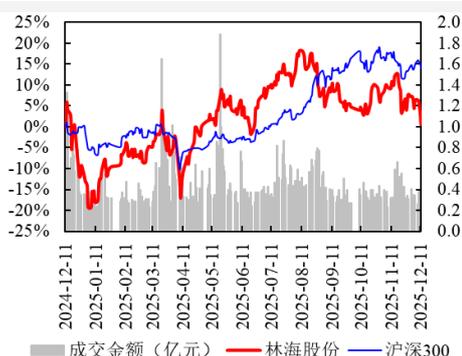




## 多元发展典范，成长空间广阔

## ——林海股份（600099.SH）首次覆盖

近一年股价走势图



## 基础数据

总股本（亿股）	2.19
可流通股（亿股）	2.19
总市值（亿元）	22

## 分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

研究员 李承书

投资咨询证书号 S0620520100001

电话 025-58519172

邮箱 csli@njzq.com.cn

## 投资要点：

公司评级：中性

- **公司历史悠久，技术积淀深厚。**公司1956年即已成立，1960年划归林业部，开始专注于林业机械生产。因此公司在小型通用动力机械方面积累深厚并以此衍生出特种车辆及摩托车、消防机械、农业机械三大业务。
- **股东背景雄厚，充分赋能公司。**公司控股股东中国福马是央企一级子公司且总部和公司同样位于泰州，并深耕我国林业系统数十余年，对公司林业消防机械业务助力颇多。公司又是央企国机集团的二级子公司，可在国机集团内实现部分资源共享、业务互通，集团是公司的强力支撑平台。同时进入央企体系有助于公司实现更积极、规范的市值管理。
- **多元发展典范。**公司三大类产品分别属于可选消费、生产资料（资本品）、公益产品，且均具有一定程度周期性，但周期峰谷往往错开，因此熨平了公司整体收入的周期性，绝大多数年份公司可以实现收入稳健增长。
- **成长空间广阔。**特种车辆和摩托车受益于欧美成熟市场的持续升级、亚太新兴市场的快速渗透；农业机械受益于水稻机械种植率的增加、高速插秧机渗透率的长期提升以及对日系品牌的国产替代。
- **盈利预测、估值及投资建议。**预计公司2025-2027年收入分别为10.77/12.13/14.00亿元；归母净利润分别为2472/2872/3297万元，对应2025-2027年PE估值分别为89.88/77.38/67.39倍，PS估值分别为2.04/1.81/1.57倍。首次覆盖，给予“中性”评级。
- **风险提示：国际贸易壁垒和汇率波动；大宗材料价格上涨；水稻种植方式革新或补贴不及预期；海外可选消费不振；消防机械招标不及预期**

## 财务数据及盈利预测：

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1050.73	1076.75	1212.99	1399.83
同比增速	51.23%	2.48%	12.65%	15.40%
归母净利润	18.43	24.72	28.72	32.97
同比增速	38.43%	34.15%	16.16%	14.82%
每股收益（元）	0.08	0.11	0.13	0.15
PE	120.57	89.88	77.38	67.39
PS	2.11	2.04	1.81	1.57

资料来源：同花顺，南京证券研究所（股价为2025.12.11收盘价）



## 目录

---

<b>1.公司概况：多元发展典范 业务稳中有进</b>	<b>- 1 -</b>
1.1 公司主要业务和产品	- 1 -
1.2 公司历史悠久 股东背景雄厚	- 2 -
1.3 资产负债表强健 业绩稳步增长	- 3 -
<b>2、发展思路清晰：积极开拓市场、研发新品</b>	<b>- 6 -</b>
2.1 全地形车：消费品属性强，市场前景广阔	- 6 -
2.2 消防机械：公司底蕴深厚	- 10 -
2.3 农业机械：产品结构持续优化	- 11 -
<b>3、盈利预测、估值及投资建议</b>	<b>- 17 -</b>
3.1 盈利预测	- 17 -
3.2 估值及投资建议	- 18 -
<b>4、风险提示</b>	<b>- 19 -</b>

## 1. 公司概况：多元发展典范 业务稳中有进

### 1.1 公司主要业务和产品

公司业务可分为消防机械、农业机械、特种车辆（全地形车）、以及摩托车四大板块。1) 消防机械业务，公司专注于森林消防机械细分行业，具体产品包括森林防火机具、森林防护装备、应急车辆装备几大类。2) 农业机械业务，公司产品分为手扶式插秧机和高速插秧机。3) 特种车辆业务，公司产品包括各种排量的全地形车。4) 摩托车业务，公司产品主要为二轮燃油摩托车业务。公司主要产品如表 1 所示。需要特别提及的是，全地形消防车被归入消防机械业务而非特种车辆业务。

表 1：公司产品布局情况及部分细分产品

产品大类	细分产品	代表性的产品型号	图片
特种车辆 (全地形车)	ATV	ATV 650L	
摩托车	中小排量二轮燃油摩托	LH150T-B LMAX	
消防机械	森林消防泵 (三级离心)	SFBC10/2	
	风机	6MF-22-50	
农业机械	手扶插秧机	2ZS-6	
	高速插秧机	2ZG-8D1	

资料来源：公司官网 南京证券研究所

公司几大类产品，全地形车和摩托车具有可选消费品属性，农业机械则是典型的生产资料即资本品，而消防机械则具有公益产品的属性。它们看似毫无关联，



但实则有一条暗线将其串珠成链。这条暗线就是中小排量燃油发动机，公司产品无论是全地形车、摩托车、农业机械还是消防机械，基本都离不开这种小型动力机械，而公司在该领域具有深厚积累和底蕴。

## 1.2 公司历史悠久 股东背景雄厚

公司是一家拥有近七十年历史，从小型动力机械厂发展为上市公司的国有装备制造企业。其发展历程可以清晰地分为以下三个阶段：

### （1）第一阶段：创业与奠基（1950s-1990s）：

- 1956 年：公司前身“公私合营泰州铁工厂”成立。
- 1960 年：划归林业部，更名为泰州林业机械厂，从此专注于林业机械生产。
- 1965 年：研制成功标志性的 172F 汽油机，奠定了在小型动力领域的技术基础。
- 1991 年：被列为全国摩托车发动机定点生产企业，开始向摩托车领域拓展。

### （2）第二阶段：合资转型与上市（1990s）：

- 1993 年：推出第一辆林海牌摩托车，并开始与外资合作，设立多家合资公司。
- 1994 年：与雅马哈发动机株式会社合资成立江苏林海雅马哈摩托车有限公司。
- 1997 年：中国福马林业机械集团旗下的林海集团以部分优质资产设立林海股份，林海股份于同年 7 月在上海证券交易所上市，同时林海集团仍保持存续。

### （3）第三阶段：集团整合与新发展（2007 年至今）：

- 2007 年：控股股东中国福马机械集团有限公司并入中国机械工业集团有限公司（国机集团），林海股份成为央企国机集团的成员。
- 2022 年：控股股东中国福马机械集团有限公司将总部从北京迁至江苏泰州，成为江苏省首家外迁落户的央企二级总部。

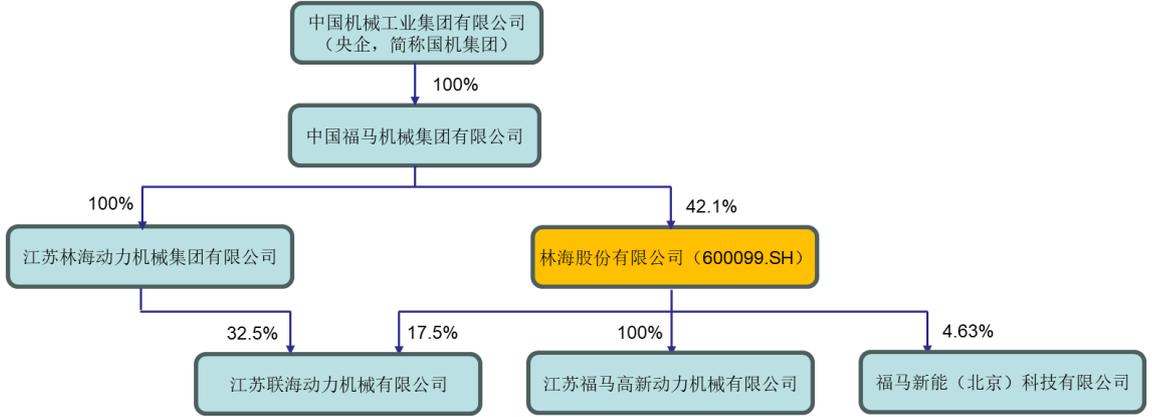
股东方面，公司控股股东中国福马机械集团（以下简称中国福马）成立于 1979 年，前身为林业部机械公司。1994 年，中国福马被列为国务院百家建立现代企业制度试点单位之一，1998 年划归国家大型企业工委，2003 年成为国务院国资委监管的中央企业。2007 年中国福马与中国机械工业集团有限公司重组，成为后者全资子公司。中国福马目前拥有二、三级企业 23 家，其中林海股份有限公司为上市公司。

中国福马起源于并长期深耕于林业系统，其历史与中国林业机械化的发展进程紧密交织，并长期担任中国林业机械协会的会长单位，被官方和行业公认为林

业装备的“国家队”和“排头兵”。2022 年，中国福马将总部迁往江苏泰州，这为林海股份带来了“总部效应”，集团资源的协调和赋能更加直接有效。

目前公司股权结构及其与国机集团、中国福马、林海集团的关系如图 1 所示：

图 1：公司股权结构情况



资料来源：同花顺 南京证券研究所

作为国机集团的二级子公司，公司除了可以受益于央企的资源共享、业务赋能外，我们认为公司还有望受益于此前出台的多轮央企市值管理政策，例如明确将市值管理成效与央企负责人考核挂钩等。

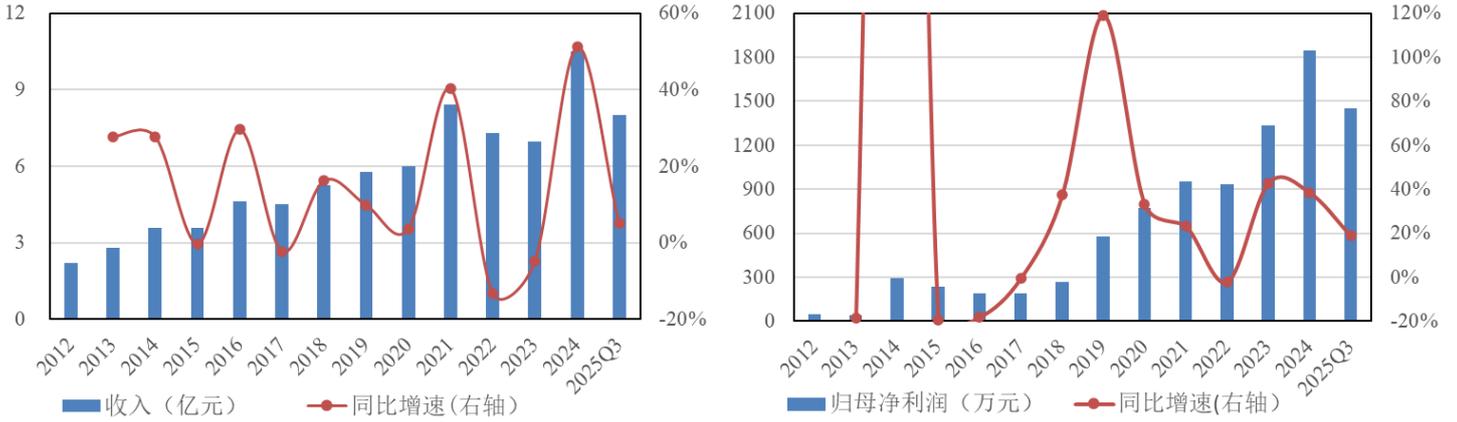
### 1.3 资产负债表强健 业绩稳步增长

公司上市近三十余年，历年资产负债表均较为强劲。除 1997、2022、2023、2024 这四年年底的有息负债余额为 3000 万元左右外，其余年份年底以及 2025 年三季度末的有息负债余额均为零。以 2025 年 6 月 30 日为例，公司有息负债 3000 万元，现金及类现金资产（货币资金及大额存单）合计 5.09 亿元，远远超过有息负债余额，表明公司经营十分安全。

经营成果方面，2012 年公司收入和归母净利润分别为 2.20 亿元和 49 万元，2024 年公司收入和归母净利润分别为 10.51 亿元和 1843 万元。收入和归母净利润的复合增速分别为 13.92%和 35.24%，见图 2 和图 3。

图 2：公司收入及其同比增速（右轴）

图 3：公司归母净利润（亿元）及其同比增速（右轴）



资料来源：同花顺 南京证券研究所

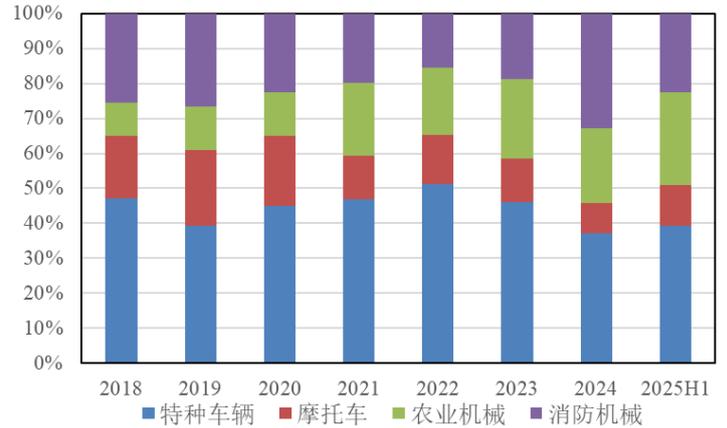
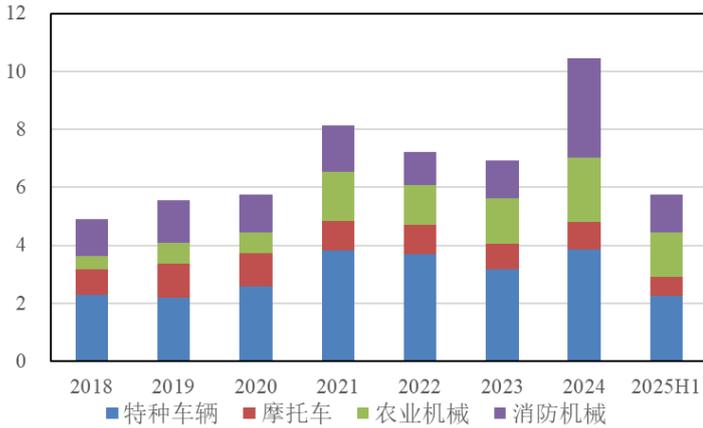
回顾 2013-2025 年这 13 年，公司收入大部分年份（9 年）保持稳健增长，仅 2015、2017、2022、2023 年这 4 年收入分别同比下滑 0.23%、2.23%、13.20%和 4.87%，除 2022 年外，其余 3 年下滑幅度均较小。公司几大不同业务均有一定程度的周期性存在，但不同业务之间的周期峰谷往往能互相弥补，一定程度上熨平了公司整体收入的周期性，仅在 2022 年出现了各大业务同时遇到周期下行的极端情况。

2022 年，公司收入下滑 13.20%，主要原因包括：1）国内政府招标项目减少导致消防机械板块收入降低；2）公共卫生事件冲击及国III国IV切换导致农机市场下行，影响公司农业机械板块收入；3）欧美为应对高通胀而采取紧缩货币政策，抑制了可选消费品的需求，美国大规模居民补贴政策结束也严重影响了全地形车、越野摩托车等娱乐产品的销售，2022 年我国全地形车和摩托车出口分别下滑 22.3%和 16%，这使得当年公司特种车辆和摩托车业务表现平淡。

公司 2018-2025H1 不同业务的收入构成和收入占比如下图所示。可以发现，1）摩托车收入总体稳定但占比呈降低趋势，2024 年其收入占比已低于 10%，主要是因其毛利率较低，且摩托车行业增速较快的是电动摩托车和大排量燃油摩托车，而公司擅长的是中小排量燃油摩托车，因此公司业务发展未向其倾斜；2）消防机械和农业机械业务收入呈增长态势但其波动性较强，主要是政府历年招标波动大以及国内农业机械行业是典型的周期性行业；3）特种车辆行业则是公司第一大业务，收入占比基本在 40%以上，总体呈稳定增长态势，但也有一定的周期性，例如 2022-2023 年海外全地形车需求处于下行周期。

图 4：公司分业务收入(亿元)

图 5：公司不同业务的收入占比

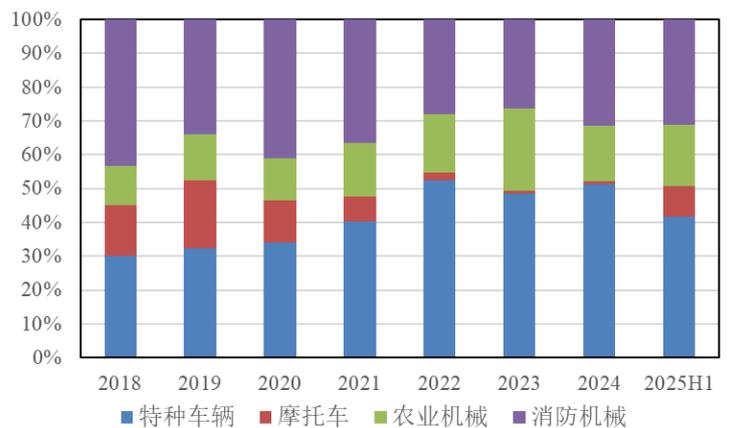
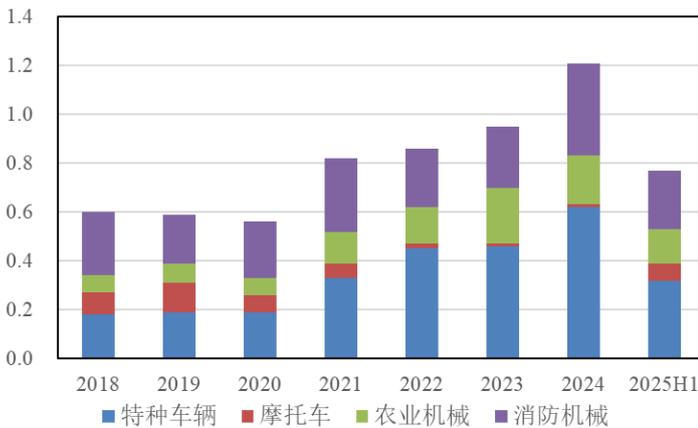


资料来源: 同花顺 南京证券研究所

公司 2018-2025H1 不同业务的毛利构成和毛利占比如下图所示。与收入占比类似, 目前特种车辆和消防机械类业务毛利占比居前, 摩托车的毛利占比已经极小, 2023-2024 年仅占 1% 左右。单看特种车辆和消防机械两类业务, 2018-2020 年, 消防机械收入占比低于特种车辆, 但毛利占比高于特种车辆业务。但 2021 年及之后, 随着特种车辆业务毛利率的提升, 其成为公司毛利占比最高的业务。

图 6: 公司分业务毛利 (亿元)

图 7: 公司不同业务的毛利占比



资料来源: 同花顺 南京证券研究所

公司不同业务的毛利率情况如图 8 所示。2021-2024 年, 占公司收入比例最大的特种车辆业务毛利率逐年攀升, 使得公司综合毛利率整体呈上行趋势。2024 年消防机械业务毛利率下滑较大, 是因为其中毛利率较低的全地形消防车业务增长较多, 拉低了消防机械板块的毛利率; 公司农业机械板块毛利率偏低且波动较大, 是因为我国农机行业竞争激烈且对国家补贴依赖严重, 我国农机行业整体也呈现出毛利率低且波动大的特点。

公司期间费用率和净利率图 9 所示。整体而言, 公司期间费用率大体稳定。

其中管理费用率随着公司收入体量的增加而逐年降低，研发费用率则因为公司需要加大新品开发力度等原因而逐渐增加，销售费用率则稳定在 2% 左右，因公司有息负债大部分时间为零，公司财务费用率为负，但汇兑损益的存在使得财务费用率有一定程度的波动（如 2024 年公司汇兑收益金额较大）。2018 年-2025Q3，在毛利率整体呈提升趋势及期间费用率整体保持稳定的情况下，公司净利率保持稳中有升，从 2018 年的 0.5% 上升至 2025Q3 的 1.81%。

图 8：公司综合毛利率及分业务毛利率

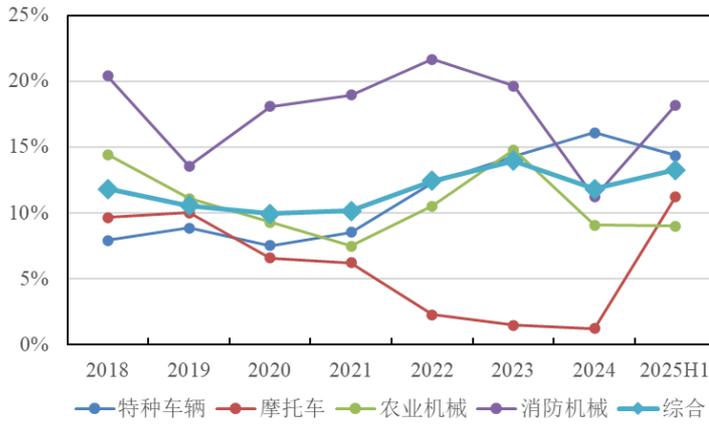
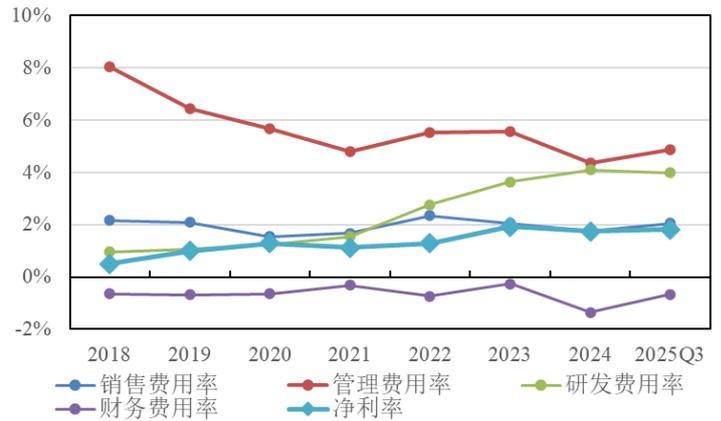


图 9：公司各项期间费用率及净利率



资料来源：同花顺 南京证券研究所

## 2、发展思路清晰：积极开拓市场、研发新品

### 2.1 全地形车：消费品属性强，市场前景广阔

全地形车是一种被设计用于非高速公路行驶的、具有 4 个或以上低压轮胎且可用在非道路上行驶的轻型车辆。其特点是采用宽大的低压轮胎，拥有独特的胎面花纹，能够有效增大接地面积、提供更强附着力并降低对地面的压强，从而轻松应对沙滩、河床、林地、雪地、沼泽等多种复杂地形。

按动力来源，全地形车可分为内燃机式全地形车、电动全地形车；按不同排量，全地形车分为少儿型（Youth）、实用型（Utility）和运动型（Sport）；按车辆结构，全地形车可分为四轮全地形车（ATV）、多功能全地形车（UTV）以及娱乐卡丁车（Go-Kart）等。全地形车作为集实用、娱乐、体育运动等功能于一体的特种车辆，因其适用于不同地形，灵活性强等特点，应用非常广泛，目前主要用于户外作业（农业、畜牧业、林业、狩猎、景观美化、探险、工业、建筑等）、休闲运动、消防巡逻、军事防卫等众多领域。不同车辆结构的全地形车的核心特点及

主要应用场景如表 2 所示：

表 2：全地形车分类及其特点、使用场景

	核心特点	主要应用场景
四轮全地形车（ATV）	骑手跨坐式驾驶，操控灵活，个人娱乐属性强。	户外休闲、场地竞技、农牧作业。
多功能全地形车（UTV）	带方向盘、座椅和防滚架，可并排乘坐2-6人，载物和功能拓展能力强。	户外工作、农场管理、赛事、应急救援。
娱乐用场地车（Go-Kart）	结构简单，底盘低矮，主要在封闭赛道使用。	娱乐场、卡丁车赛事。

资料来源：微信公众号靠谱电动车 南京证券研究所

全球全地形车市场主要以北美、欧盟、俄罗斯为主。一方面，由于美国、俄罗斯等欧美国家多农场、草地、山路、沙路等，地形复杂，为全地形车的主要消费地；另一方面，欧美发达国家人均收入水平较高，人们富于冒险精神、追求刺激，进一步推动了全地形车的消费。随着全球经济的不断发展以及各地区消费水平的持续提升，未来全球市场以休闲娱乐、赛事竞技、日常生活、户外作业为用途的个人全地形车消费需求将越来越高，其市场规模和渗透率将逐步提高。即全地形车的可选消费品属性越来越强，其作为生产资料的资本品属性越来越弱。

根据北极星（Polaris）2024 年年度报告，仅北美市场就占据了全球全地形车销量的 84%，这一现象可归因于北美成熟的户外文化、广阔的农牧业需求以及发达的越野赛事产业。

与欧美发达国家相反，受道路条件、路权管制等限制，当前国内全地形车市场仍处于萌芽阶段，整体需求较为小众，但经过多年的发展，我国全地形车行业整体水平与国际先进水平的差距正在逐步缩小，在保障产品安全性和功能性的基础上，产品设计更加潮流前卫，产品的环保性、安全性、动力性、操控性和舒适性进一步提高。未来，随着我国居民可支配收入的增加和休闲娱乐消费观念的普及，加上全地形车产品在特殊路况下兼具休闲娱乐、运动实用等特点，全地形车有望在国内市场获得更广泛的认可，市场规模和渗透率也有望逐步提升。

受益于欧美成熟市场的持续升级需求、亚太新兴市场的快速渗透，全球全地形车市场预期仍有较大发展空间。根据 Allied Market 预测，2022 年至 2031 年全球全地形车市场将以 7.3%的年均复合增长率提升，预计在 2031 年达到 186 亿美元规模。未来，全球范围内以休闲娱乐、日常生活、赛事竞技为用途的全地

形车消费需求仍将保持增长态势。

我国全地形车行业呈现出典型的“出口主导、内需萌芽”特征。我国是全球最大的全地形车生产国和出口国，呈现显著的外向性特征。2018-2024年间，我国全地形车外销占比始终保持在95%以上的高位，其中2020-2021年更是达到99%的峰值，内销比例仅在1-5%之间小幅波动。这种高度外向型的销售格局，一方面表明中国制造商在全球全地形车供应链中的强劲竞争力（成本优势和可借助国内成熟高效的汽车摩托车供应链），另一方面也显示出国内市场仍有极大的潜力可挖。

我国2018-2024年的全地形车出口情况如图10所示。行业出口量从2018年的10.25万辆增长至2024年的48.73万辆，年复合增速为29.67%；行业出口金额从2018年的2.577亿美元增长至2024年的12.08亿美元，年复合增速29.37%。出口金额年复合增速和出口量年复合增速基本持平，表明出口产品的价格也保持相对稳定。此外，出口增速显著快于全球全地形车市场规模增速，表明我国生产的全地形车在全球的市场份额持续攀升，彰显了我国全地形车制造业的强劲竞争力。

当然，在行业成长性的大前提下，也展现了一定的周期性。例如，2020年疫情下消费者一定程度上放弃近距离社交，转而加大户外活动，同时美国政府疫情期间发放消费补贴，使得2020-2021年全地形车销量得以提振，达到近年销量最高点。2022-2023年疫情影响减弱叠加海外库存处于高位，全地形车销量回落到正常水平，我国全地形车出口连续2年下滑，直到2024年重回正增长并创历史新高。

图 10：我国全地形车行业出口量及出口金额

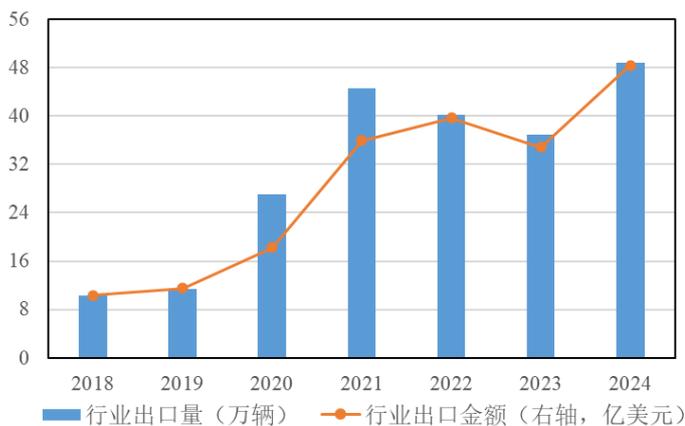
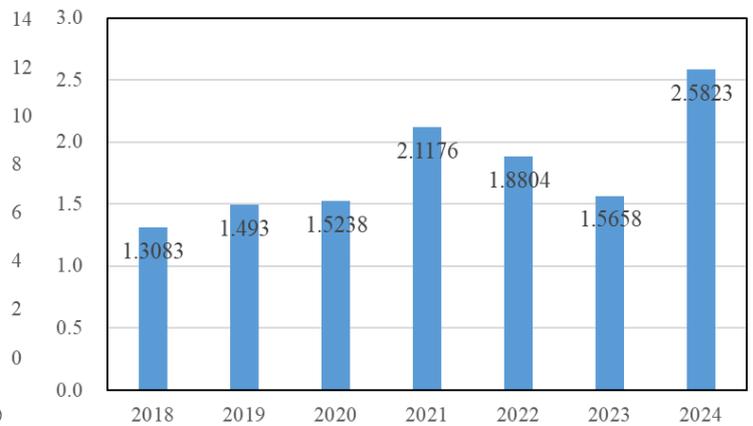


图 11：公司特种车辆年销量（万辆）



资料来源：上市公司公告 南京证券研究所

公司特种车辆产品以林海发动机核心技术为支撑，拥有深厚的小型动力及配套机械研发积淀，主要产品的关键零部件技术及排放控制技术 etc 达到国内领先水平。此外，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。

公司特种车辆（全地形车）的销量走势和行业出口量的走势基本相符，2022-2023 年也出现下滑。不过，从图 8 可以看出，2022 年开始，公司特种车辆的毛利率明显改善，抵消了销量下滑的影响。公司特种车辆（全地形车）业务毛利率提高的原因包括：1) 公司加大国际市场自主销售渠道建设，**自营出口业务增长**所致，而自营出口业务毛利率高于通过兄弟企业林海集团出口。在报表端，体现为公司出口业务收入 2022 年显著增加以及与林海集团的关联销售额的减少见图 12 和图 13。（注：通过林海集团间接出口的收入在 2021 年报中体现为内销收入）。2) 大宗原材料如钢铁等 2022 年起价格开始回落；同时公司制订主要业务板块产品零部件采购降本计划，密切跟踪大宗商品、原材料的价格走势，在价格走低时，加大零部件采购洽谈降本；此外为保障供应链安全，公司加大供应商 AB 角力度，积极寻找第二、第三厂家，引入 AB 角竞争机制，有效降低了零部件采购成本，进而提高了毛利率。

图 12：公司摩托车及特种车辆收入、出口收入

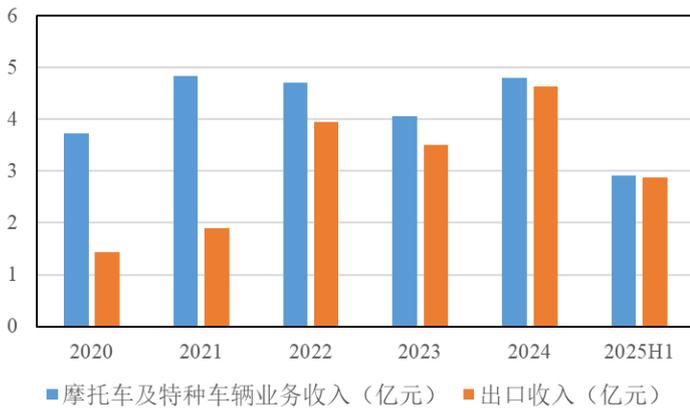
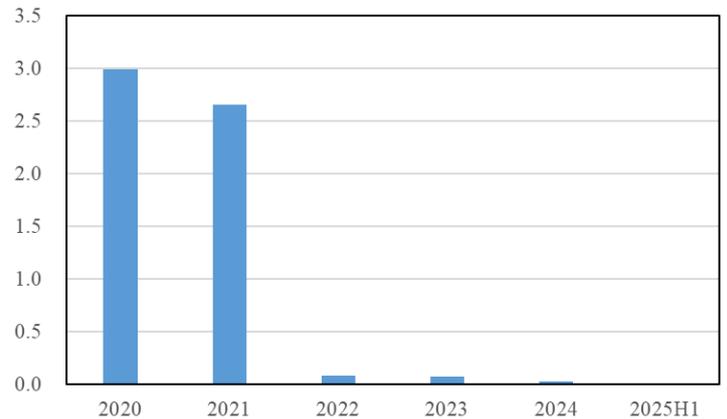


图 13：公司向林海集团的关联销售收入（亿元）



资料来源：上市公司公告 南京证券研究所

展望未来，考虑到公司特种车辆业务的毛利率和友商仍有一定差距，公司该等业务的毛利率仍有较大进步空间，值得期待，可采取的措施包括：1) 产品开始向更大排量演进，大排量全地形车的毛利率更高；2) 提高自主品牌全地形车的销售比例。公司目前仍有一部分的全地形车代工贴牌业务，这部分业务的毛利率偏

低；3）继续推行降本措施，包括通过销售规模扩大带来的规模效应来降本。

市场开拓方面，目前公司特种车辆的主要海外市场为欧洲，这能有效避免美国高额关税带来的负面影响，同时公司积极开拓新型国家市场，如2021年在法国、捷克等欧洲重点市场取得较大进展，2022年新开拓了加拿大、墨西哥、奥地利等国家客户，2023年公司成功开发了危地马拉等中南美国家的新客户。

## 2.2 消防机械：公司底蕴深厚

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。我国2000年以来森林火灾明显减少，2021年和2022年的森林火灾保持在较低水平。然而，全球天气持续变暖，高温干旱大风等极端天气呈现多发并发态势，中国已进入新一轮森林大火密集发生期，森林防火形势依然严峻。

2023年，中办、国办印发了《关于全面加强新形势下森林草原防灭火工作的意见》，意见指出，依托科技赋能，催生新质战斗力。聚焦新发展需求，进一步深研灭火制胜机理，创新灭火战法理论，大力推动新型灭火装备研发和应用，积极探索机械化、信息化、智能化灭火技术融合发展的路径，推进队伍新质战斗力的生成和发展。意见指出要加强地方防灭火专业力量建设。落实国家应急体系规划，地方各级政府和国有林草经营单位以建设标准化、管理规范、装备机械化为重点，加强防灭火专业力量建设。2025年年底前，全面加强防火重点区域县级防灭火专业力量。防灭火任务较重的省市两级政府要同步加强机动专业力量建设。

国家林业和草原局发布的《“十四五”林业草原保护发展规划纲要》，也明确提出要加大森林防火基础设施建设。可以预见为应对更加复杂和严峻的森林火灾形势，森林消防装备的需求将显著增长，同时针对不同地区、不同类型的森林火灾，多元化的装备也将成为未来的发展趋势。

森林消防机械行业的特点包括：1）客户群体以林业部门、自然资源和规划部门、应急管理部门的政府采购为主（招投标模式），其他市场零售规模很小。因此，国家政策及地方财政情况对行业需求影响较大。2）产品品种多，客户需求差异化大，不适合大规模批量化生产。主要原因是我国幅员广阔，水资源以及地貌特点差异大，导致客户对森林防火产品需求不一致。3）由于是应急型产品，对产品性能及可靠性要求较高，一旦发生火灾时消防机械出现使用故障，后果不堪设想。因此客户更倾向于使用业内历史悠久、运行业绩充分的老牌厂商的产品，如



公司的产品。4) 市场规模有限, 高扬程森林消防泵全年市场规模约 6000 台, 各种风力灭火机市场需求约 5 万台, 总经济规模不到 10 亿元。但森林消防用全地形车尚有成长空间。由于整体市场规模较小, 相关生产型企业相对而言体量也不大。

2024 年, 公司消防机械业务大幅增长 165%, 主要原因是 2023 年四季度, 中央财政增发国债 1 万亿元, 集中力量支持灾后恢复重建、提升防灾减灾救灾能力, 该政策对公司 2024 年的消防机械产品销售造成了较大的积极影响。

2025 年四季度, 公司林业机械板块部分中标情况如下表所示。

表 3: 公司 2025 四季度部分林业机械产品中标情况

公告日期	采购方	产品类型	数量	合同总价 (万元)
2025.12.3	浙江永嘉县自然资源和规划局	不锈钢组合式水箱、便携式高压水泵 (含水带)	102	470.3
2025.11.21	应急管理部风险监测和火灾综合防治司	油锯	3650	357.7
2025.11.21	应急管理部风险监测和火灾综合防治司	10 马力森林消防水泵	200	1080
2025.11.7	新疆生产建设兵团林业和草原工作总站	新疆生产建设兵团 2024 年林业工作站标准化建设项目	/	1783.02
2025.10.29	江西省林业局	扑火装备	/	295.26
2025.10.27	浙江淳安县林业局	隔膜式森林消防泵、三缸隔膜式消防水泵、水带	397	83.49
2025.10.24	浙江乐清县自然资源和规划局	不锈钢组合式水箱、便携式高压水泵 (含水带)	51	116.7
2025.10.9	信阳市应急管理局	小型应急消防车	114	560.88

资料来源: 腾讯风鸟 南京证券研究所

公司作为老牌的森林消防机械企业, 具有央企背景, 同时也是森林消防机械板块唯一的上市公司, 控股股东中国福马又深耕我国林业系统数十余年, 叠加消防机械产品的高可靠性要求, 公司在政府采购中具有一定优势, 产品毛利率也常常高于公司其他主营产品。

### 2.3 农业机械: 产品结构持续优化

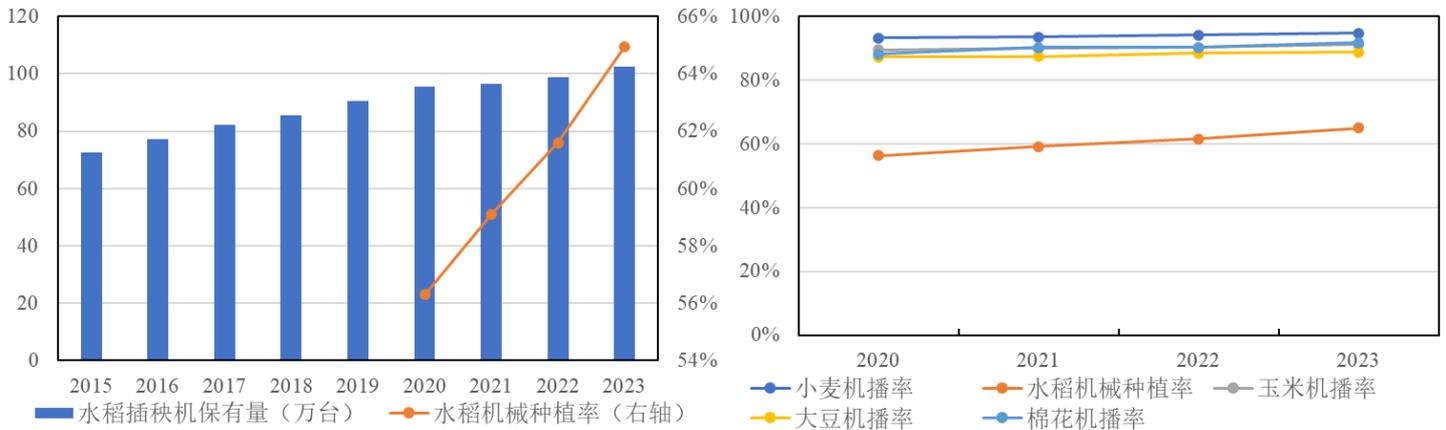
公司农业机械产品主要为插秧机这一细分品类。我国作为全球最主要水稻种

植基地，水稻种植面积常年稳定在 4.5 亿亩左右。近年来随着农村劳动力人口老龄化以及用工成本的攀升，水稻种植机械化已是大势所趋。从我国水稻插秧机保有量和水稻机械种植率的变化趋势可以看出（图 13），我国水稻插秧机的保有量仍将维持稳健增长。

此外，图 15 表明我国水稻机械种植率目前大幅低于小麦、玉米等主粮的机播率和大豆、棉花等经济作物的机播率，这固然有我国很多水稻主产区位于南方山岭丘陵区，不利于机械种植的因素，但考虑到农村劳力流失情况，我国水稻机械种植率仍有很大提升空间。特别是可以观察到，近几年水稻机械种植率的提升速度（约 3%/年）显著高于其他基类作物的机播率提升水平（约 0.5%/年）。

图 14：公司水稻插秧机保有量和水稻机械种植率

图 15：我国不同作物的机械种植率和机播率情况



资料来源：中国农业机械工业年鉴 南京证券研究所

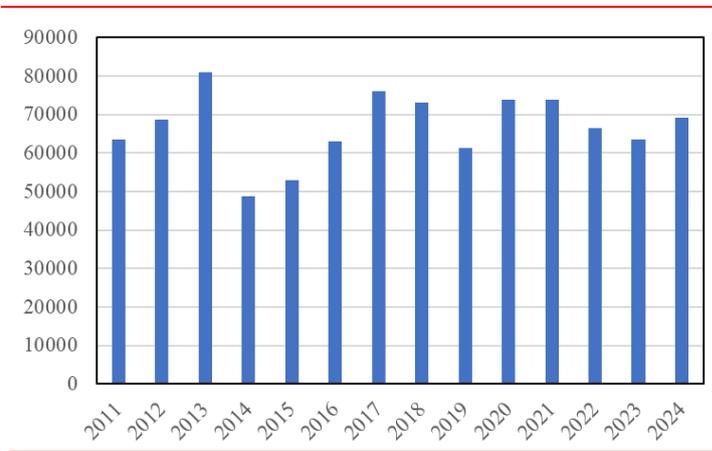
水稻插秧机保有量未来的长期增长趋势，这保证了其需求将长期存在。但每年水稻插秧机的销量变化仍具有周期性，和农业机械的行业特点相符。影响农机年销量最直接最关键的因素是国家农机购置补贴政策的变化，补贴额度、补贴目录范围和结算效率直接影响农户购买农机的意愿和能力。此外，粮价、种植面积、存量农机更新周期对农机年销量波动也颇具影响。农村土地政策、农村劳力流失等长周期变化对农机年销量也存在长期影响，但不像农机购置补贴影响那么直接。

随着我国农业机械化发展的进程持续向前推进，各种农机装备的保有量也随之增加。同时，随着农机技术的不断进步，农机产品更新换代的周期也越来越短。国家根据不同时期的农业发展状况和发展需求调整并更新补贴政策，对目前存在短板的领域和技术附加值较高的农机产品进行重点扶持，对技术逐渐落后和保有量较高的农机产品补贴力度会不断减弱。因此，随着我国农业机械化水平不断提

高，未来农机购置补贴存在一定退坡风险。从短期来看，农机购置补贴退坡在一定程度上将对终端客户的购买力产生负面影响，对全行业产品的销售价格产生一定下行压力；但从长期来看，农机购置补贴退坡是淘汰技术落后、产能过剩的中低端产品的重要举措。

回顾十余年来我国的水稻插秧机销量变化情况，可以发现基本稳定在 6-8 万台/年（补贴销售口径），如图 16 所示。年均销量大约是图 14 中插秧机保有量的年均增量（约 3.7 万台/年）的 2 倍，表明我国的插秧机年销量的约一半用于存量插秧机的替换，约另一半导致了插秧机保有量的增长。

图 16：我国插秧机历年销量（台）



资料来源：农机 360 网 南京证券研究所

复盘过去十几年我国的插秧机销量历史，出现过 3 次下滑。1)2014 年被视为农机行业“黄金十年”的终结和“新常态”的开始。市场告别了过去依赖补贴带来的粗放增长，增长动力面临转换。插秧机方面，当年因补贴原因，市占率第一的久保田插秧机销量陷入塌方式下滑。2) 2018-2019 年，全国稻谷播种面积调减，同时粮食价格也处于下行状态，对种植户的水稻种植收益产生直接影响，导致购买力下降和插秧机销量下滑。3) 2022-2023 年，农机排放要求从国三升级到国四，导致市场需求提前透支、产品涨价、使用和维修成本上升、产品成熟度降低等，影响了农户的购买需求。

插秧机主要产品可分为低速手扶式插秧机和高速插秧机。手扶式插秧机购机成本低，主要适应于小块秧田、个体农户、以及地形比较复杂秧田插秧作业；高速插秧机插秧作业效率高，购机成本高，适用于规模化秧田插秧作业。

表 4：高速插秧机和手扶式插秧机的特点

	手扶插秧机	高速插秧机
驱动方式	人力推动，发动机仅驱动分插机构	全自动驱动，无需人力推行
作业效率	低（约1-2亩/小时）	高（约4-10亩/小时）
操作人数	1-2人（需跟随行走）	1人（乘坐操作）
劳动强度	高（需长时间步行推动）	低（坐姿操作，舒适省力）
栽插质量	一般，均匀度依赖操作经验	高，自动化控制确保整齐稳定
适用场景	小田、梯田、不规则田块	大田、平整连片田块
价格范围	低（约1-3万元）	高（约10-30万元）
技术特点	结构简单，维护方便	配备GPS导航、自动平衡、智能监测等

资料来源：公开资料整理 南京证券研究所

近几年来手扶式插秧机年销量稳定在 4-5 万台，而高速插秧机市场持续增长，目前已超过手扶式插秧机，原因包括：1）国家土地流转政策的实施、农业集中化管理模式的逐步推行；2）农业劳动人口老龄化加剧，也使得更能降低劳动强度、提高作业效率的高速插秧机市场增速更快；3）国产高速插秧机产品性能提升和销售价格降低使用户购机成本下降，有助于提高其渗透率。例如，据中国农业机械流通协会数据，2023 年插秧机整体市场下滑的情况下，高速插秧机市场却出现 10% 左右的增长。根据公司部分年份的年报和农机 360 网数据，手扶式插秧机的销量占比呈现明显的下降趋势。随着功率更大的高速插秧机的渗透率提升，我国插秧机保有量中的台均功率也逐年提升，如图 17 和图 18 所示。

图 17：我国手扶式插秧机销量及销量占比

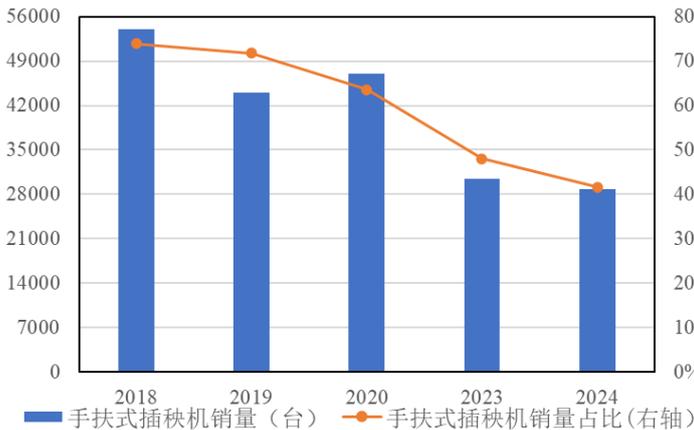
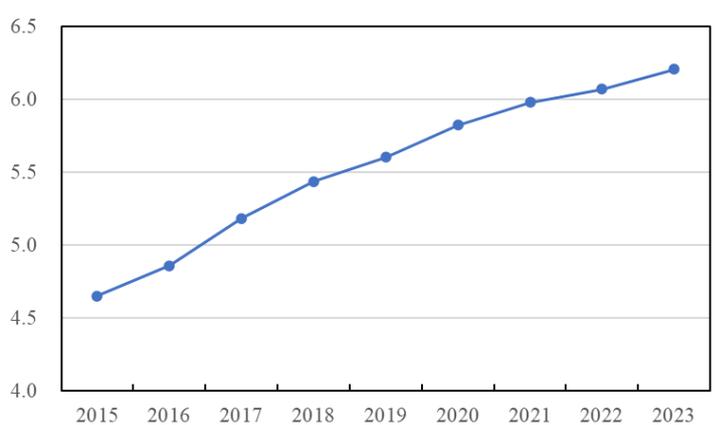


图 18：我国存量插秧机的台均功率 (kW)



请务必阅读正文之后的重要法律声明



不过根据全国农机购置与应用补贴系统最新数据，2025年前7个月手扶式插秧机销量1.68万台，占比54.56%，近几年来首次反超高速插秧机（1.4万台、45.44%），打破了此前高速插秧机逐步主导市场的趋势。这种需求转向的原因，一方面，水稻插秧机购机补贴的下调，直接削弱了农户购买高端机型的能力，补贴政策的不连续让农户购机热情下降；另一方面，2024年下半年多地推出的“以旧换新”政策，提前透支了2025年市场需求。在双重压力下，农户倾向于选择投入更少的手扶插秧机，而非技术含量更高的高速插秧机。

但手扶插秧机的优势仅停留在“低成本”，难以满足规模化、精细化种植的需求，更无法支撑农业现代化的长远目标。国家对粮食高产的要求、农机化向全程全面升级的方向，都离不开高速插秧机的支撑。我国水稻机械种植率与小麦、玉米的机播率差距显著，高速插秧机作为提升机械种植率的核心装备，仍有巨大市场空间。短期对手扶式插秧机的成本敏感型需求终将让位于长期的技术升级需求。

插秧机供给侧方面，经过近20年的发展，我国拥有各类合资和民营插秧机生产企业70多家，其中独资或合资品牌有久保田、洋马、东风井关等，国产品牌除公司外主要有沃得、星月神、久富等。插秧机行业集中度较高且头部格局基本趋稳。2024年销量前十品牌合计占比81.21%，日本久保田以20.62%份额稳居第一，沃得农机、日本洋马农机紧随其后。

分品种来看，据农机360网，手扶插秧机领域，2023年本土品牌与外资品牌市场份额，大致保持在2.6:1的状态；高速插秧机领域，2018年久保田、洋马农机和东风井关这三家日资企业合计市场占比高达69%，但浙江星莱和、沃得农机、江苏福马高新（林海股份的全资子公司）等本土企业发力冲击日资品牌的主导地位，2022年浙江星莱和超越久保田，成为高速插秧机行业第一名，2023年三家日资企业在高速插秧机市场的份额已下滑至46.9%。目前来看，对日资品牌的国产替代仍有空间。

公司的农机业务主要由全资子公司江苏福马高新动力机械有限公司来承担。产能方面，2025年8月底，福马高新新工厂正式投用，其通过优化生产布局以及实施精益生产管理方式，实现了生产效率的提升，高速插秧机日产量由原先的30台提高到现在的40台（即年产约1.4万台）。

公司历年农业机械收入和销量分别见图4和图19，除2019年公司农机销量

及收入逆行业增长外，其余年份走势和插秧机行业的年销量变化走势基本相同。从销量市占率来看，2019 年来公司插秧机的市占率维持在 10-15%左右。根据公司农机收入和销量，可以得到公司农业机械的单台销售均价，见图 20。从单台均价看，一方面，目前均价仍较低，可见公司农机产品仍以手扶式插秧机为主；另一方面，公司单台均价持续提升，可以推测公司销售产品中附加值更高的高速插秧机的销量占比在提升，产品结构在持续优化。

图 19：公司农业机械销量（台）和销量市占率

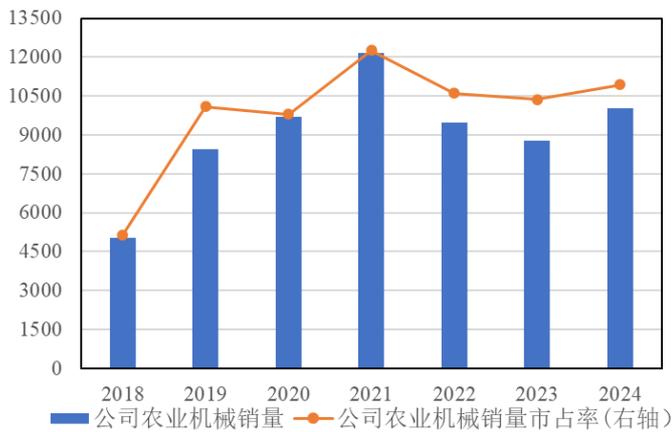
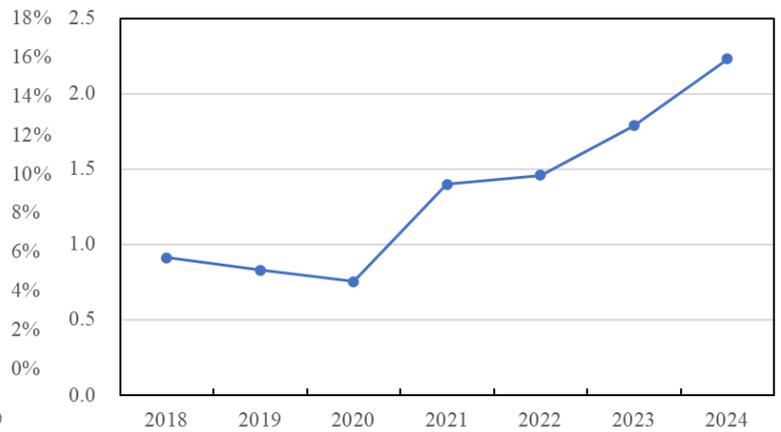


图 20：公司农业机械均价（万元/台）



资料来源：农机 360 网 公司年报 南京证券研究所

公司在农业机械板块上，同样是新品研发和市场开拓齐发力。例如，2019 年，在国内率先推出首款电喷发动机手扶式插秧机；高速插秧机实现小批试制投产。2021 年，公司实现了销售渠道的国内主要水稻产地网点全覆盖；高速插秧机完成窄 8 行项目、汽油机版及铝合金后桥版的开发、定型、量产；还完成了侧深施肥机型选型及样机试制和手扶插秧机的载秧台专利改进设计。

