

五新隧装 (835174.BJ)

2025 年 05 月 20 日

投资评级：买入（维持）

水利/矿山营收翻倍+26 亿并购打造基建全场景龙头，隧道设备隐形冠军开启双轮驱动

——北交所公司深度报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2025/5/19
当前股价(元)	42.84
一年最高最低(元)	46.11/14.38
总市值(亿元)	38.56
流通市值(亿元)	37.16
总股本(亿股)	0.90
流通股本(亿股)	0.87
近 3 个月换手率(%)	238.7

北交所研究团队

● 2025Q1 实现营收 1.73 亿元、并购方案推进，维持“买入”评级

2024 全年五新隧装实现营收 7.99 亿元，归母净利润 10,464.15 万元。2025Q1 实现营收 1.73 亿元，归母净利润 3,254.27 万元。考虑到五新隧装目前主要的收入来源为铁路、公路等方向，行业整体处于承压状态，我们下调 2025-2026 年、增加 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年五新隧装实现归母净利润 1.15/1.41/1.75 亿元（原值 2025-2026 年 1.93/2.30 亿元），对应 EPS 为 1.28/1.57/1.95 元，当前股价对应 PE 为 33.5/27.3/22.0X。考虑到此次并购持续推进，三家公司 2025 归母净利预计合计达到 4.36 亿，我们维持“买入”评级。

● 2024 全年水利水电、矿山营收分别+96%/78%，后市场营收 5761 万元+103%

从行业分类看，2024 全年铁路、公路市场仍然是五新隧装主要的营收来源。2024 全年铁路市场实现营收 4.54 亿元，同比下降 20.32%；公路市场实现营收 2.40 亿元，同比下降 25.75%。水利水电市场和矿山开采市场则分别实现营收 5033.53 万元/4740.51 万元，分别同比增长 96.06%/78.36%。按产品分类看，2024 全年五新隧装在主机市场实现营收 7.12 亿元同比下降 20.61%，后市场则实现营收 5761.31 万元同比增长 102.60%。

● 增发+现金收购五新重工、五新科技 100%股权，切入港机、路桥施工领域

此次的并购交易方案为五新隧装通过发行股份和支付现金的方式购买兴中科技和五新重工 100.00%的股权并拟募集配套资金 1.00 亿元，标的资产交易价格为 26.50 亿元。五新重工主营港口物流智能设备的研发、生产和销售，主要产品有门式起重机、门座式起重机、钢结构等；兴中科技的全资子公司五新科技是交通基建专用设备与系统解决方案供应商，主要从事路桥施工专用装备及模架专业分包及租赁。在此次的交易报告书中给出了针对兴中科技的盈利预测，预计 2025-2027 年净利润为 2.32 亿元、2.43 亿元、2.48 亿元。也给出了五新重工的盈利预测，预计 2025-2027 年净利润 8,932.81 万元、9,043.24 万元、9,190.97 万元。

● **风险提示：**客户集中度较高风险、应收账款风险、并购交易暂停/中止或取消风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	954	799	861	962	1,083
YOY(%)	76.3	-16.3	7.8	11.7	12.6
归母净利润(百万元)	164	105	115	141	175
YOY(%)	110.5	-36.1	9.9	23.0	24.0
毛利率(%)	34.1	32.8	32.4	33.3	34.2
净利率(%)	17.2	13.1	13.3	14.7	16.2
ROE(%)	23.2	13.7	13.1	14.1	15.1
EPS(摊薄/元)	1.82	1.16	1.28	1.57	1.95
P/E(倍)	23.6	36.8	33.5	27.3	22.0
P/B(倍)	5.5	5.0	4.4	3.8	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

相关研究报告

《并购交易预案公布标的 2023 净利润合计超 3.5 亿元，2024 预计归母净利润 1.06 亿——北交所信息更新》

-2025.3.9

《拟发行股份并购五新重工，水利水电业务高速增长——北交所信息更新》

-2024.11.26

《水利水电+矿山拓展增长新空间，后市场打开经营业绩天花板——北交所信息更新》-2024.8.27

目 录

1、 2024 水利水电及矿山为主要增长行业，后市场营收+103%	4
1.1、 水利水电、矿山营收分别+96%/78%，后市场营收 5761 万元+103%	4
1.2、 2024 国内水利建设投资+12.8%，采矿业固定资产投资增长 10.50%	6
1.3、 2025Q1 五新隧装实现营收 1.73 亿元，归母净利润 3,254.27 万元	8
2、 起重机贡献五新重工主要营收，受益吞吐量提升+港口扩容	9
2.1、 货物吞吐量上涨+港口扩容航道整治，港机市场规模持续提升	9
2.2、 起重机相关产品贡献主要营收，综合毛利率维持 28% 以上水平	13
3、 全国基础设施投资持续增长，五新科技盈利能力持续提升	16
3.1、 2024 年全国基础设施投资同比增长 4.4%，盘扣式脚手架持续推广	16
3.2、 路桥施工专用设备贡献主要营收，2024.1-11 归母净利润 2.20 亿元	17
4、 2025 合计归母净利预计达 4.36 亿元，维持“买入”评级	21
4.1、 此轮通过增发股份+现金收购两家标的 100% 股权，对价 26.5 亿元	21
4.2、 2025 三家合计归母净利预计达到 4.36 亿元，维持“买入”评级	22
5、 风险提示	25
附：财务预测摘要	26

图表目录

图 1： 五新隧装主要业务布局于公路铁路领域、水利水电领域等五大领域	4
图 2： 2024 年水利水电市场营收占比提升至 6.3%	5
图 3： 2024 年后市场营收占比提升至 7.21%	5
图 4： 2024 年矿山开采方向的毛利率实现 6.18pct 的增长	5
图 5： 2024 年全国铁路完成固定资产投资 8506 亿元	6
图 6： 2024 我国完成公路建设固定资产投资 25774 亿元	6
图 7： 2024 年全年完成水利建设投资 13529 亿元、同比增长 12.8%	7
图 8： 2024 年全国水电累计装机容量达 4.36 亿千瓦	7
图 9： 2024 年抽水蓄能累计装机容量达到 5869 万千瓦	7
图 10： 2024 年采矿业固定资产投资实现累计同比增长 10.50%	8
图 11： 2024 全年实现营收 7.99 亿元	8
图 12： 2024 全年归母净利润 10,464.15 万元	8
图 13： 2025Q1 净利率升至 18.86%	9
图 14： 2022-2025Q1 期间费用率整体下降	9
图 15： 2024 全年研发费用规模 4,334.25 万元	9
图 16： 港口机械分为起重、装卸搬运、连续输送、连续装卸和其他机械五大类	10
图 17： 2024 我国港口外贸货物吞吐量达到 53.97 亿吨	11
图 18： 2024 年沿海港口货物吞吐量占到 64%	11
图 19： 沿海港口中上海、广东在 2024 年集装箱吞吐量超过 5000 万 TEU（万 TEU）	11
图 20： 上海港罗泾集装箱港区一期龙门起重机	12
图 21： 自动化无人集卡运载集装箱在码头移动	12
图 22： 全球港机设备行业市场规模 2023-2028 年 CAGR 预计达到 7.65%（亿元）	13
图 23： 王薪程是五新重工实际控制人	13
图 24： 五新重工主要产品有门式起重机、门座式起重机、钢结构等	14
图 25： 起重机产品是五新重工营收主要贡献产品（万元）	14

图 26: 起重机毛利率始终高于钢结构	14
图 27: 2024.1-11 五新重工实现营收 51,288.93 万元	15
图 28: 2024.1-11 五新重工实现归母净利润 8,854.11 万元	15
图 29: 综合毛利率维持 28% 以上水平	15
图 30: 2022 年全国 300 城共推出工业用地规划建筑面积 11.32 亿平方米	17
图 31: 五新科技为兴中科技全资子公司, 兴中科技无控股股东及实际控制人	17
图 32: 路桥施工专用装备产品包括信息化桥梁构件生产线、整孔梁模板、节段梁模板等	18
图 33: 盘扣式钢管脚手架	19
图 34: 2024.1-11 路桥施工专用设备营收 8.97 亿元 (万元)	19
图 35: 栈桥销售金额 2024.1-11 为 25,300.39 万元 (万元)	19
图 36: 路桥施工专业设备的整体毛利率持续走高	20
图 37: 栈桥 2024 年 1-11 月毛利率达到 47.05%	20
图 38: 2023 年全年五新科技实现营收 15.08 亿元	20
图 39: 2024 年 1-11 月五新科技应归母净利润 2.20 亿元	20
图 40: 五新科技盈利能力持续上升	20
图 41: 本次交易前各方持股关系	22
图 42: 本次交易完成后, 兴中科技、五新重工将成为上市公司的全资子公司	22
表 1: 2024 前五大客户销售占比达到 44.67%	5
表 2: 五新重工各年度的前五大客户构成差异较大, 占比均在 40% 以上	15
表 3: 2022~2024.1-11 前五大客户销售额占比分别为 82.63%、81.23%、78.33%	21
表 4: 我们选择中铁工业、海波重科、铁科轨道三家作为五新科技同行业可比公司	23
表 5: 参考三家可比公司的估值, 钢构件、铁路设备的可比公司平均 2025PE 为 15.9X	23
表 6: 预计兴中科技 2025 年净利润为 23,151.86 万元	23
表 7: 选择振华重工、华伍股份、法兰泰克作为五新重工同行业可比公司	24
表 8: 五新重工可比公司平均 2025PE 为 23.8X	24
表 9: 预计五新重工 2025 年实现净利润 8,932.81 万元	24
表 10: 预计 2025-2027 年五新隧装实现归母净利润 1.15/1.41/1.75 亿元, 维持“买入”评级	25
表 11: 参考五新重工、五新科技的盈利预测情况, 我们给出以下数据整理	25

1、2024 水利水电及矿山为主要增长行业，后市场营收+103%

1.1、水利水电、矿山营收分别+96%/78%，后市场营收 5761 万元+103%

五新隧装成立于 2010 年，属于专用设备制造业，公司聚焦为“隧道施工与矿山开采”提供成套智能装备与服务，深耕铁路、公路、水利水电、矿山等领域。

公司主要产品包括隧道产品、矿山产品、凿岩机（零部件）三大类，并提供租赁服务和售后服务。公司的隧道产品经过多次更新换代，目前推出隧道施工新方案——开挖三件套（双曲臂凿岩台车、立拱装药台车、混凝土湿喷机），提供包括凿岩台车、混凝土湿喷机、锚杆台车、立拱装药台车、隧道衬砌台车、防水板/钢筋作业台车、养护台车和远程操作系统等钻爆法隧道施工成套智能装备。

