



轻工造纸行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：毕先磊（执业 S1130526040001）
bixianlei@gjzq.com.cn

联系人：叶秋含
yeqiuhan@gjzq.com.cn

从固安捷到京东工业：中国 MRO 集约化采购的路径与价值

投资逻辑：

MRO（维护、维修、运行）指非生产原料性质的必要工业用品，SKU 长尾分散、计划外采购占比高，单 SKU 价值低但管理&隐形成本极高，集约化为行业趋势，线上化/数智化加速集约化进程。中国 MRO 市场空间广阔且高度分散，我们看好中国 MRO 集约化供应商的长期成长空间，建议关注具备规模效应与运营效率的头部优质企业。

复盘北美龙头固安捷，MRO 具备弱周期属性，集约化采购价值明确。

- 北美龙头固安捷（1927 年成立，2025 年营收 179 亿美元）百年发展历程验证了 MRO 的穿越周期能力，2009 至 2025 年内生收入增速均值 5.7%，显著跑赢同期美国 GDP 增速（2.1%）与制造业 IP 增速（-0.1%）；2009 年金融危机中收入仅下滑 9.2%，2021-2022 年公共卫生事件期间凭借供应链履约能力实现份额跃升。
- 三大价值驱动行业需求：（1）降本增效，电商集约化采购可节省 15-20% 的成本，70% 的时间以及 50% 的人力；（2）合规透明，数字化集约采购实现全程留痕、价格公允、流程可追溯，尤其满足央国企阳光采购需求；（3）服务深化，通过分层服务（大客户 High-Touch+中小客户线上平台）深度嵌入客户采购与运维体系，形成高客户粘性。

产业结构差异决定中国 MRO 独特发展路径，具备独特成长空间。

- 规模与分散度构成独特成长空间：中国 MRO 采购服务市场 3.7 万亿元，数智化渠道渗透率仅 9.8%；供给端 CR10 不足 1.5%，而美国 CR10 达 30%-45%；需求端中国工业企业超 600 万户（中小企业占 98%），美国约 80 万户，高度碎片化构成集约化供应商的独特长期成长空间；同时中国央国企阳光采购需求也是行业独特需求点。
- 盈利水平差异决定模式差异：美国制造业税后销售利润率约 11.37%，中国规上工业企业营业利润率约 5.3%，中国企业利润更薄、对采购价格更敏感，中国 MRO 平台模式“低毛利+高周转+低费用”vs 美国“高毛利+高费用”。
- 中国独特优势有望加速行业发展：中国拥有全球领先的电商基础设施与数字化生态（京东等平台赋能），MRO 行业在降低成本的核心驱动下，有望借助电商化基础设施实现加速集约化。

竞争格局：横向平台看规模效率，纵向垂直看服务深度。

- 横向平台型（京东工业、震坤行、科力普、齐心集团）：强调品类广度、周转效率与规模效应，相对低毛利+高周转。代表企业京东工业毛利率 17.6%，存货 23.5 天/应收 2.9 天/应付 105.4 天，展现极强营运效率。
- 纵向垂直型（威亨国际等）：深耕特定行业（电网、油气、轨道交通等），凭借专业选型与深度服务获取高毛利（毛利率通常 30%+），走“高毛利+低周转”路线，客户绑定深、切换成本高。
- 从 ROE 角度拆解，京东工业扣非 ROE 19.30%，得益于高周转效率；怡合达 ROE 12.09%则为高净利率（17.37%）；威亨国际 ROE 14.80%介于两者之间；海外固安捷 ROE 48.10%为成熟期高利润+高周转+适度杠杆模型。

核心标的：京东工业（港股）：中国最大 MRO 采购服务商，收入 239.52 亿元（同比+17.4%），经调整净利润 11.31 亿元；**震坤行（美股）：**减亏趋势明确，收入 89.88 亿元，净亏损收窄；**威亨国际（A 股）：**聚焦电网 MRO，行业拓展成为第二增长曲线，收入 45.61 亿元（同比+26.5%）；**科力普（递表港交所）：**晨光股份控股，收入 150.48 亿元（同比+8.8%），MRO 品类收入 42.69 亿元（同比+19.4%），正由办公用品集采向 MRO 加速迁移。**齐心集团（A 股）：**办公集采龙头，收入 119.65 亿元（同比+5.0%），MRO 工业品已成为核心延展品类。注：均为 25 年收入及同比数据。

投资建议

我们看好中国 MRO 集约化供应商的长期成长空间，建议关注具备规模效应与运营效率的头部优质企业。

风险提示

宏观经济下行风险；行业竞争加剧风险；政策与监管风险；行业发展不及预期风险。



内容目录

一、北美固安捷百倍复盘，集约 MRO 供应商龙头穿越周期	6
1.1 复盘固安捷发展历史：MRO 行业可穿越周期，具备相对弱周期性	6
1.2 股价复盘：从风雨中走出的百倍龙头，商业模式顺应时代	10
1.3 MRO 行业价值驱动因素：降本增效&合规透明&服务深化	11
二、中国 MRO 行业分析与格局梳理	14
2.1 中美 MRO 行业差异：规模广阔&高度分散构成长期空间	14
2.2 行业格局：横向平台看规模，纵向垂直看深化	16
2.3 ROE 视角：毛利提升与运营效率是核心	18
三、标的梳理	20
3.1 京东工业：数智化龙头，仍在收入加速期，多方向拓展可期	20
3.1.1 依托京东生态孵化，2025 年完成分拆上市	20
3.1.2 收入保持双位数增长，经调整净利润稳步增长	21
3.1.3 商品销售为收入主体，品类结构向专业 MRO 与 BOM 迁移	22
3.2 震坤行：买断式自营的一站式 MRO 采购服务平台	25
3.3 咸亨国际：纵向深耕电网 MRO，行业拓展成为第二增长来源	27
3.4 科力普：晨光股份设立，26 年 4 月递表港交所主板	29
3.5 齐心集团：办公集采龙头，MRO 成为核心延展品类	32
四、风险提示	34

图表目录

图表 1：MRO 六大核心物料大类	5
图表 2：传统零散采购与集约化采购对比	5
图表 3：固安捷历年收入与 yoy（百万美元）	6
图表 4：近年毛利率回暖趋势明显（%）	6
图表 5：公司业绩跨越周期，实现长期增长	7
图表 6：公司经历了从并购扩张到以价换量再到内生高质量增长的转变	8
图表 7：2009 至 2025 年间，量增是公司跨越周期、实现长期增长的第一引擎	8
图表 8：公司增速整体与制造业宏观趋势相同，但同时具备一定弱周期行业属性	9
图表 9：固安捷业务模式流程图	9
图表 10：高接触服务中电商渠道订单占比逐步增加	10
图表 11：履约端以配送中心为主	10
图表 12：高接触服务模式占比高、毛利率高	10



图表 13: 固安捷 ROIC 和 ROE 显著上台阶后边际回落	11
图表 14: 股价复盘	11
图表 15: 超过 40%的 MRO 开支都是计划外采购	12
图表 16: 集约化采购能显著降低成本	12
图表 17: MRO 工业品电商平台的采购降本机制	13
图表 18: 提效降本价值链	13
图表 19: 传统&平台模式下合规问题对比	14
图表 20: 中国工业供应链与 MRO 市场规模分层 (2024 年)	15
图表 21: 美国制造业利润率是中国规上工业的约 2 倍	15
图表 22: 中国规上工业成本占收入比重约 85%	15
图表 23: 中国工业供应链参与者的痛点	16
图表 24: 供给端: 2024 年 MRO 采购行业 CR10 仅 1.5%	16
图表 25: 中国 MRO 行业公司商业与模式图	16
图表 26: 主要 MRO 玩家商业模式对比	17
图表 27: 各模式下参与者优劣势	17
图表 28: 京东工业模式图解	17
图表 29: 京东工业 vs 震坤行收入及 yoy (2020-2025)	18
图表 30: 办公物资集采拓展: 科力普 vs 齐心集团收入及 yoy (2015-2025)	18
图表 31: 垂直深入: 怡合达 vs 嘉立创 vs 威亨国际收入及 yoy (2019-2025)	18
图表 32: 美国工业品分销商: 固安捷 vs 快扣收入及 yoy (2011-2025)	18
图表 33: ROE 角度拆分	19
图表 34: MRO 行业各公司毛利率情况	19
图表 35: 盈利端主要公司情况	20
图表 36: 主要公司营运资金周转对比 (2025 年, 天)	20
图表 37: 京东工业发展历程	21
图表 38: 京东工业商业模式	21
图表 39: 京东工业收入及同比增速 (亿元)	22
图表 40: 京东工业净利润与经调整净利润 (亿元)	22
图表 41: 毛利率及费用率	22
图表 42: 存货、应收及应付账款周转天数 (天)	22
图表 43: 京东工业分品类收入拆分 (十亿元)	23
图表 44: 重点&中小客户交易额情况 (亿元)	23
图表 45: 重点&中小客户收入情况 (十亿元)	23
图表 46: 公司各类客户入口及接入方式	24
图表 47: 重点/中小微客户针对性入口	24



图表 48: 重大客户下单流程及界面	24
图表 49: 对京东集团生态的关联度趋势性下降	25
图表 50: 公司持续关联交易占比	25
图表 51: 震坤行发展历程	25
图表 52: ZKH/GBB/MarketPlace 为面向客户的三个平台	25
图表 53: 商家以差价入驻为主, 佣金为辅	25
图表 54: 震坤行合作模式情况	26
图表 55: 震坤行合作模式情况	26
图表 56: 震坤行近年收入慢于 GMV (亿元)	26
图表 57: 净利润及其同比增速	26
图表 58: 震坤行毛利率与各项费用率	27
图表 59: 震坤行三大业务模式毛利率	27
图表 60: 震坤行营运资金周转天数	27
图表 61: 震坤行成交客户数及同比增速	27
图表 62: 威亨国际发展历程	28
图表 63: 威亨国际收入及同比增速	28
图表 64: 威亨国际归母净利润与扣非归母净利润	28
图表 65: 威亨国际分行业收入结构 (亿元)	29
图表 66: 威亨国际毛利率与期间费用率	29
图表 67: 威亨国际营运资金周转天数	29
图表 68: 科力普发展历程	30
图表 69: 科力普交易额&订单客户数	30
图表 70: 科力普净利及经调整利润	30
图表 71: 公司收入分类情况及同比增速 (百万元)	31
图表 72: 各品类毛利率情况	31
图表 73: 核心客户数量及交易额留存率	32
图表 74: 前五大客户及最大客户收入占比	32
图表 75: 齐心集团发展历程	32
图表 76: 齐心集团收入及同比增速	33
图表 77: 齐心集团归母净利润	33
图表 78: 齐心集团办公物资收入及同比增速	33
图表 79: 齐心集团软件业务收入及同比增速	33
图表 80: 齐心集团毛利率与期间费用率	34
图表 81: 齐心集团营运资金周转天数	34



MRO 指维护、维修与运行所需的非生产原料性质的必要工业用品。工业品按是否进入最终产品分为生产性物料（BOM）与非生产性物料（MRO）两类。大多数企业都非常重视直接材料/生产性物料的采购，因为直接材料采购金额大，约占企业采购总额的 80%；但间接材料/非生产性物料对一家公司的影响同样非常巨大。

MRO 品类分散且长尾，单品价值低但管理成本极高，范围广、品类多、非计划性强，隐性成本大；其在广义定义下涵盖范围极为广泛，既包括有形物品，从大型设备、生产线到电脑、办公文具等；也包括难以直接度量的无形服务，如保洁、物流等基础服务，以及培训、咨询等高智力密集型服务。品类覆盖硬件货物与软件服务，涉及企业运营的方方面面。然而，由于不同公司、不同部门对 MRO 的分类标准、表述方式和管理模式存在显著差异，MRO 在不同企业中称谓各异（如“工业品”等），同一物品在不同部门可能采用不同名称（如“扳子”与“扳手”），采购模式亦存在集中与分散之别。称呼不统一、编码不规范，导致企业管理难度加大，采购流程冗长，工作效率难以有效提升。

针对此类需求，大型企业基本需要进行 MRO 外包集约供应。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、欧时公司、索能达和伍尔特集团。根据观研天下，2022 年中国 MRO 采购服务 CR10 不足 1.5%，而美国 MRO 采购服务 CR10 达 45%。

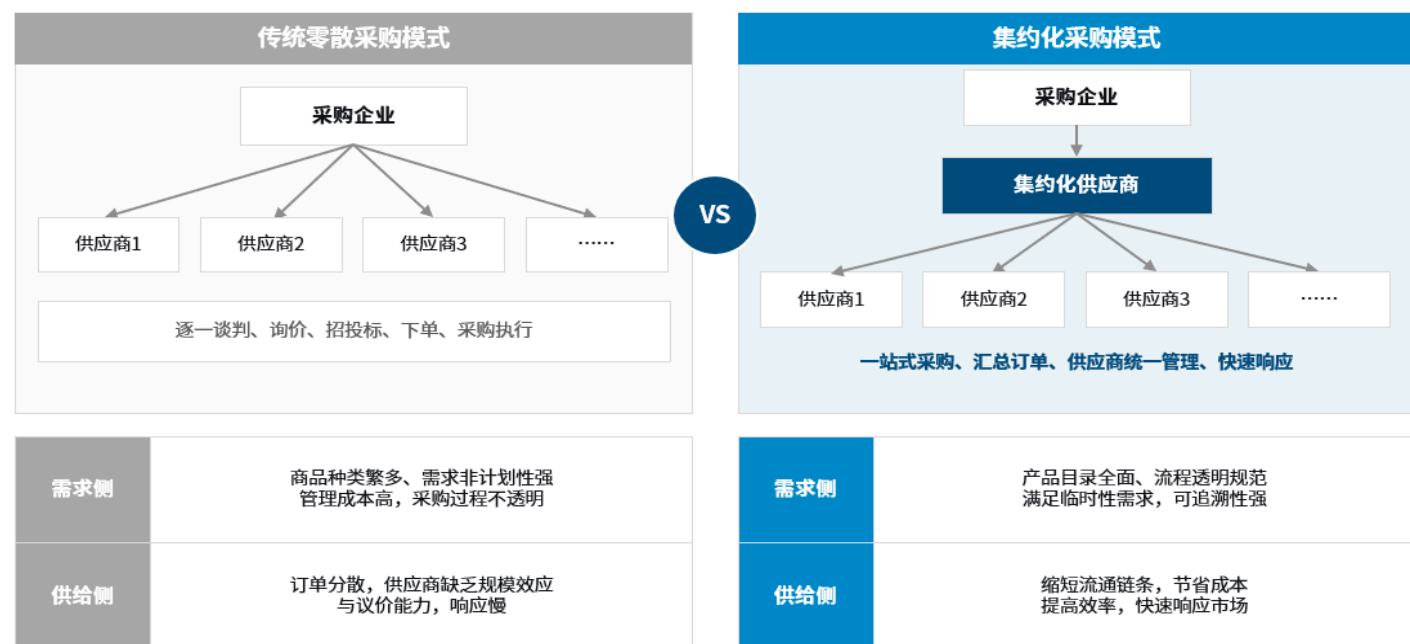
图表1：MRO 六大核心物料大类

物料大类	定位与管理特征	主要子类
手、电动工具	维修刚需	手动工具、电动工具、气动液压工具、焊接工具、测量工具
电气工控类	设备动力核心备件	低压电器、线缆辅材、工控元件、照明防爆、电工辅材
机械传动与备品备件	设备维修替换件	传动配件、泵阀管件、密封紧固件、气动液压元件、专用设备备件
工业化学品与润滑耗材	高频消耗品，用量大、周转快，适合集中采购与 VMI 寄售	润滑油脂、胶粘剂、防护化学、打磨耗材
劳保安全与消防应急	人员安全刚需，安监检查重点，合规必采	个人防护装备、安防锁具、消防物资、应急救援
仓储物流与工厂运营物资	车间日常运营耗材，长尾 SKU 最多	搬运设备、仓储辅材、工业清洁、办公后勤

来源：欧时 RS 媒体账号，国金证券研究所

本报告的研究对象为 MRO 采购链中的集约化供应商，其业务模式即下图中集约化采购路径所示，主要营收来源为自营模式下的商品买卖价差，不包括纯平台撮合模式以赚取佣金为主的企业。在电商化趋势下，集约化供应商也已经具备一定的线上化/数智化服务能力，业务模式存在差异，多为以自营为主、平台服务与增值服务为辅的多元业务结构。

图表2：传统零散采购与集约化采购对比



来源：威亨国际招股说明书，国金证券研究所



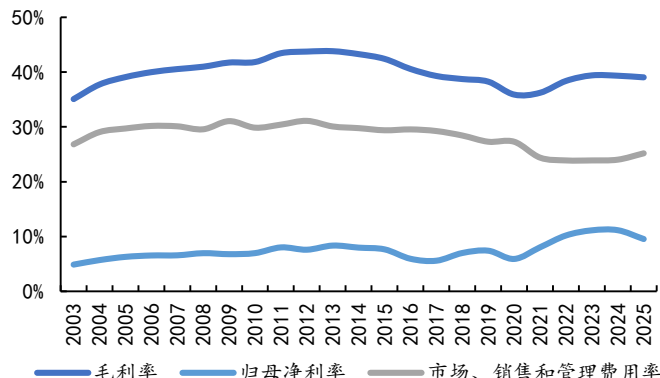
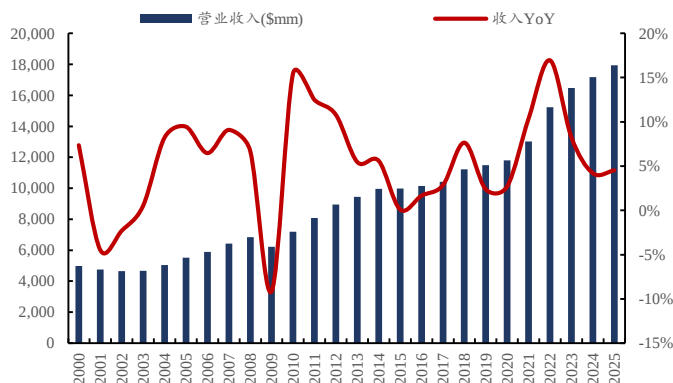
一、北美固安捷百倍复盘，集约 MRO 供应商龙头穿越周期

1.1 复盘固安捷发展历史：MRO 行业可穿越周期，具备相对弱周期性

固安捷成立于 1927 年，总部位于美国芝加哥，是全球 MRO 行业的开创者与领导者。从电机分销商起步，1967 年成功上市后加速全球扩张。经过近百年发展，已形成覆盖北美、日本等核心市场的业务布局，2025 年营收规模达 179 亿美元，稳居全球 MRO 行业头部地位。看长周期，公司的收入稳步放大、毛利率中枢波动、净利在周期波动中总体上台阶式提升，近年业务稳定后体现出明显的毛销差走廊阶段。

图表3：固安捷历年收入与 yoy（百万美元）

图表4：近年毛利率回暖趋势明显（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

复盘历史，固安捷经历了商业模式搭建、战略失败和调整、全球化并购扩张、金融危机冲击、2015-2017 利润承压、2020 疫情扰动、高投入全球业务收缩等多个阶段：

1) 1927 至 1995 年：公司从电机目录商到 MRO 全品类分销商，完成了商业模式底盘搭建

靠目录直邮切入被大厂忽视的零散电机需求，随后靠分店网络、区域仓储和上市融资把单品贸易做成全国化分销体系；1986 年剥离制造、1989-1992 年连续补齐安全防护、清洁、实验室等品类后，真正从电机商转成全品类 MRO 分销商。

- 1990 年，公司收购 Allied Safety, Inc.，正式进入工业安全用品分销领域；
- 1992 年，公司收购了当时领先的安全用品直销公司，也是全美最大的安全产品目录提供商 Lab Safety Supply, Inc. (LSS)，LSS 公司作为其全资子公司后续相继收购了工业品不同领域的服务及分销商，比如林业管理设备分销商 The Ben Meadows Co.，地面维护工具提供商 Gempler 公司，车辆配件服务商 AW Direct, Inc.，建材领域服务商 Professional Inspection Equipment, Inc. 和 Construction Book Express, Inc.，仓储包装领域服务商 Rand Materials Handling Equipment Co.，木工领域的紧固件服务商 McFeely 等等。

2) 1996 至 2002 年：是第一次数字化超前但执行失误的教训期

固安捷很早上线 grainger.com，并尝试 OrderZone 等平台化业务，方向领先同行 99 年 ERP 上线事故、平台业务亏损扩大和 2001 年工业衰退叠加，使 1997-2002 年收入 CAGR 仅 1.9%，净利率由 5.6% 回落至 4.6%，也说明 MRO 平台化不能脱离主业效率和履约能力单独推进。

- 1996 年，固安捷收购加拿大工业品分销商 Acklands Limited, Inc. (AGI)，经营范围开始从美国走出，其后 AGI 作为固安捷全资子公司主要是在加拿大市场进行了多次收购，比如 2009 年收购加拿大 MRO 分销商 K&D Pratt Industrial Division，2010 年又连续收购三家加拿大工业品细分领域服务商。

3) 2003 至 2008 年：回归主业，多渠道深耕美国市场

公司把重心重新投回美国本土分店加密和产品扩充，收入与利润恢复双增；随后在金融危机后并表 MonotaRO、推出 Zoro、收购 Fabory 等，逐步形成后来的 High-Touch+ Endless Assortment 双轨模式形态。到 2023-2025 年，公司已明确以两大模式服务全球客户：高接触业务面向中大客户，线上货架业务面向中小企业与长尾需求。

4) 2009 - 2014：危机、并表 MonotaRO 与国际并购

2009 年金融危机中收入-9.2%、归母-9.4%，降幅明显小于同期多数工业企业，体现 MRO 需求偏运维、弱周期的属性。同年 9 月完成 MonotaRO 交易并将其并表，MonotaRO 于 2000 年与住友商事合资设立、已在东京证交所上市的日本单渠道线上 MRO 公司，自此成为固安捷体内增长最快的资产。

- 2009 年收购日本 MRO 在线分销商 MonotaRO53% 股权，2012 年收购巴西 MRO 分销商 AnFreixo S. A.；



- 2011年8月以3.46亿美元收购欧洲紧固件分销商Fabory，标志着固安捷正式进入欧洲市场；
- 2011年上线Zoro.com，是在美国复制MonotaRO模式的第二次单渠道试验；2012-2013年相继收购AnFreixo(巴西)、Techni-Tool、E&R Industrial、Safety Solutions。但国际并购的整合问题此时已开始暴露：2014年即关闭巴西业务并计提2,800万美元。

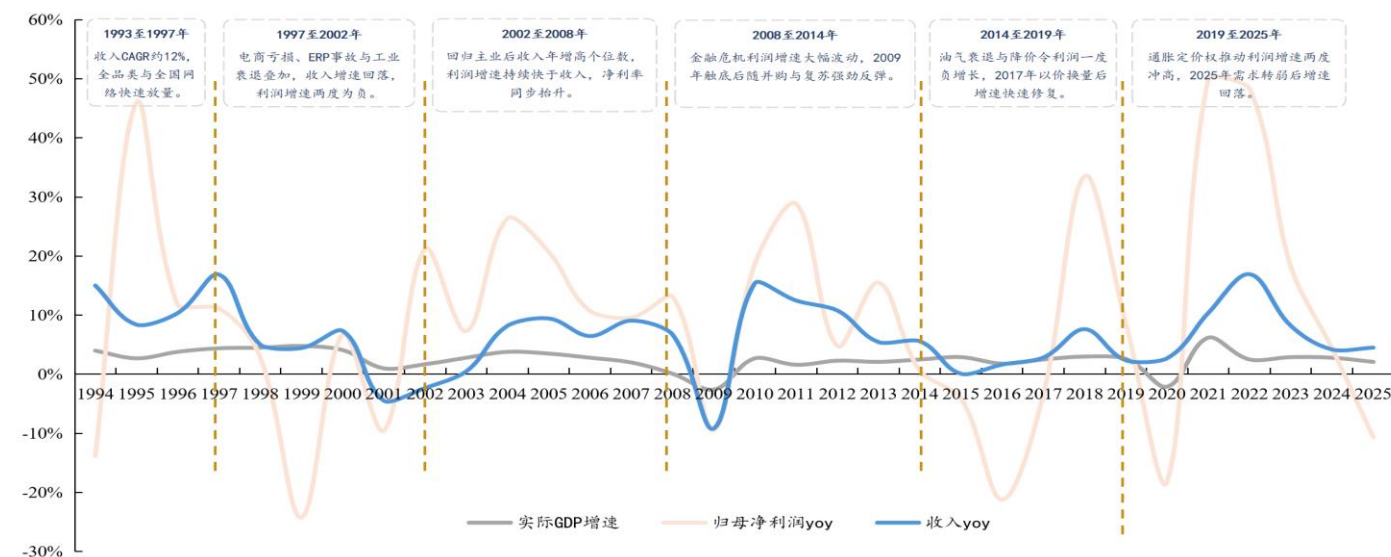
5) 2015-2017年：关键的战略拐点，价格体系重建

这一阶段真正冲击固安捷的不是周期，而是电商导致价格透明化，亚马逊B2B于2015年4月28日在美国发布，固安捷传统目录高价+大客户折扣的双轨定价失效，中型客户流失到更低价渠道；2017年公司两轮全面降价，以毛利换份额，当年销量+8%、价格-4%，短期利润受压，但2018-2019年收入和净利随即恢复增长，公司逐步把竞争逻辑从信息不透明溢价切换到服务、库存、履约与客户体验溢价。

7) 2018-2025年：退出低效国际高接触资产

公司先后退出Fabory、中国高接触业务Growth和Zoro U.K.，仅保留北美高接触业务与美国/日本线上业务；同时盈利能力显著抬升，2023年经营利润率达15.6%，2024年净利率达11.1%，2025年在英国退出一度损失扰动下，调整后净利润仍仅下滑1.0%。固安捷最终走出的不是大而全国际分销商路径，而是聚焦核心地区、以高接触服务和线上长尾双引擎驱动的高质量MRO平台。

图表5：公司业绩跨越周期，实现长期增长



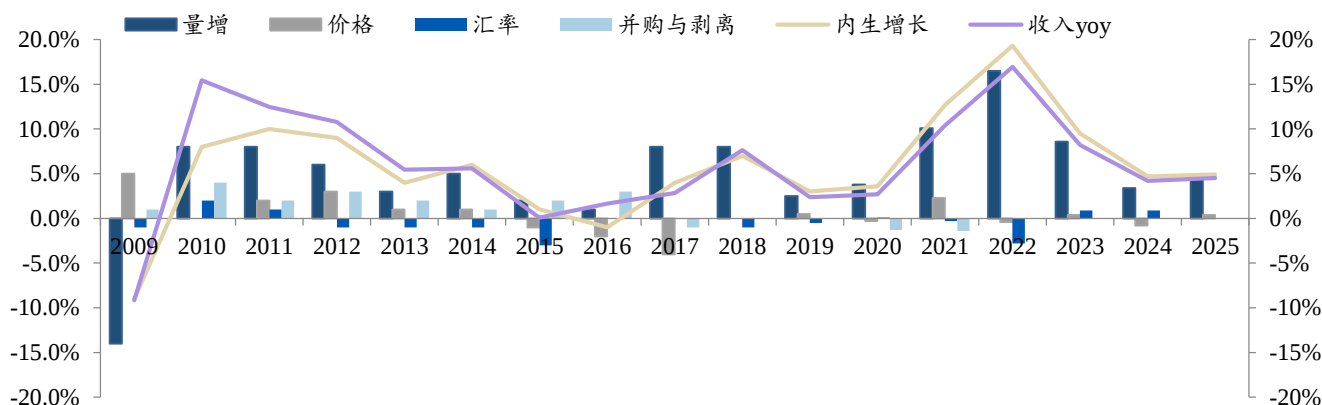
来源：公司公告，美国经济分析局（BEA），国金证券研究所

从历史回归增长数据，固安捷经历了从并购扩张到以价换量再到内生高质量增长的转变，目前增长模式逐步成为依靠客户粘性、定价能力与供应链效率的运营型巨头。

从增长动力拆解来看，可将2009年至今划分为三个战略阶段。**第一阶段（2009-2014年）为并购主导的规模扩张期**，并购与剥离对收入的年均贡献约为2.2个百分点，内生增速较报表收入增速低1至3个百分点（如2010年内生增长8% vs 报表15%、2012年9% vs 11%）。**第二阶段（2015-2017年）为价格体系重置的阵痛期**，2015至2016年价格分别拖累收入1与2个百分点，至2017年公司更主动将价格降幅扩大至-4%，换取8%的销量增长。以价换量是管理层面对电商化时代中线上统一网价体系的战略性收缩，短期导致收入增速仅0%至3%，却为此后客户回流与份额提升奠定基础。**第三阶段（2018年至今）为内生高质量增长兑现期**，报表收入增速已完全等同于内生增长水平。2021至2023年间，量增分别达10%、17%与9%，叠加价格端的稳定表现（2021年提价2%，2022至2023年价格持平），收入实现10%至17%的强劲增长，公司逐步凭借运营能力获取增长，且具备在放量同时维持定价权的稀缺竞争力。



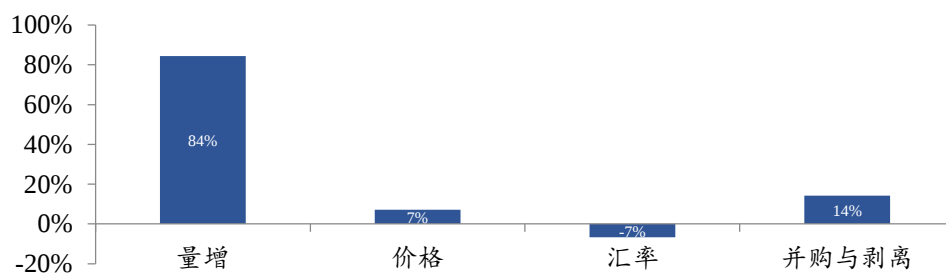
图表6：公司经历了从并购扩张到以价换量再到内生高质量增长的转变



来源：Bloomberg，国金证券研究所

综合来看，2009 至 2025 年间，固安捷累计收入增长的驱动力呈现量增为主导、价格温和正贡献、并购辅助、汇率持续拖累的结构，量增贡献达 84 个百分点，是公司跨越周期、实现长期增长的第一引擎。

图表7：2009 至 2025 年间，量增是公司跨越周期、实现长期增长的第一引擎



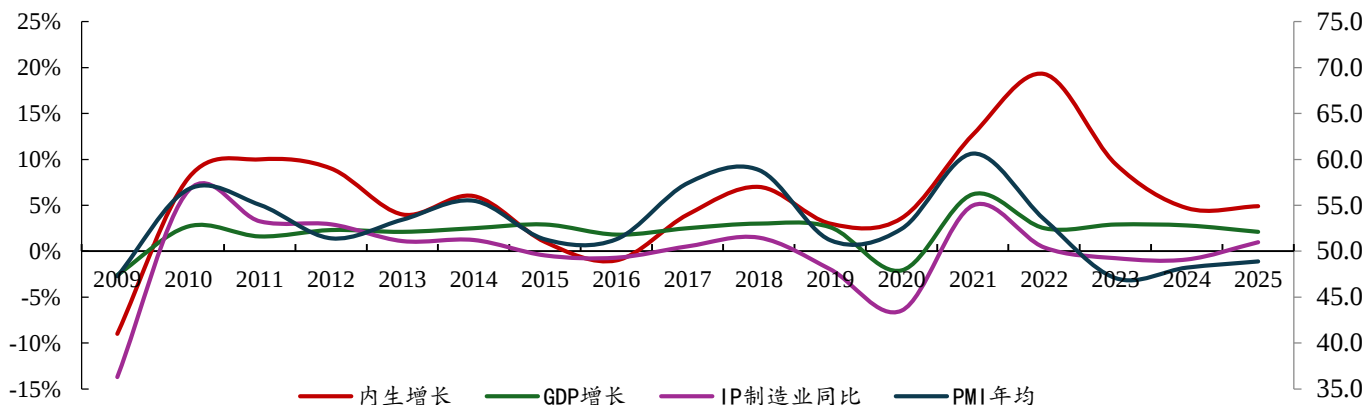
来源：Bloomberg，国金证券研究所

公司增速长期趋势与制造业宏观趋势方向基本一致，但同时行业偏向于运营维护，需求很大程度上由存量设备的维护和运营驱动，具备一定弱周期行业属性，且弱周期属性在衰退期尤为突出。从长期均值来看，2009 至 2025 年固安捷内生收入增速均值为 5.7%，同期美国 GDP 增速均值为 2.1%，制造业工业生产指数（IP）增速均值为 -0.1%，PMI 年均值为 53。公司内生增速分别跑赢 GDP 与制造业 IP 约 3.6 与 5.8 个百分点，超额收益显著。

2009 至 2014 年为危机后修复与并购协同时期，公司内生增长 4.7%，而 GDP 与制造业 IP 均值分别为 1.4% 与 0.2%，固安捷以约 3.3 个百分点的超额增速完成对金融危机期间（2009 年内生 -9%）的修复，体现了 MRO 作为工业消耗品在景气回升时的高弹性。2015 至 2016 年自身阵痛与宏观疲弱叠加，公司因主动降价重构定价体系导致内生增长降至 1% 与 -1%，而同期 GDP 分别增长 2.9% 与 1.8%，制造业 IP 则分别为 -0.5% 与 -0.7%（逼近零值）。此阶段公司主要为内部价格策略调整所致，属于主动性的战略性收缩。2017 至 2023 年主要是抢占份额与高景气期，固安捷内生增速均值达 8.6%，显著高于 GDP 均值 2.5% 与制造业 IP 均值 -0.3%。疫情期间公司凭借强大的供应链履约能力与线上渠道布局，大量承接了因供应链中断而流向龙头分销商的订单，实现了份额跃升。2024 至 2025 年公司内生增速稳定在 5%，而 GDP 与制造业 IP 分别回落至 2.5% 与 0% 附近，固安捷以约 2.5 个百分点的稳定超额增速进入成熟期常态。



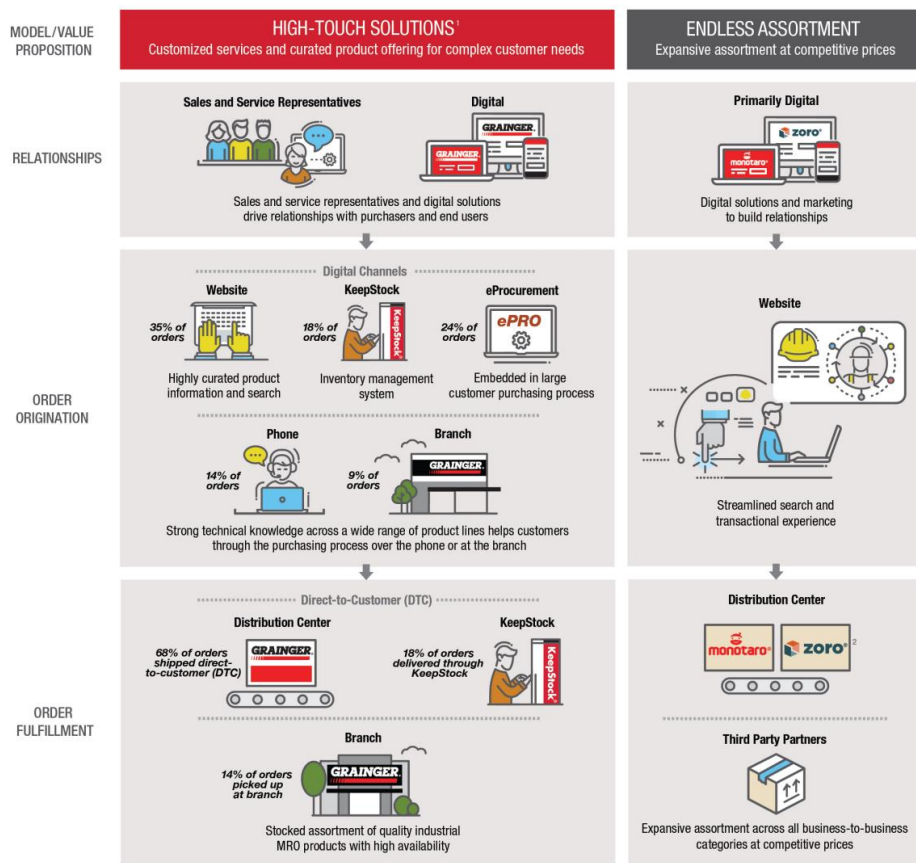
图表8：公司增速整体与制造业宏观趋势相同，但同时具备一定弱周期行业属性



来源：Bloomberg，美国联邦储备委员会，美国经济分析局（BEA），国金证券研究所

固安捷当前业务可拆为“高接触解决方案”和“线上长尾平台”两类模式。高接触解决方案（High-Touch Solutions）面向大型企业及机构客户，核心不只是销售 MRO 产品，而是通过销售团队、现场服务、库存管理和供应链解决方案嵌入客户采购流程，因此客户粘性和服务深度更强，毛利率及经营利润率通常高于线上业务。线上长尾平台（Endless Assortment）则主要依托 Zoro 和 MonotaRO 等，面向更分散的中小客户和长尾需求，通过线上自助采购、海量 SKU 和标准化履约实现规模扩张，收入增速相对更快，但由于服务深度较轻、价格透明度更高，盈利能力低于高接触业务。整体看，前者提供利润稳定性和客户壁垒，后者贡献品类扩张和新增客户，二者共同构成固安捷从传统 MRO 分销向“服务型大客户+线上长尾平台”并行发展的业务结构，这种模式同时也是多数 MRO 集约化供应商的多数选择。

图表9：固安捷业务模式流程图



¹ Order origination and fulfillment data provided is for the U.S. high-touch solutions business as of December 31, 2025.

² Zoro U.S. primarily leverages the U.S. high-touch solutions Distribution Centers to deliver products to customers.

来源：公司公告，国金证券研究所，固安捷年报

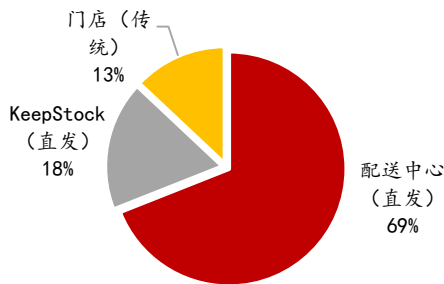
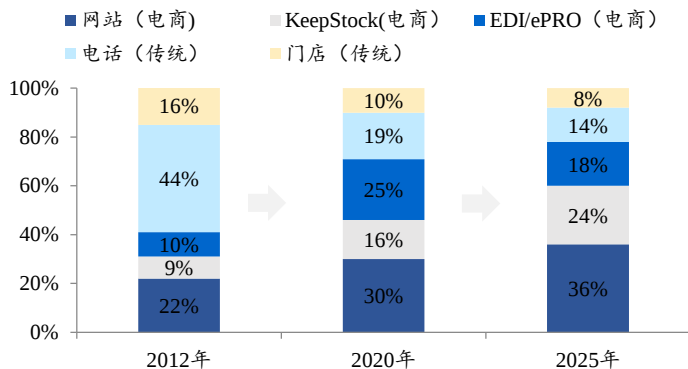


具体来看，固安捷高接触解决方案面向复杂采购需求客户，价值主张是提供定制化服务和经过筛选的产品组合。该模式前端依赖销售与服务代表以及数字化工具共同维护客户关系，服务对象不仅包括采购人员，也包括终端使用者。订单来源呈现多渠道特征，其中网站贡献 36%，KeepStock 库存管理系统贡献 24%，eProcurement 系统对接贡献 18%，电话和分支网点分别贡献 14%和 8%，并非单纯线上交易，而是通过网站、库存管理、客户采购系统、电话服务和线下网点共同嵌入客户采购流程，核心在于用技术支持和服务深度降低客户采购难度、提高物料可得性。

在履约端，高接触解决方案以直达客户为主，配送中心直发占 69%，KeepStock 占 18%，分支网点自提占 13%。其履约体系强调高可得库存和本地化服务能力，能够支持大客户多场景、多频次、较复杂的 MRO 采购需求。因此，其竞争力来自前端客户关系、中端多渠道订单承接和后端仓配/库存服务联动，盈利能力通常更依赖服务粘性和供应链效率。

图表10：高接触服务中电商渠道订单占比逐步增加

图表11：履约端以配送中心为主



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

线上长尾平台则主要面向采购流程相对简单、价格和便利性敏感的客户，价值主张是以有竞争力的价格提供更宽的品类选择。该模式客户关系主要通过数字化方案和线上营销建立，订单来源以网站为核心，客户通过搜索、选品和在线交易完成采购，流程更标准化、自动化程度更高。履约端则依靠配送中心和第三方合作伙伴，其中 Zoro 美国主要利用高接触业务在美国的配送中心交付，第三方直发则用于补充更广泛的 B2B 长尾品类。

整体看，两类业务的分工较为清晰：高接触解决方案重服务、重客户关系、重系统嵌入和多渠道履约，适合承接复杂度高、服务要求强的大客户需求；线上长尾平台重线上入口、重 SKU 宽度、重搜索交易效率和第三方履约，适合承接中小客户及长尾品类需求。两者共享固安捷的供应链基础设施，但前者更偏利润质量和客户壁垒，后者更偏客户覆盖和品类扩张。

图表12：高接触服务模式占比高、毛利率高

(百万美元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
High-Touch Solutions North America							
收入	9,036	9,221	10,186	12,182	13,267	13,720	13,993
收入 YoY	0.6%	2.0%	10.5%	19.6%	8.9%	3.4%	2.0%
毛利率	40.8%	38.2%	38.3%	40.6%	41.8%	41.8%	41.7%
营业利润率	14.1%	12.8%	13.1%	16.3%	17.6%	17.4%	16.8%
Endless Assortment							
收入	1,836	2,178	2,576	2,787	2,916	3,134	3,625
收入 YoY	19.1%	18.6%	18.3%	8.2%	4.6%	7.5%	15.7%
毛利率	27.7%	27.6%	28.3%	29.3%	29.6%	29.5%	29.9%
营业利润率	6.6%	7.6%	9.0%	8.0%	8.0%	8.3%	9.5%

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 股价复盘：从风雨中走出的百倍龙头，商业模式顺应时代

从近十年股价表现来看我们认为主要分为四个阶段：

第一阶段：2017 年战略换挡，ROIC 触底，估值回落；

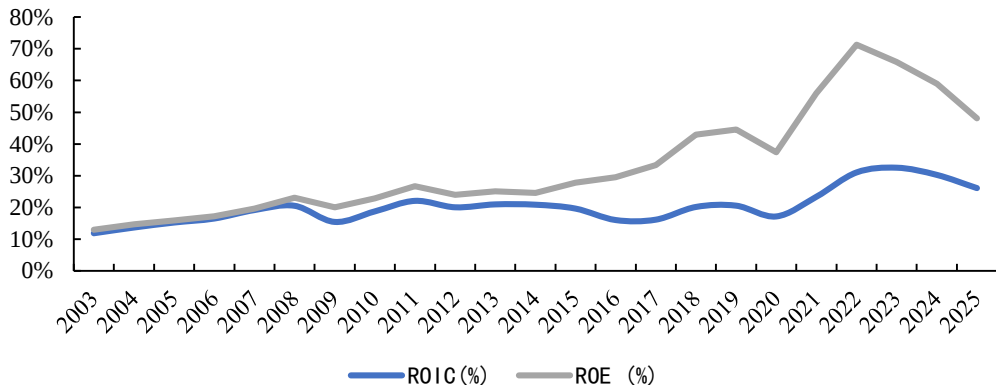
第二阶段：2018-2020 年，资本效率修复先于利润率扩张，股价进入估值修复期；



第三阶段，2021–2024：利润率扩张，ROIC 和 ROE 显著上台阶，高回报具备一定可持续性，股价和估值同步；市场开始重新相信固安捷不是被电商颠覆的传统分销商，而是能够适应数字时代并持续改善资本效率的龙头；

第四阶段，2025 年至今回报率边际回落，但仍高估值，被视作高质量、强份额、防御性工业分销龙头。

图表13：固安捷 ROIC 和 ROE 显著上台阶后边际回落



来源：iFind，国金证券研究所

图表14：股价复盘



来源：Bloomberg，公司公告，国金证券研究所

1.3 MRO 行业价值驱动因素：降本增效&合规透明&服务深化

复盘固安捷的发展，我们认为 MRO 服务商的核心价值，是把企业原本低频分散、参数复杂、计划外占比高、流程不可视的采购行为，重构为“可标准化、可比价、可审批、可履约、可追溯、可现场管理”的供应链服务。

从供给、需求、渠道三端讲：



- 供给端难点：SKU 庞杂、标准不统一、品牌力弱、参数复杂，工业品并不像办公用品那样容易标准化。
- 需求端难点：中国工业企业数量多、分布散，2022 年底第二产业工业企业约 600 万家，其中中小企业众多，采购需求频繁、零散、临时、长尾。
- 渠道端难点：传统 MRO 仍以线下询价、招投标、多层分销为主，导致价格不透明、履约不稳定、采购流程长、隐性成本高。

但也正因为这三重低效并存，MRO 平台/集采服务商的价值非常明确：帮助客户降低采购总成本、节省时间、提升透明度和合规水平。

这一价值最终集中体现为三条主线：降本增效、合规透明、服务深化。

（一）降本增效

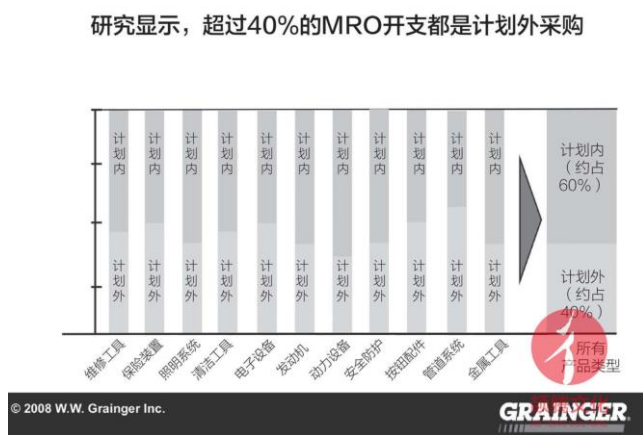
MRO 采购在企业总采购金额中的占比通常并不高，但其管理复杂度极高。采购金额占企业总采购金额的 10%，一般需要花费采购部门约 80% 的时间与精力。

一方面，MRO 需求天然呈现高频、小批量、长尾、非计划性特征。企业往往会与少数核心供应商合作处理计划内采购，但在计划外采购、紧急维修、临时替换和多品类补货场景中，通常又需要对接大量零散供应商，导致采购组织失去规模效应与议价杠杆。

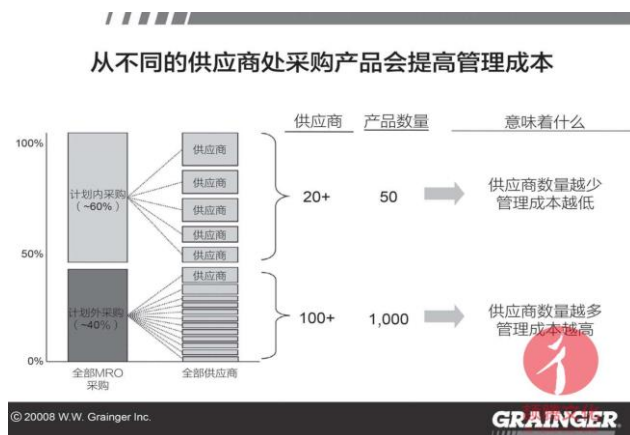
另一方面，传统 MRO 采购经常发生在“最后一刻”。物料一旦缺失，采购人员为保证设备不停机、生产不断线，只能通过多个渠道临时采购，接受零售全价、接受更差的交付条件，甚至承担库存错配与误采的后续成本。企业看到的并不只是单个 SKU 价格，而是直接采购成本+时间成本+人工成本+库存成本+停机风险成本共同构成的总拥有成本（TCO）。

根据固安捷研究，大多数公司在与少数供应商合作计划内采购的同时，也通常有数百个供应商用于计划外采购，因为每件物品都可以从任何供应商那里立即买到。但从不同的供应商处采购产品，这 40% 的 MRO（设备维护、维修和运营配件及材料）支出成本会是巨大的，没有杠杆。每件商品都是在最后一刻以零售全价采购的。

图表15：超过 40% 的 MRO 开支都是计划外采购



图表16：集约化采购能显著降低成本



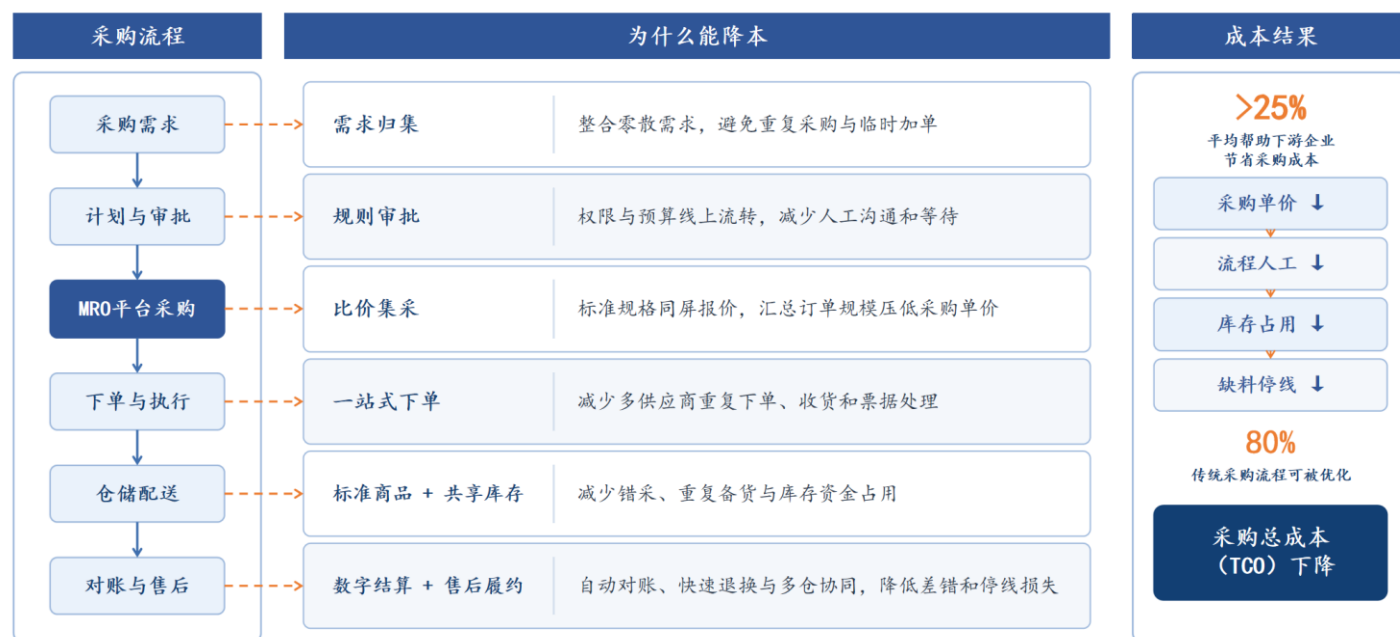
来源：《The Challenger Sale》，国金证券研究所

来源：《The Challenger Sale》，国金证券研究所

若加入电商集约化供应商，通过 B2B 平台采购 MRO 物资，企业可以节省约 11%-20% 的隐性管理成本。其中，采购成本节省约 5%-10%，库存成本节省约 3%-5%，人力成本节省约 2%-3%，风险成本节省约 1%-2%。这意味着，企业完全有可能通过 B2B 平台节省至少 15% 的隐性管理成本。



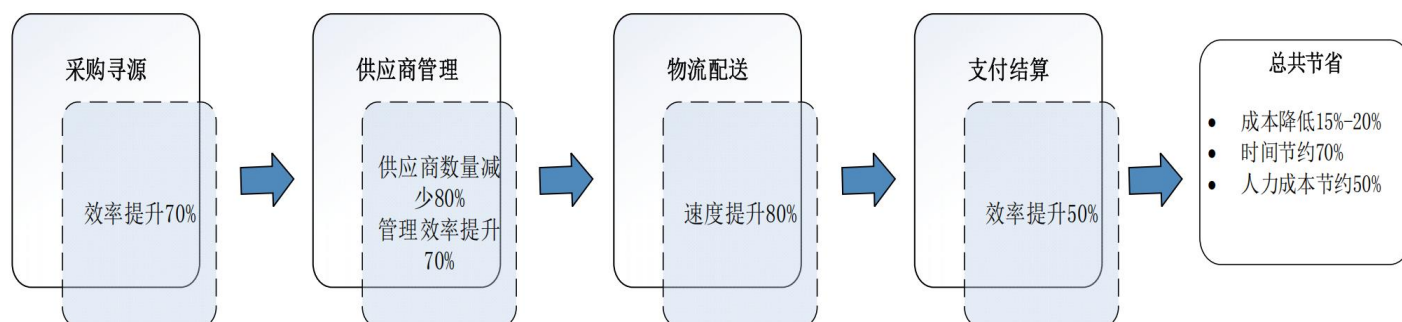
图表17: MRO 工业品电商平台的采购降本机制



来源: 中国工业品电商高质量发展白皮书, 国金证券研究所绘制

另外, 根据赛迪研究院调查结果表明, 企业电商集约化采购可以结构性地改变企业内部的供应链管理模式, 分别从采购寻源、供应商管理、物流配送、支付结算等多个环节通过流程再造和数据化决策来提升效率和降低成本, 可以为企业节省 15-20%的成本, 70%的时间以及 50%的人力。

图表18: 提效降本价值链



来源: 威亨国际招股书, 赛迪研究院, 国金证券研究所

(二) 合规透明

传统 MRO 采购由于金额分散、品类繁多、需求临时, 往往长期停留在线下询价、人工审批和多层分销体系中, 这种模式的问题不是只有效率低, 更关键是价格不透明、流程不可追溯、供应商管理不统一、灰色空间较大。尤其对央企国企而言, 采购管理已从单纯成本问题转向治理问题、审计问题、风控问题和数据问题。



图表19：传统&平台模式下合规问题对比

环节	传统模式问题	平台/数智化模式	客户获得的价值
价格形成	多层加价、比价难、同物不同价	目录化、协议价、价格留痕	价格公允、预算可控
审批流程	人工线下审批、流程分散	电子化审批、规则嵌入系统	可控、可追溯、效率高
供应商管理	数量多、准入不统一、绩效难量化	统一准入、评级、履约评价	风险更低、协同更强
数据沉淀	数据分散、无法形成画像	采购、库存、物流、财务一体化数据	审计、经营分析、持续优化
内控与阳光采购	灰色空间、责任不清	全程留痕、可审计	合规治理能力提升

来源：国金证券研究所整理

（三）服务深化

MRO 和普通 B2B 交易的本质差别在于不是一次性交付，而是对客户生产运营连续性的保障能力。紧急维修、临时替换、非标选型、特种工具、PPE、防护、检测、巡检乃至应急保障，都要求服务商具备更强的履约时效、技术理解和现场响应能力。也正因为如此，海外成熟 MRO 平台最终都走向了分层服务而不是单一路径。固安捷的模式非常典型：对大客户采用 High-Touch Solutions，通过销售和服务代表、ePro 嵌入、KeepStock 库存管理、DTC 和自营履约提供深服务；对中小客户则采用 Endless Assortment，通过 Zoro 等平台提供数字化自助采购。

对大客户而言，MRO 不是普通电商采购，而是企业运营体系的一部分。因此大客户的收入增长和盈利能力，可概括为：

大客户收入增长和盈利能力=

f（解决方案、客户体验、客户关系、市场份额、运营杠杆、其他）

- 解决方案能力：能否处理复杂场景、非标选型、现场管理和供应链协同。
- 客户体验：时效、到货准确率、售后响应、库存可视化、对账便利。
- 客户关系与系统嵌入：API、ERP、ePro、专属商城、审批流打通。
- 钱包份额提升：从几个品类切入再扩展到更多 MRO 或 BOM 长尾品类。

运营杠杆：前期服务投入较重，但一旦客户沉淀，后续增购和跨品类销售会显著摊薄销售费用。

海外大客户愿意为更深服务支付溢价的根本原因，是服务商提供了履约确定性、库存管理、异常处理和现场支持，从而减少了客户停机和风险管理。一旦服务商深入客户采购流程、库存体系、现场场景甚至设计和运维环节，客户采购便会从单 SKU 比价转变为整体服务体验与保障能力考量，提高客户粘性，抢占市场份额。当然，中国与美国在人力成本、供应链结构、客户习惯上存在差异，因此中国企业未必照搬美国重库存、重人力模式。

对中小客户而言，其采购更高频、客单更小、标准化程度更高、价格敏感度更高，因此收入增长和盈利能力更适合用平台模型理解：

小客户收入增长和盈利能力=

f（产品品类、价格、流量、复购客户数、新供应商数、其他）

- 品类广度决定成交概率：SKU 越全，越容易承接长尾需求。
- 价格透明与竞争力决定转化率。
- 流量入口决定获客成本，例如京东体系对中小客户的流量赋能。
- 复购率决定经营质量：MRO 是典型复购型生意，长期看复购比一次性拉新更重要。
- 供应商生态决定商品丰富度与平台活力。

二、中国 MRO 行业分析与格局梳理

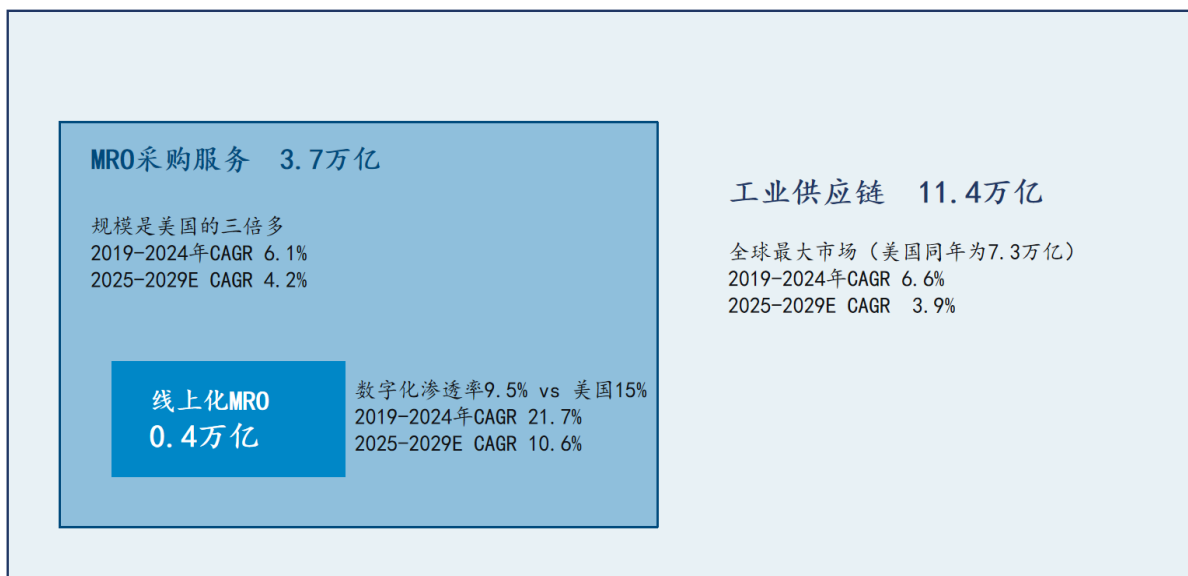
2.1 中美 MRO 行业差异：规模广阔&高度分散构成长期空间

中国工业供应链市场规模全球第一，MRO 行业空间广阔，但产业结构高度分散。规模上，中国工业供应链 11.4 万亿元，MRO 采购 3.7 万亿元，数智化渠道 0.4 万亿。2024 年 MRO 采购服务市场 3.7 万亿元，2019 至 2024 年复合增速



6.1%，预计2029年达4.5万亿元。数智化渠道0.4万亿元，渗透率9.8%，近五年复合增速21.7%，约为传统渠道的4倍，预计未来五年数智化增速10.6%，仍约为传统渠道的3倍。

图表20：中国工业供应链与MRO市场规模分层（2024年）



来源：京东工业招股说明书，国金证券研究所绘制

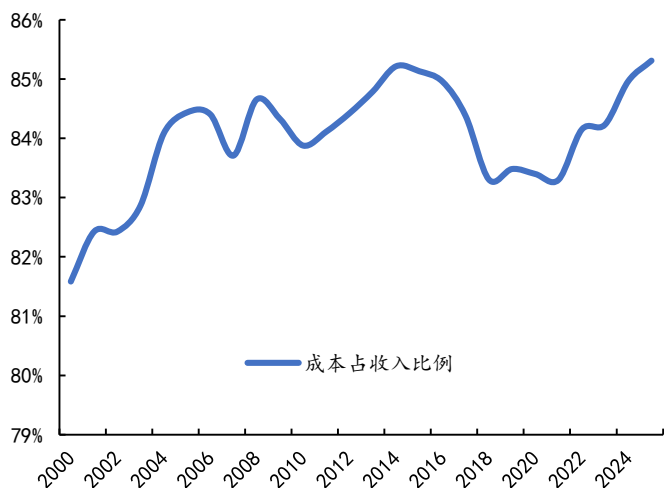
中国MRO行业目前所处阶段与美国MRO行业的核心差异，在于产业链权力结构、客户盈利能力、行业集中度与服务深度的系统性差异。美国MRO行业相对成熟，经历了“垂直分销商→综合分销商/数字化”的长期演进，而中国则是在降低成本的强需求背景下借助电商基础设施较早进入集约/电商化阶段，下游客户采购理念还在培育阶段。

首先，盈利水平上，2025年美国制造业企业税后销售利润率约11.37%，中国工业企业营业利润率约5.3%。美国制造企业利润更厚，对MRO采购中的单价贵但能节省停机、降低人工、减少缺货的容忍度更高，对高附加值服务的付费意愿更强；中国企业利润薄，对采购价格更敏感。

图表21：美国制造业利润率是中国规上工业的约2倍

图表22：中国规上工业成本占收入比重约85%

年份	美国制造业 税后销售利 润率	中国规上工 业利润率 (税前)	倍数 (美国/中 国)
2015	7.87%	5.76%	1.37x
2016	8.66%	5.97%	1.45x
2017	8.39%	6.46%	1.30x
2018	9.13%	6.49%	1.41x
2019	8.56%	5.86%	1.46x
2020	6.90%	6.08%	1.14x
2021	13.64%	6.81%	2.00x
2022	12.13%	6.09%	1.99x
2023	10.70%	5.76%	1.86x
2024	10.43%	5.39%	1.94x
2025	11.37%	5.31%	2.14x



来源：Census Bureau，国家统计局，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

其次，中国工业需求规模庞大的另一面是分散，供给和需求两端均高度碎片化，这也是区别于美国MRO市场的独特需求点。需求端，截至2024年末全国工业企业超过600万户，中小企业占比98%，同期美国约为80万户；供给端，MRO服务行业集中度CR10中国约1.5%，对比美国则30%至45%，且分销层级冗余，商品缺乏统一参数标准，链条整体成本高、效率低、透明度低。集约化、线上化手段压缩流通环节、统一商品标准是解决上述问题的主要路径，即行业存在



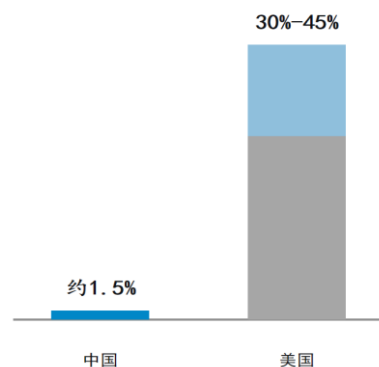
集约化 MRO 供应商的存在价值与市场。

图表23：中国工业供应链参与者的痛点

参与方	核心痛点
需求方	① 缺一站式服务（软硬件不兼容）
	② 非标品难找（沟通成本高）
	③ 价格不透明（中间商层层加价）
	④ 收货不靠谱（交付慢、常延误）
供给方	⑤ 库存管不好（积压或缺货两头难）
	⑥ 利润被挤压（依赖多层分销，加价严重）

来源：京东工业招股书，国金证券研究所

图表24：供给端：2024 年 MRO 采购行业 CR10 仅 1.5%

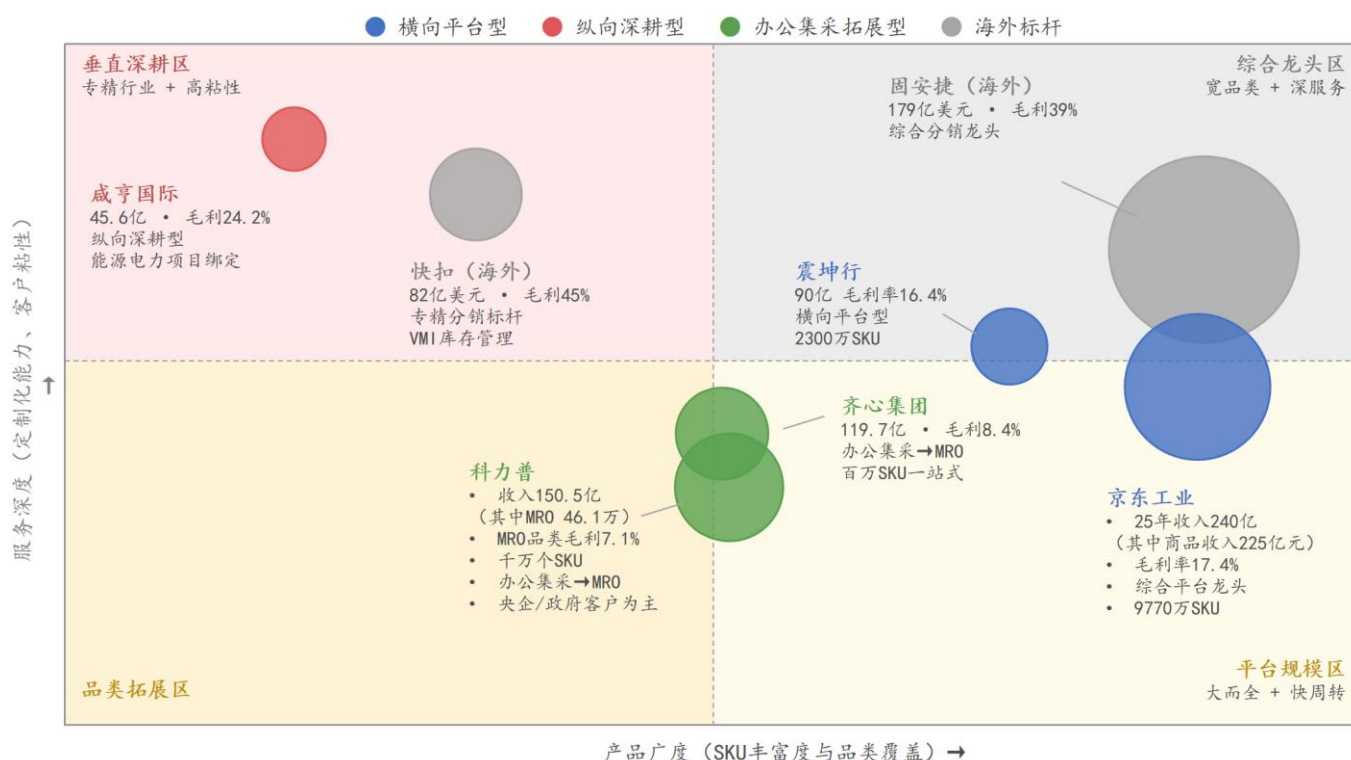


来源：36 氪研究院，国金证券研究所

2.2 行业格局：横向平台看规模，纵向垂直看深化

目前，国内市场参与者可以按业务展开的方向分为两类。第一类是横向的平台型公司，面向全行业客户提供跨品类工业品供应，核心竞争在于周转效率、品类广度和服务能力，代表企业为京东工业和震坤行，此外还有从办公用品集中采购延伸至 MRO 的科力普，以及以撮合交易为主、基本不参与商品购销的淘宝天猫工业品和 1688。第二类是纵向的垂直型公司，深耕特定行业或品类，凭借专业选型和行业服务获取更高毛利。

图表25：中国 MRO 行业公司商业与模式图



- 1) 来源：公司公告，国金证券研究所绘制；气泡大小≈2025 年营收规模；注：典型的垂直型深入公司包括：1) 威亨国际：聚焦能源、交通及应急领域的全国性 MRO 集约化供应商，以国家电网等大型央企为核心客户，提供工器具、仪器仪表等产品的集约化供应及技术服务。2) 怡合达：深耕自动化设备赛道，为非标自动化设备提供 FA 工厂自动化零部件一站式供应，服务覆盖 3C、锂电、汽车、光伏、工业机器人及半导体等下游行业。3) 嘉立创：以工业软件、数字化平台和柔性智造为核心，提供覆盖 EDA/CAM、PCB 制造、电子元器件购销、PCBA 及机械制造的全产业链一体化服务，定位为电子及机械产业链基础设施服务商。

从商业模式与收入构成的底层逻辑来看，以京东工业和震坤行为代表，商品收入占比分别高达 94%和 98%，其核心能



力在于库存管理与供应链履约效率。但二者在资产运营上呈现出策略分化：京东工业以轻库存自营（厂家直发）为主，辅以重库存自营（入仓）；震坤行则基本采用完全买断模式，其 ZKH 大客户平台贡献 86% 的收入，重资产属性最为显著，对资金占用和库存管理能力提出了更高要求。科力普虽自营 MRO 品类（占 28%），但其核心竞争力更多体现在对央企国企等大客户的办公场景综合供应能力上。

图表26：主要 MRO 玩家商业模式对比

平台		模式	收入占比	模式	主要客户	备注
京东工业	商品收入 (94%)	自营·厂家直发	大部分	轻库存自营	企业为主	商品收入中重点企业客户占比 73%
		自营·入仓	小部分	重库存自营		
	服务收入 (6%)	POP	2%	平台撮合		
		广告及其他	5%	广告/库存管理等		
震坤行	商品收入 (98%)	自营买断·ZKH 大客户平台	86%	重资产自营	企业为主	-
		自营买断·GBB 小客户平台	11%	重资产自营		
	服务收入 (2%)	POP	2%	平台撮合		
科力普	-	MRO	28%	轻自营	央企国企为主	其余品类为办公用品、营销礼品等
淘天工业	服务收入	POP	100%	无自营	小客户为主	SKU 最全

来源：公司公告，国金证券研究所

图表27：各模式下参与者优劣势

参与者类型	产品范围	产品数字化	效率提升	成本降低	服务范围	技术服务
综合模式	●	●	●	●	●	●
自营模式	●	●	●	●	●	●
交易平台模式	●	●	●	●	●	●

来源：京东工业招股书，国金证券研究所

图表28：京东工业模式图解



来源：京东工业招股书，国金证券研究所

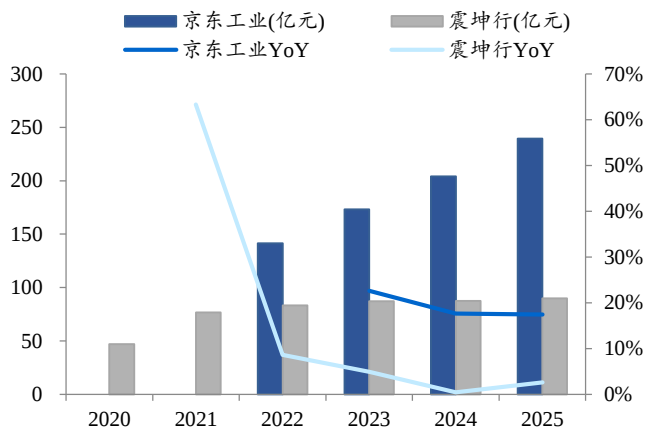
收入端看，国内 MRO 产业链企业整体仍在规模扩张&格局重塑阶段，横向平台、垂直非标、集采延伸分化明显。

2) 京东工业处于收入加速&规模化扩张阶段，震坤行逻辑更偏盈利拐点。

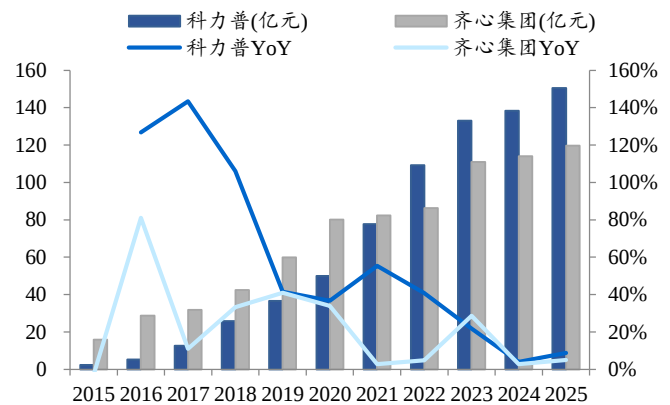
3) 办公集采延伸 MRO 中，科力普与齐心集团经历早期快跑到近年稳健，从规模扩张转向效率与结构优化。



图表29: 京东工业 vs 震坤行收入及 yoy (2020-2025)



图表30: 办公物资集采拓展: 科力普 vs 齐心集团收入及 yoy (2015-2025)



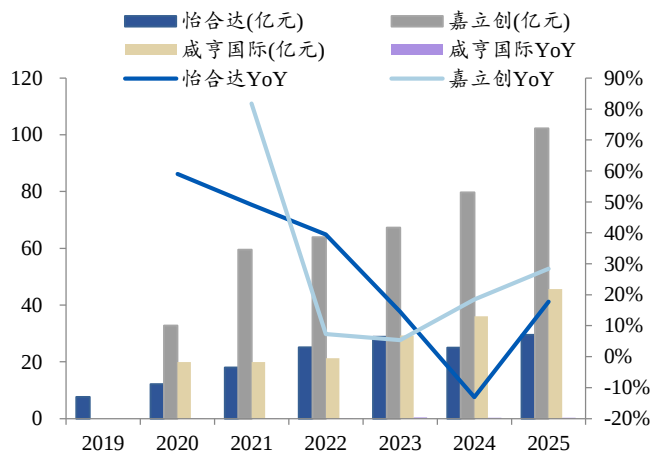
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

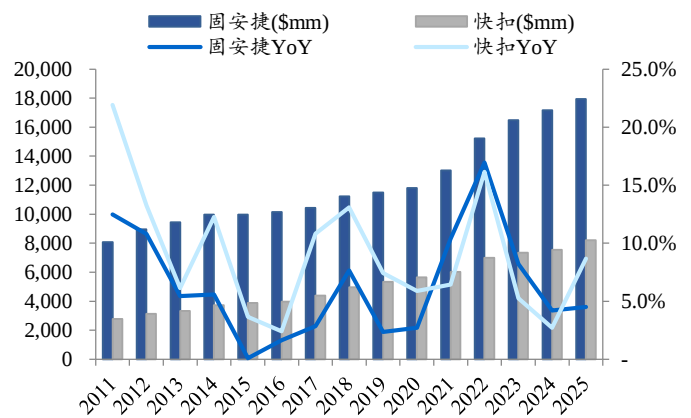
4) 从垂直模式看, 虽然威亨国际、怡合达、嘉立创代表的不是同一类工业品平台, 但追求链条绑定与高频复购下增速明显较快。

4) 美国工业品分销商目前业绩处于成熟稳定期。

图表31: 垂直深入: 怡合达 vs 嘉立创 vs 威亨国际收入及 yoy (2019-2025)



图表32: 美国工业品分销商: 固安捷 vs 快扣收入及 yoy (2011-2025)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 ROE 视角: 毛利提升与运营效率是核心

ROE 视角是理解 MRO 行业成长的极佳工具, 工业供应链与 MRO 采购服务行业本身就是一个低毛利、重效率、强供应链组织能力的行业。ROE 拆分可以体现平台型低毛利高周转与垂直型高毛利低周转两种商业模式的区别: 京东工业、科力普周转效率高, 怡合达则主要依赖高净利率贡献 ROE, 威亨国际介于两者之间, 兼具一定利润率和周转效率。海外龙头固安捷、快扣的高 ROE 是成熟期模型的结果, 高利润+高周转+适度杠杆。


图表33：ROE 角度拆分

	ROE	=	销售净利润	x	总资产周转率	x	权益乘数
国内同比公司							
京东工业	39.56%		9.66%		1.41		2.90
京东工业扣非 ROE	19.30%		4.72%		1.41		2.90
震坤行	-4.63%		-1.56%		1.36		2.18
齐心集团	2.62%		0.72%		1.44		2.70
科力普	15.11%		2.22%		1.82		3.74
威亨国际	14.80%		6.14%		1.26		2.07
怡合达	12.09%		17.37%		0.61		1.14
国外同比公司							
固安捷	48.10%		10.08%		2.02		2.51
快扣	33.29%		15.35%		1.68		1.29

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

在盈利来源上，行业具备中国“低毛利+低费用”vs 美国“高毛利+高费用”的特点，毛利率是衡量 MRO 企业的核心竞争力。

影响毛利率的因素：1) 定价权：客户是否对价格敏感、对供应商的话语权；2) 运费优化；3) 品类结构。上文所述中美差异为毛利率分化的核心原因，大型平台型玩家毛利率在 16-18% 左右，而垂直类玩家毛利深厚，主要来自高绑定&高服务，约为 30% 左右。

图表34：MRO 行业各公司毛利率情况

公司	2022A	2023A	2024A	2025A	2023A	2024A	2025A
京东工业	17.98%	16.14%	16.24%	17.40%	-1.83%	0.10%	1.16%
震坤行	15.85%	16.65%	17.24%	16.42%	0.81%	0.59%	-0.82%
科力普	-	8.08%	7.71%	7.41%	-	-0.36%	-0.30%
嘉立创	22.66%	27.14%	28.84%	28.13%	4.48%	1.71%	-0.71%
威亨国际	39.56%	32.18%	29.65%	24.16%	-7.37%	-2.53%	-5.49%
怡合达	39.08%	37.95%	35.26%	39.14%	-1.13%	-2.69%	3.89%
齐心集团	10.07%	8.38%	8.59%	8.35%	-1.69%	0.21%	-0.24%
固安捷	38.41%	39.42%	39.36%	39.06%	1.01%	-0.06%	-0.30%
快扣	46.07%	45.66%	45.08%	45.01%	-0.41%	-0.58%	-0.07%

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

费用端，履约费用率包括仓储租金、拣货人工、最后一公里配送等所有将商品交付给客户的成本；京东工业目前属于主动扩张期，利于长期发展，是更强集团协同、更高标准化程度、更轻组织、更高经营杠杆的平台化路线，轻资产和标准化模式减少管理复杂度，客户获取和客户转化上也有一定的集团协同效应。震坤行则获客成本较高，是更重前端销售、更深本地服务、更厚产品运营、更独立后台支撑的服务路线，需要更多销售和管理投入。



图表35：盈利端主要公司情况

		毛利率	履约费用率	销售费用率	研发费用率	管理费用率	合计费用率	OPM 经营利润率	归母净利率
京东工业	2023A	16.2%	5.40%	4.10%	1.70%	1.80%	13.00%	3.2%	5.20%
	2024A	16.2%	5.50%	4.10%	1.40%	0.90%	11.90%	4.3%	5.26%
	2025A	17.4%	7.4%	4.2%	1.3%	1.1%	14.00%	3.4%	4.7%
震坤行	2023A	16.6%	5.0%	8.0%	2.0%	6.1%	21.10%	-4.5%	-3.5%
	2024A	17.2%	4.5%	7.3%	1.9%	7.4%	21.10%	-3.9%	-3.1%
	2025A	16.4%	4.0%	6.5%	1.8%	6.4%	18.70%	-2.3%	-1.6%
科力普	2023A	8.1%	1.2%	2.7%	0.2%	0.8%	4.90%	3.2%	2.11%
	2024A	7.7%	1.0%	2.7%	0.2%	1.5%	5.40%	2.3%	1.72%
	2025A	7.7%	1.1%	2.5%	0.2%	1.1%	4.90%	2.8%	1.73%
威亨国际	2023A	32.2%		12.18%	1.71%	8.98%	22.87%	9.3%	3.30%
	2024A	29.7%		10.20%	1.88%	7.47%	19.55%	10.1%	6.18%
	2025A	24.2%		7.88%	1.68%	5.98%	15.54%	8.6%	5.69%
固安捷	2023A	39.4%					23.86%	15.6%	11.10%
	2024A	39.4%					24.00%	15.4%	11.12%
	2025A	39.1%					25.16%	13.9%	9.51%

来源：公司公告，iFinD，国金证券研究所

营运资金结构则大致分成三种形态。第一种是低库存、低应收、长应付的高周转形态，京东工业、科力普和齐心集团的现金转换周期均为负值，京东工业约负 79 天，业务扩张不占用自有资金反而沉淀现金。需要说明的是，京东工业应收天数极低，部分得益于向京东科技出售重点企业客户应收款的保理安排。第二种是长应收的传统服务分销形态，反应震坤行、威亨国际对应大客户直销的账期。第三种是深库存的现货服务形态，固安捷、快扣、怡合达的高库存是现货率和服务承诺的成本，由高毛利覆盖。

图表36：主要公司营运资金周转对比（2025 年，天）

公司	存货周转天数	应收账款周转天数	应付账款周转天数	现金转换周期
京东工业	23.5	2.9	105.4	-79.0
科力普	3.0	90.7	119.4	-25.7
齐心集团	6.2	95.7	132.7	-30.8
震坤行	31.0	134.8	126.3	39.5
威亨国际	21.2	123.8	112.0	33.0
怡合达	93.6	96.7	92.6	97.7
固安捷	77.4	45.8	32.2	91.0
快扣	135.4	51.7	24.6	162.5

来源：公司公告，iFinD，国金证券研究所

三. 标的梳理

3.1 京东工业：数智化龙头，仍在收入加速期，多方向拓展可期

3.1.1 依托京东生态孵化，2025 年完成分拆上市

京东工业是中国最大的 MRO 采购服务提供商（排除仅平台撮合型），也是中国最大的工业供应链技术与服务提供商，2025 年 12 月于港交所主板上市。按 2024 年交易额计，公司在中国 MRO 采购服务市场与工业供应链技术与服务市场均排名第一，规模约为第二名的三倍。

京东工业的前身，是京东在电商体系里专门为企业客户开设的一站式采购入口“京东企业业务”（现京东政企业务），以销售 IT 设备、办公耗材为主，也涉及劳保用品、工具类的工业品，成为京东触达 to B 市场的起点。到 2017 年，



为了满足工业品商品和履约服务的特殊要求，正式在企业业务内独立孵化京东工业，当时为京东工业品业务，并于2020年首次获得包括纪源资本、红杉中国、源峰资本等第三方投资者约2.3亿美元的股权融资，2021年7月正式从企业业务分拆成为独立的业务单元，并升级为京东工业。2023年3月30日首次向港交所递交招股说明书，此后于2024年9月、2025年3月及2025年9月三次递表，2025年12月11日于港交所主板上市，发售价每股14.10港元，全球发售募集资金净额约人民币25.55亿元，2026年1月部分行使超额配股权后合计约人民币26.04亿元。紧随全球发售完成后，京东集团合计控制公司约72.34%的已发行股本，公司上市后仍为京东集团子公司。

图表37：京东工业发展历程

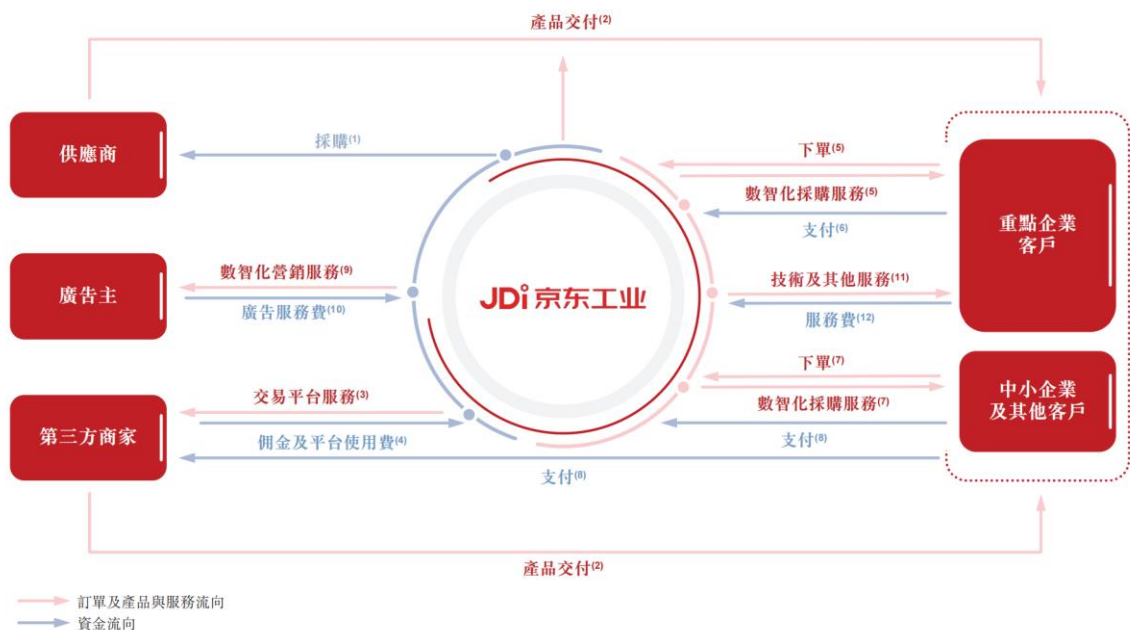
2017	开始布局专注于MRO采购服务的供应链技术与服务业务
2020	完成2.3亿美元A轮融资，纪源资本领投，红杉中国、CPE等跟投
2021	1月，完成1.05亿美元A-1轮融资
2023	3月，完成3亿美元B轮融资，Mubadala与42XFL领投；3月30日首次向港交所递交招股说明书
2024	9月，第二次递表
2025	3月、9月，第三次及第四次递表；12月11日于港交所主板上市，发售价14.10港元/股，募集资金净额约人民币25.55亿元

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

公司以“太璞”全链路数智化供应链解决方案为核心，为企业客户提供工业品供应及覆盖商品、采购、履约、运营环节的端到端服务。

截至2025年，公司服务超过1.33万家重点企业客户，2025年上半年合作客户覆盖约60%的中国《财富》500强企业；截至2025年，平台提供约9770万个SKU，商品供应来自约20.5万家制造商、分销商及代理商组成的供应网络。

图表38：京东工业商业模式



来源：公司公告，国金证券研究所

3.1.2 收入保持双位数增长，经调整净利润稳步增长

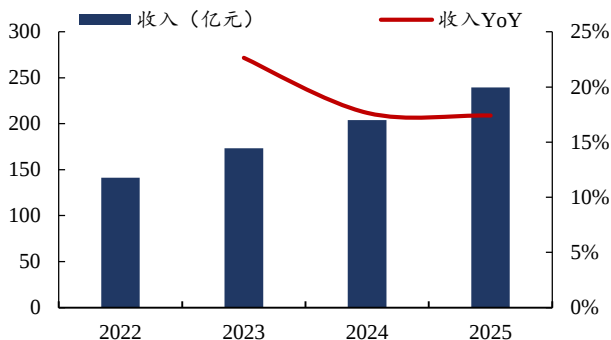
收入端保持双位数增长，增速中枢稳定。2022年至2025年，公司收入由141.35亿元增至239.52亿元，复合年增速19.2%，其中2025年同比增长17.4%。收入增速快于同期交易额的复合增速，预计主要由于重点企业客户越来越多地选择直接向公司采购而非通过交易平台交易，带来收入结构变动。

净利润于2023年扭亏，经调整口径下盈利保持稳步增长。2022年公司净亏损12.69亿元，主要由可转换优先股公允价值变动所致；2023年实现净利润480万元，2024年增至7.62亿元。2025年净利润23.14亿元，其中含可转换优先股公允价值变动收益14.00亿元，同期经营利润8.11亿元，同比下降5.2%。经调整口径下2025年11.31亿元，同比

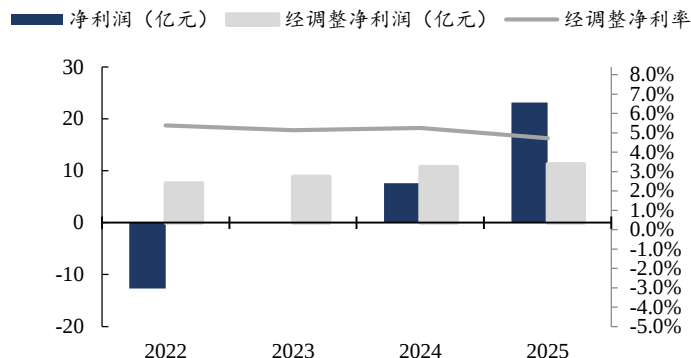


增长 5.3%；2022 年至 2024 年经调整净利润由 7.15 亿元增至 9.09 亿元，复合年增速 12.8%。

图表39：京东工业收入及同比增速（亿元）



图表40：京东工业净利润与经调整净利润（亿元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

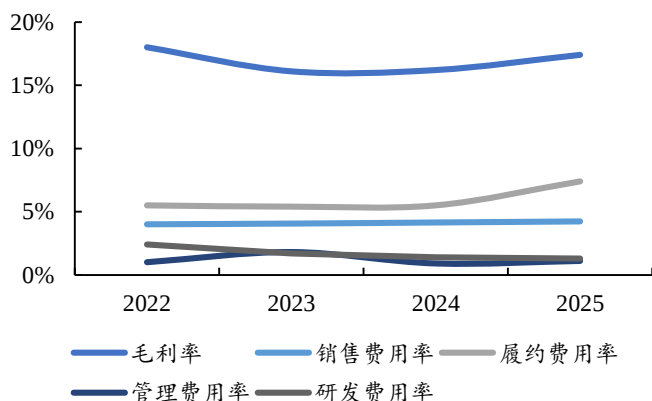
毛利率随收入结构变动回落，2025 年出现回升。2022 年至 2024 年公司毛利率分别为 18.0%、16.1%和 16.2%，2023 年的回落主要由于毛利率较低的商品收入占比上升；2025 年毛利率回升至 17.4%。费用端，履约开支占收入比重 2022 年至 2024 年稳定在 5.5%左右，2025 年升至 7.4%，反映公司加大履约基础设施与海外业务的投入，2025 年为公司出海元年。

营运资金结构呈现低应收、长应付特征。公司应收账款周转天数处于个位数低位，部分得益于向京东科技出售重点企业客户应收款的保理安排；应付账款周转天数超过 100 天，存货周转天数由 2023 年的 13.8 天升至 2025 年的 23.5 天。低应收与长应付的组合下，业务扩张基本不占用自有资金。

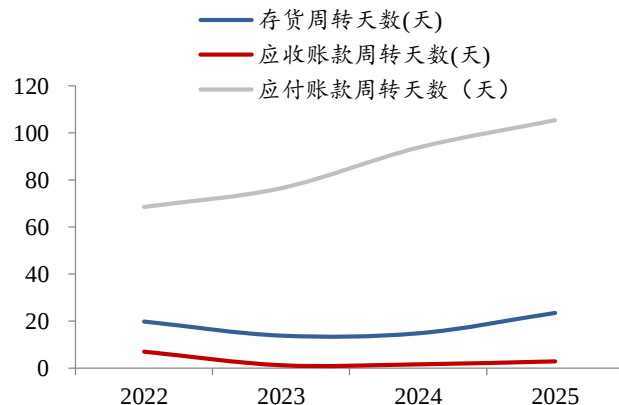
库存社会化管理以轻库存实现可靠保供。库存社会化管理是指公司不以自建仓储大量备货，而是通过数字化系统链接分销商、代理商的库存与制造商的产能，接到客户订单后智能寻源，由供应端直接发货至需求端。存货分散在整个供应网络中，公司按需调用，自身仅保留少量库存。

这一模式的优势在于以轻库存实现可靠保供：以京东工业为例，一端对接供应商的库存与产能，商品供给的深度和稳定性远超自建仓储所能覆盖；另一端免除了大量备货，公司存货周转天数仅约二十天出头，滞销与减值风险低，资金占用少。自有存货用于承接时效要求更高的订单，并依托需求预测算法控制在可控水平。

图表41：毛利率及费用率



图表42：存货、应收及应付账款周转天数（天）



来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所；应付账款天数=（（上一期应付+本期应付）/2）/营业成本/365

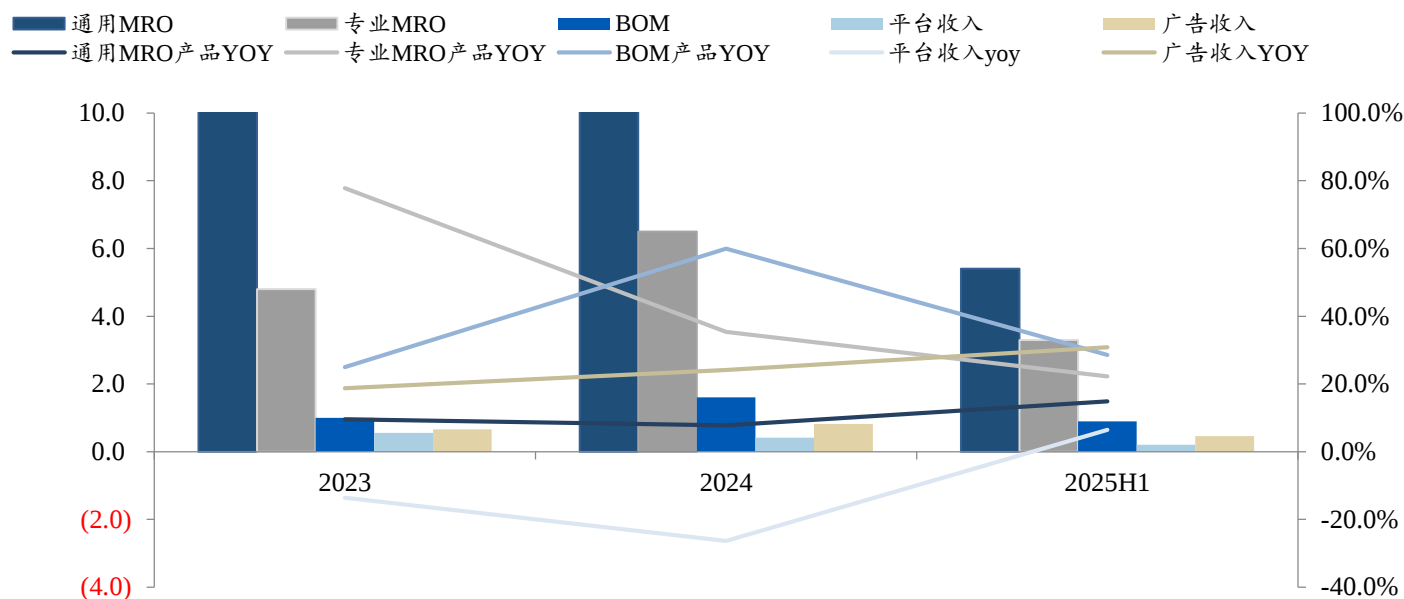
3.1.3 商品销售为收入主体，品类结构向专业 MRO 与 BOM 迁移

MRO 内部按应用场景进一步分为通用与专业两类，与 BOM 合计三类品类，共同构成由浅入深的分层结构。通用 MRO 为各行业通用的标准化产品，如安防用品、清洁用品、个人防护和电线电缆，标准化程度高、可比价、复购稳定，是平台获客和交易规模的基本盘。专业 MRO 用于特定专业场景，如化学品、仪器仪表、实验室用品和动力传动，选型复杂、技术门槛高，客户切换成本明显上升。BOM 则进入生产环节，客户嵌入程度和供应链协同要求最高，放量慢但确定性



强。从通用 MRO 到专业 MRO 再到 BOM，标准化程度递减，客户粘性和进入门槛递增。

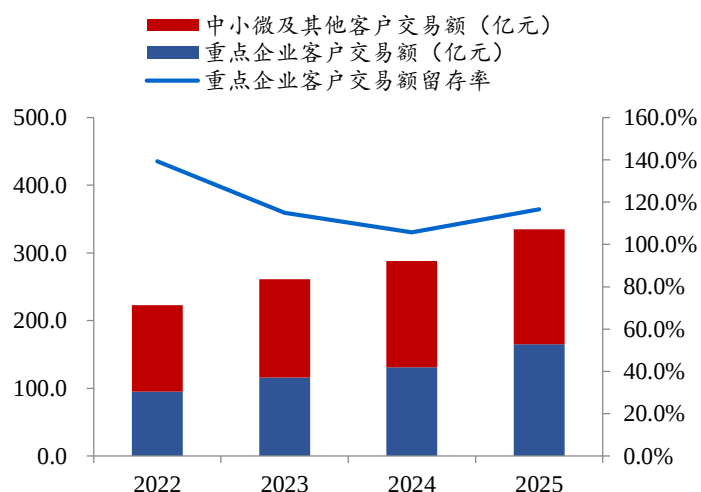
图表43：京东工业分品类收入拆分（十亿元）



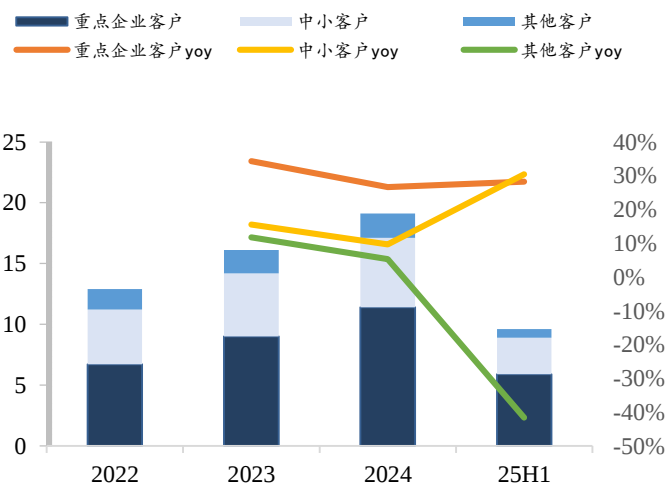
来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

交易额以重点企业客户为基本盘。2024 年公司服务约 10,600 个重点企业客户，贡献交易额 131 亿元；随着新客户持续增加，单个重点企业客户年平均交易额有所摊薄，交易额存留率由 2022 年的 139.3% 回落至 2024 年的 105.7%，但仍高于 100%，存量客户交易额保持净增长。2025 年重点企业客户增至约 13,300 个，交易额 165 亿元，同比增长 26.5%，存留率回升至 116.6%，客户扩张与存量深耕重新形成合力。其中，GMV 留存率 = (某批客户在后续某时间段的交易总额) / (该批客户在初始时间段的交易总额) × 100%。

图表44：重点&中小客户交易额情况（亿元）



图表45：重点&中小客户收入情况（十亿元）



来源：招股说明书，公司年报，国金证券研究所；注：按 2025 年年报，中小微客户和其他客户合并称为中小微客户

来源：招股说明书，国金证券研究所；注：招股说明书中中小微客户和其他客户分开计算收入

针对重点企业客户，公司提供 IOP、ISP 及工采通等专属数字化采购系统，通过 API 对接、云平台或专属平台方式深度嵌入客户内部采购流程，实现高度定制化服务；对于中小企业客户，京东五金城作为开放平台，承担标准化工业品采购主阵地的角色，同时京东工品汇作为独立 App，专注服务中小企业专业采购需求，而 AI 智采管家则依托 PC 及移动端，以 AI 驱动降低专业操作门槛，进一步拓展中小客户覆盖。在公域流量层面，京东主站 (JD.com) 设有工业品一级频道入口，作为触达最广泛用户的基础通道，面向所有类型客户开放；此外，针对电子制造等特定行业，公司设立京东元器件业务板块，提供垂直专业的元器件采购服务，形成对细分领域的精准覆盖。整体来看，上述平台体系覆



盖了从深度定制到标准化、从公域到垂直领域的全场景需求，构成京东工业独立且完整的客户触达网络。

图表46：公司各类客户入口及接入方式

客户类型	平台/入口名称	接入方式	核心特点
重点企业客户	IOP / ISP / 工采通	API 对接 / 云平台 / 专属平台	深度定制，嵌入客户采购系统
中小企业客户	京东五金城	开放平台	面向中小企业的标准化工业品采购主阵地
	京东工品汇	独立 App	京东工业旗下，专注中小企业的专业平台
所有类型客户 (公域流量入口)	京东主站 (JD.com)	网站 / App 首页	一级频道入口，触达最广泛用户的基础通道
特定行业客户 (电子制造等)	京东元器件	独立业务板块	垂直专业平台，专注电子元器件领域

来源：公司公告，国金证券研究所

图表47：重点/中小微客户针对性入口



图表48：重大客户下单流程及界面



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

另外，公司对京东集团生态的关联度趋势性下降。

- 1) 收入端：2022 至 2024 年，公司源自京东集团平台的收入虽由 67 亿元增至 81 亿元，但其占总收入比重已从 47.1% 持续下行至 39.7%，2025 年上半年进一步降至 36.1%。

公司面向重点企业客户的非公共专属数字化采购系统以及京东工品汇网站，均隶属于京东工业旗下的独立网站及移动应用，并不经由京东集团平台完成交易。来自京东集团的收入则包含客户通过京东集团平台（包括 jd.com 和移动应用程序）或者京东五金城，使用集团提供的流量、物流与支付等支持服务算作来自京东集团的所得收入。从结构上看，京东工业目前重点大客户业务完全独立，中小客户仅部分依靠集团流量拓展，对京东集团生态的关联度趋势性下降。

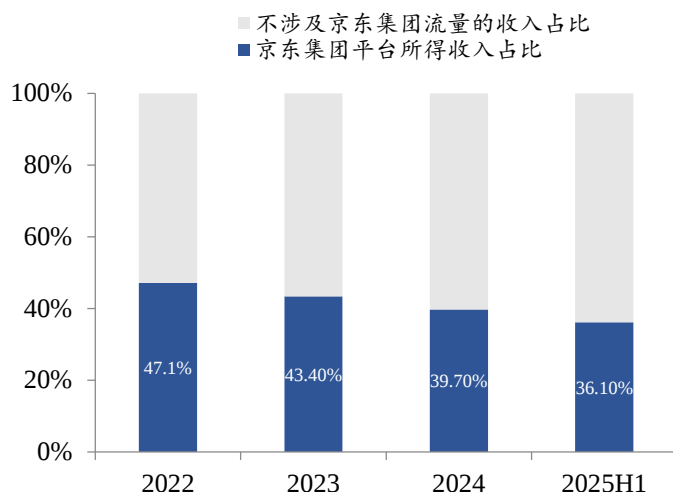
- 2) 成本费用端：公司与京东集团及子公司持续关联交易涵盖技术与流量支持、忠诚计划共享、支付服务、供应链解决方案及物流服务等类别。

从费用占比看，2022 年至 2025 年上半年，技术和流量支持服务费用占营业成本及经营费用的比重依次为 2.9%、2.7%、2.5%及 2.4%，呈平稳下行；忠诚计划安排占比从 0.2%降至 0.03%，支付服务占比从 0.8%降至 0.3%，降幅显著；供应链解决方案及物流服务占比由 4.2%，主要系业务规模扩张及物流需求增加所致，但绝对占比仍处于较低水平。关联交易费用合计占营业成本及经营费用的比例约 7% 区间。

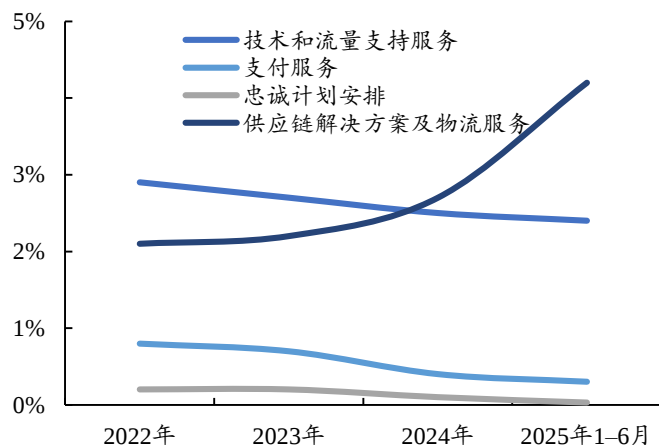
除集团外，公司主要与京东物流与京东科技联系较为密切，将重点企业客户的贸易应收款项销售至京东科技。



图表49：对京东集团生态的关联度趋势性下降



图表50：公司持续关联交易占比



来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

3.2 震坤行：买断式自营的一站式 MRO 采购服务平台

震坤行是国内最早一批深耕 MRO 数智化采购的平台型公司，前身自 1998 年起经营 MRO 产品销售。ZKH Industrial Supply 于 1996 年 5 月设立，创始人陈龙自 1998 年起通过该主体开展 MRO 产品销售，在长期服务企业客户过程中积累产品、技术与履约能力；2013 年，上海工邦邦工业科技有限公司设立，2018 年 12 月成为 GBB 平台运营主体，由此形成 ZKH 服务企业客户、GBB 服务小微客户的双平台格局。2023 年 12 月于纽交所上市。

图表51：震坤行发展历程

1996	5 月，ZKH Industrial Supply 设立
1998	创始人陈龙开始通过 ZKH 主体经营 MRO 产品销售
2013	上海工邦邦工业科技有限公司设立
2018	12 月，工邦邦成为 GBB 平台运营主体，ZKH 与 GBB 双平台架构形成
2019	6 月，上线 marketplace 模式，引入第三方供应商
2023	12 月，纽交所上市，发行 400 万份美国存托股份，发行价 15.50 美元/份

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

公司以买断式自营为主要经营模式，通过 ZKH 平台服务大中型企业客户，通过工邦邦（GBB）平台覆盖小微企业的零散采购需求，并以 marketplace 模式引入第三方供应商补充 SKU 覆盖。

图表52：ZKH/GBB/MarketPlace 为面向客户的三个平台

	推出时间	主要面向客户
ZKH 平台	2014 年	大中型企业、集团客户
GBB 平台	2018 年	中小微企业
Marketplace (3P 模式)	2019 年	平台上的所有客户 (供应商直接面向买家销售)

图表53：商家以差价入驻为主，佣金为辅



来源：公司招股书，国金证券研究所

来源：公司网站，国金证券研究所



图表54：震坤行合作模式情况

震坤行招商全景图			
合作模式	招商入口	模式定位	模式简介
震坤行自营差价合作模式	震坤行主站平台	传统自营的采购模式	如果你经营的品牌实力强，市场影响力大，销售规模大，想由震坤行代理，销售你的产品，我们推荐选择自营差价模式。 1.商家提供采购价，由震坤行定销售价格； 2.震坤行开票；
震坤行平台佣金模式	震坤行主站平台	商家入驻，由商家自主管理商品，自主经营的平台模式	如果你是中小品牌原厂，有较完善的售后、仓储配送资源，有一定的电商运营能力，我们推荐你入驻平台佣金模式。 1.商家自主上传商品，自主定价（震坤行审核）； 2.震坤行根据销售价格，基于不同品类的佣金比例抽取固定佣金； 3.震坤行开票；
震坤行自有品牌模式	线下方式	震坤行旗下自有品牌	如果你是实力原厂，有丰富生产和代工经验，符合震坤行相关要求，希望与震坤行进行品牌合作，我们推荐选择自有品牌业务模式。

图表55：震坤行合作模式情况

震坤行合作模式区别图						
业务模式	商品数据	渠道	库存和配送	定价折扣	可对接平台	对客开票
震坤行自营差价合作模式	由震坤行制定商品数据规则	商品可以多渠道创建、维护、上下架	库存：震坤行/商家负责库存 配送：商家直发或配送入ZKH仓	定价：ZKH 折扣：ZKH	官网 对接 线下	ZKH开票
震坤行平台佣金模式	由商家创建、维护、上下架	商品唯一渠道SKU 编码唯一	库存：商家负责库存 配送：商家直发或配送入ZKH仓	定价：商家 折扣：ZKH	官网 对接 线下	ZKH开票
震坤行自有品牌模式	由震坤行创建、维护、上下架	商品可以多渠道	库存：震坤行负责库存 配送：震坤行负责配送	定价：ZKH 折扣：ZKH	官网 对接 线下	ZKH开票

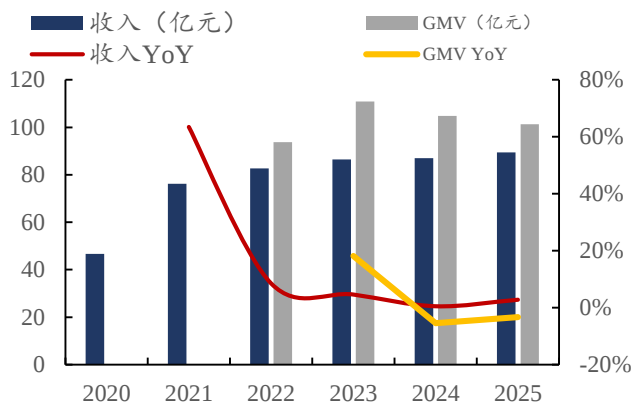
来源：公司招商白皮书，国金证券研究所

来源：公司招商白皮书，国金证券研究所

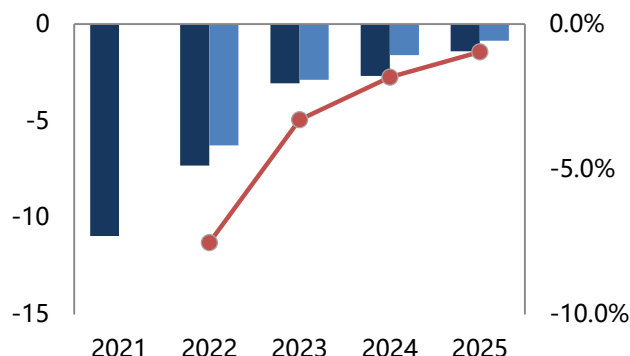
公司 2019 年至 2021 年为扩张阶段，收入高速放量。2021 年收入 76.55 亿元，同比增长 63.3%；同年净亏损 10.94 亿元，2022 年起经营重心由规模转向质量，增速降至个位数，于 2023 年末完成纽交所上市。2023 年 GMV 同比增长 18.1%，收入同比仅增长 4.9%，二者背离主要源于 marketplace 按净额确认收入。2023 年 12 月，公司于纽交所挂牌。

上市后公司主动压缩低质量交易，减亏趋势延续。2024 年起公司削减低毛利与长账期业务，GMV 回落至 105 亿元，收入同比仅增长 0.5%；2025 年收入 89.88 亿元，同比增长 2.6%，GMV 进一步降至 101 亿元。净亏损由 2023 年的 3.05 亿元收窄至 2025 年的 1.40 亿元，经调整净亏损收窄至 0.86 亿元。

图表56：震坤行近年收入慢于 GMV（亿元）



图表57：净利润及其同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

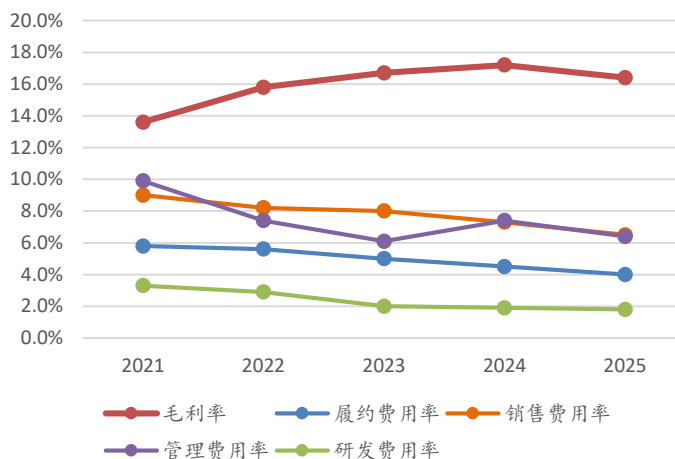
来源：公司公告，国金证券研究所

毛利率中枢自 2022 年起系统性上移，费用率同步下行。毛利率由 2021 年的 13.6% 升至 2024 年的 17.2%，改善来自毛利管理、售价调整与原厂直采比例的提高，2025 年回落至 16.4%。费用端，合计费用率由 2023 年的 21.1% 降至 2025 年的 18.7%，其中销售费用率由 8.0% 降至 6.5%，管理费用率维持在 6% 以上，仍明显高于同业。

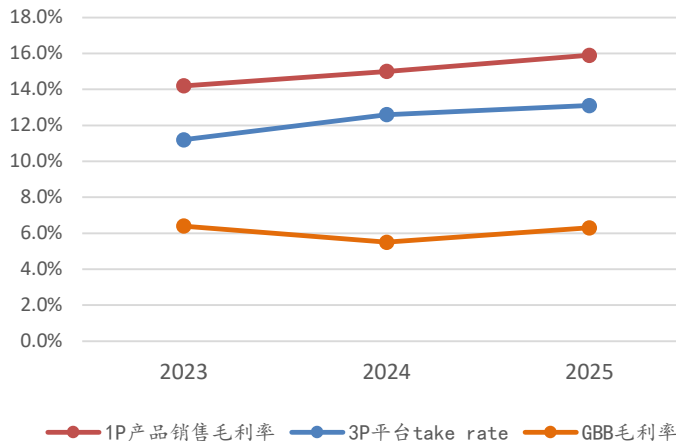
公司存货周转天数约 31 天，为维持现货服务能力所必需；应收账款周转天数约 135 天，对应大客户直销的账期；应付账款周转天数约 126 天，业务扩张需要占用营运资金。



图表58：震坤行毛利率与各项费用率



图表59：震坤行三大业务模式毛利率

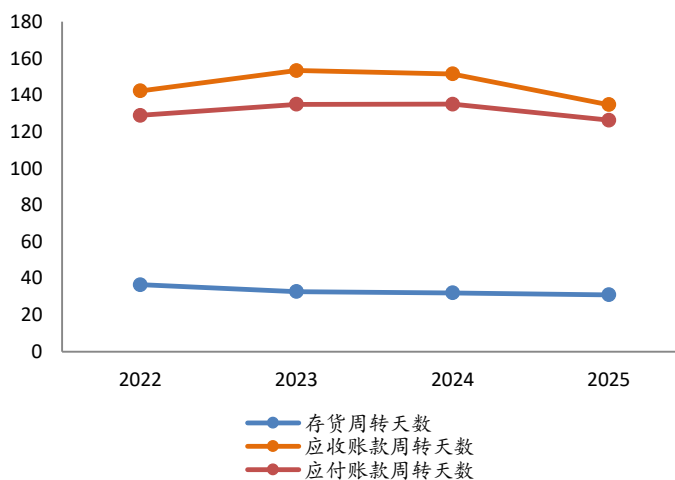


来源：国金证券研究所

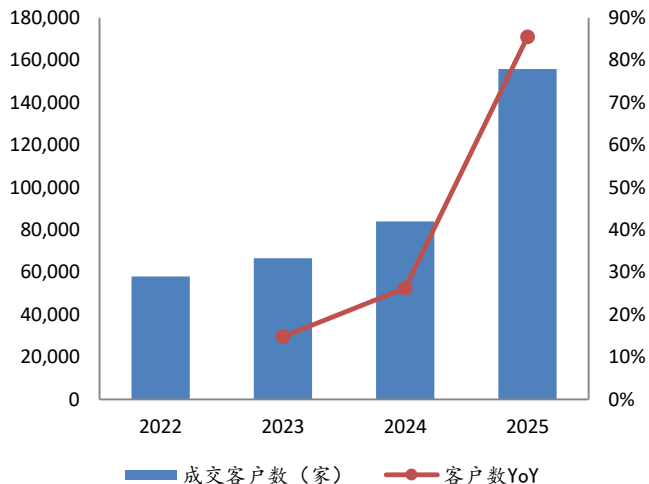
来源：国金证券研究所

SKU 覆盖与客户扩容是平台竞争力的两端。公司提供 32 条产品线，SKU 数由 2023 年 9 月末的约 1720 万增至 2025 年末的约 2300 万，覆盖 680 余家中国制造业千强集团；年交易客户数由 2023 年的 6.6 万余家增至 2025 年的 15.5 万余家，两年接近翻 1.4 倍。客户数高增与 GMV 收缩并行，单客户平均支出由 2023 年的约 17 万元降至 2025 年的约 6.5 万元，扩容主力是 GBB 端及中小企业小额现金结算客户，与公司压缩央企国企长账期大单的取舍互为表里。大客户盘保持稳定，2024 年 GMV 前 500 大客户中约 96.6% 于 2025 年仍在平台交易，年 GMV 超百万元的 ZKH 客户约 1500 家。

图表60：震坤行营运资金周转天数



图表61：震坤行成交客户数及同比增速



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

3.3 威亨国际：纵向深耕电网 MRO，行业拓展成为第二增长来源

威亨国际是工器具、仪器仪表类产品的 MRO 集约化供应商，主要聚焦交通、能源、应急领域，商业模式偏向纵向深耕而非横向平台扩张。公司通过集约化外购与自产两种方式，为下游客户提供工器具和仪器仪表类 MRO 产品，并提供电气设备状态检测、无损检测、运维巡检等技术服务，以产品与服务满足非标需求。公司主体成立于 2008 年 4 月，2021 年 7 月于上交所主板上市。

属地化服务网络和对具体行业的深入理解是公司区别于横向平台的核心能力，自主产品沿电网专用设备方向升级。公司在中国设立 40 余个营销服务机构与属地化售后中心，覆盖 31 个省区市，服务人员属地驻点、深入作业一线，自主产品方面，公司已在部分技术产品领域实现国产化替代，声学成像仪入选浙江省首台套重大技术装备。

客户以国家电网等能源领域大型国央企为主，集中度较高。招股书披露，2018 年至 2020 年公司来自国家电网、南方电网及其下属企业等电力行业客户的收入占比在 56% 至 68% 之间；2022 年前五名客户销售额占年度销售总额的 67.74%。

2022 年下半年起，公司将电网模式分批复制至多个战略行业，行业拓展成为第二增长来源。公司于 2022 年 9 月中标国家电网一级电商项目，同年下半年提出向石油石化、核工业、交通、应急四个战略行业拓展，2024 年将发电列为第



五个战略行业。其中，发电领域收入由 2023 年几乎为零增至 2024 年约 2.3 亿元。政策层面，阳光采购持续推动大型国央企加快线上采购进程，构成行业性利好。

2025 年公司整合无人机与特种机器人业务，成立具身智能板块。公司于 2012 年启动无人机研发与服务业务，2024 年推进四足机器人的应用场景开发，2025 年将上述业务整合为具身智能板块，员工近百人；旗下威亨电气、贝特制造获评国家级专精特新“小巨人”企业。

图表62：威亨国际发展历程

2008	4 月，公司主体成立
2012	启动无人机研发与服务业务
2021	7 月，上交所主板上市，IPO 募集资金净额 4.75 亿元
2022	9 月中标国家电网一级电商项目；下半年提出向石油石化、核工业、交通、应急四个战略行业拓展
2024	将发电列为第五个战略行业
2025	整合无人机、特种机器人等业务成立具身智能板块；推出限制性股票激励计划，考核期 2025 至 2027 年度，目标值为营业收入 45/60/75 亿元或扣非归母净利润 2.60/2.90/3.30 亿元，两指标以较高者解锁。营收目标值对应 2024 年至 2027 年复合增速 27.6%，隐含同比+24.8%/+33.3%/+25.0%；扣非归母净利润目标值对应复合增速 13.6%，隐含同比+15.6%/+11.5%/+13.8%。

来源：公司招股说明书，公司年报及公告，国金证券研究所

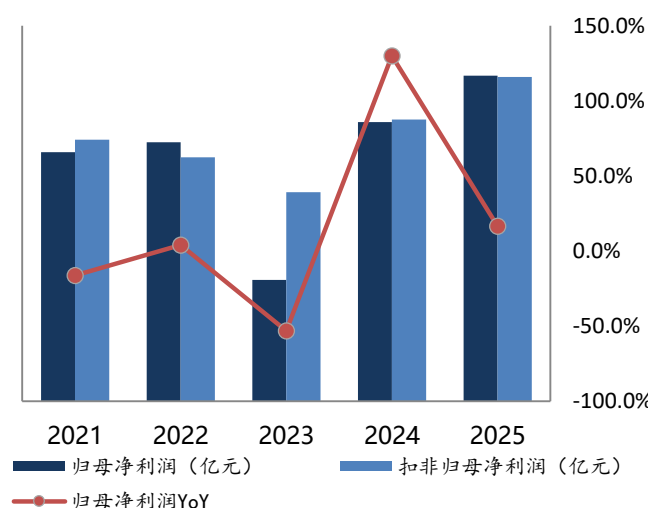
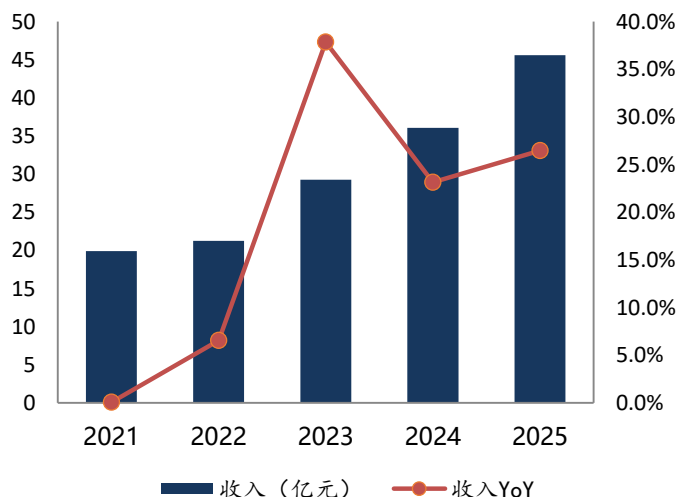
公司 2021 年至 2025 年公司营业收入由 19.93 亿元增至 45.61 亿元；其中 2023 年同比增长 37.87% 为五年最高，进入行业复制驱动的提速区间，2025 年同比增长 26.48%。

收入结构正在从单一依赖电网转向多行业分布。2024 年电力输配行业收入 18.63 亿元，同比增长 5.61%，占营业收入的 51.7%；2025 年电力输配收入 16.17 亿元，同比下降 13.25%，占比降至约 35%，其他行业收入 29.43 亿元，同比增长 69.11%，占比已超六成。

2023 年归母净利润 0.97 亿元，同比下滑 53.3%，其中信托理财产品逾期确认的公允价值变动损失拖累净利润约 0.75 亿元，同年扣非归母净利润 1.67 亿元，同比下滑 14.4%。2024 年归母净利润 2.23 亿元，同比增长 130.67%，高增长主要来自低基数；2025 年归母净利润 2.60 亿元，同比增长 16.45%，收入与利润均创上市以来新高。

图表63：威亨国际收入及同比增速

图表64：威亨国际归母净利润与扣非归母净利润

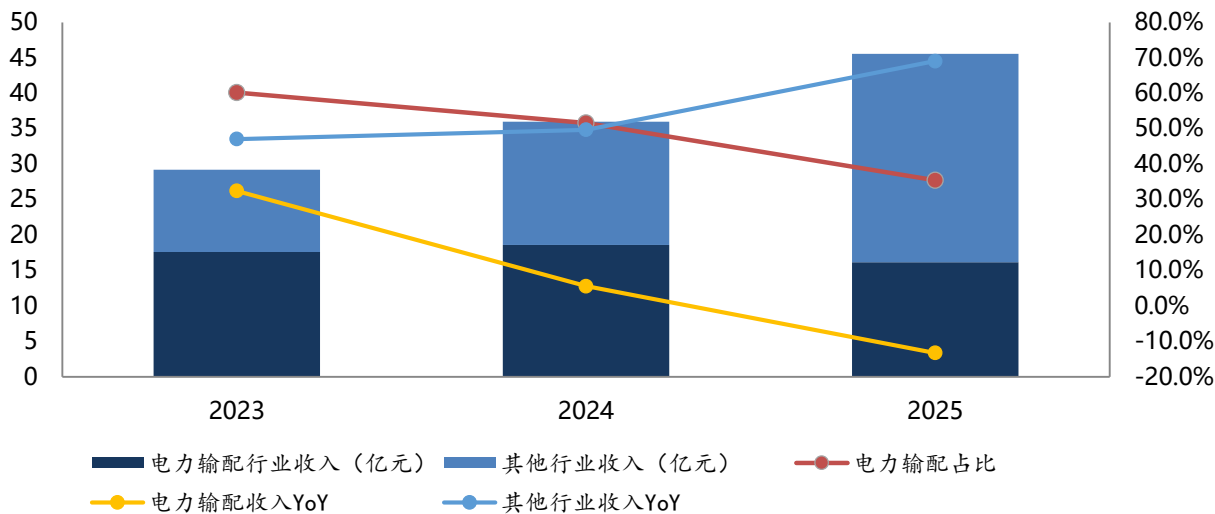


来源：公司年报，iFind，国金证券研究所

来源：公司年报，iFind，国金证券研究所



图表65：威亨国际分行业收入结构（亿元）



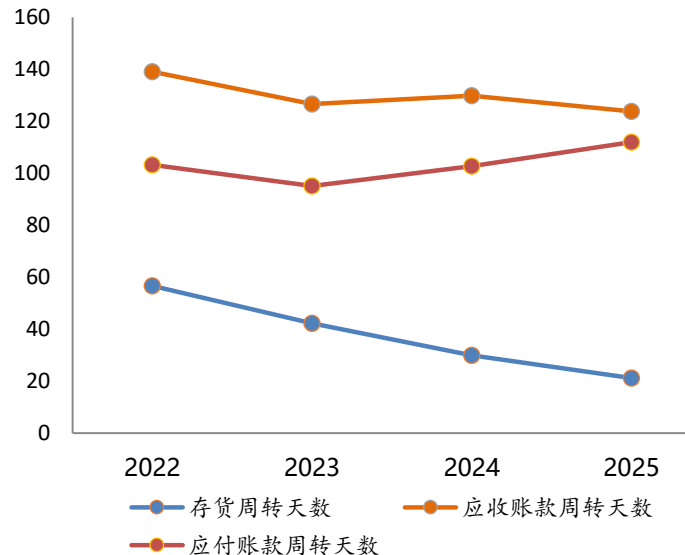
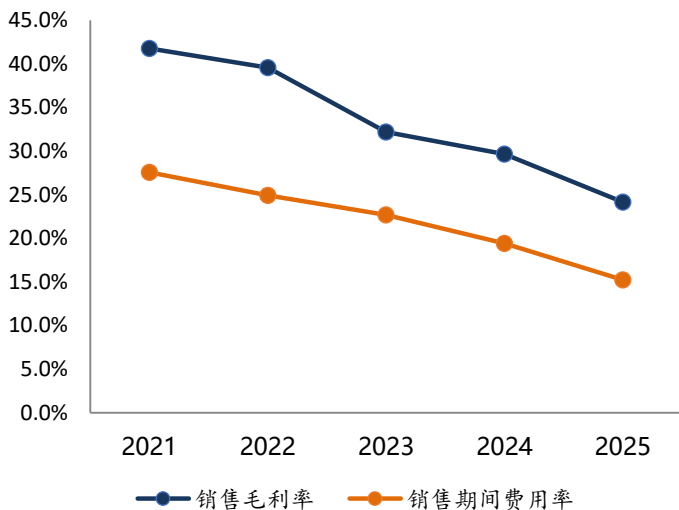
来源：公司年报，国金证券研究所

盈利端，2021年至2025年公司毛利率由41.76%降至24.16%，主因战略行业拓展阶段仍未规模化放量，仍在前期拓展阶段；同期销售期间费用率由27.57%降至15.22%，销售净利率由10.38%回落至6.14%。

运营角度优化明显，对上下游话语权增强。存货周转天数由2022年的56.7天降至2025年的21.2天，应收账款周转天数约124天，应付账款周转天数约112天，整体周转效率明显优化。

图表66：威亨国际毛利率与期间费用率

图表67：威亨国际营运资金周转天数



来源：公司年报，iFind，国金证券研究所

来源：公司年报，iFind，国金证券研究所

3.4 科力普：晨光股份设立，26年4月递表港交所主板

按照公司招股书，科力普是中国第二大专业通用物资数字化采购解决方案提供商，按2025年GMV计市场份额1.6%。公司为晨光股份控股子公司，向央企国企集团、金融企业、世界500强企业、民营500强企业及政府机构提供覆盖办公用品、MRO产品、营销礼品及员工福利产品的一站式数智化采购解决方案。按2025年GMV计，公司在办公用品品类与营销礼品及员工福利产品品类均排名市场第一，在MRO产品品类排名第三。

公司2012年12月由晨光股份设立，2025年收入突破150亿元。公司前身为上海晨光科力普办公用品有限公司，初始注册资本1,000万元，2016年首次实现全年盈利，2017年收购欧迪办公中国业务并于同年收入突破10亿元，2022年收入突破100亿元。2025年3月改制为股份有限公司，更名为科力普科技集团股份有限公司。

分拆推进节奏紧凑，递表前晨光股份直接持股77.78%。2026年3月16日晨光股份公告拟筹划分拆科力普于港交所上市，4月28日科力普向港交所主板递交上市申请。截至招股说明书最后实际可行日期，陈湖文、陈湖雄、陈雪玲、



晨光集团及晨光股份等构成的控股股东集团合计持股约 86.58%。

公司以“普元”数智化经营体系支撑扁平化的端到端供应链模式。公司通过与品牌制造商及一级授权分销商直接系统连接缩短流通链路，根据弗若斯特沙利文测算，该模式最多可将传统渠道的流通加价率削减 50%。需求侧，公司通过 API 对接、客户专属采购平台及 Punch-Out 等方式嵌入客户内部采购系统，核心客户即以 API 接入作为主要界定标准；履约端依托全国仓、区域仓、城市仓、中转仓、前置仓五级仓储体系，辅以供供应商直发。平台在线 SKU 超千万个，覆盖品牌超 2 万个。

图表68：科力普发展历程

2012	12 月，由晨光股份出资设立有限责任公司，初始注册资本 1,000 万元
2016	首次实现全年盈利
2017	收购欧迪办公中国业务；收入突破 10 亿元；获商务部认定为 2017-2018 年度电子商务示范企业
2022	收入突破 100 亿元
2024	采纳员工激励计划，设立员工持股平台并完成增资入股
2025	3 月，改制为股份有限公司，更名为科力普科技集团股份有限公司；收入突破 150 亿元

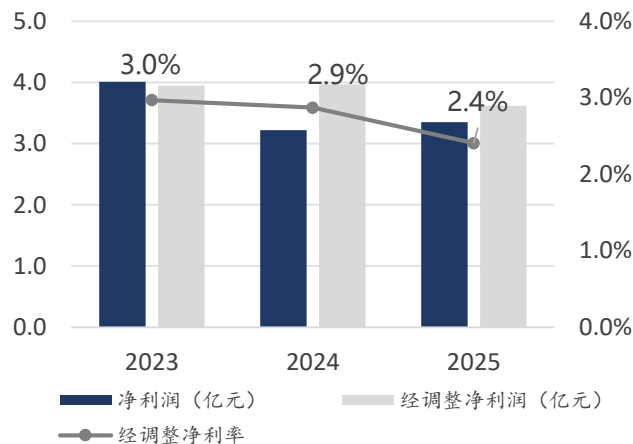
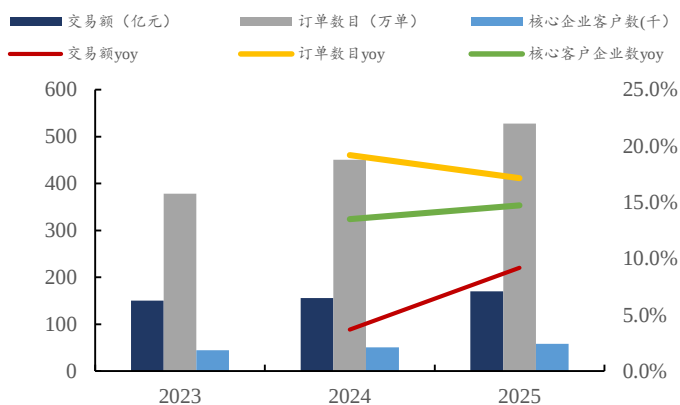
来源：公司公告，国金证券研究所

2023 年至 2025 年公司收入由 133.07 亿元增至 150.48 亿元。2024 年收入同比增长 3.9%，2025 年提速至 8.8%；同期交易额由 150.15 亿元增至 169.98 亿元，2025 年同比增长 9.2%；订单量由 378 万单增至 528 万单，连续两年保持约 20%的增速。

净利润逐步企稳，25 年经调整净利率 2.4%。2023 年至 2025 年净利润分别为 4.01 亿元、3.22 亿元和 3.35 亿元，2024 年同比下滑 19.8%，主因行政开支由 1.08 亿元增至 2.02 亿元，其中含股份支付费用 0.76 亿元。加回股份支付费用后，经调整净利润分别为 3.95 亿元、3.97 亿元和 3.62 亿元，2025 年同比下降 8.9%，经调整净利率由 3.0%降至 2.4%。

图表69：科力普交易额&订单数&企业客户数

图表70：科力普净利及经调整利润



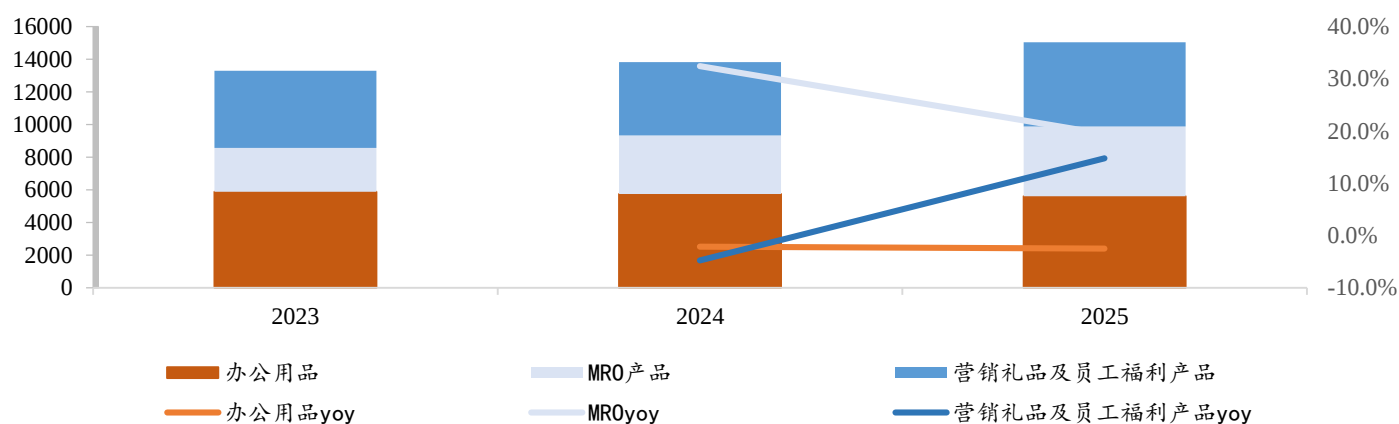
来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

品类结构由办公用品向 MRO 迁移，扩张前期毛利率下滑。办公用品收入由 2023 年的 58.80 亿元降至 2025 年的 56.09 亿元，占比由 44.2%降至 37.3%；MRO 产品收入由 26.98 亿元增至 42.69 亿元，2024 年、2025 年分别增长 32.5%和 19.4%，占比升至 28.4%；营销礼品及员工福利产品 2025 年收入 51.70 亿元，同比增长 14.8%，占比 34.3%。



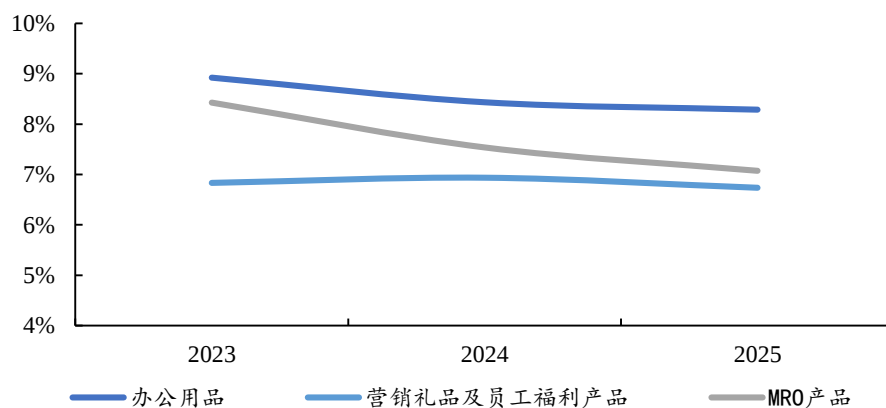
图表71：公司收入分类情况及同比增速（百万元）



来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

2023年至2025年办公用品毛利率小幅下滑由8.9%降至8.3%，营销礼品及员工福利产品稳定在6.7%至6.9%区间，MRO产品由8.4%降至7.1%，主因规模化扩张。

图表72：各品类毛利率情况

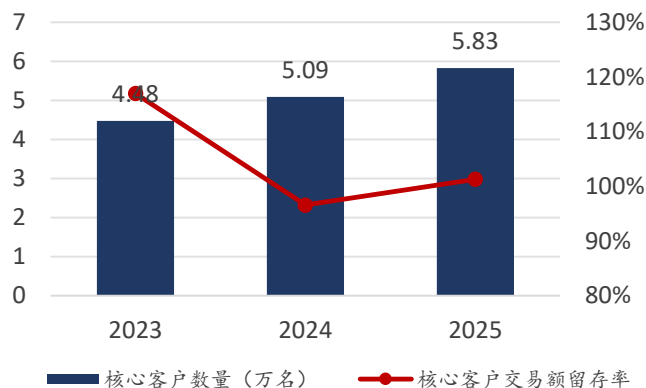


来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

核心客户数由2023年的4.48万个增至2025年的5.83万个，交易额留存率2025年回到100%以上。核心客户指主要通过API接入公司系统并于当年产生交易的客户，核心客户交易额留存率2023年至2025年分别为117.0%、96.6%和101.3%。公司前五大客户收入占比由45.2%降至40.6%，但最大客户占比由15.0%升至19.8%，对应收入29.81亿元，与央企集团层面集中招标、成员单位分散下单的采购惯例相关。

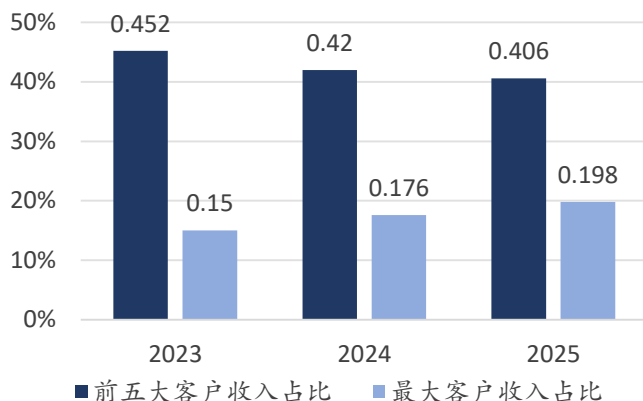


图表73：核心客户数量及交易额留存率



来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

图表74：前五大客户及最大客户收入占比



来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

3.5 齐心集团：办公集采龙头，MRO 成为核心延展品类

齐心集团是国内 B2B 办公物资集采龙头，正依托既有政企客户平台向 MRO 工业品延展。公司以文具制造与自有品牌起家，2009 年于深交所上市，现阶段主营业务为 B2B 办公物资集采，企业服务平台覆盖办公行政物资、MRO 工业品、营销物料、员工福利品及企业级 SaaS 等品类与服务。2025 年公司实现收入 119.65 亿元，其中 B2B 办公物资集采及品牌新文具贡献收入 119.38 亿元，为收入与利润的绝对主体。

1996 年至 2009 年为办公产品基础阶段。公司上市时已形成文件管理用品、桌面文具、办公设备等综合办公产品体系；2006 年至 2009 年收入由 3.55 亿元增至 7.18 亿元，增长来自传统办公品类扩张与品牌渠道建设，为后续集采模式奠定品类认知、供应链与客户资源的基础。

2010 年至 2014 年公司由销售文具转向办公物资集成服务，国家电网项目是 B2B 集采的起点。2013 年公司围绕大办公战略中标国家电网办公类物资超市化采购项目，金额 4.39 亿元，并开发中国移动、银行、医院等直销客户；同期 SAP 系统上线与产业园搬迁短期压低利润，2014 年收入 16.33 亿元而归母净利润仅 0.29 亿元，转型投入期的利润代价换来了 B2B 规模化履约的基础。

2015 年至 2020 年 B2B 集采放量，并延伸企业级 SaaS 布局。公司提出建设硬件、软件与服务结合的企业级综合办公服务平台，主业延伸至企业级 SaaS。2016 年至 2020 年收入由 28.65 亿元增至 80.09 亿元，归母净利润由 1.05 亿元增至 2.01 亿元，增长主要来自政企客户集采渗透率提升与采购电子化，SaaS 贡献新增长点的同时也积累了商誉压力。

2021 年至 2022 年 SaaS 减值出清，战略重心回归核心集采。2021 年归母净利润亏损 5.62 亿元，主因商誉减值 6.5 亿元，剔除减值影响后为 0.88 亿元；2022 年归母净利润恢复至 1.27 亿元，业务修复依靠继续聚焦央企、银行等优质大客户。这一阶段印证了公司真正稳定的基本盘是 B2B 办公物资集采，而非 SaaS 等外延业务。

2023 年至 2025 年公司聚焦集采主业，MRO 成为最重要的延展品类。2023 年公司明确主营业务为 B2B 办公物资集采；公司已将 MRO 工业品列为核心业务和主要收入来源之一，客户由国家电网、南方电网扩展至更多央国企集团。

图表75：齐心集团发展历程

2009	深交所上市，已形成文件管理用品、桌面文具、办公设备等综合办公产品体系
2013	中标国家电网办公类物资超市化采购项目，金额 4.39 亿元，B2B 集采业务起点
2015	提出企业级综合办公服务平台战略，主业延伸至企业级 SaaS
2021	计提商誉减值 6.5 亿元，归母净利润亏损 5.62 亿元，战略重心回归 B2B 集采
2023	明确主营业务为办公物资集采
2025	MRO 工业品成为核心业务和主要收入来源之一

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

收入于 2023 年跨过百亿，集采业务主导增长。2023 年公司收入 110.99 亿元，同比增长 28.6%，主要来自央国企集采业务放量；2024 年至 2025 年增速回落至个位数，2025 年收入 119.65 亿元，同比增长 5.0%。

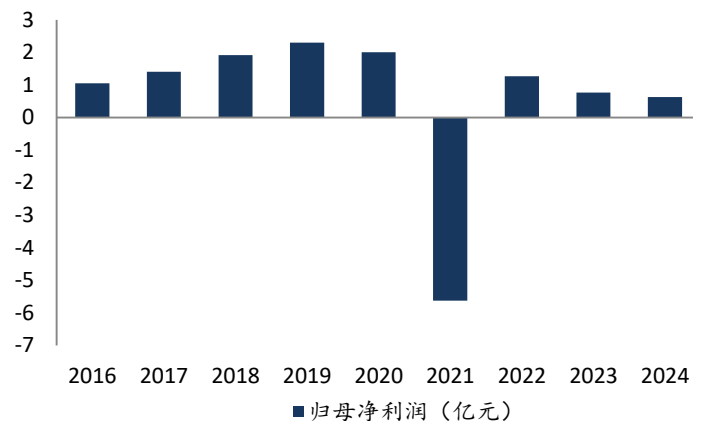
利润弹性弱于收入。2021 年商誉减值导致归母净利润亏损 5.62 亿元；2022 年恢复至 1.27 亿元后，2023 年至 2025 年维持在 0.6 至 0.8 亿元左右，2025 年为 0.81 亿元，同比增长 28.4%。分部层面盈利好于报表呈现，2025 年 B2B 办公物资集采及品牌新文具板块净利润 1.34 亿元，与归母净利润的差额来自 SaaS 及总部层面的拖累。



图表76：齐心集团收入及同比增速



图表77：齐心集团归母净利润



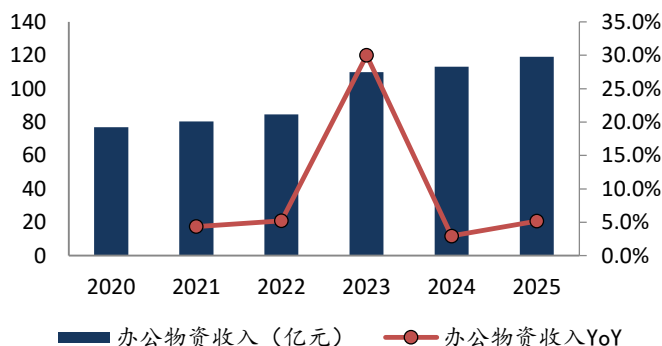
来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

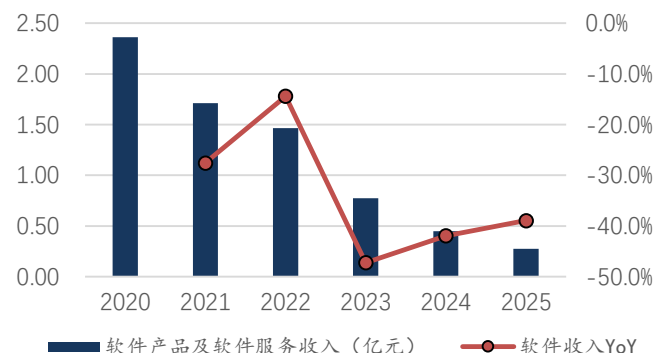
收入以办公物资集采为绝对主体，软件业务已边缘化。按产品口径，办公物资收入由2020年的76.99亿元增至2025年的118.99亿元，占总收入比重约99%；软件产品及软件服务收入由2020年的2.36亿元逐年收缩至2025年的0.27亿元，对收入与利润的影响基本出清。

公司有望将政企客户资源与集采平台能力再运用。公司积累8万余家优质政企客户，与200余家头部大型客户深度合作，服务超过60家央企，MRO与办公行政物资的客户重叠率高，办公集采由此成为进入企业运营物资采购体系的切入点。平台已构建覆盖超百万种商品的MRO工业品数据库，并运用AI大模型实现商品精准匹配；项目端在国网、南方电网之外，2025年新增中核集团、东方电气、中国中化、保利集团等央企国企项目，能源电力、石化等行业客户验证了专业化交付能力。

图表78：齐心集团办公物资收入及同比增速



图表79：齐心集团软件业务收入及同比增速



来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

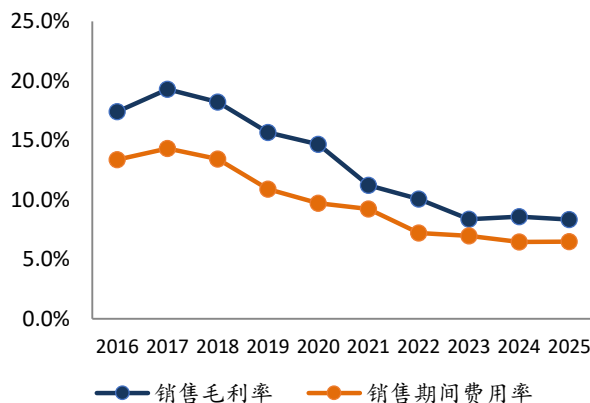
来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

毛利率随集采放量下移。2021年至2022年公司毛利率维持在10%以上，2023年央企国企集采业务放量的同时毛利率降至8.8%，此后两年在8.3%至8.6%区间小幅波动。毛利率的让渡换取了百亿级收入体量与央企国企客户绑定，期间费用率由2021年的9.23%压缩至2025年的6.50%，部分对冲了毛利率下移对利润率的侵蚀。

集采模式下营运资金效率持续优化。存货周转天数由2022年的13.2天降至2025年的6.2天；应收账款周转天数由141.4天压缩至95.7天，应付账款周转天数约133天，公司在产业链中已转为净占用上游资金。

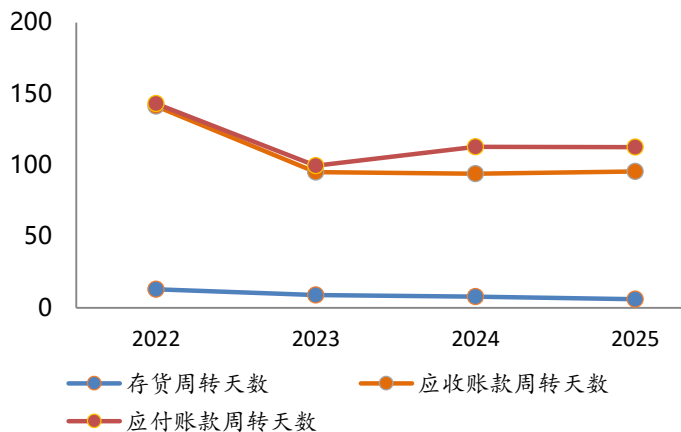


图表80：齐心集团毛利率与期间费用率



来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

图表81：齐心集团营运资金周转天数



来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

四、风险提示

宏观经济下行风险：若宏观经济持续下行，工业企业将普遍压缩运营开支，MRO 采购预算可能随之收缩。尽管 MRO 行业具备一定的弱周期属性，但中国规上工业企业营业利润率仅约 5.3%，不足美国的一半，企业利润空间更薄，在经济下行期的抗风险能力和采购支出韧性可能弱于美国。若制造业 PMI 持续位于荣枯线以下、工业企业利润持续下滑，行业需求将面临阶段性收缩风险。极端情形下，企业可能延迟非紧急维修保养、压缩低值易耗品采购，从而对行业内企业收入与利润形成双重压力。此外，若宏观经济出现超预期深度衰退，行业增速中枢可能系统性下移，影响行业整体规模扩张空间。

行业竞争加剧风险：2015 至 2017 年固安捷曾因电商化导致价格透明化、传统定价体系失效而被迫主动降价，以毛利换份额。中国 MRO 市场目前正处于类似的电商化渗透加速期，若行业竞争进一步激化，主要玩家可能采取价格策略争夺市场份额，导致行业整体毛利率承压下行。目前行业仍处于格局重塑阶段，不排除更多产业资本或互联网巨头携流量、资金、供应链优势跨界进入，进一步加剧竞争。重点企业客户是各家平台竞相争夺的核心资源。随着阳光采购政策推进，央国企集采招标日趋规范化、透明化，客户可能采取多供应商策略分散采购以降低依赖度，导致单一服务商的客户留存率与钱包份额提升面临压力。

政策与监管风险：MRO 数智化平台深度嵌入企业采购系统，涉及采购数据、库存数据、供应链数据等敏感商业信息。随着《数据安全法》《个人信息保护法》等法规实施，对客户数据的采集、存储、使用将面临更严格的合规要求，可能增加运营成本或限制部分业务模式。若相关法规执行细则进一步收紧，平台型企业可能需要调整现有数据采集与使用流程，短期内对业务运营效率产生一定影响。央国企是本行业核心客户群体，其采购政策（如集采门槛、供应商准入标准、电子采购平台要求等）由国资委等相关部委统一制定。若政策发生不利于现有头部供应商的变化（如降低供应商集中度要求、强制采用特定平台等），可能对行业内主要企业的客户获取与留存造成影响。若头部平台型企业在 MRO 细分领域市场份额持续提升，未来可能面临反垄断或平台经济监管的相关审查，尤其是在定价策略、供应商排他合作、数据使用等方面。监管政策的不确定性可能影响行业竞争格局与头部企业的扩张节奏。

行业发展不及预期：1) 中国工业企业数量庞大、分布分散、信息化水平参差不齐，部分中小企业仍习惯于传统线下采购模式，数字化转型意愿和接受度可能低于预期。若企业客户对数智化采购平台的接受速度放缓，行业增速可能低于预期。2) 行业内主要企业正从标准化通用 MRO 向专业 MRO 与 BOM 品类迁移，后者对技术理解、行业 Know-how 和客户信任要求更高，放量节奏存在较大不确定性。若品类升级进度慢于预期，可能制约头部企业的收入增长天花板和盈利改善空间。3) 客户拓展不及预期风险：重点企业客户的开发周期较长、决策流程复杂，从接触到正式合作通常需要较长时间。若宏观经济不确定性导致企业推迟数字化采购系统上线计划，或客户对平台服务能力持观望态度，可能影响主要企业的客户拓展进度，进而拖累收入增长。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究