

N格力博(301260.SZ)

新能源园林机械先行者，构建商用锂电产品体系

核心观点

国内新能源园林机械知名制造商，注重品牌打造与产品生态建设。公司2007年起从事新能源园林机械的研发、设计、生产及销售，是国内最早布局锂电园林机械的企业。现已成为家用场景全球第三大、家用商用综合全球第五大的新能源园林机械制造商。公司重视自有品牌打造，2009年至今先后创立Greenworks、POWERWORKS等品牌，在美国新能源园林机械市占率排名前三。公司注重产品生态体系建设，开发了多个电池包平台，可实现电池包在不同产品之间的互通互用，降低消费者使用成本。垂直一体化的智能制造体系是公司核心竞争力之一。

营收增速较稳健，利润受原材料成本影响大。公司2019至1H22分别实现收入37/43/50/31.8亿元，18至21年复合增速17%，1H22同比增长10.3%；实现归母净利润1.54/5.65/2.8/2.54亿元，复合增速34.6%，1H22同比减少29%。20年后公司整体毛利率下降较多，主要受原材料价格、海运费与汇率影响。

重视研发投入，积累核心技术。公司在研发设计能力方面持续投入大量资源，在中国、美国及瑞典设立了具有高度协同能力的专业化研发中心。拥有国内外专利1463项（其中发明专利125项），在电机控制及系统控制、电池包、电池充电器、智能、IoT等方面积累了一系列核心技术。

渠道以线下商超为主，客户结构由集中向分散发展。公司已建立起“直销为主经销为辅、线下为主线上为辅”的全渠道营销体系。客户覆盖商超、经销商、电商及园林机械制造商。2020年7月第一大客户泉峰控股与劳氏签订合作协议，对公司短期造成不利影响。但公司借此机会大力发展自有品牌，与其他渠道商深化合作，客户与业务结构进一步优化。

新一代商用锂电割草车极具竞争优势，移动储能充电车形成生态闭环。由于电池能量密度、割草机输出功率等指标较低，目前北美商用园林机械几乎全部为汽油类产品。若未来完全由锂电类取代，市场空间将达112.5亿美元。公司有望成为商用锂电割草车这一蓝海市场的头号玩家，于2022年10月推出Optimus Z割草车，在工作效率、续航、维保成本、功能与用户体验上全方位超越汽油产品，且优于同代竞品。此外，公司基于客户用拖车运输园林机械的需求，结合锂电产品的特点，量身打造了OptimusMC移动储能充电车。可利用路上时间为装载的公司园林设备充电，延长续航时间。OptimusMC将于2023年底发布，使用寿命8年左右，而公司大部分商用园林机械的使用寿命在3-5年，因此该产品的销量能够提前锁定公司其他商用锂电产品的销量，形成生态闭环。

可比公司情况：公司主要生产电动园林机械等户外工具，客户与需求集中在海外。可比公司选择大叶股份与巨星科技。

风险提示：公司对劳氏销售额下降风险，存货规模较大风险，应收账款回款风险；国际贸易摩擦风险，海外需求不足经销商去库存风险，汇率、海运运价、关税、原材料价格波动风险。

公司研究·新股研究

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：黄盈

021-60893313

cnhuangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

基础数据

发行前股本

36462.20万股

发行股本

12154.00万股

发行后股本

48616.20万股

公司第一大股东

GLOBE HOLDINGS (HONG KONG) CO., LIMITED

第一大股东持股比例

52.57%

注：数据更新日期为2023年02月08日

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

内容目录

公司概况	5
股东结构	5
格力博：新能源园林机械先行者	5
公司经营表现：	7
营收增速较稳健，利润波动源于原材料价格、海运费与汇率变化	7
渠道以线下商超为主，客户多元化发展卓有成效	8
重视研发投入，积累核心技术	9
行业简析	9
园林机械在欧美家庭偏刚需，锂电化智能化为发展趋势	9
宅经济结束影响家用园林机械需求，但锂电产品仍可维持稳健增长	12
新一代商用锂电割草车极具竞争优势，移动储能充电车形成生态闭环	13
募投项目	16
可比公司情况	17
风险提示	17

图表目录

图1：公司发展历程图	5
图2：公司不同应用场景下的新能源园林机械产品	6
图3：公司基于亚马逊云的 IoT 物联网云平台	6
图4：公司垂直一体化制造体系的组成	6
图5：全自动注塑件生产线、金属板自动冲压线与数字化电池工厂	6
图6：公司近期营收利润表现（百万元，左轴）与增速（右轴）	7
图7：公司近期销售毛利率、归母净利率、摊薄 ROE 水平	7
图8：公司主营业务收入-按产品类别拆分（亿元）	7
图9：公司主营业务收入-按业务模式拆分（亿元）	7
图10：公司的部分产品体系的合作渠道	8
图11：园林机械行业的发展阶段	10
图12：2020 年全球户外动力设备市场规模占比——分区域	11
图13：不同类型 SORE 的碳排放占比（夏季）	11
图14：加州政府预计在不加限制的情况下，SORE 排放量将超过汽车	11
图15：2010–2021 年北美户外动力设备市场结构变化情况	12
图16：2011–2021 年全球电动工具出货量（亿台）与同比增速	12
图17：2013–2022 年上半年部分知名 OPE 生产商销售收入同比增速	13
图18：家得宝、劳氏期末存货与营收表现（亿美元）	13
图19：我国园林机械出口台数（万台，左轴）与美国联邦基金利率	13
图20：Toro 部分商用汽油割草车售价情况	14
图21：格力博的 82V 商用产品生态圈	14
图22：格力博 Optimus Z 产品介绍	14
图23：格力博 Optimus Z 相比汽油割草车的投入成本优势	15
图24：格力博 Optimus Z 相比汽油割草车的功能性优势	15
图25：北美排名第一的绿化服务公司 Brightview 的出车场景之一	16
图26：Brightview 的出车服务场景之二	16
图27：OptimusMC 移动储能充电车示意图	16
图28：OptimusMC 强大的装载能力	16

表1：公司主要产品在北美的市场占有率	7
表2：公司各渠道客户销售收入（万元）与占比	9
表3：户外动力设备与园林机械主要生产企业情况	10
表4：美国多地开始逐步禁用汽油户外动力设备	12
表5：格力博募投项目	17
表6：可比公司财务数据与估值表现（亿元，截至 2023 年 2 月 7 日收盘数据）	17

公司概况

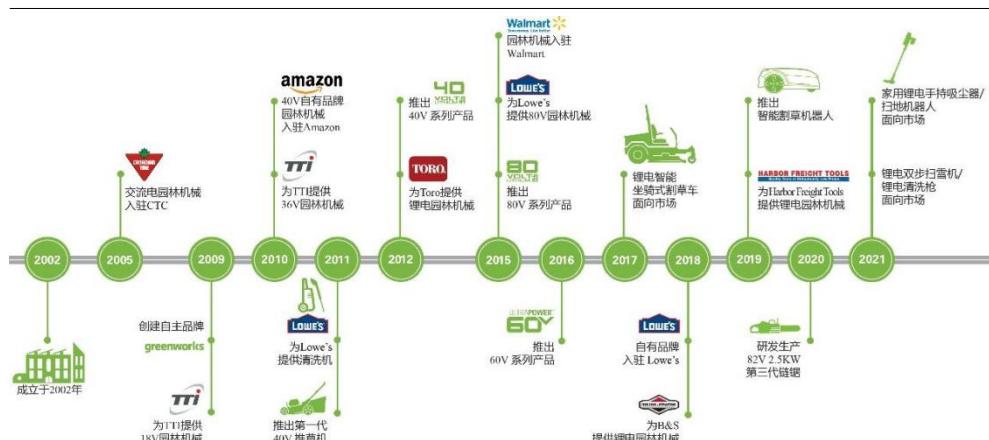
股东结构

发行前，公司的控股股东 GHHK 持有公司 70.0996% 股权。公司实控人陈寅担任公司董事长兼总经理，直接持有公司 5.0004% 的股份，并通过 Greenworks Holdings、GHHK 间接持有公司 70.0996% 的股份。合计控制公司 75.10% 的股份。

格力博：新能源园林机械先行者

公司 2007 年起从事锂电园林机械的研发、设计、生产及销售，现已成为家用场景全球第三大、家用商用综合全球第五大的新能源园林机械制造商。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。公司早年以代工商超品牌与其他园林机械品牌为主，先后帮 TTI 打造了 Ryobi、帮 Lowe's 做强了其商超品牌，并为园林机械领域知名品牌企业 STIHL、Toro、Echo 等提供 ODM 产品。在行业内形成一定影响力后，公司将重点放在自有品牌打造上，先后创立 Greenworks、POWERWORKS 等品牌。其中 Greenworks 品牌在欧美知名度较高，产品在美国新能源园林机械市占率排名前三；旗下割草机、吹风机等产品常年位于 Amazon 平台“Best Seller”之列。

图1：公司发展历程图



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

与国内企业相比，公司在锂电产品的布局最早。在产品生态系统建设上，公司开发了 40V、60V 和 80V 等多个电池包平台，可实现电池包在不同产品之间的互通互用，降低消费者使用成本。公司基于蓝牙、WiFi、4G 和精确 GPS 定位技术，定制了部署于亚马逊云的 IoT 云平台，用户可通过 APP 实时监测设备使用状态，防止设备造盗窃或盗用；而公司可通过后台对产品质量、售后进行大数据管理。

图2: 公司不同应用场景下的新能源园林机械产品


资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

图3: 公司基于亚马逊云的 IoT 物联网云平台


资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

垂直一体化的智能制造体系是公司核心竞争力之一。由于进入行业较早，当时缺乏零部件厂商，公司选择了自行设计、生产零部件的路线。在长期的生产运行中，形成了垂直化、自动化水平较高的生产制造体系。在全球新能源园林机械行业中，公司的制造能力处在头部。

1) **垂直一体化：**公司在中国和越南两个制造基地建立起整机生产体系，均拥有新能源电池包、无刷电机、智能控制器、充电器等 80%以上核心零部件的自主设计与制造能力，形成整机设计与零部件开发的协同优势。以此为基础，公司提高了产品质量的一致性和稳定性，降低了制造成本、缩短了新品研发周期、提升了交付与客户响应能力。

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 进行在线监测与记录。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，保障产品一致性与质量。

图4: 公司垂直一体化制造体系的组成


资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

图5: 全自动注塑件生产线、金属板自动冲压线与数字化电池工厂


资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

3) **客户端信息化：**公司的生产由订单驱动，90%按单生产，在客户与公司对接的订单系统中获取客户下达的订单后，将不同客户的订单整合到排程系统 APS 进行生产计划。生产过程由生产执行系统 MES 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。

作为新能源园林机械行业内的先行企业，公司产品主要销售于北美、欧洲等成熟市场以及亚太等新兴市场，获得客户的广泛好评，市场覆盖率和行业知名度较高。根据 TraQline 市场研究数据以及发行人终端销售量合理估算，公司 2019 年(2019 年 7 月 1 日至 2020 年 6 月 30 日) 主要产品在北美市场占有率超 10%。

表1：公司主要产品在北美的市场占有率

主要产品	推草机	打草机	吹风机	修枝机	链锯
市场占有率	17.45%	10.58%	9.83%	6.67%	13.39%

资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

公司经营表现：

营收增速较稳健，利润波动源于原材料价格、海运费与汇率变化

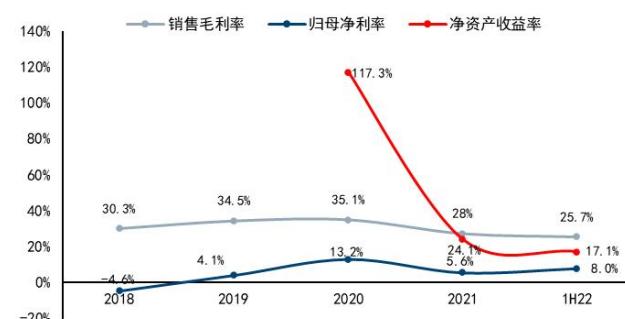
公司 2019 至 1H22 分别实现收入 37/43/50/31.8 亿元，18 至 21 年复合增速 17%，1H22 同比增长 10.3%。公司生产销售的园林机械以锂电池提供动力为主，收入占比逐步提升至 1H22 的 77%；交流电园林机械需外接电源使用，便捷性不如锂电池系列产品，收入占比较低。公司自有品牌产品销售比例持续提高，22 年上半年收入占比达 65.53%。

图6：公司近期营收利润表现（百万元，左轴）与增速（右轴）



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

图7：公司近期销售毛利率、归母净利率、摊薄 ROE 水平



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

图8：公司主营业务收入-按产品类别拆分（亿元）



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

图9：公司主营业务收入-按业务模式拆分（亿元）



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

2019 至 1H22 公司实现归母净利润 1.54/5.65/2.8/2.54 亿元，复合增速 34.6%，1H22 同比减少 29%。2020 年后公司毛、净利率有所下降，主要受原材料价格、海运费与汇率影响。其中 21 年受人民币兑美元汇率升值影响，产品销售均价下降，拉低了毛利率 11.53pct。22 年上半年虽然销售均价拉高了 14.11pct 毛利率，但在原材料、制造费用等因素影响下，单位成本拉低了 17.88pct 毛利率，导致毛利率继续下降了 3.77pct。运输成本上，自有品牌的海运费需公司自行承担，而自有品牌占比逐渐增加，叠加 1H22 海运费高企，对期内公司毛利率造成一定冲击。

渠道以线下商超为主，客户多元化发展卓有成效

公司已建立起“直销为主经销为辅、线下为主线上为辅”的全渠道营销体系，客户主要分为商超、经销商、电商以及园林机械制造商四类。线下渠道包括商超买断式销售公司自有品牌与商超品牌产品、为海外园林机械品牌提供 ODM、向经销商销售自有品牌产品。公司主要与 Lowe's、Costco、TSC、Harbor Freight Tools、Bauhaus、Menards 等大型商超，以及 Handy、Carswell、Willard 等园林机械经销商稳定合作。线上渠道包括 B2B、B2C 电商，其中 B2B 电商收入占比超线上总收入的 80%，主要销售自有品牌与商超品牌产品。

图10：公司的部分产品体系的合作渠道



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

2020 年前美国劳氏（Lowe's）为第一大客户，公司为其商超品牌做代工，收入占比超 50%。2020 年 7 月泉峰控股与劳氏签订合作协议，对格力博与劳氏的合作产生不利影响。于是公司开始寻求与其他客户加深合作，并将发展重心放在自有品牌上。2020 年以来公司与 Costco 的合作不断深化；20 年下半年与全球最大的家居建材超市家得宝（The Home Depot）建立合作关系，销售原本在劳氏专卖的 60V 自有品牌产品，21 年收入大增；1H22 公司选择与在家得宝销售的品牌商合作（如 Toro、Echo），减少与家得宝的直接业务。目前，公司已不再依赖单一客户为主要收入来源。

