

一拖股份（601038.SH）

公司报告 | 首次评级报告



钮舒越
机械分析师

2025年12月30日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	14.23
总市值	159.89 亿
PE-TTM	19.61
PB-MRQ	2.04

估值结果

价值	210.91 亿
DDM 估值 上行空间	32%
状态	偏低估
价值	198.42 亿
动态估值 上行空间	24%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

一拖股份是我国拖拉机行业龙头企业，农机行业中首家拥有“A+H”股资本平台的上市公司。公司主营农业机械，主要产品为履带拖拉机、轮式拖拉机。

公司的成长能力星级一般，行业处于成熟期，增量空间来自于产品高端化，以及海外新兴市场；盈利趋势星级中等，随着产品结构升级，且高毛利的海外业务占比提升，公司整体盈利能力稳中有升；产业格局相对较好，拖拉机的商业模式已相对成熟，竞争格局稳固；护城河星级较高，公司具备深厚的技术、规模、渠道、管理的护城河，奠定其稳固的行业地位，优势项衰退较慢。

一拖受益于国内产品结构升级、海外渗透率提升带来盈利弹性，以及存在估值与现金流的错配修复空间。基于以上的假设，结合动态估值及DDM模型测算，公司的股价目前处于偏低估的位置。

我们区别于市场的观点

市场认为，“高标准农田建设”和“优机优补”带动拖拉机大型化、高端化，竞争格局有望将向头部集中。公司作为拖拉机头部企业，将充分受益于高端产品渗透率和国产化率提升；以及海外非俄语市场长坡厚雪，有望成为第二成长极。不过目前行业景气度仍在底部徘徊，没有驱动因素，公司的关注度相对较低。

我们对于公司的投资观点与市场保持一致，拖拉机大型化、高端化、国际化助力公司中长期发展。不过行业或已经进入拐点，10月份拖拉机出口增速达到54%，相比24年的10%进入加速增长阶段。

风险提示

行业竞争若加剧、公司成长性与盈利能力或将承压；倘若补贴政策不及预期，将影响拖拉机需求增速；粮价若持续低迷，将影响全球农机需求。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

一拖股份是农机行业龙头，2024 年国内市占率24%。前身是第一拖拉机制造厂创建于1955 年，是国家“一五”时期156 个重点建设项目之一，聚焦大中型拖拉机业务并进行产业链的延伸。目前公司的主营业务包含农业机械和动力机械两大板块，涵盖全系列轮式和履带式拖拉机产品及铸锻件、齿轮、变速箱、覆盖件等关键零部件的研发、制造和销售。主导产品涵盖“东方红”系列履带拖拉机、轮式拖拉机、柴油机等多个品类，产品国内市场前列，并成功销往全球140 多个国家和地区。

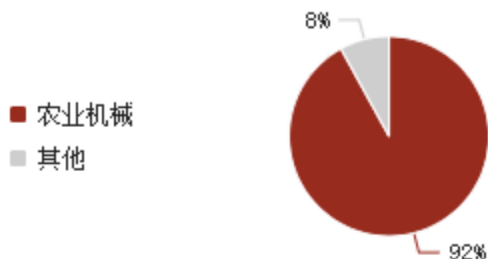
2. 业务介绍

对于一拖股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

农业机械：

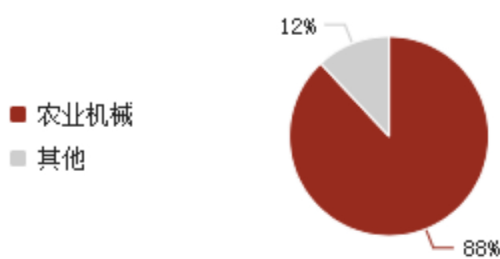
农业机械是指在农业生产、农产品初加工、农业废弃物处理及农村相关社会服务过程中，使用的各类机械和设备的总称。其中拖拉机是最主要的农机，作业种类包括牵引、悬挂并驱动各种配套农具，完成耕、耙、播、收等多种农田作业、运输作业和固定场地作业。一拖的业务界定为全球拖拉机市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

农机下游终端客户极度分散，销售模式以经销为主；行业成熟且稳定，营销费用较低；公司持续高研发投入，维持产品竞争力。

3.1 研发强度

低 较低 **中等** 较高 高

一拖的研发强度星级中等。虽然农机为传统设备领域技术迭代的空间不大，过去五年公司的研发费用率依旧维持在4%以上。一拖持续产品研发升级，以顺农机大型化、高端化的发展趋势。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

一拖的营销强度星级低。公司经销渠道搭建逐步完善，且内部费用优化，销售费用率从2017年的6%下降到2025年前三季度的1.1%，所处行业成熟且格局稳定，预计未来的营销开支保持稳定。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

一拖的客户集中度星级低。农机的终端需求以海量中小规模农业生产主体为主，经销为主的销售网络稀释了单客户依赖，2024年公司的前五大客户收入占比为5.6%。

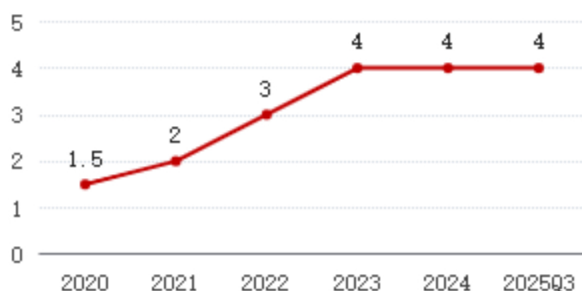
4. 历史经营绩效

公司降本增效战略成效显著，历史盈利能力星级持续提升；受终端需求波动，历史成长能力星级出现大幅下滑；上下游分散，回款能力优秀，历史业务控制力星级维持高位；稳健分红政策回馈股东，股东回报评级较高。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



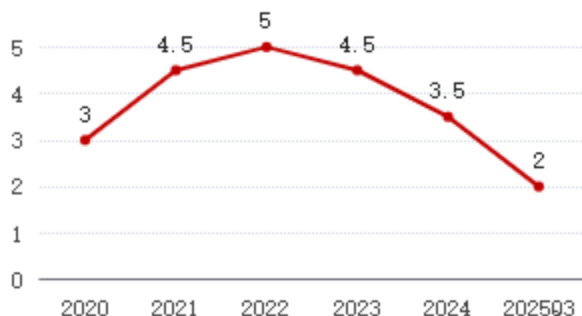
数据来源：公司财报，壹评级

一拖的历史盈利能力星级持续上升。2018年起公司通过国企改革，提质增效效果显著，费用率大幅下滑，带动盈利能力显著提升；同时公司进一步扩大原材料的自供比例，目前已具备从车身、铸锻件、发动机、齿轮等拖拉机关键零部件的制造能力，从而降低拖拉机单位成本。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



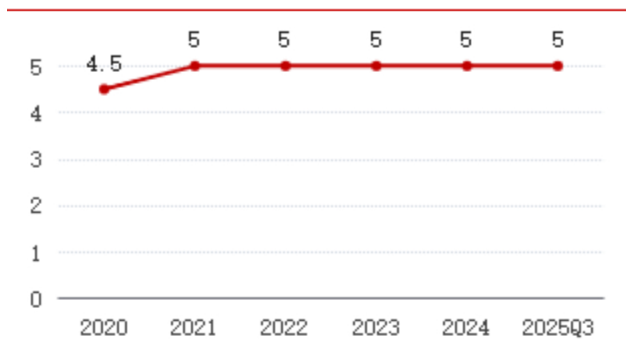
数据来源：公司财报，壹评级

一拖的历史成长能力星级波动较大。农机行业存在周期特性，终端需求受政策、粮价等因素波动较大。2023年起，受粮食价格下跌与拖拉机国标切换的影响，收入增速大幅放缓。预计后续国四排放标准升级带来的需求前置的影响逐步消除，渠道库存恢复合理水位，拖拉机销售回到正常增速。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



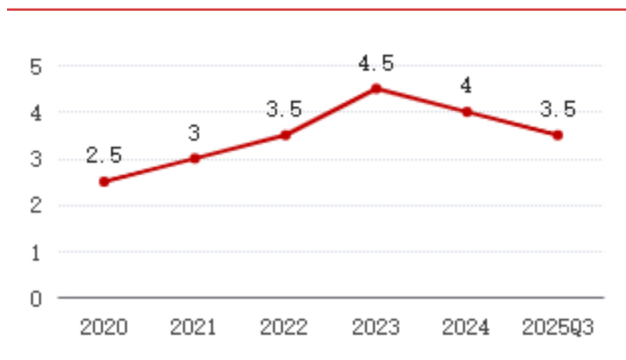
数据来源：公司财报，壹评级

一拖的历史业务控制力星级高。下游以经销商为主，2024年前五大客户收入占比为5.6%；上游供应商分散，2024年前五大供应商占年度采购总额17.9%。公司的回款能力稳定，现金流优秀，收现比大于100%。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报评级较高。公司的现金类资产占比极高，资产质量优秀。截至2024年在手现金及现金等价物约70亿元，占总资产的48%。近年来公司分红比例有所提升，目前稳定在35%左右。

5. 四维评级

公司的成长能力星级一般，行业处于成熟期，增量空间来自于产品高端化，以及海外新兴市场；盈利趋势星级中等，随着产品结构升级，且高毛利的海外业务占比提升，公司整体盈利能力稳中有升；产业格局相对较好，拖拉机的商业模式已相对成熟，竞争格局稳固；护城河星级较高，公司具备深厚的技术、规模、渠道、管理的护城河，奠定其稳固的行业地位，优势项衰退较慢。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长能力星级中等。农机行业发展成熟，每年需求稳定，公司为国内拖拉机龙头，受益于产品结构升级；海外成长空间大，不过渠道需要时间布局。

农业机械(2.5星):

拖拉机每年需求相对稳定。国内受益于农机补贴、标准化农田、产品高端化发展等趋势，市场小幅扩容；海外市场规模为国内的5倍，不过公司目前海外市占率非常低，需要进行渠道搭建以及客户品牌培育，中短期业务增速不高。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势星级相对较高。行业高度集中度，竞争格局稳定。在政策与补贴双驱动下，产品升级增厚盈利空间；费用管控释放潜力，推动净利率稳中有升。

农业机械(3星):

行业竞争格局与盈利能力相对稳定。业务方面，农业高标准农田建设和“优机优补”有望带动拖拉机超大型化、高端化，公司毛利率有望稳中有升；管理层面，费用端仍有优化的空间，带动整体盈利水平逐步向好。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局星级较高。农机行业进入门槛不高，但由于成熟行业未来增速有限，且产品盈利能力一般，因而竞争格局相对稳定。

农业机械(4星):

行业新进入者少，玩家集中度高。公司经过七十余年的发展，与下游经销商深度绑定，且已形成一定规模经济与技术优势，其龙头地位难以撼动。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河星级较高。农机格局稳定，一拖具备先发优势，依托技术壁垒、线下渠道、规模经济及管理运行四大因子，奠定其稳固的行业地位，护城河优势项较为稳固。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
农业机械	(4星) 根据壹评级测算，调整后的ROIC为22.5%，有15.5%的超额护城河。公司业务控制力为5星，上下游分散，现金回款能力较强。	(4.5星) 公司的护城河归因为线下渠道、规模经济、技术优势、管理运营四大因子。1) 线下渠道：公司发展七十余年，与下游经销商深度绑定，竞争格局稳定，渠道护城河较深；2) 规模经济：公司具备车身，铸锻件，发动机，齿轮等拖拉机关键零部件的制造能力，规模优势相对稳固、难以衰退；3) 技术优势：公司以大型化、高马力产品为主，在动力换挡和无级变速拥有深厚技术储备，其技术护城河深且衰退较慢；4) 管理运营：实控人为国机集团，公司高管多具技术背景且对行业具备较深理解，一拖尚有治理改善的逻辑，护城河有增强的空间。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

一拖受益于国内拖拉机高端化、大型化发展趋势，以及海外市场为公司的第二成长曲线。基于以上的假设，结合动态估值及DDM模型测算，公司的股价目前处于被低估的位置。

6.1 核心假设及逻辑

一拖股份的盈利预测按产品划分，公司核心产品为农业机械（拖拉机），我们对其进行盈利预测并估值，核心假设及逻辑如下：

拖拉机：拖拉机行业按照理论更新增速，且中小拖向大拖切换，所需台数会减少，产品单价有所提升。

1、收入端：1) 销量：公司与行业销量增速呈现同方向变动，我们预测2025~2027年产品销量增速为-5%/2%/2.5%，后续每年增速稳定在2%上下；2) 价格：随着高价值产品占比提升，我们预测2025~2027年产品价格增速为1%/2%/2.5%，后续每年增速约1.5%。

2、毛利率：产品结构调整带动整体盈利能力上升，预计2025~2027年全年毛利率逐步提升，往后看毛利率长期稳定在16.6%。

表2：公司整体业绩预测

一拖股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	125.6	115.3	119.0	113.5	117.6	123.4	129.7	134.7
归母净利润(亿)	6.1	9.2	8.7	8.5	8.9	9.6	10.0	10.5
归母净利润增速(%)	45.7	51.6	-5.8	-1.8	4.4	7.5	4.5	4.9
经营性净利润(亿)	8.0	8.0	7.4	7.5	7.9	8.6	9.1	9.6
经营性净利润增速(%)	1438.6	-0.2	-8.2	2.0	5.3	9.0	5.4	5.8
经营性归母净利润(亿)	7.6	7.5	6.9	7.0	7.4	8.0	8.5	9.0
经营性归母净利润增速(%)	1421.2	-1.9	-8.2	2.0	5.3	9.0	5.4	5.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

农业机械	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	125.6	115.3	119.0	113.5	117.6	123.4	129.7	134.7
收入增速(%)	34.6	-8.2	3.2	-4.6	3.6	4.9	5.1	3.9
经营性净利润(亿)	8.0	8.0	7.4	7.5	7.9	8.6	9.1	9.6
经营性净利率(%)	6.4	7.0	6.2	6.6	6.7	7.0	7.0	7.1
经营性净利润增速(%)	1438.6	-0.2	-8.2	2.0	5.3	9.0	5.4	5.8

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
农业机械	3.5%	中低	较好	强	7.5%	16.5	9.3
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
农业机械(亿)	37.8	115.2	152.9	35.5	-	10.0	198.4
公司整体测算(亿)	37.8	115.2	152.9	35.5	-	10.0	198.4

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
农业机械(亿)	88.5	76.9	165.4	35.5	-	10.0	210.9
公司整体测算(亿)	88.5	76.9	165.4	35.5	-	10.0	210.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

农业机械所属行业成熟期，市场成长与盈利增速的可预测性较高。一拖龙头优势明显，业绩与行业情况变动高度相关，公司的估值确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM 估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。