

华宝新能 (301327)

证券研究报告

2022年09月25日

竞争优势拉开追赶时间，纯正的便携式储能龙头

行业背景：新产品切入空白市场，16-20年行业规模 CAGR+190%

便携式储能又称“大号充电宝”，产品容量一般在 100-3000Wh 之间，主要应用于户外出行、应急备灾等场景，核心卖点为填补了充电宝和燃油发电机之间存在的空缺，容量可支撑短期用电且便于携带。

2020 年市场规模达 42.6 亿元，16-20 年 CAGR+190%，2021 年预计市场规模达到 111.3 亿元，yoy+161.3%。美国、日本为主要市场，分别以户外出行、应急备灾需求为主，两者分别占全球出货 47%、30%。

公司核心竞争力：全球便携式储能龙头，品牌+渠道+产品等先发优势明确

公司是便携式储能行业全球龙头，营收规模口径 20 年公司市场份额 21.0%，为全球第一，并拥有行业内领先的品牌认知度+渠道布局。

品牌：基于我们的统计口径，公司面向国内、国外的自有品牌“电小二”、“Jackery”在国内外市场的线上销量均显著领先行业；

渠道：公司产品销售以线上为主（21 年线上收入占比达 88.4%），而目前线上官网、线下门店渠道等自有渠道开拓亦取得成效。

产品：公司产品矩阵密集，每隔 500Wh 左右基本有一款产品覆盖；此外，公司各容量段产品中轻量化优势明显，满足消费者的易携带性需求。

成本：公司核心供应商均为国内企业，并在国内实现核心环节的 M2C 自主生产，成本管控能力有望优于美国企业 Goal Zero 等。

展望未来：预计 25 年行业空间 646 亿元，22-25 年 CAGR+40.9%

销量假设：预计 25 年全球销量 2148 万台，22-25 年 CAGR+46.3%，主要增长市场来自美国、日本、欧洲、中国。

容量假设：户外活动消费者的露营天数不断增加、产品进一步普及、能量密度提升，结合我们对销量的预测，预计 25 年全球市场容量规模有望达 15.49GWh，22-25 年 CAGR+58.2%。

市场规模：基于电商平台价格加权计算 21-22 年产品单位均价，我们预计 22、25 年分别为 230.96、645.62 亿元，22-25 年 CAGR+40.9%。

盈利预测与估值：

我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 40.0、70.0、96.5 亿元，yoy+72.8%/75.0%/37.8%，归母净利润分别为 4.15、7.78、9.75 亿元，yoy+48.5%/87.6%/25.3%。

我们选取行业同样处于高增长阶段的户用光储公司作为可比公司。可比公司中，派能科技、鹏辉能源、固德威 2023 年 PE 分别为 36、33、33X，考虑 2022-2024 年公司归母净利润及同比增速，及公司移动家储产品有望开启第二增长曲线，给予 2023 年 PE 35X，对应股价 283.9 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业需求不及预期；境外经营恶化风险；第三方平台相关风险；竞争加剧风险；产品结构较为单一风险；存货管理风险；测算具有主观性，仅供参考。

投资评级

行业 电力设备/电池

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 230.67 元

目标价格 283.9 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 96.00

流通 A 股股本(百万股) 23.27

A 股总市值(百万元) 22,144.32

流通 A 股市值(百万元) 5,368.71

每股净资产(元) 9.48

资产负债率(%) 59.95

一年内最高/最低(元) 248.00/197.90

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,069.96	2,315.15	4,000.57	7,001.38	9,647.14
增长率(%)	235.44	116.38	72.80	75.01	37.79
EBITDA(百万元)	332.90	453.50	502.38	893.04	1,114.41
净利润(百万元)	233.81	279.31	414.85	778.36	974.90
增长率(%)	541.43	19.46	48.53	87.63	25.25
EPS(元/股)	2.44	2.91	4.32	8.11	10.16
市盈率(P/E)	94.71	79.28	53.38	28.45	22.71
市净率(P/B)	97.72	43.32	3.72	3.29	2.87
市销率(P/S)	20.70	9.56	5.54	3.16	2.30
EV/EBITDA	0.00	0.00	32.31	17.47	13.04

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 行业背景：16 年后推出，通过填补现有产品空缺快速打开市场	4
1.1. 产品定义：小型储能系统，填充电宝-燃油发电机之间的空缺地带	4
1.2. 行业发展：16 年推出后快速打开市场，16-20 年 CAGR+152%	4
1.3. 应用领域：在户外活动、应急备灾等场景作为临时电源供电	5
1.4. 发展趋势：高容量段占比上升带来 ASP 提升，市场规模增速高于出货量增速	6
1.5. 消费市场分布：美国、日本为主要市场，20 年终端市场占比分别达 47%、30%	7
2. 如何看待华宝新能的竞争力？	7
2.1. 现状：品牌认知度领先行业，线上+线下渠道均已打通	7
2.2. 中期：产品+成本优势，有望持续拉开与竞争对手的差距	9
2.3. 中期格局：横向对比电动 OPE 行业龙头创科实业——先发优势+本土供应链优势，有望助力公司稳固市场地位	12
3. 市场空间及行业增速测算：预计 22、25 年分别为 230.96、645.62 亿元，22-25 年 CAGR+40.9%	13
3.1. 销量测算-美国市场：预计美国 25 年市场渗透率约 25%，对应销量 929 万台	14
3.2. 销量测算-日本市场：预计日本 25 年渗透率约 20%，对应销量 355 万台	14
3.3. 销量测算-中国市场：露营文化驱动销量增长，预计 25 年国内市场销量达 302.4 万台	15
3.4. 全球销量测算：预计 25 年全球销量 2148 万台，22-25 年 CAGR+46.3%	16
3.5. 市场规模测算-容量口径：销量假设对应 25 年全球需求 15.5GWh，22-25 年 CAGR+58.2%	17
3.6. 市场空间测算：预计 25 年全球市场规模达 645.62 亿元，22-25 年 CAGR 达 40.9%	17
4. 盈利预测与估值	18
4.1. 预计 2022-2024 年收入分别为 40.0、70.0、96.5 亿元，同比增长 72.8%、75.0%、37.8%；归母净利分别为 4.15、7.78、9.75 亿元，yoy+48.5%/87.6%/25.3%	18
4.2. 给予 2023 年 PE 35X，给予“买入”评级。	19
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：华宝新能便携式储能产品图	4
图 2：便携式储能产品出货量及增速（单位：万台，%）	4
图 3：便携式储能不同应用领域出货占比	5
图 4：便携式储能户外场景应用	5
图 5：便携式储能不同容量产品出货占比	6
图 6：便携式储能市场规模及增速（亿元，%）	6
图 7：2020 年全球便携式储能主要销售国家和地区分布	7
图 8：2020 全球便携式储能竞争格局（出货量口径）	8
图 9：2020 全球便携式储能竞争格局（营收规模口径）	8
图 10：各国亚马逊网站评分数量（截至 2022.07.31）	8
图 11：各品牌淘宝旗舰店销量估算（截至 2022.07.31，单位：台）	8

图 12: 华宝新能销售收入占比 (以销售渠道区分)	9
图 13: 华宝新能渠道布局	9
图 14: 头部企业产品容量分布	10
图 15: 头部企业 2500Wh 以内产品的覆盖容量对比	10
图 16: 头部企业产品重量分布	11
图 17: 2020 年全球便携式储能主要生产国家或地区分布	11
图 18: 头部企业产品价格分布 (美国)	12
图 19: 头部企业产品价格分布 (国内)	12
图 20: 全球 OPE 市场规模划分 (按供电技术, 十亿美元)	12
图 21: 全球 OPE 市场规模划分 (按地区, 十亿美元)	12
图 22: 2020 年电动 OPE 市场格局 (按收入)	13
图 23: 2020 年便携式储能市场格局 (按收入)	13
表 1: 产品对比	4
表 2: 各品牌便携式储能产品推出时间	4
表 3: 亚马逊平台各品牌销量第一产品对比 (截至 2022.7.27)	10
表 4: 华宝新能、Goal Zero 供应链对比	11
表 5: 美国便携式储能市场销量测算	14
表 6: 日本便携式储能市场销量测算	15
表 7: 国内便携式储能市场销量测算	15
表 8: 全球便携式储能市场销量测算 (单位: 万台)	16
表 9: 全球便携式储能市场容量测算 (单位: GWh)	17
表 10: 全球便携式储能市场空间测算	18
表 11: 华宝新能业绩预测	19
表 12: 同类企业估值对比 (PE, 截至 2022 年 9 月 25 日)	19

1. 行业背景：16 年后推出，通过填补现有产品空缺快速打开市场

1.1. 产品定义：小型储能系统，填充电宝-燃油发电机之间的空缺地带

便携式储能是灵活、便捷的小型储能系统，又称“大号充电宝”、“户外电源”。采用内置锂电池提供稳定交、直流电输出，电池容量一般在 100-3000Wh，配有 AC、DC、Type-C、USB、PD 等多种接口；此外，可搭配太阳能板，组成小型发电系统。

产品核心卖点，为填补了充电宝和燃油发电机之间存在的空缺，容量可支撑短期用电且便于携带。对比充电宝、燃油发电机，我们发现两者之间存在空白功率段：1) 充电宝：便于携带，容量一般在 20-100Wh，输出功率 10-100W，仅适合对手机等小型电子产品供电；2) 燃油发电机：考虑转化率，一升柴油可发约 3KWh 电，输出功率 2-8KW，重量较重、不易携带，且产生污染，不适合短途旅行或室内使用。而便携式储能刚好填补了两个产品之间的空缺，即可满足短期用电需求，又便于携带：便携式储能产品容量在 100-3000Wh 之间，输出功率在 1-3KW，从功率段来看处于充电宝及燃油发电机之间，较充电宝可满足更多的用电需求；对比燃油发电机，重量更轻，可实现单人搬运，使用更为方便。

图 1：华宝新能便携式储能产品图



资料来源：电小二天猫旗舰店，天风证券研究所

表 1：产品对比

项目	便携式储能	传统燃油发电机	充电宝
能源	电能	柴油、汽油	电能
容量	100-3000Wh	-	20-100Wh
功率	1-3KW	2-8KW	10-100W
体积和重量	重量较轻，单人可搬运	重量重，一般需要 2 人及以上配合搬运	重量轻、体积小
使用方法	操作简单，无需转换，即插即用，节省大量准备时间	接口较多，操作复杂	操作简单、即插即用，可为手机、笔记本电脑充电
购买成本	1000Wh/3000元	单机 2000 元左右	50-300 不等

资料来源：中国化学与物理电源行业协会，智能制造网，天风证券研究所

1.2. 行业发展：16 年推出后快速打开市场，16-20 年 CAGR+152%

2016 年起，便携储能产品陆续推出。华宝新能 2016 年底推出全球首款锂电便携储能产品，2017 年正浩科技推出睿系列、Goal Zero 锂电便携储能产品上市、德兰明海 2019 年注册 BULETTI 及铂陆帝商标。

行业增速：多年产品推广+消费者教育+锂电成本下降+产品趋于成熟，16-20 年 CAGR 达+152%。此前户外出行、应急备灾等用电场景通常依赖燃油发电机；2016 年前后便携式储能推出后迅速放量。根据中国化学与物理电源行业协会，出货量口径看，2016-2020 年行业 CAGR+152%，2021 年预计出货量 484 万台，yoy+132%。我们认为，较快的行业增速，得益于以下原因：

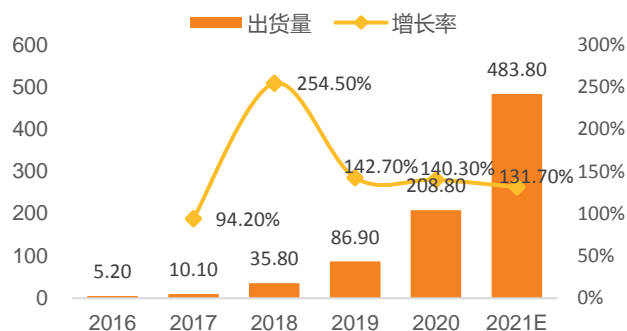
- ✓ **多年产品推广+消费者教育**：在应急备灾、户外出行等用电场景中，便携式储能解决了燃油发电机不易携带、产生污染等痛点。2016 年前后产品推出后，经历 1-2 年的产品推广、消费者认知期，同时在户外运动渗透率上升的催化下，行业在 2018 年进入高增期。
- ✓ **锂电成本下降+产品趋于成熟**：近年来，随锂电池技术不断发展，锂电成本有较大的下降；同时便携储能产品向高密度、轻量化、大容量方向发展，产品趋于成熟。

表 2：各品牌便携式储能产品推出时间

图 2：便携式储能产品出货量及增速（单位：万台，%）

品牌	主要产品	推出时间
华宝新能	Explorer 系列	2016 年 11 月推出第一款锂电便携式储能电池
正浩科技	睿 RIVER、德 DELTA 系列	2017 年 Q3 推出睿 RIVER 系列，2021 年推出德 DELTA 系列
Goal Zero	Yeti 系列	2017 年 12 月推出公司首款锂电便携式储能产品
德兰明海	铂陆帝 AC、铂陆帝 EB 等	2013 年推出首款太阳能便携式电源，2019 年注册 BULETTI、铂陆帝商标

资料来源：各公司官网，华宝新能招股书，天风证券研究所



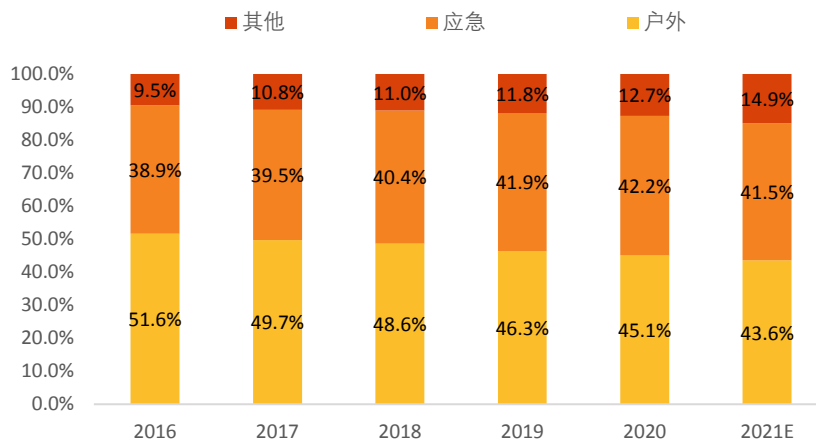
资料来源：中国化学与物理电源行业协会，天风证券研究所

1.3. 应用领域：在户外活动、应急备灾等场景作为临时电源供电

便携式储能产品的主要应用场景为户外活动和应急备灾。根据中国化学与物理电源行业协会，预计 2021 年户外领域、应急领域、其他占比分别为 43.6%、41.5%、14.9%。分场景看：

- ✓ **户外领域**：在户外活动中，便携储能产品可实现对手机、电脑等个人数码产品多次充电，以及对烤炉、电饭锅、冰箱、暖炉、照明灯具等电器的短时供电；此外，还可为车辆打火启动，应急照明、SOS 求救提供临时电源。
- ✓ **应急领域**：在自然灾害或电力故障断电时作为临时电源，提供照明、烹饪、取暖等基本生活用电的短时保障，还可为医疗、通信等关键设备供电。
- ✓ **其他领域**：用于车充、DIY 以及电力缺乏地区供电等。

图 3：便携式储能不同应用领域出货占比



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，天风证券研究所

图 4：便携式储能户外场景应用

便携储能产品在户外场景的应用示意图



资料来源：华宝新能招股书，天风证券研究所

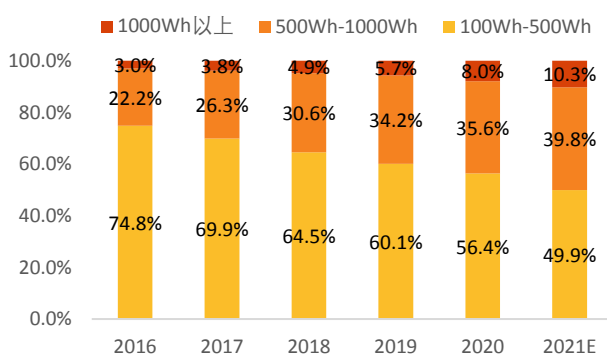
1.4. 发展趋势：高容量段占比上升带来 ASP 提升，市场规模增速高于出货量增速

高容量段产品出货量占比上升：据中国化学与物理电源行业协会，预计 21 年市场主流容量段为 100-500Wh，占比约 50%；但从 16-21 年的结构变化看，500-1000Wh 容量段的市场份额由 2016 年的 22.2% 上升至 2021 年预计的 39.8%；我们认为主要系：

- 1) **户外场景：出行天数增加。**据 KOA，2018-2020 年美国露营平均天数由 3.1 天增长至 6.2 天，带来更高的便携能源带电量要求。
- 2) **应急场景：对产品的容量需求更高。**根据华宝新能官方网店，3-7 天用电场景适用容量在 600Wh 以上，而在应急场景中需要用电时间更高；据中国化学与物理电源行业协会，2016-2021 年应急场景的出货结构由 38.9% 提升至预计的 41.5%，此类应用场景的出货提高带来整体容量提升。
- 3) **产品层面，电芯成本下降带来高容量段产品价格下降。**近年电芯成本不断下降，据 BNEF 统计，锂电池组的平均单位成本由 13 年的 \$684/kWh 降至 21 年的 \$132/kWh，降幅达 80.70%；成本下降带动高容量段产品的出货价下降。

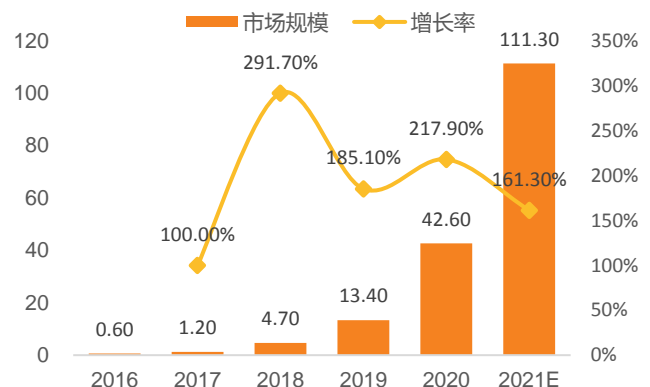
高容量段产品销售单价更高，高容量段产品出货占比提升带来 ASP 提高，带动市场规模增速高于出货量增速。以华宝新能为例，2021 年，容量在 100-500Wh、500-1000Wh、1000Wh 以上产品平均销售单价分别为 1245/2545/5760 元/台，高容量段出货占比提升将带动 ASP 提高。**ASP 不断向上，市场规模增速超过出货量增速，**根据中国化学与物理电源行业协会，2016-2020 年市场规模 CAGR+190%（高于出货量 CAGR+152%），2021 年预计市场规模达到 111.3 亿元，yoy+161.3%。

图 5：便携式储能不同容量产品出货占比



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，天风证券研究所

图 6：便携式储能市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，天风证券研究所

1.5. 消费市场分布：美国、日本为主要市场，20 年终端市场占比分别达 47%、30%

据中国化学与物理电源行业协会，2020 年便携式储能主要销售市场在美国、日本。美国、日本分别以户外运动需求、应急备灾需求为主。

美国：2020 年户外运动渗透率达 53%，市场需求主要来自户外运动带来的用电需求。2020 年终端市场占比 47.3%，其中户外运动领域出货量约 80 万台，应急及其他领域出货量约 20 万台。

日本：由于地震等自然灾害频发，对应急电力设备需求较高，2020 年终端市场占比达 29.6%，其中应急领域出货量约 50 万台，户外应用领域出货量约 5 万台。

其他市场：目前占比较低，但消费潜力大，中国、欧洲市场有望逐渐实现放量。

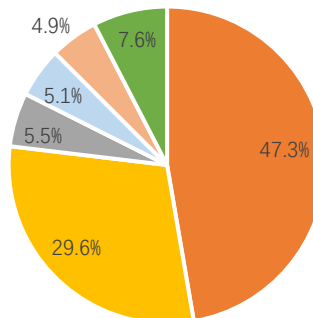
中国：目前市场处于起步阶段，但疫情后复苏+露营习惯养成有望催化释放消费潜力。

- 1) 疫情居家隔离后出行需求回暖，参与露营、自驾游等的人群和频次上升；
- 2) 户外露营出行距离较短、更加方便，成为长途旅游的替代选择。

欧洲：俄乌冲突背景下，能源稳定性需求或推动销量上升。俄乌战争催化欧洲对能源安全性及稳定性的需求，不配备户储的居民或选择配备便携储能产品作为家中的应急电源，以防备电力系统不稳定的情况。

图 7：2020 年全球便携式储能主要销售国家和地区分布

■ 美国 ■ 日本 ■ 欧洲 ■ 加拿大 ■ 中国 ■ 其他



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，天风证券研究所

2. 如何看待华宝新能的竞争力？

2.1. 现状：品牌认知度领先行业，线上+线下渠道均已打通

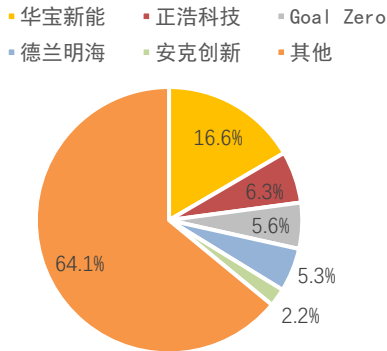
便携式储能行业在 2020 年的行业格局较分散，出货量、营收规模口径的 CR5 分别为 36%、50%。据中国化学与物理电源行业协会，2020 年行业前五大企业分别为华宝新能、正浩科技、Goal Zero、德兰明海、安克创新，出货量、营收规模口径的 CR5 分别为 36%、50%，营收规模口径 CR5 高于出货量口径，我们认为，可能系头部企业产品的单位均价、平均容量高于其他企业。

当前头部企业大多聚焦于便携储能产品及相关产品：

- ✓ **华宝新能：**中国企业，原业务为充电宝 ODM，15 年后主营业务转向自有品牌的便携式储能销售，以营收规模口径看，20 年市场份额为 21.0%。
- ✓ **正浩科技：**中国企业，成立于 2017 年，专注移动储能和清洁能源领域，17Q3 推出低容量的睿 RIVER 系列，21 年推出高容量的德 DELTA 系列；以营收规模口径看，20 年市场份额为 10.2%。

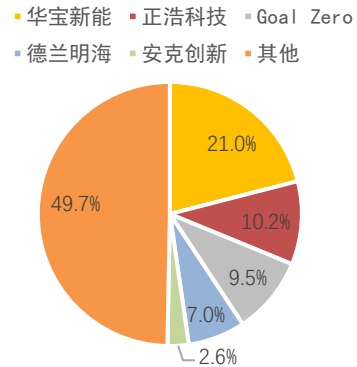
- ✓ **Goal Zero:** 美国企业，主营业务为便携式储能及太阳能发电机，旗下 Yeti 系列产品覆盖多个容量段；以营收规模口径看，20 年市场份额为 9.5%。
- ✓ **德兰明海:** 中国企业，主营业务为分布式储能、微电网相关产品，旗下产品包括便携式储能产品 AC 系列、移动电源 EB 系列等；以营收规模口径看，20 年市场份额为 7.0%。
- ✓ **安克创新:** 中国企业，主要销售消费电子产品（充电宝、充电线等）及户外电源等；以营收规模口径看，20 年市场份额为 2.6%。

图 8：2020 全球便携式储能竞争格局（出货量口径）



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，天风证券研究所

图 9：2020 全球便携式储能竞争格局（营收规模口径）



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，天风证券研究所

竞争力 1-品牌：便携式储能有类消费属性，品牌认知度为重要的竞争优势

便携式储能产品具有明显的类消费品属性，且行业尚处发展初期，品牌认知度对销售量及客户粘性较为重要。便携式储能的终端用户为 C 端消费者，具有明显的类消费品属性；而从行业规模看，据中国化学与物理电源行业协会，2016-2020 年行业市场规模 CAGR+190%，预计 2021 年市场规模超 100 亿，整体来看行业仍处于高速增长的发展初期。在此背景下，对企业而言，建立消费者的品牌认知对提高销售量及打造客户粘性极为重要。

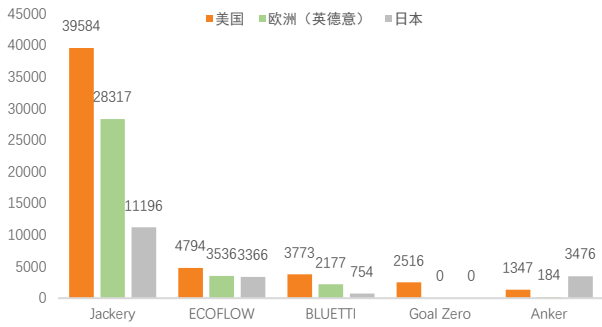
公司目前有两大自有品牌：**Jackery**、**电小二**，分别面向国外、国内销售。我们基于亚马逊、淘宝两大国内外电商平台的销售数据，对公司及其他头部企业销量情况进行了估算，并发现在两大电商平台中，公司自有品牌销量均显著领先行业。由于两大电商平台的具体销售数据无法获得，因此我们基于已有数据对各品牌销量情况进行估算，统计数据不代表真实值，仅展示各品牌的销量差距。

国外-Jackery: 我们统计了在亚马逊平台上各品牌店铺的产品评分（rating）数量，具体方法为选取店铺内所有便携储能产品，统计各产品评分数量，最终加总。从结果看，公司主打国外市场的“Jackery”在美国、欧洲（仅统计英德意三国）、日本亚马逊平台的评分数量均大幅领先行业。

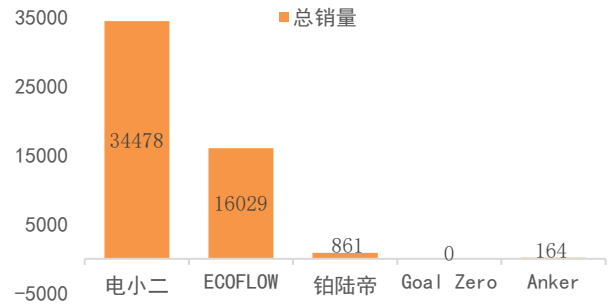
国内-电小二: 以各品牌淘宝官方旗舰店为基准，统计店铺内各产品上线以来的累计销量并加总；由于淘宝旗舰店并未公布具体销量，因此我们仅对数据进行保守估算（如 9000+记为 9000 台、1 万+记为 1 万台）。从结果看，公司主打国内市场的“电小二”淘宝旗舰店总销量超 3 万台，领先行业。

图 10：各国亚马逊网站评分数量（截至 2022.07.31）

图 11：各品牌淘宝旗舰店销量估算（截至 2022.07.31，单位：台）



资料来源：各国亚马逊官网，天风证券研究所



资料来源：淘宝官网，天风证券研究所

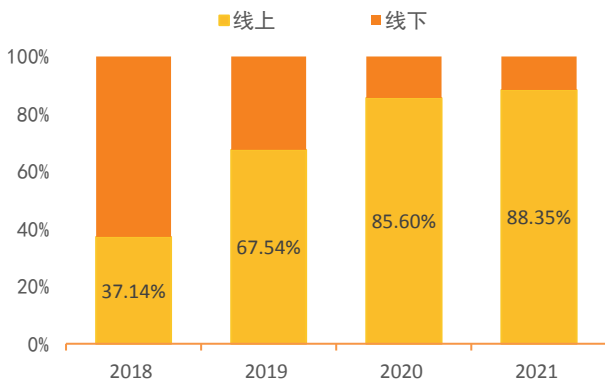
竞争力 2-渠道：线上线下多渠道均有布局，官网+线下持续开拓有望进一步打开品牌认知

公司多年深耕便携式储能市场，当前线上、线下渠道均有布局。公司产品销售以线上为主（2021 年线上收入占比达 88.4%），而目前线下渠道的开拓亦取得成效，销售渠道覆盖线上的电商、官网+线下的商超、零售商等。

线上：公司已入驻亚马逊、日本乐天、日本雅虎、天猫、京东等国内外电商平台，并凭此实现对美国、日本、中国等主要市场的销售。此外，公司建有品牌官网，有效拓宽销售渠道，并有望降低在电商平台销售支付的平台费和营销费用。

线下：目前公司已开设线下店铺，并与 JVC、Canon、Harbor Freight Tools、Sam's Club 等全球知名品牌商或零售商建立合作关系。

图 12：华宝新能销售收入占比（以销售渠道区分）



资料来源：华宝新能招股书，天风证券研究所

图 13：华宝新能渠道布局

线上	官网	<ul style="list-style-type: none"> · 打造公司官网，强化品牌认知，可跳转京东、淘宝等合作电商。 · 针对 Jackery 品牌，分别打造美国、加拿大、日本、英国等国家品牌官网，可直接购物。
	平台	<ul style="list-style-type: none"> · 入驻亚马逊、日本乐天、日本雅虎、淘宝等电商平台。 · 于 Youtube、Instagram 等网络平台建立账户，并聘请代言人、博主对品牌宣传。
线下		<ul style="list-style-type: none"> · 开设线下店铺、与商超卖场合作。目前已与 JVC、Canon、Harbor Freight Tools、Home Depot、Lowe's、Sam's Club 等全球知名品牌商或零售商建立合作关系。

资料来源：华宝新能招股书，公司官网，天风证券研究所

我们认为，公司的渠道优势在于电商平台较成熟的渠道布局+官网&线下等自有渠道有望进一步打开品牌认知。公司近年在官网、线下等渠道的持续开拓，有望进一步触达终端消费者，提高品牌认知度；同时，线下布局渠道亦将有望覆盖更多的消费者，为公司实现销量增长提供又一途径。

2.2. 中期：产品+成本优势，有望持续拉开与竞争对手的差距

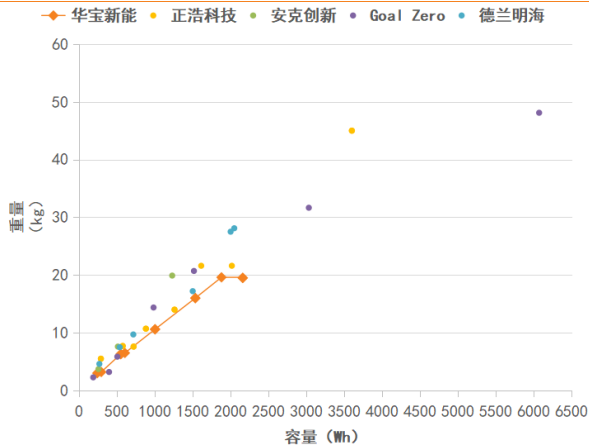
中期竞争力 1-产品：产品矩阵完整，覆盖不同容量段消费者的需求

对比现有市场参与者：公司中低容量段产品丰富，产品容量段分布密集。公司产品容量覆盖 240-2160Wh，在 2500Wh 以下容量段内，产品矩阵密集，每个 500Wh 左右的容量区间基本有一款产品覆盖。行业来看，与公司产品矩阵布局相似的仅有正浩科技，其余企业的产品容量覆盖面相较略弱。

公司更丰富的产品矩阵可以覆盖更多不同容量段消费者的需求，成为中期层面的产品层面壁垒。目前，便携式储能行业的热销产品为中低容量段产品（300-2000Wh），此部分容量段的现有产品众多、分布密集，各品牌已推出各具优势的产品。从产品布局来看，

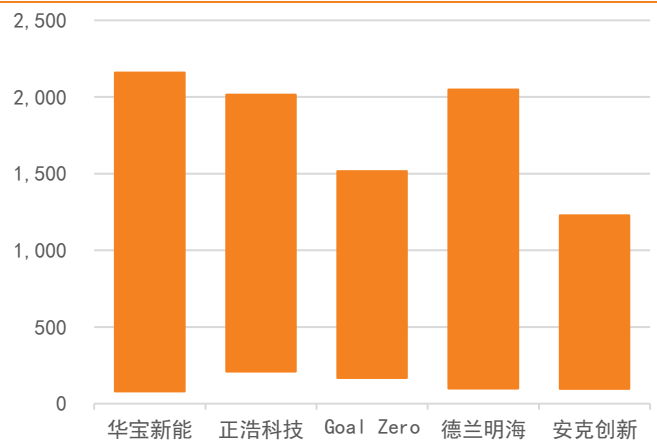
更密集的中低容量段产品，将能覆盖更多的消费者需求，成为公司的一大竞争壁垒；而对于潜在进入者而言，在中低容量段推出多款产品打造产品矩阵需要一定的时间。

图 14：头部企业产品容量分布



资料来源：亚马逊官网，京东官网，天风证券研究所

图 15：头部企业 2500Wh 以内产品的覆盖容量对比



资料来源：亚马逊官网，京东官网，天风证券研究所

中期竞争力 1-产品：对比同行，公司产品特点在于重量更轻

我们选取了截止 2022 年 7 月 27 日的美国亚马逊平台便携式储能 Best Seller 榜单，并发现榜单中各品牌的销量第一产品均为各家低容量段产品（在 250-300Wh 之间）。通过对比各产品，我们发现：

- ✓ **华宝新能-Explorer 300**：优势在于轻量化，重量仅为 3.2kg，携带方便；
- ✓ **正浩科技-River EF4、德兰明海 EB3A**：优势在于充电速度快，一小时即可充至 80%；同时具备升维驱动功能，输出功率更高；
- ✓ **安克创新-Anker 521**：价格相对较低。

表 3：亚马逊平台各品牌销量第一产品对比（截至 2022.7.27）

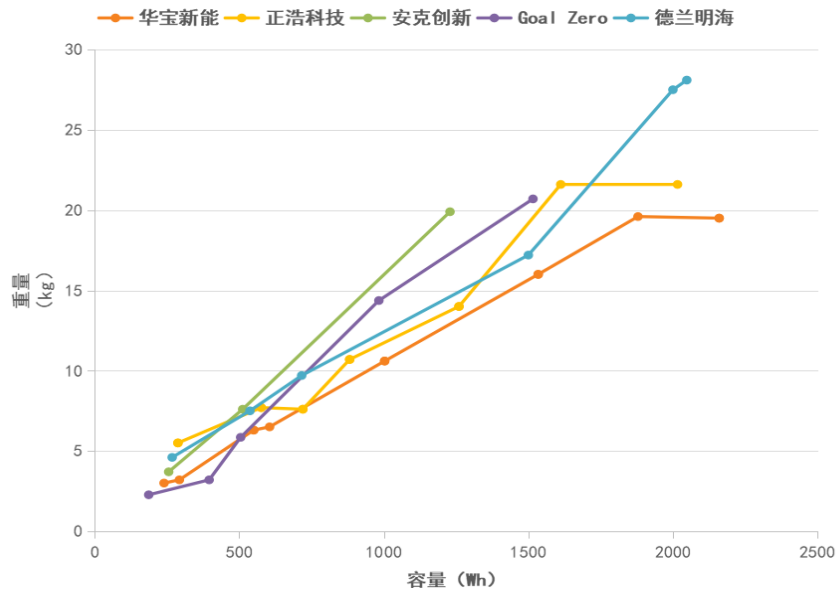
	型号	容量 (Wh)	额定输出功率 (W)	充电时间	重量 (kg)	体积 (cm ³)	价格 (美元)	图片
华宝新能	Explorer 300	293	300	墙壁插座+USB-C PD 2h 充至 80%	3.2	23x13.3x19.9	299.99	
正浩科技	ECOFLOW River EF4	288	600	1h 内从 0% 充电至 80%，1.6h 充满	4.95	28.7x17.9x18.9	299	
德兰明海	BLUETTI EB3A	268	600	市电充电功率最高可达 268W，1 小时充入 80% 电量	4.6	25.5x18x18.3	299	
安克创新	Anker 521	256	200	PD65W USB-C 口+墙插市电 2.5h 充满	3.69	20.8x12.9x20.4	249.99	

资料来源：亚马逊官网，天风证券研究所

在产品重量方面，公司各容量段产品中轻量化优势明显。除两款低于 500Wh 的产品外，相较于其他四家头部企业，公司产品重量在不同容量段中均为最轻。在大容量段产品中，公司的轻量化优势更明显。

我们认为，便携式储能重在“便携”，需要关注产品重量带来的使用便携式问题，而在此方面公司产品具备优势。便携式储能的主要应用场景——户外活动或应急备灾中，消费者均需要手提，偏好轻量化、小体积产品。

图 16：头部企业产品重量分布



资料来源：亚马逊官网，京东官网，天风证券研究所

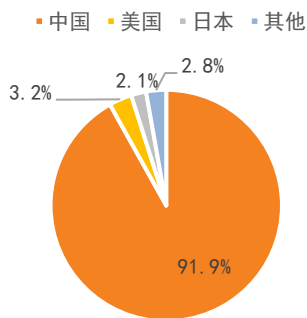
中期竞争力 2-成本：本土供应链+M2C 生产模式，带来较海外企业的成本优势

从供应链角度看，相较海外企业，公司的成本优势主要体现在本土供应链+M2C 生产模式上。2020 年，中国生产比例占全球便携式储能 91.9%，且中国的锂电材料相关供应链更完善，国内便携式储能企业较海外企业，具备成本优势。对比公司与海外企业 Goal Zero 的供应链及生产模式，我们发现：

公司产品的核心原材料供应商均为国内企业，且 M2C 生产模式实现自主生产。公司产品的核心原材料——电芯、逆变器、太阳能板等供应商均为国内企业；此外，公司采用 M2C 生产模式，生产核心环节均自主完成，只有 SMT 贴片和少量包装等由外协加工完成，因此不仅具备成本控制优势，且对产品质量更可控，新品迭代的响应速度更快。

Goal Zero 主要采取贴牌形式生产，代工厂包括中国企业豪鹏科技。

图 17：2020 年全球便携式储能主要生产国家或地区分布



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，天风证券研究所

表 4：华宝新能、Goal Zero 供应链对比

项目	华宝新能		Goal Zero	
	采购方	地点	采购方	地点
电芯	比克电池、横店东磁等	国内	仅贴牌，豪鹏科技、博力威代工	国内
逆变器	拓邦股份、高斯宝等	国内		
充电器	航嘉驰源、英辉源等	国内		
太阳能板	深圳光瑞	国内		
生产环节	自主完成，少量外协加工	国内		

资料来源：中国化学与物理电源行业协会，华宝新能招股书，天风证券研究所

中期竞争力 3-价格：从终端售价看，公司美国售价居行业前列

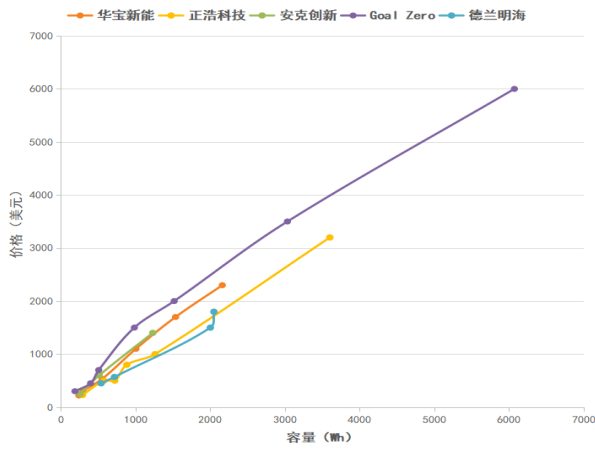
我们选取各头部企业便携式储能产品在美国亚马逊平台、中国京东平台的售价进行对比，并发现：

美国市场：公司产品售价低于 Goal Zero，但在国内企业中处于较高水平。在美国亚马逊平台，公司产品售价居于行业内中上游，低于美国本土品牌 Goal Zero，但在中国同类

企业中处于较高水平。我们认为，由于生产模式及供应链不同，公司较 Goal Zero 有一定的成本优势，且对比国内同行公司具备一定的产品溢价，有望获得一定的盈利能力优势。

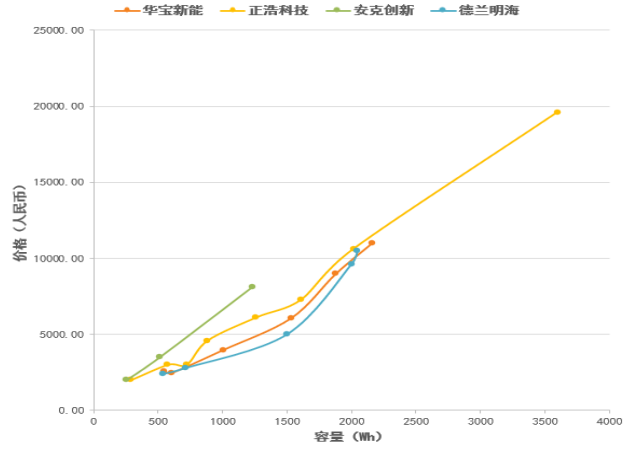
中国市场：公司产品售价低于正浩科技、安克创新等，略高于德兰明海。

图 18：头部企业产品价格分布（美国）



资料来源：亚马逊官网，京东官网，天风证券研究所

图 19：头部企业产品价格分布（国内）



资料来源：亚马逊官网，京东官网，天风证券研究所
注：国内价格来源为京东各品牌官方旗舰店 7.12-7.15 促销价格

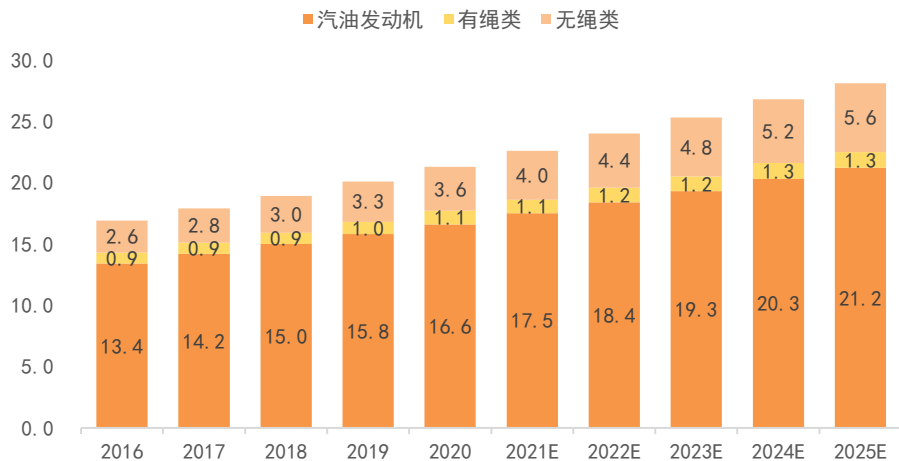
2.3. 中期格局：横向对比电动 OPE 行业龙头创科实业——先发优势+本土供应链优势，有望助力公司稳固市场地位

中期市场格局：便携式储能与 OPE 行业具有较高的行业相似性，主要体现在行业驱动逻辑、终端市场及市场分布上。

1) 行业驱动逻辑相似——锂电新技术带来新的产品供给及需求，驱动行业高速增长：便携式储能产品通过一定程度的替代柴油发电机及填充电宝-柴油发电机之间的空白功率段，完成行业的快速增长；OPE 行业亦是通过将锂电池应用到 OPE 工具中，从而实现由有绳或汽油发动机向无绳的转变。我们发现，OPE 行业中，根据弗若特沙利文预测，2020-2025 年无绳类 OPE CAGR 将达+9.0%，增速明显高于汽油发动机及有绳类 OPE，锂电化带来产品高速增长。

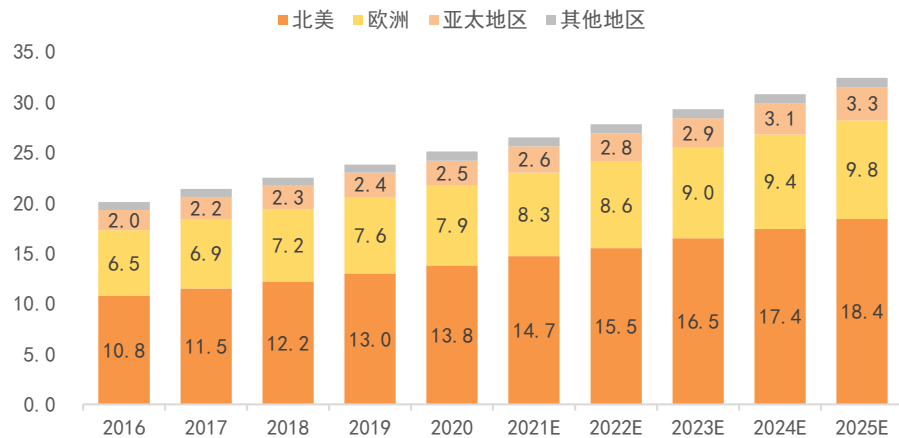
2) 终端市场及市场分布相似——均为类消费品行业，且消费市场主要集中于北美、欧洲及亚太地区。

