

# 五新隧装（835174）

## 隧道装备龙头，国家级专精特新“小巨人”

买入（首次）

2024年07月22日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书：S0600122120031

qianyant@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	541.07	954.12	1,169.38	1,441.87	1,788.03
同比	(21.63)	76.34	22.56	23.30	24.01
归母净利润（百万元）	77.75	163.69	187.76	235.62	296.73
同比	(21.33)	110.55	14.70	25.49	25.93
EPS-最新摊薄（元/股）	0.86	1.82	2.09	2.62	3.30
P/E（现价&最新摊薄）	18.73	8.90	7.76	6.18	4.91

### 股价走势



### 投资要点

#### ■ 五新隧装：隧道装备“小巨人”企业

五新隧装成立于2010年，专注于钻爆法隧道施工与矿山开采成套智能装备的研发、制造、销售。公司业务遍及铁路隧道、公路隧道、地下矿山、水利水电、抽水蓄能电站、地下洞库等领域。公司业绩呈增长趋势。2023年公司营业收入持续增长，达9.54亿元，同比增长76.34%。2023年公司销售毛利率和销售净利率分别为36.84%和17.16%，位于行业高位。

#### ■ 下游各领域稳步发展，多因素驱动行业稳步发展

五新隧装处于隧道装备行业中游，主要生产研发和销售隧道施工装备，服务于铁路、公路、水利等多个领域。2022年隧道智能化装备市场空间约250亿元，公司成长天花板高。矿山装备方面，2022年智能矿山市场空间约500亿元。近年来公司铁路隧道数量与公路隧道数量稳步提升，水利建设完成投资逐年提升，行业稳步发展受基建投资、智能化矿山发展驱动。此外，国家政策支持智能化矿山建设，推动智能装备在矿山的应用。

#### ■ 国企客户多、技术领先，两大优势保障公司长期发展

1) 公司客户主要为国企，回款压力小：2021与2022年中国中铁、中国铁建和中国交建都是公司的前三大客户，面向三者的销售金额占公司年度销售总额的40-50%。公司已与央企客户建立了稳定的合作关系，对于公司长期业务发展帮助较大。另外背靠优质企业的稳健信用体系，公司设备销售形成的应收账款坏账风险低，财务健康状况良好。

2) 公司技术领先，产品力强：公司作为国家级专精特新小巨人，拥有多个技术中心和数字化工厂，持有364项专利，荣获多项技术和科学进步奖，构建了完善的知识产权保护体系，展现出强大的技术实力。

#### ■ 盈利预测与投资评级

我们认为公司正处于快速增长期，预计公司2024-2026年净利润分别为1.88/2.36/2.97亿元，当前股价对应动态PE分别为8/6/5倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示：宏观经济波动、行业竞争加剧、收入来源集中。

### 市场数据

收盘价(元)	16.18
一年最低/最高价	7.91/25.73
市净率(倍)	2.09
流通A股市值(百万元)	840.39
总市值(百万元)	1,456.34

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.72
资产负债率(% ,LF)	32.98
总股本(百万股)	90.01
流通A股(百万股)	51.94

### 相关研究

## 内容目录

1. 五新隧装：隧道装备“小巨人”企业 .....	4
1.1. 隧道装备“小巨人”，行业龙头企业.....	4
1.2. 公司营收持续增长，盈利能力维持高位.....	6
2. 下游各领域稳步发展，多因素驱动行业稳步发展 .....	7
2.1. 隧道装备行业规模较大，公司成长天花板高.....	7
2.2. 基建稳步增长带来确定性需求，进而带来公司业绩的安全边际.....	9
2.3. 隧道施工向智能化与机械化发展，智能装备未来前景广阔.....	9
3. 国企客户多、技术领先两大优势保障公司长期发展 .....	10
3.1. 公司客户主要为国企，坏账风险低.....	10
3.2. 公司技术领先，产品力强.....	11
4. 盈利预测与投资建议 .....	12
5. 风险提示 .....	13

## 图表目录

图 1: 公司股权结构 (截至 2024 年一季报)	4
图 2: 2020-2024Q1 公司营业收入 (亿元)	6
图 3: 2020-2024Q1 公司归母净利润 (亿元)	6
图 4: 2020-2024Q1 销售毛利率与销售净利率 (%)	7
图 5: 2020-2024Q1 公司费用率情况 (%)	7
图 6: 公司位于隧道装备产业链中游位置	7
图 7: 2018-2022 年中国隧道通用装备市场规模 (亿元)	8
图 8: 2018-2022 年中国隧道专用装备市场规模 (亿元)	8
图 9: 2017-2022 年中国智慧矿山市场规模 (亿元)	8
图 10: 2017-2023 年铁路隧道数量 (座)	9
图 11: 2017-2023 年公路隧道数量 (座)	9
图 12: 2023 年水利建设投资 11996 亿元	9
图 13: 2023 年公司技术人员占比 18%	12
图 14: 2023 年公司研发人员学历分布	12
表 1: 公司主要产品	4
表 2: 与智能矿山相关的主要政策	10
表 3: 公司主要客户情况	10
表 4: 五新隧装主要核心技术	11
表 5: 盈利预测 (单位: 百万元、%)	12
表 6: 可比公司估值表	13

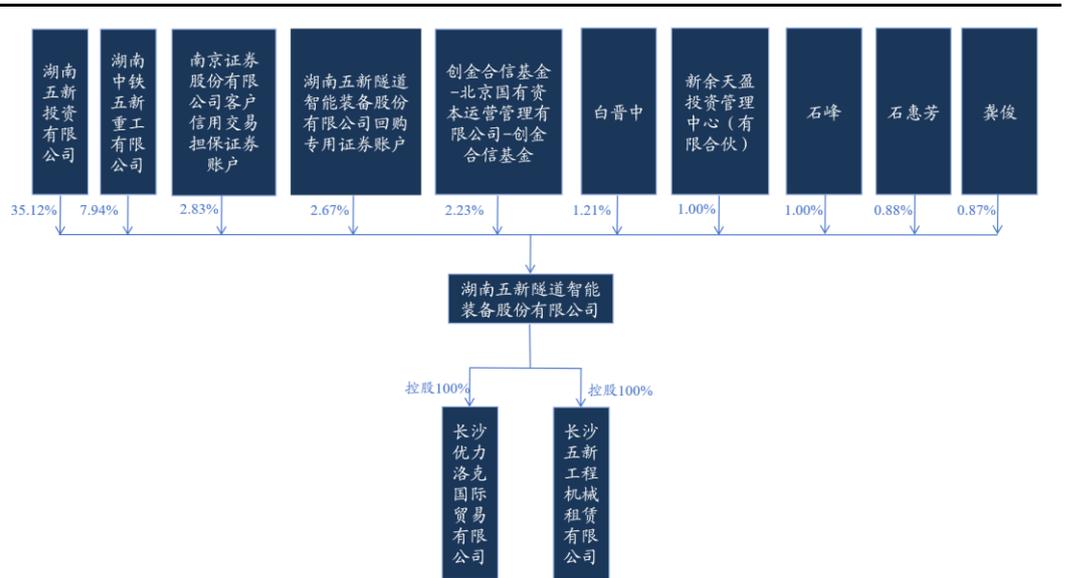
## 1. 五新隧装：隧道装备“小巨人”企业

### 1.1. 隧道装备“小巨人”，行业龙头企业

五新隧装成立于2010年，专注于钻爆法隧道施工与矿山开采成套智能装备的研发、制造、销售。公司业务遍及铁路隧道、公路隧道、地下矿山、水利水电、抽水蓄能电站、地下洞库等领域。主要产品涵括矿用智能掘进钻车、矿用湿喷机、隧道凿岩台车、隧道湿喷机、立拱装药台车、数字锚杆台车、数字养护台车、智能数字化浇筑衬砌台车及各类交通、水利水电隧道（隧洞）衬砌台车等，服务于国内外4000多个项目，产品远销至欧洲、南美洲、非洲、东南亚、南亚、中亚、中东等近20个国家和地区。

截至2024年一季报，五新投资直接持有公司35.12%的股份，同时通过其所控制的五新重工间接控制公司7.94%的股份，五新投资直接或间接控制公司43.06%的股份，为公司控股股东。

图1：公司股权结构（截至2024年一季报）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司主要从事生产隧道智能装备和矿山智能装备，产品主要包括凿岩台车、混凝土湿喷机、隧道衬砌台车、锚杆台车、立拱装药台车、防水板/钢筋作业平台、养护台车、智能掘进台车、撬毛台车。

表1：公司主要产品

产品分类	具体名称	产品图片	产品具体应用及功能
隧道智能装备	凿岩台车		凿岩台车主要应用于爆破孔的钻眼施工。公司生产的凿岩台车能够自动定位，利用液压力快速钻孔成型，双臂/三臂同时作业，能大幅提高施工效率和安全性。

混凝土湿  
喷机



湿喷机主要应用于隧道开挖后的初期支护，利用作业机械手和混凝土喷射系统，通过操作人员遥控操作，将掺和了速凝剂的特制混凝土通过高压喷射到刚开挖的隧道洞壁上，并迅速固化，以防止隧道塌方和渗水，保护隧道施工顺利实施。

隧道衬砌  
台车



衬砌台车主要应用于隧道内壁的二次衬砌，二次衬砌成型后即形成隧道投入使用的内墙面（隧道闭环中的重要受力部分），隧道（隧洞）衬砌台车包含集中控制系统，具备自动就位、自动脱离、自动行走的功能，能够高效率地完成施工作业。

锚杆台车



适用于铁路、公路、抽水蓄能电站、水电站、地下洞库隧道（隧洞）的锚杆孔和掘进作业。

立拱装药  
台车



集拱架安装、钢筋网铺设、爆破装药等多种高空作业功能为一体，可适用高速公路、铁路全断面法、台阶法的多榀拱架预制分段、多榀拱架预制折叠、单榀拱架折叠作业方案。

防水板/钢  
筋作业台  
车



适用于双线铁路、双线公路、单线铁路、三线公路隧道的挂布及辅助钢筋绑扎作业。

养护台车



适用于双线铁路、双线公路、单线铁路、三线公路隧道洞内二次衬砌后的混凝土养护。

智能掘进  
台车



智能掘进台车配备自动化控制系统，可以根据预设参数实现自动掘进，减少人为操作，提高掘进效率和精度。集成钻孔、装药、爆破、通风、排水等多种功能，能够一次性完成多项掘进作业，提高施工效率。

矿山智能装备

锚杆台车



锚杆台车配备自动化钻孔和锚杆安装系统，能够根据设定参数自动完成锚杆的钻孔和安装，提高施工效率和精度。配备高效钻头和钻具，能够快速钻进各种岩层，提高施工速度。设计有灵活的钻臂和操作系统，可以适应各种复杂地形和施工环境，操作方便。

撬毛台车



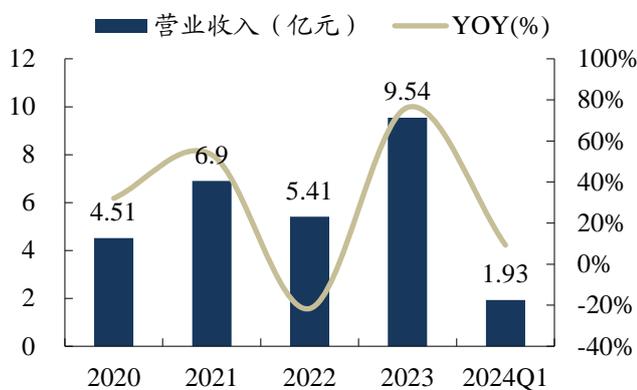
撬毛台车配备强力撬杆系统，能够迅速有效地撬除隧道壁和边坡上的松动岩块，提高工作效率。设计有多自由度的操作臂，能够灵活调整角度和位置，适应各种复杂地形和施工环境。

数据来源：公司官网，五新隧装招股说明书，东吴证券研究所

## 1.2. 公司营收持续增长，盈利能力维持高位

2020-2023 年公司营业收入与归母净利润总体呈增长趋势。2020-2023 年公司营业收入从 4.51 亿元增长至 9.54 亿元，期间 CAGR=28.37%；归母净利润从 0.69 亿元增长至 1.64 亿元，期间 CAGR=33.45%。归母净利润增速优于营业收入增速，证明公司优异的成本费用管控带来了更高的利润率。其中 2022 年公司营收和归母净利润均出现了约 20% 的退坡，主要系 2022 年隧道施工装备下游高铁、普通铁路、高速公路、城际轨道交通、水利水电等基础设施建设行业景气度下滑，而基础设施建设投入直接影响隧道施工装备行业发展，公司收入和利润同步受影响。2023 年伴随下游基建投资增加，公司重拾增长势头，营收与归母净利润都实现了较大幅度的增长，同比分别+76.34%和+110.55%。

图2：2020-2024Q1 公司营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

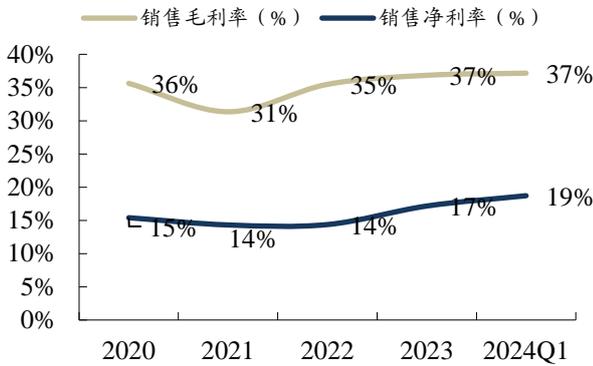
图3：2020-2024Q1 公司归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020-2023 年销售毛利率与销售净利率稳步走高，费用管控优秀提质增效。2020-2023 年公司毛利率从 35.63% 提升至 36.84%，提升 1.21pct；销售净利率从 15.40% 提升至 17.16%，提升 1.76pct，成本与费用的优质管控使得公司盈利能力逐步提升。费用端表现，2020-2024Q1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率从 9.00%/3.48%/-0.02% 降低至 8.91%/2.44%/-0.10%，期间费用支出持续优化；另外公司的研发费用率从 2020 年的 4.08% 提升至 2024Q1 的 6.01%，研发费用投入增加是公司产品竞争力保持在行业前列的保障。成本与费用支出持续优化，注重研发投入支出，公司经营稳中向好。

图4：2020-2024Q1 销售毛利率与销售净利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2020-2024Q1 公司费用率情况（%）



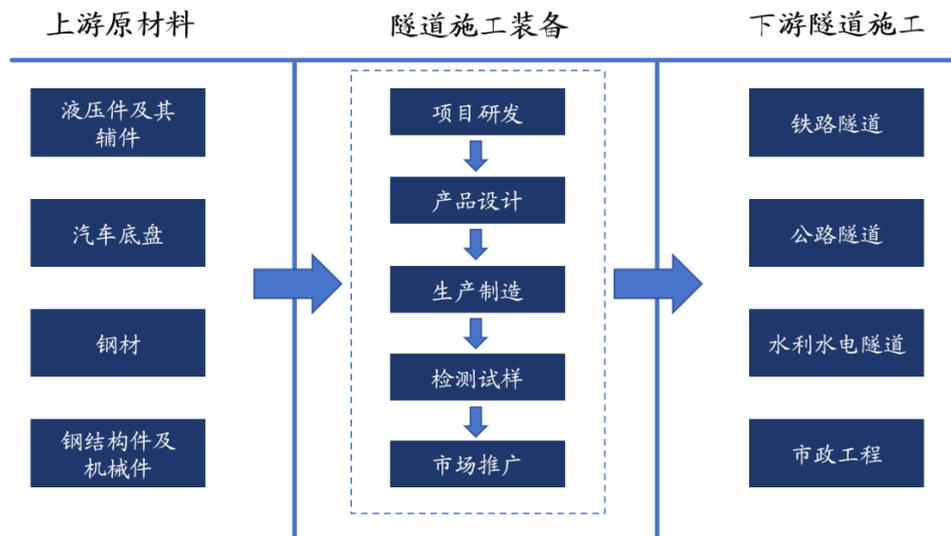
数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 下游各领域稳步发展，多因素驱动行业稳步发展

### 2.1. 隧道装备行业规模较大，公司成长天花板高

公司位于隧道装备行业中游，主要经营隧道施工装备的生产、组装与销售。隧道装备行业产业链上游主要为液压件、汽车底盘、钢材、机械结构件等供应商，下游应用领域主要在铁路隧道、公路隧道、水利水电隧道、市政工程等。五新隧装位于产业链中游，主要业务为隧道施工装备的生产研发和销售。为下游各领域提供隧道施工装备，用于隧道建设。

图6：公司位于隧道装备产业链中游位置



数据来源：五新隧装招股说明书，东吴证券研究所

我国隧道施工装备市场规模稳步增长，公司隧道装备主业发展前景好。根据华经产

业研究院数据，2022年我国隧道施工装备市场规模合计252.66亿元，其中2018-2022年我国隧道施工通用机械市场规模从100.23亿元增长至119.3亿元，期间CAGR=4.5%；隧道施工专用机械市场规模从77.09亿元增长至133.36亿元，期间CAGR=14.7%，专用设备市场规模增速更高。未来伴随基建投资不断加码，我国隧道施工装备市场规模有望进一步提升，公司作为隧道施工装备优质企业，成长天花板同步提高。

图7：2018-2022年中国隧道通用装备市场规模（亿元）

图8：2018-2022年中国隧道专用装备市场规模（亿元）

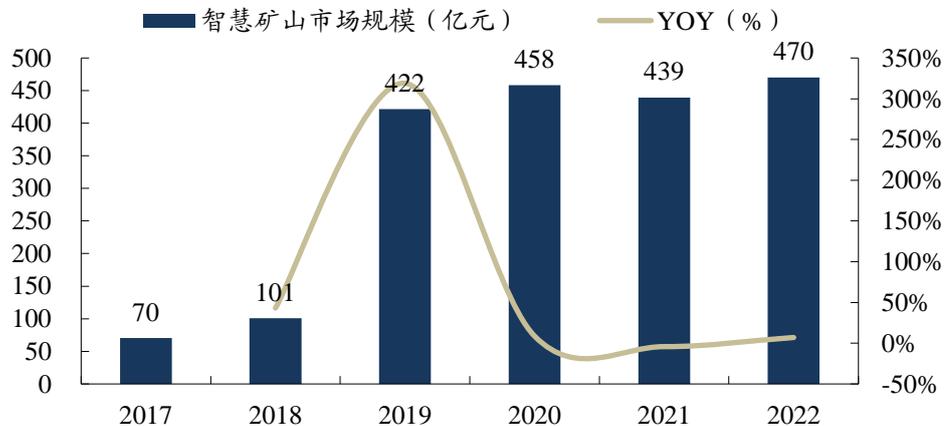


数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

**智慧矿山市场规模持续扩容，公司矿山智能装备业务有望乘势而上。**根据应急管理部、国家矿山安全监察局关于印发《“十四五”矿山安全生产规划》的通知，我国非煤矿山发展不均衡。矿山总量多，机械化水平低，全国金属非金属矿山受资源禀赋、工艺和规模影响，总体机械化程度偏低。2022年小型矿山占矿山总量的86.4%，技术装备水平低，生产方式落后。四五等小型尾矿库占尾矿库总量的87.4%。高风险矿山数量多，安全保障水平低，安全生产风险高。规划强调要不断推进非煤矿山凿、铲、运等工艺装备高端化、控制智能化。2023年7月，《非煤矿山智慧化建设规程》编制完成并发布，标准完成后非煤矿山智能化进程有望加速。2022年我国智慧矿山市场规模达470亿元，公司矿山智能装备业务有望乘势而上。

图9：2017-2022年中国智慧矿山市场规模（亿元）

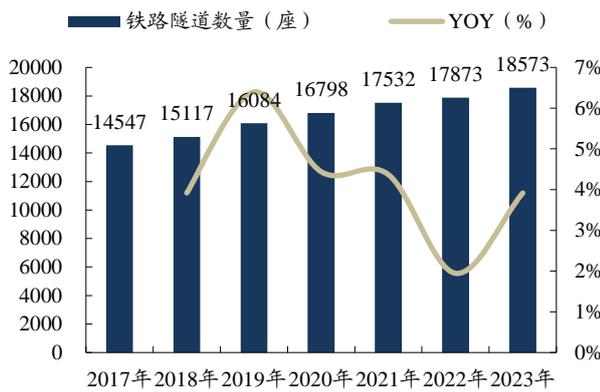


数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

## 2.2. 基建稳步增长带来确定性需求，进而带来公司业绩的安全边际

中国的铁路隧道、公路隧道保有数量稳步提升。铁路方面，2023 年我国铁路隧道建设存量数量约 1.86 万个，2017-2023 年隧道数量 CAGR=4.2%，以新增建设量作为铁路隧道投资增速参考，我国铁路隧道投资呈稳定增长。公路方面，2023 年我国公路隧道建设存量数量约 2.73 万个，2017-2023 年隧道数量 CAGR=9.1%，高于铁路隧道数量增速，以新增建设量作为公路隧道投资增速参考，我国公路隧道投资增速可观。铁路隧道与公路隧道保有量的稳定增长，将为隧道装备行业带来稳定需求。

图10: 2017-2023 年铁路隧道数量 (座)



数据来源: 隧道网, 东吴证券研究所

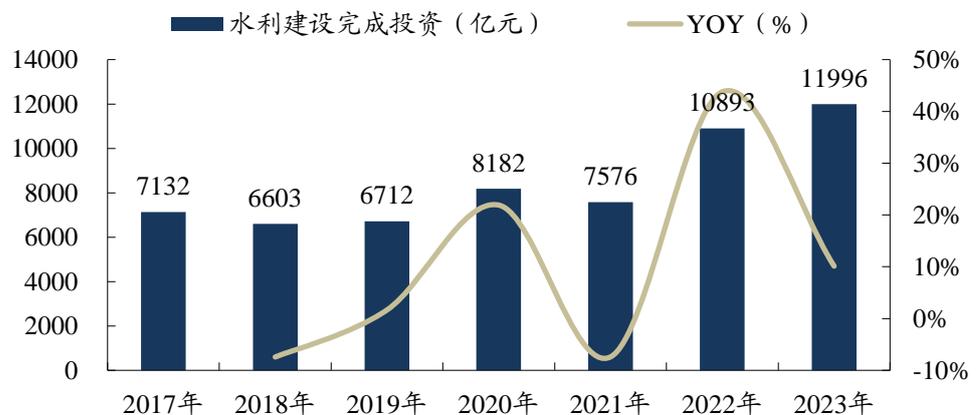
图11: 2017-2023 年公路隧道数量 (座)



数据来源: CEIC Data, 东吴证券研究所

2023 年水利建设创历史新高，水网建设持续加速。根据人民网数据，2023 年，全国水利新开工项目 2.79 万项，水利建设完成投资达到 11996 亿元，开工项目数量相比于 2022 年增加 0.29 万个，完成投资较首次迈上万亿元大台阶的 2022 年增长 10.1%。在《国家水网建设规划纲要》的指引下，我国水利基础建设有望进一步提速，公司配套设备需求有望上行。

图12: 2023 年水利建设投资 11996 亿元



数据来源: Wind, 人民网, 东吴证券研究所

## 2.3. 隧道施工向智能化与机械化发展，智能装备未来前景广阔

**政策频发助力隧道施工向智能化与机械化发展。**2020 年以来国家接连针对有色金属矿和煤矿出台相关智能化建设指南，2024 年 4 月国家进一步推出《关于深入推进矿山智能化建设促进矿山安全发展的指导意见》，明确深入推进智慧矿山建设。随着对隧道施工安全、环保和施工效率的重视，隧道施工装备正向自动化和智能化发展。隧道施工装备的自动化与智能化，借助计算机技术对隧道施工机械进行智能化控制，实时监测和分析各工作参数，确保操作人员能及时了解施工状况并作出准确处理。**智慧矿山建设不断提速，智能装备在非煤矿山的应用前景广阔。**

**表2: 与智能矿山相关的主要政策**

政策名称	主要内容
2020 年 5 月，工信部、国家发展改革委、自然资源部联合印发了《有色金属行业智能矿山建设指南（试行）》	鼓励有色金属智能矿山采用工业互联网平台的云、边、端架构，建立面向“矿石流”的智能生产管控、全流程的少人无人化生产、集成化的本质安全管理、基于工业大数据智能决策于一体的本质安全、资源集约、绿色高效的有色金属智能矿山。鼓励使用先进技术如 BIM、数字孪生、大数据、物联网、云平台和 5G 等，实现矿山全生命周期管理及生产过程的智能化和自动化。井工煤矿智能化建设目标包括实现采煤工作面的智能化、远程控制及无人值守作业；露天煤矿应建设智能化综合管控平台，实现少人化、无人化生产。智能化建设路径包括技术装备升级、网络平台改造及智能 workflow 建立，最终实现智能综合管控平台的一体化智能协同管控。
2021 年 6 月，国家能源局国家矿山安全监察局关于印发《煤矿智能化建设指南（2021 年版）》	深入推进矿山智能化建设，建立完整的矿山智能化标准体系，实现环境智能感知和重大灾害风险智能预警，提高智能装备和机器人替代率，减少井下作业人员，推广无人化和少人化开采。意见强调顶层设计、创新驱动、数字化进程、智能化场景拓展、提高整体应用水平和保障措施，推动矿山智能化建设向纵深发展，提高矿山本质安全水平。
2024 年 4 月，国家矿山安监局应急管理部，国家发展改革委，工业和信息化部，科技部，财政部，教育部联合印发了《关于深入推进矿山智能化建设促进矿山安全发展的指导意见》	

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

### 3. 国企客户多、技术领先两大优势保障公司长期发展

#### 3.1. 公司客户主要为国企，坏账风险低

公司前五大客户占比高，中央或地方国企是公司主要的合作伙伴。根据公司年报，2021 与 2022 年中国中铁、中国铁建和中国交建都是公司的前三大客户，面向三者的销售金额占公司年度销售总额的 40-50%。公司已与央国企客户建立了稳定的合作关系，对于公司长期业务发展帮助较大。另外背靠优质企业的稳健信用体系，公司设备销售形成的应收账款坏账风险低，财务健康状况良好。

**表3: 公司主要客户情况**

年份	客户	金额（亿元）	年度销售占比（%）
2021	中国中铁股份有限公司	1.88	27.21%
	中国铁建股份有限公司	1.16	16.82%
	中国交通建设股份有限公司	0.17	2.47%
	中国电力建设股份有限公司	0.11	1.57%

	中国葛洲坝集团股份有限公司	0.06	0.84%
	合计	3.38	48.91%
	中国中铁股份有限公司	1.36	25.10%
	中国铁建股份有限公司	1.23	22.82%
2022	中国交通建设股份有限公司	0.12	2.26%
	四川公路桥梁建设集团有限公司	0.08	1.39%
	德宏亿磊工程有限公司	0.05	1.00%
	合计	2.84	52.57%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 3.2. 公司技术领先，产品力强

公司技术实力强，公司是国家级专精特新小巨人，拥有一个省级企业技术中心、一个省级新奥法施工装备工程技术研究中心、一座 36000 平方米数字化工厂；获得中国机械工业技术二等奖，湖南省科学进步二等奖，持有发明专利 364 项（不包括已经放弃专利），其中发明专利 72 项、实用新型专利 270 项、外观设计专利 22 项，并构建了较为完备的知识产权保护体系。其中四项发明专利先后荣获第 19 届、第 21 届、第 22 届中国专利优秀奖，湖南省科学进步二等奖，中国机械工业技术二等奖。

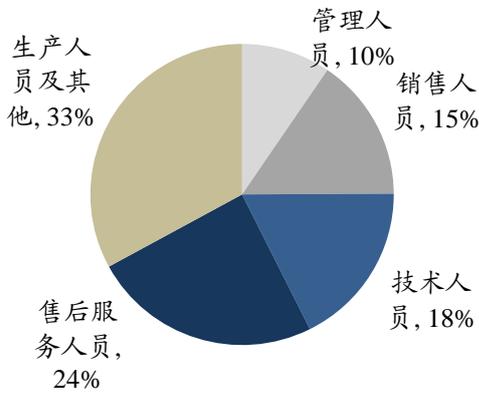
表4：五新隧装主要核心技术

主要核心技术	技术优势
整机智能控制技术	公司整机智能控制技术实现混凝土湿喷机/组智能化、网络化控制，通过电比例控制、工作状态监控、语音报警及 GPS 定位与通讯，实时控制调整喷射方量，同时实现产品自我感知、自主决策和自动控制、实时监控、检测、预报、远程故障诊断与维护，具有较强的市场竞争优势。
机械手设计及智能控制技术	公司机械手设计及智能控制技术使得公司产品能满足不同隧道多工况施工需求，实现灵活稳定作业，且机械手回转平稳，定位准确性和安全性高，实现机械手液压自动润滑、自动清渣等，具有较强的市场竞争优势。
高性能喷嘴、喷射装置设计及制造技术	公司高性能喷嘴、喷射装置设计及制造技术，实现公司混凝土湿喷机/组产品喷射时最佳聚料效果，降低喷射脉动现象；喷嘴足够弹性和耐磨性，不堵管，使用寿命长，喷射混凝土回弹率低等，具有较强的市场竞争优势。
高性能泵送系统技术	公司高性能泵送系统技术实现混凝土最佳流动性和吸料性，泵送效率高，换向平稳，冲击小，不集料，同时能根据喷射速度适时调整落料速度等，具有较强的市场竞争优势。
外添加剂系统技术	公司外添加剂系统技术实现产品外添加剂精度高，减少混凝土回弹量及添加剂用量，延长产品使用寿命，实现自动清洗，减轻操作手劳动强度等，具有较强的市场竞争优势。
液压系统技术	公司液压系统技术实现泵送系统中压力维持恒定，增加液压系统抗干扰能力，延长液压油缸使用寿命，降低液压系统发热量，减少泵送过程中混凝土的离析，以及速凝剂的过渡堆积，提高喷射质量等，具有较强的市场竞争优势。
自动浇筑混凝土技术	自动浇筑混凝土技术实现逐窗分层浇筑，相比传统隧道（隧洞）衬砌台车能大幅提高衬砌施工效率和质量；同时配备智能控制系统，设备运行操作全方位可视可控，提高分层浇筑换管效率，实现混凝土自动浇筑，具有较强的市场竞争优势。
智能制造技术	公司智能制造技术保证关键部件的成形精度，提高产品性能，提高劳动生产率，改善了工人劳动强度，具有一定市场竞争优势。

数据来源：五新隧装招股书，东吴证券研究所

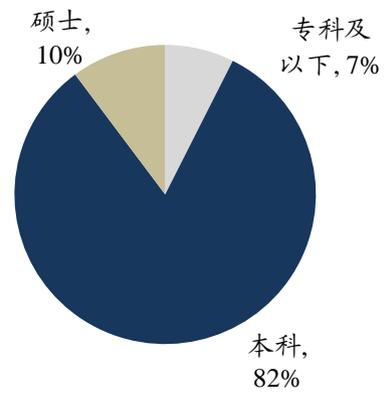
注重研发投入，走在行业前列。2023 年五新隧装研发技术人员占比为 17.70%。公司一直十分注重产品的研究开发与技术创新，建立了一套完整的研发体系，通过加强研发队伍建设，形成了系统的人才培养体系。从人员结构来看，截至 2023 年末，本科及以上学历占研发团队 92.59%，研发技术人员共有 108 人，占员工总数的 17.70%。

图13: 2023 年公司技术人员占比 18%



数据来源：五新隧装 2023 年年报，东吴证券研究所

图14: 2023 年公司研发人员学历分布



数据来源：五新隧装 2023 年年报，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资建议

##### 1. 核心假设:

**隧道施工智能装备产品:** 考虑到我国铁路/公路隧道建设与水利建设将保持低速稳健增长，公司市占率持续提高，假设 2024-2026 年隧道施工智能装备产品营收增速分别为 24.0%、24.5%和 25.0%，毛利率分别为 35.0%、35.5%和 36.0%。

##### 2. 盈利预测:

我们根据公司发展规划以及前 3 年主营业务收入增长趋势预测，预计 2024-2026 年公司营收分别为 11.69/14.42/17.88 亿元，分别同比增长 22.56%/23.30%/24.01%，毛利率分别为 35.24%/35.68%/36.13%，具体如下：

表5: 盈利预测 (单位: 百万元、%)

百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	954.12	1169.38	1441.87	1788.03
YOY	76.34%	22.56%	23.30%	24.01%
营业总成本	602.63	757.24	927.43	1142.05
毛利	351.49	412.14	514.44	645.98
毛利率 (%)	36.84%	35.24%	35.68%	36.13%
隧道施工智能装备产品				
收入	896.91	1112.17	1384.66	1730.82
YOY	77.28%	24.00%	24.50%	25.00%
成本	574.94	722.91	893.10	1107.72

毛利	321.97	389.26	491.55	623.10
毛利率 (%)	35.90%	35.00%	35.50%	36.00%
其他收入				
收入	57.21	57.21	57.21	57.21
YOY	62.83%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	27.69	34.33	34.33	34.33
毛利	29.52	22.88	22.88	22.88
毛利率 (%)	51.60%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

可比公司方面，选取与公司商业模式相近的中铁工业（600528.SH）、耐普矿机（300818.SZ）、中信重工（601608.SH）作为可比公司。2024-2026年可比公司PE均值为19/14/11，公司估值水平低于可比公司估值水平。

表6：可比公司估值表

2024/7/18		货币	收盘价 (LC)	市值 (亿)	归母净利润（亿元）				PE			
股票代码	公司				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
600528.SH	中铁工业	CNY	7.22	160.40	17.44	18.33	19.67	21.17	9	9	8	8
300818.SZ	耐普矿机	CNY	22.61	34.63	0.80	1.57	2.19	2.88	43	22	16	12
601608.SH	中信重工	CNY	3.64	166.70	3.84	6.06	8.77	11.81	43	28	19	14
	平均								<b>32</b>	<b>19</b>	<b>14</b>	<b>11</b>
835174.BJ	五新隧装	CNY	16.18	14.56	1.64	1.88	2.36	2.97	9	8	6	5

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：五新隧装盈利预测来自于东吴证券研究所，中铁工业、耐普矿机、中信重工盈利预测来自于Wind一致预期）

### 3. 投资建议

五新隧装作为隧道施工智能装备“小巨人”，技术在同行业当中处于领先地位。此外，公司还不断开发新品，扩充产品应用领域，且相较于同行业估值处于较低水平。综合考虑下，我们认为公司正处于快速增长期，预计公司2024-2026年净利润分别为1.88/2.36/2.97亿元，当前股价对应动态PE分别为8/6/5倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### 5. 风险提示

- 宏观经济波动风险：**隧道装备行业下游包括铁路隧道、公路隧道、水利设施，基建投资受宏观经济影响。若宏观经济波动，下游行业投资扩产不及预期，可能导致公司业绩不及预期。
- 行业竞争加剧的风险：**公司在隧道装备行业处于领先地位，但追赶者众多，若公司不能保持竞争优势和核心竞争力，将影响公司未来的业绩增长。
- 收入来源较为集中风险：**公司大客户包括中国中铁和铁建重工，对二者的销售收入占公司收入比重较大，若与大客户合作关系出现变化，则公司收入可能出现波动。

## 五新隧装三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>923</b>	<b>1,165</b>	<b>1,461</b>	<b>1,826</b>	<b>营业总收入</b>	<b>954</b>	<b>1,169</b>	<b>1,442</b>	<b>1,788</b>
货币资金及交易性金融资产	250	372	501	639	营业成本(含金融类)	603	757	927	1,142
经营性应收款项	532	627	773	958	税金及附加	6	7	9	11
存货	133	157	178	219	销售费用	85	104	127	156
合同资产	0	1	1	1	管理费用	26	32	37	45
其他流动资产	7	7	9	10	研发费用	56	70	94	125
<b>非流动资产</b>	<b>126</b>	<b>117</b>	<b>108</b>	<b>99</b>	财务费用	(3)	(3)	(5)	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	12	12	14	18
固定资产及使用权资产	86	79	72	65	投资净收益	1	1	1	1
在建工程	1	1	1	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	16	16	17	17	减值损失	(13)	(8)	(8)	(8)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	1	1	2
长期待摊费用	5	5	5	5	<b>营业利润</b>	<b>182</b>	<b>208</b>	<b>261</b>	<b>329</b>
其他非流动资产	18	15	13	10	营业外净收支	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>1,048</b>	<b>1,282</b>	<b>1,569</b>	<b>1,926</b>	<b>利润总额</b>	<b>183</b>	<b>209</b>	<b>262</b>	<b>330</b>
<b>流动负债</b>	<b>341</b>	<b>417</b>	<b>506</b>	<b>612</b>	减:所得税	19	21	26	33
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>164</b>	<b>188</b>	<b>236</b>	<b>297</b>
经营性应付款项	253	306	370	446	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	24	29	36	45	<b>归属母公司净利润</b>	<b>164</b>	<b>188</b>	<b>236</b>	<b>297</b>
其他流动负债	64	82	100	121	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.82	2.09	2.62	3.30
非流动负债	1	0	0	0	EBIT	178	205	257	323
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	196	217	269	335
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.84	35.24	35.68	36.13
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	17.16	16.06	16.34	16.60
其他非流动负债	1	0	0	0	收入增长率(%)	76.34	22.56	23.30	24.01
<b>负债合计</b>	<b>342</b>	<b>418</b>	<b>506</b>	<b>612</b>	归母净利润增长率(%)	110.55	14.70	25.49	25.93
归属母公司股东权益	706	865	1,063	1,313					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>706</b>	<b>865</b>	<b>1,063</b>	<b>1,313</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,048</b>	<b>1,282</b>	<b>1,569</b>	<b>1,926</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	145	157	170	189	每股净资产(元)	7.84	9.61	11.81	14.59
投资活动现金流	(108)	(14)	(14)	(13)	最新发行在外股份(百万股)	90	90	90	90
筹资活动现金流	(33)	(31)	(38)	(48)	ROIC(%)	24.87	23.52	23.96	24.44
现金净增加额	3	112	118	129	ROE-摊薄(%)	23.19	21.72	22.16	22.59
折旧和摊销	17	12	12	13	资产负债率(%)	32.67	32.56	32.24	31.79
资本开支	(8)	(5)	(5)	(4)	P/E(现价&最新股本摊薄)	8.90	7.76	6.18	4.91
营运资本变动	(44)	(49)	(83)	(125)	P/B(现价)	2.06	1.68	1.37	1.11

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>