

2024 年 12 月 08 日

五新隧装 (835174. BJ)

投资评级：增持（首次）

——对外并购扩领域纵深，售后与海外重点布局锻发展长剑

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

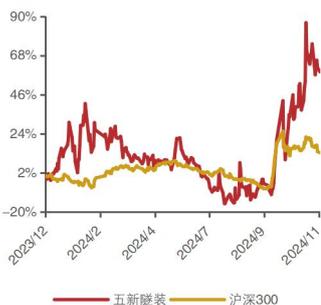
万泉

SAC: S1350524100001

wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024 年 11 月 25 日

收盘价 (元)	27.29
一年内最高/最低 (元)	33.99/14.38
总市值 (百万元)	2,456.34
流通市值 (百万元)	2,366.18
总股本 (百万股)	90.01
资产负债率 (%)	33.25
每股净资产 (元/股)	8.36

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **隧道施工与矿山开采智能装备“小巨人”**。五新隧装专注于钻爆法隧道施工与矿山开采成套智能装备，是国家级专精特新“小巨人”企业，先后与中国中铁股份有限公司等大型施工央企、贵州路桥集团有限公司等国内一流施工集团、中国五矿集团有限公司等国内一流矿业集团建立了良好稳定的合作关系。2024 年前三季度公司营收 6.04 亿元，归母净利润 9395 万元。
- **基本盘稳定性如何，内生增长动力在哪里？**公司深耕铁路、公路市场，并大力开拓水利水电市场、矿山开采市场、海外市场等增量市场。（1）**增长盘**：2024 年前三季度水利水电领域创收 3424 万元（yoy+90%），矿山开采领域创收 3587 万元（yoy+116%）。2023 年我国全年完成水利建设投资 11996 亿元（yoy+10.1%），下游水利水电市场前景广阔。公司在矿山市场中目前以地下开采矿山为主，主要的矿山客户有山东黄金、新疆有色等，业务拓展已初见成效。（2）**基本盘**：2024 年前 10 月我国铁路固定资产投资总额 6,351 亿元（yoy+11%），2023 年我国公路固定资产投资总额维持 2.8 万亿水平。随着我国铁路固定资产投资额逐步回升、公路固定资产投资额保持稳定，公司基本盘有望做优做强。
- **售后与主机、海外与国内市场的如何均衡布局？**以安百拓为标杆对象，五新隧装将售后业务作为重点发展业务。近年来，五新隧装的售后服务营业收入不断增长，保持着 50%左右的高毛利率水平。未来，五新隧装将不断拓展后市场业务，十年目标为后市场销售规模占总营收 50%。**五新隧装依托与国企央企的合作，跟随央企国企的海外项目走出去。**公司成为中国中铁、中国电建等众多大型国有建设集团等重要设备供应商。除跟随国企央企开展海外业务外，五新隧装还通过商务洽谈、成立子公司、参加国际展会等方式，提高自身品牌曝光率和影响力。
- **“并购六条”后北交所发股收购首单详情？**公司拟收购湖南中铁五新重工有限公司、怀化市兴中科技股份有限公司。五新重工是主营港口码头高端智能起重设备的国家级专精特新“小巨人”，并购重组将助力公司在铁路、公路施工专用设备制造领域的综合服务能力实现补强；兴中科技主要资产为控股子公司五新科技，五新科技是深耕交通基建专用设备与解决方案的国家级专精特新“小巨人”，并购重组将助力业务拓展、强化客户资源和持续提升盈利能力。
- **盈利预测与评级**：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.56、1.85 和 2.23 亿元，对应 PE 为 15.7、13.3、11.0 倍。同业可比公司包括铁建重工、耐普矿机、中铁工业，可比公司 2024PE 均值为 19.0X。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。首次覆盖，给予“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）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	541	954	921	1,068	1,268
同比增长率（%）	-21.63%	76.34%	-3.45%	15.93%	18.70%
归母净利润（百万元）	78	164	156	185	223
同比增长率（%）	-21.33%	110.55%	-4.40%	18.10%	20.47%
每股收益（元/股）	0.86	1.82	1.74	2.05	2.47
ROE（%）	13.51%	23.19%	19.21%	19.60%	20.29%
市盈率（P/E）	31.59	15.01	15.70	13.29	11.03

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润为 1.56、1.85 和 2.23 亿元，对应 PE 为 15.7、13.3、11.0 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司 2024 年前三季度财报以及对于未来公司水利水电和矿山等领域业务的增长空间、海外业务增长潜力，我们预测公司 2024–2026 年整体营收同比增长率分别为-3%、16%、19%，综合毛利率基本维持稳定，2024–2026 年整体归母净利润同比增长率分别为-4%、18%、20%。

投资逻辑要点

短期来看，公司 2024 年前三季度营收、归母净利润同比下滑，主要是由于铁路和公路市场业务短期承压导致，但 2024 年前三季度公司在水利水电以及矿山等领域的开拓已经显露成果，两项领域创收同比增幅较大，有望为 2024 年四季度及未来贡献主增量。

中期来看，随着我国铁路固定资产投资额逐步回升、公路固定资产投资额保持稳定，公司铁路和公路市场业务预期企稳，基本盘所受到的宏观环境影响有望逐步改善。此外，海外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。

远期来看，公司以安百拓为标杆对象，将售后业务作为重点发展业务。售后业务发力持续为客户关系建立良好纽带，作用于主机业务利于海内外的业务拓展与布局，增强产品输出的附加价值。售后业务的高毛利率同时也能作为公司利润的良好支撑。

核心风险提示

宏观经济变化风险、应收账款周转风险、税收政策风险。

内容目录

1. 隧道施工与矿山开采智能装备“小巨人”	7
2. 基本盘稳定性如何，内生增长动力在哪里？	13
2.1. 增长盘：水利水电、矿山市场业务开拓成果颇丰	13
2.2. 基本盘：我国铁路固定资产投资总额回暖，海外拓展可期	18
3. 售后与主机、海外与国内如何均衡布局？	24
3.1. 先看标杆：安百拓售后市场占比超 60%，营收近 300 亿元	24
3.2. 再看布局：国内外服务网点 50 余个，售后队伍不断扩大	26
3.3. 走向全球：参与雅万高铁等海外建设，设立新加坡子公司	27
4. “并购六条”后北交所发股收购首单详情？	30
4.1. 五新重工：港口码头高端智能起重设备“小巨人”	30
4.2. 五新科技：路桥施工专用装备“小巨人”	31
5. 盈利预测与评级	35
6. 风险提示	36

图表目录

图表 1: 五新隧装拥有智能化的生产车间和高科技人才	7
图表 2: 五新隧装主要业务布局于公路铁路、水利水电等领域	7
图表 3: 2023 年隧道智能装备创收 8.97 亿元 (万元)	8
图表 4: 2021-2023 年隧道智能装备产品毛利率稳中有升	8
图表 5: 公司产品生产加工包括下料、机加、铆焊等生产工序	8
图表 6: 国内铁路、公路、水利水电市场采取直销销售模式	9
图表 7: 公司与国内一流大型施工央企、矿业集团等建立良好稳定合作关系	9
图表 8: 2021-2023 年公司前五大客户合计销售占比约为 50%	10
图表 9: 公司核心技术能满足“钻爆法”隧道施工与矿山开采复杂的环境施工需求	11
图表 10: 2023 年公司归母净利润为 1.64 亿元, 同比上涨 110.55%	11
图表 11: 五新隧装可比公司为铁建重工、耐普矿机、中铁工业等	12
图表 12: 公司营业收入低于行业平均水平 (亿元)	12
图表 13: 五新隧装毛利率处于行业领先水平	12
图表 14: 公司大力开拓水利水电市场、矿山开采市场等增量市场	13
图表 15: 2023 年 1-9 月公司按业务领域收入拆分情况	13
图表 16: 2024 年 1-9 月公司按业务领域收入拆分情况	13
图表 17: 2024 年前三季度公司水利水电、矿山开采市场保持较快增长	13
图表 18: 2023 水利建设投资 11996 亿元, 新开工水利项目 2.79 万个	14
图表 19: 截至 2024H1 全国水电累计装机容量 4.3 亿千瓦	14
图表 20: 截至 2024H1 全国抽水蓄能累计装机 5439 万 kW	14
图表 21: 计划 2030 抽水蓄能投产总规模达到 1.2 亿千瓦左右	15
图表 22: 五新隧装参建白鹤滩水电站等大型水电站, 助力“西电东送”国家战略	15
图表 23: 公司参与西北院陕西大庄抽水蓄能电站建设	16
图表 24: 公司参与河北灵寿抽水蓄能电站勘探	16
图表 25: 我国政府颁布多项政策文件支持矿山智能化发展	16
图表 26: 智慧矿山系统包括安全监管、设备管理、生产管理等多个方面	17
图表 27: 五新隧装的智能掘进钻车为矿山 3×3M 以下中小巷道机械化施工做出较大贡献	17
图表 28: 公司积极拓展国内外业务, 设备在山东黄金三山岛金矿等项目中得到应用	18
图表 29: 在铁路公路领域有混凝土湿喷机/组、智能数字化浇筑衬砌台车等主要产品	19

图表 30: 公司持续研发能力较强, 产品持续更新换代	19
图表 31: 机械化换人、自动化减人是隧道开凿未来趋势	20
图表 32: 2023 年我国铁路固定资产投资总额为 7645 亿元 (yoy+7.54%)	21
图表 33: 2023 公路固定资产投资总额达到 28239.91 亿元	21
图表 34: 2024H1 我国隧道掘进机出口同比增长 71.59%	22
图表 35: 2024H1 凿岩机械及风动工具出口 yoy+25.39%	22
图表 36: 公司所处行业下游分析	23
图表 37: 2024Q1-Q3 安百拓售后业务占比图	24
图表 38: 2023 年安百拓售后市场实现营收 263 亿元	24
图表 39: 安百拓售后服务包括更换部件和套件、服务协议和检查等七大类型	25
图表 40: 售后服务贯穿机器设备的使用全周期	25
图表 41: 五新隧装提供故障维修服务、定期预防性检查服务等八种售后服务	26
图表 42: 五新隧装服务网点遍布全国多数省份	26
图表 43: 2023 年其他产品及服务营业收入为 3562.23 万元	27
图表 44: 2023 年售后服务人员占比达 24.43%	27
图表 45: 2023 年前三季度公司产品分类占比	27
图表 46: 2024 年前三季度公司产品分类占比	27
图表 47: 2024 年前三季度公司后市场创收同比增加 116%	27
图表 48: 公司主要销售地区为西南地区、华东地区、华南地区、西北地区	28
图表 49: 五新隧装依托与国企、央企的合作, 参与国际化业务	28
图表 50: 五新隧装通过商务洽谈、成立子公司、参加国际展会等方式拓展海外市场 ...	29
图表 51: 王薪程持有五新重工 28.16% 的股份	30
图表 52: 五新重工主要产品包括门式起重机、门座式起重机、钢结构和正面吊	31
图表 53: 五新重工 2022 年获评国家级专精特新重点“小巨人”企业	31
图表 54: 王薪程是五新科技的董事长	32
图表 55: 五新科技建立多元化产品体系	32
图表 56: 公司产品产销量稳健发展	33
图表 57: 2020-2023H1 公司前五大客户情况	34
图表 58: 公司 2020-2022 年营业收入稳步提升	34
图表 59: 公司 2023H1 归母净利润 14,346.45 万元	34
图表 60: 五新隧装营业收入、归母净利润、毛利率预测关键假设	35
图表 61: 五新隧装可比公司估值表 (截至 20241206)	35

1. 隧道施工与矿山开采智能装备“小巨人”

湖南五新隧道智能装备股份有限公司创立于2010年，是A股上市企业（股票代码:835174），专注于钻爆法隧道施工与矿山开采成套智能装备的研发、制造、销售。公司业务遍及铁路隧道、公路隧道、地下矿山、水利水电、抽水蓄能电站、地下洞库等领域。公司是国家级专精特新“小巨人”企业，五新隧装隧道（隧洞）衬砌台车荣获工信部、中国工业经济联合会发布第七批国家级制造业单项冠军称号。

图表 1：五新隧装拥有智能化的生产车间和高科技人才



资料来源：公司官网、华源证券研究所

公司产品涵括矿用智能掘进钻车、矿用湿喷机、矿用锚杆台车、隧道钻注锚台车、隧道凿岩台车、隧道湿喷机、立拱装药台车、数字锚杆台车、数字养护台车、智能数字化浇筑衬砌台车及各类交通、水利水电隧道（隧洞）衬砌台车等。

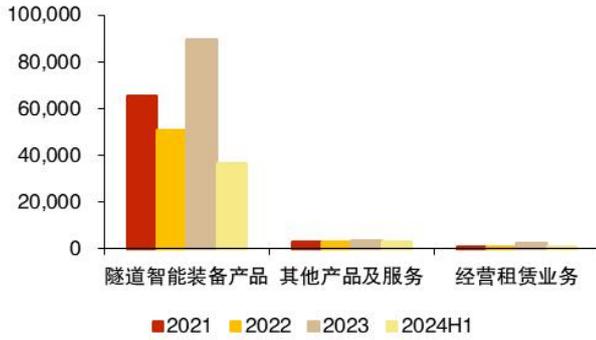
图表 2：五新隧装主要业务布局于公路铁路、水利水电等领域



资料来源：公司2024年半年报、华源证券研究所

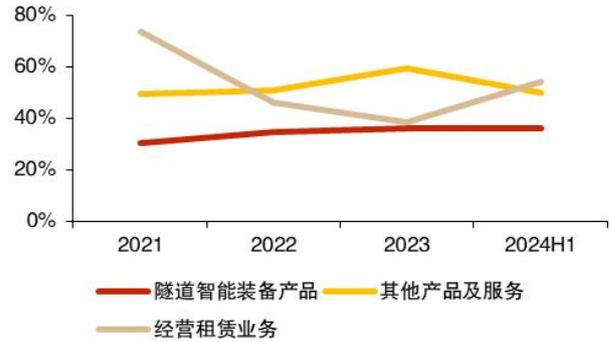
2023 年公司隧道智能装备产品创收 8.97 亿元，占公司总营收的 94.00%，毛利率为 35.90%。2021 年至 2024 年上半年，隧道智能装备产品的营收分别为 6.56 亿元、5.06 亿元、8.97 亿元、3.68 亿元，占营收比例超过 90%，是五新隧装主要收入来源。其他产品及服务 2021-2023 年营收分别为 2751.31 万元、2665.05 万元、3562.23 万元。2021-2023 年隧道智能装备产品毛利率稳中有升，从 30.15% 升至 35.90%。

图表 3：2023 年隧道智能装备创收 8.97 亿元（万元）



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 4：2021-2023 年隧道智能装备产品毛利率稳中有升



资料来源：Wind、华源证券研究所

从技术路线来看，公司产品生产所需的主要原材料包括钢材、钢结构件、液压件及其辅件、汽车底盘等四类。加工改造方式为：对钢材类原材料通过激光切割机、剪板机、锯床、折弯机、刨铣床、钻床、铣边机、平面钻等专业机器设备，进行切割、拉锯、剪版、折弯、铣边、钻孔、切割等下料和机加操作，形成钢结构件。将自产及外购的钢结构件、液压件及其辅件、汽车底盘等原材料通过铆焊、喷涂和装配，最终形成公司产品。

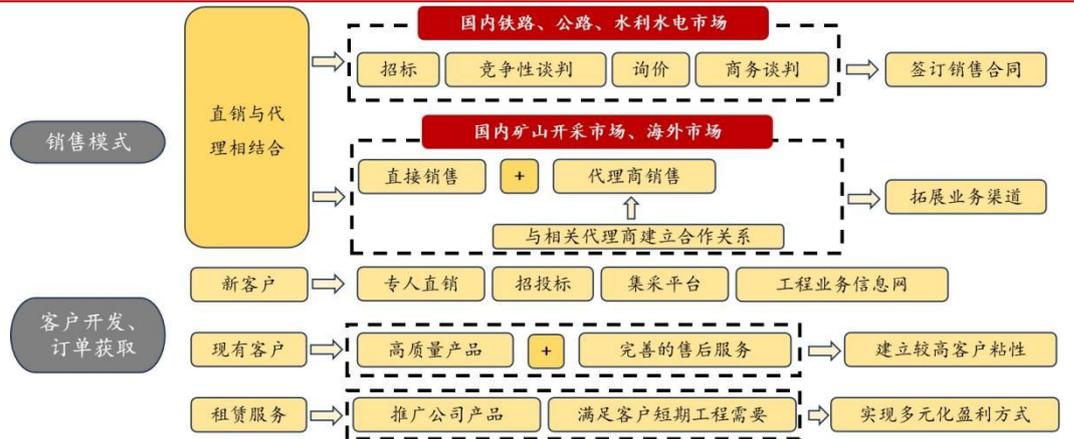
图表 5：公司产品生产加工包括下料、机加、铆焊等生产工序

生产工序	主要生产设备	作业	使用的原材料	示意图
下料	起重机、数控光纤激光切割机、精细等离子切割机、数控火焰/等离子切割机、液压摆式剪板机、双柱式数控角度锯床、卧式带锯床、等离子切割机	将钢材等原材料进行抬升、放落、切割、拉锯、剪版等作业	钢材	
机加	伺服数控折弯机、数控车床、龙门刨铣床、卧式数显镗床、摇臂钻床、铣边机、龙门移动式数控平面钻、液压板料折弯机等	将原材料进行折弯、铣边、钻孔、切割等加工作业，形成钢结构件	钢材	
铆焊	臂架焊接机器人、气保焊机、圆管筒焊机、直流 TIG 弧焊机等	将钢结构件等原材料进行焊接作业	钢结构件、液压件及其辅件	
喷涂	喷枪、油漆房废气处理系统及配套设施等设备	将结构件、零部件或配件进行喷涂作业	钢结构件、液压件及其辅件	
装配	起重机、装配平台、水平仪等仪器等	装配混凝土湿喷机/组、拱架安装车的整车以及台车的部分零配件	钢结构件、液压件及其辅件、汽车底盘	

资料来源：公司公开发行说明书、华源证券研究所

公司采用“直销与代理相结合”的销售模式。国内铁路、公路、水利水电市场采取直销销售模式，通过招标、竞争性谈判、询价或商务谈判等方式确定客户，并与客户签订销售合同；国内矿山开采市场、海外市场采取直接销售与代理商销售相结合的销售模式，与相关代理商建立合作关系，拓宽业务渠道。在客户开发、订单获取方面，公司营销中心通过专人直销、招投标、集采平台、工程业务信息网等多个渠道采集信息，开发新客户；对于现有客户，公司凭借高质量的产品和完善的售后服务，建立较高的客户黏性，利于获得后续订单；公司还提供部分设备租赁服务，为推广公司产品或满足客户短期工程需要，实现多元化盈利方式。

图表 6: 国内铁路、公路、水利水电市场采取直销销售模式



资料来源：公司 2024 年半年报、华源证券研究所

公司先后与中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司、中国电力建设股份有限公司、中国葛洲坝集团股份有限公司、中国交通建设集团有限公司等大型施工央企；贵州路桥集团有限公司、山西路桥建设集团有限公司、四川路桥建设集团股份有限公司等国内一流施工集团；中国五矿集团有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、中国有色矿业集团有限公司、山东黄金集团有限公司、湖南黄金股份有限公司等国内一流矿业集团建立了良好稳定的合作关系。随着国家“一带一路”倡议的实施，公司产品已跟随我国大型施工建设单位走向国门，应用于中国—老挝铁路项目、马其顿 3 号公路项目、印度尼西亚雅万高铁项目、巴基斯坦 DASU 水电站项目等。

图表 7: 公司与国内一流大型施工央企、矿业集团等建立良好稳定合作关系



资料来源：公司 2024 年半年报、华源证券研究所

2021-2022年，公司前两大客户均为**中国中铁股份有限公司、中国铁建股份有限公司**，两者合计销售占比超40%。2023年，公司前五大客户合计销售占比为47%，较2022年的53%有所下降。

图表 8：2021-2023 年公司前五大客户合计销售占比约为 50%

	序号	客户	销售金额 (万元)	年度销售占比
2023	1	客户 1	18700.93	19.60%
	2	客户 2	18580.62	19.47%
	3	客户 3	5251.62	5.50%
	4	客户 4	1168.25	1.22%
	5	客户 5	1156.75	1.21%
			合计	44858.16
2022	1	中国中铁股份有限公司	13581.56	25.10%
	2	中国铁建股份有限公司	12345.88	22.82%
	3	中国交通建设股份有限公司	1223.79	2.26%
	4	四川公路桥梁建设集团有限公司	751.74	1.39%
	5	德宏亿磊工程有限公司	541.44	1.00%
			合计	28444.41
2021	1	中国中铁股份有限公司	18785.03	27.21%
	2	中国铁建股份有限公司	11614.36	16.82%
	3	中国交通建设股份有限公司	1704.77	2.47%
	4	中国电力建设股份有限公司	1084.29	1.57%
	5	中国葛洲坝集团股份有限公司	581.20	0.84%
			合计	33769.66

资料来源：Wind、华源证券研究所

公司拥有自主核心技术和研发团队，主要产品及核心技术能满足“钻爆法”隧道施工与矿山开采复杂的环境施工需求，解决客户施工过程中面临的难点、痛点问题：

①小断面巷道开拓专家：为矿山中小巷道掘进量身打造的智能掘进钻车，彻底解决了矿山 3×3M 以下中小巷道机械化施工的行业痛点；

②锚定远程遥控+智能自动控制技术方向：深度融合远程遥控和自动控制技术，力争打造智能化、自动化的隧道施工和矿山开采装备机器人；经过持续的技术研究，公司产品湿喷机、双曲臂电脑凿岩台车、双滑臂电脑凿岩台车等装备，已经实现毫秒级远程操控验证，并通过臂架自平衡等自动控制技术，大幅提高装备的自动化施工能力，进而提高施工效率和施工质量；

③驱动绿色矿山建设：锂电版智能掘进钻车 EWD561，采用新能源锂电动力，替代了传统的柴油动力，为矿山作业带来环保新选择；

④自主知识产权优势突出：截至 2024 年上半年，公司已拥有授权专利（不包括已放弃专利）356 项，其中发明专利 90 项、实用新型专利 247 项、外观设计专利 19 项，并构建了较为完备的知识产权保护体系。

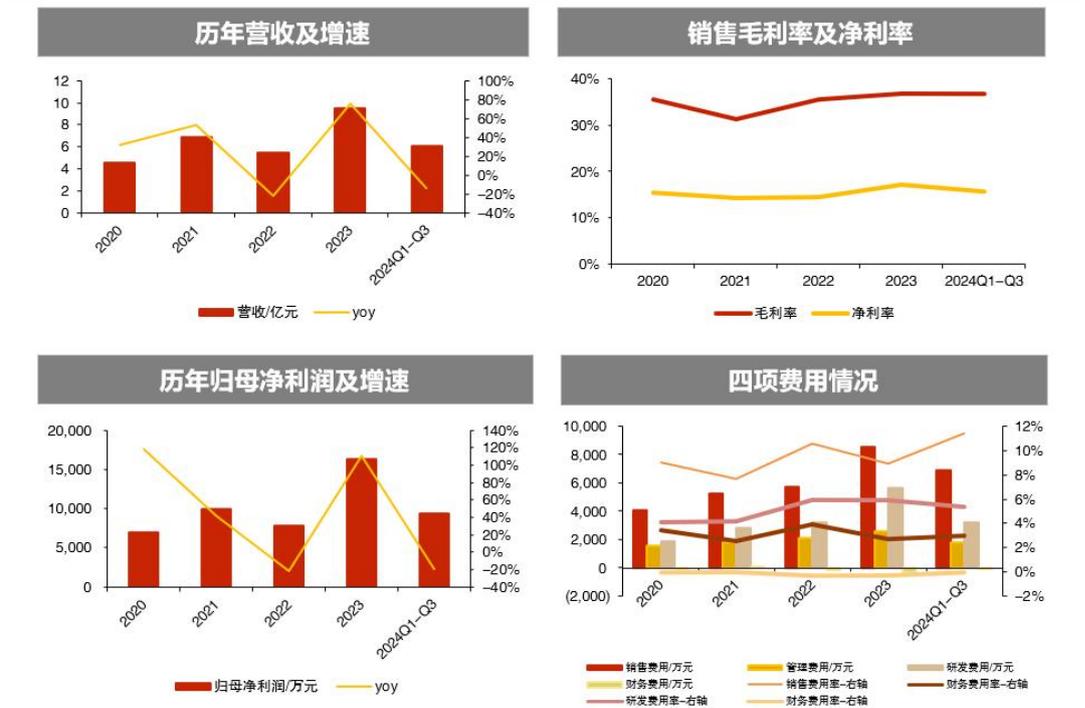
图表 9：公司核心技术能满足“钻爆法”隧道施工与矿山开采复杂的环境施工需求



资料来源：公司 2024 年半年报、华源证券研究所

2023 年公司实现营收 9.54 亿元 (yoy+76.34%)，创历史新高。2020 年-2023 年公司 3 年营收 CAGR 为 28%。随着矿山市场和海外市场的拓展，公司营收有望进一步提升。2024 年前三季度公司营收 6.04 亿元 (yoy-14.11%)。2023 年毛利率为 36.84%，期间费用率基本保持稳定，净利率为 17.16%。2024 年前三季度，公司毛利率、净利率分别为 36.67%、15.56%。2023 年归母净利润为 1.64 亿元，同比上涨 110.55%，增幅较为明显。2020 年-2023 年公司 3 年归母净利润 CAGR 为 33%。2024 年前三季度公司归母净利润同比略有下滑，达 9394.75 万元。

图表 10：2023 年公司归母净利润为 1.64 亿元，同比上涨 110.55%



资料来源：Wind、华源证券研究所

➤ 可比公司

五新隧装同行业可比公司为铁建重工、耐普矿机、中铁工业，均系铁路公路隧道开凿或矿山开采领域的相关公司。同行业可比公司主要隧道与矿山产品包含混凝土湿喷机、凿岩台车、养护台车、衬砌台车、装药台车、挖掘机械、盾构机、TBM等。

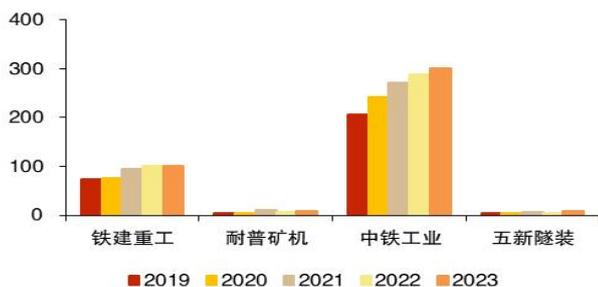
图表 11：五新隧装可比公司为铁建重工、耐普矿机、中铁工业等

公司简称	主营业务	主要产品	产品图示
铁建重工	主要从事掘进机装备、轨道交通设备和特种专业装备的设计、研发、制造、销售、租赁和服务。	矿用凿岩台车、矿用混凝土湿喷机、多模式 TBM、数字化养护台车、数字化衬砌台车、装药台车、巷道防水板铺设车、隧道凿岩台车、双臂混凝土湿喷机等	
耐普矿机	是一家集研发、生产、销售和服务于一体的重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件专业制造企业,为客户提供重型选矿装备优化,选矿工艺流程设计、咨询和优化等增值服务。	渣浆泵、磨机备件、旋流器、振动筛筛板等	
中铁工业	主要业务类别为专用工程机械装备及相关服务和交通运输装备及相关服务，涵盖隧道施工装备及相关服务、工程施工机械及相关服务、道岔、钢结构制造与安装四个业务板块；另有新型轨道交通和新型科技环保两个新兴产业。	全液压三臂凿岩台车、盾构机、TBM、双跨支撑过隧箱梁运架设备、机械式正铲挖掘机等	

资料来源：各公司官网、各公司 2023 年年报、华源证券研究所

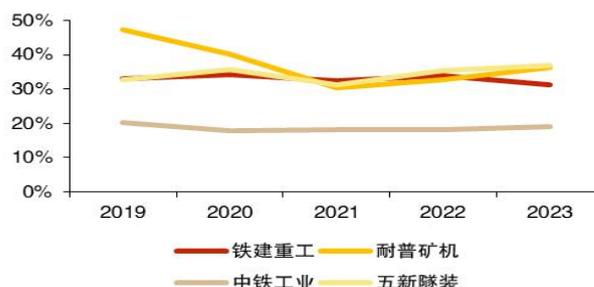
2023 年五新隧装、铁建重工、耐普矿机、中铁工业营收分别为 9.54 亿元、100.27 亿元、9.38 亿元、300.67 亿元。随着水利水电领域、矿山领域、后市场业务规模的扩大，预计公司营收将进一步提升。2023 年五新隧装的销售毛利率为 36.84%，与同行业可比公司耐普矿机 36.46%较为接近，位于行业可比公司领先水平。

图表 12：公司营业收入低于行业平均水平（亿元）



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 13：五新隧装毛利率处于行业领先水平



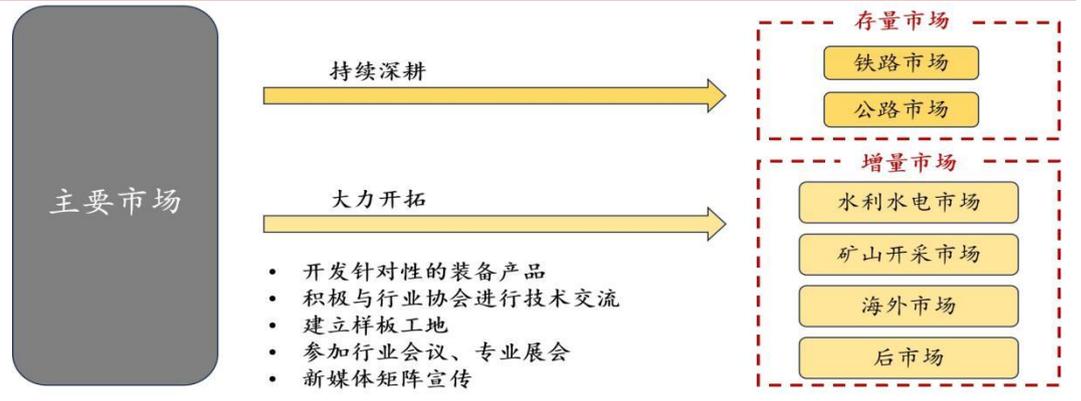
资料来源：Wind、华源证券研究所

2. 基本盘稳定性如何，内生增长动力在哪里？

2.1. 增长盘：水利水电、矿山市场业务开拓成果颇丰

公司深耕铁路、公路市场，并大力开拓水利水电市场、矿山开采市场、海外市场和后市场等增量市场。通过开发针对性的装备产品、积极与行业协会进行技术交流、建立样板工地等多元化策略，公司产品已成功在山东黄金三山岛金矿、南京银茂虎爪山铅锌矿、白山堂铜矿等矿山项目以及水电十四局甘肃黄羊抽水蓄能电站等抽水蓄能项目广泛应用。

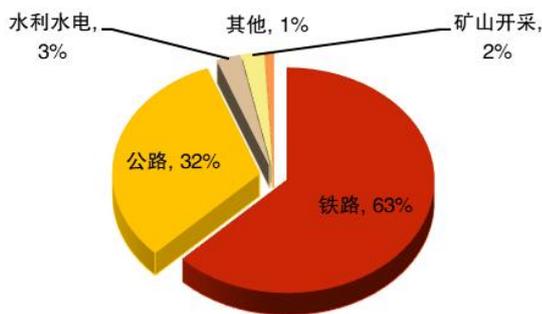
图表 14：公司大力开拓水利水电市场、矿山开采市场等增量市场



资料来源：公司 2024 年半年报、华源证券研究所

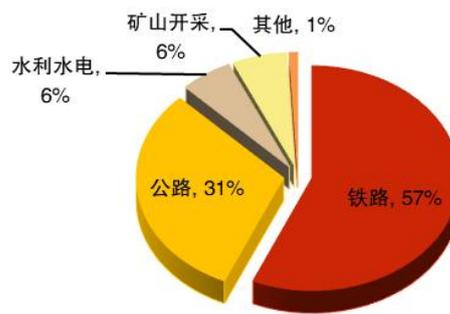
公司水利水电、矿山开采市场保持较快增长。两领域合计创收占总营收比例由 2023 年前三季度的 4.9% 升至 2024 年前三季度的 11.6%。其中 2024Q1-Q3 水利水电领域创收 3424 万元（yoy+89.86%），矿山开采领域创收 3587 万元（yoy+115.65%）。

图表 15：2023 年 1-9 月公司按业务领域收入拆分情况



资料来源：公司 2024 年三季度报、华源证券研究所

图表 16：2024 年 1-9 月公司按业务领域收入拆分情况



资料来源：公司 2024 年三季度报、华源证券研究所

图表 17：2024 年前三季度公司水利水电、矿山开采市场保持较快增长

	2023 年 1-9 月 创收 (万元)	2024 年 1-9 月 创收 (万元)	营收 yoy	2024 年 1-9 月 毛利率	毛利率 yoy
铁路市场	44006	34162	-22.37%	37.67%	+0.45pcts
公路市场	22214	18694	-15.85%	33.99%	+2.65pcts
水利水电市场	1804	3424	89.86%	30.74%	+3.36pcts
矿山开采市场	1664	3587	115.65%	38.60%	+10.07pcts
其他	618	518	-16.23%	93.51%	-0.88pcts

资料来源：公司 2024 年三季度报、华源证券研究所

➤ 水利水电：2023 建设投资超万亿元，公司参加建设白鹤滩水电站等

国家水网是国家基础设施体系的重要组成部分，是系统解决水灾害、水资源、水生态、水环境问题，保障国家水安全的重要基础和支撑。2023 年以来，围绕《国家水网建设规划纲要》确定的建设任务，全力加快水利基础设施建设，国家水网主骨架和大动脉加快构建，省级水网先导区建设持续推进，市县级水网先导区接续启动。根据水利部数据，2023 年全年完成水利建设投资 11996 亿元，同比增长 10.1%；全国新开工水利项目 2.8 万个。按照水利部公开发布，2024 年水利部将推进国家水网建设，推动新阶段水利高质量发展，继续推动黄河古贤水利枢纽工程、广西洋溪水利枢纽工程以及四川引大济岷等重大引调水工程等国家水网重大工程开工建设，水利工程建设仍然保持投资规模增长态势。

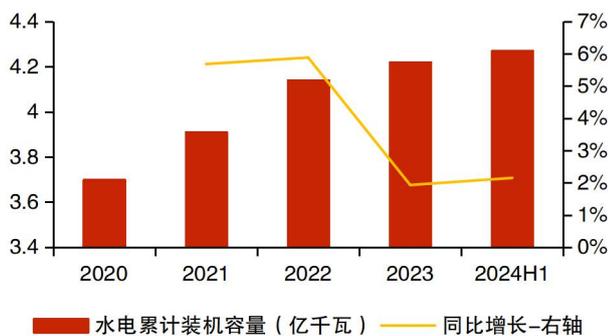
图表 18：2023 水利建设投资 11996 亿元，新开工水利项目 2.79 万个



资料来源：水利部官方网站、公司 2023 年年报、华源证券研究所

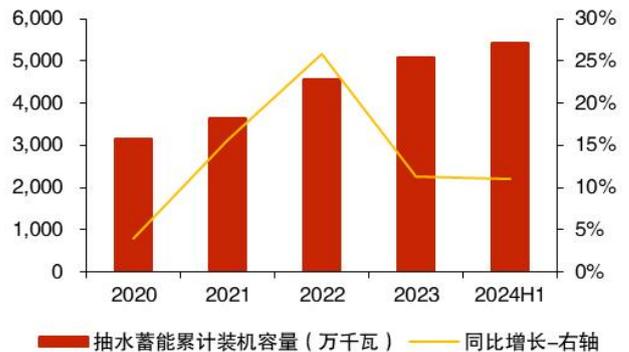
2024 年以来，水利水电领域深入贯彻落实中央经济工作会议和《政府工作报告》部署，着力推动相关政策措施落地见效，持续推动能源高质量发展，国家能源局《2024 年能源工作指导意见》指出要“优化抽水蓄能中长期发展规划布局”、“稳步推进水电核电开发建设。有序推进重大水电工程前期工作。”中共中央、国务院发布《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，明确提出要加快西南水电等清洁能源基地建设，科学布局抽水蓄能，稳妥推进能源绿色低碳转型。根据国家能源局数据，截至 2024 年 6 月底，全国水电累计装机容量达 4.27 亿千瓦，其中常规水电 3.73 亿千瓦，抽水蓄能 5439 万千瓦。

图表 19：截至 2024H1 全国水电累计装机容量 4.3 亿千瓦



资料来源：国家能源局、公司 2024 年半年报、华源证券研究所

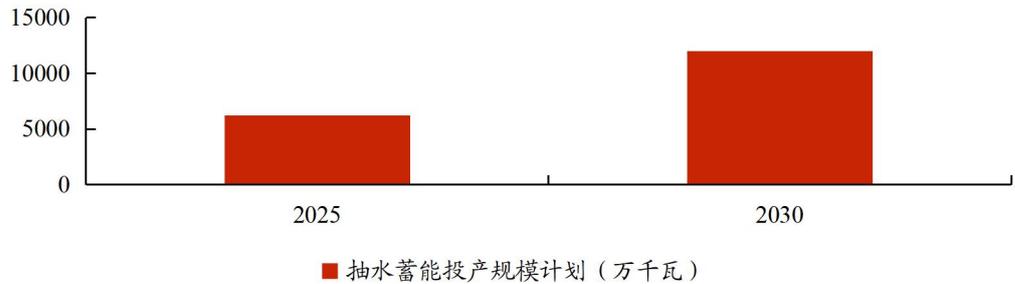
图表 20：截至 2024H1 全国抽水蓄能累计装机 5439 万 kW



资料来源：国家能源局、公司 2024 年半年报、华源证券研究所

在抽水蓄能方面，抽水蓄能具有调峰、填谷、调频、调相、储能、事故备用和黑启动等多种功能，是建设现代智能电网的重要支撑。根据《抽水蓄能中长期发展规划（2021—2035年）》，到2025年，我国抽水蓄能投产总规模较“十三五”翻一番，达到6200万千瓦以上；到2030年，抽水蓄能投产总规模较“十四五”再翻一番，达到1.2亿千瓦左右。抽水蓄能电站建设进入快车道，将带动提升装备制造行业的支撑能力，激发行业市场活力。

图表 21：计划 2030 抽水蓄能投产总规模达到 1.2 亿千瓦左右



资料来源：《抽水蓄能中长期发展规划（2021—2035年）》、公司财报、华源证券研究所

在水利水电领域，公司对水利水电市场熟悉并且品牌知名度较高。水利水电市场是公司2010年成立起首先进入的市场，在之后的多年经营间，公司参建过白鹤滩水电站、乌东德水电站、溪洛渡水电站、向家坝水电站等国内知名的大型水电站。同时在全国抽水蓄能电站建设中参与大量项目，包括中国电建西北院陕西大庄抽水蓄能电站、中电建河北灵寿抽水蓄能电站等项目的勘探与建设。

图表 22：五新隧装参建白鹤滩水电站等大型水电站，助力“西电东送”国家战略

名称	总投资（亿元）	战略项目	规模	图示
白鹤滩水电站	2200	“西电东送”的国家重大工程	世界第二大水电站	
乌东德水电站	1200	“西电东送”的国家重大工程	中国第四、世界第七大水电站	
溪洛渡水电站	792.34	“西电东送”的骨干电源点	世界第三、中国第二大水电站	
向家坝水电站	434	“西电东送”的骨干电源点	世界第十一大水电站	

资料来源：各级人民政府、新华社等、华源证券研究所

图表 23: 公司参与西北院陕西大庄抽水蓄能电站建设


资料来源：公司官网、华源证券研究所

图表 24: 公司参与河北灵寿抽水蓄能电站勘探


资料来源：公司官网、华源证券研究所

➤ 矿山：专注于中小型非煤矿山，设备应用于三山岛金矿等项目

制约采矿业发展的主要问题包括生产效率低、盈利能力差以及生产安全性低，其中中小型矿山问题尤为突出。

为改变采矿业发展落后的现象，我国政府颁布多项政策文件，促进矿山生产安全性提高，加强绿色矿山建设，并提出智能矿山理念，搭建矿山智能化体系，利用人工智能、工业互联网等现代技术全面支持矿山事业的发展。

图表 25: 我国政府颁布多项政策文件支持矿山智能化发展

时间	部门	文件名称	主要内容
2020 年 2 月	发改委、能源局、应急部、煤矿安监局等八部委	《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》	将人工智能、工业物联网、云计算、大数据、机器人、智能装备等与现代煤炭开发利用深度融合，形成全面感知、实时互联、分析决策、自主学习、动态预测、协同控制的智能系统，实现煤矿开拓、采掘（剥）、运输、通风、洗选、安全保障、经营管理等过程的智能化运行。
2020 年 4 月	工信部、发改委、自然资源部	《有色金属行业智能工厂（矿山）建设指南（试行）》	结合我国有色金属矿山开采环境复杂、安全管理压力大、多元素资源共生等特点，在矿山已有自动化、信息化建设基础上，推进物联网、大数据、人工智能、5G、边缘计算、虚拟现实等前沿技术在有色金属矿山的应用，建成集资源的数字化管理、面向“矿石流”的智能生产管控、全流程的少人无人化生产、集成化的本质安全管理、基于工业大数据的智能决策于一体的本质安全、资源集约、绿色高效的有色金属智能矿山，促进企业转型升级、高质量发展，全面提升企业的综合竞争力和可持续发展能力。
2020 年 6 月	自然资源部	绿色矿山评价指标	评价指标评分表共 100 项，总分 1000 分，分别从矿区环境、资源开发方式、资源综合利用、节能减排、科技创新与智能矿山、企业管理与企业形象六个方面对绿色矿山建设水平进行评分。
2021 年 4 月	自然资源部	《智能矿山建设规范》（报批稿）	确立了智能矿山建设的一般原则，规定了在地质与测量、矿产资源储量、矿产资源开发、选矿、资源节约与综合利用、生态环境保护、协同管控方面实现智能化的基本要求。
2021 年 6 月	能源局、矿山安全监察局	《煤矿智能化建设指南（2021 年版）》	根据三阶段目标，重点突破智能化煤矿综合管控平台、智能综采（放）、智能快速掘进、智能主辅运输、智能安全监控、智能选煤厂、智能机器人等系列关键技术与装备，形成智能化煤矿设计、建设、评价、验收等系列技术规范与标准体系，建成一批多种类型、不同模式的智能化煤矿，提升煤矿安全水平。
2022 年 4 月	国务院安全生产委员会	《“十四五”国家安全生产规划》	对于煤矿，实施冲击地压、煤与瓦斯突出和水害等煤矿重大灾害超前精准治理，推进实施煤矿重大灾害治理示范工程。对于非煤矿山，提高其主要矿种最低开采规模和最低服务年限标准，实行尾矿库总量控制。
2022 年 6 月	矿山安全监察局	《矿山安全先进适用技术装备推广与落后技术	进一步加快矿山安全先进适用技术装备推广，淘汰严重危及矿山生产安全的落后技术装备，提升矿山安全生产水平，保障人民群众生命和

装备淘汰目录管理办法
(试行)》

财产安全。

2022年7月	应急管理部、国家矿山安全监察局	《“十四五”矿山安全生产规划》	目标为到“十四五”末,矿山安全法规标准体系更加完备、安全生产责任体系更加健全、安全预防控制体系更加科学、安全监管监察体制更加完善、信息化智能化水平大幅提高、基础保障能力明显增强、监管监察效能显著提升,矿山安全综合治理效能取得重大进展,事故总量持续下降,重特大事故得到有效遏制。
2022年12月	矿山安全监察局	《非煤矿山安全监管监察信息化总体发展规划(2022-2024年)》	以信息化驱动非煤矿山安全监管监察能力现代化为主线,以集成融合、协同创新和深化应用为指引,构建非煤矿山安全监管监察信息化总体框架,为全面提升非煤矿山安全监管监察效能、有效防范化解非煤矿山重大安全风险提供有力保障。
2023年8月	矿山安全监察局	《矿山智能化标准体系框架》	构建矿山智能化标准体系框架,包括基础通用、数据与模型、生产系统与装备、决策与应用等四大类标准子体系。
2023年9月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》	提出严格矿山安全生产准入、推进矿山转型升级、防范化解重大安全风险、强化企业主体责任、落实地方党政领导责任和部门监管监察责任、推进矿山安全依法治理、强化组织实施七点意见。

资料来源:各政府部门官网等、华源证券研究所

为响应政府的矿山智能化建设规划,各类企业积极入局智慧矿山事业。智慧矿山系统包括安全监管智慧化、设备管理预测化、生产管理数字化、基础设施网络化等多个方面,五新隧装的主要产品属于生产设备智能化范畴,顺应矿山开采行业未来发展方向。

图表 26: 智慧矿山系统包括安全监管、设备管理、生产管理等多个方面



资料来源:亿欧智库、公司官网等、华源证券研究所

矿山市场是公司新的增长点,前景十分广阔,是千亿级市场。近年来,五新隧装积极拓展矿山领域的设备制造,定位是小断面巷道开拓专家,专注于中小型非煤矿山设备的生产制造,为非煤矿山中小巷道掘进量身打造的智能掘进钻车,彻底解决了矿山3×3M以下中小巷道机械化施工的行业痛点。另外,五新隧装打造了锂电版智能掘进钻车 EWD561,与传统的

柴油版掘进钻车相比，锂电池掘进钻车具有更低的污染和噪音，能够减少通风和散热成本，经济环保。

图表 27：五新隧装的智能掘进钻车为矿山 3×3M 以下中小巷道机械化施工做出较大贡献

	锂电池智能掘进钻车EWD561	智能掘进钻车WD561	智能掘进钻车WD581	矿用锚杆台车MT571
产品图片				
适用范围	适用于4m²-21m²的矿山巷道、抽水蓄能电站、水电站、水库灌溉隧洞的掘进钻孔作业和锚杆孔作业。	适用于4m²-21m²的矿山巷道、抽水蓄能电站、水电站、水库灌溉隧洞的掘进钻孔作业和锚杆孔作业。	适用于7m²-35m²的矿山巷道、抽水蓄能电站、水电站、水库灌溉隧洞的掘进钻孔作业和锚杆孔作业。	适用于9-36m²断面的非煤矿山、水利水电巷道内打管缝锚杆支护作业。
最小工作断面	1.9×1.9m	1.9×1.9m	2.4m×2.9m	3.2m×3.2m
产品优势	<ul style="list-style-type: none"> • 钻孔速度快，配置18KW凿岩机，最高2.5m/分钟。 • 遥控操作，简单易学，作业安全。 • 锂电动力取代柴油动力，零碳排放，噪音低，发热低。 	<ul style="list-style-type: none"> • 钻孔速度快，配置18KW凿岩机，最高2.5m/分钟。 • 遥控操作，简单易学，作业安全。 	<ul style="list-style-type: none"> • 电比例液压控制，操作简单，钻孔定位方便灵活。 • 具备自动钻孔、自动回退等功能，提高钻具寿命和钻孔深度。 • 数字化记录钻孔数量等数据，实时监督施工情况进行。 • 配备自诊断和安全语音报警系统。 	<ul style="list-style-type: none"> • 遥控电比例操作系统，操作简单，安全可靠。 • 通用性模块化底盘设计便于设备维护管理。 • 自动钻孔等功能提高钻具寿命。 • 施工数据自动录存和上传。 • 具备故障自诊断和安全语音报警系统。 • 可选配自动灭火、空调驾驶室等。

资料来源：公司官网、华源证券研究所

公司在矿山市场中目前以地下开采矿山为主，地下开采矿山装备和基建隧道装备的技术方案类似，可充分利用基建隧道装备的技术积累。因此，虽然公司进入矿山市场仅三年时间，但在中小矿山中品牌知名度已明显提升，主要的矿山客户有山东黄金、新疆有色等，矿山领域业务拓展已初见成效。同时，五新隧装也在积极深化国际业务战略布局，参加俄罗斯矿业及矿山机械设备展览会、第八届中国（沈阳）国际矿业展览会等国际矿用设备展览活动。

图表 28：公司积极拓展国内外业务，设备在山东黄金三山岛金矿等项目中得到应用



资料来源：公司官网、公司 2023 年年报、华源证券研究所

2.2. 基本盘：我国铁路固定资产投资总额回暖，海外拓展可期

铁路与公路行业业务，是公司经营的基本盘，目前公司的经营方向便是将铁路公路领域基本盘做优做强。公司积极把握机械化换人、自动化减人趋势，并持续推出优质产品。

图表 29：在铁路公路领域有混凝土湿喷机/组、智能数字化浇筑衬砌台车等主要产品

主要产品	产品亮点
混凝土湿喷机/组	(1) 更经济：历经七代产品技术升级，设备技术成熟，故障率低，配件消耗少；(2) 更耐用：第七代新型臂架，通过 1000 万次疲劳破坏测试，臂架更耐用；(3) 更省心：自主研发软管速凝剂泵，耐强酸、强碱腐蚀，速凝剂流量稳定，软管使用寿命高，维护成本低；(4) 更稳定：全面提升液压系统、电气系统防护等级，设备稳定性大幅提高；(5) 更适用：配备油电双动力系统，正常施工使用电力驱动，停电时采用柴油动力应急工作。
智能数字化浇筑衬砌台车	(1) 结构强度高、简洁，顶部、两侧和底部空间超大，改善了作业环境，提高了通风截面积，便于工程车辆行驶；(2) 操作简单，有效降低工人劳动强度，减少作业人数；(3) 采用混凝土分层布料机有效提高了二衬混凝土的浇筑质量，节约了浇筑时间，提高了效率，降低了施工成本和安全风险。(4) 搭载信息化监控系统，实时监测台车仓内浇筑位置、浇筑方量等数据，达到过程可控制、可追溯。
双曲臂凿岩台车	(1) 国内首创曲臂臂架结构，满足台阶法施工，尤其对于两台阶、三台阶施工，可满足上中下台阶作业；(2) 作业范围大，一次定位，无需移车便可完成高铁或高速全断面的施工；(3) 曲臂臂架，有效避免臂架与台阶发生碰撞；整车长度较短，机动灵活，方便通过栈桥等；(4) 遥控操作，简单易学，可快速上手，可近距离观察钻孔情况。

资料来源：公司官网、华源证券研究所

公司具备持续研发能力，产品持续更新换代。随着施工单位对施工设备机械化、智能化的要求持续增加，公司一直注重产品研发投入，产品技术升级一直保持行业领先水平。**根据公司官网信息，混凝土湿喷机/组已经更新至第七代，设备技术成熟，故障率低，配件消耗少，通过 1000 万次疲劳破坏测试，更加耐用。**

图表 30：公司持续研发能力较强，产品持续更新换代

产品名称	产品更新换代	时间	技术升级要素
混凝土湿喷机/组	初代	2013 年	-
	第 2 代	2014 年	车架强度更优，臂架强度更优，泵送料斗采用模压制作，外观质量提升的同时，落料效果提升，有效的减少了积料，同时摆缸、主油缸、S 管等部件均为高品质配件，使用寿命高。
	第 3 代	2015 年	汽车底盘升级为福田国四底盘，覆盖件顶部增加封闭式结构，减小混凝土对车内部件的损坏，喷头总成吊架、挂架、万向联轴器、连接管等结构优化，使用寿命更高；臂架多路阀由开关量优化比例阀，臂架平稳性更优；采用滑梯是电缆卷筒，有效解决整机偏载，延长汽车底盘使用寿命。
	第 4 代	2016 年	(1) 为了进一步提高臂架的使用寿命，臂架各个部件均经过 1000 万次反复的疲劳测试和轻量化结构优化设计以及液压稳定性改进，同时伸缩臂上增加防护罩，有效的防护两节伸缩臂，臂架整体使用寿命提升 5 倍；(2) 采用全封闭式结构，混凝土和石子很难直接进入覆盖件内部，同时回转支撑和回转减速机处防护加强；(3) 臂架伸缩油缸、大臂俯仰油缸、支腿油缸内部均设计加强；(4) 主缸摆缸管路由轻型接头改为重型接头；(5) 液压油缸尺寸及过滤器性能优化。
	第 5 代	2018 年	(1) 全新设计副车架，经过精密的有限元分析，在简化车架结构的同时，提高车架整体强度，臂架较上一代产品使用寿命上有大幅度提升。(2) 在上一代基础上覆盖件和回转支撑处防护性能进一步提升，有效的保护整机重要部件，防水、防尘效果提升。(3) 接通发动机底层数据获取通道，采用底盘取力时，整机操控时，控制器智能识别，自动提升发动机转速，节省油耗的同时有效的保护液压部件。(4) 采用有物联网功能的控制器，具备大数据存储记录能力，为大数据分析施工工程，提供数据依据。存储和分析能力是首次应用到湿喷机设备上的智能技术。(5) 增加五新 e 管家手机小程序，通过云

			平台系统实时了解设备施工状况，不用现场监督，直接查看手机，就可以实时了解施工过程。（6）具备物联网远程升级程序功能，可以更加方便查看和下载施工的历史数据。（7）优化柜体加工工艺技术，采用汽车防水条，一体数字式电压、电流表，液压表盘与开关柜合并为一体面板控制、防水、防尘效果提升 20%。（8）增加主系统外网断电时自动复位电源功能，防止突然来电造成电网波动比较大，损伤系统，增加电气部件使用寿命能力提升 10%。
台车	初代	2010 年	传统结构台车，零部件均为非标件。
	第 2 代	2015 年	传统台车标准化、系列化，公路和铁路台车形成通用标准，除模板外 90% 以上的台车零部件均进行了标准化，可互换和重复利用。
	第 3 代	2017 年	大净空的自动浇筑台车，带布料系统，能实现逐窗分层浇筑，实现机械化布料；突破传统台车受力原理，改模板为主受力件，结构精简；能快速收、立模；爬梯平台人性化设计，安全防护且方便施工；形成双线公路、三线公路、双线铁路三大系列。
	第 4 代	2019 年	智能数字化衬砌浇筑台车，具备流量、压力、温度、振捣、防空洞等信息化模块，可实现数据记录、存储、分析、报表，通过与“五新 e 管家”管理系统相兼容，达到过程可控制、可追溯。

资料来源：公司第一轮问询函回复、华源证券研究所

随着国家基础设施建设工程的施工技术不断升级、安全质量要求不断提升、劳动力成本不断上升、环境生态保护要求不断提高，以人工为主的传统钻爆法作业方式向“机械化换人、自动化减人”转变已是大势所趋。2020 年 6 月国家铁路局发布的《铁路工程预算定额第三册隧道工程》第十章局部修订条文，补充完善了铁路隧道大型机械钻爆法施工预算定额，补充完善了凿岩台车开挖、衬砌台车台模及模架定额子目，新增了凿岩台车锚杆等定额子目，为制定工程预算提供了新依据和便利、有利于促进相关施工环节的机械化水平的提升，对发行人凿岩台车、衬砌台车产品在隧道工程施工中使用有良好的促进作用，对衬砌机械化施工和支护机械化施工预算定额进行了具体规定，体现了当前我国铁路隧道大型机械钻爆法施工工艺工法的平均建设水平和铁路隧道工程建设的发展方向。

图表 31：机械化换人、自动化减人是隧道开凿未来趋势

主要施工步骤	对应产品	工序描述	我国机械化普及率
喷射混凝土	混凝土湿喷机/组	喷射混凝土是将水泥、砂、石、按一定的比例混合搅拌后，送入混凝土喷射机中，用压缩空气将干拌合料压送到喷头处，在喷头的水环处加水后，高速喷射到巷道围岩表面，起支护作用的一种支护形式和施工方法。	高铁隧道应用较多；普通铁路逐步开始应用；公路隧道应用很少。
二次衬砌	衬砌台车	二次衬砌和初期支护相对而言，指在隧道已经进行初期支护的条件下，用混凝土等材料修建的内层衬砌，以达到加固支护、优化路线防排水系统、美化外观、方便设置通讯、照明、监测等设施的作用，以适应现代化高速道路隧道建设的要求。	目前隧道施工大部分要采用二次衬砌台车，但以传统台车为主，自动浇筑台车在高铁隧道逐渐推广。
铺设土工布、防水板、绑扎钢筋	防水板钢筋作业台车	铺设土工布、防水板、绑扎钢筋是为了在隧道施工过程中起到加强和防护、防止液体的渗漏、防穿刺等作用。	大部分隧道目前处于人工搭架阶段。
安装拱架	拱架安装车	拱形金属支架属于支护的一种，又叫钢拱架，主要起到支撑作用。	绝大部分隧道目前处于人工安装拱架阶段。
钻眼	凿岩台车	钻眼爆破是开凿岩石地下工程中最基本的施工作业方法，其具体要求包括：断面形状尺寸符合设计要求；碎石块度大小适中，便于装岩；掘进速度快，钻眼工作量小，炸药消耗量最省；有较好的爆破效	绝大部分隧道目前使用大量人工手持风枪钻眼。

果，表面平整，对围岩的震动破坏小。

锚杆施工

锚杆台车

锚杆是隧道挖掘支护的最基本组成部分，它一端与工程构筑物连接，另一端深入地层中，对隧道进行主体加固。

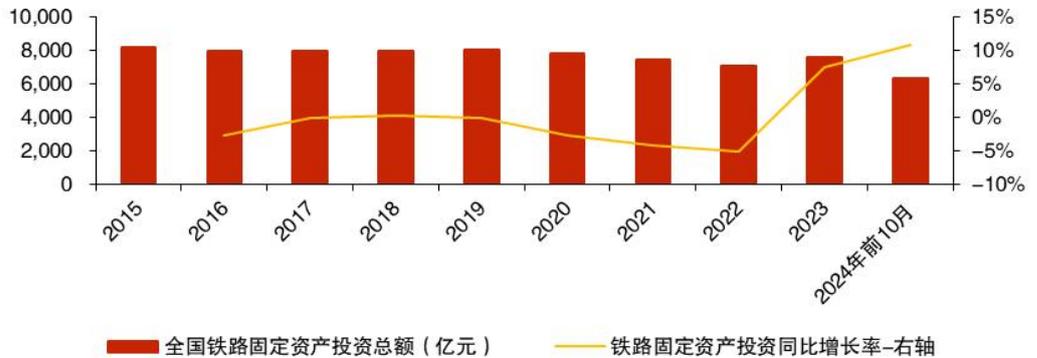
绝大部分隧道目前使用简单机械施工。

资料来源：公司第一轮问询函回复、华源证券研究所

➤ 铁路+公路：铁路固定资产投资总额有所回暖，公路固定资产投资总额维持稳定

我国对铁路建设的投资常年维持在较高水平，2015年至2019年间，我国铁路固定资产投资额稳定超过8000亿元。国际公共卫生安全事件发生以后，我国铁路固定资产投资额逐年下滑，但2023年已经开始回升，2023年铁路固定资产投资总额为7645亿元，同比增长7.54%，2024年前10月投资总额为6,351亿元，同比增长10.92%。

图表 32：2023 年我国铁路固定资产投资总额为 7645 亿元 (yoy+7.54%)



资料来源：Wind、国家铁路局、华源证券研究所

自2010年起，我国公路固定资产投资额稳步提高。2022年，我国公路固定资产投资总额达到28527亿元，同比增长9.74%，2023年维持2.8万亿水平。2010年至2022年，我国公路固定资产投资总额CAGR为7.88%。

图表 33：2023 公路固定资产投资总额达到 28239.91 亿元



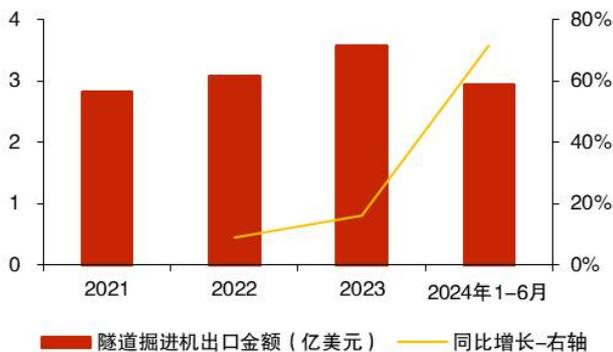
资料来源：Wind、交通部、华源证券研究所

➤ 海外市场前景

公司隧道产品已跟随我国大型施工建设单位走出国门，应用于多个国家铁路公路建设中。其中包括中国--老挝铁路项目、马其顿 3 号公路项目、印度尼西亚雅万高铁项目等。

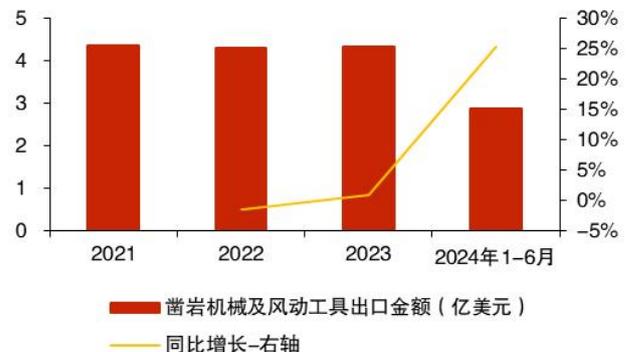
2024 年上半年，随着全球基础设施建设投资力度的加大，特别是高速铁路、轨道交通及水利水电项目的推进，隧道工程机械出海呈现稳步增长的态势，隧道掘进机等关键设备出口量显著上升，同时智能化矿山机械设备受到国际市场青睐，出口额稳步增长。根据同花顺 iFinD 数据，2024 年 1-6 月我国隧道掘进机出口金额达到 2.95 亿美元，同比增长 71.59%；凿岩机械及风动工具出口金额为 2.89 亿美元，同比增长 25.39%，呈现出结构优化、技术升级与市场需求同步增长的积极局面。

图表 34：2024H1 我国隧道掘进机出口同比增长 71.59%



资料来源：iFinD、公司 2024 年半年报、华源证券研究所

图表 35：2024H1 凿岩机械及风动工具出口 yoy+25.39%



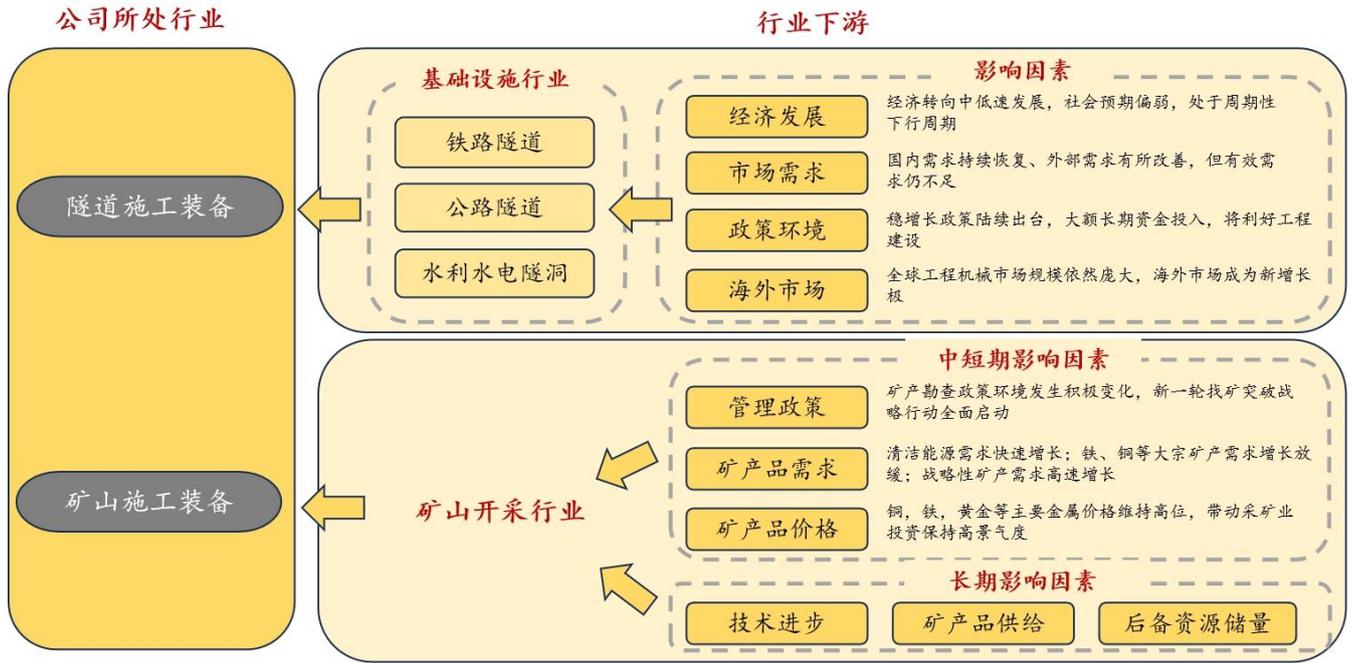
资料来源：iFinD、公司 2024 年半年报、华源证券研究所

隧道施工装备下游主要是铁路、公路、水利水电等基础设施行业。铁路、公路、水利水电等基础设施行业作为投资依赖型和周期性行业，其行业景气度与经济发展、市场需求、政策环境高度关联，而工程机械的增量与上述基础设施行业的发展相关度最为密切，因此工程机械行业的周期性变化与经济周期的变化密切相关，随着国家稳增长政策陆续出台，国家政策引导下的巨额长期资金投入，将利好下游工程建设起量，提振工程机械上游投资，工程项目新增量与开工率提升，基建项目对于工程机械稳增长作用会进一步凸显。此外，海外市场正成为工程机械行业新增长极，随着出口和“一带一路”趋势加强，对于工程机械行业发展增速拉动会愈发明显。

矿山施工装备下游主要是矿山开采行业。从中短期来看，管理政策、矿产品需求、矿产品价格等指标将驱动矿山开采行业变化，铜，铁，黄金等主要金属价格维持高位，带动采矿业投资保持高景气度，但经济转向中低速增长亦为采矿业发展带来下行压力；从长期来看，技术进步、矿产品供给、后备资源储量将影响矿山开采行业长期发展趋势，能源转型、全球城市化和工业化将促进矿产开发需求增长。综合而言，我国矿山开采市场正处在长中短周期叠加、政策环境发生明显改善的特殊阶段，经济发展长周期变化和中短周期变化对矿产勘查

投入形成较大的下行压力，而政策环境改善对市场形成了较强的上行拉力，随着政策红利的不断释放和全球经济净零转型的背景不断深化，将带动矿山开采行业加速发展。

图表 36：公司所处行业下游分析



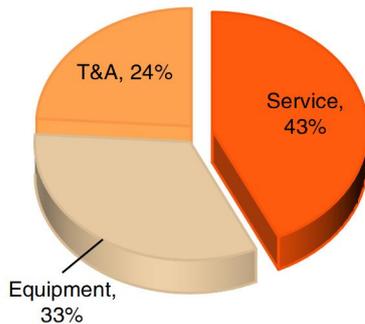
资料来源：公司 2024 年半年报、华源证券研究所

3. 售后与主机、海外与国内市场的如何权衡布局？

3.1. 先看标杆：安百拓售后市场占比超 60%，营收近 300 亿元

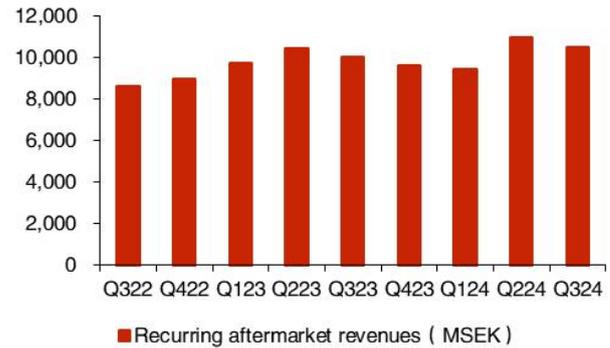
五新隧装所在行业的标杆企业为安百拓。在安百拓的营业收入中，2024 年前三季度售后业务占比高达 67%，其中服务类创收占比最高，在售后业务创收中占比接近一半。2023 年安百拓售后市场实现营收约 263 亿元人民币，2024Q1-Q3 创收约 204 亿元人民币。

图表 37：2024Q1-Q3 安百拓售后业务占比图



资料来源：安百拓公司财报、华源证券研究所

图表 38：2023 年安百拓售后市场实现营收 263 亿元



资料来源：安百拓公司财报、华源证券研究所
注：换算汇率为 1SEK=0.66CNY

安百拓经营的售后市场业务类型丰富，包含售后服务和工具及配件两大类，其中售后服务包括更换部件和套件、服务协议和检查、中期服务、零部件再制造解决方案、电气化解决方案、数字化解决方案和工具及配件七大类型。

- 电气化解决方案：安百拓为客户提供电气化解决方案，包括提供灵活的供电服务、电池即服务(BaaS)、电池转换服务等解决方案，降低客户生产开发成本，减少能源排放，实现效率的提高。
- 数字化解决方案：安百拓为采矿和基础设施建设提供数字化解决方案，包括互联资产管理、规划和调度、自动化方案等解决方案，提高采矿和建设业务的安全性，实现降本增效，推动采矿业和基础设施建设行业数字化转型。
- 服务协议和审核：安百拓的服务协议和审核包括 RigScan、RigLife 协议、CARE 协议、现场协议和挖掘机属具协议。安百拓通过为客户个性化定制服务协议，保证机器保持高生产率和可靠性能。
- 更换部件和套件：安百拓提供的部件和套件包括预防性保养套件和维修套件两大类，预防性保养套件可应用于定期保养，从而保持机器长久性能。维修套件用于设备维修，可以保障产品使用寿命，最大限度缩短因维修导致的停机时间。
- 零部件再制造方案：再制造方案是一种类似以物易物的交易，客户需要将使用过的部件主体返还至当地的安百拓公司，以换取再制造部件。安百拓提供液压破碎锤翻新计划和挖掘机属具大修计划两类再制造方案。再制造方案通过改进部件设计，可延长使用寿命。

- 中期服务：中期服务是一种灵活的服务解决方案，通过使用新部件替换旧部件，提高设备生产率和运行效率，而所需费用远低于新机购置费用，实现成本控制。
- 工具及配件：安百拓提供连接软管、润滑剂、铣挖机截齿等工具和附件，对客户生产过程中产生的消耗进行及时补充，避免造成停工停产、设备损坏等现象。

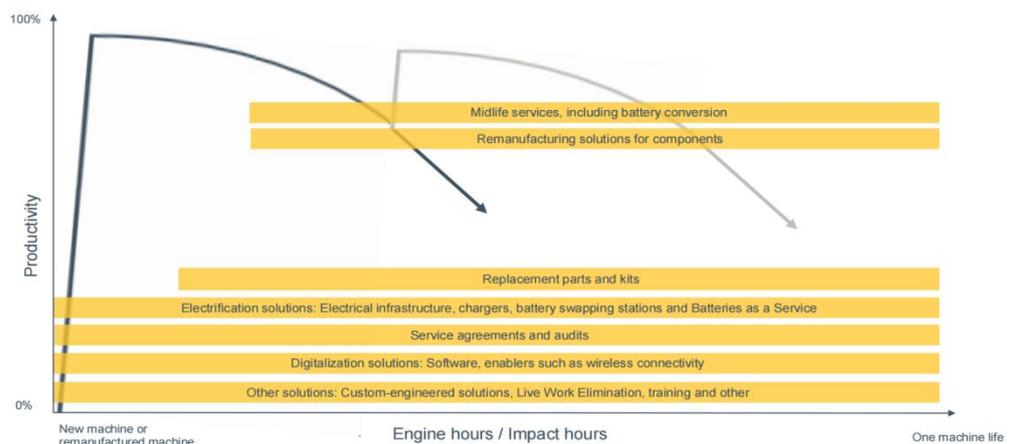
图表 39：安百拓售后服务包括更换部件和套件、服务协议和检查等七大类型



资料来源：安百拓公司官网、华源证券研究所

不同类型的售后服务贯穿机器设备的使用全周期。在机器设备使用初期，对更换部件和套件、电气化解决方案、服务协议和审查、数字化解决方案等具有较强的需求。而在机器设备使用的后期，中期服务和零部件再制造解决方案需求广泛。

图表 40：售后服务贯穿机器设备的使用全周期



资料来源：安百拓公司官网、华源证券研究所

对于我国而言，进口零部件替代需求较大也是推动矿山设备售后业务发展的重要原因。相比于国外设备零部件，五新隧装提供的零部件具有价格低、获取便捷等优点，采用国产零部件替换进口部件，能够显著降低客户生产成本。

3.2. 再看布局：国内外服务网点 50 余个，售后队伍不断扩大

以安百拓为标杆对象，五新隧装将售后业务作为重点发展业务。五新隧装售后服务包括故障维修服务、定期预防性检查服务、更换零件和套件、免费培训服务、大修服务、配件服务、定制服务和远程数据服务八种类型，售后服务不仅增加了营业收入，还加强与客户联系。

图表 41：五新隧装提供故障维修服务、定期预防性检查服务等八种售后服务



资料来源：公司官网、公司公众号、华源证券研究所

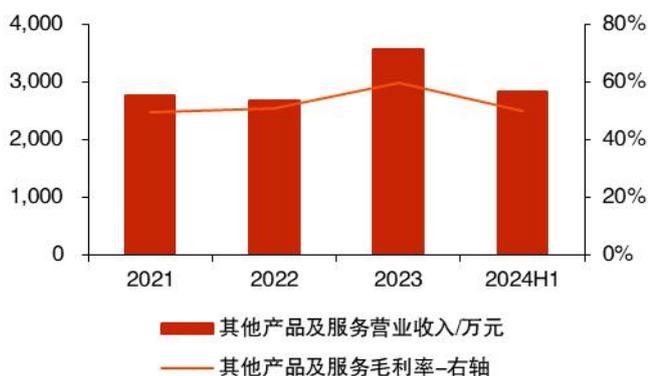
五新隧装拥有国内外服务网点 50 余个，遍布东北、华北、华东、华南、西南和西北地区多数省份。五新隧装利用完善的服务布局，能够及时响应客户需求，提供便捷高效售后服务。

图表 42：五新隧装服务网点遍布全国多数省份

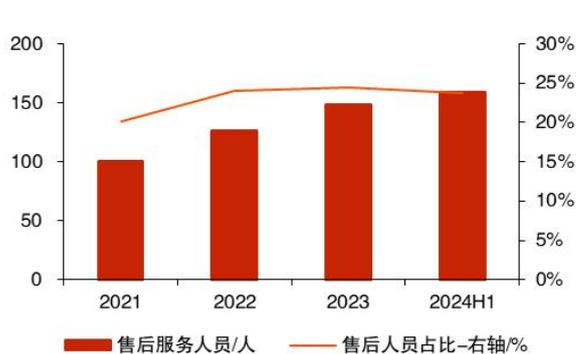


资料来源：五新隧装配件官方宣传册、华源证券研究所 注：本图仅为示意图，不代表中国完整地图

近年来，五新隧装的售后服务营业收入不断增长，保持着 50%左右的高毛利率水平。五新隧装售后服务队伍规模不断扩大，占比得到提升。未来，五新隧装将不断拓展后市场业务，十年目标为后市场销售规模占总营收 50%。

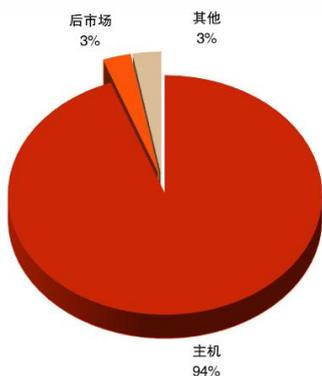
图表 43：2023 年其他产品及服务营业收入为 3562.23 万元


资料来源：Wind、华源证券研究所

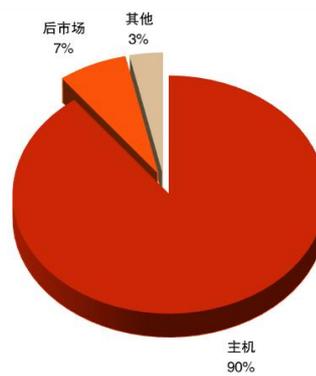
图表 44：2023 年售后服务人员占比达 24.43%


资料来源：公司各年年报、华源证券研究所

2024 年前三季度，公司后市场发展强劲，营收占比已升至 7%，创收 4265 万元（+116%）。

图表 45：2023 年前三季度公司产品分类占比


资料来源：公司 2024 年三季度报、华源证券研究所

图表 46：2024 年前三季度公司产品分类占比


资料来源：公司 2024 年三季度报、华源证券研究所

图表 47：2024 年前三季度公司后市场创收同比增加 116%

	2023 年 1-9 月营业收入 (万元)	2024 年 1-9 月营业收入 (万元)	营收 yoy	2024 年 1-9 月毛利率	毛利率 yoy
主机	66,327.61	54,098.05	-18.44%	35.18%	+0.76pcts
后市场	1,975.68	4,265.07	+115.88%	44.39%	-6.62pcts

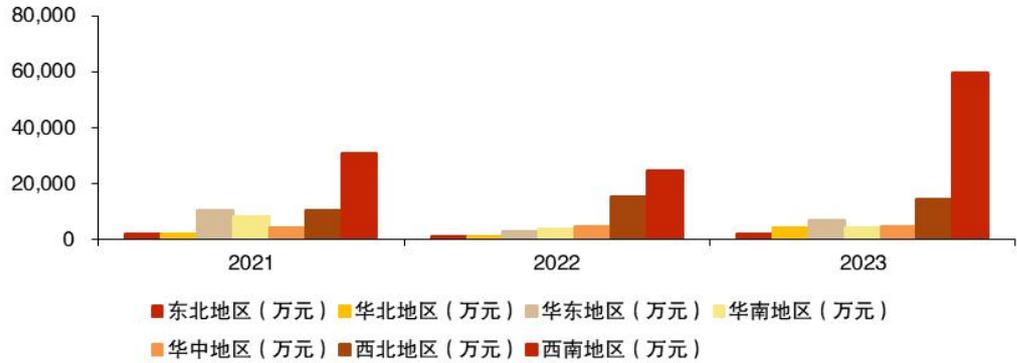
资料来源：公司公告、华源证券研究所

3.3. 走向全球：参与雅万高铁等海外建设，设立新加坡子公司

2021-2023 年公司主营业务收入主要来源于境内，主要销售地区为西南地区、华东地区、华南地区。主要原因是西南地区、华东地区、华南地区这三个地区地形中多山地和丘陵，致使道路施工过程中，开挖隧道的需求高于其他地区。华东地区加强配套基础设施建设、华南地区近年来为建设粤港澳大湾区及协调区域发展，大规模兴建高速公路和高速铁路。2022 年

后，西北地区销售量明显提高，主要原因是西北地区西康铁路、西延铁路、西十高铁等项目陆续进入设备采购高峰，致使公司营业收入规模提升。

图表 48：公司主要销售地区为西南地区、华东地区、华南地区、西北地区



资料来源：Wind、华源证券研究所

除境内业务外，五新隧装依托与国企央企的合作，跟随央企国企的海外项目走出去。公司成为中国中铁、中国电建等众多大型国有建设集团等重要设备供应商。2023年9月7日，中印尼两国共建的雅万高铁开通，五新装备智能数字化浇筑衬砌台车、多功能拱架安装作业车等产品在建设过程中得到应用。截至2023年5月，五新装备已经服务于国内外3000多个项目，产品远销至欧洲、南美洲、非洲、东南亚、南亚、中亚、中东等近20个国家和地区。

图表 49：五新隧装依托与国企、央企的合作，参与国际化业务

五新装备连续8年入围中国中铁2023-2024年度施工设备供应商。

五新隧装入围2024-2025年度凿岩台车框架采购供应商，成为中国电力建设集团战略合作伙伴。

中国中铁
CREC

中国铁建

中国交建
CHINA COMMUNICATIONS CONSTRUCTION GROUP LIMITED

中国电建
POWERCHINA

中国能建
ENERGY CHINA

中国安能

中国铜业
中国铜业有限公司

中国铝业
中国铝业股份有限公司

紫金矿业
ZIJIN MINING

中国有色集团
CNMC

中国五矿集团有限公司
CHINA MINMETALS CORPORATION

由中印尼两国共建的雅加达至万隆高速铁路顺利开通运行，标志着印尼正式迈入“高铁时代”。在雅万高铁项目建设过程中，五新装备智能数字化浇筑衬砌台车、多功能拱架安装作业车等产品，在助推雅万高铁的顺利贯通发挥了重要作用。

雅加达至万隆高速铁路示意图

资料来源：公司官网、华源证券研究所

除跟随国企央企开展海外业务外，五新隧装还通过商务洽谈、成立子公司、参加国际展会等方式，提高自身品牌曝光率和影响力。2023年，公司组织欧洲、非洲等地的海外客户业务洽谈活动。公司出资30万美元在新加坡设立全资子公司，负责公司产品的海外销售与服务等，出资500万人民币设立全资子公司长沙优力洛克国际贸易有限公司，负责公司货物进出口和技术进出口。另外，五新隧装还参与了俄罗斯矿业及矿山机械设备展览会、俄罗斯国际建筑及工程机械展览会、第八届中国（沈阳）国际矿业展览会、印尼国际矿业展等国际工程机械展览活动，不断提高品牌知名度。

图表 50：五新隧装通过商务洽谈、成立子公司、参加国际展会等方式拓展海外市场



资料来源：公司公告、公司官网、华源证券研究所

在一些重要海外市场，公司已建立了海外销售团队，开发了本地代理商。其中，俄罗斯市场前景尤为广阔。随着山特维克等企业退出俄罗斯市场，俄罗斯矿山设备市场逐步显露。2023年6月，五新隧装作为省先进矿业装备制造制造商代表参加湖南省矿业定向产经对接会，俄罗斯 QS 集团、SVS 集团代表出席此次对接会。

4. “并购六条”后北交所发股收购首单详情？

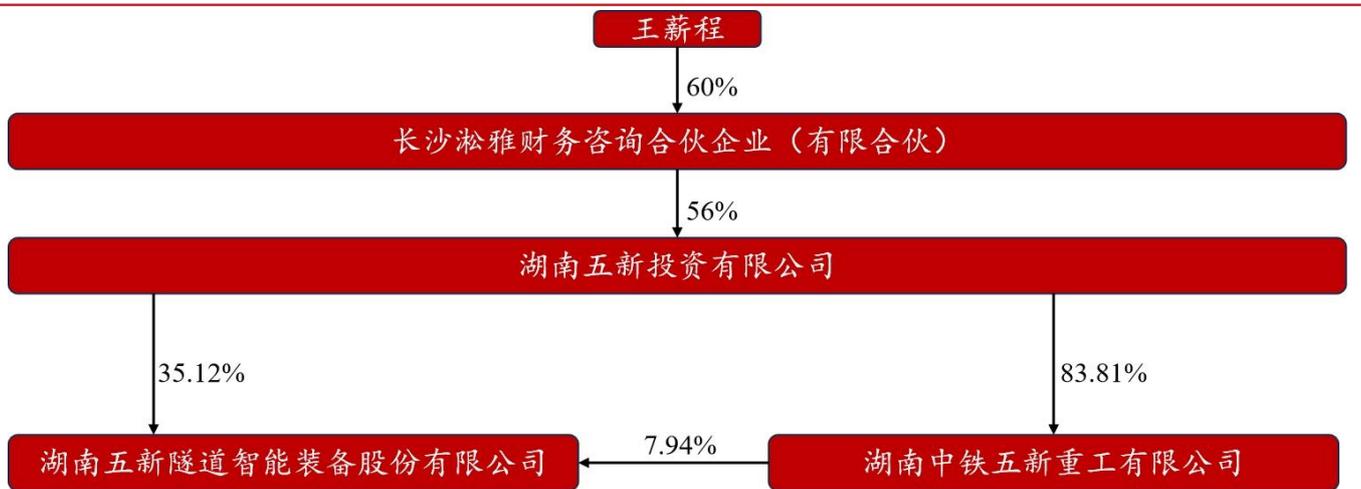
根据公司 2024 年 11 月 28 日公告，湖南五新隧道智能装备股份有限公司拟以发行股份并支付现金方式购买湖南中铁五新重工有限公司股东所持有的五新重工 100%股权、怀化市兴中科技股份有限公司股东所持有的兴中科技 100%股权，并募集配套资金。这是《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（简称“并购六条”）发布后，北交所上市公司启动发股买资产的首单项目。

其中五新重工是国家级专精特新“小巨人”企业，主营业务为港口码头高端智能起重设备的设计与制造；兴中科技的主要资产为控股子公司五新科技。五新科技也是国家级专精特新“小巨人”企业，属于交通基建专用设备与系统解决方案供应商。

4.1. 五新重工：港口码头高端智能起重设备“小巨人”

并购重组将进一步将加强王薪程对五新隧装和五新重工的实际控制。五新重工和五新隧装都是湖南五新投资有限公司旗下的子公司。同时，五新重工持有 7.94%的五新隧装，是其第二大股东。王薪程是五新重工的实际控制人。

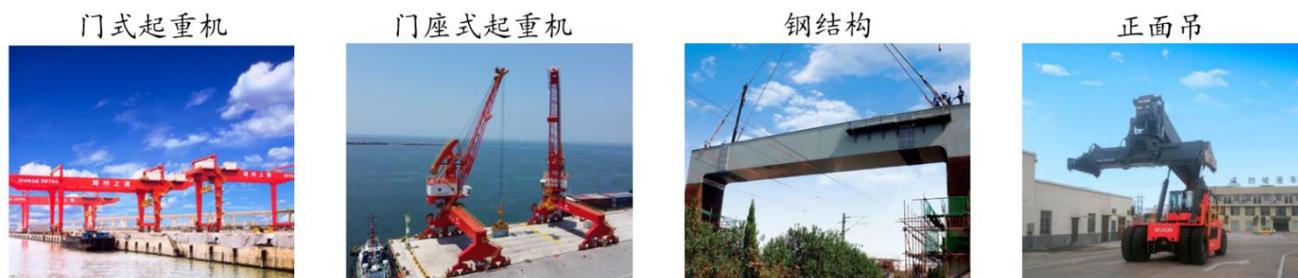
图表 51：王薪程持有五新重工 28.16%的股份



资料来源：iFind、华源证券研究所

五新重工是以港口码头高端智能起重设备设计制造为主营业务的高新技术企业，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贰级资质；通过知识产权、质量、环境、职业健康安全等管理体系和五星级售后服务认证；自有知识产权 200 余项。主要产品有轨道式集装箱门式起重机、门座式起重机、钢结构桥梁工程等，占据湖南省内 80%以上市场份额，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。

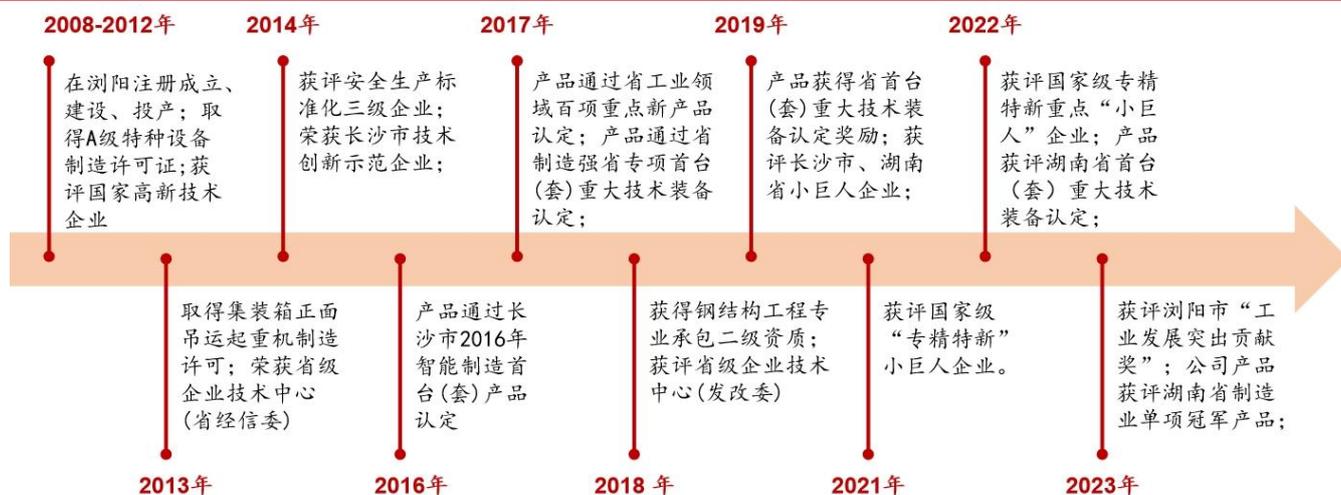
图表 52：五新重工主要产品包括门式起重机、门座式起重机、钢结构和正面吊



资料来源：公司官网、华源证券研究所

五新重工 2022 年获评国家级专精特新重点“小巨人”企业，技术研发实力较强。2008 年五新重工在浏阳注册成立，2008-2012 年实现建设、投产，并取得 A 级特种设备制造许可证。公司 2013 年和 2018 年分别取得集装箱正面吊运起重机制造许可和钢结构工程专业承包二级资质，2021 年获评国家级“专精特新”小巨人企业，2022 年获评国家级专精特新重点“小巨人”企业，技术优势显著。

图表 53：五新重工 2022 年获评国家级专精特新重点“小巨人”企业



资料来源：公司官网、华源证券研究所

4.2. 五新科技：路桥施工专用装备“小巨人”

五新科技的董事长为王薪程。兴中科技持有五新科技 91.36% 的股份，王薪程持有兴中科技 8.52% 的股份，是五新科技的董事长兼总经理，并购重组后王薪程间接持有五新科技的股份将进一步提高。

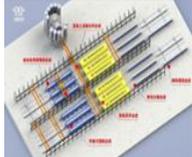
图表 54: 王薪程是五新科技的董事长



资料来源: iFind、华源证券研究所

并购重组将助力五新隧装在铁路、公路施工专用设备制造领域的综合服务能力实现质的飞跃。五新科技主营业务为路桥施工专用装备的研发、生产、销售与租赁以及建筑安全支护一体化服务。路桥施工专用装备包括: 信息化桥梁构件生产线、整孔梁模板、挂篮、墩身模板及盖梁模板、节段梁模板和栈桥, 下游主要覆盖铁路桥梁、公路桥梁和城市轨道交通桥梁等领域。五新科技业务发展持续想好, 下游行业发展稳健, 并购重组将助力五新隧装业务拓展和持续盈利能力提升。

图表 55: 五新科技建立多元化产品体系

产品名称	产品介绍	产品图片
信息化桥梁构件生产线	信息化桥梁构件生产线主要由自动化桥梁模具总成、电气自动化系统、附属关键设备等组成。	
整孔梁模板	整孔梁模板是用于预应力混凝土整孔梁成型的专用装备。整孔梁是指单幅单跨为一个整体的桥梁, 包括整孔预制箱梁、U 型梁、轨道梁等, 此类梁在单幅单跨范围内不再横向或纵向进行拆分, 因此一般自重较大, 单片梁重通常在 200 吨~2,000 吨。	
挂篮	挂篮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, 从而被广泛应用于铁路、公路、市政交通等基建工程的桥梁建设中。	
墩身模板及盖梁模板	墩身与盖梁是桥梁下部结构的重要组成部分, 目前有现浇和预制两种施工工法, 现浇施工工法应用最为广泛。公司具有各种现浇墩身与盖梁模板的设计经验, 如薄壁空心收坡墩、Y 型墩、M 型墩、门式墩、倒 F 型墩等。公司在超大尺寸的特殊异形墩模板设计及各种双曲面、扭曲面成型工艺方面具有深厚的积累。	

节段梁模板

节段梁施工工法是指将单跨梁体沿梁长方向分为若干个节段，依次在预制梁场进行预制、逐节运输至桥位施工现场后再进行组拼架设的施工工法，在城市高架、跨江跨海大桥的施工中应用较为广泛，是装配式桥梁施工的一种重要形式。


栈桥

栈桥用于隔断空间各类施工工程器械通行，并提供下部施工区间，同时可携带仰拱模板，可有效替代传统的简易钢桥和拼装式简易钢模板。


建筑安全支护一体化服务

公司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。



资料来源：公司招股说明书、华源证券研究所

2023H1 五新科技产品产销量稳健发展，产销量维持 100%。2020–2022 年，栈桥、信息化桥梁构件生产线、节段梁模板产销量连续 2 年保持增长，五新科技业务发展速度显著。

图表 56：公司产品产销量稳健发展

产品	项目	2020	2021	2022	2023H1
栈桥	产量（套）	216.27	218.87	286.38	204.67
	销量（套）	216.27	218.87	286.38	204.67
	产销率	100%	100%	100%	100%
信息化桥梁构件生产线	产量（套）	103.10	2,992.60	10,238.59	5,073.40
	销量（套）	103.10	2,992.60	10,238.59	5,073.40
	产销率	100%	100%	100%	100%
整孔梁模板	产量（套）	18,709.39	15,791.31	11,440.20	8,792.40
	销量（套）	18,709.39	15,791.31	11,440.20	8,792.40
	产销率	100%	100%	100%	100%
挂篮	产量（套）	5,580.27	1,849.74	5,173.61	2,431.23
	销量（套）	5,580.27	1,849.74	5,173.61	2,431.23
	产销率	100%	100%	100%	100%
墩身模板及盖梁模板	产量（套）	5,861.15	5,582.78	3,168.24	564.29
	销量（套）	5,861.15	5,582.78	3,168.24	564.29
	产销率	100%	100%	100%	100%
节段梁模板	产量（套）	379.14	720.79	1669.75	28.13
	销量（套）	379.14	720.79	1669.75	28.13
	产销率	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司招股说明书（申报稿）、华源证券研究所

五新科技客户集中度高，主要客户为大型央企，并购重组有利于强化五新隧装客户资源。

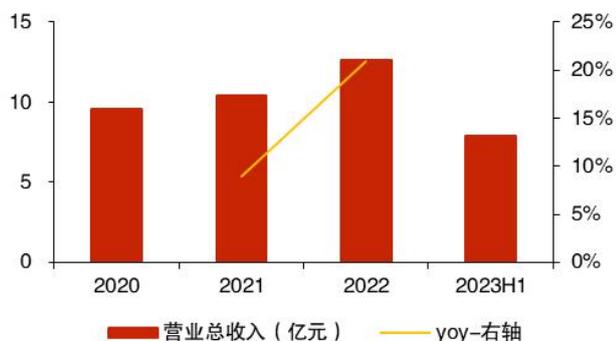
公司凭借优质的产品与完善的服务，与中国中铁、中国铁建、中国交建、中国建筑等大型央企，以及浙江交工、上海城建、四川路桥、贵州路桥、湖南路桥等大型地方国企建立了长期合作关系。公司产品应用在众多代表性的大型工程中。公司路桥施工专用装备产品应用的代表性工程有武广、京沪、兰新等高速铁路工程，京港澳、广深、杭绍甬、上瑞等高速公路工程，长沙磁浮、凤凰磁浮、上海地铁、南京地铁等城市轨道交通工程，港珠澳跨海大桥、舟山港主通道、泉州湾跨海大桥、乐清湾跨海大桥等桥梁工程，印尼雅万高铁、孟加拉帕德玛大桥、赞比亚谦比大桥、蒙内铁路、中老昆万铁路等海外工程；公司建筑安全支护一体化服务的代表性工程有厦门天马第 6 代柔性 AMOLED 生产线项目、福鼎时代锂离子电池生产基地、合肥长鑫晶圆制造基地等大型工业厂房工程，郑州航空港站项目、佛山地铁 2 号线林岳车辆段 TOD 综合开发项目等大型公共建筑工程。

图表 57：2020-2023H1 公司前五大客户情况

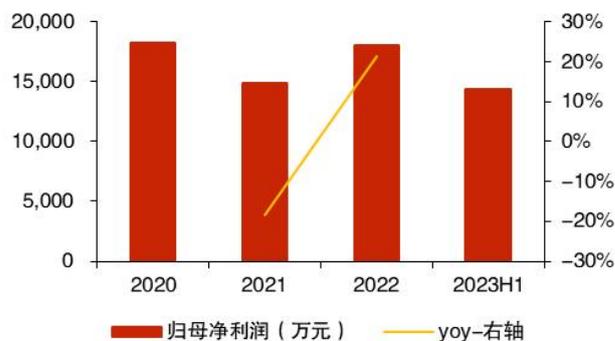
年度	客户名称	销售金额 (万元)	占营业收入比例
2023 年 1-6 月	中国铁路工程集团有限公司	23,118.61	29.37%
	中国建筑集团有限公司	20,067.57	25.50%
	中国铁道建筑集团有限公司	14,586.77	18.53%
	青岛城发建设投资有限公司	3,931.78	5.00%
	中国交通建设集团有限公司	3,822.96	4.86%
	合计	65,527.67	83.26%
2022 年度	中国铁路工程集团有限公司	34,816.21	27.62%
	中国建筑集团有限公司	33,516.35	26.59%
	中国铁道建筑集团有限公司	24,808.66	19.68%
	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%
2021 年度	中国建筑集团有限公司	30,719.34	29.47%
	中国铁路工程集团有限公司	24,487.02	23.49%
	中国铁道建筑集团有限公司	15,605.63	14.97%
	中国交通建设集团有限公司	5,849.89	5.61%
	四川发展 (控股) 有限责任公司	3,970.12	3.81%
	合计	80,632.00	77.35%
2020 年度	中国铁路工程集团有限公司	29,676.12	31.01%
	中国建筑集团有限公司	20,666.77	21.59%
	中国铁道建筑集团有限公司	17,863.18	18.66%
	中国交通建设集团有限公司	7,483.95	7.82%
	浙江宝盛建设集团有限公司	2,339.04	2.44%
	合计	78,029.06	81.53%

资料来源：公司招股说明书（申报稿）、华源证券研究所

五新科技经营状况稳步向好，并购重组有利于增厚五新隧装的收入和利润。五新科技 2020-2023H1 实现营业收入 9.57 亿元、10.42 亿元 12.61 亿元和 7.87 万元，2020 年至 2022 年营收年均复合增长率达 14.77%。2020-2023H1 实现归母净利润 18,233.31 万元、14,862.98 万元、18,045.83 万元、14,346.45 万元。

图表 58：公司 2020-2022 年营业收入稳步提升


资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 59：公司 2023H1 归母净利润 14,346.45 万元


资料来源：Wind、华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

结合公司 2024 年前三季度财报以及对于未来公司水利水电和矿山等领域业务的增长空间、海外业务增长潜力，我们预测公司 2024–2026 年整体营收同比增长率分别为–3%、16%、19%，综合毛利率基本维持稳定，2024–2026 年整体归母净利润同比增长率分别为–4%、18%、20%。

图表 60：五新隧装营业收入、归母净利润、毛利率预测关键假设

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	690	541	954	921	1,068	1,268
同比增长率	53.24%	–21.63%	76.34%	–3.45%	15.93%	18.70%
归母净利润（百万元）	99	78	164	156	185	223
同比增长率	42.41%	–21.33%	110.55%	–4.40%	18.10%	20.47%
毛利率	31.35%	35.48%	36.84%	36.77%	37.03%	37.15%

资料来源：Wind、华源证券研究所

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润为 1.56、1.85 和 2.23 亿元，对应 PE 为 15.7、13.3、11.0 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 61：五新隧装可比公司估值表（截至 20241206）

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
铁建重工	688425.SH	4.89	260.81	0.29	0.33	0.36	16.9	14.8	13.6
耐普矿机	300818.SZ	29.48	46.61	0.99	1.35	1.79	29.8	21.8	16.5
中铁工业	600528.SH	8.48	188.39	0.82	0.88	0.95	10.3	9.6	8.9
均值				0.70	0.85	1.03	19.0	15.4	13.0
五新隧装	835174.BJ	27.29	24.56	1.7	2.1	2.5	15.7	13.3	11.0

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期；五新隧装盈利预测来自华源证券研究所

6. 风险提示

宏观经济变化风险：公司隧道施工装备产品主要用于高铁、普通铁路、高速公路、水利水电等基础设施建设的隧道(隧洞)施工,行业景气度与经济发展、市场需求、政策环境高度关联。目前,国家仍将高铁、普通铁路、高速公路、水利水电等基础设施建设作为投资的重点领域,推出大规模设备更新等政策、加大地方专项债券等资金投入,支持重点领域、重点项目建设,拉动工程机械内需市场逐步回升。若国家在未来采取紧缩的宏观经济政策、减少基础设施建设投资规模,可能影响基础设施项目的开工和进度,进而影响公司产品的市场需求。公司矿山开采智能装备的下游主要为矿山开采行业。

应收账款周转风险：截至 2024 年 6 月 30 日,公司应收账款的账面价值为 518,068,941.08 元,应收账款规模较大,主要是由于公司应收账款账龄较长的客户大部分为国有性质企业,销售回款相对较慢。未来随着公司销售规模的继续扩大,应收票据及应收账款可能进一步增长。若公司不能继续保持对应收账款的有效管理,或者因客户出现信用风险、支付困难或现金流紧张,拖欠公司销售款或延期支付,将导致公司的资金流动性减弱,影响公司的日常运营和扩展能力。同时,长期的应收账款可能增加坏账的风险,若客户经营出现问题,坏账损失将直接影响公司的经营业绩。

税收政策风险：公司获得湖南省科技厅、湖南省财政厅、湖南省税务局联合颁发的《高新技术企业》证书,根据政策规定本公司可享受 15%的企业所得税优惠税率;依据《财政部、税务总局关于先进制造业企业增值税加计抵减政策的公告》(财政部、税务总局公告 2023 年第 43 号),自 2023 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日,公司可按照当期可抵扣进项税额加计 5%抵减应纳税额。一旦上述税收优惠政策发生不利变动,将会对公司的税后利润产生不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	230	311	375	429
应收票据及账款	529	566	656	779
预付账款	3	4	5	6
其他应收款	4	5	6	7
存货	133	152	153	164
其他流动资产	23	24	24	25
流动资产总计	923	1,062	1,219	1,410
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	86	75	87	103
在建工程	1	2	0	0
无形资产	16	17	20	22
长期待摊费用	5	5	3	2
其他非流动资产	18	19	18	16
非流动资产合计	126	118	127	143
资产总计	1,048	1,180	1,346	1,553
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	252	267	290	321
其他流动负债	89	98	113	133
流动负债合计	341	365	402	455
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	1	1	1
负债合计	342	366	404	456
股本	90	90	90	90
资本公积	150	150	150	150
留存收益	466	574	703	857
归属母公司权益	706	814	943	1,097
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	706	814	943	1,097
负债和股东权益合计	1,048	1,180	1,346	1,553

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	164	146	174	211
折旧与摊销	17	20	26	26
财务费用	-3	-1	-1	-1
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-44	-35	-56	-84
其他经营现金流	11	10	11	11
经营性现金净流量	145	139	153	162
投资性现金净流量	-108	-12	-34	-41
筹资性现金净流量	-33	-47	-55	-67
现金流量净额	3	81	64	55

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	954	921	1,068	1,268
营业成本	603	583	672	797
税金及附加	6	6	7	8
销售费用	85	95	109	128
管理费用	26	32	36	42
研发费用	56	57	65	75
财务费用	-3	-1	-1	-1
资产减值损失	-5	0	0	0
信用减值损失	-8	13	15	17
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
营业利润	182	173	205	247
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	183	175	207	249
所得税	19	19	22	26
净利润	164	156	185	223
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	164	156	185	223
EPS(元)	2	2	2	2

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	76.34%	-3.45%	15.93%	18.70%
营业利润增长率	126.02%	-5.03%	18.40%	20.83%
归母净利润增长率	110.55%	-4.40%	18.10%	20.47%
经营现金流增长率	85.93%	-3.64%	9.69%	6.24%
盈利能力				
毛利率	36.84%	36.77%	37.03%	37.15%
净利率	17.16%	16.99%	17.30%	17.56%
ROE	23.19%	19.21%	19.60%	20.29%
ROA	15.61%	13.26%	13.73%	14.33%
ROIC	31.34%	27.54%	31.35%	33.32%
估值倍数				
P/E	15.01	15.70	13.29	11.03
P/S	2.57	2.67	2.30	1.94
P/B	3.48	3.02	2.61	2.24
股息率	1.07%	1.95%	2.30%	2.77%
EV/EBITDA	8	11	9	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股市场基准为沪深300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。