

# 一拖股份 (601038)

## 2024 年三季度报点评：业绩短期承压，大型化高端化逻辑下看好未来成长空间

买入 (维持)

2024 年 10 月 30 日

证券分析师 周尔双

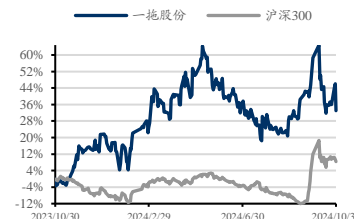
执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	12564	11534	12762	14375	16067
同比 (%)	34.61	(8.20)	10.65	12.64	11.77
归母净利润 (百万元)	681.05	997.02	1,060.61	1,220.14	1,432.03
同比 (%)	55.42	46.39	6.38	15.04	17.37
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.61	0.89	0.94	1.09	1.27
P/E (现价&最新摊薄)	25.79	17.62	16.56	14.39	12.26

### 股价走势



### 投资要点

#### ■ 24Q3 业绩短期承压，长期看好公司成长空间

2024 年 Q1-Q3 公司实现营收 107.4 亿元，同比+4.7%；归母净利润 11.0 亿元，同比+1.4%；扣非归母净利润 10.7 亿元，同比+2.2%。单 Q3 来看，公司实现营收 29.3 亿元，同比-2.4%；归母净利润 2.0 亿元，同比-40.9%；扣非归母净利润 1.9 亿元，同比-40.4%。收入端：24Q3 由于主粮（小麦、玉米、水稻）价格短期承压，拖拉机行业景气度下行，7/8/9 月大中型拖拉机产量同比+0.8%/-4.8%/-10.3%，公司 Q3 单季度收入仅下滑 2.4%，整体优于行业，龙头地位凸显。利润端：我们判断公司利润端降幅大于收入主要系在行业下行背景下，公司加大产品促销力度，利润率有所下降。展望未来，24 年 9 月国家发改委提升小麦最低收购价，有望提振市场对粮价信心；24Q3 公司大型拖拉机销量占比、中大拖均价持续提升，行业大型化趋势明显，长期看好公司未来成长空间。

#### ■ “金九”成色不足，加大促销导致利润率有所下滑

2024 年 Q1~Q3 公司销售毛利率 16.4%，同比-0.2pct；销售净利率 10.4%，同比-0.3pct。单 Q3 来看，公司销售毛利率为 14.7%，同比-3.6pct，销售净利率 6.7%，同比-4.2pct。(1) 毛利端：毛利率同比下滑较多主要系 23Q3 基数较高以及 24Q3 受粮价下滑影响经销商备货积极性较差，从 AMI 数据来看，9 月大型/中型拖拉机指数分别为 52.1%/49.3%，同比-3.4/-5.7pct，“金九”成色明显不足，因此公司加大促销力度，毛利率有所下滑。(2) 费用端：24Q3 期间费用率为 7.96%，同比-0.38pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.71%/3.83%/7.96%/-0.28%，同比-0.26/-0.41/+0.17/+0.12pct，整体费用控制良好。整体来看，虽然短期内公司因促销降价、税率提升导致利润承压，但长期来看大型拖拉机仍处于景气区间，大中拖内部需求结构持续优化，公司有望持续受益于拖拉机大型化趋势。

#### ■ 高端大马力拖拉机龙头，受益产业大型化+出海趋势

公司系国内高端大马力拖拉机头部企业，受益国内拖拉机竞争格局大型化、高端化以及海外市场顺利拓展双重利好。(1) 国内产业格局高端化+大型化趋势明显：当前市场拖拉机产品低端过剩、高端不足，在政策与市场双重驱动下，大型化、高端化产品日益见涨。24Q3 中大拖产量占拖拉机产量比重为 68.6%，同比+4.2pct，大型化趋势明显，行业竞争格局持续改善利好龙头。(2) 海外需求开辟第二增长极：公司持续布局拖拉机出海，2019-2023 年公司海外收入 CAGR 达 35.41%，重点布局俄语区、南美、亚洲等区域。① 俄语区：农业发达、需求量大，以中大型拖拉机为主，与公司中大拖为主营产品的格局相适配。② 类中国市场：农业生产维持高增速，但机械化率低、发展前景广阔。

■ 盈利预测与投资评级：由于粮价下滑导致行业需求下行，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润预测至 10.61/12.20/14.32 亿元（原值为 11.69/13.38/15.66 亿元），对应 PE 为 17/14/12 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：行业竞争加剧，国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期。

### 市场数据

收盘价(元)	15.63
一年最低/最高价	11.48/20.49
市净率(倍)	2.36
流通 A 股市值(百万元)	11,436.55
总市值(百万元)	17,562.58

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.62
资产负债率(% ,LF)	49.56
总股本(百万股)	1,123.65
流通 A 股(百万股)	731.71

### 相关研究

《一拖股份(601038)：国内拖拉机龙头，粮食安全+大型化带动盈利能力持续提升》

2024-10-22

## 一拖股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6,488</b>	<b>7,265</b>	<b>8,839</b>	<b>10,619</b>	<b>营业总收入</b>	<b>11,534</b>	<b>12,762</b>	<b>14,375</b>	<b>16,067</b>
货币资金及交易性金融资产	3,632	4,216	5,473	6,735	营业成本(含金融类)	9,697	10,838	12,143	13,499
经营性应收款项	866	915	1,030	1,149	税金及附加	49	51	58	64
存货	1,514	1,656	1,855	2,250	销售费用	241	255	288	321
合同资产	0	0	0	0	管理费用	361	383	431	482
其他流动资产	475	478	481	485	研发费用	461	510	575	643
<b>非流动资产</b>	<b>7,330</b>	<b>7,455</b>	<b>7,370</b>	<b>7,243</b>	财务费用	(46)	(48)	(44)	(52)
长期股权投资	664	689	714	739	加:其他收益	72	191	216	241
固定资产及使用权资产	2,291	2,157	2,068	1,931	投资净收益	122	153	216	241
在建工程	140	148	159	173	公允价值变动	48	0	0	0
无形资产	697	667	637	607	减值损失	(18)	(2)	(2)	(2)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	1	1	2
长期待摊费用	48	48	48	48	<b>营业利润</b>	<b>996</b>	<b>1,116</b>	<b>1,356</b>	<b>1,591</b>
其他非流动资产	3,490	3,745	3,745	3,745	营业外净收支	7	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>13,817</b>	<b>14,720</b>	<b>16,209</b>	<b>17,862</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,003</b>	<b>1,116</b>	<b>1,356</b>	<b>1,591</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,045</b>	<b>6,298</b>	<b>7,006</b>	<b>7,743</b>	减:所得税	14	56	136	159
短期借款及一年内到期的非流动负债	21	12	12	12	<b>净利润</b>	<b>989</b>	<b>1,061</b>	<b>1,220</b>	<b>1,432</b>
经营性应付款项	4,479	4,636	5,194	5,775	减:少数股东损益	(8)	0	0	0
合同负债	500	638	719	803	<b>归属母公司净利润</b>	<b>997</b>	<b>1,061</b>	<b>1,220</b>	<b>1,432</b>
其他流动负债	1,044	1,012	1,081	1,153	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.89	0.94	1.09	1.27
非流动负债	553	520	520	520	EBIT	786	1,069	1,312	1,539
长期借款	200	200	200	200	EBITDA	1,126	1,295	1,544	1,769
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.89	15.08	15.53	15.98
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	8.65	8.31	8.49	8.91
其他非流动负债	351	318	318	318	收入增长率(%)	(8.20)	10.65	12.64	11.77
<b>负债合计</b>	<b>6,598</b>	<b>6,818</b>	<b>7,527</b>	<b>8,264</b>	归母净利润增长率(%)	46.39	6.38	15.04	17.37
归属母公司股东权益	6,692	7,374	8,155	9,071					
少数股东权益	528	528	528	528					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,219</b>	<b>7,901</b>	<b>8,682</b>	<b>9,599</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,817</b>	<b>14,720</b>	<b>16,209</b>	<b>17,862</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,056	1,209	1,629	1,641	每股净资产(元)	5.96	6.56	7.26	8.07
投资活动现金流	(2,010)	(195)	167	238	最新发行在外股份(百万股)	1,124	1,124	1,124	1,124
筹资活动现金流	(346)	(421)	(439)	(515)	ROIC(%)	10.84	13.05	13.88	14.81
现金净增加额	(1,296)	594	1,356	1,363	ROE-摊薄(%)	14.90	14.38	14.96	15.79
折旧和摊销	341	226	232	230	资产负债率(%)	47.75	46.32	46.44	46.26
资本开支	(84)	(72)	(124)	(78)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.62	16.56	14.39	12.26
营运资本变动	(138)	68	391	219	P/B(现价)	2.62	2.38	2.15	1.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>