



买入（维持）

所属行业：商业贸易
当前价格(元)：22.30

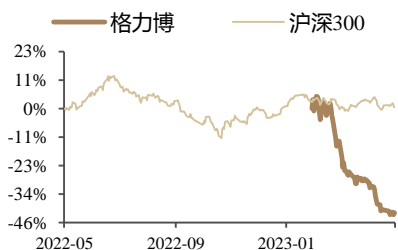
证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-18.17	-33.09	-41.21
相对涨幅(%)	-15.54	-33.84	-38.54

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《格力博：新能源园林机械行业领先者，多电压平台+强势产品乘势而上》，2022.12.29

格力博：23Q1 毛利率显著改善，家用业务静待拐点，看好商用业务逐步放量

投资要点

- **格力博发布 22 年报及 23Q1 业绩报告：**1) 22 年：①2022 年公司实现营收 52.11 亿元/+4.14%，归母净利润 2.66 亿元/-4.96%；②2022Q4 单季度实现营业收入 10.37 亿元/-18.43%，归母净利润 0.64 亿元/+15.27%。2) 2023Q1：公司实现营收 15.51 亿元/-0.77%，归母净利润 0.87 亿元/-40.78%。23Q1 经营性活动产生的现金流净额为-4.0 亿元/-145.24%，主要系应收账款同比增长 51.63%。
- **公司全面投入自有品牌研发升级，自有品牌 22 年营收同增 23%，占比+10pct 至 67%，23Q1 自有品牌占比有望进一步提升。**
- **1) 分品牌：**公司高度重视自有品牌建设和培育，22 年自有品牌实现营业收入 34.82 亿元/+22.73%，自有品牌占比进一步提升(相比 21 年提升 10pct 至 66.8%)。客户品牌 22 年收入 17.3 亿元/-20.19%，22 年占营业收入比重 33.2%，相比 21 年下滑约 10pct。公司自有品牌 greenworks 多款产品在 Amazon 中位于最畅销产品之列，取得较好的口碑与市场反馈，随公司继续全面投入 greenworks 品牌产品研发和升级，我们认为 23Q1 公司自有品牌收入占比或有望进一步提升并取得相比于客户品牌更好的表现。
- **2) 分产品：**2022 年公司新能源园林机械与交流电园林机械分别实现营收 39.22 亿元/+14.48%、8.28 亿元/-27.97%，锂电产品继续保持增长；其他产品(空压机、电动工具、配件等)22 年取得营业收入 4.62 亿元/+8.86%。
- **23Q1 公司毛利率显著优化，费用投入有所提升导致 23Q1 净利率尚未显著修复。**1) **毛利率：**2023Q1 公司毛利率为 33.94%，同比 22Q1 的 28.6%、环比 22Q4 的 28.8%均得到明显优化，主要系海运运费自 22 年 Q4 以来明显下滑，同时公司重视自有品牌发展、高毛利率的自有品牌占比不断提升。2) **费用率：**公司费用有所提升，其中 22 年及 23Q1 销售费用分别为 6.1 亿元、1.57 亿元，分别同比增长 37.90%、47.40%，销售费率分别为 11.70%/+2.86pct、10.13%/+3.3pct，主要系公司拓展自有品牌业务，销售人员及广告费用投放的增加等原因。22 年及 23Q1 管理费用率分别为 8.97%、9.55%，分别同比提升 0.7pct、1.9pct。22 年财务费用-1.6 亿元，主要系汇率波动(22 年产生约 2 亿元汇兑收益)，23Q1 财务费用为 0.31 亿元，去年同期为 0.17 亿元。公司持续提高研发实力，22 年研发费用 2.13 亿元/+2.5%，23Q1 公司研发费用 0.61 亿元/+8.8%，研发费率 3.95%/+0.34pct。3) **净利率：**22 年销售净利率 5.1%/-0.5pct，23Q1 毛利率虽显著修复但由于费用的提升，销售净利率为 5.6%/-3.8pct。
- **商用领域占据市场先机，产品+生产布局搭建逐步完善、体系化，看好未来规模效应显现。**2022 年 10 月公司推出全新一代商用锂电割草车“擎天柱 OptimusZ”及其系列，目前售价\$26,999.99 美元，相比竞品便宜约\$13,000 美元；最大输出功率高达 65HP (高于汽油机 38HP)；搭载 24kWh 磷酸铁锂电池，产品性能上可覆盖 21 英亩割草面积以及最高 8 小时的使用时间，最快 3 小时快充；并具备 4G/GPS 通信连接能力，通过应用软件进行车队管理，智能化提升商用车队体验，有望成为未来业绩增长点。公司积极搭建经销网络，目前已经签约了近 1000 家经销商，今年目标实现签约经销商数量 2000 家。除此之外，公司生产端布局也逐步完善体系化，占地面积 8 万平方米的美国田纳西工厂投产，23 年 1 月“擎天柱 OptimusZ”在美国工厂量产，节约运输成本、方便售后服务；同时也不断增强具备无关税、劳动力成本低、管理方便等优势越南工厂的制造能力。公司前期对于产品及生产端投入搭建，看好后续规模效应显现后带动业绩提升。
- **投资建议：**海运费、原材料已于 22 年 Q4 以来得到明显改善，23Q1 已经验证毛利率边际向好趋势，未来公司盈利能力有望逐步回归至正常水平。23Q1 收入短

