

年报及一季报点评：产销两旺，盈利拐点确立

2021年05月02日

买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	967	1746	2354	3171
同比（%）	61%	81%	35%	35%
归母净利润（百万元）	121	308	436	612
同比（%）	-11%	155%	41%	40%
每股收益（元/股）	0.27	0.69	0.97	1.36
P/E（倍）	114.07	45.15	31.97	22.77

投资要点

- **21Q1 业绩同环比高增，接近业绩预告中值，业绩拐点确立。** 21Q1 公司实现营收 4.22 亿元，同比增加 238.51%，环比增长 18.65%；归母净利润 0.62 亿元，同比增长 287.93%，环比增长 232.82%，此前预告 0.6-0.65 亿元，接近业绩预告中值，符合市场预期；扣非归母净利润 0.57 亿元，同比增长 413.56%，环比增长 495.76%。
- **产能释放，大客户跑顺起量，20 年 H2 明显转好。** 2020 年全年隔膜收入 8.78 亿，同比大幅增长 47.3%，下半年隔膜收入 6.04 亿，同比上升 212%，环比大幅上升 220%，毛利率为 31.3%，同比下滑 10.5pct，下半年毛利率为 29.3%，环比下滑 6.5pct，主要受运费转入成本以及产品价格下滑影响。20 年常州、江苏基地全部建成，产能跑顺，常州基地开始向宁德、三星、村田、Saft 供货，江苏基地 4 亿平产能大部分投产，开始向比亚迪、亿纬等客户供货，两地子公司业绩大幅增加。
- **20Q4 以来持续满产满销，单平利润大幅提升。** 20 年公司隔膜出货 7 亿平，同比+102.2%，其中 Q4 出货预计 2.5 亿平，同比增长 220%，环比增长 35%，21Q1 持续满产满销，预计出货 2.5-2.6 亿平，同比增长 300%左右，环比微增。从盈利水平看，我们测算若不考虑股权激励及诉讼等一次性费用影响，Q4 单平利润预计 0.2 元/平左右，环比实现翻番；21Q1 单平净利 0.22 元/平，若不考虑股权激励费用的影响，对应 Q1 单平净利达 0.26 元+，环比增长 30%左右，主要受益于公司客户结构改善及产能利用率提升，盈利拐点确立。
- **加大扩产力度，长期高增长维持。** 公司常州湿法基地、江苏干法和涂覆基地产能基本建设完毕。考虑一些线用于打样，目前公司满产下，单月产量 0.9-1 亿平，产能供不应求，因此后续还将于常州、瑞典进一步扩产，瑞典基地规划 7 亿平，一期 0.9 亿平涂覆产能开始建设，将于 23 年开始逐步投产，国内将规划 8 亿平产能，将于明年开始陆续投产。我们预计公司 21 年出货量有望超过 11 亿平，同比实现近 60%增长，22 年预计出货 15 亿平左右，同比 35%左右。
- **股权激励费用及诉讼费用拉高 20 年期间费用，21Q1 费用控制良好。** 2020 年公司期间费用合计 2.34 亿元，同比增长 19.48%，费用率为 24.16%，同比降低 8.43pct。销售费用 0.2 亿元，销售费用率 2.1%，同比降 4pct；管理费用 1.3 亿元，管理费用率 13.9%，同比降 0.56pct；财务费用 0.2 亿元，财务费用率 2.4%，同比降 3.8pct；研发费用 0.6 亿元，研发费用率 5.9%，同比增 0.04pct。
- **投资建议：**考虑到公司隔膜业务量利齐升，我们将公司 21-22 年归母净利润为 2.1/3.1 亿元调至 3.1/4.36 亿元，预计 23 年公司归母净利润 6.12 亿元，同比分别 155%/41%/40%；对应现价 PE 分别 45/32/23 倍，给予 21 年 60x，对应目标 41.4 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.80
一年最低/最高价	15.13/36.60
市净率(倍)	4.57
流通 A 股市值(百万元)	11361.93

基础数据

每股净资产(元)	6.74
资产负债率(%)	53.36
总股本(百万股)	448.54
流通 A 股(百万股)	368.89

相关研究

- 1、《星源材质（300568）：单平盈利提升，业绩拐点确立》2021-03-16
- 2、《星源材质（300568）：2020 年业绩快报点评：产销两旺，费用影响 Q4 盈利》2021-02-28
- 3、《星源材质（300568）三季报点评：业绩符合预期，产能爬坡顺利，国内外客户开始起量》2020-10-16

20 年归母净利 1.21 亿元，同比降低 11%，略低于市场预期。2020 年公司营收 9.67 亿元，同比增长 61.2%；归母净利润 1.21 亿元，同比降低 11%，此前预告 1.19 亿元；扣非净利润 0.88 亿元，同比增长 94.1%，此前预告 0.94 亿元，略低于市场预期；20 年毛利率为 34.64%，同比降低 7.18pct；净利率为 10.5%，同比降低 11.17pct。其中，20Q4 公司实现营收 3.56 亿元，同比增加 321.68%，环比增长 31.83%；归母净利润 0.19 亿元，同比下降 131.26%，环比降低 40.49%，扣非归母净利润 0.1 亿元，同比下降 115%，环比下降 61.98%，其中股权激励费用及诉讼费用等影响约 4000 万+利润，若加回，则 Q4 公司扣非利润可超 5000 万，环比翻倍，实现经营拐点。

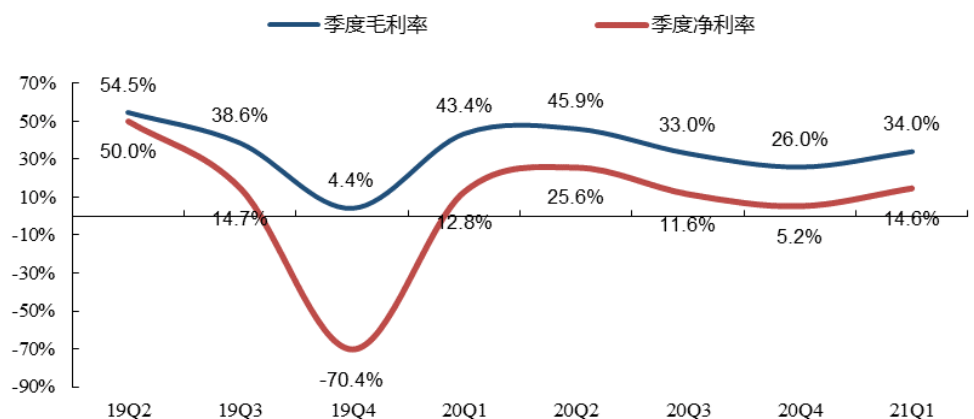
21Q1 业绩同环比高增，接近业绩预告中值，业绩拐点确立。21Q1 公司实现营收 4.22 亿元，同比增加 238.51%，环比增长 18.65%；归母净利润 0.62 亿元，同比增长 287.93%，环比增长 232.82%，此前预告 0.6-0.65 亿元，接近业绩预告中值，符合市场预期；扣非归母净利润 0.57 亿元，同比增长 413.56%，环比增长 495.76%。盈利能力方面，Q1 毛利率为 34.05%，同比降低 9.32pct，环比增长 8.09pct；净利率 14.65%，同比增长 1.87pct，环比增长 9.42pct；Q1 扣非净利率 13.43%，同比提升 4.58pct，环比提升 10.75pct。

表 1: 公司分季度业绩拆分 (百万元)

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2
营业收入(百万)	422.2	355.8	269.9	216.2
-同比	238.51%	321.68%	66.11%	13.18%
毛利率	34.05%	25.96%	32.99%	45.94%
归母净利润(百万)	61.8	18.6	31.2	55.4
-同比	287.93%	131.26%	30.73%	-41.97%
归母净利率	14.65%	5.22%	11.57%	25.64%
扣非归母净利润(百万)	56.68	9.51	25.02	42.91
-同比	413.56%	-115.00%	33.96%	-19.42%
扣非归母净利率	13.43%	2.67%	9.27%	19.85%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 1: 季度盈利能力



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

产能释放，大客户跑顺起量，20 年 H2 明显转好。2020 年全年隔膜收入 8.78 亿，同比大幅增长 47.3%，下半年隔膜收入 6.04 亿，同比上升 212%，环比大幅上升 220%，毛利率为 31.3%，同比下滑 10.5pct，下半年毛利率为 29.3%，环比下滑 6.5pct，主要受运费转入成本以及产品价格下滑影响。20 年常州、江苏基地全部建成，产能跑顺，常州基地开始向宁德、三星、村田、Saft 供货，江苏基地 4 亿平产能大部分投产，开始向比亚迪、亿纬等客户供货，两地子公司业绩大幅增加，常州星源（湿法）全年营收为 3.94 亿，同比增长 688%，净利润 0.78 亿元，同比+37%，对应净利率 19.8%；江苏星源（干法+涂覆）营收为 2.69 亿元，同比增长 2889%，净利润 0.56 亿元，同比+409%，对应净利率 20.8%。