图 20：全球 OPE 市场规模划分（按供电技术，十亿美元）



资料来源：泉峰控股招股说明书，弗若特沙利文，天风证券研究所

图 21：全球 OPE 市场规模划分（按地区，十亿美元）



资料来源：泉峰控股招股说明书，弗若特沙利文，天风证券研究所

类比电动 OPE 行业，格局趋于分散但公司龙头企业有望稳固

电动 OPE 市场格局：2020 年行业 CR5=62.7%，其中龙头企业创科实业市占率 20.4%。 电动 OPE 市场格局较便携式储能更集中（便携式储能 2020 年行业 CR5=50.3%），前三名分别为创科实业、泉峰股份、史丹利百得，市占率分别为 20.4%/11.4%/10.4%。

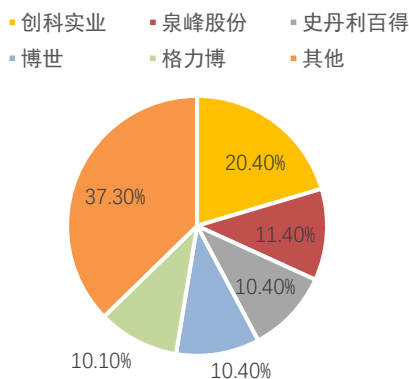
公司对比——创科实业为何领先： 1) 供给：较早推出锂电 OPE 产品，凭借安全、低噪音、高性能、长寿命的等优势，实现对有绳类、汽油发动机产品替代；2) 渠道：与家得宝建立了较强的合作关系，且加速布局线上渠道；3) 供应链：大部分产能在国内，充分利用国内供应链优势。

公司对比——类比创科实业，华宝新能在供给、渠道、供应链上均有相似之处。 基于公司之间的相似性，我们认为：

1) 行业层面：未来格局仍将趋于分散，但行业集中度有望上升，拥有品牌、渠道、供应链优势的公司市场份额将有望增加。

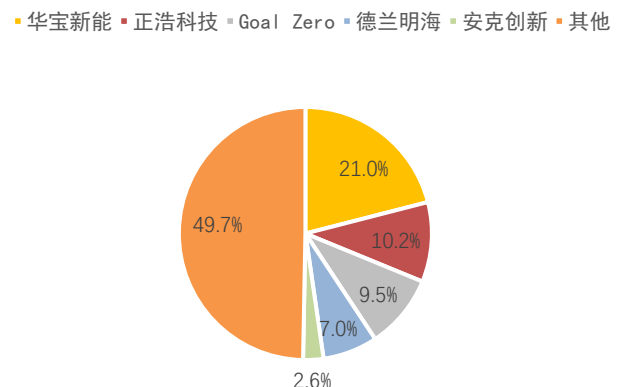
2) 公司层面：行业参与者预计将增加，但仍然看好公司的先发优势及中期竞争力带来的竞争优势时间差，我们预计中期层面公司龙头地位稳固。当前行业参与者有所增加，如华为在 2021 年下半年发布了 500Wh 和 1000Wh 两种规格的户外移动电源，且传统 UPS 电源、移动电源等行业的部分企业进入便携式储能行业的难度同样不高。但我们认为，如前文论证，公司品牌、渠道、产品矩阵、成本控制等方面均具备领先优势，有望通过此部分优势持续获得竞争对手的追赶时间差。

图 22：2020 年电动 OPE 市场格局（按收入）



资料来源：泉峰控股招股说明书，天风证券研究所

图 23：2020 年便携式储能市场格局（按收入）



资料来源：泉峰控股招股说明书，天风证券研究所

3. 市场空间及行业增速测算：预计 22、25 年分别为 230.96、

645.62 亿元，22-25 年 CAGR+40.9%

3.1. 销量测算-美国市场：预计美国 25 年市场渗透率约 25%，对应销量 929 万台

美国市场：场景以户外活动为主，我们基于新增及合计渗透率假设进行销量测算。核心假设包括：

- ✓ **家庭户数：**美国人口年均增速约 1%，根据皮尤调查，2020 年美国家庭户数 1.268 亿户，我们假设 21-25 年家庭户数每年增速 1%。
- ✓ **参加户外运动家庭比例：**根据美国户外基金会，2020 年 53% 的 6 岁及以上美国人至少参与一次户外运动，新增户外运动参与者 710 万人，若按每户 3 人预计，对应新增 237 万户，保守估计有效新增比例为 75%，则对应 19-20 年新增户外运动参与家庭比例为 1.4%。我们假设，21-25 年参与户外运动的家庭比例每年增长 1.4%。
- ✓ **便携式储能增量渗透率：**在美国市场测算过程中，渗透率为便携储能产品在户外运动家庭中的渗透率，即分母为户外运动家庭户数。据中国化学与物理电源行业协会，2020 年美国便携式储能销量 99 万台，对应增量渗透率 1.5%；往 21-25 年看，在行业高景气度背景下，我们假设 21 年便携式储能在美国市场的增量渗透率上升至 3.1%，同时考虑户外活动频繁使用下便携式储能的寿命约 3 年，我们假设 21-25 年的增量渗透率分别为 3.1%/3.6%/5.3%/8.3%/11.6%，对应 25 年合计渗透率 24.6%。

测算结果：1) 预计 22 年美国市场便携储能产品销量 259.8 万台，yoy+20%；2) 预计 25 年美国市场销量达 928.7 万台；22-25 年 CAGR+52.9%。

表 5：美国便携式储能市场销量测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
家庭户数（万户）	12680	12807	12935	13064	13195	13327
参与户外运动的家庭比例（%）	53%	54%	56%	57%	59%	60%
参与户外运动的家庭户数（万户）	6720	6967	7218	7473	7732	7996
便携式储能增量渗透率（%）	1.5%	3.1%	3.6%	5.3%	8.3%	11.6%
便携式储能合计渗透率（%）	1.5%	4.5%	8.0%	11.6%	16.8%	24.6%
便携式储能销量（万台）	98.8	216.0	259.8	393.9	642.9	928.7

资料来源：中国化学与物理电源行业协会，央视网，中国体育用品联合会，天风证券研究所

3.2. 销量测算-日本市场：预计日本 25 年渗透率约 20%，对应销量 355 万台

日本市场：场景以应急救灾为主，我们基于新增及合计渗透率假设进行销量测算。核心假设包括：

- ✓ **家庭户数：**根据日本 2020 年人口普查数据，2020 年日本家庭户数为 5572 万户（较 2015 年增长 4.2%），主要增长点来自单身家庭数量增加、户均人口降低。我们预计未来单身家庭增加将带动家庭户数增长，假设 21-25 年家庭户数分别增长 2%/2%/1%/1%/1%。
- ✓ **渗透率：**日本市场测算过程中，渗透率为总家庭中渗透率，及分母为全国家庭户数。据中国化学与物理电源行业协会，2020 年日本便携储能产品销量 62 万台，应急救灾场景下对应增量渗透率 1.1%。往 21-25 年看，我们假设锂电替代燃油发电机背景下，21 年便携式储能在日本市场的增量渗透率上升至 2.6%，同时考虑家用备灾需求对便携式储能的使用频率低于户外运动场景，假设产品寿命约 5 年，预计 22-25 年

新增渗透率分别为 3.2%/3.8%/4.4%/5.9%，合计渗透率（近五年存量产品/家庭户数）分别为 6.8%/10.5%/14.8%/19.5%。

测算结果：1) 预计 22 年日本市场销量 185.5 万台，yoy+28%；2) 预计 25 年日本市场销量达 354.5 万台，22-25 年 CAGR+24.1%。

表 6：日本便携式储能市场销量测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
家庭户数（万户）	5572	5683	5797	5855	5914	5973
便携式储能渗透率（%）	1.1%	2.6%	3.2%	3.8%	4.4%	5.9%
便携式储能合计渗透率（%）	1.1%	3.6%	6.8%	10.5%	14.8%	19.5%
便携式储能销量（万台）	61.8	144.9	185.5	222.5	260.2	354.5

资料来源：中国化学与物理电源行业协会，天风证券研究所

3.3. 销量测算-中国市场：露营文化驱动销量增长，预计 25 年国内市场销量达 302.4 万台

考虑国内消费水平及较发达的共享经济，我们以露营地租赁+个人购置两种模式对中国市场进行测算，核心假设如下：

- ✓ **新增露营地需求：**1) 露营地数量：据智研咨询，20-21 年分别新增注册露营地企业 0.88、2.1 万家，yoy+227.5%/+139.5%，我们假设 22-25 年 yoy+100%/82.8%/94.2%/72.1%；2) 渗透率：预计 21-25 年分别为 37%/40%/43%/45%/45%；3) 单个露营地平均拥有便携式储能数量：21-25 年分别对应 7/9/10/10/10 台。
- ✓ **存量露营地需求：**1) 露营地数量：截至 20 年存量露营地共计 0.9 万家，21-25 年基于增量计算得到；2) 渗透率：考虑便携式储能在中国普及程度较低，我们假设 20 年之前未配备产品，21-25 年分别为 18%/22%/25%/25%/25%。
- ✓ **个人购置需求：**据中国化学与物理电源行业协会，20 年中国总销量 10.2 万台，除去上述假设销量，对应个人购买 8.9 万台，假设个人购置增速较新增露营地增速低 20%，对应 21-25 年个人购买产品 19.6/35.3/57.4/100/152.1 万台。

