

## Pioneer of portable energy storage with high barriers in brands and channels

### Buy (Initiation)

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	2,315	3,113	6,146	9,552
Growth (YoY %)	116%	34%	97%	55%
Net profit (RMB mn)	279	380	703	1,039
Growth (YoY %)	19%	36%	85%	48%
EPS (RMB)	2.91	3.96	7.32	10.83
P/E (X)	80.77	59.41	32.11	21.71

#### Investment Thesis

- **As the pioneer of portable energy storage, the company grows into an industry leader through business transformation.** The company focused on the ODM business of the power bank as originally founded, and decided to transform and upgrade to portable energy storage in 2015, gradually building its domestic brand "Dian Xiaoer" and international brand "Jackery", forming a comprehensive landscape of "domestic + overseas" and "online + offline".
- **With the popularization of more exquisite camping and rising awareness of emergency & disaster preparedness, demand for the portable energy storage industry is growing rapidly.** Outdoor activities and emergency & disaster preparedness are the main application scenarios of portable energy storage. According to data from the China Industrial Association of Power Sources (CIAPS) and our estimates, shipments of global portable energy storage will reach 8.41 million units in 2022, corresponding to a battery capacity demand of 5.66 GWh and market size of RMB20.81 billion. By 2025, global portable energy storage shipments are expected to reach 22.42 million units, corresponding to a battery capacity demand of 19.84GWh and a market size of RMB63.62 billion.
- **The "online direct marketing + third-party platform + offline channels" build the company's channel advantages.** The company relied on Amazon to quickly promote and establish its brand at the beginning, and gradually expanded to online direct-sale stores and offline channels as the brand influence expands. Currently, the third-party sales platform is the company's main sales channel and revenue proportion is increasing year by year, accounting for 68.9% in 2021. Its official website also grows rapidly and contributes to 15% of total revenue in 2021. At the same time, it actively expands offline channels, promoting both offline distribution & offline direct sales and adding new growth drivers for the company.
- **Rich product matrix, excellent sales performance, and obvious brand advantages.** The company builds the brand barrier via "Jackery" as the main overseas brand and "Dian Xiaoer" as the main domestic brand. Besides, the company has a rich product matrix, with a wide range of capacity and price, which can meet the needs of more consumers. Supported by strong brand power, it saw a rapid expansion of production capacity and high production-to-sales ratio.
- **Earnings Forecast & Rating:** As the company acts as a leader in the portable energy storage industry and has sustainable global competitiveness, its new production capacity will be of great use due to consistent promotion and increasing demand, showing high certainty of earnings growth in the future. We estimate its 2022-2024 net profit to be RMB0.38/0.70/1.04bn, with a YoY growth of +36%/+85%/+48%, corresponding to P/E of 59x/32x/22x. We give a target price of RMB308 and a "Buy" rating in our initial coverage.
- **Risks:** sales mainly rely on third-party e-commerce platforms, deterioration of the overseas business environment, risk of fiercer market competition, risk of single product mix, sharp fluctuation of share price as a new offering.

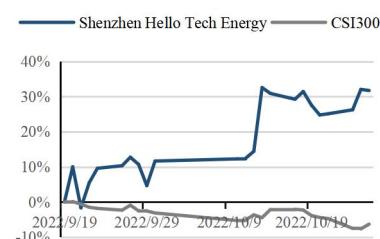
1 December 2022

**Research Analyst**  
**Ruibin Chen**

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

#### Price Performance



#### Market Data

Closing price (RMB)	235.00
52-week Range (RMB)	197.90/248.08
P/B (X)	24.78
Free floating market cap (RMB mn)	5,469.49
Total market cap (RMB mn)	22,560.00

#### Basic Data

BVPS (RMB)	9.48
Liabilities/assets (%)	59.95
Total Issued Shares (mn)	96.00
Shares outstanding (mn)	23.27

#### Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Duohong Zeng**(曾朵红), **Qiaoyan Ruan**(阮巧燕) and **Siyao Yue**(岳斯瑶).

