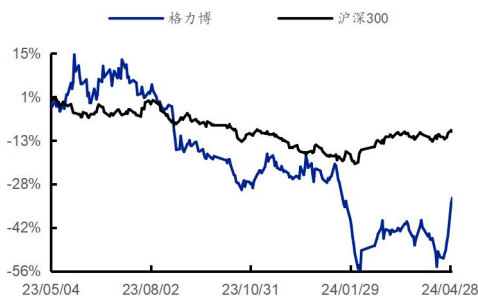


研究所：
 证券分析师：李航 S0350521120006
 lih11@ghzq.com.cn
 联系人：洪瑶 S0350122080085
 hongy03@ghzq.com.cn

2023 年行业去库+费用端投入加大导致盈利承压，2024 年下游回暖+强控费用，有望迎来经营拐点

——格力博（301260）公司动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/04/30

表现	1M	3M	12M
格力博	22.7%	15.9%	-33.0%
沪深300	1.9%	11.1%	-10.5%

市场数据

2024/04/30

当前价格(元)	15.22
52周价格区间(元)	9.12-26.49
总市值(百万)	7,446.53
流通市值(百万)	3,230.76
总股本(万股)	48,925.95
流通股本(万股)	21,227.09
日均成交额(百万)	344.37
近一月换手(%)	2.76

事件:

2024年4月27日，格力博发布2023年度报告：2023年，公司营业收入为46.17亿元，同比2022年下降11.40%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为-4.28亿元，同比2022年下降6.49亿元。

2024年4月27日，格力博发布2024年度一季报：2024年第一季度，公司营业收入为16.36亿元，同比增加5.45%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为1.32亿元，同比增加58.49%。

投资要点:

- 行业去库+费用端投入加大导致2023年盈利承压。**
 - 行业去库：**2023年，受到零售商去库存的影响，公司自有品牌业务中来自于Amazon的收入同比下降，虽然公司采取了开拓新渠道、增加新产品投放市场和加大广告营销等多种措施，但是最终自有品牌业务收入水平与2022年同期持平，预期的增长未能实现。与此同时，公司ODM客户也因为零售商去库存，导致其自身的OPE业务销售收入下降从而削减了对公司的订单，公司客户品牌(ODM)业务收入全年下降了约40%，从而影响了公司的收入。
 - 费用端加大投入：**2023年公司期间费用率为33.73%，同比增加11.94个百分点。其中销售费用同比增加2.01亿元，占营业收入比例同比增加5.86个百分点，主要系公司增加销售人员(特别是境外销售团队，以支持直发、渠道服务和售后支持业务)+增加广告投放+商用产品质保费用方面投入增加。管理费用同比2022年增加了0.78亿元，主要是受管理人员增加及公司上市后普遍调增了管理人员的工资薪酬影响。研发支出2.73亿元，同比2022年增加了27.76%，主要系公司在产品开发方面大力投入，对商用系列产品进行了整体优化升级。
- 2024年下游回暖+强控费用，有望迎来经营拐点。**
 - 下游回暖：**在经历了2023年下游零售商去库存之后，进入2024年零售商主动补

库的需求开始逐渐显现。以 Amazon 为例，2023 年 Amazon 向终端客户销售公司产品的金额下降不到 10%，但是公司向 Amazon 的销售额下降了逾 50%，随着 Amazon 降库存目的完成，2024 年对公司的采购意愿开始回升，预计增长幅度将达到 80% 左右。此外随着去库存的完成，ODM 业务销售也将回升，因此将带动公司该项业务收入水平的上升。公司主要客户 TORO、ECHO 等均向公司发出了订单需求，受此影响，公司 2024 年一季度业绩出现回升，全年 ODM 业务收入也有望回升。**2) 强控费用：**2024 年第一季度期间费用率为 21.93%，较同期下降 3.67 个百分点。

■ **盈利预测和投资评级：**预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 55/64/75 亿元，归母净利润分别为 2.68/4.91/6.27 亿元，当前股价对应 PE 为 28/15/12 倍。基于 2024 年行业回暖+公司强控费用，有望迎来困境反转，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**下游需求不及预期；行业竞争加剧；产品拓展不及预期；原材料大幅上涨；存货规模较高风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4617	5483	6406	7484
增长率(%)	-11	19	17	17
归母净利润（百万元）	-474	268	491	627
增长率(%)	-278	156	83	28
摊薄每股收益（元）	-0.97	0.55	1.00	1.28
ROE(%)	-11	45	45	37
P/E	—	27.80	15.16	11.89
P/B	1.89	12.50	6.85	4.35
P/S	1.84	1.36	1.16	0.99
EV/EBITDA	-21.57	21.22	14.34	11.40

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

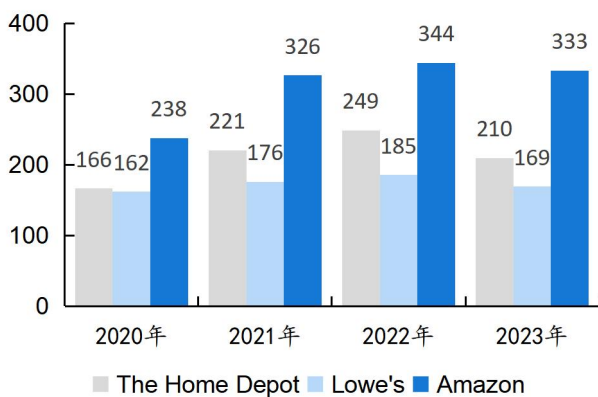
1、行业层面：2023 年下游去库情况及 2024 年展望

1.1、复盘：2020-2022 年备库（下游对行业乐观预期+疫情导致海运紧张）；2023 年开始去库（高通胀+美联储加息影响下游需求）

The Home Depot、Lowe's 和 Amazon 作为美国三大 OPE 销售渠道，大约占据了全美 OPE 行业 60% 的销售份额。基于对锂电 OPE 行业未来继续快速增长的乐观预期，叠加 2020-2022 年间海上运力紧张，为保证终端销售的及时性，下游零售商及 OPE 品牌商均储备了较多库存。2020 年末-2022 年末，北美主要 OPE 销售渠道库存均呈上升趋势。体现在 2020-2022 年三家公司营业收入、存货规模均呈逐年上升趋势。

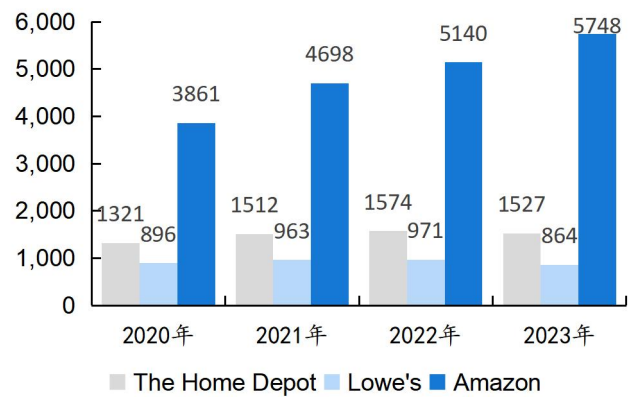
进入 2023 年，OPE 行业遭遇了两大变化：一是北美高通胀阶段性抑制终端消费者对高单价耐用消费品的需求；二是美联储持续加息，增加了下游渠道商的资金和流动性压力。这两大变化，导致了零售商开始转变经营策略，由 2020-2022 年期间的持续增加库存改为去库存，开始减少对供应商的采购，以改善资金流动性。以 The Home Depot 为例，其最新公布的 2023 年报显示，当年实现销售收入 1,527 亿美元，同比下降 3%；存货 210 亿美元，同比下降 16%。

