



Research and  
Development Center

# MRO 长坡厚雪，科力普行稳致远

—晨光股份(603899)公司深度报告

2023 年 09 月 19 日

李宏鹏 轻工行业首席分析师

S1500522020003

lihongpeng@cindasc.com

相关研究

1. 晨光股份（603899）：Q4 科力普持续高增，23 年盈利有望修复
2. 晨光股份（603899）跟踪报告系列一：线下复苏，买入当时
3. 晨光股份（603899）：Q3 传统核心业务修复，科力普保持高增

## 证券研究报告

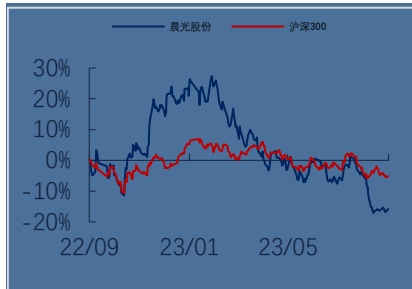
### 公司研究

### 公司深度报告

晨光股份 (603899)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：聚源，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价 (元)	38.26
52 周内股价波动区间 (元)	57.93-37.70
最近一月涨跌幅 (%)	-11.09
总股本 (亿股)	9.27
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	354.52

资料来源：聚源，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 长坡厚雪，科力普行稳致远

2023 年 09 月 19 日

### 本期内容提要：

◆**科力普办公用品规模扩张已走稳，迈入盈利提升良性通道。**科力普作为晨光 B 端业务抓手，2022 年规模已过百亿，营收、利润持续保持高增，2015-2022 年收入 CAGR 为 74%，净利率从亏损提升至 3.4%，业绩表现持续亮眼。**行业层面：**我国办公用品规模超万亿元，头部企业市占率仅低个位数，美国办公用品 CR2 达 83%。近年来阳光集采推进，行业份额向数字化、效率高的头部企业集中。**竞争力层面：**回顾美国办公龙头发展，电商化对其造成较大冲击。但考虑到我国办公用品市场集中度远低于美国，且科力普、齐心始终以大 B 客户为基石，交易与供应链的数字化程度高，同时持续拓展复杂度更高的 MRO 品类，我们认为美国办公企业的起落在我国“重现”概率较低。**成长层面：**对标史泰博 2016 年 B2B 营收规模约 84 亿美元，经营利润率约 8%，我们认为，随着未来科力普规模扩大和业务模式迭代升级，长期盈利能力仍有望进一步提升，逐步向海外龙头靠近。

◆**我国 MRO 方兴未艾，主要参与者各具特色，有望共享成长。****行业方面，**我国 MRO 行业仍在发展早期，行业规模约 3.4 万亿元，京东工业招股书预计 2022-2027 年复合增长率为 5.8%，行业 CR10 不到 1.5%，数字化采购占比仅 8%，美国上述两项指标分别为 30%-45%、15%。集中度提升、企业数字化采购是行业发展方向。**竞争方面，**目前我国 MRO 行业仍未形成绝对龙头，主要参与者京东生态赋能的京东工业、独角兽企业震坤行、聚焦电网的威亨国际、从办公品集采向 MRO 扩张的晨光科力普、齐心集团，各家头部企业依托自身特色及优势，共享大市场增长红利。

◆**横向拆解美国龙头，MRO 商业模式长坡厚雪，护城河深。**北美工业化完成早、配套体系成熟，MRO 行业规模约 1.4 万亿美元，增长相对平稳，行业周期与工业景气度、制造业存货变动相关。但行业集中度不高，2014 年 CR11 约 30%，各龙头公司在产品、客户、业务模式方面均有差异，形成错位竞争。**回顾美国 MRO 龙头财务指标：**过去 10 年头部企业营收增长约高个位数，利润增长在 10%以上，PE 在 20-30X 之间，B2B 商业模式稳定可持续。**固安捷：**美国综合 MRO 龙头，超 60%的交易在线上完成，主要服务多元行业的大型客户，近年小型客户销售增长提速。面对亚马逊 B2B 竞争，固安捷及时调价后重回增长，反映出以大 B 为主的商业模式的较强壁垒。**快扣：**深耕紧固件单品，主要服务制造业客户，通过贴近客户现场的线下服务点实现的营收占比近 40%。与现场服务点协同的数字化存货管理服务工具，帮助客户降本增效，重服务的商业模式帮助快扣实现长期较高增长。

◆**随着 MRO 业务扩张，科力普业务模式有望逐步对标海外 MRO 企业，业绩有望再上台阶。**美国市场固安捷、快扣等百亿市值龙头商业模式成熟，对比两大龙头，我们认为 MRO 行业具有以下几大特点：**1) 大市场小公司，各具特色，**行业内各公司长期良性竞争。**2) 聚焦大 B 打造重服务的竞争壁垒：**固安捷与快扣均聚焦服务大客户，并通过产品与服务粘性打造出较强竞争壁垒，不惧亚马逊等外部竞争。**3) 长期盈利提升来自规模效应下的效率优化：**固安捷与快扣长期毛利率下降，净利率稳步提升，盈利增长主要为规模效应下的经营效能释放。对标固安捷、快扣净利率分别约 8%、15%，PE 分别约 20x、30x，快扣的估值溢价主要来自更高的增长中枢与盈利能力，我们认为科力普 MRO 业务如果顺利扩张，长期盈利和估值仍有较大提升空间。

◆**传统核心稳定发展、科力普渐入佳境，维持“买入”评级。**渠道端全国终

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

端覆盖广泛、壁垒深厚，产品升级+品类扩展驱动产品力精进，办公直销与零售大店业务有望快速发展。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 15.71 亿元、18.58 亿元、21.86 亿元，分别同比增长 22.5%、18.3%、17.7%，目前股价对应 23 年、24 年 PE 分别为 23x、19x，维持“买入”评级。

◆**风险因素：**市场竞争风险，原材料价格大幅上涨

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	17,607	19,996	24,205	28,749	33,661
增长率 YoY %	34.0%	13.6%	21.0%	18.8%	17.1%
归属母公司净利润 (百万元)	1,518	1,282	1,571	1,858	2,186
增长率 YoY%	20.9%	-15.5%	22.5%	18.3%	17.7%
毛利率%	23.2%	19.4%	19.7%	19.9%	20.0%
净资产收益率ROE%	24.5%	18.7%	20.3%	21.1%	21.7%
EPS(摊薄)(元)	1.65	1.39	1.70	2.01	2.36
市盈率 P/E(倍)	39.22	39.63	22.56	19.08	16.22
市净率 P/B(倍)	9.66	7.44	4.57	4.02	3.52

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 09 月 18 日收盘价

## 目 录

投资聚焦.....	6
<b>一、科力普办公用品已走稳，持续增长可期.....</b>	<b>7</b>
1.1 营收利润双高增，迈入良性发展通道.....	7
1.2 对标美国：科力普仍有较大成长空间.....	8
1.3 对标美国：我国办公龙头有望实现更平稳发展.....	9
<b>二、我国 MRO 方兴未艾，主要参与者各具特色、共享成长.....</b>	<b>12</b>
2.1 我国 MRO 行业空间大、集中度低.....	12
2.2 头部 MRO 企业商业模式仍在持续打磨.....	14
2.2.1 京东工业（H01881）：背靠京东生态，中小企业客户占比较高.....	16
2.2.2 震坤行（ZKH）：聚焦制造业客户，布局线下网点加强服务.....	18
2.2.3 威亨国际（605056）：深耕电网，聚焦工器具及仪表产品.....	20
<b>三、MRO 商业模式长坡厚雪，国际龙头有迹可寻.....</b>	<b>22</b>
3.1 北美 MRO 发展较成熟，龙头份额仍在提升.....	22
3.2 美国 MRO 龙头财务对比，商业模式稳定可持续.....	24
3.2.1 固安捷（GWW）：北美综合 MRO 龙头，成功抵御亚马逊竞争.....	25
3.2.2 快扣（FAST）：深耕紧固件单品，现场服务点构筑壁垒.....	29
<b>四、盈利预测与估值.....</b>	<b>32</b>
4.1 盈利预测及假设.....	32
4.2 估值与投资评级.....	33
<b>五、风险因素.....</b>	<b>34</b>

## 表 目 录

表 1：MRO（非生产性物料）与生产型资料特点对比.....	12
表 2：中国办公品公司、MRO 公司对比.....	15
表 3：美国办公品公司、MRO 公司对比.....	15
表 4：收入预测简表.....	32
表 5：利润预测简表.....	33
表 6：可比公司 2023 年 PE 约 23 倍.....	33

## 图 目 录

图 1：科力普产品覆盖四大板块.....	7
图 2：科力普通过自建 IT 高效对接客户平台系统.....	7
图 3：2015-2022 年科力普收入 CAGR 为 74%.....	8
图 4：科力普净利润快速增长.....	8
图 5：2015-2022 年科力普净利率持续提升.....	8
图 6：2016-2022 年科力普 ROE 持续提升.....	8
图 7：史泰博 B2B 业务规模较大.....	9
图 8：史泰博 B2B 业务经营利润率在 8% 左右.....	9
图 9：科力普与齐心毛利率下降.....	9
图 10：科力普与齐心净利率提升.....	9
图 11：2021 年中国办公用品市场规模约 2.1 万亿元.....	9
图 12：2022 年中国办公用品市场结构.....	9
图 13：2016-2021 年我国办公用品线上销售比例提升.....	10
图 14：当前美国办公用品行业集中度高.....	10
图 15：当前我国办公用品行业集中度低.....	10
图 16：史泰博与迪欧办公零售与 B2B 业务收入规模.....	11
图 17：美国办公品公司 2005-2021 年线下门店数量下降.....	11
图 18：2010-2022 年中国全部工业增加值与同比变化.....	13
图 19：预计 2022-2027 年中国 MRO 市场规模 CAGR 约 5.8%.....	13
图 20：2017-2022 年中国传统、数字化 MRO 采购服务市场规模.....	13
图 21：2022 年中国与美国数字化 MRO 采购渗透率对比.....	13
图 22：2022 年京东工业、震坤行、威亨国际收入规模.....	14
图 23：我国 MRO 行业 CR10 仅 1.5%.....	14
图 24：2020-2022 年京东工业分业务营收.....	16
图 25：2022 年京东工业产品销售中小企业客户占比相对较高.....	16
图 26：京东工业前五大客户占比及前五大供应商占比.....	17

图 27: 2020-2022 年京东工业毛利率与经调整净利润	17
图 28: 京东工业主要平台示意图	17
图 29: 2020-2022 年震坤行分业务营收	18
图 30: 2020-2022 年震坤行 GMV	18
图 31: 2022 年震坤行主要客户行业分布	18
图 32: 2020-2022 年震坤行重点客户营收规模及占比测算	18
图 33: To 大 B“震坤行”毛利率高于 To 小 B“工邦邦”	19
图 34: 2020-2022 年震坤行毛利率与经调整净利率	19
图 35: 震坤行 EVM 贩售机示意图	20
图 36: 2017-2022 年威亨国际营收与增速	20
图 37: 威亨国际自有产品销售占比提升	20
图 38: 2017-2022 年威亨国际分产品营收情况	21
图 39: 2021 年威亨国际主要客户为国网、南网	21
图 40: 威亨国际自有产品及技术服务毛利率高于经销产品	21
图 41: 2017-2022 年威亨国际毛利率与净利率	21
图 42: 固安捷预计北美 MRO 采购市场规模约 1650 亿美元	22
图 43: 2022-2030 年北美 MRO 市场规模 CAGR 约 2.6%	22
图 44: 2001-2022 年美国制造业存货量同比变化	23
图 45: 固安捷业绩波动与制造业存货量同比变化趋势相似	23
图 46: 2014 年北美 MRO 行业竞争格局分散	23
图 47: 2022 年美国 MRO 头部公司营业收入	23
图 48: 2000-2022 年美国 MRO 公司收入与净利润 CAGR	24
图 49: 2001-2022 年美国 MRO 头部公司毛利率平稳略降	24
图 50: 2001-2022 年美国 MRO 公司净利润率持续增长	24
图 51: 美国 MRO 存货周转率存在差异	24
图 52: 2001-2022 年美国 MRO 公司 ROE 稳步提升	25
图 53: 2001-2022 年美国 MRO 公司 PE	25
图 54: 2012-2022 年固安捷收入 CAGR5.5%	25
图 55: 2012-2022 年固安捷净利润 CAGR8.4%	25
图 56: 2022 年固安捷产品结构相对分散	26
图 57: 2022 年固安捷客户结构相对分散	26
图 58: 2020 年固安捷高接触解决方案业务主要客户为美国大型客户	27
图 59: 2018-2022 年固安捷分业务模式营收结构	27
图 60: 2012-2022 年固安捷各渠道下单占比	27
图 61: 2012-2022 年固安捷各类型履约占比	27
图 62: 2010-2021 年固安捷美国地区收入增长贡献按量价拆分	28
图 63: 1987-2022 年固安捷毛利率、净利率变化趋势	28
图 64: 2022 年固安捷线上收单占比约 59%	29
图 65: 2010 年后固安捷美国线下门店量下降, 仓配量提升	29
图 66: 2012-2022 年快扣收入 CAGR 为 8.3%	29
图 67: 2012-2022 年快扣净利润 CAGR 为 10%	29
图 68: 2022 年快扣紧固件产品占比 34%	30
图 69: 2022 年快扣制造业客户收入占比约 72%	30
图 70: 快扣大客户占比持续提升	30
图 71: 2022 年快扣来自现场服务点营收占比达 35.3%	30
图 72: 快扣 FMI 模式下的销售持续增长	31
图 73: 2018-2022 年快扣 FMI 设备安装量	31
图 74: 2014 年后快扣现场服务点数量持续提升	32
图 75: 2014-2022 年快扣毛利率下降, 净利率提升	32



## 投资聚焦

- **科力普传统办公集采已走稳，MRO 有望开辟第二增长通道。**对标海外龙头，科力普的长期发展模式分为两个阶段：1) 传统办公集采规模扩张阶段，科力普发展至今，第一阶段已基本走稳，迈入盈利周期，科力普以接近百亿规模跻身我国办公品市场头部，随着科力普对现有客户的深挖及新客户继续扩展，对比史泰博，科力普办公用品业务规模及盈利仍有望提升。2) 随着公司 MRO 业务扩张，业务模式有望逐步对标海外 MRO 企业：业务模式方面，固安捷与快扣在客户端均聚焦大型客户，且通过定制化、现场化的服务打造护城河，规模优势显著。盈利方面，美国 MRO 龙头固安捷、快扣净利率分别约 8%、15%。估值方面，固安捷、快扣 PE 分别约 20x、30x，快扣更高的增长中枢与更高的盈利能力享有更高估值，科力普长期盈利和估值仍有较大提升空间。
- **我国办公用品龙头均已形成较强竞争力，我们认为，美国办公品企业的起落较难在我国“重现”。**回顾美国办公龙头发展，史泰博及迪欧办公均以线下零售商起步，B2B 起步较晚，未能构建重服务的竞争壁垒导致其受到电商、综合零售商冲击。但考虑到我国办公用品市场集中度远低于美国，且科力普、齐心始终以大 B 客户为基石，交易与供应链的数字化程度高，并持续拓展复杂度更高的 MRO 品类，我们认为美国办公品企业的起落较难在我国“重现”。
- **MRO 赛道长坡厚雪，有望诞生多家龙头。**美国 MRO 行业已诞生固安捷、快扣等百亿美元市值龙头。我们认为 MRO 行业具有以下几大特点：1) 大市场小公司，各具特色，行业内各公司长期良性竞争。2) 聚焦大 B 打造重服务的竞争壁垒：固安捷与快扣均聚焦服务大客户，并通过产品与服务粘性打造出较强竞争壁垒，无惧亚马逊等外部竞争。3) 长期盈利提升来自规模效应下的效率优化：固安捷与快扣长期毛利率下降，净利率稳步提升，盈利增长主要为规模效应下的经营效能释放。

目前我国 MRO 行业仍未形成绝对龙头，主要参与者包括：京东生态赋能的京东工业、独角兽企业震坤行、聚焦电网的咸亨国际、从办公品集采供应商向 MRO 扩张的晨光科力普、齐心集团。各家头部企业有望依托自身特色及优势，共享大市场增长红利。

## 一、科力普办公用品已走稳，持续增长可期

科力普办公用品业务已基本走稳，迈入盈利周期。回顾美国办公龙头发展，电商化对其经营造成较大冲击。但考虑到我国办公用品市场集中度远低于美国，且科力普、齐心始终以大 B 客户为基石，交易与供应链的数字化程度高，同时持续拓展复杂度更高的 MRO 品类，我们认为美国办公品企业的起落较难在我国“重现”。随着科力普办公业务的良性增长，在营收规模及盈利能力上有望逐步对标海外龙头。

### 1.1 营收利润双高增，迈入良性发展通道

科力普通过积极的客户扩展与品类扩张，已实现规模快速扩张，盈利稳步提升。晨光办公直销科力普主要为政府、企事业单位、世界 500 强企业和其他中小企业提供高性价比的办公一站式采购服务，科力普创立 10 年以来已成为国内 B2B 办公物资领域的领跑者。

客户方面，科力普服务于政府、金融、央企国企、中间市场、MA（世界 500 强）5 大类超过 6 万家的各类客户，提供高性价比的办公一站式采购服务。2022 年科力普持续开拓新客户，央企客户方面入围中国华能、林业集团、南方航空等项目；政府客户方面入围江苏省政采、昆明地铁等项目；金融客户方面入围交通银行、中国人保等项目；MRO 入围中核集团和航空工业等项目。

产品线方面，科力普涵盖办公物资采购、MRO 工业品、营销礼品、员工福利四大板块，着力拓展营销礼品及 MRO 供应链的开发。具体产品包含办公用纸、办公文具、办公耗材、办公设备、电脑及配件、数码及通讯、办公电器、生活用品、劳防工业用品、食品饮料、商务礼品、办公家具等产品线超百万种商品。

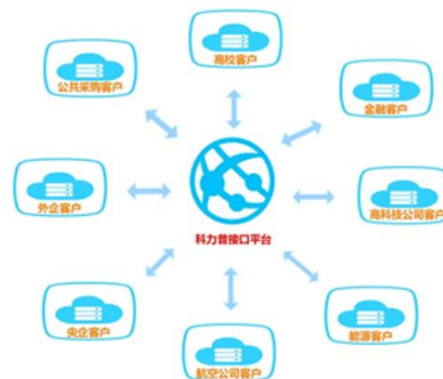
供应链方面，科力普在全国拥有近百万平米超大商品存储空间，5 级仓储体系网络有效覆盖全国，高效、快速响应订单，最大限度地满足客户对配送时效的需求。拥有行业领先的智能化总仓“AS/RS 自动化立体库”和华东智能新仓，有效覆盖全国，高效、快速响应订单，智能化仓储配送系统配备了 AGV（仓储拣货系统）等智慧化物流系统，为客户提供及时、准确的服务。人员方面，科力普拥有 2000 余人专业团队，从售前到售后端到端的服务能力遍布全国 31 个省市自治区。

图 1：科力普产品覆盖四大板块



资料来源：科力普官网，信达证券研发中心

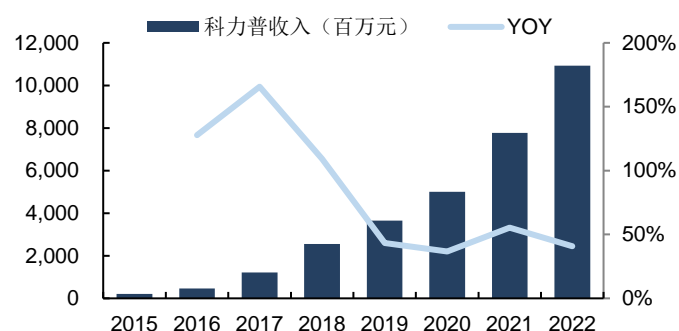
图 2：科力普通过自建 IT 高效对接客户平台系统



资料来源：科力普官网，信达证券研发中心

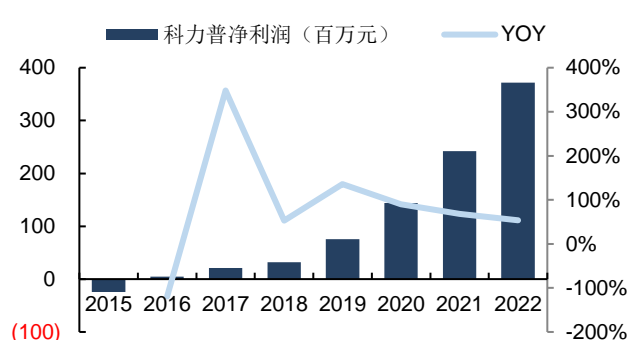
2015-2022 年，科力普营业收入从 2.27 亿元增长至 109 亿元，年复合增长率为 74%，净利润从亏损提升至 3.72 亿元，净利率逐年升至 3.4%，ROE 从 16 年的 5.2% 提升至 37%。

图 3：2015-2022 年科力普收入 CAGR 为 74%



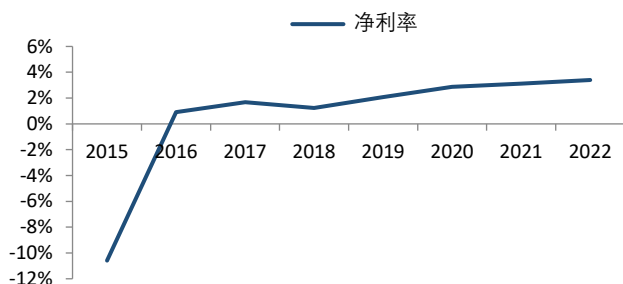
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：科力普净利润快速增长



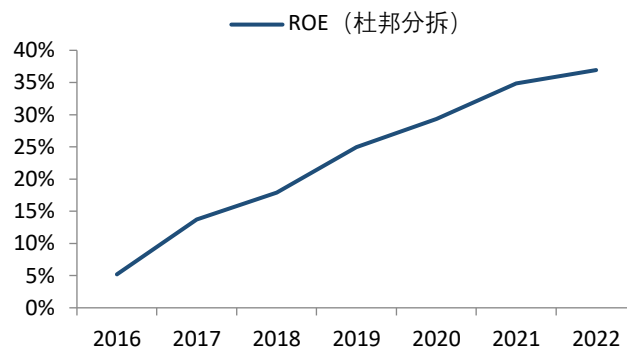
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：2015-2022 年科力普净利率持续提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：2016-2022 年科力普 ROE 持续提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

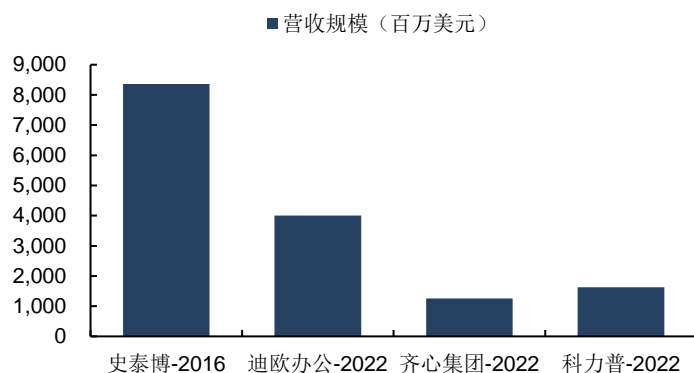
## 1.2 对标美国：科力普仍有较大成长空间

科力普的营收规模及盈利能力具备持续提升空间。对比美国办公龙头 B2B 规模，科力普成长空间大。美国办公用品龙头史泰博 2016 年 B2B 业务规模为 83.6 亿美元，2022 年迪欧办公 B2B 业务规模为 40 亿美元，按 2022 年平均汇率换算，科力普、齐心 B2B 业务 2022 年营收规模仅分别为 16 亿美元、13 亿美元，仅看办公用品赛道，科力普持续成长空间较大。

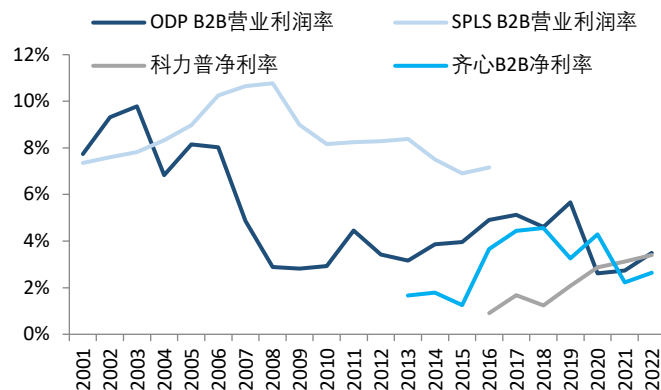
毛利率下降反映品类不断扩张。2022 年晨光科力普与齐心 B2B 的毛利率分别为 8.4%、9.6%，在过去数年中毛利率均呈现下降趋势，主要反映了各公司不断扩展产品品类，外采产品占比提升，产品品类的扩展有助于各家公司满足客户一站式采购需求，提升客户粘性。

净利率提升反映规模效应与运营效能。过去数年中，随着科力普收入规模的不断扩大，规模效应与运营效能释放，公司盈利能力随之提升。2022 年晨光科力普与齐心 B2B 的净利率分别为 3.4%、2.6%。史泰博 B2B 历史财务期内的营业利润率在 8% 左右，迪欧办公在疫情前的营业利润率在 5% 左右，随着营收规模扩大，科力普的盈利能力有望进一步提升。

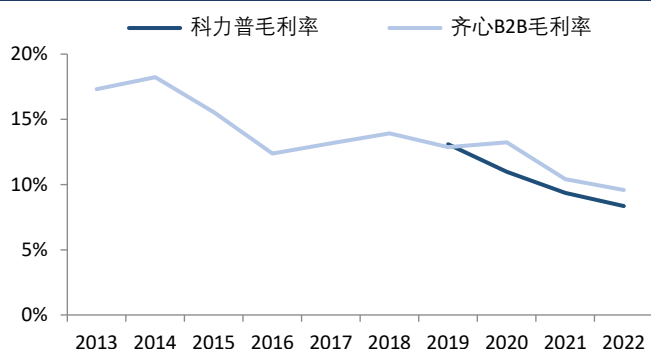


**图 7：史泰博 B2B 业务规模较大**


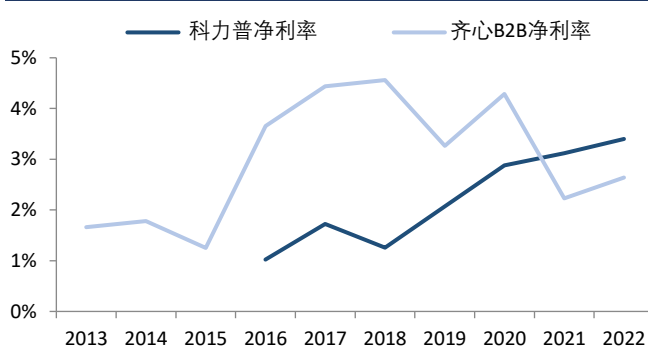
资料来源：彭博，Wind，信达证券研发中心

**图 8：史泰博 B2B 业务经营利润率在 8% 左右**


资料来源：彭博，Wind，信达证券研发中心

**图 9：科力普与齐心毛利率下降**


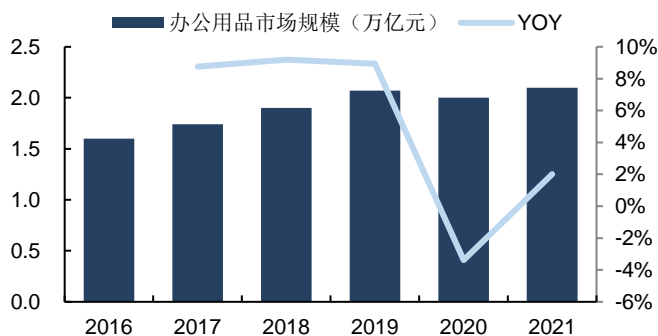
资料来源：wind，信达证券研发中心

**图 10：科力普与齐心净利率提升**


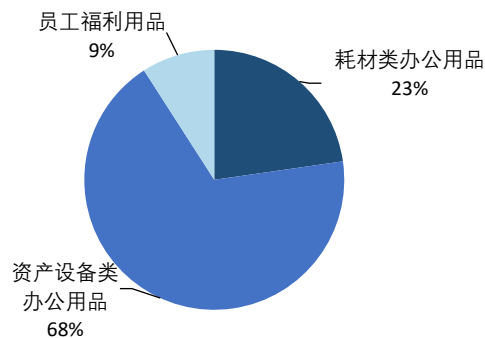
资料来源：wind，信达证券研发中心

### 1.3 对标美国：我国办公龙头有望实现更平稳发展

我国办公用品市场空间较大，目前政府及企事业单位为主要客户。广义办公用品行业主要包括消耗性办公用品（如办公用纸、办公文具等）、资产设备类办公用品（主要包括打印机、电脑、影像设备等办公设备）和员工福利（主要包括节庆礼品等），据共研网，2021 年我国办公用品市场规模达到 2.1 万亿元，2016-2021 年行业复合增长率约 6%。政府机构、央企国企以及各类民营企业是办公用品采购的主要客户。

**图 11：2021 年中国办公用品市场规模约 2.1 万亿元**


资料来源：共研网，智研咨询，信达证券研发中心

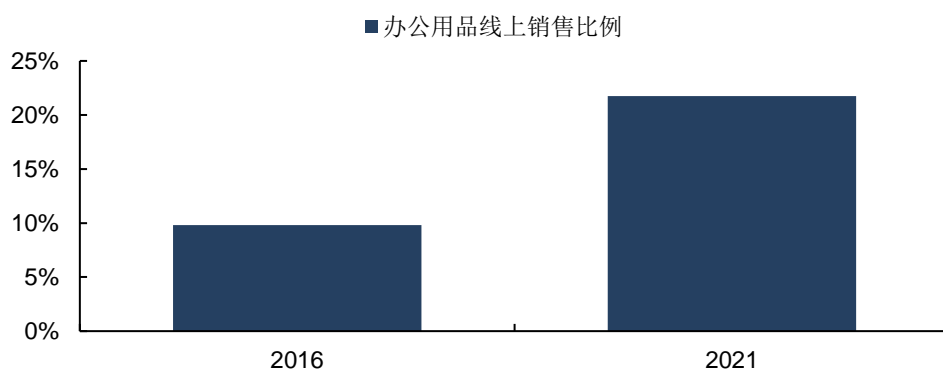
**图 12：2022 年中国办公用品市场结构**


资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

**政策驱动政府及央企阳光集采，直销占比提升，份额逐步向头部企业集中。**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，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，据智研咨询，美国办公物资直销渠道收入占比达到 50%。据共研网，我国办公用品线上销售比例自 2016 年的约 9.8% 提升至 2021 年的 21.8%。

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，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。在招投标下，一般有几家企业同时入选供应商，具备规模优势、供应链优势、专业化服务能力的企业具备优势，集采规范化下有利于行业集中度提升。

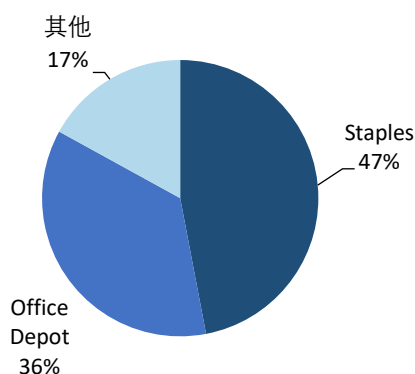
**图 13：2016-2021 年我国办公用品线上销售比例提升**



资料来源：共研网，智研咨询，信达证券研发中心

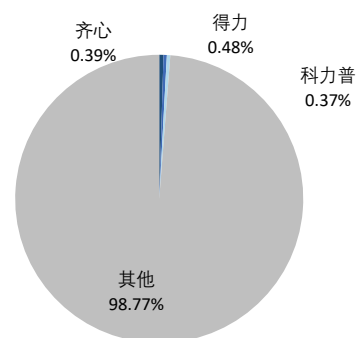
**我国办公品行业集中度显著低于美国。**按办公用品行业规模约 2.1 万亿元测算，2021 年三家办公品龙头得力集什（得力 toB 业务）、晨光科力普、齐心集团营收分别为 100+亿元、78 亿元、81 亿元，头部企业合计市占率仅 1.2%。据 IBISWorld，目前美国办公用品呈双寡头格局，史泰博（Staples）和迪欧办公分别占据 47%、36% 市场份额，CR2 达 83%。

**图 14：当前美国办公用品行业集中度高**



资料来源：IBISWorld, Retaildive, 信达证券研发中心

**图 15：当前我国办公用品行业集中度低**

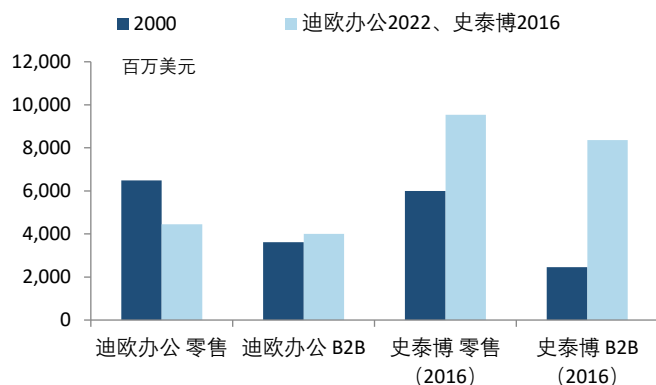


资料来源：公司公告，共研网，亿邦动力，信达证券研发中心

回顾美国办公龙头发展，史泰博及迪欧办公均以线下零售商起步，B2B 起步较晚，未能构建重服务的竞争壁垒导致办公龙头受到电商、综合零售商冲击。美国办公品龙头史泰博、迪欧办公均以办公用品垂直类零售起家，2000 年零售业务占比分别约 70%、64%。美国 B2B 供应商发展历史较长，MRO 头部公司如固安捷、快扣创立时间分别为 1927 年、1967 年，创立初期便为企业提供产品及服务。

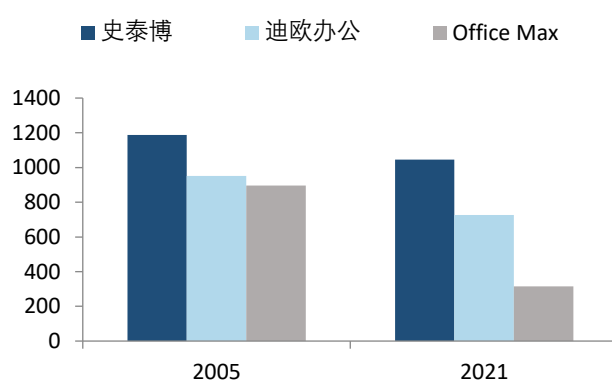
2008 年金融危机后，受亚马逊、沃尔玛等电商及综合零售商的竞争冲击，史泰博及迪欧办公零售业务均在下降，期间史泰博通过多项并购保持了营收端的一定增长；同时，史泰博、迪欧办公及 Office Max 的零售线下门店数量也在持续收缩。办公用品特别是文具类单价较低、产品供应链简单，面对电商的价格优势和消费线上化趋势，美国办公品企业的业绩下滑。史泰博及迪欧办公的 B2B 业务相对起步较晚，未能形成先发优势。史泰博于 2017 年退市。

图 16: 史泰博与迪欧办公零售与 B2B 业务收入规模



资料来源：彭博，信达证券研发中心

图 17: 美国办公品公司 2005-2021 年线下门店数量下降



资料来源：Retail Drive，信达证券研发中心

我们认为，美国办公品企业的起落较难在我国“重现”，我国办公龙头有望持续良性发展。

**1) 集中度提升：**当前我国办公用品供应商集中度显著低于美国，头部公司仍能通过扩大单客采购量&开拓新客户持续提升份额。

**2) B 端经验积累深：**当前我国办公品供应商发展至今始终聚焦 B2B，深耕央国企、500 强等大客户，相比以零售起家的美国办公龙头，我国办公龙头已在服务 B 端方面积累了较长时间的经验和面对外部竞争的抵御能力更强。

**3) 数字化能力强：**当前我国办公品供应商均已搭建了完善的线上交易平台，并持续提升供应链数字化能力，从下单交易到履约配送均有较高效率，能够对标综合电商平台。例如，科力普通过自主研发核心数字化交易系统与快速专业的系统对接开发技术，结合 AI、大数据分析，针对不同客户提供多样的个性化系统对接及增值服务，配备有智能化的仓储配送系统。

**4) 开拓高附加值新品类：**MRO 产品相比办公用品品类更加庞杂、专业性更强、服务属性更高，对供应商的综合能力要求更高，有利于供应商打造更强的竞争壁垒。目前我国 MRO 行业仍在发展初期，尚未形成绝对龙头，各类企业凭借自身优势均有机会分享赛道增长与份额提升的红利。

## 二、我国 MRO 方兴未艾，主要参与者各具特色、共享成长

我国 MRO 行业仍在发展早期，行业规模约 3.4 万亿元，京东工业招股书预计 2022-2027 年复合增长率为 5.8%，行业 CR10 不到 1.5%，数字化采购占比仅 8%，美国上述两项指标分别为 30%-45%、15%。集中度提升、企业数字化采购是行业发展方向。

目前行业的主要参与者包括：京东生态赋能的京东工业、独角兽企业震坤行、聚焦央国企的咸亨国际、从办公品集采供应商向 MRO 扩张的晨光科力普、齐心集团。对比美国成熟业态，我们认为国内 MRO 行业也将长期处于低集中度的良性竞争，行业内各家公司有望依托自身特色及优势，共享大市场增长红利。

### 2.1 我国 MRO 行业空间大、集中度低

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。在欧美地区，如美国、英国、德国等经济实力强、工业化水平发达的国家，工业品行业的发展高度成熟，MRO 产品市场经过多年的发展，已经形成成熟的商业模式，固安捷（W.W.Grainger）、快扣（Fastenal）等百亿美元市值的龙头企业拥有集非生产性物料的展示、零售、批发、维修、信息交流于一体的综合流通平台，能为下游客户提供一站式采购服务，并提供专业的维修、保养等售后技术服务。

**MRO 采购 SKU 复杂、采购非计划性、服务性强的特点，对供应商综合要求较高。**MRO 产品主要包括维修类的工具、紧固件，保养类的电气设备、机械设备，运营类的劳保防护、仓储搬运设备等产品，是维持企业日常运营而非直接用于成品制造过程的产品和材料，主要用途是维持企业的日常工作流程与保证业务的平稳运行。MRO 产品具有涉及范围广、品类繁杂等特点，企业采购时常面临耗时耗力的问题；由于企业采购相关产品的非计划性，对 MRO 供应商的及时响应能力有较强要求；另外，由于产品的专业性强，对 MRO 供应商的专业服务能力要求较高，对技术安装、维护、保养等本地化服务具有较大要求。

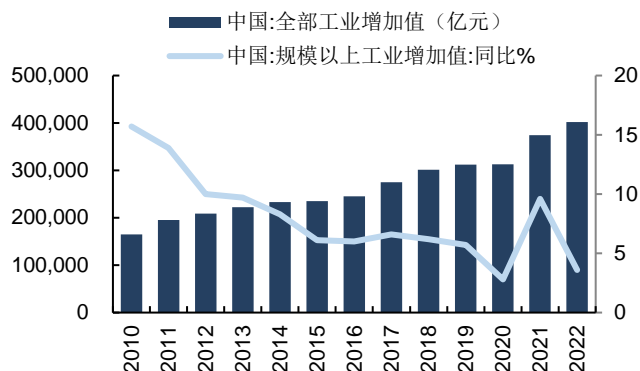
表 1：MRO（非生产性物料）与生产型资料特点对比

	非生产性物料（MRO）	生产性物料（PM）
用途	不直接构成产品，只用于维护、维修及运行用途	直接构成最终产品的生产性物料
品类	包括维修用品、设备备件及耗材、运营辅助类物资等	包括原材料、零部件以及半成品等
产品特点	涉及范围广、产品品类繁杂、SKU 数量较多、单品量较少多为易耗品	产品品类相对较少、单品平均价值较高
采购特征	在计划性的采购之外，具有较强的非计划性	企业根据生产计划具有计划采购
供应商特点	因品类繁杂、采购需求分散导致供应商数量众多	一般有长期稳定的供应商，数量相对有限
服务属性	对专业服务要求高：对技术安装、维护、保养等本地化服务具有较大需求	对服务要求较低

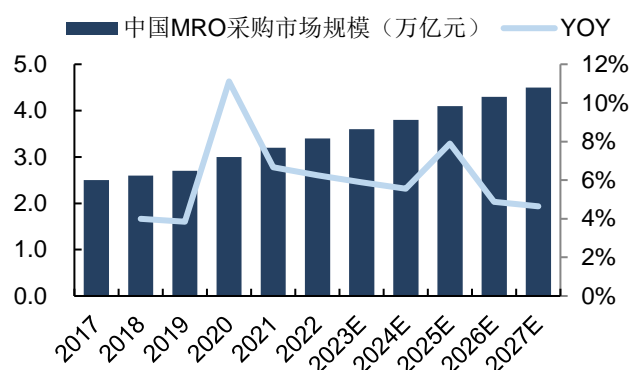
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

中国 MRO 潜在市场规模较大，预计 2022-2027 年复合增长率为 5.8%。2022 年我国工业增加值约 40 万亿元，据咸亨国际招股书，2019 年中国工业企业的 MRO 采购需求约占企业产值的 4%-7%。

据京东工业招股书，2022 年中国 MRO 采购服务规模约为 3.4 万亿元，为北美 MRO 市场规模（约 1500-1600 亿美元）的 2 倍以上，预计 2027 年中国 MRO 采购行业规模将达 4.5 万亿元，2022-2027 年复合增长率为 5.8%。

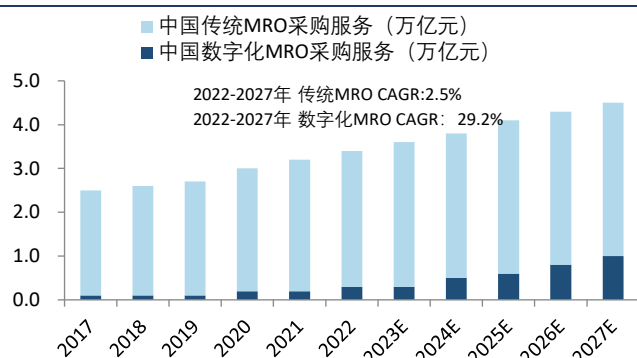
**图 18：2010-2022 年中国全部工业增加值与同比变化**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

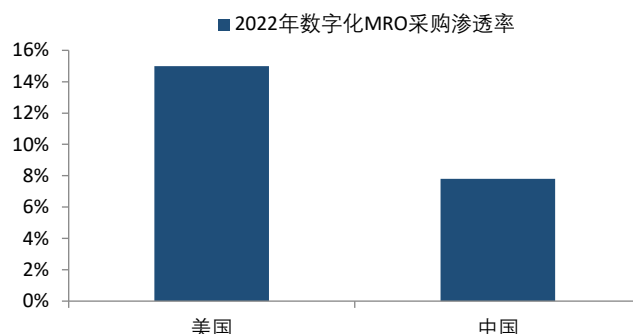
**图 19：预计 2022-2027 年中国 MRO 市场规模 CAGR 约 5.8%**


资料来源: 京东工业招股书, 灼识咨询, 信达证券研发中心

**数字化 MRO 采购为行业发展的主要方向，企业数字化采购渗透率提升空间广阔。**据京东工业招股书，按交易额计，中国数字化 MRO 采购服务行业规模 2022 年达约 0.3 万亿元，预计 2027 年将达到 1 万亿元，复合年增长率为 29.2%，为未来 MRO 采购行业主要增长驱动。2022 年中国数字化 MRO 采购渗透率约 7.8%，与美国 2022 年超 15% 的渗透率相比仍然相对较低。由于数字化 MRO 采购服务便捷、透明及具有成本效益，数字化 MRO 采购服务的接受度日益提高，京东工业招股书预计中国数字化 MRO 采购渗透率在 2027 年将达到 21.3%。

**图 20：2017-2022 年中国传统、数字化 MRO 采购服务市场规模**


资料来源: 京东工业招股书, 信达证券研发中心

**图 21：2022 年中国与美国数字化 MRO 采购渗透率对比**


资料来源: 京东工业招股书, 信达证券研发中心

**中国 MRO 行业相对分散，未来行业集中度提升空间较大。**与美国等更加成熟的市场相比，中国 MRO 采购服务市场仍然相对分散。据京东工业招股书，按 2022 年的交易额计，中国 MRO 采购服务市场前 10 名公司仅占不到 1.5% 的市场份额，据震坤行招股书，前 50 名公司市占率不到 10%，而 2022 年美国 MRO 采购服务市场前 10 大公司约占 30%-45% 的市场份额（据固安捷公告 2014 年北美 MRO 行业 CR11 为 30%）。随着现行领先参与者巩固其现有竞争优势，中国的 MRO 行业集中度有望持续提高。

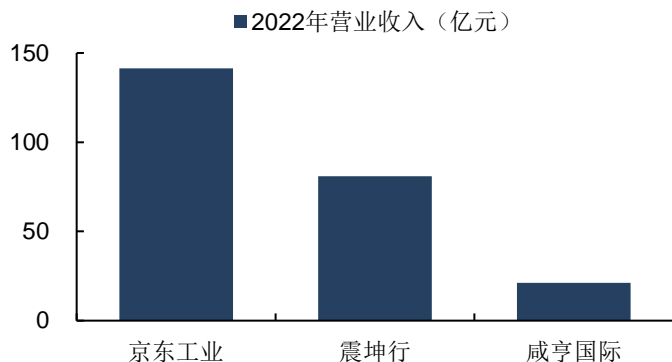
**我们认为，与美国相比，中国 MRO 行业集中度较低主要为：**1）中国工业企业结构更复杂：相比美国，中国拥有更为全面和复杂的工业体系。据京东工业招股书，截至 2022 年底，中国第二产业拥有逾 600 万家工业企业，中小企业占比超过 98.0%；而美国仅有 70 万家工业企业，中国工业企业格局更为分散，中小企业的采购需求整合难度更大。2）中国企业数



字化程度较低，采购效率有待提升：与美国相比我国工业企业数字化程度仍较低，采购效率较低。据震坤行招股书，中国传统 MRO 以招投标模式进行，供应模式主要是线下设施，产品采购环节涉及多层中间分销商，透明度较低，采购时间较长。随着我国工业数字化水平提升，政府对企业采购的透明性与效率要求提升，我国企业对整合供应商、集约化采购，供应链提效的需求将更高，数字化赋能的集约化 MRO 供应商有望脱颖而出。

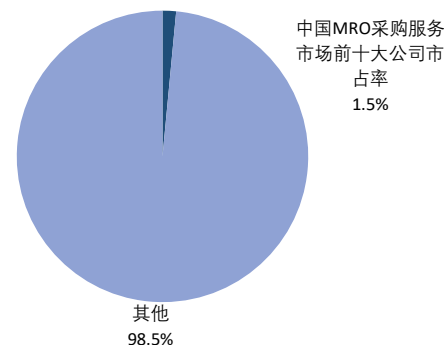
3) 中国 MRO 行业起步较晚：美国工业化完成时间早，MRO 龙头企业历史悠久。中国完成工业化时间较晚，近年来工业企业对采购提效需求逐步提升，有望驱动 MRO 行业快速发展。

图 22：2022 年京东工业、震坤行、咸亨国际收入规模



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 23：我国 MRO 行业 CR10 仅 1.5%



资料来源：京东工业招股书，信达证券研发中心

## 2.2 头部 MRO 企业商业模式仍在持续打磨

我国 MRO 行业处在发展初期，未形成绝对龙头。目前我国 MRO 行业主要参与者包括：

**1) 互联网 B2B 平台：**京东、百度、阿里等传统互联网巨头下设的 B2B 工业品采购平台，如京东工业、百度爱采购、1688 工业品等，这类平台依托原有零售电商的基础设施，主要为 B 端客户提供线上采购服务，在服务 MRO 采购需求相对简单的中小型企业方面具备优势。2022 年京东工业营收规模为 141 亿元，2020-2022 年营收复合增速为 44%。

**2) 独角兽企业：**震坤行目前已向美国证券交易委员会提交上市申请，过去 C、D、E 轮融资规模均在 1 亿美元之上。震坤行主要经营品类为工厂使用的辅料及易耗品，是一家数字化工业用品一站式服务平台。2022 年震坤行营收规模为 83 亿元，2020-2022 年营收复合增速为 33%。

**3) 聚焦电网的 MRO 供应商：**咸亨国际为我国工器具、仪器仪表等产品的 MRO 集约化供应龙头，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，长期深度服务电网央企客户。2022 年咸亨国际营收规模为 21 亿元，2017-2022 年营收复合增速为 15%。

**4) 从办公集采向 MRO 扩展的上市公司：**晨光旗下的科力普与齐心集团主业为办公品集采供应商，这类公司客户以政府、国央企为主，依托积累多年的客户基础，逐步将产品结构从办公用品向 MRO 扩展。同时，相比于互联网 B2B 平台与独角兽企业，此类公司整体盈利情况较好，健康的财务报表有望为新业务的扩展提供可持续的发展动力。

**表 2: 中国办公品公司、MRO 公司对比**

指标	京东工业	震坤行	威亨国际	齐心集团	科力普
主营业务	通用 MRO（安防用品、清洁用品、搬运储存、电线电缆、焊接用品、工具、个人防护及标签包装等）；专业 MRO 产品包括化学品、起重设备、仪表仪器、金属加工、实验室用品、动力传动、机械设备、紧固件封件等；BOM 产品（电子元器件及中低压配电系统等）	零部件（阀门配件、低压电器、线缆、紧固件等）；化学品、生产部件（切割工具、空压机等）；通用 MRO（安全产品、搬运系统、劳保产品、焊接用品、清洁用品、胶带标签、手动工具等）；办公用品（办公文具、办公家具、工会福利、照明等）；拥有通用 MRO 产品自有品牌“ZKH”、个人安防用品品牌“AnDanDa”	工具器具（手动工具、电工器材、应急平台装备、机电工具设备、标签等）；仪器仪表（电工仪器仪表）；技术服务	办公行政物资、MRO 物资、员工福利品、营销物料；具体含办公设备、耗材、文教及办公用品、文化用品、礼品、纸制品、劳保用品、五金产品、教学设备、安防设备、智能设备、电力工程设备、电线电缆、轴承、紧固件、润滑油等	办公物资、MRO 工业品、营销礼品、员工福利以及企业服务等；具体含办公用纸、办公文具、办公耗材、办公设备、电脑及配件、数码及通讯、办公电器、生活用品、劳防工业用品、食品饮料、商务礼品、办公家具等
22 年营收	141 亿元	83 亿元	21 亿元	85 亿元	109 亿元
20-22 年收入 CAGR	28%	33%	3%	10%	48%
22 年净利润	7.15 亿元（经调整）	-6.26 亿元（经调整）	2.07 亿元	1.27 亿元	3.72 亿元
20-22 年利润 CAGR	28%	-	-7%	-13%	61%
22 年毛利率	18%	16%	40%	10%	8%
22 年净利率	4%	-8%	10%	3%	3%
22 年 ROE	-	-	13%	4%	37%
总市值	待上市	待上市	51 亿元	49 亿元	355 亿元（晨光股份）
22 年存货周转率	19.4	9.9	6.4	27.3	10.2（晨光股份）
22 年应收账款周转率	49.1	2.5	2.6	2.6	8.6（晨光股份）
PE（TTM）	-	-	28.2	40.0	26.0（晨光股份）

资料来源：相关公司公告，Wind，信达证券研发中心（市值与 PE 截止 2023 年 9 月 18 日）

**表 3: 美国办公品公司、MRO 公司对比**

指标	史泰博	迪欧办公	快扣	固安捷	科力普
主营业务	经营办公品连锁店，并销售办公用品、工艺产品、清洁用品及碳粉匣、办公家具、服务提供和其他解决方案	销售工业和建筑用品，提供紧固件、切削工具，金属加工，起重，五金，管道，润滑油和其他。提供焊接、吊索、校准等服务	产品包括发动机、空调设备、照明器材、手动及电动工具、水泵、包装、材料处理、粘合剂、安全、清洁、电器和金属加工设备	办公物资、MRO 工业品、营销礼品、员工福利以及企业服务等；具体含办公用纸、办公文具、办公耗材、办公设备、电脑及配件、数码及通讯、办公电器、生活用品、劳防工业用品、食品饮料、商务礼品、办公家具等	办公物资、MRO 工业品、营销礼品、员工福利以及企业服务等；具体含办公用纸、办公文具、办公耗材、办公设备、电脑及配件、数码及通讯、办公电器、生活用品、劳防工业用品、食品饮料、商务礼品、办公家具等
22 年营收	182 亿美元	85 亿美元	70 亿美元	152 亿美元	109 亿元
12-22 年收入 CAGR	0%	-2%	8%	5%	48%
22 年净利润	-15 亿美元	-1.7 亿美元	10.9 亿美元	15.5 亿美元	3.72 亿元
12-22 年利润 CAGR	-	5%（11-22 年 CAGR）	10%	8%	61%
22 年毛利率	26%	22%	46%	38%	8%

22 年净利率	-8%	2%	16%	10%	3%
22 年 ROE	-41%	13%	34%	63%	37%
总市值	67 亿美元	18 亿美元	315 亿美元	347 亿美元	355 亿元（晨光股份）
22 年存货周转率	7.1	7.9	2.3	4.5	10.2（晨光股份）
22 年应收账款周转率	10.6	16.5	7.3	7.8	8.6（晨光股份）
PE (TTM)	-	9.7	27.9	19.7	26.0（晨光股份）

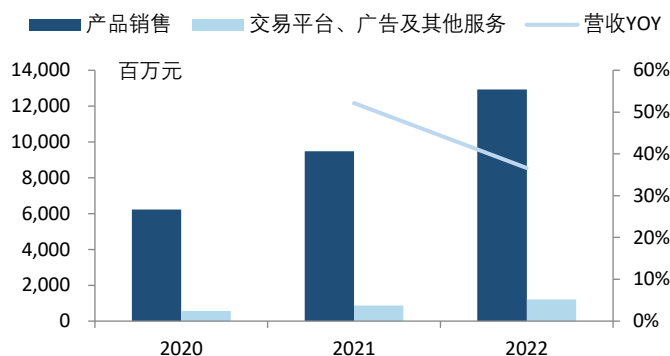
资料来源：相关公司公告，彭博，Wind，信达证券研发中心（史泰博为 2016 财年，截止退市日交易数据；其他市值与 PE 截止 2023 年 9 月 18 日）

### 2.2.1 京东工业（H01881）：背靠京东生态，中小企业客户占比较高

京东工业是中国领先的供应链技术与服务提供商，与京东生态形成协同效应。2017 年京东工业开始布局专注于 MRO 采购服务的供应链技术与服务。京东工业与京东生态有着显著的协同效应。京东工业背靠京东物流的全国履约网络和基础设施建设为客户提供良好体验；京东科技为京东工业重点客户的贸易应收款提供了供应链金融技术服务，使得京东工业能够以较低的运营资金扩大规模。2022 年京东工业营收规模为 141 亿元，2020-2022 年营收复合增速为 44%；京东工业的主要收入来源为产品销售，少部分收入为作为交易平台向三方卖家收取的平台交易费及广告费等。

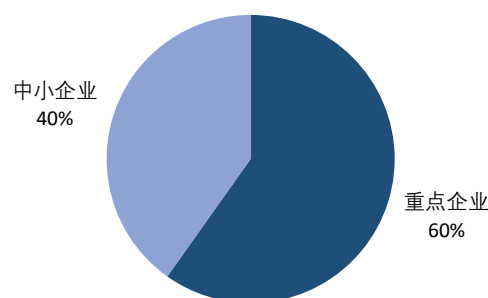
**重点企业为京东工业主要客户，客户结构高度分散。**从客户结构看，2022 年京东工业商品销售收入中 60%来自重点企业，40%来自中小企业，2022 年京东工业的前五大客户占比仅 8%。截止 2022 年，京东工业总共服务约 6,900 个重点企业客户和超 260 万个中小企业，其中重点客户主要来自制造、能源、工业建筑、交通及其他综合行业，包括全球《财富》500 强公司、中国《财富》500 强公司、上市公司及国内顶尖民营企业。

图 24：2020-2022 年京东工业分业务营收



资料来源：京东工业招股书，信达证券研发中心

图 25：2022 年京东工业产品销售中小企业客户占比相对较高



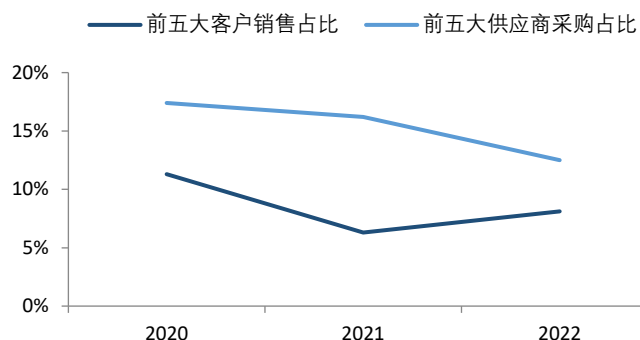
资料来源：京东工业招股书，信达证券研发中心

**产品结构、供应商多元，最大供应商京东集团占比不到 11%。**京东工业的数字化采购平台上提供的商品品类从通用 MRO 产品开始，并逐步拓展到专业 MRO 和 BOM。其中通用 MRO 包括安防用品、清洁用品、搬运储存、电线电缆、焊接用品、工具、个人防护及标签包装等；专业 MRO 产品包括化学品、起重设备、仪器仪表、金属加工、实验室用品、动力传动、机械设备、紧固件封件等；BOM 产品主要为电子元器件及中低压配电系统等。截止 2022 年，

京东工业平台提供 48 个产品类别和约 4250 万个 SKU，产品来自 3 万家制造商、分销商及代理商；2022 年前五大供应商采购量为 12.5%，其中最大供应商京东集团采购量不到 11%。

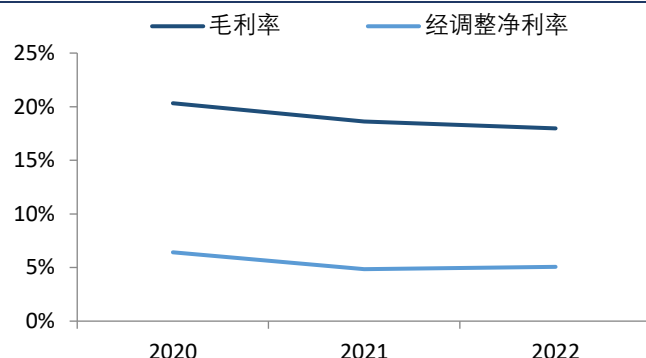
毛利率、净利率有所下降，剔除非经营项目后净利率约 4%。2020-2022 年京东工业毛利率自 20.3%降低至 18%，主要由于产品销量的持续增长。如果剔除可转换优先股公允价值变动及 2021 年股份支付费用等非经常项目，京东工业 2020-2022 年净利率在 5% 左右。

图 26：京东工业前五大客户占比及前五大供应商占比



资料来源：京东工业招股书，信达证券研发中心

图 27：2020-2022 年京东工业毛利率与经调整净利率



资料来源：京东工业招股书，信达证券研发中心

京东工业为重点客户提供较完善的数字化供应链服务，中小客户主要在工品电商平台下单采购。针对重点客户，如果客户无法从商品池中找到想要的商品，京东工业则帮助其从京东生态系统发起反向商品寻源。同时，京东工业将智能决策纳入重点企业客户的订单履约中，为其提供闭环数字化服务来智能管理其业务经营，涵盖预算、采购计划、交易和售后服务周期。履约数字化为客户监测工业供应链情况并管理配送时间，帮助客户集约化采购以降本增效，透明的采购流程确保合规要求。京东工业为中小企业和其他客户运营一站式采购平台，主要通过开放平台（如 mro.jd.com 京东五金城和 vipmro.com 工品优选），以及封闭式页面（如 vipmro.net 京满仓）获取服务。

图 28：京东工业主要平台示意图



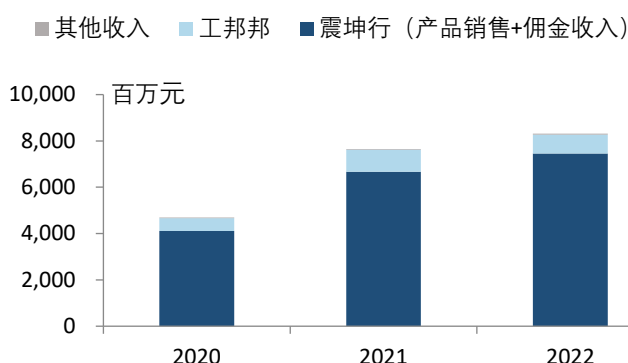
资料来源：京东工业招股书，信达证券研发中心

### 2.2.2 震坤行（ZKH）：聚焦制造业客户，布局线下网点加强服务

震坤行是中国领先的 MRO 线上服务供应商。震坤行主要为客户提供一站式 MRO 采购和履约解决方案。2019 年震坤行为扩大产品范围，引入三方卖家建立了平台销售模式。2022 年震坤行营收为 83 亿元，2020-2022 年营收复合增速为 33%。震坤行的收入可划分为面向企业客户的“震坤行”及面向小型客户的“工邦邦”，2022 年营收占比分别为 90%、10%；按照直营模式与平台模式可划分为产品销售收入及服务收入（主要为向三方卖家收取佣金收入），2022 年营收占比分别为 98%、2%。

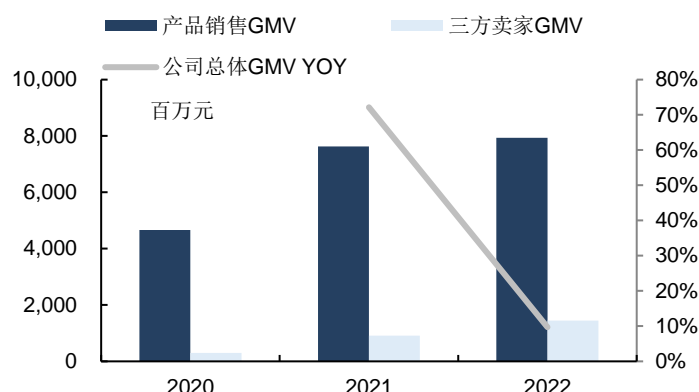
2022 年在平台模式下震坤行实现销售 GMV 14.4 亿元，同比增长 58%，测算平台佣金率约 12.4%。我们测算震坤行 2022 年总体 GMV 约 94 亿元。2020-2022 年震坤行总体 GMV 复合增长率约 37%。

图 29：2020-2022 年震坤行分业务营收



资料来源：震坤行招股书，信达证券研发中心

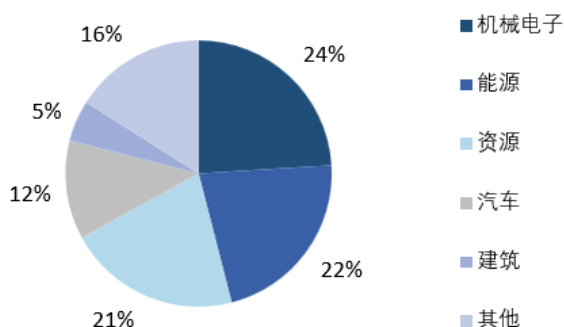
图 30：2020-2022 年震坤行 GMV



资料来源：震坤行招股书，信达证券研发中心测算

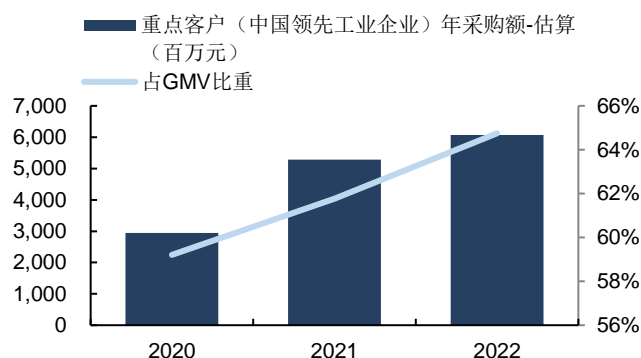
震坤行客户集中在我国主要制造业企业，重点客户销售占比逐年提升。震坤行主要客户集中在我国制造业企业，客户主要分布在机械电子（24%）、能源（22%）、资源（21%）、汽车（21%）等重点制造业领域。截止 2022 年，震坤行共服务超 5.8 万个客户，其中“震坤行”服务约 4 万个客户，“工邦邦”服务约 1.7 万个客户；震坤行服务的重点客户（中国领先制造业企业）约 660 个，该类客户客均年采购额约 920 万元，我们测算震坤行重点客户合计年采购额约 60.7 亿元，占震坤行 GMV 比重超 60%。

图 31：2022 年震坤行主要客户行业分布



资料来源：震坤行招股书，信达证券研发中心

图 32：2020-2022 年震坤行重点客户营收规模及占比测算



资料来源：震坤行招股书，信达证券研发中心测算

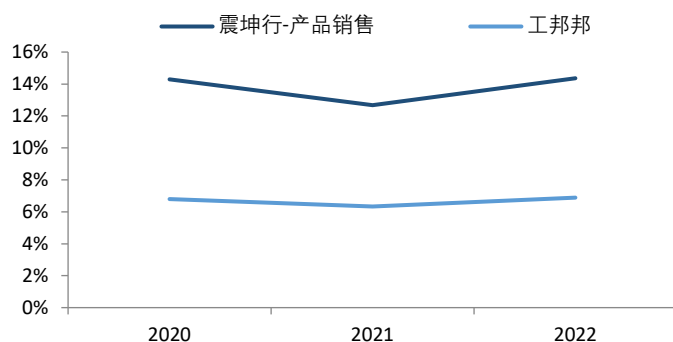


产品线丰富，拥有通用 MRO、个人安防用品自主品牌。震坤行主要经营品类为工厂使用的辅料及易耗品，具体包括零部件（阀门配件、低压电器、线缆、紧固件等）、化学品、生产部件（切割工具、空压机等）、通用 MRO（安全产品、搬运系统、劳保产品、焊接用品、清洁用品、胶带标签、手动工具等）和办公用品（办公文具、办公家具、工会福利、照明等）。公司拥有通用 MRO 产品自有品牌“ZKH”、个人安防用品品牌“AnDanDa”，并计划发展自主品牌紧固件及工厂自动化产品。截止 2022 年震坤行共有 32 条产品线、1730 万种 SKU，在全国拥有 30 个分仓中心、90 个仓库。

