

分析师：刘智
登记编码：S0730520110001
liuzhi@ccnew.com 021-50586775

国内需求放缓业绩承压，海外拓展持续发力

——一拖股份(601038)2025 年中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

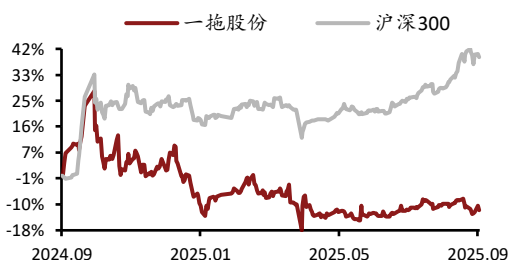
市场数据(2025-09-09)

收盘价(元)	13.13
一年内最高/最低(元)	19.36/12.42
沪深 300 指数	4,436.26
市净率(倍)	1.92
流通市值(亿元)	147.53

基础数据(2025-06-30)

每股净资产(元)	6.85
每股经营现金流(元)	0.35
毛利率(%)	16.03
净资产收益率_摊薄(%)	10.00
资产负债率(%)	45.94
总股本/流通股(万股)	112,364.53/112,364.53
B 股/H 股(万股)	0.00/39,194.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《一拖股份(601038)年报点评：业绩略低预期，拖拉机大型化、高端化、国际化助力公司中长期发展》 2025-04-01

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

一拖股份发布 2025 半年度报告显示，公司上半年实现营业收入 69.28 亿元，同比下滑 11.26%；归母净利润 7.69 亿元，同比下滑 15.06%；扣非归母净利润 6.92 亿元，同比下滑 21.22%。

● 国内需求放缓业绩承压，拖拉机出口增长 29.74%

2025 年中报公司业绩承压，营业收入下滑 11.26%，归母净利润下滑 15.06%。扣非净利润下滑 21.22%。

2025 年中报分业务看：

1) 农业机械板块实现营业收入 62.77 亿元，同比下滑 11.5%，占主营业务收入比例 90.61%。2025 年上半年，受粮食、畜牧产品价格持续低位运行、异常极端天气等因素影响，用户购买力不足，农机购置和更新换代的意愿减弱，传统农机产品依然延续了下滑态势，整体需求持续走低。据国家统计局数据显示，2025 年 1—6 月，行业大、中型轮式拖拉机的产量分别为 6.44 万台、13.76 万台，同比分别下降 4.1%、6.9%。2025 年上半年公司共销售拖拉机产品 4.28 万台，同比下滑 16.07%，其中海外销售 5,445 台，同比增长 29.37%，非洲市场与中东欧市场表现亮眼，销量增幅超过 50%。

2) 动力机械实现营业收入 6.5 亿元，同比下滑 8.89%。2025 年上半年销售柴油机 7.62 万台，同比下滑 7.52%，其中外销 4.05 万台，同比增长 1.79%。

● 需求不振竞争加剧，公司盈利能力小幅波动

2025 年中报公司毛利率为 16.03%、同比下降近 1 个百分点；净利率为 12.02%，同比上升 0.24 个百分点，扣非净利率 11.25%，同比下滑 1.27 个百分点。毛利率、扣非净利率下降主要原因是 2025 上半年需求不振，行业竞争加剧。

2025 上半年公司期间费用率 6.25%，同比增长 1.09 个百分点，销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.02%、2.18%、3.07%、-0.02%，同比分别上升 0.08、0.22、0.44、0.25 个百分点，四项费用率同比微增，主要原因是公司收入下滑，成本支出相对刚性，规模效应不明显。

● 拖拉机大型化、高端化、国际化促进龙头企业份额持续提升

公司是我国拖拉机行业龙头企业，在农业机械领域深耕多年，拥有国内领先的产品研发和核心关键技术自主创新能力和对行业的深入理解。公司形成和拥有自主知识产权的拖拉机动力换挡和无级变速技术、智能驾驶技术、

