

乘势而起，国央企数字化采购前景可期

2023 年 03 月 20 日

➤ MRO 指非生产原料性质的工业用品，具有非标&成本库存难控制等特点。

MRO 品类复杂，相同产品在不同行业中可能仍有细微差别，导致 SKU 数量众多；传统经销模式下会产生效率低下、库存管控难、采购成本高企以及售后服务差等问题。近年来 MRO 线上化趋势明显，并诞生出如齐心集团/咸亨国际/怡合达/震坤行等 B2B 模式供应服务商，在简化采购流程的同时提升服务效率。

➤ 政企采购线上化集采是 C 端线上化的延续，MRO 线上化采购进入增长快车道。参考 C 端线上化：

2010 年线上化比例从 2.9% 提升至 2020 年底的 30.1%+。目前政府及央企采购亦加速进入布局线上业务：出于节约开支和廉政化需要，通过自建或外包电商平台，实现采购的线上化、集中化；根据国资委数据：通过集中采购带来千亿级别资金节约，前期政府央企主要发力办公物资线上化采购，近年来 MRO 品类亦逐步进入线上化范畴，如南方电网发布 MRO 工业品物资电商化采购项目，包括安保消防、仪器仪表、五金建材等 7 个大类、220 个小类。

➤ MRO 线上化潜力巨大，相比通用物资对定制化服务要求高。通用物资（齐心集团、晨光科力普）标准化程度高，更易拓展客户群体，因此体量易于增长但利润率相对更低。如晨光科力普 2017-2021 年营收从 12.55 亿元提升至 77.66 亿元，4 年复合增长率为 57.71%，但利润率普遍不到 3%。相比而言 MRO 产品具有一定非标属性，同一类产品可能对应多个版本，例如不同电缆规格不同，其对应的剥皮机器也不尽相同；客户边界拓展较难但粘性较高，毛利率也属于较高水平（如咸亨国际/怡合达毛利率稳定在 40% 左右）。定制化服务下，企业更容易提高产品生产自有化率以优化产品结构，例如：咸亨国际自主产品收入接近 20%，怡合达自制供应收入占比接近 50%，相比而言通用物资自有产品占比通常较低。

➤ 从国际头部企业固安捷、米思米、史泰博的发展历程得到启示：积极拥抱线上化机会，固安捷拥有完善的线上采购平台 MyMRO，米思米打造 EC 平台并推出线上目录手册；同时优化商业模式，增加服务效率，固安捷通过差异化服务满足不同服务需求，优化服务效率。米思米通过当地加工/配送缩短物流时间，开发“mevy”平台缩短设计时间。关注业绩释放窗口的市值弹性：如固安捷在 2008-2021 年，收入体量从 62 亿美元升至 152 亿美元，净利润从 5 亿美元升至 10 亿美元，市值亦从 68 亿美元升至 265 亿美元；米思米 1998-2000 年净利润复合增速达到 28.67%，MISUMI 股价涨幅 265.9%，日经 225 涨幅仅 26.6%。

➤ 投资建议：从需求端来看，随着廉政化政策进一步加深，国央企深化线上采购趋势。从招标情况来看，MRO 产品目前从广度和深度上加速纳入线上化采购。在透明的线上招标体系下，头部企业凭借规模、成本、质量以及服务优势进一步巩固自身行业地位。看好头部企业在行业集中度进一步增强，市场规模增大的情况下，收入增长提速再上一层台阶，同时伴随规模及网络效应，利润率有望进一步提高。建议关注：齐心集团、咸亨国际、晨光科力普、震坤行以及怡合达。

➤ 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。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价			EPS (元)			PE (倍)			评级
		(元)	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E			
605056	咸亨国际	13.97	0.48	0.54	0.64	29	26	22	推荐		
002301	齐心集团	8.00	-0.78	0.23	0.35	-	35	23	推荐		

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 03 月 17 日收盘价）

推荐

维持评级



分析师 **徐皓亮**

执业证书：S0100522110001
邮箱：xuhaoliang@mszq.com



分析师 **李哲**

执业证书：S0100521110006
电话：13681805643
邮箱：lizhe_yj@mszq.com

相关研究

1. 箱板瓦楞纸行业深度报告：等待顺周期，关注箱板瓦楞的底部弹性-2023/03/01
2. 家居行业点评报告：当前时点，为何要超配家居板块？-2023/02/22
3. 电子烟行业事件点评：2022Q4 雾化&HNB 市场景气度跟踪-2023/01/20
4. 轻工行业 2023 年度策略报告：重启&重塑-2023/01/04
5. 家居行业系列报告二：基于产业链视角，探讨疫后美国家居各环节演绎-2023/01/04

目录

1 阳光采购促进 MRO 以及办公用品线上集采发展	3
1.1 MRO 为生产过程中必需品	3
1.2 政府采购发展趋势—数字化采购	4
2 MRO 企业粘性高，办公用品企业收入增速高	9
2.1 MRO ToB 线上平台提升采购体验	9
2.2 办公用品与 MRO 龙头企业对比：产品不同	9
2.3 总结：办公用品企业扩张速度快，MRO 集采企业粘性高	15
3 它山之石	17
3.1 固安捷：SKU 数量众多，差异化服务满足客户需求	17
3.2 米思米：推出线上目录手册，优化供应链提高服务效率	18
3.3 史泰博：办公用品巨头错过线上化最终陨落	21
4 线上集采投资逻辑	24
4.1 需求端：政府有望采购扩大 MRO、办公用品集采需求，线上渗透率提升空间大	24
4.2 供给端：头部企业客户结构稳定，业绩确定性强	26
5 投资建议	30
5.1 行业投资建议	30
5.2 重点公司	30
6 风险提示	36
插图目录	38
表格目录	39

1 阳光采购促进 MRO 以及办公用品线上集采发展

1.1 MRO 为生产过程中必需品

MRO 是指非生产原料性质的工业用品。 MRO 是英文 Maintenance 维护、Repair 维修、Operation 运行的缩写。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。相对于办公用品的标准化、易上手使用，MRO 产品就有一定的非标化特性，一部分产品需要经过专业训练才能使用。

表1：MRO 品类

品类	主要种类	细分种类	主要商品品类
MRO 用品	定时维护设备或设施	机械类	轴承、联轴器、机械传动及维护、气动元件、气动元器件、液压元器件、液压工具价格敏感型
		电气、自控类	低压电器、电气设备、电缆、电线、灯具、光源、照明设备、声光信号装置、动力源、电源
		耗材	各类润滑油脂、皮带、削减液
	紧急维修设施或设备	其它	非标备件加工
		工具类	各类手动工具、电动工具、气动工具、电子工具焊接工具、管道工具、起重测量工具
		辅助用品	胶带、安防、消防、防暴器材
		仪器仪表	电气测量、分析仪器、实验仪园、环保、其他仪器
	仓储物流	耗材	砂纸、铜皮
			搬运设备、起重设备、货架、周转箱小推车、包装设施和材料
		工作场所控制	静电控制、环境监测及清洁、无尘室用品、化学品泄漏控制
	维持企业日常工作 的物料	劳动防护用品	员工安全防护、应急救援设备、PPE、安全锁具。安全标识。道路交通
		办公用品	文件柜、文件夹、纸摄、打印设备
		其它	环保设施
		耗材	砂纸、铜皮

资料来源：共研社，中国经济网，民生证券研究院

品类繁杂形成行业一系列痛点。从上表可看出 MRO 品类复杂，相同产品在不同行业中可能仍有细微差别，导致 SKU 数量众多，传统经销模式下会产生效率低下、库存管控难、采购成本高企以及售后服务差等问题。而齐心集团、咸亨国际以及怡合达采取线上 B2B 模式直接打通厂商和终端客户，基于 IT 系统帮助客户简化采购流程，并且通过数字化建档管控库存，为客户提供高效、完善、专业的售后服务。

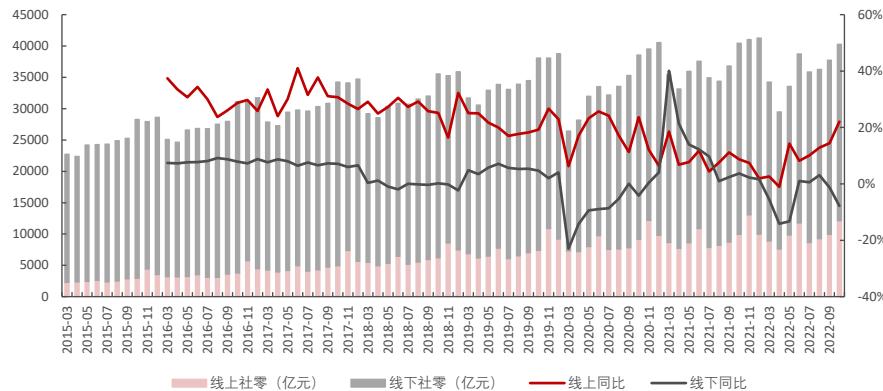
表2：B2B 模式解决 MRO 传统经销模式痛点

	传统经销模式	B2B 模式
生产厂	产品销售中间环节多，假冒、窜货频发，影响厂家声誉	直接打通原厂和终端客户,缩短供应链环节，有效减少假冒货、窜货的发生
商和品牌商痛点	多采取服务商服务模式，服务范围多仅限于产品交付，对客户提出的产品痛点未及时传导到厂商	厂商可以及时获取产品在渠道的销售情况、市场反馈情况，从而精准响应客户需求同时还能以销定产，准确安排生产活动
终端客户痛点	非阳光采购容易出现灰色成分导致采购成本高 MRO 品类繁杂，公司采购部门往往会选择通过多家供应商进行购买，供应商管理成本高	基于 IT 系统帮助客户简化采购流程实现全程透明化、标准化 聚集品牌厂家和一级代理商,提供丰富的品类及 SKU，契合一站式采购的需求，从而减少终端客户的供应商对接个数
	MRO 涉及 SKU 数量庞大，SKU 管理成本高 中间链条过长，终端客户需求的响应和履约速度慢 对 MRO 产品专业的指导安装维护、保养等售后服务要求极高，而传统中间商服务能力较差	进行数字化商品建档，并根据行业经验帮助客户优选整合 SKU 打通上下游通过全国范围内的智能化仓储物流体系,提高对终端客户的响应及履约速度 不仅是货品的提供，更能提供完善、专业的售后服务

资料来源：中国经济网，民生证券研究院

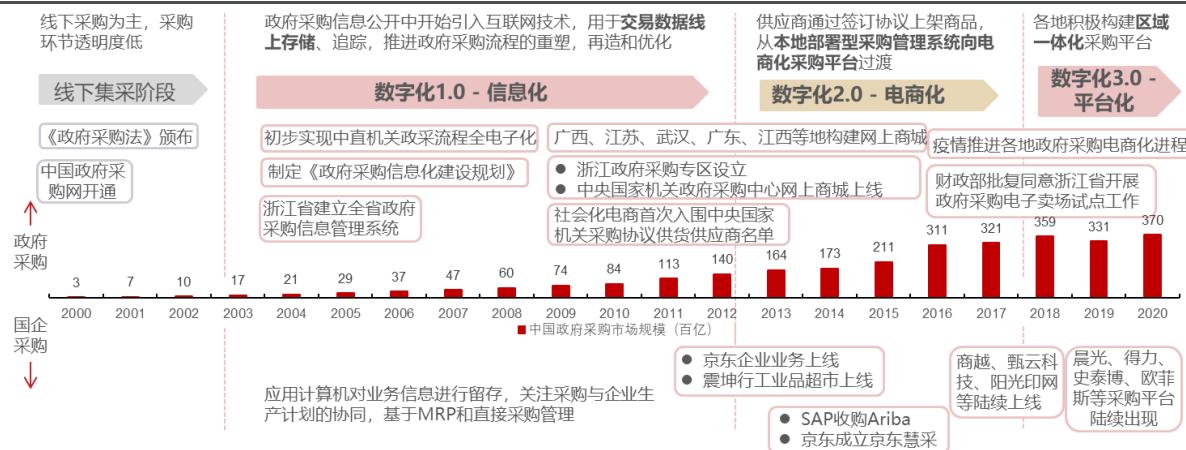
1.2 政府采购发展趋势—数字化采购

线上化采购成为社会发展趋势，目前线上化采购主体集中于 C 端。2022 年 10 月社会消费品零售总额为 4.02 万亿元，同比下滑 0.5%；其中实物商品网上零售额 1.21 万亿元，同比增长 22.1%。根据我们测算，线下消费品零售总额为 2.81 万亿元，同比下滑 7.8%，且自 2015 年 3 月以来，线上零售占比逐步提升，从 2015 年 3 月的 10.2% 提升至 2022 年 10 月的 30.1%，共计提升 19.9pct。

图1：社零线上线下规模（亿元）及同比（%）


资料来源：wind, 财政部, 民生证券研究院

政府线上化采购正处于平台化初级阶段，参考 C 端平台化阶段（2009 年-2017 年），政府线上化采购正处于高速增长前夕。2003 年以来政企采购开启数字化转型，2003-2012 年为数字化 1.0 阶段，该阶段政府依然采取线下招标模式，此时信息管理系统只作为线下交易系统的备份；2013-2017 年为数字化 2.0 阶段，政府采购逐步电商化，搭建电子卖场，实现招标、谈判、采购、询价等采购方式全流程电子交易在线处理；2018-至今为数字化 3.0 阶段，为传统电子卖场的升级阶段，内部打通政府采购资产管理、预算执行、国库支付系统，外部打通商家信用执行、商品认证、金融服务系统，形成连接各系统、各区域的区域一体化交易云平台。

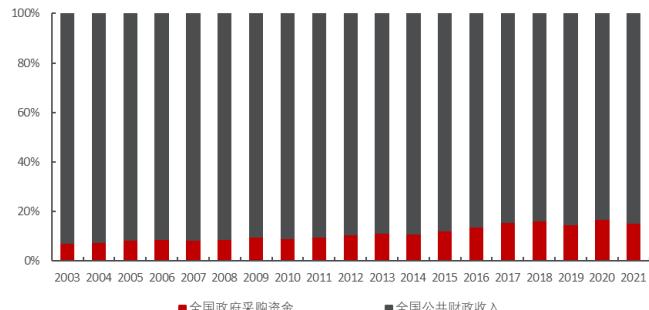
图2：政企采购数字化转型进程


资料来源：财政部, 艾瑞咨询, 民生证券研究院

财政收入增长承压，政府采购趋于平稳。2021 年我国政府采购规模为 3.64 万亿元，同比降低 1.55%，主要受我国公共财政收入增速放缓的影响，2022Q3 公共财政收入为 4.8 万亿元，同比增长仅 2%，2022 年 1-10 月，公共财政收入累计收入 17.3 万亿元，同比下滑 4.5%，并且该数据已累计下滑 7 个月。我国财政收入

进入低增长时代。

图3：全国政府采购规模/收入比例



资料来源：wind, 民生证券研究院

图4：公共财政收入累计同比增速下降



资料来源：wind, 民生证券研究院

十八大后反腐倡廉成为主旋律。党的十八大第一次将反复倡廉放在了党的五大建设的第四位，第一次在党代会报告中提出了建设廉洁政治的目标，并且第一次在党代会报告中把党的纪律建设作为专门问题来阐述，一系列政策促进阳光采购的推进。

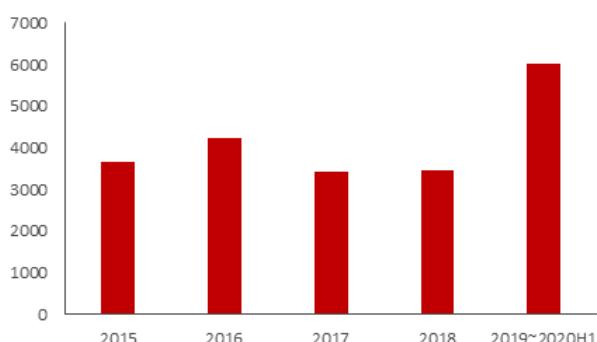
表3：阳光集采政策

时间	发布部门	相关文件	主要内容
2018/2	财政部	《国有金融企业集中采购管理暂行规定》	旨在进一步提高国有金融企业集中采购效率，规范国有金融企业集中采购行为，国有金融企业集中采购应当遵循公开、公平、公正、诚实信用和效益原则。
2018/11	中央深化 改革委员 会	《深化政府采购制度改革方案》	深化政府采购制度要坚持问题导向，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。
2019/5	发改委	《关于深化公共资源交易平台整合共享的指导意见》	积极推动整合分散设立政府采购等交易平台，引入招标投标、拍卖等竞争性方式，完善交易制度和价格形成机制，促进公共资源公平交易、高效利用。中央管理企业电子招标采购交易系统应当通过国家电子招标投标公共服务系统有序纳入公共资源交易平台，依法接受监督管理。
2019/7	财政部	《关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》	构建统一开放、竞争有序的政府采购市场体系。全面清理政府采购领域妨碍公平竞争的规定和做法；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。
2021/10	威海市国 资委	《威海市市属国有企业阳光采购信用管理办法》	进市属国有企业阳光采购领域信用体系建设，市国资委负责指导交易平台建立健全信用评价体系，对市属企业阳光采购信用评价管理各环节工作实施监督。
2022/5	山东省国 资委	《山东省省属企业阳光采购监督管理办法》	坚持企业主体、成本效益、阳光公开、资源共享四个原则，夯实企业集团主体责任，指导企业完善全要素采购管理链条，将企业招标采购工作实施情况，纳入省属文化企业高质量考核评价体系，构建阳光采购监督管理体系。
2022/7	四川省国 资委	《四川省省属企业实施阳光采购管理办法（试行）》	国务院国资委大力推行阳光采购，主导建立了中资阳光采购平台。国企改革三年行动方案中明确提出：要建立国有企业阳光采购服务平台，实现企业采购阳光透明。

资料来源：政府网，政府采购新闻网，国务院办公厅，财政部，四川省管理资产委员会，民生证券研究院整理

集中采购为央企每年省下大量资金。2015-2018 年央企通过集中采购分别节省 3653/4220/3417/3455 亿元, 2019-2020 年上半年节省 6000 亿元, 而 2021 年集中采购率达 100% 的央企一共有 11 家, “四率”(集中采购率、公开采购率、上网采购率和电子招标率)达 100% 的企业一共有 7 家(该数据仅限省级以上央企及大型设备), 其中国家电网为咸亨国际的第一大客户。

图5：央企集中采购节约资金情况（亿元）



资料来源：国务院国有资产监督管理委员会，民生证券研究院

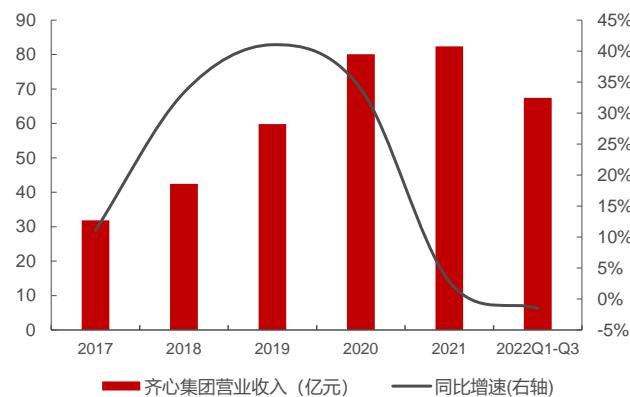
表4：2021 年央企集中采购情况

指标	公司
集中采购率达 100%	中国石化、中国一汽、中国宝武、中交集团等 11 家
“四率”达 100%	国家电网、中国华能、中国大唐、中国一重、中国建筑、中国商飞、中国航油

资料来源：中国经济网，民生证券研究院

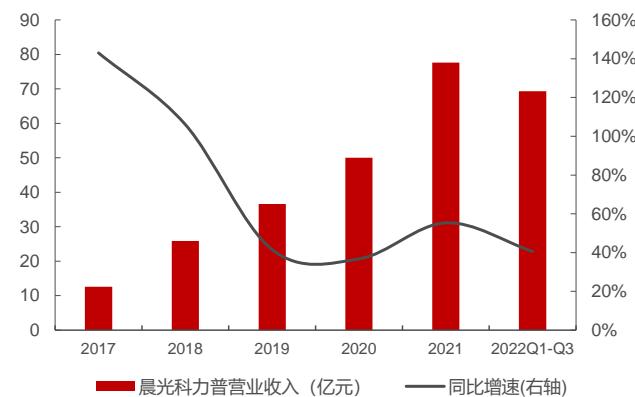
顺产业趋势线上化采购企业进入快速增长期，办公用品作为标准品收入增速更为迅速。办公用品公司收入增长情况：齐心集团 2022Q1-Q3 营业收入 67.40 亿元，同比下降 1.51%，2017-2021 营业收入 CAGR 为 26.84%；晨光科力普 2022Q1-Q3 营业收入 69.33 亿元，同比增长 40.57%，2017-2021 年营业收入 CAGR 为 57.70%。MRO 企业收入增长情况：咸亨国际 2022Q1-Q3 营业收入 12.31 亿元，同比增长 1.88%，2017-2021 年营业收入 CAGR 为 17.24%；震坤行 2022 年营业收入 82.66 亿元，同比增长 8.53%，2020-2022 年营业收入 CAGR 为 33.17%。其中齐心集团因为经营策略转变导致收入增速下降，但是观察晨光科力普营收 CAGR 远高于 MRO 企业。

图6：齐心集团收入情况（亿元）及增速（%）



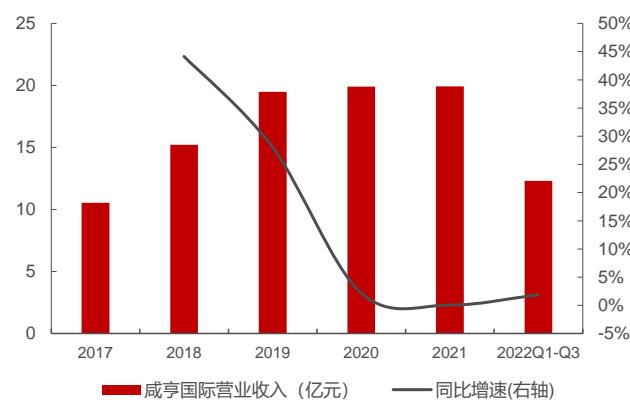
资料来源：wind, 民生证券研究院

图7：晨光科力普收入情况（亿元）及增速（%）



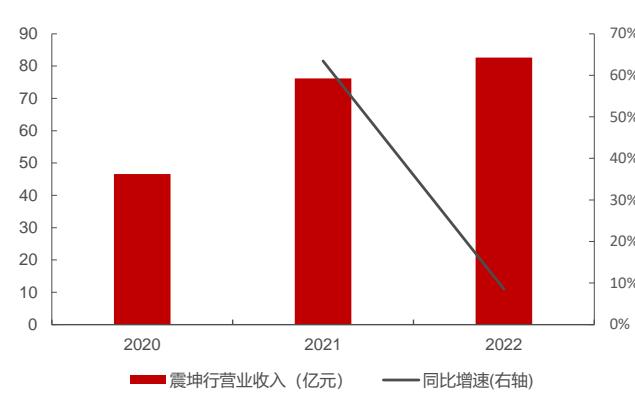
资料来源：wind, 民生证券研究院

图8：咸亨国际收入情况（亿元）及增速（%）



资料来源：wind, 民生证券研究院

图9：震坤行收入情况（亿元）及增速（%）



资料来源：wind, 民生证券研究院

2 MRO 企业粘性高，办公用品企业收入增速高

2.1 MRO ToB 线上平台提升采购体验

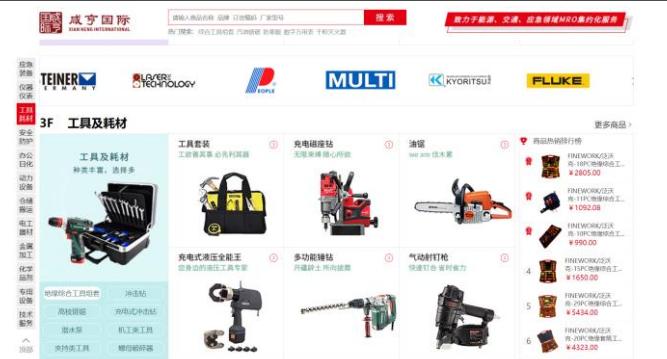
ToB 端线上采购透明有序，ToC 端线下采购杂乱无序。传统 ToC 端一般为线下五金店，该场景下产品较为杂乱，并且 SKU 数量有限，且价格极不透明。反观 ToB 端，线上平台产品分类整齐，SKU 数量或达到线下门店千倍，并且单价会随着采购量的上升而下降，极大提升采购方的体验。

