

# 一拖股份 (601038.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 大型拖拉机龙头，立足国内放眼海外

### 投资逻辑：

**国内拖拉机龙头，国企改革带动利润率提升。**公司近年来清退低效资产，改善内部管理，提升利润率。2023年公司销售/管理费用率分别为2.1%/3.1%，相比2018年分别-6.0pct/-3.7pct。

**我们看好国内拖拉机市场需求保持平稳。**(1)中国农业机械化仍在进行中，根据农业农村部，2003至2022年全国综合机械化率由34%提升至73%，相比其他经济体仍有提升空间；(2)拖拉机需求和种植收益相关，2020年后国家推出一系列惠农政策，种植收益得到保障，拖拉机需求有望保持稳定；(3)购置补贴托底农机需求，根据中国政府网，2024年财政部计划安排246亿元支持农机购置与应用补贴，同比增长4.2%。

**我们看好公司凭借大拖产品的性能优势提升国内份额。**(1)精耕细作的要求推动拖拉机“大型化”，根据国家统计局，2023年全国中大拖产量占比69.2%，较2020年提升2.3pct。我们测算各型号轮拖最高补贴额平均下降35-60%，有利于优化生产环节的竞争格局。根据中国农业机械工业协会，国内拖拉机行业CR3从2020年的46.2%提升到2023年上半年的61.8%。看好拖拉机大型化与政策调整继续带动龙头集中；(2)我们测算公司中大拖占率从2018年的16.5%提升至2022年的23.6%，公司在高马力段和先进变速技术产品的研发上领先国内同行，有望进一步提升国内市占率。

**我们看好公司海外收入增长。**(1)国产拖拉机出口增长较快，竞争力提高。根据海关总署数据，中国拖拉机出口金额从2020年的4.77亿美元增长到2023年的9.86亿美元，年复合增长率27.4%，出口平均单价也从2020年的3658美元增长到2023年的6709美元；(2)公司出海竞争力强，根据公司公告，2023年公司海外收入9.8亿元，同比增长37.3%，近年来增长较快；根据海关总署数据、公司公告和我们测算，公司海外收入在国内拖拉机出口金额的占有率从2020年的9.9%上升到2023年的14.1%；(3)出海市场空间广阔，根据Mordor Intelligence，2023年全球拖拉机市场空间预计为789.8亿美元，公司市占率仅为2.1%，成长空间较大。

### 盈利预测、估值和评级

我们预测2024/2025/2026年公司实现归母净利润11.8亿/13.8亿/16.0亿元，同比+18.8%/+16.5%/+15.8%，对应EPS为1.05/1.23/1.42元。考虑到公司的竞争优势和出海前景，给予2024年22xPE，目标价23.19元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

农产品价格波动风险；补贴政策变动风险；海外市场经营风险。

### 机械组

分析师：满在朋 (执业S1130522030002)

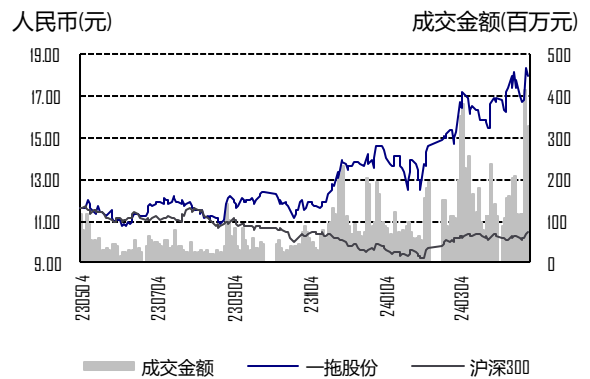
manzaipeng@gjzq.com.cn

联系人：李子安

lizian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.99元

目标价 (人民币)：23.19元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,563	11,534	13,042	15,098	17,318
营业收入增长率	34.61%	-8.19%	13.07%	15.76%	14.71%
归母净利润(百万元)	681	997	1,184	1,380	1,598
归母净利润增长率	55.42%	46.39%	18.78%	16.53%	15.83%
摊薄每股收益(元)	0.606	0.887	1.054	1.228	1.423
每股经营性现金流净额	3.21	0.94	1.42	1.83	2.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.43%	14.90%	15.92%	16.61%	17.16%
P/E	26.88	18.36	15.46	13.26	11.45
P/B	3.07	2.74	2.47	2.20	1.97

来源：公司年报，国金证券研究所



## 内容目录

1、国内拖拉机龙头，国企改革带动利润率提升.....	4
1.1 公司沿革：国产龙头，业务条线齐全.....	4
1.2 财务表现：清退低效资产，经营质量改善明显.....	4
2、种植收益保持稳定，购置补贴托底需求，看好拖拉机需求稳中有增.....	7
2.1 中国农业机械化率仍有提升空间.....	7
2.2 粮食安全得到高度重视，种植收益保障良好.....	8
2.3 购置补贴托底需求，国标切换的影响有望消退.....	10
3、公司技术领先，受益于拖拉机大型化与补贴政策优化.....	11
3.1 受益于大型化趋势与补贴政策优化，龙头集中度提高.....	11
3.2 公司技术领先行业，近年来中大拖市占率提升较快.....	14
4、公司在中国拖拉机出海的潮流中抢占先机，成长空间较大.....	17
5、盈利预测与投资建议.....	19
5.1 盈利预测.....	19
5.2 投资建议及估值.....	20
6、风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1： 公司部分产品图示.....	4
图表 2： 公司是国内农机行业龙头之一（2022 年营收，单位亿元）.....	5
图表 3： 公司收入绝大部分来自农业机械业务.....	5
图表 4： 公司收入自 2018 年起触底回升，增长态势明显.....	5
图表 5： 公司毛利率水平近年来保持平稳.....	6
图表 6： 公司扣非净利率自 2018 年以来显著提升.....	6
图表 7： 公司的销售、管理费用率*得到明显压降.....	6
图表 8： 公司优化综合管理人员和生产人员数量，人均指标显著改善.....	6
图表 9： 公司多年来退出亏损业务、清退低效资产取得良好成效.....	7
图表 10： 中国农机市场规模稳中有增.....	7
图表 11： 我国农业机械化率持续提升.....	7
图表 12： 我国农业机械化率水平相比于发达国家仍有提升空间（2022 年）.....	8
图表 13： 除主要作物外，机械化率仍较低（2021 年）.....	8
图表 14： 农业生产集约化仍有较大发展空间.....	8
图表 15： 拖拉机是我国销售额最大的农机（2021 年）.....	9
图表 16： 拖拉机需求与种植收益显著正相关.....	9



图表 17: 种植收益受政策和市场环境的影响存在波动	9
图表 18: 主粮最低收购价 2018 年以来保持稳定 (元/50kg)	10
图表 19: 农机购置补贴政策有力支持了农机市场需求	10
图表 20: 农机行业的相关支持政策	11
图表 21: 国四排放标准对氮氧化物等的排放限值要求提高	11
图表 22: 单台保有量功率 (kW) 逐年上升	12
图表 23: 中大拖占总产量的比重不断上升	12
图表 24: 轮拖单机补贴额度过去几年呈下降态势	13
图表 25: 大中拖竞争格局集中, 一拖股份为行业龙头 (2023 年一季度)	13
图表 26: 大马力拖拉机销售毛利率更高 (以沃得农机为例)	14
图表 27: 拖拉机行业头部集中效应明显	14
图表 28: 公司研发费用率明显高于可比公司 (2022 年)	15
图表 29: 公司产品性能领先国内竞争对手	15
图表 30: LW4004 无级变速 400 马力重型拖拉机	15
图表 31: 东方红 YTN3 发动机	15
图表 32: 公司中大型拖拉机市占率近年来明显提升	16
图表 33: 公司拖拉机业务收入 (亿元) 领先竞争对手	16
图表 34: 公司拖拉机产品毛利率属第一梯队	16
图表 35: 公司拖拉机销售单价 (万元) 高于竞争对手	17
图表 36: 中国拖拉机出口金额增长较快	17
图表 37: 中国拖拉机出口平均单价逐步提升	17
图表 38: 公司海外收入过去数年快速增长	18
图表 39: 公司占国产拖拉机出海的份额逐步提高	18
图表 40: 2022 年全球农机市场外资品牌市占率较高	19
图表 41: 公司相比于全球农机龙头仍有较大追赶空间	19
图表 42: 公司盈利预测	20
图表 43: 可比公司估值比较	20



## 1、国内拖拉机龙头，国企改革带动利润率提升

### 1.1 公司沿革：国产龙头，业务条线齐全

公司有近 70 年的悠久历史。根据公司官网，中国一拖集团有限公司原名第一拖拉机制造厂，成立于 1955 年，是国家“一五”时期 156 个重点建设项目之一。1997 年，一拖集团将农业拖拉机业务相关的资产、负债与人员等纳入股份制改造范围并签订相关重组协议，第一拖拉机股份有限公司应运而生，同年 6 月 23 日在香港上市。2012 年 8 月 8 日，公司在 A 股上市。

公司聚焦大中型拖拉机业务进行产业链延伸。根据公司公告，公司的主营业务包含农业机械和动力机械两大板块，涵盖全系列轮式和履带式拖拉机产品及铸锻件、齿轮、变速箱、覆盖件等关键零部件的研发、制造和销售，动力机械产品包括排量从 2L 到 12L，功率从 10KW 到 405KW 的非道路柴油机以及与之配套的喷油泵、喷油嘴等部件，此外也可为工程机械、船舶、发电机组等提供配套。

图表1：公司部分产品图示



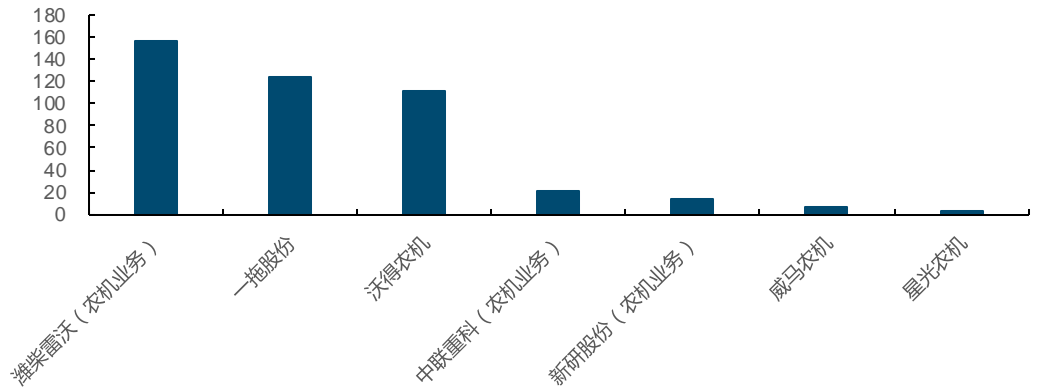
来源：公司官网，国金证券研究所

### 1.2 财务表现：清退低效资产，经营质量改善明显

公司是农机行业龙头之一，收入结构总体稳定。根据公司公告，2023 年公司收入达到 115.3 亿元。公司的动力机械产品一部分是配套公司的农业机械产品销售的，根据公司公告，公司对外收入中约 90%是由农业机械板块贡献的，多年来该比例整体保持稳定。在公司聚焦主业、提升资产运营效率、推动内部资源整合的不努力下，其他机械业务逐步退出，自 2020 年起已不再贡献收入。其他业务主要为公司控股的财务公司开展金融服务获得的收入，2023 年 6 月 6 日，公司发布公告称已经完成中国一拖集团财务有限责任公司的解散工作，预计 2024 年也将不再贡献金融业务相关收入。

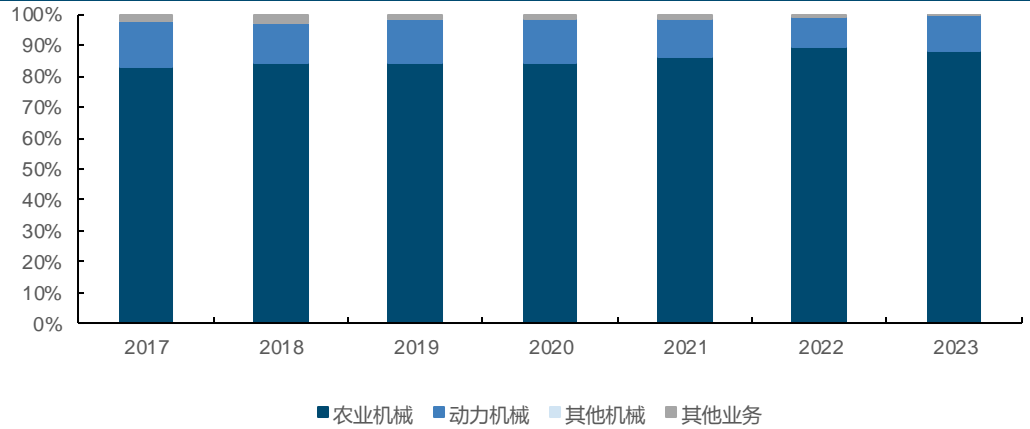


图表2: 公司是国内农机行业龙头之一 (2022 年营收, 单位亿元)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

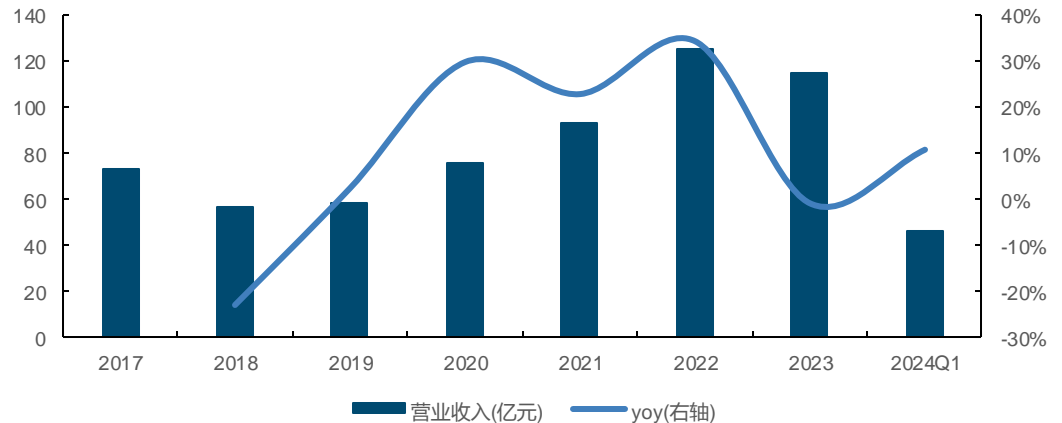
图表3: 公司收入绝大部分来自农业机械业务



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司收入近年来增长势头明显。2012 年上市以来, 公司营业收入经历了若干年的调整, 根据公司公告, 2018 年公司实现营业收入 56.8 亿元, 相比 2012 年的年复合增长率为 -10.8%。但自 2019 年起, 公司收入呈现明显的增长态势。根据公司公告, 2021 年/2022 年/2023 年/2024 年一季度公司分别实现营业收入 93.3/125.6/115.3/46.6 亿元, 分别同比增长 23.1%/34.6%/-0.7%/11.0%; 分别实现归母净利润 4.4/6.8/10.0/6.0 亿元, 分别同比增长 56.4%/55.4%/46.4%/23.4%。2023 年营收下降主要系 2022 年国标切换透支拖拉机需求, 利润增长主要系产品结构改善、毛利率提高, 以及 2022 年应收古巴款项计提减值且持有中原银行股权计提公允价值变动损失。我们预计相关不利因素的影响有望逐步消退。

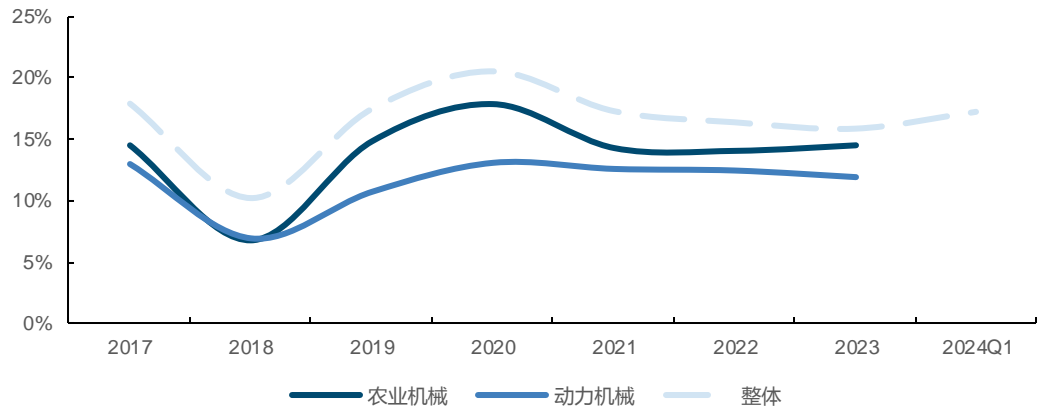
图表4: 公司收入自 2018 年起触底回升, 增长态势明显



来源: 公司公告, 国金证券研究所



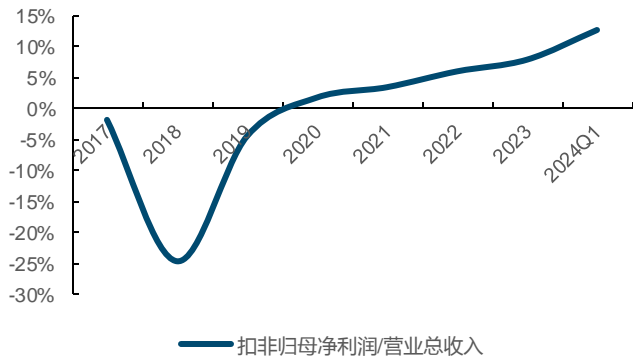
图表5: 公司毛利率水平近年来保持平稳



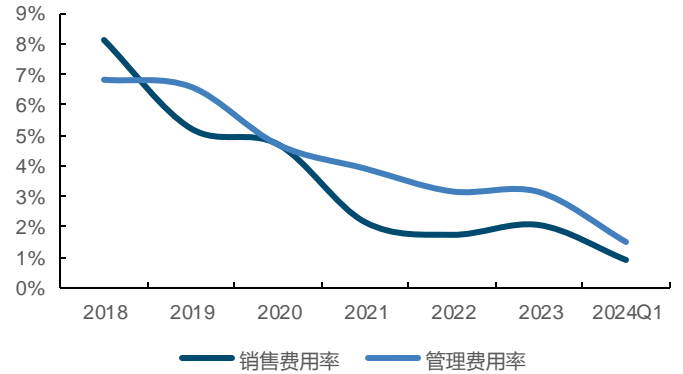
来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司扣非净利率自 2018 年以来显著恢复, 得益于公司在精细化管理上的长足进步。公司 2012 年至 2018 年扣非净利率始终保持在较低水平, 期间费用率较高是重要原因。2018 年, 公司进一步精简机构, 优化流程, 并结合公司业务规模下降等情况, 实施人员分流压减, 降低运营成本, 但也同时计提了大量辞退福利费用, 叠加毛利率下行等多种因素, 2018 年公司扣非净利率水平达到了历史低谷。但随着公司坚持优化资源配置、不断推进精益管理, 公司期间费用率多年来呈现出明显改善, 有力地推动了公司整体盈利能力的提升。2023 年公司销售/管理费用率分别为 2.1%/3.1%, 相比 2018 年分别-6.0pct/-3.7pct。从公司人员数量的变动中可以看出, 公司在精简部门、聚焦主业、精益生产的过程中, 对人员组织结构进行了大量的优化, 特别是相关生产人员和综合管理人员, 这也使得公司的人均相关指标得到大幅改善。

图表6: 公司扣非净利率自 2018 年以来显著提升



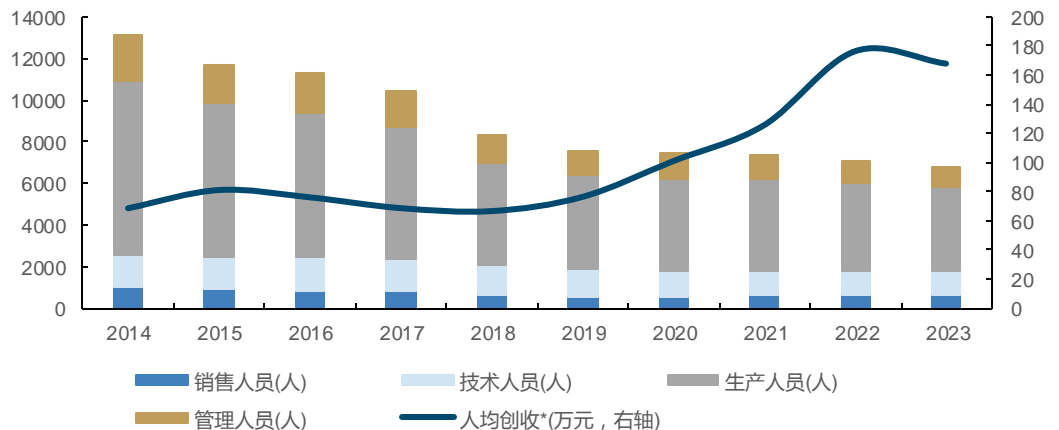
图表7: 公司的销售、管理费用率\*得到明显压降



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (\*注: 2018 年剔除了研发费用)

图表8: 公司优化综合管理人员和生产人员数量, 人均指标显著改善





来源：公司公告，国金证券研究所（\*注：人均创收=当年营业总收入/当年在职员工的数量合计）

**图表9：公司多年来退出亏损业务、清退低效资产取得良好成效**

时间	清退资产事件
2017年	完成一拖（洛阳）叉车有限公司等6家“僵尸企业”的治理和处置工作
2019年	完成搬运机械公司、新疆装备公司等的股权交割
2020年	一拖（洛阳）神通工程机械公司破产清算
2021年	对持续亏损的一拖（法国）农业装备有限公司进行司法清算

来源：公司公告，国金证券研究所

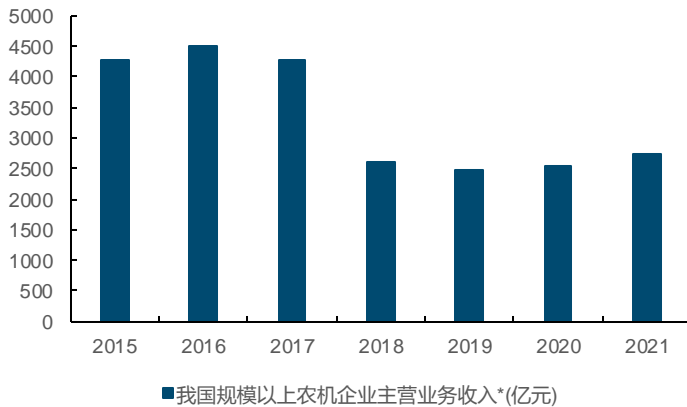
## 2、种植收益保持稳定，购置补贴托底需求，看好拖拉机需求稳中有增

### 2.1 中国农业机械化率仍有提升空间

农业机械涵盖机械种类广泛。农业机械是指在作物种植业和畜牧业生产过程中，以及农、畜产品初加工和处理过程中所使用的各种机械，根据2021年农业农村部《农业机械分类》标准品目对照表，我国农业机械一共划分为32个大类，107个小类，504个品目，包括农用动力机械、农田基本建设机械、收获机械、耕整地机械、初加工机械、灌溉机械等。

中国农机市场规模庞大，农业机械化率仍有提升空间。根据中国农业机械工业协会的数据，2021年我国规模以上农机企业主营业务收入2734.8亿元，同比增长7.9%。我国农机市场总体呈现稳中有增的态势，与之对应的是中国农业机械化率的不断提升。根据农业农村部统计，2003年至2022年，全国农作物耕种收综合机械化率水平由不到34%提升至73%。根据头豹研究院数据，2022年美国、欧洲农业机械化率已经达到95%以上，俄罗斯的农业机械化率不及欧美，但也达到了85%。相比之下，我国除了主要作物（小麦、水稻、玉米、大豆、棉花等）机械化率较高，其余环节的综合机械化率仍然较低，因此无论是对比发达经济体还是从整个农业生产环节来看，我国的农业机械化率仍有提升空间。

**图表10：中国农机市场规模稳中有增**



**图表11：我国农业机械化率持续提升**



来源：威马农机招股书、中国农业机械工业协会，国金证券研究所（\*注：2018年起采取了新的统计口径）

来源：农业农村部，国金证券研究所

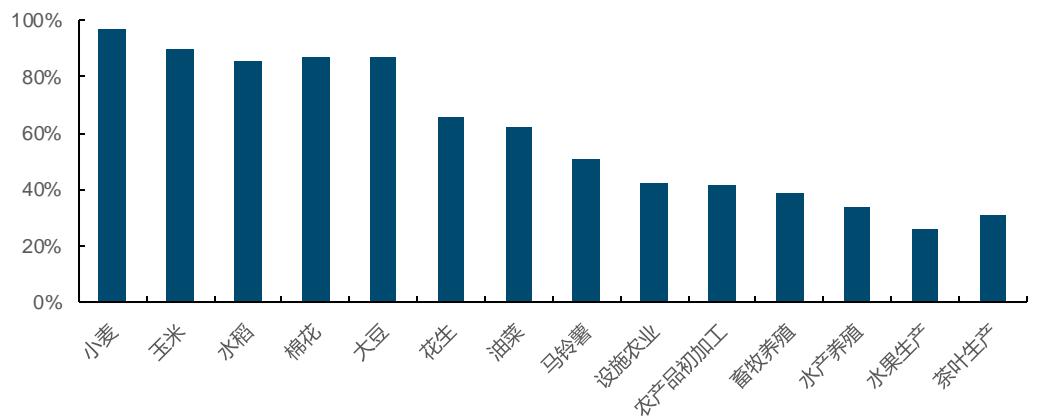


图表12: 我国农业机械化率水平相比于发达国家仍有提升空间 (2022年)

	农业劳动力占 人口比重	农业在GDP中占比	人均耕地面积 (公顷)	拖拉机数量(台)/每 100平方公里	农业机械化率
中国	34.8%	7.0%	0.09	83.7	73%
美国	2.5%	0.8%	0.48	256.8	>95%
欧洲	4.0%	<2.0%	0.36	688.7	>95%
日本	2.5%	1.2%	0.03	4,532.1	70%
俄罗斯	14.4%	3.5%	0.84	-	85%

来源: 头豹研究院, 国金证券研究所

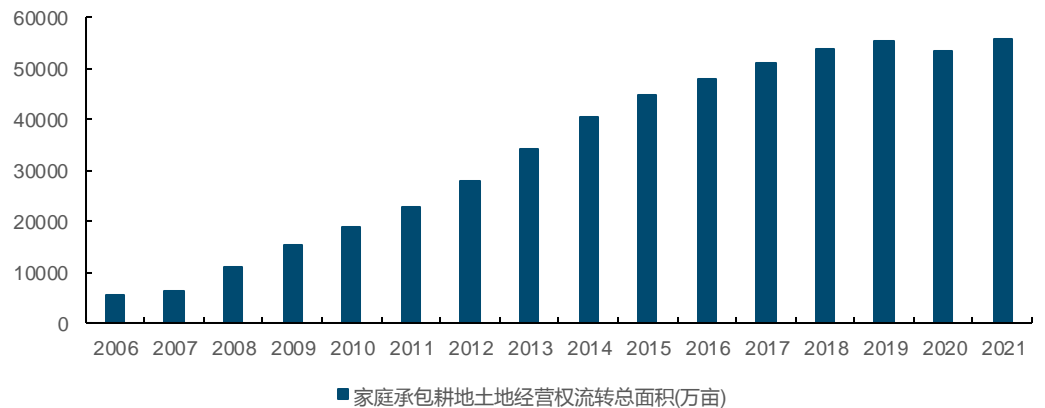
图表13: 除主要作物外, 机械化率仍较低 (2021年)



来源: 《中国农业机械工业年鉴》、农业农村部, 国金证券研究所

看好农业生产集约化水平提升, 进而推动农业机械化水平提升。国家统计局数据显示, 2023年末全国常住人口城镇化率为66.2%, 同比继续提升接近1个百分点; 从就业人员占比来看, 当前农业就业人数持续下降, 从2008年的3.0亿人降低到2022年的1.8亿人。目前农业生产集约化水平仍有较大提升空间, 根据《中国农村经营管理公报》与《中国农村政策与改革统计年报》, 家庭承包耕地土地经营权流转总面积5.57亿亩, 而国家统计局数据显示2021年全国耕地面积19.12亿亩, 家庭承包耕地土地经营权流转总面积占比29.1%, 仍有很大提升空间。我们认为农业集约化经营为农业机械的推广应用创造了有利条件, 因此看好农业生产集约化继续带动农业机械化水平提升。

图表14: 农业生产集约化仍有较大发展空间



来源: 《中国农村经营管理公报》、《中国农村政策与改革统计年报》, 国金证券研究所

## 2.2 粮食安全得到高度重视, 种植收益保障良好

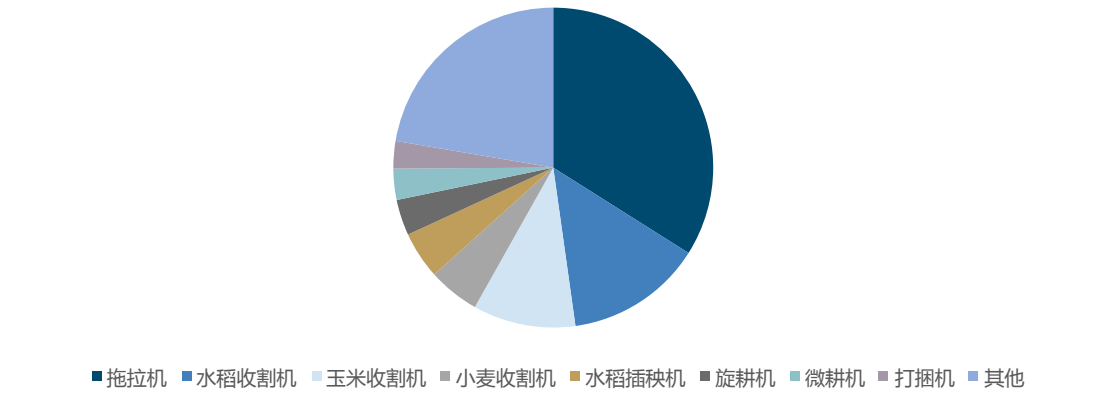
拖拉机是国内销售额最大的农机单品之一。拖拉机是用于牵引和驱动作业机械完成各项移





动式作业的自走式动力机，相当于田间劳动的动力源，广泛运用在农业生产中。根据农业农村部农机购置补贴信息公开专栏的数据，2021年拖拉机是中国农机行业销售额占比最大的细分品类，占销售额比重34%，其次依次为水稻、玉米、小麦收割机。

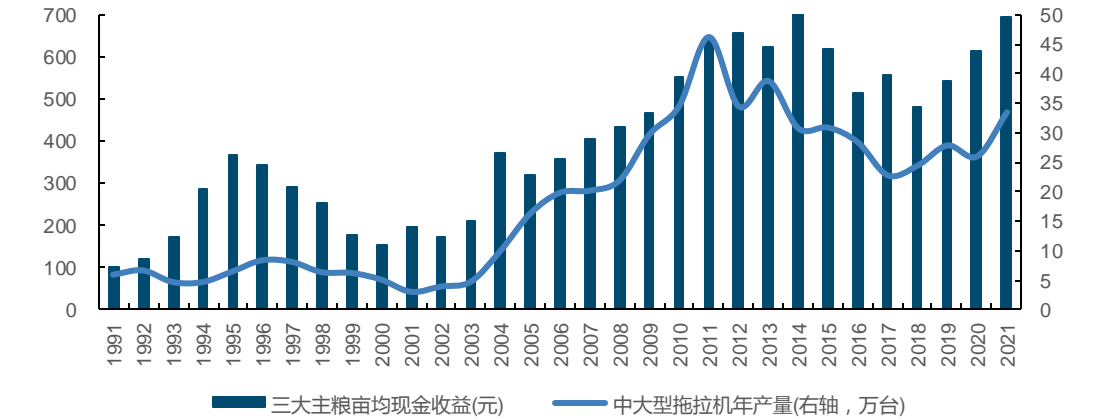
图表15：拖拉机是我国销售额最大的农机（2021年）



来源：农业农村部、农机购置补贴信息公开专栏、华经产业研究院，国金证券研究所

历史上拖拉机行业需求与种植收益同步波动。我们复盘了过去30年三大主粮（小麦、稻谷、玉米）的亩均现金收益与中大型拖拉机年产量的关系，发现二者呈显著正相关。

图表16：拖拉机需求与种植收益显著正相关



来源：《全国农产品成本收益汇编》、中国农业机械工业协会，国金证券研究所

图表17：种植收益受政策和市场环境因素影响存在波动

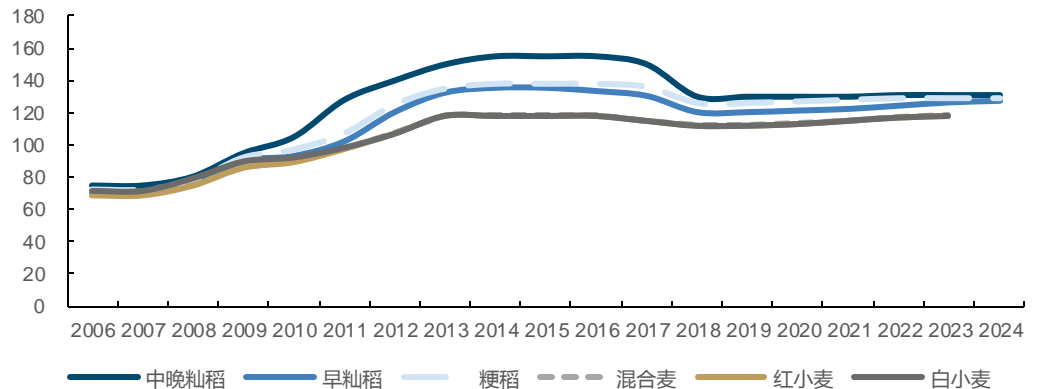


来源：汇易网，国金证券研究所



2018 年以来，随着东北玉米主产区发展深加工产业以及生猪生产的逐步恢复，玉米刚性需求逐步恢复，玉米价格随之上涨。更重要的是，2020 年以来，叠加多地地缘冲突、外交环境变化对粮食全球贸易的影响，全球多国对国内粮食供应预期趋紧。在此基础上，政府推出、修订了一系列强农惠农政策，包括耕地地力保护补贴政策、实际种粮农民一次性补贴政策等。根据国家发改委《全国农产品成本收益汇编》，三大主粮平均现金收益由 2018 年达到低点 481.7 元/亩，2020 年恢复性上涨至 613.6 元，2022 年超过 2014 年前高达到 778.7 元/亩。根据国家发展改革委数据，国家主要粮食作物最低收购价在 2018 年触底之后保持多年稳定微增的态势。根据中国政府网，2021-2023 年中央财政分别下达资金 200 亿元、400 亿元和 100 亿元，用于实际种粮农民的一次性补贴。在国家重视粮食安全、农民种植收益得到保障的背景下，我们认为拖拉机市场需求有望保持稳中向好态势。

图表 18：主粮最低收购价 2018 年以来保持稳定（元/50kg）



来源：国家发展改革委，国金证券研究所（注：多个月份存在数据的年份，取值为该年内各月数据平均值）

### 2.3 购置补贴托底需求，国标切换的影响有望消退

补贴政策是托底我国农机市场增长的牢固支柱。农机补贴政策发轫于 2004 年，彼时中央一号文件重新聚焦“三农问题”。2004 年 6 月，全国人大通过了《中华人民共和国农业机械法》，明确提出由中央财政和省级财政安排专项资金实施购置补贴，正式开启农机购置补贴时代。补贴总金额在最初几年增长迅猛，政策逐渐成熟后，整体补贴金额跟随农机整体市场需求波动。根据中国政府网，2024 年财政部计划安排 246 亿元支持农机购置与应用补贴，同比增长 4.2%。农机购置补贴政策具有持续性，通常每三年农业农村部与财政部会印发一次《全国通用类农业机械中央财政资金最高补贴额一览表》，对主要品类的补贴额度做出了原则上的规定。目前 2024-2026 年农机购置与应用补贴政策正在研究制定中，为确保补贴政策实施的连续性，福建（闽农机函〔2023〕666 号）、广西（桂农厅函〔2024〕229 号）等地已经出台文件，继续执行 2021-2023 年本地的农机购置补贴实施方案。我们认为轮式拖拉机等保有量较大品类的补贴力度未来有望保持相对稳定。

图表 19：农机购置补贴政策有力支持了农机市场需求



来源：威马农机招股书、财政部、中国政府网，国金证券研究所



图表20: 农机行业的相关支持政策

日期	发布部门	政策名称	主要内容
2022.01	农业农村部	《“十四五”全国农业机械化发展规划》	到 2025 年，农作物耕种收综合机械化率达到 75%，粮棉油糖主产区（市、区）基本实现农业机械化，丘陵山区县（市、区）农作物耕种收综合机械化率达到 55%，设施农业、畜牧养殖、水产养殖和农产品初加工机械化率总体达到 50%以上。
2021.03	农业农村部、财政部	《2021-2023 年农机购置补贴实施指导意见》	补贴上限原则上不超过同档产品上年市场销售均价的 30%，且通用类机具补贴额不超过农业农村部、财政部发布的最高补贴额。同时，各省可提升部分重点补贴机具补贴额，将补贴额上限比例从 30%提高到 35%。
2020.03	农业农村部、财政部、商务部	《农业机械报废更新补贴实施指导意见》	拖拉机和联合收割机报废补贴额不超过农业农村部发布的最高补贴额。其他农机报废补贴额原则上按不超过同类型农机购置补贴额的 30%测算，并综合考虑运输拆解成本等因素确定，单台农机报废补贴额原则上不超过 2 万元。
2018.10	全国人大	《中华人民共和国农业机械促进法（2018 年修正）》	鼓励、扶持农民和农业生产经营组织使用先进适用的农业机械，促进农业机械化，建设现代农业；财政补贴被国家确定为重要的支农惠农政策。

来源：政府网站，国金证券研究所

拖拉机行业需求 2022 年受环保国标切换的扰动，目前影响正在消退。根据《非道路柴油移动机械污染物排放控制技术要求（发布稿）》，2022 年 12 月 1 日，全国范围内正式实施非道路移动机械国四标准（简称国四标准），禁止生产、进口和销售不符合国四标准要求的 560kW 以下（含 560kW）非道路柴油移动机械及柴油机。国四排放标准在氮氧化物、碳氢化合物等成分方面提出了更高的排放要求，还需要额外搭配排放控制装置，此外购机价格也有所上涨。国四排放标准切换导致 2022 年出现了购买需求前移，透支了部分需求。但我们认为随着时间推移，2022 年的透支效应有望逐步缓解。

图表21: 国四排放标准对氮氧化物等的排放限值要求提高

阶段	额定净功率 ( $P_{max}$ ) (kW)	CO (g/kWh)	HC (g/kWh)	NO <sub>x</sub> (g/kWh)	HC+NO <sub>x</sub> (g/kWh)	PM (g/kWh)
第三阶段	$P_{max} > 560$	3.5			6.4	0.20
	$130 \leq P_{max} \leq 560$	3.5			4.0	0.20
	$75 \leq P_{max} < 130$	5.0			4.0	0.30
	$37 \leq P_{max} < 75$	5.0			4.7	0.40
	$P_{max} < 37$	5.5			7.5	0.60
第四阶段	$P_{max} > 560$	3.5	0.40	3.5, 0.67		0.10
	$130 \leq P_{max} \leq 560$	3.5	0.19	2.0		0.025
	$75 \leq P_{max} < 130$	5.0	0.19	3.3		0.025
	$56 \leq P_{max} < 75$	5.0	0.19	3.3		0.025
	$37 \leq P_{max} < 56$	5.0			4.7	0.025
	$P_{max} < 37$	5.5			7.5	0.60

来源：《非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法（中国第三、四阶段）》，国金证券研究所

### 3、公司技术领先，受益于拖拉机大型化与补贴政策优化

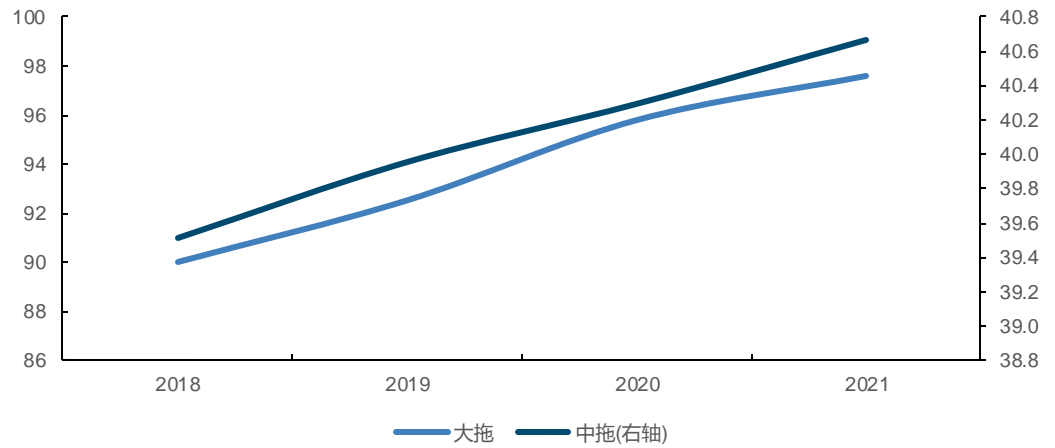
#### 3.1 受益于大型化趋势与补贴政策优化，龙头集中度提高

拖拉机行业存在功率逐渐提升（“大型化”）的产业趋势。根据中国农业机械工业协会，拖拉机单台保有量的保有功率逐步上升。根据国家统计局的数据，行业小拖产量已经连续多年明显下降，2018-2023 年平均复合增长率-12.4%；中拖产量 2018-2023 年均增长 6.1%，近两年也出现停滞；而大拖产量呈现显著增长，2018-2023 年均增长率为 21.7%，2023 年中大拖产量占比 69.2%，较 2020 年提升 2.3pct。我们认为需求侧的原因为近年来种粮收益提升，叠加国家政策扶持，农民对精耕细作的要求提高。以深耕深松为例，合理的深耕深松能提高土壤蓄水保墒能力，造成作物显著增产。根据农业农村部《2022 年国家强农惠农富农政策措施选编》，国家实行耕地深松补助政策，支持在适宜地区开展农机深松（深



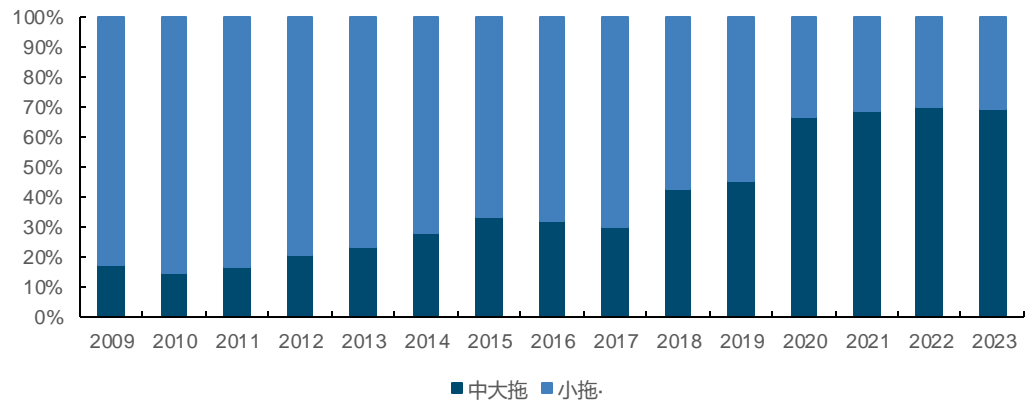
耕) 整地作业, 每亩作业补助原则上不超过 30 元。深耕深松作业深度一般不低于 25 厘米, 甚至会突破土壤板结层, 这就对作为牵引动力来源的拖拉机功率提出了额外的要求。