测算结果：1) 预计 22 年国内市场合计销量 55.4 万台，yoy+106%；2) 预计 25 年国内市场销量达 302.4 万台，22-25 年 CAGR+76.1%。

表 7：国内便携式储能市场销量测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
露营经济带动市场规模（亿元）	2405	3812	5816	7873	11555	14403
yoy	25.3%	58.5%	52.6%	35.4%	46.8%	24.7%
新增露营地						
中国露营地相关企业新增注册量（万家）	0.88	2.10	4.20	7.67	14.89	25.63
yoy	227.5%	139.5%	100.0%	82.8%	94.2%	72.1%
便携式储能渗透率（%）	20.0%	37.0%	40.0%	43.0%	45.0%	45.0%
平均拥有便携式储能的数量（台）	5	7	9	10	10	10
合计便携式储能数量（万台）	0.88	5.43	15.10	32.98	67.02	115.33
存量露营地						
露营地相关企业未配备便携式储能注册量（万家）	0.9	1.5	2.5	4.5	7.7	14.0
yoy		71.8%	71.8%	77.6%	72.4%	80.9%
便携式储能渗透率（%）	10.0%	18.0%	22.0%	25.0%	25.0%	25.0%
平均拥有便携式储能的数量（台）	5	7	9	10	10	10
合计便携式储能数量（万台）	0.4	1.9	5.0	11.2	19.3	35.0
个人购置便携式储能						
个人购置便携式储能数量（万台）	8.9	19.6	35.3	57.4	100.0	152.1
yoy		119.5%	80.0%	62.8%	74.2%	52.1%
合计						
便携式储能销量（万台）	10.2	26.9	55.4	101.6	186.4	302.4
yoy		162.7%	106.0%	83.5%	83.4%	62.3%

资料来源：中国化学与物理电源行业协会，智研咨询，艾媒咨询，天风证券研究所

3.4. 全球销量测算：预计 25 年全球销量 2148 万台，22-25 年 CAGR+46.3%

全球市场：基于中国化学与物理电源行业协会数据，我们对全球便携式储能销量测算如下，核心假设包括：

- ✓ **欧洲：**2020 年欧洲市场销量占比 5.5%，对应销量 11 万台。考虑 2022 年以来俄乌危机带来的欧洲电力供应问题，我们预计 2022 年欧洲家庭对备用电源等需求有所提高，便携式储能产品不断普及，我们预计 2022 年销量将以较快速度增长；我们假设 2021-2025 年销量分别为 31/130/218/328/433 万台。
- ✓ **其他地区：**2020 年，其他地区销量占比 13%，我们假设未来其他地区增速或不及美国、日本、中国、欧洲等市场，销售占比下降，预计 2021-2025 年其他地区销量占比 12%/8%/8%/6%/6%。

测算结果：1) 预计 22 年全球市场销量 686 万台，yoy+44.0%；2) 预计 25 年全球市场销量达 2148 万台，22-25 年 CAGR+46.3%。

表 8：全球便携式储能市场销量测算（单位：万台）

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
美国	99	216	260	394	643	929
日本	62	145	186	222	260	354
欧洲	11	31	130	218	328	433
中国	10	27	55	102	186	302
美日中欧洲合计销量	182	419	631	936	1417	2019
其他地区占全球销量比例	13%	12%	8%	8%	6%	6%

全球销量	209	476	686	1018	1508	2148
------	-----	-----	-----	------	------	------

资料来源：中国化学与物理电源行业协会，天风证券研究所

3.5. 市场规模测算-容量口径：销量假设对应 25 年全球需求 15.5GWh，22-25 年 CAGR+58.2%

容量口径全球规模测算：随户外活动消费者的露营天数不断增加、产品进一步普及、能量密度提升等带来的产品更新迭代因素，我们预计 2021-2025 年产品平均容量将不断提升。核心假设包括：

- ✓ **户外活动场景对容量需求：**据北美露营地连锁机构 KOA，北美平均露营天数由 2018 年的 3.1 天上升至 2020 年的 6.2 天；中国方面，当前露营活动仍处于早期，据艾媒咨询，2022 年中国“Z 世代”群体单次露营时长平均为 2.4 天。我们预计，随着露营天数增加，以美国、中国为典型的户外活动场景对便携式储能的容量需求将持续上升。
- ✓ **应急备灾场景对容量需求：**以日本为典型市场，应急备灾场景的使用天数通常高于户外活动，因此对容量要求较高。我们预计，随着产品进一步普及，平均容量将持续上升。

测算结果：1) 预计 22 年全球市场容量规模 3.91GWh, yoy+121.1%；2) 预计 25 年全球市场容量规模达 15.49GWh, 22-25 年 CAGR+58.2%。

表 9：全球便携式储能市场容量测算（单位：GWh）

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
正常露营天数	6.20	6.60	7.00	7.00	7.00	7.00
平均产品容量 (Wh)	300.00	340.00	550.00	650.00	682.50	716.63
美国市场规模 (GWh)	0.30	0.73	1.43	2.56	4.39	6.66
平均产品容量 (Wh)	400.00	430.00	650.00	750.00	787.50	826.88
日本市场规模 (GWh)	0.25	0.62	1.21	1.67	2.05	2.93
平均产品容量 (Wh)	300.00	340.00	550.00	650.00	682.50	716.63
欧洲市场规模 (GWh)	0.03	0.11	0.71	1.42	2.24	3.11
正常露营天数	2.42	2.80	3.00	3.20	3.40	3.60
平均产品容量 (Wh)	300.00	347.72	450.00	550.00	584.38	618.75
中国市场规模 (GWh)	0.03	0.09	0.25	0.56	1.09	1.87
美日中欧合计规模	0.61	1.56	3.60	6.21	9.76	14.56
其他地区占全球销量比例	0.13	0.12	0.08	0.08	0.06	0.06
全球销量	0.70	1.77	3.91	6.75	10.39	15.49

资料来源：中国化学与物理电源行业协会，KOA，艾媒咨询，天风证券研究所

3.6. 市场空间测算：预计 25 年全球市场规模达 645.62 亿元，22-25 年 CAGR 达 40.9%

市场规模：结合我们对 21-25 年便携式储能全球销量、容量的假设，并通过电商平台价

格加权计算得到的产品单位均价，我们对 21-25 年全球便携式储能市场规模进行了测算。核心假设如下：

- ✓ **产品均价：**1) 海外价格：基于亚马逊平台价格；2) 国内价格：基于天猫平台价格；我们根据不同容量产品占比、各品牌市占率等加权计算得到产品单位均价。我们预计，考虑碳酸锂价格下降+技术进步带来的电芯成本下降等，22-25 年产品单位均价将呈下降趋势。我们假设 21-25 年海外市场均价为 0.93/0.89/0.78/0.71/0.64 美元/Wh，中国市场均价为 5.67/4.99/4.39/3.95/3.56 元/Wh。
- ✓ **测算结果：**1) 预计 22 年全球市场规模 230.96 亿元，yoy+111%；25 年全球市场规模达 645.62 亿元，22-25 年 CAGR+40.9%。

表 10：全球便携式储能市场空间测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
均价(美元/Wh)	1.02	0.93	0.89	0.78	0.71	0.64
美国市场规模(亿美元)	3.03	6.82	12.74	20.09	30.98	42.29
日本市场规模(亿美元)	2.53	5.79	10.75	13.09	14.47	18.62
欧洲市场规模(亿美元)	0.33	0.99	6.37	11.13	15.80	19.74
均价(元/Wh)	6.24	5.67	4.99	4.39	3.95	3.56
中国市场规模(亿元)	1.92	5.30	12.44	24.54	43.05	66.56
美日中欧合计规模(亿元)	41.34	96.42	212.48	321.37	453.35	606.88
其他地区占全球规模比例	13%	12%	8%	8%	6%	6%
全球规模(亿元)	47.51	109.56	230.96	349.32	482.29	645.62

资料来源：中国化学与物理电源行业协会，亚马逊官网，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 预计 2022-2024 年收入分别为 40.0、70.0、96.5 亿元，同比增长 72.8%、75.0%、37.8%；归母净利润分别为 4.15、7.78、9.75 亿元，yoy+48.5%/87.6%/25.3%

核心假设 1——营收：

2022 年：考虑公司 2022Q1-Q3 预计实现营收 21.1-28.0 亿元，yoy+36.6%-81.6%，叠加 22Q4 有较多线上促销活动（如国内的“双十一”、海外的“黑五”等），我们预计 2022 年全年营收有望达 40.0 亿元，yoy+72.8%。