“震坤行”毛利率高于“工邦邦”，震坤行暂未盈利。毛利率方面，2022 年面向企业客户的“震坤行”自营毛利率约 14%，佣金收入毛利率为 100%，震坤行总体毛利率约 16%。面向小型客户的“工邦邦”毛利率约 7%。

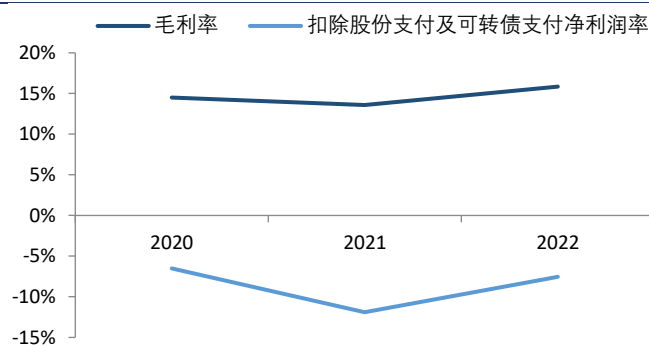
净利率方面，2022 年震坤行调整后净利率约-7%，仍未实现盈利，与京东工业相比，震坤行管理费用率更高，为拖累净利润的主要因素，我们认为主要由于京东工业可以共享京东电商生态基础设施，节约了部分运营开支。

图 33: To 大 B “震坤行” 毛利率高于 To 小 B “工邦邦”



资料来源：震坤行招股书，信达证券研发中心

图 34: 2020-2022 年震坤行毛利率与经调整净利率



资料来源：震坤行招股书，信达证券研发中心

震坤行通过 EVM 工品贩售机布局线下，为客户降本增效赋能。在客户现场设置服务点、自动贩售机的 MRO 业态被美国 MRO 龙头广泛采用。通过在客户的工厂布局线下网点，MRO 供应商能够通过数字化存货管理工具，更好地发挥为客户降本增效的服务能力，打造重服务的竞争壁垒。截止 2022 年震坤行在全国拥有 3600 个 EVM 工品自动贩售机，服务于 690 名客户。

EVM 贩售机主要提供频繁取用的 MRO 产品如紧固件、办公用品、安防用品等。EVM 贩售机能够自动识别存储的产品数量，并记录取用数据，在存货需要补货的时候能自动通知公司补货，客户能实时监控存货数据，并用 APP 补货。传统情况下，制造业客户需要大规模采购并储存紧固件及通用电子零部件，内部采购审批流程及采购记录复杂，存货损失及材料损失率高；采用 EVM 贩售机后，客户显著降低了自身的存货规模，并能够及时、流畅地在工作现场完成 MRO 用品采购流程。

图 35: 震坤行 EVM 贩售机示意图



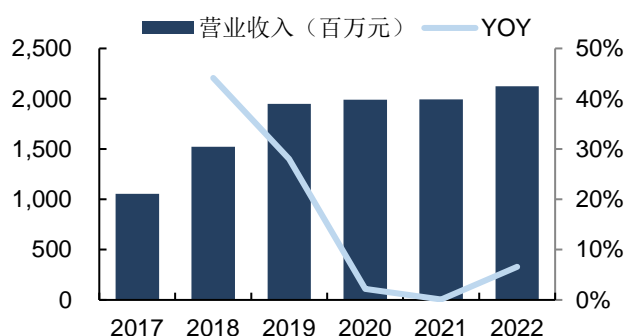
资料来源: 震坤行招股书, 信达证券研发中心

### 2.2.3 威亨国际 (605056): 深耕电网, 聚焦工器具及仪表产品

威亨国际是我国工器具、仪器仪表等产品的 MRO 集约化供应龙头。目前, 威亨国际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。2022 年威亨国际实现营收 21.2 亿元, 同比增长 6.6%, 2017-2022 年营收复合增速为 15%。

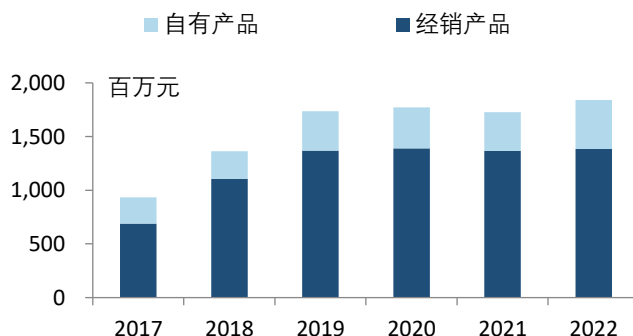
**自有产品占比提升, 主要通过招投标及竞争性谈判获取订单。**威亨国际通过集约化采购(经销)以及自产的方式为下游客户集约化提供产品, 其中自有产品销售占比约 22%, 经销产品占比约 65%。目前, 我国两大电网公司主要采用招投标的方式进行物资采购, 行业内企业主要是通过参与两大电网及其下属企业的招投标以及竞争性谈判的方式来获取订单, 截止招股书报告期(2020 年), 威亨国际超过 70% 的业务收入通过招投标或竞争性谈判的方式取得订单。

图 36: 2017-2022 年威亨国际营收与增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 37: 威亨国际自有产品销售占比提升



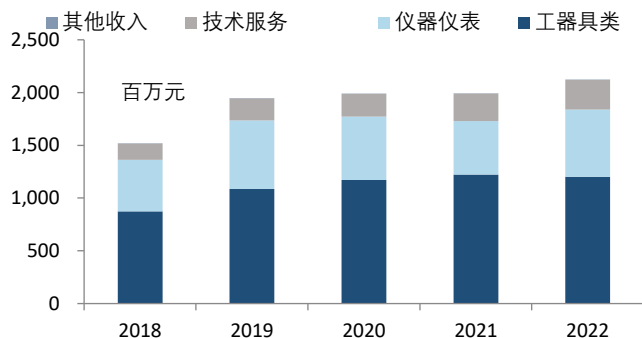
资料来源: 威亨国际公司公告, 信达证券研发中心

威亨国际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。

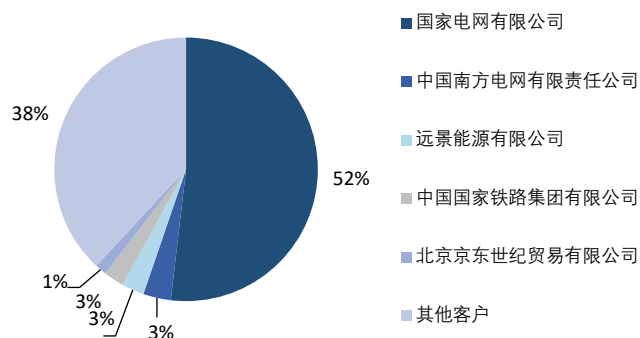
咸亨国际客户主要客户为国家电网、南方电网。咸亨国际客户主要分布在电网、高铁、轨交、石油炼化、风电、核电、光伏、应急等行业，电网占比最大，多为大型央国企。2021 年国家电网以及南方电网合计在其营收中的占比约 55%。

图 38：2017-2022 年咸亨国际分产品营收情况



资料来源：咸亨国际公司公告，信达证券研发中心

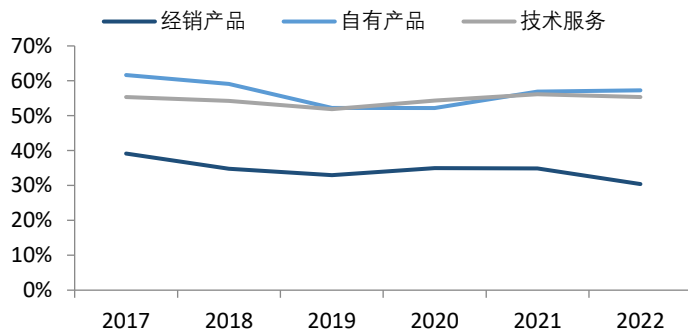
图 39：2021 年咸亨国际主要客户为国网、南网



资料来源：咸亨国际招股书，信达证券研发中心

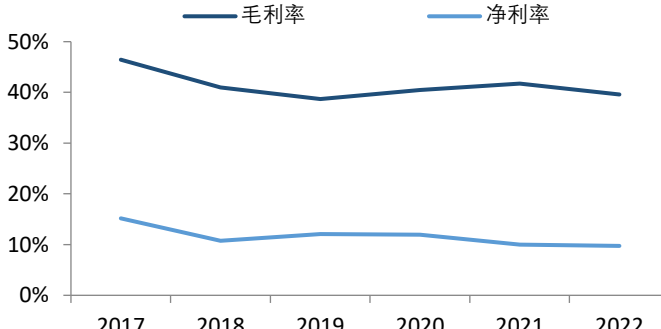
高毛利率的自有产品占比提升，盈利情况稳健。咸亨国际经销的产品包括美国 FLIR、美国 FLUKE、以色列 OFIL 以及日本 ASAHI 等品牌。同时，咸亨国际也在大力发展自有产品，2022 年自有产品营收占比达 22%，较上年提升 3.3pct。自有产品的盈利能力显著高于经销，2022 年自有产品、经销产品毛利率分别为 57.3%、30.4%。近年来咸亨国际净利率约在 10% 左右，盈利能力较为稳健。

图 40：咸亨国际自有产品及技术服务毛利率高于经销产品



资料来源：咸亨国际公司公告，信达证券研发中心

图 41：2017-2022 年咸亨国际毛利率与净利率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 三、MRO 商业模式长坡厚雪，国际龙头有迹可寻

北美工业化完成早、配套体系成熟，MRO 行业规模约 1.4 万亿美元，增长相对平稳，行业周期与工业景气度、制造业存货变动相关。但行业集中度不高，2014 年 CR11 约 30%，企业增长来自份额提升。各龙头公司在产品、客户、业务模式方面均有差异，形成错位竞争。回顾美国 MRO 龙头财务指标，过去 10 年头部企业营收增长约高个位数，利润增长在 10% 以上，PE 在 20-30X 之间，B2B 商业模式稳定可持续。

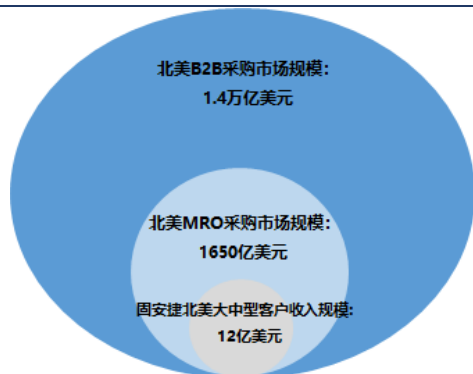
**固安捷：**美国综合 MRO 龙头，超 60% 的交易在线上完成，主要服务多元行业的大型客户，近年小型客户销售增长提速。面对亚马逊 B2B 竞争，固安捷及时调价后重回增长，反映出以大 B 为主的商业模式的较强壁垒。

**快扣：**深耕紧固件单品，主要服务制造业客户，通过贴近客户现场的线下服务点实现的营收占比近 40%。与现场服务点协同的数字化存货管理服务工具，帮助客户降本增效，重服务的商业模式帮助快扣实现长期较高增长。

#### 3.1 北美 MRO 发展较成熟，龙头份额仍在提升

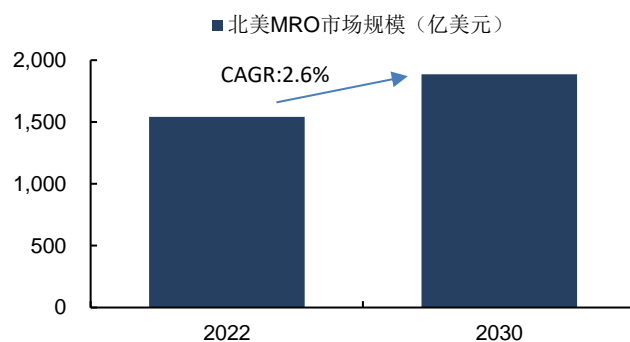
北美 MRO 市场规模稳定，公司增长主要来自份额提升。据固安捷公司公告，固安捷估计 2021 年北美 B2B 采购市场规模约 1.4 万亿美元，其中 MRO 采购市场规模约 1650 亿美元，占 B2B 采购规模的约 12%，据其公告，固安捷在北美 MRO 市场的市占率约 7%，而在 B2B 采购市场规模的市占率仅 0.9%。据 Grand view research 测算，2022-2030 年北美 MRO 市场规模复合增速约 2.6%，市场增长相对平稳，行业内主要公司的增长来自市场份额的提升。

图 42：固安捷预计北美 MRO 采购市场规模约 1650 亿美元



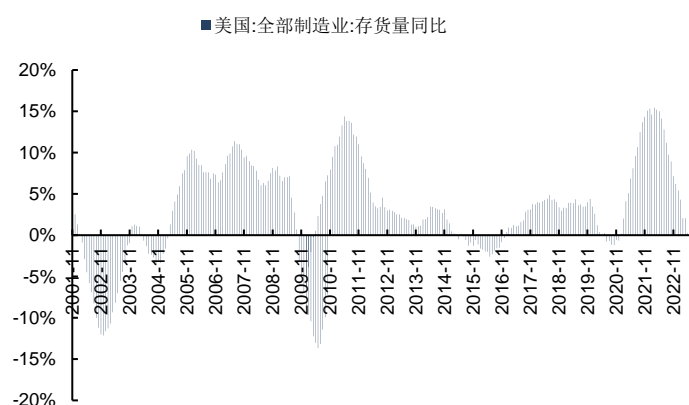
资料来源：固安捷公司公告，信达证券研发中心

图 43：2022-2030 年北美 MRO 市场规模 CAGR 约 2.6%

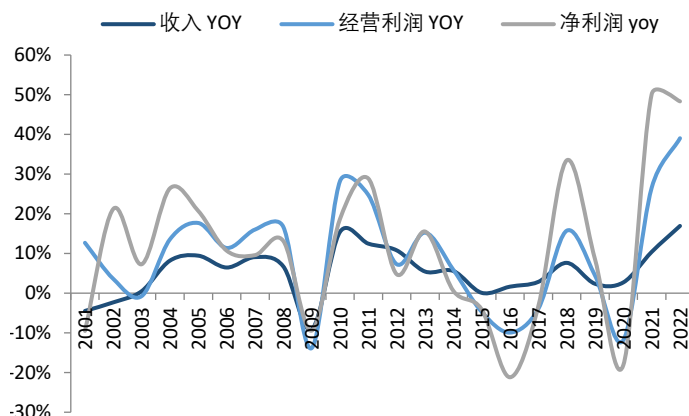


资料来源：Grand view research，信达证券研发中心

行业周期波动与工业景气度、制造业存货变动相关，2021-2022 年美国制造业补库需求旺盛驱动公司业绩较高增长。MRO 行业内公司主要为下游制造类客户提供非生产性物料的销售与维护服务，行业增长与下游制造业景气度变化有较强的相关性。以美国 MRO 龙头固安捷历史业绩为例，2010-2011 年由于经济危机后制造业补库存需求旺盛，美国制造业存货量同比快速反弹，同时公司业绩增长随之提速。2021-2022 年疫情后美国制造业进入新一轮补库周期，亦驱动公司业绩高增。

