

深耕新能源园林机械行业，业绩收入有望加速提升

证券研究报告

2023年03月25日

格力博（301260.SZ）首次覆盖报告

• 核心结论

全球新能源园林机械引领者，锂电商用新品上市，中长期空间打开。公司聚焦新能源与交流电园林机械业务，产品覆盖割草机、打草机、清洗机、吹风机、修枝机、链锯等。公司 18-21 年营业收入 CAGR=17%，业务实现快速增长。核心产品第二代锂电商用坐骑式割草车 23 年开启交付，未来有望贡献重要业绩增量。

园林机械锂电渗透率快速提升，公司多平台产品矩阵助力业绩高增。根据 Global Market Insights 统计，2018 年全球草坪和园林设备市场规模为 283 亿美元，预计到 2025 年将超过 450 亿美元；据 TraQline 统计，2021 年北美地区 OPE 领域新能源园林机械市场份额快速提升至 36%。公司产品线覆盖 24V、40V、60V、80V 和 82V 等多个电池包动力平台，实现电池包在不同产品之间的互通互用，增强客户粘性和复购率。我们预计 22-24 年公司新能源园林机械业务收入分别为 40.09/57.24/79.15 亿元，同比 +17%/+43%/+38%，毛利率分别为 24%/30%/29%。

重视技术研发投入，形成垂直一体化的智能制造体系快速响应客户需求。公司 2019-2022H1 研发费用分别为 1.70/1.87/2.08/1.07 亿元，研发费用占营业收入的比例分别为 4.58%/4.35%/4.16%/3.37%。公司致力于打造垂直化、智能化、信息化的智能制造生产体系，形成整机设计与零部件开发的协同优势，缩短了新品开发周期，可以快速响应客户需求。

形成“自有+商超+ODM”多品类、“线上+线下”多渠道的销售模式，销售收入有望加速提升。公司自有品牌业务逐年提升，2019-2022H1 自有品牌占比分别为 53.13%/54.05%/56.97%/65.53%，成为公司的主要收入来源；Lowe's 业务调整影响基本消化，公司加速与 Amazon、Costco 等下游商超或品牌商的合作，有望成为公司收入新增长点。

投资建议：预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.04/8.03/10.86 亿元，同比+8.7%/+164.2%/+35.2%，EPS 分别为 0.63/1.65/2.23 元。考虑新能源园林机械行业持续高增，公司 21-24 年归母净利润 CAGR=57%，给予其 23 年 22x 目标市盈率，目标价 36.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨，海外经营环境恶化。

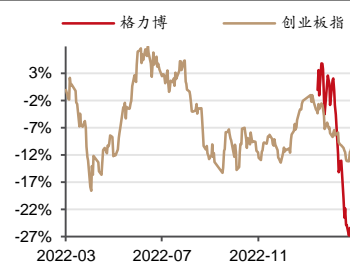
• 核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,291	5,004	5,424	7,655	10,081
增长率	15.2%	16.6%	8.4%	41.1%	31.7%
归母净利润（百万元）	565	280	304	803	1,086
增长率	266.3%	-50.5%	8.7%	164.2%	35.2%
每股收益（EPS）	1.16	0.58	0.63	1.65	2.23
市盈率（P/E）	24.1	48.6	44.8	16.9	12.5
市净率（P/B）	10.5	7.5	7.6	5.3	3.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级	买入
股票代码	301260.SZ
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	27.99

近一年股价走势



分析师

杨敬梅 S0800518020002
021-38584220
yangjingmei@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
格力博核心指标概览	7
一、格力博：全球新能源园林机械行业领先者	8
1.1 历史积淀雄厚，引领新能源技术转型	8
1.2 公司股权集中，核心团队经验丰富	9
1.3 公司规模持续增长，海运费上涨等因素影响盈利能力	11
二、园林机械行业：百年历史行业加速电气化转型	15
2.1 园林机械历史悠久，电动化、智能化时代来临	15
2.2 欧美是园林机械主要市场，锂电技术推动新能源产品份额快速提升	16
2.2.1 欧美国林机械需求旺盛，中国园林机械主要向外出口	16
2.2.2 锂电技术突破实现降本增效，政策加码推动园林机械新能源转型	17
2.2.3 预计 2025 年全球 OPE 市场规模达到 324 亿美元，锂电渗透率持续提升	20
2.3 渠道头部集中度高，电动化有望重塑产业格局	21
2.3.1 园林机械市场集中度较高，中国电动 OPE 厂商占近半份额	21
2.3.2 下游客户集中度高，国产 OPE 厂商有望重塑产业格局	22
三、核心竞争力：产品生态+智能制造+全渠道铺设	24
3.1 重视自有品牌建设，打造高端产品与生态拓展	24
3.1.1 锂电坐骑式割草车将成核心产品踏入蓝海市场	24
3.1.2 打造以锂电池包为核心的生态系统，实现全场景覆盖	26
3.2 技术研发与智能制造实现降本增效	28
3.2.1 研发投入持续增长，研发体系全球协同	28
3.2.2 垂直一体化的智能制造体系确保快速响应客户需求	30
3.3 线上+线下渠道全覆盖，深化合作迎来新机遇	31
3.3.1 多品类、多渠道实现销售模式全覆盖	31
3.3.2 线下销售依旧主导，业务模式调整带来新机遇	33
3.3.3 线上销售迅速增长，有望成为公司新增长点	34
3.4 募资金将加速公司新能源园林机械的生产制造与研发	36
四、盈利预测与估值	37
4.1 关键假设与盈利预测	37
4.2 估值与建议	38
五、风险提示	38

图表目录

图 1：格力博核心指标概览图	7
图 2：公司发展历程图	8
图 3：公司主要产品介绍	9
图 4：公司股权结构（截至 2023 年 2 月 8 日）	10
图 5：公司营业收入及 YOY	11

图 6: 公司归母净利润及 YOY	11
图 7: 2019-2022H1 公司各地主营业务收入情况 (单位: 亿元)	12
图 8: 2022H1 公司主营业务收入来源国家占比情况	12
图 9: 公司主营业务产品收入变化情况 (单位: 亿元)	12
图 10: 公司主营业务产品类别占比变化情况	12
图 11: 公司与可比公司毛利率对比	13
图 12: 公司主营业务产品毛利率对比	13
图 13: 2019-2022H1 公司营业成本变化 (单位: 亿元)	13
图 14: 2019-2022H1 公司主营业务成本占比变化情况	13
图 15: 2018-2022H1 中国出口集装箱运价指数走势图	14
图 16: 2020-2022H1 公司单位制造费用变化情况 (单位: 元/件)	14
图 17: 2019-2022H1 公司各项期间费用率变动情况	15
图 18: 园林机械行业发展历程	16
图 19: 2016-2021 年各地 OPE 市场规模 (单位: 亿美元)	17
图 20: 2021 年各地区 OPE 市场规模占比	17
图 21: 2006-2021 年中国园林机械出口额变化 (单位: 亿美元)	17
图 22: 2021 年中国园林机械分地区出口情况	17
图 23: 园林机械行业产业链	18
图 24: 2022H1 格力博各原材料采购成本占比	18
图 25: 2013-2022 年锂电池组价格变化 (单位: 美元/kWh)	18
图 26: Greenworks Fleet Connect 系统可查看设备工作情况	19
图 27: Greenshield Theft Protection 可划定设备工作范围	19
图 28: 2016-2025 全球 OPE 市场规模增长趋势与预测	20
图 29: 2020 年电动 OPE 供应商市场份额	21
图 30: 主要电动 OPE 厂商对比	22
图 31: 全球 OPE 市场线上/线下渠道市场份额变化趋势 (2020 年数据, 单位: 亿美元)	23
图 32: 2019-2021 年国内 OPE 厂商前五大客户销售占比变化	23
图 33: 公司主营业务销售模式收入变化情况 (单位: 亿元)	24
图 34: 公司主营业务销售模式占比变化情况	24
图 35: 坐骑式割草车市场规模预测 (单位: 亿美元)	24
图 36: greenworks OptimusZ 系列分为: 坐骑式、站立式、紧凑型	25
图 37: OptimusZ 的 19,000 FPM 恒定刀尖速度强于燃油动力割草车的 18,000 FPM	26
图 38: 24V/48V 电压平台实现普通园林作业全覆盖	27
图 39: 60V 电压平台满足高端家庭用户的期待	27
图 40: 82V 系列为商用高端用户提供强劲动力产品	28
图 41: 2019-2022H1 公司与可比公司研发费用率变化情况	28
图 42: 公司与可比公司研发人员数量及占比对比	28
图 43: 公司全球研发中心组织架构	29
图 44: 核心零部件自主设计与制造能力	30
图 45: 公司全自动注塑件生产线	31
图 46: 公司金属板自动冲压线	31
图 47: 公司生产制造管理体系	31
图 48: 公司销售模式对应关系图	32
图 49: 2019-2022H1 公司各产品品牌收入变化 (单位: 亿元)	32
图 50: 2019-2022H1 公司各产品品牌收入占比变化	32
图 51: 2019-2022H1 公司销售渠道收入变化 (单位: 亿元)	34
图 52: 2019-2022H1 公司各线下渠道收入占比变化	34
图 53: 2019-2022H1 公司线下渠道前八大客户收入变化 (单位: 亿元)	34

图 54: 公司电商销售渠道.....	35
图 55: 2019-2022H1 公司线上渠道销售情况 (单位: 亿元)	35
图 56: 2019-2022H1 公司线上渠道各业务销售占比变化	35
图 57: 2019-2022H1 公司线上 B2B 渠道前七大客户收入变化 (单位: 亿元)	36
表 1: 公司 9 家全资子公司介绍.....	10
表 2: 公司核心团队介绍.....	10
表 3: 各种动力类型园林机械产品对比.....	16
表 4: 格力博 82V 零转向割草车经济性对比.....	19
表 5: 北美政策驱动 OPE 去燃油化.....	19
表 6: 全球 OPE 市场及各动力类型市场规模测算	20
表 7: 国内 OPE 厂商对比	21
表 8: 两大系统确保不同草况下实现最佳的工作状态	25
表 9: 公司 OptimusZ 60”竞品对比.....	26
表 10: 公司全球研发中心各团队职能	29
表 11: 公司部分核心技术介绍.....	29
表 12: 公司三大品牌业务模式区分	32
表 13: 公司前五大客户变化情况.....	33
表 14: 公司线上销售渠道对应产品品牌及主要客户	35
表 15: 公司本次募集资金用途	36
表 16: 公司业务收入及盈利预测.....	37
表 17: 公司及可比公司估值.....	38

投资要点

关键假设

公司是新能源园林机械行业的领军企业之一。随着公司加快在新能源坐骑式割草车和智能割草机器人等产品的研发投入，同时与下游客户的合作加深，公司有望在新能源园林机械方面的业绩实现快速增长。

分业务关键假设如下：

新能源园林机械：全球 OPE 市场空间广阔，同时在“双碳”政策和新能源电动化大背景下，锂电园林机械将继续加速渗透。随着公司与下游渠道合作加深及高端智能坐骑式割草机和割草机器人量产落地，该业务有望高增。中长期看，上游原材料和制造费用有望降低，盈利能力有望改善。我们预计 22-24 年公司本业务收入分别为 40.09/57.24/79.15 亿元，同比+17%/+43%/+38%，毛利率分别为 24%/30%/29%。

交流电园林机械：在新能源化的大浪潮之下，交流电园林机械凭借性价比优势，仍具备较强吸引力。公司 22 年受 Lowe's 合作影响，交流电清洗机销量有一定程度下滑，随着公司加深与 Harbor Freight Tools、STIHL 和 B&S 等合作，交流电园林机械产品销量有望实现快速回升。我们预计 22-24 年公司该业务收入分别为 8.89/10.72/11.79 亿元，同比-23%/+21%/+10%，毛利率分别为 19%/24%/22%。

其他主营业务：公司其他主营业务主要是销售空压机及配件等产品。我们预计其 22-24 年收入分别为 5.08/8.32/9.57 亿元，同比+26%/+64%/+15%，毛利率 25%/27%/25%。

其他业务：公司其他业务收入主要来自研发服务、废料及代理清关等业务。我们预计其 22-24 年收入 0.19/0.27/0.30 亿元，同比-24%/+30%/+10%，毛利率 1%/5%/8%。

区别于市场的观点

市场认为原材料价格上涨、海运费上升和美元贬值等因素增加了公司的成本压力，同时公司与第一大渠道客户 Lowe's 的合作发生调整，部分商品停售导致销量下滑，公司业绩增速放缓，成长空间有限。

我们认为，公司在成本端控制能力较强，外部环境变化未给公司造成重大影响，同时公司积极布局自有渠道网络建设，加深与其他客户的合作，逐步消化 Lowe's 带来的影响。公司积极拥抱园林机械电动化的大趋势，收入将持续提升，公司整体成长性较强。

股价上涨催化剂

园林机械下游需求超预期；公司新品销量超预期；部分渠道客户业务增速超预期。

估值与目标价

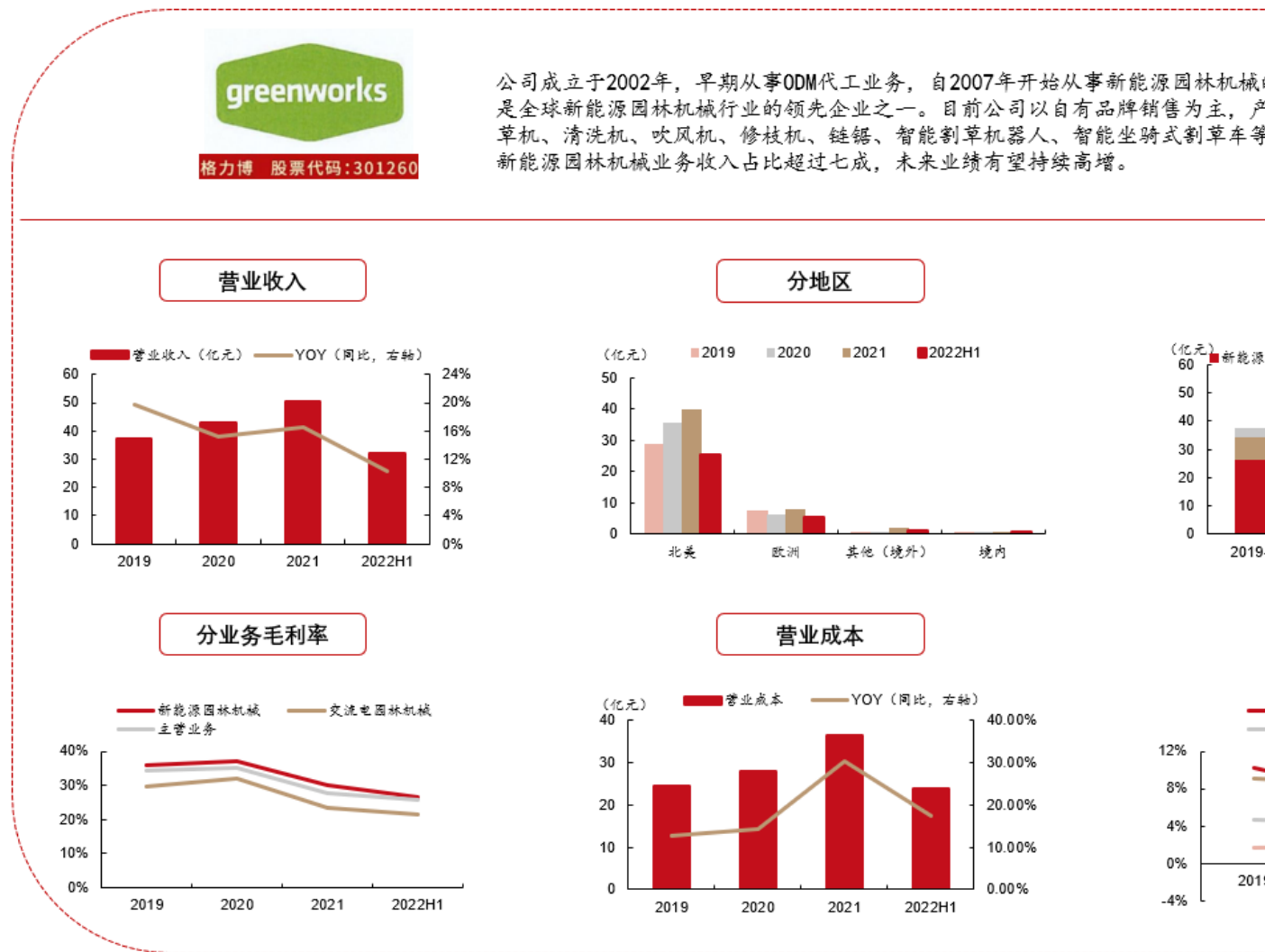
我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.04/8.03/10.86 亿元，对应 PE 分别为 44.8/16.9/12.5X。由于公司主营业务为新能源园林机械产品且主要市场在海外，我们选取行业领先的园林机械及电动工具上市公司大叶股份、泉峰控股和创科实业作为可比公司，可比公司 2022-2024 年平均 PE 为 22.34/16.73/12.79X。

我们认为，格力博作为全球新能源园林机械的领先者，深耕海外渠道多年且产品矩阵布局丰富，在海外具备较高的品牌壁垒和渠道壁垒。公司上市 IPO 募资将大大拓展公司产

品，叠加下游园林机械新能源渗透率逐步提升，公司业绩有望随着产能释放同步高增，看好公司长期成长空间和盈利能力。我们预计公司 21-24 年归母净利润 CAGR=57%，给予其 23 年 22x 目标市盈率，目标价 36.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

格力博核心指标概览

图 1：格力博核心指标概览图



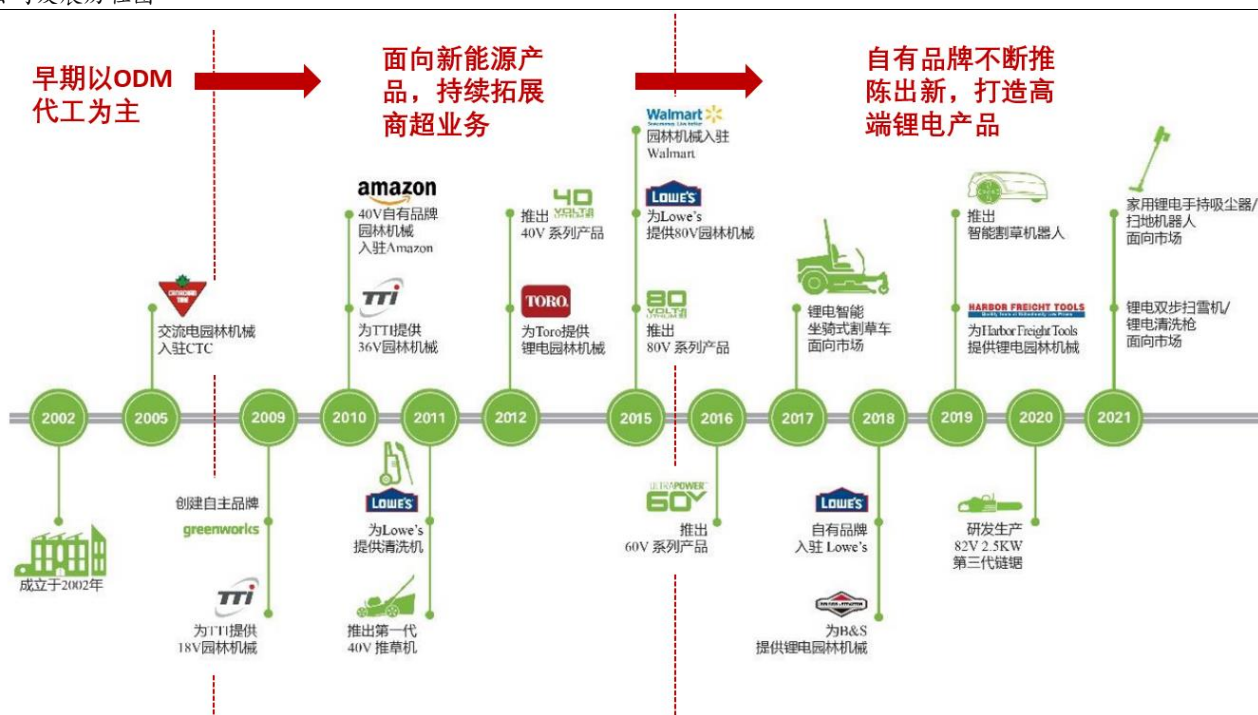
资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、格力博：全球新能源园林机械行业领先者

1.1 历史积淀雄厚，引领新能源技术转型

格力博（江苏）股份有限公司自 2007 年开始从事新能源园林机械的研发、设计、生产及销售，是全球新能源园林机械行业的领先企业之一。公司成立于 2002 年常州市，2007 年率先向美国市场推出锂电打草机；2009 年开始，公司先后创立了自主品牌 greenworks、Greenworks Commercial、POWERWORKS 等自有品牌，同时收购欧洲百年品牌 Cramer。目前公司以自有品牌销售为主，产品按用途可分为割草机、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。公司致力为千万家庭和专业人士提供环保的、智能的、先进的新能源园林机械，让生活更美好，让世界更绿色。

图 2：公司发展历程图



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

园林机械产品线丰富，满足商用家用多方需求。公司产品按动力类型可分为新能源园林机械和交流电园林机械，其中以新能源园林机械为主，覆盖手持式、手推式、坐骑式和智能式全系列产品，包括割草机、打草机、吹风机、修枝机、链锯、智能割草机器人、智能坐骑式割草车及配套的电池包；交流电园林机械主要包括清洗机、割草机，其他产品主要为空压机、电动工具和配件等，丰富的产品线有效满足普通家庭消费者和专业人士的各类需求。

图3：公司主要产品介绍

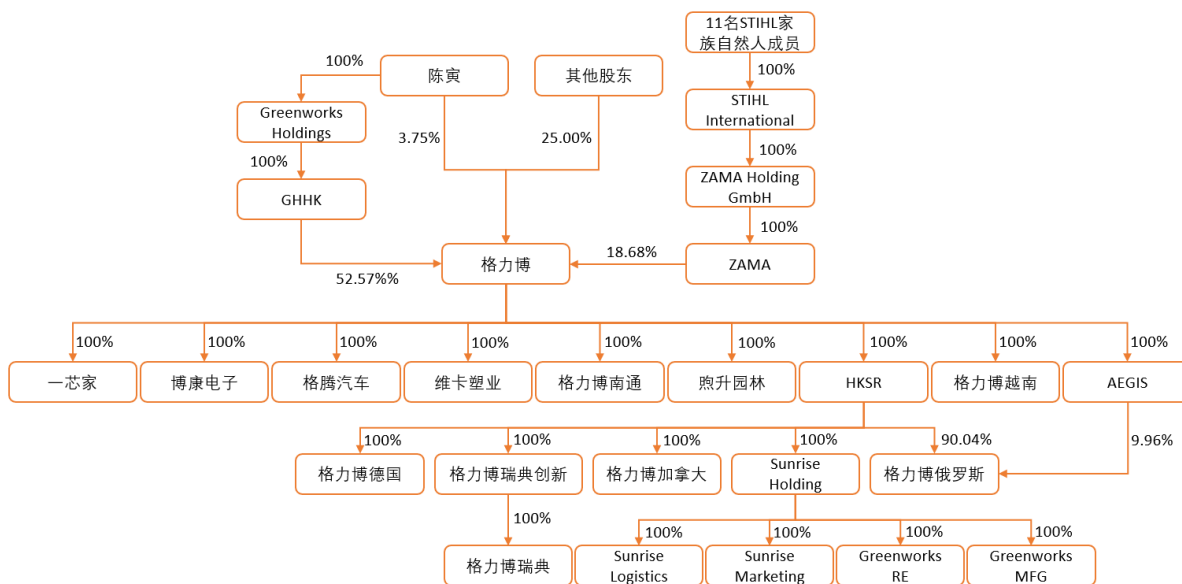
动力类型	产品名称	产品图示	产品用途
新能源园林机械	割草机		用于修剪草坪、植被等
	打草机		用于切割草坪、花园、牧场等地方的杂草
	吹风机		用于草坪、花园等地的树叶、灰尘清理
	修枝机		用于对树枝树叶和绿化带的修剪
	链锯		用于伐木和造材
	智能割草机器人		用于小范围修剪草坪、植被等，同时具备多种智能化功能
	智能坐骑式割草车		用于大规模修剪草坪、植被等，为公司核心产品
	电池包		为园林机械提供动力
交流电园林机械	清洗机		用于园林道路、机械设备的清洗
	割草机		用于修剪草坪、植被等

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

1.2 公司股权集中，核心团队经验丰富

全球知名企业入股，上市前完成资产重组。公司实际控制人为公司创始人陈寅，目前担任公司董事长兼总经理。2016年，因看好公司在新能源园林机械的发展前景和领先地位，全球知名燃油园林机械制造企业 STIHL 向 GHK 增资 1.49 亿美元，持股 GHK 35.00% 股权，同时格力博为其提供 ODM（代工）业务。2019年，格力博集团筹划 A 股上市，为确保资产、业务、人员的完整性及避免同业竞争完成资产重组，截至 2023 年 2 月 8 日，陈寅通过 Greenworks、GHK 直接和间接持有公司 56.32% 的股份，STIHL 退出在 GHK 的 35% 持股，通过其全资子公司 ZAMA 直接持有常州格力博 18.68% 的股份，其他股东持股比例较小。

图 4：公司股权结构（截至 2023 年 2 月 8 日）



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心
注：STIHL International 由 11 名 STIHL 家族自然人成员间接控制

表 1：公司 9 家全资子公司介绍

序号	公司名称	成立时间	注册地	注册资本	主营业务
1	博康电子	2014 年 3 月 3 日	常州	500 万元	电子产品、电源、充电器、电池保护板、控制器、电池包的研发、制造、销售、技术转让、技术服务、技术咨询及相关技术的进出口
2	格腾汽车	2006 年 10 月 20 日	常州	774 万元	从事汽车配件、园林工具、机械新设备及其配件的制造及销售
3	维卡塑业	2005 年 12 月 19 日	常州	151 万元	塑料制品（除医用）、模具、电动工具、电子产品等生产及销售
4	格力博南通	2020 年 2 月 25 日	南通	500 万元	园林工具、电动工具的销售及进出口贸易
5	煦升园林	2010 年 10 月 12 日	上海	100 万元	园林专业技术领域内的技术服务、技术开发、技术咨询、技术转让，货运代理
6	格力博越南	2018 年 12 月 26 日	越南	3502 亿越南盾 (约 1 亿人民币)	园林机械生产
7	AEGIS	2006 年 12 月 11 日	香港	-	园林机械贸易
8	HKSR	2001 年 12 月 28 日	香港	-	园林机械贸易
9	一芯家	2022 年 7 月 6 日	常州	100 万元	家用电器研发、生产和销售等

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

多年经贸经历助力管理层市场开拓，研发骨干从业超二十年。公司创始人陈寅从业多年，与海外电动工具市场交流密切，先后在多家公司电动工具部担任总经理及董事，负责对外经贸和采购等工作；自 2004 年 6 月至今任格力博董事长及总经理，深耕机械园林行业近二十年。庄建清、李志远、霍晓辉、庄宪皆具有多年行业研发或管理经验，是公司未来在电动化、智能化领域发展的核心力量。

表 2：公司核心团队介绍

姓名	职务	履历
陈寅	董事长、总经理	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。

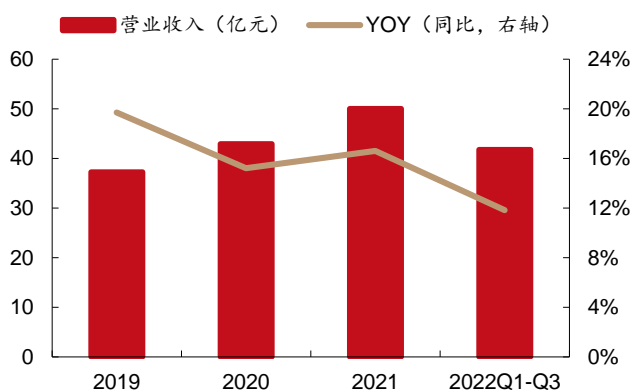
姓名	职务	履历
庄建清	副总经理	2001年2月至2011年10月，任百得（苏州）科技有限公司执行总监；2011年10月至2015年8月，任浙江史密斯医学仪器有限公司运营与研发高级总监；2015年8月至2017年2月，任上海逸思医疗科技有限公司运营副总裁；2017年3月至今，历任格力博及格力博有限高级运营副总裁、副总经理。
崔鹏	董事、财务总监	2003年7月至2005年12月任上海吉博力房屋卫生设备工程技术有限公司财务控制主管及企业资源管理计划软件经理；2006年1月至2015年1月，历任美国通用电气公司多家中国子公司财务负责人；2015年1月至2016年10月任上海雷励投资管理有限公司常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月至今，任上海雍胜货运代理有限公司董事；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。
李志远	研发副总裁	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	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，格力博技术总监。
庄宪	电子工程团队技术总监	2005年7月至2007年7月，任中磊电子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，任华震动力技术有限公司、华震动力技术有限公司 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。

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

1.3 公司规模持续增长，海运费上涨等因素影响盈利能力

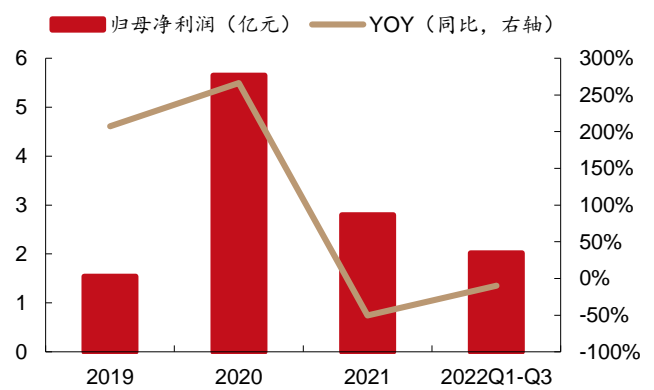
公司业务持续增长，净利润下滑逐渐收窄。全球园林机械市场持续增长叠加新能源转型拉动对于锂电园林机械的需求，公司抓住机会加速新能源产品的研发和下游渠道铺设，业绩持续快速增长。公司 2019-2022Q1-Q3 营业收入分别为 37.25/42.91/50.04/41.74 亿元，同比+19.70%/+15.20%/+16.61%/+11.83%；归母净利润分别为 1.54/5.65/2.80/2.02 亿元，同比+207.21%/+266.29%/-50.51%/-9.96%。2021 年净利润下滑主要受美元贬值、海运费上涨、原材料价格上升和客户业务调整等不利因素，公司积极采取有效应对措施，如大宗商品锁价、与下游客户协商调整产品价格等，2022Q1-Q3 净利润下滑速度有所收敛。

图 5：公司营业收入及 YOY



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 6：公司归母净利润及 YOY



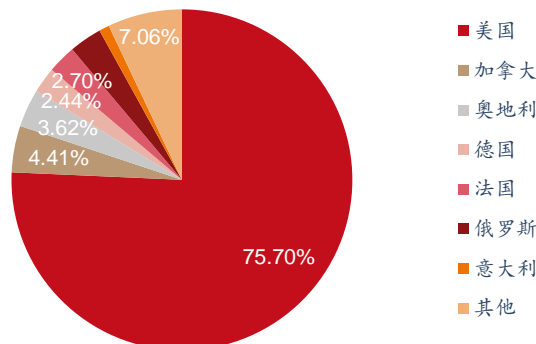
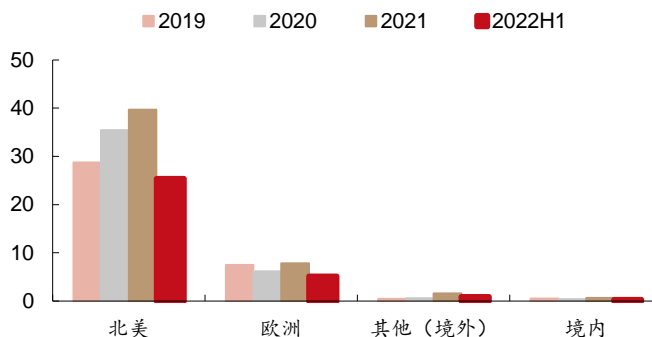
资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

欧美是园林机械产品主要市场，北美占据公司营收近八成。受地理位置、园林文化普及等因素影响，北美、欧洲是园林机械产品的主要市场，公司产品主要销售地区与园林机械主要市场基本一致，其中以北美地区为主。公司 2019-2022H1 北美地区收入分别为 28.72/35.44/39.69/25.38 亿元，分别占主营业务收入的 77.19%/83.13%/79.72%/80.11%；欧洲地区收入分别为 7.51/6.16/7.80/5.13 亿元，境外其他地区收入分别为

0.44/0.63/1.60/0.90 亿元，境内收入分别为 0.54/0.40/0.69/0.28 亿元，占比较小。具体来看，公司 2022H1 前五大收入来源国家分别为美国（75.70%）、加拿大（4.41%）、奥地利（3.62%）、俄罗斯（3.10%）和法国（2.70%）。

图 7：2019-2022H1 公司各地主营业务收入情况（单位：亿元）

图 8：2022H1 公司主营业务收入来源国家占比情况



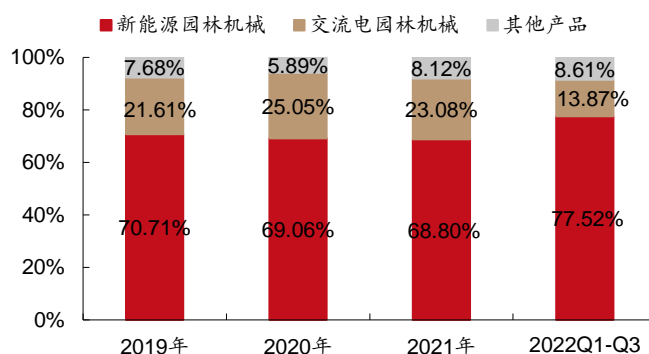
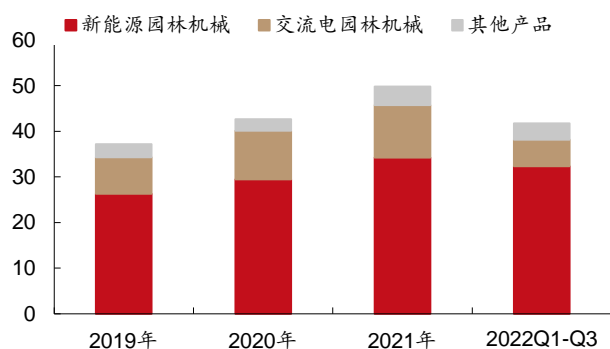
资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

新能源园林机械产品收入超七成，交流电园林机械产品占比下降。公司主营业务收入占比在 99%以上，其他业务收入占比较低，主要为研发服务收入、废料收入及代理清关等业务收入。公司以新能源园林机械销售为主，新能源园林机械覆盖了 20V、40V、60V、80V 等多个电压平台，产品包括割草机、打草机、吹风机、链锯等；交流电园林机械主要包括清洗机、割草机等；其他产品主要为空压机、配件等。其中，公司 2019-2022Q1-Q3 新能源园林机械收入分别为 26.30/29.44/34.26/32.36 亿元，占主营业务比重分别为 70.71%/69.06%/68.80%/77.52%；交流电园林机械收入分别为 8.04/10.68/11.49/5.79 亿元，占比分别为 21.61%/25.05%/23.08%/13.87%，其他产品业务收入分别为 2.86/2.51/4.05/3.59 亿元，占比分别为 7.68%/5.89%/8.12%/8.61%，占比较低。

图 9：公司主营业务产品收入变化情况（单位：亿元）

图 10：公司主营业务产品类别占比变化情况



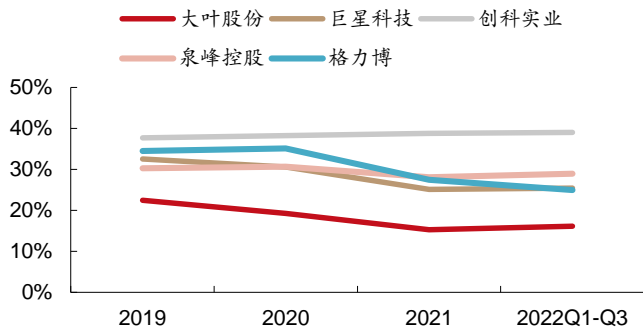
资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

公司毛利率短期承压，新能源园林机械产品利润更高。受美元货币贬值、海运费上升及上游原材料价格上涨等因素，自 2021 年起，行业内可比公司毛利率皆有不同程度下滑。公司 2019-2022Q1-Q3 综合毛利率分别为 34.49%/35.10%/27.50%/24.96%，同期高于可比公司大叶股份，低于巨星科技、创科实业和泉峰控股。其中，大叶股份主要以燃油类割草机产品为主，且 ODM 业务占比较高，导致大叶股份毛利率较低。按业务划分，公司新能源园林机械产品价格（销售均价：789.74 元/件）明显高于交流电园林机械产品（销售均价：562.79 元/件），新能源园林机械毛利率则高于交流电园林机械，2019-

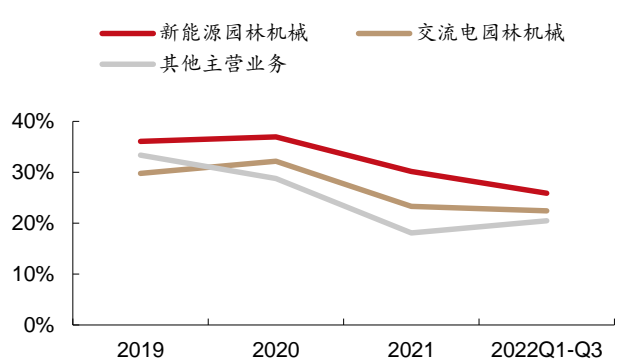
2022Q1-Q3 新能源园林机械毛利率分别为 36.06%/36.97%/30.20%/25.92%，交流电园林机械毛利率分别为 29.78%/32.17%/23.34%/21.42%，其他主营业务（空压机及配件）毛利率分别为 33.37%/28.77%/18.09%/20.49%，高毛利新能源园林机械业务增强公司盈利能力。

图 11：公司与可比公司毛利率对比



资料来源：各公司公告，西部证券研发中心
注：创科实业和泉峰控股最新毛利率为 2022H1 数据

图 12：公司主营业务产品毛利率对比

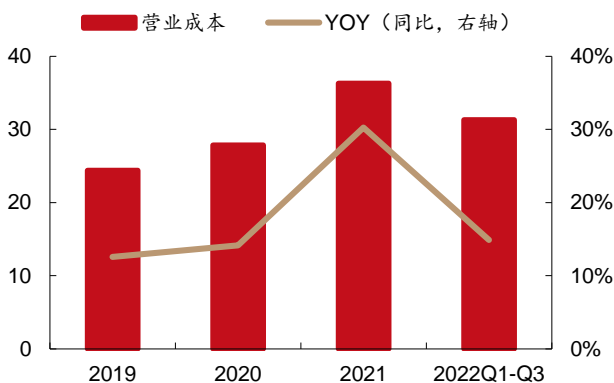


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

公司成本压力增加主要系关税、海运费上升。公司 2019-2022Q1-Q3 营业成本分别为 24.40/27.85/36.28/31.32 亿元，同比分别增长+12.58%/+14.13%/+30.25%/14.88%。公司自 2021 年开始成本结构存在一定变动，直接材料和直接人工占比有所下降，制造费用占比大幅上升，主要系 2021 年和 2022H1 单位关税和海运费涨幅较大，导致制造费用金额同比上升较多，进而制造费用占比上升、直接材料占比下降。2019-2022H1 公司制造费用占营业成本比例分别为 8.13%/8.69%/13.01%/14.88%。

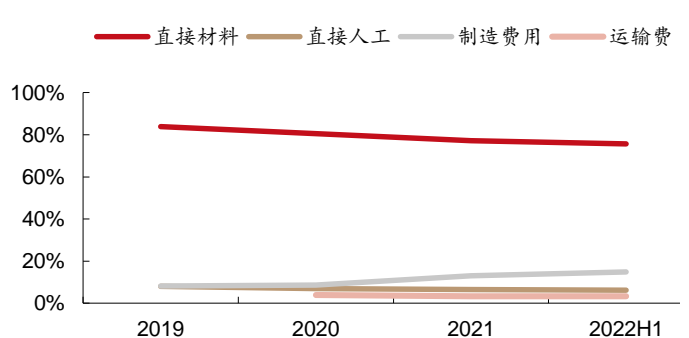
公司自 2021 年起，直接材料和直接人工占比均小幅下降，主要系：① 2021 年直接材料结转成本来自未涨价的 2020 及 2021 年存货；② 采购国内原材料代替进口材料，如通过采购更便宜的国内电芯替代进口电芯；③ 单位成本更低的越南工厂工人占比持续上升。

图 13：2019-2022H1 公司营业成本变化（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 14：2019-2022H1 公司主营业务成本占比变化情况

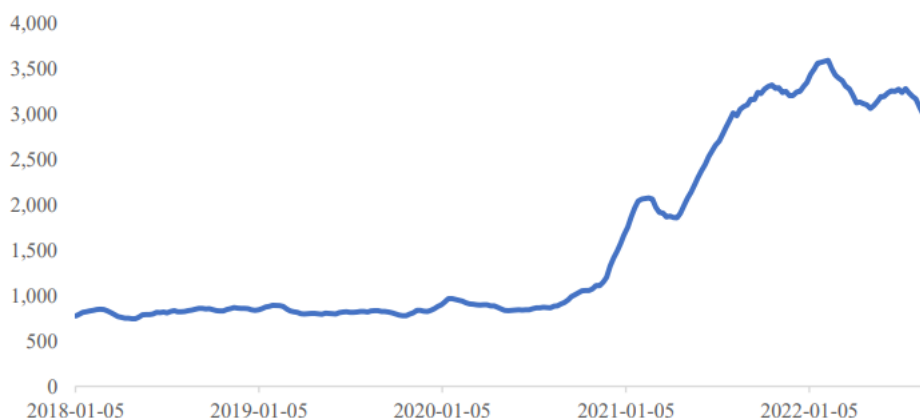


资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心
注：公司运输费自 2020 年起计入成本科目核算，运输费主要为公司向客户销售货物承担的运输费用，非海运费。

制造费用按单位成本构成可分为物料消耗、海运费及关税，制造费用上涨主要受海运费及关税的大幅增长：

- **海运费上涨主要由公司贸易条款调整及国际航运紧张导致：**① 随着公司与 Lowe's 业务合作发生调整，发行人 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，其收入占比由 2020 年 21.56% 上升至 2021 年的 27.81% 和 2022H1 的 47.17%，该贸易条款下海运费由发行人承担；② 新冠疫情导致国际航运紧张，海运费市场价格大幅上涨，根据上海航运交易所发布的数据，中国出口集装箱运价指数 2021 年平均值为 2,626.41 点，2020 年平均值为 984.42 点，上涨幅度为 166.80%，2022H1 平均值为 3,288.77 点，持续上涨。公司采购的集装箱单位运价从 2020H1 的 4212.21 美元上升至 2021H1 的 6,979.20 美元和 2021H2 的 16,941.31 美元，2022H1 进一步增长至 23,959.05 美元。

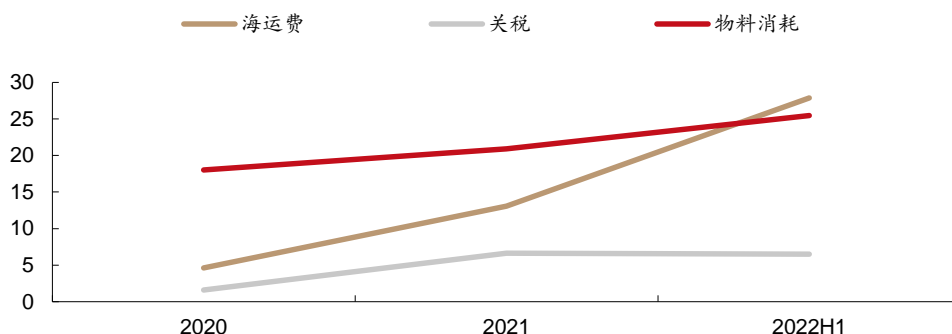
图 15：2018-2022H1 中国出口集装箱运价指数走势图



资料来源：公司招股说明书，Wind，西部证券研发中心

- **关税上涨主要由公司贸易条款调整及客户结构变化导致：**① 不同贸易条款收入占比变化较大，公司对 Lowe's 销售主要采用 FOB 贸易条款，由于 2021 年 Lowe's 销售收入下降，而其他主要客户如 Costco 等主要采用 DDP 等贸易条款，导致公司 2021 年 DDP 贸易条款收入占比上升，DDP 贸易条款下由发行人承担关税，导致关税金额上升；② Amazon、Costco 等客户收入增长较快，上述客户采用海外仓发货的比例较高，且单位货值更高，导致关税金额进一步上升。

图 16：2020-2022H1 公司单位制造费用变化情况（单位：元/件）



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

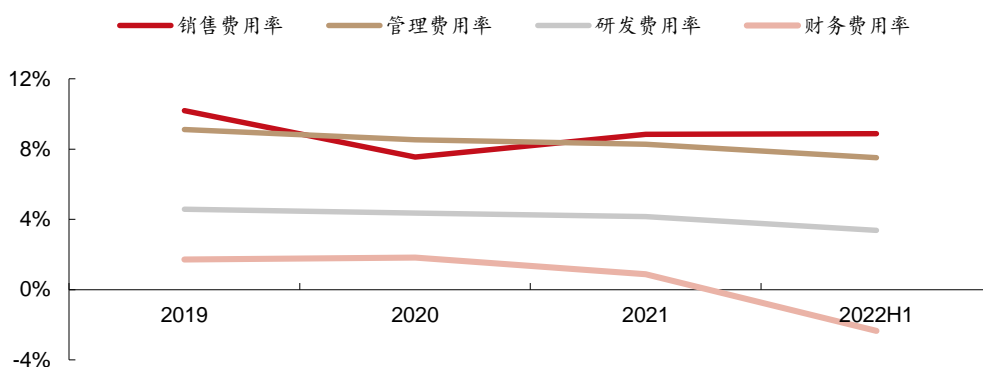
公司各项期间费用率相对稳定，整体随公司收入增加呈现下滑态势：

- 2020 年运输费剔除使销售费用率下降，广告投入及推广费用有所增加。公司销

售费用主要由运输费、工资薪酬、广告宣传及市场推广费、质保费和仓储及租赁费用构成。2019-2022H1 公司销售费用率分别为 10.20%/7.54%/8.84%/8.88%，其中，公司 2020 年将运输费用纳入成本核算，使得剔除该部分后销售费用率同比-2.34pct。2021-2022H1 销售费用率稳中有升，主要系公司为提升自有品牌产品收入占比，加大北美地区社交媒体以及电视广告的投入，从而增加公司广告宣传及市场推广费。

- **公司销售收入增长摊薄管理费用率与研发费用率。**2019-2022H1 公司管理费用率分别为 9.11%/8.54%/8.27%/7.51%，研发费用率分别为 4.58%/4.35%/4.16%/3.37%，皆成逐年下降趋势，主要系公司收入保持较高增速，持续摊薄管理费用率与研发费用率。
- **财务费用率整体较低，美元贬值导致费用率为负。**2019-2022H1 公司财务费用率分别为 1.71%/1.82%/0.88%/-2.36%，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，2022H1 财务费用为负主要系美元大幅升值产生的汇兑收益金额较大所致。

图 17: 2019-2022H1 公司各项期间费用率变动情况



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

二、园林机械行业：百年历史行业加速电气化转型

2.1 园林机械历史悠久，电动化、智能化时代来临

从产品和技术发展的角度，园林机械行业先后经历了手动工具阶段、燃油动力和交流电阶段、直流电动力阶段以及智能化阶段：

- ① **初级阶段：**从十八世纪早期，英国贵族便开始种植草坪，早期修剪草坪主要通过畜牧或手工工具两种方式。
- ② **第二阶段：**1805 年英国工程师托马斯·普拉克内特第一个想出制造割草机并获得世界第一台割草机的发明专利，那是一台装有环形刀身的笨重机器，而且运转很不理想；1830 年英国工程师艾德温·巴丁(Edwin Beard Budding)发明了世界第一台内燃机为动力的割草机，标志着园林机械的诞生，此后多种不同类型的用于园林绿化和养护的机械设备相继出现。交流电园林机械具有更好地环保性和低噪音特性，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。

- ③ **第三阶段**：进入 21 世纪以后，随着世界经济持续增长以及科技水平的不断进步，行业进入了快速发展时期。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。
- ④ **未来趋势**：得益于物联网、人工智能等信息技术行业的不断进步，园林机械行业将朝着平台化、智能化、无人化的方向发展，以割草机器人为代表的新型智能化园林机械将成为行业发展的新趋势。

图 18：园林机械行业发展历程



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

园林机械通常是指 OPE (Outdoor Power Equipment) 即户外动力设备，目前按照动力类型，OPE 产品可分为燃油动力、交流电动力和直流锂电动力。其中，燃油动力以汽油、柴油作为动力来源，具有动力强、便携性好及续航能力强等优势，主要适用于园林、道路等大型户外作业；交流电动力园林机械利用外接电源作为动力来源，具有环保性好、续航能力强等优势，但便携性较差；直流锂电动力园林机械产品利用便携式锂电池作为动力来源，具有环保性好、使用方便、运行成本低、噪音小等优势，但目前购买价格相对较高且续航能力相对较差。

表 3：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

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

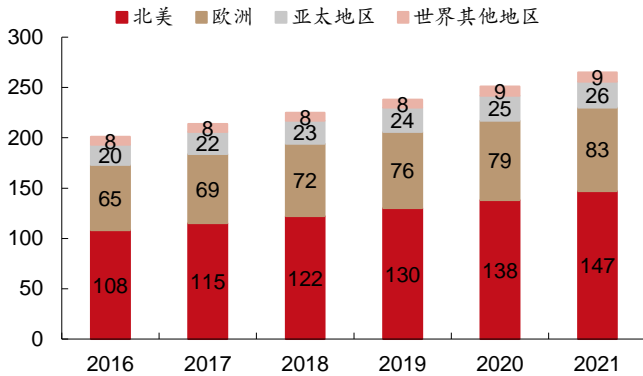
2.2 欧美是园林机械主要市场，锂电技术推动新能源产品份额快速提升

2.2.1 欧美园林机械需求旺盛，中国园林机械主要向外出口

欧美地区市场规模占比超过 80%，城镇化早、园艺文化普及等是主要推手。目前园艺生活已成为欧美很多家庭日常生活的一部分，由于土地资源较为丰富、居民生活水平较高、独栋房屋数量增长快，以及热衷打理草坪的人文环境和家庭理念影响，众多家庭都会在花园庭院的打理投入时间、精力和物力，对于园林机械有极大需求。根据欧洲园艺器械制造协会数据，美国、德国和英国的园林爱好者分别超过其国家总成年人口的 40%、60% 和 49%，园林机械产品已经成为很多国家居民的生活必需品。根据弗若斯特沙利文报告，按 2021 年的收入计，欧美 OPE 占全球 OPE 市场 86.8%，北美及欧洲的 OPE 产品收入分别为 147 亿美元和 83 亿美元，分别占全球 OPE 市场的 55.5% 及 31.3%，亚太等世界

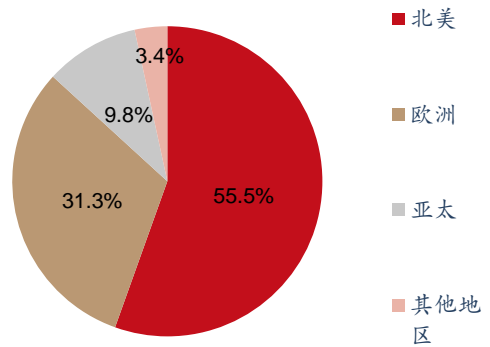
其他地区仅占 13.2%，市场仍有待开发。

图 19: 2016-2021 年各地 OPE 市场规模 (单位: 亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 西部证券研发中心

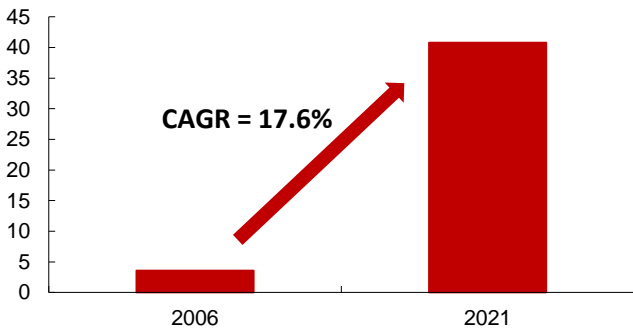
图 20: 2021 年各地区 OPE 市场规模占比



资料来源: 弗若斯特沙利文, 西部证券研发中心

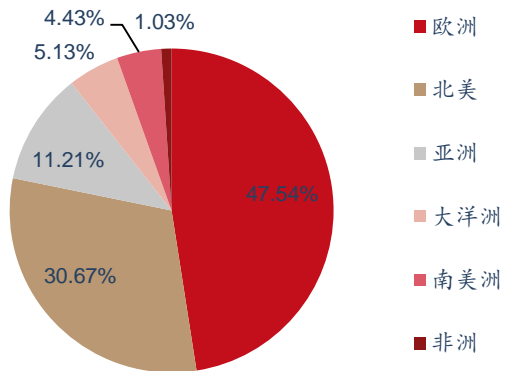
中国制造业优势明显, 园林机械出口额快速增长。我国自改革开放以来依托劳动力成本优势以及大力吸引世界制造企业在华投资, 逐渐成为世界产业基地, 凭借工业基础优势、制造成本优势, 以及日渐成熟的管理能力和制造技术, 中国在园林机械制造领域发展迅速, 出口额快速增长。根据海关数据统计, 中国园林机械产品净出口由 2006 年的 3.58 亿美元增长至 2021 年的 40.77 亿美元, 年均复合增长率为 17.6%, 约占全球市场规模的 15.4%, 增长迅速, 其中出口排名前三的地区分别为欧洲、北美洲和亚洲, 分别占出口总额的 47.54%、30.67%、11.21%。

图 21: 2006-2021 年中国园林机械出口额变化 (单位: 亿美元)



资料来源: 海关数据, 西部证券研发中心

图 22: 2021 年中国园林机械分地区出口情况

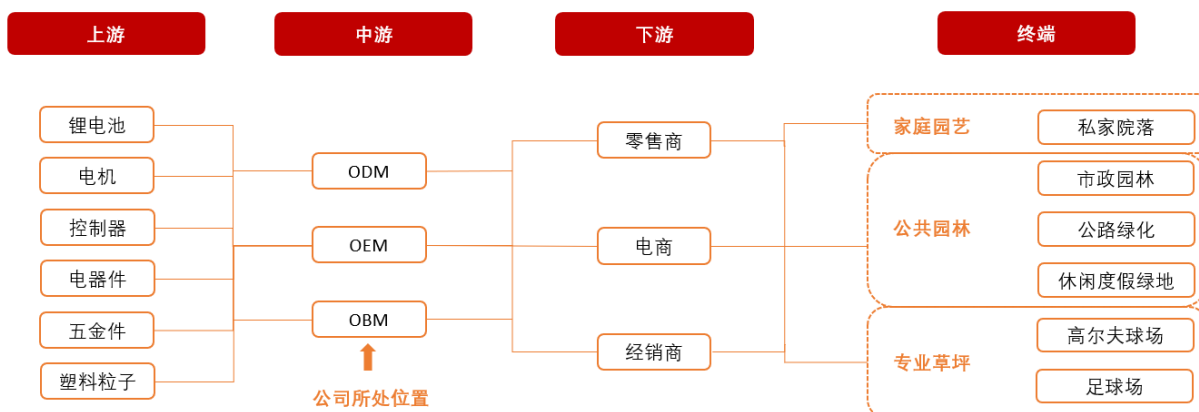


资料来源: 海关数据, 西部证券研发中心

2.2.2 锂电技术突破实现降本增效, 政策加码推动园林机械新能源转型

新能源园林机械产业链格局清晰。上游包括锂电池、电机、控制器、电控件、五金件、塑料粒子等行业; 下游渠道商主要为园林机械产品的零售商、电商、经销商, 产品最终销售给家庭和专业消费者, 应用于家庭园艺、公共园林和专业草坪。其中, 家庭园艺主要为欧美等发达国家和地区的私人住宅花园; 公共园林主要为市政园林、房地产景观、度假休闲区等; 专业草坪主要为高尔夫球场、足球场等。

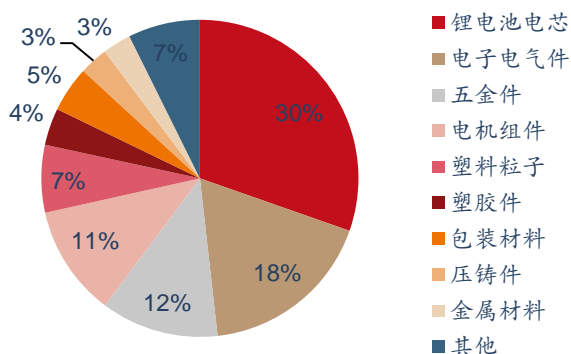
图 23: 园林机械行业产业链



资料来源: 公司招股说明书, 西部证券研发中心

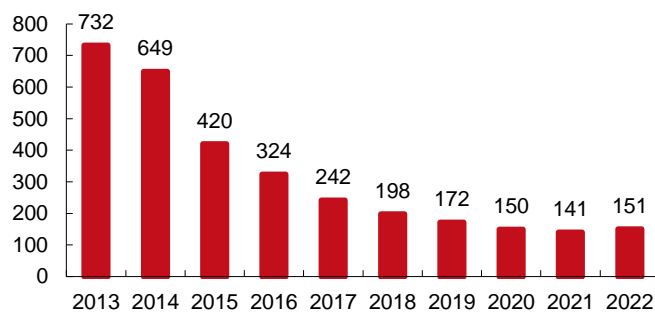
锂电池在成本中占比较大, 未来仍有下降空间。新能源园林机械零部件主要包括锂电池、电机、控制器、电器件、五金件、塑料粒子等, 其中锂电池成本占总成本的比重较大, 直接影响园林机械产品的生产成本。以格力博为例, 2022H1 锂电池电芯采购成本占原材料采购总额的 30%, 远超其他零部件采购成本。目前, 伴随锂电技术进步和规模效应等因素, 锂电池成本呈现逐年下降的趋势。根据彭博新能源财经 (BNEF), 2013-2021 年锂电池组平均单位成本已从 732 美元/kWh 下降至 141 美元/kWh, 降幅最高达 80.7%, 2022 年受原材料涨价影响, 锂电池组价格有小幅回升, 未来随着上游原材料价格下降, 锂电池单位成本有望进一步被压缩, 从而缩小新能源园林机械与燃油之间的价差。

图 24: 2022H1 格力博各原材料采购成本占比



资料来源: 公司招股说明书, 西部证券研发中心

图 25: 2013-2022 年锂电池组价格变化 (单位: 美元/kWh)



资料来源: BloombergNEF, 西部证券研发中心

新能源园林机械无需定期维护, 相比燃油使用成本可节省上万元。传统燃油驱动的园林机械以发动机、滤芯等机械零部件组成, 以汽油、机油为燃料会产生大量杂质, 需要定期维护清理, 虽然目前燃油园林机械产品价格低于锂电产品, 但使用过程中的燃料费用和养护费用远高于新能源产品, 综合来看, 锂电园林机械长期使用成本远小于燃油产品。以格力博 82V 零转向割草车进行对比, 以 3 年为一个周期测算, 锂电割草车合计使用成本为 28,676 美元, 燃油割草车成本为 47,608 美元, 采用新能源割草车将在 3 年内总共节省 18,932 美元, 新能源园林机械长期成本优势明显。

表 4: 格力博 82V 零转向割草车经济性对比

动力类型	82V 锂电池	燃油
期初投入	\$26,999	\$18,499
3 年燃料费用 (6 小时/天)	\$1,677 (\$0.30/hrs)	\$27,216 (\$5.51/hrs)
3 年维护检修费用	\$0	\$1,893
3 年投入成本合计	\$28,676	\$47,608
3 年锂电较燃油可节省		\$18,932

资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

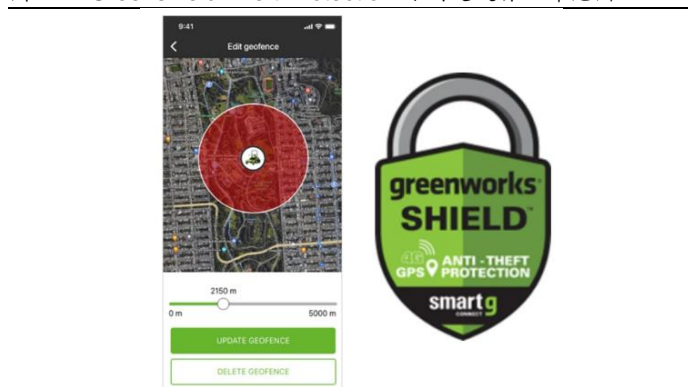
锂电园林机械性能更优, 智能化应用提升工作效率。传统的以燃油动力驱动的园林机械产品, 能源利用率较低, 热能损失严重, 且由于缺乏尾气处理装置所产生的尾气对大气会造成严重污染。相较于传统燃油动力园林机械产品, 基于锂电动力的新能源园林机械产品具有清洁环保、噪声小、振动小、维护简单、运行成本低等优良产品特性, 同时电驱动可以提供更持久、稳定的动力输出, 长时间工作表现优于燃油动力产品。相较于交流电园林机械, 锂电园林机械产品能够摆脱电源接口的限制, 户外应用场景更为广泛、灵活, 使用体验更佳。对于重视便捷性及使用体验的家庭使用场景, 锂电动力的无绳园林机械能够更好地契合家庭用户需求。基于构造和驱动方式不同, 锂电园林机械能够实现更多智能化功能, 大大提升园林打理的效率, 以格力博 OptimusZ 高端商用系列割草车为例, 其搭载的 19K 恒速智能系统和 PowrTraQ 智能驱动系统能够针对不同草况调节刀尖速度, 确保在不同场景下以高效地完成工作; OptimusZ 同时还具备自主开发地车队管理系统和防盗系统, 用于远程查看设备的工作状态、行动轨迹和追踪定位, 给予用户更多样化、更便捷的工作方式。

图 26: Greenworks Fleet Connect 系统可查看设备工作情况



资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

图 27: Greenshield Theft Protection 可划定设备工作范围



资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

多地出台环保政策, 推动锂电 OPE 加速渗透。近年来, 随着全球变暖和环境污染的加剧, 世界各国对环保问题日益重视, 各国环保法律法规对园林机械产品的要求也逐步提高, 如欧盟的欧 II 排放标准、美国的 EPA 标准等, 园林机械产品面临更高的环保要求。同时各地多个城市出台相关政策逐步禁用燃油 OPE, 推动电动 OPE 渗透率快速提升。

表 5: 北美政策驱动 OPE 去燃油化

国家	地区	规定政策
美国	加州	2024 年起禁止销售燃油吹叶机和割草机, 2028 年全面禁用燃油驱动户外动力设备, 已拨款 3000 万美元帮助园林从业者从燃油设备过渡到零排放设备
	纽约	2027 年所有销售的园林设备实现零排放

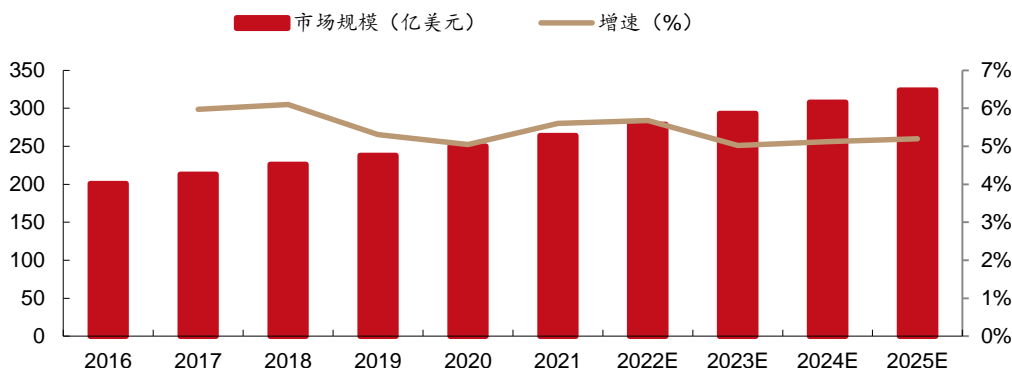
佛蒙特州	2022年5月后禁止使用噪音过大的燃油吹叶机
华盛顿	2022年禁止汽油吹叶机使用
伯灵顿	2022年5月后禁止使用汽油动力吹叶机
新泽西	出台新政禁止汽油吹叶机销售
波特兰	批准在2025年之前改用电动吹叶机
马萨诸塞	到2024年前期汽油吹叶机将逐步淘汰
渥太华	2022年夏天开始使用电动园林设备
加拿大 温哥华	2024年逐步淘汰汽油驱动景观维护及园林设备
多伦多	已有禁用使用燃油割草机提案

资料来源：各地区政府信息，西部证券研发中心

2.2.3 预计2025年全球OPE市场规模达到324亿美元，锂电渗透率持续提升

受经济发展等因素影响，全球 OPE 市场规模稳步增长，预计 2025 年达到 324 亿美元，年均复合增长率为 5.45%。世界经济持续发展是园林机械市场规模持续攀升的重要因素，根据世界银行统计数据，2010 年全球 GDP 总量为 66.11 万亿美元，2021 年增长至 96.10 万亿美元，年均复合增长率为 3.46%，经济发展的不断提升增强了居民对于园林机械在内多方消费品的需求。欧美发达国家和地区由于城镇化起步早、独栋房屋数量增长快，园艺文化已得到深入普及，极大增加了对园林机械的需求。根据弗若斯特沙利文分析报告，2016 年全球 OPE 市场规模为 201 亿美元，预计至 2025 年将达到 324 亿美元，年均复合增长率为 5.45%，市场维持稳定增长。

图 28：2016-2025 全球 OPE 市场规模增长趋势与预测



资料来源：弗若斯特沙利文，西部证券研发中心

燃油动力 OPE 市场份额仍占六成，锂电渗透率持续提升，预计 2025 年市场占有率达到 17.7%。随着锂电池技术不断取得进展，电池续航和制造成本限制逐渐突破，新能源园林机械产品开始普及市场并取得各类终端用户认可，其市场占有率也在产业技术升级趋势引领下逐年递增。预计 2021-2025 年锂电 OPE 市场规模从约 39.6 亿美元增长至 57.4 亿美元，年均复合增长率达到 9.7%，高于市场平均增速，市场占有率将达到 17.7%；燃油动力 OPE 凭借较为成熟的产品序列和完善的渠道网络，预计市场占比稳中有降，预计 2025 年市场规模 211.5 亿美元，占比 65.2%，2021-2025 复合增长率为 4.9%；交流电园林机械占比较小，虽凭其价格优势仍有一定份额，但市场份额占比逐年下降，预计 2025 年市场规模 13 亿美元，仅占 4.0%，2021-2025 复合增长率为 4.7%。

表 6：全球 OPE 市场及各动力类型市场规模测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
--	------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------	-------

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球 OPE 市场规模 (亿美元)	201	213	226	238	250	264	279	293	308	324
YOY	6.0%	6.0%	6.1%	5.3%	5.0%	5.6%	5.7%	5.0%	5.1%	5.2%
燃油 OPE (亿美元)	134.0	142.0	150.1	158.0	166.0	175.0	184.0	193.0	202.1	211.5
YOY	6.4%	6.0%	5.7%	5.3%	5.1%	5.4%	5.1%	4.9%	4.7%	4.7%
占比	66.5%	66.6%	66.6%	66.5%	66.4%	66.3%	66.1%	65.9%	65.6%	65.2%
交流电 OPE (亿美元)	9.0	9.2	9.4	9.7	10.2	10.8	11.5	12.1	12.6	13.0
YOY	2%	2.2%	2.2%	3.2%	5.2%	5.9%	6.5%	5.5%	3.9%	3.2%
渗透率	4.5%	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.0%
锂电 OPE (亿美元)	25.9	28.0	30.3	33.0	36.0	39.6	43.6	47.6	52.2	57.4
YOY	7%	8.1%	8.2%	8.9%	9.1%	10.0%	10.1%	9.2%	9.7%	10.0%
渗透率	12.9%	13.1%	13.4%	13.9%	14.4%	15.0%	15.7%	16.2%	16.9%	17.7%
零件及附件 (亿美元)	32.5	34.0	35.7	36.9	37.8	38.6	39.4	40.3	41.3	42.4
YOY	3%	4.6%	5.0%	3.4%	2.4%	2.1%	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%
渗透率	16.1%	15.9%	15.8%	15.5%	15.1%	14.6%	14.1%	13.8%	13.4%	13.1%

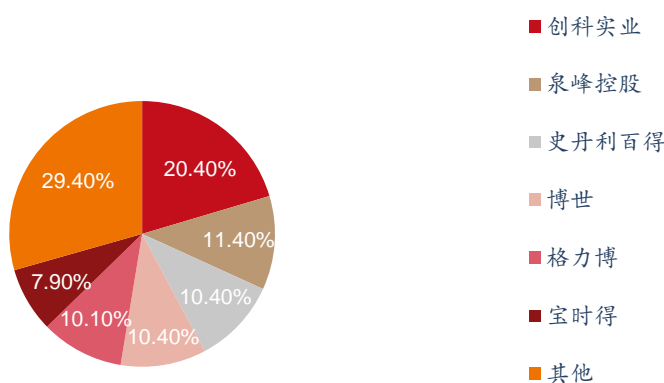
资料来源：弗若斯特沙利文，西部证券研发中心

2.3 渠道头部集中度高，电动化有望重塑产业格局

2.3.1 园林机械市场集中度较高，中国电动 OPE 厂商占近半份额

全球园林机械供应商以欧美企业为主，中国企业发力电动 OPE，前四家中国企业共占 48.9% 的市场份额。全球前五大园林机械供应商分别为 Deere (美国)，TORO (美国)，富世华集团 (瑞典)，MTD (美国) 和 STIHL (德国)，合计约占全球市场需求额的 50%，在全球园林机械市场占有较大市场规模。依托更为成熟的新能源产业链和劳动力成本优势，中国在电动 OPE 制造领域迅速发展，国内企业占据电动 OPE 主要市场份额。根据弗若斯特沙利文报告，按 2020 年收入计，前 10 大电动 OPE 参与者约占 88.4% 的市场份额，其中创科实业以 20.4% 的市场占有率排名第一，格力博以 10.1% 的市场份额排名第五，前 10 家中，4 家中国企业共占 48.9% 的市场份额，竞争优势明显。

图 29：2020 年电动 OPE 供应商市场份额



资料来源：弗若斯特沙利文，泉峰控股招股说明书，西部证券研发中心

表 7：国内 OPE 厂商对比

公司名称	主要产品	2021 年营收	2021 年 OPE 营收	2021 年归母 净利润	客户构成	市场地位
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	132.03 亿美元	119.60 美元 (电动工具业务)	10.99 亿美元	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

公司名称	主要产品	2021年营收	2021年 OPE 营收	2021年归母 净利润	客户构成	市场地位
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）	17.58 亿美元	8.65 亿美元	1.45 亿美元	Lowe's、沃尔玛、ACE Hardware、Kingfisher 等	全球领先的电动 OPE 企业之一
大叶股份	割草机、打草机/割灌机、其他动力机械及配件等	16.07 亿元	16.05 亿元	0.56 亿元	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，以燃油 OPE 为主
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	50.04 亿元	45.75 亿元	2.80 亿元	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：各公司招股说明书，Wind，西部证券研发中心

Ryobi 起步早，先发优势明显，格力博产品矩阵更丰富。 Ryobi 在 1968 年开始涉足电动工具，自 2000 年起与创科实业联手开拓欧美市场，通过较为丰富的产品和与下游客户深度绑定，目前创科实业 Ryobi 占据全球电动 OPE 市场份额第一，博世与泉峰控股的 Ego 紧随其后。格力博凭借更强大的产品力，旗下割草机、吹风机常年位居市场销量及口碑前列，产品覆盖 24V、40V、60V、80V 更丰富的产品矩阵为用户提供了更多的选择，满足家用、商用等不同人群的个性化需求，有望进一步提升电动 OPE 的市场份额。

图 30：主要电动 OPE 厂商对比

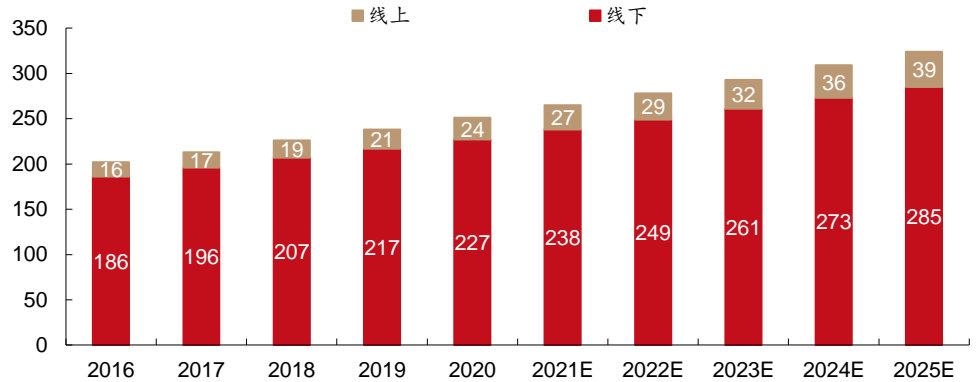
公司名称	主要 OPE 品牌	电压平台	产品类型	图例	价格区间（单位：美元）
创科实业	Ryobi	18V ONE+/HP 40V/40V HP 80V HP	割草机、打草机、吹风机、电动工具等		\$100 — \$8,000
泉峰控股	EGO	56V	割草机、修枝机、打草机、吹风机、链锯等		\$100 — \$7,000
史丹利百得	Black&Decker	20V 40V	割草机、吹叶机、链锯等		\$100 — \$500
格力博	greenworks/ Greenworks Commercial	24V/48V 40V 60V 80V 82V	割草机、打草机、吹风机、修枝机、链锯等		\$100 - \$27,000

资料来源：各公司官网，西部证券研发中心

2.3.2 下游客户集中度高，国产 OPE 厂商有望重塑产业格局

OPE 产品线下渠道份额占九成，线上渠道增速较快。 根据弗若斯特沙利文报告，2020 年全球 OPE 市场规模为 250 亿美元，线下/线上渠道市场份额占比分别为 90.4%/9.6%，预计到 2025 年，线下/线上渠道市场份额分别增长至 285/39 亿美元，复合年增长率分别为 4.7%/10.2%。

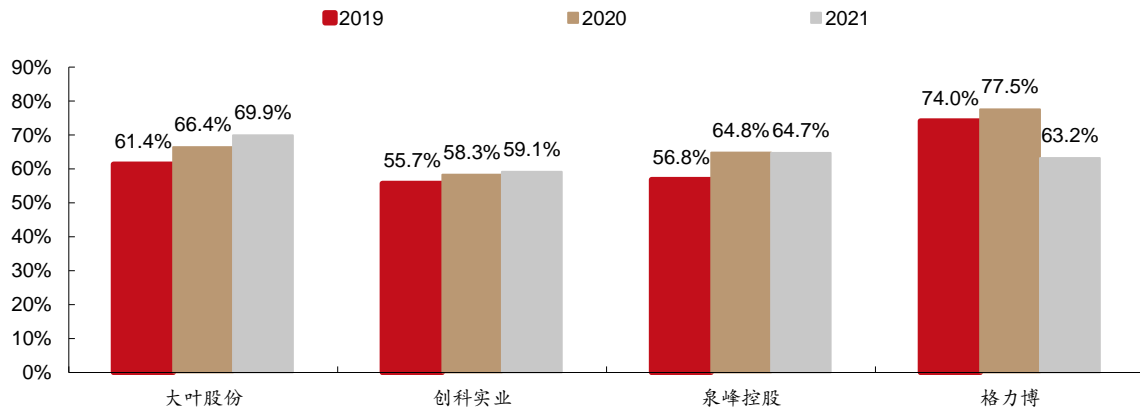
图 31：全球 OPE 市场线上/线下渠道市场份额变化趋势（2020 年数据，单位：亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，泉峰控股招股说明书，西部证券研发中心

下游渠道头部集中度高，国内 OPE 厂商前五大客户销售占比皆超 50%。根据第三方咨询机构 TraQline 数据，北美地区 OPE 市场份额排名前三位的销售渠道分别为 The Home Depot、Lowe's、Amazon 等，2021 年上述三大渠道北美市场占有率达 73%。OPE 厂商选择与头部渠道商形成长期稳定的合作关系，以保持持续增长的销量和竞争力，国内 OPE 厂商前五大客户销售占比皆超过 50%，创科实业仅 The Home Depot 一家占比高达 47.5%，格力博 2019-2020 年前五大客户销售占比超过 70%，OPE 厂商对于下游头部客户依赖程度较高。

图 32：2019-2021 年国内 OPE 厂商前五大客户销售占比变化



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

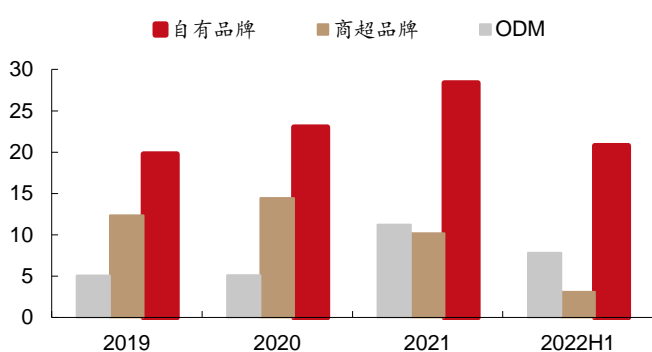
深度绑定渠道强化市场地位，国产厂商有望重塑 OPE 竞争格局。凭借国产厂商在电动 OPE 较早布局以及生产制造优势，皆与国外渠道客户形成深度合作。目前，创科实业与北美最大家居装饰零售商 The Home Depot 多年深度绑定；泉峰控股与 Lowe's 加深合作，为其贴牌 Kobalt 产品提供独家生产，EGO 进入 Lowe's 渠道销售；格力博重点布局自有品牌，加深与 Costco、TSC 和线上 Amazon 的合作关系。未来随着锂电 OPE 市场格局被进一步打开，拥有强大产品力和深度渠道网络的头部 OPE 厂商将筑高竞争壁垒。

三、核心竞争力：产品生态+智能制造+全渠道铺设

3.1 重视自有品牌建设，打造高端产品与生态拓展

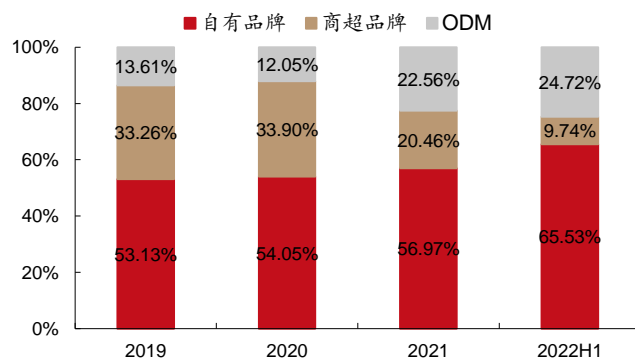
公司高度重视自有品牌的建设和培育，自 2009 年开始，先后创立 greenworks、POWERWORKS 等品牌。通过多年的渠道拓展、品牌推广及运营，公司自有品牌 greenworks 的知名度及美誉度持续提高。以美国电商平台 Amazon 为例，公司 greenworks 品牌割草机、吹风机等多款产品常年位于“Best Seller”（最畅销产品）之列，销量及用户口碑均保持市场前列，greenworks 品牌交流电清洗机在美国 Consumer Reports 发布的交流电清洗机推荐榜单中稳居前列。公司自有品牌产品销售比例持续提高，2020-2022H1 自有品牌产品的销售收入占比分别达 54.05%/56.97%/65.53%，已成为公司业务收入的核心部分。

图 33：公司主营业务销售模式收入变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 34：公司主营业务销售模式占比变化情况

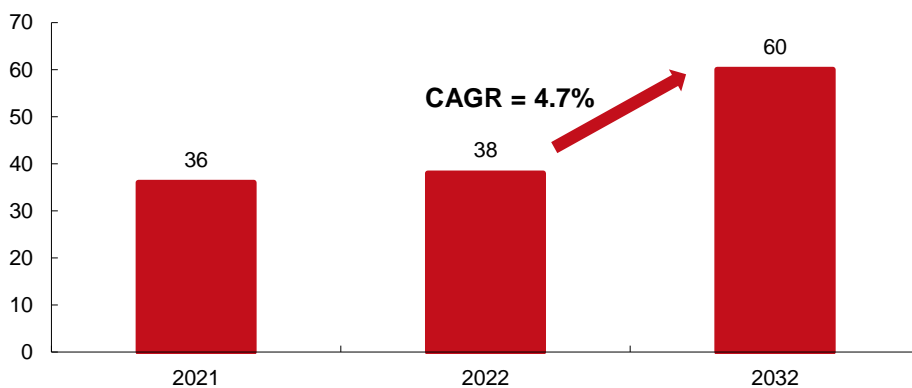


资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

3.1.1 锂电坐骑式割草车将成核心产品踏入蓝海市场

锂电坐骑式割草车为蓝海市场，目前市场份额不足 5%。根据 Persistence Market Research 的统计数据，2021 年坐骑式割草车市场规模约为 36 亿美元，预计 2022-2032 年均复合增长率将达到 4.7%，燃油坐骑式割草车市场份额目前仍占据 95% 以上，锂电坐骑式割草车仍为蓝海市场，在“双碳”政策和新能源转型的大背景下，其未来增长空间巨大。

图 35：坐骑式割草车市场规模预测（单位：亿美元）



资料来源：Persistence Market Research，西部证券研发中心

产品全球化合作，锂电坐骑式割草车将成为新增长点。2018年，公司率先推出锂电商用零转向割草车，并获得美国 PITA 专业工具创新奖，随后又与美国最大的农村生活方式零售商 TSC、美国最大的园林绿化服务提供商 Bridgtview 及全球著名农机巨头 John Deere 的经销商围绕商用坐骑式锂电割草车展开合作。2022年10月，格力博推出第二代产品“擎天柱 OptimusZ”商用割草车，是目前全球动力最大、割草速度最快的商用割草车。

图 36: greenworks OptimusZ 系列分为：坐骑式、站立式、紧凑型



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

OptimusZ 60”强劲动力输出、智能化系统和超长续航能力最大化提升园林工作效率：

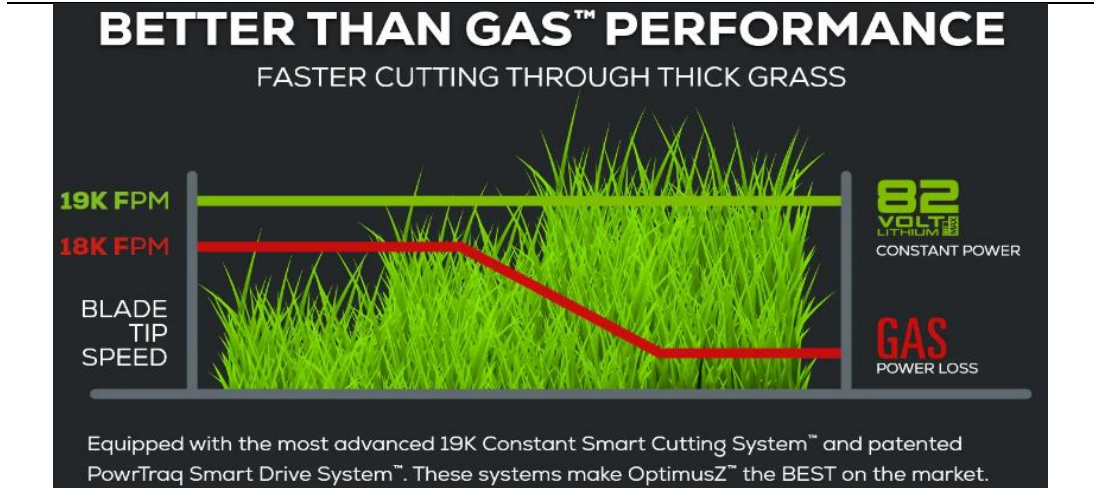
动力性能：最大输出功率高达 65HP，远高于目前市面 38HP 的汽油发动机的动力。所搭载的最先进的 19K 恒速智能割草系统(19K Constant Smart Cutting System) 和 PowrTraq 智能驱动系统(PowrTraq Smart Drive System)，能够让刀尖速度维持在 19,000 FPM 并针对不同草况调节速度，割草速度可以达到 16 MPH。

表 8: 两大系统确保不同草况下实现最佳的工作状态

智能系统	结构	功能
19K 恒速智能割草系统	由 3 台 1.8kW 直驱连续进气切割电机组成，通过三合一刀片控制器控制	<ul style="list-style-type: none"> ①极速切割速度：最大 16 MPH 的切割速度和恒定 19,000 FPM 刀尖速度将提升使用效率和切割质量 ②恒定刀片速度：智能三合一刀片控制器可对不同环境和草况下（湿、高、厚）进行及时优化响应，确保 3 台刀片电机速度保持一致并防止电机因陷入泥潭而瘫痪 ③无需维护：高性能磨砂刀片电机结构提供智能电力传输，而不需要耐磨零部件如皮带、皮带轮或主轴。这些电机在提供最大功率的同时几乎不需要维护，并只装备极少数的活动零件
Powrtraq 智能驱动系统	搭载 2 台行业首创的 5kW 超低型轮毂驱动无刷电机	<ul style="list-style-type: none"> ①极速行驶速度：16 MPH 的切割速度与市场上最快的坐骑式割草车使用户在最短的时间内完成工作 ②25 度倾斜稳定能力：凭借出色的牵引控制、改良的操控、智能化的设计和同级别最低的重心，OptimusZ 可以承担竞争者无法承担的斜坡工作，为用户提供更优越的使用场景 ③最先进的牵引控制系统：对不同场景进行智能优化响应，当需要时提供动力输出，使用户在各种地形（上坡/下坡）和草况下（高、厚、湿）保持最佳的驾驶感受和舒适性 ④附着式电机布局：轮毂电机和行星齿轮箱的使用使得整个驱动系统位于结构之外，充分保证结构内部空间最大化和整体布局的高效性，使 OptimusZ 的重心在行业中保持最低

资料来源：greenworks 官网，西部证券研发中心

图 37: OptimusZ 的 19,000 FPM 恒定刀尖速度强于燃油动力割草车的 18,000 FPM



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

电池技术：OptimusZ 60”搭载 24kWh 磷酸铁锂电池，最大可覆盖 21 英亩割草面积以及最高 8 小时的使用时间，如选用 8kW 充电器，最快可在 3 小时充满，在使用时间和充电时长等方面都优于 Toro Z Master。公司的方形磷酸铁锂电池技术最大限度确保设备在极端条件下的安全性和性能表现，在承受剧烈冲击和 2000 次循环充电后，仍能保持 70% 的电量状态。

智能化：OptimusZ 具备实时 4G/GPS 通信连接能力，可以通过单元软件和 Greenworks 商业应用软件进行车队管理，这种通信能力提供了实时可见的统计数据、电池状态以及系统功能。同时 4G 通信模块支持 OTA (Over-the-air) 软件升级，确保机器始终拥有最新的软件，无需前往经销商或修理店。公司自主开发的 Greenworks Fleet Connect 车队管理系统可以远程查看设备的工作状态以及员工的行动轨迹；Greenshield Theft Protection 防盗系统可规定设备的使用范围并支持远程关闭和 4G GPS 定位追踪的功能。

与同级别 Toro Z Master Revolution 作为对比，格力博产品在价格、性能等方面皆优于对手，greenworks OptimusZ 60”目前售价\$26,999.99 美元，相比竞品 Toro Z Master Revolution 60”便宜约\$13,000，替代优势明显。

表 9: 公司 OptimusZ 60”竞品对比

产品	greenworks OptimusZ 60”	Toro Z Master Revolution 60”
售价	\$26,999.99	\$39,999.00
动力类型	Electric	Electric
电池容量	24kWh (65HP)	23.4kWh
续航时间	8 hrs	4.5-7+ hrs
充电时间	3 hrs (选用 8kW 快充)	6-8 hrs
可覆盖面积	21 Ares	N/A
刀尖速度	19,000 FPM	14,000-18,000+ FPM
割草速度	16 MPH	12 MPH
4G/GPS 模块	Fleet Monitoring + Greenshield Theft Protection	不支持
质保	5 年或 2000 小时	5 年 1500 小时或 2 年无时间限制

资料来源：greenworks 官网，Toro 官网，西部证券研发中心

3.1.2 打造以锂电池包为核心的生态系统，实现全场景覆盖

多平台满足不同园林需求，生态建设增强用户粘性。公司坚持以消费者需求为中心的经

营理念，深刻认识到新能源动力和智能技术对产业发展和用户消费习惯的影响，始终注重产品生态系统建设，创新性地开发了 24V、40V、60V、80V 和 82V 等多个电池包动力平台，同一平台上单个电池包可以支持多款设备，形成以电池包为核心的生态系统，消费者在购买多款 greenworks 产品后，可实现电池包在不同产品之间的互通互用，使用成本显著降低，客户粘性和复购可能性得以大幅增强，为公司赢得较高的市场份额和品牌忠诚度，提升公司的竞争壁垒。

- **24V/48V 系列针对普通家庭用户：**greenworks 拥有全球最大、产品覆盖率最广的 24V 锂电生态平台，提供全系列的高性价比园林工具、电动工具和清洁工具。一款 24V 电池包适用于所有 greenworks 24V 系列工具，两块 greenworks 24V 电池包串联成 48V 输出双倍动力，同时提供更持久的续航，满足家庭生活各方面需求。

图 38：24V/48V 电压平台实现普通园林作业全覆盖



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

- **60V 系列针对高端家庭用户：**60V 系列专为高端消费者开发，60V 锂电电池技术提供更卓越的性能、耐用性和更长的运行时间，可兼容从零转向割草车到轮式工具到手持式工具等一系列产品，为用户提供与传统引擎类产品相媲美的强劲动力，同时没有噪音和废气污染，最大化满足高端用户对高品质的期待。

图 39：60V 电压平台满足高端家庭用户的期待



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

- **82V 系列针对商用高端用户：**82V 商用系列是业界首创高电压锂电平台，为专业

人士提供优于汽油机的动力。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、零转向割草机等。

图 40：82V 系列为商用高端用户提供强劲动力产品



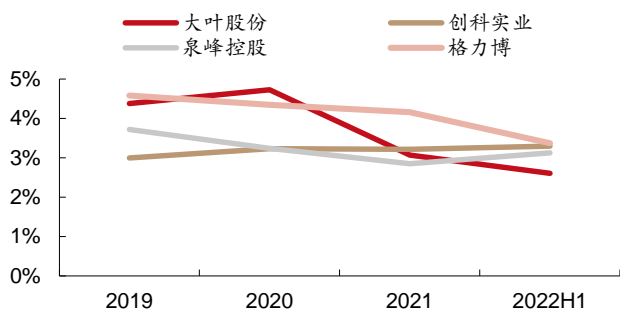
资料来源：公司官网，西部证券研发中心

3.2 技术研发与智能制造实现降本增效

3.2.1 研发投入持续增长，研发体系全球协同

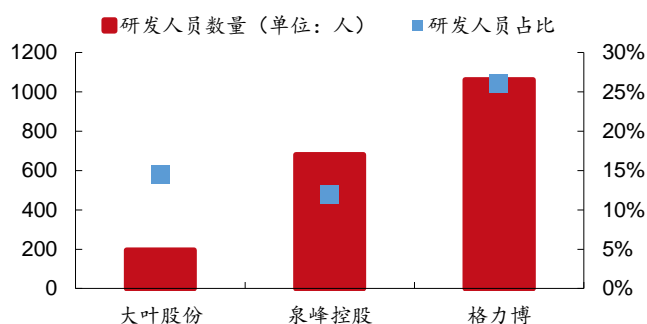
重视研发投入，技术人员占比高于可比公司。公司 2019-2022H1 研发费用分别为 1.70/1.87/2.08/1.07 亿美元，研发费用占营业收入的比例分别为 4.58%/4.35%/4.16%/3.37%，研发费用率高于其他可比公司。截至 2022H1，公司研发人员数量 1060 人，研发人员占全体员工 26.05%，高于大叶股份和泉峰控股。

图 41：2019-2022H1 公司与可比公司研发费用率变化情况



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

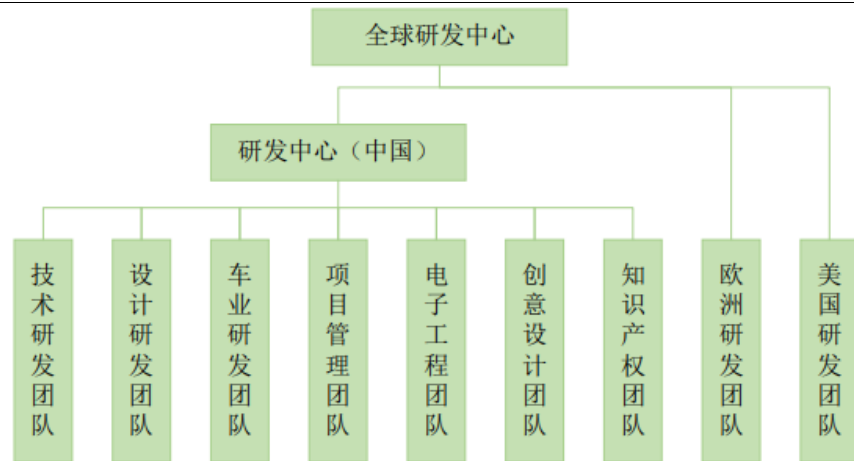
图 42：公司与可比公司研发人员数量及占比对比



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心
注：格力博研发/技术人员数量系 2022 年 6 月末数据；大叶股份和泉峰控股研发/技术人员数量系 2021 年末数据

以国内研发团队为核心，研发体系全球协同。公司在研发和设计能力方面持续投入大量资源，设立全球研发中心统筹全公司的技术研发工作，规划技术研发的方向和全公司的技术研发管理工作，向下设立研发中心（中国）、欧洲研发团队和美国研发团队三个部分。其中，研发中心（中国）按照专业和职能，构建了分工合作的研发组织架构体系，全面承担公司技术研发、设计研发、车业研发、电子工程、创意设计和知识产权管理等工作；欧洲与美国研发团队以产品外形设计工作为主。同时为了满足客户需求、整合全球优质资源，公司 2018 年起搭建了以常州为核心，同时覆盖北美、欧洲、越南的全球研发协作设计中心云平台，在提升研发资料安全性的前提下，同时提升产品研发效率和质量。

图 43: 公司全球研发中心组织架构



资料来源: 公司招股说明书, 西部证券研发中心

表 10: 公司全球研发中心各团队职能

团队	主要职责
技术研发团队	负责产品创新研发、专业技术方案解决、产品结构评审等工作。
设计研发团队	负责新产品结构设计、老产品改进方案设计工作。
车业研发团队	负责骑式、站立式割草车、智能坐骑式割草车的研究开发和生产制造。
项目管理团队	负责产品项目立项, 包含新产品项目、提升项目、转移项目等, 管理项目的全过程。
电子工程团队	负责所有产品的电子软硬件设计开发工作以及物联网开发工作。
创意设计团队	负责产品说明书设计、包装设计、平面设计、产品展会、市场展销等创意策划工作。
知识产权团队	负责产品专利申请、布局、商标申请等所有知识产权相关工作。
欧洲研发团队	负责智能产品的研发以及欧洲市场产品的外形设计工作。
美国研发团队	负责产品的前期概念设计以及外形设计工作。

资料来源: 公司招股说明书, 西部证券研发中心

公司拥有上千项专利, 重视三电等核心技术研发。截至 2022 年 6 月, 公司拥有国内外专利 1,463 项, 其中发明专利 125 项, 负责或参与制定 9 项行业标准。公司在电机控制及系统控制、电池包、电池充电器、智能及 IoT 等方面积累了一系列核心技术, 同时积极探索物联网、人工智能、无人驾驶等新型技术与园林机械产业的融合, 已开发出智能割草机器人、智能坐骑式割草车等产品并已具备量产能力。

表 11: 公司部分核心技术介绍

类型	技术名称	技术特点	用途
电机控制及系统控制技术	FOC 矢量控制技术	本技术通过对永磁同步电机三相电流的解耦控制来实现扭矩和磁通的独立控制, 并且采用 SVPWM 技术, 实现永磁电机的 MTPA (最大扭矩/安培比) 控制, 可以通过弱磁技术提升电机最大转速。	FOC 矢量控制平台
	高频脉振电压注入技术	本技术采用新型高频脉振电压注入技术实现该控制, 可以快速、准确地检测出转子位置及转速信息, 实现电机低速大扭矩启动; 改善位置估计值对实际值的跟踪精度; 系统无需改变或添加硬件电路。	无感电控平台
	滑膜变结构控制技术	本技术采用全阶滑膜观测器控制技术实现永磁同步电机在宽转速领域的应用。	正弦波控制电控平台
电池包技术	双压电池包及三电压充放电系统技术	本技术使一款电池包具备被两种工具使用的能力, 同时运用特有的电芯组外串并联端子的结构方式, 使双压电池包的应用更加安全。两款双压电池包组合, 匹配三种电压平台的电动工具和园林机械, 构成一个系统。	双压电池包及三电压充放电平台
	双电池包自动切换技术	本技术所涉及的双电池包检测及选择切换装置可以自动检测电池包腔体内电池包电量、温度等信息, 实现两个电池包的自动切换。同样的技术还可以衍生到多个电池包的切换。	双电池包切换平台
电池充电器	电池包串联技术	本技术所涉及的产品分为双包串联产品, 满足客户对不改变现有电池包的应用情况下, 提升产品的电压和功率等级, 更好地满足客户需求。	园林机械产品
	自适应大功率双电池包充电技术	本技术提升了双充电器技术在大功率平台的应用, 完善了双充电器产品的功能拓展。本技术实现了只使用一个充电器 DC-DC 模块的情况下同时输出对两个电池进行充电, 成功实现了可以根据电池状态对电池充电时进行充电电流的智能控制和输出	格力博 20V\40V\60V\80V\82V 充电器平台

智能及 IoT 技术	<p>基于蓝牙 SoC 芯片的电池管理技术</p> <p>智能电池包、电动工具及 IoT 平台</p>	<p>出充电功率的自动控制技术。同时对两个电池充电时，本技术实现了充电功率在可控制的情况下自由分配，并且实现了在两个容量不同的电池同时接入充电器充电，当充电结束时两个不同容量的电池能够被同时充满。</p> <p>本技术系在蓝牙核心模块内集成电池包 BMS 功能，实现更高效更经济的电池管理功能，通过蓝牙电池作为中介，实现园林机械的 IoT 功能。</p> <p>采用了跨平台移动端开发技术，通过物联网及云平台对智能园林机械进行管理。</p>	<p>智能电池包系列产品</p> <p>格力博 IoT 平台</p>
------------	---	--	------------------------------------

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

3.2.2 垂直一体化的智能制造体系确保快速响应客户需求

“自主研发+智能制造”实现降本增效。公司早期主要从事 ODM 业务，生产制造是公司的持续竞争优势，公司拥有中国和越南两个制造基地，致力于打造垂直化、智能化、信息化的智能制造生产体系，形成整机设计与零部件开发的协同优势，大大缩短了新品开发周期，可以快速响应客户需求，并赢得客户良好口碑：

- ① **垂直化**：公司在中国和越南两个制造基地建立起整机生产体系的同时，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，极大地提高了产品质量的一致性和稳定性，制造成本大幅降低。垂直一体化使公司得以形成整机设计与零部件开发的协同优势，大大缩短了新品研发周期，可以快速响应客户需求。

图 44：核心零部件自主设计与制造能力



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

- ② **智能化**：公司在中国和越南工厂布局了近 300 台机器人和机械手，应用了大量的自动化工装和夹具，广泛采用了 CCD、AOI 等自动检测仪器，由 MES 进行在线质量、维修、缺料报警并及时推送到对应的管理人员手机 APP，并实时在线监测及记录各种工艺参数，每台产品通过批次号和序列号追踪形成产品质量档案；通过上百条自动化生产线，实现了冲压涂装、注塑、电机、电池包无人化和自动化生产，产生了 1 个省级智能制造示范工厂和 3 个省级示范智能车间。不断的设备投入和自动化改造使公司获得产品一致性和产品质量、赢得客户口碑的重要保证。

图 45：公司全自动注塑件生产线



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 46：公司金属板自动冲压线



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

③ **信息化**：公司的生产由订单驱动，90%接单生产（Make to order）。公司在 Lowe's、Amazon 等客户与公司对接的订单系统中获取客户下达的订单，将不同客户的订单整合到公司的生产高级排程系统 APS 进行生产计划，生产过程由生产执行系统 MES 进行跟踪和监控，成品入库后由产品装箱系统控制出库，并将订单交付信息在系统中反馈给客户完成闭环。强大的客户端信息化对接能力加上长期与全球优质客户的合作经验，使公司具备了为大客户提供定制化产品的能力。

图 47：公司生产制造管理体系



资料来源：公司路演材料，西部证券研发中心

3.3 线上+线下渠道全覆盖，深化合作迎来新机遇

3.3.1 多品类、多渠道实现销售模式全覆盖

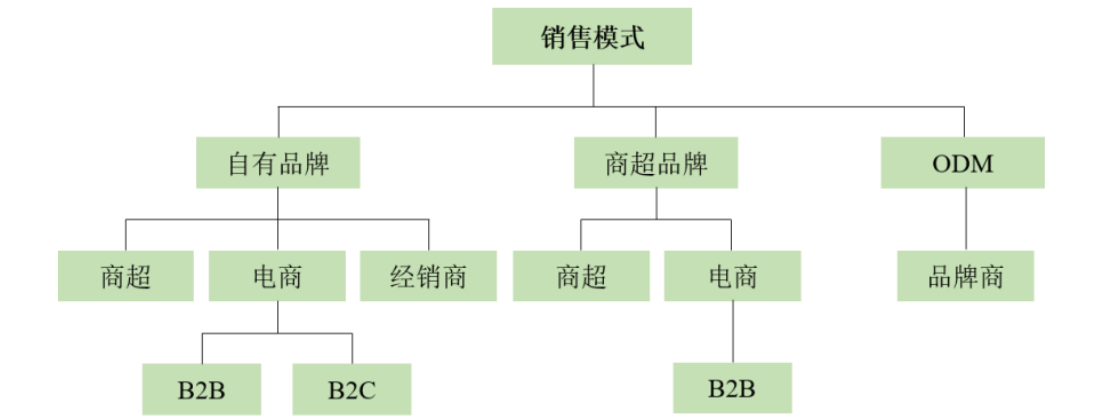
公司按产品分为三大业务，自有品牌产品面向多渠道销售。公司拥有自主品牌 greenworks、Cramer 和 Greenworks Commercial 等，需要对从产品研发设计到终端销售、售后全权负责，产品目前覆盖如 Lowe's、TSC、Walmart 等大型商超，Amazon 等电商以及 KJT 等地方经销商；商超业务主要为大型商超客户的自有品牌提供研发、设计、生产、供应链管理和售前售后服务，销售渠道对应商超客户的线下或其自建线上平台销售，如 lowe's.com、Homedepot.com、Walmart.com 等；ODM 业务模式下，公司直接为下游客户园林机械品牌商代工，公司则不提供供应链管理及相关售前售后服务。

表 12: 公司三大品牌业务模式区分

业务模式	职责	差异
自有品牌	负责产品的研发、设计、生产、销售、品牌建设、市场营销及售后服务，直接销售给下游渠道客户。	需要独立负责品牌建设、市场营销等工作。
商超品牌	为大型商超的自有品牌提供研发、设计、生产、供应链管理 & 售前售后服务，直接销售给下游渠道客户。	大型商超负责品牌建设、市场营销等工作。
ODM	为知名品牌商提供委托研发、设计和制造服务，直接销售给下游园林机械品牌商。	园林机械品牌商负责供应链管理、品牌建设、市场营销及售前售后服务，公司专注生产制造。

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

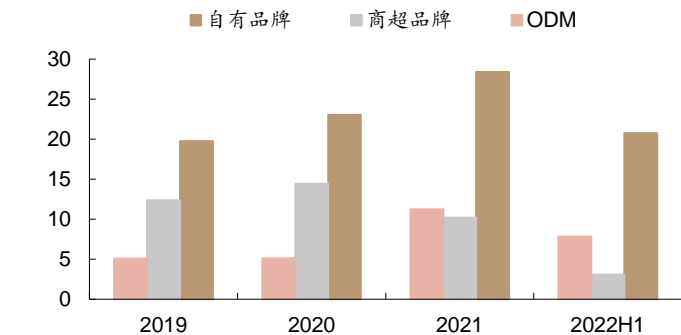
图 48: 公司销售模式对应关系图



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

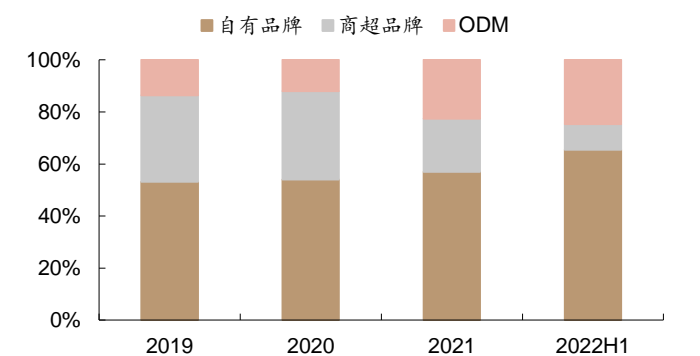
公司以自有品牌业务为核心，商超品牌业务持续收缩。自有品牌业务逐年提升，2019-2022H1 自有品牌占比分别为 53.13%/54.05%/56.97%/65.53%，成为公司的主要收入来源；2019-2020 年公司商超品牌业务收入主要来自于为 Lowe's 贴牌生产其自有品牌 Kobalt 产品，之后受竞争对手与 Lowe's 建立业务合作的影响，公司商超业务收入持续下降，2019-2022H1 公司商超品牌收入占比分别为 33.26%/33.90%/20.46%/9.74%；ODM 业务收入快速增长，2019-2022H1 公司 ODM 业务的销售收入占比分别为 13.61%/12.05%/22.56%/24.72%，2021 年以来 ODM 业务增长主要受 Toro、STIHL、Echo、B&S 等客户的 ODM 业务快速增长影响。

图 49: 2019-2022H1 公司各产品品牌收入变化 (单位: 亿元)



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 50: 2019-2022H1 公司各产品品牌收入占比变化



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

公司前五大客户占比逐年降低，自有品牌渠道占比提升。2020 年公司第一大客户 Lowe's 份额占营业收入 50.79%，受业务调整的影响，2021-2022H1 Lowe's 营收占比逐年下降，分别为 24.81%/9.31%；公司加快自有品牌在渠道端多元化布局，抓住海外电商

快速发展机遇，greenworks 割草机、吹风机等多款产品位于 Amazon 的"Best Seller"（最畅销产品）之列，2022H1 已成为公司第一大客户；同时 greenworks 多个产品系列与 Costco、TSC 达成战略合作，销售收入大幅提升，2022H1 Costco 以 11.77%销售占比成为公司第二大客户，TSC 以 5.91%成为公司第五大客户。公司采用“线上+线下”模式推进新业务合作，降低对单一渠道客户的依赖，公司前五大客户营收占比由 2020 年 77.51%下降至 2022H1 的 50.80%。

表 13: 公司前五大客户变化情况

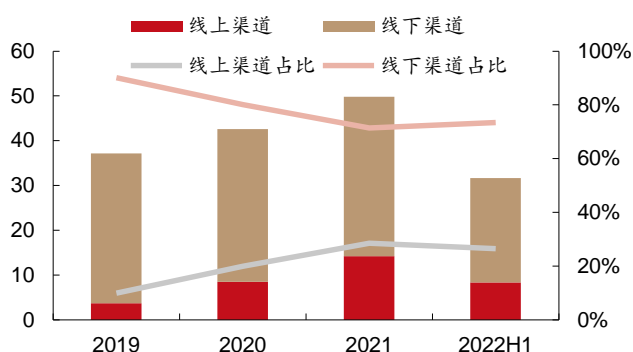
年度	排名	客户名称	主要销售内容	销售收入 (万元)	占营业收入比例
2022H1	1	Amazon	自有品牌 greenworks 园林机械	46,998.92	14.79%
	2	Costco	自有品牌 greenworks 园林机械	37,405.02	11.77%
	3	Lowe's	自有品牌 greenworks 园林机械和商超品牌(Kobalt)园林机械	29,581.38	9.31%
	4	Toro	ODM 新能源园林机械	28,666.20	9.02%
	5	TSC	自有品牌 greenworks 园林机械	18,795.86	5.91%
		合计		161,447.38	50.80%
2021	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	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%

资料来源: 公司招股说明书, 西部证券研发中心

3.3.2 线下销售依旧主导，业务模式调整带来新机遇

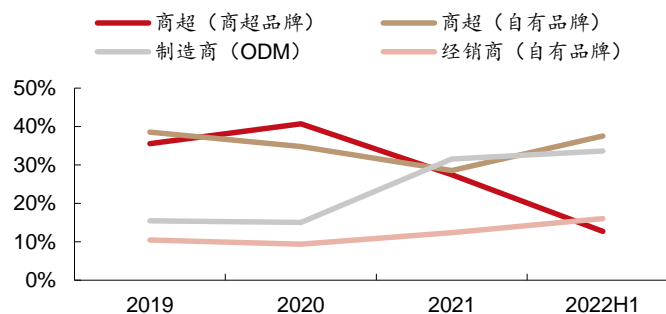
线下渠道收入超 70%，商超渠道占比持续下降。虽然随着互联网和电商兴起，公司线上销售持续提升，但线下销售依旧占据主导，2019-2022H1 公司线下渠道销售收入占比分别为 90.07%/80.1%/71.46%/73.50%，为公司主要收入来源。线下渠道具体拆分来看，公司在商超渠道销售的产品可分为自有品牌和商超品牌两类，绝大部分都为买断式，极少量客户采用委托代销的合作模式；商超渠道整体占比逐年下降，主要受商超品牌业务影响，线下商超品牌收入占比由 2019 年 35.6%下降至 2022H1 的 12.7%，商超渠道的自有品牌占比稳定，2022H1 占比 37.6%；ODM 业务占比近年来快速增长，由 2019 年 15.4%提升至 2022H1 的 33.6%，经销商渠道收入占比稳中有升，由 2019 年的 10.4%提升至 2022H1 的 16.06%。

图 51: 2019-2022H1 公司销售渠道收入变化 (单位: 亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 西部证券研发中心

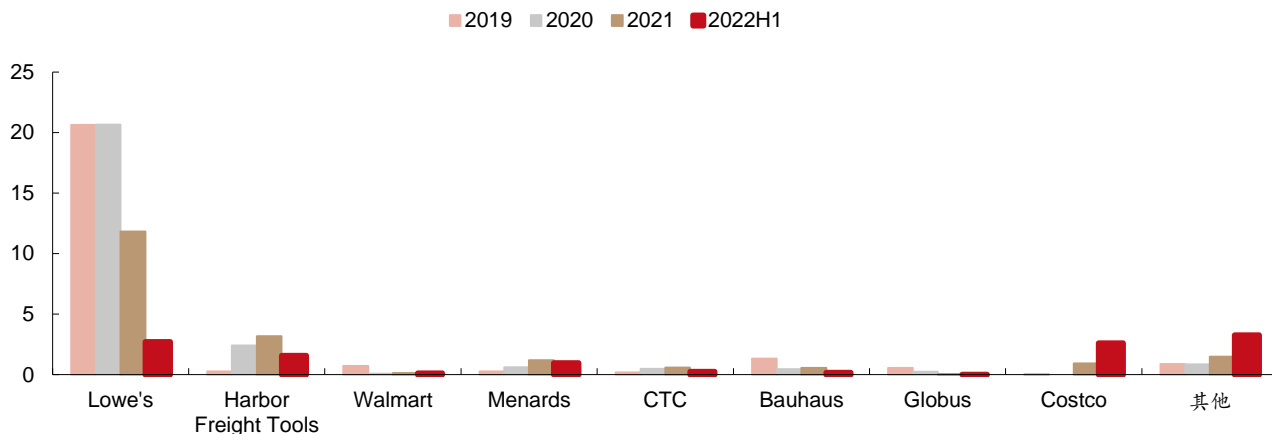
图 52: 2019-2022H1 公司各线下渠道收入占比变化



资料来源: 公司招股说明书, 西部证券研发中心

公司与第一大客户 Lowe's 合作发生调整, 其他业务补位望带来新增量。公司与 Lowe's 已有 10 多年的合作历史, 2019-2020 公司对 Lowe's 的收入占比超过 40%, 2020H2 公司与 Lowe's 之间合作发生调整, 对 Lowe's 的 60V 自有品牌产品停止销售, 80V 贴牌产品调整为仅在线上销售; 2021 年, 公司对 Lowe's 的 40V 贴牌产品调整为主要由泉峰控股提供, 因此公司对 Lowe's 的收入持续下降, 2019-2022H1 公司对 Lowe's 线下渠道收入分别为 20.6/20.7/11.8/2.7 亿元。与 Lowe's 合作调整后, 公司及时采取应对措施, 目前 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, 公司 80V 自有品牌产品全面入住 Costco 所有门店, Amazon 等电商渠道销售收入也在快速增长, 合作模式的调整将为公司带来新增量。

图 53: 2019-2022H1 公司线下渠道前八大客户收入变化 (单位: 亿元)



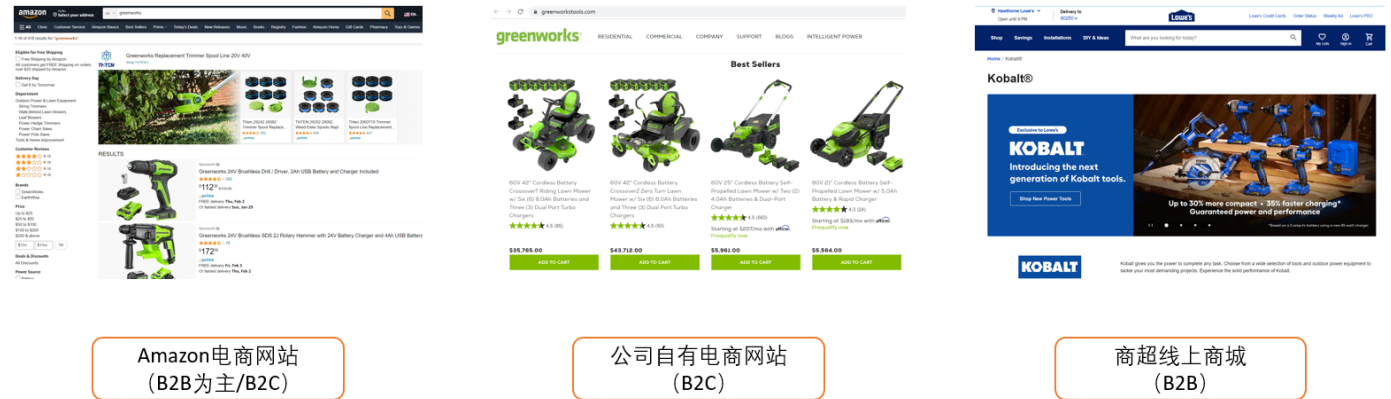
资料来源: 公司招股说明书, 西部证券研发中心

3.3.3 线上销售迅速增长, 有望成为公司新增长点

以线上 B2B 电商渠道为主导, B2C 电商渠道增长迅速。公司线上渠道包括 B2B 电商渠道 (针对自有品牌和商超品牌产品) 和 B2C 电商渠道 (针对自有品牌产品), 其中公司电商渠道销售主要通过 B2B 电商实现, 在各期电商渠道销售金额中结构均超过 80%。2019-2022H1 公司 B2B 电商收入占整个线上渠道比值分别为 98.13%/94.52%/87.03%/82.16%。2020 年, 公司积极完善自有品牌官网营销布局, B2C 电商渠道销售金额实现高速增长, 2020-2021 年公司 B2C 电商渠道收入同比分别增长 572.3%/296.2%, 电商渠道销售中 B2C 类型占比也有所提升, 2019-2022H1 公司

