

星源材质 (300568)

公司研究/点评报告

单平净利稳步提升，隔膜龙头快速扩产

—星源材质 (300568) 2021 年三季度业绩预告点评

点评报告/基础化工

2021 年 10 月 14 日

一、事件概述

10 月 13 日，公司发布三季度业绩预告，21Q1-3 预计实现归母净利润 2.05-2.21 亿元，同增 99.84%-115.44%，扣非归母净利润 1.92-2.05 亿元，同增 143.15%-159.61%，21Q3 预计实现归母净利润 0.98-1.04 亿元，同增 213.91-233.13%，实现扣费归母净利润 0.88-0.93 亿元，同增 251.72-271.70%。预计 21Q3 非经常性损益对公司当期归母净利润的影响约为 0.14 亿元。

二、分析与判断

➤ 21Q3 业绩/出货环比增长，单平净利增长拐点确认

21Q3 归母净利润预告中值为 1.01 亿元，环增 103%，扣非后归母净利润中值为 0.91 亿元，环增 77%，我们预计公司 21Q3 出货 3 亿平左右，环比增加 0.5 亿平，对应单平净利 0.34 元，相比 21H1 的 0.22 元/平大幅提升，未来仍有提升空间，主要得益于：1) 海外客户比例提升，公司与 LG 签订长单，根据价值量推算，我们预计 4.5 年时间内出货 15 亿平，21H1 开始放量，此外公司还有三星 SDI、日本村田、SAFT、SK、Northvolt 等客户，预计未来海外客户营收占比将达到 60%；2) 工艺优化，公司新产线车速和幅宽进一步优化，产品稳定性和品质进一步提升；3) 产能瓶颈带来涨价预期，公司是国内干法龙头，随着 LFP 占比提升，干法隔膜需求旺盛，而由于上游设备厂商产能有限，隔膜产能近两年释放速度较慢，存在涨价预期。

➤ 隔膜龙头产能快速释放

公司现有产能 15 亿平 (9 亿湿法，6 亿干法)，我们预计 21Q1-3 隔膜销量 8 亿平左右，全年出货将达到 11 亿平，2022 年扩产 3-4 亿干法及 7-8 亿湿法，全年出货将达到 18 亿平。22 年下半年开始产能快速释放，至 23 年年初达到 25 亿平产能，年底基膜 40 亿平，帮助公司实现 2025 年市占率 30% 以上的远期目标。

三、投资建议

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 3.29、6.12、10.96 亿元，同增 172%、86%、79%，EPS 为 0.43、0.80、1.43 元，对应估值 108、58、32 倍 PE，参考中证 CS 新能源车指数 122 倍 PE (TTM, Wind 一致盈利预期，截止 10 月 13 日)，考虑到公司盈利水平将不断提升，产能大规模释放在即，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

新能源汽车销售不及预期；海外客户开拓不及预期；新产能投产进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	967	1,611	2,867	4,991
增长率 (%)	61.2	66.7	77.9	74.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	121	329	612	1,096
增长率 (%)	-11.0	171.5	86.0	79.1
每股收益 (元)	0.27	0.43	0.80	1.43
PE (现价)	170.7	107.7	57.9	32.3
PB	7.0	8.4	7.4	6.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

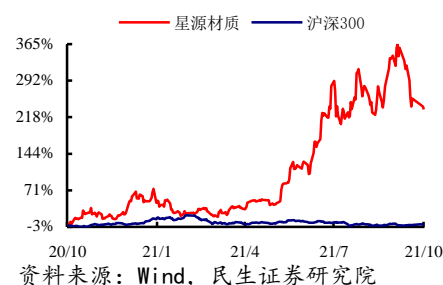
维持评级

当前价格： 46.10 元

交易数据 2021-10-13

近 12 个月最高/最低(元)	58.96/20.3
总股本 (百万股)	768
流通股本 (百万股)	669
流通股比例 (%)	87.12
总市值 (亿元)	354
流通市值 (亿元)	309

该股与沪深 300 走势比较



分析师：丁亚

执业证号： S0100521090001

电话： 021-60876734

邮箱： dingya@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号： S0100121020004

电话： 021-60876734

邮箱： lijingbo@mszq.com

相关研究

- 1.星源材质(300568):定增扩产再加码，隔膜龙头盈利能力逐步提升
- 2.星源材质 (300568) 2021 年半年报点评：业绩基本符合预期，产能扩张积极推进

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	967	1,611	2,867	4,991
营业成本	632	945	1,692	2,985
营业税金及附加	10	16	29	50
销售费用	20	24	40	65
管理费用	134	113	186	299
研发费用	57	72	115	175
EBIT	114	440	805	1,417
财务费用	23	59	80	116
资产减值损失	(9)	(6)	(5)	(5)
投资收益	(2)	0	0	0
营业利润	101	407	756	1,354
营业外收支	39	0	(5)	(8)
利润总额	139	407	756	1,354
所得税	38	77	144	257
净利润	101	330	613	1,097
归属于母公司净利润	121	329	612	1,096
EBITDA	317	753	1,226	1,925
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	436	590	490	530
应收账款及票据	628	805	1147	1747
预付款项	17	14	17	30
存货	190	315	595	843
其他流动资产	271	271	271	271
流动资产合计	1711	2204	2751	4111
长期股权投资	71	71	71	71
固定资产	3137	4637	5837	6837
无形资产	191	188	186	183
非流动资产合计	4011	4897	6176	7466
资产合计	5721	7101	8926	11577
短期借款	875	875	875	875
应付账款及票据	656	756	1184	2090
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	1862	1988	2501	3555
长期借款	480	480	1180	1680
其他长期负债	250	260	260	260
非流动负债合计	920	931	1631	2131
负债合计	2782	2919	4132	5686
股本	449	768	768	768
少数股东权益	(13)	(12)	(11)	(10)
股东权益合计	2939	4182	4795	5891
负债和股东权益合计	5721	7101	8926	11577

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	61.2	66.7	77.9	74.1
EBIT 增长率	37.9	284.8	82.9	76.0
净利润增长率	-11.0	171.5	86.0	79.1
盈利能力				
毛利率	34.6	41.3	41.0	40.2
净利润率	12.5	20.4	21.3	22.0
总资产收益率 ROA	2.1	4.6	6.9	9.5
净资产收益率 ROE	4.1	7.8	12.7	18.6
偿债能力				
流动比率	0.9	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.8	1.0	0.9	0.9
现金比率	0.2	0.3	0.2	0.1
资产负债率	0.5	0.4	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	172.8	150.0	130.0	130.0
存货周转天数	104.6	95.0	95.0	85.0
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.4	0.8	1.4
每股净资产	6.6	5.5	6.3	7.7
每股经营现金流	0.6	0.6	1.3	2.4
每股股利	0.1	0.1	0.0	0.0
估值分析				
PE	170.7	107.7	57.9	32.3
PB	7.0	8.4	7.4	6.0
EV/EBITDA	97.9	44.2	27.8	18.0
股息收益率	0.2	0.2	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	101	330	613	1,097
折旧和摊销	221	306	415	504
营运资金变动	(111)	(207)	(128)	114
经营活动现金流	265	493	984	1,835
资本开支	449	1,199	1,699	1,799
投资	178	0	0	0
投资活动现金流	(267)	(1,199)	(1,699)	(1,799)
股权募资	52	989	0	0
债务募资	11	11	700	125
筹资活动现金流	(77)	859	615	4
现金净流量	(79)	154	(100)	40

分析师与研究助理简介

丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

李京波，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。