

五新隧装（835174）

2025 中报点评：并购交易事项恢复审核，看好雅下水电工程建设长期增量

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	954.12	798.94	935.40	1,080.60	1,236.50
同比	76.34	(16.26)	17.08	15.52	14.43
归母净利润（百万元）	163.69	104.64	121.17	144.09	169.65
同比	110.55	(36.07)	15.80	18.92	17.74
EPS-最新摊薄（元/股）	1.82	1.16	1.35	1.60	1.88
P/E（现价&最新摊薄）	36.57	57.20	49.40	41.54	35.28

投资要点

■ **铁路与公路市场需求承压致使业绩下滑，25Q2 营收环比有所改善。**公司发布 2025 中报，2025H1 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 3.84/0.51/0.47 亿元，同比-5%/-27%/-31%；2025Q2 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 2.11/0.19/0.18 亿元，环比+22%/-42%/-39%。业绩同比下滑主要受铁路、公路市场资金环境影响，新项目减少且存量项目施工放缓；同时公司聚焦优质业务，优先承接付款条件良好、回款风险较低的订单。Q2 营收环比改善主要受益于合武高铁长岭隧道、沪渝蓉高铁等项目开工建设带来的设备需求增长。利润率方面，2025H1 销售毛利率/销售净利率 31.73%/13.27%，同比-14.75pct/-22.86pct，销售/管理/财务/研发费用率 8.47%/4.39%/0.01%/4.93%。其中，管理费用同比+97%主要系公司实施重大资产重组事项，新增重组相关审计、咨询等费用。

■ **聚焦隧道施工与矿山开采，实现矿山开采/水利/后市场持续增长。**1) **矿山开采：**聚焦中小矿山及小断面巷道施工场景，构建差异化竞争优势，2025H1 实现营收 4582 万元，同比+183%，收入占比+7.93pct。2) **水利水电：**积累全球众多水电站实战经营和深厚技术经验，在国内率先创新性推出隧洞群成套智能施工设备，全面覆盖出线洞、引水洞、尾水洞、主副厂房等各类隧洞施工需求，实现从开挖、支护到衬砌的全流程机械化作业，大幅提升施工效率；并成立专门的水利水电团队，重点跟进抽水蓄能电站、雅鲁藏布江水电工程等重特大项目，有望为获得长期持续的业务机会，2025H1 实现营收 3154 万元，同比+73%，收入占比+3.71pct。3) **后市场：**积极拓展中期维修保养、再制造整机大修、操作手培训等增值业务，2025H1 实现营收 3041 万元，同比+20%，收入占比+1.65pct。

■ **并购交易事项恢复审核，看好雅下水电工程建设带来的长期增量。**1) **并购交易进展：**公司拟购买五新重工与兴中科技 100%股权，本次交易相关文件财报数据已于 2025 年 8 月 19 日更新至 2025 年一季度，北交所恢复对本次交易的审核。2) **长期受益于雅下水电工程建设：**公司持续巩固铁路/公路等传统基建领域领先优势基础上，加快开拓水利水电、矿山开采、海外市场、后市场等增量市场。其中，水电水利产品已应用于西藏吉塘抽水蓄能电站、紫云山抽水蓄能电站等抽水蓄能项目。2025 年 7 月 19 日，雅下水电工程开工仪式在林芝市举行，总投资约 1.2 万亿元，公司已有小批量产品应用于雅鲁藏布江下游水电工程，预期未来进入建设高峰期时对公司产品的需求将逐步增大。

■ **盈利预测与投资评级：**公司围绕“立足隧道、开拓矿山、走向世界”发展战略，坚持技术创新与市场开拓双轮驱动，维持 2025~2027 年归母净利润预测为 1.21/1.44/1.70 亿元，对应最新 PE 为 49.40/41.54/35.28x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 下游需求不及预期；2) 宏观经济波动；3) 市场竞争加剧。

2025 年 08 月 21 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

证券分析师 薛路熹

执业证书：S0600525070008

xuelx@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	66.50
一年最低/最高价	14.70/98.99
市净率(倍)	7.33
流通 A 股市值(百万元)	5,815.29
总市值(百万元)	5,985.58

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.08
资产负债率(%，LF)	28.81
总股本(百万股)	90.01
流通 A 股(百万股)	87.45

相关研究

《五新隧装(835174): 2024 年报&2025 一季报点评：传统基建需求低迷致业绩承压，看好水利/矿山/后市场增量》
2025-05-01

五新隧装三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	977	1,112	1,265	1,473	营业总收入	799	935	1,081	1,237
货币资金及交易性金融资产	286	352	398	530	营业成本(含金融类)	536	627	721	819
经营性应收款项	547	585	685	746	税金及附加	5	6	6	7
存货	138	168	173	188	销售费用	71	80	92	105
合同资产	0	0	0	0	管理费用	28	37	43	49
其他流动资产	5	7	8	9	研发费用	43	51	59	68
非流动资产	130	128	124	119	财务费用	(3)	(2)	(2)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	12	10	9	10
固定资产及使用权资产	82	76	68	61	投资净收益	1	1	1	1
在建工程	3	4	5	6	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	19	21	23	24	减值损失	(12)	(12)	(11)	(12)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	6	7	8	8	营业利润	119	136	161	189
其他非流动资产	19	20	20	20	营业外净收支	(3)	(1)	0	0
资产总计	1,107	1,241	1,389	1,591	利润总额	116	135	160	189
流动负债	338	359	373	422	减:所得税	12	14	16	19
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	105	121	144	170
经营性应付款项	258	270	270	305	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	23	23	27	31	归属母公司净利润	105	121	144	170
其他流动负债	57	66	76	86	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.16	1.35	1.60	1.88
非流动负债	4	4	4	4	EBIT	116	133	158	186
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	134	146	172	200
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.85	32.94	33.30	33.75
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	13.10	12.95	13.33	13.72
其他非流动负债	4	4	4	4	收入增长率(%)	(16.26)	17.08	15.52	14.43
负债合计	343	363	377	426	归母净利润增长率(%)	(36.07)	15.80	18.92	17.74
归属母公司股东权益	764	877	1,011	1,166					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	764	877	1,011	1,166					
负债和股东权益	1,107	1,241	1,389	1,591					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	103	86	65	155	每股净资产(元)	8.49	9.75	11.24	12.95
投资活动现金流	(66)	(47)	(35)	(28)	最新发行在外股份(百万股)	90	90	90	90
筹资活动现金流	(49)	(8)	(10)	(15)	ROIC(%)	14.14	14.52	15.02	15.36
现金净增加额	(11)	32	20	112	ROE-摊薄(%)	13.69	13.81	14.25	14.56
折旧和摊销	18	14	14	14	资产负债率(%)	30.96	29.27	27.17	26.75
资本开支	(17)	(11)	(9)	(9)	P/E(现价&最新股本摊薄)	57.20	49.40	41.54	35.28
营运资本变动	(26)	(61)	(103)	(39)	P/B(现价)	7.83	6.82	5.92	5.14

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>