

央企控股多板块业务齐发力，丰富高附加值产品储备促成长
——林海股份(600099. SH)投资价值分析报告

● 央企控股老牌上市企业，产品技术水平国内领先

公司为隶属于国资委管辖的中央企业，控股股东中国福马机械集团有限公司系中国机械工业集团有限公司全资子公司。公司股权结构长期保持稳定且股权相对集中，其为。作为深耕机械行业的老牌企业，公司拥有多年研制和生产小型动力及配套机械的深厚工艺技术积淀，主要产品关键零部件及排放控制等技术已达到国内领先水平。近年来通过持续数字化转型，公司已构建起由多条专业生产线、工业机器人、加工中心协同运作的先进生产制造体系，其主要产品通过多项国际权威认证。

● 多业务协同发展，营收规模与盈利质量整体向好

作为一家综合性专用机械设备制造企业，公司主要业务涵盖消防机械、农业机械、特种车辆、摩托车业务等四大板块，其各业务板块与国内外市场的营收分布较为均衡，多元化业务布局有效提升了抗风险能力。2024 年公司营收实现同比高增 51.23%，其受益于消防机械业务中标多个省份重点国债项目以及新市场的有效拓展，同时特种车辆、农业机械业务也实现较高双位数增长。2025 年前三季度，公司整体营业收入在高基数下同比实现稳健增长 5.18%。公司净利率从 2022 年的 1.28%稳步提升至 2024 年的 1.75%，2025 年前三季度进一步增长至 1.81%；扣非加权 ROE2024 年较 2022 年提升 1.32pct，近三年一期公司总体业务的盈利质量持续向好。

● 国内全地形车制造企业正快速崛起，公司特种车辆业务成长性可期

虽然全地形车行业目前仍然由美国企业北极星以及传统美日厂商所主导，但近年来国内一批代表性企业的市场份额实现显著提升，其产品结构上也在逐步从中低端向高端产品市场渗透。作为国内起步较早的全地形车制造企业，公司具备多年的工艺研发积累并掌握关键核心技术，并在持续向大排量高端产品市场领域拓展业务。2025H1，V650/550 新产品销售情况良好，并有新款 LH500ATV 完成发动机及整车出口认证，新款 LH650ATV 完成小批出货。2025 年 10 月，公司新款 ATV1000 全地形车亮相中国进出口商品交易会。未来，随着多款大排量高端产品的陆续上市销售，有望为公司特种车辆业务的良好成长性提供有力支撑。

● 利好政策持续出台，公司消防机械业务市场竞争优势较强

2025 年 11 月，《森林草原防灭火条例》迎来正式公布，从国家层面对于森林草原防灭火工作进行了总体性制度安排。条例明确要求，加强防火道、隔离带等基础设施建设，推动防火灭火装备转型升级，建立健全森林草原防灭火物资储备保障体系，及时补充更新防火灭火物资。就客户性质来看，森林消防机械行业的客户多为政府部门，依托于雄厚的央企背景与丰富的平台资源，叠加考虑到行业较高的准入门槛，公司在森林消防机械领域具备较强的市场竞争力。随着 2026 年防火灭火新条例的实施，国家对森林防火体系的建设投入预计将持续加大，公司消防机械业务的营收增长有望持续。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2025 年-2027 年的营业收入分别为 11.54/13.36/15.31 亿元，同比增速分别为 9.86%/15.76%/14.54%。根据合理估值测算，给予公司六个月内目标价为 12.20 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

地缘政治与海外市场需求不及预期风险；原材料价格上涨风险；新产品研发进度与推广效果不及预期风险。

● 核心业绩数据预测

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	694.81	1,050.74	1,154.30	1,336.27	1,530.52
每股销售金额(元)	3.17	4.80	5.27	6.10	6.98
P/S	3.55	2.35	2.14	1.85	1.61

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

SFC:AAK004

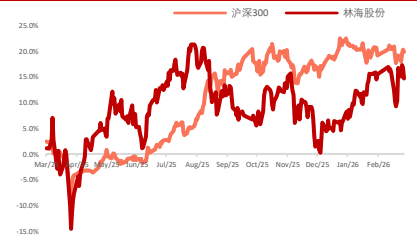
Email:research@waton.com

主要数据

2026-3-12

收盘价（元）	11.26
一年中最低/最高（元）	7.80/12.18
总市值（亿元）	24.67
P/S（TTM）	2.26

股价相对走势



内容目录

1. 公司基本情况概述	4
1.1. 公司发展历程与股权结构	4
1.2. 主营业务：多业务协同发展，国际+国内市场“双核驱动”	5
1.3. 公司经营业绩、主要财务指标分析	5
1.3.1. 公司营收整体向好，毛利率长期保持稳定	5
1.3.3. 各板块营收分布较为均衡，多元化业务有效提升抗风险能力	6
1.3.4. 公司期间费用率分析：销售与管理费用率有所优化，研发投入力度持续提升	7
1.3.5. 公司盈利能力分析：总体盈利质量持续提升	8
2. 公司特种车辆业务板块分析	9
2.1. 全地形车市场规模有望保持良好增长，国内制造企业正在快速崛起	9
2.4. 公司高端市场产品储备丰富，特种车辆业务成长性可期	10
3. 公司消防机械业务板块分析	11
3.1. 全球森林消防机械市场规模有望持续增长，我国迎多项利好政策持续出台	11
3.2. 公司消防机械业务销售规模创出新高，其市场竞争优势较为显著	12
4. 公司农业机械业务板块分析	12
4.1. 我国农业机械市场规模庞大，插秧机细分领域国产化率显著提升	12
4.2. 公司农业机械业务营收实现逆势持续增长，新款高速插秧机研发有序推进	13
5. 2025-2027 年公司业绩预测	14
5.1. 公司分业务板块营收、经营利润率预测	14
5.2. 公司整体业绩预测	15
6. 公司估值分析	16
6.1. 相对估值：目前估值水平低于近五年估值中枢	16
6.2. 绝对估值：DCF 模型估值分析	17
6.3. 公司未来六个月内目标价	18
7. 风险提示	18

图表目录

图 1：央企控股，公司股权结构相对集中	4
图 2：公司协同发展的多元化产品体系	5
图 3：近三年一期，公司营业收入、营业成本与毛利率情况	6
图 4：2025H1，公司各业务板块营收、成本、毛利率情况	7
图 5：2025H1，公司分板块营收构成情况	7
图 6：近三年一期，公司期间费用率趋势情况	8
图 7：2025 年前三季度，公司期间费用率与行业横向比较	8
图 8：近三年一期，公司主要盈利能力指标趋势	9
图 9：2025 年前三季度，公司主要盈利能力指标与行业横向比较	9
图 10：2020 年-2024 年我国全地形车出口金额情况	10
图 11：2018 年-2028 年我国农业机械行业市场规模情况及预测	13
图 12：公司当前 P/S（TTM）估值水平较低于近十年估值中枢	16
表 1：2025 年-2027 年公司分行业盈利预测	15
表 2：2025 年-2027 年公司相对估值模型预测数	16
表 3：采用 DCF 估值模型，公司股权价值测算	18
表 4：DCF 估值模型股价敏感性测试分析（单位：元/股）	18

1. 公司基本情况概述

1.1. 公司发展历程与股权结构

央企控股老牌上市企业，股权结构稳定并相对集中。林海股份有限公司成立于 1997 年 6 月，由中国福马机械集团有限公司以其所属的泰州林业机械厂重组后的净资产独家发起、向社会公开募集股份后所设立，并于同年 7 月在上海证券交易所上市。公司前身泰州通用机械厂始建于 1956 年，作为深耕机械行业的老牌企业，公司拥有近七十年研制和生产小型动力及配套机械的深厚工艺技术积淀，主要产品关键零部件及排放控制等技术已达到国内领先水平。

公司主要生产基地位于江苏泰州，当地机械制造业成熟的产业链为公司的长期稳健发展提供了强有力保障。近年来通过持续数字化转型，公司已构建起由多条专业生产线、工业机器人、加工中心协同运作的先进生产制造体系。公司先后通过 ISO9001 质量管理体系认证、ISO10012 测量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证，部分产品通过了欧洲 EEC 认证、CE 认证及美国 EPA 和 CARB 认证等多项国际权威认证，主导产品质量水平于国内领先。

公司为隶属于国资委管辖的中央企业，其实际控制人为国务院国资委，控股股东中国福马机械集团有限公司系中国机械工业集团有限公司全资子公司。公司股权结构长期保持稳定且股权相对集中，中国福马机械集团有限公司持有公司 42.10% 的股份，其为公司经营战略决策的制定与有效实施提供了良好的股权结构层面保障。

图 1：央企控股，公司股权结构相对集中



资料来源：天眼查，华通证券国际研究部

1.2. 主营业务：多业务协同发展，国际+国内市场“双核驱动”

经过数十年发展，公司已成长为一家集消防机械、农业机械、特种车辆（全地形车）、摩托车业务，四大板块业务协同发展的综合性专用设备制造企业。公司不仅为国内全地形车领域的先行者，同时也是我国水田种植机械领域的主要市场参与者之一。在市场拓展策略上，公司秉持国际、国内市场并重的方针。其中，全地形车业务以出口为主，公司全球化营销网络较为完善；在国内市场，其业务则重点聚焦于消防机械、农业机械等赛道，持续打造覆盖全国的立体化服务网络。2024 年，公司国内市场与国外市场的营业收入占比相对均衡，分别为 55.61%、44.39%。

图 2：公司协同发展的多元化产品体系



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

1.3. 公司经营业绩、主要财务指标分析

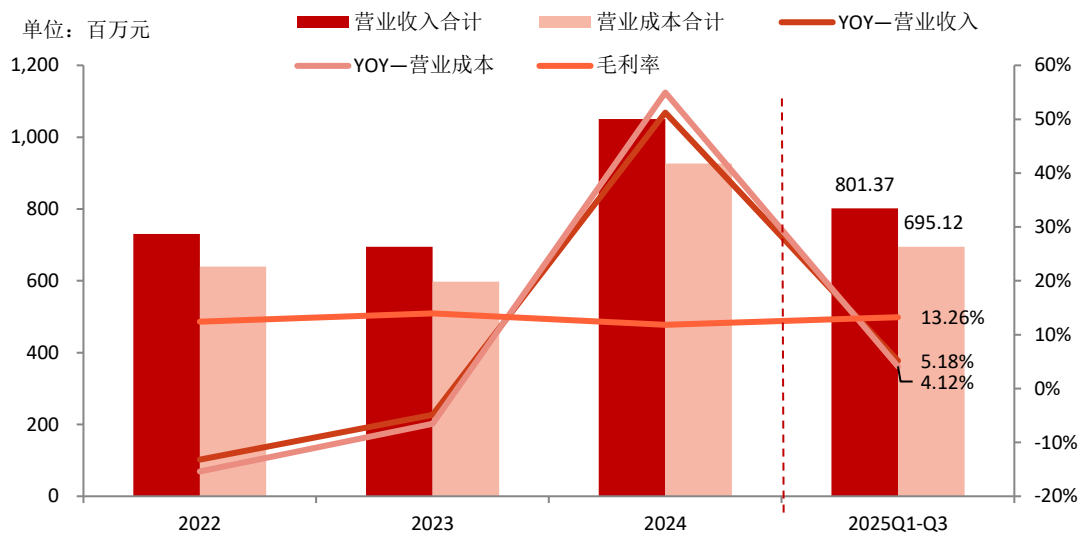
1.3.1. 公司营收整体向好，毛利率长期保持稳定

近三年一期，公司营收规模虽有所波动，但整体呈现向好态势。其中，2022-2023 年公司营收规模同比均有所下滑，其主要分别因消防机械业务中的政府招标项目减少、特种车辆业务海外需求下滑所致。2024 年，公司营收规模实现大幅增长至 10.51 亿元，同比高增达 51.23%，

其主要受益于消防机械业务中标多个省份重点国债项目以及新市场的有效拓展，同时特种车辆、农业机械业务也实现了较高双位数增长。2025 年前三季度，公司整体营业收入在 2024 年多项业务均创出历史新高的高基数之下，同比仍实现稳健增长 5.18%。

毛利率方面，近三年一期公司总体的毛利率水平虽因各期业务结构有所不同而略有波动，但总体维持在约 12%-14% 的小幅波动区间。其中，2025 年前三季度公司的毛利率为 13.26%，较 2024 年全年水平增长 1.43 pct。

图 3：近三年一期，公司营业收入、营业成本与毛利率情况



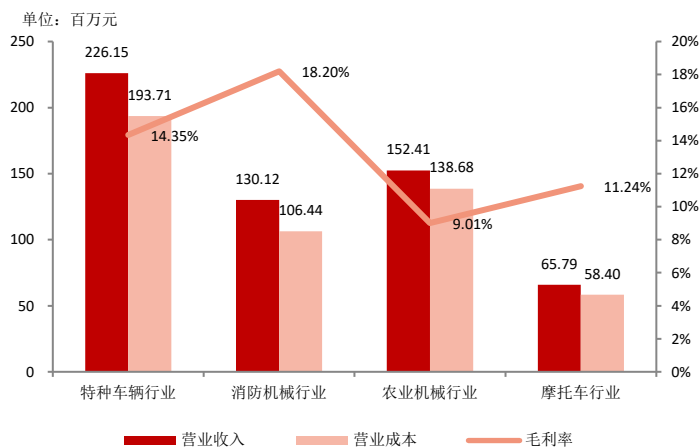
资料来源：iFinD，公司公告，华通证券国际研究部

1.3.3.各板块营收分布较为均衡，多元化业务有效提升抗风险能力

从具体业务结构上看，2025H1 公司特种车辆、消防机械、农业机械、摩托车等四大板块的营收占比分别为 39.10%、22.50%、26.35%、11.37%。其中，消防机械板块，当期实现销售收入大幅攀升至 1.30 亿元，同比增长 184.14%，创历史同期最佳业绩。公司各业务板块的营收分布较为均衡，多元化业务有效地提升了公司整体抗风险能力。

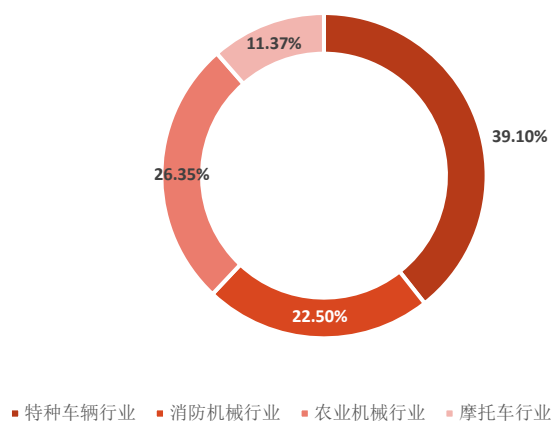
毛利率方面，2025H1 公司特种车辆、消防机械、农业机械、摩托车业务的毛利率分别 14.35%、18.20%、9.01%、11.24%，各版块之间的毛利率差异相对较小。就变动趋势来看，近三年一期公司特种车辆业务的毛利率水平总体略有增长；消防机械业务的毛利率在 2024 年因具体产品结构变动导致毛利率明显下滑后，2025H1 已强势重回上升通道、增长至 18.20%，较 2024 年全年水平提升 6.98pct，并有力拉动公司整体毛利率提升；农业机械业务期间内的毛利率水平则基本保持稳定。

图 4：2025H1，公司各业务板块营收、成本、毛利率情况



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

图 5：2025H1，公司分板块营收构成情况



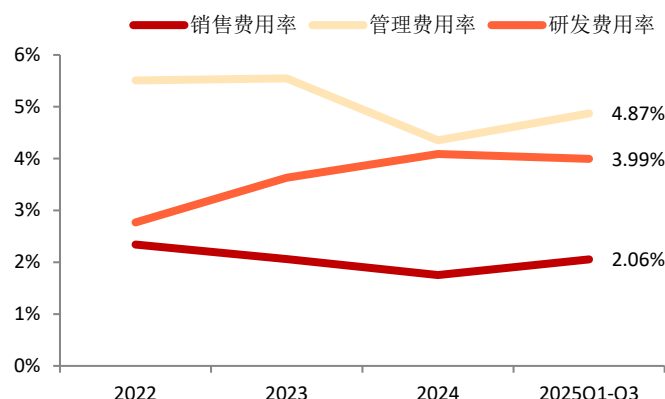
资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

1.3.4.公司期间费用率分析：销售与管理费用率有所优化，研发投入力度持续提升

2025 年前三季度，公司销售费用率、研发费用率、管理费用率分别为 2.06%、3.99%、4.87%，合计占营业收入的比例为 10.92%。从时间维度上看，2022 年-2024 年，公司销售费用率、管理费用率总体呈现下降趋势，2024 年较 2022 年分别减少 1.16 pct、0.59pct；另一方面，公司的研发费用投入力度则是在营业收入规模显著提升的情况下仍在持续加强，研发费用率期间提升 1.32pct。截至 2024 年底，公司累计有效专利为 79 件，仅 2024 年申请专利数量便高达 36 件。

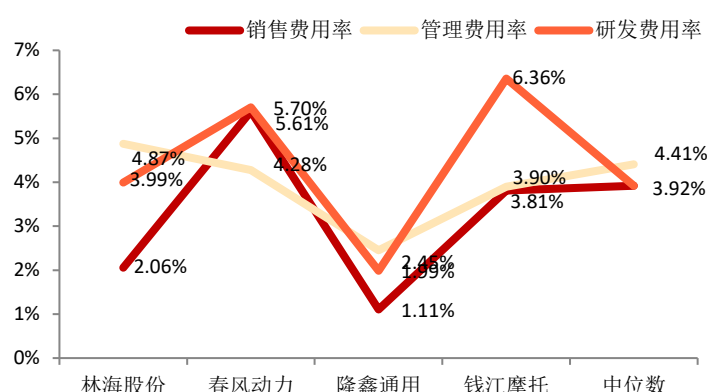
横向比较来看，我们选取申万二级摩托车其他行业中的春风动力、隆鑫通用、钱江摩托作为可比公司，进行相关指标比较分析。2025 年前三季度，公司的销售费用率水平较显著优于行业中位数 3.92%，在各大可比公司中排名也相对靠后、仅高于隆鑫通用，其体现了公司依托于控股方中国福马机械集团的产业平台资源，以及较为完善高效销售网络的竞争优势；公司管理费用率水平略高于行业中位数 4.41%以及各大可比公司；研发费用率水平则与行业中位数 3.92%基本相当，在各大可比公司中相对靠后。

图 6：近三年一期，公司期间费用率趋势情况



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

图 7：2025 年前三季度，公司期间费用率与行业横向比较



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

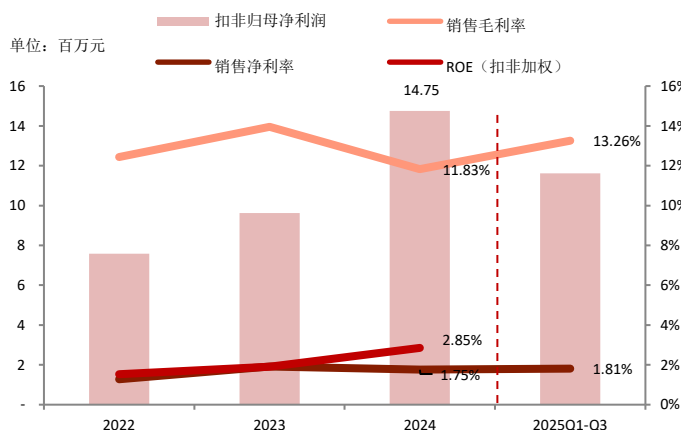
1.3.5.公司盈利能力分析：总体盈利质量持续提升

2025 年前三季度，主要受益于消防机械业务毛利率的强势回升，带动公司整体的毛利率水平重回上升通道至 13.26%，并已趋近于 2022 年 13.95% 的近三年一期最高水平。净利率方面，公司净利率从 2022 年的 1.28% 稳步提升至 2024 年的 1.75%，2025 年前三季度进一步增长至 1.81%。公司扣非加权的 ROE 水平也随之得到不断优化，2024 年已增长至 2.85%，较 2022 年提升 1.32pct，近三年一期公司总体业务的盈利质量持续向好。

从行业横向比较上看，2025 年前三季度公司的毛利率与净利率均较 18.77%、7.22% 的行业中介位数水平以及各大可比公司有所落后，其与公司的整体销售规模、产品结构、业务模式等方面较可比公司仍存在一定差距所致。随着公司在成本端成本优化工程、精益成本管理的深入推进，产品端高附加值产品的陆续上市销售，未来公司的盈利质量水平仍有较大的提升空间。

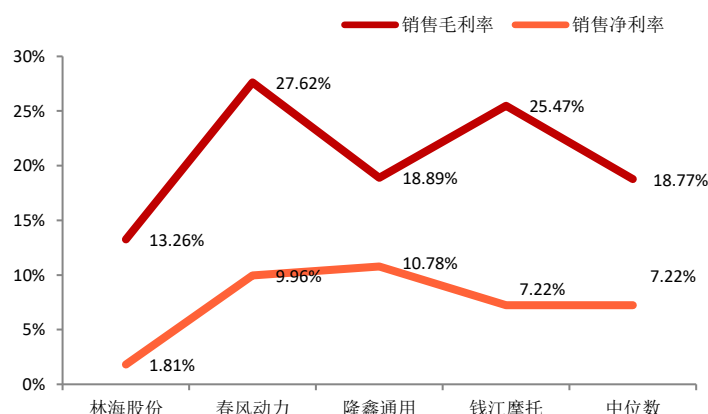
盈利规模方面，公司近三年一期扣非归母净利润呈现显著增长态势，从 2022 年的 758.16 万元持续攀升至 2024 年的 1,474.63 万元，期间 CAGR 达 39.46%；2025 年前三季度，公司实现扣非归母净利润为 1,161.00 万元，同比保持 13.63% 的双位数增长，时间进度来看已完成 2024 年净利润规模的 78.73%。

图 8：近三年一期，公司主要盈利能力指标趋势



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

图 9：2025 年前三季度，公司主要盈利能力指标与行业横向比较



资料来源：iFinD，华通证券国际研究部

2. 公司特种车辆业务板块分析

2.1. 全地形车市场规模有望保持良好增长，国内制造企业正在快速崛起

特种车辆是指为满足工程、消防、医疗及监测等特定需求，而非普通客货运输所专门设计的专业化载具。其中，全地形车为一种具备高通过性的特种车型，其宽大的低压轮胎设计增加了与地面的接触面积，从而提供更大的摩擦力和更低的地面压强，使得全地形车具备在沙滩、山地等多种复杂路况下的优异适应能力，广泛应用于休闲娱乐、户外作业及军事等特定领域，展现出极高的功能性与实用性。

根据用途与结构不同，全地形车可分为三大类型：(1).ATV 四轮全地形车，通常为车把转向，其主要追求速度与操控感，多应用于户外休闲娱乐领域；(2).UTV 多功能全地形车，通常为方向盘转向，并配置载物架，并可搭载多人，主要用于各类户外作业需求；(3).Go-kart 娱乐场地车，小型化、多用于封闭场地。

全地形车应用前景广阔，市场规模有望保持良好增长。在户外休闲相关需求提升、产品技术革新与应用场景持续拓展等多因素共同推动下，全地形车的全球市场规模已突破百亿美元量级，并预计将保持良好增长。根据 Straits Research 数据显示，2024 年全球 ATV 与 UTV 的市场规模已达 119.5 亿美元，至 2033 年其市场规模预计将增长至 216 亿美元，期间 CAGR 预计为 6.8%。其中，亚太地区的市场规模增速相对更高，期间 CAGR 预计为 7.8%。

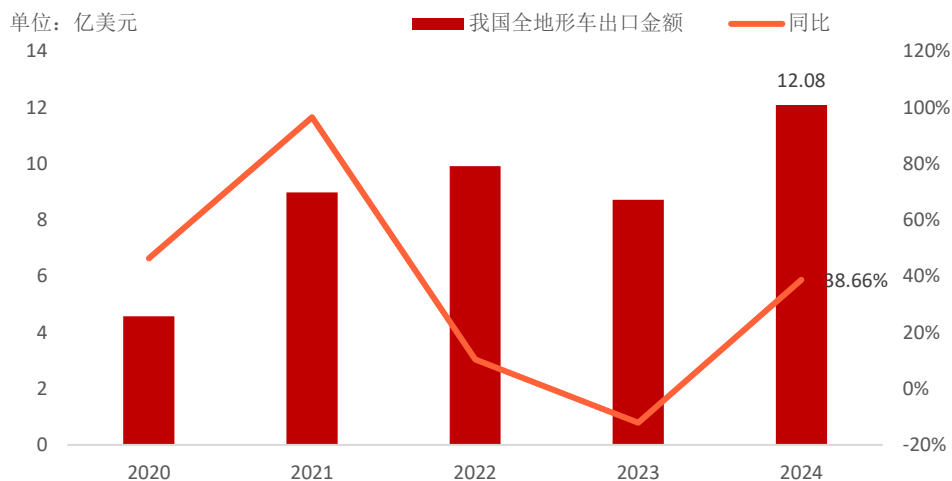
北极星为全地形车行业龙头，国内生产企业正在快速崛起。就市场竞争格局来看，根据头豹研究院数据显示，2023 年美国企业北极星在 ATV 领域的市场份额达 37%，传统美日厂商则合

计占据了 54% 的市场份额，而以春风动力为首国内企业的市场份额也在显著提升，同期已增长至 8%，产品结构上也在逐步从中低端向高端产品市场渗透。

目前，我国全地形车行业呈现显著的出口导向型特征，向海外出口仍然为产业增长的核心动力，行业整体的外销产品比例常年维持在 90% 以上的高水平。而相对于需求较高的海外市场，目前我国本土全地形车市场仍处于小众新兴市场阶段，整体需求相对仍然有限。随着国内市场推广的进一步拓展，以及户外休闲娱乐需求多样化的提升，国内消费者对于全地形车产品的认知度与接受度有望得到持续改善。未来，我国本土市场发展空间广阔，并具有良好的边际增长弹性。

就近五年出口规模变动趋势分析，根据中国摩托车商会数据显示，我国全地形车出口金额在经历了 2020 年-2021 年的连续高增之后，2022 年其增速明显放缓，至 2023 年进一步出现了出口金额的同比下滑；2024 年，随着海外欧美主要市场的通胀压力得到有效缓解，户外休闲消费需求复苏之下，我国全地形车行业迎来强劲反弹，出口规模创出新高至 12.08 亿美元，同比增长达 38.66%。

图 10：2020 年-2024 年我国全地形车出口金额情况



资料来源：中国摩托车商会，华通证券国际研究部

2.4. 公司高端市场产品储备丰富，特种车辆业务成长性可期

作为国内起步较早的全地形车制造企业，公司成功攻克了多项行业重点难题，具备多年的工艺研发积累并掌握关键核心技术。同时，公司也在持续向大排量高端产品市场领域拓展业务。2024 年，公司开发多款发动机及整车，如 1000cc 发动机、V 平台系列特种车辆等，并有多

款大排量发动机及整车完成耐久试验；2025H1，新款 LH500ATV 完成发动机及整车出口认证，新款 LH650ATV 完成小批出货。目前，公司已形成了由小、中、大排量俱全（150CC-1000CC）汽、柴油动力 ATV 以及新能源电动 ATV 所构成的丰富产品矩阵。

2024 年，公司特种车辆业务销售规模创出新高，全年实现销售收入达 3.87 亿元，同比取得 21.83% 的较高双位数增长。2025 年上半年，公司多元化市场拓展成效显著，其美国以外市场的销售收入为 28,621 万元，占整体业务营收比例 99.47%，同比持续高增达 32%，有效对冲美国关税政策影响。同时，公司 V650/550 新产品销售情况良好，上半年共计销售 3,328 辆，提供了可观营收增量。

2025 年 10 月，公司新款 ATV1000 全地形车亮相中国进出口商品交易会，其配置最新研发的 V 型双缸发动机(LH2V91MY)，采用 BOSCH 电子油门电喷系统，整车采用前双 A 臂后摇臂式悬挂系统，搭配前后气囊减震、符合人机工学的轿车级座垫、电加热把手，3 种驾驶模式适合不同客户群体和使用场景。未来，随着多款大排量高端产品的陆续上市销售，有望为公司特种车辆业务的良好成长性提供有力支撑，并有望推动该业务毛利率水平的持续优化。

3.公司消防机械业务板块分析

3.1.全球森林消防机械市场规模有望持续增长，我国迎多项利好政策持续出台

消防机械是指用于防火、灭火、报警与火灾事故救援的专用设备，而森林消防机械为其中的一个重要子类。近年来，在气候变暖叠加极端天气频发的大背景下，全球森林火灾的频率呈现加剧的态势。根据 WRI 数据显示，因火灾数量激增，2024 年全球森林损失面积达到历史新高，仅热带地区原始森林的受损面积便高达 670 万公顷，约为 2023 年的两倍之多。野火频率的显著上升预计将驱动全球森林消防机械需求的持续增长。以森林消防车细分产品为例，MGR 预计其 2024 年的全球市场规模为 1.90 亿美元，至 2033 年预计将达到 3.27 亿美元，期间 CAGR 为 6.3%。

我国各级政府高度重视防灾减灾工作，森林火灾防控体系建设持续完善。2025 年 11 月，《森林草原防灭火条例》迎来正式公布，从国家层面对于森林草原防灭火工作进行了总体性制度安排。条例明确要求，加强防火道、隔离带等基础设施建设，推动防灭火装备转型升级，建立健全森林草原防灭火物资储备保障体系，及时补充更新防灭火物资。2023 年，中央财政增发 1 万亿国债，全部通过转移支付方式于两年内分批安排给地方使用，资金用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设，旨在提升我国抵御自然灾害的能力。多项相关利好政策的陆续出台，也为我国森林消防机械行业的长期健康发展提供了强大助力。

3.2. 公司消防机械业务销售规模创出新高，其市场竞争优势较为显著

多年来，公司深耕森林消防机械细分领域，致力于推动新型森林消防灭火装备的研发与应用，已形成了涵盖全地形消防车、消防泵、风力灭火机等较为完善的产品体系。2025H1，公司新款便携式风力灭火机完成减振关键技术预研、整机三维造型设计和技术评审；新款大马力消防泵完成工程样机试制；新型风力灭火机完成小批试制。就客户性质来看，森林消防机械行业的客户多为政府部门，依托于雄厚的央企背景与丰富的平台资源，叠加考虑到行业较高的准入门槛，公司在森林消防机械领域具备较强的市场竞争力。

受益于多个省份重点国债项目的推进，以及对海南、西藏等新市场的开拓，2024 年公司消防机械业务成为公司重要的增长引擎，其全年实现销售收入达 3.42 亿元，同比高增 164.98%，创销售规模历史新高。2025H1，公司消防机械业务强劲增长势头实现延续，相继中标多个标杆性订单，销售收入同比增长达 184.14%，再次刷新历史同期最佳业绩。未来，随着 2026 年防灭火新条例的实施，国家对森林防火体系的建设投入预计将持续加大，公司消防机械业务的营收增长有望持续。

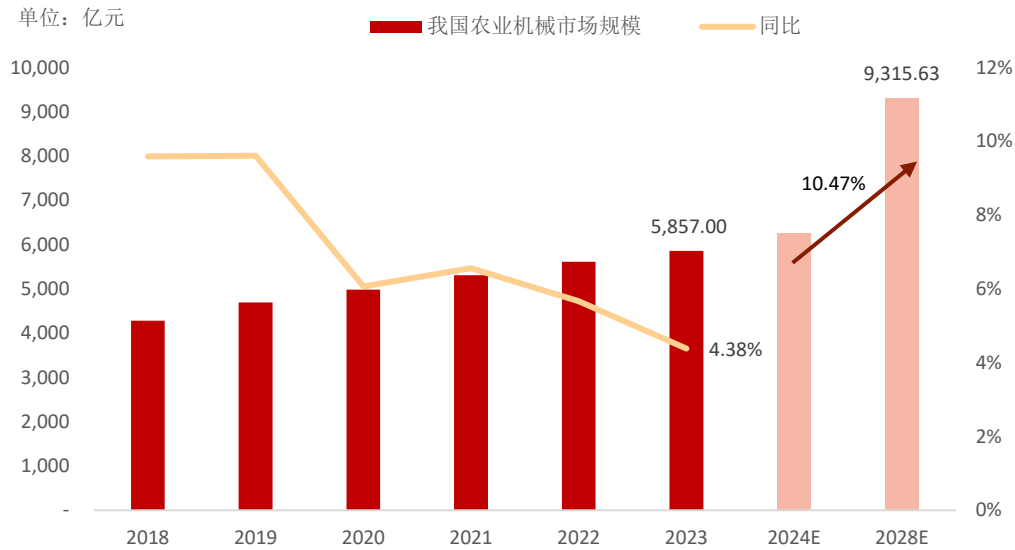
4. 公司农业机械业务板块分析

4.1. 我国农业机械市场规模庞大，插秧机细分领域国产化率显著提升

农业机械是指围绕种植业、畜牧业、林业和渔业，以及农产品初加工等生产活动所使用的各种机械及设备总称，其为现代化农业的快速发展提供了基础支撑。农业机械涵盖了基础零部件、整机制造、智能农机等广阔业务领域，根据我国农业农村部所颁布的行业标准，我国农业机械共划分为 32 个大类，107 个小类，504 个品目。其中，拖拉机为农业机械中最为通用的产品，为占比最大、应用最广的机械设备。根据农机 360 网数据显示，在 2023 年有补贴销量农机具中轮式拖拉机的销售额占比达 30%，位列首位。除此之外，各类农作物收割机、插秧机等也为农业机械的核心品类。

作为全球农业机械制造与消费大国，我国拥有着庞大的农机产品市场，并有望保持市场规模的较快增长。我国农业机械产业虽然相对海外发达国家起步较晚，但在政策补贴支持，叠加农村劳动力人口老龄化趋势之下，我国农业的整体机械化率已得到显著提升，2022 年农作物耕种收综合机械化率达到 73%。其中，小麦、玉米和水稻作为我国主要粮食作物，其机械化率已达到 85%以上。根据中商产业研究院数据显示，2023 年我国农业机械的市场规模已达 5,857 亿元。另据头豹研究院预测，我国农业机械行业的市场规模预计将由 2024 年的 6,254.78 亿元增长至 2028 年 9,315.63 亿元，期间 CAGR 预计为 10.47%。

图 11：2018 年–2028 年我国农业机械行业市场规模情况及预测



资料来源：中商产业研究院，头豹研究院，华通证券国际研究部

就插秧机细分赛道来看，其市场集中度较高，国产化率显著提升。插秧机为利用机械爪模仿人工，将水稻秧苗自动、高效地移植到稻田里的农业机械。我国插秧机的整体市场份额主要集中在前十大品牌，其中久保田、洋马两家日资品牌占据行业前两名，除此以外公司以及沃得等国产品牌产品的市场份额相对领先。根据华经产业研究院数据显示，2010 年我国插秧机的国产化率仅有 10%，至 2021 年已大幅提升至 55%。目前，国内插秧机市场中高速插秧机以日资企业生产机型为主，上独轮乘坐式插秧机则以国产机型为主流。随着国内企业在产品技术、质量上的持续追赶，未来在高速插秧机领域仍有着庞大的国产替代空间。

4.2.公司农业机械业务营收实现逆势持续增长，新款高速插秧机研发有序推进

公司农业机械产品主要聚焦于插秧机细分领域，产品包括手扶插秧机、高速插秧机等，其主要产品关键零部件及排放控制技术已达到国内领先水平。面对近年来高速插秧机市场渗透率持续提升的趋势，公司于该领域的研发投入规模显著加大。2024 年，公司研发费用金额同比高增 70.30%，其重金投入研发的两大项目之一便包括高速插秧机研发；2025H1，公司高速插秧机完成两款再生稻宽窄行新品试制、调试，完成轴距加长款、大功率高速插秧机样机试制，以及 8 款新品鉴定准备工作。

2023 年以来，在插秧机细分市场整体销量持续萎缩的不利情况下，公司通过持续完善全国化营销网络建设，并以农机装备高质量发展、高速插秧机市场占有率提升为总体目标，逆势实现农业机械业务连续两年一期的良好增长。其中，2024 年公司农业机械销售收入达 2.24 亿元，同比高增 42.93%；2025H1，该板块业务仍保持 20.71%的较高双位数增长。未来，新款高速

插秧机的推出有望为公司农业机械业务提供可观营收增量，进一步提升公司产品市场占有率。

5.2025-2027 年公司业绩预测

5.1.公司分业务板块营收、经营利润率预测

我们参考近三年一期公司各大业务的经营业绩情况，并结合行业未来发展预期、公司市占率情况等因素，综合分析后，对公司主要业务板块的营业收入、毛利率水平进行如下预测。

特种车辆业务：2025H1，公司 V650/550 新产品销售情况良好，新款 LH500ATV 完成发动机及整车出口认证，新款 LH650ATV 完成小批出货，多元化市场拓展成效良好；2025 年 10 月，公司新款 ATV1000 全地形车也在中国进出口商品交易会上亮相。随着公司多款大排量高端产品的陆续上市销售，有望推动公司特种车辆业务销售收入与毛利率水平的持续优化。我们预计，2025 年-2027 年公司特种车辆业务的营业收入分别为 4.37 亿元、4.99 亿元、5.75 亿元，同比增速分别为 12.70%、14.20%、15.40%；对应毛利率分别为 14.40%、14.80%、15.40%。

消防机械业务：该业务领域客户多为政府部门，依托雄厚央企背景与丰富平台资源，叠加考虑到行业较高的准入门槛高，我们认为公司在森林消防机械领域的市场竞争优势有望长期持续。2025H1，公司新款大马力消防泵完成工程样机试制，新型风力灭火机完成小批试制，有望成为新业绩增长点。同时考虑到 2026 年将迎来防灭火新条例的实施，国家对森林防火体系的建设投入也预计将持续加大，从而有望推动公司消防机械业务营收增长的持续。毛利率方面，2025H1 在产品结构实现优化后已强势重回上升通道，未来有望总体保持稳定并略有增长。我们预计，2025 年-2027 年公司消防机械业务的营业收入分别为 3.73 亿元、4.41 亿元、4.85 亿元，同比增速分别为 8.90%、18.40%、9.80%；对应毛利率分别为 16.40%、16.90%、17.30%。

农业机械业务：2023 年以来，在市场整体销量持续萎缩的不利的情况下，公司农业机械业务实现连续长期逆势增长，其以高速插秧机市场占有率提升为总体目标的经营策略成效显著，且公司研发投入规模显著加大。2025H1，公司高完成轴距加长款、大功率高速插秧机样机试制，以及 8 款新品鉴定准备工作。未来新款高速插秧机的推出有望为公司农业机械产业业务提供可观营收增量，同时其高附加值产品的预期放量也有望带来公司产品结构优化、提升该业务毛利率水平。我们预计，2025 年-2027 年公司农业机械业务的营业收入分别为 2.46 亿元、2.89 亿元、3.56 亿元，同比增速分别为 9.80%、17.60%、23.30%；对应毛利率分别为 9.20%、10.30%、11.60%。

摩托车业务：2025H1，公司摩托车业务深入推进重点项目，未来产能效益有望持续释放。我

们预计，2025 年-2027 年公司摩托车业务的营业收入分别为 0.99 亿元、1.07 亿元、1.14 亿元，同比增速分别为 7.40%、8.20%、6.40%；对应毛利率分别为 8.60%、9.20%、9.40%。

进而我们预计，2025 年-2027 年公司主营业务收入合计分别为 11.54 亿元、13.36 亿元、15.31 亿元，同比增速分别为 9.86%、15.76%、14.54%，对应主营业务毛利率分别为 13.44%、14.07%、14.67%。

表 1：2025 年-2027 年公司分行业盈利预测

板块	项目	2024	2025E	2026E	2027E
特种车辆行业	营业收入	387.41	436.61	498.61	575.40
	YOY	21.83%	12.70%	14.20%	15.40%
	毛利率	16.09%	14.40%	14.80%	15.40%
消防机械行业	营业收入	342.28	372.75	441.33	484.58
	YOY	164.98%	8.90%	18.40%	9.80%
	毛利率	11.22%	16.40%	16.90%	17.30%
农业机械行业	营业收入	223.81	245.75	289.00	356.33
	YOY	42.93%	9.80%	17.60%	23.30%
	毛利率	9.06%	9.20%	10.30%	11.60%
摩托车行业	营业收入	92.36	99.20	107.33	114.20
	YOY	5.56%	7.40%	8.20%	6.40%
	毛利率	1.21%	8.60%	9.20%	9.40%
公司整体合计	营业收入	1,050.74	1,154.30	1,336.27	1,530.52
	YOY	51.23%	9.86%	15.76%	14.54%
	毛利率	11.83%	13.44%	14.07%	14.67%

资料来源：iFind，华通证券国际研究部

5.2.公司整体业绩预测

参考公司近三年一期的期间费用率变动趋势，并考虑到公司新产品推广与新市场的持续拓展，我们预计公司的销售费用率将总体略有提升，2025 年-2027 年其销售费用率预计分别为 1.86%、2.23%、2.51%。而随着营业收入规模的增长，将有望带来公司管理费用率的一定优化，我们预计同期公司管理费用率分别为 4.96%、4.74%、4.67%。研发费用方面，公司研发费用投入力度预计将维持在 2024 年的较高水平并略有增长，预计同期研发费用率分别为 4.11%、4.32%、4.56%。

基于以上假设，进而我们测算得到 2025 年-2027 年公司归母净利润预计分别为 2,285.91 万元、2,936.30 万元、3,540.87 万元，同比增长分别为 24.05%、28.45%、20.59%；每股销售金额分别为 5.27 元/股、6.10 元/股、6.98 元/股；EPS 分别为 0.10 元/股、0.13 元/股、0.16 元/股（公

司预测期间详细财务报表和主要指标数据请见报告正文末附表）。

6. 公司估值分析

6.1. 相对估值：目前估值水平较低于近五年估值中枢

以 2026 年 3 月 12 日公司收盘价为基准（以下涉及公司收盘价参与计算的相关指标所选用的基准时点相同），根据前述整体业绩预测，我们测算得到 2026 年公司对应的 P/S、P/B 分别为 1.85、4.47。

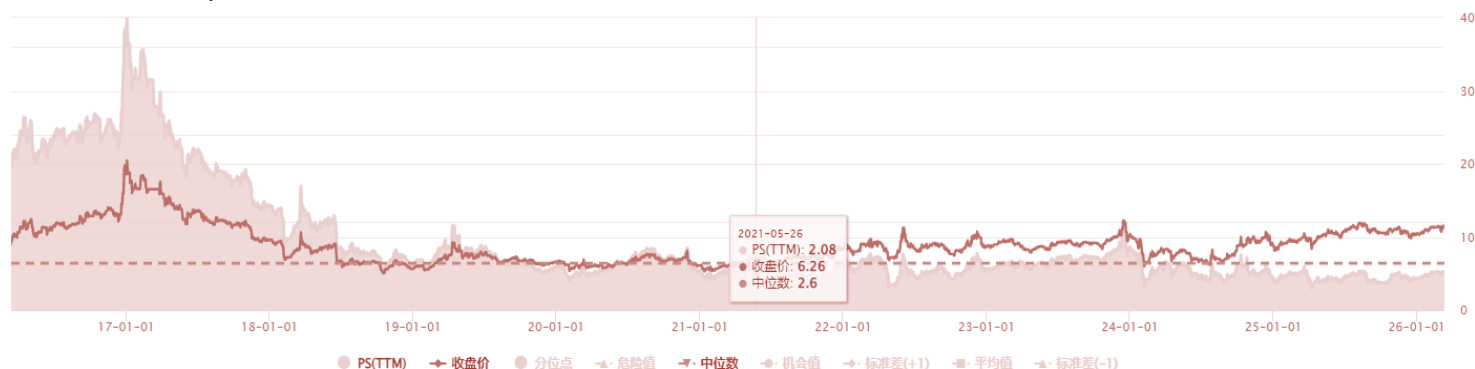
表 2：2025 年-2027 年公司相对估值模型预测数

项目	2024	2025E	2026E	2027E
P/S	2.35	2.14	1.85	1.61
P/B	4.70	4.60	4.47	4.32

资料来源：iFind，华通证券国际研究部

从时间维度上看，当前公司 P/S（TTM）相对估值为 2.26，其估值水平较低于公司近十年的估值中枢 2.60，当前估值分位数为 24.89%。

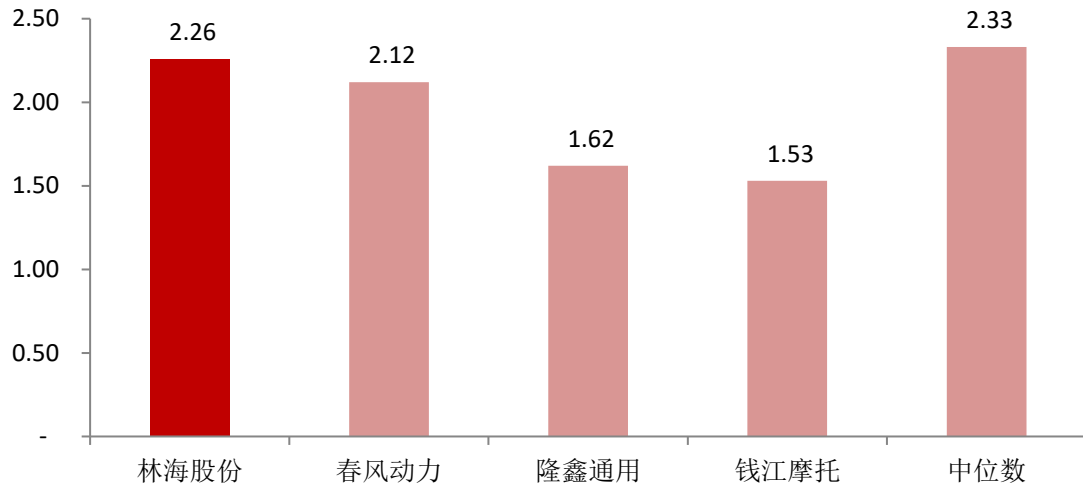
图 12：公司当前 P/S（TTM）估值水平较低于近十年估值中枢



资料来源：Wind，华通证券国际研究部

与同时点可比公司 P/S（TTM）进行横向比较，公司目前估值略低于申万二级摩托车其他行业的中位数 2.33，在可比公司中其估值则处于上游水平。综合考虑可比公司估值情况，以及公司业务开展情况与未来业绩预期，我们给予公司 2026 年 1.90-2.10 倍 P/S 估值，结合对应同期公司每股销售金额预测数：6.10 元/股，从而得到公司的合理股价区间为：11.59 元至 12.81 元。

图 13：公司与可比公司当前 P/S（TTM）估值水平情况



资料来源：iFind，华通证券国际研究部

6.2. 绝对估值：DCF 模型估值分析

我们同时采用 DCF 模型对公司进行估值，相关主要**关键假设**如下：

- (1). 无风险利率 R_f ：以当前我国十年期国债收益率水平为基准，预计为 1.85%；
- (2). 股权市场风险溢价：以 2025 年 7 月 Damodaran 最新公布的中国权益市场风险溢价数据 5.25%为基准；
- (3). Beta：通过上市以来历史数据表现回归测算公司个股 Beta 值为 0.9772；
- (4). 税后债务资本成本 K_d ：以人民银行最新公布的 5 年期以上 LPR 为基准，结合公司实际税率，预计为 3.32%；
- (5). 永续增长率 g ：预计为 4.80% ；
- (6). 公司快速增长期假设为 2025 年-2034 年，共分为两个阶段，在维持 10 年之后进入永续增长阶段。

基于以上假设，我们测算得到公司 WACC 为 6.98%，对应预测各年的 FCFE 后，进而得到公司整体估值为 27.10 亿元，对应每股内在价值为 12.37 元，该测算每股内在价值落于前述 P/S 相对估值模型中我们所给予的合理股价区间（11.59 元至 12.81 元）。

表 3：采用 DCF 估值模型，公司股权价值测算

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
第一阶段(2025E-2027E)	180.42
第二阶段(2027E-2034E)	260.72
第三阶段（终值）	2,242.28
企业价值 AEV	2,683.42
加：非核心资产	26.73
减：带息债务(账面价值)	0.00
减：少数股东权益	0.00
股权价值	2,710.15
除：总股本(百万股)	219.12
每股价值(元)	12.37

资料来源：iFind，华通证券国际研究部

表 4：DCF 估值模型股价敏感性测试分析（单位：元/股）

敏感性测试结果	永续增长率				
WACC	3.80%	4.30%	4.80%	5.30%	5.80%
5.98%	13.25	16.60	22.79	38.09	138.18
6.48%	10.77	12.80	16.03	21.99	36.71
6.98%	9.08	10.42	12.37	15.48	21.22
7.48%	7.86	8.79	10.08	11.96	14.95
7.98%	6.92	7.61	8.51	9.75	11.56

资料来源：iFind，华通证券国际研究部

6.3. 公司未来六个月内目标价

综合前述相对估值与绝对估值的测算结果，我们给予公司 2026 年 2 倍 P/S 估值，对应未来六个月内的目标价为 12.20 元/股。

7.风险提示

地缘政治与海外市场需求不及预期风险。公司特种车辆业务以出口导向型为主，若地缘政治原因导致公司出口受阻，亦或是未来海外主要市场的通胀改善情况不佳，将可能导致非必需消费品的需求下滑，进而可能会对公司特种车辆业务带来不利影响。

原材料价格上涨风险。若上游主要原材料钢材、铝材等大宗商品的价格出现大幅上涨，而公司如果不能及时将成本压力向下游传导或予以有效对冲，将可能会对公司的毛利率水平带来

不利影响。

新产品研发进度与推广效果不及预期风险。近年来，公司加大了在大排量全地形车、高速插秧机等高附加值产品上的研发与市场推广力度，若未来新产品研发进度与市场推广效果不及预期，将可能会对公司的整体经营业绩带来不利影响。

附表：财务报表预测与主要财务比率（单位：百万元）

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	241	196	186	211	240	营业收入	695	1,051	1,154	1,336	1,531
应收票据及账款	153	208	232	269	308	营业成本	598	926	999	1,148	1,306
预付账款	13	14	14	16	19	税金及附加	2	6	5	6	6
其他应收款	2	3	4	4	5	销售费用	14	18	21	30	38
存货	129	143	153	176	200	管理费用	39	46	57	63	71
其他流动资产	85	180	96	112	128	研发费用	25	43	47	58	70
流动资产总计	623	745	685	787	899	财务费用	-2	-14	-1	-1	-1
长期股权投资	-	-	-	-	-	资产减值损失	-0	-1	-1	-2	-2
固定资产	99	125	122	118	113	信用减值损失	-11	-8	-4	-4	-5
在建工程	8	3	3	4	4	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产	19	18	17	16	15	公允价值变动损益	-	0	-	-	-
其他非流动资产	97	140	279	281	283	其他收益	4	4	4	5	5
非流动资产合计	224	286	421	419	416	营业利润	11	20	24	31	37
资产总计	847	1,031	1,106	1,206	1,315	利润总额	12	21	24	31	37
应付票据及账款	244	333	465	535	608	所得税	-1	2	1	2	2
其他流动负债	58	166	97	112	128	净利润	13	18	23	29	35
流动负债合计	302	499	563	647	737	少数股东损益	-	-	-	-	-
长期借款	30	-	-	-	-	归属母公司股东净利润	13	18	23	29	35
其他非流动负债	5	7	7	7	7	EBITDA	23	20	46	55	63
非流动负债合计	35	7	7	7	7	NOPLAT	11	5	22	29	35
负债合计	338	506	569	654	744	EPS(元)	0.06	0.08	0.10	0.13	0.16
股本	219	219	219	219	219						
资本公积	203	203	203	203	203						
留存收益	88	103	115	130	149						
归属母公司权益	510	525	537	552	571						
少数股东权益	-	-	-	-	-						
股东权益合计	510	525	537	552	571						
负债和股东权益合计	847	1,031	1,106	1,206	1,315						

现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	13	18	19	25	31	成长能力					
折旧与摊销	13	14	23	25	27	营收增长率	-4.9%	51.2%	9.9%	15.8%	14.5%
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0	营业利润增长率	15.0%	71.8%	22.5%	28.5%	20.6%
营运资金变动	119	84	113	7	7	EBIT 增长率	75.6%	-37.7%	272.2%	29.1%	20.7%
其他经营现金流	12	15	4	5	5	EBITDA 增长率	31.9%	-13.0%	128.3%	19.6%	14.8%
经营性现金净流量	156	117	158	61	69	归母净利润增长率	42.9%	38.4%	24.0%	28.5%	20.6%
资本支出	30	24	255	242	245	经营现金流增长率	277.5%	-24.8%	34.7%	-61.5%	13.0%
其他投资现金流	1	5	30	42	38	盈利能力					
投资性现金净流量	-30	-159	-158	-23	-23	毛利率	14.0%	11.8%	13.4%	14.1%	14.7%
短期借款	-30	-	-	-	-	净利率	1.9%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%
长期借款	30	-30	-	-	-	营业利润率	1.6%	1.9%	2.1%	2.3%	2.4%
其他筹资现金流	-7	24	-10	-13	-16	ROE	2.6%	3.5%	4.3%	5.3%	6.2%
筹资性现金净流量	-7	-6	-10	-13	-16	ROA	1.6%	1.8%	2.1%	2.4%	2.7%
现金流量净额	120	-41	-10	25	29	ROIC	2.3%	1.4%	5.5%	6.5%	7.7%
						估值倍数					
						P/E	185.34	133.89	107.93	84.03	69.68
						P/S	3.55	2.35	2.14	1.85	1.61
						P/B	4.84	4.70	4.60	4.47	4.32
						EV/EBIT	204.91	287.49	101.08	78.05	64.36
						EV/EBITDA	89.44	89.79	51.48	42.90	37.20
						EV/NOPLAT	192.65	376.91	106.63	82.33	67.90

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。