## 便携式储能先行者，品牌渠道壁垒高筑

买入（首次）

2022 年 12 月 1 日

证券分析师

陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

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，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

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢曾朵红、阮巧燕和岳斯璐的指导。

## 1. 华宝新能：便携储能龙头企业，盈利能力亮眼

行业领先的便携储能品牌企业，营收净利增长势头迅猛。公司 2015 年将传统充电宝 ODM 业务转型升级至便携式储能，主要产品为便携式储能产品及其配套的太阳能板，2021 年两者合计收入占比 99%，业务模式为 ODM 与自主品牌业务同步发展。得益于需求增长+市场拓展顺利，公司营收净利快速增长：2021 年营收 23.15 亿元，同增 116.4%；归母净利 2.8 亿元，同增 19.5%。在亚马逊促销延期的情况下，22 年上半年营收 13.1 亿元，同增 35.8%，归母净利 1.6 亿元，同增 2.2%，增长势头迅猛。

## 2. 便携式储能春风渐起，国内市场仍处早期

“技术提升+应用场景广泛”打造便携式储能市场需求。相较柴油发电机和充电宝，便携式储能电源（户外电源）具备容量适中、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。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，将更好地满足户外场景下的便捷电力需求。据中国化学与物理电源行业协会数据及我们测算，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。

户外活动春风渐起，应急备灾完美适配。1) 户外活动：精致露营理念的普及推动了户外活动离网用电逐步成为刚性需求，将提升便携式储能渗透率。相较于空间广阔且成熟的海外户外露营市场，中国户外露营仍处早期，2020 年“新冠”疫情以来国内户外露营热度暴涨。考虑到低基数+中国人口众多，渗透率仍有较大提升空间。2) 应急用电：便携式储能主要应用在家庭应急用电与抢险救灾。应急备灾意识增强将提升家庭应急备用电源需求，随着行业渗透率增加及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 1：全球便携式储能市场规模（亿元）

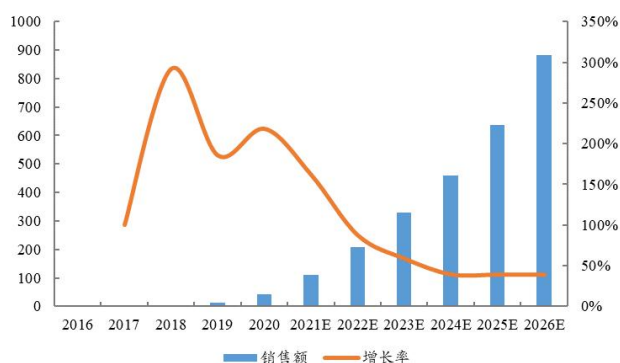
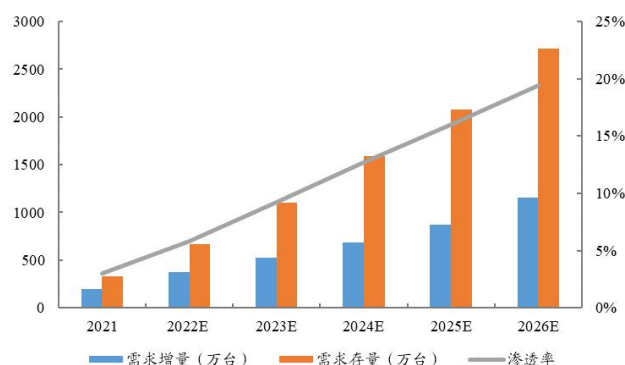


图 2：应急用电领域便携储能市场规模及渗透率预测



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东吴证券（香港）

### 3. 竞争格局稳定，龙头优势明显

**Top5 格局基本稳定，华宝新能份额最大。**华宝新能出货量及营收市占率分别为 16.6% 和 21%，均位列市场第一。由于容量不同的产品价格差异较大，底部企业多经营小容量产品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，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 3：2020 年全球便携式储能竞争格局（按出货量）

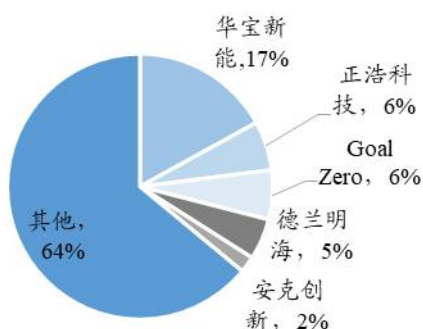
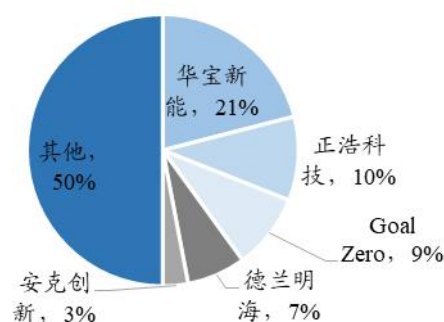


图 4：2020 年全球便携式储能竞争格局（按营收）



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东吴证券（香港）

### 4. 公司加速跑马圈地，“品牌+渠道”打造深厚壁垒

**品牌优势明显，产品矩阵丰富。**公司现有“Jackery”和“电小二”两大自有品牌，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。此外，公司产品矩阵丰富多样，旗下“电小二”共有 26 款产品数量，领先同业，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，可满足更多的消费者需求，品牌优势强。

**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。**

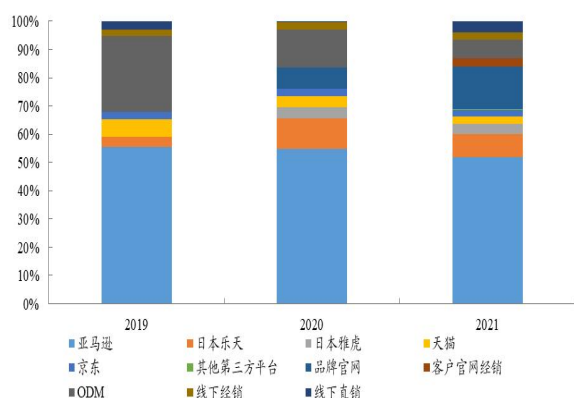
1) **第三方平台：**第三方销售平台是公司目前主要销售渠道，收入占比逐年提升，2021 年达 68.9%。公司已入驻亚马逊、日本乐天、日本雅虎、天猫、京东等主流电商平台，其中亚马逊占比达 51.8%，公司以此来推动品牌开拓与产品优化，推动品牌溢价能力稳定龙头地位。

2) **线上直营：**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%。

3) **线下渠道：**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。

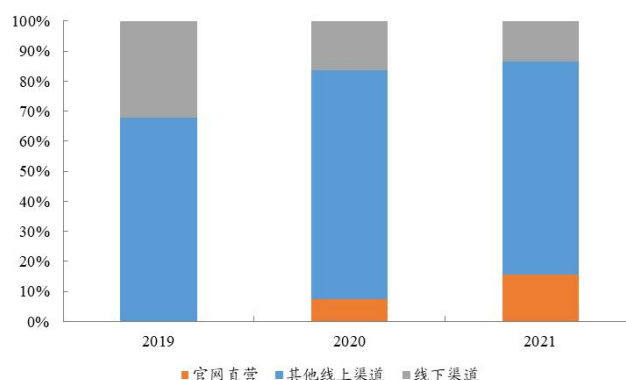


图 5: 主营业务收入按销售平台构成情况



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券(香港)

图 6: 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(香港)

**产品单瓦时重量及售价均具竞争力, 产能快速扩张。**在产品矩阵不断丰富, 同业竞争趋向同质化的过程中, 公司以低于同业的单瓦时售价和单瓦时重量维持了产品力, 保证产品性能优势。此外, 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 79% 维持高位。

## 5. 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, 我们预计 2022-2024 年产能分别为 102.04/217.47/291.87 万台, 2022-2024 年便携式储能产品营收分别达 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 年产品结构向高容量产品集中。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%。

## 6. 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。

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
<b>流动资产</b>	<b>1,249</b>	<b>7,875</b>	<b>9,598</b>	<b>11,797</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,315</b>	<b>3,113</b>	<b>6,146</b>	<b>9,552</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>156</b>	<b>190</b>	<b>241</b>	<b>284</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>315</b>	<b>442</b>	<b>817</b>	<b>1,208</b>
其他非流动资产	55	55	55	55	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,404</b>	<b>8,065</b>	<b>9,839</b>	<b>12,081</b>	<b>利润总额</b>	<b>315</b>	<b>442</b>	<b>817</b>	<b>1,208</b>
<b>流动负债</b>	<b>847</b>	<b>1,305</b>	<b>2,440</b>	<b>3,735</b>	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	<b>净利润</b>	<b>279</b>	<b>380</b>	<b>703</b>	<b>1,039</b>
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>279</b>	<b>380</b>	<b>703</b>	<b>1,039</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>893</b>	<b>1,351</b>	<b>2,485</b>	<b>3,780</b>	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					
<b>所有者权益合计</b>	<b>511</b>	<b>6,714</b>	<b>7,353</b>	<b>8,300</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,404</b>	<b>8,065</b>	<b>9,839</b>	<b>12,081</b>					

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(香港),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(香港)预测。

**分析师声明:**

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

**利益披露事项:**

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

**免责声明**

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

