

## 多业务布局，产品品类不断拓展

2024年11月02日

➤ **公司历史悠久，业务布局完善。**林海股份有限公司系1997年6月由中国机械工业集团有限公司下属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，并向社会公开募集股份后设立的股份有限公司。现林海股份有限公司是隶属于国务院国有资产监督管理委员会管辖的中央企业，是全国知名的小型动力及林业机械生产企业。公司具有六十多年研制和生产小型动力及配套机械的历史，拥有四十多条专业生产线和柔性生产线组成的国内一流的生产制造系统、达到国家一级计量水平的计量检测系统、动力及动力机械试验中心和CAD开发中心组成的研究开发系统等，具备强大的产品开发研制能力。公司目前已形成特种车辆（全地形车）、农业机械、消防机械以及摩托车四大业务板块。

➤ **背靠中国福马机械集团有限公司，股权结构稳定。**公司实际控制人为中国福马机械集团有限公司，直接持有公司42.1%的股份。公司旗下拥有一家控股子公司并参股2家企业，控股子公司为江苏福马高新动力机械有限公司，参股企业分别为江苏联海动力机械有限公司、福马新能（北京）科技有限公司。

➤ **公司营收略有波动，已重回向上通道。**2019-2023年公司的营业收入由5.78亿元增长至6.95亿元，CAGR=4.72%，归母净利润由0.06亿元增长至0.09亿元，CAGR=10.67%。分阶段来看，2019-2021年，受益于特种车辆放量，公司营业收入保持稳定增长，2022-2023年特种车辆海外需求略有下滑，公司营收整体承压。2024年前三季度，公司实现营业收入7.62亿元，同比增长44.36%，归母净利润0.12亿元，同比增长5.22%，营收同比大幅增长主要受益于摩托车与特种车辆出口需求旺盛叠加农业机械新产品市场拓展顺利。

➤ **我国全地形车行业为出口导向型，行业90%以上产品供出口。**根据中国摩托车商会统计口径，2023年全地形车行业产量37.48万辆，同比下降9.59%；销量38.36万辆，同比下降7.44%；行业出口36.83万辆，同比下降8.26%；出口金额8.7亿美元，同比下降12.15%。公司有多年小型动力及配套机械的生产制造历史，具有较为丰富的小型机械装备制造经验。公司拥有多条专业生产线和柔性生产线组成的生产制造系统；是我国最早制造全地形车的企业之一，主要产品关键零部件技术、排放控制技术等技术达到国内领先水平。

➤ **投资建议：**基于公司主业将迎来恢复性增长，我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为0.14/0.18/0.23亿元，同比增长率分别为6.3%/23.8%/29.8%，对应PE分别为142X/115X/89X，首次覆盖，给予“中性”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期的风险；新产品拓展不及预期的风险；汇率波动风险。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	695	825	950	1,067
增长率(%)	-4.9	18.7	15.2	12.3
归属母公司股东净利润(百万元)	13	14	18	23
增长率(%)	42.9	6.3	23.8	29.8
每股收益(元)	0.06	0.06	0.08	0.10
PE	151	142	115	89
PS	4.0	3.9	3.8	3.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年11月1日收盘价）

中性

首次评级

当前价格：

9.20元



分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

邮箱：lizhe\_yj@mszq.com

# 目录

<b>1 林海股份：历史悠久，业务布局完善</b> .....	<b>3</b>
1.1 公司发展概况.....	3
1.2 公司股权结构.....	4
1.3 财务表现.....	5
<b>2 业务结构持续升级，产品布局趋于完善</b> .....	<b>7</b>
2.1 特种车辆（全地形车）：具备自主动力系统.....	7
2.2 农业机械：市场空广阔，品类众多.....	9
<b>3 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>14</b>
3.1 盈利预测假设与业务拆分.....	14
3.2 估值分析.....	15
3.3 投资建议.....	16
<b>4 风险提示</b> .....	<b>17</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>19</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>19</b>

# 1 林海股份：历史悠久，业务布局完善

## 1.1 公司发展概况

林海股份有限公司系 1997 年 6 月由中国机械工业集团有限公司下属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，并向社会公开募集股份后设立的股份有限公司。现林海股份有限公司是隶属于国务院国有资产监督管理委员会管辖的中央企业，是全国知名的小型动力及林业机械生产企业。

公司具有六十多年研制和生产小型动力及配套机械的历史，拥有四十多条专业生产线和柔性生产线组成的国内一流的生产制造系统、达到国家一级计量水平的计量检测系统、动力及动力机械试验中心和 CAD 开发中心组成的研究开发系统等，具备强大的产品开发研制能力。公司目前已形成特种车辆（全地形车）、农业机械、消防机械以及摩托车四大业务板块。

公司十分注重发挥上市公司在融资和资本运作方面的优势，致力于发展高新技术产业和绿色环保产品，现在的林海以崭新的姿态，坚持“解放思想，创新实干，质量第一，效益优先”的企业方针，围绕特种车辆（全地形车）、农业机械、消防机械以及摩托车四大业务板块，不断提升研发能力、创新能力。

**图1：公司发展历程**



资料来源：公司官网，招股说明书，民生证券研究院整理

**公司产品品类丰富，涵盖四大品类多个品种。**公司主要产品有 ATV 全地形车、摩托车及其发动机、插秧机等农业机械、通用发动机及小型发电机组、泵、油锯、风力灭火车、割灌机等小动力配套机械（含消防机械、林业机械、园林机械）。

表1：公司产品布局情况

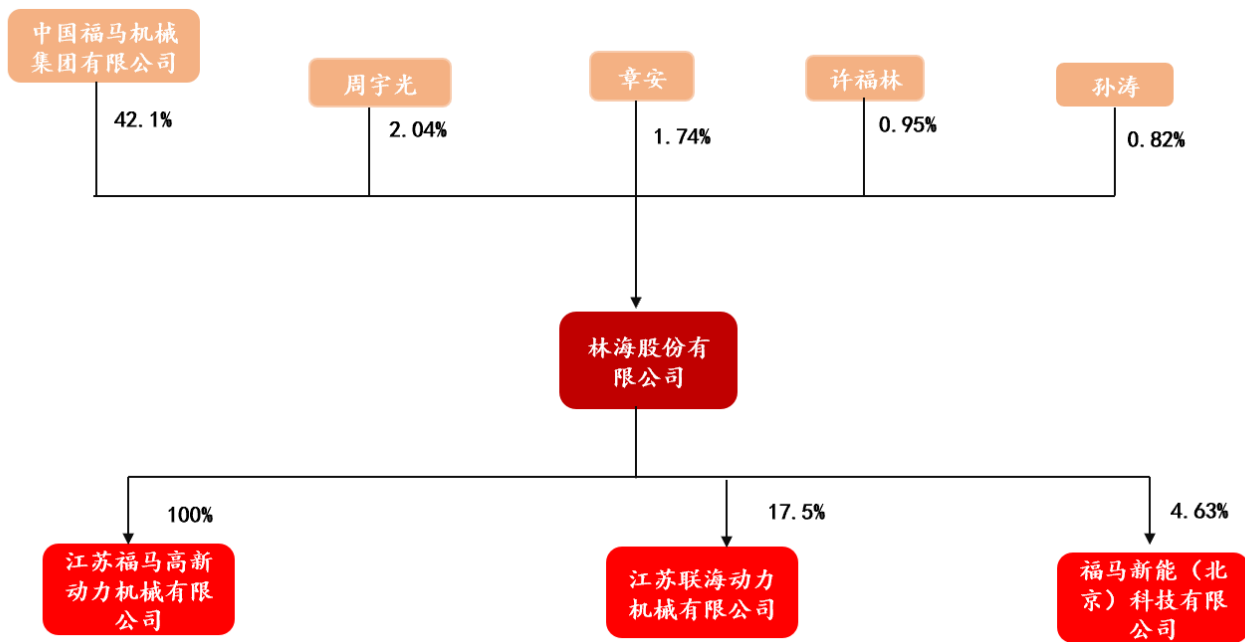
产品类别	产品名称 (部分)	产品参数	产品图片
特种车辆 (全地形车)	M565Li 等型号	尺寸: 2330*1180*1265mm; 轴距: 1455mm; 发动 机: LH191MR; 排量: 499.5cc	
农业机械	履带自走全喂入式谷物联合收割机 4LZ-6.0A	作业速度: 0.9-6.5km/h	
农林机械	农业机械	乘坐式高速水稻插秧机	工作行数: 6; 插秧深 度: 10-55mm
	林业机械	森林消防泵 SFBA10/2	水泵形式: 单级离心泵; 最大流量: 350L/min;
摩托车及发动机	LH 110T-17V 舞	最高速: 75km/h; 排 量: 106cc	

资料来源: 林海股份官网, 民生证券研究院整理

## 1.2 公司股权结构

背靠中国福马机械集团有限公司, 股权架构稳定。公司实际控制人为中国福马机械集团有限公司, 直接持有公司 42.1% 的股份。公司旗下拥有一家控股子公司并参股 2 家企业, 控股子公司为江苏福马高新动力机械有限公司, 参股企业分别为江苏联海动力机械有限公司、福马新能 (北京) 科技有限公司。

图2：公司股权结构 (2024H1)

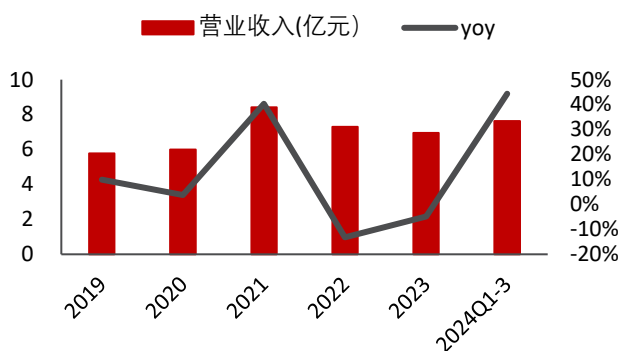


资料来源: wind, 民生证券研究院

## 1.3 财务表现

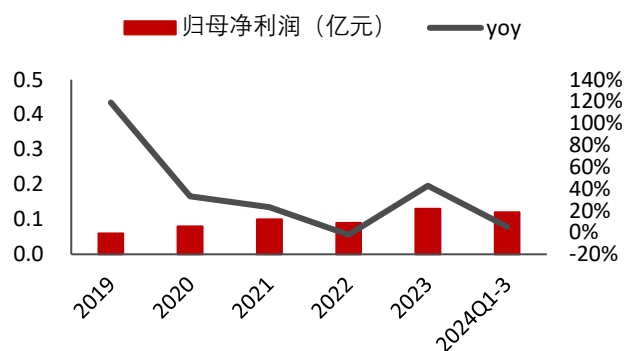
公司营收略有波动，已重回向上通道。2019-2023 年公司的营业收入由 5.78 亿元增长至 6.95 亿元，CAGR=4.72%，归母净利润由 0.06 亿元增长至 0.09 亿元，CAGR=10.67%。分阶段来看，2019-2021 年，受益于特种车辆放量，公司营业收入保持稳定增长，2022-2023 年特种车辆海外需求略有下滑，公司营收整体承压。2024 年前三季度，公司实现营业收入 7.62 亿元，同比增长 44.36%，归母净利润 0.12 亿元，同比增长 5.22%，营收同比大幅增长主要受益于摩托车与特种车辆出口需求旺盛叠加农业机械新产品市场拓展顺利。

图3：2019-2024 年前三季度公司收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2019-2024 年前三季度公司归母净利润（亿元）及增速



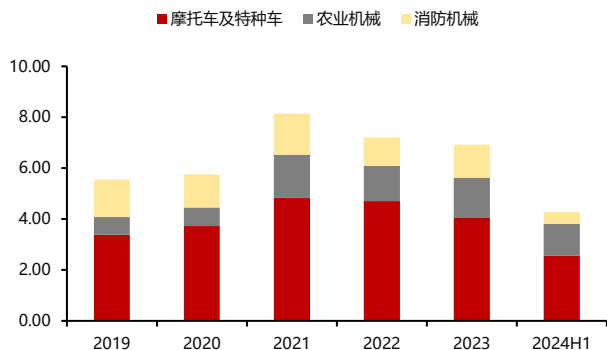
资料来源：公司公告，民生证券研究院

业务结构方面，特种车辆及摩托车占比过半，其次是农业机械及消防机械。毛利率方面，近年来消防机械毛利率有所下滑，农业机械、特种车辆及摩托车业务毛利率稳步上升。

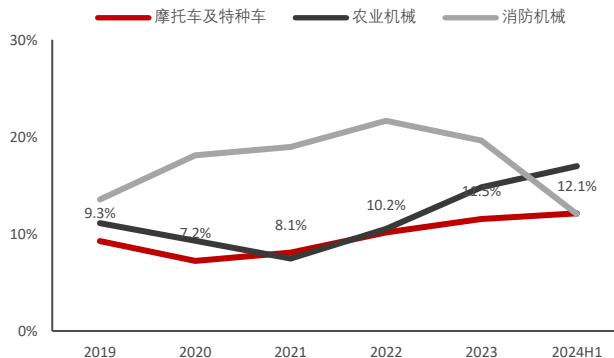
2019-2023 年公司特种车辆及摩托车营业收入分别为 3.38 亿元、3.73 亿元、4.83 亿元、4.71 亿元、4.06 亿元，同比分别+6.3%、+10.4%、+29.5%、-2.5%、-13.8%。2024H1，公司特种车辆及摩托车实现营业收入 2.56 亿元，同比+28%。

2019-2023 年公司农业机械营业收入分别为 0.7 亿元、0.73 亿元、1.7 亿元、1.38 亿元、1.57 亿元，同比分别+52%、4%、133%、-19%、+14%。2024H1，公司农业机械实现营业收入 1.26 亿元，同比+5.88%。

2019-2023 年公司消防机械营业收入分别为 1.47 亿元、1.29 亿元、1.61 亿元、1.12 亿元、1.29 亿元，同比分别+17.6%、-12.2%、+24.8%、-30.4%、+15.2%。2024H1 公司消防机械实现营业收入 0.46 亿元，同比-4.17%。

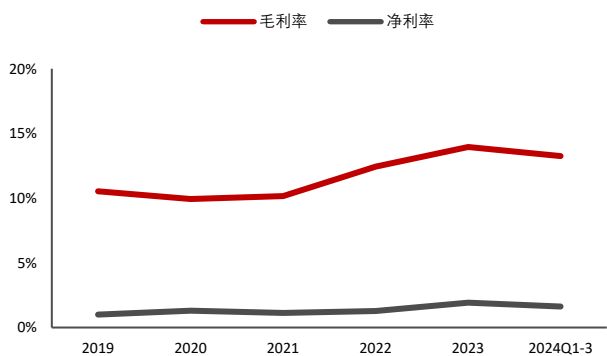
**图5: 2019-2024H1 公司分业务收入 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

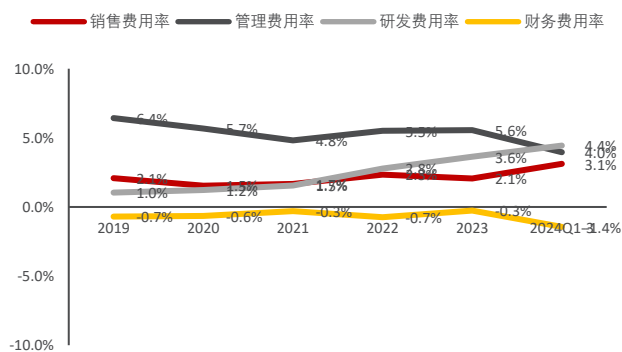
**图6: 2019-2024H1 公司分业务毛利率 (%)**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2019-2024 年前三季度, 公司毛利率稳步提升, 由 10.5% 增长至 13.2%, 主要系毛利率较高的消防机械业务占比提升, 叠加公司摩托车及特种车、农业机械业务毛利率上升。公司净利率保持稳定, 主要受研发费用率提升影响, 2019-2023 年, 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率由 2.1%/6.45%/1%/0.7% 变为 2.1%/5.6%/3.6%/-0.3%, 研发费用率持续提升。

**图7: 2019-2024 年前三季度公司毛利率及净利率 (%)**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图8: 2019-2024 年前三季度公司费用率 (%)**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 2 业务结构持续升级，产品布局趋于完善

### 2.1 特种车辆（全地形车）：具备自主动力系统

全地形车是被设计用于非高速公路行驶、具有 4 个或以上低压轮胎且可用于非道路上行驶的轻型车辆。其轮胎宽大且胎纹独特以增加接地面积、产生更大的摩擦力并降低接地力，使其能轻松穿越沙滩、河床、溪流等恶劣地形，目前主要应用场景包括特殊场地竞赛、户外休闲娱乐、农牧、野外探险、高尔夫等。

从产品结构看，全地形车可分为 ATV/UTV/SSV。其中，ATV 以跨坐式座椅、方向把控制式转向系统为主要特征，其按驾乘人数又分为 I 型、II 型车两类。I 型车仅供 1 人驾乘，II 型车供 1 人驾驶、1 人乘坐，座位设置于驾驶人员后部。I 按用途又分为 G 类（适合一般娱乐、日常生活用适用）、S 类（适合丰富驾驶经验者竞技和娱乐适用）、Y 类（少儿型，监护下使用）、Y-6 类（儿童型，6 岁以上儿童使用，限速 16km）、Y-10 类（儿童型，10 岁以上儿童使用，限速 24km）、Y-12 类（少年型，12 岁以上少年使用，限速 24km）、T 类（少年型，14 岁以上少年监护下使用或 16 岁以上娱乐使用）；II 型车按用途分为 G 类、S 类、U 类（实用型，供专门工作使用，如消防，载物等）。UTV 以凹背式座椅、封闭或半封闭驾驶室、两位以上驾乘人员和方向盘式转向系统为主要特征，按用途分为 G 类、S 类、U 类。

表2：全地形车分类

类别	四轮全地形车 (ATV)	多功能全地形车 (UTV)	娱乐用地场车 (Go Kart)
形式	车架式	底盘式	框架式
转向系统	方向把控制	方向盘控制	方向盘控制
座椅类型	跨骑型座椅	向前乘坐的凹背式座椅	向前乘坐式座椅
驾驶室	全封闭或半封闭		
驾乘人数	1-2 人	2-6 人	单人或多人
分类标准	G 类普通型：一般娱乐/日常生活使用 S 类运动型：供有经验的驾驶者竞技/娱乐使用； U 类实用型：供运输、救援等专门工作； Y 类型：供不同年龄段未成年人使用		

资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

产业链方面，全地形车上游主要是钢、铝等原材料及各类零配件，下游为各类销售渠道。全地形车核心技术在于发动机、悬挂系统、制动系统、车架。全地形车

发动机的功率、扭矩、加速性能等直接影响到行驶过程中的动力性能及越野性能。

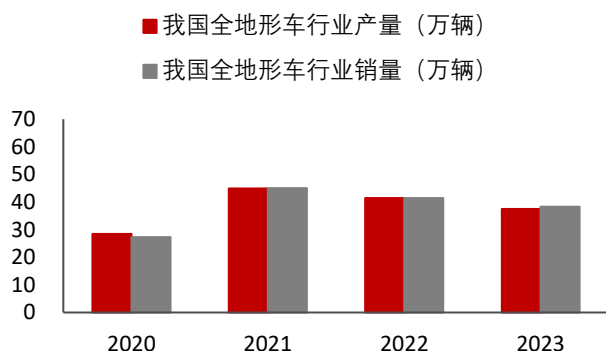
图9：全地形车产业链



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

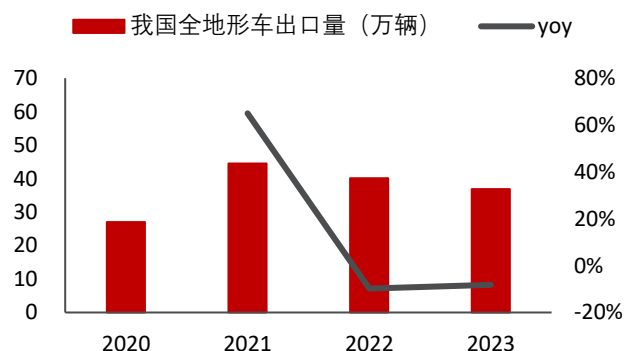
我国全地形车行业为出口导向型，行业 90%以上产品供出口。根据中国摩托车商会统计口径，2023 年全地形车行业产量 37.48 万辆，同比下降 9.59%；销量 38.36 万辆，同比下降 7.44%；行业出口 36.83 万辆，同比下降 8.26%；出口金额 8.7 亿美元，同比下降 12.15%。

图10：2020-2023 年我国全地形车产销量



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

图11：2020-2023 年我国全地形车出口量及同比



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

公司有多年小型动力及配套机械的生产制造历史，具有较为丰富的小型机械装备制造经验。公司拥有多条专业生产线和柔性生产线组成的生产制造系统；是我国最早制造全地形车的企业之一，主要产品关键零部件技术、排放控制技术等技术达到国内领先水平。2023 年，公司完成了 350cc 四气门发动机、LH80DA 等发动机及整车的开发和批量生产。

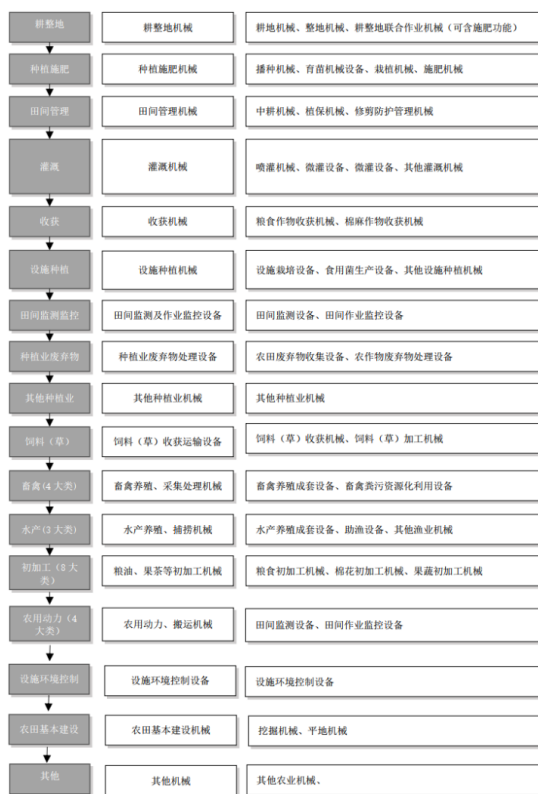
公司主导产品的质量水平处于国内领先水平，先后通过 ISO9001 质量管理体系认证、ISO10012 测量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证，部分产品通过了欧洲 EEC 认证、CE 认证及美国 EPA 和 CARB 认证，在行业内具有较高的知名度和美誉度，公司在相关市场已建立了比较完善的营销网点，在重点区域市场具有一定的市场影响力，在国际、国内市场拥有相对稳定的经销商和客户群体。



## 2.2 农业机械：市场空广阔，品类众多

农业机械，通常也被叫做农机装备，是用于农业生产及农产品初加工等相关农事活动的农机具。既包括作物种植生产中，耕种管收储各环节用到的机械，也包括畜牧饲养、水产养殖过程中，用到的各种机械。目前，我国能够研发生产农、林、牧、渔、农用运输、农产品加工等 7 个门类所需的 65 大类、350 个中类、1500 个小类的 4000 多种农机产品。市场份额占比较大的主要有：轮式拖拉机、自走轮式谷物联合收割机、自走履带式全喂入谷物联合收割机、自走式玉米收割机机、水稻插秧机、打捆机、粮食烘干机、植保无人飞机、喷杆式喷雾机、采棉机、青饲料收获机等。

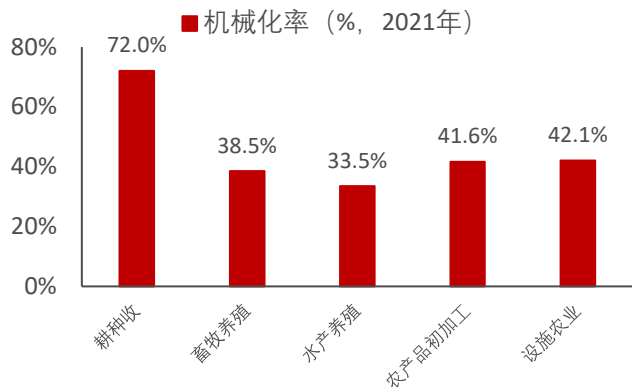
图12：农业机械分类



资料来源：威马农机招股书，民生证券研究院

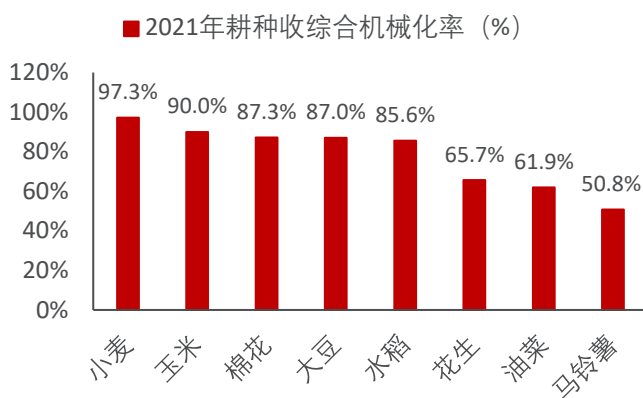
**我国农作物耕种机械化率持续提高。**2021 年，我国农作物耕种收综合机械化率达 72.03%，较上年提高 0.78 个百分点；其中机耕率、机播率、机收率分别达到 86.42%、60.22%、64.66%。畜牧养殖、水产养殖、农产品初加工、设施农业等产业机械化率分别达到 38.50%、33.50%、41.64%、42.05%，较上年分别提高 2.72、1.85、2.45、1.51 个百分点。

图13: 我国农业主要子产业机械化率情况 (2021年)



资料来源: 农业机械化管理司, 民生证券研究院

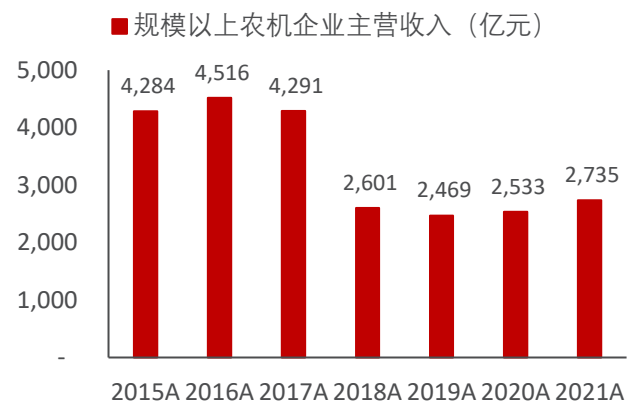
图14: 我国耕种收主要农作物机械化率情况 (2021年)



资料来源: 农业机械化管理司, 民生证券研究院

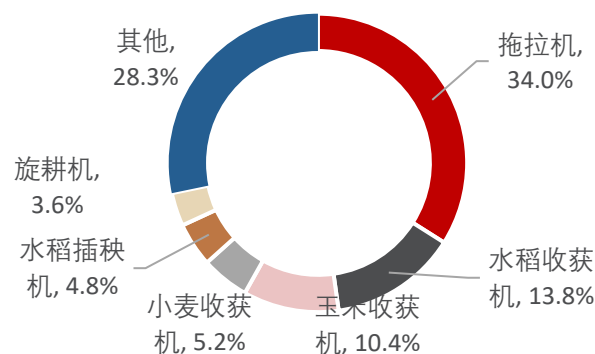
**农业机械市场空间广阔, 细分品类较多。**2021年, 我国规模以上农机企业主营业务收入约 2,735 亿元, 约占全球农机市场规模的 24.2%。我国农机市场中, 拖拉机占比最高 (2021年占比达 34%), 其次分别是收获机械 (水稻、玉米、小麦, 合计占 29.4%), 插秧机 (占 4.8%) 和旋耕机 (占 3.6%)。

图15: 我国规模以上农机企业主营业务收入



资料来源: 威马农机招股书, 民生证券研究院

图16: 我国农机销售额占比 (2021年)



资料来源: 中商产业研究院, 民生证券研究院

**收获机涵盖三大品类, 格局不断优化。**收获机主要包括水稻收获机、玉米收获机、小麦收获机, 三者合计占我国农机市场规模达 29.4% (2021年), 接近拖拉机市场规模。从 2006-2023 年三大联合收获机销量及生产企业数来看, 2013-2015 年是上一轮销量高点, 随后进入低潮期, 2018-2019 年触底后销量开始回升, 2022 年再次见顶, 2023 年回落, 可能与 2022 年国四标提标有关; 企业数呈现趋势性下降的走势。

图17: 我国三大联合收获机销量变化趋势 (万台)



资料来源: 农机通网站, 民生证券研究院

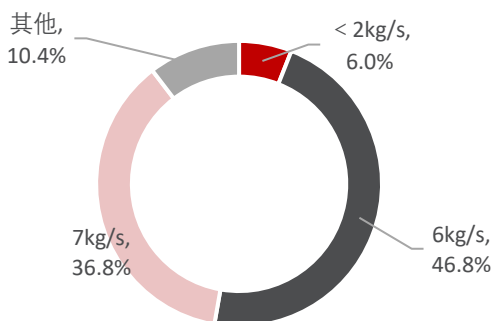
图18: 我国三大联合收获机生产企业数量 (个)



资料来源: 农机通网站, 民生证券研究院

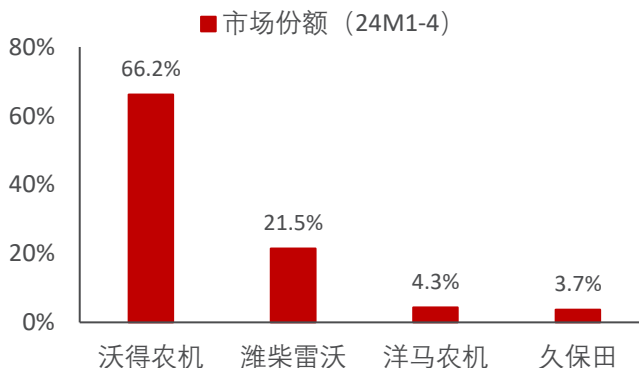
水稻收获机, 传统四大主流农机(轮式拖拉机、小麦收割机、玉米收割机、水稻收割机)之一, 水稻耕种收综合机械化率已超 85.6% (2021 年), 水稻在机收环节已基本实现了机械化生产, 新增市场需求占比较小, 市场需求整体进入存量更新阶段。但随着产品不断迭代升级, 也可能出现产品创新激发市场需求的局面。比如, 提升产品喂入量, 提高作业效率; 升级产品功能, 机器智能化升级, 一机多用, 不仅可以收水稻, 还可以兼收油菜、大豆、荞麦、高粱、青稞、谷子等农作物。2022 年的水稻收割机市场, 还有以下 3 个特点: “双沃争霸” 竞争持续升级, 品牌格局方面表现为 “强者更强”, 生产企业数量继续减少, 小厂被迫退出行业, 水稻收割机喂入量继续上延。2022 年, 水稻收割机全年公示补贴销量 7.7 万台, 机型占比最大的是 6kg/s (占 46.8%, 同比降 5%), 其次是 7kg/s (占 36.8%, 同比增 16%), 此外, 适合丘陵山区的小型机 (2kg/s 以下) 销量近 0.46 万台, 占总销量 6%。从 2024 年 1-4 月前十热销水稻收割机销量看, 沃得农机占比 66.2%, 潍柴雷沃占 21.5%, 日本洋马占 4.3%, 久保田占比 3.7%。

图19: 我国水稻收割机不同机型销量占比 (2022 年)



资料来源: 农机 360 网, 民生证券研究院

图20: 我国水稻收割机市场份额 (% , 2024M1-M4)



资料来源: 农机 360 网, 民生证券研究院

玉米收获机, 相对于小麦、水稻等谷物, 玉米不仅具有株高较高、秸秆质地坚硬、收获期籽粒含水率较高, 玉米机收难度相对较大, 对作业机械的适应性、可靠性以及剥皮、脱粒效果等均是较大考验。2012 年, 在补贴政策拉动、刚性需求、

两行与三行小型机产品成熟度提升等有利因素促使下，该年玉米机市场增长较快，正式开启了玉米机产品性能和品质成熟升级的跨越之门，市场销量连年增长，2014年市场销量更是接近8万台，达到了近10年来年度销量的顶峰。经过了多轮竞争，目前国内玉米收获机械形成了以雷沃、英虎、牧神、勇猛、迪马、金大丰等品牌的主力阵营，品牌集中度在不断上升，2023年10大玉米收获机合计补贴销量23,982台，占全国总补贴销量的67.16%，龙头潍柴雷沃份额19%。

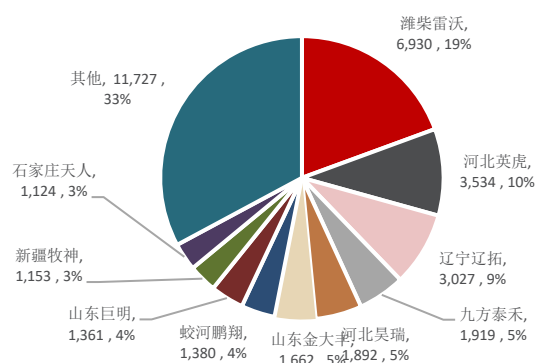
图21：2024年以来玉米收割机销量及同比（万台）



如果对国内玉米收获机市场进行阶段划分，可分为三个发展阶段。

资料来源：农机通，民生证券研究院

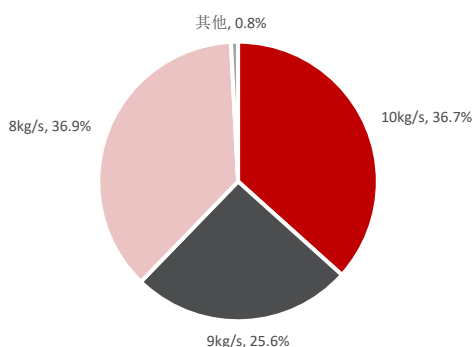
图22：我国玉米收割机市场份额（2023年，台）



资料来源：农机360网，民生证券研究院

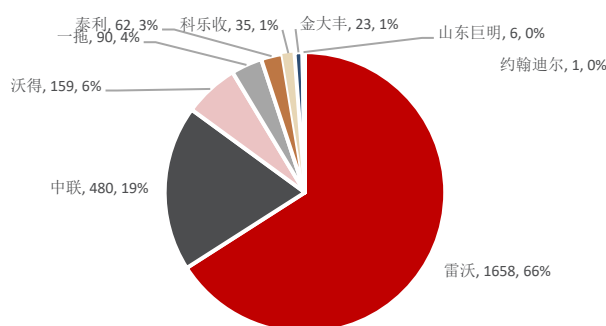
小麦收获机，2023年小麦收割机市场，经历了“三连增”后，出现断崖式下跌，销量已低于2020年水平，但还高于2019年水平，创下自2011年来的第三次低谷，前两次年补贴销量不足1.8万台的年份分别是2018年和2019年。2023年全年公示补贴销量1.77万台，同降50.27%，销量减少近1.8万台。小麦收割机生产厂家数量依然在减少：从2012年顶峰时期的53家，逐步下滑到了2023年的11家，十二年间减少42家企业，八成的企业消失，只留两成。从小麦收割机行业的品牌竞争格局来看，已成潍柴雷沃“一枝独秀”的局面，潍柴雷沃占了2023年小麦收补贴公示销量的3/4，似乎成了难以撼动的竞争格局。

图23：我国不同机型小麦收割机销量占比（2023年）



资料来源：农机360网，民生证券研究院

图24：2024年4月小麦收割机各家销量（台）及占比（%）



资料来源：农机江湖，民生证券研究院

公司农业机械以插秧机为主，为丰富产品品类，公司大力投入进行产品拓展，已成功推出自研收获机。公司收获机具有总损失率低、含杂率低、破碎率低、可靠

性高等特点，可一次性完成切割、脱粒、分离和清选等作业。

**图25：林海股份收割机作业场景**



资料来源：国机集团微信公众号，民生证券研究院

## 3 盈利预测与投资建议

### 3.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主营产品包括摩托车及特种车辆业务、农业机械、消防机械等。

#### (1) 摩托车与特种车辆业务

主要为全地形及摩托车,以销往海外市场为主。随着美联储降息周期开启,海外消费有望复苏,我们预计 2024-2026 年公司摩托车及特种车辆业务营业收入增长分别为 25%、20%、15%。

摩托车与特种车辆成本端主要包括外采的零部件、钢铝产品及电子元件,竞争格局较为分散,公司议价能力较强,且考虑到公司摩托车与特种车辆为 to C 业务,议价能力较强,我们预计成本端价格波动对公司摩托车与特种车辆业务毛利率影响较小,考虑到营收规模体量扩大,规模效应下我们预计 2024-2026 年公司摩托车与特种车辆业务毛利率分别为 12.12%、12.5%、13%。

#### (2) 农业机械

业务范围涵盖低速手扶式插秧机和高速插秧机等产品,主要受益于土地流转加速及农业机械化水平提升,我们预计 2024-2026 年公司农业机械业务营业收入增长分别为 10%、10%、10%。

农业机械成本端主要包括外采的零部件、钢铝产品及电子元件,竞争格局较为分散,公司议价能力较强,因而产品毛利率受成本波动影响较小,我们预计 2024-2026 年公司农业机械业务毛利率保持稳定分别为 16.98%、16.98%、16.98%。

#### (3) 消防机械

公司主要专注于消防机械中的森林消防机械细分行业,行业产品主要分类为:森林防火机具、森林防护装备、应急车辆装备几大类。我们预计 2024-2026 年公司消防机械业务营业收入增长分别为 5%、5%、5%。

消费机械成本端主要包括外采的零部件、钢铝产品及电子元件,上游供应商竞争格局较为分散,公司议价能力较强,因而产品毛利率受成本波动影响较小,因此我们预计 2024-2026 年公司消防机械毛利率保持稳定分别为 12.04%、12.04%、12.04%。

#### 费用率维度

管理费用率:随着公司摩托车及特种车辆业务收入规模的不断扩大,公司未来管理费用率有望下降,我们预计公司 2024-2026 年管理费用率分别为 4.5%、3.9%、3.7%。

研发费用率:由于公司多品类布局,待拓产品较多,我们预计 2024-2026 年公司研发费用率维持在 4.5%、4.5%、4.5%。

销售费用率：随公司收入规模不断扩大，规模效应提升，销售费用率有望下降，但考虑到处于售后质保期的设备数量增加，相关售后服务支出提高，我们预计公司销售费用率维持稳定，2024-2026 销售费用率分别为 3.2%、3.2%、3.2%。

财务费用率：财务费用率在 2022 至 2023 年度分别为-0.74%，-0.26%，2024 前三季度公司财务费用率为-1.44%，主要系当年公司资金较为充裕，定存利息较多。因此，我们预计 2024-2026 年财务费用率分别为-1.88%，-1.29%，-1.16%。

**表3：公司盈利预测假设**

	2023	2024E	2025E	2026E	
摩托车及特种车辆	主营业务收入 (百万元)	405.50	506.88	608.25	699.49
	同比增长率%	-14%	25%	20%	15%
	毛利率%	11.54%	12.12%	12.50%	13.00%
农业机械	主营业务收入 (百万元)	156.59	172.25	189.47	208.42
	同比增长率%	13.6%	10%	10%	10%
	毛利率%	14.80%	16.98%	16.98%	16.98%
消防机械	主营业务收入 (百万元)	129.17	135.63	142.41	149.53
	同比增长率%	15.0%	5%	5%	5%
	毛利率%	19.63%	12.04%	12.04%	12.04%
其他主营业务	主营业务收入 (百万元)	3.54	10	10	10
	同比增长率%	-62.7%	0%	0%	0%
	毛利率%	45.73%	46.17%	46.17%	46.17%
营收总计	主营业务收入 (百万元)	694.80	824.75	950.13	1067.44
	同比增长率%	-4.9%	18.7%	15.2%	12.3%
	毛利率%	13.95%	13.53%	13.68%	13.95%
管理费用率	5.55%	4.50%	3.90%	3.70%	
研发费用率	3.63%	4.50%	4.50%	4.50%	
销售费用率	2.06%	3.20%	3.20%	3.20%	
财务费用率	-0.26%	-1.88%	-1.29%	-1.16%	
归母净利润	13	14	18	23	
yoy	42.9%	6.3%	23.8%	29.8%	

资料来源：wind，民生证券研究院预测

## 3.2 估值分析

公司主要产品包括 1) 摩托车与特种车辆业务，主要为全地形及摩托车，以销往海外市场为主，我们选取全地形车龙头春风动力以及业务范围涵盖摩托车发动机产品的宗申动力(2023 年摩托车发动机产品收入占比 41.18%)作为可比公司；2) 消防机械，包括森林防火机具、森林防护装备、应急车辆装备等，我们选取同样布局消防机械领域的海伦哲作为可比公司。考虑到公司营收增长较稳健，但营收体量小导致费用率较高，盈利波动性较大，我们选取 PS 估值法。

以 2024 年 11 月 1 日收盘价为基准,可比公司 2024-2026 年对应平均 PS 分别为 2.7X/2.3X/2.0X，林海股份 2024-2026 年对应 PS 分别为 2.4X/2.1X/1.9X。

**表4: 可比公司 PS 数据对比**

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603129.SH	春风动力	247	150.17	183.12	219.44	1.6	1.3	1.1
300201.SZ	海伦哲	45	15.83	19.76	23.46	3.0	2.4	2.0
001696.SZ	宗申动力	347	97.52	112.09	126.78	3.6	3.1	2.7
可比公司均值						2.7	2.3	2.0
600099.SH	林海股份	20	8.25	9.50	10.67	2.4	2.1	1.9

资料来源: wind, 民生证券研究院;

注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2024 年 11 月 1 日

### 3.3 投资建议

基于公司主业将迎来恢复性增长, 我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.14/0.18/0.23 亿元, 同比增长率分别为 6.3%/23.8%/29.8%, 对应 PE 分别为 142X/115X/89X, 首次覆盖, 给予“中性”评级。



## 4 风险提示

**1) 下游需求不及预期的风险。**公司特种车辆业务主要面向海外市场，若海外市场需求不及预期，公司特种车辆业务可能受到行业需求下滑的影响而导致增速不及预期。

**2) 新产品拓展不及预期的风险。**公司农机业务不断培育新产品，后续若公司产品迭代不及时、技术竞争力下降等导致公司农机业务拓展缓慢，将对公司经营业绩造成影响。

**3) 汇率波动风险。**公司海外收入占比较高，若后续汇率波动，将对公司经营业绩造成影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	695	825	950	1,067
营业成本	598	713	820	918
营业税金及附加	2	2	3	3
销售费用	14	26	30	34
管理费用	39	37	37	39
研发费用	25	37	43	48
EBIT	9	2	10	16
财务费用	-2	-16	-12	-12
资产减值损失	0	-1	-1	-1
投资收益	0	0	0	0
营业利润	11	17	21	27
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	12	17	21	27
所得税	-1	3	4	5
净利润	13	14	18	23
归属于母公司净利润	13	14	18	23
EBITDA	22	16	24	31

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	241	125	135	155
应收账款及票据	145	158	182	205
预付款项	13	14	16	18
存货	129	154	177	198
其他流动资产	95	166	176	178
流动资产合计	623	618	686	754
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	99	106	112	115
无形资产	19	19	19	19
非流动资产合计	224	310	310	310
资产合计	847	928	996	1,064
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	244	293	337	378
其他流动负债	58	80	91	102
流动负债合计	302	373	428	480
长期借款	30	30	30	30
其他长期负债	5	6	6	6
非流动负债合计	35	36	36	36
负债合计	338	409	465	516
股本	219	219	219	219
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	510	519	532	548
负债和股东权益合计	847	928	996	1,064

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-4.87	18.70	15.20	12.35
EBIT 增长率	64.34	-75.10	328.53	64.73
净利润增长率	42.86	6.31	23.76	29.80
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	13.95	13.53	13.68	13.95
净利润率	1.92	1.72	1.84	2.13
总资产收益率 ROA	1.57	1.52	1.76	2.14
净资产收益率 ROE	2.61	2.73	3.29	4.15
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.06	1.66	1.60	1.57
速动比率	1.28	0.77	0.75	0.76
现金比率	0.80	0.34	0.31	0.32
资产负债率 (%)	39.85	44.06	46.63	48.50
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	69.78	62.68	60.80	61.52
存货周转天数	90.70	71.38	72.55	73.46
总资产周转率	0.86	0.93	0.99	1.04
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.06	0.06	0.08	0.10
每股净资产	2.33	2.37	2.43	2.50
每股经营现金流	0.71	0.26	0.14	0.19
每股股利	0.02	0.02	0.03	0.04
<b>估值分析</b>				
PE	151	142	115	89
PB	4.0	3.9	3.8	3.7
EV/EBITDA	84.42	118.38	77.82	60.64
股息收益率 (%)	0.24	0.25	0.31	0.41

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	13	14	18	23
折旧和摊销	13	14	14	15
营运资金变动	119	17	-17	-12
经营活动现金流	156	57	30	42
资本开支	-30	-28	-14	-15
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-30	-168	-14	-15
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-7	-5	-6	-8
现金净流量	120	-115	9	20

## 插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构 (2024H1) .....	4
图 3: 2019-2024 年前三季度公司收入 (亿元) 及增速.....	5
图 4: 2019-2024 年前三季度公司归母净利润 (亿元) 及增速 .....	5
图 5: 2019-2024H1 公司分业务收入 (亿元) .....	6
图 6: 2019-2024H1 公司分业务毛利率 (%) .....	6
图 7: 2019-2024 年前三季度公司毛利率及净利率 (%) .....	6
图 8: 2019-2024 年前三季度公司费用率 (%) .....	6
图 9: 全地形车产业链.....	8
图 10: 2020-2023 年我国全地形车产销量 .....	8
图 11: 2020-2023 年我国全地形车出口量及同比.....	8
图 12: 农业机械分类 .....	9
图 13: 我国农业主要子产业机械化率情况 (2021 年) .....	10
图 14: 我国耕种收主要农作物机械化率情况 (2021 年) .....	10
图 15: 我国规模以上农机企业主营收入 .....	10
图 16: 我国农机销售额占比 (2021 年) .....	10
图 17: 我国三大联合收获机销量变化趋势 (万台) .....	11
图 18: 我国三大联合收获机生产企业数量 (个) .....	11
图 19: 我国水稻收割机不同机型销量占比 (2022 年) .....	11
图 20: 我国水稻收割机市场份额 (% , 2024M1-M4) .....	11
图 21: 2024 年以来玉米收割机销量及同比 (万台) .....	12
图 22: 我国玉米收割机市场份额 (2023 年, 台) .....	12
图 23: 我国不同机型小麦收割机销量占比 (2023 年) .....	12
图 24: 2024 年 4 月小麦收割机各家销量 (台) 及占比 (%) .....	12
图 25: 林海股份收割机作业场景.....	13

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司产品布局情况.....	4
表 2: 全地形车分类.....	7
表 3: 公司盈利预测假设.....	15
表 4: 可比公司 PS 数据对比.....	16
公司财务报表数据预测汇总.....	18

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026