

公司研究

业绩符合预期，新领域拓展加快

——咸亨国际（605056.SH）2024 年年报点评

要点

事件：咸亨国际发布 2024 年年报，24 年实现营收/归母净利/扣非归母净利 36.1/2.2/2.3 亿元，同比+23.2%/+130.7%/+34.7%，经营性净现金流 2.9 亿元，同比+0.6%。单 Q4 实现营收/归母净利/扣非归母净利 16.2/1.3/1.3 亿元，同比+28.9%/+253.4%/+37.8%，经营性净现金流 4.5 亿元，同比+21.0%。业绩基本符合预期。公司拟每股派发 0.36 元（含税），对应公告日（4 月 22 日）股息率 2.6%。

电力行业增速稳健，新行业拓展加快。分行业看，24 年电力行业/其他行业实现收入 18.6/17.4 亿元，同比+5.6%/+49.8%，电力行业表现增速下降或系年报呈现口径调整所致，我们估计原口径下电力行业增速稳健；其他行业拓展加快，24 年油气、核工业、交通、政府应急以及发电等五大新战略行业实现收入 10.9 亿元，同比+80.0%，其中发电领域收入从 23 年几乎为零增至 24 年得 2.3 亿元。分销售模式看，24 年经销产品/自主产品/服务实现收入 25.4/6.7/3.9 亿元，同比+23.4%/+29.1%/+12.9%，自主产品实现较快增长。

费用管控显效，叠加信托影响消退，盈利能力有所提升。24 年综合毛利率 29.7%，同比-2.5pcts，预计主要系毛利率较低的新领域收入高增形成拖累；期间费用率 19.4%，同比-3.3pcts，其中销售/管理/财务/研发费用率为 10.2%/7.5%/-0.1%/1.9%，同比-2.0/-1.5/+0.05/+0.2pcts，销售及管理费率下行估计与收入摊薄效应、公司数字化技术提升、供应链能力强化以及费用管控措施加强有关。加上部分信托产品公允价值变动损失同比减少，导致公允价值变动净收益同比+0.9 亿元，最终销售净利率为 6.6%，同比+2.9pcts。

单 Q4 毛利率 31.8%，同比-3.8pcts；期间费用率 17.4%，同比-4.6pcts，其中销售/管理/财务/研发费用率为 9.6%/5.7%/0.04%/2.1%，同比-1.8/-2.8/+0.02/+0.1pcts。加上公允价值变动净收益为-0.1 亿元，同比+0.7 亿元，最终 Q4 净利率 8.6%，同比+5.0pcts。

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。考虑到新领域利润率提升较慢，我们下调 25-26 年归母净利润预测至 2.66/3.16 亿元（较上次-10%/-16%），新增 27 年归母净利润预测为 3.59 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：电力行业依赖度较高，新客户开拓不及预期，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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,928	3,606	4,327	5,150	6,039
营业收入增长率	37.87%	23.15%	19.99%	19.03%	17.27%
归母净利润（百万元）	97	223	266	316	359
归母净利润增长率	-53.28%	130.67%	19.32%	18.81%	13.50%
EPS（元）	0.23	0.54	0.65	0.77	0.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.15%	13.10%	14.61%	16.07%	16.87%
P/E	62	27	22	19	17
P/B	3.8	3.5	3.3	3.0	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-25

买入（维持）

当前价：14.45 元

作者

分析师：孙伟风

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)	4.10
总市值(亿元)	59.30
一年最低/最高(元)	9.12/15.49
近 3 月换手率	67.08%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.08	8.14	8.25
绝对	2.70	7.36	13.90

资料来源：Wind

相关研报

收入较快增长，盈利能力上行——咸亨国际（605056.SH）2024 年三季报点评（2024-10-22）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,928	3,606	4,327	5,150	6,039
营业成本	1,986	2,537	3,082	3,708	4,386
折旧和摊销	23	27	31	34	38
税金及附加	18	22	27	32	38
销售费用	357	368	441	520	598
管理费用	263	269	319	375	433
研发费用	50	68	77	86	95
财务费用	-5	-5	-5	-7	-8
投资收益	3	2	2	2	2
营业利润	148	316	377	444	501
利润总额	146	315	377	444	501
所得税	38	75	94	111	125
净利润	108	240	283	333	375
少数股东损益	12	17	17	17	17
归属母公司净利润	97	223	266	316	359
EPS(元)	0.23	0.54	0.65	0.77	0.88

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	287	289	320	481	436
净利润	97	223	266	316	359
折旧摊销	23	27	31	34	38
净营运资金增加	77	181	112	17	117
其他	90	-142	-89	115	-77
投资活动产生现金流	-43	-173	-101	-101	-101
净资本支出	-81	-95	-83	-83	-83
长期投资变化	33	35	-10	-10	-10
其他资产变化	5	-112	-8	-8	-8
融资活动现金流	-104	-168	-172	-163	-191
股本变化	1	-1	-1	0	0
债务净变化	60	-29	-29	0	0
无息负债变化	329	174	296	298	325
净现金流	139	-52	46	217	144

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	32.2%	29.7%	28.8%	28.0%	27.4%
EBITDA 率	10.3%	10.9%	9.7%	9.2%	9.0%
EBIT 率	9.2%	9.9%	9.0%	8.6%	8.4%
税前净利润率	5.0%	8.7%	8.7%	8.6%	8.3%
归母净利润率	3.3%	6.2%	6.1%	6.1%	5.9%
ROA	3.7%	7.4%	7.7%	8.1%	8.1%
ROE (摊薄)	6.2%	13.1%	14.6%	16.1%	16.9%
经营性 ROIC	15.6%	18.1%	17.5%	18.9%	19.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	46%	47%	49%	51%	52%
流动比率	1.76	1.75	1.68	1.62	1.59
速动比率	1.59	1.63	1.58	1.52	1.48
归母权益/有息债务	23.39	44.82	213.81	231.00	249.67
有形资产/有息债务	41.00	79.71	402.71	456.83	515.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	2,965	3,250	3,651	4,112	4,613
货币资金	819	832	878	1,096	1,240
交易性金融资产	28	16	16	16	16
应收账款	1,155	1,445	1,734	1,826	2,029
应收票据	3	11	14	16	19
其他应收款 (合计)	31	29	35	41	48
存货	232	190	173	212	255
其他流动资产	83	78	73	98	124
流动资产合计	2,394	2,638	2,968	3,359	3,795
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	33	35	45	55	65
固定资产	303	294	307	326	347
在建工程	1	40	72	96	114
无形资产	134	147	147	147	147
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	1	1	1	1
非流动资产合计	571	612	684	753	818
总负债	1,371	1,515	1,782	2,080	2,405
短期借款	61	29	0	0	0
应付账款	610	837	1,018	1,224	1,448
应付票据	124	130	158	190	225
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	44	26	26	26	26
流动负债合计	1,358	1,505	1,770	2,068	2,393
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	13	10	12	12	12
股东权益	1,594	1,734	1,869	2,032	2,208
股本	411	410	410	410	410
公积金	846	868	895	927	937
未分配利润	366	508	599	714	863
归属母公司权益	1,571	1,702	1,820	1,967	2,126
少数股东权益	24	32	49	66	82

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	12.18%	10.20%	10.20%	10.10%	9.90%
管理费用率	8.98%	7.47%	7.37%	7.27%	7.17%
财务费用率	-0.18%	-0.14%	-0.11%	-0.13%	-0.14%
研发费用率	1.71%	1.88%	1.78%	1.68%	1.58%
所得税率	26%	24%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.15	0.36	0.41	0.49	0.55
每股经营现金流	0.70	0.70	0.78	1.17	1.07
每股净资产	3.81	4.15	4.44	4.80	5.19
每股销售收入	7.11	8.79	10.56	12.57	14.74

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	62	27	22	19	17
PB	3.8	3.5	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	19.5	15.0	13.8	12.1	10.7
股息率	1.0%	2.5%	2.9%	3.4%	3.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP