

盈利拐点将至，业绩基本符合预期  
买入（维持）

2021年08月20日

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

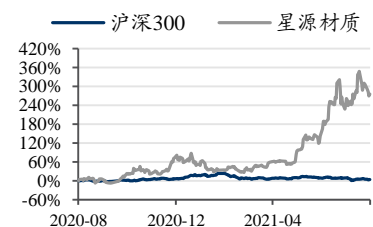
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	967	1,746	2,476	3,335
同比（%）	61.2%	80.6%	41.8%	34.7%
归母净利润（百万元）	121	308	590	807
同比（%）	-11.0%	154.5%	91.4%	36.8%
每股收益（元/股）	0.16	0.42	0.80	1.09
P/E（倍）	269.73	105.97	55.37	40.46

投资要点

- 2021H1 归母净利润 1.12 亿元，同比增长 56.4%，略高于业绩预告下限，基本符合市场预期。2021 年 H1 公司营收 8.31 亿元，同比增长 143.7%；归母净利润 1.12 亿元，同比增长 56.4%；扣非净利润 1.08 亿元，同比增长 100.1%；2021 年 H1 毛利率为 34.8%，同比下降 10.2pct；净利率为 13.89%，同比下降 5.31pct。此前公司预告上半年归母净利润 1.10-1.43 亿元，公司中报略高于业绩预告下限，基本符合市场预期。
- 二季度公司营收环比微降，净利率有所下滑。21Q2 公司实现营收 4.08 亿元，同比增加 88.94%，环比下降 3.24%；归母净利润 0.5 亿元，同比下降 10.2%，环比下降 19.5%，扣非归母净利润 0.51 亿元，同比增长 19.48%，环比下降 9.55%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 35.58%，同比下降 10.36pct，环比增长 1.54pct；净利率 12.19%，同比下降 13.45pct，环比下降 2.46pct；Q2 扣非净利率 12.55%，同比下降 7.3pct，环比下降 0.87pct。
- 大客户跑顺起量，毛利率环比提升。2021 年上半年年隔膜收入 8.2 亿元，同比大增 200%，毛利率为 35%，同比下滑 0.7pct，环比提升 5.8pct。20 年常州、江苏基地全部建成，产能跑顺，21 年上半年常州星源（湿法）营收为 3.45 亿元，同比增长 226%，净利润 0.61 亿元，同比+367%，对应净利率 18%，环比-5pct；合肥星源（湿法）营收 0.82 亿元，同比+202%，净利润 0.11 亿元，同环比转正，对应净利率 13%；江苏星源（干法+涂覆）营收为 2.16 亿元，同比增长 344%，净利润-0.35 亿元。
- Q2 期间费用环比提升，研发投入加大。21Q2 期间费用合计 0.9 亿元，同比增 112.42%，环比增 41%，费用率 21.9%，同比增 2.4pct，环比增 6.9pct；销售费用 0.1 亿元，销售费用率 2.7%，同比降 0.7pct，环比增 1.6pct；管理费用 0.4 亿元，管理费用率 8.8%，同比增 1.9pct，环比增 2.3pct；财务费用 0.2 亿元，财务费用率 5.1%，同比增 2.7pct，环比增 0.5pct；研发费用 0.2 亿元，研发费用率 5.4%，同比降 1.5pct，环比增 2.5pct。公司 21Q2 转回信用减值损失 182 万元。
- 资本开支加大，在手资金充沛。2021 年 H1 公司存货为 2.1 亿元，较年初增长 10.65%；应收账款 6.91 亿元，较年初增长 24.33%；期末公司合同负债 4.92 亿元，较年初下降 1.45%。2021 年公司经营活动净现金流为 1.63 亿元，同比下降 37.05%；投资活动净现金流为-9.76 亿元，同比上升 207.58%；资本开支为 4.35 亿元，同比上升 52.23%。账面现金为 9.19 亿元，较年初增长 110.69%，短期借款 9.01 亿元，较年初增长 2.94%。
- 盈利预测与投资评级：考虑到公司隔膜业务量利齐升，我们将公司 21-23 年归母净利润由 3.1/4.36/6.12 亿元上修至 3.1/5.9/8.1 亿元，同比分别 155%/91%/37%；对应现价 PE 分别 106/55/40 倍，给予 22 年 65x，对应目标 52 元，维持“买入”评级。

■ 风险提示：政策及销量不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	44.16
一年最低/最高价	17.11/58.47
市净率(倍)	9.76
流通 A 股市值(百万元)	28122.45

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)	740.04
流通 A 股(百万股)	641.08

相关研究

- 1、《星源材质（300568）：年报及一季报点评：产销两旺，盈利拐点确立》2021-05-02
- 2、《星源材质（300568）：单季盈利提升，业绩拐点确立》2021-03-16
- 3、《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

**2021H1 归母净利润 1.12 亿元，同比增长 56.4%，略高于业绩预告下限，基本符合市场预期：**2021 年 H1 公司营收 8.31 亿元，同比增长 143.7%；归母净利润 1.12 亿元，同比增长 56.4%；扣非净利润 1.08 亿元，同比增长 100.1%；2021 年 H1 毛利率为 34.8%，同比下降 10.2pct；净利率为 13.89%，同比下降 5.31pct。此前公司公告上半年归母净利润 1.10-1.43 亿元，公司中报略高于业绩预告下限，基本符合市场预期。

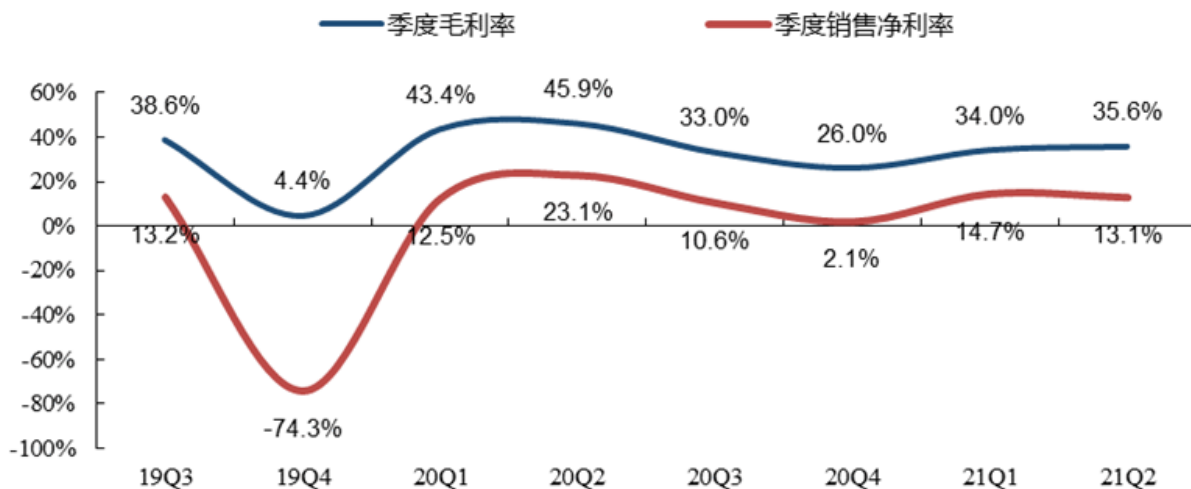
**二季度公司营收环比微降，净利率有所下滑：**21Q2 公司实现营收 4.08 亿元，同比增加 88.94%，环比下降 3.24%；归母净利润 0.5 亿元，同比下降 10.2%，环比下降 19.5%，扣非归母净利润 0.51 亿元，同比增长 19.48%，环比下降 9.55%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 35.58%，同比下降 10.36pct，环比增长 1.54pct；归母净利率 12.19%，同比下降 13.45pct，环比下降 2.46pct；扣非归母净利率 12.55%，同比下降 7.3pct，环比下降 0.87pct。

图表 1：星源材质分季度经营情况（百万元）

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	408.5	422.2	355.8	269.9	216.2	124.7
-同比	88.94%	238.51%	321.68%	66.11%	13.18%	-22.95%
毛利率	35.58%	34.05%	25.96%	32.99%	45.94%	43.37%
归母净利润(百万)	49.8	61.8	18.6	31.2	55.4	15.9
-同比	-10.20%	287.93%	-131.26%	30.73%	-41.97%	-79.08%
归母净利率	12.19%	14.65%	5.22%	11.57%	25.64%	12.78%
扣非归母净利润(百万)	51.3	56.7	9.51	25.02	42.91	11.04
-同比	19.48%	413.56%	-115.00%	33.96%	-19.42%	-70.26%
扣非归母净利率	12.55%	13.43%	2.67%	9.27%	19.85%	8.85%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：星源材质分季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**大客户跑顺起量，毛利率环比提升：**2021年上半年隔膜收入8.2亿元，同比大幅增长200%，毛利率为35%，同比下滑0.7pct，环比提升5.8pct。20年常州、江苏基地全部建成，产能跑顺，21年上半年常州星源（湿法）营收为3.45亿元，同比增长226%，净利润0.61亿元，同比+367%，对应净利率18%，环比-5pct；合肥星源（湿法）营收0.82亿元，同比+202%，净利润0.11亿元，同环比转正，对应净利率13%；江苏星源（干法+涂覆）营收为2.18亿元，同比增长344%，净利润-0.35亿元。

图表 3：星源材质业务拆分

	2021H1					2020H2		2020H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	环比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
锂离子电池隔膜	8.21	199.6%	35.1%	-0.7pct	5.8pct	6.04	29.3%	2.74	35.8%
隔膜-国内	6.29	285.9%	30.5%	0.5pct	4.2pct	4.82	26.3%	1.63	30.0%
隔膜-海外	1.92	72.9%	50.1%	5.6pct	8.9pct	1.22	41.2%	1.11	44.4%
其他	0.10	-85.5%	13.3%	-69.1pct	-58.1pct	0.21	71.4%	0.67	82.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：星源材质子公司拆分

公司名称	2021H1				2020H2			2020H1		
	营业收入 (亿元)	营收-同比	净利润 (亿元)	净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率
合肥星源	0.82	202%	0.11	13%	0.67	-0.34	-51%	0.27	-0.13	-48%
常州星源	3.45	226%	0.61	18%	2.88	0.65	23%	1.06	0.13	12%
江苏星源	2.18	344%	-0.35	-16%	2.20	0.53	24%	0.49	0.03	6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**21Q2 调试产线出货微降，盈利拐点将至：**21年上半年公司隔膜出货超5亿平，同比增长120%+，其中Q2我们预计出货2.4亿平左右，环比微降，主要系公司为LG调试产线影响产出所致。从盈利水平看，21年上半年隔膜价格稳定，行业供给紧张，部分小客户价格微涨，对应21Q2单平净利0.2元/平，环比-10%左右，主要系调试产线导致产能未打满所致。21Q3起LG湿法隔膜开始放量，全年我们预计贡献1亿平左右增量，公司客户结构进一步优化，下半年单平利润有望明显提升，全年单平净利上修至0.3元/平左右。产品拆分来看，21年公司全年出货有望达11亿平左右，同比近60%，其中湿法隔膜受益于宁德时代大规模采购，我们预计下半年起LG湿法贡献1亿平新增量，海外三星、村田、SAFT等客户也贡献将新增量，我们预计湿法隔膜占比60%以上，干法受益于比亚迪刀片电池采购，出货占比接近40%，我们预计公司隔膜业务全年贡献3亿元

以上利润。

**加大扩产力度，支撑长期高增长：**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 亿平（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 年出货 13-14 亿平左右，同比 20% 左右。公司加速产能扩张速度，公司发行可转债用于常州星源 2 亿平湿法隔膜项目建设，且拟在南通经济技术开发区投资公司拟在南通经济技术开发区投资 100 亿元建设锂电池隔膜的研发和生产项目，支撑公司高增长。

**Q2 期间费用环比提升，研发投入加大：**21Q2 期间费用合计 0.89 亿元，同比增长 112.42%，环比增 41%，费用率为 21.9%，同比增 2.4pct，环比增 6.9pct；销售费用 0.11 亿元，销售费用率 2.7%，同比下降 0.7pct，环比增 1.6pct；管理费用 0.36 亿元，管理费用率 8.8%，同比增 1.9pct，环比增 2.3pct；财务费用 0.21 亿元，财务费用率 5.1%，同比增 2.7pct，环比增 0.5pct；研发费用 0.22 亿元，研发费用率 5.4%，同比下降 1.5pct，环比增 2.5pct。公司 21Q2 未计提资产减值损失，转回信用减值损失 182 万元。

图表 5：星源材质季度费用率

单位：百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
销售费用	3.67	7.35	9.90	-0.66	4.72	10.92
-销售费用率	2.95%	3.40%	3.67%	-0.19%	1.12%	2.67%
管理费用	24.30	14.81	23.71	71.09	27.31	35.91
-管理费用率	19.48%	6.85%	8.78%	19.98%	6.47%	8.79%
研发费用	5.76	14.92	12.54	23.45	12.07	21.91
-研发费用率	4.62%	6.90%	4.65%	6.59%	2.86%	5.36%
财务费用	5.34	5.02	6.68	5.69	19.34	20.70
-财务费用率	4.28%	2.32%	2.48%	1.60%	4.58%	5.07%
期间费用	39.07	42.11	52.82	99.56	63.44	89.44
-期间费用率	31.33%	19.48%	19.57%	27.98%	15.03%	21.90%
资产减值损失	0.00	-0.03	0.02	-9.36	0.00	0.00
信用减值损失	-0.65	0.04	-0.97	-7.19	-1.03	1.82