图10：线下五金店



资料来源：搜狐，民生证券研究院

图11：咸亨国际线上采购网站

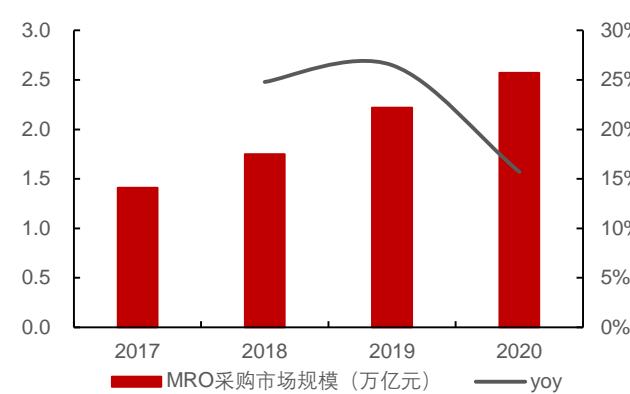


资料来源：咸亨国际官网，民生证券研究院

2.2 办公用品与 MRO 龙头企业对比：产品不同

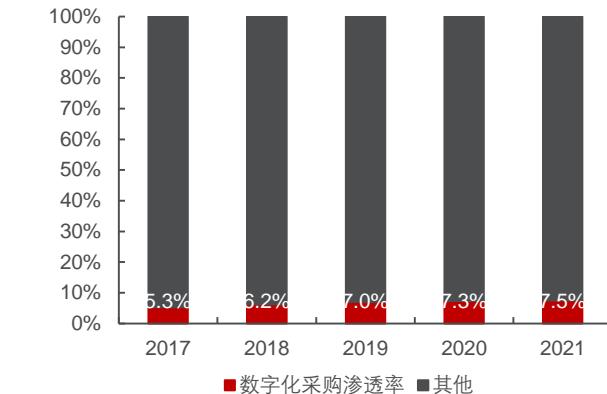
2020 年 MRO 采购市场规模为 2.57 万亿元，同比增长 15.7%。MRO 采购需求约占工业产值的 4-7%，随着我国工业产值稳健增长，MRO 市场增速稳定且存量市场空间巨大。同时，虽然 MRO 市场规模已超过万亿元，但我国数字化采购渗透率仍不足 10%，数字化增长空间可期。

图12：MRO 采购市场规模（万亿元）及增速（%）



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图13：我国数字化采购渗透率（%）



资料来源：亿邦智库，民生证券研究院

齐心集团为办公集采产品，怡合达以及咸亨国际为 MRO 产品。齐心集团共有 150 万+SKU，产品多为办公相关产品，下游覆盖行业范围广泛，包括能源、交通、通讯、金融等；咸亨国际共有 33 万+SKU，产品多为仪器仪表、技术服务等专业性较强的品类，下游覆盖行业包括传统能源、国家电网等；怡合达共有 110 万+SKU，产品主要为液压元件、传感器和机械标准零件，下游覆盖 3C、汽车、锂电等高科技新兴行业，同时还包括食品、物流等传统行业。

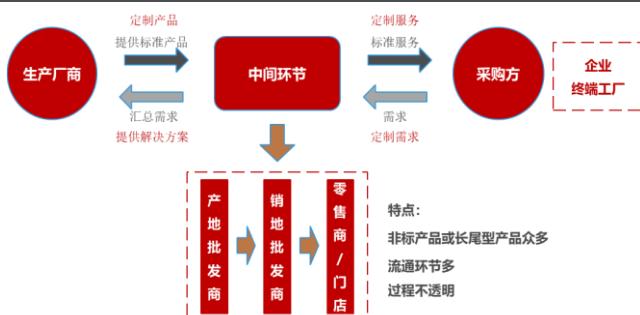
表5：齐心集团、咸亨国际、怡合达产品情况

公司	SKU 数量	下游覆盖行业	产品类别	产品示意图
齐心集团	150 万+	能源、交通、通讯、金融、政府、建筑	办公耗材（硒鼓、碳粉）	
			办公设备（装订机、碎纸机）	
			办公文具（档案盒、复印纸）	
咸亨国际	33 万+	传统能源、电网建设	应急装备（无人机、生命探测仪）	
			仪器仪表（电工仪表、测温仪器）	
			技术服务（电缆故障培训）	
怡合达	110 万+	3C、汽车、锂电、光伏、医疗、激光、食品和物流等	液压元件（液压油缸、液压阀）	
			传感器（声波传感器、光电传感器）	
			机械标准零件（导向轴、转轴）	

资料来源：咸亨国际/齐心集团/怡合达公司公告，公司官网，民生证券研究院

MRO 的产品特性以及业务流程限制其客户拓展。由于非标品 MRO 产品有一定的定制化需求，并且伴随着售前及售后服务，因此非标品 MRO 企业需要对客户所在行业有一定的了解，这也意味着非标品 MRO 企业无法快速拓展客户圈层。而办公用品公司产品直接交付即可，因此可以迅速复制项目落地模式，快速扩大客户群体。

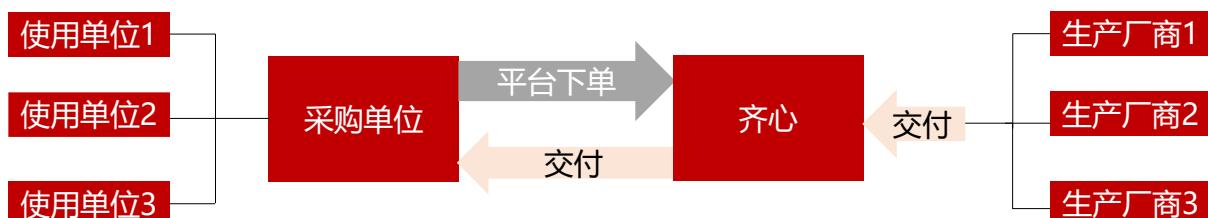
图14：MRO 与办公用品服务流程不同



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院；注：红色字体为非标品 MRO 额外服务

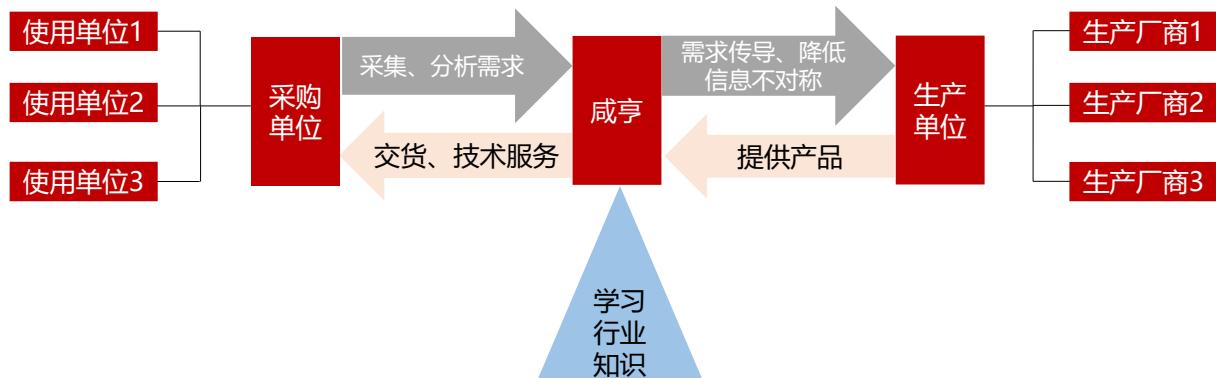
办公用品业务标准化程度高。齐心集团作为办公用品集采公司，其产品大多数为标准品，客户只需在齐心集团线上平台下单，随后将产品交付给客户即可，并不需要齐心集团提供额外的增值服务，因此导致了齐心集团目前销售/管理/研发费用率较低的情况。

图15：齐心集团服务流程图

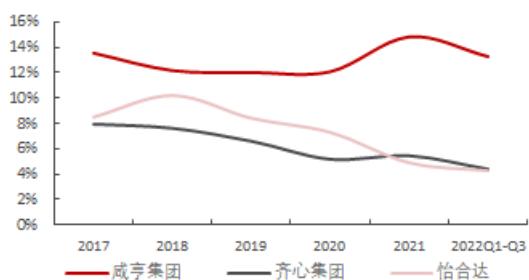


资料来源：民生证券研究院绘制

MRO 集采企业服务属性更强。咸亨国际作为 MRO 服务型集采公司，自身需要储备电力行业知识，将上游集采单位需求整理、分析并且准确传导给下游生产商，降低上下游的信息不对称。公司需要一定规模，熟悉产品线及性能，有专业的销售及技术服务团队，依托广泛的销售及服务网络，快速响应为下游客户提供各种技术服务：如某些技术含量较高的仪器的后期使用培训、维护保养等，因此导致咸亨国际销售服务费用居高不下的状况。

图16：咸亨国际服务流程图


资料来源：民生证券研究院绘制

图17：销售费用率情况 (%)


资料来源：wind, 民生证券研究院

自动化设备行业具有专业化、定制化特点，自动化设备零部件选型由前端工程师设计行为所决定。 怡合达围绕工程师展开服务，通过赋能工程师进而影响工程师群体设计行为来最终促成客户的采购需求。

图18：怡合达业务流程


资料来源：怡合达公司公告，民生证券研究院

前期怡合达根据市场需求设计生产产品为公司服务模式提供支撑。在公司拥

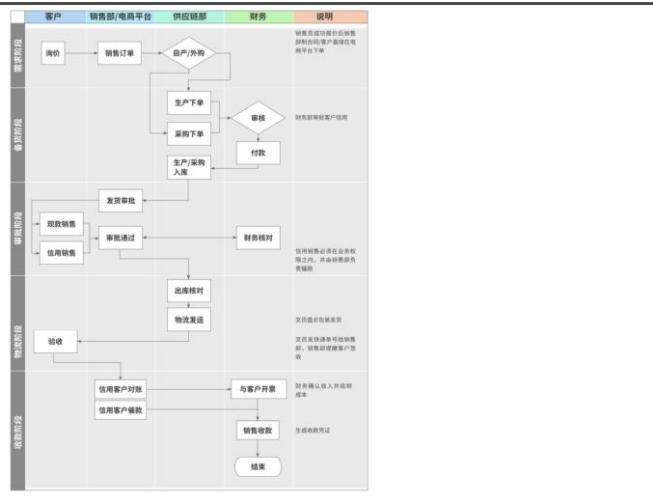
有能够满足工程师需求的产品之后，再通过技术支持部负责编撰产品目录及提供软件支持，销售部负责把产品目录手册和各种选型软件传递到筛选试用工程师，指导客户工程师使用产品目录和安装选型光盘（电子目录）。在此期间销售部对工程师的设计项目进行动态把握，持续指导工程师设计选型行为。

表6：怡合达服务流程说明

主要方面	行业共性问题	公司解决方案
设计	零部件设计选型缺少统一标准,限制设计成果的再次利用,设计选型耗时较长	通过对非标准型号产品标准化,已有标准型号产品系列化、模块化,建立自动化零部件的标准化体系,提高客户设计选型效率
采购	零部件采购从询比价、确定供应商、订单跟进、交付、结算耗用较多采购资源。采购效率低下；零部件非标准化属性，导致采购需求无法做到精准传递，出错率高	多达 90 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系，满足客户一站式灿狗需求；数字化定义产品确保所选即所需；客户不仅能通过线下下单，还可以通过公司电商平台在线上直接完成从产品选型、询价、订单生成、款项支付等全环节
成本	零部件种类繁杂，单一零部件采购数量有限，供应商制造成本居高不下。客户议价能力较弱	在产品标准化基础之上，汇集零散需求，实现专业化和批量化生产或集约化采购，有效降低采购成本
品质	选用非标件加工企业，规模一般较小，缺乏必要的品质管理能力；零星采购，需要对接较多供应商，质量管控水平有限	基于规模化和专业化，建立了全面地品质管控体系对供应产品进行把控，有效保障产品质量
交期	存在多家供应商且交期不一致时，公司交期管理困难；传统的小型制造企业及供应商对应零散订单的履约能力较差	高效的供应链管理体系、精准的数据分析能力、合理的库存规模，有效保障产品交期