图 1：北美主要 OPE 渠道库存情况（亿美元）



资料来源：公司公告，wind，国海证券研究所

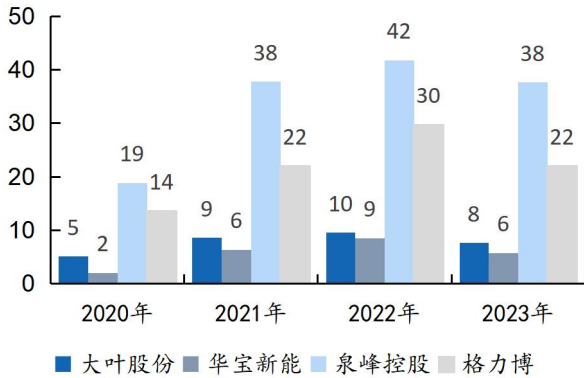
图 2：北美主要 OPE 渠道收入情况（亿美元）



资料来源：公司公告，wind，国海证券研究所

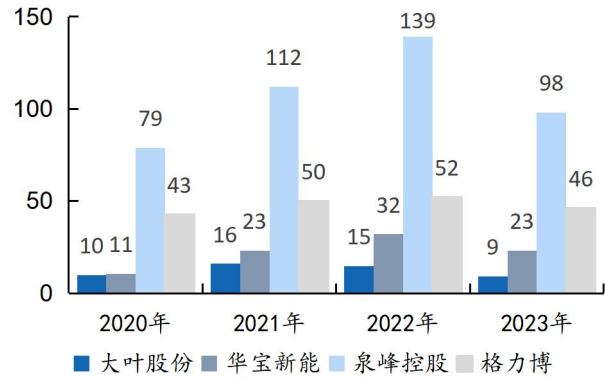
2020 年以来，中游公司营业收入及存货规模与下游基本一致。2020-2022 年随着下游备库，中游公司的收入及存货规模均有所增加。2023 年随着下游公司进行去库，中游公司的收入及存货规模均有所下降。

图 3：同行业及公司存货情况（亿元）



资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图 4：同行业及公司收入情况（亿元）



资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

1.2、展望：去库已进入尾声，2024 年下游零售商开始主动补库

在经历了 2023 年下游零售商去库存之后，进入 2024 年零售商主动补库的需求开始逐渐显现。以 Amazon 为例，2023 年 Amazon 向终端客户销售公司产品的金额下降不到 10%，但是公司向 Amazon 的销售额下降了逾 50%，随着 Amazon 降库存目的完成，2024 年对公司的采购意愿开始回升，公司预计增长幅度将达到 80%左右。

2023 年的去库存同样也波及到公司 ODM 业务，当年该项业务收入相比 2022 年下降了约 40%。随着去库存的完成，ODM 业务销售也将回升，因此将带动公司该项业务收入水平的上升。公司主要客户 TORO、ECHO 等均向公司发出了订单需求，受此影响，公司 2024 年一季度业绩出现回升，全年 ODM 业务收入也有望回升。

2、公司层面：客户情况梳理

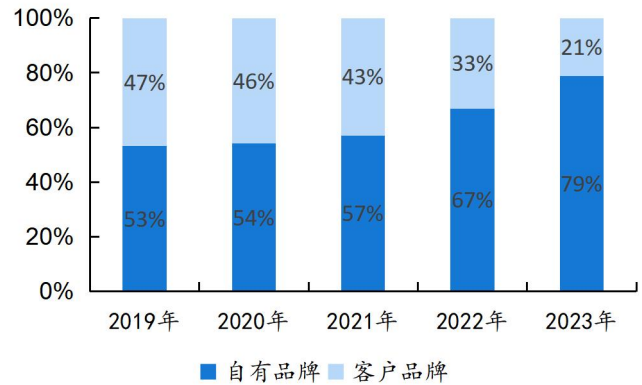
公司业务分为两大板块：**1) 以 greenworks 品牌为核心的自有品牌板块**，公司根据市场需要进行产品的研发、设计、生产和销售，公司负责产品的品牌建设、市场营销及售后服务等，拥有自主品牌。该业务的销售客户主要是 Lowe's、Amazon、Costco、TSC、Walmart 等线上、线下商超零售客户。上述客户多为全球知名上市公司及世界 500 强企业，内部控制规范，对供应商有着严格的验收标准；上述客户通过自身供应链系统向公司下达采购订单，公司在客户供应链系统接单，并按订单要求交货。**2) 客户品牌（包含商超品牌和 ODM）业务**，该业务模式下，公司提供委托研发、设计和制造服务，但是公司不提供供应链管理及售前售后服务。客户主要为知名品牌商如 STIHL、Toro 以及大型商超等。2023 年，受到零售商去库存的影响，公司自有品牌业务中来自于 Amazon 的收入同比下降，虽然公司采取了开拓新渠道、增加新产品投放市场和加大广告营销等多种措施，但是最终自有品牌业务收入水平与 2022 年同期持平，预期的增长未能实现。与此同时，公司 ODM 客户也因为零售商去库存，导致其自身的

OPE 业务销售收入下降从而削减了对公司的订单，公司客户品牌（ODM）业务收入全年下降超过 30%，从而影响了公司的收入。

图 5：格力博自有品牌及客户品牌营收（亿元）



图 6：格力博自有品牌及客户品牌营收占比 (%)



资料来源：公司公告，公司招股说明书，国海证券研究所

资料来源：公司公告，公司招股说明书，国海证券研究所

图 7：格力博客户情况一览（亿元）

年度	序号	客户名称	主要销售内容	销售收入	占营业收入比例
2023年	1	Costco	自有品牌greenworks园林机械	5.66	12.26%
	2	Lowe's	自有品牌greenworks和商超品牌 (Kobalt)	5.45	11.80%
	3	Amazon	自有品牌greenworks园林机械	3.15	6.83%
	4	Toro	ODM新能源园林机械	2.81	6.08%
	5	HarborFreightTools	商超品牌园林机械	2.34	5.08%
2022年	1	Amazon	自有品牌greenworks园林机械	7.7	14.78%
	2	Lowe's	自有品牌greenworks和商超品牌 (Kobalt)	5.12	9.83%
	3	Costco	自有品牌greenworks园林机械	4.79	9.18%
	4	Toro	ODM新能源园林机械	4.53	8.69%
	5	HarborFreightTools	商超品牌园林机械	2.87	5.51%
	合计				25.01
2021年	1	Lowe's	自有品牌greenworks和商超品牌 (Kobalt)	12.42	24.81%
	2	Amazon	自有品牌greenworks园林机械	8.28	16.55%
	3	Toro	ODM新能源园林机械	5.34	10.68%
	4	HarborFreightTools	商超品牌园林机械	3.18	6.35%
	5	Costco	自有品牌greenworks园林机械	2.39	4.78%
	合计				31.61
2020年	1	Lowe's	自有品牌greenworks和商超品牌 (Kobalt)	21.80	50.79%
	2	Amazon	自有品牌greenworks园林机械	5.35	12.47%
	3	HarborFreightTools	商超品牌园林机械	2.42	5.65%
	4	Toro	ODM新能源园林机械	2.20	5.12%
	5	STIHL	ODM新能源园林机械	1.49	3.48%
	合计				33.26
2019年	1	Lowe's	自有品牌greenworks和商超品牌 (Kobalt)	21.32	57.22%
	2	Amazon	自有品牌greenworks园林机械	2.24	6.01%
	3	STIHL	ODM新能源园林机械	1.65	4.43%
	4	Bauhaus	自有品牌POWERWORKS园林机械	1.33	3.57%
	5	B&S	ODM新能源园林机械	1.04	2.80%
	合计				27.58

资料来源：公司公告，公司招股说明书，国海证券研究所

注：2022-2023 年客户信息为研究员根据回复函对应数据得出，并非公司披露口径

2.1、自有品牌业务：Lowe's 依赖度下滑，Costco 成为 2023 年第一大客户

2020 年下半年，公司与 Lowe's 合作有所调整，为此公司采取开发多个中小客户的应对措施，与包括 Costco、Amazon、TSC、Walmart、Best Buy 等在内的大型零售商达成合作，拓宽了销售渠道；此外，公司加大电商渠道推广投入，提高公司自有品牌直接面向终端消费者的比例，降低对渠道依赖，电商收入持续快速增长。通过上述举措，销售收入方面逐渐消化了 Lowe's 销售收入下滑的不利影响，Costco 成为 2023 年公司自有品牌业务第一大客户。

表 1：自有业务客户介绍

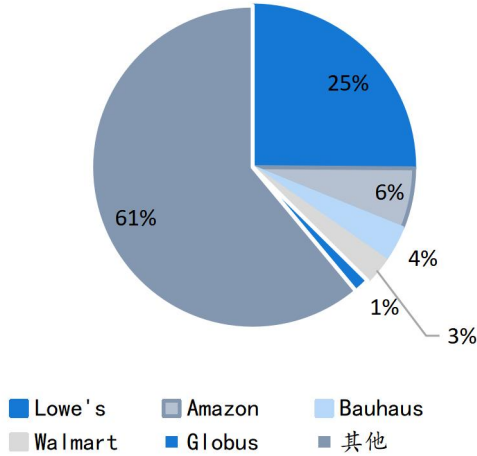
客户名称	客户简介	销售产品名称及类型	国家地区
Costco	成立于 1983 年，一家跨国连锁会员制仓储量贩店，在全球范围内拥有多家分店。	greenworks 24V/80V 全系列园林产品和电动工具、割草车以及出行类电动自行车等	北美
Lowe's	全球第二大家居装饰用品商超。 成立于 1952 年，是全球领先的家居建材用品零售商，提供家庭装修、维护、维修、改建和物业维修等所需要的产品与服务，2020 年荣登《财富》杂志世界 500 强第 137 位、福布斯全球品牌价值 100 强第 74 位。	greenworks 60V 全系列园林产品 (2021 年之前)、清洗机系列、割草车以及出行类电动骑行产品等	美国
Amazon	成立于 1994 年，是美国最大的一家网络电子商务公司，也是网上最早开始经营电子商务的公司之一，为客户提供数百万种独特的全新、翻新及二手商品，如图书、影视、音乐和游戏、数码下载、电子和电脑、家居园艺用品、玩具、婴幼儿用品、食品、服饰和珠宝、健康和护理用品、体育及户外用品、玩具、汽车及工业产品等。	greenworks 24V/40V/80V 系列产品,主要类别涵盖户内外园林工具, 电动工具, 清洁工具等。	北美、欧洲、日本
Walmart	成立于 1962 年，是全球最大的零售企业之一。	greenworks 60V/24V 全系列园林产品和电动工具、割草车以及出行类电动骑行产品等。	北美
MENARDS	成立于 1960 年，总部位于美国威斯康星州，是美国中西部地区最大的家居和建材零售商之一，拥有超 500 家门店。	greenworks 40V 系列园林工具以及清洗机。	美国
TSC	成立于 1938 年， 是美国最大的农场和牧场零售商店运营商 ，专注于为农民和农场主提供生活娱乐必需品。旗下拥有 Tyson, JimmyDean, Hillshire Farm, SaraLee, Ball, Park, Wright, Aidells and State Fair 等多个品牌。	greenworks 24V, 40V, 60V 全系列园林产品, 电动工具, 骑式割草机和出行类骑行产品	美国
Carswell	成立于 1948 年，是北卡罗来纳州中部的电动水泵批发经销商，是商业户外动力设备和家庭暖气产品的重要营销商和分销商的先驱。	greenworks Commercial 82V 园林产品	北美
CTC	加拿大第一大家居建材超市。 成立于 1922 年，总部位于加拿多伦多，是一家多元化的零售和制造企业，是加拿大最大的零售企业之一。	greenworks 24V /40V/60V 全系列园林产品、电动工具、割草车和出行类骑行产品	加拿大
Globus	成立于 1828 年，在德国和卢森堡共经营 90 家 Globus DIY 商店。该公司拥有约 20 亿欧元的营业额。	greenworks 24V/40V/80V 全系列园林产品和电动工具	德国
The Home Depot	成立于 1978 年，是全球领先的家居建材用品零售商，美国第二大零售商，遍布美国、加拿大、墨西哥和中国等地区，出售各种各样建材、家装、草坪及花园产品，并提供多项服务。	greenworks 60V 全系列园林工具	北美
Bauhaus	德国第二大家居建材超市。 成立于 1960 年，是全球领先的户外休闲家	Powerworks 24/48V /60V/ 82V	欧洲

具品牌店，在德国拥有 190 多家商店，并在全球 12 个国家设有商店。

双压全系列园林工具、智能割草机

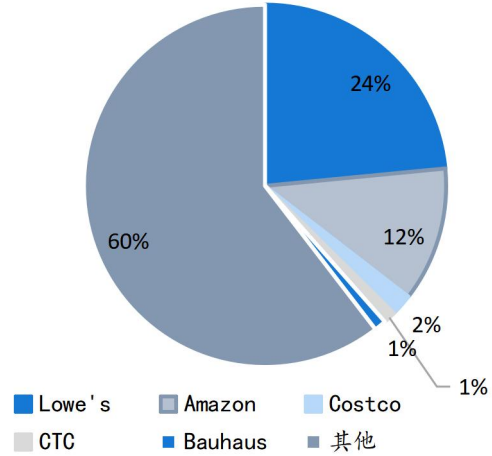
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 8：2019 年格力博自有品牌业务前五大客户



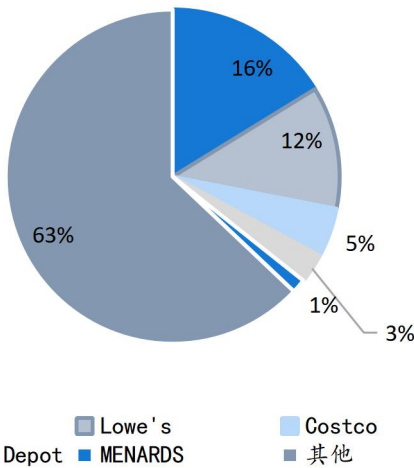
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 9：2020 年格力博自有品牌业务前五大客户



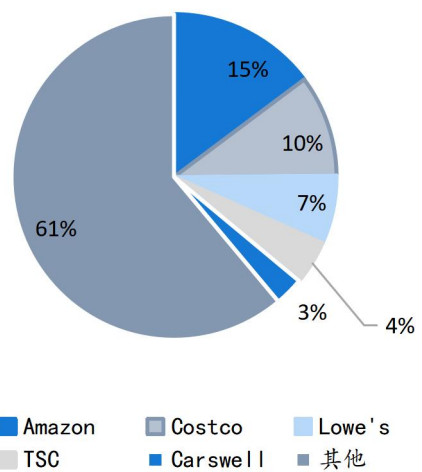
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 10：2021 年格力博自有品牌业务前五大客户



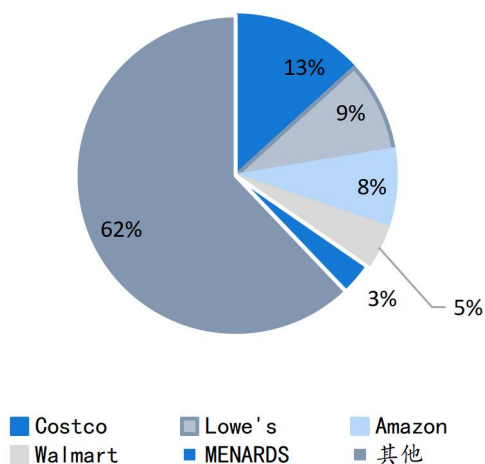
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 11：2022 年格力博自有品牌业务前五大客户



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 12：2023 年格力博自有品牌业务前五大客户



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2.2、客户品牌业务：Lowe's 依赖度下滑，Toro 成为 2023 年第一大客户

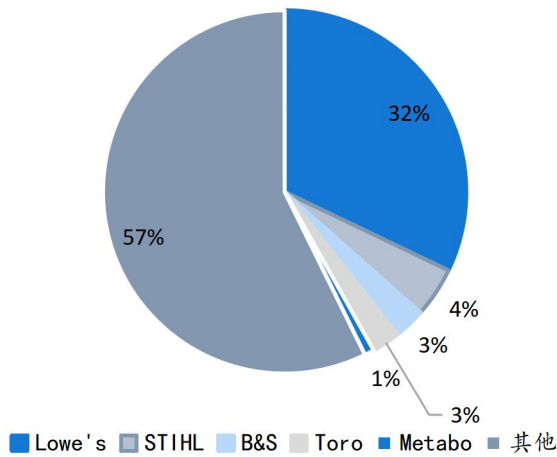
表 2：客户品牌业务介绍

客户名称	客户简介	销售产品名称及类型	国家地区
Toro	成立于 1914 年，是创新性草坪设备、园林设备、租赁和建筑设备、喷灌设备及户外照明设备解决方案的全球供应商，致力于为高尔夫球场、运动场、公共绿地、商业建筑与民用住宅以及农业用地提供出色的客户服务。	60V 全系列园林工具	全球
Harbor Freight Tools	成立于 1977 年，是美国折扣工具和设备零售商，在美国 47 个州开设超过 1,000 家门店，提供超过 7,000 种工具和相关产品。	40/80V 全系列园林工具、空压机、清洗机	北美
STIHL	成立于 1926 年，是全球园林机械的技术和市场领先者，为林业、园林养护和建筑工业开发、生产、销售动力工具，产品主要包括油锯、割灌机、绿篱机等，自 1971 年以来其油锯一直是全球最畅销品牌。	18V 系列园林工具，82V 坐骑式割草车、站立式割草车	全球
Lowe's	成立于 1952 年，是全球领先的家居建材用品零售商，提供家庭装修、维护、维修、改建和物业维修等所需要的产品与服务，2020 年荣登《财富》杂志世界 500 强第 137 位、福布斯全球品牌价值 100 强第 74 位。	Kobalt 40V、80V 全系列园林产品	美国
BISSSELL	成立于 1876 年，是北美吸尘器第一品牌，其产品已经覆盖家居清洁的各个方面，产品线涵盖吸尘器、蒸汽吸尘器、扫地机、化学清洁剂等多个领域。	24V 平台的吸尘器	美国
ECHO	成立于 1972 年，总部位于美国伊利诺伊州，是一家专注于生产和	56V 全系列园林产品	全球

	销售园林和农业设备的公司，其产品主要包括链锯、割草机、修剪器、风扇、喷雾器和其他各种户外电动工具和设备。		
Metabo	成立于 1923 年，总部位于德国约廷根，是德国著名的专业电动工具制造商之一。	CAS 电池包平台，18V/36V 电动工具及园林工具空气压缩机	德国

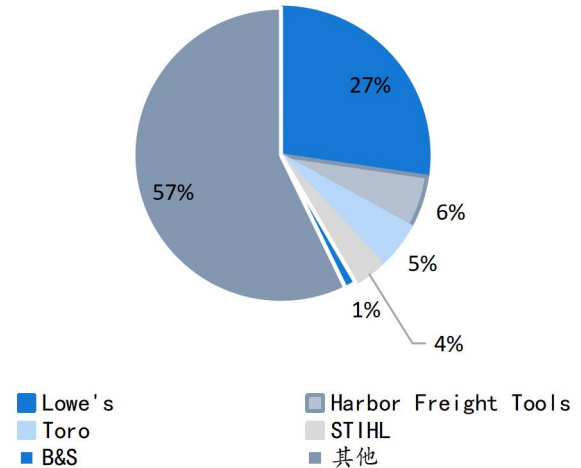
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 13：2019 年格力博客户品牌业务前五大客户



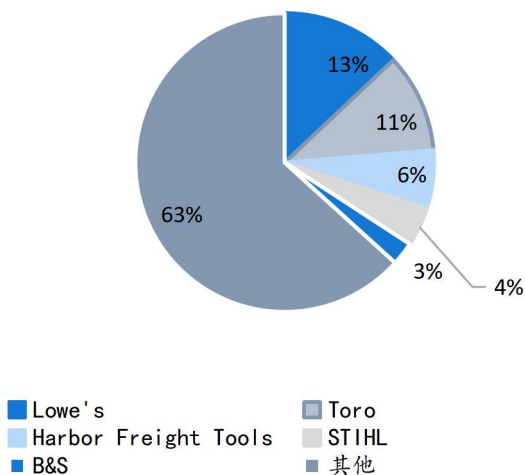
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 14：2020 年格力博客户品牌业务前五大客户



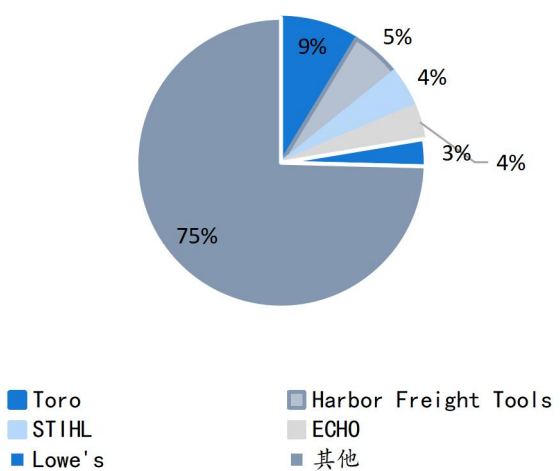
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 15：2021 年格力博客户品牌业务前五大客户



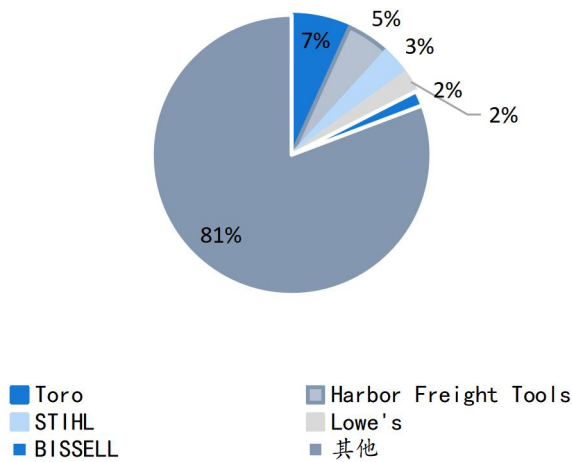
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 16：2022 年格力博客户品牌业务前五大客户



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 17：2023 年格力博客户品牌业务前五大客户



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2.3、Lowe's 影响分析：从依赖单一大客户→不押单一客户

不同于创科实业（2023 年第一大客户占比 44%，前五大客户占比 54%）和泉峰控股的大客户战略（2023 年第一大客户占比 35%，前五大客户占比 59%）。目前格力博采取多元化的客户战略，2023 年第一大客户占比 12%，前五大客户占比 42%。

而历史上格力博的第一大客户 Lowe's 占比曾在 50%+，后因合作发生不利影响，公司积极开拓其他客户，目前公司客户呈现比较分散的趋势。

表 3：2019-2023 年公司与 Lowe's 业务合作情况（亿元）

项目	产品类别	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
自有品牌	交流电高压清洗机	3.84	3.09	5.47	6.20	5.18
	greenworks 60V 新能源园林机械	0.00	0.00	0.04	2.75	3.35
商超品牌	80V 商超贴牌产品	0.91	0.81	1.60	3.57	5.58
	Kobalt 40V 商超贴牌产品	0.10	0.64	4.15	7.27	5.80
其他		0.57	0.58	1.16	2.02	1.40
Lowe's 收入合计		5.42	5.12	12.42	21.80	21.32
主营业务收入合计		46.30	51.95	49.79	42.63	37.20
Lowe's 收入占主营业务收入比例		11.70%	9.86%	24.93%	51.13%	57.30%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

2020 年下半年以来，公司与 Lowe's 业务合作发生不利调整，具体包括（1）greenworks 60V 产品逐渐停止在 Lowe's 销售；（2）40V 贴牌 Kobalt 产品逐

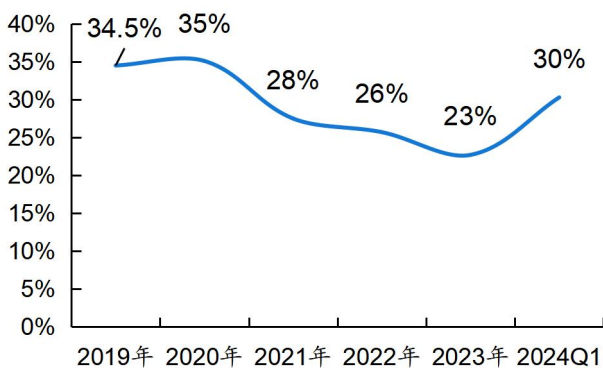
渐被竞争对手泉峰控股替代；（3）80V 贴牌 Kobalt 产品调整为仅在 Lowe's 线上平台销售。

为了应对与 Lowe's 业务合作发生的不利调整，公司积极开发新客户。产生的连锁反应对公司业绩产生了影响，具体影响如下：1) 贸易结算条款的变化引发成本波动造成毛利率变动。不同于和 Lowe's 合作所采用的 FOB 贸易方式，公司与新客户的贸易方式多采用 DDP 和海外仓发货，**因此公司需要承担相应的海运费和关税，相关的支出费率变化会引起成本变化，最终反映在毛利率上。**2) 存货规模上升。公司加大了自有品牌业务的投入，相较于客户品牌的按订单生产，自有品牌需要公司结合未来销售预算进行适度备货，导致公司存货大幅上升，相应仓储费用大幅提升，并且在行业下行周期面临较大的消化库存压力。3) 广告营销费用支出增加。为开发新渠道和新客户，公司需要快速提升自有品牌知名度，因此要投入更多的广告宣传费用；同时相较于维护单一重要渠道，维护多个渠道客户需要匹配不同的销售团队，构建新的销售团队支出大幅上升。

3、公司层面：毛利率拆分

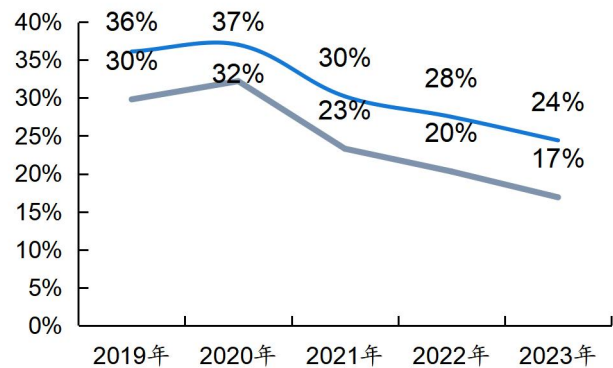
2023 年公司毛利率下降主要由于：1) 下游渠道促销扣款政策；2) 高海运费存贷结转导致的营业成本增加。

图 18：格力博公司整体毛利率情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 19：格力博分产品毛利率情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所

3.1、下游渠道促销扣款分析

为了促进产品销售，公司通常会根据市场情况，决定是否参与下游渠道的促销活动，这种活动既有定期举行也有不定期举行，如果公司决定参与这些促销活动，就要承担产品终端销售价格的折扣，所产生的支出形成促销扣款。该行为并非公司与客户之间的合同约定的必须履行的义务，是公司根据市场环境等因素综合判断后临时做出的商业决定，**其本质是公司投入的营销成本用于吸引终端消费者。**促销扣款的金额根据公司和零售商约定的折扣率以及活动期间的实际销量计算得出并由公司承担。公司将相关的促销扣款作为一项应付客户对价，根据《企业会计准则》的相关规定，在确认相关收入与支付客户对价二者孰晚的时点（即促

销活动完成后)冲减当期收入,相应导致公司当期的销售收入减少,进而影响毛利。相关的促销扣款政策主要包括固定比例和浮动比例两类情形。

(1) 固定比例的情形

2019年至2023年期间,公司与部分客户约定了一定比例的销售返利和折扣(即促销扣款),并根据约定对返利和折扣进行测算计提。在这种情况下,公司与客户在合同中约定了一个固定的扣款比例。**公司在确认收入时,会根据“开票销售收入*(1-扣款比例)”来确认实际销售收入。**根据新收入准则第四十一条,由于公司与客户需要通过未来的销售订单的价格扣减来实现扣款金额的结算,即公司在确认相关收入时已承诺承担未来向客户转让商品的义务,**公司在确认这部分扣款金额时的会计分录贷项为合同负债。**