2023-2024 年：我们预计 2023-2024 年便携式储能行业规模有望达 349/482 亿元，yoy+51.2%/+38.1%；考虑公司便携式储能业务有望跟随行业增速稳步增长，结合公司移动家储产品有望放量打开第二增长曲线，我们预计公司 2023-2024 年营收有望达 70.0、96.5 亿元，yoy+75%/+37.8%。

核心假设 2——毛利率：

相较 2020 年，公司 2021-2022H1 整体毛利率有较明显下滑，主要系受原材料（主要是电芯）价格大幅上涨、行业竞争逐渐激烈化影响。考虑电芯涨价、行业竞争等因素，我们假设 2022-2024 年公司毛利率分别为 43.5%、43.5%、42.0%。

预计 2022-2024 年公司营收分别为 40.0、70.0、96.5 亿元，同比增长 72.8%、75.0%、37.8%；归母净利润分别为 4.15、7.78、9.75 亿元，同比增长 48.5%/87.6%/25.3%。

表 11: 华宝新能业绩预测

	单位	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	亿元	10.70	23.15	40.00	70.00	96.46
yoy		235.44%	116.38%	72.78%	75.01%	37.79%
毛利率	%	56.10%	47.35%	43.50%	43.50%	42.00%
归母净利润	亿元	2.34	2.79	4.15	7.78	9.75
yoy		541.43%	19.46%	48.50%	87.64%	25.26%
净利率	%	21.85%	12.06%	10.4%	11.1%	10.1%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

4.2. 给予 2023 年 PE 35X, 给予“买入”评级。

公司为全球便携式储能龙头, 具备“品牌+渠道”双先发优势, 有望凭借产品+成本优势打造竞争对手的追赶时间差。此外, 公司移动家储品牌 geneverse 有望持续放量, 打造公司第二增长曲线。

由于便携式储能行业的上市公司较少(安克创新的业务占比较小、博力威等企业主要做贴牌业务), 因此我们选取了行业同样处于高增长阶段的户用光储公司作为可比公司。可比公司中, 派能科技、鹏辉能源、固德威 2023 年 PE 分别为 36、33、33X, 考虑 2022-2024 年公司归母净利 4.15、7.78、9.75 亿元, 同比增长 48.5%/87.6%/25.3%, 同时考虑公司未来移动家储产品有望持续放量, 给予 2023 年 PE 35X, 对应股价 283.9 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 12: 同类企业估值对比 (PE, 截至 2022 年 9 月 25 日)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
派能科技	146	96	80	36	26
鹏辉能源	207	112	56	33	23
固德威	80	145	68	33	21

资料来源: Wind、天风证券研究所

注: 估值来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

行业需求不及预期: 在宏观经济不景气、疫情冲击的影响下, 户外出行需求或不及预期, 相应需求或减少。

境外经营恶化风险: 公司出口比例大, 若海外国家与中国贸易摩擦加大, 或导致出口门槛、关税成本加大, 影响企业盈利能力。

第三方平台相关风险: 公司通过第三方平台开展销售的业务占比较大, 若第三方平台自身经营状况或平台经营规则发生重大变化, 企业经营或面临一定风险。

竞争加剧风险: 便携式储能行业处于发展初期, 增速较快, 若行业内涌入更多市场参与者, 可能导致市场竞争加剧, 使得行业格局发生变化、公司盈利能力出现下降。

产品结构较为单一的风险: 公司的主要产品为便携储能产品及配套太阳能板和相关配件, 产品结构较为单一, 若所在领域出现市场变化, 则公司将面临业绩波动较大的风险。

存货管理风险: 若公司存货管理不善, 出现损失或损害等情况, 或整体销售不及预期, 则对经营业绩可能造成不利影响。

测算具有主观性, 仅供参考: 本报告测算部分为通过既有假设进行推算, 仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	233.19	446.88	5,869.29	6,496.32	7,655.11
应收票据及应收账款	66.89	74.12	293.17	269.46	480.06
预付账款	27.17	49.54	95.78	160.44	197.66
存货	201.06	632.09	906.61	1,719.27	2,063.41
其他	20.26	45.94	44.13	93.34	90.22
流动资产合计	548.58	1,248.56	7,208.99	8,738.83	10,486.46
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	11.69	31.00	37.04	40.21	41.11
在建工程	0.00	4.47	47.53	38.02	30.42
无形资产	0.78	1.33	0.16	0.00	0.00
其他	19.75	118.88	51.03	58.01	69.25
非流动资产合计	32.22	155.69	135.75	136.25	140.78
资产总计	580.79	1,404.25	7,344.74	8,875.07	10,627.24
短期借款	13.50	49.79	0.00	0.00	100.00
应付票据及应付账款	260.26	702.23	1,209.99	2,004.19	2,562.00
其他	70.14	78.87	159.36	111.93	225.39
流动负债合计	343.90	830.90	1,369.35	2,116.12	2,887.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.48	45.67	17.27	22.48	28.47
非流动负债合计	4.48	45.67	17.27	22.48	28.47
负债合计	354.17	893.03	1,386.63	2,138.60	2,915.87
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	71.46	71.46	96.00	96.00	96.00
资本公积	10.75	17.93	5,017.93	5,017.93	5,017.93
留存收益	150.03	429.33	844.18	1,622.54	2,597.44
其他	(5.62)	(7.51)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	226.62	511.22	5,958.11	6,736.48	7,711.37
负债和股东权益总计	580.79	1,404.25	7,344.74	8,875.07	10,627.24

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	233.81	279.31	414.85	778.36	974.90
折旧摊销	1.52	7.57	7.02	6.49	6.71
财务费用	17.48	37.76	(19.06)	(40.95)	(43.13)
投资损失	(0.33)	(0.21)	(0.50)	(0.50)	(0.50)
营运资金变动	(23.01)	(276.52)	85.06	(159.80)	74.56
其它	(58.03)	86.89	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	171.44	134.80	487.37	583.60	1,012.53
资本支出	8.39	(12.31)	83.34	(5.20)	(6.00)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(24.23)	(44.28)	(137.78)	5.70	6.50
投资活动现金流	(15.84)	(56.59)	(54.44)	0.50	0.50
债权融资	(14.00)	7.83	(42.56)	42.92	145.76
股权融资	38.52	5.29	5,032.05	0.00	0.00
其他	(82.60)	2.76	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(58.08)	15.88	4,989.49	42.92	145.76
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	97.51	94.10	5,422.42	627.03	1,158.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,069.96	2,315.15	4,000.57	7,001.38	9,647.14
营业成本	469.76	1,218.82	2,260.32	3,955.78	5,595.34
营业税金及附加	3.05	4.06	9.21	16.12	22.22
销售费用	226.98	565.09	964.14	1,666.33	2,267.08
管理费用	44.80	94.99	152.02	252.05	337.65
研发费用	23.43	64.51	140.02	245.05	337.65
财务费用	18.95	46.20	(19.06)	(40.95)	(43.13)
资产/信用减值损失	(9.29)	(17.96)	(23.00)	(23.00)	(23.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.33	0.21	0.50	0.50	0.50
其他	15.27	24.17	0.00	0.00	0.00
营业利润	276.67	315.06	471.42	884.50	1,107.84
营业外收入	0.25	0.27	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.18	0.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	276.73	315.05	471.42	884.50	1,107.84
所得税	42.92	35.75	56.57	106.14	132.94
净利润	233.81	279.31	414.85	778.36	974.90
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	233.81	279.31	414.85	778.36	974.90
每股收益(元)	2.44	2.91	4.32	8.11	10.16

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	235.44%	116.38%	72.80%	75.01%	37.79%
营业利润	628.34%	13.88%	49.63%	87.63%	25.25%
归属于母公司净利润	541.43%	19.46%	48.53%	87.63%	25.25%
获利能力					
毛利率	56.10%	47.35%	43.50%	43.50%	42.00%
净利率	21.85%	12.06%	10.37%	11.12%	10.11%
ROE	103.17%	54.64%	6.96%	11.55%	12.64%
ROIC	-2877.57%	-2618.33%	2931.34%	1675.86%	491.52%
偿债能力					
资产负债率	60.98%	63.60%	18.88%	24.10%	27.44%
净负债率	-96.94%	-74.20%	-98.41%	-96.32%	-97.84%
流动比率	1.57	1.47	5.26	4.13	3.63
速动比率	0.99	0.73	4.60	3.32	2.92
营运能力					
应收账款周转率	22.63	32.84	21.78	24.89	25.74
存货周转率	7.26	5.56	5.20	5.33	5.10
总资产周转率	2.71	2.33	0.91	0.86	0.99
每股指标(元)					
每股收益	2.44	2.91	4.32	8.11	10.16
每股经营现金流	1.79	1.40	5.08	6.08	10.55
每股净资产	2.36	5.33	62.06	70.17	80.33
估值比率					
市盈率	94.71	79.28	53.38	28.45	22.71
市净率	97.72	43.32	3.72	3.29	2.87
EV/EBITDA	0.00	0.00	32.31	17.47	13.04
EV/EBIT	0.00	0.00	32.77	17.59	13.12

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com