

2026年03月27日

证券研究报告·公司研究报告

吉峰科技(300022) 商贸零售

持有(首次)

当前价: 9.14元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

国内领先的农机流通连锁企业，引入新实控人

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 中国农业无人机市场规模将由2024年的29亿元以30.0%的CAGR增长至2029年的109亿元; 2) 公司是国内领先的农机流通连锁企业, 具有良好销售渠道布局, 市场竞争优势明显; 3) 联合飞机董事长田刚印成为公司实控人, 未来有望推动公司在低空业务实现区域深耕与战略升级。
- 深耕二十年, 国内领先的农机流通连锁企业。** 公司通过获得久保田、洋马等国际一流品牌和各类传统农机优势品牌在四川地区的代理权, 于2004年完成四川大部分地市州直营网络体系布局。2009年, 公司在深圳交易所创业板成功上市。2015年, 公司切入高端特色农机具制造领域, 成功收购了吉林省康达农业机械有限公司。2020年, 公司引入新实控人即中国著名民营资本“华西希望”阵营旗下四川特驱教育管理有限公司。2025年, 联合飞机董事长田刚印成为公司实控人。目前公司以“农机主业为基、低空经济为翼”的战略转型正在加速落地。
- 农机市场产业结构加速转型, 农业无人机方兴未艾。** 2024年我国农业机械总动力已增长至115888.42万千瓦, 伴随农机市场规模增长, 我国农业综合机械化率不断提升, 2024年全国农作物耕种收综合机械化率达75.64%, 较2023年提高1.35个百分点, 提前一年完成“十四五”目标任务。据弗若斯特沙利文报告, 全球农业无人机市场规模将由2024年的55亿元以35.2%的CAGR增长至2029年的248亿元, 中国农业无人机市场规模将由2024年的29亿元以30.0%的CAGR增长至2029年的109亿元。
- 以高端特色制造为主体, 提供综合解决方案。** 公司发布2025年全年业绩预告, 公司预计2025年1-12月预计续亏, 归母净利润为-3300.00万至-2400.00万, 净利润同比-7.1%~+22.11%。未来, 公司将在夯实现有业务的基础上, 积极拓展新业务, 持续布局低空、农事服务等业务, 重点推动低空业务实现区域深耕与战略升级, 为公司未来业务升级奠定基础。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2025/26/27年营收分别为28.7、31.8、36.8亿元, 归母净利润分别为-0.3、0.1、0.2亿元, EPS分别为-0.05、0.01、0.04元, 对应PE分别为-、684、242倍。我们看好公司持续布局低空等业务带来的盈利弹性, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- 风险提示:** 行业政策调整风险, 市场竞争风险, 低空经济业务不及预期风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2708.95	2868.29	3178.04	3678.06
增长率	2.24%	5.88%	10.80%	15.73%
归属母公司净利润(百万元)	-30.81	-25.79	6.61	18.67
增长率	-283.36%	16.31%	125.63%	182.52%
每股收益EPS(元)	-0.06	-0.05	0.01	0.04
净资产收益率ROE	-0.26%	-3.05%	0.77%	2.14%
PE	-	-	684	242
PB	8.43	8.87	8.75	8.44

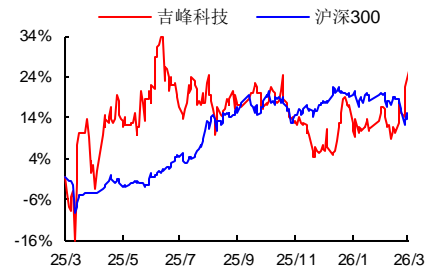
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

分析师: 杨蕊
执业证号: S1250525070007
电话: 021-58351985
邮箱: yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.94
流通A股(亿股)	4.94
52周内股价区间(元)	6.15-9.77
总市值(亿元)	45.17
总资产(亿元)	21.07
每股净资产(元)	1.08

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 深耕二十年，国内领先的农机流通连锁企业	1
2 农机市场：产业结构加速转型，农业无人机方兴未艾	3
2.1 在政策支持与农业现代化需求的双重推动下，行业加速向高效、智能、绿色方向演进	3
2.2 农业无人机，由中国发起的“农村包围城市”式的技术革命	4
3 主营业务：以高端特色制造为主体，提供综合解决方案	5
3.1 农机连锁销售服务板块：以“服务创造新价值”为经营理念，始终贯穿“买放心农机到吉峰连锁”的指导思想	5
3.2 高端特色农机研发制造板块：本地化“智”造融合全球化视野，致力于保护性耕作配套机具研发与生产	6
4 盈利能力整体呈下降态势，但财务费用率处于历史低位	7
5 盈利预测与估值	8
6 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2025 年 Q3)	1
图 3: 公司 2025H1 主营业务结构情况.....	2
图 4: 公司 2025H1 主营业务毛利情况.....	2
图 5: 公司 2021 年以来营业收入及增速.....	2
图 6: 公司 2021 年以来归母净利润及增速	2
图 7: 2023 年中国农业细分行业产值占比	3
图 8: 2014-2024 年中央农机购置与应用补贴 (亿元)	3
图 9: 2020-2024 年我国农业机械总动力 (万千瓦)	3
图 10: 2020-2024 年我国农业综合机械化率 (%)	3
图 11: 全国正常运营农林喷洒作业航空器占比.....	4
图 12: 截至 2025 年 H1 部分国家农业无人机数量 (架)	4
图 13: 全球农业无人机行业市场规模 (十亿元)	4
图 14: 中国农业无人机行业市场规模 (十亿元)	4
图 15: 公司农机连锁销售服务板块营业收入及增速.....	5
图 16: 公司农机连锁销售服务板块毛利率	5
图 17: 公司高端特色农机研发制造板块营业收入及增速.....	7
图 18: 公司高端特色农机研发制造板块毛利率.....	7
图 19: 公司销售毛利率和销售净利率	7
图 20: 公司期间费用率.....	7
图 21: 公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入 (%)	8
图 22: 公司资产负债率 (%)	8

