

增持（首次）

## 隧道智能装备龙头，矿山及后市场开辟增长新篇章

五新隧装（835174）深度报告

2024年8月5日

## 投资要点：

分析师：李紫忆

SAC 执业证书编号：

S0340522110001

电话：0769-22177163

邮箱：liziyi@dgzq.com.cn

## 主要数据 2024年8月2日

收盘价(元)	14.91
总市值(亿元)	13.42
总股本(亿股)	0.90
流通股本(亿股)	0.51
ROE(TTM)	24.04
12月最高价(元)	24.59
12月最低价(元)	8.47

## 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，ifind

## 相关报告

- 国内隧道施工智能装备细分龙头，专注于钻爆法隧道施工和矿山开采智能装备的研发、生产和销售。公司产品包括混凝土喷湿机、凿岩台车、隧道衬砌台车、立拱装药台车等，广泛应用在铁路隧道、公路隧道、地下矿山、水利水电等，客户包括中国中铁、中国铁建等建筑央企以及中国铜业、中国铝业、紫金矿业等矿山领域客户。公司业绩增速亮眼，2019-2023年营收、归母净利润复合增速高达29.32%、50.69%。自主研发构筑核心壁垒，产品创新迭代行业领先。公司营销中心与研发部门之间建立了高效的信息反馈机制，产品迭代领先竞争对手，研发方向始终以市场和客户为中心，精准解决客户在施工过程中的难点和痛点。
- 做优主业隧道产品。(1)国内公路铁路基建需求是公司的基石，得益于政策发力，将实现稳定增长。在大规模设备更新政策的推动下，新一轮需求正蓄势待发。万亿规模的特别国债发行，预计将为重大项目的落地提供资金支持。2024年上半年，国内铁路固定资产投资达到历史新高，预计2024至2025年间年均投资额将超过8000亿元。(2)国内水利建设需求有望贡献公司中长期增量。《国家水网建设规划纲要》背景下，水利工程集中开工。公司深耕水利水电市场，参与建设包括白鹤滩、乌东德、溪洛渡、向家坝在内的多个国内大型水电站。重大水利工程具有投资规模大、建设周期长的特点，有望在中长期为公司贡献显著业绩增量。
- 切入矿山赛道打造第二增长曲线，国内主攻中小矿山，海外率先发力俄罗斯市场。(1)国内中小矿山占总数的90%，机械化水平落后，面临劳动力成本上升和安全生产要求提升的双重压力，“机械换人”需求日益增长。公司凭借对行业趋势的深刻洞察，推出了针对3×3M以下中小巷道的高性价比产品，成功切入该空白市场。(2)俄罗斯市场因其广阔的需求空间和竞争对手退出带来的市场机会，成为公司海外扩张的重点。公司已成功开发出符合当地需求的大型设备，并构建了专业的服务与销售网络，预计将成为公司新的增长动力。
- 后市场服务需求放量可期。海外标杆企业“安百拓”每年后市场收入占比高达近70%，2023年，公司后市场收入占总营收比不足5%。随着公司设备保有量的增加，相关后市场服务，如设备维护、配件供应等，呈现出巨大的市场潜力，需求放量可期。
- 投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。预计公司2024-2025年每股收益分别为2.21元和2.60元，对应估值分别为7倍和6倍，给予公司“增持”评级。
- 风险提示。宏观经济变化风险、原材料价格波动风险、客户集中度较高风险。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目 录

1. 公司是国内隧道施工智能装备细分龙头	4
1.1 主营业务：专注于钻爆法隧道施工和矿山开采智能装备	4
1.2 发展历程：分为导入阶段、培育发展阶段、快速发展阶段	8
1.3 股权结构稳定，核心高管和公司利益深度绑定	9
1.4 财务状况：营收、净利润五年复合增速高达 29.32%、50.69%	11
2. 下游基建需求稳步增长，矿山开采智能装备前景广阔	12
2.1 政策发力传统基建，水利水电需求放量可期	12
2.2 切入高景气度矿山赛道，千亿市场方兴未艾	15
3. 公司竞争优势	17
3.1 自主研发构筑核心壁垒，产品创新迭代行业领先	17
3.2 做优主业深耕细分市场，深度绑定央国企优质客户	18
3.3 布局海外及矿山市场新引擎，拓展高毛利后市场服务	19
4. 投资策略	21
5. 风险提示	22

## 插图目录

图 1：五新隧装是国内隧道施工智能装备细分龙头	4
图 2：公司营业总收入（亿元）及同比（%）	4
图 3：公司归母净利润（亿元）及同比（%）	4
图 4：钻爆法工艺流程图	5
图 5：公司产品营收（万元）	5
图 6：公司产品营收占比（%）	5
图 7：五新隧装凿岩台车产品	6
图 8：五新隧装混凝土湿喷机/组产品	6
图 9：五新隧装隧道衬砌台车产品	7
图 10：五新隧装立拱装药台车产品	7
图 11：五新隧装智能掘进钻车产品	8
图 12：五新隧装业务覆盖五大领域	8
图 13：五新隧装公司发展历程	9
图 14：公司股权结构（截至 2024 年 Q1）	9
图 15：公司营业总收入（亿元）及同比（%）	11
图 16：公司归母净利润（亿元）及同比（%）	11
图 17：公司销售毛利率&销售净利率（%）	11
图 18：公司期间费用率（%）	12
图 19：公司所在行业产业链	12
图 20：全国铁路固定资产投资（亿元）	13
图 21：全国抽水储能装机容量（GW）	15
图 22：公司研发支出（万元）及研发费用率（%）	17
图 23：公司研发人员数量及占比（%）	18
图 24：五新隧装小断面智能掘进设备 WD561	19
图 25：五新隧装参与国际展会	20

## 表格目录

表 1：公司前十大股东（截至 2024 年 Q1）	10
表 2：公司员工持股计划解锁条件	10
表 3：万亿特别国债相关政策梳理	13
表 4：大规模设备更新相关政策梳理	14
表 5：公司前五大客户（截至 2023 年）	18
表 6：公司盈利预测简表（2024/8/2）	21

## 1. 公司是国内隧道施工智能装备细分龙头

### 1.1 主营业务：专注于钻爆法隧道施工和矿山开采智能装备

公司是国内隧道施工智能装备细分龙头，专注钻爆法施工领域智能装备。公司坐落于“工程机械之都”长沙，专注于钻爆法隧道施工和矿山开采智能装备的研发、生产和销售，自主研发了多款智能化、高效率、高质量的设备。下游客户主要包括中国中铁、中国铁建等大型交通基建施工类企业以及中国铜业、中国铝业、紫金矿业等矿山领域客户。公司服务于国内外 4000 多个项目，产品销往欧洲、南美洲、非洲、东南亚、南亚、中亚、中东等近 20 个国家和地区。公司现有员工 600 余人，拥有 430 项发明专利，构建了较为完备的知识产权保护体系。

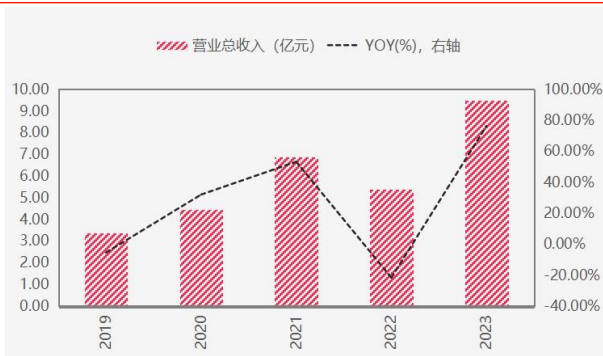
图 1：五新隧装是国内隧道施工智能装备细分龙头



资料来源：五新隧装官网，东莞证券研究所

截至 2023 年，公司营业总收入 95,412.42 万元，同比增长 76.34%；归母净利润 16,368.96 万元，同比增长 110.55%。截至 2024 年一季度，公司营业总收入 19,339.73 万元，同比增长 9.28%；归母净利润 3,619.14 万元，同比增长 10.54%。

图 2：公司营业总收入（亿元）及同比（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

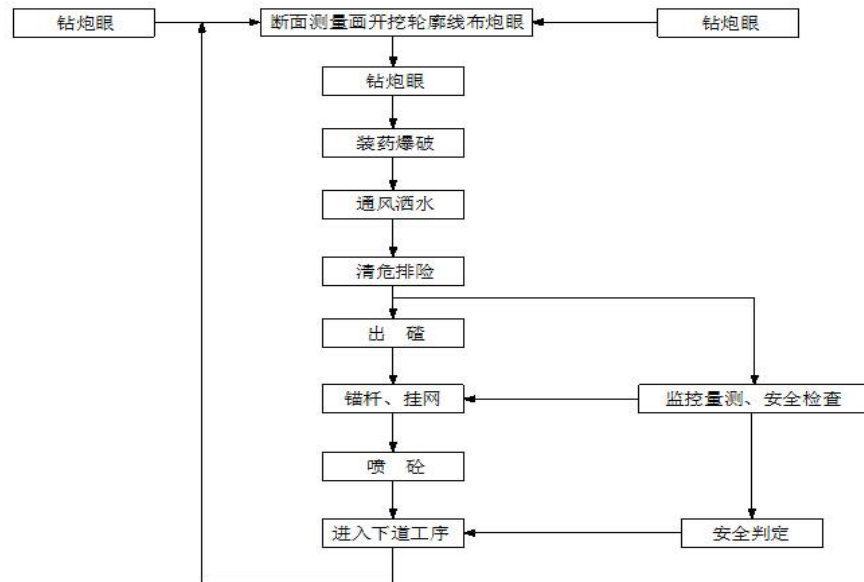
图 3：公司归母净利润（亿元）及同比（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

钻爆法是隧道施工领域主流方法。钻爆法是一种岩石开挖技术，通过钻孔、装药和爆破三个步骤实现。在隧道施工领域，钻爆法是目前应用最为普遍的隧道施工方法，被广泛应用于地下矿山、水利工程、国防洞库和公路隧道等领域，国内大部分的铁路隧道工程均采用钻爆法。

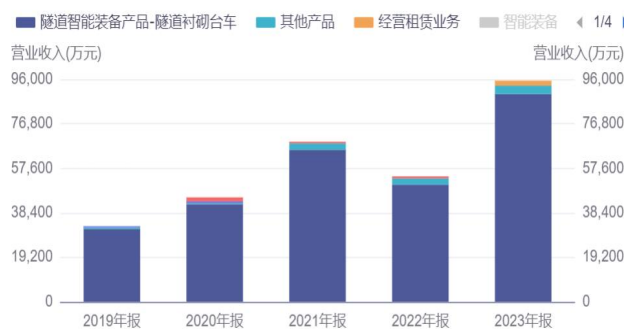
图 4：钻爆法工艺流程图



资料来源：cnki，东莞证券研究所

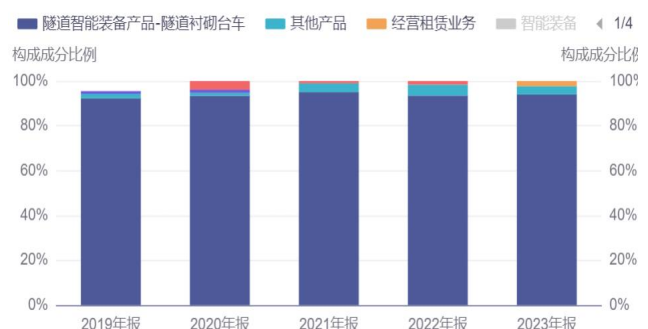
公司作为国内隧道施工智能装备细分龙头，专注于钻爆法隧道施工和矿山开采智能装备的研发、生产和销售。2021-2023 年，公司智能装备营收分别为 6.56 亿元、5.06 亿元、8.97 亿元，占营业总收入的比例分别为 95.00%、93.51%、94.00%；其他产品及服务主要是后市场，2021-2023 年营收分别为 0.28 亿元、0.27 亿元、0.36 亿元，占营业总收入的比例分别为 3.99%、4.93%、3.73%。

图 5：公司产品营收（万元）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 6：公司产品营收占比（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

公司产品种类繁多，可分为隧道类产品和矿山类产品。其中隧道类产品主要包括凿岩台车、混凝土湿喷机、隧道衬砌台车、立拱装药台车等；矿山类产品主要包括智能掘进钻车、矿用锚杆台车等。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。

**凿岩台车**是专为隧道施工中的爆破孔钻眼作业设计的高效设备。相较于传统人工钻孔方式，该设备通过自动定位和液压力驱动，实现了快速精准的钻孔成型。它能够显著减少因人工操作不当造成的超挖或欠挖问题，降低安全风险，并缩短施工周期，提高施工效率。公司推出的WD200E双曲臂凿岩台车，采用全球首创的曲臂臂架结构，显著提升了凿岩范围与效率，成为隧道掘进的高效选择。

图 7：五新隧装凿岩台车产品



资料来源：五新隧装官网，东莞证券研究所

**混凝土湿喷机/组**是专为隧道初期支护而设计的一款高效隧道施工设备。该设备具备自动遥控功能，能够将混凝土与速凝剂混合后，通过高压喷射技术迅速附着于隧道壁面，形成稳固的支护结构。不仅能提高施工效率，还能显著增强施工安全性，有效预防隧道施工过程中的塌方和渗水风险。该设备集成机械手系统、智能控制系统、泵送系统等关键技术，展现公司在隧道施工设备制造领域的专业与创新。

图 8：五新隧装混凝土湿喷机/组产品



资料来源：五新隧装官网，东莞证券研究所

道衬砌台车是专门用于隧道内壁二次衬砌的关键设备，其成型后的内壁面是隧道结构中的重要受力部分。该设备配备集中控制系统，实现自动就位、自动脱离和自动行走，从而高效完成施工任务。公司的隧道衬砌台车在复杂工程环境中表现出色，特别是在金沙江和大渡河流域的大型水电项目中，如溪洛渡、乌东德和白鹤滩水电，成功应对了大坡度、大洞径和高负压等施工挑战。