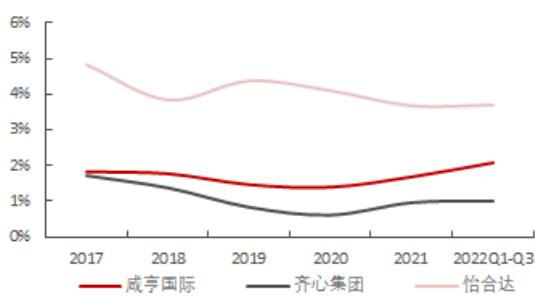
资料来源：怡合达公司公告，民生证券研究院整理

从财务费用数据可看出 MRO 集采企业之间经营侧重点的不同。与咸亨国际不同的是，怡合达主要工作处于前期阶段，在前期不仅需要建立产品库，更要有良好的软件系统配合公司销售，为客户工程师选购产品进行全方位指导。而当选购完成后则进入标准化生产以及交付阶段，因此造成了公司前期研发费用较高的情况。

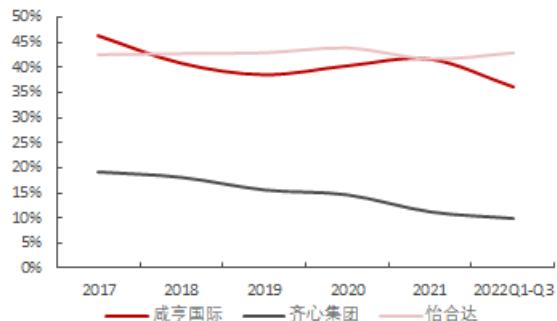
图19：怡合达业务流程图


资料来源：怡合达公司招股说明书，民生证券研究院

业务流程的复杂程度造就了毛利率的不同。齐心集团 2017~2021 年毛利率分别为 19.3%/18.2%/15.7%/14.7%/11.2%；咸亨国际 2017~2021 年毛利率分别为 46.4%/41.0%/38.7%/40.5%/41.8%；怡合达在 2017-2021 年毛利率分别为 42.5%/42.7%/42.8%/43.9%/41.6%。其中齐心集团毛利率水平显著落后于咸亨国际以及怡合达，2021 年毛利率水平仅为另外两家的 1/4 多，反观咸亨国际与怡合达毛利率常年维持在 40%以上。

图20：研发费用率情况（%）


资料来源：wind, 民生证券研究院

图21：毛利率情况（%）


资料来源：wind, 民生证券研究院

办公用品凭借其产品、交付标准化提升人均创收。从人均创收来看，2021 年齐心集团/咸亨国际/怡合达三家分别为 300/136/71 万元/人，其中怡合达仅为齐心集团的 1/4 不足。以上三家集采公司从经营理念上有着根本上的区别：**1、齐心集团主要产品为办公用品**，通过搭建平台体系，为客户提供高效、标准化服务，提供企业周转率。**2、咸亨国际产品使用需要一定的技术能力**，因此要为客户提供售前讲解以及售后服务，从各项指标看也是属于行业居中水平；**3、怡合达的技术属**

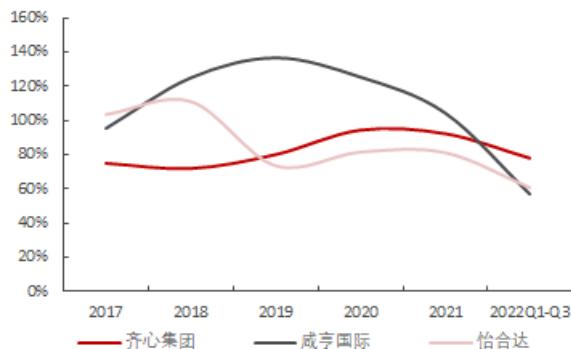
性最高，其产品需要大量定制化，面向客户是更为专业的工程师，因此客户粘性更强，企业利润率更高。

表7：集采企业人效情况

咸亨国际			齐心集团			怡合达			
年度	员工人数(人)	营业总收入(亿元)	人员效率 (万元/人)	员工人数(人)	营业总收入(亿元)	人员效率 (万元/人)	员工人数(人)	营业总收入(亿元)	人员效率 (万元/人)
2017	1140	10.55	93	2938	31.82	108	1282	3.76	29
2018	1260	15.21	121	3358	42.41	126	1393	6.25	45
2019	1346	19.48	145	3233	59.81	185	1416	7.61	54
2020	1356	19.91	147	2981	80.09	269	1755	12.10	69
2021	1467	19.93	136	2748	82.36	300	2535	18.03	71

资料来源：wind，民生证券研究院

图22：资产周转率情况 (%)



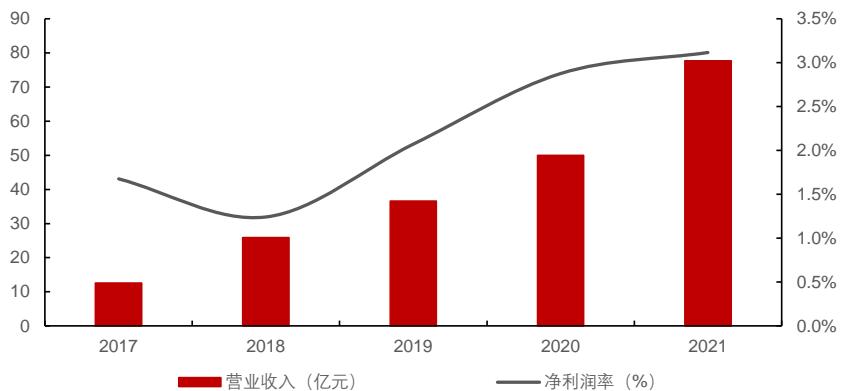
资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 总结：办公用品企业扩张速度快，MRO 集采企业粘性

高

办公用品（齐心集团、晨光科力普）通用度广，更易拓展客户群体，收入体量增速更快。并且随着收入体量的增大，办公用品利润率逐渐增高。晨光 2017 年营业收入为 12.55 亿元，2021 年营业收入为 77.66 亿元，复合增速为 57.71%，同时净利润也从 2017 年的 1.68 亿元增长到 2021 年的 3.12 亿元。

MRO 产品（咸亨国际、怡合达）需要通过增加销售人员数量实现对客户的深度服务，产品定制化程度更高，客户边界拓展较难。但同时客户粘性更高，产品定制化以及服务属性的加持也为企业带来更强盈利韧性，毛利率也属于较高水平。

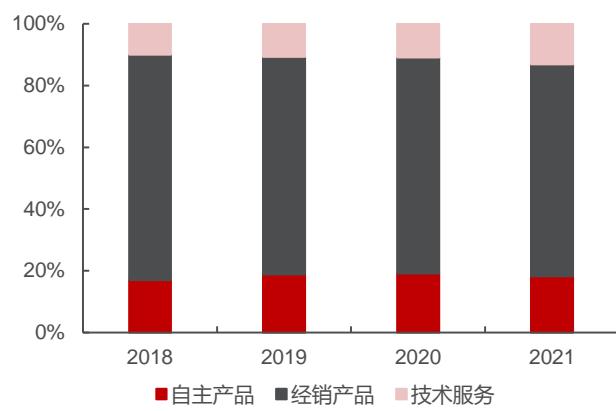
图23：晨光科力普营业收入（亿元）及利润率（%）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

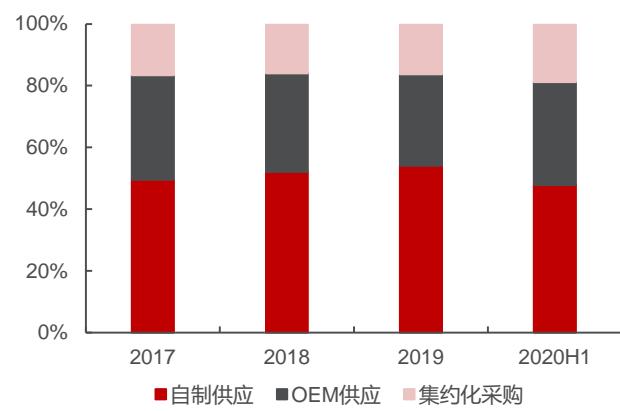
MRO 企业可通过提高产品生产自有化率来优化收入结构。咸亨国际自主产品收入占比从 2018 年 17.0% 提升到 2021 年的 18.2%，怡合达自制供应收入占比接近 50%。

办公用品服务属性弱，线上采购价格更为优惠，因此能够率先进入政府集采名单当中，并且更容易起量。由于产品为标准品，各家产品差异化并不大，因此先发者可通过快速起量扩大规模，摊薄其他成本顺势降低终端价格，从而提高客户粘性。

MRO 企业更看重企业服务能力以及内部人员管控能力。以咸亨国际为例，咸亨国际深度参与国网电站设计阶段，为央企客户提供从设计到落地解决方案，一体化售卖电站所需 MRO 产品。不仅提高客户粘性、扩大客户产品购买数量，还能积累经验快速复制落地方案。

图24：咸亨国际自有化率（%）


资料来源：咸亨国际简介，民生证券研究院

图25：怡合达自有化率（%）


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

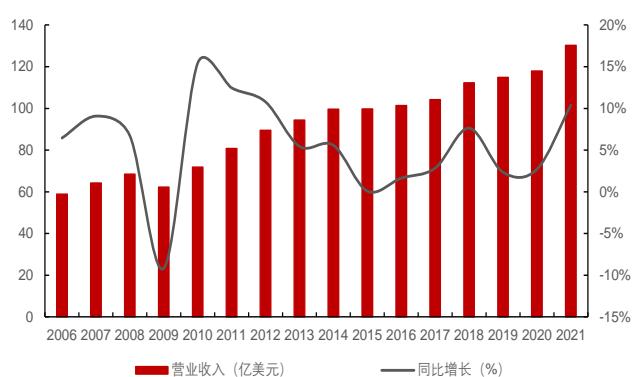
3 它山之石

3.1 固安捷：SKU 数量众多，差异化服务满足客户需求

1928 年固安捷在美国成立，是全球最大的设备维护、修理和运作（MRO）

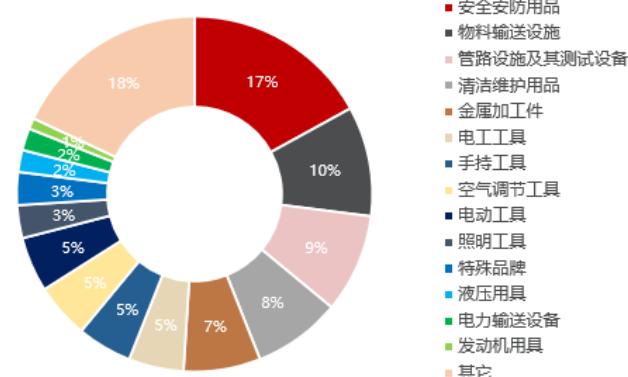
分销商之一。公司拥有 MRO 品类 200 万种，SKU 达 3000 万个，2021 年，固安捷营业收入达到 130 亿美元，同比增长 10.4%。2019-2021 年，固安捷约有 80% 的收入来自美国。从产品来看，固安捷在 2021 年所销售的前三大产品种类为工业安全安防用品、物料输送设施和管路设施及其测试设备，分别占到 17%/10%/9%。

图26：固安捷营业收入（亿美元）及增速（%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

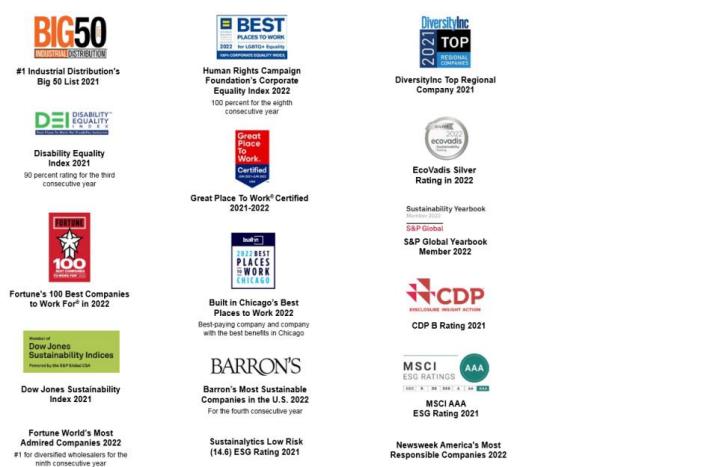
图27：固安捷产品收入占比（2021年）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

