

蔚蓝锂芯 (002245)

2023 年中报点评: 终端去库存接近尾声, 下半年量利开启修复

买入 (维持)

2023 年 08 月 15 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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	6,285	5,843	7,697	9,727
同比	-6%	-7%	32%	26%
归属母公司净利润 (百万元)	378	290	470	670
同比	-44%	-23%	62%	42%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.33	0.25	0.41	0.58
P/E (现价&最新股本摊薄)	38.24	49.83	30.77	21.60

关键词: #业绩不及预期

投资要点

■ **事件:** 公司 23 年 H1 营收 22.5 亿, 同减 41%, 归母净利 0.42 亿, 同减 88%, 其中 23 年 Q2 营收 12.8 亿, 同减 35%, 归母净利 0.54 亿, 同减 64%, 扣非净利 0.51 亿, 同减 66%, 毛利率 16.3%, 同环比+0.2pct/+7.1pct, 归母净利率 4.25%, 同环比-3.4pct/+5.5pct, 中报位于业绩预告中值。

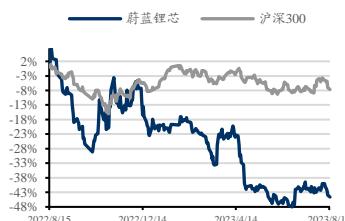
■ **Q2 出货预计环增 60%, 锂电业务扭亏为盈, 终端去库存接近尾声。** 锂电业务方面, 公司上半年营收 6.2 亿元, 同降 64%, 主要由于终端需求偏弱, 受客户砍单去库存影响, H1 出货预计超 8000 万颗, 其中 Q1 出货 3100 万颗左右, Q2 预计出货 5000 万颗左右, 环增 60%, Q3 随着去库存接近尾声, 出货预计环增 60%+, 全年出货预计 2.5-3 亿颗, 同比下降 0-20%。盈利方面, 锂电业务上半年亏损 0.2 亿元, Q1 单颗亏损 1.1-1.2 元, Q2 扭亏为盈, 单颗盈利 0.2 元左右, 下半年看, 随着原材料价格企稳和产能利用率的提升, 单颗利润有望快速实现修复。

■ **金属物流保持稳定增长, LED 业务实现盈亏平衡。** 金属物流业务方面, 公司保持着 3C 传统市场的绝对优势地位, 进一步扩大新能源车、5G 通信等高成长市场份额, 23 年上半年实现收入 10.2 亿元, 贡献 1 亿利润, 全年预计贡献 1.4 亿, 同比基本持平; LED 业务方面, 全球芯片需求下滑严重, 业内竞争加剧, 23 年上半年实现收入 6.0 亿元, 亏损 0.18 亿元, 其中二季度实现盈亏平衡, 随着下游需求逐渐回暖, 背光显示产品占比提升, 预计下半年实现扭亏为盈, 全年贡献 0.2 亿利润。

■ **盈利预测与投资评级:** 由于下游需求不及预期, 我们下修 23-25 年归母净利润至 2.9/4.7/6.7 亿元 (原预测 4.5/7.8/11.8 亿元), 同比-23%/+62%/+42%, 对应 PE 为 50x/31x/22x, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 需求不及预期, 原材料价格波动, 市场竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.43
一年最低/最高价	9.72/20.57
市净率(倍)	1.88
流通 A 股市值(百万元)	11,291.65
总市值(百万元)	12,015.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.55
资产负债率(% ,LF)	36.64
总股本(百万股)	1,152.05
流通 A 股(百万股)	1,082.61

相关研究

《蔚蓝锂芯(002245): 2022 年三季报点评: 终端需求偏弱, Q3 业绩低于预期》

2022-10-28

《蔚蓝锂芯(002245): 受疫情+俄乌战争影响, Q2 出货低于预期》

2022-08-22

2023年H1公司实现归母净利润0.42亿元，同比下降88.13%，中报位于业绩预告中值。2023年H1公司营收22.5亿元，同比下降40.81%；归母净利润0.42亿元，同比下降88.13%；扣非净利润0.34亿元，同比下降88.12%；23H1毛利率为13.2%，同比下降3.58pct；销售净利率为2.73%，同比下降7.5pct。

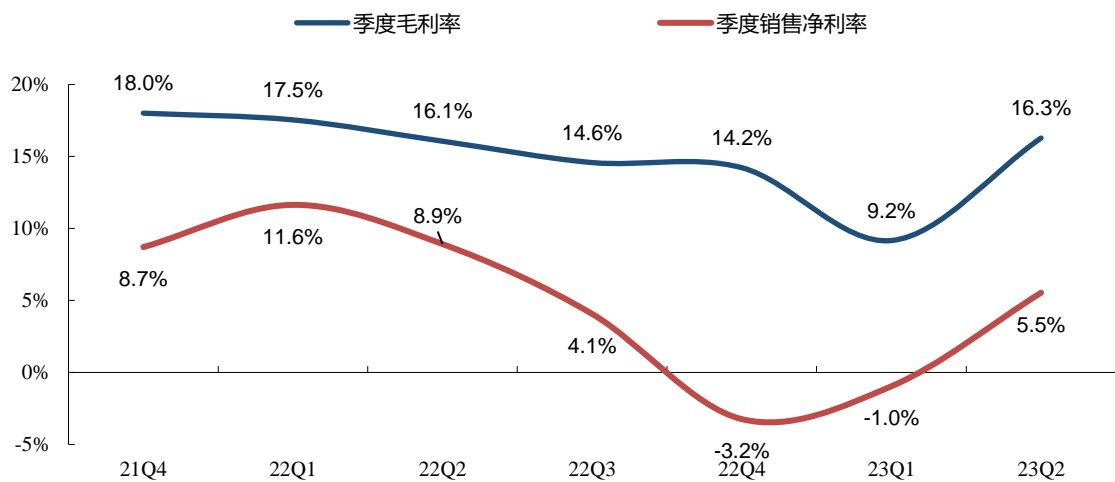
2023年Q2归母净利润0.54亿元，同环比下降64%/532%，中报位于业绩预告中值。2023年Q2公司实现营收12.77亿元，同比下降34.94%，环比增长31.1%；归母净利润0.54亿元，同比下降64.04%，环比下降531.88%，扣非归母净利润0.51亿元，同比下降65.97%，环比下降414.56%。盈利能力方面，23Q2毛利率为16.28%，同比增长0.22pct，环比增长7.12pct；归母净利率4.25%，同比下降3.44pct，环比增长5.53pct；23Q2扣非净利率3.96%，同比下降3.61pct，环比提升5.61pct。

图1：公司季度经营情况（百万元）

	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	1,276.7	973.8	1,139.9	1,343.1	1,962.2	1,840.0
-同比	-34.94%	-47.08%	-41.02%	-19.28%	21.08%	25.72%
毛利率	16.28%	9.16%	14.22%	14.58%	16.06%	17.54%
归母净利润(百万)	54.2	-12.5	-25.3	52.8	150.7	200.2
-同比	-64.04%	-106.27%	-115.36%	-68.22%	-16.00%	25.40%
归母净利率	4.25%	-1.29%	-2.22%	3.93%	7.68%	10.88%
扣非归母净利润(百万)	50.6	-16.1	-43.40	51.17	148.59	141.65
-同比	-65.97%	-111.35%	-134.31%	-66.90%	-1.23%	-6.25%
扣非归母净利率	3.96%	-1.65%	-3.81%	3.81%	7.57%	7.70%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务拆分看，金属物流及 LED 业务营收及毛利率环比增长，锂电池业务营收环比下降。1) 金属物流业务 2023 年上半年营收 10.16 亿元，同比下降 25.8%，环比降低 17.3%，对应毛利率 16.3%，环比增 1pct；2) 锂电池业务 2023 年上半年营收 6.19 亿元，同比下降 64%，环比降低 26.1%，对应毛利率 6.6%，环比降 13pct；3) LED 业务 2023 年上半年营收 6.02 亿元，同比下降 15.5%，环比增长 45.0%，对应毛利率 14.7%，环比增 5pct。分子公司看，江苏天鹏 2023 年上半年营收 6.48 亿元，同比下降 62%，净利率 3%，环比提升 2pct；淮安澳洋 2023 年上半年营收 6.01 亿元，同比下降 16%，净利率 4%，环比提升 27pct；江苏澳洋 2023 年上半年营收 10.09 亿元，同比下降 26%，净利率 10%，环比提升 12pct。

图3：公司分业务营业收入（亿元）

	2023H1			2022A		2022H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
金属物流行业	10.16	-25.8%	16.3%	25.98	15.3%	13.70	15.5%
锂电池行业	6.19	-64.0%	6.6%	25.56	19.1%	17.18	20.7%
LED行业	6.02	-15.5%	14.7%	11.27	9.6%	7.12	-
其他	0.13	630.0%	15.1%	0.04	79.6%	0.02	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：子公司拆分

公司名称	2023H1			2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	同比	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
江苏天鹏	6.48	-62%	0.20	8.42	0.12	17.13	2.47
淮安澳洋	6.01	-16%	0.26	4.15	-0.95	7.12	0.31
江苏澳洋	10.09	-26%	0.98	11.93	-0.24	13.73	2.23

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q2 出货预计环增 60%，锂电业务扭亏为盈，终端去库存接近尾声。锂电业务方面，公司上半年营收 6.2 亿元，同降 64%，主要由于终端需求偏弱，受客户砍单去库存影响，H1 出货预计超 8000 万颗，其中 Q1 出货 3100 万颗左右，Q2 预计出货 5000 万颗左右，环增 60%，Q3 随着去库存接近尾声，出货预计环增 60%+，全年出货预计 2.5-3 亿颗，同比下降 0-20%。盈利方面，锂电业务上半年亏损 0.2 亿元，Q1 单颗亏损 1.1-1.2 元，Q2 扭亏为盈，单颗盈利 0.2 元左右，下半年看，随着原材料价格企稳和产能利用率的提升，单颗利润有望快速实现修复。

金属物流保持稳定增长，LED 业务实现盈亏平衡。金属物流业务方面，公司保持着 3C 传统市场的绝对优势地位，进一步扩大新能源车、5G 通信等高成长市场份额，23 年上半年实现收入 10.2 亿元，贡献 1 亿利润，全年预计贡献 1.4 亿，同比基本持平；LED 业

务方面，全球芯片需求下滑严重，业内竞争加剧，23年上半年实现收入6.0亿元，亏损0.18亿元，其中二季度实现盈亏平衡，随着下游需求逐渐回暖，背光显示产品占比提升，预计下半年实现扭亏为盈，全年贡献0.2亿利润。

公司 23Q2 期间费用率同比增长 0.55pct，环比下降 3.35pct。2023 年 H1 公司期间费用合计 2.3 亿元，同比下降 25.78%，费用率为 10.22%，同比增长 2.07pct。公司 2023 年 H1 计提资产减值损失 0.66 亿元；转回信用减值损失 0.02 亿元。2023Q2 期间费用合计 1.12 亿元，同比下降 30.57%，环比下降 5.13%，期间费用率为 8.77%，同比增 0.55pct，环比下降 3.35pct；销售费用 0.09 亿元，销售费用率 0.73%，同比增 0.72pct，环比下降 0.23pct；管理费用 0.33 亿元，管理费用率 2.56%，同比增 1.07pct，环比下降 0.67pct；财务费用 19.25 万元，财务费用率 0.02%，同比下降 0.57pct，环比下降 1.37pct；研发费用 0.7 亿元，研发费用率 5.47%，同比下降 0.66pct，环比下降 1.07pct。公司 2023Q2 计提资产减值损失 0.66 亿元，转回信用减值损失 0.02 亿元。

图5：公司季度费用情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
销售费用	15.99	0.28	7.10	13.44	9.43	9.36
-销售费用率	0.87%	0.01%	0.53%	1.18%	0.97%	0.73%
管理费用	24.92	29.13	31.64	34.12	31.45	32.64
-管理费用率	1.35%	1.48%	2.36%	2.99%	3.23%	2.56%
研发费用	85.00	120.35	88.13	78.37	63.72	69.82
-研发费用率	4.62%	6.13%	6.56%	6.88%	6.54%	5.47%
财务费用	22.74	11.56	-11.16	-4.72	13.47	0.19
-财务费用率	1.24%	0.59%	-0.83%	-0.41%	1.38%	0.02%
期间费用	148.65	161.33	115.70	121.20	118.07	112.01
-期间费用率	8.08%	8.22%	8.61%	10.63%	12.12%	8.77%
资产减值损失	0.00	-6.80	-15.07	-88.35	0.00	-65.53
信用减值损失	-0.45	10.06	-2.93	-2.16	0.04	1.57

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2023 年 H1 存货减少，经营性现金流同比增长，投资性现金流同比下降。2023 年 H1 公司存货为 18.16 亿元，较年初下降 2.91%；应收账款 10.89 亿元，较年初下降 2.7%；期末公司合同负债 0.35 亿元，较年初增长 38.87%。23H1 公司经营活动净现金流净额为 0.69 亿元，同比上升 248.76%；投资活动净现金流净额为-1.13 亿元，同比下降 68.08%；资本开支为 5.39 亿元，同比下降 25.26%；账面现金为 5.77 亿元，较年初增长 16.61%，短期借款 12.69 亿元，较年初增长 1.83%。

投资建议：由于下游需求不及预期，我们下修 23-25 年归母净利润至 2.9/4.7/6.7 亿元（原预测 4.5/7.8/11.8 亿元），同比-23%/+62%/+42%，对应 PE 为 50x/31x/22x，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动，市场竞争加剧。

蔚蓝锂芯三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,623	5,592	6,705	7,711	营业总收入	6,285	5,843	7,697	9,727
货币资金及交易性金融资产	1,113	1,382	1,511	1,435	营业成本(含金融类)	5,289	4,916	6,418	8,083
经营性应收款项	1,528	1,830	2,407	3,040	税金及附加	20	18	24	30
存货	1,870	1,271	1,674	2,119	销售费用	37	35	38	39
合同资产	0	0	0	0	管理费用	120	111	139	165
其他流动资产	1,112	1,110	1,113	1,117	研发费用	372	321	385	438
非流动资产	5,700	6,100	6,551	6,777	财务费用	18	65	77	82
长期股权投资	1	1	1	1	加:其他收益	94	88	115	126
固定资产及使用权资产	2,313	3,006	3,569	3,912	投资净收益	34	16	19	24
在建工程	1,844	1,526	1,396	1,257	公允价值变动	(1)	0	0	0
无形资产	224	249	268	289	减值损失	(106)	(137)	(160)	(195)
商誉	597	597	597	597	资产处置收益	(3)	(2)	(3)	(4)
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	447	341	589	841
其他非流动资产	719	719	719	719	营业外净收支	4	6	6	6
资产总计	11,324	11,692	13,256	14,489	利润总额	452	347	595	847
流动负债	3,538	3,594	4,733	5,335	减:所得税	45	35	89	127
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,279	1,315	1,758	1,588	净利润	407	312	506	720
经营性应付款项	2,057	2,088	2,725	3,433	减:少数股东损益	28	22	35	50
合同负债	25	39	51	65	归属母公司净利润	378	290	470	670
其他流动负债	176	152	198	249	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.33	0.25	0.41	0.58
非流动负债	591	591	591	591	EBIT	447	442	694	972
长期借款	398	398	398	398	EBITDA	753	861	1,201	1,553
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.84	15.87	16.63	16.90
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	6.02	4.97	6.11	6.89
其他非流动负债	190	190	190	190	收入增长率(%)	(5.92)	(7.03)	31.73	26.37
负债合计	4,129	4,184	5,323	5,925	归母净利润增长率(%)	(43.54)	(23.25)	61.92	42.47
归属母公司股东权益	6,347	6,637	7,027	7,607					
少数股东权益	849	871	906	956					
所有者权益合计	7,195	7,508	7,933	8,564					
负债和股东权益	11,324	11,692	13,256	14,489					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	475	1,108	782	1,054	每股净资产(元)	5.51	5.76	6.10	6.60
投资活动现金流	(1,767)	(800)	(932)	(780)	最新发行在外股份(百万股)	1,152	1,152	1,152	1,152
筹资活动现金流	1,059	(39)	279	(349)	ROIC(%)	5.01	4.40	6.11	8.00
现金净增加额	(190)	269	129	(76)	ROE-摊薄(%)	5.96	4.38	6.69	8.81
折旧和摊销	306	419	507	582	资产负债率(%)	36.46	35.79	40.16	40.90
资本开支	(802)	(816)	(951)	(805)	P/E(现价&最新股本摊薄)	38.24	49.83	30.77	21.60
营运资本变动	(315)	205	(495)	(554)	P/B(现价)	2.28	2.18	2.06	1.90

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>