**图 44：2001-2022 年美国制造业存货量同比变化**


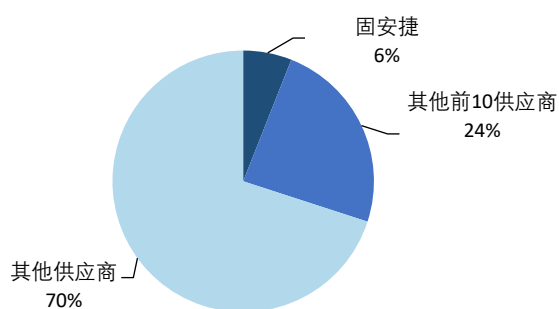
资料来源：wind，信达证券研发中心

**图 45：固安捷业绩波动与制造业存货量同比变化趋势相似**


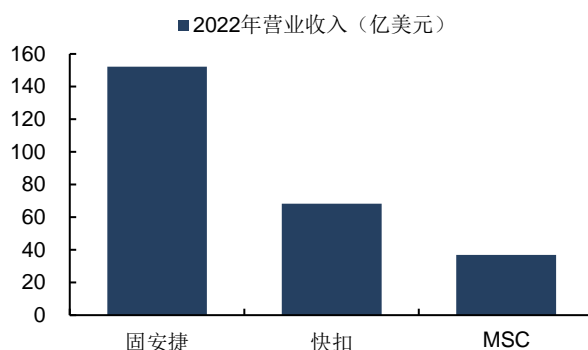
资料来源：彭博，信达证券研发中心

**北美 MRO 行业集中度低，2014 年 CR11 约为 30%，龙头各具特色。**根据固安捷 2014 年公告，公司占北美 MRO 市场份额仅为 6%，而其他前 10 名供应商的合计市占率为 24%，其他供应商占 70%，则北美市场 CR11 约为 30%；据固安捷公司公告，2022 年固安捷占北美 MRO 市场份额仅 7%。由于 MRO 产品具有 SKU 众多、标准化程度相对较低，本地化服务属性较强，各家公司的产品结构、客户类型存在差异，即使是较为成熟的北美市场，MRO 行业的集中度仍较低，各龙头之间基本不存在直接竞争，主要与本地小型供应商竞争。2022 年，业务主要在美国的固安捷、快扣、MSC 收入分别为 152 亿美元、68 亿美元、37 亿美元。

**各公司产品及服务存在差异：**1) 固安捷提供的产品多为计划外 MRO 产品，比如空调设备损坏所需要的维修产品，同时固安捷的客户在政府、商业、零售、制造业均有分布，其中制造业客户的营收占比约 30%。2) 快扣提供的产品约 34% 为紧固件，紧固件产品的耗用计划性较强，产品主要用于工业企业，快扣约 72% 的客户为制造业企业。3) MSC 主要客户来自金属工业，70% 客户来自制造业。

**图 46：2014 年北美 MRO 行业竞争格局分散**


资料来源：固安捷 2014 Factbook，信达证券研发中心

**图 47：2022 年美国 MRO 头部公司营业收入**


资料来源：彭博，信达证券研发中心

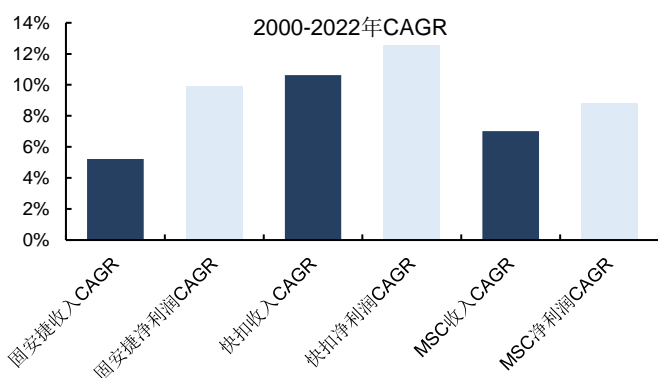


### 3.2 美国 MRO 龙头财务对比，商业模式稳定可持续

美国 MRO 龙头公司的利润增速均快于营收增速。2000-2022 年，固安捷、快扣、MSC 收入增长 CAGR 分别为 5.2%、10.6%、7.0%，净利润增长 CAGR 分别为 10.0%、12.5%、8.8%。中长周期，各公司利润增长均快于收入增长，我们认为主要由于各公司体量增长带来的规模效应，随着总体采购规模的扩大，各公司对其外部供应商的议价能力不断提升；同时，由于 MRO 企业 SKU 较多，单 SKU 销售规模的扩大也有助于摊薄仓储、运输、管理等中后台运营成本。

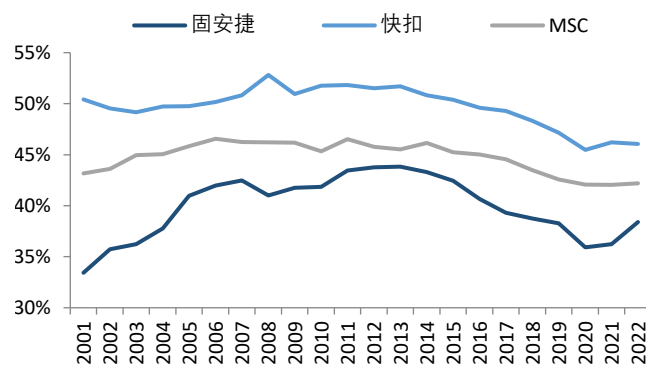
净利率提升并不由毛利率提升驱动，主要来自期间费用优化。从各公司的毛利率、净利率变化看，毛利率总体呈平稳稍降趋势，与净利率的波动趋势并不一致，可见净利率的提升主要来自各公司内部运营效率提升带来的期间费用优化。固安捷、MSC 净利率均在 8% 左右，快扣净利率在 15% 左右。

图 48：2000-2022 年美国 MRO 公司收入与净利润 CAGR



资料来源：彭博，信达证券研发中心

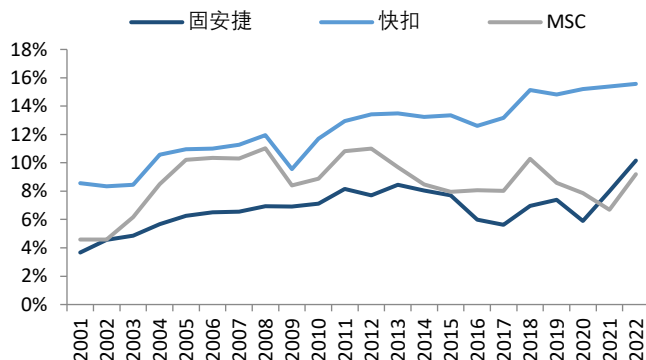
图 49：2001-2022 年美国 MRO 头部公司毛利率平稳略降



资料来源：彭博，信达证券研发中心

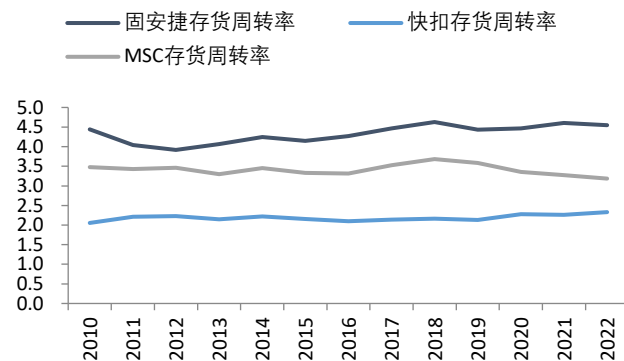
由于经营模式各异，各公司存货周转率存在差异。各公司存货周转率与利润率相反，如快扣的利润率较高而存货周转率较低，固安捷利润率较低但存货周转率较高，主要由于各公司产品、业务存在一定差异。如快扣经营模式为通过开设密集的现场服务点、贩售机紧贴客户，紧固件产品的取用计划性较强，因此需要在各网点配备较大规模的存货满足供应稳定。固安捷的存货主要集中在区域仓储配送中心，线下网点相对较少，客户也主要通过线上下单方式交易，备货规模相对较小，存货转化为销售的周期相对更快。

图 50：2001-2022 年美国 MRO 公司净利率持续增长



资料来源：彭博，信达证券研发中心

图 51：美国 MRO 存货周转率存在差异

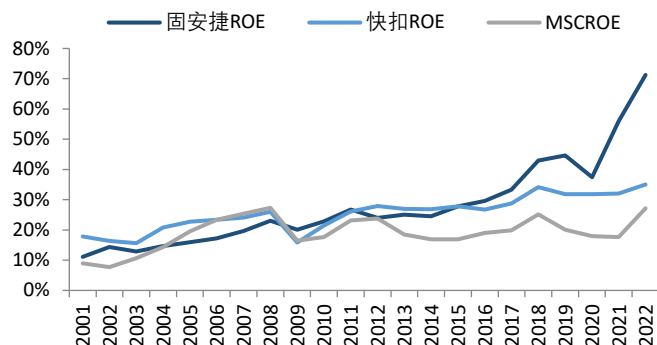


资料来源：彭博，信达证券研发中心

**ROE 稳健成长，各公司 PE 在 20-30X 左右，商业模式稳定可持续。**ROE 方面，中长期看美国 MRO 龙头公司 ROE 总体呈稳步提升趋势，2022 年固安捷、快扣、MSC 的 ROE 分别为 71%、35%、27%；其中固安捷 ROE 自 2015 年左右开始提升幅度较大，主要由于公司融资结构中的债务比例提升。

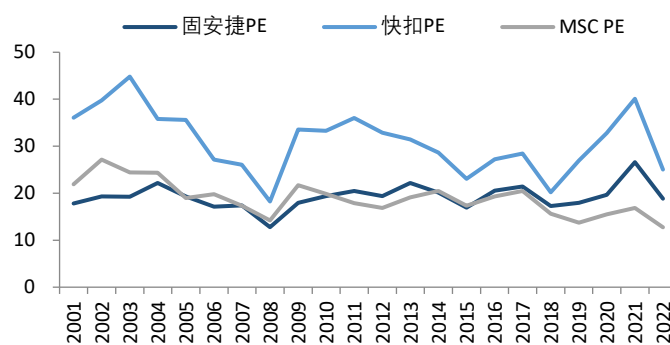
估值方面，快扣、固安捷、MSC 的 PE 分别为 30X 左右、20X 左右、20X 左右，市场给予快扣相对较高的估值溢价，主要考虑到其高于其他公司的收入、利润增速以及较高的盈利水平，具有更高的成长性。总体来看，各 MRO 公司 PE 在过去二十年中相对稳定，商业模式具有可持续发展的稳定性。

图 52：2001-2022 年美国 MRO 公司 ROE 稳步提升



资料来源：彭博，信达证券研发中心

图 53：2001-2022 年美国 MRO 公司 PE



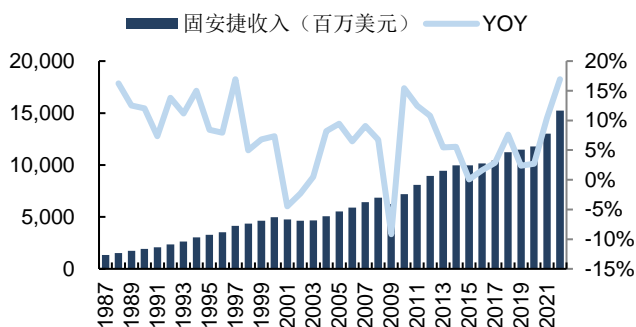
资料来源：彭博，信达证券研发中心

### 3.2.1 固安捷 (GWW)：北美综合 MRO 龙头，成功抵御亚马逊竞争

固安捷于 1927 年在美国芝加哥创立，最初从事电力发动机批发业务，随后逐步成长为全美最大 MRO 产品及服务分销商。目前固安捷主要市场仍为北美，2022 年北美地区高接触解决方案的收入占比为 80%；除北美外，固安捷亦在日本拥有 MRO 在线分销商 MonotaRO。

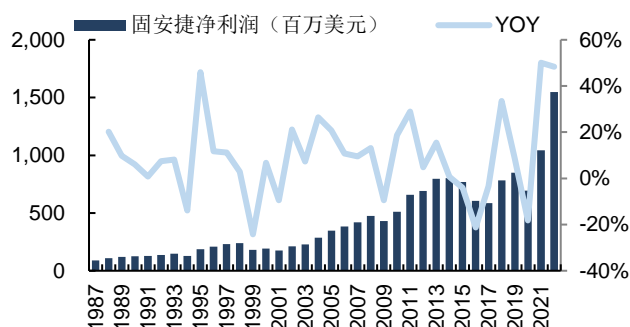
回顾历史年度，固安捷收入、利润稳步增长。2012-2022 年固安捷收入从 89.50 亿美元增长至 152.28 亿美元，年复合增速为 5.46%，净利润从 6.90 亿美元增长到 15.47 亿美元，年复合增速为 8.41%。其中 2015-2017 年固安捷业绩表现相对疲软，一方面与美国制造业周期波动有关，另一方面主要由于固安捷为了应对电商龙头亚马逊 B2B 业务竞争，对价格进行全面调整，短期对业绩产生负面影响；随着后续几年针对价格、线上重点渠道调整到位，固安捷经营恢复稳健增长，市场份额开始企稳提升。

图 54：2012-2022 年固安捷收入 CAGR5.5%



资料来源：彭博，信达证券研发中心

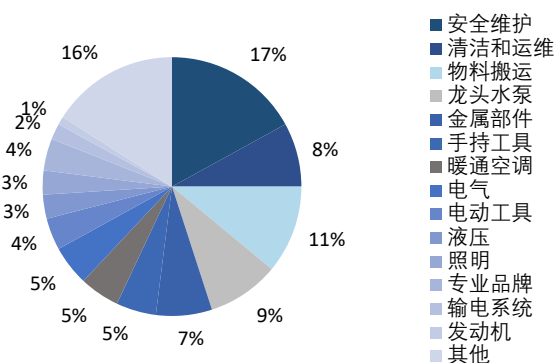
图 55：2012-2022 年固安捷净利润 CAGR8.4%



资料来源：彭博，信达证券研发中心

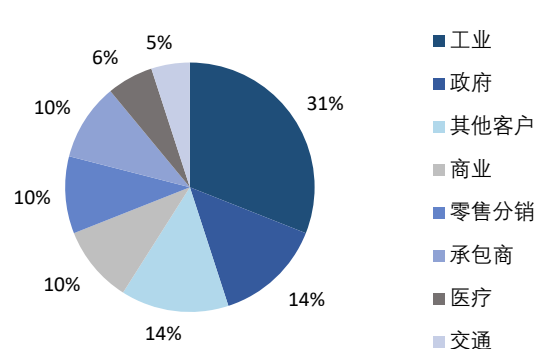
产品、客户结构多元，不依赖单一客户与供应商，自有品牌占比较低。从产品结构看，2022 年安全保护、清洁维护、物料搬运、龙头水泵类产品占比分别为 17%、8%、11%、9%，产品类型相对分散，主要相对小件的运营维护工具为主。从客户结构看，2022 年 MRO 工具需求较大的制造业（含重工业、轻工业）客户占比约 31%，其余客户分布相对多元，涵盖政府、商业、批零等不同行业。根据公司 2022 年报，固安捷单一客户年采购金额占比不超过 4%，向单一供应商采购金额占比不超过 5%。固安捷在全球拥有 5000 名供应商，下游供应链分散，对供应商具有较强的议价能力。2021 年固安捷约 20%的产品是自有品牌，2015 年则为 22%。B 端客户对 MRO 产品品牌不具有较强认知度，相关企业以渠道、服务制胜。

图 56：2022 年固安捷产品结构相对分散



资料来源：彭博，信达证券研发中心

图 57：2022 年固安捷客户结构相对分散



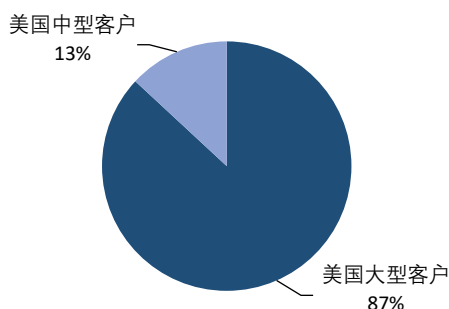
资料来源：固安捷公司公告，信达证券研发中心

固安捷主要服务大型 B 端客户，近年来对小型客户销售增速较快。根据公司公告，2020 年固安捷在美国市场对大型客户销售额约 74 亿美元，在美国大型客户中的市占率约 9%；对中型客户销售额约 11 亿美元，在美国中型客户中的市占率约 3%。多年以来，大型客户一直是固安捷最主要的收入来源。一般大客户的需求更加复杂，且需要 MRO 供应商在工作现场提供支持服务；固安捷对大型客户的主要赋能在于运用数字化的服务矩阵，帮助客户有效管理 MRO 用品相关的人员、产品和存货成本；目前大客户与公司已形成多年稳定的合作关系，公司在帮助客户控制成本、管理存货等方面均有积极作用。

固安捷业务板块可划分为面对北美大中型客户的“高接触解决方案”，以及面向小型客户的“多样解决方案”。2022 年两大板块营收分别为 122 亿美元、28 亿美元，2018-2022 年两大板块营收复合增长率分别为 8%、16%。“多样解决方案”主要面对日本及美国市场，主要通过日本 MRO 在线分销商 MonotaRO 及美国 MRO 线上销售平台 Zoro 经营。

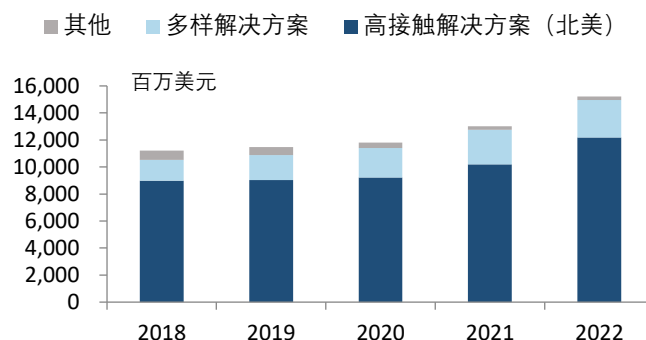
小型客户的 MRO 用品需求复杂程度较低，通过线上交易平台，客户能够以透明、实惠的价格采购百万级 SKU 的丰富产品。与大中型客户解决方案不同的是，面对小型客户，固安捷提供的产品及服务主要在线上平台完成，同时固安捷提供的产品品类不仅限于 MRO 产品，也包括其他多样化的商品。

图 58：2020 年固安捷高接触解决方案业务主要客户为美国大型客户



资料来源：固安捷公司公告，信达证券研发中心

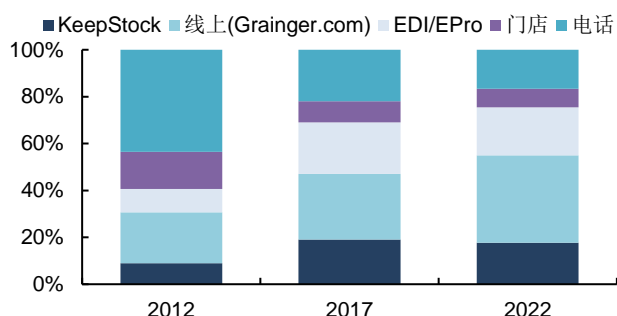
图 59：2018-2022 年固安捷分业务模式营收结构



资料来源：固安捷公司公告，信达证券研发中心

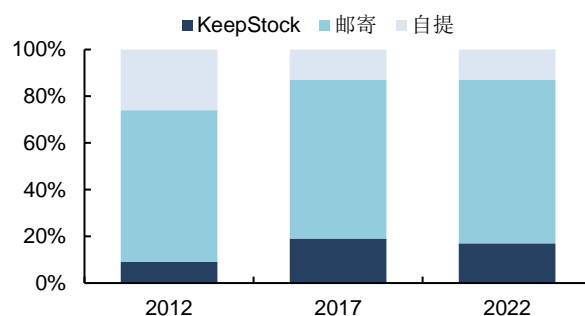
固安捷大部分交易通过线上渠道完成，并直接配送至客户。从销售端看，当前固安捷超 60% 的交易是在线上（含网站、EDI/EPro）完成。从具体拆分看，2022 年公司通过 KeepStock、线上网站、EDI/EPro、门店、电话渠道完成销售的占比分别为 18%、38%、21%、8%、17%。其中，KeepStock 是公司为大型客户提供的存货管理解决方案，主要模式是在客户现场设置分支机构或自动贩售机，客户可从现场网点内便捷地提取所需的 MRO 产品；EDI/EPro 是公司为具有复杂采购需求的大型客户专门提供的网上下单平台，配备了专业服务人员全天候解决客户需求，为客户选购产品、减少成本提供专业建议。从履约端看，2022 年固安捷绝大部分产品（70%）是通过 DTC 直接配送完成，自提的比重逐步下降至 13%，另有 17% 的产品是通过现场存货管理系统 KeepStock 实现交付。

图 60：2012-2022 年固安捷各渠道下单占比



资料来源：固安捷公司公告，信达证券研发中心

图 61：2012-2022 年固安捷各类型履约占比



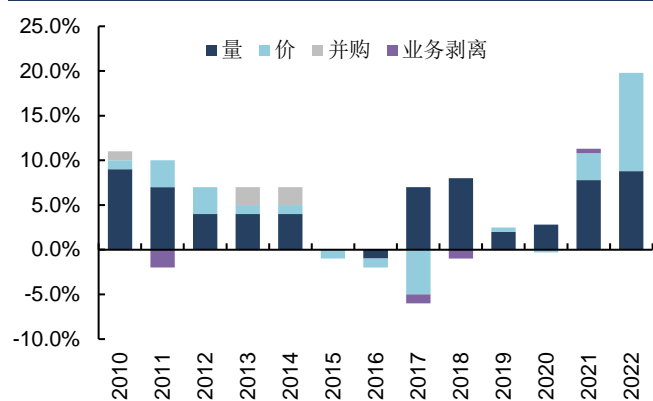
资料来源：固安捷公司公告，信达证券研发中心

面对亚马逊 B2B 竞争，固安捷及时调价，以大客户为主的商业模式具备较强壁垒。与快扣、MSC 相比，固安捷制造业客户占比较小、产品的专业化程度相对更低，2015 年在面对亚马逊 B2B 业务的竞争时受到的冲击更为明显。根据固安捷历年年报，2015 年-2016 年其美国业务显著放缓甚至出现下滑。亚马逊 B2B 利用更加透明、低廉的价格快速抢占市场份额。固安捷为应对亚马逊 B2B 业务的竞争，迅速对其产品进行全面的价格调整。从量价拆分看，2015-2016 年固安捷美国业务出现下滑，而在价格调整后，2017 年固安捷美国业务增长拆分中的价格为显著负贡献，2017-2018 年美国的销售量恢复正贡献，2019-2022 年的业绩显示公司已重回市场份额提升的增长轨道。

**调价后，固安捷毛利率下降，净利率提升：**1) 毛利率方面，1987-2014 年固安捷的毛利率呈持续提升趋势，主要受益于其商业模式跑通、销售规模持续扩大，同时 2B 模式的产品价格相比于 2C 透明度更低，固安捷能够通过对上游供应商的议价及稳步提升终端产品售价实现毛利率的持续增长。而在以价格透明、高性价比为主打的亚马逊平台进入 B2B 渠道后，MRO 产品的价格透明度得到一定程度提升，迫使传统 MRO 龙头降低超额利润；另外，固安捷加大对小型客户的开拓力度也使得毛利率有一定下降。固安捷毛利率由 2013 年的 44% 左右降低至 2020 年的约 36%。2021-2022 年固安捷毛利率有一定提升，主要为疫情期间低毛利的防疫物质销售减少所致。

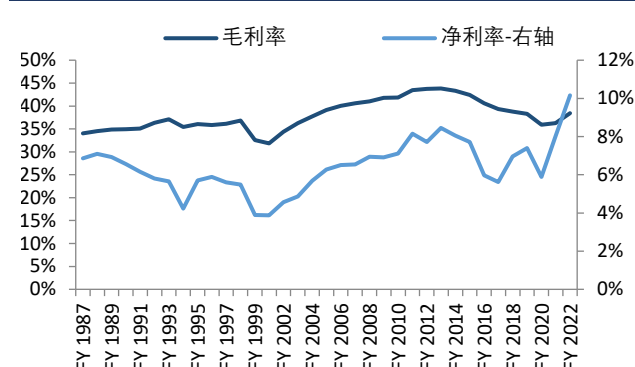
2) 净利率方面，1987-2000 年左右固安捷仍在营收快速增长期，线下门店、仓储配送中心等设施仍在不断建设，净利率有所下降。2000 年之后随着商业模式跑通、规模效应逐步放大，固安捷的净利率开始持续提升，净利率自 2000 年的 3.9% 提升至 2022 年的 10.2%。

图 62：2010-2021 年固安捷美国地区收入增长贡献按量价拆分



资料来源：固安捷公司公告，信达证券研发中心

图 63：1987-2022 年固安捷毛利率、净利率变化趋势



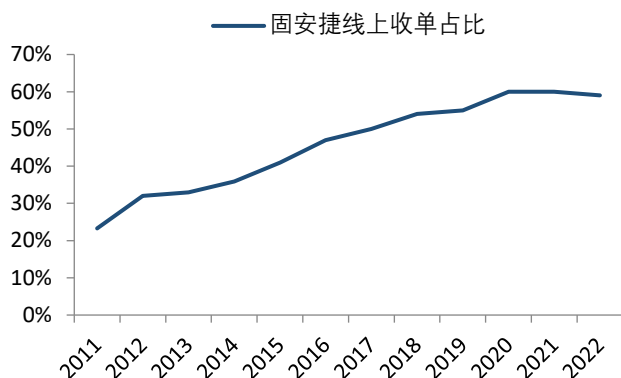
资料来源：彭博，信达证券研发中心

**固安捷线上占比持续提升，线下门店有所收缩，仓储配送中心数量持续提升：**固安捷线上渠道收入主要由网站、EDI/EPro（专业化线上平台）实现，两个渠道的收单占比自 2011 年的约 23% 提升至 2022 年的 59%。相比于 2C 零售的电商化进程，B2B 业务的电商化发展更早、占比更大。

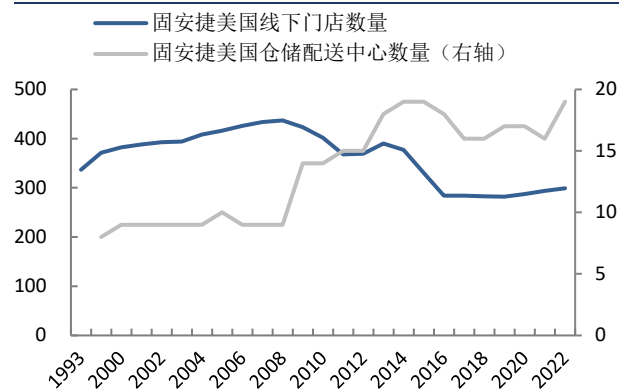
我们认为，这主要与北美大型企业数字化起步早、程度高有关，北美大型企业的供应商、服务商能够以效率更高的数字化模式匹配相关产品及服务。随着固安捷线上接单占比的提升，其美国传统线下门店数量有所减少，但仓储配送中心数量仍随规模扩大稳步提升。

**从固安捷成功抵御亚马逊的竞争可以看出，以大 B 为主的 MRO 商业模式的较强壁垒：**1) 低廉的价格不是大型客户选择 MRO 供应商的唯一原因，MRO 龙头配套的各项协助降本增效的服务、长期稳定的合作关系同样有较高附加值。在解决了价格因素后，MRO 龙头在与亚马逊 B2B 的竞争中优势凸显。2) 具备领先规模的 MRO 龙头有较强的控费提效能力，良好的利润表能够抵御价格竞争冲击。3) MRO 龙头盈利增长来自规模效应下的费用率优化，2013-2022 年固安捷的毛利率从 43.8% 降至 38.4%，而净利率从 8.4% 提升至 10.2%。



**图 64：2022 年固安捷线上收单占比约 59%**


资料来源：固安捷公司公告，信达证券研发中心

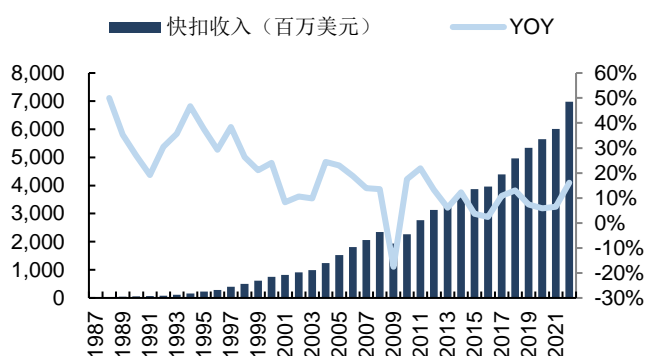
**图 65：2010 年后固安捷美国线下门店量下降，仓配量提升**


资料来源：固安捷公司公告，信达证券研发中心

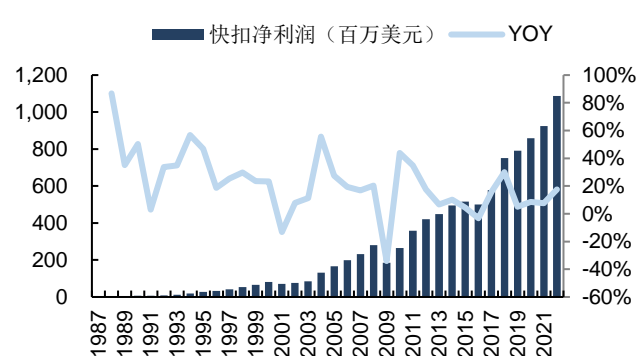
### 3.2.2 快扣 (FAST)：深耕紧固件单品，现场服务点构筑壁垒

快扣于 1967 年在美国创立，主要从事紧固件及其他 MRO 产品与服务的分销。公司创始人最初观察到客户为寻找特定部位的紧固件需要跑许多家商店，且在很多情况下商店并没有储备客户所需的特定紧固件产品，只能要求客户下特殊订单并等待，紧固件的采购效率低下。为解决紧固件商业客户需求，以紧固件产品为主的 MRO 公司快扣就此创立。目前快扣主要在美国市场经营。

快扣过去 10 年收入、利润实现较高的年复合增长。2012-2022 年快扣收入从 31.34 亿美元增长至 69.81 亿美元，年复合增速为 8.34%，净利润从 4.21 亿美元增长到 10.87 亿美元，年复合增速约 10%。公司近年来的业绩波动主要为美国制造业景气周期变化所致。

**图 66：2012-2022 年快扣收入 CAGR 为 8.3%**


资料来源：彭博，信达证券研发中心

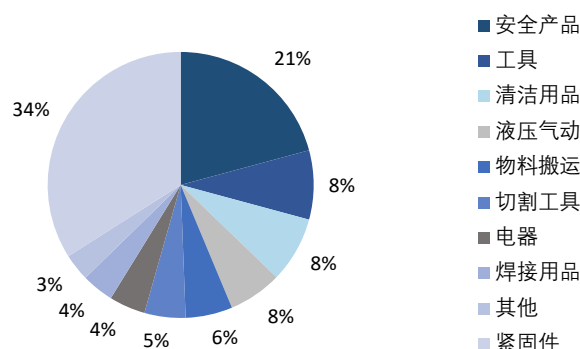
**图 67：2012-2022 年快扣净利润 CAGR 为 10%**


资料来源：彭博，信达证券研发中心

产品结构从紧固件向外延伸，客户集中在制造业、建筑业。从产品结构看，2022 年紧固件、安全产品、生产工具、清洁工具占比分别为 34%、21%、8%、8%，其中紧固件作为公司的核心产品，随着快扣向其他 MRO 产品扩展，紧固件的销售占比已从 2010 年的约 49%降低至 34%，快扣逐步从以紧固件销售为主的工业品公司成长为产品结构多元的 MRO 供应商。从客户结构看，2022 年制造业（含制造业、重型设备）客户占比约 72%，建筑类客户占比约 10%，紧固件产品需求主要集中在制造、机械相关行业，因此公司该类型的客户占比较高。2022 年公司特有品牌（仅通过快扣销售）销售占比约 13%，2015 年则为 12%，整体

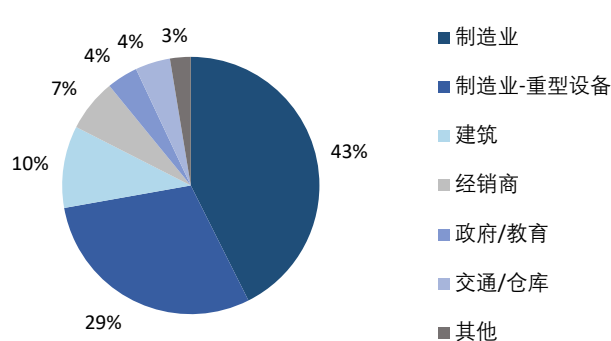
变化不大。

图 68：2022 年快扣紧固件产品占比 34%



资料来源：彭博，信达证券研发中心

图 69：2022 年快扣制造业客户收入占比约 72%



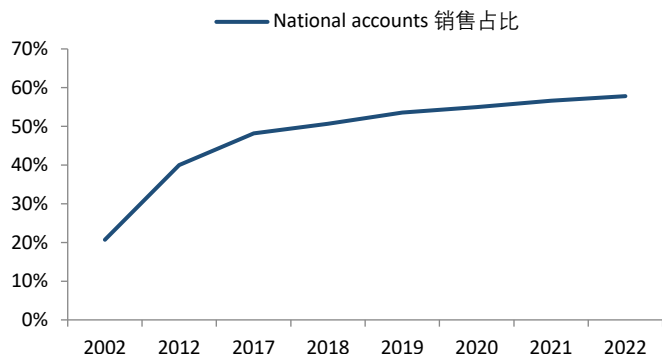
资料来源：快扣公司公告，信达证券研发中心

公司致力于为具有复杂需求的大客户提供及时服务，渠道改革主推现场服务点，强化服务壁垒。2022 年快扣的大客户（全国性公司，National account）占比约 57.8%，这类客户有着复杂的供应链，在 OEM/MRO 备件上有着复杂的供应链管理需求，同时大型客户对紧固件类产品需求也有较明显的计划性，有利于供应商提供稳定、持续的产品及服务。

