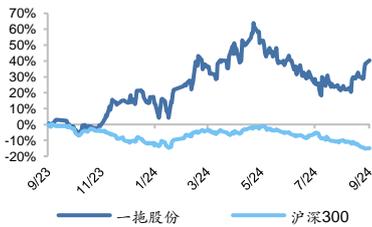


## 国内农机领军者，立足中国，放眼世界

投资评级：买入  
首次覆盖

报告日期：	2024-09-26
收盘价（元）	16.81
近12个月最高/最低（元）	19.56/10.93
总股本（百万股）	1123.65
流通股本（百万股）	731.71
流通股比例（%）	65.12
总市值（亿元）	188.88
流通市值（亿元）	123.00

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 领军农业机械领域，盈利能力持续增强

公司前身为第一拖拉机制造厂，是我国“一五”期间156个国家重点项目之一，深耕行业近70年，从政府主导企业转变为市场导向、国内一流的农机企业。公司产品系列涵盖多品类农机设备，主要包括轮式拖拉机、履带拖拉机以及各类动力机械，其中“东方红”已经成为市场知名的民族品牌。近年来公司营收总体稳健，而盈利能力持续增强，从2019年0.61亿元增长至2023年9.97亿元，CAGR为100.68%。2024H1实现归母净利润9.05亿元，同比增长20.05%。

#### ● 农机行业前景广阔，设备更新+农机购置补贴促行业发展

受益于农业技术的不断进步、全球粮食需求的增加、各国对农业现代化的政策支持、全球经济复苏以及行业智能化等因素，全球及国内农业机械市场规模呈现稳中有升态势。根据中商产业研究院数据，全球农机市场规模从2017年的1280亿美元增长到2023年预计的1708亿美元。国内农机市场规模从2018年的4286亿元增长到2023年的5857亿元。向未来看，国务院，国家发改委等部门制定多项政策支持我国农机市场的发展。2024年3月国务院下发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》要求持续实施好农业机械报废更新补贴政策。同时，购置补贴方面，为进一步提升农业生产的机械化水平，2024年中央文件明确提出要加大农机购置补贴力度，补贴力度达到246亿元。综合来看农机行业发展前景广阔，根据中商产业研究院数据，预计2024年国内农机市场规模将进一步扩大至6100亿元。

#### ● 海外布局加速，核心零部件自制+销售网络优化构筑强竞争力

出海方面，公司始终坚持独特的全球化发展道路，致力于提升全球市场竞争力。从海外营收来看，2023年公司海外营收达9.85亿元，2019-2023年CAGR达35.37%。根据公司2023年年报，公司未来会持续加快海外拓展力度，在夯实俄语区市场的基础上，加快布局南美、东南亚等重点区域，实现出口业务规模的稳步增长和市场结构的优化。竞争力方面，公司深耕行业多年，已形成国内拖拉机行业最完整的从整机到核心零部件的制造体系，具备车身、铸锻件、发动机、齿轮等拖拉机核心零部件自制能力。另一方面，公司“东方红”品牌创造多项“第一”，荣获多种奖项，同时销售端，公司持续建立和完善销售服务网络，强化整体营销能力。

#### ● 投资建议

我们看好一拖股份各类产品在国内及海外市场的持续发展，预计2024-2026年分别实现营收128.46/144.25/159.03亿元，同比增长11.4%/12.3%/10.2%；实现归母净利润11.68/13.71/15.99亿元，同比增长17.2%/17.3%/16.7%；2024-2026年对应的EPS为1.04/1.22/1.42元。公司当前股价对应PE为16/14/12倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

1) 国内行业需求不及预期；2) 海外市场拓展不及预期；3) 应收账款回收风险；4) 行业竞争加剧。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,534	12,846	14,425	15,903
收入同比 (%)	-8.2%	11.4%	12.3%	10.2%
归属母公司净利润	997	1,168	1,371	1,599
净利润同比 (%)	46.4%	17.2%	17.3%	16.7%
毛利率 (%)	15.9%	16.4%	17.0%	17.5%
ROE (%)	15.8%	16.4%	17.0%	17.4%
每股收益 (元)	0.89	1.04	1.22	1.42
P/E	18.94	16.17	13.78	11.81
P/B	2.82	2.50	2.20	1.93
EV/EBITDA	14.86	14.50	12.87	11.14

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

<b>1 领军农业机械领域，经营效能持续优化</b> .....	<b>5</b>
1.1 深耕行业多年，成长为国内农机领军企业.....	5
1.2 股权结构稳定，管理层具备多年产业背景.....	5
1.3 专注农机领域，培育多品类农机装备.....	7
1.4 盈利能力持续增强，经营效益持续提升.....	9
<b>2 农业机械行业前景广阔，国内农机市场集中度较低</b> .....	<b>12</b>
2.1 农业机械：现代农业作业的重要设备，品种种类繁多.....	12
2.2 行业规模：农机市场需求稳中有升，国内发展持续增长.....	14
2.3 竞争格局：全球农机市场竞争高度集中，一拖股份市占率有待提高.....	15
2.4 农机前景：政策支持力度加大，行业前景广阔.....	16
<b>3 加速海外市场拓展，着力打造核心竞争力</b> .....	<b>18</b>
3.1 海外布局加速，全球市场大有可为.....	18
3.2 核心零部件自制，公司为柴油发动机技术龙头.....	19
3.3 知名民族“东方红”品牌，经销网络布局完备.....	21
<b>4 投资建议</b> .....	<b>24</b>
4.1 基本假设与营业收入预测.....	24
4.2 估值和投资建议.....	25
<b>风险提示</b> .....	<b>26</b>

## 图表目录

图表 1 一拖股份发展历程.....	5
图表 2 公司股权结构.....	6
图表 3 主要参控股公司及其主要业务.....	6
图表 4 公司主要产品.....	7
图表 5 近年来公司各项业务营收情况 (亿元).....	8
图表 6 公司农机营收占比保持在较高水平.....	8
图表 7 2013 年-2024 年 H1 主营业务毛利率情况 (%).....	8
图表 8 近年来公司营收及同比情况.....	9
图表 9 近年来公司归母净利润及同比情况.....	9
图表 10 公司近年各项费用率情况.....	10
图表 11 公司近年来利润率情况.....	10
图表 12 公司近年来现金分红比例及每股股利情况.....	11
图表 13 我国农机主要机种分类.....	12
图表 14 主要发达国家农业现代化情况.....	13
图表 15 我国农机发展历程.....	13
图表 16 我国 2019-2022 年农作物综合机械化率 (%).....	14
图表 17 我国农业机械总动力 (万千瓦) 及增长率 (%).....	14
图表 18 全球农机市场规模 (亿元) 及同比增长率 (%).....	14
图表 19 我国农机市场规模 (亿元) 及同比增长率 (%).....	15
图表 20 2021 年全球农机市场占有率 (%).....	16
图表 21 2023 年我国农机市场占有率 (%).....	16
图表 22 部分主要农机公司基本情况.....	16
图表 23 我国拖拉机产量 (万台) 及同比增长率 (%).....	16
图表 24 我国农机发展相关政策.....	17
图表 25 中央财政农机购置补贴 (万吨) 及同比增长率 (%).....	17
图表 26 一拖股份海外布局发展.....	18
图表 27 一拖股份国外营业收入、同比增速变化及 2023 年中大拖出口海外各地区营收占比.....	19
图表 28 农业机械产业链.....	20
图表 29 一拖股份部分零部件.....	20
图表 30 一拖股份柴油发动机技术.....	21
图表 31“东方红”品牌多项奖项.....	22
图表 32 公司部分客户名单.....	22
图表 33 近年来公司直销, 经销营收及毛利率情况.....	23
图表 34 近年来公司直销, 经销营收占比情况.....	23
图表 35 公司营业收入预测.....	25
图表 36 可比公司估值比较.....	25

# 1 领军农业机械领域，经营效能持续优化

## 1.1 深耕行业多年，成长为国内农机领军企业

深耕行业近 70 年，出海创新并举开创新局。公司前身为第一拖拉机制造厂，是我国“一五”期间 156 个国家重点项目之一，历经多年，公司已然从政府主导企业转变为市场导向、国内一流的农机企业。公司按其战略发展可分为四阶段：

1) **政府主导发展期 (1955 年—1997 年)**：1958 年公司研制的中国第一台东方红 54 型履带拖拉机正式出厂，后又研制 75 型等东方红系列拖拉机。根据公司官网信息，在 70 年代，中国 70% 以上机耕任务都是由东方红拖拉机完成的。

2) **改革上市推进期 (1997 年—2004 年)**：经股份制改革，1997 年一拖股份正式成立，同年 6 月在香港上市，并于 2012 年在上交所挂牌交易。2004 年 LF80-90 型拖拉机年产量首次突破万台。

3) **产品创新开放期 (2004 年—2015 年)**：产品创新方面，2007 年国内首台最大马力农业履带东方红-C1602 试制成功，随后研制成功 LF2204 等型号动力换挡拖拉机。产品出海方面，2004 年东方红大拖首次出口委内瑞拉，随后其产品又销往津巴布韦、法国、埃塞俄比亚等国家，至此一拖股份开放进程不断加快。

3) **智能+数字化转型期 (2015 年-至今)**：面对行业形势变化，公司加快了向高端智能转型的步伐。产品方面，2022 年东方红国三大轮拖下线，标志着公司全系列产品完成国四切换。生产线方面，2023 年新型 YTN3 柴油机智能生产线投入使用。

图表 1 一拖股份发展历程



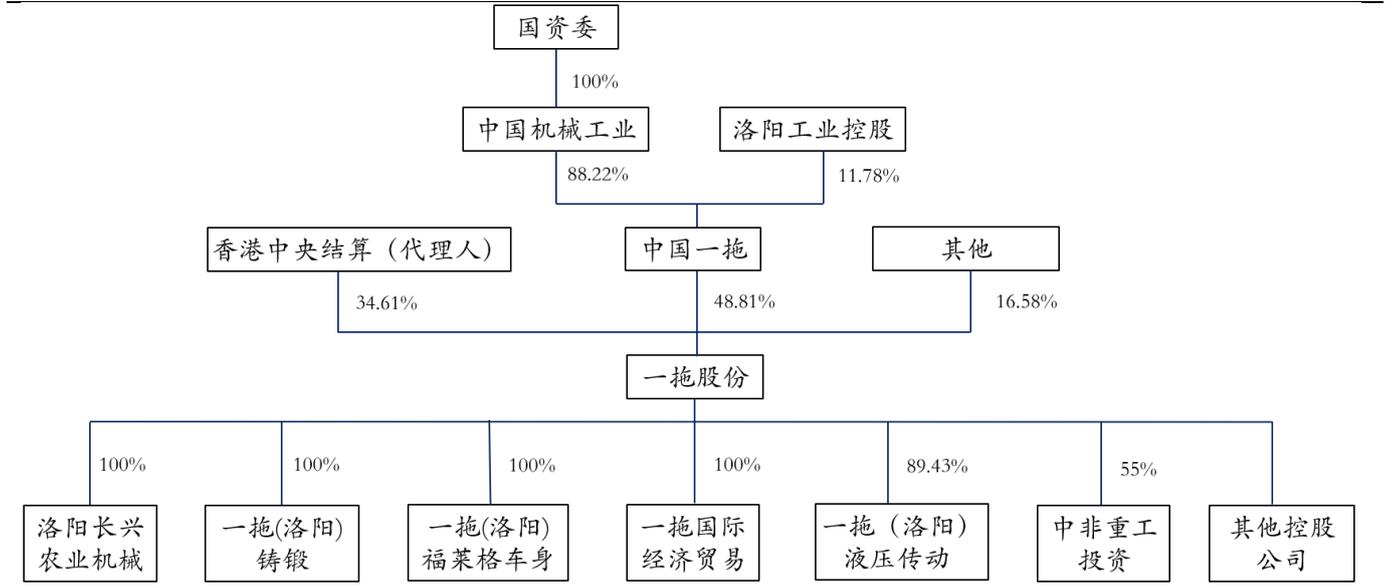
资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 1.2 股权结构稳定，管理层具备多年产业背景

公司股权结构较为稳定。一拖股份由中国一拖集团控股，持股比例为 48.81%，公司实际控制人为国资委。公司控股与参股公司众多，其中中非重工投资致力于投资管理，销售机械设备与电子产品；一拖国贸致力于自营和代理各类商品及技术的

进出口业务；一拖(洛阳)铸锻致力于铸件、锻件毛坯及半成品、成品的加工和销售；洛阳长兴农业机械致力于农业机械、柴油机、工程机械及配件的销售。

图表 2 公司股权结构



资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

图表 3 主要参控股公司及其主要业务

参控公司	成立时间	持股比例	参控股关系	主营业务
洛阳长兴农业机械	2004	100%	子公司	农业机械及配件、汽车、柴油机、工程机械及配件、钢锭、体育文化用品、工艺美术品的销售；酒、饮料及茶叶的销售；机动车修理；仓储服务等。
一拖(洛阳)铸锻	2003	100%	子公司	铸件、锻件毛坯及半成品、成品的加工和销售；房屋租赁；从事货物或技术进出口业务等。
一拖(洛阳)福莱格车身	2006	100%	子公司	汽车配件、农业机械、工程机械的覆盖件、结构件、零配件的生产销售；通用机械产品的冲压、焊接、涂装和机械加工；冷冲模设计、调试；技术咨询服务，产品设计等。
一拖国际经济贸易	1995	100%	子公司	自营和代理各类商品及技术的进出口业务和售后服务；向境外派遣各类劳务人员；预包装食品、粮油、糖的零售，建筑工程机械与设备零配件、汽车及零配件、水上运输设备及零配件、通用设备及零配件、太阳能电池的销售等。
一拖(洛阳)液压传动	2003	89.43%	子公司	液压系统及零部件的设计、制造、销售及服务；传动系统及零部件的设计、制造、销售及服务；电控共轨装置、工夹辅具、非标设备及上述产品的零配件的设计、制造、销售等。
一拖(洛阳)柴油机	1993	87.39%	子公司	通用设备制造；通用设备修理；机械设备研发；机械设备销售；专用设备制造等。
中非重工投资	2009	55%	子公司	货物进出口、技术进出口、代理进出口；销售机械设备、电子产品、化工产品、日用品等

资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

**管理层多具有工程技术背景，有丰富的从业经验。**公司现任董事长为黎晓煜先生，教授级高级工程师，在资本运营，战略规划，机械制造，干部管理等方面拥有丰富经验。公司总经理为魏涛先生，教授级高级工程师，拥有工学学士学位，于2003年加入中国一拖，历任公司第三装配厂副厂长、质量工程中心副主任、公司科技发展部副部长、质量部部长、人力资源部部长，公司总经理助理、副总经理等职。

此外，公司多位领导董事、经理也都从业多年，经验丰富，对行业有着独到的深刻的理解，为公司继续保持竞争优势和领军地位打下基础。

### 1.3 专注农机领域，培育多品类农机装备

国内领先的农业机械装备制造服务商，产品系列涵盖多品类农机设备。公司产品主要包括轮式拖拉机、履带拖拉机、柴油机等。经过多年发展，“东方红”已经成为市场知名的民族品牌，连续多年荣获行业评选的“最具影响力品牌奖”、“创新产品品牌”等殊荣。

图表 4 公司主要产品

产品类型	主要产品		产品介绍
农业机械	 轮式拖拉机	东方红 LX/LN/LF/LD/LY/LG/MY/MC/MK/MF/ME/SK 系列	行走装置为轮式，主要用于牵引和驱动各种配套机具，完成农业作业、各种土石方工程作业、运输作业和固定等作业的农业机械。公司拥有全系列轮式拖拉机产品，适用于旱田、水田、果园、大棚等不同作业环境。
	 履带拖拉机	东方红 CH/C/CA/CB/D 系列	行走装置为履带式，主要用于牵引和驱动各种配套机具，完成农业作业、各种土石方工程作业、运输作业和固定等作业的农业机械。公司拥有全系列履带式拖拉机产品，拥有较好的土壤附着性，适于土壤潮湿软地带使用。
动力机械	 柴油机	柴油机	动力机械是机械的一种，其主要功能是将一种形式的能量转换为机械能，以驱动各种机械设备运行。这种转换可以是电能、热能、化学能等转化为机械能，从而驱动机器运转，完成各种工作任务。动力机械的种类繁多，柴油机是以柴油为燃料，将柴油燃烧的热能转化为机械能的动力机械。这些机械广泛应用于各个领域，满足不同的工作需求。
	 发电机组	东方红燃气/柴油/静音发电机组，东方红胶轮式移动电站/拖车电站	
零部件	铸件产品		公司零部件产品包括为农业机械产品配套的铸锻件、齿轮、变速箱、覆盖件等，以及为动力机械产品配套的缸体、曲轴、喷油泵、喷油嘴等，零部件产品客户包括公司及外部企业
	锻件产品		
	齿轮		

资料来源：公司官网，2023 年公司年报，华安证券研究所整理

**农业机械为公司主要营收来源。**由于内部抵消的影响，近年来，农业机械与动力机械营收比重超 100%，在 2023 年营收分别为 105.63 亿元/29.79 亿元。而其他营收占比近年来仍处于低位。根据 2024 年公司中报，2024 年 H1 公司农业机械与动力机械营收分别为 70.93 亿元/7.14 亿元。

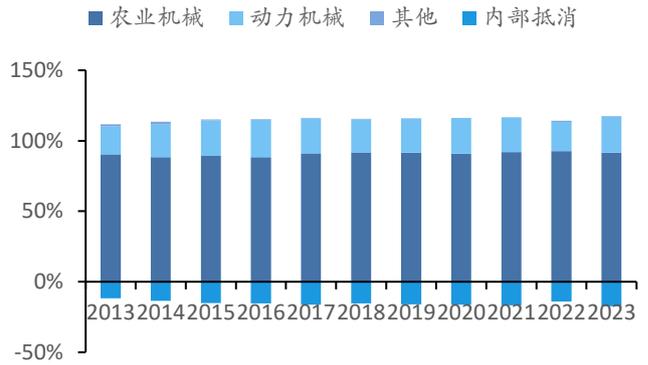
图表5 近年来公司各项业务营收情况 (亿元)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

注：其他为公司年报中其他业务和其他机械的加总

图表6 公司农机营收占比保持在较高水平



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

注：其他为公司年报中其他业务和其他机械的加总

受行业周期、行业竞争及疫情的影响，公司各业务毛利率呈现出一定的波动。

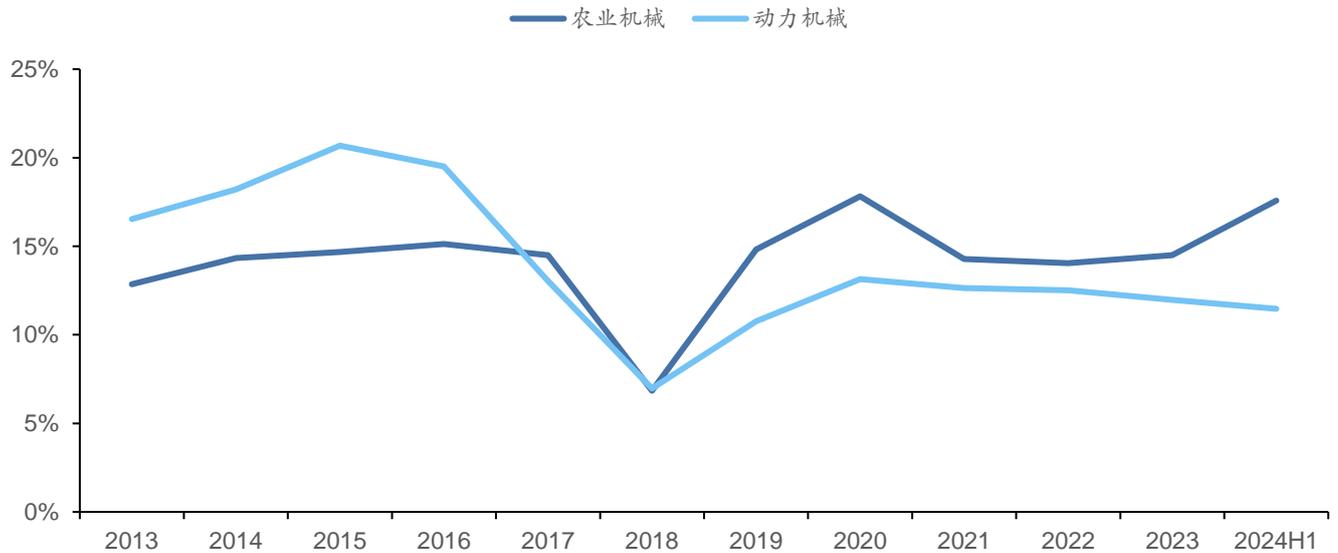
农业机械和动力机械的毛利率总体保持稳定，但在 2018 年有所下滑，具体分析其下滑原因：

1) 农业机械 (YOY-7.66%)：一是公司为应对市场需求乏力，加大产品促销力度，但受农机行业整体持续低迷影响，大中型拖拉机销量仍有较大降幅；二是，2018 年原材料市场维持高位运行，公司采购的原材料生铁、废钢和钢板的价格同比上涨较大；同时原材料价格高企引起公司外购零部件价格也上涨，公司的单位产品成本增加；

2) 动力机械 (YOY-6.07%) 一是公司柴油机产品以为拖拉机等农机配套为主，受农机行业下滑的影响，2018 年公司柴油机产品累计销售同比下降 22.2%，导致单台产品分摊的间接费用增加；二是原材料市场价格走高也加剧了产品毛利率的降低。

近年来农机与动机毛利率分别稳定在 14%和 12%左右，在 2023 年毛利率分别为 14.5%/11.97%，2024 年 H1 为 17.57%/11.47%。

图表7 2013 年-2024 年 H1 主营业务毛利率情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

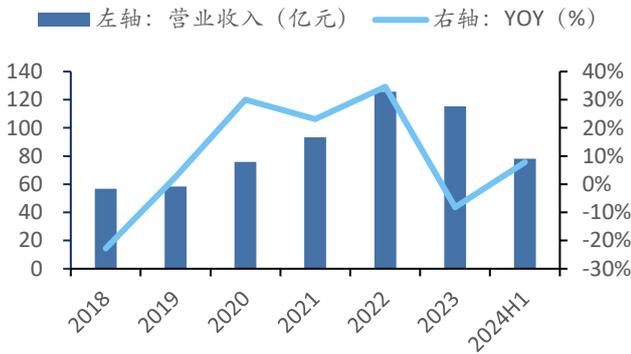
## 1.4 盈利能力持续增强，经营效益持续提升

公司营收总体稳健，盈利能力持续增强。分别从营收和归母净利润来看：

1) 营收方面，受益于国家持续重视三农工作，稳定粮食生产、国内粮食价格保持高位波动以及2022年底实施非道路柴油机“国四”排放等因素影响，公司拖拉机销量从2017年48722台增长至2022年88487台，从而带来持续的营收增长，2019-2022年公司营收CAGR29.17%；但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，拖拉机销量下降至72363台（YOY-18.22%），致使营收同比减少8.2%。但伴随国内经济复苏与公司产品技术水平提升，公司营收有望实现新的增长，根据2024年中报，2024H1实现营收78.07亿元，同比增长7.78%。

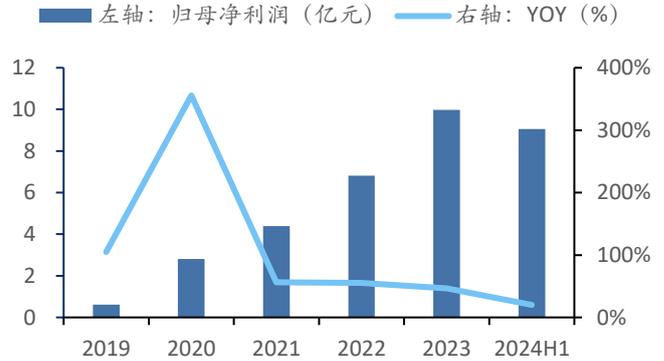
2) 归母净利润方面，受益于公司营收的增长与“提质增效”策略，即使2023年营收出现短暂下滑，但随着2023年经营成本与期间费用的下降，归母净利润仍呈现出持续上升趋势，从2019年0.61亿元增长至2023年9.97亿元，CAGR为100.68%。2024H1实现归母净利润9.05亿元，同比增长20.05%。

图表8 近年来公司营收及同比情况



资料来源：同花顺 iFinD，公司中报，华安证券研究所

图表9 近年来公司归母净利润及同比情况



资料来源：同花顺 iFinD，公司中报，华安证券研究所

公司由于“提质增效”的策略、国四标切换的提前布局以及规模效应的影响，期间费用率大幅下降，从2018年30.09%下降至2023年的8.82%，2024H1期间费用率为5.38%。分拆来看：

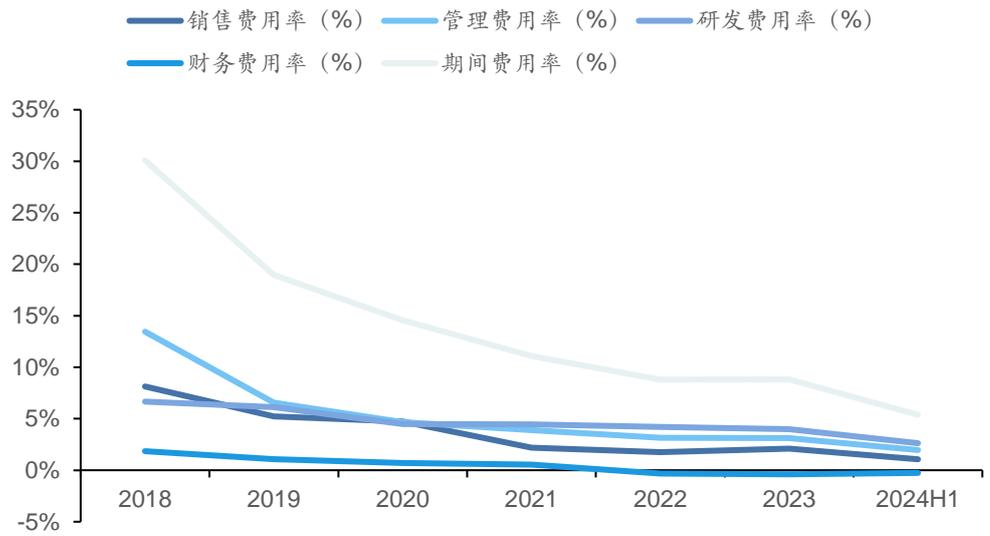
1) 销售费用率：由于公司营收的提升，规模效应的影响，销售费用率呈下降态势。但2023年公司加大了产品宣传和服务保障，销售费用率小幅增加，达2.09%。2024H1为1.06%。

2) 管理费用率：得益于公司推行的提质增效策略，修理费等费用同比减少，管理费用率持续下降。2023年管理费用率为3.13%，2024H1为1.96%。

3) 研发费用率：受益于公司提前布局国四标产品研发，使得近期研发费用率下降，2023年较前期减少0.67亿投入，研发费用率减少0.21%。但由于公司重视科技研发，研发费用与研发费用率仍处于高位，分别为4.61亿/4%，2024H1为2.63%。

4) 财务费用率：近年来公司存款规模增加，利息收入增加，汇率变动，汇兑收益增加，导致财务费用率下降至负值，2023年财务费用率为-0.39%，2024H1为-0.27%。

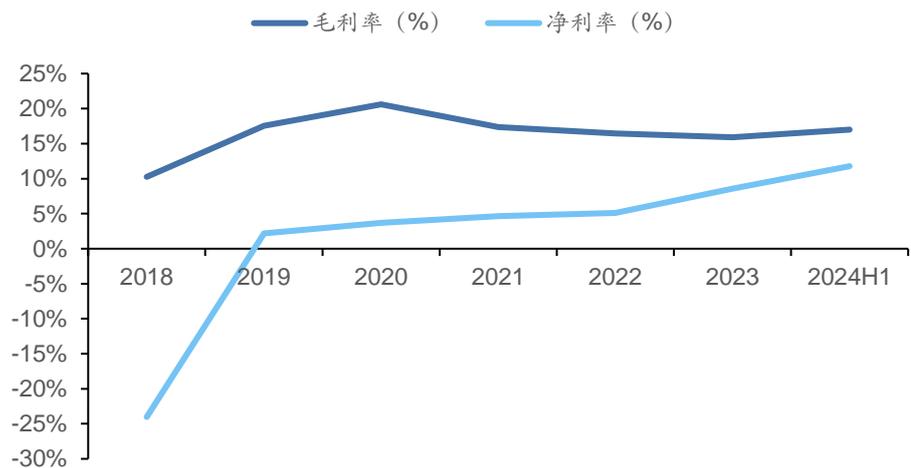
图表 10 公司近年各项费用率情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

公司经营效益持续提升, 内部管理的改善和行业周期的影响使得公司整体盈利水平呈上升态势。毛利率方面, 2018-2020 年受益于公司主导产品销量增加, 结构优化以及公司内部提质增效、成本管控, 公司毛利率上涨至 20.61%。后因国内外环境、疫情及能源价格上涨等因素影响, 公司毛利率开始下滑, 但公司积极开展设计降本, 加强费用管控等工作, 一定程度上遏制了材料价格上涨对毛利率的影响, 2024 年 H1 毛利率更是达到 17.01%。净利率方面, 得益于公司期间费用率的下降, 公司净利率持续提升, 从 2018 年-24.02% 上升到 2023 年 8.58%, 2024 年 H1 净利率达 11.78%。

图表 11 公司近年来利润率情况

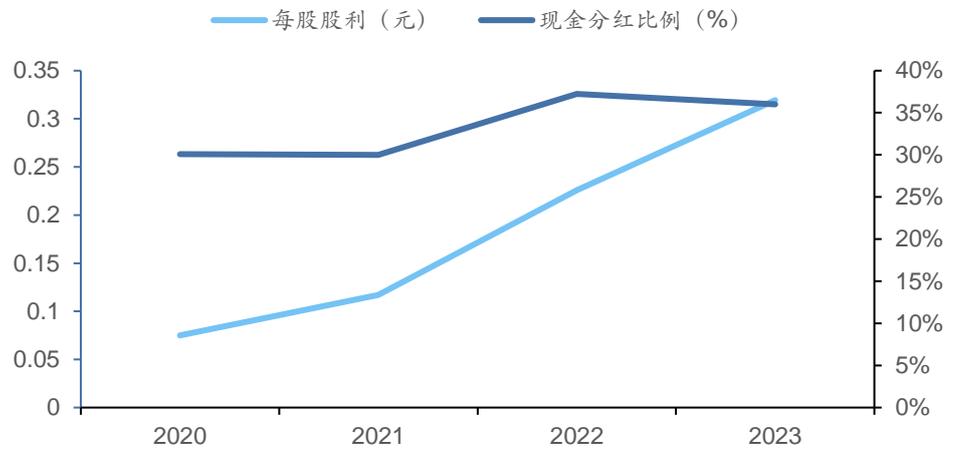


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

公司整体保持稳定的分红政策, 近年来现金分红比例保持在 30% 以上。现金分红比例方面, 公司从 2020 年的 30.08% 增长至 2022 年的 37.24%, 虽 2023 年下降至 36%, 但整体现金分红比例保持上升趋势, 根据一拖股份 7-8 月投资者关系活动记录表, 公司 2022、2023 年度分红比例均超过归母净利润的 35%, 公司预计将会持

续保持稳定的分红政策。每股股利方面，公司从2020年的0.075元持续增长至2023年0.3194元，CAGR达62.09%，公司每股股利保持稳定增长。

图表 12 公司近年来现金分红比例及每股股利情况



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

## 2 农业机械行业前景广阔，国内农机市场集中度较低

### 2.1 农业机械：现代农业作业的重要设备，品种种类繁多

农业机械是指在作物种植业和畜牧业生产过程中，以及农、畜产品初加工和处过程中所使用的各种机械。人口老龄化的背景下，农业机械在现代农业作业中显得尤为重要。

**农机品种种类繁多。**以种植业为例，我国农机主要机种可以分为耕整地机械、种植施肥机械、田间管理机械、收获机械以及收获后处理机械。

图表 13 我国农机主要机种分类

农机大类	农机小类	具体细分	图例
耕整地机械	耕地机械	犁，旋耕机，深松机，开沟机，机耕船	
	整地机械	圆盘耙，钉齿耙，弹齿耙，联合整地机	
种植施肥机械	种植机械	玉米播种机，水稻直播机，花生播种机，条播机，穴播机	
	栽植机械	水稻插秧机，甘蔗种植机，薯类种植机	
	其他	育苗机械，施肥机械，地膜机械，食用菌生产机械	
田间管理机械	中耕机械	中耕机，培土机，除草机，田园管理机	
	修剪机械	修剪机，割草机，绿篱机	
	植保机械	喷雾器，喷雾剂，杀虫灯，烟雾机	
收获机械	收割机械	谷物收获机械、玉米收获机械、棉花收获机械、薯类收获机械、甘蔗收获机械	
	联合收割机械	谷物联合收割机、玉米联合收获机、马铃薯联合收获机、甜菜联合收获机、花生联合收获机	
收获后处理机械	脱粒机械	玉米脱粒机，稻麦脱粒机，花生摘果机	
	干燥机械	粮食烘干机，种子烘干机，果蔬烘干机	
	其他	种子加工机械，清洗机械，仓储机械	

资料来源：生态农业优选网公众号，华安证券研究所整理

我国农业机械化起步较晚，与发达国家相比仍有差距。美国从 1910 年开始成批生产拖拉机，历时 30 年完成农业机械化。英国，法国，日本分别从 1931 年/1930 年/1950 年发展农业机械化，发展时间远超于我国。

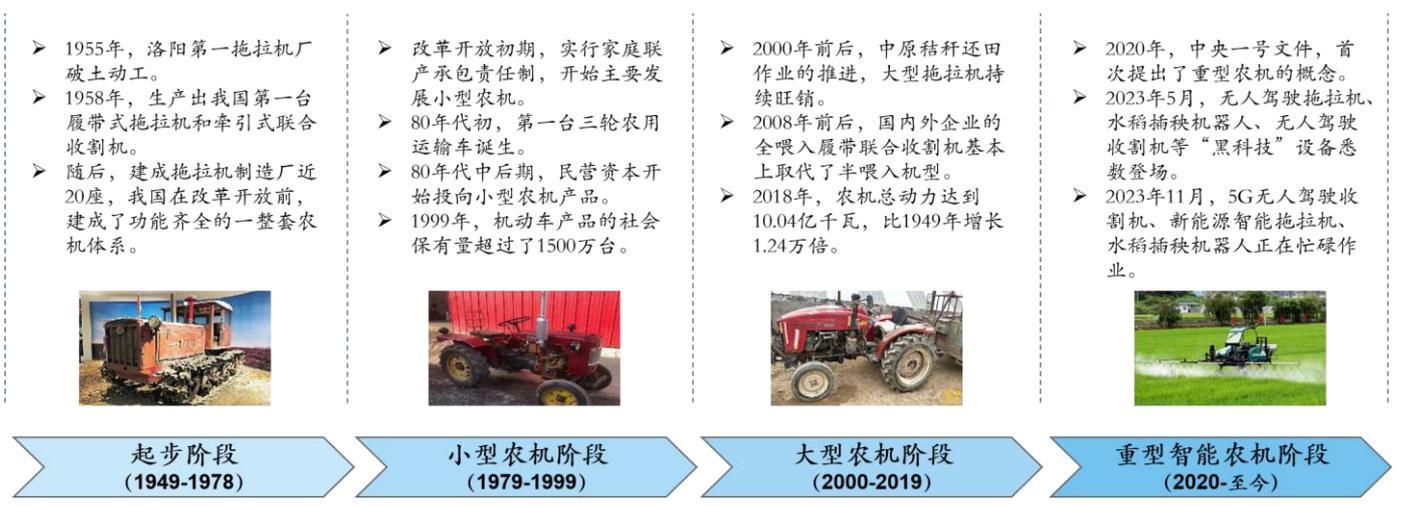
图表 14 主要发达国家农业现代化情况

国家	机械化开始时间	基本实现机械化时间	历时 (年)
美国	1910	1940	30
英国	1931	1948	17
法国	1930	1955	25
日本	1950	1967	17
原西德	1935	1953	18

资料来源:《农业机械》,华安证券研究所

从我国农业机械化发展历程上看,建国初期,在一五时期的 156 个项目中,就有洛阳第一拖拉机厂,该厂 1955 年动工,1958 年生产出我国第一台东方红-54 型履带式拖拉机。改革开放初期,我国在农村实行家庭联产承包责任制,农业经营规模变小,大型农机派不上用场,我国开始进入小型农机为主的发展过程。目前,随着农业机械化率的不断攀升,我国逐步进入农机电动化智能化的时代,水稻插秧机器人,无人驾驶拖拉机、收割机等智能化农机产品悉数进入市场。

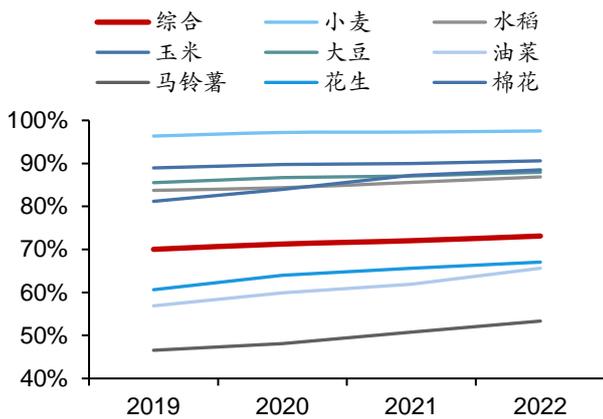
图表 15 我国农机发展历程



资料来源:宿迁市政府官网,华安证券研究所整理

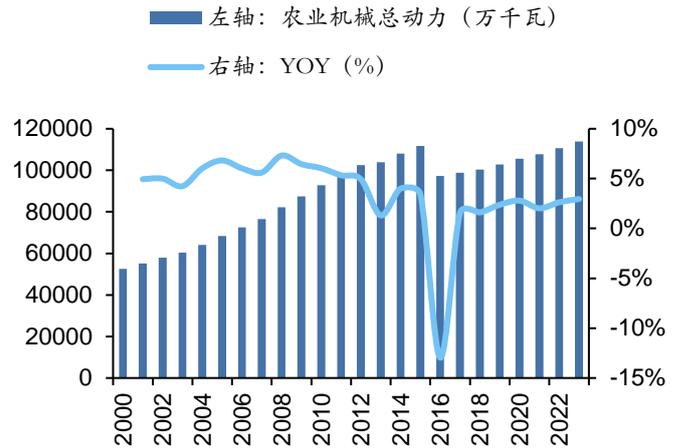
国内农业机械市场稳健发展。从农业机械总动力来看,2023 年我国农业机械总动力达到了 11.39 亿千瓦,比起 2000 年提升了接近一倍。从机械化水平来看,我国目前耕种收综合机械化率稳定在 70%以上,其中小麦的综合机械化率已经连续多年维持在 95%以上。

图表 16 我国 2019-2022 年农作物综合机械化率 (%)



资料来源：农民日报公众号，华安证券研究所

图表 17 我国农业机械总动力 (万千瓦) 及增长率 (%)



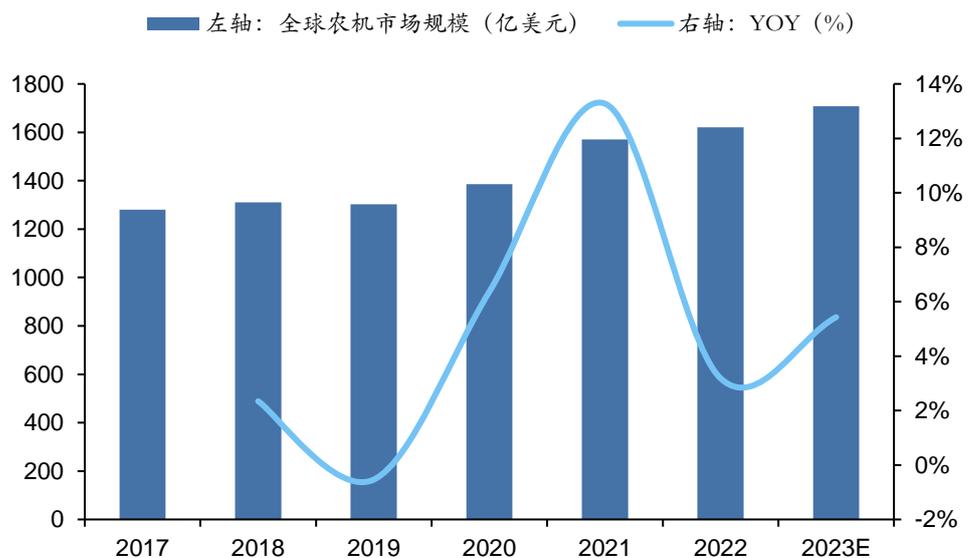
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

## 2.2 行业规模：农机市场需求稳中有升，国内发展持续增长

全球农业机械市场规模呈现稳中有升态势。根据中商产业研究院数据，全球农机市场规模从 2017 年的 1280 亿美元增长到 2023 年预计的 1708 亿美元，CAGR 为 4.93%。尽管在 2019 年市场规模略有下降，随后几年市场迅速恢复，并在 2021 年达到 13.28% 的年同比增长高峰。2022 年和 2023 年市场规模分别达到 1620 亿美元和预计的 1708 亿美元，对应的年增长率为 3.18% 和 5.43%，显示出市场的稳定扩展趋势。

推动市场增长的主要因素包括农业技术的不断进步、全球粮食需求的增加，各国对农业现代化的政策支持以及全球经济复苏。预计未来几年，随着智能化、自动化技术的进一步应用以及可持续农业实践的推广，全球农机市场将继续保持增长势头。

图表 18 全球农机市场规模 (亿元) 及同比增长率 (%)

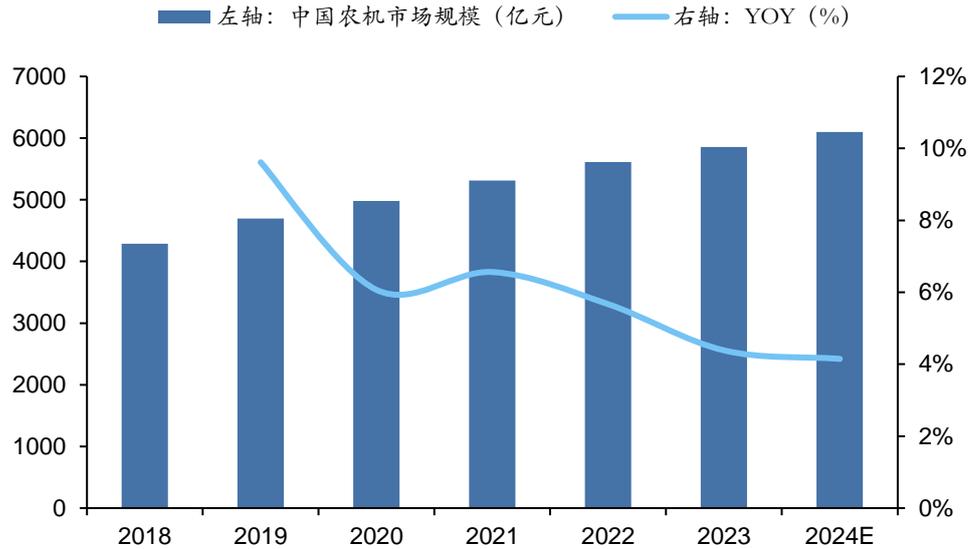


资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

我国农业机械市场规模呈现持续上升态势。根据中商产业研究院数据显示，2018年市场规模为4286亿元到2023年已达到5857亿元，预计2024年市场规模将进一步扩大至6100亿元，CAGR为6.06%，高于全球农机市场规模的增长。尽管市场规模持续增长，但年增长率（YOY）逐年下降，从2019年的9.61%逐渐下降到2023年的4.38%，预计2024年增长率将继续小幅下降至4.15%。

增长率放缓可能受到市场竞争加剧，行业周期等因素影响。未来，随着科技创新和政策支持的推进，农业机械市场仍有望保持稳健增长。

图表 19 我国农机市场规模（亿元）及同比增长率（%）



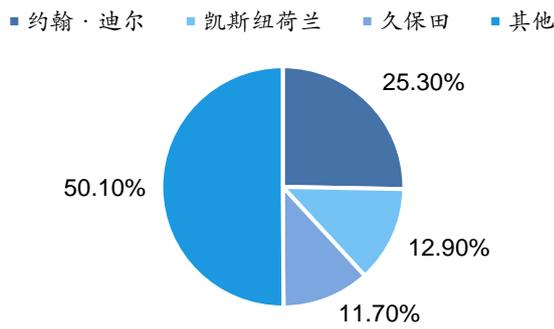
资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

### 2.3 竞争格局：全球农机市场竞争高度集中，一拖股份市占率有待提高

全球农机市场竞争格局呈现欧美日企业主导的局面，根据前瞻产业研究院2021年的数据，全球农机市场中约翰·迪尔占25.3%、凯斯纽荷兰占12.9%、久保田占11.7%，CR3接近50%，显示出这一市场的高度集中。

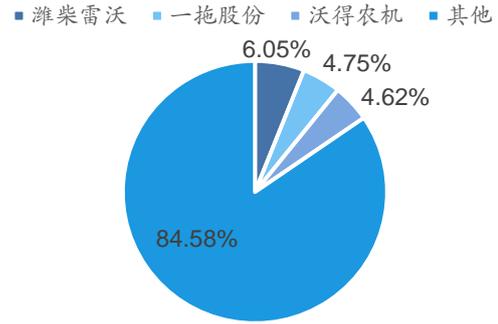
一拖股份市占率有待提高。根据中国农业机械工业协会数据，2023年，国内规模以上农机企业收入约为2428亿元，根据各农机企业的收入规模（其中沃得农机暂时未公开2023年营收，因此以2022年营收进行测算），潍柴雷沃、一拖股份、沃得农机分别占比6.05%、4.75%、4.62%。国内农机市场的CR3约为15.42%，相比全球市场竞争格局，显示国内农机市场集中度仍有较大的提升空间，一拖股份相比于龙头企业的市占率尚有差距。

图表 20 2021 年全球农机市场占有率 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 21 2023 年我国农机市场占有率 (%)



资料来源：中国农机工业协会，各公司年报，华安证券研究所

图表 22 部分主要农机公司基本情况

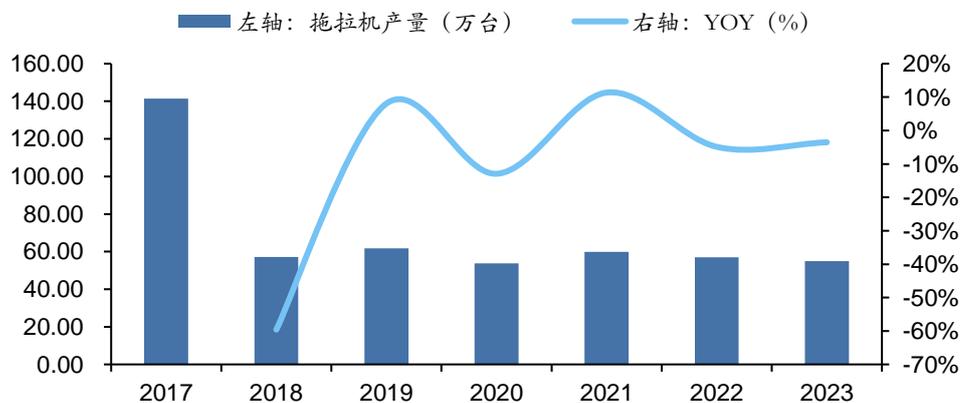
企业名称	成立时间	总部	经营产品
约翰·迪尔	1837	美国	工程、农用和草坪机械制造
凯斯纽荷兰	1842	美国/意大利	农业及建筑设备
久保田	1890	日本	农业机械、小型建筑机械等领域
潍柴雷沃	2004	山东	农业装备、工程机械、车辆、金融+互联网
一拖股份	1959	河南	农机 工程机械
沃得农机	2003	江苏	农业机械、畜牧机械、农用植保无人机及零部件的制造等

资料来源：华安证券研究所整理

## 2.4 农机前景：政策支持力度加大，行业前景广阔

从行业周期性来看，农机行业的发展主要受农业生产周期、宏观经济周期、相关产业政策周期和粮食价格波动的影响，因而具有一定的周期性。自 2018 年以来，我国每年的拖拉机产量基本保持在 50 万台左右，暂时处于下行周期，**但随着国四更新周期和政策的扶持，农机行业将出现周期拐点，恢复性增长。**

图表 23 我国拖拉机产量 (万台) 及同比增长率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

从行业政策来看，国务院，国家发改委等部门制定多项政策支持我国农机市场的发展。2024年3月国务院下发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》要求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。

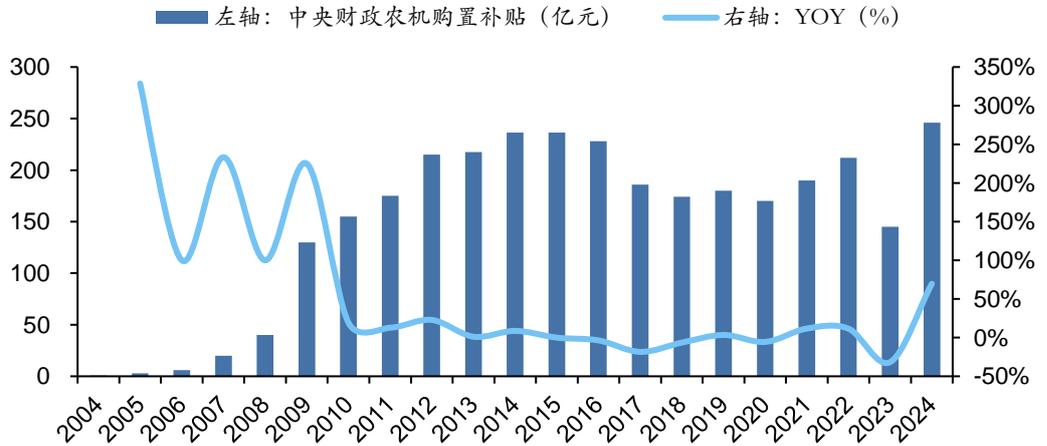
图表 24 我国农机发展相关政策

时间	发布部门	名称	主要内容
2024.4	国务院	《2024—2026年农机购置与应用补贴实施意见》	规范实施农机购置与应用补贴政策，充分发挥政策效益，推动农业机械化全程全面高质量发展，有效支撑粮食和重要农产品稳定安全供给，加快农业农村现代化
2024.3	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	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。
2023.6	国家发改委	《全国现代设施农业建设规划（2023-2030年）》	实现科技装备水平提升。设施农业科技水平持续提升，技术集成协同创新能力显著增强，新型设施结构、新材料和节能降耗技术装备应用取得明显进展，高端专用品种进口替代取得明显成效，设施农业科技贡献率与机械化率分别达到70%和60%，智能装备与数字化管理水平明显提高。
2023.2	国务院	《关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	加快先进农机研发推广。加紧研发大型智能农机装备、丘陵山区适用小型机械和园艺机械。支持北斗智能监测终端及辅助驾驶系统集成应用。完善农机购置与应用补贴政策，探索与作业量挂钩的补贴办法，地方要履行法定支出责任。
2023.2	国务院	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	健全农作物全程机械化生产体系，加快推进品种、栽培、装备集成配套。加大对智能、高端、安全农机装备的支持力度，突出优机优补、奖优罚劣，支持探索研发制造应用一体化，提升我国农机装备水平和国际竞争力。推进机械装备与养殖工艺融合，提升畜牧水产养殖主要品种、重点环节、规模养殖场以及设施农业的机械化水平。推动绿色环保农机应用。加强机耕道、场库棚、烘干机塔等配套设施建设，发展“全程机械化+综合农事”等农机服务新模式。
2022.6	农业农村部	《2022年重点强农惠农政策》	开展农机购置与应用补贴试点，开展常态化作业信息化监测，优化补贴兑付方式，把作业量作为农机购置与应用补贴分步兑付的前置条件，为全面实施农机购置与应用补贴政策夯实基础。推进补贴机具具有进有出、优机优补，推进北斗智能终端在农业生产领域应用。支持开展农机研发制造推广应用一体化试点。
2022.4	中央网信办	《2022年数字乡村发展工作要点》	加强高端智能农机装备研发制造，实施国家重点研发计划“工厂化农业关键技术与智能农机装备”“乡村产业共性关键技术研发与集成应用”重点专项。利用专项支持适应于南方丘陵区水稻种植机械等一批农机装备。实施农机购置与应用补贴政策，推进北斗智能终端在农业生产领域应用。加快国家农机装备产业计量测试中心筹建工作。搭建科技特派员信息管理服务体系，提升科技特派员服务效能。
2022.3	农业农村部	《“十四五”全国农业农村信息化发展规划》	加快农机装备数字化改造，支持在大中型农机加装导航定位作业监测、自动驾驶等终端，发展耕整地、播种、施肥、灌溉、植保收获、初加工等环节的农机精准作业，开展主要作物无人化农场作业试点。积极发展“互联网+农机作业”推广农机作业服务供需对接、作业监测、维修诊断、远程调度等信息化服务，促进农机共享共用，提升农机服务效率。加快农机作业大数据应用，完善农机化管理服务平台，提升农机鉴定、农机监理、农机购置补贴、农机作业补助核定等管理服务信息化水平

资料来源：中国政府网，华安证券研究所整理

从农机购置补贴上看，2004年，我国正式启动了农机购置补贴政策，这一政策极大地激发了农民购买农机的热情，推动了农机市场的快速发展。随着时间的推移，补贴资金规模不断扩大，从2004年的0.7亿元增长到2015年的237.5亿元，增长速度惊人。进入2015年，国家对农机购置的财政补贴力度开始放缓，但仍然保持了对农业机械化的高度关注。2024年中央文件明确提出要加大农机购置补贴力度，补贴力度达到246亿元，进一步提升农业生产的机械化水平。

图表 25 中央财政农机购置补贴（万吨）及同比增长率（%）



资料来源：同花顺 iFind，华安证券研究所

### 3 加速海外市场拓展，着力打造核心竞争力

#### 3.1 海外布局加速，全球市场大有可为

坚持独特的全球化发展道路，提升全球市场竞争力。一拖股份从2004年开启全球化后，经历了从初期市场探索到市场扩展，再到深度全球化的发展阶段。

1) **初期探索阶段 (2004-2010年)**：此阶段以出口贸易为战略重点。2004年东方红大拖出口委内瑞拉，2007年大轮拖出口订单与津巴布韦敲定，自此国际化征程加快。

2) **市场扩展与品牌建设阶段 (2010-2020年)**：此阶段不仅专注产品出口，也通过客户战略合作、国际展会与本地化策略提升品牌国际知名度。2011年收购法国MCCORMICK工厂，此后与卡特彼勒、德国ZF公司签署战略合作协议。同时，频繁参加包括法国巴黎国际农机展在内多项国际展览会。产品出口方面，2013年大中轮式拖发往埃塞俄比亚，2015年高地隙拖拉机出口澳大利亚，自此国际化征程深化。

3) **深化全球化与创新驱动阶段 (2020年至今)**：此阶段不仅扩大了市场覆盖面，还注重技术创新发展。根据公司年报，2023年国四柴油机产品外销 8.25万台，同比增长7.69%，同时公司持续深耕俄语区、南美等重点出口区域，在优化产品组合，强化服务保障等方面扎实进取。

图表 26 一拖股份海外布局发展

海外布局阶段	海外布局	阶段特征
初期探索阶段 (2004-2010年)	2004年东方红大拖出口委内瑞拉	此阶段以出口贸易为战略重点
	2007年大轮拖出口订单与津巴布韦敲定	
市场扩展与品牌建设阶段 (2010-2020年)	2011年收购法国MCCORMICK工厂	此阶段不仅专注产品出口，也通过客户战略合作、国际展会与本地化策略提升品牌国际知名度
	2011年与卡特彼勒公司签订长期战略合作协议	
	2013年YTO大中轮式拖分批发往埃塞俄比亚	
	2014年与德国ZF公司签署战略合作协议	
	2014年4台LF动力换挡拖拉机首次集体亮相中国国际农业机械展览会	
	2015年YTO-LX904H高地隙拖拉机出口澳大利亚，YTO-LF1504动力换挡拖拉机出口南非	
	2019年在法国巴黎国际农机展上，一拖（法国）公司推出的Mancel品牌拖拉机	
2019年东方红油/气双燃料叉车装车销往波兰		
深化全球化与创新驱动阶段 (2020年至今)	2022年中欧班列从东方红（洛阳）国际陆港发出	此阶段不仅扩大了市场覆盖面，还注重技术创新发展
	2023年国四柴油机产品外销8.25万台，同比增长7.69%	

资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

**海外市场收入规模稳步提升，全球市场大有可为。**从海外营业收入与同比增速上看，公司的海外布局大致分为三个阶段：

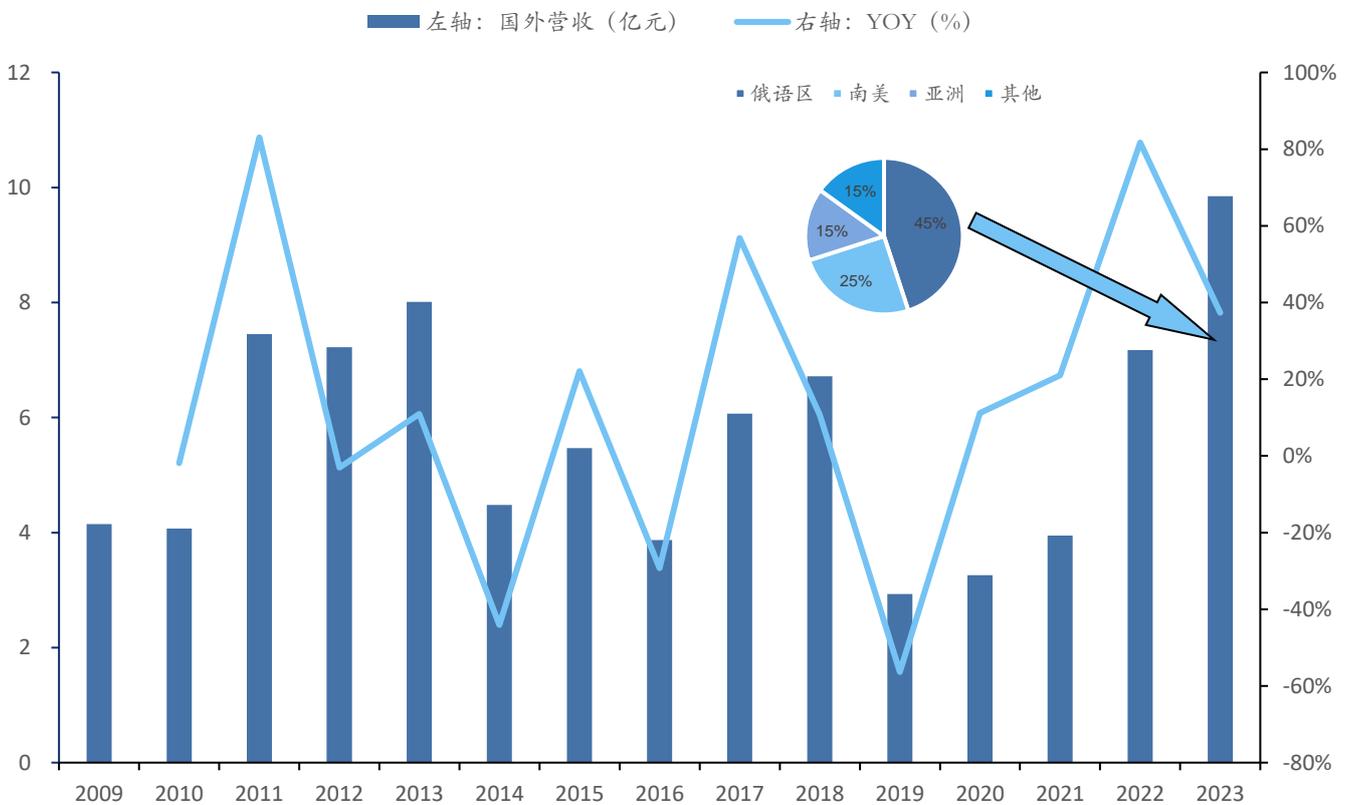
1) **2009-2013年**：随着公司客户战略合作、国际展会与本地化策略的成功，加上全球经济复苏的影响，公司海外营收得以迅速上升。2009年公司海外营收为4.15亿元，至2013年达到8.01亿元，年均复合增长率为17.87%。

2) 2014-2018 年：公司在这一阶段经历了较大的波动。2014 年海外营收出现显著下降，仅为 4.48 亿元，同比下降 44.07%。公司迅速调整战略，2017 年海外营收反弹至 6.07 亿元，同比增长 56.85%。

3) 2019-2023 年：受疫情影响 2019 年公司海外营收降至 2.93 亿元，同比下降 56.36%，但随公司国标产品切换完成和海外战略调整，营收逐年回升。2022 年，公司海外营收达到 7.17 亿元同比增长 81.68%，至 2023 年进一步增长至 9.85 亿元，年均复合增长率为 35.37%。

根据 gangtise 投研，公司 2023 年大中拖出口量在 6500 台左右，同比增长约 43%。其中出口俄语区国家占比约 45%；出口南美占比约 25%；出口亚洲占比约 15%。根据公司 2023 年年报，海外业务方面，公司会持续加快海外拓展力度，在夯实俄语区市场的基础上，加快布局南美、东南亚等重点区域，实现出口业务规模的稳步增长和市场结构的优化。

图表 27 一拖股份国外营业收入、同比增速变化及 2023 年大中拖出口海外各地区营收占比



资料来源：同花顺 iFind, gangtise 投研, 华安证券研究所整理

### 3.2 核心零部件自制，公司为柴油发动机技术龙头

农业机械产业链包括上游、中游和下游三个环节。上游主要涉及原材料（如钢铁、有色金属、橡胶、塑料等）和零部件（如发动机、自动驾驶系统、传动部件等）的供应；中游则集中在农机制造，包括初加工机械、种植施肥机械、收获机械等；下游应用领域广泛，覆盖种植业、林业、畜牧业、渔业等多种农业生产活动。整个产业链协同作用，推动农业现代化发展。

图表 28 农业机械产业链

上游		中游	下游
原材料	零部件	农机制造	应用领域
钢铁	发动机	初加工机械	种植业
有色金属	自动驾驶系统	种植施肥机械	林业
橡胶	行走/转向/传动部件	灌溉收获机械	畜牧业
塑料等	耕种部件	农产品、畜禽与水产养殖机械	渔业
	电器仪表等	农用动力机械	农副业等

资料来源：中商产业，华安证券研究所整理

公司已形成国内拖拉机行业最完整的从整机到核心零部件的制造体系，具备车身、铸锻件、发动机、齿轮等拖拉机核心零部件自制能力。2023 年，公司深入推进智能制造、绿色制造，加大对高端智能拖拉机、动力机械产品核心制造能力的投入，产品品质保证能力和生产效率进一步提升。

图表 29 一拖股份部分零部件

零部件名称	图片	产品介绍	生产线设备
铸件产品	 <p>缸体系列 4108 缸体 6135 缸体 4105 缸体 缸盖 曲轴箱 壳体系列 传动箱壳体、提升器、80 变速箱、后传动箱壳体 齿轮箱体、壳体、正时齿轮室、桥壳 缸盖 曲轴箱</p>	缸体系列	<p>现有德国 KW 造型线、瑞士 GF 气冲造型线、消失模生产线三条铸铁件生产线，拥有与之配套先进的熔化、制芯、砂处理、清理、机械加工设备，并具有先进的湿法旧砂再生系统和完备的环保设施。</p>
		壳体系列	
齿轮		直齿圆柱齿轮、斜齿圆柱齿轮、直齿锥齿轮、弧齿锥齿轮、花键轴	<p>在齿轮加工方面，拥有 GLEASON 数控滚齿机、插齿机、LIEBHERR 数控滚齿机、STUDER 数控复合内圆磨床、EMAG 数控车磨中心、GROB 冷打花键机床、GLEASON 螺旋锥齿轮生产线、轴类成型磨齿、螺旋锥齿轮磨齿生产线、SCHNEEBERGER 数控滚刀磨、插齿刀磨、GLEASON 剃齿刀磨、刀盘磨等高精高效设备，具备 K 型齿、鼓型齿、轴类冷打花键加工能力。</p> <p>在热处理加工方面，拥有多用途渗碳淬火线、感应淬火线、碳氮共渗生产线、离子氮化生产线、自动校直生产</p>

		线、强力抛丸生产线等设备，具有多种柔性热处理能力。
锻件产品		现有 125MN 热模锻压力机生产线及 16t、13t、10t、5t、3t 等系列模锻锤生产线，与之配套热处理设备有 LOI 悬挂式热处理调质炉、网带式连续调质炉、Aichelin 等温正火炉及多台感应淬火机床

资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

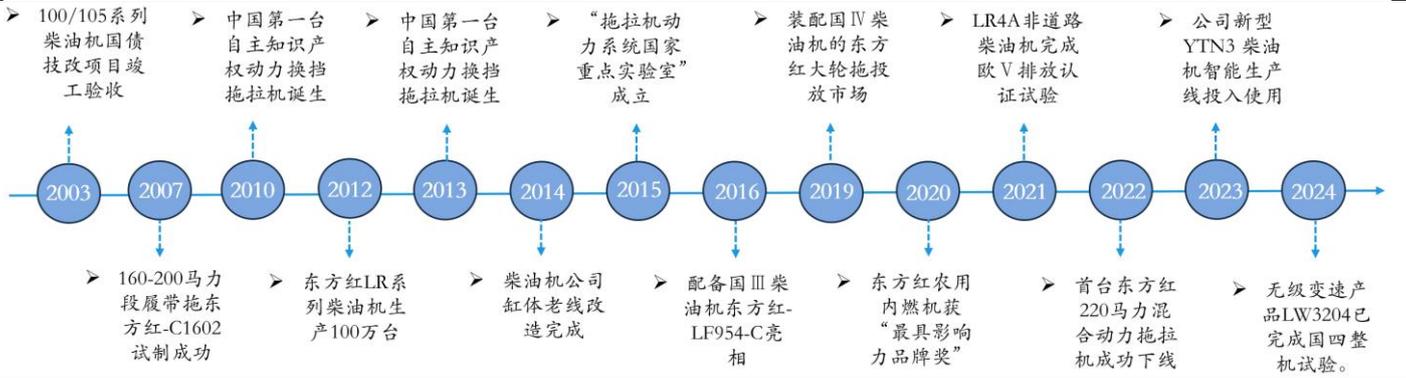
公司为柴油发动机技术龙头，是行业少有的柴油机自制企业。

从现有产品上看，公司非道路用柴油机产品包括排量从 2L 到 12L，功率从 10KW 到 450KW 高、中、低各马力段。

从柴油机研发进程上看，2003 年公司 100/105 系列柴油机研制成功；2007 年 160-200 马力段用于东方红-C1602；2014 年柴油机公司缸体老线改造完成；2016 年配备国 III 柴油机东方红-LF954-C 亮相；2019 年装配国 IV 柴油机的东方红大轮拖投放市场；2021 年 LR4A 非道路柴油机完成欧 V 排放认证试验；2022 年首台东方红 220 马力混合动力拖拉机成功下线；2023 年公司新型 YTN3 柴油机智能生产线投入使用；2024 年无级变速产品 LW3204 已完成国四整机试验。

从取得专利上看，2023 年农用柴油机 EGR 技术专利，能解决因发动机进气管路变动导致的问题；发动机线束导通检测仪专利，利用该检测仪检测线束导通性时不易伤害线束连接端子；2024 年取得“拖拉机燃油箱上下坡防吸空装置”专利，解决了拖拉机长时间上下坡作业时发动机吸空问题；

图表 30 一拖股份柴油发动机技术



资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

### 3.3 知名民族“东方红”品牌，经销网络布局完备

公司“东方红”品牌荣获多种奖项。经过多年发展，“东方红”已经成为市场知名的民族品牌，拥有广泛的群众基础和大批忠诚用户，连续多年荣获行业评选的“最具影响力品牌奖”、“创新产品品牌”等殊荣。

图表 31 “东方红”品牌多项奖项

时间	荣誉
2010 年	东方红牌小型(25-50hp)/中型(50-100hp)/大型 100hp/小型拖拉机农业机械全国用户满意品牌
2015 年	东方红牌秸秆切碎还田机荣获第七届全国农机用户满意品牌
2016 年	210 马力以上“第八届全国农机用户满意品牌”称号
2018 年	东方红 200 马力及以上拖拉机荣获“第十届全国农机用户满意品牌”
2019 年	中国农机行业 2019 年度大奖“最具影响力品牌奖”东方红粮食收获机械
	第二十一届全国农机用户满意品牌东方红拖拉机及东方红旋耕机
2020 年	东方红拖拉机、东方红农用柴油机均荣获最具影响力品牌奖
2021 年	东方红牌轮式拖拉机、深松机、旋耕机分别荣获第十三届全国农机用户满意品牌
2023 年	“东方红”获行业十大综合竞争力品牌奖

资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

公司农机产品在国内和国际市场主要通过经销商进行销售，采用现款现货和一般信用销售政策。对合作期限长、资信状况好的经销商，公司会给予一定信用额度，并根据信用情况每年进行评价调整。

国内市场方面，根据一拖股份接待调研公告，公司拥有完备的营销网络布局，现有经销商 1000 余家，网络覆盖中国内地全部 31 个省、自治区、直辖市以及主要农业生产县区。随着电商的发展，一拖股份也通过一些大型电商平台（如京东、天猫等）进行线上销售，扩大销售渠道。

图表 32 公司部分客户名单

陕西麟丰工程机械	佳木斯兴垦农业机械
石家庄中兴机械制造股份	江苏沃得农业机械股份
江苏三农农业装备股份	黑龙江省农业机械
土默特右旗三田矿业	齐齐哈尔市东岳农机
富锦市浩然农机销售	吉林省金峰农业装备有限公司
克山县东方农机	长春金源汽车农机
长春时代汽车贸易	松原市东方农机
长拖农业机械装备集团	潍柴动力股份
咸阳秦兴汽车贸易	辽宁东晟机械装备
潍柴雷沃智慧农业科技股份	宁夏博信恒通机械设备

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

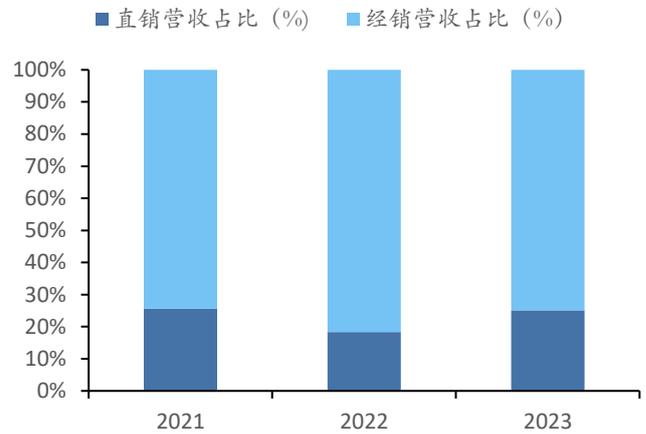
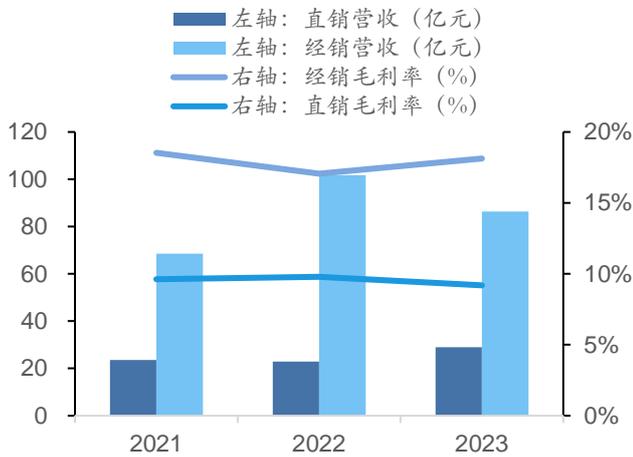
国际市场方面，根据业务拓展进度逐步建立和完善销售服务网络，海外销售市场主要有亚洲区、俄语区、南美区、非洲区及“一带一路”沿线国家和地区，目前海外销售也以当地经销商渠道销售为主。此外公司动力机械及零部件产品主要为主机生产厂商配套，以直销方式为主。

公司经销收入占比和毛利率较高，仍是公司核心的盈利模式。经销方面。经销收入占比在三年间保持在 70% 以上，2022 年达到峰值 81.66%，经销收入达 101.68 亿元，2023 年回落至 86.32 亿元。尽管存在波动，经销模式的毛利率相对稳定，

2023 年为 18.13%，略高于 2022 年的 17.06%。直销收入方面，其占总收入的比例从 2021 年的 25.58% 下降至 2022 年的 18.34%，但在 2023 年反弹至 25.08%。虽然直销收入在 2023 年有所恢复，但其毛利率持续低于经销模式，2023 年为 9.19%，较 2022 年略有下降。未来，公司有望通过提升直销毛利率或优化经销策略来进一步增强整体盈利能力和市场竞争力。

图表 33 近年来公司直销，经销营收及毛利率情况

图表 34 近年来公司直销，经销营收占比情况



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

根据 2023 年报，未来公司计划以大中轮拖市场竞争力提升为重点，实时调整销售策略，同时，通过持续完善渠道运营管理和服务网络布局，强化整体营销能力。

## 4 投资建议

### 4.1 基本假设与营业收入预测

基本假设:

➤ **农机机械:**

(1) 拖拉机销量方面, 国内农业生产规模化水平不断提高, 大拖需求逐步提升, 考虑到公司产品市占率处于行业领先地位以及公司对海外市场的不断开拓, 根据 2024 年上半年拖拉机销量, 预测 2024 年全年拖拉机销量增长 4.3%, 而 2025 年考虑到设备更新和农机补贴的行业影响, 综合公司的强竞争力, 假设销量增长 8%, 2026 年考虑到出口方面的增长及农机补贴, 假设增速为 5%;

(2) 价格方面, 考虑到大型拖拉机的占比提升, 均价也将逐步提升, 假设 2024 年提升 8%, 而 2025 年和 2026 年考虑到均价基数提升影响, 假设增速均为 5%;

(3) 毛利率方面, 考虑到大拖的占比提升, 大拖毛利率水平较高, 因此假设 2024-2026 年毛利率稳步增长 0.5%。

➤ **动力机械:**

(1) 柴油机销量方面, 根据 2024 年中报, 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, 柴油机外部销量同比有所减少, 根据上半年销量 8.24 万台以及往年上下半年的占比, 估算今年销量下降 1%, 而 2025 年和 2026 年考虑到公司把握农机大型化发展机遇以及销售结构的优化, 假设销量逐步提升 3%和 5%;

(2) 均价方面, 考虑到出口以及大型化发展趋势, 均价持续提升, 假设 2024 年延续之前趋势, 均价上升 8%, 而 2025 和 2026 年考虑到价格基数变高影响, 均价增速下调至 5%;

(3) 毛利率方面, 2024 年考虑到外部市场需求下降, 为拓展市场, 假设毛利率减少 0.2%, 而 2025 和 2026 年随着公司内部优化以及销售结构的调整, 毛利率水平稳步提升, 假设分别提升 0.3%和 0.2%。

➤ **其他:**

(1) 其他业务总体营收占比较小, 假设 2024-2026 年营收分别增长 5%;

(2) 毛利率方面参考前几年水平, 假设 2024-2026 年维持稳定。

➤ **内部抵消:**

(1) 内部业务总体占农机和动力机械总营收比重相对稳定, 假设 2024-2026 年保持 2023 年水平;

(2) 毛利率方面延续前期趋势, 假设 2024 年下降 0.5%, 但总体毛利率水平较低, 保守假设 2025 年和 2026 年毛利率不变。

**图表 35 公司营业收入预测**

公司业务分拆 (单位: 亿元)		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
农机机械	营业收入	116.48	105.63	118.98	134.92	148.75
	同比 (%)	38%	-9%	13%	13%	10%
	毛利率 (%)	14%	15%	15%	16%	16%
动力机械	营业收入	25.76	29.79	31.85	34.44	37.97
	同比 (%)	13%	16%	7%	8%	10%
	毛利率 (%)	13%	12%	12%	12%	12%
其他	营业收入	1.08	0.06	0.06	0.06	0.06
	同比 (%)	-13%	-95%	5%	5%	5%
	毛利率 (%)	100%	100%	100%	100%	100%
内部抵消	营业收入	-17.68	-20.13	-22.42	-25.18	-27.76
	同比 (%)	15%	14%	11%	12%	10%
	毛利率 (%)	5%	3%	3%	3%	3%
合计	营业收入	<b>125.64</b>	<b>115.34</b>	<b>128.47</b>	<b>144.25</b>	<b>159.03</b>
	同比 (%)	<b>35%</b>	<b>-8%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>10%</b>
	毛利率 (%)	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>

资料来源: 华安证券研究所预测

## 4.2 估值和投资建议

我们看好一拖股份拖拉机及柴油机产品在国内及海外市场的持续发展, 预计公司 2024-2026 年分别实现收入 128.46/144.25/159.03 亿元, 同比增长 11.4%/12.3%/10.2%; 实现归母净利润 11.68/13.71/15.99 亿元, 同比增长 17.2%/17.3%/16.7%; 2024-2026 年对应的 EPS 为 1.04/1.22/1.42 元。公司当前股价对应的 PE 为 16/14/12 倍。

我们选取申万机械农业机械分类中市值 (以 9 月 25 日收盘价计算) 大于 20 亿的格力博、新研股份、大叶股份、威马农机作为可比公司, 从估值角度来看, 一拖股份在农机分类中估值最低。首次覆盖, 给予“买入”评级。

**图表 36 可比公司估值比较**

公司	代码	2024/9/26	EPS (元)				PE (倍)				投资评级
		股价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
一拖股份	601038.SH	16.81	0.89	1.04	1.22	1.42	18.94	16.17	13.78	11.81	买入
格力博	301260.SZ	12.49	(0.97)	0.63	0.96	1.17	(12.88)	19.98	13.01	10.72	未评级
新研股份	300159.SZ	2.41	(0.09)	-	-	-	(27.12)	-	-	-	未评级
大叶股份	300879.SZ	13.66	(0.99)	0.55	0.96	1.51	(13.84)	24.84	14.30	9.08	未评级
威马农机	301533.SZ	23.68	0.74	-	-	-	32.05	-	-	-	未评级

资料来源: 同花顺 ifind 一致预期, 华安证券研究所预测

## 风险提示

- 1) 国内行业需求不及预期;
- 2) 海外市场拓展不及预期;
- 3) 应收账款回收风险;
- 4) 行业竞争加剧。

**财务报表与盈利预测:**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6,488</b>	<b>7,082</b>	<b>8,122</b>	<b>8,767</b>	<b>营业收入</b>	<b>11,534</b>	<b>12,846</b>	<b>14,425</b>	<b>15,903</b>
现金	2,770	3,085	3,464	3,819	营业成本	9,697	10,738	11,976	13,121
应收账款	394	452	497	549	营业税金及附加	49	55	61	68
其他应收款	25	27	31	34	销售费用	241	243	258	269
预付账款	211	235	264	291	管理费用	822	877	963	1,046
存货	1,514	1,541	1,932	1,945	财务费用	(46)	(45)	(36)	(29)
其他流动资产	1,575	3,283	3,867	4,075	资产减值损失	18	17	20	21
<b>非流动资产</b>	<b>7,330</b>	<b>8,199</b>	<b>9,146</b>	<b>10,204</b>	公允价值变动收益	48	0	0	0
长期投资	664	697	732	769	投资净收益	122	98	88	97
固定资产	2,269	2,725	3,427	4,298	<b>营业利润</b>	<b>996</b>	<b>1,142</b>	<b>1,349</b>	<b>1,578</b>
无形资产	697	686	675	664	营业外收入	8	23	18	16
其他非流动资产	3,699	4,090	4,311	4,473	营业外支出	1	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>13,817</b>	<b>15,281</b>	<b>17,268</b>	<b>18,972</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,003</b>	<b>1,164</b>	<b>1,365</b>	<b>1,593</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,045</b>	<b>6,648</b>	<b>7,626</b>	<b>8,155</b>	所得税	14	5	5	6
短期借款	21	309	1,101	1,286	<b>净利润</b>	<b>989</b>	<b>1,159</b>	<b>1,360</b>	<b>1,587</b>
应付账款	4,979	5,442	5,524	5,772	少数股东损益	(8)	(9)	(11)	(13)
其他流动负债	1,044	897	1,000	1,096	<b>归属母公司净利润</b>	<b>997</b>	<b>1,168</b>	<b>1,371</b>	<b>1,599</b>
<b>非流动负债</b>	<b>553</b>	<b>553</b>	<b>553</b>	<b>553</b>	EBITDA	1,286	1,338	1,568	1,829
长期借款	200	200	200	200	EPS (元)	0.89	1.04	1.22	1.42
其他非流动负债	353	353	353	353					
<b>负债合计</b>	<b>6,598</b>	<b>7,201</b>	<b>8,179</b>	<b>8,708</b>					
少数股东权益	528	518	507	494	<b>主要财务比率</b>				
股本	1,124	1,124	1,124	1,124	<b>会计年度</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	2,656	3,001	3,406	3,877	<b>成长能力</b>				
留存收益	2,912	3,436	4,052	4,768	营业收入	-8.20%	11.38%	12.29%	10.25%
归属母公司股东权益	6,692	7,561	8,581	9,769	营业利润	69.43%	14.66%	18.08%	16.99%
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,817</b>	<b>15,281</b>	<b>17,268</b>	<b>18,972</b>	归属于母公司净利润	46.39%	17.19%	17.33%	16.66%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	15.93%	16.41%	16.98%	17.49%
					净利率(%)	8.64%	9.09%	9.50%	10.06%
					ROE(%)	15.76%	16.40%	16.98%	17.43%
					ROIC(%)	14.96%	15.69%	15.66%	15.69%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	47.75%	47.13%	47.37%	45.90%
					净负债比率(%)	-35.30%	-31.88%	-23.79%	-22.72%
					流动比率	1.07	1.07	1.07	1.08
					速动比率	0.82	0.83	0.81	0.84
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.86	0.88	0.89	0.88
					应收账款周转率	28.06	30.40	30.40	30.40
					应付账款周转率	1.95	2.06	2.18	2.32
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.89	1.04	1.22	1.42
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.20	0.96	1.67
					每股净资产(最新摊薄)	5.96	6.73	7.64	8.69
					<b>估值比率</b>				
					P/E	18.9	16.2	13.8	11.8
					P/B	2.8	2.5	2.2	1.9
					EV/EBITDA	14.86	14.50	12.87	11.14

资料来源: WIND, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业16年，曾多次获得新财富分析师。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。