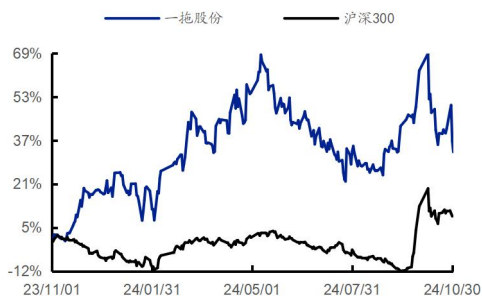


研究所: 袁冠 S0350524050001  
 证券分析师: yuang@ghzq.com.cn  
 联系人: 张馨月 S0350124070008  
 zhangxy05@ghzq.com.cn

## 促销导致 Q3 毛利率同比下滑, 产品大型化趋势延续

### ——一拖股份 (601038) 公司点评

#### 最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/10/31		
表现	1M	3M	12M	
一拖股份	-18.6%	-0.2%	33.6%	
沪深 300	-3.2%	13.0%	8.9%	

市场数据		2024/10/31
当前价格 (元)		15.17
52 周价格区间 (元)		11.51-20.49
总市值 (百万)		17,045.70
流通市值 (百万)		11,099.97
总股本 (万股)		112,364.53
流通股本 (万股)		73,170.53
日均成交额 (百万)		248.79
近一月换手 (%)		1.73

#### 相关报告

《一拖股份 (601038) 2024 年中报点评: 拖拉机业务量价齐升, 盈利能力稳中向好 (买入)\*专用设备\*杨仁文, 袁冠》——2024-09-02  
 《一拖股份(601038.SH)深度报告: 持续升级的大型拖拉机龙头 (买入)\*专用设备\*袁冠, 杨仁文》——2024-08-16

#### 事件:

一拖股份于 2024 年 10 月 29 日发布 2024 年三季度报: 2024 年前三季度, 公司实现营业收入 107.4 亿元, 同比+4.7%; 归母净利润 11.0 亿元, 同比+1.45%; 扣非归母净利润 10.7 亿元, 同比+2.2%。

#### 投资要点:

- Q3 收入利润同比下滑, 系促销导致毛利率同比降低** 2024 年 Q3, 公司实现营业收入 29.3 亿元, 同比-2.45%; 实现归母净利润 2.0 亿元, 同比-40.9%; 实现扣非归母净利润 1.9 亿元, 同比-40.4%。毛利率 14.6%, 同比-3.6 pct, 主要原因为公司加大产品促销力度。
- 期间费用率控制良好** 2024 年 Q3, 公司归母净利率 6.7%, 同比-4.3 pct; 销售/管理/研发/财务费率分别为 1.7%/ 2.7%/3.8%/-0.3%, 同比-0.3/-0.4/+0.2/+0.1 pct, 期间费用率平稳。
- 大拖产量逆势提升, 产品大型化趋势延续** 2024 年 1-9 月, 中国累计生产大型/中型/小型拖拉机 9.0/18.3/11.0 万台, 同比变化 +9.4%/-10.0%/-16.1%, 大拖产量逆势提升。2024 年 1-9 月, 大型拖拉机产量占比 23.5%, 同比+3.8pct, 拖拉机大型化趋势延续。
- 收并购拓宽业务布局** 2024 年 9 月 10 日, 董事会同意公司以自有资金收购采埃孚一拖 (洛阳) 车桥有限公司 (下称标的公司) 51% 股权, 最终交易价格为 9747.6 万元; 2024 年 9 月 24 日, 标的公司更名为一拖 (洛阳) 车桥有限公司, 成为公司全资子公司, 并纳入合并报表。
- 盈利预测和投资评级** 预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 120.15/129.27/138.53 亿元, 同比+4.18%/+7.59%/+7.16%; 归母净利润分别为 10.40/12.10/13.79 亿元, 同比+4.29%/+16.40%/+13.92%; 对应 PE 分别为 16.39/14.08/12.36X, 维持“买入”评级。
- 风险提示** 补贴政策变动风险、粮食价格波动风险、下游需求不

及预期、地缘政治风险、行业竞争加剧、拖拉机大型化不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11534	12015	12927	13853
增长率(%)	-8	4	8	7
归母净利润（百万元）	997	1040	1210	1379
增长率(%)	46	4	16	14
摊薄每股收益（元）	0.89	0.93	1.08	1.23
ROE(%)	15	14	15	15
P/E	16.42	16.39	14.08	12.36
P/B	2.45	2.31	2.09	1.89
P/S	1.42	1.42	1.32	1.23
EV/EBITDA	12.28	10.80	9.13	6.95

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：一拖股份盈利预测表

证券代码:	601038		股价:	15.17	投资评级:	买入	日期:	2024/10/31	
<b>财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	15%	14%	15%	15%	EPS	0.89	0.93	1.08	1.23
毛利率	16%	16%	16%	16%	BVPS	5.96	6.56	7.25	8.03
期间费率	5%	4%	4%	4%	<b>估值</b>				
销售净利率	9%	9%	9%	10%	P/E	16.42	16.39	14.08	12.36
<b>成长能力</b>					P/B	2.45	2.31	2.09	1.89
收入增长率	-8%	4%	8%	7%	P/S	1.42	1.42	1.32	1.23
利润增长率	46%	4%	16%	14%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
总资产周转率	0.86	0.85	0.87	0.86	<b>营业收入</b>	<b>11534</b>	<b>12015</b>	<b>12927</b>	<b>13853</b>
应收账款周转率	33.76	35.78	36.96	37.63	营业成本	9697	10108	10855	11608
存货周转率	7.17	6.61	6.98	7.30	营业税金及附加	49	48	52	55
<b>偿债能力</b>					销售费用	241	228	233	235
资产负债率	48%	45%	44%	43%	管理费用	361	336	336	346
流动比	1.07	1.23	1.36	1.50	财务费用	-46	-45	-57	-68
速动比	0.71	0.85	0.90	1.15	其他费用/(-收入)	461	457	465	471
					<b>营业利润</b>	<b>996</b>	<b>1086</b>	<b>1264</b>	<b>1440</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	7	0	0	0
现金及现金等价物	3632	4312	4919	6914	<b>利润总额</b>	<b>1003</b>	<b>1086</b>	<b>1264</b>	<b>1440</b>
应收款项	394	401	420	439	所得税费用	14	54	63	72
存货净额	1514	1544	1568	1612	<b>净利润</b>	<b>989</b>	<b>1031</b>	<b>1201</b>	<b>1368</b>
其他流动资产	947	960	1652	1048	少数股东损益	-8	-8	-10	-11
<b>流动资产合计</b>	<b>6488</b>	<b>7217</b>	<b>8558</b>	<b>10012</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>997</b>	<b>1040</b>	<b>1210</b>	<b>1379</b>
固定资产	2269	2133	1997	1857					
在建工程	140	126	113	102	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
无形资产及其他	4256	4225	4200	4175	<b>经营活动现金流</b>	<b>1056</b>	<b>944</b>	<b>974</b>	<b>2413</b>
长期股权投资	664	591	591	591	净利润	997	1040	1210	1379
<b>资产总计</b>	<b>13817</b>	<b>14293</b>	<b>15460</b>	<b>16738</b>	少数股东损益	-8	-8	-10	-11
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	341	238	239	241
应付款项	4479	4378	4702	5028	公允价值变动	-48	0	0	0
合同负债	500	521	561	601	营运资金变动	-138	-206	-332	948
其他流动负债	1065	976	1016	1055	<b>投资活动现金流</b>	<b>-2010</b>	<b>137</b>	<b>74</b>	<b>84</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6045</b>	<b>5876</b>	<b>6278</b>	<b>6685</b>	资本支出	-84	-63	-63	-63
长期借款及应付债券	200	200	200	200	长期投资	-1958	73	0	0
其他长期负债	353	331	331	331	其他	33	128	137	147
<b>长期负债合计</b>	<b>553</b>	<b>531</b>	<b>531</b>	<b>531</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-346</b>	<b>-403</b>	<b>-441</b>	<b>-501</b>
<b>负债合计</b>	<b>6598</b>	<b>6407</b>	<b>6810</b>	<b>7216</b>	债务融资	-50	-31	0	0
股本	1124	1124	1124	1124	权益融资	0	4	0	0
股东权益	7219	7886	8651	9522	其它	-297	-376	-441	-501
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13817</b>	<b>14293</b>	<b>15460</b>	<b>16738</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-1296</b>	<b>679</b>	<b>607</b>	<b>1995</b>

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【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。

张馨月，研究助理，中国人民大学硕士，从事海外制造研究。

## 【分析师承诺】

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，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视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。