

## 公司研究

## 业绩符合预期，关注具身智能进展

## ——咸亨国际（605056.SH）2025 年年报点评

## 要点

**事件：**咸亨国际发布 25 年报，25 年实现营收/归母净利/扣非归母净利 45.6/2.6/2.6 亿元，同比+26.5%/+16.4%/+15.1%。单 Q4 实现营收/归母净利/扣非归母净利 18.7/1.3/1.3 亿元，同比+15.4%/+4.2%/持平。业绩符合预期。公司拟每股派发 0.31 元（含税），对应公告日（4 月 20 日）股息率 1.1%。

**新行业收入延续高增。**分行业看，25 年电力输配行业/其他行业实现收入 16.2/29.4 亿元，同比-13.3%/+69.1%，电力输配收入下行估计系一级电网层级营收下滑；其他行业延续较高增速，25 年油气、发电、交通、核工业、应急等五大战略行业实现收入 15.6 亿元，同比+42.6%；新质行业板块实现收入 9.8 亿元，同比+119.7%。分销售模式看，25 年经销产品/自主产品/服务实现收入 32.3/8.0/5.3 亿元，同比+27.2%/+19.1%/+34.7%。

**费投收缩对冲毛利率下行，盈利能力相对稳健。**25 年综合毛利率 24.2%，同比-5.5pps，主因低毛利率的新领域收入高增形成拖累；期间费用率 15.2%，同比-4.2pps，其中销售/管理/财务/研发费用率为 7.9%/6.0%/-0.3%/1.7%，同比-2.3/-1.5/-0.2/-0.2 pps，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以及费用管控措施加强有关。最终销售净利率为 6.1%，同比-0.5pps。

单 Q4 毛利率 27.1%，同比-4.7 pps；期间费用率 15.6%，同比-1.9 pps，其中销售/管理/财务/研发费用率为 8.5%/5.9%/-0.7%/1.9%，同比-1.0/+0.2/-0.8/-0.2 pps。最终 Q4 净利率 7.8%，同比-0.8 pps。

**依托奇点感知，布局具身智能。**25 年公司整合无人机、特种机器人等相关业务板块，成立子公司奇点感知布局具身智能，实现收入 0.3 亿元。奇点感知在市场推广、产品研发、团队建设及资质认证等方面均取得显著进展。例如在市场推广与场景化应用方面，25 年四足机器人外出演示及参展超百场次，广泛应用于电网、政府、管网、核电、应急等多个重点行业，品牌影响力与行业认可度持续提升。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到新领域毛利率仍较低，我们略下调 26-27 年归母净利预测至 2.92/3.34 亿元（较上次-8%/-7%），新增 28 年归母净利预测为 3.95 亿元，公司为电网 MRO 龙头，布局新赛道和具身智能打开远期成长空间，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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,606	4,561	6,054	7,533	9,174
营业收入增长率	23.15%	26.48%	32.75%	24.42%	21.79%
归母净利润（百万元）	223	260	292	334	395
归母净利润增长率	130.67%	16.45%	12.50%	14.30%	18.42%
EPS（元）	0.54	0.63	0.71	0.82	0.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.10%	14.37%	14.82%	15.77%	17.19%
P/E	53	46	41	36	30
P/B	7.0	6.6	6.0	5.6	5.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-20

## 买入（维持）

当前价：29.06 元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsec.com

分析师：鲁俊

执业证书编号：S0930525070002

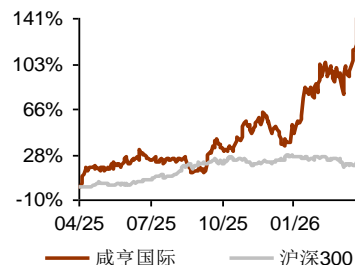
021-52523835

lujun1@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.09
总市值(亿元)	118.97
一年最低/最高(元)	12.44/30.65
近 3 月换手率	149.30%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	27.54	55.17	92.50
绝对	35.23	55.90	118.20

资料来源：Wind

## 相关研报

增长势能延续，经营周期向上——咸亨国际（605056.SH）2025 年三季报点评（2025-10-31）

推出股权激励计划，充分激发团队积极性——咸亨国际（605056.SH）2025 年限制性股票激励计划（草案）点评（2025-09-12）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,606	4,561	6,054	7,533	9,174
营业成本	2,537	3,459	4,704	5,928	7,283
折旧和摊销	27	28	31	35	39
税金及附加	22	25	33	41	50
销售费用	368	359	447	548	649
管理费用	269	273	356	435	521
研发费用	68	77	96	111	126
财务费用	-5	-14	2	3	2
投资收益	2	2	2	2	2
营业利润	316	364	406	460	540
利润总额	315	364	406	460	540
所得税	75	84	93	106	124
净利润	240	280	313	354	416
少数股东损益	17	21	21	21	21
归属母公司净利润	223	260	292	334	395
EPS(元)	0.54	0.63	0.71	0.82	0.97

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	289	561	472	490	621
净利润	223	260	292	334	395
折旧摊销	27	28	31	35	39
净营运资金增加	181	-48	127	151	113
其他	-142	322	21	-30	74
投资活动产生现金流	-173	-449	-101	-101	-101
净资本支出	-95	-57	-83	-83	-83
长期投资变化	35	35	-10	-10	-10
其他资产变化	-112	-428	-8	-8	-8
融资活动现金流	-168	-116	-70	-138	-241
股本变化	-1	0	-1	0	0
债务净变化	-29	60	59	53	-26
无息负债变化	174	588	586	608	684
净现金流	-52	-5	301	251	279

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	29.7%	24.2%	22.3%	21.3%	20.6%
EBITDA 率	10.9%	9.3%	7.7%	6.9%	6.6%
EBIT 率	9.9%	8.4%	7.2%	6.5%	6.2%
税前净利润率	8.7%	8.0%	6.7%	6.1%	5.9%
归母净利润率	6.2%	5.7%	4.8%	4.4%	4.3%
ROA	7.4%	7.0%	6.5%	6.3%	6.4%
ROE (摊薄)	13.1%	14.4%	14.8%	15.8%	17.2%
经营性 ROIC	18.1%	15.3%	15.7%	16.1%	17.4%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	47%	54%	58%	61%	63%
流动比率	1.75	1.35	1.31	1.28	1.27
速动比率	1.63	1.25	1.24	1.20	1.19
归母权益/有息债务	44.82	18.45	12.59	10.12	12.55
有形资产/有息债务	79.71	38.70	29.50	26.03	34.42

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	3,250	4,003	4,833	5,660	6,521
货币资金	832	728	1,029	1,281	1,560
交易性金融资产	16	11	11	11	11
应收账款	1,445	1,691	2,089	2,459	2,824
应收票据	11	14	19	23	28
其他应收款 (合计)	29	38	51	63	77
存货	190	218	212	273	341
其他流动资产	78	123	193	237	287
流动资产合计	2,638	2,905	3,663	4,422	5,219
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	35	35	45	55	65
固定资产	294	290	310	332	356
在建工程	40	68	93	112	126
无形资产	147	143	143	143	143
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	474	474	474	474
非流动资产合计	612	1,098	1,169	1,237	1,301
总负债	1,515	2,163	2,807	3,468	4,126
短期借款	29	93	152	205	179
应付账款	837	1,314	1,788	2,253	2,768
应付票据	130	110	150	189	232
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	26	33	33	33	33
流动负债合计	1,505	2,152	2,794	3,455	4,113
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	10	11	13	13	13
股东权益	1,734	1,840	2,025	2,192	2,395
股本	410	410	409	409	409
公积金	868	883	913	926	926
未分配利润	508	563	699	831	1,014
归属母公司权益	1,702	1,806	1,971	2,117	2,300
少数股东权益	32	34	54	75	95

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	10.20%	7.88%	7.38%	7.28%	7.08%
管理费用率	7.47%	5.98%	5.88%	5.78%	5.68%
财务费用率	-0.14%	-0.31%	0.03%	0.03%	0.03%
研发费用率	1.88%	1.68%	1.58%	1.48%	1.38%
所得税率	24%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.36	0.31	0.46	0.52	0.61
每股经营现金流	0.70	1.37	1.15	1.20	1.52
每股净资产	4.15	4.40	4.81	5.17	5.62
每股销售收入	8.79	11.12	14.79	18.40	22.41

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	53	46	41	36	30
PB	7.0	6.6	6.0	5.6	5.2
EV/EBITDA	30.7	29.3	26.0	23.3	20.1
股息率	1.2%	1.1%	1.6%	1.8%	2.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的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

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 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  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