图1：五新隧装主要业务布局于公路铁路领域、水利水电领域等五大领域

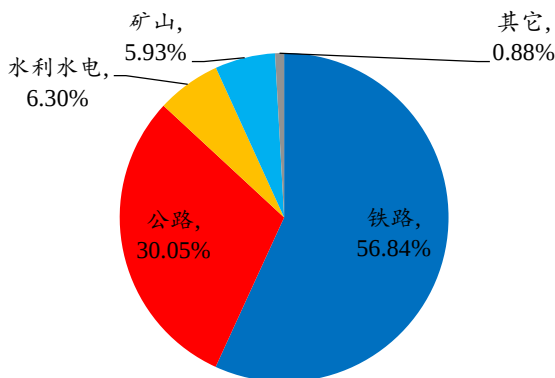


资料来源：公司 2024 年报

从行业分类看，2024 全年铁路、公路市场仍然是五新隧装主要的营收来源。2024 全年铁路市场实现营收 4.54 亿元，同比下降 20.32%；公路市场实现营收 2.40 亿元，同比下降 25.75%。水利水电市场和矿山开采市场则分别实现营收 5033.53 万元/4740.51 万元，分别同比增长 96.06%/78.36%。

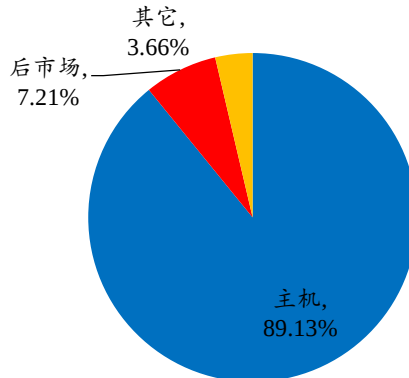
按产品分类看，2024 全年五新隧装在主机市场实现营收 7.12 亿元同比下降 20.61%，后市场则实现营收 5761.31 万元同比增长 102.60%。

图2：2024 年水利水电市场营收占比提升至 6.3%



数据来源：五新隧装 2024 年报、开源证券研究所

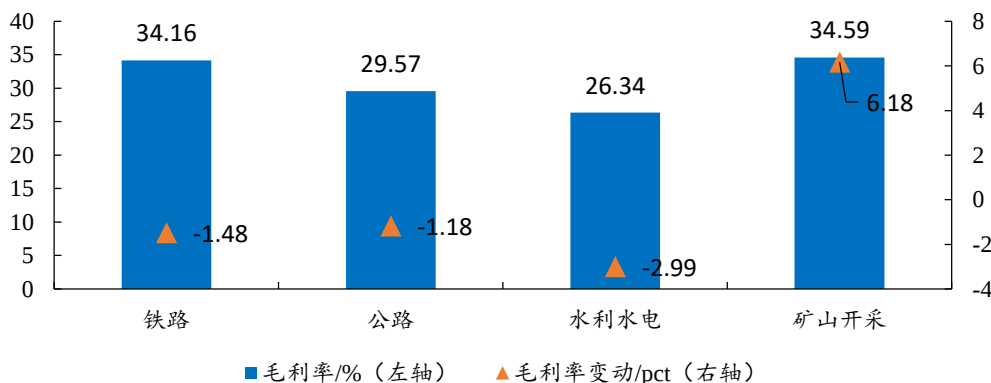
图3：2024 年后市场营收占比提升至 7.21%



数据来源：五新隧装 2024 年报、开源证券研究所

2024 年铁路、公路、水利水电、矿山开采的毛利率分别为 34.16%、29.57%、26.34%、34.59%。矿山开采方向的毛利率实现 6.18pct 的增长。

图4：2024 年矿山开采方向的毛利率实现 6.18pct 的增长



数据来源：五新隧装 2024 年报、开源证券研究所

2024 前五大客户销售占比达到 44.67%，其中中国中铁占 18.58%。

表1：2024 前五大客户销售占比达到 44.67%

报告期	单位名称	销售金额/万元	占营业收入比(%)
2024 年报	中国中铁股份有限公司	14,843.70	18.58
	中国铁建股份有限公司	14,341.00	17.95
	中国交通建设股份有限公司	4,054.80	5.08
	中国建筑股份有限公司	1,352.00	1.69
	福建省融装建设发展有限公司	1,091.60	1.37
	合计	35,683.09	44.67
2023 年报	客户 1	18,700.93	19.60
	客户 2	18,580.62	19.47
	客户 3	5,251.62	5.50

报告期	单位名称	销售金额/万元	占营业收入比(%)
	客户 4	1,168.25	1.22
	客户 5	1,156.75	1.21
	合计	44,858.16	47.00

数据来源：Wind、开源证券研究所

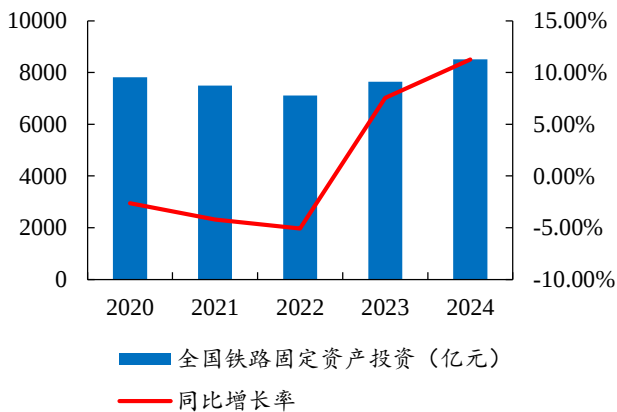
1.2、2024 国内水利建设投资+12.8%，采矿业固定资产投资增长 10.50%

从下游行业看，五新隧装产品主要应用于公路、铁路、水利水电、矿山开采及后市场等方向。

2024 年从投资规模来看，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。截至 2024 年底，全国铁路营业里程达到 16.2 万公里，其中高铁 4.8 万公里，持续巩固世界铁路技术领跑地位。

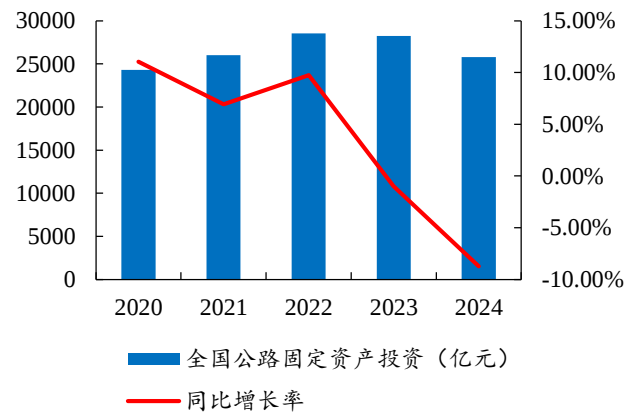
公路建设方面，2024 年公路固定资产投资仍维持较高水平，但较 2023 年同期有所下降，交通运输部数据显示，2024 年我国完成公路建设固定资产投资 25774 亿元。

图5：2024 年全国铁路完成固定资产投资 8506 亿元



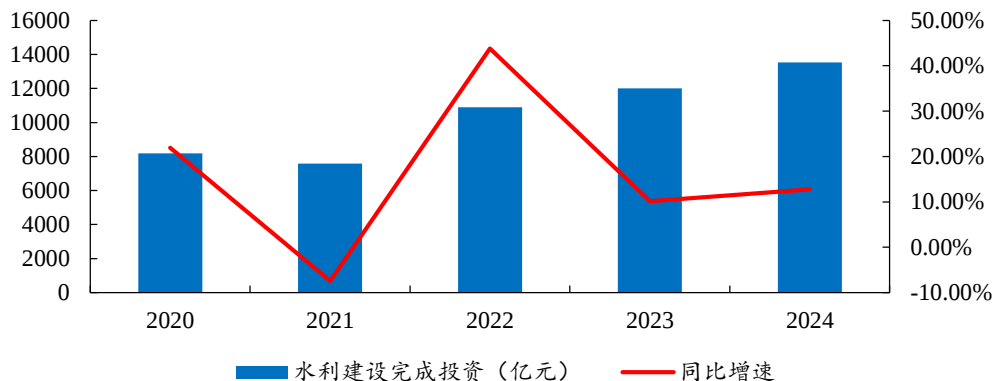
数据来源：中国国家铁路集团有限公司、开源证券研究所

图6：2024 我国完成公路建设固定资产投资 25774 亿元



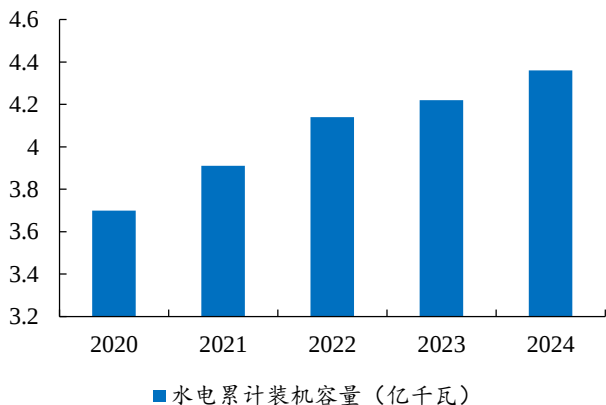
数据来源：中华人民共和国交通运输部、开源证券研究所

水利水电建设方面，2024 年以来深入贯彻落实《国家水网建设规划纲要》，全面推动完善水利基础设施体系。根据中华人民共和国水利部数据，2024 年全年新开工国家水网重大工程 41 项，实施水利工程项目 46967 个，完成水利建设投资 13529 亿元、同比增长 12.8%。

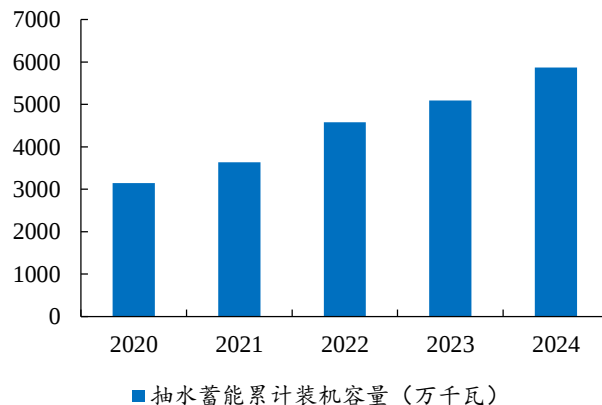
图7：2024 年全年完成水利建设投资 13529 亿元、同比增长 12.8%


数据来源：中华人民共和国水利部、开源证券研究所

国家能源局《2024 年能源工作指导意见》指出要“优化抽水蓄能中长期发展规划布局”、“稳步推进水电核电开发建设。有序推进重大水电工程前期工作。”中共中央、国务院发布《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，明确提出要加快西南水电等清洁能源基地建设，科学布局抽水蓄能，稳妥推进能源绿色低碳转型。政策指引下，2024 年我国可再生能源保持高速度发展、高比例利用、高质量消纳的良好态势，为保障电力供应、促进能源转型发挥了重要作用。国家能源局数据显示，截至 2024 年 12 月底，全国水电累计装机容量达到 4.36 亿千瓦，其中常规水电达到 3.77 亿千瓦，抽水蓄能达到 5869 万千瓦。

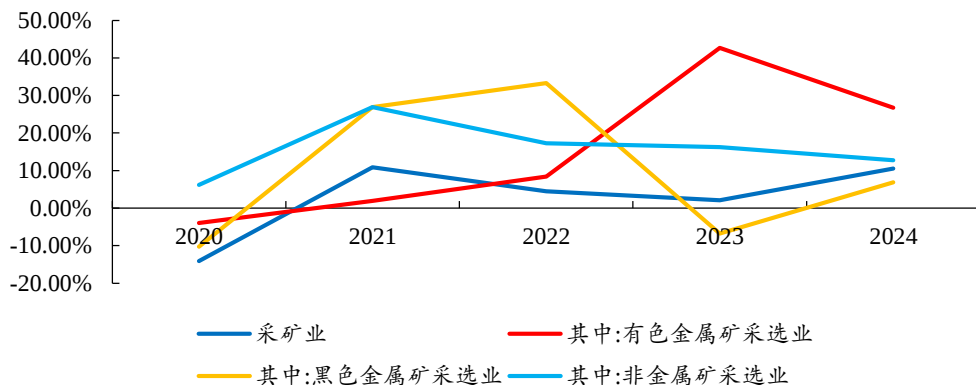
图8：2024 年全国水电累计装机容量达 4.36 亿千瓦


数据来源：国家能源局、开源证券研究所

图9：2024 年抽水蓄能累计装机容量达到 5869 万千瓦


数据来源：国家能源局、开源证券研究所

采矿业方面，2024 年以来采矿业固定资产投资延续增长态势，根据国家统计局数据，2024 年 1-12 月实现累计同比增长 10.50%，其中有色金属矿采选业固定资产投资大幅增长，同比增长 26.70%；非金属矿采选业、黑色金属矿采选业固定资产投资增速平缓，分别实现同比增长 12.70%、6.70%。

图10：2024 年采矿业固定资产投资实现累计同比增长 10.50%


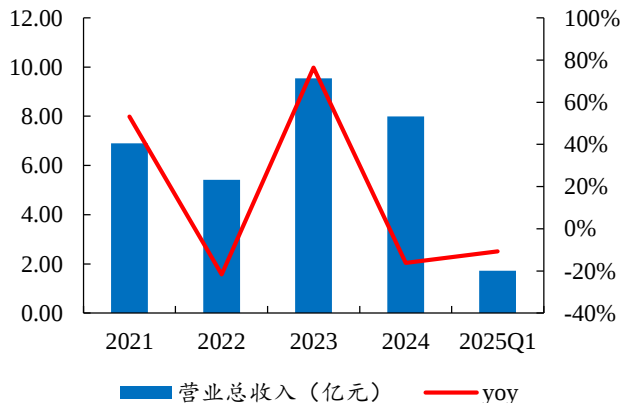
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

后市场方面绿色化、智能化转型加速推进，成为循环经济的重要增长极。一方面，从国家层面政策来看，国务院《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》明确要求“深入推进工程机械等传统设备再制造”，工业和信息化部等七部门《推动工业领域设备更新实施方案》（2024 年 3 月）提出淘汰落后低效工程机械设备，加快再制造技术应用。另一方面，随着存量设备规模扩大及设备智能化升级加速，后市场服务需求持续增长。据五新隧装 2024 年报显示，2024 年 1-12 月，金属制品、机械和设备修理业实现营业收入 2466.20 亿元，同比增长 17.10%。

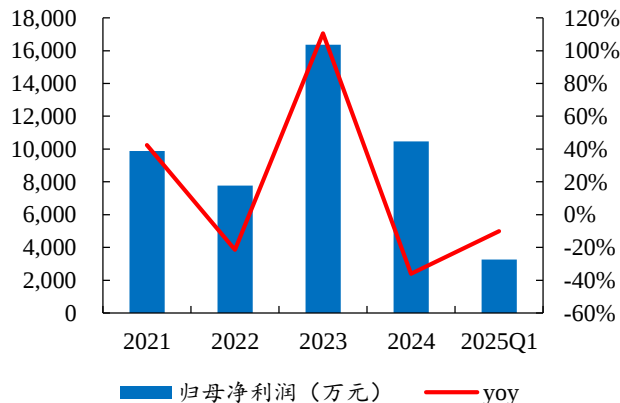
1.3、2025Q1 五新隧装实现营收 1.73 亿元，归母净利润 3,254.27 万元

2024 全年五新隧装实现营收 7.99 亿元，归母净利润 10,464.15 万元。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。

2025Q1 实现营收 1.73 亿元，归母净利润 3,254.27 万元。

图11：2024 全年实现营收 7.99 亿元


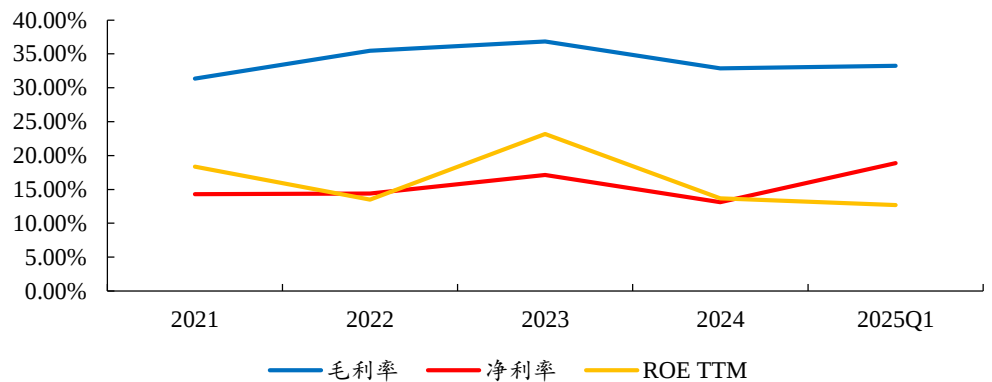
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2024 全年归母净利润 10,464.15 万元


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022-2025Q1，五新隧装毛利率分别为 35.48%、36.84%、32.85%、33.24%，净利率分别为 14.37%、17.16%、13.10%、18.86%。

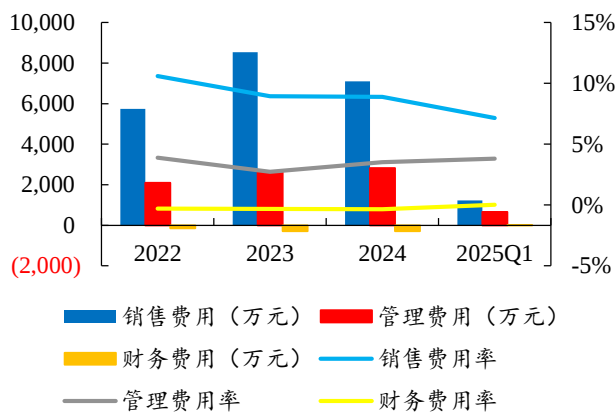
图13：2025Q1 净利率升至 18.86%



数据来源：Wind、开源证券研究所

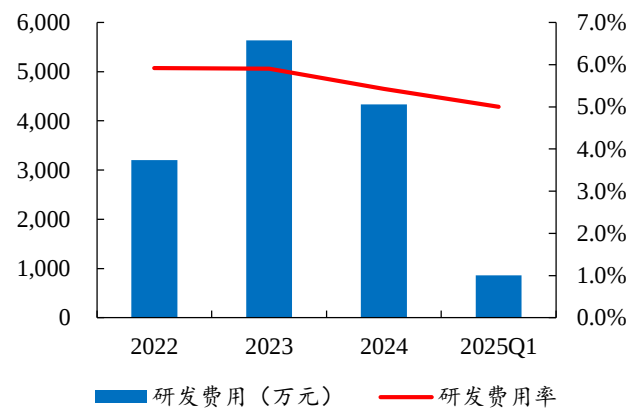
2022-2025Q1 期间费用率整体下降，2025Q1 下降至 15.98%。研发费用率保持在 5% 以上，2024 全年研发费用规模 4,334.25 万元。

图14：2022-2025Q1 期间费用率整体下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2024 全年研发费用规模 4,334.25 万元



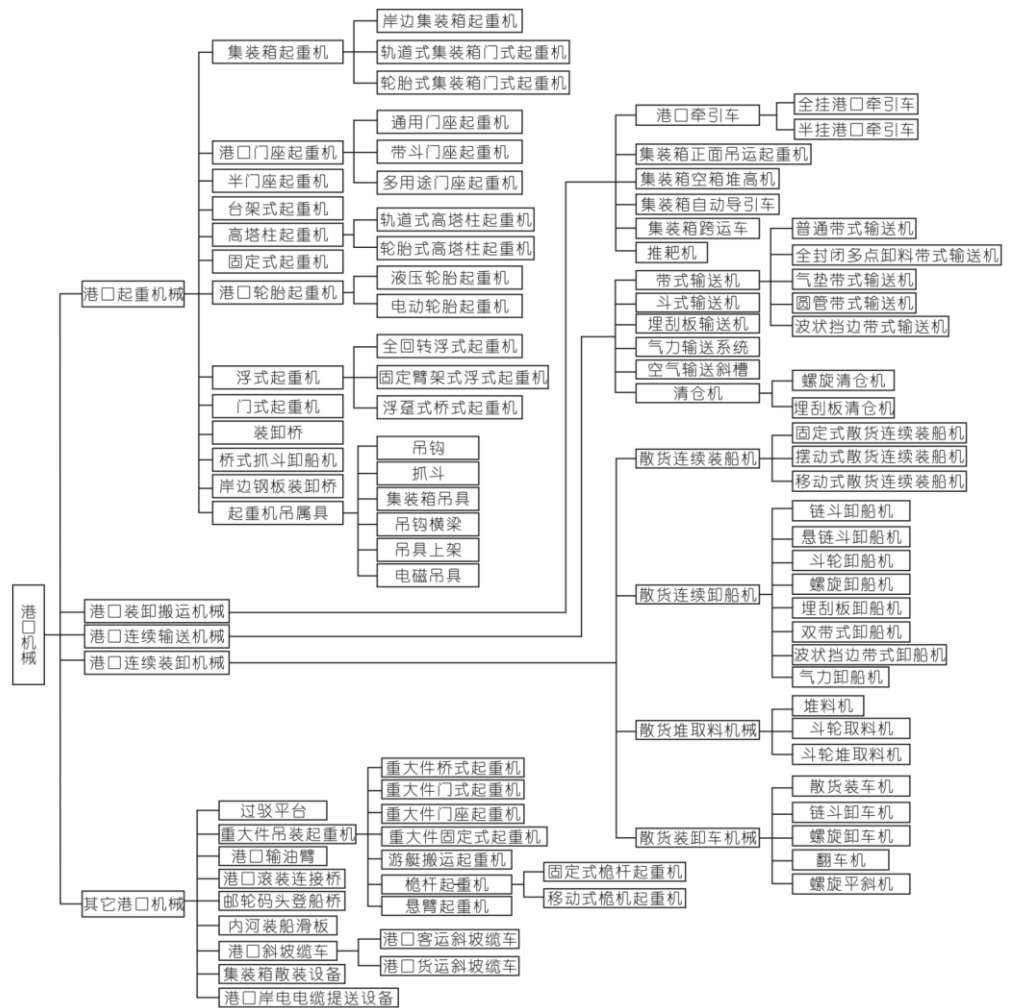
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、起重机贡献五新重工主要营收，受益吞吐量提升+港口扩容

2.1、货物吞吐量上涨+港口扩容航道整治，港机市场规模持续提升

我国是全球最大的港口机械制造国、使用国和出口国，港口机械市场占有率连续多年排名世界第一。按照工作方式不同，将港口机械分为港口起重机械、港口装卸搬运机械、港口连续输送机械、港口连续装卸机械和其他港口机械五大类。

图16：港口机械分为起重、装卸搬运、连续输送、连续装卸和其他机械五大类



资料来源：张德文《我国港口机械标准化现状与展望》

港口起重机械包括集装箱、干散货和件杂货等码头常用的各种起重机械、浮式起重机、起重机吊属具等。

港口装卸搬运机械包括港口专用的流动机械，如港口牵引车、集装箱正面吊运起重机、集装箱空箱堆高机、集装箱跨运车、集装箱自动导引车等，而通用的叉车、装载机则一般不包含在内。

港口连续输送机械包括港口各种带式、斗式、埋刮板式、螺旋式和气力式连续输送设备等。

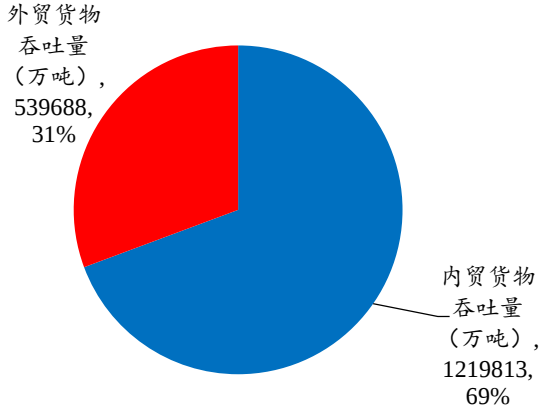
港口连续装卸机械包括干散货码头前沿装卸船设备、后方堆场设备和装卸火车设备三大类。

其他港口机械则包括了上述四大类机型无法涵盖的专用港口机械，如过驳平台、重大件起重设备、港口输油臂、港口滚装连接桥、邮轮码头登船桥、港口斜坡缆车、港口散装集装箱设备和港口岸电电缆提送设备等。这些专用港口机械是起重机械、连续机械、流动车辆和工程船舶等设施设备的综合运用。

2024年我国的港口吞吐量实现整体增长。2024全年货物吞吐量达到175.95亿吨，

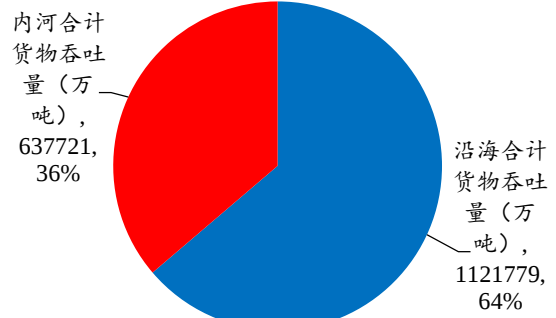
同比增长 3.7%，其中外贸货物 53.97 亿吨同比增长 6.9%。

图17：2024 我国港口外贸货物吞吐量达到 53.97 亿吨



数据来源：交通运输部、开源证券研究所

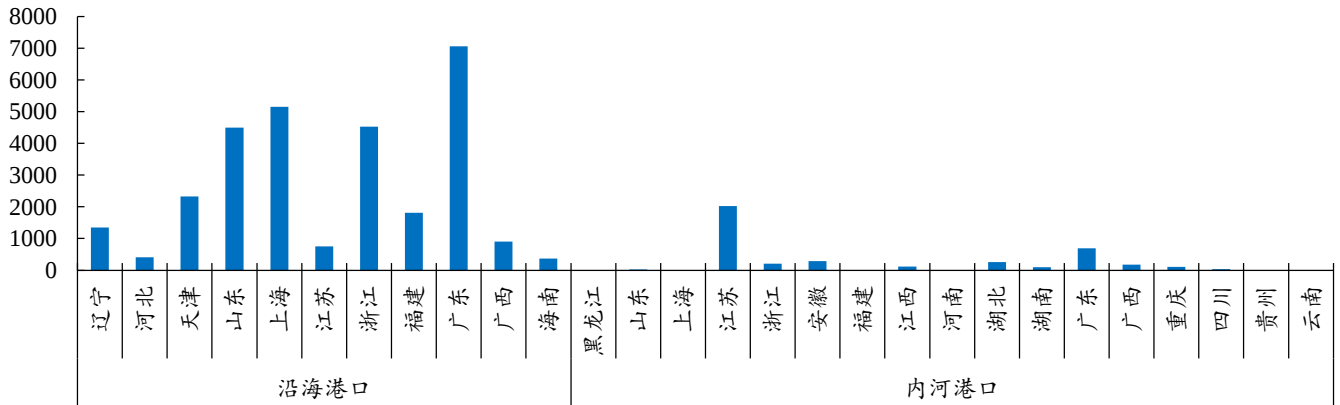
图18：2024 年沿海港口货物吞吐量占到 64%



数据来源：交通运输部、开源证券研究所

2024 年全国集装箱吞吐量 33200 万 TEU 同比增长 7.0%，其中沿海港口占据主导达到 29160 万 TEU 同比增长 7.2%。沿海港口中上海、广东在 2024 年超过 5000 万 TEU。

图19：沿海港口中上海、广东在 2024 年集装箱吞吐量超过 5000 万 TEU（万 TEU）



数据来源：交通运输部、开源证券研究所

在港口货物吞吐量保持上涨的同时，国内港口也在持续扩容扩建、航道整治等建设项目。

2024 年 8 月 7 日上午上海港罗泾集装箱港区一期正式开港，连续 14 年位居全球集装箱吞吐量第一的上海港再次扩容。罗泾集装箱港区一期工程建成 1 个 10 万吨级泊位和 4 个 1 万吨级泊位，设计年吞吐量 260 万标准箱。罗泾集装箱港区的定位是服务长江经济带建设、长三角一体化发展以及我国高水平对外开放的支点码头。

罗泾集装箱港区脱胎于传统煤炭、矿石装卸码头，为落实长江大保护的要求，淘汰了曾经高污染和低附加值的产业，变身绿色港口。港区在施工过程中利用了七成的旧结构资源，码头现在运营所需的岸桥、轨道吊、巡检车等设备均为纯电力驱动，并在码头全泊位配置岸基供电，有效减少船舶靠岸期间的碳排放、废气排放和

噪音污染。

罗泾集装箱港区二期工程也于当天启动。上海市交通委员会相关负责人表示，未来上海将加快推进重大港口建设项目，以提效能、扩功能、增动能为导向，打开上海港高质量发展和未来箱量增长新空间，助力上海国际航运中心能级提升。

图20：上海港罗泾集装箱港区一期龙门起重机



资料来源：新华社

图21：自动化无人集卡运载集装箱在码头移动



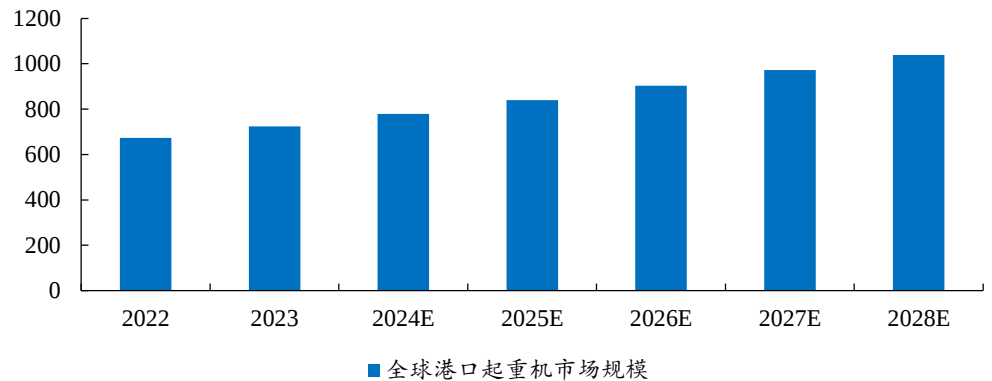
资料来源：新华社

宁波舟山港是我国主要港口和国际枢纽海港，年货物吞吐量连续 15 年位居全球第一，年集装箱吞吐量稳居全球第三。2024 年 10 月 10 日，《宁波舟山港总体规划(2035 年)》获交通运输部和浙江省人民政府联合批复。新版总规预测 2035 年宁波舟山港货物吞吐量达 18 亿吨、集装箱吞吐量达 6000 万标准箱，规划形成“一港两核二十区”的总体空间格局。

新版总规以建设世界一流强港为目标，建设以集装箱、大宗散货运输为主的国际枢纽海港，打造长三角及长江沿线大宗商品中转储运基地和江海联运服务中心，不断增强港口服务国家战略能力。重点提升集装箱国际枢纽港码头能力，统筹梅山、佛渡、六横、金塘等集装箱岸线资源开发，支撑打造五个千万箱级港区。重点提升大宗散货通过能力，支撑油气、煤炭、矿石等 3 大亿吨级大宗散货专业化泊位群能力持续增强。重点提升航道锚地能力，布局“两千、三纵、四横”航道体系。

2024 年、2025 年，宁波舟山港佛渡作业区集装箱码头、大榭集装箱码头二期、梅山滚装码头二期、金塘新材料项目码头工程等超 30 个项目开工，梅山、衢山、马迹山港口基础设施等重点项目继续加快建设。

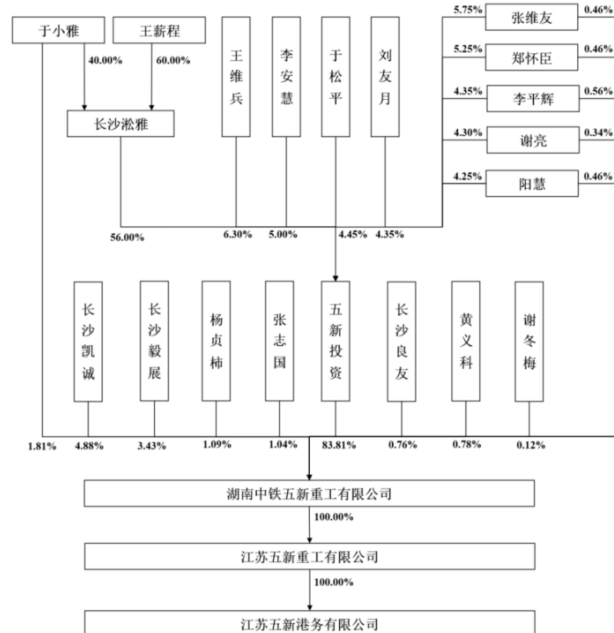
根据中研网以及中研普华研究院的数据，2023 年全球港机设备行业市场规模达 724.14 亿元，其中中国市场规模达 295.6 亿元。受益全球集装箱吞吐量稳步提升，预计到 2028 年，全球港机设备行业市场规模将达 1,038.54 亿元，2023-2028 年 CAGR 达到 7.65%。

图22：全球港机设备行业市场规模 2023-2028 年 CAGR 预计达到 7.65%（亿元）


数据来源：中研网、中研普华研究院、五新隧装公告、开源证券研究所

2.2、起重机相关产品贡献主要营收，综合毛利率维持 28% 以上水平

五新重工主要从事港口物流智能设备的研发、生产和销售，截至 2025 年 4 月 30 日五新投资直接持有五新重工 83.81% 的股权，为五新重工控股股东。王薪程通过五新投资以及一致行动人于小雅，合计控制五新重工 85.62% 的表决权，是五新重工实际控制人。

图23：王薪程是五新重工实际控制人


资料来源：五新隧装公告（注：数据截至 2025 年 4 月 30 日）

五新重工主营港口物流智能设备的研发、生产和销售，主要产品有门式起重机、门座式起重机、钢结构等，其中门式起重机类包括轨道式集装箱门式起重机、岸边集装箱起重机、造船门式起重机、地铁货场门式起重机等；门座式起重机类包括单臂架/四连杆门座式起重机、带斗门座式起重机等。五新重工产品广泛应用于长江、珠江、淮河等流域港口码头和长沙地铁等重点工程。五新重工拥有特种设备起重机械制造 A 级生产许可证和钢结构工程专业承包二级资质，通过了知识产权、质量、

环境、职业健康安全等管理体系，拥有多项自有知识产权。

图24：五新重工主要产品有门式起重机、门座式起重机、钢结构等

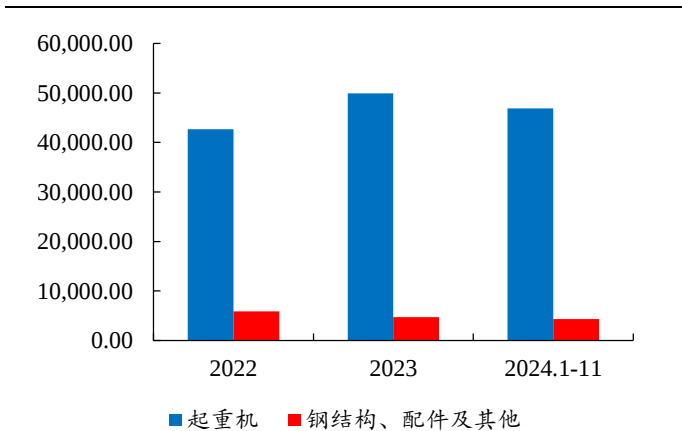


资料来源：五新隧装公告、开源证券研究所

参考 2022-2024 年 1-11 月的营收构成情况，起重机相关产品是五新重工营收主要贡献产品，分别实现营收 42,696.73 万元、49,949.94 万元、46,858.03 万元。钢结构则实现营收 5,874.83 万元、4,730.22 万元、4,299.84 万元。

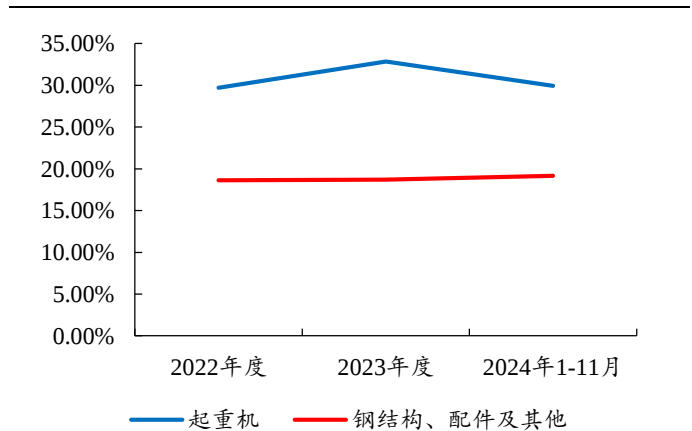
起重机毛利率始终高于钢结构，2022-2024 年 1-11 月分别为 29.69%、32.86%、29.94%。

图25：起重机产品是五新重工营收主要贡献产品（万元）



数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

图26：起重机毛利率始终高于钢结构

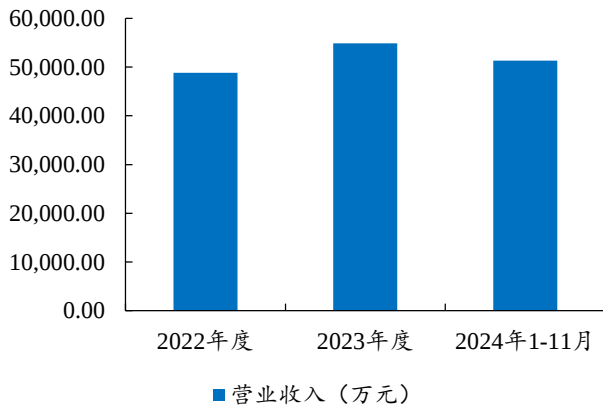


数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

2022-2024 年 1-11 月，五新重工整体实现营收 48,823.71 万元、54,895.22 万元、51,288.93 万元，对应归母净利润 7,211.95 万元、10,162.03 万元、8,854.11 万元。

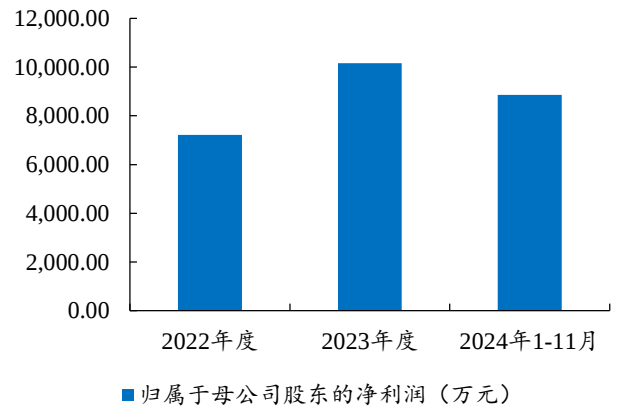
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图27：2024.1-11 五新重工实现营收 51,288.93 万元



数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

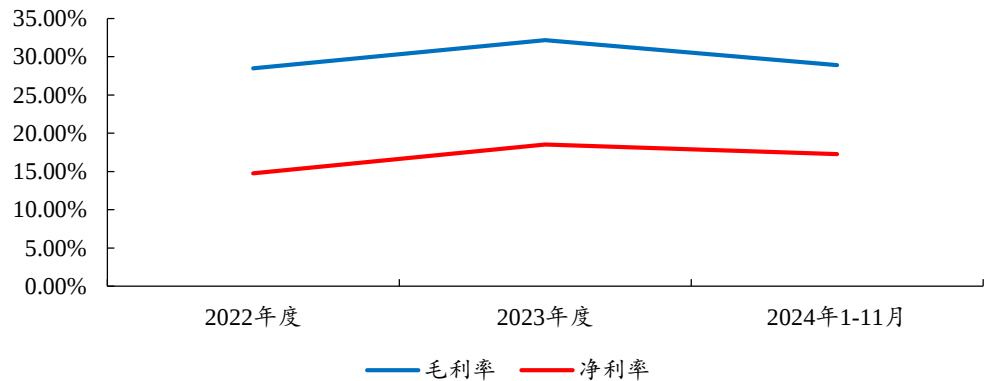
图28：2024.1-11 五新重工实现归母净利润 8,854.11 万元



数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

综合毛利率维持 28%以上水平，2024.1-11 达到 28.92%。净利率 2024.1-11 则为 17.26%。

图29：综合毛利率维持 28%以上水平



数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

从主要客户情况看，五新重工各年度的前五大客户构成差异较大，占比均在 40% 以上。

表2：五新重工各年度的前五大客户构成差异较大，占比均在 40% 以上

年度	客户名称	销售金额 (万元)	占当期营业收入比例
2024 年 1-11 月	广州港集团有限公司	5,484.96	10.69%
	南昌水投水利开发有限公司	4,721.68	9.21%
	重庆龙头港物流发展有限公司	4,249.13	8.28%
	江门市华津金属交易市场有限公司	3,811.19	7.43%
	江苏淮阴水利建设有限公司清江浦黄码分公司	2,971.68	5.79%
	合计	21,238.63	41.41%
2023 年度	杭州下沙港口发展有限公司	7,726.58	14.08%
	安徽省港航集团有限公司	5,379.66	9.80%
	广州港集团有限公司	5,347.57	9.74%

年度	客户名称	销售金额（万元）	占当期营业收入比例
2022 年度	江西省港口集团有限公司	4,962.02	9.04%
	中国铁路工程集团有限公司	3,822.45	6.96%
	合计	27,238.29	49.62%
	招商局集团有限公司	8,663.81	17.75%
	中国铁路工程集团有限公司	5,015.19	10.27%
	安徽省港航集团有限公司	4,679.01	9.58%
	广州港集团有限公司	3,915.31	8.02%
	广西北部湾国际港务集团有限公司	3,606.70	7.39%
	合计	25,880.01	53.01%

数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

3、全国基础设施投资持续增长，五新科技盈利能力持续提升

3.1、2024 年全国基础设施投资同比增长 4.4%，盘扣式脚手架持续推广

五新科技主要从事路桥施工专用装备的研发、生产、销售及租赁，路桥施工专用装备产品是传统基础设施建设用钢模板的升级和替代，是运用现代机电液一体化的智能化技术手段替代传统人工拼装、拆除为主的钢模板施工体系，以实现提高施工效率、施工精度、安全程度及环境友好程度等目标。

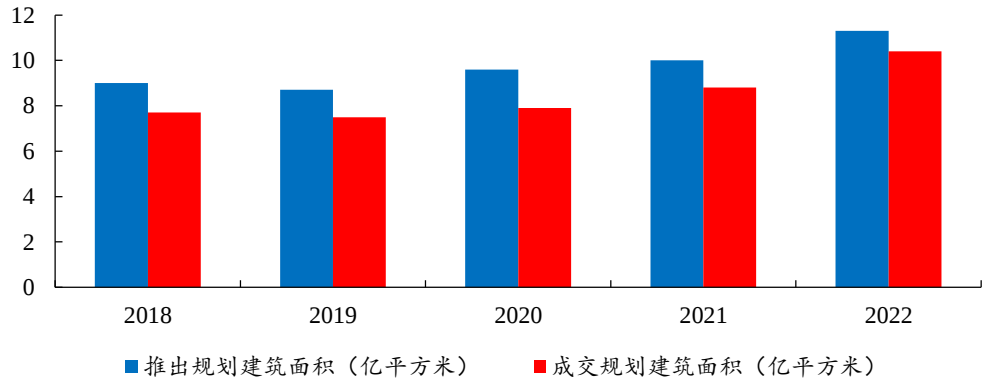
根据中国模板脚手架协会 2022 年统计数据，我国现有钢模板生产、租赁企业 2,000 余家，其中，营业收入 2,000 万元以下的企业约占 23.4%，营业收入 2,000 万元至 5,000 万元的企业约占 37.3%，营业收入 5,000 万元至 1 亿元的企业约占 37.2%，营业收入超过 1 亿元的企业占 2.1%。国内钢模板市场年容量在 800 亿元以上。

从下游看，五新科技产品主要应用于铁路、公路、城市轨道交通等基础设施建设领域。根据中国国家铁路集团有限公司公布的数据，2024 年全国铁路完成固定资产投资 8,506 亿元，同比增长 11.3%，投产新线 3113 公里，其中高铁 2457 公里。铁路固定资产投资及投产新线保持持续增长。根据国家统计局公布的 2024 年全年固定资产投资数据，2024 年全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.4%，其中铁路运输业投资同比增长 13.5%，呈现较大增幅度的增长。

在建筑安全支护一体化方向上，盘扣式钢管脚手架因其承载力强、安全系数高，多用在高支模、大跨度、重支撑工程领域中，如工业厂房、仓储物流建筑和大型公共建筑等。在现代化建筑施工领域，盘扣式钢管脚手架以其组装的灵活性、安全性逐渐成为各大施工项目的新宠，盘扣式脚手架正在逐步替代传统的木架、铁架等。自 2019 年以来，全国各地开始逐步推广盘扣式钢管脚手架政策，政策的加持、需求的释放和市场的认可使盘扣式脚手架迎来了高速的发展，如江苏省住房和城乡建设厅于 2020 年 5 月发布的《关于切实加强建筑施工安全管理的通知》，鼓励城市轨道交通工程及危大工程上推广使用承插型盘扣式钢管脚手架。

根据中指研究院发布的关于产业地产的相关报告，2022 年，工业用地推地力度上涨，全国 300 城共推出工业用地规划建筑面积 11.32 亿平方米，同比增长 13.8%；共成交工业用地 10.43 亿平方米，同比增长 16.8%。

图30：2022 年全国 300 城共推出工业用地规划建筑面积 11.32 亿平方米



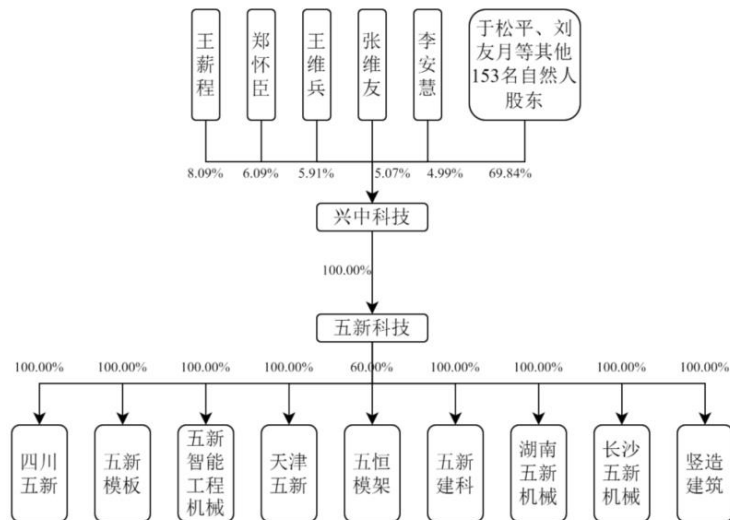
数据来源：中指研究院、开源证券研究所

3.2、路桥施工专用设备贡献主要营收，2024.1-11 归母净利润 2.20 亿元

兴中科技的全资子公司五新科技是交通基建专用设备与系统解决方案供应商，主要从事两大板块业务，一是路桥施工专用装备的研发、生产、销售及租赁，具体产品包括信息化桥梁构件生产线、整孔梁模板、节段梁模板、墩身模板及盖梁模板、挂篮和栈桥等；二是建筑安全支护一体化服务，主要为模架专业分包及租赁。

截至 2025 年 4 月 30 日，王薪程等 158 名自然人股东持有兴中科技 100% 股权。兴中科技无控股股东及实际控制人。

图31：五新科技为兴中科技全资子公司，兴中科技无控股股东及实际控制人



资料来源：五新隧装公告

➤ 路桥施工专用装备

五新科技的路桥施工专用装备产品具体包括信息化桥梁构件生产线、整孔梁模

板、节段梁模板、墩身模板及盖梁模板、挂篮和栈桥等。

五新科技运用机电液一体化综合技术研发的信息化桥梁构件生产线是公路桥梁预制的施工专业装备，主要适用于总重量在 200 吨以内的预制 T 梁和小箱梁等长条形桥梁制品。整孔梁模板主要用于制备包括高速铁路、城际铁路桥梁中的整孔预制箱梁，高速公路或跨海大桥中的大跨度整孔预制箱梁，以及市政高架、城市轨道交通线路中的 U 型梁和轨道梁等。挂篮（又称悬臂造桥机），是一种用于桥梁悬臂浇筑施工的专用装备。桥梁悬臂浇筑施工工法因为具有不用或少用支架、施工时不影响通航或桥下交通、适用于变截面桥梁结构的施工、能克服恶劣地形、江河湖海、既有线路等各种现浇施工中不利条件等突出优点，从而被广泛运用于铁路、公路、市政交通等基建工程的桥梁建设中。

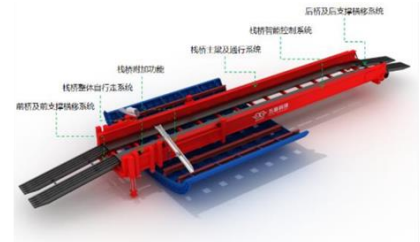
图32：路桥施工专用装备产品包括信息化桥梁构件生产线、整孔梁模板、节段梁模板等



信息化桥梁构件生产线



整孔梁模板



栈桥



墩身模板及盖梁模板



节段梁模板



挂篮

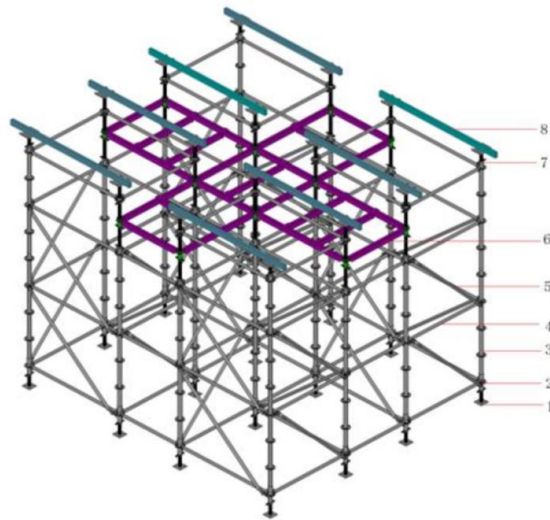
资料来源：五新隧装公告、开源证券研究所

➤ 建筑安全支护一体化服务方面

五新科技以盘扣式钢管脚手架及附属配套产品的研发应用为基础，为建筑总包企业提供从方案设计、物资供应、施工组织与管理等建筑安全支护一体化服务。

盘扣技术引进之前市场上主要支模架产品为钢管扣件脚手架、碗扣架、轮扣架、门式架等。盘扣式钢管脚手架主要采用高强度的 Q355 材质，单支承载力高，且自带竖向斜杆，搭设成为空间复杂的桁架结构，与传统支架组成的带剪刀撑的框架结构相比，承载能力更高，安全性更好，且支架间距可以更大，与传统支架相比，盘扣支架能够节约更多的材料使用，其材料成本、施工成本大幅降低，具有更高的经济效益。盘扣式钢管脚手架的高承载力及快速安装，让其在重荷载、高支模领域得到广泛应用，优势突出。

图33：盘扣式钢管脚手架

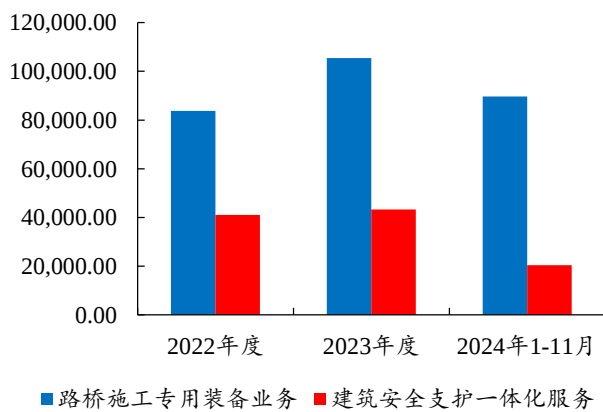


注：1-可调丝杆底托，2-标准基座，3-立杆，4-横杆，5-竖向斜杆，6-齿槽梁，7-可调U型顶托，8-主梁

资料来源：五新隧装公告

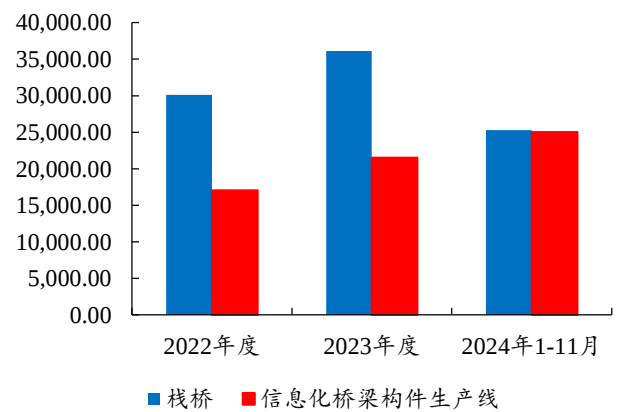
从营收构成角度看，路桥施工专用设备为五新科技主要的营收贡献项，2024年1-11月路桥施工专用设备方向实现营收89,718.66万元；建筑安全支护一体化服务营收达到20,405.65万元。在路桥施工专用设备大类中，栈桥总销售金额最高，2024年1-11月营收达到25,300.39万元，主营业务收入占比达到22.97%。信息化桥梁结构件生产线的主营业务收入占比则在2024年1-11月快速提升，

图34：2024.1-11 路桥施工专用设备营收 8.97 亿元(万元)



数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

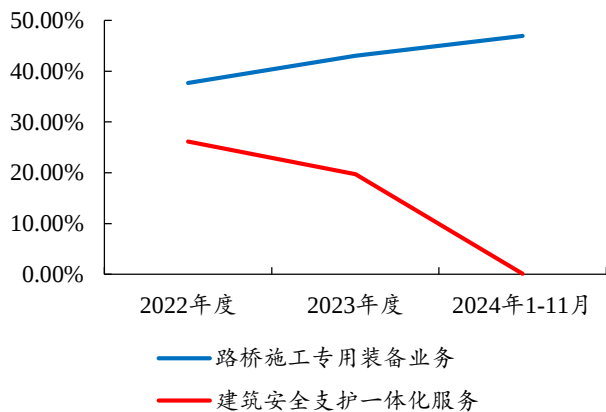
图35：栈桥销售金额 2024.1-11 为 25,300.39 万元(万元)



