

中坚科技(002779)

报告日期: 2024 年 10 月 29 日

立足园林机械出口，打造智能第二增长曲线

——中坚科技深度报告

投资要点

□ 园林工具出口头部企业，坐骑式割草机细分行业龙头

公司主业为以割草机为主的园林机械生产销售，近年来增长较快，2021-2022 年坐骑式割草机细分市场占有率在国内园林机械企业居于前三名。2023 年底公司决定将具身智能业务作为第二核心业务，未来成长潜力较大。

□ 行业：长期趋势稳定增长，短期曙光初现，结构上锂电化进程加快。

中长期市场空间广阔，行业稳定增长，锂电化进程加快

- **市场空间广阔，需求稳定增长：**据 Global Market Insights，全球园林设备市场预计在 2025 年将达到 435 亿美元规模；2018-2025 年年均复合增长率超 7.0%，居民生活质量提高、私人住宅绿地和城市绿化覆盖率提升共同推动了 OPE 产品需求的增长。
- **锂电化进程加快：**受益于锂电池技术不断进步带动的锂电园林工具产品力提升和锂电成本下降至消费级范畴，OPE 市场锂电化进程有望加快，2021-2025 年无绳 OPE/汽油 OPE 的 CAGR 分别为 8.8%/4.9%。公司自 2015 年起持续布局锂电业务，2023 年新推出锂电 60V 手持产品系列，顺应行业发展趋势。

短期库存扰动解除，北美地产处于左侧底部，曙光初现。

- **库存周期：处于正常阶段，**当下北美渠道主动去库已结束，处于库存正常阶段，2024 年北美主要渠道库存均有所下降，2024 年 7 月美国建筑材料、园林设备和物料店销售额同比增速已转正，订单回暖在即。
- **北美地产周期：拐点将至，**园林机械行业下游主要为公共园林绿化、家庭养护及伐木造材，地产景气度复苏有望带动园林机械行业需求增长。目前，美国已进入降息周期，截至 10 月 17 日一周，美国 30 年期按揭抵押贷款利率为 6.44%，随按揭利率下行，美国地产拐点将至，有望拉动行业需求增长。

□ 公司：扩市场+增品类夯实主业，发力具身智能业务打造第二增长曲线。

主业前景较好：

- **扩市场：欧洲->美国，**公司业务地区以欧洲为主，近年来深入欧洲市场、持续开拓美国市场，2022 年以来分别在欧美各地区陆续设立子公司，目前美国地区取得突破性进展，已进入美国渠道 the Home Depot、Lowe's、TSC 等，并于 2024 年开始了在美国亚马逊的线上销售；
- **增品类：锂电化+智能化，**公司顺应行业锂电化趋势，持续丰富锂电产品线。2023 年推出锂电 60V 手持产品等新锂电产品；智能化业务取得进展，无人割草机产品已处于量产前的准备阶段，并开始搭建营销团队，预计为公司贡献新增量。
- **主业发展势头迅猛，公司通过定增扩产能，**2023 年 12 月公司发布定增预案，拟募资 5.2 亿元用于建设年产 6 万台骑乘式割草车、年产 25 万台新能源智能园林机械等，体现发展信心。

第二增长曲线潜力巨大：2023 年年底战略层决定将具身智能业务作为第二核心业务，股权投资人形机器人领域明星公司 1X 机器人公司，切入人形机器人赛道；成立子公司自主研发具身智能，目前已推出四足机器人灵睿 P1。

□ 盈利预测与估值

预计公司割草机及其他园林机械业务保持高速增长，锂电产品线与无人割草机快速放量，为公司业绩带来较大弹性。预计公司 2024-2026 年实现营业收入 9.28/14.01/16.64 亿元，同比增长 39%/51%/19%；实现归母净利润 0.79/1.36/1.63

投资评级：增持(首次)

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：王家艺

执业证书号：S1230523080015

wangjiayi@stocke.com.cn

分析师：姬新悦

执业证书号：S1230524080005

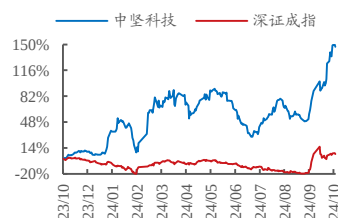
18863879909

jixinyue@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 47.94
总市值(百万元)	6,328.08
总股本(百万股)	132.00

股票走势图



相关报告

亿元，同比增长 65%/72%/19%；对应 PE79/46/39X。考虑公司主业及新业务成长性，给予“增持”评级。

□ **风险提示**

贸易摩擦风险，海外需求不及预期风险，汇率波动风险。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	667	928	1,401	1,664
(+/-) (%)	30.09%	39.19%	50.99%	18.73%
归母净利润	48	79	136	163
(+/-) (%)	75.64%	65.23%	71.52%	19.34%
每股收益(元)	0.36	0.60	1.03	1.23
P/E	131.58	79.63	46.43	38.91
ROE	6.89%	10.29%	14.99%	15.18%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

正文目录

1 立足园林机械龙头，不断拓宽业务边界	6
1.1 深耕园林机械领域多年，覆盖多种园林机械产品线	6
1.2 增长势头迅猛，利润率持续提升	9
2 OPE 行业：稳中有增，锂电化渗透率加速提升	11
2.1 行业概览：需求以欧美市场为主，中国是园林机械产品的重要产业基地	11
2.1.1 需求端：北美和欧洲地区为 OPE 行业主流市场	11
2.1.2 供给端：中国是园林机械产品的重要产业基地	12
2.2 行业发展趋势：短期与长期趋势向好，需求增长在望	14
2.2.1 中长期：OPE 行业百亿美金赛道，锂电化与智能化进程加快	14
2.2.2 短期：渠道处于库存正常阶段，北美地产曙光初现	16
3 公司：主业边界拓展，发展具身智能	19
3.1 产品与市场持续拓展，主业发展向好	19
3.1.1 发力美国市场，客户与渠道拓展	19
3.1.2 产品持续迭代，业务向锂电化、智能化方向发展	20
3.1.3 定增扩产能，体现发展信心	22
3.2 发力具身智能，打造第二增长曲线	23
4 盈利预测和投资建议	25
4.1 预计传统业务稳健增长，智能割草机器人快速放量	25
4.2 投资建议：主业及新业务长期成长性佳，给予“增持”评级	26
5 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司发展历程, 于园林机械领域深耕二十余年	6
图 2: 公司股权结构较为清晰 (截至 2024 中报)	6
图 3: 公司园林机械产品矩阵完善 (营收占比数据为 2024 年中报数据)	7
图 4: 2014-2023 年公司海外销售占比稳定在 90% 左右, 公司以出口业务为主	8
图 5: 2015H1 公司主要出口地区为欧美地区, 其中以欧洲为主	8
图 6: 公司在海外主要采用 ODM 模式, 在国内采用 OBM 模式	8
图 7: 2019-2023 年公司营收脉冲式增长	9
图 8: 归母净利润于 2020 年触底反弹, 2020-2023 年实现高速增长	9
图 9: 2020-2023 年, 规模效应、技术升级、产品结构调整推动公司毛利率、净利率持续上升	9
图 10: 2016-2023 年公司割草机收入占比上升较快	10
图 11: 2023 年割草机业务毛利率高于其他业务	10
图 12: 2020-2023 年费用率波动下降	10
图 13: 2018 年园林设备中草坪割草机需求占比最高, 占比 34%	11
图 14: 2016-2025 年 OPE 市场以欧美地区为主, 两个地区合计市场份额稳定在 80% 左右	11
图 15: 公司处于园林机械产业链中游	12
图 16: 2006-2023 年, 中国园林机械产品净出口额位居全球首位, 中国是园林机械产品的重要产业基地	12
图 17: 2018-2025 年 OPE 行业规模稳定增长, 市场空间广阔	14
图 18: 2016-2025 年电动设备市场占比提高, 锂电 OPE 渗透率持续提升	14
图 19: 2024 年 7 月美国建材店主动去库基本结束	16
图 20: 2024 年美国主要零售商库存回落	16
图 21: 美国 30 年期抵押贷款固定利率与成屋销售呈反向关系	17
图 22: 2024 年美国新屋销量已迎来向上拐点	17
图 23: 1974-2022 年美国主力购房人口增长, 购房能力提升	17
图 24: 2008-2023 年居民部门杠杆率下降	17
图 25: 2015H1, 公司前五名客户集中度较高, 收入占比为 65%	19
图 26: 2019-2023 年公司前五名客户销售金额占比下降, 持续拓展新客户与渠道, 对大客户的依赖程度降低	20
图 27: 2015-2023 年, 公司顺应行业发展趋势积极布局锂电行业	21
图 28: 2024 年 8 月 21 日, 公司展示最新产品智能割草机器人 UNICUTH1 (暂定名)	22
图 29: 中国人形机器人市场规模 2024-2030 年 CAGR 超 61%	23
图 30: 中国人形机器人销量 2024-2030 年 CAGR 达 102%	23
图 31: 截至 2024 年 10 月, 1X 公司已有两款人形机器人	24
图 32: 2024 年 8 月 21 日, 公司展出最新产品四足机器人灵睿 P1 (暂定名)	24
表 1: 公司管理层及创始团队多年保持稳定 (管理层信息截至 2024 年中报)	7
表 2: 美国部分地区草坪养护法律法规较为严格, OPE 成为刚需	16
表 3: 哈里斯和特朗普政治主张中均有房地产业相关表述, 有望推动北美地产市场活跃发展	18
表 4: 2015H1, 公司前五名客户均为全球知名公司	19
表 5: 2022-2023 年公司通过设立欧美子公司发力欧美市场	20
表 6: 2023 年研发投入方向较多, 根据市场趋势和客户需求快速进行产品更新迭代, 产品线拓展灵活	21
表 7: 2023 年 12 月 12 日, 公司公告通过定增扩张产能, 体现发展信心	22
表 8: 预计 2024-2026 年公司传统业务稳健增长, 智能割草机器人快速放量	26
表 9: 截至 2024 年 10 月 29 日, 可比公司 2025 年平均 PE 为 66.9X	26

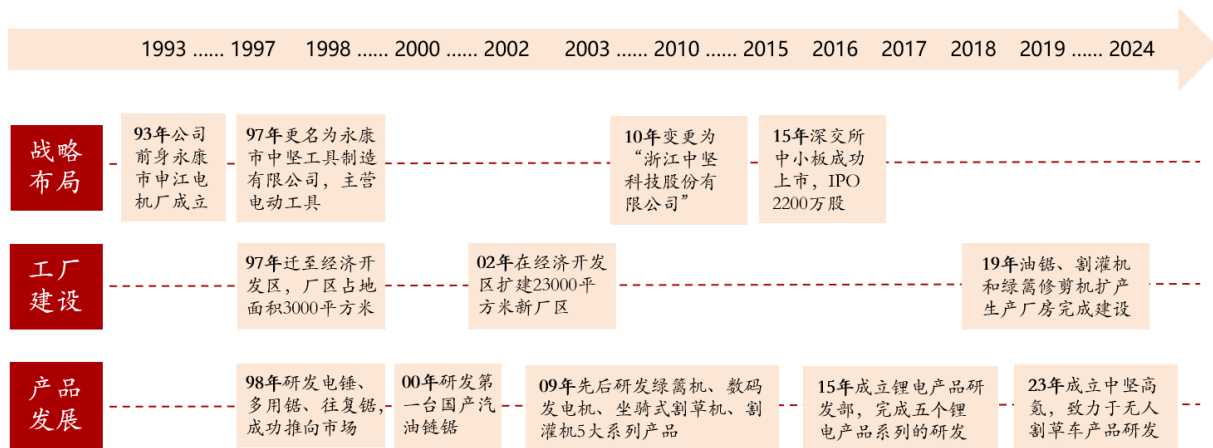
表附录：三大报表预测值.....	28
------------------	----

1 立足园林机械龙头，不断拓宽业务边界

1.1 深耕园林机械领域多年，覆盖多种园林机械产品线

中坚科技成立于1997年，2000年开始涉足园林机械领域，现已发展成一家专业生产户外动力园林机械的综合出口型企业。公司前身为永康市中江电机厂，2000年研发第一台国产汽油链锯，2009年先后研发绿篱机、坐骑式割草机、割灌机等5大系列产品，园林机械产品矩阵完善，2015年于深交所中小板上市，目前已发展为园林机械产品的主要出口企业。2020-2023年度，公司参与编制国家标准5项，行业标准3项，参与编制“浙江制造”团体标准1项，参与编制行业团体标准3项。

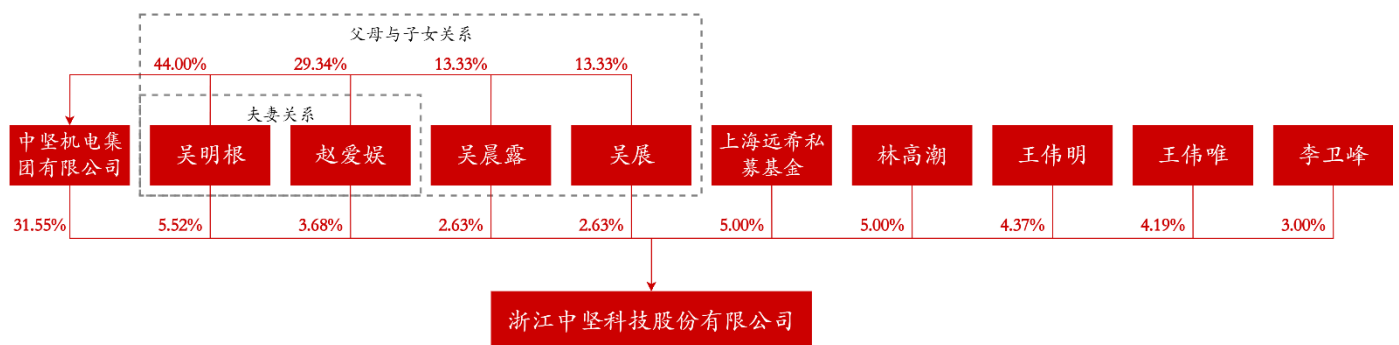
图1：公司发展历程，于园林机械领域深耕二十余年



资料来源：公司官网，浙商证券研究所，

股权结构清晰，管理层经验丰富。公司实控人为吴明根和赵爱娱夫妇及其子女吴展、吴晨璐，合计直接持股14.46%（截至2024中报）。公司管理团队合作多年，在公司内部任职时间普遍较长，多位高管持有股权，与公司利益强绑定，稳定性强。从业经验方面，多位高管在专用工具和机械行业从业多年，公司凝聚力和专业化兼备。

图2：公司股权结构较为清晰（截至2024中报）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

*注1：中坚机电集团有限公司于2023年8月27日协议转让无限售流通股股份4164万股给上海远希私募基金，占公司总股本5.00%。

*注2：上海远希私募基金于2024年5月23日披露3个月内以大宗交易的方式减持股份不超过26.4万股，占公司总股本0.2%。

*注3：上海远希私募基金于2024年7月2日公告于6月21日-7月1日期间通过大宗交易方式减持7.5万股，占公司总股本0.0568%。

表1: 公司管理层及创始团队多年保持稳定(管理层信息截至 2024 年中报)

姓名	职务	出生年份	2023 年薪酬 (万元)	简介
吴明根	董事、总经理	1963	45	历任永康市中坚工具制造有限公司执行董事、总经理, 现任山东龙晖置业有限公司监事; 永康培英教育投资有限公司监事; 公司董事长、总经理; 公司全资子公司上海璞之润食品科技有限公司董事长; 公司全资子公司上海中坚高氟机器人有限公司执行董事。(有股权)
赵爱娉	董事	1964	0	现任中坚机电集团有限公司执行董事; 永康市中超科技有限公司执行董事; 永康市中创仓储有限公司执行董事; 永康市中坚置业有限公司执行董事; 永康市娱天贸易有限公司执行董事; 永康市神天贸易有限公司执行董事; 上海翔展机械工业有限公司董事; 永康培英教育投资有限公司执行董事; 上海翊来科技有限公司监事; 上海翊起跳动科技服务有限公司监事; 公司董事。(有股权)
杨一理	董事	1966	10	曾任职于浙江麟益投资管理有限公司, 中国上市公司协会独董专家委员会委员。现任浙江浙企投资管理有限公司总经理; 浙江省投融资协会副会长兼秘书长; 公司董事。
李卫峰	董事、副经理	1977	100	曾任永康市中坚工具制造有限公司品保部经理、销售部经理。现任公司董事、副总经理。(有股权)
杨海岳	董事、总工程师	1975	85	曾任浙江恒丰电器有限公司产品设计处处长、内燃机开发部部长、产品开发部部长; 永康市中坚工具制造有限公司技术开发部经理、总工程师。曾获永康市科学进步二等奖、金华市科学技术三等奖。现任公司董事、总工程师兼研发总监。
卢赵月	董事、财务总监	1971	75	曾任缙云县括苍乡工业办公室会计兼统计、缙云县缝纫机厂成本会计、主办会计、永康市鹏翔针织厂财务科长, 永康市中坚工具制造有限公司财务部经理; 现任公司董事、财务总监兼财务部经理。
戴勇斌	副总经理、董事会秘书	1974	/	曾任上海市北高新股份有限公司董事会秘书、财务总监; 上海大智慧股份有限公司董事会秘书、财务总监; 华丽家族股份有限公司副总裁、董事会秘书; 旗天科技集团股份有限公司副总裁、董事会秘书; 浙江蓝能氢能科技股份有限公司高管。担任上海先惠自动化技术有限公司独立董事; 江苏海德莱特智能科技股份有限公司独立董事(未上市); 2024 年 5 月 22 日聘任为公司副总经理、董事会秘书。

资料来源: 公司年报, 公司公告, 浙商证券研究所

公司的主要产品覆盖五类园林机械, 产品矩阵完善, 2021-2022 年坐骑式割草机市场占有率居于国内前三。根据公司官网, 公司园林机械产品按品类分包括链锯、割灌机、吹叶机、绿篱机、骑式割草机, 按动力来源划分包括汽油类、锂电类(20V、40V、60V 锂电), 主要用于园林绿化的修理及养护。根据中国林业机械协会统计, 2020 年公司坐骑式割草机细分市场占有率在国内园林机械企业中居于前五名, 2021-2022 年排名居于前三名。

图3: 公司园林机械产品矩阵完善(营收占比数据为 2024 年中报数据)

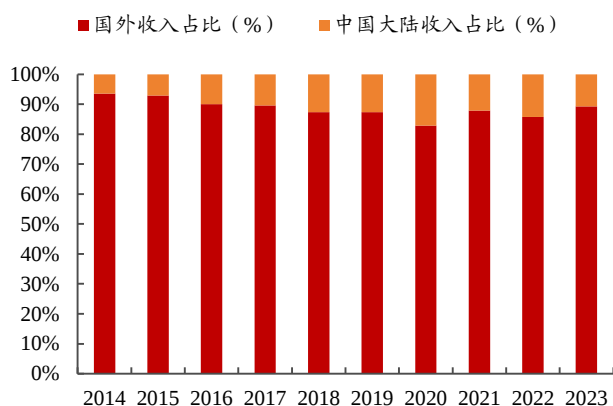


资料来源: 公司年报, 公司官网, 浙商证券研究所

公司海外销售占比稳定在 90%左右, 主要出口地区为欧洲、美国。据招股书中披露, 公司 2015 年 1-6 月收入中欧洲/美国/亚洲/其他地区分别占比 69%/19%/5%/6%, 2016-2023

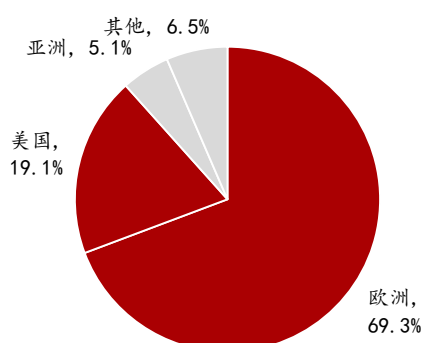
年海外收入占比稳定在 85-90%。公司凭借高水平的技术优势和产品质量保证体系，以中高端客户为公司市场目标，经过多年的积极开拓，已经建立起较为完善的市场营销网络和售后服务体系。目前，营销网络覆盖欧洲、美洲、澳洲及亚洲等地区。公司出口遍布 50 多个国家及地区，在美国、德国、意大利、法国、英国、澳大利亚等地区拥有 100 多家客户，与国外知名品牌客户括 GGP（欧洲最大的园林制造商之一）、SANDRIGARDEN、TTI 等；世界知名连锁超市包括 the HOME DEPOT（世界第一大家居建材零售集团）、OBI（国际上最早创建家庭装饰市场的著名跨国连锁集团，目前企业规模名列德国第一、全球第四）、KINGFISHER（欧洲最大、世界第三大家居建材零售集团）、ALDI 等已建立起稳定的战略合作关系。在国内市场，公司已经初步建立覆盖全国的经销网络与服务支持平台，为国内市场销售的进一步增长奠定了良好的基础。

图4： 2014-2023 年公司海外销售占比稳定在 90%左右，公司以出口业务为主



资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

图5： 2015H1 公司主要出口地区为欧美地区，其中以欧洲为主



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

销售模式方面，公司在海外主要采用 ODM 模式，在国内采用 OBM 模式。目前，公司已经能为客户提供从产品外观设计、内部零部件结构改进、生产制造、试验和检测的整套解决方案。截至 2024H1，公司自主品牌包括 TOPSUN、拓普生等，海外客户的品牌包括 TTI 的 RYOBI（发电机）、GGP 的 STIGA、ALPINA（油锯、割灌机、绿篱机）、JULA.AB 的 MEEC（割灌机、油锯、发电机）、ADEOSERVICES 的 STERWINS（割灌机、油锯、绿篱机）、汉斯安海的 EINHELL（油锯、割草机、绿篱机）。

图6： 公司在海外主要采用 ODM 模式，在国内采用 OBM 模式

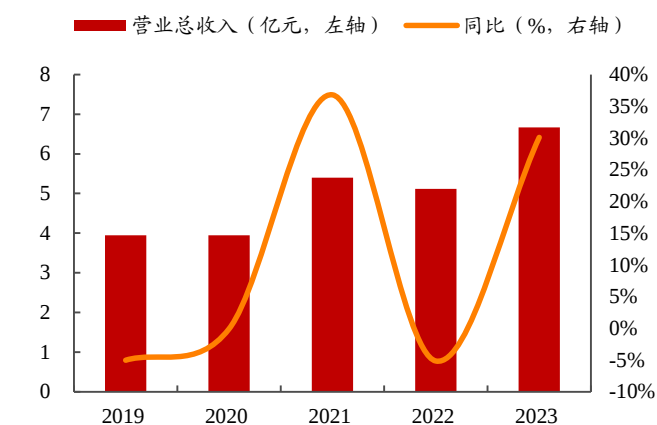


注：品牌信息取自公司招股说明书，统计时间为 2024H1
资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

1.2 增长势头迅猛，利润率持续提升

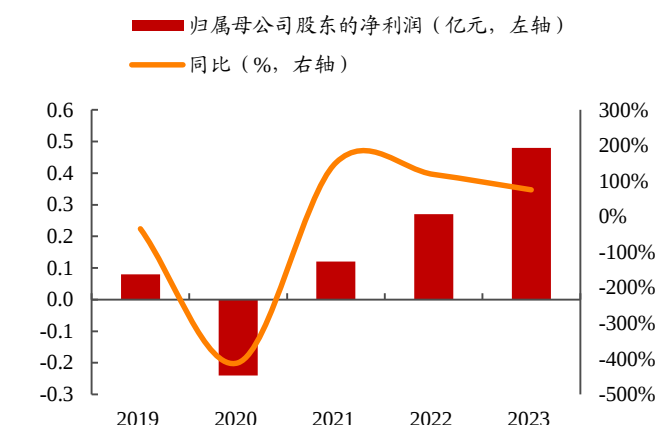
营收脉冲式增长，归母净利润 2020 年以来实现高速增长。2015-2020 年公司营收小幅波动，2021、2023 年营收大幅增长，主要增长动力为产品更新与销售渠道突破，公司国外业务拓展加强，销售部门积极通过线上展销、设立欧洲子公司等各种途径继续拓展国外市场，在实现老产品客户订单恢复性增长的同时高附加值新产品也取得了突破，2023 年公司成功拓展俄罗斯市场渠道，并实现轮式割草产品的优化改进和升级换代，进一步提升了公司轮式割草车产品的竞争力；公司归母净利润于 2015-2020 年持续下滑，主要系营收稳定的同时持续进行研发投入、引进管理人才，费用有所增加所致。

图7： 2019-2023 年公司营收脉冲式增长



资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

图8： 归母净利润于 2020 年触底反弹，2020-2023 年实现高速增长

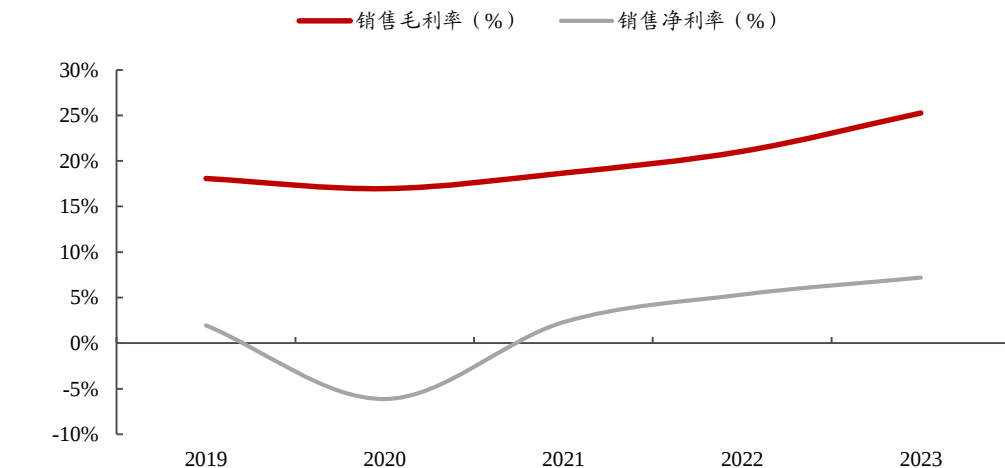


资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

2020 年后，规模效应、技术升级、产品结构调整推动公司毛利率、净利率持续上升。

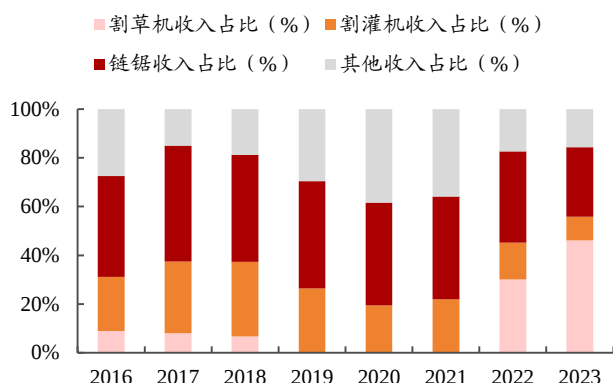
2020 年，公司毛利率降至最低水平，主要系 2020 年新会计准则下运输费用由销售费用转为营业成本；2020 年以来，公司毛利率持续上升，主要系（1）规模效应；（2）技术升级下各产品线毛利率均有提高；（3）公司积极进行产品结构调整，毛利率高的产品线占比逐渐提高。据公司 2023 年年报披露，割草机/链锯/割灌机毛利率分别为 28.09%/24.95%/16.41%，割灌机毛利率较低，近年来其收入占比逐渐降低，2021 年占营收比例为 21.98%，2023 年占总营收比例为 9.65%；2020 年以来，公司净利率持续上升，主要系毛利率上升、费用率下降共同作用所致。

图9： 2020-2023 年，规模效应、技术升级、产品结构调整推动公司毛利率、净利率持续上升



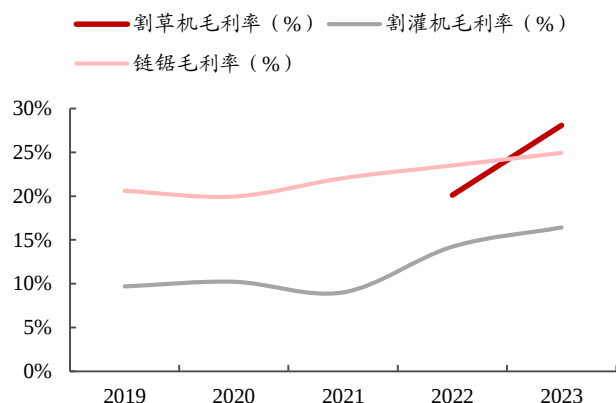
资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

图10: 2016-2023 年公司割草机收入占比上升较快



资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

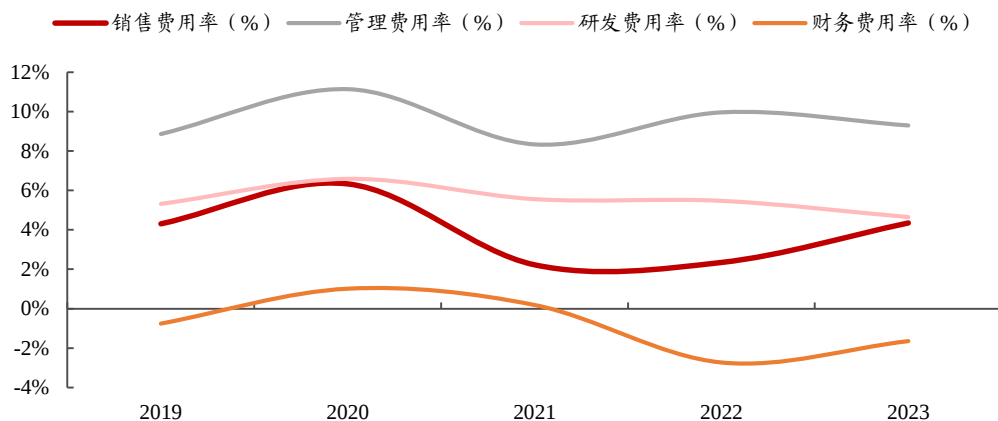
图11: 2023 年割草机业务毛利率高于其他业务



资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

费用管控初见成效，2020 年以来费用率波动下降。公司管理费用率常年居高，主要细项为职工薪酬/办公楼折旧及摊销，2023 年分别占管理费用 43%/20%，近年来公司通过完善公司人力资源人员和组织架构、改善招聘流程、完成公司薪酬体系梳理和调整等方式优化人力，实现降本增效。公司销售费用波动较大，2020 年新会计准则下运输费用由销售费用转为营业成本，2020 年后销售费用大幅下降。销售费用主要影响细项是职工薪酬/子公司销售佣金/售后服务费，2023 年分别占销售费用 45%/12%/11%。

图12: 2020-2023 年费用率波动下降



资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

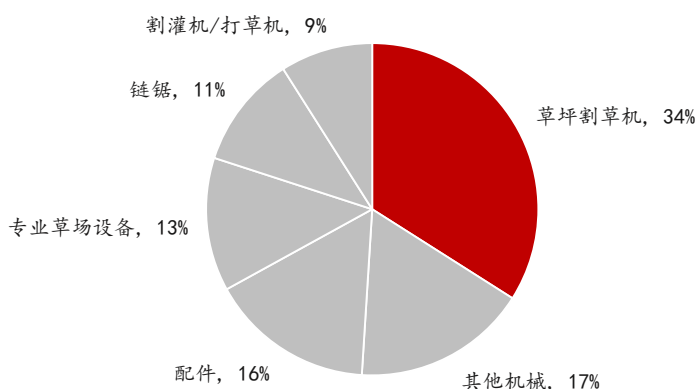
2 OPE 行业：稳中有增，锂电化渗透率加速提升

2.1 行业概览：需求以欧美市场为主，中国是园林机械产品的重要产业基地

2.1.1 需求端：北美和欧洲地区为 OPE 行业主流市场

户外动力设备（Outdoor Power Equipment, OPE），是指以动力驱动的在户外环境使用的各种装置和设备，主要应用于草坪、花园或庭院的维护，包括割草、修剪、清扫等任务。2018 年，全球园林机械行业各细分市场中草坪割草机需求占比最高，占园林设备市场需求 34%。

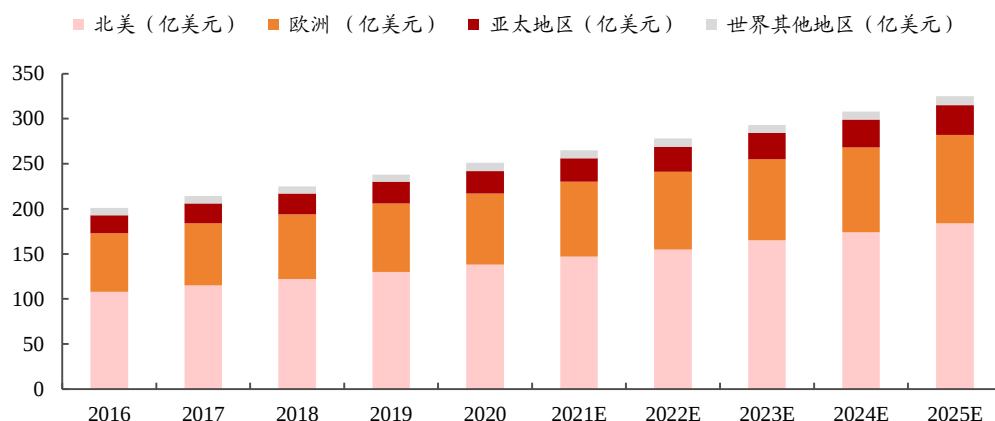
图13： 2018 年园林设备中草坪割草机需求占比最高，占比 34%



资料来源：大叶股份招股说明书，浙商证券研究所

北美和欧洲地区为 OPE 的主流市场，合计占比稳定在 80% 左右。欧美等发达国家和地区消费水平高，同时私人住宅房屋绿地和城区绿化均有较高的需求，园林机械产品广泛应用，未来仍将是主要市场。据 Frost & Sullivan，2020 年北美/欧洲/亚太地区市场份额分别为 55%/31%/10%，2016-2025 北美市场占比稳定在 55% 左右，欧洲市场规模稳定在 30% 左右。

图14： 2016-2025 年 OPE 市场以欧美地区为主，两个地区合计市场份额稳定在 80% 左右

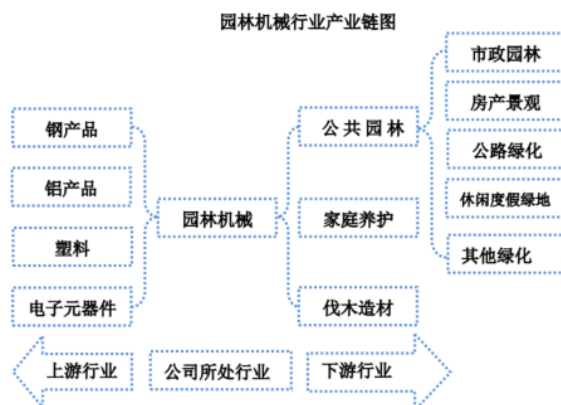


资料来源：Frost & Sullivan，浙商证券研究所

2.1.2 供给端：中国是园林机械产品的重要产业基地

公司处于园林机械产业链中游，环节中主要参与者为国外品牌商和国内代工商。园林机械产业链包含上游原材料、零部件供应商，中游代工商、品牌商，下游公共园林、家庭养护等。

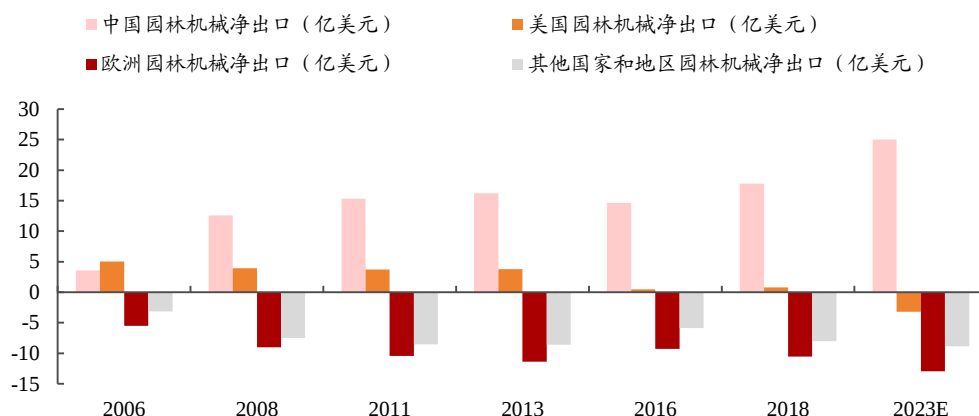
图15： 公司处于园林机械产业链中游



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

中国是园林机械产品的重要产业基地，中国园林机械产品净出口额位居全球首位。随着国内园林机械制造企业生产工艺不断改进，产品品质逐步提高，管理能力增强，业内领先企业的产品质量和技术标准已能够符合欧美准入要求，产品在全球范围内得到广泛认可；同时，欧美发达国家和地区的园林机械制造商为了降低成本、拓展市场，逐步将生产环节向中国转移，在中国建立产业基地或通过 ODM/OEM 等方式与中国企业进行合作。中国园林机械产品出口额长期保持增长，据大叶股份招股说明书，中国园林机械产品净出口额位居全球首位。全球园林机械产业向中国转移刺激了国内企业加大生产设备、技术开发投入，推动了行业的技术进步和产业升级。

图16： 2006-2023 年，中国园林机械产品净出口额位居全球首位，中国是园林机械产品的重要产业基地



资料来源：大叶股份招股说明书，浙商证券研究所

代工商主要集中于中国华东地区。目前，国内的园林机械制造商主要集中在华东地区，包括浙江、江苏、上海、山东等省市，中部及西部地区企业较少，地域集中情况明显。从参与竞争的企业类型来看，主要包括本土企业和外资企业两大类，本土企业主要为山东华盛、浙江派尼尔及中坚科技等。近年来，部分公司由于市场意识强、运营效率高等特点迅速崛起，出口份额逐年上升，已成为园林机械行业的主力军。国外园林制造企业如

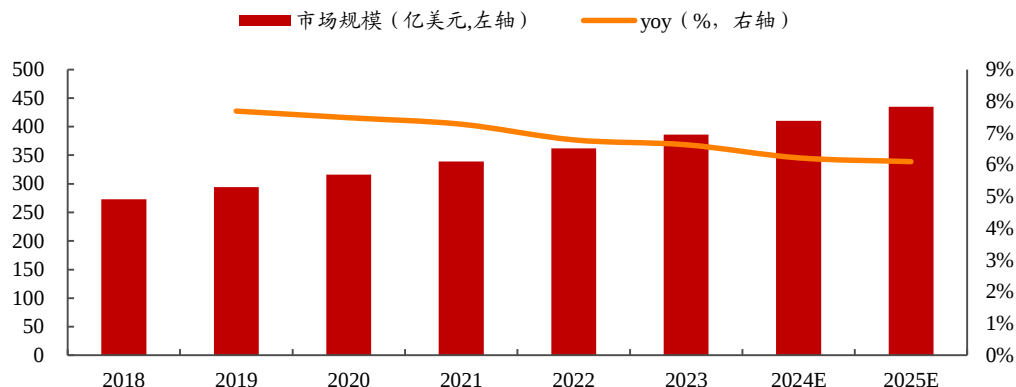
STIHL、HUSQVARNA 等已在国内设立生产基地，拥有技术、品牌等方面的优势，在中高端市场上占有较大份额。

2.2 行业发展趋势：短期与长期趋势向好，需求增长在望

2.2.1 中长期：OPE 行业百亿美金赛道，锂电化与智能化进程加快

OPE 产品需求稳定增长，市场空间广阔。居民生活质量提高、私人住宅绿地和城市绿化覆盖率提升共同推动了 OPE 产品需求的增长，据 Global Market Insights，全球园林设备市场预计在 2025 年将达到 454.5 亿美元规模，2018-2025 年年均复合增长率超 7.0%。

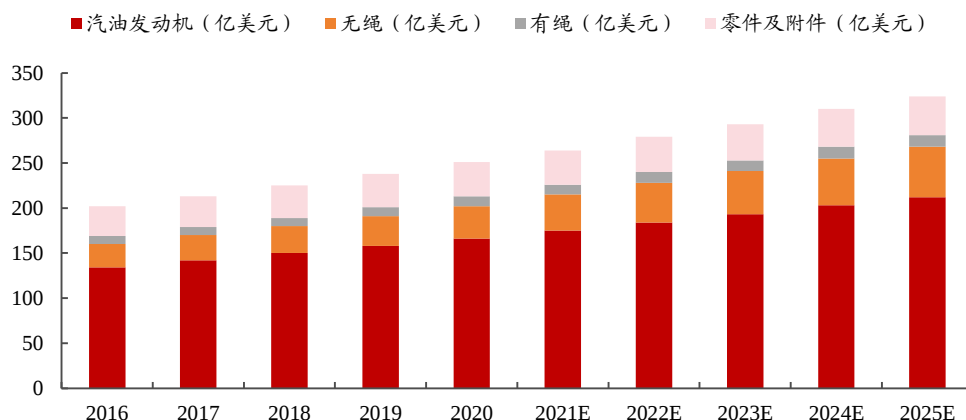
图17： 2018-2025 年 OPE 行业规模稳定增长，市场空间广阔



资料来源：Global Market Insights，浙商证券研究所

锂电 OPE 渗透率持续提升。无绳家用锂电户外动力设备使用便捷、噪音小，越来越多的家庭消费者倾向于自己动手完成小型任务，无绳化、便携性、小而轻量化成为目前家用锂电户外动力设备发展趋势。据 Global Market Insights 统计，2018-2021 年，燃油动力设备市场占比从 50.87% 下降至 49.48%，电动设备市场占比从 30.90% 增长至 32.20%，预计 2025 年无绳 OPE 市场规模达 56 亿美元，2021-2025 年无绳 OPE/汽油 OPE 的 CAGR 分别为 8.8%/4.9%，锂电渗透率加速提升。

图18： 2016-2025 年电动设备市场占比提高，锂电 OPE 渗透率持续提升



资料来源：Frost & Sullivan，浙商证券研究所

受益于锂电池技术进步和成本下降，加之环保政策催化，OPE 市场锂电化进程加快，预计 OPE 锂电化率将加速提升。技术方面，对于电动 OPE 制造商上游产业为电池、电机和电控，电动 OPE 所需要使用的是消费锂电池。近年来由于电动车市场的急速发展造成的旺盛的市场需求和锂电池工业完整的产业链的建立，锂电池的电池成本急速下降，而在价格不断下降的同时，电池的能量密度在逐步提升。根据中国科学院 2019 年的锂电池行业研究报告显示，2019 年的全球锂电池平均价已经降到 156 美元/kWh，相比较于 2010 年，价格

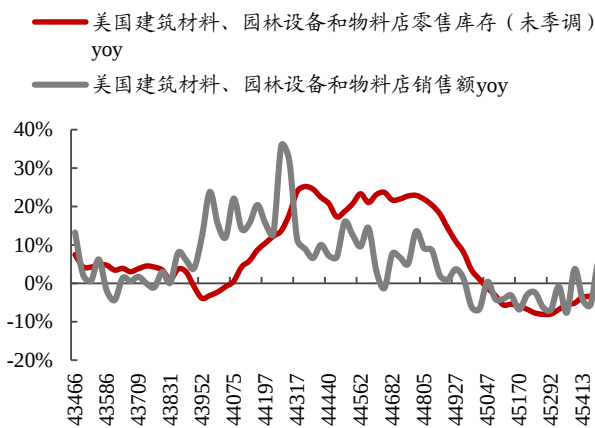
降了近九成；政策方面，2022年3月27日，美国华盛顿州正式签署了燃油禁令法案。6月8号，欧洲议会已通过了燃油禁令的提案，欧美环保政策的愈发严格催化锂电化渗透。

割草机器人需求快速增长。据 Statista，截至 2022 年，全球约有 2.5 亿个私人花园，其中美国约有 1 亿个，欧洲拥有超 8,000 万个，欧美地区合计占全球总量的 72%。目前，市面上的割草机品类仍然以传统的推式和骑式割草机为主，随着对草坪护理和园艺活动的需求不断增长、智能家居设备和自动化的日益普及、人们对环境问题和能源效率的认识不断增强，以及人工智能和机器人技术的进步，使得智能割草机器人逐渐进入大众的视野。此外，随着锂电池技术、智能控制技术、传感器技术的应用，智能割草机器人解决了传统割草机的痛点，可以实现自动避障、解决杂乱割草、应对复杂环境、制定草坪护理计划等，智能割草机器人市场需求正在快速增长。根据 Research and Markets 数据，2020 年全球割草机器人市场规模约 13 亿美元，预计 2021-2025 年将以 12% 的年复合增长率实现高增长，到 2025 年，全球割草机器人的市场规模将升至 23 亿美元，其中欧洲仍为全球主要割草机器人市场。

2.2.2 短期：渠道处于库存正常阶段，北美地产曙光初现

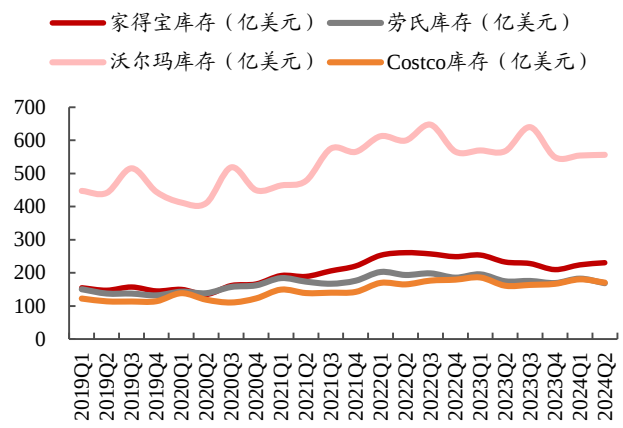
美国建材店主动去库基本结束，零售商库存回落，渠道处于库存正常阶段。过去4年，北美因为全球公共卫生事件供应链中断，经历了一波特殊的渠道库存周期，钟摆效应之下工具行业经营波动放大：（1）强劲主动补库，2020年H1-2021年末，因海运运力短缺、供应链断裂、消费现金补助等因素，渠道管理层备货激进；（2）被动补库开启，渠道态度滞后，2021年末-2022年H1，劳氏、家得宝等北美主流渠道库存开始有一定积压、同时伴随销售增速放缓，但此时库存态度并未转向；（3）强势主动去库，2022年H2起，需求承压，渠道主动减少冗余库存；（4）当下主动去库已结束，处于库存正常阶段，订单回暖在即，北美主要渠道库存均有所下降，目前处于库存正常阶段，2024年7月美国建筑材料、园林设备和物料店销售额同比增速已转正。

图19：2024年7月美国建材店主动去库基本结束



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图20：2024年美国主要零售商库存回落



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

OPE 行业下游场景主要为家庭园艺和公共绿化建设，需求偏刚性。美国是世界最大的园林机械产品消费国，美国经济发达，居民居住环境较为优越，私家庭院拥有率高，花园作业和维护频繁，高尔夫运动的普及度高，对园林机械产品需求较大，同时，美国部分地区草坪养护法律法规较为严格，OPE 成为刚需。据美国 ACGA2 市场调查预测，未来几年美国园艺用品需求的年均增长率将不低于 4%；欧洲发达国家的自然环境好，城市化进程起步早，对园林机械的技术和质量要求高，市场容量稳定，许多技术含量较高的园林机械产品都是针对欧洲苛刻的市场准入条件而开发出来。在欧洲地区的发达国家，花园或别墅普及率较高，约 70% 的消费者爱好打理花园，对 OPE 需求偏刚性。

表2：美国部分地区草坪养护法律法规较为严格，OPE 成为刚需

地区	草坪养护法律法规
加州	草坪的草高度不得超过 4 英寸，否则将面临罚款的惩罚
纽约	未按规定修剪草坪的，初犯者即可能受到 1000 美元的罚款，如果庭院草坪任其滋长而不采取措施，将受到最高 10000 美元的罚款

资料来源：大叶股份年报，浙商证券研究所

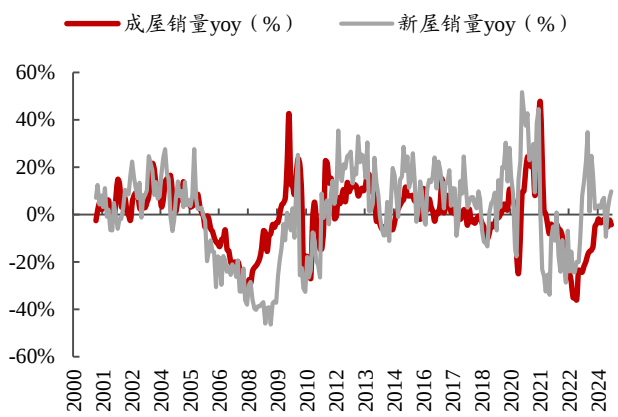
北美地产底部区间走出在即，地产复苏有望带动 OPE 需求。美国时间 2024 年 9 月 18 日，议息会议声明，将联邦基金目标利率下调 50BP 至 4.75-5.00% 区间。按揭利率随降息周期到来迅速下行，10 月 17 日周，30 年期抵押贷款利率为 6.44%。成屋销量与 30 年期抵押贷款利率呈反向关系，根据金融中介机构 Bankrate 的统计，只有 2% 的美国人表示愿意在按揭利率高于 6% 时新购住房，因此降息通道开启有望带动成屋销量上行。2023 年 1 月以来，成屋销量降幅逐渐收窄，2024 年 6 月新屋销量已迎来向上拐点，北美地产底部区间走出在即。

图21: 美国 30 年期抵押贷款固定利率与成屋销售呈反向关系



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

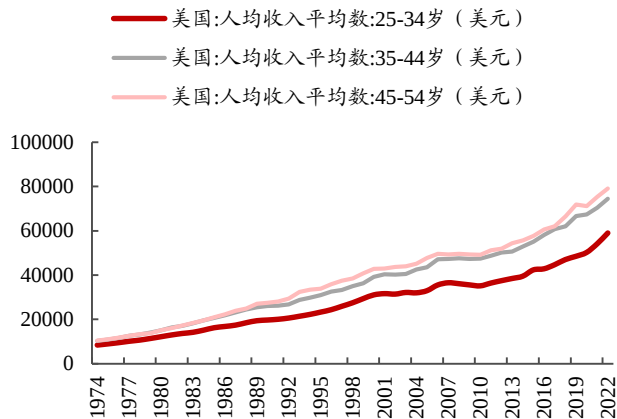
图22: 2024 年美国新屋销量已迎来向上拐点



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

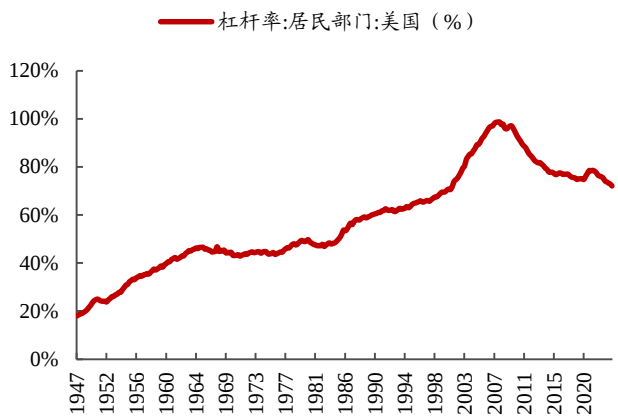
美国居民购房能力持续提升，地产长期趋势向好，推动 OPE 需求增长。居民部门杠杆率自 2008 年以来快速下降，2020 年由于全球公共卫生事件影响略有上升，2021 后延续下降趋势，2024 年 3 月美国居民部门杠杆率已降至 72.10%，居民部门资产负债表持续修复；25~54 岁人群为主力购房人群，其人均收入增长较快，从 2008 年到 2023 年，25~34 岁/35~44 岁/45~54 岁人口人均收入分别增长 71%/65%/70%，居民购房能力持续提升。

图23: 1974-2022 年美国主力购房人口增长，购房能力提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图24: 2008-2023 年居民部门杠杆率下降



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

美国大选在即，竞选人政治主张中均有房地产业相关表述，有望推动北美房地产市场活跃发展，从而带动对 OPE 需求增长。特朗普强调降低房屋抵押贷款利率，开放部分的联邦土地以允许新房建设，促进购房需求，同时共和党 7 月 8 日通过的新纲领政策草案中提出部分利好房地产行业发展的政策，比如封锁边境、控制移民，能够改善本国人的居住环境和安全，同时降低利率、推动城市更新和基础设施建设也将支持房地产行业的发展；哈里斯计划在未来 4 年新建 300 万套住房，对住宅建筑投资提振作用会较明显。为首次购房者提供最多 25000 美元的首付支持，从供需两端为底层人士提供更多的住房机会。

表3: 哈里斯和特朗普政治主张中均有房地产业相关表述，有望推动北美地产市场活跃发展

议题	哈里斯	特朗普
房地产	哈里斯计划 在未来4年新建300万套住房 ，对住宅建筑投资提振作用会较明显。为首次购房者提供最多25000美元的首付支持，从供需两端为底层人士提供更多的住房机会，哈里斯支持打击华尔街炒房行为，避免其抬高房价，阻止租金定价数据公司操纵租金价格。	特朗普主张取消拜登的“反郊区住房规定”， 鼓励在郊区建设新房 ，以降低住房成本。

资料来源：CNBC，美国白宫等，浙商证券研究所

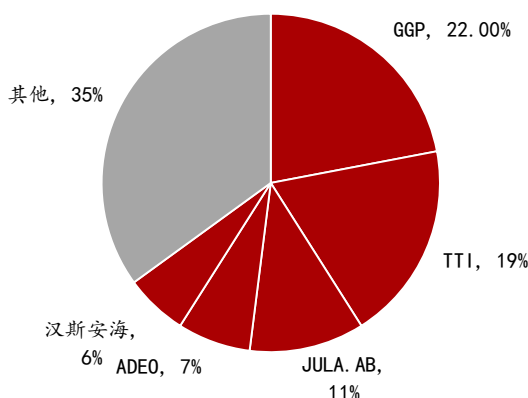
3 公司：主业边界拓展，发展具身智能

3.1 产品与市场持续拓展，主业发展向好

3.1.1 发力美国市场，客户与渠道拓展

公司深度绑定优质客户。据公司招股书披露，公司 2015 年 1-6 月前五名客户为 GGP、TTI、JULA.AB、ADEO、汉斯安海，前五名收入占比为 65%，其中 GGP（后更名为 Stiga）、TTI（创科实业，全球头部电动工具厂商），JULA.AB（瑞典最大折扣连锁商店之一）、汉斯安海、ADEO 为零售商自有品牌。其中，GGP 为欧洲最大的园林机械制造公司之一，JULA.AB 为瑞典最大折扣连锁商店之一，ADEO 为欧洲第一建材连锁超市安达屋集团品牌公司之一。

图25： 2015H1，公司前五名客户集中度较高，收入占比为 65%



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

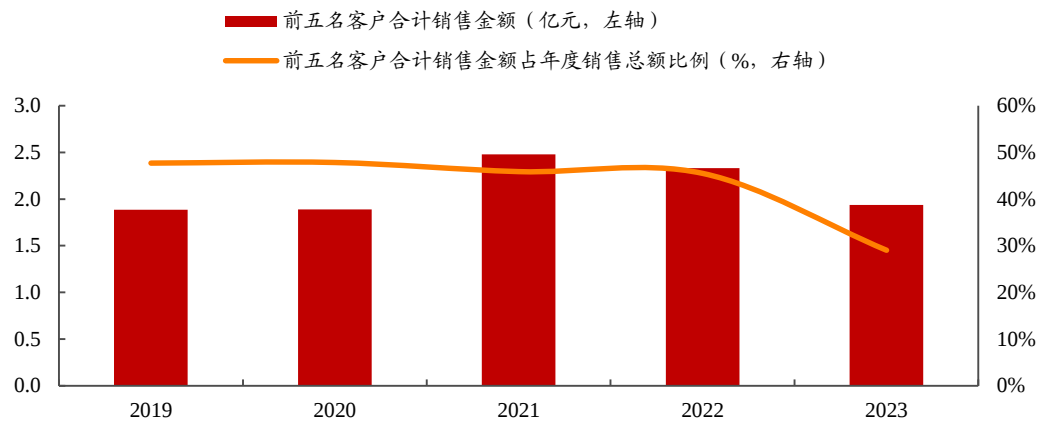
表4： 2015H1，公司前五名客户均为全球知名公司

客户名称	2015 年 1-6 月 外销占比	2015 年 1-6 月 主要销售产品	基本情况介绍
GGP	22%	油锯、割灌机、绿篱机	GGP Italy SPA 位于意大利的威尼托大区，是欧洲最大的园林机械制造公司之一，成立超过 75 年，在全球目前拥有超过 20 家子公司。GGP 集团专注于各种园林设备及工具的生产与销售，包括手推式割草机、骑式割草机及各种手持式动力工具等。
TTI	19%	发电机	包括 TECHTRONIC INDUSTRIES NORTH 和 TECHTRONIC INDUSTRIES AUSTRALIA PTY LTD, 为 TTI 集团下属子公司，TTI 集团(创科实业有限公司)成立于 1990 年，注册于中国香港地区，系香港联合交易所上市公司，交易代码 0669。该集团主要从事设计、开发、生产及销售太阳能及电子产品、消费者户外产品(链锯、汽油修剪机等)，为全球知名的工具制造商。
JULA. AB	11%	割灌机	瑞典最大的折扣连锁商店之一。主要市场区域是瑞典、挪威、波兰等地区，成立于 1979 年，总部位于瑞典斯卡拉。
ADEO SERVICES	7%	割灌机、油锯	是全球知名的、排名靠前的连锁建材超市集团安达屋集团的品牌公司之一，安达屋集团在法国、意大利、西班牙、葡萄牙、希腊、巴西、波兰、中国和俄罗斯各国均有连锁商场。
汉斯安海	6%	油锯、割草车、绿篱机	汉斯安海(包括重庆市汉斯安海进出口有限公司及 EINHELL GERMANY AG 等)为德国安海集团的下属子公司，安海集团系德国法兰克福交易所上市公司，交易代码为 EIN3。该公司成立于 1964 年，为全球知名的家居、园林和休闲用品零售商。

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

近年来持续拓展新客户与渠道，2022 年以来分别在欧美地区设立子公司，进一步发力欧美市场。公司持续发力海外销售渠道建设，在做好欧洲优势市场的同时，重点探索北美市场的业务机会。从行业空间看，北美市场规模大于欧洲市场，而目前欧洲仍是公司产品第一大市场，有望在北美实现销售突破。2022 年公司成立美国子公司，负责美国地区销售，并于 2023 年调整美国销售公司的人员结构，引入了在北美市场具有深厚行业背景和丰富经验的管理层，为进一步打开北美市场奠定了良好的基础。2024 年 8 月 17 日，中坚科技拟对 TOPSUN USA INC. 增资 200 万美金的申请已获得了浙江省商务厅颁发的《企业境外投资证书》，TOPSUN USA INC. 经过 2 年的市场拓展，与美国主要商超如 the Home Depot、Lowe's、TSC 等建立了合作关系，并于 2024 年开始了在美国亚马逊的线上销售；2023 年，公司在法国新设了销售子公司以进一步巩固公司在欧洲地区的优势地位；据公司招股说明书，2015 年 1-6 月，公司前五大客户占比 65.62%；据公司 2023 年年报，公司前五大客户占比 29.06%，其中第一大客户占比 8.3%，公司对大客户的依赖程度降低。

图26： 2019-2023 年公司前五名客户销售金额占比下降，持续拓展新客户与渠道，对大客户的依赖程度降低



资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

表5： 2022-2023 年公司通过设立欧美子公司发力欧美市场

子公司名称	主要业务地区	成立时间	直接持股比例	2023 年营业收入 (百万元)	2023 年净利润 (百万元)
TOPSUN USA INC	美国子公司	2022 年	100%	5.0	-6.3
TOPSUN EUROPE SAS	法国子公司	2023 年	100%	0	-1.9
TOPSUN EUROPE s. r. o.	捷克子公司	2021 年，2023 年注销	/	/	/

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

3.1.2 产品持续迭代，业务向锂电化、智能化方向发展

公司根据市场趋势和客户需求快速进行更新迭代，产品线拓展灵活，2023 年新开发锂电 60V 产品线。公司作为国内主要的园林机械生产企业之一，可根据市场形势快速调整产品结构，产品的转换时间较快，对客户采取的密集型、多规格、小批量下单方式，公司可快速响应、及时提供不同规格型号，符合不同国家排放标准、噪音控制、安全认证的园林机械产品。2023 年，公司新开发锂电 60V 手持产品系列、扫雪机系列，丰富锂电产品线。

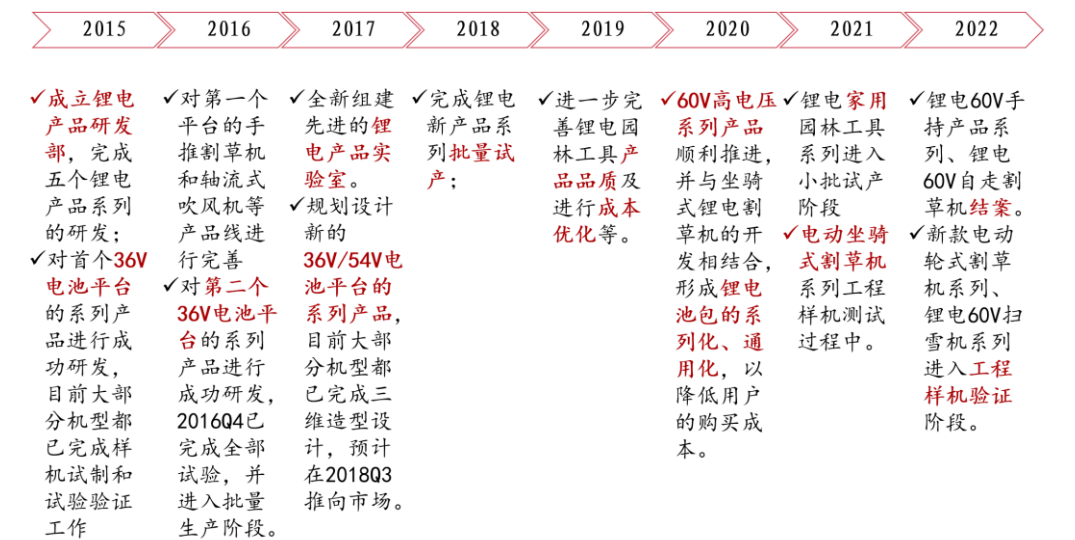
表6： 2023 年研发投入方向较多，根据市场趋势和客户需求快速进行产品更新迭代，产品线拓展灵活

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
锂电 60V 手持产品系列	自有项目，产品线完善，性能优化提升，对标汽油类产品	结案	国内先进	拓展锂电产品线，保未来业绩增长
新款电动轮式割草机系列	自有项目，产品线战略储备，绿色节能，智能控制	小批试产	国内领先	提升产品技术水平，增加产品市场竞争力
新款汽油轮式割草机系列	客户定向开发项目，全新外观设计，适用不同细分市场	结案	国内先进	老客户的产品更新换代，提升产品毛利率，维持业绩持续增长
锂电 60V 扫雪机系列	自有项目，产品线完善	小批试产	国内领先	拓展锂电产品线，保未来业绩增长，平衡季节性产品
客户专款锂电园林产品系列	客户定向开发项目，全新外型设计，更好的性能和更好的人机交互界面	结案	国内先进	老客户的产品更新换代，提升产品毛利率，维持业绩持续增长
汽油动力手持园林工具系列	市场产品拓展，高性能半专业设计	小批试产	国内先进	丰富优化现有产品线，为市场提供更多选择，确保不同品类的业绩持续增长
客户专款 20V 锂电园林产品系列	客户定向开发项目，全新外型设计，成本优化和结构创新产品	产品设计	国内先进	老客户的产品更新换代，提升产品毛利率，维持业绩持续增长
锂电 60V 双步扫雪机系列	自有项目，产品线完善	产品设计	国内领先	拓展锂电产品线，保未来业绩增长，平衡季节性产品
汽油动力手持园林工具系列	定向目标市场产品拓展，高性能半专业设计	工程样机测试	国内先进	丰富优化现有产品线，为市场提供更多选择，确保不同品类的业绩持续增长
锂电智能草坪割草机	自有项目，未来智能化产品线准备，创新优化智能解决方案，目标欧美发达国家市场	产品设计	国际先进	拓展锂电产品线，提升产品智能化水平

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

积极拥抱锂电化：顺应行业发展趋势积极布局锂电行业，目前锂电产品线已趋于完善。依托园林机械行业多年的技术基础，公司对新能源园林机械行业进行了技术储备及产业布局。公司于 2015 年成立锂电产品研发部，拥有稳定的锂电产品研发人才队伍。公司深入开展了锂电动力园林机械相关技术及产品的研发，掌握了高效智能规划导航技术、大功率电机控制算法技术等关键核心技术。通过不断进行自主创新，公司已实现多项自主核心技术成果转化，公司自主研发了锂电 60V 手持产品系列、锂电 60V 自走割草机、新款电动轮式割草机系列和锂电 60V 扫雪机系列等锂电动力园林机械产品。

图27： 2015-2023 年，公司顺应行业发展趋势积极布局锂电行业



资料来源：公司公众号，公司年报，浙商证券研究所

积极拓展智能化：向智能化、无人化方向转型，成功研发割草机器人。2024 年 8 月 21 日，公司于北京世界机器人大会展示了公司最新产品智能割草机器人与四足机器人。子公司上海高氮研发的“割草机器人”具有无边界布署、免干预、高智能化等特点，采用 GOATBOTGFLS 高精度融合定位系统。割草机器人 UNICUTH1（暂定名，以实际发布的产品名称为准）是一款全自动割草机器人，能实现自主建图、规划切割、自主转场、AI 智能

避障、自主回归、精准对接充电等功能，割草效率高、无需用户干预，也可通过 APP 远程监控、遥控指挥割草机器人自主割草。目前无人割草机产品已处于量产前的准备阶段，并开始搭建营销团队，预计为公司贡献新增量。

图28： 2024 年 8 月 21 日，公司展示最新产品智能割草机器人 UNICUTH1（暂定名）



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

3.1.3 定增扩产能，体现发展信心

拟通过定增扩张产能，体现发展信心。2023 年 12 月 12 日，公司发布定增预案，拟通过定向增发方式募资 5.2 亿元，拟用于建设年产 6 万台骑乘式割草车、年产 25 万台新能源智能园林机械（包括智能割草机器人、锂电割草机、锂电打草机、锂电吹风机、锂电扫雪机、锂电链锯及锂电绿篱机等）、上海研发中心项目，预计项目建设完成后公司产能将进一步扩张。

表7： 2023 年 12 月 12 日，公司公告通过定增扩张产能，体现发展信心

项目名称	项目总投资金额（亿元）	募集资金拟投入金额（亿元）
年产 6 万台骑乘式割草车建设项目	2.159	2.159
年产 25 万台新能源智能园林机械建设项目	1.925	1.925
上海研发中心建设项目	0.578	0.578
补充流动资金	0.5	0.5
合计	5.162	5.162

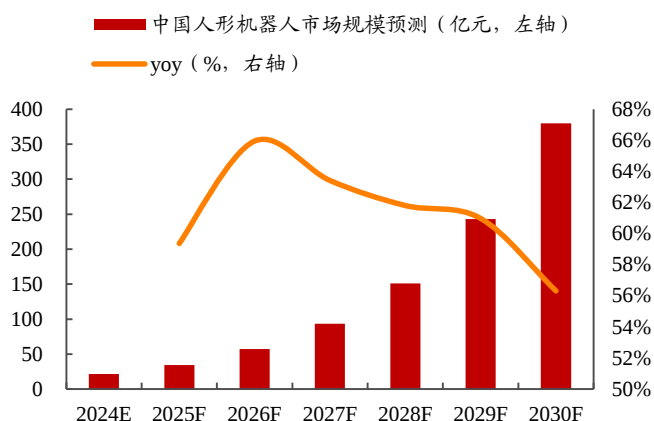
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2 发力具身智能，打造第二增长曲线

2023年年底公司战略层决定，将具身智能业务作为第二核心业务。公司积极进行组织机构调整，成立智能创新研究院负责新兴产业投资。2024年6月20日第五届董事会第四次会审议通过对组织机构进行调整，设立智能创新研究院，负责战略性新兴产业研究与产业投资。公司调整后的组织机构分别为：智能创新研究院、割草车事业部、国内事业部、销售中心、研发中心、苏州锂电研发中心、生产运营中心、品质中心、信息中心、财务中心、人力中心、行政中心、法务部、审计部、证券部等机构。

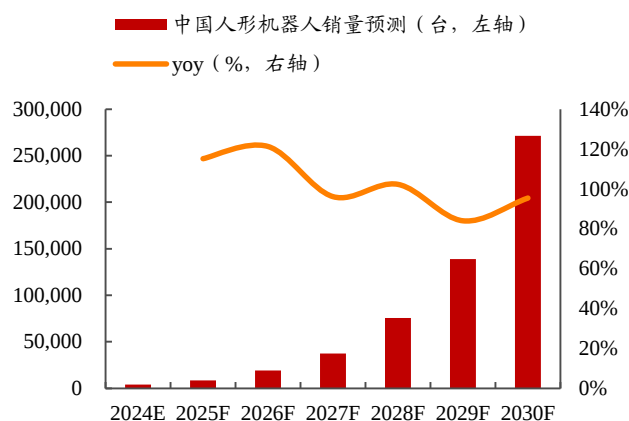
中国在人形机器人赛道增速快，市场空间巨大。2023年工信部发布《人形机器人创新发展指导意见》，将人形机器人定义为有望成为继计算机、智能手机、新能源汽车后的颠覆性产品。当前，在全球人口增速放缓、老龄化程度加深以及制造业加速升级的大背景下，人形机器人已成为科技竞争的新高地、未来产业的新赛道、经济发展的新引擎。据人形机器人GGII预测，2024年中国人形机器人市场规模为21.58亿元，到2030年将达到近380亿元，2024-2030年CAGR将超过61%，中国人形机器人销量将从0.40万台左右增长至27.12万台，2024-2030年CAGR达102%。

图29： 中国人形机器人市场规模 2024-2030 年 CAGR 超 61%



资料来源：高工机器人产业研究所，浙商证券研究所

图30： 中国人形机器人销量 2024-2030 年 CAGR 达 102%



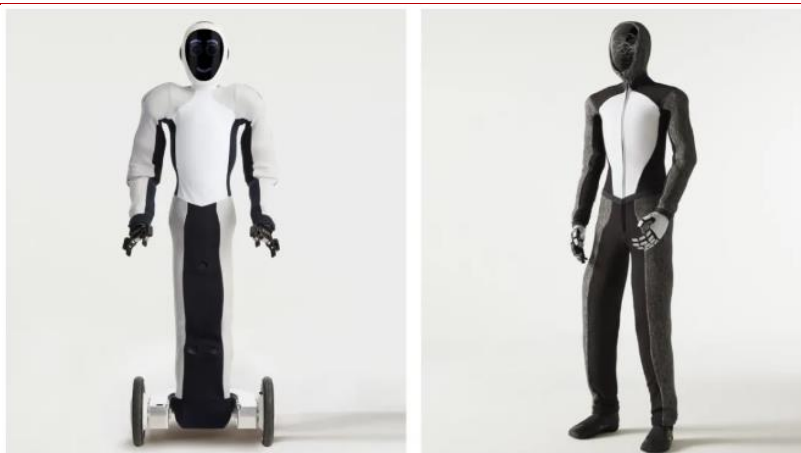
资料来源：高工机器人产业研究所，浙商证券研究所

公司股权投资全球知名的人型机器人科技公司 1X，布局人型机器人赛道。1X 机器人是 OPENAI 单项投资比例最大的机器人公司，也是全球第一家实现商业化销售的人型机器人公司。2024 年 3 月，公司投资了 1X 机器人公司，1X Technologies 于 2014 年挪威成立，创始人 Bernt Børnich，最早开发老年服务机器人。2019 年 12 月，获得 290 万美金天使轮融资，老年服务机器人卖出 100 台左右；2021 年 3 月，获得 1300 万美金 A 轮融资；2023 年 3 月，获得 OpenAI 领投的 2,350 万美金 A2 轮融资；2024 年 1 月，获得 1 亿美金 B 轮融资，此轮融资由瑞典知名风投基金 EQT Ventures 领投，Samsung NEX、Sandwater、Skagerak Capital 和 Nistad 集团等跟投。

目前，1X 公司有两款人形机器人：EVE (轮足)和 NEO (双足)，其中轮式机器人 EVE 已初步实现商业化，8 月家庭场景双足人形机器人 NEO beta(测试版)视频发布，有 OpenAI 旗下大模型赋能、有商业化团队、有完备生产车间，展示了双足人形机器人在家庭场景落地可能性。中坚科技与 1X 的合作不限于股权投资，更重要的是着眼于后续的供应链等产业合作。据公司披露，8 月中坚团队与 1X 主要管理层落实相关合作意向的重要步骤并取得重要进展，预计后续中坚科技将整合国内相关产业链有效资源，力争为 1X 实现新一代人形机器人快速降低成本、拓宽市场渠道提供有效助力。10 月 12 日，公司公告拟使用自有

资金投资设立全资子公司上海中坚智氮智能科技有限公司，注册资本为 8,000 万元人民币，投资目的主要是为了加快推进海外智能机器人产品的进一步多方位合作。

图31：截至 2024 年 10 月，1X 公司已有两款人形机器人



注：左为第一代产品 EVE，右为第二代产品 NEO

资料来源：1X 官网，投中网，浙商证券研究所

设立子公司发展具身智能，智能机器人领域取得突破性进展，已推出四足机器人。

2024 年 8 月 21 日，公司于北京世界机器人大会展示了公司最新产品四足机器人。子公司江苏坚米首款四足机器人灵睿 P1（暂定名），该四足机器人拥有智能化高，通过性强、重负载、长续航等优点，主要应用于巡检、勘察和安防等各类场景，搭载其自研的大语言模型，基于大语言模型构建高阶具身智能四足机器人，同时构建行业主要应用于巡检、勘察和安防等定制化知识库以进一步提升机器人智能性，实现机器人多模态信息高效识别，并准确做出人类期待的行为反馈。灵睿四足机器人初代产品已经在前期的筹备工作中初步成型并将按计划推向市场。

图32：2024 年 8 月 21 日，公司展出最新产品四足机器人灵睿 P1（暂定名）



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

4 盈利预测和投资建议

4.1 预计传统业务稳健增长，智能割草机器人快速放量

核心假设：公司持续扩市场+拓品类，持续开拓欧洲及美国市场，美国作为 OPE 主要需求地区市场空间广阔，公司于 22 年设立北美子公司，目前新渠道 the Home Depot、Lowe's、TSC、亚马逊等已开始出货，依托于公司割草机细分赛道龙头地位，公司传统业务有望在北美迅速铺开；公司顺应行业锂电化发展趋势不断丰富锂电产品线，同时推出智能割草机器人产品，有望实现快速放量，打造第二增长曲线。

割草机：割草机市场空间大，行业增长稳定，公司为割草机细分赛道龙头，有望获得超行业增速；同时公司顺应行业锂电化转变趋势，陆续推出锂电割草机产品线，有望进一步抢占市场份额；同时北美地区有望放量，预计 2024-2026 年割草机业务实现营业收入 4.57 亿元/6.72 亿元/8.23 亿元，同比增长 48.46%/47.09%/22.37%；

电链锯、割灌机：预计随新市场与渠道的拓展及锂电产品线丰富实现略超行业增速的稳定增长，2024-2026 年电链锯业务实现营业收入 2.32 亿元/3.01 亿元/3.53 亿元，同比增长 21.95%/30.12%/17.27%；预计 2024-2026 年割灌机业务实现营业收入 0.78 亿元/1.02 亿元/1.20 亿元，同比增长 21.95%/30.12%/17.27%。

其他园林机械：

智能割草机器人行业高速增长，公司与大客户已建立起稳定的战略合作关系，预计渠道可以复用，目前公司无人割草机产品处于量产前的准备阶段，并搭建新的营销团队，我们预计 2024H2 开始出货，**其他园林机械**包括油锯、鼓风机等，非公司主要产品线，预计 2024-2026 年不增长，预计 2024-2026 年其他园林机械业务合计实现营业收入 1.61 亿元/3.25 亿元/3.68 亿元，同比增长 53.85%/102.29%/13.05%。

表8: 预计 2024-2026 年公司传统业务稳健增长, 智能割草机器人快速放量

	2023A	2024E	2025E	2026E
收入合计	666.62	927.89	1,401.04	1,663.52
yoy	34.62%	39.19%	50.99%	18.73%
毛利润	168.47	244.82	399.78	483.46
毛利率	25.27%	26.39%	28.53%	29.06%
园林工具销量(万台)	68.87	75.75	82.57	89.18
yoy	-3.05%	10.00%	9.00%	8.00%
单价(元)	967.97	1,224.87	1,696.74	1,865.39
yoy	34.18%	26.54%	38.52%	9.94%
割草机	307.86	457.03	672.25	822.61
yoy	99.75%	48.46%	47.09%	22.37%
收入占比	46.18%	49.26%	47.98%	49.45%
毛利润	86.47	130.20	190.47	239.27
毛利率	28.09%	28.49%	28.33%	29.09%
电链锯	189.84	231.50	301.22	353.24
yoy	-2.31%	21.95%	30.12%	17.27%
收入占比	28.48%	24.95%	21.50%	21.23%
毛利润	47.37	57.22	75.31	88.31
毛利率	24.95%	24.72%	25.00%	25.00%
割灌机	64.34	78.46	102.09	119.72
yoy	-17.07%	21.95%	30.12%	17.27%
收入占比	9.65%	8.46%	7.29%	7.20%
毛利润	10.56	12.73	17.86	21.12
毛利率	16.41%	16.23%	17.50%	17.64%
其他业务	104.58	160.90	325.47	367.95
yoy	-62.75%	53.85%	102.29%	13.05%
收入占比	15.69%	17.34%	23.23%	22.12%
毛利润	24.06	44.68	116.14	134.76
毛利率	23.01%	27.77%	35.68%	36.62%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2 投资建议: 主业及新业务长期成长性佳, 给予“增持”评级

预计公司传统业务割草机业务保持高速增长, 锂电产品线快速放量, 新业务智能割草机器人业务为公司业绩带来较大弹性。预计公司 2024-2026 年实现营业收入 9.28/14.01/16.64 亿元, 同比增长 39%/51%/19%; 实现归母净利润 0.79/1.36/1.63 亿元, 同比增长 65%/72%/19%; 对应 PE73/43/36X。

我们选取和公司主业割草机业务类似的大叶股份、格力博, 以及公司人形机器人业务类似的博实股份、盛通股份为可比公司, 可比公司 2025 年平均 PE 为 66.9X。考虑公司主业及新业务长期成长性, 给予“增持”评级。

表9: 截至 2024 年 10 月 29 日, 可比公司 2025 年平均 PE 为 66.9X

		归母净利润增速			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300879.SZ	大叶股份	152.0%	73.9%	56.8%	32.6	18.8	12.0
301260.SZ	格力博	158.9%	53.9%	22.9%	26.1	17.0	13.8
002698.SZ	博实股份	18.3%	20.6%	40.5%	23.0	19.1	13.6
002599.SZ	盛通股份	426.9%	167.9%	76.9%	186.0	69.4	39.2
可比公司平均		158.3%	189.0%	79.1%	49.3%	66.9	31.1

002779.SZ	中坚科技	65.2%	71.5%	19.3%	79.6	46.4	38.9
-----------	------	-------	-------	-------	------	------	------

注：可比公司盈利预测为 Wind 一致预期（截至 2024/10/29）

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 风险提示

贸易摩擦风险。公司产品面临一定关税，若有调整会对公司经营造成影响。

海外需求不及预期风险。海外消费环境将对出口类企业经营产生较大影响，使得企业业绩或不及预期。

汇率波动风险。公司海外业务占比高，海外业务收入以外币计价，汇率波动将影响公司收入利润。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	655	837	1,161	1,430
现金	75	116	150	251
交易性金融资产	127	127	127	127
应收账款	135	195	282	340
其它应收款	1	1	2	3
预付账款	21	22	34	43
存货	288	367	557	658
其他	8	8	8	8
非流动资产	320	310	292	274
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	239	217	194	172
无形资产	52	52	53	55
在建工程	0	0	0	0
其他	29	41	44	48
资产总计	975	1,147	1,452	1,704
流动负债	255	352	521	610
短期借款	0	0	0	0
应付款项	208	282	415	489
预收账款	0	0	0	0
其他	47	70	106	122
非流动负债	22	22	22	22
长期借款	0	0	0	0
其他	22	22	22	22
负债合计	277	374	543	633
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	698	773	909	1,072
负债和股东权益	975	1,147	1,452	1,704

现金流量表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	11	55	32	96
净利润	48	79	136	163
折旧摊销	32	29	29	29
财务费用	(3)	0	0	0
投资损失	(12)	(8)	(13)	(17)
营运资金变动	(72)	(45)	(121)	(79)
其它	17	0	1	1
投资活动现金流	(8)	(11)	2	5
资本支出	(10)	(10)	(11)	(12)
长期投资	0	0	0	0
其他	2	(1)	13	17
筹资活动现金流	(7)	1	(0)	(0)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(7)	1	(0)	(0)
现金净增加额	(1)	41	34	101

利润表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	667	928	1,401	1,664
营业成本	498	683	1,001	1,180
营业税金及附加	7	10	15	18
营业费用	29	42	67	83
管理费用	62	85	132	155
研发费用	31	46	74	96
财务费用	(11)	(1)	(2)	(3)
资产减值损失	(8)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动损益	(5)	0	0	0
投资净收益	12	8	13	17
其他经营收益	5	9	14	16
营业利润	53	80	141	168
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	52	80	141	168
所得税	4	0	4	5
净利润	48	79	136	163
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	48	79	136	163
EBITDA	69	107	167	193
EPS (最新摊薄)	0.36	0.60	1.03	1.23

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	30.09%	39.19%	50.99%	18.73%
营业利润	89.58%	51.96%	75.90%	19.31%
归属母公司净利润	75.64%	65.23%	71.50%	19.34%
获利能力				
毛利率	25.27%	26.39%	28.53%	29.06%
净利率	7.21%	8.56%	9.73%	9.78%
ROE	6.89%	10.29%	14.99%	15.18%
ROIC	4.78%	9.98%	14.60%	14.78%
偿债能力				
资产负债率	28.43%	32.64%	37.41%	37.12%
净负债比率	-9.59%	-13.76%	-15.44%	-22.55%
流动比率	2.57	2.38	2.23	2.34
速动比率	1.33	1.25	1.08	1.18
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.87	1.08	1.05
应收账款周转率	5.74	5.64	5.89	5.36
应付账款周转率	2.65	2.83	2.92	2.64
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.60	1.03	1.23
每股经营现金	0.08	0.42	0.24	0.73
每股净资产	5.28	5.85	6.89	8.12
估值比率				
P/E	131.58	79.63	46.43	38.91
P/B	9.07	8.19	6.96	5.91
EV/EBITDA	46.68	43.85	27.94	23.58

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>