

# 星源材质（300568）：业绩兑现，进入高速增长新阶段

2021年04月29日

推荐/维持

星源材质 公司报告

**事件：**公司发布2020年年报和2021年一季度报告，2020年公司实现营业收入9.67亿元，同比增长61.17%，实现归母净利润1.21亿元，同比减少11.01%，2021年第一季度，公司实现营业收入4.22亿元，同比增长238.51%，实现归母净利润0.62亿元，同比增长287.93%。业绩符合预期。

**会计规则影响表现毛利率，费用率下降显著，规模效应初步显现。**2020年公司隔膜业务毛利率为31.28%，较前三季度34.40%下降3.12 pct，主要系会计准则改变，运费由销售费用计入营业成本所致，根据公司2019年运费规模与公司2020年出货量增速，我们预计2020年公司运费在2000万元左右，影响隔膜业务毛利率约2-3个pct，**2020年公司隔膜业务毛利率水平处于正常水平。**2020年公司管理费用1.34亿元，剔除因诉讼等产生的中介咨询费用、因股权激励产生的费用后，公司管理费用率7%-8%，较2019年14.41%出现大幅下降，**规模效应已经初步显现。**

**出货高增长，盈利能力持续改善中，成本下降与客户保障中长期需求，公司进入高速成长阶段。**出货量角度看，2020年公司出货量7.00亿平方米，同比增长102.20%，2021年第一季度公司营业收入环比2020年第四季度仍增长18.65%，公司处于快速放量的阶段；**盈利能力角度看**，2021年Q1毛利率34.05%，我们认为该毛利率基本反映了隔膜业务毛利率（熔喷布业务较少），较2020年全年隔膜业务31.28%持续改善；**从中长期竞争力来看**，公司通过技术积累、产线及生产工艺研发将隔膜产品成本降至具备一定竞争力的水平，且欧洲客户拓展顺利，在核心竞争力和订单确定性方面均有较大的进步，公司从2021年开始将进入高速发展新阶段。

**展望未来，公司深度参与到海外锂电产业本土化，是行业竞争格局演变的受益者，且自身竞争力提升较为明显，看好其长期发展前景。**

**盈利预测：**我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为2.08、3.30和4.95亿元，对应当前股本EPS分别为0.46、0.74和1.10元。对应2021.4.28收盘价65.26、41.21和27.44倍P/E。维持“推荐”评级。

**风险提示：**行业和客户需求、产能投产进度、成本下降幅度或不及预期。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	599.74	966.63	1,936.50	2,380.00	3,197.50
增长率(%)	2.79%	61.17%	100.33%	22.90%	34.35%
归母净利润(百万元)	136.15	121.16	208.26	329.82	495.35
增长率(%)	-38.71%	-11.01%	71.88%	58.37%	50.19%
净资产收益率(%)	5.52%	4.10%	6.93%	11.17%	16.98%
每股收益(元)	0.30	0.27	0.46	0.74	1.10
PE	99.82	112.17	65.26	41.21	27.44
PB	5.51	4.60	4.52	4.60	4.66

资料来源：Wind、东兴证券研究所

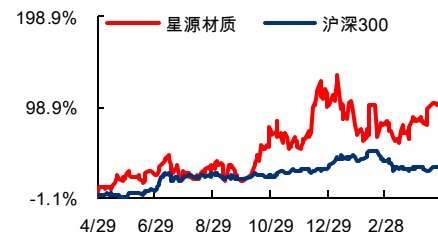
## 公司简介：

公司主要从事锂离子电池隔膜的研发、制造及销售，提供锂离子电池隔膜的技术解决方案（来自公司官网）

## 交易数据

52周股价区间(元)	35.29-15.01
总市值(亿元)	135.91
流通市值(亿元)	111.77
总股本/流通A股(万股)	44,854/36,889
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	4.02

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 首席分析师：郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070001

## 研究助理：张阳

010-66554016

zhangyang\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070043

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	1,739.11	1,710.82	3,579.48	4,296.52	5,612.56	<b>营业收入</b>	599.74	966.63	1,936.50	2,380.00	3,197.50
货币资金	482.93	436.09	1,471.74	1,808.80	2,430.10	<b>营业成本</b>	348.94	631.78	1,284.10	1,520.00	1,968.65
应收账款	372.70	555.48	1,112.82	1,367.68	1,837.47	营业税金及附加	9.41	9.63	19.29	23.70	31.84
其他应收款	5.20	6.95	13.93	17.12	23.00	营业费用	36.62	20.26	38.73	47.60	63.95
预付款项	3.55	17.17	19.76	37.68	60.89	管理费用	86.43	133.90	193.65	190.40	255.80
存货	177.49	189.64	385.44	456.25	590.92	财务费用	37.03	22.73	54.47	64.77	69.47
其他流动资产	372.38	271.46	271.46	271.46	271.46	研发费用	35.40	56.67	114.25	140.42	188.65
<b>非流动资产合计</b>	3,590.11	4,010.65	4,243.72	4,449.10	4,620.58	资产及信用减值损失*	5.55	18.12	36.31	44.62	59.95
长期股权投资	11.82	70.97	70.97	70.97	70.97	公允价值变动收益	0.69	2.30	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,668.64	3,136.51	3,162.79	3,267.37	3,391.10	投资净收益	-6.22	-1.76	-1.00	-2.06	-2.06
无形资产	191.69	190.88	179.43	168.66	158.54	加：其他收益	29.92	26.62	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	101.51	8.42	8.42	8.42	8.42	<b>营业利润</b>	62.41	100.70	224.70	376.42	587.13
<b>资产总计</b>	5,329.22	5,721.47	7,823.20	8,745.63	10,233.1	营业外收入	97.58	42.42	40.00	50.00	60.00
<b>流动负债合计</b>	1,398.03	1,861.55	3,838.36	3,823.70	5,357.05	营业外支出	0.62	3.65	2.00	0.00	0.00
短期借款	684.71	875.04	2,376.49	2,119.84	3,192.43	<b>利润总额</b>	159.37	139.47	262.70	426.42	647.13
应付账款	331.29	369.26	740.23	876.22	1,134.84	所得税	29.41	37.99	65.68	106.61	161.78
预收款项	0.58	0.00	-0.37	-1.31	-2.57	<b>净利润</b>	129.96	101.48	197.03	319.82	485.35
一年内到期的非流动负债	240.35	240.32	50.00	50.00	50.00	少数股东损益	-6.19	-19.68	-11.23	-10.00	-10.00
<b>非流动负债合计</b>	1,455.76	920.47	1,003.34	2,003.34	2,003.34	归属母公司净利润	136.15	121.16	208.26	329.82	495.35
长期借款	649.39	480.27	629.78	629.78	629.78	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	398.86	0.00	0.00	1,000.00	1,000.00		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>负债合计</b>	2,853.79	2,782.02	4,841.69	5,827.04	7,360.39	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	6.85	-12.83	-24.06	-34.06	-44.06	营业收入增长	2.79%	61.17%	100.33%	22.90%	34.35%
实收资本（或股本）	230.41	448.60	448.54	448.54	448.54	营业利润增长	-49.69	61.35%	123.15%	67.52%	55.98%
资本公积	1,538.17	1,883.36	1,883.36	1,883.36	1,883.36	归属于母公司净利润增长	-38.71	-11.01%	71.88%	58.37%	50.19%
未分配利润	518.17	588.81	587.06	530.88	486.62	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	2,468.58	2,952.28	3,005.57	2,952.65	2,916.82	毛利率(%)	41.82%	34.64%	33.69%	36.13%	38.43%
<b>负债和所有者权益</b>	5,329.22	5,721.47	7,823.20	8,745.63	10,233.1	净利率(%)	21.67%	10.50%	10.17%	13.44%	15.18%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
	单位：百万元					总资产净利润(%)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)					
<b>经营活动现金流</b>	147.26	287.63	326.45	594.90	718.37	<b>营运能力</b>					
净利润	129.96	101.48	197.03	319.82	485.35	总资产周转率	0.13	0.17	0.29	0.29	0.34
折旧摊销	291.84	391.31	0.00	289.80	323.46	应收账款周转率	1.69	2.08	2.32	1.92	2.00
财务费用	37.03	22.73	54.47	64.77	69.47	应付账款周转率	2.85	2.76	3.49	2.94	3.18
应收账款减少	-36.80	-182.78	-557.34	-254.86	-469.78	<b>每股指标(元)</b>					
预收账款增加	0.13	-0.58	-0.37	-0.94	-1.26	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.27	0.46	0.74	1.10
<b>投资活动现金流</b>	-1,291.6	-266.92	-544.57	-556.24	-571.57	每股净现金流(最新摊薄)	0.34	-0.13	2.31	0.75	1.39
公允价值变动收益	0.69	2.30	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	5.50	6.58	6.70	6.58	6.50
长期投资减少	11.19	-59.15	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
投资收益	-6.22	-1.76	-1.00	-2.06	-2.06	P/E	99.82	112.17	65.26	41.21	27.44
<b>筹资活动现金流</b>	1,297.30	-77.00	1,253.77	298.41	474.50	P/B	5.51	4.60	4.52	4.60	4.66
应付债券增加	22.70	-398.86	0.00	1,000.00	0.00	EV/EBITDA	28.96	40.57	27.44	21.01	16.19
长期借款增加	39.18	-169.13	149.51	0.00	0.00						
普通股增加	38.41	218.19	-0.06	0.00	0.00						
资本公积增加	804.46	345.19	0.00	0.00	0.00						
<b>现金净增加额</b>	152.89	-56.28	1,035.65	337.06	621.30						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

\*注：“资产及信用减值损失”分项，损失为正。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业报告	新能源汽车行业：全球市场迎快速增长，把握产业发展三大趋势	2021-01-7
行业报告	半固态电池对锂电产业有什么影响？	2021-01-11
行业报告	新能源汽车行业系列报告 17：如何看待锂电隔膜行业及头部企业发展趋势？	2020-12-16
行业报告	新能源汽车系列报告 15：7 月欧洲新能源汽车销量增速或超 200%，全年 130 万销量可期	2020-08-06
行业报告	新能源汽车行业系列报告 14：Northvolt 获宝马订单，中国供应商有望受益	2020-07-22
行业报告	官方加强电网规划投资管理，上半年新能源车市表现分化——电力设备与新能源行业月报（2020 年 7 月）	2020-07-14
行业报告	电力设备与新能源行业报告：国内新能源汽车市场出现分化，福特与大众牵手合作	2020-06-16
行业报告	电力设备与新能源行业报告：光伏系列报告 1：行业规范提标，加速新技术产业化	2020-06-14
行业报告	新能源汽车系列报告 13：欧洲新能源汽车推广超预期逻辑逐步获验	2020-06-02
行业报告	电力设备与新能源行业报告：未来已来，特斯拉产业链系列报告（三）：新能源，“芯”战场	2020-06-02
行业报告	汽车&电新行业：大众投资江淮、国轩，加码在华新能源布局——暨新能源汽车系列报告 12	2020-06-01
行业深报告	新能源汽车系列报告 11：无惧疫情，欧洲新能源汽车销量翻倍仍可期	2020-05-24
行业报告	新能源汽车系列报告 10：官方提高对新能源整车和动力电池的安全技术要求	2020-05-17
行业报告	电力设备与新能源行业报告：欧洲新能源汽车和国内风电行业颇具韧性	2020-05-13
行业报告	风电：奔向“平价”的清洁能源	2020-05-13
公司报告	星源材质（300568）：采购设备积极扩产，与 Northvolt 合作落地	2021-3-30
公司报告	星源材质（300568）：湿法隔膜成出货主力，三大变化助推份额提升	2020-10-29
公司报告	星源材质（300568）：全球化供应加速，成本优势有望建立	2020-6-30
公司报告		2019-12-02
公司报告	金风科技（002202）：低谷已过，有望迎来业绩拐点	2020-04-07
公司报告	恩捷股份（002812）：如何在锂电隔膜行业实现后来者居上？	2020-04-21
公司报告	恩捷股份（002812）：锂电隔膜行业龙头，竞争优势明显	2020-03-18
公司报告	宁德时代（300750）：客户粘性为盾，纵向一体化为矛	2020-05-07
公司报告	特锐德（300001）：大浪淘沙，沉者为金	2020-05-15
公司报告	中环股份（002129）：半导体持续突破，光伏大硅片引领行业进步	2020-03-30
公司报告	中环股份（002129）：半导体硅片国产化龙头，12 英寸即将放量	2020-03-15
公司报告	卧龙电驱（600580）：19 年预盈幅度略低预期，长期看好与 ZF 的合作	2020-01-21
公司报告	卧龙电驱（600580）：拥抱欧洲新能源汽车市场	2020-01-03

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，2020 年 12 月起担任制造组组长。此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

## 研究助理简介

### 张阳

北京科技大学材料科学与工程专业学士，中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526