

MRO 集约化供应商，具身智能场景应用开拓者

证券研究报告

2026 年 04 月 14 日

威亨国际（605056.SH）首次覆盖报告

核心结论

【核心结论】

基于公司主业 MRO 集约化业务的稳健成长性及公司在具身智能场景应用领域的战略布局及独特优势，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 2.57/3.09/3.76 亿元，考虑到公司在具身智能场景应用领域的广阔应用前景，给予一定估值溢价，结合可比公司 PE 估值情况，给予公司 2026 年 42x PE 估值，对应目标价为 31.70 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

【报告亮点】

本文对威亨国际公司财务指标、核心产品和商业模式、战略布局等内容进行了系统性梳理，分析了 MRO 集约化行业的增长逻辑，并重点介绍了具身智能场景应用的行业现状及威亨国际在具身智能应用领域的独特优势。

【主要逻辑】

威亨国际是 MRO 集约化领域的领先型服务龙头，公司依托专业、定制化的服务模式与央国企等重要大型客户建立了深厚粘性。近年来，阳光采购政策驱动央国企 MRO 集约化采购需求不断增长，公司依托在电网领域的成熟经验，发力五大战略行业，主业增长提速。

国内具身智能行业正在跨越从概念验证到应用落地的产业拐点，特种及工业场景有望率先实现商业化落地。公司具备深厚的场景解读能力与技术落地优势，能够有效破解客户需求非标化与技术供给标准化错位的难题。公司已构建“感知—决策—执行”具身智能体系能力，并布局无人机、特种机器人、四足机器人、半人马机器人、人形机器人等产品，有望成为国内具身智能场景应用引领者。

风险提示：市场竞争加剧的风险；新领域拓展和规模扩张导致的管理风险；非传统经营领域的风险。

核心数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,928	3,606	4,449	5,847	7,394
增长率	37.9%	23.1%	23.4%	31.4%	26.5%
归母净利润（百万元）	97	223	257	309	376
增长率	-53.3%	130.7%	15.2%	20.3%	21.7%
每股收益（EPS）	0.24	0.54	0.63	0.75	0.92
市盈率（P/E）	122.7	53.2	46.2	38.4	31.5
市净率（P/B）	7.5	7.0	6.1	5.2	4.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

增持

股票代码

605056.SH

前次评级

--

评级变动

首次

当前价格

27.46

近一年股价走势



分析师



张恒晖 S0800525020001



zhanghengxuan@research.xbmail.com.cn



陈瑞基 S0800525020004



chenruiji@research.xbmail.com.cn



李雨泉 S0800525070001



liyuquan@research.xbmail.com.cn

相关研究



人在草木间



更多资料请扫码



索引

内容目录

投资要点5

 关键假设5

 区别于市场的观点5

 股价上涨催化剂5

 估值与目标价5

威亨国际核心指标概览6

一、 MRO 集约化供应商，深耕央国企采购体系7

 1.1 MRO 集约化服务引领者，市场拓展进行时7

 1.2 电网行业构成公司主要收入来源，战略行业拓展持续提速7

 1.3 公司营收稳定增长，盈利质量较高9

 1.4 发布股权激励计划，再度深入绑定核心员工11

二、 MRO 集约化行业：行业发展战略机遇期，多领域渗透提速12

 2.1 国内 MRO 集约化市场增速较快，央国企渗透率提速为关键驱动力12

 2.1.1 MRO 集约化市场渗透率及集中度仍有提升空间12

 2.1.2 受益阳光采购进程，央国企 MRO 集约化市场迎来战略性机遇期14

 2.2 多行业 MRO 集约化迅速普及，国内市场竞争仍较为分散15

 2.2.1 电网行业：央企集约化采购标杆，十五五固定资产投资增长明显15

 2.2.2 铁路及轨交行业：运营里程及普及率提高带动后市场增长16

 2.2.3 油气行业：工业设施复杂，维护修理至关重要17

 2.2.4 其他行业：MRO 集约化仍有较大推广空间18

 2.3 威亨国际：长期场景深耕，客户粘性铸就产业护城河18

 2.3.1 供应能力强大，销售体系完善18

 2.3.2 深耕电网领域，持续向新战略领域拓展21

三、 机器人落地场景不断丰富，特种及工业领域有望率先实现商业闭环22

 3.1 具身智能产业应用拐点在即，央国企持续推动场景落地闭环22

 3.2 工业巡检机器人应用前景广泛，以安全性及效率性优势实现“机器换人”24

 3.3 威亨国际：具备深厚的场景解读能力与技术落地优势，有望成为机器人场景应用引领者27

四、 盈利预测与投资建议29

 4.1 盈利预测29

 4.2 相对估值及投资建议29

五、 风险提示30

图表目录

图 1: 威亨国际核心指标概览图.....	6
图 2: 威亨国际发展历程.....	7
图 3: 威亨国际股权结构 (截止 2026 年 4 月 3 日)	7
图 4: 公司主要产品及服务.....	8
图 5: 2024 年各产品营业收入占比	8
图 6: 2024 年各行业营业收入占比	8
图 7: 威亨国际重要客户.....	9
图 8: 威亨国际营业收入及增速.....	9
图 9: 威亨国际归母净利润及增速.....	9
图 10: 公司利润率情况	10
图 11: 公司费用率情况	10
图 12: 公司研发费用及研发费用率情况.....	10
图 13: 公司存货及周转率情况	11
图 14: 公司经营性现金流净额及净现比.....	11
图 15: MRO 技术与服务市场价值链.....	12
图 16: MRO 采购服务市场规模及渗透率.....	13
图 17: 传统采购模式.....	13
图 18: 集约化采购模式	13
图 19: 2021-2025 国家电网固定资产投资及同比	15
图 20: 2021-2025 南方电网固定资产投资及同比	15
图 21: 电工器材	16
图 22: 电工仪器	16
图 23: 2019-2030E 中国铁路运营里程.....	17
图 24: 2019-2025 中国铁路固定投资规模	17
图 25: 公司特色化服务模式	19
图 26: 公司核心竞争优势.....	19
图 27: 威亨数字供应体系.....	20
图 28: 公司 MRO 服务.....	21
图 29: 公司安全体验馆六大主题.....	21
图 30: 机器人行为概览	22
图 31: 央企“AI+”具身智能产业共同体成立.....	23
图 32: 央地共建具身智能工程机器人创新中心	23
图 33: 工业巡检机器人核心技术概述	24
图 34: 工业巡检机器人应用案例.....	24
图 35: 管网检测机器人的各类推进机构.....	26
图 36: 一种安装红外线摄像头和声波盘的足式管道机器人.....	26

图 37：矿山智能巡检机器人类型.....27

图 38：云深处四足机器人（左）、公司开发的四足巡检机器人（右）28

图 39：公司智能巡检管理平台28

图 40：公司 PE band.....30

表 1：2022 年公司首次股权激励业绩考核目标及实现情况11

表 2：2025 激励计划授予的限制性股票在各激励对象间的分配情况.....11

表 3：2025 年公司股权激励业绩考核目标.....12

表 4：MRO 集约化供应商优势14

表 5：阳光采购政策.....15

表 6：2024 年公司数字化建设成果20

表 7：特种机器人主要类型及典型产品22

表 8：中国特种机器人行业政策汇总23

表 9：工业巡检机器人在电力行业的典型应用案例.....25

表 10：公司机器人应用进展及展望27

表 11：公司已构建具身智能完整体系能力28

表 12：分业务盈利预测29

表 13：可比公司估值（可比公司盈利预测来自 wind 一致预期）30

投资要点

关键假设

电力行业：“十五五”期间国网固定资产投资预计达到4万亿元，用于新型电力系统建设，相比“十四五”增长约40%。公司在电网领域拥有较强客户粘性，预计将在MRO集约供应商中占据领先地位，我们预计2025-2027年公司电力领域营收18.36/19.27/20.24亿元，同比增长-1.50%/5.00%/5.50%；电网行业作为央企集约化采购标杆，行业态势稳定，预计毛利率维持相对稳定状态，预计2025-2027年毛利率分别为33.00%/32.90%/32.80%。

其他行业：近年来一系列阳光采购政策进一步推动央企国企集约采购，将其采购流程转移到线上，并确保透明采购。公司结合各央企国企MRO集约化推进的发展态势，努力将成熟的电网领域经验嫁接五大战略行业。我们预计2025-2027年公司其他领域营收26.13/39.20/53.70亿元，同比增长50.00%/50.00%/37.00%；随着公司对于其他行业场景理解的逐步加深，预计毛利率将维持稳定增长态势，预计2025-2027年毛利率分别为18.50%/18.80%/19.20%。

综上所述，我们预计威亨国际2025-2027年营收分别为44.49/58.47/73.94亿元，归母净利润分别为2.57/3.09/3.76亿元。

区别于市场的观点

市场主要认为MRO集约化行业增速缓慢且壁垒较低，我们认为，受益于央企阳光采购政策及公司在战略行业的大力布局，预计未来公司MRO集约化业务将处于较快增长态势，此外公司在具身智能场景应用的布局有望成为公司的第二增长极。

股价上涨催化剂

公司下游行业MRO集约化需求增加；公司具身智能订单落地；公司具身智能研发及布局新进展。

估值与目标价

基于公司主业MRO集约化业务的稳健成长性及公司在具身智能场景应用领域的战略布局及独特优势，我们预计2025-2027年公司归母净利润为2.57/3.09/3.76亿元，考虑到公司在具身智能场景应用领域的广阔应用前景，给予一定估值溢价，结合可比公司PE估值情况，给予公司2026年42x PE估值，对应目标价为31.70元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1: 咸亨国际核心指标概览图



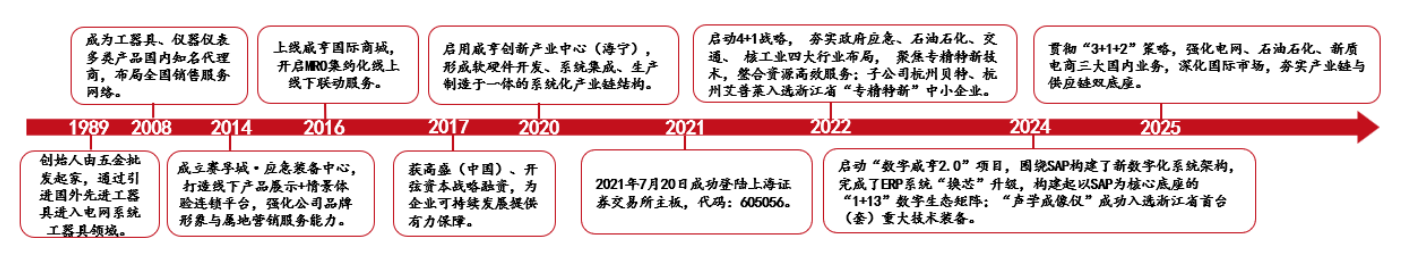
资料来源：公司官网，公司历年年报，西部证券研发中心

一、MRO 集约化供应商，深耕央企采购体系

1.1 MRO 集约化服务引领者，市场拓展进行时

咸亨国际是全国性 MRO 集约化供应商，主要聚焦能源、交通和应急等领域的工器具、仪器仪表等产品的研发、生产、销售及相关技术服务，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。公司持续深耕电网领域，并借鉴电网的商业模式，有侧重地向油气、发电、核工业、交通和政府应急等重资产国央企战略行业进行拓展突破。

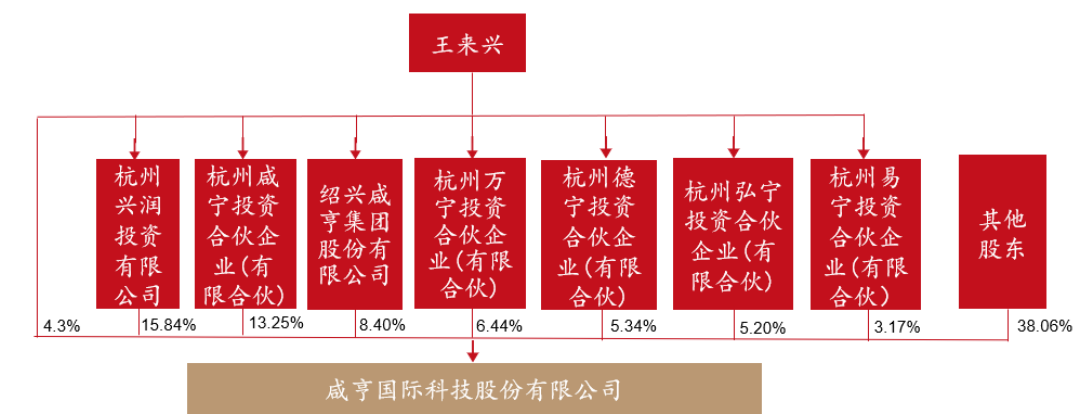
图 2：咸亨国际发展历程



资料来源：咸亨国际官网及历年年报、西部证券研发中心

深度绑定核心员工团队，王来兴先生为公司实际控制人。王来兴先生直接持有公司 4.3% 股份，并通过杭州兴润投资间接持股公司 15.8% 股份，咸宁、万宁、弘宁、德宁以及易宁的执行事务合伙人均为王来兴先生。咸宁、万宁、弘宁、德宁、易宁均为公司员工持股平台，覆盖核心、骨干员工超过 100 名，深度绑定员工与公司利益，并体现公司高度重视人才对公司可持续发展的作用。有限合伙企业及其一致行动人杭州兴润投资有限公司、王来兴先生合计持有公司股份 53.53% 股份。

图 3：咸亨国际股权结构（截止 2026 年 4 月 3 日）



资料来源：ifind、《关于股东减持股份计划结果的公告》、西部证券研发中心

1.2 电网行业构成公司主要收入来源，战略行业拓展持续提速

产品供应能力强大，技术服务体系专业。公司通过集约化外购（经销）以及自产的方式为下游客户集约化提供 12 大类工器具和仪器仪表类 MRO 产品（年报口径），全品类覆盖 32 大类、200 万+SKU（官网口径），并为客户提供电气设备状态检测、无损检测、运维巡检、地下管网探测、计量校准检测、专项技能培训、实训方案和应急演练等专业化技术服务，根据客户需求公司还提供例如无人值守解决方案、电缆仿真及实训方案、数字化一站式仓储方案、安全体感实训室等综合解决方案。2024 年，公司新增 50 余万个 SKU，引进合作品牌 37 个，供应商总数达 2.27 万家。

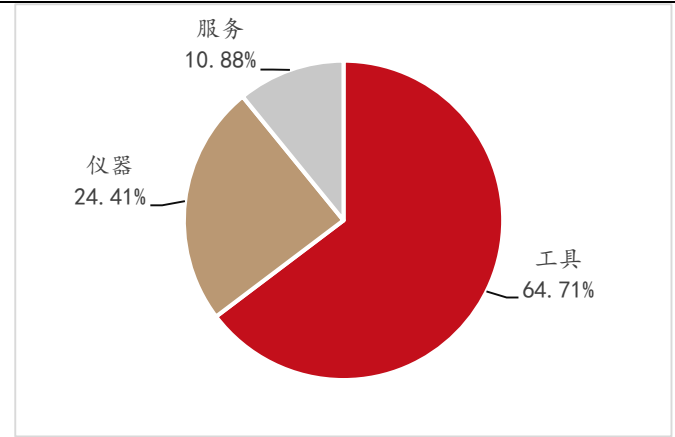
图 4：公司主要产品及服务



资料来源：公司招股说明书、西部证券研发中心

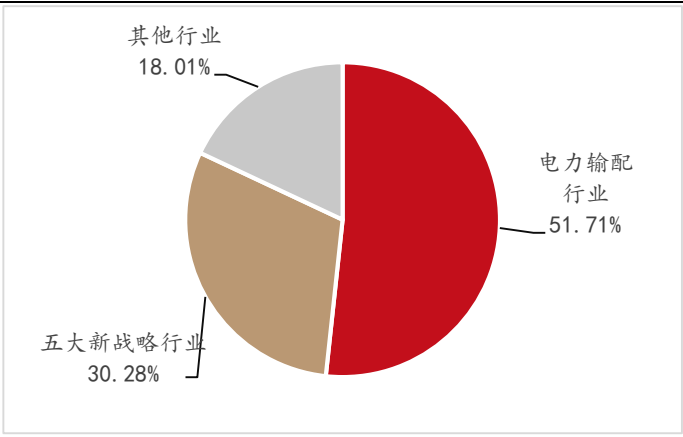
工具产品收入占比突出，电力输配行业为公司主要收入来源。从产品类别看，2024 年，公司工具、仪表产品、服务分别实现营业收入 23.32/8.80/3.92 亿元，占公司营业收入比例为 64.71%/24.41%/10.88%。从行业类别看，公司持续深耕电网领域，积极从电网领域向油气、发电等重点战略行业拓展。公司在电力输配行业、五大战略行业和其他行业分别实现营业收入 18.63/10.91/6.49 亿元，占公司营业收入比例分别为 50.71%/30.28%/18.01%。

图 5：2024 年各产品营业收入占比



资料来源：公司 2024 年报、西部证券研发中心

图 6：2024 年各行业营业收入占比



资料来源：公司 2024 年报、西部证券研发中心

借鉴电网深耕经验，公司积极向五大战略行业拓展。公司紧紧抓住国央企加速集约化采购和电商化采购的行业趋势，积极从电网领域向油气、发电等重点战略行业拓展，借鉴电网的商业模式持续做深；拓展其他能源等重资产国央企的新行业，积极寻找新的战略行业。公司在油气板块持续开发国家管网、中石化、中石油、中海油等央国企项目，积极拓品类扩规模。于 2023 年开始，公司连续中标国电投、中国华能和中国华电等大型发电集团的 MRO 采购项目，并将其作为公司的新战略行业。公司五大战略行业 2024 年度销售额约为 10.91 亿元，较 2023 年度同比增长约 70.97%；其中在发电这一新战略行业，2023 年公司的营收规模几乎为零，2024 年公司实现了 2.33 亿元的销售收入。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、中国中粮等国央企的核心 MRO 供应商。

图 7：威亨国际重要客户

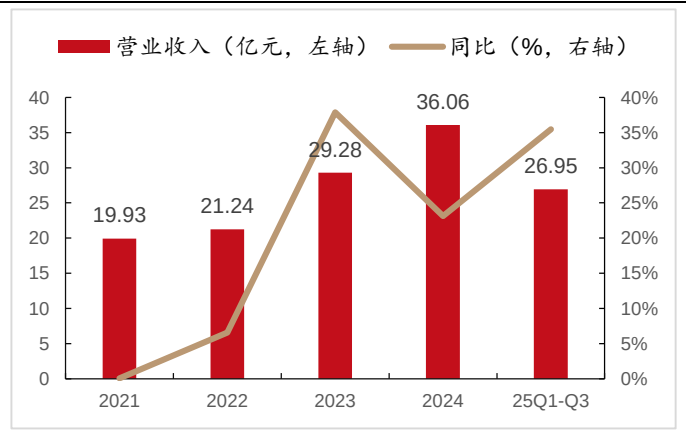


资料来源：公司历年年报、西部证券研发中心

1.3 公司营收稳定增长，盈利质量较高

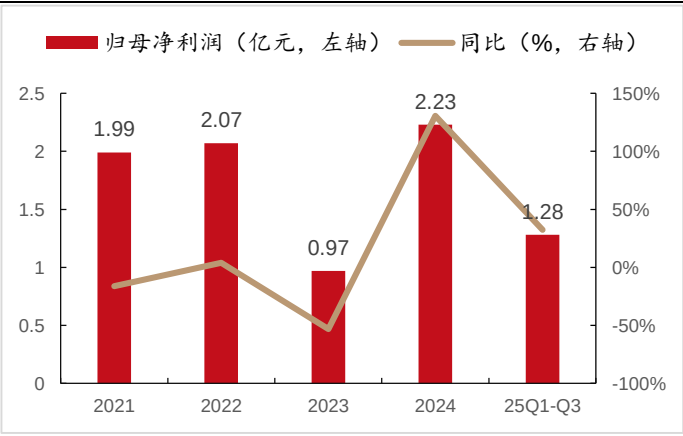
受益央企 MRO 集约化采购进程，公司营业收入稳健增长。由于公司持续深耕油气、发电等战略领域，电网以外其他行业的央企加快推动集约化、电商化采购，公司 2024 年/2025Q1-Q3 分别实现营业收入 36.06/26.95 亿元，较上年同期增长 23.15%/35.47%；其中，2024 年公司在五大战略行业及电商等领域的营业收入同比增加了 49.75%；公司 2024 年/2025Q1-Q3 分别实现归母净利润为 2.23/1.28 亿元，分别较上年同期增长 130.67%/32.45%。

图 8：威亨国际营业收入及增速



资料来源：ifind、西部证券研发中心

图 9：威亨国际归母净利润及增速

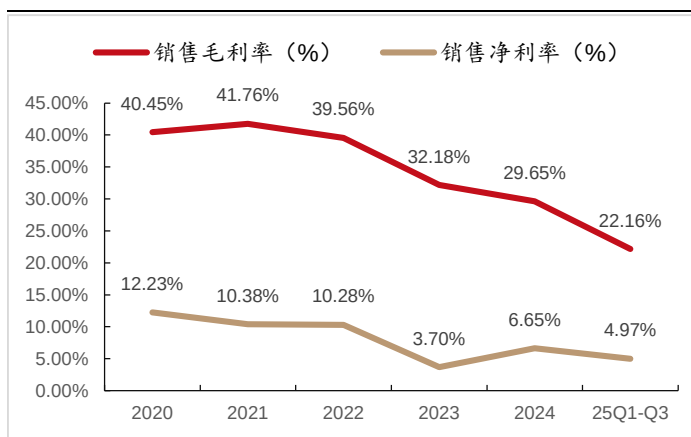


资料来源：ifind、西部证券研发中心

费用管控能力持续增强，新领域拓展致毛利率和净利率下行。2024 年/2025Q1-Q3 公司毛利率分别为 29.65%/22.16%，净利率分别为 6.65%/4.97%。2025Q1-Q3 公司毛利率同比下滑与毛利较低的新战略领域收入延续高增有关。公司在电网领域的毛利率保持较为稳定的态势，由于新行业拓展初期对应用场景的理解尚处深化阶段，销售产品以标准化品类为主，致使毛利率较电网领域偏低；2025Q3，公司实现净利率 6.14%，环比提升 1.56pct，盈利能力回升。我们认为，随着公司持续深入拓展新战略领域，产品品类逐步完善，未来盈利能力有望逐步回升。期间费用方面，公司依托数字化管理水平的全面提升，以及内部管理体系的不断完善，期间费用率处于不断下降态势。2025Q1-Q3 公司实现管理费用率 6.03%，同比-1.44pct；财务费用率-0.02%，同比+0.12pct；销售费用率 7.42%，同比-2.78pct；

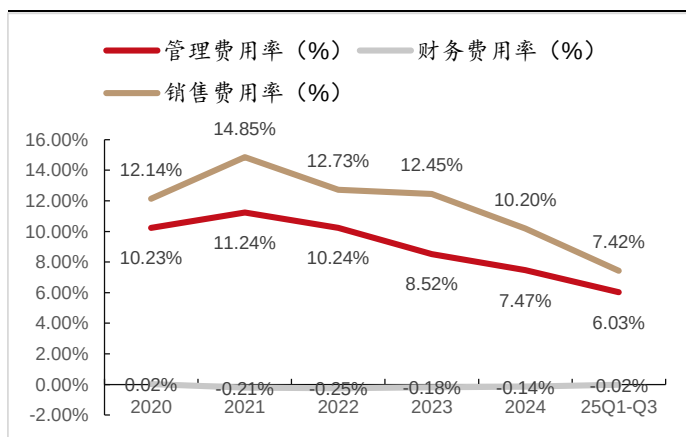
研发费用率 1.56%,同比-0.32pct。

图 10：公司利润率情况



资料来源：ifind、西部证券研发中心

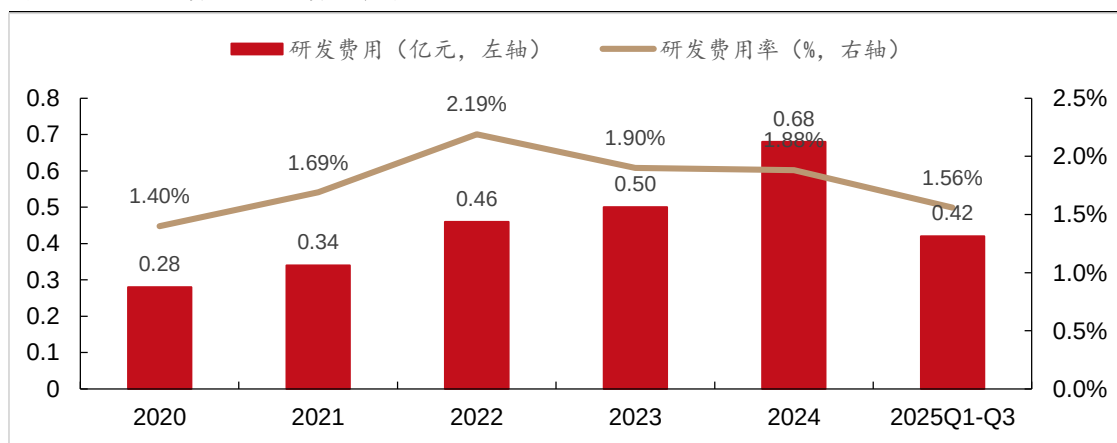
图 11：公司费用率情况



资料来源：ifind、西部证券研发中心

研发投入持续增加，自主产品与数字化赋能长期成长。2024年，公司研发投入0.68亿元，同比增长21.49%。2025年上半年研发投入同比增长18%，重点推进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。公司在国家管网公司部署大疆“全新一代无人机全自动化机场3”，落地首个产业级四足机器人项目，自主产品体量提升带动核心竞争力增强。截至2025年6月，威亨国际及下属子公司共拥有专利355项，其中发明专利70项，实用新型245项，外观设计40项，拥有软件著作权254项，作品著作权8项，参编国家标准6项、行业标准9项，获得诸多科研项目成果。

图 12：公司研发费用及研发费用率情况

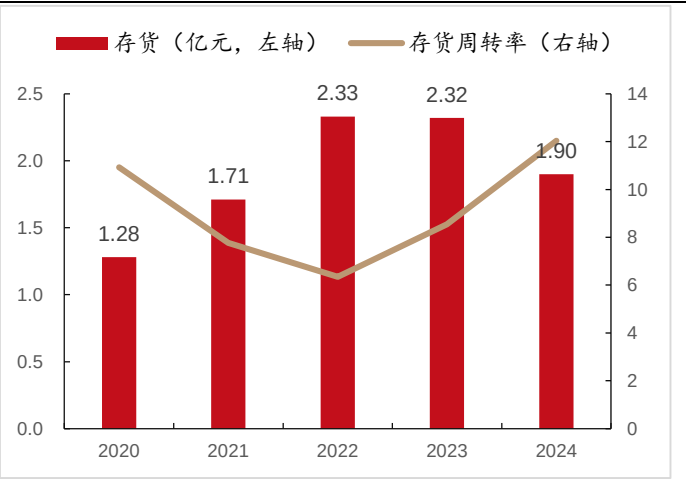


资料来源：ifind、西部证券研发中心

公司存货周转率维持较高水平且有提升趋势。2024年公司存货为1.90亿元，同比减少18.13%，存货周转率为12.03，同比增加3.49，主要系公司优化销售渠道，与客户建立起长期的可信赖的稳定合作关系，严格执行“以销定采/以销定产”，对下游的交货期较短，使得公司存货余额较小，周转较快。

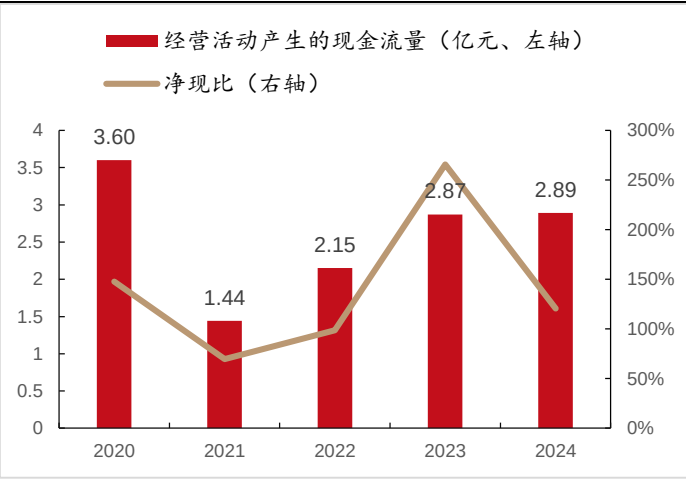
现金流稳健，净现比超过100%。2021-2024年，公司经营活动产生的现金净流量逐步提升，2024年经营活动产生的现金流净额达2.89亿元，同比增加0.70%，净现比达到120%，体现公司盈利质量较高。

图 13：公司存货及周转率情况



资料来源：ifind、西部证券研发中心

图 14：公司经营现金流净额及净现比



资料来源：ifind、西部证券研发中心

1.4 发布股权激励计划，再度深入绑定核心员工

首次激励计划目标达成，激励计划效果显著。2022 年 10 月，公司发布关于向激励对象首次授予限制性股票的公告，向激励对象授予的限制性股票数量为 1,200 万股。此次激励计划授予对象共 81 人，其中包括公司总经理夏剑剑、副总经理林化夷、冯正浩等五位公司高管，以及中层管理人员及其他核心人员 76 人。此次激励计划首次授予的限制性股票的解除限售考核年度为 2022-2024 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。此次激励计划制定的公司层面业绩考核目标为 2022-2024 年净利润分别达到 2.2 亿元、2.5 亿元、3.0 亿元或营业收入分别达到 21 亿元、26 亿元、30 亿元，公司三次解除限售期均达成公司层面目标。

表 1：2022 年公司首次股权激励业绩考核目标及实现情况

解除限售期	目标	完成情况
第一个解除限售期	2022 年净利润不低于 2.20 亿元（较 2021 年+5.4%）或营业收入不低于 21.00 亿元（较 2021 年+5.4%）	达成
第二个解除限售期	2023 年净利润不低于 2.50 亿元（较 2021 年+19.8%）或营业收入不低于 26.00 亿元（较 2021 年+30.5%）	达成
第三个解除限售期	2024 年净利润不低于 3.00 亿元（较 2021 年+43.7%）或营业收入不低于 30.00 亿元（较 2021 年+50.6%）	达成

资料来源：《关于 2022 年限制性股票激励计划首次授予部分第三个解除限售期解除限售条件成就的公告》、《关于 2022 年限制性股票激励计划预留授予部分第二个解除限售期解除限售条件成就的公告》、《威亨国际科技股份有限公司关于 2022 年限制性股票激励计划预留授予部分第一个解除限售期解除限售暨上市的公告》、西部证券研发中心

再度发布激励计划，有助于提高公司核心员工积极性和创造性。2025 年 9 月，公司发《关于向 2025 年限制性股票激励计划激励对象授予限制性股票的公告》，向激励对象授予的限制性股票数量为 600 万股，占公司总股本 1.46%；计划授予对象共 166 人，其中包括公司副总经理方莉、财务总监丁一彬两位公司高管，以及核心管理人员、董事会认为需要激励的其他人员 164 人，授予价格为 7.29 元/股。

表 2：2025 激励计划授予的限制性股票在各激励对象间的分配情况

姓名	职务	拟获授的限制性股票数量 (万股)	占本次激励计划授出权益数量的比例	占授予时公司股本总额的比例
方莉	副总经理	10	1.67%	0.02%
丁一彬	财务总监	10	1.67%	0.02%
核心管理人员、董事会认为需要激励的其他人员 (164 人)		580	96.67%	1.41%

合计（166 人）	600	100%	1.46%
-----------	-----	------	-------

资料来源：《2025 年限制性股票激励计划（草案）摘要公告》、西部证券研发中心

此次激励计划首次授予的限制性股票的解除限售考核年度为 2025-2027 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。此次激励计划制定的公司层面业绩考核目标为 2025-2027 年净利润分别达到 2.6 亿元、2.9 亿元、3.3 亿元或营业收入分别达到 45 亿元、60 亿元、75 亿元。该激励有利于充分调动公司管理人员和核心骨干积极性和创造性，有效提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，确保公司发展战略和经营目标的实现。

表 3：2025 年公司股权激励业绩考核目标

归属期	考核年度	考核年度营业收入（亿元）		考核年度净利润（亿元）	
		目标值	触发值	目标值	触发值
第一个解除限售期	2025	45	41	2.60	2.46
第二个解除限售期	2026	60	54	2.90	2.62
第三个解除限售期	2027	75	68	3.30	2.97

资料来源：《2025 年限制性股票激励计划（草案）摘要公告》、西部证券研发中心

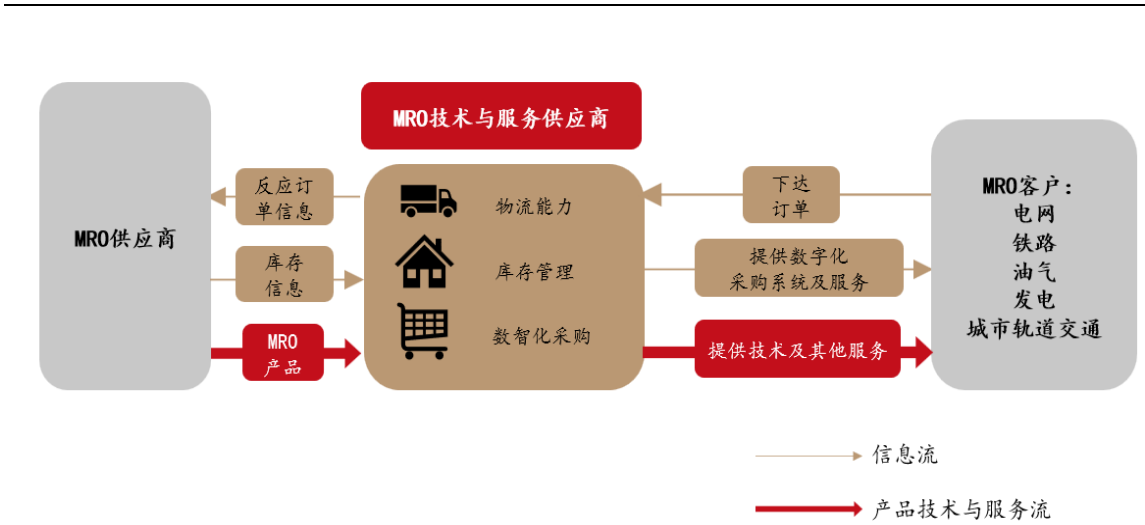
二、MRO 集约化行业：行业发展战略机遇期，多领域渗透提速

2.1 国内 MRO 集约化市场增速较快，央国企渗透率提速为关键驱动力

2.1.1 MRO 集约化市场渗透率及集中度仍有提升空间

“MRO”是 Maintenance（维护）、Repair（维修）、Operation（运行）三个英文单词的首字母缩写，指非主要生产设备和原材料的工业用品，主要用于维护、维修、运行设备的物料和服务。MRO 技术与服务供应商通过向供应商采购 MRO 产品，依靠其与客户紧密连接的销售网络，精准分析客户需求，提供匹配的产品解决方案，有效减少下游客户在产品搜寻上耗费的人力成本及时间成本，降低客户运营成本，提升采购效率。

图 15：MRO 技术与服务市场价值链



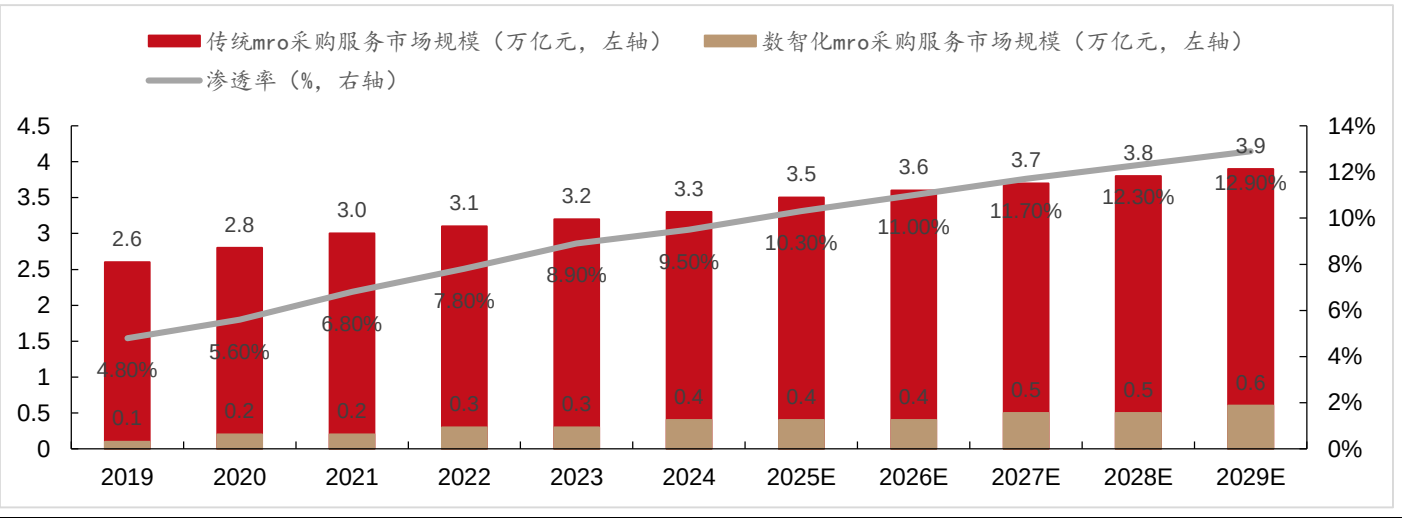
资料来源：京东工业招股书、西部证券研发中心

MRO 市场规模呈稳定增长态势。根据京东工业招股书，按交易额计算，2024 年中国 MRO 采购服务市场规模为 3.7 万亿元人民币，预计到 2029 年 MRO 采购服务市场规模将达到

4.5 万亿元人民币，复合年增长率为 4.2%。

渗透率提升推动数智化 MRO 市场快速增长。由于数智化 MRO 采购服务具备便捷、透明、高性价比的特点，其接受度正不断提升，根据京东工业招股书，中国数智化 MRO 采购服务渗透率（即数智化 MRO 采购服务市场规模除以 MRO 采购服务市场规模）在 2024 年为 9.5%，与美国 2024 年超过 15% 的渗透率相比仍相对较低，预计 2029 年中国数智化 MRO 采购服务渗透率将达到 12.9%。按交易额计算，中国数智化 MRO 采购服务行业的市场规模在 2024 年达到 0.4 万亿元人民币，预计 2029 年将达到 0.6 万亿元人民币，复合年增长率为 10.6%。

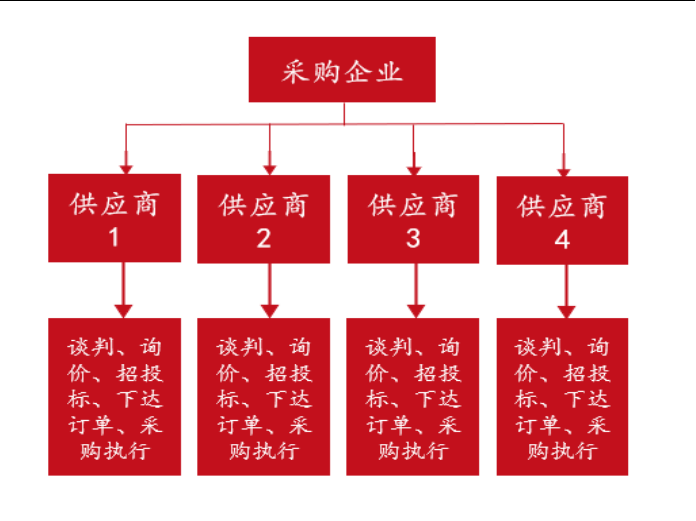
图 16: MRO 采购服务市场规模及渗透率



资料来源：京东工业招股书、西部证券研发中心

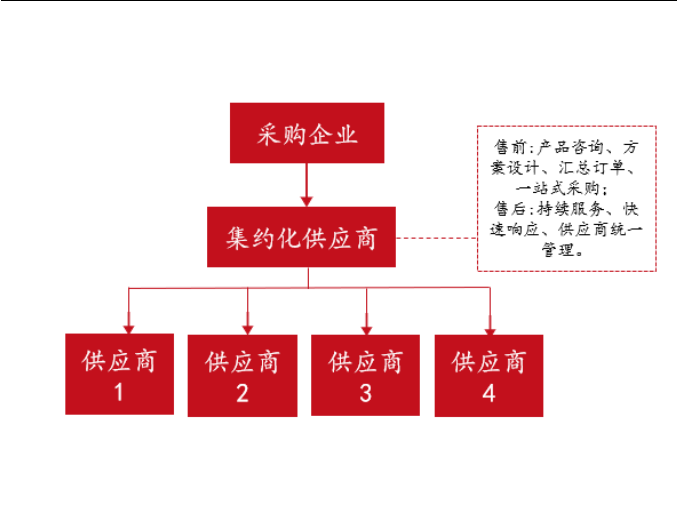
中国 MRO 采购服务市场仍然相对分散，行业集中度有待提升。中国主要 MRO 采购服务提供商包括西域、鑫方盛、京东工业、威亨国际、得力集团及震坤行等。按 2024 年的交易额计，中国 MRO 采购服务市场前十大公司仅占约 1.5% 的市场份额，而 2024 年美国 MRO 采购服务市场前十大公司约占 30% 至 45% 的市场份额，随着现有领先参与者巩固其已确立的竞争优势，中国的行业集中度预计将进一步提高。

图 17: 传统采购模式



资料来源：威亨国际招股说明书，西部证券研发中心

图 18: 集约化采购模式



资料来源：威亨国际招股说明书，西部证券研发中心

集约化采购模式符合 MRO 的特性。MRO 品类众多、专业性强、流通链条长，其下游客户在采购时又有临时性、零散性与需求模糊的特性，更适合集约化采购模式。集约化供应

商有以下优势：（1）集约化供应商适应 MRO 品类众多、专业性强的特点。（2）集约化采购模式适应临时性、零散性采购，缩短流通链条。（3）集约化采购模式有利于提升行业整体服务水平，其服务始终贯穿客户售前及售后环节。**中国的 MRO 集约化行业目前仍处发展的初期**，在欧美成熟市场中，固安捷的渗透率在 4%-5%，国内尚未出现渗透率超过 1% 的集约供应商。目前，**中国 MRO 市场正处于从传统零散采购向集约化采购的快速过渡阶段**，MRO 产品集约化采购已经在电网、发电等领域快速普及。

表 4：MRO 集约化供应商优势

优势	内涵
①集约化采购模式适应 MRO 品类众多、专业性强的特点	集约化供应商拥有较为全面产品目录，依托于“离客户足够近的”销售网络，对 MRO 品牌、性能、技术参数熟悉的专家团队，能够适应客户集约化采购的需求，可以精准分析客户需求，为客户提供一站式的 MRO 采购，有效减少下游客户在产品搜寻上耗费的人力成本及时间成本，降低客户运营成本，提升采购效率。
②集约化采购模式适应临时性、零散性采购，缩短流通链条	成熟的 MRO 集约化供应商可以提升自身的盈利水平和下游客户的满意度。集约化供应商能有效汇总下游客户的零散采购需求，进而在自身的采购端形成规模优势，同时，有效传导给上游生产厂商，通过直接向生产厂商或高层级的经销商采购产品，极大地降低双方信息不对称程度，缩短流通环节，降低产品部分采购成本并且提高供货的时效性。
③集约化采购模式有利于提升行业整体服务水平	MRO 集约化供应商具有一定规模，熟悉产品线及性能，有专业的销售及技术服务团队，依托广泛的销售及服务网络，快速响应为下游客户提供各种技术服务。集约化供应商的服务始终贯穿客户售前及售后环节。

资料来源：京东工业招股书、西部证券研发中心

2.1.2 受益阳光采购进程，央国企MRO集约化市场迎来战略性机遇期

国企采购数字化转型为必然趋势。传统国企采购模式有诸多困境：流程极为繁琐复杂，涉及众多部门与环节，耗费大量人力与时间成本；审批环节繁多，导致采购进度停滞不前；采购周期难以快速响应市场变化与企业紧急需求；信息不对称使采购人员难以及时掌握市场最低价，不仅抬高直接采购成本，还可能导致后续质量、售后等隐性成本攀升。而数字化技术能够实现海量数据的快速处理与精准分析，通过线上平台，采购流程得以简化和标准化，极大地提高了采购效率。因此，国企为提升自身竞争力实现采购数字化转型成为必然选择。

阳光采购政策驱动，央国企 MRO 集约化采购需求不断增长。中国大型工业企业体量的不断上升，出于对成本和专业化的诉求，其迫切需要 MRO 的集约化供应商。同时，中国政府自 2015 年起已实施“阳光工程”，近年来一系列阳光采购政策进一步推动央国企集约采购，将其采购流程转移到线上，并确保透明采购。前期央企的集约化采购主要以大型设备、原材料和办公物资等品类为主，近年来 MRO 亦逐步进入集约化采购范畴。2024 年 7 月 18 日，国务院国有资产监督管理委员会、国家发展和改革委员会发布《关于规范中央企业采购管理工作的指导意见》提出：提升采购数智化水平以及加大集中采购力度，深化电子采购系统应用以及大力推广企业电子商城。电商化采购政策为整个数字化采购带来更多商机，且推动了国央企 MRO 工业品的数字化采购进程。此外，国央企的集约化采购，逐步从关注价格，向质量、交付、服务、协同、数据互通等因素综合考量，从单纯采购向供应链整合和供应链生态方向发展。

表 5：阳光采购政策

时间	发布部门	相关文件	主要内容
2025/9	国务院办公厅	《国务院办公厅关于在政府采购中实施本国产品标准及相关政策的通知》	政府采购活动中既有本国产品又有非本国产品参与竞争的，依法对本国产品给予价格评审优惠，对本国产品的报价给予 20% 的价格扣除，用扣除后的价格参与评审。
2024/6	国务院办公厅	《政府采购领域“整顿市场秩序、建设法规体系、促进产业发展”三年行动方案（2024—2026 年）》	建立健全促进现代产业发展的政府采购政策功能体系，整顿市场秩序，优化营商环境、升级改造中央政府采购电子平台，加强政府采购协同监管；认真贯彻落实《深化政府采购制度改革方案》，建立政府采购本国产品标准体系；构建符合国际规则的政府采购支持创新政策体系，建立健全政府采购合作创新采购制度。
2024/5	国务院办公厅	《国务院办公厅关于创新完善体制机制 推动招标投标市场规范健康发展的意见》	完善招标投标制度体系，优化制度规则设计；健全招标代理机构服务机制，推进招标采购机制创新；推进数字化智能化转型升级，加快推广数智技术应用，优化电子招标投标平台体系；提升招标投标政策效能，健全支持创新的激励机制，优化绿色招标采购推广应用机制。
2023/12	财政部办公厅	《关于进一步提高政府采购透明度和采购效率有关事项的通知》	推进政府采购合同变更信息公开、完善中标、成交结果信息公开、推进采购项目电子化实施、提高采购合同签订效率、加快支付采购资金、支持开展政府采购融资。
2022/5	财政部	《财政部关于做好政府采购框架协议采购工作有关问题的通知》	加强框架协议采购组织协调、处理好集中采购相关问题的衔接、推动采购需求标准的制定、加强采购方案审核备案管理、落实政府采购政策、推进框架协议电子化采购系统建设、维护供应商合法权益。
2021/4	财政部	《政府采购需求管理办法》	采购人采购纳入政府集中采购目录的项目，必须委托集中采购机构采购；根据采购需求特点提出的供应商资格条件，要与采购标的的功能、质量和供应商履约能力直接相关，一般采用公开方式邀请供应商参与政府采购活动。
2020/3	财政部	《关于开展政府采购意向公开工作的通知》	强调高度重视采购意向公开工作，推进采购意向公开是优化政府采购营商环境的重要举措；做好采购意向公开工作有助于提高政府采购透明度，方便供应商提前了解政府采购信息，对于保障各类市场主体平等参与政府采购活动，提升采购绩效，防范抑制腐败具有重要作用。

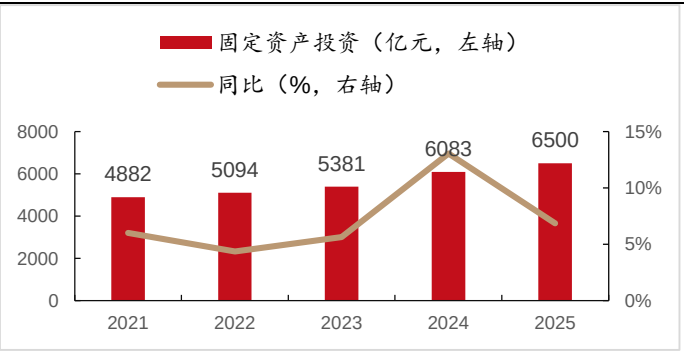
资料来源：中国政府采购网、西部证券研发中心

2.2 多行业MRO集约化迅速普及，国内市场竞争仍较为分散

2.2.1 电网行业：央企集约化采购标杆，十五五固定资产投资增长明显

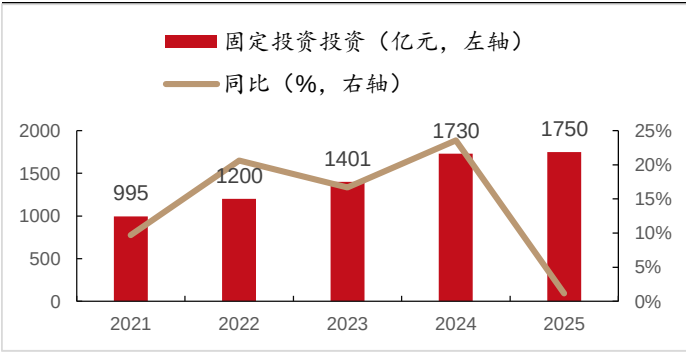
我国全社会用电量持续攀升，“十五五”国网固定资产投资高增 40%。2025 年上半年，全社会用电量累计 48,418 亿千瓦时，同比增长 3.7%。近些年，电力投资从偏重发电端逐步转向发电投资和电网投资并重的局面，电网投资增速保持较高水平。2025 年，国网计划固定资产投资超 6,500 亿元，南网固定资产投资 1,750 亿元，合计超 8,250 亿元。“十五五”期间国网固定资产投资预计达到 4 万亿元，用于新型电力系统建设，相比“十四五”增长约 40%。

图 19：2021-2025 国家电网固定资产投资及同比



资料来源：界面新闻、新浪财经、观研报告、腾讯网、西部证券研发中心

图 20：2021-2025 南方电网固定资产投资及同比



资料来源：南方电网、北极星电力网、西部证券研发中心

电力投资增加拉动下游电网检修行业规模增加。电网运维检修行业上游主要是为电网运维检修企业提供各类原材料及设备的供应商，包括电工仪器仪表、机电工具、电工器材、手动工具等等，行业下游为国家电网、南方电网等电网运营企业。电网中的相关电力设施的状态直接关系到电网的稳定运行，因此对电力设施进行运维检修是保障设施安全、电网稳定运行的重要手段。随着我国电网投入不断加大，电网规模将不断扩大，电网行业运维检修工器具、仪器仪表市场规模将不断增加，电力安全性的要求不断提高，对电网运维检修企业的技术水平、产品质量和服务相应速度提出更高要求。根据智研咨询，中国电力运行维护市场规模实现持续快速增长，从2017年的54.2亿元增长至2024年的488.33亿元，年复合增长率为27.67%。未来，电力运行维护将会朝向更加智能化、自动化、可视化的方向发展，实现更加高效、准确的设备监控和维护。

图 21：电工器材



图 22：电工仪器



资料来源：威亨国际招股书、西部证券研发中心

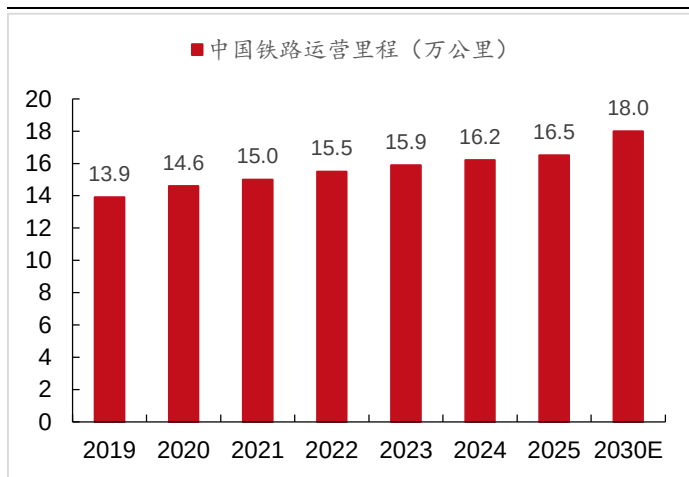
资料来源：威亨国际招股书、西部证券研发中心

聚焦数智转型，国网公司集约化采购管理水平央企领先。国家电网在2010年开始实施“三集五大”的发展战略，旨在实施人力资源、财务、物资集约化管理，构建大规划、大建设、大运行、大检修、大营销体系；在“十二五”期间执行一体化、集约化的物资管理方式，不断建立完善和实施集约化物资采购体系和生态，并成为央企集约化采购的标杆。截至2022年，国网公司集中采购率、公开招标率、上网采购率、电子招标率全部保持100%，公司所有采购活动应用一级部署的国网电子商务平台（ECP）全流程在线实施，且供应链运营中心推动业务由“人工判断”向“数智决策”升级，推动采购及供应链现代化发展。

2.2.2 铁路及轨交行业：运营里程及普及率提高带动后市场增长

铁路投资平稳增长，铁路里程进一步增加。2025年，全国铁路完成固定资产投资9015亿元、同比增长6%，投产新线3109公里，其中高铁2862公里。“十四五”期间，全国铁路营业里程由14.63万公里增至16.5万公里、增长12.8%，高铁由3.79万公里增至5.04万公里、增长32.98%，我国建成世界规模最大、先进发达的高速铁路网；国铁集团资产总额由8.7万亿元增加到10.2万亿元、增长17.1%。“十五五”期间全国铁路营业里程达到18万公里左右，其中高铁6万公里左右，复线率和电气化率分别达到64%和78%，“八纵八横”高铁系统成网，基本建成世界一流的现代化铁路网。

图 23：2019-2030E 中国铁路运营里程



资料来源：国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司统计公报、西部证券研发中心

图 24：2019-2025 中国铁路固定投资规模



资料来源：国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司统计公报、西部证券研发中心

铁路运营里程持续增长，带动铁路后市场增长。随着全国铁路里程、车龄增加以及电气化铁路普及，我国铁路行业已逐渐由大规模“设计建造”阶段转入长期“设计建造与运营维护并重”阶段，轨道和车辆保养需求上升，进而将带动与维护、保养、更新改造、运营管理相关的铁路后市场进入增长期。根据博研咨询，中国高速铁路网络的持续扩展与既有线路运营年限的延长，带动了车辆检修、零部件更换、智能化升级及运维服务等后市场需求的系统性提升，中国高铁后市场在 2025 年实现市场规模 763.24 亿元人民币，同比增长 12.3%，展现出强劲的增长动能。共研网预计 2031 年我国铁路维修维护服务产值将达到 1810.4 亿元。

随着城市轨道交通的普及，城市轨道交通车辆以及其它相关设施不断增多，其运维检修市场将不断增长。城市轨道交通领域具有相对独立的内部电网，开通前以及运营期间，需要相应的运维检修工器具、仪器仪表用于线路的运维检修，以保障运行安全。随着早期投运线路进入大修周期，设备老化问题日益突出，促使各地轨道交通运营单位加大预防性维护和智能化检测投入。根据博研咨询，2024 年中国城市轨道交通运维检修行业市场规模达到 163.7 亿元，较 2023 年同比增长 9.5%。以北京地铁为例，其 2024 年用于线路大修与车辆架修的专项资金超过 18 亿元，较 2020 年增长近 60%。

2.2.3 油气行业：工业设施复杂，维护修理至关重要

石油和天然气炼油厂维护服务是能源行业的重要组成部分，专注于炼油厂及相关设施的维护和修理。石油和天然气炼油厂是复杂的工业设施，将原油加工成各种精炼产品。这些炼油厂的维护和修理对于确保其高效、安全并符合环境法规至关重要。石油和天然气炼油厂维护服务包括例行检查、维修、大修和升级等活动。随着炼油厂在遵守严格的环境法规的同时提高性能的压力越来越大，对先进维护实践的需求不断增长。石油化工设备检维修行业上游主要包括设备仪器、传感器等零部件，下游应用于石油化工行业。2023 年，我国石油化工设备检维修行业市场规模为 1310.48 亿元，相比 2016 增加 314.54 亿元，复合年增长率为 4.0%；其中维保服务规模为 347.97 亿元，设备维修备件及检修费用规模为 962.51 亿元。

供应链为油气行业的关键支撑，集约化采购可保障高效协同。集约化采购是油气公司保障服务、降本增效的核心抓手，并可确保物资采购全过程合规高效，质量、进度、费用全面受控。此外，集约化采购的高响应速度，也可确保行业重点工程生产经营不停摆。以中国

石油公司为例，其通过集约化采购策略和设计编码的深度运用，优化供应商排产与发运顺序，确保在正确的时间将正确的材料送达正确的地点，减少仓储和二次倒运，避免领料和用料错误，提高项目建设效率和质量，有效降低了时间和经济成本。

2.2.4 其他行业：MRO集约化仍有较大推广空间

- ◆ **应急行业：**应急产业是一个跨越多个部门和领域的综合性的新兴行业，与其他经济部门交叉并相互渗透，主要包括应急装备与应急服务及维护市场，其中应急装备占据主要份额。2024 年我国应急产业规模增长至 13934.7 亿元。其中，应急装备市场规模为 9199.8 亿元，占应急产业的 66.02%；应急服务及维护市场规模为 4734.9 亿元，占应急产业的 33.98%。预计 2025 年我国应急产业规模有望到 14589.2 亿元。
- ◆ **发电行业：**全国发电装机容量持续增长，增速波动增长。2024 年，全国新增发电装机容量 4.3 亿千瓦。截至 2024 年底，全国全口径发电装机容量 33.5 亿千瓦，同比增长 14.6%。以五大发电集团为代表的大型发电集团，其 MRO 集约化推进程度在近几年明显加快。
- ◆ **核工业：**以中核集团为例，中核集团充分认识到集中采购是企业管理体系建设向集约化、信息化、市场化转型的重要抓手，以更加紧迫的态度深化推动企业基础能力建设；以建设世界一流供应链体系为奋斗目标，打造专业化集采队伍，提升采购与供应链管理标准化水平，推动采购供应链管理数字化转型，深化产业链协同和供应链生态建设。2019 年 6 月 28 日，中核集团电子采购平台和电子商城正式上线，实现了中核集团采购管理全流程、全寿期的在线管控，达到了“流程统一、操作公开、过程受控、全程在案、永久追溯”的采购管控目标。随着中核集团集中采购制度和集中采购项目的逐步落地，中核集团电子商城功能不断优化，集中采购商品种类更加丰富，客户体验更加友好，2020 年度一级集中采购规模突破 5 亿元，节资率约 7.9%；2025-2026 年度通用物资一级集中采购项目招标公告项目预估采购金额达 200 亿。
- ◆ **军工行业：**军工集团作为集团型企业，物资需求规模庞大，规模效应突出，产业优势十分明显，物资采购审批流程复杂，效率低，整体成本不好把控，需要采取策略有效应对物资采购成本控制的挑战。军工企业利用信息化技术突出集中采购的优势，帮助军工集团对采购业务进行有效管控，确保采购材料、关键备品备件的质量，从而为产品质量、技术的提高打好基础，提升集团的整体软实力，大幅降低集团的采购成本；以信息化技术推动集中采购的有效实施可以帮助军工集团重塑科学、高效的采购管控模式，提升集团应对复杂、多变的全球政治经济环境及由此带来的各种风险的能力。

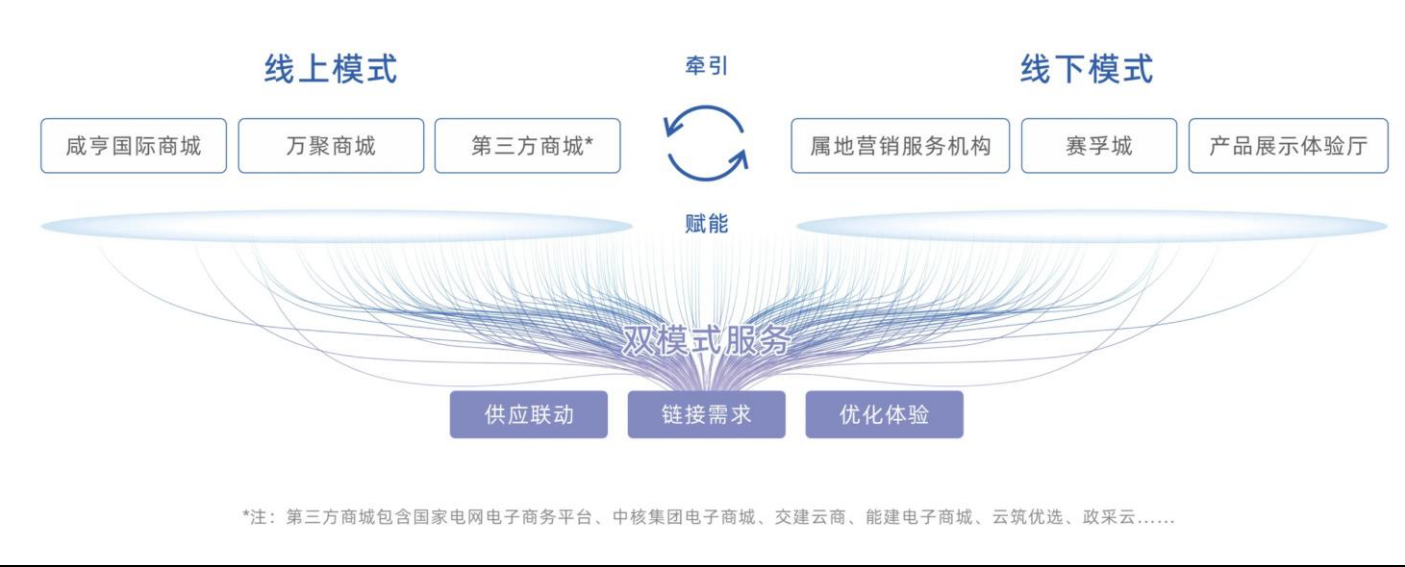
2.3 咸亨国际：长期场景深耕，客户粘性铸就产业护城河

2.3.1 供应能力强大，销售体系完善

公司具备强大的产品供应能力，能够满足下游客户的一站式采购需求。公司可为客户集约化供应合计提供 12 大类的工器具和仪器仪表类 MRO 产品，产品品类齐全、型号众多、结构完整，能满足客户多样化的采购需求，方便其进行集中采购，降低运营成本。同时，公司坚持全方位、一体化的 MRO 集约化供应策略，提升专业能力和响应速度。为配合新行业领域的拓展，公司加强新产品的引进与技术合作，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。

图 25：公司特色化服务模式



*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，西部证券研发中心

从客户的需求出发，持续聚焦研发核心自主产品和创新技术服务，逐步发展出具有竞争力的自主产品和技术服务体系。公司在一些产品技术领域，打破进口产品技术垄断，完成国产化替代，其自主品牌包括贝特、探博士、咸亨电气、安护、艾普莱、万疆兴驰、泛沃克和艾斯米特等，自主产业涉及多个产品，包括液压类专用工具、微型起重机械、电力电缆线检测仪器、不停电作业工器具和标签标识打印机等。公司持续进行研发投入，紧紧契合电网数字化发展的趋势，在无人机调度作业综合运维管控技术、基于图像识别处理的缺陷识别技术，基于信号探测的电网智能化在线监测技术、电力鸿蒙、具身智能等方面进行研究，并取得了一定的成效。

图 26：公司核心竞争优势



资料来源：咸亨国际商城、西部证券研发中心

销售体系深入基层，客户粘性构筑品牌护城河。公司在全国设立了多个营销服务机构，覆盖全国（除港澳台外）31个省、自治区和直辖市。围绕“服务”这一MRO最核心的要素进行业务拓展，销售、技术人员采取属地化的方式，通过对客户应用场景的持续深入了解，不断满足客户的众多非标化需求，提升公司的整体服务能力。2024年，公司在相关客户现场举办了近5000场次的产品演示，向客户推荐更为先进、便捷、适合的工具和设备，

与客户建立起长期的可信赖的稳定合作关系。客户的粘性铸就了咸亨国际现有产业领域的护城河，促进业务领域和规模的扩大，规模扩大促进产品和服务升级，并形成了良性的正反馈。

图 27：咸亨数字供应体系



资料来源：咸亨国际商城、西部证券研发中心

数字咸亨 2.0 项目全面落地实施，公司数字化建设有序推进。数字咸亨将打破公司数据孤岛，充分协同上下游资源，优化调整公司职能支撑体系的架构和业务流程，加强内部协同管理，不断提升资源利用效率和工作效率，从而提高公司整体运营效率。公司未来将按照分步、适配的原则，有节奏循序渐进地推进公司数字化建设的步骤。2024 年公司围绕 SAP 构建了新数字化系统架构，完成了 ERP 系统“换芯”升级，积极推进 BI 系统的实施，积极打造 AI 智能化业务协作系统，在现有 SCM-AI（供应链协同报价管理系统）大模型多模组能力中逐步引入 DeepSeek 开源大模型能力，未来咸亨将持续探索 AI 技术与企业核心场景的结合，以数据驱动决策，以智能重塑价值，助力全球客户在数字化浪潮中抢占先机。

表 6：2024 年公司数字化建设成果

项目	核心成果
数字化系统架构	公司围绕 SAP 构建了新数字化系统架构，完成了 ERP 系统“换芯”升级，构建起以 SAP 为核心的新数字核心底座的“1+13”数字生态矩阵，基本实现了系统互通互联、业务协同、数据共享；业务与财务的系统级融合，可为监管管控风险、运营管理闭环、数据驱动决策和资源配置优化提供有力支持，为企业提升竞争力奠定了坚实基础。
BI 系统	公司积极推进 BI 系统的实施，实时的业务数据在业务系统输入，集成的数据分析通过数仓+BI 的技术结构展现，可以将系统资源利用最大化，同时实现数据结果的自动化、集约化、可视化，促进了“数据为决策导向，数据驱动业务”的理念落地。
SCM 报价协同平台	上线“SCM 报价协同平台”，初步实现“采销供”协同线上化、自动化、智能化，如：报价自动分工、报价自动汇总、AI 智能匹配，资料管理（实现上传下载共享）、多维度报价数据统计，物料编码自动生成并同步 MPM，采销在线协同（项目进度跟进、在线驳回澄清）等重要功能。
AI 智能化业务协作系统	积极打造 AI 智能化业务协作系统，在现有 SCM-AI（供应链协同报价管理系统）大模型多模组能力中逐步引入 DeepSeek 开源大模型能力，打造新一代 SCM-AI（供应链协同报价管理系统），推动供应链管理从“流程驱动”向“认知驱动”跃迁。深度融合 AI 大模型能力，重塑供应链管理范式，为企业降本增效与业务创新提供新引擎。

资料来源：公司 2024 年报、西部证券研发中心

2.3.2 深耕电网领域，持续向新战略领域拓展

持续深耕电网这一最大客户领域，保证业绩基本盘的稳定。公司依靠客户足够近的销售体系，基于一线销售反馈的宝贵意见，结合对国内外电网产品的了解，寻找相关匹配产品；响应国家最新能源体系在能源新型基础设施改造升级建设、能源技术标准体系构建、新能源和高碳能源低碳化利用的科技攻关等方面的规划，以科技创新、技术服务赋能销售，保持公司在电网领域的客户粘性和 MRO 集约供应商的行业领先地位。

结合各央国企 MRO 集约化推进的发展态势，努力将成熟的电网领域经验嫁接五大战略行业。公司持续下沉服务，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技术比例，逐步提升相关领域的客户粘性和竞争力。公司新增发电行业作为新战略行业。以五大发电集团为代表的大型发电集团，其 MRO 集约化推进程度在近几年明显加快，为适应这一趋势，公司于 2023 年开始，连续中标国电投、中国华能和中国华电等大型发电集团的 MRO 采购项目。

图 28：公司 MRO 服务



资料来源：威亨国际官网、西部证券研发中心

图 29：公司安全体验馆六大主题



资料来源：威亨国际商城官网、西部证券研发中心

公司在油气板块已经搭建了较为合理的销售、技术和行业的人才结构。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。公司持续在油气板块开发国家管网、中石化、中石油、中海油等央国企项目，积极拓品类，扩规模；同时在国家管网等领域，对场景进行深入了解和分析，发挥公司的供应链优势，寻找适配的产品和服务。未来，油气等战略行业要优化队伍，在扩规模和品类的同时组建项目型销售队伍，深耕细分市场，提高业务质量。

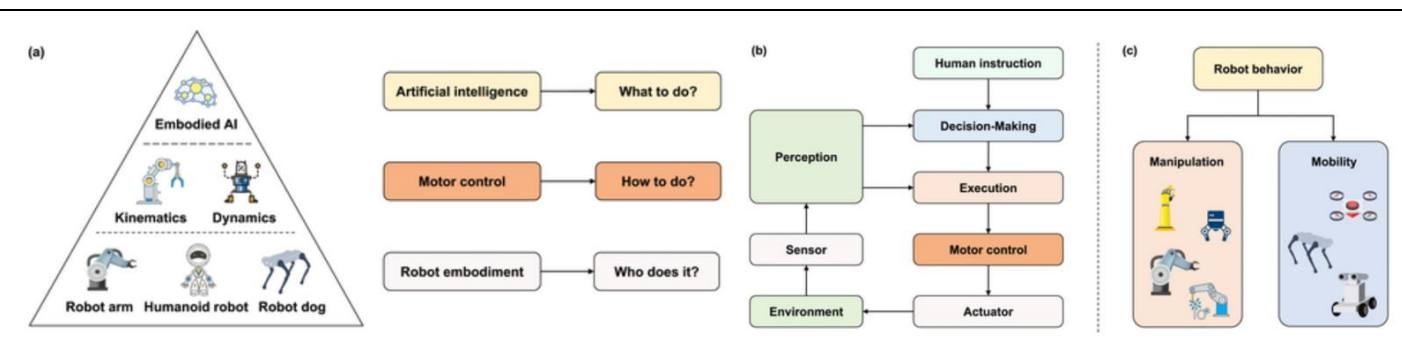
应急板块是公司耕耘十余年的重要特色板块。公司继续发挥“赛孚城”的为线下支撑平台作用，构建政府、行业、城市安全、家庭应急场景，致力于防、抗、救三维度应急解决方案输出，不断提升安全应急装备的规模、产品质量、应用深度和广度。在国家防总办公室和应急管理部组织的“应急使命 2024”演习中，公司全力承办其中的“应急装备展”和“应急成果展”的相关工作；承接“国家电网 2024 年重要输电通道反事故政企联合应急演练”；受邀参加中亚五国油气管道事故应急处置实训演练；成为“同济大学城市风险管理研究院应急产业应用实践基地”。

三、机器人落地场景不断丰富，特种及工业领域有望率先实现商业闭环

3.1 具身智能产业应用拐点在即，央国企持续推动场景落地闭环

具身智能产业成为大国博弈新赛道，场景精准应用将推动规模化落地。具身智能是指智能体通过物理实体与环境实时交互，实现感知、认知、决策和行动一体化的智能系统，涵盖智能机器人、自动驾驶汽车、无人机等形态。发达国家注重具身智能“技术研发与场景应用”双向赋能，“政策支持、技术优化、场景推广”的路径加速了产业成熟。工业制造领域，特斯拉、ABB 等企业产品已在汽车工厂承担搬运、装配等任务，提升生产线效率 30% 以上；特殊场景中，四足机器人、应急救援机器人已用于地质灾害救援、海洋作业等领域。

图 30：机器人行为概览



资料来源：《Embodied AI: A Survey on the Evolution from Perceptive to Behavioral Intelligence》，西部证券研发中心

国内具身智能行业正在跨越从概念验证到应用落地的产业拐点，特种及工业场景有望率先实现商业化落地。我们认为，下一阶段具身智能行业的重点将从技术热潮转向确定性的商业价值。对于服务及消费（toC）领域，其应用场景非结构化且动态复杂，对于机器人的决策、感知和泛化能力要求极高，当前技术难以以稳定覆盖；而对于包含工业制造、仓储物流、安全生产、危险作业等工作在内的特种及工业场景，其环境相对标准化，便于机器人通过预编程或 AI 模型高效执行，因此更有希望率先落地。

危险场景对于“机器换人”更具备需求的紧迫性。特种机器人能够在高温、高危、防爆、狭窄空间等极限或特殊作业环境中替代人工作业，可广泛应用于国防、安防、消防、救援、电力巡检、矿山开采、核工业等场景，保障能源开发、公共安全等战略产业高效运转。

表 7：特种机器人主要类型及典型产品

类型	典型产品	功能及应用场景
军用/安防机器人	排爆机器人、侦察机器人、武装巡逻机器人	代替人在高危战场、反恐排爆、边境巡逻等场景执行任务，具备高机动性、抗打击及远程操控能力。
巡检机器人	电力巡检机器人、管道巡检机器人、轨道巡检机器人	在变电站、隧道、化工厂等场景中，自主或遥控完成设备状态监测、表计识别、异常预警，代替人工进行高频次、高精度巡检。
消防/救援机器人	消防灭火机器人、排烟机器人、破拆机器人、水下搜救机器人	进入高温、毒气、易塌方或浓烟等恶劣环境，执行灭火、排烟、生命探测及救援任务，保障救援人员安全。
水下机器人	有缆水下机器人（ROV）、无缆水下机器人（AUV）、深海采矿机器人	用于海洋资源勘探、水下设施检测、沉船打捞、深海科考及海底管线维护，可在高压、无光环境下作业。
极限作业机器人	核工业机器人、矿山开采机器人、空间机器人、防爆清扫机器人	应用于核辐射、矿井塌方、太空真空、高粉尘爆炸等极端环境，执行探测、采样、运输、清理等高风险作业。
农业/林业机器人	植保机器人、采摘机器人、伐木机器人	在农田、果园、林场等复杂地形中，实现精准喷洒、智能采摘、作物监测及自动化伐木，提升农业作业效率。

资料来源：中商产业研究院，西部证券研发中心

国内政策聚焦“机器人+”应用推广。近年来，国家层面密集出台多项支持政策，为特种机器人产业发展提供明确指引，明确特种机器人在电力、消防、医疗、农业、矿山等危险场景的优先发展地位，推动产业从技术研发向规模化商用加速转化。

表 8：中国特种机器人行业政策汇总

时间	发布部门	相关文件	主要内容
2026/3	全国人民代表大	《中华人民共和国国民经济和社会发	加快机器人等战略性新兴产业发展；提升重要基础设施本质安全水平，加快矿山、
	会	展第十五个五年规划纲要》	危险化学品、特种设备等领域高风险工艺和装备淘汰更新。
2026/2	市场监管总局特	《特种设备安全与节能事业发展“十五	推进特种机器人等重点领域科技创新平台基地建设，加速技术升级、成果转化与标
	种设备局	五”规划（征求意见稿）》	准制定；研究特种设备目录动态调整机制，适时将特种机器人纳入监管目录。
2025/7	工信部等八部门	《机械工业数字化转型实施方案》	开展智能建造、智慧矿山试点，应用工程测量无人机、建筑机器人、施工装备集成
			平台，以及智能挖机、矿卡、钻机、特种机器人等，打造智能测绘、建筑部品部件
			智能生产、人机协同施工作业等智慧施工场景。推动应急机器人、智能消防车、救
			援装备等安全应急装备应用，遴选一批典型案例，打造安全应急基地。
2024/3	工信部等七部门	《推动工业领域设备更新实施方案》	以推动工业炸药、工业电子雷管生产线技术升级改造为重点，以危险作业岗位无人
			化为目标，实施“机械化换人、自动化减人”和“机器人替人”工程，加大安全技
			术和装备推广应用力度。
2023/12	应急管理部、工信	《关于加快应急机器人发展的指导意	到 2025 年，研发一批先进应急机器人，大幅提升科学化、专业化、精细化和智能化
	部	见》	水平；建设一批重点场景应急机器人实战测试和示范应用基地，逐步完善发展生态
			体系；应急机器人配备力度持续增强，装备体系基本构建，实战应用及支撑水平全
			面提升。
2023/1	工信部等十七部	《“机器人+”应用行动实施方案》	到 2025 年，制造业机器人密度较 2020 年实现翻番，服务机器人、特种机器人行业
	门		应用深度和广度显著提升，机器人促进经济社会高质量发展的能力明显增强。聚焦
			10 大应用重点领域，突破 100 种以上机器人创新应用技术及解决方案，推广 200 个
			以上具有较高技术水平、创新应用模式和显著应用成效的机器人典型应用场景，打
			造一批“机器人+”应用标杆企业，建设一批应用体验中心和试验验证中心。

资料来源：中国政府网，工信部官网，西部证券研发中心

央国企持续推动具身智能规模化应用，将率先领导实现“国家战略—产业协同—场景落地”闭环。2026 年 2 月，央企“AI+”具身智能产业共同体成立，中央企业聚焦能源、制造、通信等重点行业，联合头部企业打造了超一千个应用场景。2026 年 3 月，中国电建与人形机器人创新中心携手打造的“央地共建具身智能工程机器人创新中心”，央国企具身智能产业联盟也在仪式上发起成立，联盟将汇聚共性工程需求与真实场景，牵引产业链上下游协同研发，实现“国家战略—产业协同—场景落地”闭环。

图 31：央企“AI+”具身智能产业共同体成立



资料来源：北青网，西部证券研发中心

图 32：央地共建具身智能工程机器人创新中心

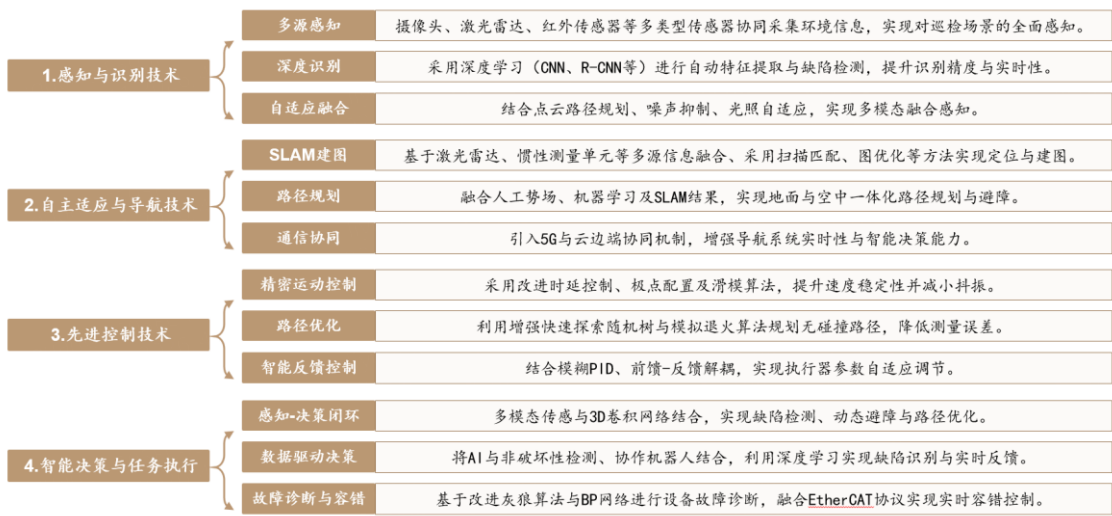


资料来源：中国工信新闻网，西部证券研发中心

3.2 工业巡检机器人应用前景广泛，以安全性及效率性优势实现“机器换人”

工业巡检机器人依托其独特优势正成为智能制造与运维体系的核心载体。作为保障生产安全、提高运维效率的核心环节，工业巡检正从人工模式迈向自动化、智能化系统。传统人力巡检效率低、风险高且依赖主观判断，已难以匹配现代复杂场景对高可靠、高实时和高精度的要求。由此，巡检机器人凭借环境适应性强、可连续作业、数据全程可追溯等特点，在电力、车间、特殊场景等行业迅速普及。支撑这一跃迁的是多项关键技术的协同突破：感知与识别、自主定位与导航、先进控制，以及智能决策与任务执行，它们共同构成机器人高效、可靠运行的四大支柱。

图 33：工业巡检机器人核心技术概述



资料来源：《工业巡检机器人研究现状与发展趋势》，西部证券研发中心

工业巡检机器人在各行业巡检中的应用程度在逐步增加。智能巡检机器人依靠强大的感知及处理能力，可以在复杂多变的环境里面执行多种巡检任务，包括设备状态监测、故障诊断和维护支持等。近年来随着人工智能，AI 技术，物联网和大数据技术的迅猛发展，智能巡检机器人的性能和功能得到了显著提升。

图 34：工业巡检机器人应用案例



资料来源：《工业巡检机器人研究现状与发展趋势》，西部证券研发中心

◆ 电力行业：最典型应用场景，有效替代人工

电力行业工业巡检机器人主要用于输电线路、变电站和发电厂等关键设施的日常检查和维护工作。传统人工巡检方式存在巡检效率低、巡检环境风险高、人力资源紧张等诸多缺陷，而机器人能够执行包括但不限于视觉检测、红外热成像、声音监测等多种任务，有效提高巡检效率和安全性。在输电线路巡检中，机器人通过搭载高清摄像头和红外热像仪，可以对高压电线进行远程监控，及时发现线路故障或潜在的安全隐患。在变电站和发电厂的巡检中，机器人主要负责对设备状态进行实时监控，及时发现异常情况并预警，确保电力系统的稳定运行。

表 9：工业巡检机器人在电力行业的典型应用案例

研发系统	作业环境	主要任务	关键技术	特点与优势
光伏电站巡检机器人	光伏场站、变电站	路径巡检、图像与红外采集	激光雷达定位、视觉识别	无人值守巡检，实时回传信息
柔性触觉末端系统	电力柜插拔作业	插头/网线精细操作	电容式柔性触觉阵列、视触觉融合	显著提升精细操作精度
YOLOv8-ACR 故障检测	输电/配电系统	故障识别	YOLOv8+ACR、多传感数据	复杂空间场景检测精度高

资料来源：《工业巡检机器人研究现状与发展趋势》，西部证券研发中心

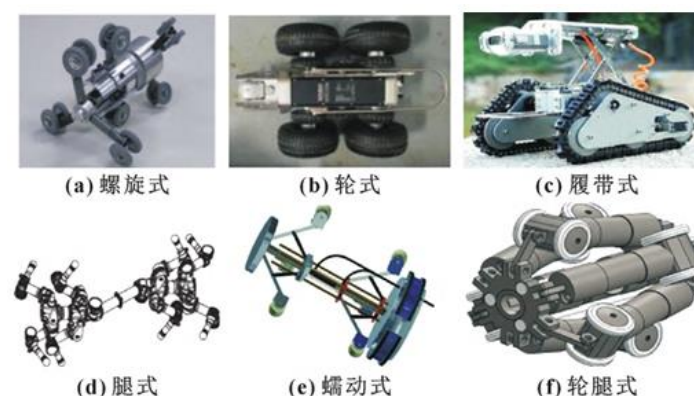
典型应用案例 1：剑峰二化站 110KV。建峰二化站 110KV 的断路器、隔离开关、接地开关等开关分合闸具备远程操作能力，但每完成一步操作后需要现场确认其机械指示位置，这种方式不仅大大提高人力成本而且操作效率低下存在一定的安全风险。智能巡检机器人则可以利用高清摄像头、红外热成像等传感器，远程实时监控设备的运行状态，及时发现设备运行异常情况，极大提高了操作的效率及安全性。此外智能巡检机器人通过搭载激光雷达、图像识别等技术、加装有毒有害气体传感器等，精准检测线路的运行状态和环境状况。

典型应用案例 2：某电网电力电缆隧道巡检。某电网工程中示范工程隧道总长度为 2.088km，在进行吊架安装时，具体安装数量能够达到 1600 个以上。因此，选择在本次工程中设置 2 台灭火车与 2 台巡检机器人，在电力电缆隧道的两端位置进行放置，通过分段巡检的方式进行巡检作业。在应用智能机器人进行电力电缆隧道巡检时，工程人员便能够更加实时、动态地掌握隧道内部的各项关键性数据信息，也能够提炼出电力电缆隧道中的风险因素。

◆ 管网场景：需求凸显，市场规模快速增长

管网安全性及可靠性面临挑战，管网检测机器人行业市场逐渐扩大。随着全球工业化与城市化的快速发展，管网系统作为供水、能源输送及环保基础设施的核心组成部分，其安全性与可靠性面临日益严峻的挑战，开展管道检测机器人技术的研究具有重大意义。截至 2024 年底，全球管道检测机器人市场规模已达 25.61 亿美元，我国管网检测机器人市场规模已达到 64.5 亿元。以管网公司为例，管网公司有 10.4 万公里的长输管道，每 200 公里一个输油站及压气站，每 30 公里一个阀站，每 20-30 公里需要进行管道巡检，使用机器人巡检可以有效解决人工巡检效率低、精度不足等痛点，实现巡检工作的智能化、无人化、常态化。

图 35：管网检测机器人的各类推进机构



资料来源：《管道检测机器人关键技术现状及展望》，西部证券研发中心

图 36：一种安装红外线摄像头和声波盘的足式管道机器人



资料来源：《管道检测机器人关键技术现状及展望》，西部证券研发中心

管道机器人关键技术研究发展迅速。近年来管道机器人关键技术研究发展迅速，其中推进机构、通过性、供能技术、定位技术、无损检测技术为核心，未来该领域机器人发展仍将以融合多传感器、发展智能化、优化续航、提高复杂环境适应性、完善标准和检测平台为目标。

◆ 石化行业：安全巡检是重中之重，防爆巡检机器人提供解决方案

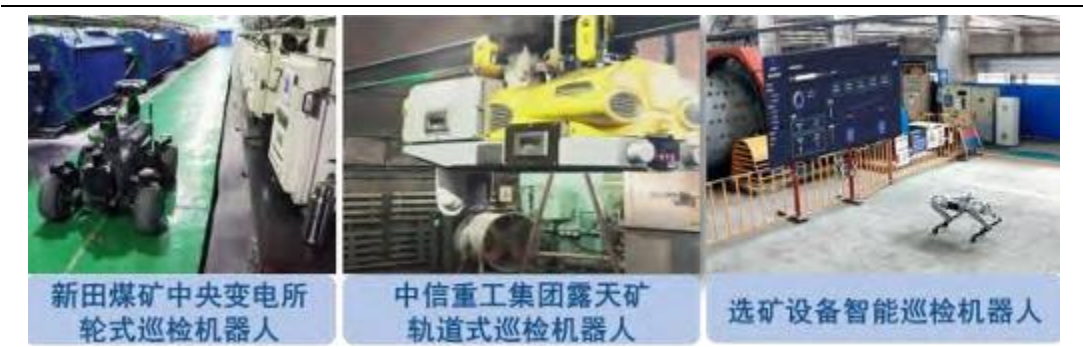
在石油化工企业日常生产中，安全巡检是重中之重。传统巡检以人力为主，面对高温高压、易燃易爆、有毒有害的高危环境，人工巡检不仅效率低下，巡检人员还面临极高安全风险，防爆巡检机器人不受恶劣环境影响，可实现 24 小时不间断作业。通过搭载各类传感器设备，对现场环境数据进行实时采集与智能分析，实现设备缺陷自动诊断、环境设施智能运维、生产安全防护、隐患排查等功能，并以全自主或半自主方式替代或辅助人工进行巡检，大幅度降低高危作业人员的危险指数和劳动强度，全面提升企业数字化运维能力。

细分领域应用场景广泛，助力企业安全生产。防爆巡检机器人的应用场景聚焦石油化工行业，覆盖原油、油储、LNG、合成氨、氯碱、EVA 等细分领域，并向焦炉、电石炉、煤炭、钢铁、硝化、火力发电、白酒等行业拓展延伸。通过大数据、人工智能、5G 等技术的综合应用，防爆巡检机器人能够进行全天候 24 小时巡检工作，配备行业先进的算法技术能够精准有效地识别和记录巡检数据，并能够合理安全地存储调用，极大程度提升巡检效率，能够有效解决行业内存在的“跑冒滴漏”、气体泄漏检测、罐内液位检测等痛点问题，助力企业提升安全生产、精细巡检、优化成本的数字化运维水平。

◆ 矿山行业：巡检机器人在矿山安全生产作业环节中发挥重要作用

巡检机器人作为矿山机器人的重要组成类型之一，有望实现全流程无人化巡检。巡检机器人不仅包含了感知、决策和规划等软件控制层面，也包含了机器人检测算法和故障诊断等巡检功能，巡检机器人需要搭载各种传感器和检测设备如摄像头、红外热成像仪和气体传感器等，通过对被检测对象进行精确的检测和分析来及时发现潜在的问题和故障。基于深度学习、多模态或大模型来融合图像、语音和文本等多源信息，实现对井下设备状态的目标识别、实时监控和故障预测等功能，有望实现巡检机器人全流程完全自主无人化的巡检功能。

图 37：矿山智能巡检机器人类型



资料来源：《我国矿山智能机器人发展与研究概况及典型应用场景分析》，西部证券研发中心

多类型巡检机器人应用场景数量较多。巡检机器人在矿山安全生产作业环节中发挥了重要作用。轮式机器人能够依靠车轮在地面进行灵活高速移动，因此成为地面巡检机器人的主要方式。仿生式巡检机器人在越障高度、斜坡爬升和通过能力等方面具有显著优势，因此能穿越狭窄拥挤或有高差区域对选矿设备的工作状态信息进行监测与采集。

3.3 威亨国际：具备深厚的场景解读能力与技术落地优势，有望成为机器人场景应用引领者

威亨国际着眼于机器人场景应用开发，以客户应用场景的深度理解为核心优势。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。如在应急消防、智慧巡检等高动态复杂场景，构建以 AI 驱动的异构智能体协同系统，实现无人机与足式机器人的空地一体化智能调度、自主协同与动态任务规划，达成全场景无缝协同作业。公司在能源、应急、交通等领域具备三十余年的行业积淀，深入了解各类专业场景下的作业需求和痛点，具备深厚的场景解读能力与技术落地优势，能够有效破解客户需求非标化与技术供给标准化错位的难题。

成立奇点感知，成为公司核心具身智能赛道的战略支点。奇点感知作为威亨国际的全资子公司，成立于 2022 年。奇点感知深耕电力、石油石化、轨道交通、机场等行业，建有省级企业研究院和市级高新技术研发中心，主导产品拥有 24 项授权知识产权，其中发明专利 11 项；重视产学研合作，积极与浙江大学、浙江工业大学、杭州电子科技大学等知名高校展开深度合作。目前已通过国家高新技术企业、省专精特新中小企业等认定，是公司布局核心具身智能赛道的战略支点。

表 10：公司机器人应用进展及展望

时间	公司进展
2012 年至今	设立无人机事业部，致力于无人机应用领域，已研发和生产了主要应用于输电线路、变电站、配电线路、铁路、光伏、应急消防等各方面的智能巡检无人机，形成了公司研发智能机器人的基础。
2020 年至今	公司研发了各种特种机器人，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等。
2024 年开始	公司针对客户的需求痛点，新组建了 40+人的团队，积极推进四足机器人的应用开发。
2025 年开始	推进半人马机器人（四足机器人+机械臂+灵巧手）的应用开发。
2026 年开始	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
未来	公司将致力于成为机器人场景应用的领先企业。

资料来源：公司投资者关系活动记录表，西部证券研发中心

构建“感知—决策—执行”具身智能体系能力，夯实技术优势。公司的四足巡检机器人具备显著的技术优势，核心源于公司已构建起完整的具身智能体系能力，具体体现在感知、决策、执行三大核心环节。此外，公司自 2012 年开始便已开展无人机巡检相关业务，该业务的技术实施逻辑与解决方案，与四足巡检机器人存在较高的技术共通性与可迁移性，进一步夯实了公司在四足巡检机器人领域的技术优势。

表 11：公司已构建具身智能完整体系能力

核心环节	公司能力描述
感知端	公司在多模态感知设备领域拥有多年技术积累与丰富实践经验，可见光、红外、阵列声学等均为公司核心优势产品，其中阵列声学成像设备更是入选 2024 年浙江省首台（套）重大技术装备。为响应国产化替代的市场需求，公司已根据部分核心客户的要求，完成了相关感知设备的全面鸿蒙化适配。依托多年来感知设备的销售经验与专业检测服务实践，公司积累了海量的行业应用数据。以“四足机器人+电缆检测”的典型场景为例，公司历经十年持续沉淀电缆故障相关数据，截至目前，已累计为客户提供超过 1.3 万次检测服务，积累原始故障波形超 1 万条。在此坚实的数据基础上，公司自主研发了 AI 分析平台与行业垂类大脑，为具身智能的决策能力提供了核心支撑。
决策端	
执行端	公司始终聚焦客户的实际场景需求，定制化开发了多款适配性强的末端执行工具。此类执行设备可无缝集成至四足机器人的操作程序中，保障其高效完成各类现场执行任务。

资料来源：公司投资者关系活动记录表，西部证券研发中心

强化场景化机器人应用研发实力，技术协同补短板。2025 年 12 月，公司与云深处科技达成战略合作。根据合作协议，双方在未来将共同推进四足机器人在特定行业的应用开发，重点将放在电力巡检、能源设施检查、应急响应等场景，解决传统人工作业面临的效率低、风险高、覆盖难等问题。2026 年 1 月，公司与合肥市智能机器人研究院达成战略合作。根据协议，双方将针对智能机器人在电网巡检、应急安全、核电等复杂场景应用领域展开深度合作，共同构建机器人产业的应用闭环。通过这次合作，能够将公司的场景解读与应用落地的核心优势与研究院的技术研发能力深度结合，有效推动前沿技术快速转化为符合行业需求的实际产品，实现“技术研发—场景验证—产业化落地”的新质生产力闭环。

图 38：云深处四足机器人（左）、公司开发的四足巡检机器人（右）



资料来源：公司公众号，西部证券研发中心

图 39：公司智能巡检管理平台



资料来源：公司公众号，西部证券研发中心

取得管网集团首个行业级四足机器人项目+参与起草《电力厂站足式机器人巡检》团体标准，产业逻辑逐步验证。2025 年 4 月，公司成功与国家石油天然气管网集团有限公司（以下简称“国家管网集团”）所属单位签署四足巡检机器人采购合同，取得首单行业级四足机器人成套解决方案项目。此次合作标志着咸亨国际在能源油气行业智能化方向新的突破。

此项目也是国家管网集团单位的行业级四足机器人应用领域新的探索。2026 年 3 月，公司子公司奇点感知等 13 家企业参与起草的《电力厂站足式机器人巡检》团体标准正式发布。该标准规定了电力厂站足式机器人巡检的巡检系统、巡检作业要求、巡检方式、任务规划和巡检资料整理等内容。我们认为，通过公司场景应用研发能力的增强及订单的持续获取，具身智能场景应用有望为公司打开第二增长极。

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

电力行业：“十五五”期间国网固定资产投资预计达到 4 万亿元，用于新型电力系统建设，相比“十四五”增长约 40%。公司在电网领域拥有较强客户粘性，预计将在 MRO 集约供应商中占据领先地位，我们预计 2025-2027 年公司电力领域营收 18.36/19.27/20.24 亿元，同比增长-1.50%/5.00%/5.50%；电网行业作为央企集约化采购标杆，行业态势稳定，预计毛利率维持相对稳定状态，预计 2025-2027 年毛利率分别为 33.00%/32.90%/32.80%。

其他行业：近年来一系列阳光采购政策进一步推动央国企集约采购，将其采购流程转移到线上，并确保透明采购。公司结合各央国企 MRO 集约化推进的发展态势，努力将成熟的电网领域经验嫁接五大战略行业。我们预计 2025-2027 年公司其他领域营收 26.13/39.20/53.70 亿元，同比增长 50.00%/50.00%/37.00%；随着公司对于其他行业市场理解的逐步加深，预计毛利率将维持稳定增长态势，预计 2025-2027 年毛利率分别为 18.50%/18.80%/19.20%。

综上所述，我们预计威亨国际 2025-2027 年营收分别为 44.49/58.47/73.94 亿元，归母净利润分别为 2.57/3.09/3.76 亿元。

表 12：分业务盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
电力行业收入（百万元）	1,764.44	1,863.45	1,835.50	1,927.28	2,023.64
Yoy（%）	32.51%	5.61%	-1.50%	5.00%	5.00%
电力行业毛利率（%）	34.69%	36.71%	33.00%	32.90%	32.80%
其他行业收入（百万元）	1,163.49	1,742.16	2,613.25	3,919.87	5,370.22
Yoy（%）	46.86%	49.74%	50.00%	50.00%	37.00%
其他行业毛利率（%）	28.39%	22.10%	18.50%	18.80%	19.20%
营业总收入（百万元）	2,927.93	3,605.62	4,448.75	5,847.15	7,393.86
Yoy（%）	15.78%	23.15%	23.38%	31.43%	26.45%
整体毛利率（%）	32.18%	29.65%	24.48%	23.45%	22.92%

资料来源：wind，西部证券研发中心

4.2 相对估值及投资建议

采用可比公司相对估值法，考虑到公司为 A 股唯一 MRO 集约化企业，没有完全从事相同业务的公司，因此我们选取与公司应用领域相近，从事办公物资及 MRO 工业品集采业务的齐心集团，建筑配套件集成供应商坚朗五金，以及零部件一站式供应企业怡合达。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 2.57/3.09/3.76 亿元，考虑到公司在具身智能场景

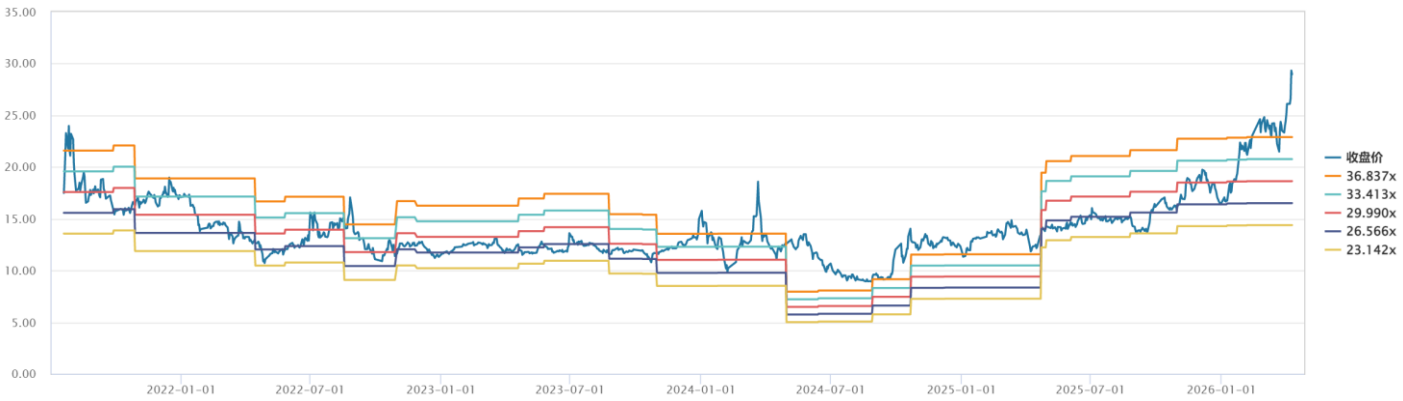
应用领域的广阔应用前景，给予一定估值溢价，给予公司 2026 年 42x PE 估值，对应目标价为 31.70 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 13：可比公司估值（可比公司盈利预测来自 wind 一致预期）

股票代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			2025E-2027E 归母 净利润 CAGR（%）	PE（倍）		
			2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
002301	齐心集团	49.27	1.61	1.98	2.33	20.30%	30.60	24.88	21.14
002791	坚朗五金	67.63	-1.00	1.79	2.69	--	--	37.70	25.11
301029	怡合达	165.65	5.39	6.52	7.79	20.21%	30.72	25.42	21.26
	均值						30.66	29.33	22.50
605056	咸亨国际	112.42	2.57	3.09	3.76	20.99%	43.77	36.38	29.90

资料来源：wind（注：截至 2026 年 4 月 13 日收盘价），西部证券研发中心

图 40：公司 PE band



资料来源：wind，西部证券研发中心

五、风险提示

1、市场竞争加剧的风险

鉴于 MRO 集约供应在中国属起步阶段，其他竞争对手会不断进入这一市场领域。虽然公司目前具有较强的市场竞争力和较为突出的行业地位，但如果公司不能持续壮大自身综合实力，扩大业务规模，巩固和提升产品领先地位，则有可能在未来市场竞争中处于不利地位，无法持续获得订单，从而对公司经营业绩产生不利影响。

2、新领域拓展和规模扩张导致的管理风险

未来，随着公司在新领域的不断拓展和业务规模不断扩大，在一定阶段，公司对新领域场景理解不深，产品和客户资信了解不足，新领域的产品毛利率、服务能力、应收账款风险等方面存在不足，如公司未能将原有电网的经营模式快速复制至新领域，对公司的发展会带来一定的不利影响。同时，快速扩张的业务规模延伸了公司的管理跨度，从而对公司经

营管理能力提出了更高的要求。若公司无法在品牌建设、人力资源、客户服务、产品开发和供应链等方面采取更有针对性的管理措施，可能将增加公司的管理成本、应收账款和经营风险，使公司各部门难以发挥协同效应，对公司未来业务的发展带来一定的不利影响。

3、非传统经营领域的风险

未来，公司也会进行一定的外延并购。而这些非传统经营端领域的开拓，会给公司带来一定的潜在风险。公司将紧密跟踪国家的产业政策变化和客户端的需求变化，大力拓展新的市场终端客户，降低输配端的收入比例，做好自主产品的研发升级、优化供应链体系和售后服务工作，引进专业人才，提升自身的管理水平和核心竞争力，以应对相应的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	819	832	1,101	1,470	1,826	营业收入	2,928	3,606	4,449	5,847	7,394
应收款项	1,232	1,522	1,897	2,402	3,006	营业成本	1,986	2,537	3,360	4,476	5,699
存货净额	232	190	418	472	579	营业税金及附加	18	22	28	37	47
其他流动资产	111	94	154	120	122	销售费用	357	368	334	421	525
流动资产合计	2,394	2,638	3,570	4,464	5,533	管理费用	313	337	338	439	547
固定资产及在建工程	304	333	349	361	370	财务费用	(5)	(5)	(11)	(16)	(21)
长期股权投资	33	35	26	31	31	其他费用/（-收入）	112	31	30	40	57
无形资产	134	147	145	145	146	营业利润	148	316	370	450	540
其他非流动资产	100	97	71	71	59	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
非流动资产合计	571	612	592	608	606	利润总额	146	315	369	449	539
资产总计	2,965	3,250	4,162	5,071	6,139	所得税费用	38	75	91	111	131
短期借款	61	29	30	40	33	净利润	108	240	278	338	407
应付款项	1,253	1,450	2,080	2,637	3,309	少数股东损益	12	17	21	29	31
其他流动负债	44	26	28	33	29	归属于母公司净利润	97	223	257	309	376
流动负债合计	1,358	1,505	2,138	2,710	3,371						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
其他长期负债	13	10	11	11	11	盈利能力					
长期负债合计	13	10	11	11	11	ROE	6.2%	13.6%	14.0%	14.6%	15.3%
负债合计	1,371	1,515	2,149	2,721	3,382	毛利率	32.2%	29.7%	24.5%	23.4%	22.9%
股本	411	410	409	409	409	营业利润率	5.0%	8.8%	8.3%	7.7%	7.3%
股东权益	1,594	1,734	2,012	2,350	2,758	销售净利率	3.7%	6.6%	6.3%	5.8%	5.5%
负债和股东权益总计	2,965	3,250	4,162	5,071	6,139	成长能力					
						营业收入增长率	37.9%	23.1%	23.4%	31.4%	26.5%
现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营业利润增长率	-49.2%	113.8%	17.2%	21.6%	20.0%
净利润	108	240	278	338	407	归母净利润增长率	-53.3%	130.7%	15.2%	20.3%	21.7%
折旧摊销	41	43	44	47	49	偿债能力					
利息费用	(5)	(5)	(11)	(16)	(21)	资产负债率	46.2%	46.6%	51.6%	53.7%	55.1%
其他	144	11	42	(11)	(45)	流动比	1.76	1.75	1.67	1.65	1.64
经营活动现金流	287	289	353	357	391	速动比	1.59	1.63	1.47	1.47	1.47
资本支出	(83)	(98)	(48)	(48)	(50)						
其他	39	(75)	(47)	34	(0)	每股指标与估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
投资活动现金流	(43)	(173)	(95)	(14)	(50)	每股指标					
债务融资	65	(24)	11	26	14	EPS	0.24	0.54	0.63	0.75	0.92
权益融资	6	(177)	(0)	0	0	BVPS	3.84	4.16	4.79	5.54	6.46
其它	(175)	33	0	0	0	估值					
筹资活动现金流	(104)	(168)	11	26	14	P/E	122.7	53.2	46.2	38.4	31.5
汇率变动						P/B	7.5	7.0	6.1	5.2	4.5
现金净增加额	139	(52)	269	369	355	P/S	4.0	3.3	2.7	2.0	1.6

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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。本报告清晰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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。