

2025年04月11日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

结构升级夯实长期景气，新兴市场表现亮眼

——一拖股份（601038.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：尤少炜 S1050525030002

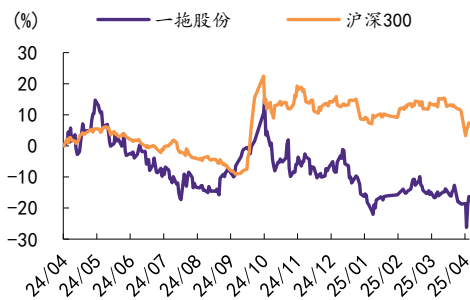
yousw@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-10

当前股价（元）	14.14
总市值（亿元）	159
总股本（百万股）	1124
流通股本（百万股）	732
52周价格范围（元）	12.42-19.69
日均成交额（百万元）	140.11

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《一拖股份（601038）：盈利水平改善，企业稳健成长》2024-08-30
- 《一拖股份（601038）：政策和周期共振，拖拉机龙头抢抓机遇先出发》2024-03-29

2025年3月27日，一拖股份发布2024年年报，2024年全年营收119.04亿元，同比增长3.21%；归母净利润9.22亿元，同比下降7.52%。

投资要点

■ 产品结构加速升级，支撑行业长期景气

据中国统计局数据，2024年全年大型拖拉机累计产量11万台，中型拖拉机累计产量24万台；随着农业生产规模化水平提升，大拖市场占比持续增长，2024年大型拖拉机占比增长至22.85%，产品大型化趋势持续强化。政策端来看，“优机优补”差异化补贴机制，引导行业技术升级。同时，随着农村人口结构变动及土地集中化趋势，行业将长期受益于农业现代化。在政策与市场双重驱动下，农机产品呈现大型、高效、智能化的发展态势。

■ 海外业务承压显韧性，渠道优化驱动逆势突破

受俄罗斯等关键市场出口量下滑拖累，一拖股份全年海外营收同比减少6.27%（2023年为9.85亿元）。面对地缘政治风险扰动，公司通过渠道精细化运营、强化本地化服务能力等举措，推动海外市场实现逆势突围，实现全年海外收入9.23亿元，占营收比重7.75%。值得注意的是，非洲市场表现亮眼（尼日利亚项目签署301台拖拉机供应合同），新兴市场拓展，有效对冲传统市场波动风险。

■ 毛利率短期承压，费用优化与研发蓄势共筑盈利弹性期

根据年报，一拖股份综合毛利率为14.78%，同比下降1.11pct，毛利率下降主因系公司为提高主导产品市场份额加大促销力度，以及23年同期零部件结算价格调整，毛利率偏高。费用端来看，2024年全年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为1.31%/2.98%/4.34%/-0.37%，较23年同比变动分别-0.78pct/-0.15pct/+0.34pct/+0.02pct。销售及管理费用率的下降体现了一拖股份在费用控制方面取得的成果；研发费用率上升系公司加大在智能化、绿色化农机装备、技改等方面的研究投入。未来，随着一拖股份在大型化、智能化的高档产品的持续深入以及海外市场的拓展，公司盈利能

力有望提升。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 127.06、139.08、143.71 亿元，EPS 分别为 0.95、1.03、1.03 元，当前股价对应 PE 分别为 15.0、13.7、13.8 倍。公司大力发展高端大型拖拉机产品，契合国家农业现代化战略，叠加公司拓展海外市场的重点战略，需求端有望加速释放。公司加大研发投入，有利于提高单品毛利率，优化盈利结构。维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济环境风险；补贴政策调整风险；市场竞争风险；农机行业景气度不及预期；出海不及预期；新产品拓展不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	11,904	12,706	13,908	14,371
增长率（%）	3.2%	6.7%	9.5%	3.3%
归母净利润（百万元）	922	1,062	1,160	1,155
增长率（%）	-7.5%	15.2%	9.2%	-0.4%
摊薄每股收益（元）	0.82	0.95	1.03	1.03
ROE（%）	11.9%	12.6%	12.8%	11.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,345	2,895	3,773	5,470
应收款	385	418	381	394
存货	1,375	1,563	1,559	1,330
其他流动资产	3,320	3,426	3,160	3,152
流动资产合计	7,425	8,303	8,873	10,346
非流动资产:				
金融类资产	2,562	2,562	2,562	2,562
固定资产	2,261	2,091	1,982	1,902
在建工程	148	159	159	150
无形资产	676	640	603	587
长期股权投资	687	698	711	690
其他非流动资产	3,494	3,494	3,494	3,494
非流动资产合计	7,266	7,081	6,949	6,823
资产总计	14,691	15,384	15,823	17,169
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	4,695	4,720	4,346	4,911
其他流动负债	1,248	1,248	1,248	1,248
流动负债合计	6,498	6,525	6,241	6,868
非流动负债:				
长期借款	66	107	147	187
其他非流动负债	349	349	349	349
非流动负债合计	415	456	496	536
负债合计	6,913	6,981	6,737	7,404
所有者权益				
股本	1,124	1,124	1,124	1,124
股东权益	7,778	8,403	9,085	9,765
负债和所有者权益	14,691	15,384	15,823	17,169

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	931	1073	1172	1167
少数股东权益	9	11	12	12
折旧摊销	290	285	264	250
公允价值变动	27	51	87	54
营运资金变动	-41	-301	23	852
经营活动现金净流量	1216	1119	1558	2335
投资活动现金净流量	-1323	148	95	110
筹资活动现金净流量	657	-405	-447	-445
现金流量净额	550	862	1,206	2,000

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,904	12,706	13,908	14,371
营业成本	10,145	10,923	12,053	12,392
营业税金及附加	49	51	56	57
销售费用	156	165	167	158
管理费用	355	368	389	402
财务费用	-44	-62	-83	-121
研发费用	516	534	556	575
费用合计	983	1,006	1,029	1,014
资产减值损失	-19	-4	-1	-2
公允价值变动	27	51	87	54
投资收益	172	201	178	161
营业利润	1,046	1,163	1,215	1,186
加:营业外收入	6	7	5	4
减:营业外支出	0	2	1	0
利润总额	1,052	1,168	1,219	1,190
所得税费用	121	95	48	23
净利润	931	1,073	1,172	1,167
少数股东损益	9	11	12	12
归母净利润	922	1,062	1,160	1,155

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	3.2%	6.7%	9.5%	3.3%
归母净利润增长率	-7.5%	15.2%	9.2%	-0.4%
盈利能力				
毛利率	14.8%	14.0%	13.3%	13.8%
四项费用/营收	8.3%	7.9%	7.4%	7.1%
净利率	7.8%	8.4%	8.4%	8.1%
ROE	11.9%	12.6%	12.8%	11.8%
偿债能力				
资产负债率	47.1%	45.4%	42.6%	43.1%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.8
应收账款周转率	30.9	30.4	36.5	36.5
存货周转率	7.4	7.0	7.8	9.4
每股数据(元/股)				
EPS	0.82	0.95	1.03	1.03
P/E	17.2	15.0	13.7	13.8
P/S	1.3	1.3	1.1	1.1
P/B	2.2	2.0	1.9	1.7

■ 机械组介绍

尤少炜：金融学硕士，大连理工大学工学学士，4 年金融行业研究经验，研究方向为工程机械、矿山机械方向。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询

价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。