

格力博(301260.SZ)公司报告：家用市场领先，新单品打 开商用市场，盈利修复确定性强

评级：买入(首次覆盖)

李航(分析师)

S0350521120006

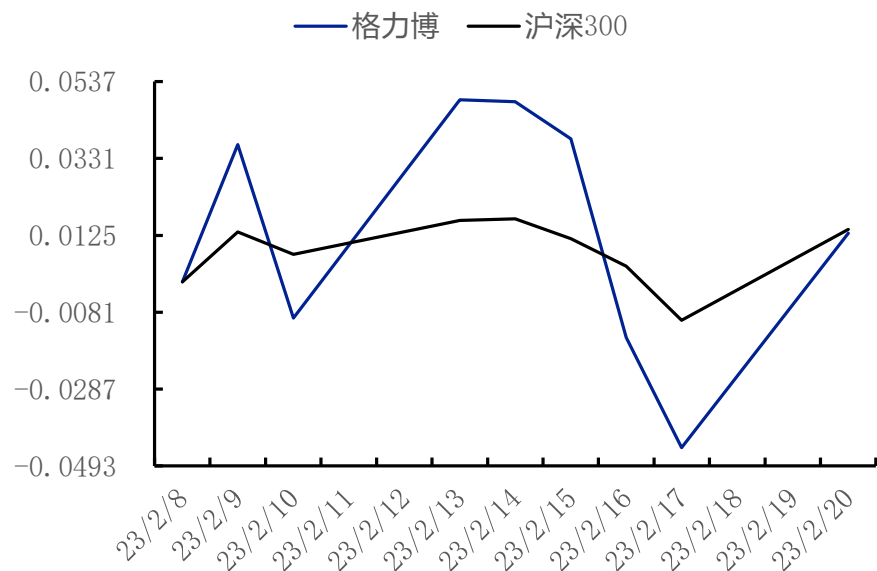
lih11@ghzq.com.cn

邱迪(分析师)

S0350522010002

qiud@ghzq.com.cn

上市以来走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
格力博	-	-	-
沪深300	-0.89%	9.96%	-10.57%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5004	5400	7700	9300
增长率(%)	17	8	43	21
归母净利润 (百万元)	280	310	801	1148
增长率(%)	-51	11	158	43
摊薄每股收益 (元)	0.58	0.64	1.65	2.36
ROE(%)	21	19	32	32
P/E	-	61.01	23.64	16.48
P/B	-	11.36	7.67	5.24
P/S	-	3.51	2.46	2.04
EV/EBITDA	1.72	61.72	24.36	15.58

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所
注: 股价为2023年2月21日收盘价

- ◆ **基本面梳理：公司是全球化布局的新能源园林机械引领者。** 1) 从组织架构看，股权结构集中，大股东产业背景深厚，全球化布局。2) 从管理层看，创始人在新能源锂电工具领域，拥有丰富的工作经验。3) 发展历程3个转折点：交流→新能源，代工→自主品牌，家用→商用。4) 回顾财务数据：营收稳步增长，但此前成本端不可控因素导致利润波动大。
- ◆ **营收角度：园林机械行业锂电化加速，商用市场空间大。** 1) 行业层面：锂电化趋势明显，商用市场空间大。我们预计2025年全球新能源园林机械设备行业286亿美元，家用153亿美元，商用133亿美元。家用新能源产品84亿美元，2022-2025年复合增长率在10%；商用新能源产品20亿美元，复合增长率在60%。2) 产品层面：公司是国内率先推出商用产品的企业，且凭借性能+价格优势，有望成为打开商用市场。3) 客户层面：高度重视自主品牌建设，且随着其他客户开拓，Lowe's业务调整影响已基本消化。4) 产能层面：募投项目提升66%的现有产能，且新增高端产品。
- ◆ **盈利角度：盈利修复的确定性强。** 1) 对比同行：2021年营收、净利均大幅低于竞争对手，原因是受Lowe's业务调整导致毛利下降以及2021年人民币升值、海运费价格上涨以及原材料价格上涨等原因所致。2) 展望未来：我们预计2022年公司盈利能力有所好转，2023年将恢复正常。盈利修复的逻辑主要在Lowe's的影响已经基本消除，汇率、海运费已恢复至正常水平，大部分原材料端价格也已修复，且已向客户进行了5-20%的价格传导。
- ◆ **投资建议：园林机械领域锂电化大势所趋，有望打开商用市场带动营收高增，且盈利修复确定性强。** 我们预计公司2022-2024年收入分别为54/77/93亿元，归母净利润3.1/8.0/11.5亿元，对应当前PE为62/24/17X，首次覆盖，给予格力博“买入”评级。
- ◆ **风险提示：产能建设不及预期；下游园林机械设备需求不及预期；疫情反复等突发因素；人民币大幅升值；海运费大幅上涨；原材料价格大幅上涨。**

- 一、公司基本面：全球化布局的新能源园林机械引领者
- 二、营收角度：园林机械行业锂电化加速，商用市场空间大
- 三、盈利角度：探讨盈利修复的确定性
- 四、投资建议及风险提示

一、公司基本面：全球化布局的新能源园林机械引领者

- 1.1 组织架构：股权结构集中，大股东产业背景深厚，全球化布局
- 1.2 管理层：创始人在新能源锂电工具领域，拥有丰富的工作经验
- 1.3 发展历程3个转折点：交流→新能源，代工→自主品牌，家用→商用
- 1.4 财务数据：营收稳步增长，但此前成本端不可控因素导致利润波动大

1.1 组织架构：股权结构集中，大股东产业背景深厚，全球化布局

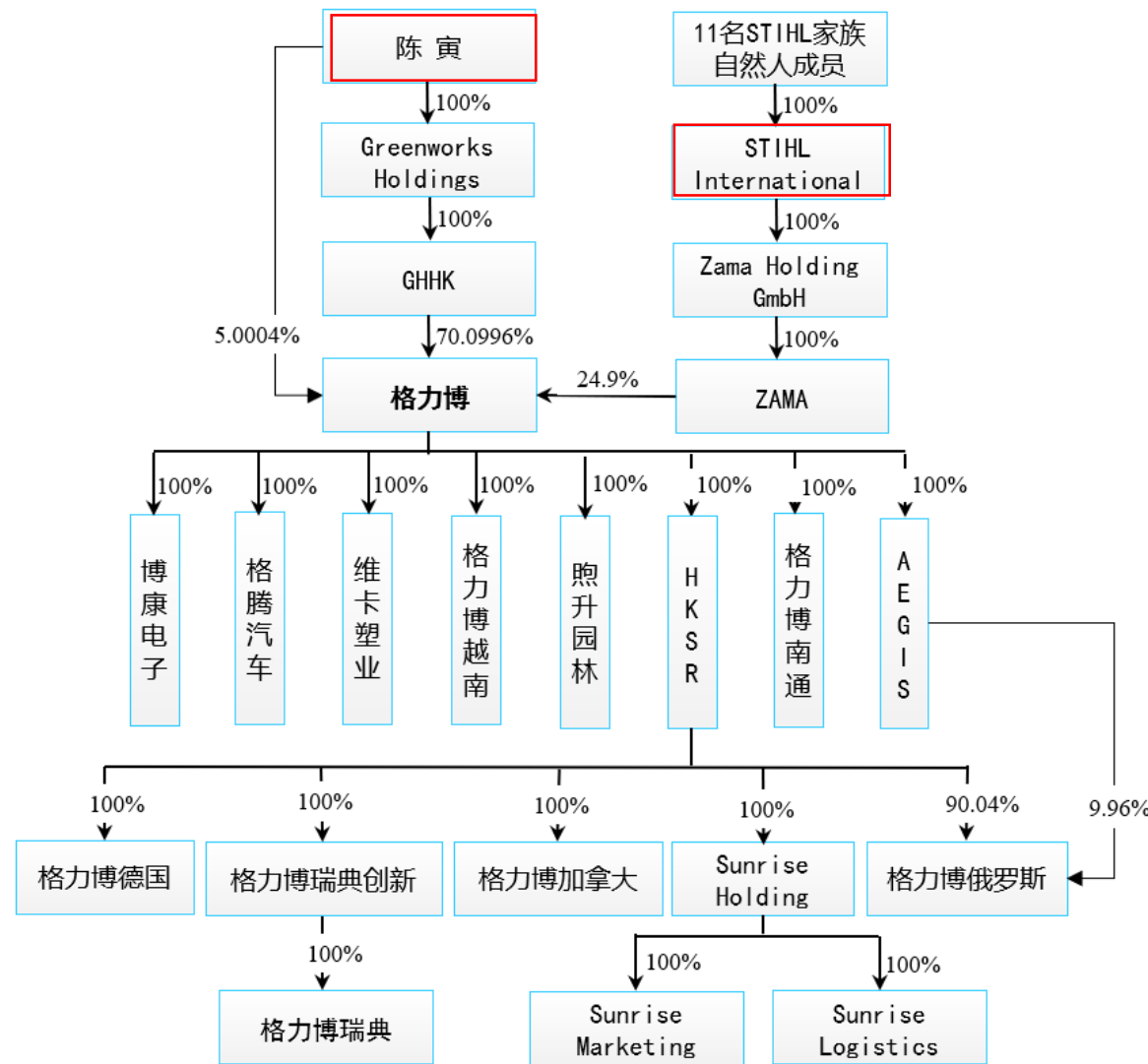
□ 股权结构层面，股权结构集中。

- ✓ **实控人：**公司实际控制人为创始人陈寅，上市前持股比例达75%（上市后持股比例56%），股权结构集中。
- ✓ **大股东：**第二大股东为德国STIHL，2016年投资10亿元股比35%，后因2020年股权重组，格力博回购10%股份，STIHL股比为25%。STIHL总部位于德国，为全球知名燃油园林机械企业，已有近百年经营历史，其优势为在全球经销商渠道拥有丰富的资源，这正是几年前格力博所需要的，而STIHL需要转型新能源，双方优势互补成为战略合作伙伴。
- ✓ **股权激励：**2020年底公司审议通过股票期权激励计划，对核心高管及技术人员进行股权激励，激励有效期为8年，长期绑定核心人才。