整机及零部件电控技术等关键技术。

非道路机械国四排放标准实行以后，技术要求越来越高，此外，新三年农机购置补贴政策更加注重“优机优补”“扶优扶强”，一系列政策引导农机装备加速智能转型，动力换挡、无级变速、混动、无人驾驶等新质生产力持续赋能，拥有较强产品技术积淀和产业链控制力的龙头企业市场优势有所扩大，行业继续呈现优胜劣汰趋势。

拖拉机出口是另一个增长点。公司近年加大出口认证力度，持续推进重点市场出口力度，出口连续出现高增长，拖拉机国际化带动公业务打开新空间。2025年上半年公司拖拉机出口销售 5,445 台，同比增长 29.37%。海外市场仍然有较大的拓展空间。

● 盈利预测与估值

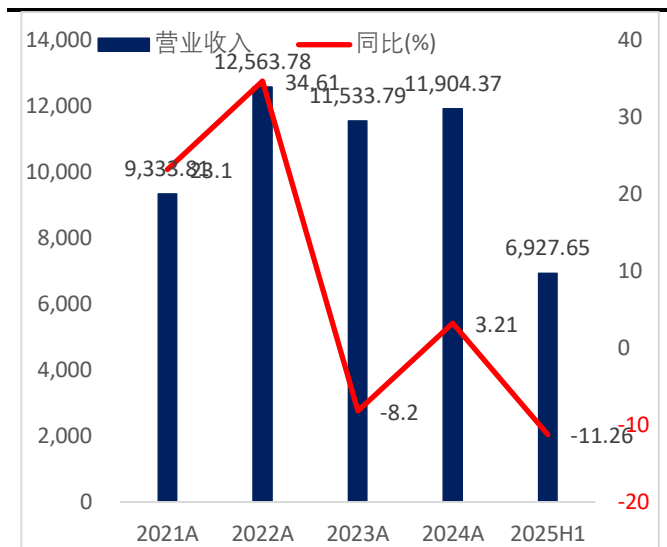
考虑到 2025 年行业需求不振，我们下调公司 2025 年-2027 年营业收入预测为 112.19 亿、122.76 亿、132.07 亿，下调归母净利润分别为 8.49 亿、9.48 亿、10.37 亿，对应的 PE 分别为 17.38X、15.56X、14.23X，维持公司“买入”评级。

风险提示：1：宏观经济景气度不及预期；2：农业机械补贴政策不及预期；3：市场竞争加剧，毛利率承压；4：原材料价格大幅上涨；5：新产品拓展不及预期；6：国外市场开拓风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,534	11,904	11,219	12,276	13,207
增长比率（%）	-8.20	3.21	-5.76	9.42	7.59
净利润（百万元）	997	922	849	948	1,037
增长比率（%）	46.39	-7.52	-7.94	11.69	9.35
每股收益(元)	0.89	0.82	0.76	0.84	0.92
市盈率(倍)	14.80	16.00	17.38	15.56	14.23

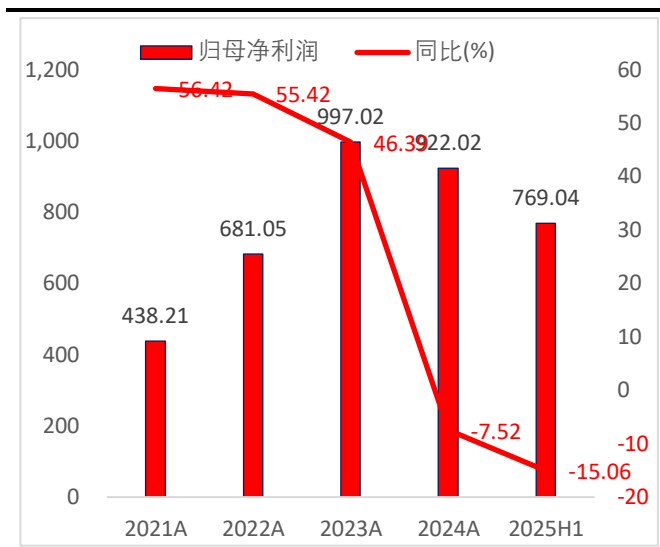
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业收入（百万元）



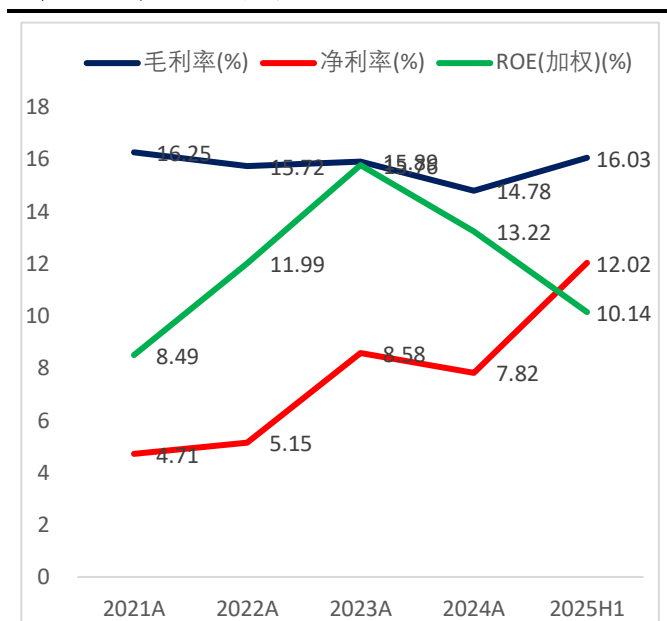
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 2：公司归母净利润（百万元）



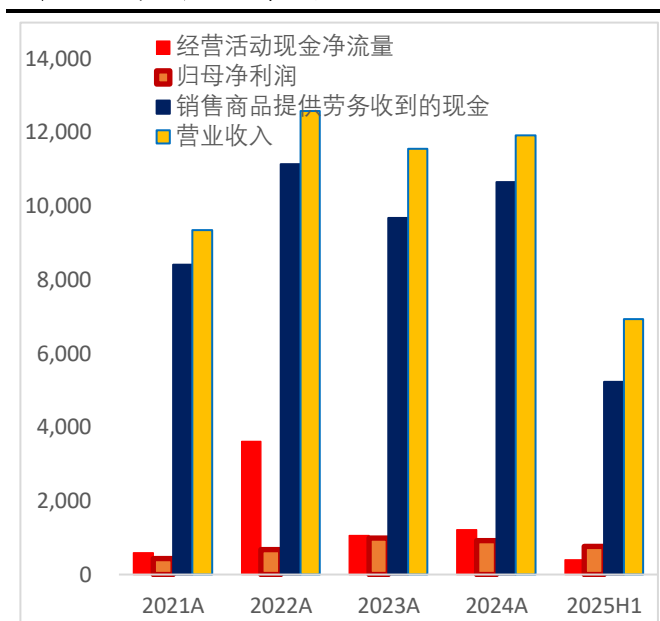
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 3：公司盈利能力指标



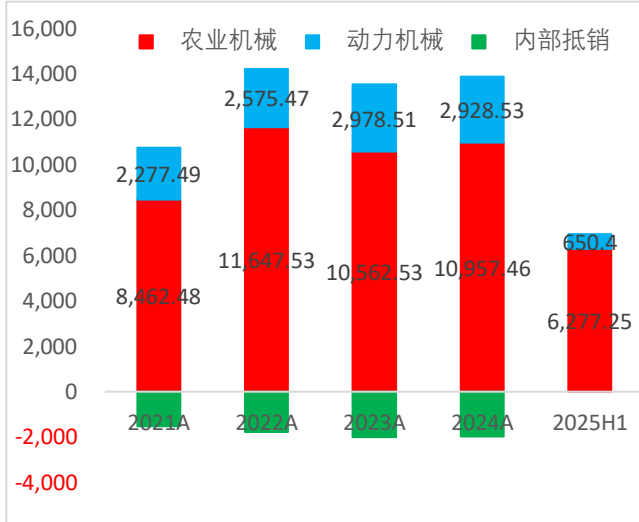
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 4：公司经营现金净流量（百万元）



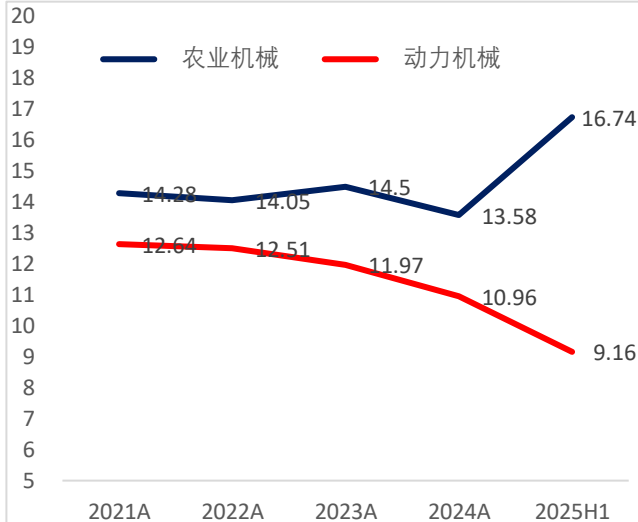
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 5：分业务营业收入（百万元）



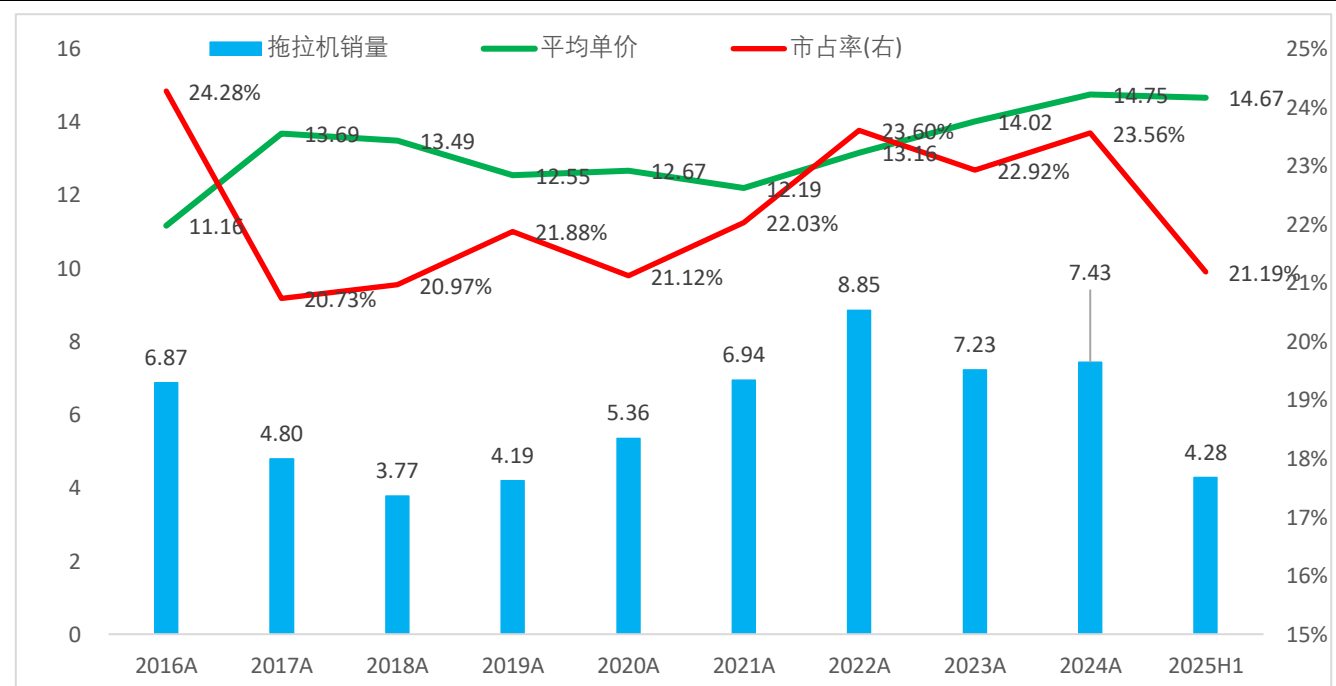
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 6：分业务毛利率（%）



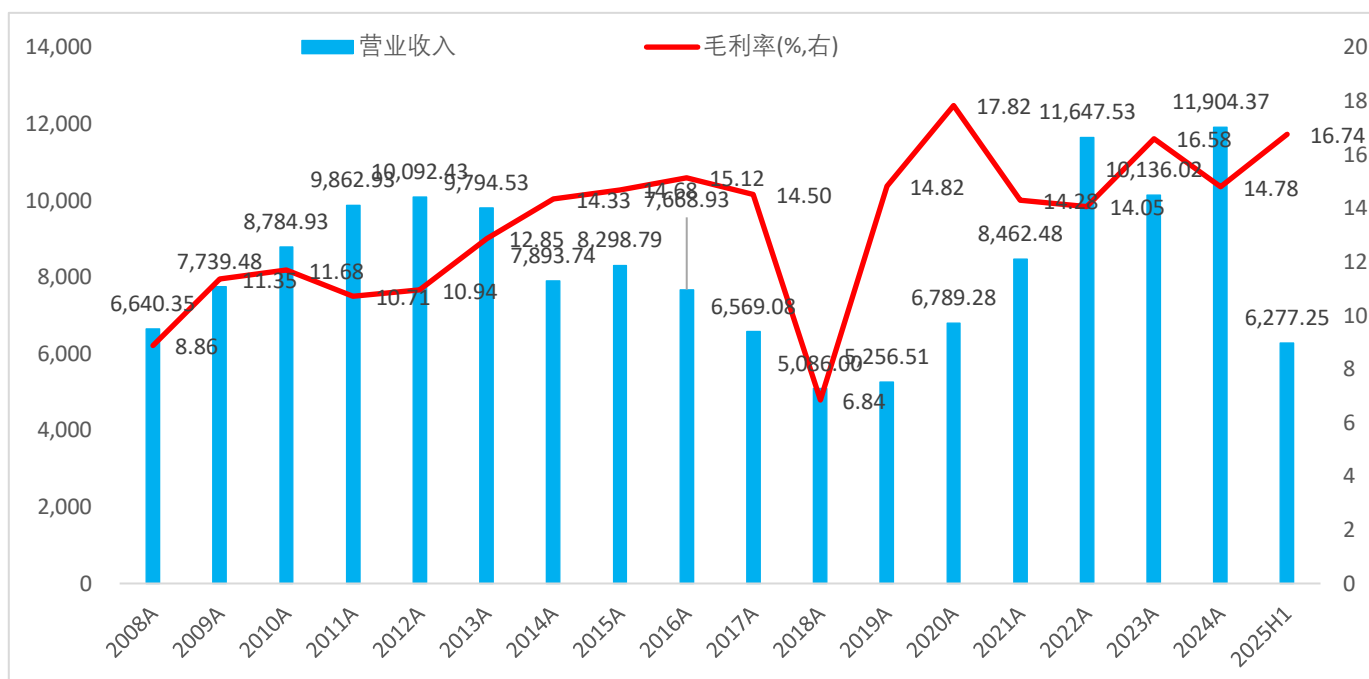
资料来源：Wind、中原证券研究所

图 7：一拖股份大中型拖拉机销量、平均单价、市占率（万台、万元、%）



资料来源：Wind、一拖股份历年财报、中原证券研究所

图 8：一拖股份拖拉机业务营业收入、毛利率（百万元、%）



资料来源：Wind、一拖股份历年财报、中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,488	7,425	8,050	9,228	10,503
现金	2,770	2,345	2,215	2,686	3,173
应收票据及应收账款	394	339	341	365	395
其他应收款	25	46	37	43	45
预付账款	211	289	249	280	298
存货	1,514	1,375	1,349	1,530	1,706
其他流动资产	1,575	3,030	3,859	4,323	4,886
非流动资产	7,330	7,266	7,195	7,085	6,983
长期投资	664	687	687	687	687
固定资产	2,269	2,261	2,250	2,176	2,071
无形资产	697	676	669	664	671
其他非流动资产	3,699	3,642	3,589	3,558	3,554
资产总计	13,817	14,691	15,245	16,312	17,486
流动负债	6,045	6,498	6,551	6,966	7,426
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4,479	4,695	4,548	4,735	5,055
其他流动负债	1,566	1,803	2,002	2,231	2,371
非流动负债	553	415	327	327	327
长期借款	200	66	0	0	0
其他非流动负债	353	349	327	327	327
负债合计	6,598	6,913	6,878	7,294	7,753
少数股东权益	528	523	529	538	546
股本	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124
资本公积	2,656	2,656	2,656	2,656	2,656
留存收益	2,919	3,480	4,057	4,701	5,406
归属母公司股东权益	6,692	7,256	7,837	8,481	9,187
负债和股东权益	13,817	14,691	15,245	16,312	17,486

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,056	1,216	808	1,067	1,244
净利润	989	931	856	956	1,045
折旧摊销	341	333	284	300	299
财务费用	27	6	1	0	0
投资损失	-122	-172	-157	-172	-185
营运资金变动	-138	107	-209	-43	55
其他经营现金流	-41	12	33	25	29
投资活动现金流	-2,010	-1,323	-542	-253	-384
资本支出	-84	-103	-207	-178	-184
长期投资	-1,958	-1,385	-278	-189	-163
其他投资现金流	33	165	-57	114	-37
筹资活动现金流	-346	-336	-398	-342	-374
短期借款	-270	0	0	0	0
长期借款	151	-134	-66	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-227	-202	-332	-342	-374
现金净增加额	-1,296	-439	-130	472	486

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,534	11,904	11,219	12,276	13,207
营业成本	9,783	10,145	9,520	10,394	11,165
营业税金及附加	49	49	47	51	55
营业费用	155	156	148	162	174
管理费用	361	355	340	370	399
研发费用	461	516	505	552	594
财务费用	-46	-44	-45	-44	-53
资产减值损失	-16	-19	-21	-24	-27
其他收益	72	152	119	139	146
公允价值变动收益	48	27	0	0	0
投资净收益	122	172	157	172	185
资产处置收益	2	5	4	5	5
营业利润	996	1,046	953	1,069	1,168
营业外收入	8	6	9	9	11
营业外支出	1	0	1	2	3
利润总额	1,003	1,052	961	1,076	1,176
所得税	14	121	106	120	131
净利润	989	931	856	956	1,045
少数股东损益	-8	9	7	8	9
归属母公司净利润	997	922	849	948	1,037
EBITDA	1,126	1,141	1,200	1,332	1,422
EPS (元)	0.89	0.82	0.76	0.84	0.92

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-8.20	3.21	-5.76	9.42	7.59
营业利润 (%)	69.43	5.03	-8.88	12.16	9.23
归属母公司净利润 (%)	46.39	-7.52	-7.94	11.69	9.35
获利能力					
毛利率 (%)	15.14	14.78	15.15	15.33	15.46
净利率 (%)	8.65	7.75	7.57	7.72	7.85
ROE (%)	14.90	12.71	10.83	11.18	11.28
ROIC (%)	10.41	8.84	9.47	9.91	10.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.75	47.06	45.12	44.71	44.34
净负债比率 (%)	91.39	88.88	82.20	80.87	79.66
流动比率	1.07	1.14	1.23	1.32	1.41
速动比率	0.71	0.66	0.68	0.74	0.79
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.84	0.75	0.78	0.78
应收账款周转率	33.76	37.58	37.42	39.72	39.57
应付账款周转率	4.25	4.54	4.46	4.76	4.75
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.89	0.82	0.76	0.84	0.92
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.94	1.08	0.72	0.95	1.11
每股净资产 (最新摊薄)	5.96	6.46	6.98	7.55	8.18
估值比率					
P/E	14.80	16.00	17.38	15.56	14.23
P/B	2.20	2.03	1.88	1.74	1.61
EV/EBITDA	12.28	12.77	10.64	9.24	8.31

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。