

能源革命重构消费场景的范例

——再议OPE行业

行业评级：看好

2022年7月

陈腾曦

邮箱 chentengxi@stocke.com.cn

证书编号 S1230520080010

1、OPE锂电革命，以其充分必要性重构消费场景，当前渗透率20%+，已步入加速成长期

- ✓ 锂电vs燃油，低噪无烟、打造安静社区（具备社交属性）；
- ✓ 锂电vs有绳，便捷自如、使用场景丰富（拓展具备安全性，如吹叶机可以用作洗车等）

2、OPE智能化革命，基于锂电化之上，欧洲渗透率预计15%左右，北美成长空间正在打开

- OPE 5件套中，我们认为有望率先落地智能化的产品，当属智能割草机器人；
- 智能化与锂电化并非替代关系，智能化①解决日常维护需求；②智能化大概率聚焦于地面（在人形机器人技术商业化应用前）。

3、剧烈技术迭代，中国OPE借助垂直供应链，实现从“制造”到“品牌”的涅槃

- why**中国企业**：①生产体系，过去代工集中于国内；②配套产业，稳定配套产业链集中于国内；③渠道关系，过去借助代工与渠道关系已连接
- what**逆袭关键**：①环保政策支持；②老牌渠道需要先进产品；③生产有门槛，需要有经验+新技术；④产品形态变化削弱线下依赖度，锂电产品不易损坏、弱化线下售后，智能产品不需使用体验、弱化线下售前/售后。

4、行业评级与推荐标的：看好，

锂电化重构消费场景，叠加渠道两大阵营因素，延伸出两类投资逻辑：

- ✓ 在大功率锂电OPE产品领先布局渠道，龙头品牌继续夯实竞争壁垒
- ✓ 大功率锂电OPE产品后进渠道，新入品牌有望把握渠道品类补缺机遇

智能化业已有品牌实现2.0真正无人化落地，需重点跟踪①消费端对产品反馈②行业技术基建推进（重点关注RTK和视觉等绝对定位技术）

➤ 关注标的：泉峰控股、九号公司、大叶股份、格力博（拟A）、创科实业、苏美达、宝时得（未上市）

风险提示：1、下游需求不及预期；2、地缘政治风险；3、海运费&原材料&汇率波动

目录

CONTENTS

01

能源革命与OPE应用场景

- ✓ 锂电OPE优势突出
- ✓ 智能OPE想象力强
- ✓ 二者并不矛盾

02

中国企业“代工”转“品牌”

- ✓ 根源在于产品力拉动行业变革
- ✓ 垂直供应链+科学与经验+产品形态变化

03

锂电外溢的第一批螃蟹&逆周期投资机遇

- ✓ 技术&产品迭代+ β > 大环境弱需求- β
- ✓ 类刚需型工具 β > 可选型耐用品工具 β
- ✓ 环保政策加持→渠道货架选择→锂电OPE

04

投资建议&催化剂&风险提示

- ✓ 锂电化：从产品力上，完美迭代燃油和有绳园林工具；根据Global Market Insights，预计22年OPE市场规模369亿美金，锂电化渗透率20-30%区间（其中割草机略高）
- ✓ 从价格&寿命等经济因素考虑，预计燃油寿命5-7年，交流电3-5年，锂电3年（300次循环）；价格上，预计锂电类产品仅比燃油贵10-20%

图：锂电vs燃油，低噪无烟、打造安静社区



图：锂电vs有绳，便捷自如、使用场景丰富



(社区内家庭相隔较近，噪音会影响到整个社区)



(吹叶机可以用作洗车，不连接电源，涉及用水更安全)



图：锂电割草机，21in刀片

Toro Recycler 21 in. SmartStow 60-Volt Lithium-Ion Brushless Cordless Battery Walk Behind Mower RWD 6.0 Ah w/ Battery&Charger



Model# 21356

★★★★★ (808)

\$499⁰⁰

图：燃油割草机，21in刀片

Toro Recycler 21 in. Briggs and Stratton Low Wheel RWD Gas Walk Behind Self Propelled Lawn Mower with Bagger



Model# 21352

★★★★★ (8853)

\$439⁰⁰

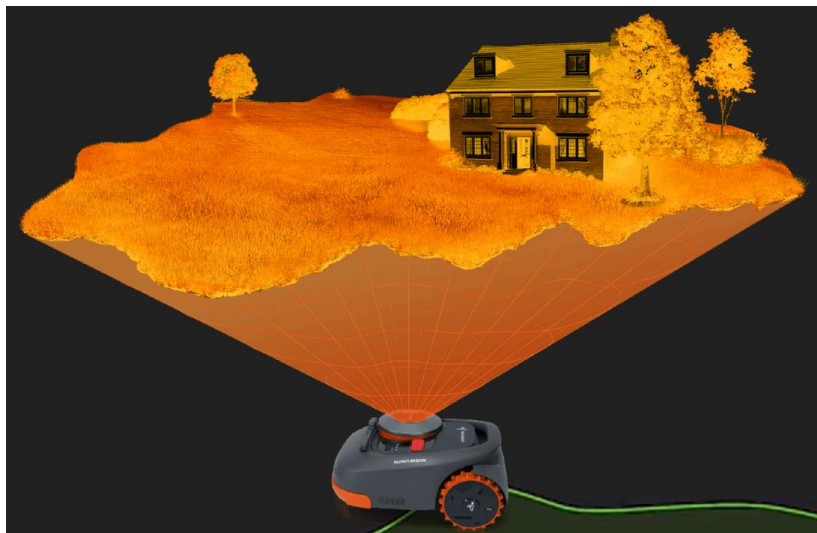
数据来源：家得宝官网、浙商证券研究所

数据来源：公开资料整理、浙商证券研究所

1.2 智能产品想象力强，2.0时代已开局

- ✓ **智能化：园林工具5件套中，无人化有望率先落地的，当属智能割草机；**其他产品场景如修枝、割锯等或等人形机器人等新型技术突破来解决；
- ✓ **技术端路径演变，**从碰撞到自主规划路线、从预埋线到无需埋线，**带来市场&渠道突破**，从欧洲到北美、从依托线下指点&雇人埋线到线上全面智能（无需售前/售后）
- ✓ 预计21年智能化OPE市场规模120亿人民币左右，销量约120万台，单价约1万RMB。

图：锂电vs燃油，低噪无烟、打造安静社区

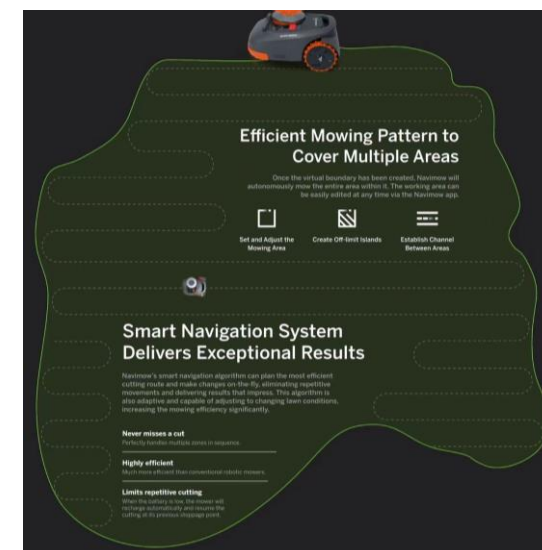
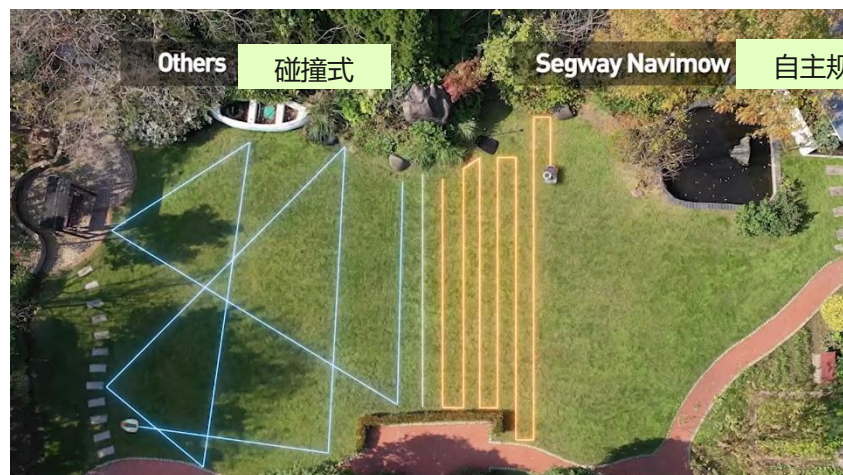


图：分区域家庭草坪地貌对比

欧洲（面积小&生长慢，市场占比约40%）



北美（面积大+前后院+生长快，市场占比约60%）



目录

CONTENTS

01

能源革命与OPE应用场景

- ✓ 锂电OPE优势突出
- ✓ 智能OPE想象力强
- ✓ 二者并不矛盾

02

中国企业“代工”转“品牌”

- ✓ 根源在于产品力拉动行业变革
- ✓ 垂直供应链+科学与经验+产品形态变化（改变渠道关系）

03

锂电外溢的第一批螃蟹&逆周期投资机遇

- ✓ 技术&产品迭代+ β > 大环境弱需求- β
- ✓ 类刚需型工具 β > 可选型耐用品工具 β
- ✓ 环保政策加持→渠道货架选择→锂电OPE

04

投资建议&催化剂&风险提示

2.1 过去燃油代工产业链，积累生产能力+配套体系+渠道关系

□**燃油OPE产业链**：发动机是核心，基本靠外采。此外，美国可能会对发动机存双反（反倾销、反补贴）调查、环保认证要求。

□**锂电OPE产业链**：上游除电芯外大多自研，电芯供应仍以日韩供应商为主，中国厂商加速替代，如天鹏电源、亿纬锂能、海四达等陆续进入一线品牌商供应链。

➤**智能化产业链**：智能化产品推出，产品形态变革，进一步脱离渠道为线下的约束。

图：产业链一览



2.2 国内代工厂：借锂电化&智能化变革，转型品牌出海

国内企业：基本以代工起家，经历了三大发展阶段：代工-->自主品牌培育-->自主品牌大发展

- **电动工具全面发展**：以创科实业和宝时得为代表，其中TTI通过自主孵化+对外收购，逐步建立自主品牌矩阵。
- **锂电OPE，助力突围1.0**：泉峰13年推出高端品牌EGO，在全球率先推出56V高电压、高性能产品，到21年EGO收入占比已达39%，自有品牌占比64%；**格力博**09年创立greenworks，同步开始部署线上渠道，至21年北美市场市占率17%，自有品牌业务占比已达57%。**大叶**虽然起步较晚，也在积极发展自有品牌GreenMachine、MOWOX。
- **智能OPE，助力突围2.0**：研发储备上，格力博、大叶等有储备智能化产品，如智能割草机器人。

图：产业链一览

1985-2000年代工起家

2000-2010年孵化or收购品牌

2010-2020年自主品牌全面开花

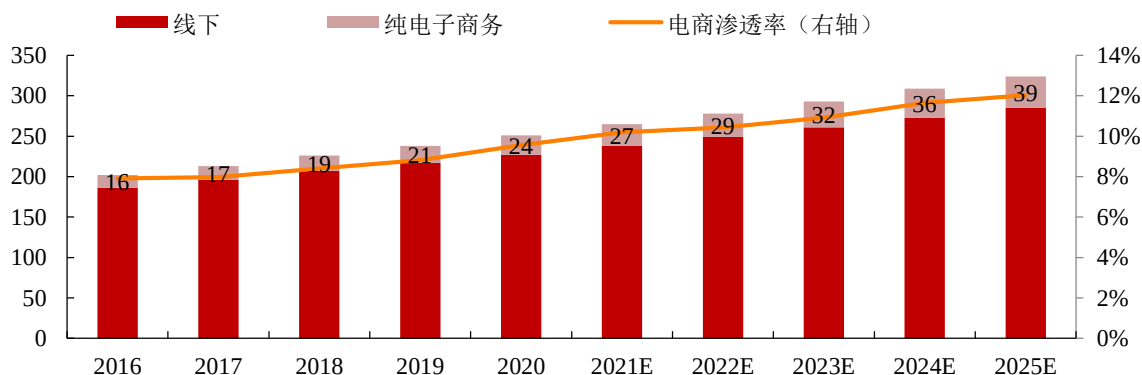


2.3 渠道关系：线上渗透率有望提升，线下渠道大战有机遇

□ **渠道：**据弗若斯特沙利文报告，全球电动工具的销售以线下渠道为主，线上占比约11%，预计随锂电化和智能化发展，产品脱离售前和售后的刚需要求，线上渗透率提升会加快。

□ **线下渠道：**OPE目前整体以线下零售渠道为主，零售渠道主要看家得宝（The Home Depot），劳氏（Lowe's）；

图：园林工具以线下销售为主，线上渗透率预计21年为11%



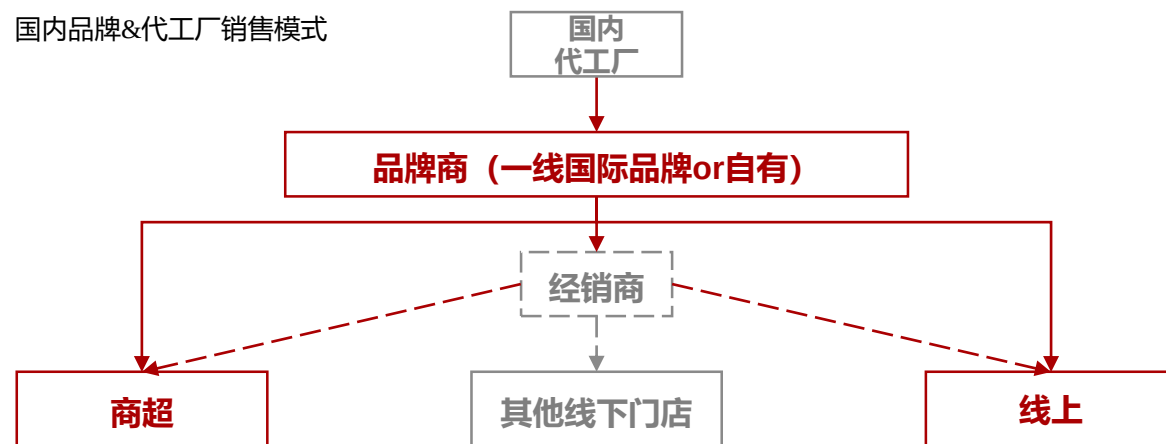
资料来源：弗若斯特沙利文，浙商证券研究所

图：各地区线下渠道分类，现代渠道为商超体系，传统渠道为传统门店

	现代渠道	传统渠道
北美	70%	30%
欧洲	50%	50% 甚至部分国家更高

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

图：国内品牌&代工厂销售模式



- 家得宝
- 劳氏
- Harbor Freight Tools
- Walmart
- MENARDS
- CTC
- Bauhaus
- Globus

其他线下门店一般以通过经销商对接为主，目前经销商：

- KJT（韩国，富世华代理商）
- Mountfield（捷克最大园林器械零售商）
- Handy（英国，最大的独立园林机械批发分销商（跟博世有合作））
- Hikoki（日本）
- Pace（美国区域性高端户外动力设备经销商）
- Carswell（美国）
- Zelyony Instrument（俄罗斯）
- Steven Willand Inc（美国，区域性分销商）

- 平台：亚马逊/家得宝/劳氏/walmart
- 独立站

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

2.4 渠道带来的差异化机遇：家得宝vs劳氏

家得宝和劳氏共同之处：

- ✓ **线上平台：**入驻线上门槛相比线下低，中国品牌通过线上销售获取产品曝光机会，让家得宝or劳氏对自身品牌&产品充分评估，可获得进入其线下渠道的机会。
- ✓ **线下：**各自有深度合作品牌池，除海外传统头部品牌 如Honda（内燃机为主）、John Deere（燃油工具品牌）、Dewalt（美国头部工具品牌）会在两家均入驻外，**其他品牌更多会面临“二选一”情况。**

□ **家得宝：**会对合作品牌给予支持，旗下大品牌更多，如Toro、Echo、Yard Machines（MTD旗下）、RYOBI（TTI旗下）等；

□ **劳氏：**选择性给予品牌扶持；国内OPE企业的自有品牌大多与劳氏合作。

图：入驻家得宝的园林工具品牌



资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所，OPE为园林工具，以上品牌均为支持or独家合作

图：入驻罗氏的园林工具品牌



资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所，带框为扶持品牌

目录

CONTENTS

01

能源革命与OPE应用场景

- ✓ 锂电OPE优势突出
- ✓ 智能OPE想象力强
- ✓ 二者并不矛盾

02

中国企业“代工”转“品牌”

- ✓ 根源在于产品力拉动行业变革
- ✓ 垂直供应链+科学与经验+产品形态变化（改变渠道关系）

03

锂电外溢的第一批螃蟹&逆周期投资机遇

- ✓ 技术&产品迭代+ β > 大环境弱需求- β
- ✓ 类刚需型工具 β > 可选型耐用品工具 β
- ✓ 环保政策加持→渠道货架选择→锂电OPE

04

投资建议&催化剂&风险提示

3.1 技术&产品迭代 (+β) > 大环境弱需求 (-β)

图：美国GDP&消费者信心指数&渠道商库存复盘

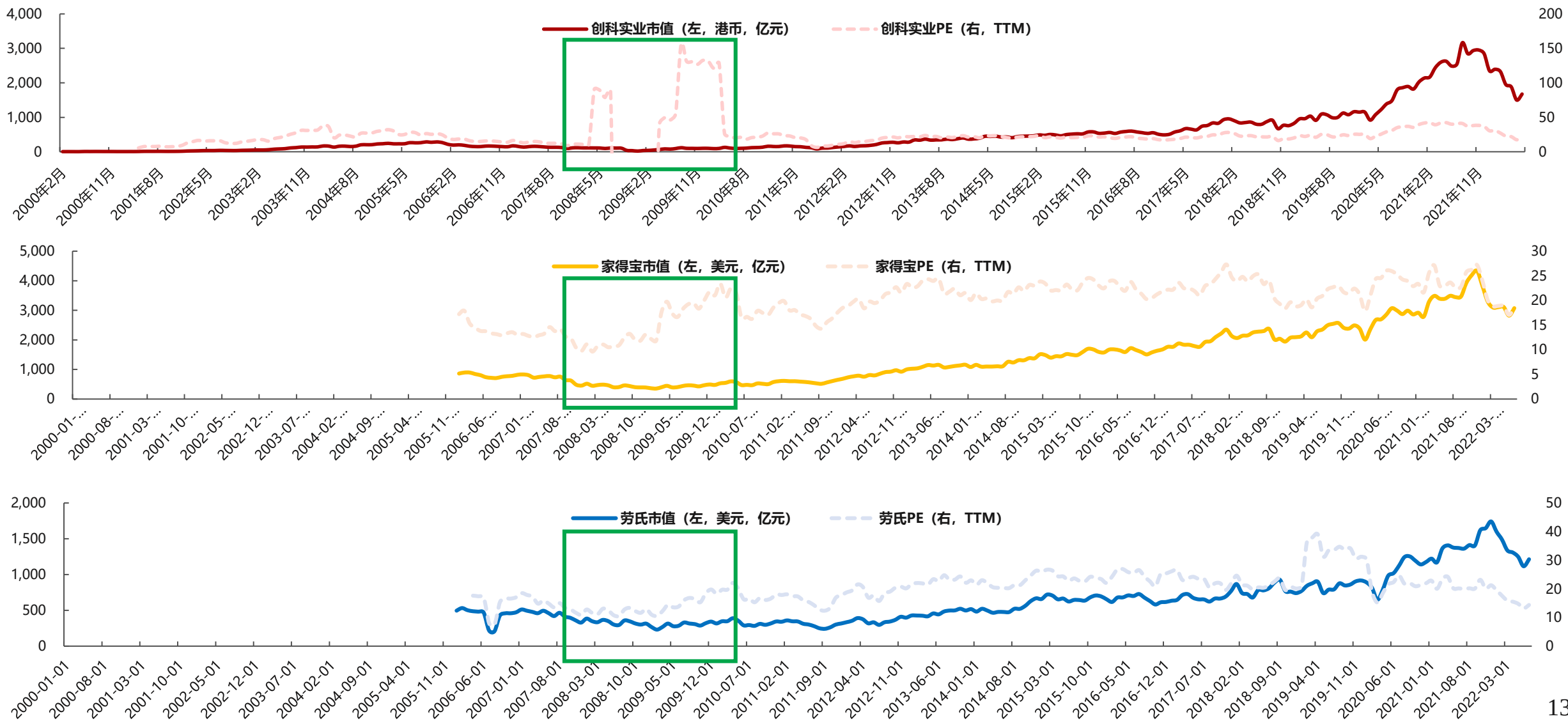


资料来源：wind、浙商证券研究所

3.1

技术&产品迭代 (+ β) > 大环境弱需求 (- β)

图：创科实业vs家得宝vs劳氏市值复盘，经济周期因素对行业成长有扰动，但趋势不改



资料来源：wind、浙商证券研究所，

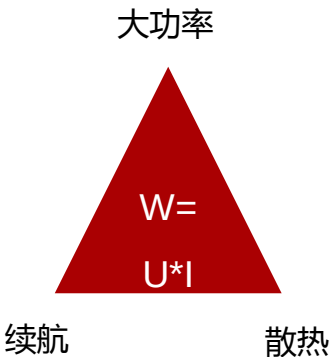
3.2 割草旺季高频确定性vs其他耐用品低频不确定性

高频重复场景下，天然追求好工具，锂电化革命率先来袭

- 园林工具不同于一般电动工具，草季确定性使用（美国一个月2-3次，欧洲一个月2次）vs其他电动工具（尤其非专业级2B端类）；
- 由于割草不可拖延，园林工具高频使用该特性，有一套好工具必不可少；正在进行锂电化革命，为达到燃油同样效果（功率、续航、散热缺一不可）
- 泉峰的EGO 56V Arc-Lithium™电池平台为市场上第一款差异化产品，是行业内首批56V电池平台之一。该技术能够确保电机的高性能、散热速度及耐久性等，同时还配备了公司另一项防止电池过热的核心技术，差异化显著。

图：各品牌商OPE技术发展变迁

企业	燃油	交流电 (有绳)	锂电（无绳）			割草机器人	无边界 割草机器人
			36V以下（18、20、24、28等，含40V）	56V-62V	80V以上		
创科实业							-
宝时得							-
泉峰控股			24V锂离子电池：动力更强，运行时间更长，充电时间更短； Power Core 40™：全品类40V OPE工具	业界首批56V电池平台，EGO 56V Arc-Lithium™续航力强 Keep Cool™：防止电池过热 	有技术储备		-
格力博				以电池包为核心生态		智能割草机 	-
大叶股份	燃油占比高，近50%		18V、28V、36V	62V	82V		-
九号公司							



资料来源：各公司公告、浙商证券研究所，其中颜色填充代表公司覆盖此类技术产品

3.2 割草旺季高频确定性vs其他耐用品低频不确定性

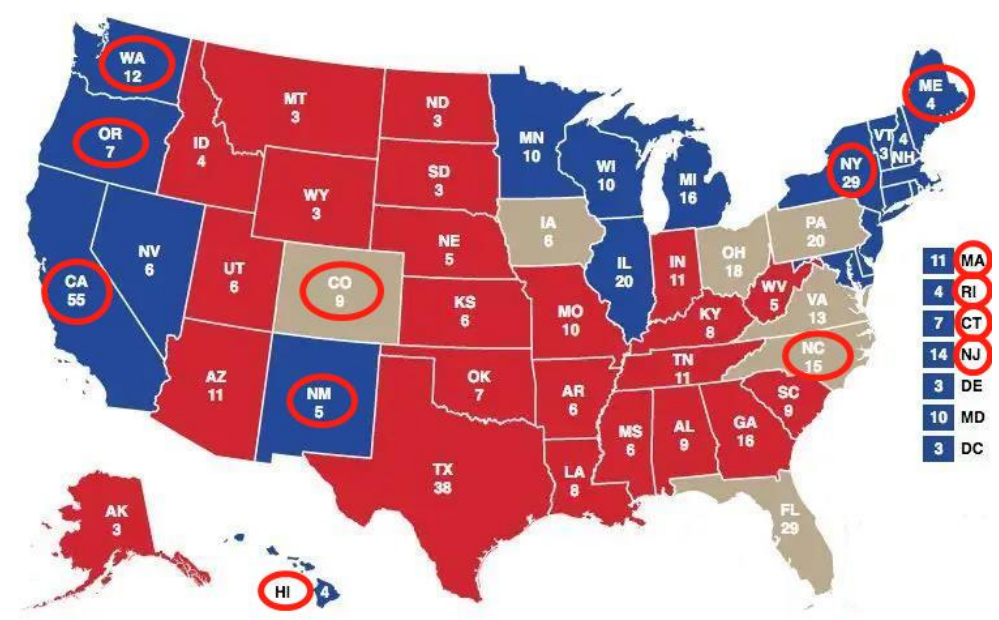
高频重复场景下，天然追求解放双手，智能化革命紧随其后

- **OPE智能化**：富世华、宝时得、大叶股份等均有推出割草机器人，从一维到二维进化；**九号公司**基于自身机器人属性，附加割草功能，推出割草机器人，高维到低维切入市场。

上市市场	公司	所处地	旗下品牌/产品	2021总收入	割草机占比	割草机销量(万台)	割草机均价(元)	割草机毛利率	割草机器人销量	是否智能无边界割草机器人
瑞典HUSQ	富世华	瑞典	Husqvarna Gardena	20年收入约300亿RMB					预计45万台 预计30万台	需要边界线+碰撞式
-	宝时得	苏州	worx			-			预计30万台	需要边界线+碰撞式
拟A	格力博	常州	新能源 greenworks	50.04	22.00%	61.14	1544.02	37.01%	智能割草机器人，智能化不详	
			交流电		2.34%	18.53	542.87	26.71%		
300879.SZ	大叶股份	宁波	汽油为主，新能源占比低	16.07	80.85%	-	1000左右	17.12%	割草机器人19年销量2.95万，均价1970元	
2285.HK	泉峰控股	南京	骑乘式割草机	47.59	0.27%		4999-7999美元	预计33%	主推骑乘式割草机	
			手推式割草机&扫雪机		19.17%		949-749美元	预计24.4%	整体	
600710.SH	苏美达	南京		1686.82			-		销量不详，20年1.38亿元，无边界割草，园博园标志项目，跟家德宝（美国）合作	
0669.HK	创科实业	香港/东莞		842.62	-				主推自动推进式剪草机，占比很小，机器人无	
689009.SH	九号公司	北京/常州	机器人	91.46	-	-	1199欧起	预计40+%	无需布线+超声波+RTK，预计22年4-5月上市	

资料来源：各公司公告、浙商证券研究所，其中标注预计数据仅供参考

- 有13个州对燃油发动机or汽车有明确消极指向；
- 根据USA, Regions and States, 2019年数据统计，这些州housing数量占全美比合计约32.8%。



地区	住宅数占全美住宅比例	时间	政策内容
联邦政府	-	2014.3	2017年起汽油含硫量从现在30ppm降至10ppm，会形成雾霾的挥发性有机化合物与氮氧化物排放要降低80%，粉尘等颗粒物排放要降低70%，基本消除汽油蒸气排放
		2020.4	《安全和可负担的燃油效率车辆规则》规定2021-2026年二氧化碳排放标准每年提高1.5%
		2021.12	2035年将美国联邦政府用车过渡到零排放车辆，2027年停止购买燃油动力轻型车
		2022.4	2024年和2025年车型的燃油效率要求将每年提高8%，2026年车型的燃油效率要求每年提高10%，以减少尾气排放
科罗拉多州	1.8%	2019.5	将对占用电动汽车充电停车位的燃油汽车司机进行罚款
加利福尼亚州	10.3%	2020.9	在可行情况下到2035年过渡到景观设备和便携式发电机100%零排放
		2020.9	计划在2035年实现州内所有新购车辆均为零排放车辆
		2021.4	州长呼吁总统拜登下令在2035年之前停止销售燃油动力汽车
		2021.12	2024年开始禁止销售小型燃油引擎的发电机、除草机及高压清洗设备
马萨诸塞州	2.1%	2021.1	到2035年禁止销售以汽油和其他化石燃料为动力的新型汽车
		2021.4	州长呼吁总统拜登下令在2035年之前停止销售燃油动力汽车
纽约州	6.0%	2021.4	州长呼吁总统拜登下令在2035年之前停止销售燃油动力汽车
		2021.9	到2035年禁售燃油乘用车和轻型卡车
北卡罗莱纳州	3.4%		
新泽西州	2.6%		
华盛顿州	2.3%		
俄勒冈州	1.3%		
康涅狄格州	1.1%	2021.4	州长呼吁总统拜登下令在2035年之前停止销售燃油动力汽车
新墨西哥州	0.7%		
缅因州	0.5%		
夏威夷州	0.4%		
罗德岛州	0.3%		

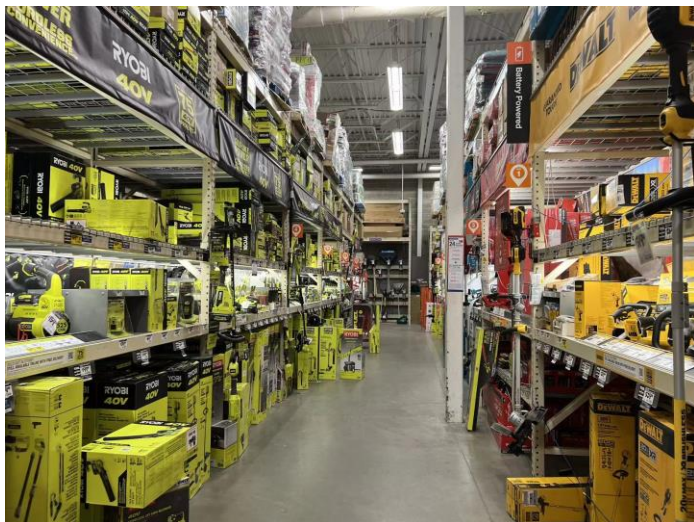
3.4 渠道态度：家得宝 the home depot

□ 品牌小专柜（各细分子产品归在一起）：按照【Mower】大类分后，各个品牌的园林工具产品会摆放在一起，形成一个品牌的小专柜。

□ 入口处or过道均会给予特别支持，对OPE没有概念的消费者进入家得宝门店，也能够明显感受到RYOBI的品牌力

图：美国东部（the home depot, 550 Hamilton Ave, Brooklyn, NY）

- ✓ 线下OPE锂电产品只有ryobi品牌（货架占比40-50%，意味着锂电货架占比已达40-50%，锂电渗透率提升空间进一步明确）
- ✓ OPE专属区域内：ryobi占的货架占比很大，是其他品牌的4倍；
- ✓ OPE专属区域外：ryobi占据过道上显眼的促销展示柜；（意味着家得宝对看好品牌会给予较大加持，一旦获得家得宝青睐意味着获得资源倾斜的机遇打开）



资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

图：美国西部（the home depot, LA Lower Azusa Rd）

- ✓ 一排全都是电动产品，另一排仅有少部分为燃油产品，从产品数量上来看电动产品最多，（意味着锂电渗透率提升空间在禁油区非常明确）
- ✓ OPE专属区域内：ryobi占的货架占比很大，是其他品牌的3倍；
- ✓ OPE专属区域外：ryobi占据不仅是OPE类，还有其他装修五金产品，所以这个品牌颜色在整个家得宝占比非常多；（意味着家得宝对看好品牌会给予较大加持，一旦获得家得宝青睐意味着获得资源倾斜的机遇打开）
- ✓ Ryobi宣传强调“与燃油机能类似，无电线，更便捷” **40V产品**（推测高电压大功率产品暂未面世）



资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

3.4 渠道态度：劳氏 Lowe's

□无专门品牌小专柜：OPE产品被放到【Lawn & Garden】，按照各产品功能分类；

□入口处or过道均会给予特别支持，OPE五件套区域专门给予资源倾斜。

图：美国东部（Lowe's, 118 2nd Avenue, Brooklyn, NY）

- ✓ 主推EGO，出入口都有EGO专门的促销展示柜，EGO产品在主过道附近，货架前面也没有别的货架遮挡；
- ✓ 专门的割草五件套区域：EGO位置很大很显眼，给到的展示位置比较好。

图：美国西部（Lowe's, 洛杉矶 4550 W Pico Blvd Unit D-101）

- ✓ 加州禁令将于2023年初实施，虽然劳氏目前在加州的门店还有销售，预计下半年基本上不卖了，库存可能送到其他州；目前来买电动产品的消费者在不断增多。
- ✓ OPE品牌层级，Craftman<Kobalt<SKIL<EGO（最高阶）、园林老手的选择
- ✓ 单件价格虽高+套装颇具性价比=电池平台粘性强。以EGO吹叶机329刀=电池249刀+裸机80刀，电池适用大多数EGO产品 “all EGO batteries power all EGO tools”



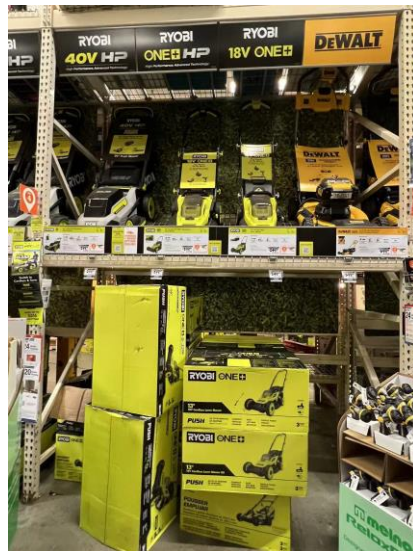
资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所



资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

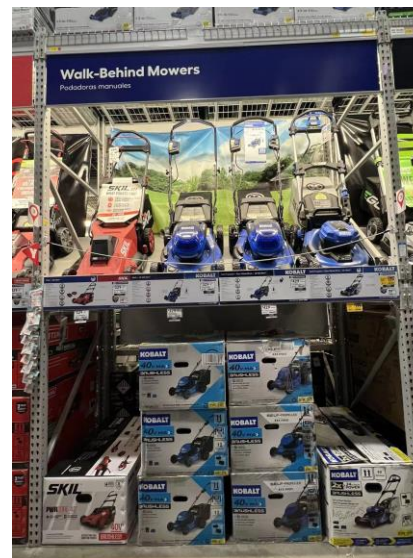
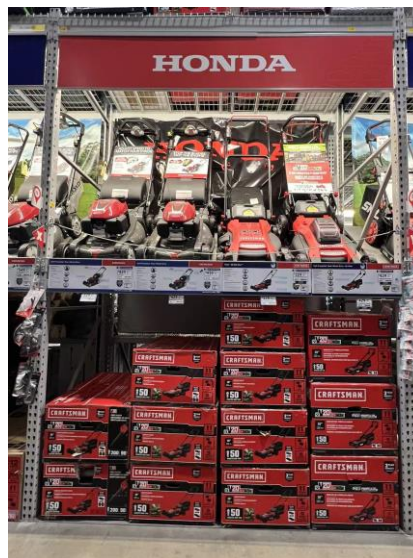
图：家得宝线下门店

Ryobi占比高



图：劳氏线下门店

按品类分，除非产品比较综合会专门设置品牌列



目录

CONTENTS

01

能源革命与OPE应用场景

- ✓ 锂电OPE优势突出
- ✓ 智能OPE想象力强
- ✓ 二者并不矛盾

02

中国企业“代工”转“品牌”

- ✓ 根源在于产品力拉动行业变革
- ✓ 垂直供应链+科学与经验+产品形态变化（改变渠道关系）

03

锂电外溢的第一批螃蟹&逆周期投资机遇

- ✓ 技术&产品迭代+ β > 大环境弱需求- β
- ✓ 类刚需型工具 β > 可选型耐用品工具 β
- ✓ 环保政策加持→渠道货架选择→锂电OPE

04

投资建议&催化剂&风险提示

- 1、主营业务：**OPE和电动工具赛道研产销垂直一体的品牌公司，存在部分代工业务。电商合计6%左右；北美和欧洲均以零售商为主，分别90%、70%。
- 2、公司战略：**长期主义者，八年磨一剑，伺机拨头筹；未来有望从OPE锂电引领者，变为锂电工具类龙头企业。目前进度顺利，用自主品牌EGO的成功证明过自己。

3、竞争优势：

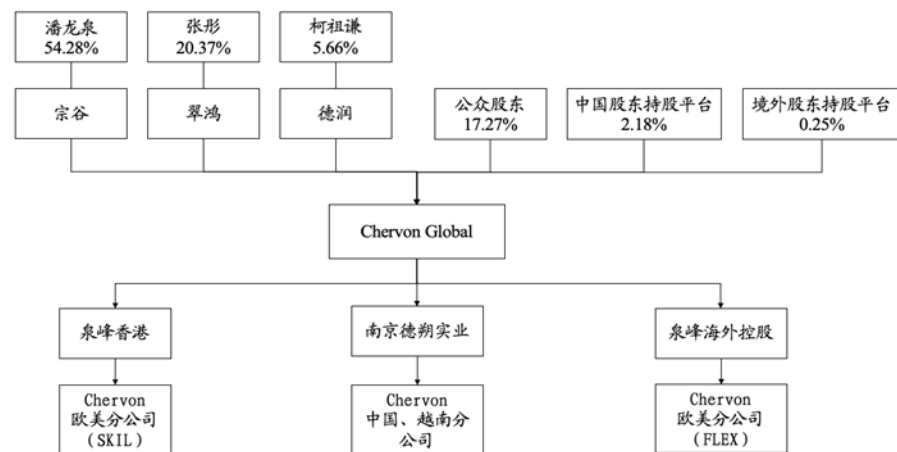
- ✓ **产品壁垒**，全球率先推出高电压锂电化产品，产品核心环节56V电池平台存在专利壁垒。
- ✓ **渠道壁垒**，工具类赛道下游渠道稳定，泉峰牢牢绑定北美线下渠道巨子劳氏渠道；EGO打下江山，其他品牌可顺势而入。
- ✓ **品牌壁垒**，①率先推出市场，牢牢把握用户心智（该品牌可代表高电压产品）；②产品具体生态体系化（已卖出900万个电池平台），加强用户粘性；③走高端化路线，高端品牌形象深入人心。

核心逻辑：行业本身需求稳定+锂电化迭代——锂电类产品销售快速增长——产品力+渠道合作+品牌力+电池平台生态建设驱动公司EGO市占率进一步提升——渠道议价能力加强，带动公司其他品牌在渠道内深度拓展——产品力和品牌力外溢，拓展其他渠道——业绩增速与确定性超预期

图：泉峰EGO系列，Arc-Lithium™电池平台，搭载电池平台的骑乘式割草机



图：公司股权结构集中，创始人股权占比过半



4.2 九号公司：行业新星，无边界智能化割草机器人开创者

◆ 深耕智能短交通，割草机器人望开启第二增长曲线，超市场预期

□ 九号公司基于技术领先优势，深耕智能短交通蓝海赛道，并逐步拓展服务机器人（室内配送机器人&室外割草机器人）领域，凭借其产品力+运营+生产能力共筑品牌优势。

□ 产品：凭借具备强大算法能力，推出智能无边界割草机器人，无需埋线+超声波传感+RTK定位，产品在平衡+避障+静音+防水等位列行业领先水平。

□ 渠道：其海外品牌Segway具备较高知名度和认可度，具备借力切入线下商超&经销商的能力。

图：九号公司割草机器人



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表：九号公司-WD三表摘要(单位：百万元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2020（追溯调整）	2021
利润表摘要							
营业收入	1,778.58	2,940.14	2,483.77	1,943.56	1,917.32	6,002.74	9,146.05
yoy	172.91%	117.78%	7.24%	15.35%	7.80%	30.90%	52.36%
毛利率	21.43%	26.31%	28.07%	14.02%	22.02%	26.32%	23.23%
毛利	381.11	773.67	697.08	272.40	422.23	1,579.74	2,124.26
yoy	106.50%	107.21%	10.69%	-42.59%	10.79%	25.64%	34.47%
期间费用率	20.14%	15.23%	19.33%	22.11%	18.95%	22.96%	18.76%
销售费用	145.26	182.95	234.50	29.72	106.53	365.41	592.43
销售费用率	8.17%	6.22%	9.44%	1.53%	5.56%	6.09%	6.48%
管理费用	100.06	129.69	115.91	174.58	122.14	478.04	520.24
管理费用率	5.63%	4.41%	4.67%	8.98%	6.37%	7.96%	5.69%
研发费用	102.23	120.52	119.46	161.30	116.22	462.19	503.51
研发费用率	5.75%	4.10%	4.81%	8.30%	6.06%	7.70%	5.51%
财务费用	10.64	14.52	10.16	64.10	18.38	72.36	99.42
财务费用率	0.60%	0.49%	0.41%	3.30%	0.96%	1.21%	1.09%
归母净利润	25.41	228.53	134.35	22.31	38.45	73.47	410.60
yoy	-123.16%	798.66%	-20.64%	-293.50%	51.32%	-116.15%	458.87%
归母净利率	1.43%	7.77%	5.41%	1.15%	2.01%	1.22%	4.49%
扣非归母净利润	19.61	199.84	130.23	-93.49	22.51	51.26	256.19
yoy	-	-	-18.74%	-355.69%	14.76%	-53.34%	399.76%
扣非归母净利率	1.10%	6.80%	5.24%	-4.81%	1.17%	0.85%	2.80%
资产负债表摘要							
货币资金	1,938.33	2,517.82	1,663.53	1,726.09	1,959.41	2,198.45	1,726.09
应收票据及应收账款	849.91	1,379.86	964.18	770.94	772.58	756.65	770.94
yoy	-	82.69%	-15.33%	1.89%	-9.10%	147.95%	1.89%
应付账款	1,902.43	2,490.04	2,218.05	1,931.45	1,876.73	1,726.94	1,876.73
yoy	-	103.51%	-1.79%	11.84%	-1.35%	232.35%	8.67%
预付账款	92.37	116.55	109.65	183.29	249.60	76.29	183.29
yoy	-	161.50%	87.79%	140.25%	170.22%	20.77%	140.25%
其他应付款	120.97	171.24	181.31	175.31	176.42	155.52	175.31
yoy	-	52.12%	38.62%	12.73%	45.84%	28.52%	12.73%
现金流量表摘要							
经营性现金流净额	-65.83	275.69	89.76	-461.08	-43.48	896.35	-161.45
投资性现金流净额	31.11	389.38	-930.13	501.34	309.56	-1,107.91	-8.30
筹资性现金流净额	-224.28	-78.09	-4.11	2.08	-3.99	1,453.93	-304.40

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

4.3 大叶股份：再次强call“补缺”逻辑

✓ **核心逻辑**：行业本身需求稳定+锂电化迭代——锂电类产品销售快速增长——家得宝渠道大功率锂电产品稍处弱势——渠道为努力抓住行业机会而积极选择代工厂or品牌——确立优质供货商给予该品类扶持——大叶有机会进入家得宝线下渠道——业绩增速与确定性超预期

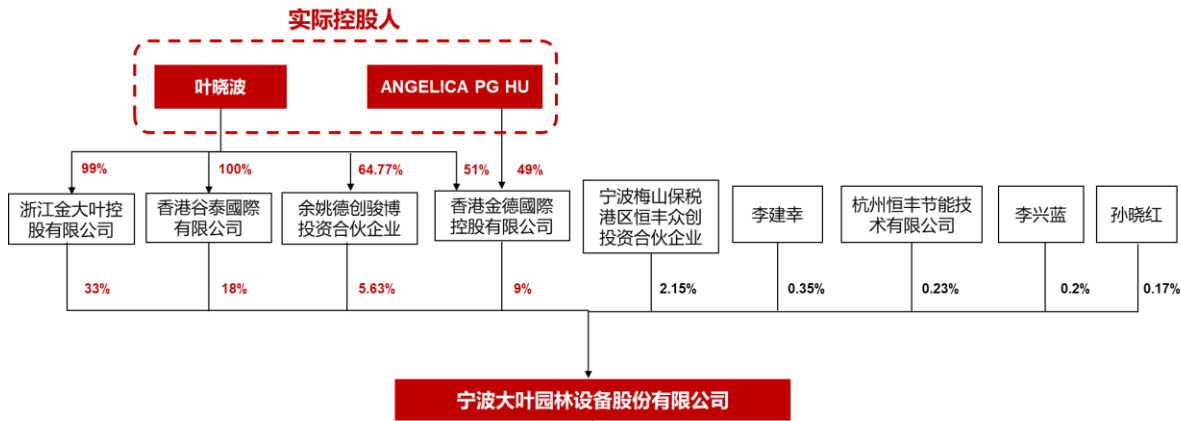
✓ **催化剂**：大叶锂电产品在家得宝线上销售超预期，线下正好有“坑位”空缺

图：家得宝线上渠道红黑榜（大叶为线上唯一一个大功率品牌，截止22年6月口碑较好）

资料来源：家得宝线上官网，浙商证券研究所 注：每个品牌产品按销量排序，时间截止2022年6月底														
品牌	GreenMachine	GreenMachine	GreenMachine	GreenMachine	GreenMachine	RYOBI	RYOBI	RYOBI	RYOBI	RYOBI	Milwaukee	Milwaukee	Milwaukee	
产品														
电压	62V	62V	62V	62V	62V	40V	40V	40V	40V	40V	18V	36v	18V	
电机	Brushless	Brushless	Brushless	Brushless	Brushless	Brushless	Brushless	Brushless	Brushless	Brushless	Brushless	Brushless	Brushless	
电池	2*4.0 Ah Batteries and Charger	4.0 Ah	4.0 Ah	2.5 Ah	2.5 Ah	6.0 Ah	(2) 6.0 Ah	6.0 Ah	6.0 Ah	6.0 Ah	8.0 Ah	(2) 12.0 Ah	5.6Ah	
刀片尺寸	22 in.	22 in.	16 in.	16 in.	26 in.	20 in.	21 in.	20 in.	21 in.	13 in. to 15 in.	14 in. - 16 in.	21 in.	21 in.	
特色	Self-Propelled					Self-Propelled	Self-Propelled	Self-Propelled	Dual-Blade Self-Propelled			Self-Propelled		
价格 (美元)	449	329	279	157	157	299	399	399	199	199	299	1099	299	
评分	4.3	4.3	4.6	4.5	4.7	4.7	4.6	4.5	4.4	4.7	4.7	4.4	4.7	
好评														
	-不需要任何气体或油	-效率高，用了之前的割草机一半的时间	-很强劲	-在割草机无法到达的地方使用修剪机	-无线	-非常容易调整割草机的高度	-易于设置	-很安静，基本上是自己推动。	-电池充电非常快	-两个速度设置，我认为它延长了电池时间	-几分钟内就组装完毕	-电池供电的割草机的动力强	-重量轻，方便	
	-用得多于一个电池就能割完整个院子	-不容易卡住	-耗电少	-1.重量安全功能：按下它就可以启动机器，电池可以有效降低电压	-容易安装	-使用方便	-自主式功能在斜坡上修剪草时为我节省了工作很多时间，在平地也有效率。	-喜欢可调节的拉力	-割草和燃气割草机没有什么不同，而且有可能更有效率。	-可以很容易地固定和调整的拉力	-我有过4台燃气修剪机和一台其他的电击修剪机。这是迄今为止最好的	-电池可以持续很长时间	-有足够的power工作最好的	
	-产品质量好，价格合理	-女士也容易上手	-充电快	-容易操作	-切割大	-重量轻	-可以同时修剪所有4个院子	-启动	-零维护	-它比燃气修剪机更轻	-不用燃气，也不用维护	-无需维护，用水管把它冲洗干净就可以了。	-电池充电速度非常快	
	-割草机的声音不小	-电池功率很高power，充电很快很方便	-这个组合很好	-性价比很高	-切割大	-容易使用，容易启动	-切割效果很好，速度也不错	-有几个容易改变的高度	-不会打搅到邻居	-比燃气的气压型更容易操作，而且感觉更轻便	-更安静，没有废气味	-非常高质量的割草机	-噪音小	
	-底部的LED灯在太阳下山后工作很有帮助	-容易安装		-喜欢颜色		-比起汽油的同类产品，要安静得多，也轻得多	-安静	-不用再用绳子启动它	-电池功率不足：我的土地是41英亩，包括一个院子，游泳池和许多景观。不能用两个电池完成。更像一个400美元的割草机，而不是600美元	-多种颜色选择和，更换刀头也很简单	-动力很强	-电池容量应该可以在一次充电的情况下完成0.5英亩的土地	-没有废气	
	-不是很重，很容易抬起存放在柜子里	-颜色好看		-占用空间小		-运输模式使它很容易从一个地方移动到另一个地方	-使用割草机三次，比以前的汽油割草机容易得多	-优质的产品	-两块电池几乎没有用上一小时	-有能力且用途广泛	-平衡性很好	-电池寿命很好	-电池持续时间很长，如果你选择更长的电池，有大量的选项	
	-电池组可以挂在墙上	-容易清洁		-切割效果几乎与燃气动力装置一样好，而且电池充电很快		-噪音较小，使用后也没有汽油味	-我的邻居有一个，她的草评价看起来很好。我最近也对ryobi的18V无线工具印象深刻，所以我就决定买它	-框架很轻	-能够用附件和电池来扩展产品线	-非常持久的电池	-切割效果很好			
差评														
	-自主式速度控制开关有点难适应	-适合没有硬度的家庭		-修剪机无法使用，因为缺少零件，所以无法安装手柄。进了好几次店，都没有消息。选择退货	-刀片太重，无法很好平衡	-电池能力不强，不到20分钟（也有几个评价说不到十分钟）就断电了（多次提到）	-通常需要4个电池才能完成修建草坪的工作，这使地上2天	-不到一个月，第一个电池就坏了	-没有配套收集袋	-主要是用于修剪，维护和修剪草坪。它不适合重型工作，如砍伐灌木或修剪树木或耕作	-间歇性地失去动力	-自动推进的功能弥补了它有点重	-说是锂电池的，但没有得到电池	
	-使用第一天就坏了，左边的驱动轮脱落了	-电池不持久	-收叶机也无法打开	-最后不好，交涉后告诉我要退货，但再也没有了消息。选择退货	-刀片需要几秒钟才能到全速度（或许为了安全）	-对于老年人来说，非平衡的修剪机，但再也无法使用。必须按下按钮并按住侧面的按钮几秒钟内。全功率就已经出版了	-第二次使用时无法启动	-希望它在自动模式下走得快一点。	-零件不正确地排列，所以它不能很好地工作。第二次切割	-只能持续20分钟，有一个中到大型的草坪，就不需要	-功能没有任何修剪机都会遇到的问题	-没有灯，不能晚上工作	-提供的电池只持续了不到5分钟，之后鼓风机就真的开始变慢了	
	-充电器声音很大，给电池充电时，充电器内的风扇启动并持续到电池充满电，需要把这个充电器放在车库或储藏室。	-（多个评价）不耐热，过热（overheating）；十分钟就过热了；不建议长时间使用	-收叶机不够强劲		-刀片需要几秒钟才能到全速度（或许为了安全）	-很差的品质控制，更换了两次，都有不同的质量问题。最终选择了一个不同的品牌。	-同时放入两块电池，很难取出电池	-手柄似乎不能调节高度	-电池时间真的取决于草的高度	-只持续20分钟，有一个中到大型的草坪，就不需要	-防护罩和脚垫是减分项	-希望后轮有一个差速器或类似的东西，在急转弯时能自动调整并防止打滑	-希望续航“管子”能长一点	
	-有差评提到：包裹里没有足够多的电池数量	-售后不好			-效率比汽油动力低：最高设置下的速度与最便宜的20V的BAD修剪机相当，所以它沿着栅栏修剪的时间是燃气动力修剪机的两倍以上。必须用同一个地方至少修剪两次才能让修剪干净。	-自动不了				-标称的电池和我期望的要求来说不太够用，买了第二个电池		-抱着希望连接传感器的灯什么会紧		

资料来源：家得宝线上官网，浙商证券研究所

图：股权分布集中，结构稳定，创始人夫妻掌管公司实控权。



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

4.4 格力博：线上OPE“小王子”，性价比“小当家”

- ✓ Greenworks品牌产品在美国锂电OPE市占率前三；线上（Amazon）常年上榜“Best Seller”，销量及用户口碑均保持市场前列
- ✓ 锂电OPE毛利率自主品牌和代工均远超有绳OPE

图：按产品结构划分的收益明细（单位：百万元）

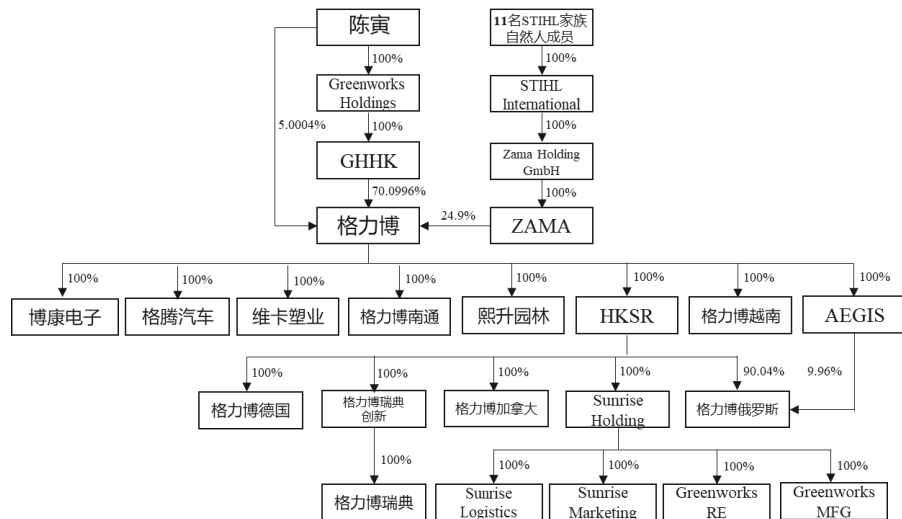
	2019	2020	2021
总收入	4,977.28	5,386.85	5,906.95
自有品牌			
锂电OPE	1,193.23	1,204.93	1,339.72
yoy		0.98%	11.19%
毛利率	36.73%	35.30%	28.63%
/收入	23.97%	22.37%	22.68%
有绳OPE	152.16	122.27	133.1
yoy		-19.64%	8.86%
毛利率	30.86%	33.49%	25.24%
/收入	3.06%	2.27%	2.25%
商超品牌			
锂电OPE	3,461.51	3,710.51	3,919.26
yoy		7.19%	5.63%
毛利率	37.79%	40.53%	35.19%
/收入	69.55%	68.88%	66.35%
有绳OPE	170.38	349.14	514.87
yoy		104.92%	47.47%
毛利率	30.76%	33.33%	23.56%
/收入	3.42%	6.48%	8.72%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表：格力博各销售渠道情况

单位：百万元		2019		2020		2021	
线上/线下	具体销售渠道	金额	占比	金额	占比	金额	占比
线上渠道	B2B电商	362.47	9.74%	801.78	18.81%	1,236.68	24.84%
	B2C电商	6.92	0.19%	46.50	1.09%	184.23	3.70%
线下渠道	商超	2,484.51	66.79%	2,581.19	60.55%	1,993.36	40.03%
	制造商	517.14	13.90%	513.52	12.05%	1,123.56	22.56%
	经销商	349.01	9.38%	320.00	7.51%	441.52	8.87%

图：公司股权集中度高，股东产业背景深厚。



注：STIHL International 由11名STIHL家族自然人成员间接控制

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

核心观点：

- **行业端：**园林工具新能源化为必然趋势，行业竞争格局处于快速变化期，相较于燃油时代国外企业占据主要份额，中国制造企业通过多年代工积累，无论在前端市场需求洞察，亦或后端技术创新研发上都具备优势，或将领跑OPE赛道。
- **产品：**代工起家的中国OPE制造企业均掌握核心技术专利，并持续研发，生产过程及产品质量均经过精心打磨。
- **渠道：**海外线下渠道有进入壁垒，但终极比拼核心仍是品牌力&产品力。

建议关注：泉峰控股、九号公司、大叶股份、格力博（拟A）、创科实业、苏美达、宝时得（未上市）

催化剂:

- ✓ 近期人民币汇率波动下调, 于出口企业利好
- ✓ 美国拟取消对华关税

风险提示:

- 行业竞争加剧, 新技术研发及新品开发风险
- 客户集中度较高, 客户稳定性风险
- 国际贸易摩擦
- 原材料供应及价格波动

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>