固安捷通过持续收购的方式在北美及全球范围内迅速扩张。根据商业数据库 Crunchbase 统计，仅仅从 1990 年至今，固安捷就收购了 14 家公司。固安捷一方面在美国境内进行收购以扩充品类矩阵，布局工业产品；另一方面则是较为青睐欧洲、亚洲的公司，其目的是进行海外业务拓展。

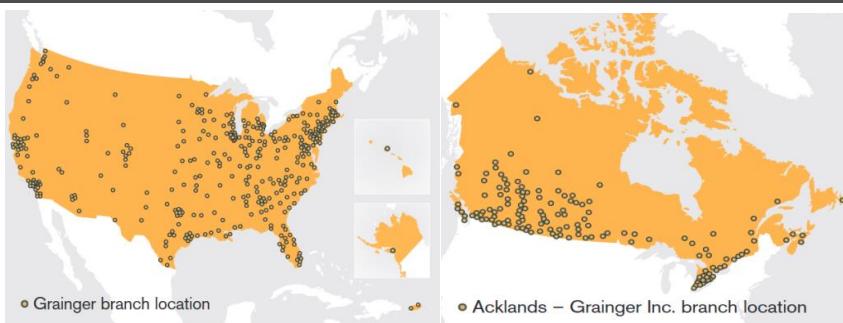
图28：固安捷获得的荣誉及奖励



资料来源：公司官网，民生证券研究院

品类齐全、差异化服务、及时响应构建固安捷企业护城河。1) 公司在全球拥有 5000 家供应商，提供约 150 万种产品、库存管理和技术支持等增值服务。另外公司拥有 7 大自有品牌，丰富产品矩阵。2) 固安捷奉行差异化经营战略，雇用了数千名技术专家以对从技术方面对产品提供设计和建议。固安捷同时拥有大量实地的提货点与自动售货机，为小客户提供便利的购买渠道及售后保障。3) 公司在全球战略要地设有 573 个分支机构，能够在最短的时间内将 MRO 产品交付给用户。

图29：固安捷在美国及加拿大拥有大量分支机构



资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.2 米思米：推出线上目录手册，优化供应链提高服务效率

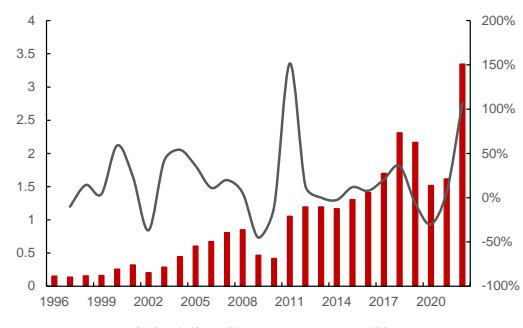
米思米是全球工厂自动化零部件龙头，在全球范围内拥有 3000 多个经销商以及超过 33 万家客户。米思米是工业自动化零件“目录销售方式”的行业标准创立者，它将所有商品的参数和信息收纳在一本目录手册内，使得企业得以通过目录索引一站式下单，提高了采购效率。2022 财年（截至 2022 年 3 月 31 日），米思米营业收入为 32.61 亿美元，同比增长 11%；净利润为 3.34 亿美元，同比增长 107%。

图30：米思米营业收入（亿美元）及增速（%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图31：米思米净利润（亿美元）及增速（%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

米思米集团的主要业务分为三部分：模具事业、FA 事业和 VONA 事业。2022 财年公司模具事业、FA 事业和 VONA 事业在营收中的占比分别为 20.5%、32.6% 和 46.9%。

表8：米思米主要业务

事业部	主要业务
模具零件事业	开发与供应在生产系统的合理化、省力化过程中使用的 FA (工厂自动化) 等自动机械设备标准零件，高精度的精密生产设备中使用的自动定位模块，光电技术相关的各种实验研究设备，以及随着电子设备数字化进程而不断变化的各种设备生产现场所需的各种材料。
FA 事业	主要为汽车、电子、机电设备领域开发与提供金属塑性加工专用冲压模具、组装在注塑成型专用模具中的模具标准零件、精密模具零件。
VONA 事业	Variation & One-stop by New Alliance, 即多元化&一站式战略合作；指同时销售米思米品牌以外的产品，以网上销售为主的一般流通品事业。除生产设备相关零件外，还提供制造副材及 MRO (消耗品) 等。

资料来源：公司官网，民生证券研究院

图32：米思米主要产品



资料来源：公司公告，民生证券研究院

发布零件目录手册，扩大业务规模完成资本积累。米思米在初创时主要经销冲压模具用零件，1977年1月，米思米发布了第一版标准化对冲模具零件目录手册，开创了工业零件目录销售的先河，此后米思米又把目录扩展到了塑料模具和FA部件。上世纪五六十年代起，日本自主汽车技术发展迅速，第一次石油危机为日本汽车大规模进军国际市场提供契机，也给米思米这样的上游厂商带来了机会。

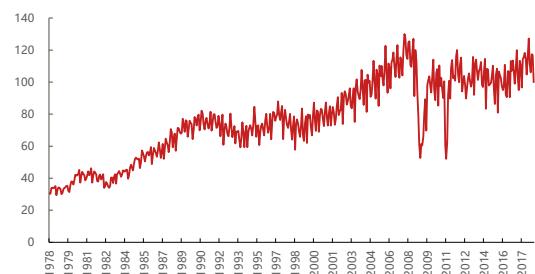
表9：米思米初创期主要发展节点

时间	米思米初创期主要发展节点
1963年2月	以销售电子机器、轴承为目的设立了三住商事株式会社
1965年7月	开始销售冲压模具用零件
1977年1月	发布第一版标准化对冲模具零件目录手册。
1981年4月	在日本关西设立第一家工厂并作为物流中心使用。
1988年2月	在美国设立当地法人“MISUMIUSA.inc”
1988年9月	发布第一版标准化FA产品目录手册。
1989年5月	“三住商事株式会社”更名为“株式会社米思米”
1989年5月	在中国台湾设立当地法人
1991年8月	在日本关西物流中心修建新工厂并开发自动分拣流水线。
1994年4月	在新加坡设立当地法人“MISUMISOUTHEASTASIAPTE.LTD.”
1995年8月	在中国香港设立当地法人
1997年1月	在泰国设立当地法人“MISUMI(THAILAND)CO.LTD”
1999年5月	在韩国设立当地法人“MISUMIKOREACORP.”

资料来源：公司官网，Wikipedia，民生证券研究院整理

紧跟汽车零部件行业发展红利，自出生产提升服务效率。1990年日本进入泡沫经济时代，但汽车零部件行业却保持坚挺，2000年至2010年日本汽车零部件工业生产指数由76.9增长至95.1。米思米在2005年以换股形式与骏河精机株式会社合营实现自主生产能力，同时米思米创立了独有的商业模式：“高品质、低成本、准时短交期”。为此，米思米依托海外子公司广泛建立物流中心和生产基地，并以这些基地为辐射中心，整合利用日本工业制造能力和海外本土低成本劳动力的比较优势；快速获客的同时保证了交付速度。

图33：日本汽车零部件工业生产指数（2010年=100）



资料来源：wind，民生证券研究院；数据截至 2018.9

米思米启动 VONA 事业部，重整再出发。2008 年次贷危机时期，日本汽车工业受挫，米思米营收也在 2009、2010 年出现下滑，2010 年米思米正式启动全新的 VONA 事业部并实现营收快速增长。米思米大力投资于数字化和自动化，打造 EC 平台，推出 RAPiD-design，并实现了所有产品目录的在线化；这些举措极大地缩短了设计时间、提高了产品精度，进一步给全球化布局提供了便利。

图34：米思米集团业绩推移



资料来源：Bloomberg，公司公告，民生证券研究院绘制

3.3 史泰博：办公用品巨头错过线上化最终陨落

史泰博（Staples）是全球领先的办公用品公司，史泰博的发展可以分为三个阶段：

创新扩张期，占先发优势（1986-1999）：1986 年史泰博第一家门店开业，1990 年史泰博通过在城市中心地段开设店面较小但品种丰富的店面满足消费者即时需求，1992 年史泰博开始向欧洲扩张。1996 年公司营收达到 30 亿美元，1999 年史泰博在全球拥有超过 1000 家门店。

战略转型期，重新明确定位（2000-2011）：从 2000 年下半年开始，办公用品零售市场增长放缓，同时因为对于互联网投资的失败，公司进行了 2.06 亿美元的减值，当年净利润仅为 0.60 亿美元，同比减少 81%。2002 年 2 月新管理层上任，确立了史泰博从成长期向成熟期的战略转型，将重心由扩张转移至提升效率和利润率。公司当年关闭 31 家业绩不佳的商店，开辟新的“史泰博商业博览”业务，并放缓扩张速度。此后史泰博保持震荡增长，直到受到次贷危机、无纸化办公和电商时代的进一步冲击。

图35：史泰博业绩推移



资料来源：公司公告，Wikipedia，民生证券研究院绘制

衰落期，昔日巨头陨落（2011-2022）：在次贷危机期间，史泰博采取激进扩张政策，大量收购交易使得公司债务水平攀升。同时，个人互联网时代让中小型企业和个人客户开始从线下商店转向网购平台。

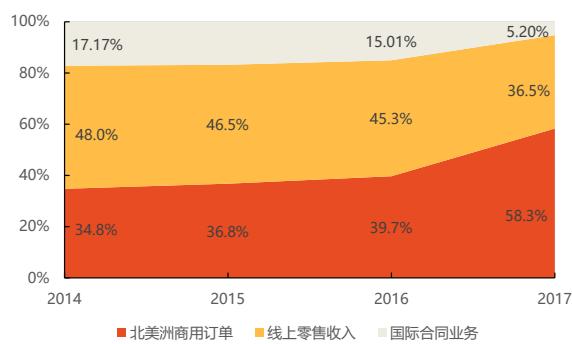
2014年，史泰博关闭北美地区225家门店，以每年削减5亿美元的成本投资于线上平台建设；2015年，史泰博再次尝试收购Office Depot并预计将在三年内产生至少10亿美元的“成本协同效应”，但收购交易因反垄断考量被联邦贸易委员会叫停。2020年，史泰博销售额约为86.7亿美元，较2011年247亿美元大幅下滑65%。2017年，史泰博被总部位于纽约的PE公司Sycamore Partners以69亿美元收购并从纳斯达克退市，线下大规模铺设店面的模式让史泰博快速发展，而未能抓住线上转型趋势使得这一巨头最终衰退。

图36：史泰博净利润（亿美元）及增速（%）



资料来源：wind, 民生证券研究院

图37：史泰博收入结构（%）



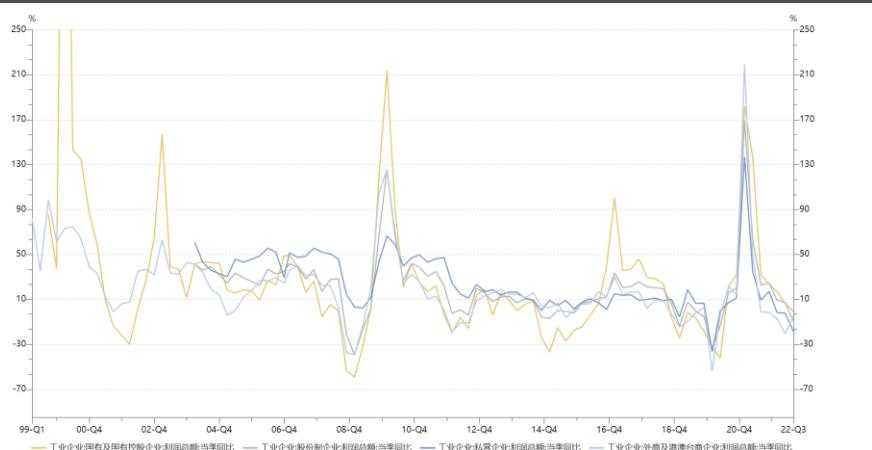
资料来源：wind, 民生证券研究院

4 线上集采投资逻辑

4.1 需求端：政府有望采购扩大 MRO、办公用品集采需求， 线上渗透率提升空间大

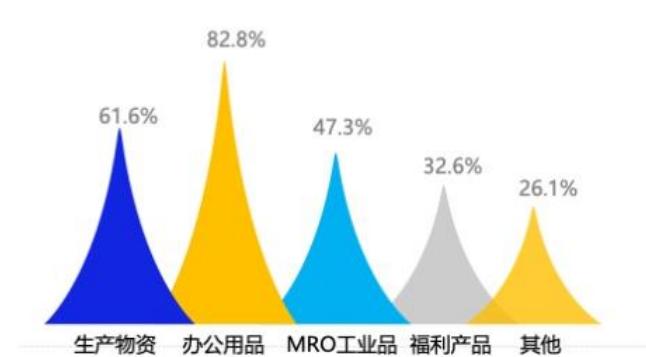
疫情放开环境下，看好政府采购。目前我国国有控股企业利润韧性最强。根据国家统计局数据，2022Q2 工业企业中，国有及国有控股企业/股份制企业/外商及港澳台商企业/私营企业利润总额当季同比分别为 -0.80%/-9.44%/-4.61%/-18.75%，国有及国有控股企业盈利韧性最强。

图38：国有企业利润同比增速高于私营企业

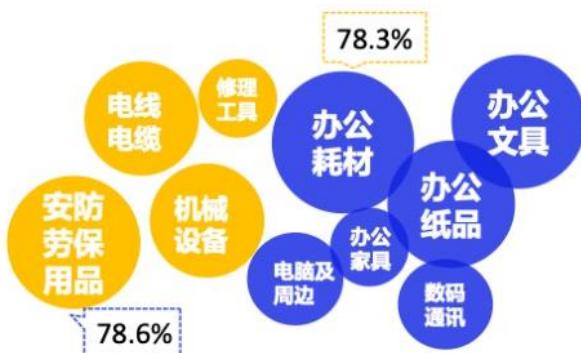


资料来源：wind，民生证券研究院

央国企数字化采购走在行业前列。根据亿邦智库抽样调查，数字化采购方面，2022 年 82.8% 的央国企数字化采购覆盖了办公用品领域，47.3% 的央国企数字化采购覆盖了 MRO 工业品领域。在办公用品领域，78.3% 的央国企选择采购办公耗材；在 MRO 工业品领域，78.6% 的央国企选择采购安防劳保用品。

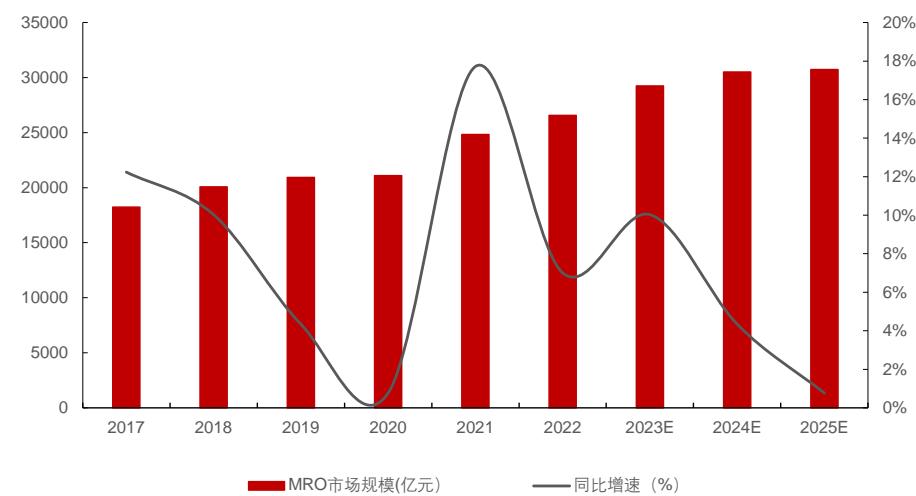
图39：2022年央国企数字化采购品类调查


资料来源：亿邦智库，民生证券研究院

图40：2022年央国企办公用品和MRO工业采购的细分品类


资料来源：亿邦智库，民生证券研究院

未来中国MRO市场规模超3万亿元，市场集中度有望进一步增强。据国家统计局统计，工业产值增加值的4%-7%的规模就是MRO的市场需求量，2017~2022年中国工业生产增加值CAGR为7.82%，假设未来三年中国工业生产增加值保持该速度增长，我们预计2025年中国MRO市场规模将超过3万亿元。而MRO市场本身就较为分散，在2021年成熟市场当中，固安捷在美欧总体渗透率在4%~5%，法斯诺在美欧总体渗透率仅为2%，国内MRO尚未出现渗透率超1%的企业，对比欧美成熟市场仍有较大的增长空间，但MRO行业的特性决定了这是一个可容纳多强的赛道。

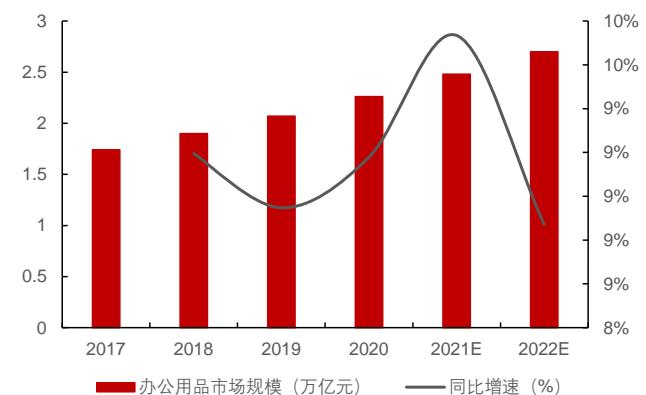
图41：中国MRO市场规模及预测（亿元）


资料来源：国家统计局，民生证券研究院测算

办公用品数字化采购每年以50%以上增速快速增长。据亿邦智库统计，2020年办公用品采购市场规模约为2.26万亿，其数字化采购规模约为500亿，渗透率

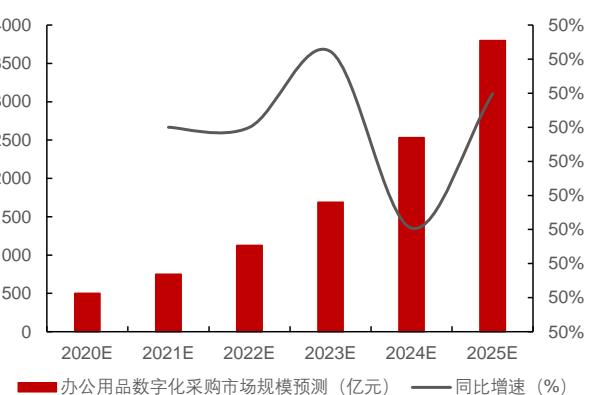
不足 3%，在政府、央企加速推行数字化采购的势下，办公用品数字化采购预计以每年 50%以上速度同比保持高速增长，2025 年其规模将接近 3800 亿占整个办公用品采购市场的 13%。

图42：中国办公用品市场规模（万亿元）及增速（%）



资料来源：亿邦智库，民生证券研究院

图43：办公用品数字化采购市场规模预测（亿元）及增速（%）

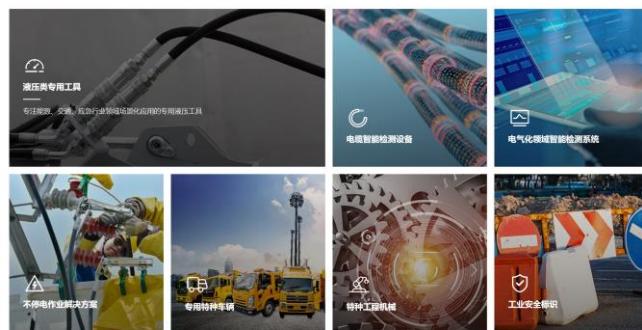


资料来源：亿邦智库，民生证券研究院

4.2 供给端：头部企业客户结构稳定，业绩确定性强

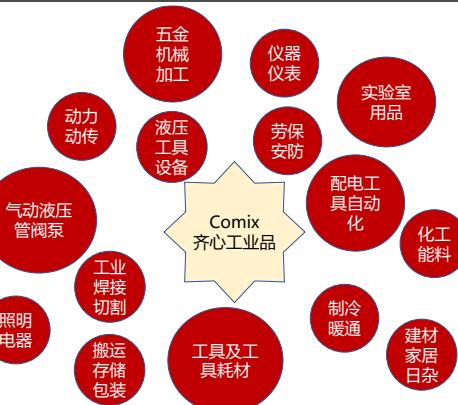
MRO 平台公司在一条细分赛道中积累经验后，利用已有渠道，不断扩展自身产品序列，以此覆盖更多行业来增强公司收入水平。以咸亨国际为例，通过服务国网客户积累经验，将液压类专用工具、电气化领域智能检测系统、不停电作业解决方案等领域形成的优势带入核电、交通、应急行业领域，不断拓展公司能力边界，扩大公司营收来源。而齐心集团则将自己转变为平台模式，通过吸纳新的非标准品 MRO 服务商突破传统文具产品，将自身品类扩展到液压工具、配电自动化等多个领域。

图44：咸亨国际七大类产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

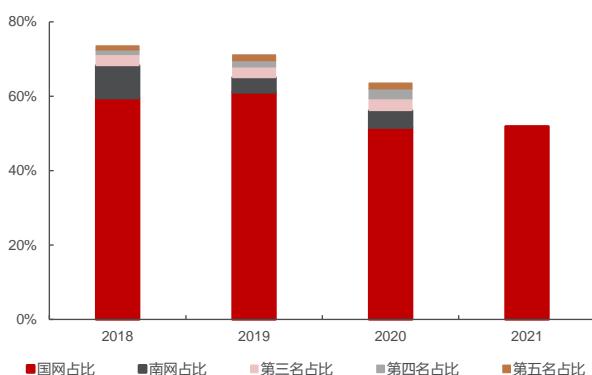
图45：齐心集团拓展 MRO 品类



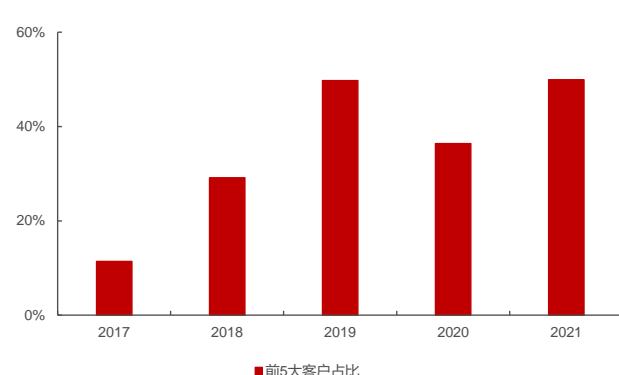
资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

头部企业存在先发优势，看好现有公司凭借深度绑定核心客户实现稳定增

长，业绩具有强确定性。咸亨国际 2020 年前五大客户合计占比 63.5%。其中，国家电网是公司的第一大客户，2020 年/2021 年收入占比分别 51.6%/51.9%。齐心集团 2021 年前五大客户合计占比 49.9%，较 2020 年上升 13.6pct，与 2019 年的 49.7%相当。**目前央企线上集采仍处于前期阶段，未对线上参与招标企业做出严格审查制度，导致采购份额较为分散，未来随着线上招标的成熟，拥有更好服务经验、价格更低以及良好渠道的头部公司将直接收益。**

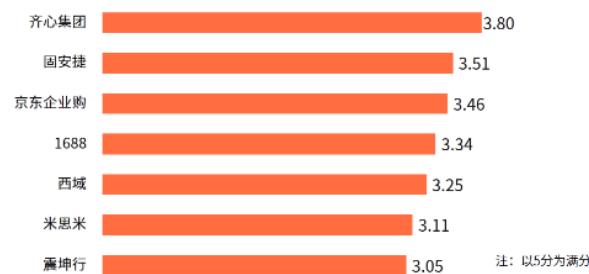
图46：2020 年咸亨国际前五大客户收入占比超 60%


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图47：2021 年齐心集团前五大客户收入占比接近 50%


资料来源：公司公告，民生证券研究院

齐心集团作为国内最早的电商化集采平台之一，拥有较强的先发优势。齐心集团在 2015 年搭建电商化集采平台，合作超过 100 家头部客户，在能源、通讯、金融等领域具备大客户资源优势。根据艾媒咨询数据显示，在针对 MRO 采购平台满意度调查当中，齐心以 3.80 分的满意度位居第一。

图48：2020 年中国企业采购平台满意度


资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图49：齐心集团核心竞争力


资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

咸亨国际为大型集团化企业和政府部门提供一站式采购服务，拥有成熟的产品服务及需求响应机制。1998 年咸亨国际以批发五金起家，2016 年上线咸亨国际商城，开启 MRO 集约化线上线下联动服务，目前已形成一站式采购服务模式。

