

2025 年 02 月 28 日

新开工项目减少业绩短期承压，看好海外和后市场业务

五新隧装 (835174. BJ)

评级:	增持	股票代码:	835174
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	14.38/46.11
目标价格:		总市值(亿)	29.60
最新收盘价:	32.56	自由流通市值(亿)	28.52
		自由流通股数(百万)	86.71

事件概述:

五新隧装于 2025 年 2 月 27 日发布 2024 年年度业绩快报公告。2024 年公司营收 7.99 亿元，同比下降 16.26%；归母净利润 1.06 亿元，同比下降 35%；总资产 11.07 亿元，同比增长 5.58%；归属于上市公司股东的所有者权益为 7.66 亿元，同比增长 8.51%。

分析判断:

收入下降源于 2024 年设备需求不足。(1) 2024 年铁路、公路市场存在一定的资金压力，新开工项目减少，存量项目施工进度阶段性延缓，设备需求量降低；(2) 在市场需求低迷的大环境下，公司始终保持战略定力，不盲目追求业务规模，而是优先选择付款条件优、回款风险低的优质订单，确保经营质量与现金流安全，为公司长期稳健发展筑牢根基。

营收同比下降和销售费用同比增长导致利润总额和归母净利润下滑。2024 年公司践行“立足隧道、开拓矿山、走向世界”的发展战略，积极布局矿山开采、水利水电、后市场、海外市场等增量市场，市场开拓投入增加。

我们认为，公司作为隧道施工智能装备领域领先企业，虽然 2024 年业绩受铁路和公路建设资金相对偏紧，部分项目出现短暂停工状态影响，但随着经济形势筑底向好、国内设备更新和化债政策陆续落地，未来有望发力水利、矿山和海外市场，并开启新的增长周期。

另外，公司于 2025 年 2 月 6 日发布公告拟通过发行股份及支付现金方式购买湖南中铁五新重工有限公司 100%股权和怀化市兴中科技股份有限公司 100%股权并募集配套资金暨关联交易，被并购的 2 家公司具有良好的盈利能力及经营前景，并购交易有利于增厚公司收入和利润，提升公司持续盈利能力。此外，公司和被并购公司在采购渠道、销售渠道、技术研发、人才资源等方面具有良好的协同效应，因此，交易有利于夯实公司主业并拓宽产品品类，充分发挥双方的协同效应，提升品牌价值，实现互利共赢。

投资建议:

据上所述，我们调整公司 24-26 年收入预测为 7.99/11.18/15.44 亿元（前值为 8.45/12.18/16.44 亿元），调整 24-26 年归母净利润预测为 1.06/1.67/2.09 亿元（前值为 1.47/1.99/2.40 亿元），调整 24-26 年 EPS 预测为 1.18/1.85/2.32 元（前值为 1.63/2.21/2.67 元），对应于 2 月 28 日 32.56 元收盘价的 PE 分别为 27.65/17.59/14.05X。考虑到隧道施工智能装备行业市场前景广阔，成长性高，维持“增持”评级。

风险提示: 宏观经济不及预期、汇率波动、订单不及预期、发行股份和并购进展的不确定性等。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	541	954	799	1,118	1,544
YoY (%)	-21.6%	76.3%	-16.2%	39.9%	38.1%
归母净利润(百万元)	78	164	106	167	209
YoY (%)	-21.3%	110.5%	-35.2%	57.2%	25.2%
毛利率 (%)	35.5%	36.8%	30.5%	30.9%	29.5%
每股收益 (元)	0.86	1.82	1.18	1.85	2.32
ROE	13.5%	23.2%	13.8%	17.9%	18.3%
市盈率	37.86	17.89	27.65	17.59	14.05

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523110001

分析师：侯钧皓

邮箱：houjh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524100003

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	954	799	1,118	1,544	净利润	164	106	167	209
YoY (%)	76.3%	-16.2%	39.9%	38.1%	折旧和摊销	17	1	1	1
营业成本	603	555	773	1,088	营运资金变动	-44	238	-105	128
营业税金及附加	6	5	6	9	经营活动现金流	145	345	60	334
销售费用	85	63	80	121	资本开支	-8	-5	-3	-2
管理费用	26	22	25	31	投资	-20	-21	-21	-22
财务费用	-3	0	0	0	投资活动现金流	-108	-25	-22	-21
研发费用	56	47	65	88	股权募资	0	-47	0	0
资产减值损失	-5	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	1	1	2	3	筹资活动现金流	-33	-46	0	0
营业利润	182	117	184	230	现金净流量	3	274	38	312
营业外收支	1	1	1	1	主要财务指标				
利润总额	183	118	185	231	成长能力				
所得税	19	12	18	22	营业收入增长率	76.3%	-16.2%	39.9%	38.1%
净利润	164	106	167	209	净利润增长率	110.5%	-35.2%	57.2%	25.2%
归属于母公司净利润	164	106	167	209	盈利能力				
YoY (%)	110.5%	-35.2%	57.2%	25.2%	毛利率	36.8%	30.5%	30.9%	29.5%
每股收益	1.82	1.18	1.85	2.32	净利率	17.2%	13.3%	14.9%	13.5%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	15.6%	9.8%	12.7%	13.7%
货币资金	230	504	543	855	净资产收益率 ROE	23.2%	13.8%	17.9%	18.3%
预付款项	3	4	3	3	偿债能力				
存货	133	108	132	123	流动比率	2.70	3.04	3.14	3.63
其他流动资产	556	334	497	409	速动比率	2.30	2.67	2.78	3.29
流动资产合计	923	950	1,175	1,390	现金比率	0.67	1.61	1.45	2.23
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	32.7%	29.1%	28.7%	25.2%
固定资产	86	86	85	85	经营效率				
无形资产	16	18	18	19	总资产周转率	1.05	0.75	0.94	1.09
非流动资产合计	126	130	133	135	每股指标 (元)				
资产合计	1,048	1,080	1,307	1,526	每股收益	1.82	1.18	1.85	2.32
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.84	8.51	10.36	12.68
应付账款及票据	252	203	252	250	每股经营现金流	1.61	3.83	0.66	3.71
其他流动负债	89	110	122	133	每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	341	313	374	383	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	17.89	27.65	17.59	14.05
其他长期负债	1	1	1	1	PB	2.55	3.83	3.14	2.57
非流动负债合计	1	1	1	1					
负债合计	342	314	375	385					
股本	90	88	88	88					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	706	766	933	1,141					
负债和股东权益合计	1,048	1,080	1,307	1,526					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。