B2C 占比分别为 1.87%/5.48%/12.97%/17.84%。

图 54：公司电商销售渠道



Amazon 电商网站
(B2B 为主/B2C)

公司自有电商网站
(B2C)

商超线上商城
(B2B)

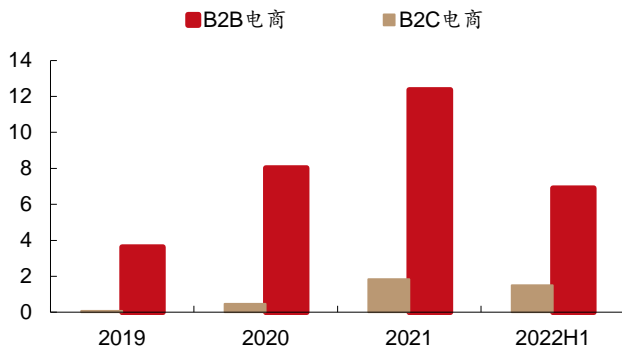
资料来源：Amazon 官网，公司官网，Lowe's 官网，西部证券研发中心

表 14：公司线上销售渠道对应产品品牌及主要客户

线上销售渠道	对应产品品牌	主要客户
B2B 电商	自有品牌：主要在 Amazon 上销售 商超品牌：在商超开设的线上商城销售	Amazon、Lowe's、Costco、The Home Depot、Walmart、Best Buy、TSC 等
B2C 电商	自有品牌：自有网站销售超过 90%	通过自有网站、Amazon 等网站上自主运营的 B2C 站点直接面向终端客户销售

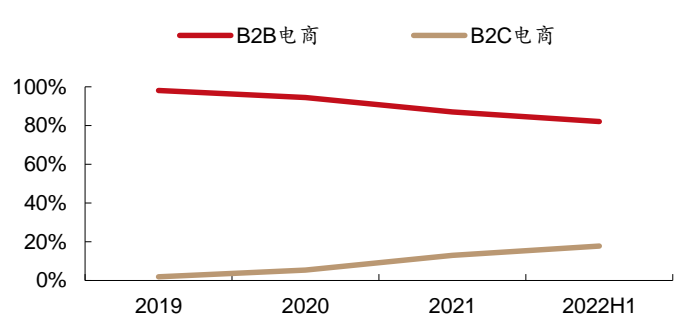
资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 55：2019-2022H1 公司线上渠道销售情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

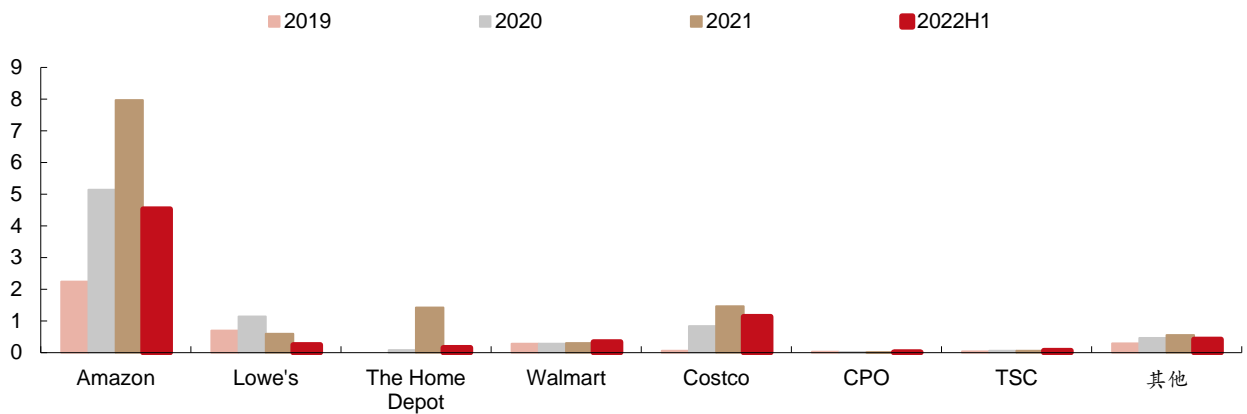
图 56：2019-2022H1 公司线上渠道各业务销售占比变化



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

公司 B2B 渠道客户以 Amazon 为主，深化与其他客户的合作。2020 年以来公司与 Amazon 在产品品类方面合作不断深化，2020-2021 年销售金额实现大幅增长，同比分别增长 129.70%/54.99%。2020 年，由于竞争对手泉峰控股与 Lowe's 合作加深，导致 2021 年以来公司对 Lowe's 的 B2B 电商业务有所下降；同时公司减少与 The Home Depot 的合作，转向加深与 TSC、Costco、Walmart 和 Toro 等商超或品牌商的合作，预计未来公司 B2B 电商渠道以 Amazon 为主，Costco、Walmart 等 B2B 收入占比也将继续提升。

图 57: 2019-2022H1 公司线上 B2B 渠道前七大客户收入变化 (单位: 亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 西部证券研发中心

3.4 募资资金将加速公司新能源园林机械的生产制造与研发

公司申请公开发行不超过 12,154 万 A 股 (超额配售选择权行使前), 发行后总股本为 48,616.20 万股。本次募集资金投资项目围绕主营业务进行, 扣除发行费用后将用于以下项目:

- ① 年产 500 万件新能源园林机械智能制造基地建设项目:** 项目总投资 11.69 亿元, 项目建设内容包括新购土地 72 亩、建设 61,678 平方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, 以提高公司在新能源园林机械方面的整体产能。项目的顺利实施, 有助于公司及时缓解业务拓展和市场需求带来的产能瓶颈, 提高格力博在新能源园林机械领域的市场占有率, 增强盈利能力的同时实现公司的可持续发展。
- 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:** 项目总投资 3.4 亿元, 项目建设内容包括土地购置 (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。项目的顺利实施, 有利于企业及时满足下游市场需求, 有利于丰富公司产品结构, 有利于提高抗风险能力及盈利能力, 从而实现公司的可持续发展。
- ③ 新能源智能园林机械研发中心建设项目:** 本次研发中心建设项目拟利用新购置的 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, 从而提升公司的自主创新与研发设计能力, 力争将研发技术中心打造成新产品研发基地、技术成果转化基地和技术人才培养基地。本次募投项目的建设将进一步增强公司在新能源园林机械领域的技术创新能力, 通过高水平研发中心的建设, 为公司持续提供技术领先的创新产品。
- ④ 补充流动资金及偿还银行贷款项目:** 拟将本次募集资金中的 15 亿元用于补充运营资金及偿还银行贷款, 以满足公司未来几年生产经营的资金需求。

表 15: 公司本次募集资金用途

序号	项目名称	项目实施主体	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金投资额 (亿元)
1	年产 500 万件新能源园林机械智能制造基地建设项目	公司	11.69	11.69
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	公司	3.40	3.40

序号	项目名称	项目实施主体	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金投资额 (亿元)
制造项目				
3	新能源智能园林机械研发中心建设项目	公司	4.47	4.47
4	补充流动资金及偿还银行贷款项目	公司	15.00	15.00
	合计	-	34.56	34.56

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

四、盈利预测与估值

4.1 关键假设与盈利预测

对于主营业务核心假设：

新能源园林机械：公司是全球新能源园林机械领先企业之一，根据弗若斯特沙利文预计，2025年全球OPE市场规模将达到324亿美元，年均复合增长率为5.45%，市场空间广阔，同时在“双碳”政策和新能源电动化大背景下，锂电园林机械将继续加速渗透。随着公司完成调整与下游渠道客户业务合作模式，以及高端智能坐骑式割草机和割草机器人量产落地，公司新能源园林机械产品渗透率将进一步提升。中长期看，上游原材料和制造费用有望降低，公司盈利能力将得到改善。我们预计22-24年公司新能源园林机械业务收入分别为40.09/57.24/79.15亿元，同比+17%/+43%/+38%，毛利率分别为24%/30%/29%。

交流电园林机械：在新能源化的大浪潮之下，交流电园林机械由于不存在续航问题且购买价格相对较低，在未来一段时间内仍具备较强吸引力，不会被新能源园林机械完全取代。公司22年受Lowe's合作影响，交流电清洗机销量有一定程度下滑，随着公司加深与Harbor Freight Tools、STIHL和B&S等合作，交流电园林机械产品销量有望实现快速回升。我们预计22-24年公司交流电园林机械业务收入分别为8.89/10.72/11.79亿元，同比-23%/+21%/+10%，毛利率分别为19%/24%/22%。

其他主营业务：公司其他主营业务主要是销售空压机及配件等产品，在主营业务中占比较小，我们预计该类业务收入持续稳定。我们预计22-24年公司其他主营业务收入分别为5.08/8.32/9.57亿元，同比+26%/+64%/+15%，毛利率分别为25%/27%/25%。

其他业务：公司其他业务收入主要为研发服务收入、废料收入及代理清关等业务收入。其他业务收入占比不足1%，份额较小，同时因新收入准则下为Amazon提供代理清关服务被划分为单项履约义务，其他业务毛利率较低。我们预计22-24年公司其他业务收入0.19/0.27/0.30亿元，同比-24%/+30%/+10%，毛利率分别为1%/5%/8%。

表 16：公司业务收入及盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入 (亿元)	42.91	50.04	54.24	76.55	100.81
增速	15.20%	16.61%	8.40%	41.13%	31.68%
毛利 (亿元)	15.06	13.76	12.40	22.01	27.96
毛利率	35.10%	27.50%	22.87%	28.75%	27.74%
新能源园林机械 (亿元)	29.44	34.26	40.09	57.24	79.15
增速	11.92%	16.36%	17.02%	42.80%	38.27%
毛利 (亿元)	10.88	10.34	9.43	17.17	22.95

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利率	36.97%	30.20%	23.52%	30.00%	29.00%
交流电园林机械 (亿元)	10.68	11.49	8.89	10.72	11.79
增速	32.85%	7.61%	-22.67%	20.62%	10.00%
毛利 (亿元)	3.44	2.68	1.71	2.57	2.59
毛利率	32.17%	23.34%	19.24%	24.00%	22.00%
其他主营业务 (亿元)	2.51	4.05	5.08	8.32	9.57
增速	-12.13%	61.12%	25.65%	63.69%	15.00%
毛利 (亿元)	0.72	0.73	1.26	2.25	2.39
毛利率	28.77%	18.09%	24.86%	27.00%	25.00%
其他业务 (亿元)	0.28	0.25	0.19	0.27	0.30
增速	464.57%	-13.32%	-24.16%	30.00%	10.00%
毛利 (亿元)	0.02	0.00	0.00	0.01	0.02
毛利率	7.24%	1.29%	0.63%	5.00%	8.00%

资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

4.2 估值与建议

相对估值：我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.04/8.03/10.86 亿元，对应 PE 分别为 44.8/16.9/12.5X。由于公司主营业务为新能源园林机械产品且主要市场在海外，我们选取行业领先的园林机械及电动工具上市公司大叶股份、泉峰控股和创科实业作为可比公司，可比公司 2022-2024 年平均 PE 为 22.34/16.73/12.79X。

我们认为，格力博作为全球新能源园林机械的领先者，深耕海外渠道多年且产品矩阵布局丰富，在海外具备较高的品牌壁垒和渠道壁垒。公司上市 IPO 募资将大大拓展公司产品，叠加下游园林机械新能源渗透率逐步提升，公司业绩有望随着产能释放同步高增，看好公司长期成长空间和盈利能力。我们预计公司 21-24 年归母净利润 CAGR=57%，给予其 23 年 22x 目标市盈率，目标价 36.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 17：公司及可比公司估值

公司	代码	2023/3/24		EPS/元				PE			
		股价 (元)	总市值 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
格力博	301260.SZ	27.99	136.08	0.58	0.63	1.65	2.23	48.64	44.75	16.94	12.53
大叶股份	300879.SZ	18.95	30.32	0.35	0.64	0.94	1.35	54.14	29.61	20.16	14.04
泉峰控股	2285.HK	34.45	176.06	2.51	2.08	2.76	3.77	13.73	16.56	12.48	9.14
创科实业	0669.HK	85.30	1,565.08	4.16	4.09	4.86	5.61	20.50	20.86	17.55	15.20
		行业平均 (不包括格力博)						29.46 22.34 16.73 12.79			

资料来源：Wind，西部证券研发中心，可比公司盈利预测均来源于 Wind 一致预期

五、风险提示

1、行业竞争加剧：近年来，全球户外动力设备及园林机械公司均逐步开发新能源园林机械产品并扩建产能，海外大型公司包括史丹利百得、博世、托罗、牧田等，国内包括创科实业、泉峰控股等，行业存在竞争加剧风险，如果公司不能通过技术研发持续降本并推出高盈利能力新品，公司业务将会面临营收及盈利能力下滑风险。

2、原材料价格大幅上涨：目前，公司主营业务成本中直接材料占比较高，如原材料价格出现较大波动，而公司无法及时、全部将成本上涨压力转移给下游客户或者无法通过其他方式转移成本上涨压力，将对公司产品成本及盈利能力可能产生不利影响。

3、海外经营环境恶化：公司境外收入占 99%以上，境外营收与利润对公司经营业绩有较大影响。若公司境外经营环境发生较大变化，如主要出口国家和地区改变对园林机械的进口贸易政策和产品认证制度等，将对公司经营业绩造成较大影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	383	617	1,650	2,047	3,157	营业收入	4,291	5,004	5,424	7,655	10,081
应收款项	686	1,082	936	1,366	1,828	营业成本	2,785	3,628	4,184	5,455	7,284
存货净额	1,359	2,197	2,033	2,872	3,928	营业税金及附加	22	11	21	28	32
其他流动资产	642	333	461	407	400	销售费用	324	442	483	681	897
流动资产合计	3,070	4,228	5,081	6,692	9,314	管理费用	553	622	564	811	966
固定资产及在建工程	412	488	494	511	519	财务费用	78	44	(76)	(127)	(180)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	(117)	(17)	(53)	16	12
无形资产	41	84	92	106	124	营业利润	646	274	301	791	1,069
其他非流动资产	160	419	275	351	337	营业外净收支	(2)	1	(2)	(1)	(0)
非流动资产合计	613	991	861	967	980	利润总额	644	275	299	791	1,069
资产总计	3,683	5,219	5,941	7,659	10,294	所得税费用	79	(5)	(5)	(13)	(18)
短期借款	307	308	308	308	308	净利润	566	280	304	803	1,086
应付款项	1,796	2,458	2,288	3,072	4,259	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	305	139	469	304	304	归属于母公司净利润	565	280	304	803	1,086
流动负债合计	2,409	2,905	3,065	3,684	4,871	财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款及应付债券	214	750	964	1,246	1,591	盈利能力					
其他长期负债	91	209	132	144	161	ROE	117.3%	24.1%	19.4%	36.8%	34.7%
长期负债合计	305	958	1,095	1,390	1,752	毛利率	35.1%	27.5%	22.9%	28.7%	27.7%
负债合计	2,714	3,864	4,160	5,074	6,623	营业利润率	15.1%	5.5%	5.6%	10.3%	10.6%
股本	365	365	486	486	486	销售净利率	13.2%	5.6%	5.6%	10.5%	10.8%
股东权益	970	1,356	1,781	2,585	3,671	成长能力					
负债和股东权益总计	3,683	5,219	5,941	7,659	10,294	营业收入增长率	15.2%	16.6%	8.4%	41.1%	31.7%
						营业利润增长率	297.8%	-57.6%	9.9%	162.9%	35.1%
						归母净利润增长率	266.3%	-50.5%	8.7%	164.2%	35.2%
						偿债能力					
						资产负债率	73.7%	74.0%	70.0%	66.3%	64.3%
						流动比	1.27	1.46	1.66	1.82	1.91
						速动比	0.71	0.70	0.99	1.04	1.11
						每股指标与估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
						每股指标					
						EPS	1.16	0.58	0.63	1.65	2.23
						BVPS	1.99	2.79	3.66	5.32	7.55
						估值					
						P/E	24.1	48.6	44.8	16.9	12.5
						P/B	10.5	7.5	7.6	5.3	3.7
						P/S	3.2	2.7	2.5	1.8	1.3

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。