

分析师：刘智
登记编码：S0730520110001
liuzhi@ccnew.com 021-50586775

23 年需求承压，受益农机设备更新拖拉机需求有望好转

——一拖股份(601038)2023 年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2024-04-02)

发布日期：2024 年 04 月 03 日

收盘价(元)	16.73
一年内最高/最低(元)	17.20/10.66
沪深 300 指数	3,580.68
市净率(倍)	2.81
流通市值(亿元)	187.99

投资要点：

一拖股份 3 月 28 日发布 2023 年年报：2023 年实现营业总收入 115.34 亿元，同比下降 8.2%；归母净利润 9.97 亿元，同比增长 46.39%；扣非净利润 9.26 亿元，同比增长 20.02%。2023 年利润分配预案为拟向全体股东每 10 股派 3.194 元。

基础数据(2023-12-31)

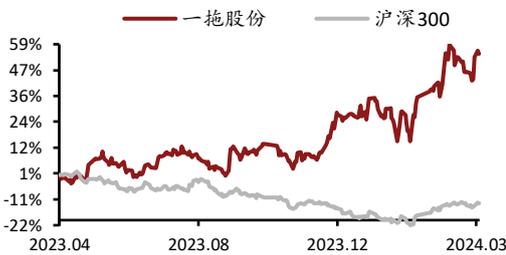
每股净资产(元)	5.96
每股经营现金流(元)	0.94
毛利率(%)	15.89
净资产收益率_摊薄(%)	14.90
资产负债率(%)	47.75
总股本/流通股(万股)	112,364.53/112,364.53
B 股/H 股(万股)	0.00/39,194.00

● 国四排放需求前置释放致今年销量承压，出口销量高增长

公司 2023 年报实现营业总收入 115.34 亿元，同比下降 8.2%；归母净利润 9.97 亿元，同比增长 46.39%；扣非净利润 9.26 亿元，同比增长 20.02%。

分季度看，2023 年 Q1-Q4 公司营业收入分别为 41.94 亿、30.54 亿、30.03 亿、12.82 亿，分别同比增长-1.28%、+28.23%、-18.64%、-42.85%；归母净利润分别为 4.86 亿、2.68 亿、3.31 亿、-0.88 亿，分别同比增长 1.06%、166.21%、54.45%、23.16%；扣非归母净利润分别为 4.79 亿、2.47 亿、3.2 亿、-1.2 亿，分别同比增长 6.36%、58.16%、0.17%、22.34%。

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券，聚源

相关报告

《一拖股份(601038)中报点评：中报业绩超预期，拖拉机结构升级，出口高增长》

2023-09-22

《一拖股份(601038)调研简报：国四切换推动市场份额头部集中，出口和新产品有望带来新增长点》 2023-07-17

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

2023 年分业务看：

1) 农业机械实现营业收入 105.63 亿，同比下滑 9.32%。2023 年受国四排放标准升级导致的需求前移、购机价格上涨等多重因素影响，国内农机行业整体需求下滑。公司 2023 年大中型拖拉机销量 7.23 万台，同比下滑 18.22%。

2) 动力机械实现营业收入 29.79 亿元，同比增长 15.65%。2023 年销售柴油机产品 151052 台，同比基本持平。

● 毛利率小幅提升，公允价值变动及减值计提减少致净利率大幅上升

2023 年公司毛利率为 15.89%、同比上升 0.17 个百分点；净利率为 8.58%，同比上升 3.43 个百分点。净利率提升主要原因是去年公司有较大的公允价值变动损失及资产减值、信用减值计提，对净利率影响达到 3.15%。

分业务看。2023 年公司农业机械毛利率 16.58%，同比上升了 2.53 个百分点，动力机械毛利率 10.81%，同比下降了 1.7 个百分点。

公司四项费用率基本保持稳定。2023 年公司四项费用率 8.83%，同比上升了 0.03 个百分点。

● 受益国四排放推广龙头地位更加稳固，出口持续高增长

公司是我国拖拉机行业龙头企业，致力于成为“卓越的农业装备制造服务商”，聚焦先进农机装备制造，坚持产业链技术升级和结构优化，持续为我

国农业发展提供更高水平的农业机械化保障。

2023 年是我国农机行业全面步入国四时代的第一年，由于市场需求前移，国四切换后用户购机成本上升、运营维护成本增加，国内农机市场需求出现了下滑。2023 年公司大中拖产品销售 7.23 万台，同比下降 18.22%，拖拉机平均单价 14.02 万元，去去年均价提高 0.86 万元。公司持续深耕俄语区、南美等重点出口区域，海外市场布局不断拓宽，全年拖拉机产品出口销量同比增长 43%。

非道路机械国四排放标准实行以后，随着技术要求越来越高，补贴逐年退坡，对中小型企业形成明显的压力，明显提升了竞争门槛，有助于龙头企业提升市场份额。此外，拖拉机功率段上延趋势明显，一是大轮拖销售占比逐渐提高，二是大中马力机型的产品马力段均向上延伸。拖拉机产品结构不断优化也有助于帮助公司持续提升平均单价和盈利能力。

拖拉机出口是另一个增长点。公司近年加大出口认证力度，持续推进重点市场出口力度，出口连续出现高增长，带动公司拖拉机业务打开新空间。

● 大规模设备更新推动农机更新，给行业需求带来新增量

国务院推进大规模设备更新及消费以旧换新行动方案，鼓励持续实施好农业机械报废更新补贴政策，结合农业生产需要和农业机械化发展水平阶段，扎实推进老旧农业机械报废更新，加快农业机械结构调整。

大规模设备更新及消费以旧换新行动方案推出后，各地政府相继出台对应政策细则，有望带动存量老旧农业机械加速报废更新换代，促进拖拉机市场需求增长，一拖股份作为拖拉机行业龙头有望充分受益农业机械大规模设备更新的趋势。

● 盈利预测与估值

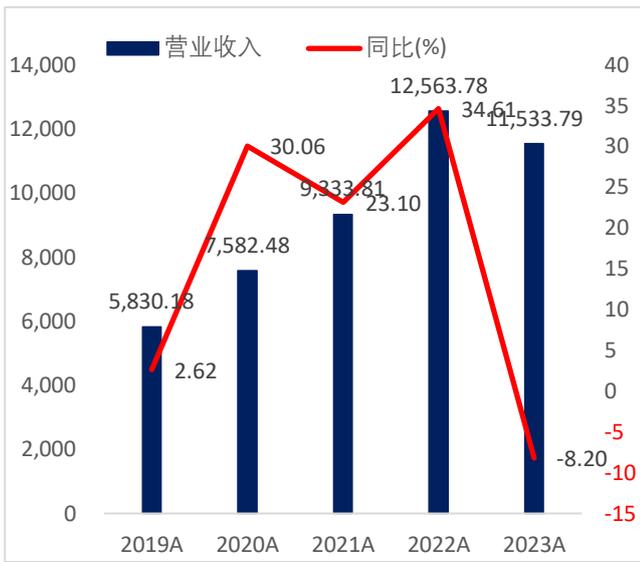
公司是国内拖拉机龙头企业，受益国家粮食安全、农机装备安全等政策需求，叠加公司产品升级换代，拖拉机市场份额有望进一步提升。同时，公司通过积极研发持续提升产品竞争力，拓宽出口空间。我们预测公司 2024 年-2026 年营业收入预测为 129.85 亿、145.891 亿、161.36 亿，归母净利润分别为 11.15 亿、12.99 亿、14.61 亿，对应的 PE 分别为 16.87X、14.47X、12.87X，公司是拖拉机行业绝对龙头，估值合理，受益农业机械大规模设备更新，继续维持公司“增持”评级。

风险提示：1：宏观经济景气度不及预期；2：农业机械补贴政策不及预期；3：市场竞争加剧，毛利率承压；4：原材料价格大幅上涨；5：新产品拓展不及预期；6：国外市场开拓风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,564	11,534	12,985	14,589	16,136
增长比率（%）	34.61	-8.20	12.58	12.35	10.60
净利润（百万元）	681	997	1,115	1,299	1,461
增长比率（%）	55.42	46.39	11.79	16.54	12.47
每股收益(元)	0.61	0.89	0.99	1.16	1.30
市盈率(倍)	27.60	18.85	16.87	14.47	12.87

资料来源：中原证券，聚源

图1：公司营业收入（百万元）



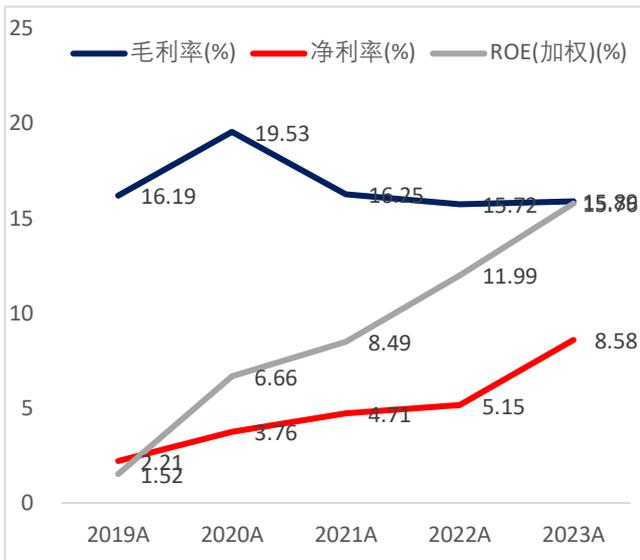
资料来源：Wind、中原证券

图2：公司归母净利润（百万元）



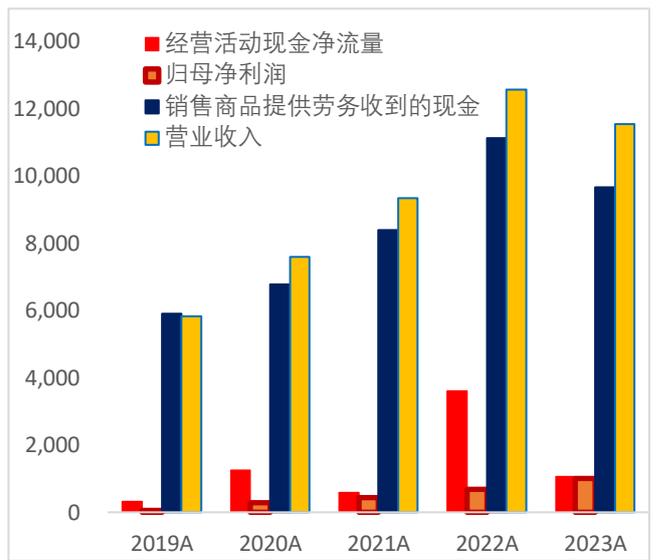
资料来源：Wind、中原证券

图3：公司盈利能力指标



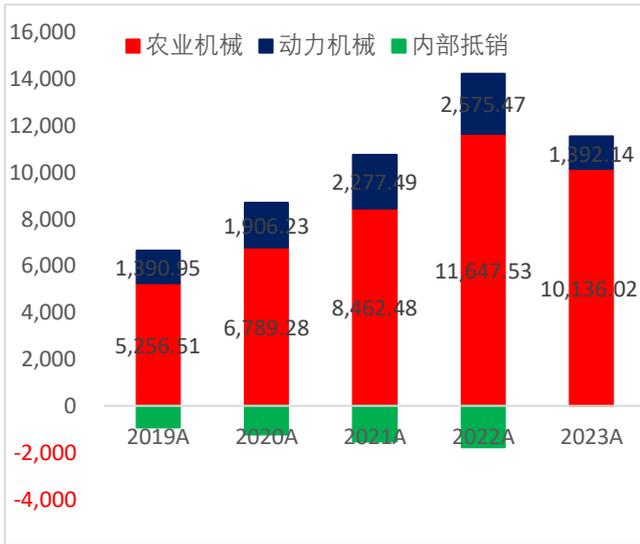
资料来源：Wind、中原证券

图4：公司经营现金净流量（百万元）



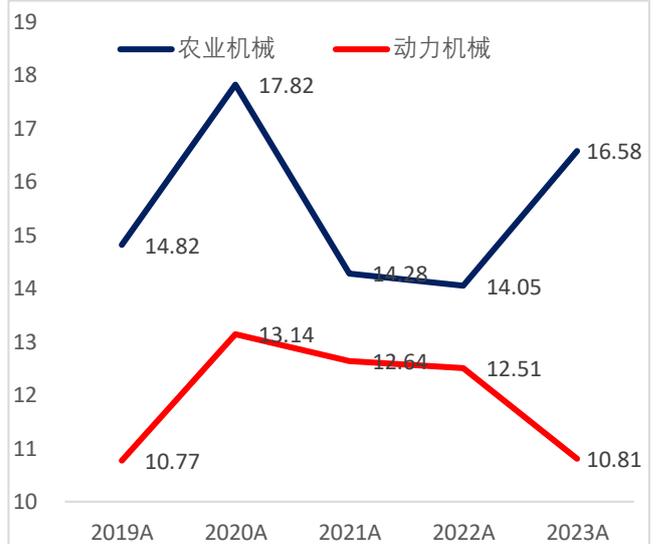
资料来源：Wind、中原证券

图 5: 分业务营业收入 (百万元)



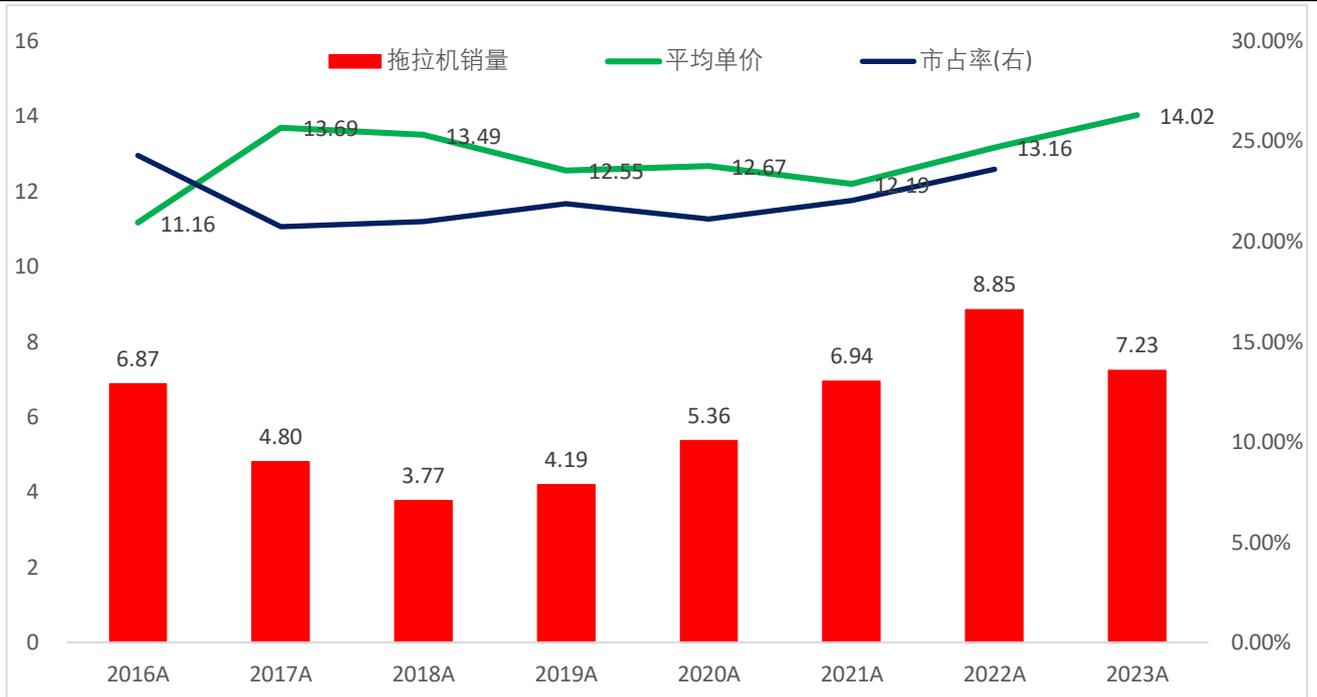
资料来源: Wind、中原证券

图 6: 分业务毛利率 (%)



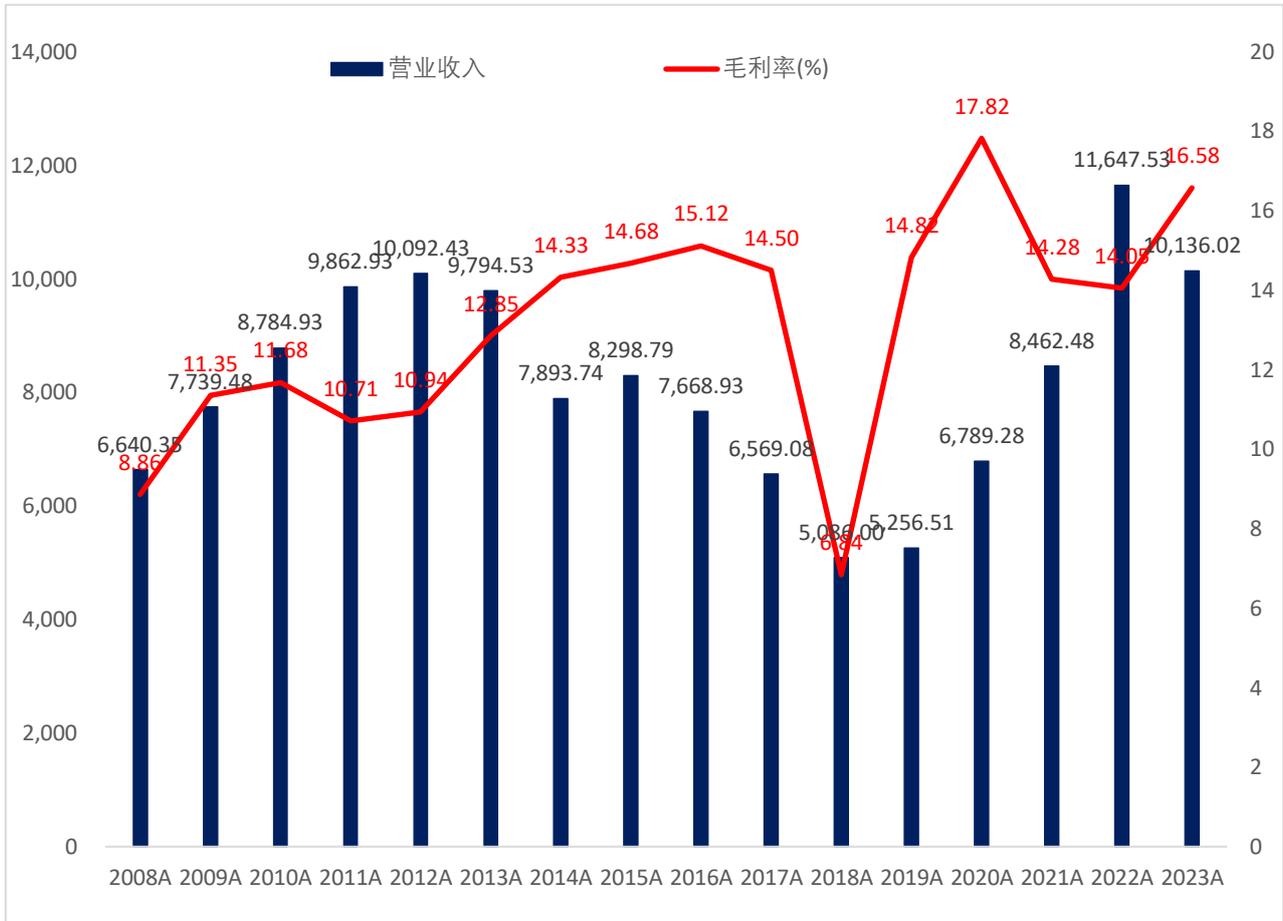
资料来源: Wind、中原证券

图 7: 一拖股份大中型拖拉机销量、平均单价、市占率 (万台、万元、%)



资料来源: Wind、一拖股份历年年报、中原证券

图 8：一拖股份拖拉机业务营业收入、毛利率（百万元、%）



资料来源：Wind、一拖股份历年年报、中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,882	6,488	7,610	9,202	10,887
现金	4,364	2,770	3,715	4,918	6,318
应收票据及应收账款	429	394	444	487	543
其他应收款	27	25	28	31	35
预付账款	215	211	232	261	288
存货	1,191	1,514	1,571	1,828	1,992
其他流动资产	1,657	1,575	1,620	1,677	1,711
非流动资产	5,109	7,330	7,414	7,448	7,493
长期投资	636	664	853	988	1,141
固定资产	2,312	2,269	2,231	2,183	2,116
无形资产	713	697	674	653	632
其他非流动资产	1,448	3,699	3,656	3,624	3,604
资产总计	12,992	13,817	15,024	16,650	18,379
流动负债	6,128	6,045	6,515	7,245	7,948
短期借款	270	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4,116	4,479	4,771	5,359	5,907
其他流动负债	1,741	1,566	1,744	1,885	2,041
非流动负债	367	553	553	553	553
长期借款	49	200	200	200	200
其他非流动负债	317	353	353	353	353
负债合计	6,494	6,598	7,068	7,798	8,501
少数股东权益	539	528	518	507	494
股本	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124
资本公积	2,656	2,656	2,656	2,656	2,656
留存收益	2,179	2,919	3,666	4,573	5,611
归属母公司股东权益	5,958	6,692	7,439	8,346	9,384
负债和股东权益	12,992	13,817	15,024	16,650	18,379

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,602	1,056	1,611	1,823	2,076
净利润	642	989	1,105	1,288	1,448
折旧摊销	350	341	261	274	276
财务费用	21	27	8	8	8
投资损失	-7	-122	-65	-100	-101
营运资金变动	2,299	-138	318	358	421
其他经营现金流	297	-41	-16	-4	23
投资活动现金流	-2,096	-2,010	-272	-197	-212
资本支出	-87	-84	-148	-162	-160
长期投资	-2,037	-1,958	-189	-135	-153
其他投资现金流	28	33	65	100	101
筹资活动现金流	-141	-346	-397	-423	-463
短期借款	0	-270	0	0	0
长期借款	-61	151	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-80	-227	-397	-423	-463
现金净增加额	1,373	-1,296	945	1,203	1,401

资料来源：中原证券，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,564	11,534	12,985	14,589	16,136
营业成本	10,510	9,697	10,877	12,188	13,446
营业税金及附加	49	49	54	61	67
营业费用	222	241	260	296	326
管理费用	395	361	390	444	489
研发费用	529	461	519	584	646
财务费用	-42	-46	-61	-85	-115
资产减值损失	-44	-16	-8	-6	-6
其他收益	43	72	69	82	89
公允价值变动收益	-232	48	25	17	2
投资净收益	7	122	65	100	101
资产处置收益	2	2	2	2	2
营业利润	588	996	1,082	1,274	1,433
营业外收入	26	8	28	31	33
营业外支出	3	1	13	17	21
利润总额	612	1,003	1,097	1,288	1,445
所得税	-30	14	-8	0	-3
净利润	642	989	1,105	1,288	1,448
少数股东损益	-39	-8	-10	-11	-13
归属母公司净利润	681	997	1,115	1,299	1,461
EBITDA	1,152	1,126	1,297	1,477	1,605
EPS (元)	0.61	0.89	0.99	1.16	1.30

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	34.61	-8.20	12.58	12.35	10.60
营业利润 (%)	37.74	69.43	8.60	17.72	12.49
归属母公司净利润 (%)	55.42	46.39	11.79	16.54	12.47
获利能力					
毛利率 (%)	15.72	15.89	16.23	16.46	16.67
净利率 (%)	5.47	8.65	8.58	8.90	9.05
ROE (%)	11.43	14.90	14.98	15.56	15.57
ROIC (%)	12.28	10.41	12.75	13.25	13.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.99	47.75	47.04	46.83	46.25
净负债比率 (%)	99.96	91.39	88.84	88.09	86.06
流动比率	1.29	1.07	1.17	1.27	1.37
速动比率	1.03	0.71	0.82	0.92	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.98	0.86	0.90	0.92	0.92
应收账款周转率	38.12	33.76	36.99	37.59	37.63
应付账款周转率	4.89	4.21	4.50	4.54	4.49
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.61	0.89	0.99	1.16	1.30
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.21	0.94	1.43	1.62	1.85
每股净资产 (最新摊薄)	5.30	5.96	6.62	7.43	8.35
估值比率					
P/E	27.60	18.85	16.87	14.47	12.87
P/B	3.16	2.81	2.53	2.25	2.00
EV/EBITDA	7.54	12.28	11.80	9.55	7.91

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10%至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15%至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。