

新能源园林机械领航者，乘行业东风扬帆起航

■ 证券研究报告

核心观点

发行上市资料

发行价(元)	30.85
发行市盈率	0.00
发行新股数(万股)	1.22
发行后总股本(万股)	48,616.20

分析师 余炜超
 SAC 证书编号: S0160522080002
 shewc@ctsec.com

联系人 孟欣
 mengxin@ctsec.com

财务指标

	2021 年
销售毛利率(%)	27.50
销售净利率(%)	5.59
ROE(%)	24.06
营业收入增幅(%)	0.00
净利润增幅(%)	0.00
资产负债率(%)	74.03
流动比率	1.46
速动比率	0.70
每股经营性净现金流量	-0.17
每股净资产(元/股)	3.72

- ❖ **新能源园林机械行业领航者，业务规模持续增长。**公司产品经过多次迭代，已解决续航痛点，并具有清洁、轻便、低噪音、低运行成本、无尾气异味等多项优势。公司以锂电池产品为核心，在“自有品牌+ODM 模式”下快速开拓市场，与 Lowe's、Amazon、STIHL 等多家知名商超、电商、品牌商开展稳定合作，自有品牌 greenworks 在美国新能源园林机械市场占有率排名前三。得益于公司优良产品性能与客户积累，公司因受稳步增长，2019-2021 年分别实现营业收入 37.25 /42.91 /50.04 亿元，同比+19.70% /+15.20% /+16.61%，复合增速 17.15%。
- ❖ **OPE 行业下游需求集中在欧美，新能源渗透率持续提升。**北美、欧洲是 OPE 需求最大市场，2020 年市场规模分别为 138、79 亿美元，分别占比 55%、32%。新冠疫情背景下，海外企业生产节奏被打乱，而国内企业较快恢复生产，国内企业趁机打开国际市场格局。2021 年中国出口割草机数量为 23.37 万台，同比大幅增长和金额逐年增长，平均增速约 15%。园林机械行业正经历从燃油动力到新能源动力的革命性转变，相比于传统的燃油动力园林机械，新能源园林机械具有清洁、轻便、低噪音、低运行成本、无尾气异味等多项优势，深受消费者青睐，市场占比逐年增加。根据 TraQline 数据，北美户外动力设备领域中，新能源园林机械市场份额已经自 2010 年的 13% 增长至 2021 年的 36%。
- ❖ **锂电 OPE 头部企业市占率高度集中，公司核心技术自主控制具备先发优势。**当前电动 OPE 供应商市场份额集中（CR10 市占率为 88%），公司割草机在北美市场市占率高达 17.45%。由于锂电 OPE 设备电驱电池电控技术&专利保护严格，先进入者具备先发优势。国内企业依托锂电池产业链优势，具备对接便利的优势，已成为欧美 OPE 市场最主要供应源之一。目前公司在中国和越南两大制造基地建立起整机生产体系的同时，已拥有自主设计与制造新能源电池包、无刷电机、智能控制器、充电器等 80% 以上核心零部件的能力，极大地提高了产品质量的一致性和稳定性、大幅降低制造成本和新品研发周期，以便快速响应客户需求。
- ❖ **投资建议:**预计公司 2022/2023/2024 年营收分别为 57.33 /73.91 /102.70 亿元，净利润为 3.04/8.21/11.28 亿元，对应 EPS 0.63/1.69/2.32 元/股。首次覆盖，给予增持评级。
- ❖ **风险提示:**客户集中风险，国际贸易摩擦风险，新技术研发和新产品开发进度不及预期的风险，原材料及汇率波动风险

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4291	5004	5733	7391	10270
收入增长率 (%)	15.20	16.61	14.57	28.92	38.95
归母净利润(百万元)	565	280	304	821	1128
净利润增长率 (%)	266.29	-50.51	8.73	169.78	37.44
EPS (元/股)	2.00	0.77	0.63	1.69	2.32
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE (%)	58.30	20.64	18.33	33.08	31.26
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1	公司简介：园林机械引领者，深挖全球市场.....	5
1.1	基本概况：深耕行业二十载，管理层经验丰富.....	5
1.2	营收稳健增长，产品毛利率高.....	7
2	环保观念促 OPE 需求增长，行业上下游集中度明显.....	9
2.1	绿色发展利好园林机械，欧美市场需求稳定.....	9
2.2	上下游行业分布清晰，电芯电子电气件为核心原材料.....	10
2.3	锂电力产品兴起，自动化、智能化是未来方向.....	12
3	自有品牌产品线丰富，智能制造体系构筑竞争壁垒.....	13
3.1	多种销售模式并行，注重自有品牌建设.....	13
3.2	销售渠道全覆盖，跨国运营团队经验丰富.....	15
3.3	保持高研发投入，打造独特技术优势.....	17
3.4	扩充产能、丰富产品线需求凸显，募投资金用途清晰.....	19
4	盈利预测与估值.....	20
5	风险提示.....	21

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	5
图 2.	公司股权结构集中（截至 2023.1.10）.....	6
图 3.	营收长期稳定增长（亿元）.....	7
图 4.	归母净利润暂时波动（亿元）.....	7
图 5.	公司营收主要来自北美地区.....	8
图 6.	新能源园林机械产品营收贡献最高（亿元）.....	8
图 7.	新能源园林机械产品毛利率较高.....	8
图 8.	公司利润率略有下降.....	9
图 9.	公司期间费用控制良好.....	9
图 10.	园林机械行业发展历程.....	10
图 11.	园林机械行业市场规模持续扩大.....	10
图 12.	我国城市建成区绿化覆盖率提高.....	10
图 13.	新能源园林机械上下游行业分布.....	11

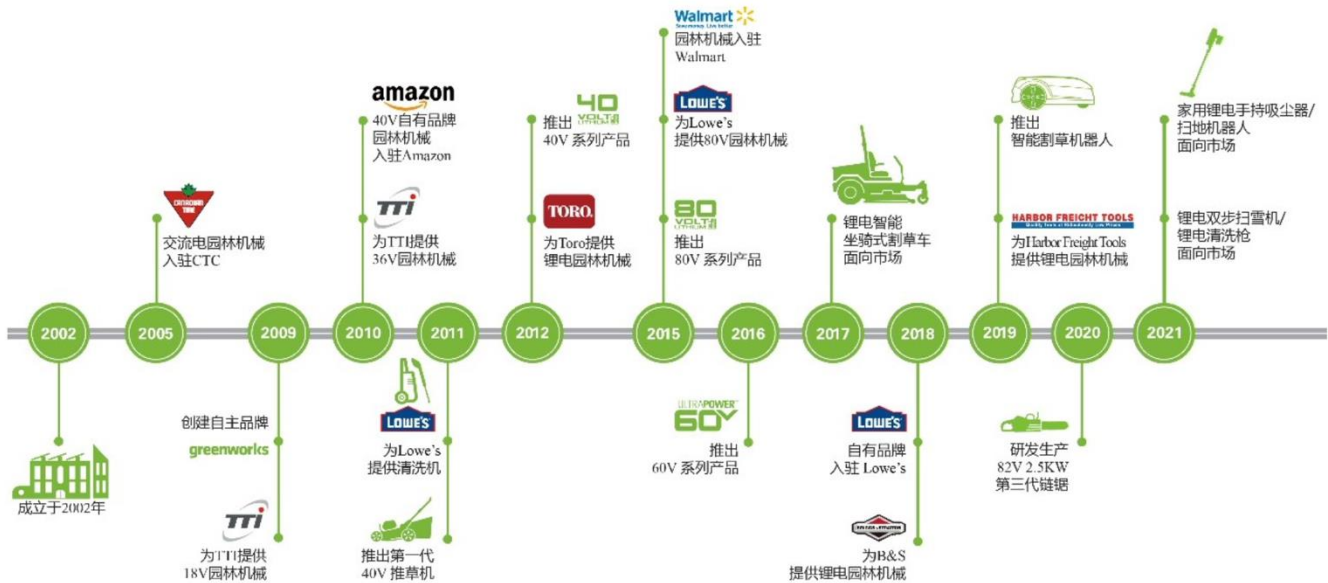
图 14. 公司直接材料占营业成本比重高.....	11
图 15. 国产电芯价格趋于稳定（元/瓦时）.....	11
图 16. 海运费下降至正常水平.....	12
图 17. 2021 年后人民币对美元贬值.....	12
图 18. 北美户外动力设备市场中锂电设备份额快速攀升.....	13
图 19. 智能化园林机械设备加速发展.....	13
图 20. 公司自有品牌营收贡献程度高（亿元）.....	14
图 21. 公司自有品牌毛利率略低于商超品牌.....	14
图 22. 公司 greenworks 全系列产品构成优质生态体系.....	15
图 23. 公司销售渠道覆盖面广.....	16
图 24. 公司产品入驻头部商超.....	16
图 25. 公司各渠道营收规模对比（亿元）.....	17
图 26. 公司在全球各地建立本土团队.....	17
图 27. 公司持续加大研发投入.....	18
图 28. 公司研发费用率处于高位.....	18
表 1. 核心管理层工作背景深厚.....	6
表 2. 公司具有三种品牌销售模式.....	14
表 3. 公司研发能力在可比公司中处于较高水平.....	18
表 4. 公司在研项目注重智能化发展.....	19
表 5. 公司募集资金投资项目情况.....	20
表 6. 公司盈利预测拆分.....	21
表 7. 可比公司估值及盈利预测.....	21

