

2025半年报点评：Q2归母净利润同比下滑22%，智能化产品、海外多区域扩张有望成为新增长点

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,534	11,904	12,004	12,659	13,910
同比(%)	(8.20)	3.21	0.84	5.45	9.88
归母净利润(百万元)	997.02	922.02	924.10	950.87	1,064.09
同比(%)	46.39	(7.52)	0.22	2.90	11.91
EPS-最新摊薄(元/股)	0.89	0.82	0.82	0.85	0.95
P/E(现价&最新摊薄)	14.93	16.15	16.11	15.66	13.99

投资要点

■ Q2归母净利润同比下滑22%，行业需求有望筑底

2025年上半年公司实现营业总收入69.28亿元，同比下降11.26%，归母净利润7.69亿元，同比下降15.06%，扣非归母净利润6.92亿元，同比下降21.22%；单Q2公司实现营业总收入23.71亿元，同比下降24.74%，归母净利润2.4亿元，同比下降21.71%，扣非归母净利润1.65亿元，同比下降41.55%。分产品看：①农业机械：2025年H1拖拉机产品销售4.28万台，其中国内外分别销售3.74/0.54万台，同比分别-20%/+29%；实现收入62.77亿元，同比-11.50%，海外多区域开拓有效弥补国内市场下滑。②动力机械：2025年上半年实现动力机械产品销量7.62万台，实现收入6.50亿元，同比-8.96%。分国内外来看，2025H1国内外收入分别为62.70/6.57亿元，同比分别-13.4%/+16.5%。展望下半年，随着国内粮食价格筑底回升、渠道去库结束，行业需求有望筑底。

■ 费用控制表现优异，看好智能化、高端化带来的盈利能力提升空间

2025上半年公司销售毛利率16.03%，同比-0.98pct，其中国内毛利率同比-1.0pct，主要系行业下行竞争格局恶化拖累，销售净利率12.02%，同比+0.24pct；单Q2来看，销售毛利率16.26%，同比下滑0.3pct，销售净利率12.53%，同比+2.6pct。费用端来看，2025上半年公司期间费用率6.25%，同比+1.09pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为1.02%/2.18%/3.07%/-0.02%，同比分别+0.08/+0.22/+0.44/+0.25pct，整体费用率略增主要系收入下滑而费用相对刚性。随着国内景气度复苏&智能化、高端化产品放量销售，公司盈利能力有望明显提升。

■ 农业机械行业增速放缓，智能化产品成新增长点

(1) 国内周期有望筑底回升：2025年上半年，大中型轮式拖拉机产量分别为6.44万台和13.76万台，同比分别下降4.1%和6.9%。但随着粮食价格底部回暖、渠道去库结束，行业需求有望筑底；(2) 智能化、高端化产品进展：在政策引导下，“优机优补”推动动力换向等智能农机产品需求上升，公司持续推进大马力无级变速(CVT)、动力换挡等技术开发，行业格局有望进一步向龙头集中；(3) 海外市场扩展顺利：2025H1海外拖拉机销量5445台，同比+29%。其中非洲、中东欧市场表现亮眼，销量同比增长超过50%。海外农机市场广阔，公司2025H1海外收入仅占总营业收入的9.5%，对比工程机械平均50%的海外收入占比仍有较大提升空间。

■ 盈利预测与投资评级：考虑到上半年国内景气度较弱，我们下调公司2025-2027年归母净利润预测为9.2/9.5/10.6(前值10.2/11.2/12.5)亿元，当前市值对应PE分别为16/16/14倍。考虑公司海外收入占比仍有较大提升空间，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。

2025年08月30日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

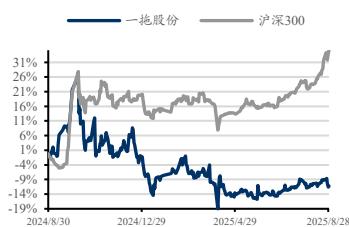
zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞

执业证书：S0600525070004

huangr@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.29
一年最低/最高价	12.35/20.49
市净率(倍)	1.94
流通A股市值(百万元)	9,724.36
总市值(百万元)	14,933.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.85
资产负债率(% ,LF)	45.94
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): 2025年一季报点评：业绩符合预期，看好农业机械高端化、大型化趋势》

2025-04-30

《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》

2025-03-29

一拖股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,425	7,922	9,177	10,804	营业收入	11,904	12,004	12,659	13,910
货币资金及交易性金融资产	3,724	1,765	2,786	4,193	营业成本(含金融类)	10,145	10,111	10,602	11,588
经营性应收款项	790	844	875	948	税金及附加	49	48	51	56
存货	1,375	1,525	1,727	1,871	销售费用	156	156	190	209
合同资产	0	0	0	0	管理费用	355	360	380	417
其他流动资产	1,536	3,788	3,790	3,792	研发费用	516	540	570	626
非流动资产	7,266	7,189	7,074	6,960	财务费用	(44)	(33)	(10)	(21)
长期股权投资	687	712	737	762	加:其他收益	152	120	127	111
固定资产及使用权资产	2,299	2,223	2,099	1,974	投资净收益	172	132	101	83
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	1
长期待摊费用	46	46	46	46	营业利润	1,046	1,038	1,068	1,196
其他非流动资产	3,410	3,404	3,404	3,404	营业外净收支	5	0	0	0
资产总计	14,691	15,111	16,252	17,764	利润总额	1,052	1,038	1,068	1,196
流动负债	6,498	6,086	6,355	6,892	减:所得税	121	114	118	132
短期借款及一年内到期的非流动负债	226	224	224	224	净利润	931	924	951	1,064
经营性应付款项	4,695	4,325	4,535	4,957	减:少数股东损益	9	0	0	0
合同负债	555	600	633	695	归属母公司净利润	922	924	951	1,064
其他流动负债	1,022	936	962	1,015					
非流动负债	415	393	393	393	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.82	0.82	0.85	0.95
长期借款	66	66	66	66	EBIT	808	1,005	1,059	1,175
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	1,141	1,224	1,276	1,393
租赁负债	14	14	14	14					
其他非流动负债	335	313	313	313					
负债合计	6,913	6,479	6,748	7,285	毛利率(%)	14.78	15.77	16.24	16.69
归属母公司股东权益	7,256	8,109	8,981	9,957	归母净利率(%)	7.75	7.70	7.51	7.65
少数股东权益	523	523	523	523					
所有者权益合计	7,778	8,632	9,504	10,479	收入增长率(%)	3.21	0.84	5.45	9.88
负债和股东权益	14,691	15,111	16,252	17,764	归母净利润增长率(%)	(7.52)	0.22	2.90	11.91

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,216	431	1,102	1,516	每股净资产(元)	6.46	7.22	7.99	8.86
投资活动现金流	(1,323)	(2,190)	98	80	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)	(102)	(79)	(89)	ROIC(%)	9.21	10.51	10.05	10.15
现金净增加额	(439)	(1,859)	1,121	1,507	ROE-摊薄(%)	12.71	11.40	10.59	10.69
折旧和摊销	333	219	217	219	资产负债率(%)	47.06	42.88	41.52	41.01
资本开支	(103)	(124)	(79)	(79)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.15	16.11	15.66	13.99
营运资本变动	107	(629)	0	282	P/B(现价)	2.05	1.84	1.66	1.50

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提供。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：

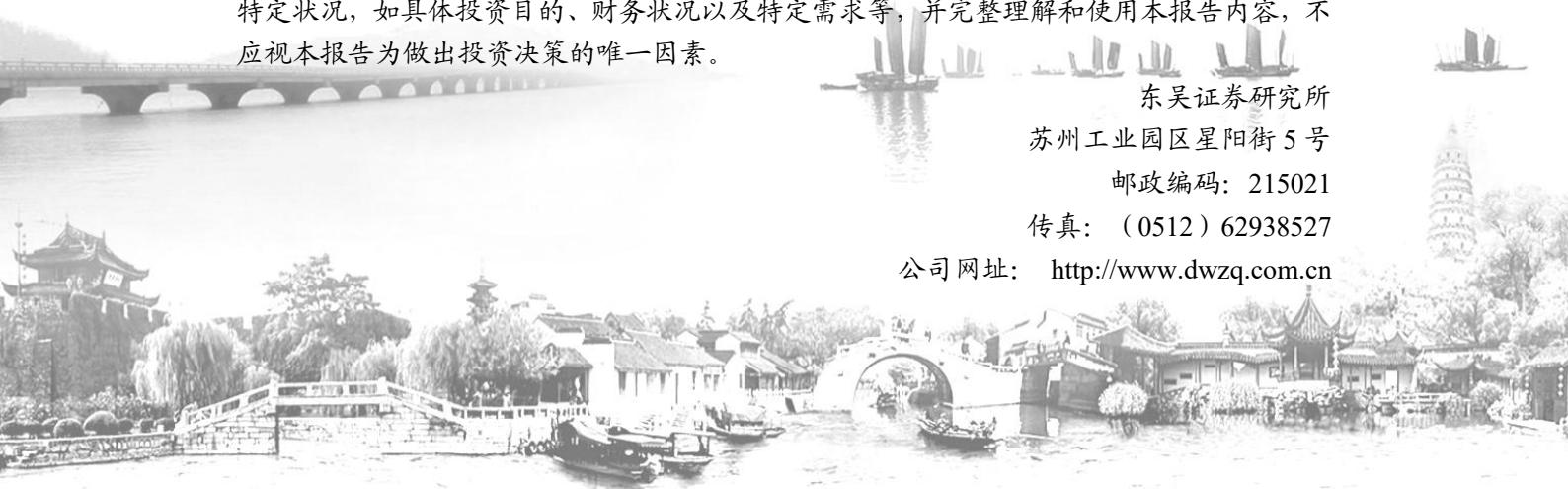
公司投资评级：

- 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>