□ 子公司层面，分2大类，特点是全球化布局。

- ✓ **生产型：**国内和越南2个生产中心。其中包括博康电子（电池包等）、格腾汽车（结构件）、维卡塑业（塑料外壳）、格力博越南（园林机械生产）等。
- ✓ **销售/研发型：**国内、北美和欧洲设有区域销售及客户服务中心，且在北美和欧洲设立了海外仓库（海外适当备货以快速响应客户的补单或临时需求）。在国内、瑞典和美国均设有研发团队。

图：格力博股权结构图（截至2023年1月31日）



1.2 管理层：创始人在新能源锂电工具领域，拥有丰富的工作经验

- 公司创始人陈寅在新能源锂电工具领域，拥有丰富的工作经验。1999年开始担任戈洛宝工具（上海）有限公司电动工具部总经理；2003年任芬兰 Fiskars 集团公司亚太采购中心总经理；2004年6月至今，任格力博董事长、总经理。

表：格力博核心管理人员

人员	职位	简历
陈寅	董事长、总经理	1973年出生，中国国籍，硕士学历。创始人在新能源锂电工具领域，拥有丰富的工作经验。东华大学工程学士学位、英国 Warwick University MBA硕士学位。曾在Fiskars 和 BOC 工作。 2016年荣获中国安永企业家奖 2018年荣获“新时代常州商界十大领军人物”称号 2017-2020年荣获常州市“工业明星企业家”荣誉称号
李志远	研发副总裁	1974年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2002年5月至2006年5月，任东莞永成电器制品厂有限公司品质工程经理；2006年6月至2008年11月，任创科实业有限公司 OQA 高级经理；2008年12月至2012年2月，任格力博有限空压机厂副厂长；2012年4月至2013年6月，任昆山亿卡迪机电有限公司（现名称“江苏亿卡迪机械工业集团有限公司”）副总经理；2013年8月至今，任格力博有限研发副总裁，格力博研发副总裁。
霍晓辉	技术总监	1975年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。1994年7月至1995年7月，任地方国营上虞动力机厂（现名称“浙江太阳股份有限公司”）技术员；1995年7月至1998年8月，任江苏昆山耀马车业有限公司技术经理兼采购经理；1998年8月至2000年1月，任常州高钧电器有限公司模具工程师；2001年2月至2003年4月，任常州新区竟成精密模具有限公司模具工程师；2003年5月至今，历任格力博有限技术经理、技术高级经理、技术总监，格力博技术总监。
庄宪	电子工程团队技术副总监	1982年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2005年7月至2007年7月，任中磊电子（苏州）有限公司硬件工程师；2007年7月至2010年10月，任常州大地测绘科技有限公司研发部部长；2010年10月至2011年12月，任常州清华新能源汽车工程技术研究院（现名称“常州大连理工大学智能装备研究院”）BMS 硬件工程师；2011年12月至2012年10月，任常州智能农业装备研究院有限公司研发经理；2012年10月至2013年12月，任华霆（合肥）动力技术有限公司、华霆（常州）动力技术有限公司 BMS 硬件工程师；2013年12月至今，历任格力博有限硬件高级工程师、硬件经理、硬件高级经理、电子工程团队技术部长，格力博电子工程团队技术副总监、格力博电子工程团队技术总监。

1.3 发展历程3个转折点：交流→新能源，代工→自主品牌，家用→商用

- 格力博成立于2002年，2005年交流电园林机械入驻CTC。
- ✓ 转折点1：2007年，公司开始新能源锂电化园林机械布局，是全球最早从事新能源园林机械业务的企业之一，顺应OPE锂电化大趋势。
- ✓ 转折点2：2009年，公司创建自主品牌greenworks，摆脱单一的代工模式，自2009年至今自有品牌占比逐年提升，2022H1占比近70%。
- ✓ 转折点3：2017年，格力博推出锂电智能坐骑式割草车，进军锂电化率低的商用市场。

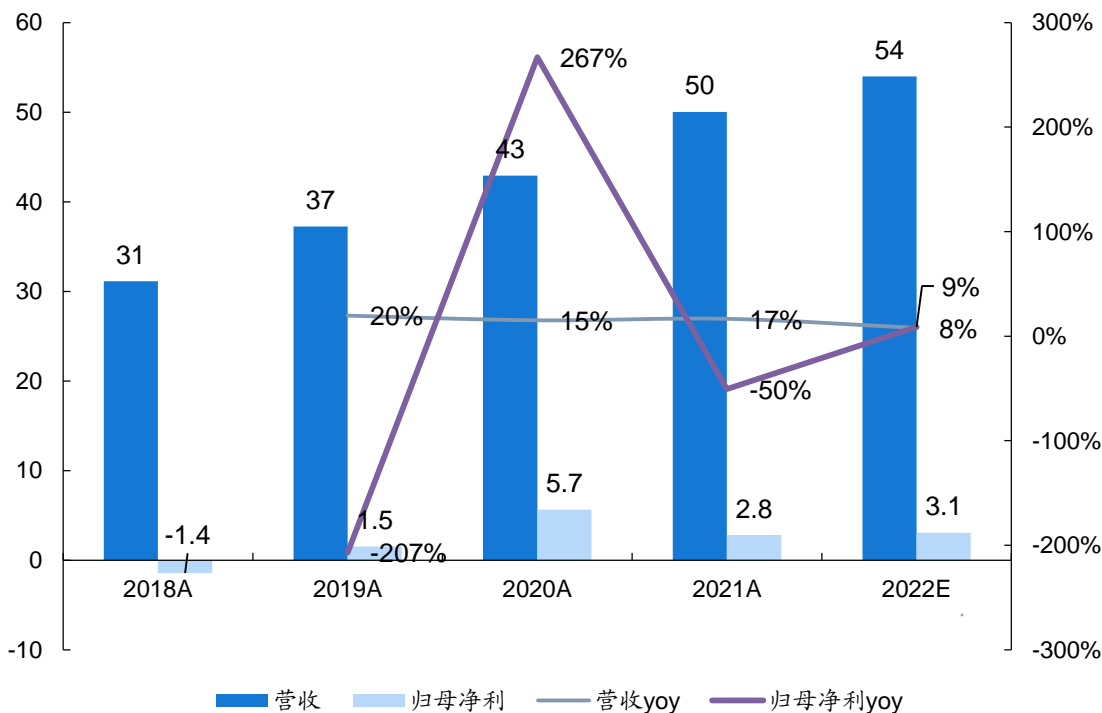
图：格力博发展历程



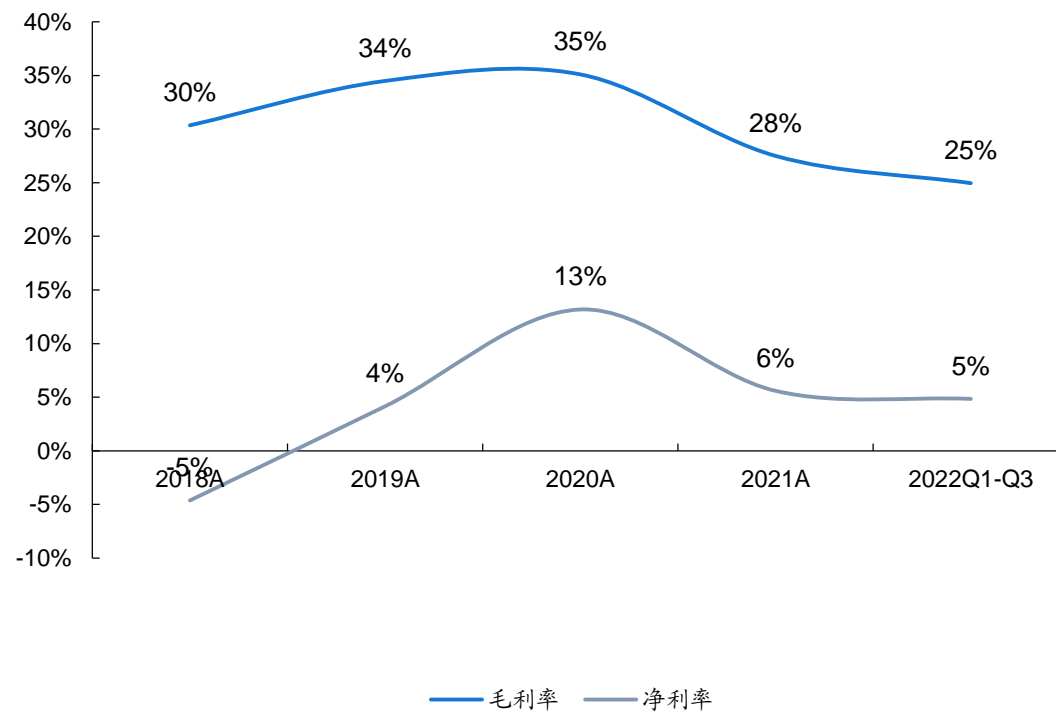
1.4 财务数据：营收稳步增长，但此前成本端不可控因素导致利润波动大

- 根据招股书预测，2022E格力博营收中值54亿，对应同比增长8%，近3年CAGR为13%；归母净利中值是3.05亿，同比增长9%，近3年CAGR为26%（考虑盈利预测中值的情况下）。近年来营收稳步增长，而净利润波动较大，尤其2021-2022年业绩欠佳，主要原因如下。
- ✓ **2021年：**主要是公司受大客户Lowe's 业务调整导致毛利下降+当年人民币升值、海运费价格上涨以及原材料价格上涨等。
- ✓ **2022年：**虽然净利润较2020年有较大的差距，但下滑趋势已得到扭转。主要系Lowe's业务调整对公司的影响已经基本消化，同时汇率、海运费、原材料价格对公司的不利影响在逐步减弱且公司已采取针对性应对措施，因此有所好转。
- ✓ **展望未来：**营收端随锂电化+商用应用场景开拓稳步增长，我们预计净利率端随成本可控有望回升至10%。

图：格力博2018-2022年营收及归母净利润（亿元）



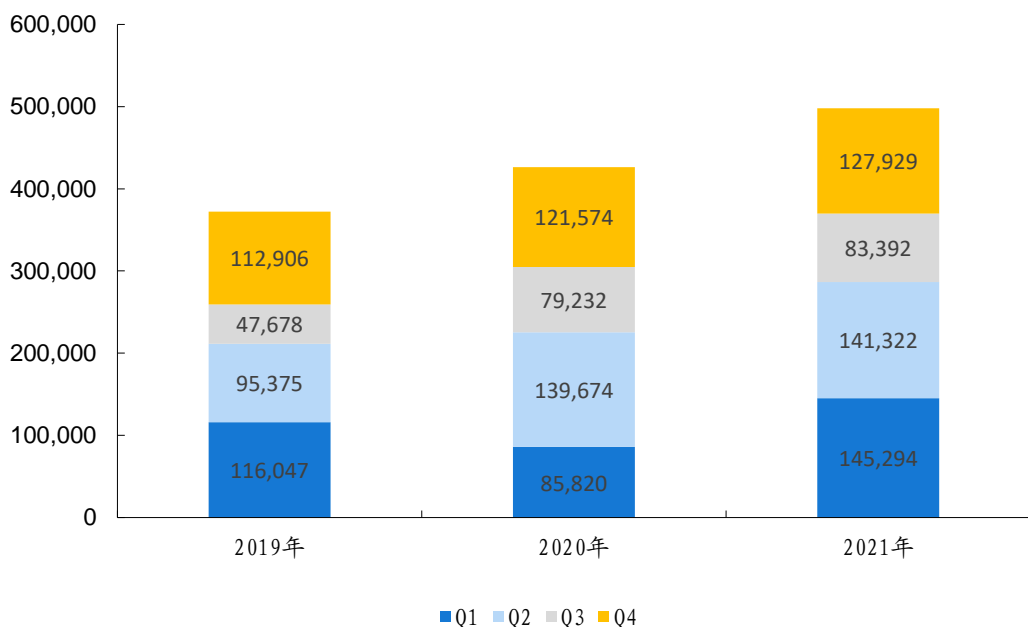
图：格力博2018-2022前三季度毛利率及净利率（%）



1.4 财务数据：因草木生长周期性，公司有明显淡旺季区分，Q1Q4为旺季

因草木生长周期性，公司有明显淡旺季区分，Q1、Q4为旺季。园林机械主要用于草坪、树木的修剪等用途，终端用户通常会在草木旺盛生长之前购置园林机械，因此园林机械的销售也会呈现出淡旺季。草木的生长情况受降水、日照、温度等因素的影响较大，一般而言，春、夏季节为园林机械行业的市场需求旺季，考虑到生产备货及物流运输需要一定周期，公司产品的销售旺季主要集中在每年第四季度及第一季度。除2020年新冠疫情异常因素外，基本Q1、Q4全年营收占比分别在30%左右，Q2在25%，Q3在15%左右。同行大叶股份与格力博情况类似。

图：格力博2019-2021年按季度划分营收构成（万元）



图：同行按季度划分营收构成（万元）

公司名称	季度	2022年 1-6月		2021年		2020年		2019年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
大叶股份	第一季度	80,012.68	72.56%	54,354.01	33.82%	48,533.96	48.48%	38,453.83	38.97%
	第二季度	30,251.17	27.44%	36,862.29	22.94%	19,566.17	19.54%	15,274.96	15.48%
	第三季度	-	0.00%	28,119.18	17.50%	9,783.71	9.77%	9,239.21	9.36%
	第四季度	-	0.00%	41,364.94	25.74%	22,227.71	22.20%	35,706.63	36.19%
	合计	110,263.85	100.00%	160,700.42	100.00%	100,111.55	100.00%	98,674.63	100.00%
巨星科技	第一季度	287,558.84	46.13%	198,046.74	18.14%	132,088.32	15.46%	146,105.56	22.05%
	第二季度	335,860.91	53.87%	246,938.62	22.61%	250,076.15	29.27%	157,768.99	23.81%
	第三季度	-	0.00%	323,001.36	29.58%	245,524.66	28.74%	189,012.79	28.53%
	第四季度	-	0.00%	323,981.62	29.67%	226,754.88	26.54%	169,659.07	25.61%
	合计	623,419.75	100.00%	1,091,968.33	100.00%	854,444.02	100.00%	662,546.41	100.00%

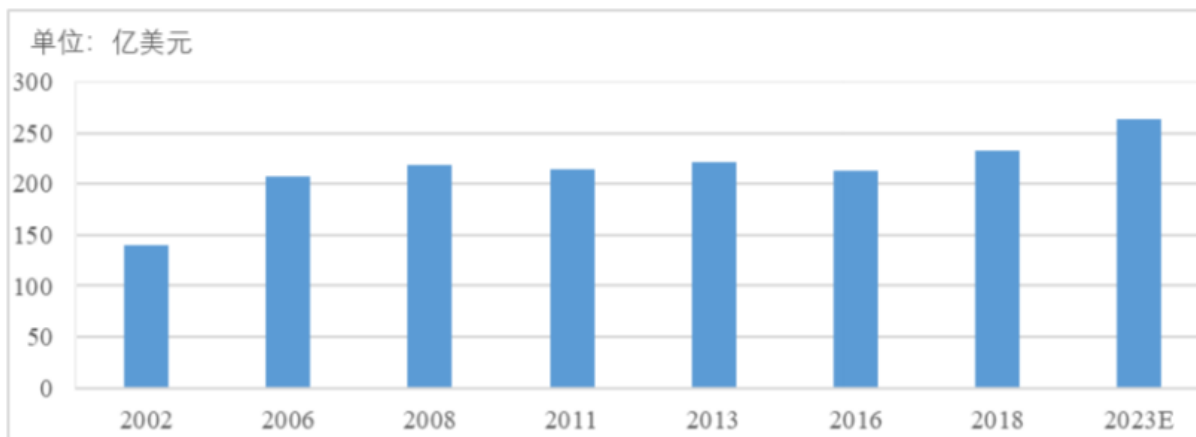
二、营收角度：园林机械行业锂电化加速，商用市场空间大

- 2.1 行业层面：锂电化趋势明显，商用市场空间大
- 2.2 产品层面：国内率先推出商用产品的企业，有望打开新能源商用市场
- 2.3 客户层面：从代工到自主品牌，不依靠单一大客户
- 2.4 产能层面：募投项目提升66%的现有产能，且新增高端产品

2.1 行业层面：锂电化趋势明显，商用市场空间大

- **全球市场基数大，千亿+市场，2018-2023复合增长率在3%。**全球园林机械产品市场需求基数较大，同时，受世界经济发展、人口及家庭数增长、园艺文化的普及、新产品推广等因素的影响，市场需求长期保持增长趋势。2018 年全球市场总需求为 232 亿美元，除配件外市场需求为 193.80 亿美元预计至2023 年，全球园林机械产品市场需求将达到 264 亿美元，年复合增长率为 2.62%。
- **从发展阶段看：经历了手工工具、燃油和交流电动力、直流电动力三个阶段。**
 - ✓ 第一阶段：主要是以手工作业为主，该阶段使用无动力系统的园林绿化和养护机械产品，需通过人工操作。
 - ✓ 第二阶段：汽油动力产品的出现提高了园林机械产品的生产力和便携性，替代了人工操作，同时，为了使工具具备更好的环保性和低噪音特性，出现了以外接电源为动力系统的交流电园林机械，但由于交流电园林机械的便携性相对较差，使得汽油动力产品仍为主流产品。
 - ✓ 第三阶段：随着人们环保观念的日益增强，园林机械市场对汽油动力产品的排放要求越来越高。由于产品改善和排放优化，园林机械市场出现了以锂电池为动力系统的直流电园林机械。

图：全球园林机械产品市场需求及预测情况



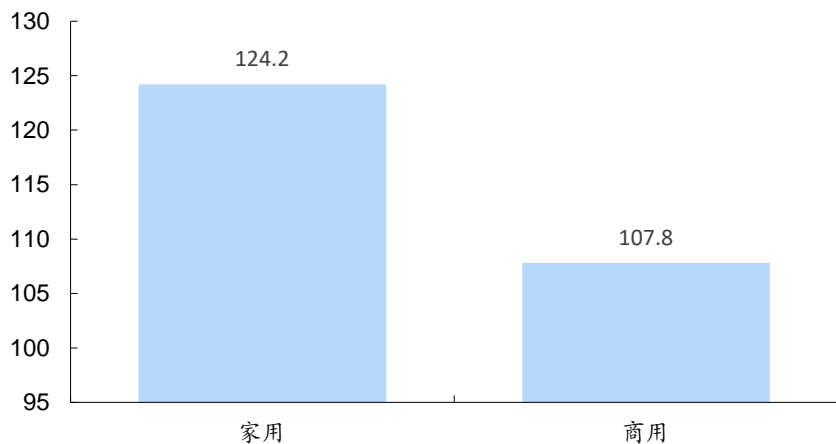
图：园林机械发展三阶段



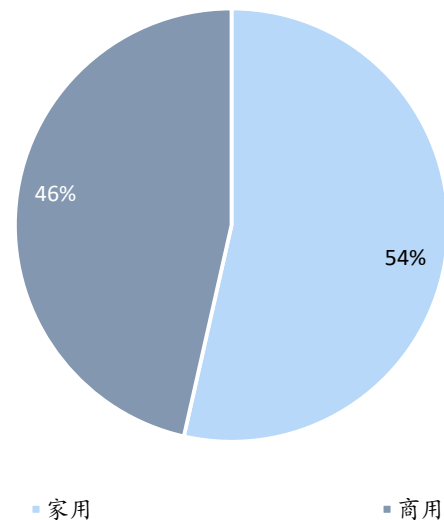
2.1 行业层面：锂电化趋势明显，商用市场空间大

- 从应用场景看，可分为家用和商用两部分。家用产品为针对家庭使用而开发、生产的园林机械产品；商用产品主要为针对高尔夫球场、景观园林、政府工程等使用而开发、生产的园林机械产品。通常而言，居民用产品结构相对简单、操作便利、单价较低；商用产品由于使用者的专业性较强，对工作效率、使用寿命要求较高，产品单位价值相对较高。2018年，居民用园林机械产品全球市场需求约为124.20亿美元，占全球总需求的比重约为53.53%，商用园林机械产品全球市场需求约为107.80亿美元，占全球总需求的比重约为46.47%。

图：2018年分家用和商用的市场空间（亿美元）



图：2018年家用和商用市场空间占比



2.1 行业层面：锂电化趋势明显，商用市场空间大

- **锂电化是行业大趋势，家用领域锂电化处于平稳增长期，商用领域锂电化处于爆发期。**由于锂电池环保、使用方便、噪音低等优势，且近些年锂电池成本明显下降，锂电化成为园林机械行业的重要趋势。根据TraQline 统计数据，在北美地区的户外动力设备（OPE，Outdoor Power Equipment）领域，燃油动力园林机械市场份额已由2010年的57%下滑至2021年的35%，而新能源园林机械市场份额则由13%快速增长至36%。且人工智能和无人驾驶发展的前提也是电动化，因此锂电化是大势所趋。
- ✓ **家用：**新能源产品推出已经十余年了，锂电化率较高，我们预估在30%+。
- ✓ **商用：**商用领域由于对功率、安全性能要求较家用高，近5年才有成熟的产品推出，因此锂电化率远慢于家用领域。我们预计锂电化率在个位数。

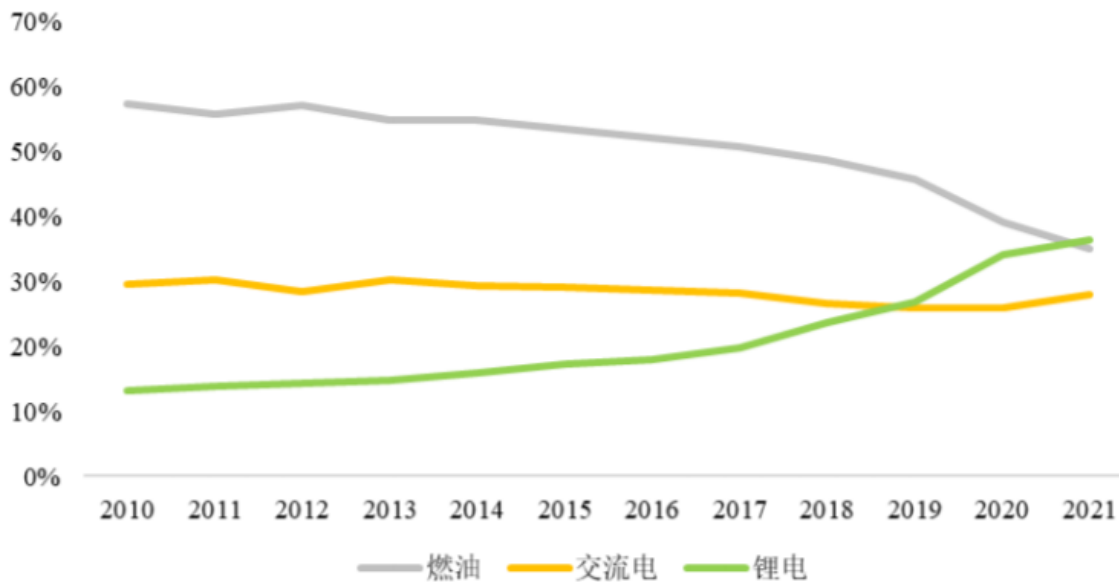
图：家用（左）、商用（右）产品对比



图：各种动力类型园林机械产品对比

动力类型	动力来源	应用场景	产品特点	
			优势	劣势
燃油动力	汽油、柴油	主要适用于园林、道路等户外作业	动力强、便携性好、续航能力强	环保性差、噪音大、使用成本高
电动（直流及交流）	外接电源	主要适用于花园、院落等小范围作业	环保性好、续航能力强	便携性差
	锂电池	适用于园林、道路、花园、院落等户外作业	环保性好、使用方便、运行成本低、噪音小	购买价格相对较高、续航能力相对较差

图：2010-2021年北美户外动力设备市场结构变化情况



2.1 行业层面：锂电化趋势明显，商用市场空间大

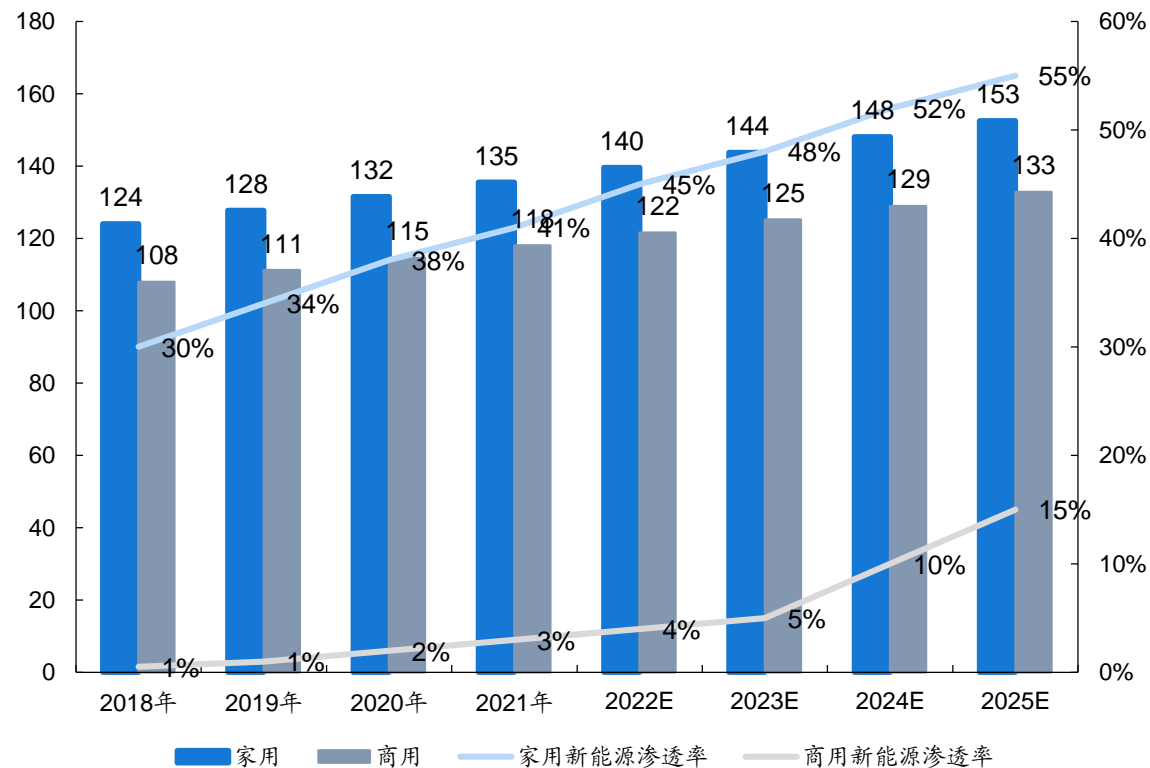
□ 我们预计2025年全球新能源园林机械设备行业286亿美元，家用153亿美元，商用133亿美元。家用新能源产品84亿美元，2022-2025年复合增长率在10%；商用新能源产品20亿美元，2022-2025年复合增长率在60%。测算假设如下

- ✓ 测算假设1：按照前文2018年家用、商用市场空间为基数，未来年复合增长率按3%。
- ✓ 测算假设2：按照上页分析，假设家用渗透率2018年在30%，2025年预计在55%；商用2018年不足1%，2025年达15%。

图：新能源园林机械设备市场空间测算（亿美元）

市场空间测算	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E	2025E
家用	124	128	132	135	140	144	148	153
商用	108	111	115	118	122	125	129	133
合计	232	239	246	254	261	269	277	286
家用新能源渗透率	30%	34%	38%	41%	45%	48%	52%	55%
商用新能源渗透率	1%	1%	2%	3%	4%	5%	10%	15%
家用-新能源	37	43	50	56	63	69	77	84
商用-新能源	1	1	2	4	5	6	13	20
合计新能源	38	45	52	59	68	75	90	104
合计渗透率	16%	19%	21%	23%	26%	28%	32%	36%

图：新能源园林机械设备市场空间（亿元）及渗透率（%）预测



2.2 产品层面：国内率先推出商用产品的企业，有望打开商用市场

□ 家用产品矩阵完善，打造公司基本盘，商用产品有望成为亮点支撑未来几年公司高增速。

✓ 家用：公司在20V、40V、60V、80V等锂电池平台均有丰富的产品线，其中60V以下针对大众用户，60V和80V产品针对高端消费者。当前大批量销售的新能源园林机械主要为手持式及手推式产品，具体包括割草机、打草机、吹风机、链锯、修枝机以及配套的电池包产品。

图：主要产品一览

割草机（市占率17%）



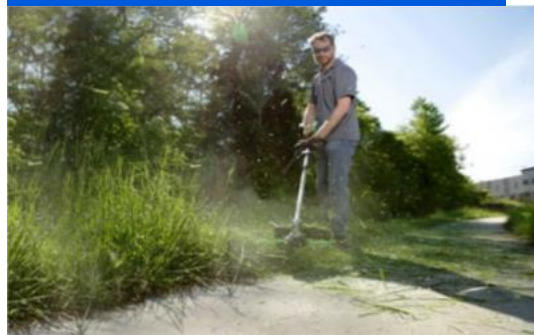
链锯（市占率13%）



修枝机（市占率7%）



打草机（市占率11%）



吹风机（市占率10%）



2.2 产品层面：国内率先推出商用产品的企业，有望打开新能源商用市场

- ✓ 商用：公司在2018年首次推出82V割草车（获得2018年美国PTIA专业工具创新奖），2022年10月，推出第二代产品“擎天柱OptimusZ”商用割草车。产品高质量+售价低，有望成为拳头产品。据经济参政网，“擎天柱OptimusZ”是目前全球动力、割草速度均领先的商用割草车。与汽油动力商用割草车相比，“擎天柱OptimusZ”生命周期能够为客户节省1.32万美元；与国外竞争对手的某款锂电割草车相比，它在输出功率、割草速度、爬坡能力方面均有优势，而售价较竞争对手低1.3万美元。作为中国唯一能够生产商用割草车的企业，是公司未来重要的业绩增长点。商用领域，公司与全球最大的绿化服务公司BrightView达成战略合作，作为全球园林公司领头羊，BrightView计划到2025年，碳排放减少50%以上，2027年实现碳中和。

图：格力博商用产品（82V）



82V
82V

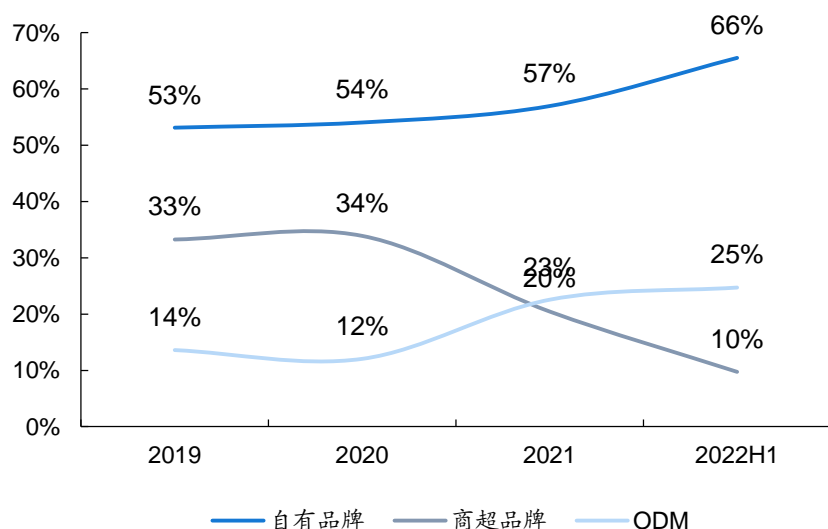
作为业界首批82V电池平台，greenworks 82V系列是公司针对专业领域用户而创立的一个国际性的高端园林工具系列，旨在通过不断的创新，给用户带来独一无二的体验和价值。greenworks 82V系列产品兼具强劲动力和卓越性能，适用于全天候重型专业用途。产品涵盖打草机、修枝机、吹风机、链锯、推草机、扫雪机、全地形车、零转向割草车等。

2.3 客户层面：从代工到自主品牌，不依靠单一大客户

公司销售模式可分为自有品牌业务、商超品牌业务（为商超自营品牌进行贴牌生产）和 ODM 业务（为园林机械行业知名品牌商进行代工生产）。

高度重视自有品牌建设。早年公司主要是从事代工，自 2009 年开始，先后创立 greenworks、POWERWORKS 等品牌。公司 greenworks 品牌在北美和欧洲具有较高的知名度和美誉度，greenworks 品牌割草机、吹风机等多款产品常年位于 Amazon 平台 Best Seller。2020 年、2021 年及 2022H1，自有品牌产品的销售收入占比分别达 54%、57% 和 66%。

图：自有品牌占比逐年提升



表：按销售模式划分营收（万元）

模式	2022 年 1-6 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自有品牌	207,656	66%	283,696	57%	230,415	54%	197,629	53%
商超品牌	30,869	10%	101,886	20%	144,532	34%	123,729	33%
ODM	78,339	25%	112,356	23%	51,352	12%	50,647	14%
合计	316,865	100%	497,937	100%	426,299	100%	372,005	100%

表：按线上/线下划分营收（万元）

线上/线下	具体销售渠道	2022 年 1-6 月		2021 年		2020 年		2019 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
线上渠道	B2B 电商	68,978	22%	123,668	25%	80,178	19%	36,247	10%
	B2C 电商	14,980	5%	18,423	4%	4,650	1%	692	0%
线下渠道	商超	117,169	37%	199,336	40%	258,119	61%	248,451	67%
	制造商	78,339	25%	112,356	23%	51,352	12%	51,714	14%
	经销商	37,399	12%	44,155	9%	32,000	8%	34,901	9%
合计		316,865	100%	497,937	100%	426,299	100%	372,005	100%

2.3 客户层面：随着其他客户开拓，Lowe's业务调整影响已基本消化

- 2022年以前Lowe's为公司第一大客户，但因战略不合，导致Lowe's将业务转移给泉峰，对公司产生不利影响。2020H2以来，公司与Lowe's业务发生不利调整，具体情况为：公司的greenworks 60V产品停止在Lowe's销售；公司为Lowe's贴牌的Kobalt 80V产品仅在其线上平台销售，线下门店不再销售；原本由公司单独为Lowe's贴牌的Kobalt 40V产品调整为主要由泉峰控股生产。
- 新客户开发方面：**公司greenworks 60V系列产品与美国最大的乡村生活方式零售店TSC达成战略合作，成为其2000多家门店主要销售的新能源园林机械产品，2022年对TSC的销售收入将大幅增长，成为其上半年第五大客户；公司为日本知名园林机械公司Echo提供56V产品ODM业务，2022年对Echo销售收入将大幅增长。
- 现有客户方面：**公司greenworks 80V产品与全球第二大零售商Costco达成战略合作，成为其在新能源园林机械领域的战略供应商，2022年公司预计对Costco的销售收入大幅增长；此外公司抓住海外电商快速发展机遇，持续加大电商投入力度，产品多年位列北美第三大电动OPE销售渠道Amazon销量第一名，2022年预计对Amazon收入将实现较快速度增长；与知名的燃油园林机械品牌商Toro加深合作，通过为Toro提供60V产品ODM业务间接进入The Home Depot渠道。

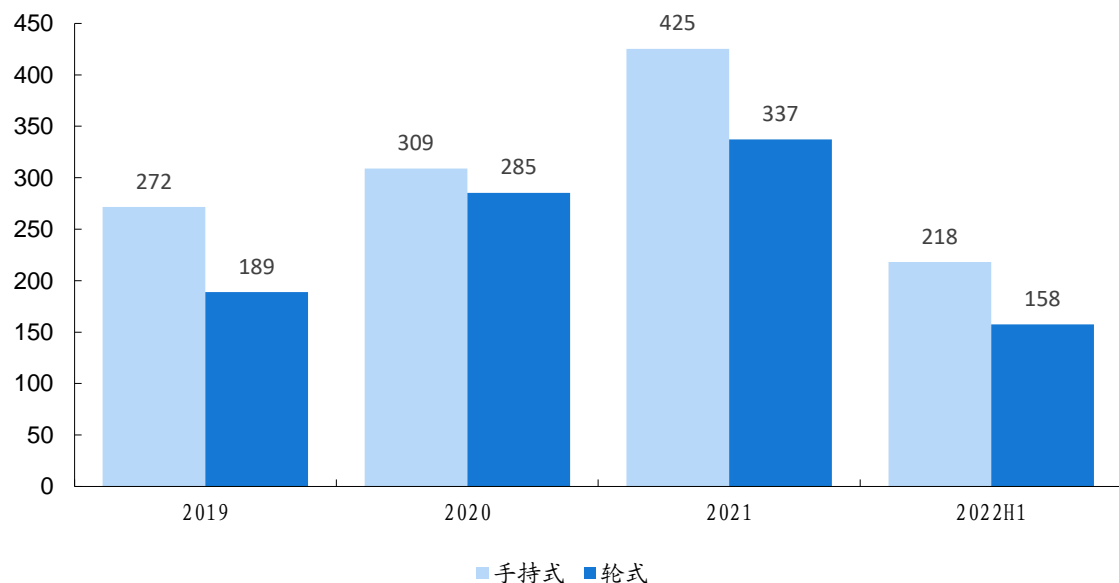
表：2020-2022H1前五大客户

年度	序号	客户名称	主要销售内容	销售收入 (万元)	占营业收入比例
2022年 1-6月	1	Amazon	自有品牌 greenworks 园林机械	46,998.92	14.79%
	2	Costco	自有品牌 greenworks 园林机械	37,405.02	11.77%
	3	Lowe's	自有品牌 greenworks 园林机械 和商超品牌 (Kobalt) 园林机械	29,581.38	9.31%
	4	Toro	ODM 新能源园林机械	28,666.20	9.02%
	5	TSC	自有品牌 greenworks 园林机械	18,795.86	5.91%
		合计		161,447.38	50.80%
2021年	1	Lowe's	自有品牌 greenworks 园林机械 和商超品牌 (Kobalt) 园林机械	124,153.10	24.81%
	2	Amazon	自有品牌 greenworks 园林机械	82,799.56	16.55%
	3	Toro	ODM 新能源园林机械	53,448.05	10.68%
	4	Harbor Freight Tools	商超品牌园林机械	31,758.95	6.35%
	5	Costco	自有品牌 greenworks 园林机械	23,903.61	4.78%
		合计		316,063.28	63.16%
2020年	1	Lowe's	自有品牌 greenworks 园林机械 和商超品牌 (Kobalt) 园林机械	217,973.56	50.79%
	2	Amazon	自有品牌 greenworks 园林机械	53,499.69	12.47%
	3	Harbor Freight Tools	商超品牌园林机械	24,230.63	5.65%
	4	Toro	ODM 新能源园林机械	21,988.68	5.12%
	5	STIHL	ODM 新能源园林机械	14,941.45	3.48%
		合计		332,634.01	77.51%

2.4 产能层面：募投项目提升66%的现有产能，且新增高端产品

- 我们预计2022年底公司有效产能分别为手持式436万台，轮式预计316万台，合计752万台。公司产能按照手持式和轮式进行分类，手持式产品主要包括打草机、吹风机、修枝机、链锯等；轮式产品主要包括割草机、清洗机、智能割草机器人、智能坐骑式割草车等。
- 募投项目分2块：1) 预计新增500万台常规产品（含家用和商用），将提升公司66%的产能。2) 将新增3万台新能源无人驾驶割草车和5万台割草机器人产能，这块属于偏高端应用，价值量较高。500万台的产能2020年底获得备案和环评，预计2年左右建好，粗算可以支撑23-25年接近20%的增速。

图：格力博产能（万台）



注：产能=Σ每月装配线员工人数*上一年度旺季（Q4）人均产量

表：募投项目梳理

序号	项目名称	投资总额 (万元)
1	年产500万件（割草机、打草机、清洗机、吹风机、修枝机、链锯等）新能源园林机械智能制造基地建设项目	116,900.00
2	年产3万台新能源无人驾驶割草车和5万台割草机器人制造项目	34,000.00
3	新能源智能园林机械研发中心建设项目	44,700.00
4	补充流动资金及偿还银行贷款项目	150,000.00
合计		345,600.00

三、盈利角度：探讨盈利修复的确定性

3.1 对比同行：2021年公司营收、净利均大幅低于竞争对手

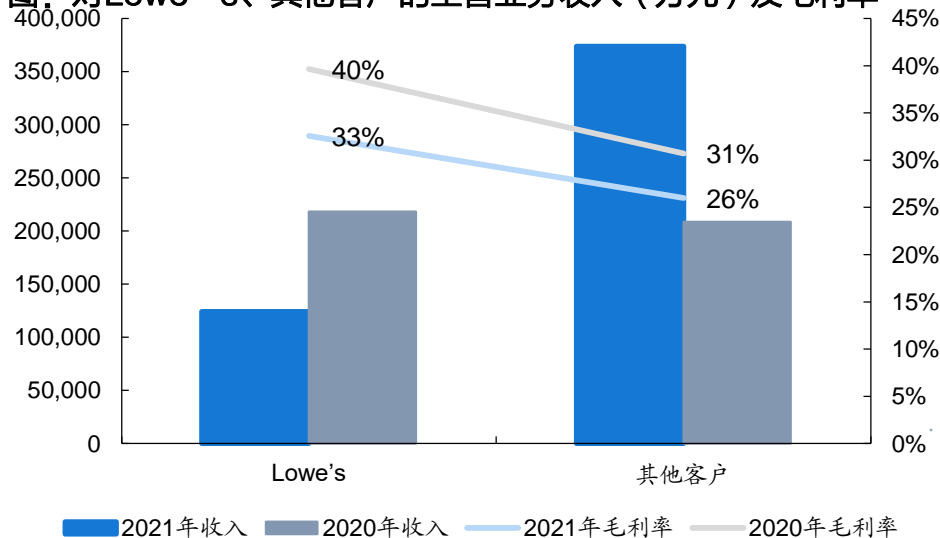
3.2 展望未来：我们预计2022年公司盈利能力有所好转，2023年将恢复正常

3.1 对比同行：2021年公司营收、净利均大幅低于竞争对手

- 2021年公司营收增速低于同行：**2021年是泉峰控股与Lowe's战略合作后第一个完整年度，因此泉峰控股的OPE收入增幅较大。创科实业为全球最大的新能源园林机械企业，营业收入保持稳定增长。格力博因对Lowe's收入大幅下降，导致2021年营收增速低于创科实业、泉峰控股。
- 2021年公司净利润同比下滑，而同行增长幅度大：**主要为格力博受Lowe's业务调整导致毛利下降以及2021年人民币升值、海运费价格上涨以及原材料价格上涨等原因所致。

✓ **Lowe's 业务调整：**经测算，由于Lowe's收入毛利率下降（由2020年的39.66%下降到2021年的32.56%），导致2021年度毛利率下降1.77pct。

图：对Lowe's、其他客户的主营业务收入（万元）及毛利率



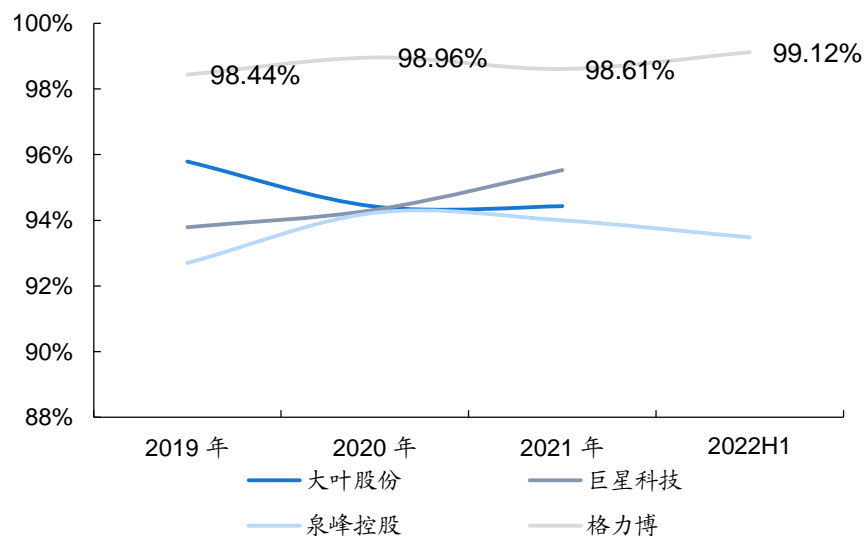
表：2019-2021年经营情况对比

公司名称	经营情况 (2019-2021年)	OPE最新主要客户	市场地位
创科实业	销售收入：76.67亿美元、98.12亿美元（同比增长27.98%）和132.03亿美元（同比增长34.56%）净利润：6.15亿美元、8.01亿美元（同比增长30.24%）和10.99亿美元（同比增长37.20%）净利率：8.01%、8.15%和8.32%	TheHomeDepot等	新能源园林机械市场份额全球排名第一
泉峰控股	销售收入：8.44亿美元、12.01亿美元（同比增长42.30%）和17.58亿美元（同比增长46.38%）其中OPE收入：2.88亿美元、5.34亿美元（同比增长85.42%）和8.65亿美元（同比增长61.99%）净利润：0.34亿美元、0.44亿美元（同比增长29.41%）和1.45亿美元（同比增长229.55%）净利率：4.26%、4.02%和8.50%	Lowe's、沃尔玛、ACEHardware、Kingfisher等	全球领先的电动OPE企业之一
格力博	销售收入：37.25亿元、42.91亿元（同比增长15.19%）和50.04亿元（同比增长16.61%）净利润：1.54亿元、5.66亿元（同比增长268.07%）和2.80亿元（同比下降50.54%）净利率：4.15%、13.18%和5.59%	Amazon、TSC、Costco、Lowe's、Toro、Echo、STIHL、HarborFreightTools等	全球领先的新能源园林机械企业之一

3.1 对比同行：2021年公司营收、净利均大幅低于竞争对手

- ✓ **人民币升值：**园林机械行业市场集中在欧美地区，公司外销占比接近99%，因此汇率波动将对公司产生较大影响。公司产品销售收入主要以美元结算，美元贬值导致公司销售收入以人民币计价的金额下降。公司2020年美元对人民币平均汇率为6.89，2021年美元对人民币平均汇率为6.45，美元贬值幅度为6.5%。根据美元贬值幅度以及公司套期保值的综合影响，美元贬值导致公司2021年毛利同比下降约为27,800万元（2021年毛利同比下降金额=公司2021年销售收入*美元贬值幅度-公司套期保值收益），美元贬值对毛利率的影响幅度为5.2pct。
- ✓ **海运费上升：**1) 与Lowe's业务合作发生调整，FOB贸易条款占比下降，而海外仓发货和DDP贸易条款占比上升，该贸易条款下海运费由公司承担；2) 新冠疫情导致国际航运紧张，海运费市场价格大幅上涨。公司采购的集装箱单位运价由2020年的4,878美元增长至2021年的11,592美元，上涨幅度为138%，海运费单价上涨幅度较大。海运费对毛利率的影响幅度为1.6pct。

图：外销占比



3.1 对比同行：2021年公司营收、净利均大幅低于竞争对手

- ✓ **原材料上涨：**2021年以来，受市场行情影响，主要原材料平均采购价格整体呈上升趋势，如2021年，塑料粒子ABS（757）采购均价较2020年上涨37.27%，漆包线采购均价较2020年上涨31.66%，电工钢采购均价较2020年上涨59.44%，磁铁（N35SH R22*R22*40）采购均价较2020年上涨36.75%。原材料价格上涨对毛利率的影响幅度为1.34%。

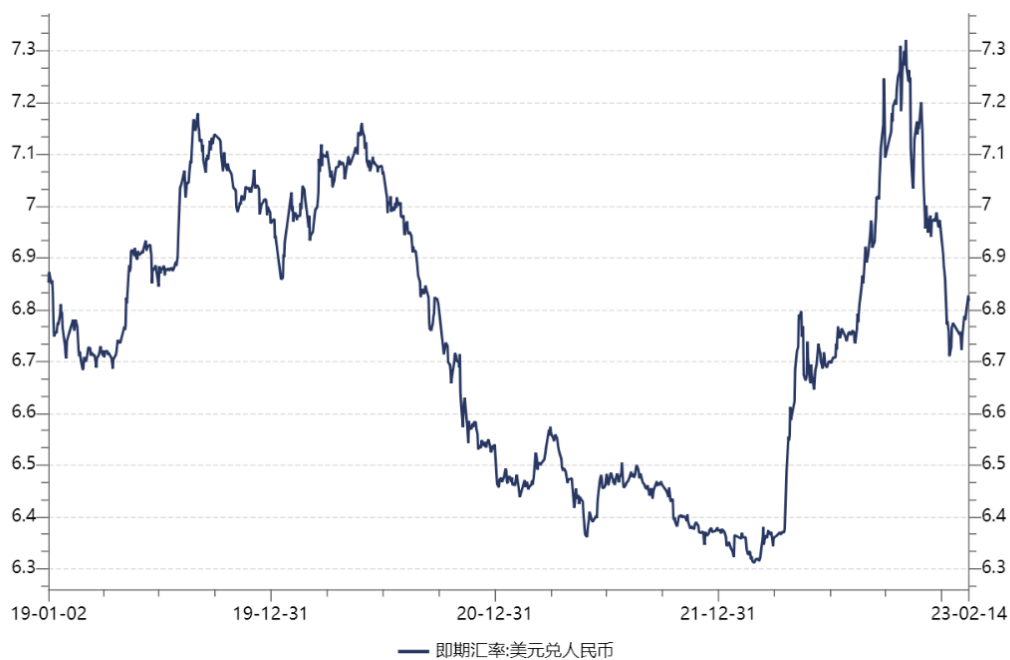
表：采购单价趋势

分类	品名	单位	原材料采购单价			
			2022年1-6月	2021年	2020年	2019年
锂电池电芯	锂电池电芯	元/个	8.8	7.58	8.25	10.31
电子电气件	电源线 组件	元/个	-	63.47	58.48	58.87
	保护器	元/个	21.65	21.7	21.8	21.92
	贴片 IC	元/个	2.22	2.51	2.65	2.69
五金件	金属枪 柄组件	元/个	21.04	20.92	20.45	21.55
	枪杆	元/套	9.14	9	8.7	8.86
塑料粒子	ABS	元/kg	13.19	13.4	9.76	9.78
	PP	元/kg	8.7	8.55	8.13	9.27
电机组件	漆包线	元/kg	64.23	60.05	45.61	44.77
包装材料	集草袋	元/个	-	14.97	15.05	15.48
	彩盒	元/个	11.29	11.29	12.12	12.97
塑胶件	高压管	元/根	46.26	45.18	46.64	46.67
	高压管	元/套	14.18	14.04	13.37	13.56
压铸件	油缸（新）	元/个	7.85	7.65	7.55	7.72
	泵体	元/个	10.71	10.17	9.54	9.62
金属材料	电工钢	元/kg	5.75	7.24	4.54	4.75

3.2 展望未来：2022年公司盈利能力有所好转，2023年将恢复正常

- **Lowe's 业务调整：**其对营收的不利影响已基本被消化。对毛利的影响在1-2pct，虽有影响，且公司未公布替代lowe's的新客户的毛利率，但我们认为随着商用单品的推出，壁垒高+推出早，公司在商用领域有较大竞争优势，毛利率有望呈现上升态势。
- **汇率影响：**2022年二季度以来，美元相对人民币呈现升值趋势，截至2022年9月5日，人民币兑美元汇率约为6.91，相比2022年初的6.38，人民币兑美元贬值幅度约为8.31%。展望未来，根据中美央行的货币政策走势，我们预计人民币兑美元较2021年继续大幅度升值的可能性较小。因此，我们认为2022年及未来汇率的不利影响将减小。且公司2022年下半年到期的外汇套期保值工具金额为0.7亿美元（锁定的美元兑人民币汇率约为6.91）、公司2023年到期的外汇套期保值工具金额为1.6亿美元（锁定的美元兑人民币汇率约为7.02），锁定的交割汇率较高，可有效应对2023年美元贬值风险。
- **海运费：**随疫情缓解，出口集装箱指数恢复到疫情前水平，对公司盈利的不利影响基本消除。

图：即期汇率：美元兑人民币



图：出口集装箱指数



3.2 展望未来：2022年公司盈利能力有所好转，2023年将恢复正常

- **原材料影响：**除锂电池电芯外（2022年上半年的采购价格相比2021Q4上升8%，主要是碳酸锂上涨所致，且考虑2022Q4以来碳酸锂呈下跌趋势），其他主要原材料价格基本企稳或者存在下降。公司2022H1主营业务成本中直接材料占比约为76%，而锂电池电芯占公司产品原材料成本比例约30%，因此电芯价格上涨对公司主营业务成本的不利影响程度约为2%。

表：2022H1原材料走低

分类	品名	规格	单位	原材料采购单价及变动		
				2022H1	2021Q4	变动率
五金件	金属枪柄组件	金属枪柄/锁扣浅灰色/扳机绿色376C	元/个	21.04	21.66	-2.86%
	枪杆	组件	元/套	9.14	9.39	-2.66%
塑料粒子	ABS	757	元/kg	13.19	14.89	-11.42%
	PP	NC803	元/kg	8.7	8.9	-2.25%
电机组件	漆包线	\	元/kg	64.23	62.7	2.44%
包装材料	集草袋	黑色	元/个	-	14.52	NA
	彩盒	555*395*320mm/五层AB	元/个	11.29	12.22	-7.61%
塑胶件	高压管	2500psi/7.6m/2XM22-14/橡胶/蓝色	元/根	46.26	45.18	2.39%
	高压管	13.8MPa/6m/2XM22-14/PVC/烟灰色/带扎带	元/套	14.18	14.62	-3.01%
铸件	油缸（新）	ADC12	元/个	7.85	7.84	0.13%
	泵体	A360	元/个	10.71	11.08	-3.34%
金属材料	电工钢	\	元/kg	5.75	6.39	-10.02%

3.2 展望未来：2022年公司盈利能力有所好转，2023年将恢复正常

□ 为应对原材料价格的上涨，公司也与下游提价。

- ✓ 对于ODM客户，公司对Toro、STIHL等ODM客户主要采取“成本+合理毛利率”的定价方式，定价时会统筹考虑采购的原材料成本，根据原材料涨价情况，一般半年与客户重新调整售价，因此公司可以及时将成本上涨压力转移给ODM客户；
- ✓ 对于商超品牌客户，主要按照“成本+运营费用+合理毛利率”方式由公司与客户协商定价，公司已对商超品牌客户Harbor Freight Tools进行提价；
- ✓ 自有品牌业务，主要根据公司自有品牌产品的终端售价、市场销售情况、竞争情况等因素由公司与客户协商定价，公司已对Amazon部分产品实现提价，同时正与Costco、TSC等客户就提升销售单价进行协商，预计2023年完成提价。

表：对主要客户及产品具体提价情况

客户名称	主要产品	涨价幅度
Toro	新能源电池包	15.80%
	新能源配件	9.30%
	新能源吹风机	15.20%
	新能源扫雪机	16.60%
STIHL	交流电清洗机	13.60%
	新能源割草机	7.70%
Amazon	新能源园林机械套装	5.40%
	新能源吹风机	4.50%
	新能源修枝机	4.10%
	新能源链锯	14.50%
Harbor Freight Tools	新能源吹风机	13.10%
	新能源充电器	7.80%
	空压机	14.60%

四、投资建议及风险提示

4.1 投资建议

- 园林机械领域锂电化大势所趋，有望打开商用市场带动营收高增，且盈利修复确定性强。我们预计公司2022-2024年收入分别为54/77/93亿元，归母净利润3.1/8.0/11.5亿元，对应当前PE为62/24/16X，首次覆盖，给予格力博“买入”评级。

表：盈利预测

	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E
营收合计 (亿元)	43	50	54	77	93
新能源园林机械	29.4	34.3	42	60.7	77.2
销量 (万件)	395	544	525	740	930
均价 (元/件)	745	630	800	820	830
交流电园林机械	10.7	11.5	8	11.0	9.7
销量 (万件)	204	220	142	200	180
均价 (元/件)	523	522	560	550	540
其他	2.8	4.3	4	5	6
毛利率合计	35%	28%	26%	29%	30%
新能源园林机械	37%	30%	26%	31%	32%
交流电园林机械	32%	23%	21%	22%	22%
其他	27%	17%	27%	27%	23%
费用率	22%	22%	20%	19%	18%
净利率	13%	6%	6%	10%	12%
净利润	5.6	2.8	3.1	8.0	11.5
PE (截至2023年2月22日收盘价38.94元)			62	24	16

格力博盈利预测表

证券代码： 301260

股价： 38.94

投资评级： 买入

日期： 2023/2/22

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	630	1044	829	2370	营业收入	5004	5400	7700	9300	每股指标				
应收款项	926	662	1602	1133	营业成本	3628	3996	5467	6510	EPS	0.77	0.64	1.65	2.36
存货净额	2197	1720	3638	2742	营业税金及附加	11	5	8	9	BVPS	3.72	3.43	5.07	7.44
其他流动资产	476	518	664	728	销售费用	442	475	666	797	估值				
流动资产合计	4228	3944	6734	6974	管理费用	414	413	485	512	P/E	0.0	61.0	23.6	16.5
固定资产	478	478	478	478	财务费用	44	1	-4	-2	P/B	0.0	11.4	7.7	5.2
在建工程	9	9	9	9	其他费用/(-收入)	208	200	277	326	P/S	0.0	3.5	2.5	2.0
无形资产及其他	503	503	503	503	营业利润	274	310	801	1148	财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	1	0	0	0	盈利能力				
资产总计	5219	4935	7725	7964	利润总额	275	310	801	1148	ROE	21%	19%	32%	32%
短期借款	308	308	308	308	所得税费用	-5	0	0	0	毛利率	28%	26%	29%	30%
应付款项	2016	1394	3272	2284	净利润	280	310	801	1148	期间费率	18%	16%	15%	14%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	销售净利率	6%	6%	10%	12%
其他流动负债	581	609	720	799	归属于母公司净利润	280	310	801	1148	成长能力				
流动负债合计	2905	2310	4300	3391	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	收入增长率	17%	8%	43%	21%
长期借款及应付债券	750	750	750	750	经营活动现金流	-61	422	-207	1549	利润增长率	-51%	11%	158%	43%
其他长期负债	209	209	209	209	净利润	280	310	801	1148	营运能力				
长期负债合计	958	958	958	958	少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.96	1.09	1.00	1.17
负债合计	3864	3269	5258	4349	折旧摊销	114	0	0	0	应收账款周转率	5.40	8.15	4.81	8.21
股本	365	365	365	365	公允价值变动	-6	0	0	0	存货周转率	2.28	3.14	2.12	3.39
股东权益	1356	1666	2467	3615	营运资金变动	-484	104	-1016	392	偿债能力				
负债和股东权益总计	5219	4935	7725	7964	投资活动现金流	-45	0	0	0	资产负债率	74%	66%	68%	55%
					资本支出	-341	0	0	0	流动比	1.46	1.71	1.57	2.06
					长期投资	160	0	0	0	速动比	0.65	0.89	0.67	1.18
					其他	136	0	0	0					
					筹资活动现金流	277	-8	-8	-8					
					债务融资	564	0	0	0					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	-287	-8	-8	-8					
					现金净增加额	166	414	-215	1541					

- 产能建设不及预期
- 下游园林机械设备需求不及预期
- 疫情反复等突发因素
- 人民币大幅升值
- 海运费大幅上涨
- 原材料大幅上涨

电新小组名称

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，联席首席分析师，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

彭若恒，布里斯托大学金融硕士，曾于国信证券消费行业新财富团队任职，后独立负责新三板深化改革及北交所优质上市公司研究工作，目前主要覆盖光伏领域的研究覆盖工作。

王刚，华中科技大学博士，电气工程专业，近4年电网企业实业经历，具有能源战略与政策研究经验，主要覆盖储能及电力设备等方向。

分析师承诺

李航，邱迪，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 电新研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597