数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

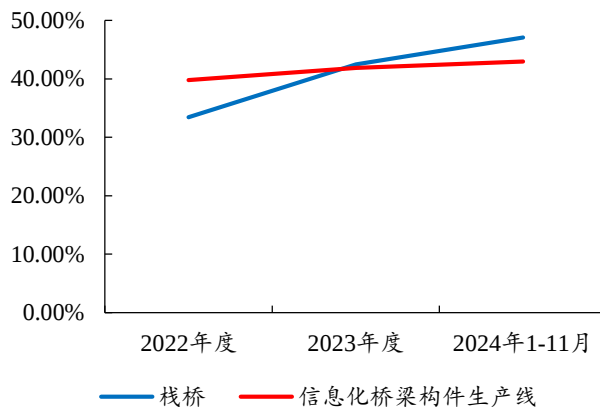
毛利率方面路桥施工专用设备整体毛利率持续走高，2024年1-11月达到46.95%。其中两大主要产品栈桥和信息化桥梁构件生产线分别达到47.05%、42.97%，同样保持毛利率提升趋势。

图36：路桥施工专业设备的整体毛利率持续走高



数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

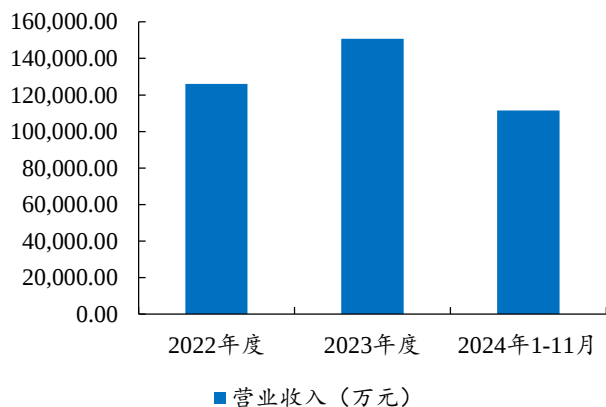
图37：栈桥 2024 年 1-11 月毛利率达到 47.05%



数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

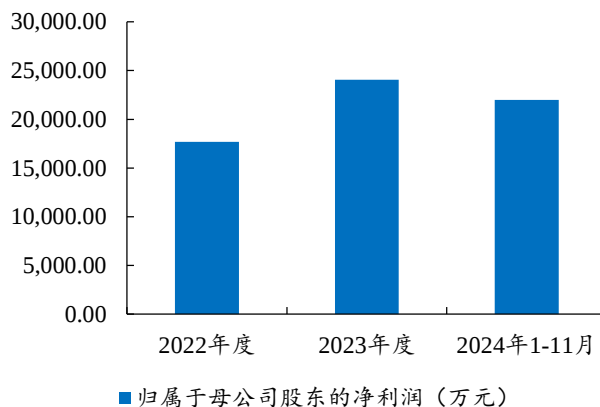
2023 年全年五新科技实现营收 15.08 亿元，归母净利润 2.4 亿元。2024 年 1-11 月五新科技实现营收 11.16 亿元，对应归母净利润 2.20 亿元。

图38：2023 年全年五新科技实现营收 15.08 亿元



数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

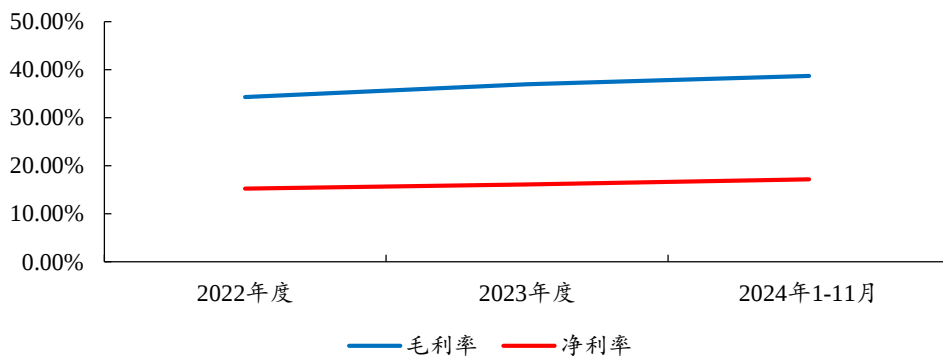
图39：2024 年 1-11 月五新科技归母净利润 2.20 亿元



数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

盈利能力持续上升，2022~2024.1-11 的毛利率分别为 34.31%、36.96%、38.70%，净利率为 15.25%、16.11%、17.16%。

图40：五新科技盈利能力持续上升



数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

从主要客户情况看，中国铁路工程集团有限公司、中国铁道建筑集团有限公司、中国建筑集团有限公司稳定的位于五新科技前三大客户位置，2022~2024.1-11 前五大客户销售额占比分别为 82.63%、81.23%、78.33%。

表3：2022~2024.1-11 前五大客户销售额占比分别为 82.63%、81.23%、78.33%

年度	客户名称	销售金额（万元）	占当期营业收入比例
2024 年 1-11 月	中国铁路工程集团有限公司	36,056.62	32.74%
	中国铁道建筑集团有限公司	26,275.54	23.86%
	中国建筑集团有限公司	14,992.11	13.61%
	中国交通建设集团有限公司	6,676.30	6.06%
	临海市城市产业发展集团有限公司	2,260.30	2.05%
	合计	86,260.87	78.33%
2023 年度	中国铁路工程集团有限公司	46,191.50	31.05%
	中国建筑集团有限公司	36,340.71	24.43%
	中国铁道建筑集团有限公司	25,771.80	17.32%
	中国交通建设集团有限公司	7,524.37	5.06%
	中国五矿集团有限公司	5,029.82	3.38%
	合计	120,858.20	81.23%
2022 年度	中国铁路工程集团有限公司	34,816.21	27.62%
	中国建筑集团有限公司	33,516.35	26.59%
	中国铁道建筑集团有限公司	24,808.66	19.68%
	中国交通建设集团有限公司	6,486.73	5.15%
	绍兴市上虞区交通产业发展有限公司	4,548.94	3.61%
	合计	104,176.88	82.63%

数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

4、2025 合计归母净利预计达 4.36 亿元，维持“买入”评级

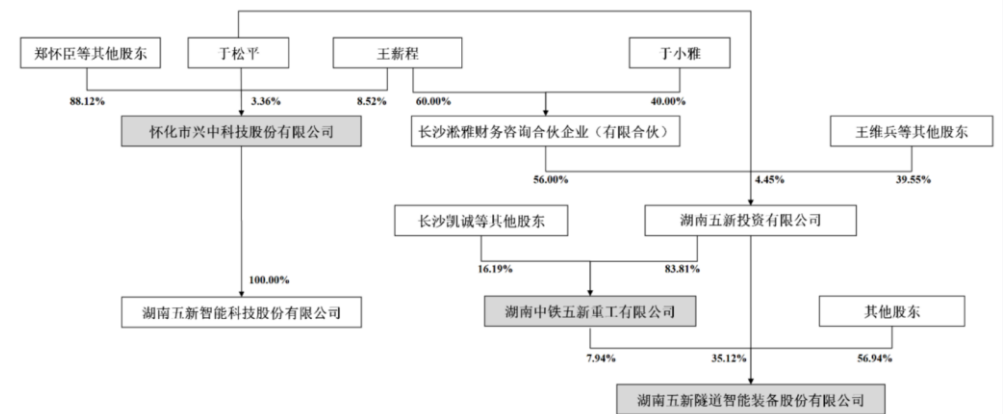
4.1、此轮通过增发股份+现金收购两家标的 100%股权，对价 26.5 亿元

此次的并购交易方案为五新隧装通过发行股份和支付现金的方式购买兴中科技和五新重工 100.00%的股权，本次交易拟募集配套资金 1.00 亿元。

（1）发行股份及支付现金购买资产

拟向王薪程、郑怀臣等 158 名交易对方发行股份并支付现金，购买其持有的兴中科技 100%股权；向五新投资、长沙凯诚等 14 名交易对方发行股份并支付现金，购买其持有的五新重工 100%股权。

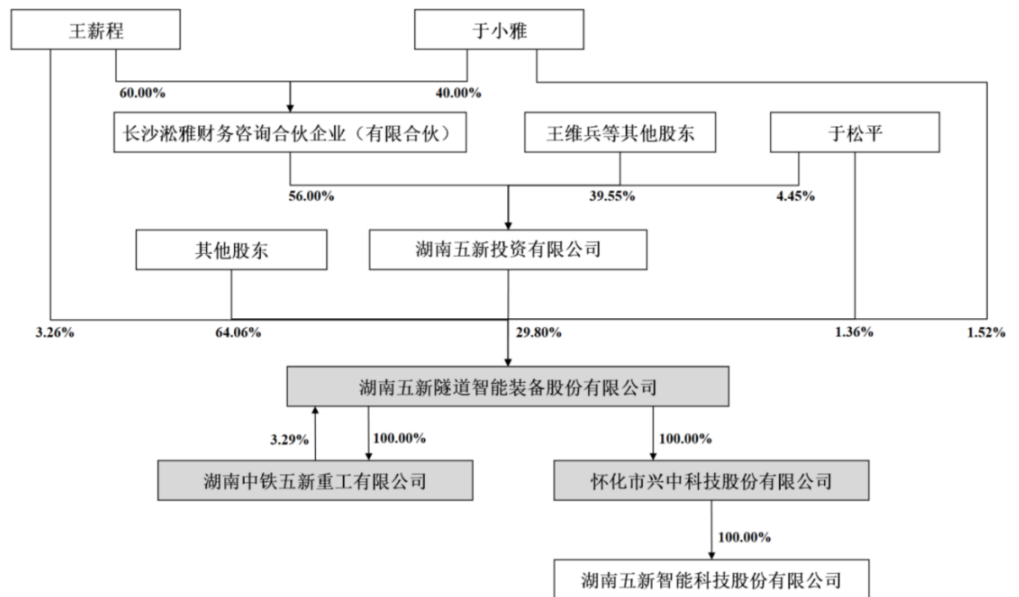
图41：本次交易前各方持股关系



资料来源：五新隧装公告

本次交易完成后，兴中科技、五新重工将成为五新隧装的全资子公司，五新重工同时持有上市公司股份，构成交叉持股。

图42：本次交易完成后，兴中科技、五新重工将成为上市公司的全资子公司



资料来源：五新隧装公告

标的资产即兴中科技和五新重工 100%股权的交易价格为 265,031.44 万元，其中交易对价的 86%（即 227,926.90 万元）以发行股份方式支付，交易对价的 14%（即 37,104.54 万元）以现金方式支付。

发行股份购买资产的股份发行价格为 17.95 元/股，上市公司本次发行股份购买资产发行的股票数量总计为 12,697.88 万股，占本次发行股份购买资产后公司总股本的 58.52%。

4.2、2025 三家合计归母净利润预计达到 4.36 亿元，维持“买入”评级

参考兴中科技子公司五新科技主营业务及下游客户，我们选择中铁工业、海博重科、铁科轨道三家作为其同行业可比公司。（注：兴中科技自身经营范围仅为企

管理，下设五新科技 1 家子公司，经营范围主要为建筑智能化系统设计、建设工程施工等，开展实际经营业务)

表4：我们选择中铁工业、海波重科、铁科轨道三家作为五新科技同行业可比公司

证券代码	公司简称	主营产品名称
600528.SH	中铁工业	全断面隧道掘进机、架桥机、道岔、桥梁用钢铁结构
300517.SZ	海波重科	钢箱梁、钢桁架、钢箱拱桥结构、钢桁拱桥结构、钢管拱桥结构、悬索桥、斜拉桥、装配式钢混组合梁
688569.SH	铁科轨道	高铁扣件、重载扣件、高铁特殊调整扣件、地铁高弹性减振扣件、城轨扣件、可滑动扣件、明桥面扣件、护轨扣件、预应力钢丝及锚固板、普通桥梁支座、智能测力桥梁支座、轨道板用复合掺合料、粘度改性材料、铁路隧道防水用止水带、铁路混凝土桥梁梁端弹性体防水装置、弹性垫板硫化加工服务

资料来源：五新隧装公告、开源证券研究所

参考三家可比公司的估值,钢构件、铁路设备的可比公司平均 2025PE 为 15.9X。

表5：参考三家可比公司的估值，钢构件、铁路设备的可比公司平均 2025PE 为 15.9X

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中铁工业	600528.SH	7.46	165.73	0.85	0.92	0.98	8.8	8.1	7.6
海波重科	300517.SZ	9.72	19.48	-	-	-	-	-	-
铁科轨道	688569.SH	21.12	44.49	0.92	0.88	0.91	23.0	24.0	23.2
均值				0.89	0.90	0.95	15.9	16.1	15.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2025 年 5 月 19 日）

在此次的交易报告书草案中，五新隧装给出了针对兴中科技的盈利预测，预计兴中科技在 2024 年 12 月营收为 1.27 亿元，2025-2027 年营收 133,830.00 万元、142,667.00 万元、150,713.00 万元，对应的净利润为 23,151.86 万元、24,250.26 万元、24,833.27 万元，对应的归属于母公司股东全部权益价值为 18.74 亿元。

表6：预计兴中科技 2025 年净利润为 23,151.86 万元

年度\项目	2024 年 12 月	2025 年	2026 年	2027 年
营业收入	12,709.00	133,830.00	142,667.00	150,713.00
营业总成本	10,648.08	108,405.42	116,105.11	123,616.37
营业成本	7,578.82	83,541.60	89,463.43	95,014.23
税金及附加	151.72	1,269.14	1,329.23	1,383.95
销售费用	673.37	5,128.42	5,643.73	6,236.71
管理费用	1,489.39	10,764.70	11,194.63	11,701.99
研发费用	773.5	7,134.47	7,889.51	8,678.82
财务费用	-18.72	567.09	584.58	600.67
加：其他收益	43.72	661.35	694.42	718.17
营业利润	2,104.64	26,085.94	27,256.31	27,814.80
利润总额	2,104.64	26,085.94	27,256.31	27,814.80
减：所得税	176.27	2,934.08	3,006.05	2,981.53
净利润	1,928.38	23,151.86	24,250.26	24,833.27

数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

同样，参考五新重工主营业务，我们选择振华重工、华伍股份、法兰泰克作为

其同行业可比公司。

表7：选择振华重工、华伍股份、法兰泰克作为五新重工同行业可比公司

公司名称	代码	主要产品
振华重工	600320.SH	钢结构、港口机械、重型装备
华伍股份	300095.SZ	港口装卸机械当中的各种专用和多用途起重机、高炉上料设备、工厂、仓库、货场的起重机械和皮带输送机、工程船、工程机械制动系统、轨道交通制动系统、海上浮式起重机、航空零部件、核电反应堆内环行起重机、建筑塔式起重机等
法兰泰克	603966.SH	防爆起重部件、防爆起重机、洁净室起重机、门式起重机、起重机部件、桥式起重机、柔性梁起重机、特种起重机等

资料来源：Wind、开源证券研究所

参考同行业可比公司估值情况，五新重工的可比公司平均 2025PE 为 23.8X。

表8：五新重工可比公司平均 2025PE 为 23.8X

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
振华重工	600320.SH	4.43	183.42	0.14	0.18	0.22	31.6	24.6	20.1
华伍股份	300095.SZ	9.03	37.93	-	-	-	-	-	-
法兰泰克	603966.SH	9.99	35.98	0.63	0.78	0.90	15.9	12.8	11.1
均值				0.39	0.48	0.56	23.8	18.7	15.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2025 年 5 月 19 日）

在此次的交易报告书草案中，五新隧装也给出了针对五新重工的盈利预测，预计 2024 年 12 月实现营收 6,683.79 万元，2025-2027 年实现营收 60,068.00 万元、61,841.00 万元、63,663.00 万元，对应净利润 8,932.81 万元、9,043.24 万元、9,190.97 万元。股东全部权益价值评估值为 9.18 亿元。

表9：预计五新重工 2025 年实现净利润 8,932.81 万元

年度\项目	2024 年 12 月	2025 年	2026 年	2027 年
营业收入	6,683.79	60,068.00	61,841.00	63,663.00
营业总成本	5,696.05	50,242.59	51,910.03	53,580.66
其中：营业成本	4,747.68	41,723.43	42,951.51	44,214.74
税金及附加	19.82	401.94	410.63	419.56
销售费用	374.99	2,940.77	3,164.76	3,385.50
管理费用	357.85	2,319.44	2,407.84	2,493.91
研发费用	244.7	2,863.02	2,981.48	3,073.32
财务费用	-48.99	-6.01	-6.19	-6.37
加：其他收益	53.67	464.4	478.33	492.68
营业利润	1,041.42	10,289.81	10,409.30	10,575.02
利润总额	1,041.42	10,289.81	10,409.30	10,575.02
减：所得税	154.73	1,357.00	1,366.06	1,384.05
净利润	886.68	8,932.81	9,043.24	9,190.97

数据来源：五新隧装公告、开源证券研究所

考虑到五新隧装目前主要的收入来源为铁路、公路等方向，行业整体处于承压状态，我们下调 2025-2026 年、增加 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年五新隧装实现归母净利润 1.15/1.41/1.75 亿元（原值 2025-2026 年 1.93/2.30 亿元），对应 EPS 为 1.28/1.57/1.95 元，当前股价对应 PE 为 33.5/27.3/22.0X。考虑到此次并购持续推进，我们维持“买入”评级。

（注：我们考虑到五新隧装此次并购交易仍未完成，此次盈利预测调整暂时不将五新科技、五新重工两家标的公司进行并表计算，仅预测五新隧装自身 2025-2027 年盈利数据。）

表10：预计 2025-2027 年五新隧装实现归母净利润 1.15/1.41/1.75 亿元，维持“买入”评级

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
振华重工	600320.SH	4.43	183.42	0.14	0.18	0.22	31.6	24.6	20.1
铁科轨道	688569.SH	21.12	44.49	0.92	0.88	0.91	23.0	24.0	23.2
耐普矿机	300818.SZ	21.40	36.12	1.02	1.36	1.48	21.0	15.7	14.5
中信重工	601608.SH	4.57	209.29	0.11	0.13	0.16	41.5	35.2	28.6
均值				0.53	0.53	0.57	29.3	24.9	21.6
五新隧装	835174.BJ	42.84	38.56	1.28	1.57	1.95	33.5	27.3	22.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2025 年 5 月 19 日，可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

参考五新重工、兴中科技的盈利预测情况，我们给出以下数据整理：

表11：参考五新重工、五新科技的盈利预测情况，我们给出以下数据整理

公司	2025 预计营收/亿元	2025 预计净利润/亿元	可比公司 PE 均值
五新隧装	8.61	1.15	29.3
兴中科技	13.38	2.32	15.9
五新重工	6.01	0.89	23.8

资料来源：Wind、五新隧装公告、开源证券研究所

5、风险提示

客户集中度较高风险、应收账款风险、并购交易暂停/中止或取消风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	923	977	1044	1234	1438
现金	230	216	367	526	676
应收票据及应收账款	508	479	486	483	508
其他应收款	4	4	5	5	7
预付账款	3	3	4	3	6
存货	133	138	120	136	149
其他流动资产	44	137	62	81	93
非流动资产	126	130	117	105	95
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	86	82	74	64	55
无形资产	16	19	18	17	16
其他非流动资产	24	29	26	24	23
资产总计	1048	1107	1161	1339	1533
流动负债	341	338	279	333	367
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	252	258	200	250	285
其他流动负债	89	80	79	84	82
非流动负债	1	4	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	4	3	3	3
负债合计	342	343	282	336	370
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	90	90	90	90	90
资本公积	150	134	134	134	134
留存收益	472	550	646	771	930
归属母公司股东权益	706	764	879	1003	1163
负债和股东权益	1048	1107	1161	1339	1533

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	145	103	110	182	163
净利润	164	105	115	141	175
折旧摊销	17	18	13	14	12
财务费用	-3	-3	-3	-5	-8
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-44	-28	-28	22	-28
其他经营现金流	11	13	13	11	12
投资活动现金流	-108	-66	40	-10	-7
资本支出	18	19	0	2	2
长期投资	-20	-50	0	0	0
其他投资现金流	-70	4	40	-8	-5
筹资活动现金流	-33	-49	1	-12	-7
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-16	0	0	0
其他筹资现金流	-33	-33	1	-12	-7
现金净增加额	3	-11	151	159	149

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	954	799	861	962	1083
营业成本	628	536	582	642	713
营业税金及附加	6	5	5	6	7
营业费用	60	71	78	82	87
管理费用	26	28	24	29	32
研发费用	56	43	47	52	56
财务费用	-3	-3	-3	-5	-8
资产减值损失	-5	-2	0	0	0
其他收益	12	12	10	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1	1
资产处置收益	1	-1	1	0	0
营业利润	182	119	127	158	196
营业外收入	2	0	2	1	1
营业外支出	0	3	1	2	2
利润总额	183	116	128	157	195
所得税	19	12	13	16	20
净利润	164	105	115	141	175
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	164	105	115	141	175
EBITDA	197	131	137	165	199
EPS(元)	1.82	1.16	1.28	1.57	1.95

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	76.3	-16.3	7.8	11.7	12.6
营业利润(%)	126.0	-34.6	7.0	23.8	24.3
归属于母公司净利润(%)	110.5	-36.1	9.9	23.0	24.0
获利能力					
毛利率(%)	34.1	32.8	32.4	33.3	34.2
净利率(%)	17.2	13.1	13.3	14.7	16.2
ROE(%)	23.2	13.7	13.1	14.1	15.1
ROIC(%)	22.7	13.2	12.6	13.5	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	32.7	31.0	24.3	25.1	24.1
净负债比率(%)	-32.6	-27.7	-41.5	-52.3	-57.9
流动比率	2.7	2.9	3.7	3.7	3.9
速动比率	2.3	2.5	3.3	3.3	3.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.2	1.6	1.8	2.0	2.2
应付账款周转率	4.9	3.5	4.0	4.0	4.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.82	1.16	1.28	1.57	1.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	1.15	1.22	2.02	1.81
每股净资产(最新摊薄)	7.84	8.49	9.77	11.14	12.92
估值比率					
P/E	23.6	36.8	33.5	27.3	22.0
P/B	5.5	5.0	4.4	3.8	3.3
EV/EBITDA	18.3	27.2	25.2	20.0	15.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

26 / 28

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn