

2022年01月28日

隔膜业务量利齐升，业绩符合预期  
买入（维持）

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	285	701	1124
同比（%）	-11.0%	134.9%	146.3%	60.3%
每股收益（元/股）	0.16	0.37	0.91	1.46
P/E（倍）	218.10	92.87	37.70	23.52

投资要点

- 公司预计 2021Q4 归母净利润 0.68-0.78 亿元，环比下滑 33%-23%，计提奖金及减值影响盈利。公司预计 2021 年全年归母净利润 2.8-2.9 亿元，同比增长 131.10%-139.35%，其中 2021Q4 归母净利润 0.68-0.78 亿元，同比增长 264%-318%，环比下滑 33%-23%，基本符合市场预期。2021 全年扣非归母净利润 2.9-3 亿元，同比增长 227.77%-239.07%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 0.92-1.02 亿元，环比增长 2%-13%，其中公司奖金 0.1-0.2 亿元+熔喷布设备减值损失 0.1-0.2 亿元于 Q4 集中计提，若加回，对应 Q4 扣非归母净利润 1.2 亿元左右，环比+20%左右，符合市场预期。
- 四季度隔膜量利齐升，产品结构进一步优化。我们预计 2021Q4 隔膜出货 3.2 亿平左右，环比增长 10%左右，满产满销，2021 年全年销量我们预计达 11.2-11.4 亿平，同比+60%。从盈利水平来看，2021Q4 公司单季度扣非净利润中值 0.97 亿元，我们预计单平利润 0.3 元/平+，环比持平或微增，若加回计提奖金及减值影响，我们预计 2021Q4 扣非净利润 1.2 亿元左右，对应单平扣非净利润 0.37 元/平左右，环+25%，盈利水平的大幅提升主要受益于公司客户结构的改善，2021 年全年扣非单平净利润我们预计达 0.26 元/平，同比翻番以上。全年看，我们预计 2021 年全年公司隔膜出货将达 11.2-11.4 亿平，同比+60%，其中湿法隔膜受益于宁德时代大规模采购，2021Q3 起 LG、海外三星、村田、SAFT 等海外客户开始贡献新增量，其中 LG 我们预计贡献 1 亿平左右增量，我们预计湿法隔膜占比 60%以上，干法出货占比接近 40%；我们预计 2022 年隔膜出货 17 亿平以上，同比增长 50%左右，其中海外湿法占比将进一步提升，LG 我们预计翻番增长，且新进入 Northvolt、SK 等客户供应链，涂覆比例将进一步提升，我们预计公司单平净利润有望进一步提升。
- 加大扩产力度，支撑长期高增长。截至 2021 年底，公司产能 15 亿平满产满销，其中公司湿法基膜产能合计 9 亿平左右，干法深圳基地近 2 亿平产能稳定生产，江苏基地 4 亿平产能全部投产，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。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 2022 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+50%以上；2023 年产能释放，增长提速，我们预计出货 25 亿平以上，同比+47%以上。为满足下游客户需求，公司拟通过定增方式募资不超过 60 亿元加大产能扩产，后续份额有望进一步提升。
- 盈利预测与投资评级：考虑到公司一次性费用计提，我们调整 2021-2023 年归母净利润至 2.85/7.01/11.24 亿元（原预期 3.21/7/11.24 亿元），同比增长 135%/146%/60%；对应现价 PE 分别 93/38/24 倍，给予 2022 年 50xPE，对应目标 45.5 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：政策及销量不及预期，竞争加剧

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

股价走势



市场数据

收盘价(元) 34.39  
一年最低/最高价 23.20/61.20  
市净率(倍) 6.33  
流通 A 股市值(百万元) 23022.38

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）三季报点评：三季度量利双升，业绩亮眼》2021-10-20
- 2、《星源材质（300568）三季报业绩预告点评：三季度量利双升，业绩亮眼》2021-10-14
- 3、《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

公司预计 2021Q4 归母净利润 0.68-0.78 亿元，环比下滑 33%-23%，计提奖金及减值影响盈利。公司预计 2021 年全年归母净利润 2.8-2.9 亿元，同比增长 131.10%-139.35%，其中 2021Q4 归母净利润 0.68-0.78 亿元，同比增长 264%-318%，环比下滑 33%-23%，基本符合市场预期。2021 全年扣非归母净利润 2.9-3 亿元，同比增长 227.77%-239.07%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 0.92-1.02 亿元，环比增长 2%-13%，其中公司奖金 0.1-0.2 亿元+熔喷布设备减值损失 0.1-0.2 亿元于 Q4 集中计提，若加回，对应 Q4 扣非归母净利润 1.2 亿元左右，环比+20%左右，符合市场预期。

图 1: 公司盈利情况 (分季度)

	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
营业收入(百万元)		483.8	408.5	422.2	355.8
-同比		79.26%	88.94%	238.51%	321.68%
毛利率		38.06%	35.58%	34.05%	25.96%
归母净利润(百万元)	68-78	100.7	49.8	61.8	18.6
-同比	264%-318%	222.57%	-10.20%	287.93%	-131.26%
归母净利率		20.81%	12.19%	14.65%	5.22%
扣非归母净利润(百万元)	92-102	90.3	51.3	56.68	9.51
-同比	864%-969%	261.01%	19.48%	413.56%	-115.00%
扣非归母净利率		18.67%	12.55%	13.43%	2.67%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

四季度隔膜量利齐升，产品结构进一步优化。我们预计 2021Q4 隔膜出货 3.2 亿平左右，环比增长 10%左右，满产满销，2021 年全年销量我们预计达 11.2-11.4 亿平，同比+60%。从盈利水平来看，2021Q4 公司单季度扣非净利润中值 0.97 亿元，我们预计单平利润 0.3 元/平+，环比持平或微增，若加回计提奖金及减值影响，我们预计 2021Q4 扣非净利润 1.2 亿元左右，对应单平扣非净利润 0.37 元/平左右，环+25%，盈利水平的大幅提升主要受益于公司客户结构的改善，2021 年全年扣非单平净利润我们预计达 0.26 元/平，同比翻番以上。全年看，我们预计 2021 年全年公司隔膜出货将达 11.2-11.4 亿平，同比+60%，其中湿法隔膜受益于宁德时代大规模采购，2021Q3 起 LG、海外三星、村田、SAFT 等海外客户开始贡献新增量，其中 LG 我们预计贡献 1 亿平左右增量，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%；随着新增产能进一步释放，我们预计 2022 年隔膜出货 17 亿平以上，同比增长 50%左右，其中海外湿法占比将进一步提升，LG 我们预计翻番增长，且新进入 Northvolt、SK 等客户供应链，客户结构进一步优化，且涂覆比例将进一步提升，我们预计公司单平净利润有望进一步提升。

加大扩产力度，支撑长期高增长。截至 2021 年底，公司产能 15 亿平满产满销，其

中公司湿法基膜产能合计 9 亿平左右，干法深圳基地近 2 亿平产能稳定生产，江苏基地 4 亿平产能全部投产，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。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 2022 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+50% 以上；2023 年产能释放，增长提速，我们预计出货 25 亿平以上，同比+47% 以上。为满足下游客户需求，公司拟通过定增方式募资不超过 60 亿元加大产能扩产，后续份额有望进一步提升。

**盈利预测与投资建议：**考虑到公司一次性费用计提，我们调整 2021-2023 年归母净利润至 2.85/7.01/11.24 亿元(原预期 3.21/7/11.24 亿元)，同比增长 135%/146%/60%；对应现价 PE 分别 93/38/24 倍，给予 2022 年 50xPE，对应目标 45.5 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>1,902</b>	<b>2,269</b>	<b>3,141</b>	<b>营业收入</b>	<b>967</b>	<b>1,821</b>	<b>2,858</b>	<b>4,214</b>
现金	436	91	143	211	减: 营业成本	632	1,098	1,541	2,218
应收账款	555	780	1,092	1,628	营业税金及附加	10	33	51	76
存货	190	361	338	486	销售费用	20	36	57	84
其他流动资产	505	633	647	749	管理费用	191	255	357	485
<b>非流动资产</b>	<b>4,011</b>	<b>4,349</b>	<b>5,156</b>	<b>6,045</b>	财务费用	23	11	40	45
长期股权投资	71	71	71	71	资产减值损失	18	58	14	22
固定资产	3,137	3,376	4,185	4,876	加: 投资净收益	-2	2	2	2
无形资产	191	189	188	186	公允价值变动	2	0	0	0
其他非流动资产	612	712	712	912	<b>营业利润</b>	<b>101</b>	<b>341</b>	<b>823</b>	<b>1,323</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,721</b>	<b>6,251</b>	<b>7,425</b>	<b>9,186</b>	加: 营业外净收支	38	6	6	6
<b>流动负债</b>	<b>1,862</b>	<b>2,123</b>	<b>2,781</b>	<b>3,717</b>	<b>利润总额</b>	<b>139</b>	<b>347</b>	<b>829</b>	<b>1,329</b>
短期借款	1,115	875	1,049	1,247	减: 所得税费用	38	56	124	199
应付账款	369	642	901	1,296	少数股东损益	-20	7	4	6
其他流动负债	377	606	831	1,173	<b>归属母公司净利润</b>	<b>121</b>	<b>285</b>	<b>701</b>	<b>1,124</b>
<b>非流动负债</b>	<b>920</b>	<b>920</b>	<b>920</b>	<b>920</b>	EBIT	123	353	863	1368
长期借款	480	480	480	480	EBITDA	326	595	1,156	1,729
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>3,043</b>	<b>3,702</b>	<b>4,637</b>	每股收益(元)	0.16	0.37	0.91	1.46
少数股东权益	-13	-6	-2	4	每股净资产(元)	6.58	4.18	4.85	5.92
归属母公司股东权益	2,952	3,213	3,725	4,545	发行在外股份(百万股)	448.60	768.41	768.41	768.41
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,721</b>	<b>6,251</b>	<b>7,425</b>	<b>9,186</b>	ROIC (%)	2.1%	6.5%	14.0%	18.5%
					ROE (%)	4.1%	8.9%	18.8%	24.7%
					毛利率 (%)	34.6%	39.7%	46.1%	47.4%
<b>现金流量表</b>					销售净利率 (%)	10.5%	16.0%	24.6%	26.8%
(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率 (%)	48.6%	48.7%	49.9%	50.5%
经营活动现金流	288	528	1,205	1,467	收入增长率 (%)	61.2%	88.4%	56.9%	47.5%
投资活动现金流	-267	-598	-1,098	-1,248	净利润增长率 (%)	-11.0%	134.9%	146.3%	60.3%
筹资活动现金流	-77	-275	-55	-151	P/E	218.10	92.87	37.70	23.52
现金净增加额	-56	-345	52	68	P/B	8.95	8.22	7.09	5.81
折旧和摊销	203	242	293	361	EV/EBITDA	85.93	47.09	24.23	16.20
资本开支	449	600	1,100	1,250					
营运资本变动	-51	-73	155	-88					

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>

