

公司研究

挟电网系统 MRO 经验优势，踏央国企集约化采购浪潮

——咸亨国际（605056.SH）投资价值分析报告

要点

全国领先的 MRO 集约化供应商，电网为其优势领域。咸亨国际通过经销及自产的方式为下游客户集约化提供 12 大类、100 多万 SKU 的工器具和仪器仪表类 MRO（非生产性物料）产品。公司已在电网系统形成领先地位，2023 年其电网行业收入占比 60.3%；其在国网物资类的中标/成交包数中位列第十，位居 MRO 供应商前列。央国企集约化采购趋势下，凭借深耕电网系统经验优势，咸亨于 2022 年设立四大“行业军团”分别进入石油石化、核工业、交通和政府应急专业领域。

MRO 市场万亿蓝海，集约化采购已成趋势。中国工业企业的 MRO 采购需求一般占其产值的 4%-7%，2022 年行业规模约为 3 万亿元；伴随我国工业体量的持续增长，MRO 市场将不断扩容。非标需求下 MRO 采购具有品类众多、交易链条冗长、供需错配的特点，集约化、电商化采购成为行业趋势；2020-2022 年线上 MRO 采购平台震坤行/京东工业 GMV 复合增速高达 37%/38%。同时，政府部门及央国企采购阳光化、数字化程度持续提升，2022 年近三成的央国企 MRO 工业品数字化采购渗透率超 50%。

咸亨国际：集约化供应+属地化服务解决行业痛点，商业模式造就高毛利率。1) **产品线丰富：**MRO 非标化需求下产品线丰富度成为基本竞争要素。公司可集约化提供 12 大类、100 多万 SKU 的工器具和仪器仪表类产品。2) **全国化销售网络：**采购部门与使用单位分离下，前者难以向供应商准确传达细碎的专业需求。公司销售网络覆盖全国，并拥有超 800 人的销售及技术服务团队，渠道覆盖至主要县、镇的电网基层使用单位。3) **垂直型商业模式造就高毛利率：**平台型 MRO 企业覆盖领域更广泛、产品线较宽（SKU 数量通常达千万级），收入更易起量；垂直型 MRO 企业深度理解应用场景，提供大量非标品及相关技术服务，盈利能力更优。公司灵活采用经销和自产，毛利率更高的自产占比持续提升。此外，国网等大型央企对供应商入围门槛高，招标中技术标准评分权重达 40%-50%，且对供应商服务能力要求高。在此背景下，咸亨凭借较宽产品线、强服务能力以及国网招投标经验，更易向其他领域央企复制。

盈利预测、估值与评级：公司立足电网行业，拥有丰富的产品线与全国化服务网络，央企推进集约化、阳光化采购趋势下向石油石化等四大领域拓展，收入体量有望持续增长。伴随对新领域应用场景理解度提升，导入更多非标品，叠加自产产品及服务占比提升，公司毛利率有望迎来改善。我们预测 24-26 年归母净利润为 2.34/2.95/3.77 亿元，对应 PE 为 21/17/13 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：电力行业依赖度较高，市场竞争加剧，应收账款规模较大。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,124	2,928	3,564	4,352	5,234
营业收入增长率	6.59%	37.87%	21.73%	22.12%	20.24%
归母净利润（百万元）	207	97	234	295	377
归母净利润增长率	4.03%	-53.28%	142.57%	25.69%	28.06%
EPS（元）	0.50	0.23	0.57	0.72	0.92
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.34%	6.15%	13.45%	15.53%	17.97%
P/E	24	52	21	17	13
P/B	3.2	3.2	2.9	2.6	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-06-07

买入（首次）

当前价：12.12 元

作者

分析师：孙伟凤

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

联系人：鲁俊

021-52523835

lujun1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.11
总市值(亿元):	49.86
一年最低/最高(元):	9.25/19.36
近 3 月换手率:	141.67%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.23	-13.14	-0.56
绝对	-14.55	-11.88	-6.24

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

电力行业：受益于电网新增投资维持相对稳定，存量资产逐渐增大，预计电力行业对 MRO 产品和服务的需求保持高景气度。目前电力行业 MRO 竞争格局相对分散，公司规模领先，但市场份额相对较低，提升空间仍大。随着公司产品线不断丰富、销售网络持续加密，以及开拓华电、国电投等新央企客户，公司在电力行业市占率有望继续提升。我们预计 24-26 年公司电力行业收入增速分别为 13%/12%/11%。毛利率方面，22-23 年公司中标产品标准化程度较高的国网一级电商项目，对毛利率形成拖累。结合公司自主产品及技术服务收入占比稳步提升，我们预计 24-26 年公司电力行业毛利率保持稳定为 34.7%。

其他行业：公司 2022 年提出“4+1”战略规划，明确核工业、石油石化、交通和政府应急作为新的战略产业，扩大并提升新行业收入占比。公司拟拓展的新领域市场空间较大，且公司以央企客户为主，97 家央企中目前仅拓展 10 余家，未来发展潜力充足。随着公司积极引进新领域专业人才、扩大团队规模，我们预计 24-26 年公司其他行业收入增速为 35%/35%/30%。毛利率方面，2023 年其他行业毛利率为 28.3%。考虑到公司进入新行业初期，对应用场景理解不足，销售结构中标品占比较高，毛利率较低。随着对下游应用场景理解加深，非标品占比逐步提升，驱动毛利率中枢上移，我们预计 24-26 年其他行业毛利率为 29.3%/30.3%/31.3%。

我们区别于市场的观点

市场担心新领域拓展或持续拖累毛利率，我们认为其盈利能力无虞：一是聚焦细分领域下，垂直型 MRO 企业毛利率天然较高；二是国网等大型央企客户供应商门槛较高，公司产品规模和服务优势领先；三是伴随公司对下游应用场景理解逐步加深，高毛利率的非标品占比提升驱动毛利率中枢上行。

股价上涨的催化因素

新领域收入增长超预期；国网加大资本开支；央企持续推动集约化、电商化采购。

估值与评级

公司深耕电网行业，拥有丰富的产品线与全国化服务网络，央企推进集约化、阳光化采购趋势下向石油石化等四大领域拓展，收入体量有望持续增长。伴随对新领域应用场景理解度提升，导入更多非标品，叠加自产产品及服务占比提升，公司毛利率有望迎来改善。我们预测 24-26 年归母净利润为 2.34/2.95/3.77 亿元，对应 PE 为 21/17/13 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、深耕电网的全国性 MRO 集约化供应商	6
2、万亿 MRO 蓝海市场，集约化采购是趋势.....	11
2.1 万亿 MRO 蓝海市场，发展空间广阔	11
2.2 品类众多的非标需求是 MRO 行业痛点	11
2.3 集约化、电商化采购成为行业趋势	14
3、集约化供应+属地化服务解决行业痛点	17
3.1 丰富产品线，满足非标化需求.....	17
3.2 建立全国化销售网络、属地化服务体系	17
3.3 垂直领域深耕的商业模式造就较高毛利率	19
3.4 数字化建设提升运营效率与交付速度.....	24
4、立足电网，开拓新市场	27
4.1 央国企推动阳光化及线上化采购	27
4.2 电力行业空间仍足，四大新领域市场广阔	29
5、关键假设及盈利预测	32
6、估值水平与投资评级	33
6.1 相对估值	33
6.2 绝对估值	33
6.3 估值结论与投资评级	34
6.4 股价驱动因素	35
7、风险分析.....	36

图目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 威亨国际商城主要产品	7
图 3: 公司股权结构图 (截至 24Q1 末)	8
图 4: 2023 年工器具类和仪器仪表类收入占比合计约 88%	9
图 5: 公司销售收入以华东、华北为主	9
图 6: 2017-2023 年营收复合增速为 18.5%	10
图 7: 2017-2023 年归母净利润及增速情况	10
图 8: 公司下游以电力行业为主	10
图 9: 中国 MRO 市场规模	11
图 10: MRO 行业产业链情况	11
图 11: MRO 产品技术参数多、专业性强	12
图 12: 传统 MRO 采购交易链条冗长	13
图 13: MRO 具备非标化、长尾特征	13
图 14: 传统采购模式走向集约化采购	15
图 15: 我国电商化采购总额及增长率	16
图 16: 2022 年我国数字化采购渗透率达到 8.26%	16
图 17: 线上 MRO 平台 GMV 交易额 (亿元)	16
图 18: 公司可为客户提供 12 大类产品	17
图 19: 公司 SKU 数量持续提升	17
图 20: 公司销售网络覆盖全国	18
图 21: 公司商业模式	18
图 22: 平台型营收规模更大 (2023 年)	20
图 23: 垂直型毛利率更高 (2023 年)	20
图 24: 垂直型净利率更高 (2023 年)	20
图 25: 公司收入结构 (分业务模式)	22
图 26: 自主产品模式毛利率较高	22
图 27: 公司研发费用情况	22
图 28: 公司核心自主产业	22
图 29: 2020 年公司自主产品中 61% 收入来自外协生产	23
图 30: 外协生产毛利率高于自主生产	23
图 31: 公司收入来源主要通过招投标和竞争性谈判	24
图 32: 国网的四类采购需求	24
图 33: 公司数字化体系	25
图 34: 2022 年公司各类产品平均交付时间缩短 (天)	25
图 35: 威亨国际商城架构	26
图 36: 央企集中采购率、公开采购率、上网采购率和电子招标率	28
图 37: 2022 年超四成央国企数字化采购渗透率超过 50%	28
图 38: 2022 年近三成央国企 MRO 工业品数字化采购渗透率超过 50%	28
图 39: 集约化采购为央企节约成本金额 (亿元)	29

图 40: 我国全社会用电量情况	29
图 41: 电网工程投资完成额	29
图 42: 中国石化、中国石油、中国海洋石油资本支出 (亿元)	30
图 43: 我国核电运行装机容量	30
图 44: 我国铁路电气化里程及电气化率	31
图 45: 我国轨道交通运营里程及线路数	31
图 46: 我国应急产业市场规模约 1.9 万亿元	31

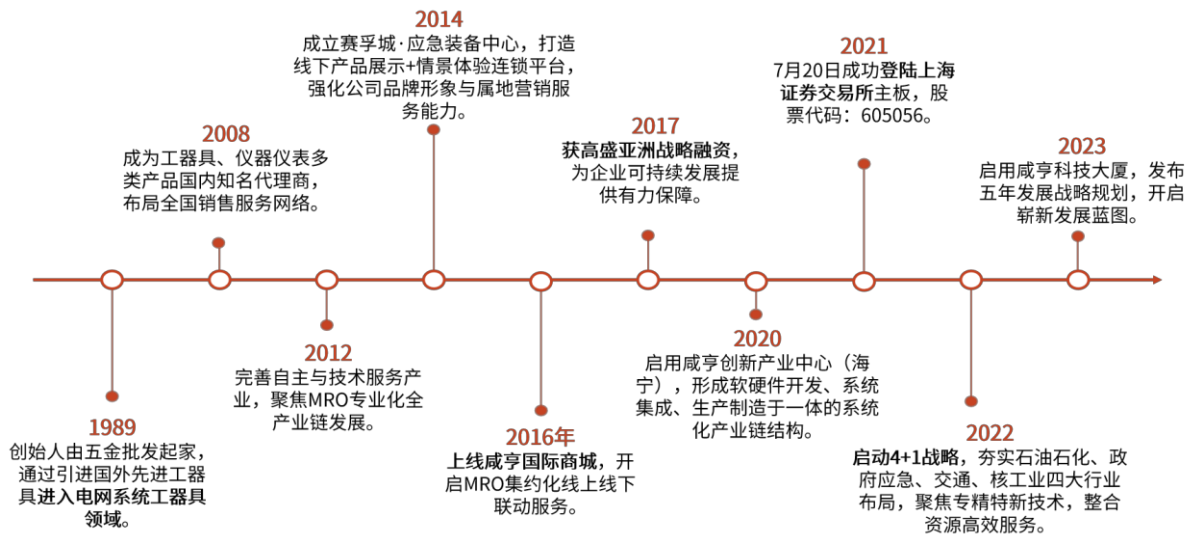
表目录

表 1: 公司主要产品与服务	6
表 2: 公司核心管理团队情况 (截至 2023 年末)	8
表 3: 公司股权激励计划情况	9
表 4: 2020 年 99% 的新增客户销售收入在 200 万元以下, 且新增客户平均销售额仅 11 万元	13
表 5: MRO 采购与 BOM 采购对比	14
表 6: 2018-2020 年公司产品平均售价不到百元	14
表 7: 传统采购、集约化采购、电商化采购对比	15
表 8: 公司技术服务贯穿产品销售前后	19
表 9: 平台型与垂直型 MRO 企业对比	19
表 10: 公司与主要竞争对手比较	21
表 11: 2022 年公司在国网 27 省电力公司物资类中标/成交包数排名第 10	24
表 12: 政府推动采购阳光化	27
表 13: 咸亨国际盈利预测 (单位: 百万元)	32
表 14: 可比公司估值比较	33
表 15: 绝对估值核心假设表	33
表 16: 现金流折现及估值表	34
表 17: 敏感性分析表 (单位: 元)	34
表 18: 各类绝对估值法结果汇总表 (单位: 元)	34

1、深耕电网的全国性 MRO 集约化供应商

威亨国际科技股份有限公司（威亨国际）成立于 2008 年，2017 年获高盛亚洲战略融资，2021 年在上交所上市。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，公司已成为全国性 MRO 集约化供应商，专业从事工器具、仪器仪表等类产品的 MRO 集约化供应，主要服务于国网、南网等大型央企。2022 年，公司启动“4+1”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 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，光大证券研究所

公司通过集约化外购（经销）以及自产的方式为下游客户集约化提供 12 大类、100 多万 SKU 的 MRO 产品，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；同时，公司提供电气设备信息采集及健康状态评价、产品维修保养以及应急安全文化传播等专业化技术服务；此外还提供电缆仿真及实训方案、数字化一站式仓储方案等综合解决方案。

表 1：公司主要产品与服务

大类	分类	产品/服务
产品（经销，自有）	工器具	手动工具
		机电工具
		电工器材
		标识标签
		应急装备
		其他
技术服务	仪器仪表	电工仪器
		电工仪表
		其他
		电气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：公司招股说明书，光大证券研究所

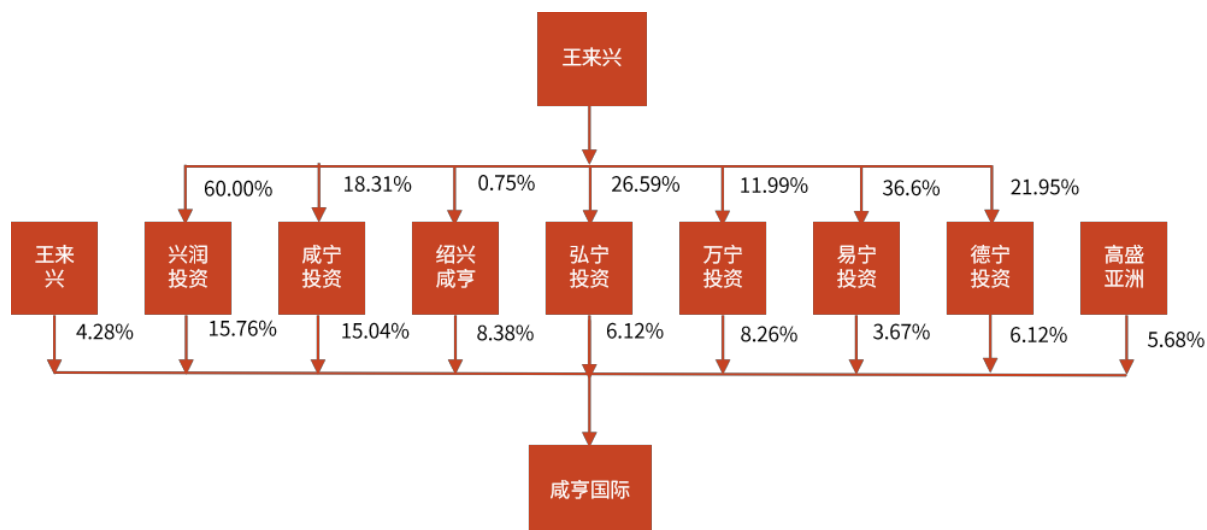
图 2：威亨国际商城主要产品

1F 应急装备 应急装备 紧急应对 瞬间响应 无人机 高空空拍 精准定位 稳定拍摄 水陆救援 水域救援 无动力不靠 破拆救援 利器在手 破拆无忧 救援利器 生命探测仪 探测微小生命可能性 消防应急 消防灭火 救援利器 家庭应急包 家庭安全 救援利器 应急装备系列 灭火器 水罐个人防护 户外装备 消防装备	2F 仪器仪表 仪器仪表 专业仪器 精准测量 电缆故障 电缆故障 精准定位 夜视仪 夜视仪 精准定位 超声波测厚仪 超声波测厚仪 精准测量 高压绝缘电阻测试仪 高压绝缘电阻测试仪 精准测量 万用表 万用表 精准测量 钳形表 钳形表 精准测量 声级计 声级计 精准测量 计数器 计数器 精准测量
3F 手动工具 手动工具 手动工具 精准测量 美特工具 美特工具 精准测量 紧固工具 紧固工具 精准测量 绝缘工具 绝缘工具 精准测量 紧固工具 紧固工具 精准测量 紧固工具 紧固工具 精准测量 紧固工具 紧固工具 精准测量	4F 动力工具 动力工具 动力工具 精准测量 充电式液压工具 充电式液压工具 精准测量 气动工具 气动工具 精准测量 气动工具 气动工具 精准测量 气动工具 气动工具 精准测量 气动工具 气动工具 精准测量 气动工具 气动工具 精准测量
5F 个人防护 安全防护 个人防护 PPE 以人为本 安全防护 安全防护 精准测量 安全防护 安全防护 精准测量 安全防护 安全防护 精准测量 安全防护 安全防护 精准测量 安全防护 安全防护 精准测量 安全防护 安全防护 精准测量	6F 中低压 中低压 中低压 精准测量 中低压 中低压 精准测量 中低压 中低压 精准测量 中低压 中低压 精准测量 中低压 中低压 精准测量 中低压 中低压 精准测量 中低压 中低压 精准测量
7F 登高 登高作业 登高作业 精准测量 登高作业 登高作业 精准测量 登高作业 登高作业 精准测量 登高作业 登高作业 精准测量 登高作业 登高作业 精准测量 登高作业 登高作业 精准测量 登高作业 登高作业 精准测量	8F 办公 办公 办公 精准测量 办公 办公 精准测量 办公 办公 精准测量 办公 办公 精准测量 办公 办公 精准测量 办公 办公 精准测量 办公 办公 精准测量
9F 照明 照明 照明 精准测量 照明 照明 精准测量 照明 照明 精准测量 照明 照明 精准测量 照明 照明 精准测量 照明 照明 精准测量 照明 照明 精准测量	10F 制冷暖通 制冷暖通 制冷暖通 精准测量 制冷暖通 制冷暖通 精准测量 制冷暖通 制冷暖通 精准测量 制冷暖通 制冷暖通 精准测量 制冷暖通 制冷暖通 精准测量 制冷暖通 制冷暖通 精准测量 制冷暖通 制冷暖通 精准测量
11F 实验室 实验室 实验室 精准测量 实验室 实验室 精准测量 实验室 实验室 精准测量 实验室 实验室 精准测量 实验室 实验室 精准测量 实验室 实验室 精准测量 实验室 实验室 精准测量	12F 技术服务 技术服务 技术服务 精准测量 技术服务 技术服务 精准测量 技术服务 技术服务 精准测量 技术服务 技术服务 精准测量 技术服务 技术服务 精准测量 技术服务 技术服务 精准测量 技术服务 技术服务 精准测量

资料来源：威亨国际商城官网，光大证券研究所

王来兴是公司实控人，员工持股比例较高。董事长王来兴是公司实控人，直接持股 4.28%，通过兴润投资间接持股 15.76%，并以执行事务合伙人的身份通过咸宁投资、万宁投资、弘宁投资、德宁投资、易宁投资等，合计控制公司 59.25% 股份的表决权。其中，咸宁投资、万宁投资、弘宁投资、德宁投资、易宁投资均为公司员工持股平台，除实控人外的员工合计持股比例高达 31.15%。公司通过股份绑定核心员工利益，有利于公司未来长远发展。

图 3：公司股权结构图（截至 24Q1 末）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司核心管理团队经验丰富。董事长王来兴深耕行业多年，2014 年起兼任全国电工仪器仪表标准化技术委员会第三分技术委员会委员，对 MRO 行业发展具备深刻理解。总经理夏剑剑年富力强，加入公司近 20 年。截至 2024 年 4 月，公司 10 年以上的老员工有 272 人（占员工总数 14%），15 年以上的员工 85 人，管理团队主要成员工作年限大多在 15 年以上，员工忠诚度较高。

表 2：公司核心管理团队情况（截至 2023 年末）

姓名	职位	出生日期	加入公司时间
王来兴	董事长	1956 年	-
夏剑剑	董事，总经理	1982 年	2004 年
俞航杰	董事，副总经理	1978 年	1997 年
林化夷	董事，副总经理	1986 年	2008 年
阮萍	副总经理	1976 年	1996 年
冯正浩	副总经理	1981 年	2004 年
张长瑞	副总经理	1984 年	2008 年
叶兴波	董事会秘书	1974 年	2022 年

资料来源：公司公告，光大证券研究所

此外，2022 年公司发布股权激励计划草案，首次授予公司高管与中层管理人员在内的 81 人共 1063 万股，占激励计划草案公告时公司股本总额的 2.66%。授

予价格 7.02 元/股，分三期解锁，22/23/24 年解锁比例分别为 40%/30%/30%。22/23 年公司分别实现营收 21.24/29.28 亿元，达成当年业绩考核目标。

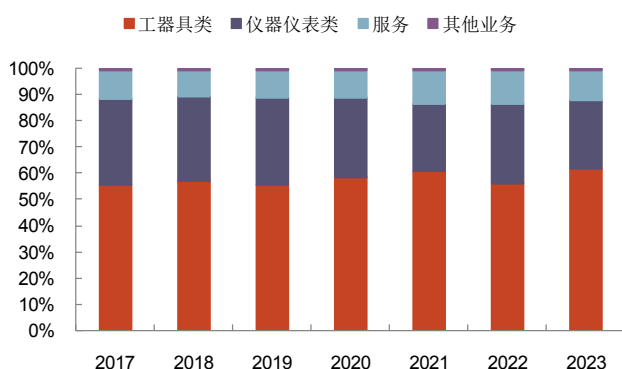
表 3：公司股权激励计划情况

解除限售期	业绩考核目标	实际达成	解锁比例
第一个解除限售期	2022 年净利润不低于 2.20 亿元或营业收入不低于 21.00 亿元	2022 年实现营收 21.24 亿元，达成考核目标	40%
第二个解除限售期	2023 年净利润不低于 2.50 亿元或营业收入不低于 26.00 亿元	2023 年实现营收 29.28 亿元，达成考核目标	30%
第三个解除限售期	2024 年净利润不低于 3.00 亿元或营业收入不低于 30.00 亿元	-	30%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

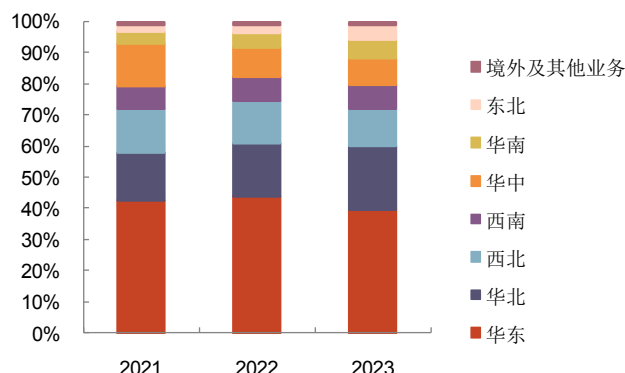
在产品结构上，工器具类和仪器仪表类贡献绝大部分收入，2023 年公司工器具类/仪器仪表类收入占比为 61.8%/26.3%，两者收入占比合计 88.1%。销售区域上，公司服务网络基本覆盖全国，其中以华东、华北地区为主，2023 年华东/华北地区收入占比 39.8%/20.6%。

图 4：2023 年工器具类和仪器仪表类收入占比合计约 88%



资料来源：公司公告，光大证券研究所 注：其他业务收入主要为设备租赁取得的收入

图 5：公司销售收入以华东、华北为主

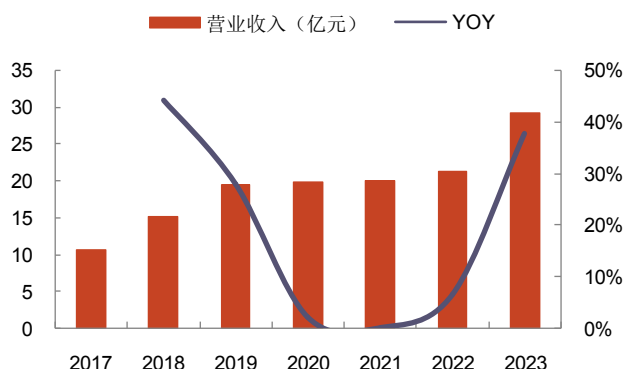


资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司业务规模持续扩张。2017-2022 年，公司营收从 10.6 亿元增长至 21.2 亿元，CAGR 达到 15.0%；其中，2020-2021 年公司收入增长放缓，主要系受疫情影响，部分省份电力公司项目招标、履约进度缓慢。2017-2022 年，公司归母净利润从 1.6 亿元增长至 2.1 亿元，CAGR 为 5.3%，归母净利润复合增速低于收入，主要系低毛利率的国网一级电商收入和其他行业收入占比提升所致。

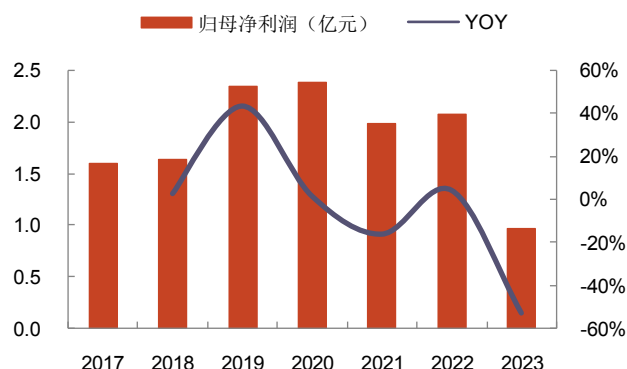
2023 年公司营收同比+37.9%，主要系新行业拓展见效，以及国网一级电商和国家管网集团等项目履约；归母净利润同比-53.3%，主要系拓展新行业带来人员薪酬等费用增加、部分信托产品延期或预计延期兑付，以及股份支付费用增加。

图 6：2017-2023 年营收复合增速为 18.5%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

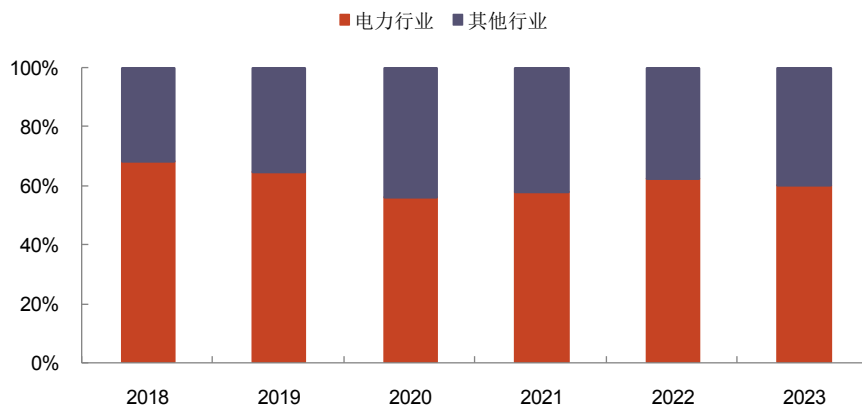
图 7：2017-2023 年归母净利润及增速情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

目前公司下游以电力行业为主，2023 年公司来自电力行业收入占比达 60%。随着“4+1”战略持续推进，公司向电网以外的石油石化、核工业、交通、政府应急等四大新领域拓展，2018-2023 年，公司来自电力行业的收入占比从 68.3% 下降至 60.3%。

图 8：公司下游以电力行业为主



资料来源：公司公告，光大证券研究所

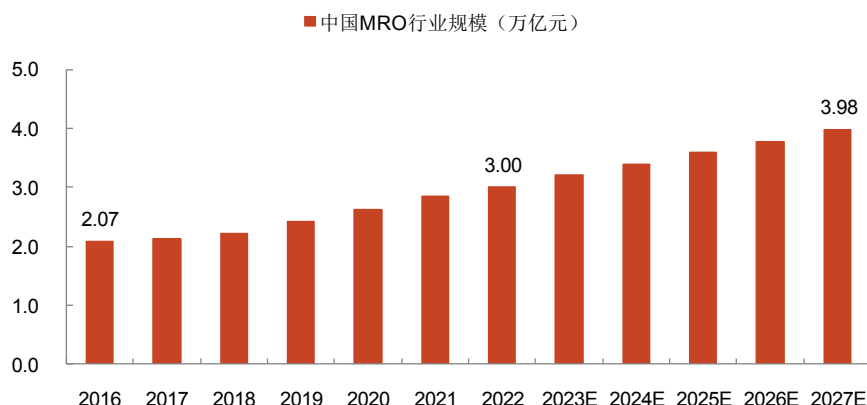
2、万亿 MRO 蓝海市场，集约化采购是趋势

2.1 万亿 MRO 蓝海市场，发展空间广阔

工业品根据采购者使用目的不同，可分为非生产性物料（MRO）和生产性资料（BOM）两类。其中，MRO 通常是指在实际的生产过程不直接构成产品，只用于维护（Maintenance）、维修（Repair）、运行（Operation）设备的物料和服务，或者非生产原料性质的工业用品。

中国 MRO 市场规模达 3 万亿元。根据灼识咨询，2016-2022 年我国 MRO 行业规模从 2.1 万亿元增至 3.0 万亿元，预计 2027 年将达到约 4.0 万亿元，22-27 年 CAGR 为 5.8%。根据公司招股说明书，中国工业企业的 MRO 采购需求一般占其产值的 4%-7%，伴随我国工业体量的持续增长，MRO 市场将不断扩容。

图 9：中国 MRO 市场规模



资料来源：灼识咨询预测，震坤行招股说明书，光大证券研究所

2.2 品类众多的非标需求是 MRO 行业痛点

MRO 行业是通过从上游集约化采购以及自产的方式，满足下游各行业对 MRO 产品需求的行业。从产业链看，上游是竞争激烈、产品供应充足的 MRO 产品生产商，如公司上游供应商 1 万多家；下游是对 MRO 产品有需求的几乎所有工业行业。公司的主要下游包括电网、铁路、城市轨道交通和其他需求行业等。

图 10：MRO 行业产业链情况



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

非标（长尾）需求下 MRO 采购具有品类众多、交易链条冗长、供需错配的特点。

- MRO 种类众多，同一个产品可根据应用场景、技术参数等差别而衍生出多个 SKU。以电网行业为例，电力公司需要运维检修的电力设施设备地理维度跨越大、应用场景范围广、设计规格型号多。根据咸亨国际商城官网，电工使用的万用表包括指针式万用表、数显万用表、台式万用表以及笔式数字万用表四大类，其中仅数显万用表一类就包含 50 个品牌、465 个 SKU。因此，MRO 产品供应呈现多品种、多批次、小批量的特征，难以实现一次性大批量生产，规模效应不明显。
- MRO 交易链条冗长，渠道效率低下。MRO 产品从工厂到客户还需经历品牌商、代理商和中间商，由于 MRO 需求天然具备分散性、临时性，行业内诞生了众多层层分级的渠道商，货物最后到达终端客户手中至少要经历 4-5 次交易¹。这又带来了价格不透明、库存积压、沟通困难等问题。
- 供需错配。需求端，许多企业的采购部门与使用单位分离，MRO 品类众多背景下采购人员一般不具备足够甄别产品的专业知识，亦不明确产品使用需求；供给端，海量的客户、冗长的交易链条使制造商无法及时、准确地掌握产品需求，由此产生严重供需错配。

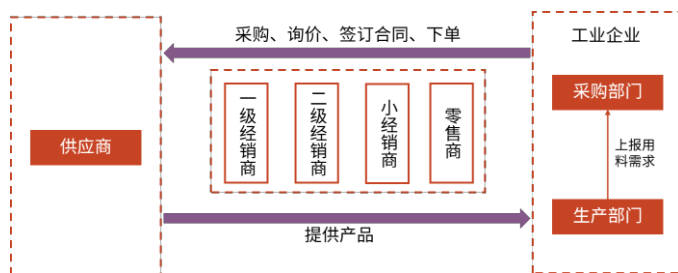
图 11：MRO 产品技术参数多、专业性强

MODEL 1009 数字万用表（日本）	
技术规格	
	直流电压
	400mV/4/40/400/600V(输入电阻: 10MΩ) ±0.6%rdg ± 4dgt(400mV/4/40/400V) ±1.0%rdg ± 4dgt(600V)
	交流电压
	400mV/4/40/400/600V(输入电阻: 10MΩ) ±1.6%rdg ± 4dgt(20~400mV) ±1.3%rdg ± 4dgt(4/40V) ±1.6%rdg ± 4dgt(400/600V)
	频率
	5.12/51.2/512Hz/5.12/51.2/512KHz/5.12/10MHz
	直流电流
	400/4000 μA/40/400mA/4/10A ±2.0%rdg ± 4dgt(400/4000 μA) ±1.0%rdg ± 4dgt(40/400mA) ±1.6%rdg ± 4dgt(4/10A)
	交流电流
	400/4000 μA/40/400mA/4/10A ±2.6%rdg ± 4dgt(400/4000 μA) ±2.0%rdg ± 4dgt(40/400mA/4/10A)
	电阻
	400Ω/4/40/400kΩ/4/40MΩ ±1.0%rdg ± 4dgt(400Ω/4/40/400kΩ/4MΩ) ±2.0%rdg ± 4dgt(40MΩ)
二极管测试	
1.5V 释放电压: 约 0.4mA 测试电流	
电容测试	
40nF/400nF/4 μF/40 μF/100 μF	
导通测试	
400Ω (未满 70Ω 蜂鸣音鸣叫)	
耐电压	
3700VAC/分钟	
安全规格	
IEC61010-1CAT.III300V IEC61010-2-031 IEC61326-1	
电源	
R6P(1.5V) × 2 (自动关机 30 分钟)	
外形尺寸	
155(L) × 75(W) × 33(D)mm	
重量	
约 260g (含电池)	

资料来源：武汉巨精官网，光大证券研究所

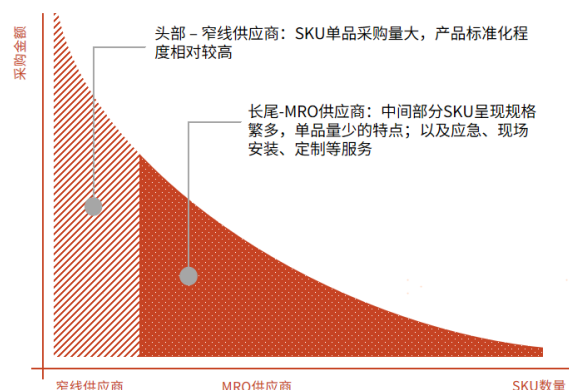
¹ 根据震坤行工业超市公众号

图 12：传统 MRO 采购交易链条冗长



资料来源：灼识咨询，光大证券研究所绘制

图 13：MRO 具备非标化、长尾特征



资料来源：光大证券研究所绘制

表 4：2020 年 99% 的新增客户销售收入在 200 万元以下，且新增客户平均销售额仅 11 万元

期间	销售收入	新增客户数量	占当期新增客户数量比例	新增客户当期销售收入(万元)	占当期新增客户销售收入比例	平均单客户销售收入(万元)
2020 年	≥200 万元	20	0.82%	11,699.30	43.33%	585.0
	<200 万元	2,432	99.18%	15,298.96	56.67%	6.3
	总计	2,452	100.00%	26,998.26	100.00%	11.0
2019 年	≥200 万元	9	0.38%	2,496.56	15.81%	277.4
	<200 万元	2,380	99.62%	13,298.56	84.19%	5.6
	总计	2,389	100.00%	15,795.12	100.00%	6.6
2018 年	≥200 万元	12	0.61%	5,291.92	31.72%	441.0
	<200 万元	1,943	99.39%	11,389.52	68.28%	5.9
	总计	1,955	100.00%	16,681.44	100.00%	8.5

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

相较于 BOM (Bill of Material) 原材料采购，尽管 MRO 产品单价不高，但由于 MRO 品类众多、专业性强、流通链条较长、需求模糊等特点，采购工作量很大，消耗采购人员和相关技术人员的工作时间很长，带来大量无形工作成本。采购金额占企业总采购 10% 的 MRO，一般需要花费采购部门大约 80% 的时间与精力²。此外，MRO 产品包括很多关系生产持续稳定进行的关键备品备件和检测维修仪器，一旦供应不及时，可能造成生产停滞或效率低下，带来的隐形成本和风险难以估量。

² 根据公司招股说明书引用《未来的采购——中国企业电商化采购发展报告（2018 年）》（工业和信息化部赛迪研究院、中国国际电子商务研究院）

表 5: MRO 采购与 BOM 采购对比

	MRO 采购	BOM 采购
物料特点	种类多; 需求部门多	种类规范; 集中用于生产
物料需求类型	独立性需求; 难以预测	相关性需求; 精确预测
采购订单特点	不确定频次; 重复少	频次规律; 多次重复购买
供应商的类型	分销商; 数量多	制造商; 数量少
采购价格成本	占比小 (4%-10%)	占比高 (>90%)
采购工作量	占比高 (>60%)	占比小 (<40%)

资料来源:《制造业 MRO 集成供应商评价与选择研究》(刘亮亮), 光大证券研究所

表 6: 2018-2020 年公司产品平均售价不到百元

产品类别	销售数量 (件)			平均售价 (元/件)		
	2020 年	2019 年	2018 年	2020 年	2019 年	2018 年
工器具类	15,979,434	15,177,346	18,864,564	43	49	34
仪器仪表类	252,514	220,857	186,456	1,687	2,220	1,974
合计	16,231,948	15,398,203	19,051,020	69	80	53

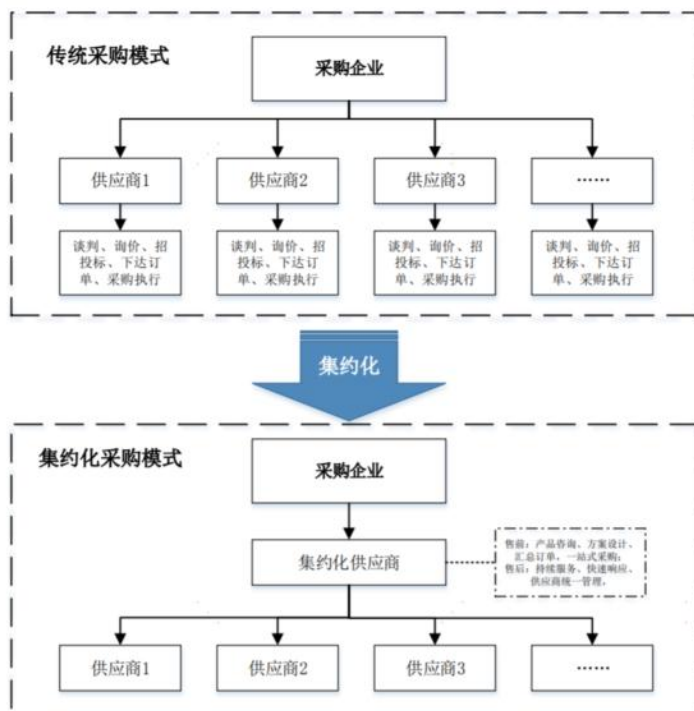
资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

2.3 集约化、电商化采购成为行业趋势

由于 MRO 品类众多、流通链条长、专业性强, 下游客户在采购时又有临时性、零散性与需求模糊的特性, 相较于需要同时对接多个供应商的传统采购模式, 集约化采购模式更符合 MRO 的特性。

- 全面的产品目录下, 专业化团队精准匹配符合需求的产品及解决方案。一方面, 集约化供应商拥有较为全面的产品目录, 和对 MRO 品牌、性能、技术参数熟悉的专业团队, 能够适应客户集约化采购的需求, 充分明确每个产品的应用场景, 为客户提供一站式的 MRO 采购。另一方面, 依托于“离客户足够近”的销售网络, 集约化供应商可以精准分析客户需求, 提供匹配的产品解决方案, 有效减少下游客户在产品搜寻上耗费的人力成本及时间成本, 降低客户运营成本, 提升采购效率。
- 优化采购成本与供货速度。集约化供应商可有效汇总下游客户的零散采购需求, 在采购端形成规模优势, 同时通过直接向生产厂商或高层级的经销商采购产品, 缩短流通环节, 降低产品采购成本, 并提高供货的时效性。

图 14：传统采购模式走向集约化采购



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

电商化是集约化采购模式的延伸。随着信息技术的不断完善，企业电子商务应用的深入发展，企业采购也开始转向全流程数字化采购模式。企业电商化采购是指通过互联网将数量庞大的供应商和服务商加以整合，建立起统一高效的互联网供应链协同平台，以数字化技术一站式地在线上完成企业采购管理。从供应商匹配、下单、审批、执行，到后续的交付、结算等过程，从而能高效地为海量 SKU 的企业订单提供服务，其本质是“由采购驱动型”的全流程线上化 B2B 电子商务。

电商化采购降本提效明显。根据赛迪研究院调查结果，企业电商化采购可从采购寻源、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。

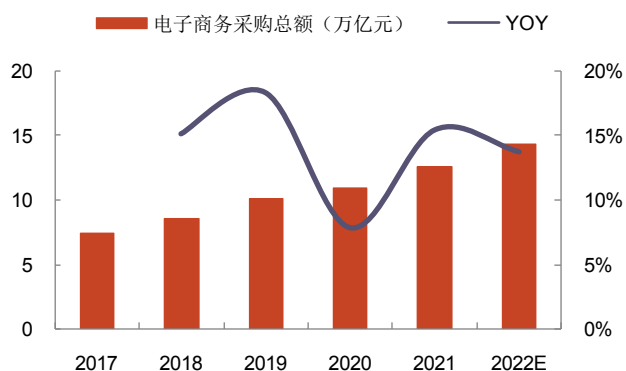
表 7：传统采购、集约化采购、电商化采购对比

采购流程	传统采购	集约化采购	电商化采购
采购组织机制	使用单位分散采购	使用单位需求汇总、采购部门集中采购	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；	实时库存监测、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
监督管理	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：公司招股说明书，光大证券研究所

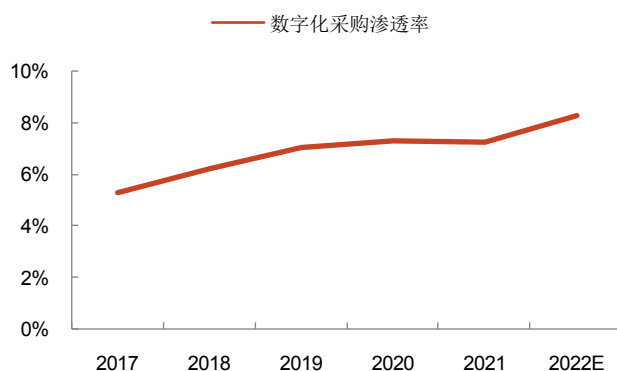
根据亿邦智库，2022 年我国电子商务采购总额约 14.32 万亿元，同比增长 13.7%，数字化采购渗透率从 7.24% 上升至 8.26%，同比提升约 1pcts。此外，京东工业、震坤行等线上 MRO 平台近年来 GMV 均实现较快增长。故我们预计整体 MRO 工业品的电商化采购总额亦有较好增长。

图 15：我国电商化采购总额及增长率



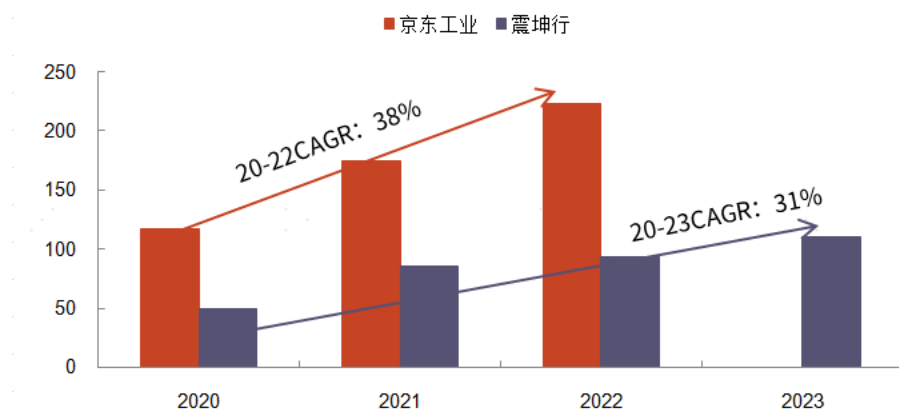
资料来源：亿邦智库，光大证券研究所

图 16：2022 年我国数字化采购渗透率达到 8.26%



资料来源：亿邦智库，光大证券研究所 注：数字化采购渗透率指的是企业数字化采购总额占采购总额比重

图 17：线上 MRO 平台 GMV 交易额（亿元）



资料来源：京东工业招股说明书，震坤行公司公告，光大证券研究所

3、集约化供应+属地化服务解决行业痛点

3.1 丰富产品线，满足非标化需求

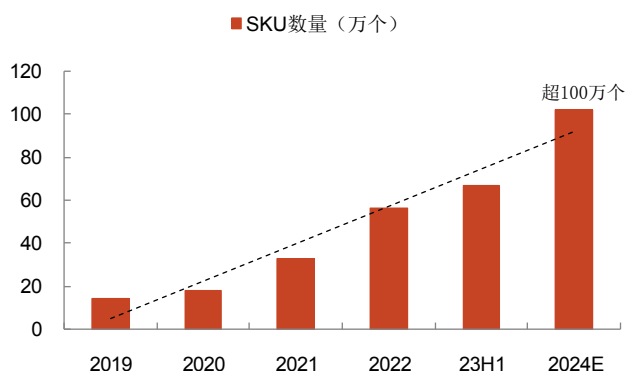
公司产品线持续拓宽，满足非标化需求。采购企业一般需要的产品种类多、需求零散，传统采购模式费时费力，一站式集约化采购是发展趋势，可减少管理众多供应商带来的不便，提高采购效率。MRO 非标化需求下丰富的产品线成为 MRO 供应商的基本竞争要素。经过在电网领域二十余年深耕，预计 2024 年公司可为下游客户集约化提供 12 大类、100 多万 SKU 的器具类和仪器仪表类 MRO 产品。

图 18：公司可为客户提供 12 大类产品



资料来源：咸亨国际商城官网，光大证券研究所

图 19：公司 SKU 数量持续提升



资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所

3.2 建立全国化销售网络、属地化服务体系

两大电网企业覆盖范围广、地理跨度大，MRO 需求极度分散。国网经营区域覆盖我国 26 个省（自治区、直辖市），供电范围占国土面积的 88%，供电人口超过 11 亿；南网为广东、广西、云南、贵州、海南五省区和港澳地区提供电力供应服务保障，东西跨度近 2000 公里，供电人口 2.72 亿。同时，各省级电力公司还下设大量市级和县级供电公司。在此背景下，电网企业 MRO 需求在空间上极度分散，对供应商的销售服务网络提出较高要求。

公司拥有全国化的销售网络，在全国主要城市设立了 40 个销售服务机构，销售网络覆盖全国（除港澳台外）31 个省市，拥有超 800 人的销售及技术服务团队，销售服务渠道已下沉到二、三线城市，并覆盖到主要县、镇，成为国内少数的线下全国性 MRO 集约化供应商。

图 20：公司销售网络覆盖全国



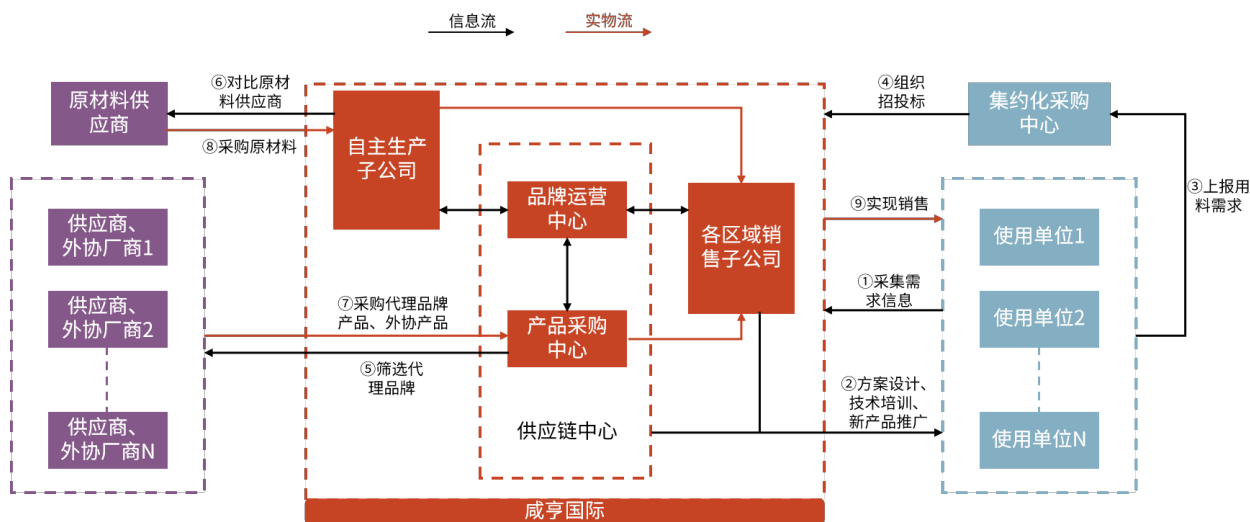
资料来源：咸亨国际商城官网，光大证券研究所，时间截至 2024 年 3 月 26 日

公司销售服务团队包括本地化销售人员和技术服务人员。其中，销售人员主要以下沉到基层使用单位的方式拓展业务，获取现有产品的使用反馈、未来的采购计划及面临的问题。技术服务贯穿产品销售前后各个阶段：

- 1) 在新客户开发、客户需求开发阶段，采集客户需求信息，提供售前咨询，从数量繁多的 MRO 中选择适合客户需求、满足客户技术参数要求的产品。
- 2) 在产品交付后，提供技术支持、保养维修、用户培训等服务，客户无需联系生产厂家或经销商，节约沟通成本。

完善的销售体系使公司及时了解客户需求的应用环境特征、各类产品的性能表现，以及实操中常见技术难点、痛点。一方面，推动公司主动升级原产品、发现新产品以及向产品供应商反馈优化；另一方面，拓展产品种类，为客户提供更多选择，亦增强与供应商联系。

图 21：公司商业模式



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

表 8：公司技术服务贯穿产品销售前后

阶段	服务名称	主要内容
售前	直接需求的采集与分析	公司依托客户所在地的销售网点，与基层客户进行近距离的沟通，充分了解与分析客户对产品种类、型号、技术标准等多方面的需求，为产品销售奠定基础。
	产品的推广与匹配	根据强大的产品数据库，结合基层单位的具体需求及使用环境，通过为客户提供产品演示服务，横向对比同类产品，在品类复杂的产品数据库中为使用人员筛选出适合其使用环境的工器具、仪器仪表。
售后	产品使用培训	依托全国范围内的销售服务网络，公司能在现场，持续、及时地为客户提供高性能产品的使用培训，保障产品使用人员能充分掌握产品的操作要求，了解产品的主要性能。
	维护保养	在产品交付后，公司自行提供或协助生产厂家提供质保期内维修保养服务。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

3.3 垂直领域深耕的商业模式造就较高毛利率

两类 MRO 企业：平台型 V.S.垂直型

根据发展模式不同，MRO 企业可大致分为平台型与垂直型两类。前者覆盖面广、营收体量更大、创收能力强，后者一般专注某个细分赛道，盈利能力更优。

1) 平台型 MRO 企业覆盖领域广泛、产品线较宽，营收规模更大。典型如震坤行、京东工业 SKU 数量高达 1700 万+、4000 万+；垂直型 MRO 供应商通常专注某个特定领域，产品专业化程度更高、SKU 数量相对较少。如专注电网行业的咸亨国际、深耕 FA 工厂自动化领域的怡合达截至 2022 年 SKU 数为 56 万+、150 万+。

2) 垂直型 MRO 企业凭借对下游应用场景的深度理解，提供大量非标品及相关技术服务，实现更高盈利水平。从盈利能力来看，包括公司在内的垂直型企业的毛利率、净利率均远高于平台型企业。

表 9：平台型与垂直型 MRO 企业对比

	平台型	垂直型
代表企业	震坤行、京东工业、齐心集团	咸亨国际、怡合达、坚朗五金
发展模式	横向品类广泛覆盖	纵向领域深度挖掘
获客方式	线上为主	线下为主
产品特点	标准化程度更高	专业化程度更高
毛利率	相对低	相对高
竞争要素	宽产品线、交付能力	场景的深度理解、服务能力

资料来源：光大证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/726052114151010214>