

华宝新能 (301327)

便携式储能先行者，品牌渠道壁垒高筑

买入首次

2022年10月07日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

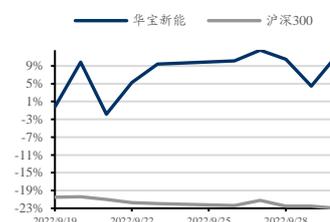
执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,315	3,113	6,146	9,552
同比	116%	34%	97%	55%
归属母公司净利润(百万元)	279	380	703	1,039
同比	19%	36%	85%	48%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	2.91	3.96	7.32	10.83
P/E(现价&最新股本摊薄)	80.77	59.41	32.11	21.71

投资要点

- **公司是便携式储能的先行者，业务转型成就行业龙头。**公司设立之初以充电宝 ODM 业务为主，2015 年决定向便携式储能转型升级，逐步打造境内自主品牌“电小二”和国际品牌“Jackery”，完成“境内+境外”以及“线上+线下”的全方位布局。目前，公司已经实现在中国、美国、日本、英国、德国、加拿大等全球多个国家销售，并在 Google、亚马逊、日本乐天、日本雅虎、天猫、京东等搜索引擎或电商平台的搜索榜单中检索热度排名领先。
- **户外活动春风渐起，应急备灾完美适配。**户外活动和应急备灾是便携式储能主要的应用场景。受益于精致露营理念的普及和应急备灾意识增强，便携式储能行业需求快速增长。根据中国化学与物理电源行业协会数据及我们测算，2022 年全球便携式储能出货量将达 840.8 万台，对应电池容量需求 5.66GWh，市场规模达 208.1 亿元，预计到 2025 年，全球便携式储能出货量将达 2242 万台，对应电池容量需求 19.84GWh，市场规模达 636.2 亿元，复合增速分别为 39%/52%/45%，需求增长迅速。
- **“线上直营+第三方平台+线下渠道”三驾马车打造渠道优势。**公司在产品初期依托亚马逊平台快速推广、建立品牌，随着品牌影响力提升逐步拓展至线上直营与线下渠道。目前第三方销售平台是公司的主要销售渠道且收入占比逐年提升，2021 年占比达 68.9%。品牌官网占比提升迅速，2020 年建立，2021 年收入占比已达 15%。同时，公司积极拓展线下渠道，通过线下经销与线下直销的模式推进，2021 年销售收入合计占比 6.5%，为公司增加新的增长动力。
- **产品矩阵丰富、销售业绩优异，品牌优势明显。**公司通过“Jackery”主外，“电小二”主内，合力打造品牌壁垒。同时，产品矩阵丰富多样，容量、单价范围大，可以满足更多的消费者需求。产能快速扩张但产销率维持高位，得益于品牌力支撑。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司为便携式储能行业龙头，具备持续性全球竞争力，新增产能可通过持续推广及行业需求增加所消化，未来业绩增长确定性高，我们预计公司 2022-2024 年归母净利 3.8/7.03/10.4 亿元，同比增长+36%/+85%/+48%，对应 PE 为 59x/32x/22x。给予 2023 年 42 倍 PE，目标价 308 元，对应市值 295 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**销售主要通过第三方电商平台的风险、境外经营环境恶化的风险、市场竞争加剧的风险、产品结构较为单一的风险、新股股价波动较大的风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	235.00
一年最低/最高价	197.90/248.08
市净率(倍)	24.78
流通 A 股市值(百万元)	5,469.49
总市值(百万元)	22,560.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.48
资产负债率(%，LF)	59.95
总股本(百万股)	96.00
流通 A 股(百万股)	23.27

相关研究

内容目录

1. 华宝新能：便携储能龙头企业，盈利能力亮眼	4
1.1. 公司简介：便携储能先行者，业务转型成就行业龙头	4
1.2. 股权结构集中稳定，多期员工持股计划激励充分	6
1.3. 业绩快速增长，产品转型迅速	6
2. 行业：便携式储能春风渐起，国内市场仍处早期	8
2.1. 便携储能需求爆发，中美日为主要“参与国”	9
2.2. 户外活动春风渐起，应急备灾完美适配	11
2.3. 大容量趋势明显，加速替代小型燃油发电机	14
2.4. 竞争格局稳定，龙头优势明显	16
3. 公司：先行者加速跑马圈地，“品牌+渠道”打造深厚壁垒	17
3.1. 起步境外电商，打造“线上直营+第三方平台+线下渠道”三驾马车	17
3.2. 产品矩阵丰富，品牌优势明显	19
4. 盈利预测与估值	22
5. 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司主要产品基本情况.....	5
图 3: 便携式储能和传统燃油发电机的对比.....	5
图 4: 华宝新能前十大股东结构.....	6
图 5: 营业收入 (万元) 及增速.....	7
图 6: 归母净利润 (万元) 及增速.....	7
图 7: 主营业务收入拆分.....	7
图 8: 分产品毛利率.....	7
图 9: 境外主营业务收入按地区分布情况.....	8
图 10: 公司期间费用率.....	8
图 11: 公司利润率水平.....	8
图 12: 便携储能产品在户外场景的应用示意图.....	9
图 13: 全球便携式储能需求测算.....	9
图 14: 全球便携式储能市场规模 (亿元).....	10
图 15: 2020 年全球便携式储能生产国家和地区分布.....	10
图 16: 2020 年全球便携式储能销售国家和地区分布.....	10
图 17: 户外活动家庭数量及便携式储能市场渗透率.....	11
图 18: 美国参加户外露营的家庭数量情况 (万户).....	12
图 19: 中国露营地相关企业注册家数情况 (家).....	12
图 20: 便携储能产品在应急用电领域的市场规模及渗透率预测.....	13
图 21: 2021-2026 年全球应急领域分场景新增需求预测 (万台).....	14
图 22: 锂电池组平均单位成本的变动情况 (美元/kWh).....	14
图 23: 不同容量产品市场份额变化趋势.....	15
图 24: 中国小型柴油发电机行业备用电源市场规模.....	16
图 25: 中国小型柴油发电机行业移动电源市场规模.....	16
图 26: 2020 年全球便携式储能竞争格局 (按出货量).....	16
图 27: 2020 年全球便携式储能竞争格局 (按营收).....	16
图 28: 主营业务境内外销售占比情况.....	17
图 29: 境外市场线上线下销售占比情况.....	17
图 30: 主营业务收入按销售平台构成情况.....	18
图 31: 官网直营 M2C 模式销售收入占比提升显著.....	18
图 32: 京东户外电源品牌排名 (统计时间: 2021 年 7 月).....	19
图 33: 可比公司产品对比.....	20
图 34: 便携式储能产品产能、产量销量情况.....	20
图 35: “侣行夫妇”作为“电小二”代言人.....	21
图 36: Chip Wade 作为“Geneverse”代言人.....	21
图 37: 分业务盈利预测.....	22
图 38: 可比公司估值 (可比公司预测值来源为 Wind 一致预期, 9 月 30 日收盘价).....	23

1. 华宝新能：便携储能龙头企业，盈利能力亮眼

1.1. 公司简介：便携储能先行者，业务转型成就行业龙头

公司是行业领先的便携储能品牌企业。公司于 2011 年成立，设立之初，公司以充电宝的 ODM 业务为主。随着公司实力不断增强，公司于 2015 年决定向便携式储能转型升级并逐步打造境内自主品牌“电小二”，业务模式逐步演变为 ODM 与自主品牌业务同步发展。同时，公司大力推进全球化自主品牌战略，并于 2016 年起全力打造国际品牌“Jackery”，逐步完成了“境内+境外”以及“线上+线下”的全方位布局。目前，公司已经实现在中国、美国、日本、英国、德国、加拿大等全球多个国家销售，并在 Google、亚马逊、日本乐天、日本雅虎、天猫、京东等搜索引擎或电商平台的搜索榜单中检索热度排名领先。

图1：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

便携式储能弥补了柴油发电机和充电宝之间的空白市场。便携式储能电源，简称“户外电源”，是一种替代传统小型燃油发电机的、内置锂离子电池的小型储能设备，可提供稳定交流/直流电压输出的电源系统，电池容量在 100Wh-3000Wh，配有 AC、DC、Type-C、USB、PD 等多种接口，可匹配市场上主流电子设备。与柴油发电机和充电宝相比，便携储能容量适中、功率充足、操作简单且便携的特点，很好地填补了两者间市场空白。