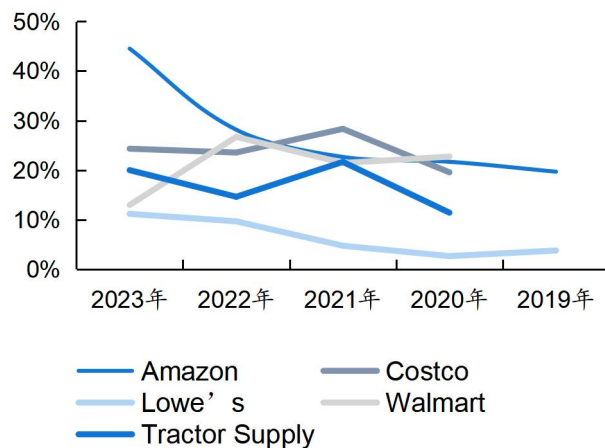
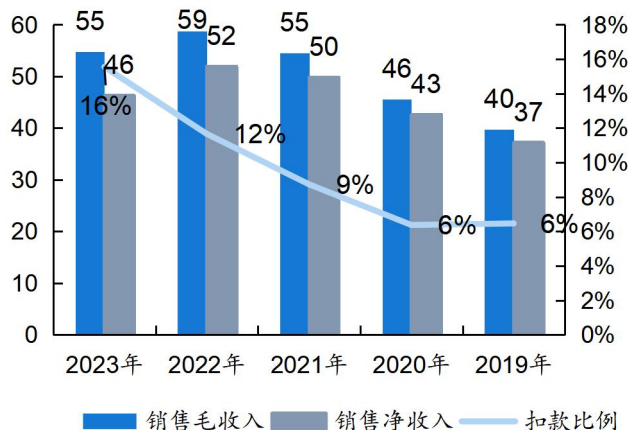
(2) 浮动比例的情形

在未事先约定扣款或促销相关责任义务的情况下,公司与客户会在促销活动发生前通过协商确定具体的活动计划和承担的扣款比例。根据公司与客户对于活动计划的具体协议安排,促销产品的正常零售价与促销价之间的差额,全部或部分由公司承担。其本质是公司投入的营销成本用于吸引终端消费者,公司根据《企业会计准则》的相关规定,**将相关的促销扣款作为一项应付客户对价,在确认相关收入与支付客户对价二者孰晚的时点(即促销活动完成后)冲减当期收入。**客户与公司结算时,会将扣款金额抵消应付货款后,直接向公司支付净额。**公司在确认这部分扣款金额时的会计分录贷项为其他流动负债,**并在客户完成扣款时将相关款项冲减应收账款。

2023年,因下游渠道去库存,一方面导致公司对部分主要客户销售收入有所下降,另一方面下游渠道采取促销力度加大导致公司促销扣款金额及占比有所上升。

图 20: 格力博促销扣款金额(左轴收入,单位亿元;右轴扣款比例,单位%)

图 21: 格力博促销扣款金额前五大客户扣款比例



资料来源:公司公告,国海证券研究所

资料来源:公司公告,国海证券研究所

2023年,公司销售扣款金额及占比大幅增加,主要是Amazon执行去库存政策,向公司采购大幅下降所致。1)2020-2022年,Amazon美国终端销售金额呈逐

年上升的趋势，Amazon 美国期末库存也保持上升趋势并保持高位；公司销售毛收入先升后降，扣款占销售毛收入比例逐年上升，但总体在合理水平。2) 2023 年，Amazon 美国终端销售金额出现小幅下降，扣款金额和比例与 2022 年基本持平，但期末库存金额大幅下降 73.62%，主要系在北美高通胀和美联储持续加息的背景下，Amazon 美国执行坚定的去库存经营策略。2023 年，公司销售毛收入大幅下降 43.29%，主要受 Amazon 美国去库存的直接影响。

表 4: Amazon 美国终端销售金额、期末库存、扣款比例情况 (亿美元)

项目	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年
Amazon 美国终端销售金额	1.17	1.25	0.91	0.77
扣款金额	0.37	0.37	0.28	0.18
扣款占终端销售比例	32.00%	29.82%	30.70%	22.85%
Amazon 美国期末库存	0.20	0.76	0.77	0.31
公司销售毛收入	0.72	1.28	1.33	0.93
扣款占销售毛收入比例	51.76%	29.24%	20.00%	18.97%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

3.2、存货成本分析

3.2.1、存货成本重要影响项-海运费会计处理

2021 年末至 2022 年初，海运费用增加导致运输成本上升，这一影响主要反应在这一阶段运至北美的存货到岸成本上，2023 年随着这部分存货在销售中的占比上升，结转的营业成本中的海运费也随之增加进而影响了整体毛利率。2023 年初开始，由于海运费下降，公司新运至北美的存货成本也随之下降，未来结转的营业成本也会下降，随着这部分存货在销售占比中上升，预计公司整体毛利率也会提升。

表 5: 2019-2023 年公司各期末库存商品区域分布 (亿元)

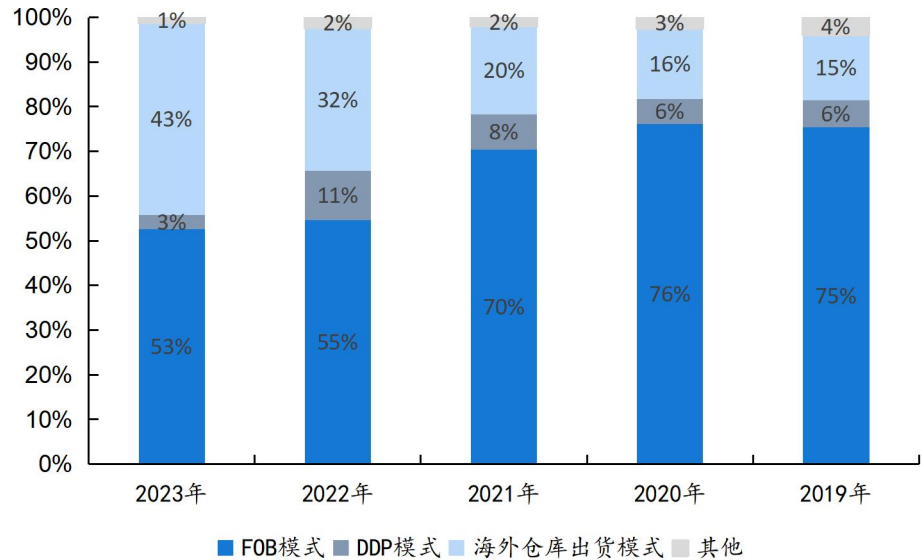
区域	存货名称	2023 年末	2022 年末	2021 年末	2020 年末	2019 年末
中国境内	库存商品	1.32	1.84	4.31	3.75	2.43
越南	库存商品	1.34	2.49	2.18	1.72	0.27
北美	库存商品	12.92	16.78	7.02	2.09	1.71
欧洲	库存商品	2.79	3.50	3.12	1.42	1.79
合计		18.37	24.61	16.64	8.98	6.21
北美地区占比		71.70%	70.68%	43.68%	24.72%	27.39%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

2019 年末至 2022 年末，北美地区库存商品金额及占比呈逐年上升趋势，主要原因包括以下几个方面：1) 公司自有品牌占比不断提升，从 2019 年 53.13% 上升至 2022 年 66.68%，客户品牌主要根据客户订单进行生产，储备库存较少，而自有品牌需要根据销售预算进行备货，库存商品规模相应提升；2) 2020 年下半年以来公司与 Lowe's 业务合作发生不利调整后，公司销售模式发生变化，FOB 业务占比下降，而海外仓发货占比提升，由于北美地区销售额占比达 80%，因此公司需要在北美地区备有较大规模的库存；3) 基于对锂电 OPE 行业发展

前景及公司业绩增长的乐观预期，公司在 2021-2022 年间增加了生产并发往北美，期间遭遇了航线运输紧张、美国港口阻塞等因素，这部分产品未能及时上架销售，从而增加了 2022 年底的存货数量。

图 22：各类销售模式占比（FOB 模式占比下降，海外仓出货模式占比提升）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

自 2020 年下半年公司与 Lowe's 业务合作发生不利调整以来，公司 FOB 模式下降、海外仓出货和 DDP 模式呈上升趋势。2023 年以来公司经与客户 Costco 协商，将 DDP 模式调整为 FOB 模式，因此 2023 年公司 FOB 模式占比上升而 DDP 模式占比下降。各类销售模式具体确收模式：

(1) 国内销售：公司根据与客户签订的合同或订单的约定将产品运至约定交货地点或由买方自行提货，完成产品交付义务后，确认产品销售收入。

(2) 出口销售：**FOB 由买家承担运费，DDP 及 EXW 由卖家承担运费。**采用 FOB 贸易方式的销售在办理完海关出口报关程序后，公司在货物在指定的装运港越过船舷后确认产品销售收入；采用 DDP 贸易方式的销售在指定的目的地办理完货物的进口清关手续，公司将货物交付给客户后确认产品销售收入；采用 EXW 贸易方式的销售在客户指定承运人上门提货，公司完成产品交付义务后确认产品销售收入。

(3) 海外仓库出货销售：公司将产品按照销售合同或订单约定将产品运至约定交货地点或将移交给客户指定的承运商，完成产品交付义务后，确认产品销售收入。

表 6：各类销售模式细节情况

产品品牌	销售模式	合同约定	实物流	控制权转移时点	退换货条款	收入确认依据
自有品牌	B2C 电商渠道	贸易结算方式：海外仓库出货销售	常州工厂和越南工厂发货给美国仓库和欧洲仓库，美国仓库和欧洲仓库发货给终端消费者。	产品交付给终端消费者并经终端消费者签收。	1.自有网站：30 天无理由退换货；2.电商平台 B2C 站点遵循对应平台官网公布用户协议。	终端客户签收单
	商超渠道	贸易结算方式： 1.FOB； 2.DDP； 3.EXW； 4.海外仓库出货销售。	1.常州工厂和越南工厂直接发货给商超和电商；2.常州工厂和越南工厂发货给美国仓库和欧洲仓库，美国仓库和欧洲仓库发货给客户。	根据销售合同或订单约定的贸易结算方式有以下几种收入确认时点： 1.FOB：货物装船时； 2.DDP：到达指定目的地并经客户验收时； 3.EXW：仓库交货时； 4.海外仓库出货销售。	产品存在质量问题时，客户可按照约定进行退换货。	1.FOB:货运提单和报关单； 2.DDP: 客户签收单； 3.EXW: 货物出库单； 4.海外仓库出货销售：货物出库交给运输公司的运单或客户签收单。
	B2B 电商渠道					
客户品牌	商超品牌					

资料来源：公司公告，国海证券研究所

相关会计处理（海运费计入存货成本）：

(1) 确认收入：借：应收账款 贷：主营业务收入

同时结转成本 借：主营业务成本 贷：库存商品

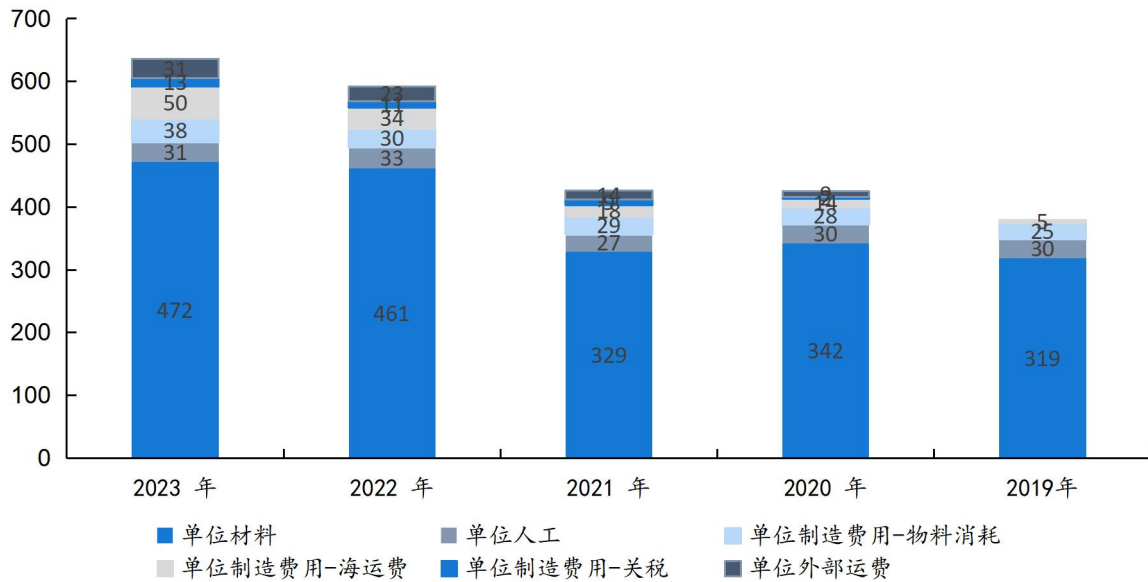
(2) 工厂发货到海外仓时：借：库存商品（海外仓库）； 库存商品——运费； 库存商品——关税 贷：库存商品（国内仓库）； 应付账款

3.2.2、单位成本分拆

2019-2023 年，公司整机产品单位成本持续上升。2022 年，公司整机产品单位成本较上年大幅上升，主要来自单位材料、单位制造费用—海运费及外部运费的上升。单位材料成本上升主要系：1) 公司核心原材料包括锂电池电芯、塑料粒子、钢材、电子电气件等价格上升并在 2022 年上半年达至高点，抬高了原料成本，如 2022 年碳酸锂（99.5%电,国产）平均价格上涨了 296.91%；2) 2022 年公司销售产品结构有所变化，新能源园林机械销量占比提升，特别是货值较高的割草机、扫雪机、智能割草机器人等产品销量占比提升，拉高了整机产品整体的单位成本。此外，2019-2021 年，公司车业整机产品处于起步阶段，产品以家用割草车为主，销售规模较小、销售种类较少，单位成本较小且结构相对稳定。2022 年以来，公司大力开发并推出 82V 系列商用零转向割草车、全地形车产品，由于该等产品货值较高，使得车业整机产品的单位材料成本大幅上升。3) 海运费大幅上升主要系：受国际海运紧张影响，海运价格大幅上涨并在 2022 年达至顶峰。另外由于车业产品销量增加，且该产品体积尺寸较大，导致单位制造费用中的海运费、单位运费亦大幅上升。

2023年，虽然原材料价格、海运费价格等均有所回调，但公司非车业整机产品单位成本仍处于高位，主要原因系：公司2022年末库存水平较高，2023年公司消化2022年的高价库存，导致结转的单位成本水平较高。

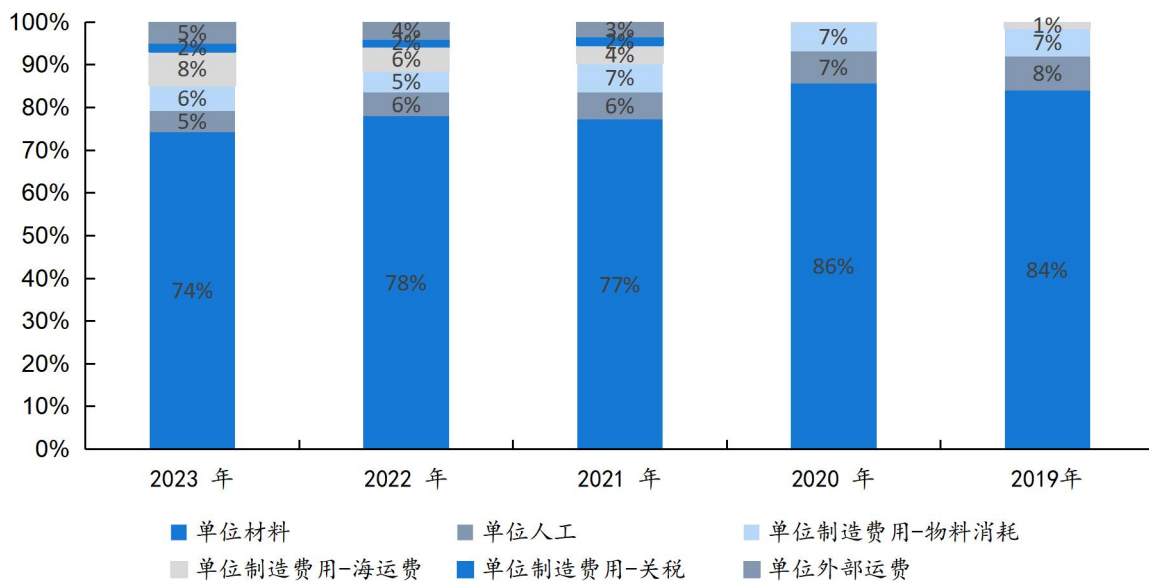
图 23：公司主营业务成本构成（剔除零配件）（单位：元/件）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

注：2019年外部海运费记在销售费用中，从2020年开始根据新收入准则，改运费计入对应产品成本；2019年美国还未实施对华追加关税

图 24：公司主营业务成本构成（剔除零配件）（单位：%）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

注：2019年外部海运费记在销售费用中，从2020年开始根据新收入准则，改运费计入对应产品成本；2019年美国还未实施对华追加关税

4、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 55/64/75 亿元，归母净利润分别为 2.68/4.91/6.27 亿元，当前股价对应 PE 为 28/15/12 倍。基于 2024 年行业回暖+公司强控费用，有望迎来困境反转，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 25：公司核心业务拆分及预测

收入(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
交流电园林机械	1,014.35	1,115.78	1,227.36	1,350.10
新能源园林机械	3,110.62	3,857.16	4,628.60	5,554.31
其他主营业务	491.92	510.00	550.00	580.00
合计	4616.88	5482.95	6405.96	7484.41

毛利率	2023	2024E	2025E	2026E
交流电园林机械	16.94%	18.00%	19.00%	20.00%
新能源园林机械	24.42%	32.00%	33.00%	34.00%
其他主营业务	23.89%	25.00%	26.00%	27.00%
合计	22.72%	28.50%	29.72%	30.93%

资料来源：wind，国海证券研究所

附表：格力博盈利预测表

证券代码：	301260				股价：	15.22				投资评级：	买入				日期：	2024/04/30			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	-11%	45%	45%	37%	EPS	-1.02	0.55	1.00	1.28										
毛利率	23%	28%	30%	31%	BVPS	9.20	1.22	2.22	3.50										
期间费率	29%	20%	18%	18%	估值														
销售净利率	-10%	5%	8%	8%	P/E	—	27.80	15.16	11.89										
成长能力					P/B	1.89	12.50	6.85	4.35										
收入增长率	-11%	19%	17%	17%	P/S	1.84	1.36	1.16	0.99										
利润增长率	-278%	156%	83%	28%															
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.63	0.87	1.46	1.48	营业收入	4617	5483	6406	7484										
应收账款周转率	4.34	4.75	5.04	5.40	营业成本	3568	3920	4502	5169										
存货周转率	1.38	1.73	1.84	1.90	营业税金及附加	29	27	32	37										
偿债能力					销售费用	811	576	641	748										
资产负债率	47%	86%	76%	69%	管理费用	545	493	512	599										
流动比	2.17	0.75	0.82	0.93	财务费用	-21	31	9	-8										
速动比	1.42	-0.08	-0.09	0.07	其他费用/（-收入）	223	192	224	262										
					营业利润	-610	298	547	710										
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-2	-1	-1	-6										
现金及现金等价物	2829	-1855	-2075	-1710	利润总额	-612	298	546	704										
应收款项	1095	1215	1328	1442	所得税费用	-137	30	55	77										
存货净额	2199	2321	2581	2870	净利润	-474	268	491	627										
其他流动资产	463	506	582	655	少数股东损益	0	0	0	0										
流动资产合计	6587	2187	2417	3257	归属于母公司净利润	-474	268	491	627										
固定资产	726	831	894	912															
在建工程	270	332	390	450	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	876	853	885	902	经营活动现金流	62	410	597	815										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	-474	268	491	627										
资产总计	8459	4203	4586	5521	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	994	794	494	594	折旧摊销	209	193	208	226										
应付款项	1298	1470	1776	2154	公允价值变动	-1	0	0	0										
合同负债	66	82	96	112	营运资金变动	433	-90	-96	-62										
其他流动负债	675	553	595	639	投资活动现金流	-1195	-461	-450	-366										
流动负债合计	3033	2899	2961	3500	资本支出	-518	-365	-361	-325										
长期借款及应付债券	650	450	300	100	长期投资	-660	-151	-153	-78										
其他长期负债	278	258	238	208	其他	-17	55	64	37										
长期负债合计	927	708	538	308	筹资活动现金流	2646	-4748	-499	-152										
负债合计	3960	3607	3499	3808	债务融资	-588	-552	-470	-130										
股本	489	489	489	489	权益融资	3616	-4155	0	0										
股东权益	4499	596	1087	1713	其它	-382	-41	-29	-22										
负债和股东权益总计	8459	4203	4586	5521	现金净增加额	1511	-4806	-352	297										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，联席首席分析师，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

李铭全，研究员，浙江大学硕士，能源环境工程专业，2年证券从业经验，主要覆盖新能源汽车、储能等方向
洪瑶，研究助理，南开大学学士，北京大学硕士。2022年加入国海证券，覆盖锂电新材料等板块。

【分析师承诺】

李航，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。