

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

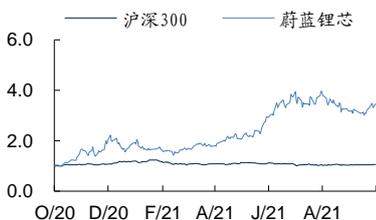
蔚蓝锂芯(002245)
买入

2021年三季度点评

(维持评级)

2021年10月26日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,036/969
总市值/流通(百万元)	23,088/21,599
上证综指/深圳成指	3,610/14,597
12个月最高/最低(元)	26.14/6.19

相关研究报告:

《蔚蓝锂芯-002245-2021年中报深度点评:小动力大格局,锂电业务高速增长》——2021-08-28

《国信证券-锂电行业深度系列五:电动工具锂电池:国产圆柱小动力,千亿锂电大格局》——2021-07-15

证券分析师:王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

联系人:万里明

电话: 010-88005329

E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

锂电扩产再加码,业绩符合预期
● 21年前三季度盈利5.05亿元,业绩符合预期

公司21Q1-Q3实现营收47.48亿元,同比+69%;对应Q3营收16.64亿元,环比+3%。21Q1-Q3公司实现归母净利润5.05亿元,同比+187%;对应Q3归母净利润1.66亿元,环比-7%。21Q3公司毛利率为21.66%、环比-0.55pct;净利率为10.52%,环比-1.56pct。公司锂电池业务提价顺利,盈利能力得到保持,LED业务扭亏为盈。

● 电动工具锂电需求稳健,公司携手大客户加速国产替代

电动工具锂电需求强劲带动出货高增。21年1-9月国内电动工具累计产量2.05亿台,同比+29%。受益电动化、无绳化趋势,电动工具锂电池需求持续强劲。公司凭借高倍率电池性能优势,与BOSCH、TTI、宝时得、格力博等国内外一线工具制造商深入合作。21年8月公司与博世签订9585万美元18650电池供应订单,夯实业绩确定性。

● 公司定增扩产再加速,调价顺价盈利维持稳定

公司现有电池年产能4亿颗,张家港二期项目已于10月份开始投产,有望贡献3亿颗新产能。21年10月公司发布新的定增预案,相较年初方案,此次募资金额由15亿提升至25亿,产能规划新增10亿Ah。新定增方案规划在淮安新建40Ah锂离子电池项目,建设周期为15个月。预计在电动工具锂电供需偏紧下,公司大幅扩产有望加速国产替代,同时公司凭借长期合作和良好口碑,在原材料价格上涨背景下积极发挥议价权、实现产品价格顺价。我们非常看好公司依靠技术、成本和客户等优势,紧抓国产替代红利。

● 风险提示:电动工具锂电池需求不达预期;新产能投产不及预期。
● 投资建议:维持盈利预测,维持“买入”评级

公司产能扩张加码叠加客户长单,保障出货高增长,积极调价传导成本压力,盈利能力稳定高位。我们看好公司锂电业务发展,维持原有盈利预测,预计公司21-23年归母净利润为7.3/10.6/15.7亿元,同比增长162%/46%/48%,对应21-23年EPS分别为0.70/1.03/1.52元,当前股价对应PE为32/22/15倍,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

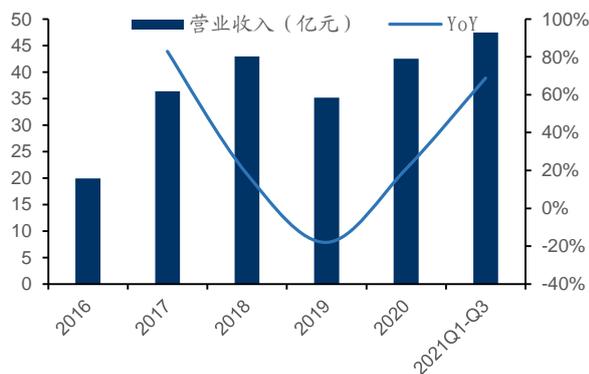
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,250	5,802	8,139	11,755
(+/-%)	20.8%	36.5%	40.3%	44.4%
净利润(百万元)	278	727	1062	1570
(+/-%)	136.3%	161.6%	46.1%	47.8%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.70	1.03	1.52
EBIT Margin	8.2%	15.1%	15.7%	16.1%
净资产收益率(ROE)	10.7%	24.0%	29.0%	34.1%
市盈率(PE)	80.1	31.7	21.7	14.7
EV/EBITDA	41.0	24.4	18.2	13.6
市净率(PB)	8.6	7.6	6.3	5.0

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

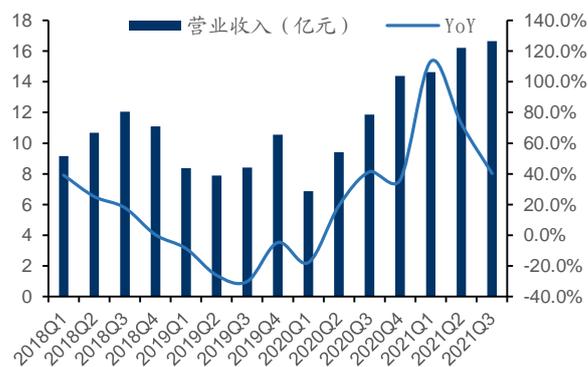
公司 21Q1-Q3 实现营收 47.48 亿元，同比+69%；对应 Q3 营收 16.64 亿元，同比+40%、环比+3%。21Q1-Q3 公司实现归母净利润 5.05 亿元，同比+187%；对应 Q3 归母净利润 1.66 亿元，同比+60%、环比-7%。21Q3 公司毛利率为 21.66%、环比-0.55pct；净利率为 10.52%，环比-1.56pct。公司锂电池业务提价顺利，盈利能力得到保持，LED 业务扭亏为盈。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



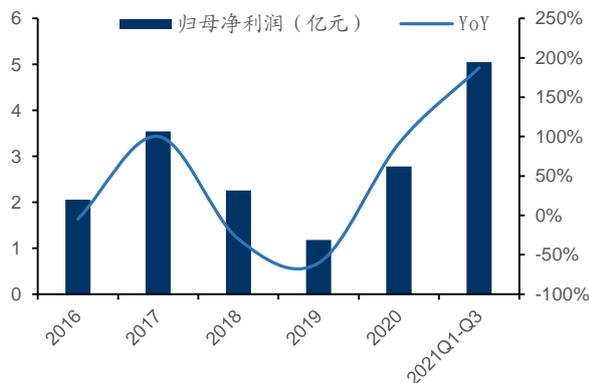
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



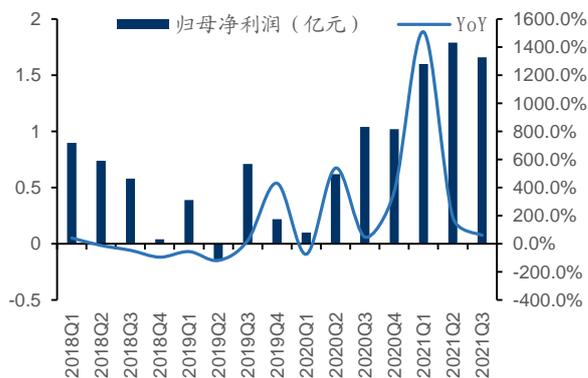
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司三季度费用率环比下降，周转能力较上半年显著改善。21Q1-Q3 公司期间费用率为 9.49%，同比-0.97pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 1.09% (-0.38pct)、2.19% (-0.28pct)、5.02% (+1.10pct)、1.19% (-1.35pct)。21Q3 公司期间费用率为 10.60%，环比-0.33pct，主要系财务费用显著下降所致。21Q3 公司经营性现金净流量为 1.28 亿元，环比增加 4.39 亿元。

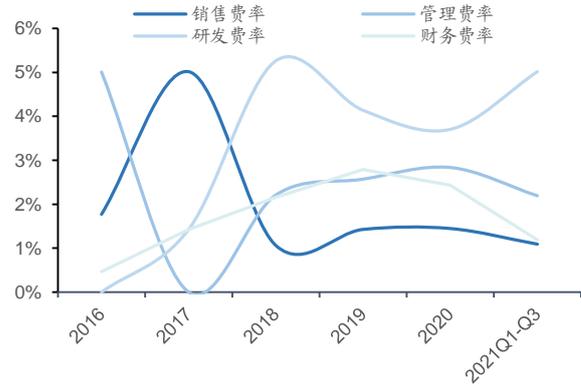
公司 21 年前三季度流动比率、速动比率、现金比率分别为 0.98、0.63、0.12；存货周转率、应收账款周转率为 3.14、3.71，较 21H1 有明显改善。

图 5：公司毛利率、净利率变化



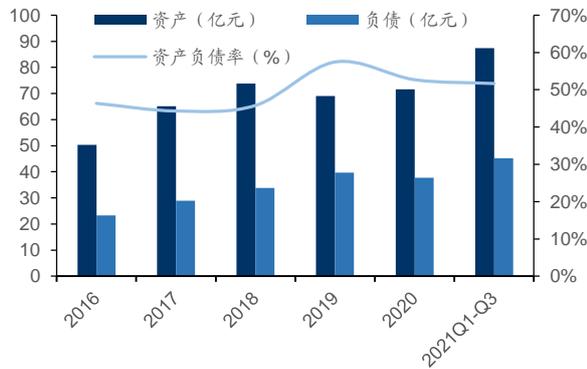
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司四费占比情况变化



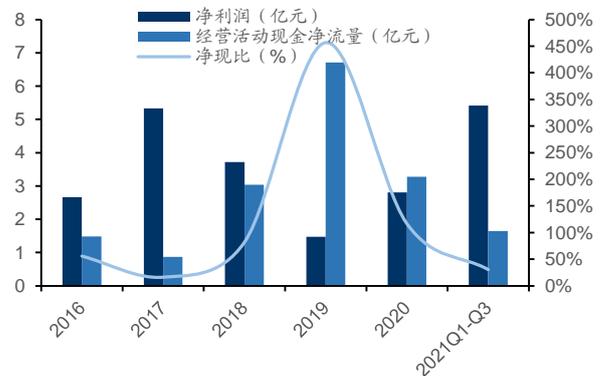
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：公司资产、负债和资产负债率情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：公司经营活动现金流情况



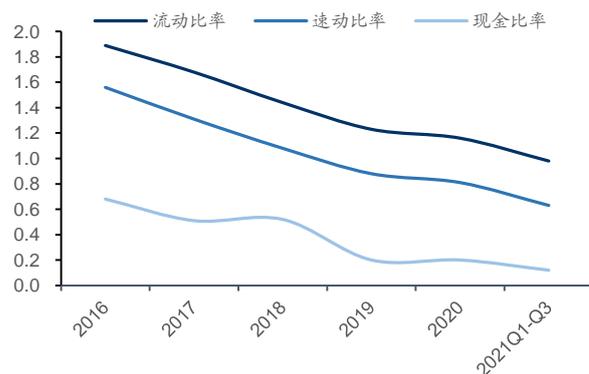
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：公司营运能力指标变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

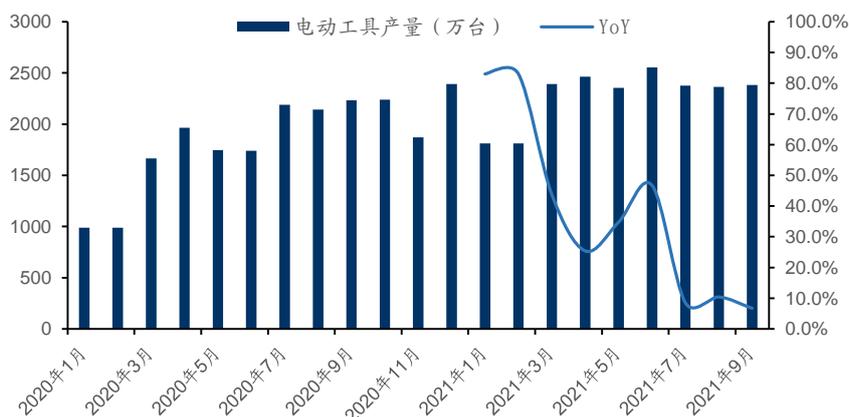
图 10：公司偿债能力指标变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

电动工具锂电需求稳健，公司出货高速增长。21年1-9月国内电动工具累计产量2.05亿台，同比+29%。受益电动化、无绳化趋势，电动工具锂电池需求持续强劲。公司凭借高倍率电池性能优势，与BOSCH、TTI、宝时得、格力博等国内外一线工具制造商深入合作。公司现有电池年产能4亿颗，张家港二期项目已于10月份开始投产，有望贡献3亿颗新产能。下游高景气下，公司远期产能规划饱满，我们预计22年底公司产能有望增至超17亿颗。

图 11：国内电动工具产量（万台）



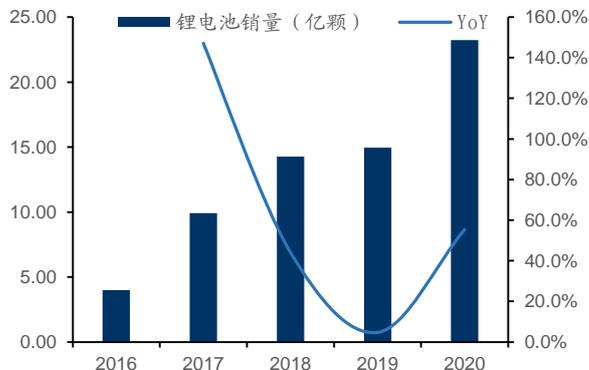
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 12：公司锂电池业务营收（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13：公司锂电池销量（亿颗）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司修改定增方案，扩产步伐再加码。21年10月9日，公司发布新的定增预案。相较年初的定增方案，此次方案募资金额由15亿元提升至25亿元，产能规划新增10亿Ah。此次定增方案提出拟在淮南市新建年产20亿Ah锂离子电池项目和年产20亿Ah高效锂电池（二期）项目，项目建设周期为15个月，对应产能预计11-12亿颗，公司产能扩张再加速，有望实现快速国产替代。

表 1：公司 21 年 10 月定增预案

项目名称	总投资额	拟使用募集资金投入	产能规划	建设周期	预期收益
年产 20 亿 AH 高效新型锂离子电池产业化项目	23.5 亿元	10 亿元	20 亿 Ah	15 个月	达产后可实现年收入 33.93 亿元，实现年均净利润 4.99 亿元。
高效新型锂离子电池产业化项目（二期）	23 亿元	10 亿元	20 亿 Ah	15 个月	达产后可实现年收入 33.79 亿元，实现年均净利润 4.99 亿元。
补充流动资金	5 亿元	5 亿元			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司携手国际一线电动工具客户，积极开拓市场。公司是国内唯一全部进入全球 TOP5 电动工具公司供应链的小型动力电池主要供应商，同时也是国内高端工具类锂电池主要供应商。21 年 8 月公司与博世签订供应订单，22 年向其供应 8700 万颗三元圆柱电池，订单总金额约为 9585 万美元。公司携手知名客户签订大单，进一步夯实明年业绩增长确定性。

表 2: 全球动力工具锂电池企业对客户

锂电池供应商	国际电动工具客户	国内电动工具客户
三星 SDI	TTI、百得、博世、牧田、日立、喜利得	宝时得
Murata	TTI、牧田、喜利得	
松下	牧田、日立	
天鹏电源	博世、TTI、百得、麦太保、伊莱克斯、德国安海	大艺、东成、泉峰、宝时得、科沃斯、德国安海、格力博
亿纬锂能	TTI、博世、麦太保、伊莱克斯	大艺、东成、泉峰、格力博
海四达	史丹利百得，TTI，获得博世的产品技术认证	宝时得、泉峰、东成、科沃斯、美的、小米。
长虹三杰	德国 LIDL，德国凯驰	
力神	百得、宝时德、BDK	

资料来源:各公司官网，国信证券经济研究所整理

公司充分发挥议价权，盈利能力维持高位。公司凭借长期合作和良好的口碑，一直是材料企业力保的重点客户，原材料供应充足。面对价格上涨，公司积极发挥议价权，与客户友好协商，实现了产品调价。我们认为，公司三季度锂电业务盈利能力环比基本持平，原料价格影响有望实现完全传导。而随着电动工具锂电行业整体供需偏紧，公司作为行业龙头有望充分发挥议价权，保障盈利能力。

图 14: 公司锂电池单位成本与售价



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级

公司作为电动工具锂电池赛道龙头, 产能扩张持续加码, 客户认证完成进入放量阶段, 有望维持满产满销。同时, 公司议价能力强, 利用调价传导成本压力, 盈利能力稳定高位。我们看好公司锂电业务发展, 维持原有盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润为 7.3/10.6/15.7 亿元, 同比增长 162%/46%/48%, 对应 21-23 年 EPS 分别为 0.70/1.03/1.52 元, 当前股价对应 PE 为 32/22/15 倍, 维持“买入”评级。

风险提示：

- (1) 电动工具锂电市场需求不及预期；
- (2) 公司投产进度不及预期。

表 3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.10.25	总市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
300014	亿纬锂能	116.50	2210	0.87	1.77	2.77	133.9	65.8	42.1	买入
300207	欣旺达	46.58	758	0.51	0.81	1.14	91.3	57.5	40.9	未评级
300438	鹏辉能源	32.10	137	0.13	0.81	1.12	246.9	39.6	28.7	未评级
002245	蔚蓝锂芯	22.29	231	0.28	0.70	1.03	80.1	31.7	21.7	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理与预测；注：欣旺达、鹏辉能源为 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	321	300	300	300	营业收入	4250	5802	8139	11755
应收款项	1400	1590	2230	3221	营业成本	3550	4593	6392	9195
存货净额	1006	1191	1670	2424	营业税金及附加	13	13	18	26
其他流动资产	543	754	1058	1528	销售费用	61	58	81	118
流动资产合计	3323	3888	5311	7525	管理费用	121	279	384	547
固定资产	2540	3205	3892	4321	财务费用	103	71	86	104
无形资产及其他	175	158	140	123	投资收益	(3)	0	0	0
投资性房地产	1122	1122	1122	1122	资产减值及公允价值变动	30	20	20	20
长期股权投资	3	3	3	3	其他收入	(73)	18	18	18
资产总计	7164	8376	10469	13094	营业利润	356	826	1215	1805
短期借款及交易性金融负债	1382	1729	2402	2864	营业外净收支	1	0	6	0
应付款项	1224	1549	2171	3151	利润总额	357	826	1221	1805
其他流动负债	266	350	491	712	所得税费用	76	99	159	235
流动负债合计	2873	3628	5064	6727	少数股东损益	3	0	0	0
长期借款及应付债券	610	610	610	610	归属于母公司净利润	278	727	1062	1570
其他长期负债	293	313	333	353					
长期负债合计	903	923	943	963	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3776	4551	6007	7690	净利润	278	727	1062	1570
少数股东权益	801	801	801	801	资产减值准备	(106)	99	19	17
股东权益	2588	3024	3662	4604	折旧摊销	288	274	331	392
负债和股东权益总计	7164	8376	10469	13094	公允价值变动损失	(30)	(20)	(20)	(20)
					财务费用	103	71	86	104
					营运资本变动	(339)	(58)	(621)	(977)
					其它	108	(99)	(19)	(17)
					经营活动现金流	198	923	752	965
					资本开支	(80)	(1000)	(1000)	(800)
					其它投资现金流	(38)	0	0	0
					投资活动现金流	(116)	(1000)	(1000)	(800)
					权益性融资	148	0	0	0
					负债净变化	(183)	0	0	0
					支付股利、利息	(114)	(291)	(425)	(628)
					其它融资现金流	423	347	673	463
					融资活动现金流	(22)	56	248	(165)
					现金净变动	61	(21)	0	0
					货币资金的期初余额	260	321	300	300
					货币资金的期末余额	321	300	300	300
					企业自由现金流	143	(12)	(175)	258
					权益自由现金流	383	273	422	631

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.28	0.70	1.03	1.52
每股红利	0.11	0.28	0.41	0.61
每股净资产	2.59	2.92	3.54	4.44
ROIC	8%	14%	16%	20%
ROE	11%	24%	29%	34%
毛利率	16%	21%	21%	22%
EBIT Margin	8%	15%	16%	16%
EBITDA Margin	15%	20%	20%	19%
收入增长	21%	37%	40%	44%
净利润增长率	136%	162%	46%	48%
资产负债率	64%	64%	65%	65%
息率	0.5%	1.3%	1.9%	2.8%
P/E	80.1	31.7	21.7	14.7
P/B	8.6	7.63	6.3	5.0
EV/EBITDA	41.0	24.4	18.2	13.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032