表 2: 分业务经营情况

	2020年				2020H2		2020H1	
	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
锂离子电池隔膜	8.78	47.3%	31.3%	-10.5%	6.04	29.3%	2.74	35.8%
隔膜-国内	6.45	77.2%	27.2%	-3.9%	4.82	26.3%	1.63	30.0%
隔膜-海外	2.33	0.4%	42.7%	-15.8%	1.22	41.2%	1.11	44.4%
其他	0.88		68.1%		0.21	71.4%	0.67	82.4%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 3: 子公司经营情况

公司名称	2020				2020H2		2020H1	
	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)
合肥星源	0.94	-21%	-0.47	262%	0.67	-0.34	0.27	-0.13
常州星源	3.94	688%	0.78	37%	2.88	0.65	1.06	0.13
江苏星源	2.69	2889%	0.56	409%	2.20	0.53	0.49	0.03

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

20Q4 以来持续满产满销，单平利润大幅提升。20 年公司隔膜出货 7 亿平，同比+102.2%，其中 Q4 出货预计 2.5 亿平，同比增长 220%，环比增长 35%，21Q1 持续满产满销，预计出货 2.5-2.6 亿平，同比增长 300%左右，环比微增。产品拆分来看，21 年公司全年出货有望超 11 亿平，同比近 60%，其中湿法隔膜受益于宁德时代大规模采购，干法受益于比亚迪刀片电池采购，LG 湿法预计贡献 1 亿平新增量，村田、SK 等客户也贡献将新增量，预计湿法隔膜占比 60%以上，干法接近 40%。从盈利水平看，20 年下半年隔膜价格稳定，Q4 需求旺盛，部分小单价格微涨，同时 Q4 公司实现满产满销，产能利用率提升及产线效率提升带动单平利润提升明显，我们测算若不考虑股权激励及诉讼

等一次性费用影响，Q4 单平利润预计 0.2 元/平左右，环比实现翻番；21Q1 单平净利 0.22 元/平，若不考虑股权激励费用的影响，对应 Q1 单平净利达 0.26 元+，环比增长 30%左右，主要受益于公司客户结构改善及产能利用率提升，盈利拐点确立。21Q2 起 LG 湿法隔膜开始放量，全年预计贡献 1 亿平左右增量，客户结构进一步优化。我们预计随着产品结构优化，单平利润有望进一步提升，全年单平净利上修至 0.3 元/平左右，全年预计贡献 3 亿元左右利润。

加大扩产力度，长期高增长维持：公司常州湿法基地、江苏干法和涂覆基地产能基本建设完毕。目前公司湿法基膜产能合计 9 亿平，其中深圳基地 3000 万平，合肥基地 8000 万平，常州基地 8 亿（母卷）。干法方面，深圳基地近 2 亿平产能稳定生产，主要供货 LG 化学，江苏基地 4 亿平产能基本全部投产，合计公司产能 15 亿平。涂覆方面，公司江苏基地分 2 期建设，一期 30 条线，对应 6 亿平，二期 20 条线，对应 4 亿平，已全部投产。考虑一些线用于打样，目前公司满产下，单月产量 0.9-1 亿平，产能供不应求，因此后续还将于常州、瑞典进一步扩产，瑞典基地规划 7 亿平，一期 0.9 亿平涂覆产能开始建设，将于 23 年开始逐步投产，国内将规划 8 亿平产能，将于明年开始陆续投产。我们预计公司 21 年出货量有望超过 11 亿平，同比实现近 60%增长，22 年预计出货 15 亿平左右，同比 35%左右。公司依托深圳总部以及常州、江苏、合肥、深圳四大基地，配套美国、日本、德国等地设立的研发机构或办事处，形成全球战略布局，在新型功能膜产业化方面构建竞争优势，为公司未来发展提供新的利润增长点。

股权激励费用及诉讼费用拉高 20 年期间费用，21Q1 费用控制良好。2020 年公司期间费用合计 2.34 亿元，同比增长 19.48%，费用率为 24.16%，同比降低 8.43pct。销售费用 0.2 亿元，销售费用率 2.1%，同比降 4pct；管理费用 1.3 亿元，管理费用率 13.9%，同比降 0.56pct；财务费用 0.2 亿元，财务费用率 2.4%，同比降 3.8pct；研发费用 0.6 亿元，研发费用率 5.9%，同比增 0.04pct。公司 2020 年计提资产减值损失 0.09 亿；计提信用减值损失 0.09 亿。21Q1 期间费用合计 1 亿元，同比降低 262.38%，环比下降 36.28%，费用率为 14.8%，同比降 1.3pct，环比降 24.4pct，21Q1 计提信用减值损失 0.01 亿，同比降 258.7%，环比降 85.6%。

表 4: 季度费用率

单位: 百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
销售费用	3.67	7.35	9.90	-0.66	4.72
-销售费用率	2.95%	3.40%	3.67%	-0.19%	1.12%
管理费用	24.30	14.81	23.71	71.09	27.31
-管理费用率	19.48%	6.85%	8.78%	19.98%	6.47%
研发费用	5.76	14.92	12.54	23.45	12.07
-研发费用率	4.62%	6.90%	4.65%	6.59%	2.86%
财务费用	5.34	5.02	6.68	5.69	19.34
-财务费用率	4.28%	2.32%	2.48%	1.60%	4.58%
期间费用	39.07	42.11	52.82	99.56	63.44
-期间费用率	31.33%	19.48%	19.57%	27.98%	15.03%
资产减值损失	0.00	-0.03	0.02	-9.36	0.00
信用减值损失	-0.65	0.04	-0.97	-7.19	-1.03

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

经营现金流大幅改善, 在手现金充裕。截止 2020 年年底, 公司存货为 1.9 亿, 较年初增加 6.85%; 应收账款 5.55 亿, 较年初增长 49.04%。20 年公司经营活动净现金流为 2.88 亿, 同比上升 95.32%; 投资活动净现金流出 2.67 亿, 同比减少 79.34%; 资本开支为 4.49 亿, 同比下降 57.78%。账面现金为 4.36 亿, 较年初下降 9.7%。21 年 Q1 公司存货为 2.13 亿, 较年初增加 12.41%; 应收账款 6.99 亿, 较年初增长 25.93%; 2021 年 Q1 公司经营活动净现金流为 0.34 亿, 同比上升 1756.13%; 投资活动净现金流为 -1.45 亿, 同比下降 32.26%; 资本开支为 1.78 亿, 同比下降 4.01%。账面现金为 13.26 亿, 较年初增长 204.06%。

投资建议: 考虑到公司隔膜业务量利齐升, 我们将公司 21-22 年归母净利润为 2.1/3.1 亿元调至 3.1/4.36 亿元, 预计 23 年公司归母净利润 6.12 亿元, 同比分别 155%/41%/40%; 对应现价 PE 分别 45/32/23 倍, 给予 21 年 60x, 对应目标 41.4 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

星源材质三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,710	1,825	1,973	2,524	营业收入	967	1,746	2,354	3,171
现金	436	87	118	159	减:营业成本	632	1,012	1,375	1,878
应收账款	562	755	907	1232	营业税金及附加	10	31	42	57
存货	190	333	301	412	营业费用	20	35	47	63
其他流动资产	523	650	647	722	管理费用	134	221	281	334
非流动资产	4,011	4,376	4,524	4,710	研发费用	57	93	119	142
固定资产	3,137	3,154	3,156	3,045	财务费用	23	11	33	22
无形资产	191	388	385	382	加:投资净收益	-2	2	2	2
其他非流动资产	683	833	983	1,283	营业利润	101	325	472	681
资产总计	5,721	6,200	6,497	7,234	加:营业外净收支	38	46	46	46
流动负债	1,862	2,059	2,033	2,317	利润总额	139	371	518	727
短期借款	1,115	904	483	220	减:所得税费用	38	59	78	109
应付账款	369	591	803	1,098	少数股东损益	-20	3	4	6
其他流动负债	377	563	746	1,000	归属母公司净利润	121	308	436	612
非流动负债	920	920	920	920	EBIT	123	336	504	703
长期借款	480	480	480	480	EBITDA	326	571	756	967
其他非流动负债	440	440	440	440	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	2,782	2,980	2,954	3,238	每股收益(元)	0.27	0.69	0.97	1.36
少数股东权益	-13	-10	-5	1	每股净资产(元)	6.58	7.20	7.91	8.91
归属母公司股东权益	2,952	3,231	3,549	3,995	发行在外股份(百万股)	449	449	449	449
负债和股东权益	5,721	6,200	6,497	7,234	ROIC(%)	2.1%	6.1%	9.5%	12.7%
					ROE(%)	4.1%	9.5%	12.3%	15.3%
					毛利率(%)	34.6%	42.0%	41.6%	40.8%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	10.50%	17.84%	18.69%	19.48%
经营活动现金流	288	502	1,000	939	资产负债率(%)	48.6%	48.1%	45.5%	44.8%
投资活动现金流	-267	-598	-398	-448	收入增长率(%)	61.2%	80.6%	34.8%	34.7%
筹资活动现金流	-77	-253	-571	-451	净利润增长率(%)	-21.9%	207.0%	41.2%	40.4%
现金净增加额	-56	-349	30	41	P/E	114.07	45.15	31.97	22.77
折旧和摊销	203	235	251	264	P/B	4.72	4.31	3.92	3.48
资本开支	449	600	400	450	EV/EBITDA	48	27	21	16
营运资本变动	-51	-89	275	27					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>