表2：公司各渠道客户销售收入（万元）与占比

	22年1-6月	2021年	2020年	2019年
Amazon	45300. 98	79731. 45	51443. 35	22396. 27
Lowe's	2449. 70	5924. 91	11360. 93	6958. 00
The Home Depot	1578. 14	14191. 98	811. 40	-
Walmart	3398. 39	2980. 46	2815. 20	2763. 26
Costco	11374. 48	14678. 03	8347. 99	601. 34
CPO	16. 72	103. 98	196. 68	263. 93
TSC	679. 32	551. 93	552. 57	372. 76
其他	4180. 32	5504. 78	4650. 24	2891. 56
B2B电商渠道客户收入合计	68978. 06 (21. 77%)	123667. 53 (24. 84%)	80178. 35 (18. 81%)	36247. 12 (9. 74%)
自有品牌官网	13500. 16	16651. 67	4556. 26	663. 42
第三方平台（亚马逊、Ebay、小米有品、天猫、京东等）	1478. 42	1771. 18	93. 83	28. 24
B2C电商收入合计	14979. 58 (4. 73%)	18422. 85 (3. 70%)	4650. 09 (1. 09%)	691. 66 (0. 19%)
Lowe's	27131. 68	118228. 20	206612. 63	206202. 89
Harbor Freight Tools	15887. 73	31758. 95	24230. 63	2597. 93
Walmart	1304. 62	1266. 95	841. 00	7334. 92
MENARDS	9627. 89	11967. 77	6128. 69	2701. 84
CTC	2633. 96	5990. 76	4731. 78	1867. 34
Bauhaus	1692. 99	5685. 18	4533. 73	13288. 78
Globus	12. 59	324. 34	2375. 03	5718. 59
Costco	26030. 54	9225. 59	-	5. 16
其他	32847. 13	14889. 11	8665. 39	8733. 98
商超渠道客户收入合计	117169. 14 (36. 98%)	199335. 85 (40. 03%)	258118. 88 (60. 55%)	248451. 43 (66. 79%)
经销商收入合计	37398. 56 (11. 80%)	44155. 16 (8. 87%)	31999. 86 (7. 51%)	34901. 10 (9. 38%)
园林机械制造商收入合计	78339. 43 (24. 72%)	12355. 80 (22. 56%)	51351. 82 (12. 05%)	51714. 03 (13. 90%)
收入总计	316864. 76	497937. 18	426298. 99	372005. 35

资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

重视研发投入，积累核心技术

传统燃油、交流电动力园林机械应用的关键技术主要为发动机、电动机、机械设计等学科技术；而新能源（锂电）驱动产品线的核心技术包括电机、电控和电源技术，差异较大。随着消费者对产品数字化、智能化的要求不断提升，园林机械产品对传感器、算法等技术的要求也越来越高。

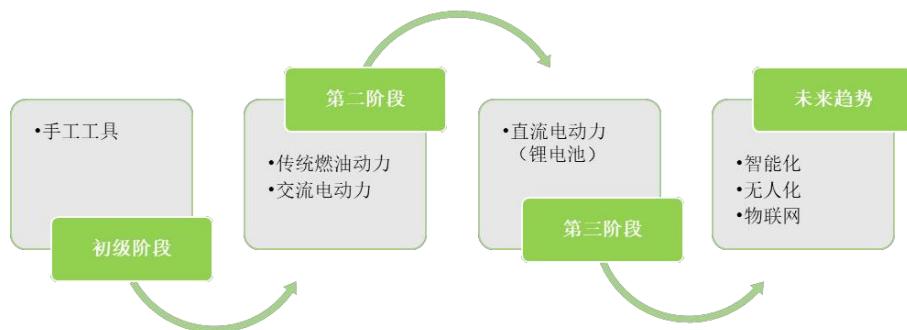
公司在研发和设计能力方面持续投入大量资源，在中国、美国及瑞典设立了具有高度协同能力的专业化研发中心，全球研发及技术人员 1060 名，占员工总数的 26%，而大叶股份、巨星科技、泉峰控股等公司的研发人员占比在 10-15%。公司拥有国内外专利 1463 项（其中发明专利 125 项），在电机控制及系统控制、电池包、电池充电器、智能、IoT 等方面积累了一系列核心技术，具有行业领先优势。

行业简析

园林机械在欧美家庭偏刚需，锂电化智能化为发展趋势

园林机械行业起源于 19 世纪的欧洲，发展至今经过了手工工具、燃油和交流电动力、直流电动力三个阶段，目前正向自动化、智能化、网络化、平台化方向发展。

图11：园林机械行业的发展阶段



资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

OPEI 将户外动力设备（Outdoor Power Equipment，简称 OPE）定义为各式割草机、旋耕机、鼓风机、修枝机、微耕机、电锯等，从产品构成与市场参与者看，园林机械市场与户外动力设备市场的定义十分接近。园林机械国际生产商均有百余年历史，深耕电动工具或农机领域，业务布局多元化，多于 20 世纪中下开始布局户外动力设备。包括 Husqvarna、John Deere、Stanley Black & Decker、BOSCH、Toro、Makita、STIHL 等。国内生产商后来居上，21 世纪初出现首批参与者，包括创科实业（TTI）、泉峰控股、格力博、宝时得、大叶股份、苏美达等。产品主要出口欧美，早期以 ODM/OEM 模式为主，后积极发展自主品牌。

