

## 华宝新能 (301327.SZ) 2022Q4 业绩阶段性承压，欧洲及独立站快速增长

2023年04月18日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

陆帅坤（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

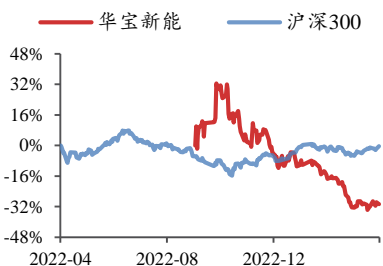
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2023/4/17
当前股价(元)	145.97
一年最高最低(元)	286.50/137.00
总市值(亿元)	140.13
流通市值(亿元)	35.82
总股本(亿股)	0.96
流通股本(亿股)	0.25
近3个月换手率(%)	243.35

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2022Q3 业绩修复，建议关注成本优化及家储拓展——公司信息更新报告》  
-2022.10.29

《便携储能龙头，布局家庭储能探索第二曲线——公司首次覆盖报告》  
-2022.9.20

### ● 2022Q4 业绩短期承压，欧洲和独立站快速增长，维持“买入”评级

2022 年实现收入 32.03 亿元 (+38.35%)，归母净利润 2.87 亿元 (+2.64%)，扣非归母净利润 2.71 亿元 (+0.46%)。单季度来看 2022Q4 实现收入 9.73 亿元 (+26.32%)，归母净利润 0.32 亿元 (-52.01%)，扣非归母净利润 0.32 亿元 (-50.39%)，同比下滑主系阶段性加大营销推广等费用，研发投入以及人员增加所致。考虑到渠道拓展和品牌推广建设背景下费用阶段性增加，我们下调 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 4.80/6.94/9.31 亿元 (2023-2024 年原值为 7.26/10.55 亿元)，对应 EPS 为 5.00/7.23/9.69 元，当前股价对应 PE 为 29.2/20.2/15.1 倍，考虑到品牌力有利支撑独立站和欧洲市场快速增长，布局大容量和家庭储能，维持“买入”评级。

### ● 强品牌力支撑 2022 年独立站和线下渠道快速增长，欧洲拓展逐步收效

分产品来看，2022 年便携储能产品实现收入 24.67 亿元 (+34.44%)，光伏太阳能板收入 7.04 亿元 (+60.24%)。分地区来看，2022 年境外/境内营收同比分别 +41.65%/+0.87%。境外市场方面，欧洲/北美洲/其他地区营收同比分别 +417%/+26.74%/+33.66%。分品牌来看，2022 年 Jackery 电小二/Geneverse 营收同比分别 +36.64%/+88.04%。分销售渠道来看，2022 年品牌官网独立站/第三方电商平台/线下零售渠道同比分别 +97.4%/+3.69%/+153.93%，独立站和线下渠道占比快速提升，线下已成功入驻 Costco、家得宝、沃尔玛等零售商。

### ● 销售结构变化叠加自制占比提升致毛利率下降，费用率提升短期扰动业绩

2022 年毛利率 44.32% (-3.03pct)，2022Q4 毛利率 41.03% (-4.97pct)，单季度下降或系结构性变化及自制占比提升。费用端，2022 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别 +3.02pct/+0.24pct/+0.88pct/-3.09pct，销售费用率提升主系品牌建设和营销投入增加，财务费用率下降主系利息收入和汇兑收益增加所致。综合影响下 2022 年扣非净利率 8.45% (-3.19pct)，2022Q4 扣非净利率 3.27% (-5.06pct)。

### ● 风险提示：行业竞争加剧；电芯成本上涨；渠道拓展不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,315	3,203	4,880	7,024	9,242
YOY(%)	116.4	38.3	52.4	43.9	31.6
归母净利润(百万元)	279	287	480	694	931
YOY(%)	19.5	2.6	67.5	44.6	34.1
毛利率(%)	47.4	44.3	43.8	43.7	43.6
净利率(%)	12.1	9.0	9.8	9.9	10.1
ROE(%)	54.6	4.5	7.2	9.5	11.5
EPS(摊薄/元)	2.91	2.99	5.00	7.23	9.69
P/E(倍)	50.2	48.9	29.2	20.2	15.1
P/B(倍)	27.4	2.2	2.1	1.9	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2022Q4 业绩阶段性承压，线下零售渠道拓展收效.....	3
2、 销售结构性变化叠加费用阶段性增加致 2022Q4 业绩承压.....	4
3、 盈利预测与投资建议.....	5
4、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

