

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

中报稳健增长，受益农机设备更新及海外市场开拓

——一拖股份(601038)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(上调)

发布日期：2024年09月03日

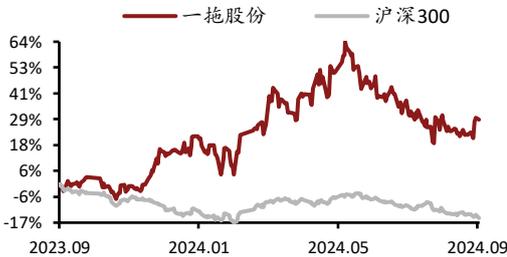
市场数据(2024-09-02)

收盘价(元)	15.18
一年内最高/最低(元)	19.69/11.18
沪深300指数	3,265.01
市净率(倍)	2.36
流通市值(亿元)	170.57

基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	6.44
每股经营现金流(元)	0.81
毛利率(%)	17.01
净资产收益率_摊薄(%)	12.51
资产负债率(%)	47.45
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

个股相对沪深300指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《一拖股份(601038)年报点评：23年需求承压，受益农机设备更新拖拉机需求有望好转》
2024-04-03

《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：马嶽琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

投资要点：

一拖股份披露2024年半年报。2024年上半年公司实现营业收入78.07亿元，同比增长7.78%；归属于上市公司股东的净利润9.05亿元，同比增长20.05%。

● 业绩稳健增长，大中型拖拉机销量增长4.25%

公司2024年中报实现营业收入78.07亿元，同比增长7.78%；归属于上市公司股东的净利润9.05亿元，同比增长20.05%；扣非净利润8.78亿元，同比增长20.92%。

分季度看，2024年Q1-Q2公司营业收入分别为46.56亿、31.51亿，分别同比增长11%、3.16%；归母净利润分别为5.99亿、3.06亿，分别同比增长23.4%、13.99%。

2024年中报分业务看：

1) 农业机械实现营业收入70.93亿，同比增长5.93%。公司积极持续推进产品升级，有序推进大型动力换挡和无级变速拖拉机、燃料电池轮式拖拉机等战略产品的研发制造与应用。公司聚焦农机装备产业“一大一小”两方面短板弱项，加快关键核心技术攻关，产品市场占有率持续保持行业领先。海外销售方面，面对俄罗斯市场上调报废税等不利影响，公司加大中亚、外高加索市场开拓力度，积极弥补俄罗斯市场下滑的销量缺口。2024年中报公司大中型拖拉机实现销售5.1万台，同比增长4.25%，其中出口产品销售4,209台，同比增长3.09%。

2) 动力机械实现营业收入7.14亿元。动力机械业务方面，上半年公司销售柴油机8.24万台，其中外销3.98万台，受农业机械终端市场集中度提升及发电机组出口下降等因素的影响，外部销量同比有所减少。

● 持续推进大马力拖拉机结构优化升级，公司盈利能力稳步提升

2024年中报公司毛利率为17.01%、同比上升1.16个百分点；净利率为11.78%，同比上升2.23个百分点。毛利率、净利率提升主要原因是公司巩固全价值链成本管理成果，降本增效成效持续显现。此外，公司有序推进大型动力换挡和无级变速拖拉机、燃料电池轮式拖拉机等战略产品的研发制造与应用，产品结构优化升级有效提升了产品毛利率。

分业务看。2024年中报公司农业机械毛利率17.57%，动力机械毛利率11.47%。2023年半年报分别提高了0.99个百分点、0.66个百分点。

● 拖拉机龙头地位稳固，市场集中度持续提升，出口空间不断打开

邮编： 200122

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。

2024年上半年，公司农业机械板块实现营收70.93亿元，同比增长5.93%；销量5.10万台，同比增长4.3%；平均价格13.91万元，同比增长5.1%。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，上半年出口销售4,209台，同比增长3.09%，增速短期受影响，但中长期看出海空间仍然较大。

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。拖拉机产品结构的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加快大型化、智能化等更新趋势

农机行业在过去几年里得到了国家持续有力的支持，推动农业全程全面高质高效转型升级，2024年国家先后出台中央一号文件、《2024-2026年农机购置与应用补贴实施意见》以及《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》、《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》，为农机行业中长期发展营造了良好的政策环境，随着高标准农田建设及土地流转的持续推进，用户需求、产品技术向大型化、智能化发展的趋势更加确定，农机行业中长期高质量发展前景依然乐观。

大规模设备更新及消费以旧换新行动方案推出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。我们维持预测公司2024年-2026年营业收入为129.85亿、145.89亿、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15.3X、13.13X、11.67X，公司是拖拉机行业龙头，行业形势良好，公司股价经历大幅调整后估值合理，上调公司为“买入”评级。

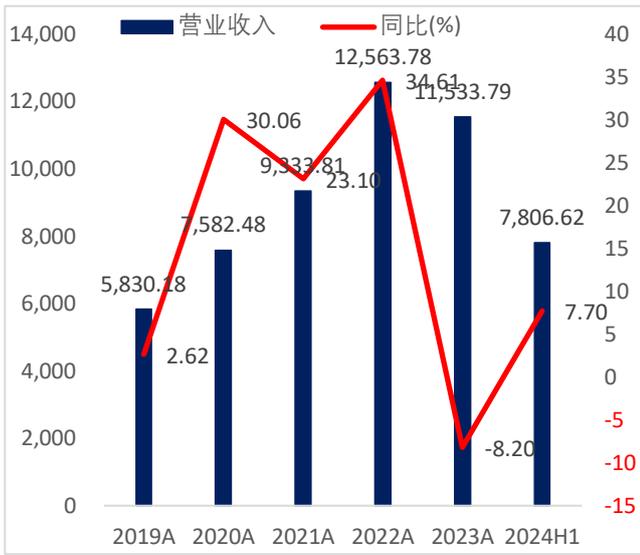
风险提示：1：宏观经济景气度不及预期；2：农业机械补贴政策不及预期；3：市场竞争加剧，毛利率承压；4：原材料价格大幅上涨；5：新产品拓展不及预期；6：国外市场开拓风险。

	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
增长率(%)	55.42	46.39	11.79	16.57	12.46
每股收益(元)	0.61	0.89	0.99	1.16	1.30
市盈率(倍)	25.05	17.11	15.30	13.13	11.67

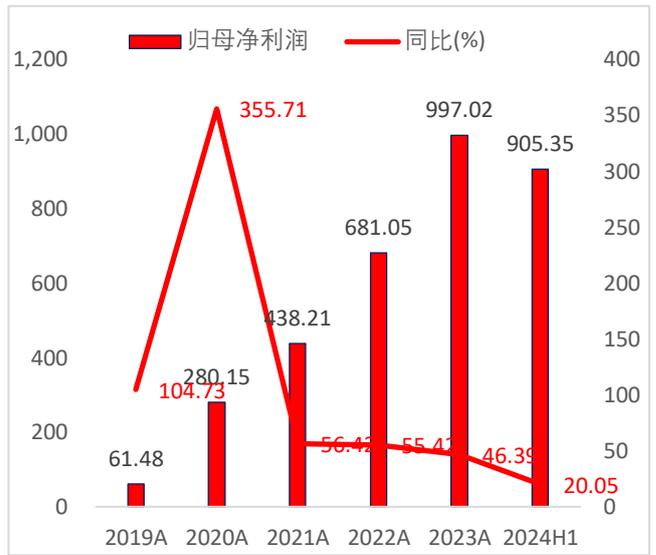
资料来源：中原证券研究所，聚源

图1：公司营业收入（百万元）



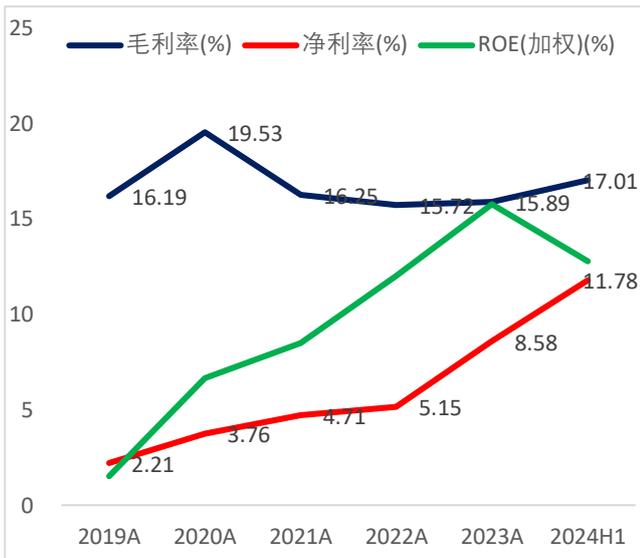
资料来源：Wind、中原证券研究所

图2：公司归母净利润（百万元）



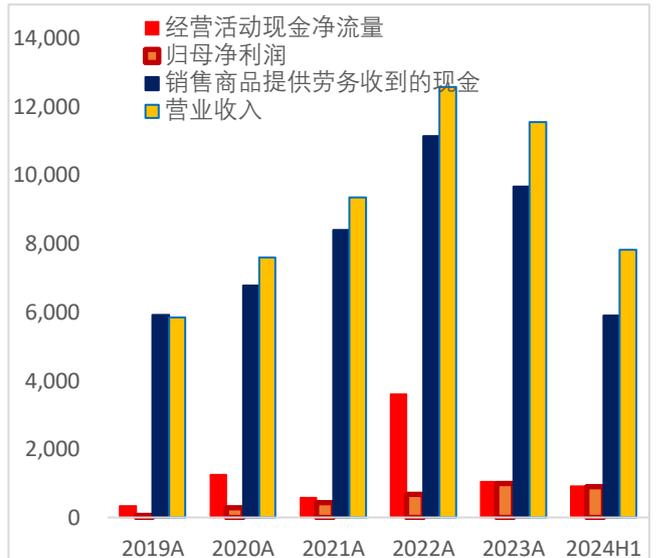
资料来源：Wind、中原证券研究所

图3：公司盈利能力指标



资料来源：Wind、中原证券研究所

图4：公司经营现金净流量（百万元）



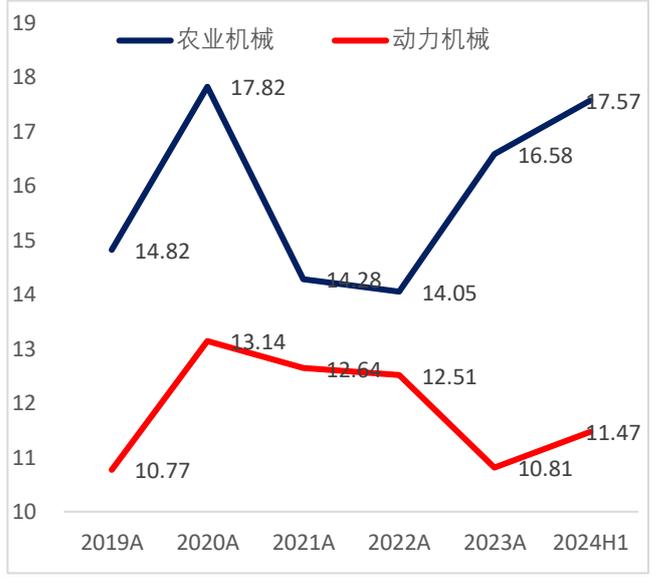
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 5: 分业务营业收入 (百万元)



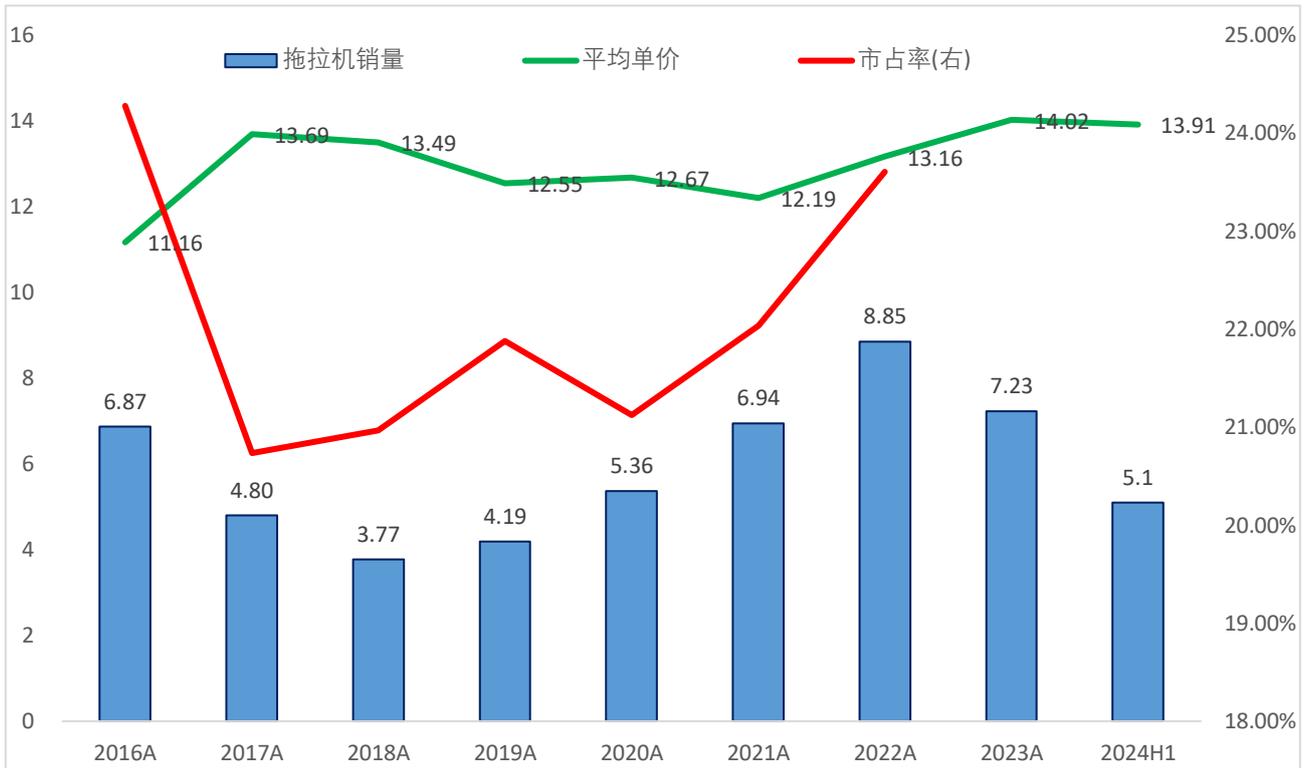
资料来源: Wind、中原证券研究所

图 6: 分业务毛利率 (%)



资料来源: Wind、中原证券研究所

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、一拖股份历年财报、中原证券研究所

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、一拖股份历年财报、中原证券研究所

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	7,575	9,167	10,852
现金	4,364	2,770	3,679	4,883	6,284
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	7,408	7,441	7,486
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	3,649	3,617	3,598
资产总计	12,992	13,817	14,982	16,608	18,338
流动负债	6,128	6,045	6,506	7,236	7,939
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	1,735	1,877	2,032
非流动负债	367	553	520	520	520
长期借款	49	200	200	200	200
其他非流动负债	317	353	320	320	320
负债合计	6,494	6,598	7,026	7,756	8,459
少数股东权益	539	528	518	506	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	3,663	4,570	5,610
归属母公司股东权益	5,958	6,692	7,438	8,346	9,385
负债和股东权益	12,992	13,817	14,982	16,608	18,338

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	1,551	1,759	2,003
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	-143	-159	-173
营运资金变动	2,299	-138	318	358	421
其他经营现金流	297	-41	2	-10	22
投资活动现金流	-2,096	-2,010	-206	-132	-139
资本支出	-87	-84	-160	-156	-159
长期投资	-2,037	-1,958	-189	-135	-153
其他投资现金流	28	33	143	159	173
筹资活动现金流	-141	-346	-436	-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	-436	-423	-463
现金净增加额	1,373	-1,296	910	1,203	1,401

资料来源：中原证券研究所，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	-84	-114
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	143	159	173
资产处置收益	2	2	2	2	2
营业利润	588	996	1,160	1,332	1,504
营业外收入	26	8	16	34	34
营业外支出	3	1	13	14	21
利润总额	612	1,003	1,163	1,352	1,517
所得税	-30	14	58	64	68
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	1,363	1,542	1,678
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	16.42	14.82	12.92
归属母公司净利润 (%)	55.42	46.39	11.79	16.57	12.46
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	8.91	9.06
ROE (%)	11.43	14.90	14.98	15.57	15.57
ROIC (%)	12.28	10.41	12.81	13.33	13.27
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.99	47.75	46.90	46.70	46.13
净负债比率 (%)	99.96	91.39	88.31	87.62	85.63
流动比率	1.29	1.07	1.16	1.27	1.37
速动比率	1.03	0.71	0.82	0.92	1.02
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	1.38	1.57	1.78
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	25.05	17.11	15.30	13.13	11.67
P/B	2.86	2.55	2.29	2.04	1.82
EV/EBITDA	7.54	12.28	9.97	8.04	6.55

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。