



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2024年6月12日

# 园林机械出口高景气，核心企业有望受益

——园林机械行业深度报告

分析师：徐 偲 SAC执业证书号：S0010523120001 邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹 SAC执业证书号：S0010524040004 邮箱：yuqianying@hazq.com



# 目录

1

出口链延续强势，园林机械为高景气度分支

2

行业概况：汽油为主动动力源，割草机为主品类

3

需求端：欧美为主市场，锂电渗透率提升空间大

4

供给端：全球化产能布局，产品+渠道决定竞争力

5

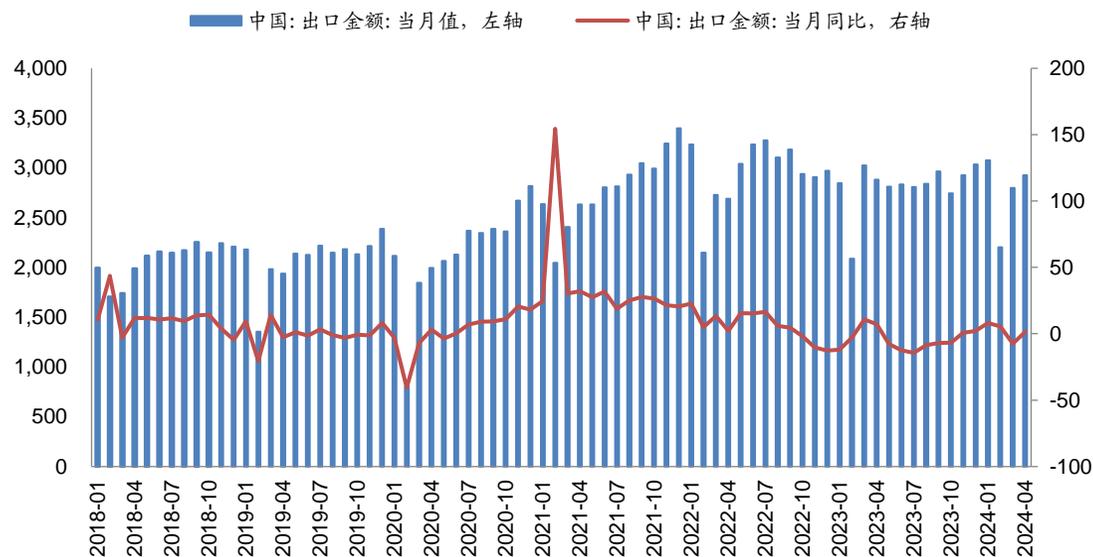
标的：建议关注大叶股份、泉峰控股、格力博等



# 1.1 中国出口延续强势，海外补库需求驱动复苏

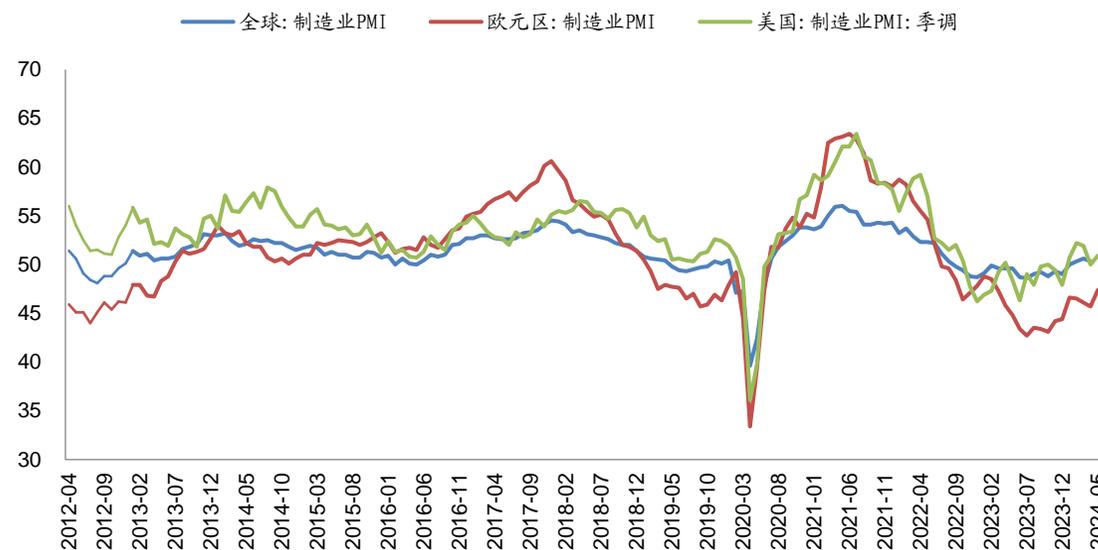
▶ 中国出口延续强势，美国需求趋势性回暖带动全球需求好转。2024年1-4月中国累计出口金额为10995.70亿美元，同比增长1.5%，1/2/3/4月单月出口金额分别同比+8.10%/+5.40%/-7.50%/+1.50%。2024年4月，全球制造业PMI为50.30%，5月欧元区/美国制造业PMI分别为47.40%/50.90%，美国制造业PMI的强势反弹带动全球制造业PMI突破荣枯线，美国需求趋势性回暖带动全球需求好转，而欧洲经济仍持续承压。

中国当月出口金额及同比 (亿美元, %)



资料来源: Wind, 海关总署, 华安证券研究所

制造业PMI (%)



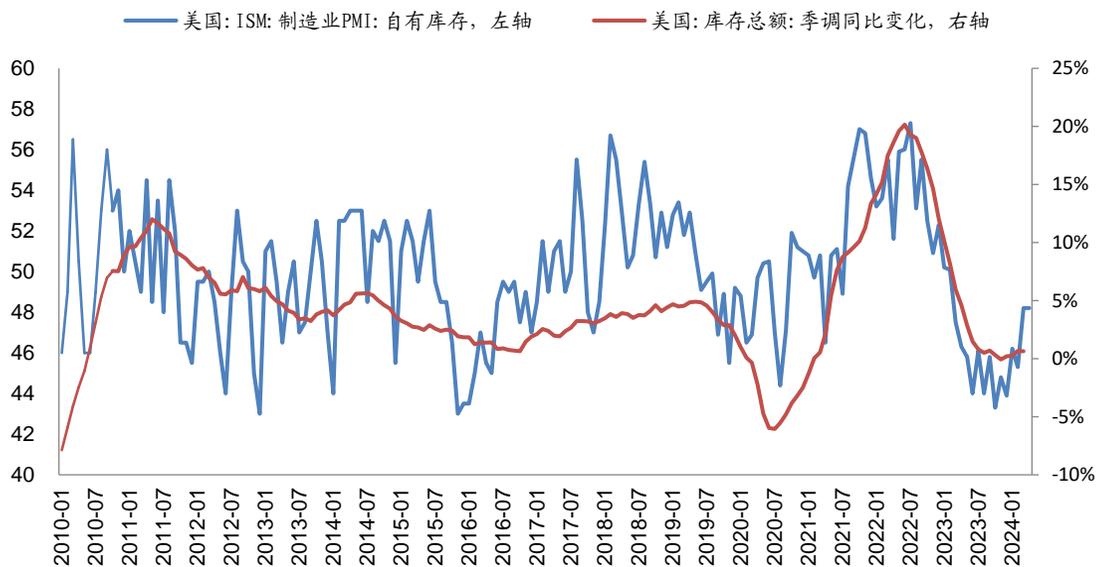
资料来源: Wind, 华安证券研究所



# 1.1 中国出口延续强势，海外补库需求驱动复苏

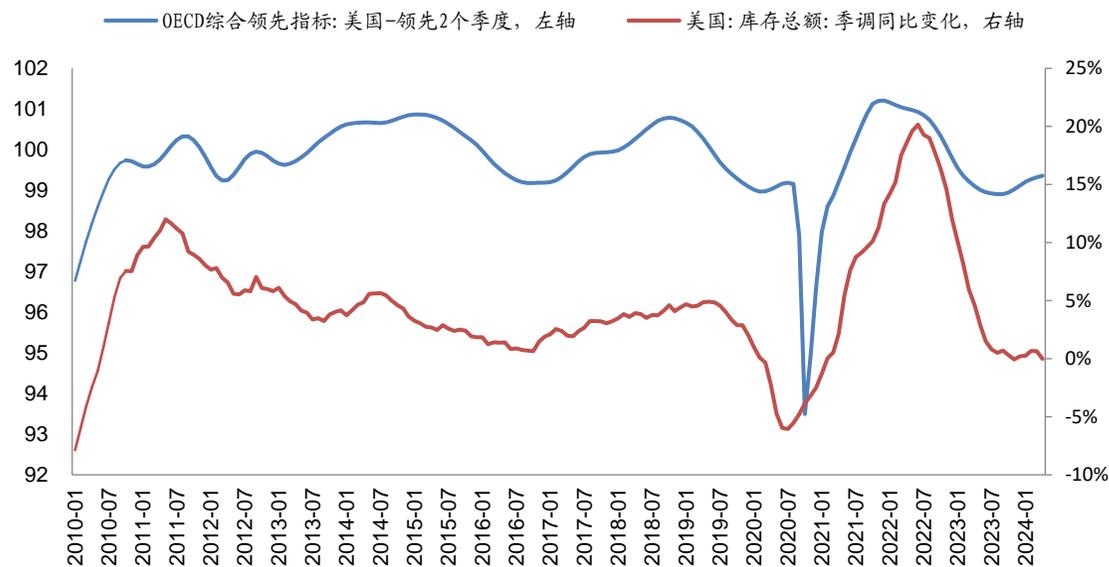
▶ 美国库存周期回暖，补库需求外溢至进口需求。2024年4月，美国 ISM 制造业 PMI 自有库存指数为48.20%，较2023年12月的43.90%提升4.30pct，高于同期美国 ISM 制造业 PMI 整体回升幅度（2.10pct），PMI 库存指数的回升可能对应库存周期回暖。美国 OECD 综合领先指标拐点对库存同比增速通常呈现2个季度的领先性，经济复苏下有望带动美国销售额增长，从而补库需求外溢至进口需求，带动中国出口。

美国ISM制造业PMI与库存总额同比变化关系 (%)



资料来源: Wind, 美国商务部普查局, 华安证券研究所

美国OECD综合领先指标与库存总额同比变化关系 (%)



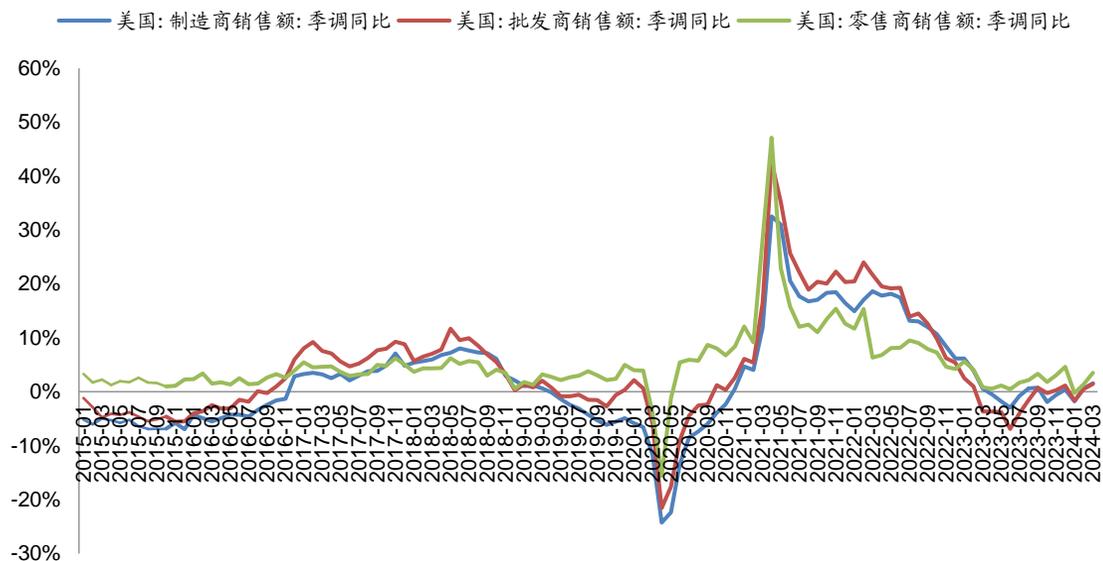
资料来源: Wind, 美国商务部普查局, OECD, 华安证券研究所



# 1.1 中国出口延续强势，海外补库需求驱动复苏

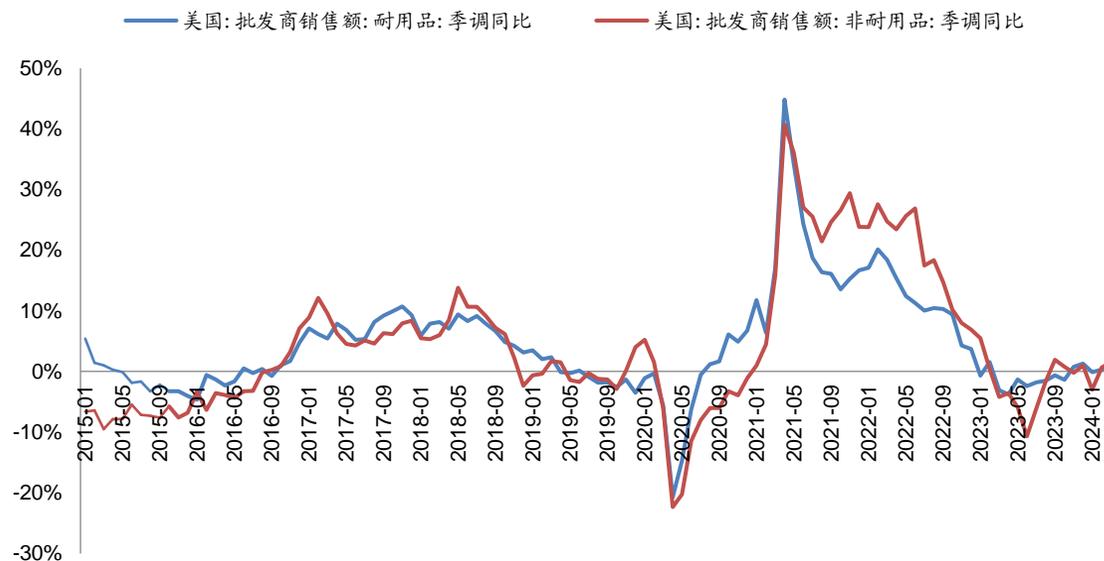
▶ 制造商、批发商和零售商销售额拐点已现，将迎来补库周期。自2023年7月起，美国制造商/批发商/零售商销售额同比增速出现拐点，2024年3月，美国制造商/批发商/零售商销售额分别同比+1.55%/+1.42%/+3.52%，需求端开始逐步复苏，有望进入补库周期。

美国:制造商/批发商/零售商销售额:季调同比增速 (%)



资料来源：美国商务部普查局，Wind，华安证券研究所

美国:批发商销售额:耐用品和非耐用品:季调同比增速 (%)



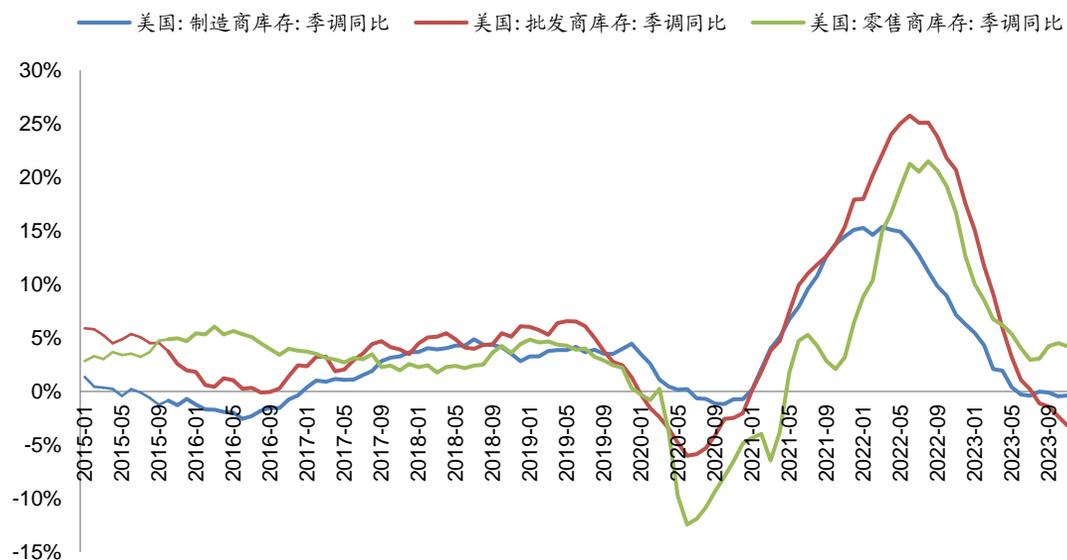
资料来源：美国商务部普查局，Wind，华安证券研究所



## 1.2 库存周期视角下，关注高景气度分支

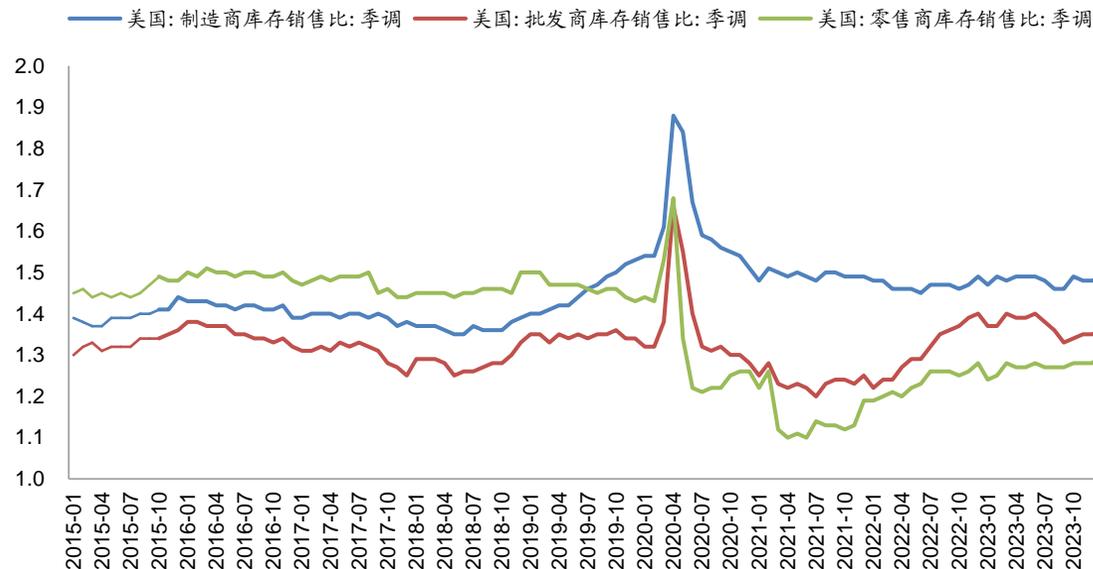
- 美国去库存进展顺利，制造商、批发商和零售商处于历史低位。美国2024年3月，制造商库销比1.32，库存同比增长0.69%；批发商库销比1.34，库存同比下降2.29%；零售商库销比1.47，库存同比增长4.17%。美国零售商、批发商和制造商整体库存规模增速趋缓，库销比基本回归疫情前水平，去库存进展较为顺利。我们可从美国制造商、批发商和零售商视角，分行业库存周期寻找出口景气相对确定性的方向。

### 美国零售商、批发商、制造商库存同比 (%)



资料来源：美国商务部普查局，Wind，华安证券研究所

### 美国零售商、批发商、制造商库销比



资料来源：美国商务部普查局，Wind，华安证券研究所



## 1.2 库存周期视角下，关注高景气度分支

➤ **批发商-耐用品**：从美国批发商视角来看，2024年3月，批发商耐用品库存同比增长2.10%，其中，木材及其他建材、专业及商业设备和用品、电脑及电脑外围设备和软件、五金&水暖及加热设备和用品的库存季调同比增速已经呈回升趋势，即正处于主动补库周期中。

美国批发商耐用品按行业划分库存-季调同比增速 (%)

	24年3月库存额占比	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24
耐用品	63.65%	16.74%	14.75%	12.40%	10.28%	8.80%	6.57%	4.72%	3.27%	2.63%	1.68%	0.51%	0.91%	1.84%	2.30%	2.10%
汽车及汽车零件和用品	10.43%	24.85%	25.30%	25.06%	22.98%	22.48%	19.89%	16.85%	14.66%	14.18%	13.50%	10.37%	11.61%	13.20%	11.83%	9.53%
家具及家居摆设	1.91%	14.79%	8.39%	2.17%	-1.65%	-5.87%	-8.74%	-11.94%	-13.85%	-16.56%	-15.34%	-15.21%	-14.80%	-12.56%	-10.46%	-8.05%
木材及其他建材	3.48%	4.36%	-3.29%	-5.42%	-8.37%	-9.47%	-11.10%	-10.69%	-9.96%	-8.78%	-9.25%	-11.14%	-10.76%	-6.54%	-2.71%	0.30%
专业及商业设备和用品	6.88%	4.72%	2.23%	0.57%	-1.93%	-2.84%	-4.97%	-6.95%	-6.46%	-7.25%	-6.87%	-6.39%	-3.01%	-1.40%	-0.59%	-0.28%
电脑及电脑外围设备和软件	2.40%	-6.25%	-7.53%	-11.67%	-14.52%	-17.34%	-18.07%	-19.04%	-17.52%	-16.44%	-14.12%	-13.96%	-4.92%	-2.10%	-1.41%	3.40%
金属及矿产,石油除外	4.54%	3.58%	1.90%	1.19%	2.65%	1.60%	-2.55%	-3.44%	-4.72%	-6.57%	-5.76%	-7.24%	-8.59%	-8.09%	-7.17%	-8.40%
电气和电子产品	9.36%	21.77%	21.22%	16.45%	12.90%	9.11%	5.55%	3.01%	-2.25%	-3.40%	-3.82%	-5.19%	-4.73%	-4.64%	-6.55%	-6.02%
五金、水暖及加热设备和用品	4.86%	17.60%	14.55%	9.27%	4.78%	2.04%	0.35%	-2.61%	-3.44%	-4.35%	-5.87%	-7.45%	-7.73%	-6.81%	-6.59%	-6.22%
机械设备和用品	17.38%	26.17%	25.75%	24.87%	24.06%	24.03%	22.70%	20.47%	19.59%	19.43%	15.85%	15.11%	15.47%	14.69%	16.09%	15.28%
杂项	4.79%	11.66%	7.44%	3.50%	0.76%	-1.11%	-2.54%	-1.98%	-2.75%	-3.58%	-4.96%	-5.68%	-9.28%	-7.90%	-6.84%	-7.45%

资料来源：美国商务部普查局，Wind，华安证券研究所



## 1.2 库存周期视角下，关注高景气度分支

▶ **批发商-非耐用品**：从美国批发商视角来看，2024年3月，批发商非耐用品库存同比下降9.14%，其中，纸及纸制品、服装及服装面料、化学品及有关产品、石油及石油产品的库存季调同比增速已经呈回升趋势，即正处于主动补库周期中。

美国批发商非耐用品按行业划分库存-季调同比增速 (%)

	24年3月库存额占比	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24
非耐用品	36.35%	12.55%	7.35%	4.34%	-0.37%	-4.80%	-6.87%	-6.44%	-7.63%	-7.45%	-8.37%	-8.81%	-8.11%	-8.45%	-8.20%	-9.14%
纸及纸制品	0.89%	6.12%	5.36%	2.55%	-3.85%	-8.69%	-13.56%	-15.83%	-15.41%	-19.19%	-19.35%	-18.77%	-15.58%	-16.33%	-16.40%	-14.62%
药品及杂品	10.06%	14.30%	11.09%	11.39%	8.91%	8.23%	5.67%	7.50%	3.52%	4.10%	3.69%	2.53%	6.01%	5.12%	6.13%	2.47%
服装及服装面料	3.34%	29.05%	16.68%	11.71%	3.39%	-0.73%	-6.96%	-14.21%	-18.19%	-22.76%	-22.62%	-24.27%	-23.50%	-22.76%	-21.38%	-20.99%
食品及相关产品	5.75%	8.69%	7.06%	3.42%	2.14%	-2.31%	-5.02%	-6.54%	-5.92%	-5.48%	-4.41%	-6.35%	-5.26%	-3.79%	-5.43%	-5.85%
农产品原材料	2.75%	-2.15%	-13.84%	-18.39%	-31.12%	-37.53%	-36.23%	-30.82%	-27.77%	-27.56%	-24.01%	-24.43%	-26.08%	-29.06%	-29.76%	-30.73%
化学品及有关产品	1.64%	8.50%	3.22%	0.36%	-2.24%	-0.95%	-5.14%	-6.62%	-11.92%	-10.90%	-11.14%	-12.68%	-13.06%	-13.86%	-10.74%	-9.89%
石油及石油产品	2.84%	14.75%	5.90%	-2.78%	-4.43%	-14.67%	-15.68%	-9.30%	-9.74%	-3.89%	-12.11%	-14.10%	-19.32%	-20.09%	-19.68%	-15.22%
啤酒,葡萄酒及蒸馏酒	2.78%	20.81%	21.02%	20.13%	17.30%	15.07%	9.30%	6.37%	4.10%	2.55%	-0.39%	-1.28%	-2.38%	-1.66%	-0.78%	-4.66%
杂项	6.32%	12.78%	9.92%	7.77%	3.29%	-3.09%	-4.06%	-4.42%	-4.85%	-4.36%	-7.62%	-4.16%	-2.89%	-4.10%	-5.21%	-6.76%

