

2022年2月23日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩抢眼，盈利迈入向上通道 —星源材质(300568)动态点评

推荐 (首次)

事件

分析师：尹斌

执业证书编号：S1050521120003

邮箱：yinb@cfsc.com.cn

分析师：黎江涛

执业证书编号：S1050521120002

邮箱：lijt@cfsc.com.cn

基本数据

2022-02-23

当前股价 (元)	36.41
总市值 (亿元)	279.8
总股本 (百万股)	768.4
流通股本 (百万股)	669.4
52周价格范围 (元)	23.2-61.2
日均成交额 (百万元)	845.2

市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

相关研究

星源材质 (300568) 近期发布业绩预告：预计2021年实现归母净利润2.8-2.9亿元， $YoY+131\%-139\%$ 。

投资要点

业绩靓丽，单平盈利持续提升

公司是优质隔膜供应商，预计2021年实现扣非归母净利润2.9亿元-3亿元， $YoY+228\%-239\%$ ，预计2021Q4实现扣非归母净利润0.9亿元-1亿元， $QoQ+0\%至+11\%$ ，同比大增8至9倍，业绩靓丽符合预期。我们预计公司2021年销量约11亿平，对应单平盈利约0.26元，较2021年约0.13元/平显著提升。公司2021H1单平盈利约0.22元，而2021H2单平盈利超0.3元，若考虑到2021Q4奖金计提及存货减值等影响，公司扣非业绩约1.2亿元，对应2021Q4单平盈利约0.38元，盈利水平呈现持续提升态势。

公司干法地位显著，湿法不断发力，通过产品与客户结构优化，叠加隔膜供需持续偏紧，产品价格将稳中有升；通过提升良率及效率，成本端亦有下降空间。展望未来，我们判断，公司单平盈利有望持续提升，盈利拐点明确，已步入中长期上行通道。

产能持续扩张，结伴全球领先客户

公司在国内深圳、常州、南通等地建立生产基地，配套宁德、比亚迪、LGC等全球领先动力电池厂商。此外，公司在欧洲瑞典建立生产基地，配套Northvolt等优质客户。产能方面，公司2021年底干湿法产能达16亿平，2025年底有望达70亿平。订单方面，2021年3月公司与Northvolt签订6年供应合同，金额不超过33.4亿人民币；2021年8月公司与LGC签订4.5年供应合同，金额约43.11亿人民币。出货量方面，我们预计公司2021/2022/2023年出货量达11亿平/17亿平/27亿平，成长性好。

综合来看，公司积极产能布局，加快全球扩张步伐，就近供应和服务全球领先客户，进一步强化公司竞争力。此外，海外隔膜供应商受制于成本压力，扩产缓慢，与下游需求远不匹配。因此，我们认为国内隔膜供应商优势凸显，抢占海外市场，其市占率将有望持续提升，公司亦将持续受益。

深耕隔膜黄金赛道，成长性优异

公司以技术为核心，以客户为中心，深耕锂电隔膜黄金赛

道，深度覆盖储能、电动车等优质应用场景。根据鑫椤锂电，2021年国内隔膜总产量79亿平/yoY+113%，占全球比重突破70%，其中2021年国内干法产量18亿平/yoY+68%，湿法产量61亿平/yoY+132%。公司2021年国内市占率为14%，位居第二，其中干法市占率21%，位居第二，湿法市占率12%，位居第三。

整体而言，公司所处赛道成长性好，竞争格局佳，进入壁垒高，发展路径清晰。公司产能持续扩张，订单充沛，有望持续受益于全球能源革命，凸显优异成长性。

■ 盈利预测

基于审慎性原则，暂不考虑增发对业绩及股本的影响。预计2021/2022/2023年公司归母净利润分别为2.85/7.01/10.67亿元，eps为0.37/0.91/1.39元，对应PE分别为98/40/26倍。基于公司卡位优质赛道，客户优异，全球产能扩张，产业布局符合未来发展趋势，我们看好公司中长期向上的发展机会，给予“推荐”评级。

■ 风险提示

政策波动风险；下游需求低于预期；产品价格不及预期；竞争格局恶化风险；产能扩张及消化不及预期；增发进展不及预期。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	967	1,933	3,075	4,591
增长率（%）	61.2%	100.0%	59.1%	49.3%
归母净利润（百万元）	121	285	701	1,067
增长率（%）	-11.0%	135.1%	146.1%	52.2%
摊薄每股收益（元）	0.27	0.37	0.91	1.39
ROE（%）	4.1%	9.7%	24.0%	36.6%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	967	1,933	3,075	4,591
现金及现金等价物	436	208	622	311	营业成本	632	1,238	1,858	2,769
应收账款	635	1,269	1,011	1,509	营业税金及附加	10	16	26	39
存货	190	376	566	843	销售费用	20	33	53	79
其他流动资产	450	898	1,427	2,130	管理费用	134	139	154	230
流动资产合计	1,711	2,752	3,626	4,794	财务费用	23	63	52	60
非流动资产:					研发费用	57	77	108	161
金融类资产	2	2	2	2	费用合计	234	313	366	530
固定资产	3,137	3,274	3,194	3,037	资产减值损失	-9	-25	0	0
在建工程	578	231	92	37	公允价值变动	2	2	2	2
无形资产	191	181	172	163	投资收益	-2	-2	-2	-2
长期股权投资	71	71	71	71	营业利润	101	341	825	1,254
其他非流动资产	35	35	35	35	加: 营业外收入	42	0	0	0
非流动资产合计	4,011	3,792	3,564	3,342	减: 营业外支出	4	4	4	4
资产总计	5,721	6,544	7,190	8,136	利润总额	139	338	822	1,250
流动负债:					所得税费用	38	44	99	150
短期借款	875	985	985	985	净利润	101	294	723	1,100
应付账款、票据	656	1,302	1,956	2,914	少数股东损益	-20	9	22	33
其他流动负债	331	331	331	331	归母净利润	121	285	701	1,067
流动负债合计	1,862	2,617	3,271	4,230					
非流动负债:					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	480	550	550	550	成长性				
其他非流动负债	440	440	440	440	营业收入增长率	61.2%	100.0%	59.1%	49.3%
非流动负债合计	920	990	990	990	归母净利润增长率	-11.0%	135.1%	146.1%	52.2%
负债合计	2,782	3,608	4,262	5,221	盈利能力				
所有者权益					毛利率	34.6%	36.0%	39.6%	39.7%
股本	449	768	768	768	四项费用/营收	24.2%	16.2%	11.9%	11.5%
股东权益	2,939	2,936	2,928	2,915	净利率	10.5%	15.2%	23.5%	24.0%
负债和所有者权益	5,721	6,544	7,190	8,136	ROE	4.1%	9.7%	24.0%	36.6%
					偿债能力				
现金流量表	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	48.6%	55.1%	59.3%	64.2%
净利润	101	294	723	1100	营运能力				
少数股东权益	-20	9	22	33	总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.6
折旧摊销	202	219	227	222	应收账款周转率	1.5	1.5	3.0	3.0
公允价值变动	2	2	2	2	存货周转率	3.3	3.3	3.3	3.3
营运资金变动	1	-623	194	-520	每股数据 (元/股)				
经营活动现金净流量	288	-100	1168	837	EPS	0.27	0.37	0.91	1.39
投资活动现金净流量	-267	209	218	213	P/E	134.8	98.1	39.9	26.2
筹资活动现金净流量	-249	-117	-731	-1113	P/S	16.9	14.5	9.1	6.1
现金流量净额	-228	-8	655	-62	P/B	5.5	9.5	9.6	9.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

■ 新能源汽车组介绍

尹斌：理学博士，新能源首席。4年实业+5年证券+1年基金从业经验，曾先后任职于比亚迪、中泰证券、东吴证券、博时基金、国海证券。作为核心成员之一，多次获得新财富、水晶球最佳分析师称号。2021年加入华鑫证券，目前主要覆盖锂动力电池、燃料电池、储能及相关上市公司及新能源汽车相关产业链研究。

黎江涛：上海财经大学数量经济学硕士，1年知名PE从业经历，4年证券从业经验，2021年加入华鑫证券，从事新能源汽车及上市公司研究。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

投资建议		预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

投资建议		预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

请阅读最后一页重要免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。