图2: 公司主要产品基本情况

产品类别	“Jackery”品牌的主要型号	“电小二”品牌的主要型号	产品简介	品牌产品图示
便携储能产品	Powerbar 83、Explorer 240、Explorer300、Explorer500、Explorer1000、Explorer1500等	户外电源80、户外电源小方、户外电源300、户外电源500、户外电源1000、户外电源1800、户外电源2200等	1. 容量范围: 80Wh-2000Wh; 2. 输出功率范围: 100W-2200W; 3. 产品具有AC/USB/车充等输出方式, 兼容性强, 可为手机、无人机、笔记本电脑、车载冰箱、电饭煲等数码设备及小家电供电。	
太阳能板	SolarSaga 60、SolarSaga 100、SolarSaga 200	60W 太阳能板、100W太阳能板、200W太阳能板	1. 单片输出功率范围: 60W-200W; 2. 适配公司便携储能产品, 可多片并联使用, 实现输出功率叠加, 为便携储能产品快速充电; 3. 与便携储能产品组合形成小型太阳能发电系统, 实现持续离网发电。	
充电宝	Jackery Mini (3350mAh)、Jackery Bolt (6000mAh)、Jackery Giant+ (12000mAh)、Jackery Thunder X (20100mAh) 等	锋6-5000、锋6S-10000、锋7-10000等	1. 容量范围: 3000mAh-20000mAh 2. 可为手机、平板电脑等电子设备充电。	

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图3: 便携式储能和传统燃油发电机的对比

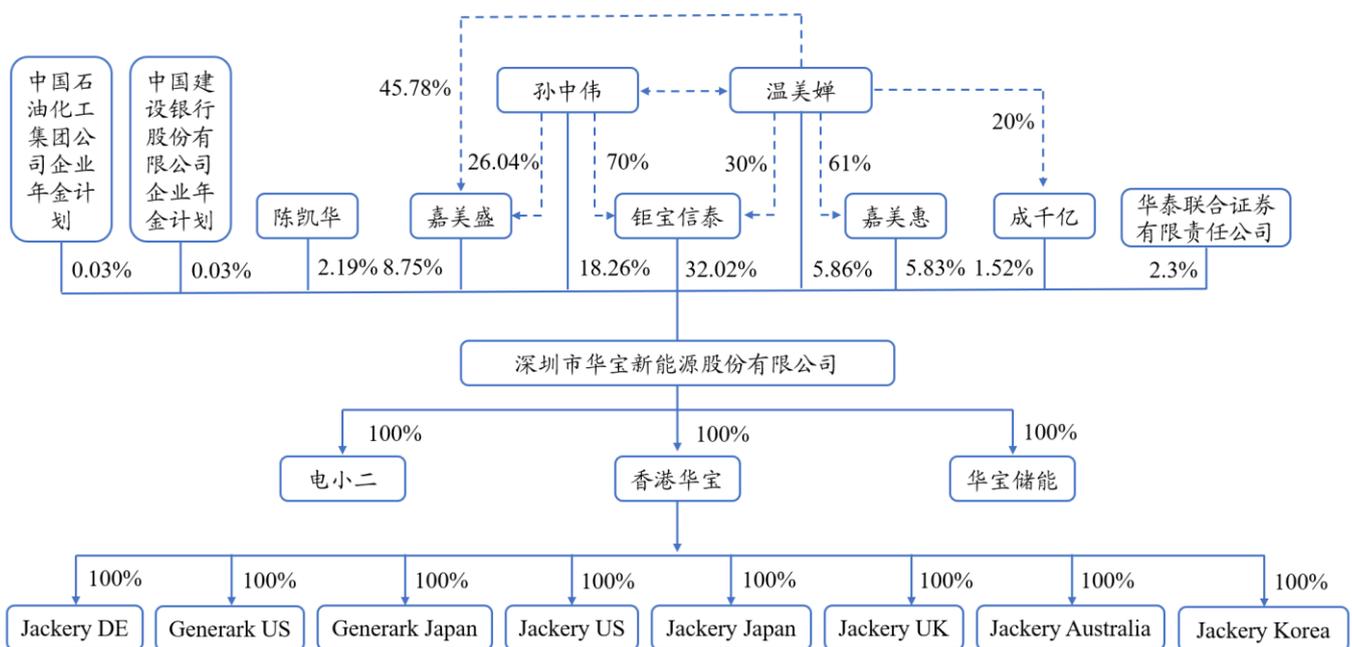
项目	便携式储能	传统燃油发电机
能源	电能	柴油、汽油
功率	1-3KW	2-8KW
体积和重量	重量较轻, 单人可搬运	重量重, 一般需要2人及以上配合搬运
使用方法	操作简单, 无须转换, 即插即用, 节省大量准备时间	接口较多, 操作复杂
发电质量	输出电网同等质量的正弦交流电力	纹波抖动, 电能质量较差, 功率因数低
购买成本	1000Wh/3000元	单机2000元左右
使用成本	充电, 度电成本约0.5元	柴油发电机组1L可发电10kWh, 度电成本约0.7元
维护成本	几乎不需要维护, 但电量会衰减	周期性维护, 成本较高
寿命	500次完整循环后约80%的初始电量	可持续使用10000至30000小时
环境保护	无污染	油烟多, 污染本体及周边环境
噪音	无噪音	噪音大, 影响周边环境, 伤害作业人员

数据来源: 中国化学与物理电源行业协会, 东吴证券研究所

1.2. 股权结构集中稳定，多期员工持股计划激励充分

公司股权结构集中稳定，成立员工持股平台多次激励。公司实际控制人为孙中伟、温美婵夫妇，截至 2022 年 9 月 19 日，二人合计直接及间接持有公司 66.28% 的股份，股权结构稳定，决策通道畅通。此外，公司通过嘉美盛和嘉美惠作为员工持股平台先后三次实施股权激励，截至 2022 年 9 月 19 日，合计持有公司 14.58% 的股份，通过员工持股，公司增强了核心骨干员工的积极性和稳定性。

图4：华宝新能前十大股东结构

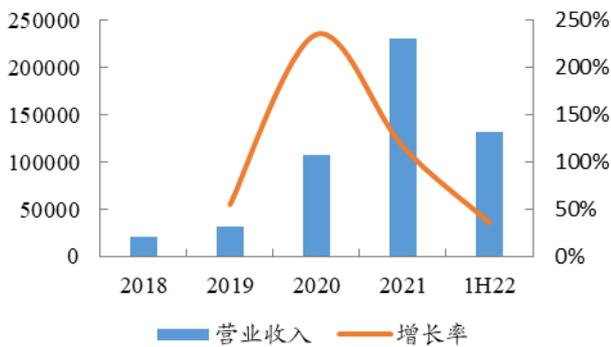


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 业绩快速增长，产品转型迅速

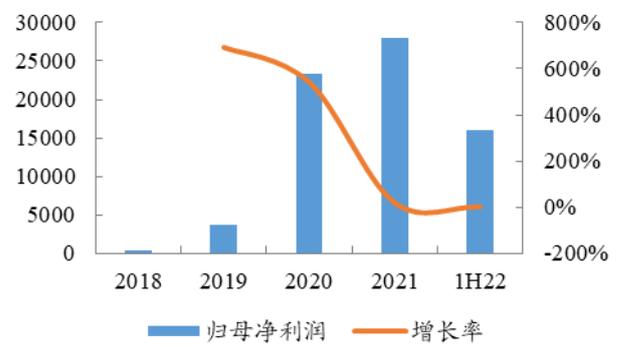
需求增长叠加市场拓展顺利，公司营收净利实现快速增长。2021 年公司实现营业收入 23.15 亿元，同比增长 116.4%，在亚马逊促销延期的情况下，22 年上半年实现营业收入 13.1 亿元，同比增长 35.8%，增长势头迅猛。2021 年实现归母净利润 2.8 亿元，同比增长 19.5%，22 年上半年实现归母净利润 1.6 亿元，同比增长 2.2%。

图5: 营业收入 (万元) 及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

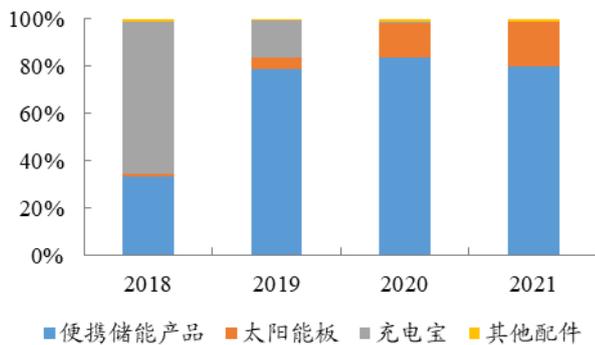
图6: 归母净利润 (万元) 及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

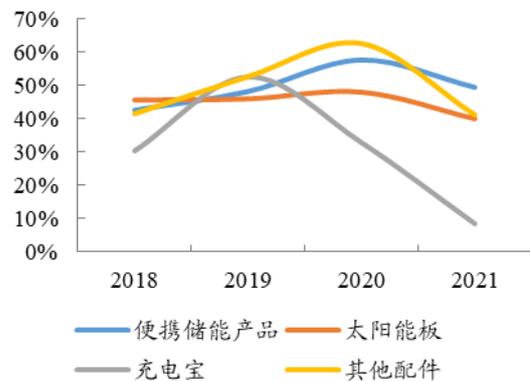
快速转型便携储能产品，“便携式储能+太阳能板”贡献主要营收。公司产品结构变化迅速，由充电宝 ODM 业务迅速转型聚焦便携式储能产品及其配套的太阳能板，两者合计收入占比由 2018 年的 34% 增加至 2021 年的 99%，已成为公司的核心业务。2018-2021 年，充电宝业务营收由 1.24 亿元下降至 1.97 万元，基本退出公司产品矩阵。

图7: 主营业务收入拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

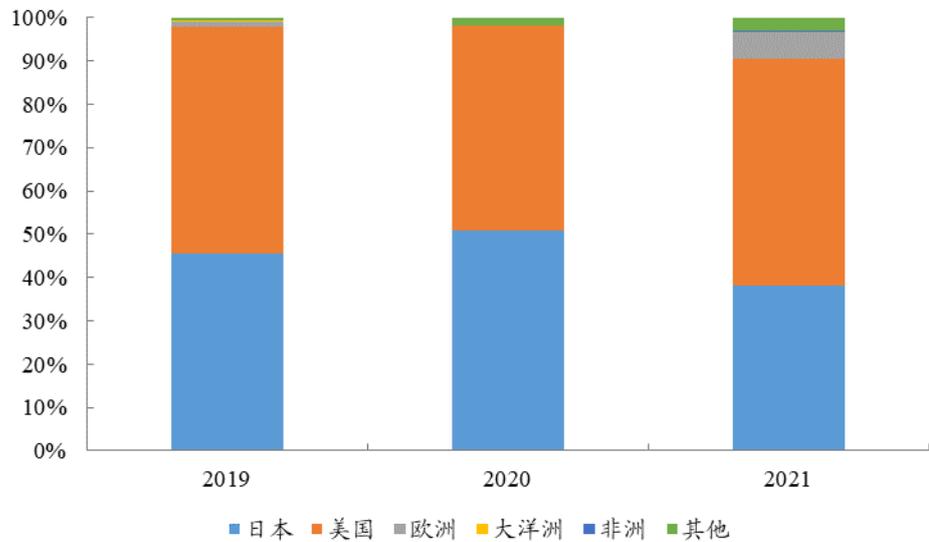
图8: 分产品毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

美日市场为主，能源危机“助力”欧洲市场快速起量。美国和日本由于在户外场景和应急备灾场景的广阔需求，成为公司的“主战场”，2019-2021 年占境外营业收入比重均超过 90%。由于能源危机加剧，欧洲对储能产品的需求迅猛增长，大容量便携式储能依靠其便携、容量较大等优点备受青睐，欧洲市场 2021 年实现营业收入 13357 万元，同比增长 5458%，已然成为公司第三大境外营收贡献点。

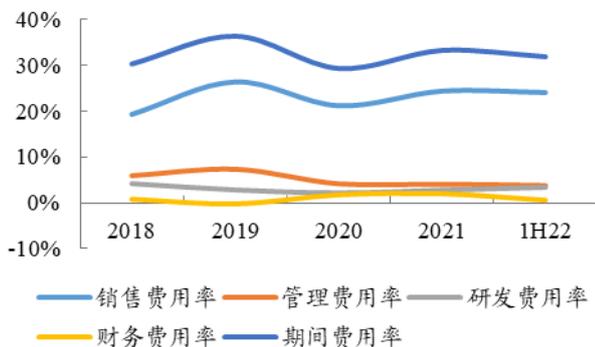
图9：境外主营业务收入按地区分布情况



数据来源：华宝新能招股说明书，东吴证券研究所

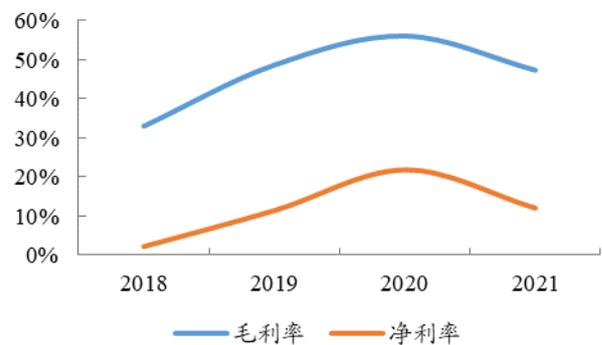
电商属性决定销售费用占比较高，毛利率保持高位。公司营业模式以线上为主，且主要市场聚焦海外，需要大量宣传以进行市场教育与产品推广，销售费用占比较高，是影响期间费用率的主要因素。但公司管理费用、财务费用管控良好，不足10%，维持低位。公司作为便携式储能行业的先行者，享受行业初期高毛利水平，随着便携式储能产品的占比提高，公司毛利率逐步提高，2020年达56.1%，受国际海运物流成本上升及原材料价格上涨等多重因素，2021年毛利率下降约9pct，达47.4%，维持高位。

图10：公司期间费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：公司利润率水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 行业：便携式储能春风渐起，国内市场仍处早期

2.1. 便携储能需求爆发，中美日为主要“参与国”

“技术提升+应用场景广泛”打造便携式储能市场需求。便携式储能得益于锂电池技术突破带来的能量密度大幅提升，搭载锂电池的储能产品在保证续航能力的同时能拥有更大的便携性，使得在户外旅行、户外作业、抢险救灾等户外场景下的便捷电力需求能够得到更好满足。根据中国化学与物理电源行业协会数据及我们测算，2022 年全球便携式储能出货量将达 840.8 万台，对应电池容量需求 5.66GWh，市场规模达 208.1 亿元，预计到 2025 年，全球便携式储能出货量将达 2242 万台，对应电池容量需求 19.84GWh，市场规模达 636.2 亿元，复合增速分别为 39%/52%/45%，增速迅猛。

图12：便携储能产品在户外场景的应用示意图



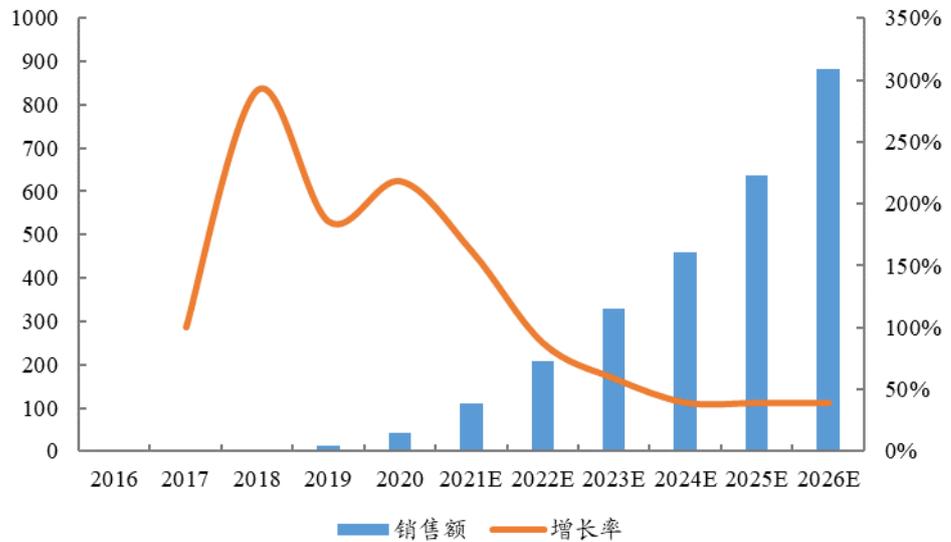
数据来源：华宝新能招股说明书，东吴证券研究所

图13：全球便携式储能需求测算

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
户外活动领域新增需求预测	211	346	532	712	997
应急备灾领域新增需求预测	201	375	525	685	870
其他领域新增需求预测	72	120	195	270	375
便携式储能新增需求预测 (万台)	484	841	1252	1667	2242
容量分布预测					
100Wh≤容量<500Wh	50%	42%	35%	28%	20%
500Wh≤容量<1000Wh	40%	43%	45%	47%	50%
容量≥1000Wh	10%	15%	20%	25%	30%
综合单台带电量(Wh) (以区间中位数计算)	602.7	673.5	742.5	811.5	885.0
电池容量需求 (GWh)	2.92	5.66	9.29	13.53	19.84

数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东吴证券研究所

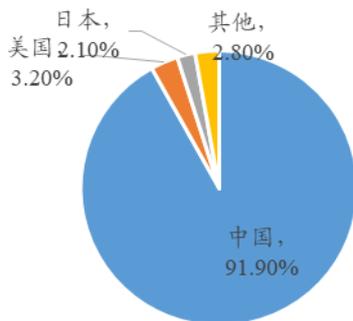
图14: 全球便携式储能市场规模 (亿元)



数据来源: 中国化学与物理电源行业协会, 东吴证券研究所

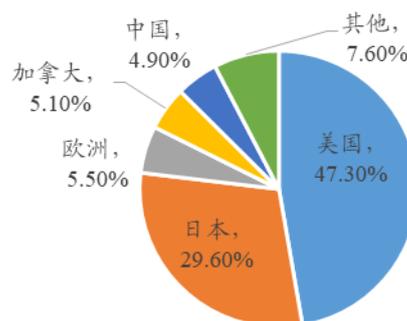
从地域分布看, 中国是便携式储能的主要生产国, 美日为主要消费国。作为制造类产品, 中国拥有便携式储能较为完整的产业链与集群, 上下游配套设施完善, 在技术、成本、质量等方面具备全球竞争力。因此, 便携式的工厂主要分布在中国, 占据了90%以上的生产量和出货量。从销售端来看, 美国是全球最大的便携式储能的应用市场, 主要是由于美国用户的户外出游比例较高, 其次是日本, 在全球应急领域的应用端占比较高, 主要由于日本地震等灾害事故频发, 应急电力设备的需求较高。

图15: 2020年全球便携式储能生产国家和地区分布



数据来源: 中国化学与物理电源行业协会, 东吴证券研究所

图16: 2020年全球便携式储能销售国家和地区分布

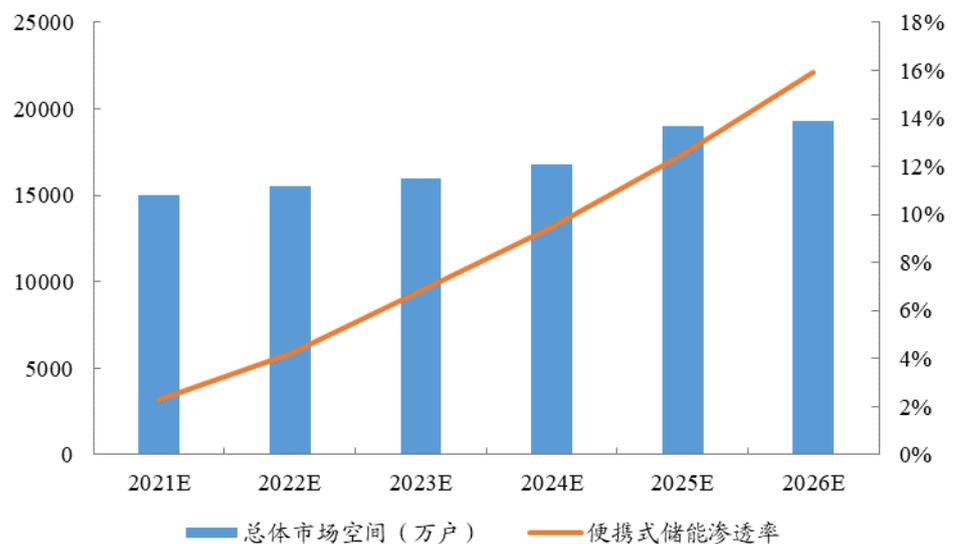


数据来源: 中国化学与物理电源行业协会, 东吴证券研究所

2.2. 户外活动春风渐起，应急备灾完美适配

精致露营理念普及将提升便携式储能渗透率。在户外活动场景下，精致露营的理念正在户外露营圈内逐渐普及，提倡在亲近自然的同时享受生活，故在户外露营时愿意携带用于照明、烹饪的电器产品，提高露营生活品质，所有这些设备产品都需要由离网电力来维持其正常工作，由此导致户外活动中对离网用电需求已逐步成为刚性需求。根据中国化学与物理电源行业协会数据，2021年全球户外活动家庭数量约为15000万户，市场渗透率仅2.3%，预计到2026年，总数量将达到19300万户，按照便携式储能设备生命周期为3年计算，其户外活动市场渗透率可以达到15.9%，渗透率提升迅速。

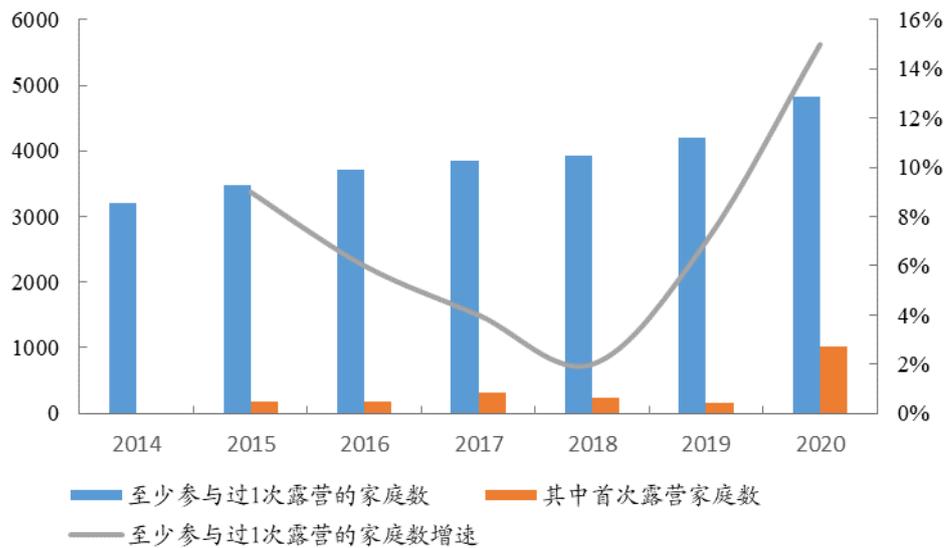
图17: 户外活动家庭数量及便携式储能市场渗透率



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东吴证券研究所

海外户外露营市场空间广阔且成熟。欧美发达国家的户外活动历史悠久、人均消费能力强，户外旅游、露营、钓鱼等户外活动的参与人次和参与频率较高，与户外运动有关的用品及器材均有较大的市场需求。根据凯恩咨询数据，早在2014年美国有3203万户家庭至少参与过1次露营，而2020年该家庭数达4824万户，同比增长627万户，增长率达15%。

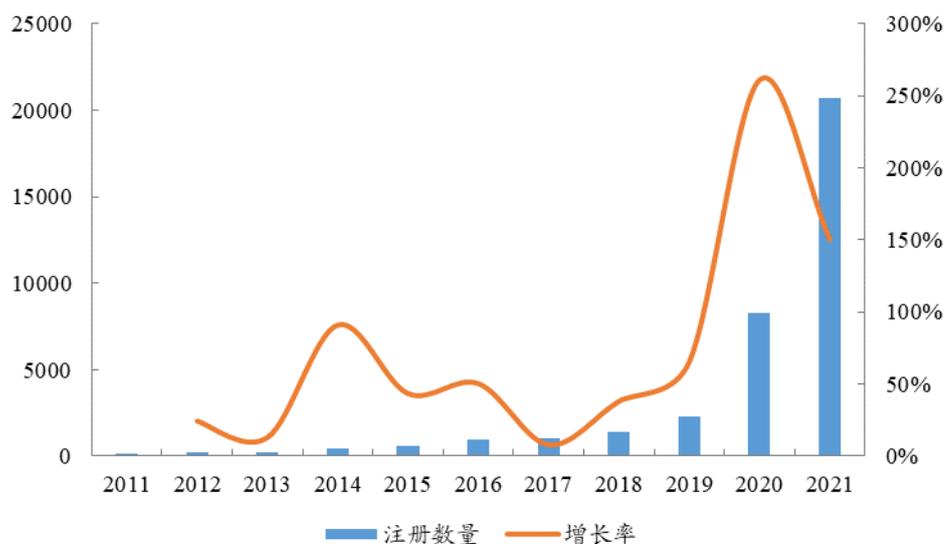
图18: 美国参加户外露营的家庭数量情况 (万户)



数据来源: 凯恩咨询, 东吴证券研究所

中国户外露营仍处早期但需求增长迅猛。与欧美相比, 中国的户外市场发展尚处于起步阶段。根据中国户外联盟统计, 我国每年约 1.3 亿人参与休闲户外活动, 占总人口的 9.5%, 与美国约 50% 的参与户外活动比例相比差距较大。2020 年“新冠”疫情以来, 国内户外露营热度暴涨, 根据天眼查数据显示, 2020 及 2021 年露营地相关企业新增注册企业分别为 8269 家、20704 家, 呈爆发式增长趋势, 但由于行业基数较小且中国人口众多, 渗透率仍有较大提升空间, 未来市场前景广阔。

图19: 中国露营地相关企业注册家数情况 (家)

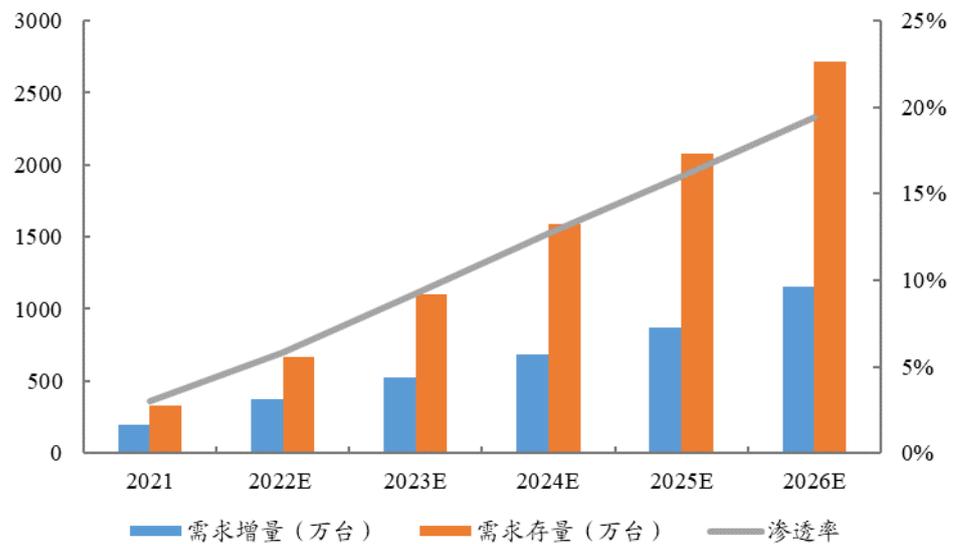


数据来源: 天眼查, 东吴证券研究所

注: 中国露营地相关企业指中国境内经营露营地产业的企业

应急备灾意识增强提升家庭应急备用电源需求。应急场景下，便携式储能以其体积小、功率强、性能稳定等优势能够完美解决灾害缺电、停电、应急救援等电力短缺问题，同时还可以与太阳能板组合形成小型太阳能发电系统，在应急状态下电网瘫痪及毁坏情况下，实现持续离网发电，保障基本生活需求。根据中国化学与物理电源行业协会的报告数据，2021 年全球便携式储能在应急用电领域的需求存量 330 万台，渗透率仅为 3%。未来，随着居民应急备灾意识的增强及便携式储能对小型燃油发电机的逐步替代，预计 2026 年便携式储能在应急用电领域的渗透率将达 19.4%。

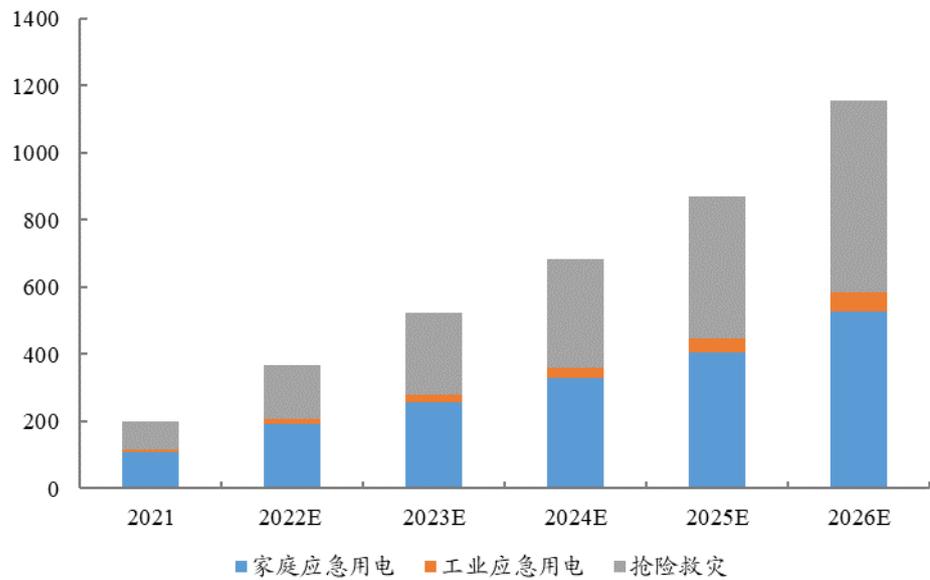
图20: 便携储能产品在应急用电领域的市场规模及渗透率预测



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东吴证券研究所

分场景看，便携式储能主要应用在家庭应急用电与抢险救灾。根据中国化学与物理电源行业协会数据，2021 年全球家庭应急用电场景下便携式储能需求为 107.3 万台，抢险救灾场景下为 86.6 万台，合计占比 96.5%。随着行业渗透率增加及在抢险救灾场景下对小型燃油发电机的加速替代，预计 2026 年家庭应急用电及抢险救灾场景下对便携式储能的需求分别为 527.8 和 569.4 万台，CAGR 分别为 37.5%和 45.7%。

图21: 2021-2026 年全球应急领域分场景新增需求预测 (万台)

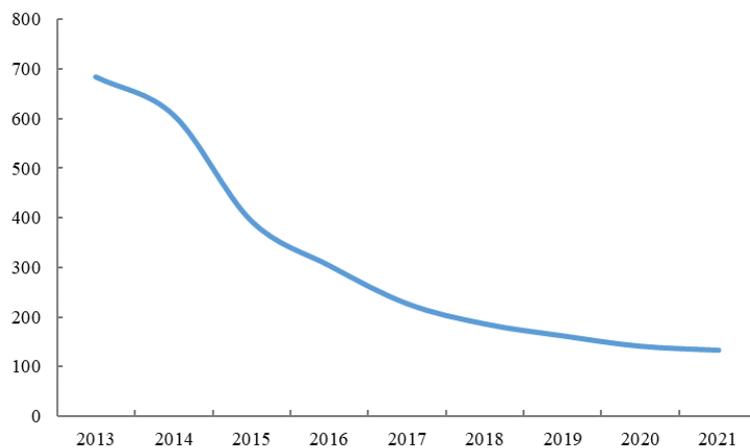


数据来源: 中国化学与物理电源行业协会, 东吴证券研究所

2.3. 大容量趋势明显, 加速替代小型燃油发电机

技术升级降低锂电池组单位成本, 大容量电池经济性显现。随着电池系统集成技术的进步及锂电池电芯材料的不断优化, 锂电池组的平均单位成本呈现持续下降的趋势。根据彭博新能源财经 (BNEF) 数据, 锂电池组的平均单位成本已由 2013 年的 684 美元/kWh 下降至 2021 年的 132 美元/kWh, 降幅达到 80.70%, 成本的大幅下降使得便携式储能产品的客户群体大幅扩容。

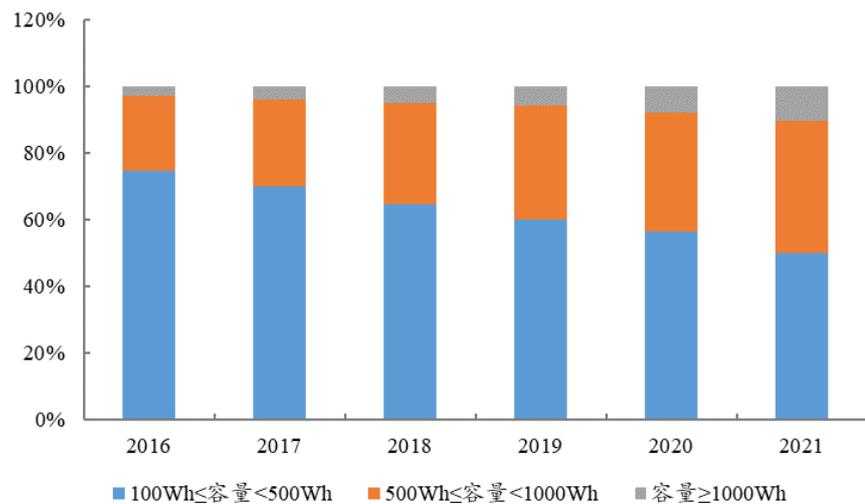
图22: 锂电池组平均单位成本的变动情况 (美元/kWh)



数据来源: 彭博新能源财经 (BNEF), 东吴证券研究所

产品结构趋向大容量化。随着上游电芯单体能量密度的提升以及电池成本得到一定控制,便携式储能产品的高容量占比将会持续提升。分容量看,目前主流容量段为 100Wh 至 500Wh 的产品,但市场份额逐年下降,2021 年已不足 50%,而较大容量段产品份额逐年提升,2021 年 500Wh-1000Wh 产品市场份额达 39.8%,1000Wh 容量以上产品市场份额达 10.3%,主要系公司小容量产品主要为打造市场知名度,随着市场教育的进展,大容量产品需求逐步增加。

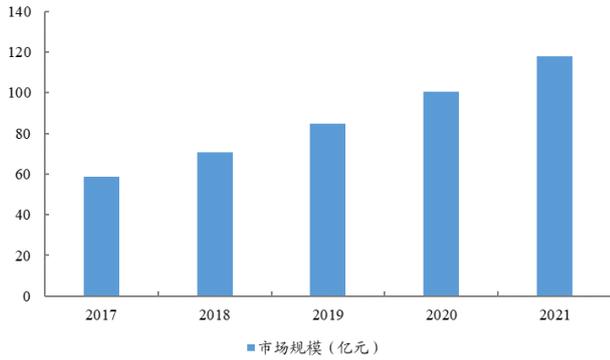
图23: 不同容量产品市场份额变化趋势



数据来源: 中国化学与物理电源行业协会, 东吴证券研究所

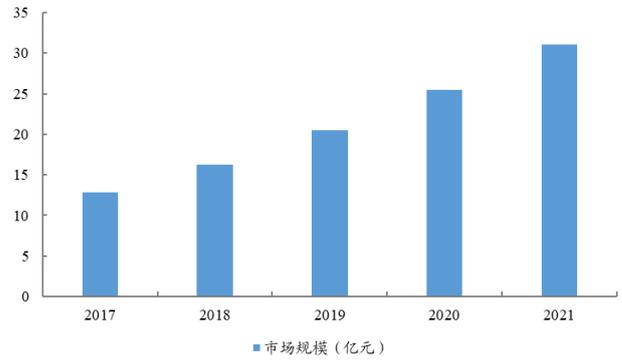
小型燃油发电机市场成熟, 便携式储能需求激发前景广阔。在便携储能产品推出之前, 户外及应急情况下的离网电力供应主要系由小型燃油发电机提供, 市场相对成熟。根据观研报告网数据, 2021 年中国小型柴油发电机备用电源和移动电源市场规模分别为 117.89 亿元和 31.07 亿元, 同比增长 22% 和 17%, 行业较为成熟。但小型燃油发电机的便携性较差、使用噪音大、操作复杂且污染环境, 不能充分满足家庭短期户外活动或临时性停电应急情况下对离网用电的需求, 相关场景下的离网用电需求未得到充分激发。未来随着便携式储能成本进一步下降及大容量产品开发成熟, 将能较好的弥补并替代小型燃油发电机, 潜在需求大。

图24: 中国小型柴油发电机行业备用电源市场规模



数据来源: 观研报告网, 东吴证券研究所

图25: 中国小型柴油发电机行业移动电源市场规模

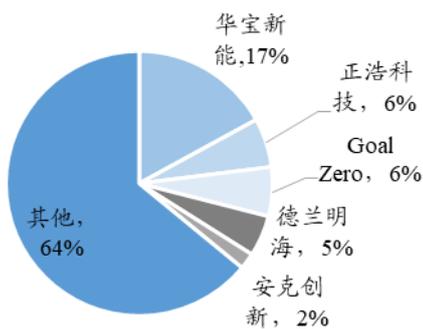


数据来源: 观研报告网, 东吴证券研究所

2.4. 竞争格局稳定, 龙头优势明显

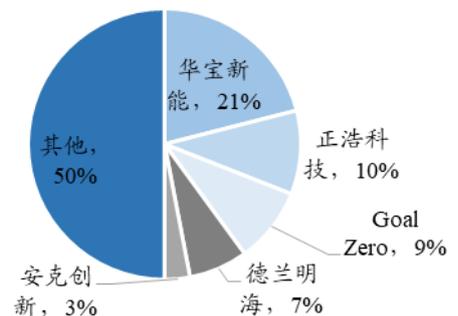
前五名格局基本稳定, 华宝新能份额最大。从企业出货量来看, 华宝新能市占率 16.6% 位列第一, 其次是正浩科技等, 海外企业中 Goal Zero 份额最大, 其主要由豪鹏科技和博力威代工。从企业营业收入来看, 华宝新能占比 21%, 前五名排名与出货量口径一致, 由于行业进入壁垒较小, 中小企业较多, 而容量不同的产品价格差异较大, 且底部企业小容量产品居多, 多以低价竞争的方式进入市场, 因此行业前五企业占据 50% 左右的市场份额, 并且随着头部企业的量价齐升, 行业集中度将会进一步提升, 龙头优势明显。

图26: 2020 年全球便携式储能竞争格局 (按出货量)



数据来源: 中国化学与物理电源行业协会, 东吴证券研究所

图27: 2020 年全球便携式储能竞争格局 (按营收)



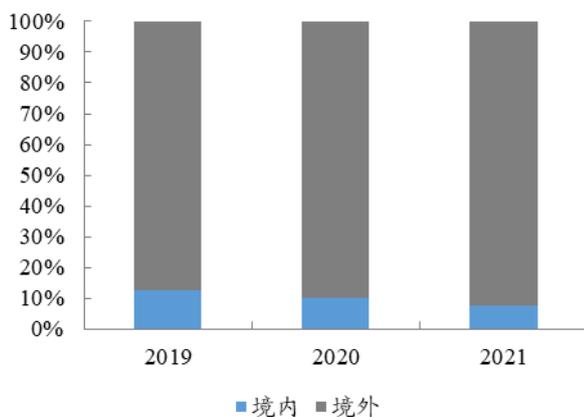
数据来源: 中国化学与物理电源行业协会, 东吴证券研究所

3. 公司：先行者加速跑马圈地，“品牌+渠道”打造深厚壁垒

3.1. 起步境外电商，打造“线上直营+第三方平台+线下渠道”三驾马车

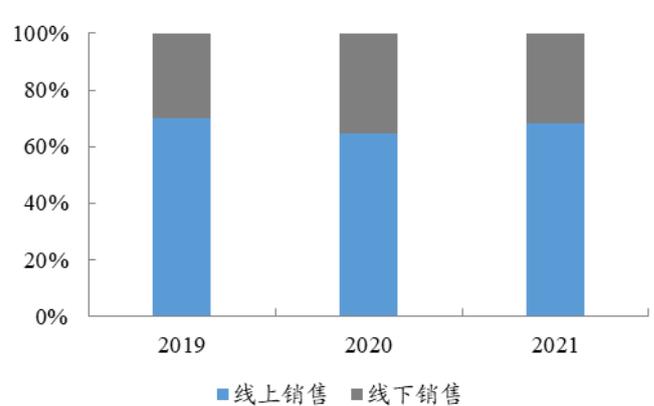
起步境外电商，业务集中海外市场，线上销售模式主导。便携式储能产品作为消费电子产品，直接触达C端，线上渠道能够快速推广，在产品初期建设品牌。公司最早依靠亚马逊平台进行投放，随着品牌影响力的提升逐步拓展至线上直营与线下渠道。分市场看，境外市场为公司核心，2019至2021年境外销售占比稳定在90%左右。分模式看，线上销售占比较高，2019至2021年线上销售占比稳定在65%至70%。

图28：主营业务境内外销售占比情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

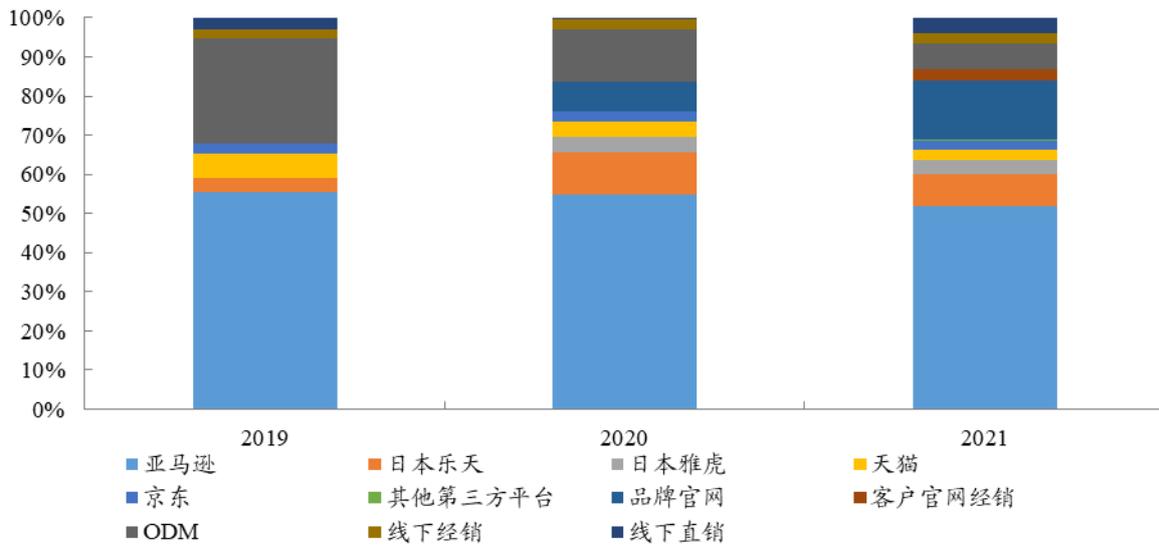
图29：境外市场线上线下销售占比情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

销售平台不断丰富，打造“线上直营+第三方平台+线下渠道”三驾马车。目前第三方销售平台是公司的主要销售渠道且收入占比逐年提升，2021年占比达68.9%。公司已入驻亚马逊、日本乐天、日本雅虎、天猫、京东等主流电商平台，其中亚马逊为最主要的第三方平台，2021年占比达51.8%，公司以此来推动品牌开拓与产品优化，推动品牌溢价能力稳定龙头地位。同时，公司通过品牌官网直接触达目标客户，提供会员注册、产品销售及售后服务，现已成功开通运营美国与日本的品牌官网，未来逐步实现全球化布局，收入占比迅速提升，2020年建立，2021年收入占比已达15%。此外，公司积极拓展线下渠道，通过线下经销与线下直销的模式推进，公司已与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。2021年销售收入合计占比6.5%，为公司增加新的增长动力。

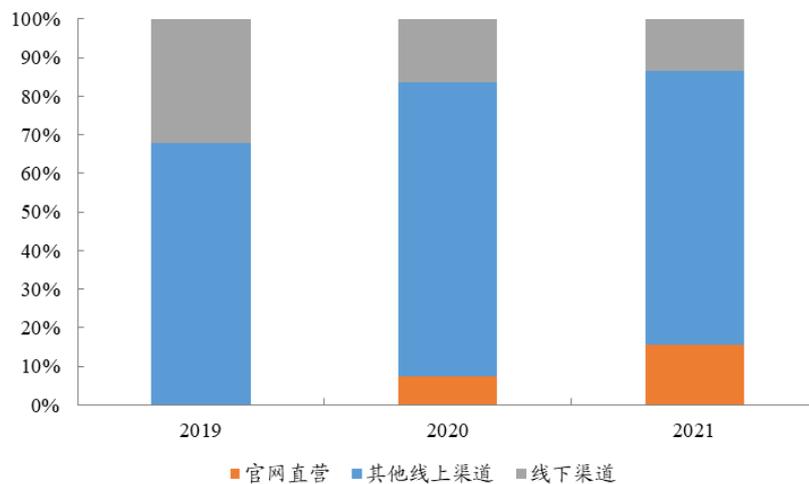
图30: 主营业务收入按销售平台构成情况



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

打造线上直营 M2C 模式减少中间环节, 紧跟消费者需求。公司经过多年探索, 沉淀出一套高效、领先的 M2C 模式, 即作为生产厂家直接面向全球消费者销售自主品牌产品, 集研发、生产、品牌、销售于一体的全价值链经营模式, 通过 M2C 模式, 公司能够深入调研市场需求、消费者偏好, 减少中间环节、降低渠道成本、快速响应用户需求, 实现精准创新和价值创造。同时 M2C 模式占销售收入比重提升迅速, 2020 年开始打造, 2021 年占销售收入 15.04%。

图31: 官网直营 M2C 模式销售收入占比提升显著



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

3.2. 产品矩阵丰富，品牌优势明显

“Jackery”主外，“电小二”主内，合力打造品牌壁垒。便携储能产品系兼具消费电子产品属性和安全性要求的产品。就消费电子产品属性而言，消费者对产品的初始认知依赖于其品牌形象。公司目前有两大自有品牌，其中 Jackery 主要面向国外销售，电小二主要面向国内销售，通过结合文化习惯的品牌名称分别开拓国内外市场打造品牌优势。

产品矩阵丰富多样，容量、单价范围大。2021年7月，京东开辟户外电源专区，截至当时华宝新能旗下品牌“Dxpower 电小二”共有产品数量 26 款，同业第一，产品丰富。容量范围为 330Wh-2004Wh，单价范围为 1580 元-8680 元，涵盖高中低容量段且价格幅度大，选择性强，可以满足更多的消费者需求，品牌优势强。

图32：京东户外电源品牌排名（统计时间：2021年7月）

品牌名	产品数量	容量范围	单价范围
Dxpower电小二	26款	330Wh-2004Wh	1580元-8680元
EcoFlow正浩	20款	288Wh-2016Wh	1999元-11999元
Bluetti铂陆帝	5款	300Wh-2000Wh	1499元-11999元
Yoobao羽博	9款	100Wh-1100Wh	499元-5680元
ORICO奥睿科	6款	140Wh-561Wh	799元-3399元
GreatWall长城	2款	140Wh-561Wh	899元-2899元
AP奥鹏	4款	154Wh-1500Wh	799元-9880元
beeste贝视特	8款	99Wh-1344Wh	799元-6599元
BULL公牛	1款	450Wh	2480元
ES亿动	4款	300Wh-456Wh	699元-2499元

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

产品主打轻便易携带，单瓦时重量、售价均具竞争力。公司经过对终端用户的深度调查，将产品设计战略聚焦在轻便易携带与性价比上。在产品矩阵不断丰富，同业竞争趋向同质化的过程中，公司以同业单瓦时售价低廉、单瓦时重量最低维持了产品力，保证公司产品性能优势。

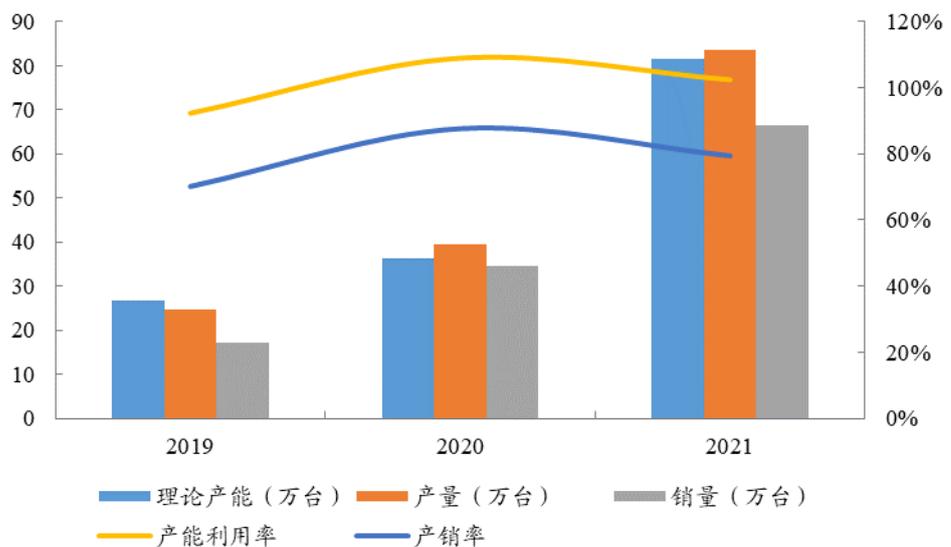
图33: 可比公司产品对比

容量段	明星产品	电池容量 (Wh)	尺寸 (cm)	重量 (kg)	售价 (\$)	单瓦时售价 (\$/Wh)	单瓦时重量 (g/Wh)
华宝新能	100-500Wh	Explorer 300	293 23x13x20	3.2	299	1.02	10.92
	500-1000Wh	Explorer 500	518 30x19x24	6.04	499	0.96	11.66
	>1000Wh	Explorer 1500	1534 36x26x32	15.5	1699	1.11	10.10
正浩科技	100-500Wh	RIVER PLUS	360 29x18x20	5.4	449	1.25	15.00
	500-1000Wh	RIVER MAX PLUS	720 29x19x24	8	699	0.97	11.11
	>1000Wh	DELTA MAX	1612 50x24x31	22	1799	1.12	13.65
Goal Zero	100-500Wh	YETI400	396 26x20x20	5.4	450	1.14	13.64
	500-1000Wh	YETI500X	505 19x29x 15	5.85	550	1.09	11.58
	>1000Wh	YETI1500X	1516 39x26x26	20.7	1800	1.19	13.65
德兰明海	100-500Wh	AC30	300 25x18x18	4.56	289	0.96	15.20
	500-1000Wh	AC50	500 26x19x20	6.2	400	0.80	12.40
	>1000Wh	AC200P	2000 42x28x39	27.5	1699	0.85	13.75
安克创新	100-500Wh	521	256 22x14x21	3.7	249	0.97	14.45
	500-1000Wh	545	778 30x19x20	8.3	700	0.90	10.67
	>1000Wh	757	1229 46x29x24	19.9	1400	1.14	16.19

数据来源: 亚马逊, 各公司官网, 东吴证券研究所

产能快速扩张, 产能利用率、产销率维持高位。公司产能扩张迅速, 2021 年具备理论产能 81.49 万台, 同增 125%, 实现产量 83.51 万台, 同增 112%, 产能利用率达 102%, 产能迅速扩张的同时实现了销量同步高增, 2021 年实现销量 66.36 万台, 同增 92%, 产销率达 79%, 维持高位, 得益于公司强劲的品牌影响力。

图34: 便携式储能产品产能、产量销量情况



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

因地制宜邀请代言人，提升国内外品牌知名度。公司于2020年聘请了国内知名的“侣行夫妇”张昕宇、梁红夫妇作为公司国内品牌“电小二”的代言人，以扩大“电小二”品牌在国内市场的影响力。同时，公司针对国外用户的兴趣偏好，邀请知名设计师、电视节目主持人 Chip Wade 为公司国外品牌“Geneverse”的代言人，因地制宜地邀请相关领域明星作为代言人，有效保证公司品牌的高曝光度，提升了公司产品的市场知名度。

图35: “侣行夫妇”作为“电小二”代言人



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图36: Chip Wade 作为“Geneverse”代言人



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

公司 2021 年便携式储能产品理论产能 81.49 万台，2022-2024 年产能我们预计分别为 102.04/217.47/291.87 万台，我们预计 2022-2024 年便携式储能产品营收分别达到 24.61/52.13/72.36 亿元，同比增速 34%/112%/39%，产品结构端看，我们预计公司 22-24 年产品结构向大容量产品集中。太阳能板及其他配件主要通过配套率进行预测，随着大容量产品比例提升，配套太阳能板及其他配件需求同步提升，配套率增加。综合来看，我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 31.13/61.46/95.52 亿元，同比增长 34%/97%/55%。

图37: 分业务盈利预测

	2020年	2021年	2022E	2023E	2024E
1.便携式储能产品					
营业收入 (百万元)	893	1835	2461	5213	7236
-收入增速	257%	106%	34%	112%	39%
理论产能 (万台)	36.19	81.49	102.04	217.47	291.87
产能利用率	109%	102%	100%	100%	100%
产销率	88%	79%	80%	80%	80%
毛利率	58%	50%	47%	45%	45%
毛利 (百万元)	515	909	1157	2346	3256
2.太阳能板					
营业收入 (百万元)	155	440	615	845	2171
-收入增速	934%	183%	40%	37%	157%
配套率	17%	24%	25%	27%	30%
毛利率	48%	40%	40%	40%	40%
毛利 (百万元)	75	176	246	338	868
3.充电宝					
营业收入 (百万元)	11	0	0	0	0
4.其他配件					
营业收入 (百万元)	10	24	37	89	145
-收入增速	415%	141%	51%	140%	63%
配套率	1%	1%	2%	2%	2%
毛利率	63%	41%	38%	35%	30%
毛利 (百万元)	6	10	14	31	43
5.合计					
营业收入 (百万元)	1070	2315	3113	6146	9552
-收入增速	238%	116%	34%	97%	55%
合计毛利 (百万元)	600	1095	1417	2715	4168
合计成本 (百万元)	470	1220	1697	3431	5384
毛利率	56%	47%	46%	44%	44%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司所处的行业是便携式储能行业，与户用储能产品存在一定的替代关系，且在终端需求、商业模式及渠道壁垒等方面具有相似性，属于可比行业，因此选取安克创新、派能科技、固德威、锦浪科技作为可比公司，其 2022-2024 年平均 PE 为 62x/32x/22x。考虑到公司为便携式储能行业龙头，具备持续性全球竞争力，新增产能可通过持续推广及行业需求增加所消化，未来业绩增长确定性高，我们预计公司 2022-2024 年归母净利 3.8/7.03/10.4 亿元，同比增长+36%/+85%/+48%，对应 PE 为 59x/32x/22x。给予 2023 年 42 倍 PE，目标价 308 元，对应市值 295 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图38: 可比公司估值（可比公司预测值来源为 Wind 一致预期，9 月 30 日收盘价）

公司简称	代码	股价 (元)	市值 (亿)	EPS (元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
安克创新	300866.SZ	55.45	225.36	3.00	3.61	4.34	18.49	15.35	12.76
派能科技	688063.SH	400.00	619.38	4.96	10.98	15.39	80.57	36.42	25.98
固德威	688390.SH	283.03	348.69	4.11	8.47	13.39	68.85	33.41	21.13
锦浪科技	300763.SZ	220.95	831.17	2.78	5.18	7.46	79.46	42.68	29.60
平均值				3.71	7.06	10.15	61.84	31.97	22.37
华宝新能	301327.SZ	235	225.60	3.96	7.32	10.83	59.41	32.11	21.71

数据来源：WIND，公司招股说明书，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 销售主要通过第三方电商平台的风险：第三方电商平台自身经营状况发生不利变化，或相关电商平台所在国家或地区的政治经济环境出现不稳定因素，或相关电商平台对其业务规则或经营模式进行重大调整，可能影响公司总体营收和利润水平
- 2) 市场竞争加剧的风险：新进入者通过低价竞争进入市场，可能导致公司业绩增速放缓，利润空间收窄
- 3) 境外经营环境恶化：业务所在国家及地区的政局动荡、战争、动乱、敌对状态以及对华政策变化可能导致公司的进口门槛提高、关税成本增加等，进而对公司的经营产生不利影响
- 4) 产品结构较为单一的风险：公司的主要产品为不同容量规格的便携储能产品及充电宝，以及可与便携储能产品配套使用的太阳能板及相关配件，存在产品结构较为单一的情况，若公司产品所在领域出现市场价格不可逆的大幅度下降等不利影响，且公司未能顺利推出新产品并有效拓展市场，则公司将面临业绩波动较大的风险。
- 5) 新股股价波动较大的风险：新股上市存在股价波动较大的风险

华宝新能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,249	7,875	9,598	11,797	营业总收入	2,315	3,113	6,146	9,552
货币资金及交易性金融资产	447	6,703	7,357	8,257	营业成本(含金融类)	1,219	1,697	3,431	5,384
经营性应收款项	124	259	478	690	税金及附加	4	5	11	17
存货	632	858	1,661	2,708	销售费用	565	772	1,512	2,340
合同资产	0	0	0	0	管理费用	95	125	246	363
其他流动资产	46	55	102	142	研发费用	65	109	215	334
非流动资产	156	190	241	284	财务费用	46	-35	-70	-78
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	11	12	12	19
固定资产及使用权资产	83	89	108	103	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	4	29	56	98	公允价值变动	0	0	10	0
无形资产	1	1	1	1	减值损失	-18	-12	-7	-3
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	12	15	20	26	营业利润	315	442	817	1,208
其他非流动资产	55	55	55	55	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,404	8,065	9,839	12,081	利润总额	315	442	817	1,208
流动负债	847	1,305	2,440	3,735	减:所得税	36	62	114	169
短期借款及一年内到期的非流动负债	68	100	100	100	净利润	279	380	703	1,039
经营性应付款项	702	1,041	1,995	3,179	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	16	15	39	60	归属母公司净利润	279	380	703	1,039
其他流动负债	61	149	306	396	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.91	3.96	7.32	10.83
非流动负债	46	46	46	46	EBIT	361	406	731	1,114
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	381	409	737	1,120
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	47.35	45.51	44.17	43.64
租赁负债	36	36	36	36	归母净利率(%)	12.06	12.20	11.43	10.88
其他非流动负债	10	10	10	10	收入增长率(%)	116.38	34.48	97.40	55.41
负债合计	893	1,351	2,485	3,780	归母净利润增长率(%)	19.46	35.95	85.04	47.90
归属母公司股东权益	511	6,714	7,353	8,300					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	511	6,714	7,353	8,300					
负债和股东权益	1,404	8,065	9,839	12,081					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	135	439	764	1,043	每股净资产(元)	20.45	135.52	148.43	167.54
投资活动现金流	-57	-37	-57	-49	最新发行在外股份(百万股)	96	96	96	96
筹资活动现金流	16	5,854	-63	-94	ROIC(%)	74.94	9.35	8.77	12.03
现金净增加额	68	6,256	644	900	ROE-摊薄(%)	54.64	5.66	9.56	12.52
折旧和摊销	20	3	6	6	资产负债率(%)	63.60	16.75	25.26	31.29
资本开支	-57	-34	-52	-43	P/E(现价&最新股本摊薄)	80.77	59.41	32.11	21.71
营运资本变动	-202	-36	-50	-55	P/B(现价)	11.49	1.73	1.58	1.40

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

