

数字化服务革新下的MRO龙头

——MRO系列报告震坤行篇

民生轻工&中小盘



摘要

- **多元化产品策略助力震坤行实现高速增长。**公司成立于1996年，以代理润滑剂起家，公司以胶粘剂和特种润滑客户为种子客户，成功发力MRO业务，在全国范围铺设平台网络，运营32个全国总仓、96个服务中心仓，服务60,000+家合作客户。目前公司涵盖了所有主要的MRO产品线，约有1720万个SKU。2020~2022年公司GMV的CAGR为38.79%，利润方面通过优化人员结构逐步收窄亏损。
- **中国MRO仍处于初期阶段。**2022年中国MRO市场规模为2.17万亿元，且我们预计于2025年市场规模将超过2.5万亿元，3年CAGR为5.17%。2022年，中国数字化MRO采购服务渗透率为7.8%，与美国2022年逾15%的渗透率相比较低，据灼识咨询报告，预计中国数字化MRO采购服务渗透率在2027年将达到21.3%。按2022年交易额计，中国MRO采购服务市场CR10不到1.5%。随着现行领先参与者巩固其现有竞争优势，中国市场的集中度预计或将进一步提高。当前时点主要竞争发生在线上集采公司与传统线下经销商之间。
- **数字化+强调服务让震坤行脱颖而出。双平台互补发展共同驱动公司营收增长。**震坤行分为两个平台进行经营：1、**震坤行平台**：主要面向客户为中大型企业客户，并且同时采用**自营模式**（从供应商那里购买产品并将其销售给客户）以及**平台模式**（供应商通过震坤行平台向客户销售产品，并根据销售额向公司支付佣金），2023前Q3自营/平台GMV分别为60.17/18.61亿元，同增2.01%/96.19%，占比76.4%/23.6%，2020-2022年CAGR分别为32.30%/118.36%；自营模式加价率/平台模式佣金费用率分别为13.25%/11.22%（绝大部分净服务收入为平台模式所收取佣金）。2、**工邦邦平台**：该平台是在震坤行完成综合基础设施建设后，推出的面向小微企业的平台，满足碎片化的MRO产品采购需求，并提供富有性价比的产品。客户一般采取现金结算的方式，交付后无其他增值服务。2023年前三季度震坤行/工邦邦平台GMV占比分别为91.6%/8.4%。
- **前置费用投放，规模上行驱动盈利优化。**通过构筑行业基础设施，为客户提供全套MRO采购服务，最大限度提高MRO交易和服务的效率以及透明度，包括一站式MRO采购和管理服务、数字化的MRO采购解决方案以及端到端服务。
- **出海业务为震坤行又一增长曲线。**凭借全托管一站式管理、强大营销能力、数字化能力以及独立站个性化运营优势助力公司出海业务。
- **风险提示：**线上化渗透率提升不及预期，国际形势变化风险，政府采购支出缩减风险。



01

震坤行多元化产品策略实现高速增长

02

中国MRO仍处于初期阶段

03

数字化+强调服务让震坤行脱颖而出

04

前置费用投放，规模上行驱动盈利优化

05

出海业务成为震坤行又一增长曲线

06

风险提示

CONTENTS

目录



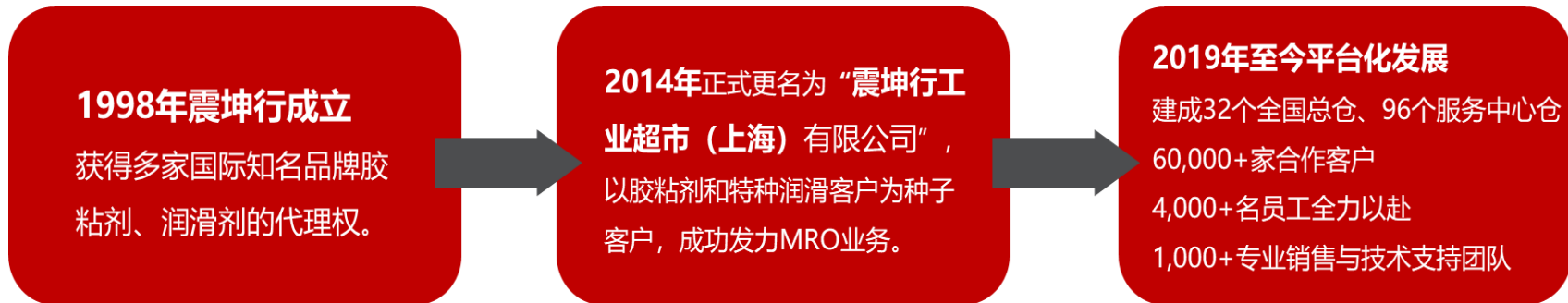
01. 震坤行多元化产品策略实现高速增长

震坤行多元化产品策略实现高速增长

➤ 二十余年深耕成就震坤行数字化MRO采购龙头

- 震坤行工业超市是一家数字化工业用品服务平台。平台拥有32条产品线，1700万+SKU。公司发展历史主要分为两个阶段：
- **传统产品及产品经销（1996~2014年）**：公司成立于1996年，初期经营胶粘剂、润滑剂代理。2008年开始提供点胶技术全套解决方案。
- **迈向数字化MRO平台（2014~至今）**：公司以胶粘剂和特种润滑客户为种子客户，成功发力MRO业务，在全国范围铺设平台网络，运营32个全国总仓、96个服务中心仓，服务60,000+家合作客户，电商阶段公司主要采取产品销售模式，而2019年后公司新增市场模式（供应商通过震坤行平台直销客户）正式成为MRO线上化平台。

图表：震坤行发展历史

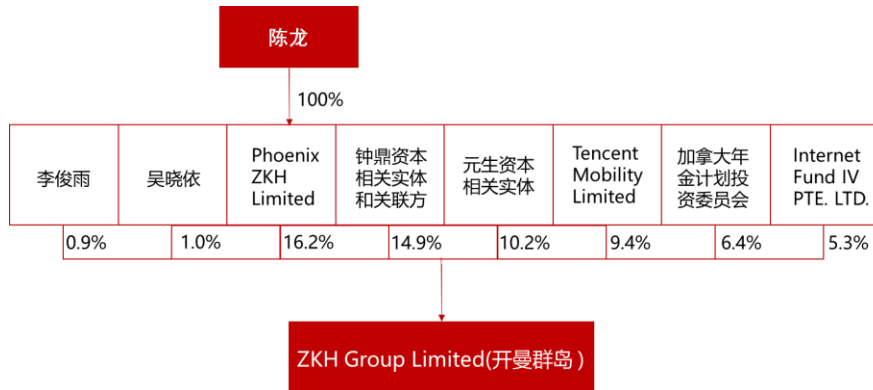


资料来源：震坤行官网，民生证券研究院

➤ 震坤行股权结构稳定

- **陈龙为公司第一大股东，占比16.2%。**截至2023年11月27日，Phoenix ZKH Limited持股16.2%，为公司第一大股东。Phoenix ZKH Limited经济利益完全由陈龙享有。钟鼎资本相关实体和关联方持股14.9%，为公司第二大股东。元生资本相关实体持股10.2%，为公司第三大股东。

图表：震坤行股权结构



资料来源：震坤行官网，民生证券研究院

图表：董事长个人履历

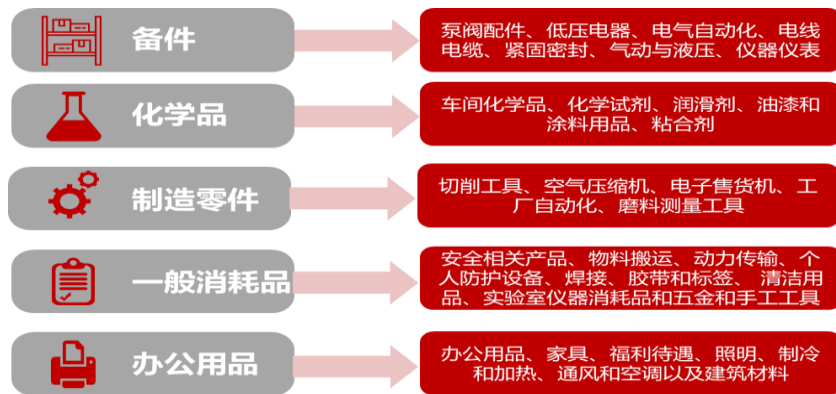
时间	履历
1998	毕业于上海外国语大学。
1998	创立震坤行，代理胶粘剂、润滑剂。
2008	创立深圳市轴心自控技术有限公司并担任副董事长。
2014	积累大量经验后创立震坤行工业超市，专注工业品电子商务业务。
2023	获得中欧工商学院EMBA学位

震坤行多元化产品策略实现高速增长

➤ 震坤行覆盖产品类型丰富

- 震坤行平台上提供了广泛的MRO产品，涵盖了所有主要的MRO产品线，约有1720万个SKU。公司有专门的产品团队负责市场研究和在震坤行平台选择SKU。截至2022年12月31日，震坤行平台上有五个主要产品类别，包括低压电器、化学试剂、个人防护、办公用品等32个产品线。

图表：震坤行主要产品分类



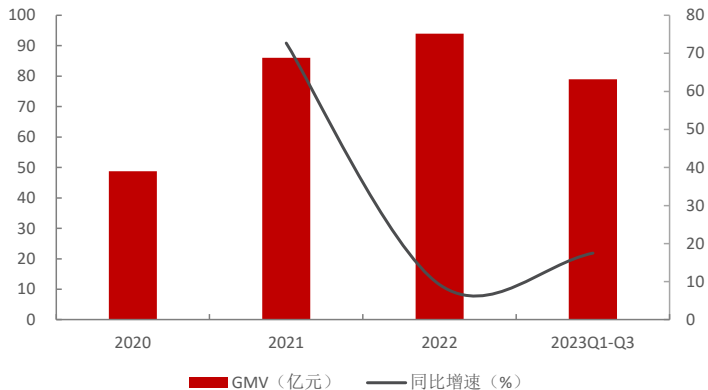
资料来源：震坤行招股说明书，民生证券研究院

震坤行多元化产品策略实现高速增长

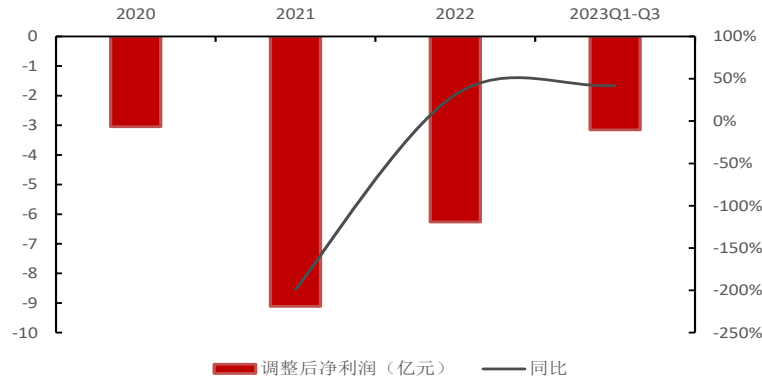
看好震坤行未来快速发展

- 疫情叠加客户战略影响营收增速暂时承压。** 2023前三季度公司GMV/调整后净利润分别为79/-3.15亿元，同比分别增长17.5%/42.10%，2020~2022年公司GMV的CAGR为38.79%。**收入方面：**2022年公司GMV增速下降主要受到疫情拖累，客户停产且线下交货不便。2023年公司在进行客户优化背景下，前Q3 GMV依然增长17.5%；**利润方面：**2021年公司净利润大幅下降主因疫情影响，其后人力资源不断优化叠加优异成本控制，盈利能力逐渐改善，亏损逐渐收窄。

图表：震坤行GMV情况



图表：震坤行利润情况



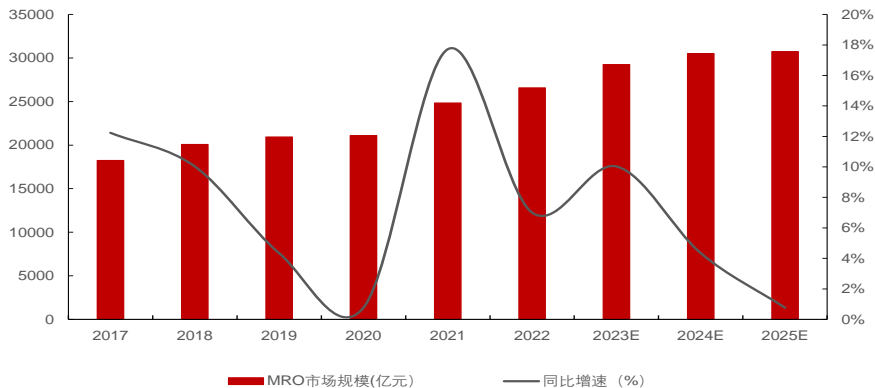
资料来源：震坤行招股说明书，民生证券研究院

02. 中国MRO仍处于初期阶段

➤ MRO市场规模稳定增长

- MRO采购服务市场规模稳定增长。**根据国家统计局统计，工业产值的4%-7%为MRO的市场需求量，因此我们计算得出2022年中国MRO市场规模为2.17万亿元，且我们预计于2025年市场规模将超过2.5万亿元，3年CAGR为5.17%。

图表：中国MRO市场规模及预测

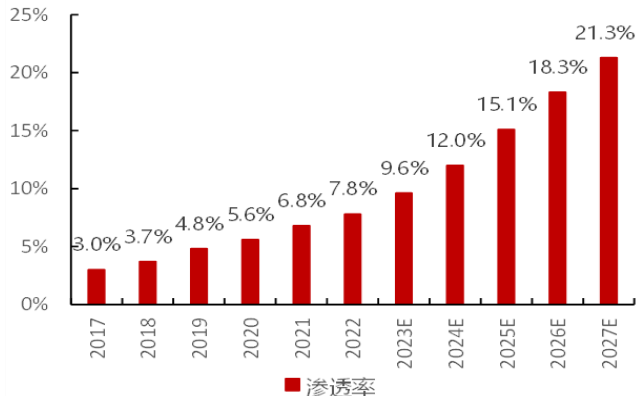


资料来源：wind，民生证券研究院

➤ 数字化渗透率提升为国内MRO电商平台带来新的机会

- 数字化渗透率提升打开盈利空间。**2022年，中国数字化MRO采购服务渗透率为7.8%，与美国2022年逾15%的渗透率相比较低。随数字化MRO采购服务便捷、透明及具有成本效益的优点进一步凸显，数字化MRO采购服务的接受度和普及度日益提高，据灼识咨询报告，预计中国数字化MRO采购服务渗透率在2027年将达到21.3%。2022年，美国逾15%的领先数字化MRO采购上市公司平均毛利率超过30%，平均净利率超过10%。随着数字化MRO采购服务在国内的渗透率进一步提高，中国数字化MRO采购市场领先企业可能有进一步提高盈利能力的空间。

图表：2017-2027年中国MRO采购数字化渗透率

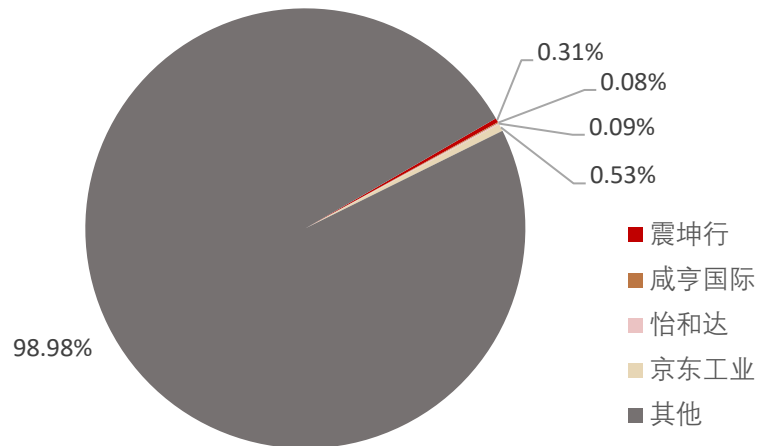


资料来源：京东工业招股说明书，民生证券研究院

➤ MRO电商平台迎来发展机遇

- **中国MRO采购服务市场仍然相对分散。**按2022年交易额计，美国MRO采购服务市场CR10约为30%~45%，而中国MRO采购服务市场CR10不到1.5%。随着现行领先参与者巩固其现有竞争优势，我们预计中国市场的集中度或将进一步提高。当前时点主要竞争发生在线上集采公司与传统线下经销商之间。
- **优质服务助力线上MRO采购不断成长。**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、采购成本高以及售后服务差等问题。而震坤行、咸亨国际等企业采取线上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。

图表：2022年中国MRO采购服务市场竞争格局



03. 数字化+强调服务让 震坤行脱颖而出

业务模式：自营模式起家，积极拓展平台模式

- 双平台互补发展共同驱动公司营收增长。**震坤行分为两个平台进行经营：
 - 震坤行平台：**主要面向客户为中大型企业客户，并且同时采用**自营模式**（从供应商那里购买产品并将其销售给客户）以及**平台模式**（供应商通过震坤行平台向客户销售产品，并根据销售额向公司支付佣金），2023前Q3自营/平台GMV分别为60.17/18.61亿元，同增2.01%/96.19%，占比76.4%/23.6%，2020-2022年CAGR分别为32.30%/118.36%；自营模式加价率/平台模式佣金费用率分别为13.25%/11.22%（绝大部分净服务收入为平台模式所收取佣金）。
 - 工邦邦平台：**该平台是在震坤行完成综合基础设施建设后，推出的面向小微企业的平台，满足碎片化的MRO产品采购需求，并提供富有性价比的产品。客户一般采取现金结算的方式，交付后无其他增值服务。2023年前三季度震坤行/工邦邦平台GMV占比分别为91.6%/8.4%。
- 震坤行以自营模式起家，在有足够的供应链能力和客户基础后，逐步发展平台模式，将流量提供给供应商，去增加产品供应品类以及规模的发展。**

图表：震坤行经营模式

	震坤行		工邦邦
销售模式	平台模式 (3P) 	自营模式 (1P) 	自营模式 (1P)
客户类型	企业客户 		微型企业
结算方式	采购协议 		现金结算
服务方式	价格协议 	交付服务 	无交付后服务
售后政策	不接受除质量缺陷产品外的退货		

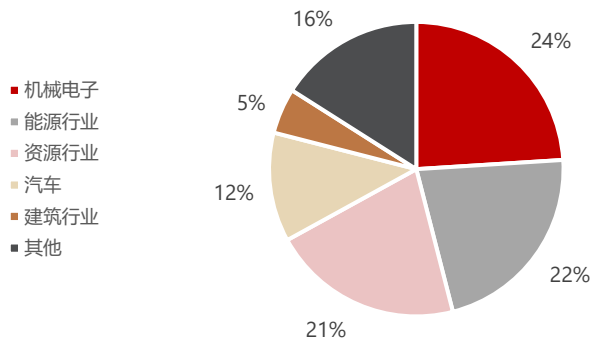
资料来源：震坤行招股说明书，民生证券研究院

数字化+强调服务让震坤行脱颖而出

客户：分布于多个高端制造行业

- 下游行业相对均匀，打造百亿震坤行。2022年，按照GMV进行客户划分，机械和电子行业/能源行业/资源行业/汽车行业/建筑行业/其他行业，分别占比24%/22%/21%/12%/5%/16%。
- 下游客户具有强粘性，续约率超90%。重点企业即中国知名机构或研究机构认可的制造企业，截至2023年9月30日，震坤行确定了约1,170家重点企业。2020/2021/2022年分别有420/600/660家在使用震坤行平台进行交易。2020年约有91%的震坤行GMV排名前500的客户在2022年与公司继续进行交易，震坤行通过不断优化的服务保持并加深客户粘性。

图表：震坤行客户行业结构（2022年）



资料来源：震坤行招股说明书，民生证券研究院

图表：震坤行客户及合作方式

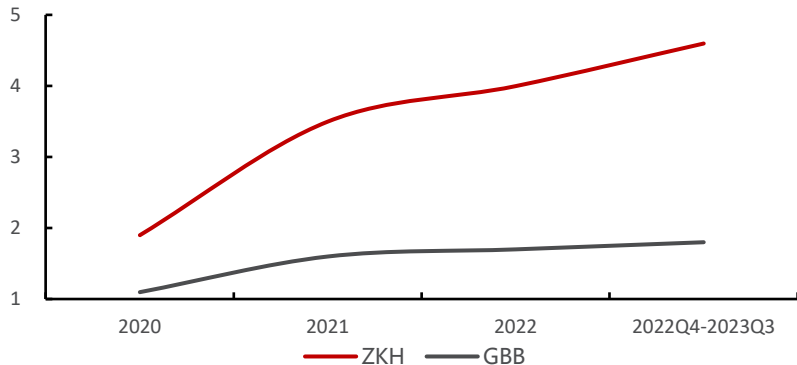
公司	公司简介	合作方式
公牛集团	公牛集团有限公司成立于1995年的公牛电器，是国内领先的高档开关插座、转换器的专业供应商，在提供优质产品和服务的同时，始终致力于为大众营造更安全的用电环境。	Webshop主要合作方式，覆盖劳保/工具等多品类，通过采购订单的线上
村田电子	无锡村田电子有限公司于1994年12月16日在无锡市新吴区市场监督管理局登记成立。公司经营范围包括设计、加工、生产、检测、销售电子元器件及电子专用设备。	Webshop合作，合作主要集中在办公用品，工具劳保。
东方希望	东方希望集团是我国改革开放后建立的第一批民营企业。目前发展成为集农业、重化工业产业链等为一体的特大型民营企业集团。	Webshop全面合作中。
西门子	德国西门子股份公司创立于1847年，是全球电子电气工程领域的领先企业。西门子自1872年进入中国，以创新技术、卓越解决方案和产品坚持不懈地对中国的市场发展提供全面支持，并以出众的品质和令人信赖的可靠性、领先的技术成就，确立了在中国市场的领先地位。	全品类的战略合作近5年，重点服务产品：Punchout/EVM。
国家能源	国家能源投资集团有限责任公司，于2017年11月28日正式成立。是国务院国有资产监督管理委员会监管的中央企业。	2017年震坤行与国家能源集团达成战略合作，通过系统对接进行采购，重点服务产品：API。
中国航空	中航金网自2005年4月29日成立以来，按照中国航空工业集团公司及中航国际的要求，在电子商务领域积极实践，不断探索适合中国航空工业集团电子商务发展的有效模式。	API对接，通过采购订单的线上化流转，服务于中航下属单位几百家。
中建集团	中国建筑集团有限公司是中国专业化经营历史最久、市场化经营最早、一体化程度最高的建筑房地产企业集团之一，拥有从产品技术研发、勘察设计、工程承包、地产开发、设备制造、物业管理等完整的建筑产品产业链条，是国内唯一一家同时拥有“三特”资质、“1+4”资质和建筑行业工程设计甲级资质的建筑企业。	中建采用云筑商城，与震坤行实现采购订单的API对接，通过采购订单的线上化流转，提高了中建用户的下单效率，以及订单状态的可视化。

客户：数量&ARPU值稳步提升

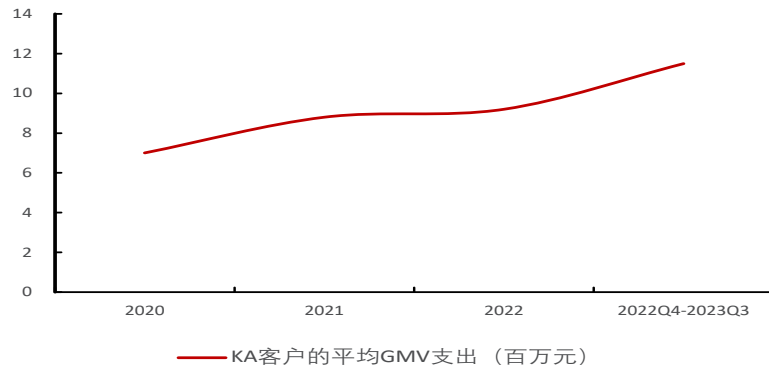
• **客户数量持续开拓，ARPU值稳步提升。**量：2022Q4-2023Q3 震坤行/工邦邦平台客户数量分别为4.6/1.8万家，较2022年全年上升15%/6%。**价**：KA客户平均GMV支出也从2022年的920万元提升到1150万元。这主要基于：

- 1) **一站式MRO采购和管理服务**：为客户提供全品类、极具性价比的产品，满足客户多样化和对非计划性长尾产品的需求；
- 2) **数字化的MRO采购解决方案**：对1720万个SKU进行标准化和分类，提升采购以及交付效率；
- 3) **端到端服务**：公司建立了高效履约网络，以确保订单履约的及时与可靠性。

图表：震坤行平台客户数量（万家）



图表：震坤行KA客户平均GMV支出



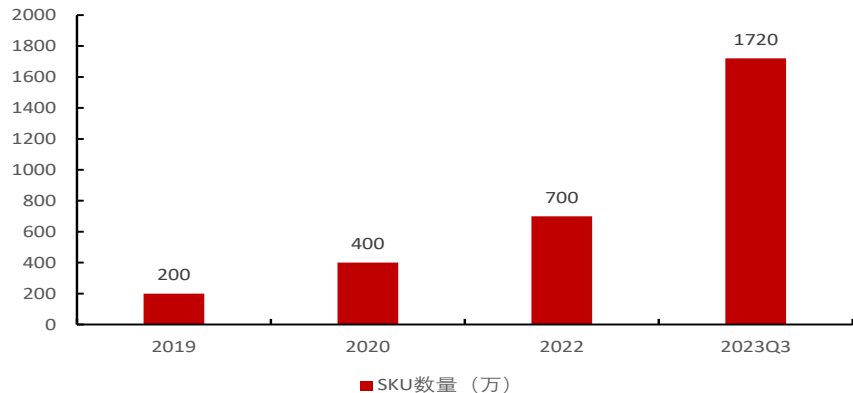
资料来源：震坤行招股说明书，民生证券研究院

数字化+强调服务让震坤行脱颖而出

➤ 产品：全品类SKU满足客户需求

- 扩大产品序列满足客户长尾产品需求，精品系列为客户提供性价比较高的高频次产品。截至2023Q3，震坤行总体SKU数量已经达到1720万件，从2019年开始每年呈翻倍增长，全品类SKU为震坤行一站式采购战略奠定基础。另外公司精选客户使用频次高的产品，打造拥有38.3万件SKU的ZKH selection系列产品（价格&交付时效优于其他品类），客户不仅能及时获取性价比较高的产品，同时自有品牌在客户中取得良好反响，提升了公司的品牌价值。

图表：震坤行SKU数量翻倍增长



资料来源：震坤行招股说明书，民生证券研究院

图表：震坤行“行家精选”专区



数字化+强调服务让震坤行脱颖而出

➤ 产品：布局自建工厂，强化品控并提升盈利

- **自有品牌建设提高客户忠诚度。**震坤行自2019年开始创立自有品牌，在品牌矩阵上的布局也力争涵盖大部分制造行业，来满足不同的用户需求。**质量可控性价比高：**从设计、开发、生产到销售，震坤行自有品牌全程都有严格的质量监控，以及专业质量人员的把控。从成本环节，自有品牌实现了原厂直采，大大缩减了流通成本。**解决客户痛点：**自有品牌产品经过大量的市场调研，直面分析B端客户痛点，准确把握市场需求，制定了一系列完整的品类开发策略，并不断优化设计、调整开发策略、持续满足客户的需求。
- **自有品牌提高盈利水平。**为增强在供应链领域的竞争力，进一步扩大业务范围及增加客户粘性，震坤行在太仓地区自有厂房，打破代工厂贴牌现状，工厂年产约15亿件高端紧固件，震坤行预计2024年底实现竣工，建成达产后预计年产值可达6亿元。震坤行在以下3个方面推动自有品牌生产：**1) 推动国产替代进口；2) 快速响应客户非标定制需求；3) 为研发设计提供充足空间。**

图表：震坤行自有品牌

通用工业品

ZKH 震坤行

个人防护

αndanda

图表：震坤行太仓制造基地



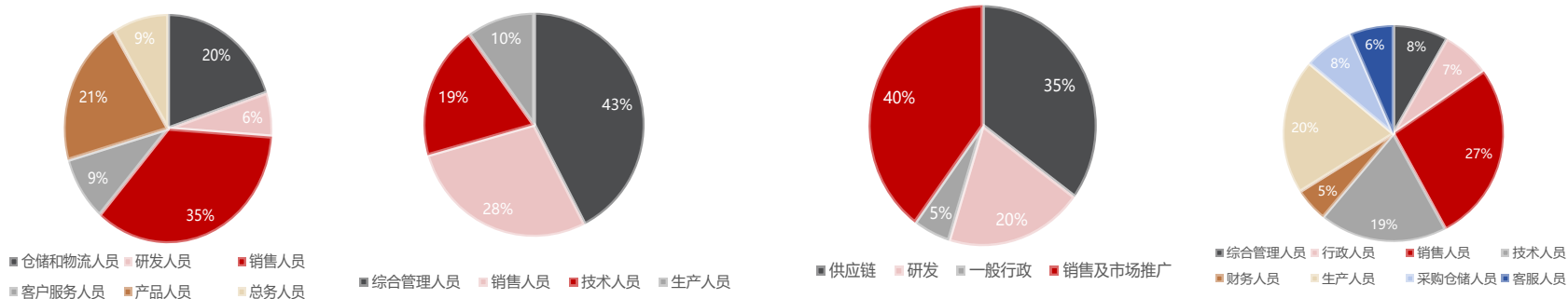
资料来源：震坤行知乎官方账号，风科观测，民生证券研究院

数字化+强调服务让震坤行脱颖而出

➤ 仓储物流：租借仓库并灵活使用第三方物流降低成本，自建现场交付经理团队完成最后一公里交付

- **供应商直供：**为了优化订单履行效率和库存管理，公司灵活采用供应商直发的模式（截至2023Q3，公司60%订单由供应商直接发货给客户），同时现场交付经理确保品质和服务管控。
- **配送中心&中转仓：**目前公司在全国拥有30个总仓，并分为国家级总仓（存储交易频率较低、高价值、长交货时间的产品和其他长尾SKU，提高长尾SKU的履约率并降低公司整体库存水平）以及区域总仓（存储和收集省级热门SKU，通常位于离客户更近的区域）。同时公司在全国拥有96个中转仓，负责临时存储货物并设置用于接收、整合和快速调度次日交付的产品，中转仓战略性地位于对MRO产品需求量高的地区附近，例如工业园区、化工园区和矿区。
- **现场服务：1) EVM智能仓库：**目前公司拥有4000个EVM智能仓库部署在客户工厂内部，EVM内部设置传感器监控库存情况，为客户提供全天候及时服务，同时减少库存压力。**2) 现场交付经理：**提供端到门甚至端到桌的交付解决方案，履约团队在为客户多年服务的基础上，为客户提供高度定制化和专业化的最后一公里交付。具体的服务范围包括卸货、检查、堆放和产品安装等。

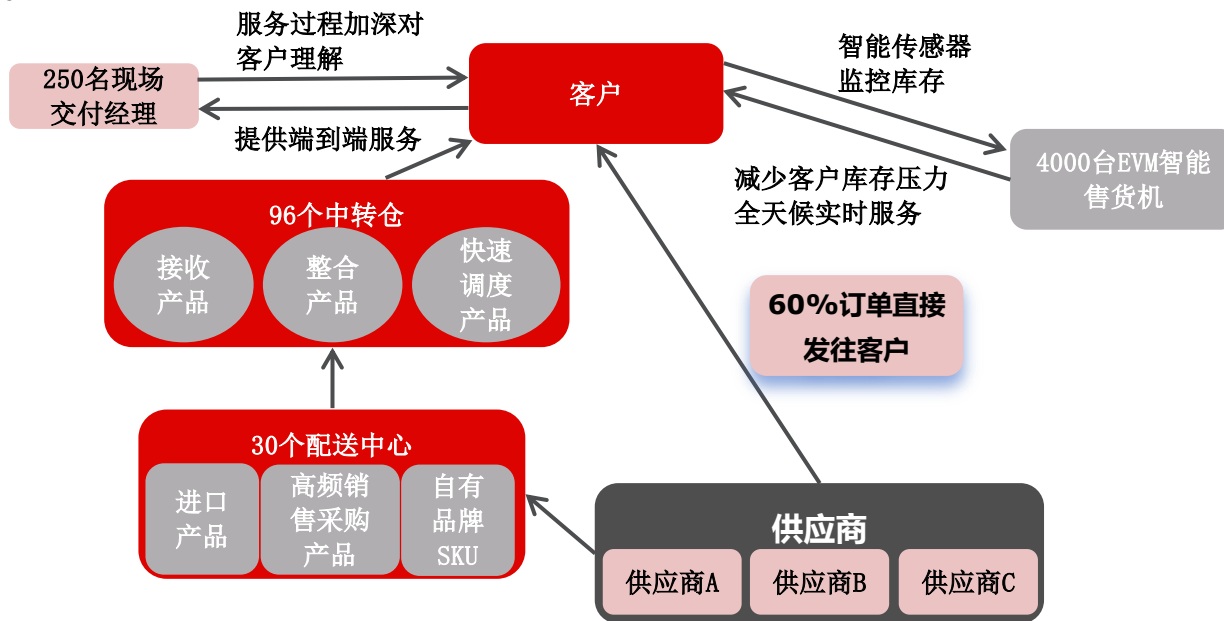
图表：震坤行人员结构（截至2023Q3） 图表：咸亨国际人员结构（截至2022年） 图表：京东工业人员结构（截至2022年） 图表：齐心集团人员结构（截至2022年）



资料来源：震坤行招股说明书, ifind、民生证券研究院

➤ 仓储物流：震坤行多元化交付方式为客户提供及时、专业的现场交付

图表：震坤行履约方式



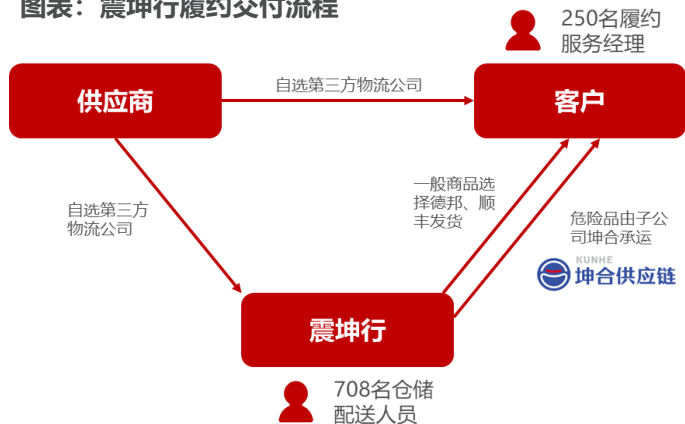
资料来源：震坤行招股说明书、民生证券研究院整理

数字化+强调服务让震坤行脱颖而出

➤ 仓储物流：租借仓库并灵活使用第三方物流降低成本，自建现场交付经理团队完成最后一公里交付

- 灵活使用第三方物流公司，紧抓端到桌服务阶段。** 供应商可自行选择**第三发物流公司**直接发往客户或震坤行仓储网络，公司拥有由708人组成的仓储和配送团队（包括坤合供应链人员）负责服务。后续一般产品由第三方物流公司提供服务，危险品则由子公司坤合供应链承运（坤合供应链成立于2018年）。产品到达客户所在地后，**公司组建有250名现场交付经理，提供现场服务，进一步把控产品质量，及时解决客户使用产品时遇到的问题，提升客户体验。**
对比同业公司：
 - 1) 咸亨国际派遣销售服务人员属地化服务客户；
 - 2) 固安捷销售和服务代表在前期对接客户、了解需求，促进订单形成；
 - 3) 平台型MRO企业京东工业强调极致的运营效率暂时未设置该类服务人员。

图表：震坤行履约交付流程

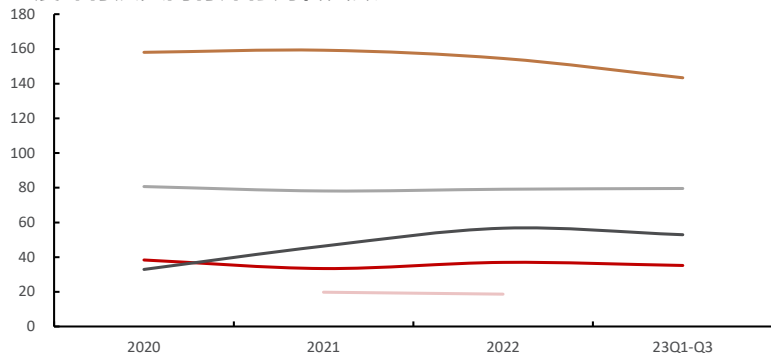


资料来源：震坤行招股说明书，公司官网，民生证券研究院

➤ 仓储物流：震坤行库存周转天数持续优化

- 精细化管理升级+供应商直发，震坤行库存持续优化。**2020-2023前三季度震坤行库存周转天数分别为38.4/33.4/37.0/35.2天。2022年因疫情影响库存周转天数暂时上升，待疫情结束后库存情况继续改善。**内部：**公司在与客户长期合作中对行业理解逐渐加深，同时利用数据系统对过往客户下单数据进行分析，不断精简配送中心SKU数量。**外部：**增加供应商直发客户比例，将库存压力转移给供应商。

图表：震坤行及其同行库存周转天数



— 震坤行 — 威亨国际 — 京东工业 — 固安捷 — 法斯诺

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

➤ 服务：流程线上化采购为客户带来绝佳体验

- **线上化采购为客户带来高效、透明、强掌控感体验。**客户可通过**线上网站、小程序等线上方式进行采购**，**透明的价格展示方式**省去客户比价过程。同时震坤行通过**市场营销及各类促销活动**向客户推荐产品，这需要**基于公司对行业的深度洞察**，精准匹配客户需求，客户甚至能上传购物清单，由线上平台自动匹配产品。客户选定好产品之后，**可一键生成订单**，用于内部采购审批。同时在交付阶段，为了优化订单履行效率和库存管理，可采取**由供应商直接发货给客户的方式**，同时**履行服务经理为客户提供末端交付服务**，客户亦可通过**产品二维码追踪交付状态**。

图表：震坤行线上采购流程

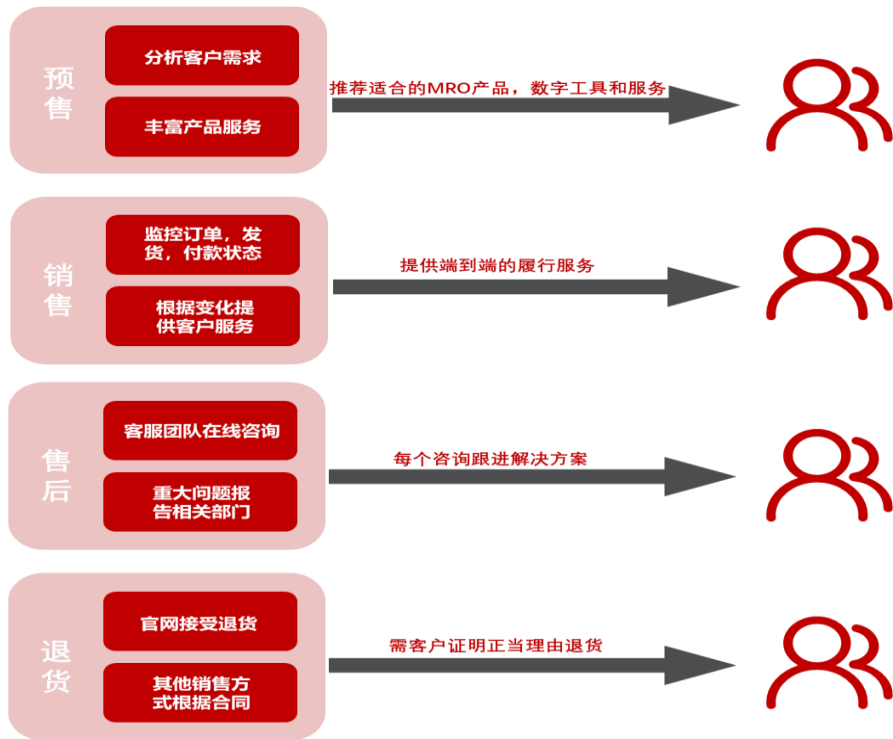


资料来源：震坤行招股说明书，民生证券研究院

➤ 服务：通过不断分析客户需求并相应丰富产品及服务为客户提供卓越的体验

- **预售：**基于客户情况以及公司对行业的见解，为客户推荐适合的MRO产品以及服务，优化客户的采购策略。
- **销售：**销售代表在采购订单的生命周期内密切监控订单、发货和付款状态，以便客户的需求发生变化时提供及时服务。
- **售后：**客户服务团队为客户解决产品订单以及投诉问题，并且将其记录在系统中以便后续跟进。
- **退货政策：**客户可通过官网、小程序或其他官方渠道申请退货，销售经理会根据具体情况进行甄别。

图表：采购流程管家式服务

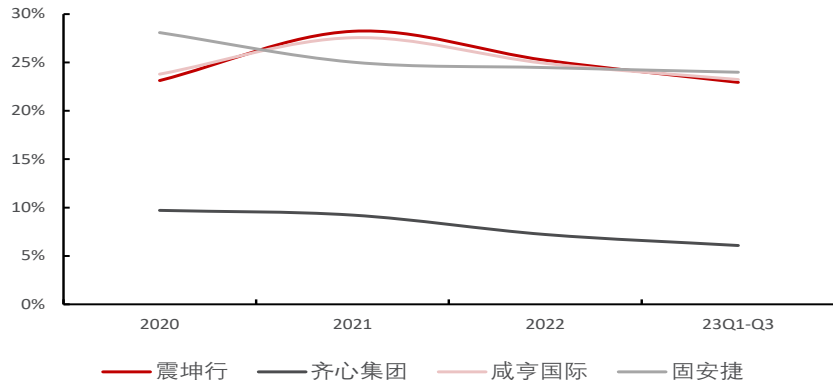


资料来源：震坤行招股说明书，民生证券研究院

➤ 服务：运营效率逐渐提高，整体费用率逐步下降

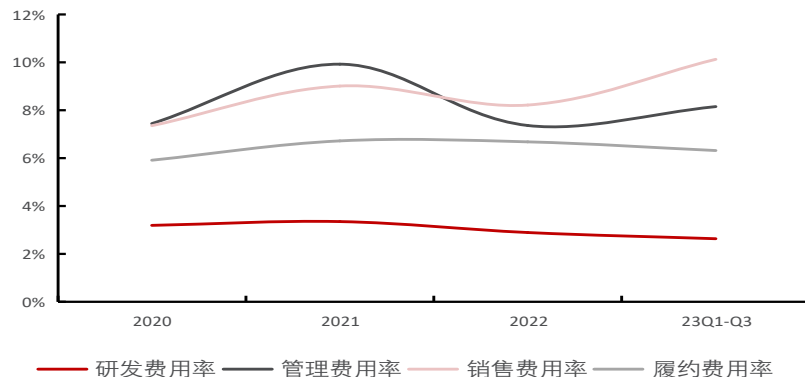
- 后疫情时代公司快步向前。** 2023前三季度震坤行研发费用率/管理费用率/销售费用率/履约费用率分别为2.63%/8.15%/10.13%/6.32%，同比分别增加0.05/1.44/2.72/1.04pct。我们观察到几家注重服务的MRO企业费用率基本在23%左右，而震坤行销售费用率有明显的上升趋势，其他费用则呈下降趋势，主因疫情之后销售人员加大出差力度所致。2020-2023前三季度震坤行总体费用率分别为23.13%/28.23%/25.23%/22.94%，2021年公司判断疫情逐渐放开因此人员增加较多导致费用率上升，从2022年开始优化人员结构，提高内部效率。

图表：各公司总体费用率



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

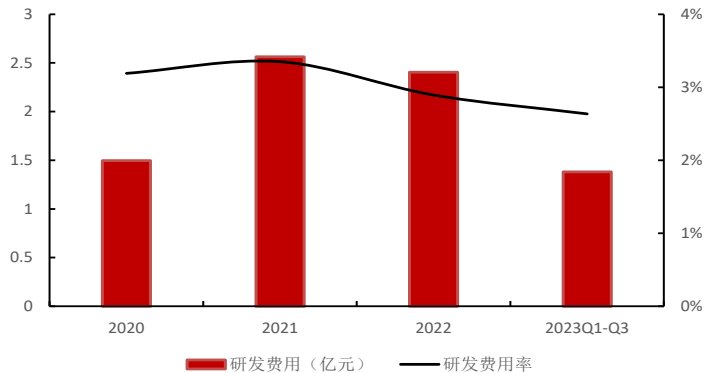
图表：震坤行费用率



➤ 服务：基于物联网的一站式设备智能服务平台

- 持续投入成就全产业链一体化数字服务平台。** 2020-2023年前三季度公司研发投入分别为1.49/2.56/2.4/1.38亿元，研发费用率分别为3.19%/3.35%/2.89%/2.63%。研发费用多投入数字化系统当中，多年研发投入打造了MRO供应商一站式智能服务平台，提高产业链效率，有效降低行业总成本。

图表：震坤行研究与开发支出



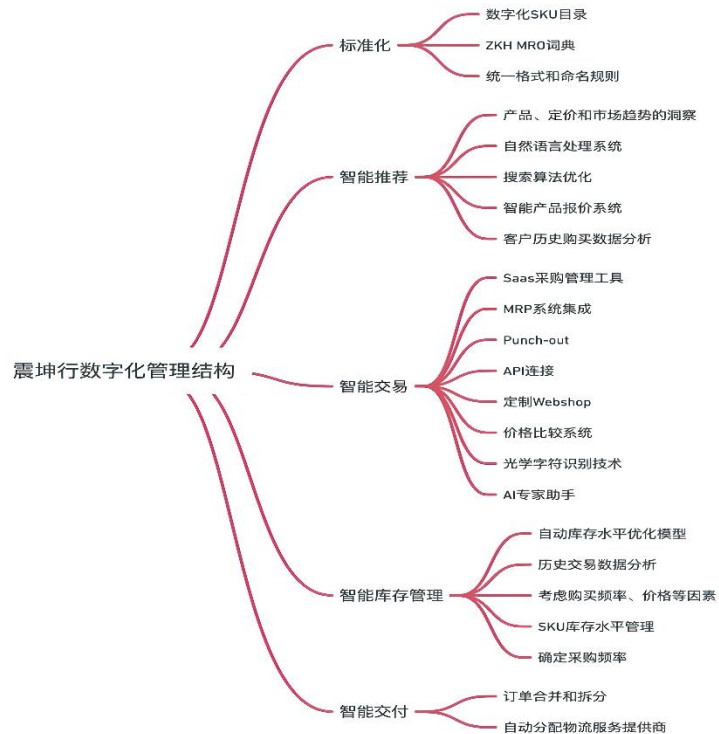
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

➤ 系统：以标准化为基石，全方位数字化

- **标准化：**公司管理、数字化和标准化了大量SKU目录的参数，开发了ZKH MRO词典，该词典遵循统一的格式和命名规则，震坤行在此基础上实现智能推荐、交易、库存管理以及智能交付等数字化管理。
- **智能推荐：**借助庞大的交易量，公司提炼出关于产品、定价和市场趋势的独特洞察。同时应用自然语言处理系统和搜索算法，优化了搜索引擎的性能。通过智能产品报价系统和推荐系统，公司能够根据客户的历史购买数据、采购偏好，快速、准确地满足客户需求。
- **智能交易：**公司为客户和供应商开发了基于SaaS的采购管理工具，包括MRP系统集成、Punch-out、API连接和定制WebShop等，促进了透明、高效和数字化的MRO采购。在此基础上，震坤行开发了一套专有的价格比较系统，为客户提供客制化服务。同时运用光学字符识别技术和AI专家助手，使得客户可以自主上传采购需求，结合智能推荐系统自动生产采购单，大幅提高采购效率。
- **智能库存管理：**建立自动库存水平优化模型，基于对历史交易数据的洞察，以及考虑购买频率、价格、销售量和季节性等关键因素，公司能够根据产品类型在正确的时间和地点保持适当的SKU库存水平，并确定采购频率。
- **智能交付：**系统能够智能地合并和拆分订单，并自动分配订单给适合的物流服务提供商。

公司数字化转型

图表：数字化应用



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

➤ 系统：多样化系统为震坤行服务赋能

- **震坤行开发全面的交易渠道和接口，满足不同客户的内部系统集成需求。**
- **Punch-out系统：**主要面向已安装ERP系统的客户，客户在震坤行平台上采购的产品将自动引导回其ERP系统进行内部审批，之后发送回公司系统中方便公司完成订单。Punch-out系统解决了从产品选择到售后服务的在线采购闭环以及产品信息标准化。
- **API链接：**主要面向具有研发能力的大型企业，该系统可无缝集成到客户的其他数字MRO采购服务平台，同时允许客户扩展内置功能，企业可自定义其采购流程。
- **定制网店：**网店是一个闭环和定制的采购平台，为需要再数字工具和技术能力方面进行赋能的客户提供MRO采购服务。
- **MRP系统：**该系统可允许震坤行在客户生成采购订单之前就深度参与，客户可通过MRO系统将生产和采购计划共享给震坤行，公司可提前分析、匹配和采购所需的MRO产品，并且自动生产订单完成后续订单交付。MRO系统可有效降低客户的库存水平和成本，从而增加客户粘性。

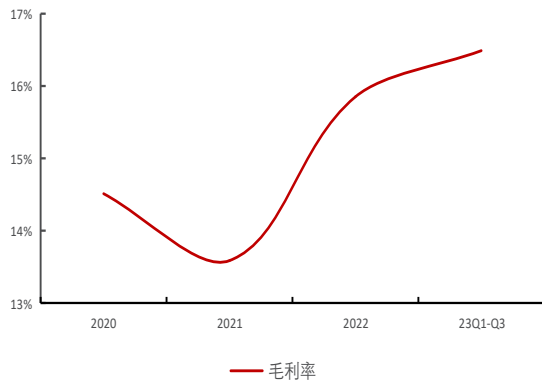
04. 前置费用投放，规模上行驱动盈利优化

前置费用投放，规模上行驱动盈利优化

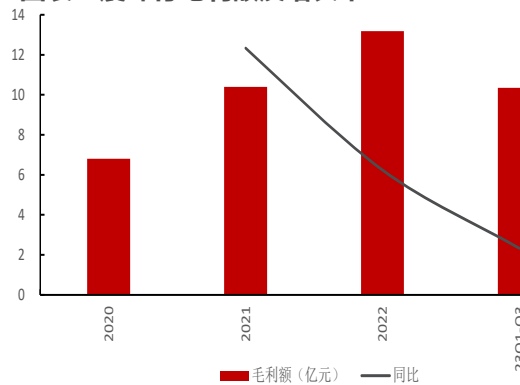
➤ 规模效应+人员结构优化推高盈利水平

- 震坤行盈利水平稳步上行。2023Q1-Q3公司毛利率/净利率分别为16.49%/-5.18%，同比分别增长0.94pct/5.51pct；2020-2023年前三季度公司毛利额分别为6.80/10.40/13.18/10.35亿元，2020-2022年毛利额CAGR为39.22%，公司毛利额稳步增长。一方面伴随公司营收不断增长，规模效应带来盈利水平上行；另外一方面公司不断优化人员结构，提升运营效率。

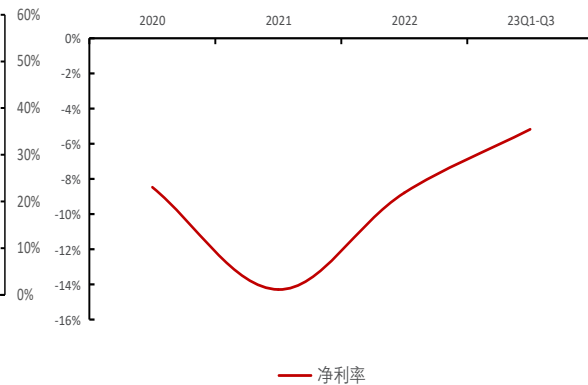
图表：震坤行毛利率



图表：震坤行毛利额及增长率



图表：震坤行净利率



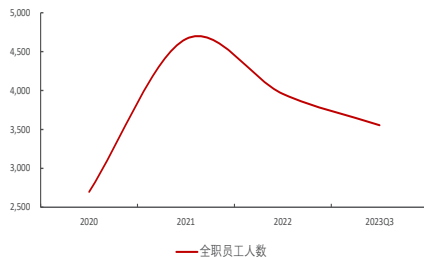
资料来源：震坤行招股说明书，民生证券研究院

前置费用投放，规模上行驱动盈利优化

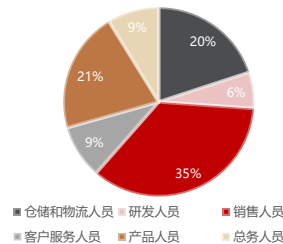
➤ 震坤行人员创收稳步增长

- 运营效率不断提升，人员数量逐渐下降。**2023Q3震坤行人员数量为3553人，较2021年下降1108人，其中仓储和物流/研发/销售/客户服务/产品/总务人员数量分别为：708/220/1254/326/735/310人，相较于2022年年底分别减少129/70/6/17/133/48人，从中我们可看出，公司强调服务属性，销售和客户服务人数并没有明显下降，反观其他仓储物流、研发以及产品人员随着公司线上化能力以及AI智能管理能力提升人员数量明显优化。
- 人员优化初现成效。**2022年咸亨国际/齐心集团/震坤行/固安捷/法斯诺人效分别为128/350/210/417/31万元/人，其中咸亨国际与震坤行均强调人员服务，因此人员创收情况略低，同时我们看到与百年成熟企业固安捷相比国内企业仍有差距，但同时也为国内企业未来发展提供了想象空间，伴随震坤行收入规模不断增长，料员工创收存在持续上行空间。

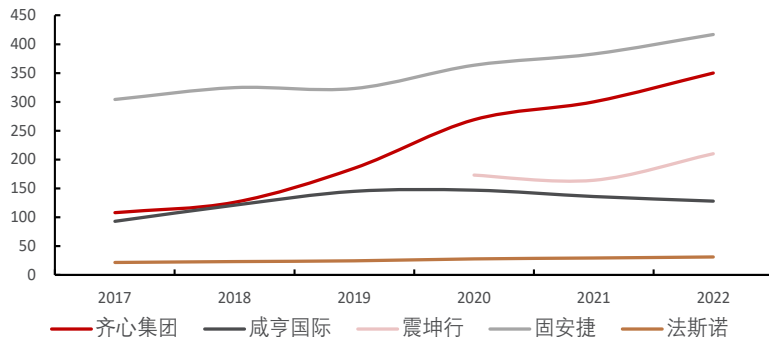
图表：震坤行员工总数变动情况



图表：震坤行员工情况(2023Q3)



图表：各公司人员创收 (万元/人)

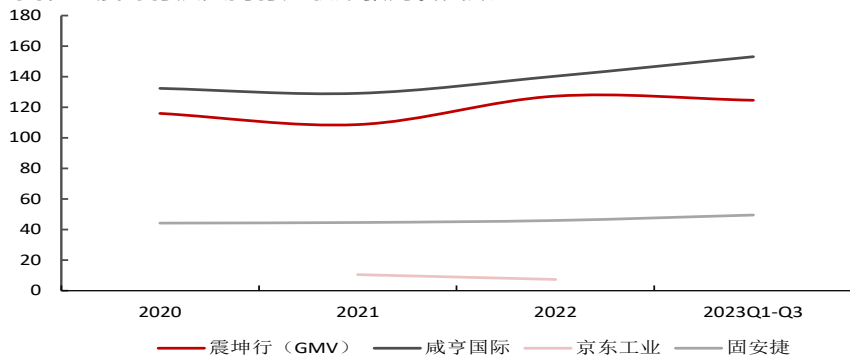


资料来源：震坤行招股说明书，各公司公告、民生证券研究院

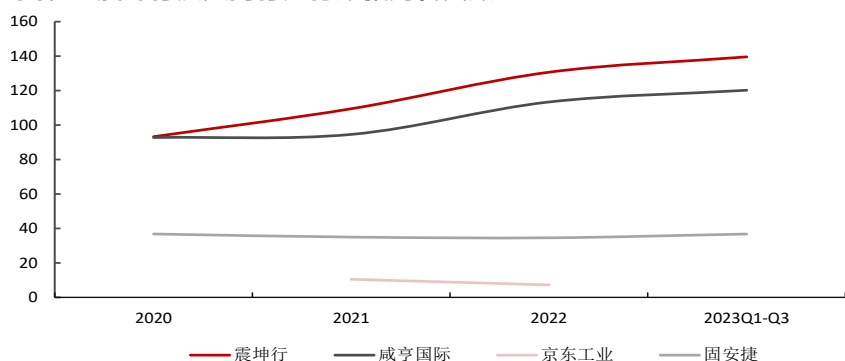
➤ 应收应付账款周转天数同步上升

- **央国企客户比例上升后应收账款周转天数或维持稳中向上趋势。**震坤行2020至2023年前三季度，根据贸易额（GMV）统计的应收账款周转天数分别为123/121.9/143.5/156.3天。2022年应收账款周转天数增加主因疫情影响客户付款速度。横向对比周转天数逐渐超过以国企为主要客户的咸亨国际，我们认为未来随着央国企线上采购比例提升，企业应收账款周转天数或稳中向上。
- **企业在上游供应商体系中话语权逐渐增强。**震坤行2020至2023年前三季度应付账款周转天数分别为93.3/109.5/130.7/139.6天。应付账款周转天数的改善主因采购量增加带来的议价能力的提高以及与供应商合作关系的加强。

图表：震坤行及其同行应收账款周转天数



图表：震坤行及其同行应付账款周转天数



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

前置费用投放，规模上行驱动盈利优化

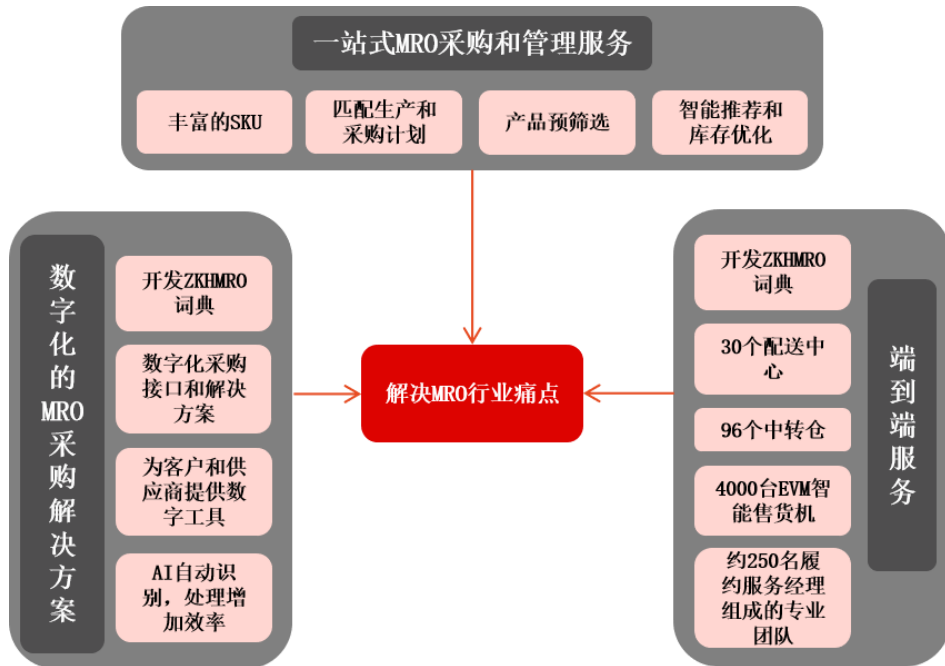
➤ 优秀的产品力+数字化+管家式服务共同构筑震坤行护城河

- 通过构筑行业基础设施，为客户提供全套MRO采购服务，最大限度提高MRO交易和服务的效率以及透明度。
- **一站式MRO采购和管理服务**：公司多元化产品满足客户多样化和非计划MRO需求的长尾产品，并且提供一站式MRO采购管理服务，包括匹配生产和采购计划、产品预筛选、智能推荐和库存优化，通过方便高效的一站式采购体验帮助客户找到最合适的产品。
- **数字化的MRO采购解决方案**：震坤行开发了拥有1720万个SKU的ZKH MRO词典，并且遵循一套一致的格式和命名规范。同时为客户提供数字采购借口和解决方案，使MRO交易实现全面数字化和定制化，公司将供应商、客户以及自身都集合到同一线上平台增加了客户以及供应商的忠诚度。最后利用AI自动化、自然语言处理和光学字符识别等技术提升采购效率。
- **端到端服务**：公司建立了高效的履约网络，与客户以及供应商深度绑定，实现高效的库存管理，同时及时、经济地完成产品交付。

04 前置费用投放，规模上行驱动盈利优化

➤ 优秀的产品力+数字化+管家式服务共同构筑震坤行护城河

图表：震坤行护城河



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院整理

➤ 震坤行为企业客户提供定制化解决方案之东风本田

- **企业面临的问题：**东风本田数字化采购商城开启第二阶段，围绕工业用品上架展开，但工业用品的多样性、复杂性、专业性需要专业人员协助应对。
- **解决方案：**震坤行向东风本田深入介绍EVM智能小仓库作为智能交付层的重要载体，展示助力企业数字化转型的“物料管理神器”。
- **方案效果：**优秀的物料管理能使企业低费用、高效率地运用物料、减少损耗，发挥物料领用的最大效率，同时向各部门提供准确、及时、有效的数据支持，对物料进行智能化管理。

图表：震坤行与东风本田进行交流展示



资料来源：公司官网，民生证券研究院

前置费用投放，规模上行驱动盈利优化

➤ 震坤行为企业客户提供定制化解决方案之西电集团

- **企业面临的问题：**西电集团生产所用大量紧固件和MRO物料管理存在领料浪费严重、找料盘点费时、效率低下、无实时库存、数据分析缺失等问题。
- **解决方案：**震坤行采取工业用品智能仓储数字化解决方案，基于工业互联网+物联网实时在线监测库存，根据不同MRO物料的应用特性，将线材紧固件、个人防护用品、行政办公用品及辅料仓库，实现全面管理数字化。该项目在技术上极具创新性，实现国内首家将工业物联网技术、云计算、人工智能技术结合为一体及其创新应用，同时不依赖于任何特定的操作系统、数据库、中间件和硬件平台，具有高效稳定、可扩展性和可维护性强等特点，具备良好的移植能力。
- **方案效果：**西电集团整个MRO物料的管理流程得到了较大优化，线上化采购比例较此前有了较大的飞跃，现场作业人员领料效率提升40%；车间管理人员可以用手机电脑不受时空限制随时了解库存情况；供应商自动补货24小时供应；采购人员集中采购提高议价能力。

图表：物料划分及解决方案

序号	物料类别	解决方案
1	备品备件及大批量生产辅料	将原始仓库改造升级为智能仓库，支持供应商自助补货、员工自助领料，并将传统仓库的数字化转型，让领料流程更简单，物料库存更透明，数据赋能为仓储管理带来更多的价值
2	OEM紧固件及电子元器件	提供智能货架及称重机进行管理，精准定位领取人，分辨领取物料，计算领取数量，库存低于水位线时自动报警，自动触发补货需求，实现生产用料永不断料
3	打包耗材及PPE(个人防护用品)	中大型PPE物料，如防护镜、防护服等，使用格子机进行管理，做到每个格口单独管控，确保贵重物料的领用安全
4	小型MRO物料	小型MRO物料，如手套、耳塞等，使用智能弹簧机进行管理，做到严格按照生产需求领用物料，领用数量权限、金额权限、部门权限等均能精准管控，确保物料按需出库，达到零浪费的目的

资料来源：震坤行公众号，民生证券研究院

➤ 震坤行为企业客户提供定制化解决方案之优利德

- **企业面临的问题：**优利德看准仪器设备数字化发展脉搏，计划把中国出色的供应链能力，复制到全球市场，将国内的出色产能在海外落地，需要优质的仓储物流以及交付等服务，增强客户新增、客户丰富度、落地服务能力。
- **解决方案：**震坤行为优利德提供覆盖范围广、行业跨度深的产品品类，适用于制造业的数字化采购系统、支持多样的系统对接方式的数字化能力，覆盖全国离客户足够近的仓储物流体系，以及“最后一公里”交付和服务团队，助力其品牌发展。
- **方案效果：**优利德与震坤行合作能够快速抓住需求扩大生意体量，更能紧握客户服务需求的脉搏。利用震坤行的大数据反向优化生产、交付和售后等服务能力，也能进一步提升自身的行业竞争力。

图表：震坤行与优利德达成合作



资料来源：震坤行公众号，民生证券研究院

➤ 震坤行为企业客户提供定制化解决方案之牧田株式会社

- **企业面临的问题：**牧田需要不断变革创新，提升客户体验，以适应市场和客户的需求。
- **解决方案：**1、牧田为震坤行提供前期的售前、售中、售后服务，包括全国各地的终端客户现场拜访、交流，样机试用，产品培训等；2、借助震坤行庞大的客户群体和先进的数字化系统，牧田能更多的触达到大型客户群体，在满足客户需求的同时提升了品牌的覆盖度和知名度；3、牧田凭借着在电动工具行业内的高知名度，与震坤行在营销方面强强联手，协同举办线上直播、线下路演等活动。
- **方案效果：**产品+平台互惠双赢，对于牧田来说，这种模式可以借助平台的力量，更好地了解客户需求，提供个性化定制服务，同时加速产品的创新和升级，提高企业的市场竞争力；震坤行建立开放的平台，让更多的客户、合作伙伴共享平台的资源和服务。

图表：震坤行参访牧田昆山工厂



资料来源：震坤行公众号，民生证券研究院

05. 出海业务成为震坤行 又一增长曲线

出海业务成为震坤行又一增长曲线

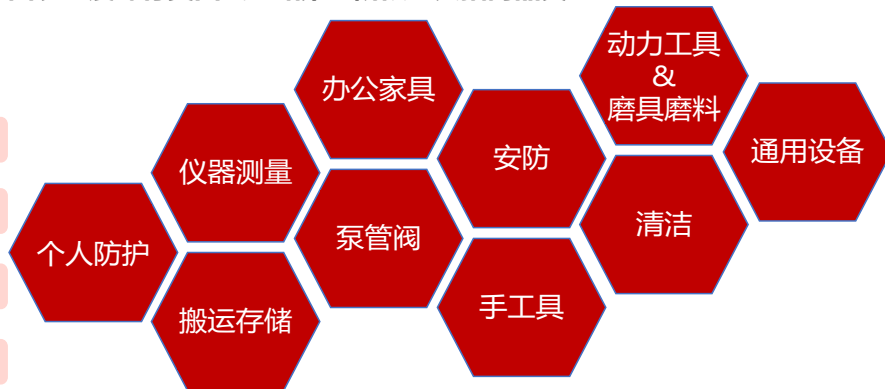
紧跟海外客户需求，服务工业企业出海

- **强需求、分散供给创造出海机会。**据震坤行公开直播显示，美国拥有15万+MRO从业企业，Top50仅占据市场30%左右份额，是典型的分散式市场；而美国MRO工业设备采购规模已超2600亿美元，强MRO工业产品需求叠加较强电商渗透力为震坤行出海创造市场机会。
- **全方位服务工业企业出海。**震坤行将加强如下几方面以更好服务客户：**1)**震坤行海外将与优质物流服务商达成战略合作，并在美国多地建设大型配送中心，**提升配送效率**；**2)**为应对美国出海，震坤行将从组织架构、管理制度、人员能力等方面进行相应的建设，建立强大法律合规团队，构建高标准数据合规和安全体系来保障合作伙伴的权益；**3)**将国内强工业用品制造能力的供应商的仓储物流能力、金融支付能力、内容创作能力等整合到美国独立站上，融入当地生态，**以产业链条形式集体出海**，实现合作共赢。
- **因地制宜，选取出海产品。**考虑到客户群使用习惯的差异以及监管法规的不同，震坤行将组建一个整体的工业设计和对应产品团队来选取符合特定客户群需求的产品。

图表：震坤行多方面应对出海



图表：震坤行美国独立站第一阶段重点招商品类



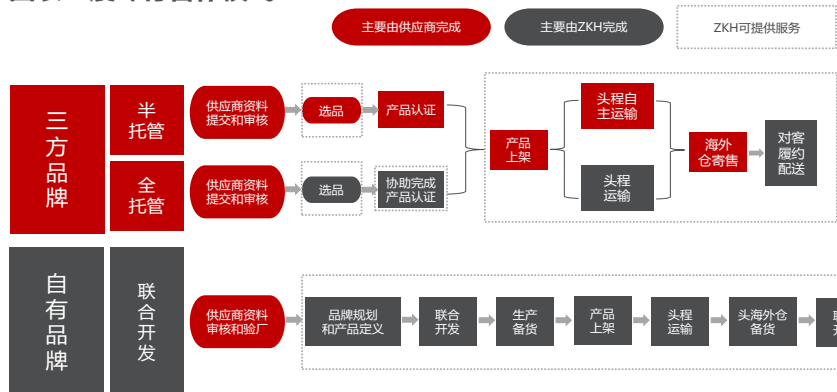
资料来源：震坤行，民生证券研究院

出海业务成为震坤行又一增长曲线

➤ 多种合作模式供选择，全阶段服务客户

- **依据企业自身优势，多种合作模式供选择。**两大合作方式分为三方品牌和自有品牌，有志于打造自家品牌的企业可选择三方品牌合作方式，然后根据自身情况选择托管方式。震坤行在不同阶段提供优质服务：**1) 产品规划阶段**，震坤行海外团队可以提供客户的需求洞察和分析、产品设计咨询、品牌注册等类型的服务；**2) 产品发布阶段**，震坤行提供海外产品认证知识、产品数据上架等服务；**3) 产品销售阶段**，震坤行可以提供国内外的仓储库存管理，销售和最后一公里的交付服务。震坤行的数据分析、专业的产品开发认证经验、营销和获客能力都能为合作的供应商提供全程无忧的合作模式。

图表：震坤行合作模式



资料来源：震坤行，民生证券研究院

图表：震坤行合作流程

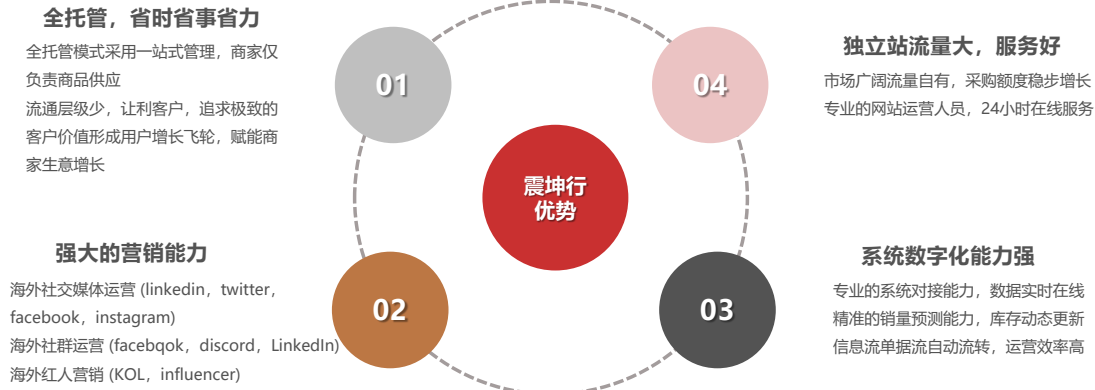


出海业务成为震坤行又一增长曲线

➤ 立足差异化优势，看好震坤行出海业务

- 震坤行能为客户提供多项优势：**1) 全托管一站式管理模式**，相比于传统跨境电商商家需同时负责生产和销售，震坤行客户仅需要负责供应商品，减少了流通层级并让利客户，大大减少供应商出海压力；**2) 强大营销能力**，震坤行将投入强大营销资源，通过社群媒体及数字化营销来提高流量、扩大商机，同时本地营销团队也会提供一流服务以提高订单转化率和复购率；**3) 数字化能力**，震坤行数字化系统为客户提供库存动态更新、销售精确预测，提高供应链效率；**4) 独立站个性化运营**，独立站拥有更大流量于较低运营难度，容易打造品牌。震坤行立足于自身原有供应链、数字化服务等优势开拓出海业务，或将助力其业绩再上一台阶。

图表：震坤行优势



资料来源：震坤行，民生证券研究院

06. 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。

THANKS 致谢

民生轻工&中小盘研究团队：



分析师 徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮件：xuhaoliang@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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

分析师声明:

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

评级说明:

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