图 9：五新隧装隧道衬砌台车产品



智能数字化浇筑衬砌台车ST12



公路衬砌台车

资料来源：五新隧装官网，东莞证券研究所

立拱装药台车是专门用于爆破作业的高效安全运输设备，广泛应用于矿山和隧道施工。它整合了拱架安装、钢筋网铺设及爆破装药等多项功能，以高安全性、稳定性和操作的便捷性著称，有效提高施工效率。

图 10：五新隧装立拱装药台车产品



立拱装药台车 HLG312M (拱锚一体)



立拱装药台车 HLG312E



立拱装药台车 HLC312E



立拱装药台车 HLC212

资料来源：五新隧装官网，东莞证券研究所

智能掘进钻车是适用于矿山巷道、抽水蓄能电站、水电站和水库灌溉隧洞等工程的掘进和锚杆孔作业的专业设备。针对中小矿山无法使用大型设备、普遍采用人工钻孔作业而导致的开挖效率慢和安全风险高的问题，五新装备推出了国内最小断面掘进钻车 WD561 和 EWD561。可适用最小断面 1.9 米\*1.9 米，解决了小

断面掘进的行业痛点。

图 11：五新隧装智能掘进钻车产品



资料来源：五新隧装官网，东莞证券研究所

公司业务覆盖五大领域：铁路公路建设、水利水电工程、矿山资源开采、国际市场以及设备后市场服务。公司以直销为主，深度绑定下游客户，与诸如中国中铁、中国铁建等大型央企建立了稳定而持久的合作关系。在矿山设备领域，公司客户群体包括山东黄金、新疆有色、湖南有色和紫金矿业等知名企业。

图 12：五新隧装业务覆盖五大领域



资料来源：《2024-05-31：五新隧装：投资者关系活动记录表》，《2024-06-28：五新隧装：投资者关系活动记录表》，东莞证券研究所

## 1.2 发展历程：分为导入阶段、培育发展阶段、快速发展阶段

**2010年-2011年：公司导入阶段。**公司成立于2010年，最初主要产品为衬砌台车。这一阶段公司专注于隧道施工装备的基础研发和市场导入，为后续的发展奠定了基础

**2012年-2020年：公司培育发展阶段。**2012年，公司开始研发并生产混凝土湿喷机/组，标志着公司产品线的扩展和技术创新。混凝土湿喷机的推出，显著提升了隧道施工的效率 and 安全性。2018年以后，公司通过持续的研发和创新，推出了凿岩台车、隧道拱架安装车等新产品，进一步丰富了产品种类，增强市场竞争力。



**2021年-至今：公司快速发展阶段。**2021年，公司进入矿山领域，在国内市场，公司切入非煤中小矿山的小断面空白市场；海外市场拓展方面，公司逐渐切入俄罗斯、东南亚、中亚南亚、中东和南非等市场。

图 13：五新隧装公司发展历程

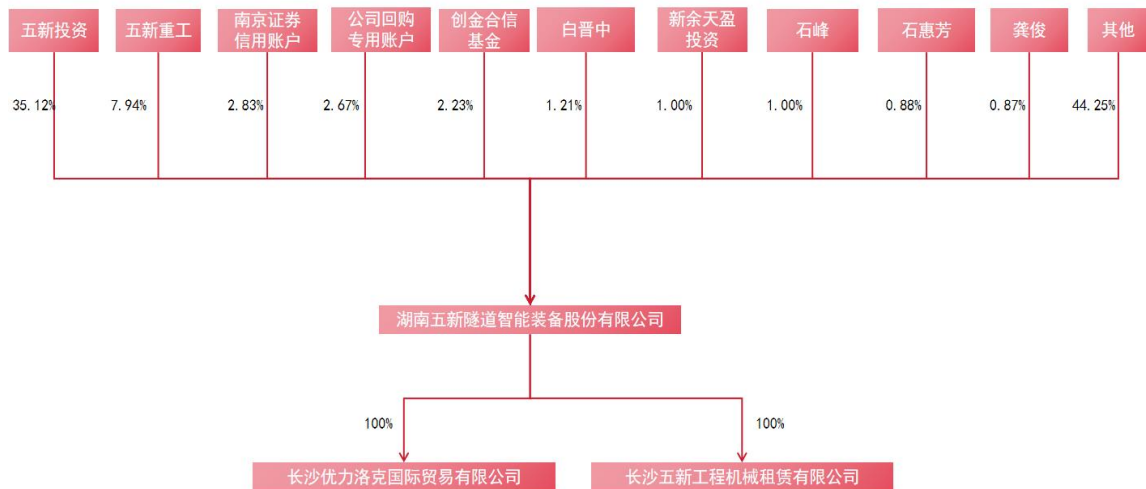


资料来源：五新隧装官网，《2021-07-30-五新隧装-五新隧装公开发行说明书》，东莞证券研究所

### 1.3 股权结构稳定，核心高管和公司利益深度绑定

公司股权结构较为稳定，实控人王薪程未在公司任职。截至2024年一季度，公司第一大股东及控股股东湖南五新投资有限公司（下称“五新投资”）持股占比35.12%，第二大股东湖南中铁五新重工有限公司（下称“五新重工”）持股占比7.94%。控股股东五新投资直接或间接控制公司43.06%的股份。

图 14：公司股权结构（截至2024年Q1）



资料来源：《五新隧装：2024年一季度报告》，ifind，东莞证券研究所

表 1: 公司前十大股东 (截至 2024 年 Q1)

股东名称	持股数量 (股)	参考市值 (亿元)	占总股本比例	变动方向	变动股数 (股)
湖南五新投资有限公司	31,612,223	6.18	35.12%	不变	0
湖南中铁五新重工有限公司	7,142,857	1.40	7.94%	不变	0
南京证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	2,545,050	0.50	2.83%	增加	22,318
湖南五新隧道智能装备股份有限公司回购专用证券账户	2,399,670	0.47	2.67%	新进	--
创金合信基金-北京国有资本运营管理有限公司-创金合信北交所精选单一资产管理计划	2,006,340	0.39	2.23%	新进	--
白晋中	1,090,587	0.21	1.21%	增加	75,936
新余天盈投资管理中心(有限合伙)	902,149	0.18	1.00%	减少	-95,000
石峰	900,000	0.18	1.00%	新进	--
石惠芳	792,702	0.16	0.88%	不变	0
龚俊	786,008	0.15	0.87%	不变	0
合计	50,177,586	9.82	55.75%	--	--

资料来源:《五新隧装:2024 年一季度报告》, 东莞证券研究所

**管理层经验丰富、技术底蕴深厚。**董事长杨贞柿自 2011 年 11 月至 2020 年 4 月担任五新隧装副总经理,并于 2015 年 9 月起担任公司董事。2020 年 4 月起担任公司董事长。总经理龚俊历任中铁五局六公司新运机械厂技术员、技术部长,五新重工制造厂厂长、副总工程师,五新隧装副总经理。2020 年 4 月起担任公司总经理,总工程师。

公司制订激励范围较广的员工持股计划,高管及核心员工利益与公司绑定。公司员工持股计划考核年度为 2024 年-2027 年,持股规模合计不超过 239.9670 万股,占公司总股本的 2.67%。公司层面的考核条件为每年 10%以上净利润增长+经营净现金流/净利润不低于 70%,凸显对于公司未来增长的信心。

表 2: 公司员工持股计划解锁条件

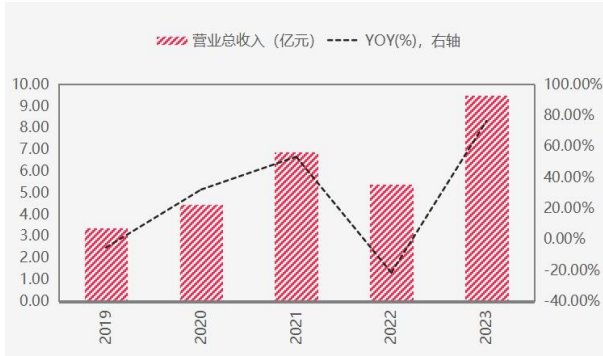
解锁期	考核年度	考核指标	
		净利润	现金流
第一个解锁期	2024 年	以 2023 年净利润为基数, 2024 年净利润增长率不低于 10.00%	2024 年经营现金流净额/净利润不低于 70%
第二个解锁期	2025 年	以 2023 年净利润为基数, 2025 年净利润增长率不低于 21.00%	2025 年经营现金流净额/净利润不低于 70%
第三个解锁期	2026 年	以 2023 年净利润为基数, 2026 年净利润增长率不低于 33.10%	2026 年经营现金流净额/净利润不低于 70%
第四个解锁期	2027 年	以 2023 年净利润为基数, 2027 年净利润增长率不低于 46.41%	2027 年经营现金流净额/净利润不低于 70%

资料来源:《2024-06-05-五新隧装 2024 年员工持股计划》, 东莞证券研究所

### 1.4 财务状况：营收、归母净利润五年复合增速高达 29.32%、50.69%

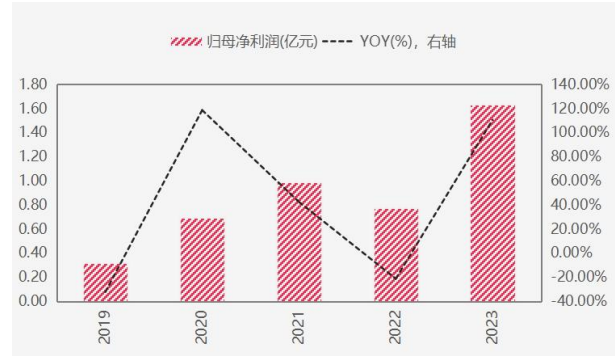
2019-2023 年，公司营业收入复合增长率为 29.32%，归母净利润复合增长率为 50.69%。2023 年，公司实现营业收入 9.54 亿元，同比增长 76.34%，这一增长直接推动了净利润的大幅提升；同年公司实现归母净利润 1.64 亿元，同比增长 110.55%。2023 年业绩增速亮眼，主要是受益于机械替代人工进程加速以及智能数字化浇筑衬砌台车、双曲臂凿岩台车等产品创新满足市场需求，进而驱动销售增长。

图 15：公司营业总收入（亿元）及同比（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

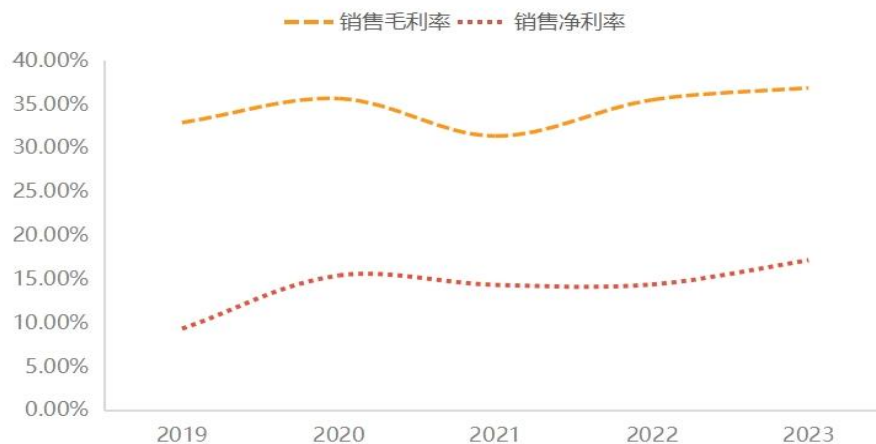
图 16：公司归母净利润（亿元）及同比（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

公司持续进行技术研发和产品创新，销售毛利率稳步提升。2019-2023 年，公司销售毛利率分别为 32.88%/35.63%/31.35%/35.48%/36.84%，均维持在 30% 以上。2023 年公司毛利率对比 2019 年提升 3.96 个百分点，主要是由于公司通过持续技术创新，扩充产品线，提升产品市场竞争力；以及持续加强成本控制能力。毛利率的显著提升，进一步巩固了其在隧道施工智能装备领域的优势地位。

图 17：公司销售毛利率&销售净利率（%）

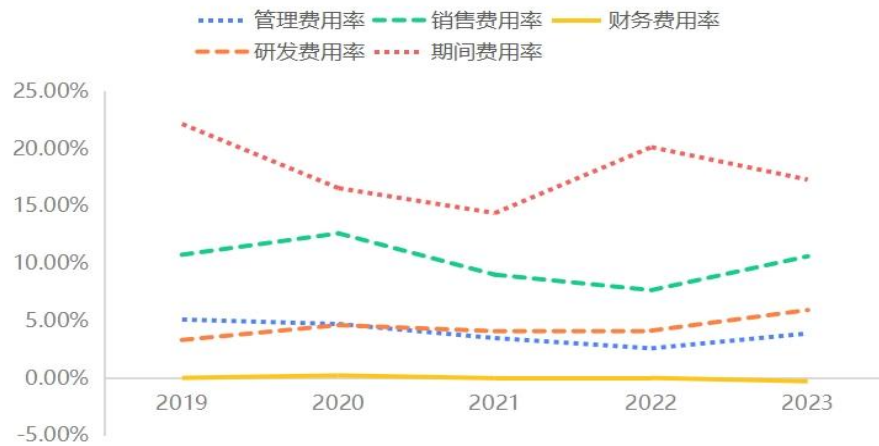


资料来源：ifind，东莞证券研究所

2019-2023 年，公司期间费用率为 22.13%/16.54%/14.36%/20.11%/17.28%。研发费用率从 2019 年的 4.61% 提升至 2023 年的 5.91%，总体呈现提升趋势，反映出公司对创

新和产品力的重视。2023 年公司营业收入同比增长 76.34%，营业收入的大幅增长导致销售费用率同比微降。持续的研发投入促进了产品技术迭代和新产品开发，从而增强公司的市场竞争力。

图 18：公司期间费用率（%）



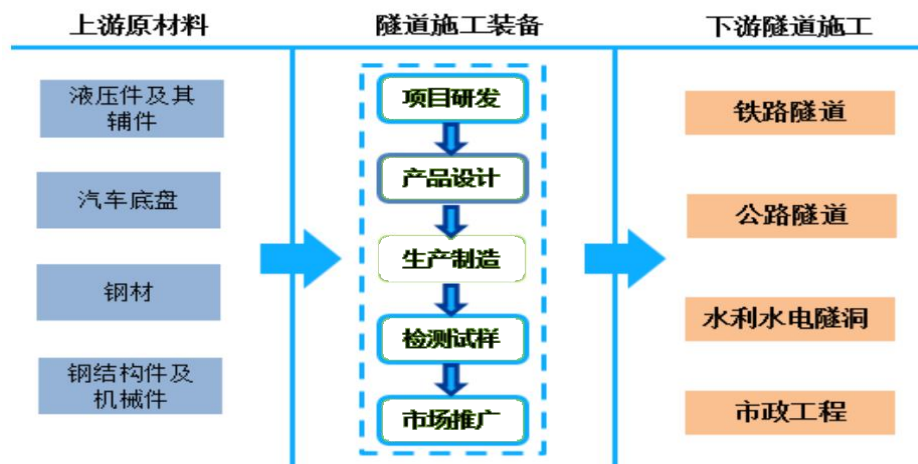
资料来源：ifind，东莞证券研究所

## 2. 下游基建需求稳步增长，矿山开采智能装备前景广阔

### 2.1 政策发力传统基建，水利水电需求放量可期

隧道工程机械制造业的上游原材料涵盖液压元件及其辅件、专用汽车底盘、钢材、钢结构组件和各类机械零件等。其产品广泛应用于下游基础设施建设领域，如铁路、公路、水利水电和市政工程等项目中的隧道施工环节。

图 19：公司所在行业产业链

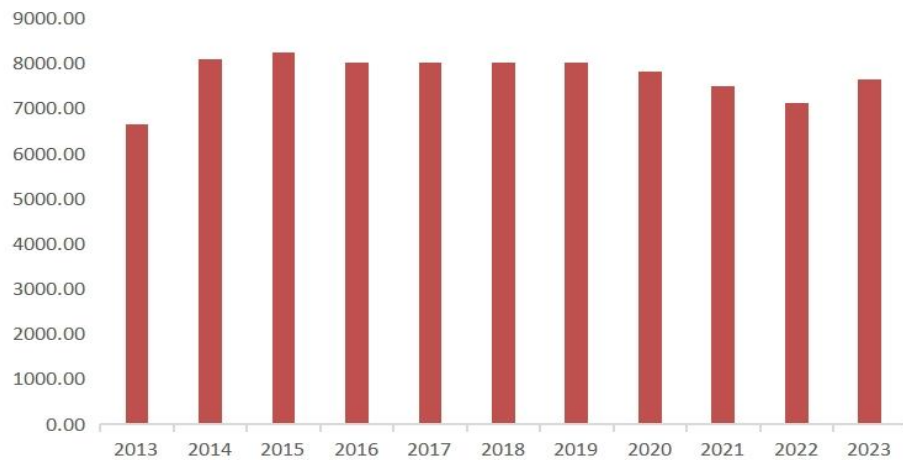


资料来源：《2021-07-30-五新隧装-五新隧装公开发行说明书》，东莞证券研究所

2024 年上半年国内铁路固定资产投资创历史新高，全年有望突破 8000 亿元。全国铁路固定资产投资涵盖新建、扩建、改建、技术改造及设备购置等，旨在提升铁路网络

的覆盖与效率。自 2014 至 2019 年，中国铁路固定资产投资稳定在 8000 亿元以上。尽管 2020 年起经历了三年的下滑，2023 年投资额回升至 7645 亿元，同比增长 7.5%。据国铁集团，今年上半年全国铁路完成投资总额达到 3373 亿元，同比增长 10.6%，创下历史同期最高纪录；6 月份单月投资额为 1088 亿元，同比增长 10.2%。参考 2019 年至 2023 年期间上半年投资规模占全年投资规模约为 40%，2024 年全国铁路固定资产投资规模有望突破 8000 亿元大关。国铁集团预计“十四五”全国铁路固定资产投资总规模与“十三五”总体相当，由于 2021 至 2023 年的累计投资额为 22243 亿元，预计 2024 至 2025 年年均投资将超过 8000 亿元，将带动铁路隧道基建施工设备需求增长，为相关设备制造商带来新的市场机遇。

图 20：全国铁路固定资产投资（亿元）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

**万亿特别国债发行有望加速实物工作量落地，促进隧道施工智能装备需求增长。**

2024 年政府工作报告提出将发行超过 1 万亿元人民币的超长期特别国债，旨在支持关键性基础设施项目建设，并为未来的持续发行奠定预期。此举与《十四五规划》中提及“实施川藏铁路、西部陆海新通道、国家水网、雅鲁藏布江下游水电开发、星际探测、北斗产业化等重大工程”资金需求高度契合。四川、江苏、河北等多个省份已在各自的工作报告中强调把握国债发行机遇，积极筹划相关项目。超长期特别国债的资金期限与大体量长期限的重大项目建设的需求相匹配，资金的补充有望加速我国重大项目落地，推动隧道施工智能装备需求增长。

表 3：万亿特别国债相关政策梳理

时间	部门/会议	内容
2023 年 10 月 24 日	十四届全国人大常委会第六次会议	1) 为支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设，增发 1 万亿元国债。2) 为了加快地方政府债券发行使用进度，保障重点领域重大项目资金需求，授权国务院在授权期限内，在当年新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）的 60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额。



2023年10月25日	国务院政策例行吹风会	本次增发1万亿国债全部通过转移支付方式安排给地方使用，全部列为中央财政赤字，还本付息由中央承担，不增加地方偿还负担。万亿国债在2023年安排使用5000亿元，结转2024年使用5000亿元。
2024年3月5日	2024政府工作报告	拟安排地方政府专项债券3.9万亿元、比上年增加1000亿元。为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。

资料来源：中国政府网，央视新闻，人民日报，东莞证券研究所

**大规模设备更新政策背景下，新一轮需求蓄势待发。**2024年2月23日，习近平总书记在中央财经委员会第四次会议上明确指出，加快产品更新换代是实现高质量发展的重要措施，要提倡新一轮大规模设备更新与消费品以旧换新。2024年3月13日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》通知，围绕推进新型工业化，以节能降碳、超低排放、安全生产、数字化转型、智能化升级等重要方向，聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业，大力推动生产设备、用能设备、发输配电设备等更新和技术改造。随后，各部委和各地方政府迅速响应，激发市场活力。

表 4：大规模设备更新相关政策梳理

时间	部门	内容
2月23日	中央财经委员会第四次会议	鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。
3月1日	国务院常务会议	审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。
3月13日	国务院	印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上。
3月14日	国家发改委	发改委就《行动方案》答记者问，设备更新将带来一个年规模5万亿元以上的巨大市场。
5月6日	国家发改委	发改委主任郑栅洁召开专题座谈会，从生产端、需求端和回收利用端分别提出了对设备更新工作的考虑和具体意见建议。
6月21日	财政部等四部门	印发通知实施设备更新贷款财政贴息政策。有关贴息标准部分，中央财政对经营主体的银行贷款本金贴息1个百分点，贴息期限不超过2年。

资料来源：中国政府网，国家发改委，财政部，东莞证券研究所

2023年5月，中共中央、国务院印发《国家水网建设规划纲要》，发展目标是，到2025年，建设一批国家水网骨干工程，到2035年，基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成，省市县水网基本完善。《纲要》中提到，要合理布局建设一批重大水资源配置工程和江河防洪治理骨干工程，形成南北、东西纵横交错的骨干输排水通道；实施重大引调水工程建设，推进南水北调后续工程高质量发展，实施一批重大引调水工程，加强互联互通，加快形成战略性输水通道。

**国内有望迎来水利建设高峰期。**2024年，国家水利部将重点推进国家水网主骨架的完善，以联网、补网、强链为核心策略。此举将加速南水北调工程的高质量发展，同时

积极推进西线和东线的后续工程前期工作，确保中线引江补汉工程的高质量建设。2024年将开工建设四川引大济岷等工程，推进甘肃白龙江引水、青海引黄济宁等跨流域跨区域重大引调水工程前期工作。随着国家水网建设政策的深入实施，预计中国将迎来水利建设的高峰期。在此背景下，隧道施工智能装备在水利工程领域的应用将保持高景气度，水利工程的集中开工将为相关设备制造商带来市场机遇。

抽水蓄能电站作为电网调峰调频的关键设施，对保障可再生能源的稳定供应至关重要。根据国家能源局发布的《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035年）》，中国计划到2025年实现抽水蓄能投产规模超过6200万千瓦，到2030年达到1.2亿千瓦。水电水利规划设计总院发布的《中国可再生能源发展报告2023年度》显示，截至2023年底，国内抽水蓄能累计投产规模已超过5000万千瓦，其中2023年新增投产规模达515万千瓦，西北地区实现投产零突破，全年共核准49座抽水蓄能电站。我们预计抽水蓄能电站建设将进入快速发展期，多个项目将陆续投产或开工，以确保实现2025年的装机容量目标。

图 21：全国抽水储能装机容量（GW）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

## 2.2 切入高景气度矿山赛道，千亿市场方兴未艾

矿山设备市场空间达千亿级别，涵盖从小型到大型的各种采矿和加工设备。矿山装备是对固体矿物及石料进行开采和加工处理的专用设备，涵盖矿钻凿岩、碎磨、矿物处理、露天及地下采矿等。Precedence Research 的数据显示，2023年全球矿山装备市场总值达到1183亿美元。随着欧洲和北美地区资源需求的增加，以及中东和非洲地区设备更新需求的推动，预计到2025年，该市场规模将增长至1308亿美元。

矿山设备市场集中度高，市场竞争较为激烈。矿山市场通常由一些大型企业主导，如瑞典安百拓（Epiroc），在全球范围内提供广泛的矿山设备和解决方案。发达国家的矿业机械化起步较早，技术成熟且应用广泛。相比之下，中国的矿业机械化虽起步较晚，但得益于国内经济的快速增长和矿产资源需求的持续上升，市场展现出巨大的发展空间和潜力。根据中国重型机械工业协会数据，2019-2023

年中国矿山机械行业收入从 2457 亿元提升至 3151 亿元，年均复合增长为 6.4%，显示出行业的稳健增长态势。

**中小矿山数量占矿山总数量的 90%，机械化程度普遍较低。**目前我国约有矿山 2.8 万处，其中煤矿约 4000 处、金属矿山约 1.2 万处。当前，公司主要瞄准的是国内矿山市场中尚未充分开发的“中小矿山”领域，以黄金、白银、铜、铁、铅锌锂等金属矿和磷、硫铁等化工矿为主，中小矿山数量约占国内矿山总数的 90%，其机械化程度相对较低，主要依赖人工作业。由于中小矿山的机械化水平不高，公司针对中小矿山特点，通过引入适用的矿山设备和技术，推动中小矿山向更高效率和更安全的作业方式转变，同时提高中小矿山的生产效率和安全性。

**政策端积极推动矿山智能化建设，安全生产要求及劳动力成本的上升驱动矿山施工向智能化与机械化发展。**2023 年 9 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》提出，要加快矿山升级改造。推动中小型矿山机械化升级改造和大型矿山自动化、智能化升级改造，加快灾害严重、高海拔等矿山智能化建设，打造一批自动化、智能化标杆矿山。

根据 2024 年 4 月印发的《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》，到 2026 年，全国煤矿智能化产能占比不低于 60%，智能化工作面数量占比不低于 30%，智能化工作面常态化运行率不低于 80%，煤矿、非煤矿山危险繁重岗位作业智能装备或机器人替代率分别不低于 30%、20%，全国矿山井下人员减少 10%以上，打造一批单班作业人员不超 50 人的智能化矿山。政策的推动将为矿山智能化装备带来广阔的市场前景，随着劳动力成本上升、安全生产要求的提高，中小矿山对于机械化和自动化设备“机械换人”的需求呈现刚性，且日益增长，为矿山智能装备企业提供了巨大的发展机遇。

**“国内经济大循环”以及降本增效背景下，国产矿山设备有望实现加速替代。**技术革新正推动国产矿山设备性能逐步与国际标准接轨，尽管在某些性能指标上与进口设备相比仍有差距，但这些差距正在快速缩小。由于近一两年大宗商品价格的回落，矿山企业的盈利能力受到挑战，使得其寻求成本效益更高的解决方案。国产矿山设备以其价格优势和优质的售后服务，成为矿山企业降低成本、提高效率的选择，尤其是对于成本较为敏感的中小矿山，更趋向于采用性价比更高的国产设备，有望加速国产替代的进程。不仅为国内矿山设备制造商提供了增长机遇，也为矿山企业在全市场竞争中保持竞争力提供坚实支撑。

### 3. 做优主业深耕水利基建，布局海外、矿山及后市场打造第二增长曲线

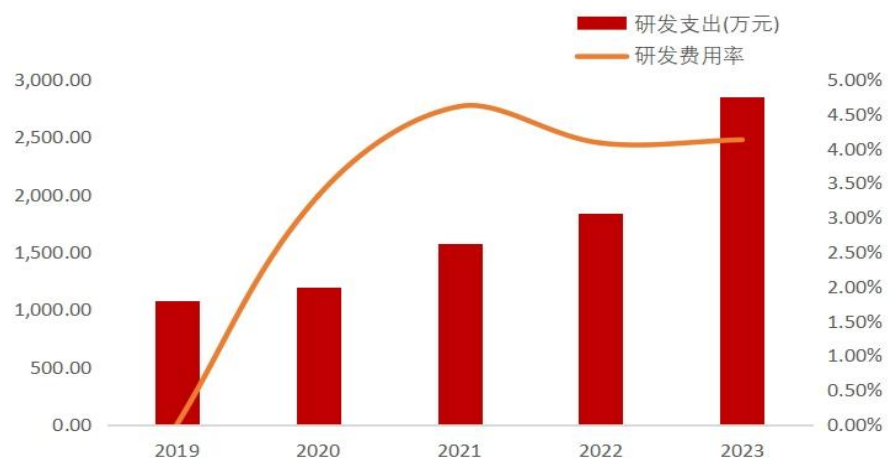
#### 3.1 自主研发构筑核心壁垒，产品创新迭代行业领先

公司研发方向始终以市场和客户为中心，深入理解客户需求，旨在解决隧道工程施工中的复杂问题。公司建立了一套集市场需求调研、研发立项、方案设计、市场反馈、投放生产于一体的完整产品研发流程，营销中心与研发部门之间建立了高效的信息反馈机制。研发团队能够迅速调整研发重点，不断推动现有产品的升级和新项目的创新，满足隧道工程复杂环境的施工需求，精准解决客户在施工过程中的难点和痛点，保持较强的市场竞争力，也是维持高毛利率的来源。

隧道施工因其高风险性而面临劳动力短缺的问题，已成为行业内的一大挑战。公司凭借其以市场和客户为导向的研发能力，成功研发了全球首台双曲臂凿岩台车，以智能液压凿岩技术取代了传统的人工打炮眼工序，显著提升了作业安全性和施工效率。该设备支持远程操作，大幅降低了工人的安全风险，并且能在1秒内完成60次以上的冲击和推拉动作，极大提高了施工速度。2023年，该设备全年销售额实现了自2022年以来的6倍增长，驱动公司营收同比高增。

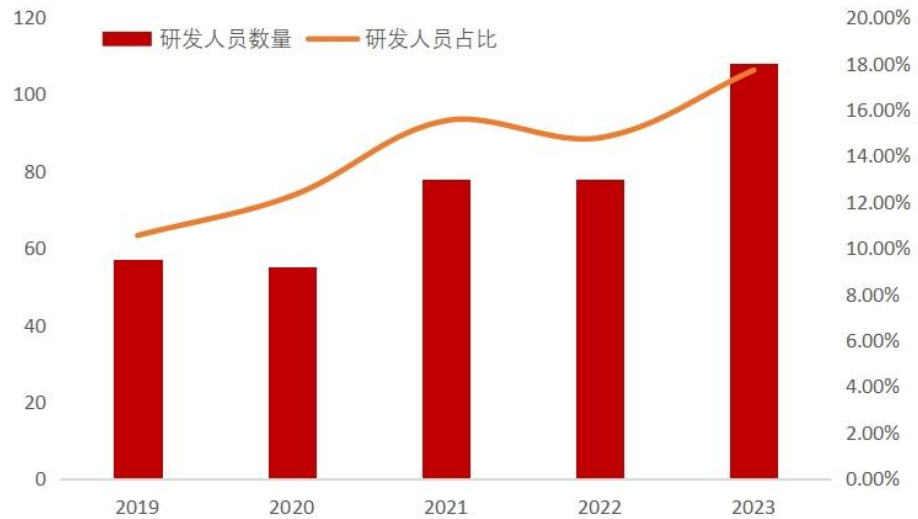
公司持续投入研发资源，研发费用率逐年提升，拥有丰富的专利技术。公司以自主研发为核心，具备深厚的技术积累，拥有一支经验丰富的研发团队。2023年，公司研发费用较上年同期增加75.95%，占营业收入的比例为5.91%，推动了技术创新和产品升级。截至2023年，已拥有授权专利350项，其中包括发明专利75项、实用新型专利254项、外观设计专利21项。

图 22：公司研发支出（万元）及研发费用率（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 23：公司研发人员数量及占比（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

### 3.2 做优主业深耕细分市场，深度绑定央企优质客户

公司采取差异化竞争战略，做优主业深耕隧道施工智能装备细分市场。提供多品种、小批量的产品，满足个性化需求。除标准化产品，还可针对性开发定制化产品和服务，满足不同客户的个性化需求。

水利水电市场有望成为公司中长期的重要增量市场。自 2010 年以来，公司深耕水利水电市场，参与建设包括白鹤滩、乌东德、溪洛渡、向家坝在内的多个国内大型水电站，积累了丰富的行业经验和较高的品牌知名度。公司凭借凿岩台车、混凝土湿喷机、智能数字化浇筑衬砌台车、锚杆台车等产品，是项目施工中不可或缺的核心装备，能够满足水利水电行业对高效施工和工程质量的高要求。随着《抽水蓄能中长期发展规划（2021—2035 年）》的推进，预计到 2025 年和 2030 年，我国抽水蓄能投产总规模将分别达到 6200 万千瓦和 1.2 亿千瓦。公司针对这一市场机遇，建立针对水利水电市场的专业销售团队，有望在中长期内贡献重要的业绩增量。

公司与建筑央企建立长期稳固合作关系，售后服务体系较为全面，拥有国内外售后服务点 50 余个。公司凭借在隧道施工智能装备领域的研发和生产能力，已经与中国中铁、中国铁建等大型建筑央企建立了长期稳固的合作关系，为公司提供了稳定的市场基础和品牌背书。售后服务方面，公司拥有国内外售后服务点 50 余个，成立了五新学院，专注于凿岩台车、拱架安装车、混凝土湿喷机等关键产品的技术培训，不仅能够提升设备的使用效率和寿命，更深化了与客户的关系，确保高质量的服务能够迅速响应客户需求。

表 5：公司前五大客户（截至 2023 年）

序号	客户	销售金额	年度销售占比%	是否存在关联关系
1	客户 1	187,009,271.23	19.60%	否



2	客户 2	185,806,187.44	19.47%	否
3	客户 3	52,516,208.82	5.50%	否
4	客户 4	11,682,470.34	1.22%	否
5	客户 5	11,567,459.29	1.21%	否
合计		448,581,597.12	47.00%	-

资料来源：《五新隧装：2023 年年度报告》，东莞证券研究

### 3.3 布局海外及矿山市场新引擎，拓展高毛利后市场服务

矿山市场作为五新隧装的重点拓展领域，公司凭借对机械换人和国产替代趋势的深刻洞察，推出了高性价比的产品以满足中小矿山的特定需求。公司定位为“小断面隧道开拓专家”，成功研发了小断面智能掘进设备 WD561，这一创新产品专为中小矿山设计，能够适应 3×3M 以下中小巷道的机械化施工。WD561 设备的推出，有效解决了中小矿山在机械化施工过程中面临的行业痛点，如施工效率低下和安全风险高等，因此获得了市场的广泛认可。在矿山设备领域，公司已与头部客户包括山东黄金、新疆有色、湖南有色和紫金矿业等知名企业建立合作关系。目前，公司利用在隧道工程领域的深厚技术积累，正积极开发适应矿山施工环境的专用湿喷机，致力于解决中小矿山湿喷施工中的行业难题。在未来 2 至 3 年内，构建起一整套完善的中小矿山开拓装备解决方案。