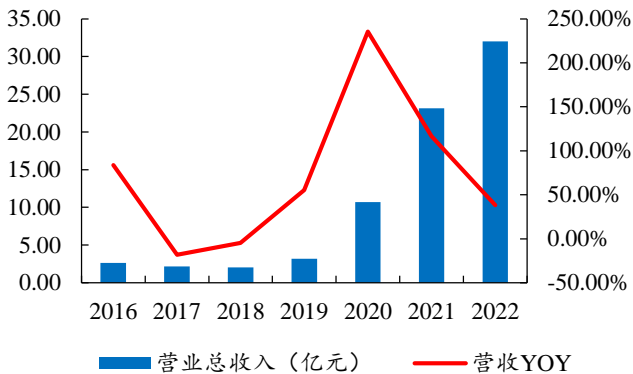
## 图表目录

图 1： 2022 年公司实现营收 32.03 亿元（+38.35%）.....	3
图 2： 2022 年扣非归母净利润 2.71 亿元（+0.46%）.....	3
图 3： 2022Q4 实现营收 9.73 亿元（+26.32%）.....	3
图 4： 2022Q4 实现扣非归母净利润 0.32 亿元（-50.39%）.....	3
图 5： 2022 年公司扣非后净利率 8.45%（-3.19pct）.....	4
图 6： 2022Q4 公司扣非后净利率 3.27%（-5.06pct）.....	4
图 7： 2022 年公司期间费用率 27.43%（+3.02pct），其中销售费用率同比+3.02pct.....	5
图 8： 2022Q4 公司期间费用率 39.14%（+2.27pct），其中销售费用率同比+5.74pct.....	5

## 1、2022Q4 业绩阶段性承压，线下零售渠道拓展收效

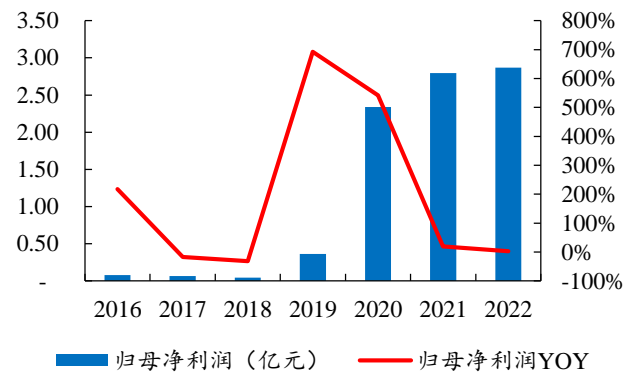
2022 年实现收入 32.03 亿元 (+38.35%)，归母净利润 2.87 亿元 (+2.64%)，扣非归母净利润 2.71 亿元 (+0.46%)。单季度来看 2022Q4 实现收入 9.73 亿元 (+26.32%)，归母净利润 0.32 亿元 (-52.01%)，扣非归母净利润 0.32 亿元 (-50.39%)，同比较大幅度下滑主要系公司阶段性加大营销和品牌建设的投入，研发投入以及人员增加所致。

图1：2022 年公司实现营收 32.03 亿元 (+38.35%)



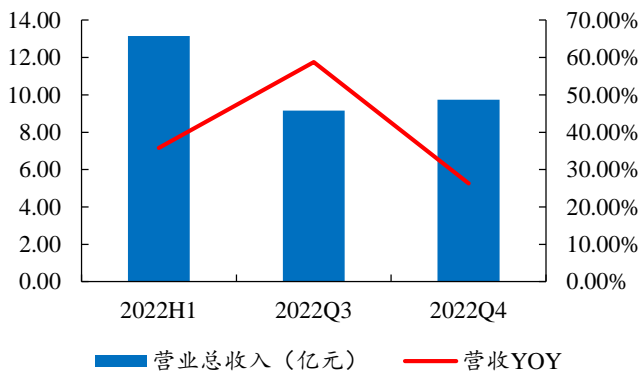
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022 年扣非归母净利润 2.71 亿元 (+0.46%)



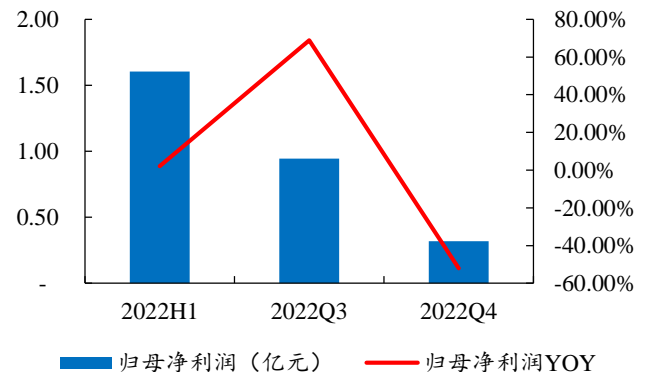
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022Q4 实现营收 9.73 亿元 (+26.32%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q4 实现扣非归母净利润 0.32 亿元 (-50.39%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

**分产品来看**，2022 年便携储能产品实现收入 24.67 亿元 (+34.44%)，光伏太阳能板收入 7.04 亿元 (+60.24%)，配件及其他收入 0.32 亿元 (-22.1%)。便携储能产品矩阵趋于完善，2022 年 800Pro、1000Pro、2000Pro 等新品营收 3.91 亿元，占便携储能营收比例 15.84%。

**分地区来看**，2022 年公司境外营收 30.14 亿元 (+41.65%)，境内营收 1.89 亿元 (+0.87%)。境外方面，2022 年欧洲市场营收 6.91 亿元 (+417%)，2022Q4 营收 3.25 亿元 (+378%)；北美洲市场营收 14.92 亿元 (+26.74%)；大洋洲、非洲等其他地区营收 0.06 亿元 (+33.66%)。

**分品牌来看**，2022 年 Jackery/电小二合计营收 30.58 亿元 (+36.64%)，Geneverse 营收 1.45 亿元 (+88.04%)。

分销售渠道来看，2022 年品牌官网独立站/第三方电商平台/线下零售渠道分别实现营收 6.82/17.12/8.08 亿元，同比分别+97.4%/+3.69%/+153.93%，占营收比例分别达 21.31%/53.45%/25.24%，独立站和线下渠道占比快速提升，公司线下已与 Harbor Freight Tools、Home Depot、Walmart、Costco、Lowe's、Lidl、JVC、Canon、Sam's Club 等全球知名品牌商或零售商建立合作关系。

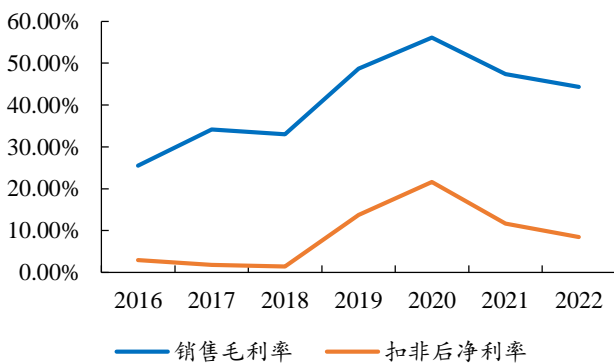
## 2、销售结构性变化叠加费用阶段性增加致 2022Q4 业绩承压

**(1) 毛利率：结构性变化叠加成本阶段性提升致毛利率短期承压。**2022 年公司毛利率 44.32% (-3.03pct)，2022Q4 毛利率 41.03% (-4.97pct)，毛利率下降主要系：(a) 成本提升，2022 年公司单位货值成本/人工费用/制造费用/委外加工费/尾程运费同比分别+11%/+93%/+172%/+49%/+2%，单位成本同比+14%，制造费用和人工费用较大比例增加主要系自制占比提升所致，产能利用率 55.79%，处爬坡阶段。(b) 低毛利线下占比提升，2022 年线下占比 25.24% (+11.49pct)，2022Q4 线下占比 30.31% (+22.7pct)。2022 年公司锂离子电池产业链相关产品销量 126.05 万台 (+28.65%)，均价 2541 元 (+8%)，均价同比增速小于单位成本增长。

**具体分品类来看**，2022 年便携储能产品/太阳能板毛利率分别为 43.89%/45.38%，同比分别 -5.63pct/+5.32pct。分区域来看，2022 年境内/境外毛利率分别为 28.93%/45.29%，同比分别 -4.9pct/-3.26pct。

