

公司研究

利润端阶段承压，看好拖拉机大型化与高端化趋势

——一拖股份（601038.SH）2024 年年报点评

要点

事件：3月28日，公司发布2024年年度报告。2024年公司实现营业收入119.0亿元，同比增长3.3%；实现归母净利润9.2亿元，同比下降7.5%；公司销售毛利率为14.8%，同比下降1.1pct；归母净利率为7.8%，同比下降0.9pct。单Q4来看，公司24Q4实现收入11.7亿元，同比下降8.9%、环比下降60.1%，24Q4实现归母净利润-1.8亿元，环比由盈转亏，同比亏损扩大，24Q4单季度销售毛利率为0.17%。

需求不振导致业绩不及预期，利润端短期承压。

2024年我国全年拖拉机产量48.9万台，同比下降11.3%，其中大拖产量11.2万台、中拖产量23.7万台、小托产量14.1万台，整体来看，2024年拖拉机产量为近三年来最低水平，农机市场较为疲软。公司利润端阶段性承压，主要系为提高农业机械的市场份额，加大促销力度导致毛利率有所下降，分产品来看，农业机械业务毛利率为13.6%、同比下降0.7pct，动力机械业务毛利率为11.0%、同比增加1.2pct。

公司费用管控成效良好，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-0.8pct/-0.1pct/+0.3pct/+0.0pct，在市场整体疲软的情况下，公司销售及管理费用率实现同比下降，研发费用率提升主要系公司加大高端化、大型化新产品的研发投入，费用管控整体较为有效。

三大因素促进农机长期需求，看好高端化&大型化趋势叠加出海打开新空间。

长期来看，农业机械市场空间受到三大因素的影响：1) 农机补贴政策，该政策通过提升农户的农机购置能力从而提升农业机械化水平；2) 土地流转政策，该政策促进土地的流转，提高农户采用机械化生产的积极性；3) 粮价稳定，稳定的粮价叠加土地规模化经营下平均成本下降，有助于提升农机投资吸引力。

大型拖拉机占比持续提升，看好高端化和大型化趋势。从拖拉机产量结构来看，大拖产量占比从2023年的19.4%提升至2024年的22.8%，25年1-2月大拖累计产量同比增长7.6%，而同期中拖和小拖累计产量分别同比下降6.8%、33.3%。根据海关总署，2025年1-2月拖拉机累计出口数量为2.8万辆，同比增长19.7%；累计出口金额为13.4亿元、同比增长38.6%，出海有望打开农机新的成长空间。

盈利预测、估值与评级：市场疲软导致农机需求略低于预期，我们下调公司25-26年归母净利润预测19.3%/22.7%至10.5/11.4亿元，并引入27年归母净利润预测12.3亿元，对应25-27年EPS分别为0.94/1.02/1.09元。农业机械大型化趋势明显，公司作为高端化、大型化拖拉机龙头，未来有望充分受益，**维持“买入”评级。**

风险提示：竞争格局恶化；原材料大幅上涨；设备性能未能满足行业需求。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,528	11,904	12,792	13,916	13,817
营业收入增长率	-7.44%	3.26%	7.46%	8.79%	-0.71%
净利润(百万元)	997	922	1,051	1,141	1,228
净利润增长率	46.39%	-7.52%	13.98%	8.54%	7.64%
EPS(元)	0.89	0.82	0.94	1.02	1.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.90%	12.71%	13.19%	13.07%	12.87%
P/E	15	17	15	14	13
P/B	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-04-01

买入（维持）

当前价：13.75元

作者

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

0755-23915357

huangshuaibin@ebsecn.com

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebsecn.com

分析师：李佳琦

执业证书编号：S0930524070006

021-52523836

lijiaqi@ebsecn.com

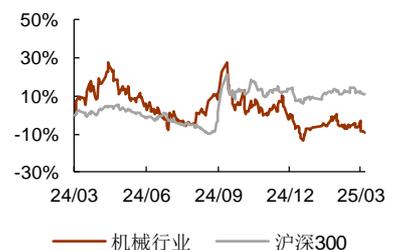
联系人：夏天宇

xiatianyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.24
总市值(亿元)	154.50
一年最低/最高(元)	13.03/20.49
近3月换手率	51.99%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.76	-5.13	-24.76
绝对	-3.78	-3.37	-16.19

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,528	11,904	12,792	13,916	13,817
营业成本	9,697	10,145	10,835	11,748	11,649
折旧和摊销	295	290	347	352	357
税金及附加	49	49	50	56	55
销售费用	241	156	154	167	166
管理费用	361	355	358	369	366
研发费用	461	516	544	557	553
财务费用	-46	-44	0	-11	-34
投资收益	122	172	180	200	220
营业利润	996	1,046	1,200	1,301	1,400
利润总额	1,003	1,052	1,204	1,308	1,407
所得税	14	121	145	157	169
净利润	989	931	1,060	1,151	1,238
少数股东损益	-8	9	9	10	10
归属母公司净利润	997	922	1,051	1,141	1,228
EPS(按最新股本计, 元)	0.89	0.82	0.94	1.02	1.09

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,056	1,216	1,056	1,437	1,228
净利润	997	922	1,051	1,141	1,228
折旧摊销	295	290	347	352	357
净营运资金增加	217	672	241	61	61
其他	-453	-668	-583	-117	-418
投资活动产生现金流	-2,010	-1,323	-367	-437	-454
净资本支出	-84	-103	-170	-200	-240
长期投资变化	664	687	-20	-23	-25
其他资产变化	-2,590	-1,907	-177	-214	-189
融资活动现金流	-346	-336	-475	-347	-275
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-116	71	-94	79	100
无息负债变化	225	245	109	302	-104
净现金流	-1,296	-439	213	653	499

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.9%	14.8%	15.3%	15.6%	15.7%
EBITDA 率	9.8%	9.8%	9.2%	10.4%	10.5%
EBIT 率	7.0%	7.2%	6.5%	7.9%	7.9%
税前净利润率	8.7%	8.8%	9.4%	9.4%	10.2%
归母净利润率	8.6%	7.7%	8.2%	8.2%	8.9%
ROA	7.2%	6.3%	6.9%	6.9%	7.1%
ROE (摊薄)	14.9%	12.7%	13.2%	13.1%	12.9%
经营性 ROIC	37.8%	27.2%	24.3%	32.0%	32.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	48%	47%	45%	44%	42%
流动比率	1.07	1.14	1.25	1.36	1.49
速动比率	0.82	0.93	1.02	1.12	1.25
归母权益/有息债务	30.28	24.89	40.45	31.63	25.38
有形资产/有息债务	58.49	47.42	73.71	56.64	43.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	13,817	14,691	15,429	16,579	17,399
货币资金	2,770	2,345	2,558	3,211	3,711
交易性金融资产	863	1,379	1,679	1,979	2,279
应收账款	331	302	352	383	380
应收票据	62	37	51	56	55
其他应收款 (合计)	25	46	32	35	35
存货	1,514	1,375	1,515	1,647	1,632
其他流动资产	685	468	335	279	269
流动资产合计	6,488	7,425	8,147	9,291	10,060
其他权益工具	4	4	4	4	4
长期股权投资	664	687	707	729	754
固定资产	2,269	2,261	2,097	1,848	1,626
在建工程	140	148	183	221	274
无形资产	697	676	712	757	802
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	7,330	7,266	7,282	7,288	7,339
总负债	6,598	6,913	6,928	7,309	7,305
短期借款	0	0	31	0	0
应付账款	2,315	2,157	2,384	2,585	2,563
应付票据	2,164	2,538	2,600	2,820	2,796
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	434	397	352	296	301
流动负债合计	6,045	6,498	6,499	6,854	6,742
长期借款	200	66	116	196	296
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	230	212	167	111	116
非流动负债合计	553	415	428	455	563
股东权益	7,219	7,778	8,502	9,271	10,094
股本	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124
公积金	3,356	3,440	3,440	3,440	3,440
未分配利润	2,219	2,696	3,410	4,169	4,983
归属母公司权益	6,692	7,256	7,970	8,729	9,543
少数股东权益	528	523	532	542	552

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.09%	1.31%	1.20%	1.20%	1.20%
管理费用率	3.13%	2.98%	2.80%	2.65%	2.65%
财务费用率	-0.39%	-0.37%	0.00%	-0.08%	-0.25%
研发费用率	4.00%	4.34%	4.25%	4.00%	4.00%
所得税率	1%	11%	12%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.32	0.30	0.34	0.37	0.40
每股经营现金流	0.94	1.08	0.94	1.28	1.09
每股净资产	5.96	6.46	7.09	7.77	8.49
每股销售收入	10.26	10.59	11.38	12.38	12.30

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	15	17	15	14	13
PB	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	13.4	12.9	12.2	9.5	9.0
股息率	2.3%	2.2%	2.5%	2.7%	2.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP