

一拖股份 (601038.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

周期反转在即，产品升级势不可挡

投资逻辑：

老树发新芽，费用控制改善，高管激励提升，股东回报加码。(1) 公司清退低效资产，费用控制改善，2024 年销售/管理费用率分别为 1.3%/3.0%，相比 2019 年分别-1.8pct (调整运费后)/-3.6pct。同时高管激励大幅提高，高管考核年度和任期经营业绩并给予绩效薪酬。(2) 公司资产质量优异，24 年末在手净现金 66 亿元，接近 H 股总市值。4 月 8 日母公司国机集团发文鼓励回购，4 月 29 日公司公告提议回购 H 股，股东回报有望强化。

粮食价格底部回升，拖拉机需求周期有望反转向上。国内销量和海外龙头收入数据都表明，粮食价格略领先于拖拉机需求。截至 250603 最新数据，玉米/大豆现货价相比去年低点分别回升 12.8%/10.1%，二者均受益于进口削减。由于供需关系改变，粮食价格已经实质性脱离底部，未来看好拖拉机需求反转。

高标准农田建设和“优机优补”带动拖拉机大型化、高端化。(1) 根据国家统计局，24 年/2025 年 1-4 月大拖产量占比分别为 22.8%/25.9%，同比+3.3/3.1pct。根据公司公告，2024 年公司大拖销售 3.5 万台，占比 46.8%，占比同比提升 4pct。国家提出高标准农田建设 2035 年长远要求，2024 年每亩建设补贴由 1300 元提高到 2400 元，未来机耕条件有望持续改善，带动拖拉机大型化。

(2) 动力换挡属于高端机型，价值量高，20-23 年平均每年销量仅占 20-23 年 100 马力以上拖拉机产量的 2.4%。24H2 推出的农机购置补贴政策拉大了动力换挡与传统产品的补贴价差，使得动力换挡产品经济性大幅提升。公司 2024 年完成全部动力换挡产品上市准备工作，25 年迅速推广，看好“优机优补”带动高端产品渗透率和国产化率提升，从而拉高头部企业价盘和利润率。

海外非俄语市场长坡厚雪，大有可为。2024 年我国拖拉机出口均价为 1.06 万美元，明显低于海外龙头，出口产品价格优势明显。根据海关总署，24 年/25 年一季度我国拖拉机出口非俄语区国家的数量为 5.4/1.9 万台，同比+18%/+59%。非俄语区市场空间广阔，据我们测算，我国在东南亚/非洲/拉美三国/其他欧洲国家拖拉机市场市占率分别约 6.5%/8.5%/7.7%/6.3%，提升空间巨大。

盈利预测、估值和评级

我们预测 25/26/27 年公司实现归母净利润 8.9/10.3/12.1 亿元，同比-3.2%/+15.7%/+17.2%，对应 EPS 为 0.82/0.95/1.12 元。考虑到农机需求有望底部反转，公司产品升级稳步兑现，给予 25 年 20xPE，目标价 16.46 元，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

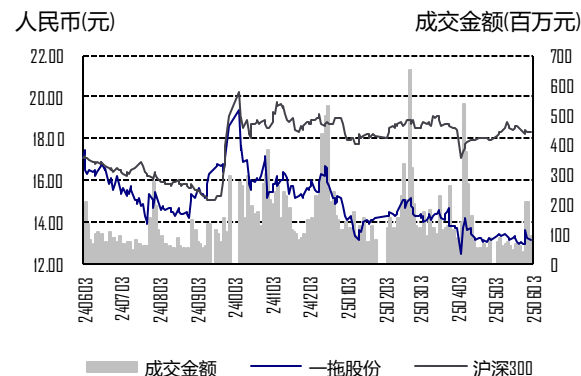
lizian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.11 元

目标价 (人民币)：16.46 元

相关报告：

1. 《一拖股份公司点评：经营周期企稳，H 股回购在即》，2025.4.29
2. 《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
3. 《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



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	11,961	13,157	14,507
营业收入增长率	-8.20%	3.21%	0.47%	10.00%	10.26%
归母净利润(百万元)	997	922	893	1,033	1,211
归母净利润增长率	46.39%	-7.52%	-3.20%	15.73%	17.25%
摊薄每股收益(元)	0.887	0.821	0.823	0.952	1.117
每股经营性现金流净额	0.94	1.08	0.73	1.34	1.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.90%	12.71%	11.78%	12.55%	13.47%
P/E	16.42	18.01	15.93	13.76	11.74
P/B	2.45	2.29	1.99	1.73	1.58

来源：公司年报，国金证券研究所



内容目录

1、农机龙头老树焕新，国企改革多管齐下.....	4
1.1 公司简介：拖拉机整机与柴发龙头.....	4
1.2 国企改革深化，费用控制与高管激励同步推进.....	5
1.3 分红稳健，回购有望增厚股东回报.....	6
2、粮食价格底部回升，行业需求周期有望反转.....	7
3、高标准农田建设和“优机优补”有望带动拖拉机大型化、高端化.....	10
3.1 拖拉机行业大型化趋势持续深化，受益于高标准农田建设推进.....	10
3.1.1 高标准农田建设实施背景：粮食安全有待稳固，粮食生产仍需扶持.....	11
3.1.2 高标准农田建设推进现状：新建稳步推进，改造任重道远.....	14
3.2 “优机优补”政策加大动力换挡补贴力度，拖拉机高端化迎来新时代.....	16
4、海外非俄语市场长坡厚雪，大有可为.....	19
5、盈利预测与投资建议.....	22
5.1 盈利预测.....	22
5.2 投资建议及估值.....	23
6、风险提示.....	23

图表目录

图表 1： 公司是国内农机行业龙头之一.....	4
图表 2： 公司 2024 年在国内轮拖补贴销量（台）的市占率为 21.4%，排名第一.....	4
图表 3： 公司收入增速放缓.....	5
图表 4： 公司 2024 年与 25Q1 净利润出现下滑.....	5
图表 5： 公司扣非净利率自 2018 年以来显著提升.....	5
图表 6： 公司的销售管理费用率明显压降，研发开支稳定.....	5
图表 7： 公司优化综合管理人员和生产人员数量，人均指标显著改善.....	6
图表 8： 公司退出亏损业务、清退低效资产取得良好成效.....	6
图表 9： 公司资产结构良好，净现金占比高（亿元）.....	6
图表 10： 公司低应收高应付，现金流佳.....	6
图表 11： 公司股利支付率稳定在 37%左右.....	7
图表 12： 玉米是我国播种面积最大的旱地作物，其次是小麦.....	7
图表 13： 我国农机需求与主粮种植收益基本同步.....	8
图表 14： 全球粮价领先约翰迪尔的设备收入.....	8
图表 15： 玉米价格自 2024 年 12 月开始回升（元/吨）.....	8
图表 16： 25 年供给端明显收缩，需求端略有改善，导致玉米价格上涨.....	9



图表 17: 玉米进口 2025 年大幅缩减	9
图表 18: 我国生猪存栏量保持高位	10
图表 19: 生猪出栏均重同比持续上涨, 带动饲料需求	10
图表 20: 大豆价格与玉米基本同期触底回升	10
图表 21: 大豆供需收紧同样源于进口减少	10
图表 22: 大拖产量增速快于中小拖	11
图表 23: 我国主粮仍有一定对外依存度, 其中大豆极度依赖进口	11
图表 24: 2024 年美国仍占我国粮食进口量的 20%	12
图表 25: 我国三大主粮亩均现金收益受化肥、机械作业费、种子等费用影响较大	12
图表 26: 我国绝大部分农户经营耕地面积在 10 亩以下, 整体经营规模较小	12
图表 27: 农村居民人均可支配收入过去十年复合增速 8.2%	13
图表 28: 我国各地存在一定的耕地撂荒问题	13
图表 29: 城镇化加剧农业劳动力流失	14
图表 30: 高标准农田建设目标	14
图表 31: 高标准农田新建稳步推进	15
图表 32: 高标准农田建设项目亩均投入资金基本在 2500-3000 元, 国家补贴基本覆盖	15
图表 33: 高标准农田建设推动农业社会化服务组织成长	16
图表 34: 已建成及需改造提升的高标准农田分布情况	16
图表 35: 已建成高标准农田现存主要问题	16
图表 36: 动力换挡拖拉机价格明显高于传统机型	17
图表 37: 配备动力换挡变速箱是相同马力段外资产品价格明显较高的重要原因	17
图表 38: 动力换挡拖拉机销量占行业比重极低	17
图表 39: 国产动力换挡拖拉机玩家数量极少	18
图表 40: 新一轮农机购置补贴政策下, 动力换挡机型与普通机型的补贴价差显著拉大	18
图表 41: 约翰迪尔目前在产拖拉机产品型号价格不完全统计, 价格明显高于我国产品	19
图表 42: 我国拖拉机出口在 2024 年与 25Q1 整体增长	20
图表 43: 2024 年非俄罗斯地区拖拉机出口均保持增长	20
图表 44: 拉美三大主要农业生产国 2024 年拖拉机需求总和约 6.5 万台	21
图表 45: 欧洲主要拖拉机市场需求 (量), 西欧国家占一半以上	21
图表 46: 我国拖拉机出口中南欧以中小拖为主	22
图表 47: 我国拖拉机出口西北欧多为中大拖, 但总量少	22
图表 48: 公司盈利预测	23
图表 49: 可比公司估值比较	23

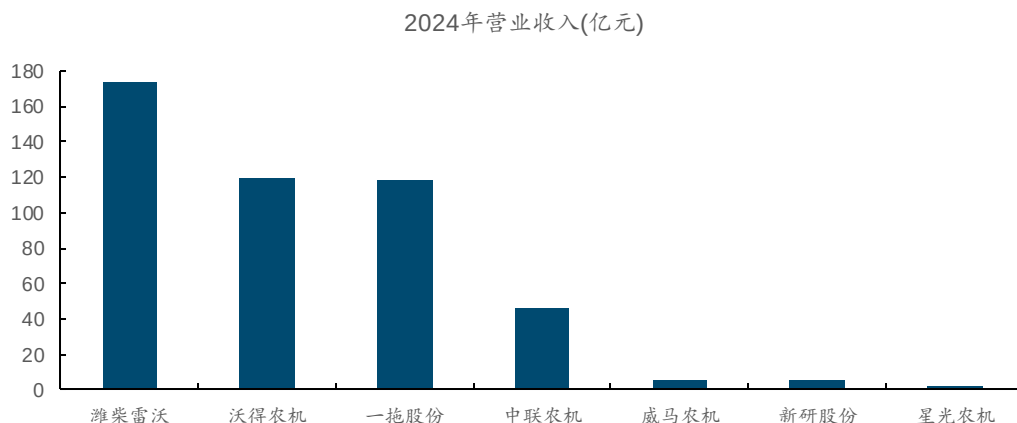


1、农机龙头老树焕新，国企改革多管齐下

1.1 公司简介：拖拉机整机与柴发龙头

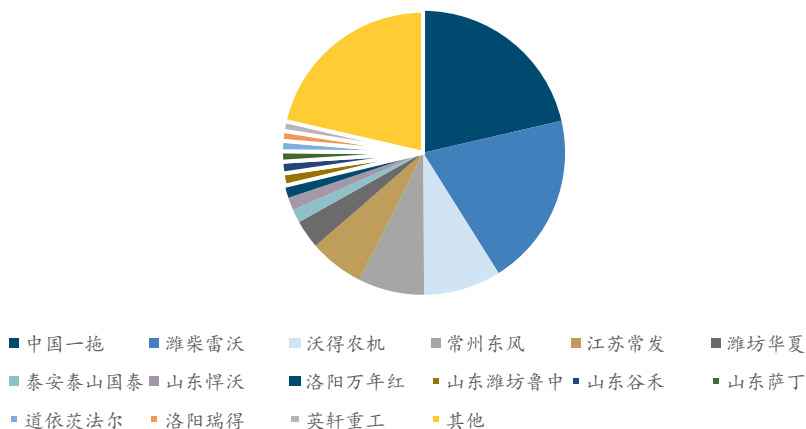
公司是农机行业龙头之一。中国一拖集团有限公司原名第一拖拉机制造厂，是国家“一五”时期 156 个重点建设项目之一。1997 年，一拖集团将农业拖拉机业务相关的资产、负债与人员等纳入股份制改造范围并签订相关重组协议，第一拖拉机股份有限公司应运而生，同年 6 月 23 日在香港上市。2012 年 8 月 8 日，公司在 A 股上市。公司聚焦大中型拖拉机业务进行产业链延伸。根据公司公告，公司的主营业务包含农业机械和动力机械两大板块，涵盖全系列轮式和履带式拖拉机产品及铸锻件、齿轮、变速箱、覆盖件等关键零部件的研发、制造和销售，动力机械产品包括排量从 2L 到 12L，功率从 10KW 到 405KW 的非道路柴油机以及与之配套的喷油泵、喷油嘴等部件，此外也可为工程机械、船舶、发电机组等提供配套。根据各公司公告，2024 年公司农机相关收入 119 亿元，低于潍柴雷沃，与沃得农机接近，该差距的主要原因为公司主营拖拉机整机与柴发产品，而雷沃、沃得的收割机业务均占重要比重。根据数说农机公众号，2024 年中国一拖轮式拖拉机补贴销量为 47851 台，位居国内行业第一，市占率为 21.4%，此外根据公司年报，2024 年公司外销柴油机产品 7.76 万台，可见公司为国内拖拉机整机与柴发龙头。

图表1：公司是国内农机行业龙头之一



来源：各公司公告、农机化信息网，国金证券研究所

图表2：公司 2024 年在国内轮拖补贴销量（台）的市占率为 21.4%，排名第一

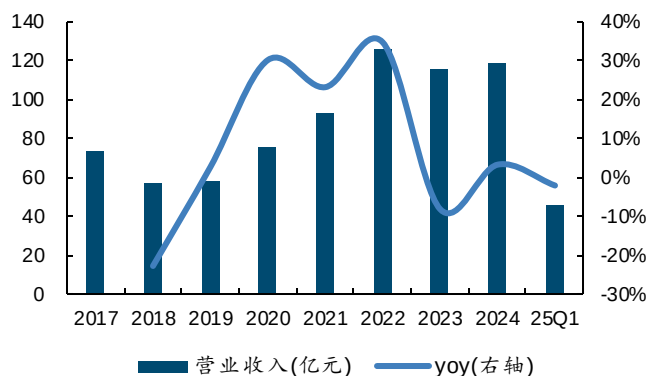


来源：数说农机，国金证券研究所

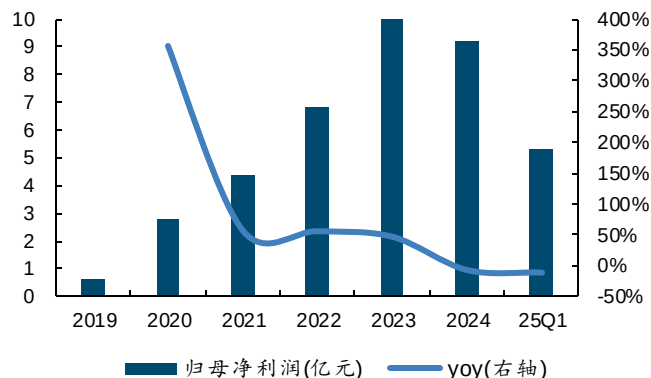
近期公司收入增速放缓，利润出现一定下滑。2019-2022 年，粮食价格大幅上升，叠加公司提质增效、出清低效资产，公司收入利润显著增长。2023 年起，受粮食价格开始下跌与国标切换的影响，收入增速放缓，盈利能力也有所下降，导致 2024 与 25Q1 净利润下滑。



图表3：公司收入增速放缓



图表4：公司 2024 年与 25Q1 净利润出现下滑



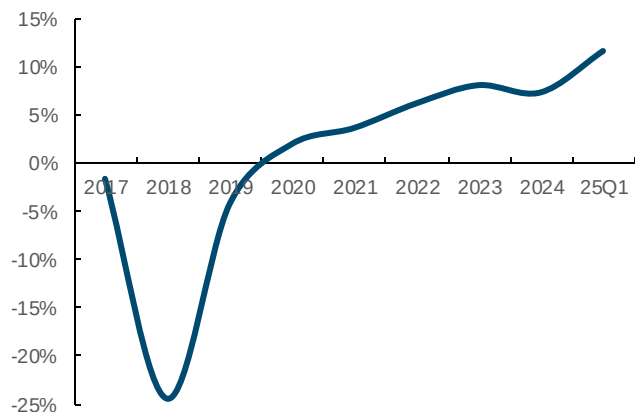
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

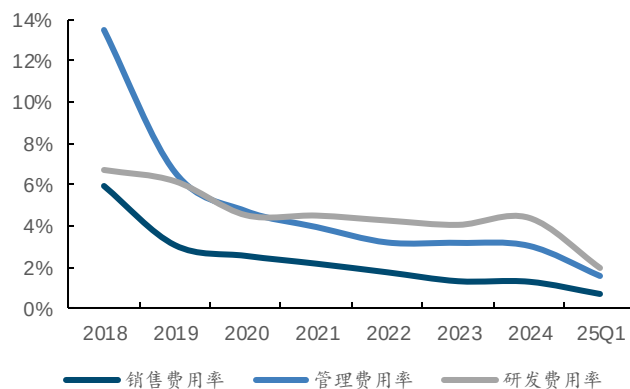
1.2 国企改革深化，费用控制与高管激励同步推进

公司扣非净利率自 2018 年以来显著恢复，得益于公司在精细化管理上的长足进步。公司 2012 年至 2018 年扣非净利率始终保持在较低水平，期间费用率较高是重要原因。2018 年，公司进一步精简机构，优化流程，并结合公司业务规模下降等情况，实施人员分流压减，降低运营成本，但也同时计提了大量辞退福利费用，叠加毛利率下行等多种因素，2018 年公司扣非净利率水平达到了历史低谷。但随着公司坚持优化资源配置、不断推进精益管理，公司期间费用率多年来呈现出明显改善，有力地推动了公司整体盈利能力的提升。2024 年公司销售/管理费用率分别为 1.3%/3.0%，相比 2019 年分别-1.8pct(调整运费后)/-3.6pct。从公司人员数量的变动中可以看出，公司在精简部门、聚焦主业、精益生产的过程中，对人员组织结构进行了大量的优化，特别是相关生产人员和综合管理人员，这也使得公司的人均相关指标得到大幅改善；同时，近年来公司研发费用率和研发人员保持稳定，保证了公司产品迭代和竞争力的进步。

图表5：公司扣非净利率自 2018 年以来显著提升



图表6：公司的销售管理费用率明显压降，研发开支稳定

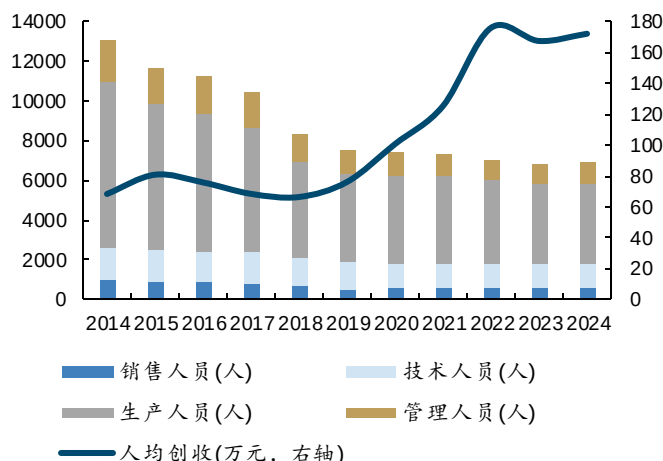


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所（注：18-20 年销售费用剔除了运费，24 年调整会计准则，追溯调整了 23 年的销售费用，23 年可比 22 年的销售费用率口径为 2.1%）



图表7：公司优化综合管理人员和生产人员数量，人均指标显著改善



来源：公司公告，国金证券研究所（注：管理人员含年报里公布的管理人员与服务人员）

图表8：公司退出亏损业务、清退低效资产取得良好成效

时间	清退资产事件
2017 年	完成一拖（洛阳）叉车有限公司等 6 家“僵尸企业”的治理和处置工作
2019 年	完成搬运机械公司、新疆装备公司等的股权交割
2020 年	一拖（洛阳）神通工程机械公司破产清算
2021 年	对持续亏损的一拖（法国）农业装备有限公司进行司法清算

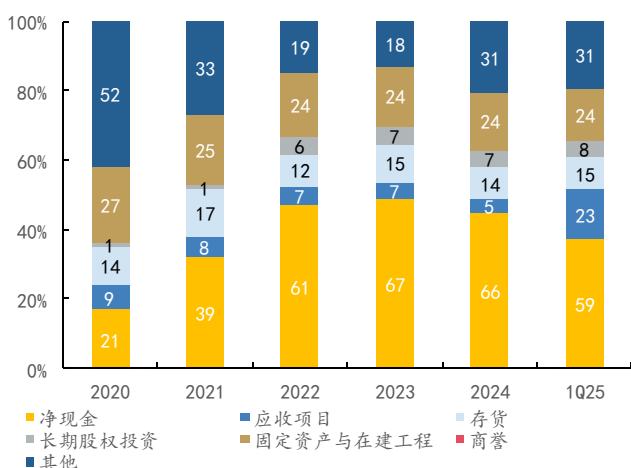
来源：公司公告，国金证券研究所

公司在加强费用管控的同时，不忘从激励上入手，提质增效，具体反映在高管考核机制变革和薪酬提升上。根据公司 21 年年报，公司制定了经理层成员任期制和契约化管理办法与实施方案，与经理层和下属企业负责人签订聘任协议、业绩责任书等，并根据该年和该任期的经营业绩考核结果兑现薪酬，管理层激励大幅改善。

1.3 分红稳健，回购有望增厚股东回报

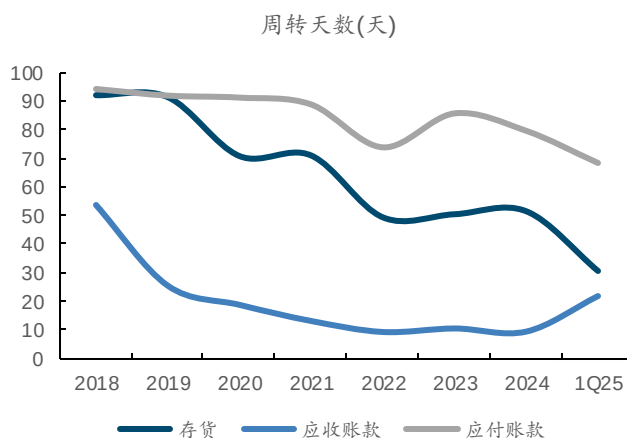
公司现金类资产占比极高，资产质量优秀。根据公司年报，2024 年末公司在手净现金 66 亿元，占总资产（扣除有息负债）的 45%，接近 H 股 250603 总市值 68 亿人民币。根据 Wind，2024 年公司存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 51/10/79 天，低应收高应付正是农机龙头现金流佳的核心。

图表9：公司资产结构良好，净现金占比高（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所（注：净现金=货币资金+交易性金融资产+其他流动资产+债权投资-短期借款-一年内到期的非流动负债-其他流动负债-长期借款-应付债券-长期应付款；应收项目=应收票据+应收账款+应收款项融资+长期应收款+其他应收款）

图表10：公司低应收高应付，现金流佳

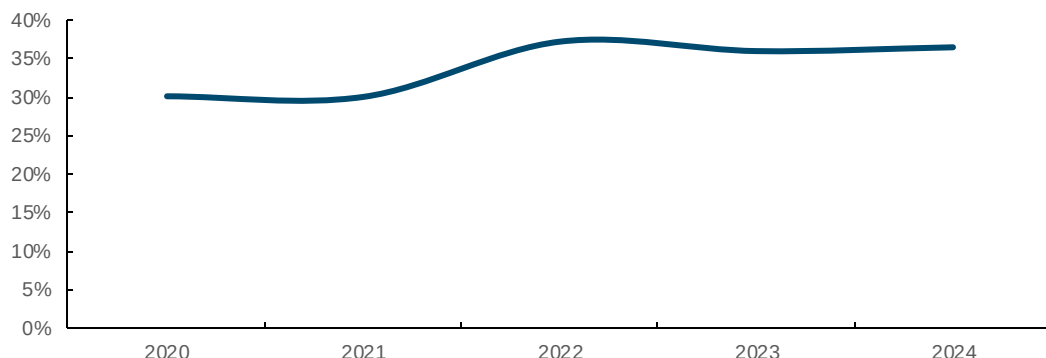


来源：Wind，国金证券研究所

近年来公司分红比例有所提升，目前稳定在 37% 左右，2024 年报分红预案对应 250603 的 A/H 股分红收益率分别约 2.3%/5.0%。



图表11：公司股利支付率稳定在 37%左右



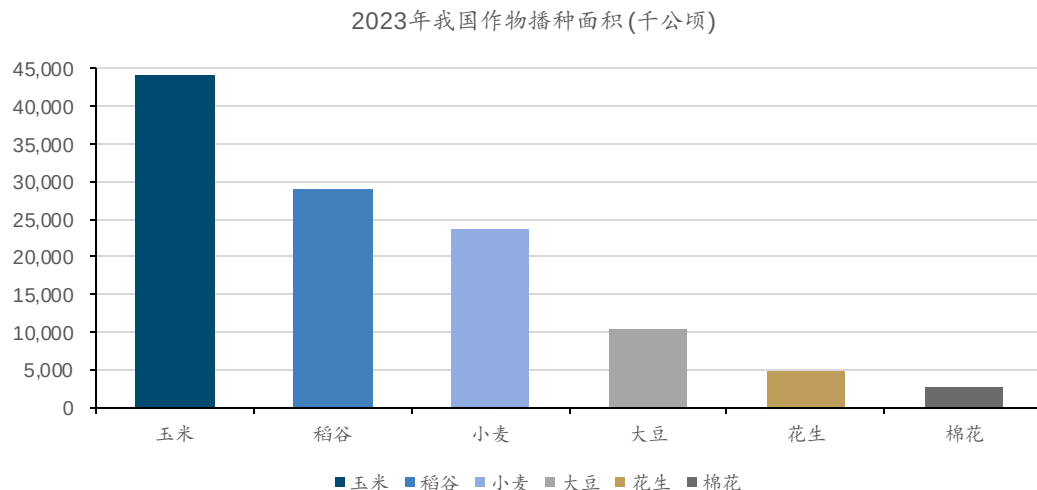
来源：公司公告，国金证券研究所

公司推出股份回购计划，股东回报有望强化。公司的控股股东国机集团 4 月 8 日发布公众号推文，称将研究建立控股上市公司常态化股票回购增持机制；4 月 29 日公司公告，提议董事会使用自有资金与自筹资金回购 H 股股份并注销，回购股份上限为已发行 H 股总股本的 10%，即约 3920 万股，占公司总股本的 3.5%。我们认为公司推出股份回购计划，不仅展现公司对未来发展的信心，而且有望提高公司现金利用效率，强化股东回报，提振股价表现。

2、粮食价格底部回升，行业需求周期有望反转

拖拉机是最主要的农业动力机械，面临的作业种类包括牵引、悬挂并驱动各种配套农具，完成耕、耙、播、收等多种农田作业、运输作业和固定场地作业。按行走装置分类，拖拉机则可分为履带式拖拉机、轮式拖拉机两大类。履带式拖拉机的行走装置是履带，主要适用于土质粘重、潮湿地块田间作业，如水田耕作；轮式拖拉机特别是大型轮拖则适合小麦、玉米、大豆等旱田作物。玉米是我国播种面积最大的旱地作物，小麦紧随其后，大豆、花生、棉花等作物的种植面积明显更低。

图表12：玉米是我国播种面积最大的旱地作物，其次是小麦



来源：国家统计局，国金证券研究所

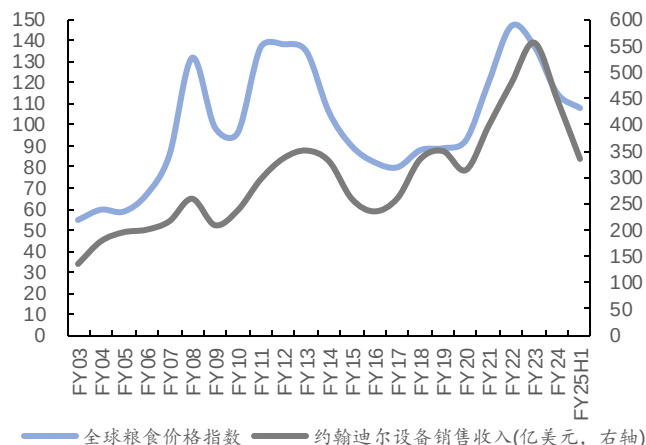
国内销量和海外龙头收入数据表明，粮食价格略领先于农机需求。我们复盘了过去 30 年国内三大主粮（小麦、稻谷、玉米）的亩均现金收益与中大型拖拉机年产量的关系，发现二者呈同步关系。此外我们也研究了这一规律在海外的适用性，我们使用世界银行的月度谷物价格指数的平均值作为一段时间内全球粮食价格的平均水平，发现粮食价格略微领先全球农业机械龙头约翰迪尔的设备销售美元收入水平。从作用机理上看，农民种植收益会影响农民对未来的乐观程度，从而影响他们的资本开支决策，农业生产主体越集中、越专业化，粮食价格对农机需求的领先性就越强；而从粮食价格到农民收入的传导时滞可能需要 1-2 个收获季节。



图表13：我国农机需求与主粮种植收益基本同步



图表14：全球粮价领先约翰迪尔的设备收入



来源：《全国农产品成本收益汇编》、中国农业机械工业协会、公司年报，国金证券研究所

来源：世界银行、约翰迪尔年报、BBG、约翰迪尔官网，国金证券研究所（注：约翰迪尔财年开启于上年11月，FY25H1对应约翰迪尔设备收入为年化值）

经过下文分析，可以看到玉米、大豆等重要粮食作物价格底部走强，我们认为农机需求有望实现触底反弹。

我国玉米价格自2024年12月开始回升。根据汇易网，250603玉米现货价格为2383.33元/吨，相比241226的低点上涨12.8%。

图表15：玉米价格自2024年12月开始回升（元/吨）



来源：汇易网、Wind，国金证券研究所（注：橙色线为主连合约收盘价，蓝色线为现货价）

具体而言，根据中国农业农村信息网发布的中国玉米供需平衡表，2025年玉米供需格局有望收紧，带动玉米价格上涨，变化根据重要性排序依次为①进口的大幅缩减，②生猪出栏重量上升带来的饲用消费增加，③玉米深加工产能扩产带来的工业消费增加。



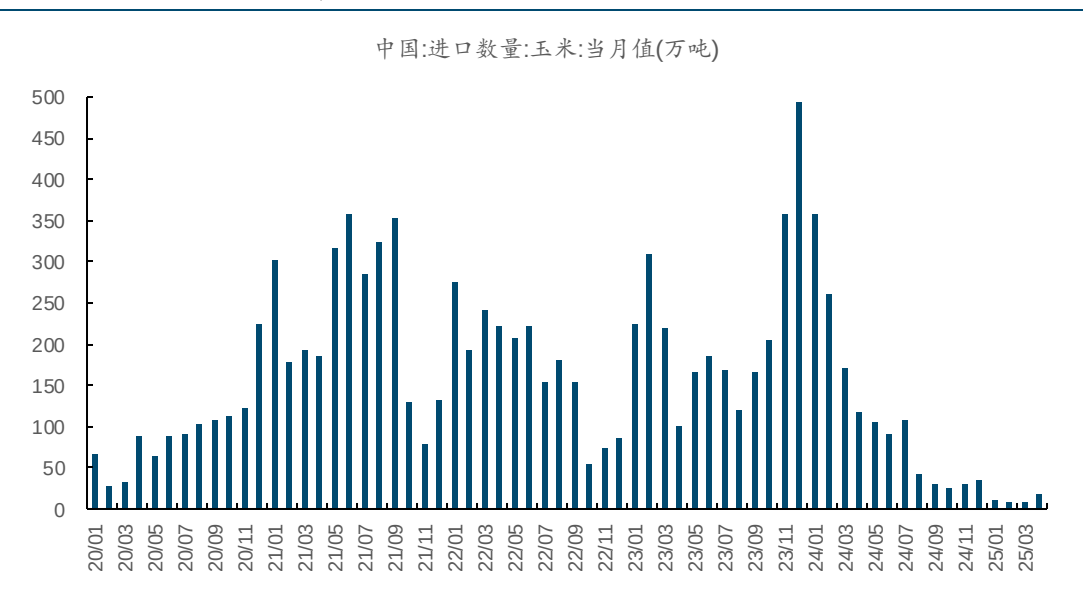
图表16: 25 年供给端明显收缩, 需求端略有改善, 导致玉米价格上涨

中国玉米供需平衡表(万吨)	19-20	20-21	21-22	22-23	23-24	24-25E	25-26E
产量	26077	26066	27255	27720	28884	29492	29616
进口	760	2956	2189	1871	2341	700	700
消费	27830	28216	28770	29051	29500	29964	29969
——饲用消费	17400	18000	18600	18800	19100	19350	19350
——工业消费	8200	8000	8000	8100	8238	8450	8450
——食用消费	943	955	965	980	991	1000	1010
——种子用量	187	187	195	191	193	196	196
——损耗及其他	1100	1074	1010	980	978	968	963
出口	1	0	0	1	1	1	1
结余变化	-994	806	674	539	1724	227	346

来源: 中国农业农村部信息网, 国金证券研究所

2025 年我国玉米进口大幅下降。根据海关总署, 25Q1 我国仅进口玉米 26 万吨, 同比-96.7%。根据中国农业农村部网的预测, 2025 年我国预计进口玉米 700 万吨, 同比-70.1%, 占我国年玉米消费量的比例由 24 年的 7.9%下降至 2.3%。

图表17: 玉米进口 2025 年大幅缩减

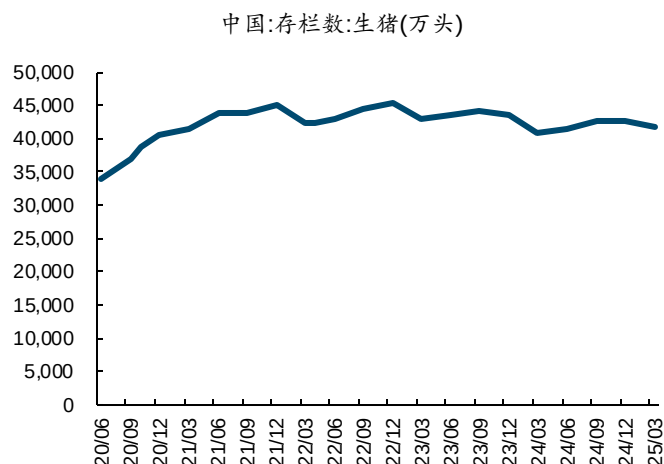


来源: 海关总署, 国金证券研究所

玉米饲用需求同比亦有所增加, 得益于生猪出栏均重的增长。根据玉米供需平衡表, 饲用消费占我国玉米消费的 60%以上, 其他主要为工业消费。根据农业农村部, 2025 年 3 月我国生猪存栏量约 4.17 亿头, 维持高位; 根据期货日报, 2025 年 1-4 月生猪出栏周度均重为 126.24kg/只, 同比+1.8%。生猪出栏均重的增长带动玉米饲用需求增加。

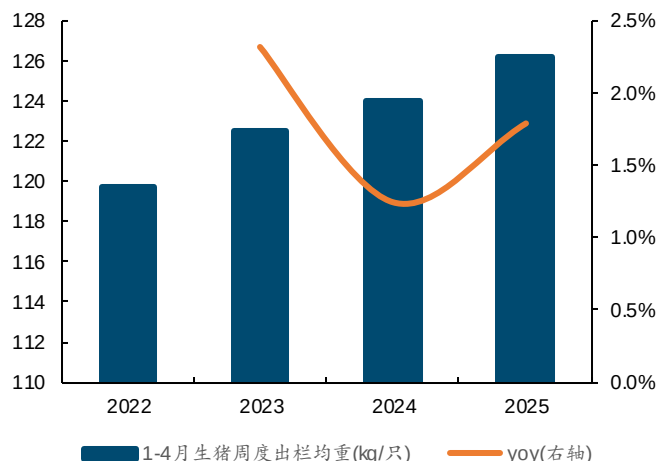


图表18: 我国生猪存栏量保持高位



来源: 农业农村部, 国金证券研究所

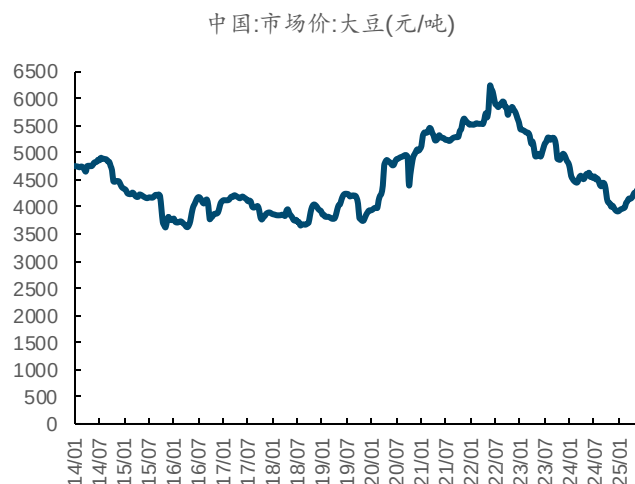
图表19: 生猪出栏均重同比持续上涨, 带动饲料需求



来源: 期货日报, 国金证券研究所

大豆与玉米价格基本同时触底回升。根据国家统计局, 大豆 250520 现货价格相比 241231 的低点上涨 10.1%。从大豆供需平衡表上看, 与玉米相似, 大豆进口的减少也对供需收紧带来了最大的贡献。此外对美农产品加征关税也预计对大豆价格带来托底。

图表20: 大豆价格与玉米基本同期触底回升



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表21: 大豆供需收紧同样源于进口减少

中国大豆供需平衡表(万吨)	23-24	24-25E	25-26E
产量	2084	2065	2109
进口	10475	9860	9580
消费	11694	11456	11415
——压榨消费	9750	9490	9420
——食用消费	1535	1560	1585
——种子用量	89	88	89
——损耗及其他	320	318	321
出口	7	18	15
结余变化	858	451	259

来源: 中国农业农村信息网, 国金证券研究所

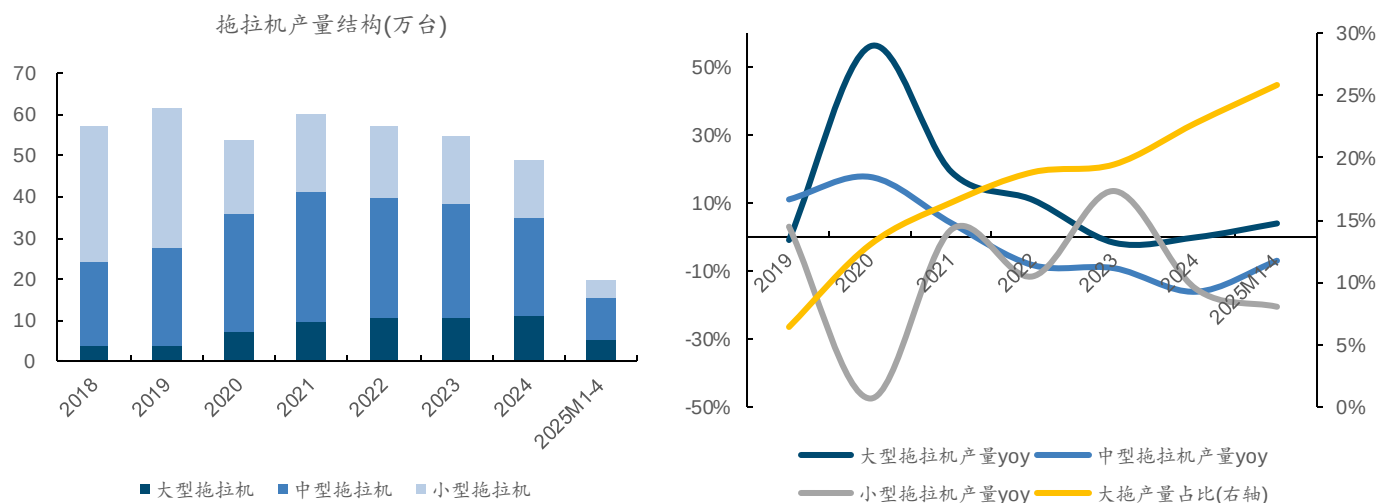
3、高标准农田建设和“优机优补”有望带动拖拉机大型化、高端化

3.1 拖拉机行业大型化趋势持续深化, 受益于高标准农田建设推进

拖拉机行业存在功率逐渐提升(“大型化”)的产业趋势。根据国家统计局, 2024 年国内大/中/小型拖拉机产量分别为 11.2/23.7/14.1 万台, 同比分别-0.3%/-16.0%/-15.1%, 大拖产量占比 22.8%, 同比+3.3pct。2025 年 1-4 月行业整体产量数据相比 2024 年全年略有改善, 且大型化趋势延续, 大/中/小型拖拉机产量分别为 5.1/10.4/4.3 万台, 同比分别+3.8%/-6.9%/-20.4%, 大拖产量占比 25.9%, 同比+3.1pct。公司作为行业龙头, 同样存在大拖占比持续提升的趋势。根据公司公告, 2024 年公司大拖销售 3.5 万台, 占比 46.8%, 占比同比提升 4pct, 大拖销量在中拖下滑的背景下实现了双位数增长。



图表22：大拖产量增速快于中小拖



来源：国家统计局，国金证券研究所

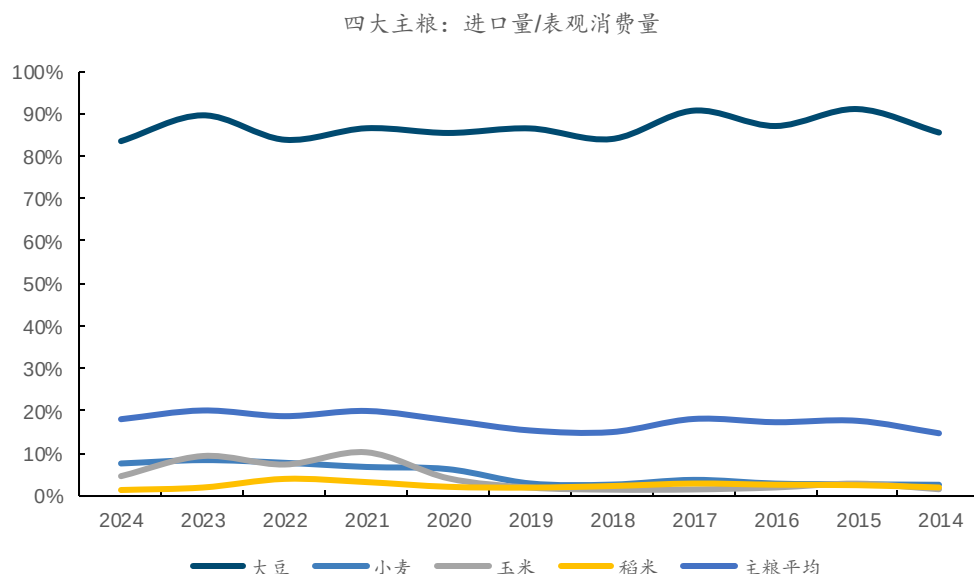
我们认为拖拉机大型化的趋势会在较长时间内维持，因为拖拉机大型化与高标准农田建设密不可分，而高标准农田建设将会长期推进。高标准农田建设完善了农田机械作业条件，使得下游农事服务组织的发展具备了更充分的条件，同时提高了农业生产作业效率，从而带动了下游客户由普通中小农户向专业农机手的变化。下文我们将重点分析高标准农田建设的背景与推进现状，从而解释为什么我们看好高标准农田建设持续带动拖拉机大型化。

3.1.1 高标准农田建设实施背景：粮食安全有待稳固，粮食生产仍需扶持

我们认为高标准农田建设相关政策未来会大力投入、持续推进，核心原因是我国目前粮食安全的格局还不稳固，粮食产能的建设仍有较大稳固和提升的空间。

我国是粮食消费大国，大豆等部分品类对外依存度仍较大。根据 iFind，2024 年四大主粮（稻米、小麦、玉米、大豆）我国均有不同程度进口，进口量之和为 1.32 亿吨，其中大豆进口 1.05 亿吨，占绝大多数，此外玉米、小麦的进口量也都在 1000 万吨以上。从对外依存度上看，2024 年我国四大主粮整体的对外依存度为 18%，同比 2023 年下降 2.1pct，在表观消费量持续扩张的情况下主粮进口有所收缩，展现了粮食安全自主可控的工作成果，但分品类来看，虽然大豆和玉米的对外依存度显著下降，但大豆的对外依存度仍然高达 83.6%，始终处于极高的水位。

图表23：我国主粮仍有一定对外依存度，其中大豆极度依赖进口

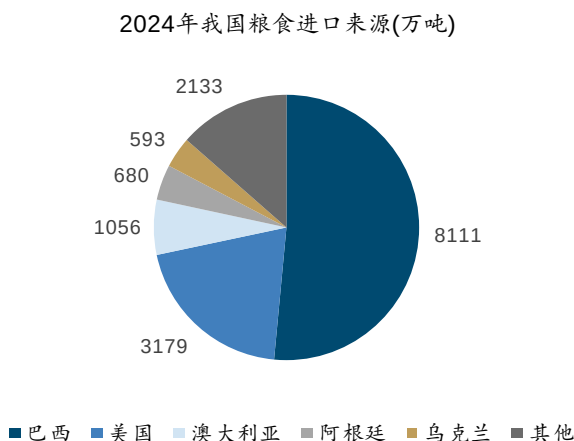


来源：iFind，国金证券研究所



分国别来看，巴西目前是我国粮食进口主要来源国，美国依然占据重要份额。根据南京国家粮食交易中心，2024 年我国自巴西进口大豆和少量玉米总计 8111.3 万吨，占我国粮食进口总量的 51.5%，已经成为我国第一大粮食进口来源。美国仍是我国重要的大豆和高粱进口地，2024 年进口总量 3179.3 万吨，虽然同比 2023 年下降了 8.5%，但仍贡献我国粮食进口量的 20%，居第二，其余主要进口来源还包括澳大利亚、阿根廷、乌克兰等。因此我国目前粮食进口仍在一定程度上对美国有依赖。

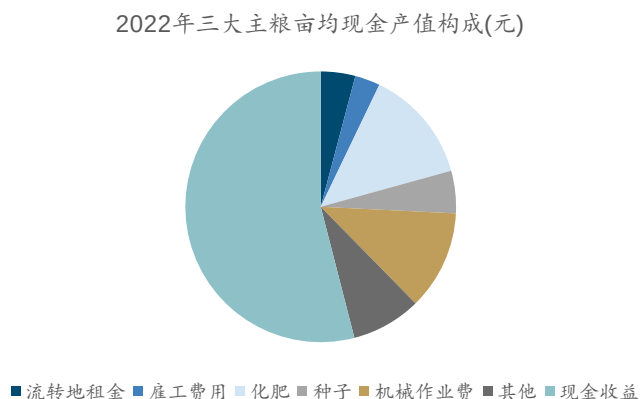
图表24：2024 年美国仍占我国粮食进口量的 20%



来源：南京国家粮食交易中心，国金证券研究所

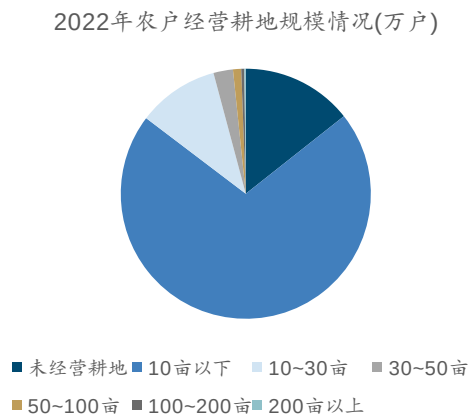
主粮种植收益相对较低。根据《全国农产品成本收益资料汇编》里对三大主粮（稻米、小麦、玉米）种植收益的统计，2022 年三大主粮亩均现金产值为 1442 元，扣除流转地租金、雇工费用与化肥、种子、机械作业费后（不扣除家庭用工这家与自营地折租），现金收益为 779 元。根据《优化施肥对小麦-玉米轮作体系产量、养分平衡与生态环境效益的影响》，小麦-玉米轮作是我国华北平原的主要种植模式，则可以简单估算，2022 年华北平原亩均年种植净收益约为 1558 元。根据《中国农村政策与改革统计年报 2022》，我国经营耕地的农户数约为 2.33 亿户，其中 83% 经营耕地面积在 10 亩以下，户均经营耕地面积 6.7 亩，整体经营规模较小；据此大致估算可得 2022 年华北平原种植主粮的农户每户每年平均种植收益为 10496 元，这还未考虑 2022 年是国内粮食价格比较高的年份。而根据国家统计局，2022 年我国农村居民人均可支配收入为 20133 元，2024 年该数值达到 23119 元，过去十年复合增速为 8.2%，因此对比我国农村居民目前的经济状况，主粮种植收益整体处在比较低的水平。

图表25：我国三大主粮亩均现金收益受化肥、机械作业费、种子等费用影响较大



来源：《全国农产品成本收益资料汇编》，国金证券研究所

图表26：我国绝大部分农户经营耕地面积在 10 亩以下，整体经营规模较小



来源：《中国农村政策与改革统计年报》，国金证券研究所



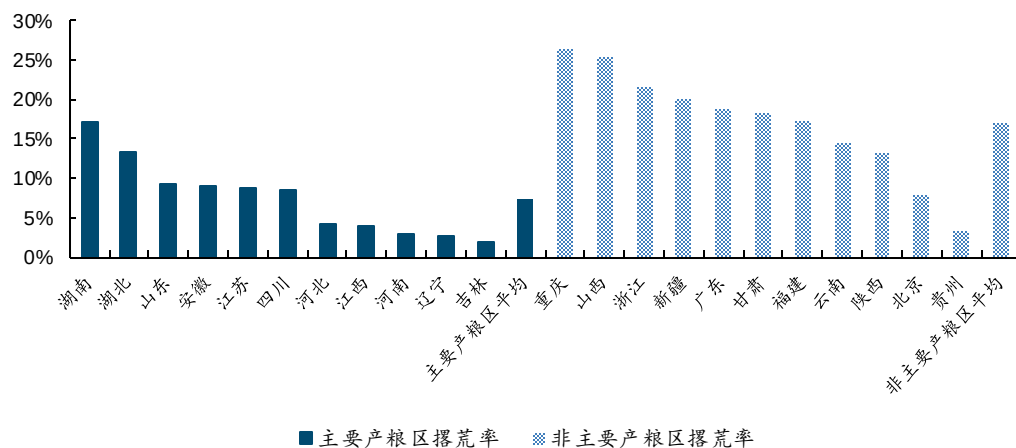
图表27: 农村居民人均可支配收入过去十年复合增速 8.2%



来源: Wind, 国金证券研究所

我国存在一定的耕地撂荒现象。根据《The extent, drivers and production loss of farmland abandonment in China: Evidence from a spatiotemporal analysis of farm households survey》，2020 年我国粮食主产区和非主产区耕地撂荒比例分别为 7.4%和 16.9%，撂荒造成的当年粮食损失达 4923 万吨；农业劳动力短缺和耕地质量一般导致的农业比较收入低是根本原因。分省份来看，主要产粮区中，湖南、湖北、山东、安徽的撂荒率较高；非主要产粮区中，山西、新疆、重庆、浙江的撂荒率较高。

图表28: 我国各地存在一定的耕地撂荒问题

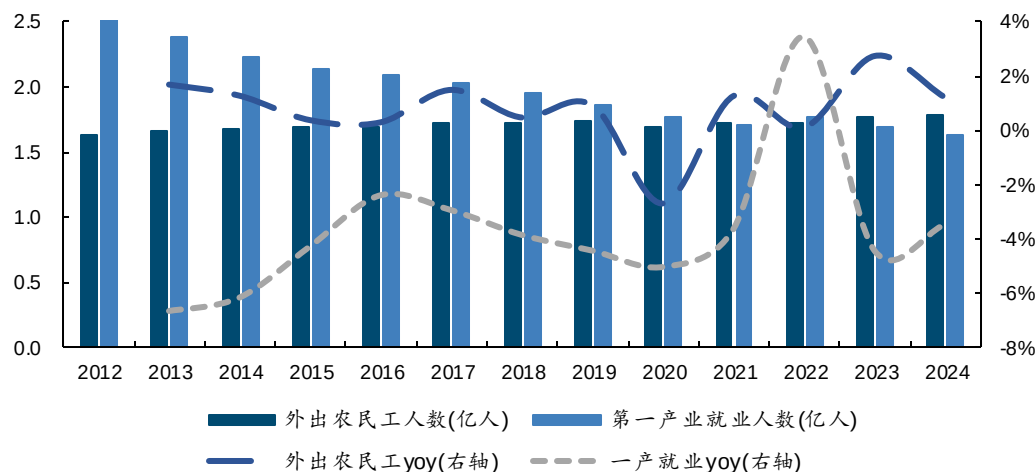


来源:《The extent, drivers and production loss of farmland abandonment in China: Evidence from a spatiotemporal analysis of farm households survey》，国金证券研究所

城镇化加剧农业劳动力流失与农村人口老龄化，农业生产效率亟待提高。根据 Wind，2024 年外出农民工人数达 1.79 亿，同比+1.2%，创近年来新高；2024 年第一产业就业人数继续下滑至 1.63 亿，同比-3.5%。农村劳动力流失背景下，农业生产的效率亟待提高。



图表29：城镇化加剧农业劳动力流失



来源：Wind，国金证券研究所

3.1.2 高标准农田建设推进现状：新建稳步推进，改造任重道远

根据《高标准农田建设通则》，高标准农田建设是指为减轻或消除主要限制性因素、全面提高农田综合生产能力而开展的田块整治、灌溉与排水、田间道路、农田防护与生态环境保护、农田输配电等农田基础设施建设和土壤改良、障碍土层消除、土壤培肥等农田地力提升活动。2021年8月，农业农村部印发《全国高标准农田建设规划（2021-2030年）》（以下简称《规划》），并对各个地理地区的建设重点，分为田块整治、土壤改良、灌排设施、田间道路等多个方面进行了细致的规划安排。以黄淮海区为例，《规划》要求实现耕地田块相对集中、田面平整，耕作层厚度一般达到25cm以上；平原区土壤有机质含量一般不低于15g/kg，土壤pH值一般保持在6.0-7.5；水资源紧缺地区灌溉保证率达到50%以上，其余地区达到75%以上；机耕路路面宽度一般为4-6m，田间道路直接通达的田块数占田块总数的比例，平原区达到100%、丘陵区达到90%以上。针对东南区山地丘陵多、地块小而散的特点，《规划》提出山地丘陵区因地制宜修筑梯田，梯田化率达到90%以上；通过表土层剥离再利用、客土回填、挖高垫低等方式开展土地平整，增加农田土体厚度。

图表30：高标准农田建设目标

领域	建设目标
田块整治	农田土体厚度达到50cm以上，水田耕作层厚度在20cm左右，水浇地和旱地耕作层厚度在25cm以上，丘陵区梯田化率达到90%以上，田间基础设施占地率一般不超过8%
土壤改良	土壤pH值在5.5-7.5（盐碱区不高于8.5），土壤的有机质含量、容重、阳离子交换量、有效磷、速效钾、微生物碳量等指标达到当地条件的中上等水平
灌溉排水	田间灌排系统完善、工程配套、利用充分，输、配、灌、排水及时高效，灌溉水利用效率和水分生产率明显提高，此外对暴雨排水速率与暴雨重现期均有明确要求
田间道路	在集中连片的耕作田块中，田间道路直接通达的田块数占田块总数的比例，平原区达到100%，山地丘陵区达到90%以上
农田防护和生态环境保护	区域内受防护农田面积比例一般不低于90%，防洪标准达到10-20年一遇
农田输配电	实现农田机井、泵站等供电设施完善，电力系统安装与运行符合相关标准
科技服务	田间定位监测点布设密度符合要求，农田监测网络基本完善，科学施肥施药技术基本全覆盖，良种覆盖率、农作物耕种收综合机械化率明显提高
管护利用	全面开展高标准农田建设项目信息统一上图入库，落实管护资金，加强使用监管

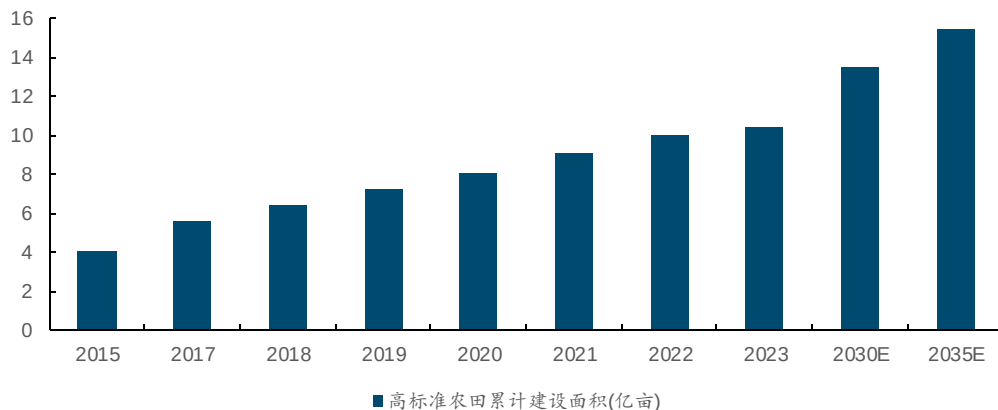
来源：《全国高标准农田建设规划（2021-2030年）》，国金证券研究所

我国高标准农田建设的政策历史已有十多年，建设目标稳步提高，规划长远。2013年，国



务院批复了财政部的《国家农业综合开发高标准农田建设规划》，明确到 2020 年完成高标准农田建设 4 亿亩。2021 年的《规划》明确提出到 2022/2025/2030 年分别累计建成高标准农田 10/10.75/12 亿亩、到 2025/2030 年累计改造提升高标准农田 1.05/2.8 亿亩的约束性目标。2025 年 3 月，国家颁布《逐步把永久基本农田建成高标准农田实施方案》，确定主要目标是到 2030 年累计建成高标准农田 13.5 亿亩，累计改造提升 2.8 亿亩，到 2035 年将具备条件的永久基本农田全部建成高标准农田，累计改造提升 4.55 亿亩。根据新华网，我国划定 15.5 亿亩为永久基本农田，因此从国家最新政策看，2030 年的新建目标相比之前提高了 1.5 亿亩，并新增了 2035 年的新建和累计改造目标。根据农业农村部，2024 年全年新建和改造提升高标准农田超过 8000 万亩，总体来看，国家制定的政策规划对应 2025-2035 年平均新建和改造提升高标准农田面积与 2023-2024 年接近。

图表31：高标准农田新建稳步推进



来源：政府网站，国金证券研究所

万亿国债加码高标准农田建设补贴，有望有效吸引私人投资。2024 年一季度财政收支情况国务院新闻发布会中提到，中央财政对高标准农田建设的亩均补助标准将由 1300 元提高到 2400 元。据项目统计，现有的高标准农田建设每亩投资一般不到 3000 元，扣除国家补贴和少量省市补贴，项目承包方需投入的自有资金仅为约 500 元/亩。我国高标准农田建设目前除了建设改造面积稳步推进外，在粮食安全、增收增产上的成效也已较为显著。根据《规划》，建成后的高标准农田，亩均粮食产能增加 10-20%，平均每亩节本增效约 500 元，有效增加了农民生产经营性收入。考虑到具体建设投资与国家补贴、降本增效额度的关系，我们认为高标准农田建设项目对私人投资方较有吸引力。

图表32：高标准农田建设项目亩均投入资金基本在 2500-3000 元，国家补贴基本覆盖

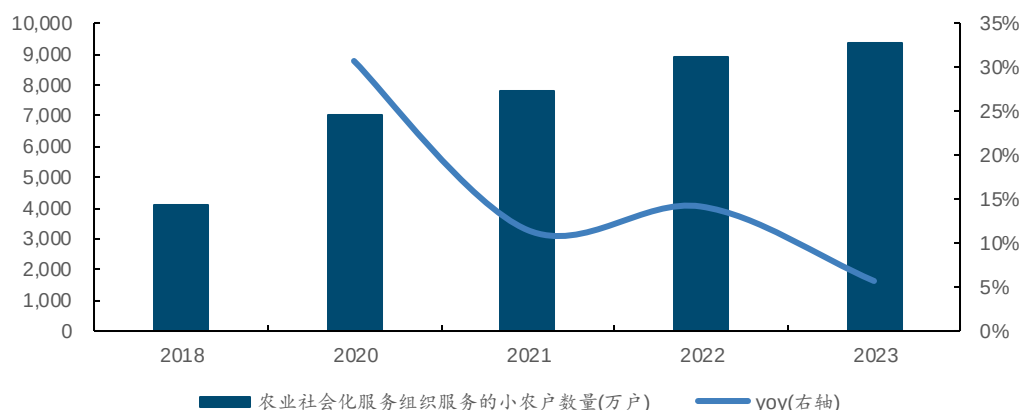
地区	高标准农田建设面积(亩)	项目总投资金额(万元)	每亩计划投资额(元)
江苏兴化	40000	9265	2316
安徽金寨	10000	2501	2501
安徽祁门	4000	1100	2750
浙江秀洲王店镇	2241	841	3752
浙江龙泉	2043	735	3598
河北沧州兴村镇	5000	1213	2426
新疆塔城地区	371232	85355	2299

来源：政府网站，国金证券研究所

高标准农田建设大大改善了机耕、灌溉条件，使得农村不需要以土地流转的形式就能形成良好的农业产业分工，具体的表现就是专业农业服务组织发展壮大。而这又改变了下游农机客户结构，使得使用大拖的集中作业占比提升。根据政府网站，我国农业社会化服务组织服务的小农户数量由 2018 年的 4100 万户提升到 2023 年的 9400 万户，年均复合增速约为 18.1%。



图表33：高标准农田建设推动农业社会化服务组织成长



来源：中国农业合作经济年报，国金证券研究所

高标准农田建设的改造需求仍然突出。根据《中国高标准农田建设现状与发展趋势》，已建成的高标准农田主要集中在长江中下游区、黄淮海区、东北区，各地已建高标准农田改造提升的需求较大。当前高标准农田建设存在的问题主要是工程设施老化和耕地地力不足，其中，以灌溉排水工程和田间道路工程的老化问题最为凸显，地力问题中最为普遍的是土壤有机质含量低。因此前期已建成的高标准农田仍有大量改造需求。

图表34：已建成及需改造提升的高标准农田分布情况

建设分区	已建成面积/总面积%	需改造提升面积/总面积%
东北区	19.2	18.0
黄淮海区	22.7	22.5
长江中下游区	23.0	20.7
东南区	6.4	7.2
西南区	11.9	15.3
西北区	16.3	16.0
青藏区	0.5	0.3

图表35：已建成高标准农田现存主要问题

建设分区	项目	有此问题省份比例
工程设施老化	灌溉与排水工程	96%
	田间道路工程	96%
	田块整治工程	75%
	农田输配电工程	71%
	农田防护与生态环境保护工程	57%
耕地地力问题	有机质含量低	93%
	土壤板结	75%
	有效土层厚度不足	64%
	土壤酸化	50%
	土壤盐碱化	36%
	土壤沙化	21%

来源：《中国高标准农田建设现状与发展趋势》，国金证券研究所

来源：《中国高标准农田建设现状与发展趋势》，国金证券研究所

3.2 “优机优补”政策加大动力换挡补贴力度，拖拉机高端化迎来新时代

动力换挡拖拉机属于拖拉机的高端机型，单价更高，潜在利润空间更大。根据农机360网，动力换挡技术是指通过湿式离合器控制变速箱换挡，通过液压控制系统实现传动器的不间断换挡、换向操作的技术。在使用层面，动力换挡拖拉机可以高效连续作业，减少频繁停车换挡带来的时间损耗和驾驶疲劳，同时灵活应对不同土壤、负载和速度条件，稳定作业质量，还能提高燃油效率，降低使用成本。根据传动系统的功能从简单到复杂，动力换挡技术可分为动力换向、Hi-Lo2速动力换挡、部分动力换挡、全动力换挡、无级变速(CVT)等。根据2022年100-200马力拖拉机产品补贴销售单价的数据，动力换向比传统产品贵48%，而更高级的动力换挡产品则远远贵于传统产品。根据数说农机引用2023年农机购置补贴数据，同为210马力拖拉机，国内产品售价最高的雷沃MW2104-6价格仅为29.6万元，比约翰迪尔的6J-2104低66%，根据农机通，其中一个重要原因就是6J-2104配备了16x16区段动力换挡变速箱，而MW2104-6传动系主副变速换挡方式均为机械有级挡。我

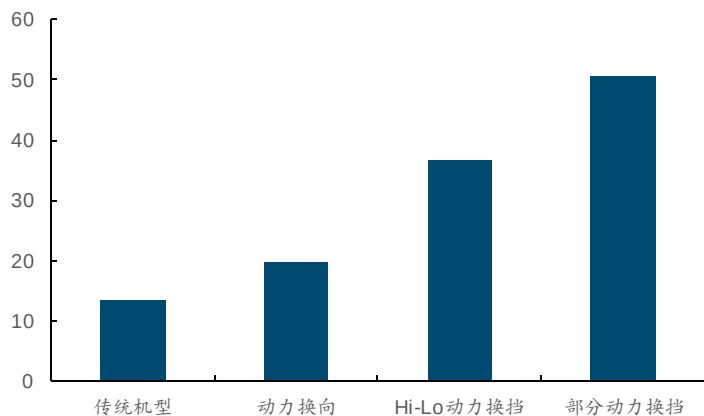


们认为该类高端产品在批量推广后或给企业带来更大的潜在利润空间。

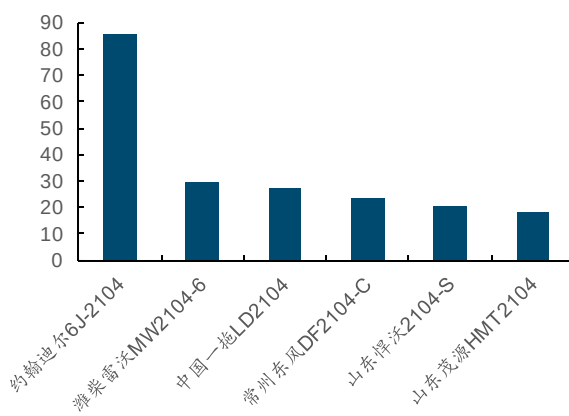
图表36：动力换挡拖拉机价格明显高于传统机型

图表37：配备动力换挡变速箱是相同马力段外资产品价格明显较高的重要原因

2022年农机100-200马力轮拖购置补贴系统公示的销售价格(万元/辆)



2023年210马力拖拉机购置补贴系统公示的销售价格(万元/辆)

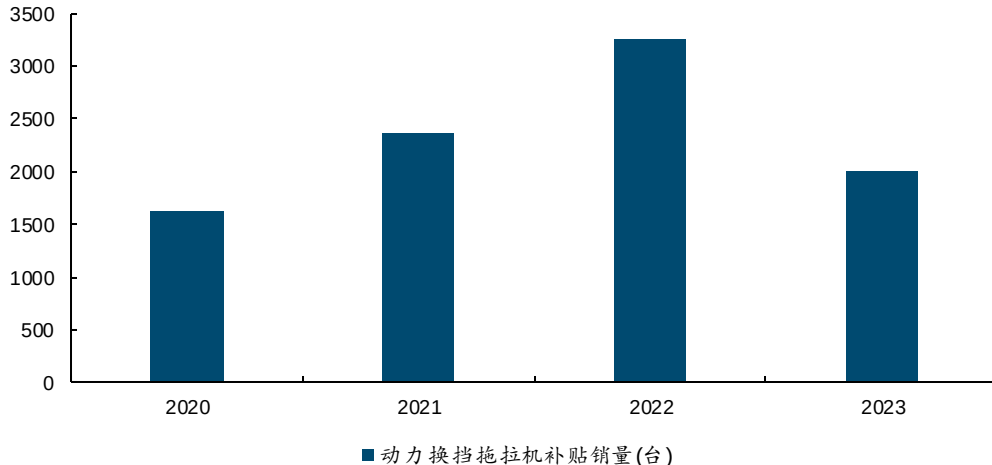


来源：农机 360 网，国金证券研究所

来源：数说农机，国金证券研究所

动力换挡拖拉机由于单价较高，经济性较差，因此销量较少。根据农机 360 网，2020-2023 年动力换挡拖拉机一共实现补贴销量 9262 台，平均年销量为 2315 台，仅占同期国家统计局公布的大型拖拉机产量的 2.4%。

图表38：动力换挡拖拉机销量占行业比重极低

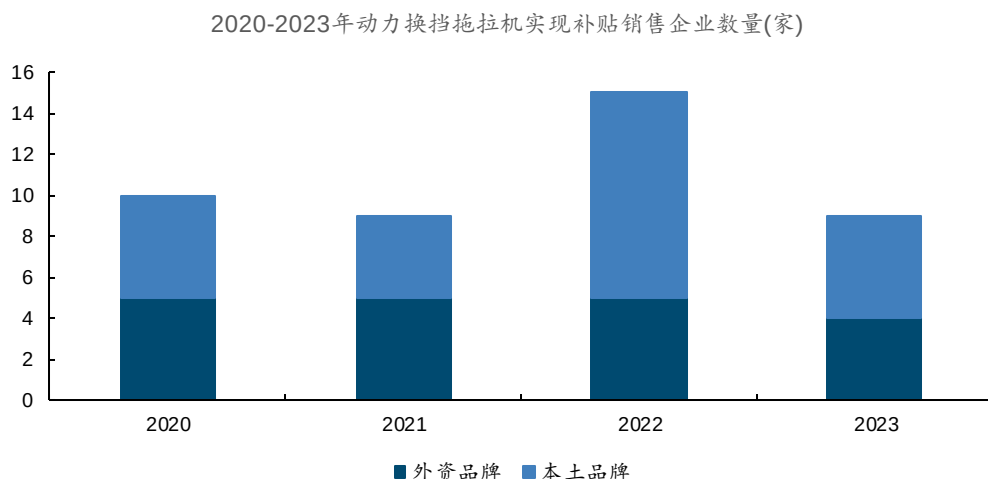


来源：农机 360 网，国金证券研究所

国产动力换挡拖拉机目前份额极低，进口替代空间较大。根据农机 360 网，2023 年能够实现动力换挡拖拉机补贴销售的国内企业仅有 5 家，这与数量庞大的国内拖拉机企业数量相去甚远。根据农机 360 网，2022 年我国补贴销售动力换挡拖拉机 3263 辆；分马力段来看，100-200 马力段销售 1400 辆，其中外资品牌占 1333 辆，本土品牌仅 67 辆；200-250 马力段中，部分动力换挡拖拉机 86% 的份额属于约翰迪尔，628 辆全动力换挡拖拉机则均属于外资品牌；250 马力以上的超大马力动力换挡拖拉机更是被欧美品牌垄断。总体来看，动力换挡拖拉机行业国内品牌市占率不到 10%，随着动力换挡市场空间扩大与国内品牌技术进步，这块高利润市场的国产替代空间很大。



图表39：国产动力换挡拖拉机玩家数量极少



来源：农机 360 网，国金证券研究所

“优机优补”政策加码，动力换挡产品的经济性有望明显提升。2024 年 9 月 13 日，农业农村部、财政部印发《2024—2026 年全国通用类农业机械中央财政资金最高补贴额一览表》，对未来三年的农机购置补贴品种及额度做出了原则上的规划（由于各省制定本省的农机补贴细则需要时间，例如安徽省在 2024 年 12 月 24 日才推出本省农机补贴额一览表，因此实际上该政策落地时间接近 2025 年）。相比 21-23 年的《一览表》，本次政策文件大幅提高了相同马力段下，动力换挡机型与传统机型的补贴价差。具体而言，在 21-23 年的《一览表》中，相同马力段动力换挡机型和传统机型的补贴差额稳定在 3000-4000 元/台；而在本次《一览表》中，相同马力段动力换挡机型最高补贴额（即动力换挡智控拖拉机对应的最高补贴额）比传统机型高 9000-36100 元/台不等。高端机型补贴领先幅度的扩大，主要是由于传统机型的补贴额下降、其次是由于高端机型的补贴额上升导致的。我们认为这符合农机购置补贴“聚焦薄弱环节、优机优补、科学性提升”的政策精神，也是未来农机购置补贴发展的大方向。

图表40：新一轮农机购置补贴政策下，动力换挡机型与普通机型的补贴价差显著拉大

分档名称	21-23 年中央财政最高补贴额(元)	24-26 年中央财政最高补贴额(元)	动力换挡与普通机型补贴额最高价差(元)
80-90 马力四轮驱动拖拉机	18500/21500	13300/22300	3000->9000
90-100 马力四轮驱动拖拉机	21500/24500	15000/25300	3000->10300
100-120 马力四轮驱动拖拉机	24500/27500	15300/28300	3000->13000
120-140 马力四轮驱动拖拉机	31900/34900	20400/40600	3000->20200
140-160 马力四轮驱动拖拉机	38800/42800	25300/43600	4000->18300
160-180 马力四轮驱动拖拉机	45700/49700	26600/51000	4000->24400
180-200 马力四轮驱动拖拉机	51200/55200	30600/56500	4000->25900
200 马力及以上四轮驱动拖拉机	63200/67200	38600/74700	4000->36100

来源：《全国通用类农业机械中央财政资金最高补贴额一览表》，国金证券研究所（注：分档名称以 21-23 年发布的《一览表》为准，同一分档对应多个补贴是因为政策对是否动力换挡、是否智控设置了不同的补贴力度）

动力换向产品经济性大幅提升，公司产品领先行业其他竞争对手。由前文分析可知，动力换向产品为较为低档的动力换挡产品，其与传统产品价差相对较低，在本次动力换挡产品补贴提高后，目前经济性大幅提高，终端接受度也明显上升。公司是动力换挡领域国内领先企业，根据农机 360 网，在 2020-2023 年间，只有公司与潍柴雷沃的动力换挡拖拉机累计销量超过了 200 台，其余企业均不足 80 台。根据公司年报，公司 2024 年完成全部动力换向产品上市准备工作，25 年迅速推广，看好“优机优补”带动高端产品渗透率和国产化率提升，从而拉高头部企业价盘和利润率。



4、海外非俄语市场长坡厚雪，大有可为

我国拖拉机产品出口具有价格优势，出海业务利润率较高。近年来我国拖拉机出口产品结构不断优化，根据海关总署，我国拖拉机出口平均单价从 2018 年的 8218 美元增长到 2024 年的 10612 美元，但单价距离海外龙头企业仍有较大差距。根据 tractordata 的不完全统计，约翰迪尔在全球各地工厂在产拖拉机的单马力价格在 600-1400 美元左右，其中在美国、德国工厂生产的产品单马力价格普遍在 1200 美元以上，在印度、墨西哥工厂生产的产品则约为 500-700 美元；目前在印度工厂生产的 3025D 型拖拉机发动机功率仅为 24hp，属于最小功率的产品之一，其售价约为 1.7 万美元，明显高于我国拖拉机出口均价，同时也意味着出海业务利润率较高。

图表41：约翰迪尔目前在产拖拉机产品型号价格不完全统计，价格明显高于我国产品

型号	工厂所在国	发动机功率(马力)	价格(万美元)	价格/功率(美元/马力)
7R 350	美国	350	-	-
7R 210	美国	210	24.7	1176
8R 230	美国	230	28.3	1230
8R 410	美国	410	46.3	1129
9R 390	美国	385	52.1	1353
9R 540	美国	532	63.8	1200
9RX 640	美国	632	89.6	1418
6R 110	德国	109	-	-
6R 175	德国	173	-	-
6R 230	德国	227	34.4	1514
6R 250	德国	247	36.0	1459
5050E	印度	50	2.5	503
5067E	印度	68	3.2/4.9	470/721
5095M	印度	95	7.5	794
5120M	印度	120	8.5	711
3025D	印度	24	1.7	695
3035D	印度	34	2.1	606
5039C	印度	39	-	-
6105E	墨西哥	105	6.4/7.3	606/695
6120E	墨西哥	120	7.0/7.9	580/658
6135E	墨西哥	135	8.5	630

来源：tractordata，国金证券研究所

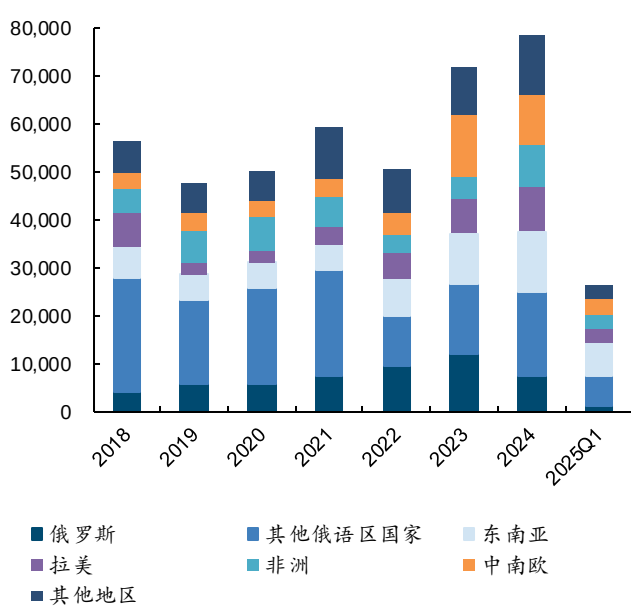
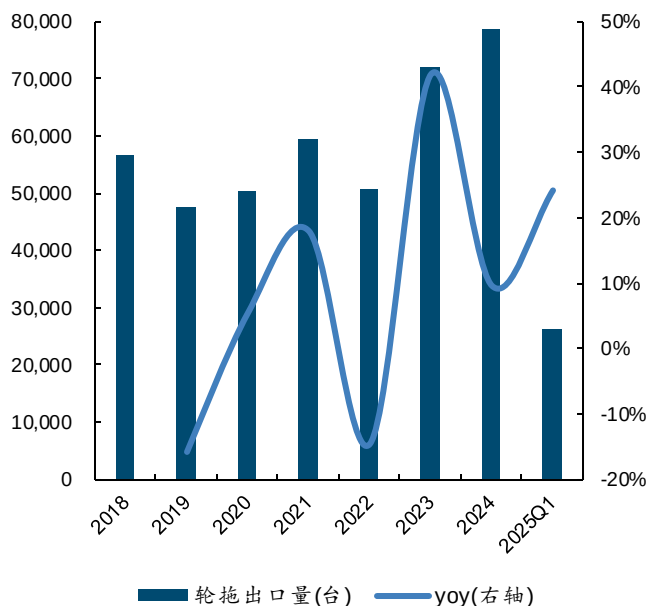
我国拖拉机出口除俄罗斯地区外呈持续增长态势。根据海关总署，2024 年我国出口轮式拖拉机（海关总署商品编码为 87019110、87019210、87019310、87019410、87019510，下同）7.9 万台，同比+10%。分地区看，直接出口地为俄语区国家（注：包括俄罗斯、乌克兰、白俄罗斯、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、阿塞拜疆、摩尔多瓦，下同）的有 2.5 万台，东南亚为 1.3 万台，拉美和非洲各 0.9 万台，中南部欧洲 1.1 万台，其余地区共计 1.3 万台。其中，出口俄罗斯销量 2024 年下滑 39%，占总出口销量的比重仅 9.2%，是 2024 年出口销量的最大拖累，且 2025 年一季度销量继续下滑 56%，或主要受地缘冲突与国内高利率环境影响。2024 年另一块销量出现明显下滑的出口目的地是波兰，同比减少了 4473 台，造成中南欧地区整体出口下滑 2458 台，但主要或系 2023



年基数较高,2022年我国出口波兰仅1612台,2024年出口销量相比2022年仍增长152.4%,且2025年一季度无论是波兰还是中南欧其他国家,出口销量都有明显增长。总的来说,2024年在全球粮食价格下跌、农机需求下滑的大背景下,除了俄罗斯,其他各地区的出口销量都有比较亮眼的表现,2024年非俄语区出口销量5.4万台,同比+18.5%,且2025年一季度同比增速达59%,体现了我国拖拉机行业在海外的竞争力越来越强。

图表42: 我国拖拉机出口在2024年与25Q1整体增长

图表43: 2024年非俄罗斯地区拖拉机出口均保持增长



来源: 海关总署, 国金证券研究所

来源: 海关总署, 国金证券研究所

我们认为对拖拉机行业整体来说,目前俄语区市场空间已经较为饱和,未来出海增量市场在非俄语区,下面我们将非俄语区的主要市场拆分成东南亚、非洲、拉美、其他欧洲国家四部分,分别介绍当地拖拉机行业空间、我国产品市占率以及出口现状。

(1) 东南亚

根据 Mordor Intelligence, 2024 年东南亚农用拖拉机市场规模约为 24.2 亿美元。根据海关总署,我国 2024 年对东南亚的拖拉机出口额约为 1.6 亿美元,测算得我国金额市占率约为 6.5%。从产品上看,东南亚地区主要粮食作物为水稻,主要经济作物包括甘蔗、棕榈、橡胶等,田地以水田居多,地块小而分散,因此主要适用于中小型拖拉机。目前泰国、越南、印尼等东南亚主要国家农业机械化水平相对较低,未来成长空间较大,且农业机械自给率低,例如越南的自制能力仅可满足国内一小部分 30 马力以下拖拉机的需求,大于 30 马力的拖拉机几乎都需要进口。

(2) 非洲

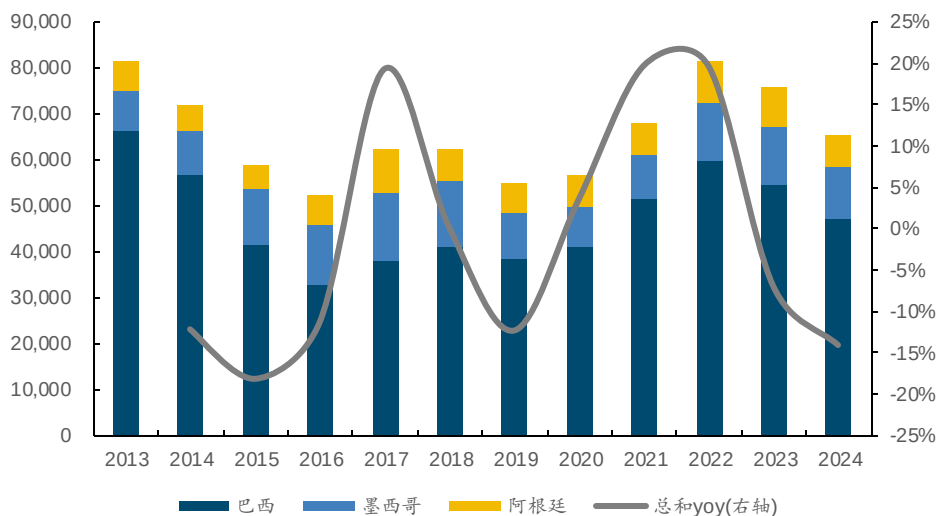
根据 Mordor Intelligence, 2024 年非洲农用拖拉机市场规模约为 11.8 亿美元。根据海关总署,我国 2024 年对非洲的拖拉机出口额约为 1.0 亿美元,测算得我国金额市占率约为 8.5%。与东南亚地区的情况相似,非洲当地主要适用中小马力拖拉机,且格外看重经济性与对当地高温沙尘等环境特性的适应度,印度品牌在当地拖拉机市场占有一定份额。

(3) 拉美

拉美地区拖拉机需求主要来自巴西、墨西哥、阿根廷。根据 AEM, 2024 年巴西/墨西哥/阿根廷拖拉机销量分别为 4.7/1.1/0.7 万台,三者总和同比下降 14%,或受巴西南部地区自然灾害、利率高企与粮食价格较低影响。根据海关总署,2024 年我国出口巴西、墨西哥、阿根廷拖拉机共 5045 台,由此估算我国拖拉机在拉美三国的市占率约为 7.7%。但相比我国,拉美地区属于高端农机市场。首先,大型农场占比很高,根据 Mordor Intelligence,约 50%的农民在巴西拥有 500 英亩或更多土地,因此对大马力拖拉机的需求较高。此外,当地智能化应用,如 RTK 定位、自动驾驶、远程监控系统等普及度较高,动力换挡广泛应用。以上特点使得目前拉美市场以 Deere、CNH、AGCO 等海外品牌占主导,想要在拉美市场获得突破性进展,我国企业还须深耕产品力。



图表44：拉美三大主要农业生产国2024年拖拉机需求总和约6.5万台

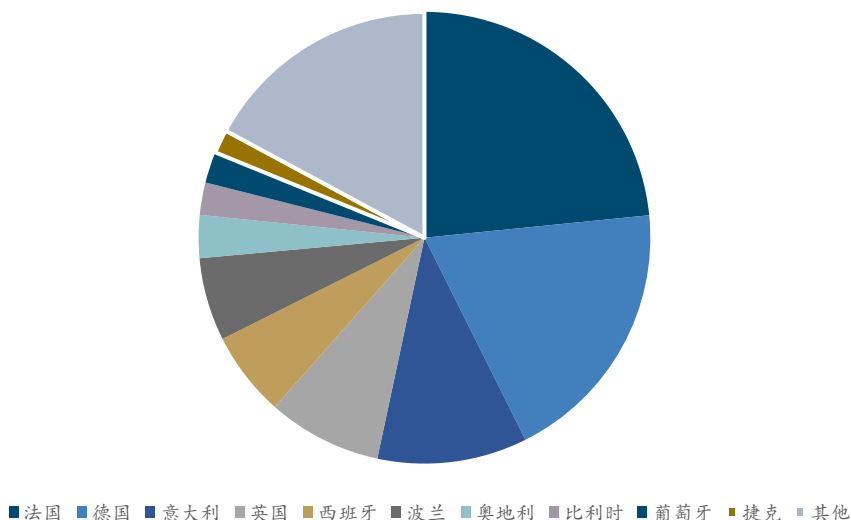


来源：AEM，国金证券研究所

(4) 其他欧洲国家

其他欧洲国家可分为中南欧国家与西北欧国家，前者包含意大利、西班牙、波兰、奥地利、捷克、塞尔维亚、希腊、匈牙利、波黑、葡萄牙、斯洛伐克、斯洛文尼亚、克罗地亚等 13 个国家，后者包含英国、法国、德国、比利时等 16 个国家。从市占率上看，根据 CEMA，中南欧 13 国 2024 年拖拉机注册数为 51521 辆，同期我国出口到该地区的轮拖数量为 6485 台，市占率为 12.6%；西北欧 16 国 2024 年拖拉机注册数为 92105 辆，同期我国出口到该地区的轮拖数量为 2627 台，市占率为 2.9%，综合市占率为 6.3%。从产品结构上看，我国出口到中南欧国家的产品多为发动机功率 37kW 及以下的中小拖，而出口到西北欧国家的产品多为发动机功率 37kW 以上的中大拖。根据 CEMA，37kW 以上的中大拖占 2024 年欧洲拖拉机注册量的 82%。我们认为目前我国中小拖产品在欧洲已经打开了市场，但价值量更高的中大拖出口规模依然较小，还有较大发展空间。

图表45：欧洲主要拖拉机市场需求（量），西欧国家占一半以上

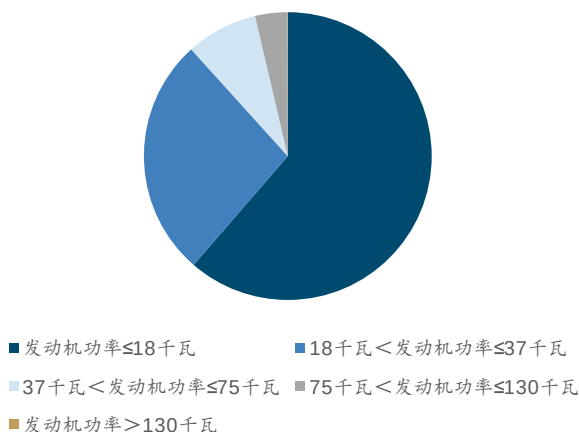


来源：CEMA，国金证券研究所



图表46：我国拖拉机出口中南欧以中小拖为主

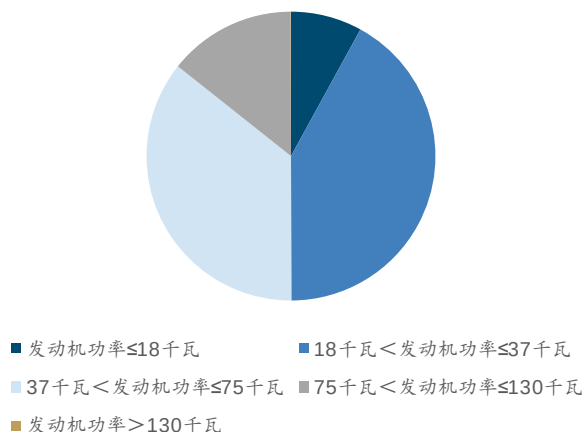
2024年我国出口中南欧地区拖拉机(辆)



来源：海关总署，国金证券研究所

图表47：我国拖拉机出口西北欧多为中大拖，但总量少

2024年我国出口西北欧地区拖拉机(辆)



来源：海关总署，国金证券研究所

2024年11月13日公司公告，控股子公司中非重工向同属于国机集团子公司的上市公司中工国际销售拖拉机并提供相关技术文件和培训服务，交易金额为2216万元，其背景为中工国际是尼日利亚农业机械化中心项目承包商。我们认为未来公司有望通过加强国机集团内部上市公司合作，拓宽出海渠道，获得更多海外订单。

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们预计 25/26/27 年公司营业收入分别为 119.6/131.6/145.1 亿元，同比增长 0.5%/10.0%/10.3%；25/26/27 年公司实现归母净利润 8.9 亿/10.3 亿/12.1 亿元，同比 -3.2%/+15.7%/+17.2%，对应 EPS 为 0.82/0.95/1.12 元。

农业机械：

- 收入：由于粮价下跌对拖拉机需求影响的滞后性，2025 年国内拖拉机行业需求仍然承压，同时 25H1 公司销售仍受一定的促销政策影响。但 25H2 开始，行业销量和促销力度的基数效应消失，且粮价回升对需求的促进作用也将逐渐显现。展望 26-27 年，公司动力换向产品渗透率有望快速提高，拉动整体价盘。出海业务方面也将通过自身海外渠道建设以及与集团内兄弟单位的合作不断扩张。预计 25-27 年收入为 106.0/117.4/130.3 亿元。
- 毛利率：经营周期上，公司 24 年下半年经历了较大幅度的产品促销和毛利率下滑，25 年一季度毛利率下滑幅度明显缩窄，经营周期有望筑底回升。展望 26-27 年，公司大型、超大型拖拉机销量占比有望持续提升，动力换向新品经过最初的推广期后，相关定价策略对毛利率的影响预计消除，且出海占比提升也将提振整体毛利率。预计 25-27 年毛利率为 14.2%/14.8%/15.5%。

动力机械：

- 收入：柴油机是拖拉机的核心零部件，预计随着行业大型化趋势延伸，公司柴油机份额有望保持稳中有增。预计 25-27 年收入为 28.9/30.5/32.2 亿元。
- 毛利率：随着公司深化全价值链成本管理以及大马力柴油机销售占比提升，整体毛利率有望保持相对稳定。预计 25-27 年毛利率为 11.4%/11.3%/11.2%。

期间费用率：随着公司清退低效资产、优化组织架构取得良好成效，公司的期间费用率已经较为健康。考虑到公司研发推广动力换向新品的必要支出，我们预计 25-27 年销售费用率为 1.5%/1.5%/1.5%，管理费用率为 3.1%/3.1%/3.1%、研发费用率为 4.5%/4.5%/4.4%。



图表48：公司盈利预测

单位：亿元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总计						
营业收入	125.6	115.3	119.0	119.6	131.6	145.1
YOY	34.6%	-8.2%	3.2%	0.5%	10.0%	10.3%
毛利率	16.5%	15.9%	14.8%	15.0%	15.5%	16.1%
农业机械						
营业收入	116.5	105.6	109.6	106.0	117.4	130.3
YOY	37.6%	-9.3%	3.7%	-3.3%	10.8%	11.0%
毛利率	14.1%	14.5%	13.6%	14.2%	14.8%	15.5%
动力机械						
营业收入	25.8	29.8	29.3	28.9	30.5	32.2
YOY	13.1%	15.6%	-1.7%	-1.3%	5.4%	5.7%
毛利率	12.5%	12.0%	11.0%	11.4%	11.3%	11.2%
其他	1.2	0.1				
内部抵消	-17.8	-20.1	-19.8	-15.3	-16.3	-17.5

来源：公司公告，国金证券研究所

5.2 投资建议及估值

我们选取农机、工程机械与相关核心零部件的中联重科、潍柴动力和徐工机械作为可比公司，可比公司 25 年 PE 估值为 11.5x。考虑到农机需求 25 年处于底部但有望步入反转阶段，公司产品升级稳步兑现，给予 25 年 20xPE，目标价 16.46 元，维持“买入”评级。

图表49：可比公司估值比较

代码	名称	股价（元）	EPS（元）					PE		
			23A	24A	25E	26E	27E	25E	26E	27E
000157.SZ	中联重科	7.04	0.40	0.41	0.58	0.74	0.91	12.20	9.49	7.70
000338.SZ	潍柴动力	15.11	1.03	1.31	1.46	1.64		10.38	9.22	
000425.SZ	徐工机械	8.05	0.45	0.51	0.68	0.88	1.08	11.91	9.19	7.43
平均值								11.50	9.30	7.57
601038.SH	一拖股份	13.11	0.89	0.82	0.82	0.95	1.12	15.93	13.76	11.74

来源：Wind，国金证券研究所（注：股价为 6 月 3 日收盘价，所有公司 EPS 均使用国金证券研究所预期）

6、风险提示

农产品价格波动风险：农机购置需求与种植收益息息相关。农产品价格如果出现大幅下跌，会影响到农户的种植收益，可能影响农机需求。

补贴政策变动风险：自 2004 年《农业机械化管理促进法》颁布以来，中央、各省市县出台的一系列与农机相关的补贴政策就一直有力地支持农机行业的需求。假如未来国家对农机行业的补贴大幅退坡甚至取消，可能会影响农户购机意愿，进而影响公司业绩。

海外市场经营风险：海外市场开拓进度可能不及预期；出口目的地可能出台贸易保护政策，为公司出口业务设置行政准入门槛；公司主要出口目的地大多为发展中国家，如果当地经济受到影响，货款可能无法兑付，相关应收账款有坏账计提的风险。



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	11,961	13,157	14,507
增长率	-8.2%	3.2%	0.5%	10.0%	10.3%	
主营业务成本	-10,497	-9,697	-10,145	-10,161	-11,116	-12,168
%销售收入	83.6%	84.1%	85.2%	85.0%	84.5%	83.9%
毛利	2,067	1,837	1,759	1,799	2,041	2,340
%销售收入	16.4%	15.9%	14.8%	15.0%	15.5%	16.1%
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	-179	-191	-210
%销售收入	1.8%	2.1%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-395	-361	-355	-371	-408	-450
%销售收入	3.1%	3.1%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%
研发费用	-529	-461	-516	-538	-592	-638
%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	663	798	983
%销售收入	6.9%	6.3%	5.7%	5.5%	6.1%	6.8%
财务费用	42	46	44	32	29	43
%销售收入	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-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%	17.1%	16.5%	14.7%
营业利润	588	996	1,046	1,040	1,205	1,415
营业利润率	4.7%	8.6%	8.8%	8.7%	9.2%	9.8%
营业外收支	24	7	5	10	10	10
税前利润	612	1,003	1,052	1,050	1,215	1,425
利润率	4.9%	8.7%	8.8%	8.8%	9.2%	9.8%
所得税	30	-14	-121	-158	-182	-214
所得税率	-4.9%	1.4%	11.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	642	989	931	893	1,033	1,211
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	893	1,033	1,211
净利率	5.4%	8.6%	7.7%	7.5%	7.9%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	642	989	931	893	1,033	1,211
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	-184	333	367
经营活动现金净流	3,602	1,056	1,216	789	1,455	1,695
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	-240	0	0
债权募资	-60	-50	65	-195	0	0
其他	-80	-297	-401	-336	-387	-453
筹资活动现金净流	-141	-346	-336	-770	-387	-453
现金净流量	1,373	-1,296	-439	-963	622	777

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	1,378	1,998	2,772
应收款项	701	680	547	659	725	800
存货	1,191	1,514	1,375	1,392	1,523	1,667
其他流动资产	1,626	1,524	3,158	4,038	4,309	4,582
流动资产	7,882	6,488	7,425	7,468	8,555	9,821
%总资产	60.7%	47.0%	50.5%	50.3%	53.4%	56.4%
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%	17.0%	16.5%	15.8%
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%	49.7%	46.6%	43.6%
资产总计	12,986	13,817	14,691	14,835	16,034	17,403
短期借款	288	21	226	30	30	30
应付款项	4,455	4,948	5,188	5,044	5,518	6,040
其他流动负债	1,385	1,075	1,084	1,250	1,326	1,413
流动负债	6,128	6,045	6,498	6,324	6,874	7,483
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	6,734	7,282	7,889
普通股股东权益	5,958	6,692	7,256	7,578	8,229	8,992
其中：股本	1,124	1,124	1,124	1,084	1,084	1,084
未分配利润	1,540	2,219	2,696	3,258	3,909	4,672
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	14,835	16,034	17,403

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.606	0.887	0.821	0.823	0.952	1.117
每股净资产	5.302	5.955	6.457	6.603	7.588	8.292
每股经营现金净流	3.206	0.940	1.082	0.727	1.341	1.563
每股股利	0.226	0.319	0.300	0.305	0.352	0.413
回报率						
净资产收益率	11.43%	14.90%	12.71%	11.78%	12.55%	13.47%
总资产收益率	5.24%	7.22%	6.28%	6.02%	6.44%	6.96%
投入资本收益率	13.15%	9.46%	7.38%	6.78%	7.56%	8.59%
增长率						
主营业务收入增长率	34.61%	-8.20%	3.21%	0.47%	10.00%	10.26%
EBIT 增长率	46.36%	-16.77%	-5.83%	-2.88%	20.26%	23.26%
净利润增长率	55.42%	46.39%	-7.52%	-3.20%	15.73%	17.25%
总资产增长率	5.24%	6.40%	6.33%	0.98%	8.08%	8.54%
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	69.2	63.6	58.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-81.21%	-47.26%	-44.13%	-42.55%	-49.33%	-56.14%
EBIT 利息保障倍数	-20.9	-15.9	-15.5	-20.8	-27.9	-23.0
资产负债率	49.97%	47.75%	47.06%	45.39%	45.42%	45.33%

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	4	10	12
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.20	1.17	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-05-06	买入	18.04	23.19~23.19
2	2024-08-29	买入	14.19	N/A
3	2024-10-29	买入	16.93	N/A
4	2025-03-27	买入	14.44	N/A
5	2025-04-29	买入	13.03	N/A

来源：国金证券研究所

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

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：北京市东城区建国内大街 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