

2021年10月20日

三季度量利双升，业绩亮眼  
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	1,821	2,858	4,214
同比（%）	61.2%	88.4%	56.9%	47.5%
归母净利润（百万元）	121	321	700	1124
同比（%）	-11.0%	164.7%	118.2%	60.6%
每股收益（元/股）	0.16	0.42	0.91	1.46
P/E（倍）	330.68	124.93	57.26	35.66

投资要点

■ 公司2021Q3归母净利润1.01亿元，环比增长102.33%，位于业绩预告中枢，符合市场预期。公司2021Q3实现营收4.84亿元，同比增加79.26%，环比增加18.45%；公司2021Q3归母净利润1.01亿元，同比增长222.57%，环比增长102.33%；盈利能力方面，Q3毛利率为38.1%，同比增长5.06pct，环比增长2.47pct；归母净利率20.8%，同比下降9.25pct，环比下降13.45pct。此前公司预计2021Q3归母净利润0.98-1.04亿元，三季度报位于业绩预告中枢，符合市场预期。

■ 三季度隔膜出货环增，盈利水平大幅提升。我们预计2021Q3隔膜出货3亿平，单月约1亿平，环比增长25%，满产满销。从盈利水平来看，Q3公司满产满销，单季度扣非净利润为9032万元，我们预计单平利润约0.3元/平，环比增长30%左右，Q3单季度毛利率38%，同环比+5.1/+2.5pct，盈利水平的大幅提升主要受益于公司客户结构的改善及产能利用率的提升，我们预计Q4盈利水平将进一步提升，有望达到0.3-0.4元/平。全年看，由于前三季度公司出货量达到8亿平，我们预计2021全年公司隔膜出货将达11亿平，同比增长近60%，其中湿法隔膜受益于宁德时代大规模采购。

■ 加大扩产力度，支撑长期高增长。2021年10月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。我们预计公司2021年出货量有望超过11亿平，同比实现近60%增长；2022年下半年公司新增干法及湿法产能放量，我们预计隔膜出货17亿平以上；2023年产能产能释放，增长提速。为满足下游客户需求，公司拟通过定增方式募资不超过60亿加大产能扩产，后续份额有望进一步提升。

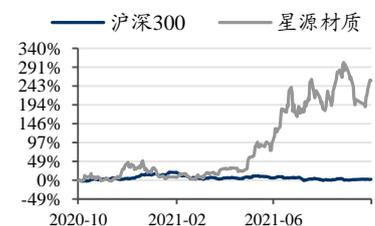
■ Q3期间费用环比下降，公司费用控制良好。2021Q3期间费用合计0.87亿元，费用率为17.97%，同比增5.03pct，环比降0.52pct；销售费用率1.45%，同比下降0.97pct，环比降0.8pct；管理费用率7.39%，同比增1.59pct，环比增0.03pct；财务费用率3.96%，同比增2.32pct，环比降0.32pct；研发费用率5.4%，同比增2.09pct，环比增0.64pct。

■ 在手资金充沛，短期借款下降。2021年Q3公司存货为2.44亿元，较年初增长28.46%；应收账款7.86亿元，较年初增长41.56%；短期借款7.19亿元，较年初下降18%。

■ 盈利预测与投资评级：考虑到公司隔膜业务量利齐升，我们上修公司2021-2023年归母净利润至3.21/7.11/11.24亿元（原预期3.1/5.9/8.1亿元），同比增长165%/118%/61%；对应现价PE分别125/57/36倍，给予2022年65xPE，对应目标59元，维持“买入”评级。

■ 风险提示：政策及销量不及预期，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.14
一年最低/最高价	21.16/61.20
市净率(倍)	9.89
流通A股市值(百万元)	34905.12

基础数据

每股净资产(元)	5.43
资产负债率(%)	40.78
总股本(百万股)	768.41
流通A股(百万股)	669.45

相关研究

- 1、《星源材质（300568）三季度报业绩预告点评：三季度量利双升，业绩亮眼》2021-10-14
- 2、《星源材质（300568）中报点评：盈利拐点将至，业绩基本符合预期》2021-08-20
- 3、《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

公司 2021Q3 归母净利润 1.01 亿元，环比增长 102.33%，位于业绩预告中枢，符合市场预期。2021Q3 公司实现营收 4.84 亿元，同比增加 79.26%，环比增加 18.45%；公司 2021Q3 归母净利润 1.01 亿元，同比增长 222.57%，环比增长 102.33%；2021Q3 扣非归母净利润 0.90 亿元，同比增长 261.01%，环比增长 76.19%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 38.1%，同比增长 5.06pct，环比增长 2.47pct；归母净利率 20.8%，同比下降 9.25pct，环比下降 13.45pct；扣非归母净利率 18.67%，同比下降 9.4pct，环比下降 6.12pct。此前公司预计 2021Q3 归母净利润 0.98-1.04 亿元，三季报位于业绩预告中枢，符合市场预期。

图表 1：星源材质分季度经营情况（百万元）

	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	483.8	408.5	422.2	355.8	269.9	216.2	124.7
-同比	79.26%	88.94%	238.51%	321.68%	66.11%	13.18%	-22.95%
毛利率	38.06%	35.58%	34.05%	25.96%	32.99%	45.94%	43.37%
归母净利润(百万)	100.7	49.8	61.8	18.6	31.2	55.4	15.9
-同比	222.57%	-10.20%	287.93%	-131.26%	30.73%	-27.25%	
归母净利率	20.81%	12.19%	14.65%	5.22%	11.57%	25.64%	12.78%
扣非归母净利润(百万)	90.3	51.3	56.68	9.51	25.02	42.91	11.04
-同比	261.01%	19.48%	413.56%	-115.00%	33.96%	-19.42%	-70.26%
扣非归母净利率	18.67%	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

**三季度隔膜出货环增，盈利水平大幅提升。**我们预计 2021Q3 隔膜出货 3 亿平，单月约 1 亿平，环比增长 25%，满产满销。从盈利水平来看，Q3 公司满产满销，单季度扣非净利润为 9032 万元，我们预计单平利润约 0.3 元/平，环比增长 30%左右，Q3 单季度毛利率 38%，同环比+5.1/+2.5pct，盈利水平的大幅提升主要受益于公司客户结构的改善及产能利用率的提升，我们预计 Q4 盈利水平将进一步提升，有望达到 0.3-0.4 元/平。Q3 起海外客户 LG 湿法隔膜开始放量，全年我们预计贡献 1 亿平左右增量，2022 年预计翻番增长，客户结构进一步优化。全年看，由于前三季度公司出货量达到 8 亿平，我们预计 2021 全年公司隔膜出货将达 11 亿平，同比增长近 60%，其中湿法隔膜受益于宁德时代大规模采购，Q3 起 LG、海外三星、村田、SAFT 等海外客户开始贡献新增量，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。2021 年 10 月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，2021 年 10 月公司满产下，单月产量 1 亿平，产能

供不应求，因此后续还将于常州、瑞典进一步扩产干法、湿法产能，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 2023 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 2021 年出货量有望超过 11 亿平，同比实现近 60% 增长；2022 年下半年公司新增干法及湿法产能放量，我们预计隔膜出货 17 亿平以上，同比 55%；2023 年产能产能释放，增长提速。为满足下游客户需求，公司拟通过定增方式募资不超过 60 亿加大产能扩产，后续份额有望进一步提升。

**Q3 期间费用环比下降，公司费用控制良好：**2021Q3 期间费用合计 0.87 亿元，同比增长 64.55%，环比下降 2.82%，费用率为 17.97%，同比增 5.03pct，环比降 0.52pct；销售费用 0.07 亿元，销售费用率 1.45%，同比下降 0.97pct，环比降 0.8pct；管理费用 0.36 亿元，管理费用率 7.39%，同比增 1.59pct，环比增 0.03pct；财务费用 0.19 亿元，财务费用率 3.96%，同比增 2.32pct，环比降 0.32pct；研发费用 0.25 亿元，研发费用率 5.4%，同比增 2.09pct，环比增 0.64pct。公司 21Q3 未计提资产减值损失，转回信用减值损失 11 万元。

图表 3：星源材质季度费用率

单位：百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
销售费用	3.67	7.35	9.90	-0.66	4.72	10.92	7.03
-销售费用率	1.03%	1.74%	2.42%	-0.14%	0.98%	2.26%	1.45%
管理费用	24.30	14.81	23.71	71.09	27.31	35.91	35.77
-管理费用率	6.83%	3.51%	5.80%	14.69%	5.64%	7.42%	7.39%
研发费用	5.76	14.92	12.54	23.45	12.07	21.91	24.98
-研发费用率	1.62%	3.54%	3.07%	4.85%	2.50%	4.53%	5.16%
财务费用	5.34	5.02	6.68	5.69	19.34	20.70	19.14
-财务费用率	1.50%	1.19%	1.64%	1.18%	4.00%	4.28%	3.96%
期间费用	39.07	42.11	52.82	99.56	63.44	89.44	86.92
-期间费用率	10.98%	9.97%	12.93%	20.58%	13.11%	18.49%	17.97%
资产减值损失	0.00	-0.03	0.02	-9.36	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-0.65	0.04	-0.97	-7.19	-1.03	1.82	-0.11

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**在手资金充沛，短期借款下降：**2021 年 Q3 公司存货为 2.44 亿元，较年初增长 28.46%；应收账款 7.86 亿元，较年初增长 41.56%；期末公司合同负债 0.12 亿元，较年初增长 131%。2021 年 Q3 公司经营活动净现金流为 1.15 亿元，同比下降 36.81%；投资活动净现金流为 4.04 亿元，同比上升 580.95%；资本开支为 976 万元，同比下降 91%。账面现金为 11.35 亿元，较年初增长 160%，短期借款 7.19 亿元，较年初下降 18%。

**盈利预测与投资建议：**考虑到公司隔膜业务量利齐升，我们上修公司 2021-2023 年归母净利润至 3.21/7/11.24 亿元(原预期 3.1/5.9/8.1 亿元)，同比增长 165%/118%/61%；对应现价 PE 分别 125/57/36 倍，给予 2022 年 65xPE，对应目标 59 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策及销量不及预期，竞争加剧

## 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)	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	<b>1,711</b>	<b>1,886</b>	<b>2,254</b>	<b>3,188</b>	<b>营业收入</b>	967	1,821	2,858	4,214
现金	436	91	143	272	减: 营业成本	632	1,053	1,481	2,160
应收账款	555	780	1,092	1,628	营业税金及附加	10	33	51	76
存货	190	346	325	473	销售费用	20	36	57	84
其他流动资产	505	633	647	749	管理费用	191	328	457	590
<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	32	17
长期股权投资	71	71	71	71	资产减值损失	18	38	14	22
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>	101	340	781	1,283
<b>资产总计</b>	<b>5,721</b>	<b>6,262</b>	<b>6,778</b>	<b>7,898</b>	加: 营业外净收支	38	46	46	46
<b>流动负债</b>	<b>1,862</b>	<b>2,112</b>	<b>2,114</b>	<b>2,407</b>	<b>利润总额</b>	139	386	827	1,329
短期借款	1,115	912	446	0	减: 所得税费用	38	62	124	199
应付账款	369	615	866	1,262	少数股东损益	-20	3	4	6
其他流动负债	377	584	802	1,145	<b>归属母公司净利润</b>	121	321	700	1,124
<b>非流动负债</b>	<b>920</b>	<b>920</b>	<b>920</b>	<b>920</b>	EBIT	123	351	813	1,300
长期借款	480	480	480	480	EBITDA	326	586	1,065	1,564
其他非流动负债	440	440	440	440	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,782</b>	<b>3,032</b>	<b>3,034</b>	<b>3,328</b>	每股收益(元)	0.16	0.42	0.91	1.46
少数股东权益	-13	-10	-6	0	每股净资产(元)	6.58	4.22	4.88	5.95
归属母公司股东权益	2,952	3,240	3,750	4,571	发行在外股份(百万股)	449	768	768	768
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,721</b>	<b>6,262</b>	<b>6,778</b>	<b>7,898</b>	ROIC (%)	2.1%	6.4%	14.8%	22.2%
					ROE (%)	4.1%	9.9%	18.7%	24.6%
<b>现金流量表</b>					毛利率 (%)	34.6%	42.0%	48.2%	46.6%
(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率 (%)	10.5%	17.8%	24.1%	24.5%
经营活动现金流	288	501	1,137	1,343	资产负债率 (%)	48.6%	48.0%	43.9%	41.6%
投资活动现金流	-267	-598	-398	-448	收入增长率 (%)	61.2%	80.6%	41.8%	34.7%
筹资活动现金流	-77	-248	-687	-766	净利润增长率 (%)	-11.0%	154.5%	91.4%	36.8%
现金净增加额	-56	-345	52	129	P/E	330.68	110.46	50.63	31.53
折旧和摊销	203	234	251	264	P/B	13.57	10.93	9.45	7.75
资本开支	449	600	400	450	EV/EBITDA	128	63	35	24
营运资本变动	-51	-105	138	-87					

数据来源: wind, 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>