

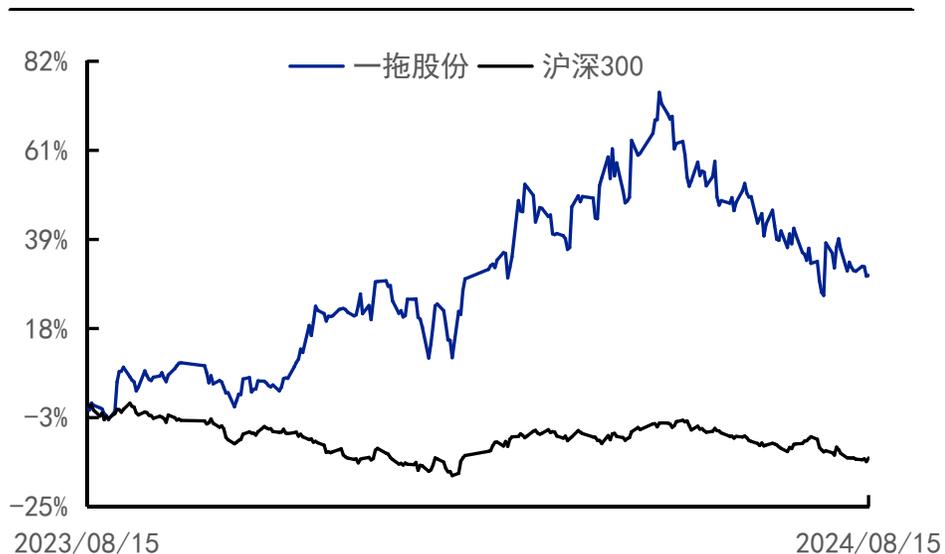
一拖股份 (601038. SH) 深度报告： 持续升级的大型拖拉机龙头

评级：买入(首次覆盖)

杨仁文(证券分析师)
S0350521120001
yangrw@ghzq.com.cn

袁冠(证券分析师)
S0350524050001
yuang@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
一拖股份	-4.1%	-22.6%	30.7%
沪深300	-3.9%	-7.8%	-13.1%

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	11534	12839	14437	16198
增长率 (%)	-8	11	12	12
归母净利润 (百万元)	997	1155	1335	1533
增长率 (%)	46	16	16	15
摊薄每股收益 (元)	0.89	1.03	1.19	1.36
ROE (%)	15	16	16	17
P/E	16.42	14.05	12.17	10.59
P/B	2.45	2.18	1.96	1.75
P/S	1.42	1.26	1.12	1.00
EV/EBITDA	12.28	9.80	8.25	5.78

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

本篇报告核心解决以下问题：1) 中国农业机械行业具有怎样特征，能否实现长期增长？短期驱动因素是什么？2) 一拖股份的增长动能包括哪些，如何维持竞争优势？

一、公司概况——中大型拖拉机龙头公司，国机集团为控股股东

- 一拖股份为中大型拖拉机龙头公司，主要从事农业机械、动力机械及相关零部件产品的研发、制造和销售；公司凭借产品优势、技术优势一直保持着大轮拖、非道路动力机械产品国内市场前列，并成功销往全球140多个国家和地区。
- 一拖股份经历初创期、产线拓展、海外布局、聚焦主业四个历史时期。1955-1997年为初创期，成立第一拖拉机股份有限公司，并在香港联交所上市。1998-2010年为产线拓展时期，“东方红”成为农机行业首个中国驰名商标，成功研制首台160-200马力拖拉机产品。2011-2016年为海外布局时期，收购法国MCCORMICK工厂；2017年-至今为回归主业时期，持续进行资产处置与人员精简。
- 一拖股份控股股东为国机集团，高管多为工程师背景；重视股东回报，2020-2023年，现金分红的CAGR值为62.1%。

二、农用机械行业——机械化水平稳步提升，大型农机空间广阔

- 农业机械应用于“耕种管收”各个环节；拖拉机是最主要的农业动力机械。
- 农机市场全球千亿美元，中国市场增速更快：根据威马农机招股书、FactMr，2022年全球农业机械市场空间1620亿美元，以亚太、北美等为主导。根据中商产业研究院，2023年中国农业机械市场空间5,857亿元，2017-2023年复合增速7.0%，全国农业机械总动力平稳增长。
- 中国市场公司龙头优势显著，市占率持续提升：根据潍柴雷沃招股书、各公司公告，全球农机市场竞争格局集中，2022年约翰迪尔、凯斯纽荷兰、久保田市场份额分别为32.5%、14.5%、12.6%，一拖股份市占率仅为1.2%。根据农机通网站公众号，中国拖拉机行业市场份额向龙头公司集中，2020-2022年一拖股份市占率从13%提升至19%，中小企业持续出清。
- 农业机械化水平提升、大马力拖拉机占比提升、中国农机出口市场回暖：根据农业农村部，2004-2022年全国农作物耕种收综合机械化率持续提升，主要粮食作物基本实现机械化。根据国家统计局数据，大马力拖拉机产量及保有量提升，2018-2022年中国大中型拖拉机保有量复合增速为5.6%，2018-2023年，中国大型拖拉机产量复合增速为21.7%。根据海关总署数据，2024年中国农机出口市场回暖，俄罗斯、乌克兰为大马力拖拉机出口主要市场。
- 长期驱动因素为农业劳动力减少、土地流转政策、农机购置补贴政策，短期驱动因素国标切换、报废更新补贴政策、粮价企稳：农村人口老龄化及外出务工趋势明显，农业劳动力持续减少，农业自动化势在必行；土地流转政策促进规模化经营，根据Wind数据，家庭农场与专业合作社占土地流转面积比例逐渐提升，从2015年的21.8%提升至2022年的35.6%，大型农机空间广阔。农机购置补贴政策降低农民购机门槛，报废更新补贴推动以旧换新；国标切换导致行业需求短期前移，技术难度提升利好龙头；根据iFinD数据，2019-2022年，三大主粮平均收购价格拉升，为种植业收入提供有利支撑。

三、公司亮点——大马力技术领先，出海有望贡献新增量

- **一拖股份品牌悠久、大马力技术领先：**“东方红”品牌是中国农业机械行业最早的驰名商标，具有悠久历史，根据中国路面机械网数据，“东方红”品牌2022-2023年位于拖拉机年度排行榜首位，市场认可度高。在拖拉机技术方面，国内只有一拖股份、潍柴雷沃掌握无级变速CVT技术，且一拖股份400马力产品已有样品；公司具备发动机等核心零部件的自制能力，有效保障产品质量。
- **海外营收持续增长，有望贡献新增量：**2019-2023年，一拖股份海外营收持续增加，从2019年的2.93亿元增加至2023年的9.85亿元，复合增速为35.4%。以俄语区、南美为重点区域，持续发力海外市场，2023年拖拉机产品出口销量同比增长43%，有望贡献更多增量。
- **持续进行资产处置与人员精简，人均创收提升：**一拖股份自2017年以来持续进行资产处置，先后完成一拖（洛阳）叉车有限公司、一拖（法国）农业装备有限公司、一拖财务公司的处置；2014-2023年持续进行人员优化，职工人数从1.31万人减少至0.69万人；2019-2023年，公司人均创收呈增加趋势，复合增速为21.6%，人均创收与潍柴雷沃共同位于第一梯队。

四、财务分析——收入利润稳步提升，现金流转化能力强

- 一拖股份自2017年处置资产、2019年行业规范化发展以来，收入利润稳步增长：2019-2023年利润逐年增加，收入复合增速为18.6%；农业机械贡献主要营收，2019-2023年复合增速19.1%。毛利率平稳，2019-2023年销售费用率逐年降低、管理与研发费用率改善。
- 一拖股份2019-2023年销售净利率提升，带动ROE增长，权益乘数稳定，销售净利率与资产周转率边际改善。一拖股份营运能力强、现金流好，公司净营业周期为负，上下游议价能力强；2019-2023年净现比高于1，公司现金流转化能力较强。

五、投资建议与风险提示

- **投资建议：**预计一拖股份2024-2026年营业收入分别为128.39/144.37/161.98亿元，归母净利润分别为11.55/13.35/15.33亿元，对应PE分别为14.05/12.17/10.59X。一拖股份作为国内中大型拖拉机龙头企业，受益中国农业自动化、大中型拖拉机渗透率提升，有望凭借品牌优势与技术实力占据更多市场份额，同时海外业务提供第二增长曲线。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**补贴政策变动风险、农产品价格变动风险、行业竞争格局恶化风险、海外市场拓展不及预期、下游需求不及预期、产品迭代风险。

一、公司概况：中大型拖拉机龙头公司，国机集团为控股股东

- 1.1 一拖股份：中大型拖拉机龙头，主营农业机械、动力机械
- 1.2 发展历程：收并购推动公司发展，拖拉机销往海外各国
- 1.3 股权结构：国资委实控，国机集团为公司最大股东
- 1.4 管理层：公司高管多为工程师背景
- 1.5 分红：重视股东回报，2020-2023年，现金分红的CAGR值为62.1%

二、农用机械行业：机械化水平稳步提升，大型农机空间广阔

- 2.1 行业概况：农业机械应用于“耕种管收”各个环节；拖拉机是最主要的农业动力机械
- 2.2 市场空间：2022年全球农机市场空间1620亿美元，2023年中国农机市场空间5857亿元，2017-2023年复合增速7.0%
- 2.3 竞争格局：全球农机市场格局集中，公司与行业龙头尚有差距；中国拖拉机市场中小企业持续出清，公司优势显著
- 2.4 发展趋势：农业机械化水平不断提升、拖拉机市场大马力占比迅速提升、农机出口市场2024年迎来回暖
- 2.5 驱动因素：农村劳动力外流推动农业自动化、土地集约化背景下大型农机空间广阔、农机购置补贴政策降低农民购机门槛+报废更新补贴推动以旧换新、国标切换导致需求前移+技术难度提升利好龙头、粮价企稳为农民收入提供有力支撑

三、公司亮点：大马力技术领先，出海有望贡献新增量

- 3.1 品牌渠道：“东方红”品牌历史悠久，经销商网络布局全面；2018-2022年产品销量增加，2021-2023年售价逐步提升
- 3.2 技术：中国一拖、潍柴雷沃位于第一梯队，大马力产品研发进度领先
- 3.3 上下游协同：核心零部件自制，有效保障产品质量
- 3.4 出口：海外营收持续增长，毛利率同比回升
- 3.5 内部治理：持续进行资产处置与人员精简，人均创收提升

四、财务分析：收入利润稳步提升，现金流转化能力强

- 4.1 收入利润：2019-2023年利润逐年增加，收入复合增速为18.6%；农业机械贡献主要营收，2019-2023年复合增速19.1%
- 4.2 费用水平：毛利率平稳，2019-2023年销售费用率逐年降低、管理与研发费用率改善
- 4.3 杜邦分析：2019-2023年销售净利率提升，带动ROE增长；权益乘数稳定，销售净利率与资产周转率边际改善
- 4.4 营运能力：净营业周期为负，上下游议价能力强
- 4.5 现金流：2019-2023年净现比高于1，公司现金流转化能力较强

五、投资建议与风险提示

- 5.1 投资建议：预计一拖股份2024-2026年营业收入分别为128.39/144.37/161.98亿元，归母净利润分别为11.55/13.35/15.33亿元，对应PE分别为14.05/12.17/10.59X。首次覆盖，给予“买入”评级
- 5.2 风险提示：补贴政策变动风险、农产品价格变动风险、行业竞争格局恶化风险、海外市场拓展不及预期、下游需求不及预期、产品迭代风险

一、公司概况：中大型拖拉机龙头公司

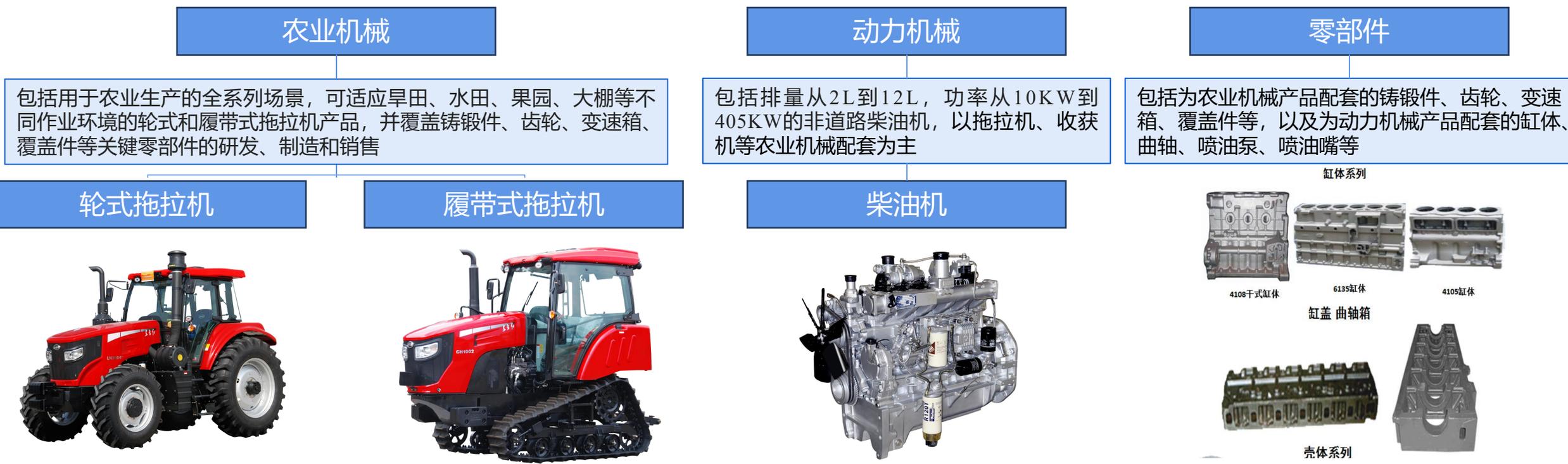
- 1.1 一拖股份：中大型拖拉机龙头，主营农业机械、动力机械
- 1.2 发展历程：收并购推动公司发展，拖拉机销往海外各国
- 1.3 股权结构：国资委实控，国机集团为公司最大股东
- 1.4 管理层：公司高管多为工程师背景
- 1.5 分红：重视股东回报，2020-2023年，现金分红的CAGR值为62.1%

1.1 一拖股份：中大型拖拉机龙头，主营农业机械、动力机械

一拖股份：第一拖拉机股份有限公司的前身第一拖拉机制造厂创建于1955年，是中国农机行业的特大型企业公司，是拥有“A+H”股资本平台的上市公司（A股代码：601038.SH，H股代码：0038.HK）。公司荣获国家质量管理先进企业，拥有强大的锻件、机械加工、装配和测试的全套生产能力，流水生产线近百条。公司凭借产品优势、技术优势一直保持着大轮拖、非道路动力机械产品国内市场前列，并成功销往全球140多个国家和地区。

主营业务：公司主要从事农业机械、动力机械及相关零部件产品的研发、制造和销售。

图：一拖股份主营业务（截至2023年12月31日）



1.2 发展历程：收并购推动公司发展，拖拉机销往海外各国

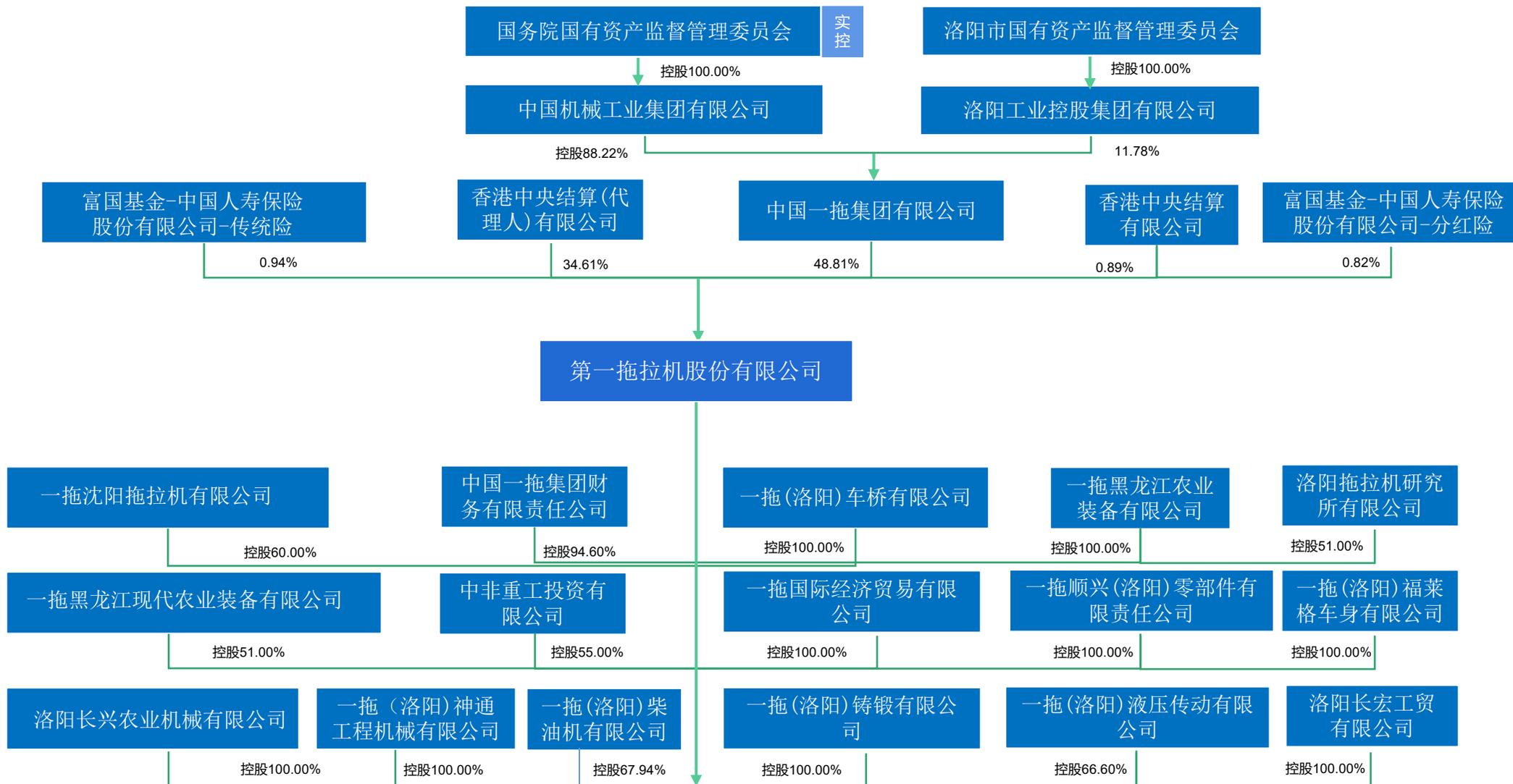
- **发展历程：**1997年，中国一拖集团有限公司将与拖拉机相关的业务、资产、负债、人员重组后进行股份制改造，设立第一拖拉机股份有限公司，并在香港市场发行H股股票，于同年6月23日在香港上市。2011年收购法国MCCORMICK工厂，成立一拖（法国）农业装备有限公司（YTO France SAS）。2012年8月8日，一拖股份在上交所挂牌交易。
- **产品拓展与出口：**1999年，“东方红”成为中国农机行业首个中国驰名商标。2004年，“东方红”大拖出口委内瑞拉，结束了中国没有100马力以上大轮拖批量出口的历史。2007年，敲定出口津巴布韦1000台YTO大轮拖的订单。2014年，柴油机公司缸体老线改造完成，具备批量生产能力。2015年，4台YTO拖拉机出口澳大利亚，587台大、中轮拖及其备件出口古巴。

图：一拖股份发展历程



1.3 股权结构：国资委实控，国机集团为公司最大股东

图：一拖股份股权结构（截至2024年7月5日）



1.4 管理层：公司高管多为工程师背景

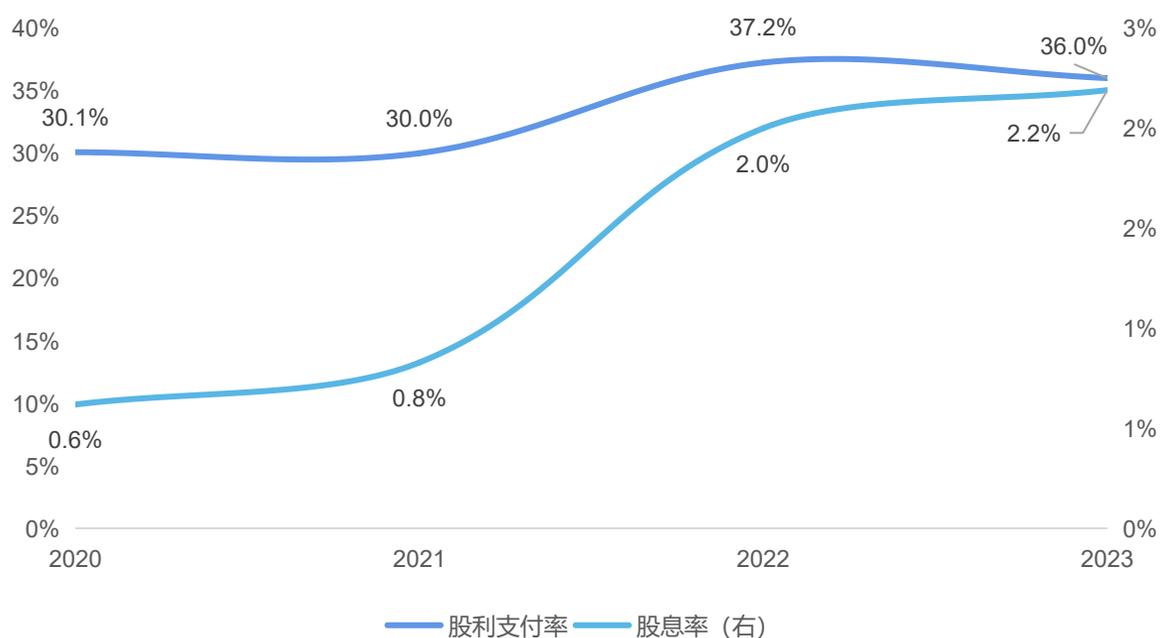
表：一拖股份管理层介绍（截至2024年8月13日）

姓名	职位	年龄	介绍
黎晓煜	董事长,董事	58	教授级高级工程师。现任中国机械工业集团有限公司党委常委、副总经理，兼任中国一拖集团有限公司党委书记、董事长。
徐立友	独立董事	50	河南科技大学车辆与交通工程学院院长、教授、博士生导师，智能农业动力装备全国重点实验室副主任。
王书茂	独立董事	65	现任第一拖拉机股份有限公司独立非执行董事，董事会提名委员会主席、薪酬委员会委员。
薛立品	独立董事	61	香港会计师公会资深会员及英国特许会计师公会资深会员，特许金融策略师协会会员。
杨郁	监事会主席,监事	50	高级工程师，现任第一拖拉机股份有限公司监事会主席，中国一拖党委常委、纪委书记。
肖斌	监事	55	高级工程师，现任第一拖拉机股份有限公司监事，第一拖拉机股份有限公司生产经营部部长。
谷爱琴	监事	45	高级政工师，现任第一拖拉机股份有限公司监事，中国一拖党委工作部部长、工会副主席。
魏涛	总经理	44	教授级高级工程师，现任第一拖拉机股份有限公司执行董事、总经理，中国一拖党委副书记。
于丽娜	副总经理、董事会秘书	54	高级经济师、企业二级法律顾问，拥有律师资格，现任第一拖拉机股份有限公司副总经理兼董事会秘书，中国一拖党委常委。
杨广军	副总经理	41	高级工程师，现任第一拖拉机股份有限公司副总经理，中国一拖党委常委。
苏文生	副总经理	56	高级工程师，现任第一拖拉机股份有限公司副总经理，中国一拖党委副书记。
薛文璞	副总经理	51	高级工程师，现任第一拖拉机股份有限公司副总经理，中国一拖党委常委。
赵庆亮	副总经理	42	正高级工程师，现任第一拖拉机股份有限公司副总经理，中国一拖党委常委。
康志锋	财务总监	42	高级会计师，现任第一拖拉机股份有限公司财务总监，中国一拖党委常委。

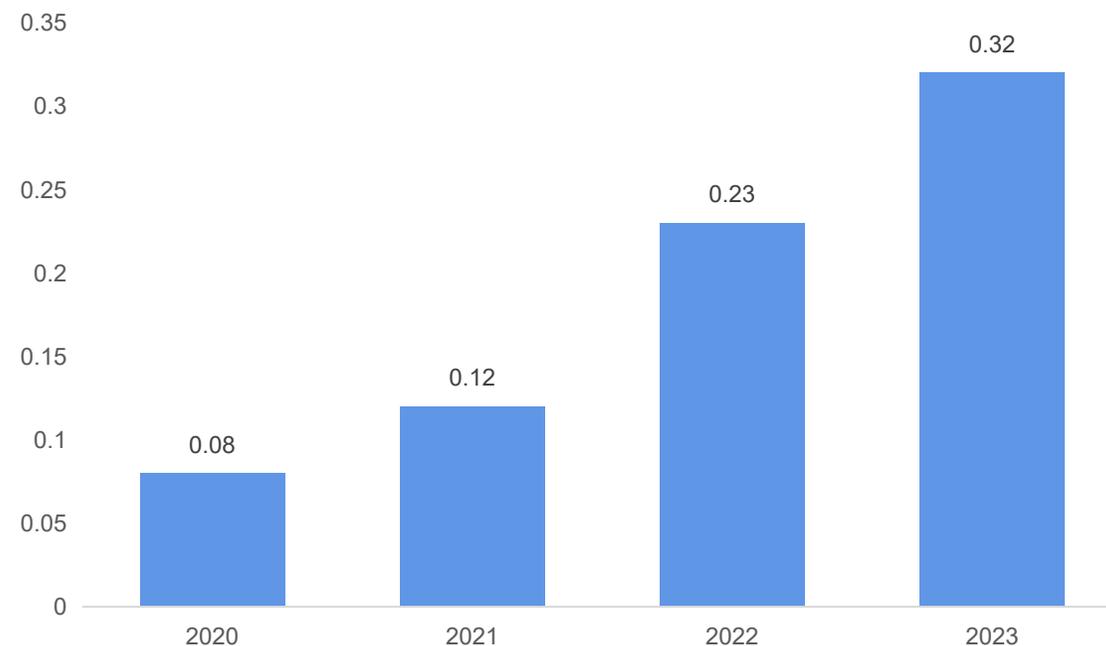
1.5 分红：重视股东回报，2020-2023年，现金分红的CAGR值为62.1%。

- **分红情况：**公司重视股东回报，进行稳定分红，2020-2023年，公司股利支付率均在30%以上，且整体呈现上涨趋势。2023年，公司股利支付率为36.0%，股息率为2.2%。
- **股息率与每股股利：**2020-2023年，公司每股股利稳定增长，从2020年的0.08元提升至2023年的0.32元。2020-2023年，现金分红的CAGR值为62.1%。

图：2020-2023年一拖股份股利支付率与股息率



图：2020-2023年一拖股份每股股利 (单位：元)



二、农用机械行业：机械化水平稳步提升，大型农机空间广阔

- 2.1 行业概况：农用机械应用于“耕种管收”各个环节；拖拉机是最主要的农业动力机械
- 2.2 市场空间：2022年全球农机市场空间1620亿美元，2023年中国农机市场空间5857亿元，2017-2023年复合增速7.0%
- 2.3 竞争格局：全球农机市场格局集中，公司与行业龙头尚有差距；中国拖拉机市场中小企业持续出清，公司优势显著
- 2.4 发展趋势：农业机械化水平不断提升、拖拉机市场大马力占比迅速提升、农机出口市场2024年迎来回暖
- 2.5 驱动因素：农村劳动力外流推动农业自动化、土地集约化背景下大型农机空间广阔、农机购置补贴政策降低农民购机门槛+报废更新补贴推动以旧换新、国标切换导致需求前移+技术难度提升利好龙头、粮价企稳为农民收入提供有力支撑

2.1 农用机械：种植业“耕种管收”全流程覆盖

图：种植业“耕种管收”农机设备一览



2.1 拖拉机：最主要的农业动力机械，适用于耕、耙、播、收各阶段

- **拖拉机**：拖拉机作为最主要的农业动力机械，其所面临的作业种类包括牵引、悬挂并驱动各种配套农具，完成耕、耙、播、收等多种农田作业、运输作业和固定场地作业。拖拉机的技术发展水平在很大程度上体现了国家整体的农业机械化发展水平。
- **拖拉机分类**：按用途分类，拖拉机可分为工业拖拉机、林业拖拉机、农业拖拉机三种大类。按行走装置分类，拖拉机则可分为履带式拖拉机、轮式拖拉机两大类。履带式拖拉机的行走装置是履带，它主要适用于土质粘重、潮湿地块田间作业；轮式拖拉机的行走装置是轮子，按其行走轮或轮轴的数量不同又可分为手扶式和轮式拖拉机两种。按功率大小分类，拖拉机可分为大型、中型、小型三种分类，其中100马力以上为大型拖拉机，25~100马力为中型拖拉机，25马力以下为小型拖拉机。

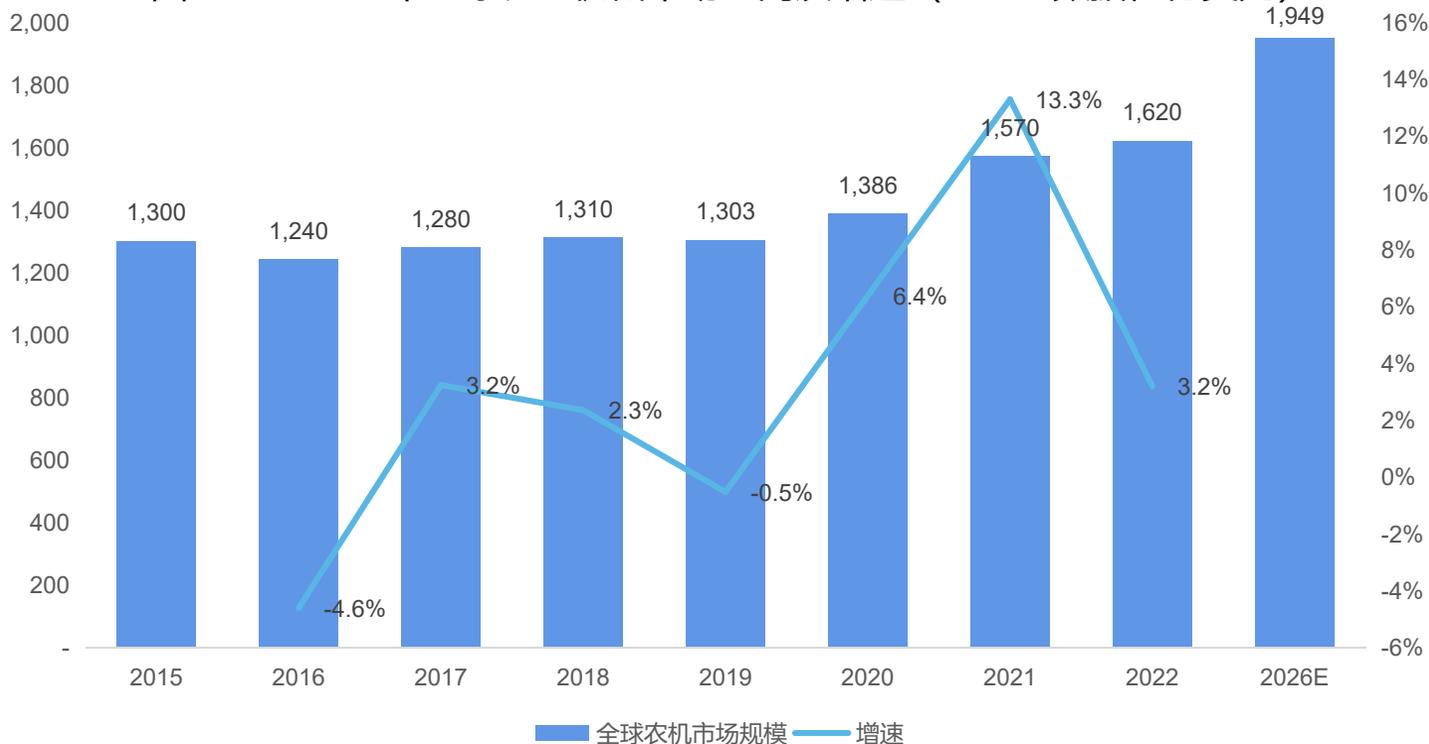
图：拖拉机分类情况



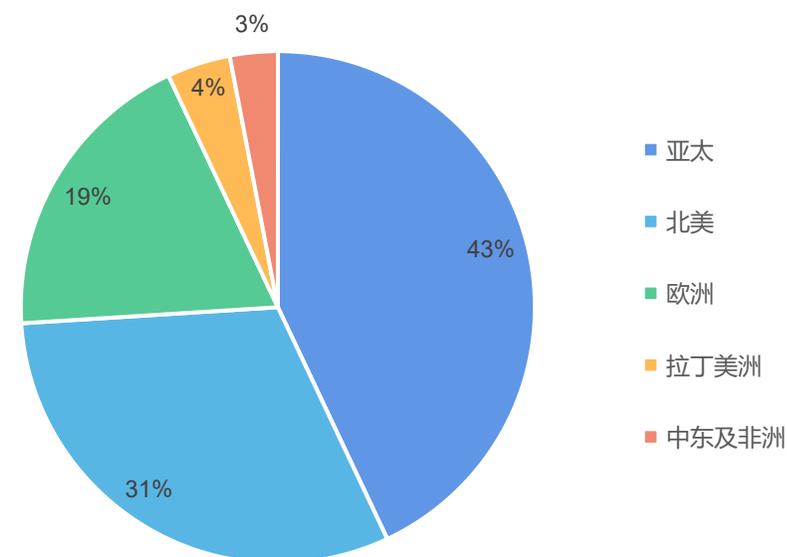
2.2 全球市场：2022年市场空间1620亿美元，以亚太、北美等地区为主导

- **全球市场：**根据威马农机招股书，FactMr数据显示，2022年全球农业机械市场空间为1,620亿美元，2015-2022年复合增速为3.2%；预计于2026年达到1,949亿美元，2022-2026年复合增速为4.7%；增长动能为以中国为代表的亚太地区农业机械化发展。
- **地区占比：**根据Precedence Research，2021年全球农业机械市场以亚太、北美、欧洲地区为主导，占比分别为43%、31%、19%；拉丁美洲、中东及非洲占比较低，依次为4%、3%。

图：2017-2026年全球农业机械市场空间及增速（FactMr数据，亿美元）



图：2021年全球农业机械市场地区占比

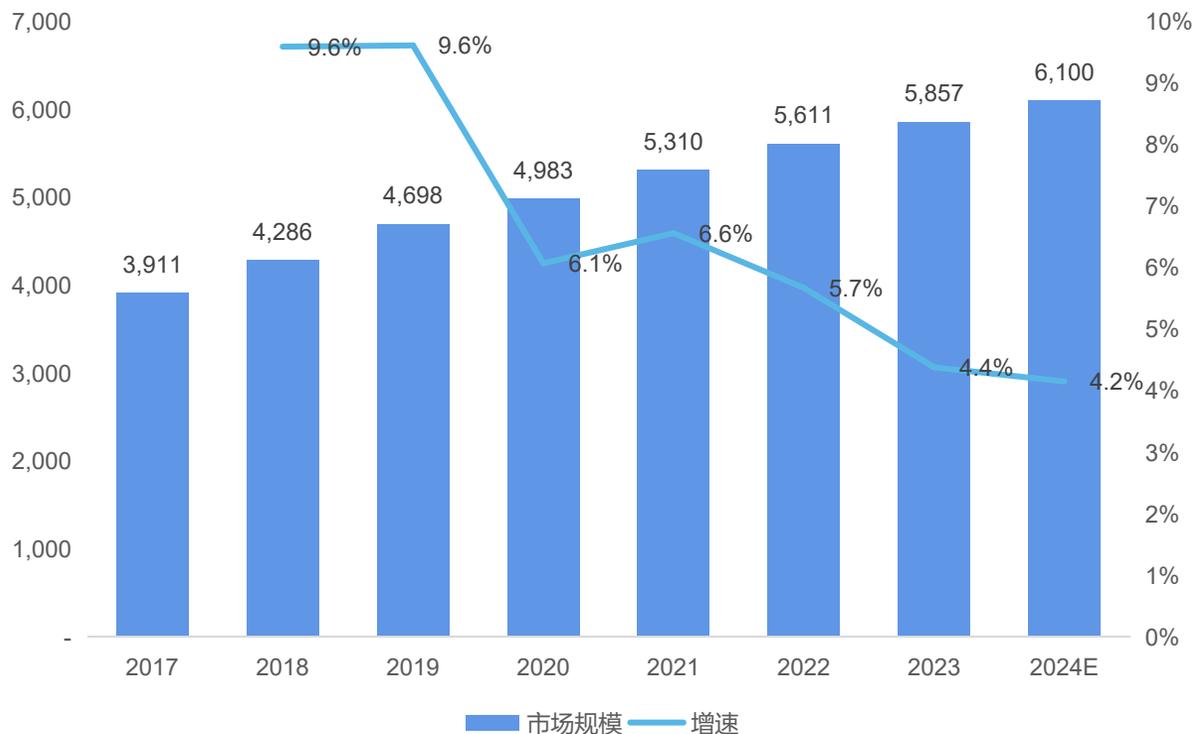


2.2 中国农机市场：2023年市场空间5,857亿元，2017-2023年复合增速7.0%

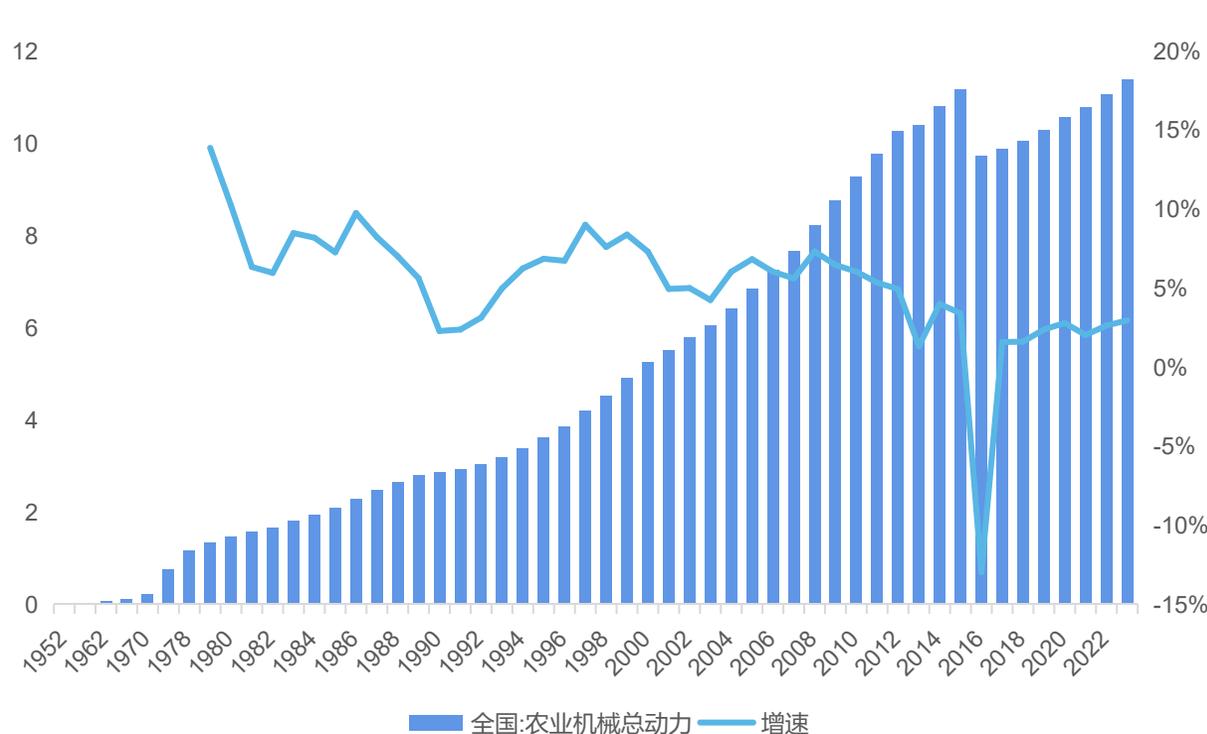
□ **市场空间**：根据中商产业研究院，2023年中国农业机械市场空间为5,857亿元，2017-2023年复合增速为7.0%，相比全球市场增速更快；2024年预计市场空间为6,100亿元。

□ **全国农业机械总动力**：根据国家统计局，2023年全国农业机械总动力为11.39亿千瓦，2017-2023年复合增速为2.4%。1952年以来，全国农业机械总动力整体呈现平稳增长态势，除2016年增速为-13.0%以外，其余年份均实现同比增长。

图：2017-2024年中国农业机械市场空间及增速（单位：亿元）



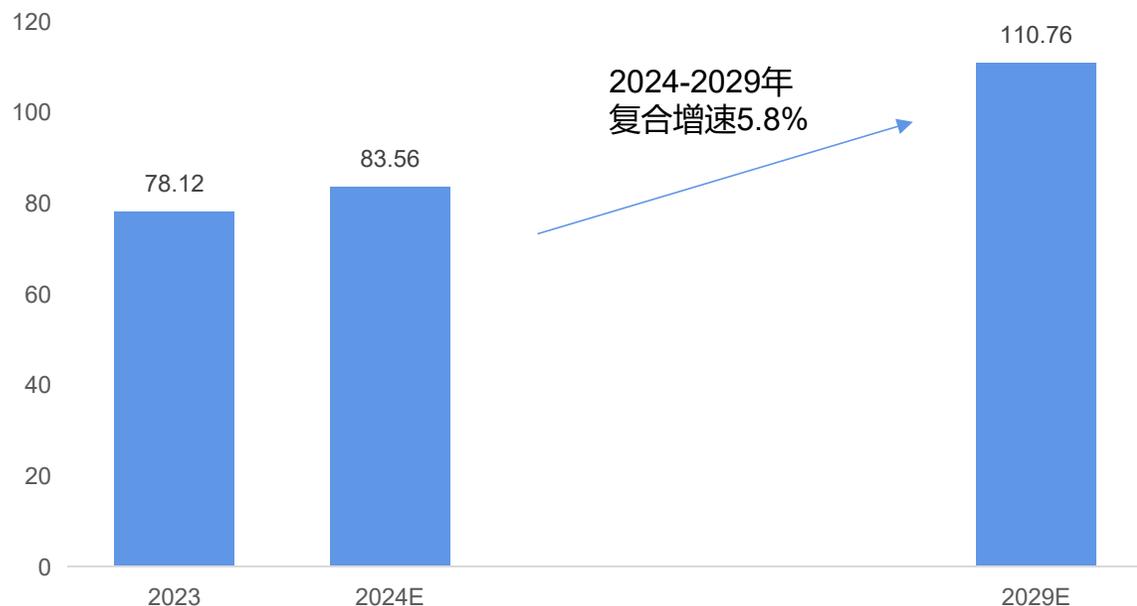
图：1952-2023年中国农业机械总动力及增速（单位：亿千瓦）



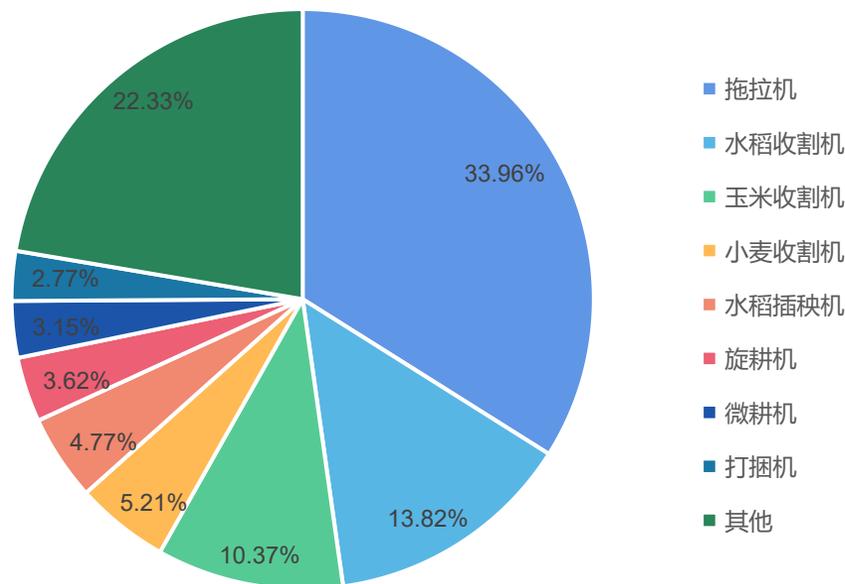
2.2 拖拉机市场：2024-2029年全球市场CAGR预计为5.8%

- **拖拉机市场：**根据Mordor Intelligence，2023年全球拖拉机市场空间为781.2亿美元；2024年预计达到835.6亿美元，同比增加7.0%；2029年预计达到1107.6亿美元，2024-2029年复合增速预计为5.8%。世界人口的增加拉动了农业机械化需求，在发展中国家，农业劳动力成本上升、劳动力季节性短缺、拖拉机更换周期缩短、农业自动化技术的发展、政府补贴等因素共同影响拖拉机需求。分地区看，亚洲、非洲、南美洲的发展中国家将为全球拖拉机市场扩容做出重要贡献。
- **中国拖拉机市场：**根据华经产业研究院，2021年中国农机细分产品销售额中，拖拉机产品占比最高，达33.96%；以2021年中国农用机械市场空间5,310亿元计算，中国拖拉机市场空间约为1,803亿元。

图：2023-2029年全球拖拉机市场空间及增速（单位：十亿美元）

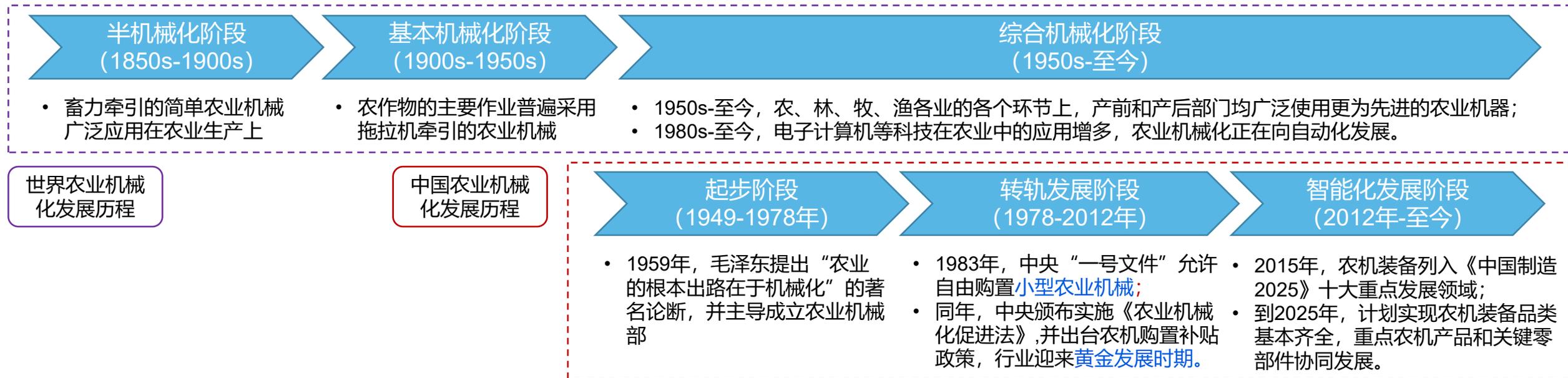


图：2021年中国农机细分产品销售额占比情况



2.2 发展历程：中国农业机械化起步较晚，与发达国家相比尚有差距

图：世界及中国农业机械化发展历程

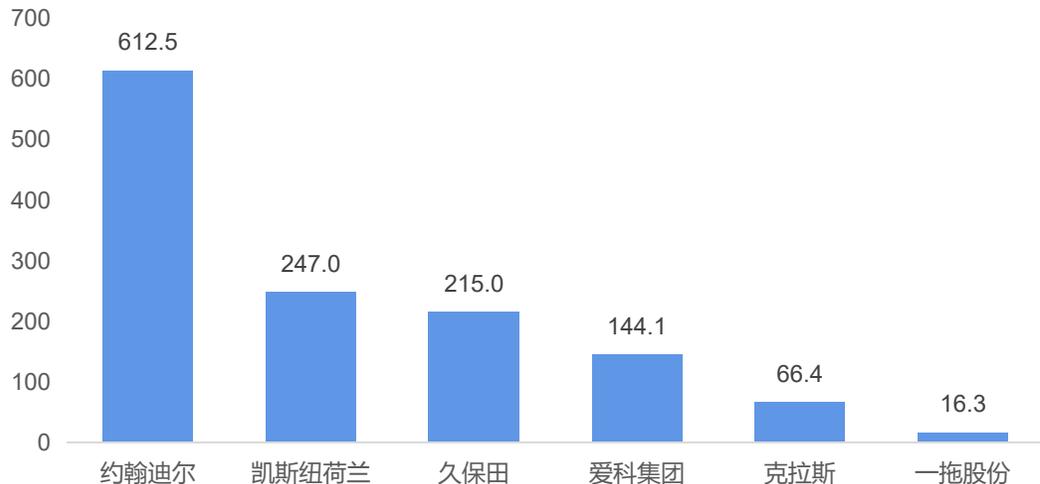


表：全球主要国家农业机械化水平对比

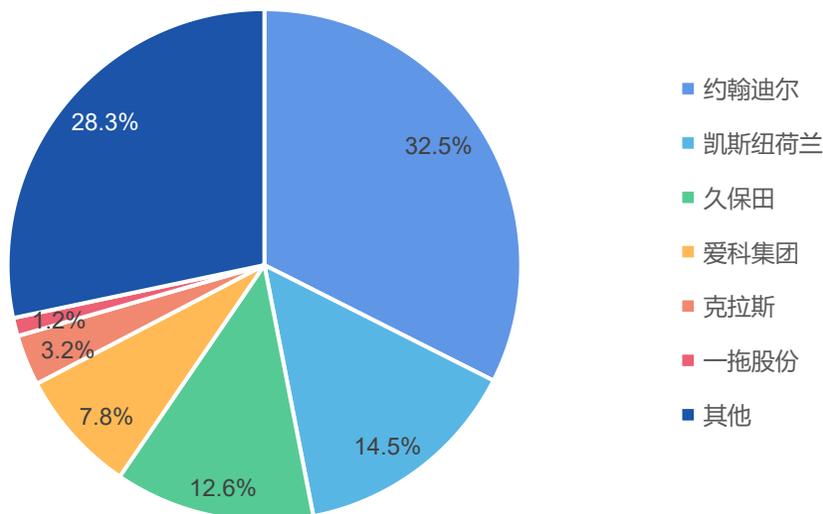
国家及地区	农业劳动力占人口比例	农业在国民生产总值中的占比	人均耕地面积 (公顷)	拖拉机数量/每100平方公里 (台)	农场机械化率	开始机械化的时间	基本实现机械化的时间
中国	35%	7.4%	0.09	83.7	55%	1950-1960年	预计2020年
美国	3%	0.8%	0.48	256.8	>95%	1910年	1940年
欧洲	4%	<2.0%	0.36	688.7	>95%	1930年	1955-1960年
日本	3%	1.2%	0.03	4532.1	70%	1950年	1947年
俄罗斯	14%	3.5%	0.84	-	85%	1929年	1953年
印度	49%	15.4%	0.12	129.9	40%	-	-
巴西	15%	4.4%	0.27	-	75%	-	-

2.3 竞争格局：全球农机市场竞争格局集中，一拖股份与龙头尚有差距

图：2023年全球代表性农业机械公司营业收入（单位：亿美元）



图：2022年全球代表性农业机械公司市占率



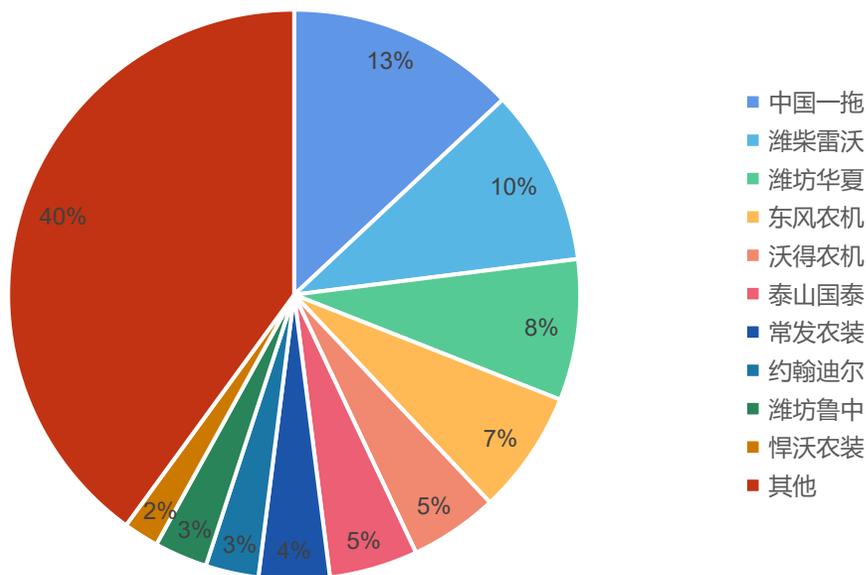
表：全球农业机械龙头企业对比

企业名称	总部所在地	主要产品	经营状况
约翰迪尔 (DE.N)	美国	拖拉机、联合收割机、耕作机械、播种机、田间管理机械等	创立于1837年，是全球领先的工程机械、农用机械和草坪机械设备制造商，产品畅销160多个国家和地区。1933年在纽约证券交易所首次公开上市。
凯斯纽荷兰 (CNH.N)	美国、意大利	拖拉机、打捆机、咖啡收获机、联合收割机、采棉机等	由纽荷兰和凯斯在1999年合并而成，是一家制造农业机械和建筑机械的公司，产品通过分销商在近170个国家销售。2013年在纽约证券交易所首次公开上市。
久保田 (6326.T)	日本	拖拉机、水稻联合收割机、插秧机等	成立于1890年，是日本最大的农业机械制造商。1949年在东京证券交易所首次公开上市。
爱科集团 (AGCO.N)	美国	拖拉机、联合收割机、牧草与秸秆收获设备、播种与耕作设备、粮食储藏等	成立于1990年，前后20余次收购世界知名农机企业，成为世界第三大农业机械装备巨头，在拖拉机研发制造和销售领域排名第一，产品遍及150多个国家和地区。1992年，爱科集团在纽约证券交易所首次公开上市。
克拉斯	德国	联合收割机、自走式青贮收获机、甘蔗收获机、农用运输机械、拖拉机和割草机等	成立于1913年，是欧洲第一、世界第四大农业机械制造商。依托开放的数字农业平台“365FarmNet”建立合作伙伴生态系统，实现智慧农业领域SaaS商业模式。

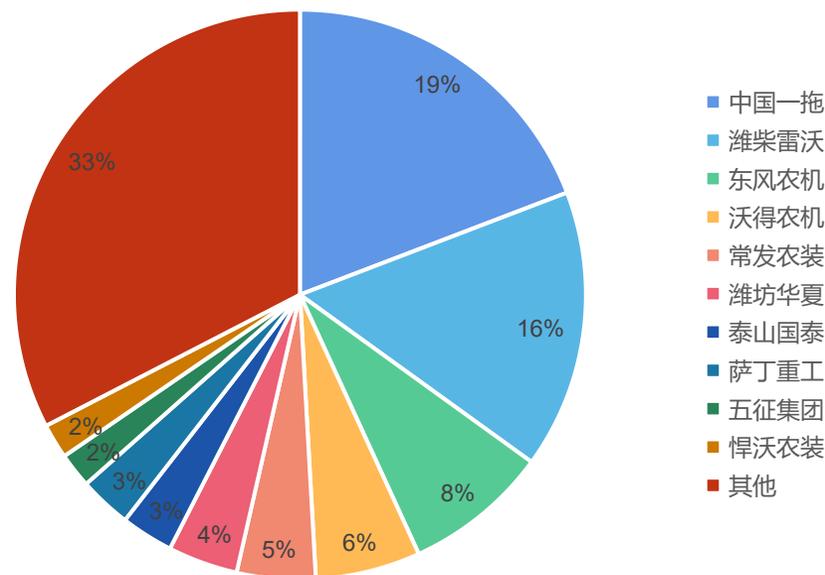
2.3 竞争格局：中小企业持续出清，一拖股份龙头优势显著

□ 中国市场竞争格局：根据农机通网站公众号，2020-2022年中国拖拉机市占率持续分化。2020年龙头公司中国一拖、潍柴雷沃市占率分别为13%、10%，2022年分别为19%、16%，市场份额向龙头公司集中；潍坊华夏、常州东风、沃得农机、江苏常发等第二梯队公司市占率稳定，2020年合计为24%，2022年合计为23%，中小企业呈现持续出清态势。

图：2020年中国拖拉机市场竞争格局

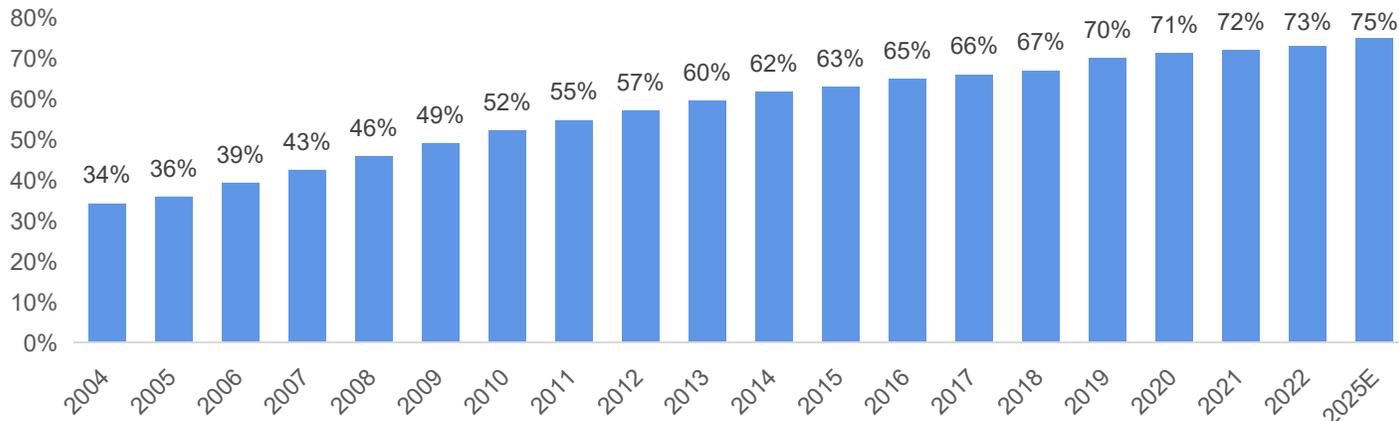


图：2022年中国拖拉机市场竞争格局



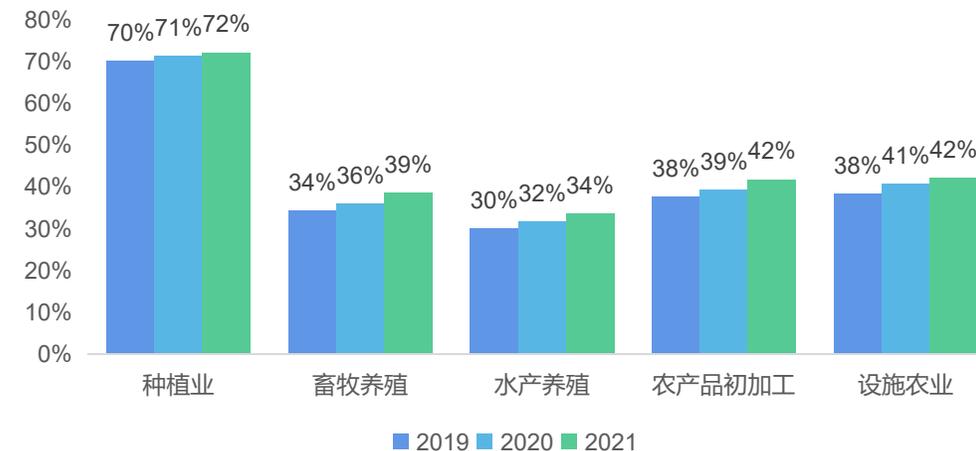
2.4 发展趋势1：农业机械化水平不断提升，主粮生产基本实现机械化

图：2004-2022年全国农作物耕种收综合机械化率持续提升



注：2025E预测值取自农业农村部《“十四五”全国农业机械化发展规划》

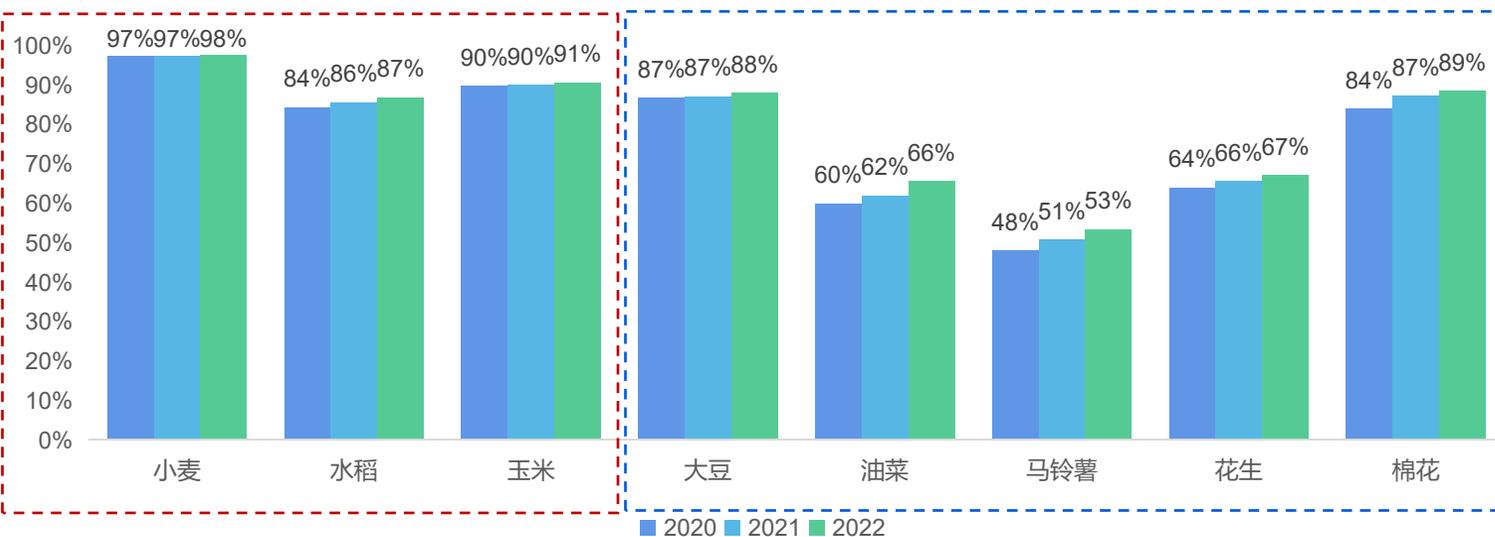
图：种植业机械化率高于畜牧养殖、水产养殖等



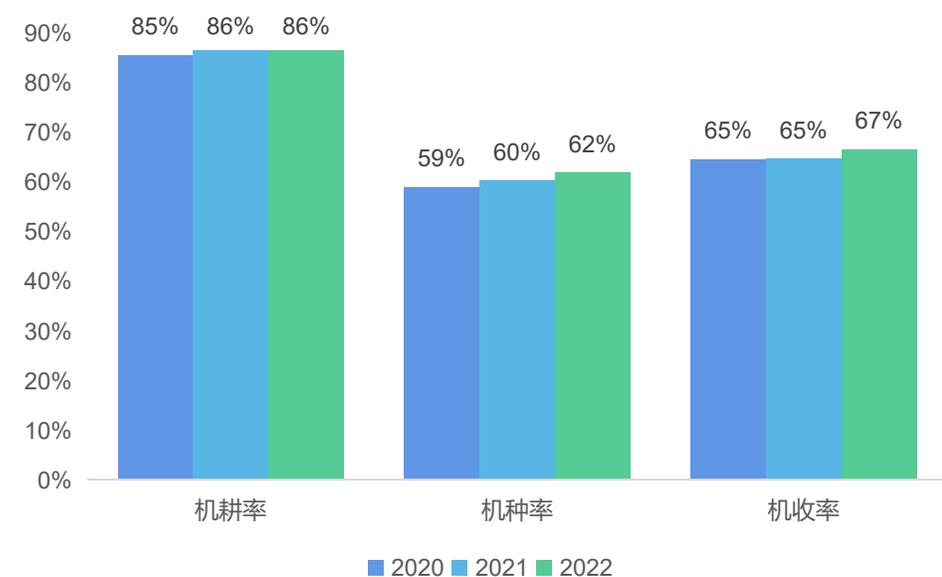
图：2020年以来主粮生产基本实现机械化，经济作物机械化率有待提升

主要粮食作物

经济作物



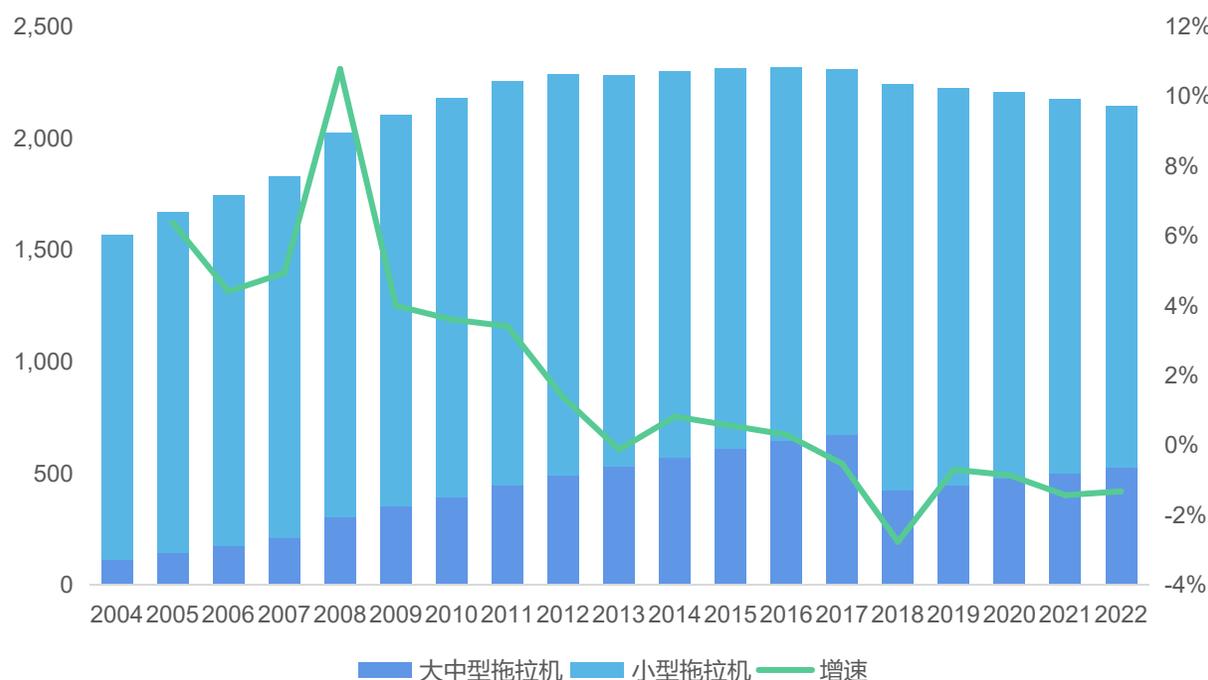
图：机耕率>机种率>机收率



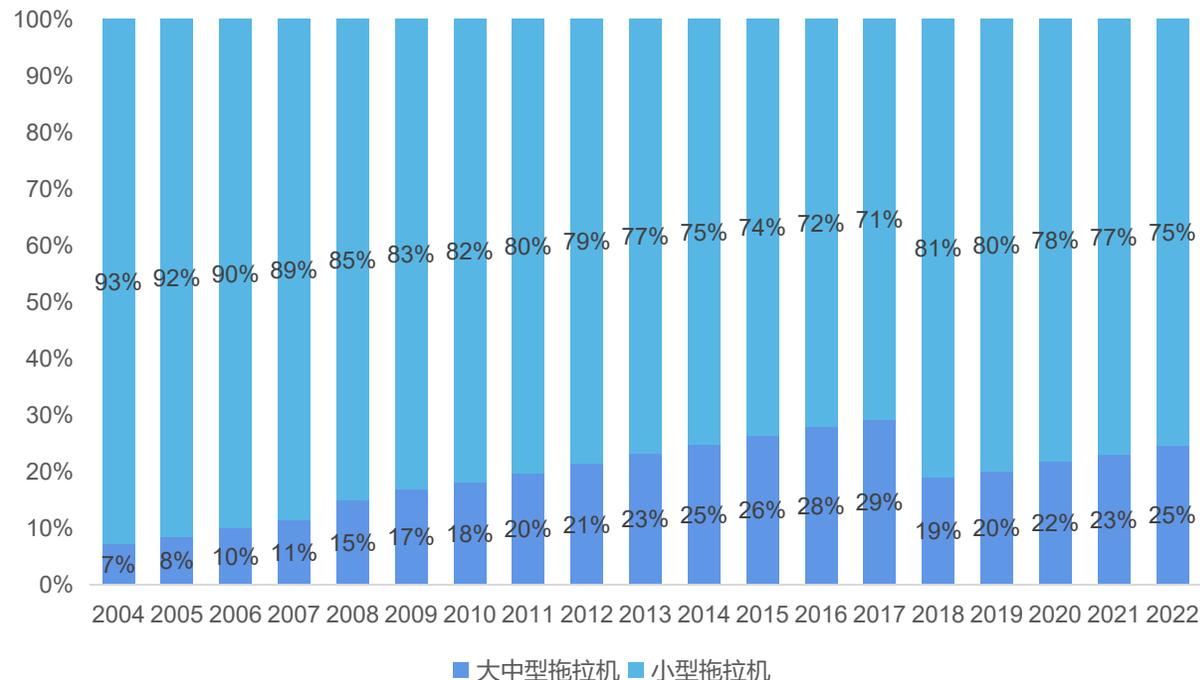
2.4 发展趋势2：拖拉机产量及保有量下滑，大马力占比迅速提升

- **拖拉机保有量下滑**：2022年，中国农用拖拉机保有量为2144万台，同比减少1.3%；其中，大中型拖拉机、小型拖拉机保有量分别为525万台、1619万台，同比变化+5.5%、-3.4%。2016年，中国农用拖拉机保有量达到峰值，为2317万台。
- **大马力保有量及占比提升**：2022年，中国大中型、小型拖拉机保有量占比分别为25%、75%；2004-2017年、2018-2022年，中国大中型拖拉机占比均持续提升，大马力拖拉机成为行业发展趋势。2018-2022年，中国大中型拖拉机保有量及占比持续增加，保有量从2018年的422万台提升至2022年的525万台，复合增速为5.6%，占比从19%提升至25%。

图：2004-2022年中国大中型、小型拖拉机保有量及增速（单位：万台）



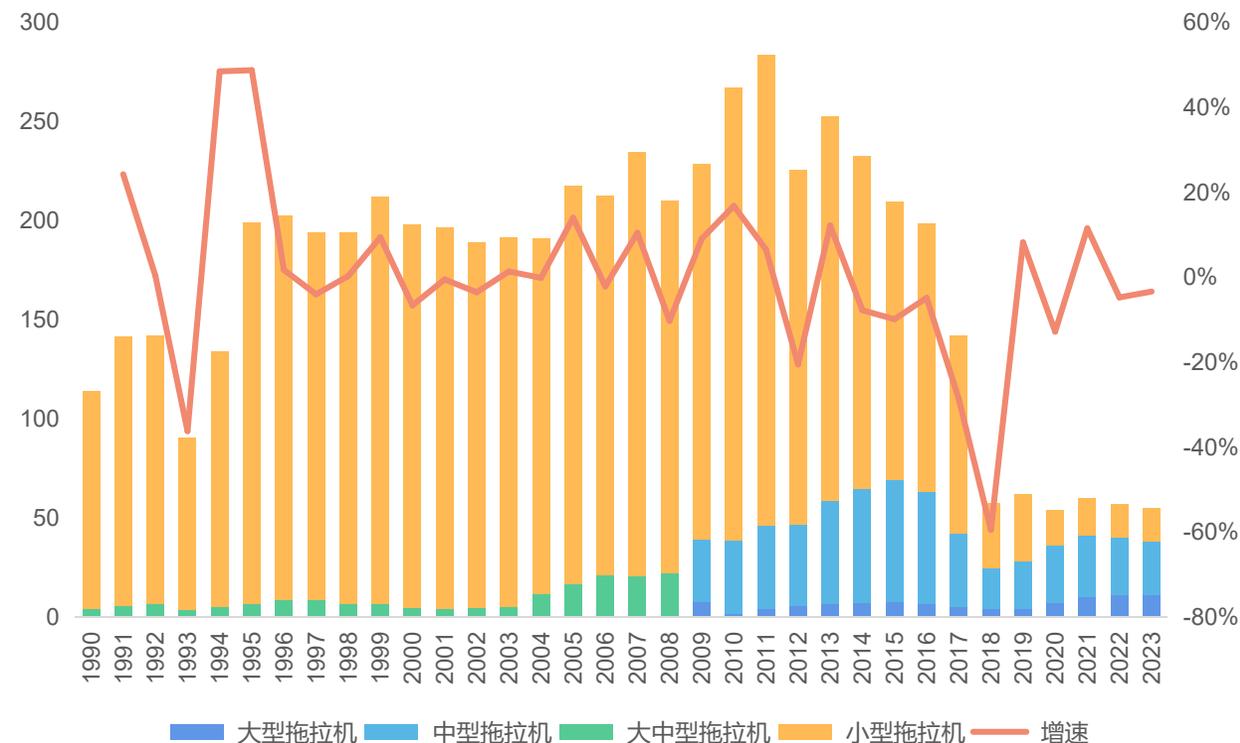
图：2004-2022年中国大中型、小型拖拉机保有量占比



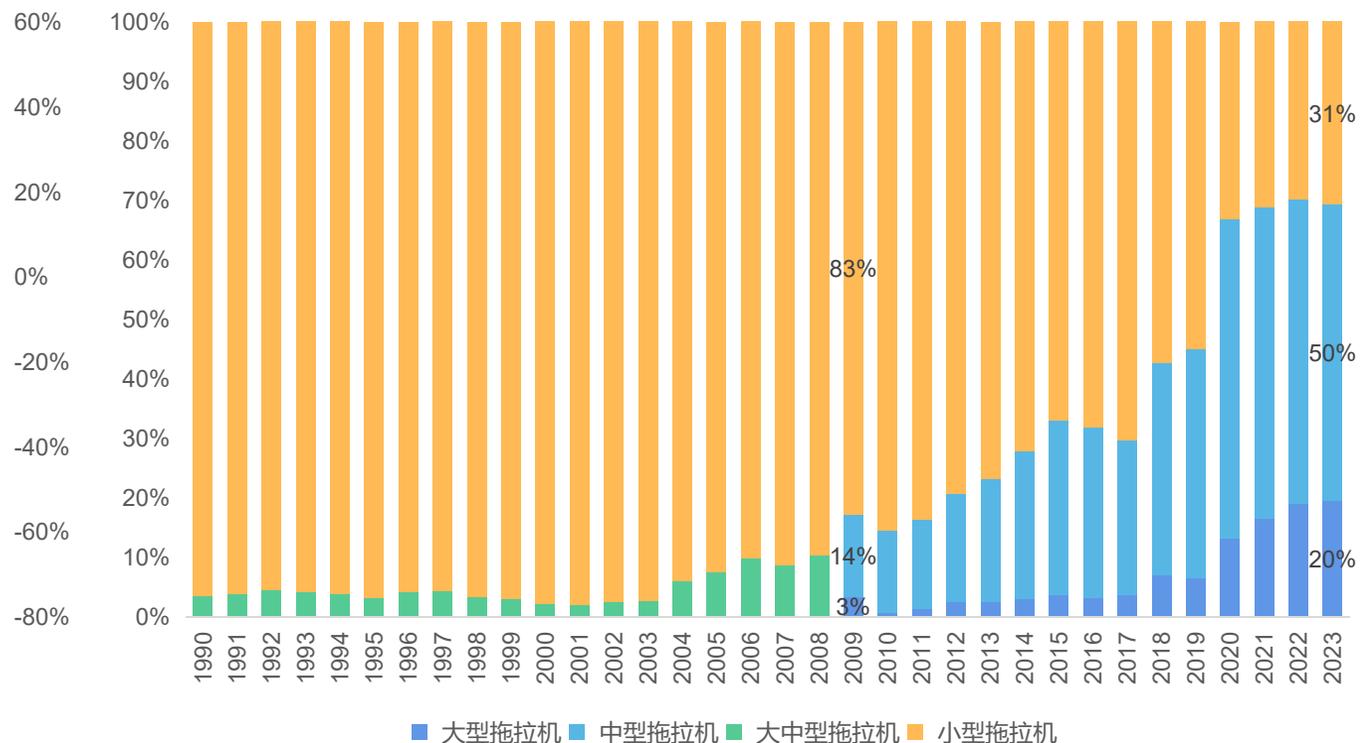
2.4 发展趋势2：拖拉机产量及保有量下滑，大马力占比迅速提升

- 拖拉机产量：**2023年，中国拖拉机产量55.0万台，同比减少3.5%；其中，大型拖拉机、中型拖拉机、小型拖拉机产量分别为10.7万台、27.3万台、16.9万台，同比变化-0.3%、-6.4%、-0.6%。2016-2018年，小型拖拉机产量大幅下滑，带动总产量同比减少。
- 不同功率占比：**2023年，中国大型拖拉机、中型拖拉机、小型拖拉机产量占比分别为20%、50%、31%；2009-2023年，中国大型、中型拖拉机产量占比呈上升趋势，分别从2009年的3%、14%提升至2023年的20%、50%，中国小型拖拉机产量占比大幅下滑，由2009年的83%降低至2023年的31%。2018-2023年，中国大型拖拉机产量复合增速为21.7%。

图：1990-2023年中国不同功率拖拉机产量（单位：万台）



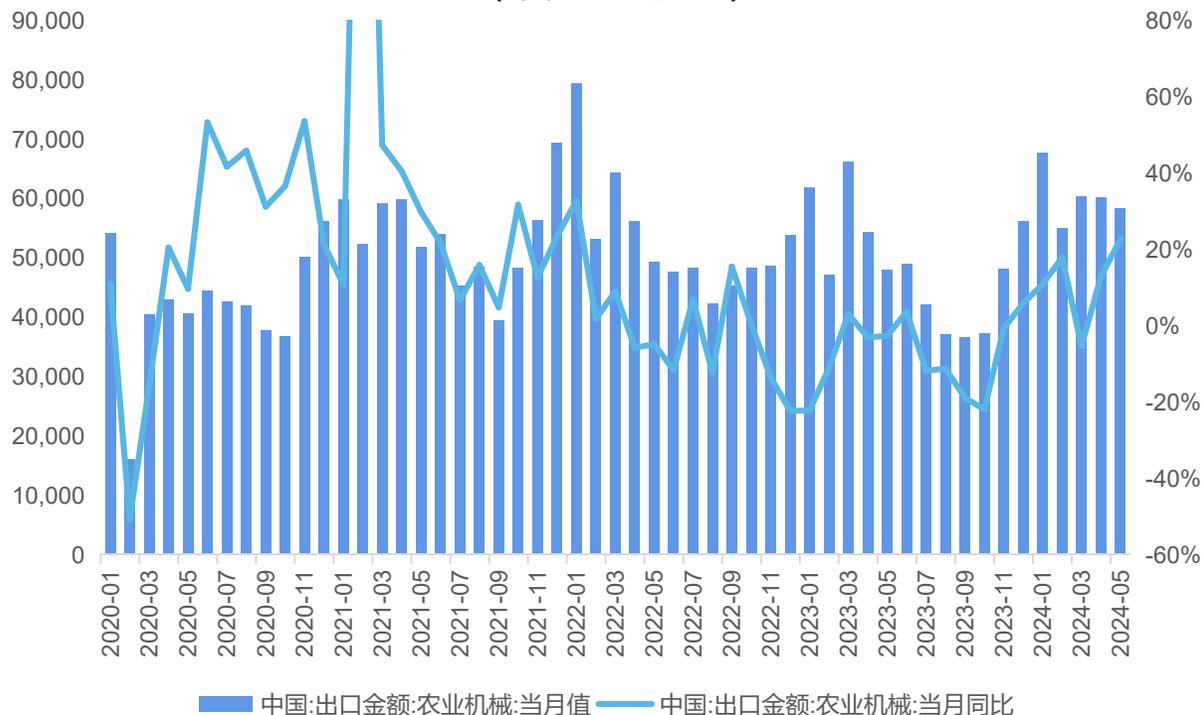
图：1990-2023年中国不同功率拖拉机产量占比



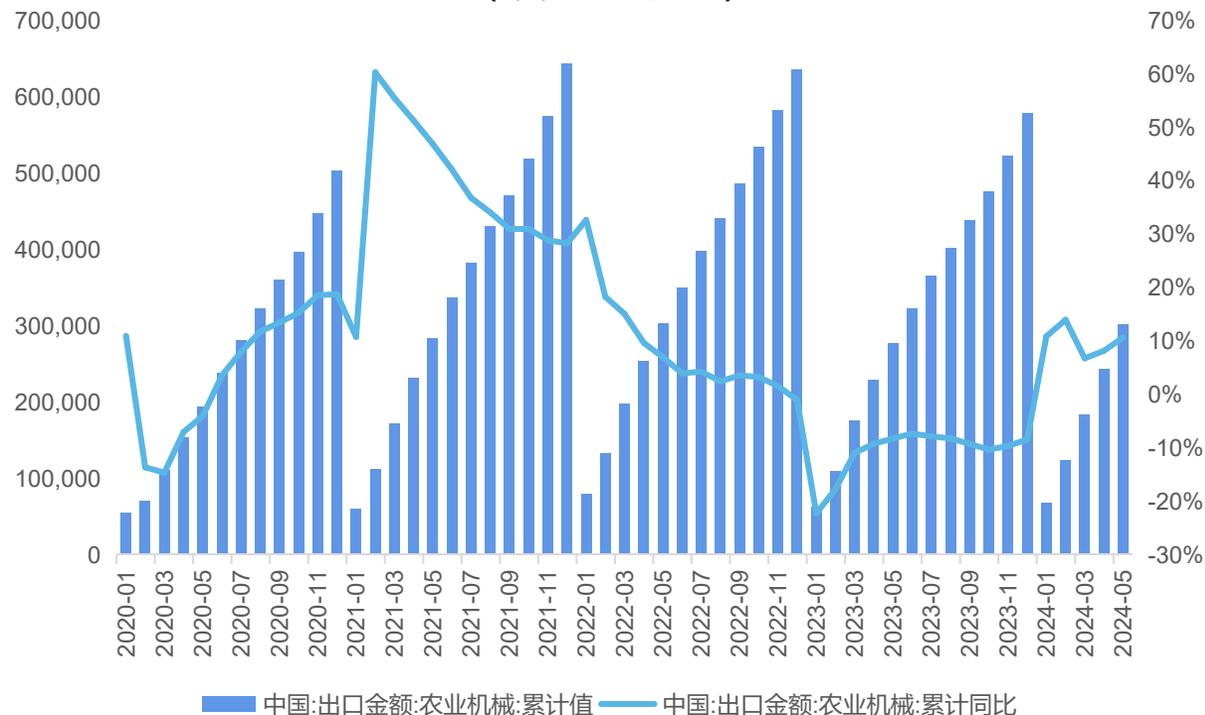
2.4 发展趋势3：2024年中国农机出口市场回暖

- **农机出口回暖**：2024年5月，中国农业机械出口金额5.83亿美元，yoy+22.5%；2024年1-5月，中国农业机械累计出口金额30.12亿美元，yoy+10.6%。2024年1月至2024年5月，农业机械累计出口金额均实现同比正增长，农机出口市场逐步回暖。
- **农机出口金额**：2020-2021年，中国农用机械出口金额分别为50.20、64.29亿元，同比增长+18.7%、28.2%；2022-2023年，中国农机出口金额有所下滑，分别为63.55亿元、57.75亿元，同比变化-1.1%、-8.5%。

图：2020年1月至2024年5月中国农业机械出口金额及增速
(单位：万美元)



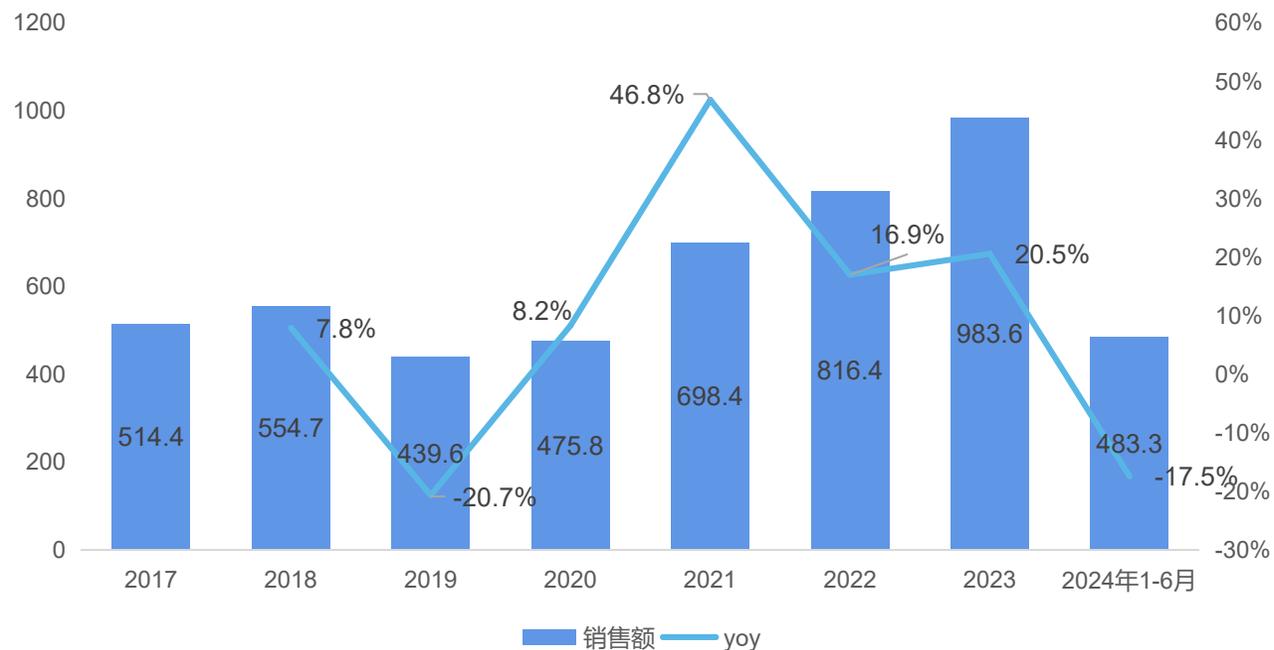
图：2020年1月至2024年5月中国农业机械累计出口金额及增速
(单位：万美元)



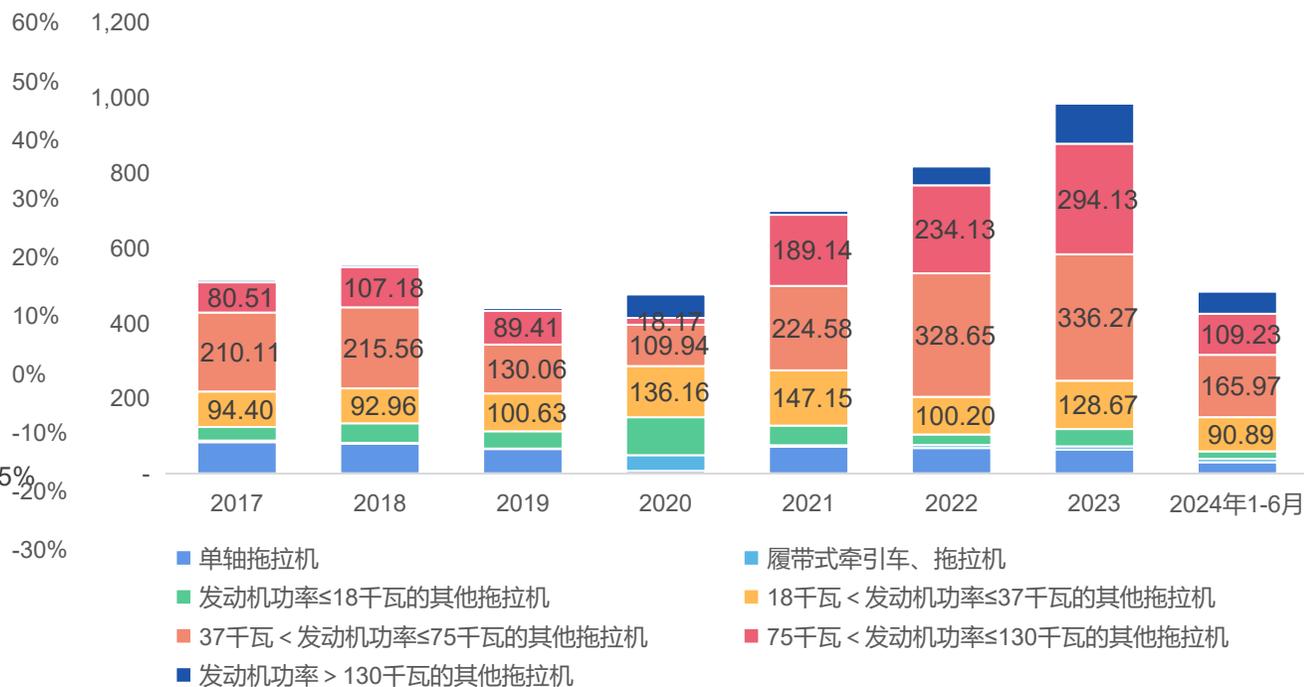
2.4 发展趋势3：2019-2023年拖拉机出口金额提升，18~130千瓦为出口主力

- 拖拉机出口：**2024年1-6月，拖拉机出口金额4.83亿美元，相比去年同期减少17.5%；2019-2023年，拖拉机出口金额逐年增加，从2019年的4.40亿美元提升至2023年的9.84亿美元，复合增速为22.3%。
- 细分产品：**出口拖拉机按产品种类划分为单轴拖拉机、履带式牵引车及拖拉机、其他拖拉机三类，2024年1-6月出口金额分别为0.29、0.09、4.45亿美元，占比分别为6.1%、1.9%、92.0%。按功率划分，18千瓦<发动机功率≤37千瓦的其他拖拉机、37千瓦<发动机功率≤75千瓦的其他拖拉机、75千瓦<发动机功率≤130千瓦的其他拖拉机出口比例较高，出口金额分别为0.91、1.66、1.09亿美元，占比分别为18.8%、34.3%、22.6%。

图：2017-2024年6月中国拖拉机出口额及增速（单位：百万美元）

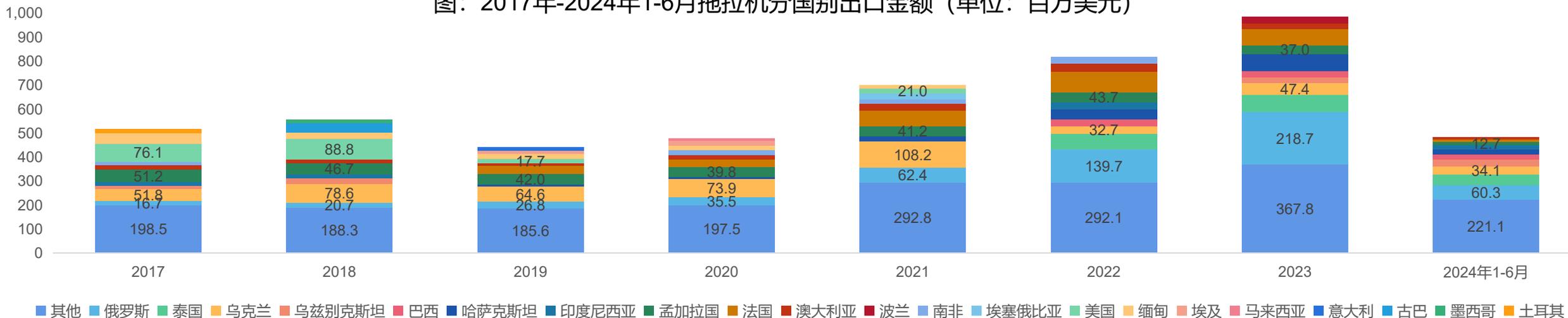


图：2017-2024年6月中国拖拉机细分产品出口金额（单位：百万美元）

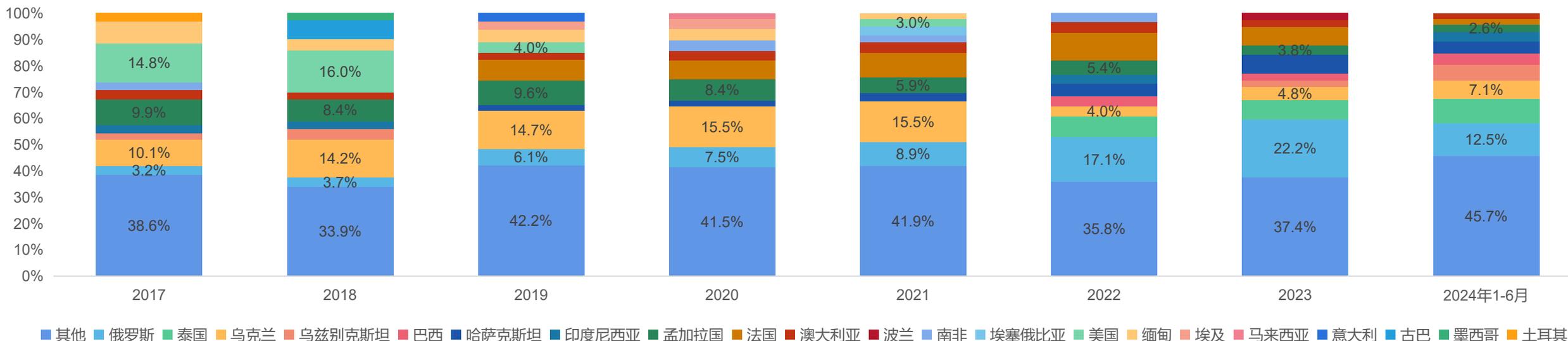


2.4 发展趋势3：主要出口市场由美国向俄语区迁移

图：2017年-2024年1-6月拖拉机分国别出口金额（单位：百万美元）

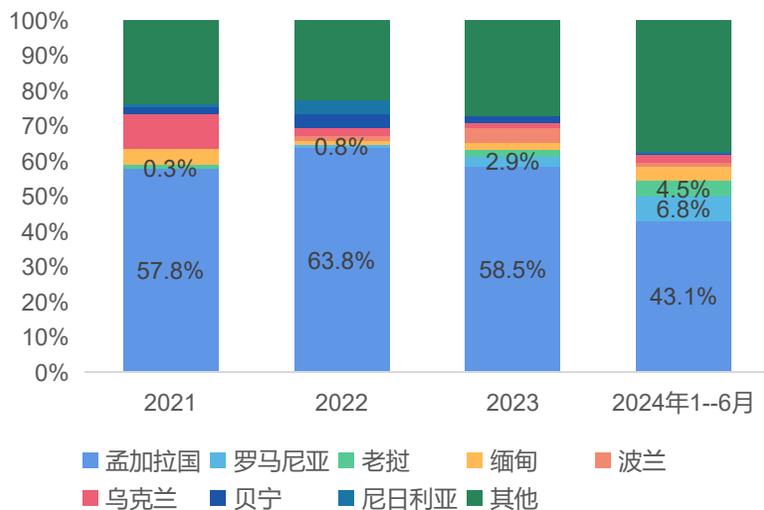


图：2017年-2024年1-6月拖拉机分国别出口占比

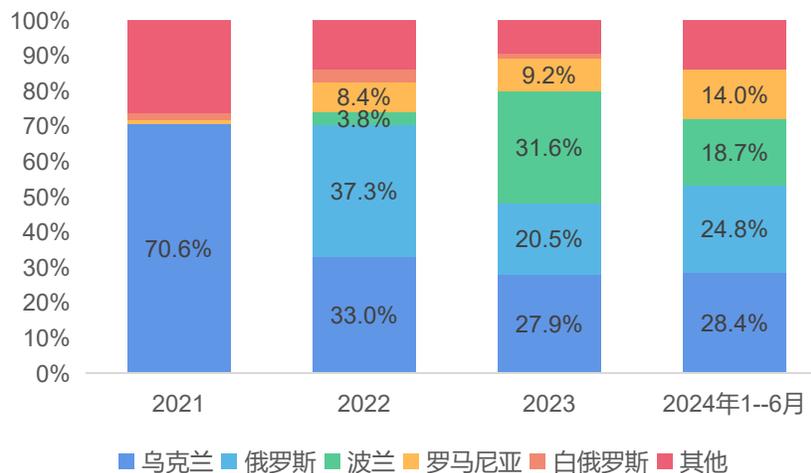


2.4 发展趋势3：2021年以来，俄语区成为拖拉机出口主要市场

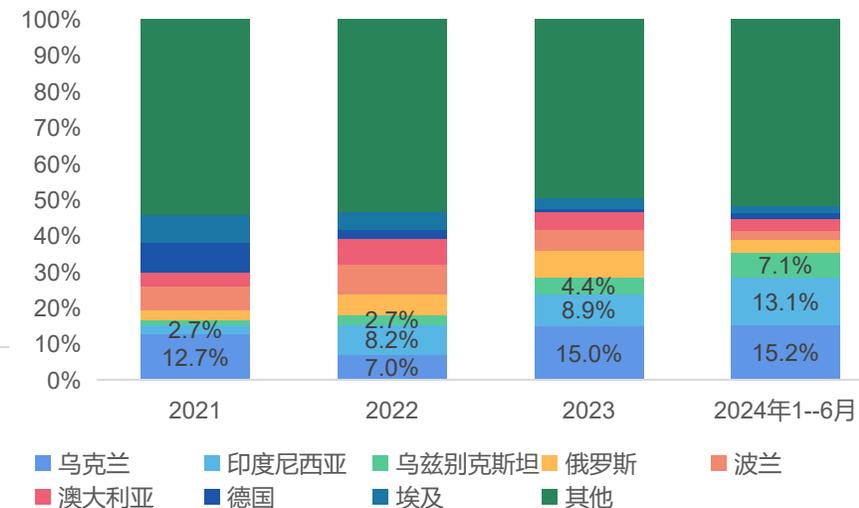
图：单轴拖拉机出口占比



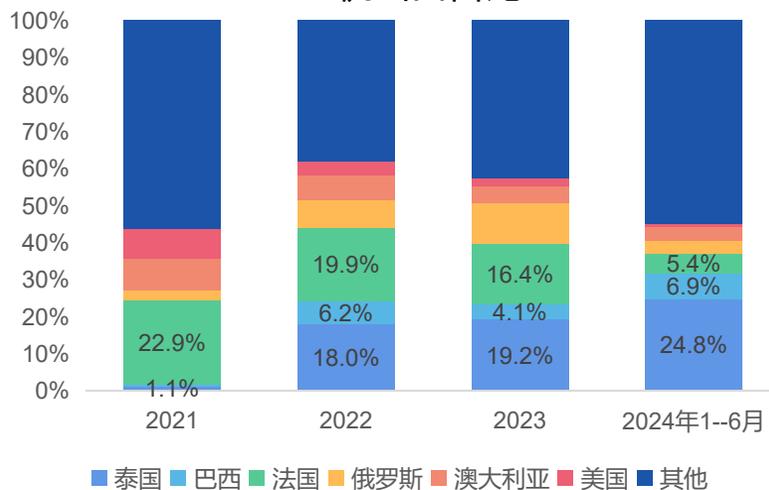
图：发动机功率≤18千瓦的其他拖拉机出口占比



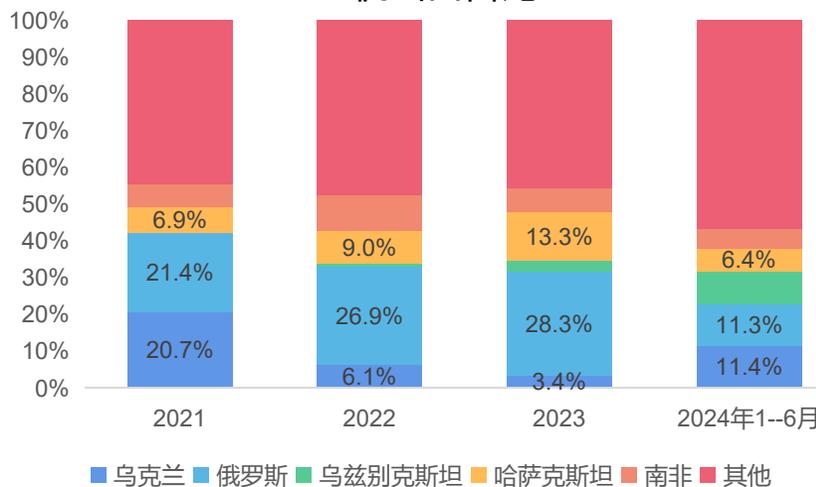
图：18千瓦 < 发动机功率≤37千瓦的其他拖拉机出口占比



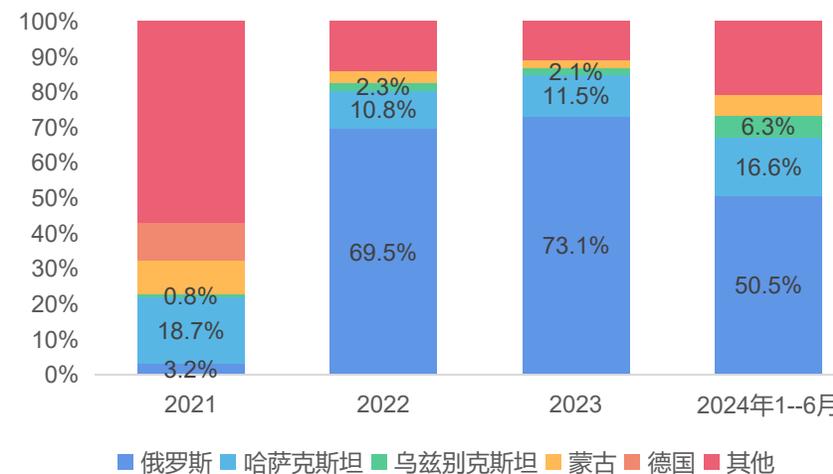
图：37千瓦 < 发动机功率≤75千瓦的其他拖拉机出口占比



图：75千瓦 < 发动机功率≤130千瓦的其他拖拉机出口占比



图：发动机功率 > 130千瓦的其他拖拉机出口占比

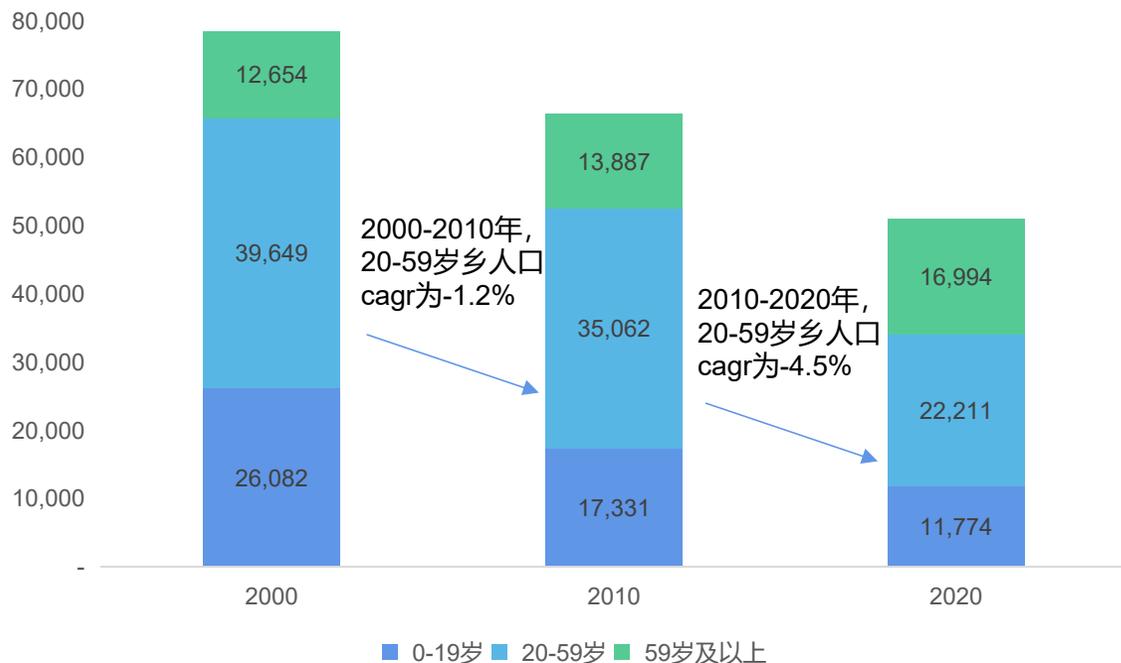


2.5 驱动因素1：农村人口老龄化+外出务工趋势明显，农业自动化势在必行

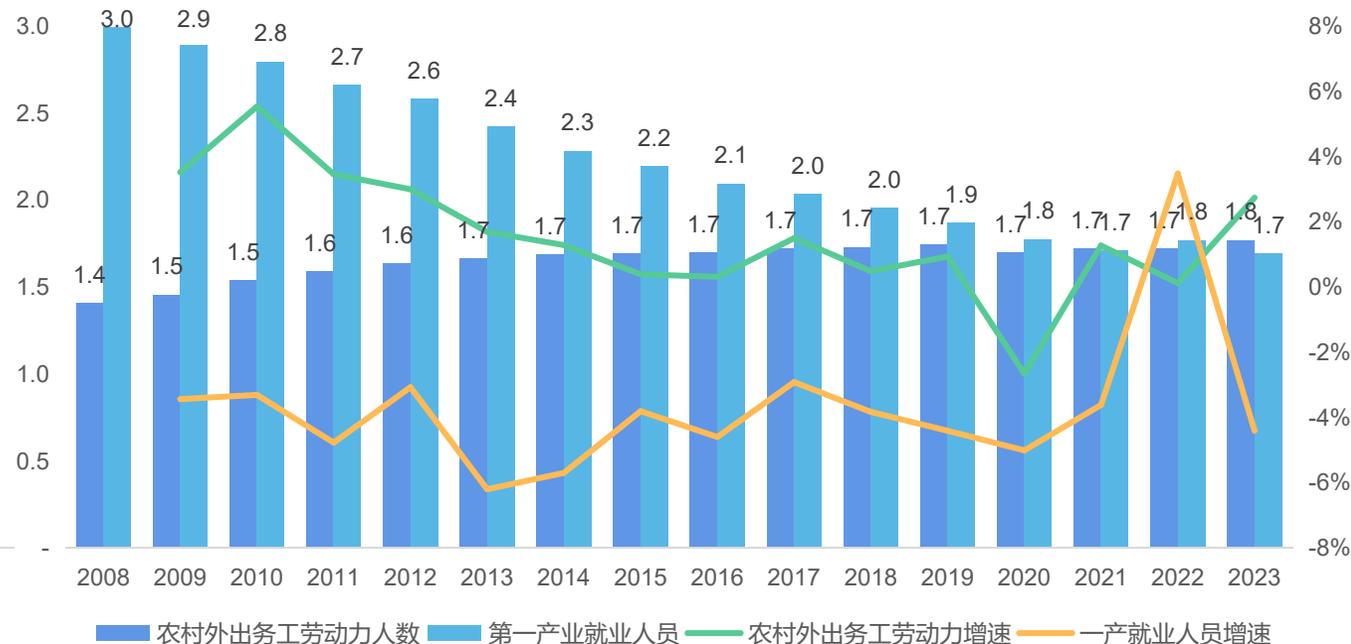
□ **农村人口结构及老龄化特征**：2020年，乡人口数5.1亿人，0-19岁、20-59岁、59岁及以上人口分别为1.2、2.2、1.7亿人，占比23.1%、43.6%、33.3%。2000-2020年，20-59岁乡人口数减少，59岁及以上乡人口占比增加，农村人口呈现老龄化特征。2000-2010年，20-59岁乡人口cagr为-1.2%，2010-2020年cagr为-4.5%，农村劳动力数量减少。2000-2020年，59岁及以上人口占比增加，从2000年的16.1%提升至2020年的33.3%。

□ **农村劳动力务工趋势明显**：2023年，农村外出务工劳动力数、第一产业就业人员分别为1.77、1.69亿人。2008-2023年，农村外出务工劳动力数增加，第一产业就业人数减少，复合增速分别为1.5%、-3.7%，农村劳动力外出务工趋势明显。

图：2000-2020年分年龄结构乡人口数（单位：万人）



图：2008-2023年农村外出务工劳动力数、一产就业人数及增速（单位：亿人）



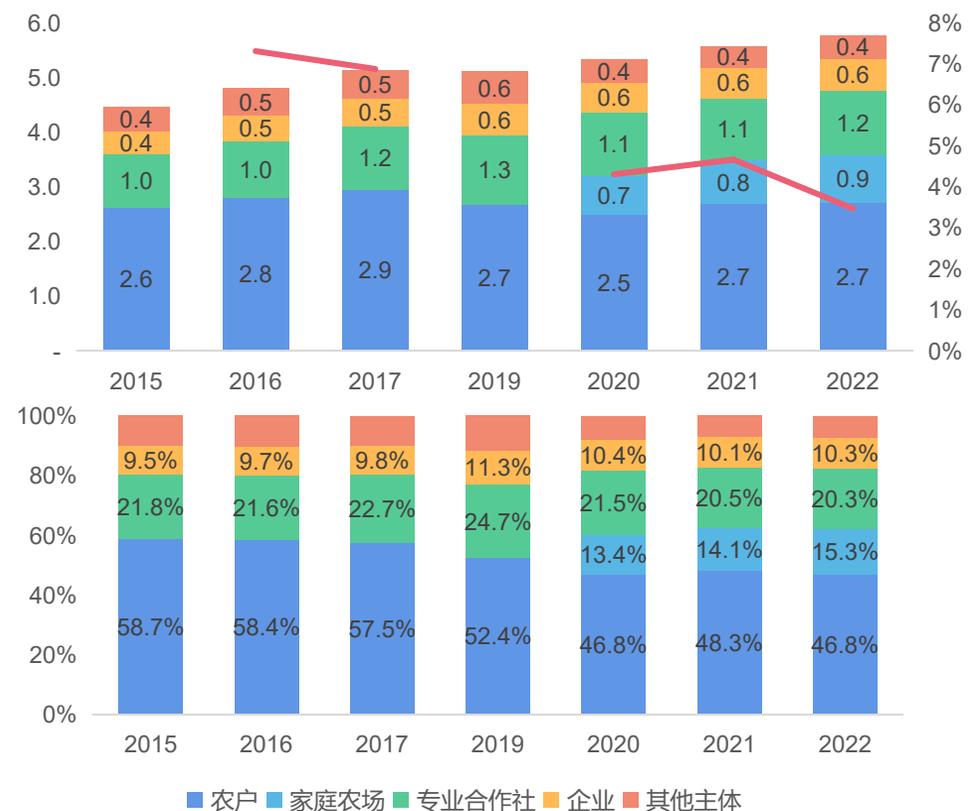
2.5 驱动因素2：土地流转促进规模化经营，大型农机空间广阔

- 土地流转政策：**在不改变土地用途的前提下，土地流转政策使土地从农民向家庭农场、专业合作社等机构转移，实现规模化经营，有助于降低单位生产成本、提升农业机械化水平，为大型农用机械的发展创造了有利条件。
- 土地流转面积：**2022年，中国土地流转面积为5.8亿亩，2015-2022年复合增速为3.7%；分经营主体看，家庭农场与专业合作社占比逐渐提升，从2015年的21.8%提升至2022年的35.6%，农产品规模化经营空间广阔。