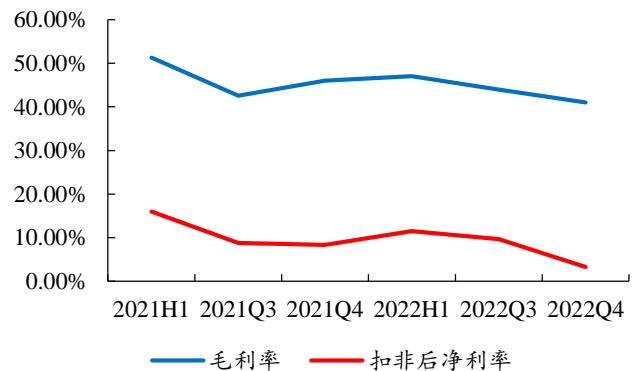
**(2) 净利率：2022 年公司净利率 8.95%(-3.11pct)，扣非净利率 8.45%(-3.19pct)，2022Q4 公司净利率 3.28% (-5.35pct)，扣非净利率 3.27% (-5.06pct)，自制占比提升叠加费用阶段性增加致 2022Q4 业绩承压。**

图5：2022 年公司扣非后净利率 8.45% (-3.19pct)



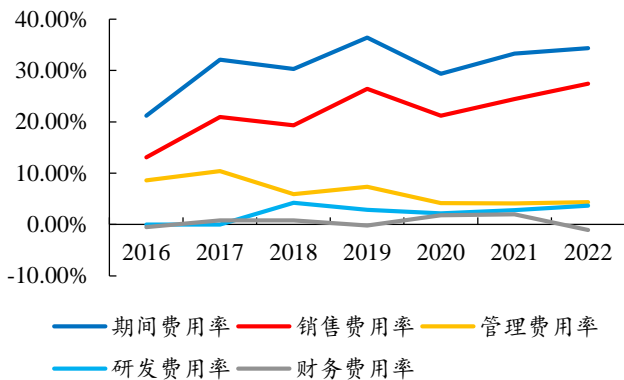
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2022Q4 公司扣非后净利率 3.27% (-5.06pct)

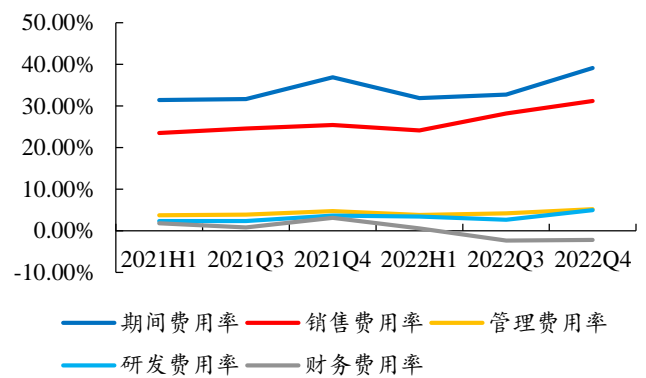


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(3) 费用端：2022 年公司期间费用率 27.43% (+3.02pct)，销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别为 27.43%/4.35%/3.67%/-1.10%，同比分别 +3.02pct/+0.24pct/+0.88pct/-3.09pct。单季度来看，2022Q4 期间费用率 39.14% (+2.27pct)，销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率同比分别 +5.74pct/+0.49pct/+1.32pct/-5.29pct，销售费用率增加主系阶段性加大营销和品牌建设投入；管理费用率增加主系人员及办公场所增加所致，研发费用率增加主系团队规模扩大，2022 年公司研发人员数量同比+37.56%；财务费用率减少主系利息收入和汇兑收益增加所致，2022 年公司利息收入和汇兑收益各增加 0.49 亿元。**

**图7：2022 年公司期间费用率 27.43% (+3.02pct)，其中销售费用率同比+3.02pct**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图8：2022Q4 公司期间费用率 39.14% (+2.27pct)，其中销售费用率同比+5.74pct**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(3) 营运能力：经营性现金流改善明显，存货及应收账款周转效率处于相对健康水平。**2022 年公司经营性现金流净额 1.19 亿元 (-12.7%)，主要系报告期内商品现金流出增加，以及日常管理费用、营销推广等经营支出增加所致；筹资活动现金流净额 56.6 亿元 (+35540.2%)，主要系本期 IPO 募集资金所致。2022 年年末公司存货 8.51 亿元，较 2021 年年末增加 34.69%，主要系营收收入规模增加所致，存货周转天数 150 天，同比增加 27 天。2022 年年末应收账款 0.75 亿元，较 2021 年年末增加 0.93%，应收账款周转天数 8 天，同比减少 5 天，回款能力处相对健康状况。

### 3、盈利预测与投资建议

2022 年实现收入 32.03 亿元 (+38.35%)，归母净利润 2.87 亿元 (+2.64%)，扣非归母净利润 2.71 亿元 (+0.46%)。单季度来看 2022Q4 实现收入 9.73 亿元 (+26.32%)，归母净利润 0.32 亿元 (-52.01%)，扣非归母净利润 0.32 亿元 (-50.39%)，同比下滑主系阶段性加大营销推广等费用，研发投入以及人员增加所致。考虑到渠道拓展和品牌推广建设背景下费用阶段性增加，我们下调 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 4.80/6.94/9.31 亿元 (2023-2024 年原值为 7.26/10.55 亿元)，对应 EPS 为 5.00/7.23/9.69 元，当前股价对应 PE 为 29.2/20.2/15.1 倍，考虑到品牌力有利支撑独立站和欧洲市场快速增长，布局大容量和家庭储能，维持“买入”评级。

### 4、风险提示

行业竞争加剧；电芯成本上涨；渠道拓展不及预期等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1249	7279	13887	15898	20967
现金	447	6204	12085	13605	17901
应收票据及应收账款	74	75	152	174	255
其他应收款	26	8	43	30	66
预付账款	50	83	119	171	210
存货	632	851	1430	1859	2477
其他流动资产	20	58	58	58	58
<b>非流动资产</b>	156	266	282	302	323
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	31	71	87	107	126
无形资产	1	0	0	0	0
其他非流动资产	123	195	194	195	197
<b>资产总计</b>	1404	7545	14169	16200	21291
<b>流动负债</b>	847	1086	1808	3231	7507
短期借款	50	167	180	1357	4858
应付票据及应付账款	702	744	1480	1727	2501
其他流动负债	95	174	147	147	148
<b>非流动负债</b>	46	59	59	59	59
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	46	59	59	59	59
<b>负债合计</b>	893	1144	1866	3290	7566
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	71	96	125	125	125
资本公积	18	5593	11186	11186	11186
留存收益	429	716	1084	1563	2109
<b>归属母公司股东权益</b>	511	6401	12303	12910	13725
<b>负债和股东权益</b>	1404	7545	14169	16200	21291

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	135	119	383	347	764
净利润	279	287	480	694	931
折旧摊销	8	16	14	19	24
财务费用	46	-35	-120	-120	-190
投资损失	-0	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-202	-187	10	-244	1
其他经营现金流	4	41	-0	-0	-1
<b>投资活动现金流</b>	-57	-90	-29	-38	-43
资本支出	57	92	30	39	45
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	2	1	1	2
<b>筹资活动现金流</b>	16	5660	5527	33	74
短期借款	36	117	13	1177	3501
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	25	29	0	0
资本公积增加	7	5575	5593	0	0
其他筹资现金流	-28	-57	-108	-1144	-3427
<b>现金净增加额</b>	68	5723	5881	343	795

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2315	3203	4880	7024	9242
营业成本	1219	1783	2743	3954	5212
营业税金及附加	4	4	8	10	14
营业费用	565	879	1357	1931	2532
管理费用	95	139	220	309	397
研发费用	65	118	185	260	342
财务费用	46	-35	-120	-120	-190
资产减值损失	-17	-15	-29	-38	-53
其他收益	11	22	30	65	60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	1	1	1
资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	315	323	549	783	1048
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	7	2	3	4
<b>利润总额</b>	315	317	546	780	1044
所得税	36	30	66	86	114
<b>净利润</b>	279	287	480	694	931
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	279	287	480	694	931
EBITDA	323	292	391	606	957
EPS(元)	2.91	2.99	5.00	7.23	9.69

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	116.4	38.3	52.4	43.9	31.6
营业利润(%)	13.9	2.7	69.6	42.7	33.9
归属于母公司净利润(%)	19.5	2.6	67.5	44.6	34.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	47.4	44.3	43.8	43.7	43.6
净利率(%)	12.1	9.0	9.8	9.9	10.1
ROE(%)	54.6	4.5	7.2	9.5	11.5
ROIC(%)	48.3	3.8	4.8	6.0	6.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	63.6	15.2	13.2	20.3	35.5
净负债比率(%)	-74.1	-93.8	-178.1	-168.0	-160.9
流动比率	1.5	6.7	7.7	4.9	2.8
速动比率	0.6	5.8	6.8	4.3	2.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.3	0.7	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	32.8	43.0	43.0	43.0	43.0
应付账款周转率	6.6	7.2	7.2	7.2	7.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.91	2.99	5.00	7.23	9.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	1.23	3.99	3.62	7.96
每股净资产(最新摊薄)	5.33	66.67	69.59	75.92	84.41
<b>估值比率</b>					
P/E	50.2	48.9	29.2	20.2	15.1
P/B	27.4	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	55.2	41.8	16.1	9.9	5.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn