



一拖股份 (601038.SH)

买入 (维持评级)

5 公司点评
证券研究报告

需求不振利润承压，看好拖拉机高端化

业绩简评

3 月 27 日，公司发布 24 年年报，24 年全年公司实现收入 119.0 亿元，同比+3.2%，归母净利润 9.2 亿元，同比-7.5%。单 Q4 来看，公司 4Q24 实现收入 11.7 亿元，同比-8.9%，实现归母净利润-1.8 亿元，同比+102.9% (亏损扩大)。

经营分析

单 Q4 收入费用符合预期，体现的行业需求和公司经营策略与 Q3 一致。根据公司 24 年报，公司装备制造业综合毛利率为 14.78%，同比-0.36pct，毛利率下降的主要原因为公司为提高主导产品市场份额，加大促销力度。根据国家统计局，24Q4 我国大型拖拉机产量 2.18 万台，同比-12.7%，中型拖拉机产量 5.36 万台，同比-23.4%。整体来看，Q4 延续了 Q3 以来行业需求不振、行业库存去化紧迫性上升的态势。

公司与行业大拖产量占比提升，叠加“优机优补”政策，继续看好拖拉机大型化与高端化。根据公司公告，2024 年公司大拖销量 3.48 万台，同比+12.5%，大拖销量占比从 2023 年的 42.8% 提升到 46.8%。根据国家统计局，2025 年 1-2 月我国大型/中型拖拉机产量分别为 2.27/4.74 万台，同比分别+7.6%/-6.8%，旺季出货良好；大拖产量占比 25.7%，同比+4.5pct，大型化趋势稳步兑现。此外，2024 年新的全国农机购置补贴政策拉大了动力换挡和智控拖拉机与普通拖拉机之间的补贴力度差距，以 100-120 马力段为例，21-23 年该档位四轮驱动拖拉机最高补贴额为 24500 元，而相同档位动力换挡拖拉机最高补贴额为 27500 元，差距为 3000 元；24-26 年该档位普通拖拉机最高补贴额为 15300 元，相同档位动力换挡/动力换挡智控拖拉机最高补贴额分别为 26600/28300 元，差距为 11300/13000 元。我们认为补贴政策的变化有利于进一步推动农机行业产品升级换代，同时提升头部企业的产品单价和盈利能力。

盈利预测、估值与评级

预测 25/26/27 年公司实现归母净利润 10.3 亿/11.6 亿/12.9 亿元，同比+11.6%/+12.2%/+11.6%，对应当前 PE 为 16/14/13X，维持“买入”评级。

风险提示

农产品价格波动风险；补贴政策变动风险；海外市场经营风险。

机械组

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

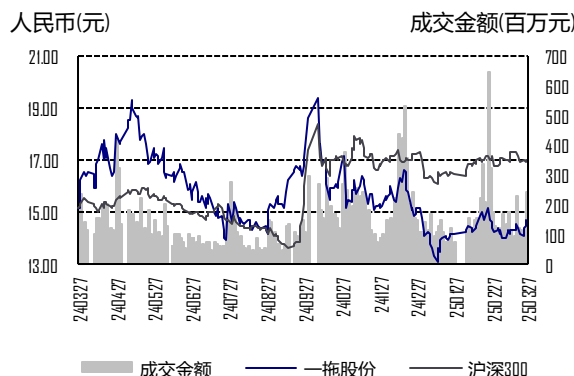
联系人：李子安

lizian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.70 元

相关报告：

1. 《一拖股份公司点评：毛利阶段承压，看好需求企稳与大型化》，2024.10.29
2. 《一拖股份公司点评：利润略超预期，看好全年业绩稳健增长》，2024.8.29
3. 《一拖股份公司深度研究：大型拖拉机龙头，立足国内放眼海外》，2024.5.6



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,534	11,904	12,287	13,238	14,305
营业收入增长率	-8.20%	3.21%	3.22%	7.74%	8.06%
归母净利润(百万元)	997	922	1,029	1,155	1,288
归母净利润增长率	46.39%	-7.52%	11.60%	12.22%	11.57%
摊薄每股收益(元)	0.887	0.821	0.916	1.028	1.147
每股经营性现金流净额	0.94	1.08	0.89	1.34	1.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.90%	12.71%	13.02%	13.38%	13.64%
P/E	16.42	18.01	16.05	14.30	12.82
P/B	2.45	2.29	2.23	1.91	1.75

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	12,564	11,534	11,904	12,287	13,238	14,305
增长率		-8.2%	3.2%	3.2%	7.7%	8.1%
主营业务成本	-10,497	-9,697	-10,145	-10,372	-11,109	-11,942
%销售收入	83.6%	84.1%	85.2%	84.4%	83.9%	83.5%
毛利	2,067	1,837	1,759	1,915	2,129	2,363
%销售收入	16.4%	15.9%	14.8%	15.6%	16.1%	16.5%
营业税金及附加	-49	-49	-49	-49	-53	-57
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-222	-241	-156	-160	-172	-186
%销售收入	1.8%	2.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-395	-361	-355	-369	-397	-429
%销售收入	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-529	-461	-516	-528	-569	-615
%销售收入	4.2%	4.0%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	871	725	683	809	938	1,076
%销售收入	6.9%	6.3%	5.7%	6.6%	7.1%	7.5%
财务费用	42	46	44	37	37	46
%销售收入	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-132	-18	-38	-21	-21	-21
公允价值变动收益	-232	48	27	50	50	50
投资收益	4	122	172	180	200	210
%税前利润	0.6%	12.2%	16.4%	14.9%	14.7%	13.9%
营业利润	588	996	1,046	1,206	1,354	1,511
营业利润率	4.7%	8.6%	8.8%	9.8%	10.2%	10.6%
营业外收支	24	7	5	5	5	5
税前利润	612	1,003	1,052	1,211	1,359	1,516
利润率	4.9%	8.7%	8.8%	9.9%	10.3%	10.6%
所得税	30	-14	-121	-182	-204	-227
所得税率	-4.9%	1.4%	11.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	642	989	931	1,029	1,155	1,288
少数股东损益	-39	-8	9	0	0	0
归属于母公司的净利润	681	997	922	1,029	1,155	1,288
净利率	5.4%	8.6%	7.7%	8.4%	8.7%	9.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	642	989	931	1,029	1,155	1,288
少数股东损益	-39	-8	9	0	0	0
非现金支出	482	359	371	310	344	381
非经营收益	179	-154	-193	-235	-245	-259
营运资金变动	2,299	-138	107	-109	258	291
经营活动现金净流	3,602	1,056	1,216	995	1,511	1,702
资本开支	-87	-84	-103	-416	-450	-480
投资	-2,037	-1,958	-1,385	-500	-500	-500
其他	28	33	165	180	200	210
投资活动现金净流	-2,096	-2,010	-1,323	-736	-750	-770
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-60	-50	65	65	-159	-100
其他	-80	-297	-401	-390	-437	-483
筹资活动现金净流	-141	-346	-336	-325	-596	-584
现金净流量	1,373	-1,296	-439	-67	165	348

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,364	2,770	2,345	2,274	2,437	2,783
应收款项	701	680	547	677	730	789
存货	1,191	1,514	1,375	1,421	1,522	1,636
其他流动资产	1,626	1,524	3,158	3,807	4,373	4,941
流动资产	7,882	6,488	7,425	8,180	9,062	10,149
%总资产	60.7%	47.0%	50.5%	52.6%	54.8%	57.2%
长期投资	1,726	4,006	3,953	3,932	3,911	3,890
固定资产	2,438	2,409	2,409	2,515	2,639	2,756
%总资产	18.8%	17.4%	16.4%	16.2%	16.0%	15.5%
无形资产	773	745	722	733	744	753
非流动资产	5,104	7,330	7,266	7,367	7,478	7,582
%总资产	39.3%	53.0%	49.5%	47.4%	45.2%	42.8%
资产总计	12,986	13,817	14,691	15,547	16,540	17,731
短期借款	288	21	226	289	130	30
应付款项	4,455	4,948	5,188	5,146	5,512	5,926
其他流动负债	1,385	1,075	1,084	1,274	1,335	1,404
流动负债	6,128	6,045	6,498	6,710	6,978	7,359
长期贷款	49	200	66	66	66	66
其他长期负债	312	353	349	344	342	340
负债	6,489	6,598	6,913	7,120	7,386	7,765
普通股股东权益	5,958	6,692	7,256	7,904	8,631	9,443
其中：股本	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124
未分配利润	1,540	2,219	2,696	3,344	4,072	4,883
少数股东权益	539	528	523	523	523	523
负债股东权益合计	12,986	13,817	14,691	15,547	16,540	17,731

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.606	0.887	0.821	0.916	1.028	1.147
每股净资产	5.302	5.955	6.457	6.603	7.682	8.404
每股经营现金净流	3.206	0.940	1.082	0.885	1.345	1.515
每股股利	0.226	0.319	0.300	0.339	0.380	0.424
回报率						
净资产收益率	11.43%	14.90%	12.71%	13.02%	13.38%	13.64%
总资产收益率	5.24%	7.22%	6.28%	6.62%	6.98%	7.27%
投入资本收益率	13.15%	9.46%	7.38%	7.73%	8.42%	8.98%
增长率						
主营业务收入增长率	34.61%	-8.20%	3.21%	3.22%	7.74%	8.06%
EBIT 增长率	46.36%	-16.77%	-5.83%	18.53%	15.84%	14.75%
净利润增长率	55.42%	46.39%	-7.52%	11.60%	12.22%	11.57%
总资产增长率	5.24%	6.40%	6.33%	5.82%	6.39%	7.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.5	10.8	9.7	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	49.8	50.9	52.0	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	74.6	86.6	80.5	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	67.2	71.8	69.3	67.4	63.2	58.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-81.21%	-47.26%	-44.13%	-45.66%	-51.55%	-57.35%
EBIT 利息保障倍数	-20.9	-15.9	-15.5	-21.8	-25.4	-23.5
资产负债率	49.97%	47.75%	47.06%	45.80%	44.65%	43.79%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	14
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究