2022 年，公司重点加大南方市场开拓，其中高速插秧机在南方市场销售逆势上扬；高速插秧机完成了 5 种机型农机鉴定；联合收获机项目完成 10 台样机试制，取得农机推广鉴定证书。2023 年，公司完成了 2 款高速插秧机开发和批量生产以及 5 款高速插秧机的农机推广鉴定；并开展校企合作，研发抛秧机。2024 年，公司完成大装载量、高通过性的 10 行高速插秧机的开发及农机推广鉴定。

2024 年报中提及，公司对农业机械板块的目标要求包括“高速插秧机市场占有率提升”，我们认为在高速插秧机长期增长前景可期以及日系品牌市占率还较高的情况下，公司这一目标具有可行性。



### 3、盈利预测、估值及投资建议

#### 3.1 盈利预测

**核心假设：**1) 特种车辆和摩托车业务：全球主要发达经济体目前及未来 1-2 年处于降息通道，利好欧美国家全地形车和摩托车消费。因此假设该等业务 2025-2027 年收入将分别同比增长 15%、18%、20%。毛利率方面，考虑到我国大宗材料预计仍将维持相对低位，而产品售价可在一定程度上享受到海外通胀带来的涨价，叠加规模效应的正面影响，预计 2025-2027 年的毛利率分别为 13.8%、14.6%、15.4%。

2) 消防机械业务：公司 2024 年林业机械收入基数较高，主要是受益于 2023 年四季度的万亿国债发行。我们认为 2025 年受高基数影响该类业务收入会有所减少，但国家对森林防火的国债支持是持续、多渠道且有规划性的，2026-2027 年该类业务收入会稳定在一个较高的水平上。因此假设该等业务 2025-2027 年收入分别同比增长-20%、0%、0%。毛利率方面，考虑到消防机械可靠性要求高，因此假设 2025-2027 年毛利率维持在相对较高的 18%、18%、18%。

3) 农业机械业务：公司该类业务兼具产品升级和国产替代的逻辑，行业虽有一定程度的波动性，但公司收入应能维持稳健持续增长。因此假设 2025-2027 年公司农业机械业务收入同比增长 10%、15%、20%。毛利率方面，考虑到国内农机行业竞争激烈，假设 2025-2027 年维持在 9%、10%、11%的较低毛利率水平。

4) 其他业务：仍维持 2025-2027 年每年 500 万元的收入及 45%的毛利率，均和 2023-2024 年相仿。

5) 费用率方面：考虑到公司加大产品研发和市场开拓力度，研发费用率及销售费用率维持稳定略升的状态。2025-2027 年研发费用率分别为 4.0%、4.1%、4.1%；销售费用率分别为 2.05%、2.20%、2.40%。2025-2027 年管理费用率则维持相对稳定，分别为 4.87%、4.90%、4.90%。

我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 10.78/12.13/14.00 亿元，同比分别增加 2.48%/12.65%/15.40%。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2472/2872/3297 万元，同比分别增加 34.15%/16.16%/14.82%。

表 5：林海股份盈利预测（百万元，%）

	2024A	2025A	2026E	2027E
<b>特种车辆和摩托车</b>				
营业收入	479.77	551.74	651.05	781.26
同比增速	18.32%	15.00%	18.00%	20.00%
毛利率	13.23%	13.80%	14.60%	15.40%
<b>消防机械</b>				
营业收入	342.28	273.82	273.82	273.82
同比增速	164.98%	-20.00%	0.00%	0.00%
毛利率	11.22%	18.00%	18.00%	18.00%
<b>农业机械</b>				
营业收入	223.81	246.19	283.12	339.74
同比增速	42.93%	10.00%	15.00%	20.00%
毛利率	9.06%	9.00%	10.00%	11.00%
<b>其他业务</b>				
营业收入	4.87	5.00	5.00	5.00
同比增速	37.57%	2.67%	0.00%	0.00%
毛利率	44.25%	45.00%	45.00%	45.00%
营业总收入	1050.73	1076.75	1212.99	1399.83
同比增速	51.23%	2.48%	12.65%	15.40%
归母净利润	18.43	24.72	28.72	32.97
同比增速	38.43%	34.15%	16.16%	14.82%
毛利率	11.83%	13.92%	14.42%	14.95%
归母净利率	1.75%	2.30%	2.37%	2.36%

资料来源：同花顺 南京证券研究所

### 3.2 估值及投资建议

**可比公司选择：**针对特种车辆（全地形车）和摩托车业务，选择春风动力、涛涛车业、钱江摩托为可比公司；针对农业机械业务，选择一拖股份为可比公司；针对消防机械业务，选择威海广泰为可比公司。此外，考虑到公司主要产品均从小型通用动力机械（燃油发动机）延伸而来，与上市公司绿田机械相似，因此也将绿田机械作为公司的可比公司。

**主要估值方法：**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，进而导致其净利率和盈利的波动较大，因此选择市销率 PS 作为主要估值指标。

**投资建议：**以 2025 年 12 月 11 日收盘价为基准，可比公司 2025-2027 年对应的平均 PS 分别为 2.16 倍/1.75 倍/1.46 倍，林海股份 2025-2027 年对应 PS 分别为 2.04 倍/1.81 倍/1.57 倍。公司的市销率与可比公司的平均市销率基本相当，同时考虑到公司 2025-2027 年预计迎来收入和利润的持续增长，因此，给予公司“中性”



评级。

表 6：公司与可比公司 PS 估值对比

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603129.SH	春风动力	445	195.34	242.34	293.36	2.28	1.84	1.52
301345.SZ	涛涛车业	260	39.62	51.67	64.51	6.56	5.03	4.03
000913.SZ	钱江摩托	81	69.09	82.58	102.46	1.17	0.98	0.79
601038.SH	一拖股份	155	113.63	121.5	131.09	1.36	1.28	1.18
002111.SZ	威海广泰	53	33.37	37.77	42.36	1.59	1.40	1.25
605259.SH	绿田机械	37	27.3	34.61	43.52	1.36	1.07	0.85
		可比公司均值				2.16	1.75	1.46
600099.SH	林海股份	22	10.77	12.13	14	2.04	1.81	1.57

资料来源：同花顺 南京证券研究所（注：可比公司营业收入预测数据采用同花顺 6 个月一致预期值；市值按 2025.12.11 收盘价计算）

## 4、风险提示

1) **原材料价格上涨** 钢材等大宗材料价格上涨会增加公司成本、影响公司利润率。

2) **消防机械政府招标不及预期** 如果政府因财政问题导致林业消防机械采购力度下降，会影响公司消防机械收入。

3) **水稻新式种植方法的推广及农机补贴政策的变化** 目前水稻多采用移栽种植，但如果水稻直播、抛秧等新式种植方法推广，公司插秧机的收入将受到影响。此外，如果农机补贴政策出现变化（如退坡、取消等），可能对公司插秧机收入造成负面影响。

4) **海外可选消费不振** 海外宏观方面如果出现消费不振的情况，可能会对公司全地形车和摩托车业务的销售形成负面影响。

5) **海外贸易政策和汇率变化** 如果海外贸易壁垒加剧或者汇率大幅波动，可能会对公司出口业务的收入与利润造成负面影响。





## 免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 南京证券行业投资评级标准：

- 推 荐：预计 6 个月内该行业指数相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上；
- 中 性：预计 6 个月内该行业指数相对沪深 300 指数涨幅在-10%~10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内该行业指数相对沪深 300 指数跌幅在 10%以上。

### 南京证券上市公司投资评级标准：

- 买 入：预计 6 个月内该上市公司股价相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
- 增 持：预计 6 个月内该上市公司股价相对沪深 300 指数涨幅在 5%~15%之间；
- 中 性：预计 6 个月内该上市公司股价相对沪深 300 指数涨幅在-10%~5%之间；
- 回 避：预计 6 个月内该上市公司股价相对沪深 300 指数跌幅在 10%以上。

请务必阅读正文之后的重要法律声明