



2023-09-12

公司深度报告

买入/首次

格力博(301260)

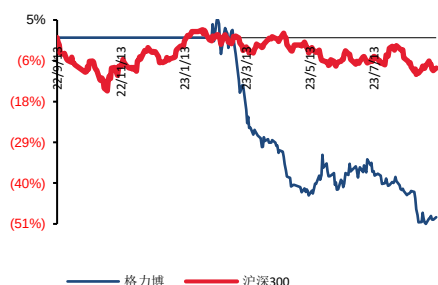
目标价: 34

昨收盘: 19.33

机械设备 专用设备

82V 全系列新品推出，渠道布局持续发力，静待反转

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	486/122
总市值/流通(百万元)	9,398/2,349
12 个月最高/最低(元)	40.17/18.62

相关研究报告:

证券分析师: 王兴网

电话: 021-61376584

E-MAIL: wangxingwang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523030001

报告摘要

草坪象征财富地位，奠定新能源园林机械市场主要需求来自欧美。追溯封建社会时期，贵族城堡外围有大片草坪，因此草坪象征着贵族气质的文化刻在西方人的思想中。全球 OPE（户外动力工具、多用于草坪花园庭院维护）市场规模 2020 年为 250 亿美元（其中北美和欧洲占比超 80%），预计 2025 年将达 324 亿美元，GAGR 为 5.3%。

欧美用户购买方式决定品牌渠道为核心竞争要素。发达国家出现逆城市化现象（从城市向郊区转移），郊区住宅空间大，房屋间隔距离较远，因此草坪面积也相应扩大。在欧美人工费用高，一般是住户自己打理草坪，导致割草机销售模式多数是 to C。欧美市场园林机械产品收入占比最大的是商超渠道取得的，产品品牌的知名度在于渠道的渗透，打入欧美市场的商超渠道是关键要素。

短期毛利率受影响，加大销售渠道布局和新产品上市，静待成长。去年受疫情影响海运，北美地区错失销售旺季，导致今年以来处于去库存阶段，短期业绩受到影响，毛利率为 25.3%，较去年下降了 2.23pct。公司实行全渠道（商超+电商+经销商）覆盖的销售模式，与欧美多家知名商超稳定合作，不断加大销售投入，23 年 H1 销售费用 3.98 亿元，同比增长 40.93%。82V 全系列商用产品和融合 RTK、视觉技术的六款智能割草机器人预计 2023 年 10 月投放市场，巩固公司优势低位。

投资建议：我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 48.4/75.2/93.3 亿元，同比增速-7%/42%/24%。归母净利分别为-6.8/4.3/8.3 亿元，同比增长-86%/6405%/92.6%。给予 2025 年 20 倍估值，对应市值 166 亿，对应股价 34 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：需求弱风险；渠道布局不及预期；海运费上涨风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5211.11	4840	7520	9312
(+/-%)	4.14%	-7.12%	41.62%	23.83%
归母净利(百万元)	265.88	-6.84	431.55	830.72
(+/-%)	-4.96%	-86.2%	6404.91%	92.58%
摊薄每股收益(元)	0.73	-0.01	0.89	1.71
市盈率(PE)	0	-	20.99	10.9

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 园林机械：欧美是主市场，品牌渠道突围方可决胜千里之外.....	4
1. 割草机品类多，主要需求来自欧美.....	4
2. 草坪象征财富地位，欧美草坪经济繁荣.....	6
3. 欧美收入较高和草坪养护法律规定等，保障草坪经济发展.....	7
4. 欧美用户购买方式，奠定品牌渠道为核心竞争要素.....	8
二、 智能化住宅空间终形成，锂电化趋势带来新机遇.....	9
三、 格力博：ODM 转型品牌商，深耕渠道助成长.....	11
1. 新能源园林机械领先企业，业绩短期承压.....	11
2. 23 年 H1 去库存影响短期毛利率，经营现金流得到改善.....	13
3. 加强渠道多元化建设，主流客户合作稳定.....	14
4. 产品矩阵丰富，率先开拓商用市场.....	16
四、 盈利预测与投资建议.....	17
五、 风险提示.....	18

图表目录

图表 1: 割草机的分类	4
图表 2: 园林机械产业链图	5
图表 3: 全球 OPE 市场规模 (十亿美元)	5
图表 4: 全球 OPE 市场北美占比最大	5
图表 5: 全球草坪园林机械设备市场规模 (亿美元)	6
图表 6: 全球割草机市场规模 (亿美元)	6
图表 7: 德国历年人均 GDP 走势	6
图表 8: 德国城堡示意图	6
图表 9: 欧美人均 GDP 走势图 (美元)	7
图表 10: 全球园林机械和割草机市场需求走势图	8
图表 11: 2018 年割草机占全球园林机械市场 34%	8
图表 12: 格力博割草机各渠道收入情况 (亿元)	8
图表 13: 大叶股份割草机各客户销售情况 (亿元)	8
图表 14: 按销售渠道划分的全球 OPE 市场结构 (十亿美元)	9
图表 15: 北美户外动力设备市场结构变化情况	10
图表 16: 车路协同	10
图表 17: 智能车联	10
图表 18: 全球 OPE 市场主要企业	11
图表 19: 可比公司的情况说明	11
图表 20: 公司发展历程	12
图表 21: 公司前十大股东情况 (截至 2023 年 Q1)	12
图表 22: 公司历年营收情况 (亿元)	13
图表 23: 公司历年归母净利润情况 (亿元)	13
图表 24: 公司 23 年处于去库存阶段	13
图表 25: 短期毛利率受到影响	13
图表 26: 公司加大销售渠道布局	13
图表 27: 现金流净额由负转正	13
图表 28: 60V 电池包全系列动力平台	14
图表 29: 公司的销售渠道	14
图表 30: 线下商超渠道是收入的主要来源 (亿元)	15
图表 31: 60V 电池包全系列动力平台	15
图表 32: 公司电池包营收快速增长	16
图表 33: 公司各产品在北美市场的市占率情况 (2019 年 7 月-2020 年 7 月)	16
图表 34: 公司主要产品的工艺流程	17
图表 35: 分业务模式销售收入情况 (万元)	17
图表 36: 公司主营业务拆分	18

一、园林机械：欧美是主市场，品牌渠道突围方可决胜千里之外

1. 割草机品类多，主要需求来自欧美

割草机可分步进式、骑乘式和智能式，其中步进式割草机使用方便，性价比高，目前占据全球割草机的主要市场份额。骑乘式割草机一般适用于面积较大的草坪，但是多数草坪面积小，对这类割草机需求较小，但是在欧美等经济发达国家，骑乘式割草机需求相对较好。智能式割草机是未来的发展趋势，目前替代的进程还相对较慢。

按动力来源可分为汽油类、交流电动和直流电动类割草机，直流电动割草机以可充电的锂离子电池为动力源，优点主要是使用便捷、效率高、噪音低和节能环保，正是由于锂电池的应用，目前也在往大功率、长续航、智能化等方向发展。割草机普遍应用于私人花园、公共绿地和专业草坪的草皮修剪，市场前景可观。

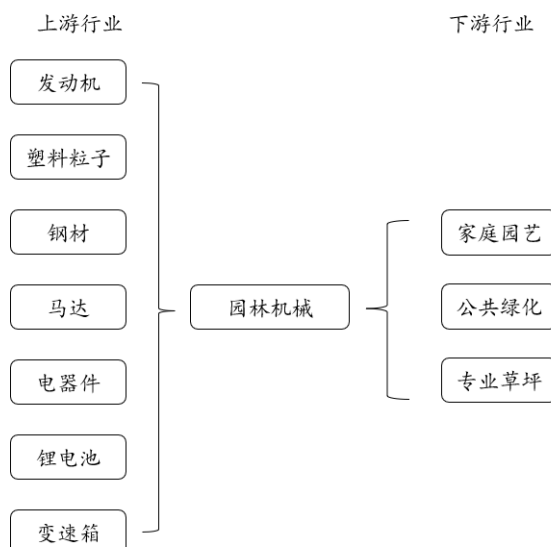
图表 1：割草机的分类

种类	特点	备注	示意图
步进式	性价比高、使用方便	占据全球割草机主要份额，分为手推式（人力推动）和自走式（含变速箱由机械驱动）	
骑乘式	单价高	多数草坪面积小，需求小，但是在欧美等发达经济国家反而需求高	
智能式	操作简单，单价高		

资料来源：大叶股份招股说明书、公司官网、太平洋研究院整理

园林机械行业上游包括发动机、塑料粒子、钢材、电机、电器件、锂电池、变速箱等行业，下游是家庭园艺、公共绿化和专业草坪。

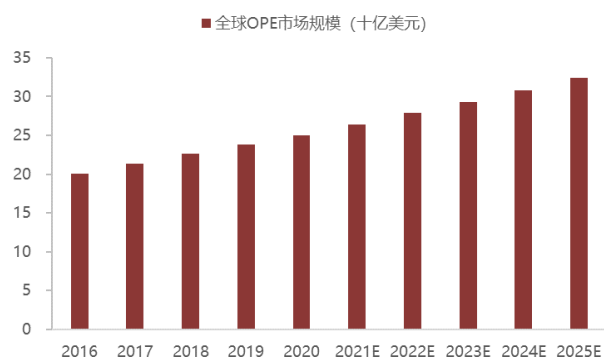
图表 2：园林机械产业链图



资料来源：招股说明书、太平洋研究院整理

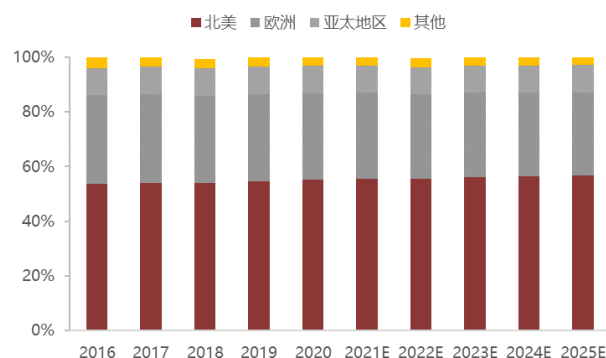
OPE 市场空间广阔，主要以欧美市场为主。户外动力工具（OPE）是以户外为主要应用场景的装置设备，多用于草坪、花园或庭院维护，发展前景广阔。根据泉峰控股招股说明书，全球 OPE 市场规模从 2016 年的 201 亿美元增长到 2020 年的 250 亿美元（其中北美和欧洲占比超 80%），预计 2025 年将达 324 亿美元，未来 5 年的 GAGR 为 5.3%。根据 Grand View Research 数据显示，2019 年全球割草机市场规模为 285 亿美元，2027 年预计将达 441 亿美元，年均复合增速为 5.6%。

图表 3：全球 OPE 市场规模（十亿美元）



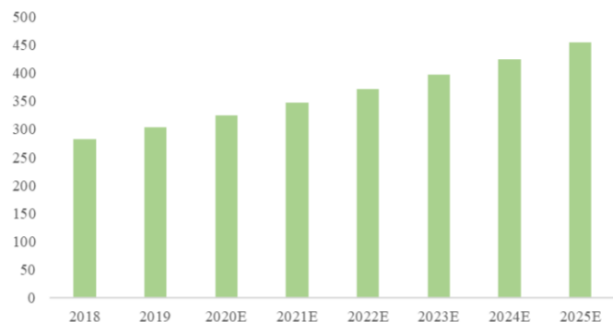
资料来源：泉峰控股招股说明书、太平洋研究院整理

图表 4：全球 OPE 市场北美占比最大



资料来源：泉峰控股招股说明书、太平洋研究院整理

图表 5: 全球草坪园林机械市场规模 (亿美元)



资料来源: Global Market Insights、太平洋研究院整理

图表 6: 全球割草机市场规模 (亿美元)



资料来源: Grand View Research、太平洋研究院整理

2. 草坪象征财富地位, 欧美草坪经济繁荣

追溯到封建社会时期, 欧洲国家的贵族往往都有城堡, 而城堡四周就是土地和庄园。为了体现身份象征, 贵族们往往在城堡外大片土地种上草坪, 因此往往草坪象征着贵族气质的文化深入西方人的思想。工业革命之后, 经济飞速发展, 草坪 (属于富人阶级的物品) 逐渐平民化, 欧美国家的草坪面积随之扩张, 对割草机的需求也急剧扩张。

住宅空间变大, 为草坪经济创造物理空间。经济迅速发展到一定阶段后, 人们开始追求生活的品质, 出现从城市向郊区转移的趋势, 因为随着互联网和通讯技术的发展, 可以实现灵活上班, 并且下班时间较早, 有空闲的时间用于通勤。因郊区人少, 可使用面积增大, 因此“草坪经济”得以迅速繁荣。

图表 7: 德国历年人均 GDP 走势

2021年德国人均GDP(美元现价)

5.12万美元

单位: 万美元



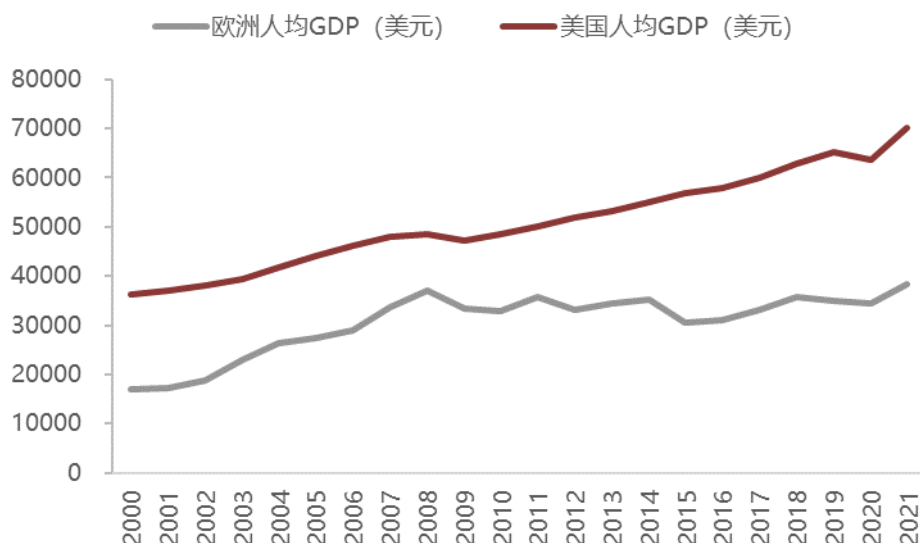
资料来源: 中经数据、太平洋研究院整理

图表 8: 德国城堡示意图



资料来源: 百度图片、太平洋研究院整理

图表 9：欧美人均 GDP 走势图（美元）



资料来源：大叶股份招股说明书、公司官网、太平洋研究院整理

3. 欧美收入较高和草坪养护法律规定等，保障草坪经济发展

欧美国家的可支配收入高，保障草坪经济。一般来说，在基本生活条件得到保障之后，才会衍生出可选消费。在当前的生活成本中，住房成本占比最大，因此对比各个城市中的收入和住房成本数据，可以发现欧美国家的购买力偏强一点，也恰好符合草坪经济市场规模主要分布于欧美市场。

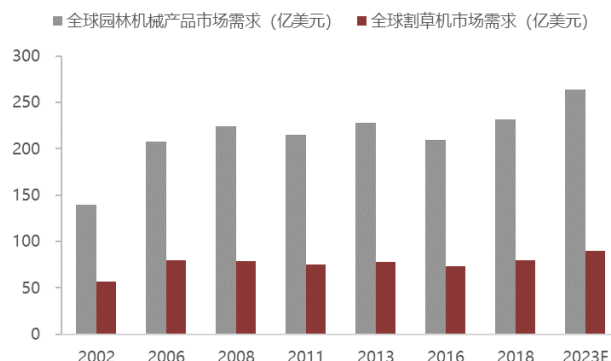
欧美国家下班后时间充裕。正常上班时间是每天工作 8 小时，欧美国家严格执行这一法律规定，企业如果违反会被严重处罚。另外，欧美国家比较注重工作和生活的平衡，因此下班后有充足的时间。根据 Pew Research Center 数据显示，18-29 岁的年轻人和双亲住一起的比例为 52% 左右，在没有子女的牵绊，打理草坪也是日常生活中的一部分，保障了草坪经济的发展。

草坪养护法律法规明确荒废会面临罚款。欧美国家在草坪养护出台相关法律法规，比如加州法律规定草坪的草高度不得超过 4 英寸；多伦多市政厅规定私人房宅内的草坪高度不能超过 20 厘米，并派出监察员巡视，违规者将面临罚款等。

根据大叶股份招股说明书数据显示，欧美国家发达地区家庭花园普及率较高，以德国和英国为例，分别超过 43% 和 87% 的家庭拥有私家花园。根据 Statista 数据显示，美国草坪/花园用户均消费从 2000 年的 71.90 美元增长至 2020 年的 155.7 美元。

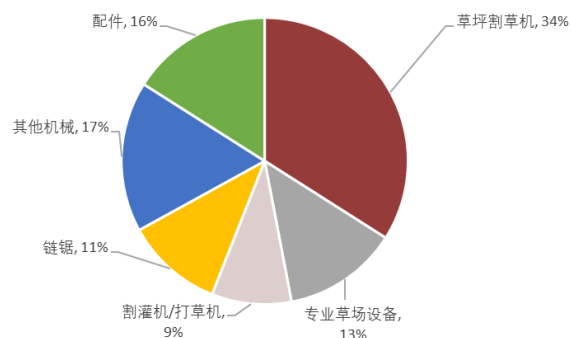
2018 年全球园林机械产品总需求为 232 亿美元（除配件外市场需求为 193.8 亿美元），其中锂电动力类机械需求为 28.9 亿美元，占比 14.91%，预计 2023 年全球园林机械产品市场需求将达 264 亿美元。割草机市场需求从 2002 年的 57 亿美元增长到 2018 年的 79.9 亿美元，年均复合增速为 2.47%，预计 2023 年将达 90.25 亿美元。

图表 10: 全球园林机械和割草机市场需求走势图



资料来源: 大叶股份招股书、太平洋研究院整理

图表 11: 2018 年割草机占全球园林机械市场 34%



资料来源: 大叶股份招股书、太平洋研究院整理

4. 欧美用户购买方式, 奠定品牌渠道为核心竞争要素

在欧美国家人工费用较高, 一般来说都是住户自己打理草坪, 导致了割草机的销售模式多数是 to C 的。对于高速公路边的绿化面积等公共设施而言, 一般都是由市政公司包揽, 因此 to B 端的收入也相对可观。格力博 2019 年-2021 年收入结构中以下线取得的收入为主, 其中商超实现的收入占比最大, 大叶股份割草机的销售收入前五大客户合计占比 61.19%, 均以线下为主。

欧美市场园林机械产品收入占比最大的是商超渠道取得的, 面临的消费者主要是大众消费者, 因此产品品牌的知名度在于渠道的渗透, 打入欧美市场的商超渠道是关键要素。

图表 12: 格力博割草机各渠道收入情况 (亿元)

		2019	2020	2021
线上	B2B 电商	3.6	8.0	12.4
线上	B2C 电商	0.1	0.5	1.8
线下	商超	24.8	25.8	19.9
线下	制造商	5.2	5.1	11.2
线下	经销商	3.5	3.2	4.4

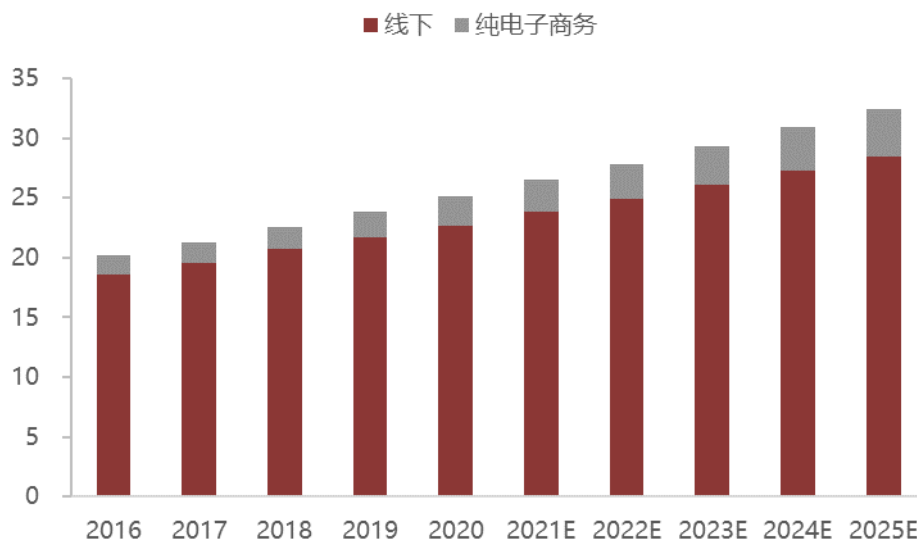
资料来源: 招股说明书、太平洋研究院整理

图表 13: 大叶股份割草机各客户销售情况 (亿元)

		销售额	占割草机收入比例
1	沃尔玛	1.38	17.82%
2	翠丰集团	1.08	13.89%
3	富世华	0.97	12.44%
4	安达屋	0.79	10.16%
5	牧田	0.53	6.89%
合计		4.75	61.19%

资料来源: 公司公告、太平洋研究院整理

图表 14：按销售渠道划分的全球 OPE 市场结构（十亿美元）



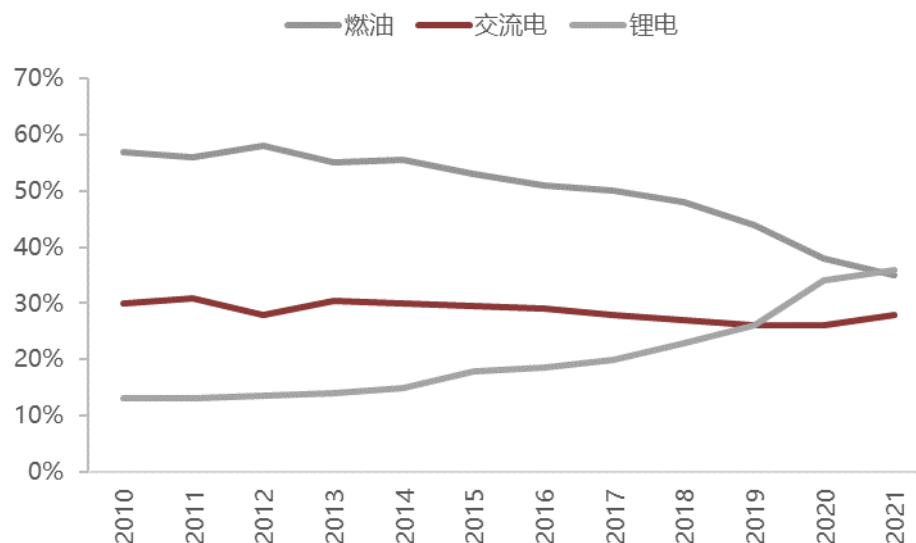
资料来源：泉峰控股招股说明书、弗若斯特沙利文、太平洋研究院整理

二、智能化住宅空间终形成，锂电化趋势带来新机遇

锂电化园林机械产品或成为产业发展方向。传统燃油为动力的园林机械产品由于缺乏尾气处理装置，产生的尾气对大气造成污染，并且能源利用效率较低、噪音小等，导致其份额不断下滑，根据 TraOnline 数据显示，燃油动力园林机械市场份额从 2010 年的 57% 下降至 2021 年的 35%。随着电池续航提升和制造成本的下降，锂电动力的园林机械产品显示出巨大优势，市场份额不断提升，从 2010 年 13% 增长至 2021 年 36%，接近 3 倍。

从图中可以看出，交流电动力园林机械产品市场份额相对稳定，是因为交流电园林机械产品不存在续航里程问题和产品价格较低，对于续航里程要求高的和价格敏感型的家庭用户吸引力大，因此未来交流电也会占据一部分市场份额，不会被锂电园林机械产品完全替代。

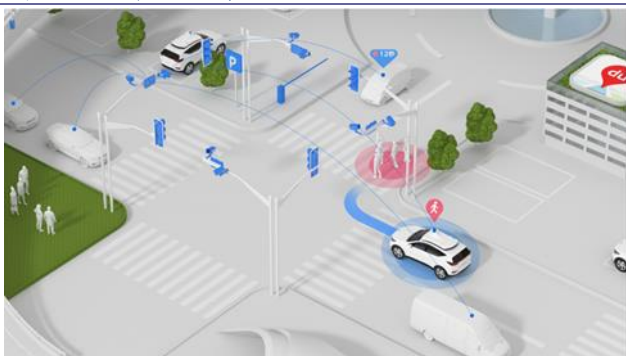
图表 15: 北美户外动力设备市场结构变化情况



资料来源: TraQline、格力博招股说明书、太平洋研究院整理

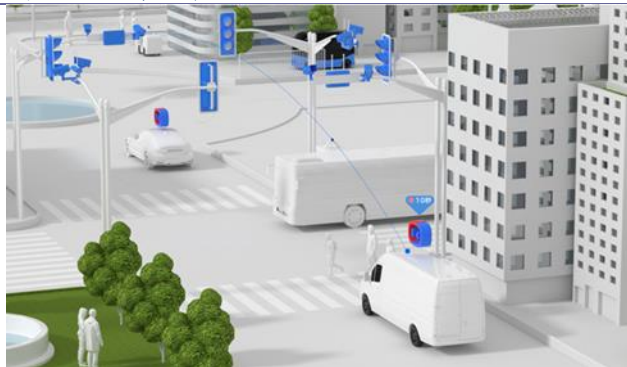
智慧住宅系统的建立, 奠定园林机械产品锂电化的发展方向。未来随着智慧城市的建设, 系统构成闭环。例如交通系统, 未来全国共一个系统, 车与车、车与红绿灯、车与城市系统等交互, 电动化趋势将势不可挡。居民住宅作为一个固定且空间较大的载体, 未来的发展趋势也会是构建智能住宅系统, 住宅作为控制中心, 可以和智能机械产品进行交互连接, 给园林机械产品锂电化奠定发展趋势。

图表 16: 车路协同



资料来源: 《Apollo 智能交通白皮书》、太平洋研究院整理

图表 17: 智能车联



资料来源: 《Apollo 智能交通白皮书》、太平洋研究院整理

汽油割草机国内外主要厂商为富世华集团、MTD、TORO、本田、GGP、大叶股份、苏美达等, 交流电和直流电割草机国内厂商为博世、BLACK&DECKER、TTI、大叶股份、格力博、泉峰股份、宝时得、亚特、苏美达等。根据格力博招股说明书, 2018 年富世华集团/Deere/Toro/MTD/STIHL 为全球前五大园林机械公司, CR5 合计市占率为 50.4%。

图表 18：全球 OPE 市场主要企业

公司名称	主要产品	说明
富世华	割草机、链锯、拖拉机、割灌机/打草机、扫雪机、吹吸叶机等	全球市场
Toro	割草机、专业草场设备、拖拉机、扫雪机等	2018年美国市场销售额占总销售额75%
MTD	割草机、扫雪机、割灌机/打草机、微耕机等	2018年美国市场销售额占总销售额85%
Deere	割草机、专业草场设备、扫雪机、配件等	2018年美国市场销售额占总销售额69%
STIHL	链锯、割灌机/打草机、绿篱机、吹吸叶机	全球市场、全球最大的链锯供应商

资料来源：大叶股份招股说明书、太平洋研究院整理

图表 19：可比公司的情况说明

公司名称	主要产品	客户情况	说明
格力博	割草机、打草机、清洗机、链锯、智能割草机器人、智能坐骑式割草车等	Lowe's、Amazon、Costco、TSC、Toro、Echo、Harbor Freight Tools、B&S等	割草机、清洗机在美国市场份额占比高
泉峰控股	电动工具及户外动力设备（坐骑式、轮式、手持式）	Lowe's、沃尔玛、ACE Hardware、Kingfisher等	全球领先的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	富世华集团、沃尔玛、翠丰集团、牧田、安达屋集团、HECHT、百力通等	国内园林机械领先企业
科创实业	电动工具、户外园艺工具、手动工具、地板护理和器具	The Home Depot等	高价家居装修工具及建筑工具的全球供应商之一

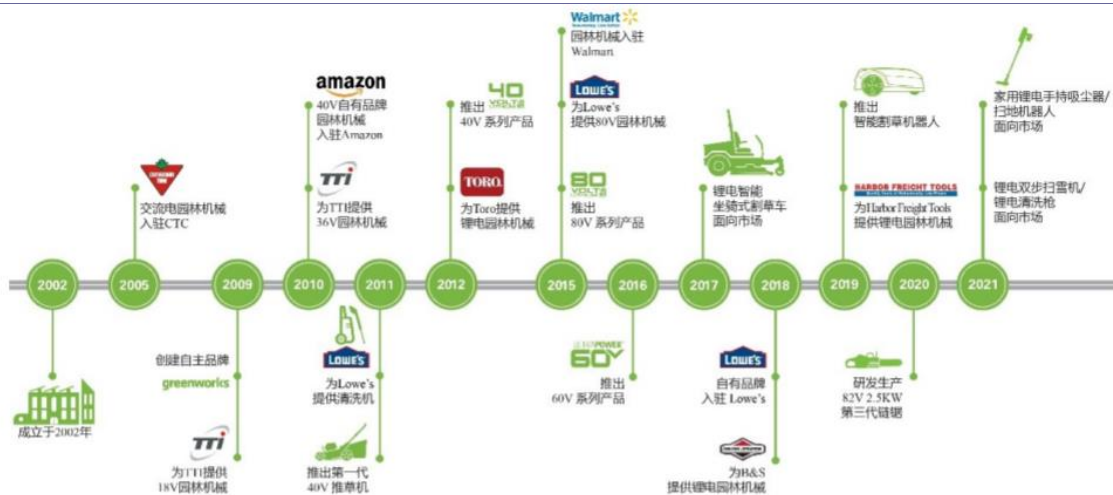
资料来源：格力博招股说明书、太平洋研究院整理

三、 格力博：ODM 转型品牌商，深耕渠道助成长

1. 新能源园林机械领先企业，业绩短期承压

公司成立于 2004 年，2007 年从事新能源园林机械产品的研发及销售，2010 年公司自有品牌入驻 Amazon，是全球新能源园林机械行业的领先企业之一。公司主要客户为 Lowe's、Amazon、Costco、The Home Depot、Harbor Freight Tools、CTC、Bauhaus 等大型商超、电商以及 Toro、STIHL、ECHO、B&S 等行业内知名品牌商。后致力于锂电机械产品的路线，先后推出锂电智能割草机、智能割草机器人，且提供配套的电池包，强化自有品牌的影响力。

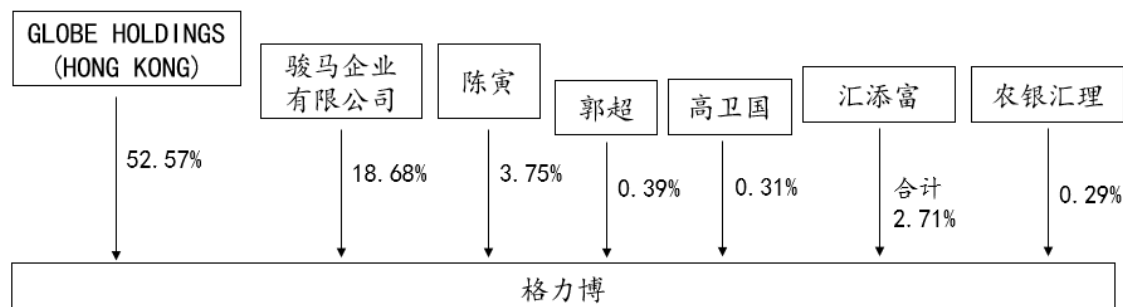
图表 20：公司发展历程



资料来源：招股说明书、太平洋研究院整理

公司实际控制人为陈寅。公司股权稳定，陈寅直接持有公司 3.75%股权，通过 GLOBE HOLDINGS HONG KONG 间接持有 52.57%，合计持有 56.32%股权。陈寅，先后在上海比欧西气体有限公司、上海星杰克企业有限公司任职，2004 年 6 月以来，在格力博担任董事长和总经理，引领公司发展方向。

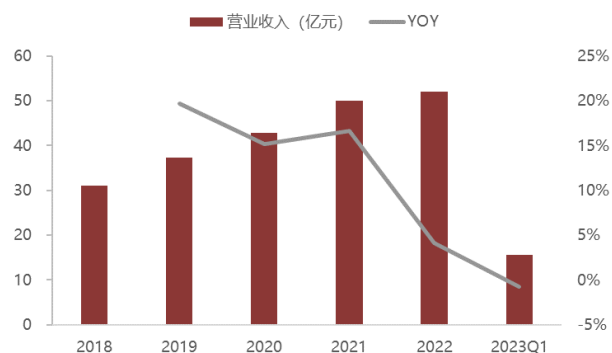
图表 21：公司前十大股东情况（截至 2023 年 Q1）



资料来源：招股说明书、太平洋研究院整理

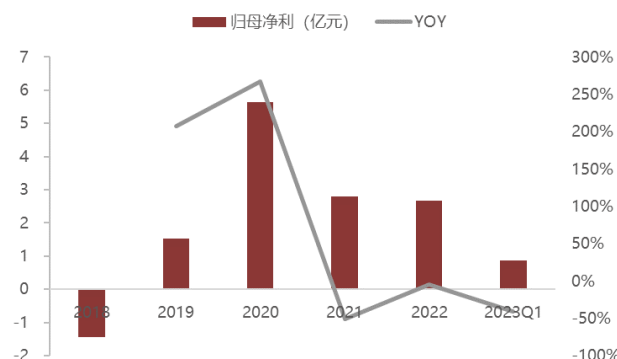
营业收入稳定增长，归母利润有所波动。公司营业收入从 2018 年的 31 亿增长至 2022 年的 52.1 亿元，年均复合增长率为 13.7%。2021 年公司对 Lowe's 销售收入同比下降 43.04%，占总收入比例从 2020 年的 51.13%下降至 2021 年的 24.93%，主要是因为 1) 公司 greenworks 60V 产品在 Lowe's 停售；2) 40V 贴牌 Kobalt 产品由公司独家生产调整为主要由泉峰控股生产；3) 80V 的贴牌 Kobalt 产品调整为仅在 Lowe's 线上销售。净利润呈现波动现象，2020 年为近年来利润高点，此后和 Lowe's 业务不利调整、海运费提升、人民币升值及原材料价格上涨等原因导致的。

图表 22: 公司历年营收情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、太平洋研究院整理

图表 23: 公司历年归母净利润情况 (亿元)

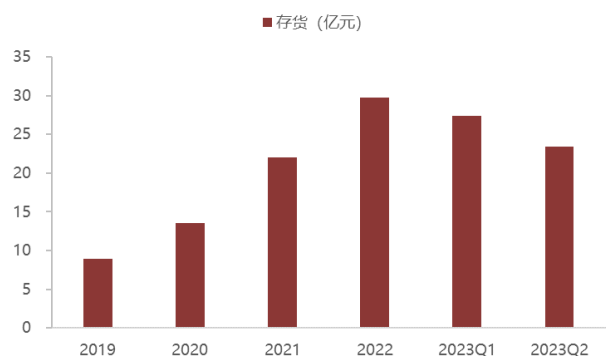


资料来源: 公司公告、太平洋研究院整理

2. 23 年 H1 去库存影响短期毛利率, 经营现金流得到改善

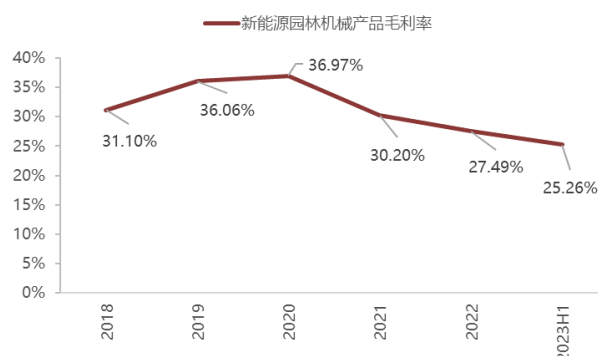
去年由于疫情的影响, 海运时间被耽搁, 公司发往北美地区的产品错失了销售旺季, 导致北美地区零售商的库存积压较多, 上半年零售商一直处于去库存阶段, 放缓对公司产品的采购节奏, 导致公司收入出现下滑。期间公司加大促销力度, 通过折扣优惠等方式变相下调部分老款产品的价格, 短期毛利率受到影响, 2023 年上半年毛利率为 25.26%, 较去年下降了 2.23pct。

图表 24: 公司 23 年处于去库存阶段



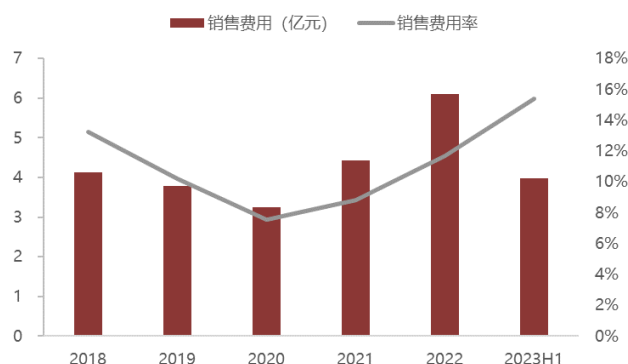
资料来源: 公司公告、太平洋研究院整理

图表 25: 短期毛利率受到影响



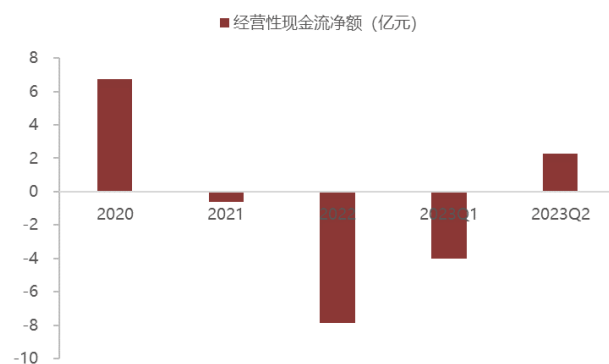
资料来源: 公司公告、太平洋研究院整理

图表 26: 公司加大销售渠道布局



资料来源: 公司公告、太平洋研究院整理

图表 27: 现金流净额由负转正



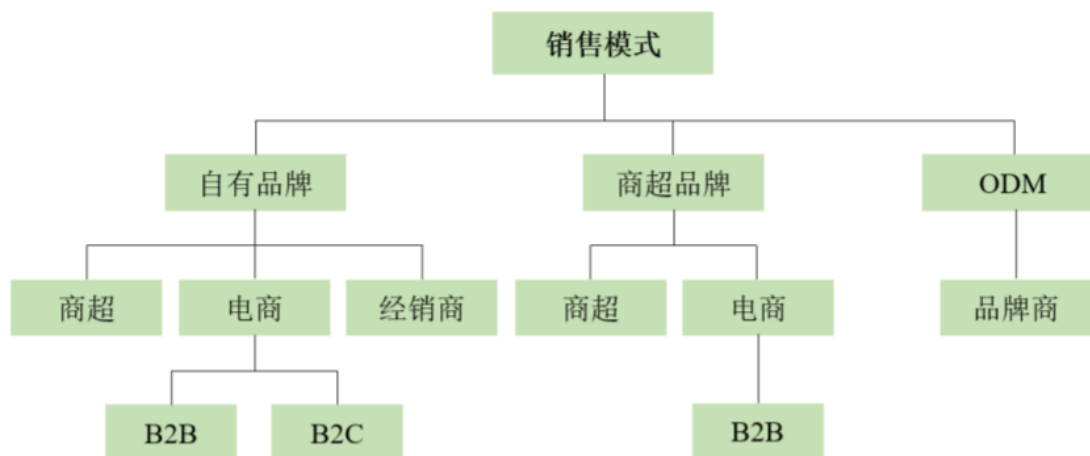
资料来源: 公司公告、太平洋研究院整理

3. 加强渠道多元化建设，主流客户合作稳定

公司实行全渠道（商超+电商+经销商）覆盖的销售模式。1）商超方面：是公司大力开拓的渠道方向，目前与北美和欧洲知名商超如 Lowe's（全球第二大家居装饰用品商超）、Costco、TSC（美国最大的农村生活方式零售店）、CTC（加拿大第一大家居建材超市）、Harbor Freight Tools、Bauhaus（德国第二大建材超市）、Menards 等建立长期稳定合作关系；2）电商平台渠道方面：自有品牌在 Amazon、Costco 等主要电商平台常年销售额领先，另外也大力发展自有网站电商渠道；3）经销商方面：与 Handy、Carswell、Willand 等建立稳定的合作关系。

2023 年加大销售投入，保障未来高增长。2023 年上半年销售费用为 3.98 亿元，同比增长 40.93%，主要是因为公司加大品牌建设推广力度和销售人员的增加所致。

图表 28：60V 电池包全系列动力平台



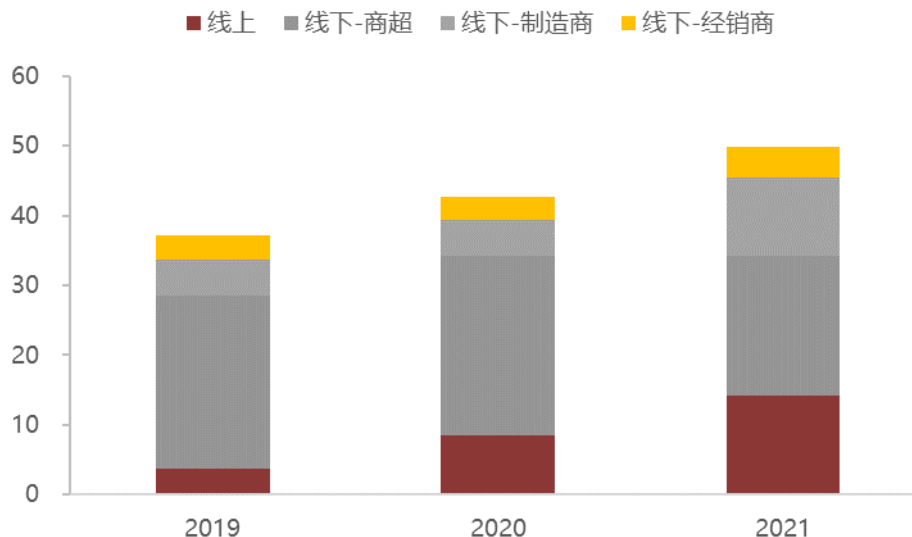
资料来源：招股说明书、太平洋研究院整理

图表 29：公司的销售渠道

线上/线下	具体销售渠道	对应产品品牌	主要客户
线上渠道	B2B 电商	自有品牌、商超品牌	Amazon、Lowe's、Costco、The Home Depot、Walmart、Best Buy、TSC 等
	B2C 电商	自有品牌	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
线下渠道	商超	自有品牌、商超品牌	Lowe's、Walmart、Harbor Freight Tools、CTC、Bauhaus、MENARDS、TSC 等
	制造商	ODM	Toro、STIHL、B&S、Echo 等
	经销商	自有品牌	Handy、KJT、Mountfield、Carswell 等

资料来源：招股说明书、太平洋研究院整理

图表 30: 线下商超渠道是收入的主要来源 (亿元)



资料来源: 公司公告、太平洋研究院整理

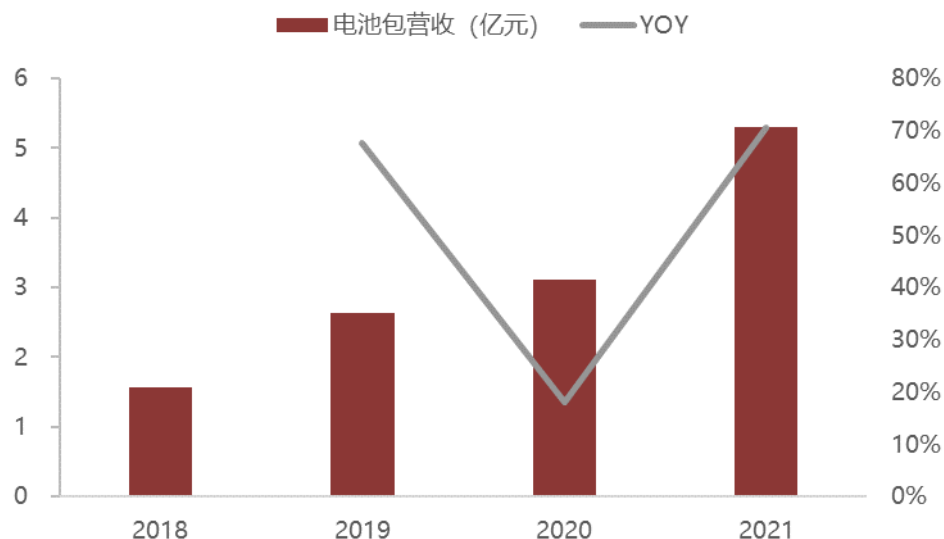
建立以锂电池为核心的产品生态系统, 增加客户黏性。经过多年的发展, 公司考虑到新能源动力及智能园林机械产品对用户消费习惯的影响, 意识到建立产品生态系统的重要性, 开发出 40V、60V、80V 等多个电池包动力平台, 也就是同一平台上的电池包可支持多款设备, 解决了不同款新能源园林机械设备需要匹配不同电池包的更换问题。

图表 31: 60V 电池包全系列动力平台



资料来源: 招股说明书、太平洋研究院整理

图表 32：公司电池包营收快速增长

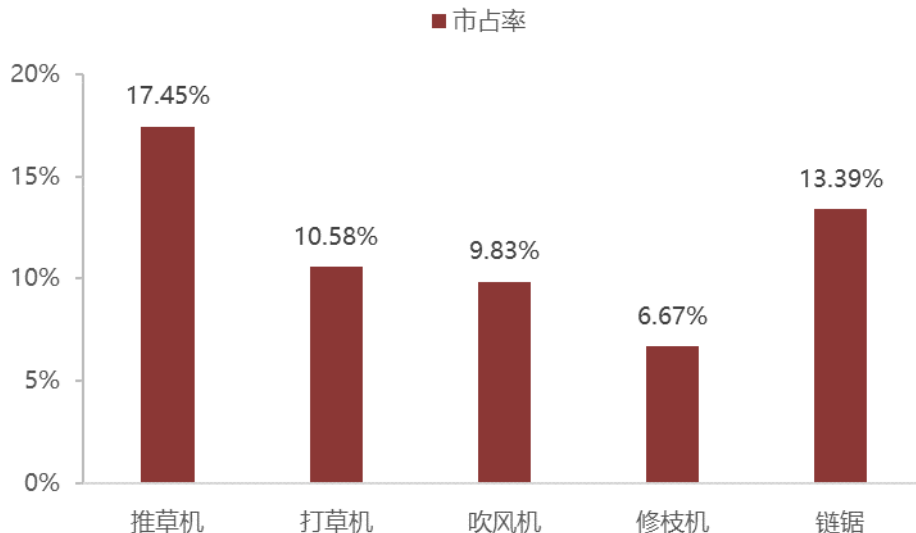


资料来源：招股说明书、太平洋研究院整理

4. 产品矩阵丰富，率先开拓商用市场

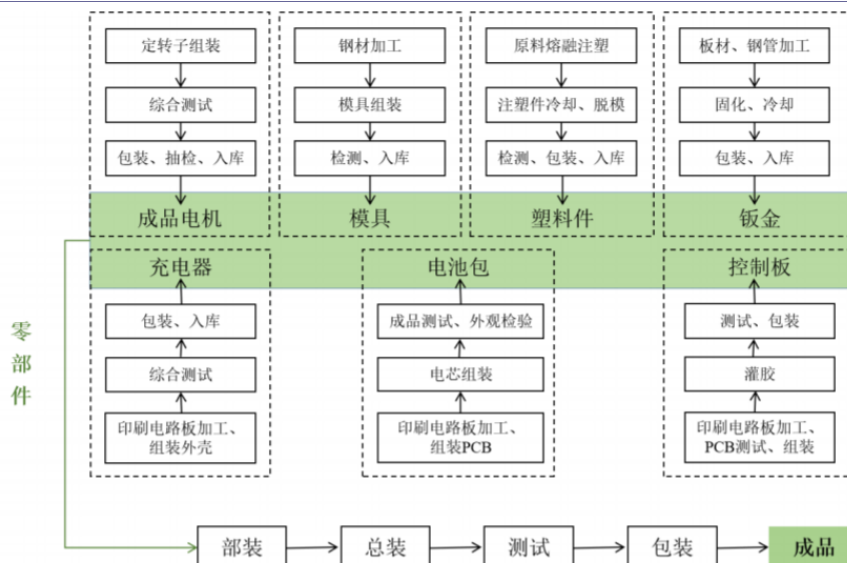
智能新品预计 2023 年 10 月发布，打造全面的锂电生态圈。在公司 2023 年半年报中，新能源园林机械产品在 82V、80V、60V、40V 和 24V 等锂电池平台均有丰富的产品线，2019 年公司推草机、打草机、链锯在北美市场的份额均超 10%。另外公司推出坐骑式智能割草机，率先开拓商用市场，并且获得市场青睐。在 82V 领域中，全系列商用产品预计在 2023 年 10 月发布，此外融合 RTK 和视觉技术的六款智能割草机器人同时投放市场，提升核心竞争力。

图表 33：公司各产品在北美市场的市占率情况（2019 年 7 月-2020 年 7 月）



资料来源：招股说明书、太平洋研究院整理（注：/TraQline 市场研究数据和发行人终端销量估算所得）

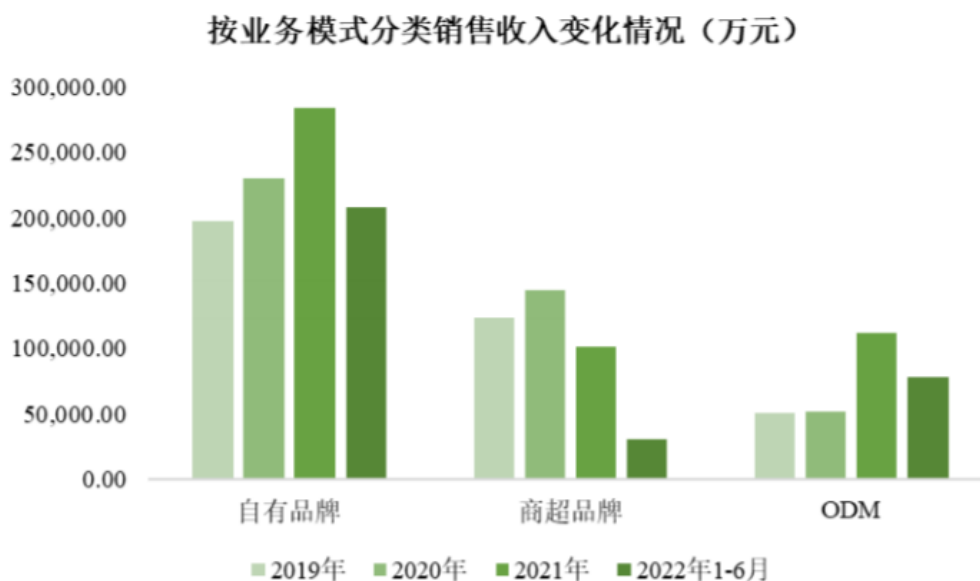
图表 34：公司主要产品的工艺流程



资料来源：招股说明书、太平洋研究院整理

高度重视自有品牌培育，打开成长天花板。2009 年以来，推出 greenworks、Powerworks 等品牌，其中 greenworks 品牌产品在美国新能源园林机械产品市占率排名前三，且在电商平台 Amazon 销售常年第一。

图表 35：分业务模式销售收入情况（万元）



资料来源：招股说明书、太平洋研究院整理

四、盈利预测与投资建议

综上，我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 48.4/75.2/93.3 亿元，同比增速-7%/ 42%/ 24%。归母净利润分别为-6.8/4.3/8.3 亿元，同比增长-86%/6405%/ 92.6 %。给予 2025 年 20 倍估值，对

应市值 166 亿，对应股价 34 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 36：公司主营业务拆分

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新能源机械	营收	29.44	34.26	39.22	36	62.4	80
	YOY		16.36%	14.48%	-8.20%	73.33%	28.21%
	成本	18.56	23.91	28.44	27.18	44.62	56.00
	毛利率	36.97%	30.20%	27.49%	24.50%	28.50%	30.00%
交流电园林机械	营收	10.68	11.49	8.28	8.4	8.8	9.12
	YOY		7.61%	-27.97%	1.48%	4.76%	3.64%
	成本	7.24	8.81	6.60	6.38	6.64	6.84
	毛利率	32.17%	23.34%	20.29%	24.00%	24.50%	25.00%
其他	营收	2.51	4.05	4.32	4	4	4
	YOY		61.12%	6.71%	-7.35%	0.00%	0.00%
	成本	2.33	3.99	3.40	2.76	2.60	2.60
	毛利率	7.24%	1.29%	21.36%	30.88%	35.00%	35.00%

资料来源：Wind、太平洋研究院整理

五、风险提示

海外需求不及预期的风险；渠道布局不及预期的风险；海运费用上涨的风险。

财务报表预测

利润表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,211	4,840	7,520	9,312
%同比增速	4%	-7%	55%	24%
营业成本	3,871	3,633	5,386	6,544
毛利	1,340	1,207	2,134	2,768
%营业收入	26%	25%	28%	30%
税金及附加	8	7	11	14
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	610	745	978	1,117
%营业收入	12%	15%	13%	12%
管理费用	467	242	301	326
%营业收入	9%	5%	4%	4%
研发费用	213	242	301	372
%营业收入	4%	5%	4%	4%
财务费用	-155	0	0	0
%营业收入	-3%	0%	0%	0%
资产减值损失	-25	0	0	0
信用减值损失	3	0	0	0
其他收益	11	11	17	20
投资收益	12	10	15	19
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	8	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	207	-9	575	977
%营业收入	4%	0%	8%	10%
营业外收支	8	0	0	0
利润总额	215	-9	575	977
%营业收入	4%	0%	8%	10%
所得税费用	-51	-2	144	147
净利润	266	-7	431	831
%营业收入	5%	0%	6%	9%
归属于母公司净利润	266	-7	431	831
%同比增速	-5%	-103%	6405%	93%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.73	-0.01	0.89	1.71

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.73	-0.01	0.89	1.71
BVPS	4.05	10.25	11.14	12.85
PE	0.00	—	20.99	10.90
PEG	—	—	0.00	0.12
PB	0.00	1.82	1.67	1.45
EV/EBITDA	11.80	77.86	13.26	8.83
ROE	18%	0%	8%	13%
ROIC	1%	0%	5%	9%

资料来源：WIND，太平洋证券

资产负债表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	457	3,722	2,447	1,739
交易性金融资产	19	24	29	34
应收账款及应收票据	1,033	968	1,316	1,811
存货	2,972	2,674	4,040	4,999
预付账款	61	65	97	118
其他流动资产	418	357	548	731
流动资产合计	4,960	7,811	8,477	9,432
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	557	662	865	1,140
无形资产	224	359	474	584
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	161	213	213	213
其他非流动资产	293	516	816	966
资产总计	6,195	9,562	10,846	12,336
短期借款	1,411	1,411	1,411	1,411
应付票据及应付账款	1,594	1,534	2,244	2,799
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	66	73	108	131
应交税费	22	19	30	37
其他流动负债	843	765	861	935
流动负债合计	3,936	3,802	4,654	5,314
长期借款	598	598	598	598
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	23	9	9	9
其他非流动负债	161	170	170	170
负债合计	4,719	4,579	5,431	6,091
归属于母公司所有者权益	1,476	4,983	5,414	6,245
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1,476	4,983	5,414	6,245
负债及股东权益	6,195	9,562	10,846	12,336

现金流量表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金净额	-786	378	-527	-13
投资	141	25	-30	-40
资本性支出	-393	-563	-730	-670
其他	26	-1	15	19
投资活动现金净额	-225	-539	-745	-691
债权融资	1,088	-96	-3	-4
股权融资	0	3,547	0	0
支付股利及利息	-49	-30	0	0
其他	-106	-15	0	0
筹资活动现金净额	933	3,405	-3	-4
现金净流量	-61	3,266	-1,275	-708

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。