

格力博 (301260)

证券研究报告

2023年04月23日

拥抱行业锂电化浪潮，商用领域布局打造强增量空间

OPE 行业空间广阔，国有品牌或借锂电化实现弯道超车

格力博是全球新能源园林机械行业的领先企业，产品矩阵丰富、渠道覆盖广泛，并逐渐由 ODM 为主向自有品牌业务为主转变。全球 OPE 市场增长预期稳健，尤其在环保政策驱动、运营成本优势和用户体验改善等因素共同作用下，户外动力工具逐渐由燃油驱动向锂电驱动切换，国内厂商凭借本土锂电产业优势有望迎来快速发展机遇。

以电池包为基石，产品+制造+研发体系塑造品牌护城河

1) 产品：公司依托不同电压电池包，有效满足普通家庭消费者至专业人士的各类需求，可降低消费者的购置成本、大幅增强客户粘性和复购可能性。同时，公司先发入局锂电尚未渗透的 300 亿美元商用 OPE 市场，于 2022 年 10 月推出第二代产品 Optimus Z 商用割草车，定价 26999 美元，成为行业颠覆式产品，并配套移动储能充电车进一步解决续航焦虑问题。公司目前已与美国最大的绿化公司 BrightView 达成战略合作，我们认为商用领域的锂电化浪潮也终将到来。2) 制造：公司拥有新能源电池包、无刷电机等 80% 以上核心零部件的自主设计与制造能力，形成了垂直一体化初步布局和产品全生命周期管理。3) 研发：公司研发人员占比和专利数量行业领先，核心技术覆盖电机控制及系统控制技术、电池技术等众多领域，支持公司未来产品力持续深化。

多点布局助力业务增长，渠道发展仍有空间

1) 家用清洁电器领域：公司于 22 年成立品牌“一芯家”，以可更换锂电池作为产品能源，多款清洁产品可共享式使用一块锂电池，或将引发室内清洁领域的“换电潮流”。2) 割草机器人：凭借对昂贵人工的替代优势，以及产品续航能力和定位导航系统的逐渐成熟，割草机器人有望成为园林机械的终极形态。公司目前已成功开发智能割草机器人产品并持续迭代，叠加募集资金用于提升量产能力，割草机器人未来有望为公司持续贡献收入增量。3) 储能业务：凭借公司大量的锂电技术积累，以及 BMS 及 EMS 技术形成的完整闭环，公司进军移动电源、家庭储能等业务具备先天生态优势。4) 渠道端：美洲市场是公司的主要营收来源，欧洲市场有待进一步开发。公司虽然面临大商超渠道不利调整，仍可积极向经销商、ODM 等业务寻求突破。

投资建议：我们预计公司 22-24 年收入规模分别为 55.5/74.5/94.9 亿元，同比 +10.9%/+34.3%/+27.3%；归母净利润为 3.0/8.0/11.5 亿元，对应市盈率 38.2x/14.4x/10.0x。我们给予公司合理估值区间为 2023 年 17-19 倍 PE，对应 2023 年 136-152 亿元市值，对应每股合理价格区间为 28.1-31.4 元/股。给予“增持”评级。

风险提示：原材料成本上行风险，市场竞争风险，汇率波动风险，外需恢复不及预期，Lowe's 销售收入进一步下降风险。

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	23.65 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	486.16
流通 A 股股本(百万股)	114.12
A 股总市值(百万元)	11,497.73
流通 A 股市值(百万元)	2,699.02
每股净资产(元)	4.01
资产负债率(%)	75.09
一年内最高/最低(元)	41.88/23.64

作者

孙谦	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004	sunqiana@tfzq.com
李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003	lilujing@tfzq.com
朱晔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001	zhuye@tfzq.com
宗艳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522070002	zongyan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,291.28	5,003.89	5,548.27	7,452.64	9,490.19
增长率(%)	15.20	16.61	10.88	34.32	27.34
EBITDA(百万元)	982.81	639.07	209.46	664.26	948.38
归属母公司净利润(百万元)	565.28	279.74	301.09	800.58	1,145.24
增长率(%)	266.29	(50.51)	7.63	165.90	43.05
EPS(元/股)	1.16	0.58	0.62	1.65	2.36
市盈率(P/E)	20.34	41.10	38.19	14.36	10.04
市净率(P/B)	11.86	8.48	2.25	1.94	1.62
市销率(P/S)	2.68	2.30	2.07	1.54	1.21
EV/EBITDA	0.00	0.00	42.01	11.98	8.25

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 格力博：全球新能源园林机械领先企业	5
1.1. 深耕新能源园林机械，满足多种使用场景需求	5
1.2. ODM 转型品牌商，销售渠道全覆盖	6
1.3. 公司股权结构相对集中，管理层经验丰富	7
1.4. IPO 募集资金项目：缓解产能紧张，投入无人化项目	8
2. OPE 行业空间广阔，国有品牌或借锂电化实现弯道超车	8
2.1. 市场规模稳健增长，我国处净出口领先地位	8
2.2. 政策驱动+成本优势+产品力合力下，OPE 锂电化浪潮已至	11
2.3. 国内厂商或借锂电产业优势弯道超车	13
3. 以电池包为基石，产品+制造+研发体系塑造品牌护城河	15
3.1. 以电池包为纽带，打造强客户粘性	15
3.2. 公司先发布局，掘金商用锂电 OPE 蓝海市场	16
3.3. 高效制造体系和研发优势塑造竞争力基石	17
4. 多点布局助力业务增长，渠道发展仍有空间	19
4.1. 布局家用清洁电器领域，或引发室内清洁产品“换电潮流”	19
4.2. 割草机器人或成行业终极形态，公司产品持续迭代	19
4.3. 销售区域和渠道有待深化	21
5. 新能源产品带动营收增长，研发持续投入夯实竞争力	23
5.1. 营收稳健增长，新能源产品增势良好	23
5.2. 业绩短期承压，毛利率居行业中游	23
5.3. 综合费用率稳中有降，研发费用率行业居首	24
5.4. 营运指标整体平稳，存货水平随经营规模扩大略有增加	25
6. 盈利预测	26
7. 投资建议	28
8. 风险提示	28

图表目录

图 1：公司成立至今 20 余年，深耕新能源园林机械领域	5
图 2：公司拥有丰富的产品矩阵	5
图 3：公司销售渠道全覆盖	6
图 4：ODM 渠道营收增长明显（单位：亿元）	6
图 5：自有品牌主营业务收入占比持续提升	6
图 6：公司股权结构相对集中（截至 2023 年 4 月）	7
图 7：公司管理层经验丰富	7
图 8：OPE 设备按使用方式可分为步进式、手持式、智能式和骑乘式四大类	9
图 9：全球 OPE 市场增长预期稳健	9
图 10：美国、欧洲处于 OPE 市场需求中心	10

图 11: 国外多地政府对草坪长度都有严格规定	10
图 12: 自行购置园林机械设备成本优势明显	10
图 13: 我国园林机械产品净出口金额长期位居全球首位 (亿美元)	11
图 14: 全球园林机械供给分布情况 (2020 年)	11
图 15: 2010-2021 年北美 OPE 市场结构变化情况	11
图 16: 相较同切割宽度下的燃油产品, 锂电产品价格差异并不明显	13
图 17: 2020 年全球 TOP10 电动 OPE 产品供应商 (按收入计)	14
图 18: 我国锂电子电池产量持续攀升	15
图 19: 电池包业务营收连续 3 年维持较高增速	15
图 20: 电池包为核心的多个生态系统	16
图 21: 公司已推出第二代全系列商用锂电 OPE 设备	17
图 22: 公司推出的 Optimus Z 商用割草车产品力强劲	17
图 23: 公司推出的移动储能充电车有望构建全新商用产品生态圈	17
图 24: 公司拥有 80% 以上核心零部件的自主设计与制造能力	18
图 25: 公司全自动注塑件生产线	18
图 26: 公司核心技术覆盖多领域	18
图 27: 公司一芯家洗地机产品参数与追觅品牌无明显差异	19
图 28: “超级芯”生态系统	19
图 29: 割草机器人占比有望稳步提升	20
图 30: 割草机器人可以较大优化人工成本	20
图 31: 割草机器人渗透率区域差距较大 (2020 年数据)	20
图 32: 公司产品在最大修剪面积和运行时间参数上表现出较大的优势	21
图 33: 不同销售地区营收情况 (百万元)	21
图 34: 不同销售地区营收占比情况	21
图 35: 传统线下商超零售渠道仍是主要渠道	22
图 36: 公司线上渠道收入连续两年增长较快 (单位: 亿元)	22
图 37: 公司营收稳定增长	23
图 38: 公司分动力类型营收情况 (单位: 亿元)	23
图 39: 公司分产品营收占比情况	23
图 40: 公司归属母公司股东的净利润 (百万元)	24
图 41: 公司不同产品毛利率	24
图 42: 同行业可比公司毛利率	24
图 43: 同行业可比公司销售费用率	25
图 44: 同行业可比公司管理费用率	25
图 45: 同行业可比公司研发费用率	25
图 46: 同行业可比公司财务费用率	25
图 47: 可比公司存货周转天数对比 (天)	25
图 48: 可比公司应收账款周转天数对比 (天)	25
图 49: 可比公司应付账款周转天数对比 (天)	26
图 50: 可比公司 ROE (摊薄) (%)	26
图 51: 公司分渠道盈利预测	27

表 1: 公司主要产品北美市场占有率 (2019.7.1-2020.6.30)	6
表 2: 公司产能利用率情况	8
表 3: 募集资金总量及投资方向 (单位: 万元)	8
表 4: 北美多地已逐步开始禁用燃油产品	12
表 5: 较同级别燃油产品, 公司家用锂电产品维护成本优势明显	12
表 6: 锂电园林机械产品优势明显	13
表 7: 全球 OPE 市场主要品牌商	14
表 8: 我国部分园林机械企业介绍	14
表 9: 公司研发人员占比和专利数量略领先	18
表 10: 公司 22 年 H1 最大客户为亚马逊	22
表 11: 可比公司估值情况	28

表 1: 公司主要产品北美市场占有率 (2019.7.1-2020.6.30)

主要产品	推草机	打草机	吹风机	修枝机	链锯
市场占有率	17.5%	10.6%	9.8%	6.7%	13.4%

资料来源: 格力博招股说明书, 天风证券研究所

1.2. ODM 转型品牌商, 销售渠道全覆盖

与海外客户广泛合作, 实现销售渠道全覆盖。2022H1 数据显示, 格力博超过 98% 的收入来自海外, 尤其是崇尚草坪文化的北美国家 (营收占比近 80%)。公司在海外的经营渠道主要包括商超、电商、经销商和 ODM 代工业务: 1) 商超渠道方面, 格力博已经与北美和欧洲知名商超如 Lowe's、Costco、Walmart、CTC、Harbor Freight Tools、Menards 等建立了较稳定的合作关系; 2) 电商渠道方面, 格力博仍以 B2B 渠道为主; 3) 经销商方面, 公司通过与 Handy、KJT 的合作伙伴关系销售自有品牌产品; 4) ODM 方面, 公司为 STIHL、Toro 等品牌提供代工服务。经过多年经营积累, 公司销售已经实现“线上+线下”全渠道覆盖。

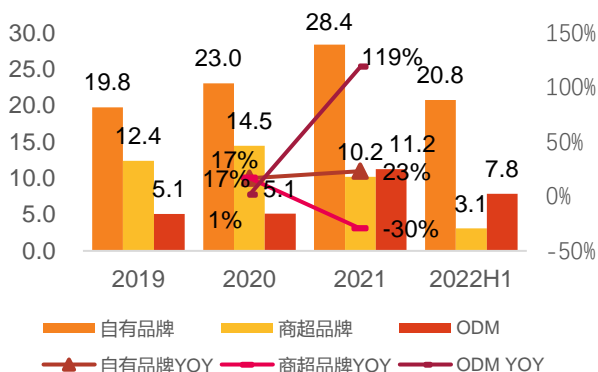
图 3: 公司销售渠道全覆盖

销售模式		主要客户						
自有品牌	商超	LOWE'S	Walmart	HARBOR FREIGHT	Costco	BAUHAUS	MENARDS	TRACTOR SUPPLY CO
	电商	B2B	amazon	LOWE'S	COSTCO	Walmart	BEST BUY	TRACTOR SUPPLY CO
		B2C	amazon	greenworks	greenworks 等自有网站			
	经销商	Handy	KJT	Mountfield	Carswell			
商超品牌	商超	LOWE'S	Walmart	HARBOR FREIGHT	Costco	BAUHAUS	MENARDS	TRACTOR SUPPLY CO
	电商	B2B	amazon	LOWE'S	COSTCO	Walmart	BEST BUY	TRACTOR SUPPLY CO
制造商	品牌商	TORO	STIHL	BRIGGS & STRATTON	ECHO			

资料来源: 格力博招股说明书, 各品牌官网, 天风证券研究所

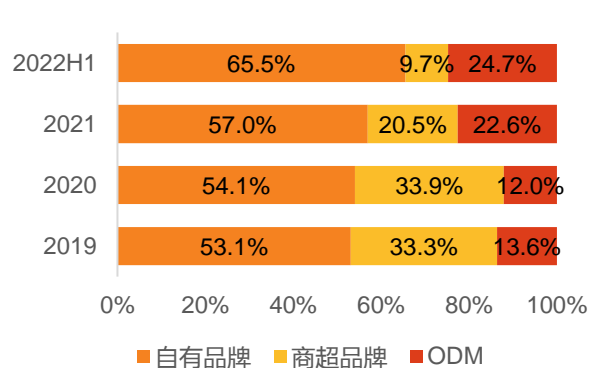
自有品牌业务占比持续提升。受商超渠道主要客户 Lowe's 合作关系调整影响, 公司商超品牌近两年下滑明显, 转而积极投入自有品牌和 ODM 业务的发展, 同时在其余商超渠道寻求突破。公司于 2009 年开始创立 Greenworks、POWERWORKS 等品牌后, 高度重视自有品牌的建设和培育, 主营业务收入占比也从 2019 年的 53.1% 上升至 22H1 的 65.5%。此外, 受益于 Toro、STIHL、Echo、B&S 等客户的订单增长, 公司 2021 年 ODM 业务实现翻倍增长。

图 4: ODM 渠道营收增长明显 (单位: 亿元)



资料来源: 格力博招股说明书, 天风证券研究所

图 5: 自有品牌主营业务收入占比持续提升

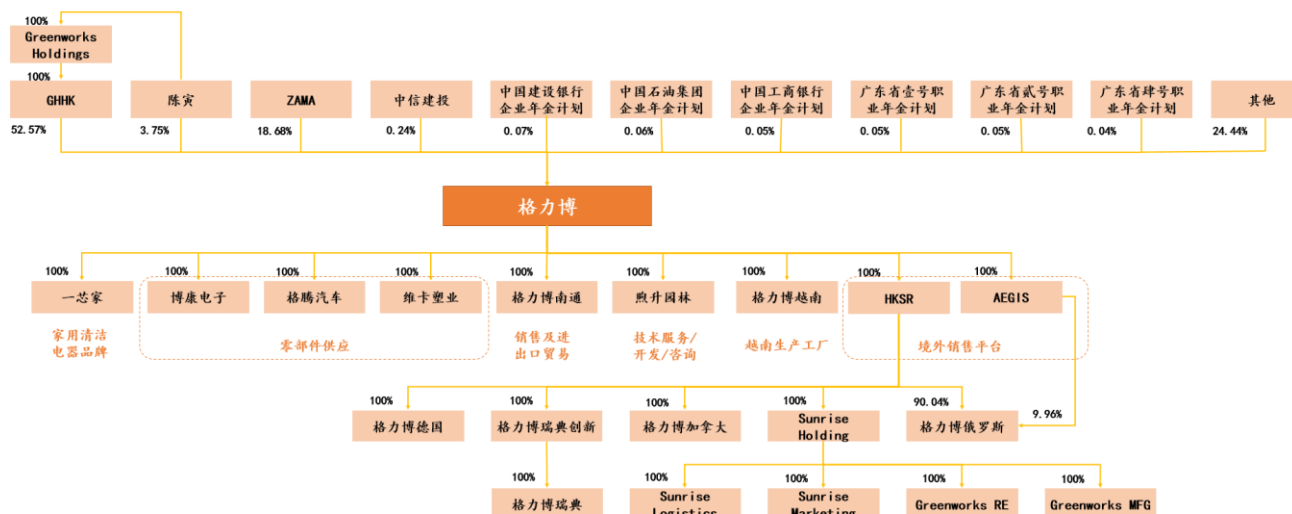


资料来源: 格力博招股说明书, 天风证券研究所

1.3. 公司股权结构相对集中，管理层经验丰富

董事长兼总经理陈寅为公司实际控制人，直接持有公司 3.75%的股份，并通过 Greenworks Holdings、GHHK 间接持有公司 52.57%的股份，合计控制格力博 56.32%的股份。此外，公司核心管理团队稳定，普遍拥有多年的 OPE 行业或家电行业从业经验。

图 6：公司股权结构相对集中（截至 2023 年 4 月）



资料来源：Wind，格力博招股说明书，天风证券研究所

图 7：公司管理层经验丰富

姓名	任职情况	简介
陈寅	董事长、总经理	从1997年9月至2004年5月，先后任上海比欧西气体有限公司产品经理，上海星杰克企业有限公司电动工具部总经理，上海星杰克国际贸易有限公司电动工具部总经理、董事，芬兰 Fiskars 集团公司亚太采购中心总经理；2009年10月至2016年1月，任常州格力博工具技术研发有限公司执行董事兼总经理；2004年6月至今，任格力博有限及格力博董事长、总经理。
LAWRENCE LEE	董事	硕士学历。曾任中国经济体制改革研究所助理研究员，伦敦政治经济学院合作研究员，London Underground Limite等企业内部审计师、财务总监、首席财务官、执行董事、顾问，广东新劲刚新材料科技股份有限公司董事，美泰科技（青岛）股份有限公司董事；2018年1月至今，任 GHHK 董事；2013年7月至今，历任格力博有限首席财务官、顾问，格力博董事。
宋琼丽	董事	硕士学历。曾任海尔集团等多家公司会计主管、财务总监。2020年4月，STIHL 作为 GHHK 的股东，通过向格力博委派宋琼丽女士担任格力博董事并参与公司治理；2020年9月，STIHL 退出对公司控股股东 GHHK 的持股，其全资子公司 ZAMA 对公司增资进而直接持股格力博，宋琼丽女士受 ZAMA 委托，继续担任公司董事并参与公司治理。
高乃新	监事会主席	曾任国营山西冲压厂（国营第五四四九厂）技术员，联翔机电（上海）有限公司、上海宏友工业有限公司工程师；2006年6月至2016年12月历任格力博有限工程部经理、技术总监、项目总监；2016年12月至2019年6月任博康电子厂长；2019年6月至今任格力博有限及格力博技术总监、监事。
吴林冲	监事	本科学历。曾任常州雷利电器有限公司技术员；2006年11月至今，历任格力博有限及格力博技术员、技术经理、发电机组/空压机组/车业组业务经理、车业项目部项目经理、车业项目部副部长、监事。
庄建清	董事、副总经理	硕士学历。曾任南京化学工业公司工程师，江苏特灵电制冷机有限公司品质总监兼质保工程师，百得（苏州）科技有限公司执行总监，浙江史密斯医学仪器有限公司运营与研发高级总监，上海逸思医疗科技有限公司运营副总裁；2017年3月至今，历任格力博及格力博有限高级运营副总裁、副总经理。

资料来源：Wind，格力博招股说明书，天风证券研究所

1.4. IPO 募集资金项目：缓解产能紧张，投入无人化项目

公司产能利用率总体处于较高水平。公司全年平均产能利用率超过 80%，在生产经营旺季即使产线满负荷运行也无法满足生产需求，可能因未及时满足客户需求而流失客户资源。

募投项目顺利落成有望助力公司生产能力实现较大幅提升。智能制造基地建设项目建成达产后，公司或将新增包括割草机、打草机、清洗机等在内的共计 500 万件新能源园林机械的生产能力，以 2021 年全年数据为基准，新增 500 万件后公司产能将提升 66%。募投项目有望帮助公司缓解业务拓展和市场需求带来的产能瓶颈、提高新能源园林机械领域的市场占有率，尤其是增强在无人化方向的竞争实力。

表 2：公司产能利用率情况

产品类别	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 H1
手持式	95.17%	102.45%	93.18%	75.99%
轮式	97.64%	93.19%	84.13%	56.81%

资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

*注：1) 公司假设在旺季峰值时期组装工人的生产效率最大（机器运转速度最高），则年度产能=每月装配线员工人数×上一季度度装配线员工的人均产量；2) 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。

表 3：募集资金总量及投资方向（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	项目作用
1	年产 500 万件新能源园林机械智能制造基地建设项目	116,900.00	进一步提升公司生产线的自动化、智能化程度，打造行业领先的生产体系，降低人工成本和单位制造成本，有效提升产品规模效应。
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	有利于优化公司产品结构、提高抗风险能力及盈利能力，是公司及时响应下游市场需求变化的有力措施。
3	新能源智能园林机械研发中心建设项目	44,700.00	有利于提升公司现有主营产品品质和技术含量；是企业积极拓展产品应用领域、丰富产品结构的重要举措。
4	补充流动资金及偿还银行贷款项目	150,000.00	-
	合计	345,600.00	-

资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

2. OPE 行业空间广阔，国有品牌或借锂电化实现弯道超车

2.1. 市场规模稳健增长，我国处净出口领先地位

户外动力设备（OPE）是一种配备小型电机或发动机的设备，主要被住宅和商业用户用于户外服务，例如景观美化和维护草坪、花园和高尔夫球场。按用途可分为割草机、打草机/割灌机、其他动力机械及配件等；按动力来源可分为汽油动力类、交流电动力类及锂电动力类；按使用方式可分为步进式、手持式、智能式和骑乘式。

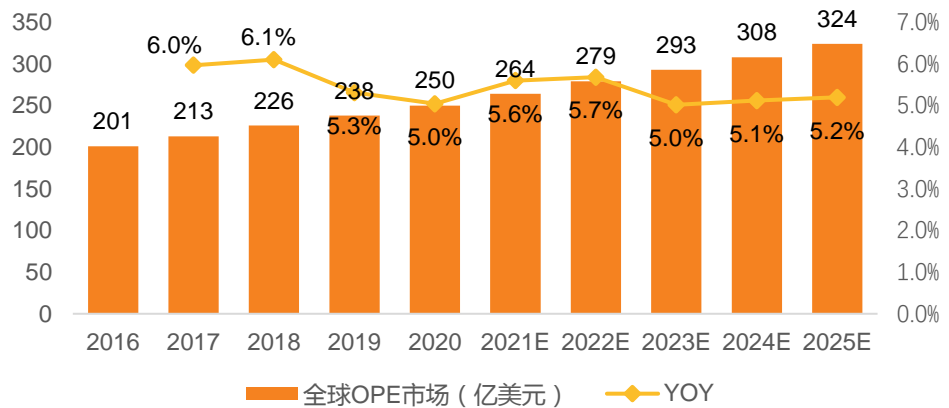
图 8：OPE 设备按使用方式可分为步进式、手持式、智能式和骑乘式四大类

使用方式	步进式				手持式			智能式	骑乘式	
品类	割草机	扫雪机	微耕机	梳草机	打草机	割灌机	吹吸叶机	链锯	割草机器人	骑乘式割草机
图示										
用途	草皮修剪	去除道路上的积雪	旋耕、犁耕、播种等	切除多余的草根	边角杂草的切割和修剪	修剪枯草灌木	对杂草/树叶/杂物等进行吹/吸以及粉碎工作	伐木和造材	草皮修剪	草皮修剪