表：土地流转相关政策

文件名称	颁布时间	颁布部门	主要内容
《关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》	2008年10月	中共十七届三中全会	加强土地承包经营权流转管理和服务，建立健全土地承包经营权流转市场，按照依法自愿有偿原则，允许农民以转包、出租、互换、转让、股份合作等形式流转土地承包经营权，发展多种形式的适度规模经营。
《关于做好当前农村土地承包经营权流转管理和服务工作的通知》	2008年12月	原农业部	把加强土地承包经营权流转管理和服务作为稳定和健全农村基本经营制度、健全严格规范的农村土地管理制度的重要内容。
《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》	2014年11月	中共中央办公厅、国务院办公厅	以坚持农村土地集体所有，实现所有权、承包权、经营权三权分置，引导土地经营权有序流转，坚持家庭经营的基础性地位，积极培育新型经营主体，发展多种形式的适度规模经营，巩固和完善农村基本经营制度为指导思想，在稳定完善农村土地承包关系、规范引导农村土地经营权有序流转、加快培育新型农业经营主体等方面提出明确意见。
《农村土地经营权流转管理办法》	2021年1月	农业农村部	为规范农村土地承包经营权流转行为，维护流转双方当事人合法权益提供了明确法律依据。

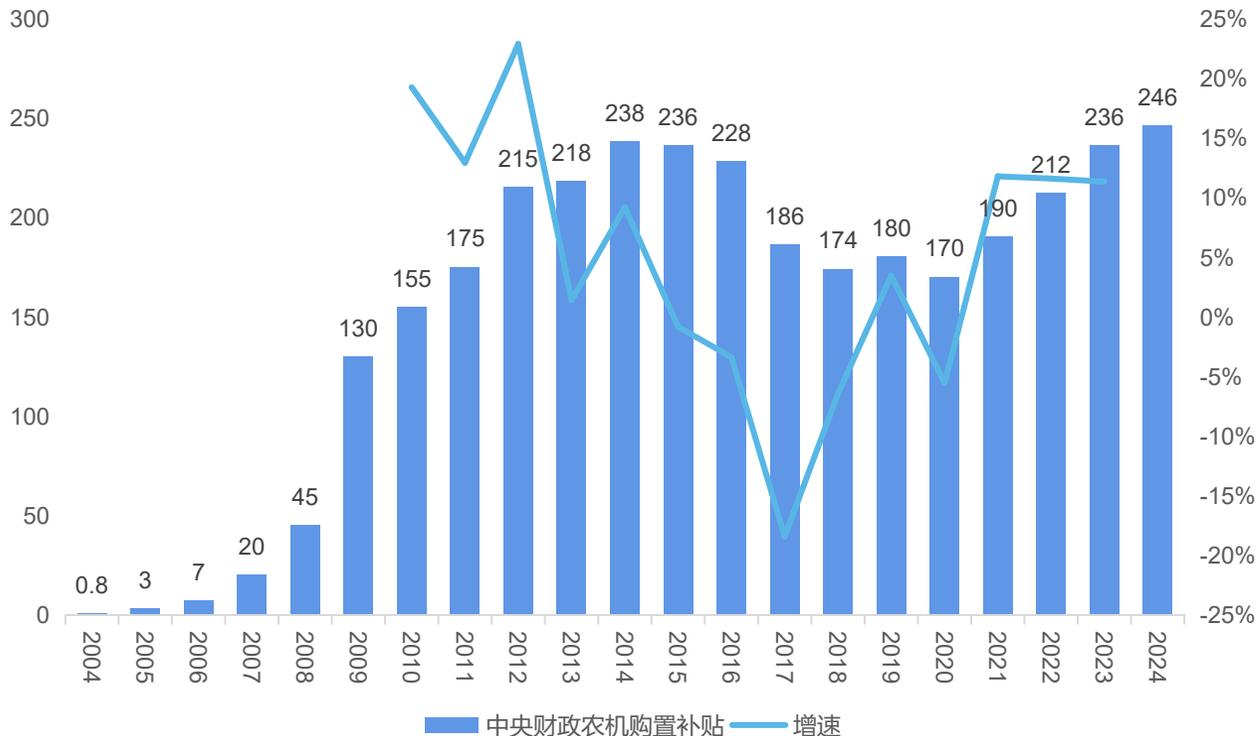
图：2015-2022年分经营主体土地流转面积（单位：亿亩）



2.5 驱动因素3：农机购置补贴政策降低农民购机门槛

□ **农机购置补贴政策**：农业农村部、财政部颁发的《2024-2026年农机购置与应用补贴实施意见》规定，**农业机械补贴额不超过同类同档产品上年市场销售均价的30%**，农业生产急需急用、重点短板机具补贴额原则上最高不超过35%。对区域内严重不足、生产急需的履带式拖拉机等产品，补贴额测算比例可提高至40%；**对轮式拖拉机，除动力换挡和无级变速等档次外，其他档次的补贴额测算比例总体不超过15%**，对保有量过多或技术相对落后的档次，补贴额测算比例总体不超过10%。

图：2004-2024年中央财政农机购置补贴（单位：亿元）



图：农机购置补贴政策发展历程

2004-2013年

- 2004-2012年，中央财政累计安排农机购置补贴资金750.8亿元；从2004年覆盖16个省的66个粮食大县，到2008年覆盖全国所有的农牧业县，从粮食作物种植者，逐步扩大到农牧渔民、农业生产经营组织等；从2004年按不超过30%补贴，到2008年部分机械可以提高补贴标准。

2015-2017年

- 主要包括拖拉机、联合收割机等设备，以定额补贴为主。

2018-2020年

- 覆盖15大类42个小类137个品目，补贴额一般不超过市场销售均价的30%。

2021-2023年

- 支持购置先进适用农机、农机报废更新补贴，加强资金使用管理。

2.5 驱动因素3：农机报废更新补贴推动以旧换新

- **农机报废更新补贴**：为加大老旧农机淘汰力度，中央财政**从农机购置补贴中安排资金**，实施农机报废更新补贴政策。报废部分补贴实施定额补贴，拖拉机和联合收割机报废补贴额不超过农业农村部规定的上限，更新部分补贴额按农机购置补贴标准执行。
- **加大设备更新力度**：2024年7月25日，发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，统筹安排**3000亿元左右超长期国债特别资金**，支持大规模设备更新和消费品以旧换新。

表：农机报废更新补贴标准及新旧版本补贴额度差异（单位：元）

序号	机型	类别	旧版补贴额	新版补贴额	序号	机型	类别	旧版补贴额	新版补贴额
1	拖拉机	20马力以下	1000	1500	3	自走式半喂入稻麦联合收割机	3行, 35马力(含)以上	7200	相比旧版, 按不超过50%提高补贴标准
		20(含)—50马力(含)	3850	不变			4行(含)以上, 35马力(含)以上	17500	
		50—80马力(含)	7860		4	自走式玉米联合收割机	2行	7200	
		100—160马力(含)	10840				3行	12500	
		160—200马力(含)	13140		4行及以上	20000			
		200马力以上	20000	5	播种机	6行以下	600		
2	自走式全喂入稻麦联合收割机	喂入量0.5—1kg/s(含)	3000			相比旧版, 按不超过50%提高补贴标准	6—11行	1200	
		喂入量1—3kg/s(含)	5500				12—18行	1600	
		喂入量3—4kg/s(含)	7300	18行以上	2000				
		喂入量4kg/s以上	11000	6	采棉机	30000	60000		
7	农用北斗辅助驾驶系统				800	不变			

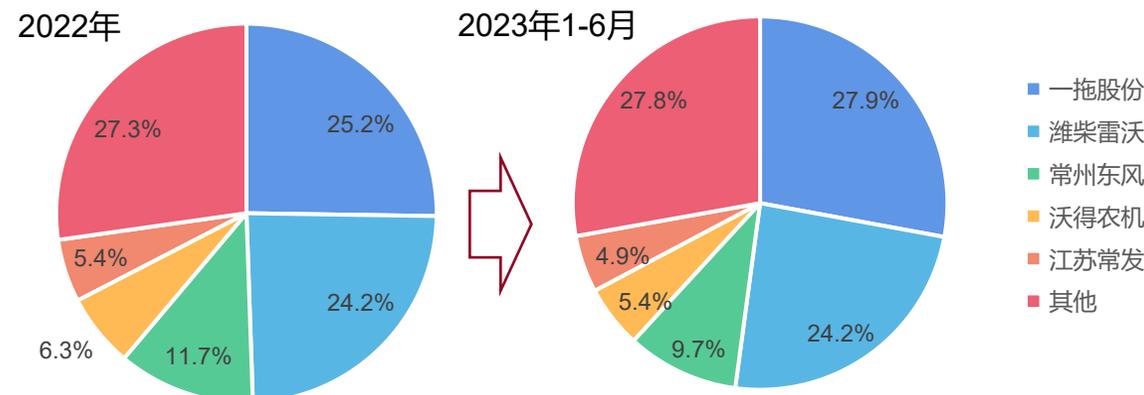
注：旧版补贴额整理自2024年6月21日印发的《关于加大工作力度持续实施好农业机械报废更新补贴政策的通知》

2.5 驱动因素3： 国标切换导致行业需求前移， 技术难度提升利好龙头

□ **国标切换：**2022年12月1日起实施国四标准，进一步减少排放量；国四标准需要拖拉机厂商更改电气设备、增加排气后处理技术等，对整机厂提出更高要求。国标切换导致需求前移、供给持续出清，2022年至2023年1-6月，一拖股份市占率从25.2%提升至27.9%。

□ **国标发展历程：**“非道路柴油移动机械排放标准”自2008年9月30日实施以来，先后经历国一到国四的转变，逐步增加非道路柴油机械的覆盖范围，同时排放标准趋于严格。

图：中国2022年至2023年1-6月大中型拖拉机市占率

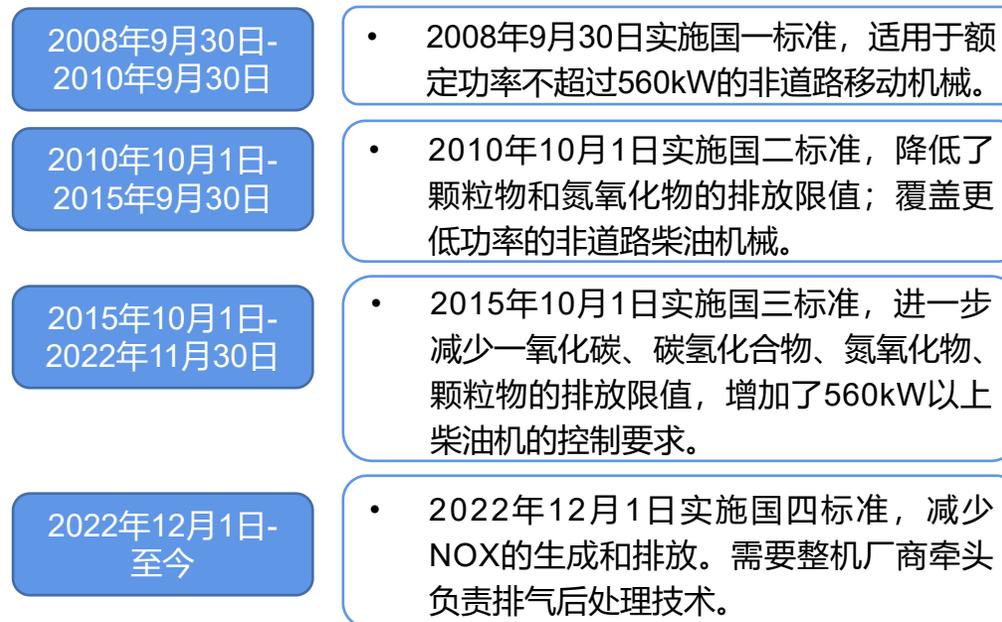


注：大中型拖拉机即马力大于等于25的拖拉机

表：国标切换对拖拉机生产厂商的影响

核心部分	用途	具体组成	国三升级国四的主要影响
发动机	为拖拉机提供动力	曲柄连杆机构和机体零件、配气机构及进排气机构、燃油供给系、润滑系、冷却系、起动系	整体变化为符合国四标准的柴油发动机（含后处理模块等配套，如需）
底盘	提供整车承载的车架及传动系，确保整车正常行驶、作业及安全制动	传动系统	无影响
		行驶系统	无影响
		转向系统	无影响
		制动系统	无影响
车身	驾驶操作	驾驶室及机罩等覆盖件	无影响
液压	为转向、工作装置等提供控制和执行功能	泵、阀、油缸、管路等	无影响
电气设备	照明、安全信号和发动机启动	电源、电起动机、照明、仪表及信号设备	与国四标准匹配的电子控制单元（ECU）

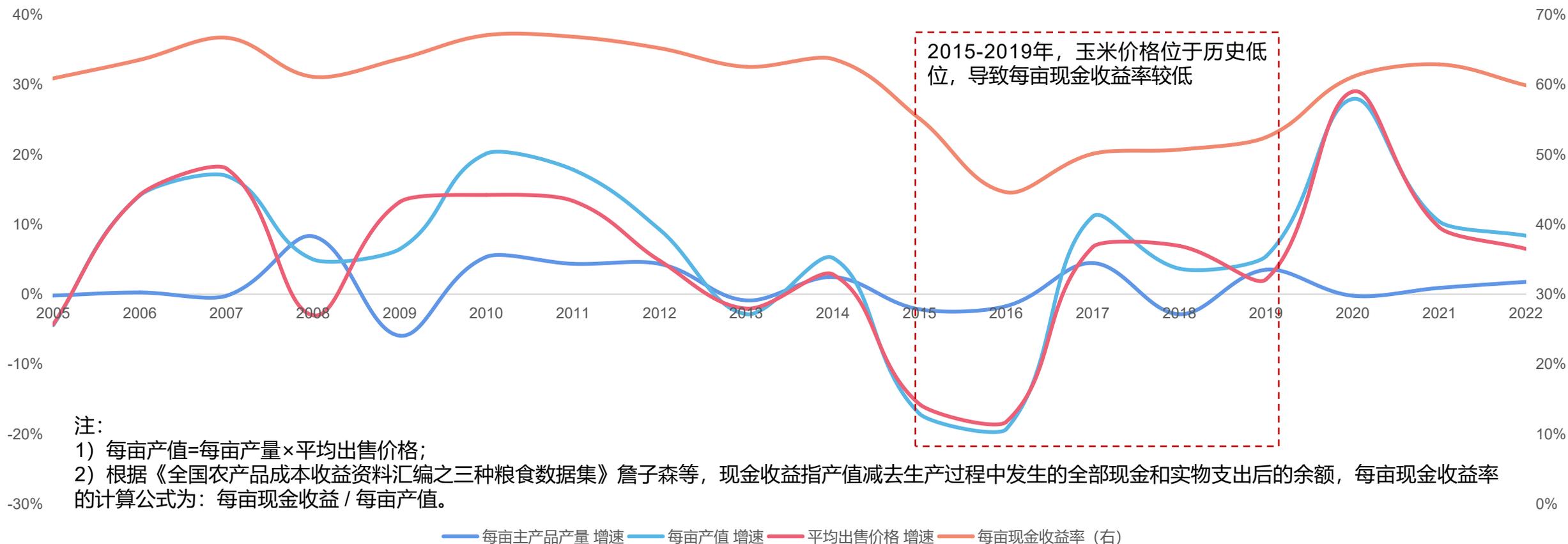
图：非道路柴油移动机械排放标准发展历程



2.5 驱动因素4：粮价企稳，为种植业收入提供有力支撑

□ 种植业收入与粮食收购价强相关：以玉米为例，2005-2022年玉米平均出售价格与每亩产值增速高度相关，每亩产量变动则相对平稳，每亩产值变动主要由平均出售价格变动影响，进而影响每亩现金收益率。2015-2019年，玉米平均出售价格处于低位，导致每亩现金收益率较低；2020-2022年，随着玉米平均出售价格回升，每亩现金收益率迎来同比改善。

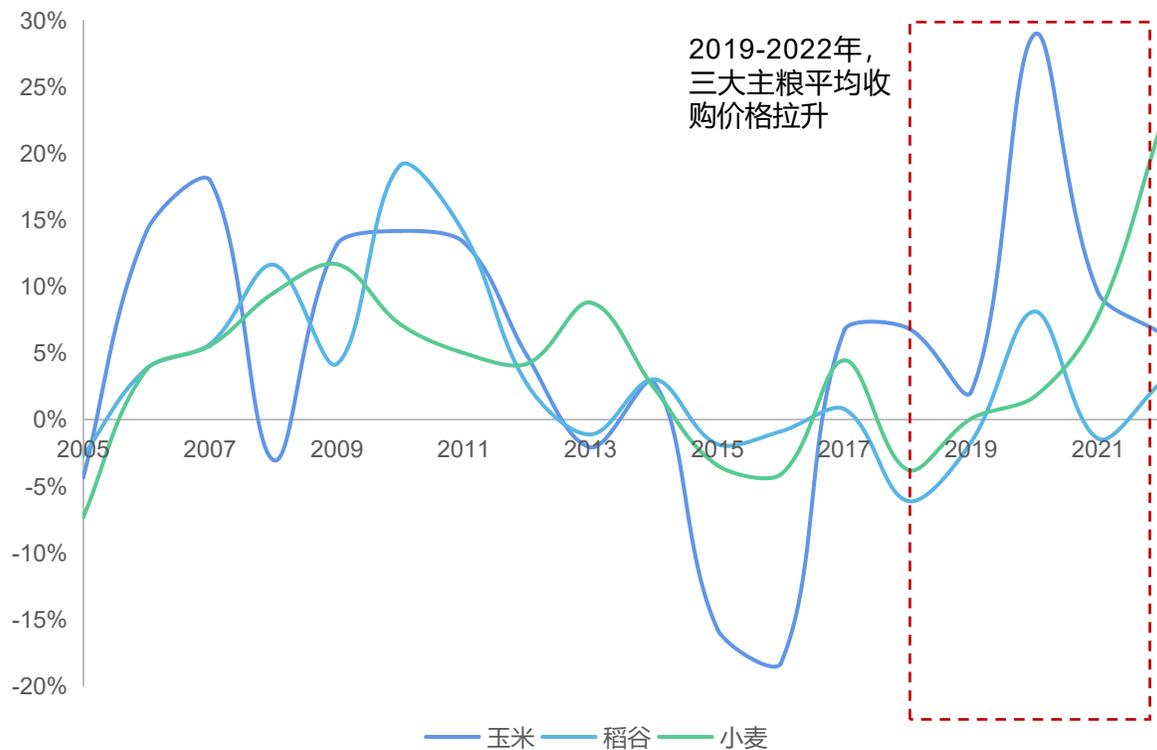
图：2005-2022年玉米成本收益细分指标增速情况



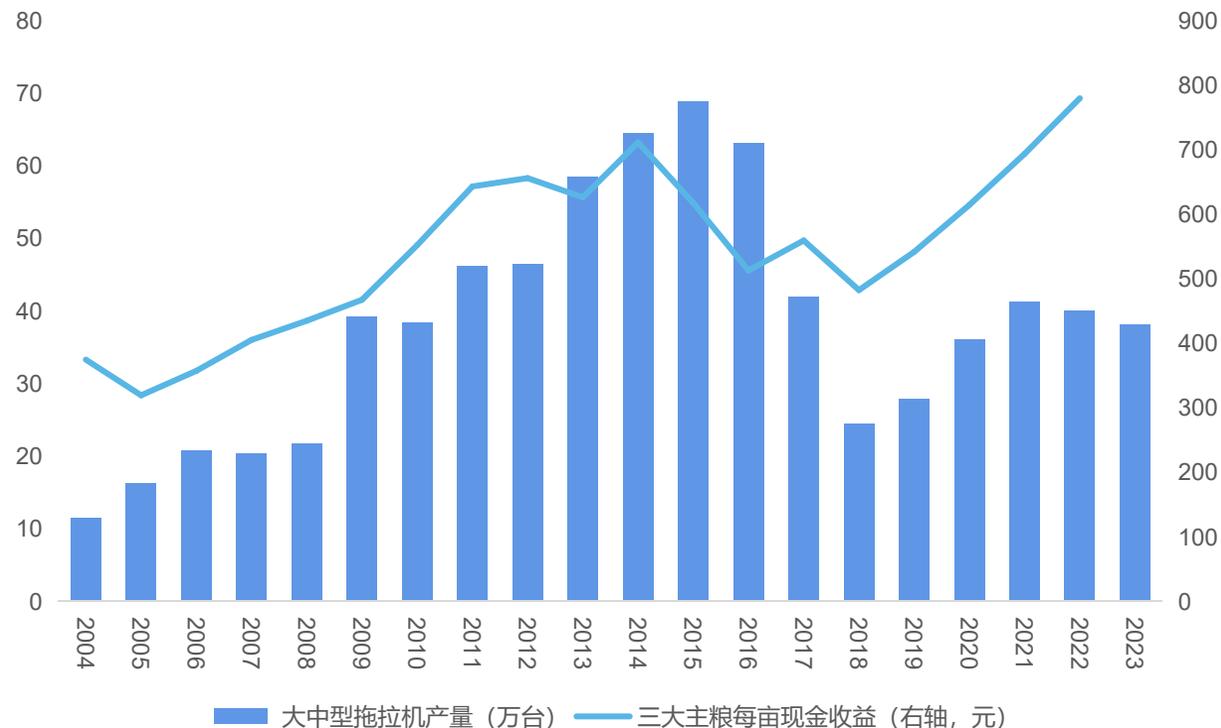
2.5 驱动因素4：粮价企稳，为种植业收入提供有力支撑

- **三大主粮收购价企稳回升**：2019-2022年，三大主粮平均收购价格拉升，玉米、稻谷、小麦复合增速分别为14.6%、3.1%、10.2%，有望带动种植业收入水平提升，为农机购置与置换需求提供有力支撑。
- **大中型拖拉机产量与三大主粮每亩现金收益具有相关性**：三大主粮每亩现金收益影响农民收入，进而影响大中型拖拉机需求。2004-2014年，大中型拖拉机产量与三大主粮每亩现金收益均呈现提高趋势；2015-2018年，二者同步下滑；2019-2021年，二者同步恢复上涨。

图：2005-2022年三大主粮平均收购价格增速



图：2004-2023年大中型拖拉机产量与三大主粮每亩现金收益



三、公司亮点：大马力技术领先，出海有望贡献新增量

- 3.1 销售模式：“东方红”品牌历史悠久，经销商网络布局全面；2018-2022年产品销量增加，2021-2023年售价逐步提升
- 3.2 技术：中国一拖、潍柴雷沃位于第一梯队，大马力产品研发进度领先
- 3.3 上下游协同：核心零部件自制，有效保障产品质量
- 3.4 出口：海外营收持续增长，毛利率同比回升
- 3.5 内部治理：持续进行资产处置与人员精简，人均创收提升

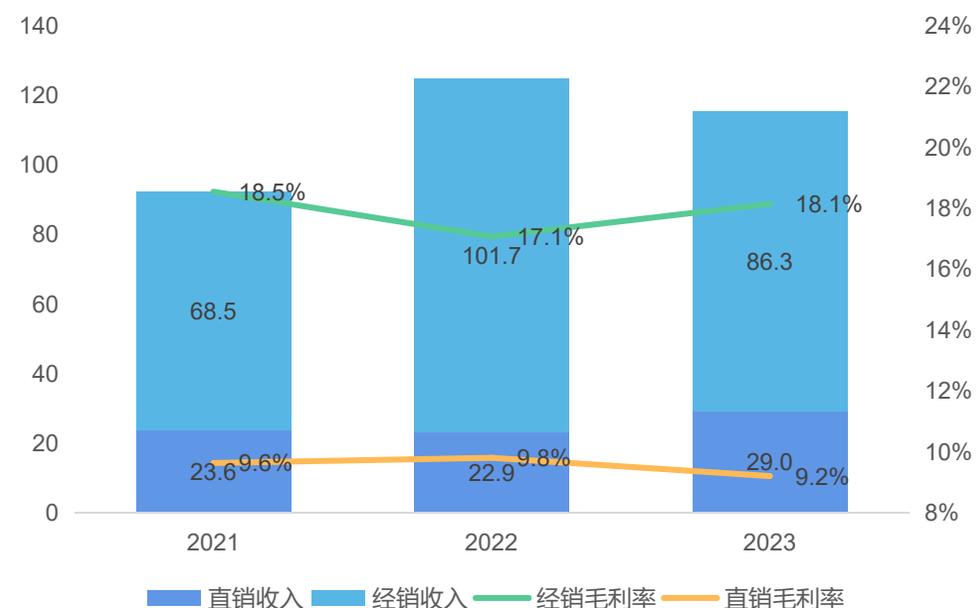
3.1 销售模式：“东方红”品牌历史悠久，经销商网络布局全面

- 品牌建设：**“东方红”品牌是中国农业机械行业最早的驰名商标，缔造了中国第一台拖拉机、中国第一台动力换挡拖拉机等多个行业第一，成立至今先后受到多位领导人的关注和视察。根据中国路面机械网数据，“东方红”品牌2022-2023年位于拖拉机年度排行榜首位，市场认可度高。公司产品包括动力换挡拖拉机、大轮拖、中轮拖等多个系列，终端价格带从4.36万元至27.50万元不等。
- 销售渠道：**公司农机产品主要通过经销商销售，国内销售网络完备；根据投资者关系活动记录表，截至2024年6月，公司具有经销商1000余家，覆盖全国主要农业生产县区；海外销售市场包括亚洲区、俄语区、南美区等，以当地经销商渠道网络为主。公司动力机械及零部件产品以直销方式为主。2023年，公司直销、经销收入分别为29.0亿元、86.3亿元，毛利率分别为9.2%、18.1%，公司经销收入占比74.9%。

表：2024年3月20日-29日一拖股份主销产品、地区与价格分布

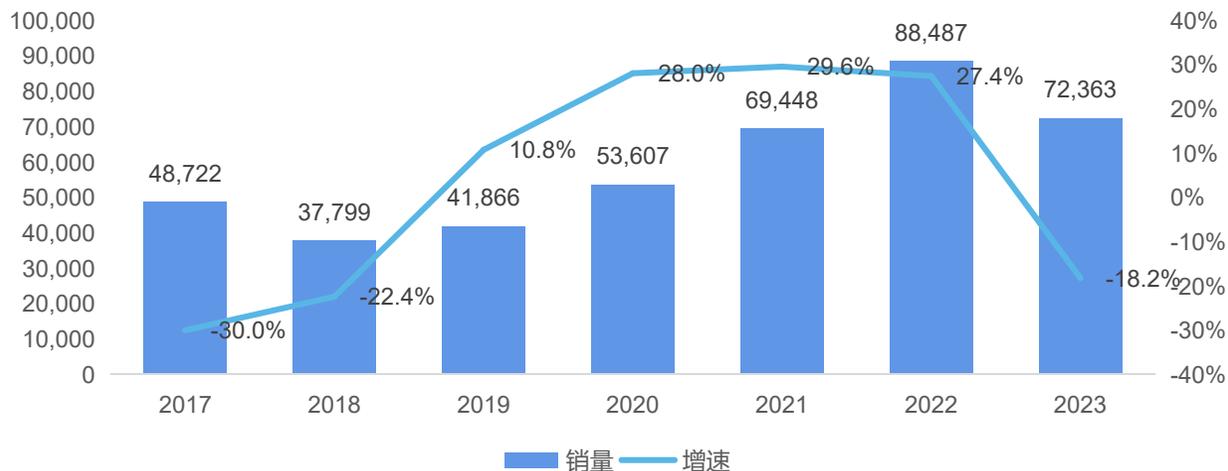
主销机型	地区	价格 (万元)	主销机型	地区	价格 (万元)
LD2104(G4)	黑龙江	27.50	LX904(G4)	甘肃	11.20-14.66
LN2004(G4)	河南	23.60	ME704-6(G4)	河南	6.45-7.70
LX2004-M	安徽	22.99-23.00	ME704-6(G4)	内蒙古	6.93-8.00
LX1504(G4)	内蒙古	19.80	MF504-5(G4)	河南	5.33-6.07
LX1504(G4)	黑龙江	18.40-18.80	MF504-5(G4)	甘肃	5.10-6.39
LY1404-L(G4)	安徽	16.80-17.38	MF504-5(G4)	内蒙古	4.90-7.10
MY1204-9(G4)	安徽	13.17-13.50	SK304(G4)	甘肃	4.36
LX904(G4)	河南	10.08			

图：2021-2023年公司分销售模式收入及毛利率 (单位：亿元)



3.1 公司量价拆解：2018-2022年产品销量增加，2021-2023年售价逐步提升

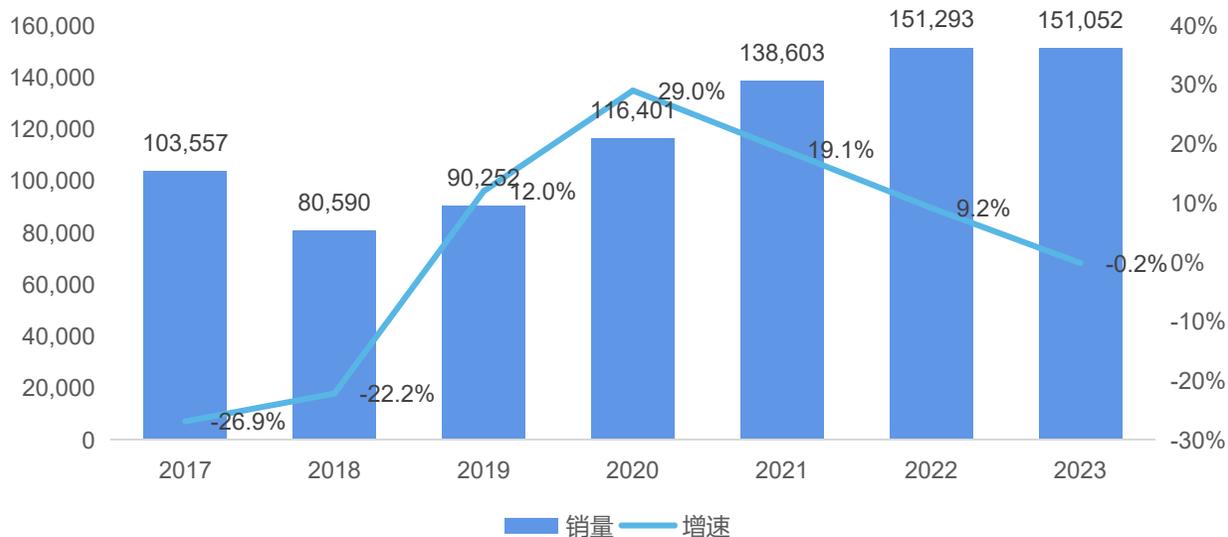
图：2017-2023年农业机械销量及增速（单位：台）



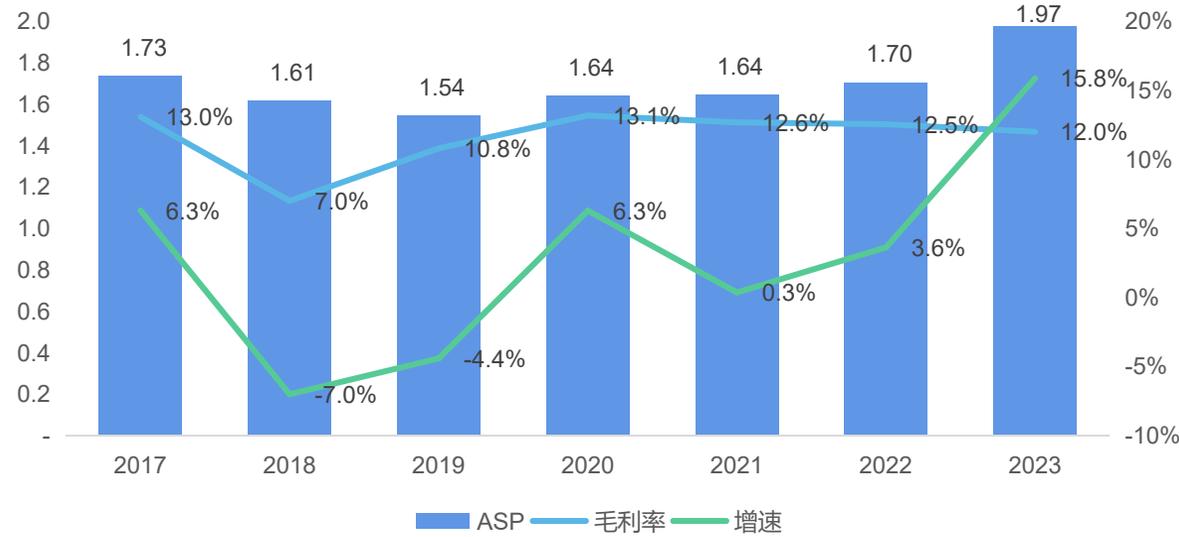
图：2017-2023年农业机械ASP、毛利率及增速（单位：万元）



图：2017-2023年动力机械销量及增速（单位：台）



图：2017-2023年动力机械ASP、毛利率及增速（单位：万元）



3.2 技术：中国一拖、潍柴雷沃位于第一梯队，大马力产品研发进度领先

表：拖拉机产品主流技术路线

技术路线	基本原理	换挡/变速方式	控制方式	综合作业效率	操纵舒适性	技术先进性
机械换挡	通过操纵机械手柄实现换挡	有级	机械控制	一般	一般	中低水平
动力换挡	通过操作电控按钮实现换挡	有级	电液控制	较高	较好	中高水平，智能化水平较高
CVT	通过调节机械和液压两种动力耦合的比例关系，操作电控推杆实现变速	无级	电液控制	最佳	最佳	技术水平最高、开发难度最大，智能化水平最高

表：国内外主要拖拉机厂商技术路线对比

公司\技术路线	机械换挡	动力换挡	无级变速CVT
一拖股份		功率覆盖80-260马力	400马力产品LW4004已有样品
潍柴雷沃		功率覆盖100-260马力	280-340马力产品处于研发阶段
常州东风	传统技术路线，行业内公司均掌握	功率覆盖220-240马力	无CVT技术路线产品
沃得农机		功率覆盖100-160马力	无CVT技术路线产品
江苏常发		功率覆盖260马力	无CVT技术路线产品
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

国内第一梯队

图：“东方红”400马力拖拉机产品LW4004

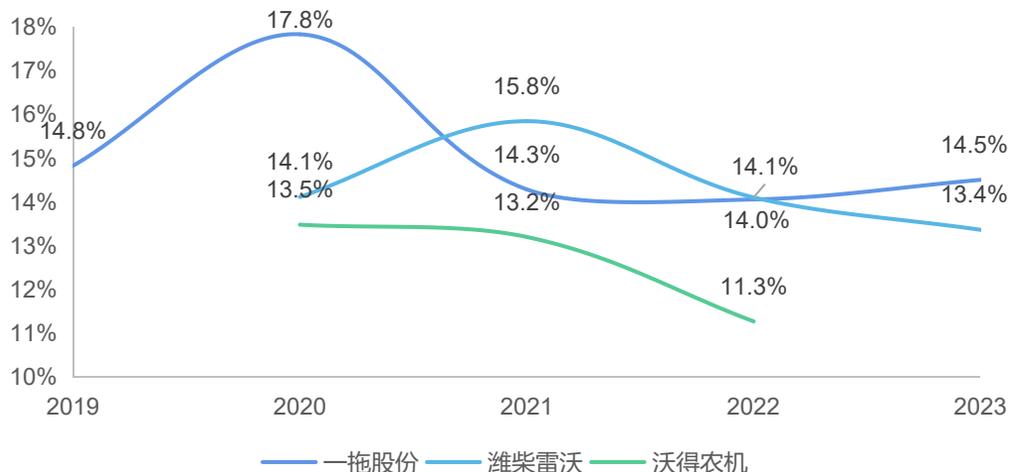


3.3 上下游协同：核心零部件自制，有效保障产品质量

□ **零部件自制**：公司具备车身、铸锻件、发动机、齿轮等核心零部件自制能力，能够有效提升零部件与整机匹配性，保障产品质量及可靠性。2019-2023年，公司拖拉机产品毛利率优于可比公司。

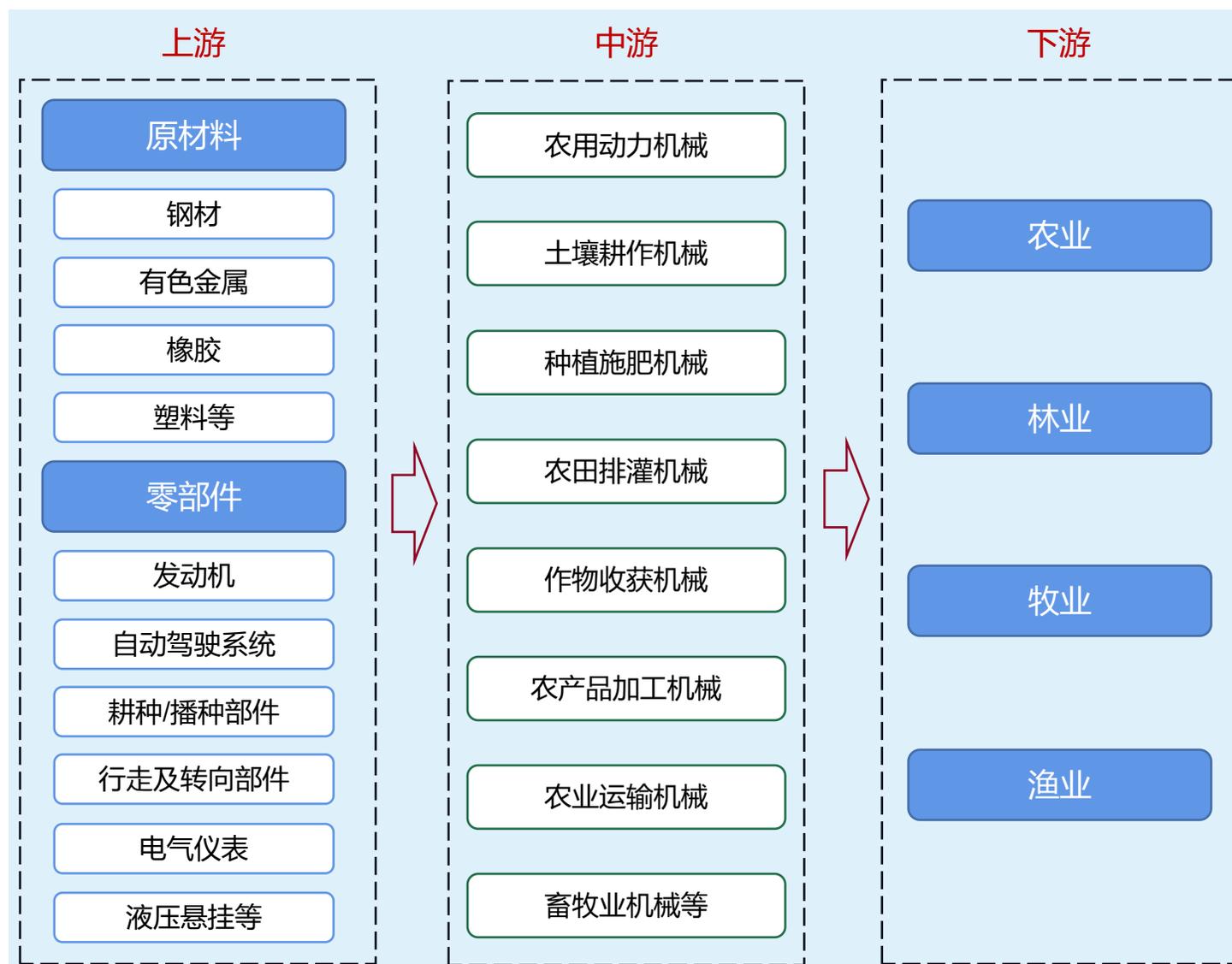
□ **发动机**：发动机为整机的动力源，设计制造技术门槛较高，在整机成本中占比较高。据潍柴雷沃问询函回复，除一拖股份自制发动机外，行业内可比公司较多外购发动机，潍柴雷沃供应商为潍柴动力等，沃得农机供应商为常柴动力等。

图：2019-2023年一拖股份与可比公司拖拉机产品毛利率



注：潍柴雷沃2023年毛利率口径为2023年1-6月

图：农业机械产业链

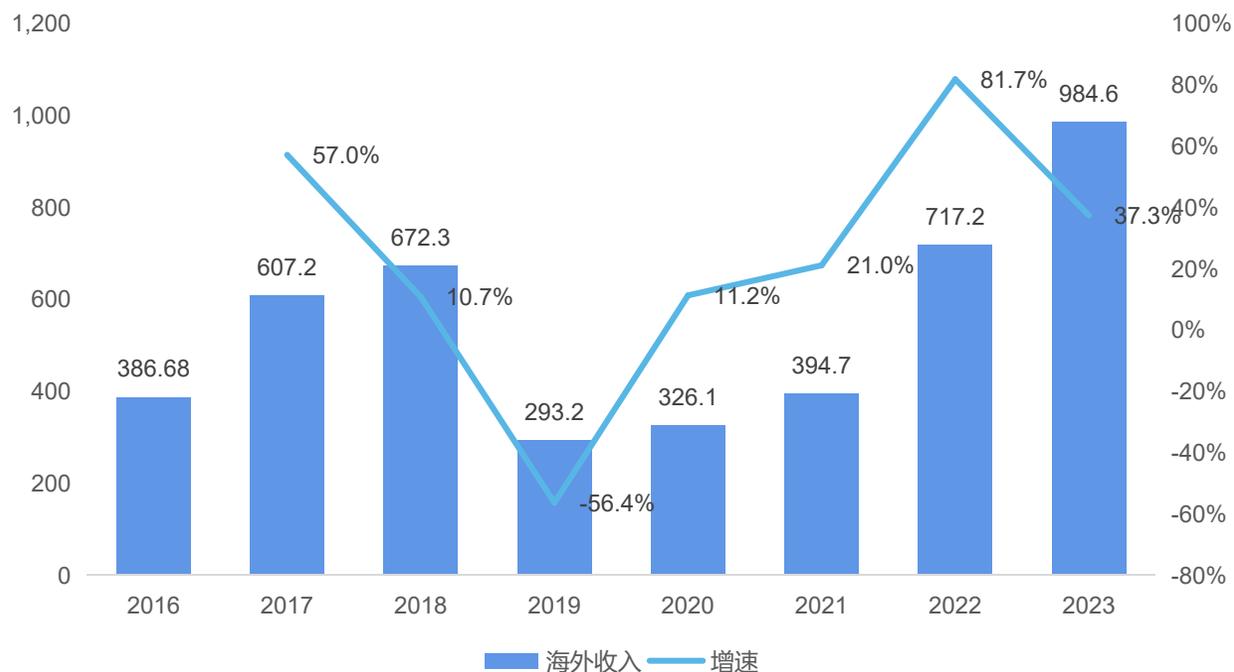


3.4 出口：海外营收持续增长，毛利率同比回升

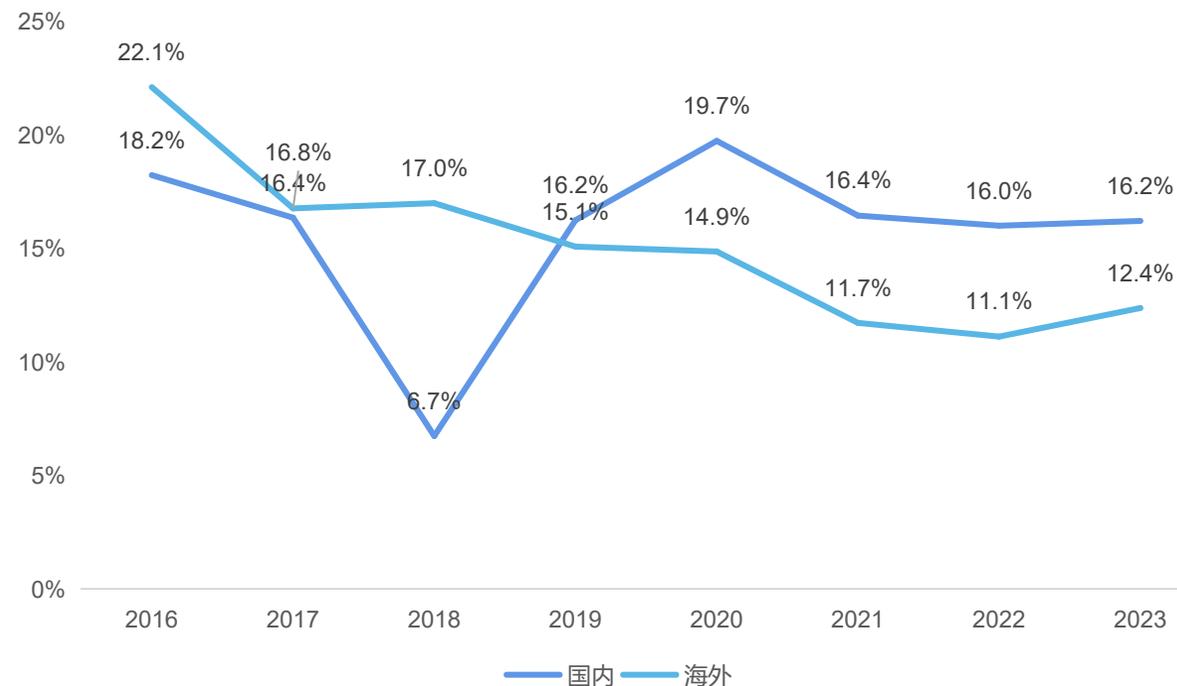
□ **海外营收**：2023年，公司实现海外营收9.85亿元，yoy+37.3%，占比8.5%；2019-2023年，公司海外营收持续增加，从2019年的2.93亿元增加至2023年的9.85亿元，复合增速为35.4%。公司以俄语区、南美为重点区域，持续发力海外市场，2023年拖拉机产品出口销量同比增长43%，海外市场有望贡献更多增量。

□ **毛利率**：2023年，公司海外业务、国内业务毛利率分别为12.4%、16.2%，同比增加1.3pct、0.2pct。2016-2023年，公司海外业务毛利率波动较为平稳，但呈现持续下滑趋势，从2016年的22.1%逐步下滑至2023年的12.4%。

图：2016-2023年一拖股份海外收入及增速（单位：百万元）



图：2016-2023年一拖股份国内及海外业务毛利率



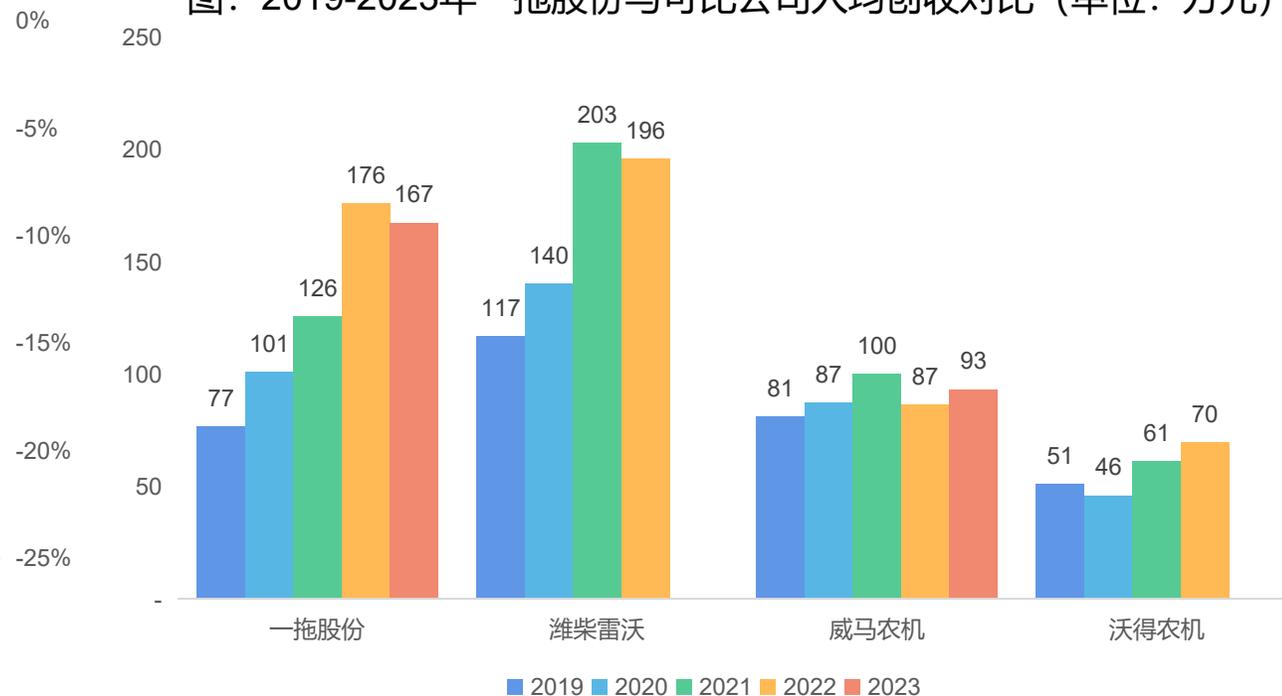
3.5 内部治理：持续进行资产处置与人员精简，人均创收提升

- 资产处置情况：**公司自2017年以来持续进行资产处置。2017年，完成对包括一拖（洛阳）叉车有限公司在内的6家“僵困企业”的治理和处置工作；2018年，公司所持搬运机械公司和长拖公司股权公开挂牌转让；2019年，公司完成了子公司搬运机械公司、新疆装备公司和西苑所公司股权转让退出工作；2021年，公司对持续亏损的全资子公司一拖（法国）农业装备有限公司实施司法清算；2023年，一拖财务公司完成工商注销手续，不再纳入一拖股份合并报表范围。
- 人效情况：**2014-2023年，公司持续进行人员优化，职工人数从2014年的1.31万人减少至2023年的0.69万人，复合增速-6.9%；2019-2023年，公司人均创收呈增加趋势，复合增速为21.6%；2023年人均创收远超威马农机、沃得农机，仅次于潍柴雷沃。

图：2014-2023年一拖股份人员结构及增速（单位：人）



图：2019-2023年一拖股份与可比公司人均创收对比（单位：万元）



四、财务分析：收入利润稳步提升，现金流转化能力强

- 4.1 收入利润：2019-2023年利润逐年增加，收入复合增速为18.6%；农业机械贡献主要营收，2019-2023年复合增速19.1%
- 4.2 费用水平：毛利率平稳，2019-2023年销售费用率逐年降低、管理与研发费用率改善
- 4.3 杜邦分析：2019-2023年销售净利率提升，带动ROE增长；权益乘数稳定，销售净利率与资产周转率边际改善
- 4.4 营运能力：净营业周期为负，上下游议价能力强
- 4.5 现金流：2019-2023年净现比高于1，公司现金流转化能力较强

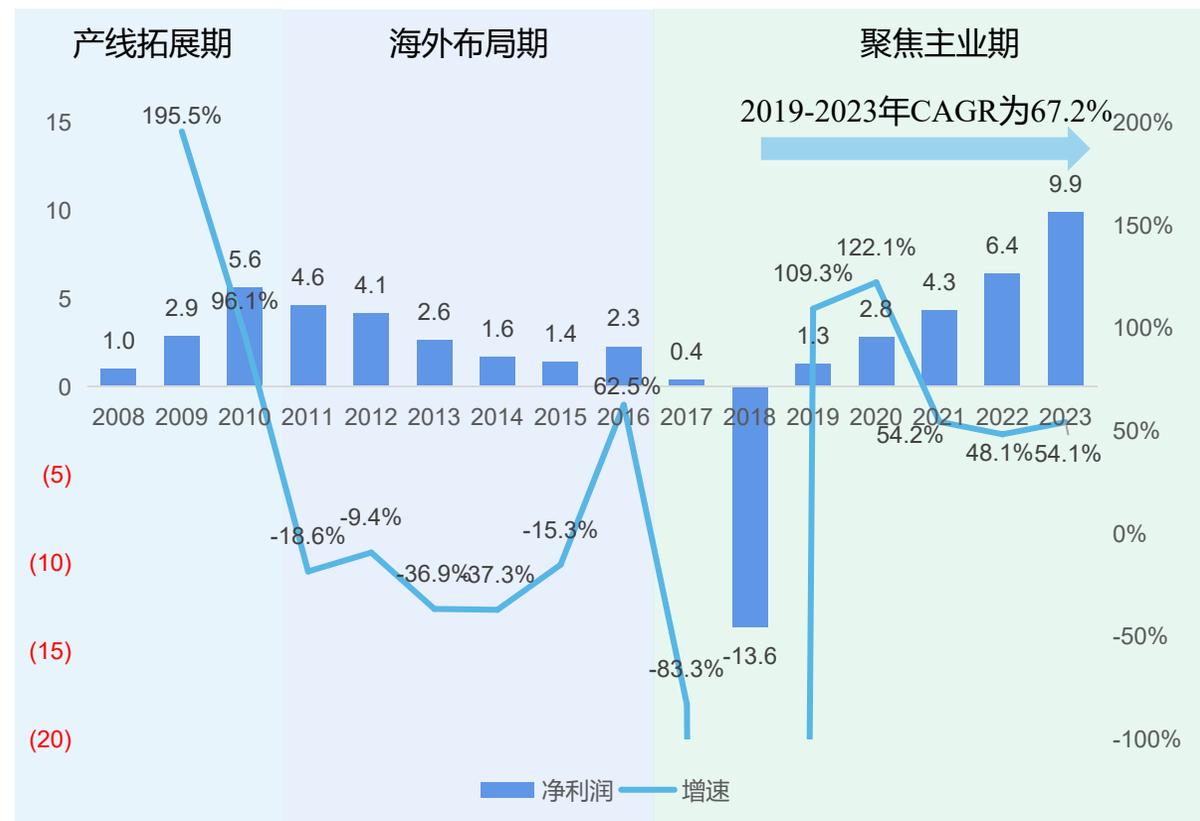
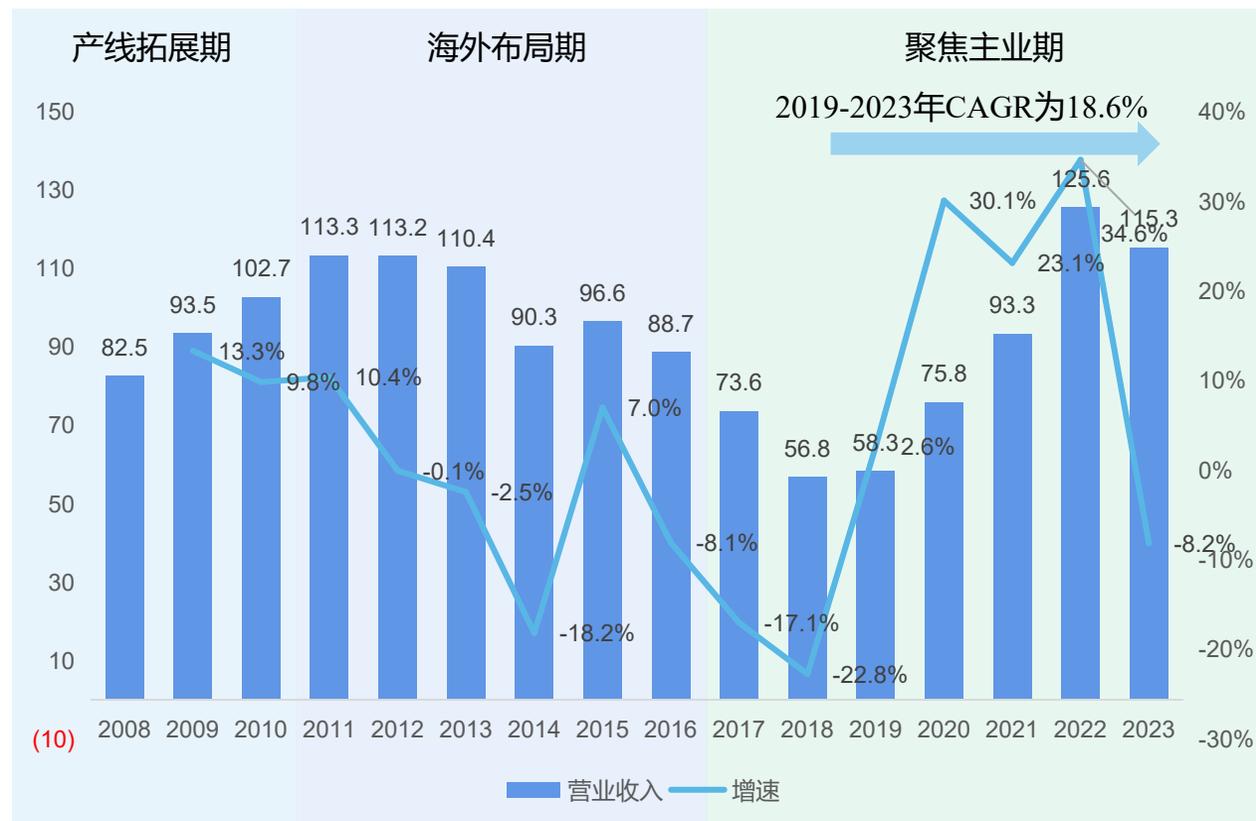
4.1 收入利润：2019-2023年利润逐年增加，收入复合增速为18.6%

□ **营业收入**：2023年，公司实现营业收入115.3亿元，同比降低-8.2%；长周期看，公司营业收入波动明显，2017年开始进行资产处置后，2019年至今迎来持续改善。2019-2023年，公司营业收入复合增速为18.6%。

□ **净利润**：2023年，公司实现净利润9.9亿元，同比增加54.1%；整体看，公司净利润的波动性与营业收入趋于一致。2019-2023年，公司净利润复合增速为67.2%。

图：2008-2023年一拖股份营业收入及增速（单位：亿元）

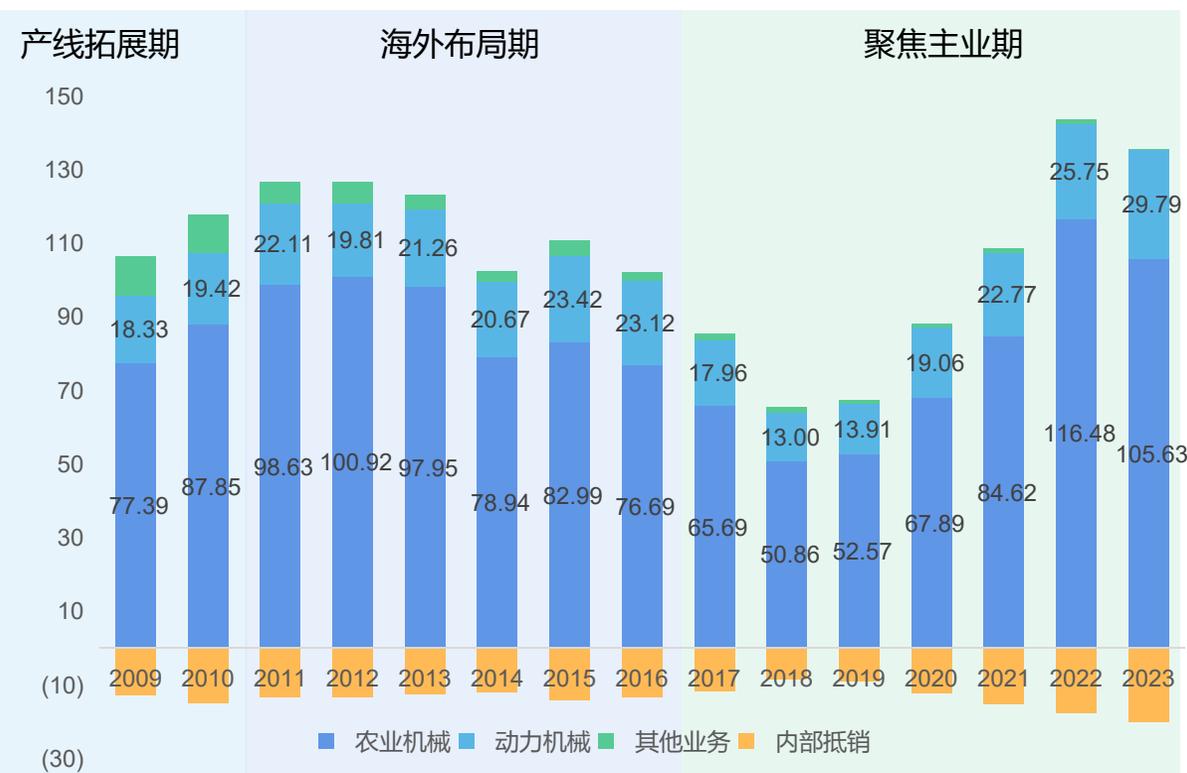
图：2008-2023年一拖股份净利润及增速（单位：亿元）



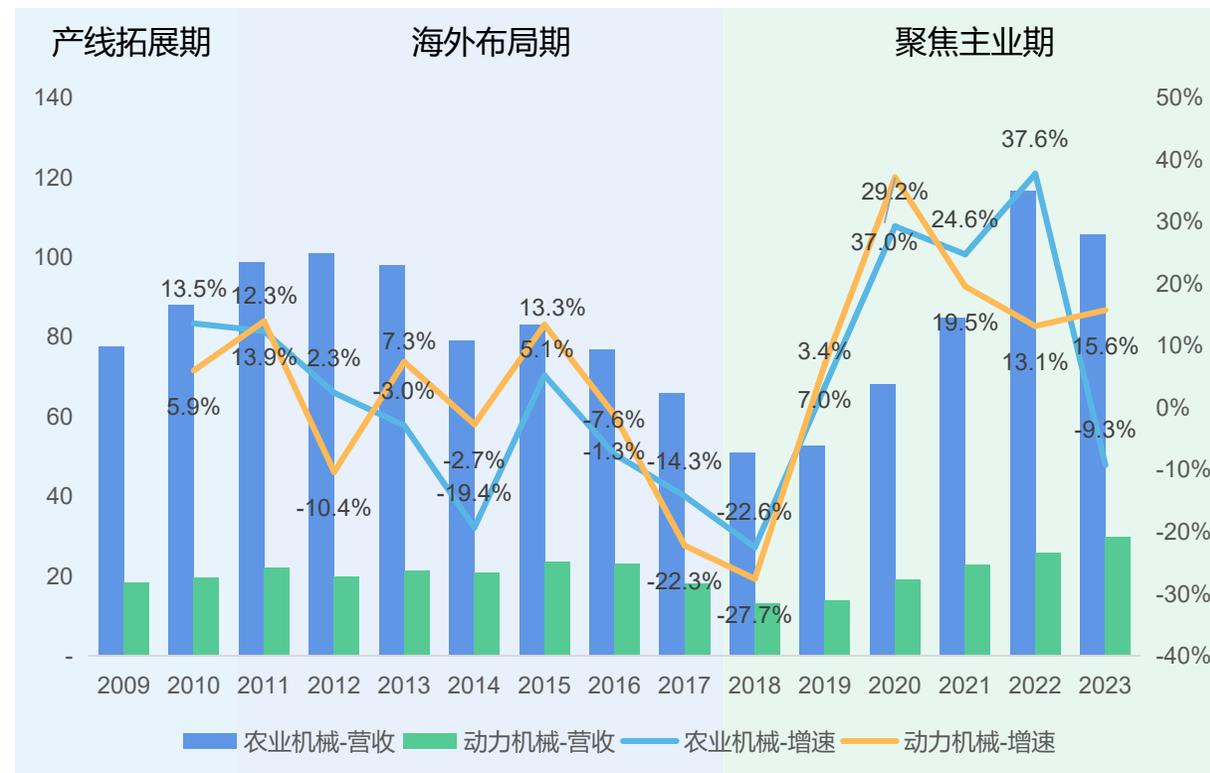
4.1 业务拆分：农业机械贡献主要营收，2019-2023年复合增速19.1%

- 业务拆分：**2023年，农业机械、动力机械分别实现营业收入105.63亿元、29.79亿元，占比分别为91.6%、25.8%；其中内部抵消20.13亿元，占比17.5%。公司业务模式中，农业机械贡献主要营收。
- 周期波动：**分业务看，公司农业机械、动力机械板块具有明显波动性，收入水平自2019年以来呈现增加趋势；2019-2023年，公司农业机械、动力机械板块复合增速分别为19.1%、21.0%。

图：2009-2023年一拖股份主营业务拆分（单位：亿元）



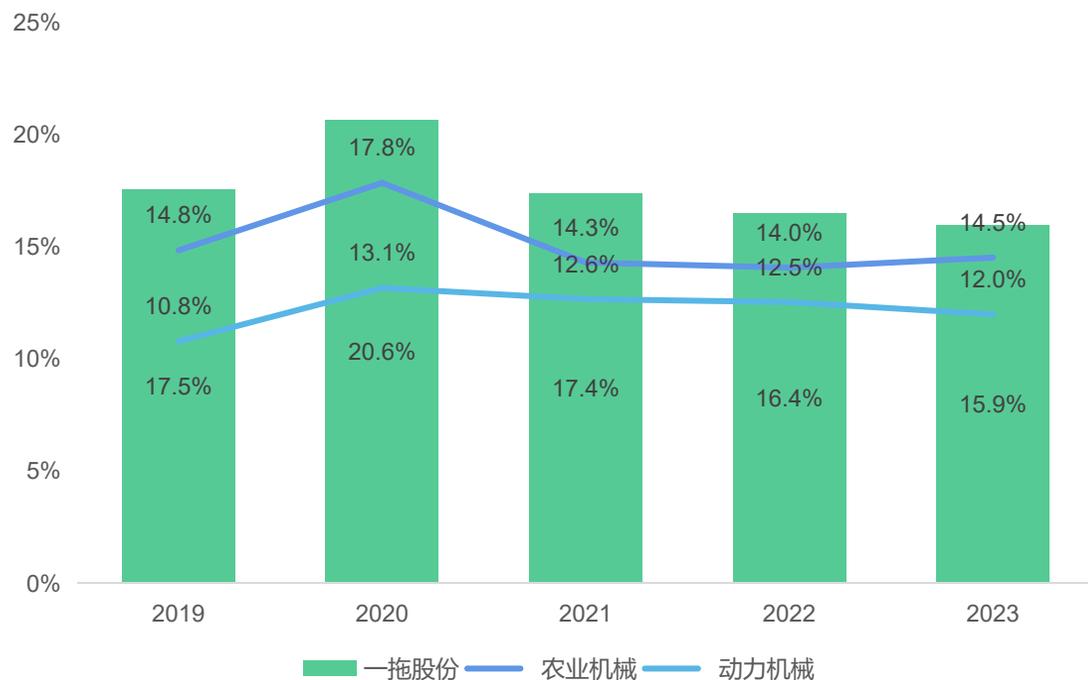
图：2009-2023年一拖股份主营业务营收及增速（单位：亿元）



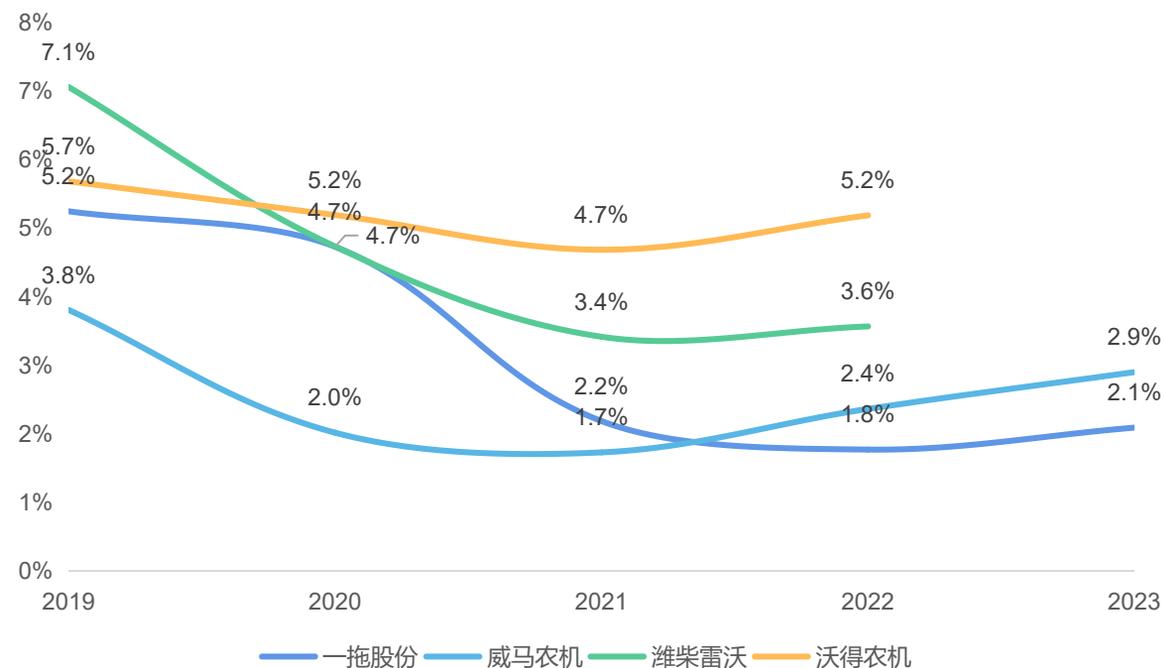
4.2 费用水平：公司毛利率平稳，2019-2023年销售费用率迅速降低

- **毛利率**：2023年，一拖股份毛利率为15.9%，其中农业机械、动力机械毛利率分别为14.5%、12.0%。2019-2023年，公司农业机械、动力机械业务毛利率整体平稳，其中农业机械从2019年的14.8%降低至2023年的14.5%，动力机械从2019年的10.8%提升至2023年的12.0%；公司整体毛利率有所下滑，从2019年的17.5%降低至2023年的15.9%。
- **销售费用率**：2023年公司销售费用率为2.1%。2019-2023年，公司销售费用率逐年降低，从2019年的5.2%降低至2023年的2.1%；公司销售费用率较低，2019-2022年低于潍柴雷沃、沃德农机，2023年低于威马农机。

图：2019-2023年一拖股份分业务毛利率



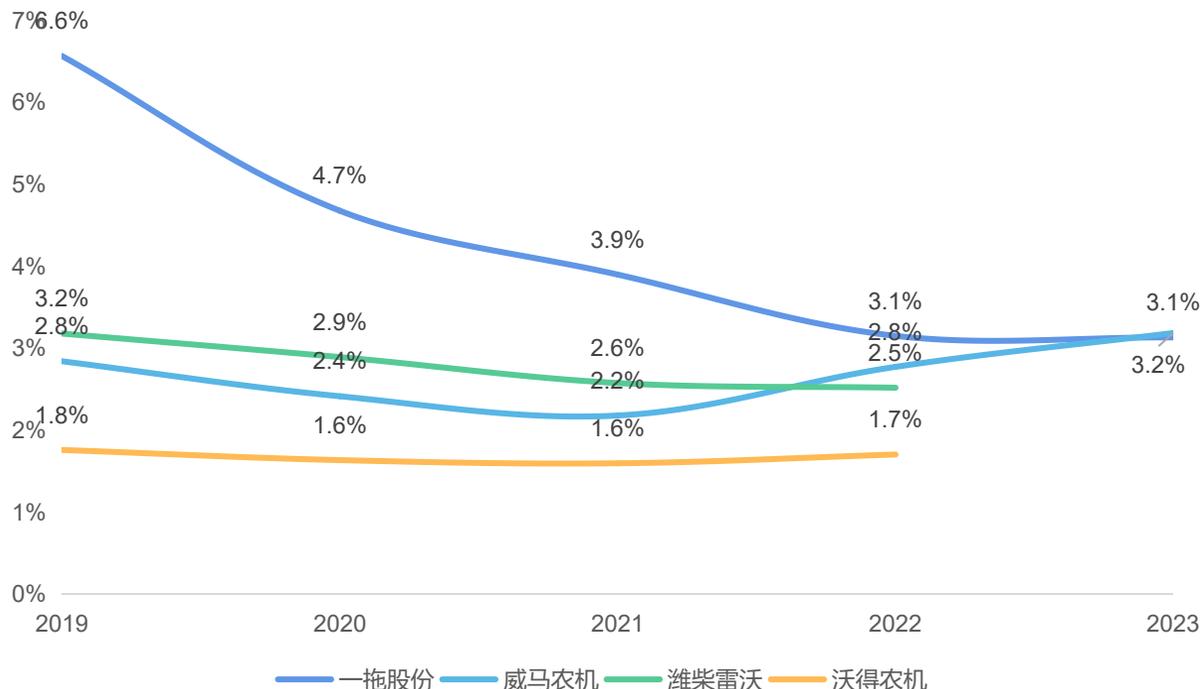
图：一拖股份与可比公司销售费用率对比



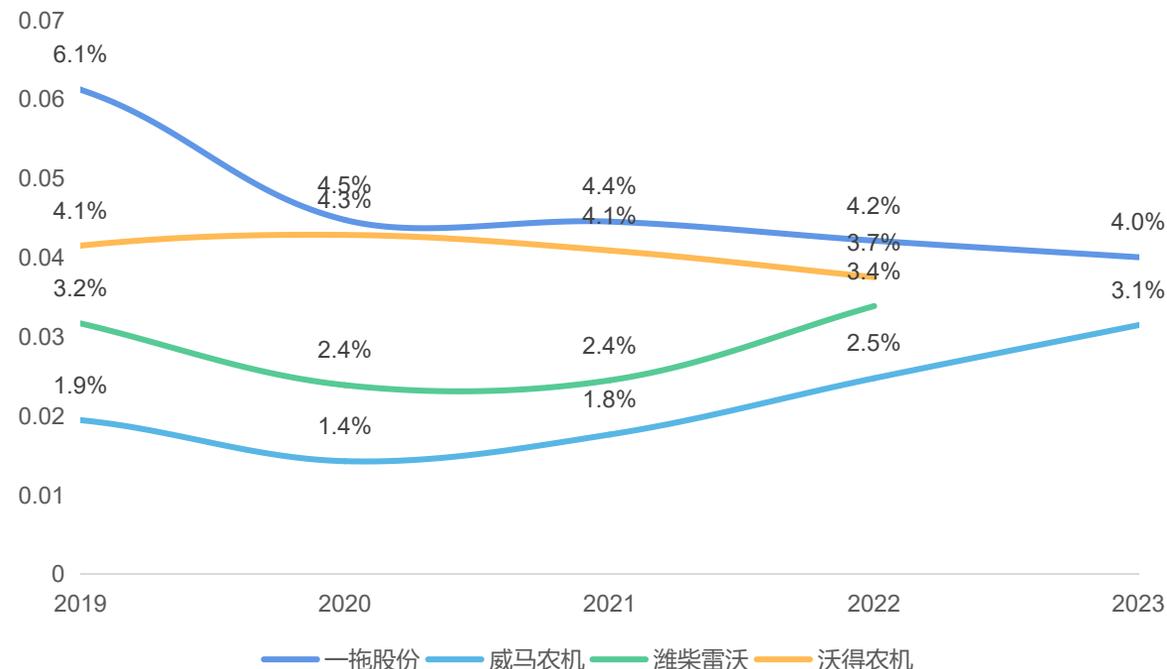
4.2 费用水平：管理与研发费用率逐年改善，但仍高于可比公司

- **管理费用率**：2023年，公司管理费用率为3.1%；公司持续进行人员优化，2019-2023年管理费用率逐年降低。2019-2022年，公司管理费用率高于威马农机、潍柴雷沃、沃得农机等可比公司，2023年略低于威马农机。
- **研发费用率**：2023年，公司实现研发费用4.61亿元，研发费用率为4.0%。2019-2023年，公司研发费用率逐年降低，从2019年的6.1%降低至2023年的4.0%，但仍然高于威马农机、潍柴雷沃、沃得农机等可比公司。

图：一拖股份与可比公司管理费用率对比



图：一拖股份与可比公司研发费用率对比

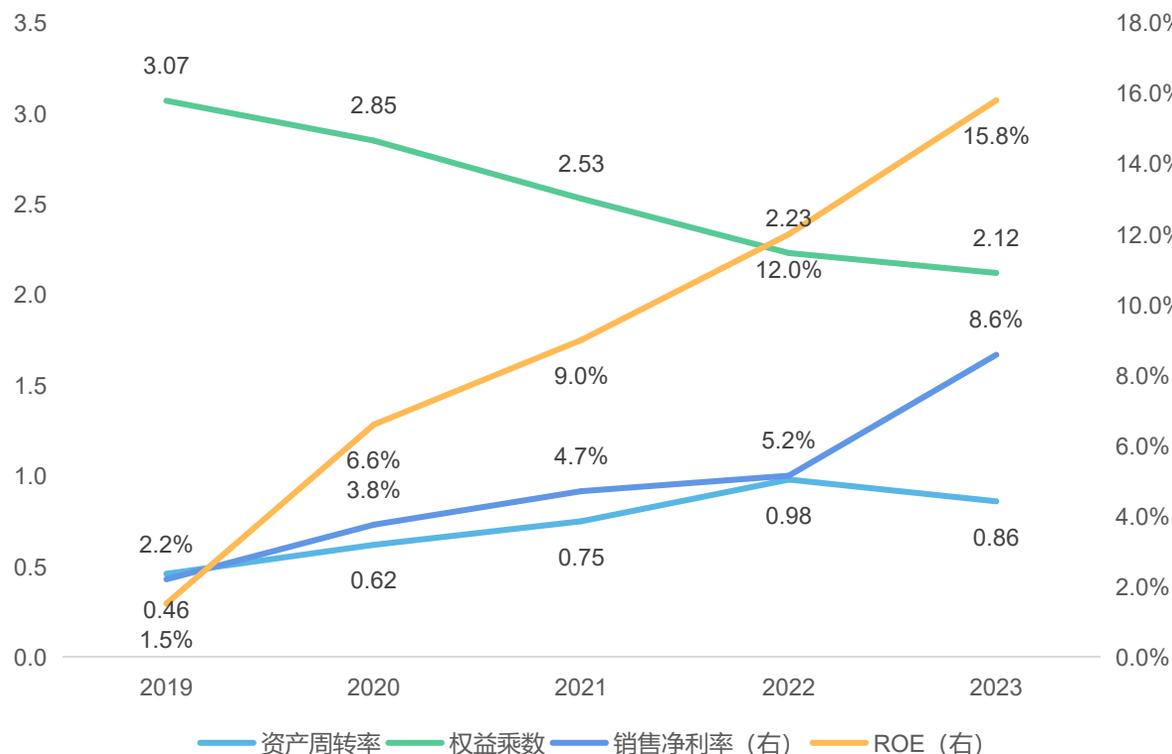


4.3 杜邦分析：2019-2023年销售净利率提升，带动ROE增长

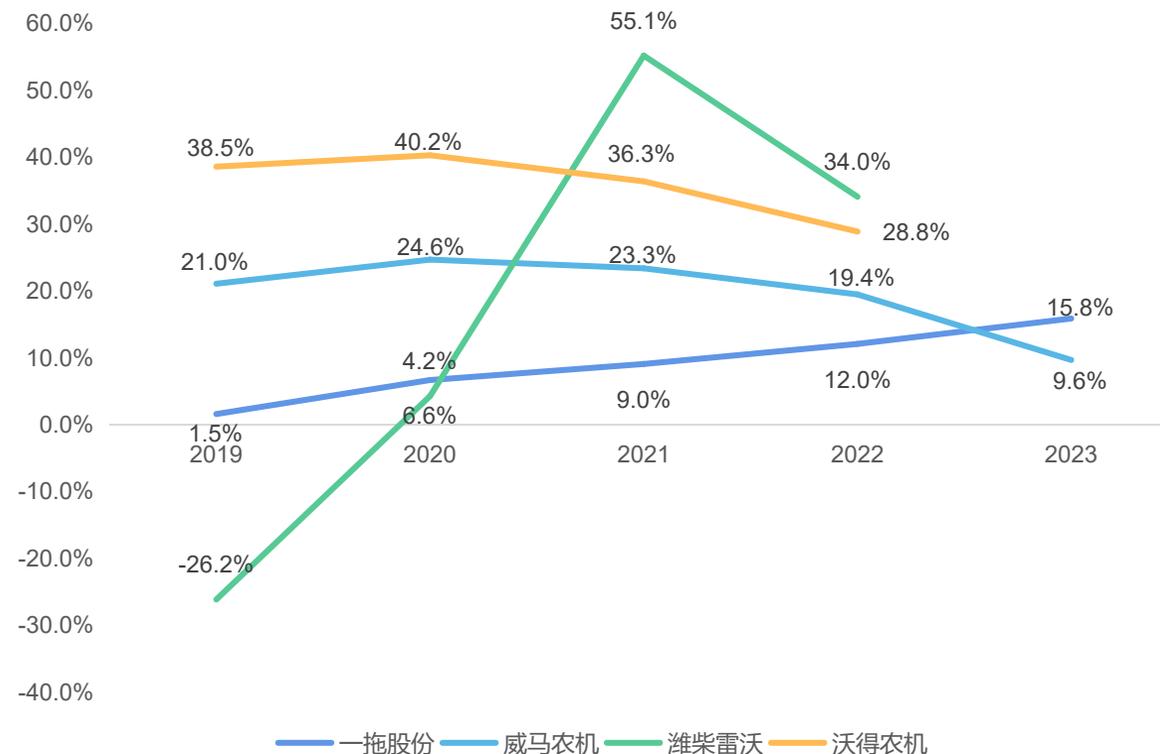
□ **杜邦分析**：2023年，公司销售净利率、资产周转率、权益乘数分别为8.6%、0.86、2.12，销售净利率同比2022年呈现提升趋势，资产周转率、权益乘数同比2022年呈现下降趋势。2019-2023年，公司销售净利率逐年提升，盈利能力有所改善。

□ **ROE**：2019-2023年，公司ROE水平逐年提升，从2019年的1.5%提升至2023年的15.8%，高于威马农机（2023年为9.6%）。2022年，公司ROE水平为12.0%，低于威马农机、潍柴雷沃、沃得农机。

图：一拖股份杜邦分析



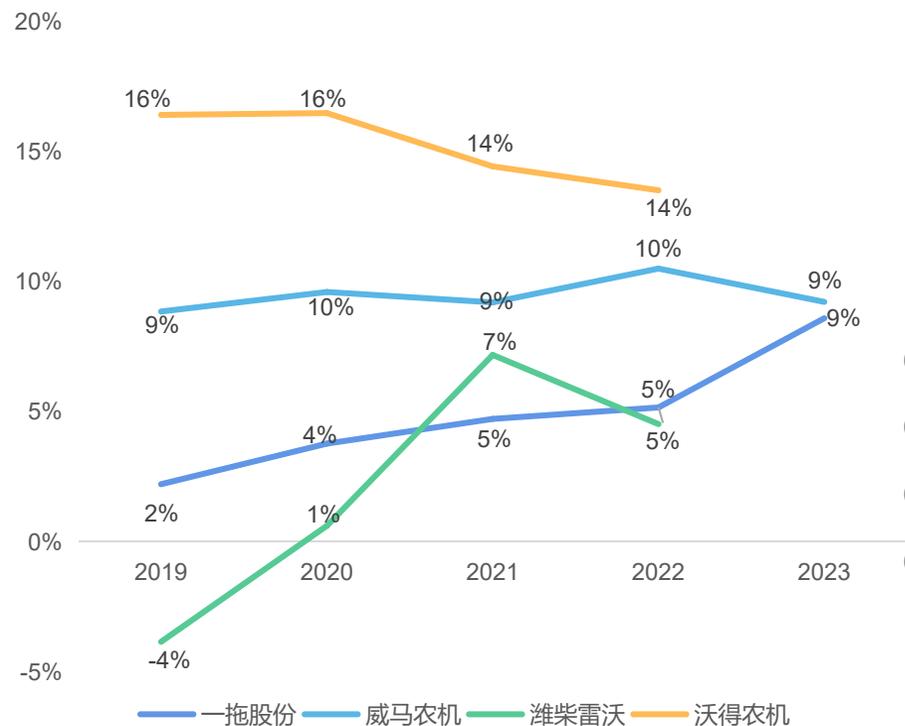
图：一拖股份与可比公司ROE对比



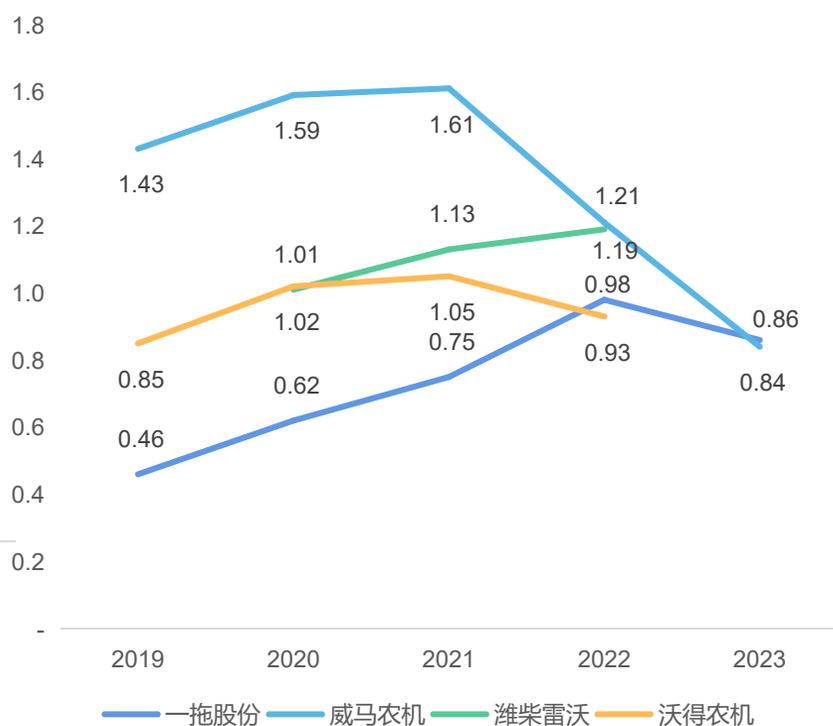
4.3 杜邦分析：权益乘数稳定，销售净利率与资产周转率边际改善

- **销售净利率**：2019-2023年，公司销售净利率提升势头明显，从2019年的2.2%提升至2023年的8.6%；2022年，公司销售净利率为5.2%，高于潍柴雷沃（4.5%），低于威马农机（10.5%）、沃得农机（13.5%）。
- **资产周转率**：2023年，公司资产周转率为0.86，高于威马农机（0.84）；2019-2023年，公司资产周转率总体呈现上升趋势。
- **权益乘数**：2023年，公司权益乘数为2.1，高于威马农机（1.2）；2019-2023年，公司权益乘数温和下行，从2019年的3.1降低至2023年的2.1；2022年，公司权益乘数为2.2，低于沃得农机（2.3）、潍柴雷沃（6.4），高于威马农机（1.5）。

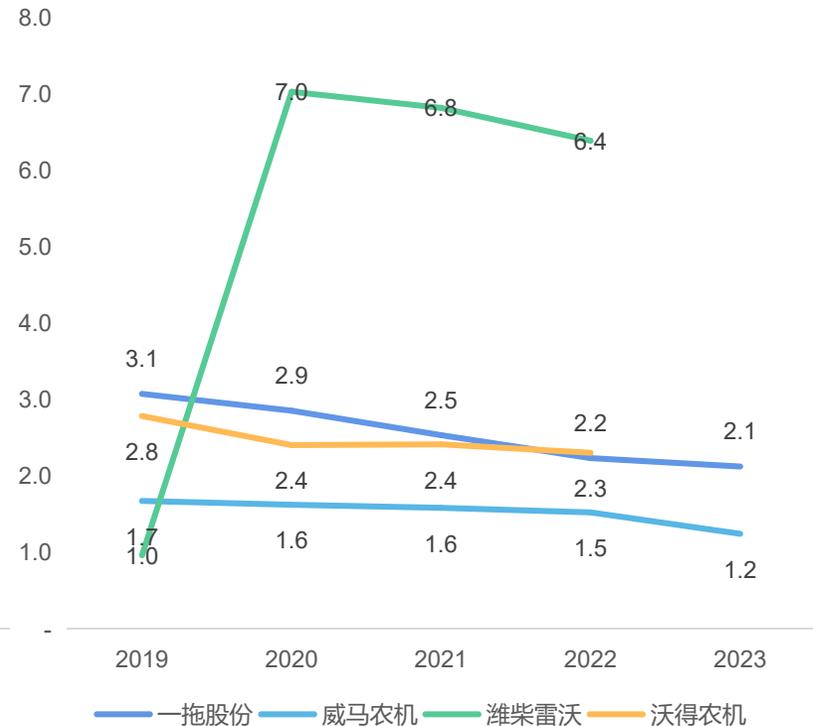
图：一拖股份与可比公司销售净利率对比



图：一拖股份与可比公司资产周转率对比

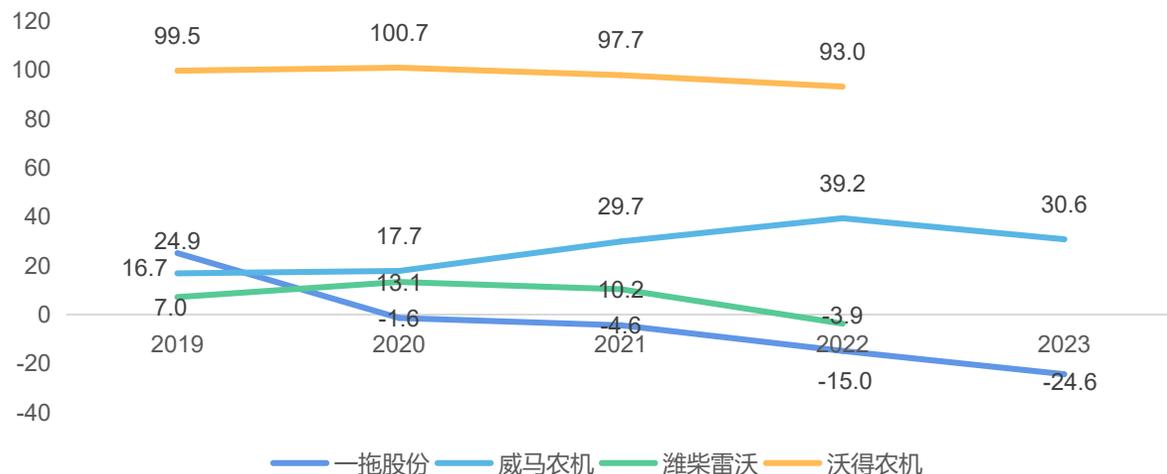


图：一拖股份与可比公司权益乘数对比

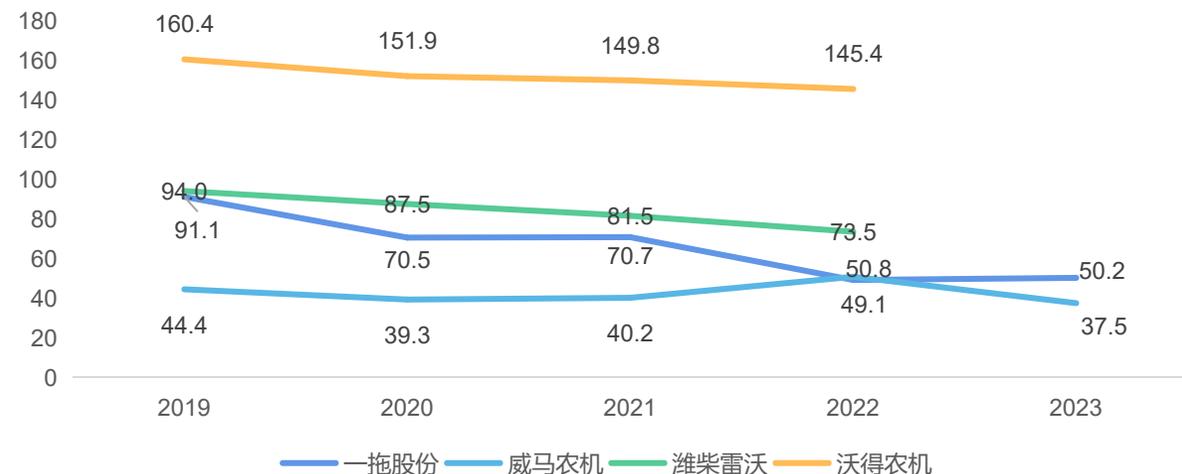


4.4 营运能力：净营业周期为负，上下游议价能力强

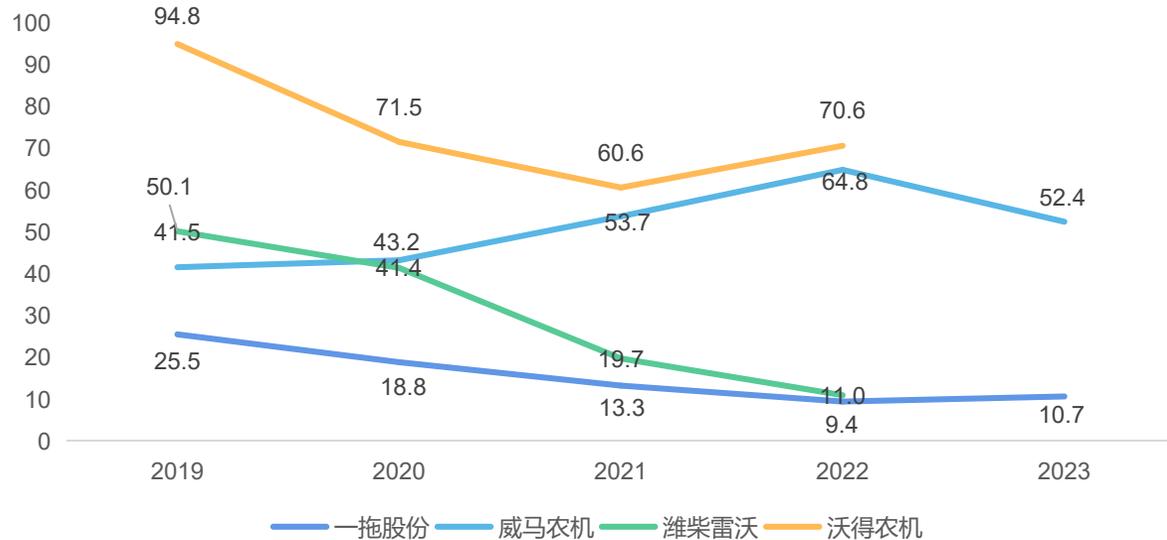
图：一拖股份净营业周期为负，低于可比公司



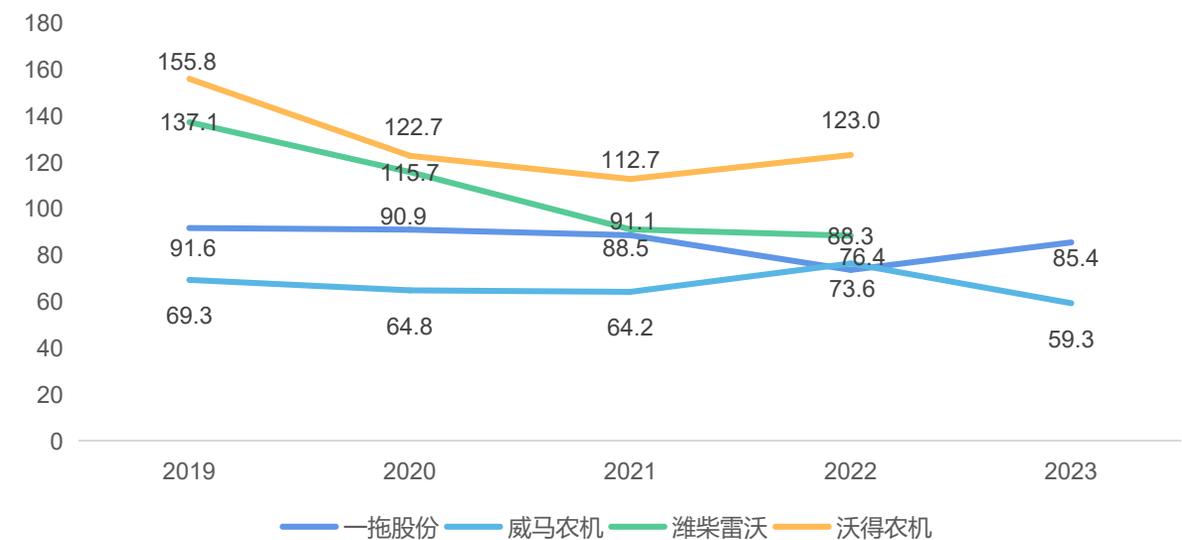
图：一拖股份存货周转天数较低



图：一拖股份应收账款周转天数低于可比公司



图：一拖股份应付账款周转天数较低

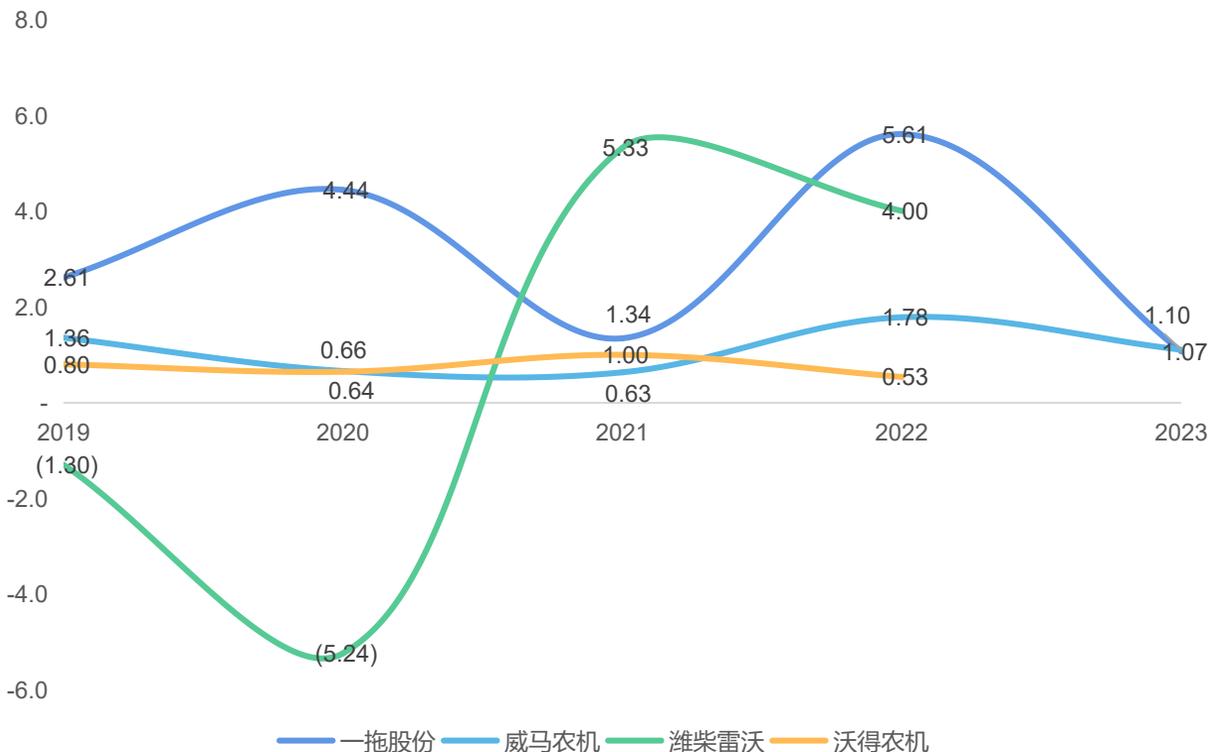


4.5 现金流：2019-2023年净现比高于1，公司现金流转化能力较强

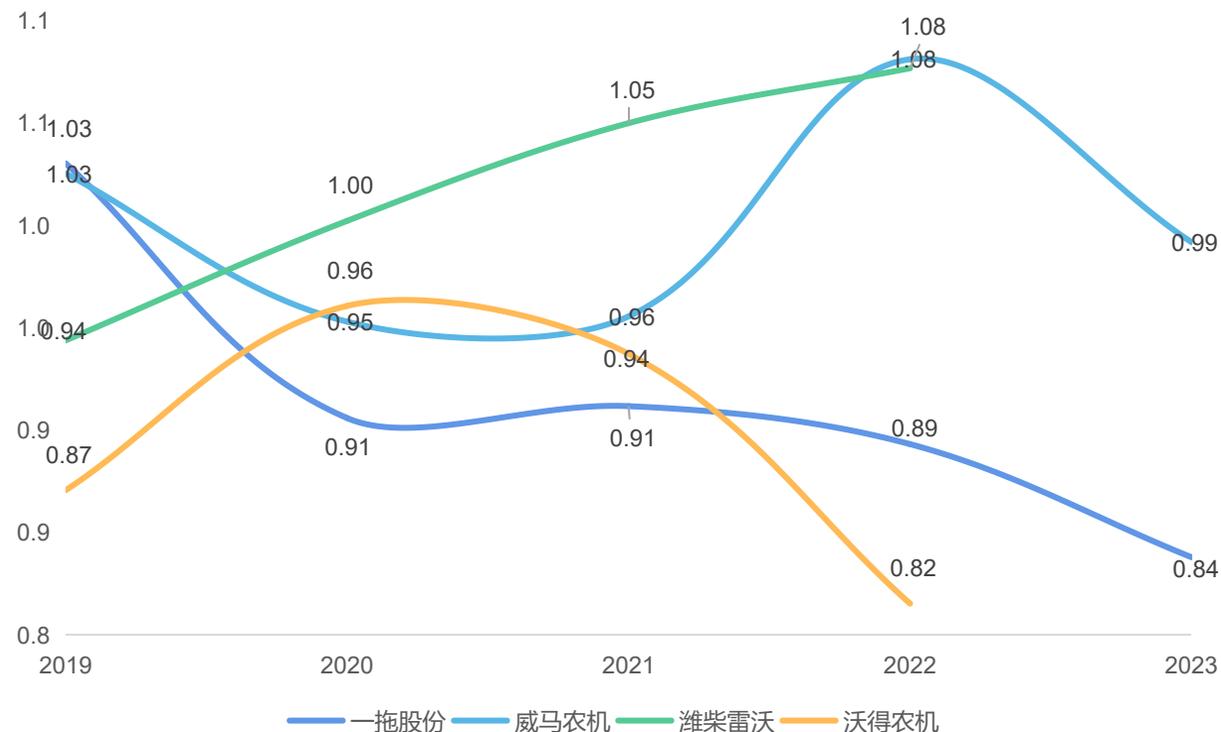
□ **净现比**：2023年，公司净现比为1.07，略低于威马农机（1.10）。2019-2023年，公司净现比均高于1，在可比公司中处于相对较高位置，说明公司盈利质量较好。

□ **收现比**：2023年，一拖股份收现比为0.84，低于威马农机（0.99）。2019-2023年，公司收现比有所下滑，略低于可比公司水平。

图：一拖股份与可比公司净现比对比



图：一拖股份与可比公司收现比对比



五、投资建议与风险提示

- 5.1 投资建议：预计一拖股份2024-2026年营业收入分别为128.39/144.37/161.98亿元，归母净利润分别为11.55/13.35/15.33亿元，对应PE分别为14.05/12.17/10.59X。首次覆盖，给予“买入”评级
- 5.2 风险提示：补贴政策变动风险、农产品价格变动风险、行业竞争格局恶化风险、海外市场拓展不及预期、下游需求不及预期、产品迭代风险

- **看好全球及中国农业机械市场增长：**根据威马农机招股书、FactMr、中商产业研究院，2022年全球农业机械市场空间为1,620亿美元，2015-2022年复合增速为3.2%；根据中商产业研究院，2023年中国农业机械市场空间为5,857亿元，2017-2023年复合增速为7.0%。在农村人口老龄化、农村劳动力外流背景下，农业机械化势在必行。
- **看好中国大中型拖拉机渗透率提升：**2018-2022年，中国大中型拖拉机保有量及占比持续增加，保有量从2018年的422万台提升至2022年的525万台，复合增速为5.6%，占比从19%提升至25%。农业集约化趋势助力大中型拖拉机渗透率提升。
- **看好公司大中型拖拉机的品牌优势与技术实力：**“东方红”品牌历史悠久，2022-2023年位于拖拉机年度排行榜首位，市场认可度高；公司掌握无级变速CVT技术，大马力产品研发进度领先，有望占据更多市场份额。
- **看好公司出海战略：**2019-2023年拖拉机出口金额提升，2021年以来俄语区为大马力拖拉机出口主要市场。公司海外营收持续增加，2019-2023年复合增速为35.4%；持续发力俄语区、南美等重点区域，海外市场有望贡献更多增量。
- **看好大中型拖拉机龙头公司一拖股份，**公司将充分受益全球农业机械市场扩容、中国大中型拖拉机渗透率提升，凭借知名品牌“东方红”与大马力产品研发技术，有望占据更多市场份额；公司重点布局俄语区、南美市场，海外收入持续增加，有望贡献第二增长曲线。

5.1 核心假设和业务拆解

- **基本假设：**一拖股份大中拖竞争优势稳固，市占率提升，假设2024-2026年拖拉机销量增速分别为5%/9%/10%，平均价格增速分别为5%/4%/3%；柴油机销量增速为5%/5%/5%，平均价格增速分别为5%/4%/3%；假设内部抵消占拖拉机、柴油机收入比重为14.0%。
- **预测2024-2026年，**拖拉机业务贡献收入116.45/132.01/149.57亿元，增速分别为10.3%/13.4%/13.3%；柴油机业务贡献收入32.84/35.86/38.78亿元，增速分别为10.3%/9.2%/8.2%。

表：一拖股份营业收入拆分

	2023	2024E	2025E	2026E
拖拉机				
营业收入 (百万元)	10,562.53	11,645.19	13,200.99	14,956.72
增速	-9.3%	10.3%	13.4%	13.3%
ASP (万元)	14.60	15.33	15.94	16.42
销量 (台)	72,363	75,981	82,819	91,101
柴油机				
营业收入 (百万元)	2,978.51	3,283.81	3,585.92	3,878.17
增速	15.6%	10.3%	9.2%	8.2%
ASP (万元)	1.97	2.07	2.15	2.22
销量 (台)	151,052	158,605	166,535	174,862
内部抵消 (百万元)	-2,012.88	-2,090.06	-2,350.17	-2,636.88
占比	-14.9%	-14.0%	-14.0%	-14.0%
营业收入 (百万元)	11,533.79	12,838.94	14,436.74	16,198.00
增速	-8.2%	11.3%	12.4%	12.2%

5.1 盈利预测

- **中大型拖拉机龙头企业，国内营收稳步增长，海外贡献第二曲线：**中国农业机械化水平不断提升，大中型拖拉机占比持续升高，公司凭借品牌+技术处于行业龙头地位，市占率提升带来营收稳健增长；发力俄语区、南美等市场，海外有望贡献第二增长曲线。
- **盈利预测与投资评级：**预计一拖股份2024-2026年营业收入分别为128.39/144.37/161.98亿元，归母净利润分别为11.55/13.35/15.33亿元，对应PE分别为14.05/12.17/10.59X。一拖股份作为国内中大型拖拉机龙头企业，受益中国农业自动化、大中型拖拉机渗透率提升，有望凭借品牌优势与技术实力占据更多市场份额，同时海外业务提供第二增长曲线；首次覆盖，给予“买入”评级。

表：一拖股份盈利预测

预测指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	11,533.79	12,838.94	14,436.74	16,198.00
增长率(%)	-8.20	11.32	12.44	12.20
归母净利润 (百万元)	997.02	1,155.27	1,334.52	1,533.33
增长率(%)	46.39	15.87	15.52	14.90
摊薄每股收益 (元)	0.89	1.03	1.19	1.36
ROE(%)	14.90	15.54	16.10	16.54
P/E	16.42	14.05	12.17	10.59
P/B	2.45	2.18	1.96	1.75
P/S	1.42	1.26	1.12	1.00
EV/EBITDA	12.28	9.80	8.25	5.78

5.1 一拖股份盈利预测表

证券代码： 601038

股价： 14.45

投资评级： 买入(首次覆盖)

日期： 20240815

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3632	4483	5237	7898	营业收入	11534	12839	14437	16198	每股指标				
应收款项	394	428	469	513	营业成本	9697	10761	12093	13562	EPS	0.89	1.03	1.19	1.36
存货净额	1514	1644	1747	1884	营业税金及附加	49	51	58	65	BVPS	5.96	6.62	7.38	8.25
其他流动资产	947	994	1790	842	销售费用	241	244	267	292	估值				
流动资产合计	6488	7549	9242	11136	管理费用	361	385	426	470	P/E	16.4	14.1	12.2	10.6
固定资产	2269	2151	2031	1907	财务费用	-46	-63	-82	-98	P/B	2.4	2.2	2.0	1.8
在建工程	140	126	113	102	其他费用/(-收入)	461	472	527	583	P/S	1.4	1.3	1.1	1.0
无形资产及其他	4256	4254	4254	4254	营业利润	996	1206	1393	1601	财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	664	664	664	664	营业外净收支	7	0	0	0	盈利能力				
资产总计	13817	14745	16305	18064	利润总额	1003	1206	1393	1601	ROE	15%	16%	16%	17%
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	14	60	70	80	毛利率	16%	16%	16%	16%
应付款项	4479	4661	5238	5874	净利润	989	1146	1324	1521	期间费率	5%	4%	4%	4%
合同负债	500	557	627	703	少数股东损益	-8	-9	-11	-12	销售净利率	9%	9%	9%	9%
其他流动负债	1065	1020	1090	1167	归属于母公司净利润	997	1155	1335	1533	成长能力				
流动负债合计	6045	6238	6955	7744	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	收入增长率	-8%	11%	12%	12%
长期借款及应付债券	200	200	200	200	经营活动现金流	1056	1178	1130	3090	利润增长率	46%	16%	16%	15%
其他长期负债	353	354	354	354	净利润	997	1155	1335	1533	营运能力				
长期负债合计	553	554	554	554	少数股东损益	-8	-9	-11	-12	总资产周转率	0.86	0.90	0.93	0.94
负债合计	6598	6792	7508	8298	折旧摊销	341	177	178	179	应收账款周转率	33.76	36.95	37.75	38.48
股本	1124	1124	1124	1124	公允价值变动	-48	0	0	0	存货周转率	7.17	6.81	7.13	7.47
股东权益	7219	7953	8796	9766	营运资金变动	-138	-14	-223	1558	偿债能力				
负债和股东权益总计	13817	14745	16305	18064	投资活动现金流	-2010	-7	10	29	资产负债率	48%	46%	46%	46%
					资本支出	-84	-43	-43	-43	流动比	1.07	1.21	1.33	1.44
					长期投资	-1958	-100	-100	-100	速动比	0.71	0.84	0.87	1.14
					其他	33	136	153	172					
					筹资活动现金流	-346	-422	-486	-558					
					债务融资	-50	-4	0	0					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	-297	-418	-486	-558					
					现金净增加额	-1296	750	654	2561					

- 补贴政策变动风险：补贴政策减少可能影响农户购机需求，进而影响公司收入；
- 农产品价格波动风险：农产品价格下跌导致农户收益减少，进而影响农机产品购置需求；
- 行业竞争格局恶化风险：农机企业陆续推出国四产品，可能导致行业竞争格局恶化；
- 海外市场拓展不及预期：地缘政治、贸易保护政策、海外市场购买力等因素影响公司海外收入；
- 下游需求不及预期：拖拉机产品保有量提升，可能影响新机购置需求；
- 产品迭代风险：拖拉机市场产品型号与参与者众多，可能存在产品迭代风险。

产业研究小组介绍

杨仁文：坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND等最佳分析师第一名。

马川琪：资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

袁冠：分析师，北京大学博士，专注于大制造、大科技产业研究。

分析师承诺

杨仁文，袁冠，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 产业研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号
腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597