

2026年01月05日

震坤行 (ZKH.US)

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

財務概覽

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

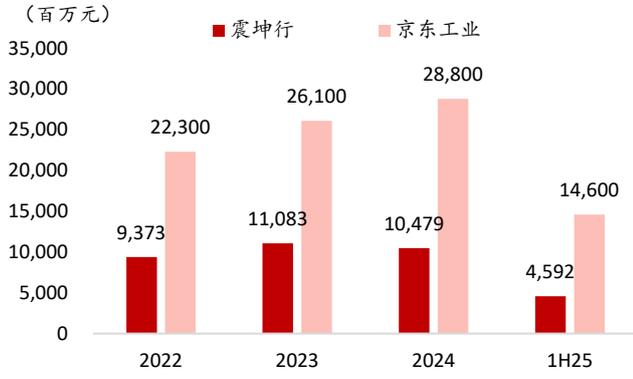
图表 2: 交易规模及结构

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

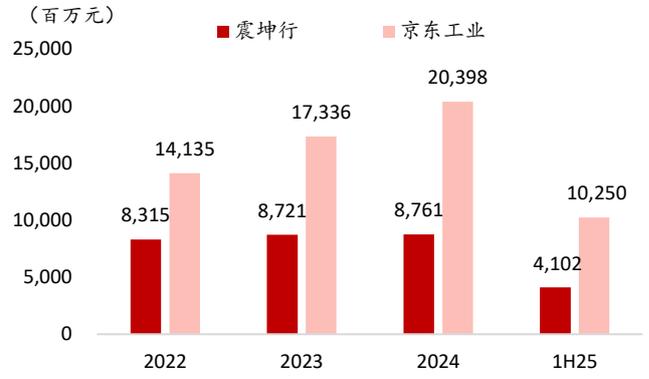
对比分析

图表 3: GMV 对比: 1H25 震坤行 GMV 为京东工业的 31%



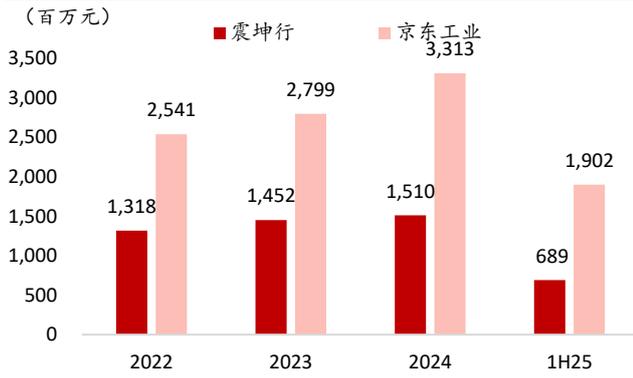
资料来源: 震坤行, 京东工业, 国投证券国际

图表 4: 总收入对比: 1H25 震坤行收入为京东工业的 40%



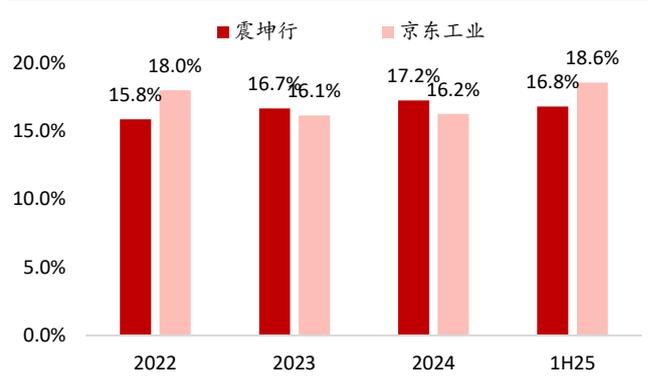
资料来源: 震坤行, 京东工业, 国投证券国际

图表 5: 毛利对比: 1H25 震坤行 GMV 为京东工业的 36%



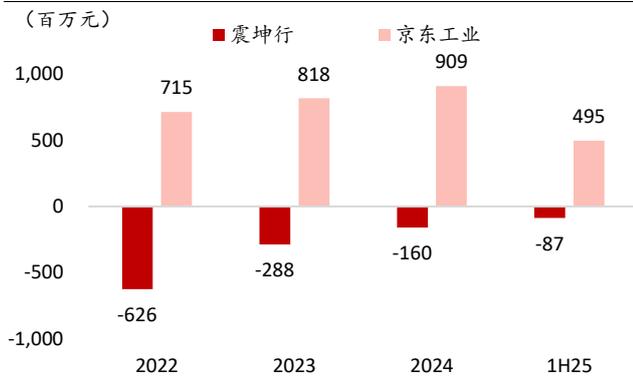
资料来源: 震坤行, 京东工业, 国投证券国际

图表 6: 毛利率对比: 1H25 震坤行毛利率略低于京东工业



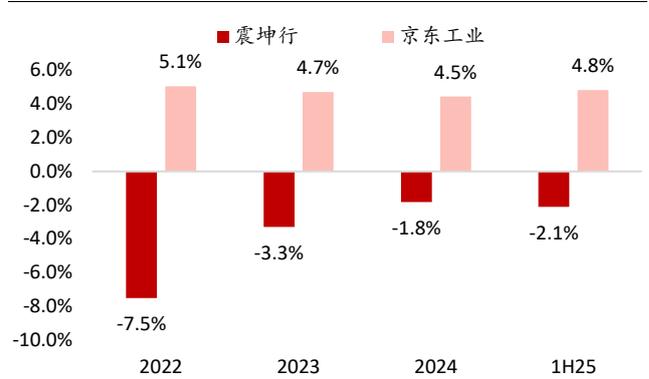
资料来源: 震坤行, 京东工业, 国投证券国际

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

客戶服務熱線

香港: 2213 1888

國內: 40086 95517

免責聲明

此報告只提供給閣下作參考用途，並非作為或視為出售或購買或認購證券的邀請或向任何特定人士作出邀請。此報告內所提到的證券可能在某些地區不能出售。此報告所載的資料由國投證券(香港)有限公司(國投證券國際)編寫。此報告所載資料的來源皆被國投證券國際認為可靠。此報告所載的見解，分析，預測，推斷和期望都是以這些可靠數據為基礎，只是代表觀點的表達。國投證券國際，其母公司和/或附屬公司或任何個人不能擔保其準確性或完整性。此報告所載的資料、意見及推測反映國投證券國際於最初發此報告日期當日的判斷，可隨時更改而毋須另行通知。國投證券國際，其母公司或任何其附屬公司不會對因使用此報告內之材料而引致任何人士的直接或間接或相關之損失負上任何責任。

此報告內所提到的任何投資都可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也可能不適合所有的投資者。此報告中所提到的投資價值或從中獲得的收入可能會受匯率影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此報告沒有把任何投資者的投資目標，財務狀況或特殊需求考慮進去。投資者不應僅依靠此報告，而應按照自己的判斷作出投資決定。投資者依據此報告的建議而作出任何投資行動前，應諮詢專業意見。

國投證券國際及其高級職員、董事、員工，可能不時地，在相關的法律、規則或規定的許可下 (1)持有或買賣此報告中所提到的公司的證券，(2)進行與此報告內容相異的倉盤買賣，(3)與此報告所提到的任何公司存在顧問，投資銀行，或其他金融服務業務關係，(4)又或可能已經向此報告所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。投資銀行或資產管理可能作出與此報告相反投資決定或持有與此報告不同或相反意見。此報告的意見亦可能與銷售人員、交易員或其他集團成員專業人員的意見不同或相反。國投證券國際，其母公司和/或附屬公司的一位或多位董事，高級職員和/或員工可能是此報告提到的證券發行人的董事或高級人員。(5)可能涉及此報告所提到的公司的證券進行自營或莊家活動。

此報告對於收件人來說是完全機密的文件。此報告的全部或任何部分均嚴禁以任何方式再分發予任何人士，尤其(但不限於)此報告及其任何副本均不可被帶往或傳送至日本、加拿大或美國，或直接或間接分發至美國或任何美國人士(根據1933年美國證券法S規則的解釋)，國投證券國際也沒有任何意圖派發此報告給那些居住在法律或政策不允許派發或發布此報告的地方的人。

收件人應注意國投證券國際可能會與本報告所提及的股票發行人進行業務往來或不時自行及/或代表其客戶持有該等股票的權益。因此，投資者應注意國投證券國際可能存在影響本報告客觀性的利益衝突，而國投證券國際將不會因此而負上任何責任。

此報告受到版權和資料全面保護。除非獲得國投證券國際的授權，任何人不得以任何目的複製，派發或出版此報告。國投證券國際保留一切權利。

規範性披露

- 本研究報告的分析員或其有聯繫者(參照證監會持牌人守則中的定義)並未擔任此報告提到的上市公司的董事或高級職員。
- 本研究報告的分析員或其有聯繫者(參照證監會持牌人守則中的定義)並未擁有此報告提到的上市公司有關的任何財務權益。
- 國投證券國際擁有此報告提到的上市公司的財務權益少於1%或完全不擁有該上市公司的財務權益。

公司評級體系

收益評級:

- 買入 — 預期未來6個月的投資收益率為15%以上;
- 增持 — 預期未來6個月的投資收益率為5%至15%;
- 中性 — 預期未來6個月的投資收益率為-5%至5%;
- 減持 — 預期未來6個月的投資收益率為-5%至-15%;
- 賣出 — 預期未來6個月的投資收益率為-15%以下。

國投證券(香港)有限公司

地址: 香港中環交易廣場第一座三十九樓

電話: +852-2213 1000

傳真: +852-2213 1010