

家用业务静待修复，商用市场蓄力而为

2023 年 11 月 15 日

➤ **商用市场布局领先的锂电 OPE 领导厂商。**公司成立于 2002 年，早期以代工为主，2009 年公司首次推出自有品牌 greenworks,目前公司已成为是全球锂电园林机械行业的领先企业之一。公司自有品牌 greenworks 在北美和欧洲具有较高的知名度和美誉度，割草机、吹风机等多款产品常年位于 Amazon 平台“BestSeller”（最畅销产品）之列。

➤ **OPE 行业锂电化有望持续提升，商用市场潜力巨大。**我们认为 OPE 行业是一个具备高投资的赛道，主要基于：1) 类刚需的大市场，Frost&Sullivan 数据预计 2022 年规模在 264 亿美金，且存在锂电化提升的结构性增长机会；2) 目前 OPE 行业家用市场锂电化水平较高，步进式尤其家用骑乘式割草机锂电化率仍有很大提升空间，而商用市场锂电化非常低，随着以格力博为代表的行业领导厂商通过产品力的突破、市场认知的教育开始推动商用市场锂电化进程，未来行业锂电化仍有望保持快速提升；3) 传统燃油市场为外资所主导，但锂电 OPE 国产产商竞争优势显著，这点从目前家用锂电市场格局能得到验证，未来商用市场也有望再次演绎国产厂商引领的局面。

➤ **家用业务：多元化渠道持续推进，去库存后有望持续稳定增长。**作为锂电 OPE 先驱，家用业务为公司基本盘。在 2020 年下半年第一大客户劳氏业务发生不利调整后，公司快速调整自身经营战略，将多元化渠道扩张和自主品牌建设作为驱动公司家用业务成长的核心，也进一步夯实了公司的抗风险能力。近期与全球零售业巨头沃尔玛达成合作意向，这也是公司继与 Amazon、Bestbuy、Costco、Lowe's、TSC 等多家零售商建立合作关系后的又一重要突破，预计将对未来公司家用业务收入增长提供重要支撑。

➤ **商用业务：成长早期，公司处于领先身位。**商用市场是未来锂电 OPE 最大的增量，当前锂电商用市场处于起步初期，锂电化率不到 5%。在商业市场的布局上，公司领先于锂电 OPE 行业主要竞争对手，公司正式推出以 Optimus Z 系列割草车为核心的锂电 OPE 商用产品，该系列产品，在大功率、高效率和为客户节省费用方面目前均处于优势地位。渠道方面，公司已与北美领先的坐骑式割草车渠道 TSC 达成战略合作，并与美国最大的园林绿化服务公司就商用坐骑式锂电割草车展开合作。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 46.80/54.53/66.01 亿元，归母净利润分别为-1.30/4.19/5.17 亿元，EPS 为-0.27/0.86/1.06 元，2024、2025 年对应 PE 为 21/17 倍。公司作为锂电 OPE 品牌领先企业，多元化渠道布局完善，商用市场具备先发优势，有望持续享受行业锂电化浪潮红利。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**海外需求不及预期；竞争格局恶化；国际贸易摩擦风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,211	4,680	5,453	6,601
增长率 (%)	4.1	-10.2	16.5	21.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	266	-130	419	517
增长率 (%)	-5.0	-148.8	423.2	23.2
每股收益 (元)	0.55	-0.27	0.86	1.06
PE	34	-69	21	17
PB	6.1	1.9	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 11 月 15 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

17.95 元



分析师 汪海洋

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

分析师 王刚

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang_yjy@mszq.com

目录

1 格力博：商用布局领先的锂电 OPE 领导厂商	3
1.1 发展历程：从代工走向全球锂电 OPE 领先企业	3
1.2 股权结构：股权集中，管理层经验丰富	3
1.3 业务结构：锂电 OPE 为主，欧美需求为主	4
1.4 财务分析：收入业绩短期承压，未来修复可期	5
2 锂电 OPE 行业：国产品牌主导，商用锂电市场处于成长早期	7
2.1 OPE 行业：千亿大市场，商用占比接近一半	7
2.2 成长逻辑：锂电化渗透率持续提升，商用市场处于成长早期	8
2.3 竞争逻辑：国产品牌竞争优势显著，有望持续提升全球份额	9
3 家用业务：多元化渠道持续推进，去库阵痛后有望持续稳定增长	12
3.1 重视自主品牌建设，迈向全球性知名品牌	12
3.2 牵手沃尔玛，多元化渠道再下一城	12
3.3 库存持续去化，渠道补库可期	14
4 商用业务：成长早期，公司处于领先身位	16
5 盈利预测与投资建议	18
5.1 盈利预测假设与业务拆分	18
5.2 估值分析	19
6 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

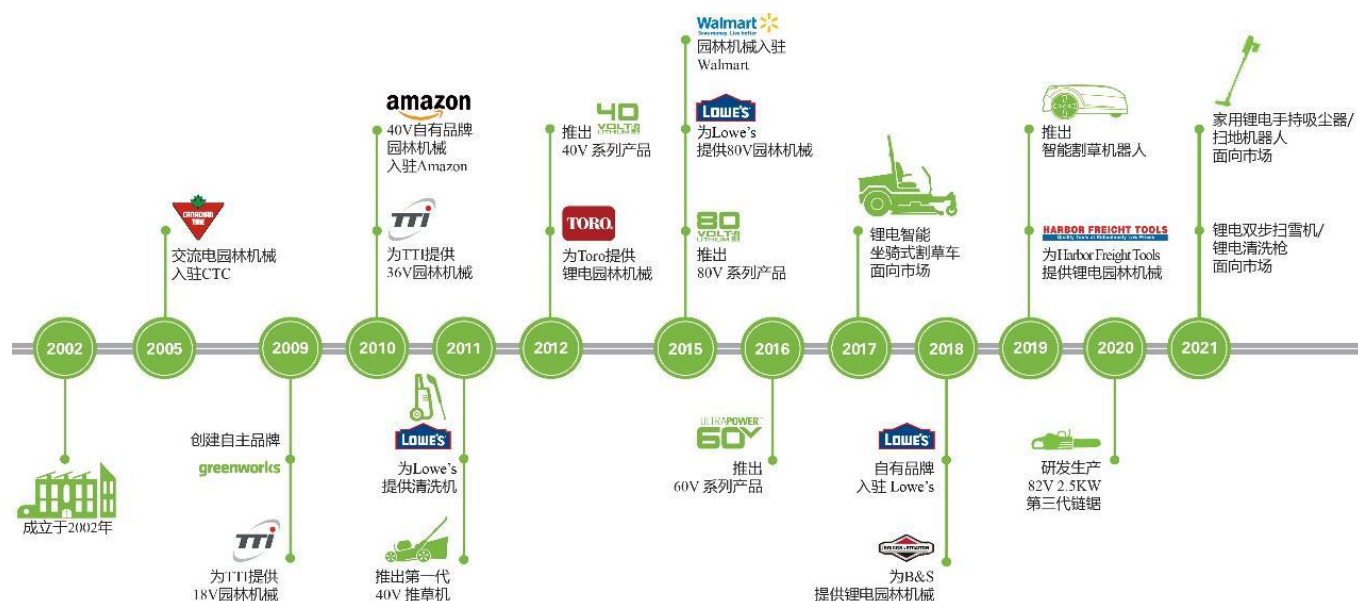
1 格力博：商用布局领先的锂电 OPE 领导厂商

1.1 发展历程：从代工走向全球锂电 OPE 领先企业

公司成立于 2002 年，早期以代工为主，自 2007 年开始从事新能源园林机械的研发、设计、生产及销售，致力于加速实现世界园林机械行业从传统汽油动力向新能源动力的革命性转变。2009 年公司首次推出自有品牌 greenworks，并为 TTI 提供 18V 园林器械产品。此后陆续达成与 Amazon、劳氏 (Lowe's)、Walmart、Toro 等核心渠道商及品牌商的合作，产品线也持续扩充。2017 年公司推出第一代商用锂电坐骑式割草机，前瞻布局锂电化率低的商用市场。

目前公司已成为是全球锂电 OPE 领先企业之一，为全球第二大零售商 Costco、北美最大农村生活方式商超 TSC 的战略供应商。自有品牌 greenworks 在北美和欧洲具有较高的知名度和美誉度，greenworks 品牌割草机、吹风机等多款产品常年位于 Amazon 平台“Best Seller”（最畅销产品）之列。2022 年，公司实现营收 52.1 亿元，自有品牌产品的销售收入占比达 67%。

图1：格力博发展历程

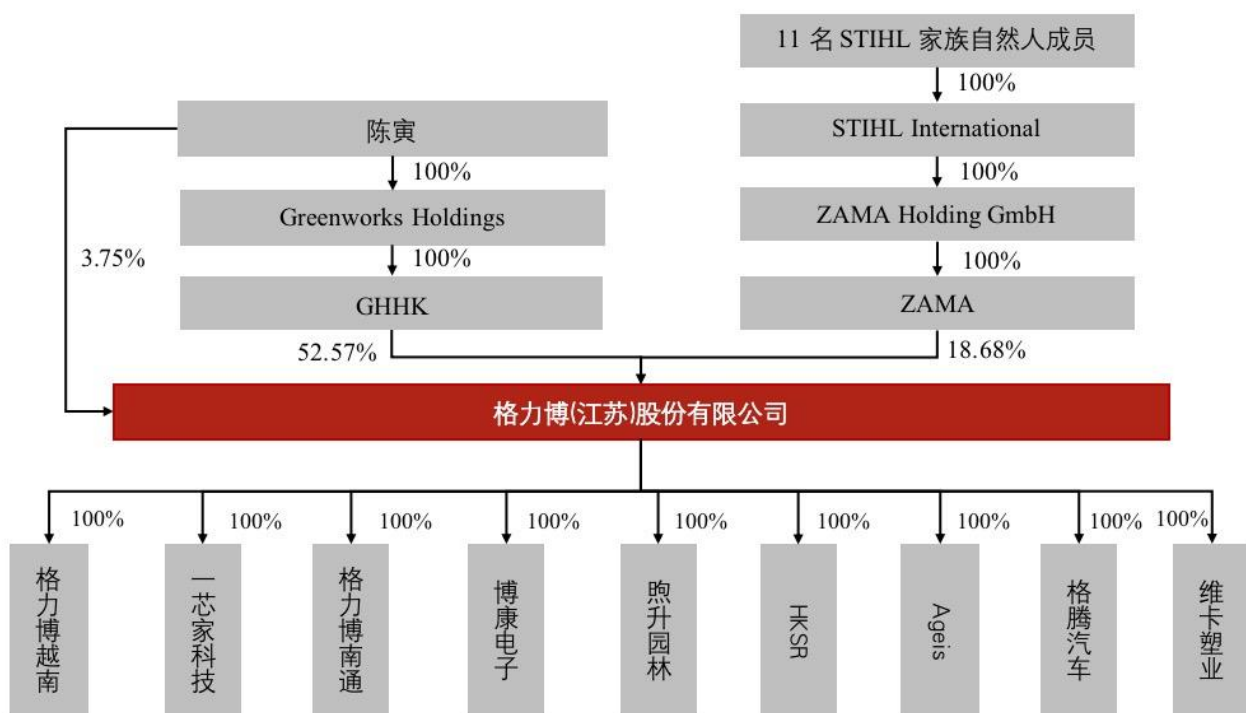


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1.2 股权结构：股权集中，管理层经验丰富

公司目前的实际控制人为创始人陈寅先生，目前在公司担任董事长兼总经理。截止 2023 年 H1，陈寅先生直接持股 3.75%，并通过 Greenworks Holdings 间接持股 52.57%，合计控股 56.32%，为公司的第一大股东。此外，全球知名燃油园林机械企业 STIHL 通过旗下公司 ZAMA（即骏马企业有限公司）间接持有发行人 18.68% 的股份。

图2：格力博股权结构（截止 2023H1）



资料来源：Wind，民生证券研究院

表1：格力博管理层经验丰富

姓名	职务	主要经历
陈寅	董事长、总经理	公司创始人，1973 年生，全球商用锂电 OPE 产品领军人，英国华威大学商科硕士学位；拥有超 25 年的行业经验，曾就职于上海星杰克、以及世界著名的专业刀具 Fiskars 公司
庄建清	副总经理、首席运营官	1967 年生，大连交通大学材料系学士，中欧国际工商学院 EMBA；曾在世界知名企业百得、特灵、史密斯等企业就职。
李志远	研发副总裁	1974 年生，曾任东莞永成电器制品厂有限公司品质工程经理、创科实业有限公司 OQA 高级经理、格力博有限空压机厂副厂长、昆山亿卡迪机电有限公司副总经理

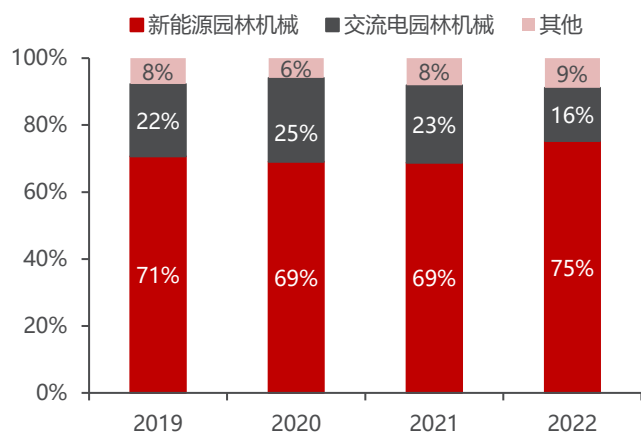
资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

1.3 业务结构：锂电 OPE 为主，欧美需求为主

锂电 OPE 收入占比 75%，收入基本来自海外。按照产品类别来分，公司主营业务收入主要来自锂电和交流电 OPE 产品，其中 2022 年锂电 OPE 产品收入占比达到 75%。分区域来看，公司近年来主营收入超过 95%来自海外，其中，2022H1

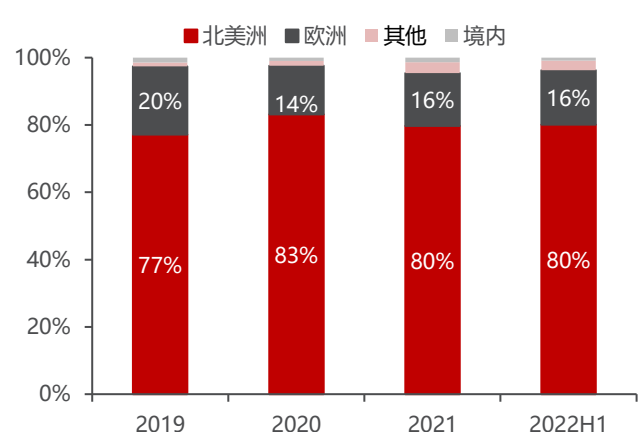
北美市场营收占比高达 80%。

图3：公司主营收入按产品类别占比



资料来源：公司招股说明书，公司年报，民生证券研究院

图4：公司主营收入按地区占比



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

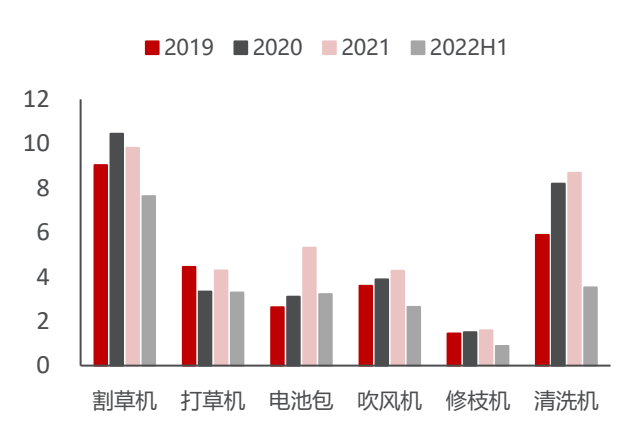
公司根据不同消费群体特征搭建产品矩阵，产品线覆盖 24V、40V、60V、80V、82V 等锂电池平台，其中 82V 专门针对专业工人的；80V 和 60V 针对于高端的消费者；48V 和 24V 是针对所有的大众用户。锂电 OPE 覆盖手持式、手推式、坐骑式和智能式全系列产品，主要包括割草机、打草机、吹风机、修枝机、链锯、智能割草机器人、智能坐骑式割草车及配套的电池包。

图5：公司拥有 5 大电池平台



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图6：主要产品历年销售收入（亿元）



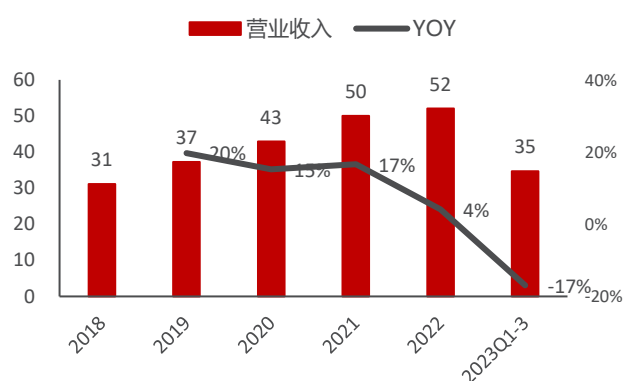
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1.4 财务分析：收入业绩短期承压，未来修复可期

收入端修复可期：公司 2018-2021 年营收增速维持在 15%之上，2021 年在第一大渠道客户劳氏业务调整下，通过多元化渠道扩张仍实现 17%的收入增长，彰显公司经营韧性以及快速反应能力。2022 年以来，随着劳氏业务持续收缩以及行业去库，收入端显著承压。展望未来，劳氏业务调整影响基本消退，随着行业去库结束以及公司在商用市场的发力，预计未来营收会实现较快增长。

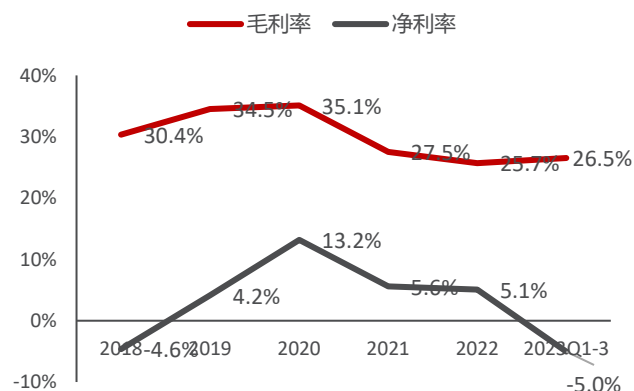
盈利修复确定性强：公司 2019、2020 年毛利率在 35%左右，2021 年毛利率受到毛利率较高的大客户劳氏业务调整+人民币升值、海运费以及原材料价格上涨等因素影响，2022 年虽然汇率有正向贡献，但受海运费、原材料价格上涨、劳氏调整等因素影响下仍进一步下探。今年前三季度，在海运费、原材料价格回落背景下，毛利率小幅修复至 26.5%，主要还是受到前期高成本库存进入销售期扰动。费用率方面，今年前三季度费用率大幅提升，一方面受到收入规模下降较大影响，另一方面，公司在行业逆风期仍加大费用投入，2023 年前三季度销售费用、研发费用分别同比+26.5%、+28.5%。展望未来，随着高成本库存的逐步出清+收入端恢复增长，预计盈利能力将会有明显修复。

图7：2022 年前三季度受去库影响收入承压（亿元）



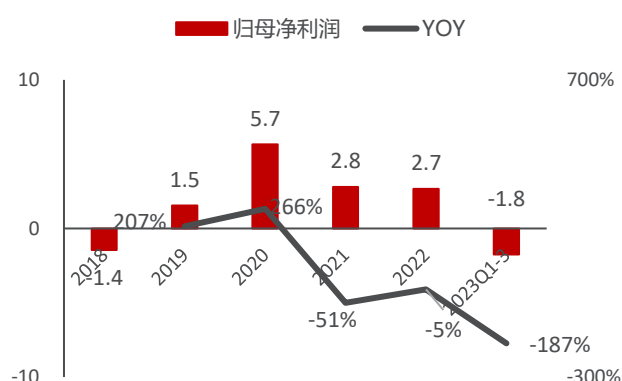
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：2021 年以来毛利率受多因素影响持续承压



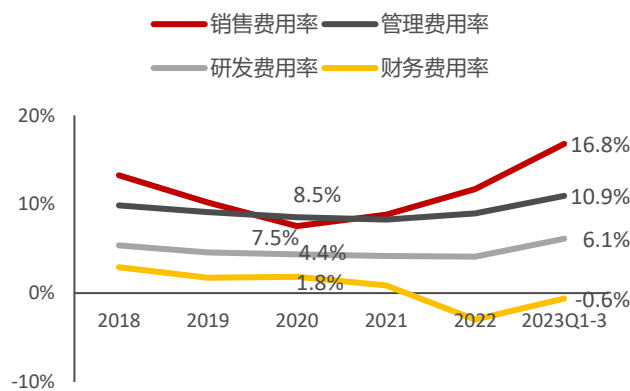
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：近年来公司利润波动较大（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：2022 年以来费用率提升较大



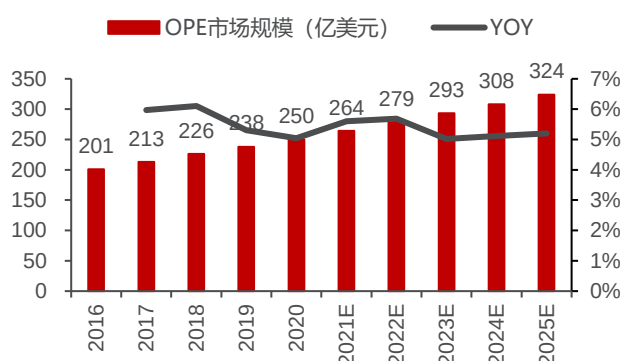
资料来源：Wind，民生证券研究院

2 锂电 OPE 行业：国产品牌主导，商用锂电市场处于成长早期

2.1 OPE 行业：千亿大市场，商用占比接近一半

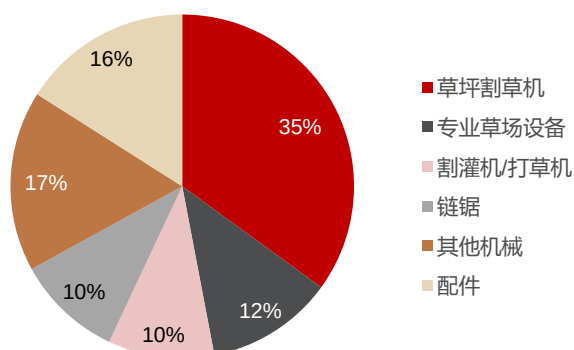
OPE 产品多用于草坪、花园或庭院维护，类刚需属性。根据 Frost&Sullivan 数据，全球 OPE 市场由 2016 年的 201 亿美元增至 2020 年的 250 亿美元，期间复合增长率为 5.6%，未来有望以 5.3% 的复合增速增长至 2025 年的 324 亿美元。

图11：OPE 千亿市场，需求稳定增长



资料来源：Frost&Sullivan，泉峰控股招股说明书，民生证券研究院

图12：OPE 分品类占比(2020 年)



资料来源：大叶股份可转债募集说明书，民生证券研究院

表2：OPE 主要品类及应用场景

类型	产品品类	产品示意图	应用场景
步进式	割草机		主要应用于私人或公共绿地和花园的草皮、植被的修剪
	扫雪机		主要应用于去除道路、草坪、花园的积雪
	微耕机		主要应用于平原、山区、丘陵的旱地、水田、果园的旋耕、犁耕、播种
手持式	打草机		主要应用于草坪、花园、牧场等地方杂草的切割和修剪
	吹吸叶机		主要应用于杂草、树叶的吹、吸以及粉碎工作
骑乘式	割草机		主要应用于大草坪的草皮修建，多用于美国
智能式	割草机器人		主要应用于小且规整的草皮修建，多用于欧洲

资料来源：泉峰控股招股说明书、格力博招股说明书，民生证券研究院

按照使用场景划分，OPE 可分为家用市场和商用市场。其中，家用产品主要针对家庭使用而开发，产品结构相对简单，操作便利，价值量也相对较低；商用产品应用场景则主要是高尔夫球场、景观园林、政府工程等，由于使用者专业性较强，

对工作效率、使用寿命等要求较高，产品价值量也较高。据大叶股份公司招股说明书，2018 年商用 OPE 市场占比为 46.5%。

表3：OPE 商用市场占比接近一半

应用领域	应用场景	产品特点	规模占比
家用	家庭日常使用需求	产品结构相对简单、操作便利、单价较低	53.5%
商用	高尔夫球场、景观园林、政府工程等场景	产品专业性较强，对工作效率、使用寿命要求较高，单价相对较高	46.5%

资料来源：大叶股份招股说明书，民生证券研究院

2.2 成长逻辑：锂电化渗透率持续提升，商用市场处于成长

早期

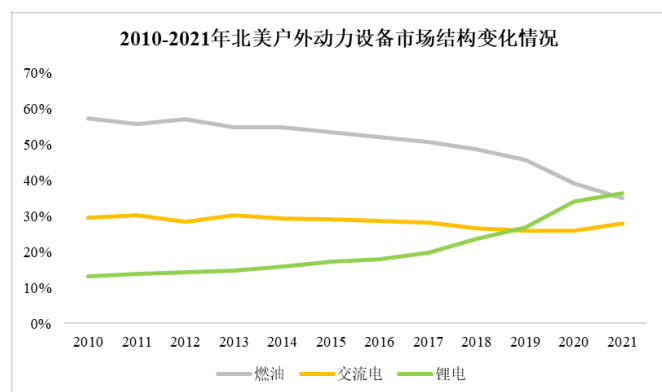
锂电产品替代优势明显。相较于传统燃油动力 OPE 产品，锂电 OPE 产品具有清洁环保、噪声小、振动小、维护简单、运行成本低等优良产品特性；随着锂电池技术不断取得进展，电池续航和制造成本限制逐渐被突破，锂电 OPE 产品开始普及市场并取得各类终端用户认可，其市场占有率也在产业技术升级趋势引领下逐年递增。根据 TraQline 统计数据，在北美地区，锂电 OPE 市场份额则由 2010 年的 13% 快速增长至 2021 年的 36%。

表4：各动力类型 OPE 产品对比

	燃油	外接电源	锂电池
应用场景	主要适用于园林、道路等户外作业	主要适用于花园、院落 等小范围作业	适用于园林、道路、花 园、院落等户外作业
优势	动力强、便携性好、续航能力强	环保性好、续航能力强	环保性好、使用方便、运行成本低、噪音小
劣势	环保性差、噪音大、使用成本高	便携性差	购买价格相对较高、续航能力相对较差

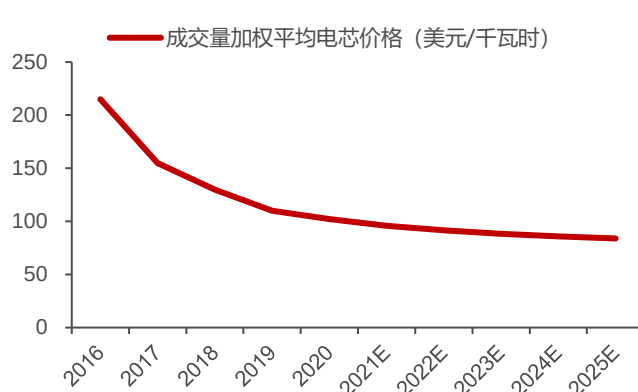
资料来源：格力博招股说明书，民生证券研究院

图13：北美市场锂电化率持续提升



资料来源：TraQline，格力博招股说明书，民生证券研究院

图14：电芯价格呈现下降趋势



资料来源：Frost&Sullivan，泉峰控股招股说明书，民生证券研究院

欧美限售燃油产品等环保政策持续加码。OPE 市场主要以燃油动力设备为主，由于燃油割草机环保性差、污染大，欧洲及北美地区多个城市已出台政策禁用燃油 OPE 设备。

表5：欧美环保政策持续加码

时间	地区	相关规定与政策
2018 年	华盛顿	2022 年 1 月起禁止使用 汽油吹叶机
2021 年	纽约	到 2017 年，州内所有销售的新型草坪及景观美化设备必须 实现零排放
2021 年	波特兰	在 2025 年之前改用 电动吹叶机
2021 年	加州	2024 年 1 月 1 日或之后 禁止销售一些以燃气为动力 的设备，包括草坪设备、发电机和高压清洗机
2022 年	温哥华	到 2024 年将逐步淘汰用于个人及商业用途的 汽油驱动景观维护及园林设备
2022 年	马萨诸塞州	到 2024 年前期 汽油吹叶机 将逐步被淘汰

资料来源：各地区政府官网，民生证券研究院

商用市场锂电化开启，有望拉动锂电化率快速提升。根据 Frost & Sullivan 数据,预计到 2025 年,锂电 OPE 市场规模达 56 亿美元,市场渗透率将达到 17.3%。根据公司公开交流纪要，商用市场锂电化率不到 5%。随着接近 OPE 市场一半规模的商用产品锂电化进程开启，未来行业整体锂电化有望持续快速提升。

表6：全球锂电 OPE 市场规模及渗透率（亿美元）

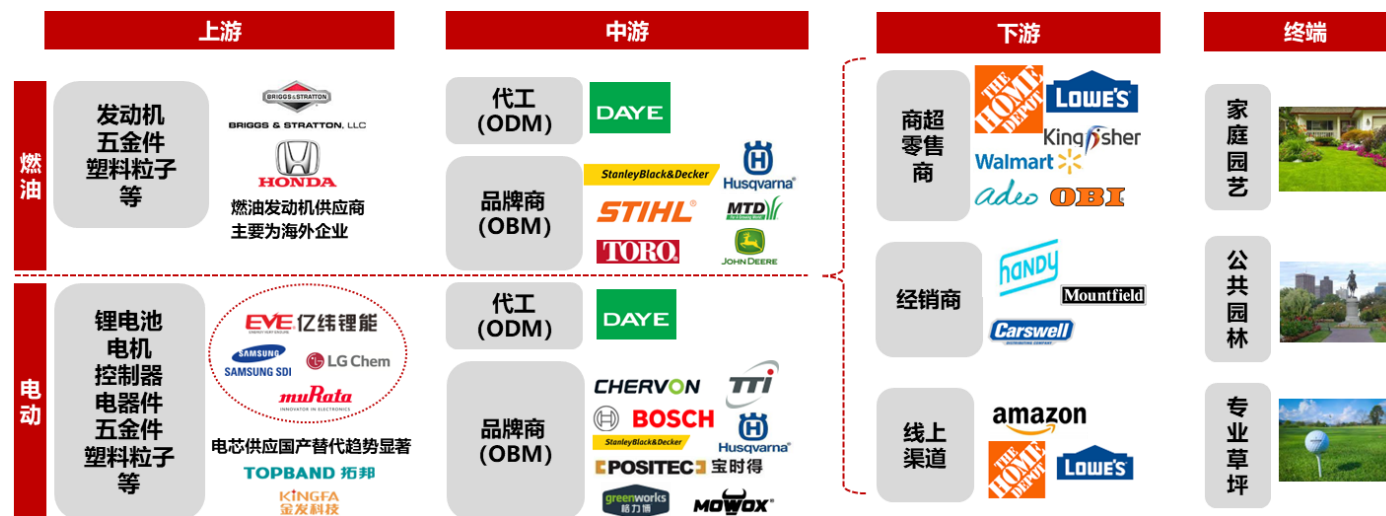
	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
锂电 OPE	26	28	30	33	36	40	44	48	52	56
锂电渗透率	12.9%	13.1%	13.3%	13.9%	14.4%	15.2%	15.8%	16.4%	16.9%	17.3%

资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

2.3 竞争逻辑：国产品牌竞争优势显著，有望持续提升全球份额

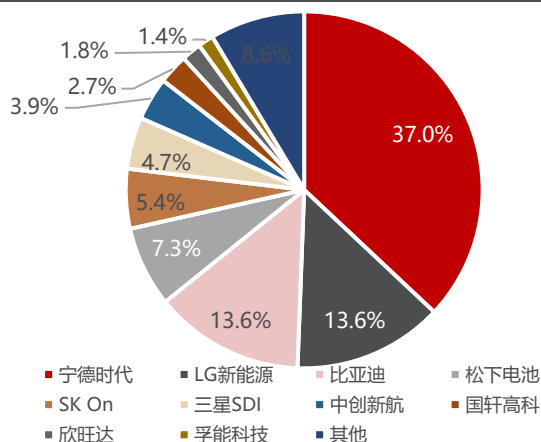
锂电 OPE 差异主要在上游，中国锂电产业链全球领先。燃油 OPE 上游以发动机、五金件为主，其中燃油发动机供应商主要为海外企业，而锂电 OPE 上游则以三电系统为核心零部件。在锂电方面，中国锂电产业链发展处于全球领先水平，在成本端及供应端均存在较大优势。在全球锂电池市场中，中国厂商“一超多强”，宁德时代 2022 年电池装机量以 37%的市场份额位居全球第一，前十大厂商有 6 家为中国厂商，合计份额高达 60.4%，国产锂电池在同种规格下（以江苏天鹏电源为例）较国外厂商低 1 至 5 元/颗。

图15：全球 OPE 产业链情况，差异主要在上游



资料来源：大叶股份招股说明，格力博招股说明书，各公司官网，民生证券研究院

图16：2022 年全球锂电池市场格局



资料来源：SNE Research，民生证券研究院

图17：国产锂电池更具价格优势（单位：元/颗）

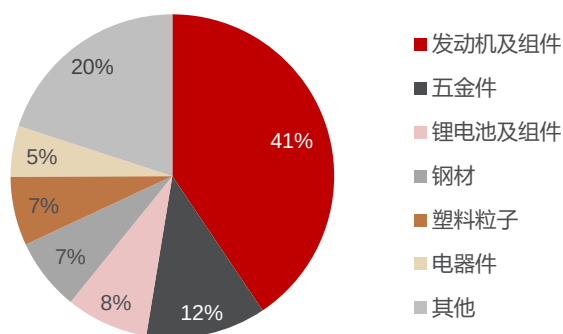
规格	Murata 村田	Panasonic 松下	SDI 三星	LG 化学	江苏天鹏
1.5Ah(30A)	/	/	12.0-13.5	12.0-13.5	10.0-11.5
2.0Ah(30A)	16.0-18.0	/	13.5-15.5	13.0-14.5	11.0-12.5
2.5Ah(30A)	18.0-20.0	/	15.0-16.5	15.0-16.5	13.5-15.5
2.8Ah(10A)	/	16.0-18.0	/	/	13.5-15.0
3.2Ah(10A)	/	15.5-18.0	15.0-18.0	14.5-18.0	14.0-16.5
3.5Ah(10A)	/	23.0-24.0	22.0-24.0	16.0-19.0	/

注：数据统计时间为 2023 年 5 月 26 日

资料来源：真锂研究，民生证券研究院

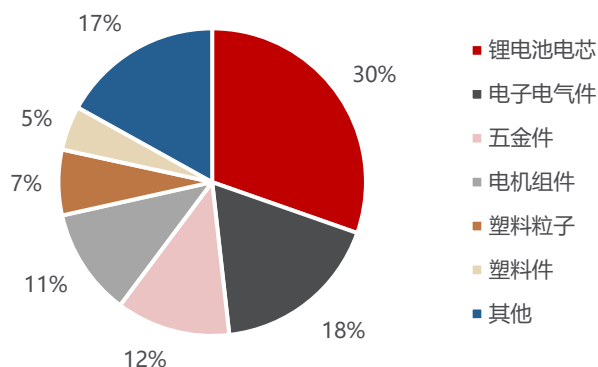
锂电 OPE 产品性能主要取决于三电系统的技术水平，而这方面中国具备成熟的锂电产业链优势+工程师红利。以泉峰、格力博为代表的国产厂商在电动化布局较早，具备领先的三电技术，在电池平台、电池技术以及电机电控方面均拥有核心技术和专利壁垒。泉峰控股、格力博等头部 OPE 厂商纷纷布局垂直一体化生产，除电芯及部分电控系统外购之外，核心零部件均实现自主设计与制造。格力博拥有新能源电池包、无刷电机、智能控制器、充电器等 80%以上核心零部件的自主设计与制造能力。

图18：大叶股份 OPE 零部件成本结构（2021 年）



资料来源：大叶股份招股说明书，民生证券研究院

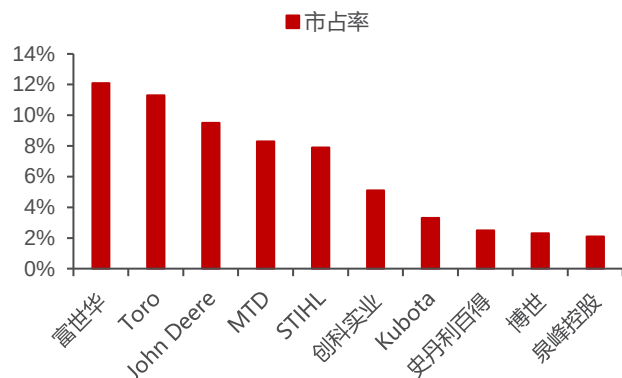
图19：格力博 OPE 零部件成本结构（2022H1）



资料来源：格力博招股说明书，民生证券研究院

锂电化打破外资主导格局，国产龙头弯道超车。传统燃油 OPE 市场中，外资品牌占据主导地位。而在锂电 OPE 市场中，凭借着强大的锂电供应链优势+垂直一体化制造体系，国产厂商前瞻布局，成功打造领跑优势，创科实业、泉峰控股、格力博、宝时得 2020 年分别位列第一、二、五、六名，合计份额为 49.8%。

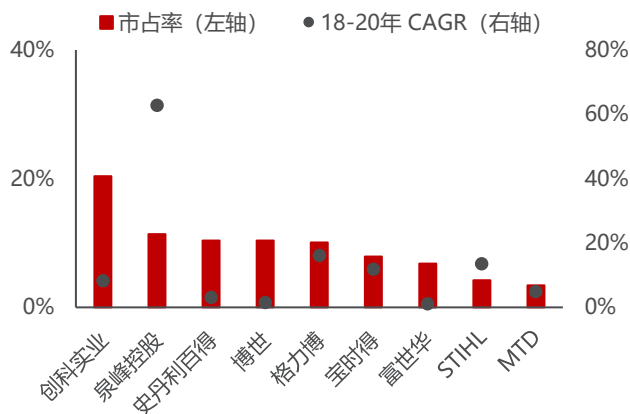
图20：电动 OPE 竞争格局：国内厂商位居前列



注：此图为 2020 年数据

资料来源：Frost & Sullivan，泉峰控股招股说明书，民生证券研究院

图21：电动 OPE 销额复合增速国内厂商较高



注：此图为 2020 年数据

资料来源：Frost & Sullivan，泉峰控股招股说明书。民生证券研究院

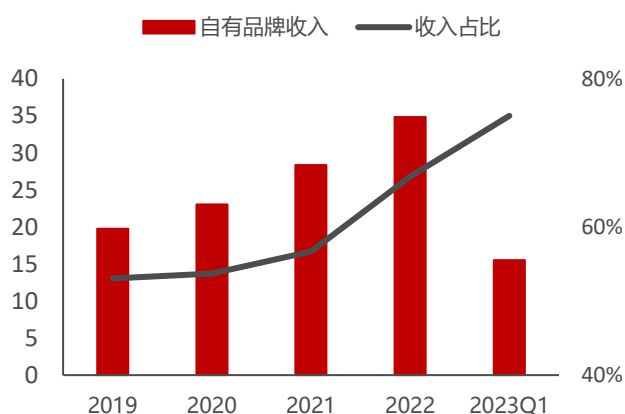
3 家用业务：多元化渠道持续推进，去库阵痛后有望持续稳定增长

作为锂电 OPE 先驱，家用业务为公司基本盘。在 2020 年下半年第一大客户劳氏业务发生不利调整后，公司快速调整自身经营战略，将多元化渠道扩张和自主品牌建设作为驱动公司家用业务成长的核心，也进一步夯实了公司的抗风险能力。

3.1 重视自主品牌建设，迈向全球性知名品牌

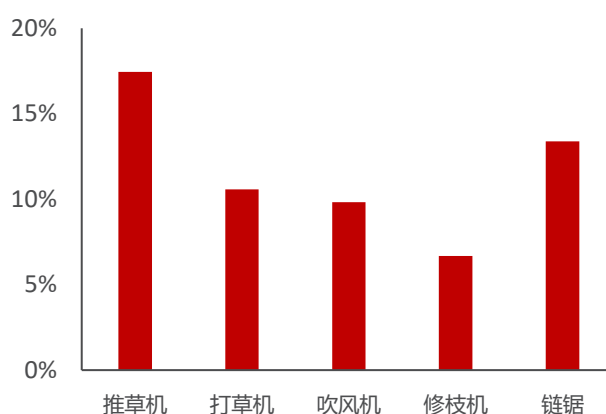
公司高度重视自有品牌的建设和培育，将自主品牌产品定位为专业化、中高档、精品化，持续扩大自主品牌在销售中的比例，自主品牌收入占比从 2020 年的 54% 提升至 2022 年的 67%，2023 年 Q1 更是达到 75%。公司 Greenworks 品牌割草机、吹风机等多款产品也常年位于 Amazon “Best Seller” 之列，greenworks 品牌清洗机在美国 Consumer Reports 发布的清洗机推荐榜单中稳居前列。

图22：自主品牌收入占比持续提升（亿元）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

图23：主要产品北美市场占有率（2019 年）



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.2 牵手沃尔玛，多元化渠道再下一城

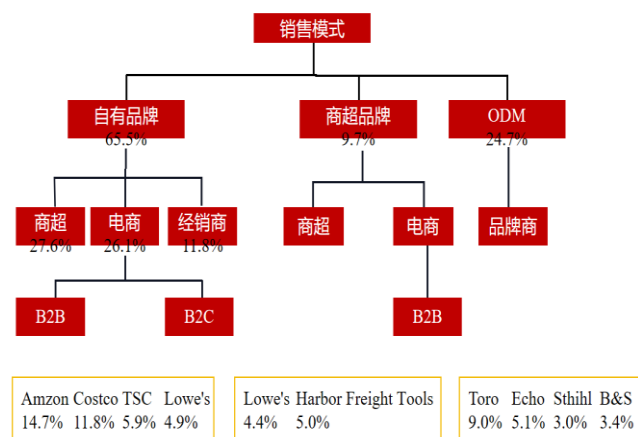
劳氏业务调整后积极进行多元化渠道扩张，客户结构持续优化。公司 2021 年之前第一大客户为劳氏，收入占比超过 50%。劳氏渠道过高的收入集中度导致公司在与其合作关系发生不利调整时处于相对被动地位，但公司通过积极拓展多元化渠道进行对冲，2021、2022 年在劳氏业务大幅下降下仍保持较为稳定的增长。截止 2022 年上半年，劳氏收入占比已经降低到 10%以内，不利影响基本消退。目前公司客户集中度大幅下降，2022 年前五大客户占比低于 50%，渠道结构更加健康且抗风险能力大幅提升。

目前公司格力博自有品牌产品主要在 Amazon（北美第三大 OPE 渠道）、Costco（全球第二大零售商，公司为战略供应商）、Lowe's（交流电清洗机产品等）、

TSC (北美最大的农村生活方式商超, 公司为战略供应商), 同时公司通过商超贴牌 (Lowe's、Harbor Freight)、ODM 业务 (Toro、Echo、STIHL) 间接覆盖 The Home Depot、Lowe's 等商超渠道及经销商渠道。

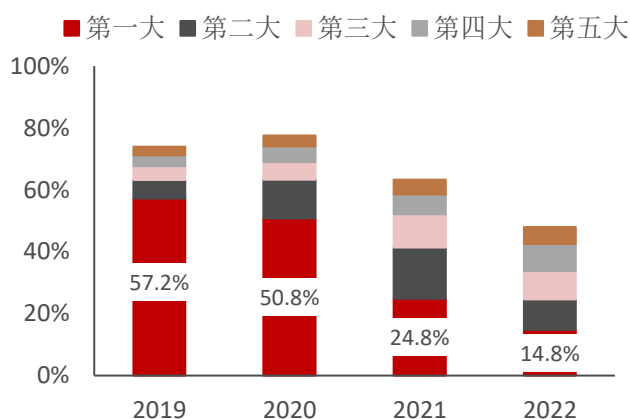
劳氏: 2020 年由于竞争对手泉峰控股与劳氏合作加深, 导致公司与劳氏合作产生不利调整。具体情况为: 公司的 greenworks 60V 产品停止在 Lowe's 销售; 公司为 Lowe's 贴牌的 Kobalt 80V 产品仅在其线上平台销售, 线下门店不再销售; 原本由公司单独为 Lowe's 贴牌的 Kobalt 40V 产品调整为主要由泉峰控股生产。受以上调整影响, 劳氏收入逐年降低, 目前基本消化负面影响。

图24: 格力博销售结构(2022H1)



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

图25: 公司客户集中度明显降低



资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 民生证券研究院

表7: 2020 年以来非劳氏渠道收入快速提升 (亿元)

	2019	2020	2021	2022H1	2022	2023H1
营业收入	37.3	42.9	50.0	31.8	52.1	25.8
YOY		15.2%	16.6%	10.3%	4.1%	-18.8%
劳氏渠道:						
收入	21.3	21.8	12.4	3.0	4.8	2.6
营收占比	57.2%	50.8%	24.8%	9.3%	9.2%	10.0%
YOY		2.3%	-43.0%		-61.5%	-12.5%
非劳氏渠道:						
收入	15.9	21.12	37.62	28.8	47.3	23.2
营收占比	42.8%	49.2%	75.2%	90.7%	90.8%	90.0%
YOY		32.5%	78.2%		25.8%	-19.4%

资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 民生证券研究院

亚马逊: 主要销售公司 24V、40V 平台自有品牌产品。公司 2020 年以来积极拥抱电商机遇, 持续加大电商渠道的投入力度, 规模迅速起量, 连续多年位列 Amazon 锂电 OPE 销量第一。营收占比一度从 2019 年的 6%提升至 2021 年的

17%。2022 年和 2023H1 受亚马逊去库影响，亚马逊渠道收入分别同比-7%、-59%。

Costco: 公司为 Costco 提供 80V 平台全系列产品，唯一一家入驻北美第二大零售商 Costco 线下门店的新能源园林机械企业。营收快速增长，2022 年营收占比已接近 10%。2022 年和 2023H1 收入分别同比+114%、+0.6%。

TSC: 2022 年 1 月，公司与美国最大的乡村生活方式零售店 TSC 达成战略合作，主要销售公司 60V 平台自有品牌产品。2022 年营收 2.9 亿，占比 6%左右，2023H1 同比-60%。

此外，公司与全球知名燃油 OPE 厂商 Toro、Echo 建立战略合作关系，分别为 Toro、Echo 代工生产 60V 和 56V 新能源园林机械；与 Harbor Freight Tools、等客户积极推进及扩大商超贴牌业务。

近期格力博已与全球零售业巨头沃尔玛达成合作意向，这也是公司继与 Amazon、Bestbuy、Costco、Lowe's、TSC 等多家零售商建立合作关系后的又一重要突破。沃尔玛将在北美 1200 多家门店销售 greenwork 60V Phoenix 全新系列产品，预计将对未来公司家用业务收入增长提供重要支撑。

表8：公司 2020 年后多元化渠道扩张成效显著（亿元）

	2019	2020	2021	2022H1	2022	2023H1
Amazon						
收入	2.2	5.3	8.3	4.7	7.7	1.9
YOY		138.9%	54.8%		-7.0%	-58.9%
营收占比	6.0%	12.5%	16.5%	14.8%	14.8%	7.5%
Costco						
收入			2.4	3.7	5.1	3.8
YOY					114.2%	0.6%
营收占比			4.8%	11.8%	9.8%	14.6%
TSC						
收入				1.9	2.9	0.8
YOY						-59.9%
营收占比				5.9%	5.5%	2.9%

资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院

3.3 库存持续去化，渠道补库可期

2020 年疫情+北美消费券催化下需求端高景气，叠加海运拥堵，北美零售商为了不错失市场机会以及保障供应及时性，均积压了较多库存。以北美地区最大的 OPE 零售商 Home Depot 为例，存货余额从 2020 年的 166 亿美元增长至 2022 年的 249 亿美元；排名第二的零售商 Lowe's，存货余额同期也大幅度增长，从

2020 年的 162 亿美元增长至 2022 年的 185 亿美元。公司的主要客户 Amazon、Harbor Freight Tools 等也存在库存较高的情况。

由于库存积压较多，同时叠加了高通胀的压力以及需求的放缓，2022H2 以来零售商逐步转向主动去库存阶段，从而阶段性放缓了对供应商的采购节奏，受此影响，公司产品销售也有所下降。2023 年前三季度公司实现营业收入 34.7 亿元，同比下降 16.9%。目前下游零售商去库存的效果已经开始显现，库存水平见顶回落，库销比均回归正常水平。叠加美联储明年降息预期，我们预计 2024H1 渠道商有望迎来新一轮补库。

图26：2023 年以来美国家居类零售库销比回落

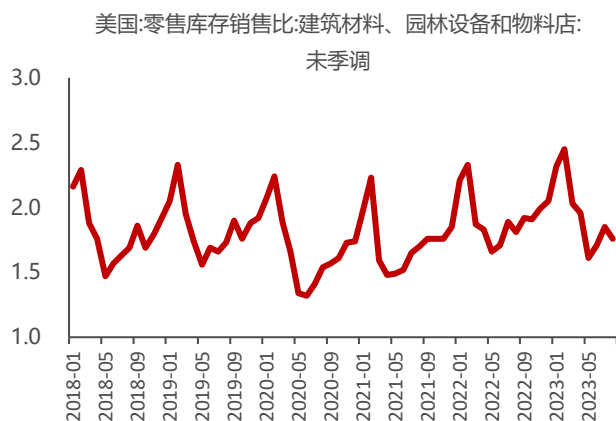


图27：2023 年以来美国家居类零售库销比回落



图28：北美核心零售商库存下降（亿美元）

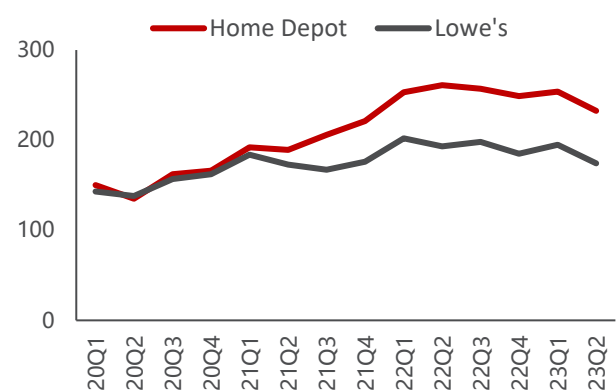
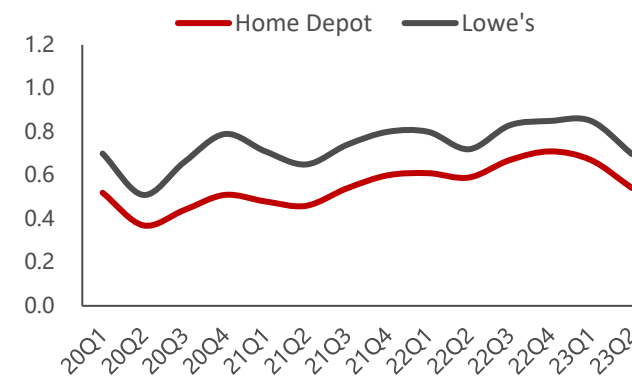


图29：北美核心零售商库销比逐步回落



4 商用业务：成长早期，公司处于领先身位

商用市场是未来锂电 OPE 最大的增量，当前锂电商用市场处于起步初期。商用领域由于对功率、安全性能要求较家用高，近几年才有成熟的产品推出，因此锂电化率远慢于家用领域。根据公司公开交流纪要，商用市场锂电化率不到 5%。随着家用锂电龙头共同发力产品创新、渠道拓展、市场教育，未来市场发展空间广阔。

率先布局商用市场，持续完善商用锂电生态圈。作为中国领先的锂电 OPE 厂商，公司 2015 年起就开始在 82V 商用系列进行布局，在业界首先推出高电压锂电平台产品，从而满足专业人士的需求。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。2023 年上半年，公司正式推出以 Optimus Z 系列割草车为核心的锂电 OPE 商用产品，该系列产品，在大功率、高效率和为客户节省费用方面均处于优势地位。此外，公司将积极布局储能赛道，计划推出采用先进双向逆变技术、大功率、大容量新品类移动电源以及系列家储产品，从而拓宽产品生态，打造更加全面的锂电生态圈。作为公司未来的战略重心，对于商用领域的投入持续加大，四季度预计商用市场会有多款新品推出，进一步完善商用版图，为未来几年商用业务的发展奠定了坚实的基础。

图30：格力博商用核心产品线



资料来源：公司官网、民生证券研究院

图31：格力博商用锂电产品相对燃油产品优势

-  **全天表演：**我们所有的电动商用设备都设计用于一次充电即可工作一整天。割草机每次充电可覆盖多达 21 英亩的土地，并提供充电解决方案，让您和您的工作人员从黎明到黄昏都能保持供电。
-  **减少噪音污染：**Greenworks® 商用草坪设备和手持工具产生的噪音要小得多。您的操作员可以专注于工作日，而不会受到内燃机、皮带、皮带轮和其他噪音的压力。随着越来越多的社区、城市、州和私营公司专注于降噪，我们的设备让您领先于竞争对手。
-  **零振动疲劳：**我们的工具的振动比传统草坪设备小 5 倍。减少用户在一天结束时因甲板嘎嘎作响和振动机器而造成的疲劳。
-  **零烟雾：**让气体成为过去，消除与气体动力工具相关的有毒烟雾和头痛。我们的全电动产品线优于传统设备，并为需要优质零排放景观解决方案的客户竞争优势。
-  **减少维护和维修：**Greenworks® Commercial 的活动部件减少了 80%，使您的设备保持在现场。没有腰带。无需换油。绝不妥协。无与伦比的性能。
-  **卓越的控制：**采用直观的控制设计，因此您永远不必将手从手柄上移开 - 更不用说更好的敏捷性和响应能力了。
-  **卓越的安全性和舒适性：**Greenworks® Commercial 始终将操作员的安全性和舒适性放在首位，符合人体工程学的控制装置可全天保持舒适。
-  **更轻、更灵活：**没有像气动工具这样笨重的手持设备。
-  **价值：**Greenworks® Commercial 消除了燃料成本和预防性维护费用，实现了卓越的投资回报率。我们的垂直整合可控制成本并简化您的预算项目。

资料来源：公司官网、民生证券研究院

产品渠道先发优势明显，有望持续享受商用市场锂电化红利。公司自 2007 年开始就进入了锂电 OPE 领域，对于行业发展方向一直有较高的敏锐度和前瞻性战略布局。在商业市场的布局上，公司领先于锂电 OPE 行业主要竞争对手，目前创科实业、泉峰控股在坐骑式割草车产品均未推出商用竞品，海外燃油龙头 Toro 推出的商用竞品则在产品性能和价格优势上弱于公司的 OptimusZ。渠道方面，公司已与北美领先的坐骑式割草车渠道 TSC 达成战略合作，并与美国最大的园林绿化服务公司就商用坐骑式锂电割草车展开合作，公司在产品及渠道方面均具有领先优势。

表9：格力博与 Toro 商用锂电骑乘式割草车产品对比

锂电	格力博 OptimusZ CZ60R24X	Toro Revolution Zmaster
价格 (美元)	26999	35000+
切割速度 (MPH)	19	12
功率	65HP	38HP
运行时间 (h)	8	7+
行进速度 (km/h)	26	19.3
电池平台	82v 磷酸铁锂	HyperCell 锂离子电池(大容量三元锂电池)
最大爬坡度	25°	15°
保修 (割草机/电池)	5 年/2000 小时	5 年/1500 小时

资料来源：公司官网，Toro 官网，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

锂电 OPE 业务：中长期来看，OPE 行业锂电化率仍处于较低水平，且商用市场刚开启锂电化进程，公司作为锂电 OPE 领先企业，多元化渠道布局完善，商用市场前景布局，未来有望保持较快增长。我们预计 2023-2025 年锂电 OPE 业务营收分别为 34.5/41.0/51.1 亿元，同比-12.0%/+18.8%/+24.7%。

交流电 OPE 业务：公司交流电 OPE 产品主要包括交流电清洗机、交流电割草机，空压机，产品力具备较强市场竞争力。虽然 OPE 行业锂电化率未来仍会持续提升，但交流电 OPE 产品不存在续航里程问题且产品价格较低，中短期市场份额有望维持。我们预计 2023-2025 年锂电 OPE 业务营收分别为 8.1/8.9/9.8 亿元，同比-2.4%/+10.0%/+10.0%。

利润：公司 2021-2023 年前三季度毛利率受多重因素影响导致承压明显，展望未来，海运费以及原材料价格预计维持稳定态势，随着高价库存的消化，预计 2024、2025 年毛利率将有明显修复，我们预计 2023-2024 年毛利率分别为 27.4%/34.0%/34.0%。费用率方面，今年公司在收入端承压明显情况下积极进行费用投放，导致费用率较高。预计未来两年随着收入端保持较快增长，费用率整体稳定。综合影响下，预计未来三年公司净利率分别为-2.77%/7.69%/7.83%，归母净利润同比-148.8%/+423.2%/+23.2%。

表10：公司业务营收拆分（亿元）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	37.3	42.9	50.0	52.1	46.8	54.5	66.0
YOY		15.2%	16.6%	4.1%	-10.2%	16.5%	21.0%
毛利率	34.5%	35.1%	27.5%	25.7%	27.4%	34.0%	34.0%
锂电 OPE							
收入	26.3	29.4	34.6	39.2	34.5	41.0	51.1
YOY		11.9%	17.4%	13.5%	-12.0%	18.8%	24.7%
收入占比	70.6%	68.6%	69.1%	75.3%	73.7%	75.2%	77.5%
毛利率	36.1%	37.0%	30.2%	27.5%	27.0%	35.2%	35.1%
交流电 OPE							
收入	8.0	10.7	11.5	8.3	8.1	8.9	9.8
YOY		32.8%	7.6%	-28.0%	-2.4%	10.0%	10.0%
收入占比	21.6%	24.9%	23.0%	15.9%	17.3%	16.3%	14.8%
毛利率	29.8%	32.2%	23.3%	20.3%	27.4%	30.0%	30.0%
其他							
收入	2.9	2.5	4.1	4.6	4.2	4.6	5.1
YOY		-12.2%	61.4%	14.0%	-8.8%	10.0%	10.0%
收入占比	7.7%	5.8%	8.1%	8.9%	9.0%	8.5%	7.7%
毛利率	33.9%	29.6%	15.8%	20.4%	31.0%	31.0%	31.0%

资料来源：公司年报，民生证券研究院测算

5.2 估值分析

在可比公司选取上,我们选取与公司品类重合度较高、业务模式相似的泉峰控股、创科实业、巨星科技作为可比公司。可比公司均以工具业务为主,且海外业务占比都很高。2024/2025 年可比公司平均 PE 为 12x/10x,我们预计格力博 2024/2025 年 EPS 分别为 0.86/1.06 元,对应 PE 为 21x/17x,高于可比公司平均水平,一方面巨星科技为手工具龙头公司,其所处行业未来成长天花板低于锂电 OPE 行业,另一方面与公司业务更相似的泉峰控股、创科实业为港股上市公司公司,有一定的估值折价。此外,从 PEG 估值角度来看,公司 2024 年 PEG 为 0.87,低于可比公司平均值 1.16。

公司作为锂电 OPE 品牌领先企业,商用市场具备先发优势,考虑到 OPE 赛道具备高投资价值,随着商用市场开启锂电化进程,公司未来几年具备持续快速增长的潜力,业绩修复弹性也较高。首次覆盖,给予“推荐”评级。

表11: 可比公司估值水平

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				2022-2025		PE (倍)				PEG
			2022	2023E	2024E	2025E	年 CAGR	2022	2023E	2024E	2025E	2024E	
2285.HK	泉峰控股	21.10	2.01	1.74	2.17	2.59	8.8%	10	12	10	8	1.10	
0669.HK	创科实业	81.55	4.21	4.00	4.74	5.40	8.7%	19	20	17	15	1.99	
002444.SZ	巨星科技	21.65	1.18	1.45	1.71	2.07	20.6%	18	15	13	10	0.61	
	均值						12.7%	16	16	13	11	1.24	
301260.SZ	格力博	18.47	0.55	-0.27	0.86	1.06	24.4%	34	/	21	17	0.88	

资料来源: wind, 民生证券研究院测算;

注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2023 年 11 月 15 日

6 风险提示

1) 海外需求不及预期的风险。公司主要业务多数发生在海外，若海外消费需求受到经济衰退影响，将可能使得公司收入增速不及预期。

2) 竞争格局恶化的风险。锂电 OPE 市场吸引众多传统燃油工具企业、新型品牌入局，加剧了行业竞争。若公司无法保持领先的创新能力、适应消费者需求、紧跟行业发展趋势，产品将无法保持竞争力。

3) 国际贸易摩擦风险。公司是出口型企业，欧美是主要市场，且货物大部分以美元结算。若海外各国贸易政策变化，可能对公司业绩产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,211	4,680	5,453	6,601
营业成本	3,871	3,396	3,599	4,356
营业税金及附加	8	28	11	13
销售费用	610	702	627	759
管理费用	467	468	491	594
研发费用	213	271	218	264
EBIT	32	-185	509	616
财务费用	-155	-50	28	23
资产减值损失	-25	-22	-18	-21
投资收益	12	9	11	13
营业利润	207	-148	475	585
营业外收支	8	0	2	2
利润总额	215	-147	477	587
所得税	-51	-18	57	70
净利润	266	-130	419	517
归属于母公司净利润	266	-130	419	517
EBITDA	182	4	758	886

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	457	3,423	3,573	3,434
应收账款及票据	1,033	889	887	1,074
预付款项	61	68	72	87
存货	2,972	2,398	1,954	2,366
其他流动资产	437	338	378	438
流动资产合计	4,960	7,115	6,866	7,398
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	557	837	1,003	1,172
无形资产	224	264	304	344
非流动资产合计	1,235	1,729	1,959	2,229
资产合计	6,195	8,844	8,825	9,627
短期借款	1,411	811	611	511
应付账款及票据	1,594	1,396	1,479	1,790
其他流动负债	931	712	358	409
流动负债合计	3,936	2,919	2,448	2,710
长期借款	598	890	890	890
其他长期负债	184	211	242	313
非流动负债合计	783	1,101	1,132	1,203
负债合计	4,719	4,019	3,580	3,913
股本	365	486	486	486
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,476	4,825	5,244	5,714
负债和股东权益合计	6,195	8,844	8,825	9,627

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.14	-10.19	16.52	21.04
EBIT 增长率	-88.74	-684.22	374.72	21.04
净利润增长率	-4.96	-148.81	423.22	23.24
盈利能力 (%)				
毛利率	25.72	27.43	34.00	34.00
净利率	5.10	-2.77	7.69	7.83
总资产收益率 ROA	4.29	-1.47	4.75	5.37
净资产收益率 ROE	18.02	-2.69	8.00	9.05
偿债能力				
流动比率	1.26	2.44	2.80	2.73
速动比率	0.47	1.58	1.97	1.82
现金比率	0.12	1.17	1.46	1.27
资产负债率 (%)	76.18	45.45	40.57	40.65
经营效率				
应收账款周转天数	72.38	70.00	60.00	60.00
存货周转天数	280.25	260.00	200.00	200.00
总资产周转率	0.91	0.62	0.62	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	-0.27	0.86	1.06
每股净资产	3.04	9.92	10.79	11.75
每股经营现金流	-1.62	1.15	2.51	1.08
每股股利	0.06	0.00	0.10	0.12
估值分析				
PE	34	-69	21	17
PB	6.1	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	44.51	2,271.47	10.68	9.14
股息收益率 (%)	0.33	0.00	0.53	0.65

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	266	-130	419	517
折旧和摊销	150	189	249	270
营运资金变动	-1,092	537	469	-343
经营活动现金流	-786	557	1,220	526
资本开支	-393	-454	-375	-417
投资	141	0	0	0
投资活动现金流	-225	-462	-365	-404
股权募资	0	3,544	0	0
债务募资	1,088	-482	-566	-100
筹资活动现金流	933	2,872	-705	-262
现金净流量	-61	2,966	151	-140

插图目录

图 1: 格力博发展历程.....	3
图 2: 格力博股权结构 (截止 2023H1)	4
图 3: 公司主营收入按产品类别占比.....	5
图 4: 公司主营收入按地区占比.....	5
图 5: 公司拥有 5 大电池平台.....	5
图 6: 主要产品历年销售收入 (亿元)	5
图 7: 2022 年前三季度受去库影响收入承压 (亿元)	6
图 8: 近年来公司利润波动较大 (亿元)	6
图 9: 2021 年以来毛利率受多因素影响持续承压	6
图 10: 2022 年以来费用率提升较大.....	6
图 11: OPE 千亿市场, 需求稳定增长	7
图 12: OPE 分品类占比(2020 年).....	7
图 13: 北美市场锂电化率持续提升	8
图 14: 电芯价格呈现下降趋势.....	8
图 15: 全球 OPE 产业链情况, 差异主要在上游.....	10
图 16: 2022 年全球锂电池市场格局.....	10
图 17: 国产锂电池更具价格优势 (单位: 元/颗)	10
图 18: 大叶股份 OPE 零部件成本结构 (2021 年)	11
图 19: 格力博 OPE 零部件成本结构 (2022H1)	11
图 20: 电动 OPE 竞争格局: 国内厂商位居前列.....	11
图 21: 电动 OPE 销额复合增速国内厂商较高.....	11
图 22: 自主品牌收入占比持续提升 (亿元)	12
图 23: 主要产品北美市场占有率 (2019 年)	12
图 24: 格力博销售结构(2022H1).....	13
图 25: 公司客户集中度明显降低.....	13
图 26: 2023 年以来美国家居类零售库销比回落	15
图 27: 2023 年以来美国家居类零售库销比回落	15
图 28: 北美核心零售商库存下降 (亿美元)	15
图 29: 北美核心零售商库销比逐步回落	15
图 30: 格力博商用核心产品线.....	16
图 31: 格力博商用锂电产品相对燃油产品优势.....	17

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 格力博管理层经验丰富	4
表 2: OPE 主要品类及应用场景	7
表 3: OPE 商用市场占比接近一半	8
表 4: 各动力类型 OPE 产品对比	8
表 5: 欧美环保政策持续加码	9
表 6: 全球锂电 OPE 市场规模及渗透率 (亿美元)	9
表 7: 2020 年以来非劳氏渠道收入快速提升 (亿元)	13
表 8: 公司 2020 年后多元化渠道扩张成效显著 (亿元)	14
表 9: 格力博与 Toro 商用锂电骑乘式割草车产品对比.....	17
表 10: 公司业务营收拆分 (亿元)	18
表 11: 可比公司估值水平	19
公司财务报表数据预测汇总.....	21

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026