资料来源：美国商务部普查局，Wind，华安证券研究所

# 1.2 库存周期视角下，关注高景气度分支

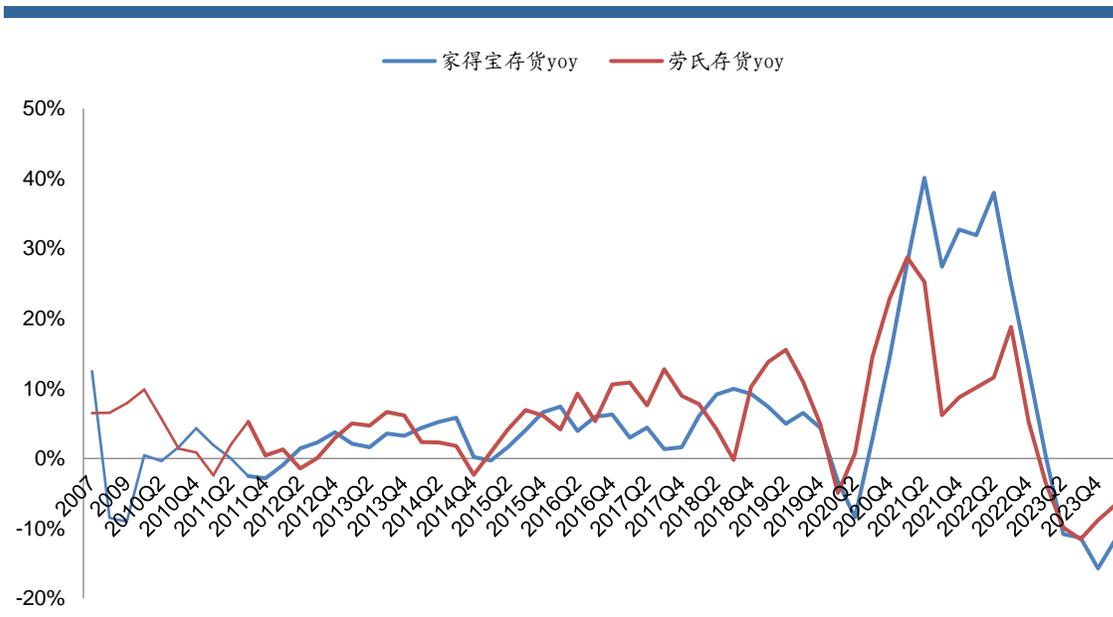
➤ 零售商：家得宝、劳氏、亚马逊和沃尔玛为美国重要零售商。根据Traqline数据，在家庭装修/厨房和浴室/草坪和花园/电动和手动工具品类，家得宝的市场份额分别为21%/31%/24%/24%，占据市场第一的位置，劳氏排名第二，分析家得宝和劳氏的存货水平可以得知美国零售商的库存情况。家得宝和劳氏从2022Q4开始主动去库存，经历6个季度去库存后，存货同比降幅于2024Q1开始收窄，2024Q1，家得宝/劳氏存货同比变化分别为-11.65%/-6.65%，开始步入补库阶段。

2023年分品类美国品牌和零售商排名

Product Group	#1 Brand	#1 Retailer	#2 Retailer
Appliances (Large & Small)	GE	Walmart 24% Vs '22 -0.1	amazon
Automotive	GOODYEAR	Walmart 15% +1.0	DISCOUNT TIRE
Cellphone	Apple	verizon 20% +1.0	T Mobile
Consumer Electronics	SONY	amazon 23% +1.0	Walmart
Furniture & Accessories	IKEA	amazon 21% +3.5	Walmart
Home Improvement	BEHR	Home Depot 21% -0.2	LOWE'S
Kitchen & Bath	KOHLER	Home Depot 31% +0.2	LOWE'S
Lawn & Garden	RYOBI	Home Depot 24% -0.2	LOWE'S
Power & Hand Tools	DEWALT	Home Depot 24% -0.2	LOWE'S
Fitness Equipment	PELOTON	amazon 33% +3.4	Walmart

资料来源：Traqline，华安证券研究所

家得宝和劳氏存货同比变化 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所



## 1.2 库存周期视角下，关注高景气度分支

- 零售商：关注Lawn & Garden品类补库需求。从销售额占比来看，Appliances、Lawn & Garden、Electrical/Lighting、Lumber & Building Materials等为主要品类，销售额占比较大，在此轮补库周期中有望明显受益于零售商补库。从上一轮补库周期（2020Q2-2022Q3）来看，家得宝的Lumber、Décor/Storage、Appliances、Lawn & Garden销售额同比增长显著，劳氏的Décor、Hardware、Rough Plumbing & Electrical、Lumber & Building Materials销售额同比增长显著，明显受益于零售商补库。

家得宝分品类营业收入同比变化 (%)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023年销售额占比
Appliances	10.53%	9.14%	20.43%	19.95%	1.61%	-4.14%	9.08%
Building Materials	6.94%	-0.75%	12.24%	13.48%	15.02%	5.99%	7.84%
Décor/Storage	12.85%	4.88%	31.96%	22.91%	4.30%	-5.43%	3.94%
Electrical/Lighting	5.30%	-0.98%	13.55%	20.53%	2.03%	-8.91%	8.20%
Flooring	7.18%	-0.68%	9.58%	13.11%	-0.03%	-5.07%	5.73%
Hardware	5.53%	2.87%	14.59%	7.67%	2.93%	0.53%	5.34%
Indoor Garden	6.80%	5.16%	33.31%	6.12%	-3.58%	-1.65%	9.66%
Kitchen and Bath	6.23%	-0.14%	8.63%	24.44%	6.42%	-4.58%	6.94%
Lumber	7.64%	-5.95%	43.26%	17.99%	0.87%	-12.85%	7.68%
Millwork	6.97%	0.00%	12.21%	14.74%	13.64%	-1.45%	5.44%
Outdoor Garden	3.94%	4.20%	26.94%	7.45%	-2.32%	1.98%	6.73%
Paint	5.72%	2.12%	16.61%	3.99%	6.95%	-0.96%	7.25%
Plumbing	8.26%	1.36%	9.68%	22.65%	15.25%	-0.75%	8.19%
Tools	10.41%	5.26%	23.92%	13.03%	3.18%	-1.69%	7.97%
Total	7.23%	1.87%	19.85%	14.42%	4.13%	-3.01%	100.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

劳氏分品类营业收入同比变化 (%)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023年销售额占比
Appliances	9.19%	5.31%	21.09%	10.98%	0.63%	-8.62%	14.29%
Lumber & Building Materials	8.79%	-0.23%	27.85%	16.48%	2.20%	-17.30%	14.20%
Seasonal & Outdoor Living	2.93%	3.31%	28.51%	5.27%	-6.69%	-11.00%	8.96%
Lawn & Garden	3.86%	5.32%	37.23%	-15.57%	-7.42%	-2.89%	7.79%
Rough Plumbing & Electrical	3.82%	0.97%	17.40%	36.90%	6.64%	-11.42%	10.94%
Kitchens & Bath	0.11%	-2.67%	13.27%	9.15%	3.48%	-11.28%	7.14%
Tools	4.59%	4.79%	23.55%	-0.99%	-4.11%	-8.91%	5.47%
Millwork	1.89%	3.51%	18.58%	7.40%	8.07%	-10.21%	6.00%
Paint	0.18%	4.11%	30.23%	-5.17%	6.12%	-5.33%	5.93%
Flooring	-1.66%	-0.54%	14.65%	11.56%	1.75%	-14.25%	5.01%
Hardware	1.94%	3.12%	35.48%	27.59%	3.14%	-5.71%	6.75%
Lighting	-4.20%	-5.11%	21.84%	-1.49%			
Décor	-0.26%	4.71%	42.00%	58.37%	-3.71%	-21.08%	4.83%
Other	13.83%	-24.22%	-2.96%	27.25%	3.76%	-10.24%	2.70%
Net sales	3.92%	1.18%	24.19%	7.43%	0.84%	-11.01%	100.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所



## 1.2 库存周期视角下，关注高景气度分支

- **美国零售和食品服务销售额**：2024年4月，美国零售和食品服务销售额总计同比增长4.02%，其中，家具和家用装饰店/电子和家用电器店/建筑材料、园林设备和物料店/加油站的销售额分别同比变化-7.00%/+2.88%/+4.54%/+5.33%，同比增速已经呈回升趋势，即正处于主动补库周期中。

美国零售和食品服务销售额-同比增速 (%)

	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24
总计	7.92%	5.61%	2.45%	-0.16%	3.36%	1.89%	2.22%	3.50%	3.94%	2.91%	4.17%	4.01%	1.55%	6.25%	2.29%	4.02%
不包括机动车辆及零部件店	8.98%	6.70%	2.85%	0.49%	2.21%	0.99%	1.28%	3.21%	3.27%	3.02%	3.83%	3.56%	1.79%	6.11%	2.95%	4.12%
机动车辆及零部件店	3.54%	1.31%	0.92%	-2.73%	8.31%	5.69%	6.33%	4.71%	6.77%	2.45%	5.84%	6.28%	0.51%	6.84%	-0.30%	3.62%
汽车及其他机动车辆经销商	3.09%	0.71%	0.67%	-3.35%	8.16%	5.28%	6.03%	4.31%	6.92%	1.76%	5.64%	6.57%	-0.16%	6.74%	-0.60%	3.34%
家具和家用装饰店	10.04%	2.53%	-1.46%	-9.34%	-4.17%	-1.91%	-5.02%	-5.31%	-5.41%	-9.48%	-4.05%	-5.25%	-11.76%	-5.28%	-11.49%	-7.00%
电子和家用电器店	8.56%	2.70%	-5.30%	-10.71%	-3.05%	-0.66%	-4.61%	-2.36%	-1.39%	0.84%	3.65%	1.37%	-4.51%	5.96%	-4.06%	2.88%
建筑材料、园林设备和物料店	3.73%	1.20%	-6.13%	-6.60%	0.48%	-4.07%	-4.01%	-3.10%	-6.78%	-2.95%	-2.33%	-6.16%	-6.82%	-0.72%	-7.63%	4.54%
食品和饮料店	3.99%	5.69%	4.61%	2.72%	3.19%	1.20%	1.14%	2.60%	2.19%	-0.18%	0.92%	0.40%	1.21%	3.76%	3.23%	-0.92%
保健和个人护理店	6.99%	7.99%	8.20%	5.85%	11.33%	8.04%	5.95%	8.21%	6.37%	11.88%	9.52%	7.34%	5.13%	5.66%	-0.94%	2.10%
加油站	4.49%	-1.65%	-13.17%	-15.48%	-20.43%	-23.62%	-21.42%	-8.24%	-3.44%	-7.80%	-10.25%	-7.28%	-7.12%	-0.06%	-1.56%	5.33%
服装及服装配饰店	7.99%	3.27%	-2.33%	-3.93%	-0.23%	0.11%	1.55%	3.92%	0.78%	-1.28%	1.91%	3.62%	0.37%	6.48%	2.27%	-0.91%
运动商品、业务爱好物品、书及音乐商店	5.44%	0.51%	-0.77%	-2.42%	1.76%	0.26%	0.05%	-2.08%	-0.73%	-2.49%	-1.56%	-4.78%	-1.91%	1.95%	-2.61%	-5.95%
日用品商场	7.60%	7.36%	3.48%	2.27%	1.27%	1.53%	1.68%	2.81%	2.15%	-0.15%	0.77%	1.93%	-0.26%	4.79%	9.46%	-0.70%
杂货店	5.64%	2.49%	-0.97%	-1.83%	1.30%	1.08%	-0.88%	-5.21%	0.82%	4.12%	6.63%	3.04%	2.83%	9.39%	7.13%	10.33%
无店铺商贩	9.56%	8.52%	7.54%	6.49%	11.48%	10.63%	12.41%	10.08%	8.69%	12.69%	11.63%	9.92%	10.76%	11.55%	5.62%	12.85%

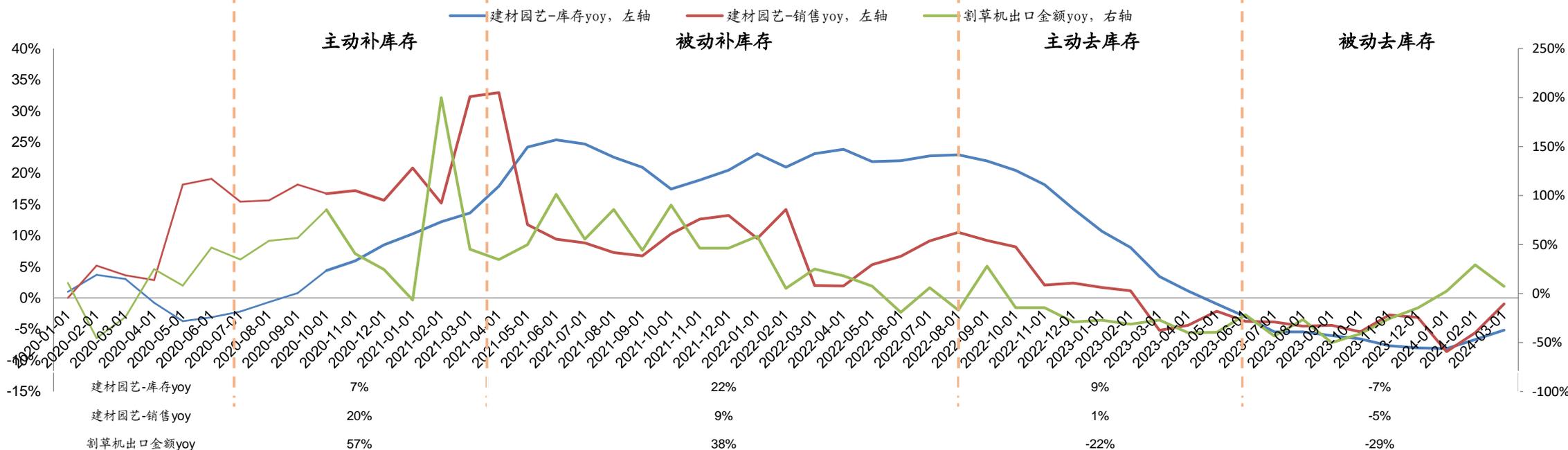
资料来源：美国商务部普查局，Wind，华安证券研究所



## 1.3 园林设备出口高景气，持续超预期概率较大

- 复盘上一轮园林机械库存周期：1) **主动补库阶段 (2020.7-2021.4)**：2020年初国内疫情导致割草机出口金额同比增速大幅下降，影响了割草机行业原本的春季补库节奏，而2021年3月和2021年11月两次扩张性财政政策推动美国个人消费快速回升，秋季补库加大力度。2) **被动补库阶段 (2021.5-2022.8)**：在良好的销售预期下，春季补库力度加大，但2022年3月16日启动加息周期，耐用品个人消费支出开始减弱。3) **主动去库存阶段 (2022.9-2023.6)**：通胀率上行，美国房地产市场降温，割草机行业深度去库存，2023年全年出口增速负增长。4) **被动去库存阶段 (2023.7-2024.1)**：美联储加息暂停，住宅投资和制造业景气度下行趋势缓解，叠加北美天气回暖，割草机出口金额开始企稳回暖。

美国建材园艺库存、销售yoy和中国割草机出口金额yoy (%)

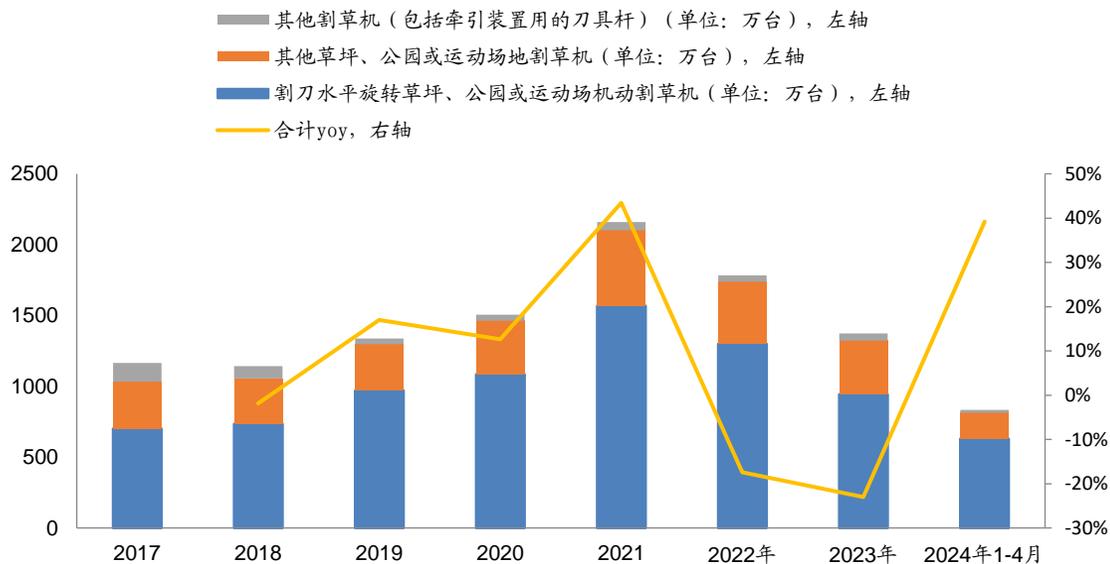


资料来源：Fred，海关总署，华安证券研究所

## 1.3 园林设备出口高景气，持续超预期概率较大

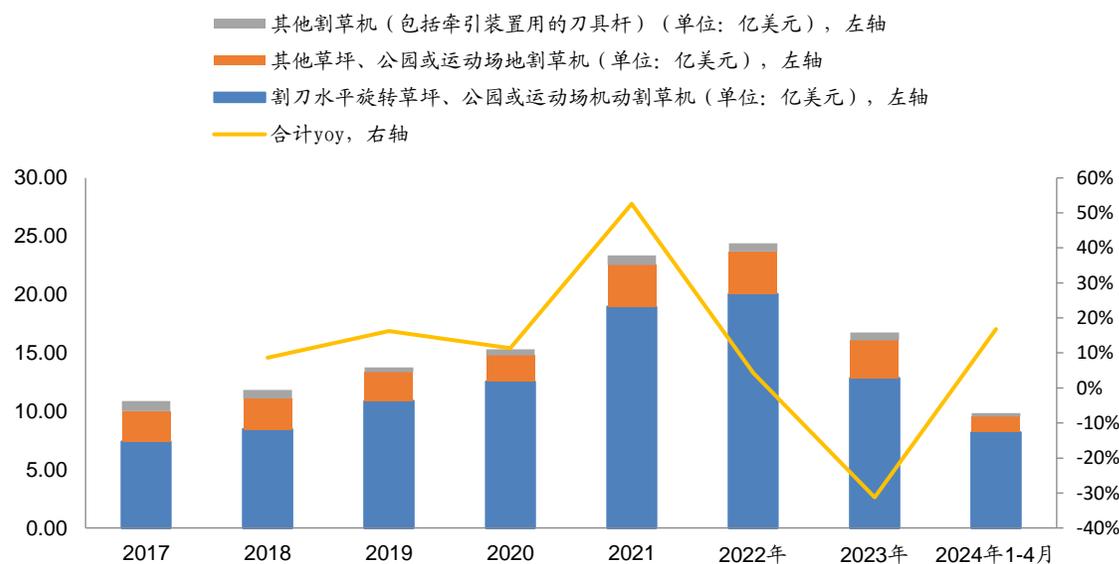
➤ 2024年割草机出口金额同比高增长，全面进入补库周期的拐点已确立。根据中国海关总署数据，2023年，中国出口割刀水平旋转草坪、公园或运动场机动割草机、其他割草机（包括牵引装置用的刀具杆）的合计数量为1374万台，同比下降23.0%；出口合计金额为16.75亿美元，同比下降31.3%；出口单价为121.97美元/台，同比下降10.8%。主要系全球通胀水平依旧较高，欧美主要国家持续加息，加剧终端市场需求收缩，同时欧美渠道商前期积压库存较多，渠道去库存对出口企业订单形成压力。2024年1/2/3/4月，中国出口割草机金额分别同比+2.21%/+29.29%/+7.25%/+40.34%，全面逆转2023年出口大幅下降趋势，24年全面进入主动补库周期的拐点已确立，预计全年出口订单需求旺盛。

2017-2024年中国出口割草机数量（万台，%）



资料来源：Wind，海关总署，华安证券研究所

2017-2024年中国出口割草机金额（亿美元，%）

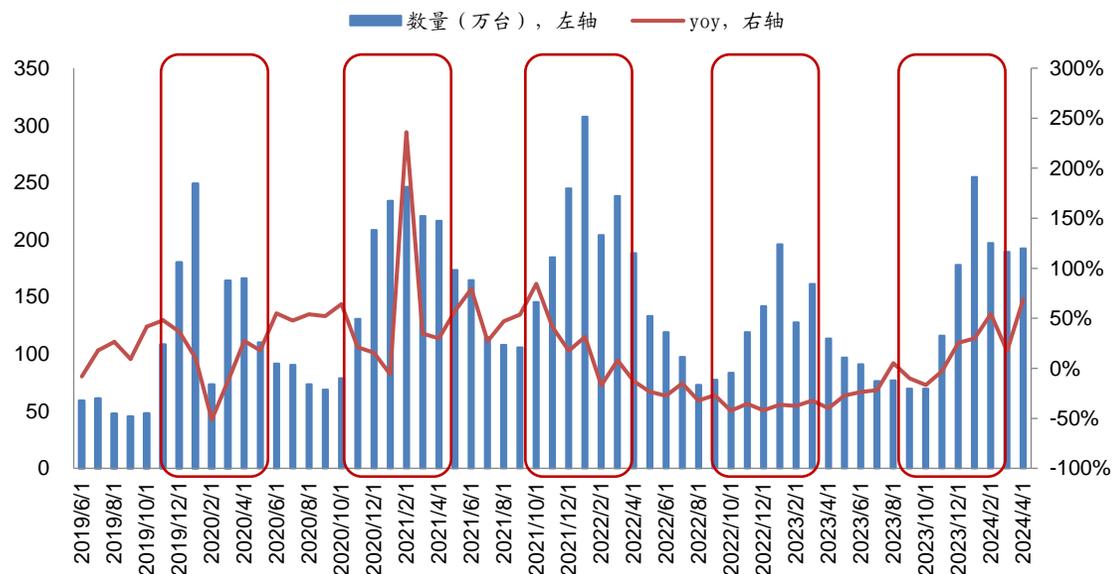


资料来源：Wind，海关总署，华安证券研究所

## 1.3 园林设备出口高景气，持续超预期概率较大

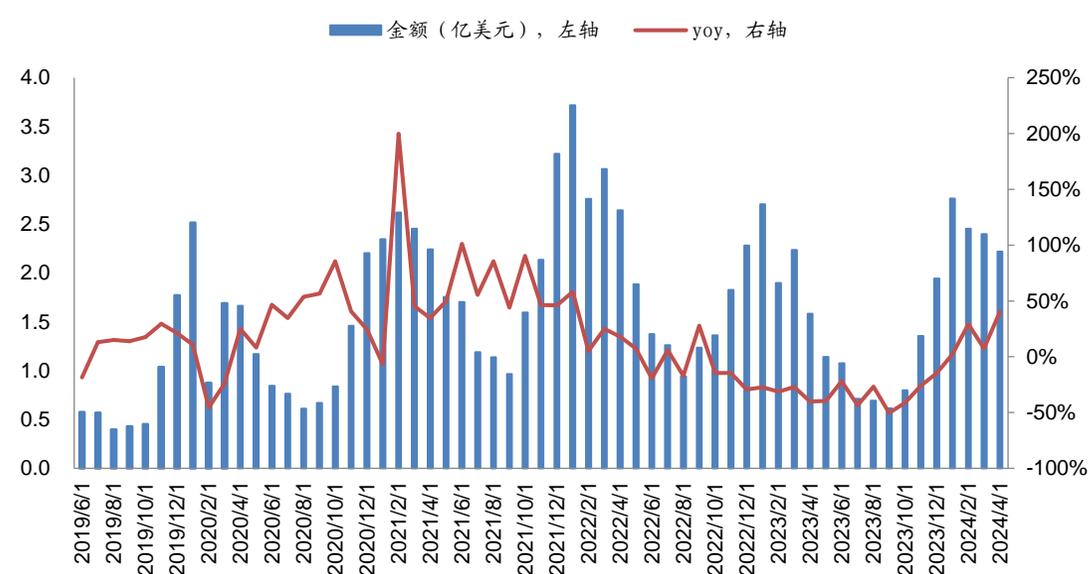
▶ 季节性影响明显，温暖降雨天气利好产品需求。园林机械产品主要用于公共绿化、家庭园艺及专业草坪的绿化养护，草坪和树木的生长受雨水、温度以及日照时间等因素的影响较大，因此园林机械行业受季节性影响明显。通常情况下，3-8月是美国园林机械产品的销售旺季，而行业的生产出货主要集中在每年10月到下一年4月。适宜草木生产的日期越长园林机械需求则越旺盛，2023年受到寒春影响园林机械产品销售，2024年美国春季天气情况良好，温暖降雨天气的延续将有利于园林机械产品销售周期的拉长，Q2Q3预计生产企业淡季不淡。

2019-2024年中国月度出口割草机数量（万台，%）



资料来源：Wind，海关总署，华安证券研究所

2019-2024年中国月度出口割草机金额（亿美元，%）



资料来源：Wind，海关总署，华安证券研究所



# 目录

1

出口链延续强势，园林机械为高景气度分支

2

行业概况：汽油为主动动力源，割草机为主品类

3

需求端：欧美为主市场，锂电渗透率提升空间大

4

供给端：全球化产能布局，产品+渠道决定竞争力

5

标的：建议关注大叶股份、泉峰控股、格力博等



## 2. 汽油为主动动力源，割草机为主品类

➤ 园林机械产品是主要运用于草坪、花园或庭院维护的设备。园林机械是指割草机、打草机、推草机、链锯、松土机、吹风机、修枝机、修边机、梳草机、高枝机、草坪修整机、清洗机 etc 用于园林、绿化及其后期养护所涉及的机械与装备。按照工作方式，园林机械产品可分为手持式、步进式、骑乘式和智能式。其中手持式主要包括打草机、吹风机、链锯、修枝机等，步进式主要包括割草机、扫雪机、微耕机、梳草机，骑乘式主要包括大型割草车、农夫车等，智能式主要为割草机器人。按照动力类型，园林机械产品可分为燃油动力、交流电动力和直流锂电动力。其中，交流电动力园林机械产品利用外接电源作为动力来源，直流锂电动力园林机械产品利用便携式电池（目前主要为锂电池）作为动力来源。

### 园林机械产品的设备类型分类、主要用途及价格情况

分类	产品	主要用途	价格
手持式园林机械产品	吹风机	主要用于清理落叶、石堆等	184-279美元
	打草机	适用于一般面积的草坪维护，如家庭、小区、学校、工厂等	145-399美元
	修枝机	主要用于枝条修剪，适用于家庭庭院、公园园林、市政绿化带、茶园果园等场景	300-319美元
	链锯	主要用于伐木等工作	219-259美元
步进式园林机械产品	割草机	适用于较大面积的草坪维护，如家庭庭院、物业小区、学校公园等	369-1199美元
	吹雪机	主要用于清除积雪	799-1978美元
骑乘式园林机械产品	骑乘式割草机	适用于大面积的草坪维护，如市政园林、物业小区、大型球场、农场果园、风景区等	4999-7999美元

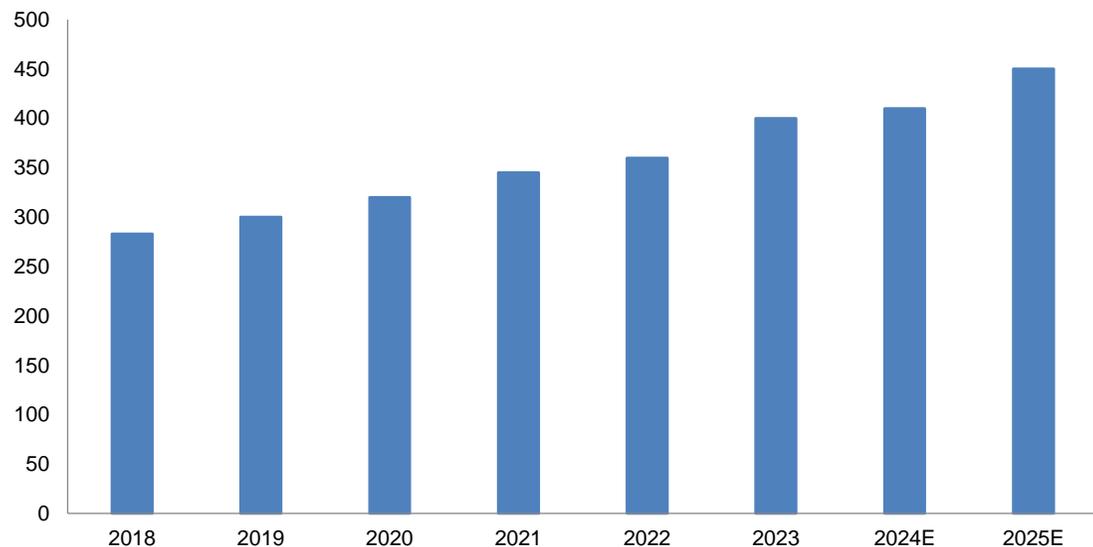
资料来源：格力博招股说明书，Amazon，华安证券研究所



## 2. 汽油为主动动力源，割草机为主品类

- 园艺维护需求旺盛，园林机械设备市场规模持续扩大。一方面，随着私人住宅房屋绿地和城区绿化的逐步提升，园艺文化在欧美发达国家兴起；另一方面，锂电技术等新产品的快速发展不断刺激园林机械市场规模的扩大。根据Global Market Insights数据，2018年全球草坪和园林设备市场规模为283亿美元，预计至2025年将超过450亿美元，CAGR接近7.0%。
- 按动力来源划分，以汽油动力设备为主，锂电设备份额提升。根据Frost & Sullivan数据，2023年汽油发动机/有绳/无绳/零件&附件产品的分别占整体市场份额的66%/4%/16%/14%。传统燃油动力园林机械产品价格低廉，销售占比较高，而锂电产品具有清洁环保、噪声小、振动小、维护简单、运行成本低等优点，份额处于提升趋势。

2018-2025年全球草坪和园林设备市场规模（亿美元）



资料来源：Global Market Insights，华安证券研究所

按动力来源划分的OPE市场规模占比

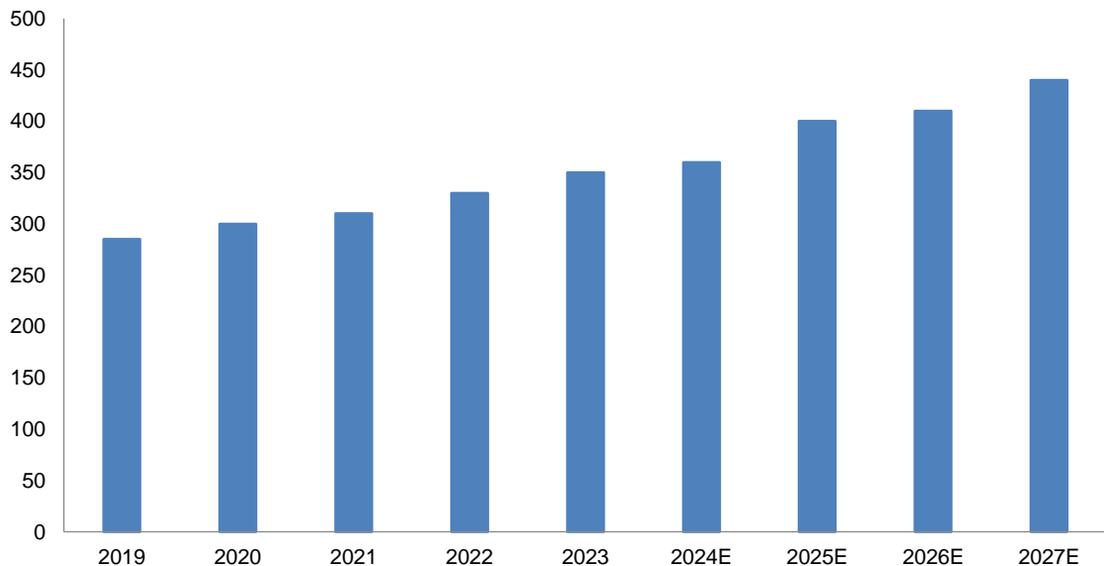


资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

## 2. 汽油为主动动力源，割草机为主品类

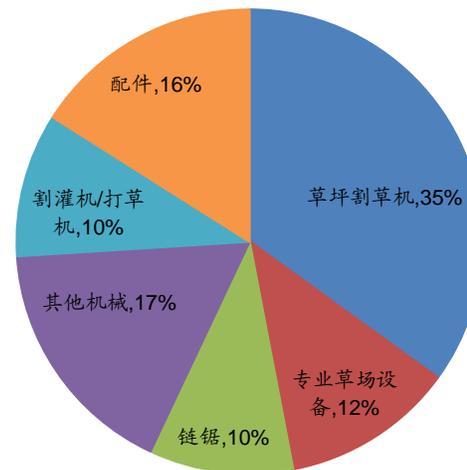
▶ 按设备类型划分，割草机占据主要市场份额。园林机械设备主要包括割草机、打草机、清洗机、吹风机、修枝机、链锯等。根据Grand View Research和Technavio数据，2023年，全球割草机/打草机/链锯/吹风机/清洗机的市场规模约为350/15/48/17/21亿美元。割草机常用于花园、公园、高尔夫球场和运动场等场所草坪的保养，由于单设备价格较高，占据主要市场份额，其中，骑乘式割草机单价为步进式割草机的几倍，销额占比较高。根据大叶股份公告，草坪割草机/专业草场设备/链锯/其他机械/割灌机or打草机各细分市场在全球园林机械行业中的需求占比分别为35%/12%/10%/17%/10%。

### 2019-2027年全球割草机市场规模（亿美元）



资料来源：Grand View Research，华安证券研究所

### 全球园林机械行业各细分市场需求占比情况



资料来源：大叶股份，华安证券研究所（专业草场设备为各类用于高尔夫球场、足球场等专业草坪或大型公共绿地草皮养护的专业机械设备；其他动力机械包括吹吸叶机、扫雪机、微耕机和绿篱机等。）



# 目录

1

出口链延续强势，园林机械为高景气度分支

2

行业概况：汽油为主动动力源，割草机为主品类

3

需求端：欧美为主市场，锂电渗透率提升空间大

4

供给端：全球化产能布局，产品+渠道决定竞争力

5

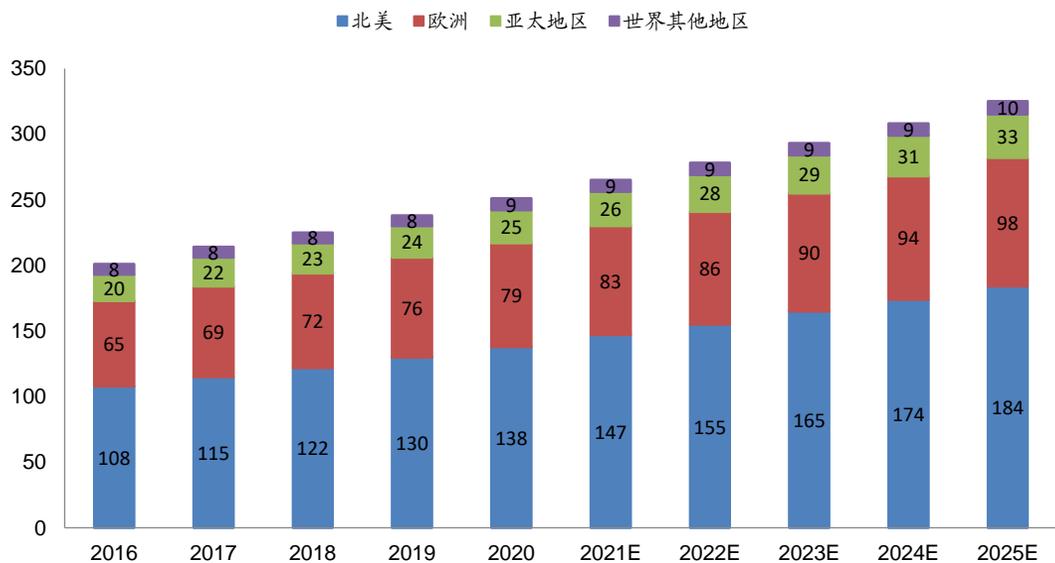
标的：建议关注大叶股份、泉峰控股、格力博等



## 3.1 欧美为核心市场，草坪和园艺设备支出较高

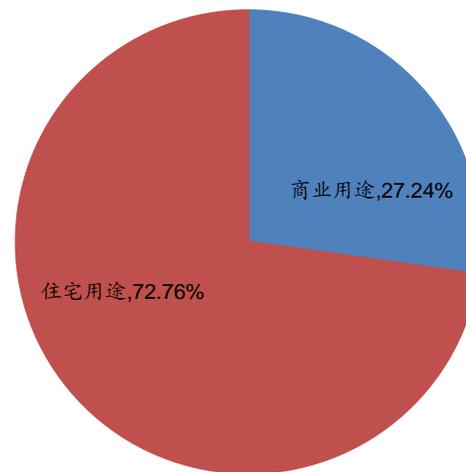
▶ 欧美占据全球OPE市场80%以上份额，住宅家用为主要用途。北美是全球最大的OPE消费市场，欧洲是活跃且不断增长的市场，亚太是快速发展的新兴市场，根据Frost & Sullivan数据，2023年北美/欧洲/亚太地区OPE市场规模分别为165/90/29亿美元，分别占据全球OPE市场56%/31%/10%的市场份额。由于欧美对于园艺文化的重视和住宅房屋绿地的提升，OPE成为家庭园艺生活必不可少的设备，根据Statista数据，2019年72.76%的草坪和园艺设备用于住宅家用用途。

按区域市场划分的全球OPE市场（亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

2019年按最终用途类型划分的草坪和园艺设备市场份额（%）

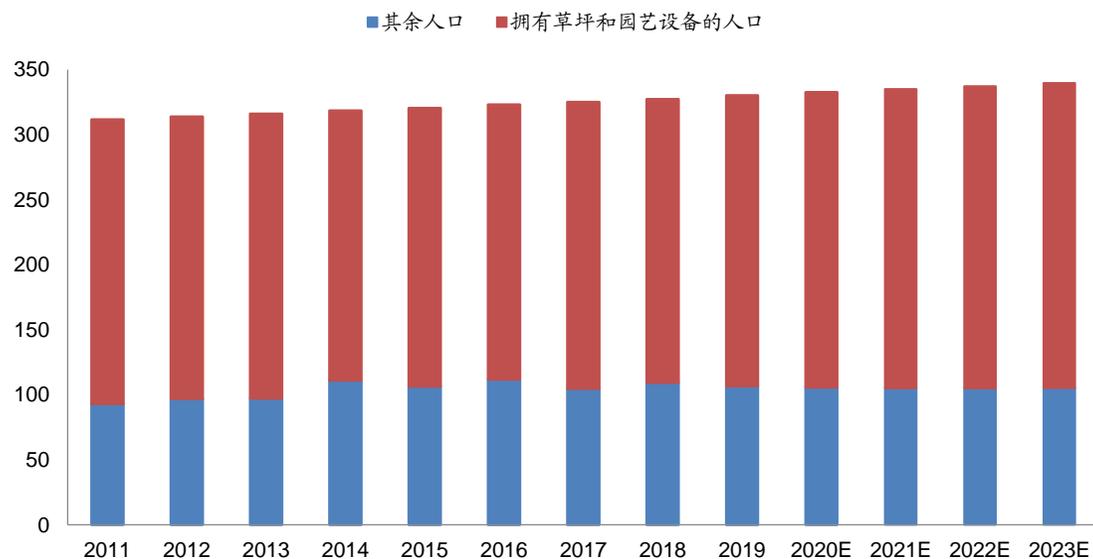


资料来源：Statista，华安证券研究所

## 3.1 欧美为核心市场，草坪和园艺设备支出较高

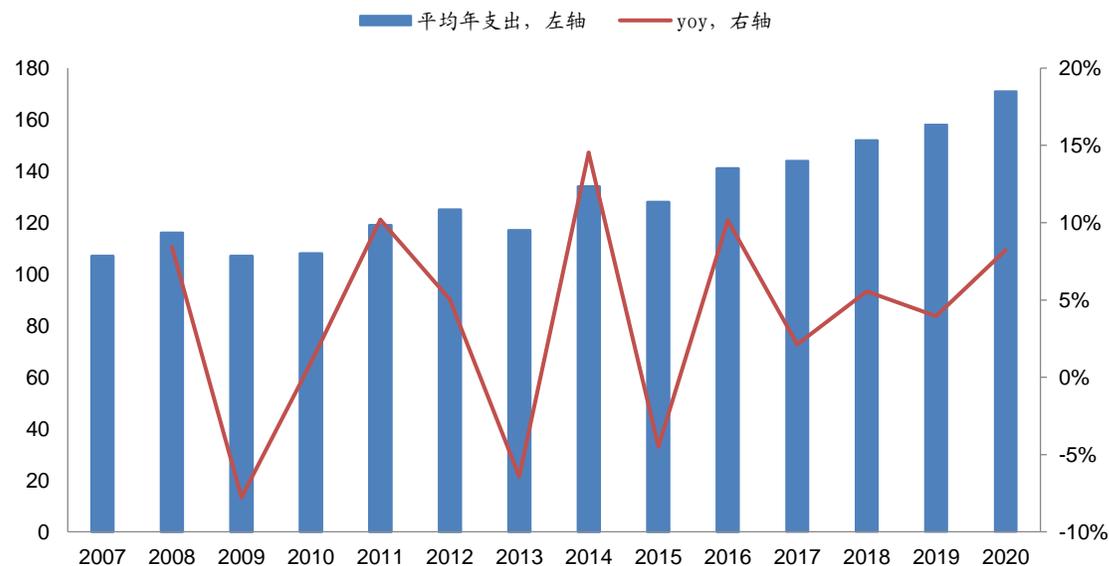
▶ 欧美家庭对于庭院维护的重视程度较高，草坪和园艺设备支出较高。在欧美，带有草坪的独栋住房是中产阶级的地位象征，一块精心打理过的草坪既是主人的身份名片，又是家庭休闲、玩闹、运动的场地。根据Turf Mutt 2022年的民意调研，76%拥有院子的美国人表示庭院是他们家中最重要的部分之一，72%的美国人表示如果他们正在寻找新家，宽敞的院子将是他们的首选。欧美人愿意投资时间和金钱维护庭院，OPE产品逐渐成为诸多欧美家庭的生活必需品。根据Statista数据，2023年2.34亿美国人拥有草坪维护及园艺工具，占总人口的69%；2020年，人均草坪维护及园艺工具年支出为171美元，同比增长8.4%。

2011-2023年美国拥有草坪和园艺设备的人口数量（百万人）



资料来源：Statista，华安证券研究所

2007-2020美国人均草坪和园艺设备年支出（美元，%）



资料来源：Statista，华经产业研究院，华安证券研究所

## 3.2 节能环保需求下，从汽油向锂电OPE迭代

- 我们认为需求端的变化将推动锂电渗透率快速提升的原因：
  - (1) 从产品性能来看，锂电设备环保性、运行维护成本、安全性与易用性均高于燃油设备。传统的燃油动力产品能源利用率较低，热能损失严重，且由于缺乏尾气处理装置所产生的尾气对大气会造成严重污染。根据CARB数据，使用一小时汽油驱动的割草机相当于汽车从洛杉矶行驶300英里至拉斯维加斯排放的尾气。而锂电产品具有清洁环保、噪声小、振动小、维护简单、运行成本低等优良产品特性。对于作业面积不大、要求低噪音、安全易用的住宅用户，锂电OPE或是更好的选择，根据Husqvarna调研，78%的受访者认为应该使用环保型OPE。

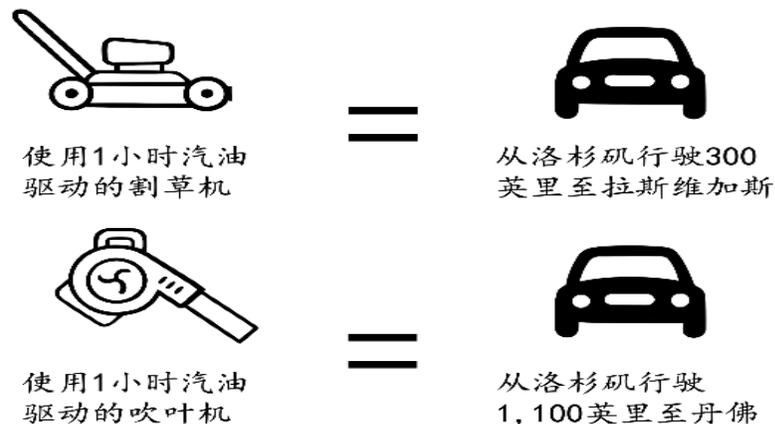
### 各种动力类型园林机械产品对比

动力类型	动力来源	应用场景	产品特点	
			优势	劣势
燃油动力	汽油、柴油	主要适用于园林、道路等户外作业	动力强、便携性好、续航能力强	环保性差、噪音大、使用成本高
电动（直流及交流）	外接电源	主要适用于花园、院落等小范围作业	环保性好、续航能力强	便携性差
	锂电池	适用于园林、道路、花园、院落等户外作业	环保性好、使用方便、运行成本低、噪音小	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，华安证券研究所

### 草坪及园艺设备与汽车尾气污染情况对比

#### 草坪及园艺设备与汽车烟雾污染情况对比



资料来源：CARB，华安证券研究所

## 3.2 节能环保需求下，从汽油向锂电OPE迭代

- (2) 从产品现存缺点来看，锂电技术升级、锂电产品价格下降将突破现存劣势。购买价格相对较高、续航能力相对较差为当前制约锂电OPE需求的主要原因。根据EGO产品说明书，对于修剪器产品，以5年生命周期计算，锂电产品全生命周期的成本较燃油产品低6668.51英镑，因此手持OPE产品的锂电渗透率较高。对于割草机尤其是骑乘式割草机产品，目前燃油款购置成本较低，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产品将不断普及并取得用户认可，市场渗透率有望逐年递增。

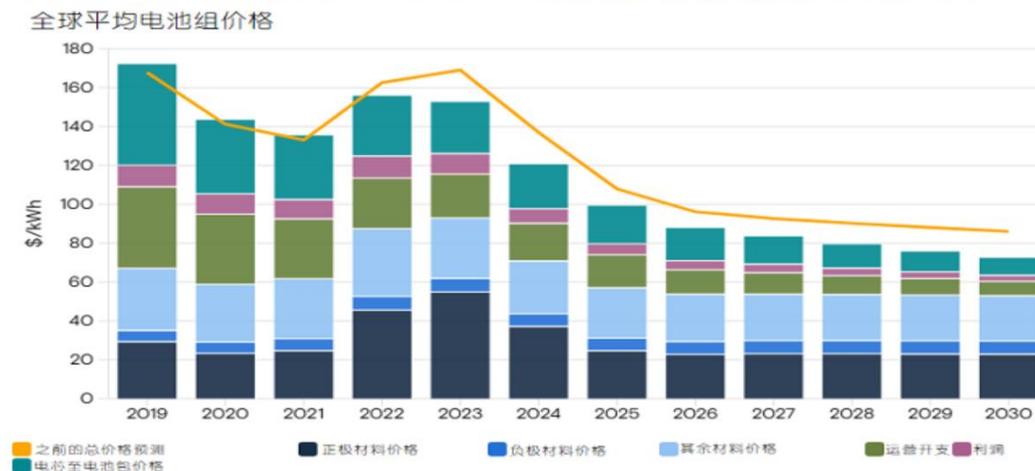
### 燃油修剪器vs 锂电修剪器经济性比较

PETROL		PRO X RANGE	
<b>INITIAL OUTLAY YEAR 1</b>			
	<b>TOOLS £1,657.00</b>		<b>TOOLS £1,027.00</b>
	<b>SERVICING £310.00</b>		<b>BATTERIES &amp; CHARGERS £1,052.98</b>
	<b>FUEL £1,129.18</b>		<b>ELECTRICITY £98.60</b>
<b>COST YEAR 1</b>	<b>£2,786.18</b> <small>Inc purchase of tools</small>	<b>£2,178.58</b> <small>Inc purchase of tools</small>	<b>£607.60</b> <small>Year 1 saving</small>
<b>COST YEAR 2</b>	<b>£1,516.37</b> <small>Fuel and servicing</small>	<b>£108.80</b> <small>Recharge cost only</small>	<b>£1,407.57</b> <small>Year 2 saving</small>
<b>COST YEAR 3</b>	<b>£1,598.92</b> <small>Fuel and servicing</small>	<b>£147.90</b> <small>Recharge cost only</small>	<b>£1,451.02</b> <small>Year 3 saving</small>
<b>COST YEAR 4</b>	<b>£1,710.89</b> <small>Fuel and servicing</small>	<b>£168.30</b> <small>Recharge cost only</small>	<b>£1,542.59</b> <small>Year 4 saving</small>
<b>COST YEAR 5</b>	<b>£1,850.13</b> <small>Fuel and servicing</small>	<b>£190.40</b> <small>Recharge cost only</small>	<b>£1,659.73</b> <small>Year 5 saving</small>
<b>TOTAL COST OF OWNERSHIP</b>	<b>£9,462.49</b>	<b>£2,793.98</b>	<b>SAVING AT YEAR 5 BY INVESTING IN CORDLESS £6,668.51</b>

资料来源：EGO，华安证券研究所

### 电池组价格趋于下降

到2025年（相较于2022年）电池价格预计将下降40%



资料来源：高盛，华安证券研究所



## 3.2 节能环保需求下，从汽油向锂电OPE迭代

- (3) 从政策驱动来看，环保政策为催化剂，加速锂电替代燃油设备。美国环境保护署（EPA）自2008始即开始实施最为严格的Tier4美国车辆排放标准，对割草机、链锯、吹叶机等OPE产品进行环保监管。根据美国环境保护局测算，2011年全美OPE产生了2670万吨空气污染物排放，占非道路汽油排放的24%-45%，加利福尼亚及其他四个州（2011年人口排名前五）合计排放量占全美总排放量的比重超过了20%。2021年加州规定从2024年开始禁止使用小型非道路用发动机的汽油动力设备，包括使用汽油动力的发电机、高压清洗机以及草坪工具如吹叶机和割草机等。在欧洲，OPE产品也受到欧洲排放标准的管理，自1999年起循序渐进地经历了5个阶段，而最为严格的第五阶段标准从2018年开始逐步实施，2021年开始全面实施。日趋严格的监管要求加快了OPE行业开发新能源动力的速度，助力全球OPE锂电化的发展。

### 北美园林机械行业环保政策

日期	城市	规定细节
2022.3.8	马萨诸塞州	到2024前期，汽油吹叶机将被逐步淘汰
2022.1.5	华盛顿	2018年立法规定， <u>从2022年1月起禁止汽油吹叶机</u>
2022.1.27	温哥华	到2024年将逐步 <u>淘汰</u> 用于个人和商业用途的 <u>汽油驱动的景观维护设备</u>
2021.12.23	新泽西州	出台新政禁止汽油吹叶机销售
2021.12.20	波特兰	国家专员批准在2025年之前改用电动吹叶机
2021.12.7	达拉斯	市议会的ESC讨论了 <u>禁令汽油吹叶机</u>
2021.12.9	加利福尼亚	从2024年1月起，AB1346法案将 <u>禁止销售新的汽油动力户外设备</u>
2021.10.27	纽约	到2027年，所有州内销售的新型草坪护理和景观美化设备都必须 <u>实现零排放</u>
2021.4.17	伯灵顿	2022年5月，所有商业和民用吹叶机必须禁止汽油动力

### 3.3 商用市场潜力较大，静待爆发增长拐点

➤ 商用产品以园林机械公司为主，产品专业性要求较高。从应用领域来看，新能源园林机械产品包括家用、商用两个系列，其中家用系列产品主要以北美家庭消费为主，割草使用频次相对较低，基本上每周一次或两次，每次割草时间相对较短，家庭使用场景对产品性能要求相对简单。相较而言，商用产品主要以北美园林绿化公司为主，使用频次更高，每天多个小时持续作业，商用使用场景对产品性能、续航提出非常高的要求。根据格力博公告，商用产品市场潜在规模超过200亿美元，而锂电化率不到2%，商用产品锂电化正处于爆发增长拐点。

#### EGO Z6 0转骑乘式割草机



资料来源：EGO产品说明书，华安证券研究所

#### 格力博商用领域 82V 商用领域 OptimusZ™ 系列产品



资料来源：格力博公司公告，华安证券研究所



# 目录

1

出口链延续强势，园林机械为高景气度分支

2

行业概况：汽油为主动力源，割草机为主品类

3

需求端：欧美为主市场，锂电渗透率提升空间大

4

供给端：全球化产能布局，产品+渠道决定竞争力

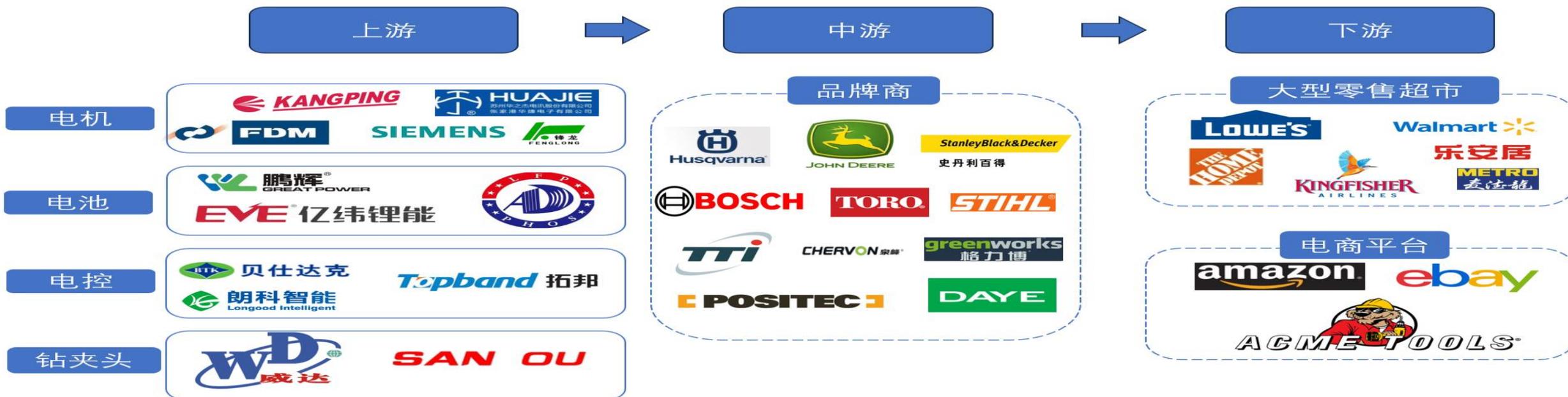
5

标的：建议关注大叶股份、泉峰控股、格力博等

## 4.1 产业链：中国企业为重要生产方，积极全球化产能布局

➤ 园林机械产业链包括上游零部件供应商、中游工具制造/代工商及品牌商、下游建材商超。上游原材料包括锂电池、电机、控制器、电器件、五金件、塑料粒子等。中游生产者既有代工商（主要集中于国内江苏、浙江区域），又有各大品牌商，国际参与者包括Husqvarna、John Deere、Stanley Black & Decker、BOSCH、Toro、Makita、STIHL等，国内参与者主要包括创科实业（TTI）、泉峰控股、格力博、宝时得、大叶股份、苏美达等。下游渠道商主要为零售商、经销商、电商，包括The home depot、Lowe's等各大建材商超及Amazon等电商平台。产品最终销售给家庭和专业消费者，应用于家庭园艺、公共园林和专业草坪。

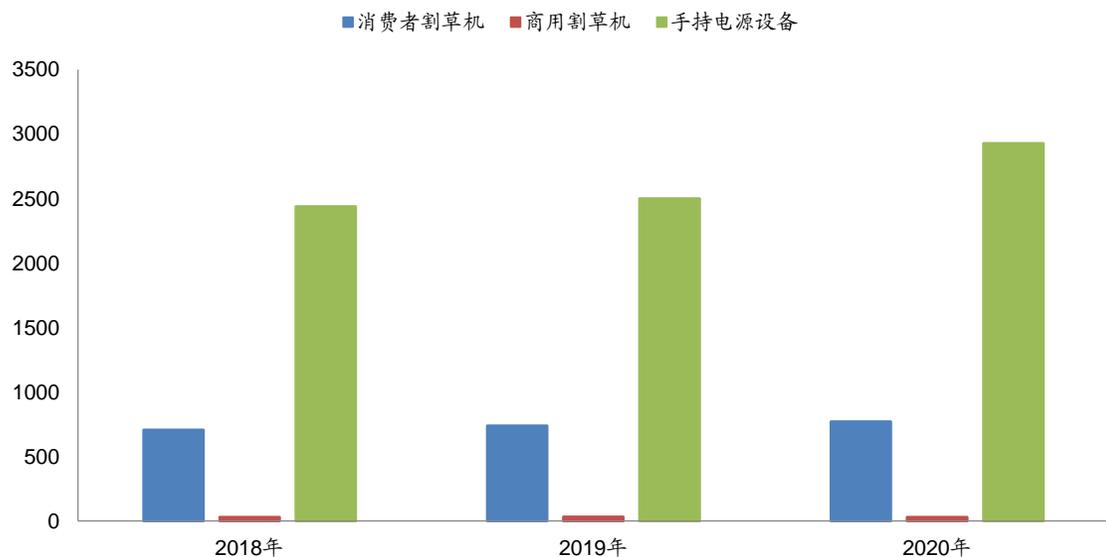
### 园林机械行业产业链情况



## 4.1 产业链：中国企业为重要生产方，积极全球化产能布局

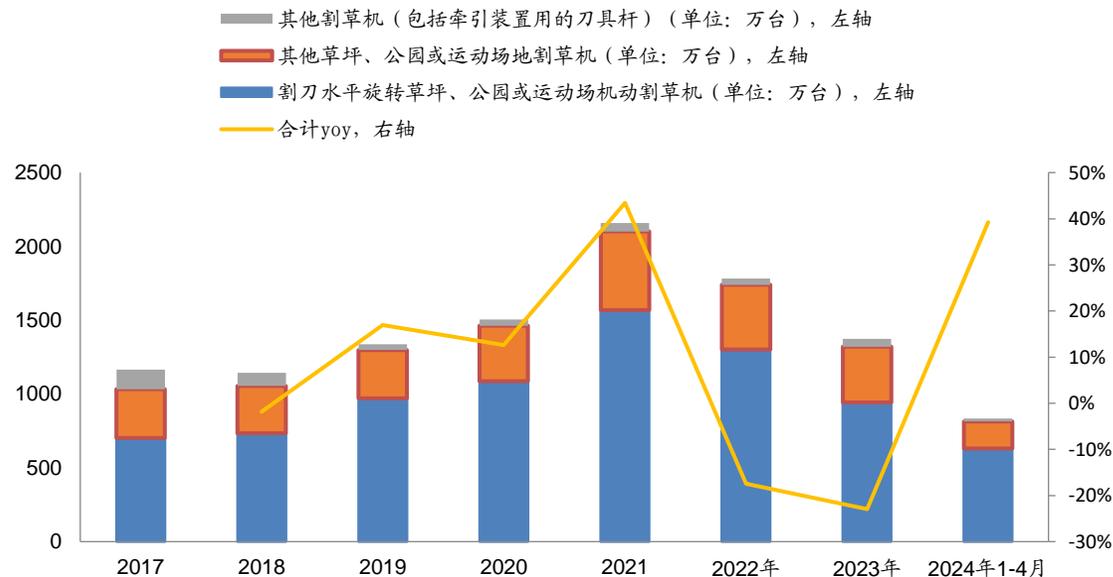
➤ 中国企业是园林机械设备主要生产方，出货量占比较高。从20世纪90年代末开始，中国的劳动力成本优势吸引国际OPE品牌商逐步将生产制造环节转移至中国，先进的制造工艺和技术提升了国内园林机械行业的整体技术水平，中国企业成为主要生产代工方。根据中国海关总署数据，2020年中国出口美国割草机数量为285万台，根据OPEI数据，2020年美国消费者及商用割草机出货量共计801万台，则中国出口整机量占比为36%。

2018-2020年美国市场OPE出货量（单位：万台）



资料来源：OPEI，华安证券研究所

2017-2024年中国出口割草机数量（单位：万台）



资料来源：Wind，海关总署，华安证券研究所



## 4.1 产业链：中国企业为重要生产方，积极全球化产能布局

- 关税及贸易摩擦影响下，积极进行全球化产能布局。美国向中国出口商品加征关税，中国园林机械企业出口美国的清洗机、吹风机、松土机、割草机、打草机、修枝机等均受影响，当前执行关税税率在7.5%-25%之间。园林机械公司采取与客户协商共同分担关税，并积极在越南、墨西哥等地设立制造中心等方式，积极进行全球化产能布局，降低加征关税和中美贸易摩擦对出口业务的不利影响。

### 中国出口美国园林机械产品加征关税安排情况

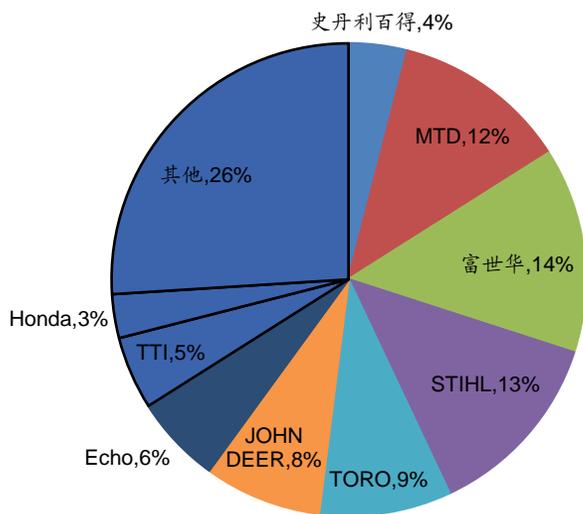
产品大类	产品小类	期间	加征关税安排
新能源园林机械	割草机、打草机、修枝机	2019.1.1-2019.8.31	执行关税为 0%
		2019.9.1-2020.2.13	执行关税税率为 15%，含加征 15%关税
		2020.2.14-2022.6.30	执行关税税率为 7.5%
	吹风机	2019.1.1-2019.5.9	执行关税税率为 10%，含加征 10%关税
		2019.5.10-2022.6.30	执行关税税率为 25%，含加征 15%关税
	电池包	2019.1.1-2019.8.31	执行关税为 3.4%
2019.9.1-2020.2.13		执行关税税率为 15%，含加征 11.6%关税	
2020.2.14-2022.6.30		执行关税税率为 7.5%	
交流电园林机械	清洗机	2019.1.1-2019.5.9	执行关税税率为 10%，含加征 10%关税
		2019.5.10-2022.6.30	执行关税税率为 25%，含加征 15%关税
	割草机	2019.1.1-2019.8.31	执行关税为 0%
		2019.9.1-2020.2.13	执行关税税率为 15%，含加征 15%关税
其他	空压机	2019.1.1-2019.5.9	执行关税税率为 10%，含加征 10%关税
		2019.5.10-2022.6.30	执行关税税率为 25%，含加征 15%关税

资料来源：格力博招股说明书，华安证券研究所

## 4.1 产业链：中国企业为重要生产方，积极全球化产能布局

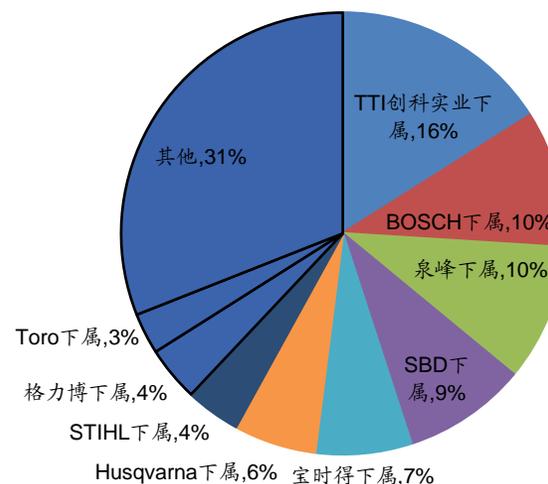
➤ 积极从代工企业向品牌企业转变，中国企业有望主导锂电市场。中国企业一方面通过ODM/OEM模式为国外商超、品牌商代工生产，一方面积极学习经验、提升自身产品研发和生 产管理能力，发展自主品牌。目前，整体OPE（汽油+电动）市场仍以欧美供应商为主，根据Stanley Black&Decker Investor-Presentation，2020年全球整体OPE（汽油+电动）市场前五的公司为Stanley Black&Decker（收购MTD，美国）、Husqvarna（瑞典）、Stihl（德国）、Toro（美国）和John Deer（美国）。根据Frost & Sullivan数据，电动OPE市场供应商方面，TTI、泉峰控股、格力博、宝时得跻身前十，四家中国企业共计占总市场份额48.9%；品牌方面，市场份额占比排序与各供应商基本保持一致，四家中国品牌仍上榜前十，占据总市场份额的36.8%。我们认为，随着锂电渗透率的提升，中国企业凭借先进的锂电技术和产品，市场份额有望不断提升。

2020年全球整体OPE（汽油+电动）品牌市场份额



资料来源：StanleyBlack&Decker Investor-Presentation，华安证券研究所

2020年全球电动OPE品牌市场份额（按收入计）

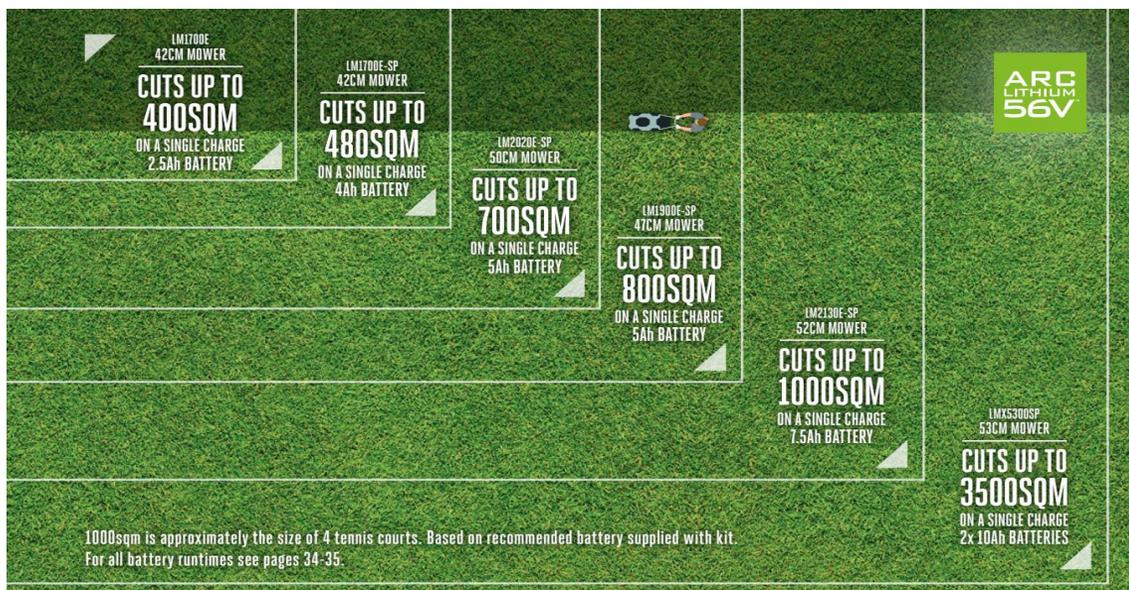


资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

## 4.2 产品：三电为核心技术，布局多元产品和品牌矩阵

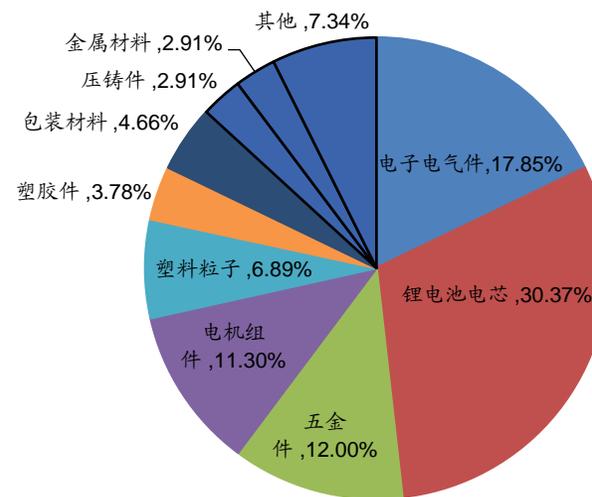
- ▶ 园林机械设备的核心技术在于三电技术，即电池、电机、电控，高能量密度的电池、高效的电机、复杂的电控能够为操作提供更长的运行时间。其中，锂电电池平台是关键，既要满足大容量、高功率的需求又要满足高可靠、低风险的要求，其表现由电能（Wh）和功率（W）共同决定，电池平台的电能和功率越高则设备的运行时间越长，且电池平台的运行温度较低、充电速度较快则表现较优。目前OPE核心品牌的电芯主要通过专业锂电池供应商提供，再由OPE厂商自行设计组装成电池平台。根据格力博招股说明书，2022H1，公司电子电气件/锂电池电芯/电机组件采购金额及占原材料采购总额的比例分别为17.85%/30.37%/11.30%。

EGO 56V 电池平台不同安时数电池可割草坪面积



资料来源：EGO产品说明书，华安证券研究所

2022H1格力博主要原材料采购金额及占原材料采购总额的比例



资料来源：格力博招股说明书，华安证券研究所

## 4.2 产品：三电为核心技术，布局多元产品和品牌矩阵

▶ **产品层面，竞争力主要取决于运行时间、动力和安全易用性等。**（1）**运行时间。**设备最大运行时间取决于电池容量和数量、运行速度、草坪密度等因素，决定了用户一次充电可维护的草坪面积，一般锂电手推式割草机在1小时左右，骑乘式割草机在3小时左右；（2）**动力。**动力大小直接决定设备单位时间的作业效率，可由最大扭矩、马力等指标衡量；（3）**安全性与易用性。**拥有更高的安全标准、便携性与灵活性，更易使用和保管产品更受消费者的青睐，一般锂电手推式割草机可折叠放置于墙角，节省收纳空间。在同等级的产品中做到性能最优且价格合适是OPE产品取胜的关键。

### 各品牌割草机产品力对比

公司	大叶股份	TTI	TTI	TTI	格力博	格力博	泉峰控股	泉峰控股
品牌	GREEN MACHINE	RYOBI	RYOBI	MILWAUKEE	Greenworks	Greenworks	EGO	EGO
产品	DYM101301	40VHP无刷20"自走式多刀片割草机	80VHP30"无刷30英寸锂电零转骑乘式割草机	M18 FUEL™ 21英寸自走式双电池割草机	48V (2 x 24V) 20"无刷无绳推式割草机	80V21"无刷无绳割草机	LM2102SP 21英寸自走式割草机	POWER+ 42" T6 草坪拖拉机套件
价格	/	499美元	1999美元 (裸机)	799美元 (裸机)	279.00美元	499.99美元	649美元	3999美元
电池	40V	40V8ah	80V10ah	2*18V12Ah	2*24V4ah	80V 4.0Ah	56V 7.5Ah	6*6.0Ah56V
运行时间	/	50分钟	90分钟	60分钟	45分钟	38分钟	60分钟	/
充电器	/	/	80V超级充电器	/	/	60分钟充电	40分钟充电	/
保修	/	产品5年，电池3年	产品5年	产品3年	产品3年，电池2年	产品4年	/	5年刀具保修，3年电池保修
电池平台兼容性	适配同品牌40V设备	适配同品牌40V85+种设备	适配同品牌80V设备	适配同品牌M18™ 250+种产品	适配同品牌24V 50+种设备	适配同品牌80V设备	适配同品牌56V 80+设备	适配同品牌56V 80+设备
切割高度	/	/	1" - 4"	1"-4"	/	/	1.5"- 4"	1.5"-4.5"
适用面积	割草宽度380mm	1/2英亩	最多1英亩	最多3英亩	/	½ Acre	/	1.5 英亩
重量	18公斤	/	117磅	78.2磅	67.2千克	68.3千克	/	/
最大速度	空载速度3100	/	/	3英里/小时	/	/	/	6 英里/小时

资料来源：各品牌官网，华安证券研究所



## 4.2 产品：三电为核心技术，布局多元产品和品牌矩阵

- 品牌层面，竞争力主要取决于产品矩阵、系统兼容性、保修支持服务等。（1）产品矩阵。大多OPE品牌旗下都会涵盖割草机、鼓风机、链锯、绿篱机、吹雪机等产品，覆盖全方位的户外需求，有些甚至会涵盖电动工具，多元化的产品矩阵有利于提升消费者对于品牌的粘性和品牌知名度；（2）系统兼容性。增强不同工具的电池平台兼容性有助于为终端用户增加使用便利性并降低成本，提高客户对同一系列产品的忠诚度，根据OPEI调研数据，79%的被调研者表示购买与所使用设备相同品牌的额外/更换电池对他们来说很重要；（3）保修支持服务。对产品的售后服务决定消费者对产品和品牌的信任程度，一般家用产品保修3-5年，电池保修2-3年，商用产品质保期较短，一般为2年。

### 各品牌产品竞争力对比

公司	品牌	OPE产品矩阵	无绳OPE设备电压型号	保修支持服务
SWK	Dewalt	吹风机、电锯、绿篱机、割草机、草坪修边机、修枝锯、配件等	12V、20V、60V	3年有限保修，7年有限责任保证，30天退款保证
SWK	Craftsman	吹风机、推车、电锯、割草机、草坪修边机、绿篱机、修枝锯、配件等	20V、60V	3年有限保修
泉峰控股	EGO	割草机、吹风机、链锯、绿篱机、吹雪机、电池、配件等	56V	工具5年有限保修，电池和充电器3年保修
泉峰控股	FLEX	砂光机、抛光机、角磨机、电钻、冲击扳手、锯等	10.8V、18V	3年有限保修
TTI	MILWAUKEE	鼓风机、绿篱机、割草机、锯、喷雾器、修剪器、配件等	12V、18V	基本为3年有限保修
TTI	RYOBI	割草机、修边机、鼓风机、绿篱机、电锯和修枝剪、吹雪机、配件等	18V、40V、80V	产品基本均为3年有限保修；电池1-3年保修
格力博	greenworks	割草机、打草机、吹风机、链锯等	20V、40V、60V、80V、82V（商用）	商用2年，家用3-5年
大叶股份	GREEN MACHINE	割草机、打草机、割灌机、扫雪机、梳草机、修枝剪等	20V、40V、62V	3-5年



## 4.2 产品：三电为核心技术，布局多元产品和品牌矩阵

- 企业层面，竞争力主要取决于多元化的品牌矩阵。（1）终端用户差异化：高端市场用户对于产品的品质和性能要求较高，大众市场用户更为追求性价比；（2）区域市场差异化：北美和欧洲是主流成熟市场，市场渗透率较高，主要通过差异化的创新性产品组合抢占市场；亚太是新兴发展市场，市场渗透率较低，主要通过优惠性的产品组合来完成市场开拓和教育；（3）零售价格差异化：针对不同的终端用户和不同的区域市场采取不同的定价策略。（4）渠道差异化：针对不同的渠道推出不同的品牌以应对渠道的独家供应要求。

各企业品牌矩阵对比

公司	品牌	创建模式	定位	主要涉及类别	目标终端用户	重点区域
泉峰控股	EGO	自主打造	全球电动OPE市场排名第三	OPE	商业/高端终端用户	北美、欧洲及亚太地区
	FLEX	2013年收购	于1922年创立于德国.高端专业级电动工具品牌	电动工具	专业级终端用户	北美、欧洲及亚太地区
	SKIL	2017年收购	于1924年在美国创立，提供品类齐全的电动工具及OPE产品	电动工具及OPE	专业建筑商及消费级终端用户	北美、欧洲及亚太地区
	大有	自主打造	高端、专业级电动工具品牌	电动工具	专业级/工业级终端用户	亚洲及其他新兴市场
	小强	自主打造	针对建筑及家居装修应用市场的耐用实惠品牌	电动工具	建筑和家装行业承包商	中国
TTI	MILWAUKEE	2005年收购	全球第一的专业工具品牌	电动工具及OPE	制造业专家	北美、欧洲及亚太地区
	RYOBI	2000年收购	全球第一的DIY工具品牌	电动工具及OPE	DIY家居用户、木工、业余人士、工匠和园艺爱好者	北美、欧洲及亚太地区
	AEG	2005年收购	专注于专业市场的品牌	电动工具	专业级的用户	欧洲地区
SWK	DEWALT	1960年收购 1992年重塑品牌	全球最大的无绳自由动力专业工具品牌	电动工具及OPE	高端、专业级的用户	北美、南美、欧洲及亚太地区
	Craftsman	2017年收购	动力工具行业增长最快的品牌	电动工具及OPE	品牌业主、房屋建筑商、汽车爱好者	北美
	Black+Decker	自有品牌	SWK创始之初的品牌，专注户内和户外的工具业务	DIY家装及OPE	中低价位入门级消费者的品牌	北美、南美、欧洲及亚太地区
	STANLEY	自有品牌	卷尺领域第一品牌	电动工具及手动工具	中高端价位，零售级用户	北美、南美、欧洲及亚太地区

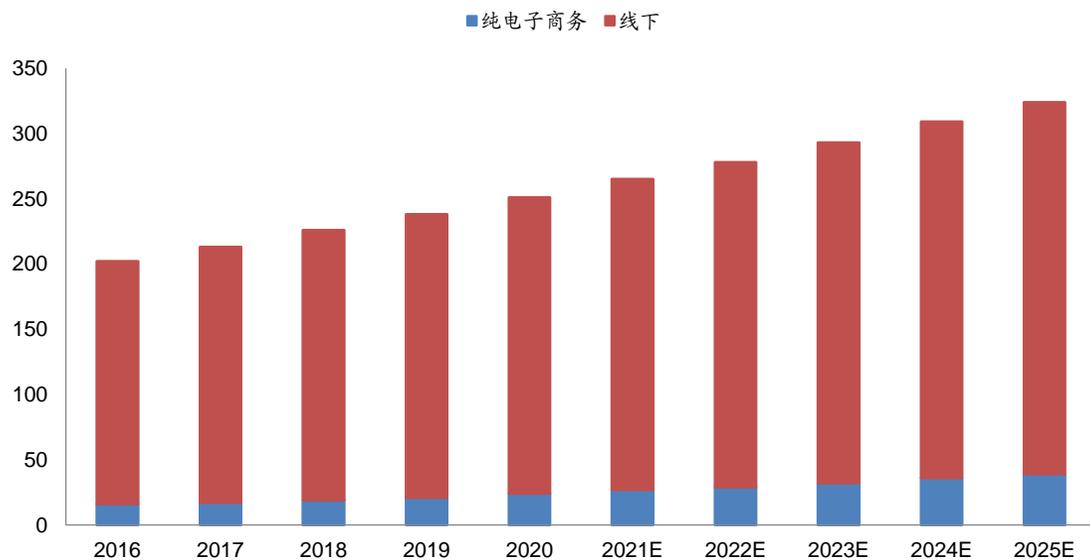
资料来源：泉峰控股招股说明书，各品牌官网，公司报告，华安证券研究所



## 4.3 渠道：家得宝和劳氏为主渠道，绑定合作贡献显著业绩

➤ The Home Depot和Lowe's为核心线下渠道，Amazon为核心线上渠道。园林机械设备的销售渠道主要是线上线下的大型零售商及分销商，主要包括家得宝、劳氏、翠峰、Costco、沃尔玛、ACE、Amazon等。根据Frost & Sullivan数据，2023年，OPE在纯电子商务/线下渠道销售占比分别为11%/89%。根据Traqline数据，截至2023Q3的4个季度中，以销售额计算，Lowe's占据OPE市场23.8%的市场份额，The Home Depot占据23.3%的份额，Amazon占据5.5%的份额；以销售量计算，Lowe's占据OPE市场22.1%的市场份额，The Home Depot占据26.1%的份额，Amazon占据12.0%的市场份额。

2020年前五大美国家装渠道商（单位：亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

The Home Depot与Lowe's园林类目销售额（单位：亿美元）

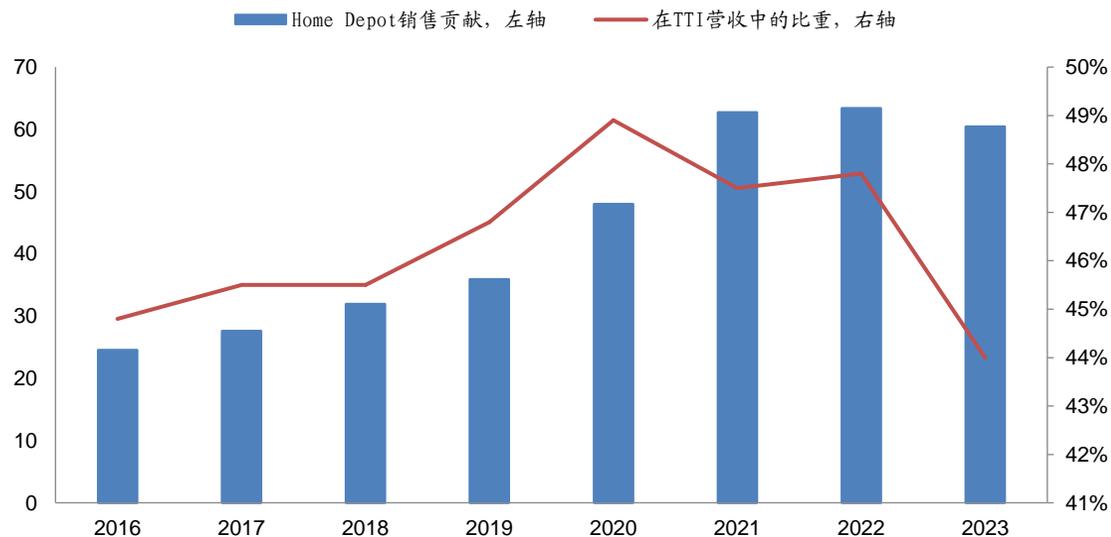


资料来源：Home Depot年报，Lowe's年报，华安证券研究所（注：Home Depot园林类目包括Indoor and outdoor garden；Lowe's园林类目包括Seasonal&outdoor living and Lawn&garden）

## 4.3 渠道：家得宝和劳氏为主渠道，绑定合作贡献显著业绩

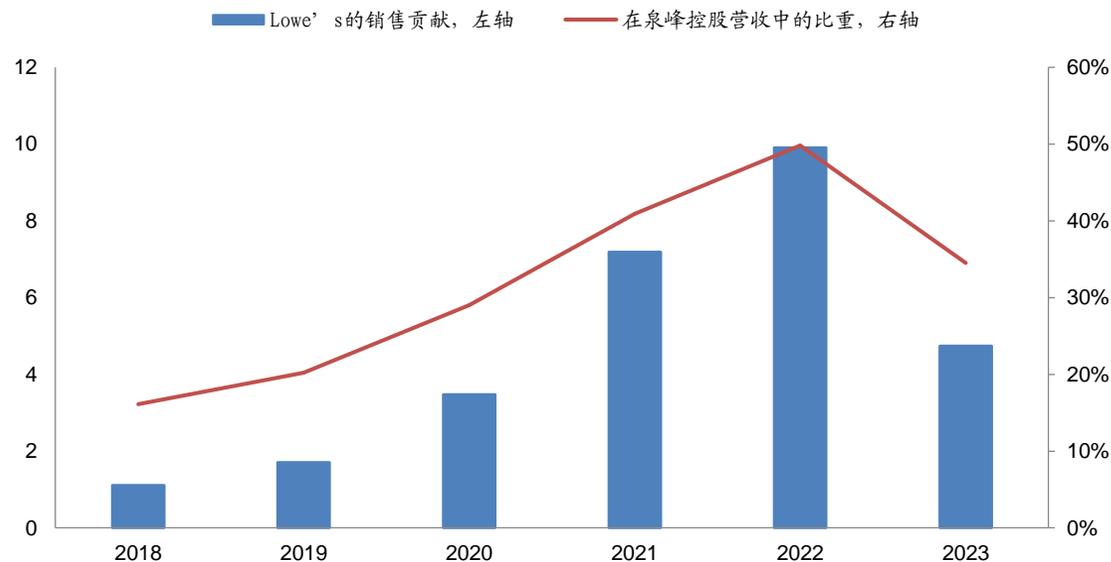
➤ 绑定核心渠道或为OPE公司带来明显业绩贡献，渠道商去库/补库操作会明显影响业绩。参考创科实业（TTI）与The Home Depot、泉峰控股与Lowe's、格力博与Amazon的合作案例：（1）TTI：The Home Depot在2004便成为TTI渠道商，两者经过十多年的深化合作，TTI来自The Home Depot的渠道营收占比由2016年的44.8%提升至2022年47.8%（2023年为44.0%），渠道销售贡献同比增速基本均高于总营收同比增速。（2）泉峰控股：泉峰控股与Lowe's合作13年，并在2020年退出两大寡头中的The Home Depot渠道，泉峰控股来自Lowe's的渠道营收占比由2018年的16.1%提升至2022年的49.8%（2023年为34.5%），渠道销售贡献同比增速高于总营收同比增速。

The Home Depot对TTI的业绩贡献（单位：亿美元，%）



资料来源：创科实业年报，华安证券研究所

Lowe's对泉峰控股的业绩贡献（单位：亿美元，%）

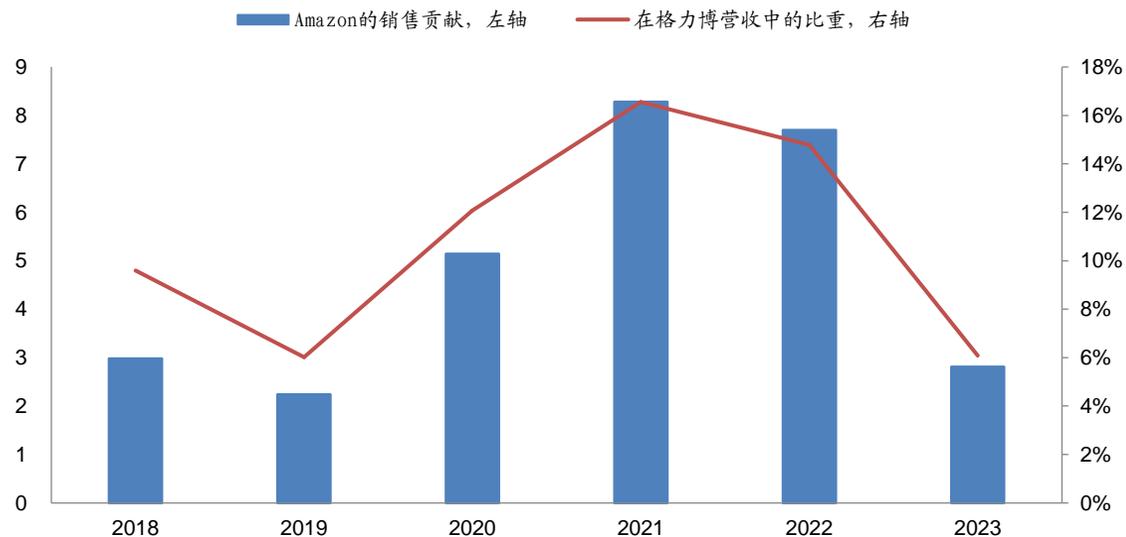


资料来源：泉峰控股招股说明书，泉峰控股年报，华安证券研究所

## 4.3 渠道：家得宝和劳氏为主渠道，绑定合作贡献显著业绩

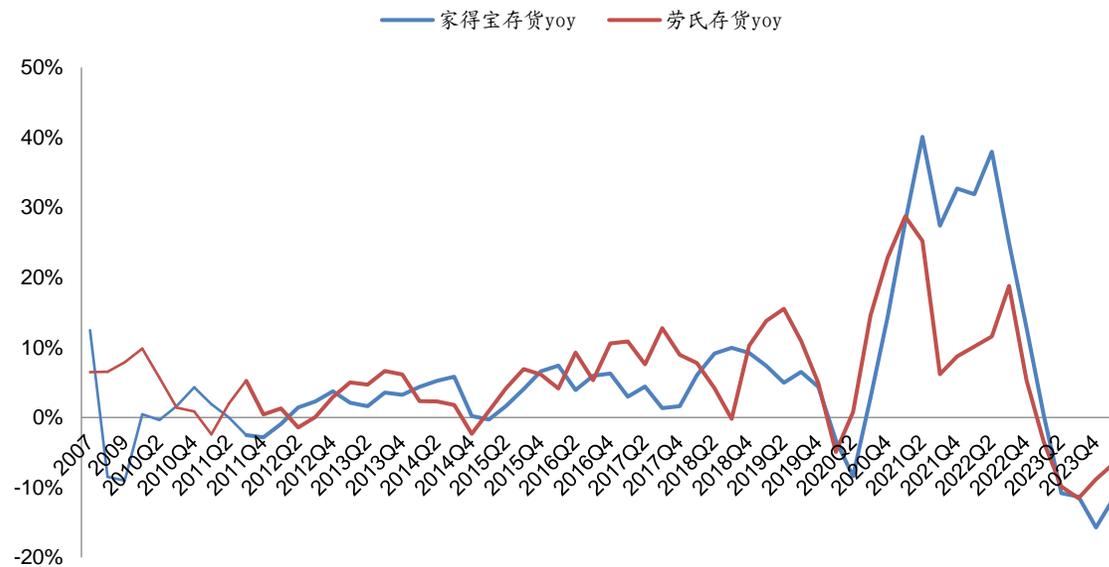
- （3）格力博：**格力博与Amazon具有12年以上合作历史，2020年受Lowe's更换泉峰控股作为其新能源园林机械的战略供应商，格力博积极发展Amazon等电商渠道，来自Amazon的渠道营收占比由2018年的9.6%提升至2022年的14.8%（2023年为6.08%）。核心渠道通常对供应商产品的创新性和高品质严格要求，且在绑定合作关系后不会轻易更换合作对象，合作对象对其业绩亦有一定贡献，绑定核心渠道后能够助力OPE公司业绩持续较快增长。2023年，TTI、泉峰控股、格力博来自于核心渠道商的收入占比均出现明显下滑，大客户的去库存对其影响较大，随着渠道商去库进展顺利，库存需求会带动公司业绩增长。家得宝和劳氏从2022Q4开始主动去库存，经历6个季度去库存后，存货同比降幅于2024Q1开始收窄，2024Q1，家得宝/劳氏存货同比变化分别为-11.65%/-6.65%，开始步入补库阶段。

Amazon对格力博的业绩贡献（单位：亿元，%）



资料来源：格力博招股说明书，格力博2023年年报问询函答复，华安证券研究所

家得宝和劳氏存货同比变化 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

## 4.4他山之石：复盘巨头TTI成长路径，产品+渠道决定竞争力

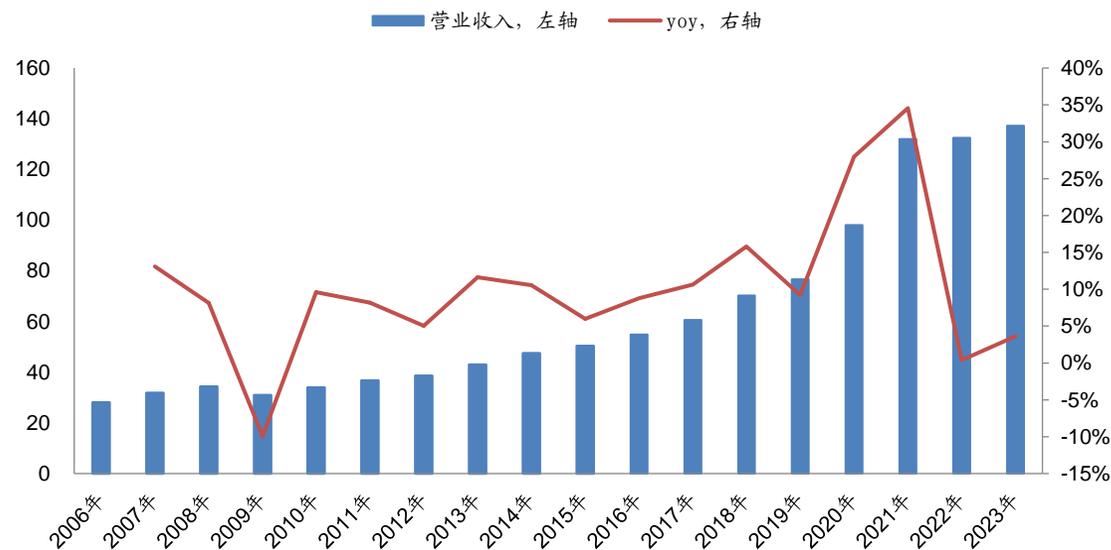
- **创科实业为全球领先的电动工具供应商。**公司成立于1985年，总部位于香港，产品涵盖电动工具、手动工具、户外园艺工具及地板护理产品，自1999年起，公司相继并购获取13个优质品牌及业务，构筑多品牌矩阵，实现从家用级到专业级、从大众到高端的完整覆盖，核心品牌为Milwaukee、RYOBI和Hoover。根据Frost&Sullivan数据，2020年，TTI在全球电动工具行业的市占率排名第一，为16.6%。
- **业绩规模稳健增长。**公司除2009年因外币兑换因素及金融危机营收减少以外，营业收入持续稳健增长，2006-2023年营业收入CAGR为9.19%，股东应占溢利CAGR为12.20%。2023年，公司实现营业收入137.31亿美元，同比增长3.60%；实现归母净利润9.76亿美元，同比下降9.38%。

### 创科实业多品牌矩阵



资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 创科实业营业收入及yoy (亿美元, %)

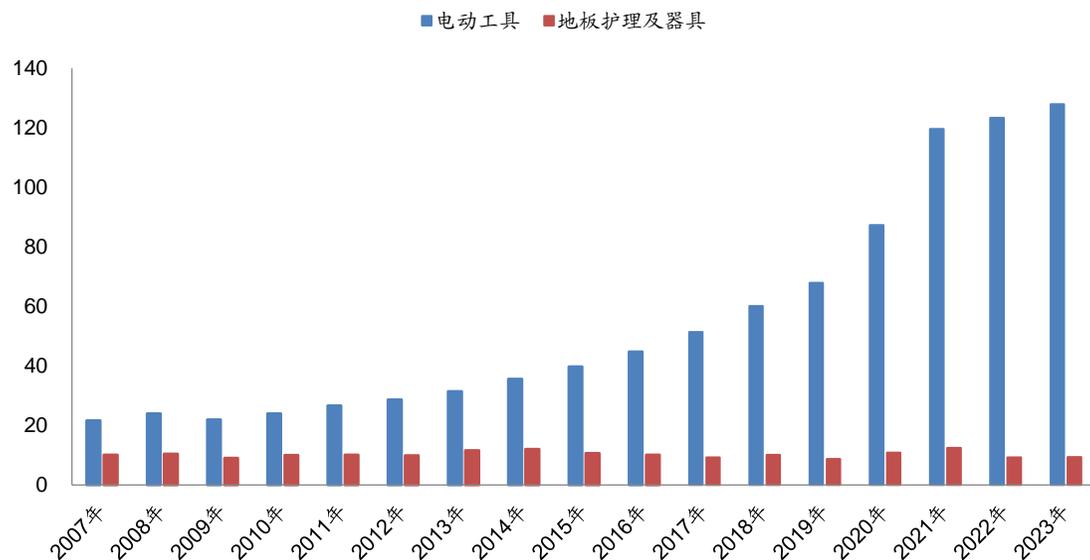


资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

## 4.4他山之石：复盘巨头TTI成长路径，产品+渠道决定竞争力

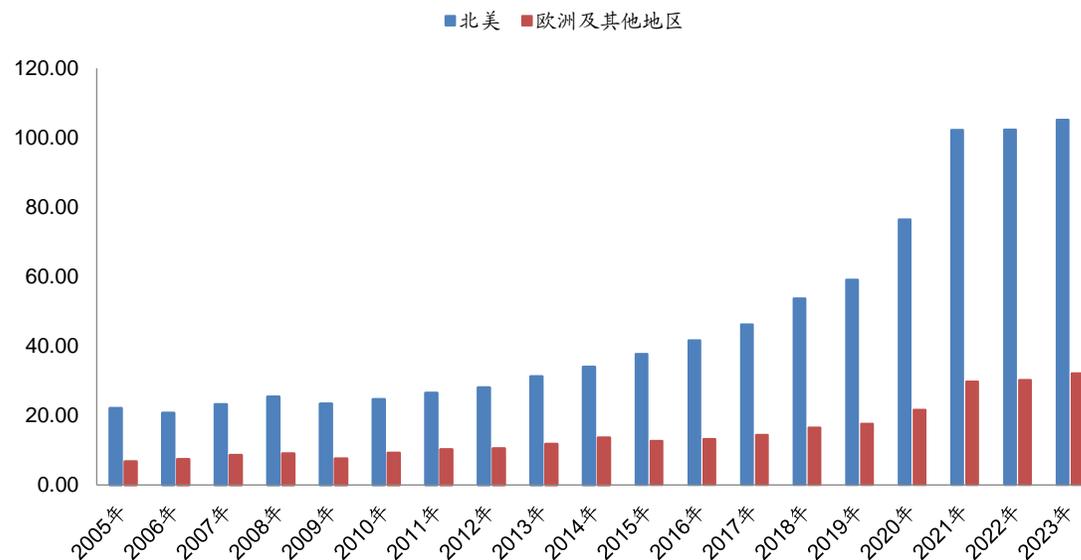
- ▶ **以电动工具业务为核心，营收占比超90%**。公司两大业务涵盖电动工具和地板护理与清洁两大板块，电动工具为业务核心，2023年实现营业收入127.95亿美元，同比增长3.78%，主要系MILWAUKEE业务增长强劲，以当地货币计，全年销售同比增长10.7%。公司电动工具营收占比从2006年的68%提升至2023年的93%。
- ▶ **以北美市场为核心，营收占比超70%**。2023年，公司来源于北美市场的收入为105.13亿美元，营收占比为77%；来源于欧洲及其他地区的收入为32.18亿美元，营收占比为23%。

创科实业分产品营业收入（亿美元）



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

创科实业分区域营业收入（亿美元）

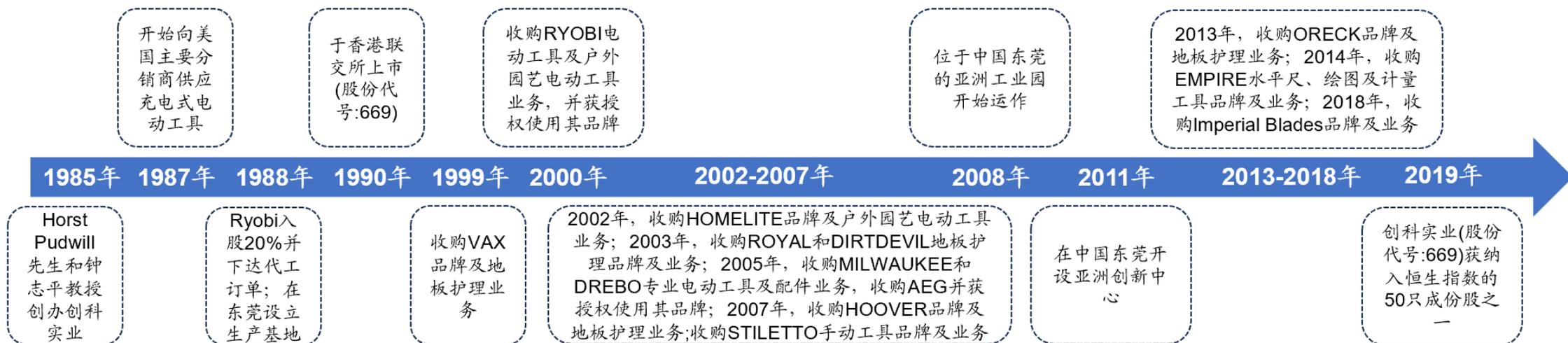


资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

## 4.4他山之石：复盘巨头TTI成长路径，产品+渠道决定竞争力

- 公司发展历程可分为以下阶段：（1）OEM代工起家（1985-1998年）：成立伊始，TTI为美国Sears Roebuck&Co旗下的知名品牌Craftman代工生产电钻等工具，1988年，Ryobi入股TTI20%并下达代工订单，TTI的产品质量及技术大幅提高，随后美国Bissell、Royal等品牌成为TTI客户。（2）构建自有品牌矩阵（1999-2007年）：1999年，TTI以对价700万美元收购英国吸尘器品牌Vax，随后以1.06亿美元收购了Ryobi电动工具品牌及户外园艺电动工具业务，2001年Ryobi与Home Depot达成合作，自2002年以来，TTI进入密集收购阶段，相继收购了HOMELITE、ROYAL、DIRT DEVIL等知名品牌或旗下部分业务。（3）领先布局锂电电动工具（2008-2012年）：自2004年以来，公司开始加大对充电式工具技术及锂电产品的研发力度，2011年，推出革命性的MILWAUKEE FUEL锂电系列。（4）完善产品和产能布局（2013-至今）：一方面持续扩充品牌和产品矩阵，自2013年以来TTI相继收购ORECK、EMPIRE及Imperial Blades，持续升级各电压下的锂电池平台并扩充其平台下产品种类，2018年，推出适合大型建筑设备工具的MILWAUKEE MX FUEL设备系统，逐步确立电动工具巨头领先地位；另一方面，2018年起，公司加强了在越南、墨西哥、欧洲等地的产能建设，以全球化产能布局应对贸易风险的不确定性。

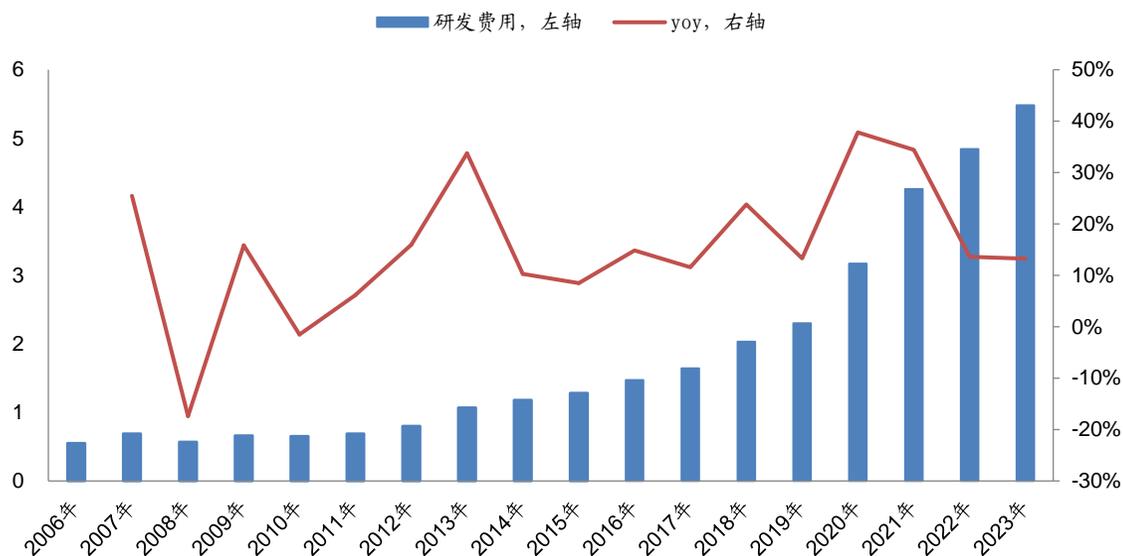
### 创科实业发展历程



## 4.4他山之石：复盘巨头TTI成长路径，产品+渠道决定竞争力

- 我们认为，为公司持续稳健增长提供支撑的动因来源于：
  - 1) 注重研发创新，建立核心技术壁垒。在2005年收购Milwaukee后放弃市占率较高的有线电动工具产品并转型为第一个专注做锂电池为主的电动工具品牌，2009年推出无刷直流电动马达成为核心技术，在产品性能、寿命及推新频率上优势显著。
  - 2) 由OEM/ODM向OBM转型，构建多元产品和品牌矩阵。公司通过多次并购扩充自有品牌，搭建了完善的产品矩阵，实现全球市场、多层次客户群、工业级与消费级三个维度全面覆盖。公司旗下13个品牌中，Milwaukee为电动工具专业级业务核心品牌，Ryobi为电动工具消费级业务核心品牌，Hoover为地板清洁与护理业务核心品牌。

创科实业研发费用及yoy (亿美元)



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

创科实业品牌目标细分市场情况

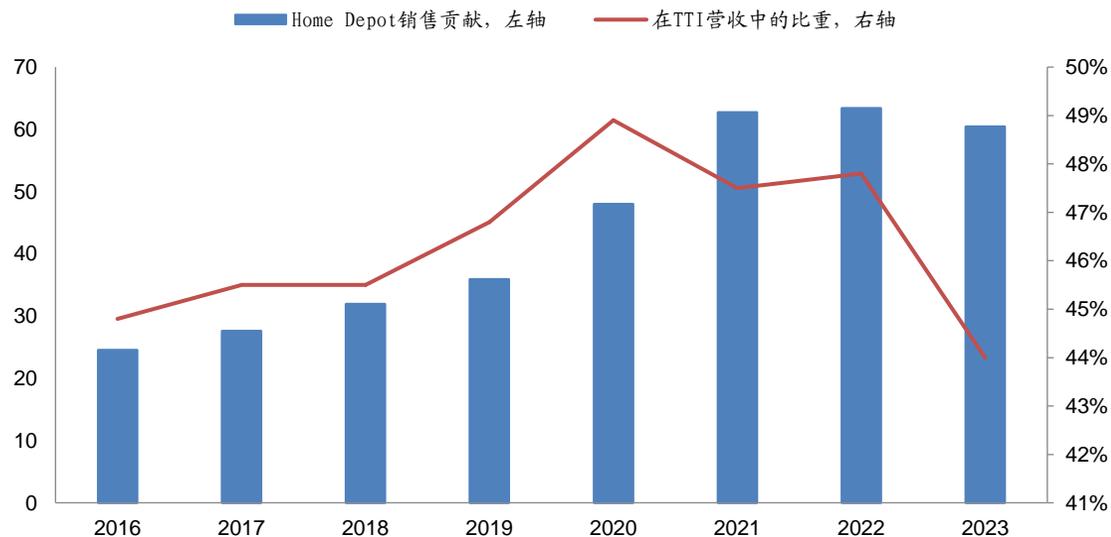
品牌	定位	主要涉及类别	重点区域
MILWAUKEE	工业级/专业级	电动工具	美国
RYOBI	消费级	电动工具	美国、欧洲、俄罗斯、大洋洲
AEG	专业级	电动工具	欧洲
Imperial Blades	消费级/专业级	电动工具	欧洲
KANGO	专业级/消费级	电动工具	澳大利亚
Stiletto	专业级	电动工具	美国
Homelite	消费级	电动工具	美国
Empire	专业级	电动工具	美国、大洋洲
Hart	消费级	电动工具	美国、澳大利亚
Hoover	消费级/工业级	地板护理及清洁	美国
Dirt Devil	消费级	地板护理及清洁	美国
Vax	消费级	地板护理及清洁	美国、大洋洲
Oreck	工业级/专业级	地板护理及清洁	美国、加拿大、欧洲

资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 4.4他山之石：复盘巨头TTI成长路径，产品+渠道决定竞争力

- 3) 深度绑定北美第一渠道商The Home Depot。The Home Depot在2004便成为TTI渠道商，TTI来自The Home Depot的营收占比由2016年的44.8%提升至2022年47.8%（2023年为44.0%），渠道销售贡献同比增速基本均高于总营收同比增速。The Home Depot为北美最大装修工具渠道商，TTI与其深度绑定成为战略伙伴保证了销售渠道的稳定性。
- 4) 以亚洲工业园为核心全球布局生产基地。TTI积极建设海外生产基地，已形成以亚洲工业园为主阵地，辅以美国、墨西哥、越南和欧洲生产基地的全球生产布局，以应对中美贸易政策影响。

### The Home Depot对TTI的业绩贡献（单位：亿美元，%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 创科实业全球化产能布局



资料来源：公司官网，华安证券研究所



# 目录

1

出口链延续强势，园林机械为高景气度分支

2

行业概况：汽油为主动力源，割草机为主品类

3

需求端：欧美为主市场，锂电渗透率提升空间大

4

供给端：全球化产能布局，产品+渠道决定竞争力

5

标的：建议关注大叶股份、泉峰控股、格力博等

## 5.1 大叶股份：园林机械行业领行者，深耕割草机产品十余载

➤ 园林机械行业领行者，坚持执行大客户战略。公司是国内园林机械行业领先企业、割草机头部企业。公司园林机械主要产品，按品类划分主要包括割草机、打草机、割灌机、吹吸叶机、梳草机、链锯、高枝剪、高枝锯、扫雪机、微耕机等产品，按动力来源划分包括汽油动力类、锂电动力类和交流电动力类产品，按使用方式划分包括步进式、手持式、智能式和骑乘式。十多年来公司坚持执行大客户战略，以主要客户市场需求为导向实施研发创新，主要客户包括家得宝（2021年起）、沃尔玛（2018年起）、富世华集团、牧田、翠丰集团、安达屋集团、HECHT 等。

大叶股份全系列产品一览

	定位	汽油动力类	交流电动力类	锂电动力类
<b>割草机</b> (78.67%)	➤ 应用于私人花园、公共绿地和专业草坪的草皮修剪			
<b>打草机</b> (0.68%)	➤ 应用于草坪、花园、牧场等地方的边角杂草的切割和修剪			
<b>割灌机</b> (2.08%)	➤ 应用于修剪枯草树木			
<b>扫雪机</b> (2.82%)	➤ 应用于去除道路上积雪			
<b>梳草机</b> (1.66%)	➤ 应用于切除多余草根，帮助草坪正常生长			
<b>吹吸叶机</b> (1.49%)	➤ 应用于对杂草、树叶和其他杂物等进行吹、吸以及粉碎工作			
<b>微耕机</b> (1.04%)	➤ 应用于花园、田地和果园等的松耕、犁耕、播种等			

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所（占比数据为招股说明书中2019年数据）

大叶股份主要客户情况

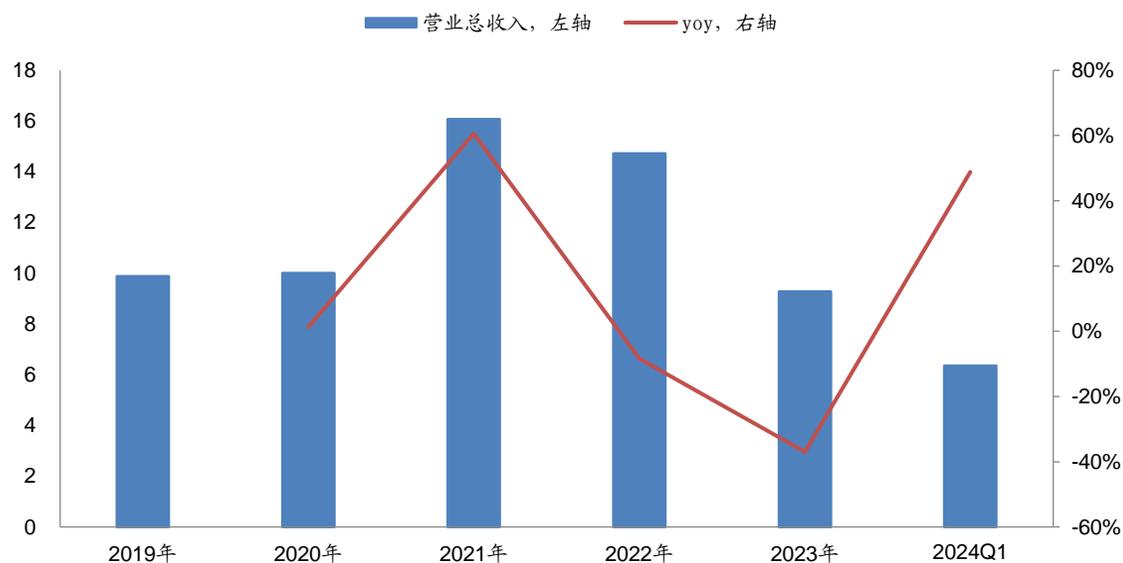


资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5.1 大叶股份：大客户去库顺利，一季报业绩高增长

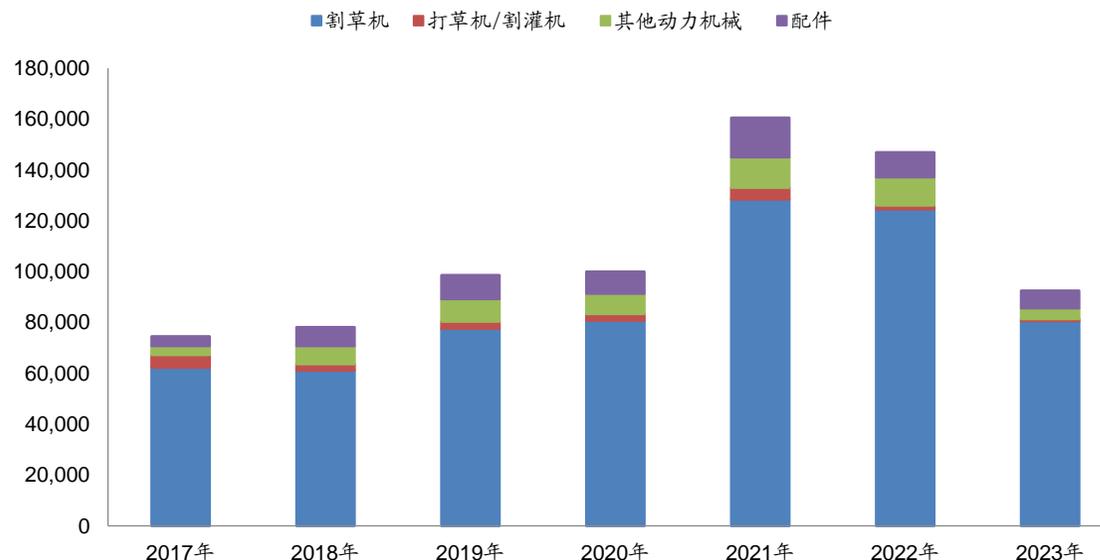
▶ **大客户去库顺利，一季报业绩高增长。** 2023年实现营业收入9.28亿元，同比下降36.9%，主要系2022年下半年起受欧美地区高通胀等不利因素的影响，园林机械产品的终端需求减少，下游客户库存高企下采取去库策略，减少园林机械产品的采购。按产品划分，割草机为主要收入来源，实现收入8.06亿元，同比下降35.5%。按地区划分，国外为主要收入来源，实现收入8.86亿元，同比下降37.3%。公司24Q1实现营业收入6.36亿元（+48.81%），归母净利润0.45亿元（+178.56%），扣非归母净利润0.47亿元（+122.01%），业绩增长主要系北美客户2023年去库存顺利，公司产品在北美销售渠道性价比高和竞争力强，公司推出的新产品深受北美终端消费者青睐，从而促使北美客户需求增加所致。

大叶股份营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

大叶股份按产品品类划分收入结构（万元）



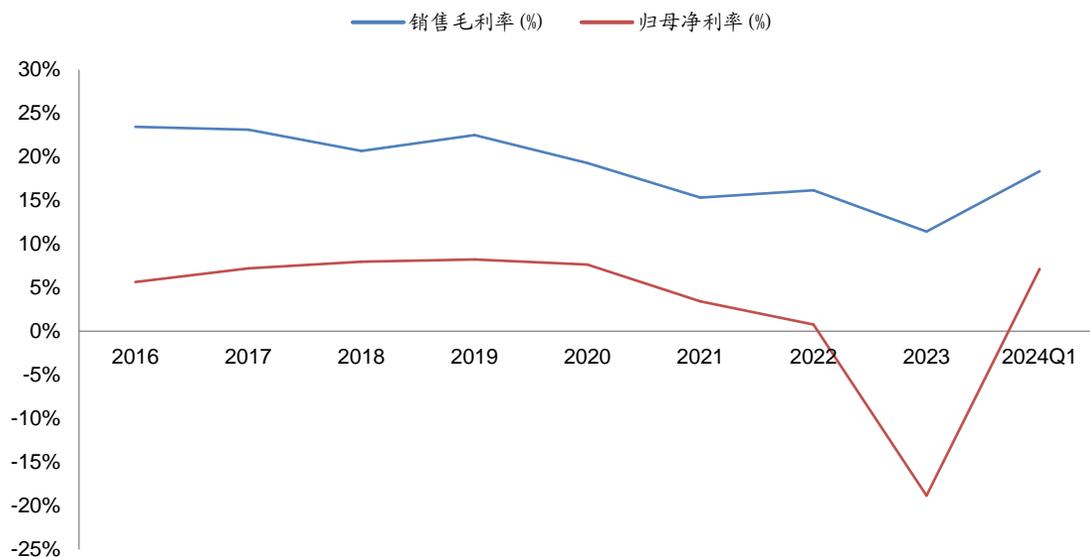
资料来源：公司公告，华安证券研究所



## 5.1 大叶股份：大客户去库顺利，一季报业绩高增长

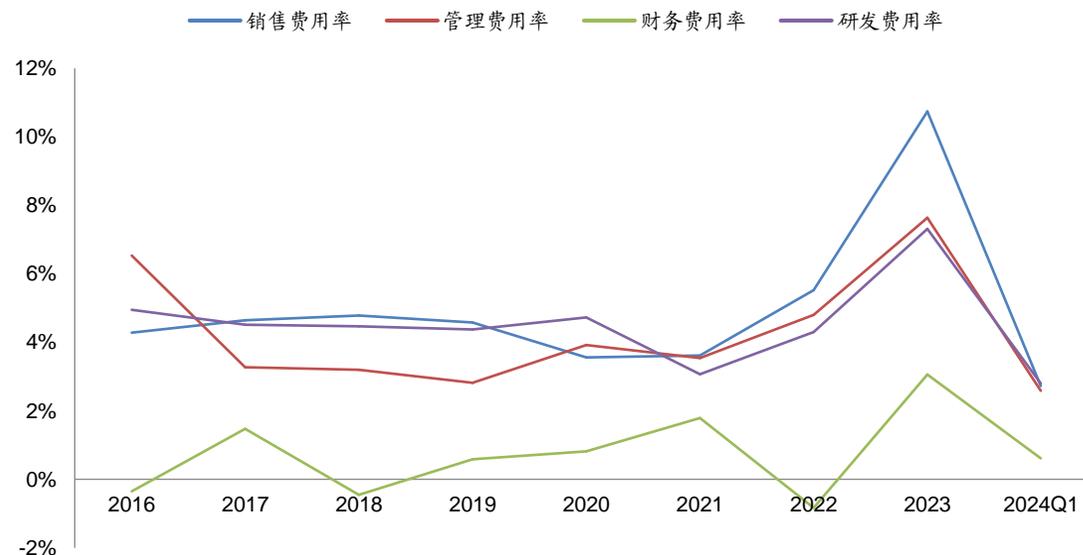
- 2023年，公司实现归母净利润-1.75亿元，同比下降1654%；2024Q1，公司实现归母净利润0.45亿元，同比增长179%。
- 净利率显著提升，业绩拐点确立。公司24Q1毛利率为18.36%，同比-3.65pct，环比+54.60pct；归母净利率为7.15%，同比+3.33pct，环比+133.96pct。公司24Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为2.73%/2.59%/2.80%/0.61%，分别同比-1.51/-2.00/-0.93/-3.60pct，环比-27.59/-14.66/-13.96/-17.54pct。盈利能力环比得到明显改善。

### 大叶股份销售毛利率和归母净利率 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 大叶股份利润率及费用率情况 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5.1 大叶股份：重视产品研发创新，产品矩阵丰富多元

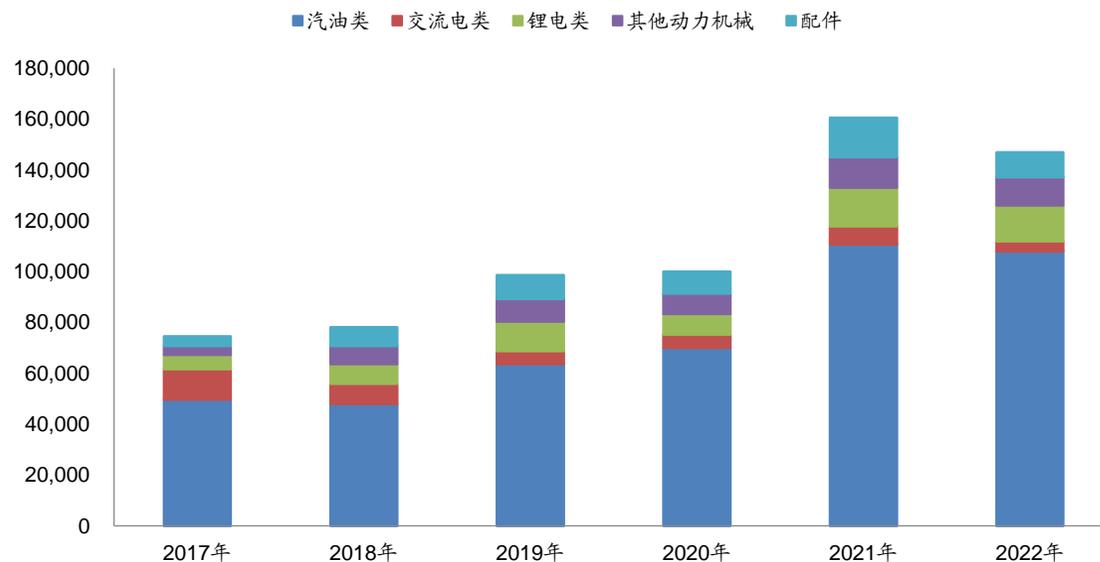
▶ 公司产品以割草机系列为主，汽油动力类产品收入占比高。公司主营业务收入主要由割草机、打草机/割灌机、其他动力机械及配件销售收入构成，其中，割草机销售收入占主营业务收入的比例较大且相对稳定，2023年占主营业务收入比例为87.18%，对公司主营业务收入规模及变动影响较大。公司割草机、打草机/割灌机等主要产品按照动力又可细分为汽油动力类、交流电动力类、锂电动力类三类产品。其中，汽油动力类产品为公司生产技术和制造工艺较为成熟的产品，为公司主营业务收入主要来源，2022年占主营业务收入的比例为73.54%。随着公司锂电动力产品生产技术和制造工艺的逐渐成熟，持续的市场开拓和推广，公司锂电动力类产品市场认可度不断提升，锂电割草机等产品销售规模和销售占比呈增长趋势。

### 大叶股份主要产品类别

主要产品	公司主要产品类别
割草机	汽油割草机（含骑乘式割草机）、交流电割草机、锂电割草机（含割草机器人）
打草机/割灌机	交流电打草机、锂电打草机 汽油割灌机、锂电割灌机
其他动力机械	汽油扫雪机、交流电扫雪机、锂电扫雪机
	汽油梳草机、交流电梳草机、锂电梳草机
	汽油微耕机
	交流电吹吸叶机、锂电吹吸叶机、锂电吹风机
	锂电链锯、锂电修枝剪、锂电高枝剪、锂电高枝锯等

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 大叶股份按动力来源划分收入结构（万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5.1 大叶股份：重视产品研发创新，产品矩阵丰富多元

- ▶ 前瞻性布局以锂电骑乘式割草机和锂电池园林、电动工具、智能割草机等一系列新能源产品。公司已形成 20V、40V、62V 三大电压平台产品系列，覆盖锂电多款产品，得到了市场和客户的一致认可。在常规的园林工具方面，公司采用了 20V/40V 双压包概念，既可以满足 40V 高电压工具的强劲动力需求，又能满足用户 20V 产品的兼容性使用，达到一个电池包满足不同电压平台的产品使用，给用户带来很大的便捷。在割草机器人方面，公司规划并开发了高、中、低三类配置的割草机器人，满足不同的细分市场的需求，具有高精度电机控制、多传感器融合、高效切割，无线互联等技术，从而使产品拥有高度智能化、主动避障、APP 远程控制等功能。

大叶股份MOWOX品牌 20V/40V电压平台产品



资料来源：公司公告，华安证券研究所

大叶股份62V电压平台产品

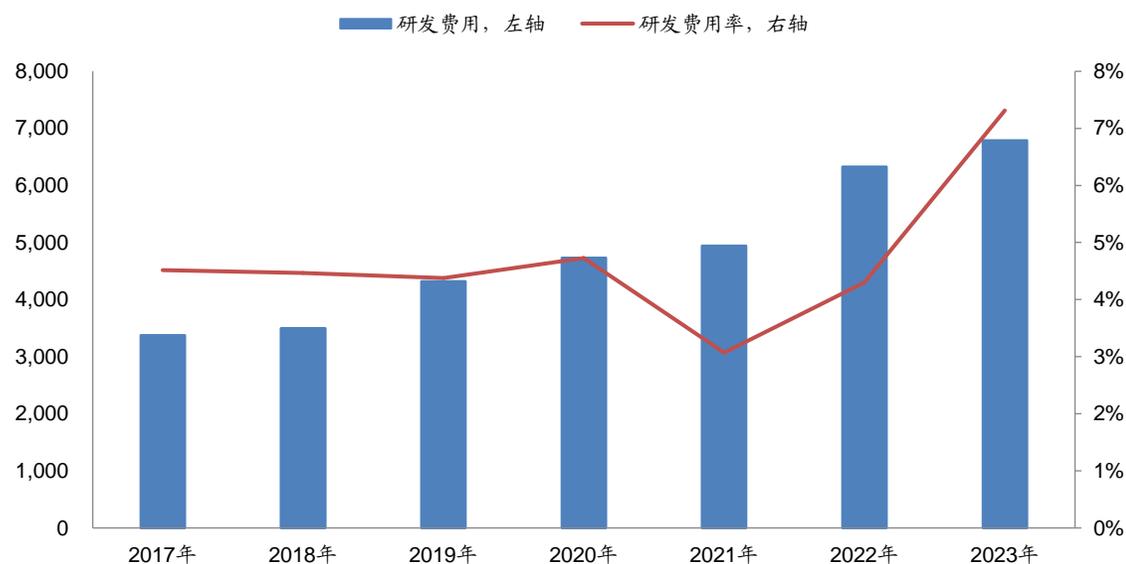


资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5.1 大叶股份：重视产品研发创新，产品矩阵丰富多元

▶ **重视研发投入，持续进行产品创新研发。**通过持续的研发投入，公司在发动机技术、变速箱技术、电池包、电机等核心零部件性能方面的持续创新，以满足市场不断变化的需求，利用科学的管理方法，通过产品规划、平台规划、技术创新，不断的推出性能优越、功能全面、操作便捷的新型园林机械产品。截至2023年末，公司已获专利授权共 219 项，其中拥有发明专利 72 项，公司的“自走式高效环保园林汽油割草机”和“低排放低噪音轻型化二冲程汽油割灌机”分别获得国家火炬计划产业化示范项目证书。2023年研发费用达 6,787.17 万元，同比增长 7.27%。

大叶股份研发费用及研发费用率（万元，%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

大叶股份产品开发创新情况

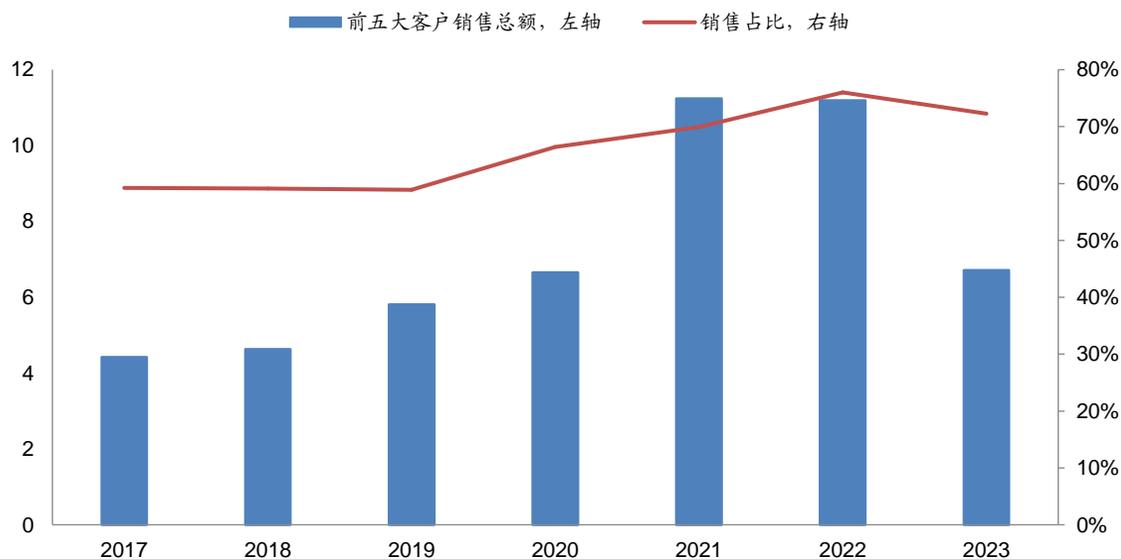
产品系列	创新
骑乘式产品动力	公司在新能源和汽油两大类同时进行布局，实现平台标准化，制造垂直化，如车架，割草盘，马达，变速箱，电控系统等核心零部件自主研发制造，在电子刹车、电动调高、承载式后架，多包电源管理系统等功能方面，进行人性化创新体验。通过零转弯设计，提升了操控便利性和舒适度，提高切割效率。
步进式割草机产品	全系列产品开发，覆盖所有草坪系列，低成本的皮带后驱，便于转弯操作的前轮自驱，高配置的独立电机自驱割草机，让用户体验更佳，满足了不同的用户场景需求；割草机扶手系统通过折叠式设计，可降低 70% 摆放空间；通过技术优化，实现了锂电割草机的平台化、标准化和系列化，便于市场推广。
锂电手持吹风机产品	采用外转子电机，使风扇和电机一体化设计，减轻电机体积，减少人工装配，提高使用寿命和产品质量，风量高达 655CFM，能够轻松的清理草坪中的落叶。
割草机器人	在传统接触式传感器避障需要一定大小的冲击力碰撞才能触发的技术前提下，采用超声波探测实现无接触式避障功能，同时探测有效范围可至 30 公分，从而使割草机器人可以提前了解前方的障碍物情况，可以提前实施各种动作，实现了主动避障功能，使得机器更加的安全和更加的智能化。可以随时通过云服务的 APP，让用户可以随时了解割草机状态，增强用户机器使用感。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5.1 大叶股份：深度绑定核心大客户，Home Depot贡献新增量

▶ **深度绑定优质核心大客户。**公司凭借突出的设计研发能力、严格的产品质量控制体系、良好的生产管理能力和一批优质的客户群体建立了稳固的合作关系。公司重点围绕实力较强、资信良好的核心客户配置资源，经营稳定性较强，能够有效防范市场风险。目前公司客户主要包括家得宝、富世华集团、翠丰集团、安达屋集团、牧田、沃尔玛、HECHT等国际品牌制造商、国际建材和综合超市集团、园林机械专业批发商。2023年前五大客户销售额达6.71亿元，销售占比为72.28%。

历年前五大客户销售额以及营收占比情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

大叶股份核心大客户情况简介

核心大客户	总部	情况简介	开始合作时间
家得宝	美国	1978年成立，纽交所上市公司，世界500强企业，连续9年被美国《财富》杂志评为“最受欢迎的专业零售商”， <b>全球领先家居建材用品零售商，拥有2000多家连锁店</b> ，雇佣超过355000名员工。	2021年
沃尔玛	美国	1969年成立，纽交所上市公司，是 <b>全球最大的零售商</b> ，在全球27个国家开设约8500家门店，总员工220多万人。	2018年
富世华集团	瑞典	1689年成立， <b>世界领先的园林机械供应商</b> ，拥有35家工厂和26处仓库，拥有约13000名员工， <b>2018年园林机械销售额排名世界第一</b>	2013年
安达屋集团	法国	世界领先的跨界装饰建材零售商，在全球15个国家拥有约114000名员工，为 <b>全球排名第三、欧洲排名第一的建材连锁超市集团</b> 。	2007年
牧田	日本	1915年成立，世界专门生产专业电动工具制造商职业，主营业务包括电动工具、木工机械、气动工具和园林机械等制造和销售，集团员工超过12000人	2009年
翠丰集团	英国	1969年成立，世界500强企业， <b>欧洲最大的建材家居零售集团</b> ，在全球9个国家和地区拥有77000名员工，约1330家门店	2009年
百力通	美国	1908年成立，全球最大户外动力设备汽油发动机制造商，主要产品包括发动机、发电机、割草机和草坪护理产品等，拥有约5000余名员工	2009年
HECHT	捷克	捷克、斯洛伐克最大的园林机械供应商	2008年

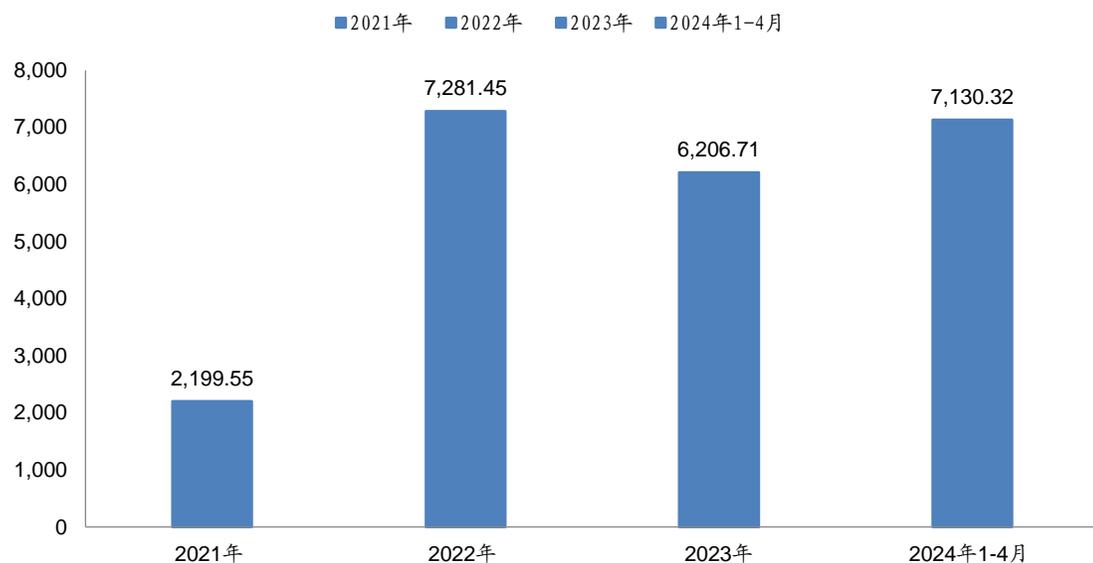
资料来源：公司公告，华安证券研究所



## 5.1 大叶股份：深度绑定核心大客户，Home Depot贡献新增量

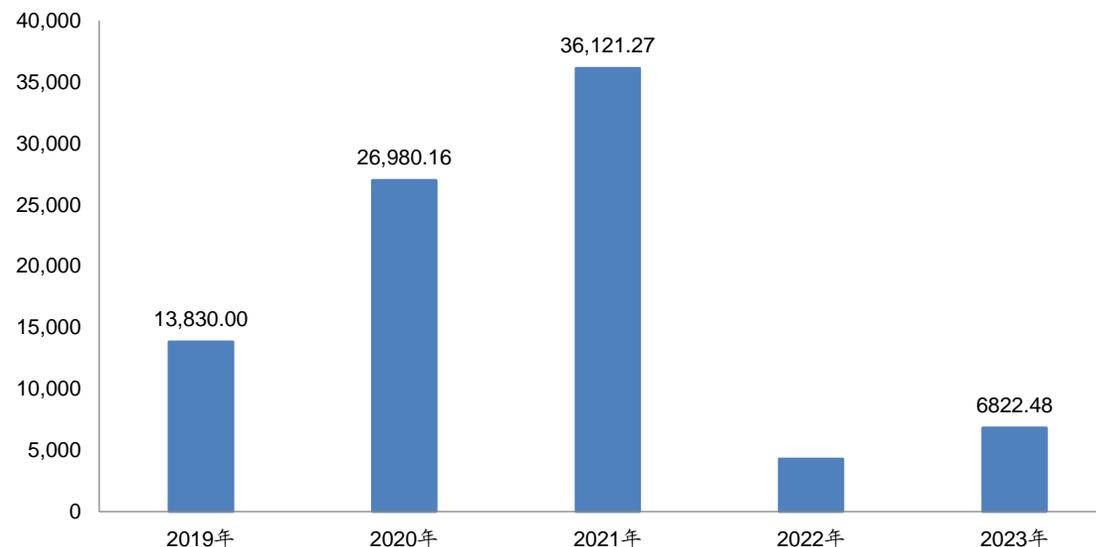
- 大客户去库顺利，Home Depot有望贡献明显增量。受益于北美强劲需求，2018年及2021年公司新增客户沃尔玛与Home Depot，公司在2021-2022年期间获得家得宝订单快速增长。但2023年由于国际政治经济环境的不利变化，欧美地区持续高通货膨胀导致终端购买力下降，欧美国家和地区的主要客户处于高库存阶段且加大去库存力度，公司的销售订单持续减少。但随着大客户去库顺利并进入补库周期，公司Home Depot等大客户有望贡献明显业绩增量。2023年，公司来自沃尔玛的收入为0.68亿元，占比7.35%，公司来自Home Depot的收入为3.71亿元，占比39.98%；2024Q1，公司来自Home Depot的收入为3.9亿元。

大叶股份对家得宝的销售毛收入情况（万美元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

大叶股份沃尔玛的销售收入情况（万元）

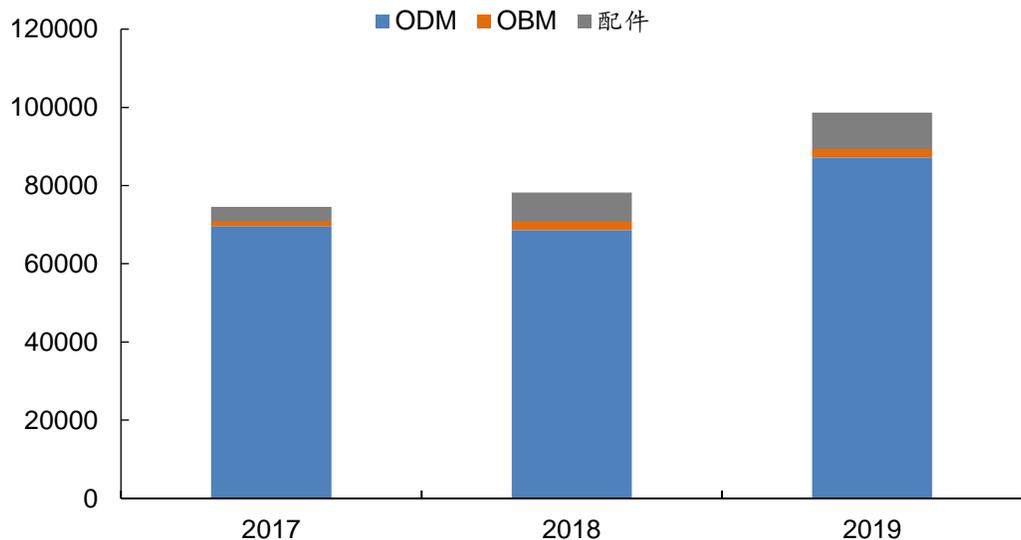


资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5.1 大叶股份：实行多品牌战略，完善品牌矩阵

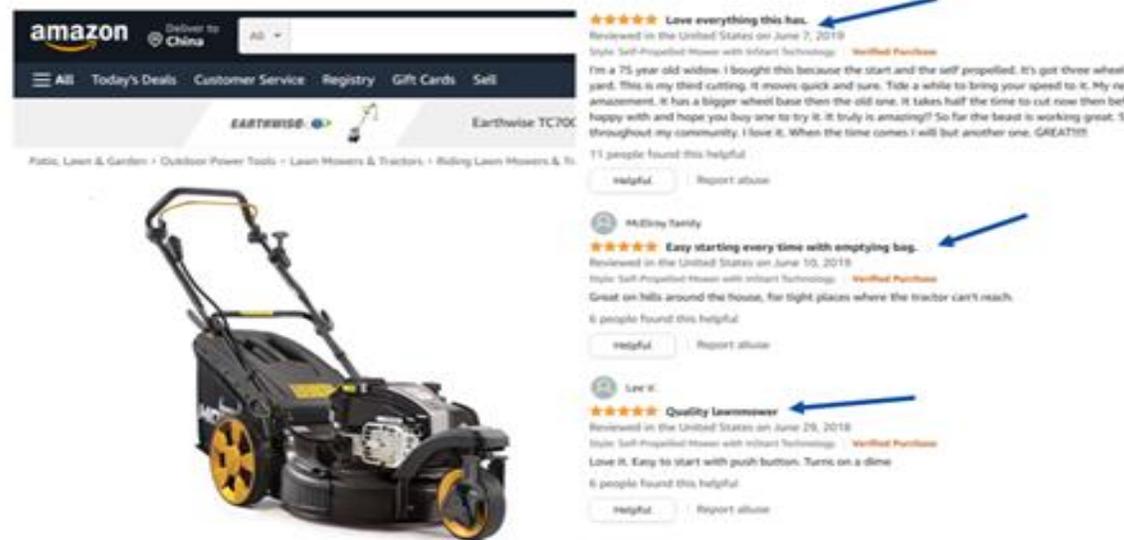
▶ 公司实行多品牌战略，完善品牌矩阵。公司积极通过参加专业的园林机械行业展览会等形式加强品牌宣传与推广，在不同的市场有针对性地利用不同的媒体形式（如专业杂志、广播电视、户外广告等），宣传公司的产品与服务。公司已经开始运营“MOWOX”、“Green Machine”等自主品牌及租用其它国际知名品牌，未来公司将通过全面质量管理和产品技术研发，向多品牌化方向进行发展，将自主品牌产品定位为专业化、中高档、精品化，持续扩大自主品牌在销售中的比例，提高公司的全球知名度和品牌影响力。

大叶股份过去以ODM模式为主（万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

Mowox在美国亚马逊广受好评

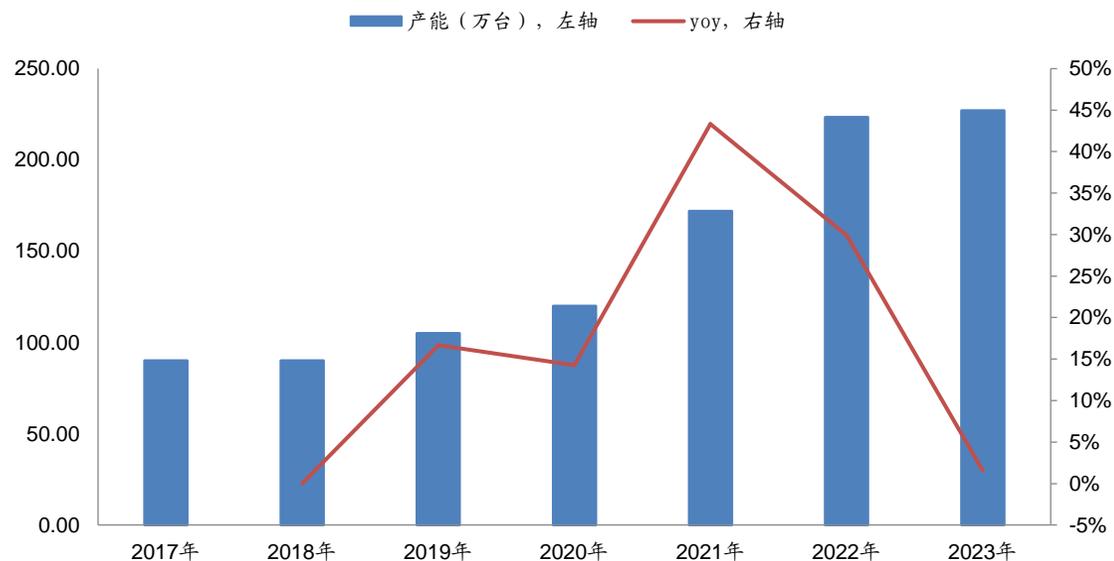


资料来源：Amazon，华安证券研究所

## 5.1 大叶股份：全球化产能布局，进一步拓展国际市场

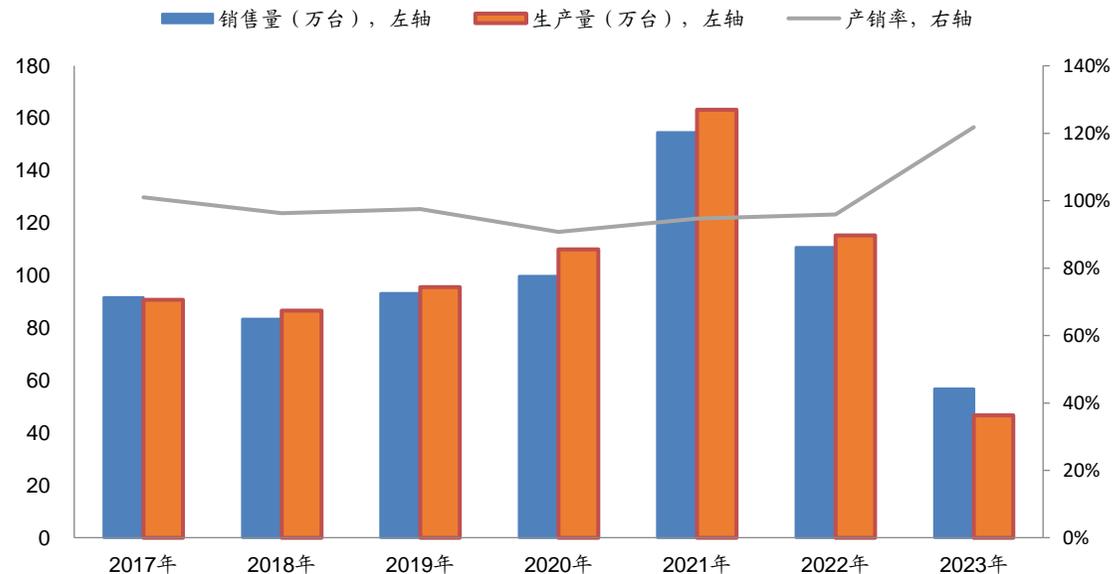
▶ **全球化产能布局，进一步拓展国际市场。**公司国内产能位于余姚，有两个厂区占地约 630 多亩；2021 年公司在美国建有海外仓，2022 年开始建设墨西哥生产基地，一期投资 5500 万美元，占地超过 350 亩，目前一期基建 5.3 万平方米已经基本完成，产能约在 80 万台园林机械产品左右，争取 2024 年下半年开始逐步投产使用，未来视情况继续开展二期项目建设。截至 2023 年末，公司产能共计 227.00 万台。公司将通过可转债发行，新增 6 万台骑乘式割草机产品和 22 万台新能源园林机械产品项目及现有厂区技术改造，引入先进的生产设备和生产流水线，建设数字化工厂，扩大制造产能，改善生产工艺，提升自动化水平，从而增加生产效率，降低人工成本，缩减生产工序，同时公司将加快核心零部件的自行研发和生产。

大叶股份设计产能情况 (万台, %)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

大叶股份产销情况 (万台, %)

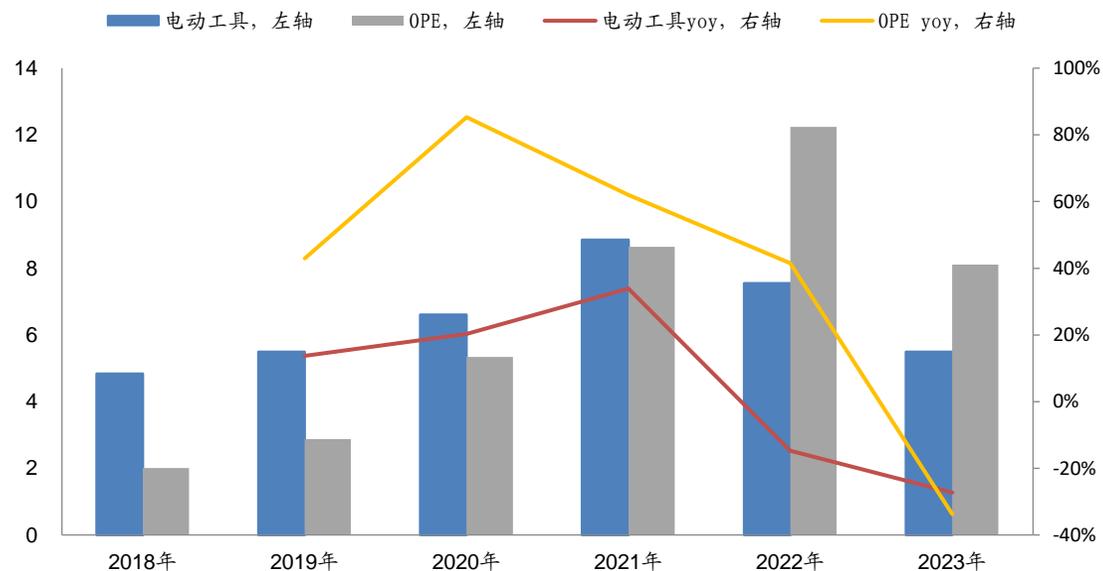


资料来源：公司公告，华安证券研究所

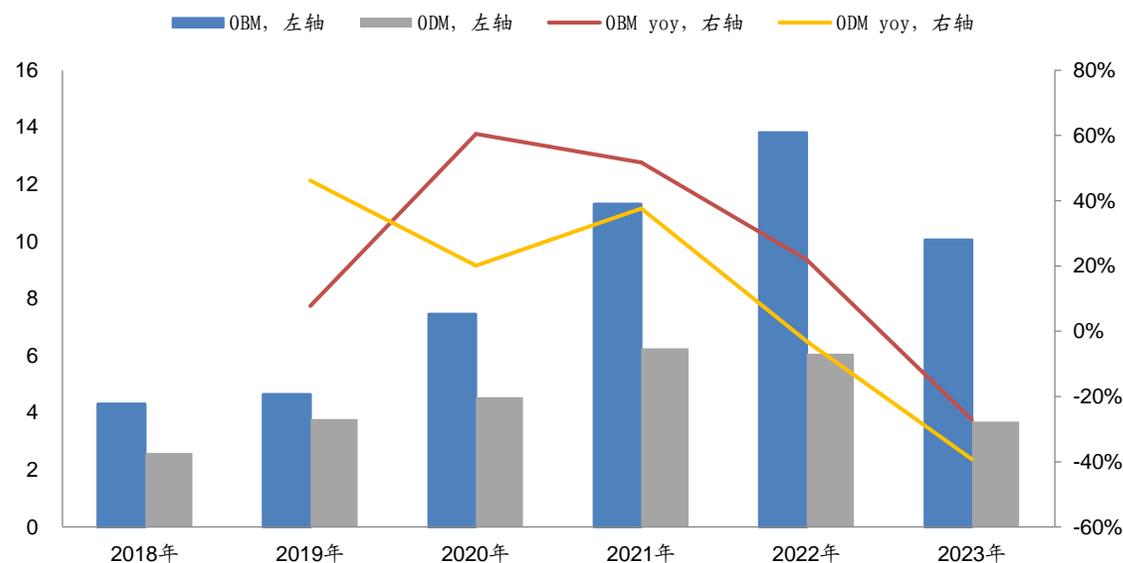
## 5.2 泉峰控股：去库存致收入承压，原材料减值致利润率下滑

去库存周期影响下，2023年营收规模下降明显。2023年实现营业收入13.75亿美元，同比下降30.9%。按产品划分，电动工具收入5.49亿美元，同比下降27.3%，收入占比40%，主要由于宏观经济因素不利导致住房需求放缓及行业去库存周期；OPE收入8.11亿美元，同比下降33.7%，收入占比59%，主要由于行业去库存周期、客户采取更保守的库存政策，以及2023年春季北美各地不利天气对消费者的OPE工具需求产生负面影响。按业务模式划分，OBM业务收入10.06亿美元，同比下降7.2%，收入占比73.2% (+3.7pct)。按地区划分，北美地区收入9.40亿元，同比下降37.3%；欧洲地区收入2.82亿元，同比下降11.0%；中国地区收入1.01亿元，同比增长1.1%；其他地区收入0.52亿元，同比下降29.0%。

泉峰控股营业收入及增速-按产品划分 (单位：亿美元，%) 泉峰控股营业收入及增速-按模式划分 (单位：亿美元，%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

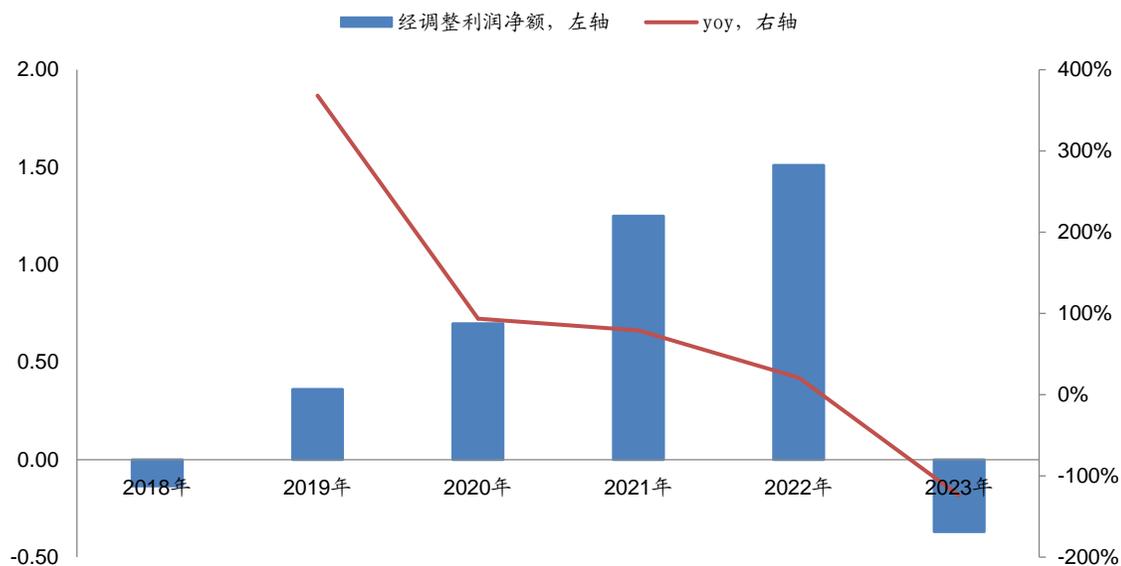


资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5.2 泉峰控股：去库存致收入承压，原材料减值致利润率下滑

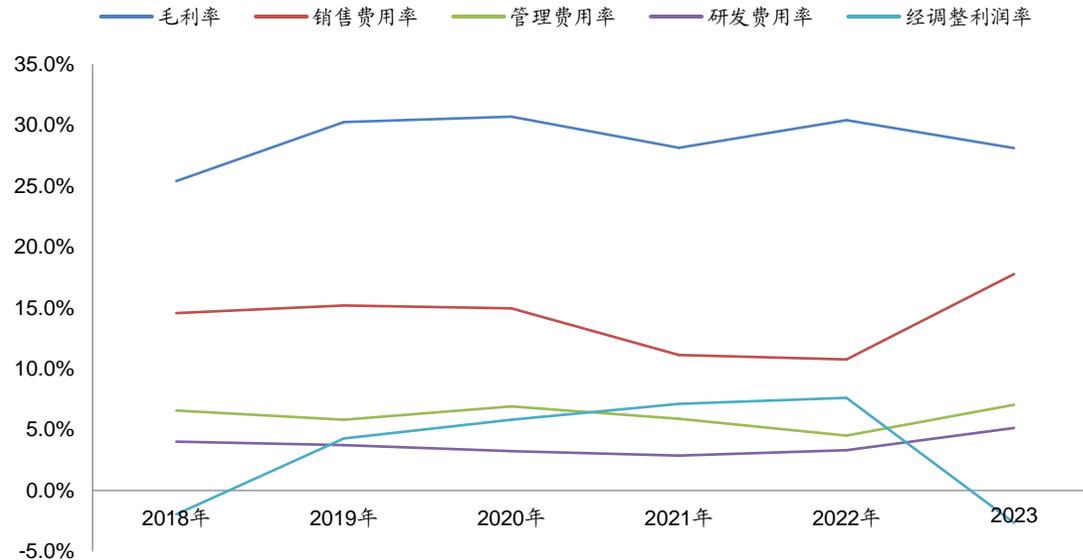
- 2023综合毛利率为28.1% (-2.3pct)，主要系公司于年底进行了锂电池4500万美金的减值损失，剔除减值影响后，2023年毛利率水平在30%以上。2023年公司经调整净利润为-0.37亿美元，同比下降124%；净亏损率为-2.7% (-9.7pct)。
- 4月高双位数增长，2024年经营拐点确立。受益于有利的天气状况及有效的促销活动，截至2024年4月30日止四个月期间，公司的旗舰品牌EGO在北美各渠道的销售表现强劲，客户订单逐月增加。公司的电动工具业务亦处于复苏，与2023年同期的四个月相比，终端市场及出货量均录得同比增长，尤其是DIY品牌。整体来看，公司业务已出现经营拐点，4月份实现高双位数增长，2024年全年整体增长目标为15%至20%。

泉峰控股经调整利润净额及增速（单位：亿美元，%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

泉峰控股利润率及费用率情况 (%)



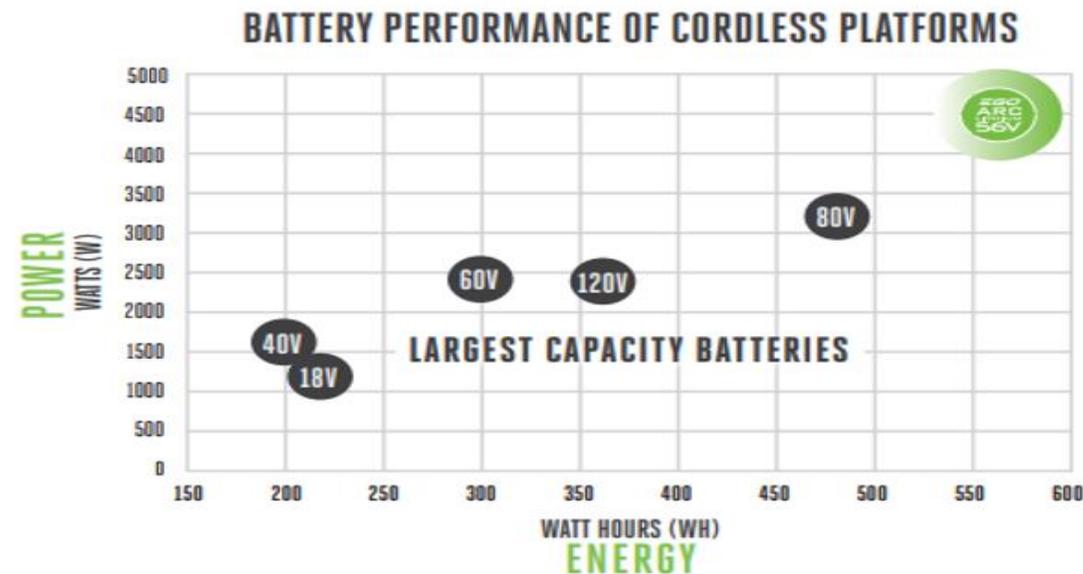
资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5.2 泉峰控股：核心三电技术奠定基石，锂电研发能力突出

➤ 公司是全球最早将锂离子电池电动工具商业化的公司之一。公司电池平台技术成果领先市场，旗舰产品EGO 56V Arc Lithium 电池平台是市场上第一款差异化产品，公司电池平台在散热、性能及续航等指标上表现优异，拥有相变材料等专利，具有技术壁垒。根据公司公告，公司于2023年推出近200款新产品，锂电产品占新产品约82%，截至2023年12月31日，EGO 品牌锂电池平台的全球销量增至约14百万个。EGO 电池兼容EGO POWER+ 系列中的任何工具，全系统皆56V，为行业唯一。增强不同工具的电池平台兼容性有助于为终端用户增加使用便利性并降低成本，提高客户对同一系列产品的忠诚程度。公司2021年推出骑乘式割草机产品，锂离子电池是同类电池中首款应用于骑乘式割草机、手推式割草机和手持式OPE 产品的电池。2023年将电池平台应用至高压清洗机、湿/干吸尘器及迷你自行车。

EGO ARC Lithium™ 电池平台

EGO 电池与其他电池电能和功率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：EGO产品说明书，华安证券研究所

## 5.2 泉峰控股：品牌矩阵丰富，高端品牌EGO竞争力强劲

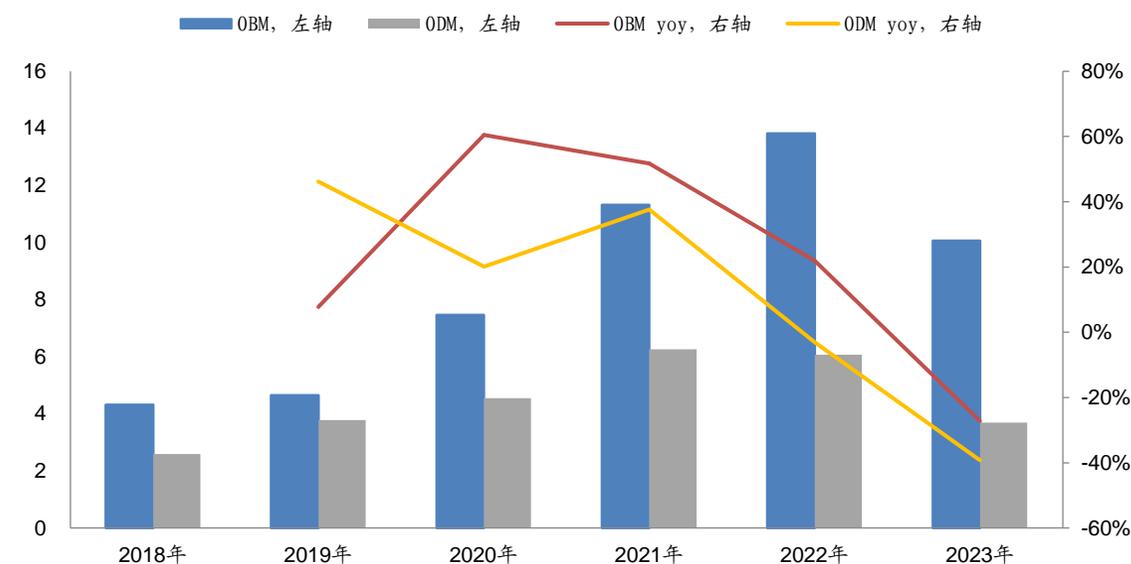
- 构建丰富品牌矩阵，打造多元成长曲线。公司通过自创及战略收购构建了丰富的产品矩阵和知名品牌组合，通过差异化的品牌定位、丰富的产品类别、不同的定价策略来满足不同地区、不同层级的用户需求。
- 坚持自有品牌战略，OBM业务占比持续提升。2023年，公司OBM业务收入10.06亿美元，同比下降27.2%，收入占比73.2% (+3.7pct)。

### 泉峰控股自有品牌细分定位梳理

品牌	创建模式	定位	主要涉及类别	目标终端用户	重点区域	应用领域	零售价范围
EGO	自主打造	全球电动OPE市场排名第三	OPE	商业/高端终端用户	北美、欧洲及亚太地区	割草机、吹风机、修枝机及链锯	100-7999美元
FLEX	2013年收购	于1922年创立于德国, 高端专业级电动工具品牌	电动工具	专业级终端用户	北美、欧洲及亚太地区	砂光机、抛光机、角磨机、金属表面处理工具、电钻、冲击螺丝批、冲击扳手	50-1050美元
SKIL	2017年收购	于1924年在美国创立, 提供品类齐全的电动工具及OPE产品	电动工具及OPE	专业建筑商及消费级终端用户	北美、欧洲及亚太地区	①电动工具：圆锯、往复锯、蜗杆传动锯、电钻、冲击钻、角磨机及砂光机等；②OPE产品：割草机、打草机、修枝机、吹风机及链锯	20-450美元
大有	自主打造	高端、专业级电动工具品牌	电动工具	专业级/工业级终端用户	亚洲及其他新兴市场	电钻、冲击钻、电锤、冲击螺丝批、扳手、角磨机	199-6999元
小强	自主打造	针对建筑及家居装修应用市场的耐用实惠品牌	电动工具	建筑和家装行业承包商	中国	电钻、冲击钻、电锤、冲击螺丝批、扳手、角磨机	139-1229元

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 泉峰控股OBM及ODM收入情况 (单位：亿美元，%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5.2 泉峰控股：品牌矩阵丰富，高端品牌EGO竞争力强劲

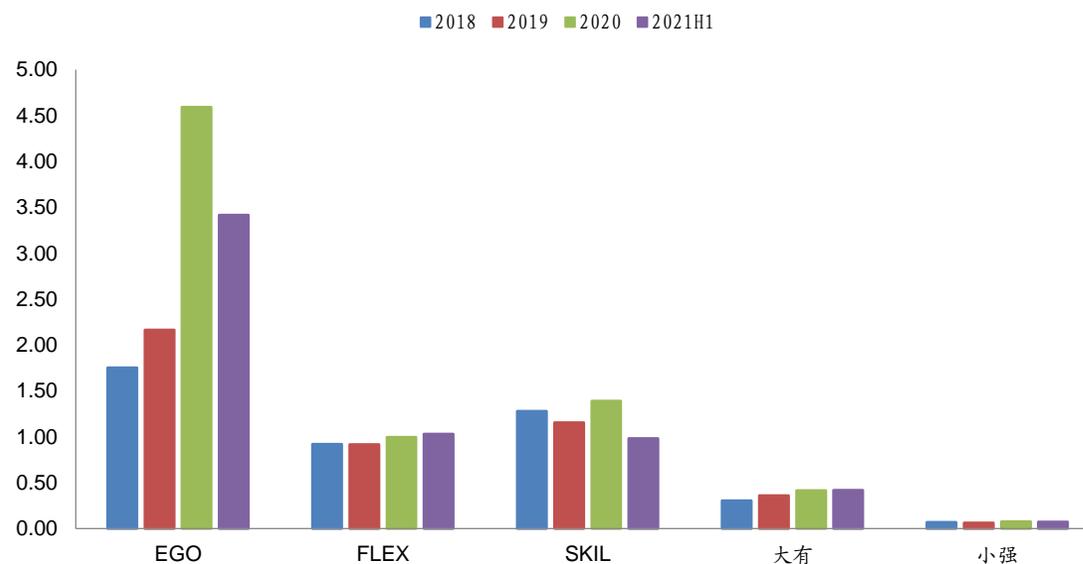
- EGO品牌产品处于OPE细分市场领先地位。公司于2013年推出户外动力设备品牌EGO，产品在运行时间、动力和安全易用性等方面市场领先。以收入为口径，EGO品牌在全球十大电池供电OPE品牌排名由2013年的第六位上升至2020年的第三位，并于2020年占据9.8%的市场份额。
- 持续推出新产品，推动收入高增长。公司于2023年推出近200款新产品，锂电产品占新产品约82%，截至2023年12月31日，EGO品牌锂电池平台的全球销量增至约14百万个。

### 泉峰控股新一代骑乘式产品



资料来源：EGO产品说明书，华安证券研究所

### 泉峰控股各个自有品牌收入情况（单位：亿美元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5.2 泉峰控股：布局全球多渠道销售网络，为业绩增长提供保障

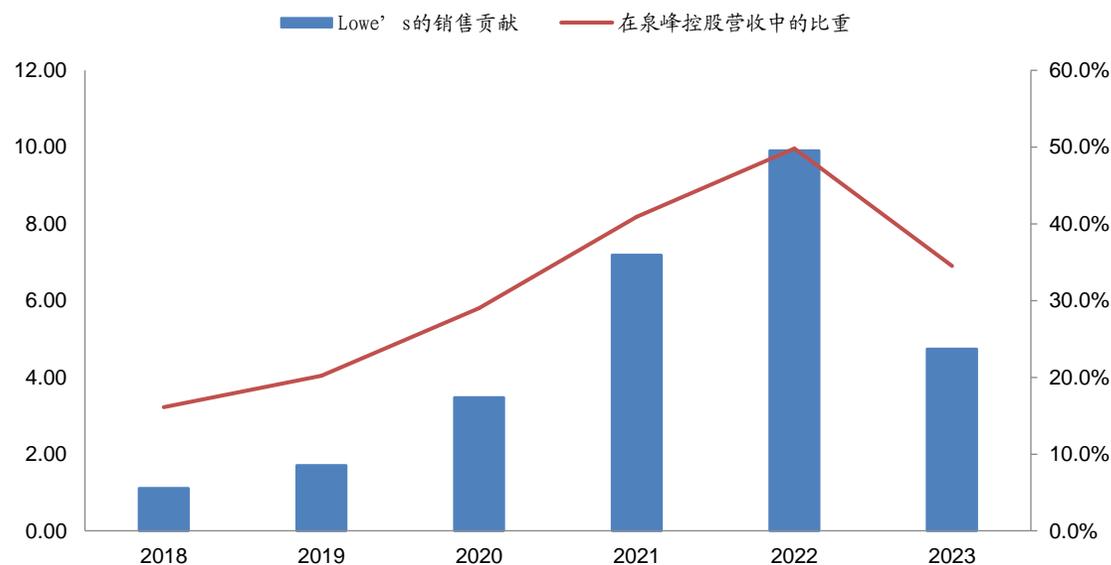
- 核心绑定Lowe's，为公司带来稳定业绩贡献。公司过去以The Home Depot为核心渠道，2020年取代格力博成为Lowe's战略伙伴，来自Lowe's的渠道营收占比由2018年的16.1%提升至2022年的49.8%，2023年由于渠道去库存下降至44.0%。
- 此外，积极拓展全渠道销售。包括家居建材卖场、大众市场零售商、电商等，如沃尔玛、ACE Hardware、Kingfisher等，在业内积累了良好的品牌声誉与客户口碑。2023年，公司与Deere & Company订立战略协议，自2023年第三季度起，将在美国及加拿大的John Deere（传统农机企业，年收入500亿美金左右，整体OPE市场市占率8%左右）的强大而广泛的销售网络销售EGO品牌锂电池产品。

EGO产品在Lowe's的货架情况



资料来源：公司业绩演示材料，华安证券研究所

Lowe's对泉峰控股的业绩贡献（单位：亿美元，%）



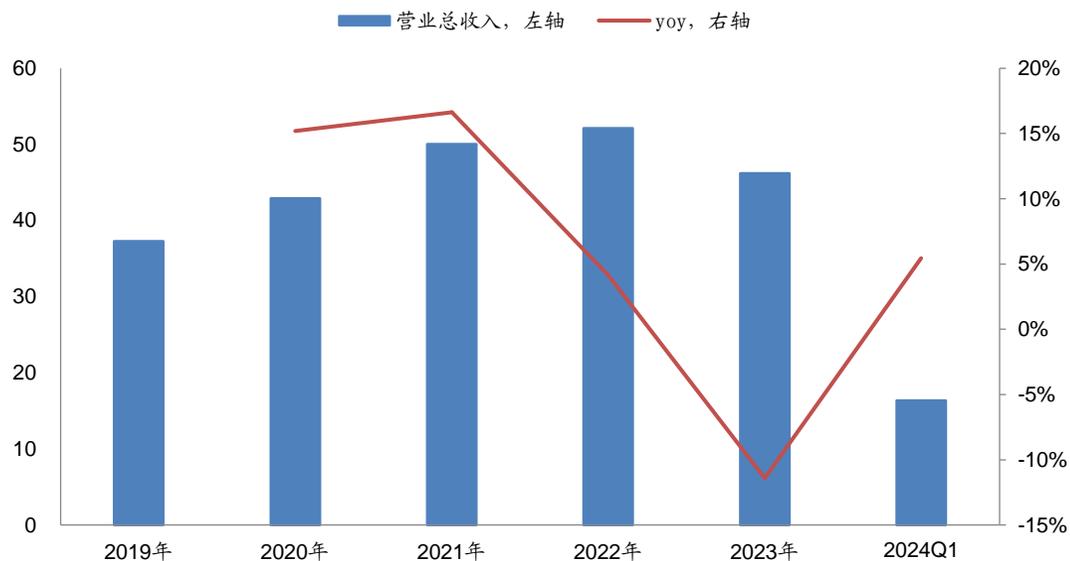
资料来源：公司公告，华安证券研究所



## 5.3 格力博：一季报业绩修复，公司经营拐点确立

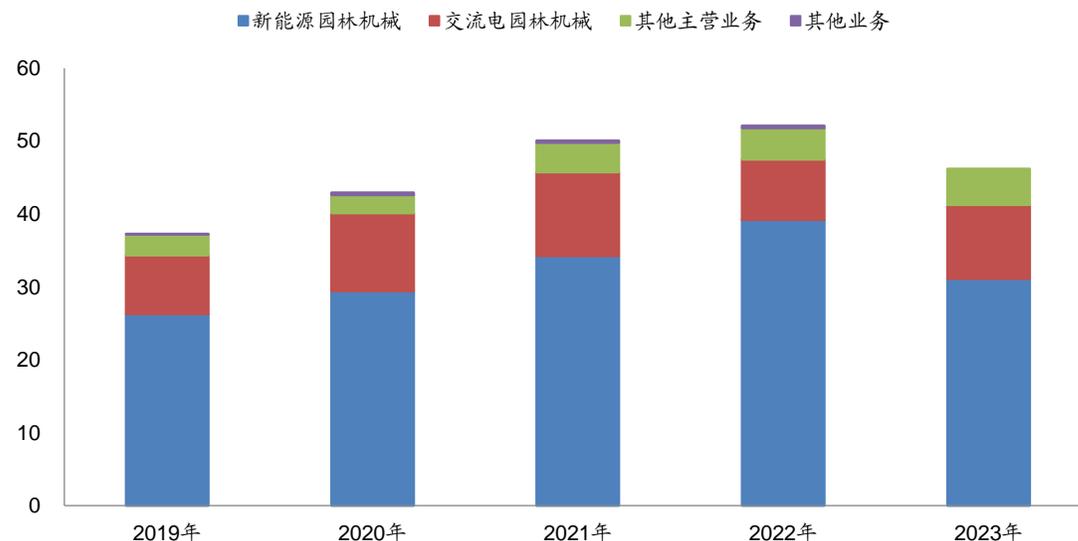
► 一季报业绩修复，公司经营拐点确立。2023年实现营业收入46.17亿元，同比下降11.4%；实现归母净利润-4.74亿元，同比下降278.40%。按产品划分，新能源园林机械为主要收入来源，实现收入31.11亿元，同比下降20.7%。按地区划分，国外为主要收入来源，实现收入45.28亿元，同比下降11.9%。2024Q1，公司营业收入为16.36亿元，同比+5.45%；扣非归母净利润为1.32亿元，同比+58.49%；净利率为7.9%，同比+2.3pct。随着下游渠道商零售商库存去化后进入补库周期，Amazon、TO RO、ECHO等核心客户订单需求旺盛，带动公司迎来业绩拐点。

格力博营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

格力博按产品划分收入结构（亿元）



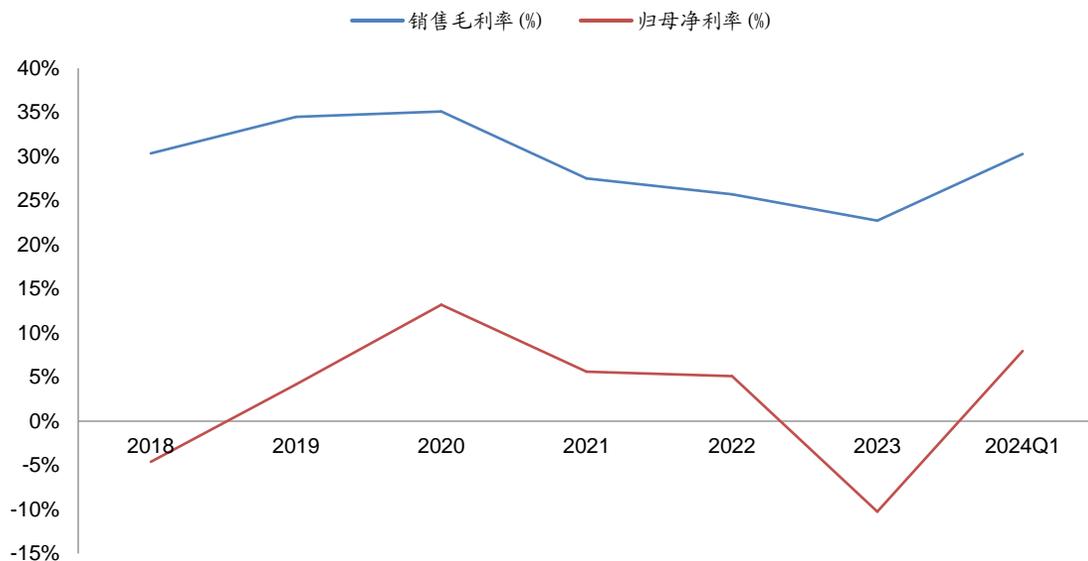
资料来源：公司公告，华安证券研究所



## 5.3 格力博：一季报业绩修复，公司经营拐点确立

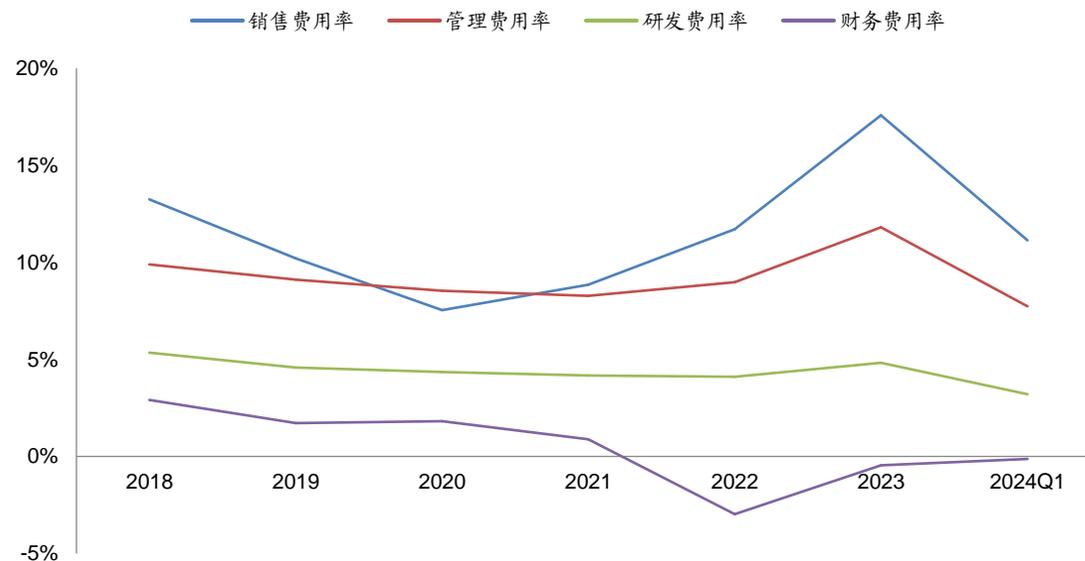
- 2023年，实现归母净利润-4.74亿元，同比下降278.40%；2024Q1，公司实现扣非归母净利润1.32亿元，同比+58.49%。
- **利润率显著提升，业绩拐点确立。**公司24Q1毛利率为30.29%，同比-3.66pct；归母净利率为7.94%，同比+2.30pct。公司24Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为11.13%/7.73%/3.20%/-0.13%，分别同比+1.00/-1.82/-0.75/-2.10pct，盈利能力得到明显改善。

### 格力博销售毛利率和归母净利率 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 格力博利润率及费用率情况 (%)



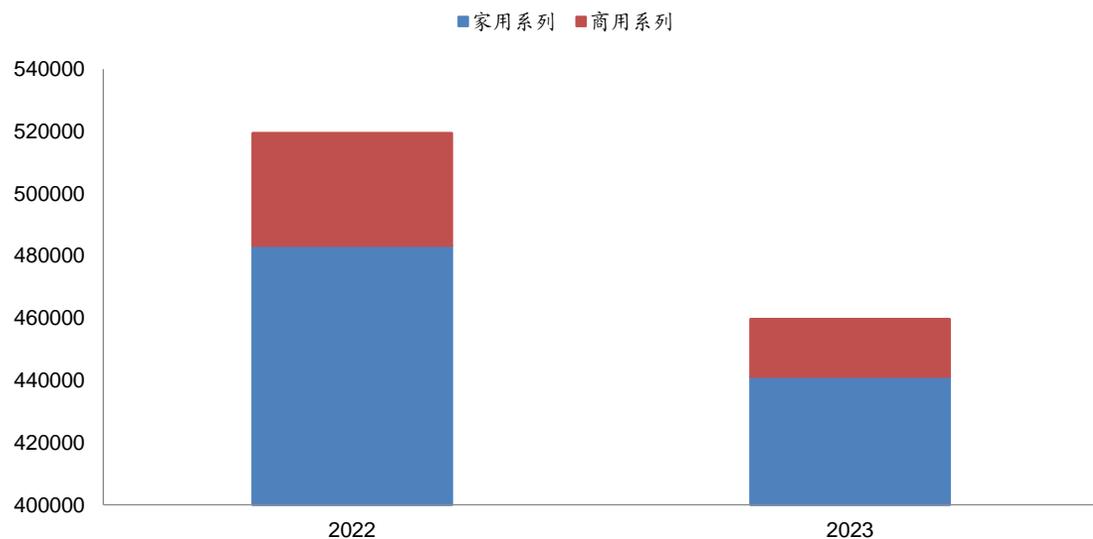
资料来源：公司公告，华安证券研究所



## 5.3 格力博：积极开拓商用领域，构建全系列产品矩阵

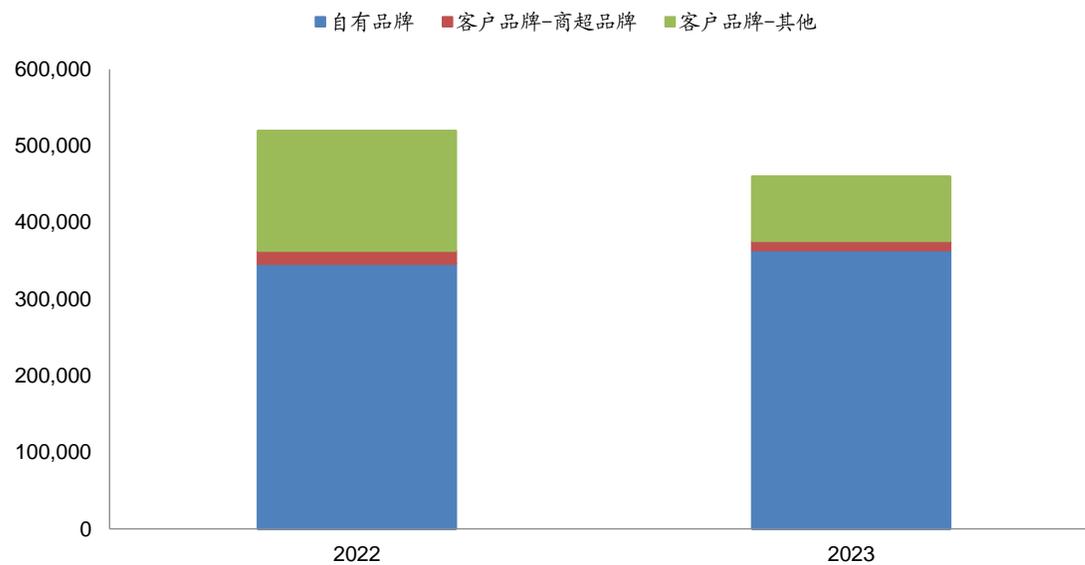
▶ **积极开拓商用领域，构建全系列产品矩阵。**在家用领域，公司作为行业内最早从事新能源园林机械的企业之一，公司锂电 OPE 产品一直以家用系列为主，经过多年的积累，在家用领域公司产品一直稳居行业前三。在商用领域，公司商用产品经过多年的培育和迭代，产品性能有了大幅提升，2023 年公司在 OptimusZ 商用割草车产品上投入大量的市场、研发资源，并取得了良好的客户使用反馈。展望2024年，一方面经过2023年的进一步研发投入和完善，公司推出了全系列的自有品牌商用产品，这将为商用客户提供更有竞争力的解决方案；另一方面，由于公司与重要客户 STIHL 就商用割草车业务达成合作，由公司为 STIHL 代工贴牌生产商用零转向割草车 OptimusZ，公司2024年商用产品销售收入同比预计将有显著增长。

格力博按商用系列和家用系列划分主营业务收入（万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

格力博按自有品牌和客户品牌划分主营业务收入（万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5.3 格力博：2024年自有品牌及代工业务有望高增长

- ▶ 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。
- ▶ 展望2024年，Amazon渠道采购意愿回升，预计向公司采购金额增幅将达到80%左右；ODM主要客户Toro、Echo等均发出订单需求，全年ODM业务有望回升；公司为Stihl代工Optimus Z产品，24年1月份开始大规模出货，将驱动公司营收增长。

格力博商用领域 82V 商用领域 OptimusZ™ 系列产品

格力博家用领域 60V 系列园林机械产品



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所



# 感谢关注!

风险提示：行业竞争加剧的风险，渠道偏好改变的风险，原材料及零部件价格上涨及交付的风险，中美贸易摩擦缓和程度低于预期，汇率波动的风险。



## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。