



Research and  
Development Center

# 电动工具电池龙头企业，业绩快速增长

—蔚蓝锂芯(002245)公司首次覆盖报告

2022年03月16日

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

S1500520090001

010-83326711

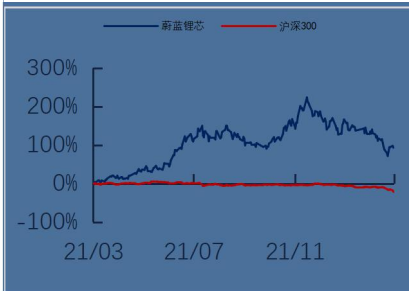
wuhao@cindasc.com

张鹏 电力设备与新能源行业分析师

S1500522020001

18373169614

zhangpeng1@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司首次覆盖报告**
**蔚蓝锂芯 (002245)**
**投资评级**      **买入**
**上次评级**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价 (元)	19.69
52 周内股价波动区间 (元)	33.01-10.54
最近一月涨跌幅 (%)	-18.03
总股本 (亿股)	10.36
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	203.95

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

**电动工具电池龙头企业，业绩快速增长**

2022 年 03 月 16 日

**本期内容提要：**

◆**公司主营业务是金属物流产品、锂电池和 LED 等。**公司起家业务是金属物流材料，在 2011 年进军 LED 领域，开始双主业经营模式，2016 年收购了江苏天鹏电源有限公司股权，进入锂电池制造领域。2021 年实现营业收入 66.8 亿元，同比增加 57.20%；归属于上市公司股东的净利润 6.74 亿元，同比增加 142.50%；归属于上市公司股东的扣非净利润 5.87 亿元，同比增加 217.24%。

◆**公司在电动工具电池领域具有较强的竞争力。**国内电动工具电池行业迎发展机遇期，公司作为龙头企业显著受益，且具备较强竞争力。1) 高倍率性能产品率先突破；2) 客户结构优良。3) 在 NCA 和 21700 等产品上步伐节奏快。4) 业务横向扩展能力优，有望打造第二增长曲线。5) 电动工具电池受本轮碳酸锂等原材料价格上涨影响相对较小。

◆**物联网时代，公司锂电池业务有较强的扩展空间。**当前公司锂电池产品定位于小型动力系统，当前业务以电动工具电池为主，随着下游需求的不断延展和公司产能的扩张，有望横向扩展至电踏车、吸尘器、医疗器械等领域，打造第二增长曲线。

◆**LED 业务调整优化，金属物流业务增长可期。**1) LED: 2019 年之后 LED 行业经历了产能出清。2020 年开始，公司贯彻实施“高端产品和高端市场路线”的战略决策，持续进行产品结构优化与客户结构调整。2021 年上半年，公司整体产品均价持续提升，毛利率提升至 13.75%，实现了扣非业绩的扭亏为盈。2) 金属物流: 2020 年度完成了相关公司股权架构优化调整，2021 年上半年，该业务板块实现营收 11.97 亿元，同比增长 58%。

◆**盈利预测和估值。**我们预计公司 2022-2023 年实现营收 99.16 和 120.17 亿元，同比增长 48.4%和 21.2%，归母净利润 9.24、13.92 亿元，同比增长 37.1%、50.6%。公司当前市值对应 2022-2023 年 PE 分别为 22.07 和 14.65 倍，公司 2022-2023 年 PE 比可比公司平均值小，考虑到公司是电动工具锂电池龙头企业，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**公司产能扩张不及预期的风险；行业竞争加剧导致盈利下降的风险，原材料价格大幅波动风险。

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	3,519	4,250	6,680	9,916	12,017
同比(%)	-18.1%	20.8%	57.2%	48.4%	21.2%
归属母公司净利润 (百万元)	118	278	674	924	1,392
同比(%)	-47.9%	136.3%	142.6%	37.1%	50.6%
毛利率(%)	13.4%	16.4%	20.1%	20.1%	22.7%
ROE(%)	5.6%	10.7%	20.4%	21.9%	24.8%
EPS (摊薄) (元)	0.12	0.28	0.65	0.89	1.34
P/E	34.11	45.83	30.24	22.07	14.65
P/B	1.92	5.01	6.18	4.83	3.63
EV/EBITDA	14.37	21.51	16.09	12.74	9.27

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 03 月 15 日收盘价

## 目录

<b>一、国内领先的电动工具锂电池企业</b> .....	5
1.1 业务不断发展，管理机制理顺.....	5
1.2 业绩快速增长.....	7
<b>二、各项业务协同发展</b> .....	8
2.1 锂电池国产替代进行时，产能大幅扩张.....	8
2.2 LED 业务调整优化后再出发.....	13
2.2 金属物流业务增长可期.....	15
<b>三、盈利预测、估值与投资评级</b> .....	15
盈利预测及假设.....	15
估值与投资评级.....	16
<b>四、风险因素</b> .....	17

## 图表目录

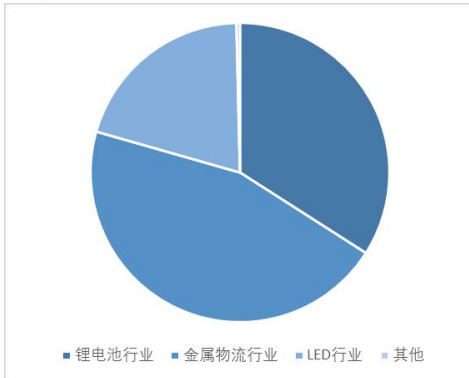
图表 1: 公司主营业务占比情况 (2020 年) .....	5
图表 2: 公司各业务毛利率情况 (2021H1) .....	5
图表 3: 公司发展历史.....	5
图表 4: 蔚蓝锂芯股权结构 (截止 2021 年三季度) .....	6
图表 5: 公司部分高管介绍.....	6
图表 6: 公司员工持股计划.....	6
图表 7: 公司第一期员工持股计划 (每份份额为 1.00 元) .....	6
图表 8: 公司第二期员工持股计划 (每份份额为 1.00 元) .....	7
图表 9: 近几年公司营收情况.....	7
图表 10: 近几年公司归母净利润情况.....	7
图表 11: 近几年公司毛利率和净利率情况.....	8
图表 12: 公司资产负债率 (%) .....	8
图表 13: 近几年公司费用率情况 (%) .....	8
图表 14: 近几年公司归母净利润和经营性现金流净额.....	8
图表 15: 全球不同类型无绳类电动工具产量.....	9
图表 16: 全球电动工具市场规模 (亿美金) .....	9
图表 17: 2020 年全球电动工具电池企业出货量市场份额.....	9
图表 18: 全球无绳类电动工具市场规模 (亿美金) .....	9
图表 19: 2020 年中国电动工具用高倍率电池产品结构 (按容量分) .....	9
图表 20: 2020 年日韩企业电动工具用高倍率电池产品结构 (按容量分) .....	9
图表 21: 美国地区房地产市场情况.....	10
图表 22: 疫情后低利率刺激了美国房地产市场增长.....	10
图表 23: 中国电动工具市场锂电池出货量及预测 (Gwh) .....	10
图表 25: 蔚蓝锂芯锂电池板块营收和销量情况.....	11
图表 26: 蔚蓝锂芯电动锂电池板块单价和毛利情况.....	11
图表 27: 天鹏电源超高倍率电池参数.....	11
图表 28: 天鹏电源高倍率电池参数.....	11
图表 29: 公司定增预案情况.....	12
图表 30: 主要国家电踏车销量口径渗透率 (2018) .....	12
图表 31: 2020 年欧洲电踏车市场分布情况.....	12
图表 32: 国内家用吸尘器产量 (万台) .....	13
图表 33: 国内机器人吸尘器零售情况.....	13
图表 34: 2019 年国内 LED 行业市场规模 (亿元) .....	14
图表 35: 国内 LED 行业市场规模.....	14
图表 36: 三安光电、华灿光电、蔚蓝锂芯 LED 业务毛利率.....	14
图表 37: 2020 年国内 LED 芯片行业竞争格局 (产能) (单位%) .....	14
图表 38: 公司 LED 板块收入和毛利率情况.....	15
图表 39: 蔚蓝锂芯金属物流业务供应链.....	15
图表 41: 公司收入预测表 (百万元) .....	16
图表 42: 可比公司估值情况.....	17

# 一、国内领先的电动工具锂电池企业

## 1.1 业务不断发展，管理机制理顺

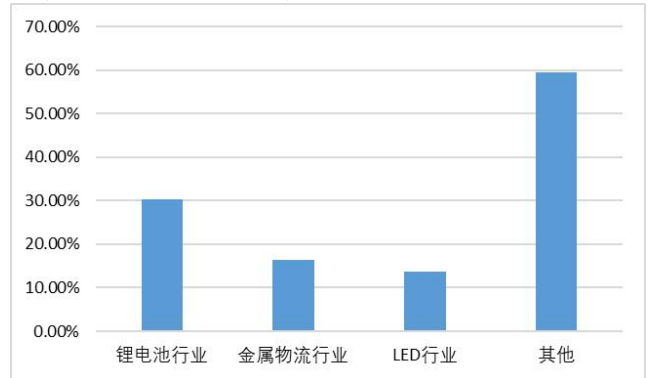
公司主营是金属物流、锂电池和 LED 等。1) 锂电池业务：主要是全资子公司天鹏电源开展，产品主要应用于小型动力系统（包含电动工具、电动二轮车/摩托车/叉车/AGV 车，及扫地机器人/吸尘器等配套的动力电池）。2) LED 业务：主要从事 LED 外延片及芯片的研发、生产制造及销售。3) 金属物流业务：从事钢板和铝板的仓储、分拣、套裁、包装、配送以及来料加工，并提供供应链管理服务。

图表 1：公司主营业务占比情况（2020 年）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 2：公司各业务毛利率情况（2021H1）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**公司发展历程。**公司前身澳洋顺昌股份有限公司成立于 2002 年 9 月，起家业务是金属物流业务，2008 年公司在深交所上市。2011 年进军 LED 领域，开始双主业经营模式，2016 年公司收购了江苏天鹏电源有限公司部分股权，进入锂电池制造领域。当前不断扩张锂电池业务，做大做强。

图表 3：公司发展历史

时间	事件
2002 年 9 月	澳洋顺昌股份有限公司成立
2008 年 6 月	公司在深交所成功上市
2009 年 10 月	广东润盛科技材料有限公司成立，公司主业金属配送新一轮的布局开始。
2011 年 4 月	江苏澳洋顺昌光电技术有限公司成立，公司进军 LED 领域，开始双主业经营模式
2014 年 12 月	淮安光电产业项目一期 30 台 MOCVD 全部投产
2016 年 5 月	收购江苏天鹏电源有限公司，进入锂电池制造领域
2017 年 8 月	江苏澳洋顺昌集成电路股份有限公司启动建设蓝宝石图形化衬底项目，向上游延伸 LED 产业链。2017 年底，LED 外延芯片二期全部投产，公司 LED 芯片月产能达 100 万片
2021 年	公司发布定增预案，扩张锂电池产能

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**CHEN KAI 先生是公司实际控制人。**公司实际控制人为 CHEN KAI（陈锴）先生，截止 2021 年 10 月份公司非公开发行预案日，其通过绿伟有限公司和昌正有限公司合计持有公司约 21739.57 万股股份，占公司股本总额的 20.99%。同时公司管理层结构稳定、经验丰富。董事长陈锴及主要高管均在公司有较长时间的任职经历。2019-2020 年，公司原控股股东澳洋集团进行了几次股权转让，原先公司总经理陈锴先生逐步成为公司实控人。自 2020 年 9 月起，公司的控股股东由澳洋集团有限公司变更为香港绿伟有限公司，同时在 2020 年底，公司名称从江苏澳洋顺昌股份有限公司更名为江苏蔚蓝锂芯股份有限公司。

**图表 4: 蔚蓝锂芯股权结构 (截止 2021 年三季报)**

序号	股东	占总股本比例 (%)
1	绿伟有限公司	14.26%
2	昌正有限公司	6.73%
3	吴建勇	4.74%
4	潘小兰	4.35%
5	香港中央结算有限公司	3.04%
6	澳洋集团有限公司	2.41%
7	中国建设银行股份有限公司-东方红启东三年持有期混合型证券投资基金	2.36%
8	上海毕升资产管理有限公司-必胜年年升 1 号私募基金	1.31%
9	中国银行股份有限公司-华安文体健康主题灵活配置混合型证券投资基金	1.26%
10	中国银行股份有限公司-嘉实领先优势混合型证券投资基金	1.21%
合计		41.67%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图表 5: 公司部分高管介绍**

姓名	介绍
陈锴	澳大利亚国籍,生于 1968 年 3 月,硕士学历,现任本公司董事长,总经理。
林文华	中国国籍,汉族,生于 1969 年 8 月,本科学历,现任本公司董事,副总经理,财务负责人,董事会秘书。
吴向阳	男,中国国籍,汉族,生于 1977 年 6 月,本科学历。曾任中国农业银行靖江支行,南京熊猫电子集团有限公司、江苏华尔润集团有限公司资本经营部。现任公司董事、证券事务代表。
沈学如	中国国籍,汉族,生于 1954 年 2 月,大专学历,高级经济师。现在任公司董事。

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**推出员工持股计划, 增强凝聚力。1) 第一期员工持股。**2020 年 7 月, 公司发布第一期员工持股计划, 参与人数 98 人, 拟募资不超过 5400 万, 股票总数不超过 1350 万股。2020 年 8 月公司公告已经完成一期员工持股计划, 成交金额为 53996300 元, 成交均价 4.45 元/股。**2) 第二期员工持股。**2021 年 9 月份, 公司发布第二期员工持股计划, 总人数不超过 250 人, 2022 年 2 月份公司已通过二级市场集中竞价方式累计买入公司股票 4990900 股, 占公司总股本的 0.48%, 成交金额合计 11877.13 万元, 成交均价 23.80 元/股。

**图表 6: 公司员工持股计划**

期数	介绍
第一期员工持股	1) 锁定期为 12 个月, 即 2020 年 8 月 27 日至 2021 年 8 月 26 日。2) 截止 2021 年 9 月份, 第一期员工持股计划所持有的公司股票 12134000 股已全部通过大宗交易方式出售完毕。3) 本次员工持股计划的资金来源为公司员工的合法薪酬、员工融资或者其他自筹资金。
第二期员工持股	1) 锁定期自公司公告本次员工持股计划购买完成之日起 12 个月, 即 2022 年 2 月 9 日至 2023 年 2 月 8 日。2) 本员工持股计划拟实现融资金额, 与自筹资金的比例不超过 2:3, 即金融机构融资金额不超过 4800 万元。3) 公司实际控制人 CHEN KAI 先生为本次参与员工持股计划的员工提供保本及预期收益 (年化收益率 5%) 的保障。

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图表 7: 公司第一期员工持股计划 (每份份额为 1.00 元)**

	职务	拟认购份额上限 (万份)	占持股计划比例
林文华	董事、副总经理、董事会秘书	800	14.81%
吴向阳	董事	48	0.89%
汪永恒	监事	100	1.85%
其他员工 (不超过 95 人)		4452	82.44%
合计不超过 98 人		5400	100%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图表 8: 公司第二期员工持股计划 (每份份额为 1.00 元)**

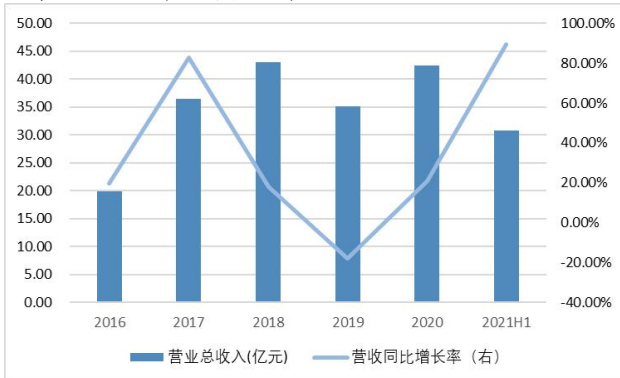
姓名	职务	拟认购份额上限 (万份)	占持股计划比例
林文华	董事、副总经理、董事会秘书、财务总监	360	5.00%
吴向阳	董事	45	0.63%
汪永恒	监事	72	1.00%
虞静珠	监事	15	0.21%
其他员工 (不超过 246 人)		6708	93.16%
合计不超过 250 人		7200	100%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

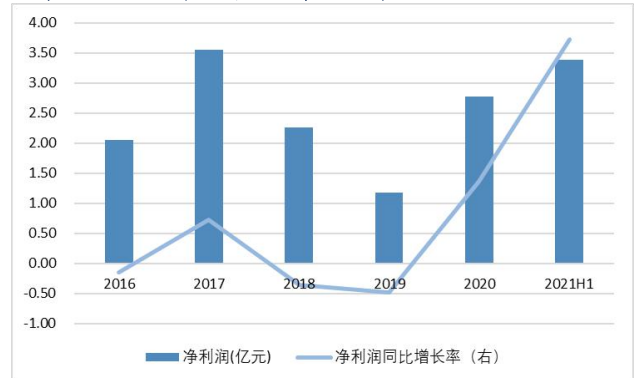
## 1.2 业绩快速增长

公司营业收入从 2016 的 19.89 亿元增长到 2020 年的 42.50 亿元, 年均复合增速为 21%。归母净利润从 2016 的 2.06 亿元增长到 2020 年的 2.78 亿元, 年均复合增速为 8%。近期公司披露 2021 年业绩快报, 实现营业收入 66.8 亿元, 同比增加 57.20%; 归属于上市公司股东的净利润 6.74 亿元, 同比增加 142.50%; 归属于上市公司股东的扣非净利润 5.87 亿元, 同比增加 217.24%。公司业绩的增长主要依赖于锂电池业务的扩张。

从盈利性上看, 2019 年公司毛利率较低, 主要是 LED 行业在 2019 年处于下行周期, 公司 LED 板块业务受到影响。从资产负债率上看, 截止 2021H1 为 49.78%。现金流方面, 2020 年公司经营性现金流净额为 3.27 亿元, 占归母净利润的 118%。

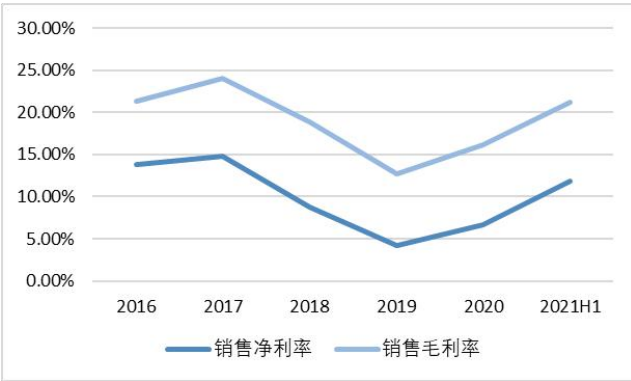
**图表 9: 近几年公司营收情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

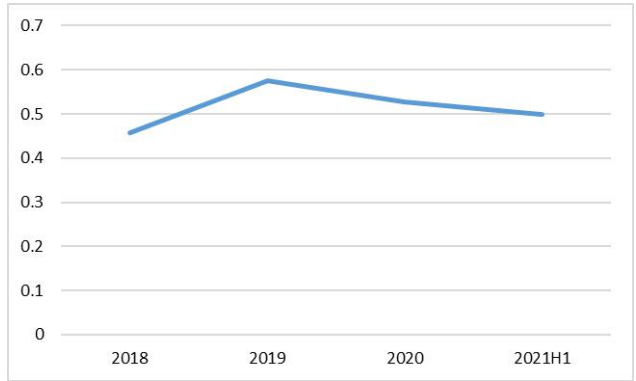
**图表 10: 近几年公司归母净利润情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

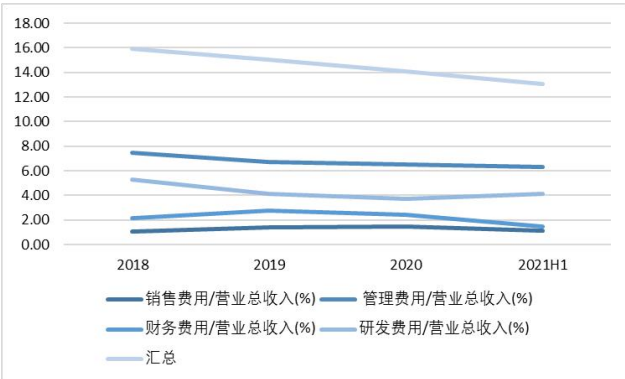
公司期间费用率呈稳中下降趋势。2018-2021H1 期间, 公司的销售费用分别占营收比例为 1.06%、1.43%、1.45%、1.11%, 管理费用分别占营收比例为 7.47%、6.71%、6.54%、6.30%, 财务费用分别占营收比例为 2.15%、2.79%、2.43%、1.49%, 公司的研发费用分别占营收比例为 5.26%、4.14%、3.70%、4.14%。

**图表 11: 近几年公司毛利率和净利率情况**


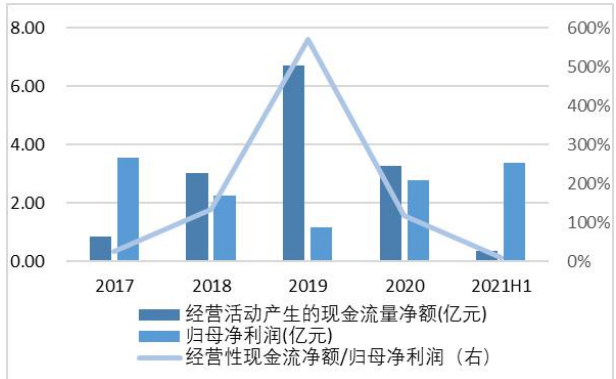
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图表 12: 公司资产负债率 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图表 13: 近几年公司费用率情况 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图表 14: 近几年公司归母净利润和经营性现金流净额**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

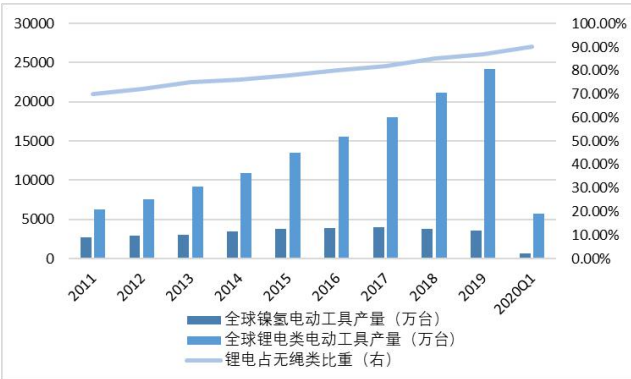
## 二、各项业务协同发展

### 2.1 锂电池国产替代进行时，产能大幅扩张

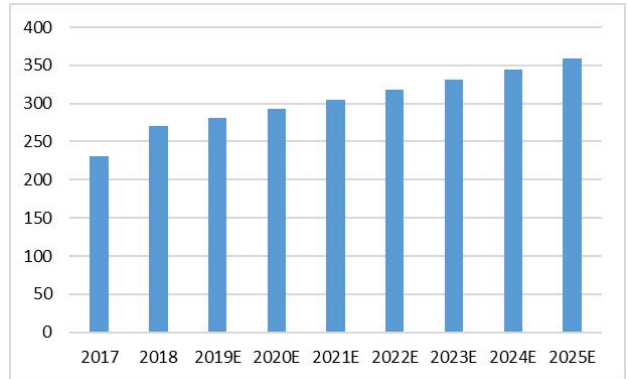
公司电动工具锂电池业务主要由子公司江苏天鹏电源有限公司开展，近年来发展迅猛，产能方面，根据公司产品规划，2022 年有望达到 13 亿颗，是 2020 年销量的 5.5 倍。

**电动工具产业呈现生产在中国、需求在欧美、跨国公司主导需求格局的特点。**1) 国内是全球重要的电动工具零部件生产聚集地，根据《中国电动工具行业发展白皮书（2020 年）》，中国是世界电动工具出口大国，电动工具出口率达 80% 以上，其中手持式电动工具占比超过 80%，出口量稳居世界第一。2) 电动工具广泛应用于机械、园林、建筑等加工过程，北美及欧洲是全球电动工具和零部件主要消费市场。3) 包括博世集团、百得集团、TTI、牧田等跨国公司主导电动工具市场，格局相对稳定。

**电动工具无绳化趋势明显，利好锂电池的发展。**近年来电池成本逐步下降，促进了电动工具电池无绳化的发展，无绳类电动工具的占比从 2011 年的 30% 提升至 2019 年的 60% 左右，2019 年全球无绳类电动工具产量超过 2.4 亿台。从市场规模上看，根据 Zion Market Research 的数据，2018 年全球电动工具市场规模 270 亿美元，预计到 2025 年达到 360 亿美元，2018-2025 年复合增速 4%。根据中国产业信息网，无绳类电动工具市场从 2016 年的 140.40 亿美金增长到预计 2021 年的 193.5 亿美金，2016-2021 年复合增速 6.6%。随着无绳化趋势的发展，有望带动电动工具锂电池行业的发展。

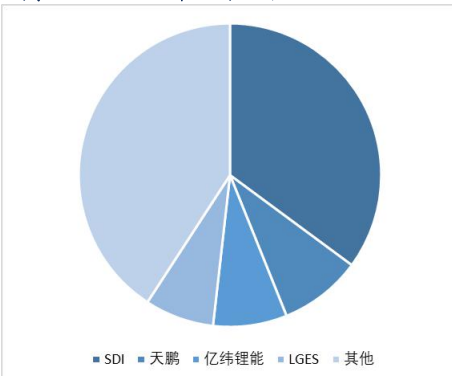
**图表 15: 全球不同类型无绳类电动工具产量**


资料来源: 华之杰招股书, 海关总署, EV tank, 伊维智库, 信达证券研发中心

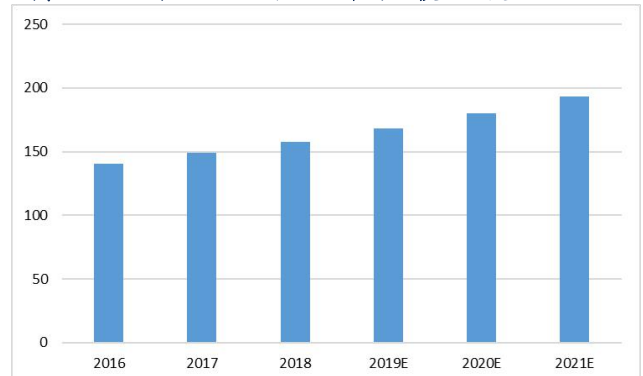
**图表 16: 全球电动工具市场规模 (亿美金)**


资料来源: 华之杰招股书, Zion Market Research, 信达证券研发中心

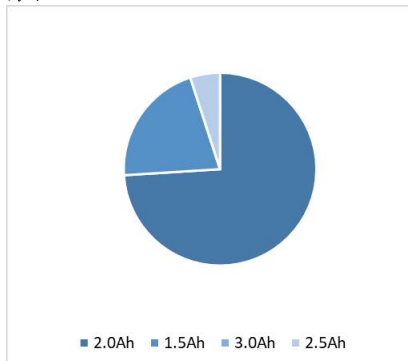
国内电动工具电池企业产品相比日韩处于追赶期。从电动工具高倍率电池企业市场格局来看, 2020年, SDI以36.1%的市场份额排名第一, 国内以天鹏电源和亿纬锂能等为代表的企业通过切入TTI、博世等国际巨头, 近年来出货量增长明显, 全球分别排名第二和第三。2020年, 中国企业的电动工具用高倍率产品主要集中在1.5AH和2.0Ah, 其中2.0AH占比约74%, 部分企业开始逐步量产2.5AH的高倍率产品, 但是占比仍然较低。国内较少3.0AH及21700产品用于电动工具领域; 日韩企业则主要以2.5AH为主, 1.5AH产品基本已经不出货, 且下一步将逐步放弃2.0AH产品, 过渡到3.0AH及更高容量的21700产品。

**图表 17: 2020 年全球电动工具电池企业出货量市场份额**


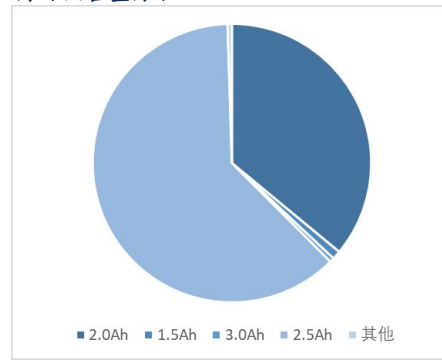
资料来源: EV tank, 伊维智库, 信达证券研发中心

**图表 18: 全球无绳类电动工具市场规模 (亿美金)**


资料来源: 华之杰招股书, 中国产业信息网, 信达证券研发中心

**图表 19: 2020 年中国电动工具用高倍率电池产品结构 (按容量分)**


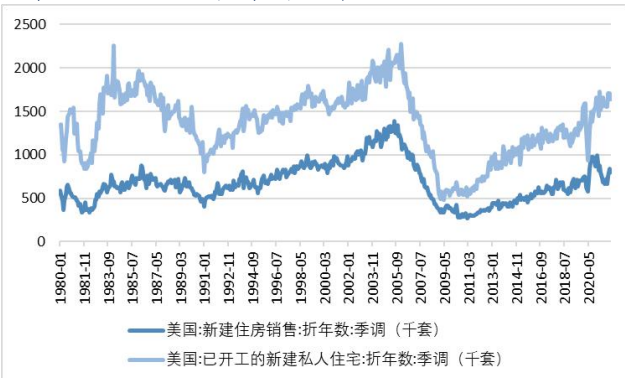
资料来源: EV tank, 信达证券研发中心

**图表 20: 2020 年日韩企业电动工具用高倍率电池产品结构 (按容量分)**


资料来源: EV tank, 信达证券研发中心

**国内电动工具电池行业迎发展机遇期。**1) 产品力: 近年来国内企业逐渐突破了高倍率技术, 产品相比国外的具有一定的性价比优势, 同时陆续进入下游的 TTI、百得等电动工具企业的供应链。2) 下游需求: 在无绳化的趋势下, 电动工具电池的需求不断攀升; 同时从主要需求地区上看, 欧美在疫情后低利率环境下, 房地产市场火爆, 尤其是美国地区有多轮财政刺激, 居民有一定的消费力, 带动了上游电动工具行业的高增长。3) 供给端: 全球原先主要企业是三星 SDI 等, 其业务重心逐步转移至动力电池领域, 国内的相关电池企业迎来了国产替代的机遇期。

图表 21: 美国地区房地产市场情况



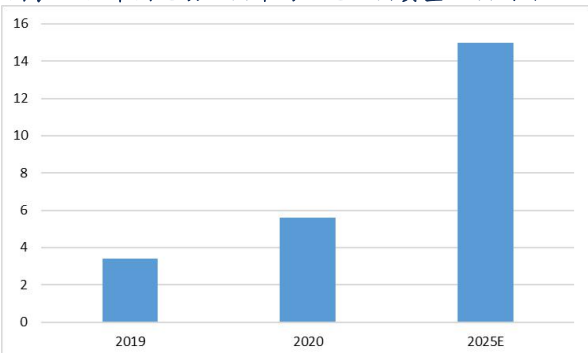
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 22: 疫情后低利率刺激了美国房地产市场增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 23: 中国电动工具市场锂电池出货量及预测 (Gwh)



资料来源: GGII, 信达证券研发中心

图表 24: 三星 SDI 的部分电动工具电池参数

Cell Model	Type	Thick/Diameter (mm)	Height (mm)	Capacity (mAh)	Nominal Voltage(V)	Max Continuous Discharge Current(A)
INR18650-13L	Cylindrical	18	65	1,300	3.60	18
INR18650-13M	Cylindrical	18	65	1,300	3.60	23
INR18650-15L	Cylindrical	18	65	1,500	3.60	18
INR18650-15M	Cylindrical	18	65	1,500	3.60	23
INR18650-20Q	Cylindrical	18	65	2,000	3.60	15
INR18650-20R	Cylindrical	18	65	2,000	3.60	22
INR18650-25R	Cylindrical	18	65	2,500	3.60	20

\*除上述产品外, 还可提供高产能多倍放电的产品。

资料来源: 三星 SDI 官网, 信达证券研发中心

**电动工具电池市场迎来高速增长期, 公司显著受益。**根据 GGII 数据, 2021 年全球电动工具锂电池出货量为 22GWh; 预测 2026 年出货规模增至 60GWh, 相比 2021 年仍有 2.7 倍的增长空间, 2021-2026 年复合增速 22%。从国内来看, 2020 年中国电动工具锂电池出货量 5.6GWh, 同比增长 64.7%, 在国产替代的趋势下, 国内电动工具电池行业增速有望更高, 公司作为国内该领域龙头企业, 显著受益。

**公司在电动工具电池领域具有较强的竞争力。**1) **高倍率性能产品率先突破。**2019 年公司在 30A 高倍率电池上取得重大进展, 实现了批量稳定供货, 打破了 30A 高倍率电池一直以来被日韩几大电芯厂家垄断的局面。公司 30A 产品很好解决了大电流持续放电寿命短及温升问题, 低温性能也表现优异。在高工锂电年度评选中, 其“30A 高倍率电芯”获得 2019 年度“技术产品创新奖”金球奖。经过产品的迭代, 当前公司超高倍率产品支持 45A 的持续电流, 进一步升级。2) **客户结构优良。**2019 年公司积极推动与百得、博世、TTI 等国际大厂的认证与批量供货。2020 年, 公司即是国内唯一进入全球 TOP5 电动工具公司供应链的小

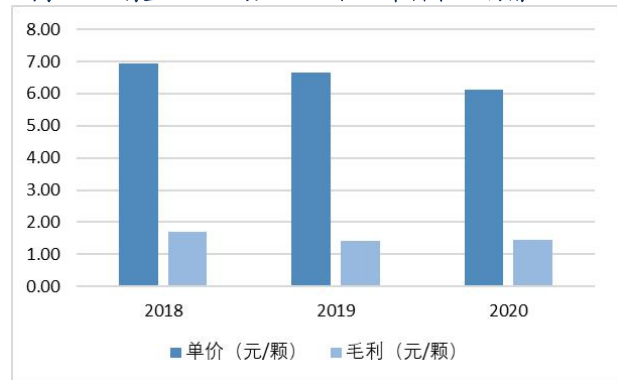
型动力电池主要供应商。同时公司近期公告，和史丹利百得确认了 2022 年-2024 年三元圆柱锂电池供货量分别为 1.2 亿颗、2.4 亿颗、2.8 亿颗。其中，对于 2022 年，经双方同意后，可以增加至最高不超过 2.0 亿颗。**3) 在 NCA 和 21700 等产品上步伐节奏快。**公司 2007 年实现 NCM 在圆柱电池的应用，2017 年开始量产高能量密度 NCA 圆柱形锂电芯，2018 年在国内率先量产 NCA 三元圆柱动力电池。同时，2019 年发布高倍率 21700 圆柱形锂电芯，新增 21700 产线建设。**4) 业务横向扩展能力优，有望打造第二增长曲线。**公司利用其圆柱电池的优势，除了电动工具电池领域，在电踏车、吸尘器、高端二轮车等领域也有业务开展。其中在高端二轮车市场，锂电产品相继通过本田系列等供应商审核，并与“小米生态链公司”速珂智能（SOCO）开展战略合作，取得了良好的销售增长。**5) 电动工具电池受本轮碳酸锂等原材料价格上涨影响相对较小。**不同于动力电池往往占据下游新能源车成本较大比例，电动工具电池由于其成本占比相对较小，往往其价格传导相对顺利；同时公司客户结构优良，产品高端化比例高，原材料成本的上涨影响相对更小。

图表 25: 蔚蓝锂芯锂电池板块营收和销量情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 26: 蔚蓝锂芯电动锂电池板块单价和毛利情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 27: 天鹏电源超高倍率电池参数

品名	40TG	30TG	30SG	20SG	15SG
型号	21700	21700	21700	18650	18650
标称电压(V)	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
标称容量(mAh)	4,000	3,000	3,000	2,000	1,500
持续放电电流(A)	45	45	30	30	30
持续充电电流(A)	6	6	6	6	6
最大重量(g)	67	67	67	45	44

资料来源: 天鹏电源官网, 信达证券研发中心

图表 28: 天鹏电源高倍率电池参数

品名	25PG	20PG	15PG
型号	18650	18650	18650
标称电压(V)	3.6	3.6	3.6
标称容量(mAh)	2,500	2,000	1,500
持续放电电流(A)	20	20	20
持续充电电流(A)	6	6	6
最大重量(g)	47	45	43

资料来源: 天鹏电源官网, 信达证券研发中心

**修改定增预案，积极扩张产能。**公司在 2021 年 3 月份首次公布非公开发行预案，拟募资不超过 15 亿元用于总计 30 亿 AH 电池项目。在 2021 年 10 月份的修改版非公开发行预案中，公司将募资金额和项目规模均进行了扩大，拟募集资金总额不超过 25 亿元，用于总计 40 亿 AH 电池项目。同时实控人 CHEN KAI 先生承诺认购本次非公开发行的股份的认购金额

0.7-2.5 亿元，增强信心。2022 年 3 月 2 日，公司非公开发行股票申请获得中国证监会核准批复。

图表 29: 公司定增预案情况

项目	总投资额 (万元)	以募集资金投入 (万元)	预期盈利
1 年产 20 亿 AH 高效新型锂离子 子电池产业化项目	235,000.00	100,000.00	预计达产后可实现年均营业收入约 33.93 亿元, 年均净利润约 4.99 亿元
2 高效新型锂离子子电池产业化 项目 (二期)	230,000.00	100,000.00	预计达产后可实现年均营业收入约 33.79 亿元, 年均净利润约 4.99 亿元
3 补充流动资金	50,000.00	50,000.00	—
合计	515,000.00	250,000.00	—

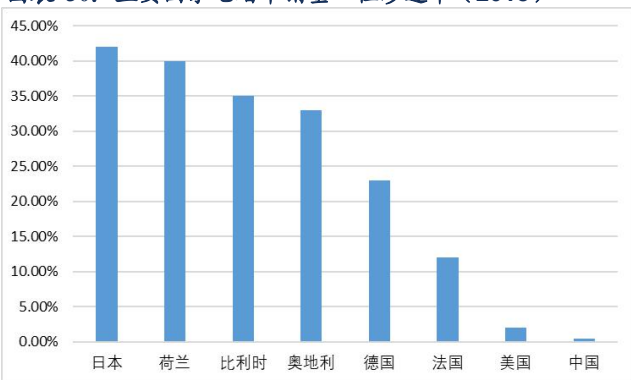
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**物联网时代, 公司业务有较强的扩展空间。**公司锂电池产品定位于小型动力系统, 当前业务以电动工具电池为主, 随着下游需求的不断延展和公司产能的扩张, 有望横向扩展至电踏车、吸尘器、医疗器械等等领域, 打造第二增长曲线。

### 1) 电踏车市场

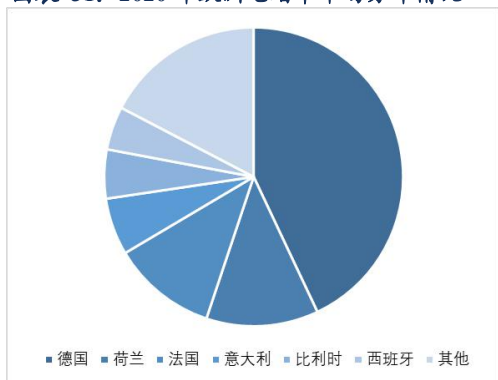
**欧洲电踏车市场渗透率持续攀升。**近年来, 欧洲自行车市场的电气化进程持续加快, 助力电动自行车普及程度增加。欧洲部分国家关于助力电动自行车的一系列补贴措施, 如法国政府的“国家经济刺激计划”为每辆售出的助力电动自行车提供 200 欧元的补贴, 瑞典政府为每辆售出的助力电动自行车提供售价 25% 的补贴 (最高 1000 欧元) 等。根据欧洲自行车协会数据, 2006 年至 2020 年, 欧洲电踏车销量从 9.8 万辆增长到约 453.7 万辆, 年复合增速约为 31.51%。考虑到欧洲地区自行车年销量约 2000 万辆的水平, 我们预计 2020 年欧洲地区电踏车渗透率约为 23%。

图表 30: 主要国家电踏车销量口径渗透率 (2018)



资料来源: 立鼎产业研究院, CONEBI, 信达证券研发中心

图表 31: 2020 年欧洲电踏车市场分布情况



资料来源: 欧洲自行车产业协会, 八方股份定增预案修订稿, 信达证券研发中心

**美国地区电踏车市场处于起步期。**根据科创板日报, 美国总统拜登的《重建美好未来法案》于 2021 年 11 月 19 日获众议院通过, 该法案拟为购买电动两轮车的国民提供相当于新车购买价格 30% 的可退还税收抵免, 其中, 电动自行车的优惠上限是 1500 美元, 电动摩托车的上限是 7500 美元。30% 的补贴对于电动自行车来说是首次, 而电动摩托车此前能减免的比例为 10%。考虑到美国地区电踏车市场较低的渗透率, 假设后续《重建美好未来法案》顺利通过参议院, 有望催生电踏车市场的爆发。

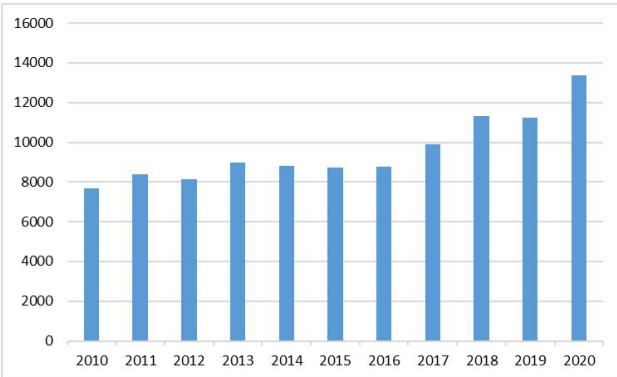
根据中国自行车协会数据, 截至 2018 年末, 我国电动自行车社会保有量已超过 2.5 亿辆。

2019 年我国电动自行车产量 3609 万辆，符合新国标的仅占 33%左右。新的电动自行车标准《电动自行车安全技术规范》（GB 17761-2018）在 2019 年 4 月份实施，未来存量的电动自行车有望迎来新的换购需求。

## 2) 吸尘器

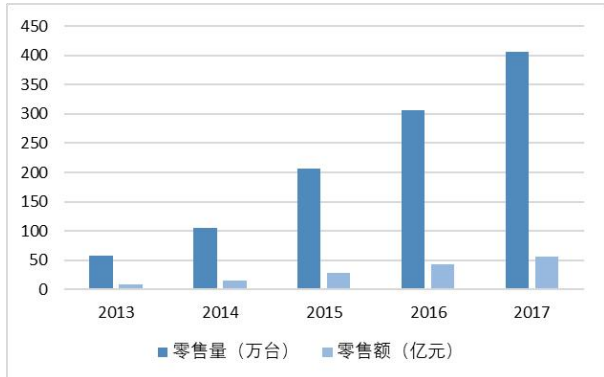
吸尘器的工作环境对持续性、功率等也有较高要求，公司业务有横向扩展至该领域的潜力。当前扫地机器人为代表的无绳吸尘器市场规模较小，2017 年国内机器人吸尘器零售量为 406 万台，零售额 56 亿元。而国内 2020 年吸尘器产量约 1.34 亿台，未来无绳化趋势下相关电池需求较大。

图表 32: 国内家用吸尘器产量 (万台)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 33: 国内机器人吸尘器零售情况



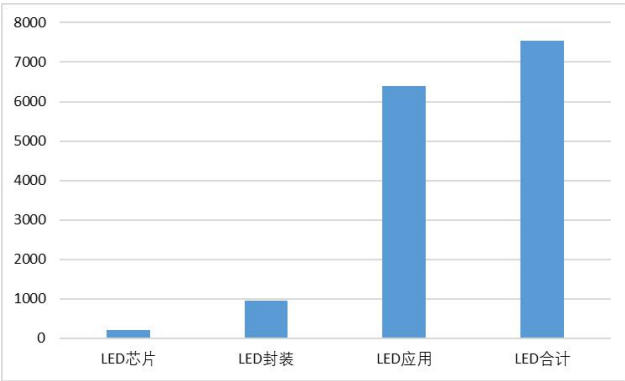
资料来源: 科沃斯招股书, 北京中怡康时代市场研究有限公司, 信达证券研发中心

## 2.2 LED 业务调整优化后再出发

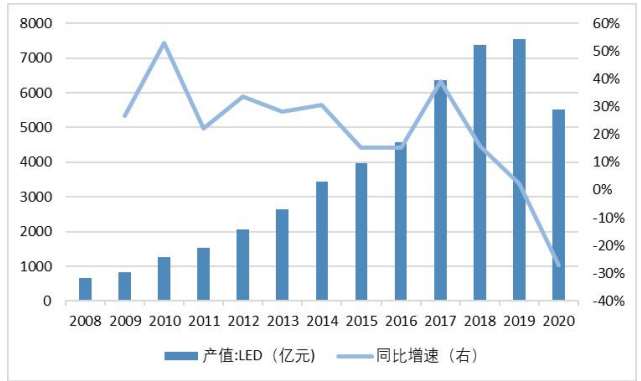
**2019 年之后 LED 行业经历了产能出清。** 公司是国内重要的 LED 芯片二线供应商，芯片属于 LED 产业链的上游。国内 LED 市场规模从 2008 年的 651 亿元增长到 2018 年 7374 亿元，年均复合增速 27%。在经历了 10 年的高速增长之后，2019 年开始行业增速下滑，2019 和 2020 年产值同比增速分别为 2.4%和-27%。下游需求增速放缓下，供给端产能却在持续扩张，行业供需失衡，利润下滑，LED 芯片行业也出现产能出清。从典型的企业利润率情况来看，行业龙头三安光电的 LED 板块毛利率也从 2018 年的 37.09%下滑至 2019 年的 12.33%、2020 年的-1.69%。公司 LED 芯片业务毛利率从 2018 年的 18.63%下滑至 2019 年的-4.53%、2020 年的 4.44%。

**LED 新需求有望带动行业升级转型。** 在供给端两年多时间的出清下，行业集中度持续提升，规模效应凸显、价格趋于企稳。从需求侧看，Mini/Micro LED 作为能够满足超高清显示的新一代 LED 背光/显示技术，是下一代 LED 的重要发展方向，未来在其的带动下，LED 行业有望迎来升级转型。

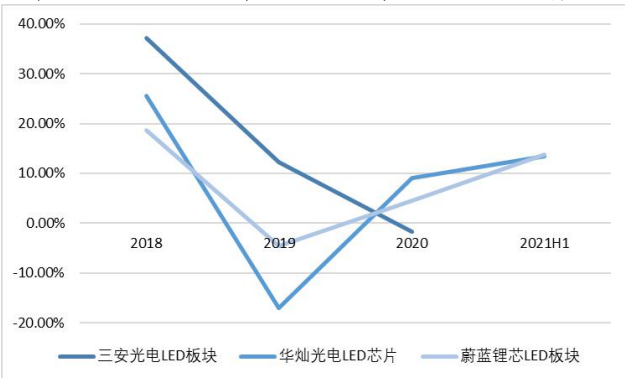
**Mini LED 产业进程加速。** 1)创维 2021 年 9 月推出了新一代大尺寸高端 Mini LED 电视 Q72; 2)华为 2021 年 7 月发布首款 Mini LED 智慧屏产品“华为智慧屏 V 75 Super”; 3)苹果 2021 年 4 月推出 Mini LED 背光的 iPad Pro。据 LED inside 统计，2020 年 Mini/Micro LED 显示技术相关项目总规划投资约 252 亿元，较 2019 年实现数倍增长。总的来看，Mini LED 产业进程加速。

**图表 34: 2019 年国内 LED 行业市场规模 (亿元)**


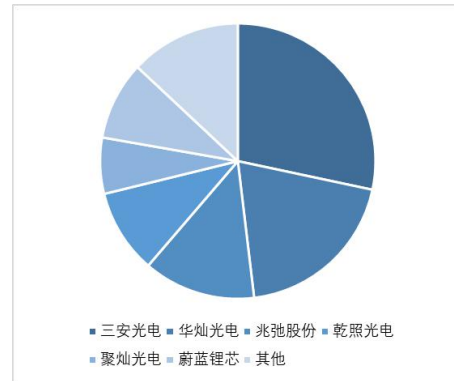
资料来源: Wind, 高工 LED, 信达证券研发中心

**图表 35: 国内 LED 行业市场规模**


资料来源: Wind, 高工 LED, 信达证券研发中心

**图表 36: 三安光电、华灿光电、 蔚蓝锂芯 LED 业务毛利率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

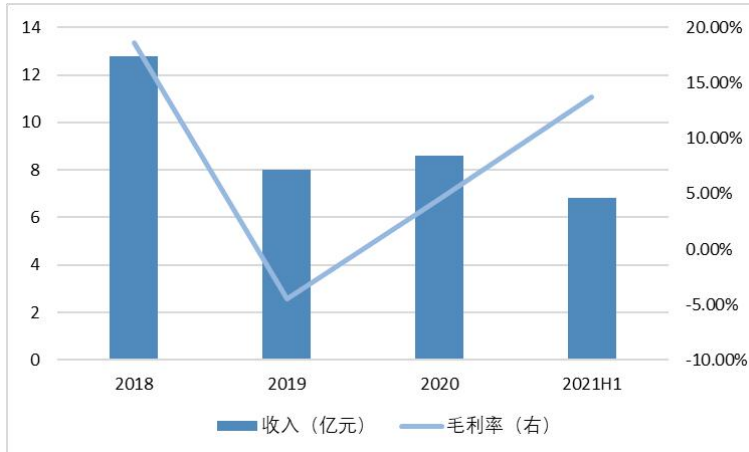
**图表 37: 2020 年国内 LED 芯片行业竞争格局(产能)(单位%)**


资料来源: 前瞻产业研究院, CSA, 信达证券研发中心

公司调整经营思路, 进行产品和客户结构的优化, 2021 年上半年已实现盈利。2020 年开始, 公司贯彻实施“高端产品和高端市场路线”的战略决策, 持续进行产品结构优化与客户结构调整。

1) 产品线上, 逐步开展从“普通照明”到“背光+高光效”高端产品路线转变。同时在 MiniLED 上, 2019 年开始布局, 2020 年实现批量出货; 同时推出大尺寸倒装 TV 背光产品, 实现国内首创应用。

2) 客户结构上, 从过去的依赖单一客户调整为与所有韩系、台系及国内第一梯队等主流客户展开稳定合作, 并进入大批量供货阶段。2021 年上半年, 公司整体产品均价持续提升, 毛利率提升至 13.75%, 实现了扣非业绩的扭亏为盈。随着高端化战略步入收获期, 后续有望持续盈利。

**图表 38: 公司 LED 板块收入和毛利率情况**


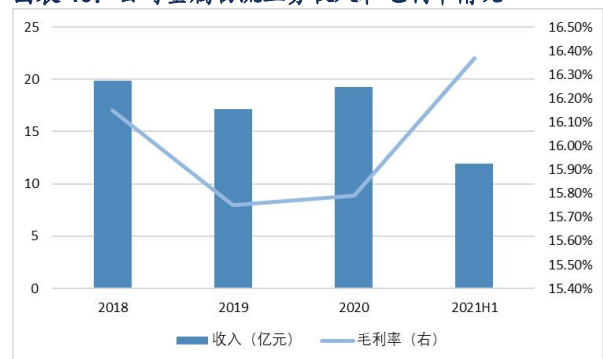
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2.2 金属物流业务增长可期

**股权架构优化, 未来增长可期。**该业务板块从事钢板和铝板的仓储、分拣、套裁、包装、配送以及来料加工, 并提供供应链管理服务。下游涉及电脑制造业、电子消费品制造业、家用电器、电气制造业、钣金制造、汽车配件等。2020 年度完成了相关公司股权架构优化调整, 激发了公司核心人员的积极性, 2021 年上半年, 该业务板块实现营收 11.97 亿元, 同比增长 58%。

**图表 39: 蔚蓝锂芯金属物流业务供应链**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

**图表 40: 公司金属物流业务收入和毛利率情况**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 三、盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

公司作为电动工具锂电池行业龙头企业, 客户结构优良, 产能持续扩张。从盈利性上看, 三元电池原材料 2021 年以来上涨较大, 考虑到公司产品占据下游成本比例小于动力电池, 同时公司产品结构优良, 价格传导能力较强, 盈利能力受到的影响较小。

1) 锂电池业务: 我们根据公司产能的扩张情况, 预计公司 2022-2023 年锂电池产品出货量分别为 7.1、11.8 亿颗, 毛利率方面, 考虑到碳酸锂等原材料涨价影响, 预计 2021-2022 年产品单价整体为上涨, 预计 2023 年原材料价格下跌, 产品价格随之下调, 2021-2023

年产品单价同比增速预计为 13.0%、16.4%、-20.6%，毛利率分别为 28.9%、24.0%、27.1%。

2) LED 业务：销量方面，预计 2021-2023 年分别为 1000、1000、1000 万片，保持相对稳定。该板块正在进行产品和客户结构的优化，产品单价预计 2021-2023 年同比增速分别为 19%、1%、0%，毛利率分别为 10.4%、14.9%、16.7%。

3) 金属物流业务：该业务在 2020 年进行了股权架构优化，有望激发人员积极性，带动业绩的增长，预计 2021-2023 年销量增速分别为 20%、12%、12%，产品价格方面，考虑到原材料大宗商品涨价的影响，预计 2021-2023 年单价同比增速分别为 14%、3%、-3%。毛利率方面，预计 2021-2023 年分别为 15.3%、14.2%、14.2%。

4) 费用率：我们预计公司整体的费用率保持相对稳定。

综合来看，我们预计公司 2022-2023 年实现营收 99.16 和 120.17 亿元，同比增长 48.4%和 21.2%，归母净利润 9.24、13.92 亿元，同比增长 37.1%、50.6%。

图表 41：公司收入预测表（百万元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营业收入	3519	4250	6680	9916	12017
yoy	-18%	21%	57%	48%	21%
毛利	471	695	1344	1990	2727
锂电池板块营收	964	1447	2725	5731	7562
yoy	-3%	50%	88%	110%	32%
毛利	206	341	789	1375	2052
LED 板块营收	799	859	1288	1100	1100
yoy	-38%	8%	50%	-15%	0%
毛利	-36	38	134	164	184
金属物流板块营收	1717	1928	2647	3065	3335
yoy	-14%	12%	37%	16%	9%
毛利	270	304	405	436	474
其他板块营收	39	16	20	20	20
yoy	-7%	-59%	25%	0%	0%
毛利	40	16	16	16	16

资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 估值与投资评级

考虑到公司锂电池业务占据大部分的利润比例，同时该业务板块仍处于快速扩张期，我们主要选择锂电池相关行业的公司鹏辉能源、欣旺达、亿纬锂能作为可比公司。可比公司的 2022-2023 年 Wind 一致预期对应的平均市盈率分别为 29.98 和 20.87X，公司当前市值对应 2022-2023 年 PE 分别为 22.07 和 14.65 倍，公司 2022-2023 年 PE 比可比公司平均值小，考虑到公司是电动工具锂电池龙头企业，首次覆盖给予“买入”评级。

**图表 42: 可比公司估值情况**

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
鹏辉能源	300438.SZ	48.7	211	0.67	1.33	1.99	72.69	36.62	24.47
欣旺达	300207.SZ	26.7	459	0.63	1.13	1.52	42.43	23.65	17.59
亿纬锂能	300014.SZ	70.9	1347	1.65	2.39	3.45	42.98	29.67	20.56
可比公司平均							52.70	29.98	20.87
蔚蓝锂芯	002245.SZ	19.7	204	0.65	0.89	1.34	30.24	22.07	14.65

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2022.03.15 收盘价, 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

## 四、风险因素

公司产能扩张不及预期的风险; 行业竞争加剧导致盈利下降的风险, 原材料价格大幅波动风险。

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,315	3,323	5,379	7,561	9,611	营业总收入	3,519	4,250	6,680	9,916	12,017
货币资金	260	321	1,048	1,094	1,891	营业成本	3,047	3,554	5,336	7,926	9,290
应收票据	279	211	366	679	823	营业税金及附加	13	13	20	27	34
应收账款	999	1,178	1,838	2,727	3,303	销售费用	50	61	67	89	108
预付账款	75	278	160	238	279	管理费用	90	121	143	198	240
存货	929	1,006	1,472	2,183	2,557	研发费用	146	157	307	446	517
其他	773	329	495	640	758	财务费用	98	103	105	168	188
非流动资产	3,595	3,841	4,254	4,562	4,839	减值损失合计	-60	-30	6	6	10
长期股权投资	5	3	3	3	3	投资净收益	8	-3	32	30	36
固定资产(合计)	2,538	2,323	2,165	1,917	1,637	其他	135	149	110	68	70
无形资产	160	175	216	243	269	营业利润	157	356	851	1,166	1,756
其他	892	1,340	1,870	2,400	2,930	营业外收支	-7	1	0	0	0
资产总计	6,910	7,164	9,634	12,123	14,450	利润总额	150	357	851	1,166	1,756
流动负债	2,704	2,873	4,282	5,681	6,416	所得税	4	76	128	175	263
短期借款	1,174	1,244	1,964	2,312	2,490	净利润	147	281	723	991	1,492
应付票据	668	668	1,023	1,520	1,782	少数股东损益	29	3	49	67	100
应付账款	414	556	877	1,303	1,527	归属母公司净利润	118	278	674	924	1,392
其他	449	405	418	546	617	EBITDA	416	681	1,389	1,787	2,399
非流动负债	1,267	903	1,203	1,303	1,403	EPS(当年)(元)	0.12	0.28	0.65	0.89	1.34
长期借款	448	265	565	665	765	现金流量表					
其他	819	638	638	638	638	单位: 百万元					
负债合计	3,971	3,776	5,485	6,984	7,819	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	849	801	849	916	1,016	经营活动现金流	671	327	651	547	1,479
归属母公司股东权益	2,091	2,588	3,299	4,224	5,616	净利润	147	281	723	991	1,492
负债和股东权益	6,910	7,164	9,634	12,123	14,450	折旧摊销	259	291	483	520	556
						财务费用	82	112	102	134	149
重要财务指标						投资损失	-8	3	-32	-30	-36
主要财务指标						营运资金变动	116	-364	-606	-1,053	-663
营业总收入	3,519	4,250	6,680	9,916	12,017	其它	74	5	-18	-15	-19
同比(%)	-18.1%	20.8%	57.2%	48.4%	21.2%	投资活动现金流	-42	-96	-879	-816	-810
归属母公司净利润	118	278	674	924	1,392	资本支出	-81	-129	-696	-631	-631
同比(%)	-47.9%	136.3%	142.6%	37.1%	50.6%	长期投资	35	26	-215	-215	-215
毛利率(%)	13.4%	16.4%	20.1%	20.1%	22.7%	其他	5	8	32	30	36
ROE(%)	5.6%	10.7%	20.4%	21.9%	24.8%	筹资活动现金流	-629	-102	955	315	128
EPS(摊薄)(元)	0.12	0.28	0.65	0.89	1.34	吸收投资	9	148	37	0	0
P/E	34.11	45.83	30.24	22.07	14.65	借款	1,796	1,420	1,020	448	277
P/B	1.92	5.01	6.18	4.83	3.63	支付利息或股息	-104	-114	-102	-134	-149
EV/EBITDA	14.37	21.51	16.09	12.74	9.27	现金净增加额	3	117	728	46	797

## 研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考,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做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准 20% 以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准 5%~20%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5%之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。