从需求响应、需求分析、集约采购、数字供应和售后服务五个维度为客户提供高效专业的采购服务。同时公司在客户项目设计阶段深度参与，为客户提供一整套解决方案，不仅与客户产生了深度绑定，而且可以将产品方案复制到客户系统中其他项目当中，进一步加快公司收入增长。

图50：咸亨国际集约化采购供应优势



资料来源：咸亨国际简介，民生证券研究院

围绕电网输配端，扩展公司业务范围。2022年，咸亨国际在电网领域的收入不到15亿元，在电网输配端的MRO集采中的市占率不到5%，公司不仅要在政府集采政策趋严的背景下提升市占率，同时要发挥自身在电网输配端的经验优势、产品优势，增加发电侧、用户侧等领域市场拓展。

图51：咸亨国际业务拓张



资料来源：咸亨国际简介，民生证券研究院

县级以上全覆盖，全球布局提升竞争力。当前咸亨国际在国内拥有40个营销

服务机构，100%覆盖全国县级及以上地方，全球业务覆盖超过70个国家。全国性布局意味着公司可触达业务增多，依靠产品价格低、SKU数量众多、可形成完整产品解决方案的优势，迅速替代地方国央企中小型服务商，进而提高公司收入水平。

图52：咸亨国际全球化销售网络



资料来源：咸亨国际简介，民生证券研究院

5 投资建议

5.1 行业投资建议

在当前民营企业发展遇到瓶颈，政府国央企扛起发展大旗的时代背景下，我们持续看好 ToG 类 B2B 集采公司，主因有二：1) 中央政府财政收入增速下降，采购需求却随着产业升级日益增加，线上集采可节约大量资金；2) 阳光采购政策推动央企采购线上化、透明化。

5.2 重点公司

5.2.1 齐心集团

2023 年办公集采依然是轻工行业中确定性较强的方向，公司调整客户结构后，聚焦央企、金融机构的办公物资采购，相比于国企、地方政府等汇款安全性更高，同时伴随政府线上化采购渗透率持续提升，看好公司 B2B 业绩持续兑现，小 B 业务和云视频伴随疫情好转和业务线捋顺，2023 年减亏可期。

投资建议：我们预计公司2022-2024年营收分别为90.49/106.92/126.57亿元，同增9.87%/18.16%/18.37%，归母净利润分别为1.63/2.50/3.21亿元，同比增加129.05%/52.82%/28.56%，当前股价(03月17日收盘价)对应PE分别为35/23/18，维持“**推荐**”评级。

风险提示：1) 竞争对手替代风险：办公用品为标准品，存在客户选取其他供应商风险；2) 政府采购支出下降风险：公共财政收入增速下降，政府为节约成本可能会减少办公用品采购。

表10：齐心集团盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,236	9,049	10,692	12,657
增长率 (%)	2.8	9.9	18.2	18.4
归属母公司股东净利润(百万元)	-562	163	250	321
增长率 (%)	-380.0	129.0	52.8	28.6
每股收益(元)	-0.78	0.23	0.35	0.44
PE	-	35	23	18
PB	2.0	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind, 民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 03 月 17 日收盘价)；

5.2.2 咸亨国际

伴随着政府国央企线上集采政策进一步深化，“四率”（集中采购率、公开采购率、上网采购率和电子招标率）达 100%的央企会逐步增多，而咸亨国际服务国网多年，拥有丰富的经验及完善的产品结构。通过横向拓展到核电、交通、应急行

业国央企，不断拓展业务广度与深度，未来有望成长为比肩固安捷的全球龙头企业。

工器具类业务：随着公司从电网拓展到多个行业中，同时伴随公司SKU的不断增多，从客户&产品双层次发力，我们预计22-24年公司工器具类业务营收增速分别为6%/30%/20%，毛利率分别为34.5%/34%/34%。公司业务客户以国央企为主，体制内客户毛利率基本一致，因此预计毛利率未来保持稳定。

仪器仪表类业务：仪器仪表类产品本身使用寿命周期较长，在拓展客户的同时需要为客户提供讲解、指导如何使用，但考虑到公司目前在新领域大力拓展，综合考虑预计22-24年公司仪器仪表类业务营收增速分别为0%/5%/5%，毛利率分别为43.5%/43%/43%。公司业务客户以国央企为主，体制内客户毛利率基本一致，因此预计毛利率未来保持稳定。

技术服务业务：由于公司产品中存在较多的非标产品，在售卖该类产品的同时通常伴随着技术服务，且随着各个行业往高端制造方向发展，公司售卖产品的复杂程度也随之提高，需要技术服务的场景也随之增多，我们预计22-24年公司技术服务类业务营收增速分别为25%/30%/25%，毛利率分别为56%/56%/56%。公司业务客户以国央企为主，体制内客户毛利率基本一致，因此预计毛利率未来保持稳定。

表11：咸亨国际营收拆分

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
工器具类	收入(亿元)	11.73	12.21	12.95	16.83	20.20
	YOY	8.11%	4.12%	6%	30%	20%
	毛利率	35.89%	37.38%	34.50%	34%	34%
仪器仪表	收入(亿元)	5.98	5.07	5.07	5.32	5.59
	YOY	-8.14%	-15.24%	0%	5%	5%
	毛利率	44.16%	44.74%	43.50%	43.00%	43.00%
技术服务	收入(亿元)	2.17	2.62	3.28	4.26	5.33
	YOY	3.83%	20.94%	25%	30%	25%
	毛利率	54.37%	56.15%	56.00%	56%	56.00%
其他业务	收入(亿元)	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02
	YOY	13.64%	-35.47%	1%	1%	1%
	毛利率	80.00%	76.75%	78%	78%	78%

资料来源：Wind, 公司公告，民生证券研究院预测；

投资建议：我们预计公司2022-2024年营收分别为21.31/26.44/31.13亿元，同增7.0%/24.0%/17.8%，归母净利润分别为2.22/2.63/3.1亿元，同比增加11.6%/18.6%/17.7%，当前股价（03月17日收盘价）对应PE分别为26/22/19，首次覆盖，给予“**推荐**”评级。

风险提示：1) 政府采购支出下降风险：公共财政收入增速下降，政府为节约成本可能会减少办公用品采购。2) 业务拓展不及预期风险：公司拓展方向虽然与当前行业有一定关联，但是拓展速度可能会不达预期。

表12：咸亨国际盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,993	2,131	2,644	3,113
增长率 (%)	0.1	7.0	24.0	17.8
归属母公司股东净利润(百万元)	199	222	263	310
增长率 (%)	-16.3	11.6	18.6	17.7
每股收益(元)	0.48	0.54	0.64	0.75
PE	29	26	22	19
PB	3.9	3.7	3.4	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年03月17日收盘价）；

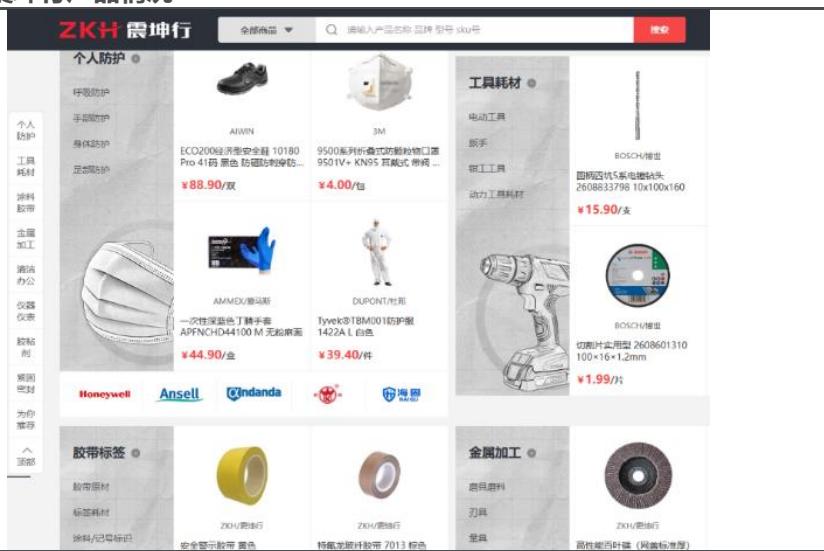
5.2.3 震坤行

代理商起家，二十载终成数字化工业用品平台。震坤行创立于1998年，并获得多家国际知名品牌胶黏剂、润滑剂的代理权；2014年震坤行正式更名为震坤行工业超市(上海)有限公司，转型为工业品电子商务服务提供者，并成为国内领先的数字化的工业用品服务平台；2018年公司打造覆盖全国的服务网络；2020年面对疫情催化企业数字化转型。

图53：震坤行公司发展历程


资料来源：Wind，公司招股书说明书，民生证券研究院

1700万SKU全覆盖，全国性物流打造完备交付网络。截至2022年12月31日，公司拥有包括30个配送中心、32条优势产线、90个中转仓库和大约3600台EVM智能自动售货机的全国覆盖配送网络，产品覆盖了约1700万个SKU和所有主要的MRO产品线；与超过40000家先进制造业客户保持长期合作；现已建成35个全国总仓、70个服务中心仓，着力搭建覆盖全国“最后一公里”的交付网络。

图54：震坤行产品情况


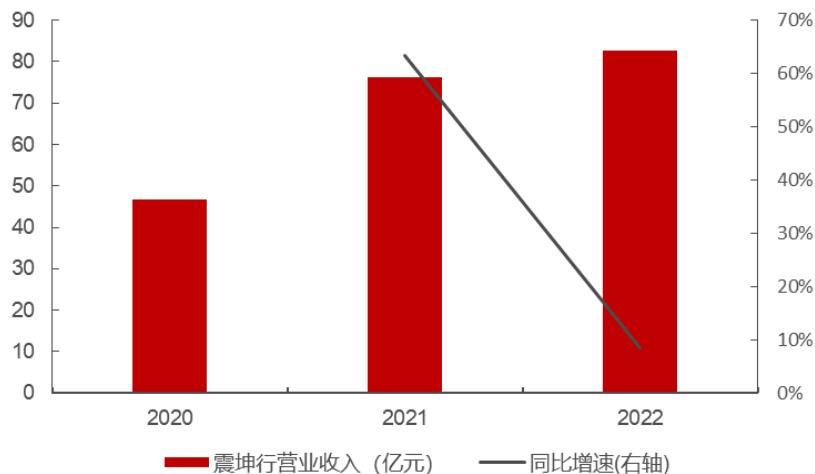
资料来源：Wind，公司招股说明书，民生证券研究院

公司股权结构：公司五大重要持股股东持股占比 56.60%。其中，个人股东 Long Chen 持股占比最大，为 16.6%。另外包括机构股东 Eastern Bell related entities、Genesis Capital related entities、Tencent Mobility Limited 及 Internet Fund IV Pte. Ltd.，分别持股 14.7%/10.5%/9.4%/5.4%。

图55：震坤行股权结构（2023年3月7日数据）

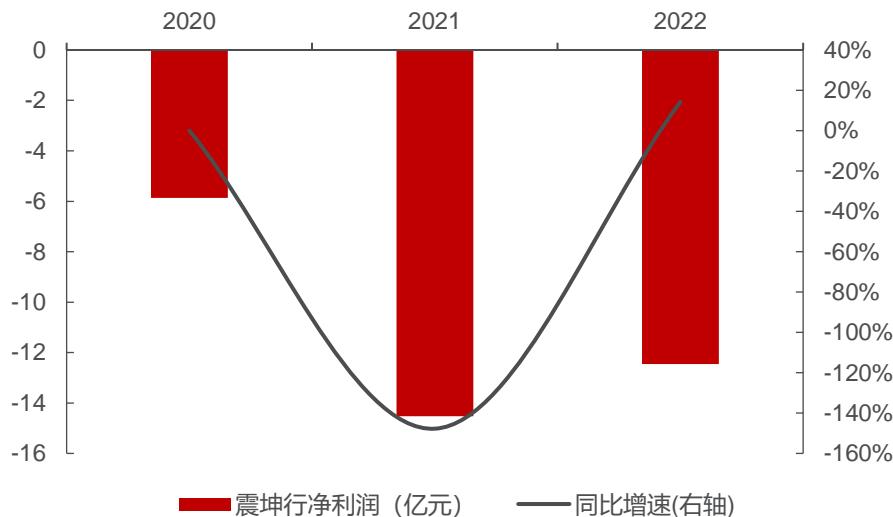

资料来源：Wind，民生证券研究院

疫情影响 2022 年营收增速，未来公司有望重回快速增长区间。公司 2020-2022 年营业收入分别为 46.64 亿元/76.17 亿元/82.66 亿元，2021-2022 年营业收入同比增长分别为 63.42%/8.53%，2020-2022 年营业收入 CAGR 为 33.17%，2022 年营业收入增速下降主因受疫情影响，上海仓库暂时关闭 2 个月，并且在年底疫情放开之后工厂因感染人数迅速增加而停工，对公司业务造成负面影响。

图56：震坤行营业收入（亿元）及增速（%）


资料来源：Wind，民生证券研究院

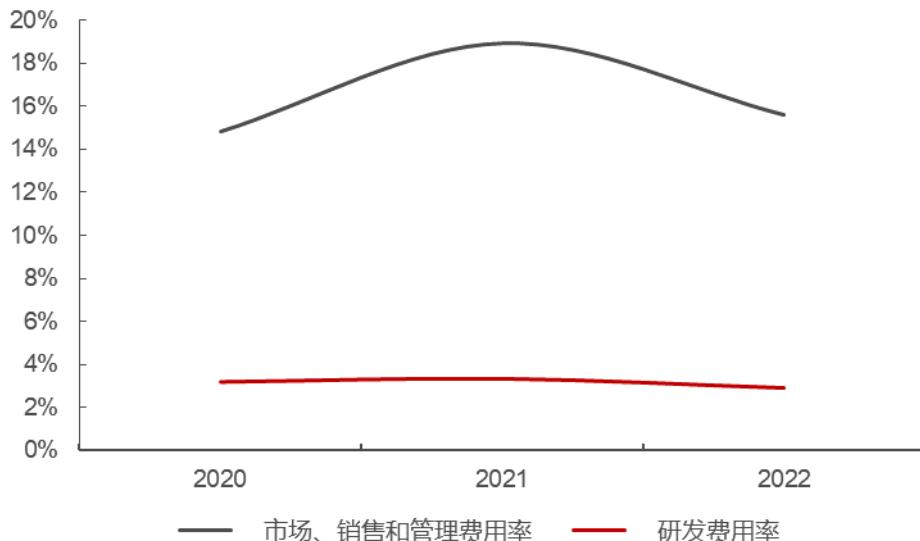
亏损逐渐收窄，盈利转为上升通道。公司 2020-2022 年净利润分别为-5.86 亿元/-14.52 亿元/-12.45 亿元。前期公司需要扩充产品矩阵、搭建物流供应链网络，因此导致亏损。

图57：震坤行净利润（亿元）及增速（%）


资料来源：Wind，民生证券研究院

费用率逐年降低，公司进入平稳发展期。公司 2020-2022 年市场、销售和管理费用率分别为 14.80%/18.93%/15.58%，2020-2022 年市场、销售和管理费用率 CAGR 为 2.60%；研发费用率分别为 3.19%/3.35%/2.89%，2020-2022 年研发费用率 CAGR 为-4.82%。

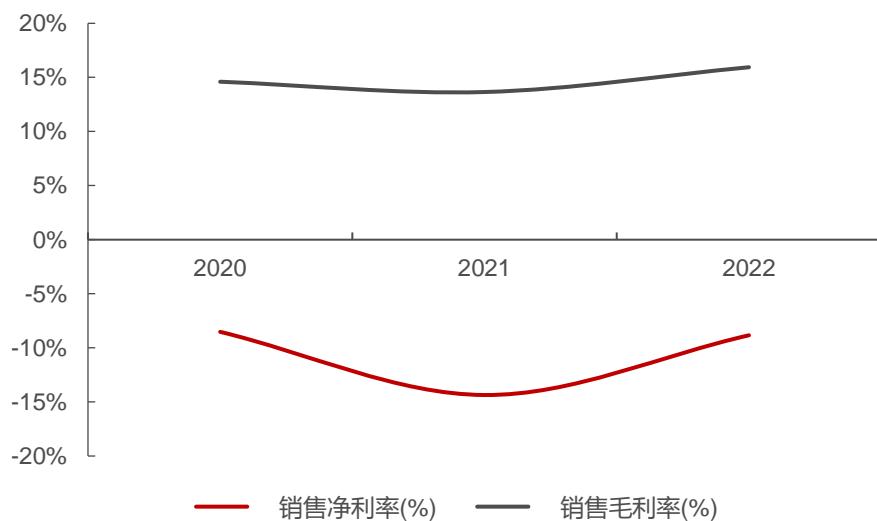
图58：震坤行期间费用率（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

净利率与毛利率情况：公司 2020-2022 年净利润分别为 -8.52%/-14.36%/-8.84%，2020-2022 年净利润 CAGR 为 1.86%；毛利率分别为 14.60%/13.65%/15.94%，2020-2022 年毛利率 CAGR 为 4.49%。

图59：震坤行净利率与毛利率（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

6 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 采购有赖于政府采购，财政赤字直接影响政府的采购频率和规模。

咸亨国际财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,993	2,131	2,644	3,113
营业成本	1,160	1,279	1,602	1,886
营业税金及附加	12	13	16	19
销售费用	296	298	370	436
管理费用	224	234	291	342
研发费用	34	36	45	53
EBIT	256	277	328	387
财务费用	-4	-5	-6	-6
资产减值损失	10	5	6	7
投资收益	2	11	13	16
营业利润	275	298	353	416
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	273	297	352	415
所得税	67	68	81	95
净利润	207	229	271	319
归属于母公司净利润	199	222	263	310
EBITDA	289	312	366	428

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	471	524	530	576
应收账款及票据	746	796	987	1,163
预付款项	34	51	64	75
存货	171	232	291	343
其他流动资产	289	296	308	318
流动资产合计	1,710	1,900	2,180	2,475
长期股权投资	11	11	11	11
固定资产	200	213	224	223
无形资产	141	140	140	140
非流动资产合计	447	447	443	440
资产合计	2,157	2,346	2,623	2,914
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	297	347	417	491
其他流动负债	354	404	495	579
流动负债合计	651	751	912	1,070
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	11	11	11	10
非流动负债合计	11	11	11	10
负债合计	661	762	923	1,081
股本	400	411	411	411
少数股东权益	15	22	30	40
股东权益合计	1,496	1,585	1,700	1,834
负债和股东权益合计	2,157	2,346	2,623	2,914

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.08	6.97	24.03	17.77
EBIT 增长率	-23.25	8.45	18.35	17.93
净利润增长率	-16.28	11.55	18.62	17.70
盈利能力 (%)				
毛利率	41.76	39.99	39.39	39.41
净利润率	9.98	10.41	9.95	9.95
总资产收益率 ROA	9.22	9.45	10.03	10.63
净资产收益率 ROE	13.43	14.20	15.76	17.27
偿债能力				
流动比率	2.63	2.53	2.39	2.31
速动比率	2.23	2.09	1.95	1.88
现金比率	0.72	0.70	0.58	0.54
资产负债率 (%)	30.65	32.47	35.19	37.08
经营效率				
应收账款周转天数	134.83	135.00	135.00	135.00
存货周转天数	53.76	65.00	65.00	65.00
总资产周转率	1.05	0.95	1.06	1.12
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.54	0.64	0.75
每股净资产	3.61	3.80	4.07	4.37
每股经营现金流	0.35	0.53	0.45	0.62
每股股利	0.75	0.38	0.45	0.53
估值分析				
PE	29	26	22	19
PB	3.9	3.7	3.4	3.2
EV/EBITDA	18.27	16.78	14.26	12.08
股息收益率 (%)	5.37	2.72	3.23	3.80

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	207	229	271	319
折旧和摊销	33	34	38	41
营运资金变动	-102	-33	-109	-90
经营活动现金流	144	219	187	255
资本开支	-65	-34	-35	-38
投资	-1	0	0	0
投资活动现金流	-264	-23	-22	-23
股权募资	505	0	0	0
债务募资	0	-2	-3	-0
筹资活动现金流	294	-143	-160	-186
现金净流量	174	53	5	46

插图目录

图 1: 社零线上线下规模 (亿元) 及同比 (%)	5
图 2: 政企采购数字化转型进程	5
图 3: 全国政府采购规模/收入比例	6
图 4: 公共财政收入累计同比增速下降	6
图 5: 央企集中采购节约资金情况 (亿元)	7
图 6: 齐心集团收入情况 (亿元) 及增速 (%)	8
图 7: 晨光科力普收入情况 (亿元) 及增速 (%)	8
图 8: 咸亨国际收入情况 (亿元) 及增速 (%)	8
图 9: 震坤行收入情况 (亿元) 及增速 (%)	8
图 10: 线下五金店	9
图 11: 咸亨国际线上采购网站	9
图 12: MRO 采购市场规模 (万亿元) 及增速 (%)	9
图 13: 我国数字化采购渗透率 (%)	9
图 14: MRO 与办公用品服务流程不同	11
图 15: 齐心集团服务流程图	11
图 16: 咸亨国际服务流程图	12
图 17: 销售费用率情况 (%)	12
图 18: 怡合达业务流程	12
图 19: 怡合达业务流程图	14
图 20: 研发费用率情况 (%)	14
图 21: 毛利率情况 (%)	14
图 22: 资产周转率情况 (%)	15
图 23: 晨光科力普营业收入 (亿元) 及利润率 (%)	16
图 24: 咸亨国际自有化率 (%)	16
图 25: 怡合达自有化率 (%)	16
图 26: 固安捷营业收入 (亿美元) 及增速 (%)	17
图 27: 固安捷产品收入占比 (2021 年)	17
图 28: 固安捷获得的荣誉及奖励	17
图 29: 固安捷在美国及加拿大拥有大量分支机构	18
图 30: 米思米营业收入 (亿美元) 及增速 (%)	18
图 31: 米思米净利润 (亿美元) 及增速 (%)	18
图 32: 米思米主要产品	19
图 33: 日本汽车零部件工业生产指数 (2010 年=100)	20
图 34: 米思米集团业绩推移	21
图 35: 史泰博业绩推移	22
图 36: 史泰博净利润 (亿美元) 及增速 (%)	23
图 37: 史泰博收入结构 (%)	23
图 38: 国有企业利润同比增速高于私营企业	24
图 39: 2022 年央国企数字化采购品类调查	25
图 40: 2022 年央国企办公用品和 MRO 工业采购的细分品类	25
图 41: 中国 MRO 市场规模及预测 (亿元)	25
图 42: 中国办公用品市场规模 (万亿元) 及增速 (%)	26
图 43: 办公用品数字化采购市场规模预测 (亿元) 及增速 (%)	26
图 44: 咸亨国际七大类别产品	26
图 45: 齐心集团拓展 MRO 品类	26
图 46: 2020 年咸亨国际前五大客户收入占比超 60%	27
图 47: 2021 年齐心集团前五大客户收入占比接近 50%	27
图 48: 2020 年中国企业采购平台满意度	27
图 49: 齐心集团核心竞争力	27
图 50: 咸亨国际集约化采购供应优势	28
图 51: 咸亨国际业务拓张	28
图 52: 咸亨国际全球化销售网络	29
图 53: 震坤行公司发展历程	32
图 54: 震坤行产品情况	33

图 55: 震坤行股权结构 (2023 年 3 月 7 日数据)	33
图 56: 震坤行营业收入 (亿元) 及增速 (%)	34
图 57: 震坤行净利润 (亿元) 及增速 (%)	34
图 58: 震坤行期间费用率 (%)	35
图 59: 震坤行净利率与毛利率 (%)	35

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: MRO 品类	3
表 2: B2B 模式解决 MRO 传统经销模式痛点	4
表 3: 阳光集采政策	6
表 4: 2021 年央企集中采购情况	7
表 5: 齐心集团、咸亨国际、怡合达产品情况	10
表 6: 怡合达服务流程说明	13
表 7: 集采企业人效情况	15
表 8: 米思米主要业务	19
表 9: 米思米初创期主要发展节点	20
表 10: 齐心集团盈利预测与财务指标	30
表 11: 咸亨国际营收拆分	31
表 12: 咸亨国际盈利预测与财务指标	32

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员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、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受到任何形式的补偿。

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。	公司评级	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
	行业评级	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。

本报告仅供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。

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