表3：户外动力设备与园林机械主要生产企业情况

公司	成立时间	国家	概况	旗下品牌
Husqvarna	1689	瑞典	以链锯、园林拖拉机和割草机器人闻名	Norrahammars Ironworks（收购取得）、AB Partner, Jonsereds AB, Poulan
John Deere	1837	美国	生产农业、建筑、林业机械、柴油发动机，用于重型设备的传动系统和草坪护理设备	WIRTGEN, HAGIE, PLA, MAZZOTTI, MONOSEM, ai products, BLUERIVER,
Stanley Black & Decker (史丹利百得)	1843	美国	世界知名手动工具与存储产品生产商	STANLEY、DeWALT、CRAFTSMAN、Cub Cadet、MTD（收购取得）
BOSCH (博世)	1895	德国	涵盖汽油系统、柴油系统、汽车底盘控制系统、汽车电子驱动、起动机与发电机、电动工具、家用电器、传动与控制技术	BOSCH、Dremel
Toro (托罗)	1914	美国	草坪设备、园林设备、租赁和建筑设备、喷灌设备及户外照明设备供应商	园林机械：Toro、Exmark、SpartanMowers、Ventrac、Hayter、Pope、Lawn-boy
Makita (牧田)	1915	日本	主营电动工具、木工机械、气动工具、家用及园艺用机器等的制造	牧田 Makita
STIHL	1926	德国	创始人发明了世界上第一台电锯。已成为全球最畅销的链锯品牌，年营收 50 亿欧元。品类上已拓展各类割草机与园林机械	STIHL
创科实业 (TTI)	1985	中国	电动工具、配件、手动工具、户外观艺工具及地板护理、清洁产品生产企业	电动工具：MILWAUKEE、AEG、ROYBI 园林机械：MILWAUKEE、AEG、ROYBI、HOMELITE
泉峰控股	1999	中国	专注于生产手持式电动工具、台型电动工具、花园工具产品	园林机械：EGO、SKIL 电动工具：FLEX、SKIL、大有、小强
格力博	2002	中国	全球新能源园林机械行业领先企业	Greenworks、POWERWORKS
宝时得	1994	中国	产品面向高端市场，涵盖专业、家用、花园电动工具	WORX、ROCKWELL、Kress
大叶股份	2006	中国	公司主要从事割草机、打草机/割灌机、其他动力机械及配件的生产销售，是国内园林机械行业领先企业、割草机龙头企业	MOWOX、Green Machine
苏美达	1996	中国	国机集团重要成员企业，含动力工具生产	GFORCE、YARDFORCE、FIRMAN

资料来源：华经产业研究院，各公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

北美与欧洲是 OPE 最大消费市场且家用园林机械偏刚需。2020 年北美、欧洲 OPE 市场规模分别为 138 亿美元与 79 亿美元，分别占全球的 55.2% 与 31.6%，其消费主要来自家庭园艺和公共绿化建设。全球约有 2.5 亿个私人草坪及花园，其中 8000

万个分布在欧洲各国，1亿个集中在美国。同时，欧美国家对私人庭院环境的打理有法律要求，不按规定修剪的会处数百至数万美金罚款；若雇用专人修剪，1年需花费1000美元左右。而大部分割草机等园林机械的终端售价在500美元及以下，使用年限在3年左右。可见在家用场景下，**居民自购设备并自主完成割草是更经济的选择**。据Precedence Research数据，北美家用割草机2021年市场份额约60.6%，商用约39.4%。

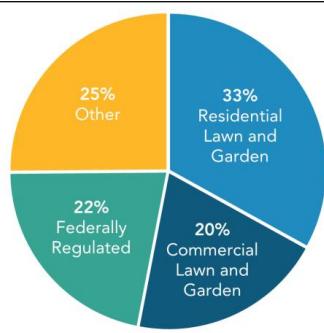
图12：2020年全球户外动力设备市场规模占比——分区域



资料来源：泉峰控股招股书，国信证券经济研究所整理

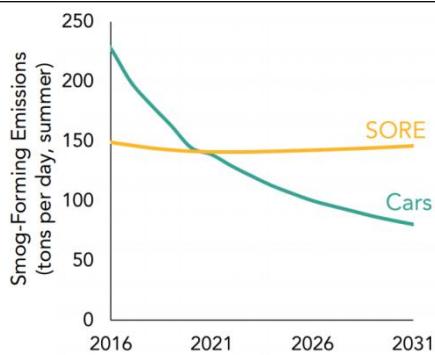
美国多州出台环保政策，户外动力设备锂电化势在必行。小型非路用引擎（Small off-road engines，简称 SORE）主要用于户外动力设备中，虽然单个排量较小但数量庞大，碳排放总量仅次于机动车。2021年，美国加利福尼亚州共有1540万台SORE，其中61%用于家用园林机械、8%用于商用园林机械。而这8%的商用园林机械却占到20%的SORE碳排放。放眼全美，SORE每年约造成2.42亿吨碳排放；每年有1700万加仑汽油在为园林机械加油的过程中泄漏。在碳中和趋势下，美国多地出台环保政策，推进OPE去汽油化。在加州推出的“Zero-Emission Landscaping Equipment Incentive Programs”中（零排放园林绿化设备奖励计划），Greenworks品牌的锂电园林机械已列入补贴名录，有利于公司产品的推广销售。

图13：不同类型 SORE 的碳排放占比（夏季）



资料来源：California Air Resource Board – Lawn Equipment Emissions（网址为：<https://ww2.arb.ca.gov/sites/default/files/2021-12/2021%20SORE%20Fact%20Sheet.pdf>），国信证券经济研究所整理

图14：加州政府预计在不加限制的情况下，SORE 排放量将超过汽车



资料来源：California Air Resource Board – Lawn Equipment Emissions（网址为：<https://ww2.arb.ca.gov/sites/default/files/2021-12/2021%20SORE%20Fact%20Sheet.pdf>），国信证券经济研究所整理

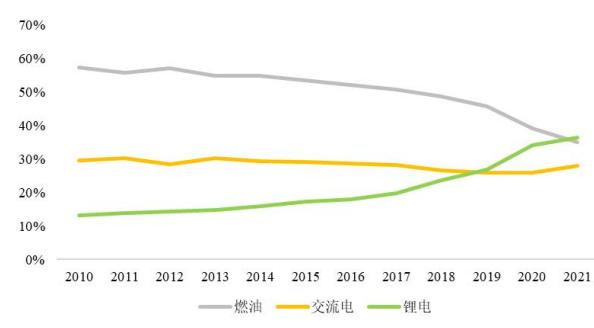
表4：美国多地开始逐步禁用汽油户外动力设备

地区	政策内容
加利福尼亚州	2024 年起，除发电机与大型压力清洗机外，禁止销售任何汽油动力设备
纽约	2027 年起，州内销售的一切草坪护理设备必须实现零碳排
华盛顿	2022 年 1 月起禁用汽油吹叶机
马萨诸塞州	到 2024 年，逐步淘汰汽油吹叶机
新泽西州	2021 年末出台政策禁售汽油吹叶机

资料来源：各州政府官网，国信证券经济研究所整理

根据 TraQline 统计数据，在北美地区的户外动力设备（OPE）领域，新能源产品市场份额已由 2010 年的 13% 增至 2021 年的 36%。近年锂电池技术趋于成熟，锂电类产品渗透速度加快，2022 年锂电类产品在手持式 OPE 与割草机的渗透率约 50%，未来仍具有广阔的渗透空间。

根据 EVTank 发布的《中国电动工具行业发展白皮书（2022 年）》，2021 年全球电动工具出货量达 5.8 亿只，同比增长 19%；中国电动工具出口量同比增长 26.7% 达 4.3 亿台，对应出口金额 969.3 亿元。

图15：2010-2021年北美户外动力设备市场结构变化情况


资料来源：公司招股意向书，国信证券经济研究所整理

图16：2011-2021年全球电动工具出货量（亿台）与同比增速


资料来源：EVTank，国信证券经济研究所整理

宅经济结束影响家用园林机械需求，但锂电产品仍可维持稳健增长

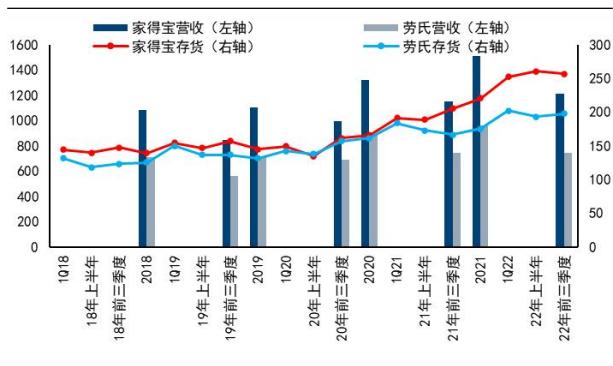
美国宅经济结束后，OPE 厂商营收表现同比走弱，但家用锂电园林机械仍有渗透空间。2020 年新冠肺炎疫情席卷全球，欧美各国均一定程度上采取了限制聚集和出行的防疫举措，居家办公在越来越多的行业已经代替了传统的办公方式，并在防疫措施解除后得以延续。居民居家时间以及对园艺等户外活动需求的大幅增加，刺激了园林机械销售的增长。

在宽松货币政策的刺激下，2021 年美国住房需求高涨，年内共售出 612 万套房产，比 2020 年增长 8.5%，为房地产泡沫高峰以来最高水平。同时，2021 年 12 月底未售出现房库存降至 91 万套，创历史新低。由于家用园林机械配套住房的刚需属性，房产销售的强势表现使其销量快速增长。

图17: 2013-2022年上半年部分知名OPE生产商销售收入同比增速


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理; 其中牧田营收增速已按中国默认会计期习惯调整

2022年,能源价格暴涨、欧美国家通胀高企,居民可支配收入减少,购买力下降。为遏制通胀,美联储开启加息周期,叠加海外疫情管控放松,居民的园艺需求回归合理,园林机械销量同比走弱。家得宝与劳氏为北美两大家居建材零售商,2020、2021年两家公司营收实现高增长后,均加大后续备货力度。22年前三季度两公司营收同比基本无增长,库存营收比处于高位。这对中国的园林机械出口造成一定冲击,海关统计数据显示22年美国加息周期开启后,中国园林机械出口总量快速回落。但由于锂电类产品渗透率仍不足50%,在“去汽油化”政策支持下,预计未来几年,欧美家用锂电园林机械市场规模将保持每年15%-20%的稳健增长。

图18: 家得宝、劳氏期末存货与营收表现(亿美元)


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图19: 我国园林机械出口台数(万台, 左轴)与美国联邦基金利率


资料来源: 中国海关总署, WIND, 国信证券经济研究所整理

新一代商用锂电割草车极具竞争优势, 移动储能充电车形成生态闭环

与家用产品不同,商用园林机械的受众为绿化服务公司,更看重设备的功率、经济性与环境适应性。渠道上,家用产品主要通过商超、园林机械专卖店、电商平台销售;而商用产品单个客户的订单量较大,更多采用直销的模式。仅北美地区,

每年商用园林机械的销售额就超过百亿美元，其中割草车是价值量最大、最主要的设备。Toro 品牌商用汽油割草车均价约 12000 美元，是其家用汽油割草车价格的 3 倍，于是商用割草车市场成为了各园林设备制造商的“必争之地”。

