

一拖股份（601038）

国内拖拉机龙头，粮食安全+大型化带动盈利能力持续提升

买入（首次）

2024 年 10 月 22 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	12564	11534	12790	14437	16169
同比（%）	34.61	(8.20)	10.89	12.88	12.00
归母净利润（百万元）	681.05	997.02	1,168.71	1,337.86	1,566.24
同比（%）	55.42	46.39	17.22	14.47	17.07
EPS-最新摊薄（元/股）	0.61	0.89	1.04	1.19	1.39
P/E（现价&最新摊薄）	26.07	17.81	15.19	13.27	11.34

投资要点

■ 国内拖拉机龙头，降本增效再度起航

公司前身第一拖拉机制造厂成立于 1955 年，深耕拖拉机行业数十载，拖拉机龙头地位稳固。2018 年以来，公司降本增效成果斐然，盈利能力显著提升。（1）**产品结构方面**，公司清退小型拖拉机产能，聚焦中大马力拖拉机及其相关零部件，2022、2023 年公司中大轮拖市占率分别为 22%、19%，均处行业前列。同时，公司 2023 年中大轮拖销量占比达 40%，产品结构优化明显，进一步提高盈利能力。（2）**企业管理方面**，近年来公司淘汰落后产能，精简内部管理。公司管理/销售费用率由 2018 年的 8.1%/13.5%降至 2023 年的 2.1%/3.1%，分别下降 6.0pct/10.4pct。2024 年来下游需求有复苏迹象，2024H1 公司实现营收/净利润 78.1/9.2 亿元，同比增长 7.7%/20.3%，销售毛利率/净利率为 17.0%/11.8%，同比增长 1.2pct/1.2pct。

■ 拖拉机大型化高端化带动市场规模扩大，市场份额向头部集中

（1）市场空间来看，2016-2023 年我国农业机械市场规模从 2568 亿元提升至 5867 亿元，CAGR 达 10.9%，我们预计未来市场规模将持续提升。①需求：人口老龄化导致的农村劳动力短缺&粮食安全问题将长期推动农业机械需求上行。②供给：国家补贴、排放等政策利好中大拖生产厂商，2018-2023 年中大型拖拉机产量从 24 万台提升至 38 万台，CAGR 达 9.3%，产量占比从 43%提升至 69%，供给结构优化明显。在**保证同样生产效率的前提下，小拖更换为中大拖可有效减少人力投入，而成本将会有一定幅度的提升，带动市场规模扩大。**（2）行业格局来看，高标准农田、政策补贴、“国四”落地对拖拉机技术、质量提出更高要求，直接利好具备较强产品质量、研发能力的头部企业。2023 年拖拉机行业 CR2 达 43%，同增 12pct，CR5 达 59%，同增 8pct，行业向头部企业集中趋势明显。

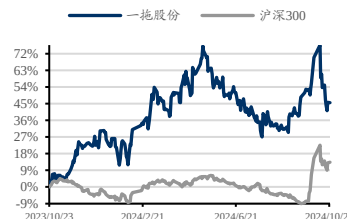
■ 高端大马力拖拉机龙头，受益产业大型化+出海趋势

公司系国内高端大马力拖拉机头部企业，受益国内拖拉机竞争格局大型化+高端化以及海外市场顺利拓展双重利好。（1）国内产业格局**高端化+大型化趋势明显**：当前市场拖拉机产品低端过剩、高端不足，在政策与市场双重驱动下，大型化、高端化产品日益见涨。公司系中大拖龙头，在动力换挡、无级变速等高端产品方面取得显著进展，中性预期下，我们认为到 2026 年公司国内中大拖营收将达 164.4 亿元。（2）海外需求开辟第二增长极：公司持续布局拖拉机出海，2019-2023 年公司出口收入 CAGR=35.41%，重点布局俄语区、南美、亚洲等区域。①俄语区：农业发达、需求量大，以中大型拖拉机为主，与公司中大拖为主营产品的格局相适配。②类中国市场：农业生产维持高增速，但机械化率低、发展前景广阔。

■ **盈利预测与投资评级**：我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 11.7/13.4/15.7 亿元，同比分别+17.2%/14.5%/17.1%，当前市值对应 PE 分别为 15/13/11 倍。公司作为国内中大型高端拖拉机龙头，有望在农业机械大型化&高端化趋势中率先受益，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示**：行业竞争加剧，国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.94
一年最低/最高价	11.15/20.49
市净率(倍)	2.47
流通 A 股市值(百万元)	11,663.38
总市值(百万元)	17,910.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.44
资产负债率(% ,LF)	47.45
总股本(百万股)	1,123.65
流通 A 股(百万股)	731.71

相关研究

内容目录

1. 一拖股份：紧跟大型化趋势，拖拉机龙头提效再起航	5
1.1. 拖拉机行业领军者，深耕市场面向高端	5
1.2. 盈利能力大幅提升，海外营收增速亮眼	7
1.3. 公司高管技术背景深厚，高研发投入带动技术创新	10
2. 农机行业：行业长期稳中向好，大型化、高端化趋势明显	12
2.1. 我国农业机械总体量稳步提升	12
2.1.1 长期来看，机器替人+粮食安全问题推动农业机械需求稳步提升	12
2.1.2 短期来看，粮价+补贴刺激农机板块上行，国四负面影响逐渐消退	14
2.2. 行业竞争格局：中大拖占比逐渐提升，行业竞争格局持续优化	16
2.2.1. 行业格局：补贴政策推动行业向头部企业集中	16
2.2.2. 发展趋势：差异化政策加速拖拉机大型化转型	16
2.3. 未来空间：国内存量更新&出口增量，行业增长	20
2.3.1. 国内：行业长期稳中向好，需求持续复苏	20
2.3.2. 海外：市场空间广阔，出口增速有望持续增长	21
3. 成长性分析：大马力高端拖拉机龙头，盈利能力持续优化	23
3.1. 中大拖领域龙头，竞争格局改善+高端技术突破助力公司竞争力升级	23
3.1.1. 中大型拖拉机龙头地位稳固，受益于拖拉机大型化趋势	23
3.1.2. 实现先进换挡变速技术突破，助力公司进军高端化拖拉机市场，	25
3.1.3. 中大拖行业高壁垒，筑公司拖拉机产品护城河	27
3.2. 海外需求旺盛，拖拉机出口开辟第二增长极	28
3.2.1. 俄罗斯：地缘冲突带来中资替换空间，中大型拖拉机出口比例飞跃式提升	29
3.2.1. 其他地区：类中国市场农业机械化率低，拖拉机景气度高市场空间广阔	31
4. 盈利预测与投资评级	32
4.1. 盈利预测	32
4.2. 投资建议	33
5. 风险提示	33

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司产品矩阵.....	6
图 3: 公司股权结构（截至 2024/6/30）.....	6
图 4: 2008 年至今公司营收呈周期波动.....	7
图 5: 2008 年至今我国农机购置补贴情况（亿元）.....	7
图 6: 农业机械为公司主要收入来源（未剔除内部交易）.....	7
图 7: 2019-2024H1 海外营收持续增长.....	8
图 8: 2023 年公司海外营收结构.....	8
图 9: 2019-2023 年归母净利润 CAGR 为 101.0%.....	8
图 10: 2019 年以来公司盈利能力持续修复.....	8
图 11: 公司费控能力持续优化.....	9
图 12: 各类人员减少从而实现费用降低（单位：人）.....	9
图 13: 公司秉持稳健经营策略，经营性现金流保持稳定.....	9
图 14: 公司净现比处于行业较高水平.....	9
图 15: 公司研发投入呈上升趋势.....	10
图 16: 公司与潍柴雷沃研发人员占比行业领先.....	10
图 17: 截至 2024 年 4 月 26 日公司发明专利达 173 件.....	11
图 18: 大型化、高端化专利成果显著.....	11
图 19: 我国农机市场体量稳步增长.....	12
图 20: 我国农机总动力不断提升.....	12
图 21: 人口老龄化问题显现，农业机械化成刚需.....	13
图 22: 粮食进口依存度高（亿吨），粮食安全问题凸显.....	13
图 23: 2023 年江苏省、福建省与全国农业机械化率.....	13
图 24: 江苏省、福建省粮食单位面积产量（公斤/公顷）.....	13
图 25: 中国农业机械化程度仍较低.....	14
图 26: 我国地形以山地丘陵为主，平原(宜耕)面积较小.....	14
图 27: 中大拖销量与土地现金收入相关性显著.....	15
图 28: 近年拖拉机补贴力度不断向高端化大型化倾斜（补贴额：栏中数字取补贴比例或补贴数字的较小值）.....	15
图 29: 中大型拖拉机产量占比持续提升（万台）.....	15
图 30: 补贴系统内轮式拖拉机企业数量变化（家）.....	16
图 31: 2023 年国内拖拉机销量占比情况.....	16
图 32: 大中型轮式拖拉机行业品牌竞争格局.....	18
图 33: 2013-2023 中国拖拉机产量（万台）.....	19
图 34: 2013-2024H1 中国拖拉机产量结构.....	19
图 35: 2023 年全球拖拉机销量约 220 万台.....	21
图 36: 2023 年全球各国拖拉机销量占比（不含小拖）.....	21
图 37: 2020 年欧美日印地区各拖拉机企业市占率.....	22
图 38: 2023 年我国各型号拖拉机出口情况（亿元）.....	22
图 39: 2020-2023 年中国轮式拖拉机出口金额（亿元）.....	23
图 40: 2020-2023 年中国轮式拖拉机出口均价（万元/台）.....	23
图 41: 公司拖拉机产品收入规模领先市场（单位:亿元）.....	23

图 42:	公司销量常年位居市场前列 (单位:万台)	23
图 43:	一拖产品结构显著优于同行 (沃得数据为 2022 年, 其余公司为 2023 年)	24
图 44:	全行业中大拖占比逐年提升, 公司龙头地位稳固	24
图 45:	2020-2022 年市场主要拖拉机品牌分马力段均价 (单位:元)	25
图 46:	公司中大拖占比高, 均价远高于友商 (单位:万元)	25
图 47:	公司零部件自制率高, 毛利率与钢价呈负相关	25
图 48:	除 2021 年受钢价影响外, 公司毛利率显著优于友商	25
图 49:	一种动力换挡 (AT) 结构示意图	26
图 50:	一种无级变速 (CVT) 结构示意图	26
图 51:	公司大马力动力换挡自动驾驶拖拉机 LF2204-E	26
图 52:	公司大马力无级变速产品 LW3204 小批量交付	26
图 53:	公司大马力 AT/CVT 产品对标全球拖拉机龙头	27
图 54:	预计公司未来市占率将持续提升, 带动公司量价齐升	28
图 55:	2019-2023 年公司出口收入 CAGR 35.4%	28
图 56:	2023 年公司出口收入分区域占比	28
图 57:	俄乌冲突后中国拖拉机出口俄罗斯数量和金额显著提升	29
图 58:	2021-2023 年中国出口俄罗斯拖拉机数量 CAGR 为 30.5%	29
图 59:	中国出口俄罗斯中大拖数量占比显著提升 (台)	30
图 60:	俄罗斯进口拖拉机平均单价逐年提升 (美元/台)	30
图 61:	以俄罗斯为例, 预计未来在俄语区仍有较大增量空间	31
图 62:	截至 2022 年亚非拉地区农业生产总值指数增速较快	32
图 63:	2023 年以越南为例, 东南亚农业机械化率仍处于较低水平	32
图 64:	一拖股份营业总收入拆分 (剔除内部交易后)	33
图 65:	可比公司估值表 (截至 2024 年 10 月 21 日)	33
表 1:	公司核心高管技术背景深厚	10
表 2:	国家政策引导拖拉机行业向大型化方向发展	17
表 3:	补贴政策推动行业结构优化	17
表 4:	“国四”较“国三”排放标准差异	18
表 5:	国内拖拉机行业空间测算 (企业角度)	21

1. 一拖股份：紧跟大型化趋势，拖拉机龙头提效再起航

1.1. 拖拉机行业领军者，深耕市场面向高端

深耕拖拉机行业数十载，中大型拖拉机龙头地位稳固。公司前身为成立于 1955 年的第一拖拉机制造厂，是我国“一五”期间兴建的 156 个国家重点项目之一，填补国产拖拉机行业空白。一拖股份经改制后成立于 1997 年，同年在港交所上市，2012 年在上交所上市，借助“A+H”平台资本力量扩张核心产能、提高竞争力。经过数十年的发展，一拖股份成为技术领先、定位高端的中大型拖拉机头部厂商，2022/2023 年国内中大拖市占率分别为 22%/19%，龙头地位稳固。此外，公司持续推进国际市场开拓，深耕俄语区和南美市场，2023 年拖拉机产品出口销量同比增长 43%。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

聚焦核心业务&关键零部件自制，全产业链成本优势明显。公司主要从事农业机械、动力机械及相关零部件产品的研发、制造和销售。①**农业机械（2023 年主营业务收入占比 88%）**：主要包括轮式拖拉机和履带式拖拉机。根据行业需求变化，公司大力推进资源整合和对亏损业务及低效资产的处置，2019 年起调整战略定位至中大拖，成功扭亏为盈并实现连续增长。②**动力机械及零部件（2023 年主营业务收入占比 12%）**：柴油机为拖拉机的核心零部件，成本占比超 30%。公司可自主生产涵盖 2L 到 12L 排量、10kW 到 450kW 功率的非道路用柴油机以及与其配套的缸体、曲轴、喷油泵、喷油嘴等，实现动力机械业务与农业机械业务的深度协同，全产业链成本优势明显。

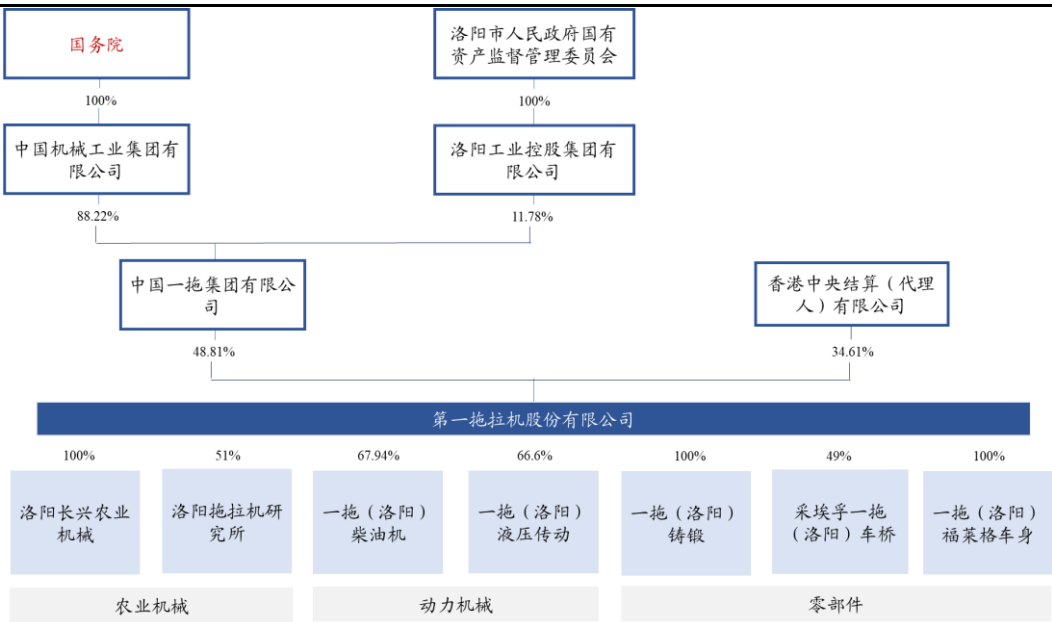
图2：公司产品矩阵

系列	产品	用途情况	主要产品	特点	示意图
农业机械 (2023年 收入占比 88%)	轮式拖拉机	适用于旱田、水田、果园、 大棚等不同作业环境	东方红LX1600-M轮式拖拉机：旱田一般用途拖拉机，采用自主研发的智能组合仪表。	动力强劲，油耗低；对发动机和整机的运行状况可实现实时监控；满足长时间作业。	
			东方红-LX904(G4)拖拉机：多用途拖拉机，采用12+12模式换挡传动系，可增加智能化模块功能。	具有智能导航，定速巡航；液压电控后提升，可实现配套机具一键提升功能。	
	履带拖拉机	拥有较好的土壤附着性，适于土壤潮湿及松软地带使用	东方红CH1002型履带拖拉机：差速转向型履带拖拉机，采用东方红4A系列国四高压共轨发动机。	不受离合器切断动力影响，随时实现原地掉头模式；轮系采用新型密封结构，防水性能好。	
			东方红C1402(G4)型履带拖拉机：装配橡胶履带或加宽型履带，满足各种地形作业需求。	采用自主研发的组合数字仪表及性能监视系统，实时监测发动机等工作参数，实现故障诊断功能，组合灯开关集成一体控制。	
动力机械	产品系列	以拖拉机、收获机等农业机械配套为主，也可为工程机械、船舶、发电机组等提供配套	配套工程机械系列：根据主机配置需求，可提供电控单体泵和高压共轨产品。	高压共轨机型配置博世共轨燃油喷射系统，并根据非道路领域的特殊作业环境和作业特性要求，进行二次匹配开发。	
	发电机组		“东方红”系列拖车电站：按GB2819-1995《交流工频移动电站通用技术条件》精心设计和制造。	功率范围15KW~500KW，移动电站可根据用户的实际功率要求，分两轮与四轮、单轴及双轴结构。	
零部件	铸件产品	为农业机械产品配套（铸钢件、齿轮、变速箱等），以及为动力机械产品配套（缸体、曲轴、喷油泵等）	各种灰铸铁件和球墨铸铁件、锻件及成品零部件、成品零部件：为农机、动力机械、工程机械等配套生产	在铸造、锻造、机加方面均具备先进设备与相应的生产线。	
	齿轮		直齿圆柱齿轮、斜齿圆柱齿轮等：最大加工直径1250mm，具备年产6级精度齿轮（轴）100万件的能力。	具备东方红大、中马力轮式拖拉机和柴油机全配套齿轮件配套能力，具有多品种柔性热处理能力。	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

母子公司技术联动高效，上下游垂直布局协同效应凸显。公司母公司为中国一拖集团有限公司，实控人为国资委旗下的国机集团，截至2024年6月30日实控人持股43.1%，股权高度集中。国机集团由原机械工业部 70 多家科研设计院所、装备制造和工贸企业沿革发展而来，研发能力强、产业链优势突出，为公司带来先进技术研发基因，为公司研发赋能。此外，公司控股子公司涵盖拖拉机生产所需要的柴油机、液压传动、铸件、车身等部件，形成了庞大立体的上下游协同格局。

图3：公司股权结构（截至 2024/6/30）

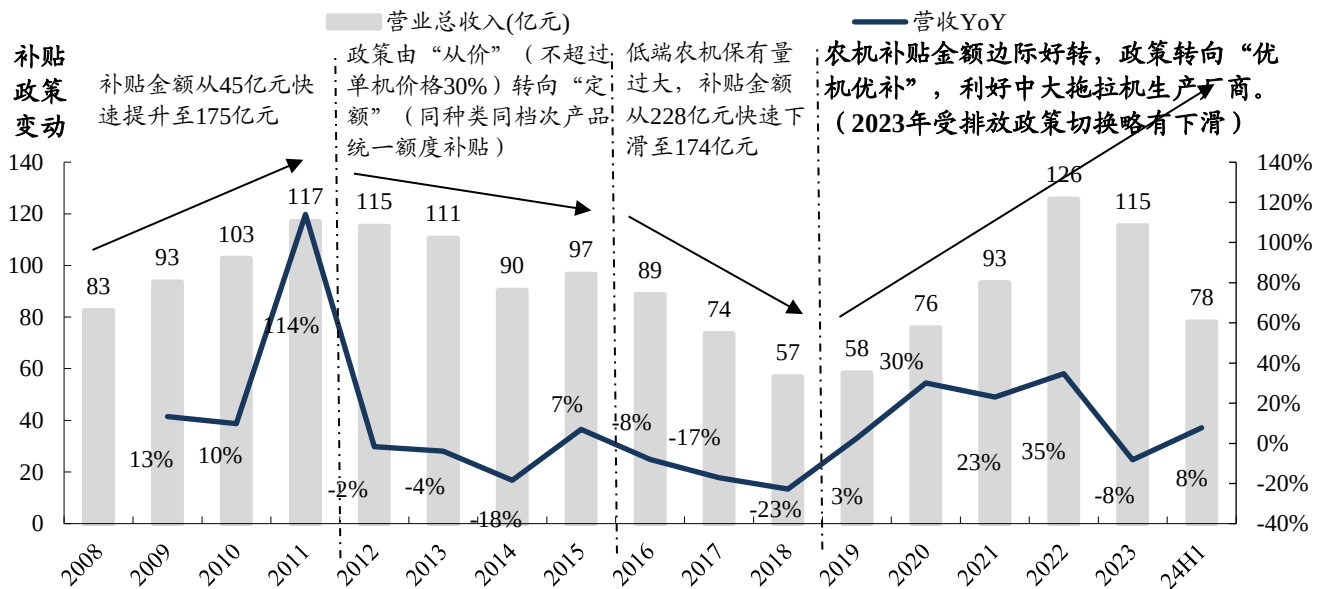


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 盈利能力大幅提升，海外营收增速亮眼

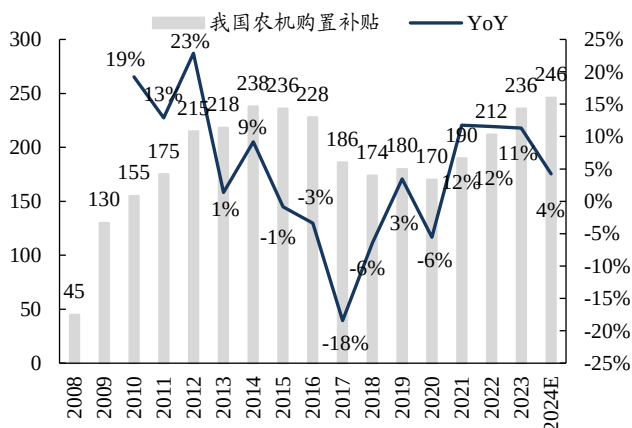
农业机械为公司主要收入来源。公司营收从2008年的82.5亿元增长至2023年115.3亿元，年复合增速2.3%，呈现周期波动态势：**①2008-2011：**公司收入快速增长主要受益于农机补贴投入加大，拖拉机购置需求旺盛；**②2012-2015：**2011年农机补贴由“从价”转向“定额”，头部厂商由于同类机型中售价显著较高，销量受到冲击。**③2016-2018：**由于低端拖拉机保有量过多，补贴金额快速下降，需求增长动力不足，公司收入下滑明显；**④2019-2023：**一方面受益于农机补贴投入边际回暖，另一方面得益于公司高价值量的大拖占比提升，行业向上+公司结构优化共振，公司期间内收入CAGR达到18.6%。分产品看，农业机械为公司主要收入来源（未剔除内部交易时约80%），农机补贴导致的拖拉机销量周期是公司营收波动的主要原因。

图4：2008年至今公司营收呈周期波动



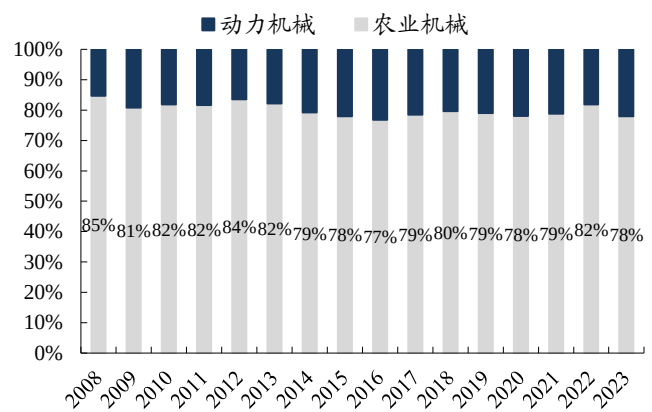
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2008年至今我国农机购置补贴情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

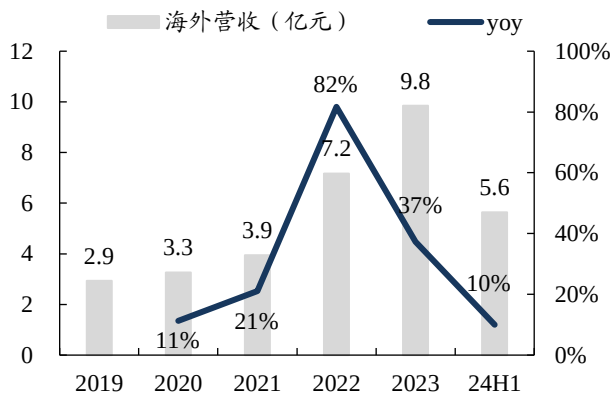
图6：农业机械为公司主要收入来源（未剔除内部交易）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

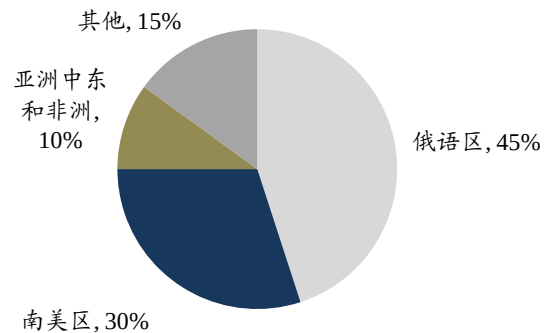
渠道布局初显成效，海外营收持续增长。公司对出口销售渠道的持续建设、较高的性价比以及因地制宜的产品销售策略，2019 年起公司海外营收持续增长，2023 年实现海外营收 9.85 亿元，同比增长 37%，营收占比提升至 8.5%，2019-2023 年海外营收 CAGR 为 35.4%，呈现高速增长态势。分区域看，俄语区和南美地区为核心出口区域，2023 年俄语区/南美区销量占比分别为 45%/30%。同时，公司积极开拓东南亚、中东欧和非洲等增量市场，出口结构逐渐优化。

图7：2019-2024H1 海外营收持续增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

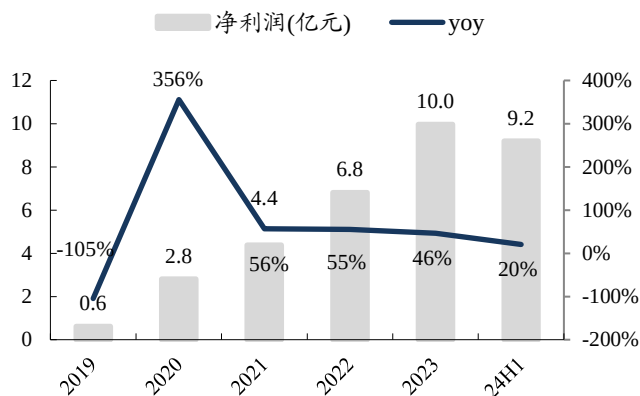
图8：2023 年公司海外营收结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

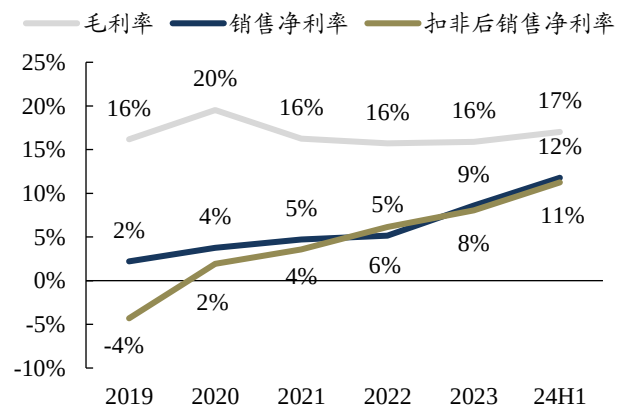
2019-2023 年归母净利润 CAGR 为 101%，盈利能力持续修复。2011-2018 年，国内拖拉机行业处于漫长的市场收缩阶段，市场无序竞争严重影响公司盈利能力。公司始终坚持产品力优先，行业下行期间主动清退部分亏损资产，并于 2019 年实现扭亏为盈。2019-2023 年公司归母净利润从 0.61 亿元增长至 9.97 亿元，CAGR 达 101.0%，远超同期收入增速。2019-2023 年公司销售净利率从 2.2%提升至 8.6%，扣非净利率从-4.3%提升至 8.0%，盈利能力显著修复。拆分来看，公司毛利率较为稳定，净利率的修复主要来自费用端和减值计提端的改善。

图9：2019-2023 年归母净利润 CAGR 为 101.0%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

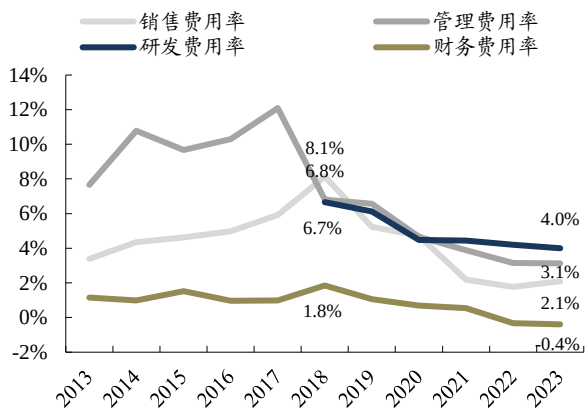
图10：2019 年以来公司盈利能力持续修复



数据来源：Wind，东吴证券研究所

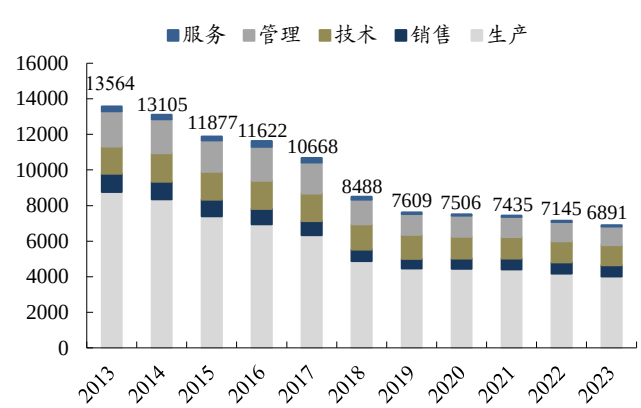
费控能力显著增强，盈利释放更为充分。2013年起，由于行业周期下行、竞争格局恶化，公司为提高生产效率、精简管理流程，较大幅度减少公司生产、管理人员数量，较大幅度改善公司费用指标。2019年起，公司费用率大幅降低并持续改善。2023年，公司销售/管理/研发/财务费用分别同比下降0.32/0.01/0.21/0.06pct，合计贡献净利率同增0.6pct。

图11：公司费控能力持续优化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

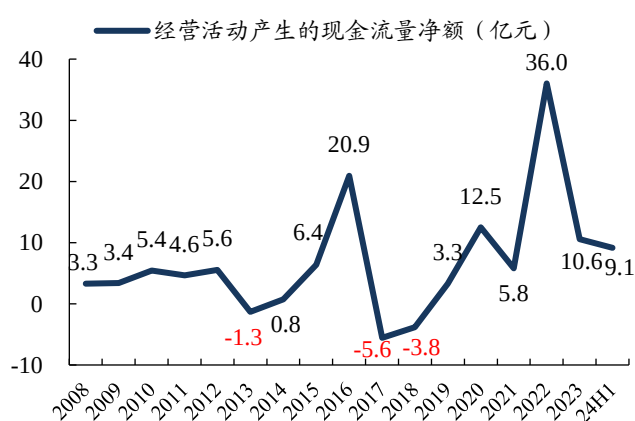
图12：各类人员减少从而实现费用降低（单位：人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

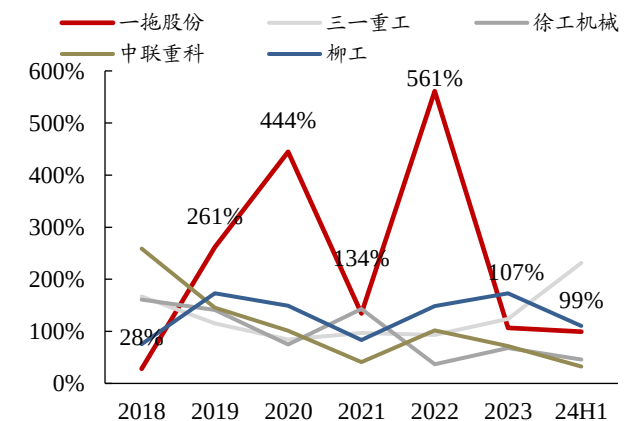
秉持稳健经营策略，经营现金流量稳定。从现金流角度来看，公司风险把控能力较强，回款风险较小。除2013、2017、2018年因公司经营产生较大波动导致现金流亏损外，经营性现金流始终处于稳健区间。自2019年实现扭亏为盈以来，公司净现比始终大于100%，明显高于机械行业其他优质企业，盈利质量处于行业较高水平。

图13：公司秉持稳健经营策略，经营性现金流保持稳定



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：公司净现比处于行业较高水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 公司高管技术背景深厚，高研发投入带动技术创新

核心高管团队技术背景深厚，公司研发动力较强。公司核心管理层均为科班出身，拥有工学学士、硕士或博士学位，具备多年一线技术研发经验，技术背景深厚。公司外有国机集团强研发能力、产业链优势支撑，内部始终重视技术创新和研发投入，有望率先打破欧美企业对高端农机的垄断局面，进一步提升公司核心竞争力。

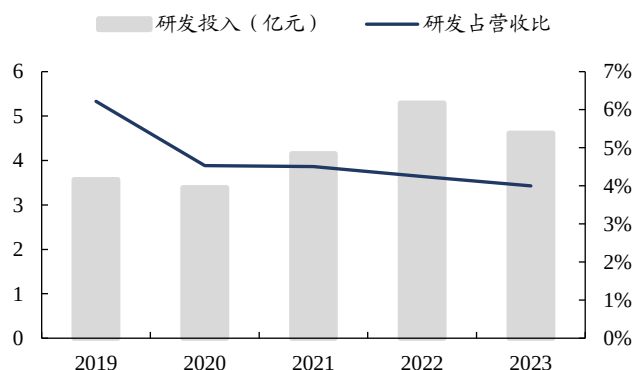
表1: 公司核心高管技术背景深厚

姓名	职位	介绍
刘继国	董事长 执行董事	教授级高级工程师，第十四届全国人大代表。现任本公司董事长、董事会战略、投资及可持续发展委员会主席、董事会提名委员会委员，中国一拖党委书记、董事长。刘先生先后就读于东北重型机械学院和江苏大学，获颁工学学士和工程硕士学位，在企业管理、生产经营及财务管理等方面拥有丰富的经验。
魏涛	总经理 执行董事	教授级高级工程师，现任本公司执行董事、总经理，中国一拖党委副书记。历任公司第三装配厂副厂长、质量工程中心副主任、公司科技发展部副部长、质量部部长等职。魏先生毕业于东北农业大学，拥有工学学士学位，在生产制造、技术质量管理及人力资源管理等方面拥有丰富经验。
张治宇	非执行董事	教授级高级工程师、高级国际商务师，享受国务院政府特殊津贴，现任本公司非执行董事、董事会审核委员会委员，现任中国一拖董事、中国福马机械集团有限公司董事，曾任中设江苏机械设备进出口公司副总经济师、进口分公司经理、江苏苏美达贸易公司总经理等职。张先生毕业于河北机电学院，获颁工学学士学位，张先生在机械制造、国际贸易及企业管理方面有丰富经验。
方宪法	非执行董事	中国农业机械化科学研究院首席专家，享受国务院政府特殊津贴，现任本公司非执行董事、董事会战略、投资及可持续发展委员会委员，中国农业机械化科学研究院总工程师、研究员、博士生导师，中国一拖董事。方先生曾任中国农业机械化科学研究院副院长、副总工程师等职。方先生先后就读于北京农机学院、中国农业大学，获颁工学博士学位。方先生在农业机械、农业工程及企业管理等方面拥有丰富经验。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

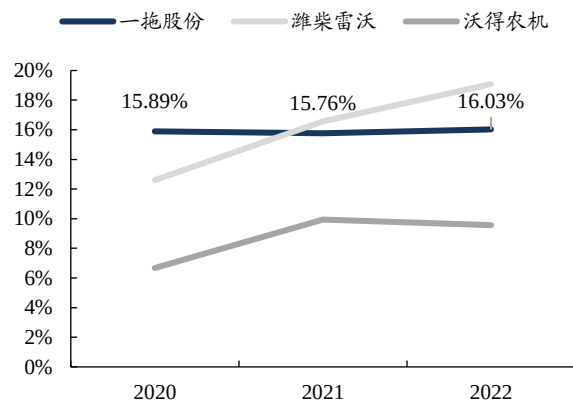
高度重视研发投入，有望建立技术“护城河”。2019年来，尽管市场环境不断变化，公司依然保持对研发的高度重视，研发投入呈现稳步增长的态势。具体来看，2019-2023年，公司研发投入从3.57亿元提升至4.61亿元，CAGR达9.0%，研发人员数量占比维持在16%。公司持续加大研发投入和技术人员培养，有望在农机高端化、大型化趋势中实现突破，形成技术壁垒。

图15: 公司研发投入呈上升趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

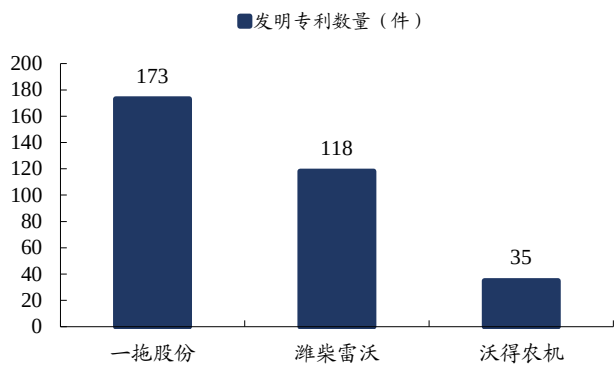
图16: 公司与潍柴雷沃研发人员占比行业领先



数据来源：潍柴雷沃招股书，沃得农机招股书、公司年报，东吴证券研究所

发明专利数量领先，大型化、高端化成果显著。公司在高端技术领域已处于领先地位。根据中国农业机械化信息网 2024 年 4 月 26 日数据，公司获得拖拉机行业发明专利 173 件，较大幅度领先其余头部企业。公司在大型化、高端化专利方面进展较快，多个项目整体技术能力已达国际先进水平。

图17：截至 2024 年 4 月 26 日公司发明专利达 173 件



数据来源：中国农业机械化信息网，东吴证券研究所

图18：大型化、高端化专利成果显著

专利名称	专利号	介绍
无级变速传动系统在线检测关键技术及装备专利	CN20172053239.0.1	创新开发了无级变速传动系统在线检测装备，突破了动态扭矩等多项参数的多传感融合检测技术，自主构建了无级变速拖拉机传动系统试验检测体系，成果填补了无级变速拖拉机传动系统在线检测的空白，整体达到了国际同类装置的先进水平，其中前驱加载技术达到了国际领先水平。
大马力拖拉机机液复合无级变速系统关键技术及应用	CN20171025311.3.8	创新开发了适用于大马力拖拉机HMCVT的湿式离合器，解决了大马力拖拉机无级变速传动系统自主研发面临的设计、制造、试验和控制等技术难点，填补了国内全程连续无级变速的空白，该成果技术复杂度、创新难度大，达到国际先进水平。
重型自动动力换挡技术及产业化应用	CN20171025311.4.2	创新开发了260-320马力系列化重型自动换挡传动系统，应用于东方红LF3204重型自动动力换挡拖拉机产业化开发，实现了重型自动动力换挡传动技术自主可控，该成果先进实用，达到国际先进水平。
拖拉机动力换挡和无级变速技术	CN20171025311.3.8	采用了湿式离合器控制变速箱换挡，通过TCU（变速箱控制单元）和液压控制系统实现传动系统的不同断换挡和换向操作。这种技术可以在拖拉机带负载工作时变换不同的挡位，换挡过程中动力不中断，大大降低了操作难度和劳动强度，同时提高了作业质量，从而实现了作业效率的提升。

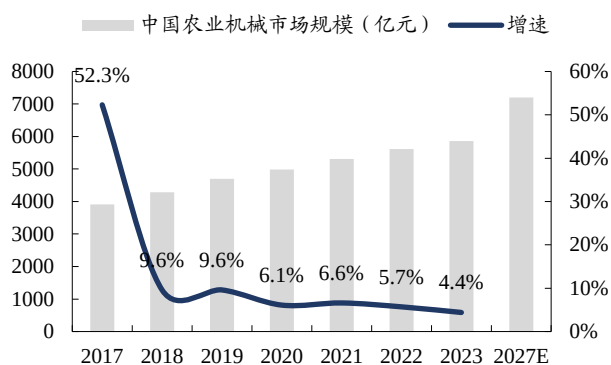
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 农机行业：行业长期稳中向好，大型化、高端化趋势明显

2.1. 我国农业机械总体量稳步提升

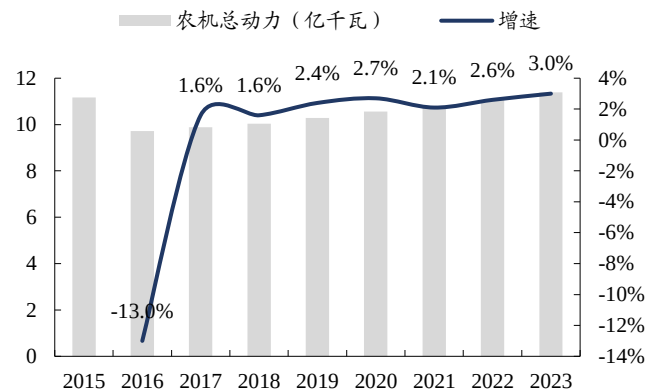
中国农业机械总体量稳健上行。近年来，我国农业机械行业规模不断增长，2016-2023 年中国农业机械市场规模从 2568 亿元提升至 5867 亿元，预计 2027 年将达到 7196 亿元。中国农机总动力基本呈现稳步提升趋势，2016 年前后受农机补贴定额下调、粮价下跌、国三切换等影响，农机行业增速持续放缓，拖拉机市场整体下滑明显、小型农机大量报废出现短暂下滑；整体来看，总体量呈逐年上行趋势。截止至 2023 年底，我国农机总动力高达 11.39 亿千瓦。

图19：我国农机市场体量稳步增长



数据来源：Wind，中国农业农村部，东吴证券研究所

图20：我国农机总动力不断提升

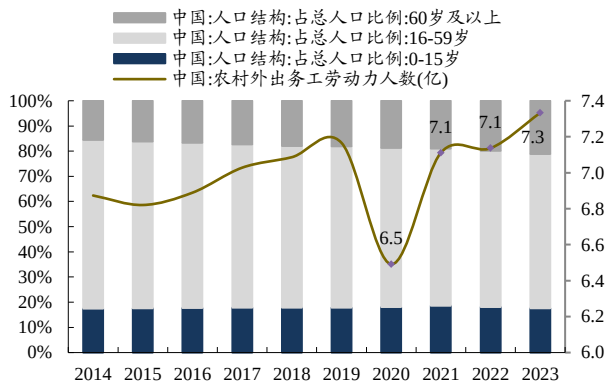


数据来源：Wind，中国农业农村部，东吴证券研究所

2.1.1 长期来看，机器替人+粮食安全问题推动农业机械需求稳步提升

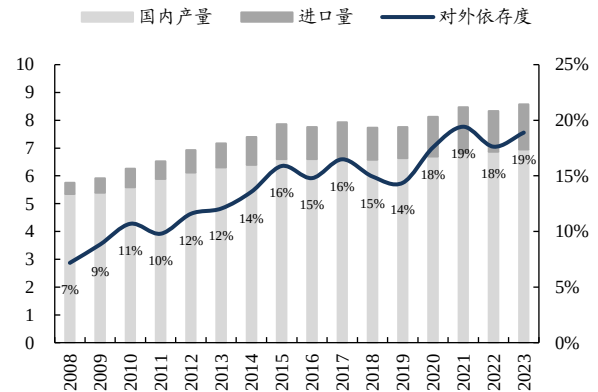
农村人口劳动人口下滑推动机器替人需求，粮食安全问题背景下农业机械化重要性再上新台阶。（1）机器替人需求日益显著：我国人口老龄化比例逐渐提升，农村外出务工人员人口上升趋势显著，农村务农劳动力人口数量下滑，机器替人需求凸显；（2）粮食安全问题提高重要性：我国粮食综合对外依存度从2008年的7%提升至2023年约19%。我国对粮食安全问题重视程度只增不减。当前粮食对外依存度较高，降低依存度的关键在于提高我国现有农田单位面积粮食产量，而农业机械化率以及高端化、大型化农机的推广是有效提升单位面积产粮效率的关键因素。在这样的背景下，解决农业机械化率以及高端化、大型化农机需求成为亟待解决的问题。

图21: 人口老龄化问题显现, 农业机械化成刚需



数据来源: Wind, 中国农业农村部, 东吴证券研究所

图22: 粮食进口依存度高(亿吨), 粮食安全问题凸显

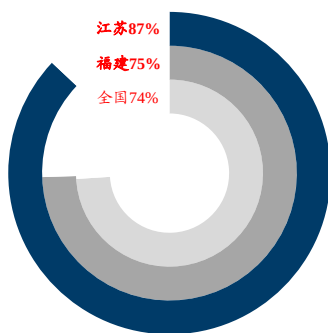


数据来源: Wind, 中国农业农村部, 东吴证券研究所

关键因素 1: 农业机械化率与单位面积粮食产量正相关。

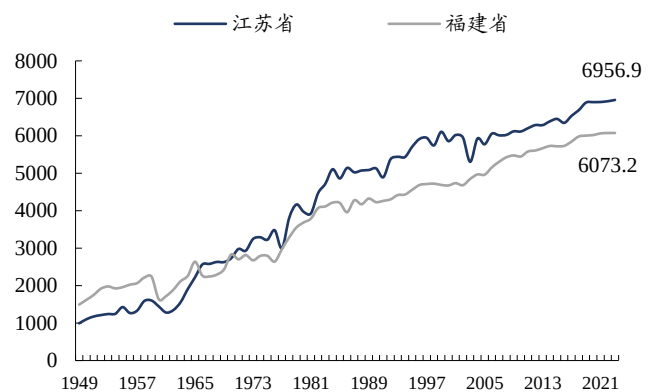
农业机械化率与粮食单位面积产量显著正相关, 机械化率成提升粮食产量关键指标。以我国纬度与气候相近的江苏、福建二省为例, 截至 2023 年, 江苏省整体农业机械化率高达 87%, 领先福建省 (75%) 约 12pct, 而从历史单位面积粮食产量数据来看, 江苏粮食单位面积产量持续领先福建省。在其他环境基本相同的情况下, 农业机械化率与粮食产出效率呈正相关, 因此粮食需求直接映射农业机械需求。

图23: 2023 年江苏省、福建省与全国农业机械化率



数据来源: 各省份农业农村部, 东吴证券研究所

图24: 江苏省、福建省粮食单位面积产量 (公斤/公顷)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

关键因素二：我国农业机械化率较低、质量较差，高端化大型化农机不足。

我国农业机械总量大，但较发达国家机械化率较低、质量较差，仍有较大成长空间。

截至 2023 年，我国农作物耕种收综合机械化率达 74%，而欧美发达国家该比例则高达 95%以上；我国农业劳动人口占比高达 35%，人均耕地面积仅欧美 1/5~1/4，单位面积拖拉机数量不及美国 1/3、欧洲 1/8，我国在机械化率与耕作效率上与发达国家仍有较大差距。

资源禀赋来看，欧洲与美国的农业机械发展对我国具有参考意义。

（1）欧洲：以意大利为例，意大利土地结构与我国大致类似，山地、盆地等欠适宜耕作土地占比超 70%，而意大利基本实现农业机械化全覆盖主要由于已经实现了精细化农场建设，**类比我国的高标准农田建设**。在我国山地、丘陵等地区完成高标准农田改造之后，可机械化种植面积将大幅提升，扩张农机需求敞口。高端小型化农机在山地丘陵地区更具可操作性，我国目前山地丘陵地区以人工以及落后农机为主，**高端化机型不足**。

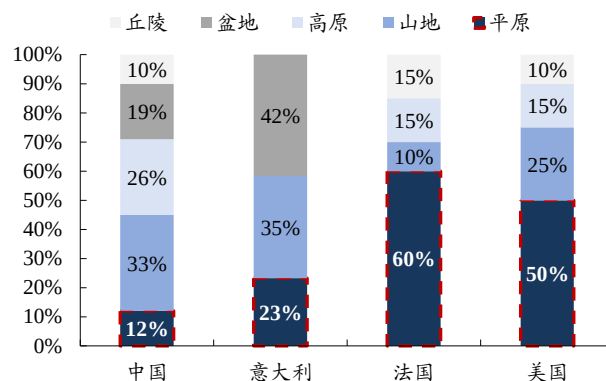
（2）美国：美国平原占地形比例达 50%，土地禀赋较好、多集中化大型农场。我国平原面积低于美国，耕地质量总体较美国更差、粮食需求量更大，可集中化耕种地区更应加以高效利用，而**大型化农机是提升生产效率的关键**。我国目前**高端化大型化农机比例较低**，仍有较大发展空间。

图25：中国农业机械化程度仍较低

国家和地区	农业劳动力占人口比例	人均耕地面积（公顷）	拖拉机数量/每 100 平方公里（台）	农场机械化率
中国	35%	0.09	83.7	55.00%
美国	3%	0.48	256.8	>95%
欧洲	4%	0.36	688.7	>95%
日本	3%	0.03	4532.1	70%
俄罗斯	14%	0.84	-	85%
印度	49%	0.12	129.9	40%
巴西	15%	0.27	-	75%

数据来源：各省份农业农村厅，东吴证券研究所

图26：我国地形以山地丘陵为主，平原(宜耕)面积较小

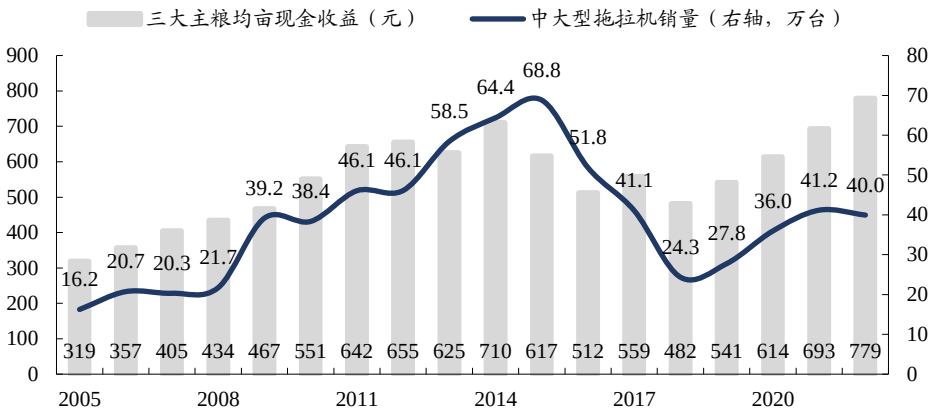


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.1.2 短期来看，粮价+补贴刺激农机板块上行，国四负面影响逐渐消退

粮价影响农民收益从而最终传导至农机需求。粮价直接影响农民收入，而农民收入最终将反馈至设备端的农业机械需求，高粮价→高收入→农机新增/换新意愿提升。以拖拉机为例，2014 年国内三大主粮亩均现金收益达阶段峰值，次年中大型拖拉机产量达阶段峰值，二者相关性显著。

图27：中大拖销量与土地现金收入相关性显著



数据来源：Wind，国家统计局，全国农产品成本收益资料汇编，东吴证券研究所

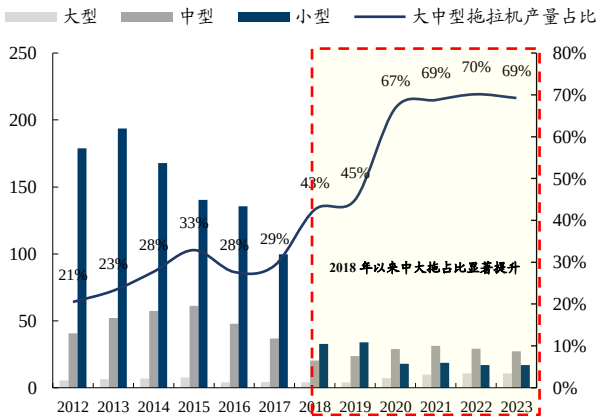
补贴是拖拉机销量关键催化剂，当前补贴政策逐步倾向中大拖有效改善行业结构。2018 年以来，补贴政策向大型化转型趋势明显，拖拉机产品结构发生较大变化，中大型拖拉机产量占比提升明显，从 2018 年占比 43%提升至 2023 年近 70%，**2024 年开启新一轮农机购置补贴**，新一轮补贴政策进一步强调优机优补，降低或取消落后机型补贴、提高高端化大型化农机补贴比例，优化农机行业发展格局。中大拖拉机单车价值量较高，中大拖需求提升拉动农机行业市场容量扩大，带来新一轮上升周期。

图28：近年拖拉机补贴力度不断向高端化大型化倾斜
(补贴额：栏中数字取补贴比例或补贴数字的较小值)

拖拉机档位	2018~2020	2021~2023	2024~2026
20 马力以下	30%或 5 万元	15% ↓	10% ↓
20~50 马力	30%或 5 万元	15% ↓	10%~15% ↓
50~80 马力	30%或 5 万元	15% ↓	10%~15% ↓
80~100 马力	30%或 5 万元	15% ↓	10%~15% ↓
100~160 马力	15 万元	15 万元	10 万元 ↓
60~200 马力	15 万元	15 万元	10 万元 ↓
200 马力以上	25 万元	25 万元	25 万元
动力换挡/无级变速	未单独列出	35%	35%
新能源	未单独列出	35%	35%

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图29：中大型拖拉机产量占比持续提升（万台）



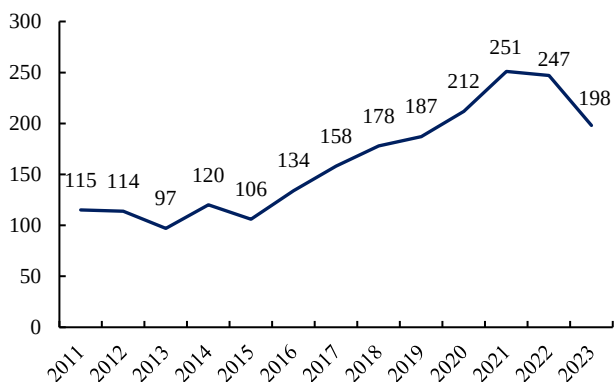
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

2.2. 行业竞争格局：中大拖占比逐渐提升，行业竞争格局持续优化

2.2.1. 行业格局：补贴政策推动行业向头部企业集中

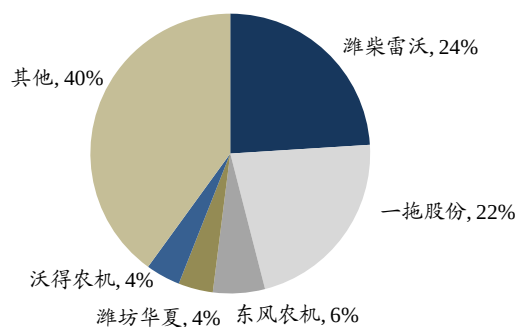
补贴分散&小拖低技术壁垒催生大量中小企业。由于国家“雨露均沾”的定额补贴政策以及小型拖拉机较高的市场销量和较低的技术壁垒，催生大批以小型补贴机型为主要产品的中小企业，较大程度分散了行业竞争格局。2021 年，进入农机购置和应用补贴系统的轮式拖拉机生产企业达到峰值 251 家。随着行业补贴向优质产能收缩和后续排放政策趋紧，企业数量有明显下降趋势。2023 年补贴系统内轮式拖拉机生产企业仅剩 198 家，同比下降 19.8%。

图30：补贴系统内轮式拖拉机企业数量变化（家）



数据来源：农机 360，东吴证券研究所

图31：2023 年国内拖拉机销量占比情况



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

2.2.2. 发展趋势：差异化政策加速拖拉机大型化转型

高机械化率、大型化是现代农业发展的必经之路。美国和欧洲农业机械化、大型化进程完成度高，较大程度提高农业生产效率。与农业发达国家相比，国内耕地呈现细碎化特点，农田间“分界线”较多、每户农田面积小，较大程度限制农业机械设备的的使用，因此我国此前农业机械化率程度低、设备小。但随着人口老龄化和粮食安全问题日益显著，提高机械化水平、提高生产效率和粮食产量迫在眉睫，相关举措包括高标准农田建设、加快土地流转、推进规模化经营等都将显著提升我国农业机械化率、大型化率。

驱动因素 1：“高标准农田”是指将原有耕地进行改造、建设、整合和科学管理，较大幅度提升其产出能力、抗灾能力和资源利用效率。截至 2022 年底，我国已累计建成 10 亿亩高标准农田。展望未来，国内“高标准农田”改造将持续推进，将细碎化“小田”整合成具备规模化特征的“大田”，构筑高端农机使用条件，带动农机需求从中小农机产品升级为高端大型农机。中大拖行业 2023 年 CR2 高达 43%，产品质量、市场认可度优势明显，大型化将促进行业竞争格局向头部企业集中。

表2：国家政策引导拖拉机行业向大型化方向发展

政策名称	政策内容
全国高标准农田建设规划（2021-2030）	高标准农田通过集中连片开展田块整治、土壤改良、配套设施建设等措施，有效促进了农业规模化、标准化、专业化经营，带动了农业机械化提档升级，有效提高了农业综合效益和竞争力。
乡村振兴战略规划（2018-2022）	2022 年建成 10 亿亩高标准农田。
十四五和 2035 远景目标提纲	“十四五”末建成 10.75 亿亩集中连片高标准农田。
全国国土规划纲要（2016-2030）	2030 年建成 12 亿亩高标准农田。
2024-2026 年农机购置与应用补贴实施意见	鼓励大型大马力高端智能农机装备和丘陵山区适用小型机械研发制造推广应用先导区，对区域内保有量明显过多、技术相对落后的机具，分别按照降低补贴标准、退坡或退出补贴范围等方式处理。

数据来源：农业农村部，财政部，东吴证券研究所

驱动因素 2：新一轮补贴 “优机优补” 趋势明显，拖拉机加速向高端大型转型。本轮补贴具备以下特点：①**补贴集中**：2024 年中央财政拟对农机补贴资金 246 亿元，创历史新高。针对保有量过多、技术相对落后的拖拉机降低补贴标准，整体补贴中枢上移。②**大型化&高端化趋势明显**：本轮补贴首次提出差异化补贴，拖拉机补贴比例跨度由 15%-35%扩大至 10%-40%。低端农机补贴退坡，加大大马力高端智能农机支持力度，有望优化行业结构。③**注重超大马力高端技术**：本轮补贴首次提出对动力换挡、无级变速拖拉机和新能源、智能化拖拉机等进行较大幅度补贴，有望推动掌握核心技术的头部拖拉机企业市占率提升。综上，补贴政策开始向高端、大型、智能拖拉机倾斜，削弱低端保有量过高的种类补贴，推动了中小企业的出清，也预示未来拖拉机发展的大方向。

表3：补贴政策推动行业结构优化

	2021-2023 年农机购置补贴实施指导意见	2024-2026 年农机购置与应用补贴实施意见
保有量过多或技术相对落后的轮式拖拉机	补贴额测算比例降至 15%以下，部分低价值机具退出补贴范围	补贴额测算比例总体降至不超 10%，各省结合实际将部分机型退出补贴
其余轮式拖拉机	/	除无级变速、动力换挡外，补贴额测算比例不高于 15%
薄弱环节及高端智能拖拉机（含新能源）	补贴额测算比例提升至 35%	对区域内严重不足、生产急需的机具补贴额测算比例可提升至 40%
补贴力度	2020 年起农机补贴金额四连增长，2024 年农机补贴资金高达 246 亿元，创历史新高	
市场竞争格局	根据马力限制最低质量标准，防止中小厂商以劣质低价产品进行恶性市场竞争	

数据来源：农业农村部，农机 360，东吴证券研究所

驱动因素 3：“国四”升级给农机企业带来技术挑战 and 成本上升。为保护环境和改善空气质量，我国针对非道路移动机械（工程机械、农业机械等）制定了严格的排放标准并不断升级，分别于 2007、2009、2016 和 2022 年全面实施国一、国二、国三和国四排放标准。与传统意识中切换标准只需要更换发动机的认知不同，“国四”标准除提高发动机精密度以满足排放标准外，需要主机和发动机供应商在发动机前期设计、中期匹配中联合研发，并和生态环境部 VECC 进行联网联调，带来较大技术难度的同时，较大程度提高整机成本。

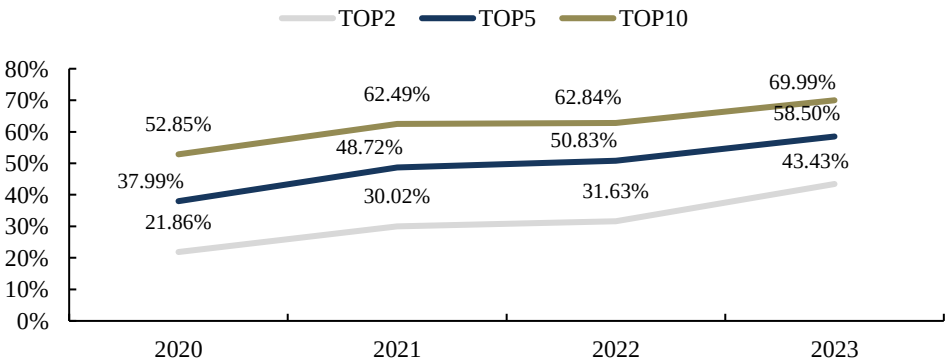
表4：“国四”较“国三”排放标准差异

技术角度	标准要求	解决方案	成本提升
排放物标准	氮氧化物排放量降低 13%-45%， 颗粒排放量减少 50%-94%。	加装 DPF（壁流式颗粒物捕集器）与 SCR（催化还原装置）	燃油消耗增加 5% 还原剂每年增加成本 5000 元
数据传输系统	国四设备搭载发动机必须搭载终端数据传输系统进行数据实时采集。	加装定位、检测等精密仪器并与生态环境部联网	每年需增加部分维保费用
整机	主机厂加大研发投入，	加快建立互联网平台	整机成本提升 10%-15%

数据来源：农业农村部，农机 360，东吴证券研究所

“国四”落地形成技术壁垒，市场集中度显著提升。2022 年底“国四”落地后企业制造成本增加，拖拉机价格上涨。农户使用成本上升叠加对新产品不信任严重抑制其购机需求，轮式拖拉机销量下滑超 50%。市场低迷带来更激烈的市场竞争，2023 年拖拉机企业降至 198 家，同比下降 20%。由于头部企业技术研发能力强、国四落地时间早，较快形成市场竞争力。2023 年，拖拉机行业 top2 企业销售中大型拖拉机 10.4 万台，CR2 达 43%，同增 12pct；CR5 为 59%，同增 8pct；CR10 为 70%，同增 7pct，行业向头部企业集中趋势凸显。

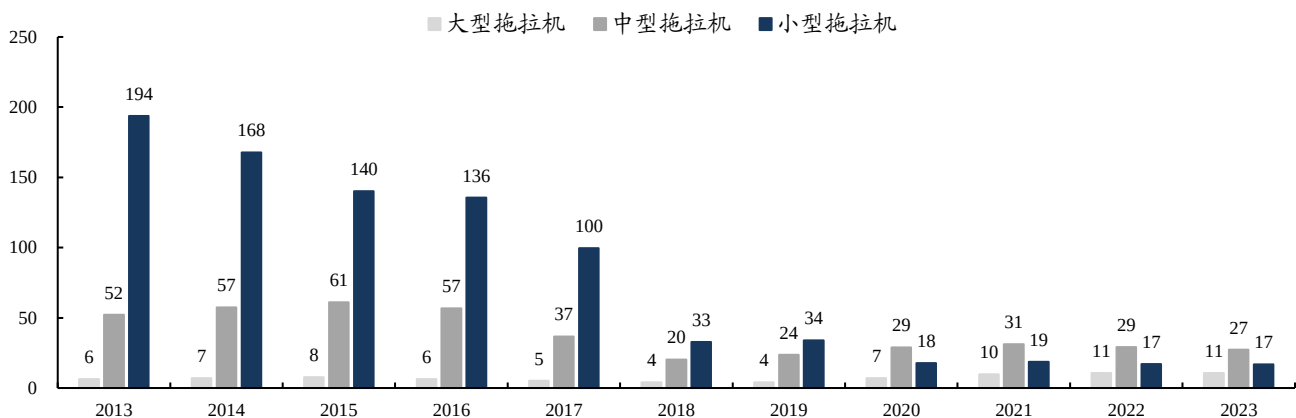
图32：大中型轮式拖拉机行业品牌竞争格局



数据来源：Wind，国家统计局，全国农产品成本收益资料汇编，东吴证券研究所

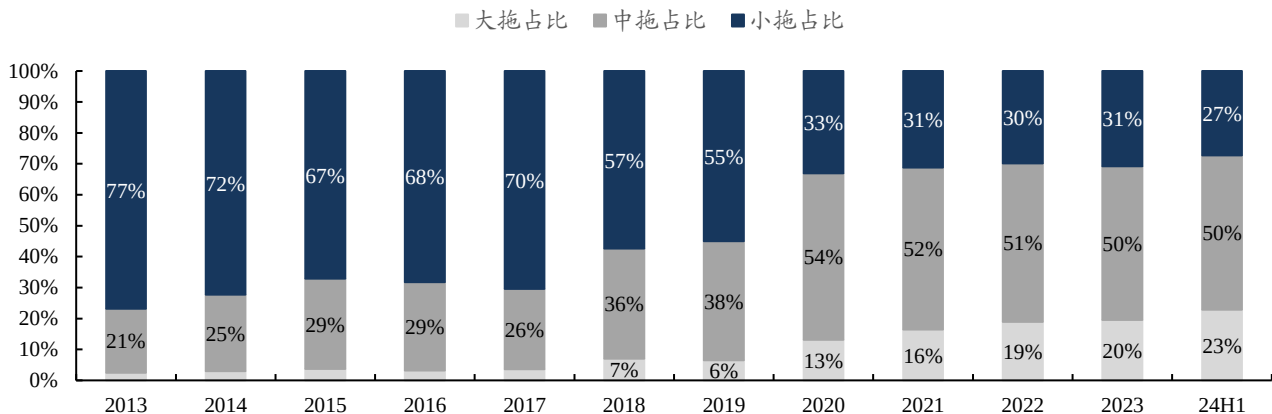
2013年起中大拖占比持续提升，行业格局逐渐优化。2013-2016年，国内农业规模化、标准化程度迅速提升，由于小型拖拉机基数较高，中大拖销量、占比略有增长。2017-2018年由于社会保有量较大&粮价较大幅度降低，拖拉机行业严重收缩，国内农业机械化生产进入由高速增长转向结构性优化的发展阶段。随着“高标准农田”政策持续推进，加速扩大国内农业大型机械化生产规模，带动国内拖拉机需求向中大型拖拉机转移，产量、占比持续提升。截至2023年末，中大拖产量已达38万台，占拖拉机行业产量70%。

图33：2013-2023 中国拖拉机产量（万台）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图34：2013-2024H1 中国拖拉机产量结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 未来空间：国内存量更新&出口增量，行业增长

2.3.1. 国内：行业长期稳中向好，需求持续复苏

拖拉机国内市场规模测算：

假设 1：从拖拉机生产公司角度，由于使用经销模式，每年产销率在 85%-95%。所以，我们使用产量数据测算企业角度各年农用拖拉机市场空间。

假设 2：由于 2022 年“国四”落地前抢装“国三”，需求透支严重，2023 年行业终端销量惨淡，全年补贴内拖拉机销量仅 23 万台，经销商库存积累较多。我们认为 24 年需求虽略有复苏，传导到生产端可能依然会有小幅下滑。

假设 3：2015 年前后行业从“国二”向“国三”切换，需求的透支会持续 2-3 年时间。2025 年“国四”负面影响有望消退，国内经济复苏加速，行业景气度有望大幅提升。

假设 4：由于本轮农机补贴为 2024-2026 年，2026 年市场会对下一轮补贴强度进行综合评估，不确定性较强，我们预计 2026 年拖拉机市场空间小幅增长或维持。

分产品看：

大型拖拉机：补贴政策对大拖支持力度提升较大，24H1 行业大拖产量占比已显著提升。截至 24M6，动力换挡、无级变速技术仍在市场验证阶段，随着技术成熟度和市场认可度的提升，我们认为市场需求会向超大马力、高端技术机型转移，大拖产量、均价都会有较大幅度的提升。

中型拖拉机：中拖为目前主力机型，市场需求较为稳定，我们预计由于 23 年高库存 24 年产量会小幅下滑。根据中国农业机械统计年鉴，“国四”较大幅度提升整机成本，理论上若农户直接购机将带动农机市场规模相应扩大。但农户持资金有限，导致其只能选择马力较小的拖拉机来抵消国四带来的价格上升。因此，市场主流选择由国三 60-70 马力拖拉机变更为国四 50-60 马力，均价提升节奏放缓。

小型拖拉机：小拖客户多为小型农户，对于价格较为敏感。“国四”带来价格上升将放缓小拖更新替换需求。同时，随着保有量过多、技术水平较低的小拖补贴逐渐退坡，土地流转等政策持续提升农业标准化、规模化程度，小型拖拉机需求会逐年降低。我们认为，小型拖拉机产量将持续下降，而低端机型的淘汰也会提升小拖均价。

表5：国内拖拉机行业空间测算（企业角度）

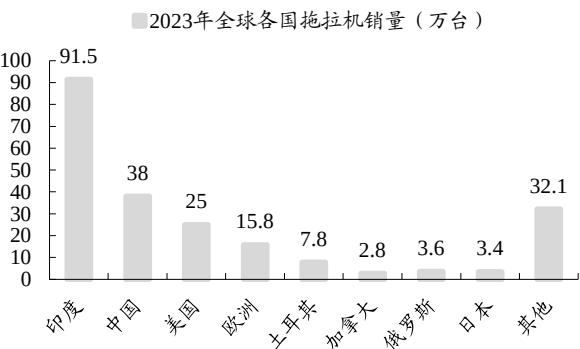
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
小拖产量（万台）	19	17	17	15	15	14
小拖均价（万元/台）	1.2	1.2	1.4	1.4	1.5	1.5
小拖市场空间（亿元）	22	20	24	21	22	21
中拖产量（万台）	31	29	27	25	27	27
中拖均价（万元/台）	5.2	5.5	6.0	6.2	6.5	6.7
中拖市场空间（亿元）	163	161	164	152	173	181
大拖产量（万台）	10	11	11	12	13	14
大拖均价（万元/台）	18	20	22	22	24	25
大拖市场空间（亿元）	178	215	236	255	320	343
中大拖产量（万台）	41	40	38	36	40	41
中大拖均价（万元/台）	8.3	9.1	10.2	11.3	12.3	12.8
中大拖市场空间（亿元）	340	365	389	407	492	524
拖拉机产量（万台）	60	57	55	51	55	55
YoY	11.36%	-4.88%	-3.52%	-7.10%	7.26%	0.83%
拖拉机市场空间（亿元）	362	396	424	428	515	545
YoY	15.14%	6.52%	7.12%	3.71%	20.21%	5.97%

数据来源：Wind，数说农机，东吴证券研究所

2.3.2. 海外：市场空间广阔，出口增速有望持续增长

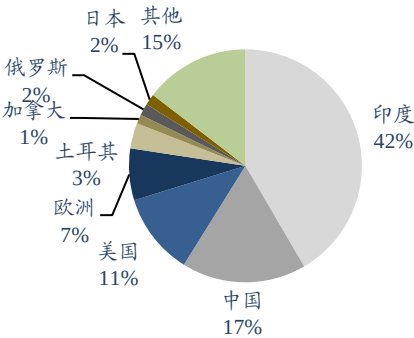
全球农用拖拉机空间广阔，国产品牌份额提升空间大。2023 年全球拖拉机销量约 220 万台，其中我国拖拉机销量占比约 17%（不含小拖），国外市场是国内市场空间的 5 倍以上。但国内品牌出口尚处于起步阶段，全球份额具有较大提升空间。相对国际拖拉机龙头企业，中国品牌具备较高产业链完整性和成本费用控制能力，同马力产品价格仅为其 80%，性价比优势突出，未来成长空间大。

图35：2023 年全球拖拉机销量约 220 万台



数据来源：FederUnacoma，东吴证券研究所

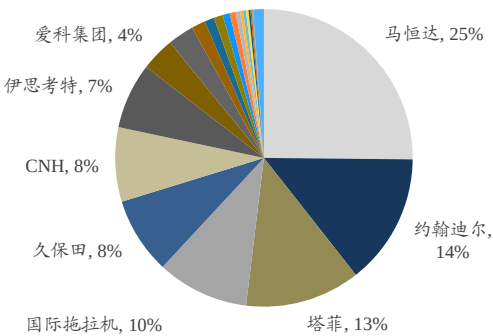
图36：2023 年全球各国拖拉机销量占比（不含小拖）



数据来源：FederUnacoma，东吴证券研究所

高端市场竞争格局稳定，我国拖拉机出口目前多聚焦中低端市场。全球来看，**农机企业具备较强的地域性**：①每年农忙时节拖拉机使用往往集中于几周时间之内，对售后服务提出较高的要求，当地企业渠道服务构建更为完善；②各国农机销售均由补贴驱动，而补贴政策大多倾向本国企业；③世界各地的土壤类型、气候条件和农作物特性均有较大的区别，当地企业更能做到因地制宜。因此，欧美日印等大型市场竞争格局稳定，市场由几家国际化农机巨头主导，如马恒达（印度）、约翰迪尔（美国）、塔菲（印度）、久保田（日本）、CNH（意大利）、爱科（美国），国产品牌突破难度较大。国内市场来看，由于行业的地域性，海外龙头也已逐步退出中国市场。目前市场上还在使用的约翰迪尔、久保田等品牌也主要来自经销商销售和二手机市场。除上述区域外，大量中低端市场需求旺盛，竞争格局分散，国产品牌突破难度较小，2023 年我国拖拉机出口主要国家包括俄罗斯、泰国、波兰等。

图37：2020 年欧美日印地区各拖拉机企业市占率



数据来源：农业机械公众号，东吴证券研究所

图38：2023 年我国各型号拖拉机出口情况（亿元）

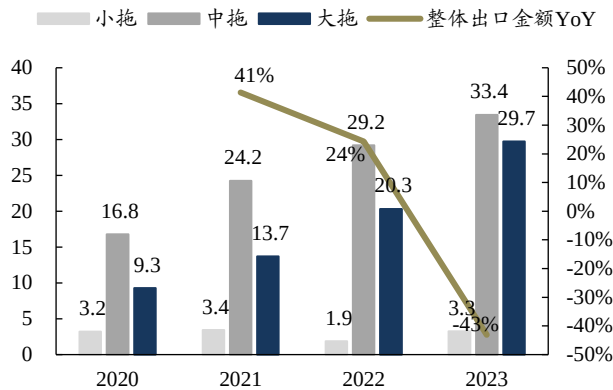
型号	出口销量	出口金额	出口单价 万元/台	主要出口国
大型拖拉机	13764 台	29.7	21.6	俄罗斯、哈萨克斯坦、南非
中型拖拉机	42221 台	33.4	7.9	泰国、法国、俄罗斯
小型拖拉机	18358 台	3.3	1.8	波兰、乌克兰、俄罗斯

数据来源：海关总署，东吴证券研究所

小拖出口主要集中于俄语区。2020-2021 年乌克兰小拖出口金额占中国小拖总出口金额近 70%，年出口金额超 2 亿元。2022 年俄乌冲突后出口规模大幅减少但绝对值仍处高位。国内企业基于原有俄语区渠道优势，于波兰、哈萨克斯坦等地实现较快增长，同时积极开拓东南亚、中亚等地区，2023 年出口金额快速回升。均价来看，小拖均价整体平稳，呈上升趋势。

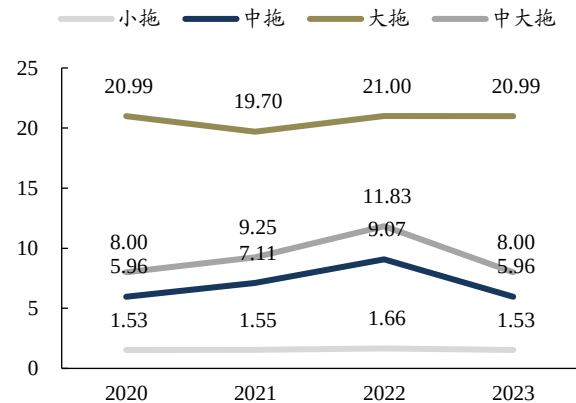
中大拖：2020-2023 年中大拖出口金额、数量显著上升，国产中大型拖拉机国际竞争力日益增长；结构方面，大拖出口金额在中大拖出口金额中的占比持续提升，结构优化明显。均价来看，由于国内拖拉机生产厂商积极开拓拉美、东南亚等发展中市场，2023 年中大拖均价有所下降，但随着渠道的完善和品牌认可度的逐渐提升，我们认为中大拖出口均价有望持续增长。

图39：2020-2023 年中国轮式拖拉机出口金额（亿元）



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

图40：2020-2023 年中国轮式拖拉机出口均价（万元/台）



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

3. 成长性分析：大马力高端拖拉机龙头，盈利能力持续优化

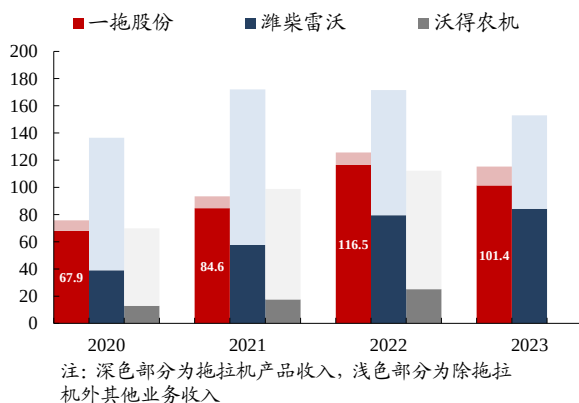
3.1. 中大拖领域龙头，竞争格局改善+高端技术突破助力公司竞争力升级

拖拉机产品呈现大型化、高端化趋势，利好拖拉机龙头企业。目前市场上拖拉机产品呈现出低端过剩、大型产品与高端产品不足的现状，在政策与市场双重驱动下，大型化与高端化产品热度日益见长。公司系国内中大拖领域龙头，在大马力拖拉机与动力换挡、无级变速等高端产品取得显著进展，伴随市场落后产能出清、竞争格局改善，公司盈利能力将持续优化。

3.1.1. 中大型拖拉机龙头地位稳固，受益于拖拉机大型化趋势

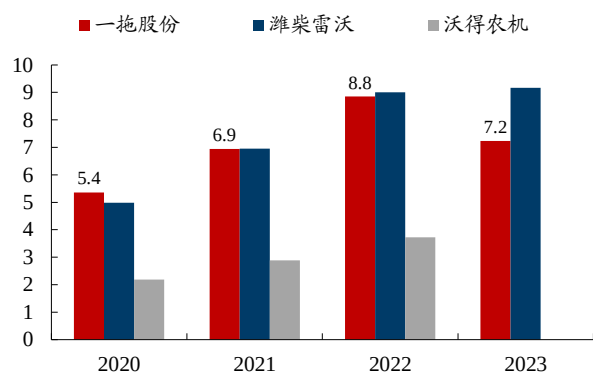
公司拖拉机生产实力雄厚，拖拉机龙头地位稳固。一拖作为拖拉机龙头企业，对拖拉机生产环节有深刻的理解，营收表现始终位列行业前茅。2023 年公司拖拉机产品收入达 101.4 亿元，实现拖拉机产品总销量 72363 台，规模体量行业顶尖，实力雄厚。

图41：公司拖拉机产品收入规模领先市场（单位:亿元）



数据来源：Wind，雷沃招股说明书，沃得招股说明书，东吴证券研究所

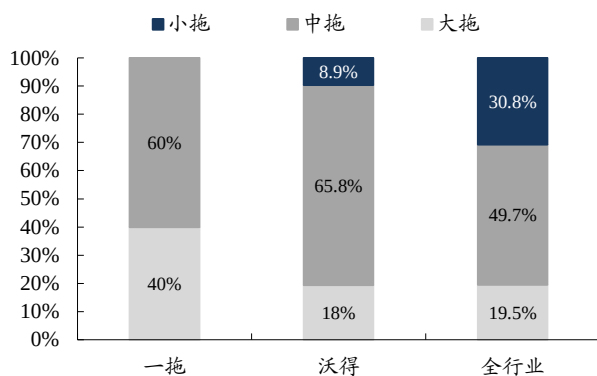
图42：公司销量常年位居市场前列（单位:万台）



数据来源：Wind，雷沃招股说明书，沃得招股说明书，东吴证券研究所

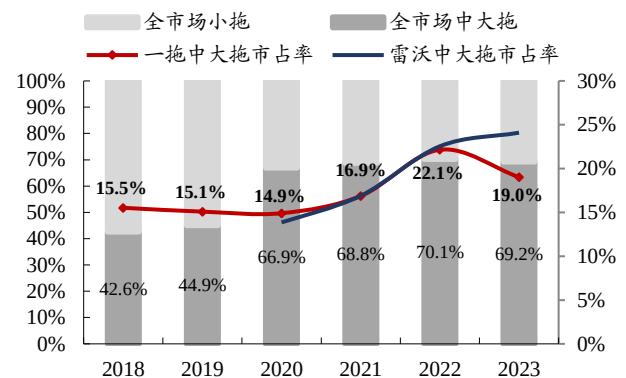
中大拖系公司主要产品，拖拉机大型化趋势持续利好公司。1) **产品结构：**公司从2016年起停止生产小拖产品，致力于中大拖产品开发，2023年公司拖拉机产品中约有40%为大轮拖产品；2) **大型化趋势：**我国目前拖拉机市场呈现小型产品过剩、高端化与大型化产品不足的局面，随着补贴退坡以及市场对中大型产品需求日益提升，中大拖销售占比不断提升。公司2022、2023年中大拖市占率分别达22.1%、19.0%，稳坐中大拖领域龙头，将充分受益产品大型化发展趋势。

图43：一拖产品结构显著优于同行（沃得数据为2022年，其余公司为2023年）



数据来源：Wind，沃得招股说明书，东吴证券研究所

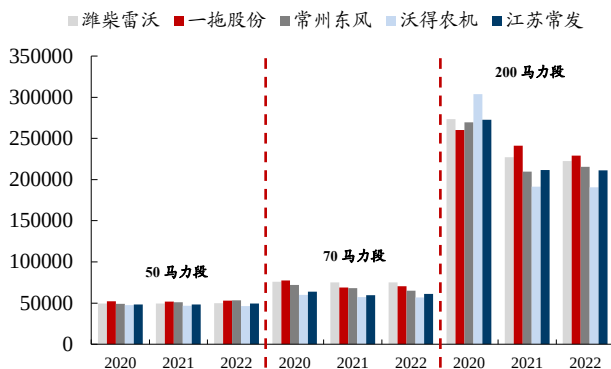
图44：全行业中大拖占比逐年提升，公司龙头地位稳固



数据来源：Wind，雷沃招股说明书，东吴证券研究所

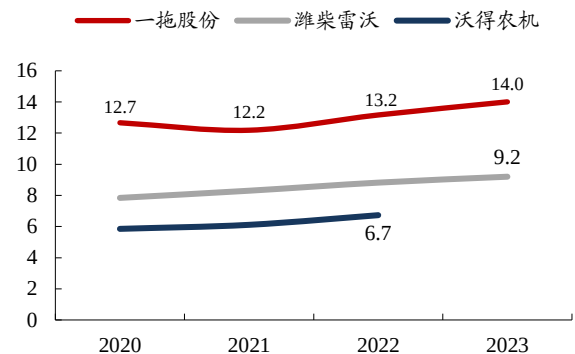
中大拖产品价值量毛利率显著高于小拖产品，公司产品结构利于稳定盈利能力。我们参考一拖的主要友商沃得农机与潍柴雷沃招股书中披露的产品价格与盈利情况，1) **价格：**2022年一拖50马力、70马力、200马力产品价格分别为5.3万元、7.0万元、22.9万元，大拖单机价值量约为小拖的4.3倍。2) **分品类毛利率：**2022年沃得农机200马力和以上大拖毛利率为19.24%，200马力以下毛利率仅10.42%；雷沃50-100、80-200、180-230马力产品平均毛利率分别为8.21%、15.04%、31.6%，中大拖盈利能力显著优于小拖。3) **一拖与友商综合比较：**除2021年钢价上行影响了公司毛利率外，公司近年平均单价与盈利能力均显著高于友商。中大拖主导的产品结构剔除了低盈利性的小拖，有效提高公司盈利能力。

图45：2020-2022 年市场主要拖拉机品牌分马力段均价（单位：元）



数据来源：潍柴雷沃 IPO 问询函回复，东吴证券研究所

图46：公司中大拖占比高，均价远高于友商（单位：万元）



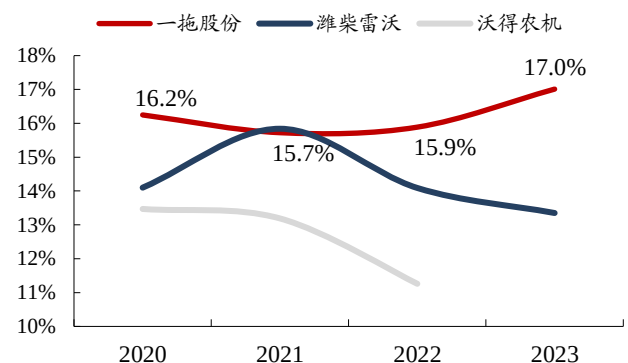
数据来源：Wind，雷沃招股说明书，沃得招股说明书
东吴证券研究所

图47：公司零部件自制率高，毛利率与钢价呈负相关



数据来源：沃得招股说明书，东吴证券研究所

图48：除 2021 年受钢价影响外，公司毛利率显著优于友商



数据来源：Wind，雷沃招股说明书，沃得招股说明书
东吴证券研究所

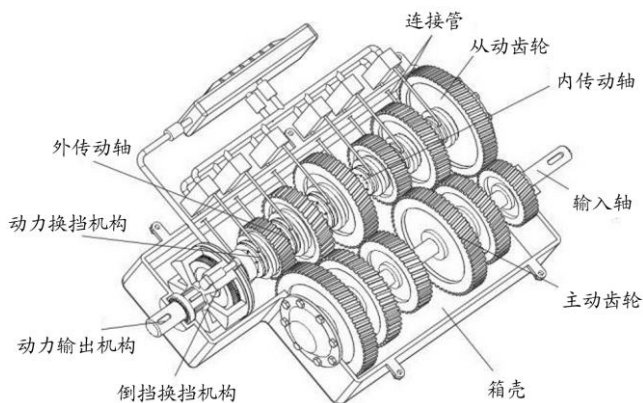
3.1.2. 实现先进换挡变速技术突破，助力公司进军高端化拖拉机市场，

传统机械换挡局限性明显，动力换挡+无级变速成高端化产品焦点技术。机械换挡是最传统且基础的变速技术，结构简单、耐用性强，但相对操作复杂，且换挡时存在传动空档期、能量损耗增加。当前高端化拖拉机产品主要采取动力换挡与无级变速技术。

1) 动力换挡 (AT)：通常使用换挡机构中的液力变矩器（泵轮+涡轮+导轮）通过液压油通过连接管传递动力，在不断开动力的情况下实现扭矩转换。操作简单，无需频繁操作离合器与换挡杆；换挡过程平稳、无卡顿空档期。但存在缺点在于液力变矩器在传动过程中提高了能量损失，导致传动效率下降，且响应速度略慢于机械换挡。

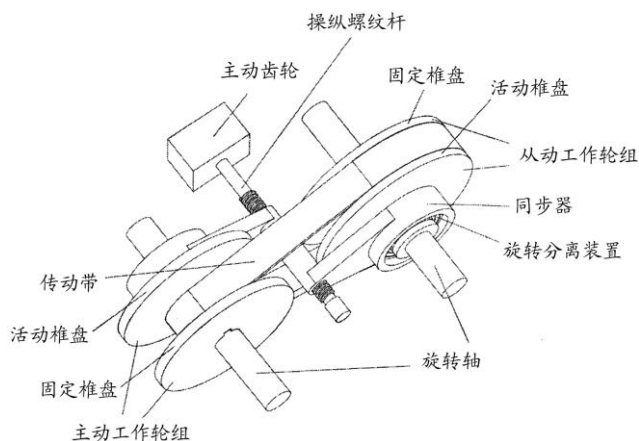
2) 无级变速 (CVT)：通常通过控制活动锥盘与固定锥盘之间的宽度，以钢带/钢链为传动媒介，实现连续传动比连续变化的变速技术。无级变速**无固定档位，操作简便、换挡过程平滑，并能够保持内燃机在高效功率区间；**但在高负荷高扭矩情况下，CVT 的表现可能不如传统变速器。

图49：一种动力换挡 (AT) 结构示意图



数据来源：公开专利，东吴证券研究所

图50：一种无级变速 (CVT) 结构示意图



数据来源：公开专利，东吴证券研究所

公司在动力换挡、无级变速等高端化产品领域均取得重大突破。1) **动力换挡：**公司动力换挡产品积淀深厚，从 2009 年开始研发动力换挡产品，2012 年实现大马力动力换挡产品批量销售，至今已覆盖 80~260 马力动力换挡产品、获得动力换挡技术发明专利 13 项。目前公司已实现大马力动力换挡自动化驾驶产品批量销售，迈出了智能化的关键一步。2) **无级变速：**公司自 2013 年起开始进行小功率拖拉机无级变速技术研究，于 2016 年在国家“十二五”科技创新成就展上首次展出 400 马力重型拖拉机东方红-LW4004。通过十余年的技术积淀，目前已进入 320 马力无级变速产品小批量交付阶段，填补了国内大马力无级变速产品的多项空白。

图51：公司大马力动力换挡自动驾驶拖拉机 LF2204-E



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图52：公司大马力无级变速产品 LW3204 小批量交付



数据来源：农机通，东吴证券研究所

大马力拖拉机产品性能国内顶尖，公司对标海外龙头。以公司动力换挡代表性产品 LF2204、无级变速产品 LW3204（试验中）为例，公司高端产品已达国内顶尖水平，性能上可对标国际龙头高端产品，其中 LF2204 对标爱科 MF2404、LW3204 对标约翰迪尔 9R 系列。随着未来技术进一步成熟、高端大马力产品进一步量产，公司有望跻身全球高端拖拉机市场。

公司在高端化大型化产品上仍有较大发展空间。从主流销售产品来看，公司目前主要集中在 100-200 马力；从技术路径来看，公司目前在动力换挡方面较为成熟，而在更先进的无级变速领域虽然国内领先，但仍处在探索阶段，250 马力以上大型化产品以及无级变速高端化产品均尚未形成规模收入。对标全球农机龙头，公司在高端化大型化产品上仍有较大发展空间。

图53：公司大马力 AT/CVT 产品对标全球拖拉机龙头

主要品牌	一拖		雷沃	约翰迪尔	爱科
代表产品	LW3204	LF2204	MW2304	9R-4904	MF2404
发动机额定功率(马力)	320	220	230	490	240
动力技术	CVT	AT	AT	CVT	AT
驱动形式	四驱	四驱	四驱	四驱	四驱
最大牵引力(kN)	85	49	68	/	65
前进速度范围(kph)	0~50	1.9~36.4	0.27~38.96	0~40	1.72~40
后退速度范围(kph)	0~30	2.2~29.2	0.26~38.32	0~40	1.72~40
转弯半径(mm)	6500	6500	/	6099	/

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

3.1.3. 中大拖行业高壁垒，筑公司拖拉机产品护城河

行业未来发展利好大型化高端化产品，公司增量趋势初现。中大拖领域高壁垒，市场格局基本稳定。行业历经国四与产能出清阵痛后将逐渐触底反弹，公司作为中大拖龙头企业，受益政策、市场大型化与高端化三重推动，我们认为未来公司中大拖市占率将持续提升、盈利能力持续优化，带动公司量价齐升。

图54：预计公司未来市占率将持续提升，带动公司量价齐升

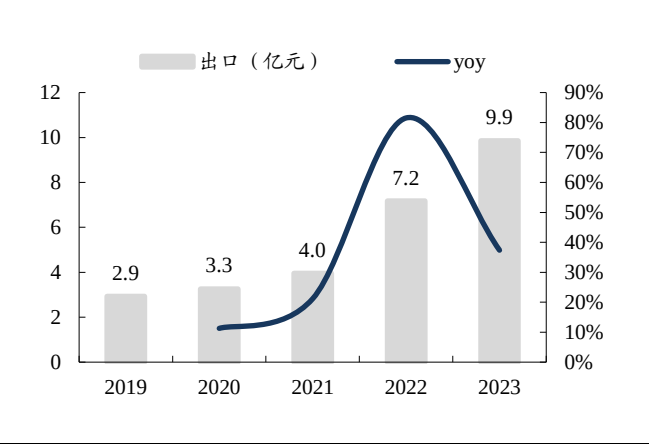
注：由于经销商销量与终端销量口径不一，测算采用经销商销量（≈产量）进行估算。								
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	...	远期
全市场中大拖销售额（亿元）	535.3	519.4	570.7	543.6	588.5	644.0	...	900
yoy	14.5%	-3.0%	9.9%	-4.8%	8.3%	9.4%	...	/
全市场中大拖销量（台）	411741	399505	380483	362367	367802	378836	...	450000
yoy	14.5%	-3.0%	-4.8%	1.5%	3.0%	5.0%	...	/
全市场中大拖均价（万元）	13	13	15	15	16	17	...	20
公司中大拖销量（乐观，台）	69448	88487	72363	86968	97468	113651	...	225000
公司中大拖销量（中性，台）	69448	88487	72363	83344	91951	106074	...	180000
公司中大拖销量（悲观，台）	69448	88487	72363	76097	82755	90921	...	135000
公司中大拖市占率（乐观）	16.9%	22.1%	19.0%	24%	27%	30%	...	50%
公司中大拖市占率（中性）	16.9%	22.1%	19.0%	23%	25%	28%	...	40%
公司中大拖市占率（悲观）	16.9%	22.1%	19.0%	21%	22.5%	24%	...	30%
公司中大拖均价（万元）	12.2	13.2	14.0	14.5	15	15.5	...	18
公司国内中大拖市场空间（乐观，亿元）	84.6	116.5	101.4	126.1	146.2	176.2	...	405
公司国内中大拖市场空间（中性，亿元）	84.6	116.5	101.4	120.8	137.9	164.4	...	324
公司国内中大拖市场空间（悲观，亿元）	84.6	116.5	101.4	110.3	124.1	140.9	...	243

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

3.2. 海外需求旺盛，拖拉机出口开辟第二增长极

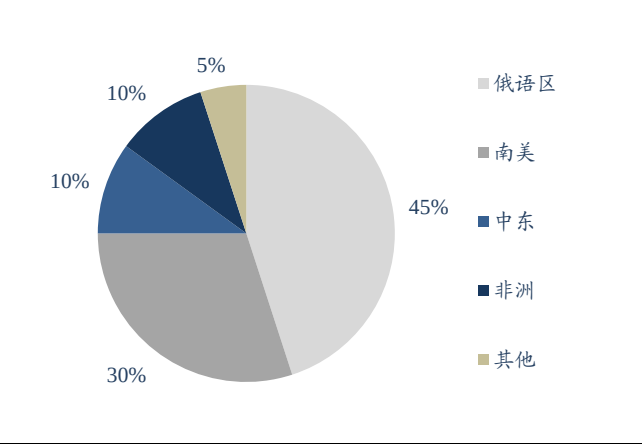
持续布局拖拉机产品出海，开拓海外新市场。公司在稳住国内基本盘的同时，也在不断开拓海外市场，致力于改进新产品适应性、完善相关产品认证、优化产品组合、强化服务保障、建立海外经销渠道，海外市场布局不断完善。2019 年~2023 年公司出口金额 CAGR=35.41%，主要出口地区包括俄语区、南美、亚洲等地。其中俄罗斯是俄语区主要出口国，是公司重点海外布局地。

图55：2019-2023 年公司出口收入 CAGR 35.4%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图56：2023 年公司出口收入分区域占比



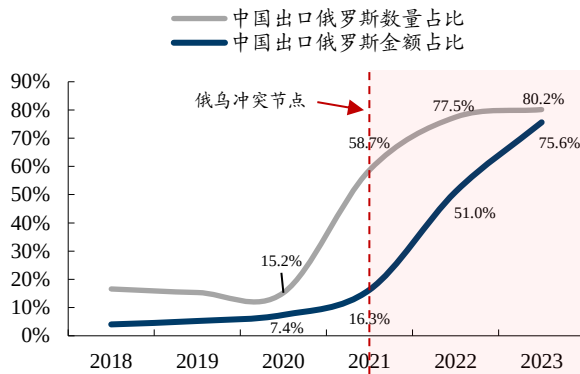
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2.1. 俄罗斯：地缘冲突带来中资替换空间，中大型拖拉机出口比例飞跃式提升

俄罗斯农业发达，农机需求大，以中大拖为主。1) 俄罗斯农业发达：俄罗斯现有可耕地面积 2.2 亿 hm^2 ，现有耕地面积 1.26 亿 hm^2 ，拥有全世界面积最大的黑土带，是世界最大的小麦出口国。2) 农机需求量大且供不应求：俄罗斯平均每台拖拉机服务土地 247 hm^2 ，而美国的这一数字为 38 hm^2 ，法国为 14 hm^2 ，超 60% 的拖拉机已超过 12 年寿命周期。俄罗斯农机市场存在大量新增与替换需求，平均每年新增与替换量共计约 5.6 万台（更新需求占 1/3），市场空间约合 55 亿美元。3) 中大型拖拉机是主力：配备机型在 300~500 马力为主，平均单价约合人民币 70 万元。

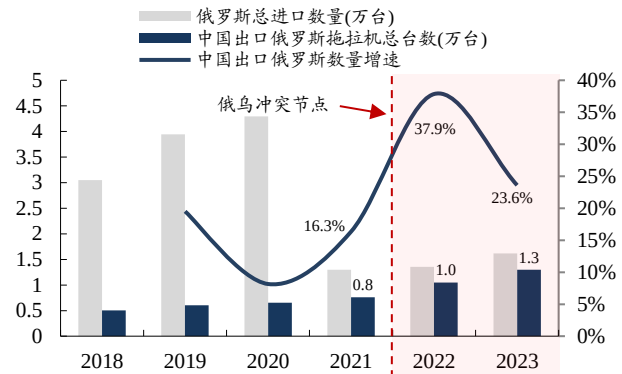
俄乌战争后农机龙头撤出俄罗斯市场，中国进口拖拉机占比迅速提升。2021 年前后俄罗斯与北约关系跌至冰点，到 2022 年初俄乌冲突爆发，农机巨头纷纷退出俄罗斯市场，地缘冲突导致中国迅速成为俄罗斯重要进口转移对象。2020 年~2023 年中国出口俄罗斯拖拉机数量占比从 2020 年 7.4% 提升至 2023 年 75.6%，三年 CAGR=25.6%。尽管 2023H2 开始俄罗斯进行消费税及其他政策保护本土农机企业，中资品牌拖拉机出口仍呈现迅猛增长态势，中国已然成为俄罗斯最大的拖拉机进口国。

图57：俄乌冲突后中国拖拉机出口俄罗斯数量和金额显著提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

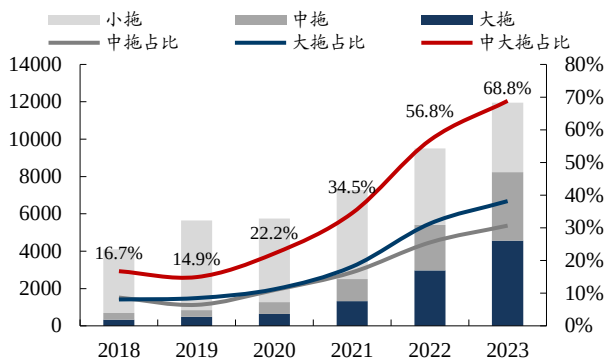
图58：2021-2023 年中国出口俄罗斯拖拉机数量 CAGR 为 30.5%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

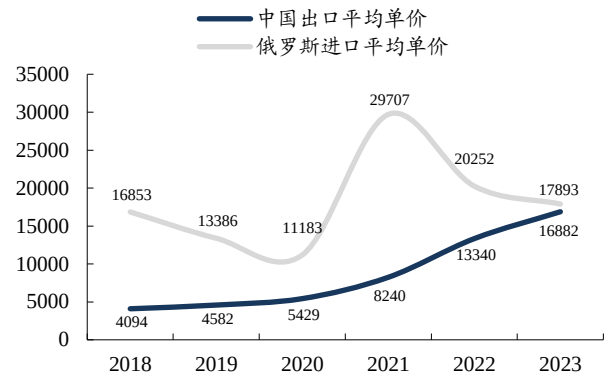
中资品牌拖拉机结构快速接轨俄罗斯国内需求，利好国内拖拉机龙头。俄罗斯国内拖拉机需求以大拖为主。进口转移向中国后国内出口俄罗斯拖拉机机型结构迅速出现调整，中大拖出口比例由 2018 年的 16.7% 提升至 2023 年 68.8%，迅速接轨俄罗斯国内拖拉机消费结构。中资拖拉机单价也大幅提高，从 2018 年均价 4094 美元提升至 2023 年 16882 美元。出口产品结构向中大拖倾斜显著利好国内中大拖头部企业，随着俄罗斯国内拖拉机需求进一步增加、对中国拖拉机依存度不断提升，公司作为国内中大拖龙头，将受益本轮出口上行周期。

图59：中国出口俄罗斯中大拖数量占比显著提升（台）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图60：俄罗斯进口拖拉机平均单价逐年提升（美元/台）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司海外市场重点布局俄语区，出口增长空间广阔。公司以俄罗斯市场为中心，布局辐射周边众多俄语区国家。目前公司已在白俄罗斯设立子公司，利于未来深化俄语区市场布局。公司2023年全年出口俄语区中大拖约1000台，占全国出口俄罗斯中大拖总量约12%，结合当前中国出口俄罗斯中大拖比例以及公司在国内中大拖板块的市场份额，我们预计公司未来在俄语区仍有较大成长空间。

图61：以俄罗斯为例，预计未来在俄语区仍有较大增量空间

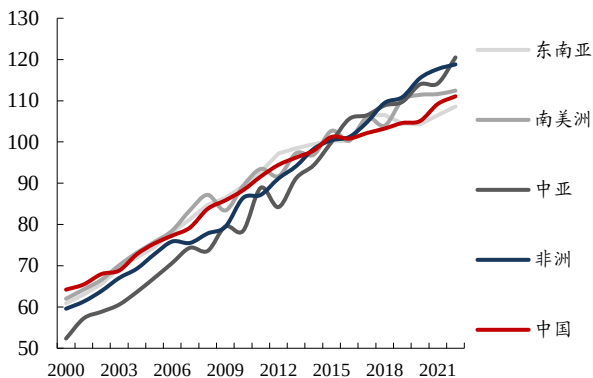
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	...	远期
俄罗斯进口总量(万台)	1.35	1.62	1.80	1.95	2.10	...	2.70
俄罗斯进口平均单价(万美元)	2.03	1.79	1.95	2.00	2.20	...	2.70
中国出口俄罗斯						...	
出口总量(万台)	1.05	1.30	1.48	1.63	1.79	...	2.57
yoy		23.6%	13.9%	10.3%	9.6%	...	
占俄罗斯总进口比重	77.5%	80.2%	82.0%	83.5%	85.0%	...	95.0%
中大拖总量(万台)	0.54	0.82	0.99	1.14	1.29	...	2.05
yoy	115.3%	52.4%	20.1%	15.3%	13.5%	...	
中大拖占比	51.5%	63.5%	67.0%	70.0%	72.5%	...	80.0%
均单价(万美元)	1.33	1.69	1.85	1.96	2.00	...	2.40
中大拖平均单价(万美元)	1.50	1.80	2.00	2.05	2.10	...	2.90
总出口额(亿美元)	1.40	2.19	2.73	3.19	3.57	...	6.16
中大拖出口额(亿美元)	0.81	1.48	1.98	2.34	2.72	...	5.95
公司出口俄罗斯						...	
占中国出口中大拖比重	14.8%	19.4%	22.5%	25.0%	27.0%	...	40.0%
中大拖数量(台)	800	1600	2225	2849	3494	...	8208
yoy		100.0%	39.1%	28.1%	22.6%	...	
中大拖平均单价(万美元)	2.2	2.4	2.45	2.5	2.54	...	3
出口俄罗斯总额(亿美元)	0.18	0.38	0.55	0.71	0.89	...	2.46
出口俄罗斯总额(亿元人民币)	1.2	2.7	3.8	5.0	6.2	...	17.2
yoy		118.2%	42.0%	30.7%	24.6%	...	
占总出口比例(%)	11.1%	21.7%	21.1%	19.6%	19.4%	...	23.9%
占总收入比例(%)	1.1%	2.7%	3.2%	3.3%	3.5%	...	4.8%
公司拖拉机产品总收入(亿元)	116.5	101.4	120.6	149.6	178.3	...	360
公司拖拉机产品总出口(亿元)	11.1	12.4	18.1	25.4	32.1	...	72.0
公司出口比例	9.5%	12.2%	15.0%	17.0%	18.0%	...	20.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

3.2.1. 其他地区：类中国市场农业机械化率低，拖拉机景气度高市场空间广阔

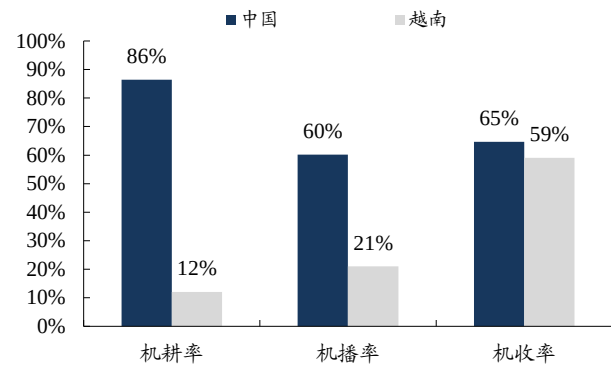
亚非拉地区占绝大部分出口比例，农业机械化率低、中小型农机需求旺盛。1) 需求旺盛：类中国地区农业基数小、发展需求大。从生产总值指数来看，南美、东南亚、非洲地区的农业生产维持较高增速。2) 机械化率低：绝大部分亚非拉地区国家农业机械化率低下。以越南为例，截止至 2023 年 7 月，越南农业机播率、机耕率、机收率分别仅有 12%、21%、59%，而对于部分南美、非洲国家而言，机械化率几乎为零。3) 中小型农机需求旺盛：亚非拉地区人均可支配收入远低于发达国家地区，农民通常无力购买大型拖拉机。在这些地区，中小型拖拉机将成为主要出口产品。

图62: 截至 2022 年亚非拉地区农业生产总值指数增速较快



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图63: 2023 年以越南为例, 东南亚农业机械化率仍处于较低水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测

预测公司 2024 年-2026 年营业总收入分别为 127.9/144.4/161.7 亿元, 分别同增 11%/13%/12%, 分业务方面:

(1) **农业机械:** 公司为国内中大型拖拉机龙头, 凭借技术、产品优势市占率始终保持行业前列。2022 年由于市场抢装“国三”部分透支后续需求, 公司 2023 年收入受到抑制, 出现小幅下滑, 我们预计 2024 年其负面影响有望消退。同时, 随着国内补贴政策、高标准农田带来的农机大型化需求以及海外销售渠道的持续开拓带动的市占率提升, 公司农业机械业务有望实现量利齐升。我们预计 2024-2026 年公司农业机械业务实现收入 112.3/126.9/142.1 亿元, 同比增长 11%/13%/12%。毛利率随着农业机械大型化&海外占比提升逐步增长, 我们预计 2024-2026 年农业机械毛利率持续增长, 分别为 16.5%/17.0%/17.5%。

(2) **动力机械:** 公司国四柴油机产品凭借良好的作业性能和稳定的工作表现, 市场认可度持续提升。2023 年公司销售柴油机 15.11 万台, 其中外销 8.25 万台, 同增 7.7%。我们预计未来动力机械业务有望保持稳定增长, 2024-2026 年动力机械业务实现收入 15.6/17.5/19.6 亿元, 同比增长 12%/12%/12%。

(3) **金融业务:** 2023 年 6 月一拖财务公司清算注销完成, 金融业务终止, 后续不再产生收入。

图64：一拖股份营业总收入拆分（剔除内部交易后）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（亿元）	125.64	115.34	127.90	144.37	161.69
YoY	34.61%	-8.20%	11%	13%	12%
毛利率	15.72%	15.89%	15.95%	16.40%	16.83%
1、农业机械（亿元）	111.48	101.36	112.31	126.91	142.14
YoY	38.26%	-9.07%	11%	13 %	12%
毛利率	14.68%	16.58%	16.50%	17.00%	17.50%
占比	88.8%	87.9%	87.8%	87.9%	87.9%
2、动力机械（亿元）	13.08	13.92	15.59	17.46	19.56
YoY	14.07%	6.44%	12%	12%	12%
毛利率	24.64%	10.81%	12.00%	12.00%	12.00%
占比	10.3%	12.1%	12.2%	12.1%	12.1%
3、金融业务（亿元）	1.08	0.06	/	/	/
占比	0.9%	0.1%	/	/	/

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 11.7/13.4/15.7 亿元，同比分别+17.2%/+14.5%/+17.1%，当前市值对应 PE 分别为 15/13/11 倍。我们选取同行业国内综合实力较强的三一重工、潍柴动力、徐工机械三家作为可比公司，2024-2026 年行业 PE 均值分别为 16/12/9 倍。公司作为国内中大型高端拖拉机龙头，有望在农业机械大型化&高端化趋势中率先受益，首次覆盖给予“买入”评级。

图65：可比公司估值表（截至 2024 年 10 月 21 日）

2024/10/21		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	CNY	17.76	1,505	45.3	62.8	84.9	113.2	33	24	18	13
000338.SZ	潍柴动力	CNY	13.53	1,131	90.1	115.9	133.7	157.0	13	10	8	7
000425.SZ	徐工机械	CNY	7.64	903	53.3	66.7	88.2	117.1	17	14	10	8
行业均值									21	16	12	9
601038.SH	一拖股份	CNY	15.94	179	10.0	11.7	13.4	15.7	18	15	13	11

数据来源：Wind，东吴证券研究所（以上盈利预测均来自东吴证券研究所）

5. 风险提示

1、行业竞争加剧：虽然国内拖拉机行业目前处在出清阶段，但整体行业竞争依然激烈，中小企业出清可能带来更激烈的价格竞争，挤压公司利润空间。

2、国内行业需求不及预期：2022 年抢装“国三”抑制后续需求，从历史数据来看负面影响大多维持 1-2 年，仍有可能影响下游需求。

3、政策推进不及预期：补贴、高标准农田政策是农业机械增量销售的主要推动力量，政策不及预期可能影响下游需求。

4、出海不及预期：当前世界贸易保护主义抬头，贸易摩擦加剧，地缘政治频发，出海受阻或进度不及预期将对公司财务状况造成不利影响。

一拖股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,488	7,294	8,952	10,831	营业总收入	11,534	12,790	14,437	16,169
货币资金及交易性金融资产	3,632	4,258	5,595	6,950	营业成本(含金融类)	9,697	10,750	12,070	13,447
经营性应收款项	866	915	1,031	1,154	税金及附加	49	51	58	65
存货	1,514	1,642	1,844	2,241	销售费用	241	256	289	323
合同资产	0	0	0	0	管理费用	361	384	433	485
其他流动资产	475	478	481	485	研发费用	461	512	577	647
非流动资产	7,330	7,455	7,370	7,243	财务费用	(46)	(48)	(44)	(53)
长期股权投资	664	689	714	739	加:其他收益	72	192	217	243
固定资产及使用权资产	2,291	2,157	2,068	1,931	投资净收益	122	153	217	243
在建工程	140	148	159	173	公允价值变动	48	0	0	0
无形资产	697	667	637	607	减值损失	(18)	(2)	(2)	(2)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	1	1	2
长期待摊费用	48	48	48	48	营业利润	996	1,230	1,487	1,740
其他非流动资产	3,490	3,745	3,745	3,745	营业外净收支	7	0	0	0
资产总计	13,817	14,748	16,322	18,073	利润总额	1,003	1,230	1,487	1,740
流动负债	6,045	6,257	6,975	7,724	减:所得税	14	62	149	174
短期借款及一年内到期的非流动负债	21	12	12	12	净利润	989	1,169	1,338	1,566
经营性应付款项	4,479	4,598	5,163	5,752	减:少数股东损益	(8)	0	0	0
合同负债	500	639	722	808	归属母公司净利润	997	1,169	1,338	1,566
其他流动负债	1,044	1,007	1,078	1,151	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.89	1.04	1.19	1.39
非流动负债	553	520	520	520	EBIT	786	1,183	1,442	1,687
长期借款	200	200	200	200	EBITDA	1,126	1,409	1,675	1,917
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.89	15.95	16.40	16.83
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	8.65	9.14	9.27	9.69
其他非流动负债	351	318	318	318	收入增长率(%)	(8.20)	10.89	12.88	12.00
负债合计	6,598	6,778	7,495	8,244	归母净利润增长率(%)	46.39	17.22	14.47	17.07
归属母公司股东权益	6,692	7,443	8,299	9,302					
少数股东权益	528	528	528	528					
所有者权益合计	7,219	7,970	8,827	9,829					
负债和股东权益	13,817	14,748	16,322	18,073					

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,056	1,290	1,750	1,780	每股净资产(元)	5.96	6.62	7.39	8.28
投资活动现金流	(2,010)	(195)	168	239	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	(346)	(460)	(482)	(564)	ROIC(%)	10.84	14.38	15.07	15.91
现金净增加额	(1,296)	636	1,436	1,456	ROE-摊薄(%)	14.90	15.70	16.12	16.84
折旧和摊销	341	226	232	230	资产负债率(%)	47.75	45.96	45.92	45.62
资本开支	(84)	(72)	(124)	(78)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.81	15.19	13.27	11.34
营运资本变动	(138)	41	396	226	P/B(现价)	2.65	2.39	2.14	1.91

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。

会因接收人收到本报告而视其为客户。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>