1 公司简介：园林机械引领者，深挖全球市场

1.1 基本概况：深耕行业二十载，管理层经验丰富

格力博成立于2002年，是全球新能源园林机械行业的领先企业之一。公司以提供领先的清洁能源解决方案为使命，通过产品创新引领人们向使用锂电产品变革，为全球可持续发展贡献力量。公司自2007年起开始从事新能源园林机械的研发、设计、生产及销售，产品涵盖割草机、打草机、清洗机、吹风机、修枝机等多个品类。公司自2009年陆续推出greenworks、POWERWORKS等自有品牌，具有强大的技术优势与先发优势，与全球知名商超Lowe's、Costco、TSC、Harbor Freight Tools、Bauhaus、Menards等均建立了长期稳定的合作关系。

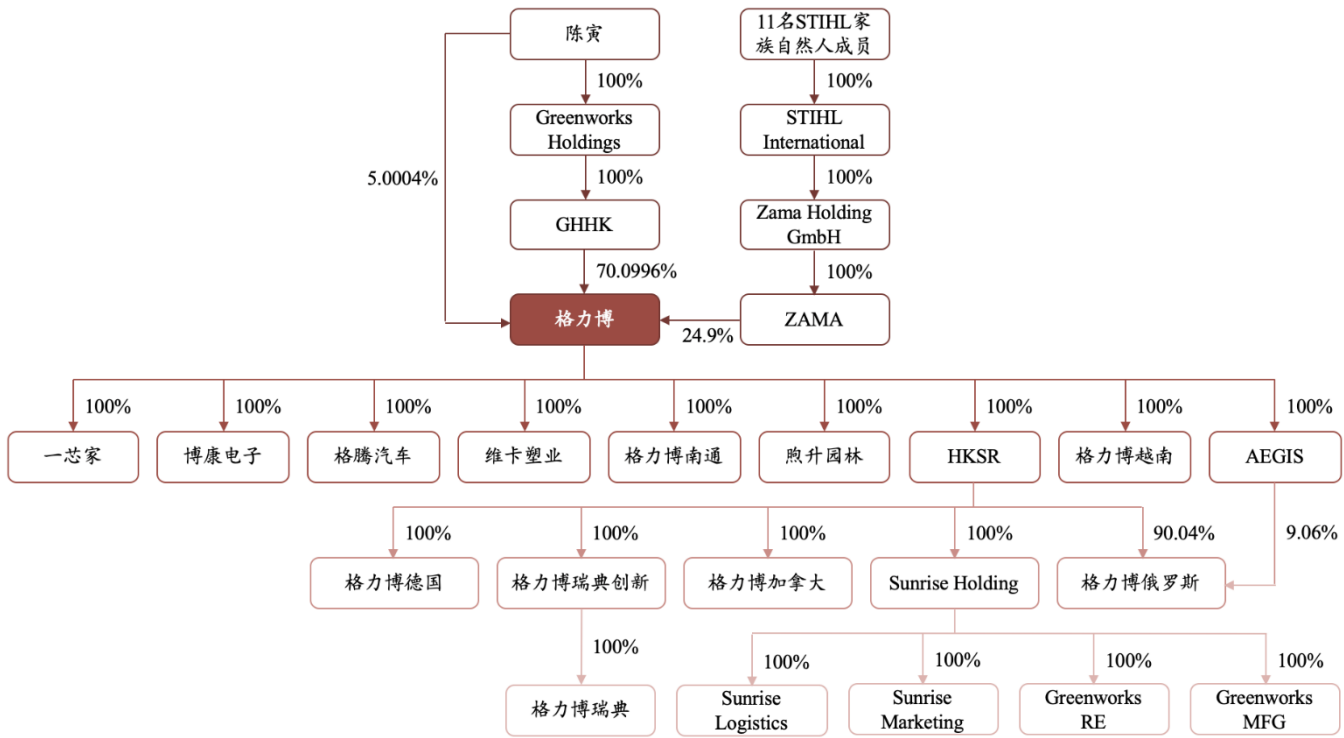
图1.公司发展历程



数据来源：招股说明书，财通证券研究所

公司股权集中度高，核心管理层经验丰富。公司实控人为创始人陈寅，目前任董事长兼总经理，合计持股比例达75.1%，控制权集中有利于决策的制定与执行。2016年，公司与德国知名林业机械集团STIHL强强联合，STIHL作为战略投资者间接持有公司24.9%的股份，长期参与格力博中国制造工厂交流类和直流类动力工具产品的事务。公司核心管理层工作背景深厚，董事长陈寅在电动工具行业具有20余年的工作经验；副总经理庄建清熟悉工程知识，行业经验丰富；研发副总裁李志远自2008年加入公司，具有多年研发经验。核心团队业务理解深刻，可以充分发挥优势引领公司发展。

图2.公司股权结构集中（截至 2023.1.10）



数据来源：招股说明书，财通证券研究所

表1.核心管理层工作背景深厚

姓名	职务	学历	出生年份	背景
陈寅	董事长、总经理	硕士	1973年	1997年9月至1999年11月，任上海比欧西气体有限公司产品经理;1999年11月至2003年7月任上海星杰克企业有限公司电动工具部总经理;2001年6月至2003年7月，任上海星杰克国际贸易有限公司电动工具部总经理、董事;2003年7月至2004年5月，任芬兰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。
庄建清	副总经理	硕士	1967年	1989年7月至1993年4月，任南京化学工业公司工程师;1993年4月至2001年2月，任江苏特灵电制冷机有限公司品质总监兼质保工程师;2001年2月至2011年10月，任百得(苏州)科技有限公司执行总监;2011年10月至2015年8月，任浙江史密斯医学仪器有限公司运营与研发高级总监;2015年8月至2017年2月，任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。
崔鹏	董事、财务总监	硕士	1976年	2001年6月至2002年3月任胜利石油管理局会计;2002年3月至2003年7月任苏州宝洁纸品有限公司总账会计;2003年7月至2005年12月任上海吉博力房屋卫生设备工程技术有限公司财务控制主管及企业资源管理计划软件经理;2006年1月至2015年1月，历任美国通用电气公司多家中国子公司财务负责人;2015年1月至2016年10月任上海雷励投资管理有限公司常务副总经理兼首席财务官;2016年10月至2018年11月，任壹米滴答供应链集团有限公司财务中心负责人、董事;2017年8月至2022年7月，任上海雍胜融资租赁有限公司董事;2018年11月至今，任格力博有限财务总监，格力博董事、财务总监。
季正华	董事会秘书	硕士	1974年	2015年10月至2018年11月，任毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)上海分所助理审计经理;2018年12月至今，历任格力博有限董事长助理，格力博董事会秘书。
李志远	研发副总裁	本科	1989年	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	本科	1975年	1994年7月至1995年7月，任地方国营上虞动力机厂技术员;1995年7月至1998年8月，任

监

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,任常州新区竞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

庄宓
 电子工程团队技术总监
 本科 1982年

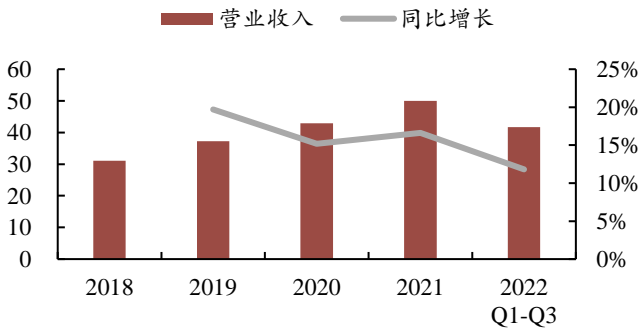
2005年7月至2007年7月,任中磊电子(苏州)有限公司硬件工程师;2007年7月至2010年10月,任常州大地测绘科技有限公司研发部部长;2010年10月至2011年12月,任常州清华新能源汽车工程技术研究院 BMS 硬件工程师;2011年12月至2012年10月,任常州智能农业装备研究院有限公司研发经理;2012年10月至2013年12月,任华霆(合肥)动力技术有限公司、华霆(常州)动力技术有限公司 BMS 硬件工程师;2013年12月至今,历任格力博有限硬件高级工程师、硬件经理、硬件高级经理、电子工程团队技术部长,格力博电子工程团队技术副总监、格力博电子工程团队技术总监。

数据来源:招股说明书,财通证券研究所

1.2 营收稳健增长,产品毛利率高

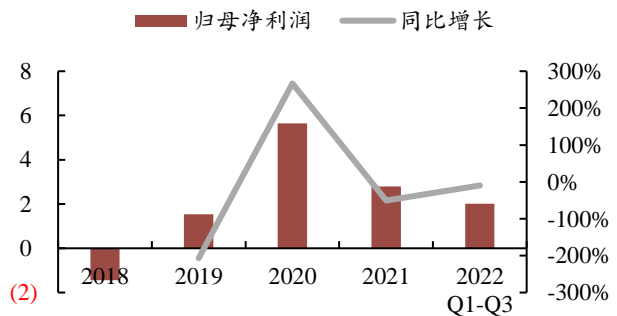
营收长期稳定增长,归母净利润短期波动。公司经营情况良好,营业收入保持10%-20%的增速,2021年实现营收50.04亿元,22年前三季度实现营收41.74亿元。从地区来看,公司约99%的收入来自境外,销售收入主要以美元结算;其中北美洲占比最高,22H1北美洲收入占总营收的80%。受国际局势及疫情发展影响,近年来海运费上升、原材料价格上涨、美元贬值等因素对公司净利润产生不利影响,公司归母净利润有下降趋势。随着上述情况的缓解,公司净利润有望回升。

图3.营收长期稳定增长(亿元)



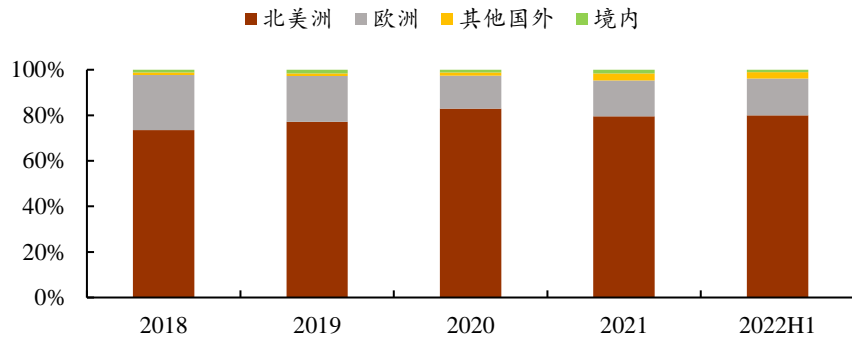
数据来源:wind,财通证券研究所

图4.归母净利润暂时波动(亿元)



数据来源:wind,财通证券研究所

图5.公司营收主要来自北美地区



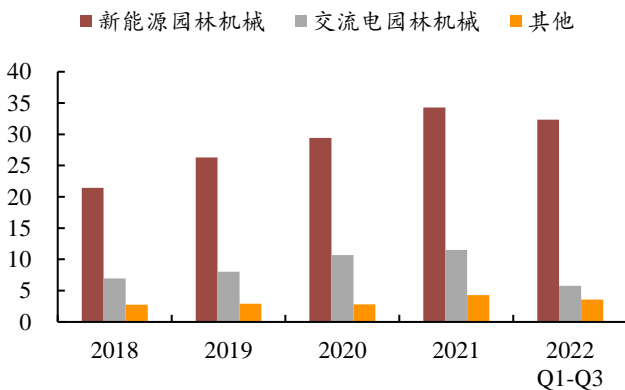
数据来源：wind，财通证券研究所

新能源园林机械主导营收，产品类型丰富且毛利率高。公司主要产品包括两类：

(1) **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。公司产品线涵盖 20V、40V、60V、80V 等锂电池平台，核心产品智能坐骑式割草车已经形成家用、商用两个等级，智能割草机器人正在重点研发。2018 年至 2022 前三季度，新能源园林机械类产品的营收占比保持在 70% 左右，毛利率保持在 25% 以上。

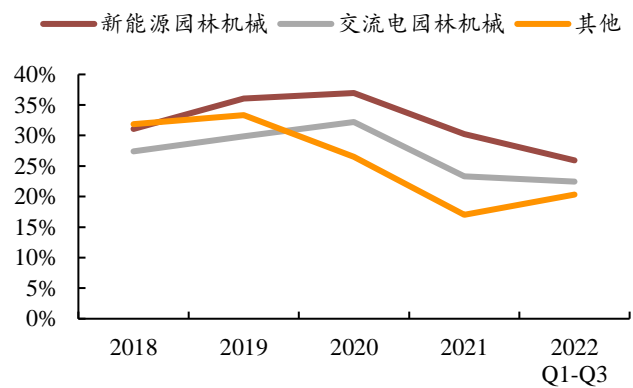
(2) **交流电园林机械**：主要包括交流电清洗机、交流电割草机等产品，以家用为主，按照不同的压力及流量覆盖多系列产品。2018 年至 2022 前三季度，交流电园林机械类产品的营收占比在 22% 左右，毛利率在 23% 左右。

图6.新能源园林机械产品营收贡献最高（亿元）



数据来源：wind，财通证券研究所

图7.新能源园林机械产品毛利率较高

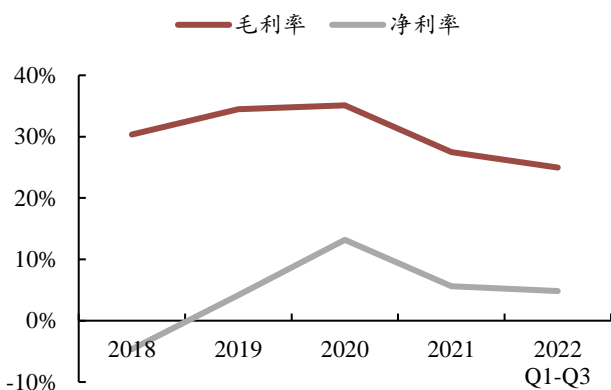


数据来源：wind，财通证券研究所

利润率略有下降，期间费用控制良好。2022 前三季度公司毛利率为 25.0%，净利率为 4.8%。近两年毛利率较 2020 年下降约 10%，主要系美元贬值导致人民币

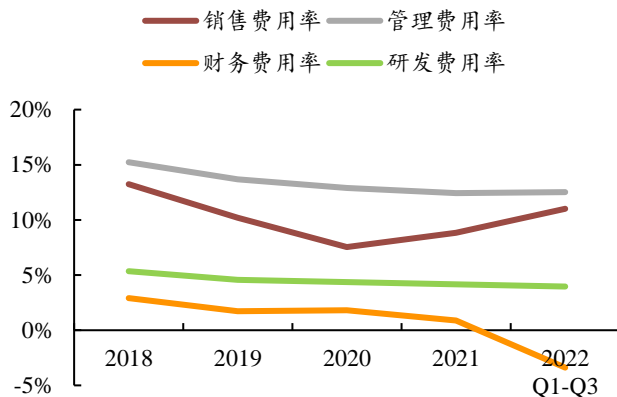
销售均价下降、销售结构中均价较低的产品销量上升、主要原材料采购价格上升等。同时，公司与 Lowe's 合作情况有变，正处于调整期。尽管存在不利影响，公司仍保持良好的期间费用水平。公司 2022 前三季度销售/管理/财务/研发费用率分别为 11.0%/12.5%/-3.4%/4.0%，近两年销售费用率有所提升，主要系在北美地区自有品牌进行市场推广费用增加所致，其他各项费用均保持下降趋势，费用管控能力优异。

图8.公司利润率略有下降



数据来源：wind，财通证券研究所

图9.公司期间费用控制良好



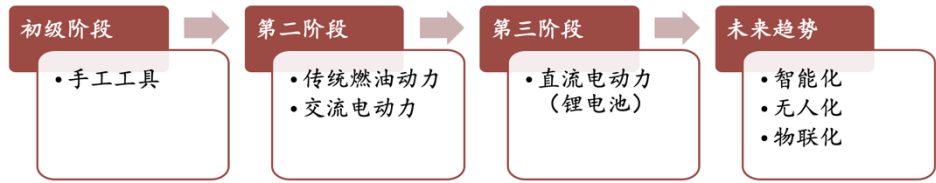
数据来源：wind，财通证券研究所

2 环保观念促 OPE 需求增长，行业上下游集中度明显

2.1 绿色发展利好园林机械，欧美市场需求稳定

园林机械行业起源于欧洲，目前已经经历三个发展阶段。1830 年第一台内燃机牧草割草机的诞生标志了园林机械行业的起点，此后随着人们生活水平的提高，园林机械渐渐渗透到发达国家的家庭中，成为常备机具。园林机械行业的发展经历了如下阶段：(1) 初级阶段：以手工作业为主，产品无动力系统。(2) 第二阶段：燃油动力产品提高了生产力和便捷性，成为主流产品；为减少污染，交流电动力产品问世，但性能尚待优化。(3) 第三阶段：环境保护意识凸显，燃油动力产品受诟病，以锂电池为动力系统的直流电园林机械诞生。随着信息技术的进一步发展，未来园林机械将走向智能化、无人化、物联化，打开全新发展阶段。

图10.园林机械行业发展历程

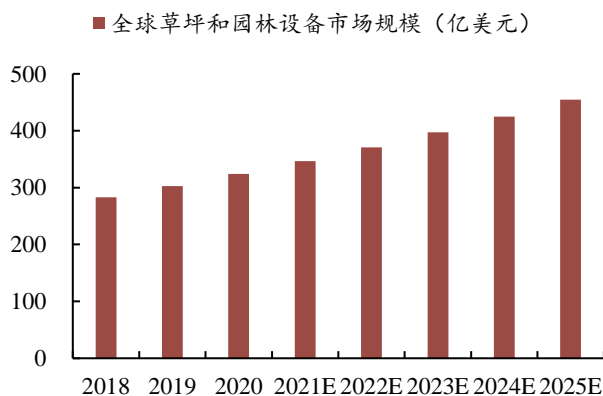


数据来源：招股说明书，财通证券研究所

绿色发展理念推动需求提升，园林机械行业市场规模持续增长。随着各国加强生态文明建设，园艺文化逐渐步入人们的视野。据 Global Market Insights 预计，2023 年全球草坪和园林设备市场规模将达 397.0 亿美元，预计 2025 年将达 454.5 亿美元，CAGR 约为 7%。消费者对于产品环保性能的关注度提升加快了电动产品的需求增长，锂电池技术、智能控制技术、传感器技术等突破推动新产品的研发，环保、噪声小、维护简单的新能源园林机械产品广受青睐。

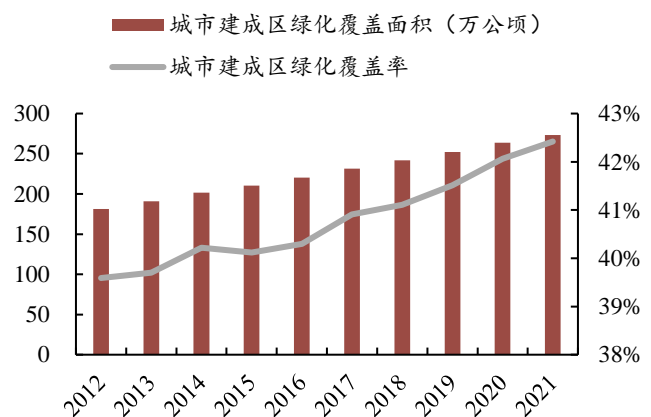
欧美市场需求稳定，国内市场正在兴起。欧美等发达国家和地区消费水平高，同时私人住宅房屋绿地和城区绿化均有较高的需求，园林机械产品广泛应用，未来仍将是主要市场。中国是园林机械产品的重要产业基地，在新型环保材料、自动控制技术等方面快速发展；同时，国内城市绿化程度持续上升，2021 年城市建成区绿化覆盖面积达 273 万公顷，覆盖率达 42.4%，园林设施增加推动相关设备的需求提升，市场前景良好。

图11.园林机械行业市场规模持续扩大



数据来源：Global Market Insights，财通证券研究所

图12.我国城市建成区绿化覆盖率提高

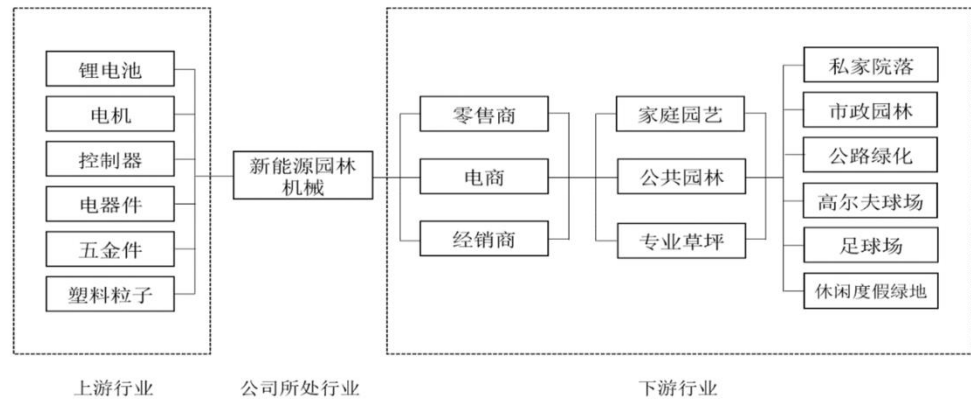


数据来源：wind，财通证券研究所

2.2 上下游行业分布清晰，电芯电子电气件为核心原材料

新能源园林机械上下游行业格局清晰。上游为原材料供应，主要包括锂电池、电机、控制器、电器件、五金件、塑料粒子等行业，其技术与产能使原材料价格波动。下游主要有零售商、电商、经销商三种销售渠道，产品在家庭、公共、专业三类园林中均有使用。

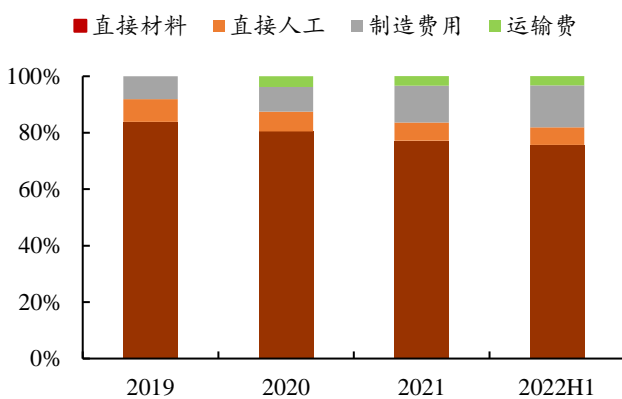
图13. 新能源园林机械上下游行业分布



数据来源：招股说明书，财通证券研究所

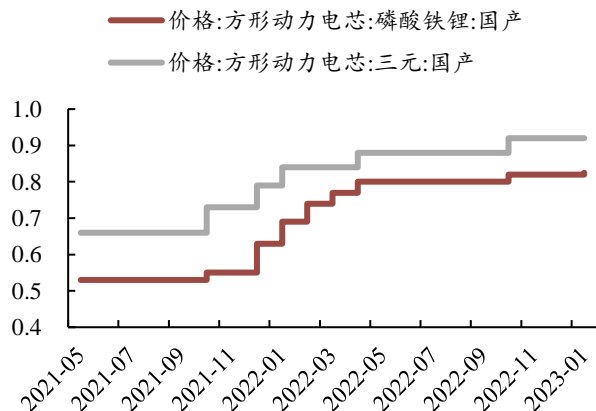
原材料成本占比高，上游技术提升推动成本下降。根据格力博招股说明书显示，22H1 直接材料在营业成本占比达 75.65%，为主要成本来源。近年来新能源汽车及消费电子行业飞速发展，带动锂电池生产商开展创新研发，生产技术日益成熟，锂电池（电芯）成本逐渐稳定。同时，国产电芯均价约为进口电芯的 60%，园林机械行业内公司开展国产化替代可有效降低营业成本。2020 年其国产电芯采购数量占比达 49.16%，较 2019 年的 28.23% 有显著提升，电芯采购均价较 2019 年大幅下降 19.97%。

