

# 便携式储能龙头，行业高增，业绩可期

——华宝新能首次覆盖报告

## 核心观点

- **便携式储能龙头品牌，抓住市场机遇，营收利润迎来高增长。**便携式储能设备是填补充电宝和大型燃油发电机中间的空白领域的“大型充电宝”。华宝新能经战略转型后专注便携式储能产品的研发、生产和销售，其高管团队深厚的电子产品销售运营背景帮助企业在市场中迅速占据主导地位。2020年出货量占据16.6%的市场份额，全球市场排名第一。营收从2018年2.1亿元增长至2021年23.1亿元，年复合增长率124%；归母净利润从2018年0.046亿元增长至2021年2.79亿元，年复合增长率293%。
- **便携储能市场量价齐升，2025年市场空间超百亿，复合增速近50%。**便携式储能核心驱动力来自家庭户外活动渗透率的提升、自然灾害多发地应急备电需求的提升以及对传统户外作业供电设备燃油机的替代。便携式储能设备具备消费品属性，疫情推动了家庭户外活动市场的发展，同时让消费者发现能在户外供电的便携储能设备的价值，从而近年来销量高速增长。预计2025年便携储能市场新增出货2414万台，21-25年年均复合增速49%；市场空间达551亿元。
- **精准定位，效益为先，公司立足产品、品牌、渠道三大核心壁垒，龙头地位有望维持。**便携储能设备具有消费电子属性，产品性能为底线，品牌力和渠道布局是品牌商抢占未来增量市场的核心竞争力和壁垒。公司在战略布局和运营方面均展现出对效益的追求，公司整体创收能力突出（1）产品：专精市场主流产品，抓住产品便携性优势，产品在市场认可度高。（2）品牌力：专注户外和应急场景，有针对性地加大推广费用的投入，户外和备灾装备的专业形象深入人心，带来更高议价权。（3）渠道布局：坚持线上+线下、直销+经销等全面多元的销售渠道布局，降低对单一渠道依赖程度，降低风险。预计未来市场向着头部品牌商集中，公司销售规模有望提高，随着市场出清和公司不断巩固龙头地位，盈利能力有望维持。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预计2022-2024年公司实现归母净利润分别为3.66/8.61/11.15亿元，实现每股收益3.82/8.97/11.61元。参考行业可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为2023年的27倍市盈率，对应目标价为242.19元，首次给予买入评级。

## 风险提示

- 行业增速不及预期；上游原材料价格上涨风险；假设条件变化影响测算结果；行业竞争导致收入及利润不及预期的风险；估值下降的风险

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,070	2,315	3,627	6,567	8,584
同比增长(%)	235.4%	116.4%	56.6%	81.1%	30.7%
营业利润(百万元)	277	315	413	971	1,257
同比增长(%)	628.3%	13.9%	31.2%	135.0%	29.5%
归属母公司净利润(百万元)	234	279	366	861	1,115
同比增长(%)	541.4%	19.5%	31.2%	135.0%	29.5%
每股收益(元)	2.44	2.91	3.82	8.97	11.61
毛利率(%)	56.1%	47.4%	43.5%	45.9%	45.5%
净利率(%)	21.9%	12.1%	10.1%	13.1%	13.0%
净资产收益率(%)	168.3%	75.7%	10.5%	12.5%	14.1%
市盈率	77.2	64.6	49.3	21.0	16.2
市净率	79.7	35.3	2.8	2.5	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

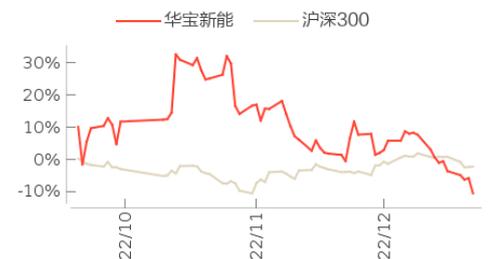
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 投资评级 买入（首次）

股价（2022年12月22日）	188.04元
目标价格	242.19元
52周最高价/最低价	286.5/188元
总股本/流通A股（万股）	9,600/2,327
A股市值（百万元）	18,052
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2022年12月24日

## 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-10.05	-10.08	-15.3	
相对表现	-7.12	-11.84	-14.44	
沪深300	-2.93	1.76	-0.86	-21.94



## 证券分析师

卢日鑫	021-63325888*6118 lurixin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100003
顾高臣	021-63325888*6119 gugaochen@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520080004
施静	021-63325888*3206 shijing1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520090002 香港证监会牌照：BMO306

## 联系人

温晨阳	wenchenyang@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

## 目录

1、公司简介：转型升级，开拓市场，借便携储能装备之风业绩高增 .....	5
1.1 战略性转型升级，锂电池便携储能先驱 .....	5
1.2 股权集中度高，高管电子产品研发销售背景深厚 .....	6
1.3 便携式储能行业高度景气，营收利润高速增长 .....	7
2、便携式储能：户外与应急需求齐升，便携式百亿市场放量 .....	10
2.1 便携式储能市场快速扩张，品牌商为利润最高环节 .....	10
2.2 户外活动和应急备灾场景需求增加为主要驱动力 .....	11
2.3 随着全球需求上升，便携储能将迎来百亿市场 .....	14
2.4 行业市场份额集中，主流玩家各有所长 .....	16
3、产品+渠道+销售展示高运营水平，华宝创收能力突出 .....	18
3.1 产品优势：专精高市场份额产品，便携性优势明显 .....	18
3.2 品牌优势：因地制宜+精准定位，打造便携储能领域专业品牌 .....	19
3.3 销售优势：线上+线下多渠道全覆盖，深挖市场潜力 .....	21
盈利预测与投资建议 .....	23
盈利预测 .....	23
投资建议 .....	24
风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 2018-2021 公司营收分产品构成 (%) .....	5
图 3: 2018-2021 公司分产品毛利率 (%) .....	5
图 4: 华宝新能主营业务 .....	6
图 5: 华宝新能股权结构 (截至 2022 年 9 月 12 日) .....	6
图 6: 2018-2021 公司便携式储能产品产销情况 (万台, %) .....	7
图 7: 2018-2022H1 营收、成本及营收增长 (亿元, %) .....	7
图 8: 2018-2022H1 归母净利润及增长 (亿元, %) .....	7
图 9: 2018-2021 毛利率和净利率 (%) .....	8
图 10: 2018-2021 公司成本构成 (%) .....	8
图 11: 2018-2021 费用率情况 (%) .....	8
图 12: 2018-2021 销售费用率构成 (%) .....	8
图 13: 便携式储能设备应用场景.....	10
图 14: 2016-2021 全球便携式储能企业出货量及增速 (万台, %) .....	10
图 15: 2016-2021E 全球便携式储能市场规模及增速 (亿元, %) .....	10
图 16: 便携式储能产业链情况 .....	11
图 17: 2020 年全球便携式储能生产国家分布 (%) .....	11
图 18: 2020 年全球便携式储能主要消费市场构成 (%) .....	11
图 19: 2020 年全球便携式储能企业出货量份额 (%) .....	12
图 20: 2020 年全球便携式储能企业营业收入份额 (%) .....	12
图 21: 2007-2020 美国户外运动参与人数及参与率 (百万人, %) .....	12
图 22: 2012-2020 中国自驾游人数及占出游人数比例 (亿人次, %) .....	12
图 23: 2011-2021 中国露营相关企业注册数及增长情况 (家, %) .....	13
图 24: 2022 年中国“Z 世代”群体露营活动调查 (%) .....	13
图 25: 2016-2021 便携式储能分应用领域构成 (%) .....	14
图 26: Jackery 获得“防灾安全协会推奖” .....	14
图 27: 2020-2025E 美国便携储能新增出货量 (万台) .....	15
图 28: 2020-2025E 日本便携储能新增出货量 (万台) .....	15
图 29: 2020-2025E 中国便携储能新增出货量 (万台) .....	15
图 30: 2020-2025E 全球便携储能新增出货量 (万台) .....	15
图 31: 2020-2025E 便携式储能市场装机量(GWh).....	16
图 32: 便携式储能市场空间 (亿元) .....	16
图 33: 各公司便携式储能产品带电量范围 (Wh) 布局.....	18
图 34: 各容量市场份额分布 (%) .....	18

图 35: 2019-2021 公司太阳能板销量 (万个)	18
图 36: 各品牌便携式储能平均能量密度 (Wh/磅)	18
图 37: 2019-2021 可比公司毛利率比较	19
图 38: 可比公司退货率比较	19
图 39: 2019-2021 年国内外营收分布 (万元)	19
图 40: 2018-2021 年营收分地区构成 (%)	19
图 41: 2018-2021 可比公司销售费用率比较 (%)	20
图 42: 2018-2021 可比公司销售费用构成 (%)	20
图 43: 美国 Amazon 各品牌产品带电量 and 价格	21
图 44: 便携式储能主要品牌公司渠道铺设	21
图 45: 2018-2021 各平台收入占比	22
表 1: 公司高管履历	6
表 2: 电小二部分采购中标项目	14
表 3: 头部便携式储能品牌比较	16
表 4: 可比公司估值比较	24
表 5: 2022 年归母净利润对销量的敏感性测算	25
表 6: 2023 年归母净利润对销量的敏感性测算	25
表 7: 2024 年归母净利润对销量的敏感性测算	25

# 1、公司简介：转型升级，开拓市场，借便携储能装备之风业绩高增

## 1.1 战略性转型升级，锂电池便携储能先驱

**业务战略性转型升级，开拓便携式储能市场。**公司成立于 2011 年，业务起始于充电宝 ODM 业务，后陆续在锂电池电源管理、工业设计、结构设计等方面积累技术。2015 年，公司打造境内自主品牌“电小二”，并决定主营产品从充电宝向便携储能转型升级；2016 年，公司打造“Jackery”品牌面向海外，全球首款锂电池便携储能上市，成为便携式储能行业开拓者。2018 年作为行业先驱发起起草《便携式锂电子电池储能电源技术规范》。2022 年，公司申请在深圳证券交易所创业板上市，并核心致力于锂电池储能类产品及其配套产品的研发、生产及销售。

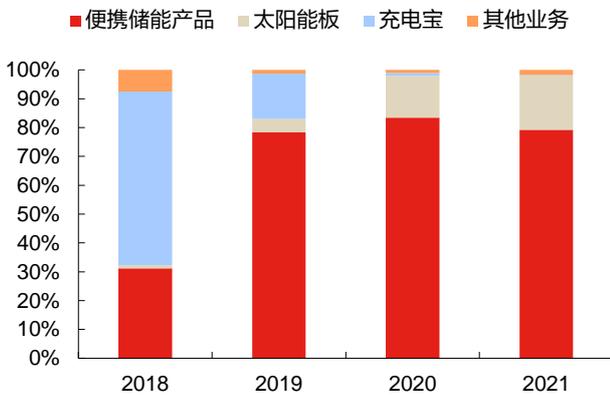
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东方证券研究所

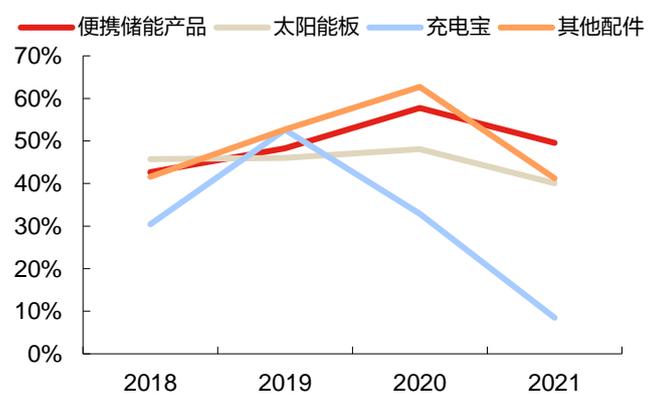
**便携式储能开拓者转型升级，紧握自主品牌战略。**经过多年业务转型，充电宝业务逐渐退出，2020 年基本完成业务转型。公司当前主营业务包括不同容量规格的便携储能产品，占总营收约 80%，与其配套使用的太阳能板，占总营收约 19%，及相关配件。公司坚持自主品牌战略，逐年减少 ODM 业务，以直销形式为主。各产品毛利率在 40%~60%之间，处于较高水平。当前 ODM 业务中，与日本知名电子公司 JVC 采用基于 ODM 模式的“JVC”和“Jackery”双品牌合作，有利于快速提升“Jackery”品牌在日本知名度。

图 2：2018-2021 公司营收分产品构成 (%)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：2018-2021 公司分产品毛利率 (%)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 4：华宝新能主营业务

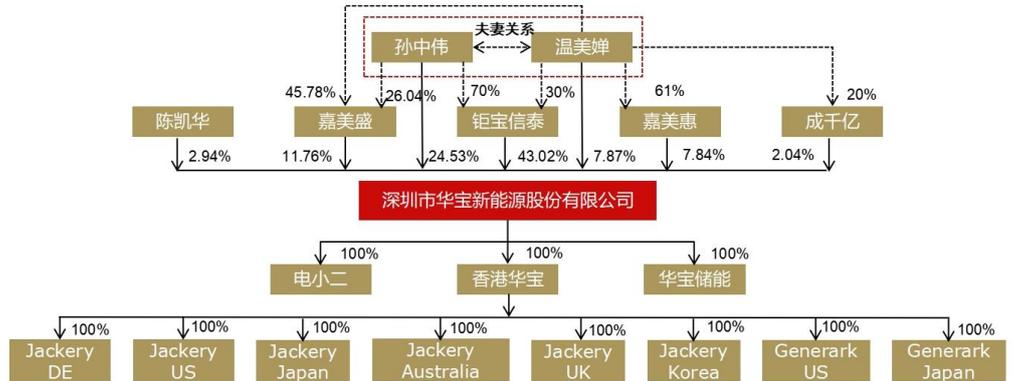


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 1.2 股权集中度高，高管电子产品研发销售背景深厚

**公司股权集中度高。**截至 2022 年 9 月 12 日，孙中伟直接持有公司 24.53% 的股份，通过钜宝信泰、嘉美盛间接持有公司 33.18% 的股份；温美婵直接持有公司 7.87% 的股份，通过钜宝信泰、嘉美盛、嘉美惠、成千亿间接持有公司 23.48% 的股份，孙中伟、温美婵夫妇合计直接及间接持有公司 89.06% 的股份，公司股权集中度高，预计股票发行完成后公司实际控制人持股比例仍较高。在董事中，孙中伟和温美婵夫妇有丰富的电子产品销售和产品设计经历，吴世基有深厚的电子产品研发背景。

图 5：华宝新能股权结构（截至 2022 年 9 月 12 日）



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

表 1：公司高管履历

高管	职位及任职时间	履历
----	---------	----

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

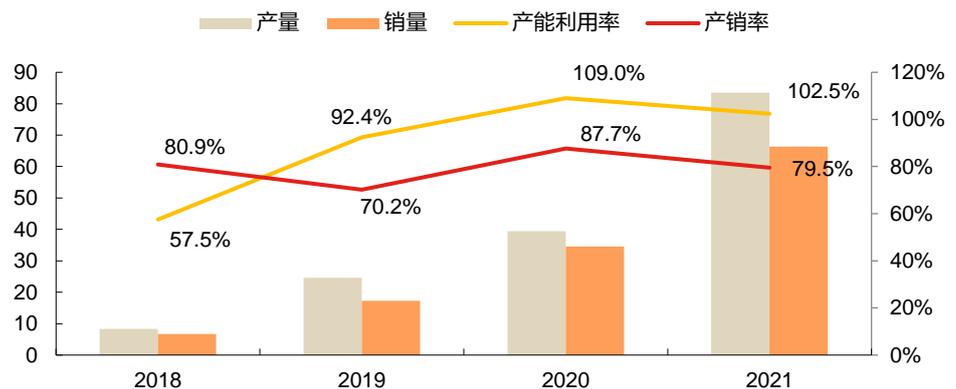
孙中伟	2018年8月至今任董事长	曾先后任长信（香港）、金微科电子、万拓电子技术监事、执行董事兼总经理、电小二科技监事、执行董事兼总经理；2018年8月至今，任公司董事长。
温美婵	2020年11月至今任副董事长、副总经理	曾先后就职于万拓、便利电、库比蒂诺科技、爱配电子商务、电掌柜科技；曾任公司执行董事兼总经理、香港华宝新能源董事、副总经理、董事会秘书；2020年11月至今，任公司副董事长、副总经理。
吴世基	2018年12月至今，任公司董事	曾先后于台达电子、科际器材、普腾电子、德臻科技等电子科技公司担任研发工程师、研发处处长；2018年8月至今，任公司总经理；2018年12月至今，任公司董事。
周传人	2019年2月至今，起任日本销售业务负责人；2020年11月至今，起任副总经理。	曾先后任 GMO Click、日本百基株式会社、欧信宝科技、启瀛网络、求道；2019年2月至今，任公司日本销售业务负责人；2020年11月至今，任公司副总经理。
钟志源	2019年4月至今，起任研发副总经理；2020年11月至今，起任副总经理。	曾先后任 CLEVO Corp.、台湾德臻、台湾亚群、任博达、任统用、百慕达商泰科资讯；2019年4月至今，担任公司研发副总经理；2020年11月至今，担任公司副总经理。
王秋蓉	2020年8月至今，起任董事会秘书	曾先后任三九宜工生化、鑫麒麟投资、市远望谷、金宏威、第一环保（深圳）、寻米农业、小瑞科技；2020年8月至今，任公司董事会秘书。
孙刚	2020年12月至今，起任董事兼财务总监	曾先后任普华永道中天会计师事务所、亿达集团、日浩会计师事务所（普通合伙）、海翼电子、安克创新、卓易智信；2020年12月至今，任公司董事兼财务总监。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 1.3 便携式储能行业高度景气，营收利润高速增长

公司便携储能业务快速扩张，扩产需求强烈。受益于便携储能市场的高速增长，公司2021年产量达到84万台，近两年产能利用率均超过100%，产销量维持在80%左右，扩产需求强烈。公司营收快速增长，2021年公司实现营业收入23.1亿元，同比+116.4%，实现归属于母公司所有者的净利润2.77亿元，同比+19.5%。2018-2021年，营业收入CAGR为124%，归母净利润CAGR为293%。

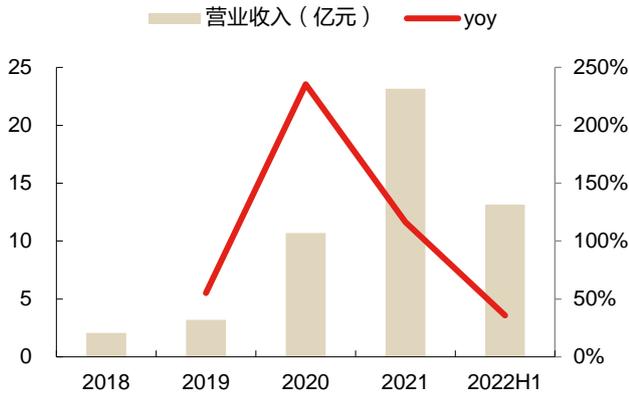
图6：2018-2021 公司便携式储能产品产销情况（万台，%）



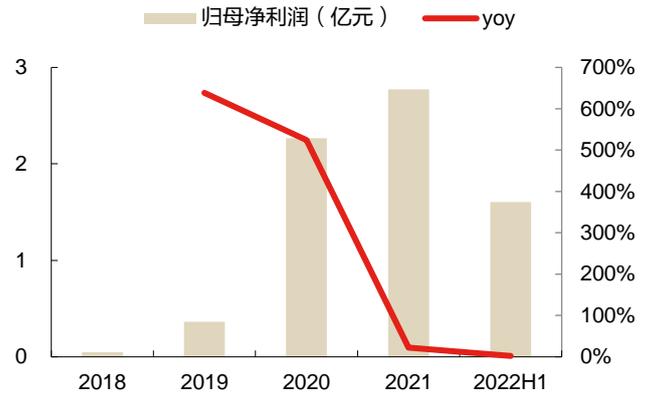
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图7：2018-2022H1 营收、成本及营收增长（亿元，%）

图8：2018-2022H1 归母净利润及增长（亿元，%）



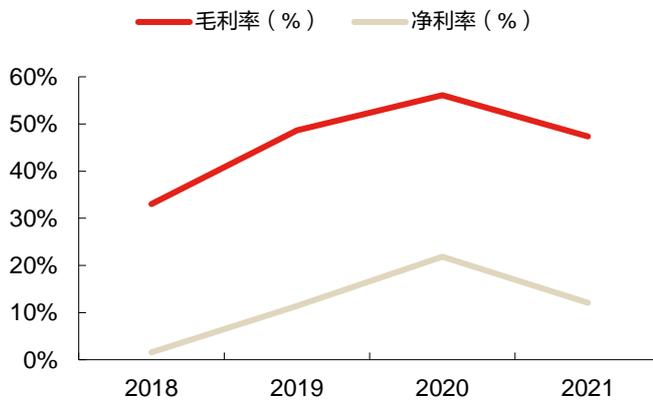
数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

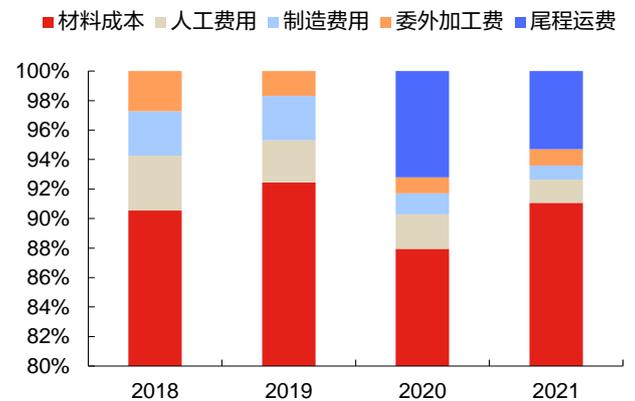
公司利润率逐年提升，2021 年受多重因素影响有所下降。随着公司业务转型以及产品迭代更新，公司毛利逐年上升，2020 年毛利率达 56%。公司成本构成稳定，其中材料成本占比 90%左右，其中电池、逆变器、太阳能板占比约 60%，上游原材料价格波动对公司利润率影响较大。2021 年受到原材料价格上涨、人民币升值、海运费用上涨、部分商品打折等多重原因影响，利润率有所下降。

图 9: 2018-2021 毛利率和净利率 (%)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10: 2018-2021 公司成本构成 (%)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

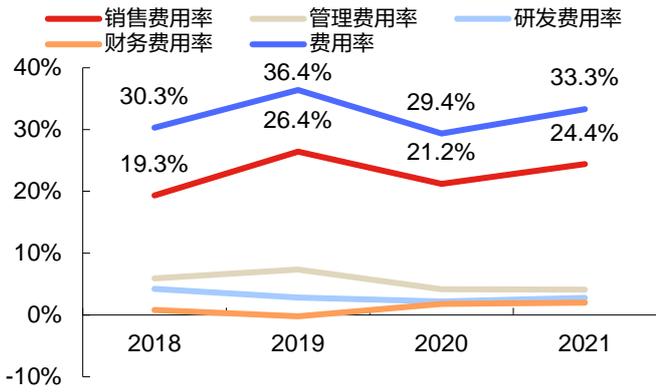
为拓展渠道和推广品牌，大量投入销售费用。2019-2021 年各项费用占收入比例分别为 36.4%/29.4%/33.3%，销售费用率分别为 26.4%/21.2%/24.4%，其中平台费用和推广费用占比高，且逐年提升。由于公司产品销售集中于线上渠道第三方平台，因此平台费用高。行业处于发展初期，消费者对市场认知不足，渠道和品牌是抢占未来增量市场的主要驱动力，公司在在渠道布局和品牌推广方面有大量战略投入。

公司研发费用高速增长，管理费用逐年下降。当前公司研发费用率相对较低，但研发费用增较快，2021 年研发投入 6451 万元，同比增长 175.3%。公司募投建设研发中心项目的迭代也将有助于提升公司产品迭代能力。管理费用率逐年下降，从 2019 年 7.4% 降至 2021 年 4.1%。预计随着公司管理效率提升，公司费用控制能力将有进一步改善。

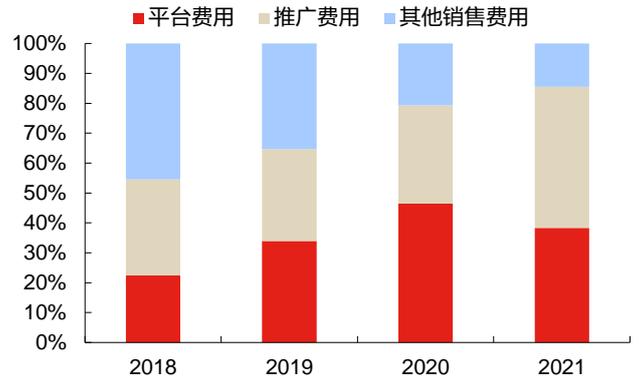
图 11: 2018-2021 费用率情况 (%)

图 12: 2018-2021 销售费用率构成 (%)

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



数据来源：Wind，东方证券研究所



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

## 2、便携式储能：户外与应急需求齐升，便携式百亿市场放量

### 2.1 便携式储能市场快速扩张，品牌商为利润最高环节

便携式储能可以被视为“大型户外充电宝”。这类型产品是一种内置高密度锂离子电池，可提供稳定交流/直流电压输出的电源系统，带电量通常为 0.2-2kWh，同时具有更大的输出功率 100-2200W，配有 AC、DC、Type-C、USB、PD 等多种接口，广泛应用于户外旅行、应急备灾等场景。

图 13：便携式储能设备应用场景



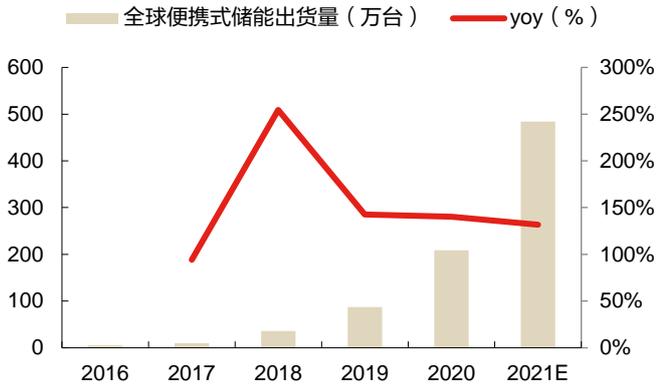
数据来源：华宝新能产品宣传，东方证券研究所

**市场教育+产品迭代，激发下游消费需求。**第一台锂电池便携式储能产品于 2016 年问世，经过多年的市场教育不断提高消费者对产品的认知。近年来锂电池能量密度提升，单位成本下降，推动便携式储能产品向着“加量不加价”发展，产品迭代强化产品安全便携、绿色环保、无噪音、操作简便等优点。提升的用户体验感使得产品在应急备电和户外用电场景下有较强的竞争优势，产品快速获得了市场青睐。

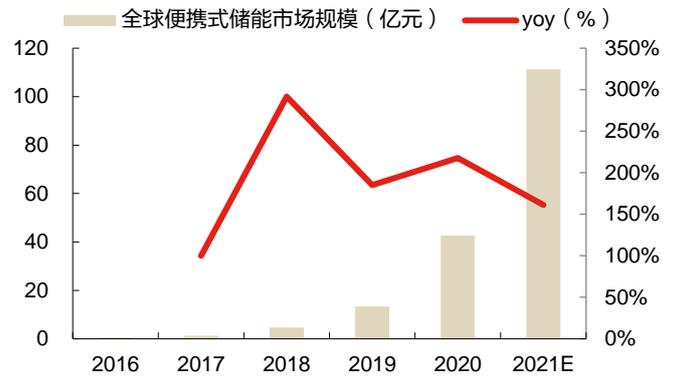
**用电场景+人均用电量提升，行业规模快速扩张。**随着各种移动电子产品渗透日常生活人均用电量的提升，家庭备电和户外用电备电需求提升，便携式储能出货量和市场规模快速增长。根据中国化学与物理电源行业协会测算，2021 年预计便携式储能出货量分别达到 484 万台和 110 亿元，2016-2021 出货量 CAGR 为 148%，市场规模 CAGR 为 184%。

图 14：2016-2021 全球便携式储能企业出货量及增速（万台，%）

图 15：2016-2021E 全球便携式储能市场规模及增速（亿元，%）



数据来源: 中国化学与物理电源行业协会, 东方证券研究所



数据来源: 中国化学与物理电源行业协会, 东方证券研究所

**产业链上承零部件供应商，下接销售渠道商。**产业链上游为零部件供应商，主要包括电芯/电池组供应商，毛利率约为 16~28%；逆变器供应商，毛利率约 17%；电子元器件、结构件、包材等原材料，以及太阳能板供应商；中游为便携式储能产品供应商，部分是以华宝新能为代表，自建产线的品牌商；以安克创新为代表，由代工生产的品牌商；博力威、豪鹏科技等代工服务供应商。品牌商毛利率约为 50%，代工毛利率约为 17%。下游为渠道商，线上渠道包括以亚马逊、乐天为代表的电商平台以及品牌官网；线下渠道覆盖沃尔玛、JVC、CJM 等大型商超以及品牌线下门店。

图 16: 便携式储能产业链情况



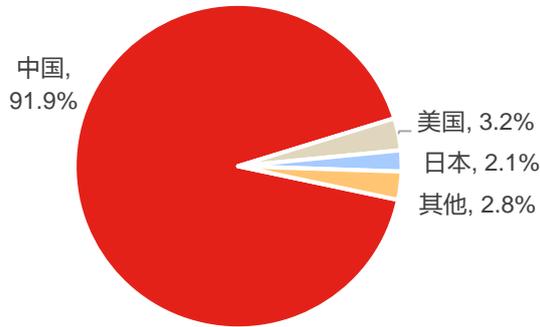
数据来源: 各公司公告, 东方证券研究所

## 2.2 户外活动和应急备灾场景需求增加为主要驱动力

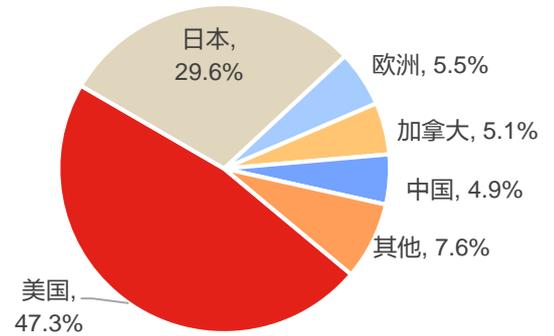
**生产集中于中国，消费分布于世界。**由于中国消费电子制造业配套齐全，制造业在全球产业链中成本、技术、质量等综合优势明显，2020 年中国企业出货量占全球便携式储能设备出货量的 92%。便携式储能销售在全球较为分散，其中由于美国户外运动渗透率高，2020 年美国占全球销售构成的 47.3%，日本由于紧急备电需求量大，2020 年日本占全球销售构成的 29.6%。

图 17: 2020 年全球便携式储能生产国家分布 (%)

图 18: 2020 年全球便携式储能主要消费市场构成 (%)



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东方证券研究所

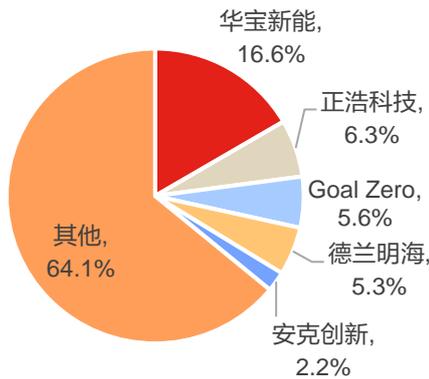


数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东方证券研究所

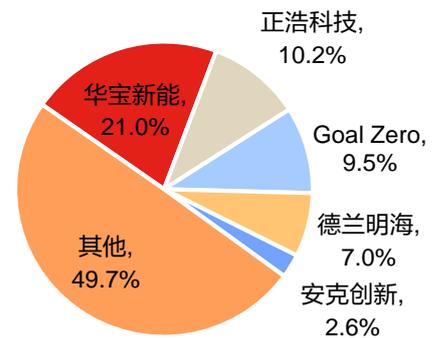
**全球市场份额集中度高，品牌商品溢价初显。**2020 年 CR5 企业出货量占比为 36%，CR5 企业营业收入占比为 50%。头部企业受益于品牌力带来的议价权提升，以较小的出货量份额获得较多的营业收入份额。CR5 中，华宝新能、正浩科技、德兰明海、安克创新均为中国企业，海外头部品牌 Goal Zero 产品由中国企业代工。

图 19：2020 年全球便携式储能企业出货量份额 (%)

图 20：2020 年全球便携式储能企业营业收入份额 (%)



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东方证券研究所



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东方证券研究所

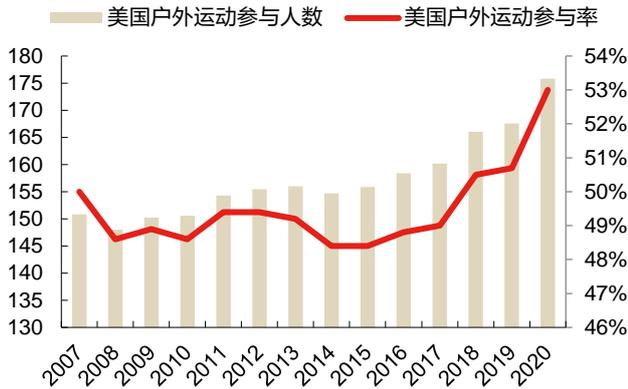
### 行业驱动力一：户外活动渗透率上涨，未来增量市场空间扩张

以美国为代表的欧美发达国家国家户外活动参与人数多参与频率高，美国全年参与户外运动人口常年维持在 48% 以上。根据中国化学与物理电源行业协会统计，2020 年美国市场出货量中约 80% 来自户外活动领域。中国目前户外活动渗透率为 10%，有逐年上升趋势。随着户外活动在中国的普及，中国自驾游人数占总出游人数比例持续上升，2020 年达 78%。

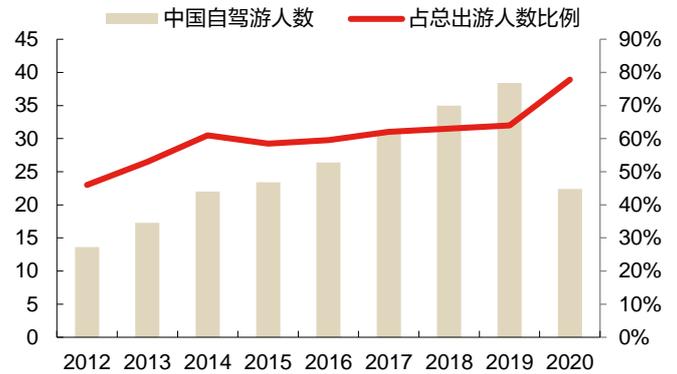
后疫情时代居民旅行方式的改变是引爆便携式储能市场的主要原因。受疫情影响，室内娱乐场所关闭，民众娱乐方式由室内、大规模聚集性活动向小单位户外活动转变。全球户外活动渗透率预计将稳定上涨，从而带来户外供电产品需求量的提升。

图 21：2007-2020 美国户外运动参与人数及参与率 (百万人, %)

图 22：2012-2020 中国自驾游人数及占出游人数比例 (亿人次, %)



数据来源: Outdoor foundation, Wind, 东方证券研究所

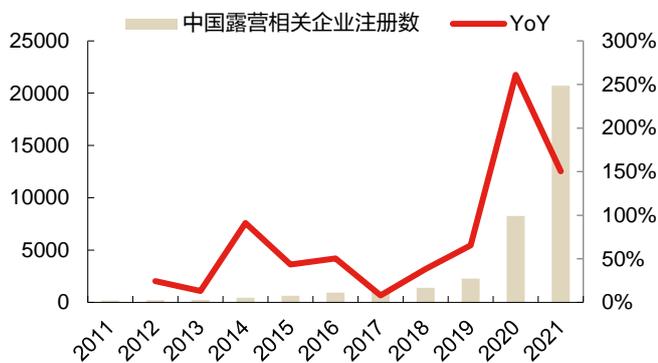


数据来源: 中国旅游车船协会、中国社会科学院旅游研究中心, 东方证券研究所

### 行业驱动力二：精致露营普及，催生更多户外用电需求

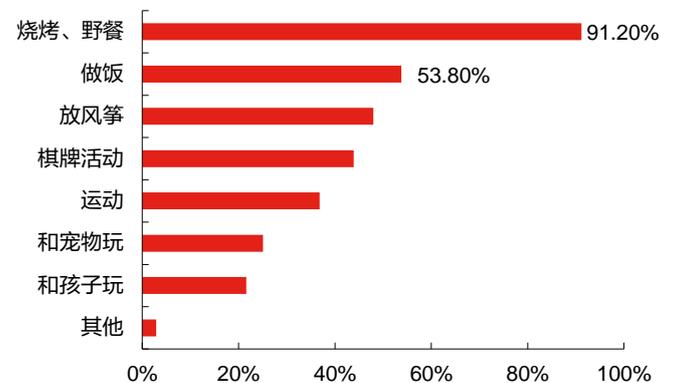
欧美露营渗透率高，常年维持在 14%，受疫情影响，2021 年渗透率上升至 16%。中国露营产业近年同样迎来快速增长，露营相关企业注册数量暴增，2020/2021 年 YoY 高达 261%/150%。精致露营强调在户外体验自然的同时衍生出露天影院、音乐会、派对、露天厨房等用电场景；同时户外活动种类更加丰富，露营器械“氪金”属性极强，无人机、电脑、投影、电热锅、咖啡机等用电设备增加将增加户外电源使用数量和带电量需求。

图 23: 2011-2021 中国露营相关企业注册数及增长情况 (家, %)



数据来源: 天眼查, 东方证券研究所

图 24: 2022 年中国“Z 世代”群体露营活动调查 (%)



数据来源: 艾媒咨询, 东方证券研究所

### 行业驱动力三：断电事故多发地区，紧急备电需求旺盛。

便携式储能设备是重要的应急储备物资。电力储备是政府、企业、工厂应急储备重要物资，户外电源已获得日本“防灾安全协会推奖”奖章。过去的电力储备以燃油发电机为主，从便携式储能分应用领域构成来看，应急领域出货量占比较大，其中自然灾害多发国日本2020年在应急领域出货量占日本总出货量80%以上。对于家庭和工商业均有大量紧急备电需求。

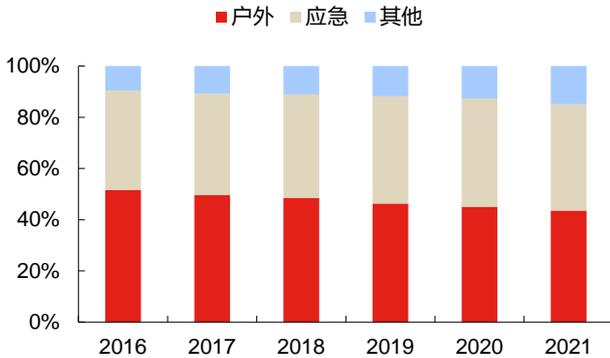
**To C 端:** 1) 自然灾害多发地: 以日本为代表地区, 常年受地震及震后海啸、火山爆发等灾害影响导致区域性大规模停电。根据中国地震台数据显示, 2020 年日本地震发生次数 1641 次, 其中 5 级以上地震 32 次。日本防灾意识强, 应急备用产品需求大。2) 断电事故多发地: 欧美电网相

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

对较脆弱，电网老化，断电风险较高，家庭储能产品需求量大

**To B 端：**采购清单中，电力储备由过去的发电机转变成移动电源。以华宝新能为代表的移动电源多次中标政府、组织、企业采购项目。

图 25：2016-2021 便携式储能分应用领域构成（%）



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东方证券研究所

图 26：Jackery 获得“防灾安全协会颁奖”



数据来源：Jackery 官网，东方证券研究所

表 2：电小二部分采购中标项目

电小二部分中标项目
新疆维吾尔自治区人民防空指挥信息保障中心关于移动电源的网上超市采购项目
怀化市消防救援支队关于其它网络设备的网上超市采购项目
白云出入境边防检查站移动视频会议设备及智慧屏采购
平武县高村乡人民政府生态体验项目货物采购
中共新和县委组织部关于其它的网上超市采购项目
鄯善县卫生健康委员会关于移动电源的网上超市采购项目

数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

## 2.3 随着全球需求上升，便携储能将迎来百亿市场

随着户外应用场景的继续拓宽和消费习惯的逐步培养，便携储能市场需求不断增大，行业发展前景良好。

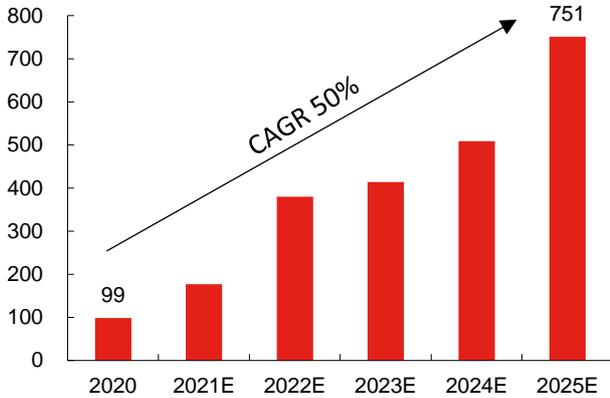
- （1） 美国市场：**美国户外活动渗透率持续走高，参与人数逐年上涨：2020 年美国人口 3.29 亿人，据 Outdoor Foundation 调查统计，全美积极参与户外运动的居民人数由 2017 年的 1.45 亿人提升到 2020 年的 1.61 亿人，全美户外运动参与率由 2017 年的 49% 提升到 2020 年的 53%。随着户外活动渗透率的提升和便携式储能渗透率提高，预计 2025 年便携式储能装机容量 5.26GWh，出货量达到 751 万台，20-25 年均复合增速 50%，对应市场空间 171.31 亿元。
- （2） 日本市场：**日本地处环太平洋地震带、灾害高发地区，2019-2021 年度日本地区 5 级以上地震记录 88 起，明显超过以前年度并呈持续增加趋势。应急备灾的需求将推动便携储能设备在日本的市场的渗透。2020 年日本人口数量为 1.26 亿人，便携式储能设备在家庭中的渗透率为 0.8%。随着日本民众对便携式储能对应的应急备灾功

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

能认识的普及，预计便携式储能渗透率会提升，我们测算得 2025 年装机容量为 2.28GWh，出货量达到 325 万台，20-25 年均复合增速 39%，对应市场空间 74.15 亿元。

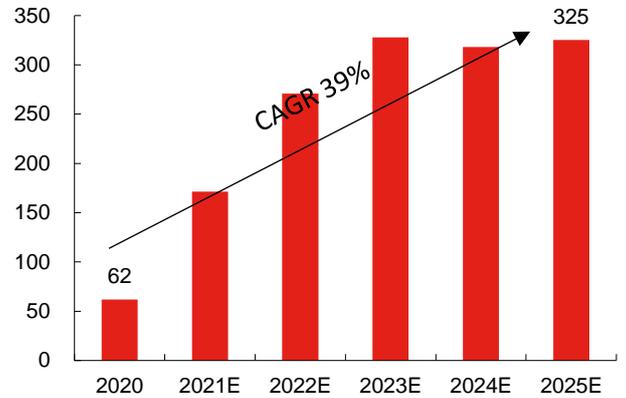
(3) **中国市场：**中国户外活动渗透率低，市场潜力巨大：根据中国旅游研究院统计，2021 年自驾周边游市场激增，2021 年 1-5 月中国自驾出行人次 2.7 亿人次，同比增长 105.8%，恢复至 2019 年同期 108.1%。我国 2020 年户外露营热度增长 303.5%，房车旅行热度增长 243.5%。根据人口普查，2020 年中国人口 14.12 亿，家庭数量 53893 万户，户外活动渗透率为 13.6%。中国便携式储能渗透率提升来自户外活动渗透率的提升带来的便携式储能需求的上涨，我们预计 2025 年便携式储能装机量为 4.2GWh，出货量达到 597 万台，20-25 年均复合增速 126%，对应市场空间为 136.1 亿元。

图 27：2020-2025E 美国便携储能新增出货量（万台）



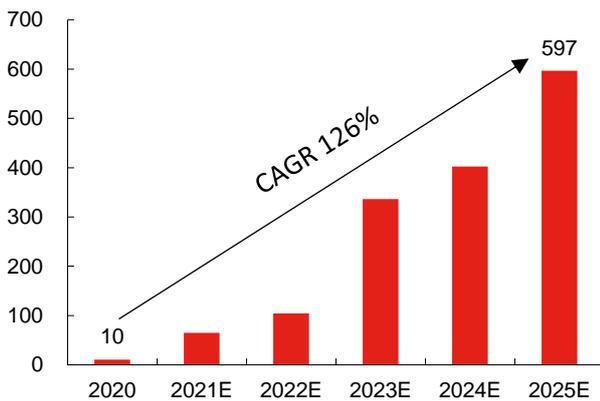
数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东方证券研究所测算

图 28：2020-2025E 日本便携储能新增出货量（万台）



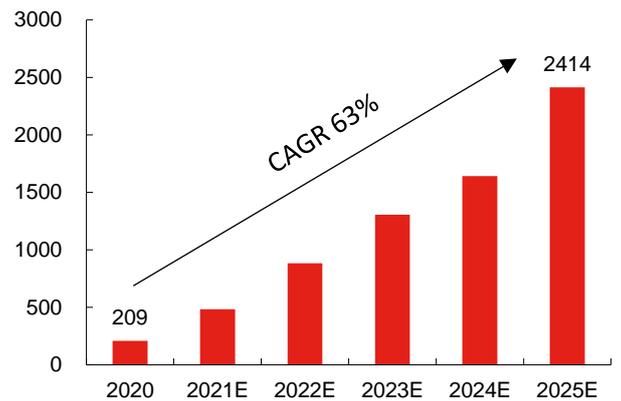
数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东方证券研究所测算

图 29：2020-2025E 中国便携储能新增出货量（万台）



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东方证券研究所测算

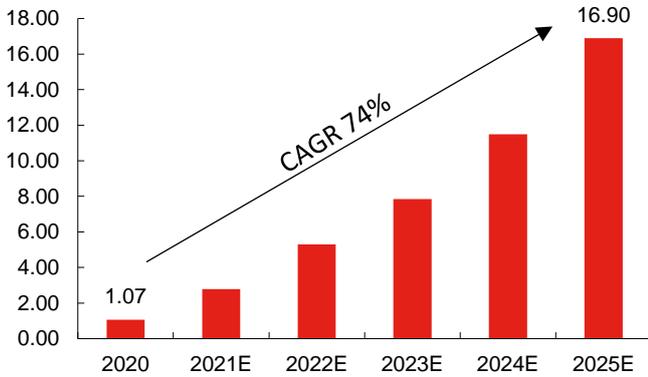
图 30：2020-2025E 全球便携储能新增出货量（万台）



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东方证券研究所测算

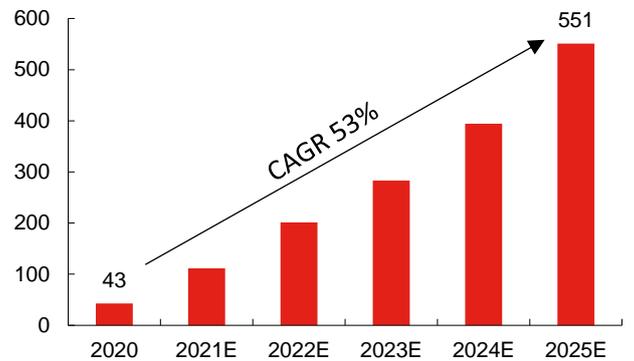
根据各国的家庭数量、户外活动渗透率和便携式储能渗透率，可以预测各国市场的便携式储能市场空间。中美市场考虑到人口增长和户外活动渗透率的提升，便携式储能产品有望在户外活动持续渗透下实现较快的需求增速；日本市场考虑应急备灾需求的提升。根据我们的测算，预计 2025 年便携式储能市场新增出货 2414 万台，20-25 年均复合增速 63%；新增装机量可达约 16.9Gwh，年平均复合增速约 74%；市场空间达 551 亿元，年平均复合增速约 53%。

图 31：2020-2025E 便携式储能市场装机量(GWh)



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东方证券研究所测算

图 32：便携式储能市场空间（亿元）

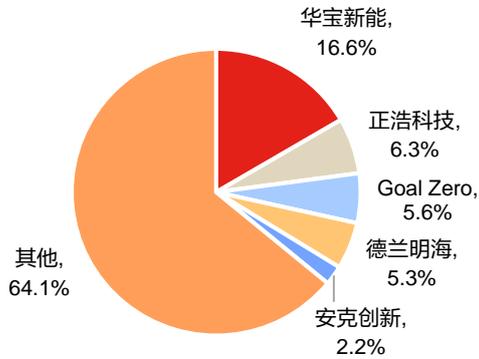


数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东方证券研究所测算

## 2.4 行业市场份额集中，主流玩家各有所长

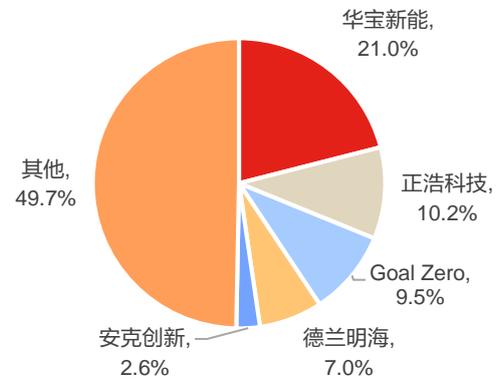
全球便携式储能行业集中度高，CR5 收入占比达 50%。从企业出货量来看，华宝新能市场份额最大，2020 年占据 16.6% 的市场份额，其次是正浩科技、德兰明海和安克创新等，海外企业中 Goal Zero 市场份额最大（其主要由国内的豪鹏科技、博力威为其代工）。生产电池、逆变器和充电宝的企业具备进入便携式储能市场的技术能力，面对翻倍增长的市场，这类企业以低价参与市场，会进一步加剧行业竞争。

图 16：2020 年全球便携式储能企业出货量分布



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东方证券研究所

图 17：2020 年全球便携式储能企业营收分布



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，东方证券研究所

头部玩家各有所长，差异化市场竞争。华宝新能多品牌运营，专精高增长应用场景，电小二与 Jackery 专注打造户外活动专业品牌形象，近期以 Geneverse 布局家庭储能赛道。正浩科技以大容量便携式储能设备为中心，与家庭电器、汽车用电联合打造智能化用电生态。GOAL ZERO 为美国本土品牌，定位于户外旅行家及登山极客等中高端市场，由中国企业代工，费用控制能力不及中国企业，定价更高，产品跨越的容量段宽。安克创新核心技术在充电类、无线音频类及智能创新类消费电子产品领域，产品矩阵丰富。

表 3：头部便携式储能品牌比较

公司名称	主要特点
------	------

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

<p><b>华宝新能</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2021 年营收 23.15 亿元，2022H1 营收 13.15 亿元，同比+35.8%。2020 年市场份额为 21%，便携式储能龙头企业</li> <li>● 公司以便携式储能设备为中心，以应急备电、户外活动为主要应用场景运营电小二和 Jackery 双品牌，近期以 Geneverse 品牌切入家庭储能赛道</li> <li>● 产品容量覆盖范围为 167Wh~2160Wh</li> <li>● 产品平均能量密度为 42.3Wh/磅</li> </ul>	 <p>Geneverse</p>  <p>Jackery</p>
<p><b>正浩科技</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2020 年市场份额为 10.2%，2021 年获得红杉资本领投，高瓴中金联合跟投过亿美元 B 轮投资</li> <li>● 电池来自鹏辉能源，与盛弘股份有小规模业务往来。拟打以移动储能为中心结合物联网打造以移动电源为中心的全场景、智能化用电生态。</li> <li>● 产品容量覆盖范围为 882Wh~3600Wh</li> <li>● 产品平均能量密度为 34.8Wh/磅</li> </ul>	 <p>智能化用电生态</p>
<p><b>GOAL ZERO</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2020 年市场份额为 9.5%，美国本土品牌，定位于户外旅行家及登山极客等中高端市场，产品由中国公司博力威代工</li> <li>● 产品容量覆盖范围为 187Wh~6000Wh</li> <li>● 产品平均能量密度为 34.8Wh/磅</li> </ul>	
<p><b>德兰明海</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2020 年市场份额为 7.0%，公司由 ODM 业务转型，拥有逆变器和 BMS 电路设计技术储备，AC、EB 系列产品专注室内外备电场景</li> <li>● 产品容量覆盖范围为 537Wh~5100Wh</li> <li>● 产品平均能量密度为 33Wh/磅</li> </ul>	
<p><b>安克创新</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2021 年营收 125.7 亿元，2022H1 营收 58.87 亿元，同比+9.62%。2020 年便携式储能设备占全球份额的 2.6%，占当年公司营收的 1.3%。核心技术在充电类、无线音频类及智能创新类消费电子产品领域</li> <li>● 产品容量覆盖范围为 213Wh~2119Wh</li> <li>● 产品平均能量密度为 33.9Wh/磅</li> </ul>	

数据来源：各品牌公开资料，东方证券研究所

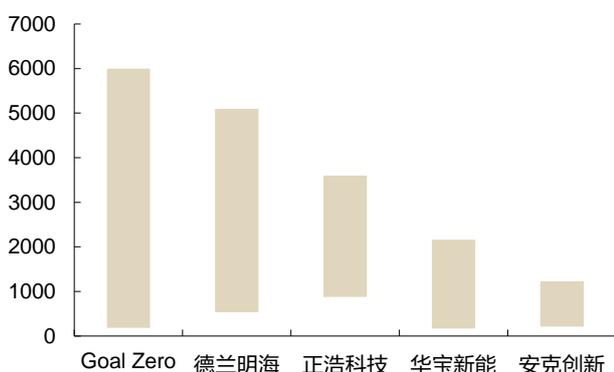
### 3、产品+渠道+销售展示高运营水平，华宝创收能力突出

过硬的产品质量，加上渠道与品牌的运营是抢占增量市场的重要因素。便携储能产品处于发展初期，产品渗透率低，需要大量推广费用投入完成市场教育。产品单价不低，其带电的属性使得消费者对产品安全性和质量有更高的要求。产品生产集中在中国，而客户分散在世界，主力消费市场在美日，消费者高度分散，需要全面布局消费渠道保证消费者覆盖率，重点依靠大平台集中消费者、大数据推送等功能，实现产品精准触达消费者。因此，专业的品牌形象与多元化的渠道布局是品牌商的壁垒。

#### 3.1 产品优势：专精高市场份额产品，便携性优势明显

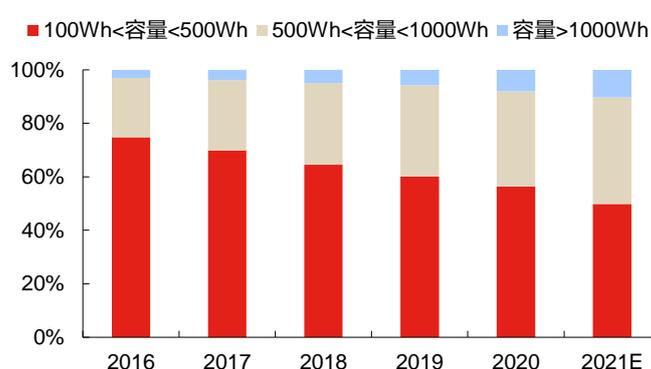
公司专精于 100~2500Wh 的市场主流产品，产品迭代稳扎稳打。相比于 Goal Zero 等其他品牌，华宝新能产品带电量覆盖范围相对较窄，但已覆盖当前市场 90% 以上的市场份额所包含的带电量产品。同时，在更小的带电覆盖范围有更密的产品分布，针对不同的应用场景和客户差异化需求，华宝新能累计推出 20 余款便携式储能产品，为消费者提供更多选择，且多个产品通过串并联可实现备电量的提高。该稳扎稳打的战略决策有助于公司产品在拥有较大的市场空间的同时有更强的市场竞争力。

图 33：各公司便携式储能产品带电量范围 (Wh) 布局



数据来源：各品牌公开资料，东方证券研究所

图 34：各容量市场份额分布 (%)

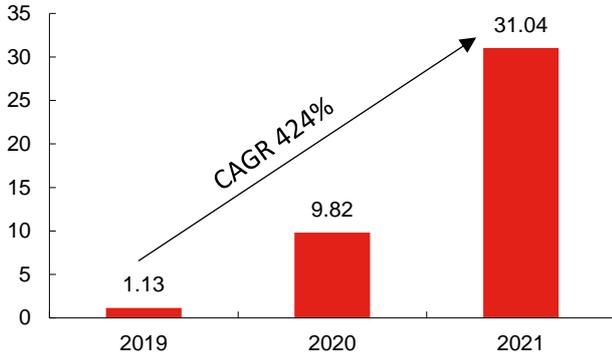


数据来源：公司公告，东方证券研究所

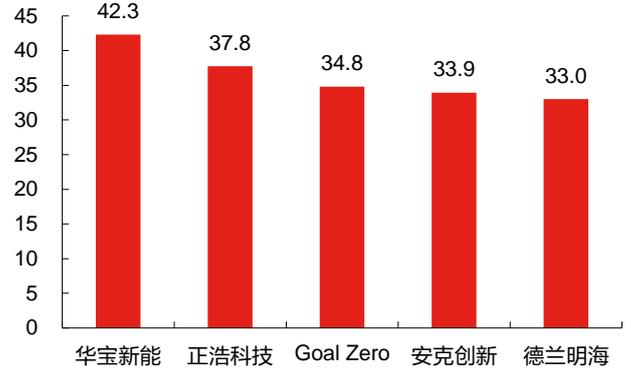
便携性优势明显，与太阳能板配合销售，大大拓宽储能产品使用场景。便携式储能设备优势之一在于产品的便携性，公司便携式储能产品在便携性方面优势突出，产品平均能量密度在头部企业中最高。华宝推出的太阳能板与便携式储能产品高度适配，并联使用实现输出功率叠加；其组合形成的小型太阳能发电系统可实现持续离网发电，满足离网条件基本用电需求。新产品能实现市电墙 2 小时充满，太阳能快充条件最快只需 2.5 小时。公司重视太阳能板的推广，2019 年到 2021 年销量实现 CAGR 424% 的增长，销售额实现 CAGR 441% 的增长。高便携性优势与广应用场景优势使得产品用户体验更强，有助于公司开拓下游用户，激发消费购买欲，而太阳能板与便携式储能产品的组合销售能提高客单价。

图 35：2019-2021 公司太阳能板销量 (万个)

图 36：各品牌便携式储能平均能量密度 (Wh/磅)



数据来源：公司公告、东方证券研究所

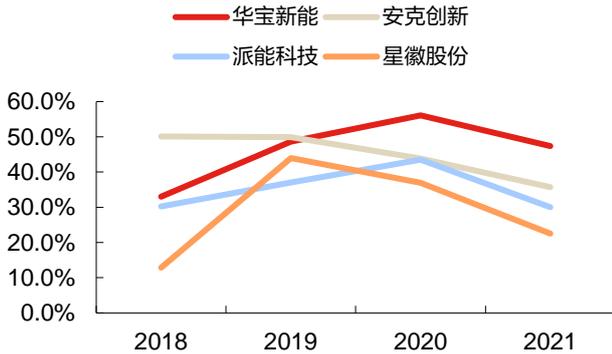


数据来源：各品牌公开资料，东方证券研究所

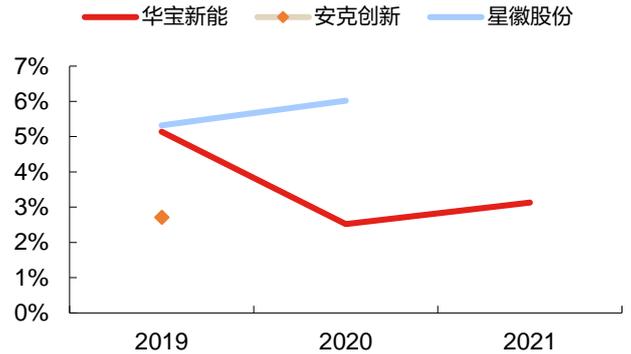
**高毛利率和低退货率展示消费者对产品质量的认可。**华宝新能专注便携储能的研究生产和外观设计为产品在市场上带来更高的市场认可度。产品远销北美、日本、欧洲等海外地区，获得国际UN安全认证、日本PSE、欧盟CE、欧盟RoHS测试等认证。公司产品退货率维持较低水平，且毛利率较高，反映出公司产品质量可靠性和下游认可度。

图 37: 2019-2021 可比公司毛利率比较

图 38: 可比公司退货率比较



数据来源：公司公告、东方证券研究所



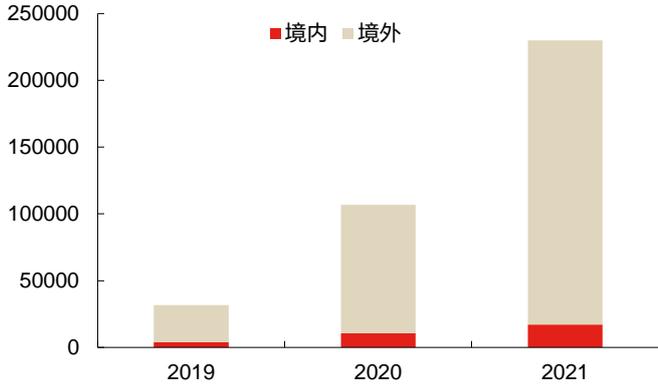
数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.2 品牌优势：因地制宜+精准定位，打造便携储能领域专业品牌

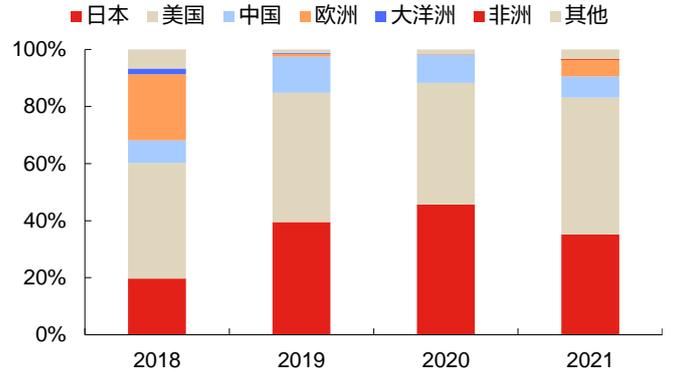
**因地制宜，高效布局，主动聚焦成熟市场。**基于境内外文化差异，全力打造“Jackery”和“电小二”两大自主品牌，针对国内外消费市场。在便携储能上市初期，市场开拓存在一定的不确定性，华宝新能在资金产能有限的情况下集中资源优先开拓户外活动市场较为成熟的美国市场。与定位于户外旅行家和登山极客的美国品牌 Goal Zero 差异化竞争，瞄准有更大市场空间的家庭户外消费者。其后逐步开拓应急备灾需求潜力巨大的日本市场。近三年，美国和日本占总营收比例保持在 80%，与全球市场份额分布一致。

图 39: 2019-2021 年国内外营收分布 (万元)

图 40: 2018-2021 年营收分地区构成 (%)



数据来源: 公司公告、东方证券研究所



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

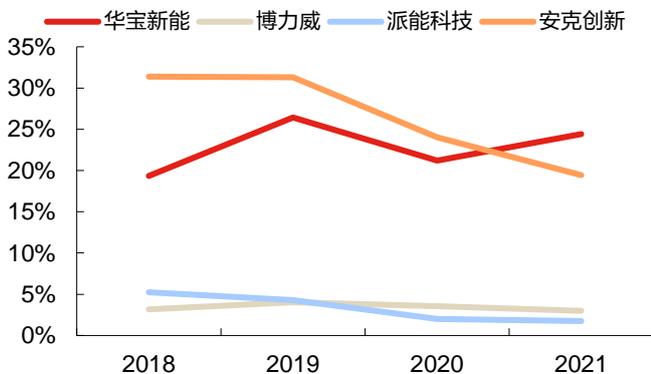
**精准定位，基于户外活动和紧急备电两大主要应用场景定向推广，提升品牌认可度。**华宝作为品牌商在销售费用上有较高投入，其中推广费用的占比在逐年增加。美国和日本两大成熟市场主要应用场景分别为户外用电和防灾备电，公司分别针对两大应用场景精准打造在户外圈和救灾领域的专业形象。同时公司看好中国未来市场，加大对国内市场教育的投入。

**1) 美国市场:** 在美国好莱坞山道路、旧金山街道等高人流地区投送广告，牵手户外爱好者、好莱坞明星克里斯·帕拉特 (Chris Pratt)，提升海外知名度。入选 CNET、纽约时报年度最佳便携储能榜单，登上福布斯、华尔街日报等媒体，品牌全球影响力持续提升，入选亚马逊平台 Best Seller、Amazon's Choice。

**2) 日本市场:** 日本东京地铁等人流量大的场所推广宣传。连续两年获得日本“防灾安全协会推奖”奖章，日本亚马逊颁发的 2021 年度创新品牌奖，获得日本市场认可。

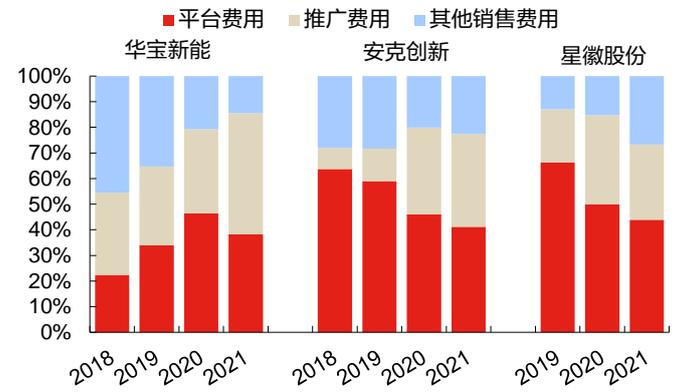
**3) 国内市场:** 电小二频繁赞助各种户外赛事活动，签约侣行夫妇张昕宇梁红为其品牌推荐官，产品先后亮相多个户外野餐露营现场，合作自驾探险节目《越野路书》、2020 中国崇礼 168 国际超级越野赛，为户外挑战活动提供电力支持。在户外作业、救援抢险领域，出现在蓝天救援队及曙光救援队抢险救灾现场以及神舟十三号搜救队救援工作现场。

图 41: 2018-2021 年可比公司销售费用率比较 (%)



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

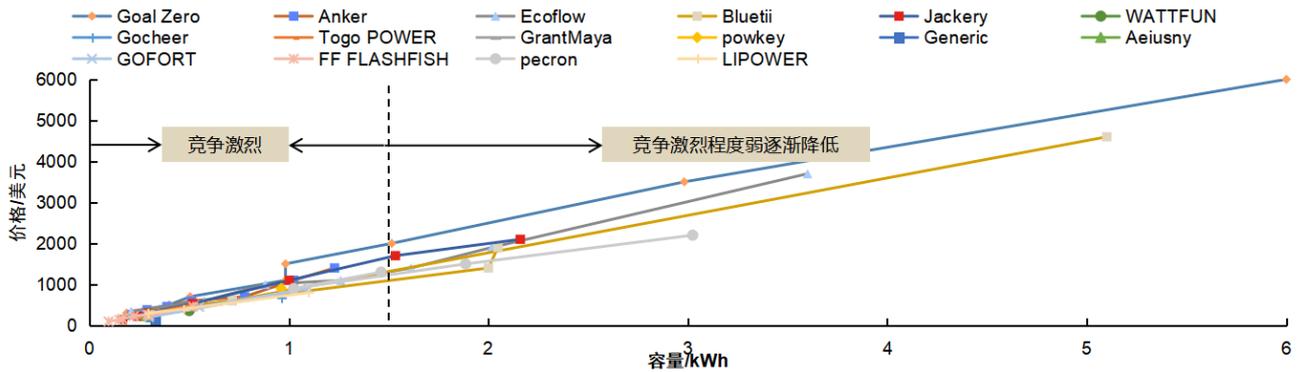
图 42: 2018-2021 年可比公司销售费用构成 (%)



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

**品牌力+费用控制能力，华宝新能盈利能力突出。**从统计的产品度电价格看，各公司产品价格与带电量基本呈现线性关系，Goal Zero作为美国本土品牌定位高端户外产品，加上产品为中国企业代工，费用相对较高，因此定价高于其他品牌。华宝新能产品的价格整体仅次于 Goal Zero，体现华宝新能品牌溢价水平在国内头部企业中更高，再加上华宝新能多年制造业的积累，以及龙头企业带来的规模效应，公司成本控制能力更强，盈利能力突出。

图 43：美国 Amazon 各品牌产品带电量 and 价格



数据来源：Amazon，东方证券研究所

### 3.3 销售优势：线上+线下多渠道全覆盖，深挖市场潜力

**多元化销售渠道布局，减少“渠道依赖症”。**1) 线上：针对日本市场，与日本乐天、日本雅虎开立店铺，并与当地企业合作运营；与 Home Depot、Lowe’s 等具备线上销售渠道的知名品牌商、零售商开展品牌合作。2) 线下：以 ODM 模式为开端通过“电小二”和“Jackery”双品牌模式扩大线下品牌影响力，最终实现自主品牌线下销售；与 JVC、Canon、Harbor Freight Tools 等知名厂商建立合作关系。

图 44：便携式储能主要品牌公司渠道铺设

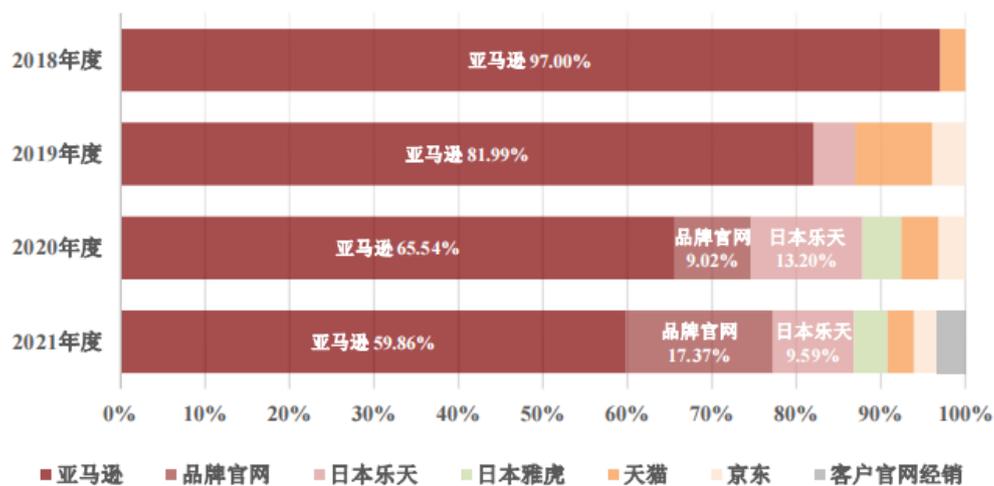
渠道	华宝新能	正浩创新	安克创新	派能科技	
线上	直销	Jackery官网目前外链域名数2600，外链数39400，月均流量369100。		自有平台安克创新官网以及旗下各品牌官网 (Anker、Soundcore、eufy)	
	非直销	电商	入驻亚马逊、日本乐天、日本雅虎、天猫、京东等主流电商平台	天猫“户外电源”类目TOP商家，也通过亚马逊平台进行销售	Amazon、Ebay、日本乐天、天猫、京东、拼多多等海内外线上B2C平台，在亚马逊等境外大型电子商务平台上占据领先的行业市场份额
		直播	<ul style="list-style-type: none"> <li>聘请国内外户外旅行领域的网络红人在Youtube、Facebook、Instagram等社交平台对公司品牌进行推荐。Jackery在Youtube有1.33万位订阅者、89个视频，在INS和FB的官方主页各有10万粉丝左右，在Instagram上针对不同国家做了账号矩阵</li> <li>聘请“侣行夫妇”张昕宇、梁红夫妇作为“电小二”品牌的推荐官</li> </ul>	最开始在天猫商直播，每一场人流量约1000，现在单场已达10万的浏览量，同时在天猫、抖音的销量已超过百万。	抖音、小米有品等，Anker在Youtube商有4.17万位订阅者、106个视频
线下	直销	销售人员直销		安克创新国内首家实体店在河南郑州大卫城	具有线下品牌实体店；参加行业展会、潜在客户拜访、客户主动接洽、参与招投标等
	非直销	已与JVC、Canon、Harbor Freight、Home Depot、Lowe’s等境外知名品牌商或零售商建立合作关系		沃尔玛、百思买、塔吉特和其他贸易商；入驻APR、免税、机场以及顺电等大型零售集团；与日本KDDI、Softbank等电信运营商合作	主要通过线下港式B2B形式进行销售，产品经由集成商匹配集成给下游的安装商，安装商在安装施工后最终交付终端用户

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**渠道依赖风险降低，费用控制能力有望改善。**随着渠道布局日益完善，公司从第三方平台收入高度集中状况中有所缓解，2018年，亚马逊占比97%降低至2021年59.9%，渠道依赖风险显著降低。同时平台费用占比显著降低，预计未来费用控制情况改善。

图 45：2018-2021 各平台收入占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 我们预测公司 2022-2024 年收入分别是 36.27/65.67/85.84 亿元，归母净利润分别为 3.66/8.61/11.15 亿元，收入的大幅增长主要来自便携式储能及其配套的太阳能板、配件等。
- 2) 便携式储能业务：伴随着行业的快速增长和下游渠道拓展，公司销量有望实现增长。预计 2022-2024 年销售量分别是 105.94/169.86/213.38 万台，实现收入 27.58/50.61/65.90 亿元。跟随行业趋势，未来高带电量产品占比提升，低带电量产品由于竞争激烈，价格降低，规模效应带来成本降低；高带电量产品未来随着产品迭代和容量提升，价格略有提高，成本也略有提高。产品结构变化以及价格和成本变化导致未来毛利率水平逐渐提高，预计 2022-2024 年毛利率水平 41.7%/43.2%/41.6%。
- 3) 太阳能板和其他零部件均为便携式储能的附加产品，随便携式储能的增长而增长。预计 2022-2024 年太阳能电池板实现收入 8.10/14.02/18.50 亿元，其他零部件实现收入 0.42/0.88/1.27 亿元。
- 4) 公司 2022-2024 年销售费用率为 25.4%/24.7%/24.5%，主要是随着公司官网渠道建设，平台费用和市场推广费用逐年降低。管理费用率为 3.9%、3.6%、3.5%，管理费用的小幅下降主要考虑到销售收入的增长对管理费用有一定的摊薄影响。研发费用率分别为 2.9%/3.0%/3.1%，主要考虑到面对消费者多样化、快速迭代的需求，公司需要加大研发投入，不断推出新产品。
- 5) 公司 2022-2024 年的所得税率维持 11.35%

#### 盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>便携式储能</b>					
销售收入（百万元）	892.5	1,835.1	2,758.4	5,061.4	6,590.5
增长率	257.5%	105.6%	50.3%	83.5%	30.2%
毛利率	57.8%	49.5%	41.7%	43.2%	41.6%
<b>太阳能板</b>					
销售收入（百万元）	155.4	439.5	809.8	1,402.3	1,849.7
增长率	933.8%	182.8%	84.3%	73.2%	31.9%
毛利率	48.1%	40.1%	50.4%	56.2%	60.2%
<b>充电宝</b>					
销售收入（百万元）	10.6	0.0	-0	-0	-0
增长率	-78.9%	-99.8%	-100.0%		
毛利率	32.9%	-1.7%			
<b>其他零部件</b>					
销售收入（百万元）	10.1	24.5	42.3	87.7	127.4
增长率	413.9%	141.3%	72.9%	107.4%	45.2%
毛利率	62.7%	41.2%	41.2%	41.2%	41.2%
<b>其他业务</b>					

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

销售收入（百万元）	1.3	16.1	16.1	16.1	16.1
增长率	-40.2%	1106.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	16.2%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
合计	1,070.0	2,315.1	3,626.7	6,567.5	8,583.7
增长率	235.4%	116.4%	56.6%	81.1%	30.7%
综合毛利率	56.1%	47.4%	43.5%	45.9%	45.5%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

公司是便携式储能行业龙头企业，具有产品、品牌和渠道优势。我们预计 2022-2024 年公司实现归母净利润分别为 3.66/8.61/11.15 亿元，实现每股收益 3.82/8.97/11.61 元。

我们选取相对估值法来分析公司未来估值状况：我们选取了 6 家当前主流的与公司业务相似的企业作为可比公司，派能科技、安克创新为公司招股说明书披露的可比公司，博力威为便携式储能品牌商供应电池的上游企业，昱能科技、禾迈股份、德业股份的主营业务是微型逆变器、储能逆变器，其产品的消费者、应用场景、主要区域市场都与公司类似。考虑到 2022 年为公司上市当年，估值不稳定，选择 2023 年作为估值年份。2023 年可比公司调整后平均估值为 27 倍，我们给予公司 2023 年 27 倍 PE，对应目标价 242.19 元。

表 4：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格 (元) 2022/12/22	EPS				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
派能科技	688063	282.80	2.04	6.96	15.47	21.69	138.50	40.61	18.29	13.04
博力威	688345	47.50	1.26	1.86	2.92	4.14	37.76	25.57	16.25	11.49
昱能科技	688348	513.71	1.29	5.00	11.92	19.79	399.31	102.80	43.10	25.96
禾迈股份	688032	870.00	3.60	10.48	21.03	36.40	241.50	82.99	41.37	23.90
德业股份	605117	313.07	2.42	5.95	10.48	15.25	129.29	52.57	29.89	20.52
安克创新	300866	60.10	2.42	2.92	3.52	4.26	24.88	20.59	17.05	14.10
	最大值						399.31	102.80	43.10	25.96
	最小值						24.88	20.59	16.25	11.49
	平均数						161.87	54.19	27.66	18.17
	调整后平均						136.76	50.44	26.65	17.89

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

## 风险提示

- **行业增速不及预期。**若行业的高速增长趋势没有维持，意味着行业需求增速不及预期，将影响公司的出货量和业绩。根据我们的测算，若销量变化 10%，对当年归母净利润的影响 9%。
- **行业竞争导致收入及利润不及预期的风险。**便携式储能行业高速增长吸引新进入者加入，可能导致行业竞争加剧，进而影响公司的销量、价格战导致产品价格降低、需要投入大量销售费用，可能导致公司的收入和利润不及预期。
- **上游原材料价格上涨风险。**当前对于锂电池的需求远超材料供给，导致上游原材料大幅涨价，电芯供应商向下游提价，若原材料价格进一步上涨，将提高公司的采购成本，影响公司业绩。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

- **假设条件变化影响测算结果。**测算中对行业增速、价格等条件进行假设，若假设条件发生变化，对测算结果将产生影响。
- **估值下降的风险。**公司上市时间较短，估值较高，可能存在估值下降的风险；若公司盈利不及预期，可能存在估值下降的风险。

**表 5：2022 年归母净利润对销量的敏感性测算**

2022 年销量基于假设的变动幅度	2022 年归母净利润（百万元）	归母利润变化幅度
-20%	299	-18%
-10%	333	-9%
0	366	0%
10%	400	9%
20%	434	18%

数据来源：东方证券研究所测算

**表 6：2023 年归母净利润对销量的敏感性测算**

2023 年销量基于假设的变动幅度	2023 年归母净利润（百万元）	归母利润变化幅度
-20%	701	-19%
-10%	781	-9%
0	861	0%
10%	941	9%
20%	1021	19%

数据来源：东方证券研究所测算

**表 7：2024 年归母净利润对销量的敏感性测算**

2024 年销量基于假设的变动幅度	2024 年归母净利润（百万元）	归母利润变化幅度
-20%	908	-19%
-10%	1011	-9%
0	1115	0%
10%	1218	9%
20%	1321	19%

数据来源：东方证券研究所测算

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	233	447	6,169	6,843	7,943	营业收入	1,070	2,315	3,627	6,567	8,584
应收票据、账款及款项融资	67	74	116	210	275	营业成本	470	1,219	2,050	3,553	4,675
预付账款	27	50	78	141	184	营业税金及附加	3	4	6	12	15
存货	201	632	1,025	1,777	2,337	销售费用	227	565	920	1,620	2,104
其他	20	46	46	46	46	管理费用及研发费用	68	159	246	435	567
<b>流动资产合计</b>	<b>549</b>	<b>1,249</b>	<b>7,433</b>	<b>9,016</b>	<b>10,785</b>	财务费用	19	46	(9)	(33)	(39)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	9	18	12	22	16
固定资产	12	31	122	226	301	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	4	227	284	224	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	1	1	4	8	0	其他	3	11	11	11	11
其他	20	119	64	64	64	<b>营业利润</b>	<b>277</b>	<b>315</b>	<b>413</b>	<b>971</b>	<b>1,257</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>32</b>	<b>156</b>	<b>417</b>	<b>582</b>	<b>588</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>581</b>	<b>1,404</b>	<b>7,850</b>	<b>9,598</b>	<b>11,373</b>	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	14	50	50	50	50	<b>利润总额</b>	<b>277</b>	<b>315</b>	<b>413</b>	<b>971</b>	<b>1,257</b>
应付票据及应付账款	260	702	1,181	2,047	2,693	所得税	43	36	47	110	143
其他	76	95	105	126	140	<b>净利润</b>	<b>234</b>	<b>279</b>	<b>366</b>	<b>861</b>	<b>1,115</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>350</b>	<b>847</b>	<b>1,336</b>	<b>2,223</b>	<b>2,883</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>234</b>	<b>279</b>	<b>366</b>	<b>861</b>	<b>1,115</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.44	2.91	3.82	8.97	11.61
其他	4	46	36	36	36						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4</b>	<b>46</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>354</b>	<b>893</b>	<b>1,371</b>	<b>2,258</b>	<b>2,919</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	71	71	96	96	96	营业收入	235.4%	116.4%	56.6%	81.1%	30.7%
资本公积	11	18	5,588	5,588	5,588	营业利润	628.3%	13.9%	31.2%	135.0%	29.5%
留存收益	150	429	796	1,656	2,771	归属于母公司净利润	541.4%	19.5%	31.2%	135.0%	29.5%
其他	(6)	(8)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>227</b>	<b>511</b>	<b>6,479</b>	<b>7,340</b>	<b>8,455</b>	毛利率	56.1%	47.4%	43.5%	45.9%	45.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>581</b>	<b>1,404</b>	<b>7,850</b>	<b>9,598</b>	<b>11,373</b>	净利率	21.9%	12.1%	10.1%	13.1%	13.0%
						ROE	168.3%	75.7%	10.5%	12.5%	14.1%
						ROIC	166.5%	78.2%	10.1%	11.9%	13.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	61.0%	63.6%	17.5%	23.5%	25.7%
净利润	234	279	366	861	1,115	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	0	11	8	20	33	流动比率	1.57	1.47	5.57	4.06	3.74
财务费用	19	46	(9)	(33)	(39)	速动比率	0.97	0.71	4.78	3.23	2.91
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	35	(44)	14	(44)	(24)	应收账款周转率	22.6	32.8	38.1	40.2	35.4
其它	(116)	(157)	64	22	16	存货周转率	3.1	2.8	2.4	2.5	2.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>171</b>	<b>135</b>	<b>443</b>	<b>825</b>	<b>1,101</b>	总资产周转率	2.7	2.3	0.8	0.8	0.8
资本支出	(3)	(52)	(325)	(185)	(40)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	2.44	2.91	3.82	8.97	11.61
其他	(13)	(5)	1	0	0	每股经营现金流	2.40	1.89	4.61	8.60	11.46
<b>投资活动现金流</b>	<b>(16)</b>	<b>(57)</b>	<b>(324)</b>	<b>(184)</b>	<b>(39)</b>	每股净资产	2.36	5.33	67.49	76.46	88.07
债权融资	(15)	18	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	46	7	5,594	0	0	市盈率	77.2	64.6	49.3	21.0	16.2
其他	(89)	(9)	9	33	39	市净率	79.7	35.3	2.8	2.5	2.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(58)</b>	<b>16</b>	<b>5,603</b>	<b>33</b>	<b>39</b>	EV/EBITDA	60.4	48.1	43.3	18.7	14.3
汇率变动影响	(11)	(26)	-0	-0	-0	EV/EBIT	60.5	49.5	44.2	19.1	14.7
<b>现金净增加额</b>	<b>86</b>	<b>68</b>	<b>5,722</b>	<b>674</b>	<b>1,100</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。