

解构咸亨国际的独特壁垒与成长路径

——咸亨国际(605056.SH)深度报告

买入(首次)

行业： 机械设备
日期： 2025年12月01日分析师： 刘荆
E-mail: liujing@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524020002
分析师： 吴东炬
E-mail: wudongju@yongxings.com
SAC编号: S1760524060001
分析师： 胡皓寒
E-mail: huhaoan@yongxings.com
SAC编号: S1760525070001

基本数据

11月24日收盘价(元)	17.98
12mthA股价格区间(元)	11.24-19.47
总股本(百万股)	410.28
无限售A股/总股本	97.79%
流通市值(亿元)	72.14

最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

■ 核心观点

MRO 集约化是解决传统采购分散、价格不透明和供应链管理复杂的关键路径，正推动央企转向一站式电商采购平台，驱动行业整合与服务升级。传统 MRO 采购存在五大痛点：采购分散、价格不透明、流程繁琐、库存管理困难、供应商管理复杂。第三方平台通过集成化采购管理，为客户提供便捷、高效、透明的在线采购平台，头部企业有望持续提升份额与客户粘性。

咸亨国际是国内领先的 MRO 集约化服务商，深度聚焦能源、交通与应急领域，构建覆盖全国并辐射全球 90 多个国家的服务网络。公司通过“经销+自产”模式提供 12 大类工器具与仪器仪表产品，并配套专业技术服务，形成一站式集约供应能力。2020-2024 年营收 CAGR 达 16.0%，2025Q3 实现营收 11.1 亿元（同比+38.0%），归母净利润 0.7 亿元（同比+22.7%），费用管控持续优化，净利率稳步回升。

中国 MRO 采购服务市场规模庞大且保持稳健增长。2024 年线上 MRO 采购规模 0.4 万亿元、渗透率 9.5%，预计 2029 年渗透率提升至 12.9%，伴随竞争格局优化盈利潜力可期。政策端持续推动央企采购“集约化、合规化”，为 MRO 龙头带来结构性机遇。目前行业仍高度分散，前五大企业市占率仅约 1.5%。

咸亨国际核心优势源于其深度服务模式及非标品研发能力。公司销售人员深入一线，兼具订单拓展与研究支持职能，通过快速响应和解决方案输出提升客户黏性，并反向推动非标品开发（毛利率显著高于标准品），在降低客户综合采购成本的同时，提升非标品比例。行业存在“广度型”与“深度型”两种 MRO 模式。广度型依托平台合规性与 SKU 广度扮演大型代理商，追求高周转；深度型（如咸亨）则以行业深耕和解决方案为核心，粘性更高、壁垒更强，更易成为客户核心供应商。

■ 投资建议

基于公司在电网领域的深度深耕、非电战略行业的成功拓展及电商与海外业务的突破性进展，咸亨国际已建立起多级增长引擎，我们看好其持续受益于国内 MRO 市场由传统零散采购向集约化采购过渡发展趋势及公司自身技术和服务能力构建的竞争壁垒。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 45.16/57.68/67.46 亿元，同比增速分别为 25.2%/27.7%/16.9%；毛利率略微下降，预计分别为 26.1%/24.6%/24.8%；归母净利润分别为 2.68/2.86/3.44 亿元，同比增速分别为 20.4%/6.6%/20.3%；预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.65/0.70/0.84 元，对应 PE 分别为 27.49/25.78/21.43 倍（对应 2025 年 11 月 24 日收盘价）；咸亨国际作为国内领先的 MRO 集约化服务领军者，成长路径清晰，新业务拓展与技术壁垒构筑或将驱动盈利能力修复，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

政策变动风险；新领域拓展不及预期的风险；毛利率下降风险；电网依赖度过高风险。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,606	4,516	5,768	6,746
年增长率 (%)	23.1%	25.2%	27.7%	16.9%
归属于母公司的净利润	223	268	286	344
年增长率 (%)	130.7%	20.4%	6.6%	20.3%
每股收益 (元)	0.55	0.65	0.70	0.84
市盈率 (X)	22.71	27.49	25.78	21.43
净资产收益率 (%)	13.1%	13.9%	13.1%	13.8%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025年11月24日收盘价）

正文目录

1. MRO 行业目前的问题以及解决方式.....	4
1.1. MRO 品类繁多衍生出的问题.....	4
1.2. MRO 采购外包第三方公司.....	4
2. 国内 MRO 集约化服务龙头，深耕行业三十余载.....	6
3. 中国 MRO 线上采购仍处于初期阶段.....	10
3.1. 数字化渗透率提升带动中国 MRO 线上采购市场规模加速增长.....	10
3.2. 阳光集采政策推动央企国企线上化采购转型.....	10
3.3. 中国 MRO 采购服务行业呈现高度分散与头部集中并存格局，数智化转型或将加速市场整合.....	11
4. 自上而下打造威亨国际 MRO 领域高壁垒.....	12
4.1. 高毛利率来自于非标品.....	12
4.2. 从商业模式本质理解威亨国际壁垒.....	12
5. 电网筑基稳健，积极开拓打造新曲线.....	18
6. 盈利预测与投资建议.....	20
7. 风险提示.....	22

图目录

图 1: 传统线下采购与招标模式对比.....	5
图 2: 公司发展历程.....	6
图 3: 公司股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）.....	7
图 4: 威亨国际收入情况.....	8
图 5: 按产品结构收入（亿人民币）.....	8
图 6: 公司费用率情况.....	9
图 7: 威亨国际归母净利润情况.....	9
图 8: 威亨国际销售毛利率/净利率情况.....	9
图 9: 按交易额计，中国 MRO 采购服务市场规模及预测值（万亿）.....	10
图 10: 中国数智化 MRO 采购服务渗透率及预测值.....	10
图 11: 关于印发《关于规范中央企业采购管理工作的指导意见》的通知.....	11
图 12: 公司高毛利率来源：反向研发闭环.....	12
图 13: MRO 行业的需求层次分级.....	12
图 14: MRO 行业商业模式对比：广度型与深度型.....	13
图 15: 中国数智化 MRO 采购服务渗透率及预测情况.....	14
图 16: 威亨国际/同行业 A 公司存货周转天数（天）.....	14
图 17: 威亨国际/同行业 A 公司销售费用率.....	14
图 18: 威亨国际仓储.....	15
图 19: 威亨国际/同行业 A 公司毛利率情况.....	16
图 20: 固安捷 SKU 数量变化情况（DCs 仓库 SKU 数量）.....	17
图 21: 深度服务与反向研发闭环.....	19

表目录

表 1: 公司高管情况.....	7
表 2: 公司业务情况.....	8
表 3: 2024 年中国 MRO 采购服务市场竞争格局.....	11
表 4: 威亨国际业务分拆预期情况.....	21

1. MRO 行业目前的问题以及解决方式

1.1. MRO 品类繁多衍生出的问题

MRO 是英文“Maintenance, Repair & Operations”的缩写，其产品小到手动工具、PPE 等，中到检测工具、仪器仪表、电气电机，大到专业救援气垫船、无人机等。物品种类繁多、需求分散，且小型 MRO 产品价值量较低，大型 MRO 产品价值量高但属于长尾产品，根数商云，MRO 产品的特点造成了早期 MRO 采购的四大问题：

采购分散：MRO 产品种类繁多，涉及多个供应商和渠道，导致采购过程分散且复杂。企业需要花费大量时间和精力去寻找合适的供应商和比较价格。

价格不透明：由于 MRO 产品多为低值易耗品，采购量不定且需求频繁，供应商往往采用多层分销模式，导致价格不透明，企业难以获得最优采购价格。

流程繁琐：传统 MRO 采购流程包括需求申请、审批、采购、验收、入库等多个环节，流程繁琐且耗时较长，降低了采购效率。

库存管理困难：MRO 产品种类繁多且需求不确定，导致库存管理难度较大，企业往往面临库存积压或缺货的风险，增加了运营成本。

供应商管理复杂：企业需要与多个供应商建立合作关系，并对供应商进行资质审核、绩效评估等管理工作。这些工作耗时耗力且难以保证效果。

1.2. MRO 采购外包第三方公司

为了解决以上问题，部分国央企等大型制造业企业将 MRO 采购外包给第三方平台，我们认为第三方平台在其中扮演的基础角色为：作为总代理商打通制造企业与 MRO 工厂链路（以数商云为例）。

集成化采购管理：通过集成化的采购管理系统，实现采购流程的自动化和标准化，减少人工干预，提高采购效率。

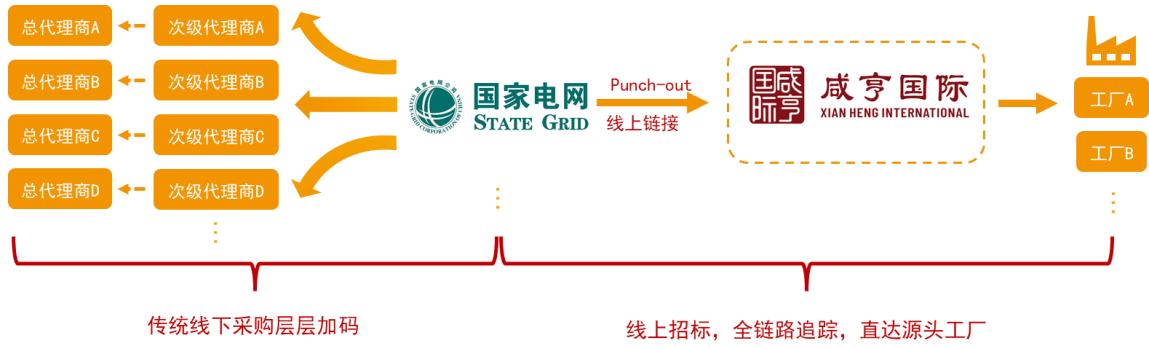
透明化价格体系：通过集中采购和批量采购等方式，降低采购成本并提高价格透明度。同时，提供实时价格比较功能，帮助企业获得最优采购价格。

智能化库存管理：通过实时监控库存状况和需求预测功能，优化库存管理策略，降低库存成本并提高库存周转率。

供应商协同管理：与优质供应商建立长期合作关系，实现供应商信息的实时更新和共享。通过供应商评价体系和信用管理机制，确保供应商的质量和可靠性。

个性化服务定制：根据企业的实际需求和采购习惯，提供定制化的采购方案和服务。包括商品推荐、价格谈判、物流配送等方面。

图1:传统线下采购与招标模式对比



资料来源: 数商云, 咸亨国际/震坤行招股说明书, 西域智慧供应链, 甬兴证券研究所整理

2. 国内 MRO 集约化服务龙头，深耕行业三十余载

全国性 MRO 集约化供应商。咸亨国际是我国能源、交通及应急等领域领先的 MRO 集约化服务商，具备强大的全国线下服务网络与全球化业务覆盖，为大型集团企业和政府提供全方位、一体化产品与服务，根据公司公告，2025H1 员工 1990 人。截至 2025 年 11 月 24 日，公司官网显示公司下设 70 余家子分公司，业务覆盖 90 多个国家和地区。

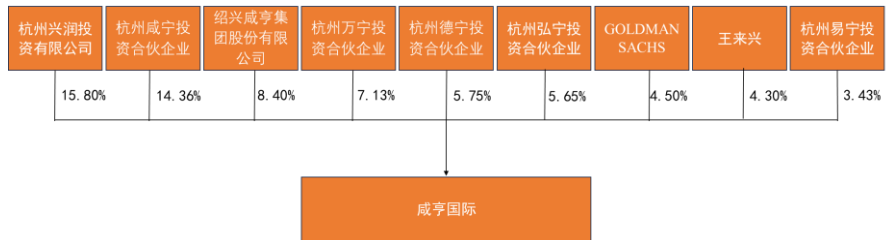
国内 MRO 集约化服务领域的标杆企业，历经三十余年行业深耕实现稳步发展。咸亨国际发展历程可追溯至 1989 年，创始人从五金批发起步，通过引进国外先进工器具成功切入电网系统工器具领域；2008 年，公司成长为工器具及仪器仪表多类产品的国内知名代理商；2012 年，咸亨国际逐步完善自主产业与技术服务体系；2014 年成立赛孚城，显著增强品牌影响力与属地化营销服务能力；2016 年咸亨国际商城上线，开启了 MRO 集约化线上线下协同服务模式；2021 年 7 月公司在 A 股市场上市；2022 年公司启动持续深耕电网领域，横向拓展四大战略行业战略规划，持续夯实应急、石油石化、交通及核工业四大核心行业布局，展现出清晰的战略路径和可持续成长动能。作为一家具有深厚历史积淀和清晰发展脉络的 MRO 集约化服务领军企业，咸亨国际持续实现战略进阶与业务拓展，展现出稳健且可持续的成长轨迹。

图2:公司发展历程



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

咸亨国际股权结构清晰稳定，王来兴为公司实际控制人。截至 2025 年 9 月 30 日，董事长王来兴通过多层持股平台实现对公司的有效控制，直接持有公司 4.3% 的股份，通过直接及间接方式控制比例达到 20.48%，为公司实际控制人。

图3:公司股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）


资料来源：咸亨国际公司公告，甬兴证券研究所

公司核心管理团队稳定且行业经验丰富。董事长王来兴作为公司实际控制人，长期主导战略发展，管理层多位成员司龄超过二十年，深度绑定公司利益，且自 2014 年起兼任全国电工仪器仪表标准化技术委员会委员，拥有丰富的运营及管理经验；总经理夏剑剑 2004 年 4 月任职，从销售岗位逐步成长为公司核心管理者；副总经理俞航杰、林化夷等多名高管均于 2004 年前后任职，伴随公司共同成长超二十年，具备深厚的行业积淀和稳定的管理能力。咸亨国际高管团队在 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。同时公司通过员工持股平台对核心管理层及技术骨干实施股权激励，有效绑定团队与公司长期利益，为战略延续和业务拓展提供坚实保障。

表1:公司高管情况

姓名	职位	任职时间
王来兴	董事长	2001 年 9 月
夏剑剑	董事，总经理	2004 年 4 月
俞航杰	董事，副总经理	2004 年 7 月
林化夷	董事，副总经理	2004 年 7 月
阮萍	副总经理	2001 年 12 月
冯正浩	副总经理	2004 年 12 月
张长瑞	副总经理	2008 年
方莉	副总经理	2013 年 4 月
叶兴波	董事会秘书	2022 年 9 月

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

丰富的 SKU 为客户提供一站式采购体验。咸亨国际是国内领先的 MRO 集约化供应商，主要聚焦能源、交通、应急领域。公司通过集约化采购（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，涵盖手动工具、机电工具、电工器材、标识标签、应急装备等工器具，以及电工仪器、电工仪表等仪器仪表类产品。

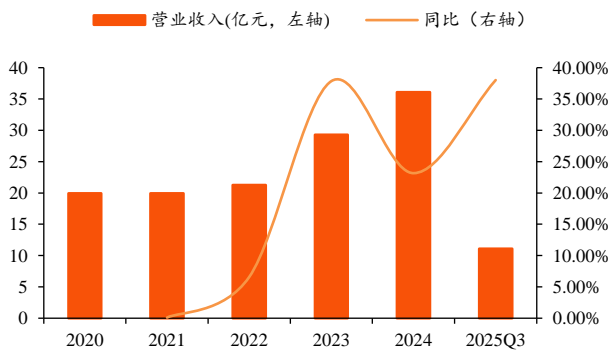
表2:公司业务情况

分类	产品/服务
产品 (经销, 自有)	手动工具
	机电工具
	工器具
	电工器材
	标识标签
仪器仪表	应急装备
	其他
	电工仪器
	电工仪表
技术服务	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

资料来源: 公司招股说明书, 甬兴证券研究所

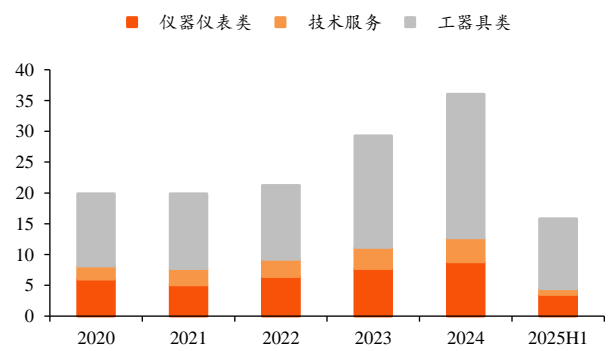
营业收入保持稳健增长态势。威亨国际 2020-2024 年总营收以 16.0% 的复合增速从 2020 年的 19.9 亿元持续提升至 2024 年的 36.1 亿元。2022 年后, 公司总营收同比增速增长明显, 主要与公司启动新兴战略规划有关, 公司在持续深耕电网领域的基础上, 横向拓展布局应急、石油石化、交通及核工业四大战略行业。2025Q3 实现营业收入 11.1 亿元, 同比增长 38.0%。分产品结构来看, 工器具类、仪器仪表类及技术服务三大业务板块共同驱动公司成长。其中, 工器具类产品收入增长明显, 由 2020 年的 11.7 亿元增长至 2024 年的 23.3 亿元。

图4:威亨国际收入情况



资料来源: choice, 甬兴证券研究所

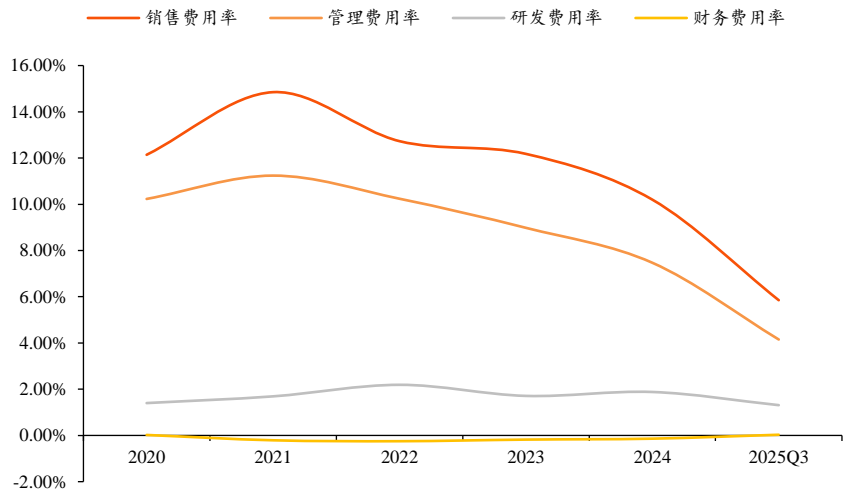
图5:按产品结构收入 (亿人民币)



资料来源: choice, 甬兴证券研究所

费用管控能力持续优化, 各项费用率呈稳步下降趋势。2025Q3 威亨国际销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.85%/4.15%/1.31%/0.03%, 同比分别变动-3.05/-3.18/-0.19/+0.08pct。销售/管理费用率皆在收入上升/降本增效的背景下有较大幅度下降; 研发费用率保持相对稳定, 2020 年至 2025Q3 期间维持在 1.4%-2.2% 区间, 公司持续稳定投入技术创新, 提升自身供应链能力与数字化技术; 公司现金流充裕。

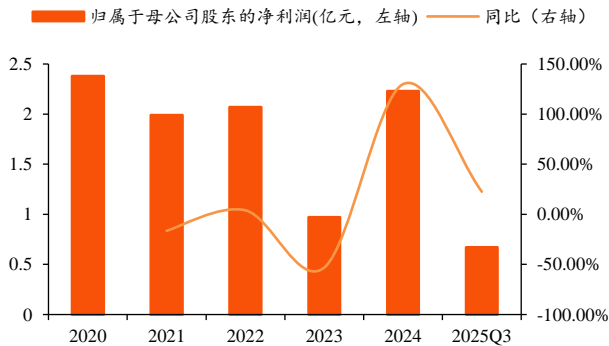
图6:公司费用率情况



资料来源: choice, 甬兴证券研究所

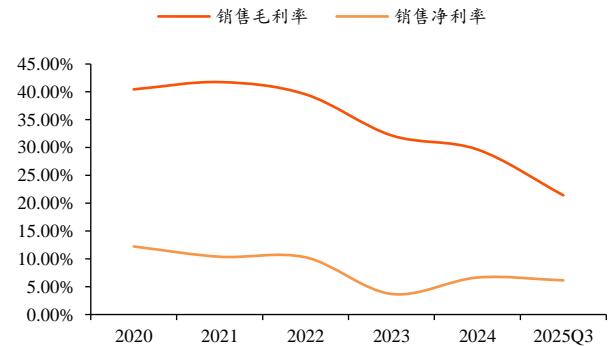
净利润水平逐步修复回升, 毛利率仍处调整期。2024年, 公司坚持创新驱动发展战略, 优化新战略行业结构, 持续下沉服务, 提客户粘性, 利润水平逐步改善。2025Q3 公司归母净利润为 0.7 亿元, 同比增长 22.6%, 降本增效效果显著; 毛利率/净利率分别为 21.4%/6.1%, 同比分别变动-5.9/-0.8pct, 毛利率下降主要系横向拓展新行业, 对新领域产品毛利率存在不足。

图7:威亨国际归母净利润情况



资料来源: choice, 甬兴证券研究所

图8:威亨国际销售毛利率/净利率情况



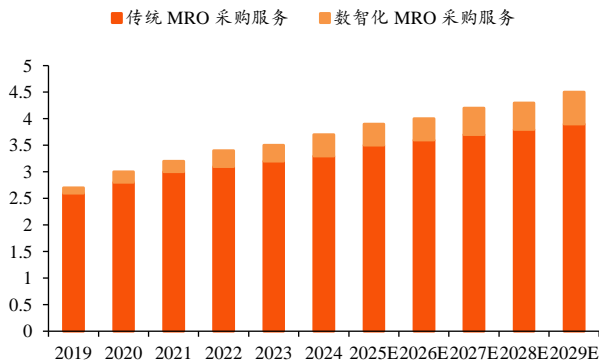
资料来源: choice, 甬兴证券研究所

3. 中国 MRO 线上采购仍处于初期阶段

3.1. 数字化渗透率提升带动中国 MRO 线上采购市场规模加速增长

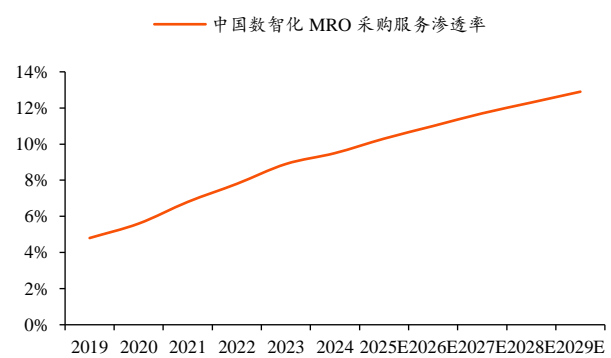
中国线上 MRO 采购仍维持高增。2024 年中国 MRO 市场规模达 3.7 万亿元（为美国三倍多），预计 2029 年增加至 4.5 万亿元（2024-2029 年复合增速 4.2%）。分渠道来看，2019-2024 年传统 MRO 采购服务市场因基数大，以 5.1% 复合增速平缓增长，数智化 MRO 在阳光集采政策以及多方面优势下，实现每年 21.7% 的高增速。2024-2029 年，数智化 MRO 仍维持每年 10.6% 较快增长，传统 MRO 降至 3.4%，凸显数智化转型加速。数智化 MRO 2024 年规模 0.4 万亿元，预计 2029 年达 0.6 万亿元，2024 年其渗透率为 9.5%（低于美国超 15.0% 水平），由于数智化 MRO 采购服务便捷、透明及具有成本效益，数智化 MRO 采购服务的接受度日益提高，预计 2029 年升至 12.9%，且对比美国数智化 MRO 企业盈利表现，中国企业在渗透率与竞争格局优化后，盈利空间可期。整体而言，MRO 采购服务市场规模增长明确，数智化赛道以中高增速、高潜力，驱动行业向高效透明供应链生态演进。

图9:按交易额计，中国 MRO 采购服务市场规模及预测值（万亿）



资料来源：京东工业招股说明书，灼识咨询，甬兴证券研究所

图10:中国数智化 MRO 采购服务渗透率及预测值

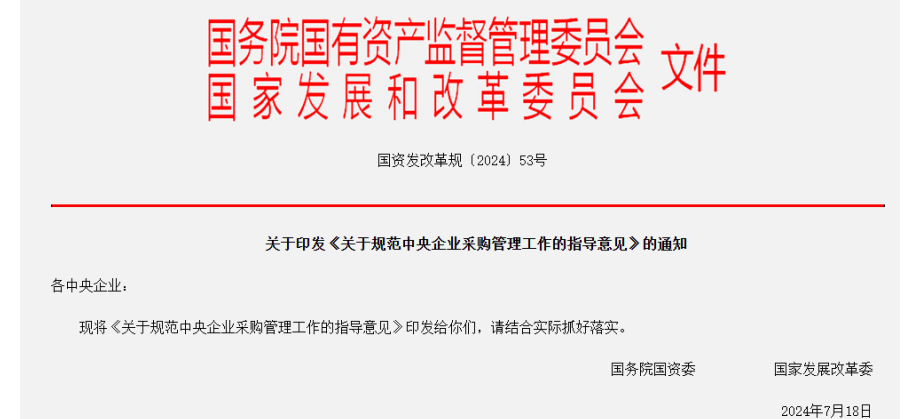


资料来源：京东工业招股说明书，灼识咨询，甬兴证券研究所

3.2. 阳光集采政策推动央企国企线上化采购转型

《关于规范中央企业采购管理工作的指导意见》(以下简称《意见》)作为央企采购领域的核心指导性文件，聚焦“规范”与“升级”两大核心，从四方面明确方向：一是推动采购集约化，要求央企整合分散需求、统一管理体系，以规模效应降本增效；二是加速数智化转型，深化电子采购系统应用；三是强化合规监管，完善内控与供应商动态管理，防范廉政与供应链风险；四是促进协同发展，助力可持续运营；充分契合国家推动国企高质量发展、强化供应链韧性的战略要求。《意见》为央企采购划定“集约化、数智化、合规化”路径，将推动央企采购效率提升与风险防控双落地。

图11:关于印发《关于规范中央企业采购管理工作的指导意见》的通知



资料来源：国务院国有资产监督管理委员会，甬兴证券研究所

3.3. 中国 MRO 采购服务行业呈现高度分散与头部集中并存格局，数智化转型或将加速市场整合

中国 MRO 采购服务行业呈现高度分散的现状，龙头企业优势显著。根据 2024 年市场数据显示，行业竞争格局呈现以下特征：市场整体高度分散，前五大企业仅占据约 1.5% 的市场份额，与美国成熟市场前十大公司 30%-45% 的集中度相比存在明显差距；2024 年数智化 MRO 采购服务渗透率低于 10%，早期进入者凭借先发优势建立起包括客户忠诚度、行业专业知识和履约网络在内的竞争壁垒。随着现有领先参与者不断巩固竞争优势，预计中国 MRO 采购服务市场的集中度将进一步提升。

表3:2024 年中国 MRO 采购服务市场竞争格局

排名	参与者	交易额 (十亿元)	市场份额 (%)	SKU 数量 (百万)
1	京东工业	28.8	0.8	57.1
2	参与者 A	10.5	0.3	17
3	参与者 B	6.5	0.2	12
4	参与者 E	3	0.1	10
5	参与者 F	3	0.1	<10.0

资料来源：京东工业招股说明书，甬兴证券研究所

4. 自上而下打造咸亨国际 MRO 领域高壁垒

4.1. 高毛利率来自于非标品

相对于国内竞争对手，咸亨国际即使因拓展新行业造成毛利率暂时承压的背景下，2024 年毛利率水平仍然高出其国内竞争对手，这主要来自高毛利率的非标品：

1、公司在 MRO 行业深耕多年，在源头工厂资源以及产品价格的把控上优于竞争对手，在标准品里通过低价以及良好的服务体系占据市场份额以及拓展行业；（对于客户来说降本一方面来自产品采购价格较低，同时省去了采购时间以及采购人员的配置成本）。

2、公司销售人员会将客户前端工程师的意见反馈给公司研发人员，转化成非标品研发的灵感，而非标品的毛利率是显著高于标准品的，实现标准品走量+非标品汲取利润的方式不断夯实公司竞争力。

图12:公司高毛利率来源：反向研发闭环



资料来源：齐心集团及咸亨国际官方商城，咸亨国际公司公告，甬兴证券研究所整理

图13:MRO 行业的需求层次分级



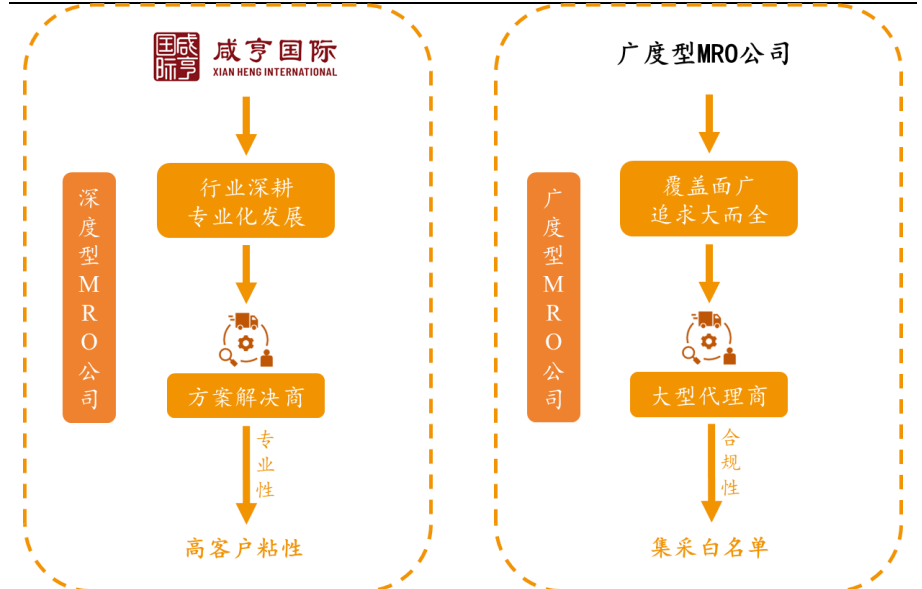
资料来源：咸亨国际/震坤行/京东工业/晨光股份/齐心集团公告，甬兴证券研究所整理

4.2. 从商业模式本质理解咸亨国际壁垒

广度型 MRO 企业依托平台与渠道优势服务通用需求，而深度型 MRO 企业则以行业专精解决方案构建更高客户黏性，长期更易确立核心供应商

地位。目前市场上有两种线上 MRO 企业，一种是覆盖面广，追求大而全的广度型 MRO 公司，他们进入大型客户线上招标的白名单，在上下游中扮演着大型代理商的角色。另外一种为深度 MRO 公司（如威亨国际），他们更偏向于在某个或少数几个行业深耕，在产业链中扮演的角色为方案解决商。我们认为深度 MRO 公司与客户之间的黏性更高。

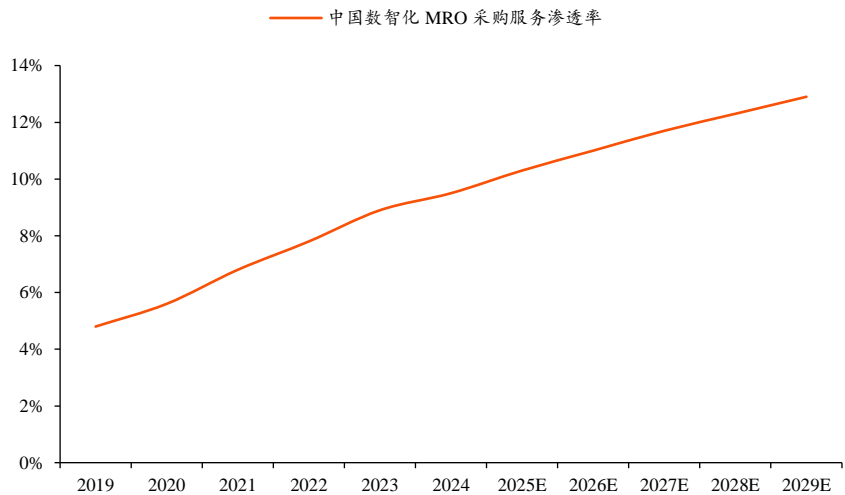
图14:MRO 行业商业模式对比：广度型与深度型



资料来源：威亨国际/晨光股份/齐心集团公司公告，澎湃新闻，甬兴证券研究所整理

MRO 线上采购处于初步阶段，广度与深度 MRO 公司并驾齐驱。当前中国的 MRO 线上集采市场仍处于初期阶段（2024 年 MRO 线上渗透率为 9.5%），尤其是央国企在阳光集采政策的推动下在稳步推荐线上化采购转型，所以目前广度以及深度 MRO 企业都处在快速扩张的状态中，两者都在此刻表现出欣欣向荣的现状，包括威亨国际在 22 年提出持续深耕电网领域，横向拓展四大战略行业，到 2025 年以电网为基本盘，重点向油气、发电侧领域进军，实现了 2023 年-2025Q1-3 收入的快速增长。

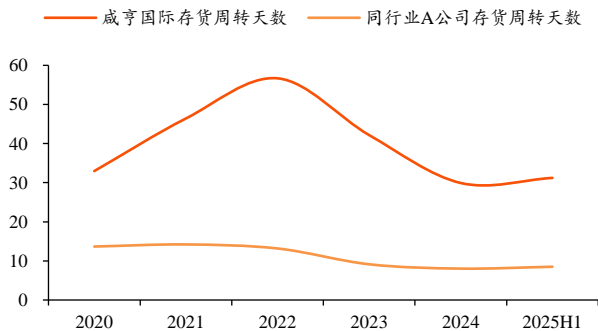
图15:中国数智化 MRO 采购服务渗透率及预测情况



资料来源：京东工业招股说明书，甬兴证券研究所

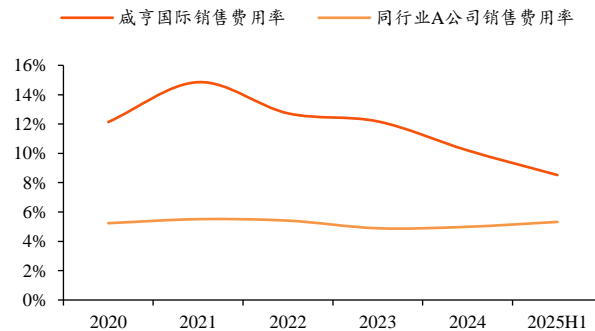
广度 MRO 企业若希望提升自身利润率，需要自上而下变革成为深度 MRO 企业。首先需要考验的是公司的领导是如何看待 MRO 这个行业，广度 MRO 企业一般由其他产品（如文具）横向扩展到 MRO 行业当中，其优势在于有较好的客户基础，但过往成功的经验也限制了其仍然依靠高周转率在 MRO 行业获得成功（2025H1 威亨国际/同行业 A 公司存货周转天数为 31.2/8.5 天，总资产周转天数分别为 355.2/312.1 天）。反观深度 MRO 企业如威亨国际董事长以往是从五金代理商起家，对服务质量更加重视，进而推动非标品的研发带动毛利率增加（2025H1 威亨国际/同行业 A 公司销售费用率分别为 8.5%/5.3%）。

图16:威亨国际/同行业 A 公司存货周转天数（天）



资料来源：ifind，甬兴证券研究所

图17:威亨国际/同行业 A 公司销售费用率



资料来源：ifind，甬兴证券研究所

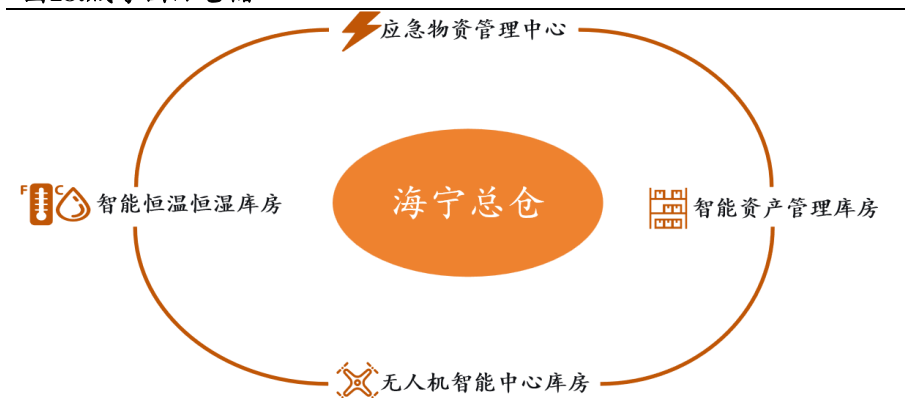
广度 MRO 企业想要成为深度 MRO 企业需要克服以下几个问题：

首先从人员结构上要开始改变：销售人员持续增加，且不能是简单的堆砌人数，而是要对销售人员进行系统性的培训，从简单的拉订单模式变成陪伴型深度服务模式，与客户工程师紧密联系，才能做好服务以及为非标品的生产奠定基础。但“船大难掉头”，销售总监级别是否有决心做出改变（即

使是威亨国际依然是从外部引进新销售总监拓展新行业)。

第二需要建立自己的库存体系。目前大多数广度 MRO 企业仍大量采用供应商直接发货的模式，而威亨国际以客户需求为引领，加快集聚行业上游供应资源，实现供应链集群式发展；以技术迭代需求为引领，坚持技术创新为供应生态提供原动力；规划国内采购分部的基础上，开设多地海外采购分支机构；下沉解决属地化采购难题，缩短采购周期，快速精准满足客户需求；规划“总仓+分仓运营机制”，以海宁仓储物流基地为中心辐射全国化多级供应仓储网络，根据不同客户需求提供定制化配送服务，为特定场景下业务快速履约提供了保障。我们认为，拥有仓储的意义在于：1、实现交付的端到桌服务；2、确保上游工厂供给产品的质量，尤其是在面对央国企客户时，产品质量的稳定性很重要；3、自身拥有一定库存可以确保在售后服务当中及时响应。总结下来仓储体系可以为客户带来更加便捷的采购体验。

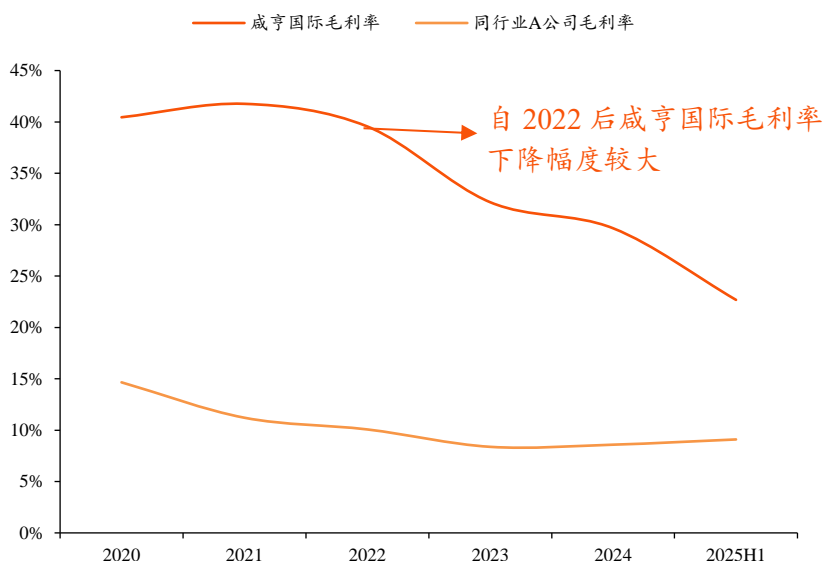
图18:威亨国际仓储



资料来源：威亨国际公司公告，甬兴证券研究所

第三由服务引申出的研发体系。深度 MRO 企业需要靠非标品来提升自身利润率，维持高额的销售费用支出，而 MRO 行业的研发需要客户工程师的反馈意见，从而能够对标准品进行升级，这又依靠前端销售在工程一线的日积月累。完成人员结构改造、自建库存体系以及补充研发能力后，广度 MRO 公司才能有成立成为深度 MRO 公司，但广度 MRO 公司的利润率已经处于较低的水平（2025H1 威亨国际/同行业 A 公司净利率分别为 4.1%/1.8%），公司是否接受费用前置去进行前期的投资？而且想要将一个行业深入的做下去并不是一朝一夕的事情，我们可以参考威亨国际的毛利率，从 2022 年后威亨国际从电网行业发展到其他行业中，其毛利率有较大幅度的下降（2025H1 毛利率为 22.7%，较 2022 年下降 16.9pct），但是对于深度 MRO 公司来说因为其有过往成功的经验（2023 年是国网公开招标中标数量排名前列民营企业）且这种成功可能是可复制的（威亨目前逐步在油气、发电侧企业中崭露头角），因此阵痛期一定程度上是可预测的（2024 年公司五大新战略行业销售额同比增长 71.0%），而对于广度公司来说，0-1 的过程受到的内外部压力则更大。

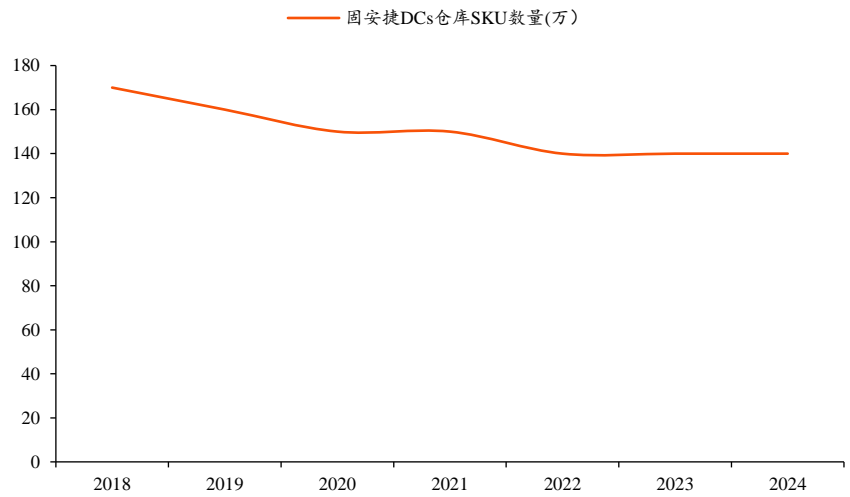
图19:咸亨国际/同行业 A 公司毛利率情况



资料来源: choice, 甬兴证券研究所

深度型 MRO 是一个具有规模效应的生意模式。如果 MRO 公司只强调广度，随着行业的增多，SKU 数量将成倍增长（2024 年固安捷/京东工业分别有 140/5710 万个 SKU），供应链难度直线上升。但成为深度 MRO 公司之后，在仓库里的 SKU 数量可以自主精简（参考固安捷，选取价值量高、使用频率高的 SKU），因为深度 MRO 公司与下游客户有足够高的黏性，可以不需要通过备大而全的 SKU 来留住客户，而是转向为用精品、人无我有的非标品去提升在产业链中的价值。我们观察到美国的固安捷作为成熟 MRO 企业的代表，根据亿邦动力，2024 年虽然其 SKU 数量为 3000 万个，但在其仓库中常备 SKU 仅为 140 万个，且呈现逐年下降的趋势。咸亨国际作为一家在中国这一线上 MRO 采购仍处红利期，对标固安捷的深度型 MRO 公司，在维护电网基础盘的情况下，将成功经验拓展到其他行业当中，未来有望追随固安捷的发展步伐。

图20:固安捷 SKU 数量变化情况 (DCs 仓库 SKU 数量)



资料来源: 固安捷年报, 甬兴证券研究所

5. 电网筑基稳健，积极开拓打造新曲线

持续深耕电网行业，整合中后台降本增效。公司销售业务继续以“深客户、拓市场、提效益”为行动方针，紧跟电网产业发展方向，响应电网新型基础设施改造升级建设等方面的规划，加大符合电网未来发展需求的技术研发和项目推广：基本完成大区域销售中心的整合工作，有效实现了省级区域的财务、后勤等职能的互通，实现各区域的资源共享整合和降本增效，将信息等资源进行更好集聚，并发挥统一的区位优势 and 区域间的联动作用；继续细化考核的颗粒度，完善各销售主体的季度和月度考核规则。持续加强各协同环节效率的管理和流程优化简化，细化项目履约管理和精度，严格落实费用预算制，优化相关产品和服务建设，保持公司在电网领域的 MRO 集约供应商的行业引领地位。

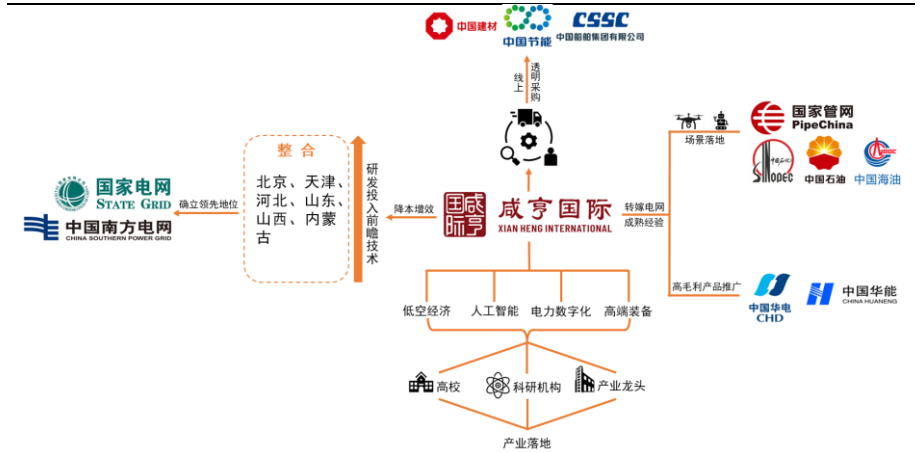
以电网为基，横向拓展油气发电行业。公司结合各央国企 MRO 集约化推进的发展态势，对油气、发电、核工业、交通和政府应急等战略行业，进行有侧重地推进，重点支持油气和发电作为突破行业，努力将成熟的电网领域经验嫁接其中，持续下沉服务，加快对应用场景的了解而形成非标化的服务进程，提升非标化产品和服务比例，逐步提升相关领域的客户粘性和竞争力。油气板块为公司战略行业，客户均为重资产的能源行业，该行业对 MRO 产品的整体需求较大。2025 年，油气板块继续开发国家管网、中石化、中石油、中海油等央国企项目，积极拓品类，扩规模；公司总结以往运行及服务的积累和基础，深耕细作，完善产品数据库、扩大服务的广度和深度，继续提高公司的专业性以及竞争力：通过对场景进行深入了解和分析，发挥公司的自主产品的优势，寻找适配的产品和服务：公司在国家管网公司，首次部署使用大疆发布的“全新一代无人机全自动化机场 3”进行管道智慧巡检，落地第一个产业级的四足狗机器人项目。发电板块作为公司新战略行业，公司在人员、供应链等资源方面给予了较大倾斜。公司在五大发电集团领域中实现了四大发电集团的覆盖，一方面，抓好中标项目的电商履约业务，另一方面，成立专门的线下履约团队，借助公司的销售体系，在浙江、河南、新疆和贵州省份进行重大发电客户的开发，进行“高频信号无线测温”、“纯电大载重运输设备”、“军民两用室内巡检无人值守设备”等重点产品推广，努力提升业务的整体毛利率水平。

新型电商业务提供新的业绩增长点。经过 2 年的快速发展，以能源、军工为核心的公司新型电商业务板块业务已初具规模。2025 年，公司不断丰富电商领域经营经验，持续进行市场开发，新中标中国建材、中国节能和中国船舶等项目：推动中标项目的业务开拓，成为中国能建、中国中粮等央国企的核心 MRO 供应商：重点关注提升中后台电商支撑能力，采销协同能力，发挥公司的整体协同效应，以绿色发展、阳光化集采推动现代供应链体系建设。

低空经济+机器人提升产业技术壁垒。公司重点投入 48 个核心研发项

目，主要内容涉及瞰岳·无人机智慧巡检平台、低空管控与服务系统、机器人智能巡检解决方案、多模态通用大模型目标检测能力验证、红外融合声学成像仪、电力鸿蒙底座开发、架空线故障定位及状态预警系统、智能机械臂作业平台、EVA材料类产品配方创新、高速履带底盘等方面。与高等院校、科研院所、其他行业领先公司紧密联系，发挥各自的技术优势与渠道优势，积极探索新质生产力等新技术在行业的应用。

图21:深度服务与反向研发闭环



资料来源：威亨国际公司公告，甬兴证券研究所整理

6. 盈利预测与投资建议

1) 工器具类

公司继续深耕电网核心客户维护基本盘，同时横向拓展至管网、发电侧央企国企，新型电商业务也同步发力，驱动该板块收入稳健增长。我们预计 2025-2027 年该板块收入分别为 30.3/39.4/46.5 亿元，分别同增 30.0%/30.0%/18.0%。

毛利率方面，由于新入行业标准品占比提升，叠加行业目前处于快速发展状态，公司将工作重心放在新行业拓展当中，因此毛利率在 2025-2026 年持续降低，但在 2027 年因公司在新领域已发展一段时间，非标品比例或提升，带动毛利率上升，我们预计 2025-2027 年分别为 21.0%/19.0%/19.5%。

2) 仪器仪表类

仪器仪表类产品价格较高，且为长尾产品，因此增速不及工器具类产品，但仍然受行业拓展的影响，我们预计 2025-2027 年收入分别为 10.1/12.1/14.0 亿元，分别同增 15.0%/20.0%/15.0%。

毛利率方面虽然也会受新行业拓展的影响（新客户让利、标准品比例提升等），毛利率有所下降，但仪器仪表类产品定位为高端产品，叠加央企国企国产替代等政策推动，我们认为毛利率会有所下降但是非可持续，我们预计 2025-2027 年该类产品毛利率分别为 30.0%/30.0%/30.0%。

3) 服务业务

随着公司涉及的行业越来越多且越来越深入，同时在低空经济、机器人智能巡检等高附加值服务领域的深入拓展，该板块有望实现量价齐升。我们预计 2025-2027 年收入分别为 4.7/6.1/7.0 亿元，分别同增 20.0%/30.0%/14.0%。

毛利率将维持在较高水平，预计分别为 50.0%/50.0%/50.0%，反映其较强的技术壁垒和盈利韧性。

4) 其他业务

规模较小，预计保持稳定，2025-2027 年收入分别为 0.02/0.02/0.02 亿元，毛利率维持在 57.0%。

表4:咸亨国际业务分拆预期情况

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
工器具类	12.2	12.0	18.1	23.3	30.3	39.4	46.5
yoy		-1.7%	50.8%	28.9%	30.0%	30.0%	18.0%
毛利率	37.4%	35.9%	27.0%	23.6%	21.0%	19.0%	19.5%
仪器仪表类	5.1	6.4	7.7	8.8	10.1	12.1	14.0
yoy		26.2%	20.2%	14.3%	15.0%	20.0%	15.0%
毛利率	44.7%	39.3%	36.0%	35.4%	30.0%	30.0%	30.0%
服务	2.6	2.8	3.5	3.9	4.7	6.1	7.0
yoy		7.2%	23.5%	12.8%	20.0%	30.0%	14.0%
毛利率	56.2%	55.3%	50.4%	52.4%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
yoy		24.4%	-39.6%	35.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	76.8%	84.2%	68.2%	56.6%	57.0%	57.0%	57.0%
总收入	19.9	21.2	29.3	36.1	45.2	57.7	67.5
yoy		6.6%	37.9%	23.1%	25.2%	27.7%	16.9%
总成本	11.6	12.8	19.9	25.4	33.4	43.5	50.7

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

整体来看,基于公司在电网领域的深度深耕、非电战略行业的成功拓展及电商与海外业务的突破性进展,咸亨国际已建立起多级增长引擎,我们看好其持续受益于国内 MRO 市场由传统零散采购向集约化采购过渡发展趋势及公司自身技术和服务能力构建的竞争壁垒。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 45.16/57.68/67.46 亿元,同比增速分别为 25.2%/27.7%/16.9%;毛利率略微下降,预计分别为 26.1%/24.6%/24.8%;归母净利润分别为 2.68/2.86/3.44 亿元,同比增速分别为 20.4%/6.6%/20.3%;预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.65/0.70/0.84 元,对应 PE 分别为 27.49/25.78/21.43 倍(对应 2025 年 11 月 24 日收盘价);咸亨国际作为国内领先的 MRO 集约化服务领军者,成长路径清晰,新业务拓展与技术壁垒构筑或将驱动盈利能力修复,首次覆盖,给予“买入”评级。

7. 风险提示

政策变动风险：目前央国企在阳光集采政策推动下正积极转向线上 MRO 采购，未来若政策发生变化，可能会影响到 MRO 线上采购的规模增长。

新领域拓展不及预期的风险：威亨国际目前在横向拓展多个新行业，若新行业拓展不及预期会影响到整体收入的增长。

毛利率下降风险：公司在新行业拓展期间由于标准品占比提升导致整体毛利率持续下降，后续公司如果不能顺利提高非标品占比可能会导致毛利率持续下降；

电网依赖度过高风险：公司目前电网收入占比较高，若被电网剔除供应商名单可能会导致公司收入大幅下降。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,394	2,638	3,390	4,257	5,047	经营活动现金流	287	289	396	454	528
货币资金	819	832	1,208	1,592	2,052	净利润	108	240	289	308	370
应收及预付	1,201	1,493	1,815	2,240	2,526	折旧摊销	43	47	41	40	33
存货	232	190	229	273	304	营运资金变动	51	-31	68	103	125
其他流动资产	142	123	137	152	165	其它	85	33	-2	4	1
非流动资产	571	612	604	588	576	投资活动现金流	-43	-173	-25	-21	-18
长期股权投资	33	35	36	37	38	资本支出	-81	-95	-24	-21	-19
固定资产	303	294	277	261	245	投资变动	-21	15	-1	-1	-1
在建工程	1	40	61	73	78	其他	59	-93	0	1	2
无形资产	134	147	143	140	137	筹资活动现金流	-104	-168	5	-49	-50
其他长期资产	100	97	87	78	78	银行借款	61	-31	45	-10	-5
资产总计	2,965	3,250	3,993	4,845	5,623	股权融资	9	4	0	0	0
流动负债	1,358	1,505	1,995	2,576	3,027	其他	-174	-141	-40	-39	-45
短期借款	61	29	74	64	59	现金净增加额	139	-52	376	384	460
应付及预收	734	967	1,280	1,691	2,014	期初现金余额	601	740	688	1,064	1,448
其他流动负债	563	509	641	820	953	期末现金余额	740	688	1,064	1,448	1,908
非流动负债	13	10	8	7	6						
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	13	10	8	7	6						
负债合计	1,371	1,515	2,003	2,582	3,032						
股本	411	410	410	410	410						
资本公积	730	732	732	732	732						
留存收益	483	644	879	1,131	1,433						
归属母公司股东权益	1,571	1,702	1,938	2,189	2,491						
少数股东权益	24	32	52	74	100						
负债和股东权益	2,965	3,250	3,993	4,845	5,623						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	37.9%	23.1%	25.2%	27.7%	16.9%
营业利润增长	-49.2%	113.8%	20.2%	6.6%	20.2%
归母净利润增长	-53.3%	130.7%	20.4%	6.6%	20.3%
获利能力					
毛利率	32.2%	29.7%	26.1%	24.6%	24.8%
净利率	3.7%	6.6%	6.4%	5.3%	5.5%
ROE	6.2%	13.1%	13.9%	13.1%	13.8%
ROIC	10.6%	13.6%	13.6%	12.8%	13.5%
偿债能力					
资产负债率	46.2%	46.6%	50.2%	53.3%	53.9%
净负债比率	-46.4%	-45.2%	-56.3%	-67.0%	-76.5%
流动比率	1.76	1.75	1.70	1.65	1.67
速动比率	1.51	1.56	1.53	1.50	1.53
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.16	1.25	1.31	1.29
应收账款周转率	2.84	2.77	2.82	2.94	2.93
存货周转率	8.54	12.03	15.95	17.34	17.58
每股指标 (元)					
每股收益	0.24	0.55	0.65	0.70	0.84
每股经营现金流	0.70	0.70	0.97	1.11	1.29
每股净资产	3.81	4.15	4.72	5.34	6.07
估值比率					
P/E	64.96	22.71	27.49	25.78	21.43
P/B	4.09	3.01	3.81	3.37	2.96
EV/EBITDA	20.12	11.87	15.14	13.50	10.70

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,928	3,606	4,516	5,768	6,746
营业收入	2,928	3,606	4,516	5,768	6,746
营业成本	1,986	2,537	3,339	4,349	5,070
营业税金及附加	18	22	28	36	42
销售费用	365	368	361	461	540
管理费用	249	269	339	433	506
研发费用	56	68	86	110	135
财务费用	-5	-5	-6	-10	-14
资产减值损失	-6	-6	-3	-2	-1
公允价值变动收益	-100	-9	-1	-2	-1
投资净收益	3	2	2	3	3
营业利润	148	316	380	405	487
营业外收支	-2	-1	-1	-1	-1
利润总额	146	315	379	404	486
所得税	38	75	90	96	116
净利润	108	240	289	308	370
少数股东损益	12	17	20	22	26
归属母公司净利润	97	223	268	286	344
EBITDA	283	366	413	434	504
EPS (元)	0.24	0.55	0.65	0.70	0.84

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，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，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。