

蔚蓝锂芯 (002245.SZ)

产能建设加速推进，议价顺价传导成本压力

买入

核心观点

2021 年公司盈利 6.70 亿元，位于业绩预告中值。公司 2021 年实现营收 66.80 亿元，同比增长 57%；对应 Q4 实现营收 19.33 亿元，环比增长 16%。2021 年公司实现归母净利润 6.70 亿元，同比增长 141%；对应 Q4 实现归母净利润 1.65 亿元，环比略降 1%。公司全年盈利提升主要得益于高端锂电池业务需求强劲增长。公司四季度盈利略有下滑主要系存货跌价损失计提增加和处置固定资产等非核心业务造成损失。

电动工具市场需求强劲，公司持续扩产保证高速增长。2021 年国内电动工具产量为 2.72 亿台，同比增长 23%。受电动工具需求拉动，公司 2021 年锂电池产品出货量达到 3.90 亿颗，同比增长 66%，接近满产满销。公司 2021 年底锂电池产能达到 7 亿颗，2022 年淮安一期项目预计在四季度开始投产，届时产能将突破 12.5 亿颗。我们预计在产能持续扩张和客户旺盛需求下，2022 年公司锂电池出货量有望达到 7-7.2 亿颗，同比增长超 80%。

原料上涨下公司积极议价传导成本压力，产品及客户结构改善有望增厚利润。原材料涨价下锂电池环节盈利能力承压，公司采用动态调价机制，一方面与国内外客户积极缩短议价周期，另一方面积极落实价格调整。公司与博世、史丹利百得、TTI 等海外客户密切合作，海外营收占比稳步提升。公司 21700 电池完成研发，有望随淮安基地投产而实现量产。我们预计在海外客户占比提高和高倍率新型号电池持续推出下，盈利能力有望持续优化。

金属物流业务、LED 业务发展稳健，2022 年有望贡献可观利润。2021 年公司金属物流业务、LED 业务营收均实现同比 40% 以上增长。展望 2022 年，金属物流板块在股权激励下有望再创佳绩。LED 业务已完成产品研发、客户导入和生产设备更新等环节，有望进入加速放量期。

风险提示：电动车销量不及预期；投产进度不及预期；成本上涨超预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。公司海外客户占比持续提升、产品结构持续优化，盈利能力有望稳步提升。基于公司成本传导顺畅以及客户和产品结构改善带来的盈利能力边际优化，我们上调原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 10.66/17.67/22.25 亿元（原预测 2022/2023 年为 10.62/15.70 亿元），同比增速分别为 59/66/26%，摊薄 EPS 分别为 1.03/1.71/2.15 元，当前股价对应 PE 分别为 22/14/11 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,250	6,680	10,126	15,145	18,623
(+/-%)	20.8%	57.2%	51.6%	49.6%	23.0%
净利润(百万元)	278	670	1066	1767	2225
(+/-%)	136.3%	141.1%	59.1%	65.7%	26.0%
每股收益(元)	0.28	0.65	1.03	1.71	2.15
EBIT Margin	8.2%	12.3%	13.2%	15.6%	16.0%
净资产收益率 (ROE)	8.2%	15.4%	19.6%	25.0%	24.7%
市盈率 (PE)	83.0	35.7	22.4	13.5	10.8
EV/EBITDA	42.3	26.1	19.2	12.5	10.4
市净率 (PB)	6.81	5.51	4.39	3.39	2.65

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

公司研究·财报点评

电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

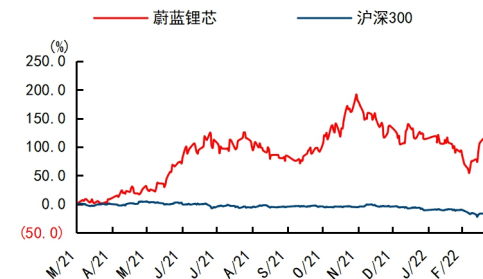
wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	22.67 元
总市值/流通市值	23486/21967 百万元
52 周最高价/最低价	33.70/10.40 元
近 3 个月日均成交额	808.87 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《蔚蓝锂芯-002245-2021 年三季报点评：锂电扩产再加码，业绩符合预期》——2021-10-27
- 《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
- 《澳洋顺昌-002245-财报及重大事项点评：定增募资进一步夯实 LED 主业》——2018-01-04
- 《澳洋顺昌-002245-财报及重大事项点评：净利润增长 67%，LED 迎来收获期》——2017-10-25
- 《澳洋顺昌-002245-财报及重大事项点评：净利润大增 98%，公司定增显雄心》——2017-08-08

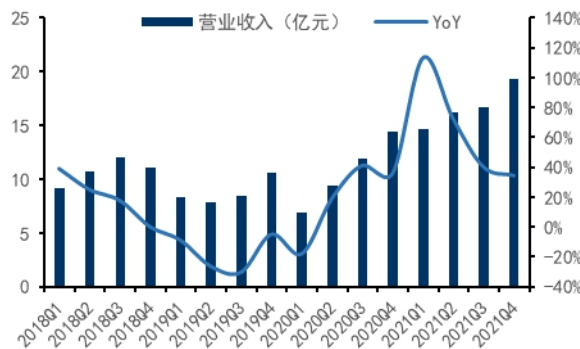
公司 2021 年实现营收 66.80 亿元，同比增长 57%；对应 Q4 实现营收 19.33 亿元，环比增长 16%。2021 年公司实现归母净利润 6.70 亿元，同比增长 141%；对应 Q4 实现归母净利润 1.65 亿元，环比略降 1%。2021 年公司毛利率为 20.42%，同比增长 4.28pct；净利率为 10.62%，同比增长 3.98pct。公司全年盈利提升主要得益于客户结构改善以及锂电池产品结构优化。2021 年 Q4 公司毛利率为 18.01%，环比下降 3.65pct；净利率为 8.70%，环比下降 1.82pct。公司四季度净利率有所下滑主要系非核心业务的存货跌价损失计提增加和处置固定资产造成损失。

图1：蔚蓝锂芯营业收入及增速（单位：亿元、%）



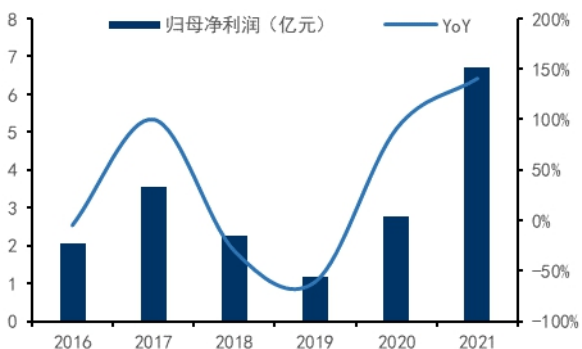
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：蔚蓝锂芯单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



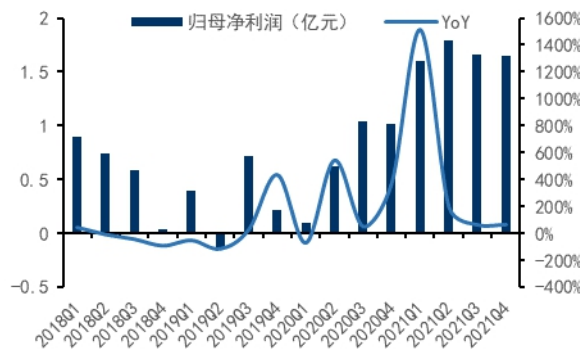
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：蔚蓝锂芯归母净利润及增速（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：蔚蓝锂芯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

公司费用率同比下降明显。2021 年公司期间费用率为 9.13%，同比下降 1.29pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 0.57%（-0.88pct）、2.18%（-0.65pct）、5.09%（+1.39pct）、1.29%（-1.15pct）。2021 年公司研发投入大幅提升，研发费用率增长显著；管理效率持续提升拉动管理费用率下调。2021Q4 公司会计政策变更，销售费用中的运输费等计入营业成本，销售费用率环比下降 1.76pct。

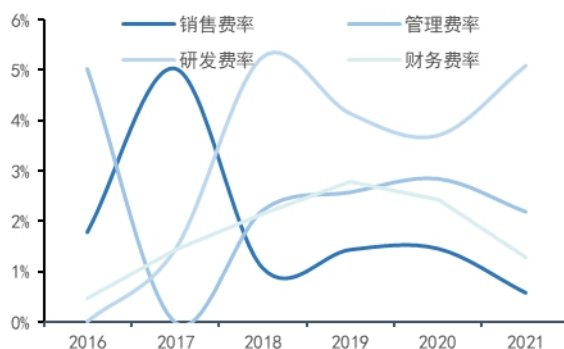
2021 年公司经营性现金流量净额为 5.35 亿元，同比增长 63%。2021 年公司计提资产减值/信用减值为 0.32/0.15 亿元；固定资产处置收益为-1.09 亿元，主要系淘汰老旧生产设备所致。公司 2021 年流动比率/速动比率为 1.01/0.68，偿债能力同比略有下降；应收账款周转率/存货周转率为 4.81/4.19，运营效率同比提升。

图5: 蔚蓝锂芯毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 蔚蓝锂芯费用率变化情况



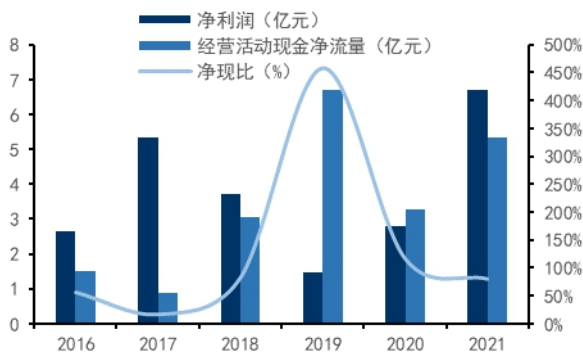
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 蔚蓝锂芯资产、负债和资产负债率情况



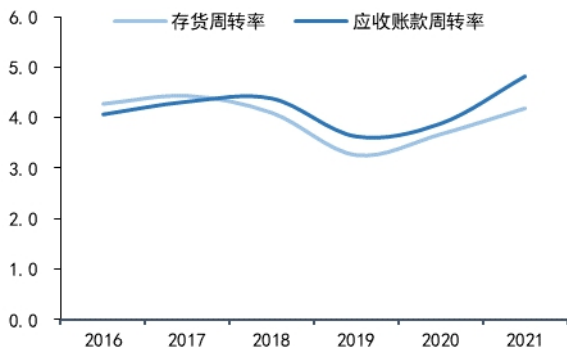
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 蔚蓝锂芯经营活动现金流情况



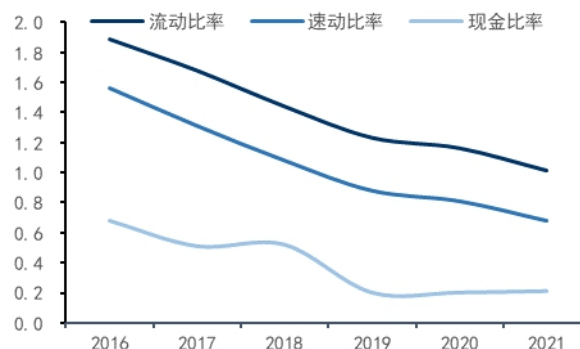
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 蔚蓝锂芯营运能力指标变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 蔚蓝锂芯偿债能力指标变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电动工具市场需求强劲，公司 2021 年营收高速增长。2021 年国内电动工具产量为 2.72 亿台，同比增长 23%。受电动工具需求拉动，公司 2021 年锂电池产品出货量达到 3.90 亿颗，同比增长 66%，接近满产满销。公司张家港一厂和二厂一期已建成产能 4 亿颗，张家港二厂二期 3 万颗项目在 2021 年四季度投产，2021 年底锂电池名义产能达到 7 亿颗。由于张家港二厂二期运用了新产线，设备调试难度大、周期长，我们预计其将在 2022 年 4 月底、5 月初达产。

展望 2022 年，公司有望维持高增长态势。公司 2022 年对博世、史丹利百得预计供应 0.87/1.20 亿颗，同时与牧田、TTI 等客户保持稳定供应关系。客户订单明确有望夯实公司业绩增长确定性。2022 年公司淮安一期项目预计在四季度开始投产，届时公司产能将突破 12.5 亿颗。我们预计在产能持续扩张和客户旺盛需求下，2022 年公司锂电池出货量有望达到 7-7.2 亿颗，同比增长超 80%。

图11：国内电动工具产量（亿台）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图12：蔚蓝锂芯锂电池销量（亿颗）

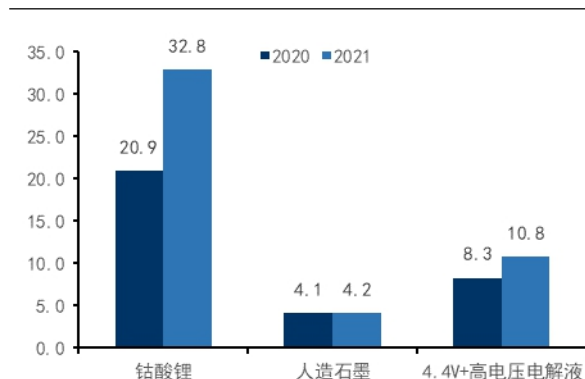


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2021 年原材料价格持续拉涨，公司积极议价传导成本压力。2021 年，正极钴酸锂、石墨负极、4.4V+高电压电解液价格同比分别上涨 57%/1/30%。原材料涨价下锂电池环节盈利能力承压，但消费电池由于其成本在下游终端占比低、性能要求高等特点，成本传导相较动力电池更为顺利。2021 年公司锂电池单颗售价为 6.86 元，同比增长 12%；锂电池业务毛利率为 28.23%，同比提升 4.68pct。

公司现采用动态调价机制，在原材料价格波动超过一定幅度时会与客户重新议价。公司一方面与国内外客户积极缩短议价周期，另一方面积极落实价格调整。原材料价格上涨对公司的影响基本能够完全传导，但可能受价格波动超预期等因素影响存在一定时滞性。我们预计，随着锂电主材价格企稳，公司凭借议价顺价能够使得盈利能力保持相对稳定。

图13: 锂电池主要材料价格情况（万元/吨）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 蔚蓝锂芯锂电池价格与成本（元/颗）



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司客户结构与产品结构加速优化，盈利能力有望稳步提升。2021 年公司与史丹利百得、TTI、博世等深入合作，海外客户营收占比达到 12.3%。2022 年公司已与史丹利百得、博世分别签订 1.20/0.87 亿颗供应订单，并积极与牧田、TTI 客户深入合作，预计海外营收占比有望稳步提升。海外客户终端定价高、所需产品性能优，业务盈利能力更强。

公司 21700 电池已完成 3.0Ah、4.0Ah 高倍率、高容量产品的研发，同时在推进 5.0Ah 产品研制。公司 21700-4.0Ah 电池搭配了高镍及硅负极体系，目前已获得高端电动工具及吸尘器市场的认可。公司 21700 电池有望伴随淮安工厂投产而实现量产，预计其 2022 年出货 0.2 亿颗，2023 年实现大批量供应。我们预计在海外客户占比提高和高倍率、新型号电池持续推出背景下，公司盈利能力有望得到进一步优化。

表 1: 全球动力工具锂电池企业对应客户

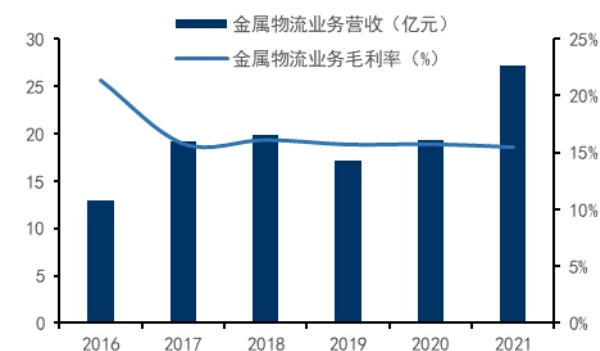
锂电池供应商	国际电动工具客户	国内电动工具客户
三星 SDI	TTI、百得、博世、牧田、日立、喜利得	宝时得
Murata	TTI、牧田、喜利得	
松下	牧田、日立	
蔚蓝锂芯	博世、TTI、百得、麦太保、伊莱克斯、德国安海	大艺、东成、泉峰、宝时得、科沃斯、德国安海、格力博
亿纬锂能	TTI、博世、麦太保、伊莱克斯	大艺、东成、泉峰、格力博
海四达	史丹利百得，TTI，获得博世的产品技术认证	宝时得、泉峰、东成、科沃斯、美的、小米。

资料来源:GGII，蔚蓝锂芯、亿纬锂能公告，国信证券经济研究所整理

金属物流业务、LED 业务发展稳健，2022 年有望贡献可观利润。2021 年公司金属物流业务实现营业收入 27.14 亿元，同比增长 41%。2021 年金属物流业务毛利率为 15.52%，同比略降 0.30pct。公司金属物流配送业务长期处于细分行业领先地位，配送下游以 ICT、汽车零部件等客户为主，需求表现良好。2021 年公司金属物流业务股权结构进行调整优化，核心人员积极性极大激发；同时公司积极支持业务发展，预计 2022 年该板块仍将贡献可观收益。

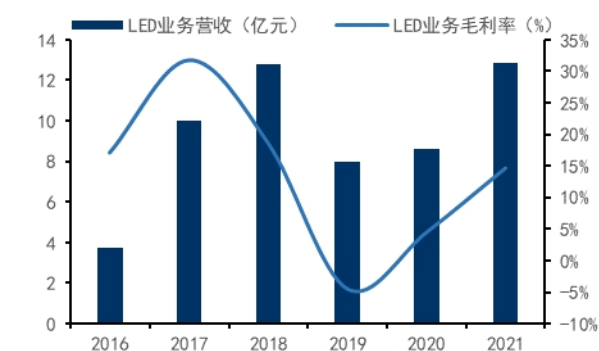
2021 年公司 LED 业务实现营业收入 12.83 亿元，同比增长 49%。2021 年 LED 业务毛利率为 14.67%，同比增加 10.20pct。2021 年公司持续推动研发背光、植物照明/LED 车灯高端照明等领域，其大尺寸倒装技术处于国内一流水平。公司 MiniLED 产品已进入多家知名厂商供应链，开始实现稳定出货。2021 年公司淘汰了部分老旧外延片生产设备，购置了先进的 MOCVD 设备，优化了产能配置。我们预计，在客户突破和技术持续优化背景下，公司 LED 业务有望实现快速放量。

图15: 蔚蓝锂芯金属物流业务营收及毛利率（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图16: 蔚蓝锂芯 LED 业务营收及毛利率（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

伴随张家港基地、淮安基地的加速扩张，公司产能紧张情况将得到一定缓解，锂电池出货量将快速增长。同时，公司海外客户占比持续提升、产品结构持续优化，叠加持续顺价议价下，公司盈利能力有望稳步提升。基于公司成本传导顺畅以及客户和产品结构改善带来的盈利能力边际优化，我们上调原有盈利预测，预计2022-2024 年实现归母净利润分别为 10.66/17.67/22.25 亿元（原预测 2022/2023 年为 10.62/15.70 亿元），同比增速分别为 59/66/26%，摊薄 EPS 分别为 1.03/1.71/2.15 元，当前股价对应 PE 分别为 22/14/11 倍，维持“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表（2022 年 3 月 22 日）

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	(2020A)	(2021E)	
300014	亿纬锂能	83.90	1,593	0.87	1.77	2.77	3.89	96.43	47.40	30.28	21.56	15.07	0.60	买入
300207	欣旺达	30.42	523	0.51	0.64	1.13	-	59.65	47.53	26.92	-	12.74	0.97	未评级
300438	鹏辉能源	51.70	224	0.13	0.65	1.38	-	397.69	79.54	37.46	-	2.22	0.35	未评级
002245	蔚蓝锂芯	23.10	239	0.28	0.65	1.03	1.71	83.02	35.71	22.45	13.54	11.88	0.39	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、鹏辉能源盈利预测为 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	321	547	500	500	500	营业收入	4250	6680	10126	15145	18623
应收款项	1389	1783	2081	2905	3572	营业成本	3550	5316	8037	11794	14490
存货净额	1006	1533	2358	3734	4592	营业税金及附加	13	19	30	45	56
其他流动资产	276	352	482	708	869	销售费用	61	38	56	79	93
流动资产合计	3323	4632	5962	8536	10328	管理费用	121	146	221	296	344
固定资产	2540	3321	3538	4182	4767	研发费用	157	340	456	576	670
无形资产及其他	175	212	203	195	187	财务费用	103	86	94	166	238
其他长期资产	1122	1557	2430	3635	4470	投资收益	(3)	32	0	0	10
长期股权投资	3	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	13	(47)	(30)	(30)	(20)
资产总计	7164	9722	12134	16549	19752	其他收入	88	157	138	38	28
短期借款及交易性金融负	1382	2077	4485	6884	7790	营业利润	356	829	1311	2168	2730
应付款项	1224	2295	959	1260	1549	营业外净收支	1	8	5	0	0
其他流动负债	155	171	241	237	218	利润总额	357	837	1316	2168	2730
流动负债合计	2873	4585	5888	8684	9929	所得税费用	76	127	197	325	410
长期借款及应付债券	610	781	781	781	781	少数股东损益	3	40	53	76	96
其他长期负债	293	17	17	17	17	归属于母公司净利润	278	670	1066	1767	2225
长期负债合计	903	798	798	798	798	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3776	5383	6686	9482	10728	净利润	278	670	1066	1767	2225
少数股东权益	801	771	814	879	965	资产减值准备	74	17	30	30	20
股东权益	2588	3568	4634	6187	8059	折旧摊销	288	300	259	300	359
负债和股东权益总计	7164	9722	12134	16549	19752	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	103	86	94	166	238
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	157	112	(2482)	(2177)	(1452)
每股收益	0.28	0.65	1.03	1.71	2.15	其它	(469)	(565)	116	212	304
每股红利	0.03	0.00	0.21	0.34	0.43	经营活动现金流	327	535	(1010)	131	1456
每股净资产	3.39	4.19	5.26	6.82	8.71	资本开支	(138)	(633)	(468)	(936)	(936)
ROIC	8%	17%	18%	21%	20%	其它投资现金流	42	(633)	(873)	(1205)	(825)
ROE	8%	15%	20%	25%	25%	投资活动现金流	(96)	(1266)	(1341)	(2141)	(1761)
毛利率	16%	20%	21%	22%	22%	权益性融资	234	341	0	0	0
EBIT Margin	8%	12%	13%	16%	16%	负债净变化	(7)	633	2408	2399	906
EBITDA Margin	15%	17%	16%	18%	18%	支付股利、利息	(225)	(49)	(10)	(223)	(363)
收入增长	21%	57%	52%	50%	23%	其它融资现金流	328	462	2408	2399	906
净利润增长率	136%	141%	59%	66%	26%	融资活动现金流	(102)	839	2304	2009	305
资产负债率	53%	55%	55%	57%	54%	现金净变动	130	108	(47)	0	0
息率	0.1%	0.0%	0.9%	1.5%	1.9%	货币资金的期初余额	260	321	547	500	500
P/E	83.02	35.71	22.45	13.54	10.75	货币资金的期末余额	321	547	500	500	500
P/B	6.81	5.51	4.39	3.39	2.65	企业自由现金流	581	476	(1556)	(804)	503
EV/EBITDA	42.26	26.14	19.21	12.54	10.38	权益自由现金流	644	1381	772	1453	1207

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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