图表22: 单台保有量功率 (kW) 逐年上升



来源: 《中国农业机械工业年鉴》, 国金证券研究所

图表23: 中大拖占总产量的比重不断上升



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

目前补贴政策逐渐规范科学, 利好龙头企业。2019 年农业农村部、财政部发布《关于进一步加强农机购置补贴政策监管强化纪律约束的通知》, 逐渐加大对“大马拉小车”等问题的处罚力度; 《2021-2023 年农机购置补贴实施指导意见》分化了补贴力度, 到 2023 年将部分明显过剩且技术落后的机具的补贴额测算比例从 30% 降低至 15% 及以下, 并将部分低价值的机具退出补贴范围。以轮式拖拉机为例, 2015 年至 2021 年颁布的《全国通用类农业机械中央财政资金最高补贴额一览表》显示, 同档次产品的最高补贴额逐渐下降。同时, 其他针对性更强、更能精准帮扶农业生产的补贴手段, 如“优机优补”、农机应用补贴也正在探讨规划中, 对大马力农机、丘陵山地用小型农机(“一大一小”)等重点领域农机的重视程度正在快速提高。我们认为, 目前农机购置补贴政策思路转向聚焦薄弱环节, 有助于优化竞争格局, 整体利好技术积累深厚、产品条线齐全、产品认可度高的龙头公司。



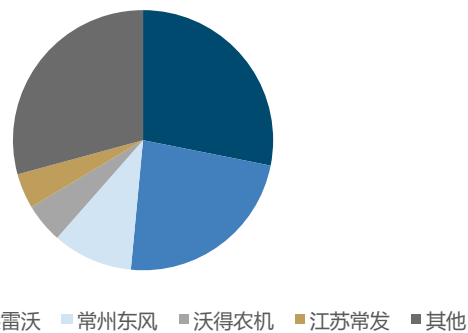
图表24：轮拖单机补贴额度过去几年呈下降态势

品目	分档名称*	15-17年中央财政最	18-20年中央财政最	21-23年中央财政	15-23最高补贴额
		高补贴额*(元)	高补贴额(元)	最高补贴额(元)	最大降幅(%)
轮式拖拉机	40-50 马力四轮驱动拖拉机	14100/16000	13300	9900	-38%
轮式拖拉机	50-60 马力四轮驱动拖拉机	17500/19700	17000	10900	-45%
轮式拖拉机	60-70 马力四轮驱动拖拉机	21700/24000	18300	12000	-50%
轮式拖拉机	70-80 马力四轮驱动拖拉机	26000	24300	15300	-41%
轮式拖拉机	80-90 马力四轮驱动拖拉机	29800/31300	29200	18500	-41%
轮式拖拉机	90-100 马力四轮驱动拖拉机	35000/36900	33800	21500	-42%
轮式拖拉机	100-120 马力四轮驱动拖拉机	36900/40300	33800	24500	-39%
轮式拖拉机	120-140 马力四轮驱动拖拉机	56300/71000	46500	31900	-55%
轮式拖拉机	140-160 马力四轮驱动拖拉机	95000/105000	66700	38800	-63%
轮式拖拉机	160-180 马力四轮驱动拖拉机	105000	80700	45700	-56%
轮式拖拉机	180-200 马力四轮驱动拖拉机	120000	97300	51200	-57%
轮式拖拉机	200 马力及以上四轮驱动拖拉机	120000/180000	129600	63200	-65%

来源：《全国通用类农业机械中央财政资金最高补贴额一览表》，国金证券研究所（\*注：分档名称以 21-23 年发布的《一览表》为准，因此同一分档可能对应 15-17 年《一览表》多个最高补贴额）

公司所在的中大拖市场，国内竞争格局较为集中。拖拉机按功率大小可以简单区分为大中型拖拉机（马力数 $\geq 25$ 的拖拉机）与小型拖拉机（马力数 $< 25$ 的拖拉机），目前国内龙头拖拉机制造商有一拖股份、潍柴雷沃、常州东风、沃得农机、江苏常发等，这些企业主要生产大中型拖拉机。根据潍柴雷沃反馈回复，2023 年一季度一拖股份在全国大中型拖拉机市场的占有率为 28.1%，位居第一，第二名潍柴雷沃市占率 23.4%，与一拖股份并驾齐驱，行业 CR5 为 70.8%，说明大中型拖拉机行业头部集中效应较为显著。外资厂商如约翰迪尔、凯斯纽荷兰等在国内拖拉机市场的市占率较低。

图表25：大中拖竞争格局集中，一拖股份为行业龙头（2023 年一季度）

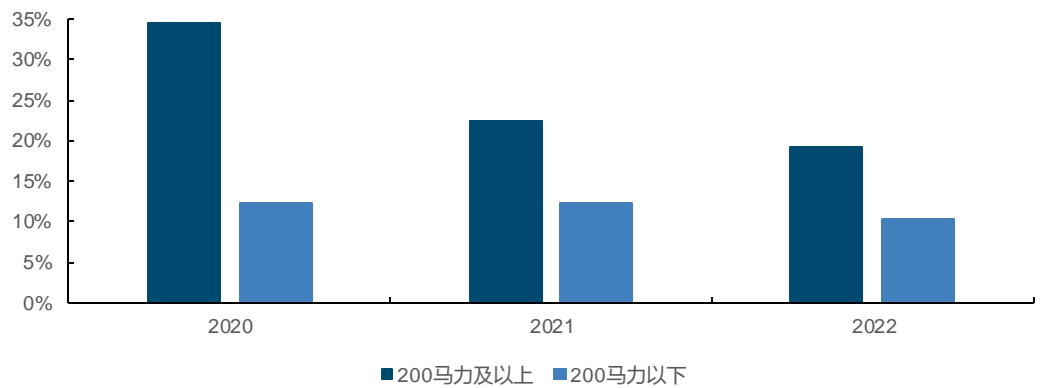


来源：潍柴雷沃反馈回复、中国农业机械工业协会，国金证券研究所

大型化有望带动拖拉机制造商盈利能力提升。拖拉机的销售单价与销售毛利率往往随着产品马力段增加而增长。



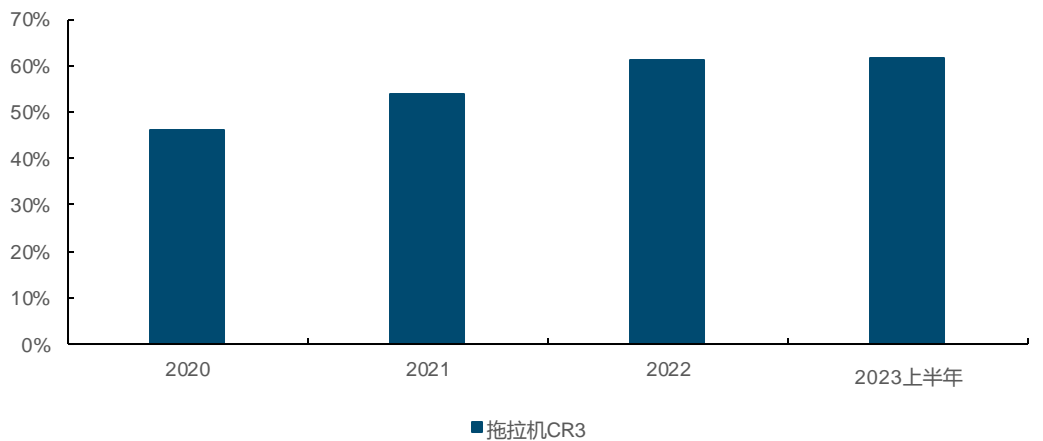
图表26: 大马力拖拉机销售毛利率更高 (以沃得农机为例)



来源: 沃得农机招股书, 国金证券研究所

国内拖拉机市场集中度近年来明显提升。根据中国农业机械工业协会数据, 国内拖拉机行业 CR3 从 2020 年的 46.2% 提升到 2023 年上半年的 61.8%, 我们看好拖拉机大型化与政策深入优化调整继续带动龙头集中度提升。

图表27: 拖拉机行业头部集中效应明显



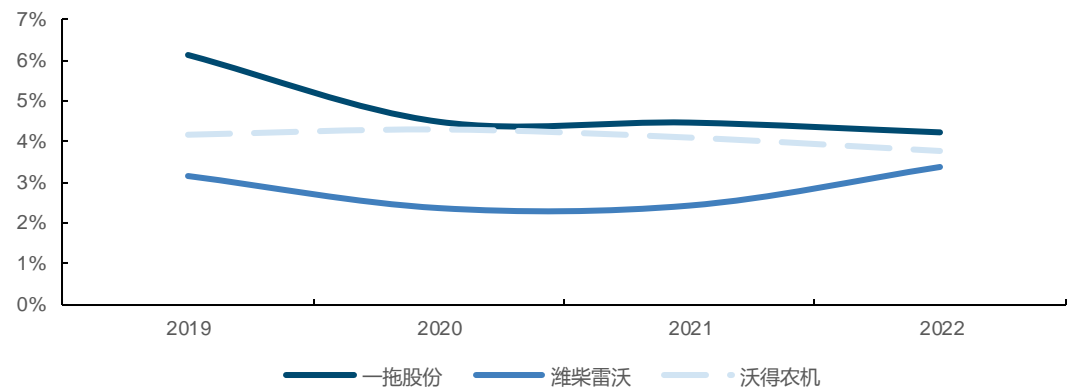
来源: 潍柴雷沃反馈回复、中国农业机械工业协会, 国金证券研究所

### 3.2 公司技术领先行业, 近年来中大拖市占率提升较快

公司研发立身, 不断适应产品技术升级新趋势。公司围绕动力换挡、智慧农机、新型环保国标等前沿领域持续进行研发攻关, 领先国内竞争对手, 表现为财务数据即公司的研发费用率明显高于行业其他公司。根据公司官网, 公司的东方红 LZ2604 (G4) 发动机功率达到 260 马力, 超过国内竞争对手, 正在追赶约翰迪尔、爱科等全球龙头。此外, 公司率先完成柴油机产品的国四技术升级和技术定型, 同时正在有序推进针对中东欧的欧五产品研发、YTN 新产品平台建设; 通过技术研发降低国四发动机的配套运营成本, 充分展现公司深厚的技术积淀。我们认为公司在大马力拖拉机、新国标柴油机等领域的技术领先性、成熟性可以帮助公司在国标切换后抢占市场, 并为国内外高端细分市场的突破做好充分准备。



图表28: 公司研发费用率明显高于可比公司 (2022年)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表29: 公司产品性能领先国内竞争对手

动力换挡		无级变速 (CVT)
一拖股份	功率覆盖 80-260 马力	260 马力产品东方红 LZ2604 (G4) 已有销售, 400 马力产品 LW4004 已有样品
潍柴雷沃	功率覆盖 100-260 马力	240 马力产品于 2021 年量产, 320 马力产品研发中
常州东风	功率覆盖 220-240 马力	无 CVT 路线产品
沃得农机	功率覆盖 100-160 马力	无 CVT 路线产品
江苏常发	功率覆盖 260 马力	无 CVT 路线产品
约翰迪尔	全球范围功率覆盖 30-640 马力	全球范围功率覆盖 90-370 马力
爱科集团	全球范围功率覆盖 75-265 马力	全球范围功率覆盖 79-517 马力

来源: 潍柴雷沃招股书、公司官网, 国金证券研究所

图表30: LW4004 无级变速 400 马力重型拖拉机



来源: 农机通, 国金证券研究所

图表31: 东方红 YTN3 发动机

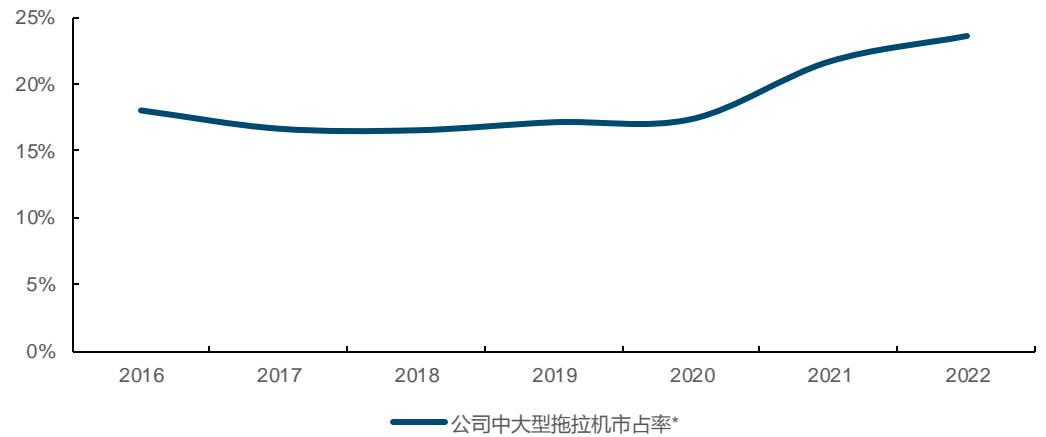


来源: 慧聪工程机械网, 国金证券研究所

在技术优势的加持下, 公司的市占率与盈利能力均稳步提升。根据我们的测算, 公司中大型拖拉机市占率从 2018 年最低谷的 16.5% 上升到 2022 年的 23.6%。毛利率方面, 公司农业机械板块的毛利率与潍柴雷沃接近, 明显高于沃得农机, 而拖拉机产品单价上, 公司高于潍柴雷沃与沃得农机。

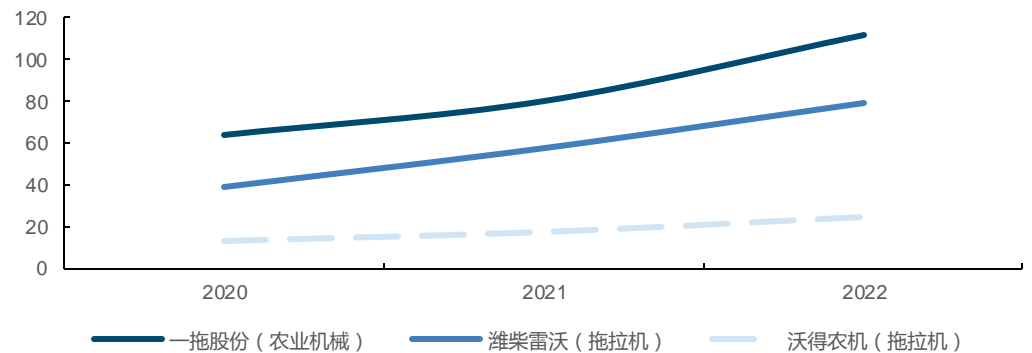


图表32: 公司中大型拖拉机市占率近年来明显提升



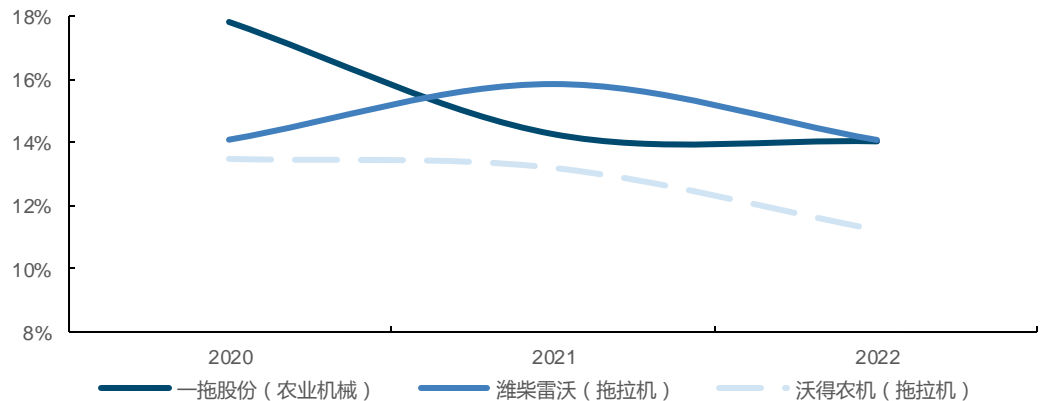
来源: 中国农业机械工业协会、公司公告, 国金证券研究所 (\*注: 为了排除统计口径变化的影响, 我们以 2022 年中国农业机械工业协会公布的行业骨干企业中大型拖拉机销量数据为基准, 用每年披露的同比增长率倒算其他年份的行业销量, 作为当年市占率计算的分子。分子为公司披露的中大拖销量。)

图表33: 公司拖拉机业务收入 (亿元) 领先竞争对手



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表34: 公司拖拉机产品毛利率属第一梯队

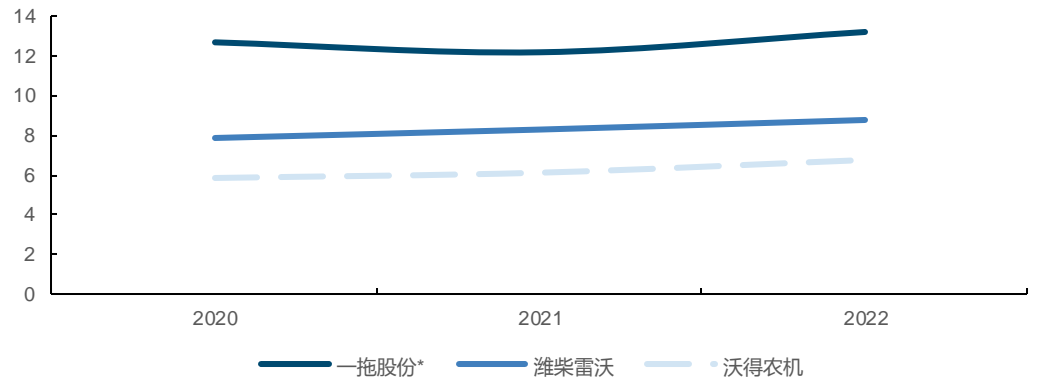


来源: 各公司公告, 国金证券研究所





图表35: 公司拖拉机销售单价(万元)高于竞争对手

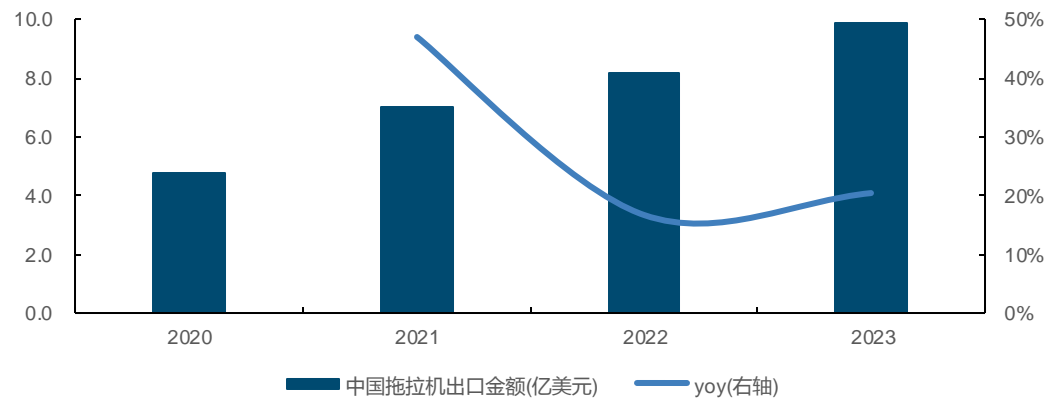


来源: 公司公告, 国金证券研究所 (\*注: 一拖股份拖拉机销售单价用“农业机械板块收入/拖拉机销售量”来近似替代)

#### 4、公司在中国拖拉机出海的潮流中抢占先机，成长空间较大

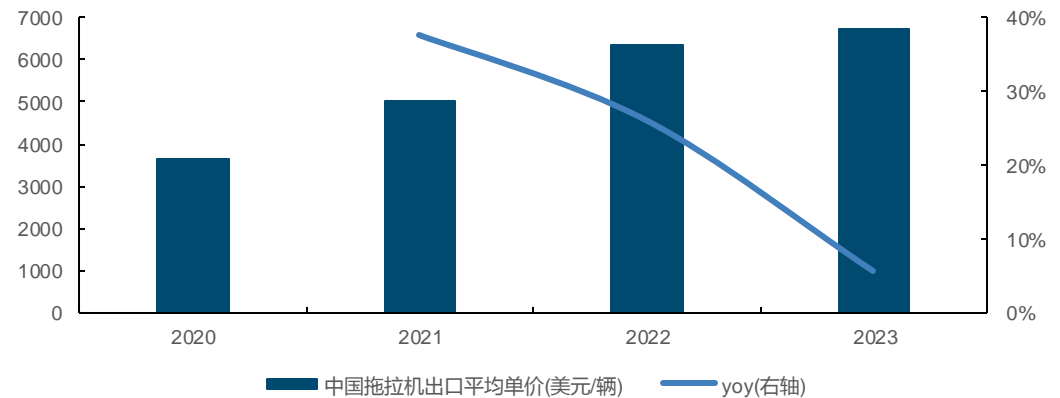
中国拖拉机出口金额增长较快，产品结构不断优化。根据海关总署数据，中国拖拉机出口金额从2020年的4.77亿美元增长到2023年的9.86亿美元，年复合增长率27.4%，出口平均单价也从2020年的3658美元增长到2023年的6709美元。以上数据说明国产拖拉机在国际市场上的竞争力越来越强。

图表36: 中国拖拉机出口金额增长较快



来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表37: 中国拖拉机出口平均单价逐步提升



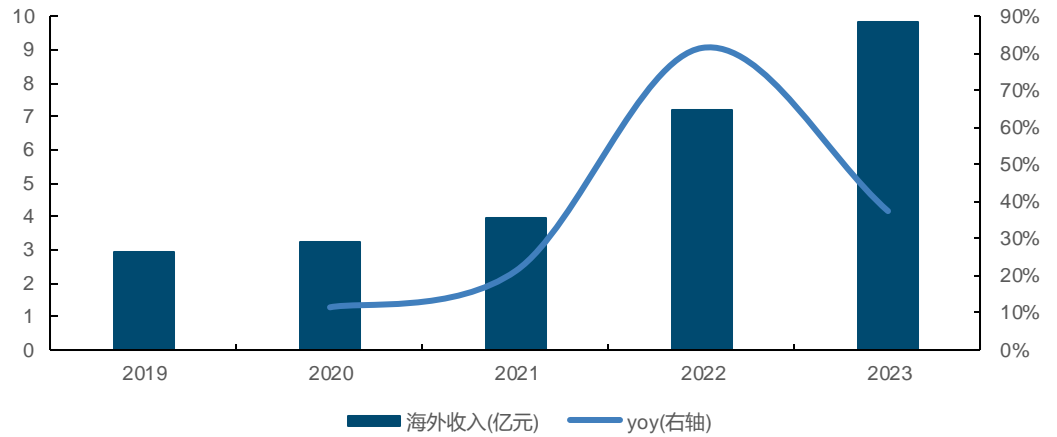
来源: 海关总署, 国金证券研究所 (注: 出口平均单价=出口金额/出口数量)

公司近两年海外业务增长较快。根据国机集团官网，公司早年间开拓发展中国家市场，在科特迪瓦、喀麦隆、罗马尼亚等地合作设立多家农机装配厂、备件中心，近年来持续迭代海外战略，深耕当地渠道，输送切合当地需求的产品，同时大力布局海外服务网点，强化



本土化服务响应，取得了卓越成效。根据公司公告，2023年，公司实现海外营业收入9.8亿元，同比增长37.3%。

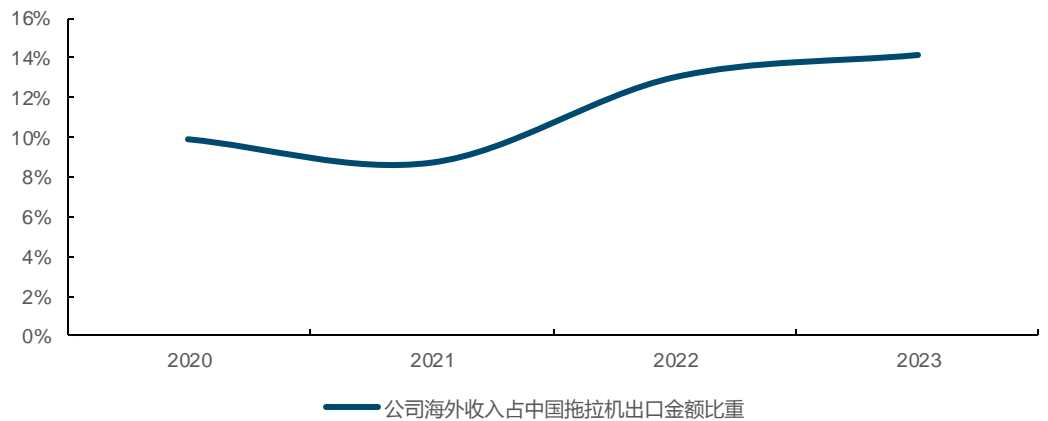
图表38：公司海外收入过去数年快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

公司在中国拖拉机出口金额中的占有率持续提升。根据我们测算，公司海外收入占中国拖拉机出口金额的比重从2020年的9.9%提升到2023年的14.1%，占有率提升明显，说明公司在国际竞争力日益增强的中国拖拉机出口产业中的话语权也在不断增强，彰显龙头本色。

图表39：公司占国产拖拉机出海的份额逐步提高



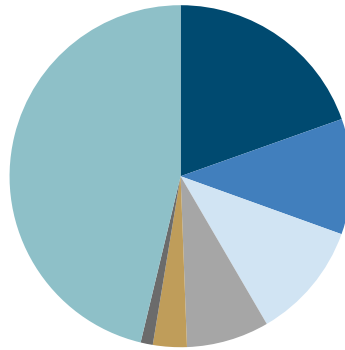
来源：公司公告、海关总署，国金证券研究所（注：汇率使用 Wind 数据库转引国际货币基金组织披露的年平均汇率，2020/2021/2022/2023 年 1 美元分别兑换 6.90/6.45/6.74/7.08 人民币）

全球拖拉机市场空间广阔，预计增长稳健。根据 Mordor Intelligence，2023/2024 年全球拖拉机市场空间预计分别为 789.8/835.6 亿美元，预计 2029 年全球拖拉机市场规模将达到 1107.6 亿美元，2023-2029 年复合年增长率为 5.8%。

全球农机市场外资品牌市占率较高，公司成长空间较大。目前全球最大的农机企业为美国的约翰迪尔，2023 年农机相关业务（生产农业与小型农业）收入 365.7 亿美元，日本的久保田与荷兰的凯斯纽荷兰紧随其后，农机相关板块收入也分别达到了 26367 亿日元、181.5 亿美元，其他大型农机公司还有美国爱科、德国科乐收等。公司 2023 年美元收入仅 16.3 亿美元，对比国际龙头成长空间巨大。根据德国机械设备制造业联合会（VDMA）的数据，2022 年全球农机市场规模达到 1620 亿美元，如果以此为市占率测算的分母，根据各公司公告和我们的测算，2022 年约翰迪尔在全球农机市场的占有率为 19.6%，其他外资头部企业的份额也较高；公司在全球农机市场的占有率为 1.2%，处于较低水平。根据我们测算，如果以 2023 年全球拖拉机市场空间 789.8 亿美元作为分母，公司在全球拖拉机市场的占有率为 2.1%，成长空间较大。



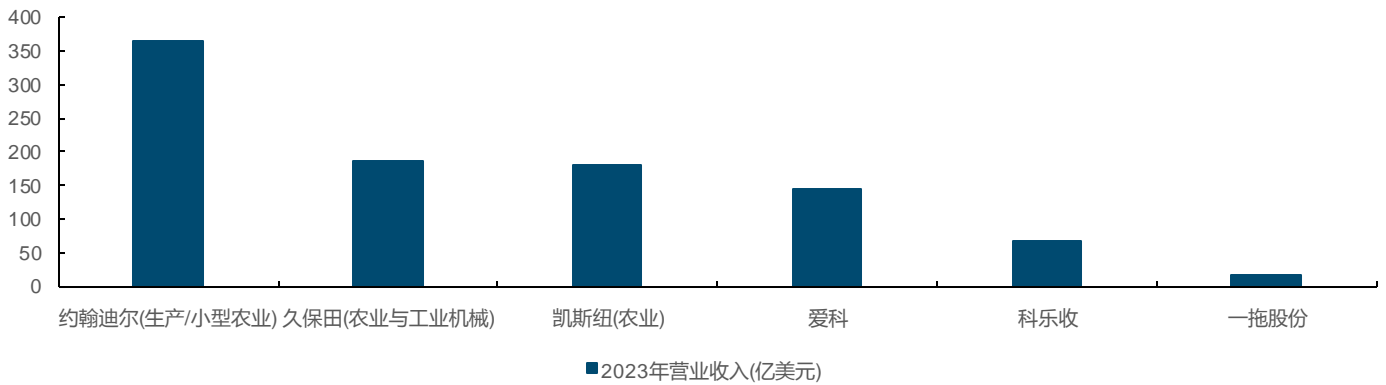
图表40：2022年全球农机市场外资品牌市占率较高



■ 约翰迪尔(生产/小型农业) ■ 久保田(农业与工业机械) ■ 凯斯纽(农业) ■ 爱科 ■ 科乐收 ■ 一拖股份 ■ 其他

来源：各公司公告，国金证券研究所（注：久保田数据包含工程机械业务，因此久保田的市占率在此处被高估。汇率使用 Wind 数据库转引国际货币基金组织披露的 2022 年平均汇率，1 美元=131.50 日元=6.74 人民币=0.95 欧元）

图表41：公司相比于全球农机龙头仍有较大追赶空间



来源：各公司公告、Wind，国金证券研究所（汇率使用 Wind 数据库转引国际货币基金组织披露的 2023 年平均汇率，1 美元=140.49 日元=7.08 人民币=0.92 欧元）

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司的营业收入分别为 130.4/151.0/173.2 亿元，同比增长 13.1%/15.8%/14.7%；2024/2025/2026 年公司实现归母净利润 11.8 亿/13.8 亿/16.0 亿元，同比+18.8%/+16.5%/+15.8%，对应 EPS 为 1.05/1.23/1.42 元。

#### 农业机械：

- 收入：2024 年拖拉机行业需求受国标切换的影响预计逐渐消退，公司产品有性能优势，大型化趋势下份额提升与出海的逻辑有望继续带动公司实现收入增长。预计 2024-2026 年收入为 119.2/138.8/160.4 亿元。
- 毛利率：大型化、出海占比提升有望提振毛利率，且公司持续推进内部管理改善，有望在采购、设计、生产等环节继续优化成本。预计 2024-2026 年毛利率为 14.9%/15.3%/15.6%。

#### 动力机械：

- 收入：柴油机是拖拉机的核心零部件，对内收入有望跟随公司拖拉机业务实现增长，对外收入预计保持稳定增长。预计 2024-2026 年收入为 33.0/37.2/41.3 亿元。
- 毛利率：随着公司深化全价值链成本管理，整体毛利率有望保持相对稳定。预计 2024-2026 年毛利率为 12.2%/12.2%/12.2%。

**期间费用率：**随着公司清退低效资产、优化组织架构取得良好成效，公司的期间费用率已经较为健康，考虑到公司研发新产品的必要支出，以及国四切换初期必要的营销和保修投



入,我们预计2024-2026年销售费用率为2.2%/2.2%/2.2%,管理费用率为2.9%/2.9%/2.9%、研发费用率为4.0%/4.0%/4.0%。

图表42: 公司盈利预测

单位: 百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>总计</b>						
营业收入	9,333.8	12,563.8	11,533.8	13,041.7	15,097.6	17,317.7
YOY	23.1%	34.6%	-8.2%	13.1%	15.8%	14.7%
毛利率	17.4%	16.5%	15.9%	16.7%	17.0%	17.3%
<b>农业机械</b>						
营业收入	8,462.5	11,647.5	10,543.6	11,923.9	13,877.9	16,041.1
YOY	24.6%	37.6%	-9.5%	13.1%	16.4%	15.6%
毛利率	14.3%	14.1%	14.5%	14.9%	15.3%	15.6%
<b>动力机械</b>						
营业收入	2,277.5	2,575.5	2,978.5	3,304.1	3,717.6	4,128.6
YOY	19.5%	13.1%	15.6%	10.9%	12.5%	11.1%
毛利率	12.6%	12.5%	12.0%	12.2%	12.2%	12.2%
<b>其他业务</b>						
营业收入	164.22	119.63	5.63			
YOY	9.0%	-27.2%				
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%			
<b>内部抵消</b>	-1,530.8	-1,767.5	-2,012.9	-2,186.3	-2,497.9	-2,852.0

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 5.2 投资建议及估值

我们选取公司业务中含有农机,且都具备核心零部件生产能力的中联重科和潍柴动力作为可比公司,可比公司2024年PE估值为15.2x。可比公司的工程机械、重卡等主营业务对应行业需求周期性较强,而拖拉机业务受益于国家重视粮食安全,有国家补贴政策支持,因此需求稳定性强,周期性更弱。此外,公司在拖拉机行业的市场地位高,竞争优势明显,未来很有可能提升份额。考虑到公司通过技术研发不断突破难度更大、盈利能力更强产品的可能性,以及在海外市场极低份额基础上放量的潜力,我们给予公司2024年22xPE的估值,目标价23.19元,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表43: 可比公司估值比较

代码	名称	股价(元)	EPS(元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000157.SZ	中联重科	8.50	0.51	0.70	0.90	16.80	12.07	9.44
000338.SZ	潍柴动力	17.74	1.30	1.53	1.75	13.65	11.63	10.15
	平均值					15.23	11.85	9.79
601038.SH	一拖股份	17.99	1.05	1.23	1.42	17.07	14.65	12.65

来源: Wind, 国金证券研究所(注: 股价为4月29日收盘价, 潍柴动力EPS使用Wind一致预期, 中联重科EPS使用国金证券研究所预期)

## 6、风险提示

**农产品价格波动风险:** 农机购置需求与种植收益息息相关。农产品价格如果出现大幅下跌,会影响到农户的种植收益,可能影响农机需求。

**补贴政策变动风险:** 自2004年《农业机械化管理促进法》颁布以来,中央、各省市县出台的



一系列与农机相关的补贴政策就一直有力地支持农机行业的需求。假如未来国家对农机行业的补贴大幅退坡甚至取消，可能会影响农户购机意愿，进而影响公司业绩。

**海外市场经营风险:**海外市场开拓进度可能不及预期;出口目的地可能出台贸易保护政策,为公司出口业务设置行政准入门槛;公司主要出口目的地大多为发展中国家,如果当地经济受到影响,贷款可能无法兑付,相关应收账款有坏账计提的风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>9,333</b>	<b>12,563</b>	<b>11,534</b>	<b>13,042</b>	<b>15,098</b>	<b>17,318</b>
增长率	23.1%	34.6%	-8.2%	13.1%	15.8%	14.7%
<b>主营业务成本</b>	<b>-7,735</b>	<b>-10,510</b>	<b>-9,697</b>	<b>-10,859</b>	<b>-12,524</b>	<b>-14,318</b>
%销售收入	82.9%	83.7%	84.1%	83.3%	83.0%	82.7%
<b>毛利</b>	<b>1,598</b>	<b>2,054</b>	<b>1,837</b>	<b>2,183</b>	<b>2,574</b>	<b>2,999</b>
%销售收入	17.1%	16.3%	15.9%	16.7%	17.0%	17.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-43</b>	<b>-49</b>	<b>-49</b>	<b>-52</b>	<b>-60</b>	<b>-69</b>
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>销售费用</b>	<b>-204</b>	<b>-222</b>	<b>-241</b>	<b>-287</b>	<b>-332</b>	<b>-381</b>
%销售收入	2.2%	1.8%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
<b>管理费用</b>	<b>-363</b>	<b>-395</b>	<b>-361</b>	<b>-378</b>	<b>-438</b>	<b>-502</b>
%销售收入	3.9%	3.1%	3.1%	2.9%	2.9%	2.9%
<b>研发费用</b>	<b>-415</b>	<b>-529</b>	<b>-461</b>	<b>-522</b>	<b>-604</b>	<b>-693</b>
%销售收入	4.5%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>572</b>	<b>858</b>	<b>725</b>	<b>944</b>	<b>1,139</b>	<b>1,354</b>
%销售收入	6.1%	6.8%	6.3%	7.2%	7.5%	7.8%
<b>财务费用</b>	<b>-51</b>	<b>42</b>	<b>46</b>	<b>53</b>	<b>75</b>	<b>103</b>
%销售收入	0.5%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
<b>资产减值损失</b>	<b>-816</b>	<b>-132</b>	<b>-18</b>	<b>-31</b>	<b>-31</b>	<b>-31</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>38</b>	<b>-232</b>	<b>48</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
<b>投资收益</b>	<b>639</b>	<b>4</b>	<b>122</b>	<b>160</b>	<b>160</b>	<b>160</b>
%税前利润	138.9%	0.6%	12.2%	12.2%	10.4%	9.0%
<b>营业利润</b>	<b>427</b>	<b>588</b>	<b>996</b>	<b>1,306</b>	<b>1,523</b>	<b>1,766</b>
营业利润率	4.6%	4.7%	8.6%	10.0%	10.1%	10.2%
<b>营业外收支</b>	<b>33</b>	<b>24</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>税前利润</b>	<b>460</b>	<b>612</b>	<b>1,003</b>	<b>1,316</b>	<b>1,533</b>	<b>1,776</b>
利润率	4.9%	4.9%	8.7%	10.1%	10.2%	10.3%
<b>所得税</b>	<b>-27</b>	<b>30</b>	<b>-14</b>	<b>-132</b>	<b>-153</b>	<b>-178</b>
所得税率	5.9%	-4.9%	1.4%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>净利润</b>	<b>433</b>	<b>642</b>	<b>989</b>	<b>1,184</b>	<b>1,380</b>	<b>1,599</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-5</b>	<b>-39</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>438</b>	<b>681</b>	<b>997</b>	<b>1,184</b>	<b>1,380</b>	<b>1,598</b>
净利率	4.7%	5.4%	8.6%	9.1%	9.1%	9.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	<b>433</b>	<b>642</b>	<b>989</b>	<b>1,184</b>	<b>1,380</b>	<b>1,599</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-5</b>	<b>-39</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>1,175</b>	<b>482</b>	<b>359</b>	<b>321</b>	<b>354</b>	<b>392</b>
非经营收益	-643	179	-154	-209	-206	-206
营运资金变动	-383	2,299	-138	295	528	569
<b>经营活动现金净流</b>	<b>582</b>	<b>3,602</b>	<b>1,056</b>	<b>1,592</b>	<b>2,056</b>	<b>2,354</b>
<b>资本开支</b>	<b>-47</b>	<b>-87</b>	<b>-84</b>	<b>-398</b>	<b>-445</b>	<b>-475</b>
投资	304	-2,037	-1,958	0	0	0
其他	16	28	33	160	160	160
<b>投资活动现金净流</b>	<b>273</b>	<b>-2,096</b>	<b>-2,010</b>	<b>-238</b>	<b>-285</b>	<b>-315</b>
股权募资	698	0	0	0	0	0
债权募资	-550	-60	-50	9	0	0
其他	-268	-80	-297	-452	-525	-605
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-120</b>	<b>-141</b>	<b>-346</b>	<b>-443</b>	<b>-525</b>	<b>-605</b>
<b>现金净流量</b>	<b>730</b>	<b>1,373</b>	<b>-1,296</b>	<b>910</b>	<b>1,247</b>	<b>1,434</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>货币资金</b>	<b>3,243</b>	<b>4,364</b>	<b>2,770</b>	<b>3,679</b>	<b>4,926</b>	<b>6,359</b>
<b>应收款项</b>	<b>150</b>	<b>351</b>	<b>680</b>	<b>826</b>	<b>957</b>	<b>1,097</b>
<b>存货</b>	<b>1,674</b>	<b>1,191</b>	<b>1,514</b>	<b>1,785</b>	<b>2,059</b>	<b>2,354</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>3,065</b>	<b>1,626</b>	<b>1,524</b>	<b>1,632</b>	<b>1,718</b>	<b>1,808</b>
<b>流动资产</b>	<b>8,132</b>	<b>7,532</b>	<b>6,488</b>	<b>7,922</b>	<b>9,659</b>	<b>11,618</b>
%总资产	68.4%	59.6%	47.0%	51.7%	56.2%	60.4%
<b>长期投资</b>	<b>279</b>	<b>1,726</b>	<b>4,006</b>	<b>3,975</b>	<b>3,944</b>	<b>3,913</b>
<b>固定资产</b>	<b>2,545</b>	<b>2,438</b>	<b>2,409</b>	<b>2,514</b>	<b>2,638</b>	<b>2,754</b>
%总资产	21.4%	19.3%	17.4%	16.4%	15.4%	14.3%
<b>无形资产</b>	<b>812</b>	<b>773</b>	<b>745</b>	<b>756</b>	<b>765</b>	<b>774</b>
<b>非流动资产</b>	<b>3,752</b>	<b>5,104</b>	<b>7,330</b>	<b>7,415</b>	<b>7,516</b>	<b>7,609</b>
%总资产	31.6%	40.4%	53.0%	48.3%	43.8%	39.6%
<b>资产总计</b>	<b>11,884</b>	<b>12,636</b>	<b>13,817</b>	<b>15,338</b>	<b>17,175</b>	<b>19,226</b>
<b>短期借款</b>	<b>284</b>	<b>288</b>	<b>21</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>应付款项</b>	<b>3,700</b>	<b>4,455</b>	<b>4,948</b>	<b>5,271</b>	<b>6,079</b>	<b>6,950</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>1,907</b>	<b>1,385</b>	<b>1,075</b>	<b>1,508</b>	<b>1,668</b>	<b>1,841</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,891</b>	<b>6,128</b>	<b>6,045</b>	<b>6,809</b>	<b>7,777</b>	<b>8,821</b>
<b>长期贷款</b>	<b>110</b>	<b>49</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>356</b>	<b>312</b>	<b>353</b>	<b>363</b>	<b>363</b>	<b>363</b>
<b>负债</b>	<b>6,357</b>	<b>6,489</b>	<b>6,598</b>	<b>7,372</b>	<b>8,340</b>	<b>9,384</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,402</b>	<b>5,958</b>	<b>6,692</b>	<b>7,438</b>	<b>8,307</b>	<b>9,314</b>
其中：股本	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124
未分配利润	1,086	1,540	2,219	2,965	3,834	4,841
<b>少数股东权益</b>	<b>580</b>	<b>539</b>	<b>528</b>	<b>528</b>	<b>528</b>	<b>528</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,340</b>	<b>12,986</b>	<b>13,817</b>	<b>15,338</b>	<b>17,175</b>	<b>19,226</b>

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.390	0.606	0.887	1.054	1.228	1.423
每股净资产	4.808	5.302	5.955	6.603	7.393	8.289
每股经营现金净流	0.518	3.206	0.940	1.417	1.830	2.095
每股股利	0.086	0.047	0.047	0.390	0.454	0.526
<b>回报率</b>						
净资产收益率	8.11%	11.43%	14.90%	15.92%	16.61%	17.16%
总资产收益率	3.55%	5.24%	7.22%	7.72%	8.03%	8.31%
投入资本收益率	8.26%	12.96%	9.45%	10.22%	11.16%	11.96%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	23.10%	34.61%	-8.19%	13.07%	15.76%	14.71%
EBIT增长率	29.91%	49.94%	-15.52%	30.24%	20.66%	18.87%
净利润增长率	56.42%	55.42%	46.39%	18.78%	16.53%	15.83%
总资产增长率	-0.02%	5.24%	6.40%	11.00%	11.98%	11.94%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	13.3	9.5	10.8	13.0	13.0	13.0
存货周转天数	71.5	49.8	50.9	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	89.5	74.5	86.6	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	96.4	67.2	71.8	63.7	55.5	48.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-65.01%	-81.21%	-47.26%	-54.76%	-64.05%	-72.56%
EBIT利息保障倍数	11.2	-20.5	-15.9	-17.9	-15.2	-13.2
资产负债率	51.52%	49.97%	47.75%	48.07%	48.56%	48.81%

来源：公司年报，国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	3	5
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.40</b>	<b>1.40</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究