



Research and
Development Center

MRO 集约化服务龙头，深根电网，多点开花

—咸亨国际(605056)公司深度报告

2021年9月12日

罗政

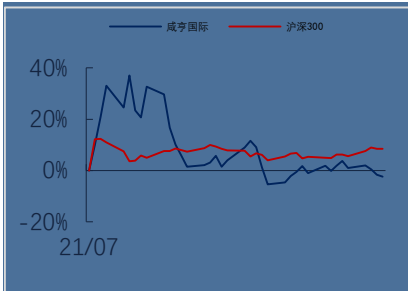
S1500520030002

luozheng@cindasc.com

刘崇武

S1500520100001

liuchongwu@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
咸亨国际 (605056)
投资评级 买入
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	19.19
52 周内股价波动区间 (元)	26.95-18.60
最近一月涨跌幅 (%)	-80.81
总股本 (亿股)	4.00
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	76.76

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

MRO 集约化服务龙头，深根电网，多点开花

2021 年 09 月 12 日

本期内容提要：

◆**MRO 集约化服务龙头，设立多个员工持股平台绑定核心管理层。**公司是我国工器具、仪器仪表等产品的 MRO 集约化供应龙头，目前主要聚焦于电力行业，同时也在大力拓展石油石化、光伏、核电、应急、铁路、城市轨道交通等多个领域。公司产品分为自有产品和经销，近年来，公司高毛利率的自有产品的占比正逐年提升，2020 年已经达到 19.1%。同时也代理美国 FLIR、英国 FLUKE、以色列 OFIL 以及日本 ASAHI 等国际知名品牌的销售。2017 年至 2020 年，公司营收从 10.55 亿元增长至 19.91 亿元，年复合增速达到 23.58%；归母净利润从 1.60 亿元增长至 2.38 亿元，年复合增速为 14.15%。同时，公司设立了咸亨投资、万宁投资、弘宁投资、德宁投资、易宁投资等多个员工持股平台，通过员工持股平台将核心员工与公司深度绑定，有利于公司中长期发展。

◆**深根电网，大力开拓石油石化、应急以及大交通等多领域。**目前全球 MRO 市场规模超过 6000 亿美元，我国 MRO 市场也超过万亿元。目前 MRO 正处于传统采购向集约化采购的过渡阶段，未来 MRO 集约化采购增长潜力很大。电网是 MRO 集约化采购的代表性行业，每年运营维护市场规模超过 400 亿元，并且随着电网新建项目的投产，运营维护等存量项目的需求越来越大。公司在电网行业深根 20 多年，产品齐全且项目经验丰富，是电网领域最具竞争力的 MRO 集约化供应商，目前市占率也不足 5%，未来成长潜力很大。此外，石油石化领域 MRO 集采的渗透率也在持续提升，中石油、中石化、中海油和国家管网公司都是公司重点发展客户；应急领域，公司已经在杭州、武汉、长沙等地建好了“赛孚城”应急体验馆，一方面是开展应急的宣传、体验和培训等服务，另一方面为公司产品提供维修维保等技术服务。未来，公司在继续深根电网的同时，也将大力拓展石油石化、光伏、核电、应急、铁路、城市轨道交通等多个领域的需求。

◆**对标全球 MRO 集约化龙头，公司未来成长潜力大。**通过比较咸亨和全球 MRO 集约化供应龙头可以发现：（1）MRO 是万亿市场，固安捷、快扣等全球龙头的收入规模均达到数百亿元，而咸亨收入还仅有 19.9 亿元，未来成长空间很大；（2）中国地区具备低人力成本、低原材料成本优势，公司盈利能力与全球 MRO 集约化龙头相比处于中等偏上水平；（3）市场给予全球 MRO 集约化龙头较高估值，咸亨作为国内 MRO 集约化龙头，未来成长空间更大，有望保持更快增长，有望享受更高估值。咸亨国际作为国内 MRO 集约化龙头，主要具备以下竞争优势：（1）完善的销售网络，深根二三线城市。公司在全国设立 37 个销售服务机构，拥有超过 600 人的销售及技术服务团队，销售服务渠道已下沉到二、三线城市；（2）强大的供应链保障及时履约。公司可为下游客户供应 18 万余种 SKU 的 MRO，与公司长期合作的供应商达到 1500 家，同时公司在全国多地设立了仓储，强大的供应链是公司及时履约的保障；（3）深根行业多年，具备丰富的项目经验。公司深根行业 20 余年，对产品性能参数非常了解，同时具备丰富的项目经验，项目中标率更高。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021 年至 2023 年净利润分别为 2.61 亿元、3.36 亿元和 4.81 亿元，相对应的 EPS 分别为 0.65 元/股、0.84 元/股和 1.20 元/股，对应当前股价 PE 分别为 32 倍、25 倍和 18 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

◆**股价催化剂：**电网资本开支增加；石油石化行业拿到大订单。

◆**风险因素：**新行业拓展不及预期，行业竞争加剧。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,948	1,991	2,143	2,603	3,546
增长率 YoY %	28.0%	2.2%	7.6%	21.5%	36.2%
归属母公司净利润(百万元)	235	238	261	336	481
增长率 YoY%	43.8%	1.0%	9.9%	28.7%	43.2%
毛利率%	38.7%	40.5%	39.5%	40.0%	40.2%
净资产收益率ROE%	28.9%	25.0%	20.8%	21.2%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	0.59	0.59	0.65	0.84	1.20
市盈率 P/E(倍)	0.00	0.00	32.36	25.14	17.56
市净率 P/B(倍)	0.00	0.00	6.75	5.32	4.08

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 09 月 10 日收盘价

目录

投资聚焦	6
MRO 集约化服务龙头，深根电力，持续拓新	7
1.1 MRO 集约化服务龙头，自有产品占比提升持续	7
1.2 MRO 集约化采购空间广阔，渗透率持续提升	8
1.3 深根电力行业，持续开拓新领域	9
对标全球龙头，本土 MRO 集约化供应商成长潜力大	14
2.1 固安捷深度剖析，探索龙头的成功之道	14
2.2 深根行业 20 余年，竞争优势明显	17
2.3 对标全球龙头，公司成长潜力大	20
业绩稳健增长，员工持股平台深度绑定管理层	22
3.1 持续开拓新领域，公司业绩稳健增长	22
3.2 设立多个员工持股平台，深度绑定核心管理层	23
盈利预测、估值与投资评级	24
4.1 盈利预测	24
4.2 估值与投资评级	25
风险因素	25

表目录

表 1：传统采购和集约化采购比较	8
表 2：公司前五大客户	10
表 3：2020 年主要电网公司收入占比	12
表 4：全球 MRO 龙头简介	14
表 5：固安捷发展历程	15
表 6：国内 MRO 主要企业	18
表 7：公司高级管理人员及核心技术人员持股情况	24
表 8：可比公司盈利及估值对比	25

图目录

图 1：公司产品示意图	7
图 2：公司主要产品及服务	7
图 3：2017-2020 年公司各块业务占比	7
图 4：2017-2020 年公司各块业务收入	7
图 5：2018-2020 年主要产品营收占比	8
图 6：公司各业务销售模式毛利率	8
图 7：传统采购模式	8
图 8：集约化采购模式	8
图 9：2018-2025 年全球 MRO 市场规模及预测	9
图 10：2018 年全球 MRO 市场区域分布情况	9
图 11：2020-2025 年 MRO 工业品年采购金额走势预测	9
图 12：公司所处行业与上下游行业的关系	10
图 13：全社会用电量	11
图 14：国内电网投资规模	11
图 15：电网运维检修市场规模	11
图 16：我国铁路运营里程	12
图 17：铁路运营维护市场规模	12
图 18：我国城市轨道交通运营车辆及线路总长度	13
图 19：城市轨道交通运营检修市场规模	13
图 20：咸亨国际入驻易派客（中石化 MRO 电商平台）	13
图 21：咸亨国际“赛乎城”场景	14
图 22：固安捷收入及增速	15
图 23：固安捷净利润及增速	15
图 24：固安捷毛利率及净利率	16
图 25：2020 年销售收入产品分类占比	16
图 26：2020 年销售收入客户分类占比	16
图 27：2020 年固安捷各业务模式占比	16
图 28：高端服务模式下公司获得市场份额的元素	17
图 29：自由组合模式下公司每年 20% 的增长因素	17
图 30：固安捷员工数量	17

图 31: 固安捷人均创收	17
图 32: 咸亨国际全国主要服务机构	19
图 33: 咸亨国际仓储管理系统.....	19
图 34: 全球 MRO 集约化服务龙头收入比较 (亿元)	20
图 35: 全球 MRO 集约化服务龙头净利润比较 (亿元)	20
图 36: 全球 MRO 集约化服务龙头毛利率比较	20
图 37: 全球 MRO 集约化服务龙头净利率比较	20
图 38: 全球 MRO 集约化服务龙头费用率比较	21
图 39: 全球 MRO 集约化服务龙头应收账款周转率比较	21
图 40: 全球 MRO 集约化服务龙头存货周转率比较	21
图 41: MRO 集约化服务龙头 PE 估值	21
图 42: MRO 集约化服务龙头企业 PB 估值	21
图 43: MRO 集约化服务龙头收入增速	22
图 44: 公司营收及增速	22
图 45: 公司净利润及增速	22
图 46: 公司营收及增速公司综合毛利率	23
图 47: 公司各块业务毛利率	23
图 48: 公司净利率	23
图 49: 公司费用率	23
图 50: 公司经营活动现金流净额	23
图 51: 公司股权结构	24

投资聚焦

我们与市场主流认识不同的是

(1) 我们认为 MRO 集约化采购行业未来非常具备发展前景。目前全球 MRO 市场规模超过 6000 亿美元，我国 MRO 市场也超过万亿元。从细分行业看，电网每年运维检修的市场规模达到 400-500 亿，并且随着电网存量市场规模的增长，每年运维检修的预算均有望稳定增加。除电网外，石油石化、高铁轨交、应急、光伏风电等每年 MRO 集约化采购的量都在百亿以上，因此行业的市场空间很大。同时，MRO 集约化采购具备采购效率高、运营维护便利、采购透明度更高等优势，其渗透率也在持续提升。参考固安捷、快扣、欧时等全球 MRO 集约化采购龙头，威亨国际等国内厂家具备非常大的成长潜力。

(2) 我们认为公司在电网领域的市占率有望持续提升。公司深耕电网 20 余年，已经成为电网领域 MRO 集约化采购的绝对龙头，但是公司目前在电网领域的市占率还不足 5%，未来具备非常的提升空间。未来电网市占率提升的措施：(1) 大力拓展 SKU。目前公司 SKU 还只有 18 万个左右，公司预计到明年底有望拓展到 50 万个，随着产品类型增加，可以参与的投标项目更多，中标的概率也会更大；(2) 拓展区域。公司在全国部分县市还没有销售网络的布局，未来这些地区也会加紧布局更多的销售人员，推广产品，增强客户粘性。

(3) 我们认为公司可以持续拓展新的行业，不断提升成长空间。目前电网在公司收入中的占比约为 60%左右，最近几年，公司也在持续开拓新的行业，目前在石油石化、光伏、核电、风电、高铁轨交、应急等多个行业已经取得较好成绩。参考固安捷、快扣等国外龙头的成长路径，我们认为公司可以不断开拓新的行业，不断提升成长空间。在开拓新行业的过程中，部分产品在不同行业可以通用，同时公司在全国布局的销售网络和仓储系统也是可以共用，因此在开拓新行业的过程中也具备更优的基础条件。

MRO 集约化服务龙头，深根电力，持续拓新

1.1 MRO 集约化服务龙头，自有产品占比提升持续

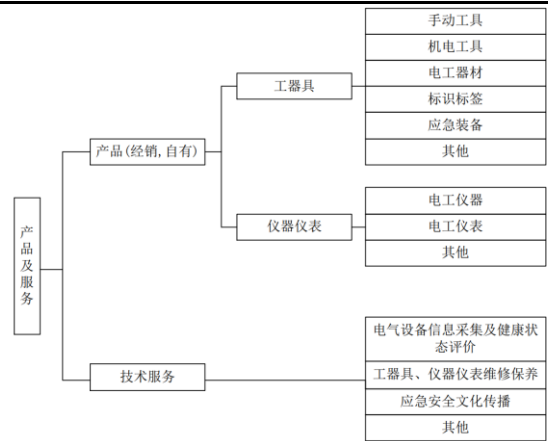
我国 MRO 集约化供应龙头。咸亨国际成立于 2008 年，是我国公司工器具、仪器仪表等产品的 MRO 集约化供应龙头，目前业务主要服务于电力行业，并涉及铁路、城市轨道交通等领域。公司通过集约化采购（经销）以及自产的方式为下游客户集约化提供 12 大类、18 万余种 SKU 的工器具和仪器仪表类 MRO。主要包括手动工具、机电工具、电工器材、标识标签、应急装备等工器具类产品和电工仪器、电工仪表等仪器仪表类产品。同时，公司还专业提供电气设备信息采集及健康状态评价、工器具仪器仪表维修保养、应急安全文化传播等技术服务。

图 1：公司产品示意图



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

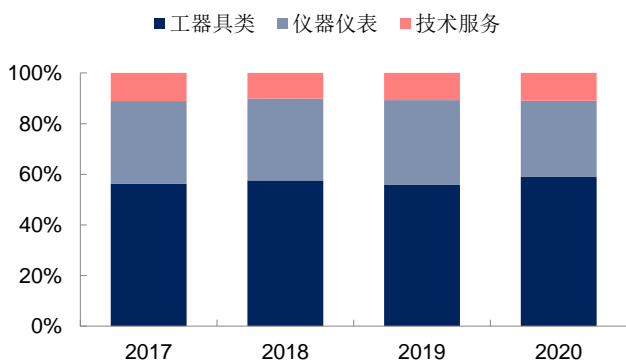
图 2：公司主要产品及服务



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

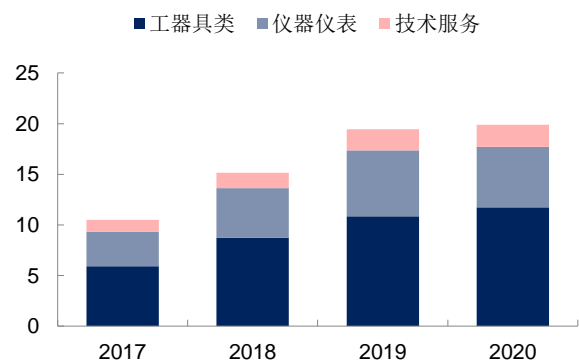
公司自成立以来，始终深耕工器具、仪器仪表类产品 MRO 集约化供应业务，为大型集团化客户集约化提供与其需求精准匹配的产品以及技术服务。工器具类、仪器仪表在收入中的占比保持稳定，2017 年至 2020 年，公司工器具类在收入中的占比从 56.23% 略微上升至 59.00%；仪器仪表收入占比从 32.64% 下降至 30.08%；技术服务收入占比从 11.13% 略微下降至 10.92%。

图 3：2017-2020 年公司各块业务占比



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 4：2017-2020 年公司各块业务收入（亿元）

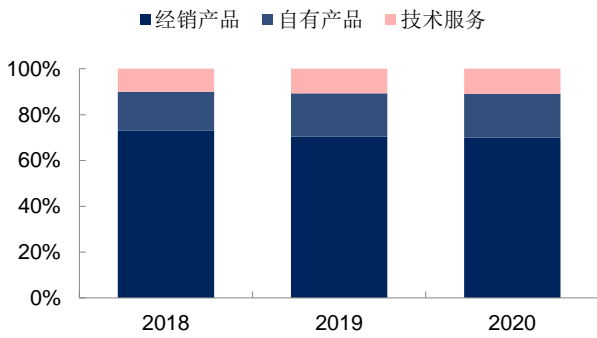


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

高毛利率的自有产品占比持续提升。公司通过集约化采购以及自产的方式为下游客户集约化供应工器具、仪器仪表类 MRO 并提供相关的技术服务。公司经销的品牌包括美国 FLIR、英国 FLUKE、以色列 OFIL 以及日本 ASAHI 等品牌。同时，公司也在大力发展自有产品，自有产品的盈利能力显著高于经销，2020 年公司自有产品的毛利率和经销的毛利率分别为 52.20% 和 34.99%。最近几年，公司自有产品的占比也在持续提升，2018 年至 2020 年，

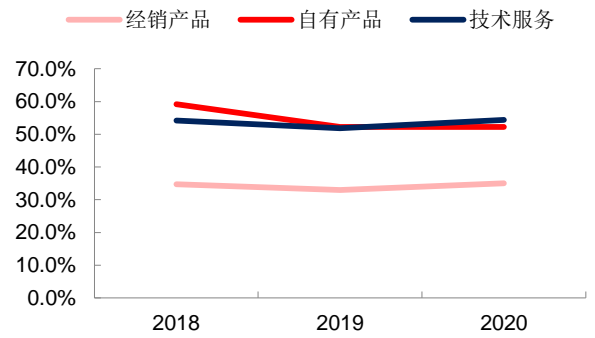
公司自有产品的占比从 16.96% 提升至 19.10%。

图 5：2018-2020 年主要产品营收占比



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 6：公司各业务销售模式毛利率



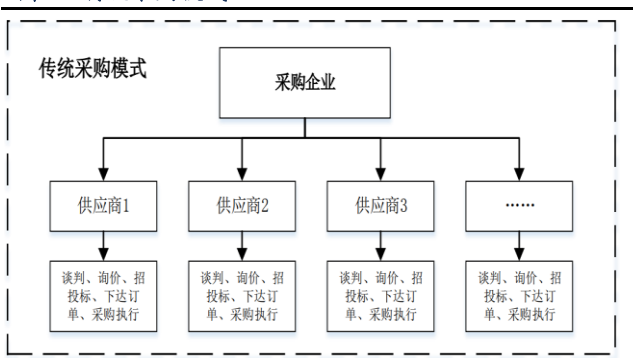
资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

1.2 MRO 集约化采购空间广阔，渗透率持续提升

工业品分类：工业品是指购买以后用于企业加工生产或经营用的产品。按采购者使用目的不同，一般将工业品划分为非生产性物料（MRO）和生产性资料（BOM）两类。两者的不同之处在于，是否作为构成最终工业产品的直接生产性物料。“MRO”是 Maintenance（维护）、Repair（维修）、Operation（运行）三个英文单词的首字母缩写，通常是指在实际的生产过程不直接构成产品，只用于维护、维修、运行设备的物料和服务，或者非生产原料性质的工业用品。

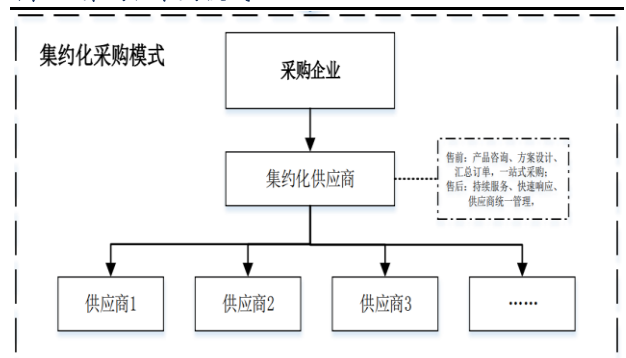
MRO 集约化采购优势明显，渗透率有望持续提升。目前我国 MRO 市场还处于由传统零散采购向集约化采购过渡的阶段，由于 MRO 品类众多、专业性强、流通链条长，其下游客户在采购时又有临时性、零散性与需求模糊的特性，集约化采购模式符合 MRO 的特性。集约化采购模式有三大优势：（1）集约化采购模式适应 MRO 品类众多、专业性强的特点；（2）集约化采购模式适应临时性、零散性采购，缩短流通链条；（3）集约化采购模式有利于提升行业整体服务水平。

图 7：传统采购模式



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 8：集约化采购模式



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

表 1：传统采购和集约化采购比较

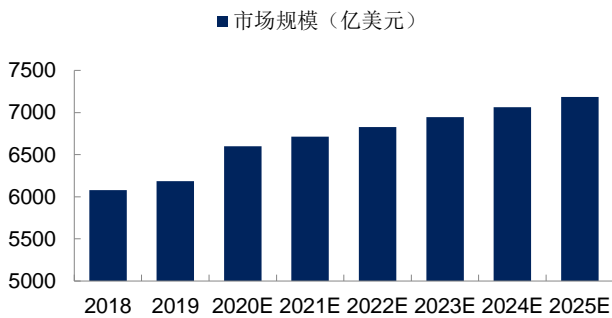
企业流程	传统采购	集约化
采购组织机制	使用单位分散采购	使用单位需求汇总、采购部门集中采购
采购计划	临时性、零散性	实时库存监测、基于多方历史、数据预测
供应商选择	复杂询价、报价、商业谈判、招投标	供应商集中审核、多方比价、一次性招投标

监督管理	依赖事前核查把控	事前核查、事中监管、事后追溯
支付结算	分散对账、付款、开票	统一对账、付款、开票
采购追溯	几乎不可追溯	可追溯性强

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

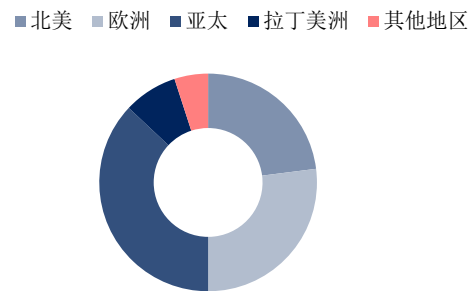
MRO 全球市场超 6000 亿美元，欧美市场渗透率较高。2018 年，全球 MRO 市场规模为 6080 亿美元，根据前瞻经济学人预测，到 2025 年有望达到 7187 亿美元市场规模。其中，北美和欧洲是高度成熟的市场，全球分销商在该地区拥有较高的渗透率。同时，北美和欧洲市场采用现代商业模式，采用电子采购方式，在外包水平和供应商整合方面拥有较高能力。2018 年，亚太地区 MRO 市场规模为 2250 亿美元，约占全球 MRO 市场的 37%，预测 2020 年将保持在 34%-38% 范围内。

图 9：2018-2025 年全球 MRO 市场规模及预测



资料来源：前瞻经济学人，信达证券研发中心

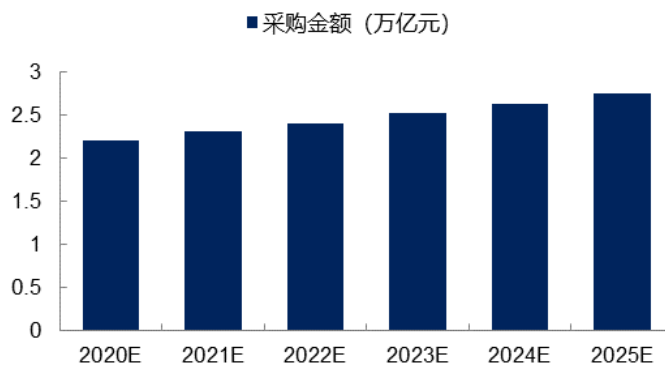
图 10：2018 年全球 MRO 市场区域分布情况



资料来源：前瞻经济学人，信达证券研发中心

中国 MRO 增长潜力大。2019 年我国工业增加值约 32 万亿，中国工业企业的 MRO 采购需求约占企业产值的 4%-7%，因此 2019 年全国 MRO 市场规模约为 12800 亿至 22400 亿人民币，市场巨大。根据前瞻产业研究院预测，预计 2020-2025 年，中国 MRO 年采购金额年均复合增长率为 4.5%，到 2025 年，我国 MRO 年采购金额将达到 2.75 万亿元。

图 11：2020-2025 年 MRO 工业品年采购金额走势预测



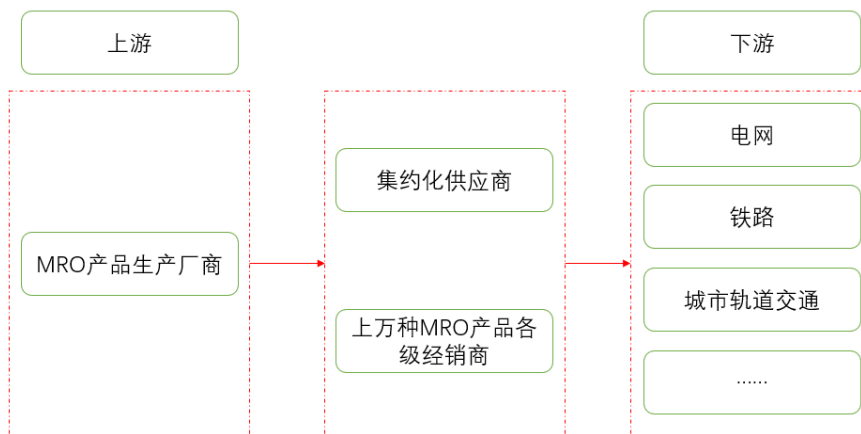
资料来源：公司招股书，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

1.3 深根电力行业，持续开拓新领域

目前，国内外在电网以及铁路、城市轨道交通等领域的 MRO 生产厂家众多，处于充分竞争状态。国内生产厂商在引进国外先进技术的基础上，进行消化吸收再创新，不断研发出更符合我国使用环境、使用标准的产品，并积极开展自主生产。国外生产厂商则通过在国内直接设厂生产或贴牌生产的方式，降低生产成本。上游领域竞争激烈，产品供应充足，有利于本行业的发展。公司所处下游行业主要包括电网、铁路、城市轨道交通等，近年来我国在相关领域的投资额度不断增大，带动了相关设施设备的 MRO 市场需求持续增长，有利于本行业

的发展。

图 12：公司所处行业与上下游行业的关系



资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

公司下游目前主要包括电网、高铁、轨交、石油炼化、风电、核电、光伏、应急等行业。应用中，电网占比最大，2019年和2020年国家电网以及南方电网合计在公司营收中的占比分别为65.02%和56.17%。2019年和2020年销售给国家铁路集团的收入分别为5662.6万元和5228.1万元，在公司营收中的占比分别为2.91%和2.63%。2019年，公司针对中石油和中石化的销售额分别为3168.5万元和2977.4万元，在营收中的占比分别为1.63%和1.53%。

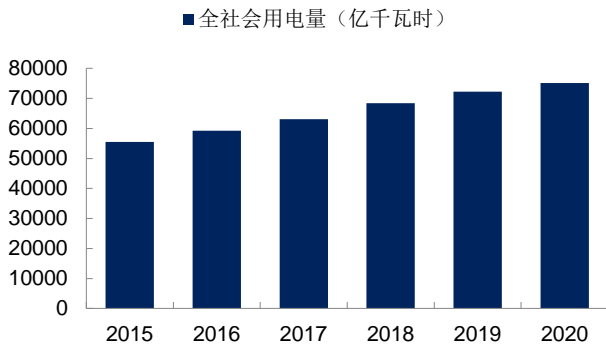
表 2：公司前五大客户

2020 年公司前五大客户			2019 年公司前五大客户		
序号	公司名称	占比	序号	公司名称	占比
1	国家电网	51.57%	1	国家电网	61.08%
2	南方电网	4.60%	2	南方电网	3.94%
3	远景能源	3.19%	3	国家铁路集团	2.91%
4	国家铁路集团	2.63%	4	中石油	1.63%
5	京东世纪贸易公司	1.51%	5	中石化	1.53%

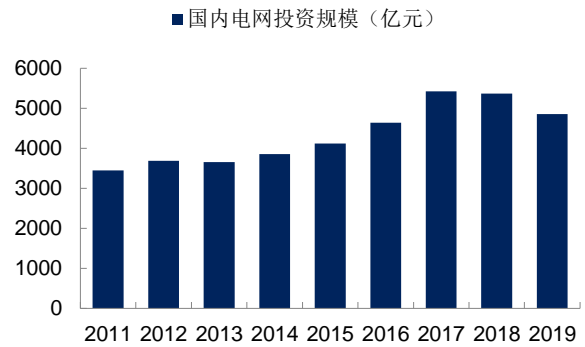
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

(1) 电网领域

全社会用电量增长，电网投资规模稳定提升。近年来由于我国经济保持较快增长，我国全社会用电量持续攀升，用电需求持续旺盛，电力行业发展较快。但由于长期以来一直存在缺电局面，导致电力行业的建设偏重电源建设，而电网建设落后于电源建设。而随着我国电源方面的持续投资，发电能力已经达到了较高水平，但电网投资建设仍然是相对薄弱的环节，近些年，我国电网投资增速保持较高水平。根据中国电力企业联合会发布的年度统计，2019年我国电力工程建设投资7,995亿元，其中电网投资4,856亿元，**2011-2019年期间我国电网投资复合年增长率为4.37%。**

图 13：全社会用电量


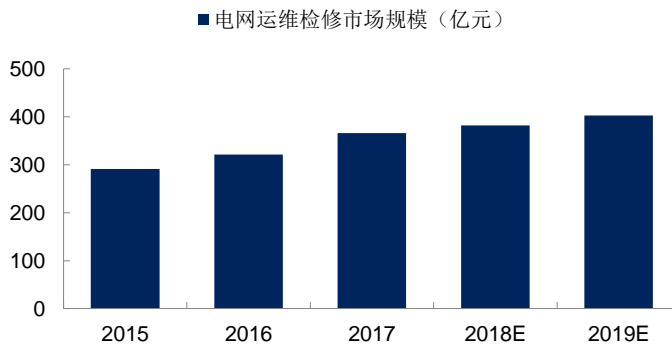
资料来源：国家能源局，信达证券研发中心

图 14：国内电网投资规模


资料来源：中国电力企业联合会，公司招股说明书，信达证券研发中心

在电网中存在大量变压器、电缆、开关柜等电力设施。当电力设施性能逐渐不满足电力运行需求及发生故障时，需要应用相关专业工器具进行维修更换。例如在电缆检修中，需要运用到电缆故障检测仪等仪器以及从电缆切割、绝缘剥除、半导体层剥除到终端和中端带电接火等一系列工具，包括保护套剥除工具、铠装剥除工具、金属屏蔽层剥除工具、外半导体层剥除工具、主绝缘层剥除工具等。

我国电网检修运维市场规模约为 **366 亿元**。我国电网投资的不断增长，促使我国电网中的电力设施存量已经具备相当规模，推动了电力设施运维检修工器具、仪器仪表市场需求的增长。根据公司招股说明书数据，2017 年我国电网运维检修市场规模约为 365.92 亿元，其中 35kV 及以上变电检修市场规模 172.45 亿元，35kV 及以上输电线路检修市场规模为 93.71 亿元，10kV 及以下配网检修市场规模约为 62.19 亿元。

图 15：电网运维检修市场规模


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

电网应用占比超过 50%。电网行业一直是公司重点发展的领域，也是公司下游最大的应用领域，从公司的前五大客户来看，国家电网一直是公司第一大客户，2020 年在公司营收中的占比达到 51.57%，相对 2019 年下降 9.51pct；其次是中国南方电网，在营收中的占比约为 4.6%；

公司在电网中市占率依旧很低，未来成长空间大。目前公司已经在电网行业深根了 20 余年，对电网工具的各性能参数都非常了解，产品齐全，并且应用案例丰富，是电网领域最具竞争力的 MRO 集约化供应商。目前公司电网领域的收入目前还不到 15 亿元，在电网 MRO 集采中的市占率不到 5%，未来成长空间很大。

表 3：2020 年主要电网公司收入占比

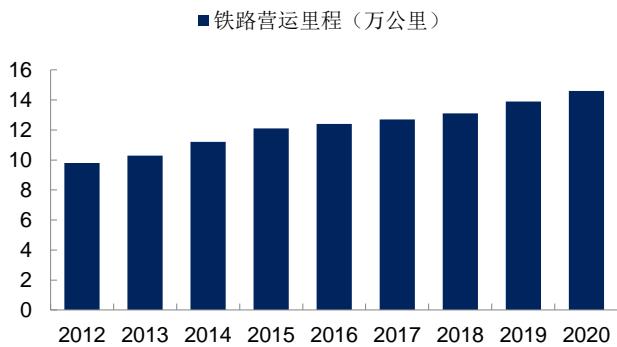
序号	公司名称	金额（万元）	占比
1	国家电网有限公司	102,662.81	51.57%
1.1	其中：国网浙江省电力有限公司	14,634.58	7.35%
1.2	国网江苏省电力有限公司	7,161.85	3.60%
1.3	国网上海市电力公司	6,804.67	3.42%
1.4	国网河南省电力有限公司	6,689.29	3.36%
1.5	国网湖北省电力有限公司	6,648.04	3.34%
1.6	其他	60,724.37	30.50%
2	中国南方电网有限责任公司	9,149.97	4.60%

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

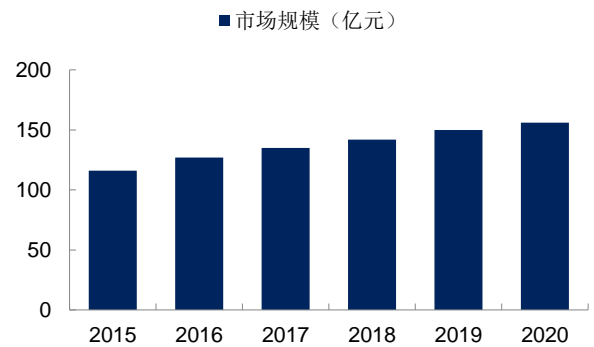
（2）大交通领域

铁路网络不断扩大，运营里程不断增加。随着铁路行业的持续建设投入，国内铁路运营里程也持续增长。从 2008 年到 2020 年，我国铁路营业里程由 8.0 万公里增至 14.6 万公里，年均复合增长率 5.14%。到 2025 年，铁路网规模达到 17.5 万公里左右，其中高速铁路 3.8 万公里左右，网络覆盖进一步扩大。

铁路后市场进入爆发期，运营维护市场需求旺盛。随着全国铁路里程、车龄增加以及电气化铁路普及，我国铁路行业已逐渐由大规模“设计建造”阶段转入长期“设计建造与运营维护并重”阶段，轨道和车辆保养需求上升，进而将带动铁路后市场进入增长爆发期。铁路运维检测需求的不断增长，为铁路电力系统维护市场提供了发展空间。根据公司招股说明书显示，预计到 2020 年铁路电力系统维护市场规模有望增长至 156 亿元，其中接触网维护费用 128.6 亿元，牵引变电所维护费用 27.56 亿元。

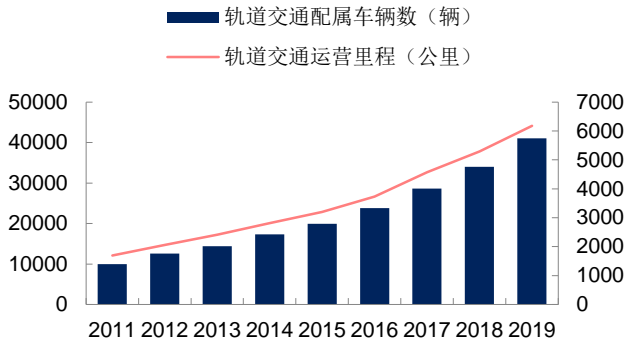
图 16：我国铁路运营里程


资料来源：公司招股书，国家铁路局，信达证券研发中心

图 17：铁路运营维护市场规模


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

轨道交通网络进一步完善，其运维检修市场规模近 50 亿。根据交通运输部发布的《2019 年交通运输行业发展统计公报》，截止 2019 年底，轨道交通运营线路达到 190 条。2011-2019 年运营线路总长度由 1699 公里增至 6172.2 公里，年均复合增长率为 15.41%；运营车辆由 9945 辆增至 40998 辆，年均复合增长率为 17.04%。随着城市轨道交通的普及，城市轨道交通车辆以及其它相关设施不断增多，其运维检修市场将不断增长。根据公司说明书数据，至 2020 年我国城市轨道交通运维检修市场规模有望增长至 357 亿元，我国城市轨道交通用于车辆以外的房屋建筑、轨道、设备系统等固定资产的日常维修费用和大修费用占运维检修费用的 13%，预计到 2020 年我国城市轨道交通用于车辆以外的房屋建筑、轨道、设备系统等固定资产的运维检修市场规模增长至 46.41 亿元。

图 18：我国城市轨道交通运营车辆及线路总长度


资料来源：公司招股书，国家铁路局，信达证券研发中心

图 19：城市轨道交通运营检修市场规模


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

(3) 其他领域

石油石化领域：公司在深化发展原有优势行业领域的同时，将大力拓展石油石化领域、核电等新能源领域的市场业务。**石油石化领域中，中石油、中石化、中海油三大国企，和 2019 年新成立的国家管网公司都是公司重点服务的客户。**目前在石油石化行业，市场准入(入网)在逐渐放开，进入市场的成本逐渐降低，采购的公开化、透明化、规范化是发展趋势。公司目前已经在中石油、中石化、中海油等都有产品目录的权限，能够参与定向询价、比价。

图 20：威亨国际入驻易派客（中石化 MRO 电商平台）


资料来源：易派客官网，信达证券研发中心

其他电力领域：核电、水电、风电、光伏等新能源企业（国企为主），公司在之前的经营过程中也有一些业务涉及，也将加大这些行业领域的市场拓展力度。公司将组织专职的销售服务机构分别开拓核电、水电、其他新能源企业（包括风电、光伏等）行业市场，将公司多年积累的运维检修工器具、检测仪器等类 MRO 优质产品拓展应用到新行业领域，通过产品营销和服务，逐步建立销售服务网络，深入了解客户需求，通过供应链系统和自主产业系统将市场信息转化更多行业优势产品，更好地服务客户。

应急领域：目前，公司在杭州、南京、长沙等地建设并运营了三家“赛孚城”应急体验馆。同时，拟在全国建立 12 个“赛孚城”应急体验馆，快速布局应急服务产业，配合政府对应急自救互救知识及技术传播。赛孚城首先作为公司工具仪器、应急类产品的形象展示馆，提升了公司品牌形象，促进公司与政府、企业、家庭对接，间接促进了公司的销售。赛孚城作为公司产品的技术维修服务网点，能够提供维修维保、计量校准等服务，快速响应当地及周边客户的需求。

图 21：威亨国际“赛乎城”场景


资料来源：威亨国际商城，信达证券研发中心

对标全球龙头，本土 MRO 集约化供应商成长潜力大

2.1 固安捷深度剖析，探索龙头的成功之道

MRO 品类繁多，下游应用行业市场巨大，对于 MRO 各细分品类，可提供相应产品的厂商数量众多，各细分品类产品的供应处于完全竞争的态势。同时 MRO 的需求方在采购环节具备临时性、零散性的特点。为降低供需双方的交易成本，逐渐出现了 MRO 的集约化供应商。在工业化发达的市场经济国家，很早就出现了规模化的 MRO 集约化供应商，如 1928 年在美国成立的 MRO 产业龙头企业固安捷、1968 年在美国成立的快扣、1960 年在英国成立的欧时公司等。MRO 国际知名企业成立时间较早，并随着全球工业化进程而不断发展壮大，形成全球化经营。

表 4：全球 MRO 龙头简介

公司名称	主营业务	主要产品	主要客户
固安捷	全球领先的 MRO 工业品分销商。致力于为广大客户提供专业的 MRO 采购服务，节省客户的时间和成本。2019 年度营业收入约合 801 亿元。	包括手动工具、电动工具、电工器材、物料搬运设备、安全保障用品、清洁和维护用品等 MRO，SKU 超过 150 万；自有品牌收入 21%	客户数量超过 350 万个，涵盖：制造业（重工业 17%、轻工业 10%）、政府机构（14%）、零售业、建筑业、运输业等行业领域。
快扣	是一家工业和建筑用品的批发零售商。主要的产品有：紧固件，工具，刀具，液压系统和气动，材料处理，清洁用品，电器用品，焊接用品，安全用品和金属。2019 年度营业收入约合 372 亿元。	包括手动工具、电动工具、电工器材、紧固件、安全保障用品、螺丝、螺帽等 MRO 产品自有品牌收入占总收入约 20%	客户数量约为 24.70 万个，涵盖：制造业 67.5%、非住宅建设 12.9%（包括电工、管道、钢铁和道路承包商）其他 19.6%（包括铁路、石油勘探公司、石油生产和提炼公司、采矿公司、联邦、州和地方政府实体）
欧时	全球领先的高品质服务分销商，经销电子、自动化与控制元件、工具和耗材。2019 财年营业收入约合 166 亿元。	包括手动工具、电动工具、电工器材、电子元器件、安全保障用品、清洁和维护用品等 MRO 自有品牌收入占总收入 13%	涵盖设计公司、制造公司和维护公司
威亨国际	公司为工器具、仪器仪表等类的 MRO 集约化供应商，并从事上述产品的研发、生产、销售及相关技术服务，目前业务主要服务于电力行业，并涉及铁路、城市轨道交通等领域。	主要包括手动工具、机电工具、电工器材、标识标签、应急装备等工器具类产品和电工仪器、电工仪表等仪器仪表类产品	国家电网、南方电网、中国国家铁路集团有限公司、中国化工、中国石油

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心整理

固安捷于 1928 年在美国成立，是拥有 90 多年历史的美国 500 强企业之一，通过不断收购扩张、模式迭代，目前已是全球最大的为企业 MRO 产品及服务的分销商。公司经营种类从最初的电气设备批发延展到了超 150 万种丰富的 MRO 品类、SKU 达 2600 万个；经营范围从北美洲的美国走向加拿大，进而扩张到欧洲及亚洲市场。全球超过 500 万的客户依

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 14

赖固安捷提供安全、物料搬运、金属加工等产品，以及库存管理和技术支持等服务。

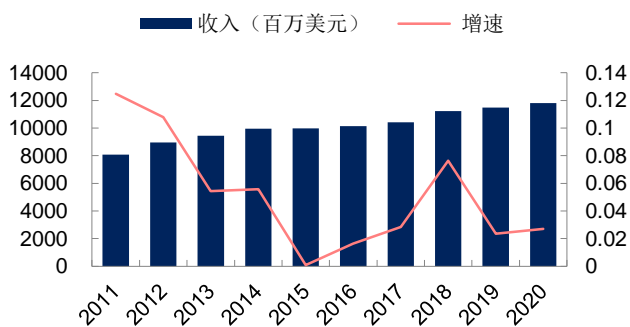
表 5：固安捷发展历程

发展阶段	时间	重要事项
阶段一：形成公司 MRO 产品目录，拓展加拿大市场：	1928 年	以及目录的广告业务起家，奠定了未来 MRO 工业产品目录的基础。
	1967 年	在纽交所上市。
	1990 年	收购 Allied Safety, Inc., 正式进入工业安全用品分销领域。
	1992 年	收购美国当时领先的安全用品直销，安全目录提供商 Lab Safety Supply, Inc.(LLS)。
	1996 年	推出在线网站，实现在线化订购；收购加拿大工业分销商 Acklands Limited, Inc.。
阶段二：收购扩充品类矩阵，布局工业产品	2000-2004 年	收购 work.com；收购林业管理设备分销商 The Ben Meadows Co.；收购地面维护工具提供商 Gempler, Inc.。
	2005 年	收购车辆配件服务商 AWDirect, Inc.。
	2006 年	收购仓储包装领域服务商 Rand Materials Handling Equipment Co, 建材领域服务商 Professional Inspection Equipment, Inc., 和 Construction Book Express, Inc.。
	2007 年	收购木工领域的紧固件服务商 McFeely。
阶段三：进入亚洲市场，涉足服务领域提高供应链效率	2008 年	开始收购印度最大的工业品及电子产品分销商之一 Asia Pacific Brands, 并于 09 年 6 月完成对其 100% 股权收购；收购 Excel FIG。
	2009 年	收购日本 MRO 在线分销商 MonotaRO 53% 股权；收购工业品直销商 Imperial Supplies(汽车维修行业龙头，年销售额约 40 亿美元)，极大提高公司顾客采购和采购监控效率；收购专业服务供应商 Alliance Energy Solutions(专注于能源效率改造业务)；收购加拿大 MRO 分销商 K&D Pratt Industrial Division。
	2010 年	收购 Safety Certified(致力于提供线上管理安全计划和合规性解决方案，同时提供培训和教育)，帮助公司提供线上程序和工具去协助各种组织遵守工作场合的安全要求标准。
阶段四：进军欧洲及拉丁美洲市场，实现全面国际化	2011 年	以 3.44 亿美元收购欧洲紧固件及相关 MRO 产品领先经销商 Fabry Group。
	2012 年	收购工业产品直销商 Techni-Tool, Inc.; 收购巴西最大的工业品生产商 Votorantim Group 的子公司 MRO 分销商 AnFreixo S.A.。
	2013 年	收购工业品直销商 E&R Industrial Sales, Inc.; 收购 Safety Solutions, Inc., 为公司扩展安全领域的疆土。
	2014 年	收购 WFS Enterprise, Inc.
	2015 年	收购英国最大的 MRO 分销商 Cromwell Group Limited; 收购一家生产精煤的有限责任公司部分股权。
	2020 年	剥离在中国的 High-touch 业务, 清算德国 Zoro Tools Europe (中兴通讯)

资料来源：固安捷官网，信达证券研发中心整理

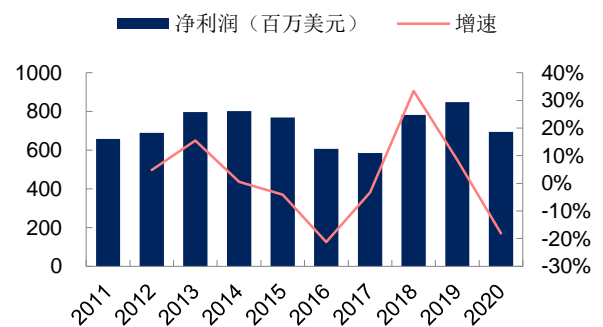
固安捷收入规模保持稳定增长态势。2011-2020 年固安捷收入从 80.78 亿美元增长至 117.97 亿美元，年复合增速为 3.86%，净利润从 6.58 亿美元增长到 6.95 亿元。其中 2016-2017 年净利润的降低主要是受毛利率下降和营业支出增加的影响。2021 年上半年，公司实现营业收入为 62.91 亿美元，同比上涨 7.76%，净利润为 4.63 亿美元，同比增长 61.32%；

图 22：固安捷收入及增速



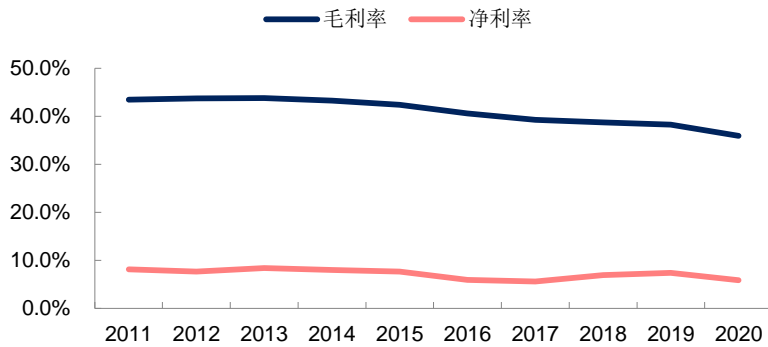
资料来源：固安捷年报，信达证券研发中心

图 23：固安捷净利润及增速



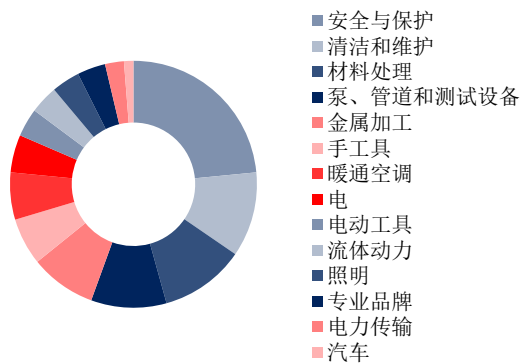
资料来源：固安捷年报，信达证券研发中心

近几年，公司毛利率整体呈现下降趋势，2011 年至 2020 年公司毛利率从 43.5% 下降至 35.9%。2020 年毛利率下降较多主要是由于疫情影响。公司净利率略有波动，2020 年净利率为 5.9%，同比下降 1.5pct。

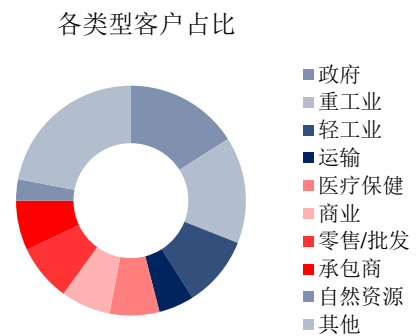
图 24：固安捷毛利率及净利率


资料来源：固安捷年报，信达证券研发中心

从公司产品类型看，2020 年安全与保护产品占收入比例达到 19%，清洁和维护、材料处理、泵管道和测试设备、金属加工等占比分别为 9%、9%、8%、7%。从客户的角度看，公司主要的销售客户包括政府、重工业、医疗保健、运输等，其中年政府和重工业占比最大，分别为 16%和 15%。轻工业、运输、医疗保健、商业、零售/批发、承包商等客户占比分别为 10%、5%、7%、7%、8%、7%。

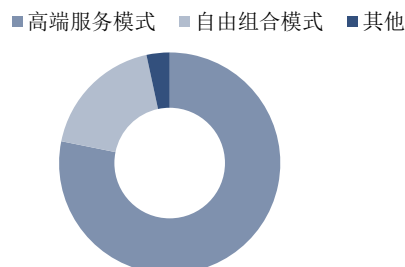
图 25：2020 年销售收入产品分类占比


资料来源：固安捷年报，信达证券研发中心

图 26：2020 年销售收入客户分类占比


资料来源：固安捷年报，信达证券研发中心

固安捷业务模式分为**高端服务模式**和**自有组合模式**。从 2018 年开始固安捷将其业务分类调整为两大类高端客户服务以及自由服务模式（High-touch solution model & Endless assortment model）。2020 年固安捷高端服务模式和自有组合服务模式在营收中的占比分别为 78.2%和 18.5%

图 27：2020 年固安捷各业务模式占比


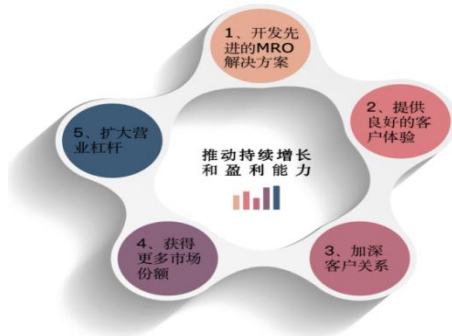
资料来源：固安捷年报，信达证券研发中心

高端服务模式（High-touch solution）针对大客户：为需求复杂的客户提供的定制化服务及产品策划。该模式拥有三大竞争优势：**(1) 差异化的销售和服务**：高端服务模式拥有多样化的销售渠道，包括各地区的电子商务平台、EDI 大客户系统对接、电话联络中心、库存

管理系统、线下网点等渠道；从服务人员来看，公司拥有超过 3100 名外部销售人员，为大客户提供一对一服务，拥有超过 480 名内部销售人员，与中小型客户保持高频联系。**(2) 提供库存管理解决方案：**通过分析消费数据、自动化采购流程和确保客户所需的材料在手，帮助客户减少 MRO 支出。包括现场分支机构、供应商管理库存(VMI)和客户管理库存(CMI)等；**(3) 提供专业技术服务：**客户调查强调，企业非常重视从固安捷获得的技术专业知识，并依靠固安捷的专业技术资源来回答问题、提供专业知识并帮助他们找到解决方案。

自由服务模式 (Endless assortment) 针对小客户：主要服务于中小型顾客、需求简单及价格敏感的客户。该模式完全采用线上化，为公司保持每年 20% 的收益年增长。

图 28：高端服务模式下公司获得市场份额的元素



资料来源：固安捷年报，信达证券研发中心

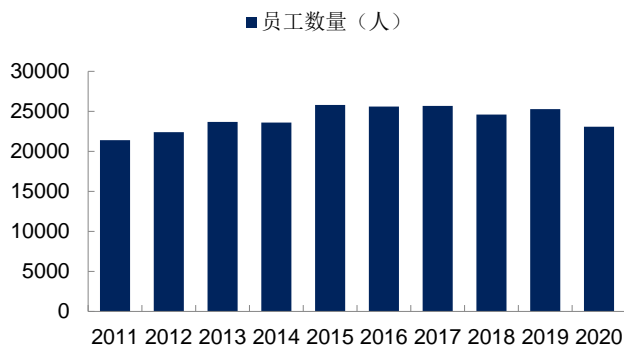
图 29：自由组合模式下公司每年 20% 的增长因素



资料来源：固安捷年报，信达证券研发中心

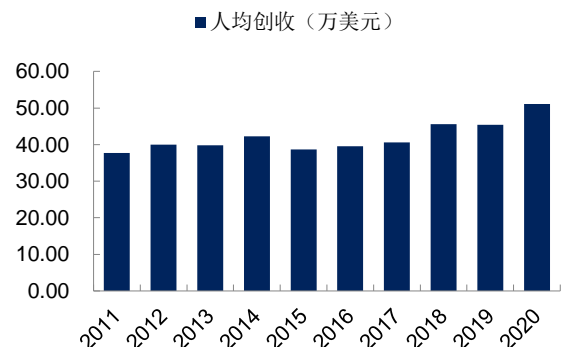
固安捷人均创收显著高于国内企业。近 10 多年来，固安捷人员数量保持相对稳定，2020 年员工总人数达到 23100 人，同比 2019 年下降 2200 人。公司人均创收整体保持增长态势，2011 年至 2020 年人均创收从 37.75 万美元增长至 51.07 万美元，显著高于威亨国际(146.8 万元)等国内企业。

图 30：固安捷员工数量



资料来源：固安捷年报，信达证券研发中心

图 31：固安捷人均创收



资料来源：固安捷年报，信达证券研发中心

2.2 深耕行业 20 余年，竞争优势明显

公司目前主要聚焦于国内电网、铁路、城市轨道交通等领域的 MRO 市场，具有市场集中度较低、企业数量众多、市场竞争激烈的特点。目前国内主要竞争对手包括武汉巨精、里得电科、震坤行、工品汇、西域等公司。其中武汉巨精和里得电科在电力行业具备较强竞争力，震坤行、工品汇、西域等公司是多领域发展，且以线上销售为主。

表 6：国内 MRO 主要企业

公司	产品种类	供应商/客户	商品目录	经销范围	运营优势	企业简介
威亨国际	12 大类、18 万余种 SKU	长期合作供应商达到 1500 余家		在全国设立 37 个销售服务机构	销售网络布局完善，销售及技术服务人员达到 600 人，下沉至全国二三线城市	威亨国际是国内 MRO 龙头之一，主要产品为工器具、仪器仪表类，目前业务主要服务于电力行业，并涉及铁路、城市轨道交通等领域
西域机电	36 条产品线，220 个大类、5682 个小类	供应商 19401 家，客户近 30000 家	E-catalog	已覆盖全国各省五金机电城	产品规格齐全，专业度强，性价比好，移动端体验好	西域作为国内专业 MRO 自营电商，通过 EDI 对接整合上游厂家实时库存数据，通过 Punch-out 接口对接客户 ERP
震坤行	26 大产品线，数百万种工厂	拥有 5000 多家供应商，客户数量超过 12000 家	纸质目录	全国有 35 个区域服务中心，超过 30 个省市	化学品领域“建树颇丰”，而且“库存足”	震坤行作为一站式工业超市的领先者，经营数百万种工厂使用辅料和易耗品，建立智能型+体验型的运营模式
工品汇	8 大品类	合作品牌超过 600 家	——	全国的 9 大物流仓储中心、34 家城市服务中心	——	工品汇是一家专注做工业用品供应链的电商公司，成立于 2014 年 2 月，为客户提供便捷、高效的工业用品一站式采购服务
武汉巨精		主要客户包括国家电网、中国石化				武汉巨精主要产品包括五金工具、带电安防用具、液压工具、电力状态监测设备、输变电线路检测设备、消防救援装备以及高空作业平台等
里得电科		国家电网和南方电网			在配电不停电领域具备较强竞争力	里得电科主要产品包括电力工具、仪器仪表、五金工具、带电安防等。根据业绩快报里得电科 2020 年度营业收入为 4.40 亿元，净利润为 0.91 亿元

资料来源：信达证券研发中心整理

相对于国内其他竞争对手，公司主要竞争优势：

（1）完善的销售网络，深根二、三线城市

销售人员超过 600 人，全国设立 37 个销售服务机构。经过十余年的发展，公司拥有 61 家下属子公司，逐步构建较为完善的销售服务网络，设立 37 个销售服务机构，销售覆盖全国（除港澳台外）31 个省、自治区和直辖市，拥有超过 600 人的销售及技术服务团队，销售服务渠道已下沉到二、三线城市，并覆盖到主要县、镇，成为国内少数的线下全国性 MRO 集约化供应商。

下沉至二、三线城市，深度绑定客户。健全的销售服务网络为公司与客户建立了畅通的沟通渠道，使公司第一时间、第一现场了解客户在运营、维护、检修中面临的应用环境特征、各类产品的性能表现，实践中常见技术难点、痛点，推动公司升级原产品、发现新产品或反馈给产品供应商。此外，由于电网等行业很多 MRO 产品具备较强的专业性，因此需要专业的销售给客户讲解产品的性能，因此销售人员下沉至二、三线城市进行产品的宣传和推广是增强客户粘性的重要手段。

图 32：威亨国际全国主要服务机构


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

(2) 强大的供应链保障及时履约

产品齐全，供应商丰富。公司具备强大的产品供应能力，能够满足下游客户的一站式采购需求，可为下游客户集约化供应合计 12 大类、18 万余种 SKU 的 MRO，产品品类齐全、型号众多、结构完整。同时，和公司关系紧密的供应商数量达到近 1500 家，并具备强大的属地化服务终端客户的供应商资源整合能力。

公司在全国设立了多个仓储，以保障及时供货。同时，在仓储物流环节，公司通过将 WMS 仓储管理系统、TMS 运输管理系统与 OMS 订单管理系统和 MDM 数据管理中心进行全面联通，实现了在接受订单后，在最近仓库以最优方式进行订单物流交付的功能，大幅缩短了公司订单审核、仓储调度、商品出库的时间。

图 33：威亨国际仓储管理系统


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

(3) 深根行业多年，具备丰富的项目经验

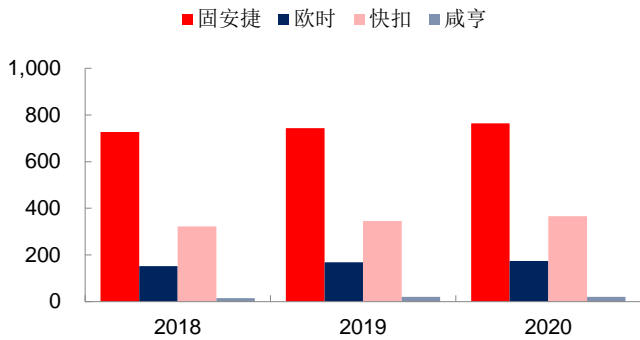
公司下游客户所处的电网、铁路、城市轨道交通等领域，由于产品多用于不停电运行状态检测以及故障设备检修、实验，因而产品专业性较强。客户在进行招投标时，不仅对产品的性能、技术参数要求较高，而且对产品供应商的综合实力也有较高要求。

公司 1998 年成立至今，以及深根行业 20 多年，在工器具、仪器仪表类产品的 MRO 业务领域不断历练、积累行业经验，熟知了上述领域特别是运维带电检修产品独特的参数要求和性能，并谙熟了行业的经营特性。同时在电力领域具备丰富的项目经验，应用案例丰富，项目的中标率更高。

2.3 对标全球龙头，公司成长潜力大

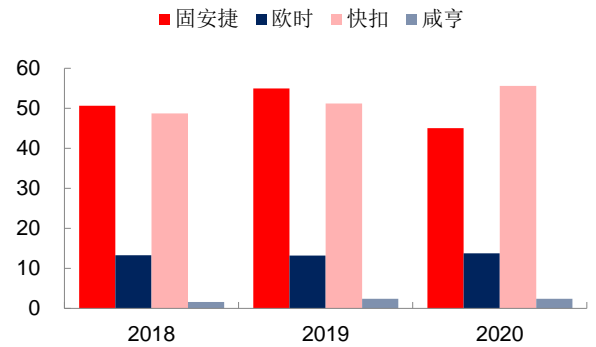
与全球龙头相比，威亨国际业绩增长潜力大。从全球 MRO 龙头公司的收入和净利润来看，2020 年固安捷、欧时、快扣的收入分别为 764.45 亿元、174.02 亿元和 365.95 亿元，净利润分别为 45.04 亿元、13.78 亿元和 55.67 亿元。相比而言，威亨国际 2020 年营收和净利润分别为 19.91 亿元和 2.38 亿元。相对与全球龙头，威亨国际未来成长潜力还非常大。(2021 年 8 月 18 日汇率换算：1USD=6.49RMB, 1GBD=8.907RMB, 1EUR=7.59RMB)

图 34：全球 MRO 集约化服务龙头收入比较（亿元）



资料来源：固安捷年报，欧时年报，信达证券研发中心

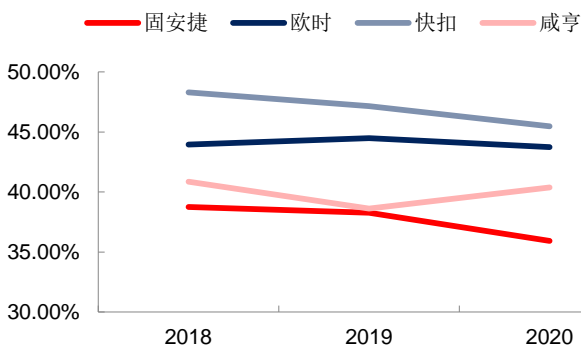
图 35：全球 MRO 集约化服务龙头净利润比较（亿元）



资料来源：固安捷年报，欧时年报，信达证券研发中心

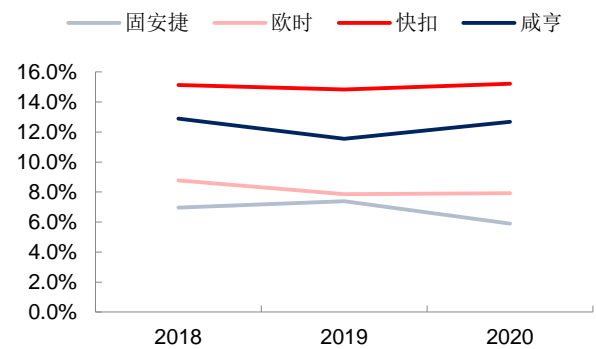
公司盈利能力高于行业平均水平。通过比较全球 MRO 龙头和威亨国际的毛利率可以看出，2020 年，固安捷、欧时、快扣和威亨国际的毛利率分别为 35.92%、43.75%、45.47%和 40.39%，威亨国际毛利率算是处于行业中等偏下的水平。从净利率的角度看，2020 年固安捷、欧时、快扣和威亨国际的净利率分别为 5.9%、7.9%、15.2%和 12.67%。威亨国际由于地处中国，人员成本以及原材料成本等低于欧美企业，因此净利率处于行业中等偏上水平。

图 36：全球 MRO 集约化服务龙头毛利率比较



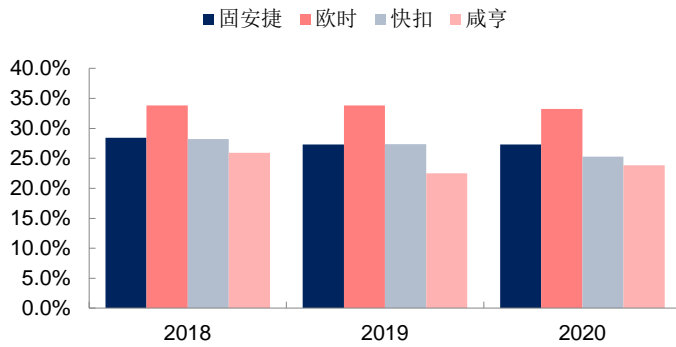
资料来源：固安捷年报，欧时年报，信达证券研发中心

图 37：全球 MRO 集约化服务龙头净利率比较



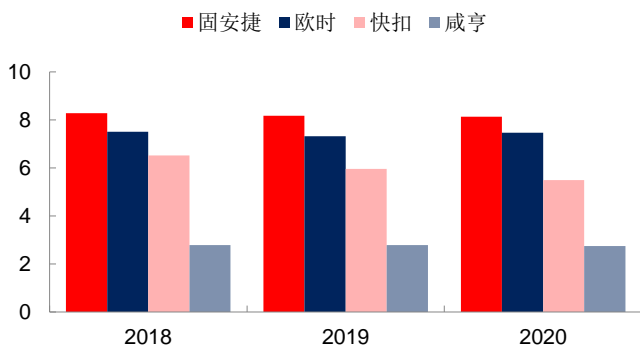
资料来源：固安捷年报，欧时年报，信达证券研发中心

公司费用率低于全球 MRO 龙头。2020 年固安捷、欧时、快扣的费用率分别为 27.3%、33.2%、25.3%，威亨的费用率为 23.8%，威亨费用率比全球 MRO 龙头低主要是由于中国的人力成本更低，且原材料的采购成本更加便宜。这也是威亨毛利率虽然低于 MRO 龙头，但是净利率依旧维持较高的主要原因。

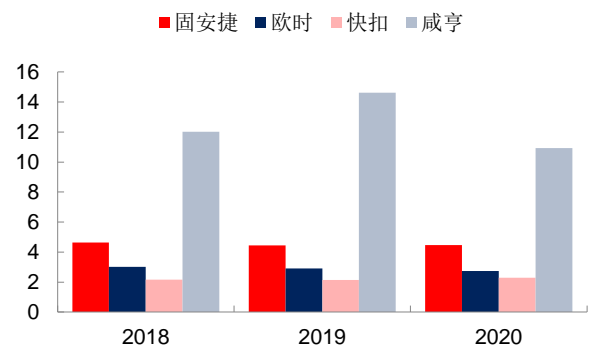
图 38：全球 MRO 集约化服务龙头费用率比较


资料来源：固安捷年报，欧时年报，信达证券研发中心

2020 年，固安捷、欧时、快扣的应收账款周转率分别为 8.14 次、7.47 次和 5.5 次，而咸亨的应收账款周转率为 2.75 次，咸亨应收账款周转率低于全球 MRO 龙头的主要原因为咸亨的下游客户主要为国家电网、南方电网、铁路集团等国有单位，账期相对较长，但形成坏账的可能性很低。从存货周转率看，咸亨存货周转率要显著高于全球 MRO 龙头，主要原因为咸亨严格执行“以销定采/以销定产”，对下游的交货期均较短，存货余额较少。

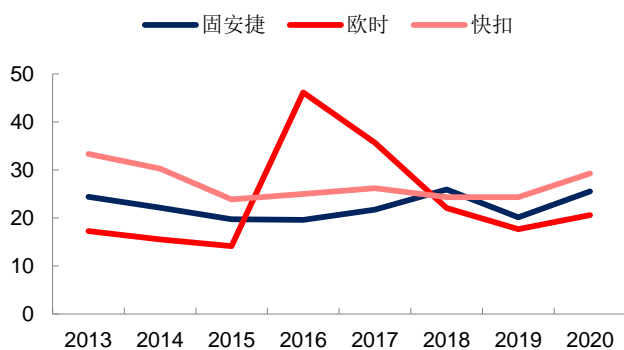
图 39：全球 MRO 集约化服务龙头应收账款周转率比较


资料来源：固安捷年报，欧时年报，信达证券研发中心

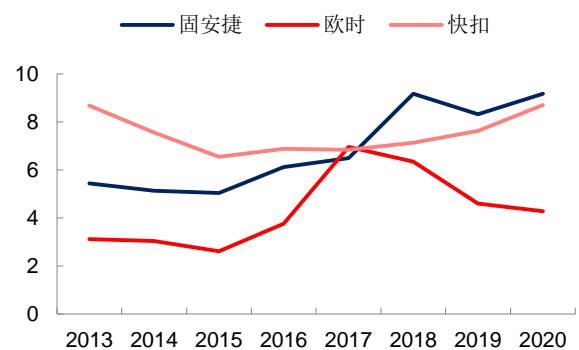
图 40：全球 MRO 集约化服务龙头存货周转率比较


资料来源：固安捷年报，欧时年报，信达证券研发中心

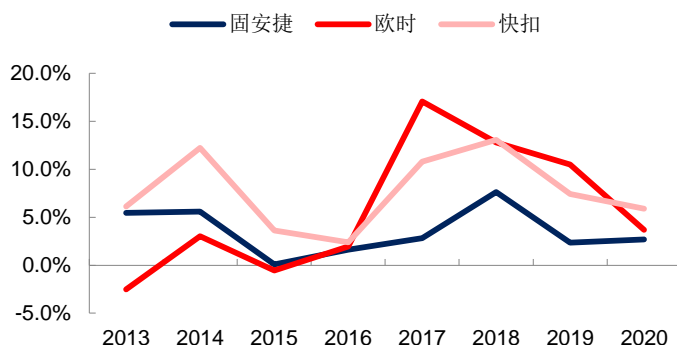
从全球 MRO 龙头估值来看，固安捷 PE 估值大部分时间处于 20-25 倍之间，欧时 PE 估值大部分时间处于 15-22 倍之间，快扣 PE 估值大部分时间处于 24-30 倍之间。快扣 PE 给予相对较高也是由于近几年均保持了较好的业绩增长。从 PB 估值来看，2020 年固安捷、欧时和快扣的 PB 估值分别为 9.18 倍、4.29 倍和 8.17 倍。

图 41：MRO 集约化服务龙头 PE 估值


资料来源：固安捷年报，信达证券研发中心 注释：收盘时间为 2021 年 9 月 10 日

图 42：MRO 集约化服务龙头企业 PB 估值


资料来源：固安捷年报，信达证券研发中心 注释：收盘时间为 2021 年 9 月 10 日

图 43: MRO 集约化服务龙头收入增速


资料来源: 固安捷年报, 信达证券研发中心

通过比较威亨和全球 MRO 集约化服务龙头可以发现: (1) MRO 是万亿市场, 固安捷、快扣等全球龙头的收入规模均达到数百亿元, 而威亨收入还仅有 20 亿元, 未来成长空间很大; (2) 中国地区具备低人力成本、低原材料成本优势, 公司盈利能力处于全球 MRO 集约化服务龙头中等偏上水平; (3) 市场给予全球 MRO 集约化龙头较高估值, 快扣等龙头 PE 估值长期处于 25-30 倍, 威亨作为国内 MRO 集约化服务龙头, 未来成长空间更大, 有望保持更快增长, 有望享受更高估值水平。

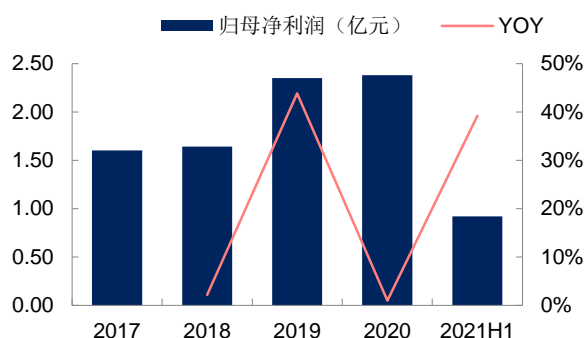
业绩稳健增长, 员工持股平台深度绑定管理层

3.1 持续开拓新领域, 公司业绩稳健增长

电网市占率稳步提升, 持续开拓新领域, 公司业绩稳健增长。近年来, 随着公司在电网市占率的提升以及新应用领域的成功开拓, 公司业绩呈现稳定增长态势, 2017 年至 2020 年, 公司营收从 10.55 亿元增长至 19.91 亿元, 年复合增速达到 23.58%; 归母净利润从 1.60 亿元增长至 2.38 亿元, 年复合增速为 14.15%。2021 年上半年公司业绩维持增长, 实现营收 8.21 亿元, 同比增长 0.79%; 实现归母净利润 0.92 亿元, 同比增长 39.20%。

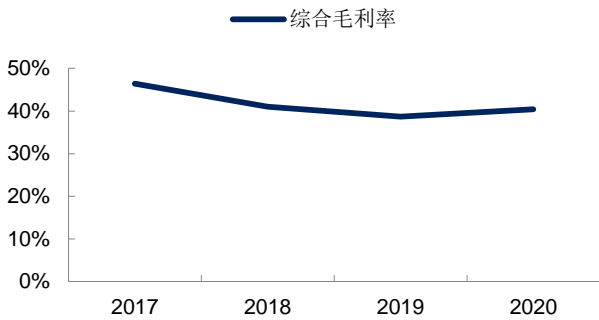
图 44: 公司营收及增速


资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

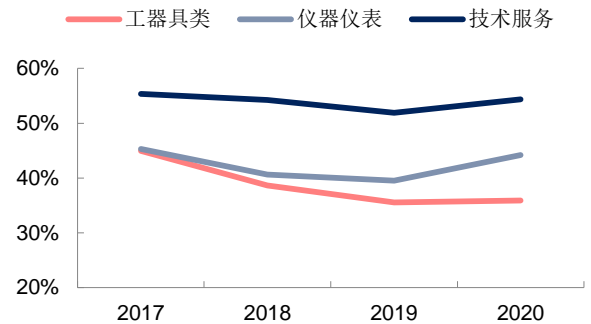
图 45: 公司净利润及增速


资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

毛利率整体维持较高水平, 略有波动。2017 年至 2020 年, 公司综合毛利率分别为 46.44%、40.98%、38.69%和 40.45%, 整体处于较高水平, 综合毛利率呈现略微下降后企稳回升的趋势。毛利率呈现波动趋势一方面主要原因是: 电力三产企业客户、非终端用户与国家电网等终端用户的差别, 导致该等业务毛利率较低; 另一方面是电商化采购导致通用的、新经营的产品价格竞争更加激烈; 分产品看, 2020 年公司工器具类、仪表仪器类和技术服务的毛利率分别为 35.89%、44.16%和 54.37%。

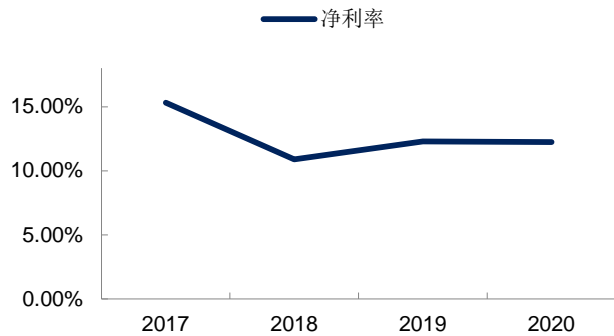
图 46：公司营收及增速公司综合毛利率


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

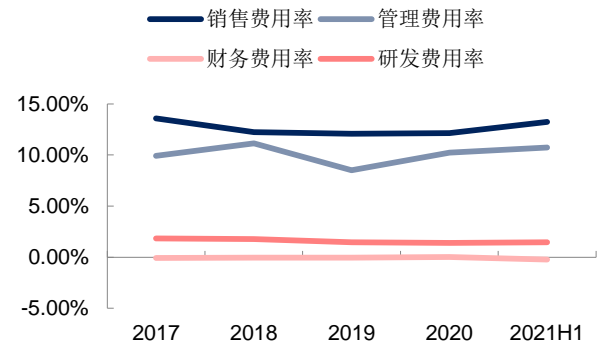
图 47：公司各块业务毛利率


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

盈利能力保持相对稳定。近年来，公司盈利能力保持相对稳定，2020 年净利率为 12.30%，同比下滑 0.07pct；从费用率角度看，2020 年合计费用率为 23.79%，同比增长 1.79pct；其中销售费用率为 12.14%，同比增长 0.05pct，管理费用率为 10.23%，同比增长 1.74pct，主要原因为 2020 年计提了股权激励费用；财务费用率为 0.02%，同比提升 0.06pct；研发费用率为 1.4%，同比下降 0.07pct。

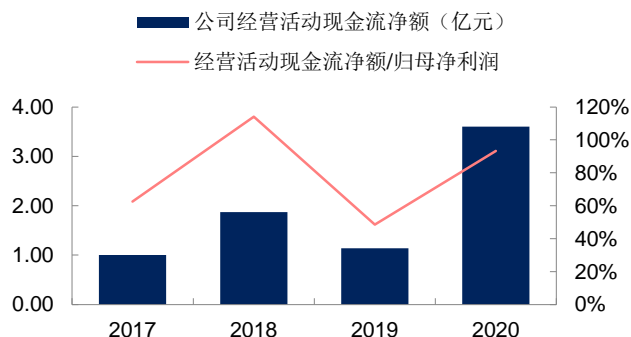
图 48：公司净利率


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

图 49：公司费用率


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

现金流情况良好。虽然公司下游客户主要是大型的国企或央企，但是公司一直保持良好的现金流状态，近五年经营活动现金流净额均为正值，2020 年公司经营活动现金流净额为 3.60 亿元，同比增长 215.79%，经营活动现金流净额与归母净利润的比值达到 93.27%。

图 50：公司经营活动现金流净额


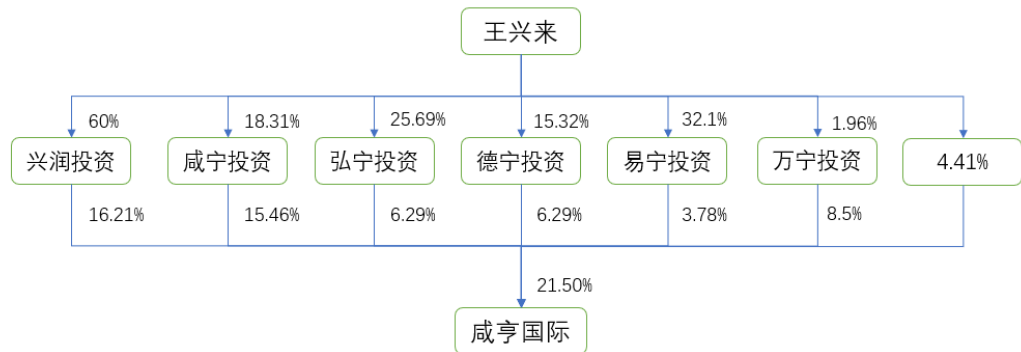
资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

3.2 设立多个员工持股平台，深度绑定核心管理层

公司股权结构稳定。公司实际控制人、董事长为王兴来先生，截至 2021 年 7 月 20 日，王兴来先生直接持有公司 4.41% 的股权，通过公司控股股东兴润投资间接控制公司 16.21% 的

股份,同时,通过咸宁投资、万宁投资、弘宁投资、德宁投资、易宁投资分别控制公司 15.46%、8.50%、6.29%、6.29%、3.78%的股权,因此,王来兴先生合计控制公司 60.94%股份的表决权,为公司的实际控制人。

图 51: 公司股权结构



资料来源: wind, 信达证券研发中心

设立多个员工持股平台, 深度绑定核心管理层。公司设立的咸宁投资、万宁投资、弘宁投资、德宁投资、易宁投资均为公司员工持股平台, 因此, 现在公司中高层员工均持有公司股份。通过股份将核心员工与公司深度绑定, 有利于公司中长期发展。

表 7: 公司高级管理人员及核心技术人员持股情况

姓名	职务	间接持股主体	持有间接主体份额
夏剑剑	董事、总经理	咸宁投资	12.42%
隋琳	董事、副总经理	—	—
俞航杰	副总经理	咸宁投资	12.42%
张再锋	副总经理	万宁投资	8.8%
冯正浩	副总经理	咸宁投资	7.25%
阮萍	副总经理	咸宁投资	10.98%
邹权	董事会秘书、财务总监	弘宁投资	3.97%
李文国	杭州咸亨电气总经理	弘宁投资	3.97%
李振杰	杭州电科院总经理	万宁投资	4.20%
林化夷	总经理助理	万宁投资	10.30%

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心整理

盈利预测、估值与投资评级

4.1 盈利预测

(1) 目前电网领域 MRO 集约化采购市场规模约为 500 亿元左右, 公司作为电网集约化服务龙头, 在行业内的市占率还较低, 未来可以通过增加 SKU 数量以及拓展地区不断提升电网领域市占率。

(2) 公司也在持续开拓石油石化、核电、风电、光伏、大交通等新的领域, 这些新领域 MRO 集约化采购的空间都很大, 未来均有望成为公司业绩新的增长点。

基于以上假设, 预计公司 2021 年至 2023 年净利润分别为 2.61 亿元、3.36 亿元和 4.81 亿元, 相对应的 EPS 分别为 0.65 元/股、0.84 元/股和 1.20 元/股, 对应当前股价 PE 分别为 32 倍、25 倍和 18 倍。

4.2 估值与投资评级

我们选取怡和达等一站式零部件供应商、巨星科技等工具生产厂家以及国电南瑞和亿嘉和等电网设备供应企业作为可比公司，上述公司 2021/2022 平均 PE 估值为 42/32 倍。公司作为我国 MRO 集约化龙头，深耕电力行业，同时拓展石油石化、光伏、核电、应急等多个领域，未来成长潜力大，预期 2021/2022 年业绩对应估值为 32/25 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 8：可比公司盈利及估值对比

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	eps (元)				PE (倍)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
301029	怡合达	93.89	376	0.75	1.03	1.47	2.10	125.19	91.16	63.87	44.71
002444	巨星科技	32.55	372	1.26	1.41	1.71	2.00	25.83	23.09	19.04	16.28
600406	国电南瑞	30.97	1718	1.05	1.07	1.24	1.43	29.50	28.94	24.98	21.66
603666	亿嘉和	55.2	114	2.43	2.26	3.02	4.01	22.72	24.42	18.28	13.77
平均值								50.81	41.90	31.54	24.10

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为 2020 年 9 月 9 日收盘价

风险因素

电网运营维护资本开支不及预期

公司下游主要应用是电力行业，如果电力行业运营维护资本开支不及预期，对公司业绩将产生较大影响。

新行业拓展不及预期

公司目前还在拓展石油石化、光伏、核电、应急等行业，如果新行业拓展不及预期，将对公司长期发展产生影响。

行业竞争加剧

目前西域、震坤行等 MRO 厂商也进入电力行业，但主要聚焦在线上，如果线上进行加剧，对公司业绩也将产生影响。

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,232	1,249	1,622	2,143	3,056
货币资金	230	309	540	864	1,368
应收票据	8	6	6	8	11
应收账款	772	678	775	937	1,267
预付账款	25	39	39	44	57
存货	89	128	131	154	203
其他	107	89	130	137	151
非流动资产	286	398	494	500	493
长期股权投资	12	12	12	12	12
固定资产(合计)	111	202	217	217	204
无形资产	18	141	212	213	214
其他	147	43	53	58	63
资产总计	1,518	1,647	2,116	2,643	3,549
流动负债	689	679	802	965	1,345
短期借款	25	0	70	90	170
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	298	313	337	402	540
其他	365	366	395	473	635
非流动负债	0	0	38	58	91
长期借款	0	0	38	58	91
其他	0	0	0	0	0
负债合计	689	679	840	1,023	1,436
少数股东权益	14	17	24	33	45
归属母公司股东权益	815	951	1,252	1,588	2,069
负债和股东权益	1,518	1,647	2,116	2,643	3,549

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,948	1,991	2,143	2,603	3,546
同比(%)	28.0%	2.2%	7.6%	21.5%	36.2%
归属母公司净利润	235	238	261	336	481
同比(%)	43.8%	1.0%	9.9%	28.7%	43.2%
毛利率(%)	38.7%	40.5%	39.5%	40.0%	40.2%
ROE%	28.9%	25.0%	20.8%	21.2%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	0.59	0.59	0.65	0.84	1.20
P/E	0.00	0.00	32.36	25.14	17.56
P/B	0.00	0.00	6.75	5.32	4.08
EV/EBITDA	-0.63	-0.91	20.22	15.53	10.50

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,948	1,991	2,143	2,603	3,546
营业成本	1,194	1,185	1,296	1,562	2,119
营业税金及附加	14	12	10	12	16
销售费用	235	242	260	316	430
管理费用	165	204	206	245	305
研发费用	29	28	30	36	50
财务费用	-1	0	-10	-19	-16
减值损失合计	0	-17	0	0	0
投资净收益	1	2	2	3	4
其他	5	17	0	1	6
营业利润	317	322	353	455	651
营业外收支	1	0	0	0	0
利润总额	318	322	353	455	651
所得税	79	79	86	111	158
净利润	240	244	268	344	493
少数股东损益	4	6	7	9	12
归属母公司净利润	235	238	261	336	481
EBITDA	327	340	396	498	699
EPS(当年)(元)	0.59	0.59	0.65	0.84	1.20

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	114	360	234	358	462
净利润	240	244	268	344	493
折旧摊销	16	20	55	66	73
财务费用	0	0	3	5	8
投资损失	-1	-2	-2	-3	-4
营运资金变动	-148	89	-89	-54	-109
其它	7	9	0	0	0
投资活动现金流	-114	-130	-149	-69	-62
资本支出	-116	-132	-151	-72	-66
长期投资	-2	0	0	0	0
其他	3	2	2	3	4
筹资活动现金流	-105	-156	145	35	104
吸收投资	0	1	40	0	0
借款	25	-25	108	40	113
支付利息或股息	-129	-130	-3	-5	-8
现金流净增加额	-106	75	231	324	504

研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

刘崇武，中国科学院大学材料工程硕士，曾任财信证券研究发展中心机械设备行业研究员，2020年6月加入信达证券，从事机械设备行业研究。

刘卓，对外经济贸易大学金融学硕士，2017年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

机构销售联系人

全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副 总监(主持工 作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副 总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。