资料来源：格力博招股说明书，Greenworks 官网，大叶股份募集说明书，天风证券研究所

全球 OPE 市场增长预期稳健，割草机为最大品类。根据弗若斯特沙利文的统计数据，2020 年全球 OPE 市场规模为 250 亿美元，预计至 2025 年将达 324 亿美元，CAGR 约为 5.3%。其中，割草机品类占据较大份额，2020 年在全球园林机械行业占比达 35%。

图 9：全球 OPE 市场增长预期稳健

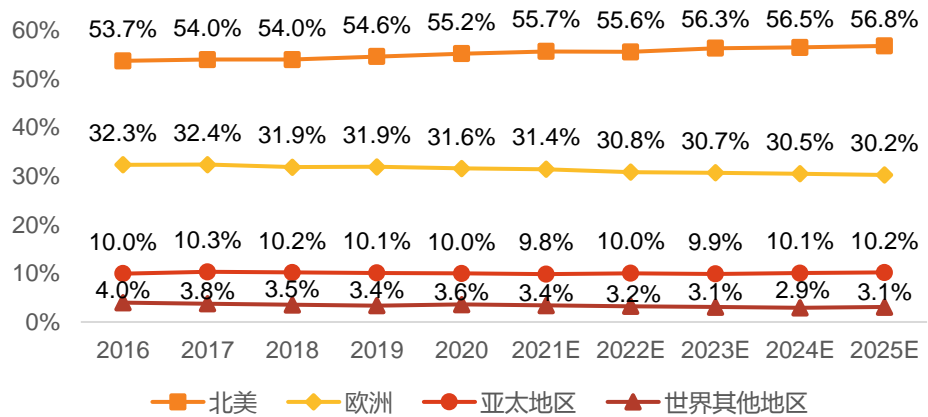


资料来源：弗若斯特沙利文，泉峰聆讯后资料集，天风证券研究所

➤ **需求端：**

北美、欧洲处于园林机械产品市场需求中心。欧洲和北美对园林机械的需求较旺盛，在全球 OPE 市场中长期占据较高的份额，2020 年欧洲+北美合计占比达 86.8%，根据弗若斯特沙利文的预测，2020-2025 年北美/欧洲/亚太地区 CAGR 分别为 5.9%/4.4%/5.4%。

图 10：美国、欧洲处于 OPE 市场需求中心



资料来源：弗若斯特沙利文，泉峰聆讯后资料集，天风证券研究所

家庭花园普及率较高、严格的草坪法令规定和高昂的人工成本，是欧美园林机械市场需求的来源。在欧美等发达国家和地区，家庭花园文化盛行，例如德国和英国分别有超过 43% 和 87% 的家庭拥有私家花园。然而，私家花园的打理并不是“随心所欲”，还受到政府法令的规范。以美国、加拿大和澳大利亚一些州/城市的法令为例，政府皆对私人草坪长度做出了严格的规定，否则或将面临数额较大的罚款。同时，专业园林打理服务通常花费巨大，多数消费者倾向于自行购置园林器械。根据 Home Garden Guides 计算，自行购置机械园林设备在 5 年内可以最低节省 1000 多美元的费用，且草坪面积越大自行购置设备就越划算。

图 11：国外多地政府对草坪长度都有严格规定

地区	条文内容
美国加州	加州当地法令 草坪的草不得超过4英寸，违者罚款
美国纽约	马斯派克公园村法令 未按规定修剪草坪的，初犯者即可能受到1,000美元的罚款；如果对庭院草坪任其滋长而不采取任何措施，将受到最高10,000美元的罚款
美国威斯康辛州	埃尔罗伊市法规 草坪的草不得超过6英寸，否则市政府有权强行修剪并收取费用
美国德州	安德鲁斯市法规 私人草坪的草不得超过12英寸
美国俄亥俄州	凯特琳市 私人草坪的草不得超过8英寸
加拿大卡尔加里	卡尔加里市法规 私人草坪及附近公共区域的草不得超过6英寸，否则市政府有权强行修剪并收取费用，或罚款400美元
加拿大多伦多	多伦多市政厅 私人房宅内的草坪高度不能超过20厘米，违规者或将面临罚款
澳大利亚墨尔本	莫纳西市政厅 每个家庭都应保证门前人行道上的草地保持整洁，长度不得超过30厘米

资料来源：格力博招股说明书，美国州/市政府官网，加拿大州/市政府官网，天风证券研究所

图 12：自行购置园林机械设备成本优势明显

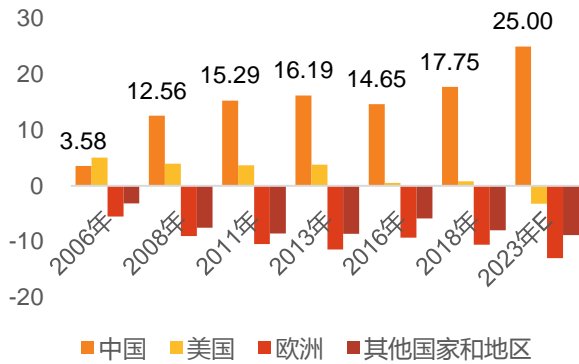
自行购置	预付费	维护费用 (每月)	专业服务	费用 (每月)
割草机	\$280	\$12	全国平均	\$132.00
鼓风机	\$185	\$6	每平方米	\$0.25
除草机	\$262	\$8	每小时收费	\$45.00
合计	\$729	\$26	合计	\$55~235
以设备寿命为5年计算： 自行购置花费=729+26*5*12=\$2289 雇佣专业服务=55~235*5*12=\$3300~14100				

资料来源：Home Garden Guides，天风证券研究所

*注：数据仅供参考

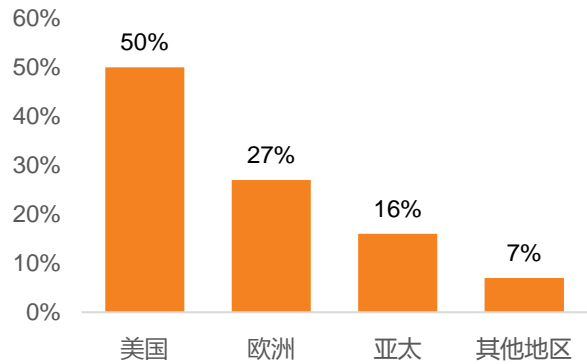
- **供给端：美欧供给占比仍领先，我国园林机械产品净出口额长期位居全球首位。**我国国内园林机械需求仍相对较小，生产的园林机械产品主要用于出口。得益于中国制造的低成本优势，从 20 世纪 90 年代末开始，一些国际园林机械品牌商将生产制造环节转移至中国，也有一些境外商超、品牌商与国内的生产商采用商超贴牌、ODM 等模式展开合作。

图 13：我国园林机械产品净出口金额长期位居全球首位（亿美元）



资料来源：大叶股份招股说明书，天风证券研究所

图 14：全球园林机械供给分布情况（2020 年）

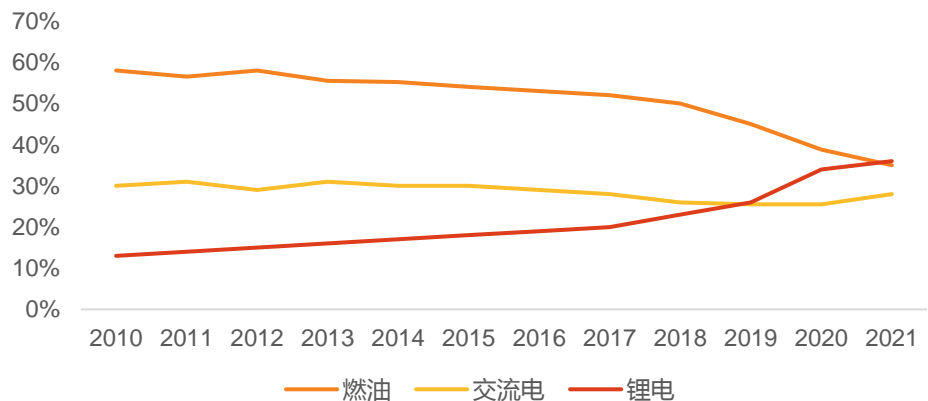


资料来源：大叶股份募集说明书，天风证券研究所

2.2. 政策驱动+成本优势+产品力合力下，OPE 锂电化浪潮已至

园林机械逐渐由燃油驱动向锂电驱动切换。自 1830 年世界上第一台以内燃机为动力的牧草割草机问世，小型园林绿化和养护机械开始进入欧美等发达国家家庭，至 20 世纪末各国主要城市的绿地建设和养护作业基本实现机械化。近年来，以直流锂电动力为代表的新能源园林机械开始普及，根据 TraQline 统计数据，在北美地区的户外动力设备领域（不含坐骑式产品），锂电园林机械市场份额已经自 2010 年的 13% 增长至 2021 年的 36%。随着三电技术的逐步成熟，我们预计未来在家用、商用甚至市政环卫领域，新能源园林机械对燃油动力园林机械均能形成替代效应。

图 15：2010-2021 年北美 OPE 市场结构变化情况



资料来源：TraQline，格力博招股说明书，天风证券研究所

锂电园林机械渗透率提升的主要因素有：

1) 政策端：日趋严格的排放标准对产品提出更高要求，传统燃油产品价格或面临涨价

为了降低有害气体的排放水平，美国环境保护署（EPA）针对非公路发动机和设备（包括割草机等园林机械设备）的排放法规已经进入到“第 4 阶段排放标准”，PM 排放量标准在上一阶段的基础上再降低 90%。而欧盟自 2019 年起实施第 V 阶段标准，规定所有符合要求的柴油发动机上都安装柴油颗粒过滤器(DPF)。为了生产符合新排放标准的草坪设备柴油发动机，厂商需要对设备进行重大的重新设计，因为产品需要更复杂的燃油喷射/燃烧

系统和排气后处理系统。参照其他行业引入新排放标准的数据（例如半挂车、农业和施工设备、小型装载机等），我们预计燃油 OPE 也将因商品升级造成 10%~18% 的价格上涨。

表 4：北美多地已逐步开始禁用燃油产品

城市/州	政策规定
温哥华	到 2024 年逐步淘汰用于个人和商业用途的汽油驱动的景观维护设备
华盛顿	2018 年立法规定, 从 2022 年 1 月起禁止汽油吹叶机
新泽西	出台新政禁止汽油吹叶机销售
波特兰	国家专员批准在 2025 年之前改用电动吹叶机
加利福尼亚	从 2024 年 1 月起, 将禁止销售新的汽油动力户外设备
纽约	到 2027 年, 所有州内销售的新型草坪护理和景观美化设备都必须实现零排放

资料来源：美国各城市官网等，天风证券研究所

2) 成本端：类比新能源汽车，锂电产品运营成本优势明显

由于能源花费低（用电）以及维护成本低（电动车拥有更少的运动部件、冷却需求小、无需更换“机油、空气缸盖”等），新能源车逐渐形成了对传统燃油车的替代，同样，锂电 OPE 产品也更具经济性优势。以格力博推出的家用锂电电压 60V/切割宽度 30 英寸的自走式割草机产品为例，假设设备使用 5 年，较同级别燃油产品，锂电产品在燃料成本、维护设备等方面优势较明显，维护成本可节省近 600 美元（考虑不同品牌价格定价差异，不对产品价格进行比较）。

表 5：较同级别燃油产品，公司家用锂电产品维护成本优势明显

产品	自走式割草机	
	公司锂电产品	燃油产品
初始投资	\$749	\$1,499
5 年-燃料费用	\$11	\$177
5 年-服务&维护	\$0	\$425
总花费	\$760	\$2,101
5 年可节省	\$1,341	

资料来源：Greenworks 官网，天风证券研究所

*注：考虑不同品牌价格定价差异，数据仅供参考

3) 产品端：用户体验大幅提升，降本仍有空间

对比燃油 OPE，新能源产品的优势主要表现为低噪音和高环保性，以及更适用小型花园场景等方面。相比于交流电产品，锂电池可以摆脱电源接口的限制，户外应用场景更为广泛、灵活，使用体验更佳。

表 6: 锂电园林机械产品优势明显

动力类型		燃油动力	电动	
动力来源		汽油/柴油	外接电源	锂电池
应用场景	花园	√	√	√
	院落	√	√	√
	园林	√	×	√
	道路	√	×	√
产品特点	动力	√	√	√
	续航	√	√	×
	便携性	√	×	√
	环保性	×	√	√
	噪音	×	√	√
	价格	√	√	×

资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

当前时点，锂电产品续航短、价格高的痛点已得到一定改善，产品力有望进一步强化。针对续航焦虑，燃油割草机连续工作时间建议不要超过 4 小时，而同时锂电产品可以通过更换电池包或者提供电池车的方案来实现更长续航。价格方面，我们比较了 Toro 和公司 Greenworks 切割宽度皆为 21 英寸的割草机产品，可以看到锂电产品和燃油产品在使用面积、割草高度范围、使用寿命和价格等参数上差异并不明显。我们认为，随着电池产业的能量提升以及成本下降，未来锂电园林机械产品优势有望进一步扩大。

图 16: 相较同切割宽度下的燃油产品，锂电产品价格差异并不明显

品牌	TORO		Greenworks		
动力类型	燃油产品		40V	60V	80V
使用面积	最大 1/2 acre	最大 1/2 acre	最大 1/3 acre	最大 2/3 acre	最大 1 acre
续航时间	-	-	45min	1h	1h
割草高度	1.25-3.75 in.	1.0-4.0 in.	1.0-3.0 in.	1.4-4.0 in.	1.0-3.0 in.
保证时间	3年	5年	3年	4年	4年
价格	\$399	\$799	\$530	\$630	\$600
图片					

资料来源：Toro 官网，Greenworks 官网，天风证券研究所

*注：价格仅供参考

2.3. 国内厂商或借锂电产业优势弯道超车

欧美市场汇集全球知名品牌，优势主要集中在燃油产品。现 OPE 市场的主要品牌商包括富世华集团（瑞典）、Deere（美国）、本田（日本）、TORO（美国）、STIHL（德国）、史丹利百得（美国）、TTI（中国香港）等，2020 年 CR5 达到 52.59%，行业集中度较高。同时，头部 OPE 品牌仍以燃油产品为主。

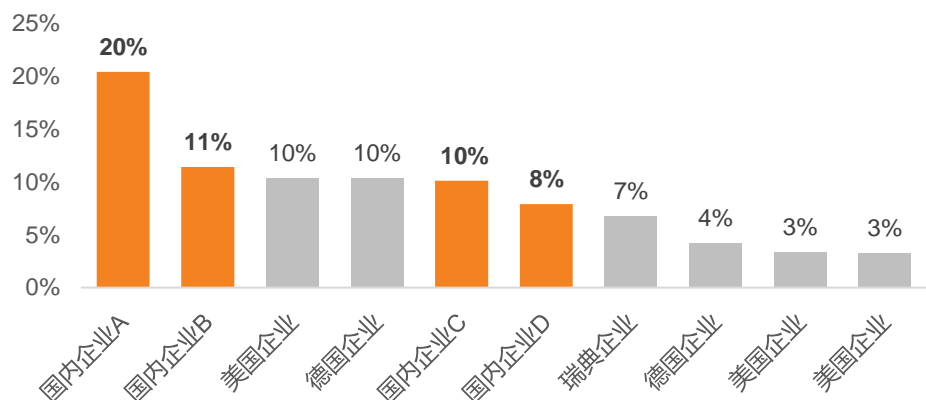
表 7：全球 OPE 市场主要品牌商

公司名称	主要产品	主要市场
Deere	割草机、专业草场设备、扫雪机、配件等	北美市场（2020 财年北美市场销售额占其销售额的 60%）
TORO	割草机、专业草场设备、拖拉机、扫雪机等	北美市场（2020 财年美国市场销售额占其销售额的 78%）
富世华集团	割草机、链锯、拖拉机、割灌机打草机、扫雪机、吹吸叶机等	全球市场
MTD	割草机、扫雪机、割灌机/打草机、微耕机等	欧洲及北美地区
STIHL	链锯、割灌机/打草机、绿篱机、吹吸叶机	全球市场，全球最大的链锯供应商

资料来源：大叶股份募集说明书，天风证券研究所

国内厂商有望乘中国锂电产业“东风”实现弯道超车。具体到电动 OPE 领域，沙利文数据显示，2020 年全球电动 OPE 市场前两大供应商均为中国企业，国内成熟的锂电产业为 OPE 电动化提供了优质土壤。根据工业和信息化部、EV Tank、伊维经济研究院数据，2021 年我国锂离子电池的总产量达到了 324GWh（同比+106%），在全球锂离子电池出货量中我国占比 57.61%，超过一半。借助国内锂电产业的规模效应，中国锂电 OPE 厂商有望长期保持成本优势。

图 17：2020 年全球 TOP10 电动 OPE 产品供应商（按收入计）



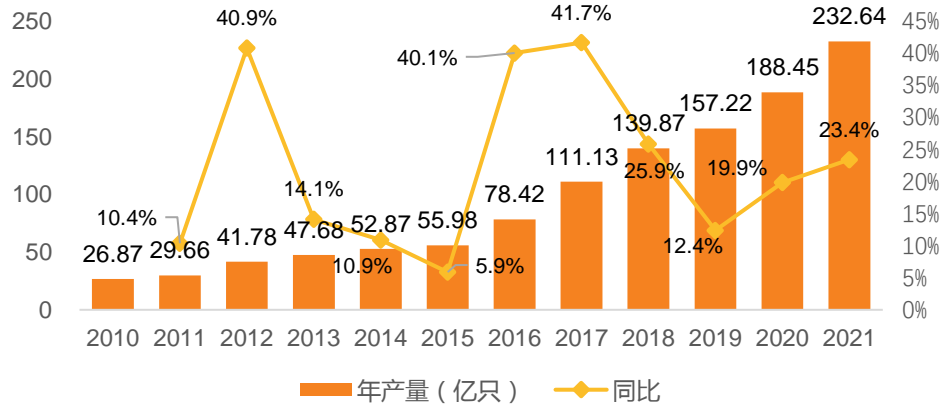
资料来源：弗若斯特沙利文，泉峰招股说明书，天风证券研究所

表 8：我国部分园林机械企业介绍

公司名称	主要产品	客户构成	市场地位
大叶股份	割草机、打草机/割灌机、其他动力机械及配件等	富世华集团、沃尔玛、翠丰集团、牧田、安达屋集团、HECHT、百力通等	国内园林机械行业领先企业，中国电器工业协会电动工具分会副理事长单位
创科实业	电动工具、户外园艺工具、手动工具、地板护理和器具	The Home Depot 等	高级家居装修工具及建筑工具的世界级供应商之一，拥有多个信誉卓著的品牌
泉峰控股	电动工具（切割类、紧固类和表面处理类）及户外动力设备（乘骑式、轮式、手持式）	Lowe's、沃尔玛、ACE Hardware、Kingfisher 等	全球领先的电动 OPE 企业之一
格力博	割草机、打草机、清洗机、吹风机、修枝机、链锯、智能割草机器人、智能坐骑式割草车等	Lowe's、Amazon、Costco、TSC、Toro、Echo、Harbor Freight Tools、B&S 等	公司生产的割草机、清洗机等产品在北美市场占据较高市场份额

资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

图 18: 我国锂电子电池产量持续攀升



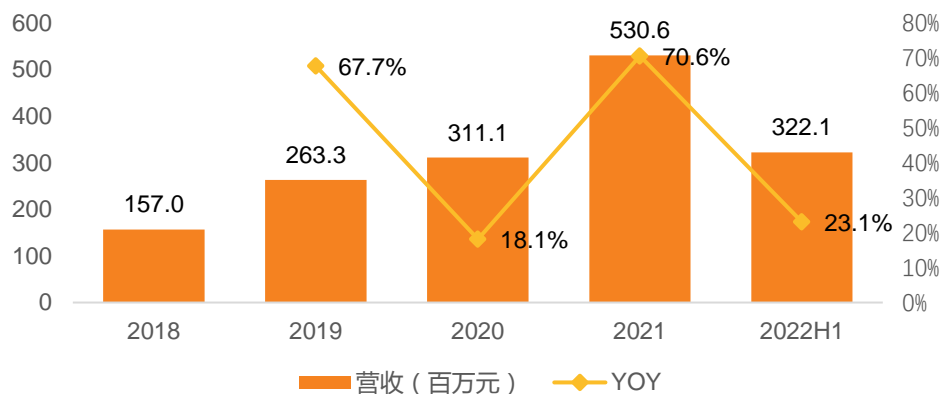
资料来源: 国家统计局, 亿纬锂能招股说明书, 天风证券研究所

3. 以电池包为基石，产品+制造+研发体系塑造品牌护城河

3.1. 以电池包为纽带，打造强客户粘性

在 2018-2021 年，公司的电池包业务营收连续 3 年维持较高增速，营收占比提升明显。在 2018 年-2021 年，公司电池包营收从 157.0 百万元增长到了 530.6 百万元，CAGR 约为 50%，业务收入占比也从 5.0% 增长到了 10.6%。

图 19: 电池包业务营收连续 3 年维持较高增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

依托不同电压电池包，形成强产品矩阵。公司开发了多个电池包动力平台，可以有效满足普通家庭消费者至专业人士的各类需求，例如家用锂电园林机械工具领域的 24V、40V 动力平台，专业工具领域 60V 和 80V 动力平台，商用锂电园林机械工具领域的高电压 82V 动力平台，这些不同的电压动力平台的根本区别是使用不同电压的电池包，同一电压平台上单个电池包可以支持多款设备。我们认为，相比较于内置电池，电池包使得消费者可以及时更换电池加长产品续航，还可以降低消费者的购置成本，客户粘性和复购可能性或将大幅增强。

图 20：电池包为核心的多个生态系统



资料来源：Greenworks 官网，天风证券研究所

3.2. 公司先发布局，掘金商用锂电 OPE 蓝海市场

公司先发布局商用锂电 OPE 蓝海市场，拥有较大发展潜力。全球商用 OPE 拥有超过 300 亿美金的潜在市场，而目前锂电产品的渗透率几乎为 0，这与整体 OPE 市场的锂电渗透率（2021 年数据为 36%）存在较大差异，商用锂电 OPE 市场或存在较大的发展空间。

公司前瞻性地成立了 Greenworks Commercial 品牌专注于商用锂电 OPE 产品，品牌现已推出了第二代全系列商用锂电 OPE 设备。其中，在商用锂电零转向割草车行业，公司是目前国内唯一进入该行业的企业与品牌。公司现在已与美国最大的商业园林绿化服务提供商 Bright View 达成了战略合作，公司发展前景潜力较大。

强产品力+成本优势，公司有望成为商用锂电 OPE 龙头企业。公司商用锂电 OPE 产品性能处于行业领先地位，例如，公司在 2022 年推出的颠覆式商用割草车——第二代 Optimus Z，该产品是当前全球动力最大、割草速度最快、割草效果最好的商用零转向割草车。同时，较同级别燃油产品，公司商用锂电产品虽然在售价上偏高，但在燃料成本、维护设备等运营花费方面优势较明显。假设设备使用 3 年，公司预估锂电商用零转向割草车可节省近 1.9 万美元，成本优势明显。我们认为，公司凭借较强产品力和锂电产品成本优势，或将成为商用 OPE 锂电发展的有力推动者。

图 21：公司已推出第二代全系列商用锂电 OPE 设备



图 22：公司推出的 Optimus Z 商用割草车产品力强

全球动力最大的商用零转向割草车

- ✓ 最大输出功率65HP，相当于1040cc汽油发动机的动力
- ✓ 19K恒定智能切割系统和智能驱动系统
- ✓ 拥有行业内最好的重心

全球割草速度最快、割草效果最好

- ✓ 具有16MPH (25.6 km/h)割草的能力
- ✓ 19K恒定智能切割系统和智能驱动系统（燃油车产品18K）
- ✓ 爬坡能力达25°

减少里程焦虑，支持全天八小时割草

- ✓ 配备24kWh电池模块
- ✓ 单次充电割草时间最长可达8小时，最多可以割21英亩 (924,00平方米)
- ✓ 可实现3小时快速充电

智能

- ✓ 配备4G/GPS模块，从任何地方连接到设备，并看到实时数据，如机器位置、性能指标和电池状态。

THE MOST POWERFUL MOWER IN ITS CLASS

16MPH CUTTING SPEED

Productivity Powered by Z-Motor

UP TO 8 HOURS OR 21 ACRES OF RUNTIME

资料来源：Greenworks Commercial 官网，天风证券研究所

资料来源：Greenworks Commercial 官网，天风证券研究所

移动储能充电车有望构建全新商用产品生态圈。在商用领域，锂电 OPE 产品在使用一段时间后需要停工充电仍是一大痛点，为此公司推出了商用移动储能充电车 Optimus MC，这款产品可进一步解决续航焦虑，将为商用锂电 OPE 产品渗透提供有力支持。

图 23：公司推出的移动储能充电车有望构建全新商用产品生态圈

Optimus MC移动储能充电车

- ✓ 内置26kWh电池
- ✓ 3个EV充电器，可为骑乘割草车进行快速补电
- ✓ 18个10A充电口
- ✓ 3000W太阳能电池板可持续为充电车进行充能
- ✓ 4G/GPS连接，管理人员可以实时了解全面指标
- ✓ GreenShield防盗系统，带有高清摄像头和外部威慑灯

资料来源：Greenworks Commercial 官网，天风证券研究所

3.3. 高效制造体系和研发优势塑造竞争力基石

产业链垂直化布局+智能制造体系双助力公司生产力基础。公司在中国和越南建造了整机生产体系制造基地，还收购了博康电子、格腾汽车、维卡塑业作为零部件工厂，现公司拥有了新能源电池包、无刷电机、智能控制器、充电器等 80%以上核心零部件的自主设计与制造能力，形成了垂直一体化初步布局，对提高产品质量的一致性和稳定性、降低制造成本、提高响应客户需求速度有较为积极的影响。同时，公司还积极布局智能信息化生产，应用了近 300 台机器人和机械手、大量的自动化工装和夹具、广泛采用了自动检测仪器等，实现了冲压涂装、注塑、电机、电池包无人化和自动化生产，并由 APS 进行生产计划、MES 进行跟踪和监控，全程实现了信息跟踪闭环。

图 24：公司拥有 80%以上核心零部件的自主设计与制造能力



资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

图 25：公司全自动注塑件生产线



资料来源：格力博官网，天风证券研究所

公司研发人员占比和专利数量略领先，核心技术覆盖多领域。公司研发及技术人员超过 1,000 人，拥有国内外专利 1,463 项，其中发明专利 125 项，积累了一系列新能源园林机械领域的核心技术。与同行业可比公司情况对比来看，公司在研发人员占比和专利数量上存一定领先优势。同时，公司核心技术包括电机控制及系统控制技术、电池技术、充电器技术、智能及 IoT 技术等多个方面。

表 9：公司研发人员占比和专利数量略领先

公司名称	研发技术人员数量	研发技术人员占比	专利数量
大叶股份	195	14.54%	148
巨星科技	978	9.07%	-
泉峰控股	680	12.00%	1773
格力博	1060	26.05%	1463

资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

*注：格力博研发/技术人员数量、专利数量系截至 2022 年 6 月末数据；大叶股份、巨星科技和泉峰控股研发/技术人员数量、专利数量系截至 2021 年末数据

图 26：公司核心技术覆盖多领域

技术类别	技术名称						
智能及 IoT 技术	基于蓝牙 SoC 芯片的电池管理技术	智能电池包、电动工具及 IoT 平台					
电机控制及系统控制技术	FOC 矢量控制技术	高频脉振电注入技术	滑膜变结构控制技术	无感 BLDC 电机控制技术	多种通信协议共存的通信技术	割草机的角度监测系统及其监测方法	打草绳与刀头的自动识别技术
电池包技术	双压电池包及三电压充电系统技术	双电池包自动切换技术	电池包串联技术	电池包并联技术	高串数大功率大容量电池包技术		
充电器技术	自适应大功率双电池包充电技术	充电器自适应频率调节技术	氮化镓快充技术				

资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

4. 多点布局助力业务增长，渠道发展仍有空间

4.1. 布局家用清洁电器领域，或引发室内清洁产品“换电潮流”

公司于 2022 年创立了品牌“一芯家”开始布局家用清洁电器，品牌主要涵盖四大系列：水洗/深度清洁系列、吸尘系列、蒸汽系列和机器人系列，包括织物清洗机、洗地机、蒸汽拖把、扫地机器人等多项产品。一芯家自 22 年 7 月在京东开设官方旗舰店，至今不足一年时间，店铺里的两款洗地机产品累计评价数量皆超过了 10 万。

一芯家品牌产品采用了全新的“超级芯”外置可更换锂电池作为产品能源，多款清洁产品可共享式使用一块锂电池。我们认为，“超级芯”生态延续了公司在新能源园林机械工具上电池包生态系统的思路，同样具有降低消费者购买成本、增强客户粘性和复购可能性的优点，公司或将在室内清洁领域引发“换电潮流”。

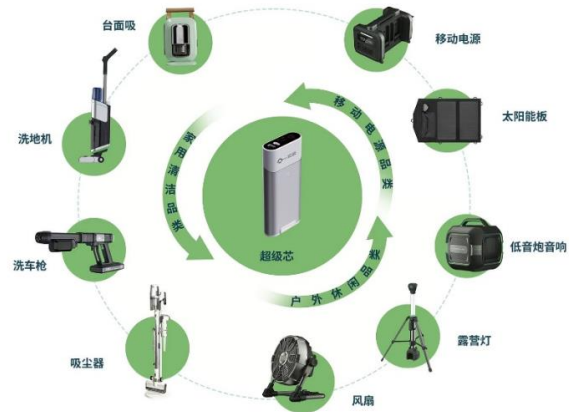
图 27：公司一芯家洗地机产品参数与追觅品牌无明显差异

品牌	追觅	一芯家
重量	4.8KG	4.5KG
吸力	20AW	25AW
污水/净水箱容量	0.7/0.9L	0.6/0.5L
电机类型	无刷电机	无刷电机
续航时间	30 min+	35 min+
价格	¥2,799	¥2,799
产品照片		

资料来源：京东一芯家/追觅官方旗舰店，天风证券研究所

*注：价格仅供参考，查询日为 23 年 4 月 20 日

图 28：“超级芯”生态系统

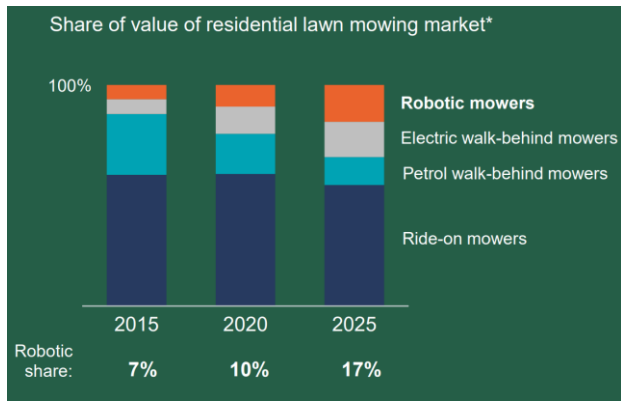


资料来源：环球家电网，天风证券研究所

4.2. 割草机器人或成行业终极形态，公司产品持续迭代

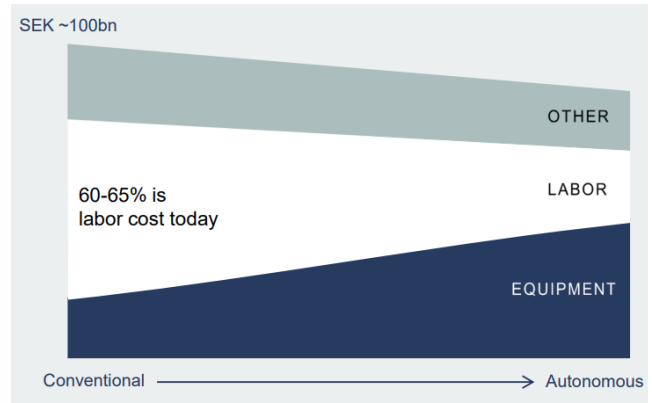
较大优化人工成本，割草机器人市场有望爆发。根据富士华公司的专业草坪护理的成本结构数据，现在割草工作中 60~65%的成本皆是人工成本，如果完全转化为自动化，虽然设备花销或存在较大幅度的增长，但整体成本还是存在较为明显的下降。此外，从消费者角度来看，自行购置园林机械设备进行定期草坪整理虽然在花费上具有成本优势，但还需要消费者耗费大量的时间操作，此为隐形“人工成本”，而割草机器人的出现有望有效优化园林行业的直接人工成本，割草机器人在割草机市场中占比或将稳步提升。富士华公司预测至 2025 年割草机器人在割草机市场中占比将达到 17%；其中，预计汽油步进式割草机市场份额或将存在较明显的缩减。根据 Mordor Intelligence 数据，全球割草机器人市场预计在 2026 年将达到 35 亿美元市场规模，2021-2026 年复合增长率预计达 12%。

图 29：割草机器人占比有望稳步提升



资料来源：富士华官网，天风证券研究所

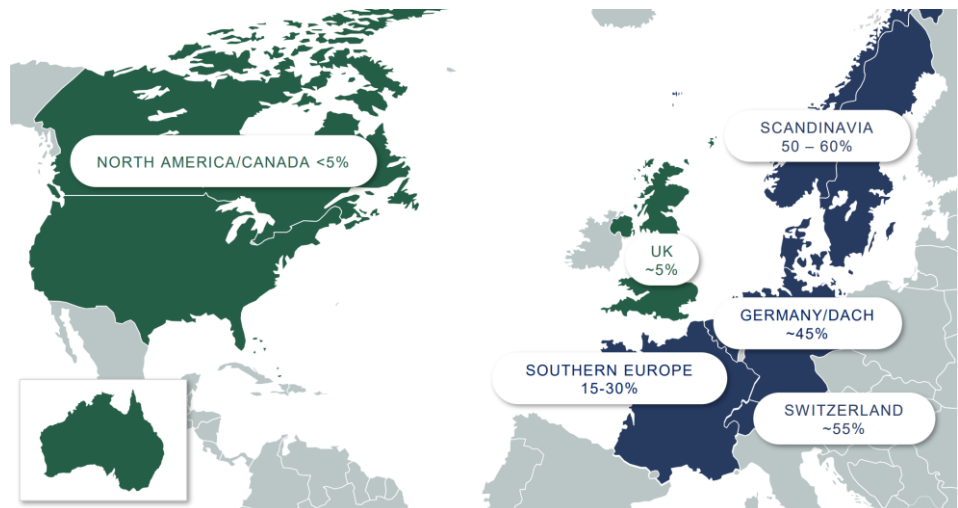
图 30：割草机器人可以较大优化人工成本



资料来源：富士华官网，天风证券研究所

根据富士华官网披露的 2020 年数据显示，北欧 Scandinavia 地区割草机器人渗透率高达 50~60%，欧洲南部渗透率也达到了 15~30%；而北美地区和英国的渗透率不足 5%，市场存在较大的增长空间。








图 31：割草机器人渗透率区域差距较大（2020 年数据）



资料来源：富士华官网，天风证券研究所

割草机器人行业仍处于发展初级阶段，公司积极投入研发。我们认为，当前割草机器人仍存在一定痛点，例如续航时间不足、难以应对地形复杂的草坪等。随着智能控制技术、传感器技术的应用&锂电的续航改善和快速充电的应用，割草机器人有望实现自动避障、应对复杂环境、大面积草坪场景应用等更高阶的功能，产品技术迭代发展下我们看好割草机器人的渗透率快速提升。格力博目前已开发出智能割草机器人产品，并具备量产能力，募投项目对此持续投入。我们选取了 Amazon（英国）割草机器人 Best Seller 榜单前几名产品与公司产品进行对比，各品牌割草机产品仍采用传统布线的技术方式，同时公司产品在最大修剪面积和运行时间参数上表现出较大的优势。

图 32：公司产品在最大修剪面积和运行时间参数上表现出较大的优势

品牌	Flymo EasiLife	LawnMaster	Yard Force	WORX	Bosch	Hyundai	Greenworks
产品名称	350	L10	300RBS	WR141E	Indego XS 300	HYRM1000	optimow 25H
导航	布线	布线	布线	布线	布线	布线	布线
割草宽度	16 cm	18 cm	16 cm	18cm	19cm	18cm	8.7" (约22cm)
切割高度	20-50mm	20-60mm	20-55mm	30-60mm	30-50mm	25-55mm	2.4-4" (约60-100mm)
最大修剪面积	350 m ²	400 m ²	300 m ²	500 m ²	300 m ²	625 m ²	1/4Acre (约1000 m ²)
运行时间	-	35-40 mins	-	-	45 mins	约67mins	150 mins
充电时间	-	40-45 mins	-	-	45 mins	-	270 mins
最大坡度	35%	35%	30%	35%	-	30%	35%
噪音	58 dB	62 dB	-	-	63 dB	-	-
价格	£550.00	£399.99	£355.76	£609.45	£589.00	£396.62	\$999.99
图片							

资料来源：Amazon（英国），Greenworks 官网，天风证券研究所

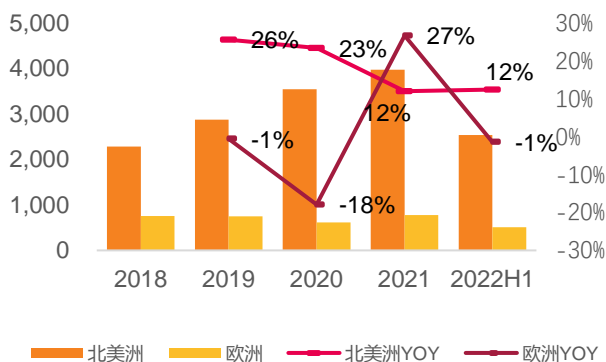
*采用截至 2023/4/6 日 Amazon（英国）割草机器人 Best Seller 榜单前几名产品进行对比

*注：价格仅供参考

4.3. 销售区域和渠道有待深化

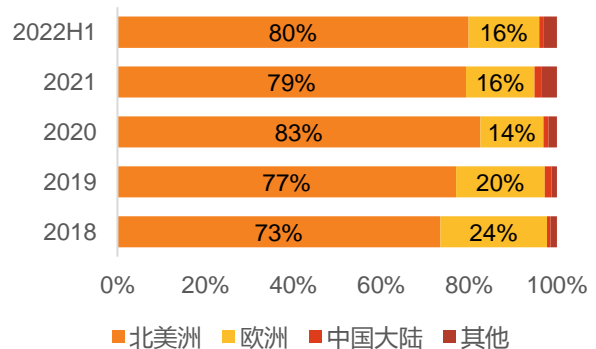
美洲市场是公司的主要营收来源，欧洲市场待发力。公司北美营收占比维持在 80%上下，是公司的主要业务地区，欧洲市场营收占比相对较小，主要原因：1）公司布局时间相对北美较晚；2）欧洲市场的商超渠道市场集中度较低，在渠道建立、市场开拓方面更为复杂。我们认为，随着后续欧洲渠道的打开，公司营收或将出现较大增长。

图 33：不同销售地区营收情况（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：不同销售地区营收占比情况



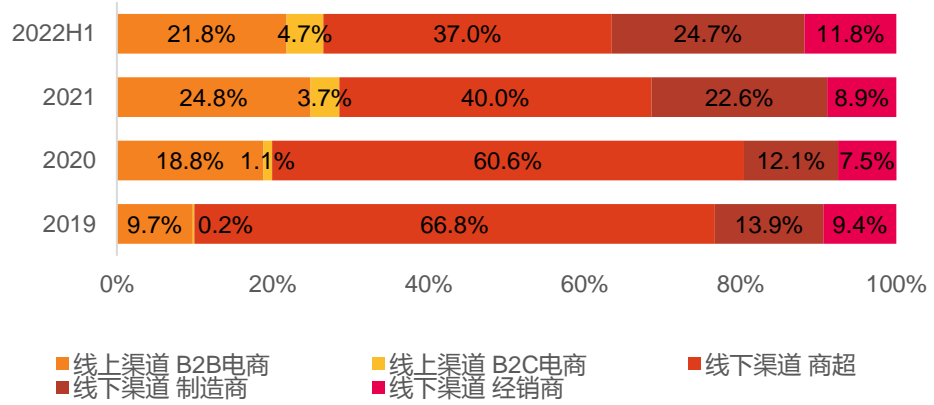
资料来源：Wind，天风证券研究所

公司电商渠道得到初步发展，仍可向经销商渠道和其余商超网络寻求突破。得益于在构建用户体验场景、产品实物展示等方面具有的先天优势，传统线下商超零售渠道仍是园林机械产品的主要销售渠道，公司线下商超渠道占比自 2021 年开始下滑主要是与 Lowe's 合作调整。公司与 Lowe's 合作已有 10 多年，2020 年由于战略分歧和竞争对手因素，公司 Lowe's 渠道的收入下滑明显，业务占比由 2020 年的 50.8% 滑落至 2022 H1 的 9.3%。

公司及时采取了有效应对措施，包括拓展 ODM 和经销商渠道、加大对电商渠道的投入、开发二三线商超网络等，以消除 Lowe's 事件的不利影响。例如公司 60V 自有品牌产品已与 TSC 形成全面战略合作、与 Toro/Echo 建立 ODM 合作关系并开始大规模供货、80V 自有品牌产品全面入驻 Costco 所有门店等等，2021 年，公司 B2B 电商、B2C 电商、ODM、经销商渠道收入同比分别为 +54%/+296%/+119%/+38%，增长较明显。我们认为虽然部分商

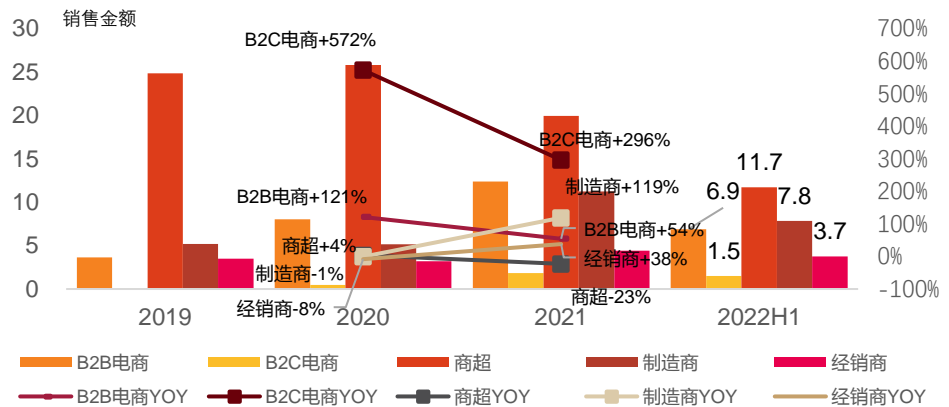
超渠道合作关系受损，但是公司在线上、ODM、经销商、其余商超网络仍然存在较大的增长空间。

图 35：传统线下商超零售渠道仍是主要渠道



资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

图 36：公司线上渠道收入连续两年增长较快（单位：亿元）



资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

表 10：公司 22 年 H1 最大客户为亚马逊

年度	序号	客户名称	主要销售内容	销售收入(亿元)	占营业收入比例
2022 年 H1	1	Amazon	自有品牌 greenworks 园林机械	4.70	14.79%
	2	Costco	自有品牌 geenworks 园林机械	3.74	11.77%
	3	Lowe's	自有品牌 greenworks 园林机械 & 商超品牌(Kobalt) 园林机械	2.96	9.31%
	4	Toro	ODM 新能源园林机械	2.87	9.02%
	5	TSC	自有品牌 greenworks 园林机械	1.88	5.91%
		合计		16.14	50.80%

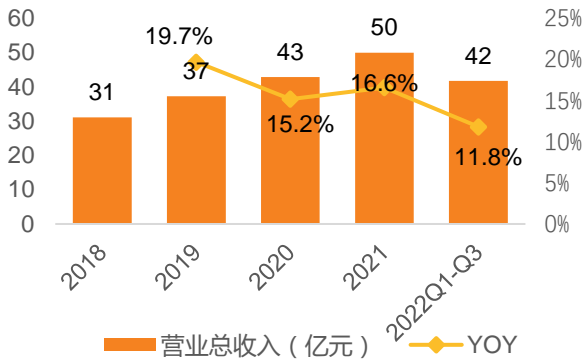
资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

5. 新能源产品带动营收增长，研发持续投入夯实竞争力

5.1. 营收稳健增长，新能源产品增势良好

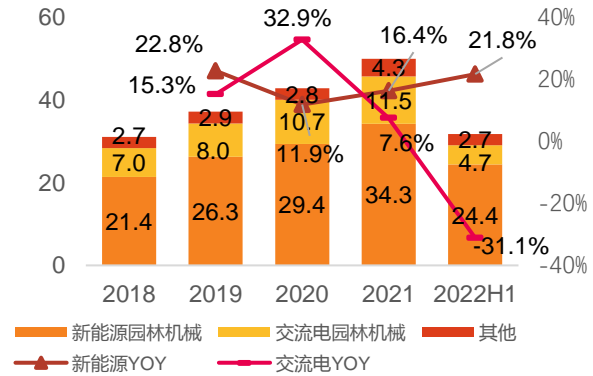
营收增速整体稳健，新能源园林机械占比提升明显。自 2018 年以来，公司营收复合增速约 17%，至 2022 前三季度已实现营业收入 42 亿元；其中，新能源园林机械，营收占比从 2018 年的 68.8% 提升至 2022H1 的 76.8%。分产品看，自 2018 年起，新能源割草机一直是公司的第一大品类，营收占比在 20% 左右。

图 37：公司营收稳定增长



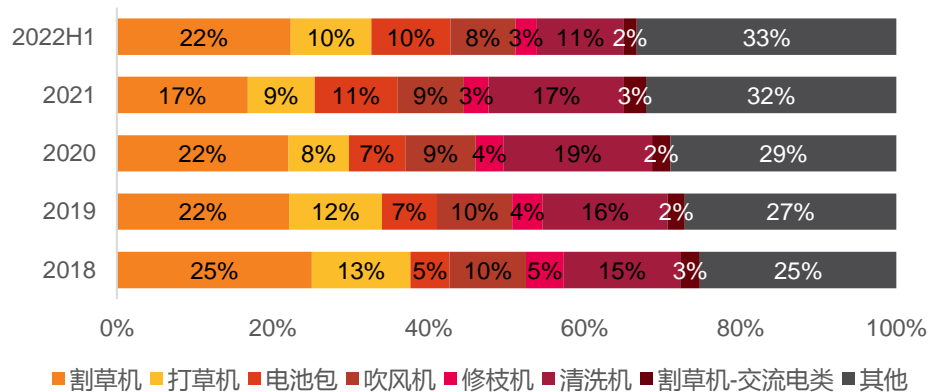
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：公司分动力类型营收情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：公司分产品营收占比情况



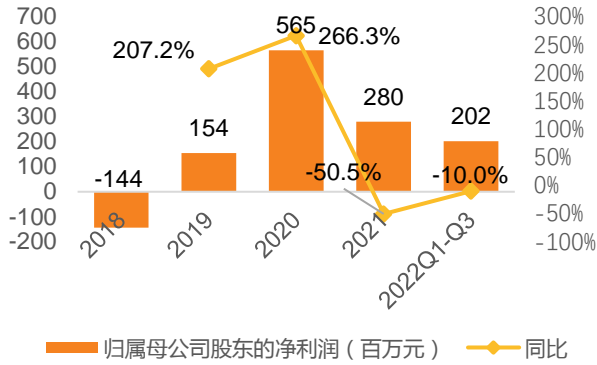
资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 业绩短期承压，毛利率居行业中游

公司归母净利润自 2019 年起实现转负为正，在经过 2019、2020 年高速增长后逐渐开始承压，2021 年及 2022Q1-Q3 公司归母净利润率分别降至 5.6% 和 4.8%，主要系第一大客户 Lowe's 业务不利调整、人民币升值、海运费及原材料价格波动等因素影响。

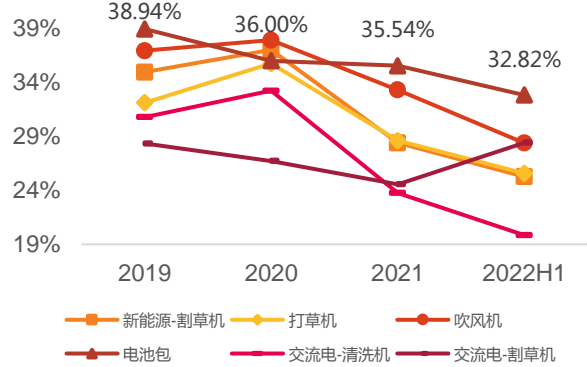
与同行业可比公司毛利率比较，格力博处于中等水平，未来随着商用领域发展和规模效应显现，公司整体毛利率仍有上升空间。分产品看，公司电池包产品毛利率较其他产品存在略微的优势。

图 40：公司归属母公司股东的净利润（百万元）



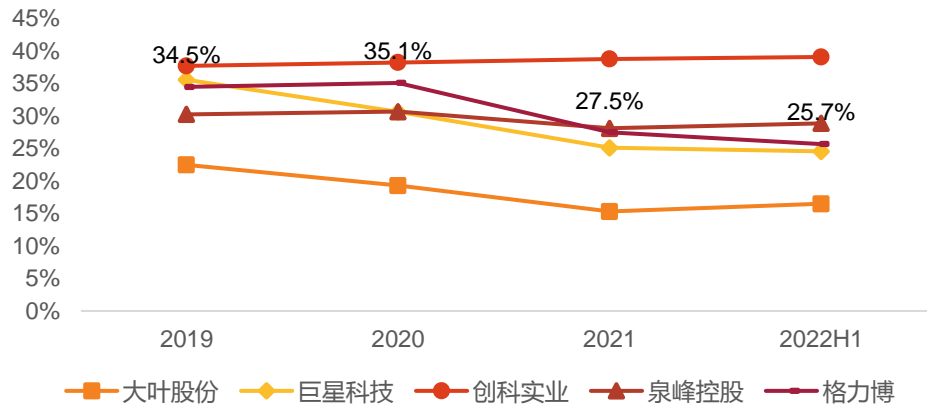
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：公司不同产品毛利率



资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

图 42：同行业可比公司毛利率



资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

5.3. 综合费用率稳中有降，研发费用率行业居首

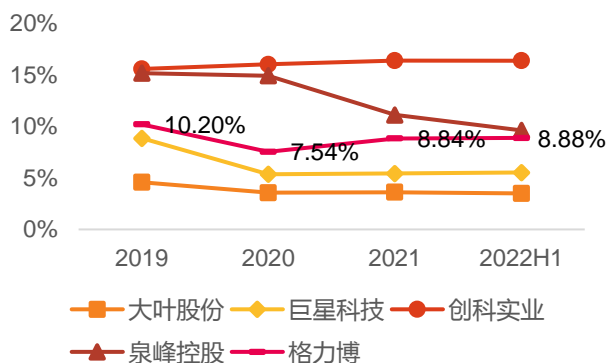
销售费用率：与同行业平均水平相比较，主要原因为：1) 公司业务模式以自有品牌为主，大叶股份以商超品牌和 ODM 为主/巨星科技聚焦相对成熟的手动工具领域，业务模式和产品形态差异决定了公司在产品宣传推广、渠道建设等方面需要投入更多费用；2) 公司在北美、欧洲等地设有区域仓储、销售及售后服务中心，工资薪酬、仓储及租赁等费用相对以境内经营为主的公司较高，例如大叶股份。

管理费用率：整体高于同行业平均水平，主要原因为：公司在美国、加拿大等地建立起超过 300 人的本土化运营团队，从事市场开发、供应链管理、售后服务、产品研发等多项业务，组织架构相对庞大，致公司管理费用支出较高。

研发费用率：略高于同行业可比公司。公司坚持发展自主品牌，随着销售规模的快速增长，公司持续开展新品研发，保持产品竞争力，研发投入保持较高水平。

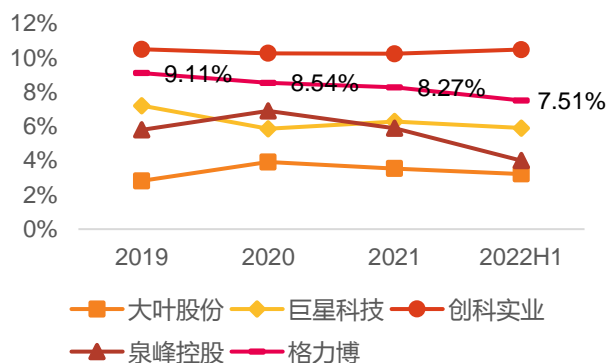
财务费用率：公司财务费用主要由利息支出、汇兑损益组成，财务费用率整体较低，2022 年 1-6 月财务费用表现较好，主要系美元升值产生的汇兑收益金额较大所致。

图 43：同行业可比公司销售费用率



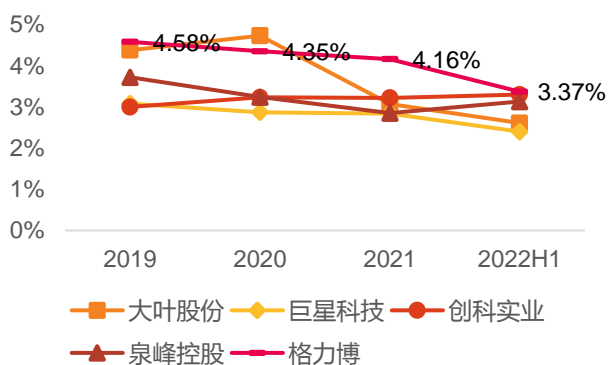
资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

图 44：同行业可比公司管理费用率



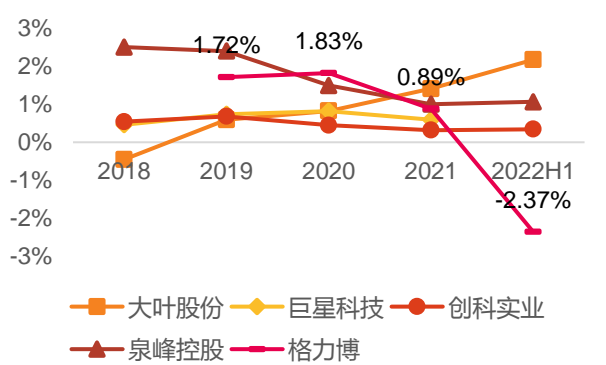
资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

图 45：同行业可比公司研发费用率



资料来源：格力博招股说明书，天风证券研究所

图 46：同行业可比公司财务费用率

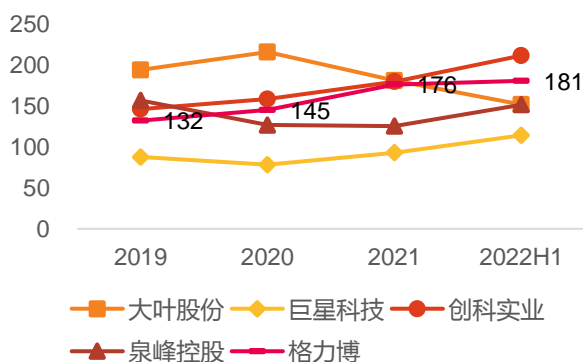


资料来源：Wind，天风证券研究所

5.4. 营运指标整体平稳，存货水平随经营规模扩大略有增加

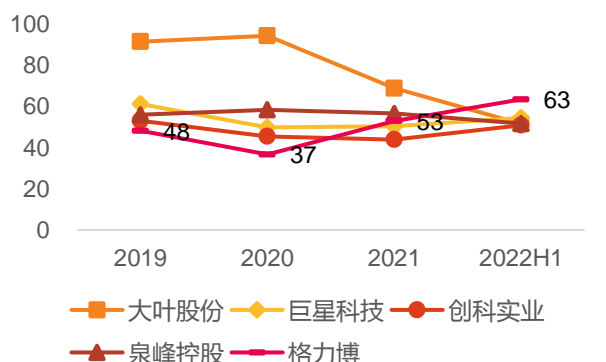
公司存货周转天数处于同行业中等水平，趋势上看整体略有上升，主要系公司经营规模不断扩大导致备货库存商品增加所致。公司近几年应收账款回款质量良好，应付账款周转天数基本平稳，整体 ROE 水平在同行业内表现较好。

图 47：可比公司存货周转天数对比（天）



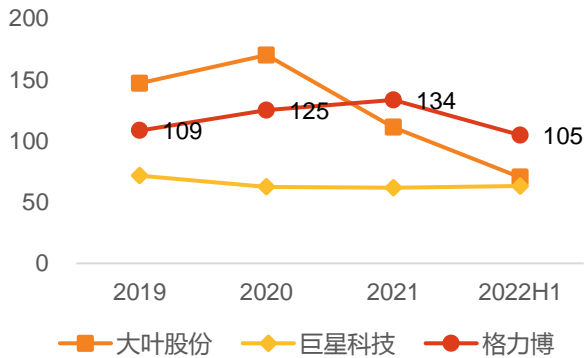
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：可比公司应收账款周转天数对比（天）



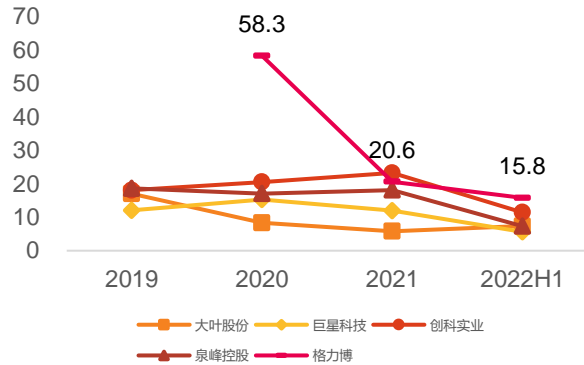
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 49: 可比公司应付账款周转天数对比 (天)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 50: 可比公司 ROE (摊薄) (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 盈利预测

我们按照公司主营业务渠道进行拆分, 对收入预测基于以下核心假设:

假设 1: 自有品牌: 1) 商超渠道: 商超是园林机械工具行业的主要销售渠道, 考虑未来增长态势, 我们给予 2022-2024 年营收增速分别为+49%/+28%/+25%。2) 电商渠道: 考虑到公司计划加大在 Amazon 电商平台的投入, 并积极建设自有电商渠道及推广市场, 不断提升公司电商业务规模, 我们给予 2022-2024 年营收增速分别为+5%/+24%/+20%。3) 经销商渠道: 考虑到公司在欧洲地区经销商分布较分散, 存在较大的成长空间; 同时考虑到公司商用锂电产品的较大增量, 预计 OPTIMUS Z 产品在 23/24 年营收为 5/10 亿元。所以, 我们给予经销商渠道 2022-2024 年营收增速分别为+47%/+110%/+54%。综上, 我们给予自有品牌渠道 2022-2024 年营收增速分别为+27%/+41%/+31%。

假设 2: 商超品牌: 2020 年, 由于竞争对手与 Lowe's 建立了业务合作的影响, 公司对 Lowe's 销售收入下降幅度较大。但考虑到公司及时采取了有效应对措施, 积极与 TSC、Toro、Echo 合作, 考虑未来增长态势, 我们给予 2022-2024 年营收增速分别为-47%/+12%/+9%。

假设 3: 制造商: 即 ODM 代工产品, 主要客户为 Toro、SHIHL 等, 考虑到公司业务调整加大和 Toro 的合作力度, 我们给予 2022-2024 年营收增速分别为+21%/+24%/+22%。

图 51：公司分渠道盈利预测

单位：亿元		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
自有品牌	收入	19.76	23.04	28.37	36.12	50.97	66.74	
	yoy		16.59%	23.12%	27.31%	41.14%	30.93%	
	商超渠道		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	收入	12.93	11.90	10.17	15.15	19.39	24.24	
	yoy		-7.93%	-14.57%	49.00%	28.00%	25.00%	
	电商渠道		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	收入	3.35	7.94	13.79	14.48	17.95	21.54	
	yoy		137.33%	73.64%	5.00%	24.00%	20.00%	
	经销商渠道		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	收入	3.49	3.20	4.42	6.49	13.63	20.96	
	yoy		-8.31%	37.99%	47.00%	110.03%	53.77%	
	其中：OPTIMUS Z		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入				-	5.00	10.00		
yoy				-	-	100.00%		
商超品牌			2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	收入		12.37	14.45	10.19	5.36	6.01	6.56
	yoy			16.81%	-29.51%	-47.40%	12.08%	9.15%
	Lowe's		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	收入		11.96	11.72	6.49	2.47	2.66	2.82
	yoy			-1.95%	-44.64%	-62.00%	8.00%	6.00%
	Harbor Freight Tools		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	收入		0.26	2.42	3.18	2.73	3.14	3.49
	yoy			832.69%	31.07%	-14.00%	15.00%	11.00%
	其他		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	收入		0.16	0.31	0.52	0.16	0.20	0.25
	yoy			96.78%	70.56%	-69.00%	25.00%	22.00%
ODM	ODM		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	收入		5.06	5.14	11.24	13.63	16.94	20.68
	yoy			1.39%	118.80%	21.32%	24.31%	22.03%
	Toro		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	收入		0.94	2.20	5.34	4.98	5.63	6.19
	yoy			132.99%	143.07%	-6.80%	13.00%	10.00%
	STIHL		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	收入		1.65	1.49	2.09	1.67	1.92	2.21
	yoy			-9.45%	39.96%	-20.00%	15.00%	15.00%
	B&S		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	收入		1.04	0.53	1.28	1.88	2.26	2.64
	yoy			-49.07%	141.48%	47.30%	20.00%	17.00%
其他		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
收入		1.43	0.91	2.52	5.10	7.14	9.63	
yoy			-36.25%	176.17%	102.00%	40.00%	35.00%	
其他			2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	收入		0.05	0.28	0.25	0.38	0.60	0.92
yoy			464.59%	-13.32%	53.10%	59.87%	54.04%	
合计			2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	收入		37.25	42.91	50.04	55.48	74.53	94.90
yoy			15.20%	16.61%	10.88%	34.32%	27.34%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

综上，我们预计公司 22-24 年收入规模分别为 55.5/74.5/94.9 亿元，同比 +10.9%/+34.3%/+27.3%；归母净利润为 3.0/8.0/11.5 亿元，对应市盈率 38.2x/14.4x/10.0x。

7. 投资建议

公司是新能源园林机械行业领先企业，考虑到园林机械行业锂电化趋势&公司商用零转向割草车等产品未来有望带来的可观增量，我们预计未来仍能实现稳健增长。参考同行业可比公司，我们给予公司合理估值区间为 2023 年 17-19 倍 PE，对应 2023 年 136-152 亿元市值，对应每股合理价格区间为 28.1-31.4 元/股。给予“增持”评级。

表 11：可比公司估值情况

代码	公司名称	PE (TTM)	市值 (亿元)	2022 预测 PE	2023 预测 PE
300879.SZ	大叶股份	232.37	26.14	-	28.51
002444.SZ	巨星科技	16.15	223.30	13.97	11.42
301260.SZ	格力博	44.67	114.98	37.14	15.34

资料来源：Wind，天风证券研究所

*注：1) 2023 年 4 月 21 日收盘数据统计；2) 可比公司估值为 Wind 一致预期

8. 风险提示

原材料成本上行风险：2021 年以来原材料成本持续上行公司盈利能力承压，若未来成本端，则公司未来利润将持续受到不利影响。

市场竞争风险：新能源园林机械市场竞争加剧或对公司在行业内份额及产品盈利能力造成负面影响。

汇率波动风险：公司主要销往欧美等地区，不同货币间的汇率波动有可能对公司利润造成不利影响。

外需恢复不及预期：若海外需求恢复不及预期，则将对公司外销主业造成较大影响。

Lowe' s 销售收入进一步下降风险：由于竞争对手与 Lowe' s 建立了业务合作的影响，公司对 Lowe' s 销售收入存在进一步下降风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	383.13	616.94	3,601.62	3,446.29	3,592.51
应收票据及应收账款	545.72	925.79	769.51	1,507.68	1,392.10
预付账款	51.35	76.38	64.17	117.56	110.77
存货	1,358.94	2,196.56	2,658.01	3,618.87	4,267.35
其他	730.85	412.77	324.50	460.55	510.40
流动资产合计	3,069.99	4,228.46	7,417.82	9,150.96	9,873.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	412.19	478.11	409.87	341.63	273.39
在建工程	0.00	9.47	9.47	9.47	9.47
无形资产	41.34	83.84	73.21	62.57	51.94
其他	159.89	419.43	291.28	272.14	294.50
非流动资产合计	613.42	990.84	783.82	685.81	629.29
资产总计	3,683.40	5,219.30	8,201.63	9,836.77	10,502.41
短期借款	307.12	308.17	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,383.26	2,016.32	1,220.06	2,964.53	2,292.95
其他	603.80	479.40	938.32	801.53	984.48
流动负债合计	2,294.18	2,803.89	2,158.38	3,766.06	3,277.43
长期借款	214.02	749.87	809.55	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	91.21	208.54	130.00	131.23	131.23
非流动负债合计	305.23	958.41	939.55	131.23	131.23
负债合计	2,713.78	3,863.62	3,097.93	3,897.29	3,408.66
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	364.62	364.62	486.16	486.16	486.16
资本公积	683.39	700.35	4,123.21	4,123.21	4,123.21
留存收益	(121.50)	158.25	459.33	1,259.91	2,405.16
其他	43.12	132.46	35.00	70.19	79.22
股东权益合计	969.63	1,355.68	5,103.70	5,939.48	7,093.74
负债和股东权益总计	3,683.40	5,219.30	8,201.63	9,836.77	10,502.41

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	567.68	279.74	301.09	800.58	1,145.24
折旧摊销	80.04	83.93	78.87	78.87	78.87
财务费用	68.58	49.51	(42.29)	(104.73)	(116.52)
投资损失	(31.77)	(31.54)	(24.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(493.59)	(702.86)	(822.03)	(51.76)	(1,124.30)
其它	482.44	260.24	(12.89)	(0.11)	0.00
经营活动现金流	673.38	(60.97)	(521.25)	692.85	(46.71)
资本支出	82.85	72.03	78.54	(1.23)	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(561.31)	(116.66)	(28.76)	31.45	30.00
投资活动现金流	(478.46)	(44.64)	49.78	30.22	30.00
债权融资	(9.50)	538.68	9.21	(913.60)	153.90
股权融资	782.21	106.30	3,446.94	35.19	9.02
其他	(956.29)	(367.81)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(183.58)	277.18	3,456.15	(878.41)	162.92
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	11.34	171.57	2,984.68	(155.33)	146.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,291.28	5,003.89	5,548.27	7,452.64	9,490.19
营业成本	2,785.11	3,627.70	4,161.07	5,380.19	6,759.62
营业税金及附加	21.94	10.60	9.43	14.16	18.03
销售费用	323.62	442.22	606.98	648.38	806.67
管理费用	366.45	413.70	471.60	603.66	759.22
研发费用	186.81	208.25	219.71	275.75	332.16
财务费用	77.95	44.24	(42.29)	(104.73)	(116.52)
资产/信用减值损失	(10.15)	(30.76)	(47.00)	(35.00)	(35.00)
公允价值变动收益	85.83	5.93	(12.89)	(0.11)	0.00
投资净收益	29.63	31.54	24.00	30.00	30.00
其他	(222.42)	(23.37)	0.00	0.00	0.00
营业利润	646.50	273.84	85.88	630.12	926.03
营业外收入	1.91	4.84	10.00	10.00	10.00
营业外支出	4.28	3.46	3.00	3.00	3.00
利润总额	644.13	275.22	92.88	637.12	933.03
所得税	78.59	(4.52)	(3.34)	(22.30)	(32.66)
净利润	565.54	279.74	96.22	659.42	965.69
少数股东损益	0.26	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	565.28	279.74	301.09	800.58	1,145.24
每股收益(元)	1.16	0.58	0.62	1.65	2.36

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	15.20%	16.61%	10.88%	34.32%	27.34%
营业利润	297.83%	-57.64%	-68.64%	633.75%	46.96%
归属于母公司净利润	266.29%	-50.51%	7.63%	165.90%	43.05%
获利能力					
毛利率	35.10%	27.50%	25.00%	27.81%	28.77%
净利率	13.17%	5.59%	5.43%	10.74%	12.07%
ROE	58.30%	20.64%	5.90%	13.48%	16.14%
ROIC	222.25%	38.40%	16.31%	28.49%	42.45%
偿债能力					
资产负债率	73.68%	74.03%	37.77%	39.62%	32.46%
净负债率	26.90%	44.99%	-47.18%	-55.07%	-47.64%
流动比率	1.27	1.46	3.44	2.43	3.01
速动比率	0.71	0.70	2.21	1.47	1.71
营运能力					
应收账款周转率	9.81	6.80	6.55	6.55	6.55
存货周转率	3.82	2.81	2.29	2.37	2.41
总资产周转率	1.35	1.12	0.83	0.83	0.93
每股指标(元)					
每股收益	1.16	0.58	0.62	1.65	2.36
每股经营现金流	1.39	-0.13	-1.07	1.43	-0.10
每股净资产	1.99	2.79	10.50	12.22	14.59
估值比率					
市盈率	20.34	41.10	38.19	14.36	10.04
市净率	11.86	8.48	2.25	1.94	1.62
EV/EBITDA	0.00	0.00	42.01	11.98	8.25
EV/EBIT	0.00	0.00	67.38	13.59	9.00

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com