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**资本开支加大，在手资金充沛：**2021 年 H1 公司存货为 2.1 亿元，较年初增长 10.65%；应收账款 6.91 亿元，较年初增长 24.33%；期末公司合同负债 4.92 亿元，较年初下降 1.45%。2021 年公司经营活动净现金流为 1.63 亿元，同比下降 37.05%；投资活动净现

金流为-9.76 亿元，同比上升 207.58%；资本开支为 4.35 亿元，同比上升 52.23%。账面现金为 9.19 亿元，较年初增长 110.69%，短期借款 9.01 亿元，较年初增长 2.94%。

**盈利预测与投资建议：**考虑到公司隔膜业务量利齐升，我们将公司 21-23 年归母净利润由 3.1/4.36/6.12 亿元上修至 3.1/5.9/8.1 亿元，同比分别 155%/91%/37%；对应现价 PE 分别 106/55/40 倍，给予 22 年 65x，对应目标 52 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策及销量不及预期

## 星源材质三大财务预测表

资产负债表					利润表 (百万元)				
(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1,711</b>	<b>1,813</b>	<b>1,999</b>	<b>2,571</b>	<b>营业收入</b>	<b>967</b>	<b>1,746</b>	<b>2,476</b>	<b>3,335</b>
现金	436	87	124	167	减: 营业成本	632	1,012	1,284	1,779
应收账款	555	748	946	1,288	营业税金及附加	10	31	45	60
存货	190	320	269	378	销售费用	20	35	50	67
其他流动资产	505	622	618	683	管理费用	191	314	421	500
<b>非流动资产</b>	<b>4,011</b>	<b>4,376</b>	<b>4,524</b>	<b>4,710</b>	财务费用	23	11	33	21
长期股权投资	71	71	71	71	资产减值损失	18	35	6	11
固定资产	3,137	3,154	3,156	3,045	加: 投资净收益	-2	2	2	2
无形资产	191	388	385	382	公允价值变动	2	0	0	0
其他非流动资产	612	762	912	1,212	<b>营业利润</b>	<b>101</b>	<b>325</b>	<b>655</b>	<b>914</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,721</b>	<b>6,188</b>	<b>6,524</b>	<b>7,281</b>	加: 营业外净收支	38	46	46	46
<b>流动负债</b>	<b>1,862</b>	<b>2,047</b>	<b>1,946</b>	<b>2,105</b>	<b>利润总额</b>	<b>139</b>	<b>371</b>	<b>701</b>	<b>960</b>
短期借款	1,115	892	493	113	减: 所得税费用	38	59	105	144
应付账款	369	591	750	1,040	少数股东损益	-20	3	6	8
其他流动负债	377	563	702	952	<b>归属母公司净利润</b>	<b>121</b>	<b>308</b>	<b>590</b>	<b>807</b>
<b>非流动负债</b>	<b>920</b>	<b>920</b>	<b>920</b>	<b>920</b>	EBIT	123	336	688	934
长期借款	480	480	480	480	EBITDA	326	571	939	1,199
其他非流动负债	440	440	440	440					
<b>负债合计</b>	<b>2,782</b>	<b>2,967</b>	<b>2,866</b>	<b>3,025</b>	<b>重要财务与估值指</b>				
少数股东权益	-13	-10	-4	4	<b>标</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
归属母公司股东权益	2,952	3,231	3,662	4,251	每股收益(元)	0.16	0.42	0.80	1.09
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,721</b>	<b>6,188</b>	<b>6,524</b>	<b>7,281</b>	每股净资产(元)	6.58	4.37	4.95	5.74
					发行在外股份(百万				
					股)	449	740	740	740
					ROIC (%)	2.1%	6.2%	12.6%	16.4%
					ROE (%)	4.1%	9.5%	16.1%	19.0%
					毛利率 (%)	34.6%	42.0%	48.2%	46.6%
					销售净利率 (%)	10.5%	17.8%	24.1%	24.5%
					资产负债率 (%)	48.6%	48.0%	43.9%	41.6%
					收入增长率 (%)	61.2%	80.6%	41.8%	34.7%
					净利润增长率 (%)	-11.0%	154.5%	91.4%	36.8%
					P/E	269.73	105.97	55.37	40.46
					P/B	11.07	10.12	8.93	7.69
					EV/EBITDA	105	60	36	29

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>

