

公司研究

短期经营承压，海外销售表现亮眼

——一拖股份（601038.SH）2025 年中报点评

要点

事件：公司发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现营收 69.3 亿元，同比下降 11.3%，归母净利润 7.7 亿元，同比下降 15.1%，扣非归母净利润 6.9 亿元，同比下降 21.2%；其中 2025 年 Q2，公司实现营收 23.7 亿元，同比下降 24.7%，同比降幅边际扩大，归母净利润 2.4 亿元，同比下降 21.7%。

点评：

短期经营承压，利润率保持稳定：2025 年 H1，公司营收与归母净利润同比均呈现明显下滑，为近五年中报中首次出现营收和归母净利润同比下降，短期经营承压，主要因传统农机产品整体需求持续走低（25 年 1-6 月，行业大、中型轮式拖拉机的产量分别为 6.4 万台、13.8 万台，同比分别下降 4.1%、6.9%）；费用端，公司 25 年 H1 期间费率同比提升 1.1pct 至 6.3%，主要因加大产品营销力度，销售费用同比增长 8.2%，加大新品研发力度，研发费用同比增长 3.7%；利润端，公司综合毛利率为 16.0%，同比提升 0.8pct，净利率 12.0%，同比提升 0.2pct，得益于公司积极调整经营策略，盈利能力保持稳定。

分产品看，2025 年 H1，公司农业机械实现营收 62.8 亿元，同比下降 11.5%，毛利率 16.7%；动力机械实现营收 6.5 亿元，同比下降 8.9%，毛利率为 9.2%。

持续发力海外市场，海外收入规模仍有较大提升空间：2025 年 H1，公司国内实现营收 62.7 亿元，营收占比 90.5%，海外实现营收 6.6 亿元，同比增长 16.5%，营收占比 9.5%，同比提升 2.3pct；公司共销售拖拉机产品 4.3 万台，其中海外销售 5445 台，同比增长 29.4%，非洲市场与中东欧市场表现亮眼，销量同比增幅超过 50%；柴油机产品销量 7.6 万台，其中外销 4.1 万台，同比增长 1.8%。公司农机产品力较强，近年来加速推进出海战略，缓解国内拖拉机行业下滑对公司的影响，目前已形成了以中亚、东南亚、美洲区、中东欧区、非洲区为主的五大销售区域，通过多元化的海外区域布局，不仅降低了对单一市场的依赖，还为未来出口业务的持续增长奠定了坚实基础。

盈利预测、估值与评级：考虑到国内农机市场需求疲弱等影响，我们下调公司 25-27 年归母净利润预测 16.1%/11.4%/8.7%至 8.8/10.1/11.2 亿元，当前股价对应公司 25-27 年 PE 估值分别为 17/14/13 倍。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，同时公司加速推进出海战略，长期来看营收有望保持增长动力，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险，下游需求波动风险，产品技术升级风险等。

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	12,185	12,837	13,519
营业收入增长率	-7.44%	3.26%	2.36%	5.34%	5.31%
归母净利润（百万元）	997	922	881	1,011	1,121
归母净利润增长率	46.39%	-7.52%	-4.41%	14.68%	10.89%
EPS（元）	0.89	0.82	0.78	0.90	1.00
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.90%	12.71%	11.30%	11.90%	12.12%
P/E	15	16	17	14	13
P/B	2.2	2.0	1.9	1.7	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-04

买入（维持）

当前价：12.96 元

作者

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005
0755-23915357

huangshuaibin@ebscn.com

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001
021-52523851

chenjianing@ebscn.com

分析师：汲萌

执业证书编号：S0930524010002
021-52523859

jimeng@ebscn.com

分析师：李佳琦

执业证书编号：S0930524070006
021-52523836

lijiaqi@ebscn.com

分析师：庄晓波

执业证书编号：S0930524070018
021-52523416

zhuangxiaobo@ebscn.com

分析师：夏天宇

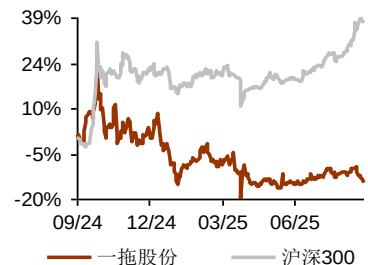
执业证书编号：S0930525070006
021-52523805

xiatianyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.24
总市值(亿元):	145.63
一年最低/最高(元):	12.07/20.03
近 3 月换手率:	30.94%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.50	-11.84	-48.39
绝对	-2.26	1.00	-14.17

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	12,185	12,837	13,519
营业成本	9,697	10,145	10,372	10,903	11,438
折旧和摊销	295	290	283	291	300
税金及附加	49	49	48	51	54
销售费用	241	156	146	154	162
管理费用	361	355	341	340	358
研发费用	461	516	518	513	541
财务费用	-46	-44	-12	-10	-19
投资收益	122	172	180	200	220
营业利润	996	1,046	1,001	1,146	1,271
利润总额	1,003	1,052	1,006	1,153	1,278
所得税	14	121	116	133	147
净利润	989	931	890	1,021	1,131
少数股东损益	-8	9	9	10	10
归属母公司净利润	997	922	881	1,011	1,121
EPS(元)	0.89	0.82	0.78	0.90	1.00

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,056	1,216	764	1,165	1,152
净利润	997	922	881	1,011	1,121
折旧摊销	295	290	283	291	300
净营运资金增加	245	661	253	157	140
其他	-481	-657	-653	-294	-409
投资活动产生现金流	-2,010	-1,323	-447	-497	-474
净资本支出	-84	-103	-250	-260	-260
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	-464	-233	-282
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-116	71	-126	110	100
无息负债变化	225	245	-49	169	118
净现金流	-1,296	-439	-147	436	396

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.9%	14.8%	14.9%	15.1%	15.4%
EBITDA 率	9.8%	9.8%	9.2%	9.7%	10.0%
EBIT 率	7.0%	7.2%	6.9%	7.4%	7.8%
税前净利润率	8.7%	8.8%	8.3%	9.0%	9.5%
归母净利润率	8.6%	7.7%	7.2%	7.9%	8.3%
ROA	7.2%	6.3%	5.9%	6.4%	6.6%
ROE (摊薄)	14.9%	12.7%	11.3%	11.9%	12.1%
经营性 ROIC	45.2%	31.3%	27.6%	29.5%	30.7%

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	1.23	1.32	1.42
速动比率	0.82	0.93	1.00	1.09	1.19
归母权益/有息债务	30.28	24.89	47.01	30.77	24.59
有形资产/有息债务	58.49	47.42	85.37	54.72	42.66

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	15,071	16,049	17,031
货币资金	2,770	2,345	2,198	2,634	3,030
交易性金融资产	863	1,379	1,679	1,979	2,279
应收账款	331	302	305	321	338
应收票据	62	37	49	51	54
其他应收款 (合计)	25	46	30	32	34
存货	1,514	1,375	1,443	1,506	1,567
其他流动资产	685	468	426	393	462
流动资产合计	6,488	7,425	7,741	8,594	9,456
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	2,194	2,114	2,022
在建工程	140	148	126	109	97
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	7,330	7,456	7,575
总负债	6,598	6,913	6,738	7,017	7,235
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,315	2,157	2,282	2,399	2,516
应付票据	2,164	2,538	2,489	2,617	2,745
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	434	397	383	350	316
流动负债合计	6,045	6,498	6,280	6,508	6,657
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	198	165	131
非流动负债合计	553	415	459	509	578
股东权益	7,219	7,778	8,332	9,032	9,796
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	3,241	3,931	4,684
归属母公司权益	6,692	7,256	7,801	8,491	9,244
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%	-0.10%	-0.08%	-0.14%
研发费用率	4.00%	4.34%	4.25%	4.00%	4.00%
所得税率	1%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.32	0.30	0.29	0.33	0.36
每股经营现金流	0.94	1.08	0.68	1.04	1.03
每股净资产	5.96	6.46	6.94	7.56	8.23
每股销售收入	10.26	10.59	10.84	11.42	12.03

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	15	16	17	14	13
PB	2.2	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	12.2	11.8	11.9	10.3	9.2
股息率	2.5%	2.3%	2.2%	2.5%	2.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
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所载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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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