

2025 年 06 月 17 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

央企集采扩容，咸亨发电破局构筑第二曲线

—咸亨国际（605056.SH）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

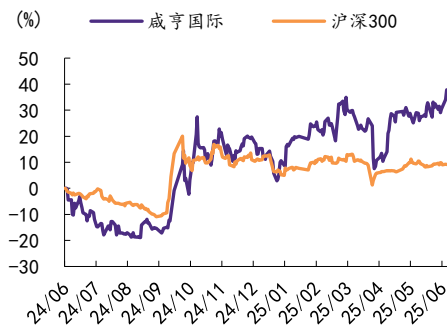
分析师：尤少炜 S1050525030002
yousw@cfsc.com.cn

基本数据

2025-06-17

当前股价（元）	15.37
总市值（亿元）	63
总股本（百万股）	410
流通股本（百万股）	407
52 周价格范围（元）	9.18-15.37
日均成交额（百万元）	56.99

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 央企集采释放广阔市场空间，咸亨发电领域实现从零突破

随着“新质生产力”被列为国家战略重点，各类央国企加快推进智能化、数字化改造，MRO 集约化采购步入快速发展通道。咸亨国际作为服务发电、油气、核电、政府应急等多个重资产央企的集约化供应商，显著受益 MRO 集约化红利。2024 年，公司在发电、油气、核工业、交通和政府应急五大新战略行业实现销售收入 10.91 亿元，同比增长约 70.97%，其中发电行业营收由 2023 年的几乎为零跃升至 2.33 亿元，展现出快速渗透与放量潜力。同时公司计划将电网领域成熟的服务模式移植至其他战略行业，提升非标化产品与服务比例，增强客户粘性。

■ 电网主业稳健增长，属地化服务筑牢客户粘性护城河

作为电网系统 MRO 集约化服务的长期深耕者，咸亨国际深度绑定国网体系，通过销售渠道优化、属地服务网络建设和技术服务跟进等方式，在客户中构筑了较强的信任与粘性。2024 年，公司全年实现营业收入 36.06 亿元，同比增长 23.15%，电网作为基本盘仍占据重要份额。全年公司累计开展近 5,000 场客户现场产品演示，帮助客户更直观了解产品与服务方案，推动复购与品牌认知进一步加深。此外，公司通过区域职能整合与销售团队协同，提升了服务响应效率，有效支撑了对电网体系广覆盖、高频次、多品类的供给能力，稳固其在央企客户中的核心供应商地位。

■ 新兴电商领域构成第二成长曲线

2024 年咸亨电商业务实现销售收入约 4.46 亿元，同比增长 125.25%。其高速增长源于三大核心动能：一是深度拓展发电、军工、有色等战略行业，成功中标中国有色、中国铝业、中国兵器装备及通用技术等大型央国企 MRO 项目，显著提升行业影响力，并将发电板块打造为战略级业务；二是通过下沉市场把握客户需求，强化非标化产品供应与供应链管理，优化盈利结构；三是以智能制造、数字物联、具身智能等前沿技术为支撑，重点突破智能诊断、特种运维等领域的自主创新，加速国产化替代进程。公司明确将战略行业

与新型电商的快速发展作为未来核心盈利增长点，依托垂直场景的深度洞察与技术迭代，持续满足客户多样化需求，推动该曲线实现高质量、规模化扩张。

盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 43.5、51.64、60.56 亿元，EPS 分别为 0.69、0.86、1.05 元，当前股价对应 PE 分别为 22.4、18.0、14.7 倍，考虑咸亨国际深耕央国企 MRO 集约化服务，以电网基本盘辐射发电等新行业，依托属地化服务+非标产品能力+智能技术支撑，驱动电商与战略板块双高增长，首次覆盖给予“买入”投资评级。

风险提示

下游客户采购节奏波动风险；新行业拓展不及预期风险；自主产品转化进度不确定性风险；系统切换带来的运行磨合风险；海外市场环境不确定性风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	3,606	4,350	5,164	6,056
增长率（%）	23.1%	20.7%	18.7%	17.3%
归母净利润（百万元）	223	281	351	429
增长率（%）	130.7%	26.2%	24.8%	22.2%
摊薄每股收益（元）	0.54	0.69	0.86	1.05
ROE（%）	12.9%	14.4%	15.7%	16.4%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	832	853	1,096	1,295
应收款	1,485	1,792	2,127	2,495
存货	190	231	274	320
其他流动资产	131	168	212	257
流动资产合计	2,638	3,043	3,708	4,367
非流动资产：				
金融类资产	16	16	16	16
固定资产	294	299	290	282
在建工程	40	24	22	20
无形资产	147	150	152	152
长期股权投资	35	35	35	35
其他非流动资产	97	97	97	97
非流动资产合计	612	604	595	585
资产总计	3,250	3,647	4,303	4,952
流动负债：				
短期借款	29	29	29	29
应付账款、票据	967	1,100	1,413	1,640
其他流动负债	342	342	342	342
流动负债合计	1,505	1,686	2,053	2,327
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	10	10	10	10
非流动负债合计	10	10	10	10
负债合计	1,515	1,696	2,063	2,337
所有者权益				
股本	410	410	410	410
股东权益	1,734	1,951	2,240	2,615
负债和所有者权益	3,250	3,647	4,303	4,952

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	240	303	378	461
少数股东权益	17	21	26	32
折旧摊销	27	32	33	34
公允价值变动	-9	0	0	0
营运资金变动	15	-204	-54	-186
经营活动现金净流量	289	151	383	342
投资活动现金净流量	-173	10	11	10
筹资活动现金净流量	-95	-84	-88	-86
现金流量净额	21	77	306	266

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,606	4,350	5,164	6,056
营业成本	2,537	3,061	3,625	4,238
营业税金及附加	22	27	32	38
销售费用	368	444	522	606
管理费用	269	326	387	454
财务费用	-5	-18	-23	-25
研发费用	68	91	114	139
费用合计	700	844	999	1,174
资产减值损失	-6	-20	-10	0
公允价值变动	-9	0	0	0
投资收益	2	0	0	0
营业利润	316	398	497	607
加：营业外收入	1	1	1	1
减：营业外支出	2	2	2	2
利润总额	315	397	496	606
所得税费用	75	94	118	144
净利润	240	303	378	461
少数股东损益	17	21	26	32
归母净利润	223	281	351	429

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	23.1%	20.7%	18.7%	17.3%
归母净利润增长率	130.7%	26.2%	24.8%	22.2%
盈利能力				
毛利率	29.7%	29.6%	29.8%	30.0%
四项费用/营收	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%
净利率	6.6%	7.0%	7.3%	7.6%
ROE	12.9%	14.4%	15.7%	16.4%
偿债能力				
资产负债率	46.6%	46.5%	47.9%	47.2%
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
存货周转率	13.4	13.4	13.4	13.4
每股数据(元/股)				
EPS	0.54	0.69	0.86	1.05
P/E	28.3	22.4	18.0	14.7
P/S	1.7	1.4	1.2	1.0
P/B	3.7	3.3	2.9	2.5

■ 机械组介绍

尤少炜：金融学硕士，大连理工大学工学学士，4 年金融行业研究经验，研究方向为工程机械、矿山机械方向。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容

客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。