

咸亨国际(605056)

报告日期: 2026年01月22日

领先 MRO 集约化服务龙头，具身智能应用打开成长空间

——咸亨国际深度报告

投资要点

□ MRO 集约化服务领先企业，聚焦能源、交通、应急等领域

公司是具备强大线下服务能力的全国性 MRO 集约化供应商，聚焦能源、交通、应急等领域，为大型集团化企业和政府部门提供 MRO 集约化采购供应服务，并辅以自主产品制造和技术服务。

受益于国家电网高速发展及公司产品电动化、数字化转型升级趋势，2024 年公司营收达 36.1 亿元，2019-2024 年复合增速达 13.1%；2024 年公司归母净利润达 2.2 亿元，同比高增 130.7%。2024 年公司毛利率、净利率分别达 29.7%、6.6%。

□ MRO 行业：万亿级别广阔市场，有望从高度分散向头部集中

MRO 市场规模占到制造业 GDP 4%~7%，2024 年中国 MRO 采购服务市场规模为人民币 3.7 万亿元，为美国的三倍多，且预计 2029 年将达人民币 4.5 万亿元，五年复合增速达 4.2%。固安捷、法思诺、伍尔特等欧美龙头企业均有 50 年以上的历史，呈现行业强者恒强、龙头地位稳固的特点。

我国 MRO 行业起步较晚，呈现“小、散、杂”的特征，随着市场成熟度提升，头部公司有望凭借先发优势、客户黏性、行业 Know-How、渠道网络持续提升市占率，市场将向龙头集中。

□ 公司是稀缺全国性非标 MRO 龙头，战略布局“具身智能”应用成长空间广阔

公司以集约化采购供应，提供 12 大类、200 万个 SKU，满足多样化需求；以属地化技术服务，提供检测、施工、运维、保养和培训等定制服务，深入需求最前端；以专业化研发生产，建立 11+2+8+4+4 科创引擎；以特色化服务平台，线上、线下双模式联动，高速链接需求，优化体验。

面对智能化转型趋势，公司近年来积极布局“具身智能”领域。公司凭借对客户应用场景的深度理解，深度研究“AI 大模型+行业场景的应用”，积极推动人工智能在能源、交通、应急等新场景下的大规模商业应用，布局无人机、特种机器人、四足机器人、半人马机器人、人形机器人等产品，凭借央企客户资源、多年数据积累、具身智能的感知、决策和执行的体系能力，有望行业领先。

□ 盈利预测与估值

预计 2025-2027 年公司合计实现营业收入 45.4 亿元、57.5 亿元、71.4 亿元，同比增长 25.9%、26.7%、24.2%，实现归母净利润 2.6、3.4、4.3 亿元，同比增长 14.6%、31.4%、26.6%；对应 PE30、23、18 倍。给予“买入”评级。

□ 风险提示

新产品研发不及预期风险；政策推行不及预期风险；新业务拓展不及预期风险

投资评级：买入(首次)

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

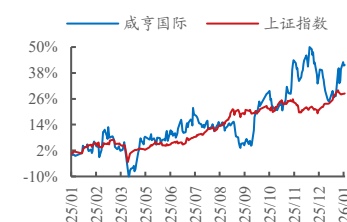
分析师：姬新悦

执业证书号：S1230524080005
jixinyue@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥18.64
总市值(百万元)	7,647.66
总股本(百万股)	410.28

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,606	4,538	5,749	7,142
(+/-) (%)	23.15%	25.85%	26.70%	24.23%
归母净利润	223	255	336	425
(+/-) (%)	130.67%	14.57%	31.43%	26.55%
每股收益(元)	0.54	0.62	0.82	1.04
P/E	34.31	29.94	22.78	18.00

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 深耕 MRO 行业，具身智能应用打开成长天花板	4
1.1 MRO 集约化服务领先企业，聚焦能源、交通、应急等领域	4
1.2 公司董事长实控 56.4% 股份表决权，核心管理团队稳定	5
1.3 近五年营收复合增速约 13.1%，归母净利润波动后复苏	6
2 MRO 行业：万亿级别广阔市场，有望从高度分散向头部集中	7
2.1 MRO 市场规模与制造业 GDP 高度相关，是一个万亿级别的广阔市场	7
2.2 MRO 行业是可持续发展赛道，市场有望从高度分散向头部集中	7
3 稀缺全国性非标 MRO 龙头，战略布局“具身智能”应用落地	8
3.1 深耕能源、交通、应急等领域，受益于“十五五”国家电网四万亿投资	8
3.2 战略布局“具身智能”，机器人场景应用打开成长空间	9
4 盈利预测与投资建议	10
4.1 盈利预测	10
4.2 投资建议与估值	10
5 风险提示	11

图表目录

图 1: 公司构建了“双模式、双平台”的特色化服务模式.....	4
图 2: 科技创新是威亨国际发展的核心动力.....	5
图 3: 科技创新是威亨国际发展的核心动力.....	5
图 4: 公司控股股东为杭州兴润投资有限公司, 持股比例约 15.8%.....	6
图 5: 公司近五年营收复合增速约 13.1%.....	6
图 6: 公司归母净利润波动后复苏.....	6
图 7: 2024 年公司毛利率达 29.7%.....	6
图 8: 2024 年公司净利率达 6.6%.....	6
图 9: 2024-2029 年中国 MRO 采购服务市场规模复合增速达 4.2%.....	7
图 10: 我国 MRO 市场高度分散.....	8
图 11: 我国 MRO 厂商 SKU 数量.....	8
图 12: 2024 年公司在电力输配行业营收占比达 52%.....	9
表 1: 公司发展历程.....	4
表 2: 公司各业务板块盈利预测.....	10
表 3: 截至 2026 年 1 月 21 日, 可比公司 2025 年平均 PE 为 31X.....	11
表附录: 三大报表预测值.....	12

1 深耕 MRO 行业，具身智能应用打开成长天花板

1.1 MRO 集约化服务领先企业，聚焦能源、交通、应急等领域

威亨国际成立于 2008 年，总部位于浙江杭州，是具备强大线下服务能力的全国性 MRO 集约化供应商，聚焦能源、交通、应急等领域，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。公司持续构建全球化市场服务网络，业务遍及 90 多个国家和地区，加速数字化和智能化升级融合，致力于成为能源、交通、应急领域 MRO 集约化服务引领者。

表1：公司发展历程

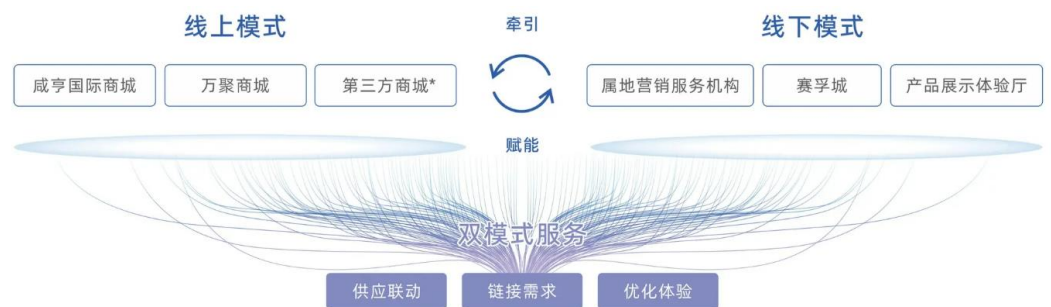
时间	公司发展历程
1989 年	创始人由五金批发起家，通过引进国外先进工器具进入电网系统工器具领域。
2008 年	成为工器具、仪器仪表多类产品国内知名代理商，布局全国销售服务网络。
2012 年	提出“一个核心，两个基本点”发展布局，以销售系统为核心，重点完善自主与技术服务产业，聚焦 MRO 专业化全产业链发展。
2016 年	上线威亨国际商城，开启 MRO 集约化线上线下联动服务。
2020 年	启用威亨创新产业中心（海宁），形成软硬件开发、系统集成、生产制造于一体的系统化产业链结构。
2021 年	成功登陆上海证券交易所主板。
2022 年	启动 4+1 战略规划，夯实政府应急、石油石化、交通、核工业四大行业布局，聚焦专精特新新技术，整合资源高效服务。
2024 年	以创业 35 周年暨来杭 20 周年为战略支点，凝聚内外共识，提升品牌势能，锚定 MRO 产业链新质发展路径。
2025 年	贯彻“3+1+2”策略，强化电网、石油石化、新兴电商三大国内业务，深化国际市场，夯实产业链与供应链双底座。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司主营业务是为大型企业和政府部门提供 MRO 集约化采购服务，并辅以自主产品制造和技术服务，形成“三位一体”的业务模式：

1) 一是 MRO 集约化采购服务，即帮助客户集中采购生产运维所需的各类间接物料。公司通过自有的“威亨国际商城”线上平台和线下网络，集约化供应 12 大类、200 万个 SKU 的工器具和仪器仪表等产品。

图1：公司构建了“双模式、双平台”的特色化服务模式



*注：第三方商城包含国家电网电子商务平台、中核集团电子商城、交建云商、能建电子商城、云筑优选、政采云……

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2) 二是自主产品，公司注重专业化研发和生产，在浙江杭州市和海宁市拥有两个研发生产基地，合计面积超过 13.8 万平方米。公司新投资建设的“智能制造中心”预计在 2027 年交付使用。公司凭借 33 个自主品牌形成了自驱式创新生态引擎，驱动 MRO 服务向定制化、场景化、智慧化跃升。公司的自主品牌包括贝特、科瑞特、泛沃克、艾普莱、探博士和艾斯米特等。

图2：科技创新是咸亨国际发展的核心动力



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3) 三是技术服务，公司提供属地化的增值技术服务，包括电力检测、计量校准、设备运维、施工安装、应急演练和技能培训等。通过“产品+服务”的一站式方案，公司深入客户需求前端，满足大量非标定制的 MRO 应用场景，将行业装备、技术服务、解决方案与行业深度融合，为客户提供全方位、一体化的 MRO 集约化服务，使公司区别于纯平台型同行。

图3：科技创新是咸亨国际发展的核心动力

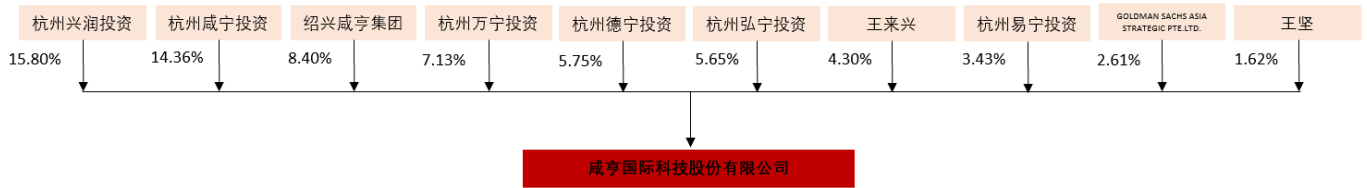


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2 公司董事长实控 56.4%股份表决权，核心管理团队稳定

公司控股股东为杭州兴润投资有限公司，持股比例约 15.8%，实际控制人为公司创始人、董事长王来兴。王来兴直接持有公司 4.30%的股份，通过兴润投资间接控制公司 15.80%的股份，以执行事务合伙人的身份通过咸亨投资、万宁投资、德宁投资、弘宁投资、易宁投资等分别控制公司 14.36%、7.13%、5.75%、5.65%、3.43%的股份，王来兴合计控制公司 56.42%股份的表决权，为公司实际控制人。

图4: 公司控股股东为杭州兴润投资有限公司, 持股比例约 15.8%

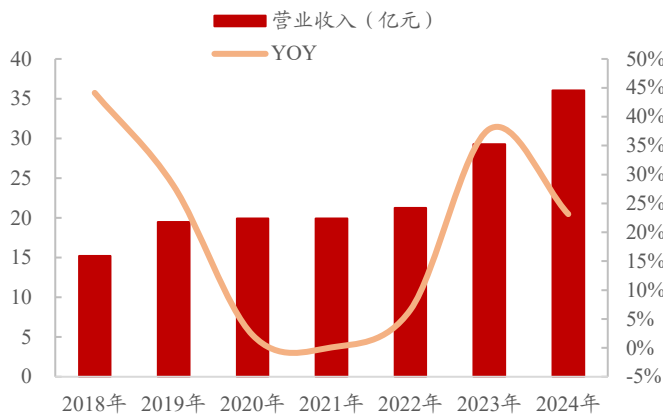


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.3 近五年营收复合增速约 13.1%，归母净利润波动后复苏

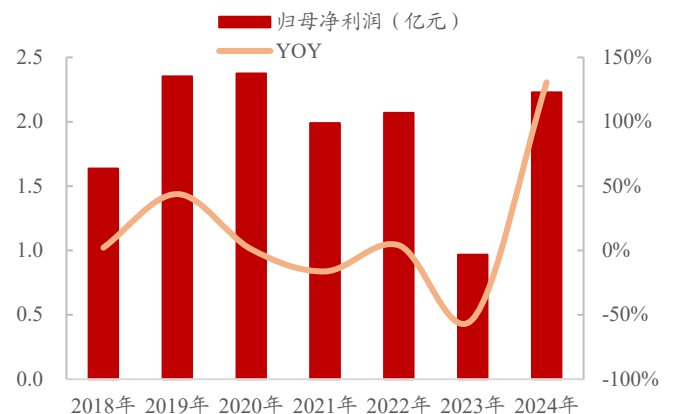
公司近五年营收复合增速约 13.1%，归母净利润波动后复苏。受益于国家电网高速发展，以及公司产品电动化、数字化转型升级趋势，2024 年公司营业收入达 36.1 亿元，2019-2024 年复合增速达 13.1%；2024 年公司归母净利润达 2.2 亿元，同比高增 130.7%。

图5: 公司近五年营收复合增速约 13.1%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

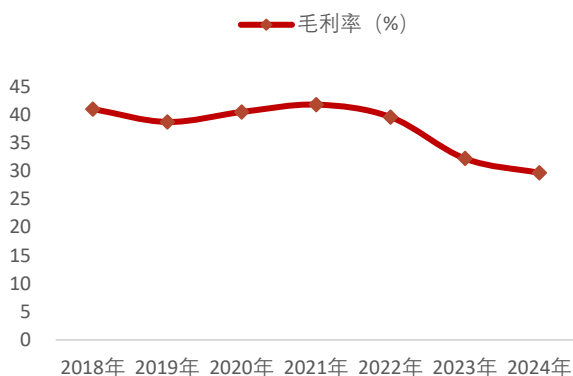
图6: 公司归母净利润波动后复苏



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

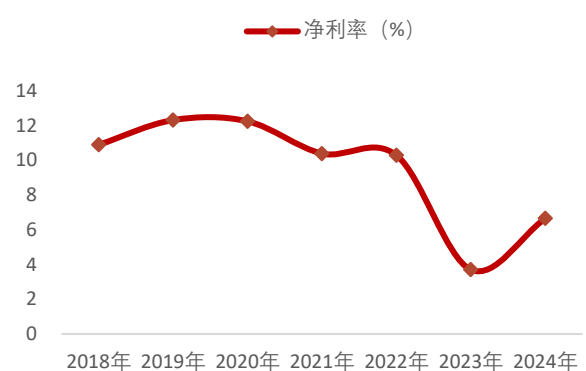
2024 年公司毛利率达 29.7%，净利率达 6.6%。

图7: 2024 年公司毛利率达 29.7%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 2024 年公司净利率达 6.6%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

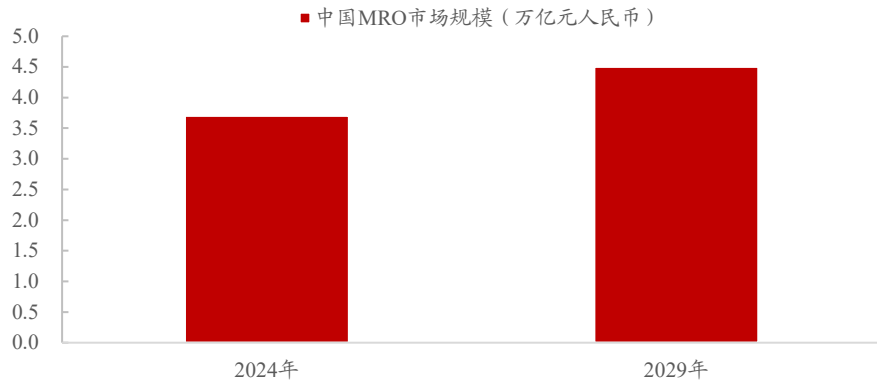
2 MRO 行业：万亿级别广阔市场，有望从高度分散向头部集中

2.1 MRO 市场规模与制造业 GDP 高度相关，是一个万亿级别的广阔市场

MRO（维护、维修和运营用品）是非生产性物料，是不随着材料 BOM 表流入到下游工业品的采购。作为工业品领域的重要组成部分，MRO 产品线涵盖个人防护、安防、搬运存储、清洁、手工具、动力工具、金属加工、紧固件、化学品等众多品类，具有 SKU 种类复杂、采购频次高、供应商分散等特点。MRO 覆盖了各行各业，基本上主要的工业行业都有 MRO 需求，是一个刚需、高频、海量的需求市场。

MRO 市场规模与制造业 GDP 高度相关，是一个万亿级别的广阔市场。根据未来智库，MRO 市场规模占到制造业 GDP 4%~7%。根据京东工业招股说明书，2024 年中国 MRO 采购服务市场规模为人民币 3.7 万亿元，为美国的三倍多，且预计 2029 年将达人民币 4.5 万亿元，五年复合增速达 4.2%。

图9：2024-2029 年中国 MRO 采购服务市场规模复合增速达 4.2%



资料来源：京东工业招股说明书，灼识咨询，浙商证券研究所

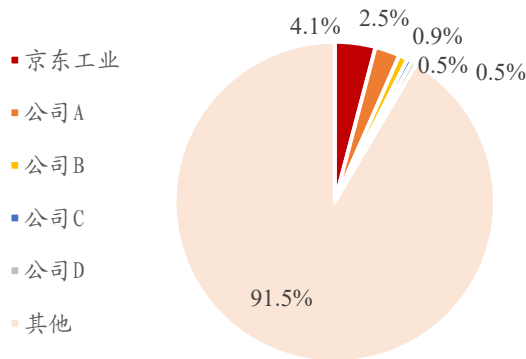
政策驱动国央企加强集中采购和电子化采购，利好第三方采购平台。为提升采购合规性和效率，近年来国家大力推行“阳光采购”改革，即要求国企央企公开、公正、透明地进行采购管理；根据《2023 数字化采购发展报告》，超过 40% 的央企数字化采购渗透率已超过 50%，集中采购率、公开采购率、上网采购率和电子招标率“四率”达到 100% 的央企正逐渐增多。

2.2 MRO 行业是可持续发展赛道，市场有望从高度分散向头部集中

对标欧美龙头，MRO 行业是一个可持续发展、长坡厚雪的赛道。固安捷、法思诺、伍尔特等欧美龙头企业均有 50 年以上的历史，呈现行业强者恒强、龙头地位稳固的特点。2024 年，国际龙头固安捷（GRAINGER）营收达 171.7 亿美元（约 1201.9 亿元人民币，1 USD=7.0006 CNY），扣非后归母净利润为 19.1 亿美元（133.6 亿元人民币），当前市值达 508 亿美元（3557 亿元人民币）。

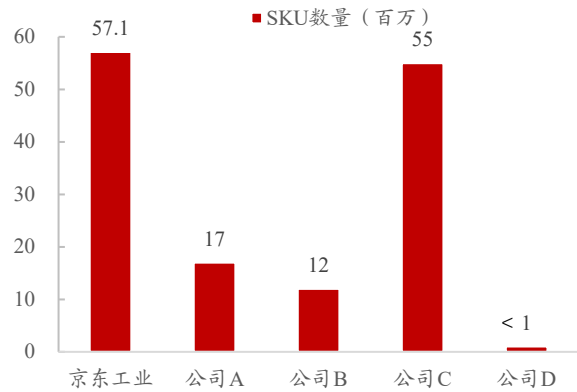
我国 MRO 市场有望从高度分散向头部集中。我国 MRO 行业起步较晚，呈现“小、散、杂”的特征，随着市场成熟度提升，头部公司有望凭借先发优势、客户黏性、行业 Know-How、渠道网络持续提升市占率，市场将向龙头集中。

图10: 我国 MRO 市场高度分散



资料来源: 京东工业招股说明书, 浙商证券研究所

图11: 我国 MRO 厂商 SKU 数量



资料来源: 京东工业招股说明书, 浙商证券研究所

3 稀缺全国性非标 MRO 龙头, 战略布局“具身智能”应用落地

3.1 深耕能源、交通、应急等领域, 受益于“十五五”国家电网四万亿投资

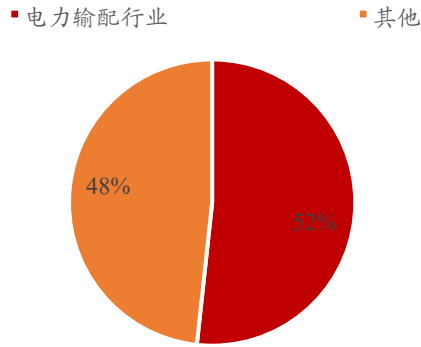
公司是具备强大线下服务能力的全国性 MRO 集约化供应商。聚焦能源、交通、应急等领域, 为大型集团化企业和政府部门提供全方位、一体化的产品、服务和解决方案:

- 1) 以集约化采购供应, 提供 12 大类、70 万+SKU, 满足多样化需求。聚焦能源、交通、应急领域, 重点布局石油石化、交通、核工业、政府应急、新兴电商五大专业化市场。
- 2) 以属地化技术服务, 提供检测、施工、运维、保养和培训等定制服务, 深入需求最前端。拥有 40 个国内营销服务机构, 实现全国县级及以上地区 100%覆盖 (港澳台除外), 业务布局 90 多个国家和地区, 立足中国、布局全球, 提供持续的、稳步的全球供应服务。
- 3) 以专业化研发生产, 建立 11+2+8+4+4 科创引擎, 拥有 11 家国家高新技术企业, 2 家国家级专精特新“小巨人”, 8 家省级专精特新企业, 4 个省级技术研究开发中心, 4 个专业研究院, 参编并发布 6 项国家标准, 9 项行业标准, 持有 923 项知识产权, 引领行业技术与解决方案创新。
- 4) 以特色化服务平台, 线上、线下双模式联动, 高速链接需求, 优化体验。以敏捷服务锻造核心优势, 输出价值最大化的产品服务和解决方案。

公司电力输配行业营收占比高达 52%, 将受益于“十五五”国家电网四万亿投资。

2026 年 1 月 15 日, 国家电网宣布, “十五五”期间固定资产投资预计达 4 万亿元, 较“十四五”时期增长 40%。这笔投资核心落点在于构建更智能、更绿色的电网体系, 将带动新型电力系统全产业链协同发展。2024 年公司在电力输配行业营收达 18.6 亿元, 占主营业务收入的比重达 52%, 有望显著受益于“十五五”国家电网投资大幅增加。

图12: 2024年公司在电力输配行业营收占比达52%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.2 战略布局“具身智能”，机器人场景应用打开成长空间

面对智能化转型趋势，公司近年来着眼于机器人的应用开发环节，积极布局“具身智能”领域。公司凭借对客户应用场景的深度理解，能够解决客户不同应用场景下的痛点和需求。公司深入研究“AI大模型+行业场景的应用”，积极推动人工智能在能源、交通、应急等新场景下的大规模商业应用。

- 1) **无人机**: 2012年布局至今，公司旗下威亨国际（杭州）航空技术研究院有限公司和威亨国际（杭州）航空自动化有限公司能够提供无人机在能源、交通、应急领域场景化智能巡检解决方案。
- 2) **特种机器人**: 2020年开始布局，近期公司的“无人机+绝缘子检测机器人”斩获电力行业竞赛一等奖。
- 3) **四足机器人**: 2024年起，公司针对客户的需求痛点，组建50人团队积极推进四足机器人的应用开发。
- 4) **半人马机器人**: 2025年开始，公司推进半人马机器人（四足机器人+机械臂+灵巧手）的应用开发。
- 5) **人形机器人**: 2026年后，公司拟进行人形机器人的应用开发，并继续推动“无人机+机器人”空地联动的应用开发。

公司致力于成为机器人场景应用的领先企业:

- 1) **公司是能源央企的工业品集约化的排头兵**。公司在国网、管网、中国华电、中国华能、国电投、中国能建、中国电建等众多企业的MRO领域排名前列，在99家央企的MRO采购中已入围服务30余家，而且在不断拓展能源、军工、制造、基建等各个新行业领域。
- 2) **公司累积了具有不可替代的不同场景下的数据资源**。以“机器狗+电缆检测”这个应用场景为例，公司旗下探博士电气科技(杭州)有限公司已有十余年电缆故障检测的数据积累。
- 3) **公司还拥有具身智能的感知、决策和执行的体系能力**。如机器人的感知层: 公司拥有视觉感知融合技术、声学成像技术、多模态传感技术，像红外、声纹、电缆等检测设备都是公司核心自主产品; 决策层: 丰富多样的数据资源为机器人提供决策提供了海量数据，通过专业算法模型、分布式任务规划和推理计划做好不同

场景下的精准决策；执行层：公司拥有种类丰富的执行末端工具，比如电气连接安装工具，轨道交通接触网安装工具、智能电动工具、绝缘杆类工具。公司具备了从感知、决策到执行层面的完整的技术基础和体系能力。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- (1) **电力输配行业：**公司致力于成为能源、交通和应急的 MRO 集约供应商，目前主要客户为国家电网等能源领域的大型国央企。2024 年，该业务占公司营业收入的 51.7%。受益于“十五五”期间以国网四万亿固定资产投资为代表的需求上行趋势，预计 2025-2027 年该业务实现营业收入 20.1 亿元、22.1 亿元、25.5 亿元，同比增长 8.0%、10.0%、15.0%，毛利率稳定在 36%左右；
- (2) **其他行业：**公司除电力输配行业外，近年来积极拓展油气、核工业、交通、政府应急等其他业务，参考电力行业，多行业渗透率提升空间大，促进合计营收增速预计维持较高水平。预计 2025-2027 年该业务实现营业收入 25.2 亿元、35.3 亿元、45.9 亿元，每年同比增长 45.0%、40.0%、30.0%，毛利率分别达 23.5%、23.0%、22.0%；
- (3) **其他业务：**预计 2025-2027 年该业务实现营业收入 2.0 亿元、3.0 亿元、4.0 亿元，毛利率维持在 50.0%左右。

收入合计：预计 2025-2027 年公司合计实现营业收入 45.4 亿元、57.5 亿元、71.4 亿元，同比增长 25.9%、26.7%、24.2%，毛利率分别为 29.1%、28.0%、27.0%。

表2：公司各业务板块盈利预测

收入(百万元)	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
电力输配行业	1,764.4	1,863.5	2,012.5	2,213.8	2,545.8
YOY	-	5.6%	8.0%	10.0%	15.0%
毛利率	34.7%	36.7%	36.0%	36.0%	36.0%
其他行业	1,162.0	1,740.2	2,523.3	3,532.6	4,592.3
YOY	47.1%	49.8%	45.0%	40.0%	30.0%
毛利率	28.3%	22.1%	23.5%	23.0%	22.0%
其他业务	1,764.4	1,863.5	2,012.5	2,213.8	2,545.8
YOY	-	5.6%	8.0%	10.0%	15.0%
毛利率	34.7%	36.7%	36.0%	36.0%	36.0%
收入合计	2,927.9	3,605.6	4,537.8	5,749.4	7,142.2
YOY	37.9%	23.1%	25.9%	26.7%	24.2%
毛利率	32.2%	29.7%	29.1%	28.0%	27.0%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2 投资建议与估值

预计公司电力输配行业业务稳健向上、油气、核工业、交通、政府应急等其他业务快速增长，机器人场景应用打开成长空间。预计 2025-2027 年公司合计实现营业收入 45.4 亿

元、57.5 亿元、71.4 亿元，同比增长 25.9%、26.7%、24.2%，实现归母净利润 2.6、3.4、4.3 亿元，同比增长 14.6%、31.4%、26.6%；对应 PE30、23、18 倍。

我们选取和公司逻辑类似的国电南瑞、京东工业、怡合达作为可比公司，可比公司 2025 年平均 PE 为 31X。考虑公司主业稳健增长，叠加具身智能业务广阔成长空间对应的潜在估值溢价，给予“买入”评级。

表3：截至 2026 年 1 月 21 日，可比公司 2025 年平均 PE 为 31X

证券代码	可比公司	市值	归母净利润			EPS			PE		
		(亿元)	(亿元)			(元)					
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600406	国电南瑞	2,059	83.5	94.0	104.6	1.0	1.2	1.3	25	22	20
7618.HK	京东工业	360	10.2	15.8	22.4	0.4	0.6	0.8	35	23	16
301029	怡合达	180	5.3	6.4	7.7	0.8	1.0	1.2	34	28	23
	行业平均	866	33.0	38.8	44.9	0.8	0.9	1.1	31	24	20
605056	威亨国际	76	2.6	3.4	4.2	0.6	0.8	1.0	30	23	18

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 风险提示

- 1) **新产品研发不及预期**：具身智能高成长赛道作为公司发展新方向，产品要求高、迭代快，若公司新产品研发低于预期，可能会影响公司业绩增长；
- 2) **政策推行不及预期**：近年来国家大力推行“阳光采购”改革，即要求国企央企公开、公正、透明地进行采购管理，若政策推行不及预期，将对公司业绩产生不利影响；
- 3) **新业务拓展不及预期风险**：公司除电力输配行业外，近年积极拓展油气、核工业、交通、政府应急等其他业务，若新业务拓展不及预期，或将影响公司业绩。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,638	3,319	4,002	4,831
现金	832	935	1,055	1,174
交易性金融资产	16	38	54	61
应收账款	1,456	1,854	2,325	2,892
其它应收款	29	42	49	55
预付账款	37	62	75	93
存货	190	343	404	505
其他	78	45	40	50
非流动资产	612	598	585	589
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	35	35	35	35
固定资产	294	291	294	302
无形资产	147	142	137	133
在建工程	40	32	25	20
其他	97	98	93	100
资产总计	3,250	3,917	4,586	5,419
流动负债	1,505	2,061	2,584	3,232
短期借款	29	49	59	74
应付款项	967	1,225	1,568	1,980
预收账款	0	0	0	0
其他	509	787	956	1,177
非流动负债	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0
其他	10	10	10	10
负债合计	1,515	2,071	2,594	3,242
少数股东权益	32	54	84	120
归属母公司股东权	1,702	1,791	1,909	2,057
负债和股东权益	3,250	3,917	4,586	5,419

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,606	4,538	5,749	7,142
营业成本	2,537	3,219	4,138	5,213
营业税金及附加	22	29	36	45
营业费用	368	508	586	664
管理费用	269	340	408	500
研发费用	68	100	117	143
财务费用	(5)	(10)	(10)	(12)
资产减值损失	(6)	(1)	(2)	(2)
公允价值变动损益	(9)	17	6	12
投资净收益	2	6	6	8
其他经营收益	9	14	16	20
营业利润	316	369	486	612
营业外收支	(1)	(2)	(2)	(2)
利润总额	315	368	484	610
所得税	75	90	119	149
净利润	240	277	365	461
少数股东损益	17	22	30	36
归属母公司净利润	223	255	336	425
EBITDA	366	399	516	636
EPS (最新摊薄)	0.54	0.62	0.82	1.04

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	23.15%	25.85%	26.70%	24.23%
营业利润	113.78%	16.99%	31.41%	25.96%
归属母公司净利润	130.67%	14.57%	31.43%	26.550%
获利能力				
毛利率	29.65%	29.06%	28.02%	27.01%
净利率	6.18%	5.63%	5.84%	5.95%
ROE	13.10%	14.26%	17.59%	20.65%
ROIC	13.62%	14.15%	17.29%	19.95%
偿债能力				
资产负债率	46.63%	52.88%	56.56%	59.82%
净负债比率	(45.22%)	(47.16%)	(49.17%)	(49.79%)
流动比率	1.75	1.61	1.55	1.49
速动比率	1.56	1.39	1.35	1.29
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.27	1.35	1.43
应收账款周转率	2.77	2.79	2.81	2.80
应付账款周转率	3.50	3.42	3.47	3.44
每股指标(元)				
每股收益	0.54	0.62	0.82	1.04
每股经营现金	0.70	0.67	0.89	1.01
每股净资产	4.15	4.37	4.65	5.01
估值比率				
P/E	34.31	29.94	22.78	18.00
P/B	4.49	4.27	4.01	3.72
EV/EBITDA	11.87	16.99	12.93	10.31

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	289	275	365	415
净利润	240	277	365	461
折旧摊销	47	41	42	38
财务费用	(4)	1	2	2
投资损失	(2)	(6)	(6)	(8)
营运资金变动	(31)	(35)	(50)	(85)
其它	39	(3)	11	6
投资活动现金流	(173)	(21)	(36)	(32)
资本支出	(95)	(20)	(28)	(41)
长期投资	15	(5)	(10)	5
其他	(93)	3	2	4
筹资活动现金流	(168)	(151)	(210)	(263)
短期借款	(31)	20	10	15
长期借款	0	0	0	0
其他	(137)	(171)	(220)	(278)
现金净增加额	(52)	103	119	119

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“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，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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和/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。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>