



证券研究报告：机械设备 | 公司深度报告

发布时间：2025-06-10

## 股票投资评级

买入 | 首次覆盖

## 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

## 公司基本情况

|              |              |
|--------------|--------------|
| 最新收盘价（元）     | 14.40        |
| 总股本/流通股本（亿股） | 4.10 / 4.07  |
| 总市值/流通市值（亿元） | 59 / 59      |
| 52周内最高/最低价   | 15.28 / 9.18 |
| 资产负债率(%)     | 46.6%        |
| 市盈率          | 26.18        |
| 第一大股东        | 杭州兴润投资有限公司   |

## 研究所

分析师:赵洋  
SAC 登记编号:S1340524050002  
Email:zhaoyang@cnpsec.com  
分析师:刘卓  
SAC 登记编号:S1340522110001  
Email:liuzhuo@cnpsec.com

## 咸亨国际 (605056)

乘风 MRO 万亿市场，深度服务+多元客户驱动高成长

## ● 投资要点

公司是国内 MRO 集约化供应龙头，24 年净利率拐点已现：咸亨国际成立于 2008 年，是我国公司工器具、仪器仪表等产品的 MRO 集约化供应龙头，公司为下游电力等行业客户提供 12 大类、上百万余种 SKU 的工器具和仪器仪表类 MRO，同时，公司还具备相关技术服务能力。公司 24 年业绩拐点显现，24 年实现收入 36.06 亿元，同比增长 23.15%，实现归母净利润 2.23 亿元，同比增长 130.67%。

万亿市场空间，赛道长坡厚雪：2024 年中国 MRO 采购服务市场规模为 3.7 万亿元，19-24 年对应 CAGR 为 6.1%，约占工业品市场规模的 32%；市场规模预计 29 年将达到 4.5 万亿，24-29 年对应 CAGR 为 4.2%。MRO 采购市场空间广阔，仅国家电网全年招投标金额超 2000 亿，其中决定渗透率的关键是政策的推进及落实力度。

国内 MRO 集采渗透率仍低，行业变化利于头部份额集中：目前我国 MRO 市场集约化采购渗透率仍低，由于 MRO 品类众多、专业性强、流通链条长，集约化采购相较于传统采购模式优点明显。近年来，部分央国企将线上 MRO 采购权限由地方向总部集中，此外对供应商的数字化集采能力要求越来越高，均有利于头部 MRO 供应商的份额提升。

公司具备强大产品供应链能力+个性化服务能力：公司可为下游客户集约化供应合计 12 大类、超百万余种 SKU 的 MRO 产品，并且对电网等客户需求场景深度理解，具备一体化解决方案能力，通过属地化与下沉服务，加强客户粘性并提供高毛利产品与服务。

五大新战略行业快速推进，期待复制电网深度服务能力：在电力行业基础上，公司布局石油石化、政府应急、交通、核工业、发电集团五大行业，并努力将成熟的电网领域经验嫁接其中，持续下沉服务，加快对应用场景的了解而形成非标化的服务进程，提升非标化产品和技术服务比例。

国内细分市场分散，仍在跑马圈地阶段：细分到公司所处的国内电网、铁路、城市轨道交通等领域的 MRO 市场，具有市场集中度较低、企业数量众多、市场竞争激烈的特点。公司的主要竞争对手包括武汉巨精、里得电科、震坤行、工品汇等公司，参考全球 MRO 龙头固安捷的成功路径，国内龙头的成长潜力、服务能力、盈利能力仍有较大提升空间。

**盈利预测与评级：**我们预计 25-27 年公司实现收入为 44.6/52.0/59.6 亿元，同比增速分别为 23.6%/16.8%/14.5%，归母净利润分别为 2.61/3.09/3.67 亿元，同比增速为 17.3%/18.3%/18.7%，咸亨国际目前对应 25 年估值为 22.8X，考虑到 MRO 集采成长性较好，且公司自身净利率持续提升，目前估值仍有较大提升空间，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

MRO 集采推进速度不及预期；电力行业客户依赖度较高。

■ **盈利预测和财务指标**

| 项目\年度         | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）     | 3606   | 4456   | 5204   | 5957   |
| 增长率（%）        | 23.15  | 23.59  | 16.78  | 14.46  |
| EBITDA（百万元）   | 365.70 | 399.17 | 467.33 | 549.25 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 222.93 | 261.47 | 309.36 | 367.18 |
| 增长率（%）        | 130.67 | 17.29  | 18.31  | 18.69  |
| EPS(元/股)      | 0.54   | 0.64   | 0.75   | 0.89   |
| 市盈率（P/E）      | 26.77  | 22.82  | 19.29  | 16.25  |
| 市净率（P/B）      | 3.51   | 3.33   | 3.14   | 2.94   |
| EV/EBITDA     | 11.87  | 12.72  | 10.60  | 8.76   |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1 咸亨国际：国内 MRO 集约化供应龙头 .....         | 6  |
| 2 MRO 集采万亿市场，国内仍处渗透率提升初期.....       | 8  |
| 2.1 集约化采购渗透率仍低，较于传统采购优势显著 .....     | 8  |
| 2.2 MRO 万亿蓝海市场，政策是渗透率提升关键.....      | 9  |
| 3 复制服务优势至新客户，参考海外经验成长空间广阔 .....     | 10 |
| 3.1 强大产品供应链能力+个性化服务能力，客户聚焦央国企 ..... | 10 |
| 3.2 五大新战略规划推进，期待复制电网深度服务能力 .....    | 12 |
| 3.3 MRO 行业集中度极低，咸亨服务、盈利能力领先.....    | 14 |
| 3.4 海外成熟市场长坡厚雪，期待复制固安捷成功路径 .....    | 16 |
| 4 盈利预测及评级 .....                     | 20 |
| 5 风险提示 .....                        | 21 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 产品及服务细分类比 .....                           | 6  |
| 图表 2: 公司主要产品及服务 .....                           | 6  |
| 图表 3: 公司历史收入情况 .....                            | 7  |
| 图表 4: 公司历史净利润情况 .....                           | 7  |
| 图表 5: 公司产品结构收入 (亿元) .....                       | 7  |
| 图表 6: 公司 24 年收入结构 .....                         | 7  |
| 图表 7: 公司发展历程 .....                              | 8  |
| 图表 8: 非生产物料 MRO 与生产性物料 BOM 对比 .....             | 8  |
| 图表 9: 集约化采购较于传统采购优势显著 .....                     | 9  |
| 图表 10: 中国 MRO 市场规模预测 (万亿元) .....                | 9  |
| 图表 11: 53 号文《关于规范中央企业采购管理工作的指导意见》的通知 .....      | 10 |
| 图表 12: 数字化构架全面支撑企业数字化运营管理 .....                 | 10 |
| 图表 13: 咸亨国际电商商城具备丰富产品线 .....                    | 11 |
| 图表 14: 咸亨国际具备强大供应能力 .....                       | 11 |
| 图表 15: 公司核心客户 .....                             | 11 |
| 图表 16: 公司具备完善服务网络体系 .....                       | 12 |
| 图表 17: 公司新行业发展战略 .....                          | 12 |
| 图表 18: 五大新战略行业持续快速增长 .....                      | 13 |
| 图表 19: 受新战略行业影响毛利率净利率有所下滑 .....                 | 13 |
| 图表 20: 技术服务收入情况 .....                           | 14 |
| 图表 21: 技术服务毛利率高于其他产品 .....                      | 14 |
| 图表 22: 无人机产品展示 .....                            | 14 |
| 图表 23: 研发费用保持持续增长 .....                         | 14 |
| 图表 24: MRO 产业链情况 .....                          | 15 |
| 图表 25: MRO 行业模式比较 .....                         | 15 |
| 图表 26: 国内 MRO 参与方介绍 .....                       | 15 |
| 图表 27: 全球 MRO 龙头介绍 .....                        | 16 |
| 图表 28: 固安捷收入及增速 .....                           | 17 |
| 图表 29: 固安捷净利润及增速 .....                          | 17 |
| 图表 30: 固安捷的两种商业模式 .....                         | 18 |
| 图表 31: 面向中大客户 High-Touch Solutions 占比 8 成 ..... | 18 |
| 图表 32: 固安捷客户结构占比 .....                          | 18 |
| 图表 33: 固安捷的发展阶段 .....                           | 19 |
| 图表 34: 固安捷毛利率与净利率情况 .....                       | 19 |
| 图表 35: 固安捷人均创收 24 年达 66 万美元 .....               | 19 |