图20: Toro 部分商用汽油割草车售价情况

Model	Cutting Width	Engine Brand	Engine Horsepower	
4000 Series 48" (122 cm) 24.5 HP 852cc Model: 74000	48 in / 122 cm	Kawasaki	24.5 hp	\$11,699.00 USD NOT AVAILABLE
4000 Series 52" (132 cm) 25.5 HP 852cc Model: 74002	52 in / 132 cm	Kawasaki	25.5 hp	\$11,799.00 USD NOT AVAILABLE
4000 Series 60" (152 cm) 25.5 HP 852cc Model: 74004	60 in / 152 cm	Kawasaki	25.5 hp	\$12,399.00 USD NOT AVAILABLE
4000 Series 60" (152 cm) 26.5 HP 747cc Model: 74035	60 in / 152 cm	Kohler	26.5 hp	\$12,799.00 USD NOT AVAILABLE

资料来源: Toro 官网, 国信证券经济研究所整理

然而过去几年间, 由于市面上的商用锂电割草车在续航能力、输出功率等指标上表现较弱, 绿化服务公司仍普遍选用汽油类产品, 商用锂电割草车仍为蓝海市场。

图21: 格力博的 82V 商用产品生态圈



资料来源: Greenworks Commercial, 国信证券经济研究所整理

图22: 格力博 Optimus Z 产品介绍



资料来源: Greenworks Commercial, 国信证券经济研究所整理

公司有望成为商用锂电割草车市场的头号玩家。2016 年公司开始布局商用锂电产品, 打造了 82V 电池包平台并围绕其构建商用产品生态系统; 2017 年推出第一代锂电商用 ZTR (零转向割草车), 获得了 2018 年美国 PTIA 专业工具创新奖。2022 年 10 月, 公司推出了新一代锂电商用割草车 Optimus Z, 在主要性能指标上均超越了现有燃油产品, 且能帮助客户降低投入成本。

1) **工作效率上**, 传统汽油割草车普遍在 25-40 马力, 割草速度在 11 英里/小时, 燃料费用贵, 且在较高较密草坪的割草效果差; 而公司的 Optimus Z 产品输出功率达 65 马力, 割草速度达 16 英里/小时, 节约燃料成本的同时割草效果稳定。

2) **续航上**, 公司第一代锂电商用割草车满电状态仅能工作 4 小时, 且需要 7-8 小时充电, 对割草工人而言便利度不如汽油产品; 而第二代产品能够续航 8 小时, 覆盖 21 英亩草坪, 充电仅需 3 小时, 成功化解客户的“里程焦虑”。

3) **维保成本上**, 汽油割草车维保期限普遍在 750 小时, 此后各零件更换的成本全部由买着承担; 而 Optimus Z 提供 5 年/2000 小时的免费维保服务, 日常保养仅需涂适量润滑油。

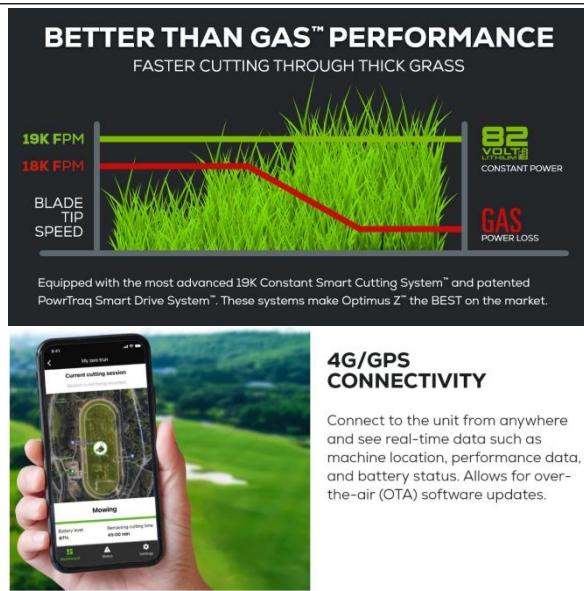
4) **用户体验上**, 使用汽油产品割草时, 工人被迫在噪音与尾气中完成工作; 而锂电化完美解决了这一问题。

5) **产品功能上**, 汽油割草车完全不具备智能性, 而锂电割草车能够配套电子系统、GPS、手机充电等功能, 结合公司的云平台, 可实时监测设备使用情况, 便于绿化服务公司管理。未来, 公司将推出无人驾驶套件, 可安装到锂电割草车上, 通过 APP 订阅相关服务便可实现全自动、无人化割草, 为绿化服务公司节省人力成本的同时, 公司可赚取服务订阅费用, 并为 APP 带来流量。

图23: 格力博 Optimus Z 相比汽油割草车的投入成本优势



图24: 格力博 Optimus Z 相比汽油割草车的功能性优势



资料来源: Greenworks Commercial, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Greenworks Commercial, 国信证券经济研究所整理

Toro 曾于 2021 年推出其第一代锂电零转向商用割草车, 为公司 Optimus Z 的主要竞品。但动力源采用无水冷三元电池, 存在安全隐患; 最大输出功率仅 38 马力, 割草速度逊于公司产品; 爬坡能力与汽油割草车相当, 仅能覆盖 15° 以下坡度的草坪, 而公司的产品在独创设计下, 能够完成最大 25° 倾斜度草坪的割草工作; 终端售价接近 4 万美元, 公司产品售价为 2.7 万美元。可见 Toro 的这一代产品已全面落后于公司的 Optimus Z。

格力博能够持续推出优秀的产品, 强大的技术积累与生产能力固然重要, 紧跟客户需求同样关键。绿化服务公司为商用园林设备的最大受众, 按要求完成割草、修枝等等绿化打理工作是其主要业务。接到订单后, 绿化服务公司通常会派员工驾驶皮卡, 并拖挂一辆装有园林机械的储物车, 前往指定地点完成工作。

图25：北美排名第一的绿化服务公司 Brightview 的出车场景之一



资料来源：BrightView Landscapes 官网，国信证券经济研究所整理

图26：Brightview 的出车服务场景之二



资料来源：BrightView Landscape Maintenance Services，国信证券经济研究所整理

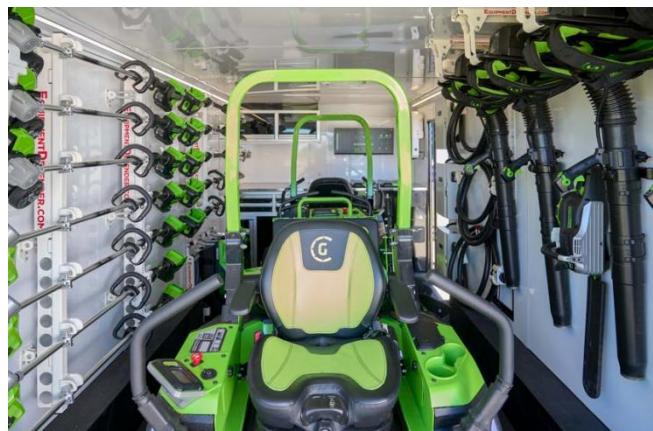
OptimusMC 移动储能充电车亮相 Equip Expo 2022，形成生态闭环。公司基于客户用拖车运输园林机械的需求，结合锂电产品的特点，量身打造了 OptimusMC 移动储能充电车。可同时装载三台 Optimus Z 割草车与 25 个 Greenworks 手持式锂电园林机械，并利用路上时间为其实现充电，延长续航时间。OptimusMC 将于 2023 年底发布，使用寿命 8 年左右，而公司大部分商用园林机械的使用寿命在 3-5 年，该产品的销量能够提前锁定公司其他商用锂电产品的销量，形成生态闭环。

图27：OptimusMC 移动储能充电车示意图



资料来源：PRO TOOL REVIEWS，国信证券经济研究所整理

图28：OptimusMC 强大的装载能力



资料来源：PRO TOOL REVIEWS，国信证券经济研究所整理

募投项目

本次 IPO，公司计划募集资金 34.56 亿元，投入 3 个建设项目。

1. 年产 500 万件新能源园林机械智能制造基地建设项目：公司全年平均产能利用率超 80%，旺季满负荷运转仍难匹配需求。计划新增全自动插件线、充电器自动组装线、SMT 贴片线体、全自动无刷多股并绕设备、全自动化喷涂线、电池包全自动组装线、总装仓库智能立库、总装智能物流系统等多项先进设备。

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：建设期 30 个月，达产期为土建竣工后 36 个月。
3. 新能源智能园林机械研发中心建设项目。建成后的研发中心将以公司现有主营产品的技术改良提升、新产品研发为重要研究内容和研发方向。无需新购置土地。

表5: 格力博募投项目

序号	项目名称	总投资金额（万元）	拟投入募集资金（万元）	项目建设周期
1	年产 500 万件新能源园林机械智能制造基地建设项目	116900.00	116900.00	3
2	年产 3 万台新能源无人驾驶割草机和 5 万台割草机器人制造项目	34000.00	34000.00	2.5
3	新能源智能园林机械研发中心建设项目	44700.00	44700.00	2
4	补充流动资金	150000.00	150000.00	
合计		345600.00	345600.00	-

资料来源:公司招股意向书, 国信证券经济研究所整理

可比公司情况

公司属于“专用设备制造业（C35）”之“机械化农业及园艺机具制造”，行业代码为 3572。可比公司选择国内上市的园林机械与户外工具生产商大叶股份、巨星科技。截至 2023 年 2 月 7 日，可比公司 2021 年平均静态市盈率为 37.2 倍，2022 年一致预期平均 PE 为 22.3 倍。

表6: 可比公司财务数据与估值表现（亿元，截至 2023 年 2 月 7 日收盘数据）

股票代码	公司简称	2021 年	近三年营收	2021 年归	近三年归母	22 年前三季度	22 年前三季度	静态 PE	静态 PE	总市值 (亿元)	股价(元)
		营收	复合增速	母净利润	复合增速	营收	归母净利润	2021 (倍)	2022E (倍)		
300879.SZ	大叶股份	16.07	27.1%	0.56	-3.9%	13.28	0.66	54.20	27.94	30.10	18.81
002444.SZ	巨星科技	109.20	22.5%	12.70	21.0%	98.35	12.63	20.14	16.55	255.77	21.27
平均								37.17	22.25		
301260.SZ	格力博	50.04	17.2%	2.80	-	41.74	2.02				

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理; 注: 静态 PE2022E 采用 WIND 一致预期数据

风险提示

风险提示 1: 经营上, 公司对劳氏销售额下降风险, 存货规模较大风险, 应收账款回款风险;

风险提示 2: 宏观上, 国际贸易摩擦风险, 海外需求不足经销商去库存风险, 汇率波动风险, 海运运价、关税、原材料价格波动风险。

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032