

一拖股份 (601038)

2024 年报点评：业绩略低于市场预期，长期看好行业大型化、高端化

买入 (维持)

2025 年 03 月 29 日

证券分析师 周尔双

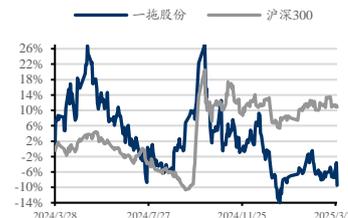
执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	11534	11904	13176	14457	15914
同比 (%)	(8.20)	3.21	10.68	9.72	10.08
归母净利润 (百万元)	997.02	922.02	1,022.25	1,122.68	1,254.70
同比 (%)	46.39	(7.52)	10.87	9.82	11.76
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.89	0.82	0.91	1.00	1.12
P/E (现价&最新摊薄)	15.55	16.82	15.17	13.81	12.36

股价走势



投资要点

■ 事件：2025 年 3 月 27 日，公司发布 2024 年年度报告。

■ 促销导致业绩略低于预期，看好粮价回暖带动行业景气度上行

2024 年公司实现营业收入 119.0 亿元，同比+3.2%，实现归母净利润 9.2 亿元，同比-7.5%；单 Q4 实现营业收入 11.7 亿元，同比-8.9%，归母净利润-1.8 亿元，同比-102.9%，主要系 24Q4 延续促销降价导致毛利率下滑。分区域来看，2024 年公司国内收入为 109.8 亿元，同比+4.2%，海外收入为 9.2 亿元，同比-6.3%，其中俄罗斯地区需求承压，但东南亚、非洲、中东欧快速增长起到支撑作用。分产品看，①农业机械：2024 年公司大中型拖拉机销售 7.43 万台，同比+2.73%，收入 109.6 亿元，同比+3.7%，我们判断均价上升主要系大拖占比提升，大型化逻辑持续兑现。②动力机械：2024 年实现柴油机产品外销 7.76 万台，同比-6.0%，实现收入 9.5 亿元，同比 -1.9%。展望 2025 年，随着国内粮价筑底反弹&农机补贴政策持续推进，国内农机市场向上趋势明显。

■ 费控能力持续优异，看好大型化、国际化带来的盈利能力提升空间

2024 年公司销售毛利率为 14.8%，同比-1.1pct，销售净利率为 7.8%，同比-0.8pct，主要系公司为提高主导产品市场份额加大促销力度所致。分国内外来看，2024 年公司国内毛利率 14.9%，同比-0.5pct；海外毛利率 13.0%，同比+0.7pct。费用端来看，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.3%/3.0%/4.3%/-0.4%，同比-0.8/-0.1/+0.3/+0.0pct，销售及管理费用率持续下降体现出公司优异的费控能力，研发费用率提升主要系公司加大高端化新产品的研发投入。展望未来，随着公司大型化、高端化产品的持续推广以及海外渠道建设推进，公司盈利能力有望持续提升。

■ 高端中大马力拖拉机龙头，充分受益大型化+国际化+粮价筑底反转

公司系国内高端中大马力拖拉机头部企业，有望受益于国内拖拉机竞争格局大型化+海外市场拓展顺利+粮价筑底反转。(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、高端化产品日益见长，25 年 1-2 月中大拖产量占拖拉机产量比重为 79.6%，同比+7.2pct，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：2025 年 1-2 月拖拉机累计出口数量 27546 台，同比+19.7%，累计出口金额 13.4 亿元，同比+38.6%。公司重点布局俄语区、南美、亚洲等区域，持续受益于海外需求提升。(3)粮价筑底反转带动农机需求提升：2024 年 9 月，国家发改委公布 2025-2026 年小麦三等最低收购价为 1.19 元/斤，在国际粮价“过山车”背景下我国小麦最低收购价连续五年上涨。2025 年 1-2 月，江苏和福建等地区小麦成交价达 2412-2528 元/吨，同比+5%，粮价筑底反转趋势明显。

■ 盈利预测与投资评级：由于粮价仍处底部行业需求下行+公司持续研发投入大型化、高端化产品，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润至 10.22/11.23 亿元（原值为 12.20/14.32 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 12.55 亿元，对应当前市值 PE 分别为 15/14/12x，维持“买入”评级。

■ 风险提示：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)	13.80
一年最低/最高价	13.03/20.49
市净率(倍)	2.14
流通 A 股市值(百万元)	10,097.53
总市值(百万元)	15,506.30

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.46
资产负债率(%LF)	47.06
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)：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》

2024-10-31

《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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,425	8,269	9,644	11,179	营业总收入	11,904	13,176	14,457	15,914
货币资金及交易性金融资产	3,724	4,149	5,144	6,418	营业成本(含金融类)	10,145	11,090	12,095	13,241
经营性应收款项	790	928	1,003	1,091	税金及附加	49	53	58	64
存货	1,375	1,674	1,976	2,147	销售费用	156	171	217	239
合同资产	0	0	0	0	管理费用	355	395	434	477
其他流动资产	1,536	1,518	1,521	1,524	研发费用	516	593	651	716
非流动资产	7,266	7,195	7,081	6,966	财务费用	(44)	(33)	(34)	(45)
长期股权投资	687	712	737	762	加:其他收益	152	132	145	127
固定资产及使用权资产	2,299	2,223	2,099	1,974	投资净收益	172	145	116	95
在建工程	148	158	172	187	公允价值变动	27	0	0	0
无形资产	676	646	616	586	减值损失	(38)	(37)	(37)	(36)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	5	1	1	2
长期待摊费用	46	46	46	46	营业利润	1,046	1,149	1,261	1,410
其他非流动资产	3,410	3,410	3,410	3,410	营业外净收支	5	0	0	0
资产总计	14,691	15,464	16,724	18,145	利润总额	1,052	1,149	1,261	1,410
流动负债	6,498	6,617	7,164	7,788	减:所得税	121	126	139	155
短期借款及一年内到期的非流动负债	226	226	226	226	净利润	931	1,022	1,123	1,255
经营性应付款项	4,695	4,744	5,174	5,664	减:少数股东损益	9	0	0	0
合同负债	555	659	723	796	归属母公司净利润	922	1,022	1,123	1,255
其他流动负债	1,022	988	1,042	1,103	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.82	0.91	1.00	1.12
非流动负债	415	415	415	415	EBIT	1,008	1,115	1,228	1,365
长期借款	66	66	66	66	EBITDA	1,341	1,335	1,445	1,584
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.78	15.83	16.34	16.79
租赁负债	14	14	14	14	归母净利率(%)	7.75	7.76	7.77	7.88
其他非流动负债	335	335	335	335	收入增长率(%)	3.21	10.68	9.72	10.08
负债合计	6,913	7,032	7,579	8,203	归母净利润增长率(%)	(7.52)	10.87	9.82	11.76
归属母公司股东权益	7,256	7,910	8,623	9,419					
少数股东权益	523	523	523	523					
所有者权益合计	7,778	8,432	9,145	9,942					
负债和股东权益	14,691	15,464	16,724	18,145					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,216	797	1,393	1,740	每股净资产(元)	6.46	7.04	7.67	8.38
投资活动现金流	(1,323)	96	112	92	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	(336)	(373)	(410)	(458)	ROIC(%)	11.49	11.80	12.02	12.34
现金净增加额	(439)	525	1,095	1,374	ROE-摊薄(%)	12.71	12.92	13.02	13.32
折旧和摊销	333	219	217	219	资产负债率(%)	47.06	45.47	45.32	45.21
资本开支	(103)	(124)	(79)	(78)	P/E (现价&最新股本摊薄)	16.82	15.17	13.81	12.36
营运资本变动	107	(335)	133	328	P/B (现价)	2.14	1.96	1.80	1.65

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>