2014-2022 年，快扣的传统线下门店收入占比从 86.4% 下降至 59.6%，2022 年线下门店数量为 1683 家。快扣的线下门店约 80% 为客户履约中心，门店的产品展示区域较小，主要用于客户产品的储备及客户服务，与仓库配送中心类似；快扣 20% 的门店为客户服务中心，门店以展示快扣产品为主，主要面向非大客户及零售客户。

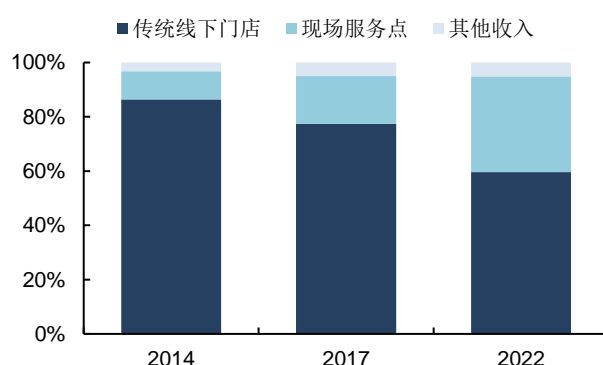
快扣为了巩固在大型客户中的竞争优势，2014 年左右开始大力推广“现场服务点”的网点模式，凭借新型渠道实现收入快速增长。现场服务点主要开设在客户现场（如生产厂房内），服务点配备了客户日常生产所需的各类产品。与线下门店相比，尽管现场服务点的产品价格、毛利率更低，但由于服务模式更贴近客户，配送成本的节约使得公司在总营收规模扩大之下，盈利能力持续提升。快扣预计，根据市场容量测算，现场服务点未来能够以每年 375-400 家的数量扩展，支撑业绩持续增长。2014-2022 年快扣现场服务点收入占比从 10.4% 提升至 35.3%，现场服务点的数量则从 214 个显著提升至 1623 个。

图 70：快扣大客户占比持续提升



资料来源：快扣公司公告，信达证券研发中心

图 71：2022 年快扣来自现场服务点营收占比达 35.3%



资料来源：快扣公司公告，信达证券研发中心

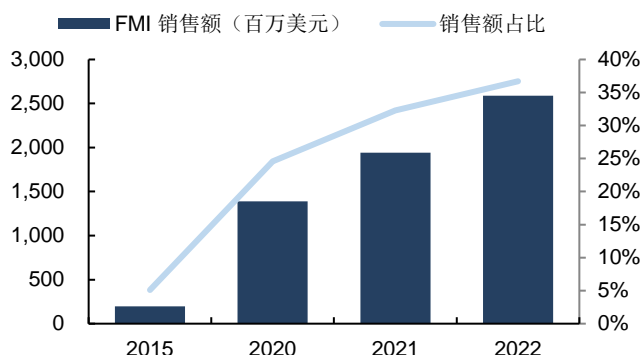
快扣推出数字化存货管理服务工具与现场服务点协同，帮助客户降本增效。快扣亦推出了多项与现场服务点相配合的存货管理服务工具——“快扣存货管理”（FMI），通过在客户工作的现场设置贩售机等设施及管理人员，快扣能够有效帮助客户提升供应链的能见度，实现设施 24 小时运转并提供实时补货功能，同时协助监控产品使用情况以控制成本。

**1) 箱盒式存储点 (Bin stock):** 在客户的现场服务点，快扣将客户所需的不同类型的紧固件产品分类存放与小箱子中，方便客户随取随用。过去，小箱子主要是塑料或金属材质，由快扣的现场服务人员监控并管理产品的取用、消耗情况。2019 年快扣推出了“FASTStock”的数字化升级版“FASTBin”技术，为箱式储存点加入了自动化取用、存货实时监控的功能，自动感应装置能够实时记录存货的使用数量，当存货耗用殆尽，该技术能够及时通知快扣补货。

**2) 工业贩售机 (Industrial Vending):** 工业贩售机是在客户公司内设置的自动贩卖机 FASTVend，能够在 24 小时中保证客户所需的产品供给。通过贩售机取用的产品数据能够被实时监控并记录。与传统的存货取用模式相比，数字化程度高的贩售机模式能够更好地监督客户内部员工对消耗品的取用，减少浪费。

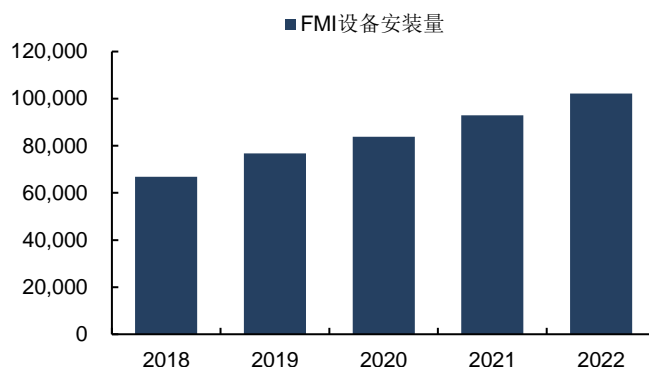
据快扣年报，FMI 销售额（含 FASTStock、FASTBin、FASTVend）占比 2015-2022 年持续提升。2022 年快扣的 FMI 设备平均安装量超 10 万台，年均新增安装约 1 万台。

图 72：快扣 FMI 模式下的销售持续增长



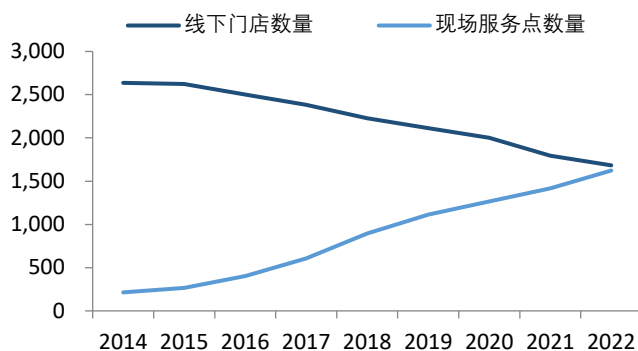
资料来源：快扣公司公告，信达证券研发中心

图 73：2018-2022 年快扣 FMI 设备安装量

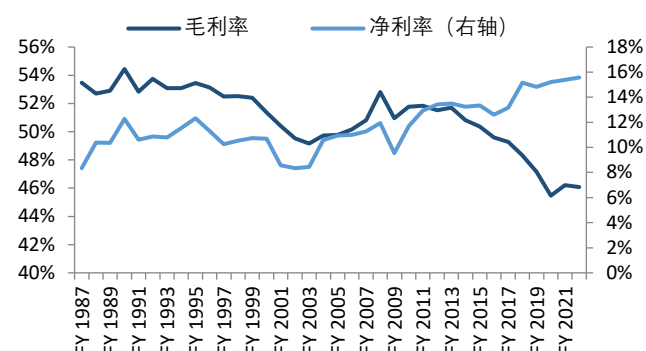


资料来源：快扣公司公告，信达证券研发中心

贴近客户的服务模式帮助快扣持续扩大规模，摊薄运营成本。尽管现场服务点的毛利率略低于传统线下门店，但快扣通过更为密集的网点扩大了销售、客户规模，升级为数字化的存货管理服务模式也使得其运营成本实现了较大程度的摊薄。2014-2022 年由于快扣加快了毛利率较低的现场服务网点的布局，毛利率从 50.8%降低至 46.1%，但快扣的净利率保持持续提升的趋势，2014-2022 年净利率从 13.2%提升至 15.6%。

**图 74：2014 年后快扣现场服务点数量持续提升**


资料来源：快扣公司公告，信达证券研发中心

**图 75：2014-2022 年快扣毛利率下降，净利率提升**


资料来源：彭博，信达证券研发中心

## 四、盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测及假设

**收入预测假设：**1) **传统核心业务：**我们预计，2023-2025 年在产品量价提升的驱动下，公司传统核心线下业务稳步发展，分别同比增长 13%、10%、10%。2) **新业务：**新业务处于快速发展期。公司办公集采规模扩张已走稳，持续拓展 MRO 等新品类 B2B 销售，假设 2023-2025 年晨光科力普年同比增速分别为 26%、24%、21%。公司零售大店模式逐步成熟，2023 年受益线下消费场景复苏增长恢复相对强劲，假设 2023-2025 年零售大店随着门店数量拓展及单店收入增长，收入分别同比增长 34%、14%、14%。基于以上收入预测假设，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 242 亿元、287 亿元、337 亿元，同比分别增长 21%、19%、17%。

**表 4：收入预测简表**

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
传统核心	7,009	8,240	7,391	8,336	9,187	10,055
YOY		17.6%	-10.3%	12.8%	10.2%	9.5%
科力普	5,000	7,766	10,930	13,712	17,035	20,646
YOY		55.3%	40.7%	25.5%	24.2%	21.2%
零售大店	655	1,054	884	1,188	1,358	1,553
YOY		61.0%	-16.1%	34.4%	14.3%	14.4%
门店数 (家)	441	523	540	619	699	779
单店收入 (万元)	148	202	164	192	194	199
合计收入	13,138	17,607	19,996	24,205	28,749	33,661
YOY		34.0%	13.6%	21.0%	18.8%	17.1%

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

**毛利率和费用率假设：**1) 近年毛利水平较低的办公集采科力普业务占比提升，导致公司总体毛利率有所下降，部分影响被公司传统核心业务高毛利产品占比提升抵消，假设 2023-2025 年公司总体毛利率为 20% 左右。2) 假设 2023-2025 年销售费用率、管理费用率、研发费用率均基本稳定。3) 假设 2023-2025 年无大额信用减值变动、所得税率基本稳

定。综合以上考虑,我们预计 2023-2024 年公司归母净利润分别为 15.71 亿元、18.58 亿元、21.86 亿元,同比分别增长 22.5%、18.3%、17.7%。

表 5: 利润预测简表

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,138	17,607	19,996	24,205	28,749	33,661
%增长率	17.9%	34.0%	13.6%	21.0%	18.8%	17.1%
毛利	3,331	4,087	3,872	4,760	5,712	6,717
%销售收入	25.4%	23.2%	19.4%	19.7%	19.9%	20.0%
销售费用	1,103	1,398	1,358	1,719	2,070	2,424
%销售收入	8.4%	7.9%	6.8%	7.1%	7.2%	7.2%
管理费用	603	745	794	968	1,150	1,346
%销售收入	4.6%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	160	189	184	242	287	337
%销售收入	1.2%	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
财务费用	9	7	-41	-35	-20	-22
%销售收入	0.1%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
营业利润	1,409	1,781	1,608	1,889	2,249	2,660
%增长率	9.8%	26.4%	-9.7%	17.5%	19.0%	18.3%
归属于母公司的净利润	1,255	1,518	1,282	1,571	1,858	2,186
%增长率	18.4%	20.9%	-15.5%	22.5%	18.3%	17.7%
净利率	9.6%	8.6%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 4.2 估值与投资评级

持续看好公司传统核心业务较强的渠道力和产品力,渠道端全国终端覆盖广泛、壁垒深厚,产品升级+品类扩展驱动产品力精进,办公直销与零售大店有望快速发展。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 15.71 亿元、18.58 亿元、21.86 亿元,同比分别增长 22.5%、18.3%、17.7%,目前股价对应 23 年、24 年 PE 分别为 23x、19x,维持“买入”评级。

表 6: 可比公司 2023 年 PE 约 23 倍

公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	-- 归母净利 (亿元) --		--- PE ---		PB (MRQ)
	2023/9/18		2023E	2024E	23PE	24PE	
公牛集团	102.25	911.8	37.8	43.6	24.1	20.9	7.4
齐心集团	6.76	48.8	2.3	2.9	21.4	16.8	1.5
平均					22.8	18.9	4.5
晨光股份	38.26	354.5	15.7	18.6	22.6	19.1	5.1

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 (晨光股份为信达证券研发中心预测, 其余为 Wind 一致预期)



## 五、风险因素

**市场竞争风险：**随着社会转型和消费升级，文具市场呈现结构性发展机会，文具行业面临需求收缩、预期转弱、下行压力加大的挑战。如果公司不能及时把握市场发展动向，在产品更新升级、质量管理、销售策略等方面不能及时适应市场变化，公司将面临一定的市场竞争风险。

**原材料成本大幅上涨风险：**原材料成本对多个板块内公司的盈利能力影响较大，若出现原材料价格大幅上涨的情况，企业盈利能力将受到较大影响，提示原材料成本大幅提升的风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,294	9,998	11,260	13,381	15,739
货币资金	3,011	3,363	3,942	5,781	7,118
应收票据	40	37	54	65	76
应收账款	1,721	2,957	2,979	2,752	3,223
预付账款	91	83	101	119	139
存货	1,547	1,625	2,131	2,525	2,953
其他	1,885	1,932	2,053	2,139	2,231
非流动资产	3,131	3,025	2,972	2,902	2,863
长期股权投资	37	40	40	40	40
固定资产(合计)	1,840	1,744	1,856	1,870	1,855
无形资产	435	418	448	478	508
其他	819	823	629	515	461
资产总计	11,424	13,023	14,233	16,283	18,603
流动负债	4,544	5,414	5,685	6,627	7,647
短期借款	180	189	189	189	189
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	2,810	3,999	3,996	4,734	5,536
其他	1,554	1,226	1,500	1,704	1,921
非流动负债	357	357	357	357	357
长期借款	0	0	0	0	0
其他	357	357	357	357	357
负债合计	4,901	5,770	6,041	6,984	8,003
少数股东权益	328	403	435	473	517
归属母公司股东权益	6,195	6,849	7,757	8,826	10,082
负债和股东权益	11,424	13,023	14,233	16,283	18,603

#### 重要财务指标

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,607	19,996	24,205	28,749	33,661
同比(%)	34.0%	13.6%	21.0%	18.8%	17.1%
归属母公司净利润	1,518	1,282	1,571	1,858	2,186
同比(%)	20.9%	-15.5%	22.5%	18.3%	17.7%
毛利率(%)	23.2%	19.4%	19.7%	19.9%	20.0%
ROE%	24.5%	18.7%	20.3%	21.1%	21.7%
EPS(摊薄)(元)	1.65	1.39	1.70	2.01	2.36
P/E	39.22	39.63	22.56	19.08	16.22
P/B	9.66	7.44	4.57	4.02	3.52
EV/EBITDA	26.08	23.22	13.86	11.46	9.64

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,607	19,996	24,205	28,749	33,661
营业成本	13,521	16,124	19,445	23,037	26,943
营业税金及附加	67	76	91	109	127
销售费用	1,398	1,358	1,719	2,070	2,424
管理费用	745	794	968	1,150	1,346
研发费用	189	184	242	287	337
财务费用	7	-41	-35	-20	-22
减值损失合计	-17	-19	-15	-15	-15
投资净收益	6	0	0	0	0
其他	110	125	129	149	170
营业利润	1,781	1,608	1,889	2,249	2,660
营业外收支	80	56	80	80	80
利润总额	1,861	1,665	1,969	2,329	2,740
所得税	328	310	366	433	509
净利润	1,534	1,355	1,603	1,896	2,231
少数股东损益	16	73	32	38	45
归属母公司净利润	1,518	1,282	1,571	1,858	2,186
EBITDA	2,200	2,072	2,312	2,636	2,993
EPS(当年)(元)	1.65	1.39	1.70	2.01	2.36

#### 现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,561	1,352	1,713	3,047	2,687
净利润	1,534	1,355	1,603	1,896	2,231
折旧摊销	462	536	572	540	509
财务费用	41	4	15	15	15
投资损失	-6	0	0	0	0
营运资金变动	-428	-517	-387	686	23
其它	-41	-27	-90	-90	-90
投资活动现金流	-663	-151	-440	-390	-390
资本支出	-371	-162	-440	-390	-390
长期投资	-356	-5	-30	-30	-30
其他	64	15	30	30	30
筹资活动现金流	-729	-922	-694	-819	-961
吸收投资	53	2	0	0	0
借款	211	356	0	0	0
支付利息或股息	-479	-563	-695	-819	-961
现金流净增加额	162	289	579	1,839	1,337

## 研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

## 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都不曾与，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。

## 评级说明

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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 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。