图14. 公司直接材料占营业成本比重高



数据来源：招股说明书，财通证券研究所

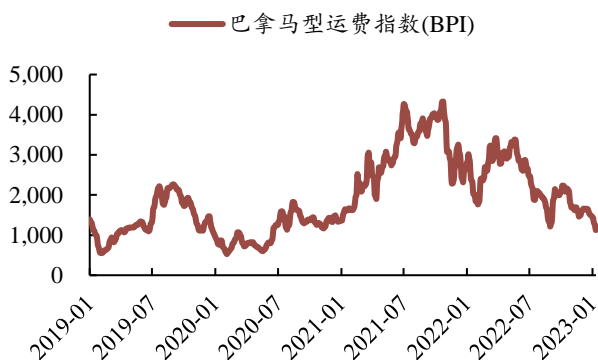
图15. 国产电芯价格趋于稳定（元/瓦时）



数据来源：wind，财通证券研究所

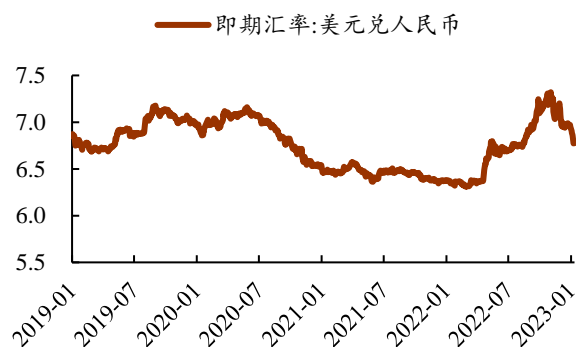
海运费及汇率情况改善，有利于成本控制。受疫情冲击、供需波动及俄乌冲突影响，2021至2022年上半年国际海运费处于历史高位，园林机械行业内多为出口型企业，所受影响较大。近半年来海运费持续回落，已下降至疫情前水平，行业利润空间提升。汇率方面，2021年人民币持续升值，对出口产生不利影响；2022年人民币贬值幅度大，出口型企业盈利能力增强。

图16.海运费下降至正常水平



数据来源：wind，财通证券研究所

图17.2021年后人民币对美元贬值

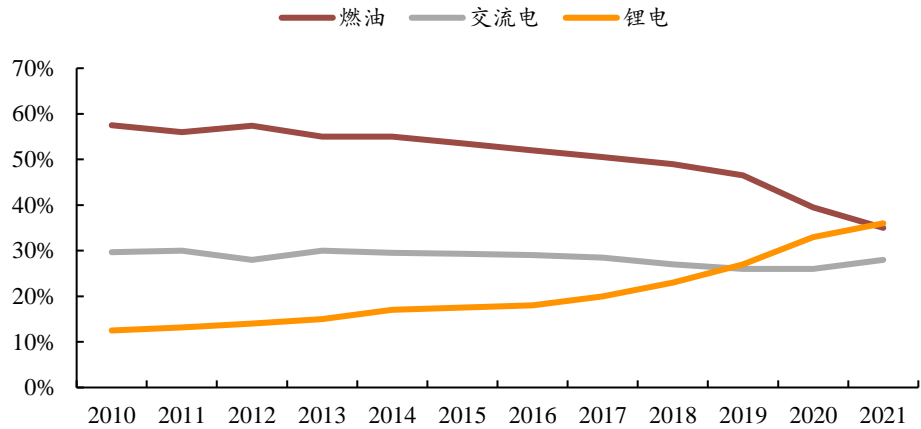


数据来源：wind，财通证券研究所

2.3 锂电动力产品兴起，自动化、智能化是未来方向

锂电设备份额快速攀升，新能源产品发展潜力大。传统燃油动力产品能源利用率低、尾气污染大，在北美地区，市占率已从近60%的高位持续下降至约35%。交流电动力产品较为成熟，在北美一直保持着30%左右的市场份额。锂电动力产品可摆脱电源接口的限制，在户外使用中更加灵活，各方面性能优于交流电动力产品；随着电池续航和制造成本等限制逐渐被突破，北美地区锂电设备市场份额快速增长，2021达到36%，首次超越燃油动力产品，未来发展潜力大。

图18.北美户外动力设备市场中锂电设备份额快速攀升



数据来源：招股说明书，TraQline，财通证券研究所

自动化、智能化为未来方向，产品使用体验继续升级。我国十四五规划提出，要深入实施智能制造和绿色制造工程，推动制造业高端化智能化绿色化。人工智能及物联网（IoT）技术已渗透各行各业，在新技术的支持下，新能源园林机械产品将在舒适性、安全性、便利性、环保性等方面进一步提升，拓展更加丰富的使用场景。

图19.智能化园林机械设备加速发展



智能割草机器人

数据来源：招股说明书，财通证券研究所

3 自有品牌产品线丰富，智能制造体系构筑竞争壁垒

3.1 多种销售模式并行，注重自有品牌建设

公司具有自有品牌、商超品牌、ODM 三种品牌销售模式。公司早期从事 ODM 业务，深耕产品生产制造，在协同研发、垂直一体化的先进智能制造方面具有领先优势。公司由此拓展商超品牌销售模式，为大型商超自有品牌提供高效、可靠的代工生产及售后服务，同时注重知识产权保护，客户更换供应商成本高，因此

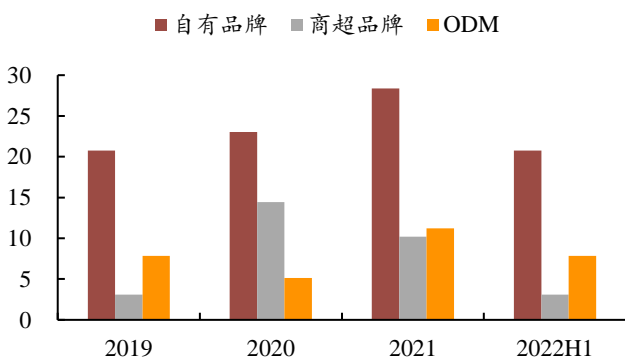
合作关系稳定。自 2009 年起，公司自主创立 greenworks、POWERWORKS 等品牌，高度重视品牌建设与渠道拓展，自有品牌业务取得长足进展。

表2.公司具有三种品牌销售模式

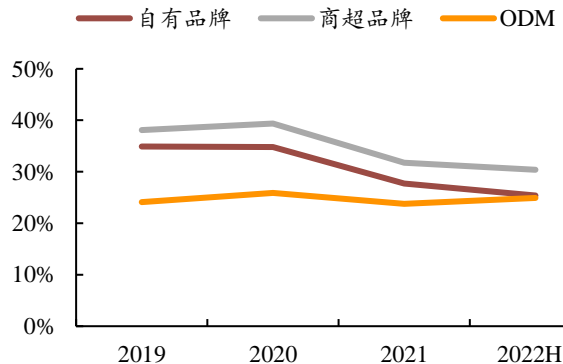
销售品牌	业务模式	22H1 营收占比
自有品牌	公司根据市场需要进行产品的研发、设计、生产和销售，公司负责产品的品牌建设、市场营销及售后服务等，拥有自主品牌 greenworks、POWERWORKS 等。	65.53%
商超品牌	公司为大型商超客户的自有品牌提供研发、设计、生产、供应链管理和售前售后服务，无需独立负责品牌建设、市场营销等工作。	9.74%
ODM	公司为知名品牌商如 STIHL、Toro 等提供委托研发、设计和制造服务。下游客户为园林机械品牌商，公司不提供供应链管理 & 售前售后服务。	24.72%

数据来源：招股说明书，财通证券研究所

持续推广自有品牌，形成独特竞争优势。大力发展自有品牌是公司的长期战略，2019 年起，公司自有品牌营收占比始终保持在 50% 以上且持续提升，2022H1 占比达 65.53%；由于仍在品牌塑造和推广期，公司为赢得市场份额而制定有竞争力的价格，因此自有品牌业务的毛利率略低于商超品牌业务。公司通过商超平台推广自有品牌，产品知名度及美誉度领先，其中 greenworks 品牌产品在美国新能源园林机械市场占有率排名前三，割草机、吹风机等产品常年位于美国 Amazon 最畅销产品之列，积累了良好的用户口碑，未来成长空间广阔。

图20.公司自有品牌营收贡献程度高（亿元）


数据来源：招股说明书，财通证券研究所

图21.公司自有品牌毛利率略低于商超品牌


数据来源：招股说明书，财通证券研究所

搭建自有产品生态系统，提升客户粘性。公司从锂电池包入手，以 greenworks 品牌开发了 40V、60V、80V 等多个电池包动力平台，每一平台上推出各类园林

机械，如主推的 60V 电压平台具有超 40 款产品，用户购买多个产品后可实现同一电池包间不同产品的互通互用。同时，公司利用 GPS 定位技术并引入亚马逊 IoT 平台，实现用户通过 APP 对设备状态的实时监测。产品生态系统的搭建有效提升了客户粘性及复购率，是公司在市场上站稳脚跟、与大型商超合作的重要基础。

图22.公司 greenworks 全系列产品构成优质生态体系

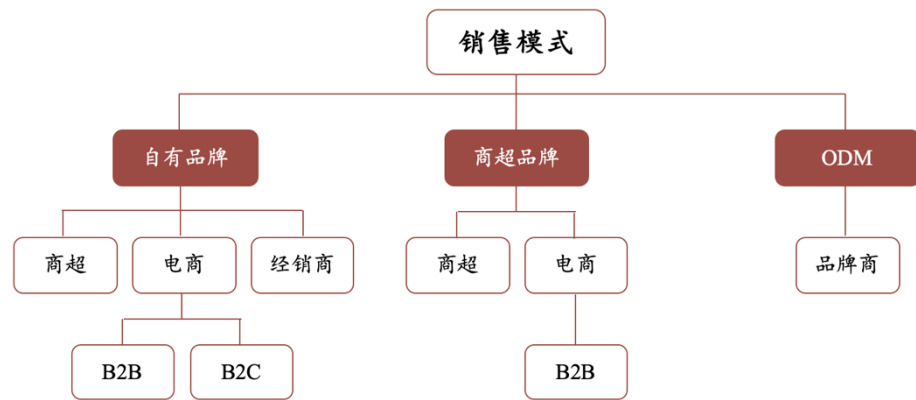


数据来源：招股说明书，财通证券研究所

3.2 销售渠道全覆盖，跨国运营团队经验丰富

“商超+电商+经销商”全覆盖，充分渗透下游市场。公司销售模式可按品牌划分，三类品牌下又有多种销售渠道。商超渠道可充分适应产品实物展示、用户实地体验等需求，一直以来是公司的主要销售渠道，22H1 该渠道营收占比达 36.98%。公司成功入驻 TSC、CTC、Walmart、Costco、Leroy Merlin 等大型商超和建材超市，有效提升产品曝光度。电商渠道近年来发展迅速，公司主要在 Amazon.com、Costco.com、Walmart.com 等欧美主流第三方电商平台上投放产品。经销商渠道主要用于特定区域的市场开拓，有利于扩大市场覆盖面、提高宣传力度、拓展新客户，营收占比相对较小。

图23.公司销售渠道覆盖面广



数据来源：招股说明书，财通证券研究所

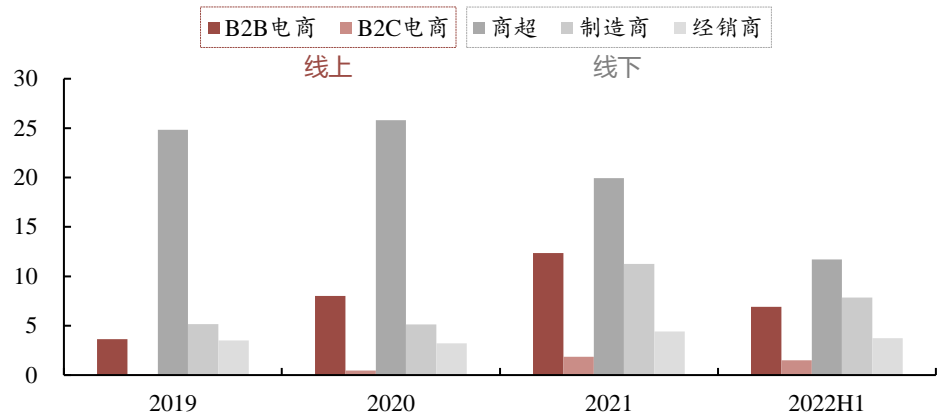
图24.公司产品入驻头部商超



数据来源：招股说明书，财通证券研究所

线上销售辅助线下，开拓增量市场。公司电商渠道起步较晚但发展迅速，营收占比已从2019年的9.93%提升到2022H1的26.50%。其中，B2B电商为主要销售渠道，在各期电商渠道营收中占比均超过80%。Amazon为公司的主要B端客户，自2020年以来公司对其的销售金额持续增长，22H1销售额达4.53亿元，占B2B总销售额的65.7%。公司持续深化与Amazon的合作，拓展在售产品品类。

图25.公司各渠道营收规模对比（亿元）



数据来源：招股说明书，财通证券研究所

布局全球市场，跨国运营经验丰富。公司 2005 年起陆续在美国、加拿大、欧洲等地区建立子公司以打入本地市场，在多年的运营中积累了丰富的经验。公司以中国智造为核心，着力提升独特的跨国运营能力，在美国、加拿大、德国、瑞典、俄罗斯、英国等地建立起超过 300 人的本土化运营团队。公司通过当地员工与客户紧密联系，积极响应客户需求，牢牢把握市场动向。

图26.公司在全球各地建立本土团队

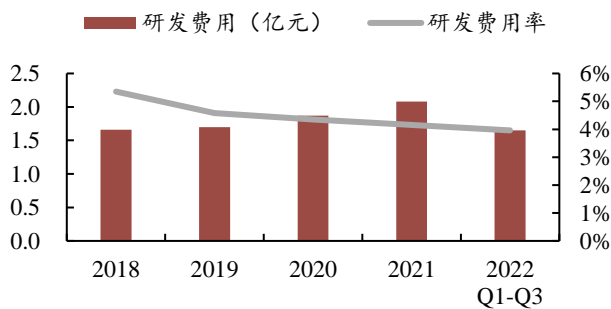


数据来源：招股说明书，财通证券研究所

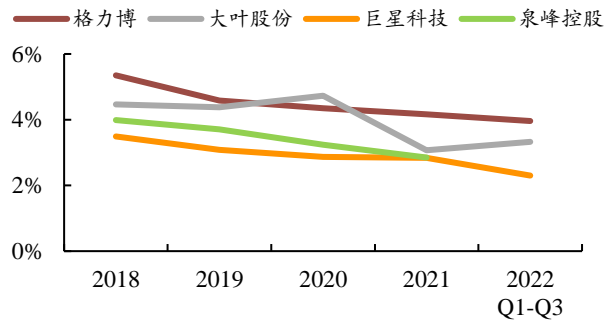
3.3 保持高研发投入，打造独特技术优势

注重研发投入，坚持以自主创新驱动发展。公司积极组建研究团队、持续投入研发资源，研发费用持续增长，2021 年达 2.08 亿元。与可比公司相比，公司的研

发费用率一直处于高位。公司在全球范围内拥有超过 1,000 人的研发技术团队，在中国、北美、欧洲均设有研发中心，获得了多项资质及荣誉。截至 2022H1，公司拥有国内外专利 1,463 项，其中发明专利 125 项，高新技术产品认定 15 件，主导或参与了 9 项行业标准的制定，为品牌创新与推广奠定了坚实的技术基础。

图27.公司持续加大研发投入


数据来源：wind，财通证券研究所

图28.公司研发费用率处于高位


数据来源：wind，财通证券研究所

表3.公司研发能力在可比公司中处于较高水平

公司名称	技术研发能力概述	研发人员数量及占比	专利数量
大叶股份	大叶股份拥有“浙江省企业技术中心”、“省级工业设计中心”，拥有工业设计、机械设计与制造、发动机设计与制造、电机工程、锂电池管理系统、智能控制技术等方面的大量专业人才，已形成覆盖汽油动力类、交流动力类及锂电动力类产品系列的专利体系。	195 (14.54%)	148
巨星科技	巨星科技是中国五金机电行业优秀企业、国家级高新技术企业，2021年研发投入3.1亿元，设计新产品1,838项，新增申请各项专利和获得专利授权均超300项，是一家集欧美本土服务、亚洲产业链制造和中国管理研发的全球资源配置型公司。	978 (9.07%)	-
创科实业	创科实业拥有世界一流的概念中心，由遍布全球的研究人员、设计师、工程师和产品专家构成，设有6处研发中心，借助先进的设计软件和3D快速原型制作能力，紧跟市场趋势，能迅速的将概念转化为市场上的产品。	-	-
泉峰控股	2006年，泉峰控股成为世界上最早将锂电电动工具商业化的公司之一。2014年泉峰控股率先将高压锂电池技术应用于OPE产品。泉峰控股在电池平台、电池管理系统(BMS)、电机及电控等基础技术上取得突破。截至2021年6月30日，泉峰控股在全球拥有超过1,630项专利，覆盖公司产品相应的核心技术，例如BMS及电动机。公司在中国、美国、德国、英国和荷兰设有研发中心。	680 (12.00%)	1,773
格力博	公司是国家级绿色工厂、国家服务型制造示范企业、国家制造业单项冠军，是江苏省高新技术企业，建有江苏省省级企业技术研究中心、江苏省工程技术研究中心、江苏省研究生工作站、江苏省智能车间等，在中国、欧洲、美国均设有研发中心。截至报告期末，公司拥有国内外专利1,463项，其中发明专利125项。	1,060 (26.05%)	1,463

数据来源：招股说明书，财通证券研究所

持续推进锂电池、IoT、控制器技术提升，打造智能化领先优势。公司率先将锂电池引入园林机械领域，拓展绿色能源的使用场景，在电池包、电机控制、充电器等核心技术领域具有先发优势。公司不断设立新的研发项目，目前在研的13个项目可划分为锂电池、IoT、控制器技术三类，在完善产品生态系统的同时持续推进技术迭代，筑牢研发护城河。

表4.公司在研项目注重智能化发展

序号	项目名称	项目内容	所处阶段	经费预算 (万元)
1	多包输入逆变器项目	应用多电池包输入并行放电控制技术，具有大功率纯正弦波交流输出，同时具备USB\Type-c 供电输出。	试生产	80
2	无线充电充电器项目	大功率高电压远距离无线充电技术，用于具备无线充电功能的电池包充电。	设计	100
3	智能电池包及工具平台项目	实现电池包数据上传，App 控制，IoT 后台管理。	设计	200
4	高串数大功率大容量电池包项目	应用高串数 BMS 管理技术，电池包热管理技术，电池包大功率放电技术。	设计	100
5	RTK 智能割草机项目	RTK 定位技术，路径规划算法，地图构建。	设计	300
6	无感正弦波控制器项目	无感正弦波控制技术，多平台运用。	试生产	100
7	大功率车用控制器项目	大功率车用控制器技术。	设计	100
8	Wi-Fi 智能割草机项目	Wi-Fi 远程控制智能割草机，App 控制，IoT 后台管理。	设计	200
9	远距离控制智能割草机项目	无线网关传输，App 控制，IoT 后台管理。	设计	100
10	轮毂电机控制器项目	零转向扫雪机，两个轮毂电机协调控制行走及转向。	试生产	100
11	24KWh 单层电池包	商用零转向坐骑式割草机锂电池，UL2271 认证，大功率充放电，可低温使用。	设计	300
12	美款 1.5KW 充电器	1.5KW 高功率充电，可给家用零转向坐骑式割草机直接充电，CAN 通信智能充电管理。	设计	100
13	二合一行走控制器	家用坐骑式零转向割草机驱动控制器，带整车管理功能，支持 CAN 通信，二合一集成设计。	设计	200

数据来源：招股说明书，财通证券研究所

3.4 扩充产能、丰富产品线需求凸显，募投资金用途清晰

公司持续扩产、研发，投入募集资金突破技术瓶颈。公司 IPO 申请公开发行不超过 12,154 万 A 股，拟募集资金支持产品技术的更迭及配套生产线的建设，提升公司的核心竞争力。本次募集资金拟投入以下三个制造及建设项目：

(1) 年产 500 万件新能源园林机械智能制造基地建设项目：属于扩产项目，项目建成并达产后公司将新增 500 万件新能源园林机械的生产能力。近年来公司业务规模持续扩大，全年平均产能利用率超 80%，生产旺季满负荷运转依然难以满足生产需求，公司突破产能瓶颈将带来营收增长。

(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：属于产线扩充项目，项目建成并达产后公司将新增 3 万台新能源无人驾驶割草车和 5 万

台割草机器人的生产能力。该项目有利于丰富公司产品结构，符合公司向智能化发展的战略方向，或将打开新的盈利增长点。

(3) 新能源智能园林机械研发中心建设项目：属于研发支持项目，公司在锂电池技术、IoT 技术等方面具有较高的研发需求，该项目有助于整合研发资源，提高企业的核心竞争力。

表5.公司募集资金投资项目情况

序号	项目名称	建设内容	投资总额(亿元)	拟使用募集资金(亿元)	建设周期
1	年产 500 万件新能源园林机械智能制造基地建设项目	新购土地 72 亩、建设 61,678 平米生产车间及配套建筑、购买先进的生产设备、招聘技术及生产人员等，最终建立年产 500 万件新能源园林机械的生产线。	11.69	11.69	36 个月
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	土地购置(8 亩)、厂房建设、设备购置等，最终建立年产 3 万台新能源无人驾驶割草车和 5 万台割草机器人生产线。	3.40	3.40	30 个月
3	新能源智能园林机械研发中心建设项目	利用新购置的 20 亩土地，建立现代化研发大楼，设立研发实验室、检测室和样机制作室，并采购先进的研发设备与检测设备，引进高层次的研发设计人员，增加技术研发投入。	4.47	4.47	-
4	补充流动资金及偿还银行贷款项目	-	15.00	15.00	-
合计			34.56	34.56	-

数据来源：招股说明书，财通证券研究所

4 盈利预测与估值

全球园林机械行业的主要市场是生活绿地面积广阔的北美和欧洲国家，传统上以燃油动力为主。近年来，随着锂电池、无刷电机、智能电控等技术的快速发展以及节能环保的需要，园林机械行业正经历从燃油动力到新能源动力的转变。相比于传统的燃油动力园林机械，新能源园林机械具有清洁、轻便、低噪音、低运行成本、无尾气异味等多项优势，公司产品市场占比逐年增加。公司产品主要分为新能源园林机械和交流电园林机械，在 20V、40V、60V、80V 等锂电池平台均有丰富的产品线。

在新能源园林机械领域，公司高价值量商用产品占比提升，因此预计公司随着商用产品的销售和占比提升，新能源园林机械毛利率与销售收入均逐年提升。

在交流电园林机械领域，随着高价值量产品升级替代旧设备，预计整体销售均价有望提升，随公司产能与渠道持续拓展，交流电园林机械销售收入有望提升。

预计 2022 年~2024 年公司营业收入分别为 57.3 /73.9 /102.7 亿元，毛利率分别为 27% /33% /33%。

表6.公司盈利预测拆分

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	50.0	57.3	73.9	102.7
yoy	17%	15%	29%	39%
营业总成本（亿元）	36.3	42.1	49.9	68.9
yoy	30%	16%	18%	38%
归母净利润（百万元）	2.8	3.0	8.2	11.3
yoy	-50%	9%	170%	38%
新能源园林机械				
销量（万件）	543.69	560	700	1000
销售均价（元/件）	630.06	790	795	800
销售金额（亿元）	34	44	56	80
交流电园林机械				
销量（万件）	220.14	160	240	300
销售均价（元/件）	522.03	562	590	620
销售金额（亿元）	11.49	8.992	14.16	18.6
空压机及其他				
销售金额（亿元）	4.3	3	3	3
毛利率(%)	28%	27%	33%	33%
新能源园林机械	30%	28%	36%	36%
交流电园林机械	23%	22%	23%	23%
其他主营业务	18%	20%	20%	20%

数据来源：wind，财通证券研究所

预计公司 2022 /2023 /2024 年营收分别为 57.33 /73.91 /102.70 亿元，净利润为 3.04/8.21/11.28 亿元，对应 EPS 0.63/1.69/2.32 元/股。可比公司 23 年平均 PE 为 19X。首次覆盖，给予增持评级。

表7.可比公司估值及盈利预测

代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（百万元）			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
0669.HK	创科实业	1448.32	8,082.24	9,382.51	11,182.97	21.51	18.53	15.55
2285.HK	泉峰控股	175.40	1,036.08	1,372.30	1,831.92	18.03	13.68	10.25
002444.SZ	巨星科技	242.30	1,571.63	1,922.61	2,343.39	16.38	13.39	10.98
300879.SZ	大叶股份	27.25	107.70	170.81	246.59	27.12	17.09	11.8
689009.SH	九号公司	229.94	514.71	847.68	1,256.15	22.64	28.55	19.27
301327.SZ	华宝新能	188.05	376.57	727.86	1,048.14	48.91	25.31	17.58
	平均值	-	-	-	-	25.77	19.43	14.24
301260.SZ	格力博	-	304.17	820.58	1,127.83	-	-	-

数据来源：iFinD，财通证券研究所

注：可比公司盈利预测均来源于 同花顺 iFinD 一致预期，收盘价截至 2/5。

5 风险提示

(1) 客户集中风险

目前公司前五大客户营收占比超 50%，公司 2020 年下半年与 Lowe's 业务合作发生不利调整，导致对 Lowe's 的销售额大幅下降。若未来公司与其他主要客户发生类似调整，或销售的产品进一步受替代，销售额将持续降低。

(2) 国际贸易摩擦风险

由于公司绝大部分收入来自境外，以美元结算，若未来中美贸易摩擦加剧影响关税政策，或全球局势动荡影响货物运输，则公司业绩将受不利影响。

(3) 新技术研发和新产品开发进度不及预期的风险

公司研发投入高，技术实力为公司的核心竞争力之一。若公司研发进展不顺利、研发团队组建不合理，则公司的研发能力将受到较大影响，从而导致产品迭代速度减慢、性能提升不及预期，从而使公司流失客户、收入下降。

(4) 原材料及汇率波动风险

原材料成本在公司营业成本中占比较大，原材料价格上升会导致营业成本大幅上升，对公司业绩造成不利影响；目前公司绝大部分收入来自境外，以美元结算，部分原材料也采用进口方式，负面的汇率波动会对成本、收入等造成影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4291.28	5003.89	5733.20	7391.00	10270.00	成长性					
减:营业成本	2785.11	3627.70	4210.82	4987.04	6889.54	营业收入增长率	15.2%	16.6%	14.6%	28.9%	39.0%
营业税费	21.94	10.60	8.60	11.09	15.41	营业利润增长率	297.8%	-57.6%	1.0%	182.6%	37.4%
销售费用	323.62	442.22	573.32	776.06	1130.73	净利润增长率	266.3%	-50.5%	8.7%	169.8%	37.4%
管理费用	366.45	413.70	458.66	591.28	821.60	EBITDA 增长率	54.9%	-42.6%	-18.5%	167.1%	32.3%
研发费用	186.81	208.25	223.59	258.69	359.45	EBIT 增长率	64.3%	-53.8%	-4.8%	190.9%	37.4%
财务费用	77.95	44.24	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	47.8%	-46.5%	3.0%	177.7%	37.4%
资产减值损失	-5.25	-20.47	-0.86	-1.29	-1.08	投资资本增长率	179.4%	64.4%	11.5%	27.8%	29.9%
加:公允价值变动收益	85.83	5.93	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	48,306.7%	39.8%	22.4%	49.4%	45.5%
投资和汇兑收益	29.63	31.54	9.17	3.70	5.14	利润率					
营业利润	646.50	273.84	276.52	781.51	1074.12	毛利率	35.1%	27.5%	26.6%	32.5%	32.9%
加:营业外净收支	-2.37	1.39	0.00	0.00	0.00	营业利润率	15.1%	5.5%	4.8%	10.6%	10.5%
利润总额	644.13	275.22	276.52	781.51	1074.12	净利率	13.2%	5.6%	5.3%	11.1%	11.0%
减:所得税	78.59	-4.52	-27.65	-39.08	-53.71	EBITDA/营业收入	16.1%	7.9%	5.6%	11.7%	11.1%
净利润	565.28	279.74	304.17	820.58	1127.83	EBIT/营业收入	14.2%	5.6%	4.7%	10.5%	10.4%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	383.13	616.94	839.61	165.02	676.26	固定资产周转天数	35	35	53	68	65
交易性金融资产	228.55	13.00	13.00	13.00	13.00	流动营业资本周转天数	50	74	44	78	60
应收帐款	545.72	925.79	760.19	1413.31	1606.82	流动资产周转天数	261	308	260	255	246
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	37	53	53	53	53
预付帐款	51.35	76.38	88.66	105.00	145.06	存货周转天数	145	176	176	176	176
存货	1358.94	2196.56	1930.45	2957.34	3795.09	总资产周转天数	267	320	336	308	291
其他流动资产	51.22	80.97	80.97	80.97	80.97	投资资本周转天数	137	193	188	187	174
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	58.3%	20.6%	18.3%	33.1%	31.3%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.3%	5.4%	5.5%	11.4%	12.0%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	33.1%	10.8%	10.0%	21.7%	22.9%
固定资产	412.19	478.11	836.75	1374.72	1823.03	费用率					
在建工程	0.00	9.47	14.20	21.30	27.21	销售费用率	7.5%	8.8%	10.0%	10.5%	11.0%
无形资产	41.34	83.84	125.76	188.64	241.03	管理费用率	8.5%	8.3%	8.0%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	47.28	146.14	146.14	146.14	146.14	财务费用率	1.8%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	3683.40	5219.30	5481.58	7177.04	9418.47	三费/营业收入	17.9%	18.0%	18.0%	18.5%	19.0%
短期债务	307.12	308.17	309.21	310.26	311.31	偿债能力					
应付帐款	1182.40	1510.20	1615.21	2086.33	3027.31	资产负债率	73.7%	74.0%	69.7%	65.4%	61.7%
应付票据	200.86	506.13	314.50	657.40	685.28	资产负债比	279.9%	285.0%	230.2%	189.3%	161.0%
其他流动负债	300.31	136.70	136.70	136.70	136.70	流动比率	1.27	1.46	1.43	1.38	1.42
长期借款	214.02	749.87	749.87	749.87	749.87	速动比率	0.67	0.65	0.69	0.54	0.59
其他非流动负债	0.67	0.47	0.47	0.47	0.47	利息保障倍数	14.33	12.09	—	—	—
负债总额	2713.78	3863.62	3821.73	4696.61	5810.22	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	364.62	364.62	364.62	364.62	364.62	分红比率					
留存收益	-121.50	158.25	462.42	1283.00	2410.82	股息收益率					
股东权益	969.63	1355.68	1659.85	2480.43	3608.26	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	2.00	0.77	0.63	1.69	2.32
净利润	565.28	279.74	304.17	820.58	1127.83	BVPS(元)	2.66	3.72	3.41	5.10	7.42
加:折旧和摊销	80.04	114.08	54.43	81.65	68.04	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产减值准备	10.15	30.76	0.86	1.29	1.08	PB(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-85.83	-5.93	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	68.58	49.51	0.00	0.00	0.00	P/S	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	-31.77	-31.54	-9.17	-3.70	-5.14	EV/EBITDA	0.4	1.7	1.4	1.3	0.5
少数股东损益	0.26	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	37.95	-484.30	322.75	-888.28	-111.01	PEG	0.0	—	0.0	0.0	0.0
经营活动产生现金流量	673.38	-60.97	672.79	11.86	1081.48	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-478.46	-44.64	-451.17	-687.51	-571.28	REP					
融资活动产生现金流量	-183.58	277.18	1.05	1.05	1.05						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。