2025 年 04 月 28 日

一拖股份（601038.SH）

买入（维持评级）

5 公司点评

证券研究报告

经营周期企稳，H 股回购在即

业绩简评

4 月 28 日，公司发布 25 年一季报，25Q1 公司实现收入 45.6 亿元，同比-2.1%；归母净利润 5.3 亿元，同比-11.7%。毛利率 15.9%（调整会计准则后），同比-1.1pct，期间费用率基本持平。此外，公司发布公告，

经营分析

Q1 收入利润略超预期，中型拖拉机产量企稳，需求乌云渐散。根据国家统计局，3 月大/中/小拖产量分别为 1.62/3.36/1.33 万台，同比分别+5.5%/-1.7%/-18.8%；大拖产量占比 25.7%，同比+2.7pct。3 月最亮眼的数据是中拖企稳，这表明 24 年粮食价格下跌对于拖拉机需求的拖累已接近尾声，预计下游需求将在一段时间内保持稳定，相关公司的核心矛盾变成自身的经营周期。而公司收入、毛利率降幅企稳，或说明公司整体经营周期触底。

董事会提请回购 H 股，股东回报机制有望大幅改善。根据公司公告，公司提请股东会给予董事会回购公司 H 股股份之一般性授权，其中回购股份总数不超过公司已发行 H 股总股本的 10%，回购资金包括公司的自有资金和自筹资金，回购 H 股股份将予以注销，并相应减少注册资本。我们认为 H 股回购有望大幅改善公司的股东回报机制。

盈利预测、估值与评级

预测 25/26/27 年公司实现归母净利润 9.0 亿/10.3 亿/11.9 亿元，同比-2.4%/+14.5%/+15.4%，对应当前 PE 为 16/14/12X，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

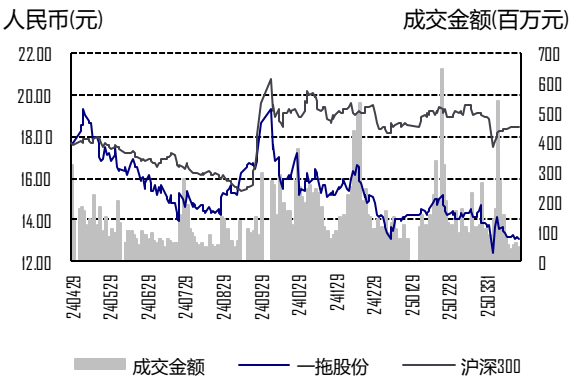
市价（人民币）：13.03 元

相关报告：

1.《一拖股份公司点评：需求不振利润承压，看好拖拉机高端化》，2025.3.27

2.《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

3.《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



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	12,121	13,200	14,428
营业收入增长率	-8.20%	3.21%	1.82%	8.90%	9.31%
归母净利润(百万元)	997	922	900	1,030	1,189
归母净利润增长率	46.39%	-7.52%	-2.39%	14.46%	15.40%
摊薄每股收益(元)	0.887	0.821	0.801	0.917	1.058
每股经营性现金流净额	0.94	1.08	0.75	1.26	1.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.90%	12.71%	11.50%	12.16%	12.89%
P/E	16.42	18.01	16.27	14.21	12.32
P/B	2.45	2.29	1.97	1.73	1.59

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**	**12,121**	**13,200**	**14,428**
增长率		-8.2%	3.2%	1.8%	8.9%	9.3%
主营业务成本	-10,497	-9,697	-10,145	-10,301	-11,164	-12,127
%销售收入	83.6%	84.1%	85.2%	85.0%	84.6%	84.1%
毛利	2,067	1,837	1,759	1,821	2,036	2,301
%销售收入	16.4%	15.9%	14.8%	15.0%	15.4%	15.9%
营业税金及附加	-49	-49	-49	-48	-53	-58
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-222	-241	-156	-182	-191	-209
%销售收入	1.8%	2.1%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-395	-361	-355	-376	-409	-447
%销售收入	3.1%	3.1%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%
研发费用	-529	-461	-516	-545	-594	-635
%销售收入	4.2%	4.0%	4.3%	4.5%	4.5%	4.4%
息税前利润（EBIT）	871	725	683	669	789	952
%销售收入	6.9%	6.3%	5.7%	5.5%	6.0%	6.6%
财务费用	42	46	44	35	34	47
%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	36	50	50
投资收益	4	122	172	180	200	210
%税前利润	0.6%	12.2%	16.4%	17.0%	16.5%	15.0%
营业利润	588	996	1,046	1,049	1,202	1,388
营业利润率	4.7%	8.6%	8.8%	8.7%	9.1%	9.6%
营业外收支	24	7	5	10	10	10
税前利润	612	1,003	1,052	1,059	1,212	1,398
利润率	4.9%	8.7%	8.8%	8.7%	9.2%	9.7%
所得税	30	-14	-121	-159	-182	-210
所得税率	-4.9%	1.4%	11.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	642	989	931	900	1,030	1,189
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**	**900**	**1,030**	**1,189**
净利率	5.4%	8.6%	7.7%	7.4%	7.8%	8.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	642	989	931	900	1,030	1,189
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	-230	-255	-265
营运资金变动	2,299	-138	107	-136	301	336
经营活动现金净流	**3,602**	**1,056**	**1,216**	**844**	**1,420**	**1,641**
资本开支	-87	-84	-103	-411	-445	-475
投资	-2,037	-1,958	-1,385	-750	-200	-200
其他	28	33	165	180	200	210
投资活动现金净流	**-2,096**	**-2,010**	**-1,323**	**-981**	**-445**	**-465**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-60	-50	65	-195	0	0
其他	-80	-297	-401	-338	-386	-445
筹资活动现金净流	**-141**	**-346**	**-336**	**-533**	**-386**	**-445**
现金净流量	**1,373**	**-1,296**	**-439**	**-670**	**589**	**731**

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	1,671	2,257	2,986
应收款项	701	680	547	668	728	796
存货	1,191	1,514	1,375	1,411	1,529	1,661
其他流动资产	1,626	1,524	3,158	4,041	4,310	4,582
流动资产	7,882	6,488	7,425	7,792	8,824	10,025
%总资产	60.7%	47.0%	50.5%	51.4%	54.1%	56.9%
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%	16.6%	16.2%	15.7%
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%	48.6%	45.9%	43.1%
资产总计	**12,986**	**13,817**	**14,691**	**15,159**	**16,303**	**17,607**
短期借款	288	21	226	30	30	30
应付款项	4,455	4,948	5,188	5,113	5,542	6,020
其他流动负债	1,385	1,075	1,084	1,260	1,329	1,408
流动负债	6,128	6,045	6,498	6,403	6,901	7,458
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	6,813	7,308	7,864
普通股股东权益	5,958	6,692	7,256	7,823	8,472	9,221
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	3,263	3,912	4,661
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**	**15,159**	**16,303**	**17,607**

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.606	0.887	0.821	0.801	0.917	1.058
每股净资产	5.302	5.955	6.457	6.603	7.539	8.206
每股经营现金净流	3.206	0.940	1.082	0.751	1.264	1.461
每股股利	0.226	0.319	0.300	0.296	0.339	0.391
回报率						
净资产收益率	11.43%	14.90%	12.71%	11.50%	12.16%	12.89%
总资产收益率	5.24%	7.22%	6.28%	5.94%	6.32%	6.75%
投入资本收益率	13.15%	9.46%	7.38%	6.64%	7.28%	8.13%
增长率						
主营业务收入增长率	34.61%	-8.20%	3.21%	1.82%	8.90%	9.31%
EBIT增长率	46.36%	-16.77%	-5.83%	-2.04%	17.90%	20.70%
净利润增长率	55.42%	46.39%	-7.52%	-2.39%	14.46%	15.40%
总资产增长率	5.24%	6.40%	6.33%	3.18%	7.55%	8.00%
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	68.3	63.4	58.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-81.21%	-47.26%	-44.13%	-44.81%	-50.87%	-57.02%
EBIT利息保障倍数	-20.9	-15.9	-15.5	-19.2	-23.1	-20.1
资产负债率	49.97%	47.75%	47.06%	44.95%	44.83%	44.66%

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	7	8	8	19
增持	0	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.22**	**1.20**	**1.20**	**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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