

# 蔚蓝锂芯 (002245.SZ) — 2022年一季报业绩点评

**买入**

## 电池业务高速增长，原材料涨价扰动短期盈利

### 核心观点

**2022Q1 公司盈利 2.00 亿元。**公司 2022 年一季度实现营收 18.40 亿元，同比+26%，环比-5%；实现归母净利润 2.00 亿元，同比+25%，环比+20%。公司 2022Q1 毛利率为 17.54%，同比-2.67pct，环比-0.47pct；净利率为 11.64%，同比-0.02pct，环比+2.94pct。公司盈利能力同比下滑主要系原材料价格持续上涨下，锂电池产品盈利能力略有承压。环比来看，公司盈利能力基本稳定。

**公司锂电池出货稳定，单颗净利环比略降。**我们预计 2022Q1 公司锂电池出货量为 1.2 亿颗，环比基本持平；单颗售价在 7.5 元左右，环比+3%；单颗净利约为 1-1.1 元，环比略降。公司锂电池盈利能力环比略降主要系面对原材料价格持续上涨情况下，公司与海外客户谈判周期增加，成本传导和价格调整存在一定滞后性。公司电动工具客户多为 TTI、史丹利百得、牧田、博世等全球头部电动工具厂商，国内疫情对其需求影响不大，对其产品出口效率略有影响。

**展望 2022 年公司有望维持高增长态势。**产能方面，公司淮安一期约 6 亿颗电池项目有望下半年建成投产，届时公司锂电池产能将突破 12.5 亿颗。需求方面，公司与史丹利百得、博世已签订 2022 年供应 1.20/0.87 亿颗订单，并与牧田、TTI 深入合作，客户需求确定性高。我们预计 2022 年公司锂电池出货量有望突破 7 亿颗，同比增长超 80%。公司整体议价能力显著优于动力电池和消费电子电池等环节。此外，公司高倍率高容量电池进展顺利，产品结构持续优化。我们预计伴随公司产品价格调整快速落地以及产品结构持续改善，锂电池业务盈利能力有望维持相对稳定。

**公司金属物流、LED 等业务发展稳健，亦将贡献可观利润。**公司金属物流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。公司在 2021 年对金属物流业务进行了股权结构优化，核心人员积极性极大激发，有望贡献可观利润。公司 LED 业务由普通照明持续转向背光、植物照明、LED 车灯高端照明等领域，产品结构优化改善盈利能力。

**风险提示：**下游需求不及预期；投产进度不及预期；成本上涨超预期。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。公司产能高速扩张，产品出货量将快速增长；海外客户占比提升和产品结构优化有望改善利润。考虑到原材料价格拉涨下成本传导存在一定滞后，我们略微下调原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润 10.09/17.19/21.19 亿元（原预测为 10.66/17.67/22.25 亿元），同比增速为 51/70/23%，摊销 EPS 分别为 0.97/1.66/2.05 元，对应 PE 分别为 20/12/9 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	10,560	15,235	18,240
(+/-%)	20.8%	57.2%	58.1%	44.3%	19.7%
净利润(百万元)	278	670	1009	1719	2119
(+/-%)	136.3%	141.1%	50.5%	70.4%	23.3%
每股收益(元)	0.28	0.65	0.97	1.66	2.05
EBIT Margin	8.2%	12.3%	11.8%	14.7%	15.6%
净资产收益率 (ROE)	8.9%	18.4%	21.9%	29.4%	28.2%
市盈率 (PE)	68.8	29.6	19.7	11.5	9.4
EV/EBITDA	36.0	22.5	18.0	11.6	9.5
市净率 (PB)	5.64	4.57	3.73	2.87	2.26

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

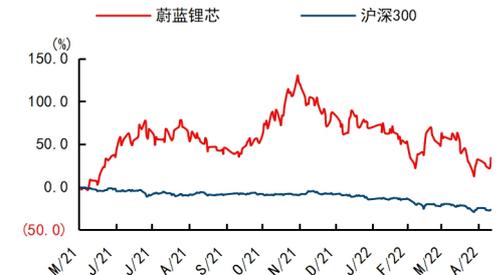
wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	19.14 元
总市值/流通市值	19829/18547 百万元
52 周最高价/最低价	33.70/12.84 元
近 3 个月日均成交额	819.34 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.SZ) - 产能建设加速推进，议价能力传导成本压力》——2022-03-24
- 《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

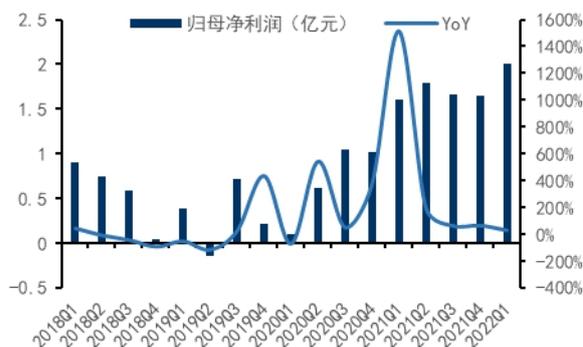
公司 2022 年一季度实现营收 18.40 亿元，同比+26%，环比-5%；实现归母净利润 2.00 亿元，同比+25%，环比+20%。公司 2022Q1 毛利率为 17.54%，同比-2.67pct，环比-0.47pct；净利率为 11.64%，同比-0.02pct，环比+2.94pct。公司盈利能力同比下滑主要系原材料价格持续上涨下，锂电池产品盈利能力略有承压。环比来看，公司盈利能力基本稳定。

图1: 公司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

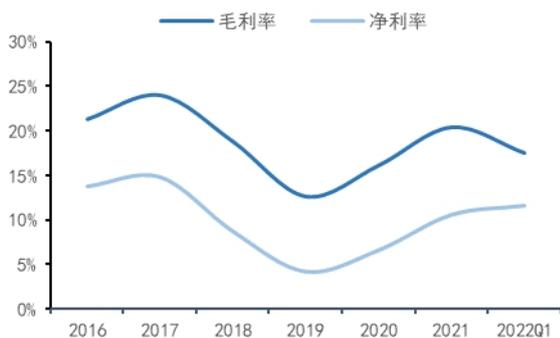
图2: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

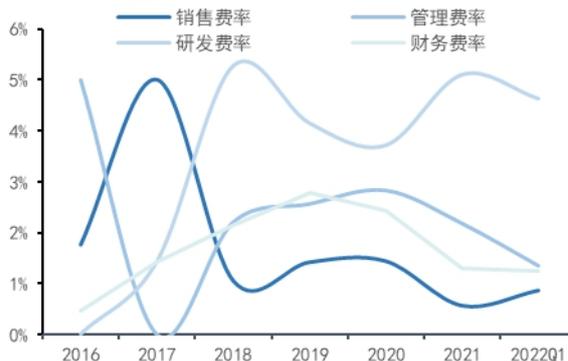
**公司费用率略有下降。**2022Q1 年公司期间费用率为 8.08%，同比+1.51pct，环比-0.17pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 0.87%（-0.16pct）、1.35%（-0.07pct）、4.62%（+1.36pct）、1.24%（+0.37pct）。公司持续加大新产品研发，研发费用率同比提升明显。公司近年来持续推进流程升级和组织变革，管理费用率将稳中有降。

图3: 公司毛利率、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4: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司锂电池出货稳定，单颗净利环比略降。**我们预计 2022Q1 公司锂电池出货量在 1.2 亿颗，环比基本持平；单颗售价在 7.5 元左右，环比+3%；单颗净利约为 1-1.1 元，环比略降。公司锂电池盈利能力环比略降主要系面对原材料价格持续上涨情况下，公司与海外客户谈判周期增加，成本传导和价格调整存在一定滞后性。公司电动工具客户多为 TTI、史丹利百得、牧田、博世等全球头部电动工具厂商，国内疫情对其需求影响不大，对其产品出口效率略有影响。公司金属物流业务整体稳定，受到疫情影响，2022Q1 营收环比略降。公司 LED 业务持续推出新产品，并获得下游充分认可，为公司贡献可观收益。我们预计 2022Q1 金属物流和 LED 业务贡献利润约 0.3 亿元。

**展望 2022 年公司有望持续高增长态势。**产能方面，公司淮安一期约 6 亿颗电池项目有望下半年建成投产，届时公司锂电池产能将突破 12.5 亿颗。需求方面，公司与史丹利百得、博世已签订 2022 年供应 1.20/0.87 亿颗订单，并与牧田、TTI 深入合作，客户需求确定性强。我们预计 2022 年公司锂电池出货量有望突破 7 亿颗，同比增长超 80%。

**盈利能力方面，**电动工具赛道需求增长迅速、且客户以海外为主，价格联动机制完善，公司整体议价顺价能力显著优于动力电池和消费电子电池等环节。此外，公司高倍率高容量电池进展顺利，产品结构持续优化。我们预计伴随公司产品价格调整快速落地以及产品结构持续改善，锂电池业务盈利能力有望维持相对稳定。

图5：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

**公司金属物流、LED 等业务发展稳健，2022 年亦将贡献可观利润。**公司金属物流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。公司在 2021 年对金属物流业务进行了股权结构优化，核心人员积极性极大激发，有望贡献可观利润。公司 LED 业务由普通照明持续转向背光、植物照明、LED 车灯高端照明等领域，产品结构优化改善盈利能力。

**投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。**

公司产能高速扩张，产品出货量将快速增长；同时海外客户占比提升和产品结构优化有望改善利润。考虑到原材料价格拉涨下成本传导存在一定滞后，我们下调原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润 10.09/17.19/21.19 亿元（原预测为 10.66/17.67/22.25 亿元），同比增速为 51/70/23%，摊销 EPS 分别为 0.97/1.66/2.05 元，对应 PE 分别为 20/12/9 倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表（2022年5月10日）

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	(2021A)	(2022E)		
300014	亿纬锂能	70.63	1,341	1.53	2.75	3.95	5.70	46.16	25.69	17.89	12.39	17.99	0.33	买入	
300207	欣旺达	23.68	407	0.53	0.83	1.43		44.68	28.53	16.56		9.23	1.03	未评级	
300438	鹏辉能源	36.13	157	0.42	1.33	2.02		86.02	27.17	17.89		6.99	0.12	未评级	
002245	蔚蓝锂芯	19.14	198	0.65	0.97	1.66	2.05	29.45	19.73	11.53	9.34	21.77	0.23	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)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	321	547	500	500	500	营业收入	4250	6680	10560	15235	18240
应收款项	1389	1783	2170	2922	3498	营业成本	3550	5316	8529	12004	14264
存货净额	1006	1533	2459	3757	4498	营业税金及附加	13	19	32	46	55
其他流动资产	276	352	512	720	856	销售费用	61	38	58	79	91
<b>流动资产合计</b>	<b>3323</b>	<b>4632</b>	<b>6201</b>	<b>8596</b>	<b>10137</b>	管理费用	121	146	230	298	337
固定资产	2540	3321	3538	4182	4767	研发费用	157	340	475	579	657
无形资产及其他	175	212	203	195	187	财务费用	103	86	94	178	245
其他长期资产	1122	1557	2534	3656	4378	投资收益	(3)	32	0	0	0
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)
<b>资产总计</b>	<b>7164</b>	<b>9722</b>	<b>12477</b>	<b>16631</b>	<b>19470</b>	其他收入	88	157	158	118	48
短期借款及交易性金融负债	1382	2077	4877	7107	7815	营业利润	356	829	1241	2110	2601
应付款项	1224	2295	1020	1283	1524	营业外净收支	1	8	5	0	0
其他流动负债	155	171	256	241	215	<b>利润总额</b>	<b>357</b>	<b>837</b>	<b>1246</b>	<b>2110</b>	<b>2601</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2873</b>	<b>4585</b>	<b>6364</b>	<b>8936</b>	<b>9918</b>	所得税费用	76	127	187	316	390
长期借款及应付债券	610	781	781	781	781	少数股东损益	3	40	50	74	91
其他长期负债	293	17	17	17	17	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>278</b>	<b>670</b>	<b>1009</b>	<b>1719</b>	<b>2119</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>903</b>	<b>798</b>	<b>798</b>	<b>798</b>	<b>798</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3776</b>	<b>5383</b>	<b>7162</b>	<b>9734</b>	<b>10716</b>	净利润	278	670	1009	1719	2119
少数股东权益	801	771	811	875	956	资产减值准备	74	17	30	30	20
股东权益	2588	3568	4504	6022	7798	折旧摊销	288	300	259	300	359
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7164</b>	<b>9722</b>	<b>12477</b>	<b>16631</b>	<b>19470</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	103	86	94	178	245
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	157	112	(2637)	(2054)	(1266)
每股收益	0.28	0.65	0.97	1.66	2.05	其它	(469)	(565)	113	222	316
每股红利	0.03	0.07	0.19	0.33	0.41	<b>经营活动现金流</b>	<b>327</b>	<b>535</b>	<b>(1225)</b>	<b>217</b>	<b>1548</b>
每股净资产	3.39	4.19	5.13	6.66	8.45	资本开支	(138)	(633)	(468)	(936)	(936)
ROIC	5%	12%	12%	16%	16%	其它投资现金流	42	(633)	(977)	(1122)	(721)
ROE	9%	18%	22%	29%	28%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(96)</b>	<b>(1266)</b>	<b>(1445)</b>	<b>(2058)</b>	<b>(1657)</b>
毛利率	16%	20%	19%	21%	22%	权益性融资	234	341	0	0	0
EBIT Margin	8%	12%	12%	15%	16%	负债净变化	(7)	633	2799	2230	708
EBITDA Margin	15%	17%	14%	17%	18%	支付股利、利息	(225)	(49)	(83)	(212)	(354)
收入增长	21%	57%	58%	44%	20%	其它融资现金流	328	462	2799	2230	708
净利润增长率	136%	141%	51%	70%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(102)</b>	<b>839</b>	<b>2623</b>	<b>1841</b>	<b>109</b>
资产负债率	53%	55%	57%	59%	55%	<b>现金净变动</b>	<b>130</b>	<b>108</b>	<b>(47)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	0.2%	0.4%	1.0%	1.7%	2.1%	货币资金的期初余额	260	321	547	500	500
P/E	68.79	29.59	19.65	11.53	9.35	货币资金的期末余额	321	547	500	500	500
P/B	5.64	4.57	3.73	2.87	2.26	企业自由现金流	581	476	(1788)	(788)	575
EV/EBITDA	36.03	22.48	17.95	11.65	9.53	权益自由现金流	644	1381	932	1291	1075

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所提及的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