

2026 年 01 月 05 日

震坤行 (ZKH.US)

SDICS I

公司探访

证券研究报告

软件与互联网

一站式 MRO 服务平台，业绩或进入修复周期

震坤行在国内数字化工业用品服务（MRO）市场中，份额仅次于京东工业。以 1H25 业绩看，震坤行 GMV/总收入/毛利约为京东工业的 31%/40%/36%，当前市值约为京东工业的 12%。考虑公司 4 季度有望实现扭亏为盈，业绩重启增长周期，我们认为有望带动估值修复，建议关注。

报告摘要

一站式数字化工业用品服务平台。震坤行主要业务为一站式工业用品采购与管理服务，主要客户为制造业企业，帮助其降低工业用品采购和管理成本，提升供应链效率。业务模式上，以自营 1P 为主（3Q25 1P GMV 占比 87%），兼顾 3P 平台模式。2024 年，整体 GMV 为 105 亿元，对应的 2020-2024 CAGR 为 20.5%。2025 年前 3 季度 GMV 合计为 72 亿元，同比降 12%，其中 3 季度降幅已收窄至 2%，主要反映主动的战略调整。3Q25 客户数量为 7.1 万，同比增 48%。

财务表现：收入恢复正增长，亏损持续收窄。2025 年 3 季度总收入为 23 亿元同比增 2%（图表 1-2），收入恢复正增长。毛利为 3.9 亿元，同比持平，毛利率为 16.8%，相对平稳。销售/研发/行政费用同比降 13%/19%/17%，占收入比合计同比降低 3 个百分点，经营效率持续优化。进调整净亏损为 1,400 万元，对比去年同期/2Q25 为亏损 6,600 万元/3,700 万元，亏损持续收窄。

和京东工业的对比分析：以 2025 年上半年业绩对比看（图表 3-8），震坤行 GMV/总收入/毛利约为京东工业的 31%/40%/36%，上半年震坤行毛利率为 16.8%，略低于京东工业的 18.6%，在经调整净利润层面，震坤行亏损率为 2.1%，对比京东工业利润率为 4.8%，后者已进入稳态盈利阶段。我们认为从毛利率层面到净利润率的差异，主要反映业务规模不同带来的规模经济差异。

行业前景：预计行业未来 4 年中高个位数增长。根据京东工业招股书中灼识咨询数据，预计 2025 年中国工业供应链技术与服务市场规模约为 8,000 亿元，同比增 6.6%，预计到 2029 年规模增至 1.1 万亿元，2025-2029E CAGR 为 8.3%，增长驱动来自工业企业提升采购效率及降本增效的需求强劲，使得线上渗透率提升。行业竞争格局分散，以 2024 年交易规模计，京东工业份额为 4.1%，震坤行为 1.5%，其他 MRO 采购服务提供商包括西域、鑫方盛、得力集团等。

未来业绩看点：1) 扭亏为盈前景。根据 3Q25 公司业绩会，预计 4Q25 有望实现单季度扭亏为盈。根据我们与管理层交流信息，2026 年 GMV 增速目标为 15-20%，2026 年经调整净利润目标为 1.5 亿元，利润率提升至 1%+，驱动来自快于行业增速的 GMV 增长、收入端恢复增长、自毛利率更高的自有品牌 GMV 占比提升（目前约为 8%，中长期目标为 30%+）、经营效率优化等。2) 出海：当前出海战略为服务中国制造业企业出海，同时已在美国上线独立站 Northsky，并入驻亚马逊等主要电商平台，管理层强调中长期出海决心。

估值：震坤行现价对应市销率-TTM 为 0.42x，对比京东工业为 1.53x。京东工业当前市值 375 亿港元，震坤行为 6.0 亿美元（约 46.6 港元），市值为京东工业的 12%，对比收入为京东工业的 40%。考虑震坤行业绩有望进入修复周期、扭亏为盈前景等，我们认为公司估值水平或有较大提升空间。建议关注。

风险：GMV 增速不及预期；历史业绩为净亏损，扭亏时点及常态化盈利水平仍具有不确定性。

投资评级

未有

6 个月目标价

未有

股价 2026-01-02

3.69 美元

总市值(百万美元)	599
流通市值(百万美元)	599
总股本(百万股)	130
流通股本(百万股)	130
12 个月低/高(美元)	3.7/3.8
平均成交(百万美元)	0.4315

股东结构

陈龙	15.69%
Eastern Bell	14.42%
腾讯 (700.HK)	9.28%
Genesis Capital	6.99%
Canada Pension Plan	6.55%
其他	47.07%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.63	25.68	-17.04
绝对收益	10.48	27.68	1.37

数据来源：彭博，万得，国投证券国际

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

财务概览

图表 1: 利润表

百万元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2022	2023	2024
总收入	2,250	2,250	2,281	2,370	1,935	2,167	2,328	8,315	8,721	8,761
同比	16%	9%	1%	-3%	-14%	-4%	2%		5%	0%
营业成本	-1,526	-1,867	-1,892	-1,965	-1,603	-1,810	-1,938	-6,998	-7,269	-7,251
毛利	383	383	388	405	332	357	390	1,318	1,452	1,510
同比	16%	14%	5%	-3%	-13%	-7%	0%		10%	4%
毛利率	17.0%	17.0%	17.0%	17.1%	17.2%	16.5%	16.8%	15.8%	16.7%	17.2%
履约成本	-97	-99	-100	-95	-93	-91	-90	-467	-439	-392
同比	-12%	-7%	-12%	-12%	-4%	-8%	-10%		-6%	-11%
占收入比	4.3%	4.4%	4.4%	4.0%	4.8%	4.2%	3.9%	5.6%	5.0%	4.5%
销售费用	-164	-158	-168	-152	-137	-149	-146	-683	-701	-642
同比	-9%	-6%	-8%	-11%	-17%	-5%	-13%		3%	-8%
占收入比	7%	7%	7%	6%	7%	7%	6%	8%	8%	7%
研发费用	-40	-38	-50	-41	-40	-41	-40	-241	-176	-169
同比	-17%	-16%	12%	10%	-1%	8%	-19%		-27%	-4%
占收入比	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%
行政费用	-162	-159	-176	-150	-143	-147	-146	-612	-535	-647
同比	16%	16%	17%	38%	-12%	-7%	-17%		-13%	21%
占收入比	7%	7%	8%	6%	7%	7%	6%	7%	6%	7%
经营亏损	-71	-71	-105	-33	-81	-72	-32	-686	-399	-339
同比	-52%	-42%	-13%	381%	13%	1%	-69%		-42%	-15%
经营亏损率	-3.2%	-3.2%	-4.6%	-1.4%	-4.2%	-3.3%	-1.4%	-8.2%	-4.6%	-3.9%
净亏损	-91	-66	-82	-29	-67	-54	-24	-731	-305	-268
同比	-7%	-49%	-16%	-244%	-27%	-19%	-70%		-58%	-12%
净亏损率	-4.0%	-2.9%	-3.6%	-1.2%	-3.4%	-2.5%	-1.0%	-8.8%	-3.5%	-3.1%
经调整净亏损	-35	-35	-66	-15	-50	-37	-14	-626	-288	-160
同比	-60%	-73%	-33%	-155%	44%	5%	-79%		-54%	-45%
经调整净亏损率	-1.5%	-1.5%	-2.9%	-0.6%	-2.6%	-1.7%	-0.6%	-7.5%	-3.3%	-1.8%
经调整EBITDA	-47	-47	-63	-13	-52	-39	-8	-561	-212	-193
同比	-34%	-56%	-17%	-131%	10%	-18%	-87%		-62%	-9%
经调整EBITDA亏损率	-2.1%	-2.1%	-2.8%	-0.6%	-2.7%	-1.8%	-0.4%	-6.8%	-2.4%	-2.2%

资料来源: 公司财报, 国投证券国际

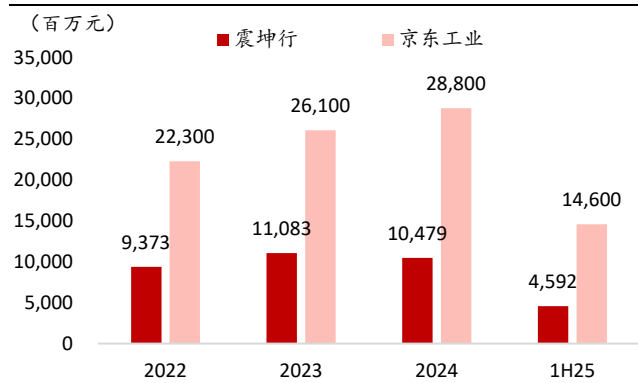
图表 2: 交易规模及结构

GMV	2,755	2,755	2,686	2,690	2,172	2,420	2,623	9,373	11,083	10,479
同比	16%	6%	-7%	-16%	-21%	-12%	-2%		18%	-5%
震坤行GMV	2,480	2,480	2,423	2,435	1,966	2,144	2,355	8,563	10,113	9,476
工邦邦GMV	275	275	263	255	206	276	268	809	970	1,004
同比										
震坤行GMV	12%	4%	-8%	-16%	-21%	-14%	-3%		18%	-6%
工邦邦GMV	67%	18%	-4%	-15%	-25%	0%	2%		20%	3%
占比										
震坤行GMV	90%	90%	90%	91%	91%	89%	90%	91%	91%	90%
工邦邦GMV	10%	10%	10%	9%	9%	11%	10%	9%	9%	10%
1P GMV	2,185	2,185	2,228	2,324	1,901	2,134	2,294	7,929	8,337	8,530
3P GMV	569	569	458	366	271	286	329	1,444	2,746	1,949
同比										
1P GMV	19%	10%	2%	0%	-13%	-2%	3%		5%	2%
3P GMV	7%	-7%	-36%	-59%	-52%	-50%	-28%		90%	-29%
占比										
1P GMV	79%	79%	83%	86%	88%	88%	87%	85%	75%	81%
3P GMV	21%	21%	17%	14%	12%	12%	13%	15%	25%	19%

资料来源: 公司财报, 国投证券国际

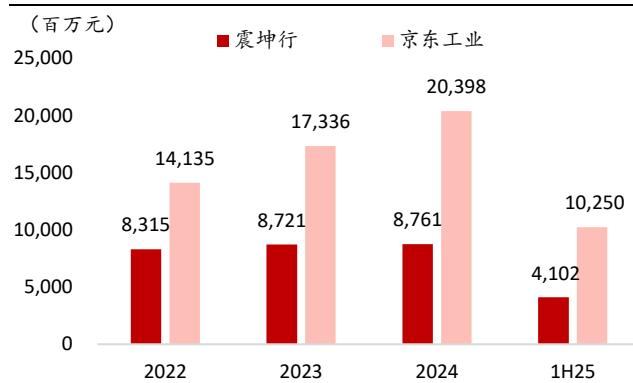
对比分析

图表 3: GMV 对比: 1H25 震坤行 GMV 为京东工业的 31%



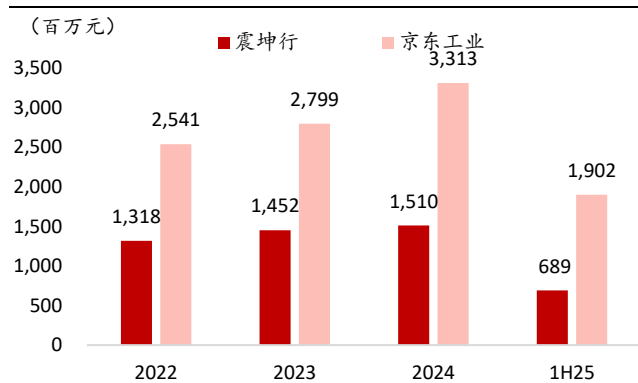
资料来源: 震坤行, 京东工业, 国投证券国际

图表 4: 总收入对比: 1H25 震坤行收入为京东工业的 40%



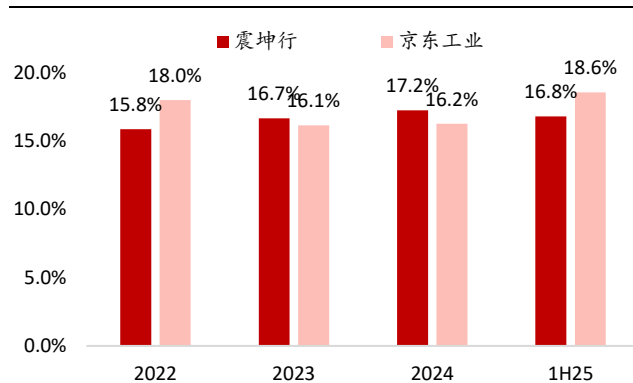
资料来源: 震坤行, 京东工业, 国投证券国际

图表 5: 毛利对比: 1H25 震坤行 GMV 为京东工业的 36%



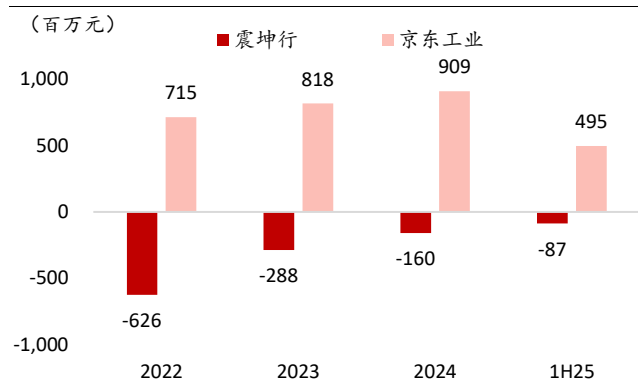
资料来源: 震坤行, 京东工业, 国投证券国际

图表 6: 毛利率对比: 1H25 震坤行毛利率略低于京东工业



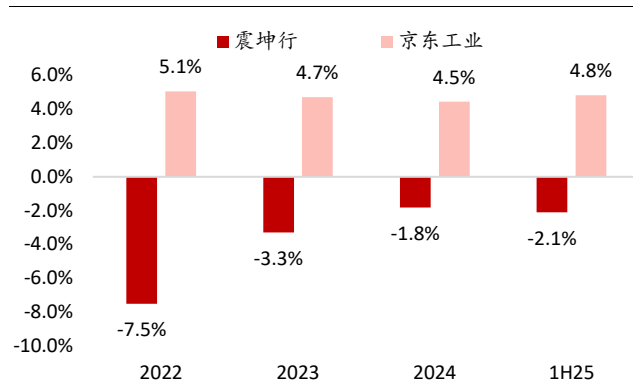
资料来源: 震坤行, 京东工业, 国投证券国际

图表 7: 经调整净利润对比



资料来源: 震坤行, 京东工业, 国投证券国际

图表 8: 经调整净利润率对比



资料来源: 震坤行, 京东工业, 国投证券国际

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解, 分析, 预测, 推断和期望都是以这些可靠数据为基础, 只是代表观点的表达。国投证券国际, 其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断, 可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际, 其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险, 若干投资可能不易变卖, 而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标, 财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告, 而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前, 应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工, 可能不时地, 在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问, 投资银行, 或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际, 其母公司和/或附属公司的一位或多位董事, 高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士, 尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国, 或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释), 国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此, 投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权, 任何人不得以任何目的复制, 派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010