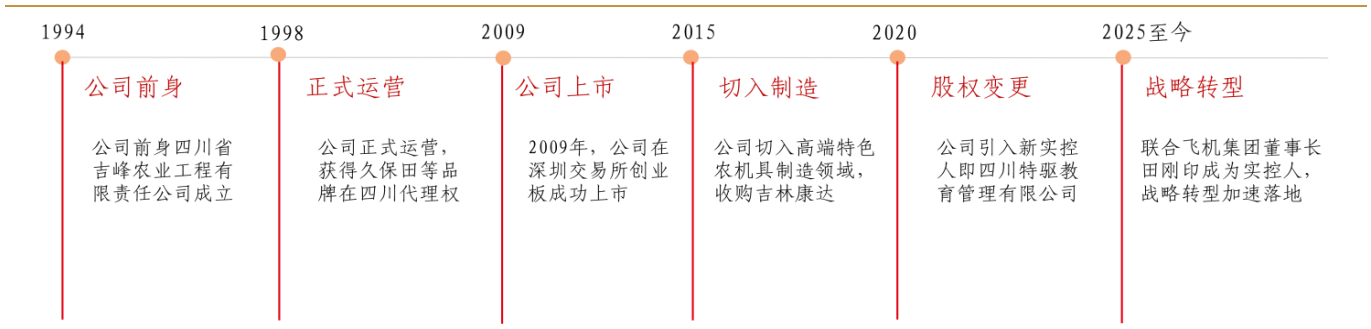
表 目 录

表 1: 吉林康达生产制造的部分免耕播种机和深松整地机产品.....	6
表 2: 分业务收入及毛利率	8
表 3: 可比公司估值.....	9
附表: 财务预测与估值	10

1 深耕二十年，国内领先的农机流通连锁企业

1994年，公司前身四川省吉峰农业工程有限责任公司成立，公司于1998年正式运营，通过获得久保田、洋马等国际一流品牌和各类传统农机优势品牌在四川地区的代理权，于2004年完成四川大部分地市州直营网络体系布局。2005年公司推行连锁经营模式，借助四川根据地积累的主流供应商的良好关系，陆续进入云贵川、广西以及陕西市场。2009年，公司在深圳交易所创业板成功上市。2010年，公司推行“全国化”的发展战略，通过并购整合方式快速拓展全国网络，并快速发展二级直营门店，公司直营店数量最高时达到223家。2015年，公司切入高端特色农机具制造领域，成功收购了吉林省康达农业机械有限公司。2018年，公司名称由“吉峰农机连锁股份有限公司”更名为现名简称“吉峰科技”，公司业务板块布局由原来单一的农业机械流通业务调整为农业机械流通、高端特色农机具与核心零部件制造、乡村振兴与智慧农业解决方案等农机产业链三大核心业务协同发展。2020年，公司引入新实控人即中国著名民营资本“华西希望”阵营旗下四川特驱教育管理有限公司。2025年，联合飞机董事长田刚印成为公司实控人。目前公司以“农机主业为基、低空经济为翼”的战略转型正在加速落地，随着业务协同持续深化与海外布局逐步推进，公司的第二增长曲线有望持续释放成长动能。

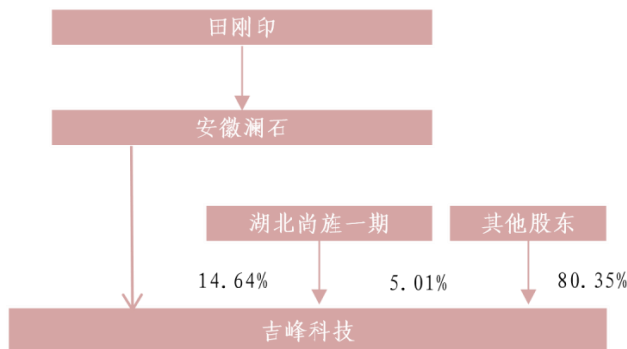
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

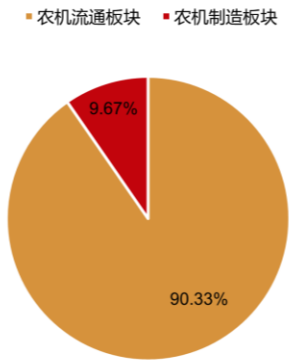
实际控制人为田刚印。公司控股股东为安徽澜石企业管理咨询有限公司，截至2025年前三季度直接持有公司14.64%的股份，公司的实际控制人为田刚印，田刚印通过控股安徽澜石企业管理咨询有限公司及通过表决权委托控制湖北尚旌持有的股份间接持有公司股份，公司的管理层与股东的利益高度一致，有助于保持战略定力，更关注企业的长期价值增长。

图 2：公司股权结构（截至2025年Q3）

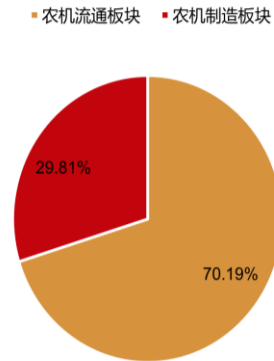


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司主营业务结构：截至 2025 年上半年，公司主要有两大业务板块，农机流通板块和农机制造板块。营收方面，2025 年上半年公司的营收主要来自**农机流通板块**，占比约为 90.33%，其次是农机制造板块，占比约 9.67%；毛利贡献方面，**农机流通板块**所贡献的毛利占比最高，约为 70.19%，其次为农机制造板块，占比约为 29.81%。

图 3：公司 2025H1 主营业务结构情况


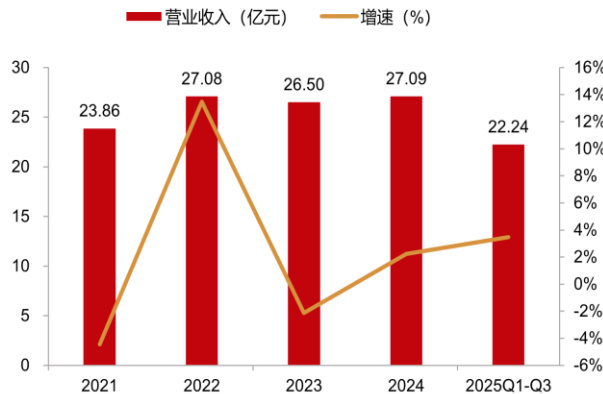
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：公司 2025H1 主营业务毛利情况


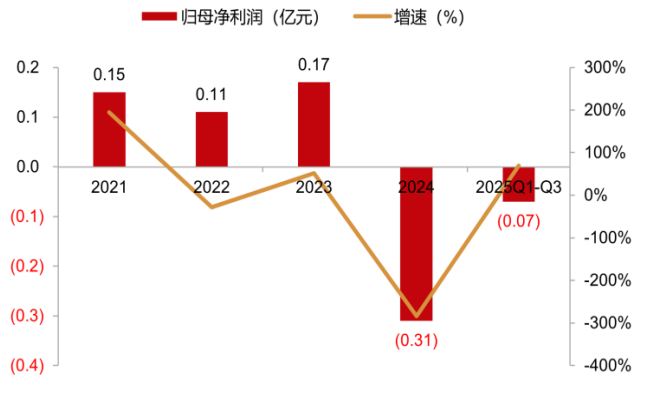
数据来源：Wind, 西南证券整理

公司业绩状况：2021 年以来，公司营业收入相对平稳，基本在 20 亿元以上，2024 年公司营收超过 27 亿，为 2021 年以来新高，但是受到近年来部分新的竞争对手进入玉米播种机这一细分行业，玉米播种机行业竞争加剧，各大品牌相互挤占市场，再叠加玉米粮食价格低迷，使得用户购机意愿不强、更新换代延迟等影响，公司的归母净利润为 -0.31 亿元，同比暴跌 283.36%。截至 2025 年前三季度，公司实现营业总收入 22.24 亿元，同比增长 3.47%，净亏损 731.50 万元，亏损同比减少 69.62%。

2026 年 1 月 29 日，公司发布 2025 年全年业绩预告，公司预计 2025 年 1-12 月预计续亏，归母净利润为 -3300.00 万至 -2400.00 万，净利润同比 -7.1%~+22.11%。报告期内公司归母净利润亏损，主要系计提的资产、信用减值损失较上年同期有所增加等原因所致。未来，公司将在夯实现有业务的基础上，积极拓展新业务，持续布局低空、农事服务等业务，重点推动低空业务实现区域深耕与战略升级，为公司未来业务升级奠定基础。

图 5：公司 2021 年以来营业收入及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：公司 2021 年以来归母净利润及增速


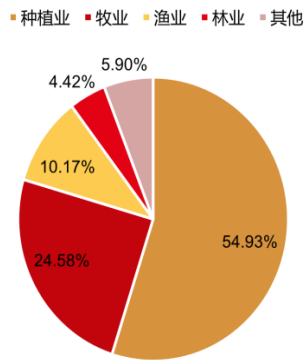
数据来源：Wind, 西南证券整理

2 农机市场：产业结构加速转型，农业无人机方兴未艾

2.1 在政策支持与农业现代化需求的双重推动下，行业加速向高效、智能、绿色方向演进

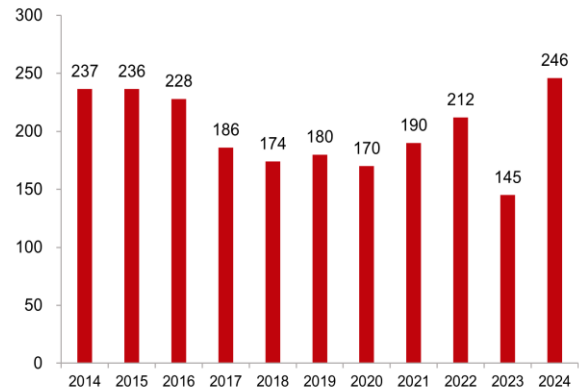
农机具是指用于农业生产的配套作业机具。主要用于耕整、种植、田间管理、秸秆处理、粮食烘干等作业环节，品种包括液压翻转犁、旋耕机、播种机等。产业链上游主要为钢材、橡胶和铝材等原材料；产业链下游主要为种植业、林业以及牧业等应用领域，其中以种植业为主，2023年中国种植业占农业总产值比重为54.93%，其次为牧业、渔业和林业，占农业总产值的比重分别为24.58%、10.17%和4.42%。2024年4月，时任财政部副部长王东伟在国新办发布会上表示，2024年中央财政安排了246亿元支持农机购置与应用补贴，加力实施农机报废更新，是自2004年实施购机购置补贴政策以来补贴资金最高的一年。

图 7：2023 年中国农业细分行业产值占比



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

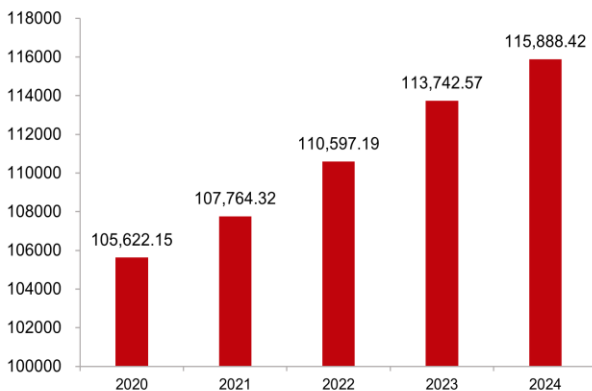
图 8：2014-2024 年中央农机购置与应用补贴（亿元）



数据来源：农机通，西南证券整理

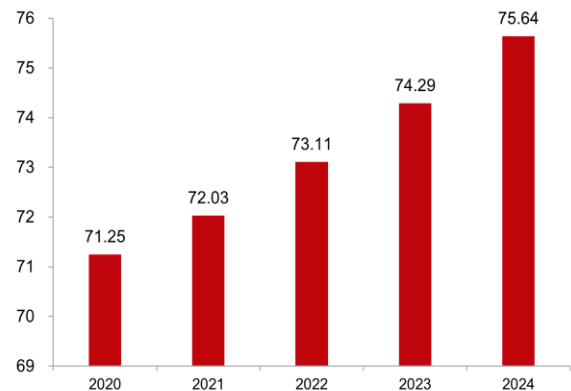
在诸多政策支持与农业现代化需求的双重推动下，我国农机结构正加速调整，市场持续聚焦农机装备智能化发展方向，2024年我国农业机械总动力已增长至115888.42万千瓦，伴随农机市场规模增长，我国农业综合机械化率不断提升，2024年全国农作物耕种收综合机械化率达75.64%，较2023年提高1.35个百分点，提前一年完成“十四五”目标任务。

图 9：2020-2024 年我国农业机械总动力（万千瓦）



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 10：2020-2024 年我国农业综合机械化率（%）



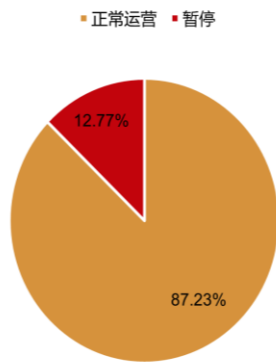
数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 农业无人机，由中国发起的“农村包围城市”式的技术革命

美国是农业航空应用技术最成熟的国家之一，且以有人驾驶固定翼飞机为主，美国农业航空协会 NAAA 数据显示，美国农业航空协会 NAAA 大约有 1560 家农业航空企业，在日常运营中，平均每位企业拥有 2.3 架飞机，因此预计美国目前仍有超过 3000 架农业有人驾驶航空器。而我国由于空域管制等原因，加之农业航空作业涉及到民航、农机、植保、质检等多个部门，申报审批手续复杂，因此整体发展缓慢。根据民航局 FSOP 系统显示，截至 2026 年 3 月，全国正常运行的农林喷洒作业航空器为 82 架，暂停运行 12 架，总计 94 架。

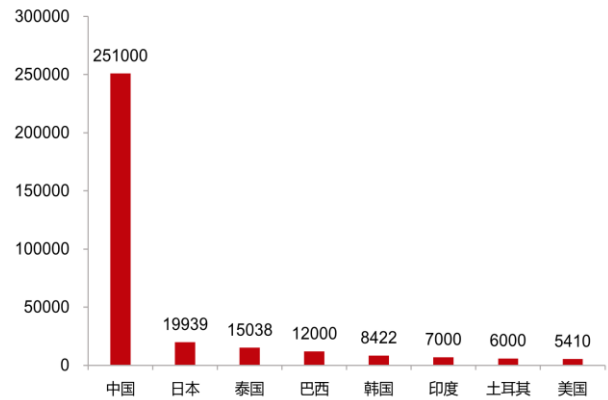
历史上多数农业技术都是从高收入国家传播到中低收入国家，而在中国的带领下，农业无人机在某种程度上逆转并加速了这一趋势，农业无人机的使用先从东亚扩散到东南亚，然后是拉丁美洲，最终传入北美和欧洲。据美国乡村新闻媒体《Daily Yonder》报道，截至 2025 年 6 月，中国农业无人机保有量已超过 25 万架，远超美国农业无人机数量。

图 11：全国正常运营农林喷洒作业航空器占比



数据来源：FSOP，西南证券整理（数据为 2026 年 3 月 28 日）

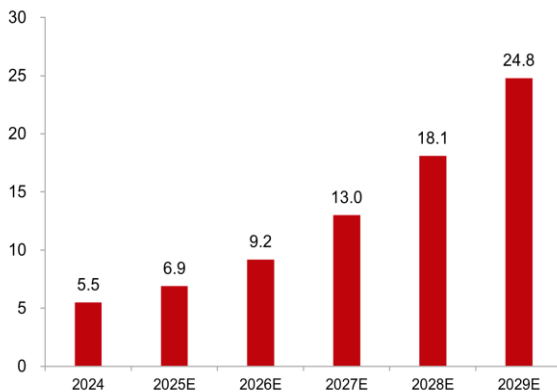
图 12：截至 2025 年 H1 部分国家农业无人机数量（架）



数据来源：Daily Yonder，西南证券整理

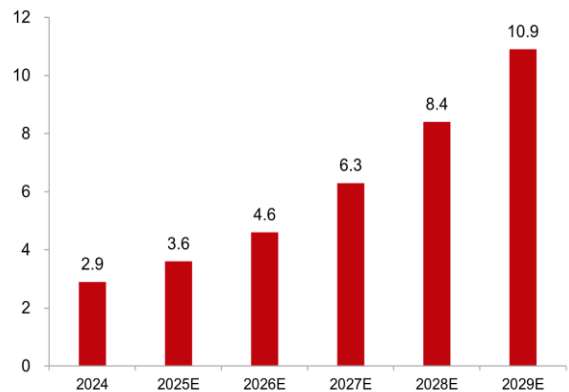
据弗若斯特沙利文报告，随着无人机在能源续航、智能化等方面不断取得技术突破使其能够应用于更广泛的场景，加之制造工艺的成熟进一步降低无人机的价格，全球农业无人机市场规模将由 2024 年的 55 亿元以 35.2% 的 CAGR 增长至 2029 年的 248 亿元，中国农业无人机市场规模将由 2024 年的 29 亿元以 30.0% 的 CAGR 增长至 2029 年的 109 亿元。

图 13：全球农业无人机行业市场规模（十亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

图 14：中国农业无人机行业市场规模（十亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

3 主营业务：以高端特色制造为主体，提供综合解决方案

公司深度参与中国农业现代化进程，致力于为农业农村发展提供高端特色农业装备产品与服务，形成了“一体两翼”战略布局，以高端特色制造为主体，旗舰公司吉林康达为中国保护性耕作机械领域生产制造领军企业；左翼为农机流通基石业务，公司通过代理国内外的主流农机品牌，在国内多个省（直辖市、自治区）建立了直营门店和乡镇经销加盟服务网点；右翼为农机与三农产业链创新服务，探索发展现代农事生产综合服务整体解决方案。

3.1 农机连锁销售服务板块：以“服务创造新价值”为经营理念，始终贯穿“买放心农机到吉峰连锁”的指导思想

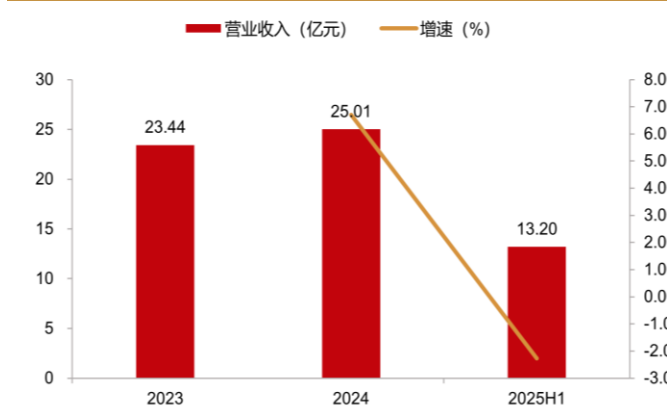
农机连锁销售服务板块主要有两种模式：直营连锁销售模式和代理销售模式。

直营连锁销售模式：公司通过控股布局在全国 20 个省(市)的各区域连锁直营门店，以地级市为区域中心，依据单店投资规模大小、经营种类范围、培训服务功能等经营要素的定位不同，开设直营卖场店和直营专业店两种直营连锁销售店。直营连锁销售店均由公司总部全资或控股开设，在总部直接领导下统一经营。各区域连锁直营店销售给终端用户，并为终端用户提供维修、安装、调试、操作与技术培训以及售后保障等综合服务，以及为终端用户提供全程机械化整体解决方案并配置各类农机。

代理销售模式：为了充分发挥中心门店的管理能力，使供应链深入到县城和乡镇，公司在具有一定农机需求的县城或乡镇，选择当地有一定影响力的经销商作为合作对象。经销商与公司不具有控制或投资关系，属于业务合作关系。各区域连锁直营店销售给经销商，再由经销商销售给终端用户，由区域连锁直营店指导培训经销商，由经销商为终端用户提供维修、安装、调试、操作与技术培训以及售后保障等综合服务。

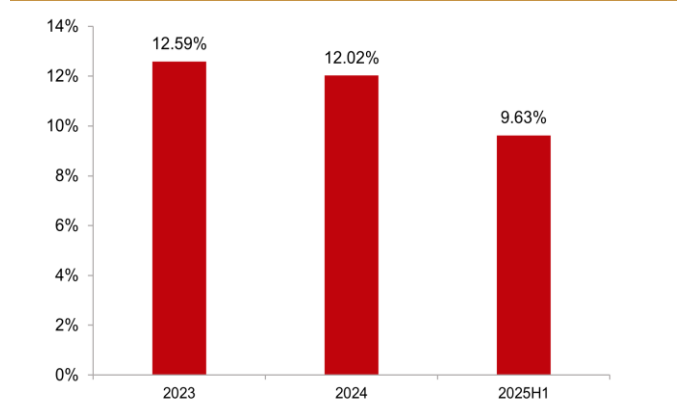
2025 年上半年，公司农机连锁销售服务板块实现营收 13.20 亿元，同比下降约 2.27%，毛利率为 9.63%，同比下降 0.97pp，未来若行业下游复苏，农机需求提升有望改善业绩。

图 15：公司农机连锁销售服务板块营业收入及增速



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 16：公司农机连锁销售服务板块毛利率



数据来源：Wind, 西南证券整理

3.2 高端特色农机研发制造板块：本地化“智”造融合全球化视野，致力于保护性耕作配套机具研发与生产

公司高端特色农机研发制造板块主要是指公司控股子公司吉林康达，主要研发生产制造免耕精量施肥播种机、深松整地机、圆盘耙地机等产品。免耕播种机配置监视器总成等部件，通过智能化升级改造，可以精准地监控作业，包括播种的质量、面积，以及作业故障的提示等，可有效保证用户作业效率与质量。公司产品广泛应用于东北等地保护性耕作区域，满足不同保护性耕作模式下对免耕播种和深松整地的作业需求。

免耕播种是保护性耕作的关键环节，康达牌免耕播种机是传统播种机的更新换代产品，能够在有全部秸秆覆盖或根茬覆盖情况下进行免耕播种及常规播种作业。作业时能一次进地完成侧深施肥、清理种床秸秆、整理压实种床、单粒播种、挤压覆土、重镇压、施口肥等工序。深松整地联合作业机，可以在秸秆覆盖条件下进行深松整地作业，一次进地完成深松、平地、碎土、镇压等工序，完全满足了保护性耕作打破犁底层和疏松耕作层的需要。

吉林康达销售模式主要为经销商销售，在销售过程中以吉林康达自主推广为主，通过经销商实现销售。吉林康达组织销售及推广人员，与各省、市、县级农机推广站进行对接，向农机推广站推广及宣传产品质量、用途、可靠性、适用性；同时，与各农机推广部门沟通并建立起良好的合作关系，帮助吉林康达开展产品推广活动。在推广基础上，吉林康达根据各地实际情况，选择有实力、有能力的经销商，由经销商实现农机产品销售，并开展开拓市场、报销补贴、售后服务等工作。

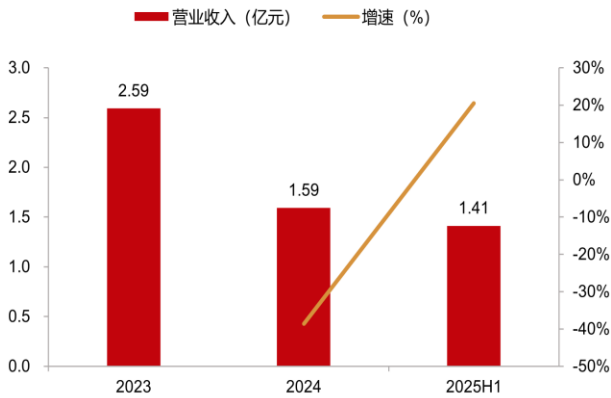
表 1：吉林康达生产制造的部分免耕播种机和深松整地机产品

主要产品	产品图片	产品特点
免耕播种机		产品具有技术指标先进、性能优越、机具稳定性高、作业适应能力强、使用质量可靠等特点。对农田实行免耕少耕和秸秆留茬覆盖还田的基础上直接进行播种，减少了清理秸秆和整地环节，降低生产成本和减轻劳动强度；秸秆覆盖地表，防止土壤风蚀、水蚀，蓄水保墒，抗旱效果，减少沙尘污染以保护耕地；秸秆腐烂后，土壤有机质的氮磷钾含量增加，可改善土壤性状、提高肥料利用率，恢复和增强土壤肥力；作业时动土少，减少水分蒸发，提高土壤水分利用率。具有减少环境污染、节能减排，促进稳产高产的综合价值。
深松整地机		相比传统的耕作模式，使用深松整地机可以取得良好的耕作效果：打破犁底层，输送耕作层，提高耕层土壤的通透性，便于水、汽、热交换，提高低温；促进土壤熟化：增加土壤蓄水能力，提高土壤含水量，减轻干旱发生几率，减少或杜绝水蚀；干旱时，便于根系下扎，水涝时便于水分下渗。

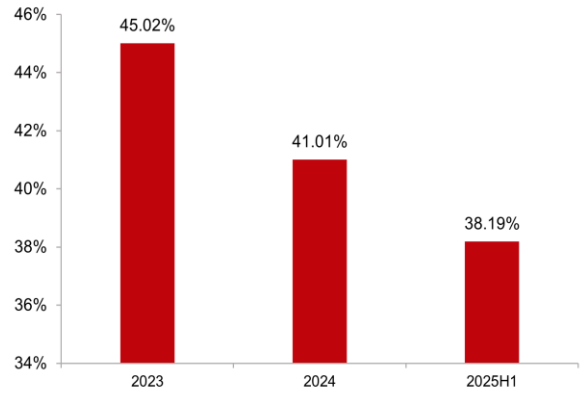
数据来源：公司2025年中报，西南证券整理

此外，吉林康达建立了完善的售后服务体系，在春播时间段调配生产、销售、售后相关人员去一线服务，春检主要为提供操作指导、产品使用调试，侧重于保证新机器合理、正常使用为主；春播结束后，吉林康达组织对出售机器进行检修，保证使用者第二年可以正常使用，主要包括针对终端用户进行用后调试、防锈处理、更换易损件（三包期内）、征求意见及建议等，原则上实现对最新一季销售整机 100%覆盖。售后服务过程中，吉林康达收集整

理购机者使用意见或建议，持续完善播种机器设计，提高部件装配和整机装配的工艺质量，形成产销之间相互促进提高。2025年上半年，公司高端特色农机研发制造板块实现营收1.41亿元，同比增长20.53%，毛利率为38.19%，同比下降6.11pp。

图 17：公司高端特色农机研发制造板块营业收入及增速


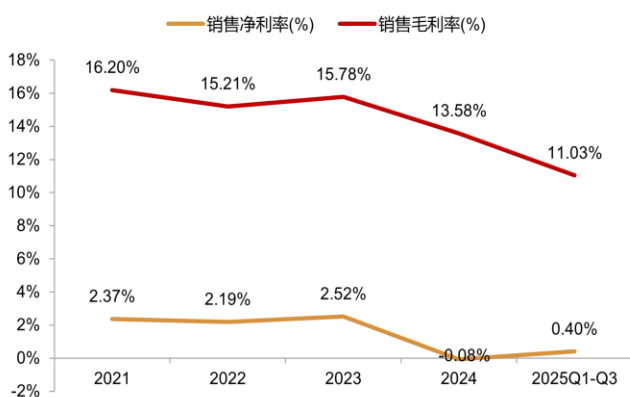
数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：公司高端特色农机研发制造板块毛利率


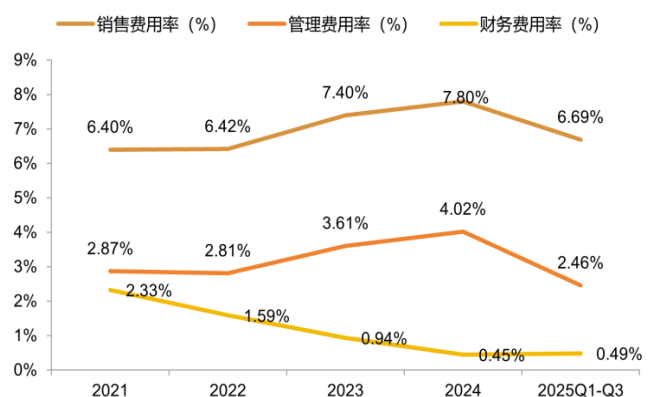
数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利能力整体呈下降态势，但财务费用率处于历史低位

2021年以来受国内主要粮食作物价格低位运行，导致农户购置农机和更新换代的需求减弱等影响，传统品类农机持续承压，公司的销售毛利率也基本处于下行态势，从2021年的16.20%下滑至2025年前三季度的11.03%，公司的销售净利率也同步从2021年的2.37%下滑至2025年前三季度的0.40%，但在农机产业结构持续调整的背景下，公司也加强应收账款管理，公司的财务费用率由2021年的2.33%降低至2025年前三季度的0.49%，未来随着公司逐步推进战略转型，效益进一步释放，公司的销售毛利率和销售净利率均有望改善。

图 19：公司销售毛利率和销售净利率


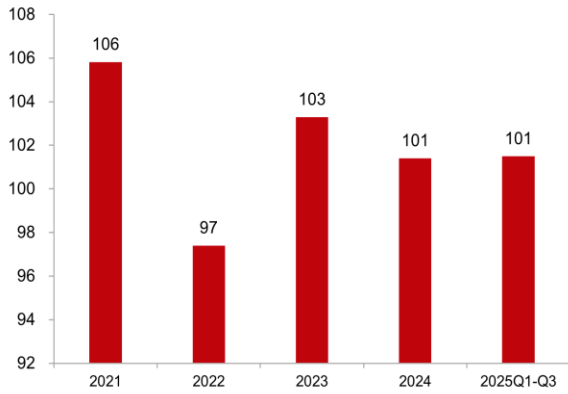
数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：公司期间费用率


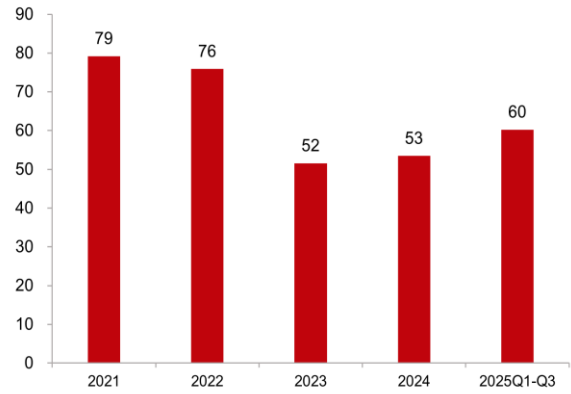
数据来源：Wind，西南证券整理

公司积极应对传统农机市场下滑的影响，适时调整主营业务品类、品牌组合，努力改善经营性现金流，并通过资金统筹规划，积极争取厂商信用支持，优化厂家的结算管理，提高公司的资金周转利用效率。从销售商品提供劳务收到的现金/营业收入这一指标来看，除了2022年约为97%，2021年以来，其余年份公司的销售商品提供劳务收到的现金/营业收入

长期保持在 100% 以上水平。未来，公司通过经营活动带来持续的现金流积累以及通过偿还债务带来的长期借款余额持续减少，有望使得公司资产负债率持续优化，进一步降低财务风险。

图 21：公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入 (%)


数据来源：Wind，西南证券整理

图 22：公司资产负债率 (%)


数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

1) 农机流通及其他业务方面，当前行业下游仍然承压，但考虑未来公司将在夯实现有业务的基础上，积极拓展新业务，重点推动低空业务实现区域深耕与战略升级，预计 2025-2027 年该业务营收同比+5%、+10%、+15%；毛利率分别约为 10%、10.5%、11%；

2) 农机研发制造方面，未来吉林康达将加大市场营销力度，大力拓展客户，并加强品牌管理和提升服务质量，使得用户更加青睐吉林康达的产品，因此预计 2025-2027 年该业务营收同比+20%、+22%、+25%；毛利率分别约为 38%、39%、40%。

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	2709.0	2868.3	3178.0	3678.1
	YoY	2.24%	5.88%	10.80%	15.73%
	营业成本	2341.0	2528.0	2777.9	3189.0
	毛利率	13.58%	11.87%	12.59%	13.30%
农机流通及其他业务	营业收入	2549.7	2677.2	2944.9	3386.7
	YoY	6.66%	5.00%	10.00%	15.00%
	营业成本	2247.1	2409.5	2635.7	3014.1
	毛利率	11.87%	10.00%	10.50%	11.00%
农机研发制造	营业收入	159.2	191.1	233.1	291.4
	YoY	-38.55%	20.00%	22.00%	25.00%
	营业成本	93.9	118.5	142.2	174.8
	毛利率	41.01%	38.00%	39.00%	40.00%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025/26/27 年营收分别为 28.7、31.8、36.8 亿元，归母净利润分别为 -0.3、0.1、0.2 亿元，EPS 分别为 -0.05、0.01、0.04 元，对应 PE 分别为 -、684、242 倍。公司是中国农机流通连锁企业和农机流通行业中唯一的上市公司，因此可比公司较少，我们选取农业机械行业中的一拖股份和低空经济行业中的中无人机作为可比公司，一拖股份主导产品涵盖“东方红”系列履带拖拉机、轮式拖拉机和柴油机共计 100 余个品种，中无人机则主要从事无人机系统的设计研发、生产制造、销售和服务，我们看好公司持续布局低空等业务所带来的盈利弹性，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
601038.SH	一拖股份	12.84	0.82	0.72	0.82	0.91	16	18	16	14
688297.SH	中无人机	51.79	-0.08	0.13	0.33	0.46	-647	398	157	113
平均值							-316	208	86	63
300022.SZ	吉峰科技	9.14	-0.06	-0.05	0.01	0.04	-147	-175	684	242

数据来源：Wind, 西南证券整理

6 风险提示

行业政策调整风险，市场竞争风险，低空经济业务不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2708.95	2868.29	3178.04	3678.06	净利润	-2.24	-25.79	6.61	18.67
营业成本	2341.05	2527.96	2777.91	3188.97	折旧与摊销	25.03	18.75	18.75	18.75
营业税金及附加	4.99	5.28	5.85	6.77	财务费用	12.32	12.66	17.43	15.60
销售费用	211.29	206.70	237.32	275.53	资产减值损失	-5.06	80.00	0.00	-80.00
管理费用	109.02	99.79	117.69	137.39	经营营运资本变动	42.14	-59.15	-135.94	-102.96
财务费用	12.32	12.66	17.43	15.60	其他	-19.70	-72.11	12.89	94.54
资产减值损失	-5.06	80.00	0.00	-80.00	经营活动现金流净额	52.49	-45.63	-80.26	-35.39
投资收益	0.21	0.33	0.34	0.34	资本支出	-3.35	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-17.95	-2.39	-3.53	-4.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-21.30	-2.39	-3.53	-4.12
营业利润	8.25	-63.77	22.18	134.13	短期借款	-37.25	-110.76	119.01	87.00
其他非经营损益	-0.40	0.00	0.00	0.00	长期借款	2.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	7.85	-63.77	22.18	134.13	股权融资	20.64	0.00	0.00	0.00
所得税	10.09	-37.98	15.57	115.46	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-2.24	-25.79	6.61	18.67	其他	-88.55	-11.38	-13.54	-12.48
少数股东损益	28.58	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-103.16	-122.13	105.47	74.52
归属母公司股东净利润	-30.81	-25.79	6.61	18.67	现金流量净额	-71.97	-170.15	21.68	35.00
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	370.93	200.78	222.46	257.46	成长能力				
应收和预付款项	530.56	584.04	630.32	732.01	销售收入增长率	2.24%	5.88%	10.80%	15.73%
存货	667.06	640.03	767.69	868.56	营业利润增长率	-90.22%	-872.96%	134.79%	504.67%
其他流动资产	14.81	8.12	8.99	10.41	净利润增长率	-103.35%	-1053.4%	125.63%	182.52%
长期股权投资	0.42	0.42	0.42	0.42	EBITDA 增长率	-63.53%	-170.96%	280.38%	188.68%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	129.26	113.20	97.14	81.08	毛利率	13.58%	11.87%	12.59%	13.30%
无形资产和开发支出	123.39	121.08	118.77	116.46	三费率	12.28%	11.13%	11.72%	11.65%
其他非流动资产	37.95	40.29	43.77	47.86	净利率	-0.08%	-0.90%	0.21%	0.51%
资产总计	1874.38	1707.96	1889.58	2114.26	ROE	-0.26%	-3.05%	0.77%	2.14%
短期借款	212.74	101.98	220.99	307.99	ROA	-0.12%	-1.51%	0.35%	0.88%
应付和预收款项	495.17	500.43	569.80	647.50	ROIC	-0.66%	-2.30%	1.20%	1.91%
长期借款	2.00	2.00	2.00	2.00	EBITDA/销售收入	1.68%	-1.13%	1.84%	4.58%
其他负债	291.52	257.47	243.73	284.93	营运能力				
负债合计	1001.42	861.88	1036.52	1242.41	总资产周转率	1.46	1.60	1.77	1.84
股本	494.24	494.24	494.24	494.24	固定资产周转率	21.23	23.66	30.22	41.28
资本公积	549.51	549.51	549.51	549.51	应收账款周转率	6.59	6.67	6.65	6.91
留存收益	-512.88	-538.67	-532.06	-513.39	存货周转率	3.51	3.81	3.89	3.85
归属母公司股东权益	536.06	509.17	516.16	534.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.40%	—	—	—
少数股东权益	336.90	336.90	336.90	336.90	资本结构				
股东权益合计	872.96	846.07	853.06	871.84	资产负债率	53.43%	50.46%	54.85%	58.76%
负债和股东权益合计	1874.38	1707.96	1889.58	2114.26	带息债务/总负债	21.44%	12.06%	21.51%	24.95%
					流动比率	1.63	1.73	1.63	1.55
					速动比率	0.94	0.96	0.86	0.83
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	45.60	-32.36	58.36	168.48	每股收益	-0.06	-0.05	0.01	0.04
PE	-146.61	-175.19	683.59	241.97	每股净资产	1.08	1.03	1.04	1.08
PB	8.43	8.87	8.75	8.44	每股经营现金	0.11	-0.09	-0.16	-0.07
PS	1.67	1.57	1.42	1.23	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	95.01	-135.65	76.80	26.89					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn