

# 绿田机械（605259.SH）

## 高压清洗机后起之秀，有望受益欧美消费品补库

### 买入（首次评级）

当前价格：23.45 元  
目标价格：32.3 元

#### 投资要点：

#### ➤ 通用动力机械为传统主业，高压清洗机将贡献主要增长点

绿田机械长期以来深耕机电领域，主要生产通用动力机械产品和高压清洗机。销售地区方面以国外销售为主，2023年上半年国外销售收入占比74.54%。公司2017-2022年营收CAGR 17.17%，归母净利润CAGR 29.08%，总体毛利率稳中有升，期间费用率保持稳定。

#### ➤ 产品为欧美广泛使用的家庭消费类工具，应用广泛需求稳定

通用动力机械是通用动力及其配套终端产品的统称。通用小型发动机一般作为动力引擎配套应用于发电机组、农业机械、园林机械、小型工程机械等终端产品，我国汽油机出口数量与金额较为稳定。发电机组主要用作家庭和公共场所备用电源，在发达国家和发展中国家均有较大市场。水泵机组应用范围广，农业、畜牧业等领域的增长将产生对水泵机组的持续性需求。

高压清洗为清洁、环保、科学的清洁方式，根据 QY Research 数据，2022 年全球高压清洗设备销售规模为 29.5 亿美元，预计 2029 年全球高压清洗机市场规模将达到 40.4 亿美元，2024-2029 年复合增速为 4.7%。2022 年全球前五大厂商市占率 35%，我国企业逐步从贴牌生产向自主设计和自主品牌模式转型。

#### ➤ 公司销售渠道优势显著，有望受益海外消费机械补库

美国相关细分行业零售商库存、销售额增速拐点即将出现，有望进入补库阶段。家用消费机械需求与房地产市场相关性较强，2024 年 1 月以来 10 年期美债收益率出现下降，或预示美联储政策转向，降息有望带动房地产市场回暖。运价平稳、原材料成本下降、短期内美元较为强势，有利于增强海外销售渠道补库意愿。

公司出口业务主要采取经销模式，为各国知名经销商贴牌生产与自主品牌销售相结合，通过为国际知名品牌商提供代工生产的经营模式进行市场开发和渗透，已与众多境外经销商建立了稳定的业务合作关系。客户网络覆盖欧洲、南美、北美、非洲、中东、东南亚等上百个国家和地区。

#### ➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023-2025 年收入 CAGR 为 11.69%，归母净利润 CAGR 为 6.29%，EPS 分别为 1.68 元、1.94 元、2.10 元。采用可比公司估值法，2024 年可比公司平均 PE 倍数为 17 倍。我们给予公司 17 倍 PE，对应目标价 32.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

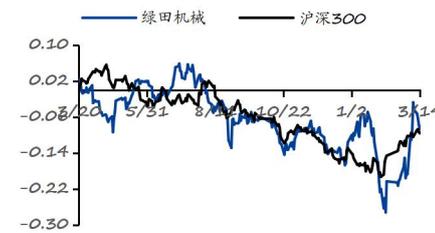
#### ➤ 风险提示

海外需求复苏不及预期，汇率风险，行业竞争加剧风险。

#### 基本数据

总股本/流通股(百万股)	123.20/53.70
流通 A 股市值(百万元)	1,259.21
每股净资产(元)	12.51
资产负债率(%)	22.61
一年内最高/最低价(元)	39.59/18.00

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师：彭元立(S0210522100001)  
PYL3957@hfzq.com.cn

#### 相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,605	1,619	1,777	2,021	2,256
增长率	31%	1%	10%	14%	12%
净利润(百万元)	159	215	207	239	258
增长率	37%	35%	-4%	15%	8%
EPS(元/股)	1.29	1.75	1.68	1.94	2.10
市盈率(P/E)	18.2	13.4	14.0	12.1	11.2
市净率(P/B)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所



## 投资要件

### 关键变量

- 通用动力机械产品业务：由于国际突发事件、极端天气、供电设施不足等因素影响，电力供应不稳定将带来较为稳定的发电机组需求，带动公司相关业务增长。产品供不应求价格上涨、单价较高的发电机组销售占比增加有利于提升产品毛利率。预计公司 2023-2025 年通用动力机械产品业务收入分别为 10.92、11.02、11.23 亿元，同比增速分别为 20.03%、0.95%、1.89%；毛利率分别为 20.00%、20.28%、21.30%。
- 高压清洗机业务：短期内海外销售渠道有望迎来补库，零售库存与销售额拐点有望出现。中长期内降息预期下美国房地产市场有望恢复，带动家用消费机械需求。原材料成本、运价和短期内美元较为强势等因素有利于增强海外销售渠道补库意愿，公司新建产能陆续投放、海外销售渠道布局完善，有望充分受益。随着高压清洗机中家用产品销售占比提升，高压清洗机产品整体毛利率相应下降。预计公司 2023-2025 年高压清洗机业务收入分别为 5.90、8.12、10.15 亿元，同比增速分别为-3.88%、37.44%、25.04%；毛利率分别为 24.10%、23.46%、22.03%。

## 我们区别于市场的观点

市场或担忧海外消费需求疲软，公司业绩缺乏有力支撑。

我们认为美国相关细分行业零售商库存、销售额增速拐点有望出现。降息有望带动房地产市场回暖，提振家用消费机械需求。运价平稳、原材料成本下降、短期内美元较为强势，有利于增强海外销售渠道补库意愿。

## 股价上涨的催化因素

- 美国通胀数据低于预期，美联储宣布降息；
- 公司海外经销商开拓取得突破。

## 估值和目标价格

我们预计公司 2023-2025 年收入 CAGR 为 11.69%，归母净利润 CAGR 为 6.29%，EPS 分别为 1.68 元、1.94 元、2.10 元。采用可比公司估值法，2024 年可比公司平均 PE 倍数为 17 倍。我们给予公司 17 倍 PE，对应目标价 32.30 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 投资风险

海外需求复苏不及预期；汇率风险；行业竞争加剧风险。



## 正文目录

1 通用动力机械为传统主业，高压清洗机将贡献主要增长点	5
1.1 公司主营通用动力机械和高压清洗机，海外营收占比超 70%	5
1.2 营收与利润稳健增长，盈利能力提升期间费用率稳定	6
2 通用动力机械和高压清洗机为欧美广泛使用的家庭消费类工具	8
2.1 通用动力机械在发达国家需求稳定，亚非拉市场有望扩大	8
2.2 高压清洗机主要用于欧美地区家庭清洁，未来六年市场规模 CAGR4.7%	12
3 公司销售渠道优势显著，有望受益海外消费机械补库	14
3.1 降息预期下房地产市场有望恢复，出口代工产业链迎来复苏契机	14
3.2 全球化销售网络+多渠道运营构筑优势，积极打造自主品牌	16
4 盈利预测与投资建议	18
4.1 盈利预测	18
4.2 投资建议	19
5 风险提示	19

## 图表目录

图表 1: 公司主要产品	5
图表 2: 公司产品以国外销售为主	6
图表 3: 2020 年公司主营业务收入分区域占比	6
图表 4: 公司股权结构图（截至 2023 年三季度）	6
图表 5: 2017-2022 年营收 CAGR 17.17%	7
图表 6: 2017-2022 年归母净利润 CAGR 29.08%	7
图表 7: 2017-2023H1 公司产品营收结构	7
图表 8: 2017-2022 公司产品毛利结构	7
图表 9: 2017-2023 年前三季度公司盈利能力	8
图表 10: 2017-2022 年公司分产品毛利率	8
图表 11: 2017-2023 年前三季度公司期间费用率	8
图表 12: 通用动力机械产品分类	9
图表 13: 我国通用小汽油机出口情况	9
图表 14: 2022 年我国通用小汽油机出口市场分布	9
图表 15: 我国通用小柴油机出口情况	10
图表 16: 2022 年我国通用小柴油机出口市场分布	10
图表 17: 2016-2023 年我国通用汽油发电机组出口金额及同比增速	10
图表 18: 2021 年我国通用汽油发电机组出口前十位国家和地区金额及增速	11
图表 19: 全球高压清洗机市场规模及预测	12
图表 20: 全球高压清洗机细分产品份额（按动力，2022 年）	13
图表 21: 全球高压清洗机细分产品份额（按应用，2022 年）	13
图表 22: 商用高压清洗机终端市场分布	13
图表 23: 全球高压清洗机销售地区分布（2020 年）	13
图表 24: 高压清洗机行业竞争格局	14
图表 25: 美国细分行业零售商库存当月同比增速	14
图表 26: 美国细分行业零售销售额当月同比增速	14
图表 27: 美国 10 年期国债收益率	15
图表 28: 美国 30 年期抵押贷款利率	15
图表 29: 美国成屋销售季调折年数	15
图表 30: 美国新房销售季调折年数	15
图表 31: 美国成屋库存较低，新房库存较高	15
图表 32: 2020Q1-2023Q3 全美房价普遍上涨	15
图表 33: 中国出口集装箱运价平稳	16
图表 34: 我国工业原材料价格下行	16
图表 35: 美元兑人民币汇率仍处于 7 以上	16



图表 36:	公司主营业务收入按销售模式分布情况 .....	16
图表 37:	公司电商销售平台店铺主页 .....	16
图表 38:	公司主要外销客户 .....	17
图表 39:	公司业绩拆分预测表 .....	18
图表 40:	可比公司估值表（可比公司盈利预测数据为 iFind 一致预测） .....	19
图表 41:	财务预测摘要 .....	20

## 1 通用动力机械为传统主业，高压清洗机将贡献主要增长点

### 1.1 公司主营通用动力机械和高压清洗机，海外营收占比超 70%

绿田机械股份有限公司于 2002 年 6 月在浙江台州创立，2021 年 6 月于上交所主板上市。公司长期以来深耕机电领域，主要生产通用动力机械产品和高压清洗机。

图表 1: 公司主要产品

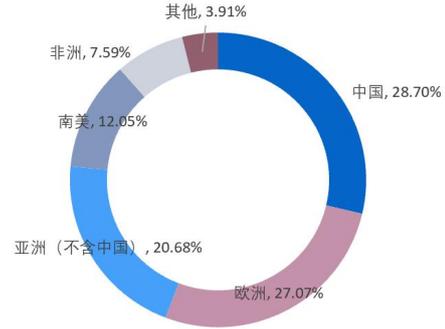
产品分类		产品图片		特点与应用场景
通用动力机械产品	汽柴油发动机			作为动力来源，配套应用于发电机组、农业机械、园林机械、小型工程机械等通用动力机械终端产品
	汽柴油水泵机组			广泛应用于农业灌溉、园林浇灌、应急抽、排水等领域，与农林畜牧、水利工程、城镇化建设等国民经济发展和民生生活密切相关
	汽柴油发电机组			作为备用电源被用于家庭、医院、银行、机场、宾馆、通信等场所的应急发电，还可以作为移动电源，为需要户外作业的如船舶用电、石油开采、工程抢修、军事等领域提供电能
高压清洗机	家用高压清洗机			对压力、流量的要求相对较低，具有节水经济、携带轻便、移动灵活、操作简单等特点，主要用于居民庭院、屋顶、墙面、阳台、窗户、泳池或私家车辆的轻度和中度清洁
	商用高压清洗机			对压力、流量参数要求更为严格，且使用次数频繁，因此对使用寿命要求更高，一般用于专业汽车清洁美容、建筑物清洗、城市道路清理、公共设施清洁、食品加工场所等

数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司产品大多销往海外市场，销售模式以经销为主。销售地区方面，公司以国外销售为主，且主要集中在亚洲和欧洲，2023 年上半年国外销售收入占比 74.51%。销售模式方面，公司以经销为主，与众多境外经销商建立合作关系，销售渠道覆盖全球一百多个国家和地区。

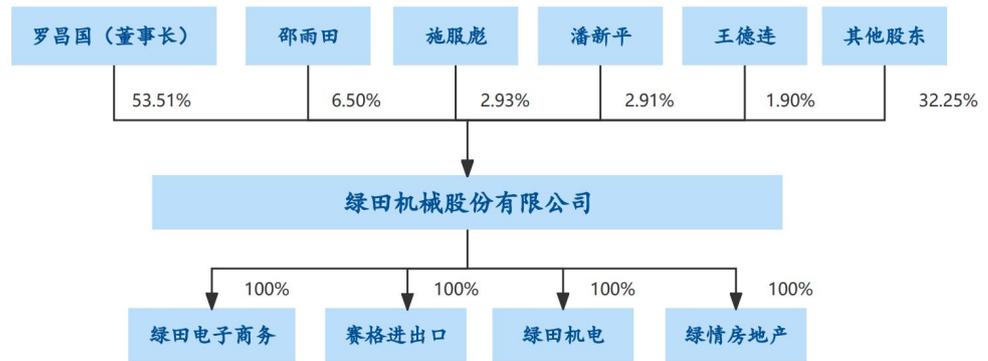

**图表 2: 公司产品以国外销售为主**


数据来源: iFinD, 华福证券研究所

**图表 3: 2020 年公司主营业务收入分区域占比**


数据来源: 公司招股书, 华福证券研究所

公司股权结构较为集中。董事长罗昌国直接控制公司 53.51% 的股权，为公司实际控制人。

**图表 4: 公司股权结构图 (截至 2023 年三季度)**


数据来源: iFinD, 华福证券研究所

## 1.2 营收与利润稳健增长，盈利能力提升期间费用率稳定

公司营收与利润稳健增长，2023 年前三季度业绩短期承压。2017-2022 年公司营业收入由 7.33 亿元增长至 16.19 亿元，5 年复合增速 17.17%；归母净利润由 0.60 亿元增长至 2.15 亿元，5 年复合增速 29.08%。2023 年前三季度，公司实现营业收入 12.32 亿元，同比增长 11.49%；归母净利润 1.5 亿元，同比下降 2.56%。



图表 5: 2017-2022 年营收 CAGR 17.17%



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

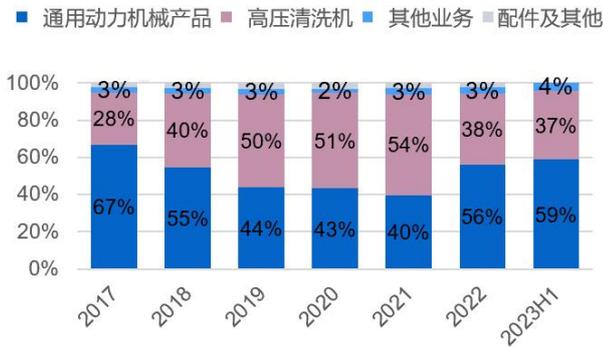
图表 6: 2017-2022 年归母净利润 CAGR 29.08%



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

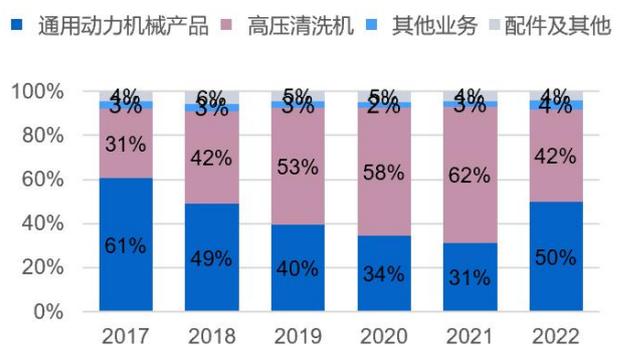
通用动力机械和高压清洗机业务是公司主要的营收与毛利来源，高压清洗机业务未来有望贡献主要增长点。通用动力机械产品包括发电机组、水泵机组和发动机，为公司传统的核心优势业务。2018 年公司与全球第二大清洁设备供应商丹麦力奇确定合作关系，承接其中国子公司的生产制造业务，高压清洗机销售规模快速扩大。2021 年公司 IPO 募投项目之一为“绿田生产基地建设项目”，达产后将新增 180 万台/年的高压清洗机生产能力。

图表 7: 2017-2023H1 公司产品营收结构



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 8: 2017-2022 公司产品毛利结构

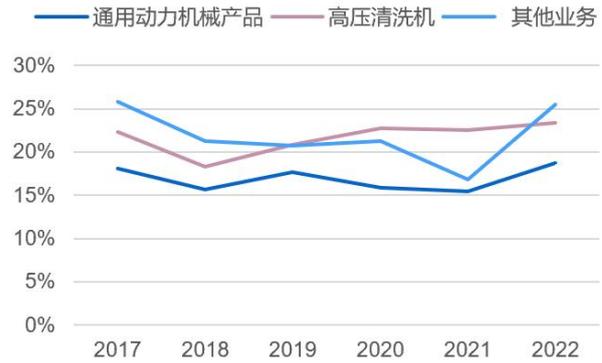


数据来源: iFinD, 华福证券研究所

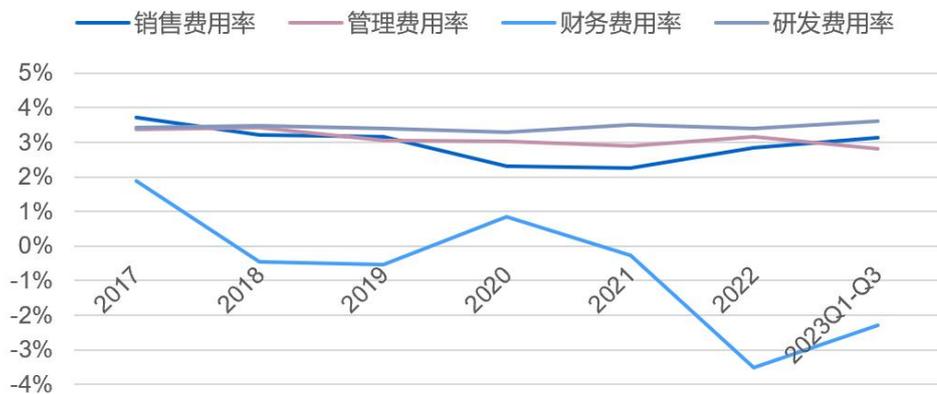
盈利能力增强，期间费用率维持稳定。2017-2022 年，公司销售毛利率和销售净利率稳中有升。分产品来看，高压清洗机毛利率较高，2019-2020 年受产品单位成本和单位价格变动影响，高压清洗机毛利率提升明显；通用动力机械产品毛利率总体平稳，2022 年同比提升 3.3 pct。2017-2023Q3，公司销售费用率、管理费用率和研发费用率保持平稳，财务费用率受汇率波动影响起伏较大。


**图表 9: 2017-2023 年前三季度公司盈利能力**


数据来源: iFinD, 华福证券研究所

**图表 10: 2017-2022 公司分产品毛利率**


数据来源: iFinD, 华福证券研究所

**图表 11: 2017-2023 年前三季度公司期间费用率**


数据来源: iFinD, 华福证券研究所

## 2 通用动力机械和高压清洗机为欧美广泛使用的家庭消费类工具

### 2.1 通用动力机械在发达国家需求稳定, 亚非拉市场有望扩大

通用动力机械是通用动力及其配套终端产品的统称。通用动力通常指功率在 20KW 以内的除车用、航空用以外的汽油和柴油发动机, 可作为动力引擎配套应用于发电机组、农业机械、园林机械、小型工程机械等通用动力机械终端产品。通用动力配套终端产品主要包括发电机组和水泵机组。通用小型发电机组普遍作为备用电源用于家庭、医院、机场、宾馆等场所的应急发电, 还可作为移动电源为需要户外作业的石油开采、工程抢修、军事设施等领域提供电能。水泵机组主要应用于农业灌溉、应急抽排水、园林浇灌等领域。

图表 12: 通用动力机械产品分类

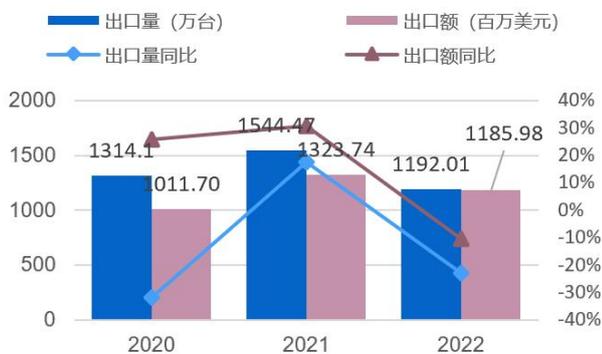


数据来源: 公司招股书, 华福证券研究所

### 1) 通用小型发动机

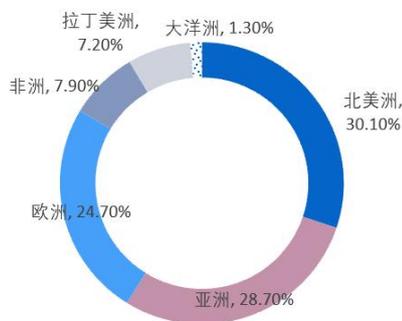
我国通用小型汽油机出口数量与金额较为稳定, 市场以发达国家为主。通用小型汽油发动机主要用途是为小型工具配套动力, 如割草机、吹雪机等, 市场以欧美日等发达国家为主。截至 2022 年, 出口额由 2013 年的 7.73 亿美元增长至 11.9 亿美元, 出口数量由 2013 年的 798.8 万台增长至 1192 万台。2022 年, 北美洲、亚洲和欧洲为我国通用小型汽油发动机主要出口市场, 市场占比分别为 30.10%、28.70%和 24.70%。

图表 13: 我国通用小汽油机出口情况



数据来源: 商务部, 华福证券研究所

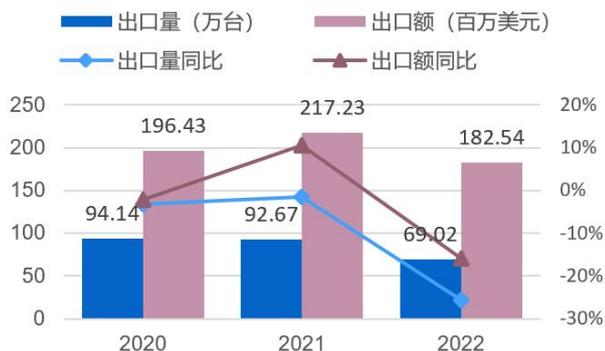
图表 14: 2022 年我国通用小汽油机出口市场分布



数据来源: 商务部, 华福证券研究所

通用小型柴油机出口数量与金额呈下降趋势, 市场以发展中国家为主。通用小型柴油发动机用途主要是为生产工具配套, 如旋耕机、水泵等, 市场以发展中国家为主。随着社会进步和技术发展, 传统亚非拉用户的需求发生明显变化, 10 年前以单缸柴油机作为配套动力的设备, 逐步向中、大型化发展, 单缸柴油机出口呈逐年下降趋势。截至 2022 年, 出口额由 2013 年的 2.94 亿美元下降至 1.83 亿美元, 出口数量由 2013 年的 143.1 万台下降至 69.02 万台。2022 年, 亚洲、非洲和拉丁美洲为我国通用小型柴油机主要出口市场, 市场占比分别为 57.50%、19.40%和 14.40%。

图表 15: 我国通用小柴油机出口情况



数据来源: 商务部, 华福证券研究所

图表 16: 2022 年我国通用小柴油机出口市场分布

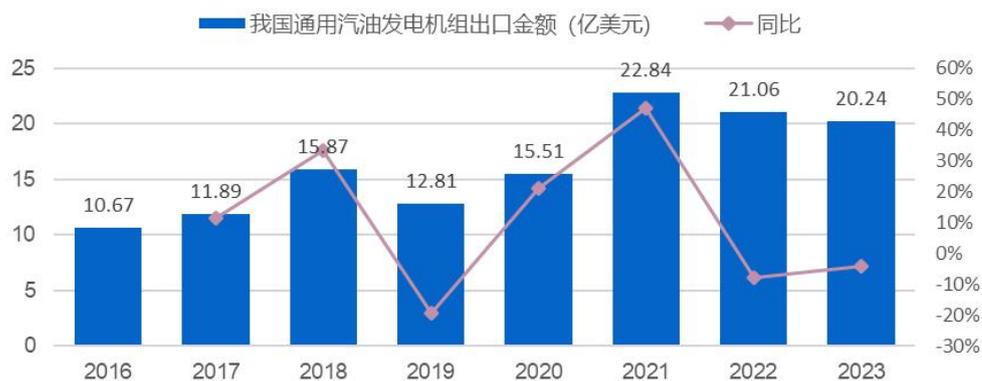


数据来源: 商务部, 华福证券研究所

## 2) 发电机组

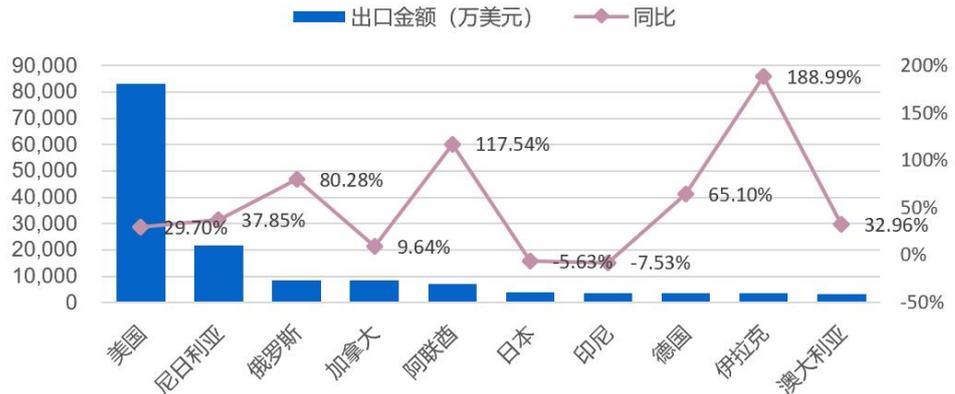
我国通用汽油发电机组产品以出口为主, 2020-2022 年出口额增速加快, 2022 年增速有所回落, 2023 年出口总额 20.24 亿美元, 同比下降 3.89%。

图表 17: 2016-2023 年我国通用汽油发电机组出口金额及同比增速



数据来源: 海关总署, 华经产业研究院, 华福证券研究所

美国近年来一直是我国通用汽油发电机组的最大出口目的地, 2021 年出口量值均稳居第一。从出口额看, 增速排名前三的国家分别是伊拉克、阿联酋和俄罗斯。从出口数量看, 增速排名前三的国家分别是伊拉克、智利和阿联酋。


**图表 18: 2021 年我国通用汽油发电机组出口前十位国家和地区金额及增速**


数据来源：海关总署，华经产业研究院，华福证券研究所

在欧美发达国家和地区，峰值时段电力供应不足或雷暴、飓风、冰雹等极端天气引发的停电事故经常出现，家庭和公共场所对备用电源需求量较大。例如我国发电机对外出口最大的美国市场，自 2003 年以来因天气原因发生的断电事故翻了一倍，平均每天有 50 万人口受到断电的影响，每年给美国家庭带来的经济损失约有 1500 亿美元。随着应急备用意识的提高，备用电源市场渗透率和普及率将得到进一步扩大。

发展中国家由于基础设施建设不完善、经济和人口规模增长带来巨大的供电缺口，为发电机组提供了刚性市场需求。非洲地区人口占世界人口约 16%，2019 年发电量仅占世界总发电量的 3.22%，而占世界人口 4.96% 的北美洲，发电量占世界总发电量的 20.10%。根据公司招股说明书，到 2050 年，非洲人口将达到世界人口的 25%，非洲人口增长引起的供电缺口将给发电机组带来广阔的市场需求空间。伊拉克受境内基础设施投资不足、输变电网络陈旧等因素制约，2021 年实际发电量只有 21 吉瓦，而且约 30% 以上电力在输变电过程中流失。据国际货币基金组织统计，2021 年伊拉克电力缺口达 10 吉瓦。特别是到了夏季用电高峰，电力紧张局面进一步加剧，很多地方不得不购买小型柴油发电机发电。

### 3) 水泵机组

水泵是农业灌溉使用频率最高的工具之一。当前世界总人口 78 亿，全球灌溉面积约为 3 亿公顷。根据联合国预测，2030 年世界人口预计达到 85 亿，2050 年达到 97 亿，人口增加将进一步提高对粮食产量及农业灌溉的需求。

畜牧业在全球农业生产总值中贡献率达 40%，对保证全球粮食安全贡献巨大。随着人口增长、人均收入提高、城镇化推进等因素，世界范围尤其是发展中国家对畜产品的需求日益扩大，为养活到 2050 年时全球 90 多亿人口，全球畜产品需求量预计将增加 70%。

水泵机组应用范围广，相关领域的增长将产生对水泵机组的持续性需求，水泵



机组具备良好的市场前景。

## 2.2 高压清洗机主要用于欧美地区家庭清洁，未来六年市场规模 CAGR4.7%

高压清洗为清洁、环保、科学的清洁方式，相关设备全球市场规模有望于 2029 年达到 40.4 亿美元，未来六年 CAGR 4.7%。高压清洗机是指通过动力装置驱动高压柱塞泵，产生高压水来冲洗物体表的设备，是目前世界上公认的最环保、经济、科学的清洁方式之一。随着高压清洗设备的技术和应用不断升级，高压清洗设备的功能不断丰富，市场规模持续扩大。根据 QY Research 数据，2022 年全球高压清洗设备销售规模为 29.5 亿美元，预计 2029 年全球高压清洗机市场规模将达到 40.4 亿美元，2024-2029 年复合增速为 4.7%。

图表 19: 全球高压清洗机市场规模及预测

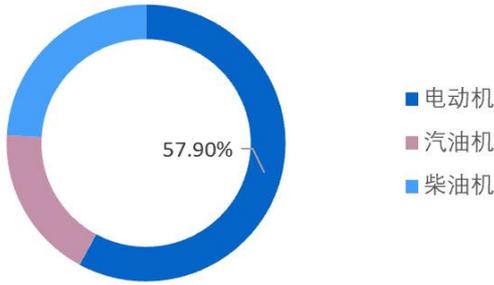


数据来源: QY Research, 华福证券研究所

家用清洗机、电动清洗机为主要品类，欧美地区为主要市场。高压清洗机按应用领域可分为家用高压清洗机、商用高压清洗机和工业用高压清洗机，其中家用是最主要的需求来源，占据 56.5% 的份额。高压清洗机按动力来源可分为电机驱动高压清洗机、汽油发动机驱动高压清洗机和柴油发动机驱动高压清洗机，其中电动机是最主要的细分产品，占据大约 57.9% 的份额。从全球高压清洗设备行业区域分布来看，2020 年欧洲地区为全球高压清洗机市场销售额占比最大的地区市场，其次为美国，两者合计贡献全球 80% 以上销售额。

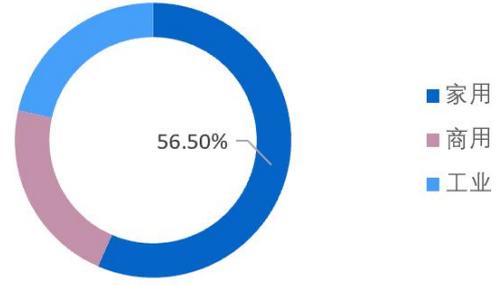


图表 20: 全球高压清洗机细分产品份额 (按动力, 2022 年)



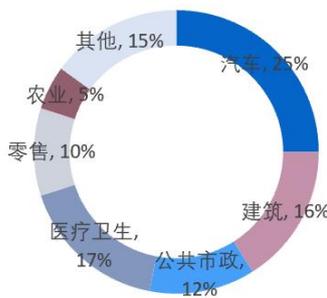
数据来源: QY Research, 华福证券研究所

图表 21: 全球高压清洗机细分产品份额 (按应用, 2022 年)



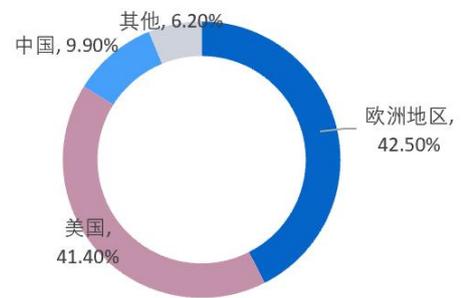
数据来源: QY Research, 华福证券研究所

图表 22: 商用高压清洗机终端市场分布



数据来源: 华经产业研究院, 华福证券研究所

图表 23: 全球高压清洗机销售地区分布 (2020 年)



数据来源: 华经产业研究院, 华福证券研究所

**2022 年全球前五大厂商市占率 35%，我国企业逐步从贴牌生产向自主设计和自主品牌模式转型。** 高压清洗设备行业主要参与者可以分为品牌制造商和代工制造商，品牌制造商主要负责自主品牌产品的生产和销售，代工制造商的经营模式包括 OEM 和 ODM。国内高压清洗机械厂商起初以贴牌生产为主，部分企业在以出口为主的贴牌加工过程中积累了较强的技术实力，逐步从贴牌生产向自主设计和自主品牌模式转型。根据 QY Research 数据，2022 年全球市占率前五名的高压清洗机生产商为 Karcher (德国)、Nilfisk (丹麦)、Stihl (德国)、Briggs & Stratton (美国)、Robert Bosch (德国)，合计占据 35% 的市场份额。



图表 24: 高压清洗机行业竞争格局

企业类型	竞争情况	代表企业
国际大型高压清洗机械企业	拥有全球领先的技术和管理优势，在全球范围进行市场竞争，提供高端高压清洗机械产品和下游行业配套方案	Karcher、Nilfisk、Stihl、Briggs & Stratton、Robert Bosch、TTI 等
国内大、中型高压清洗机械企业	处于从 OEM 到 ODM 或 OBM 的转型阶段，具备丰富生产经验和较强加工实力，积累了一定的技术经验和市场份额，产品质量和成本有较强竞争力	苏美达、上海熊猫、浙江安露、苏州黑猫、浙江亿力等、绿田机械等
国内小型高压清洗机械企业	数量众多，竞争激烈，主要在中低端市场竞争或为其他企业代工	-

数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

### 3 公司销售渠道优势显著，有望受益海外消费机械补库

#### 3.1 降息预期下房地产市场有望恢复，出口代工产业链迎来复苏契机

美国相关细分行业零售商库存、销售额增速拐点即将出现，有望进入补库阶段。与美国家用消费设备相关的零售商类别主要为“家具、家用装饰、电子和家用电器店”和“建筑建材、园林设备和物料店”。从零售库存来看，“家具、家用装饰、电子和家用电器店”和“建筑建材、园林设备和物料店”零售库存自 2023 年一季度末进入同比下降阶段，截至 2023 年 11 月同比增速已降至历史低位。从零售销售额来看，“家具、家用装饰、电子和家用电器店”销售额同比增速于 2023 年 11 月转正，“建筑建材、园林设备和物料店”销售额同比增速降幅连续两个月收窄。低库存叠加需求回暖，补库阶段有望到来。

图表 25: 美国细分行业零售商库存当月同比增速



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 26: 美国细分行业零售销售额当月同比增速

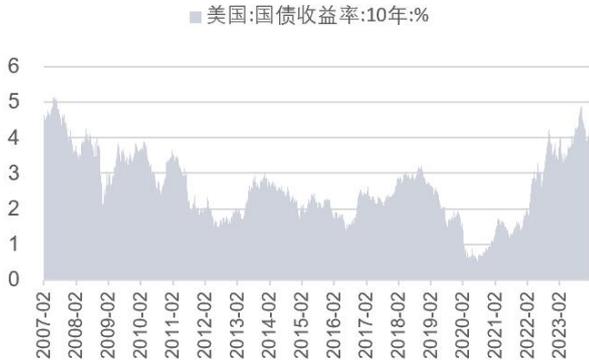


数据来源：wind，华福证券研究所

家用消费机械需求与房地产市场相关性较强，降息有望带动房地产市场回暖。2020-2021 年低利率时期美国成屋销售市场景气度高，家用消费机械需求旺盛。2022-2023 年，10 年期美债收益率创金融危机以来新高，30 年期抵押贷款利率处于近 20 年以来的高位，供给偏紧促使房价上涨，高利率高房价抑制需求，家用消费机械行业相应进入去库阶段。2024 年 1 月以来 10 年期美债收益率出现下降，或预示美

联储政策转向。根据 NAR 预测，美国房屋销售市场将于 2023 年见底，2024 年新房销售有望上涨 19%，成屋销售有望上涨 13%。

图表 27: 美国 10 年期国债收益率



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 28: 美国 30 年期抵押贷款利率



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 29: 美国成屋销售季调折年数



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 30: 美国新房销售季调折年数



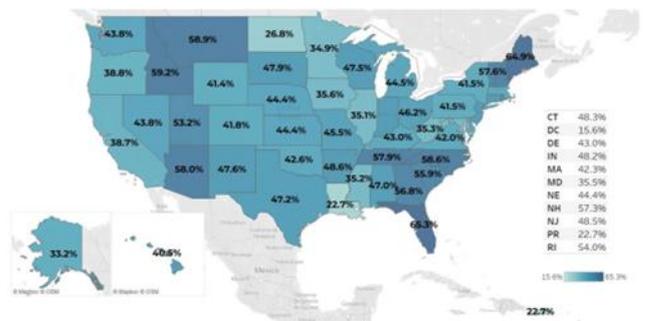
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 31: 美国成屋库存较低, 新房库存较高



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 32: 2020Q1-2023Q3 全美房价普遍上涨



数据来源: FHFA, NAR, 华福证券研究所

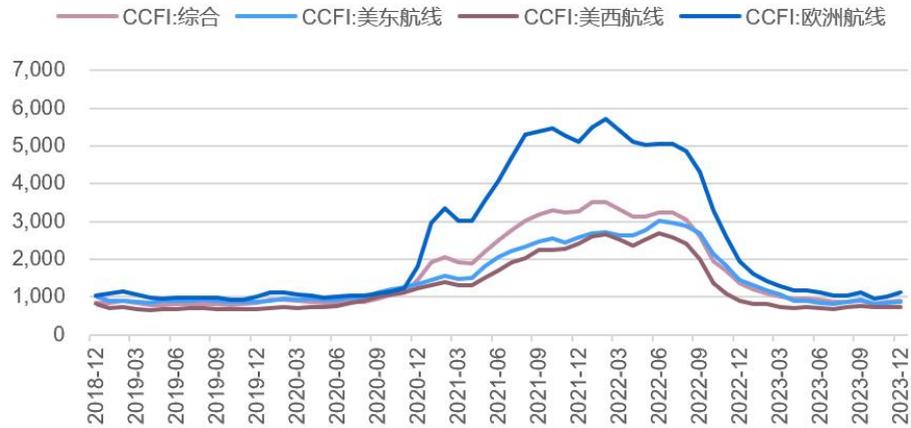
运价平稳、原材料成本下降、美元走强，有利于增强海外销售渠道补库意愿。

从海运成本来看，中国集装箱出口各主要航线运价于 2022 年年中达到高点，目前已稳定在疫情前水平。从原材料成本来看，我国生产资料 PPI 同比增速已连续 15 个月为负，原材料价格下行。从汇率来看，美元兑人民币平均汇率于 2023 年 6 月“破 7”，



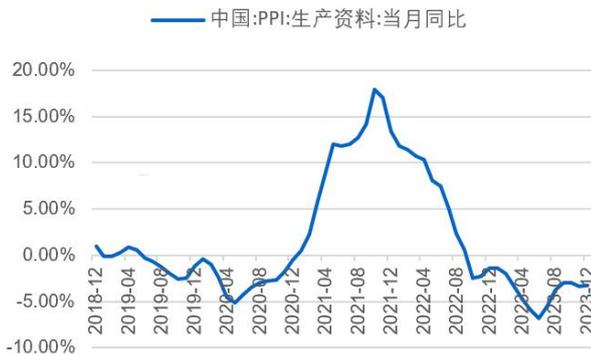
截至 2024 年 1 月数值仍位于 7 以上，人民币贬值有利于我国产品出口，增厚出口企业利润。海运与原材料成本下降、美元升值等因素将增强海外销售渠道的补库意愿。

图表 33: 中国出口集装箱运价平稳



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 34: 我国工业原材料价格下行



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 35: 美元兑人民币汇率仍处于 7 以上



数据来源: wind, 华福证券研究所

### 3.2 全球化销售网络+多渠道运营构筑优势，积极打造自主品牌

公司销售模式以经销为主，多渠道运营加速线上线下融合发展。公司产品的销售方式分为经销、直销和代销。经销模式下，客户主要为国内外当地专业经销商或贸易商，该等客户根据市场需求情况向公司进行采购。直销模式下，客户主要为国际知名品牌生产商，如丹麦力奇、宝时得，公司为其提供代工生产服务（ODM 或 OEM）；此外，公司还通过线上电商自营店铺向终端消费者直接销售产品。代销模式下，主要通过电商平台入仓方式销售给京东等平台，绿田于 2019 年入驻电商平台，包括“天猫”“京东”“拼多多”“苏宁”等多个线上销售平台，拥有线上经销商 35+，授权店铺 45+。

图表 36: 公司主营业务收入按销售模式分布情况

图表 37: 公司电商销售平台店铺主页



数据来源：公司公告，公司招股书，华福证券研究所



数据来源：淘宝，京东，华福证券研究所

公司制定全球化营销渠道策略，客户网络覆盖欧洲、南美、北美、非洲、中东、东南亚等上百个国家和地区。公司出口业务主要采取经销模式，通过与各国家和地区的知名经销商贴牌和自主品牌销售相结合以及为国际知名品牌商提供代工生产的经营模式进行市场开发和渗透，凭借公司可靠的产品质量和完善的售后服务，公司已与众多境外经销商建立了稳定的业务合作关系。

图表 38: 公司主要外销客户

客户名称	基本情况
NILFISK A/S	丹麦 NILFISK 为全球第二大清洁设备供应商，曾为精简成本关闭其在中国苏州的高压清洗机制造子公司，最终选择绿田为 OEM 代工厂，于 2018 年 10 月开始代工生产，与绿田保持稳定、可持续的合作关系。
URALOPT INSTRUMENT LTD.	注册地位于俄罗斯，销售产品种类丰富，机电类设备覆盖多个领域，自有品牌产品在俄罗斯及周边国家获得广泛普及。该客户系公司通过广交会接触后于 2015 年开始合作。
GBR CORPORATION LIMITED	在注册地为中国香港，为知名韩国品牌 DAEWOO 指定代理商，从事电动工具、发电机、空压机、高压清洗机及园林机械贸易。该客户系公司通过广交会接触后于 2017 年开始合作。
CCM MAQUINAS EMOTORES LTDA	注册地为巴西，从事农业机械、园林机械和发动机等机电产品销售，经销商网络遍布巴西境内。该客户系公司通过广交会接触后于 2019 年开始合作。
ELWADY IMPORT AND EXPORT.CO.	注册地为埃及，主要从事发动机、水泵、发电机等产品贸易，在当地较为知名，产品销售给埃及当地分销商和终端客户，主要为农用和家用。该客户系经有其他客户介绍后于 2010 年开始合作。

数据来源：公司招股书，华福证券研究所

积极打造自主品牌，增强客户认可度和市场影响力。公司自开展出口业务以来，专注于打造通用动力机械产品 and 高压清洗机自主品牌，产品获得了客户广泛认可和品牌影响力。公司“Lutian”商标被认定为中国驰名商标、浙江出口名牌，“绿田”被授予浙江省知名商号，Lutian 发电机被认定为浙江名牌产品。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

**通用动力机械产品业务：**由于国际突发事件、极端天气、供电设施不足等因素影响，电力供应不稳定将带来较为稳定的发电机组需求，带动公司相关业务增长。产品供不应求价格上涨、单价较高的发电机组销售占比增加有利于提升产品毛利率。预计公司 2023-2025 年通用动力机械产品业务收入分别为 10.92、11.02、11.23 亿元，同比增速分别为 20.03%、0.95%、1.89%；毛利率分别为 20.00%、20.28%、21.30%。

**高压清洗机业务：**短期内海外销售渠道有望迎来补库，零售库存与销售额拐点有望出现。中长期内降息预期下美国房地产市场有望恢复，带动家用消费机械需求。原材料成本、运价和汇率等因素有利于增强海外销售渠道补库意愿，公司新建产能陆续投放、海外销售渠道布局完善，有望充分受益。随着高压清洗机中家用产品销售占比提升，高压清洗机产品整体毛利率相应下降。预计公司 2023-2025 年高压清洗机业务收入分别为 5.90、8.12、10.15 亿元，同比增速分别为-3.88%、37.44%、25.04%；毛利率分别为 24.10%、23.46%、22.03%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年收入增速分别为 10%、14%、12%，归母净利润增速分别为-4%、15%、8%，对应 EPS 分别为 1.68 元、1.94 元、2.10 元。

图表 39：公司业绩拆分预测表

项目名称	2021A	2022A	2023H1	2023E	2024E	2025E
<b>总体</b>						
营业总收入（百万元）	1605.45	1618.97	851.24	1776.95	2021.25	2255.99
YoY	31.04%	0.84%	12.09%	9.76%	13.75%	11.61%
毛利率	19.72%	21.19%	23.84%	21.66%	21.81%	21.82%
<b>通用动力机械产品</b>						
营业收入（百万元）	638.03	909.75	500.71	1092.00	1102.40	1123.20
YoY	20.24%	42.59%	38.18%	20.03%	0.95%	1.89%
毛利率	39.74%	56.19%	-	20.00%	20.28%	21.30%
<b>高压清洗机</b>						
营业收入（百万元）	869.39	614.29	316.30	590.48	811.55	1014.76
YoY	38.52%	-29.34%	-14.97%	-3.88%	37.44%	25.04%
毛利率	22.50%	23.42%	-	24.10%	23.46%	22.03%
<b>配件</b>						
营业收入（百万元）	47.79	39.82	-	33.85	40.62	44.68
YoY	24.45%	-16.68%	-	-15.00%	20.00%	10.00%
毛利率	28.79%	35.94%	-	32.15%	31.53%	31.20%
<b>其他业务</b>						
营业收入（百万元）	50.24	55.11	-	60.62	66.68	73.35
YoY	76.22%	9.69%	-	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	16.78%	25.46%	-	21.89%	21.22%	21.22%



数据来源: iFind, 华福证券研究所

## 4.2 投资建议

选取3家消费机械出口代工产业链企业为可比公司,分别为巨星科技(手动与电动工具)、捷昌驱动(线性驱动控制系统)和银都股份(商用餐饮设备),2024年行业平均估值17倍。我们给予公司2024年17倍估值,目标价32.30元/股,给予“买入”评级。

图表 40: 可比公司估值表 (可比公司盈利预测数据为 iFind 一致预测)

证券代码	公司名称	市值(亿元)		EPS(元)			PE(倍)			
		2024/3/15	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002444.SZ	巨星科技	276.94	1.18	1.44	1.71	2.05	20	16	14	11
603583.SH	捷昌驱动	69.23	0.85	0.77	0.94	1.17	21	23	19	15
603277.SH	银都股份	118.16	1.07	1.29	1.62	2.01	26	22	17	14
	平均值						22	20	17	13
605259.SH	绿田机械	28.89	1.75	1.68	1.94	2.10	13	14	12	11

数据来源: iFind, 华福证券研究所

## 5 风险提示

**海外需求复苏不及预期。**若美联储降息不及预期,将延缓房地产市场复苏,进而抑制家用消费机械产品需求,影响公司销售规模扩大。

**汇率风险。**公司海外营收占比超过70%,若人民币大幅升值,折算为人民币的产品售价将会降低,进而降低外销产品毛利率,对业绩产生负面影响。

**行业竞争加剧风险。**行业市场前景和投资收益可能吸引更多新进入者,若恶性竞争引发价格战,将对公司盈利能力产生负面影响。



图表 41: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	937	1,041	1,279	1,541
应收票据及账款	231	239	257	280
预付账款	9	14	19	26
存货	422	470	549	630
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	34	30	36	43
流动资产合计	1,632	1,794	2,141	2,521
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	438	451	464	435
在建工程	31	41	21	21
无形资产	45	41	38	35
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	1	1	1	1
非流动资产合计	516	535	524	492
<b>资产合计</b>	<b>2,147</b>	<b>2,330</b>	<b>2,665</b>	<b>3,013</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	529	585	684	787
预收款项	0	0	0	0
合同负债	62	71	91	113
其他应付款	21	21	21	21
其他流动负债	42	41	48	53
流动负债合计	654	718	844	973
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	14	14	14	14
非流动负债合计	14	14	14	14
<b>负债合计</b>	<b>668</b>	<b>732</b>	<b>858</b>	<b>987</b>
归属母公司所有者权益	1,479	1,598	1,807	2,026
少数股东权益	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,479</b>	<b>1,598</b>	<b>1,807</b>	<b>2,026</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,147</b>	<b>2,330</b>	<b>2,665</b>	<b>3,013</b>

现金流量表

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>296</b>	<b>236</b>	<b>272</b>	<b>287</b>
现金收益	195	234	255	274
存货影响	46	-48	-79	-81
经营性应收影响	-41	-5	-14	-22
经营性应付影响	75	55	100	102
其他影响	21	0	10	13
<b>投资活动现金流</b>	<b>-63</b>	<b>-58</b>	<b>-29</b>	<b>-12</b>
资本支出	-81	-61	-31	-11
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	18	3	2	-1
<b>融资活动现金流</b>	<b>-89</b>	<b>-74</b>	<b>-5</b>	<b>-13</b>
借款增加	-1	0	0	0
股利及利息支付	-88	-30	-39	-48
股东融资	0	0	0	0
其他影响	0	-44	34	35

利润表

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,619	1,777	2,021	2,256
营业成本	1,276	1,392	1,580	1,764
税金及附加	9	8	9	10
销售费用	46	56	65	74
管理费用	51	50	60	67
研发费用	55	64	75	86
财务费用	-57	-14	-25	-26
信用减值损失	-3	-3	-3	-3
资产减值损失	-9	-9	-9	-9
公允价值变动收益	-1	3	1	1
投资收益	-6	0	1	-2
其他收益	17	17	17	17
<b>营业利润</b>	<b>238</b>	<b>230</b>	<b>265</b>	<b>286</b>
营业外收入	0	-1	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>238</b>	<b>229</b>	<b>265</b>	<b>286</b>
所得税	23	22	26	28
<b>净利润</b>	<b>215</b>	<b>207</b>	<b>239</b>	<b>258</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>215</b>	<b>207</b>	<b>239</b>	<b>258</b>
EPS (按最新股本摊薄)	1.75	1.68	1.94	2.10

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	0.8%	9.8%	13.7%	11.6%
EBIT 增长率	2.3%	18.8%	11.0%	8.6%
归母公司净利润增长率	35.1%	-3.7%	15.3%	8.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.2%	21.7%	21.8%	21.8%
净利率	13.3%	11.6%	11.8%	11.4%
ROE	14.5%	13.0%	13.2%	12.7%
ROIC	12.1%	13.4%	13.1%	12.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	31.1%	31.4%	32.2%	32.8%
流动比率	2.5	2.5	2.5	2.6
速动比率	1.8	1.8	1.9	1.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7
应收账款周转天数	46	48	44	43
存货周转天数	126	115	116	120
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.75	1.68	1.94	2.10
每股经营现金流	2.40	1.92	2.21	2.33
每股净资产	12.01	12.97	14.67	16.44
<b>估值比率</b>				
P/E	13	14	12	11
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	120	102	93	87

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 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，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn