销渠道收入占比达到 50%。以此估计，我国办公直销市场有望突破万亿。由于直销渠道对供应商的综合能力提出较高要求。目前国内年销售额在 10 亿元以上的办公直销企业仅有得力办公、齐心集团、晨光文具、欧菲斯办公伙伴、领先未来、京东苏宁等少数几家，鉴于综合优势明显，在招投标方式下，入围大 B 客户供应商名单的一般都是龙头几家直销平台。

图 3：2015 至 2018 年我国企业电子化采购交易规模


数据来源：《企业电子化采购发展报告 2018》，西南证券整理

图 4：美国办公用品销售渠道占比


数据来源：智研咨询，西南证券整理

(2) 阳光化采购兴起，头部企业集中度迅速提升。2015 年《中华人民共和国政府采购法实施条例》明确要求实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，推动利用信息网络进行电子化政府采购活动，随后要求在 2017 年 6 月底前，在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系，基本实现公共资源交易全过程电子化。这意味着政府及央企从协议供货方式向集中采购方式转变，通过引入市场竞争、电子化操作等方式，使采购过程阳光透明。这一举措导致最近几年政府及大型企业采购门槛的明显提升：**1) 竞标企业必须具有完善的线上采购平台和物流供应配套服务；2) 企业必须具备有一定的让利空间，以在竞标中获得绝对优势；3) 企业必须拥有良好的品牌声誉度，能保证各批次质量稳定。**

我们查询了中国移动 2019-2022 年电商平台合作伙伴集中采购的招标要求，明确提出 1) 供应商注册资金或开办资金不得低于 2 亿元；2) 2016 年至今供应商具备至少 3 个大型企业电子化采购服务案例，执行周期不低于 1 年；3) 供应商具有公开的自有电子商城，并具备商品目录及价格查询、下订单、结算和支付等功能；4) 供应商应在自由仓库内完成产品仓储库存管理，并提供全国范围内采购人指定地点的物流配送服务。在这些明确要求下，中移动此次 3 年期的集中采购仅 6 家企业中标，分别为：晨光科力普、欧菲斯办公伙伴、得力集团、史泰博、齐心集团、苏宁易购。国家电网 2017 年办公物资电子化采购竞争性谈判的招标结果也只有 8 家公司获得，分别是：得力集团、领先未来、欧菲斯办公伙伴、晨光科力普、齐心集团、史泰博、苏宁云商、浙江物产，均为在行业深耕多年有较深经验积淀的企业，大型企业采购明显向头部供应商集中。

(3) 电商化采购的持续推进，提高进入门槛。2015 年来财政部、国资委及地方政府相继出台多个通知要求推动集采电商化，提升采购管理水平。根据《中国企业电子化采购发展报告(2018)》，2018 年我国企业电子化采购市场规模约为 3600 亿元，同比增速高达 80%。其中企业对消费通用型产品和服务的电商化采购交易额超过 1500 亿元，增长率达到 62%，远高于传统 B2B 交易 20% 左右的增长率，也远超网络零售的增长速度。央企、国企办公用品阳光化电商化采购进程持续推进。

多个地方政府上线了政府采购平台：武汉市政府集中采购交易系统正式上线，可以实现“一次都不用跑”就完成采购；义乌首个“预算——采购——支付”全流程电子化运行项目完成，打破政府采购内外网信息系统“孤岛”，实现互联互通；经过 5 家供应商 8 轮在线比价，连云港市政府采购电子竞价系统的首个项目顺利完成竞价。

表 1：政府、国企、央企电商化集采相关政策

时间	机构	内容
2015 年 1 月	国务院办公厅	发布《中华人民共和国政府采购法实施条例》，明确提出国家实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，推动利用信息网络进行电子化政府采购活动。
2015 年 6 月	国资委	印发《采购管理专项提升对标指标》，将央企采购电子化水平纳入提升指标。
2015 年 8 月	国务院办公厅	印发的《整合建立统一的公共资源交易平台工作方案》，要求 2016 年 6 月底前，地方各级政府基本完成公共资源交易平台整合工作；2017 年 6 月底前，在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系，基本实现公共资源交易全过程电子化。
2017 年 2 月	财政部	发布《“互联网+”招标采购行动方案（2017-2019 年）》，提出到 2019 年，覆盖全国、分类清晰、透明规范、互联互通的电子招标采购系统有序运行，以协同共享、动态监督和大数据监管为基础的公共服务体系和综合监督体系全面发挥作用，实现招标投标行业向信息化、智能化转型。
2017 年 4 月	财政部	颁布《财政部关于进一步做好政府采购信息公开工作有关事项的通知》，强调各地要推进政府采购信息发布网络平台建设。
2018 年 11 月	中央深化改革委员会	审议通过了《深化政府采购制度改革方案》，会议指出，深化政府采购制度改革要坚持问题导向，强化采购人主体责任，建立集中采购机构竞争机制，改进政府采购代理和评审机制，健全科学高效的采购交易机制，强化政府采购政策功能措施，健全政府采购监督管理机制，加快形成采购主体职责清晰、交易规则科学高效、监管机制健全、政策功能完备、法律制度完善、技术支撑先进的现代政府采购制度。
2019 年 7 月	财政部	印发《关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》，提出了全面清理政府采购领域妨碍公平竞争的规定和做法（要求各地区、各部门进行全面清理和纠正，清理结果要及时向社会公开，并于 2019 年 10 月 31 日前报送财政部）、严格执行公平竞争审查制度、加强政府采购执行管理、加快推进电子化政府采购、进一步提升政府采购透明度、完善政府采购质疑投诉和行政裁决机制等六个方面的目标。

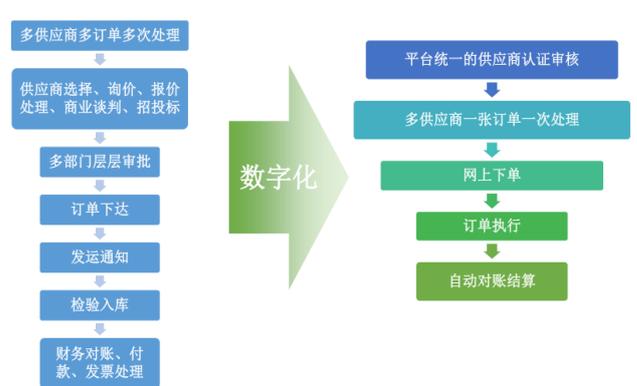
数据来源：政府网站公告，西南证券整理

政策明确提出：1) 设区的市、自治州以上人民政府根据本级政府采购项目组织集中采购的需要设立集中采购机构，未纳入《集中采购目录》的政府采购项目，都可实行分散采购。国资委允许集团总部进行一级采购，也允许二级采购（只能截止到总部直属的小集团）。目前不少国有企业下属机构仍是自行采购，**未来可能收归到总部进行采购。**2) 政府层面明确要求实行统一的采购电子交易平台建设标准，推动利用信息网络进行电子化政府采购活动，国资委方面是加快推进电子招标采购。

2018 年各级政府采购中心、央企、大型金融机构及其他 500 强企业等头部客户采购额上万亿，占办公用品采购总量约 50%。根据中国产业调研网发布的《2017-2020 年中国办公用品行业现状研究分析及市场前景预测报告》显示，目前我国办公用品 B2B 客户总量达到 800 万户，包括各类企业以及政府部门，已初步形成采购网络，但央企电商化采购渗透率尚不足 30%，未来还有广阔的市场空间。办公用品电商化集采可提升采购效率，但系统对接、下单模式变化等因素一定程度上延缓企业办公用品集采电商化进程，电商采购占比是逐步提升的过程。

图 5：2014-2017 年政府货物类采购规模


数据来源:《中国企业电商化采购发展报告(2018)》,西南证券整理

图 6：数字化改造采购供应链体系


数据来源:《中国企业电商化采购发展报告(2018)》,西南证券整理

1.2 集采+电商化，头部客户采购量逐渐释放

目前大型政企客户在逐渐放出电商化集采的规模，据统计这些头部客户年采购量近万亿元，占办公用品采购总量约 50%。目前电商采购渗透率不足 30%，因此未来还有较大渗透率提升空间。以齐心为例，到 19 年 8 月公司已开拓省、市政府 80 家、央企 24 家等合计 150 家大型政企客户，大客户集采持续推进，渗透率快速提升。

表 2：头部客户数量及齐心开拓情况（截至 2019 年 8 月）

客户类型	数量	齐心
省、市政府	250 家+	80 家
央企	97 家	24 家
大型银行及保险机构	30 家+	15 家
军区、军工企业	50 家+	15 家
大企业	超过 10000 家	16 家
中小微企业	超过 2800 万家	

数据来源:公司公告,西南证券整理

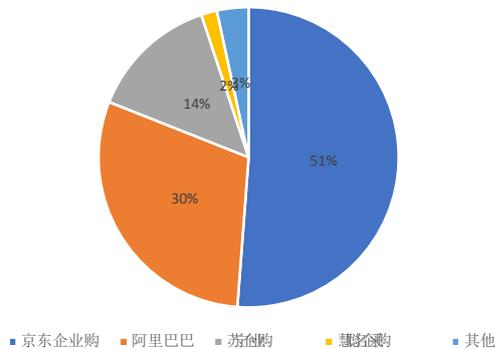
电商化采购可通过自建或外包给第三方技术团队方式搭建专属采购电商平台完成。根据产业信息网数据，截至 2019 年 7 月，共 26 家央企拥有专属电商平台；中共中央直属机关、广东广州、安徽合肥、北京、江苏、河南、湖南长沙等多个各级采购中心已经正式开通网上商城。统计范围内的全国重点省级、市级共 42 家电子商城平台成交项目总数约为 66.9 万个，成交总金额约为 29.8 亿元。另一种电商化采购是确定供应商后，采购方直接在供应商提供的平台上下单完成采购，这种方式可节省采购方的平台搭建成本，采购方便快捷。

根据相关调研显示，对于政企大客户来说，采购的合规性是第一要求，而对中小企业而言，性价比最重要，相同的是大部分企业都把降低采购价格作为重要参考指标。随着大数据、人工智能等技术不断投入使用，电商化采购可将询价报价、招投标、采购执行、产品质量检查等一系列复杂流程简单化，高效完成采购工作。

产业信息网数据表明，各地招标平台互联互通的要求在逐步落地。2017年11月发布的《招标公告和公示信息发布管理办法》要求省级电子招标投标公共服务平台应当与“中国招标投标公共服务平台”对接，汇总公开全国招标信息。截止2019年8月4日，已有87家央企平台、176家地方平台、146家第三方平台、2家监督平台与中国招标投标公共服务平台完成对接。

企业电商化采购平台可分为垂直型和综合型两种。综合型平台可一站式地覆盖企业办公、企业福利、礼品卡券、MRO等多个场景的业务需求，产品多样，有的平台SKU甚至可达到上百万种，以品类丰富和一站式采购便利取胜，主要像京东、苏宁、阿里巴巴等；垂直型平台立足于对所在行业的深刻了解，为行业内的企业提供更专业的服务，例如办公物资类平台主要是晨光科力普、齐心、得力、办公伙伴等；MRO类主要是震坤行、工品汇等。

图7：企业电商化采购综合型平台使用情况



数据来源：《中国企业电商化采购发展报告（2018）》，西南证券整理

图8：垂直平台体系



数据来源：企业电商网站，西南证券整理

我们认为，电商化采购将成为带动办公类企业从几十亿的零售市场进入千亿级市场的超级入口，是当前行业迎来巨大发展机遇的关键。且这个市场中参与者资历要求高，竞争对手少，天然集中度高，有先发优势的企业将明显获益产业格局的变化。

2 品类扩张，发挥集采协同效应

综合型平台品类众多但存在利基市场产品丰富度不够的问题，垂直型平台专业性强产品齐全且服务高效，因此大型企业对于垂直型平台的产品和服务有明显偏好。随着大企业将越来越多的品类放出来集采，垂直型平台也相应开始拓展服务边界，从办公用品向MRO工业品、员工福利等有一定重合度的品类延展。

齐心集团在品类拓展上走在前列，目前公司产品除了覆盖传统的办公文具、办公设备、办公家电、办公耗材等产品外还在MRO工业品、员工福利等高附加值品类陆续中标，目前产品扩充至19大品类，50多万个SKU，帮助齐心深度挖掘客户需求，扩大客户的采购额，多品类连带效应强。

2.1 MRO 采购量庞大，巨头孕育

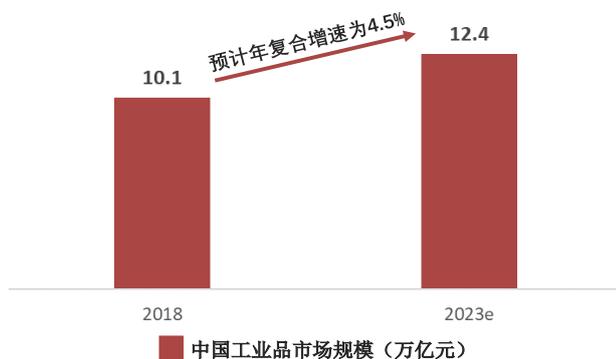
MRO工业品超市源于欧美，是集工业品的展示、零售、批发、维修、信息交流于一体的综合流通平台。MRO指在实际的生产过程中不直接构成产品，只用于维护(Maintenance)、

维修 (Repair)、运行 (Operation) 设备的物料和服务。由于 MRO 工业品所覆盖的领域广泛，具有产品种类众多、专业技术要求高的特点，上下游产业链环节众多，对平台运营能力要求高。目前 MRO 所覆盖的范围还在不断的扩大，其维护、维修服务的对象和内容也在不断的增加。

MRO 采购前景可期。数据显示，MRO 采购是一个非常庞大的市场，2018 年我国工业增加值超过 30 万亿元，市场普遍认为 MRO 市场容量约占工业产值的 4%-7%，总体规模约为 1.2-2.1 万亿元，而且亿邦动力网预计其规模还在以每年 5% 的速度不断增长。在美国，MRO 市场规模高达 2500 亿美元，日本也超过 700 亿美元，分别培育出固安捷、法思诺和 MonotaRO、米思米等行业巨头。

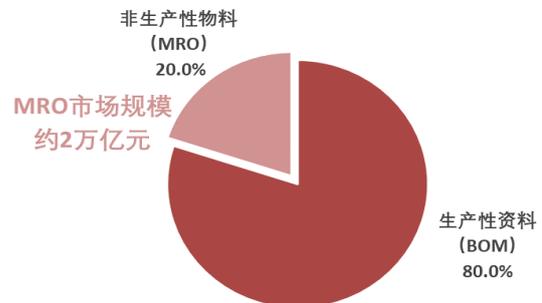
MRO 采购上线率有望提升。与发展相对较为成熟的企业通用消费型商品及服务不同，目前国内工业品销量上线率不足 1%，未来还有很大提升空间。MRO 行业总体来说互联网渗透率较低，虽然人民网采访报告称，中国有 82% 的工业客户会选择通过“线上工业品商城”购买工业用品，87% 的亚洲受访者也表示会更多考虑线上采购。但由于整体行业大而散、产品种类多、供应链管理存在困难，服务效率还在爬坡过程中，行业内还没有出现类似于固安捷这类的龙头企业。但是，最近几年在采购和库存的信息化管理下，供应链问题逐步解决，发展潜力和发展空间快速释放，获得了资本的极大关注。下面我们以全球 MRO 龙头分销商固安捷为例分析此领域的发展空间。

图 9：2018-2023 年中国工业品市场规模



数据来源：《2019 年中国工业品 B2B 市场研究报告》，西南证券整理

图 10：2018 年中国工业品市场规模结构



数据来源：《2019 年中国工业品 B2B 市场研究报告》，西南证券整理

2.2 固安捷：全球 MRO 龙头分销商

固安捷 (Grainger) 于 1927 年创立，主要从事电气发动机分销，1980 年后，随着美国经济结构升级、制造业放缓、企业间合并加剧等外部因素，开始进入 MRO 市场。其主要从事设备维护、修理和运作，目前固安捷已从一家小型的家族企业发展成为世界最大 MRO 分销商，具有专业化的分销模式及领先的技术。固安捷在美国《财富》网站发布的 2019 年美国 500 强企业中排名第 282 位，目前公司市值达到 170 亿美金 (股票代码：GWW)。

构建一站式采购体系，打造 MRO 龙头分销商竞争力。固安捷主要业务集中在美国和加拿大，并在欧洲、亚洲和拉丁美洲设有业务分布。公司通过高度集成的物流配送中心 (美国本土 19 个配送中心)、线下专业销售分支机构 (美国 330 个分支机构、40 个呼叫中心)、线

上互联网销售平台和库存管理解决方案，搭建形成了工业品一站式采购体系，其主要产品线有劳防安全、物料搬运存储、清洁、金属加工、工具以及库存管理和技术支持等，**产品种类已扩张到 170 万种，服务全球超过 300 万客户，全球供应商超过 5000 家**，涵盖政府机构、制造业、运输业、建筑商等不同领域。根据大商国际统计，固安捷在美国、加拿大、欧洲的市场份额分别为 6%、8% 和 4%，目前在中国的市场份额 < 1%，固安捷在国内市场的竞争力有限，给国内企业留出较大的市场空间。

作为全球 MRO 龙头分销商，固安捷 2018 年收入规模达 112.2 亿美元，同比增长 7.6%，2015-2018 年固安捷营收增速逐年提升，2009-2018 年累计复合增长率为 6.8%；2018 年净利润规模 7.8 亿美元，同比增长 33.4%，2009-2018 年累计复合增长率为 6.9%。从渠道来看，经过二十多年的探索，强大的信息系统和数据分析能力，固安捷线上渠道占比达到 40%，成为北美第 11 大电子零售商。从客户来看，公司实现了大中小型客户全覆盖，但大客户贡献了 70% 以上的销售额占比。

图 11：固安捷收入及其增速


数据来源：Wind，西南证券整理

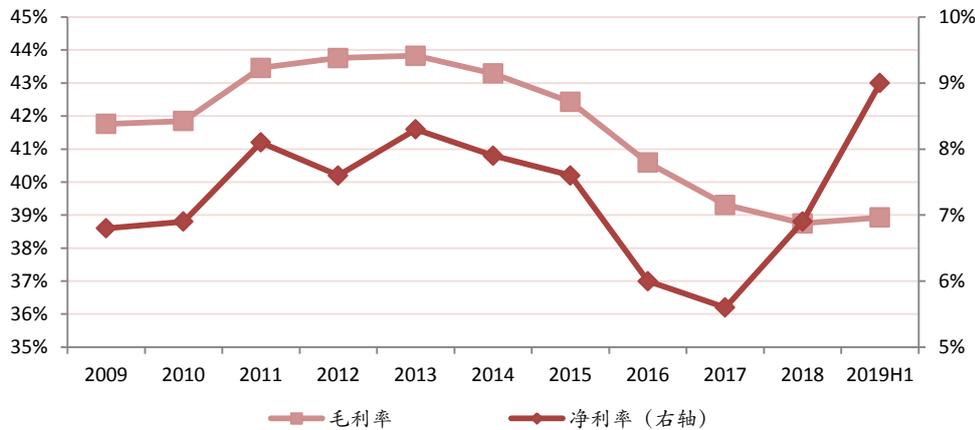
图 12：固安捷净利润（百万美元）及其增速


数据来源：Wind，西南证券整理

从固安捷的利润率情况来看，随着市场竞争情况加剧，固安捷产品销售毛利率增长有放缓趋势，**但总体来看毛利率维持在稳定水平，近几年约为 40% 左右**。前几年公司电商业务的快速发展对传统线下门店形成冲击，公司逐步关掉盈利能力弱的门店，在业务重组及调整下，17 年后公司销售净利率开始回升，公司整体的盈利能力好转，**19H1 净利率达到 9%**，处于近年来高位。而国内目前自营 MRO 平台普遍毛利率维持在 20% 左右。**我们认为固安捷能实现盈利能力的持续提升主要归因于：**1) 美国工业品分销经过近百年的发展，已经形成了一套完整的模式，品牌相对固定，产品标准化，流程标准化，规模效应明显；2) 持续在仓储物流和信息系统上投入，供应链领先竞争对手，成本优势逐渐突出；3) 开通全球采购，从约 400 家海外供应商采购，并大幅提升高利润率自有品牌产品占比，自有品牌占其销售额超过 20%。

MRO 品类采购的关键属性是“专业”。从固安捷发展历程来看，我们认为国内企业有望培育出供应链管理效率高、盈利能力强、规模优势突出、专业性强的 MRO 龙头。目前这个领域刚进入快速发展期，还处于群雄并起的阶段。

图 13：2009-19H1 固安捷毛利率及净利率情况

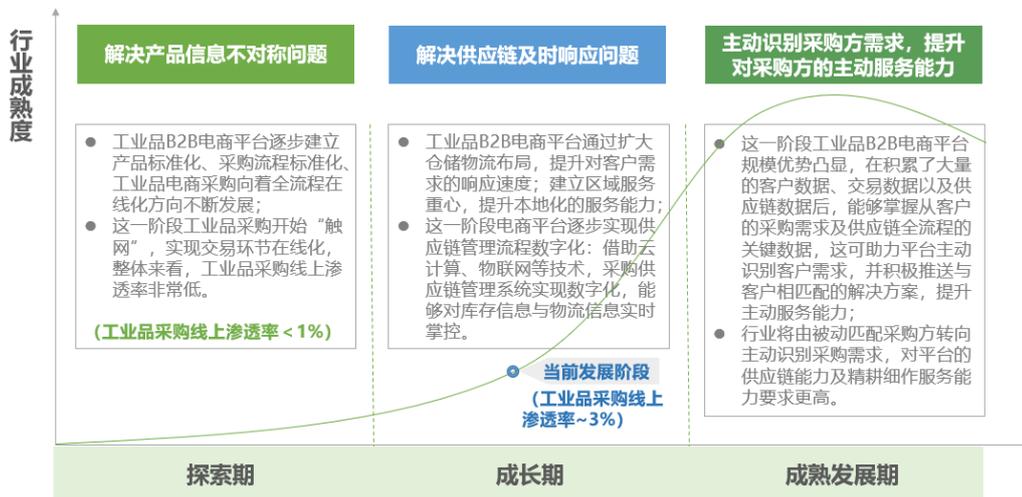


数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 我国 MRO 市场进入快速发展期

我国 MRO 平台起步较晚，但已进入快速成长期。按照艾瑞咨询对工业品 B2B 发展历程判断，我国大部分 MRO 平台还处于探索期和成长期，逐步建立起采购目录和标准化流程，部分领先的企业开始着手建立仓储物流和供应链管理体系，规模优势逐渐显现。由于 MRO 产品的 SKU 种类多达上千万，客户需求繁杂，如何做到供应链、客户服务能力及资金相匹配是形成平台壁垒的关键。

图 14：工业品 B2B 行业发展过程



数据来源：艾瑞咨询《2019年中国工业品B2B市场研究报告》，西南证券整理

具备完善的仓储物流体系对工业品 B2B 电商平台在保障对客户需求的快速响应上尤为关键，而仓储物流体系建设需要重资金投入，固安捷的资产负债率常年保持在 60%左右，经营性现金流维持在 10 亿左右。近几年国内 MRO 行业迎来了资本的大幅参与，根据艾瑞统计，2019 年震坤行获投金额最大的工业品 B2B 电商平台，融资金额为 1.6 亿美元，2018 年

工业品 B2B 融资金额达到 19.2 亿元，呈明显上升态势。MRO 已进入快速拓展期，龙头有望从中孕育。

图 15：2012 年至今工业品 B2B 融资事件数及融资金额



数据来源：艾瑞咨询《2019 年中国工业品 B2B 市场研究报告》，西南证券整理

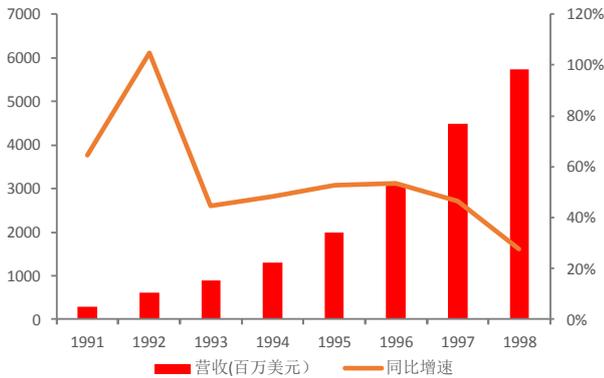
目前齐心、得力、科力普等办公物资集采龙头也开疆扩土向 MRO 领域延伸，借助在办公用品领域的深厚积淀，发挥集采招标协同效应，有望顺利扩张产品边界，实现收入规模的跃升。

3 仓储物流+信息系统+供应链管理加深壁垒

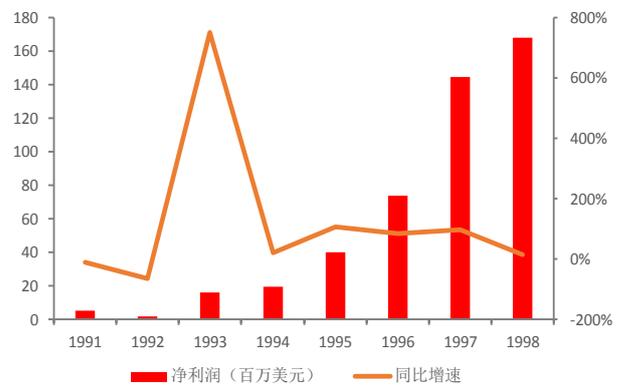
办公集采赛道迎来黄金发展期，平台型及垂直型企业都开始跑马圈地，我们一直思考的问题是什么构成了行业的进入门槛及在发展过程中确立的壁垒？表现而言大企业落地服务能力要求很高，对接的便利性、持续性、需求的快速响应、品类的多样性、资金实力和品控能力均是中标的重要考量。但根据复盘海外企业发展来看，我们认为无论是平台型还是垂直型，综合的供应链管理能力和长期竞争的核心壁垒。

3.1 史泰博复盘：全球扩张促收入爆发，供应链深耕助经营质量提升

回顾史泰博 1991-1998 年的黄金发展期，在大幅铺设线下门店的同时公司自建物流中心，为线下零售及配送业务提供补货支持。借助于物流瓶颈的突破，史泰博开始了全球采购、海外扩张的步伐。加拿大及欧洲的业务分别于 1991、1992 年起步，公司北美地区门店数快速提升。在 1990 年史泰博分店 74 家，93 年分店达到 200 家，99 年史泰博在欧洲有门店 120 家，全球门店达到 1000 家，成为首家实现全球市场布局的办公用品超市零售商。快速的区域扩张推动公司营收从 3 亿美元增长至 57 亿美元，年均复合增速高达 52.4%，净利润也从 520 万美元提升至 1.7 亿美元，复合增速达到 64%，净利率从 1.7% 提升至 2.9%。

图 16: 史泰博 1991-1998 年营收及增速


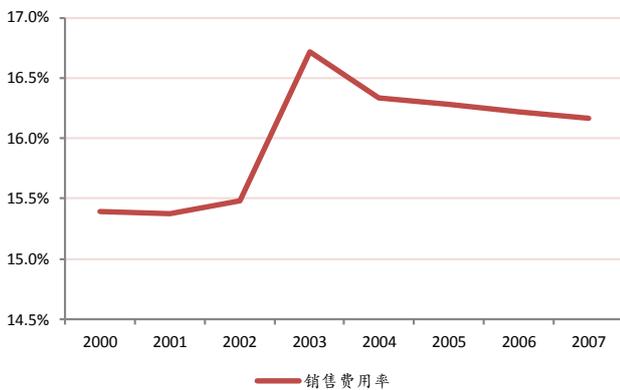
数据来源: 彭博, 西南证券整理

图 17: 史泰博 1991-1998 年净利润及增速


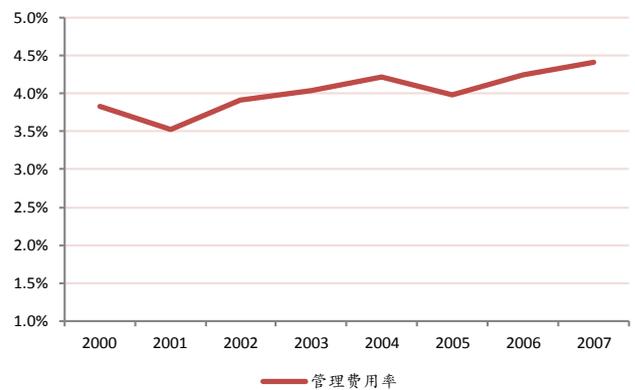
数据来源: 彭博, 西南证券整理

在高速扩张后, 公司进入了经营稳定期, 公司战略也从开疆扩土转为提升经营效率和盈利能力, 从细节处强化企业优势, 方式之一就是加强供应链管理。截至 2000 年, 公司拥有零售、目录直邮、合约订购和电商四大销售渠道, 实现消费者及家庭办公室、小型企业、中型企业及大型企业客户群体的全覆盖。史泰博通过自建物流中心, 为线下零售及配送业务提供补货支持, 2001 年史泰博在美国、加拿大及欧洲的配送中心达到 33 个。这期间史泰博致力于对一些核心流程进行重新设计, 包括产品类别策略、卖场空间管理、货品物流、门店管理和库存管理, 目标是促进供应链各方进行更好地合作, 降低各环节成本, 甚至规定了存货从卡车上卸载的时间以及再备货的时间。精细化管理之后的两年时间内, 公司的库存减少了 15% 以上, 节约了 2 亿多美元的流动资金, 库存周转率从 4.5 提高到了 5.6, 并在 2007 年达到 7.2, 经营性现金流达到 12.4 亿美元, 收现率也提升至 7%。

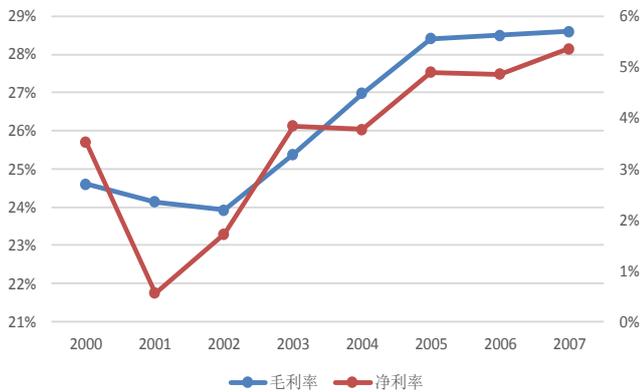
随着全球化采购规模的持续扩大, 采购优势快速突显, 史泰博毛利率从 2002 年的 24% 提升至 2007 年的 28.5%, 带动公司净利率从 1.2% 提升至 5.1%, 是公司利润率提升的关键时期。2003 年后公司的销售费用率略有回落, 管理费用率基本稳定在 4.5% 左右的水平。可以看出, 全球供应链体系的建立和深化布局是盈利能力提升的关键, 在经过前期资金投入后, 盈利能力有望迎来逐步提升。

图 18: 史泰博 2000-2007 年销售费用率情况


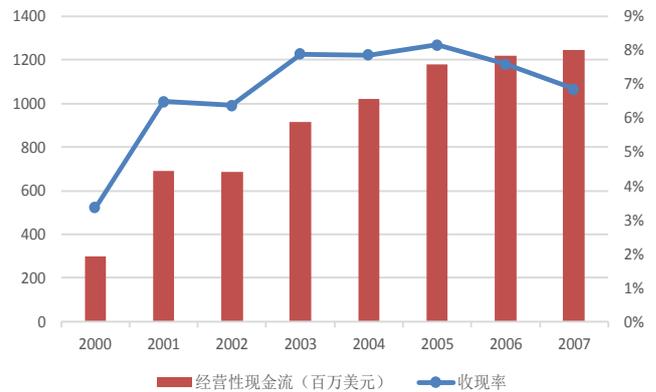
数据来源: 彭博, 西南证券整理

图 19: 史泰博 2000-2007 年管理费用率情况


数据来源: 彭博, 西南证券整理

图 20：史泰博 2000 年-2007 年毛利率和净利率情况


数据来源：彭博，西南证券整理

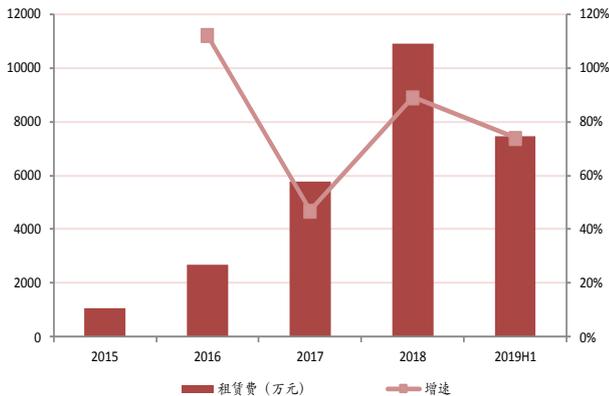
图 21：史泰博 2000 年-2007 年经营性现金流及收现率


数据来源：彭博，西南证券整理

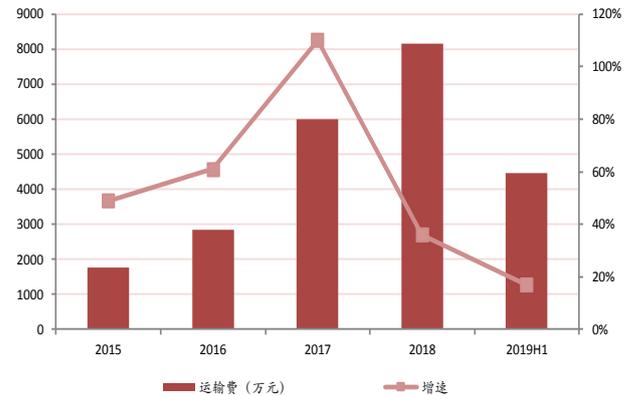
3.2 国内龙头抢滩仓储物流及信息系统，加深护城河

目前国内大的办公用品类公司均有自己的仓储物流布局。一方面是大企业招标进入门槛要求；另一方面大幅投入也帮助公司构建物流护城河。得力于 1988 年成立，做订书机、文件夹等文管产品起家，目前成为办公大 B 业务的主要供应商，得力的 B2B 业务只做央企、国企、政府，主要客户是中国移动和国家电网。得力在仓储物流上先发优势明显，对接模式以直销为主，现有配送中心 56 个，总面积约 11 万平，基本能覆盖国内地区，产品包含 14 大类，上万个 SKU，收购史泰博中国后在品类和仓储物流上有明显扩容。齐心以办公小 B 业务起家，深耕办公用品领域多年，已建立起了较为完善的仓储物流体系，从 2017 年开始发力大 B 业务，以直销+落地服务商模式，目前公司拥有产品 19 个大类，50 多万种 SKU，以坪山为总仓，配套全国各地仓库 30 多个，仓储面积达到 10 万平。晨光科力普于 2013 年进入办公集采领域，凭借晨光在零售市场多年的行业经验和品牌知名度发展迅速，自建仓储物流体系，目前科力普拥有 5 大中心仓（未来会建成 7 大仓）+12 小仓，总面积达 8 万平，SKU 7 万+，建仓地区自有配送，其他地区与第三方物流合作，以直销+落地服务商的模式覆盖全国地区客户。欧菲斯办公伙伴产品包括 25 大类 2000 多个品牌，SKU 达到 40 万种。目前有八大智能化中央仓，239 个地市级中仓，600 个线下终端及门店仓。

仓储物流的持续投入逐渐构建出头部企业壁垒。全国性的物流配送网络通常是大型企业招标的硬性指标，而要实现全国区域的覆盖，至少需要 5-7 个较大的物流仓库，需要前几年企业持续的资本投入。以科力普为例，在五大仓向七大仓扩容过程中，资本金投入从 2 亿增长到 6.6 亿，收购欧迪之后公司的供应链服务区域进一步扩张，目前覆盖华北、华南、华东、华西、华中五大区域，西北、东北中心正在建设。晨光 2015 年-2018 年、2019H1 房屋租赁费 1076 万元、2676 万元、5773 万元、10892 万元、7456 万元，2016 年以来同比增长 112%、47%、89%、74%。2015 年-2018 年及 2019H1 运输及装卸费 1774 万元、2849 万元、5986 万元、8167 万元、4464 万元，增长 49%、61%、110%、36%、17%。其中最大的华东仓年租赁、水电、折旧摊销等就达到 3000 万，租赁费就在千万以上。科力普从 2013 年开始做办公集采，由于前期投入较多，公司在 2014、2015 年分别亏损 2200 万元和 2400 万元，直到 2016 年才逐步盈利。

图 22: 晨光 2015-2019H1 租赁费及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 23: 晨光 2015-2019H1 运输装卸费及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

齐心集团在物流中心建设方面也投入较大。据齐心集团 2015 年 1 月投资者交流纪要显示, 在 2012-2014 年三年物流中心投入接近 7000 万。此外, 公司 2016 年非公开发行股票, 其中募资 9215 万元用于在全国十个城市物流中心的建设, 主要是场地改造装修费及项目仓储物业租赁费。募投项目于 2018 年四季度完成租赁场地的选择、完成关键商务条款和合同, 在 2019 年二季度完成验收和付款, 计划 2019 年三季度投入运营。因此, 齐心集团在仓储物流方面的投入至少超过 1.6 亿元, 且每年租赁费至少超过 3600 万元。

目前国内主要几家垂直型办公集采供应商净利率约 2-3%, 呈逐步上升趋势, 一旦规模优势逐步显现, 通过精细化运营提高仓储物流配送的协同能力, 摊薄采购成本, 利润率有望持续提升, 龙头壁垒显现。

此外, 信息系统建设和维护也是一笔大支出。大企业客户一般都要求有专门的采购对接平台, 需要把客户的财务系统、下单采购系统与供应商的内部系统对接, 为了达到服务的定制化, 很多大企业都需要专门的接口, 供应商得按照客户的要求不断调试从浏览界面、下单采购、系统对账到财务核算等等系统, 并且不断进行后台升级。单个客户的系统对接就需要 1-2 个月, 对人力和技术要求较高, 因此进入到供应商名单后有较强的服务粘性, 一旦形成习惯大幅转换的概率不大, 新竞争者进入也比较困难。

3.3 落地服务能力提升壁垒

一般而言, 央企的供应商是 5+2 的模式, 即 5 个垂直型供应商+2 个平台型供应商。目前国内较大的垂直型供应商包括得力、史泰博中国、齐心、晨光科力普、欧菲斯办公伙伴、领先未来、浙江物产等, 平台型供应商包括京东、苏宁、国美等。调研了解, 大型企业采购中垂直型供应商占了大部分比重, 这主要是因为垂直型模式具有一些明显优势:

1) 产品构建专业化、差异化壁垒, 能充分满足部分企业采购的保密要求;

2) 针对大企业客户定制服务, 设立专门的对接体系, 周全的上门服务模式, 对账、开发票等流程灵活, 能响应客户紧急下单的要求, 全国性的 B2B 配送网络。

平台型供应商服务 B 端小客户的经验丰富, 在采购、技术、供应链等各方面综合实力表现较强, 但整体的服务模式还是类 C 端, 线下定制化服务能力较弱, 导致其在办公集采大客户的竞争力不强。

4 主要垂直型供应商模式对比

(1) 得力集团

得力集团 1988 年始创于浙江宁波，生产各类文具和办公用品；2014 年“得力文具”升级为“得力办公”，向办公整体解决方案转型；2019 年启用新品牌“集什”，打造专业的政企采购电商平台。公司注册资本 15 亿元，从绝对体量来看目前是办公用品最大的企业。

得力以自有品牌为主，主要是自有工厂生产或 ODM 代工。得力提供 14 大类商品在内的全领域办公产品，销售方式以直销企业客户为主，其中得力的 B2B 业务集中覆盖央企、政府，主要客户是中国移动和国家电网等，占其整个 B2B 销售额的大部分比重。得力在全国有 56 个配送中心，总面积约 11 万平，多数区域为自有配送，可在 48 小时内配送完毕。

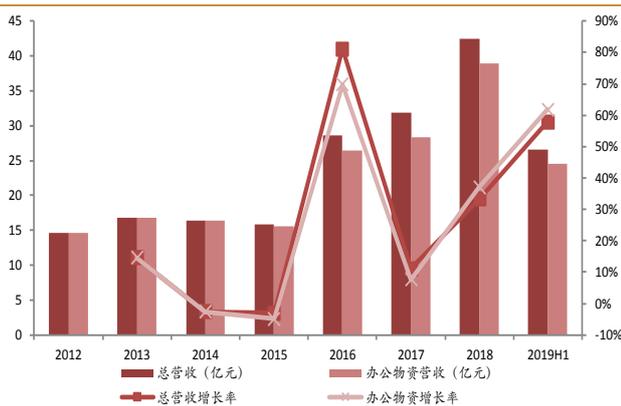
(2) 齐心集团

齐心集团 2000 年成立于深圳，从最初的办公用品生产、制造、销售发展成与核心大企业紧密关联的 B2B 企业办公物资综合平台，向办公用品集成供应商转变。公司注册资本 7.34 亿元，2018 年营收 42.4 亿元，同比增长 33%；净利润 1.9 亿元，增长 36.9%。公司客户以央企、国企和政府为主。

公司提供 19 大类、2000 余品牌共 20 多万种办公物资商品、55 万种 MRO 物资商品，产品以第三方品牌为主，同时有部分自有生产品牌。公司目前主要业务包括办公用品和云视频业务，公司办公物资、云视频业务收入占比分别为 91.7%、8.3%。齐心配套全国各地仓库 30 多个，仓储面积达到 10 万平，服务以自营+落地服务商的模式为主。

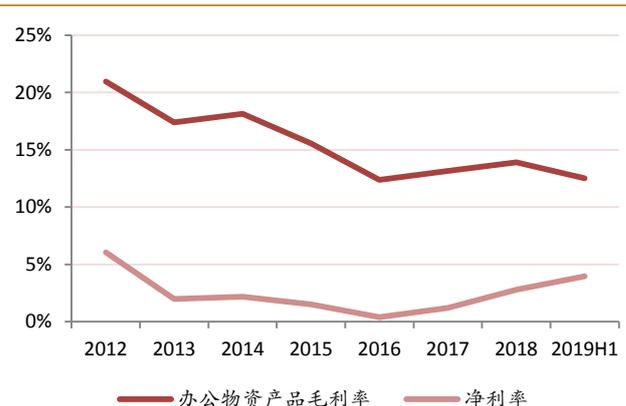
公司近年来营收增长主要由办公物资业务拉动。2018 年办公实现营收 38.9 亿元，同比增长 37%；2019 年上半年实现营收 24.5 亿元，同比增长 61.8%。办公物资品类扩张，大客户增加，致使该业务毛利率水平有所下降，但公司通过管理效率提升，办公物资业务净利率仍处于上升空间。

图 24：齐心集团营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：办公物资业务毛利率/净利率变化



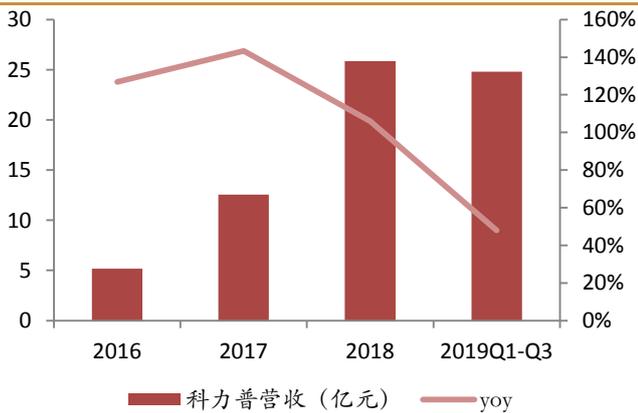
数据来源：公司公告，西南证券整理

(3) 晨光科力普

晨光文具 1996 年成立于上海，2015 年在上海证券交易所上市。晨光是我国知名综合文具供应商。2013 年，公司收购日本 ASKUL 上海分部，成立科力普进入办公直销领域，ASKUL

当时的体量 1 个亿、以中小企业为主。科力普随后从史泰博上海招募一批高管团队。2017 年，公司再以零价格收购欧迪中国的全部资产和负债，补充了客户结构。

科力普自有品牌和第三方品牌兼顾，提供 15 大类、7 万多种产品。科力普 2016 年扭亏，2018 年销售额 25.9 亿元，同比增长 106%，净利润 3213 万元，净利率达到 1.2%，主要客户是央企和政府，包括国网、广东省政府、南网、中石化、联通等。2019H1 科力普实现收入 15 亿元，同比增长 56%，净利率达到 1.9%。目前形成 5 大仓+12 小仓的仓储布局，未来将建成 7 大仓覆盖全国。

图 26: 科力普营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27: 科力普净利润及净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

(4) 史泰博中国

史泰博是全球最大的办公用品零售和分销商之一。2004 年 10 月，史泰博进入中国市场，在上海设立了史泰博中国总部。在成功立足上海市场后，又先后在北京、深圳、江苏等地开设了分公司。目前史泰博中国被得力集团收购。

史泰博兼顾第三方品牌与自有品牌，自有品牌销售占比约为 30%。公司以办公用品解决方案为核心，大力拓展企业员工福利、MRO、订制品、企业服务等业务。史泰博中国为总数近 20 万的政府客户、世界 500 强和中国 500 强企业、中小企业及个人客户提供超过 13 大核心品类，200 万种销售商品以及成熟的定制化电商采购解决方案。公司渠道为直销+代理商模式，B 端收入占比超过 70%，已于 17 年被得力收购。

(5) 欧菲斯 (OfficeMate)

欧菲斯办公伙伴 2001 年创立于重庆，是一家面向全国企事业单位提供一站式办公整体解决方案的供应商。公司由全国九家优秀经销商联合发起，以资本整合为前提，提供基于供应链整合的流通渠道服务。公司已搭建完成了涵盖政府采购、企业采购和批发业务服务生态体系，从消费互联网转型产业互联网；同时公司已全面开启以业务中台+数据中台为核心的系统级架构重塑，从办公 O2O 向 S2B 商业模式转型，持续提升供应链整体运行效能及焕新客户采购体验。

公司商品以第三方品牌为主，在全国自建仓储物流的集中交付体系，在全国范围分别设立了中央仓、省级仓、区县级分仓等多级仓储网络，其中中央仓面积约 20 万平米，配送车辆 1000 余辆。公司 2017 年营收 20+亿元，2018 年营收 30+亿元，17 年公司营收增长 84%，18 年营收增长 50%。目前公司产品包括 25 大类 2000 多个品牌，SKU 达到 40 万种。2018

年集团总部大客户销售达成近 12 亿，任务完成率达到 112%，以国网、军网、金融、央采等代表性的项目均超额完成既定目标。公司 2019 年有望实现营收 40+ 亿元。

(6) 领先未来

领先未来科技集团有限公司是中国具有影响力的一流 B2B 综合解决方案服务商，成立于 2007 年，注册资金 2 亿元，总部位于北京。公司 2016 年完成 1220 万人民币融资。公司 2018 年集团整体营收接近 14 亿元，其中政府采购业务收入近 5 亿元，分别比 2017 年增长超过 100% 和 300%。

公司绝大部分为第三方商品。公司所售商品涵盖 15 大类、560 小类，公司致力于企业物资采购服务，主要客户包括各级政府、部队、事业单位、央企及其他大型企业，2018 年全国政府电商平台对接数量超过 70 家。

(7) 企事通

企事通集团有限公司于 2008 年创立于杭州，是世界 500 强物产中大集团股份有限公司旗下专门从事办公用品销售配送的企业，公司注册资本 2 亿元。根据物产中大集团相关公告，物产企事通 2016-2018 年分别实现净利润 223.1 万元、565.2 万元、6.3 万元。

公司以销售第三方商品为主，同时自主开发 1000 余项自有品牌商品，满足客户对高性价比办公用品的消费需求。目前公司商品 SKU 数达 10 万余个，涵盖办公物资 18 大品类。公司在全国拥有 31 家全资子公司，7 大中心仓，31 个省级仓及 300 余个地级服务中心，配送范围可覆盖至全国县级区域，拥有近 5 万平米的仓储物流中心。公司服务对象主要为国家电网、医院、政府机关、企事业单位及外资企业。

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn