

## 下沉服务与自主产品铸就的 MRO 龙头

2024年03月02日

➤ **深耕电网行业，四大军团业务助力未来发展。**1989年，创始人由五金批发起家，通过引进国外先进工器具进入电网系统工器具领域。公司为大型集团化企业和政府部门提供全方位、一体化的产品、服务和解决方案。2023前三季度公司收入16.74亿元，同增36.0%，进入2023年后公司采取电网+四大军团策略，将自身在电网领域积累经验复制到核工业、应急、交通、石油石化领域，并且引入各行业专家，深化行业理解，寻找新的增长曲线。2023前三季度归母净利润0.34亿元，同比下降44.71%，一方面公司进入新行业领域初期，对新行业应用场景理解不足，销售结构中标准化产品占比较高，使其毛利率水平较传统电网有一定幅度下降；另一方面2023年股份支付费用3326.40万元，影响公司盈利水平。

➤ **中国 MRO 行业仍处发展初期。**据国家统计局统计，2017年工业产值增加值的4%-7%的规模为 MRO 的市场需求量，2017~2022年中国工业生产增加值 CAGR 为 7.50%，假设未来 2023-2025 三年中国工业生产增加值保持该速度增长，我们预计 2025 年中国 MRO 市场规模将超过 2.5 万亿元。中国政府自 2015 年起开始实施阳光采购工程，并于 2022 年进一步宣布启动金税系统(GTS)四期。阳光集采政策进一步推动企业进行线上采购，带动供应链数字化，推动工业供应链技术与服务的发展。

➤ **平台型与专业型 MRO 企业的异同。**专业型公司更加注重服务能力，而平台型企业更加注重经营效率。平台型企业可依靠原有在办公用品行业积累的管理体系。而专业型公司一方面人数较多(相对收入体量)，另外一方面整体产品在销售、交付等流程较为复杂。专业型公司需要在交付端、服务端设立大量专业人员保障客户体验，而平台型公司更多起到撮合上下游交易的作用，人员较为精简。

➤ **以服务与产品为基石的 MRO 企业。**一般 MRO 企业是以供应商身份面对下游客户，而咸亨国际在长期与国网合作当中，对行业理解十分深刻，在客户项目前期规划阶段深度参与，并对项目建设提供自身建议，此时在商务合作中的角色由供应商转变为方案解决商。2020~2022年公司自主产品收入占比分别为19.10%/18.23%/21.55%。自主产品的毛利率远高于供应商提供的标准品，自主产品占比提升极大提升了咸亨盈利能力。同时自主产品能够有效解决客户痛点，在提高客户粘性的同时，构筑自身行业壁垒。咸亨在国网领域的自主产品比例已经基本完善，随着四大军团领域自主产品比例提升，公司盈利水平将持续提升。基础设施方面：为了迎合公司电网+四大军团的策略，公司在杭州打造咸亨国际智造中心，为行业拓展后带来的自主产品需求打下坚实基础。

➤ **投资建议：**公司持续深耕电网领域，横向拓展采取“四大军团”策略，同时乘国央企线上化采购东风预计收入稳定增长。未来伴随公司对新拓展领域理解加深，非标品产品比例提升带动毛利率提升，预计 23-25 年归母净利润分别为 0.95/2.63/3.16 亿元，对应 PE 为 58X/21X/17X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**线上化渗透率提升不及预期，国际形势变化风险，政府采购支出缩减风险。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,124	2,814	3,172	3,525
增长率(%)	6.6	32.5	12.7	11.1
归属母公司股东净利润(百万元)	207	95	263	316
增长率(%)	4.0	-53.8	175.7	20.1
每股收益(元)	0.50	0.23	0.64	0.77
PE	27	58	21	17
PB	3.6	3.7	3.2	3.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 03 月 01 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

13.39 元



分析师 徐皓亮

执业证书: S0100522110001

邮箱: xuhaoliang@mszq.com

## 相关研究

1.咸亨国际(605056.SH)2023年业绩预告点评:横向拓展效果显著,非标品占比提升盈利提升可期-2024/01/25

2.咸亨国际(605056.SH)2023半年报点评:横向拓展初见成效,行业深耕毛利率提升可期-2023/08/25

# 目录

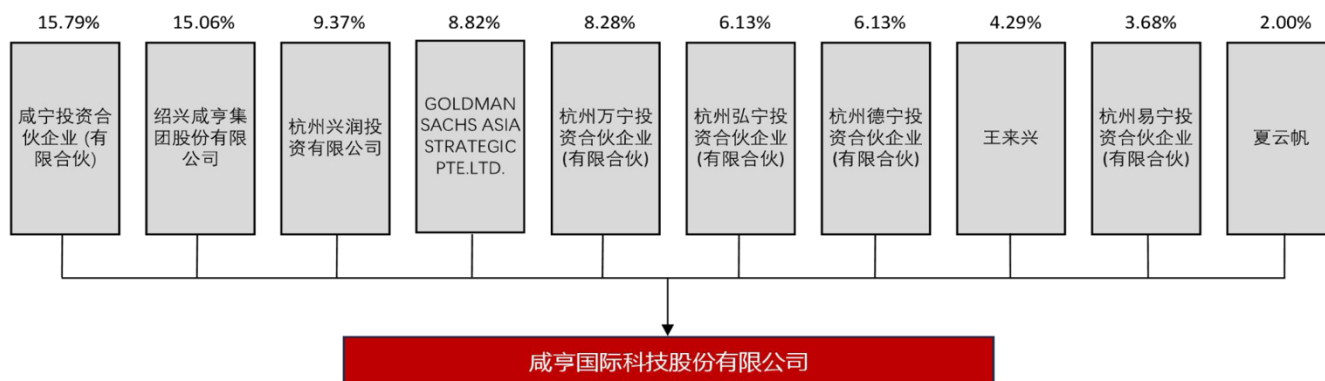
<b>1 阳光采购促进 MRO 以及办公用品线上集采发展</b>	<b>3</b>
1.1 公司股权稳定	3
1.2 公司高管团队经验丰富	3
1.3 咸亨国际已成长为全国性 MRO 集约化供应商	4
1.4 全国性 MRO 集约化供应商	4
1.5 公司高管团队经验丰富	5
1.6 咸亨国际已成长为全国性 MRO 集约化供应商	6
1.7 咸亨国际已成长为全国性 MRO 集约化供应商	6
<b>2 中国 MRO 行业市场发展迅速，前景可期</b>	<b>8</b>
2.1 多因素驱动行业发展	8
2.2 政府采购发展趋势—数字化采购	8
2.3 政府助推线上化采购	9
2.4 需求端：政府有望采购扩大 MRO、办公用品集采需求	10
<b>3 平台型与专业型 MRO 企业的异同</b>	<b>13</b>
3.1 MRO 起源：代理商与办公用品	13
3.2 平台型公司横向拓展品类，专业型公司细分行业深耕细作	13
3.3 专业型企业提供增值服务保证产品溢价	14
3.4 专业型公司经营难度更高	14
3.5 专业型公司深耕细作人均收入不及平台型公司	15
3.6 专业型公司现金流压力更大	15
3.7 专业型企业强调极致的服务	16
<b>4 以服务与产品为基石的 MRO 企业</b>	<b>17</b>
4.1 咸亨国际商业模式：销售以及技术人员驻场服务提升客户体验	17
4.2 咸亨国际商业模式：一体化解决方案供应商	17
4.3 咸亨国际依靠服务+自主产品成为国网细分领域 MRO 第一民企	18
4.4 咸亨国际商业模式：自主产品提升客户粘性及自身盈利水平	18
4.5 新行业-新基地	19
4.6 咸亨国际数字化赋能提升运营效率	20
4.7 咸亨国际供应链支撑企业服务能力	20
4.8 咸亨国际四大军团战略助力公司再次腾飞	21
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>22</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分	22
5.2 估值分析	23
5.3 投资建议	24
<b>6 风险提示</b>	<b>25</b>
<b>插图目录</b>	<b>27</b>
<b>表格目录</b>	<b>27</b>

# 1 阳光采购促进 MRO 以及办公用品线上集采发展

## 1.1 公司股权稳定

**王来兴为公司实际控制人。**截至 2023 年 6 月 30 日，王来兴直接持有公司 4.29% 的股份，通过咸宁投资间接控制公司 15.79% 的股份，以执行事务合伙人的身份通过咸亨集团、万宁投资、德宁投资、弘宁投资、易宁投资分别控制公司 15.06%、8.28%、6.13%、6.13%、3.68% 的股份。王来兴通过直接及间接方式控制公司 59.36% 股份的表决权，为公司实际控制人。

**图1：公司股权结构稳定，王来兴为实控人**



资料来源：2023 年半年度报告，民生证券研究院（注：股权结构对应日期为 2023 年 6 月 30 日）

## 1.2 公司高管团队经验丰富

**公司高管团队拥有丰富行业与管理经验。**董事长王来兴曾担任绍兴市机械五金批发公司总经理，自 2014 年起兼任全国电工仪器仪表标准化技术委员会委员；公司总经理夏剑剑销售出身，在咸亨任职多年，管理经验丰富；副总经理阮萍于行业内深耕多年，具有较深行业见解；高管团队在 MRO 行业深耕多年，经验丰富，为当前公司横向发展，扩展覆盖行业打下坚实基础。

**表1：公司高管团队深耕行业多年**

董监高人员	年龄	职位	加入公司日期	薪酬或津贴(万元)
王来兴	67岁	董事长	2001年9月	150
夏剑剑	41岁	董事, 总经理	2004年4月	180
隋琳	54岁	董事, 副总经理	2004年6月	95
阮萍	47岁	副总经理	2001年12月	95
俞航杰	45岁	副总经理	2004年7月	95
冯正浩	42岁	副总经理	2004年12月	141.1
林化夷	37岁	副总经理	2008年	160
张长瑞	40岁	副总经理	2023年9月	-
叶兴波	49岁	董事会秘书	2022年9月	38.59

资料来源：2022年年度报告，民生证券研究院

### 1.3 咸亨国际已成长为全国性 MRO 集约化供应商

深耕行业三十余年，咸亨国际稳步向前。1989年，创始人由五金批发起家，通过引进国外先进工器具进入电网系统工器具领域。2008年，咸亨成为工器具、仪器仪表多类产品国内知名代理商。2012年，咸亨国际完善自主与技术服务产业。2014年，公司成立赛孚城，强化公司品牌形象与属地营销服务能力。2016年，公司上线咸亨国际商城，开启 MRO 集约化线上线下联动服务。2021年7月，咸亨国际上市。2022年，咸亨国际启动 4+1 战略规划，夯实应急、石油石化、交通、核工业四大行业布局。

**图2：咸亨国际深耕行业三十余年**


资料来源：公司官网，民生证券研究院

### 1.4 全国性 MRO 集约化供应商

丰富的 SKU 为客户提供一站式采购体验。公司为大型集团化企业和政府部门提供全方位、一体化的产品、服务和解决方案，主要聚焦能源、交通、应急领域。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 大类的工器具和仪器仪表类 MRO 产品；公司还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及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。

图3：工器具、仪器仪表类产品示意图



资料来源:招股说明书, 2023 年半年度报告, 民生证券研究院

表2：公司提供主要产品及服务

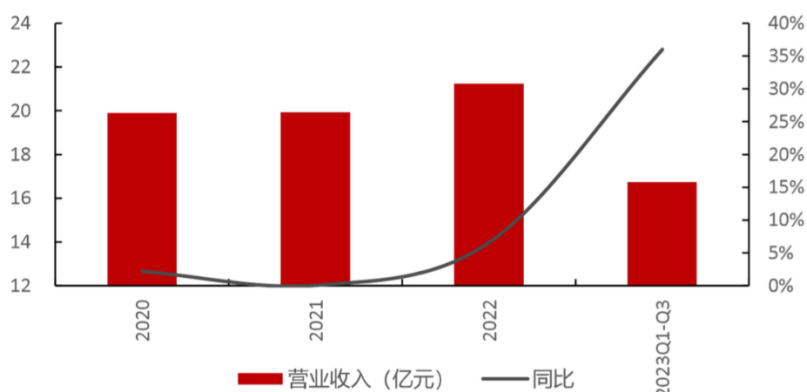
品类	主要产品	细分品类
产品及服务	产品(经销, 自有)	手动工具
		机电工具
		电工器材
		标识标签
		应急装备
		其他
	技术服务	电工仪器
		电工仪表
		其他
		电气设备信息采集及健康状态评价
		工器具、仪器仪表维修保养
		应急安全文化传播
		其他

资料来源: 招股说明书, 2023 年半年度报告, 民生证券研究院

## 1.5 公司高管团队经验丰富

**深耕电力领域，四大军团策略助力营收高速增长。**2020~2022 年公司营收 CAGR 为 3.3%，公司深耕电网行业多年，国企单个供应商占比有限，提升占比带来的收入增加空间有限，因此导致收入增速较低。2023Q1-Q3 公司收入 16.74 亿元，同增 36.0%，进入 2023 年后公司采取电网+四大军团策略，将自身在电网领域积累经验复制到核工业、应急、交通、石油石化领域，并且引入各行业专家，深化行业理解，寻找新的增长曲线。

图4：咸亨国际营收高速增长

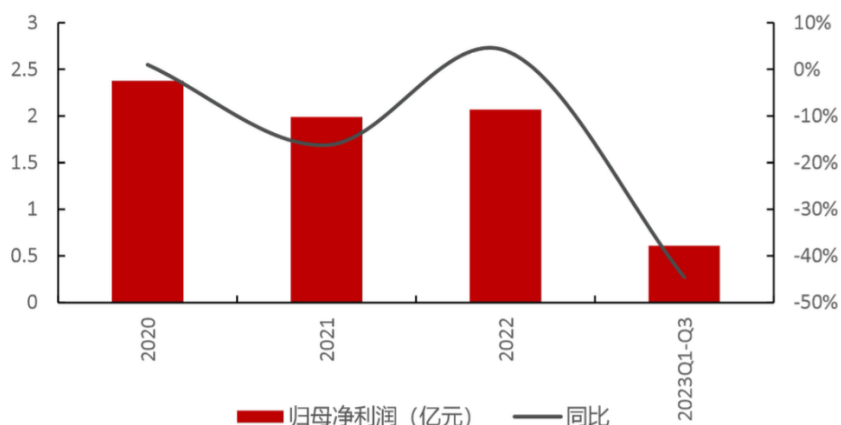


资料来源:ifind, 民生证券研究院

## 1.6 咸亨国际已成长为全国性 MRO 集约化供应商

**积极拓展新领域净利润暂时下降。**23Q1-Q3 归母净利润 0.34 亿元，同比下降 44.71%，一方面公司进入新行业领域初期，对新行业应用场景理解不足，销售结构中标准化产品占比较高，使得其毛利率水平较传统电网有一定幅度下降;另外一方面公司 2023 年股份支付费用 3326.40 万元，影响公司盈利水平。

图5：咸亨国际净利润暂时承压



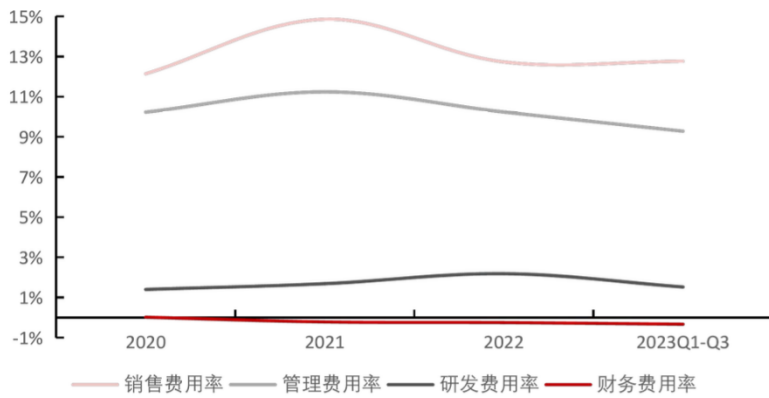
资料来源:ifind, 民生证券研究院

## 1.7 咸亨国际已成长为全国性 MRO 集约化供应商

**收入提升+数字化运营，公司费用率持续下降。**公司费用率常年保持相对稳定状态，23Q1- Q3 销售/管理/财务/研发费用率为 12.76%/9.28%/1.52%/-0.33%，

同比下降-0.57/-1.18/-0.31/-0.05pct，销售/管理费用率快速下降主要受公司收入快速上升影响，同时也得益于公司“数字咸亨 2.0 项目”落地，有效提升运营管理效率。

**图6：咸亨国际费用率情况**



资料来源:ifind, 2023 年半年度报告, 民生证券研究院

## 2 中国 MRO 行业市场发展迅速，前景可期

### 2.1 多因素驱动行业发展

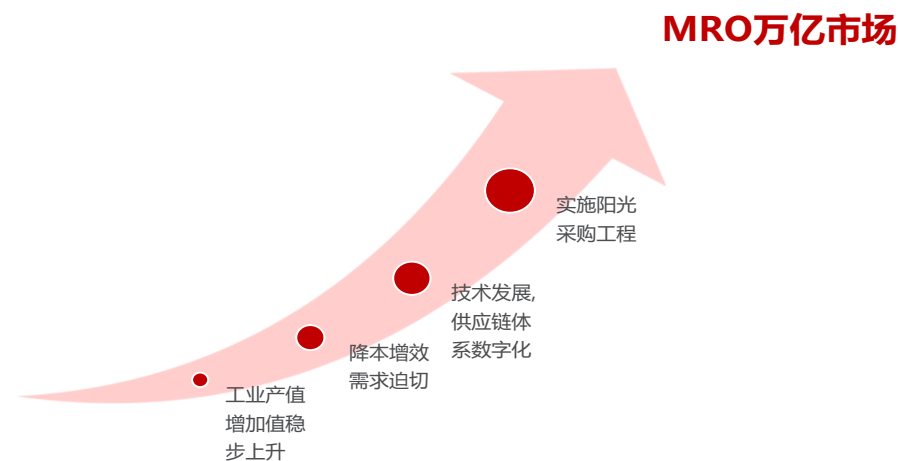
**工业产值增加值的稳步上升。**据国家统计局统计，2017 年工业产值增加值的 4%-7% 的规模就是 MRO 的市场需求量，2017~2022 年中国工业生产增加值 CAGR 为 7.50%。

**降本增效的迫切需求。**由于需求端成本过高等行业痛点，工业企业迫切需要降低成本及提高效率增强自身竞争力，为工业供应链技术与服务提供商提供立足点。

**技术基础设施的发展。**随着人工智能及大数据等先进技术的应用，企业内部流程趋于数字化，推动整个供应链体系数字化。

**透明采购的政策推动。**中国政府自 2015 年起开始实施阳光采购工程，并于 2022 年进一步宣布启动金税系统(GTS)四期。阳光集采政策进一步推动企业进行线上采购，进而带动供应链数字化，推动了工业供应链技术与服务的发展。

图7：多因素促进 MRO 万亿市场



资料来源：经济日报，中商情报网，民生证券研究院绘制

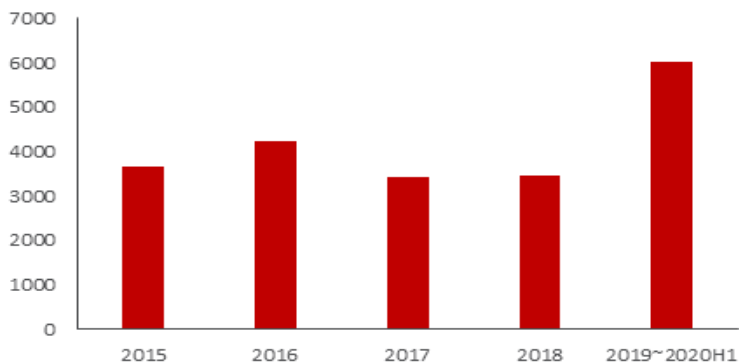
### 2.2 政府采购发展趋势—数字化采购

**集中采购为央企每年省下大量资金。**2015-2018 年央企通过集中采购分别节省 3653/4220/3417/3455 亿元，2019-2020 年上半年节省 6000 亿元，而 2021 年集中采购率达 100% 的央企一共有 11 家，“四率”（集中采购率、公开采购率、上网采购率和电子招标率）达 100% 的企业一共有 7 家（该数据仅限省级以上央



企及大型设备)，其中国家电网为咸亨国际的第一大客户。

图8：集采为央企节省资金（亿元）



资料来源：国务院国有资产监督管理委员会，民生证券研究院

表3：2021 年央企集中采购情况

指标	公司
集中采购率达 100%	中国石化、中国一汽、中国宝武、中交集团等 11 家
“四率”达 100%	国家电网、中国华能、中国大唐、中国一重、中国建筑、中国商飞、中国航油

资料来源：中证网，民生证券研究院

## 2.3 政府助推线上化采购

**阳光集采系列政策不断推进。**党的十八大以来，党中央高度重视党风廉政建设，推动全面从严治党向纵深发展，政府集采透明化要求不断提升，阳光集采系列政策加快推进和落实。

**表4：政府助推线上化采购**

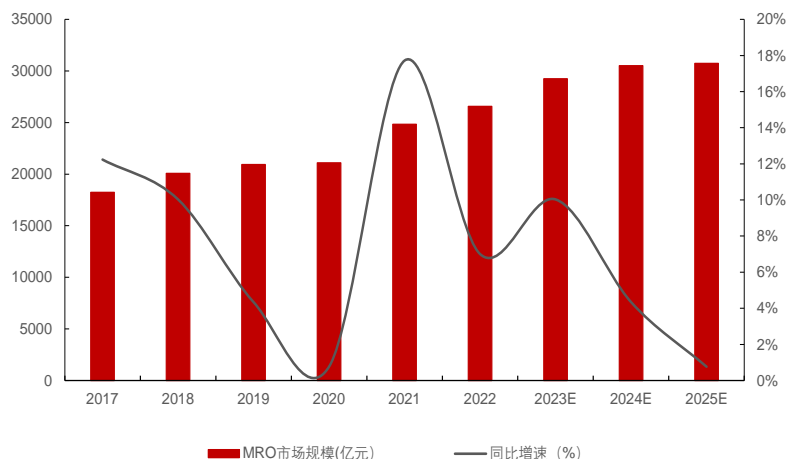
时间	相关文件	主要内容
2015/7	《财政部关于做好政府采购信息公开工作的通知》	各地区、各部门要依法公开政府采购项目信息，依照法律、法规和规章规定，实现从采购预算到采购过程及采购结果全过程信息公开。
2017/4	《财政部关于进一步做好政府采购信息公开工作有关事项的通知》	为了切实提高政府采购透明度，推进各地区政府采购信息发布网络平台建设，要建立健全地方分网与公共资源交易平台的信息互联互通机制。
2018/2	《国有金融企业集中采购管理暂行规定》	明确国有金融企业应做好集中采购相关的组织、制度建设，国有金融企业集中采购应当遵循公开、公平、公正、诚实信用和效益原则。
2018/11	《深化政府采购制度改革方案》	建立集中采购机构竞争机制，健全科学高效的采购交易机制，强化政府采购政策功能措施，健全政府采购监管机制。
2019/7	《关于促进政府采购公平竞争优化营商环境的通知》	构建统一开放、竞争有序的政府采购市场体系。全面清理政府采购领域妨碍公平竞争的规定和做法；严格执行公平竞争审查制度；加强政府采购执行管理；加快推进电子化政府采购；进一步提升政府采购透明度；完善政府采购质疑投诉和行政裁决机制。
2020/3	《关于开展政府采购意向公开工作的通知》	中央预算单位和北京市、上海市、深圳市市本级预算单位应当按规定公开采购意向，各试点地区应根据地方实际尽快推进其他各级预算单位采购意向公开。
2021/4	《政府采购需求管理办法》	采购需求应当符合法律法规、政府采购政策和国家有关规定，符合国家强制性标准，遵循预算、资产和财务等相关管理制度规定，符合采购项目特点和实际需要。
2022/5	《山东省省属企业阳光采购监督管理办法》	坚持企业主体、成本效益、阳光公开、资源共享四个原则，夯实企业集团主体责任，指导企业完善全要素采购管理链条，将企业招标采购工作实施情况，纳入省属文化企业高质量考核评价体系，构建阳光采购监督管理体系。
2022/7	《四川省省属企业实施阳光采购管理办法（试行）》	国务院国资委大力推行阳光采购，主导建立了中资阳光采购平台。国企改革三年行动方案中明确提出：要建立国有企业阳光采购服务平台，实现企业采购阳光透明。

资料来源:中国政府网, 山东省人民政府网, 四川省政府国有资产监督管理委员会, 民生证券研究院

## 2.4 需求端：政府有望采购扩大 MRO、办公用品集采需求

**未来中国 MRO 市场规模超 2.5 万亿元，市场集中度有望进一步增强。**据国家统计局统计，2017 年工业产值增加值的 4%-7% 的规模就是 MRO 的市场需求量，2017~2022 年中国工业生产增加值 CAGR 为 7.50%，假设未来 2023-2025 三年中国工业生产增加值保持该速度增长，我们预计 2025 年中国 MRO 市场规模将超过 2.5 万亿元。而 MRO 市场本身就较为分散，在 2021 年成熟市场当中，固安捷在美欧总体渗透率在 4%~5%，国内 MRO 尚未出现渗透率超 1% 的企业，对比欧美成熟市场仍有较大的增长空间，但 MRO 行业的特性决定了这是一个可容纳多强的赛道。

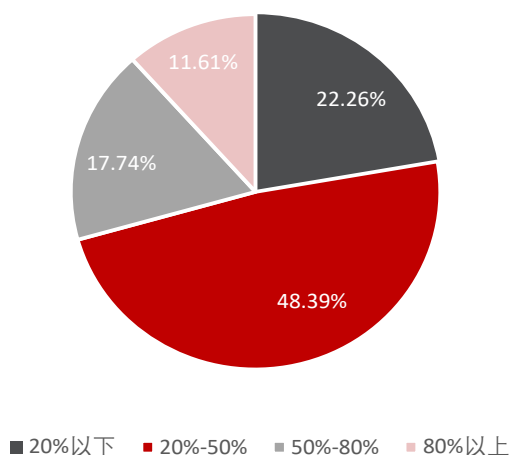
图9：中国 MRO 市场规模及预测（亿元）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院测算

**2022 年近三成央国企表示 MRO 工业品数字化采购渗透率超过 50%。**通过调研发现，近三成央国企表示超过 30% 的 MRO 工业品数字化采购渗透率超过 50%，央国企成为 MRO 工业品数字化采购的主要推动方，为整个数字化采购市场带来更多机遇，并带动其他企业推动 MRO 工业品数字化采购。

图10：2022 年近三成央国企表示 MRO 工业品数字化采购渗透率超过 50%

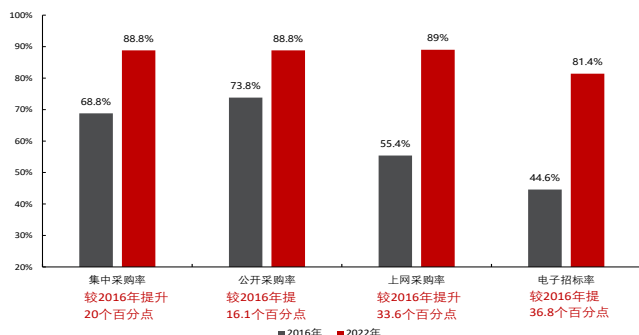


资料来源：亿邦智库，民生证券研究院

**2022 年超四成央国企数字化采购渗透率超过 50%。**据国资委相关数据，中央企业已经在供应链数字化方面取得较好成效。2022 年，央企集中采购率、公开采购率、上网采购率和电子招标率相较 2016 年均显著提高，多数指标提升比例超过 20%。央国企已经成为数字化采购火车头，经亿邦智库调研，超四成央国企

表示数字化采购渗透率超 50%，较去年也有显著提高。

图11：央企集中采购率、公开采购率、上网采购率和电子招标率表现



资料来源：亿邦智库，民生证券研究院

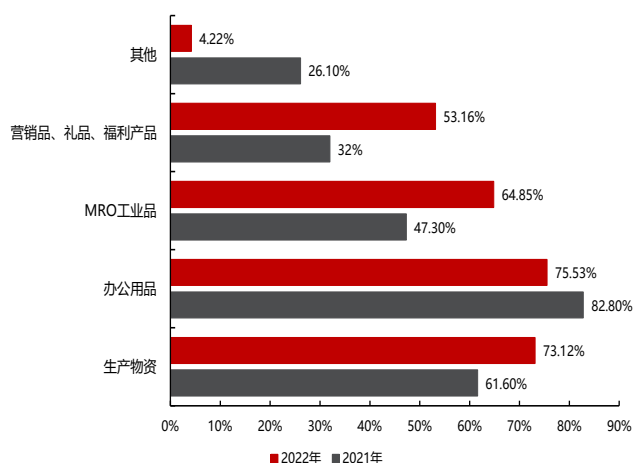
图12：2022 年超四成央企国企数字化采购渗透率超过 50%



资料来源：亿邦智库，民生证券研究院

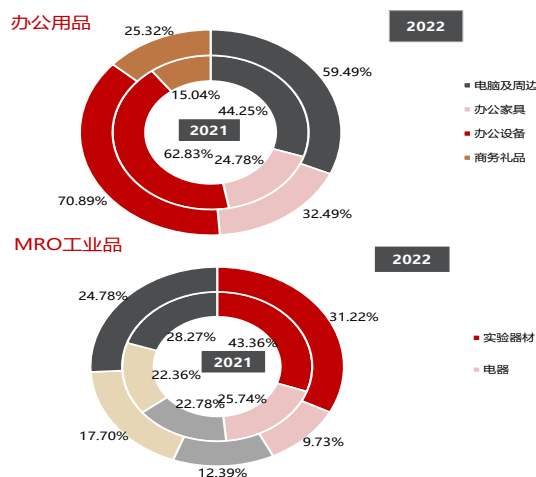
2022 年营销品数字化采购渗透率增长 21.16%。2022 年央国企采购中非生产物资类数字化采购渗透率增长较快，其中营销品、礼品、福利产品和 MRO 工业品是主要的增长贡献品类。在 MRO 工业品的所有类型增长中，实验器材、修理工具、工控设备及部件的数字化采购额增长较为迅速，办公用品中办公设备、电脑及周边的数字化采购金额增速最快，其中办公设备的数字化采购增速达 70%，仍有持续上涨趋势。

图13：央国企 2022 年营销品和工业品数字化采购渗透率增速最快



资料来源：亿邦智库，民生证券研究院

图14：央国企 2022 年办公用品和 MRO 工业品数字化采购额增速最快的细分品类



资料来源：亿邦智库，民生证券研究院

### 3 平台型与专业型 MRO 企业的异同

#### 3.1 MRO 起源：代理商与办公用品

发展路径的不同决定公司的内核基因。从发展路径上来看，固安捷/咸亨国际/震坤行都以代理商起家，从产品上看分别代理劳防安全，物料搬运储存用品/五金批发/胶粘剂、润滑剂，而京东工业/齐心集团以往直营业务为办公用品，在原有客户基础之上横向拓展到 MRO 产品。发展路径的不同导致企业内核基因的差异。从代理商起家的 MRO 企业更加注重服务能力，而办公用品起家的 MRO 企业更加注重经营效率。我们称由代理商起家的 MRO 企业为专业型公司，由办公用品起家的 MRO 企业为平台型公司。

图15：由代理商起家的 MRO 企业



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图16：由办公用品起家的 MRO 企业

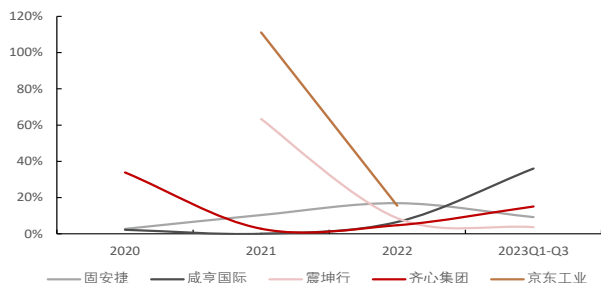


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

#### 3.2 平台型公司横向拓展品类, 专业型公司细分行业深耕细作

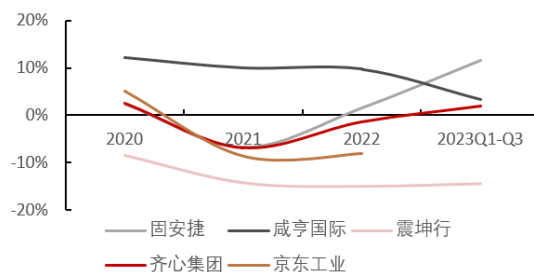
**专业型 MRO 公司利润水平高，平台型 MRO 公司收入增速快。收入方面：**2023Q1-Q3 固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团收入增速分别为 9.23%/35.99%/3.66%/15.13%，2023 年齐心集团进军 MRO 行业，收入快速增长，咸亨集团在 2023 年实行四大军团战略行业拓展实现收入快速增长，整体上平台型公司收入增速大于专业型公司。**净利率方面：**2023Q1-Q3 固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团归母净利率分别为 11.49%/3.38%/-14.54%/1.91%，震坤行费用前置，利润暂时承压，咸亨国际因新进入行业自主产品占比较，低利润率暂时承压。

图17: 固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团/京东工业收入增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图18: 固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团/京东工业归母净利润率

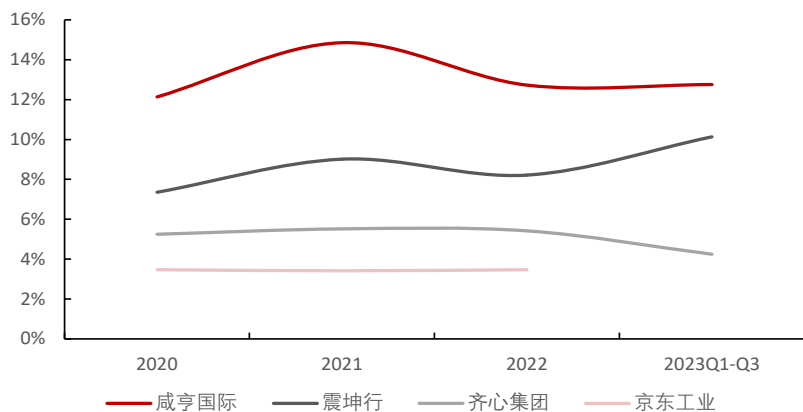


资料来源: ifind, 民生证券研究院

### 3.3 专业型企业提供增值服务保证产品溢价

**专业型 MRO 企业强调服务属性，销售费用率高于平台型公司。**2023Q1-Q3 咸亨国际/震坤行/齐心集团销售费用率分别为 12.76%/10.13%/4.24%，（震坤行履约费用率+销售费用率为 16.44%），专业型公司强调服务属性，例如震坤行会派遣履约服务经理提供端到桌服务，咸亨国际销售人员提供驻场服务，为企业提提供售前售后服务，并准确将客户需求反馈给公司，为公司生产自主产品奠定基础。

图19: 咸亨国际/震坤行/齐心集团/京东工业销售费用率



资料来源: ifind, 民生证券研究院

### 3.4 专业型公司经营难度更高

**专业型公司管理流程更为复杂。**2023Q1-Q3 咸亨国际/震坤行/齐心集团管理费用率分别为 9.28%/8.15%/1.72%，平台型企业可依靠原有在办公用品行业积累的管理体系，实现较低的管理费用。而专业型公司一方面人数较多（相对收入体

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/645344143021011114>