

2025 年 05 月 05 日

# 五新隧装 (835174.BJ)

投资评级：增持（维持）

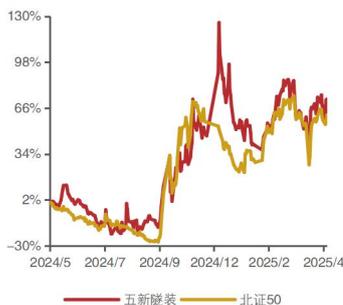
——“装备+服务”双轮驱动，持续发力水利水电、矿山领域业务激活新增长极

## 证券分析师

赵昊  
SAC: S1350524110004  
zhaohao@huayuanstock.com  
万泉  
SAC: S1350524100001  
wanxiao@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 04 月 30 日

收盘价 (元)	32.06
一年内最高/最低 (元)	46.11/14.38
总市值 (百万元)	2,885.68
流通市值 (百万元)	2,781.26
总股本 (百万股)	90.01
资产负债率 (%)	26.44
每股净资产 (元/股)	8.86

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **事件：发布 2024 年年报&2025 年一季报：**2024 年公司实现营收 7.99 亿元 (yoy-16.26%)、归母净利润 10464 万元 (yoy-36%)、扣非归母净利润 10417 万元 (yoy-34%)；2025Q1 公司实现营收 1.73 亿元 (yoy-10.77%)、归母净利润 3254 万元 (yoy-10%)、扣非归母净利润 2987 万元 (yoy-18%)。
- **政策驱动基建提速，智能、电动化趋势为铁路、公路基本盘业务带来结构性增长机遇。**2024 年，公司铁路领域、公路领域业务营收分别为 45411 万元、24007 万元，同比均有所下滑，主要因为 2024 年受资金压力影响，铁路、公路领域新项目减少、存量项目进度放缓，设备需求下降，公司坚守战略定力，严控风险，优先选择付款优、回款稳的优质订单，保障经营质量与现金流安全，夯实长期发展基础。**铁路市场：**从投资规模来看，据中国国家铁路集团有限公司数据，2024 年全国铁路完成固定资产投资 8506 亿元，同比增长 11.3%，持续保持高位运行；投产新线 3113 公里，其中高铁 2457 公里，铁路建设成效显著。**公路市场：**根据中华人民共和国交通运输部数据，2024 年公路固定资产投资仍维持较高水平，但较上年同期有所下降，2024 年 1-11 月我国完成公路建设固定资产投资 23,627 亿元，同比下降 10.80%。2025 年，国内基建投资在稳增长政策推动下持续加码，铁路、高速改扩建及新型基建项目加速落地，叠加“一带一路”、设备更新等政策利好，工程机械需求有望加速释放，智能化、电动化产品渗透率有望提升，行业或将迎来结构性增长机遇，利好公司基本盘业务稳定发展。
- **2024 年水利水电、矿山开采增长盘业务营收分别 yoy+96%、+78%，领域拓展成效显著。**2024 年，公司水利水电领域、矿山开采领域业务营收分别为 5034 万元 (yoy+96%)、4741 万元 (yoy+78%)。水利水电领域营收增长得益于公司依托技术积累组建水利水电专业团队，主攻抽水蓄能及西南水电站等重大项目；矿山开采领域营收增长得益于公司聚焦中小矿山及小断面巷道施工，以“技术+服务”双轮驱动打造差异化优势。**水利水电市场：**2024 年，国家通过优化抽水蓄能规划、推进西南水电基地建设等政策，推动能源绿色转型。截至 2024 年 12 月底水电装机达 4.36 亿千瓦 (含抽蓄 5869 万千瓦)，可再生能源实现高速发展，有效保障电力供应并促进低碳转型。**矿山开采市场：**根据国家统计局数据，2024 年采矿业固定资产投资同比增长 10.5%，其中有色金属矿采选业领涨 (yoy+26.7%)，非金属 (yoy+12.7%) 与黑色金属矿采选业 (yoy+6.7%) 增速平稳。我国《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》明确分阶段目标：2026 年建成智能化标准体系，2030 年推动无人化开采与数据深度应用。政策驱动下，矿山机械行业加速向无人化、绿色化、数字融合升级。2024 年，公司产品已成功应用于多个知名矿山及抽水蓄能项目，并与长沙矿山研究院达成战略合作，推动绿色高效开发。同时，公司通过莱州销售服务中心强化属地服务，并依托行业展会、新媒体矩阵及代理商网络，构建“线下+线上”立体化品牌推广体系，持续提升市场影响力。我们认为公司增长盘业务发展有望持续。
- **2024 年完善后市场服务生态布局致使后市场营收 yoy+103%，设立子公司加速推进海外市场布局。**2024 年后市场收入取得显著突破，实现营业收入 5761 万元 (yoy+103%)。2024 年，公司持续完善后市场服务生态布局，在深化服务网络、销售网络、供应链网络建设的基础上，重点拓展中期维修保养、设备大修等增值服务，打造集设备管理、故障预警、效能优化功能

于一体的五新服务 APP，构建“装备-数据-服务”可视化闭环，全方位赋能客户价值提升。此外，公司积极响应海外市场需求，营销团队持续深耕俄罗斯、东南亚、中亚地区，积极开拓非洲、南美新版图，洞察当地市场需求，开发本土销售渠道，加速推进海外市场布局。2024年公司设立了全资子公司长沙优力洛克国际贸易有限公司，搭建专业化国际业务运营平台，为海外市场开拓打造了坚实的组织保障。

- **并购五新重工、兴中科技拓展领域纵深，自主创新丰富产品结构、提升业务智能信息化水平。**公司于 2024 年启动筹划重大资产重组事项，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，本次交易作为北交所首单定增收购案例，“现金+股权”的支付方式与分阶段解锁条款的组合，为并购交易带来了新的思路，具有显著的创新示范效应。此外，五新隧装将实现从设备商向解决方案服务商的转型，在隧道、路桥、港口等场景中，两个被并购公司与五新隧装之间存在着明显的采购-生产-销售协同逻辑。两个资产 2024-2027 年累计 12.9 亿的承诺净利润，未来上市公司的盈利水平有望大幅提升。此外，公司 2024 年研发投入达 4,334.25 万元，研发费用率 5.42%，陆续推出了智能掘进钻车 WD561-Max、两臂矿用液压掘进钻车 WD582、双滑臂电脑凿岩台车 WD200DS 等新产品，进一步丰富产品结构，并推出新一代智能信息化浇筑衬砌台车，实现隧道衬砌施工可视化、数据化、智能化、信息化。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.37/1.75/2.15 亿元，对应 EPS 分别为 1.52/1.94/2.39 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 21.1/16.5/13.4 倍。海外市场及售后市场的布局有望为公司基本盘及增长盘业务提供持续的增长动力；整合兼容两家优质资产后有望与母公司产生业务协同，并表后预期增厚五新隧装整体的营收和利润规模。维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济变化风险、应收账款周转风险、税收政策风险。

#### 盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	954	799	953	1,133	1,363
同比增长率（%）	76.34%	-16.26%	19.25%	18.90%	20.32%
归母净利润（百万元）	164	105	137	175	215
同比增长率（%）	110.55%	-36.07%	30.94%	27.53%	23.20%
每股收益（元/股）	1.82	1.16	1.52	1.94	2.39
ROE（%）	23.19%	13.69%	15.61%	17.08%	17.91%
市盈率（P/E）	17.63	27.58	21.06	16.51	13.40

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	216	405	554	709
应收票据及账款	544	500	531	601
预付账款	3	4	4	5
其他应收款	4	5	6	8
存货	138	155	168	182
其他流动资产	71	74	75	76
<b>流动资产总计</b>	<b>977</b>	<b>1,143</b>	<b>1,339</b>	<b>1,580</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	82	75	70	64
在建工程	3	6	5	5
无形资产	19	20	23	25
长期待摊费用	6	8	6	8
其他非流动资产	19	22	22	22
<b>非流动资产合计</b>	<b>130</b>	<b>130</b>	<b>126</b>	<b>122</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,107</b>	<b>1,273</b>	<b>1,465</b>	<b>1,703</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	258	299	332	372
其他流动负债	80	91	106	123
<b>流动负债合计</b>	<b>338</b>	<b>390</b>	<b>437</b>	<b>496</b>
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	5	5
<b>非流动负债合计</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>负债合计</b>	<b>343</b>	<b>395</b>	<b>442</b>	<b>501</b>
股本	90	90	90	90
资本公积	134	134	134	134
留存收益	540	653	799	977
归属母公司权益	764	878	1,023	1,202
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>764</b>	<b>878</b>	<b>1,023</b>	<b>1,202</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,107</b>	<b>1,273</b>	<b>1,465</b>	<b>1,703</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	105	126	164	204
折旧与摊销	18	23	30	31
财务费用	-3	-1	-2	-2
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-28	75	0	-28
其他经营现金流	13	10	11	11
<b>经营性现金净流量</b>	<b>103</b>	<b>232</b>	<b>202</b>	<b>215</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-66</b>	<b>-21</b>	<b>-24</b>	<b>-26</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-49</b>	<b>-22</b>	<b>-28</b>	<b>-34</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-11</b>	<b>189</b>	<b>150</b>	<b>154</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>799</b>	<b>953</b>	<b>1,133</b>	<b>1,363</b>
<b>营业成本</b>	<b>536</b>	<b>629</b>	<b>740</b>	<b>885</b>
税金及附加	5	6	7	9
销售费用	71	81	91	109
管理费用	28	34	38	45
研发费用	43	51	61	74
财务费用	-3	-1	-2	-2
资产减值损失	-2	-2	-2	-3
信用减值损失	-10	-10	-11	-14
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	2	2	2
其他收益	12	7	8	9
<b>营业利润</b>	<b>119</b>	<b>151</b>	<b>193</b>	<b>239</b>
营业外收入	0	2	2	2
营业外支出	3	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>116</b>	<b>153</b>	<b>196</b>	<b>241</b>
所得税	12	16	21	26
<b>净利润</b>	<b>105</b>	<b>137</b>	<b>175</b>	<b>215</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>105</b>	<b>137</b>	<b>175</b>	<b>215</b>
EPS(元)	1.16	1.52	1.94	2.39

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-16.26%	19.25%	18.90%	20.32%
营业利润增长率	-34.59%	26.88%	28.01%	23.61%
归母净利润增长率	-36.07%	30.94%	27.53%	23.20%
经营现金流增长率	-28.47%	124.52%	-13.08%	6.35%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	32.85%	33.98%	34.66%	35.08%
净利率	13.10%	14.38%	15.43%	15.79%
ROE	13.69%	15.61%	17.08%	17.91%
ROA	9.45%	10.77%	11.93%	12.64%
<b>估值倍数</b>				
P/E	27.58	21.06	16.51	13.40
P/S	3.61	3.03	2.55	2.12
P/B	3.78	3.29	2.82	2.40
股息率	0.00%	0.80%	1.03%	1.26%
EV/EBITDA	18	14	11	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。