期承压，下游终端需求受到海外衰退等影响，仍处于库存消化阶段，静待家用业务景气拐点。此外，公司自 2015 年开始布局商用领域，22 年公司推出多款 82v 园林机械产品，未来公司将进一步加强商用领域的开发力度，预计后续 23 年下半年将有 82V 切割锯、锂电跨界多功能全地形车等多款商用新品上市，并进行三代智能割草机研发布局；家用业务将以 greenworks 品牌为主，打造自有品牌影响力，持续提升自有品牌销售收入占比，建议关注公司布局机会。

- **风险提示：**宏观经济恢复不及预期，行业竞争加剧，库存去化慢于预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	486.16		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	114.12	营业收入(百万元)	5,004	5,211	6,309	7,988	10,049
52 周内股价区间(元):	22.02-40.17	(+/-)YOY(%)	16.6%	4.1%	21.1%	26.6%	25.8%
总市值(百万元):	10,841.41	净利润(百万元)	280	266	522	801	1,026
总资产(百万元):	10,115.79	(+/-)YOY(%)	-50.5%	-5.0%	96.3%	53.5%	28.1%
每股净资产(元):	10.42	全面摊薄 EPS(元)	0.77	0.73	1.43	2.20	2.81
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	27.5%	25.7%	34.4%	35.8%	35.5%
		净资产收益率(%)	20.6%	18.0%	26.1%	28.6%	26.8%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.73	1.43	2.20	2.81
每股净资产	4.05	5.48	7.68	10.49
每股经营现金流	-2.16	4.75	2.44	3.70
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	0.00	15.58	10.15	7.93
P/B	0.00	4.07	2.91	2.13
P/S	1.54	1.27	1.01	0.80
EV/EBITDA	11.80	13.74	8.69	5.81
股息率%	—	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.7%	34.4%	35.8%	35.5%
净利润率	5.1%	8.3%	10.0%	10.2%
净资产收益率	18.0%	26.1%	28.6%	26.8%
资产回报率	4.3%	7.0%	9.2%	10.0%
投资回报率	1.0%	12.2%	15.1%	16.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	4.1%	21.1%	26.6%	25.8%
EBIT 增长率	-88.7%	1912.5%	45.9%	28.5%
净利润增长率	-5.0%	96.3%	53.5%	28.1%
偿债能力指标				
资产负债率	76.2%	73.1%	67.8%	62.7%
流动比率	1.3	1.3	1.5	1.5
速动比率	0.5	0.8	0.9	1.1
现金比率	0.1	0.4	0.5	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	72.4	67.0	50.0	46.0
存货周转天数	280.3	200.0	180.0	150.0
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0
固定资产周转率	9.4	10.8	13.1	16.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	266	522	801	1,026
少数股东损益	0	0	0	1
非现金支出	172	3	2	2
非经营收益	-132	72	62	64
营运资金变动	-1,092	1,136	25	255
经营活动现金流	-786	1,733	891	1,347
资产	-393	-41	-16	-11
投资	141	-125	-125	-125
其他	26	8	55	48
投资活动现金流	-225	-158	-86	-87
债权募资	1,088	102	-52	-199
股权募资	0	0	0	0
其他	-155	-109	-111	-103
融资活动现金流	933	-7	-163	-302
现金净流量	-61	1,568	642	958

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 10 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,211	6,309	7,988	10,049
营业成本	3,871	4,141	5,127	6,481
毛利率%	25.7%	34.4%	35.8%	35.5%
营业税金及附加	8	32	40	50
营业税金率%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	610	707	895	1,105
营业费用率%	11.7%	11.2%	11.2%	11.0%
管理费用	467	530	655	794
管理费用率%	9.0%	8.4%	8.2%	7.9%
研发费用	213	262	339	422
研发费用率%	4.1%	4.2%	4.3%	4.2%
EBIT	32	638	931	1,197
财务费用	-155	105	91	77
财务费用率%	-3.0%	1.7%	1.1%	0.8%
资产减值损失	-25	0	0	0
投资收益	12	38	50	40
营业利润	207	584	906	1,180
营业外收支	8	-1	-1	-1
利润总额	215	583	906	1,180
EBITDA	182	641	934	1,199
所得税	-51	61	104	153
有效所得税率%	-23.9%	10.5%	11.5%	13.0%
少数股东损益	0	0	0	1
归属母公司所有者净利润	266	522	801	1,026

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	457	2,025	2,667	3,624
应收账款及应收票据	1,033	1,158	1,094	1,266
存货	2,972	2,269	2,529	2,663
其它流动资产	498	678	1,103	1,397
流动资产合计	4,960	6,130	7,392	8,951
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	557	584	608	628
在建工程	131	121	105	88
无形资产	224	244	249	254
非流动资产合计	1,235	1,302	1,310	1,309
资产总计	6,195	7,432	8,702	10,261
短期借款	1,411	1,411	1,411	1,411
应付票据及应付账款	1,594	2,042	2,529	3,196
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	931	1,098	1,130	1,196
流动负债合计	3,936	4,551	5,070	5,803
长期借款	598	698	648	448
其它长期负债	184	184	184	184
非流动负债合计	783	883	833	633
负债总计	4,719	5,434	5,902	6,435
实收资本	365	365	365	365
普通股股东权益	1,476	1,998	2,799	3,824
少数股东权益	0	0	1	1
负债和所有者权益合计	6,195	7,432	8,702	10,261

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。