

## 五新隧装（835174）

# 2024 年中报点评：业绩小幅下降，海外市场潜力巨大

买入（维持）

2024 年 08 月 27 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	978.17	1,119.46	1,313.55
同比	(21.63)	76.34	2.52	14.44	17.34
归母净利润（百万元）	77.75	163.69	156.74	183.48	218.99
同比	(21.33)	110.55	(4.25)	17.06	19.35
EPS-最新摊薄（元/股）	0.86	1.82	1.74	2.04	2.43
P/E（现价&最新摊薄）	18.91	8.98	9.38	8.01	6.71

### 投资要点

#### ■ 主要下游铁路市场需求偏弱，2024H1 公司营收与利润短期承压

2024H1 公司实现营收 4.05 亿元，同比-7.02%，实现归母净利润 0.70 亿元，同比-3.53%，实现扣非归母净利润 0.68 亿元，同比+1.30%。2024H1 公司营收与归母净利润略有下降，主要系公司主要下游铁路市场需求偏弱，公司主机产品销售同比下降，带动整体营收与利润水平承压。**分产品来看**，2024H1 主机营业收入 3.68 亿元，同比-10.63%，后市场营业收入 0.25 亿元，同比+153.35%。**分下游来看**，2024H1 铁路市场营收 2.30 亿元，同比-17.50%；公路市场营收 1.37 亿元，同比+4.45%；水利水电市场营收 0.18 亿元，同比+99.90%；矿山开采市场营收 0.16 亿元，同比+25.91%。

**单季度来看**，公司 Q2 单季度营收 2.11 亿元，同比-18.18%，归母净利润 0.33 亿元，同比-15.21%，扣非归母净利润 0.32 亿元，同比-16.40%。

#### ■ 毛利率增复可观，费用率略有上升但销售净利率保持上升态势

2024H1 公司毛利率为 37.22%，同比+2.67pct；销售净利率为 17.20%，同比+0.62pct，毛利率提升显著，主要系公司主机产品毛利率提升拉动，各下游毛利率均有不同程度提升。**分产品毛利率来看**，2024H1 主机/后市场/其他毛利率分别为 35.85%/44.48%/65.16%，同比分别+2.21pct/-1.53pct/+11.60pct。**分下游毛利率来看**，2024H1 铁路市场/公路市场/水利水电市场/矿山开采市场/其他毛利率分别为 38.33%/34.06%/34.11%/39.67%/93.67%，同比分别+1.65pct/+3.90pct/+8.36pct/+16.76pct/+0.12pct。

**费用端来看**，2024H1 公司期间费用率为 17.89%，同比+1.99pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 10.80%/2.11%/-0.10%/5.07%，分别同比+2.77pct/+0.11pct/+0.12pct/-1.00pct。其中销售费用率提升较多，主要系下游需求偏弱，公司加大开拓市场与销售力度，销售费用支出同步提高。

#### ■ 工程机械出海趋势确定，后市场业务快速发展助力公司盈利提升

**1) 出海加速**：随着全球基础设施建设投资力度的加大，特别是高速铁路、轨道交通及水利水电项目的推进，隧道工程机械出海呈现稳步增长的态势，隧道掘进机等关键设备出口量显著上升，同时智能化矿山机械设备受到国际市场青睐，出口额稳步增长。

**2) 后市场业务成长**：公司进一步完善后市场服务体系，积极拓展中期维修保养、大修服务等增值业务，满足客户全方位需求，2024H1 后市场收入取得显著突破，同比+153.35%。高毛利后市场业务快速成长有望提高公司整体盈利能力。

■ **盈利预测与投资评级**：考虑铁路下游需求放缓，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润预测为 1.57（原值 1.88）/1.83（原值 2.36）/2.19（原值 2.97）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 9/8/7 倍，考虑公司具有长期成长性，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：宏观经济波动风险，铁路下游需求不及预期，行业竞争加剧

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	16.33
一年最低/最高价	9.40/25.73
市净率(倍)	2.09
流通 A 股市值(百万元)	848.19
总市值(百万元)	1,469.84

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.81
资产负债率(%，LF)	34.18
总股本(百万股)	90.01
流通 A 股(百万股)	51.94

### 相关研究

《五新隧装(835174)：隧道装备龙头，国家级专精特新“小巨人”》

2024-07-22

## 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>1,074</b>	<b>1,284</b>	<b>1,537</b>	<b>营业总收入</b>	<b>954</b>	<b>978</b>	<b>1,119</b>	<b>1,314</b>
货币资金及交易性金融资产	250	411	539	667	营业成本(含金融类)	603	633	719	838
经营性应收款项	532	525	600	703	税金及附加	6	6	7	8
存货	133	131	138	160	销售费用	85	87	99	114
合同资产	0	1	0	0	管理费用	26	26	29	33
其他流动资产	7	7	7	8	研发费用	56	59	73	92
<b>非流动资产</b>	<b>126</b>	<b>118</b>	<b>109</b>	<b>100</b>	财务费用	(3)	(3)	(6)	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	12	10	11	13
固定资产及使用权资产	86	79	72	65	投资净收益	1	0	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	1
长期待摊费用	5	5	5	5	<b>营业利润</b>	<b>182</b>	<b>174</b>	<b>203</b>	<b>243</b>
其他非流动资产	18	16	14	11	营业外净收支	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>1,048</b>	<b>1,192</b>	<b>1,393</b>	<b>1,637</b>	<b>利润总额</b>	<b>183</b>	<b>174</b>	<b>204</b>	<b>243</b>
<b>流动负债</b>	<b>341</b>	<b>353</b>	<b>399</b>	<b>458</b>	减:所得税	19	17	20	24
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>157</b>	<b>183</b>	<b>219</b>
经营性应付款项	253	256	287	327	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	24	24	28	33	<b>归属母公司净利润</b>	<b>164</b>	<b>157</b>	<b>183</b>	<b>219</b>
其他流动负债	64	72	84	98	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.82	1.74	2.04	2.43
非流动负债	1	0	0	0	EBIT	178	171	198	236
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	196	183	210	248
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.84	35.28	35.73	36.18
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	17.16	16.02	16.39	16.67
其他非流动负债	1	0	0	0	收入增长率(%)	76.34	2.52	14.44	17.34
<b>负债合计</b>	<b>342</b>	<b>353</b>	<b>399</b>	<b>458</b>	归母净利润增长率(%)	110.55	(4.25)	17.06	19.35
归属母公司股东权益	706	839	994	1,179					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>706</b>	<b>839</b>	<b>994</b>	<b>1,179</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,048</b>	<b>1,192</b>	<b>1,393</b>	<b>1,637</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	191	162	167	每股净资产(元)	7.84	9.32	11.04	13.10
投资活动现金流	(108)	(15)	(14)	(14)	最新发行在外股份(百万股)	90	90	90	90
筹资活动现金流	(33)	(26)	(29)	(35)	ROIC(%)	24.87	19.89	19.46	19.54
现金净增加额	3	151	118	118	ROE-摊薄(%)	23.19	18.68	18.46	18.58
折旧和摊销	17	12	12	13	资产负债率(%)	32.67	29.62	28.65	28.00
资本开支	(8)	(5)	(5)	(5)	P/E(现价&最新股本摊薄)	8.98	9.38	8.01	6.71
营运资本变动	(44)	17	(40)	(70)	P/B(现价)	2.08	1.75	1.48	1.25

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>