

蔚蓝锂芯 (002245)

2022 年三季报点评: 终端需求偏弱, Q3 业绩低于预期

买入 (维持)

2022 年 10 月 28 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

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009

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	7,056	9,571	12,960
同比	57%	6%	36%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	670	451	777	1,178
同比	141%	-33%	72%	52%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.58	0.39	0.67	1.02
P/E (现价&最新股本摊薄)	27.42	40.78	23.65	15.60

#业绩不及预期

投资要点

■ **2022 年前三季度归母净利 4.0 亿元, 同比减少 20%, 低于市场预期。** 2022 年前三季度毛利率为 16.2%, 同比-5.2pct; 销售净利率 8.62%, 同比-2.78pct。2022 年 Q3 归母净利 0.5 亿元, 同环比-68%/-65%, 扣非归母净利润 0.51 亿元, 同环比-67%/-66%。业绩下滑主要原因是: 1) 圆柱电池销量低于预期, Q3 预计出货 0.5-0.6 亿颗, 环比下滑明显; 2) Q3 LED 业务预计亏损 0.3-0.35 亿元。

■ **电动工具终端需求偏弱, 下游 Q3 去库存, 销量低于预期。** Q3 公司圆柱电池我们预计销 0.5-0.6 亿颗, 环降 40%左右, 系终端需求下滑, 下游去库存影响。我们预计前三季度公司圆柱电池累计销 2.7 亿颗, Q4 销量环比 Q3 基本持平, 全年销 3.2 亿颗, 同比下降 18%。23 年下游需求有望逐步恢复, 我们预计 23 年出货有望恢复至 5-6 亿颗, 同比增 70%+。盈利方面, 因终端需求下降, 营收缩减导致费用率提升, 我们预计 Q3 单颗净利 1 元/颗左右, 环降 15%, 22 年全年单颗净利 1-1.1 元/颗左右, 同比下降 18%。随着销量恢复, 同时伴随着产品结构升级, 预计 23 年盈利有望进一步修复。

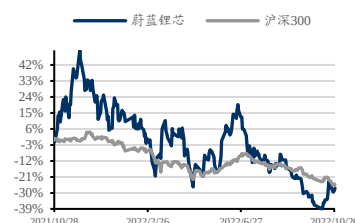
■ **发力便携式/户用储能领域, 加速海外产能布局。** 公司加速海外产能布局, 拟投资 2.8 亿美元在马来西亚新建 10GWh 圆柱锂电池制造项目, 包含 21/46/50 各型号, 主要服务储能 (便携式、户侧、工商业)、电动工具、智能出行、清洁电器等应用领域客户, 有利于及时响应海外客户需求。公司电池业务直接海外出口销售已占 50%左右, 具备优秀的产品力+成本控制+大客户优势, 预计 23 年市占率有望提升至 30%。同时, 除了电动工具市场, 公司积极拓展便携式储能等高景气度市场, 有望在 23 年取得客户突破。

■ **期间费用率环比向上, 应收账款减少, 现金流亮眼。** 22Q3 公司期间费用率为 8.61%, 同环比-1.98/+0.39pct; 22 年前三季度应收账款 12.44 亿元, 较年初减少 22.3%; 22 Q3 公司经营活动净现金流净额为 1.3 亿元, 同比增 2%, 环比大增 259%。

■ **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 4.5/7.8/11.8 亿元 (此前预计 6.9/12.8/18.3 亿元), 同比-33%/+72%/+52%, 对应 PE 为 41/24/16x, 考虑到公司产品结构升级, 发力户储/便携式领域, 长期仍有增长潜力, 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)	15.95
一年最低/最高价	13.30/33.70
市净率(倍)	2.89
流通 A 股市值(百万元)	15,463.03
总市值(百万元)	18,375.14

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.53
资产负债率(%,LF)	38.22
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): 受疫情+俄乌战争影响, Q2 出货低于预期》
2022-08-22

《蔚蓝锂芯(002245): 国产替代正当时, 锂芯升级共蔚蓝》
2022-06-06

2022 年前三季度归母净利 4.0 亿元，同比减少 20%，低于市场预期。2022 年前三季度公司营收 51.45 亿元，同比增长 8.37%；归母净利润 4.04 亿元，同比减少 20.08%；扣非净利润 3.41 亿元，同比减少 25.15%；2022 年前三季度毛利率为 16.2%，同比降低 5.2pct；销售净利率为 8.62%，同比降低 2.78pct。

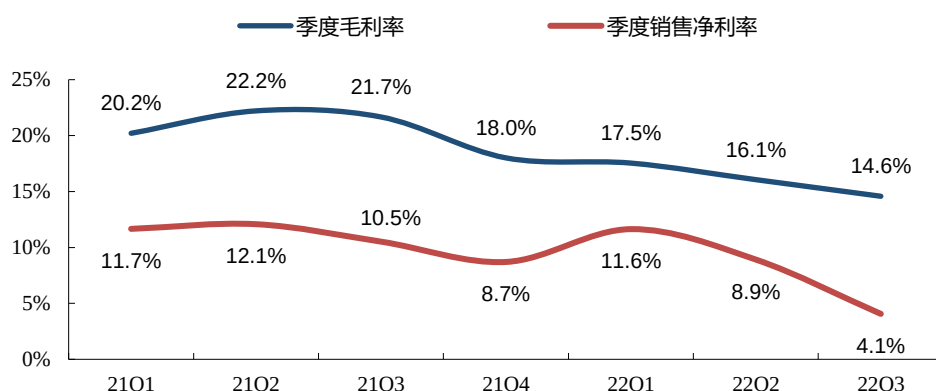
2022 年 Q3 归母净利 0.5 亿元，环比减少 65%。2022 年 Q3 公司实现营收 13.43 亿元，同比减少 19.28%，环比减少 31.55%；归母净利润 0.53 亿元，同比减少 68.22%，环比减少 65%，扣非归母净利润 0.51 亿元，同比减少 66.9%，环比减少 65.56%。业绩下滑主要原因是：1）圆柱电池销量低于预期，Q3 预计出货 0.5-0.6 亿颗，环比下滑明显；2）Q3 LED 业务预计亏损 0.3-0.35 亿元。盈利能力方面，Q3 毛利率为 14.58%，同比降低 7.09pct，环比降低 1.48pct；归母净利率 3.93%，同比降低 6.05pct，环比降低 3.75pct；Q3 扣非净利率 3.81%，同比降低 5.48pct，环比降低 3.76pct。

图1：公司分季度经营情况（百万元）

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	1,343.1	1,962.2	1,840.0	1,932.5	1,664.0	1,620.5	1,463.5
-同比	-19.28%	21.08%	25.72%	34.52%	40.19%	72.43%	113.27%
毛利率	14.58%	16.06%	17.54%	18.01%	21.66%	22.21%	20.21%
归母净利润(百万)	52.8	150.7	200.2	165.0	166.0	179.4	159.6
-同比	-68.22%	-16.00%	25.40%	61.50%	59.53%	190.48%	1508.53%
归母净利率	3.93%	7.68%	10.88%	8.54%	9.98%	11.07%	10.91%
扣非归母净利润(百万)	51.2	148.6	141.65	126.47	154.62	150.45	151.09
-同比	-66.90%	-1.23%	-6.25%	40.26%	86.22%	462.68%	1104.52%
扣非归母净利率	3.81%	7.57%	7.70%	6.54%	9.29%	9.28%	10.32%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图2：公司季度盈利能力



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

电动工具终端需求偏弱，下游 Q3 去库存，销量低于预期。Q3 公司圆柱电池我们预计销 0.5-0.6 亿颗，环降 40%左右，系终端需求下滑，下游去库存影响。我们预计前三季度公司圆柱电池累计销 2.7 亿颗，Q4 销量环比 Q3 基本持平，全年销 3.2 亿颗，同比下降 18%。23 年下游需求有望逐步恢复，我们预计 23 年出货有望恢复至 5-6 亿颗，同比增 70%+。盈利方面，因终端需求下降，营收缩减导致费用率提升，我们预计 Q3 单颗净利 1 元/颗左右，环降 15%，22 年全年单颗净利 1-1.1 元/颗左右，同比下降 18%。随着销量恢复，同时伴随着产品结构升级，预计 23 年盈利有望进一步修复。

发力便携式/户用储能领域，加速海外产能布局。公司加速海外产能布局，拟投资 2.8 亿美元在马来西亚新建 10GWh 圆柱锂电池制造项目，包含 21/46/50 各型号，主要服务储能（便携式、户侧、工商业）、电动工具、智能出行、清洁电器等应用领域客户，有利于及时响应海外客户需求。公司电池业务直接海外出口销售已占 50%左右，具备优秀的产品力+成本控制+大客户优势，预计 23 年市占率有望提升至 30%。同时，除了电动工具市场，公司积极拓展便携式储能等高景气度市场，有望在 23 年取得客户突破。

期间费用率环比向上，销售费用环比高增。2022 年前三季度公司期间费用合计 4.26 亿元，同比减少 5.54%，费用率为 8.27%，同比减少 1.22pct。2022Q3 期间费用合计 1.16 亿元，同比减少 34.38%，环比减少 28.28%，期间费用率为 8.61%，同比减少 1.98pct，环比增 0.39pct；销售费用 0.07 亿元，销售费用率 0.53%，同比减少 0.52pct，环比增 0.51pct；管理费用 0.32 亿元，管理费用率 2.36%，同比增 0.1pct，环比增 0.87pct；财务费用-0.11 亿元，财务费用率-0.83%，同比减少 1.48pct，环比减少 1.42pct；研发费用 0.88 亿元，研发费用率 6.56%，同比减少 0.09pct，环比增 0.43pct。公司 2022Q3 计提资产减值损失 0.15 亿元，计提信用减值损失 0.03 亿元。

图3：公司分季度费用率

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
销售费用	15.00	19.33	17.46	-13.64	15.99	0.28	7.10
-销售费用率	1.03%	1.19%	1.05%	-0.71%	0.87%	0.01%	0.53%
管理费用	20.82	45.80	37.45	41.86	24.92	29.13	31.64
-管理费用率	1.42%	2.83%	2.25%	2.17%	1.35%	1.48%	2.36%
研发费用	47.68	79.87	110.68	101.88	85.00	120.35	88.13
-研发费用率	3.26%	4.93%	6.65%	5.27%	4.62%	6.13%	6.56%
财务费用	12.65	33.16	10.73	29.39	22.74	11.56	-11.16
-财务费用率	0.86%	2.05%	0.65%	1.52%	1.24%	0.59%	-0.83%
期间费用	96.15	178.15	176.33	159.49	148.65	161.33	115.70
-期间费用率	6.57%	10.99%	10.60%	8.25%	8.08%	8.22%	8.61%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	-32.01	0.00	-6.80	-15.07
信用减值损失	0.00	0.03	1.89	-16.80	-0.45	10.06	-2.93

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

应收账款减少，现金流亮眼。2022 年三季度末公司存货为 19.65 亿元，较年初增长 28.14%；应收账款 12.44 亿元，较年初减少 22.3%；期末公司合同负债 0.21 亿元，较年初减少 49.93%。2022Q3 公司经营活动净现金流净额为 1.3 亿元，同比增 2%，环比大增 259%。Q3 末账面现金为 5.86 亿元，较年初增长 7.04%，短期借款 11.65 亿元，较年初减少 38.33%。

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 4.5/7.8/11.8 亿元（此前预计 6.9/12.8/18.3 亿元），同比-33%/+72%/+52%，对应 PE 为 41/24/16x，考虑到公司产品结构升级，发力户储/便携式领域，长期仍有增长潜力，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	4,896	6,471	8,364	营业总收入	6,680	7,056	9,571	12,960
货币资金及交易性金融资产	777	812	1,038	1,119	营业成本(含金融类)	5,316	5,853	7,859	10,534
经营性应收款项	2,057	2,176	2,952	3,998	税金及附加	19	21	28	38
存货	1,533	1,642	2,211	2,971	销售费用	38	35	38	104
合同资产	0	0	0	0	管理费用	146	134	172	220
其他流动资产	265	266	270	276	研发费用	340	346	412	518
非流动资产	5,091	5,544	6,075	6,390	财务费用	86	112	128	131
长期股权投资	1	1	1	1	加:其他收益	218	106	144	168
固定资产及使用权资产	2,387	2,769	3,181	3,475	投资净收益	32	19	24	32
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	-64	-77	-91
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	829	553	951	1,437
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	10,440	12,546	14,753	利润总额	837	559	957	1,443
流动负债	4,585	4,828	6,201	7,272	减:所得税	127	84	144	216
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,077	2,113	2,556	2,386	净利润	710	474	813	1,227
经营性应付款项	2,295	2,485	3,337	4,473	减:少数股东损益	40	24	37	49
合同负债	42	47	63	84	归属母公司净利润	670	451	777	1,178
其他流动负债	171	183	245	328	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.58	0.39	0.67	1.02
非流动负债	798	798	798	798	EBIT	992	667	1,061	1,545
长期借款	781	781	781	781	EBITDA	1,297	1,034	1,500	2,048
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.42	17.06	17.88	18.72
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	10.03	6.39	8.12	9.09
其他非流动负债	16	16	16	16	收入增长率(%)	57.20	5.63	35.63	35.41
负债合计	5,383	5,626	6,999	8,070	归母净利润增长率(%)	141.09	-32.76	72.40	51.58
归属母公司股东权益	3,568	4,019	4,716	5,803					
少数股东权益	771	795	831	880					
所有者权益合计	4,339	4,813	5,547	6,684					
负债和股东权益	9,722	10,440	12,546	14,753					

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	982	1,009	1,344	每股净资产(元)	3.44	3.88	4.55	5.60
投资活动现金流	-1,266	-859	-1,012	-865	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	-88	230	-398	ROIC(%)	13.37	7.60	10.87	14.02
现金净增加额	104	35	226	81	ROE-摊薄(%)	18.78	11.21	16.47	20.29
折旧和摊销	305	367	438	503	资产负债率(%)	55.37	53.89	55.79	54.70
资本开支	-599	-878	-1,036	-898	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.42	40.78	23.65	15.60
营运资本变动	-694	-96	-554	-740	P/B(现价)	4.63	4.11	3.50	2.85

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>