---

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 图表 36: 咸亨国际收入预测 (亿元) ..... | 20 |
| 图表 37: 可比公司估值比较 .....      | 20 |

## 1 咸亨国际：国内 MRO 集约化供应龙头

**公司是国内 MRO 集约化供应龙头：**咸亨国际成立于 2008 年，是我国公司工器具、仪器仪表等产品的 MRO 集约化供应龙头，目前业务主要服务于电力行业，并涉及铁路、城市轨道交通等领域。公司通过集约化采购（经销）以及自产的方式为下游客户集约化提供 12 大类、上百万余种 SKU 的工器具和仪器仪表类 MRO，同时，公司还具备相关技术服务能力，能够为客户提供电气设备信息采集及健康状态评价、产品维修保养等专业化技术服务。

图表1：产品及服务细分类比

|       | 品类                | 细分品类            |
|-------|-------------------|-----------------|
| 产品及服务 | 产品（经<br>销、自<br>有） | 手动工具            |
|       |                   | 机电工具            |
|       |                   | 电工器材            |
|       |                   | 标识标签            |
|       |                   | 应急装备            |
|       |                   | 其他              |
|       | 仪器仪表              | 电工仪表            |
|       |                   | 电工仪器            |
|       |                   | 其他              |
|       | 技术服务              | 电器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        |
|       |                   | 其他              |

资料来源：咸亨国际招股说明书，中邮证券研究所

图表2：公司主要产品及服务

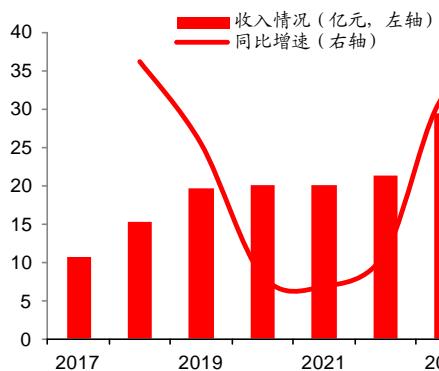


资料来源：咸亨国际公司介绍材料，中邮证券研究所整理

**22年后公司收入呈现加速状态，24年利润率改善明显：**公司24年实现收入36.06亿元，同比增长23.15%，实现归母净利润2.23亿元，同比增长130.67%。

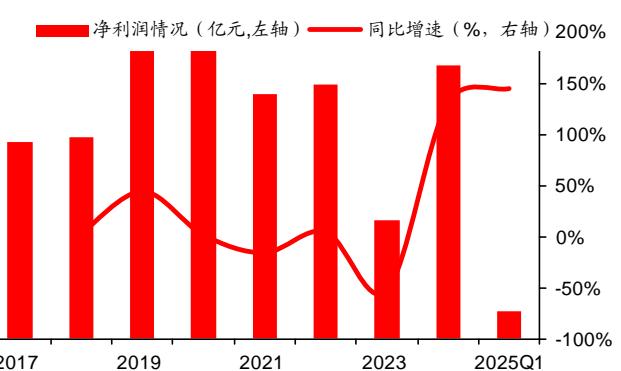
- 22年开始公司收入增长呈现加速状态，主要与公司启动新兴战略规划有关，公司在电力行业基础上，布局石油石化、政府应急、交通、核工业等多行业。
- 净利润方面，公司23年由于新开拓客户致使毛利率下滑、以及当年信托产品公允价值变动等因素导致较低基数，24年公司修炼内功，积极改善客户结构并以利润为核心，利润率改善效果显著。
- 产品结构中，公司24年工具类产品占比达65%，自主产品在整体收入中约占20%左右。

图表3：公司历史收入情况



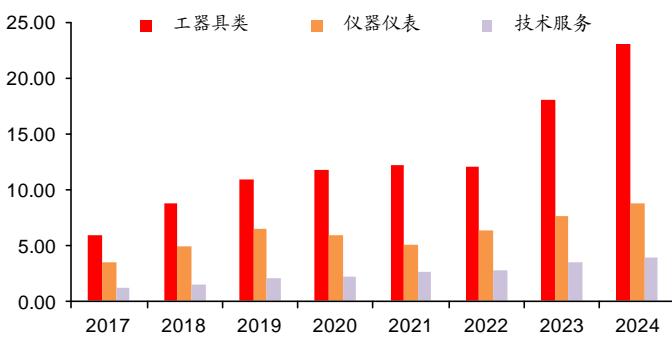
资料来源：wind, 中邮证券研究所

图表4：公司历史净利润情况



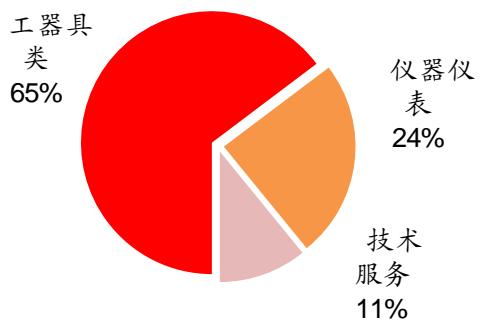
资料来源：wind, 中邮证券研究所

图表5：公司产品结构收入（亿元）



资料来源：wind, 中邮证券研究所

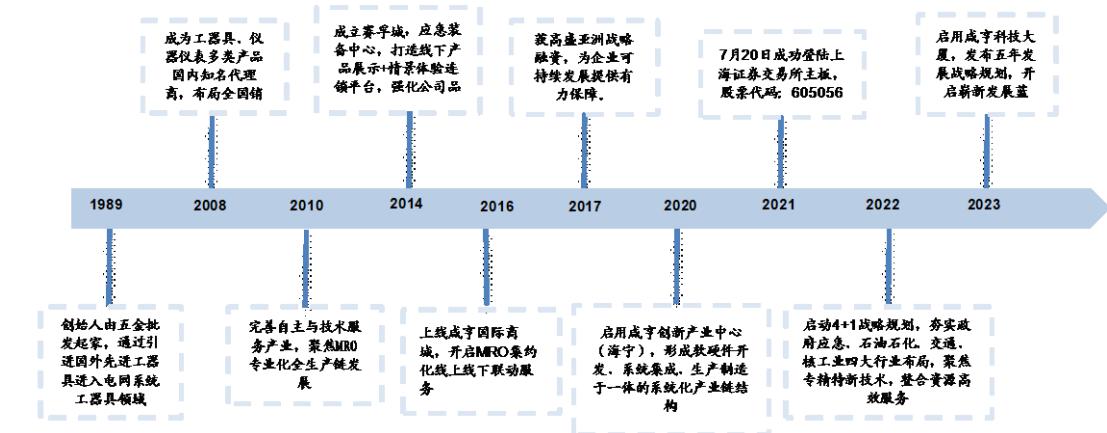
图表6：公司24年收入结构



资料来源：wind, 中邮证券研究所

**公司历史沿革：**咸亨国际成立于2008年，公司创始人王来兴1989年从五金批发起家，通过引进国外先进工器具进入电网系统工器具领域，经过三十余年发展，公司已成为具备强大线下服务能力的全国性MRO集约化供应商，客户主要涵盖国网、南网等大型央企。2022年，公司启动新兴行业战略规划，在电力行业基础上，布局石油石化、政府应急、交通、核工业四大行业。

图表7：公司发展历程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

## 2 MRO 集采万亿市场，国内仍处渗透率提升初期

MRO 的全称是 Maintenance (维护)、Repair (维修)、Operation (运行)，非主要生产设备和原材料的工业用品，只用于维护、维修、运行设备的物料和服务，可区别于生产线物料(PM)。一般 MRO 采购金额占企业总采购额的 10%，但一般需花费采购部门的 80%的时间与精力，大型企业通常需要进行 MRO 外包集约供应。

图表8：非生产物料 MRO 与生产性物料 BOM 对比

|       | 非生产物料 (MRO)                       | 生产性物料 (BOM)        |
|-------|-----------------------------------|--------------------|
| 用途    | 不直接构成产品，只用于维护、维修及运营用途             | 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、运营辅助类物资类           | 包括原材料、零部件以及半成品等    |
| 产品特点  | 涉及范围广、产品品类复杂、SKU 数量较多、单品量较少，多为易耗品 | 产品品类相对较少，单品平均价值高   |
| 采购特点  | 在计划性的采购之外，具有较强的非设计性               | 企业根据生产计划有采购计划      |
| 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、保养等本地化服务有较大需求   | 对服务要求较低            |

资料来源：中邮证券研究所整理

### 2.1 集约化采购渗透率仍低，较于传统采购优势显著

目前我国 MRO 市场集约化采购渗透率仍低，由于 MRO 品类众多、专业性强、流通链条长，其下游客户在采购时又有临时性、零散性与需求模糊的特性，相较于传统采购，集约化采购一方面更加适应客户的需求，节省采购部门时间精力，另一方面能够增加采购透明度，为客户降本增效。

图表9：集约化采购较于传统采购优势显著

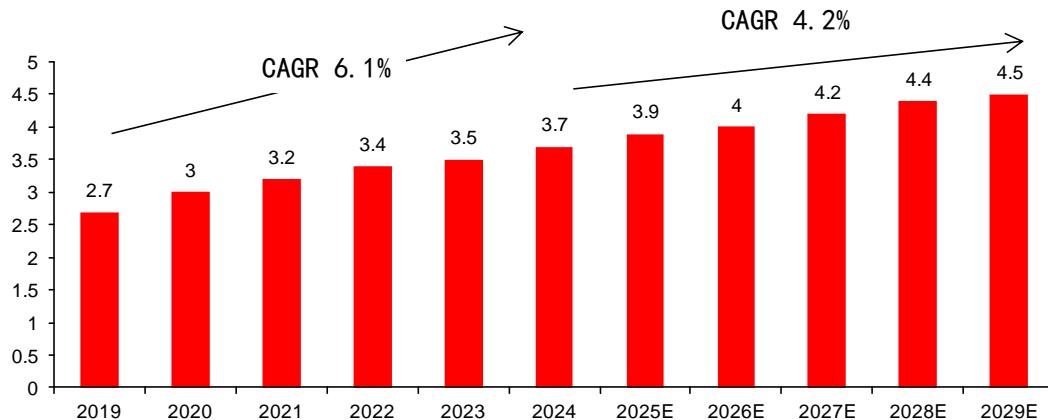
| 企业流程   | 传统采购             | 集约化                 | 电商化                        |
|--------|------------------|---------------------|----------------------------|
| 采购组织机制 | 使用单位分散采购         | 使用单位需求汇总、采购部分集中采购   | 使用单位需求汇总、采购部门集中采购、使用单位按需点单 |
| 采购计划   | 临时性、零散性          | 实施库存监测、基于多方历史、数据预测  | 实时库存监测、信息化技术预测             |
| 供应商选择  | 复杂询价、报价、商业谈判、招投标 | 供应商集中审核、多方比价、一次性招投标 | 供应商集中审核、网络比价、一次性招投标        |
| 监管管理   | 依赖事前核查把控         | 事前核查、事中监管、事后追溯      | 事前核查、事中监管、实施监控             |
| 支付结算   | 分散对账、付款、开票       | 统一对账、付款、开票          | 统一自主结算、电子发票                |
| 采购追溯   | 几乎不可追溯           | 可追溯性强               | 全程可追溯                      |

资料来源：威亨国际招股说明书，中邮证券研究所

## 2.2 MRO 万亿蓝海市场，政策是渗透率提升关键

**万亿市场空间，赛道长坡厚雪：**根据京东工业招股书数据，2024年中国MRO采购服务市场规模为3.7万亿元，19-24年对应CAGR为6.1%，约占工业品市场规模的32%；市场规模预计29年将达到4.5万亿元，24-29年对应CAGR为4.2%。

图表10：中国MRO市场规模预测（万亿元）



资料来源：京东工业招股说明书，中邮证券研究所

**政策催化是行业MRO集采渗透率提升的关键：**MRO采购市场空间达万亿以上，其中决定渗透率的关键是政策的推进及落实力度。

- 24年7月，国务院国有资产监督管理委员会印发《关于规范中央企业采购管理工作的指导意见》的通知，其中要求中央企业全力打造依法合规、公开透明、集约高效的供应链，切实提升产业链供应链韧性和安全水平，建立健全中央企业采购管理体系，

增强采购价值创造能力，全面推动中央企业采购管理规范化、精益化、协同化、智慧化发展。

- **有利于头部 MRO 供应商的份额提升：**国网电网响应政策及时，近年来，国网把线上 MRO 采购权限由地方逐步向总部集中，此外对供应商的数字化集采能力要求越来越高，均有利于头部 MRO 供应商的份额提升。

**图表11：53号文《关于规范中央企业采购管理工作的指导意见》的通知**



资料来源：中国政府网，中邮证券研究所

**图表12：数字化构架全面支撑企业数字化运营管理**



资料来源：咸亨国际商城官网，中邮证券研究所

### 3 复制服务优势至新客户，参考海外经验成长空间广阔

#### 3.1 强大产品供应链能力+个性化服务能力，客户聚焦央国企

**公司具备强大的产品供应体系：**MRO 品类众多、专业性强、流通链条长，其下游客户在采购时又有临时性、零散性与需求模糊的特性，能否具备强大的产品供应及供应链系统，是满足下游客户的一站式采购需求的关键。

- **丰富产品供应品类：**公司可为下游客户集约化供应合计 12 大类、超百万 SKU 的 MRO 产品，产品品类齐全、型号众多、结构完整，能满足客户多样化的采购需求，方便其进行集中采购，降低运营成本；在产品层次上，公司能够为客户提供针对性的选择，针对高性能的产品需求，公司能提供诸多国际知名品牌产品。
- **强大的供应链系统：**公司供应链管理以供应计划为调控枢纽，以物流管理为时效保障，以质量管理为安全保障，对产品的采购、仓储、物流、交付进行全流程控制和管理。

图表13: 咸亨国际电商商城具备丰富产品线



资料来源：咸亨国际商城官网，中邮证券研究所

图表14: 咸亨国际具备强大供应能力



资料来源：咸亨国际商城官网，中邮证券研究所

**客户聚焦央国企：**咸亨客户集中在国央企方面，目前较少涉猎政府及中小客户，一方面，央国企市场足够大，并且付款条件及现金流好于政府类客户，另一方面，在中小客户市场，全面而复杂的工业体系导致下游企业的采购需求高度分散，难以出现可以满足不同企业采购需求的大型MRO供应商。

图表15: 公司核心客户



资料来源：咸亨国际商城官网，中邮证券研究所

**场景深度理解，具备一体化解决方案能力：**公司与国网深度合作，对电力行业理解深刻，能够挖掘出客户深度需求并提供个性化、一站式解决方案，而非简单提供标准化产品，双方深度且个性化的合作既加强客户粘性，又能够提升公司盈利水平。

- **属地化与下沉服务：**公司在全国设立了多个营销服务机构，覆盖全国（除港澳台外）31个省、自治区和直辖市。公司服务人员采取属地化的方式，深入到客户需求最前端，精准对接产品使用和服务的需求，体现“服务”这一MRO最核心的要素。
- **场景深度理解：**公司拥有数百名销售人员，每日深入客户的基层实操部门。以国网巡检业务为例，找出其现有工具在品质、安全、便捷等方面不足，探寻更优替代产

品，并基于一线销售反馈的宝贵意见，公司供应链结合对国内外电网产品的了解，寻找相关匹配产品。

图表16：公司具备完善服务网络体系



资料来源：咸亨国际商场官网，中邮证券研究所

### 3.2 五大新战略规划推进，期待复制电网深度服务能力

**布局五大新战略行业，提升非标产品及技术占比：**在电力行业基础上，公司布局石油石化、政府应急、交通、核工业、发电集团五大行业，并努力将成熟的电网领域经验嫁接其中，持续下沉服务，加快对应用场景的了解而形成非标准化的服务进程，提升非标化产品和技术服务比例，逐步提升相关领域的客户粘性和竞争力。

图表17：公司新行业发展战略

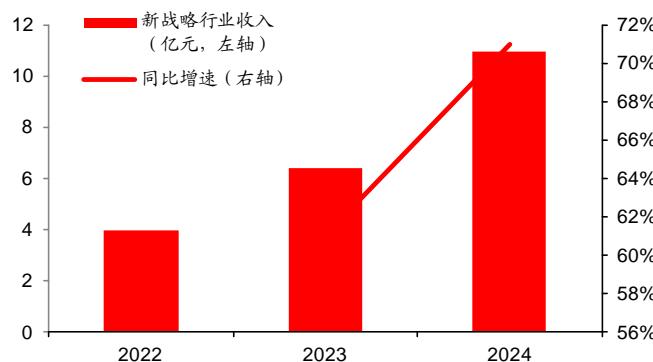


资料来源：咸亨国际公司介绍材料，中邮证券研究所整理

**新战略行业发展迅速，毛利率有望企稳：**公司自 22 年开始五大新战略行业迅速扩张，24 年五大新战略领域销售额约为 10.91 亿元，同比增长约 70.97%。由于新领域的进入，开拓新客户初期以标品为主，导致整体毛利率有所下滑，预计随着规模效应显现、以及非标准化的服务能力加强，毛利率有望逐步回升。

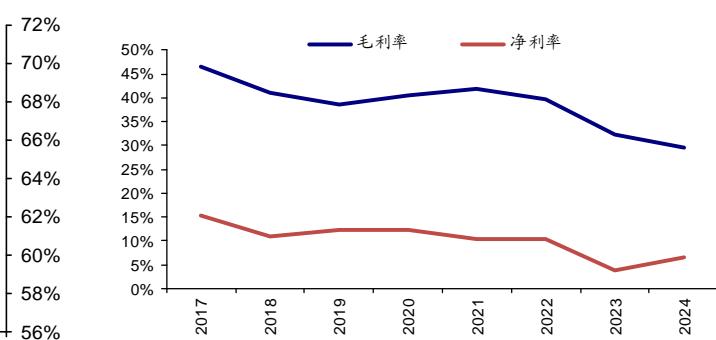
- **油气板块**为公司战略行业，客户均为重资产的能源行业，该行业对 MRO 产品的整体需求较大。24 年公司继续开发国家管网、中石化、中石油、中海油等央国企项目，积极拓品类，扩规模；同时在国家管网等领域，对场景进行深入了解和分析，发挥公司的供应链优势，寻找适配的产品和服务。
- **五大发电集团**其 MRO 集约化推进程度在近几年明显加快，公司于 23 年开始，连续中标国电投、中国华能和中国华电等大型发电集团的 MRO 采购项目，23 年公司在上述领域的营收规模几乎为零，24 年公司实现了 2.33 亿元的销售。
- **应急板块**是公司耕耘十余年的重要特色板块，公司继续发挥“赛孚城”的为线下支撑平台作用，构建政府、行业、城市安全、家庭应急场景，致力于防、抗、救三维度应急解决方案输出，不断提升安全应急装备的规模、产品质量、应用深度和广度。

图表18：五大新战略行业持续快速增长



资料来源：公司 23-24 年报，中邮证券研究所

图表19：受新战略行业影响毛利率净利率有所下滑

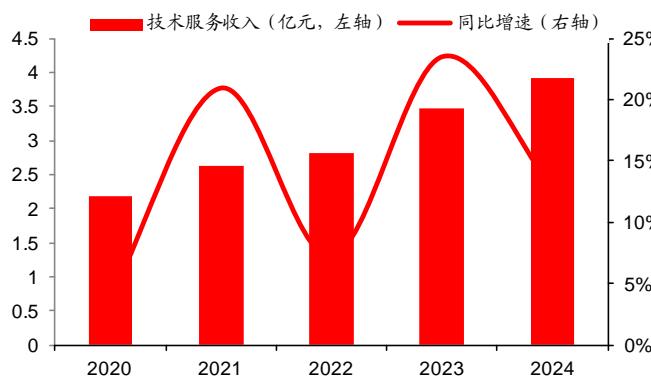


资料来源：wind，中邮证券研究所

**技术服务是增加客户粘性并提升盈利的重要一环：**公司有专业的销售及技术服务团队，能够快速响应为下游客户提供各种技术服务。集约化供应商的服务始终贯穿客户售前及售后环节。24 年公司服务板块收入实现销售收入约 3.92 亿元，同比增长约 12.85%。

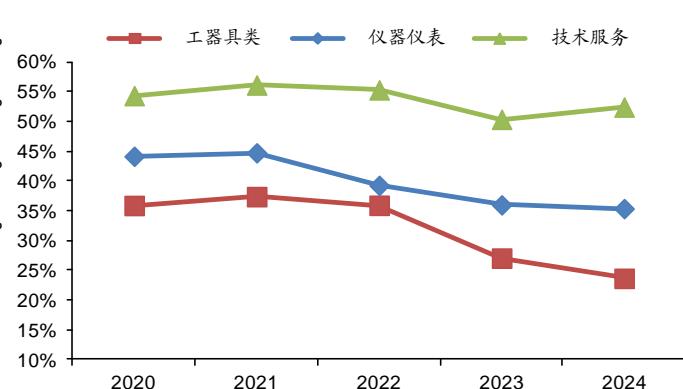
- 在售前环节，由于 MRO 的种类、型号、品牌众多，需要集约化供应商精确采集和分析客户需求，通过产品演示、产品选型、样机使用、使用培训等售前产品咨询服务，为其提供匹配的产品；在售后环节，全国性的集约化供应商能够快速响应客户对于相关产品的售后服务需求，如某些技术含量较高的仪器的后期使用培训、维护保养等。

图表20：技术服务收入情况



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表21：技术服务毛利率高于其他产品



资料来源：wind，中邮证券研究所

**技术服务包括：**电力设备状态检测、无损检测、消防检测和运维、无人机智能巡检、地下管网探测、计量校准检测、专项技能培训、实训方案和应急演练等内容。

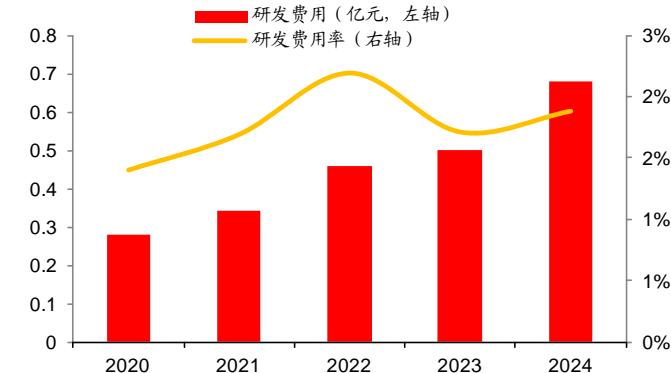
- 以公司的无人机板块为例，公司依托十多年产品技术的迭代与升级，形成了以无人机能力开发为核心的“软、硬、培、服”完整产业链的综合模式，主要涉及无人机智能巡检及深化服务，涵盖电网、油气、光伏、风能、应急救援等场景的多维应用，除了给客户提供无人机、自动机场、反制设备等硬件产品外，还依托公司自主研发的无人机智慧巡检系统等平台，提供自主巡检、AI识别、智能分析、飞手培训等一站式服务解决方案。

图表22：无人机产品展示



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表23：研发费用保持持续增长



资料来源：wind，中邮证券研究所

### 3.3 MRO 行业集中度极低，咸亨服务、盈利能力领先

MRO 供应商包括传统 MRO 经销商与工业品电商平台，下游行业众多涵盖各类工业领域，客户包括各类大型央国企、民营企业等。咸亨主要为工器具、仪器仪表等类产品的 MRO 集约化供应商，目前主要聚焦于电网、铁路、城市轨道交通等领域，尤其以电网领域为主。

- 中国 MRO 行业代表性商业模式可分为横向模式与纵向模式，横向模式是指以京东工业品为代表的平台型企业，其销售的产品以标品居多，主要面向中小客户。纵向模式指

集约供应商垂直深耕某特定细分行业，对应用场景的深度理解，通过产品+服务的形式满足客户需求，主要面向国央企大型企业，咸亨目前的商业模式更偏向纵向模式。

图表24：MRO 产业链情况



资料来源：京东工业招股说明书，中邮证券研究所

图表25：MRO 行业模式比较

|       | 横向模式        | 纵向模式   |
|-------|-------------|--------|
| 代表企业  | 京东、震坤行      | 咸亨国际   |
| 市场与逻辑 | 平台型、产业互联网   | 垂直深耕   |
| 目标市场  | 范围广         | 细分领域   |
| 获客方式  | 线上为主        | 线下为主   |
| 产品特点  | 标准化产品为主、多品类 | 非标产品为主 |
| 毛利率   | 相对低         | 相对高    |
| 能力    | 供应链         | 产品+服务  |

资料来源：中邮证券研究所梳理

**国内细分市场分散，仍在跑马圈地阶段：**细分到公司所处的国内电网、铁路、城市轨道交通等领域的 MRO 市场，具有市场集中度较低、企业数量众多、市场竞争激烈的特点。公司的主要竞争对手包括武汉巨精、里得电科、震坤行、工品汇等公司。

- MRO 工业领域集中度极低，咸亨国际在工业 MRO 目前处于领先水平，从客户数量、市场规模、服务能力、盈利能力等方面均领先于其他类型企业。
- 在欧美成熟市场中，固安捷的渗透率在 4%-5%，国内尚未出现渗透率超过 1% 的集约供应商，中国的 MRO 集约化行业目前仍处发展的初期。

图表26：国内 MRO 参与方介绍

|                     | 主营业务  | 下游客户                                 | 市场规模                 |
|---------------------|---|--------------------------------------|----------------------|
| 咸亨国际<br>(605056.SH) | 公司为工器具、仪器仪表等类的 MRO 集约化供应商，并从事上述产品的研发、生产、销售及相关技术服务。                  | 电力行业、铁路、城市轨道交通等多领域                   | 2024 年收入 29.3 亿元     |
| 晨光股份<br>(603899.SH) | 公司是综合文具公司，产品涵盖书写工具、学生文具、办公文具及其他相关产品四大领域，其中科力普业务覆盖 MRO、办公集采、员工福利等品类。 | 政府、金融、央国企、中间市场、外资 500 强企业等超过 6 万家客户。 | 2024 年科力普收入 138.3 亿元 |
| 震坤行<br>(ZKH.N)      | 公司为客户提供一站式 MRO 采购和管理服务，并为行业价值链                                      | 企业客户及小型客户                            | 2024 年收入 87.6 亿元     |

|                     |  |   |                           |
|---------------------|--|---|---------------------------|
|                     | 上的参与者提供数字化和履行解决方案。   |   |                           |
| 齐心集团<br>(002301.SZ) | 公司为企业发展现代办公整体解决方案的服务商，主营业务围绕大办公产业链所涵盖的硬件、软件和服务等多个领域。           | MRO 业务服务于政府、金融、央国企等大型客户                         | 2024 年 B2B 业务收入 113.52 亿元 |
| 武汉巨精                | 公司主要从事机械设备、五金工具、机电产品、电器机械开发、生产和售后服务；五金模具、塑料模具的设计加工制作。          | 电力企业系统  |                           |
| 西域机电                | 公司致力于成为 MRO 数字供应链专家，专注于数字化采购方案的技术创新，为客户提供专业化、高标准的 MRO 数字化采购服务。 | 客户包括 80% 国央企以及 60% 的全球 500 强企业在内的 30000 余家国内外企业 |                           |

资料来源：公司招股说明书及各公司年报，西域智慧供应链、wind，中邮证券研究所

### 3.4 海外成熟市场长坡厚雪，期待复制固安捷成功路径

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，全球前四大 MRO 工业品供应商分别为固安捷(W.W.Grainger)、欧时公司(Electrocomponents Plc, RS Components)、索能达(Sonepar SA) 和伍尔特集团(Würth Group)。

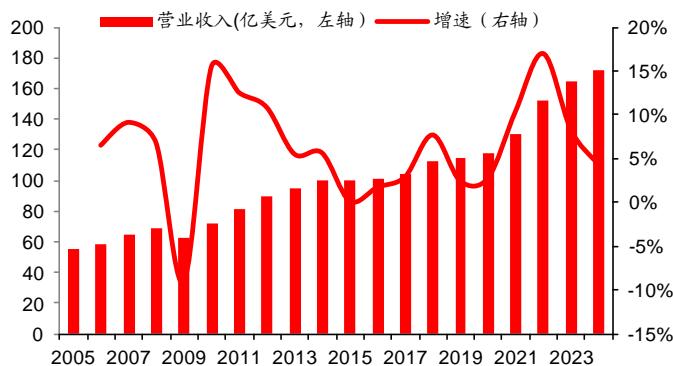
图表27：全球 MRO 龙头介绍

|      | 主营业务  | 主要产品  | 主要客户   |
|------|---|---|--|
| 固安捷  | 全球领先的 MRO 工业品分销商。致力于为广大客户提供专业的 MRO 采购服务，节省客户的时间和成本。2019 年度营业收入约合 801 亿元                     | 包括手动工具、电动工具、电工器材、物料搬运设备、安全保障用品、清洁和维护用品等 MRO，SKU 超过 150 万；自有品牌收入 21% | 客户数量超过 350 万个，涵盖：制造业（重工业 17%、轻工业 10%）、政府机构（14%）、零售业、建筑业、运输业等行业领域   |
| 快扣   | 是一家工业和建筑用品的批发零售商。主要的产品有：紧固件，工具，刃具，液压系统和气动，材料处理，清洁用品，电器用品，焊接用品，安全用品和金属。2019 年度营业收入约合 372 亿元。 | 包括手动工具、电动工具、电工器材、紧固件、安全保障用品、螺丝、螺帽等 MRO 产品自有品牌收入占总收入约 20%            | 客户数量约为 24.70 万个，涵盖：制造业 67.5%、非住宅建设 12.9%（包括电工、管道、钢铁和道路承包商）其他 19.6%（包括铁路、石油勘探公司、石油生产和提炼公司、采矿公司、联邦，州和地方政府实体、学校和某些零售行业） |
| 欧时公司 | 全球领先的高品质服务分销商，经销电子、自动化与控制元件、工具和耗材。2019 财年营业收入约合 166 亿元。                                     | 包括手动工具、电动工具、电工器材、电子元器件、安全保障用品、清洁和维护用品等 MRO 自有品牌收入占总收入 13%           | 涵盖设计公司、制造公司和维护公司   |
| 威亨国际 | 公司为工器具、仪器仪表等类的 MRO 集约化供应商，并从事上述产品的研发、生产、销售及相关技术服务，目前业务主要服务于电力行业，并涉及铁路、城市轨道交通等领域。            | 主要包括手动工具、机电工具、电工器材、标识标签、应急装备等工器具类产品和电工仪器、电工仪表等仪器仪表类产品               | 国家电网有限公司<br>中国南方电网有限责任公司<br>中国国家铁路集团有限公司<br>中国石油化工集团有限公司<br>中国石油天然气集团有限公司  |

资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

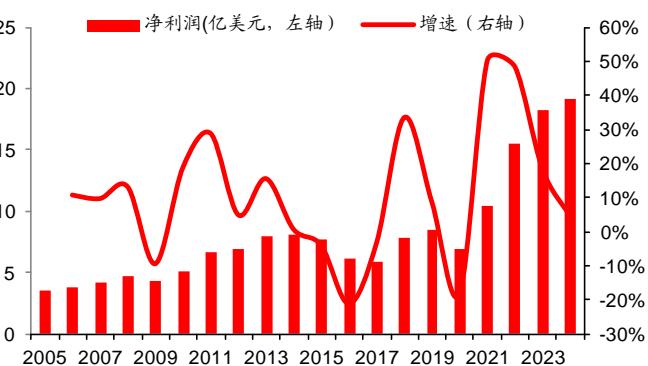
固安捷于 1927 年在美国成立，是拥有 90 多年历史的美国 500 强企业之一，通过不断收购扩张、模式迭代，成为全球最大的 MRO 产品及服务的分销商，销售区域从北美洲的美国走向加拿大，进而扩张到欧洲及亚洲市场，公司经营种类从最初的电气设备批发延展到了超 150 万种丰富的 MRO 品类、SKU 达 2600 万个。24 年固安捷实现收入 171.7 亿美元，实现净利润 19.1 亿美元。

图表28：固安捷收入及增速



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表29：固安捷净利润及增速

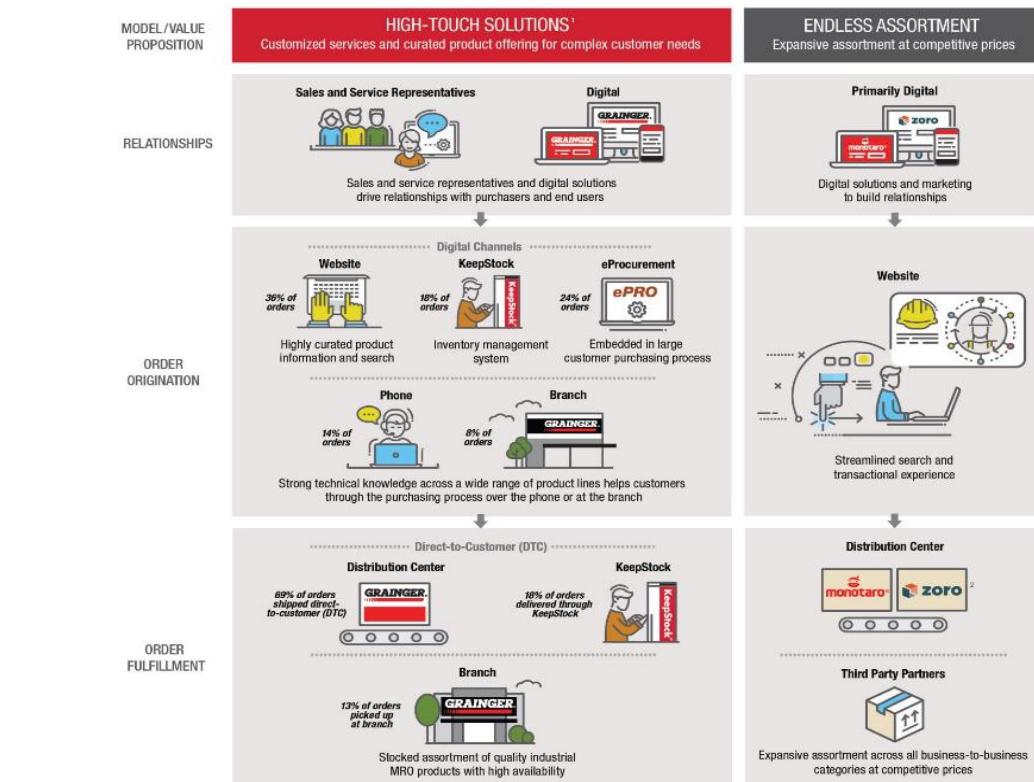


资料来源：wind，中邮证券研究所

固安捷公司有两类商业模式满足不同类型客户需求：1) High-Touch Solutions N. A. 模式，主要为中高端客户提供定制化产品及服务，24 年收入占比达到 81%，主要业务区域在美国、加拿大、墨西哥和波多黎各。2) Endless Assortment 模式提供了一个精简透明的线上平台，支持百万产品的一站式采购，旗下的品牌有 Zoro Tool, Inc 和 MonotaRO Co., Ltd, 24 年收入占比达 16%，主要在美国与日本运营。

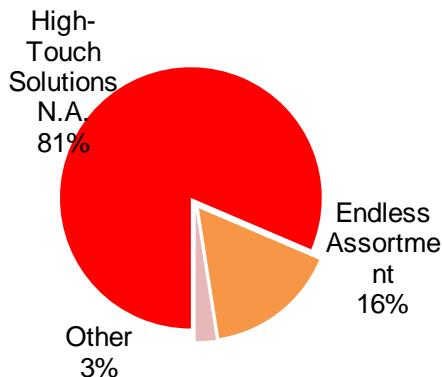
- 按客户种类区别，24 年收入中占比最高的为制造业、政府、批发零售渠道，分别占比为 31%、16%、9%。

图表30：固安捷的两种商业模式



资料来源：固安捷 24 年年报，中邮证券研究所

图表31：面向中大客户 High-Touch Solutions 占比 8 成 图表32：固安捷客户结构占比



资料来源：固安捷 24 年年报，中邮证券研究所

|                                  | 2024                      |                    |                              |
|----------------------------------|---------------------------|--------------------|------------------------------|
|                                  | High-Touch Solutions N.A. | Endless Assortment | Total Company <sup>(2)</sup> |
| Manufacturing                    | 31 %                      | 29 %               | 31 %                         |
| Government                       | 19 %                      | 3 %                | 16 %                         |
| Wholesale                        | 7 %                       | 18 %               | 9 %                          |
| Commercial Services              | 7 %                       | 12 %               | 8 %                          |
| Contractors                      | 5 %                       | 12 %               | 6 %                          |
| Healthcare                       | 7 %                       | 2 %                | 6 %                          |
| Retail                           | 4 %                       | 4 %                | 4 %                          |
| Transportation                   | 4 %                       | 2 %                | 4 %                          |
| Utilities                        | 3 %                       | 2 %                | 3 %                          |
| Warehousing                      | 3 %                       | — %                | 2 %                          |
| Other <sup>(3)</sup>             | 10 %                      | 16 %               | 11 %                         |
| Total net sales                  | 100 %                     | 100 %              | 100 %                        |
| Percent of total company revenue | 80 %                      | 18 %               | 100 %                        |

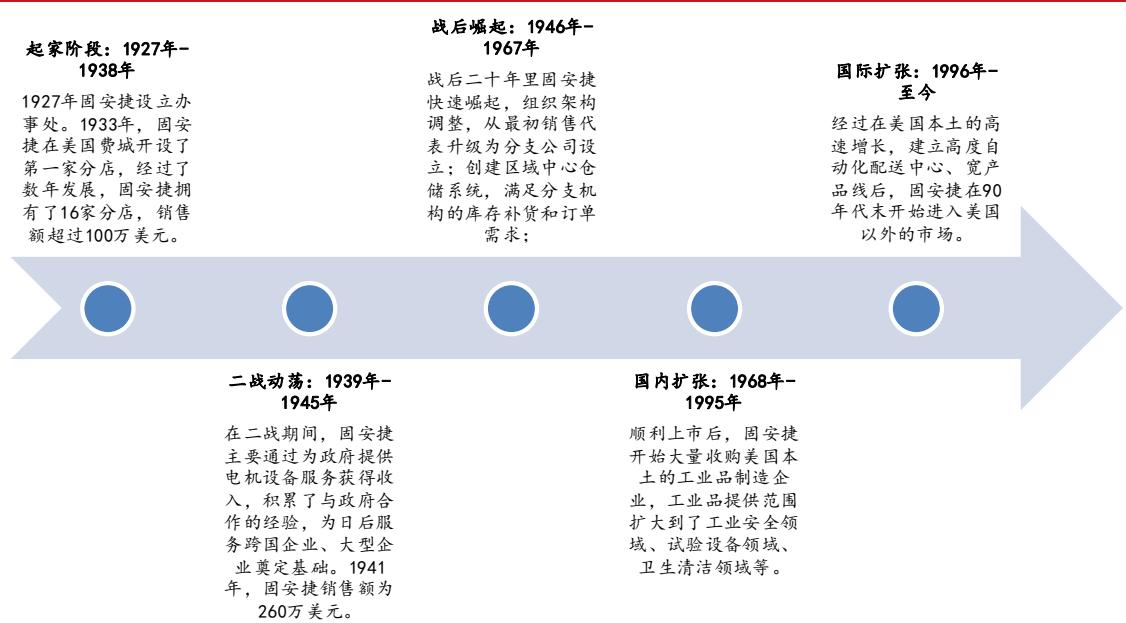
资料来源：固安捷 24 年年报，中邮证券研究所

固安捷能够发展为全球 MRO 龙头，其发展过程中的特点值得借鉴：

- 1) **MRO 产品标准化，全球供应链布局：**公司产品种类覆盖 18 个工业领域，能够提供工具、劳保、金属用品、仪器仪表、搬运及存储、机械部件等各类产品。公司采购网络遍布全球，分销中心、线下网点数量众多，并储备一定量库存，公司在全球不同区域拥有 34 家配送中心，362 家分支机构。自有品牌销售占比 20%以上，是公司获得较高毛利率的重要支撑。

- 2) **数字化系统运营:** 公司具备线上商城满足客户线上渠道采购需求, 数字化运营系统能够将客户的采购行为进行分析, 对仓库的运转效率及 SKU 进行优化, 从而达到提升存货周转率效果。
- 3) **外延并购扩张品类及渠道:** 公司不断通过外延并购扩张规模及进军海外市场, 收购标的涵盖非美工业品龙头、本土技术服务商等, 以实现服务协同与品类及区域扩张。

**图表33: 固安捷的发展阶段**

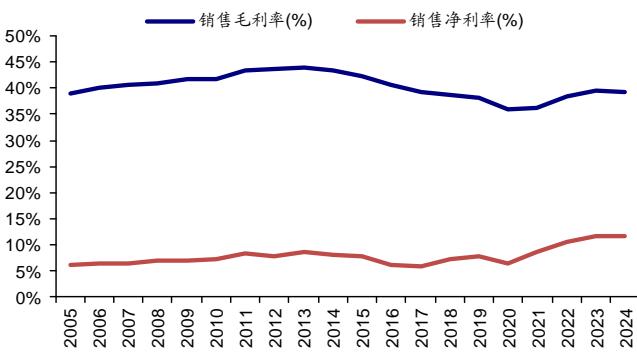


资料来源：固安捷 24 年年报, 《万亿规模的工业品市场, 何时出现中国版固安捷》作者鸿键, 中邮证券研究所

**较于海外龙头, 国内 MRO 成长空间仍大:** 从海外经验来看, 服务大型客户能够诞生固安捷、快扣此类收入体量大、毛利水平高、供应链网络壁垒高的行业龙头, 国内龙头规模及盈利能力相比仍差距较大。

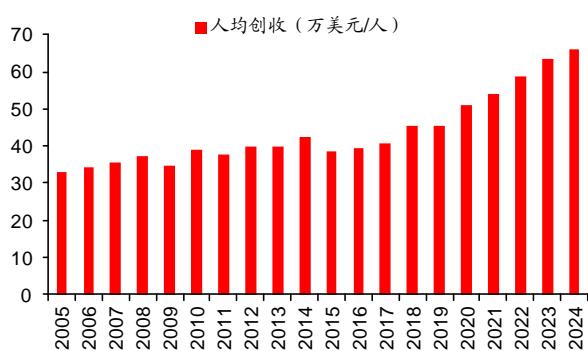
- 固安捷 24 年的毛利率超过 40%, 平均净利率约 10%, 并且盈利能力近年来呈现持续增强态势; 与美国企业相比, 国内 MRO 采购服务的渗透率在持续提升, 竞争格局变得更加集中, 但盈利能力仍有差距, 长期国内龙头企业盈利能力有望向全球 MRO 龙头靠拢。

**图表34: 固安捷毛利率与净利率情况**



资料来源: wind, 中邮证券研究所

**图表35: 固安捷人均创收 24 年达 66 万美元**



资料来源: wind, 中邮证券研究所

## 4 盈利预测及评级

### 关键盈利假设：

**国家电网：**我们预计电网客户 25-27 年每年实现 5%收入稳定增长，一方面电网未来新建资本开支相对稳定，公司在电网 MRO 集采中份额仍低，预计渗透率缓步提升，另一方面，电网对于 MRO 产品的更新需求持续释放，我们预估 25-27 年毛利率为 36%，较 24 年小幅回落。

**五大新战略行业：**包括石油石化、核工业、交通、应急以及发电行业，22 年新战略提出后，公司积极开拓新领域客户，同时在阳光化集采政策催化下，战略规划行业龙头企业均加速推进 MRO 集采，公司有望份额迅速提升。我们预计 25-27 年公司收入增速为 43.7%、26.0%、20.6%，毛利率 25-27 年为 23%、24%、25%，在产品结构提升趋势下每年提升 1pct。

**图表36：咸亨国际收入预测（亿元）**

|       | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总营业收入 | 29.28 | 36.06 | 44.6  | 52.0  | 59.6  |
| yoy   | 37.9% | 23.2% | 23.6% | 16.8% | 14.5% |
| 毛利率   | 32.2% | 29.7% | 28.7% | 28.7% | 29.0% |
| 电力行业  | 17.64 | 18.63 | 19.56 | 20.54 | 21.57 |
| yoy   | 32.4% | 5.6%  | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
| 毛利率   | 34.7% | 36.7% | 36.0% | 36.0% | 36.0% |
| 其他行业  | 11.62 | 17.40 | 25.00 | 31.50 | 38.00 |
| yoy   | 47.1% | 49.7% | 43.7% | 26.0% | 20.6% |
| 毛利率   | 28.3% | 22.1% | 23.0% | 24.0% | 25.0% |

资料来源：wind，中邮证券研究所预测

**盈利预测与评级：**我们预计 25-27 年公司实现收入为 44.6/52.0/59.6 亿元，同比增速分别为 23.6%/16.8%/14.5%，归母净利润分别为 2.61/3.09/3.67 亿元，同比增速为 17.3%/18.3%/18.7%，咸亨国际目前对应 25 年估值为 22.8X，考虑到 MRO 集采成长性较好，且公司自身净利率持续提升，目前估值仍有较大提升空间，给予“买入”评级。

**图表37：可比公司估值比较**

| 公司代码      | 公司名称 | EPS (元/股) |       | PE   |       | 市值(亿元) |
|-----------|------|-----------|-------|------|-------|--------|
|           |      | 2024      | 2025E | 2024 | 2025E | 2026E  |
| 603899.SH | 晨光股份 | 1.51      | 1.71  | 1.92 | 20.0  | 18.4   |
| 002301.SZ | 齐心集团 | 0.09      | 0.28  | 0.34 | 81.6  | 26.5   |
| 002791.SZ | 坚朗五金 | 0.25      | 0.58  | 0.82 | 89.4  | 38.0   |
| 605056.SH | 咸亨国际 | 0.54      | 0.64  | 0.75 | 26.8  | 22.8   |
|           |      |           |       |      |       | 19.3   |
|           |      |           |       |      |       | 60     |

资料来源：wind，咸亨国际为中邮证券研究所预测值，其余公司为 wind 一致预期，估值以 6 月 9 日收盘价计算。

## 5 风险提示

- 1) MRO 集采推进速度不及预期，目前政策执行力度仍是影响央国企推行集采的关键因素；
- 2) 电力行业客户依赖度较高，目前国网占比公司收入比例较高，若国网采购政策及需求发生不利变化，则可能公司业绩产生不利影响。

**财务报表和主要财务比率**

| 财务报表(百万元)    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 主要财务比率       | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>利润表</b>   |       |       |       |       |              |        |       |       |       |
| 营业收入         | 3606  | 4456  | 5204  | 5957  | 成长能力         |        |       |       |       |
| 营业成本         | 2537  | 3177  | 3709  | 4230  | 营业收入         | 23.1%  | 23.6% | 16.8% | 14.5% |
| 税金及附加        | 22    | 28    | 32    | 37    | 营业利润         | 113.8% | 16.8% | 18.3% | 18.7% |
| 销售费用         | 368   | 446   | 520   | 596   | 归属于母公司净利润    | 130.7% | 17.3% | 18.3% | 18.7% |
| 管理费用         | 269   | 333   | 389   | 445   | 盈利能力         |        |       |       |       |
| 研发费用         | 68    | 84    | 98    | 112   | 毛利率          | 29.7%  | 28.7% | 28.7% | 29.0% |
| 财务费用         | -5    | -3    | -4    | -5    | 净利率          | 6.2%   | 5.9%  | 5.9%  | 6.2%  |
| 资产减值损失       | -6    | -5    | -5    | -5    | ROE          | 13.1%  | 14.6% | 16.3% | 18.1% |
| 营业利润         | 316   | 369   | 436   | 518   | ROIC         | 13.6%  | 14.7% | 16.3% | 18.0% |
| 营业外收入        | 1     | 0     | 0     | 0     | 偿债能力         |        |       |       |       |
| 营业外支出        | 2     | 0     | 0     | 0     | 资产负债率        | 46.6%  | 50.4% | 52.4% | 53.7% |
| 利润总额         | 315   | 369   | 436   | 518   | 流动比率         | 1.75   | 1.68  | 1.66  | 1.65  |
| 所得税          | 75    | 88    | 104   | 123   | 营运能力         |        |       |       |       |
| 净利润          | 240   | 281   | 333   | 395   | 应收账款周转率      | 2.77   | 2.78  | 2.73  | 2.72  |
| 归母净利润        | 223   | 261   | 309   | 367   | 存货周转率        | 12.03  | 15.04 | 14.83 | 14.87 |
| 每股收益(元)      | 0.54  | 0.64  | 0.75  | 0.89  | 总资产周转率       | 1.16   | 1.28  | 1.32  | 1.36  |
| <b>资产负债表</b> |       |       |       |       |              |        |       |       |       |
| 货币资金         | 832   | 938   | 1060  | 1202  | 每股指标(元)      |        |       |       |       |
| 交易性金融资产      | 16    | 16    | 16    | 16    | 每股收益         | 0.54   | 0.64  | 0.75  | 0.89  |
| 应收票据及应收账款    | 1456  | 1780  | 2062  | 2346  | 每股净资产        | 4.15   | 4.37  | 4.63  | 4.94  |
| 预付款项         | 37    | 46    | 54    | 62    | 估值比率         |        |       |       |       |
| 存货           | 190   | 233   | 267   | 302   | PE           | 26.77  | 22.82 | 19.29 | 16.25 |
| 流动资产合计       | 2638  | 3132  | 3589  | 4067  | PB           | 3.51   | 3.33  | 3.14  | 2.94  |
| 固定资产         | 294   | 280   | 260   | 237   | 现金流量表        |        |       |       |       |
| 在建工程         | 40    | 30    | 25    | 22    | 净利润          | 240    | 281   | 333   | 395   |
| 无形资产         | 147   | 147   | 147   | 147   | 折旧和摊销        | 47     | 34    | 35    | 36    |
| 非流动资产合计      | 612   | 589   | 564   | 539   | 营运资本变动       | -31    | -53   | -59   | -64   |
| 资产总计         | 3250  | 3721  | 4153  | 4606  | 其他           | 33     | 24    | 26    | 26    |
| 短期借款         | 29    | 29    | 29    | 29    | 经营活动现金流净额    | 289    | 286   | 335   | 392   |
| 应付票据及应付账款    | 967   | 1212  | 1414  | 1613  | 资本开支         | -95    | -10   | -10   | -10   |
| 其他流动负债       | 509   | 625   | 723   | 822   | 其他           | -78    | 1     | 0     | 0     |
| 流动负债合计       | 1505  | 1866  | 2167  | 2464  | 投资活动现金流净额    | -173   | -10   | -10   | -10   |
| 其他           | 10    | 10    | 10    | 10    | 股权融资         | 4      | 1     | 0     | 0     |
| 非流动负债合计      | 10    | 10    | 10    | 10    | 债务融资         | -21    | 0     | 0     | 0     |
| 负债合计         | 1515  | 1876  | 2177  | 2475  | 其他           | -152   | -171  | -203  | -241  |
| 股本           | 410   | 410   | 410   | 410   | 筹资活动现金流净额    | -168   | -170  | -203  | -241  |
| 资本公积金        | 732   | 732   | 732   | 732   | 现金及现金等价物净增加额 | -52    | 106   | 122   | 142   |
| 未分配利润        | 508   | 559   | 620   | 692   |              |        |       |       |       |
| 少数股东权益       | 32    | 52    | 75    | 103   |              |        |       |       |       |
| 其他           | 53    | 92    | 138   | 193   |              |        |       |       |       |
| 所有者权益合计      | 1734  | 1845  | 1976  | 2131  |              |        |       |       |       |
| 负债和所有者权益总计   | 3250  | 3721  | 4153  | 4606  |              |        |       |       |       |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准  | 类型    | 评级   | 说明                        |
|---|-------|------|---------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司的股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上      |
|   |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间  |
|   |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
|   |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下     |
|   | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上      |
|   |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
|   |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下     |
|   | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上     |
|   |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间  |
|   |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间  |
|   |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下     |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼  
邮编：518048