

# 蔚蓝锂芯 (002245.SZ) - 2022 年报及 2023 年一季报点评

## 电池业务短期承压, 新产品新场景布局进展顺利

增持

### 核心观点

公司 2022 年实现净利润 3.78 亿元, 同比-44%; 2023Q1 实现净利润-0.13 亿元, 亏损环比收窄。公司 2022 年实现营收 62.85 亿元; 实现归母净利润 3.78 亿元, 同比-44%。公司 2023Q1 实现营收 9.74 亿元, 同比-47%, 环比-15%; 实现归母净利润-0.13 亿元, 亏损环比收窄。

海外需求较弱客户砍单去库存, 导致公司锂电池销量承压。2022 年公司锂电池业务营收 25.65 亿元, 同比-4%; 销量为 3.13 亿颗, 同比下滑 20%。我们预计 2022Q4 公司锂电池销量约为 0.43 亿颗, 环比-22%; 2023Q1 锂电池销量约为 0.32 亿颗, 环比-26%。展望后续季度, 伴随原料价格企稳与终端需求逐步回复, 公司电池出货量有望环比持续提升。我们预计公司 2023 年锂电池出货量有望超 4 亿颗, 同比增长近 30%。

原料价格波动与产能利用率较低等因素造成公司电池业务盈利能力同比下滑。2022 年公司锂电池单颗净利约为 0.8 元, 同比下滑 0.46 元左右。2022H2 下游客户持续去库导致公司产能利用率较低, 盈利能力下滑明显。我们预计 2022Q4 公司锂电池单颗净利约为-0.20 元; 2023Q1 单颗净利约为-0.56 元。展望后续季度, 伴随原材料价格企稳以及产能利用率的稳步提升, 公司盈利能力有望实现快速修复。

公司锂电产品持续开拓应用场景, 钠电产品进展顺利。公司应用于高端智能出行的 21700 全极耳电芯实现样品定型, 进入国际客户送样验证; 清洁电器国际顶级客户送样验证并通过测试, 打破国际同行垄断。公司 2022 年首次推出磷酸铁锂电池及钠电池, 与中科海钠签订合作协议, 推动钠电池量产。

公司 LED 业务与金属物流业务发展平稳。2022 年公司 LED 业务营收 11.27 亿元, 同比-12%; 毛利率为 9.60%, 同比-5.07pct。2022H2 公司 MiniLED 等终端产品的需求释放进度因为全球经济下行压力增加也远未达到预期, 整体业绩受到一定影响。2022 年公司金属物流业务营收 25.98 亿元, 同比-4%; 毛利率为 15.26%, 同比-0.26pct。公司持续深化金属业务股权结构的调整优化, 推动数字化转型, 提升服务响应速度与服务品质, 竞争力不断得到提升。

**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“增持”评级。基于下游需求表现疲软以及客户持续去库存, 我们下调盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 4.37/7.42/10.20 亿元 (原预测 2023-2024 年净利润为 8.64/13.18 亿元), 同比+16/70/37%, EPS 分别为 0.38/0.64/0.89 元, 当前 PE 为 30/17/13 倍。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,680	6,285	6,892	8,513	10,484
(+/-%)	57.2%	-5.9%	9.7%	23.5%	23.2%
净利润(百万元)	670	378	437	742	1020
(+/-%)	141.1%	-43.5%	15.5%	69.8%	37.4%
每股收益(元)	0.65	0.33	0.38	0.64	0.89
EBIT Margin	12.3%	7.1%	7.4%	10.8%	12.1%
净资产收益率 (ROE)	18.4%	7.1%	6.3%	9.8%	12.1%
市盈率 (PE)	17.3	34.1	29.6	17.4	12.7
EV/EBITDA	15.2	22.8	22.0	14.3	10.9
市净率 (PB)	2.68	1.79	1.69	1.55	1.39

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

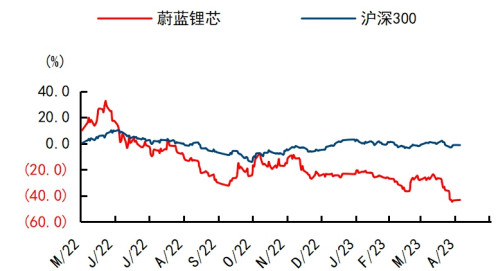
#### 电力设备 · 电池

证券分析师: 王蔚祺 联系人: 李全  
010-88005313 021-60375434  
wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn  
S0980520080003

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	11.21 元
总市值/流通市值	12914/12136 百万元
52 周最高价/最低价	26.45/10.70 元
近 3 个月日均成交额	461.18 百万元

#### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

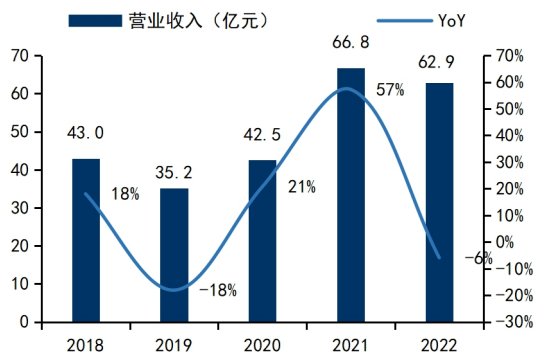
#### 相关研究报告

- 《蔚蓝锂芯 (002245.SZ) - 2022 年三季度业绩点评-销量短期承压, 应用场景持续开拓》——2022-10-30
- 《蔚蓝锂芯 (002245.SZ) - 2022 年中报业绩点评-顺价传导成本压力, 疫情扰动短期出货》——2022-08-21
- 《蔚蓝锂芯 (002245.SZ) - 2022 年一季报业绩点评-电池业务高速增长, 原材料涨价扰动短期盈利》——2022-05-11
- 《蔚蓝锂芯 (002245.SZ) - 产能建设加速推进, 议价顺价传导成本压力》——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

公司 2022 年实现营收 62.85 亿元，同比-6%，对应 Q4 实现营收 11.40 亿元，同比-41%，环比-15%。公司 2022 年实现归母净利润 3.78 亿元，同比-44%，对应 Q4 实现归母净利润-0.25 亿元，由盈转亏。公司 2022 年毛利率为 15.84%，同比-4.58pct；对应 Q4 毛利率为 14.22%，同比-3.79pct，环比-0.36pct。

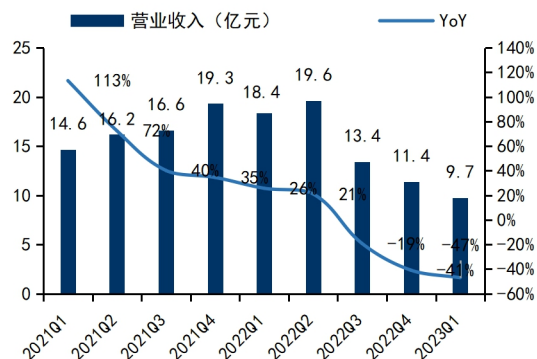
公司 2023Q1 实现营收 9.74 亿元，同比-47%，环比-15%；实现归母净利润-0.13 亿元，亏损环比收窄。公司 2023Q1 毛利率为 9.16%，同比-8.38pct，环比-5.06pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



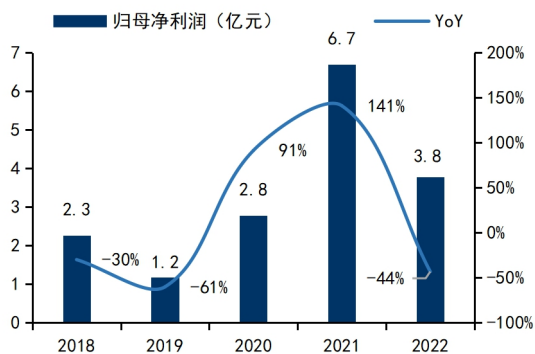
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



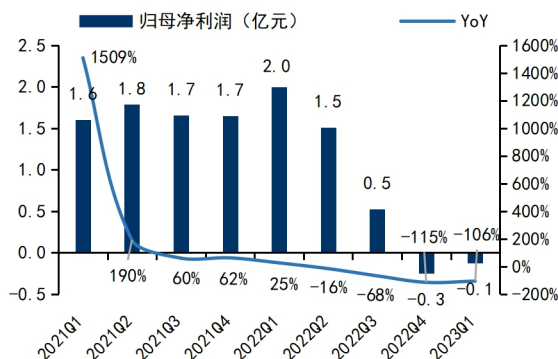
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（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：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



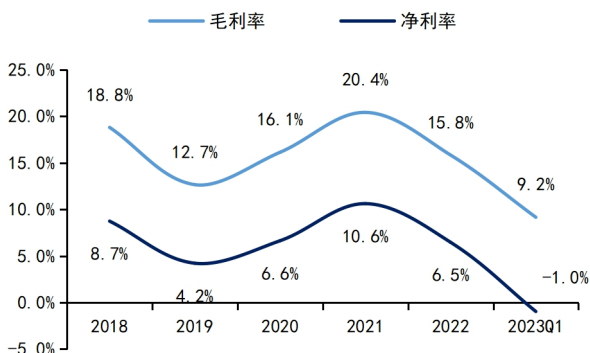
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司 2023Q1 期间费用率同比略增。**公司 2022 年期间费用率为 8.70%，同比-0.43pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 0.59% (+0.02pct)、1.90% (-0.29pct)、5.92% (+0.83pct)、0.29% (-1.00pct)。公司 2023Q1 期间费用率为 12.12%，同比+4.04pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 0.97% (+0.10pct)、3.23% (+1.88pct)、6.54% (+1.92pct)、1.38% (+0.14pct)。

公司 2022 年底锂电池库存为 1.16 亿颗，存货为 18.70 亿元，其中原材料/在产品/库存商品分别为 4.07/3.52/11.12 亿元。2023Q1 末存货为 18.71 亿元，较 2022 年末基本持平。

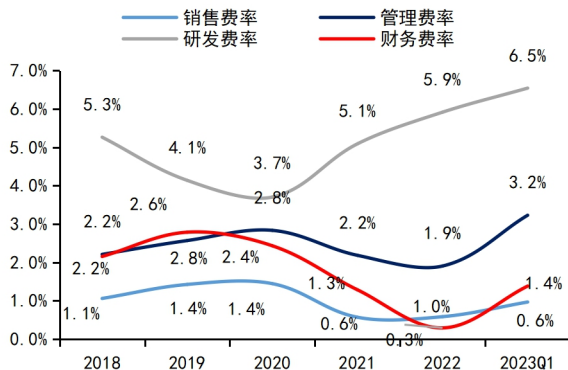
公司 2022 年计提资产减值损失 1.10 亿元，冲回信用减值损失 0.05 亿元；2023Q1 未计提资产减值损失。

图5：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6：公司费用率变化情况



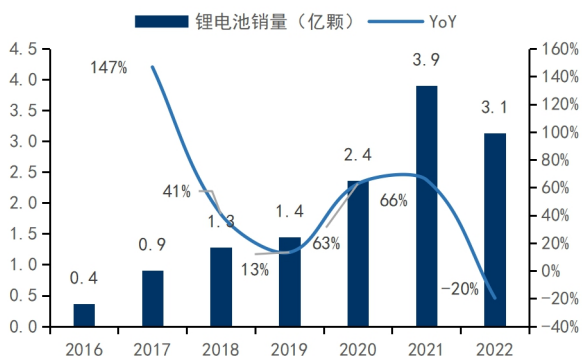
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**海外需求较弱客户砍单去库存，导致公司锂电池销量承压。**2022 年海外通胀加剧，消费需求明显下滑，消费类应用锂电池下游客户普遍采取了砍单去库存的策略。在此影响下，2022 年公司锂电池业务营收 25.65 亿元，同比-4%；销量为 3.13 亿颗，同比下滑 20%。我们预计 2022Q4 公司锂电池销量约为 0.43 亿颗，环比-22%；2023Q1 锂电池销量约为 0.32 亿颗，环比-26%。

**产能方面**，公司张家港一厂完成 26700 磷酸铁锂电池、钠电池共线产能改造；张家港二厂三厂产能逐步爬坡，2022 年底圆柱电池产能超 7 亿颗。2023 年公司淮安一期建成并积极进行调试，年底电池产能有望超 13 亿颗。此外，公司以储能为主要应用场景的淮安二期磷酸铁锂和钠电池共线大圆柱产线动工建设，马来西亚基地也积极推进。公司远期产能饱满，现有产能规划近 30GWh。

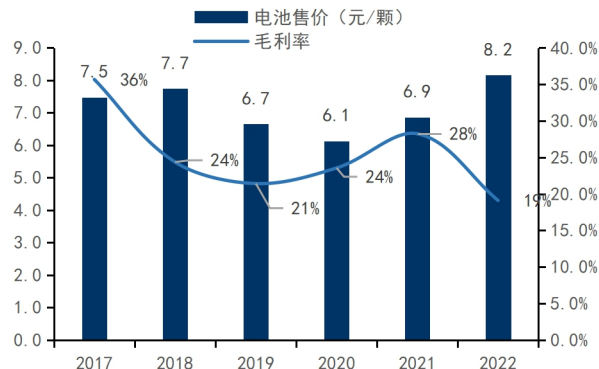
展望后续季度，伴随原料价格企稳与终端需求逐步回复，公司电池出货量有望环比持续优化。我们预计公司 2023 年锂电池出货量有望超 4 亿颗，同比增长近 30%。

图7：公司锂电池销量（亿颗、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司锂电池价格与毛利率（元/颗、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**原料价格波动与产能利用率较低等因素造成公司电池业务盈利能力同比下滑。**2022 年公司锂电池单颗净利约为 0.8 元，同比下滑 0.46 元左右。2022H2 下游客户持续去库导致公司产能利用率较低，盈利能力下滑明显。我们预计 2022Q4 公司锂电池单颗净利约为-0.20 元；2023Q1 单颗净利约为-0.56 元。展望后续季度，伴随原材料价格企稳以及产能利用率的稳步提升，公司盈利能力有望实现快速修复。

**公司锂电产品持续开拓应用场景，钠电产品进展顺利。**公司应用于高端智能出行的 21700 全极耳电芯实现样品定型，进入国际客户送样验证；清洁电器国际顶级客户送样验证并顺利通过测试，打破国际同行垄断。公司 2022 年首次推出磷酸铁锂电池及钠电池，与中科海钠签订战略合作协议，积极推动钠电池量产。

**公司 LED 业务与金属物流业务发展平稳。**2022 年公司 LED 业务营收 11.27 亿元，同比-12%；毛利率为 9.60%，同比-5.07pct。2022H2 公司 MiniLED 等终端产品的需求释放进度因为全球经济下行压力增加也远未达到预期，整体业绩受到一定影响。公司继续贯彻推动 LED 业务从普通照明领域向背光领域转型的战略发展规划，同时积极布局车灯、工商业照明、植物照明等更高端产品应用领域。

2022 年公司金属物流业务营收 25.98 亿元，同比-4%；毛利率为 15.26%，同比-0.26pct。公司持续深化金属业务股权架构的调整优化，推动数字化转型，提升服务响应速度与服务品质，竞争力不断得到提升。

### 投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级

基于下游需求表现疲软以及客户持续去库存，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 4.37/7.42/10.20 亿元（原预测 2023-2024 年净利润为 8.64/13.18 亿元），同比+16/70/37%，EPS 分别为 0.38/0.64/0.89 元，当前 PE 为 30/17/13 倍。

表1：可比公司情况（2023.5.4）

股票代码	股票简称	投资评级	总市值 (亿元)	最新股价 (元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002245	蔚蓝锂芯	增持	129.14	11.21	0.38	0.64	0.89	29.56	17.40	12.67
300014	亿纬锂能	买入	1333.40	65.18	2.97	4.42	5.37	21.95	14.75	12.14
300438	鹏辉能源	增持	246.05	53.34	2.88	4.21	5.65	18.52	12.67	9.44

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与测算

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	547	495	500	500	500	营业收入	6680	6285	6892	8513	10484
应收款项	1783	1204	1511	1866	2298	营业成本	5316	5289	5790	6945	8460
存货净额	1533	1870	1888	1982	2441	营业税金及附加	19	20	21	26	31
其他流动资产	352	1284	347	417	508	销售费用	38	37	43	47	52
<b>流动资产合计</b>	<b>4632</b>	<b>5623</b>	<b>5029</b>	<b>5578</b>	<b>6604</b>	管理费用	146	120	140	162	187
固定资产	3321	4153	6248	7608	7102	研发费用	340	372	396	426	493
无形资产及其他	212	224	215	206	198	财务费用	86	18	51	114	149
其他长期资产	1557	1323	1378	1617	1992	投资收益	32	34	50	55	55
长期股权投资	1	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(47)	(106)	(55)	(30)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>9722</b>	<b>11324</b>	<b>12871</b>	<b>15010</b>	<b>15895</b>	其他收入	157	196	124	79	59
短期借款及交易性金融负债	2077	1279	3381	4555	4184	营业利润	829	447	515	868	1186
应付款项	2295	2057	900	1103	1349	营业外净收支	8	4	5	0	0
其他流动负债	171	176	198	234	286	<b>利润总额</b>	<b>837</b>	<b>452</b>	<b>520</b>	<b>868</b>	<b>1186</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4585</b>	<b>3538</b>	<b>4617</b>	<b>6063</b>	<b>6029</b>	所得税费用	127	45	52	87	119
长期借款及应付债券	781	398	398	398	398	少数股东损益	40	28	31	39	47
其他长期负债	17	192	192	192	192	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>670</b>	<b>378</b>	<b>437</b>	<b>742</b>	<b>1020</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>798</b>	<b>591</b>	<b>591</b>	<b>591</b>	<b>591</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>5383</b>	<b>4129</b>	<b>5207</b>	<b>6653</b>	<b>6619</b>	净利润	670	378	437	742	1020
少数股东权益	771	849	880	919	967	资产减值准备	17	115	55	30	20
股东权益	3568	6347	6783	7438	8309	折旧摊销	300	299	314	449	515
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9722</b>	<b>11324</b>	<b>12871</b>	<b>15010</b>	<b>15895</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	86	18	51	114	149
每股收益	0.65	0.33	0.38	0.64	0.89	营运资本变动	112	(905)	(423)	(277)	(688)
每股红利	0.07	0.00	0.08	0.13	0.18	其它	(565)	587	(23)	68	121
每股净资产	4.19	6.25	6.65	7.25	8.05	<b>经营活动现金流</b>	<b>535</b>	<b>475</b>	<b>360</b>	<b>1012</b>	<b>988</b>
ROIC	12%	5%	5%	7%	9%	资本开支	(633)	(809)	(2400)	(1800)	0
ROE	18%	7%	6%	10%	12%	其它投资现金流	(633)	(958)	(5)	(184)	(320)
毛利率	20%	16%	16%	18%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1266)</b>	<b>(1767)</b>	<b>(2405)</b>	<b>(1984)</b>	<b>(320)</b>
EBIT Margin	12%	7%	7%	11%	12%	权益性融资	341	2473	0	0	0
EBITDA Margin	17%	12%	12%	16%	17%	负债净变化	633	1473	2102	1174	(371)
收入增长	57%	-6%	10%	24%	23%	支付股利、利息	(49)	(2868)	0	(87)	(148)
净利润增长率	141%	-44%	15%	70%	37%	其它融资现金流	462	1856	2102	1174	(371)
资产负债率	55%	36%	40%	44%	42%	<b>融资活动现金流</b>	<b>839</b>	<b>1059</b>	<b>2051</b>	<b>972</b>	<b>(669)</b>
息率	0.6%	0.0%	0.7%	1.1%	1.6%	<b>现金净变动</b>	<b>108</b>	<b>(233)</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	17.33	34.13	29.56	17.40	12.67	货币资金的期初余额	321	547	495	500	500
P/B	2.68	1.79	1.69	1.55	1.39	货币资金的期末余额	547	495	500	500	500
EV/EBITDA	15.16	22.84	21.97	14.33	10.94	企业自由现金流	476	(1012)	(2049)	(803)	970
						权益自由现金流	1381	445	7	268	464

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