图 24：五新隧装小断面智能掘进设备 WD561



**五新装备**  
WUXIN  
小断面巷道开拓专家

**智能掘进钻车 WD561**  
长矿院联合研发

**小断面掘进利器**  
适用于断面大小为 **4-21m<sup>2</sup>** 的  
矿山巷道、抽水蓄能电站、水电站、水库灌溉洞的掘进钻孔作业和锚杆孔作业

**外形尺寸 Mini**  
最小可满足 **1.9×1.9m** 的工作断面

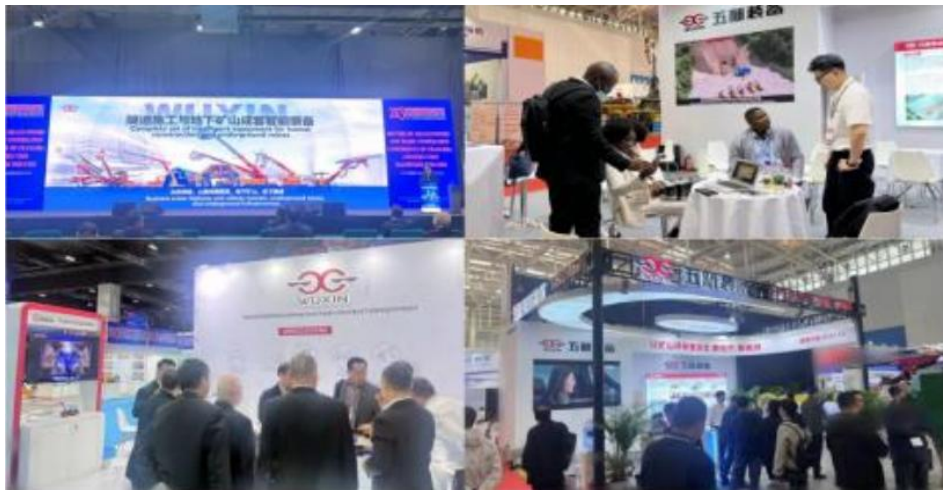
**钻孔速度快**  
搭配五新装备自主研发制造的凿岩机 **Uniroc U1838ME**  
凿岩机功率 **18kW**，最高掘进钻孔作业 **2.5m/min**

**Uniroc**

资料来源：五新隧装官网，东莞证券研究所

公司积极拓展海外市场，以俄罗斯为战略重点，有望成为增长新引擎。将俄罗斯、东南亚、中亚南亚、中东和南非等地区作为重点开发对象。俄罗斯市场因其广阔的需求空间和竞争对手退出带来的市场机会，成为公司海外战略的重中之重。公司已在俄罗斯市场开发了适应当地需求的大型设备，如更大型的两臂凿岩台车和锚杆台车，并在当地建立了专门的服务和销售团队，以确保产品和服务的本地化。此外，公司通过与央企合作参与海外项目，以及建立海外销售团队和开发本地代理商，大力开展市场推广活动，如参加海外展会和拜访当地客户，以实现海外市场的本土化和增量空间的拓展。

图 25：五新隧装参与国际展会



资料来源：《五新隧装：2023 年年度报告》，东莞证券研究所

随着公司设备保有量的增加，相关后市场服务，如设备维护、配件供应等，呈现出巨大的市场潜力。根据对海外标杆企业“安百拓”的观察，其每年后市场收入占比高达近 70%，且较为稳定。公司针对后市场业务组建了专业团队，利用公司在研发能力、现有设备基础和客户资源方面的优势，不仅为自有品牌的设备提供维护和配件供应服务，也向使用其他品牌设备的客户提供后市场服务。这一战略布局预计将为公司带来新的收入增长点，同时增强客户粘性和市场竞争力。

**长期目标凸显坚定信心。**公司在 2023 年度报告中设定了未来十年销售规模突破 100 亿元的宏伟目标，力图实现基建和矿山市场各占 50%、国内外市场各占 50%，以及主机与后市场销售各占 50%的新格局。公司计划将产品推向全球 50 个国家，力图跻身全球工程机械 50 强，以成为世界一流的隧道施工和矿山开采成套智能装备供应商。

## 4. 投资策略

**首次覆盖，给予“增持”评级。**公司做优主业隧道产品，切入矿山赛道打造第二增长曲线，国内主攻中小矿山，海外率先发力俄罗斯市场。随着主机保有量的增加，后市场服务需求放量可期。公司在 2023 年度报告中设定了未来十年销售规模突破 100 亿元的宏伟目标，力图实现基建和矿山市场各占 50%、国内外市场各占 50%，以及主机与后市场销售各占 50%的新格局。公司计划将产品推向全球 50 个国家，力图跻身全球工程机械 50 强，以成为世界一流的隧道施工和矿山开采成套智能装备供应商。

预计公司 2024-2025 年每股收益分别为 2.21 元和 2.60 元，对应估值分别为 7 倍和 6 倍，给予公司“增持”评级。

表 6：公司盈利预测简表（2024/8/2）

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	954	1193	1,431	1,717
营业总成本	773	978	1,174	1,409
营业成本	603	763	916	1,099
营业税金及附加	6	7	9	10
销售费用	85	107	129	155
管理费用	26	33	39	47
财务费用	-3	-4	-4	-5
研发费用	56	72	86	103
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	(5)	(6)	(7)	(9)
营业利润	182	221	260	312
加：营业外收入	2	2	2	2
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	183	223	262	313
减：所得税	19	24	28	33
净利润	164	199	234	280
减：少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	164	199	234	280
摊薄每股收益(元)	1.82	2.21	2.60	3.11
PE（倍）	8	7	6	5

数据来源：ifind，东莞证券研究所

## 5. 风险提示

**（1）宏观经济变化风险。**公司隧道施工装备产品主要用于高铁、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的隧道(隧洞)施工,其市场需求受宏观经济发展、基础设施建设投资规模的影响。国家宏观经济形势的变化、基础设施建设投资领域的政策变化以及产业政策变化都会影响隧道施工装备市场的发展。

**（2）原材料价格波动风险。**公司产品主要原材料包括液压件及其辅件、汽车底盘、钢材、钢构件及机械件。公司产品主要原材料价格存在一定波动，特别是钢材、钢构件受到大宗商品市场波动影响较大，若市场价格上升，可能导致公司成本上升，给业绩带来不利影响。

**（3）客户集中度较高的风险。**受我国交通基建行业建设施工主体特点影响，公司下游客户比较集中，主要为以中国中铁、中国铁建为代表的大型交通基建施工类企业等。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn