

## 盈利能力提升, 业绩确定性进一步增强

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年三季度正式披露, 营业总收入13.14亿元, 同比去年增长115.2%, 归母净利润2.12亿元, 同比去年106.96%, 基本EPS为0.3元, 平均ROE为5.96%。
- **新能源汽车销量持续增长, 下游需求旺盛。** 中汽协数据显示, 2021年前三季度, 全国新能源汽车产销分别达到216.6万辆和215.7万辆, 同比增长1.8倍和1.9倍。我国动力电池产量累计134.7GWh, 同比增长195%; 销量共计106.8GWh, 同比增长177%。按照较为保守的预期, 2025年新能源车的市占率达到25%, 年销量约为250万辆, 平均每辆新能源车带电量50kWh, 则动力电池装机量将超过300GWh, 复合年均增长率高达38%。下游需求逐年高增将导致供需维持紧平衡, 下游对于品质较好的湿法隔膜需求进一步增加。公司已提前与布鲁克纳、苏美达等公司签订采购合同, 布局优质湿法隔膜设备, 短期内形成较高护城河, 有望率先消化市场需求, 提高市占率。
- **大幅扩产稳定供应, 规模优势带来利润弹性。** 公司拥有深圳、合肥、江苏三大生产基地, 同时公司于南通进行百亿级别扩产, 分三期建设供30亿平方米湿法隔膜和涂布隔膜产能, 建成后公司整体产能将超过60亿平方米。通过大规模扩产公司有望实现规模效应, 持续改善盈利能力, 增厚利润。
- **积极开拓下游客户, 设立海外工厂。** 公司行业认可度极高, 下游主要客户包括宁德时代、LGC、比亚迪、国轩高科、中航锂电、亿纬锂能、孚能科技等海内外锂离子电池龙头厂商, 当下各厂商产销两旺, 未来销量、市占率有望通过技术升级、产能扩张持续提升, 公司新增产能的投放也将在保障主要客户需求的背景下被快速消化。同时, 公司于今年2021年3月与Northvolt AB签订战略合作协议, 在欧洲建立锂离子电池隔膜厂, 从2023年开始向Northvolt配套提供锂离子电池隔膜, 开拓欧洲市场, 到2024年, 公司的欧洲工厂将向Northvolt提供包括基膜、涂覆隔膜和分切在内的超过50%需求量的电池隔膜。
- **盈利预测与投资建议。** 公司隔膜业务将继续保持高速增长, 三大国内生产基地产能稳步投放。考虑公司三季度表现优异, 及未来公司产品布局全面、产能合理规划, 我们给予公司2023年40倍PE, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 公司产能未能如期释放; 下游需求不及预期, 公司产能无法及时消化; 市场竞争加剧导致产品价格下跌。

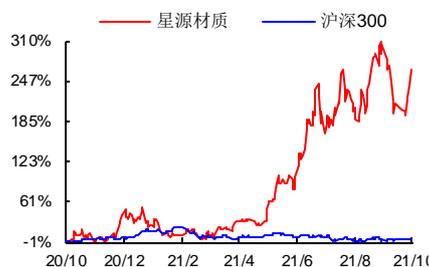
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	966.63	1942.47	2524.96	4214.82
增长率	61.17%	100.95%	29.99%	66.93%
归属母公司净利润(百万元)	121.16	348.35	659.75	1206.88
增长率	-11.01%	187.51%	89.39%	82.93%
每股收益EPS(元)	0.16	0.45	0.86	1.57
净资产收益率ROE	3.45%	7.73%	2.95%	19.56%
PE	331	115	61	33
PB	13.57	8.87	7.84	6.48

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.68
流通A股(亿股)	6.69
52周内股价区间(元)	22.83-58.96
总市值(亿元)	400.65
总资产(亿元)	72.52
每股净资产(元)	5.43

### 相关研究

1. 星源材质(300568): 下游需求高速增长, 湿法涂覆稳步投放 (2021-08-21)

## 关键假设

假设 1：公司新基地如期投产，湿法隔膜 2021 年/2022 年/2023 年产能分别为 8.5 亿平/10.5 亿平/22.5 亿平，新增产能平均到全年进行产能爬坡。

假设 2：公司湿法、干法隔膜单价在 2021 年较 2020 年略有上涨，于 2022 年维持高位且在 2023 年因供需格局改善，价格出现小幅回落。

假设 3：公司湿法业务毛利率因价格上涨，规模效应持续增加而随之上升；公司干法隔膜业务由于壁垒较小、竞争激烈，毛利率维持恒定。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
隔膜	收入	878.5	1912.5	2505.0	4204.8
	增速		117.7%	31.0%	67.9%
	毛利率	31.3%	37.4%	43.2%	45.5%
其他	收入	88.1	30.0	20.0	10.0
	增速		-66.0%	-33.3%	-50.0%
	毛利率	68.1%	20.0%	18.0%	15.0%
合计	收入	966.6	1942.5	2525.0	4214.8
	增速		101.0%	30.0%	66.9%
	毛利率	34.6%	37.1%	43.0%	45.4%

数据来源：Wind, 西南证券

## 相对估值

我们选取了行业中与公司业务最为相近的四家公司，2022 年四家公司的平均 PE 为 49 倍，2023 年平均 PE 为 37 倍。公司隔膜业务将继续保持高速增长，三大国内生产基地产能稳步投放。考虑公司三季报表现优异，及未来公司产品布局全面、产能合理规划，目前规划产能于 2023 年集中投放，我们给予公司 2023 年 40 倍 PE，上调至“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002812.SZ	恩捷股份	292.50	1.26	2.68	4.44	6.25	232	109	66	47
603659.SH	璞泰来	177.01	1.35	2.36	3.40	4.65	131	75	52	38
300037.SZ	新宙邦	141.47	1.26	2.61	3.55	4.49	112	54	40	32
002709.SZ	天赐材料	138.87	0.98	2.18	3.52	4.4	142	64	39	32
		平均值						76	49	37

数据来源：Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	966.63	1942.47	2524.96	4214.82	净利润	101.48	348.35	659.75	1206.88
营业成本	631.78	1221.21	1439.22	2300.13	折旧与摊销	202.52	300.87	456.71	652.30
营业税金及附加	9.63	25.90	31.82	52.28	财务费用	22.73	77.70	25.25	42.15
销售费用	20.26	33.02	37.87	63.22	资产减值损失	-9.36	0.00	0.00	0.00
管理费用	133.90	174.82	214.62	337.19	经营营运资本变动	23.05	-331.76	-309.43	-907.70
财务费用	22.73	77.70	25.25	42.15	其他	-52.79	-2.20	0.00	0.00
资产减值损失	-9.36	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>287.63</b>	<b>392.96</b>	<b>832.28</b>	<b>993.62</b>
投资收益	-1.76	0.00	0.00	0.00	资本支出	-463.77	-2000.00	-3000.00	-4000.00
公允价值变动损益	2.30	0.00	0.00	0.00	其他	196.85	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-266.92</b>	<b>-1950.00</b>	<b>-2950.00</b>	<b>-3950.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>100.70</b>	<b>409.82</b>	<b>776.18</b>	<b>1419.85</b>	短期借款	190.33	386.29	2250.89	3289.47
其他非经营损益	38.78	0.00	0.00	0.00	长期借款	-169.13	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>139.47</b>	<b>409.82</b>	<b>776.18</b>	<b>1419.85</b>	股权融资	563.38	1240.00	0.00	0.00
所得税	37.99	61.47	116.43	212.98	支付股利	-49.48	-24.23	-69.67	-131.95
净利润	101.48	348.35	659.75	1206.88	其他	-612.10	-286.85	-5.25	-32.15
少数股东损益	-19.68	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-77.00</b>	<b>1315.20</b>	<b>2175.97</b>	<b>3125.37</b>
归属母公司股东净利润	121.16	348.35	659.75	1206.88	<b>现金流量净额</b>	<b>-61.65</b>	<b>-241.84</b>	<b>58.25</b>	<b>168.99</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	436.09	194.25	252.50	421.48	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	651.97	1336.55	1734.66	2881.08	销售收入增长率	61.17%	100.95%	29.99%	66.93%
存货	189.64	380.14	449.78	724.82	营业利润增长率	61.35%	306.99%	89.39%	82.93%
其他流动资产	433.13	547.81	711.39	1185.96	净利润增长率	-21.92%	243.27%	89.39%	82.93%
长期股权投资	70.97	70.97	70.97	70.97	EBITDA 增长率	62.15%	141.88%	59.58%	68.05%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3714.02	5433.50	7997.15	11365.21	毛利率	34.64%	37.13%	43.00%	45.43%
无形资产和开发支出	190.88	170.53	150.18	129.83	三费率	24.16%	14.70%	11.00%	10.50%
其他非流动资产	34.78	-15.22	-65.23	-115.23	净利率	10.50%	17.93%	26.13%	28.63%
<b>资产总计</b>	<b>5721.47</b>	<b>8118.53</b>	<b>11301.40</b>	<b>16664.11</b>	ROE	3.45%	7.73%	12.95%	19.56%
短期借款	875.04	1261.33	3512.22	6801.69	ROA	1.77%	4.29%	5.84%	7.24%
应付和预收款项	686.78	1296.79	1599.91	2514.07	ROIC	2.32%	8.07%	8.92%	11.01%
长期借款	480.27	480.27	480.27	480.27	EBITDA/销售收入	33.72%	40.59%	49.83%	50.16%
其他负债	739.93	575.41	614.19	698.36	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2782.02</b>	<b>3613.80</b>	<b>6206.59</b>	<b>10494.38</b>	总资产周转率	0.17	0.28	0.26	0.30
股本	448.60	768.41	768.41	768.41	固定资产周转率	0.40	0.45	0.38	0.44
资本公积	1883.36	2803.54	2803.54	2803.54	应收账款周转率	2.08	2.28	1.91	2.12
留存收益	673.58	997.69	1587.78	2662.70	存货周转率	3.28	4.13	3.39	3.85
归属母公司股东权益	2952.28	4517.56	5107.64	6182.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	62.57%	—	—	—
少数股东权益	-12.83	-12.83	-12.83	-12.83	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2939.45</b>	<b>4504.72</b>	<b>5094.81</b>	<b>6169.73</b>	资产负债率	48.62%	44.51%	54.92%	62.98%
负债和股东权益合计	5721.47	8118.53	11301.40	16664.11	带息债务/总负债	48.72%	48.19%	64.33%	69.39%
					流动比率	0.92	0.92	0.60	0.55
					速动比率	0.82	0.78	0.52	0.47
					股利支付率	40.84%	6.96%	10.56%	10.93%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.16	0.45	0.86	1.57
					每股净资产	3.84	5.88	6.65	8.05
					每股经营现金	0.37	0.51	1.08	1.29
					每股股利	0.06	0.03	0.09	0.17
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	325.95	788.39	1258.14	2114.30					
PE	330.68	115.01	60.73	33.20					
PB	13.57	8.87	7.84	6.48					
PS	41.45	20.63	15.87	9.51					
EV/EBITDA	75.20	52.80	34.87	22.25					
股息率	0.12%	0.06%	0.17%	0.33%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn