

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：为了迎合公司国网+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

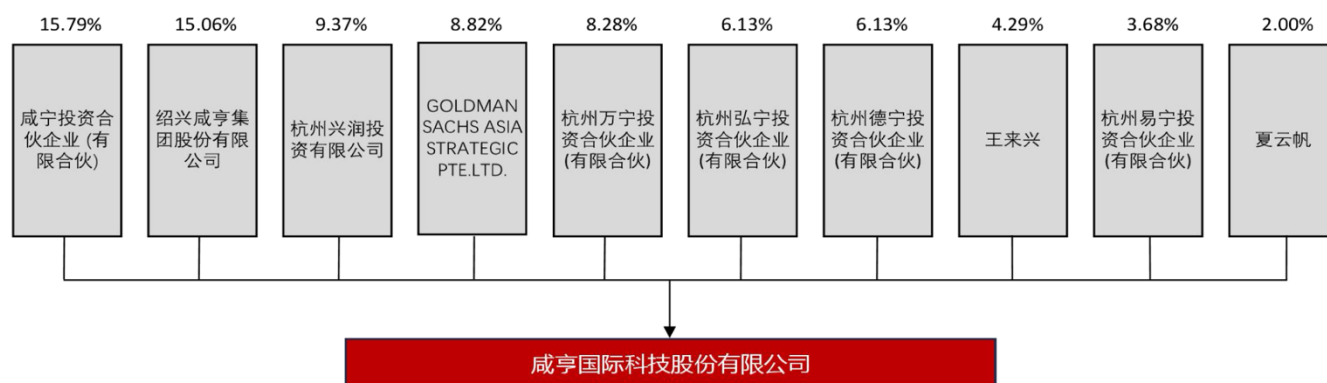
1 阳光采购促进 MRO 以及办公用品线上集采发展	3
1.1 公司股权稳定	3
1.2 公司高管团队经验丰富	3
1.3 咸亨国际已成长为全国性 MRO 集约化供应商	4
1.4 全国性 MRO 集约化供应商	4
1.5 公司高管团队经验丰富	5
1.6 咸亨国际已成长为全国性 MRO 集约化供应商	6
1.7 咸亨国际已成长为全国性 MRO 集约化供应商	6
2 中国 MRO 行业市场发展迅速，前景可期	8
2.1 多因素驱动行业发展	8
2.2 政府采购发展趋势—数字化采购	8
2.3 政府助推线上化采购	9
2.4 需求端：政府有望采购扩大 MRO、办公用品集采需求	10
3 平台型与专业型 MRO 企业的异同	13
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
4 以服务与产品为基石的 MRO 企业	17
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
5 盈利预测与投资建议	22
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
6 风险提示	25
插图目录	27
表格目录	27

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，通过咸亨投资间接控制公司 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

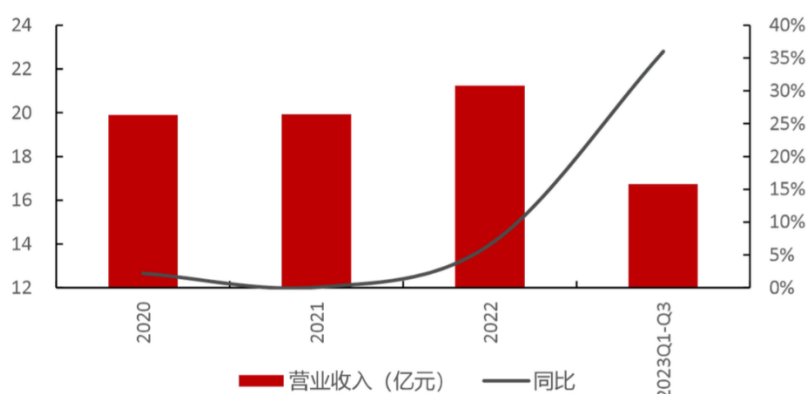
品类	主要产品	细分品类
产品及服务	产品(经销, 自有)	手动工具
		机电工具
		电工器材
		标识标签
		应急装备
		其他
	仪表仪器	电工仪器
		电工仪表
		其他
		电气设备信息采集及健康状态评价
技术服务		工器具、仪器仪表维修保养
		应急安全文化传播
		其他

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制，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

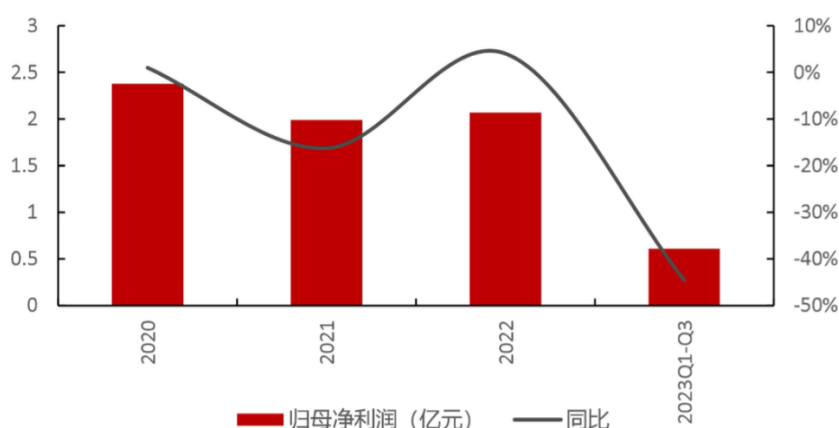


资料来源:ifind, 民生证券研究院

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



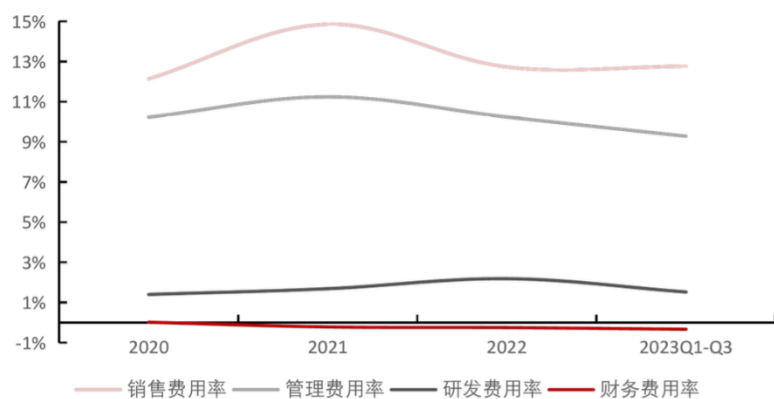
资料来源:ifind, 民生证券研究院

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

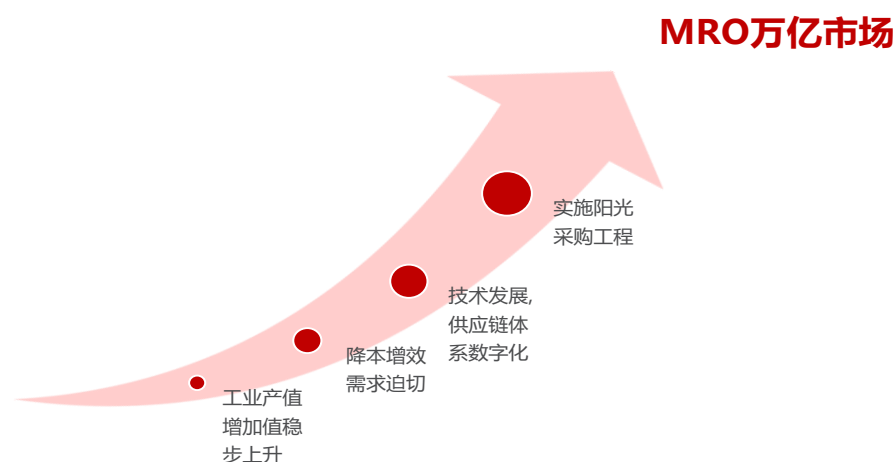
工业产值增加值的稳步上升。据国家统计局统计，2017 年工业产值增加值的 4%-7% 的规模就是 MRO 的市场需求量，2017~2022 年中国工业生产增加值 CAGR 为 7.50%。

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



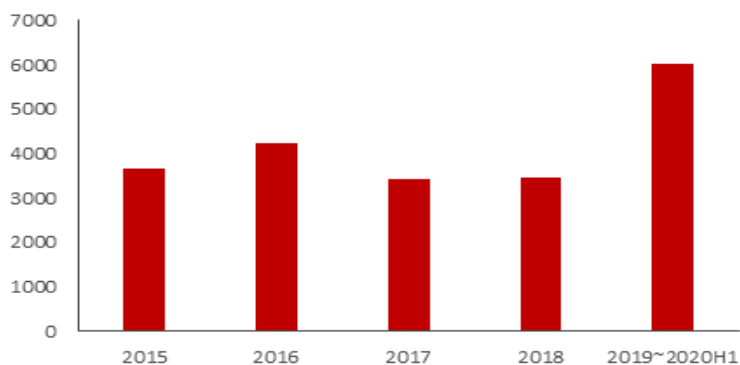
资料来源：经济日报，中商情报网，民生证券研究院绘制

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

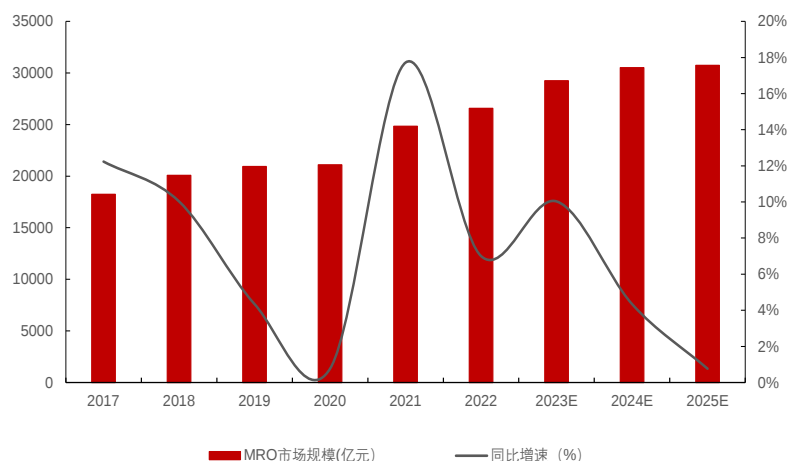
时间	相关文件	主要内容
2015/7	《财政部关于做好政府采购信息公开工作的通知》	各地区、各部门要依法公开政府采购项目信息，依照法律、法规和规章规定，实现从采购预算到采购过程及采购结果全过程信息公开。
2017/4	《财政部关于进一步做好政府采购信息公开工作有关事项的通知》	为了切实提高政府采购透明度，推进各地区政府采购信息发布网络平台建设，要建立健全地方分网与公共资源交易平台的信息互联互通机制。
2018/2	《国有金融企业集中采购管理暂行规定》	明确国有金融企业应做好集中采购相关的组织、制度建设，国有金融企业集中采购应当遵循公开、公平、公正、诚实信用和效益原则。
2018/11	《深化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。

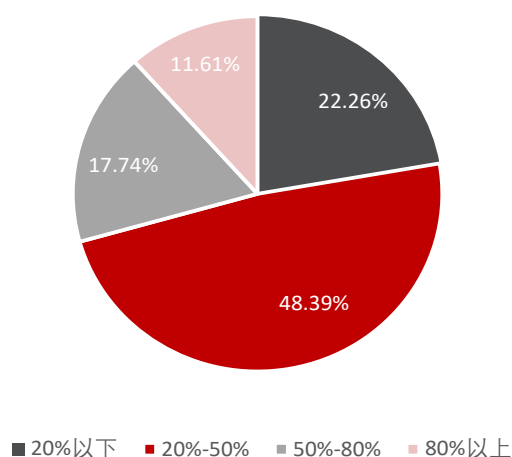
图9：中国 MRO 市场规模及预测（亿元）



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%

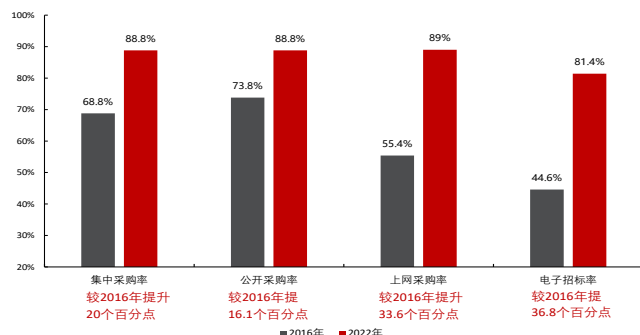


资料来源：亿邦智库，民生证券研究院

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 年均有所提高，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

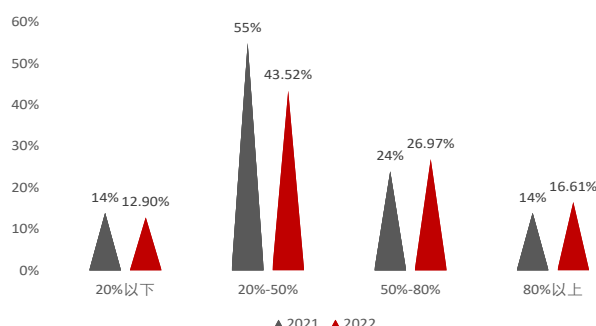
表示数字化采购渗透率超 50%，较去年也有显著提高。

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

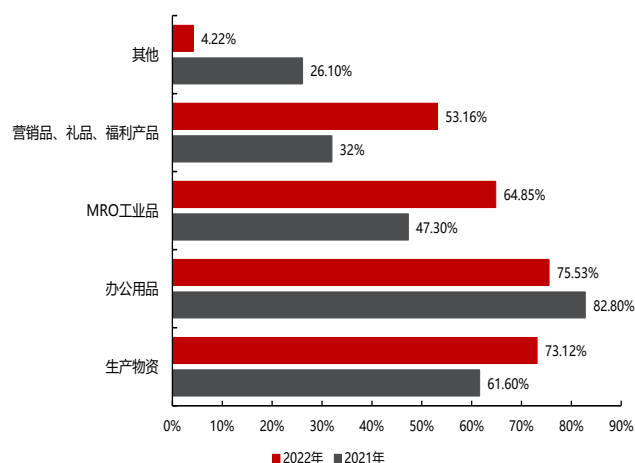
图12：2022 年超四成央企国企数字化采购渗透率超过 50%



资料来源：亿邦智库，民生证券研究院

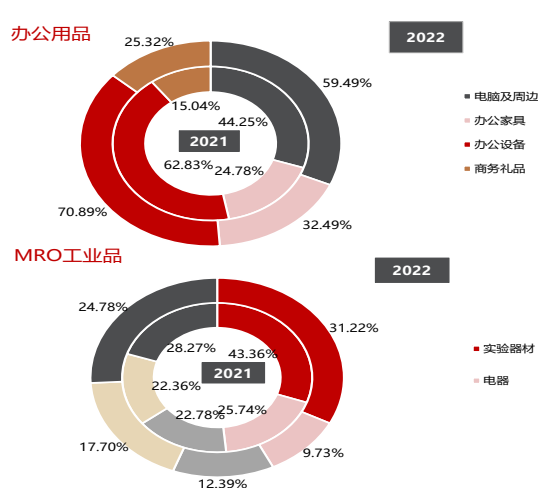
2022 年营销品数字化采购渗透率增长 21.16%。 2022 年央企国企采购中非生产物资类数字化采购渗透率增长较快，其中营销品、礼品、福利产品和 MRO 工业品是主要的增长贡献品类。在 MRO 工业品的所有类型增长中，实验器材、修理工具、工控设备及部件的数字化采购额增长较为迅速，办公用品中办公设备、电脑及周边的数字化采购金额增速最快，其中办公设备的数字化采购增速达 70%，仍有持续上涨趋势。

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

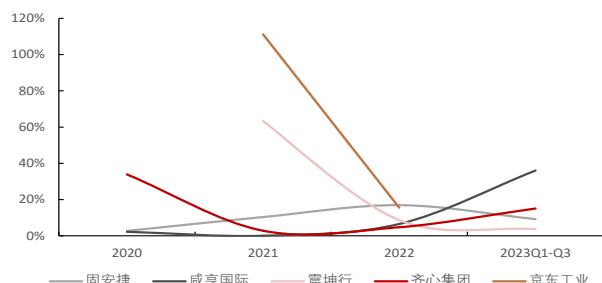


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

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

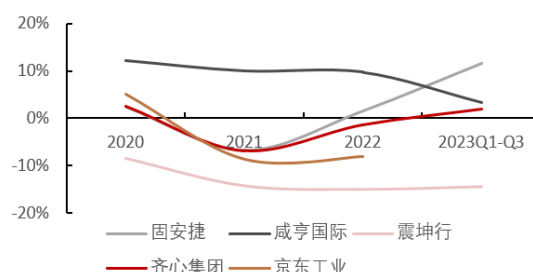
专业型 MRO 公司利润水平高，平台型 MRO 公司收入增速快。收入方面：2023Q1-Q3 固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团收入增速分别为 9.23%/35.99%/3.66%/15.13%，2023 年齐心集团进军 MRO 行业，收入快速增长，咸亨集团在 2023 年实行四大军团战略行业拓展实现收入快速增长，整体上平台型公司收入增速大于专业型公司。**净利率方面：**2023Q1-Q3 固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团归母净利率分别为 11.49%/3.38%/-14.54%/1.91%，震坤行费用前置，利润暂时承压，咸亨国际因新进入行业自主产品占比较，低利润率暂时承压。

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

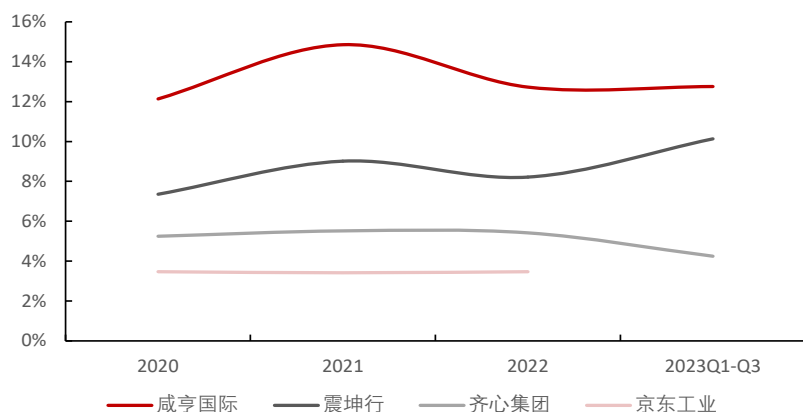


资料来源：ifind，民生证券研究院

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



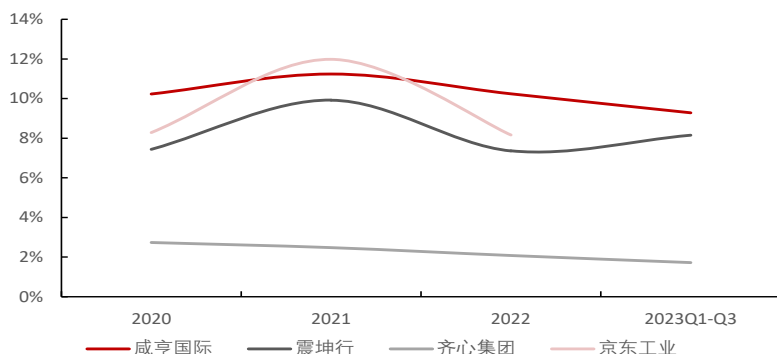
资料来源：ifind，民生证券研究院

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

量)，另外一方面整体产品在销售、交付等流程较为复杂，因此管理费用率较高。

图20：咸亨国际/震坤行/齐心集团/京东工业管理费用率



资料来源：ifind，民生证券研究院

3.5 专业型公司深耕细作人均收入不及平台型公司

专业型公司需维持人员数量保障服务能力，人均创收不及平台型公司。2022 咸亨国际/震坤行/京东工业/齐心集团人均创收分别为 128/210/1244/350 万元，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，因此人员设置可尽量精简。

表5：2020-2022 年行业各公司人均创收

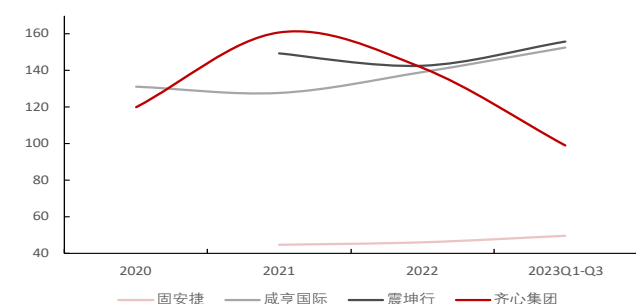
年份	咸亨国际			震坤行			京东工业			齐心集团		
	员工人数 (人)	营业收入 (亿元)	人均创收 (万元/人)	员工人数 (人)	营业收入 (亿元)	人均创收 (万元/人)	员工人数 (人)	营业收入 (亿元)	人均创收 (万元/人)	员工人数 (人)	营业收入 (亿元)	人均创收 (万元/人)
2020	1356	19.91	147	2697	46.86	1244	-	-	-	2981	80.09	269
2021	1467	19.93	136	4661	76.55	1179	-	-	-	2748	82.36	300
2022	1664	21.24	128	3956	83.15	210	3956	165.96	1244	2463	86.29	350

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.6 专业型公司现金流压力更大

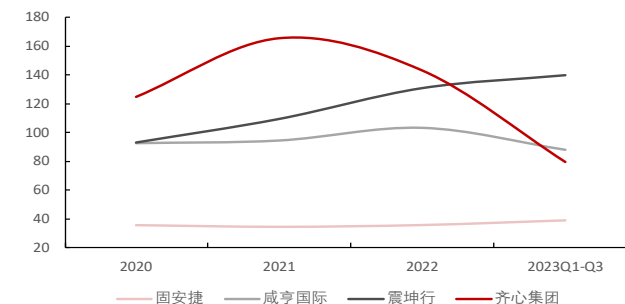
专业型 MRO 企业所采购产品性质导致应收与应付有较大差距。2023Q1-Q3 固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团应收账款周转天数与应付账款周转天数之差分别 10.70/64.02/16.29/19.67 天。专业型 MRO 公司所需的中高端 MRO 产品在单个供应商中采购数量较小，因此多采用现金结付的模式；另外专业性 MRO 公司产品毛利率较高两者共同造成了专业型 MRO 公司应收与应付差距较大的现象。

图21：固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团应收账款周转天数



资料来源：ifind，民生证券研究院

图22：固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团应付账款周转天数

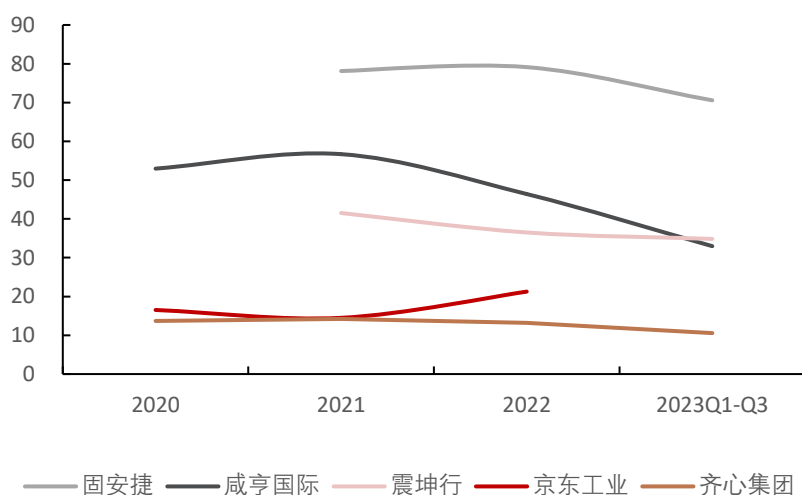


资料来源：ifind，民生证券研究院

3.7 专业型企业强调极致的服务

专业型 MRO 公司周转天数明显高于平台型公司。2023Q1-Q3 固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团存货周转天数 70.57/32.97/34.84/10.56 天，平台型公司可通过供应商直发客户的模式转移库存压力，追求高周转率。而专业型公司一方面某些高端产品本身库存周期较长，另外一方面专业型公司需要大量备货满足客户对产品时效性的要求，追求的是高质量的服务。

图23：固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团存货周转天数（天）



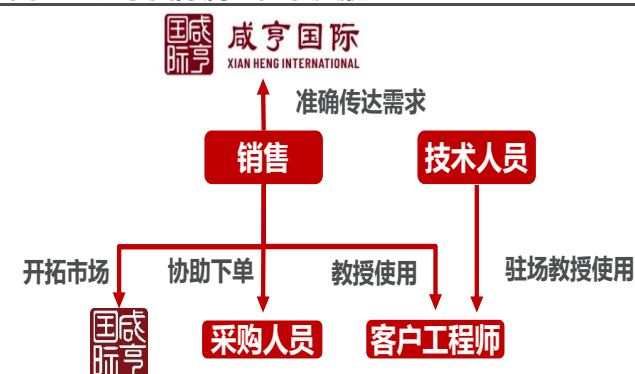
资料来源：ifind，民生证券研究院

4 以服务与产品为基石的 MRO 企业

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

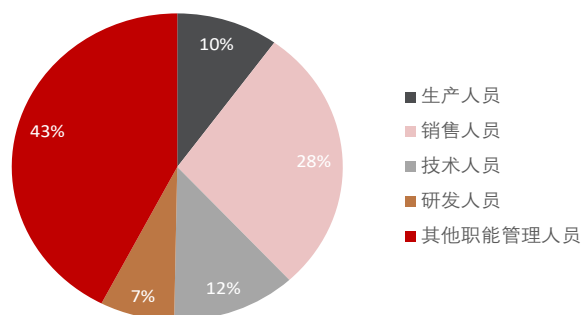
属地化下沉服务助力咸亨国际。截至 2022 年咸亨国际销售人员/技术人员分别为 469/202 人, 分别占比 28%/12%。咸亨国际采取属地化和下沉服务, 销售人员不仅需要开拓市场, 协助客户下单, 还需要深入客户生产作业第一线, 作为技术人员的补充教授客户使用部分标准品。销售人员需要充分了解客户需求, 完善自身行业理解, 并且将客户需求准确传达到公司为自主产品的生产奠定基础。同时在交付自主产品时公司派遣技术人员提供驻场服务, 解答客户在使用自主产品时的各类问题。

图24: 咸亨国际属地化下沉服务



资料来源: 2022 年年报, 民生证券研究院

图25: 2022 年咸亨国际人员结构

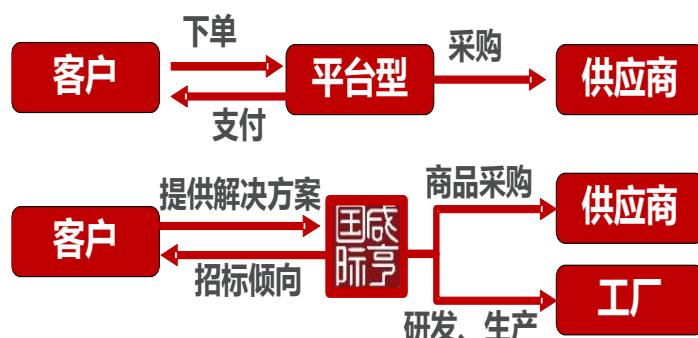


资料来源: ifind, 民生证券研究院

4.2 咸亨国际商业模式: 一体化解决方案供应商

从供应商向方案解决商进化。一般 MRO 企业对于下游客户的身份为供应商, 而咸亨国际在长期与国网合作当中, 对行业理解十分深刻, 因此可以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, 此时咸亨在商务合作中的角色由供应商转变为方案解决商, 公司为客户提供一整套产品解决方案满足项目需求。这一过程中不仅提高客户粘性, 同时可以将高毛利率的产品以打包售卖的形式提供给客户, 提高自身盈利水平。

图26：从供应商向方案解决商进化



资料来源：公司公告，民生证券研究院绘制

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

国网公开招标中标数量第一的民企为咸亨国际。2022 年咸亨国际中标数为 142 个，其中前九家均为国央企子公司，2023 年上半年 64 个，咸亨国际为 MRO 电网细分领域民营企业冠军。

表6：2022 年咸亨国际中标情况

序号	公司	中标/成交包数
1	国电南瑞南京控制系统有限公司	648
2	南京南瑞继保工程技术有限公司	313
3	东方电子股份有限公司	278
4	许继电气股份有限公司	257
5	北京四方继保工程技术有限公司	229
6	北京智芯微电子科技有限公司	170
7	青岛鼎信通讯股份有限公司	149
8	烟台东方威思顿电气有限公司	148
9	国网电力科学研究院武汉南瑞有限责任公司	144
10	咸亨国际科技股份有限公司	142

资料来源：电老虎网运营公众号，民生证券研究院

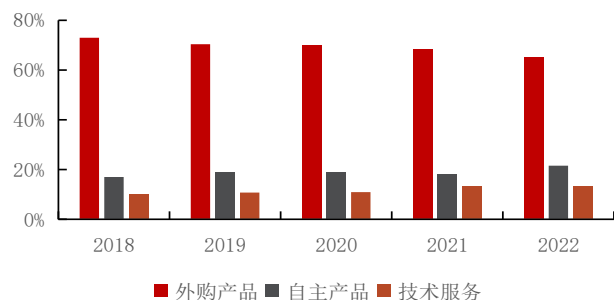
4.4 咸亨国际商业模式：自主产品提升客户粘性及自身盈利

水平

自主产品占比增加助力咸亨国际盈利水平提升。2020~2022 年公司自主产品

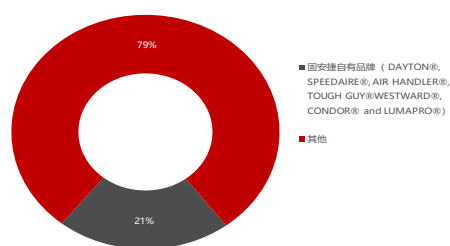
收入占比分别为 19.10%/18.23%/21.55%。自主产品的毛利率远高于供应商提供的标准品，自主产品占比提升极大提升了咸亨盈利能力。同时自主产品能够有效解决客户痛点，在提高客户粘性的同时，构筑自身行业壁垒。参考固安捷自有产品收入比例，我们认为目前咸亨在国网领域的自主产品比例已经基本完善，随着四大军团领域自主产品比例提升，公司盈利水平将持续提升。

图27：外购产品、自主产品、技术服务收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院绘制

图28：2018年固安捷自有产品收入占比 21%



资料来源：固安捷公告，民生证券研究院

自主产品立杆机提升客户作业效率，降低潜在风险。电网领域最常见的埋杆作业多年来一直使用吊装车或挖掘机来进行作业，不仅效率低下，而且有概率出现事故。咸亨国际自主研发立杆机，将挖掘机进行针对性改装，立杆作业单人即可完成作业，不仅大大提高效率，而且专设专用降低作业风险。

图29：立杆作业存在潜在风险



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图30：咸亨国际自主产品立杆机



资料来源：公司官网，民生证券研究院

4.5 新行业-新基地

咸亨国际新建制造基地为行业拓展后带来的自主产品需求打下坚实基础。为了迎合公司国网+四大军团的策略，公司在杭州打造咸亨国际智造中心，一方面与海宁制造基地共同解决未来核工业、应急、石油石化、交通四大领域自主产品需求提升的问题，另外一方面方便公司总部研发人员对自主产品的研究。

图31：咸亨国际杭州制造基地



资料来源：咸亨国际公众号，民生证券研究院

4.6 咸亨国际数字化赋能提升运营效率

咸亨国际打造从下单至交付全流程数字化。公司采取线下拓展市场，线上下单（包括咸亨国际商城、公众号、第三方商城）的营销模式，并且通过 CRM 客户管理、SRM 供应商管理、OMS 订单管理等多个系统从下单到交付进行全流程线上化管理。通过对中台数据的分析，公司可具象化、数字化客户需求，进一步完成对 SKU 数量的控制以及提高仓储库存运营效率。

图32：咸亨国际数字化



资料来源：公司官网，民生证券研究院绘制

4.7 咸亨国际供应链支撑企业服务能力

完善的 SKU 以及物流网络为客户提供良好的采购体验。公司目前有 28 个自主品牌，超过 60 万个 SKU 供客户选择。同时拥有 1 个总仓、10 个分仓网点，

通过对全国多级供应网络布局，结合公司线上智能派单、定制运输体系，完成对客户订单的高效履约。

图33：咸亨国际供应链

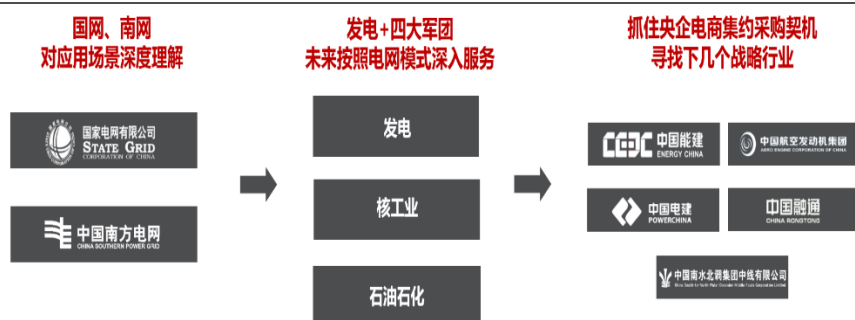


资料来源：公司官网，咸亨国际商城，民生证券研究院绘制

4.8 咸亨国际四大军团战略助力公司再次腾飞

咸亨国际复制国网经验顺利进入其他行业央企。咸亨国际从五金批发起家，主动抓住国家基础设施建设发展期，为海宁电力局提供优质的海外品牌产品，一步步成为国网领域排名第一的民企。进入 2022 年后，公司以过往与国网的良好合作为背书，进军其他国央企招标当中，稳定为客户提供性价比的优质全品类产品。同时公司也通过建立赛孚城、挖掘优秀的销售团队来进行市场拓展。

图34：咸亨国际四大军团战略



资料来源：公司公告，民生证券研究院绘制

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

伴随着政府国央企线上集采政策进一步深化，“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%的央企会逐步增多，而咸亨国际服务国网多年，拥有丰富的经验及完善的产品结构。通过横向拓展到核工业、交通、应急行业国央企，不断拓展业务广度与深度，未来有望成长为比肩固安捷的全球龙头企业。

工器具类业务：随着公司从电网拓展到多个行业中，同时伴随公司 SKU 的不断增多，从客户&产品双层次发力，2023H1 工器具类业务营收增速为 29.92%，我们预计 23-25 年公司工器具类业务营收增速分别为 36%/12%/12%，毛利率分别为 29%/35%/36%。公司业务客户以国央企为主，体制内客户毛利率基本一致，因此预计毛利率未来保持稳定。

仪器仪表类业务：仪器仪表类产品本身使用寿命周期较长，在拓展客户的同时需要为客户讲解、指导如何使用，但考虑到公司目前在新领域大力拓展，2023H1 仪器仪表业务营收增速为 67.62%，综合考虑预计 23-25 年公司仪器仪表类业务营收增速分别为 36%/15%/10%，毛利率 33.20%/35.00%/36.00%分别为。公司业务客户以国央企为主，体制内客户毛利率基本一致，因此预计毛利率未来保持稳定。

技术服务业务：由于公司产品中存在较多的非标产品，在售卖该类产品的同时通常伴随着技术服务，且随着各个行业往高端制造方向发展，公司售卖产品的复杂程度也随之提高，需要技术服务的场景也随之增多，我们预计 23-25 年公司技术服务类业务营收增速分别为 10%/10%/10%，毛利率分别为 56%/56%/56%。公司业务客户以国央企为主，体制内客户毛利率基本一致，因此预计毛利率未来保持稳定。

其他业务：2023 年主营收入快速增长带动其他业务有较大增长，我们预计随着整体收入进入稳步增长状态，其他业务保持相对稳定，2023H1 其他业务营收增长为 41.14%，因此预计我们预计 23-25 年公司其他业务营收增速分别为 42%/1%/1%，毛利率分别为 78%/78%/78%。

表7：咸亨国际营收拆分

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
工器具类	收入 (亿元)	12.21	12.00	16.32	18.28	20.47
	YOY	4.12%	-1.74%	36.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	37.38%	35.92%	29.00%	35.00%	36.00%
仪器仪表	收入 (亿元)	5.07	6.40	8.70%	10.01	11.01
	YOY	-15.24%	26.00%	36.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	44.74%	39.27%	33.20%	35.00%	36.00%
技术服务	收入 (亿元)	2.62	2.81	3.09	3.40	3.74
	YOY	20.94%	7.07%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	56.15%	55.33%	56.00%	56.00%	56.00%
其他业务	收入 (亿元)	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
	YOY	-35.47%	1.00%	42%	1.00%	1.00%
	毛利率	76.75%	84.00%	78.00%	78.00%	78.00%
小计	总收入 (亿元)	19.93	21.24	28.14	31.72	35.25
	YOY	0.08%	6.55%	32.51%	12.70%	11.14%
	总毛利率	41.76%	39.54%	33.31%	37.29%	38.16%

资料来源：Wind, 公司公告, 民生证券研究院预测；

23-25年公司持续拓展四大军团业务, 预计需要持续增加销售人员维持收入增长, 因此我们预计2023-2025年公司销售费用率分别为14.00%/14.00%/14.00%; 管理费用方面: 随着公司业务覆盖行业多元化发展, 管理难度提升, 管理人员数量增加, 同时公司给予员工股权激励, 考虑到公司未来收入增长, 因此预计管理费用保持相对稳定, 2023-2025年公司管理费用率分别为11.00%/11.00%/11.00%; 研发费用率方面: 2023年公司收入有较大增长, 因此23年研发费用率暂时下降, 未来为了维持公司自有产品占比, 预计研发费用仍保持相对稳定。我们预计2023-2025年研发费用率为1.50%/1.50%/1.50%; 财务费用率方面: 预计2023-2025年财务费用率分别为-0.24%/-0.22%/-0.25%

表8：咸亨国际费用率拆分

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率	14.85%	12.73%	14.00%	14.00%	14.00%
管理费用率	11.24%	10.24%	11.00%	11.00%	11.00%
研发费用率	1.69%	2.19%	1.50%	1.50%	1.50%
财务费用率	-0.21%	-0.25%	-0.24%	-0.22%	-0.25%

资料来源：Wind, 公司公告, 民生证券研究院预测；

5.2 估值分析

咸亨国际作为MRO行业企业, 主营业务为MRO产品的生产和销售, 我们预计公司23-25年EPS为0.23/0.64/0.77元, 对应PE为58X/21X/17X。选取晨光股份、齐心集团、怡合达为可比公司。齐心集团、晨光股份均系由办公用品行业拓展MRO

品类头部企业，怡合达为3C、汽车领域MRO头部企业,23-25年可比公司PE均值为22X/17X/14X。2023年咸亨国际由于股份支付与理财产品计提影响净利润，导致PE高于可比公司，但我们预计公司24年PEG为0.25，可比公司24年PEG均值为0.65，公司PEG远低于行业均值，所以总体处于合理估值水平。

表9：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR(23-25)	PEG2024
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
002301.SZ	齐心集团	6.08	0.31	0.45	0.53	19	13	11	30.08%	0.42
603899.SH	晨光股份	35.12	1.7	2.08	2.51	20	17	14	20.74%	0.82
301029.SZ	怡合达	27.92	1.07	1.38	1.75	26	20	16	27.54%	0.73
平均值						22	17	14	26.12%	0.65
605056.SH	咸亨国际	13.39	0.23	0.64	0.77	58	21	17	81.99%	0.25

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2024 年 3 月 1 日；表中的单位均为元。

5.3 投资建议

公司持续深耕电网领域，加深行业内国网公开招标中标数量第一的民营企业的市场地位，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。公司将国网领域经验复制到其他行业，持续实行下沉式服务策略，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，我们预计 23-25 年公司营收分别为 28.13/31.72/35.25 亿元，归母净利润为 0.95/2.63/3.16 亿元，对应 PE 为 58X/21X/17X，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 线上化渗透率提升不及预期。线上化采购存在一定的信任风险，产品质量出现问题可能带来双方信任降低从而抑制线上化渗透率的提高。

2) 国际形势变化风险。国际地缘政治及经济形势变动或将影响海外业务拓展，给企业造成潜在损失。

3) 政府采购支出缩减风险。MRO 采购有赖于政府采购，财政赤字直接影响政府的采购频率和规模。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,124	2,814	3,172	3,525
营业成本	1,284	1,877	1,989	2,180
营业税金及附加	14	14	16	18
销售费用	270	394	444	494
管理费用	217	310	349	388
研发费用	46	42	48	53
EBIT	274	186	335	403
财务费用	-5	-7	-7	-9
资产减值损失	-11	1	0	0
投资收益	11	6	6	7
营业利润	291	127	350	420
营业外收支	-3	-1	-1	-1
利润总额	287	126	349	419
所得税	69	25	70	84
净利润	218	101	279	335
归属于母公司净利润	207	95	263	316
EBITDA	308	223	381	455

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	608	634	760	868
应收账款及票据	910	1,197	1,349	1,499
预付款项	37	54	58	63
存货	233	335	354	388
其他流动资产	285	240	249	258
流动资产合计	2,074	2,460	2,770	3,077
长期股权投资	11	11	11	11
固定资产	198	309	305	305
无形资产	136	136	136	136
非流动资产合计	483	537	530	524
资产合计	2,557	2,998	3,299	3,601
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	512	797	845	926
其他流动负债	461	656	702	771
流动负债合计	972	1,453	1,547	1,697
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	10	13	12	12
非流动负债合计	10	13	12	12
负债合计	982	1,466	1,560	1,709
股本	411	411	411	411
少数股东权益	24	29	45	64
股东权益合计	1,574	1,532	1,740	1,892
负债和股东权益合计	2,557	2,998	3,299	3,601

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.59	32.51	12.70	11.14
EBIT 增长率	7.15	-32.17	80.59	20.25
净利润增长率	4.03	-53.84	175.66	20.15
盈利能力 (%)				
毛利率	39.56	33.31	37.29	38.16
净利率	9.74	3.39	8.30	8.97
总资产收益率 ROA	8.09	3.19	7.98	8.78
净资产收益率 ROE	13.34	6.36	15.53	17.30
偿债能力				
流动比率	2.13	1.69	1.79	1.81
速动比率	1.81	1.39	1.49	1.52
现金比率	0.63	0.44	0.49	0.51
资产负债率 (%)	38.43	48.90	47.27	47.45
经营效率				
应收账款周转天数	155.36	155.00	155.00	155.00
存货周转天数	66.35	65.00	65.00	65.00
总资产周转率	0.90	1.01	1.01	1.02
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.23	0.64	0.77
每股净资产	3.77	3.65	4.12	4.44
每股经营现金流	0.52	0.60	0.57	0.80
每股股利	0.35	0.16	0.44	0.53
估值分析				
PE	27	58	21	17
PB	3.6	3.7	3.2	3.0
EV/EBITDA	16.59	22.85	13.40	11.22
股息收益率 (%)	2.63	1.20	3.32	3.99

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	218	101	279	335
折旧和摊销	34	38	45	51
营运资金变动	-53	47	-93	-57
经营活动现金流	215	246	233	331
资本开支	-29	-78	-38	-46
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-1	-73	-32	-39
股权募资	81	0	-4	0
债务募资	0	-3	-4	0
筹资活动现金流	-81	-147	-75	-184
现金净流量	133	26	126	108

插图目录

图 1: 公司股权结构稳定, 王来兴为实控人	3
图 2: 咸亨国际深耕行业三十余年	4
图 3: 工器具、仪器仪表类产品示意图	5
图 4: 咸亨国际营收高速增长	6
图 5: 咸亨国际净利润暂时承压	6
图 6: 咸亨国际费用率情况	7
图 7: 多因素促进 MRO 万亿市场	8
图 8: 集采为央企节省资金 (亿元)	9
图 9: 中国 MRO 市场规模及预测 (亿元)	11
图 10: 2022 年近三成央企表示 MRO 工业品数字化采购渗透率超过 50%	11
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	12
图 12: 2022 年超四成央企数字化采购渗透率超过 50%	12
图 13: 央企 2022 年营销品和工业品数字化采购渗透率增速最快	12
图 14: 央企 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	12
图 15: 由代理商起家的 MRO 企业	13
图 16: 由办公用品起家的 MRO 企业	13
图 17: 固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团/京东工业收入增速	14
图 18: 固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团/京东工业归母净利率	14
图 19: 咸亨国际/震坤行/齐心集团/京东工业销售费用率	14
图 20: 咸亨国际/震坤行/齐心集团/京东工业管理费用率	15
图 21: 固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团应收账款周转天数	16
图 22: 固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团应付款账款周转天数	16
图 23: 固安捷/咸亨国际/震坤行/齐心集团存货周转天数 (天)	16
图 24: 咸亨国际属地化下沉服务	17
图 25: 2022 年咸亨国际人员结构	17
图 26: 从供应商向方案解决商进化	18
图 27: 外购产品、自主产品、技术服务收入占比	19
图 28: 2018 年固安捷自有产品收入占比 21%	19
图 29: 立杆作业存在潜在风险	19
图 30: 咸亨国际自主产品立杆机	19
图 31: 咸亨国际杭州制造基地	20
图 32: 咸亨国际数字化	20
图 33: 咸亨国际供应链	21
图 34: 咸亨国际四大军团战略	21

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司高管团队深耕行业多年	4
表 2: 公司提供主要产品及服务	5
表 3: 2021 年央企集中采购情况	9
表 4: 政府助推线上化采购	10
表 5: 2020-2022 年行业各公司人均创收	15
表 6: 2022 年咸亨国际中标情况	18
表 7: 咸亨国际营收拆分	23
表 8: 咸亨国际费用率拆分	23
表 9: 可比公司 PE 数据对比	24
公司财务报表数据预测汇总	26

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026