

国内拖拉机龙头，关注内需改善+海外拓展

——一拖股份（601038）公司深度报告

分析师： 宁前羽

SAC NO: S1150522070001

2024 年 12 月 25 日

机械设备——专用设备

证券分析师

宁前羽

022-23839174

ningqy@bhzq.com

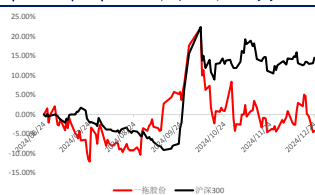
评级：

增持

最新收盘价：

15.16

最近半年股价相对走势



投资要点：

● “A+H” 股资本平台，公司股息率稳步提升

公司前身第一拖拉机制造厂创建于 1955 年，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、人员重组设立第一拖拉机股份有限公司。公司 H 股、A 股分别于 1997、2012 年挂牌上市，是我国农机行业拥有“A+H”股资本平台的上市公司。公司股权结构稳定，第一大股东为中国一拖集团有限公司，直接持有公司 48.81% 股份。公司坚持稳定分红政策，股息率从 2020 年的 0.62% 稳步提升至 2023 年的 2.19%，同期公司每股股利从 0.08 元提升至 0.32 元。

● 拖拉机大马力趋势明显，关注农业机械化率提升

农业机械品类繁多，其中拖拉机为农机主要器具，我们建议关注农业机械化率提升带来的投资机会。人口角度来看，2004 年以来我国农业就业人口占比持续下降，2022 年仅为 22.57%，农业劳动力减少背景下，为保证农业供应安全，大规模机械化农业生产模式将成为未来主要发展方向。虽然目前我国小麦、玉米等作物已实现较高机械化率，但整体综合机械化率仍有较大提升空间。从拖拉机拥有量上看，2023 年全国拖拉机拥有量约 2113.49 万台，其中，大中型拖拉机数量占比为 26.07%，拖拉机大马力化趋势明显。

● 国内政策利好+出口回暖，农机需求有望改善

据统计，我国家庭承包耕地流转总面积已从 2007 年的 6,400 万亩增长至 2022 年的 5.76 亿亩，部分省市耕地流转率已达 50%，我们认为，土地流转有利于开展规模化、集约化、现代化的农业经营模式，对于提高农业生产效率、优化劳动力结构、稳定农民收入均有积极影响。此外，2024 年国家对农机购置补贴与农机报废更新补贴力度再度调整，农业机械购置成本的降低将对农业机械化水平的提升产生正向促进作用。海外方面，我国农业机械出口逐步回暖，拖拉机出口金额稳步增长，拖拉机出口呈现明显顺差，我们建议关注国内政策利好+出口回暖下农机需求改善。

● 国内拖拉机龙头，关注大马力化、高端化、全球化发展机会

受排放标准升级导致的需求前移影响减弱，公司 2024 年前三季度营收恢复增长，归母净利润持续提升。2017 年以来公司持续清理低效资产，人均创收、人均创利均实现明显增长。从市场份额上看，公司 2023 年在大中拖多马力段销量排名领先，大中拖优势明显。此外，公司在动力换挡和无级变速拥有深厚技术储备，高端农机具备竞争优势，我们建议关注公司拖拉机大马力化、高端化、全球化发展机会。

● 盈利预测与评级

中性情景下，我们预计公司 2024-2026 年实现营业总收入 119.26、127.91、140.09 亿元；归母净利润分别为 10.18、11.47、13.25 亿元；EPS 分别为 0.91、1.02、1.18 元，对应 2024 年 PE 为 16.74 倍，给予“增持”评级。

风险提示：市场竞争风险、汇率波动风险、原材料价格波动风险、下游需求变化风险、关键预期不能成立的风险。

财务摘要 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,564	11,534	11,926	12,791	14,009
(+/-)%	34.6%	-8.2%	3.4%	7.3%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	802	786	1,032	1,158	1,328
(+/-)%	122.2%	-2.0%	31.4%	12.2%	14.7%
归母净利润	681	997	1,018	1,147	1,325
(+/-)%	55.4%	46.4%	2.1%	12.7%	15.6%
每股收益 (元)	0.61	0.89	0.91	1.02	1.18

表：三张表及主要财务指标

资产负债表 (百万 元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万 元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,364	2,770	3,405	4,507	5,736	营业总收入	12,564	11,534	11,926	12,791	14,009
应收票据及应收账款	429	394	419	444	487	营业成本	10,510	9,697	9,988	10,659	11,617
预付账款	215	211	229	236	259	营业税金及附加	49	49	48	51	56
其他应收款	27	25	27	28	31	销售费用	222	241	234	250	269
存货	1,191	1,514	1,519	1,567	1,745	管理费用	395	361	365	390	426
其他流动资产	135	424	424	424	424	研发费用	529	461	482	519	570
流动资产合计	7,882	6,488	7,172	8,373	9,879	财务费用	-42	-46	-33	-43	-60
长期股权投资	636	664	694	724	754	资产减值损失	-44	-16	-6	-7	-6
固定资产合计	2,312	2,269	2,184	2,085	1,985	信用减值损失	-88	-2	0	0	0
无形资产	713	697	674	655	638	其他收益	43	72	62	65	70
商誉	0	0	0	0	0	投资收益	7	122	155	166	182
长期待摊费用	59	48	48	48	48	公允价值变动收 益	-232	48	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0	资产处置收益	2	2	1	1	2
资产总计	12,992	13,817	14,402	15,519	16,941	营业利润	588	996	1,055	1,191	1,378
短期借款	270	0	0	0	0	营业外收支	24	7	10	10	10
应付票据及应付账款	4,116	4,479	4,354	4,661	5,122	利润总额	612	1,003	1,065	1,201	1,388
预收账款	0	0	0	0	0	所得税费用	-30	14	48	54	62
应付职工薪酬	109	117	115	123	135	净利润	642	989	1,018	1,147	1,325
应交税费	21	22	22	23	26	归属于母公司所 有者的净利润	681	997	1,018	1,147	1,325
其他流动负债	409	436	436	436	436	少数股东损益	-39	-8	0	0	0
长期借款	49	200	200	200	200	基本每股收益	0.61	0.89	0.91	1.02	1.18
预计负债	2	2	2	2	2	财务指标					
负债合计	6,494	6,598	6,526	6,909	7,483	营业总收入增长 率	34.6%	-8.2%	3.4%	7.3%	9.5%
股东权益	6,497	7,219	7,875	8,609	9,458	EBIT 增长率	122.2%	-2.0%	31.4%	12.2%	14.7%
现金流量表 (百万 元)						净利润增长率	55.4%	46.4%	2.1%	12.7%	15.6%
净利润	642	989	1,018	1,147	1,325	销售毛利率	15.7%	15.9%	16.2%	16.7%	17.1%
折旧与摊销	350	341	258	253	267	销售净利率	5.2%	8.6%	8.5%	9.0%	9.5%
经营活动现金流净额	3,602	1,056	1,040	1,521	1,709	ROE	11.4%	14.9%	13.8%	14.2%	14.8%
投资活动现金流净额	-2,096	-2,010	-4	2	5	ROIC	12.3%	10.4%	12.2%	12.5%	13.1%
筹资活动现金流净额	-141	-346	-402	-421	-485	资产负债率	50.0%	47.8%	45.3%	44.5%	44.2%
现金净变动	1,373	-1,296	635	1,102	1,229	PE	18.64	16.42	16.74	14.85	12.85
期初现金余额	2,147	3,520	2,223	2,858	3,960	PB	2.13	2.45	2.32	2.11	1.91
期末现金余额	3,520	2,223	2,858	3,960	5,190	EV/EBITDA	7.54	12.28	10.73	9.03	7.21

目 录

1.公司概况	7
1.1 国内拖拉机龙头，A+H 股资本平台上市公司	7
1.2 公司股权结构稳定，高管多具技术背景	8
2.行业背景	12
2.1 农业机械品类繁多，国内农业机械化仍有提升空间	12
2.2 拖拉机为农机主要器具，大马力占比提升趋势明显	15
2.3 关注出口及政策利好下内需回暖	17
2.3.1 国内政策持续利好，带动农机需求提升	17
2.3.2 农机出口逐步回暖，关注海外市场需求增长	20
3.公司分析	22
3.1 经营情况分析	22
3.2 财务分析	26
4.盈利预测	28
5.估值与评级	30
6.风险提示	31

图目录

图 1: 一拖主要发展历史.....	7
图 2: 公司每股股利情况 (元)	11
图 3: 公司股息率情况.....	11
图 4: 全球农业机械市场规模情况.....	12
图 5: 中国农业机械市场规模情况.....	12
图 6: 我国农业机械总动力 (万千瓦)	13
图 7: 中国农业就业人口占比情况.....	15
图 8: 2022 年我国主要作物机械化率.....	15
图 9: 2000 年以来全国小型、大中型拖拉机拥有量 (万台)	16
图 10: 2000 年以来农用大中型拖拉机拥有量占比情况.....	16
图 11: 小、中、大型拖拉机产量情况 (万台)	16
图 12: DCT 双离合动力换挡结构图.....	17
图 13: HMCVT 双功率流传动结构图	17
图 14: 我国土地流转规模情况 (亿亩)	18
图 15: 中央财政农机购置补贴 (亿元)	19
图 16: 2020 年以来我国农机出口金额情况.....	20
图 17: 2020 年以来我国农机累计出口金额情况.....	20
图 18: 拖拉机累计进出口金额情况.....	20
图 19: 拖拉机进出口均价.....	20
图 20: 2020 年以来公司营业收入情况.....	22
图 21: 2020 年以来公司归母净利润情况.....	22
图 22: 2020 年以来公司各产品营收情况 (亿元)	23
图 23: 2020 年以来公司海外市场营收情况.....	23
图 24: 一拖股份大中拖销量情况.....	23
图 25: 一拖股份柴油机销量情况 (万台)	24
图 26: 东方红 YTN9 系列柴油机.....	24
图 27: 东方红 LF2204(G4)拖拉机	25
图 28: 东方红 LW3204 拖拉机.....	25
图 29: 2020 年以来公司存货情况 (亿元)	25
图 30: 2020 年以来公司合同负债情况 (亿元)	25
图 31: 公司员工构成情况 (人)	26
图 32: 公司人均创收、人均创利情况.....	26
图 33: 2020 年以来公司四费费用情况.....	26
图 34: 2020 年以来公司期间费用率情况.....	26
图 35: 公司毛利率、净利率、平均净资产收益率情况.....	27
图 36: 可比公司毛利率对比 (%)	27
图 37: 2020 年以来公司应收账款周转率情况 (次)	27
图 38: 2020 年以来公司存货周转率情况 (次)	27

表 目 录

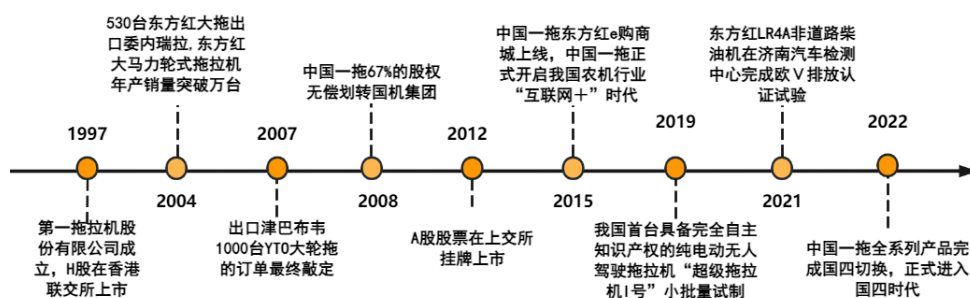
表 1: 一拖股份主要产品情况.....	8
表 2: 公司前十大股东情况（2024 年三季度）	9
表 3: 公司董监高成员介绍.....	9
表 4: 农业机械主要分类.....	12
表 5: 农机行业相关政策.....	13
表 6: 拖拉机主要分类.....	15
表 7: 动力换挡与无级变速对比.....	17
表 8: 农业机械报废更新补贴标准对比（元）	19
表 9: 2024 年 1-10 月拖拉机出口额统计	21
表 10: 公司近年来加速清理低效资产	25
表 11: 公司盈利预测情况（百万元）	28
表 12: 可比公司估值比较（截至 2024.12.24）	30

1. 公司概况

1.1 国内拖拉机龙头，A+H 股资本平台上市公司

公司前身第一拖拉机制造厂，创建于 1955 年，是我国“一五”期间兴建的 156 个国家重点项目之一，是中国农机行业的特大型企业。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，依法设立了第一拖拉机股份有限公司。公司 H 股股票于 1997 年 6 月 23 日在香港联交所上市，A 股股票于 2012 年 8 月 8 日在上交所正式挂牌交易，公司是我国农机行业拥有“A+H”股资本平台的上市公司。

图 1：一拖主要发展历史



资料来源：公司官网，渤海证券研究所

公司主营农业机械，主要产品为履带拖拉机、轮式拖拉机。根据公司官网介绍，公司拥有强大的锻件、机械加工、装配和测试的全套生产能力，流水生产线近百条，主导产品涵盖“东方红”系列履带拖拉机、轮式拖拉机、柴油机等多个品类。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。

表 1：一拖股份主要产品情况

产品名称	产品图片	产品介绍
轮式拖拉机		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、运输作业和固定等作业的农业机械。公司产品包括 25-100 马力（不含）中型轮式拖拉机以及 100 马力以上大型轮式拖拉机，适用于旱田、水田、果园、大棚等不同作业环境。
履带式拖拉机		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、土石方工程作业、运输等作业的农业机械。公司履带式拖拉机产品拥有较好的土壤附着性，适用于土壤潮湿及松软地带使用。
柴油机		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。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，产品以拖拉机、收获机等农业机械配套为主，有少部分为工程机械、船舶、发电机组等提供配套。
零部件		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。

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

1.2 公司股权结构稳定，高管多具技术背景

公司股权结构稳定，实控人为国机集团。根据公司 2024 年三季报披露，公司第一大股东为中国一拖集团有限公司，直接持有公司 48.81% 股份。公司实控人为中国机械工业集团有限公司（简称国机集团），国机集团是中央直接管理的国有重要骨干企业，发源于第一机械工业部，由原机械工业部 70 多家科研设计院所、装备制造和工贸企业发展而来，目前拥有 12 万从业人员、11 家上市公司，在全球 100 多个国家和地区设有 350 多个驻外机构，连续多年位居中国机械工业百强企业首位。

表 2: 公司前十大股东情况 (2024 年三季度)

股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例	股东性质
中国一拖集团有限公司	548,485,853	48.81%	国有法人
HKSCC NOMINEES LIMITED	389,025,309	34.62%	境外法人
富国基金-中国人寿保险股份有限公司-传统险-富国基金国寿股份成长股票传统可供出售单一资产管理计划	10,031,600	0.89%	其他
富国基金-中国人寿保险股份有限公司-分红险-富国基金国寿股份成长股票型组合单一资产管理计划(可供出售)	7,671,241	0.68%	其他
香港中央结算有限公司	5,747,615	0.51%	境外法人
基本养老保险基金二零三组合	3,898,699	0.35%	其他
全国社保基金一一七组合	3,300,000	0.29%	其他
招商银行股份有限公司-南方阿尔法混合型证券投资基金	3,257,542	0.29%	其他
招商银行股份有限公司-南方中证 1000 交易型开放式指数证券投资基金	2,617,000	0.23%	其他
招商银行股份有限公司-交银施罗德启诚混合型证券投资基金	2,078,629	0.18%	其他
合计	976,113,488	86.85%	--

资料来源: 同花顺 iFinD, 渤海证券研究所

公司高管多具技术背景且对行业具备较深理解。公司董监高 19 位成员中拥有工程师背景的多达 11 位, 其中公司董事长黎晓煜先生、总经理魏涛先生均为教授级高级工程师, 公司管理层多具技术背景且对行业具备较深理解, 为公司良性发展打下坚实基础。

表 3: 公司董监高成员介绍

姓名	职务	个人简介
黎晓煜	董事长, 董事	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。黎先生曾任中国机械工业集团有限公司总经理助理、人力资源部(党委组织部)部长, 中国一拖集团有限公司党委书记、董事长, 第一拖拉机股份有限公司董事长, 中国机械工业集团有限公司战略投资部(科技发展部、军工管理办公室)部长。
徐立友	独立董事	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, 河南省低速电动车辆工程技术研究中心主任, 现任第一拖拉机股份有限公司独立非执行董事, 董事会战略、投资及可持续发展委员会委员、审核委员会委员。徐先生还兼任中国农业机械学会理事, 中国汽车工程学会理事, 河南省汽车工程学会副理事长, 中国农业机械学会拖拉机分会副主任委员, 中国农业机械学会地面机器系统分会副主任委员, 中国机械工业教育协会车辆工程学科教学委员会委员, 中国农业机械学会材料加工分会委员。徐先生毕业于西安理工大学, 获颁工学博士学位, 长期从事车辆新型传动理论与控制技术、车辆性能分析方法及仿真技术及低速电动车辆传动技术等方面的研究及教学工作, 是车辆工程领域的专家, 中原科技创新领军人才, 河南省高层次人才, 洛阳市优秀专家, 河南省教育厅学术技术带头人。
王书茂	独立董事	教授/博士生导师, 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。王先生曾任中国农业大学工学院教授、中国农业机械学会理事、中国仪器仪表学会网络与虚拟仪器分会理事、中国机械工程学会设备与维修分会常务理事、中国农机学会基础技术分会名誉主任、中国农机化协会农机鉴定分会委员、北京农业工程学会理事、北京市顺义区政府顾问、农业部农机化科技创新战略咨询组专家、“科创中国”国家农机装备服务团专家、美国农业与生物工程学会会员、《智慧农业》和《国外电子测量技术》等杂志编委。王先生先后就读于北京农业机械化学院和北京农业工程大学, 获颁工学学士和工学硕士学位, 从事智能农业装备教学和科学研究四十余年, 主持完成国家和省部级及企业多个研究项目, 曾荣获“全国十佳农机教师”称号。
薛立品	独立董事	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, 香港华人会计师公会附属会员及香港商界会计师协会会员, 现任第一拖拉机股份有限公司独立非执行董事、董事会审核委员会主席、薪酬委员会主席、提名委员会委员, 北京汽车股份有限公司(1958.HK)独立非执行董事, 审核委员会主任、薪酬委员会委员, Alpcorp Ltd 董事,

		创慧顾问咨询公司及创慧中医诊所总经理，并担任特许金融策略师协会首席讲师。薛先生拥有逾三十年的审计、财务、管理会计、人事管理、融资、公司秘书及上市方面的经验。薛先生毕业于香港浸会大学并获颁工商管理学士（优良）及工商管理硕士学位。先后曾加入毕马威会计师事务所，安永会计师事务所，东美商业表格有限公司，Logo S.A.，翔鹭实业有限公司，集宝香港有限公司，江森自控香港有限公司，中华商务联合印刷（香港）有限公司及誉中国际集团。并曾在上市公司天能动力国际有限公司（819.HK），北青传媒股份有限公司（1000.HK），星美国际集团有限公司（198.HK），王氏国际集团有限公司（99.HK）及北京燃气蓝天控股有限公司（6828.HK及SGXUQ7）任高层管理工作。
方宪法	董事	中国农业机械化科学研究院首席专家，享受国务院政府特殊津贴，现任第一拖拉机股份有限公司非执行董事、董事会战略、投资及可持续发展委员会委员，中国农业机械化科学研究院总工程师、研究员、博士生导师，中国一拖董事。方先生曾任中国农业机械化科学研究院副院长、副总工程师等职。方先生先后就读于北京农机学院、中国农业大学，获颁工学博士学位。方先生在农业机械、农业工程及企业管理等方面拥有丰富经验。
杨建辉	董事	工程博士，正高级工程师。现任中国福马机械集团有限公司董事、中国一拖集团有限公司董事。杨先生曾任中国机械工业建设集团有限公司董事、党委书记、副总经理，中国机械工业集团有限公司党委巡视专员。
苗雨	董事	本科学历，MBA。现任洛阳国宏投资控股集团有限公司基金管理部总经理。苗先生曾任洛阳高新区金融办副主任、洛阳自贸区投资发展有限公司董事长兼总经理，洛阳高新区丰李镇副镇长（挂职）兼尹屯村党支部书记，洛阳高新区财政金融部副部长。
魏涛	董事，总经理	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。魏先生于2003年加入中国一拖，历任第一拖拉机股份有限公司第三装配厂副厂长、质量工程中心副主任、第一拖拉机股份有限公司科技发展部副部长、质量部部长、人力资源部部长，第一拖拉机股份有限公司总经理助理、副总经理等职。魏先生毕业于东北农业大学，拥有工学学士学位，在生产制造、技术质量管理及人力资源管理等方面拥有丰富经验。
杨郁	监事会主席，监事	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。杨先生于2021年9月加入中国一拖，曾任中国电器科学研究院股份有限公司总经理助理、纪委委员，桂林电器科学研究院有限公司纪委书记、党委委员。杨先生曾就读于浙江大学，拥有工学学士学位。杨先生在企业管理、科研、纪检监察等方面拥有丰富经验。
肖斌	监事	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。肖先生于1989年加入中国一拖，曾任第一拖拉机股份有限公司生产运行部副部长、部长，安全生产环保部副部长。肖先生曾就读于河南科技大学，肖先生在生产、采购管理等方面拥有丰富经验。
谷爱琴	监事	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，谷女士于2003年加入中国一拖，曾任中国一拖团委书记，共青团十七届中央委员会委员，福莱格公司党委书记、纪委书记、工会主席、副总经理、中国一拖人力资源部部长。谷女士曾就读于河南大学，拥有文学学士学位。谷女士在新闻宣传、企业管理及人力资源管理等方面拥有丰富经验。
李鹏	职工监事	工程硕士，高级工程师。现任第一拖拉机股份有限公司职工监事，大拖公司总经理、党委书记。李先生曾任第一拖拉机股份有限公司三装厂副厂长、大拖装配厂副厂长、大拖公司党委副书记等职。
杨昆	职工监事	经济师。现任第一拖拉机股份有限公司职工监事，中小拖公司总经理、党委副书记。杨先生曾任第一拖拉机股份有限公司第一装配厂副厂长、第一拖拉机股份有限公司农装装备事业部国内销售部部长，第一拖拉机股份有限公司农业装备营销中心副总经理（主持工作）、党委书记、纪委书记、工会主席，第一拖拉机股份有限公司采购中心党委书记、副主任（兼），第一拖拉机股份有限公司中小轮拖装配厂党委书记、厂长，第一拖拉机股份有限公司中小拖公司党委书记等职。
于丽娜	副总经理，董事会秘书	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。于女士于1992年加入中国一拖，曾任第一拖拉机股份有限公司投资者关系总监等职。于女士先后就读于中南政法学院和中国政法大学，获颁法学学士学位和法律硕士学位。于女士在投资及资本运作、公司治理、人力资源管理、资产管理方面拥有丰富经验。
杨广军	副总经理	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。杨先生于2005年加入中国一拖，历任柴油机公司党委书记、副总经理，第一拖拉机股份有限公司总经理助理等职。杨先生毕业于河南科技大学，拥有工学学士学位。杨先生在市场营销、生产制造及采购管理等方面拥有丰富经验。
苏文生	副总经理	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。苏先生于1991年加入中国一拖，曾任第一拖拉机股份有限公司总经理助理等职。苏先生先后就读于甘肃工业大学、江苏大学，获颁工学学士及工程硕士学位。苏先生在生产经营、企业管理方面拥有丰富经验。

薛文璞 副总经理

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。薛先生于 1994 年加入中国一拖，历任第一拖拉机股份有限公司第三装配厂副厂长、厂长、党委副书记（兼）、第一装配厂厂长、大拖装配厂厂长、党委副书记（兼）。薛先生曾就读于郑州工学院，拥有工学学士学位。薛先生在生产经营管理、市场营销等方面拥有丰富经验。

赵庆亮 副总经理

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。赵先生先后就读于中国农业大学及中国农业机械化科学研究院，获颁工学硕士学位，曾任中国农业机械化科学研究院集团有限公司团委书记、副总经理、党委委员。赵先生在企业管理、质量检测、市场营销等方面拥有丰富经验。

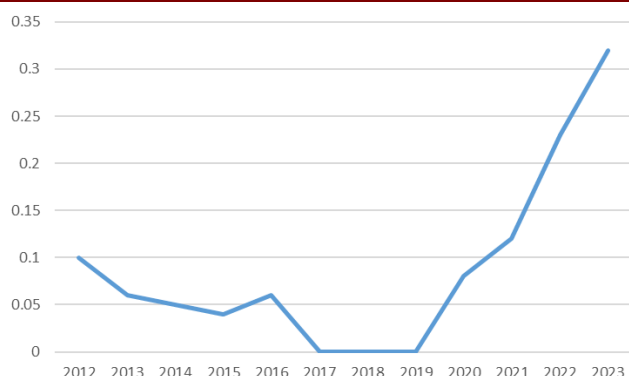
刘斌 财务总监

高级会计师、注册会计师，现任中国一拖集团有限公司党委常委。刘先生曾任林海股份有限公司财务总监，洛阳轴研科技股份有限公司财务总监，国机精工集团股份有限公司财务总监、党委委员，在财务管理等方面拥有丰富经验。

资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

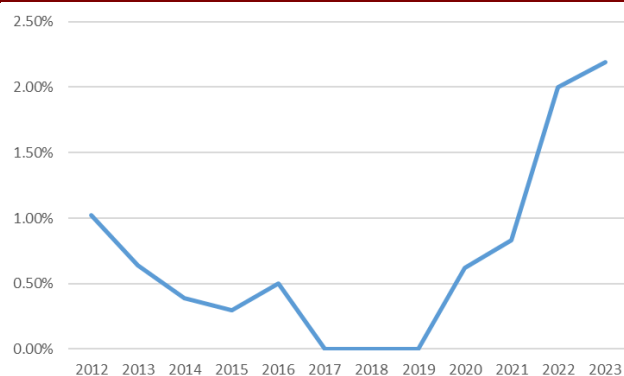
股息率稳步提升，与股东共享经营成果。2020 年以来公司维持稳健的分红政策，每股股利从 2020 年的 0.08 元提升至 2023 年的 0.32 元，公司股息率从 2020 年的 0.62% 提升至 2023 年的 2.19%。根据公司公告披露，公司 2022、2023 年度分红比例均超过归母净利润的 35%。未来公司将在保持持续稳定的分红政策的基础上，综合战略发展、经营情况及资金状况等因素，制订合理的分红方案，与投资者分享公司的发展成果。

图 2：公司每股股利情况（元）



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

图 3：公司股息率情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

2.行业背景

2.1 农业机械品类繁多，国内农业机械化仍有提升空间

农业机械品类繁多，主要分为动力机械和工作机具两类。农业机械是指在作物种植业和畜牧业生产过程中，以及农、畜产品初加工和处理过程中所使用的各种机械。农业机械包括农用动力机械、农田建设机械、土壤耕作机械、种植和施肥机械、植物保护机械、农田排灌机械、作物收获机械、农产品加工机械、畜牧业机械和农业运输机械等。概括地可以将农业机械分为动力机械和工作机具两大类。

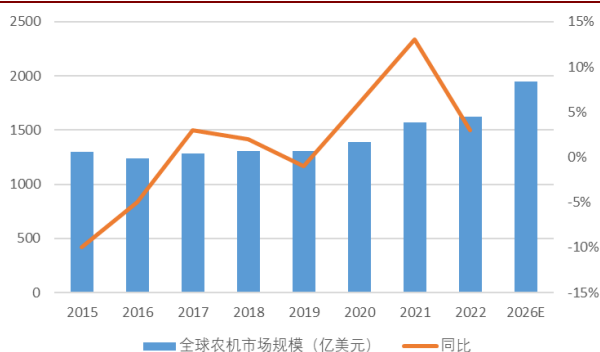
表 4：农业机械主要分类

分类标准	主要分类	主要产品
农业动力机械	拖拉机	手扶拖拉机、轮式拖拉机、履带式拖拉机、船形拖拉机等
	内燃机	柴油机和汽油机
	电动机	三相鼠笼式异步电动机等
	其他	风力机和水轮机等
农业工作机具	作业性质	农田耕作机械、收获机械、场上作业机械、农副产品加工机械、排灌机械、植保机械、装卸运输机械以及畜牧、林业等其它机械
	动力	人力机械、畜力机械、机力机械及风力机械等
	作业环境	平原旱作机械、水田机械、山地机械及垄作机械等

资料来源：买购网，渤海证券研究所

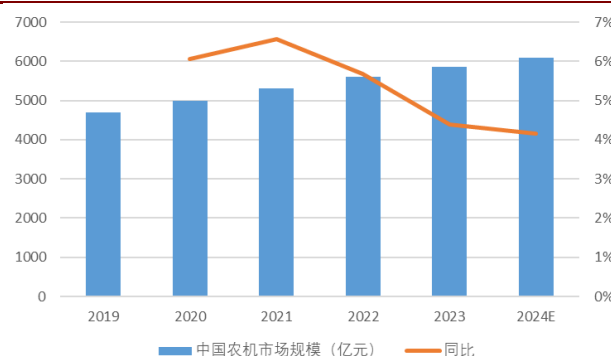
全球农机市场规模有望维持增长。根据 FactMr 的数据，2022 年全球农机市场规模为 1620 亿美元，同比增长 3%。随着以中国为代表的亚太地区农业机械化的发展，未来全球农业机械市场将整体呈增长态势，预计到 2026 年全球农业机械市场规模将进一步增至 1949 亿美元，对应年复合增长率为 4.73%。国内方面，根据中商产业研究院的数据，2023 年中国农业机械市场规模为 5857 亿元，同比增长 4%，预计 2024 年将实现 6100 亿元市场规模。

图 4：全球农业机械市场规模情况



资料来源：威马农机招股书，渤海证券研究所

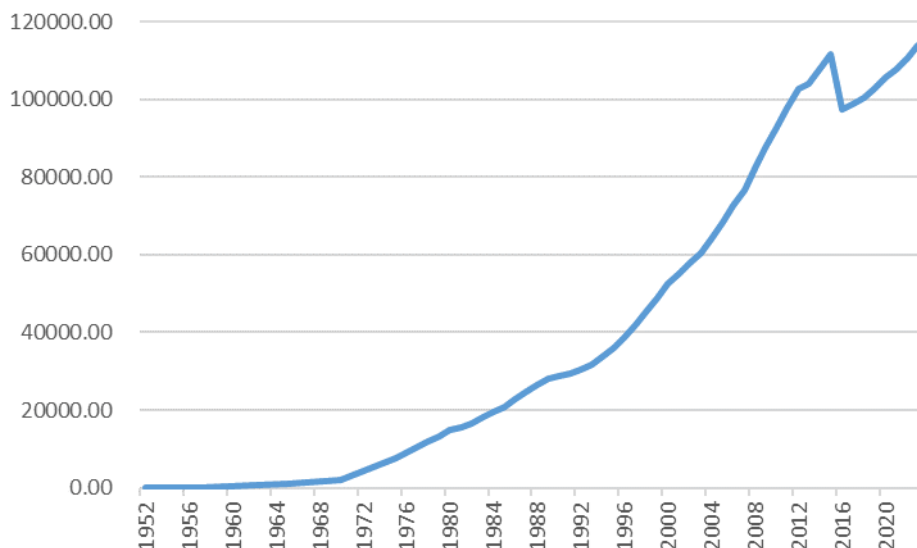
图 5：中国农业机械市场规模情况



资料来源：中商产业研究院，渤海证券研究所

我国农业机械进入依法促进阶段，农机总动力恢复增长。农业机械行业发展是传统农业向现代农业进化的重要标志，我国农业机械行业发展可大致划分为以下四个阶段：一是 1949-1977 年的创建起步阶段，该阶段以计划经济体制为标志，实现从无到有，奠定我国农业机械化基础的阶段；二是 1978-1995 年的体制转换阶段，该阶段以农机户成为农机投资和经营主体为标志，是我国农业机械化由计划经济逐步转向市场经济过渡的阶段；三是 1996-2003 年的市场导向阶段，该阶段以跨区作业标志，农业机械化向社会化、市场化方向大发展的阶段；四是 2004 年以来的依法促进阶段，该阶段以《农业机械化促进法》颁布实施为标志，农业机械化进入法制化发展的阶段。从我国农业机械总动力来看，我国农业机械总动力除 2016 年由于统计口径变动、农机补贴放缓等因素影响出现明显回落外，整体维持较快增长，2023 年我国农业机械总动力已达到 11.39 亿千瓦。

图 6：我国农业机械总动力（万千瓦）



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

以实现现代化为目标，农机支持政策利好频出。近年来国家各级政府部门陆续出台产业政策鼓励农业生产全程机械化水平的提升和提档升级，充分发挥农业机械在集成技术、节本增效、推动规模经营等方面的重要作用，旨在加速实现农业现代化。

表 5：农机行业相关政策

时间	政策名称	发布部门	主要内容
2015 年	《中国制造 2025》	国务院	加快发展大型拖拉机及其复式作业机具、大型高效联合收割机等高端农业装备及关键核心零部件
2016 年	《农机装备发展行动方案（2016-2025）》	工信部、农业农村部、国家发改委	到 2025 年，农机装备品类齐全，粮食作物生产全程机械化所需装备的技术水平大幅提升
2018 年	《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》	中共中央、国务院	加快研发经济作物、丘陵山区农林机械，发展高端农机装备制造

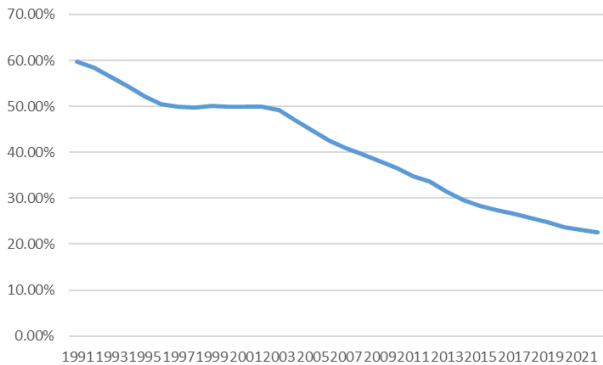
请务必阅读正文之后的声明

2018 年	《国务院关于加强推进农业机械化 and 农机装备产业转型升级的指导意见》	国务院	到 2025 年，全国农机总动力稳定在 11 亿千瓦左右，其中灌排机械动力达到 1.3 亿千瓦，全国农作物耕种收综合机械化率达到 75%
2021 年	《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	国务院	提高农机装备自主研制能力，支持高端智能、丘陵山区农机装备研发制造，加大购置补贴力度，开展农机作业补贴
2021 年	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	全国人大	加强大中型、智能化、复合型农业机械研发应用，农作物耕种收综合机械化率提高到 75%
2021 年	《2021 年重点强农惠农政策》	财政部、农业农村部	将粮食生产薄弱环节、丘陵山区特色农业生产急需的机具以及高端、复式、智能农机产品的补贴额测算比例提高至 35%
2021 年	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	国务院	加快推进品种、栽培、装备集成配套，促进良种良法配套、农机农艺融合，实现农机减损增粮
2022 年	《关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	国务院	到 2025 年农作物耕种收综合机械化率达到 75%。立足农业机械化“全程全面、高质高效”目标要求，以感知、决策（控制）和执行三大功能为核心支撑引领现代农业生产少人化和智能化
2022 年	国务院关于落实《政府工作报告》重点工作分工意见	国务院	加快推进种业振兴，加强农业科技攻关和推广应用，提高农机装备水平
2022 年	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》	国务院	大力发展现代农业，强化农业科技和装备支撑，推进农业机械化 and 农机装备智能化
2023 年	《农业农村部关于落实党中央国务院 2023 年全推进乡村振兴重点工作部署的实施意见》	农业农村部	加快先进农机创制推广，全力推进农机提档升级，支持农机企业改造结合
2023 年	《全国现代设施农业建设规划（2023—2030 年）》	农业农村部、国家发改委、财政部、自然资源部	到 2030 年，全国现代设施农业规模进一步扩大，区域布局更加合理，科技装备条件显著改善，稳产保供能力进一步提升，发展质量效益和竞争力不断增强

资料来源：政府网站，渤海证券研究所

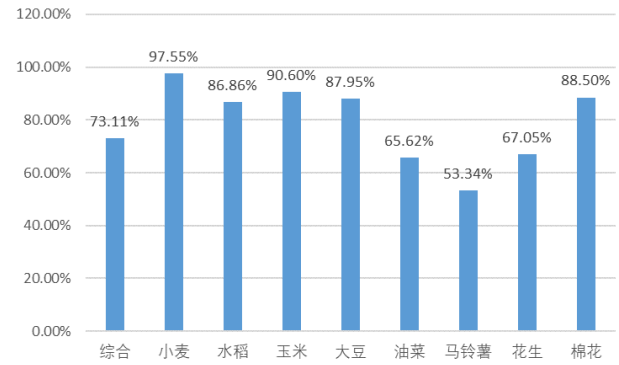
农业就业人口占比持续下降，农业机械化率仍有较大提升空间。从人口角度来看，2004 年以来我国农业就业人口占比持续下降，2022 年仅为 22.57%。农业劳动力减少背景下，为保证农业供应安全，大规模机械化农业生产模式将成为未来主要发展方向。根据农业农村部披露的 2022 年全国农业机械化发展统计公报，2022 年全国农作物耕种收综合机械化率达 73.11%，较 21 年提高 1.08 个百分点；其中机耕率、机播率、机收率分别达到 86.42%、61.91%、66.56%。2022 年美国、欧洲农业机械化率已超过 95%，同期俄罗斯农业机械化率也达到 85% 的较高水平，对比来看，虽然我国小麦、玉米等作物已实现较高机械化率，整体综合机械化率仍有较高提升空间。

图 7：中国农业就业人口占比情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

图 8：2022 年我国主要作物机械化率



资料来源：中国农业机械流通协会，渤海证券研究所

2.2 拖拉机为农机主要器具，大马力占比提升趋势明显

拖拉机是农机主要器具。拖拉机主要是用于牵引和驱动作业机械完成各项移动式作业的自走式动力机，主要用于农业。目前比较常见分类是按照拖拉机功率和行走装置进行分类，按照功率拖拉机可分为大型（100 马力以上）、中型（25-100 马力）、小型（25 马力以下）拖拉机；按照行走方式主要分为手扶式、履带式、轮式三类。

表 6：拖拉机主要分类

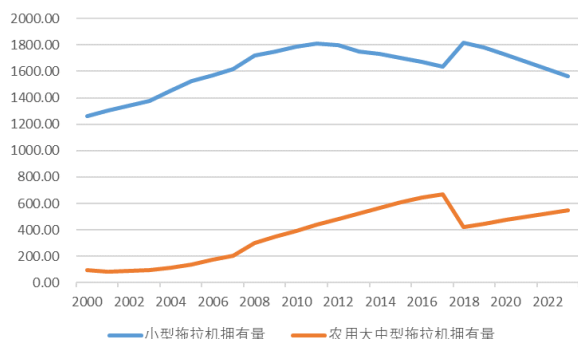
分类标准	主要分类	产品介绍
按用途分类	工业拖拉机	主要用于筑路、矿山、水利、石油和建筑等工程上，也可用于农田基本建设作业
	林业拖拉机	主要用于林区集材，即把采伐下来的木材收集并运往林场
	农业拖拉机	可配备不同的作业机械以完成耕、耙、播、收、中耕、排灌、施肥、喷药、农副产品加工以及开沟、挖掘、推土和运输等作业
按行走装置分类	履带（链轨）式拖拉机	行走装置是履带，它主要适用于土质粘重、潮湿地块田间作业，农田水利、土方工程等农田基本建设工作
	手扶拖拉机	行走轮轴只有一根。如轮轴上只有一个车轮的称为独轮拖拉机，有两个车轮的称为双轮拖拉机
	轮式拖拉机	行走轮轴有两根，如轮轴上有三个车轮的称为三轮拖拉机；如果四个车轮的称为四轮拖拉机。我们通常所说的轮式拖拉机是指双轴三轮和四轮这两种型式的拖拉机
按功率大小分类	大型拖拉机	100 马力以上
	中型拖拉机	25-100 马力
	小型拖拉机	25 马力以下

资料来源：买购网，国家统计局，渤海证券研究所

大马力化为发展趋势，大中型拖拉机占比重返上升区间。从拖拉机产量上看，根据国家统计局的数据，2023 年全国拖拉机产量为 54.95 万台，同比下降 3.52%，分功率来看，中、大拖占比分别为 50%、20%，大中拖占比位于较高水平。2024 年前 11 月规上拖拉机生产企业大型、中型、小型拖拉机累计产量分别为 10.48、21.95、12.9 万台，分别同比增长 2.7%、下降 13.8%、下降 15.7%，大拖表现相对较好。从拥有量上看，2023 年全国拖拉机拥有量约 2113.49 万台，

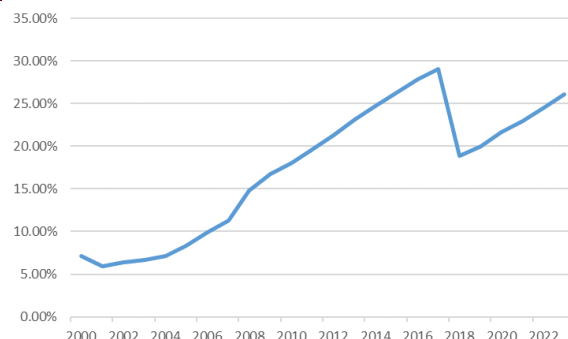
其中，大中型拖拉机数量占比约 26.07%，大中型占比自 2019 年以来重返上升区间，拖拉机大马力化为行业确定发展方向。

图 9：2000 年以来全国小型、大中型拖拉机拥有量（万台）



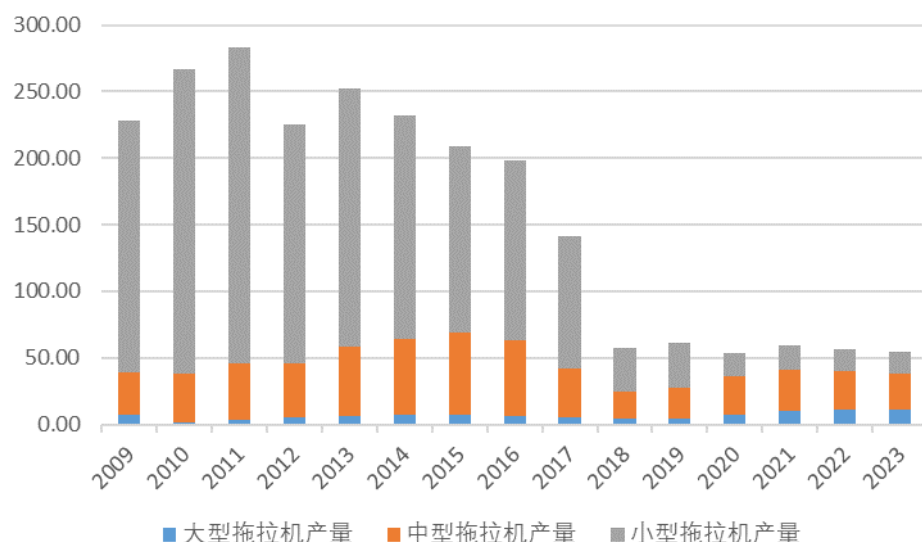
资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

图 10：2000 年以来农用大中型拖拉机拥有量占比情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

图 11：小、中、大型拖拉机产量情况（万台）



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

动力换挡、无级变速优势明显，主要应用于大中型拖拉机。动力换挡是通过湿式离合器控制变速箱换挡，通过 TCU、液压控制系统实现传动的不间断换挡、换向操作，即在拖拉机带负载工作情况下变换不同的挡位，换挡过程中动力不中断，提高了拖拉机传动系工作效率，相对于传统机械换挡拖拉机作业效率提高 10%-20%。动力换挡变速箱在 1959 年首次应用于卡特彼勒 D9E 履带拖拉机上，后被普遍应用在大中型拖拉机产品上。无级变速是指变速箱速比连续可变，是液压功率流与机械功率流并联的新型传动形式，利用行星齿轮机构和液压马达之间的配合来实现的，理论上驾驶员只需控制车速，无级变速拖拉机的发动机可以始终处于最佳经济性和动力性的工况，机械液压无级变速拖拉机最早应用于德国芬特公司 1990 年推出的 Variorit 系列拖拉机。目前两类变速技术均可以实现

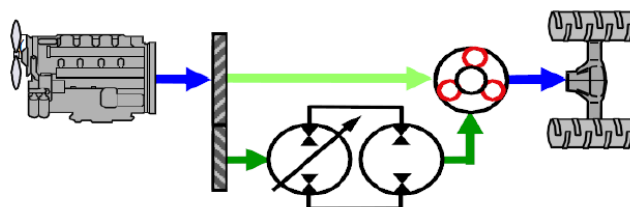
自动换挡，对比传统机械变速系统工作效率、使用体验及综合油耗均有明显优势。

图 12: DCT 双离合动力换挡结构图



资料来源：中国农机化公众号，渤海证券研究所

图 13: HMCVT 双功率流传动结构图



资料来源：中国农机化公众号，渤海证券研究所

表 7: 动力换挡与无级变速对比

项目	动力换挡传动系 PST	无级变速传动系 CVT
作业速度	有限的前进挡位	0.05-40km/h 无级可选
使用方便性	实现自动控制，负荷变化控制车速和发动机	自动控制发动机油门和车速
爬行挡	装配爬行挡，效率高	慢至 50m/h;效率偏低
舒适性	换挡平顺，舒适性高	无级可调，舒适性高
重负荷工作	效率高，工作中因负荷变化可以实现自动换挡	效率略低，工作中无需换挡，在负荷下自动调整车速
轻负荷工作	控制降低发动机转速	控制降低发动机转速
变负荷工作	工作中自动换挡，效率高	以效率为目标，自动调整车速和发动机转速，但效率略低
运输作业	达到 40km/h	达到 40km/h
核心技术	湿式离合器技术、电控比例阀技术，整车多系统电子集成控制技术	湿式离合器技术、电控比例阀技术、差动行星技术，整车多系统电子集成控制技术
效率	传动系效率很高	传动系效率略低
制造成本	高	高
使用经济型	好	较好

资料来源：中国农机化公众号，渤海证券研究所

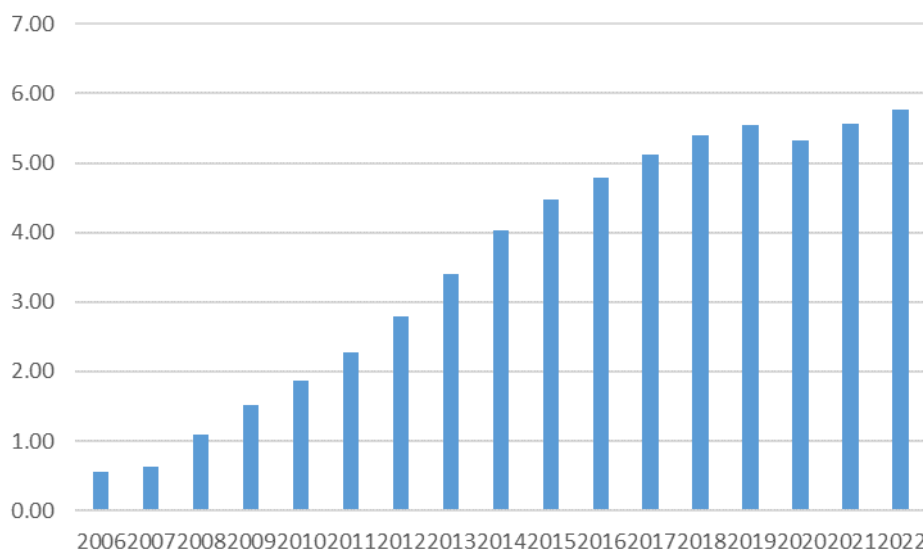
2.3 关注出口及政策利好下内需回暖

2.3.1 国内政策持续利好，带动农机需求提升

土地流转规模维持增长，规模化农业发展带动农机需求。土地流转是指土地使用权的流转，指拥有土地承包经营权的农户将土地经营权（使用权）转让给其他农户或经济组织，即保留承包权，转让使用权。土地流转最早提出于 2002 年第

九届全国人民代表大会常务委员会第二十九次会议通过的《中华人民共和国农村土地承包法》，提出土地承包经营权流转可采取转包、出租、互换、转让等方式。目前我国家庭承包耕地流转总面积已从 2007 年的 6,400 万亩增长至 2022 年的 5.76 亿亩，部分省市耕地流转率已达 50%。我们认为土地流转有利于开展规模化、集约化、现代化的农业经营模式，对于提高农业生产效率、优化劳动力结构、稳定农民收入均有积极影响。

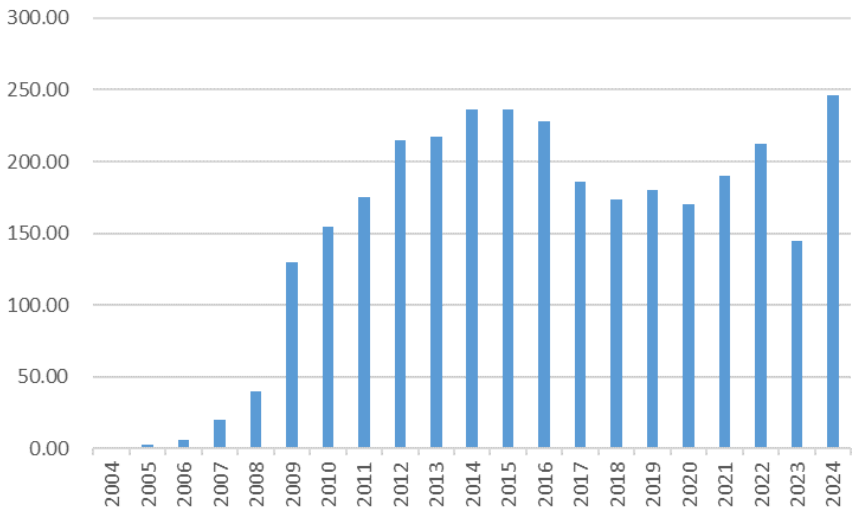
图 14：我国土地流转规模情况（亿亩）



资料来源：《中国农村经营管理统计年报》，托普云农招股书，农村工作通讯公众号，渤海证券研究所

中央财政农机购置补贴再创新高，降低农机购置成本。根据农业农村部办公厅、财政部办公厅 2024 年 4 月发布的《2024—2026 年农机购置与应用补贴实施意见》（简称《实施意见》），《实施意见》提出各省按照不超过同类同档产品上年市场销售均价的 30% 测算确定本省补贴范围内农业机械的补贴额，农业生产急需适用、重点短板机具补贴额测算比例原则上最高不超过 35%。根据财政部数据，2024 年中央财政农机购置补贴为 246 亿元，为 2004 年推行农机购置补贴政策以来最高额度，农机购置补贴的再次加码有望降低农业机械购置成本，对农业机械化水平的提升具有正向促进作用。

图 15: 中央财政农机购置补贴 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 渤海证券研究所

大规模设备更新政策持续细化, 农机报废更新补贴力度提升。2024 年 7 月 24 日, 国家发展改革委、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》(简称《措施》),《措施》提出统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金, 加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。农业机械方面, 相比 2024 年 6 月 17 日农业农村部办公厅、财政部办公厅印发的《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》,《措施》提高了 20 马力以下拖拉机、联合收割机、播种机、采棉机的报废更新补贴标准, 并提出各地区可结合实际自行确定新增不超过 6 个农机种类纳入补贴范围。

表 8: 农业机械报废更新补贴标准对比 (元)

机型	类别	旧最高报废补贴额	新最高报废补贴额
拖拉机	20 马力以下	1000	1500
	20 (含) -50 马力 (含)	3850	不变
	50-80 马力 (含)	7860	
	80-100 马力 (含)	10840	
	100-160 马力 (含)	13140	
	160-200 马力 (含)	18000	
	200 马力以上	20000	
自走式全喂入稻麦联合收割机	喂入量 0.5-1kg/s (含)	3000	按不超过 50%提高报废补贴标准
	喂入量 1-3kg/s (含)	5500	
	喂入量 3-4kg/s(含)	7300	
	喂入量 4kg/s 以上	11000	
自走式半喂入稻麦联合收割机	3 行, 35 马力 (含) 以上	7200	
	4 行 (含) 以上, 35 马力 (含) 以上	17500	
	2 行	7200	
自走式玉米联合收割机	3 行	12500	
	4 行及以上	20000	
播种机	6 行以下	600	

请务必阅读正文之后的声明

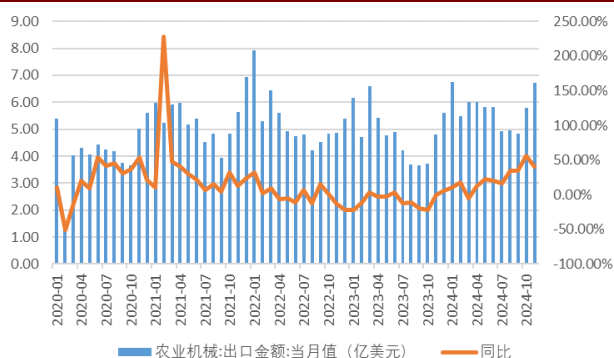
	6-11 行	1200	
	12-18 行	1600	
	18 行以上	2000	
采棉机	-	30000	60000
农用北斗辅助驾驶系统	-	800	不变

资料来源：农业农村部，国家发展改革委，渤海证券研究所

2.3.2 农机出口逐步回暖，关注海外市场需求增长

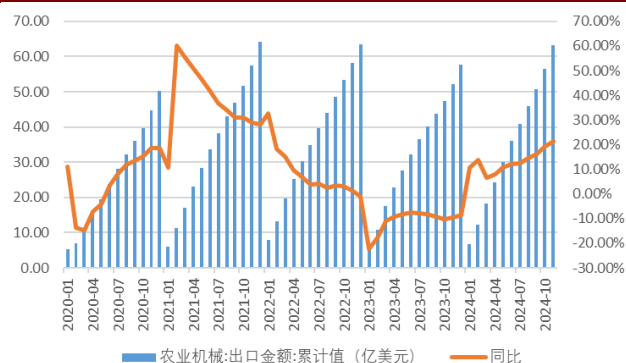
我国农业机械出口逐步回暖。根据海关总署的数据，2024 年 1-11 月，我国农业机械累计出口金额为 63.17 亿美元，累计同比增长 21.20%，年内累计同比维持正增长且增速提升明显。

图 16：2020 年以来我国农机出口金额情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

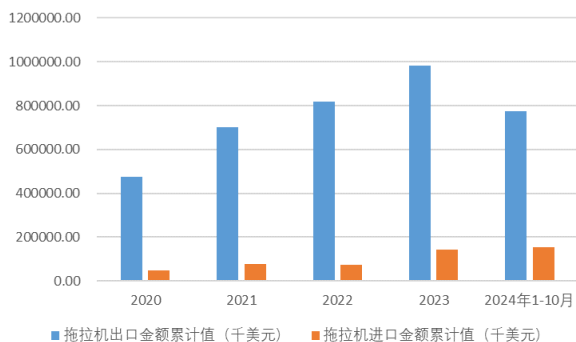
图 17：2020 年以来我国农机累计出口金额情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

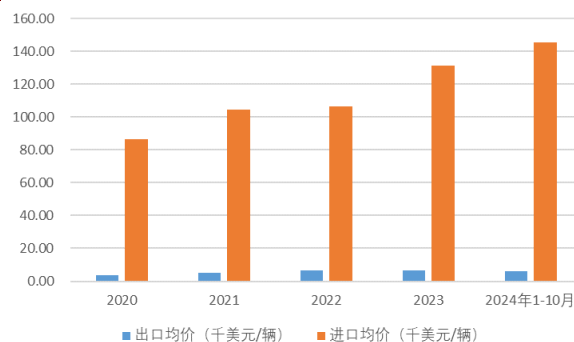
拖拉机进出口呈现明显贸易顺差，出口以低价产品为主。从拖拉机进出口情况来看，我国拖拉机进出口呈现明显贸易顺差，2024 年前 10 月拖拉机累计出口金额 775337.00 千美元，进口金额 153620.00 千美元，对应贸易顺差 621717.00 千美元。从进出口均价来看，我国出口以低价产品为主，2024 年前 10 月拖拉机出口均价仅为 6.20 千美元/辆，远低于同期进口均价的 145.20 千美元/辆。

图 18：拖拉机累计进出口金额情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

图 19：拖拉机进出口均价



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

俄乌冲突后中国拖拉机出口俄罗斯占比提升明显。据统计，俄罗斯作为横跨欧亚大陆的国家拥有超 18 亿亩的耕地面积，是世界第一大小麦出口国，历史上一度凭借广袤的土地资源成为欧洲的“粮仓”。2022 年俄乌冲突爆发以来，中国拖拉机产品对俄罗斯出口金额及出口占比出现明显提升，根据海关总署的数据，2024 年 1-10 月我国向 182 个国家、地区出口各类拖拉机 12.77 万台，实现出口金额 55.14 亿元人民币，其中向俄罗斯累计出口额达 6.20 亿元人民币，占比 11.25%，是我国拖拉机出口的第一大市场。

表 9：2024 年 1-10 月拖拉机出口额统计

排名	地区	出口额（亿元人民币）	占比
1	俄罗斯	6.20	11.25%
2	泰国	4.99	9.05%
3	乌克兰	3.75	6.80%
4	乌兹别克斯坦	2.83	5.13%
5	哈萨克斯坦	2.66	4.82%
6	巴西	2.09	3.78%
7	法国	1.94	3.51%
8	印度尼西亚	1.65	3.00%
9	孟加拉国	1.39	2.52%
10	澳大利亚	1.22	2.22%
合计		28.72	52.08%

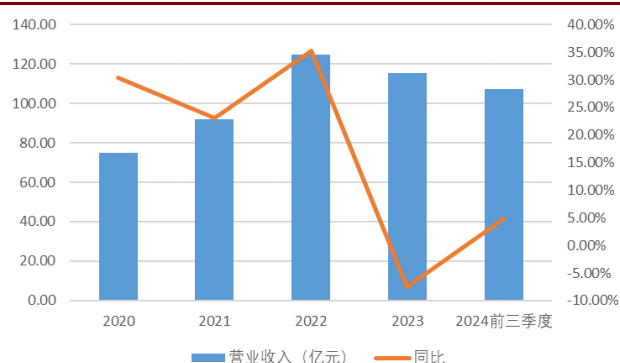
资料来源：农机 360 网，渤海证券研究所

3. 公司分析

3.1 经营情况分析

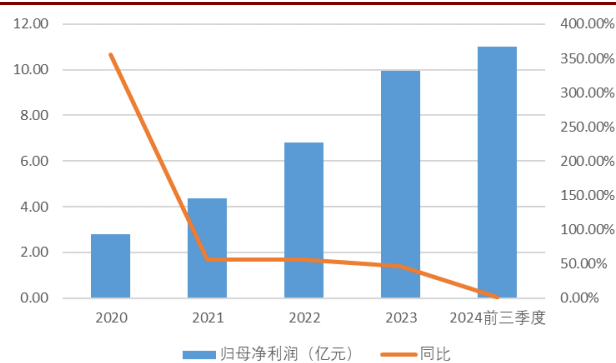
24 年前三季度营收恢复增长，归母净利润持续提升。2020 年到 2023 年间公司业绩整体增长，其中 23 年受国四排放标准升级导致的需求前移以及购机价格上涨影响，国内农机行业需求整体下滑，公司实现营业收入 115.28 亿元，同比下降 7.44%。2024 年前三季度公司营收恢复增长，营业收入为 107.36 亿元，同比增长 4.78%。归母净利润方面，2020 年以来公司归母净利润从 2.80 亿元持续提升至 2023 年的 9.97 亿元，24Q3 受公司加大产品促销力度影响，Q3 单季归母净利润同比下降 40.93%，拉低整体前三季度归母净利润增速，2024 年前三季度公司归母净利润为 11.01 亿元，同比增长 1.45%。

图 20: 2020 年以来公司营业收入情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

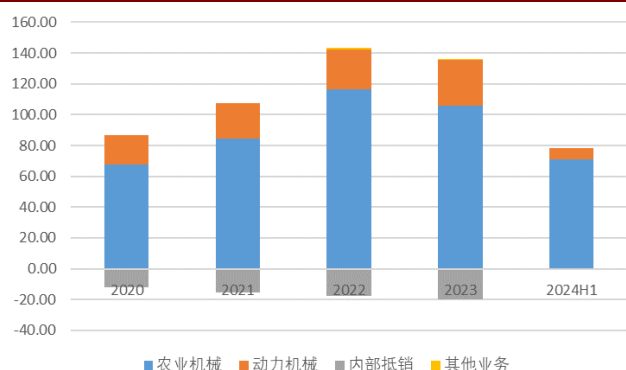
图 21: 2020 年以来公司归母净利润情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

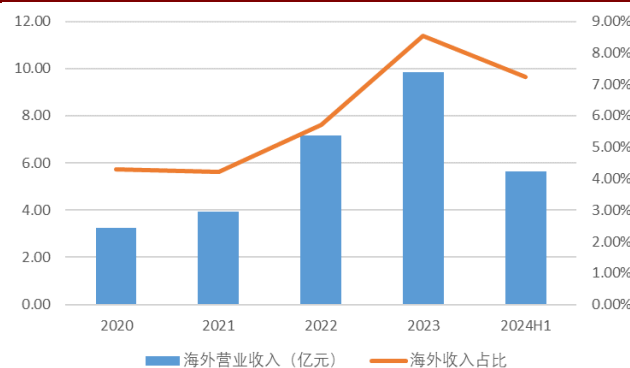
农业机械为公司主要收入来源，海外收入占比整体增长。从收入构成来看，农业机械为公司主要收入来源，2024 年上半年实现营业收入 70.93 亿元，营收占比 90.86%；动力机械实现营收 7.14 亿元，营收占比 9.14%。分地区来看，2020 年以来公司海外收入持续提升，海外收入占比从 2020 年的 4.30% 提升至 2023 年的 8.54%，2024 年上半年公司实现海外市场收入 5.64 亿元，收入占比 7.23%。

图 22: 2020 年以来公司各产品营收情况 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 渤海证券研究所

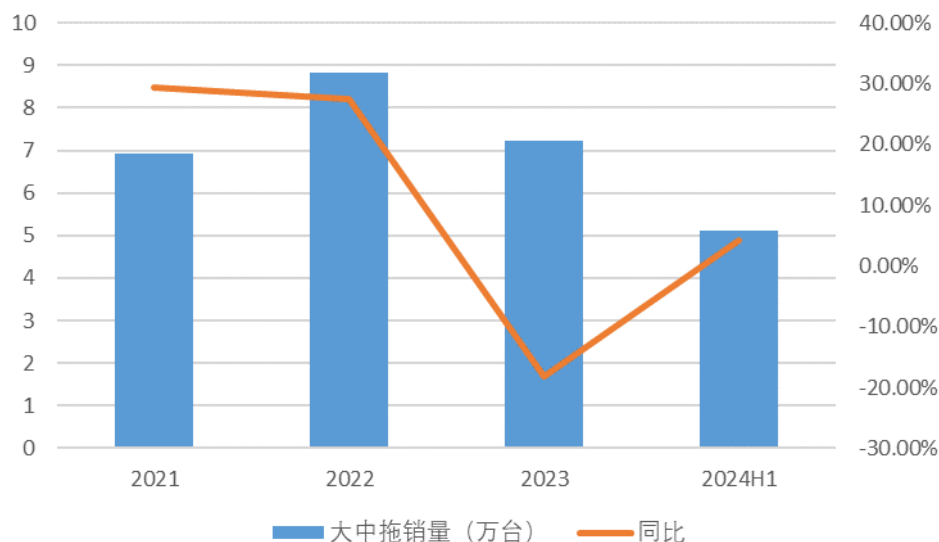
图 23: 2020 年以来公司海外市场营收情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 渤海证券研究所

公司大中拖优势明显，充分受益于拖拉机大型化趋势。公司轮式拖拉机主要包括 25-100 马力 (不含) 中型轮式拖拉机以及 100 马力以上大型轮式拖拉机。2023 年公司大中拖销量为 7.23 万台，受排放标准切换需求前移以及购机价格上涨等因素影响，销量同比下降 18.21%。从份额上看，公司大中拖竞争优势明显，根据中国农机工业的数据，公司在 2023 年轮式拖拉机总销量排名第二，其中在 50-60、90-100、110-120、140-150、150-160、160-180、180-200 马力段销量均排名第一，公司大中拖领域具备较强竞争力，未来将充分受益于拖拉机大型化趋势。

图 24: 一拖股份大中拖销量情况

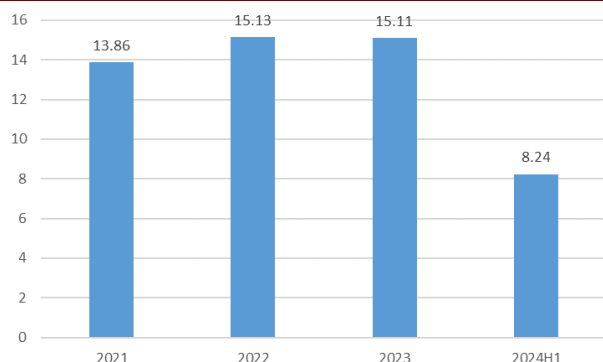


资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

公司具备柴油机自制能力，自用+外销夯实竞争优势。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，产品以拖拉机、收获机等农业机械配套为主。2024 年上半年公司销售柴油机 8.24 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 3.98 万台，同比有所减少。根据公司 2024 半年报披露，报告期公司持续进行 YTN 柴油机新平台系列化开发，全面启动实施智能多用途拖拉机能力提升项目（一期）、高效低排放 YTN3 柴油机智能制造等建设项目，公司动力机械产品竞争力进一步提升。

图 25：一拖股份柴油机销量情况（万台）



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 26：东方红 YTN9 系列柴油机



资料来源：公司官网，渤海证券研究所

公司在动力换挡和无级变速拥有深厚技术储备。公司从 2004 年开始研发动力换挡产品，2010 年 9 月“东方红”动力换挡大功率拖拉机下线，结束了国际大型农机制造企业垄断动力换挡制造技术的历史，2011 年 3 月公司收购法国 McCormick France SAS 提升动力换挡技术，成为行业收购海外农机企业的第一案。20 年间公司逐步研发了 LF804、LF1104 等动力换挡 Hi-Lo 机型和 LF1504、LF2204 等全动力换挡机型，2022 年 8 月 1 日，一拖重型动力换挡拖拉机东方红 LZ2604 批量下线。无级变速方面，一拖 2011 年立项无级变速重型拖拉机研发，2013 年无级变速传动系首次在试验台试验成功，2014 年东方红 LW4004 无级变速拖拉机完成验收。经过十余年发展，公司突破了无级变速拖拉机的核心技术，研制了拥有自主知识产权的东方红 LW 系列拖拉机，功率覆盖 180-240 马力和 260-320 马力，其中东方红 LW3204 拖拉机完成了田间作业验证。

图 27: 东方红 LF2204(G4)拖拉机



资料来源: 公司官网, 渤海证券研究所

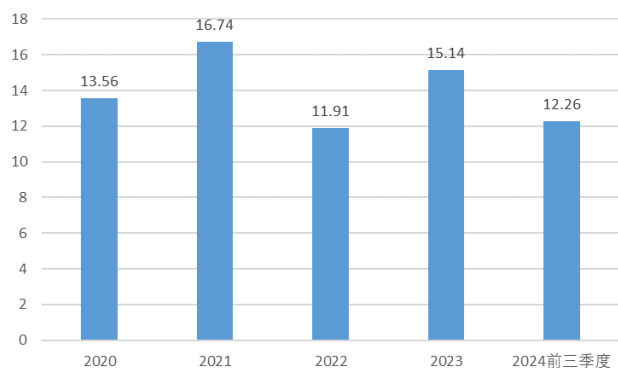
图 28: 东方红 LW3204 拖拉机



资料来源: 中国农机化导报, 渤海证券研究所

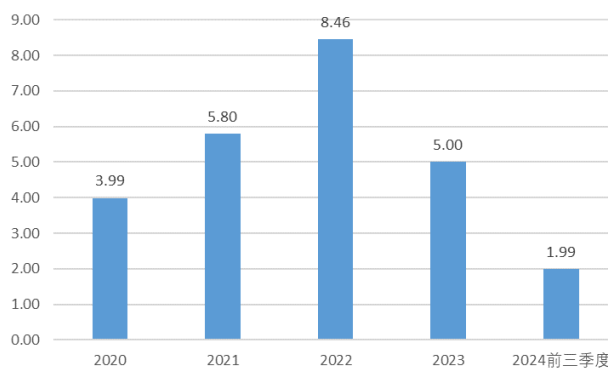
24 年前三季度存货、合同负债有所增长, 在手订单基本稳定。2020 年以来公司存货基本稳定在 12-17 亿元, 2024 年前三季度公司存货为 12.26 亿元, 较 23 年同期增长 1.27 亿元。公司 2023 年合同负债为 5.00 亿元, 降至近年来平均水平, 2024 年前三季度公司合同负债为 1.99 亿元, 较 2023 年同期增加 0.20 亿元。

图 29: 2020 年以来公司存货情况 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 渤海证券研究所

图 30: 2020 年以来公司合同负债情况 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 渤海证券研究所

加速清理低效资产, 人均创收增长明显。公司持续清理低效资产, 2017 年以来陆续完成一拖 (洛阳) 叉车有限公司、搬运公司、新疆装备公司等资产处置。公司在职员工数量从 2019 年的 7609 人降至 2023 年的 6891 人, 反映到人均创收上实现了明显提升, 公司 2023 年人均创收、人均创利分别达到 167.37 万元、14.47 万元, 较 2019 年均实现明显增长。

表 10: 公司近年来加速清理低效资产

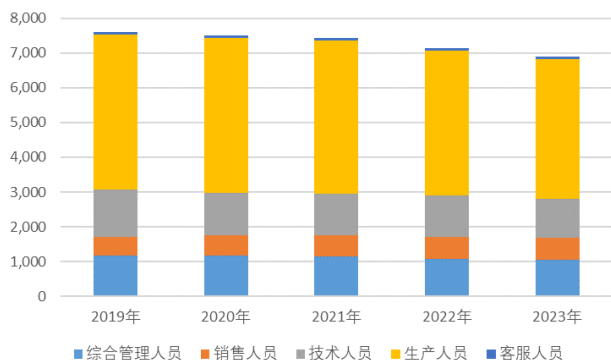
时间	主要内容
2017 年	将持有的一拖 (洛阳) 叉车有限公司 100% 股权转让以 3100 万元的价格转让给洛阳厚和德房地产开发有限公司。
2019 年	挂牌转让持有的搬运公司 93.39% 股权及债权。向中国一拖转让持有的新疆装备公司 100% 股权。向中国一拖转让持有的西苑所公司 100% 股权。
2020 年	神通公司进入破产清算程序。
2021 年	法国公司进入司法清算程序。收获机械公司进入破产清算程序。

2022 年 公司全资子公司福莱格公司通过在北京产权交易所挂牌转让方式完成其所持全资子公司郑州三真机械设备有限公司 100%股权及相关债权转让。

2023 年 一拖财务公司完成工商注销手续。公司下属中非重工公司的全资子公司中非重工南非装配厂破产清算。

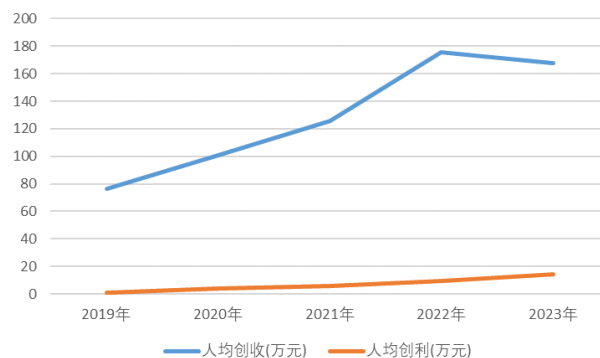
资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 31：公司员工构成情况（人）



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

图 32：公司人均创收、人均创利情况

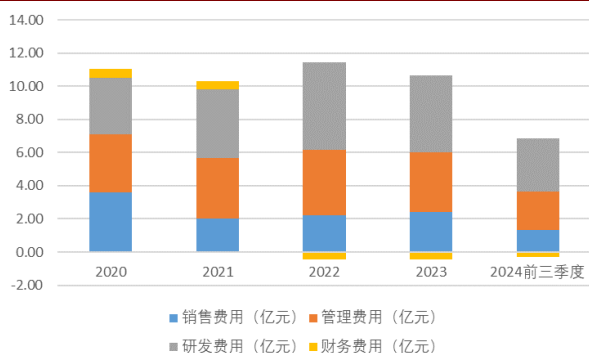


资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

3.2 财务分析

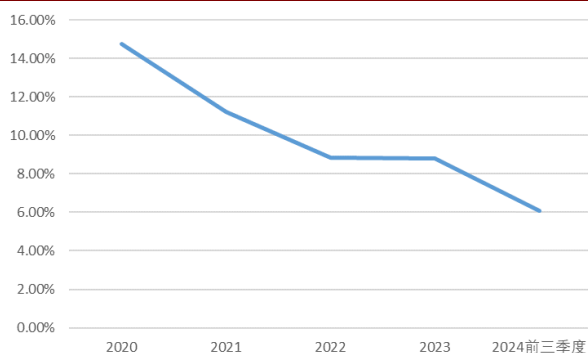
公司期间费用率持续优化。2020 年以来公司期间费用基本稳定在 10-11 亿元，2023 年公司期间费用为 10.17 亿元，对应期间费用率为 8.82%；2024 年前三季度公司实现期间费用 6.54 亿元，对应期间费用率为 6.09%，其中，研发费用率为 2.95%，占比整体期间费用率较高。受益于公司全过程、全要素的成本费用管控原则，公司期间费用率结构持续优化，24 年前三季度公司销售费用率、管理费用率分别较 23 年同期下降 0.23、0.29pct。

图 33：2020 年以来公司四费费用情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

图 34：2020 年以来公司期间费用率情况

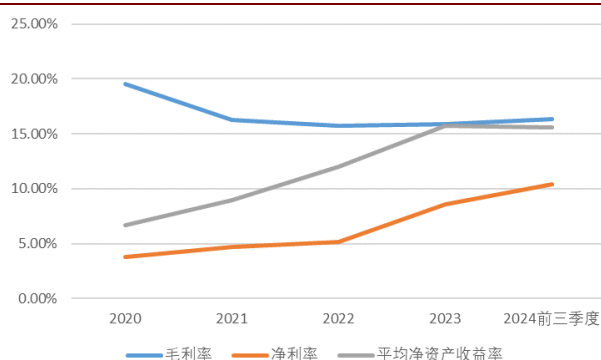


资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

Q3 促销影响盈利能力增长。2021 年以来公司毛利率维持在 16% 上下，其中农机业务毛利率维持 14% 以上。2020 年到 2024H1 期间公司净利率、平均净资产收益率持续改善，盈利能力稳步增长。但受 24Q3 降价促销影响，Q3 主要盈利能力指标下降明显，导致 24 年前三季度公司盈利能力小幅下降，24 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 14.37%、10.39%，较 23 年同期分别下降 0.16pct、

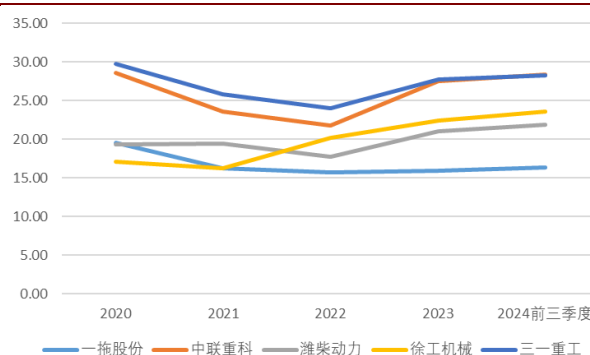
0.27pct。

图 35：公司毛利率、净利率、平均净资产收益率情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

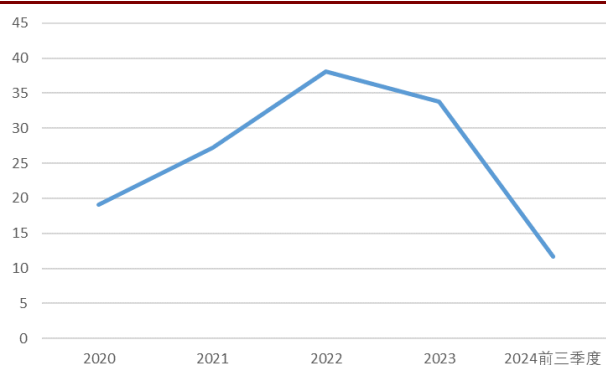
图 36：可比公司毛利率对比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

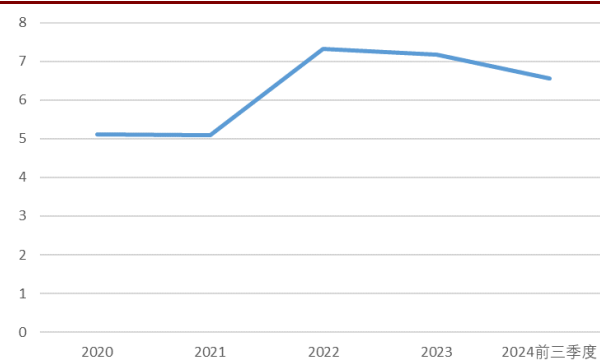
公司营运能力小幅下降。2024 年前三季度公司应收账款周转率、存货周转率分别为 11.73 次和 6.55 次，分别较 23 年同期下降 1.13 次、0.91 次。

图 37：2020 年以来公司应收账款周转率情况 (次)



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

图 38：2020 年以来公司存货周转率情况 (次)



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

4.盈利预测

公司主要业务为动力机械和农业机械两类，2023 年一拖财务公司清算注销完成，金融业务终止。我们结合公司披露经营情况以及行业发展预期，对公司未来业绩进行悲观、中性、乐观三类情景假设分析，本版盈利预测我们选取中性情景。

1) 动力机械：根据公司半年报披露，公司积极把握农机大型化发展机遇，在上半年外部市场销量下滑背景下，充分发挥东方红国四产品的综合竞争优势，销售结构逐步优化，大功率段的柴油机产品销量同比提高。考虑到上半年公司动力机械经营情况，我们预计 2025、2026 年公司动力机械营收将恢复正增长。毛利率方面，公司动力机械毛利率基本稳定，我们预计随着公司持续加强成本管控，公司动力机械毛利率有望稳定增长。综上，我们预计公司 2024-2026 年动力机械营收分别为 29.49、30.96、33.44 亿元，对应毛利率分别为 11.97%、12.05%、12.13%。

2) 农业机械：当前拖拉机排放标准切换带来的需求前置影响逐步消散，拖拉机销售回归正常逻辑，受益于农机补贴、设备更新等利好政策带动，拖拉机需求有望充分释放。根据公司半年报披露，公司拖拉机产品市场占有率持续保持行业领先，此外公司加大中亚、外高加索市场开拓力度，积极拓展海外市场，拖拉机市场份额有望继续增长。毛利率方面，目前拖拉机销售大型化趋势明显，公司大中拖领域优势明显，随着海外市场进一步拓展，公司农业机械毛利率有望持续改善。综上，我们预计公司 2024-2026 年农业机械营收分别为 110.91、119.78、131.76 亿元，毛利率分别对应 14.82%、15.22%、15.60%。

3) 内部抵销：我们假设公司内部抵销收入增速、内部抵销成本增速均与农业机械营收增速相同。

表 11：公司盈利预测情况（百万元）

名称	项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
动力机械	营业收入	2575.47	2978.51	2948.72	3096.16	3343.85
	yoy	13.08%	15.65%	-1.00%	5.00%	8.00%
	营业成本	2253.24	2622.13	2595.91	2723.11	2938.23
	毛利率	12.51%	11.97%	11.97%	12.05%	12.13%
农业机械	营业收入	11647.53	10562.53	11090.66	11977.91	13175.70
	yoy	37.64%	-9.32%	5.00%	8.00%	10.00%
	营业成本	10011.35	9031.41	9446.85	10155.37	11120.13
	毛利率	14.05%	14.50%	14.82%	15.22%	15.60%

内部抵销	营业收入	-1767.53	-2012.88	-2113.52	-2282.61	-2510.87
	yoy	15.46%	13.88%	5.00%	8.00%	10.00%
	营业成本	-1767.53	-1956.91	-2054.76	-2219.14	-2441.05
合计	营业收入	12455.47	11528.16	11925.86	12791.46	14008.69
	yoy	35.25%	-7.45%	3.45%	7.26%	9.52%
	营业成本	10497.06	9696.63	9988.01	10659.34	11617.31
	毛利率	15.72%	15.89%	16.25%	16.67%	17.07%

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，渤海证券研究所

5.估值与评级

中性情景下，我们预计公司 2024-2026 年实现营业总收入 119.26、127.91、140.09 亿元；归母净利润分别为 10.18、11.47、13.25 亿元；EPS 分别为 0.91、1.02、1.18 元，对应 2024 年 PE 为 16.74 倍。

从可比公司 iFinD 一致预期看，我们选取中联重科（产品布局包含农业机械）、潍柴动力（产品布局包含动力机械）、三一重工（工程机械龙头，可借鉴出海经验）、徐工机械（工程机械龙头，可借鉴出海经验）4 家公司作为公司可比公司，4 家公司与一拖股份平均市盈率（TTM）为 17.25 倍。综上，我们给予“增持”评级。

表 12：可比公司估值比较（截至 2024.12.24）

证券代码	证券简称	最新收盘价	EPS（元）				PE		
			2023A	2024E	2025E	TTM	2023A	2024E	2025E
000157.SZ	中联重科	7.24	0.40	0.47	0.61	16.58	16.16	15.38	11.78
000338.SZ	潍柴动力	13.77	1.03	1.29	1.47	11.01	13.21	10.71	9.34
000425.SZ	徐工机械	7.71	0.45	0.54	0.69	15.72	12.11	14.24	11.24
600031.SH	三一重工	16.41	0.53	0.72	0.94	26.11	25.81	22.67	17.44
601038.SH	一拖股份	15.16	0.89	0.91	1.02	16.82	16.42	16.74	14.85
平均值		12.06	0.66	0.79	0.95	17.25	16.74	15.95	12.93

资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

6.风险提示

1. **市场竞争风险。**目前农机行业竞争较为激烈，预计行业内公司将面临国际、国内双重市场竞争。
2. **汇率波动风险。**公司稳步拓展海外市场，汇率若发生较大波动将影响公司业绩。
3. **原材料价格波动风险。**大宗商品价格变化将导致公司生产成本存在上升风险。
4. **下游需求变化风险。**未来若下游行业需求出现下行，将对公司业务收入和经营业绩产生负面影响。
5. **关键预期不能成立的风险。**本报告中公司盈利预测部分对公司收入预期及主要盈利能力指标等多项数据进行预测，若未来行业发展或公司经营情况出现与预测变动较大的情况将使测算模型存在偏差的风险。

分析师声明:

本报告署名分析师在此声明: 我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的数据和信息, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点, 结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明:

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

本报告由渤海证券股份有限公司(以下简称“本公司”)制作, 仅供本公司的客户使用。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送, 并仅为提供信息而发送, 不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后表现的依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。在任何情况下, 本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内, 本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告作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, 投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经本公司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议, 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。

投资评级说明:

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjuan@bhqz.com

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhqz.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

 渤海证券股份有限公司网址: www.ewww.com.cn