

蔚蓝锂芯 (002245) 2022 年半年报点评

受疫情+俄乌战争影响，Q2 出货低于预期 买入（维持）

2022 年 08 月 22 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

研究助理 岳斯瑶

执业证书：S0600120100021

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	6,680	7,946	12,590	15,954
同比	57%	19%	58%	27%
归属母公司净利润（百万元）	670	693	1,282	1,828
同比	141%	3%	85%	43%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.58	0.60	1.11	1.59
P/E（现价&最新股本摊薄）	33.47	32.36	17.49	12.27

投资要点

■ **22 年 H1 归母净利润 3.51 亿元，同比增长 3.49%，符合市场预期。**22 年 H1 公司营收 38.02 亿元，同比增长 23.29%；归母净利润 3.51 亿元，同比增长 3.49%；扣非净利润 2.9 亿元，同比降低 3.75%；21 年毛利率为 16.78%，同比降低 4.48pct；净利率为 10.23%，同比降低 1.65pct。此前公司预告上半年归母净利润 3.4-3.6 亿元，中报业绩处于业绩预告中值，符合市场预期。

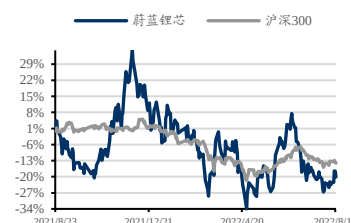
■ **受疫情+俄乌战争影响，电动工具终端需求偏弱，价格传导顺利二季度盈利有所提升。**出货方面，我们预计 22 年 Q2 出货 1 亿颗，环降 15%，低于市场预期，主要受疫情+俄乌战争影响。疫情影响公司生产及客户提货，上海泾阳钢壳厂期间停滞，公司订单 70%来自海外客户，上海港出货受阻致提货周期延长。由于能源危机+欧洲通胀，电动工具终端需求偏弱，我们预计 Q3 电动工具去库存，出货环比进一步下滑，22 全年出货近 4.5 亿颗。盈利方面，受碳酸锂等原材料涨价影响，公司短期盈利承压，但 4 月对国际客户涨价顺利，我们预计公司 22 年 H1 单颗盈利近 1.1 元/颗，环比微降，其中 Q2 单颗盈利 1.2 元/颗，环比微升，伴随价格进一步传导及产品结构升级，22 年 H2 盈利能力有望进一步修复，我们预计公司 22 全年单颗盈利 1.2 元/颗。

■ **承接国产替代化产能，加速便携式储能布局。**公司金属物流配送及 LED 业务保持稳定增长，整体聚焦消费圆柱电芯，顺应电动工具无绳化、锂电化及国产替代化趋势，实现份额迅速扩张，客户结构优异，是国内唯一全部进入全球 TOP4 电动工具公司供应链的供应商。公司产能扩张充分，第一工厂开始切换铁锂圆柱，加速便携式储能布局，我们预计上海第三工厂一期 5-6 亿颗产能 10 月投产，我们预计 22 年底产能 12 亿颗，在建二期项目 23 年 Q1 完工，产能规划 5-6 亿颗，我们预计 23 年底产能达 17 亿颗。产品+成本+客户优势，叠加公司龙头地位，我们预计公司市占率将进一步增长，23 年市占率有望达 30%。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑电动工具终端需求偏弱，我们下调公司 22-24 年归母净利润的预测至 6.93/12.82/18.28 亿元（此前预计 10.1/15.9/20.7 亿元），对应 PE 为 32/17/12x，给予 23 年 28 倍 PE，目标价 31.2 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**产能扩张不及预期，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)	19.47
一年最低/最高价	16.08/33.01
市净率(倍)	3.19
流通 A 股市值(百万元)	18,875.56
总市值(百万元)	22,430.35

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.09
资产负债率(% ,LF)	46.80
总股本(百万股)	1,152.05
流通 A 股(百万股)	969.47

相关研究

《蔚蓝锂芯(002245): 国产替代正当时，锂芯升级共蔚蓝》

2022-06-06

《蔚蓝锂芯(002245): LED 外延和芯片发力，业绩快速增长》

2014-03-17

22 年 H1 归母净利润 3.51 亿元，同比增长 3.49%，符合市场预期。22 年 H1 公司营收 38.02 亿元，同比增长 23.29%；归母净利润 3.51 亿元，同比增长 3.49%；扣非净利润 2.9 亿元，同比降低 3.75%；21 年毛利率为 16.78%，同比降低 4.48pct；净利率为 10.23%，同比降低 1.65pct。此前公司预告上半年归母净利润 3.4-3.6 亿元，中报业绩处于业绩预告中值，符合市场预期。

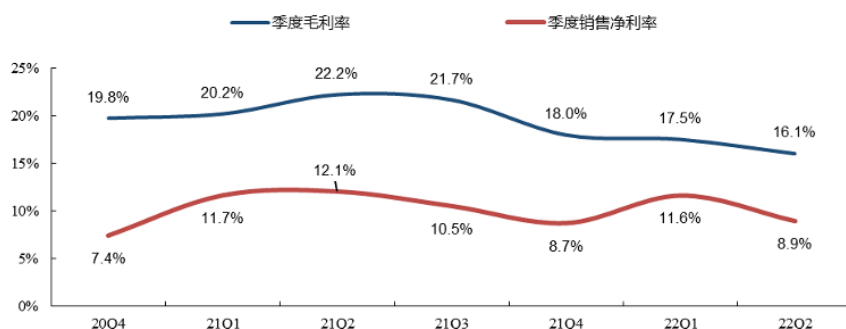
22 年 Q2 归母净利润 1.51 亿元，疫情+俄乌战争影响叠加，盈利能力环比微降。22 年 Q2 公司实现营收 19.62 亿元，同比增加 21.08%，环比增长 6.64%；归母净利润 1.51 亿元，同比降低 16%，环比降低 24.7%，扣非归母净利润 1.49 亿元，同比降低 1.23%，环比增长 4.9%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 16.06%，同比降低 6.15pct，环比降低 1.48pct；归母净利率 7.68%，同比降低 3.39pct，环比降低 3.2pct；Q2 扣非净利率 7.57%，同比降低 1.71pct，环比降低 0.13pct。

图1：公司分季度经营情况（百万元）

	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2
营业收入(百万)	1,962.2	1,840.0	1,932.5	1,664.0	1,620.5
-同比	21.08%	25.72%	34.52%	40.19%	72.43%
毛利率	16.06%	17.54%	18.01%	21.66%	22.21%
归母净利润(百万)	150.7	200.2	165.0	166.0	179.4
-同比	-16.00%	25.40%	61.50%	59.53%	190.48%
归母净利率	7.68%	10.88%	8.54%	9.98%	11.07%
扣非归母净利润(百万)	148.6	141.7	126.47	154.62	150.45
-同比	-1.23%	-6.25%	40.26%	86.22%	462.68%
扣非归母净利率	7.57%	7.70%	6.54%	9.29%	9.28%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务拆分来看：锂电池业务营收保持增长，毛利率同比下降，海外营收占比增加。

分地区看，22 年 H1 境内收入 29.91 亿元，同增 7.2%，毛利率 15.8%，同降 4.7pct。22 年 H1 境外收入 8.10 亿元，同增 175.5%，毛利率 20.4%，同降 8.2pct。22 年 H1 境外业务收入占总营收比例 21.3%，同增 11.8pct。分业务看，22 年 H1 锂电池业务营收 17.18 亿，同增 43.3%，毛利率 20.7%，同降 9.6%，子公司天鹏电源 22 年 H1 营收 17.13 亿元，同增 42.87%，净利润 2.47 亿元，同降 2.37%；LED 业务实现营收 7.12 亿，同增 4.4%，毛利率为 12.0%，同降 1.7%，子公司淮安顺昌 22H1 营收 7.12 亿元，同增 19.46%，净利润 0.31 亿元，同降 22.50%；金属配送业务实现营收 13.69 亿，同增 14.4%，毛利率为 15.5%，同降 0.9%，子公司顺昌科技营收为 13.73 亿元，同增 0.59%，净利润 2.23 亿元，同增 175.31%。

图3：分地区业绩情况

	2022H1				2021H2		2021H1	
	营业收入（亿）	同比	毛利率	同比	营业收入（亿）	毛利率	营业收入（亿）	毛利率
境内	29.91	7.2%	15.8%	-4.7%	30.68	25.6%	27.90	20.5%
境外	8.10	175.5%	20.4%	-8.2%	5.28	35.1%	2.94	28.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：蔚蓝锂芯分业务拆分情况

	2022H1				2021H2		2021H1	
	营业收入（亿）	同比	毛利率	同比	营业收入（亿）	毛利率	营业收入（亿）	毛利率
锂电池业务	17.18	43.3%	20.7%	-9.6%	14.75	36.2%	11.99	30.3%
LED业务	7.12	4.4%	12.0%	-1.7%	6.01	18.7%	6.82	13.8%
金属配送业务	13.69	14.4%	15.5%	-0.9%	15.17	17.5%	11.97	16.4%
其他	0.02	-0.69	-	-	0.04	-	0.05	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：公司主要子公司经营情况

公司名称	主要业务	2022H1				2021H2		2021H1	
		营业收入（亿元）	营收-同比	净利润（亿元）	净利润-同比	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）
天鹏电源	研发、生产、销售动力锂电池	17.13	42.87%	2.47	-2.37%	14.84	2.78	11.99	2.53
淮安顺昌	LED外延及芯片研发、制造、销售；照明灯具制造、安装	7.12	19.46%	0.31	-22.50%	6.03	-0.22	5.96	0.4
顺昌科技	金属材料的加工、仓储、销售	13.73	0.59%	2.23	175.31%	13.98	0.97	13.65	0.81

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

受疫情+俄乌战争影响，电动工具终端需求偏弱，价格传导顺利二季度盈利有所提升。出货方面，我们预计 22 年 Q2 出货 1 亿颗，环降 15%，低于市场预期，主要受疫情+俄乌战争影响。疫情影响公司生产及客户提货，上海泾阳钢壳厂期间停滞，公司订单 70%来自海外客户，上海港出货受阻致提货周期延长。由于能源危机+欧洲通胀，电动工

具终端需求偏弱，我们预计 Q3 电动工具去库存，出货环比进一步下滑，22 全年出货近 4.5 亿颗。盈利方面，受碳酸锂等原材料涨价影响，公司短期盈利承压，但 4 月对国际客户涨价顺利，我们预计公司 22 年 H1 单颗盈利近 1.1 元/颗，环比微降，其中 Q2 单颗盈利 1.2 元/颗，环比微升，伴随价格进一步传导及产品结构升级，22 年 H2 盈利能力有望进一步修复，我们预计公司 22 全年单颗盈利 1.2 元/颗。

承接国产替代化产能，加速便携式储能布局。公司金属物流配送及 LED 业务保持稳定增长，整体聚焦消费圆柱电芯，顺应电动工具无绳化、锂电化及国产替代化趋势，实现份额迅速扩张，客户结构优异，是国内唯一全部进入全球 TOP4 电动工具公司供应链的供应商。公司产能扩张充分，第一工厂开始切换铁锂圆柱，加速便携式储能布局，我们预计上海第三工厂一期 5-6 亿颗产能 10 月投产，我们预计 22 年底产能 12 亿颗，在建二期项目 23 年 Q1 完工，产能规划 5-6 亿颗，我们预计 23 年底产能达 17 亿颗。产品+成本+客户优势，叠加公司龙头地位，我们预计公司市占率将进一步增长，2023 年市占率有望达 30%。

公司费用控制良好，研发费用率同比增长 1.27 个百分点。2022 年 H1 公司期间费用合计 3.1 亿元，同比增长 13.01%，费用率为 8.15%，同比降低 0.74pct。2022Q2 期间费用合计 1.61 亿元，同比降低 9.44%，环比增长 8.53%，期间费用率为 8.22%，同比降低 2.77pct，环比增长 0.14pct；销售费用 0.16 亿元，销售费用率 0.01%，同比减少 1.18pct，环比减少 0.85pct；管理费用 0.29 亿元，管理费用率 1.48%，同比减少 1.34pct，环比增 0.13pct；财务费用 0.12 亿元，财务费用率 0.59%，同比减少 1.46pct，环比减少 0.65pct；研发费用 1.2 亿元，研发费用率 6.13%，同比增 1.21pct，环比增 1.51pct。公司 2022Q2 计提资产减值损失-0.07 亿元，计提信用减值损失 0.1 亿元。

图6：季度费用率

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
销售费用	15.00	19.33	17.46	-13.64	15.99	0.28
-销售费用率	1.03%	1.19%	1.05%	-0.71%	0.87%	0.01%
管理费用	20.82	45.80	37.45	41.86	24.92	29.13
-管理费用率	1.42%	2.83%	2.25%	2.17%	1.35%	1.48%
研发费用	47.68	79.87	110.68	101.88	85.00	120.35
-研发费用率	3.26%	4.93%	6.65%	5.27%	4.62%	6.13%
财务费用	12.65	33.16	10.73	29.39	22.74	11.56
-财务费用率	0.86%	2.05%	0.65%	1.52%	1.24%	0.59%
期间费用	96.15	178.15	176.33	159.49	148.65	161.33
-期间费用率	6.57%	10.99%	10.60%	8.25%	8.08%	8.22%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	-32.01	0.00	-6.80
信用减值损失	0.00	0.03	1.89	-16.80	-0.45	10.06

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营现金流同比减少, 账面现金较年初大幅增长。22 年 H1 公司存货为 21.05 亿元, 较年初增长 37.29%; 应收账款 17.21 亿元, 较年初增长 7.51%; 期末公司合同负债 0.19 亿元, 较年初减少 55.69%。2022 年 H1 公司经营活动净现金流净额为 0.2 亿元, 同比降低 46.55%; 投资活动净现金流净额为-3.55 亿元, 同比上升 107.05%; 资本开支为 2.03 亿元, 同比减少 6.45%; 账面现金为 29.23 亿元, 较年初增长 434.14%, 短期借款 21.58 亿元, 较年初增长 14.27%。

盈利预测与投资评级: 考虑电动工具终端需求偏弱, 我们下调公司 22-24 年归母净利润的预测至 6.93/12.82/18.28 亿元(此前预计 10.1/15.9/20.7 亿元), 对应 PE 为 32/17/12x, 给予 23 年 28 倍 PE, 目标价 31.2 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 产能扩张不及预期, 原材料价格波动, 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)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,632	5,572	8,490	10,594	营业总收入	6,680	7,946	12,590	15,954
货币资金及交易性金融资产	777	1,024	1,488	1,825	营业成本(含金融类)	5,316	6,507	10,062	12,620
经营性应收款项	2,057	2,450	3,882	4,916	税金及附加	19	24	37	47
存货	1,533	1,830	2,845	3,571	销售费用	38	64	101	128
合同资产	0	0	0	0	管理费用	146	159	252	319
其他流动资产	265	267	276	282	研发费用	340	358	541	638
非流动资产	5,091	5,544	6,075	6,390	财务费用	86	114	132	127
长期股权投资	1	1	1	1	加:其他收益	218	246	252	319
固定资产及使用权资产	2,387	2,769	3,181	3,475	投资净收益	32	21	31	40
在建工程	936	981	1,069	1,061	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	212	238	269	298	减值损失	-47	-64	-73	-87
商誉	597	597	597	597	资产处置收益	-109	-72	-101	-112
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	829	853	1,574	2,235
其他非流动资产	955	955	955	955	营业外净收支	8	6	6	6
资产总计	9,722	11,116	14,565	16,983	利润总额	837	859	1,580	2,241
流动负债	4,585	5,249	7,436	8,039	减:所得税	127	130	237	336
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,077	2,230	2,767	2,184	净利润	710	730	1,343	1,905
经营性应付款项	2,295	2,763	4,273	5,359	减:少数股东损益	40	36	60	76
合同负债	42	52	80	101	归属母公司净利润	670	693	1,282	1,828
其他流动负债	171	204	315	395	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.58	0.60	1.11	1.59
非流动负债	798	798	798	798	EBIT	992	835	1,597	2,202
长期借款	781	781	781	781	EBITDA	1,297	1,201	2,035	2,705
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.42	18.11	20.08	20.89
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	10.03	8.72	10.19	11.46
其他非流动负债	16	16	16	16	收入增长率(%)	57.20	18.94	58.45	26.72
负债合计	5,383	6,047	8,234	8,837	归母净利润增长率(%)	141.09	3.43	85.01	42.59
归属母公司股东权益	3,568	4,261	5,464	7,202					
少数股东权益	771	807	868	944					
所有者权益合计	4,339	5,069	6,331	8,146					
负债和股东权益	9,722	11,116	14,565	16,983					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	535	1,085	1,175	2,027	每股净资产(元)	3.44	4.11	5.27	6.95
投资活动现金流	-1,266	-864	-1,029	-879	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	839	27	318	-812	ROIC(%)	13.37	9.28	15.11	17.83
现金净增加额	104	247	464	337	ROE-摊薄(%)	18.78	16.27	23.47	25.39
折旧和摊销	305	367	438	503	资产负债率(%)	55.37	54.40	56.53	52.04
资本开支	-599	-886	-1,061	-919	P/E(现价&最新股本摊薄)	33.47	32.36	17.49	12.27
营运资本变动	-694	-276	-985	-746	P/B(现价)	5.65	4.73	3.69	2.80

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>