

## 仪器仪表 III

## 咸亨国际 (605056.SH)

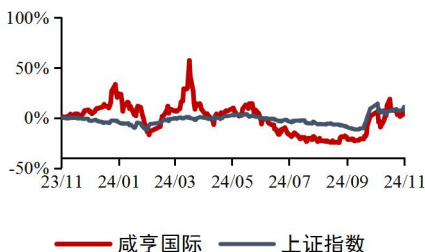
## 增持-A(首次)

## 仪器仪表专用渠道商，新领域拓展取得预期成效

2024年11月6日

公司研究/公司快报

## 公司近一年市场表现



## 市场数据：2024年11月6日

收盘价(元):	13.37
年内最高/最低(元):	19.36/9.12
流通A股/总股本(亿):	4.04/4.11
流通A股市值(亿):	54.06
总市值(亿):	55.00

## 基础数据：2024年9月30日

基本每股收益(元):	0.24
摊薄每股收益(元):	0.24
每股净资产(元):	3.86
净资产收益率(%):	6.30

资料来源：最闻

## 分析师：

刘斌

执业登记编码：S0760524030001

邮箱：liubin3@sxzq.com

杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

## 事件描述

➢ 公司发布2024年三季报：报告期内，公司实现营业收入19.89亿元，同比增长18.82%；实现归母净利润0.97亿元，同比增长58.81%；实现扣非归母净利润0.92亿元，同比增长30.37%。

## 事件点评

➢ 受益于公司在新领域的拓展达到预期成效，Q3单季度公司营收实现稳健增长，利润端大幅好转，扣非后归母净利润实现自2022Q4以来的首次同比正增长，达到0.51亿元(+89.98%)。报告期内，公司持续深耕电网领域，保证业绩基本盘的稳定；紧紧抓住国央企集约化采购和电商化采购加速的行业趋势，借鉴电网的商业模式，从电网领域向石油石化、发电等重点战略行业拓展并持续做深；拓展其他能源等重资产国央企的新行业，2024Q3实现营收8.05亿元，同比增长19.64%，环比增长7.95%；实现归母净利润0.54亿元，同比增长101.44%，环比增长60.83%，主要受益于销售收入及毛利增长，计提公允价值变动收益损失减少等因素；实现扣非归母净利润0.51亿元，同比增长89.98%，环比增长53.91%。

➢ 盈利能力有所回升，Q3净利率6.98%(+3.01pct)，环比提升2.17pct；毛利率27.31%(1.91pct)。前几年公司在进入新领域时，投入较多，盈利较少，随着新领域的不断突破，盈利能力将会稳步提升。前三季度，公司净利率5.03%，同比提升1.28pct；毛利率27.91%，同比下降1.76pct。单Q3净利率6.98%，同比增长3.01pct，环比增长2.17pct；毛利率27.31%，同比增长1.91pct，环比下降1.92pct。

➢ 报告期内，公司提质增效举措取得预期成效，期间费用率同比下降2.19pct至21.05%。其中，销售费用率10.72%，同比下降2.05pct；管理费用率8.89%，同比下降0.39pct，财务费用率-0.28%，同比增长0.05pct；研发费用率1.72%，同比增长0.20pct。

➢ 电力设备更新带动相关产业链增长，电网投资提速推动电工仪器仪表需求向好，对公司未来业绩形成有力支撑。(1)大规模设备更新政策的助力，不仅会增加电网设备智能化与高端化的新增产能投资，还有利于支撑未来设备改造升级的长期资金投入。近年来公司紧紧契合电网数字化发展的趋势，在工器具、仪器仪表类产品的MRO业务领域不断深入，为电力基础设施建设提供了丰富的运营所需通用工业品，实现电网设备的绿色、智能升级。(2)公司MRO产品中的仪器仪表主要是电工仪器仪表，近年来电网投资增速保持较高水平，有利于电工仪器仪表相关产品的销售。“十三五”期间，全国



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



电网总投资约为 2.57 万亿元，而“十四五”期间两网规划投资总额为 2.9 万亿元，年均投资约 5,800 亿元，中枢抬升显著。为加快构建新型电力系统，促进新能源高质量发展，推动大规模设备更新改造，2024 年，国家电网全年的投资金额将超过 6,000 亿元，投资总额创历史新高，同比增幅为近年最高。根据公司招股书及 Markets and Markets 数据显示，到 2024 年，全球数字万用表市场规模预计将从 2019 年的 8.47 亿美元增长到 10.47 亿美元。

### 投资建议

➤ **我国 MRO 集约化采购处起步阶段，为长坡厚雪型赛道。**中国 MRO 市场正处于从传统零散采购向集约化采购的快速过渡阶段，近几年大型国央企正在加速进行集约化采购，公司本身处于增速较快的行业。公司是**工具、仪器仪表等类产品的 MRO 集约化供应商，作为仪器仪表的专用渠道，是电子测试测量仪器产业链的重要环节，在设备更新与自主可控浪潮下，有望实现加速成长。**（1）从营收端来看，公司深耕电网保持业绩基本盘的同时，也正在大力向油气、发电、新型电商等新的行业进行扩展，目前新领域的拓展情况基本达到预期，新领域的收入体量在逐步增加，预计未来这一趋势在未来一段时间将会继续保持。（2）从利润端来看，公司多措并举有望进一步提升毛利率水平：未来公司将在电网领域内持续做深；在新拓展的电商业务领域将逐步进行非标品的替代，提升非标品的占有率；同时随着收入规模提升，采购量相应增加，议价能力提升，采购成本下降，也有望进一步改善公司毛利率水平。

➤ 综合考虑行业情况及公司发展战略，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.0、2.6、3.7 亿元，EPS 为 0.5/0.6/0.9 元，按照 11 月 6 日收盘价 13.37 元，对应 PE 为 27/22/15 倍，首次覆盖给予“增持-A”的投资评级。

### 风险提示

➤ **对电网领域的业务依赖：**如国家相关产业政策、电力行业整体投资规划、输配发展规划发生较大变化，抑或公司市场开拓方式、产品性能、售后服务等方面存在不符合需求方的要求，将可能对经营业绩产生较大不利影响；

➤ **市场竞争加剧的风险：**如果公司不能持续壮大自身综合实力，扩大业务规模，巩固和提升产品领先地位，则有可能在未来市场竞争中处于不利地位，无法持续获得订单，从而对公司经营业绩产生不利影响；

➤ **季节性波动的风险：**受客户经营行为的影响，公司经营业绩存在着较为明显的季节性波动，该季节性特征可能对公司的生产组织、资金调配和运营成本带来一定的影响；

➤ **新领域拓展和规模扩张导致的管理风险：**在进入新领域的前期，公司对新领域场景理解不深，产品和客户资信了解不足，新领域的产品毛利率、服务能力、应收账款风险等方面存在不足，如公司未能将原有电网的经营模式快速复制至新领域，对公司的发展会带来一定的不利影响。同时，快速扩张

的业务规模延伸了公司的管理跨度，从而对公司经营管理能力提出了更高的要求。

**财务数据与估值：**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,124	2,928	3,477	4,192	5,136
YoY(%)	6.6	37.9	18.7	20.6	22.5
净利润(百万元)	207	97	203	255	365
YoY(%)	4.0	-53.3	110.1	25.4	43.2
毛利率(%)	39.6	32.2	29.5	29.0	29.8
EPS(摊薄/元)	0.50	0.23	0.49	0.62	0.89
ROE(%)	13.9	6.8	12.3	14.1	17.7
P/E(倍)	26.6	56.9	27.1	21.6	15.1
P/B(倍)	3.5	3.5	3.2	2.9	2.6
净利率(%)	9.7	3.3	5.8	6.1	7.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2074	2394	2495	2780	3151
现金	608	819	800	964	1181
应收票据及应收账款	910	1159	1223	1318	1385
预付账款	37	43	55	52	62
存货	233	232	258	293	339
其他流动资产	285	142	159	153	183
<b>非流动资产</b>	483	571	606	657	707
长期投资	11	33	34	35	36
固定资产	198	303	307	332	366
无形资产	136	134	145	161	183
其他非流动资产	137	101	119	128	122
<b>资产总计</b>	2557	2965	3101	3437	3858
<b>流动负债</b>	972	1358	1341	1492	1630
短期借款	0	61	76	92	101
应付票据及应付账款	512	734	666	718	783
其他流动负债	461	563	599	682	745
<b>非流动负债</b>	10	13	13	13	13
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	13	13	13	13
<b>负债合计</b>	982	1371	1354	1505	1643
少数股东权益	24	24	36	53	80
股本	411	411	411	411	411
资本公积	685	730	730	730	730
留存收益	530	483	554	649	782
归属母公司股东权益	1551	1571	1712	1879	2135
<b>负债和股东权益</b>	2557	2965	3101	3437	3858

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	215	287	79	295	365
净利润	218	108	215	272	392
折旧摊销	27	33	29	32	36
财务费用	-5	-5	-13	-19	-31
投资损失	-11	-3	-5	-5	-6
营运资金变动	-60	10	-147	15	-25
其他经营现金流	47	144	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1	-43	-59	-77	-80
<b>筹资活动现金流</b>	-81	-104	-116	-68	-78
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.23	0.49	0.62	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.70	0.19	0.72	0.89
每股净资产(最新摊薄)	3.77	3.82	4.16	4.57	5.19

**利润表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2124	2928	3477	4192	5136
营业成本	1284	1986	2450	2974	3603
营业税金及附加	14	18	23	27	33
营业费用	270	357	365	428	514
管理费用	217	263	296	348	411
研发费用	46	50	61	73	90
财务费用	-5	-5	-13	-19	-31
资产减值损失	-28	-23	-21	-8	-5
公允价值变动收益	0	-100	0	0	0
投资净收益	11	3	5	5	6
<b>营业利润</b>	291	148	289	367	526
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	4	2	3	3	3
<b>利润总额</b>	287	146	287	365	524
所得税	69	38	72	93	132
<b>税后利润</b>	218	108	215	272	392
少数股东损益	11	12	12	17	27
<b>归属母公司净利润</b>	207	97	203	255	365
EBITDA	296	158	295	375	534

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	6.6	37.9	18.7	20.6	22.5
营业利润(%)	5.9	-49.2	95.7	26.9	43.5
归属于母公司净利润(%)	4.0	-53.3	110.1	25.4	43.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.6	32.2	29.5	29.0	29.8
净利率(%)	9.7	3.3	5.8	6.1	7.1
ROE(%)	13.9	6.8	12.3	14.1	17.7
ROIC(%)	13.0	5.6	11.1	12.9	16.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	38.4	46.2	43.6	43.8	42.6
流动比率	2.1	1.8	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.8	1.5	1.6	1.6	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.3	1.4
应收账款周转率	2.6	2.8	2.9	3.3	3.8
应付账款周转率	3.2	3.2	3.5	4.3	4.8
<b>估值比率</b>					
P/E	26.6	56.9	27.1	21.6	15.1
P/B	3.5	3.5	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	16.0	30.1	16.2	12.4	8.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

