

星源材质（300568）2021 年年报点评

全年量利齐升，客户+产品结构优化助力 2022 年高增长

买入（维持）

2022 年 03 月 02 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1861	2964	4558	6210
同比（%）	92%	59%	54%	36%
归母净利润（百万元）	283	702	1087	1530
同比（%）	133%	148%	55%	41%
每股收益（元/股）	0.37	0.91	1.41	1.99
P/E（倍）	105.85	42.64	27.55	19.58

投资要点

■ **2021 年归母净利润 2.83 亿元，同比增长 133.49%，接近业绩预告中值，符合市场预期。**2021 年公司营收 18.61 亿元，同比增长 92.48%；归母净利润 2.83 亿元，同比增长 133.49%；扣非净利润 2.96 亿元，同比增长 235.00%；2021 年毛利率为 37.80%，同比增加 3.16pct；销售净利率为 15.33%，同比增加 4.83pct。此前公司预计 2021 年全年归母净利润 2.8-2.9 亿元，实际值接近业绩预告中值，符合市场预期。

■ **2021 年公司隔膜量利双升，湿法隔膜贡献明显业绩增量。**2021 年全年隔膜收入 18.42 亿元，同比大幅增长 109.71%，下半年隔膜收入 10.21 亿元，同比上升 69%，环比增长 24%，毛利率为 37.75%，同比提高 6.47pct，下半年毛利率为 39.89%，环比提升 4.79pct。分地区看，2021 年国内收入 14.47 亿元，同比增长 124%，毛利率为 34%，同比提升 6.88pct；海外地区实现营收 3.95 亿元，同比增 71%，毛利率 51%，同比提升 8.67pct，海外盈利弹性较大。子公司经营情况看，常州湿法项目满产满销贡献主要业绩增量。

■ **产品结构优化，公司盈利逐季提升，2022 年隔膜行业供需偏紧，公司延续量利双升态势。**2021 年公司销量 12.2 亿平，同比增长 74%，扣除一定比例 B 品膜销售影响，公司全年扣非单平净利润达 0.26 元/平，同比翻番以上，其中 2021Q4 隔膜出货 3.2 亿平左右，环比增长 10%，加回计提奖金及减值影响后，我们测算 2021Q4 单平扣非净利润 0.37 元/平左右，环+25%，公司盈利水平逐季提升。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 40%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，2022Q3 产能上台阶。**截至 2021 年底，公司产能 15 亿平满产满销。我们预计公司 2022 年下半年公司新增干法及湿法产能放量，我们预计 2022 年全年隔膜出货 17 亿平以上，同比+40%左右；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：**考虑公司隔膜业务量利齐升，我们调整 2022-2024 年归母净利润至 7.02/10.87/15.30 亿元（原预期 2022/2023 年为 7.01/11.24 亿元），同比增长 148%/55%/41%；对应现价 PE 分别为 43/28/20 倍，给予 2022 年 55xPE，对应目标 50 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电动车销量不及预期，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.97
一年最低/最高价	23.20/61.20
市净率(倍)	7.02
流通 A 股市值(百万元)	26088.46

基础数据

每股净资产(元)	5.55
资产负债率(%)	42.47
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）业绩预告点评：隔膜业务量利齐升，业绩符合预期》2022-01-28
- 2、《星源材质（300568）三季度报点评：三季度量利双升，业绩亮眼》2021-10-20
- 3、《星源材质（300568）三季度业绩预告点评：三季度量利双升，业绩亮眼》2021-10-14

2021 年归母净利润 2.83 亿元，同比增长 133.49%，接近业绩预告中值，符合市场预期。2021 年公司营收 18.61 亿元，同比增长 92.48%；归母净利润 2.83 亿元，同比增长 133.49%；扣非净利润 2.96 亿元，同比增长 235.00%；2021 年毛利率为 37.80%，同比增加 3.16pct；销售净利率为 15.33%，同比增加 4.83pct。此前公司预计 2021 年全年归母净利润 2.8-2.9 亿元，实际值接近业绩预告中值，符合市场预期。

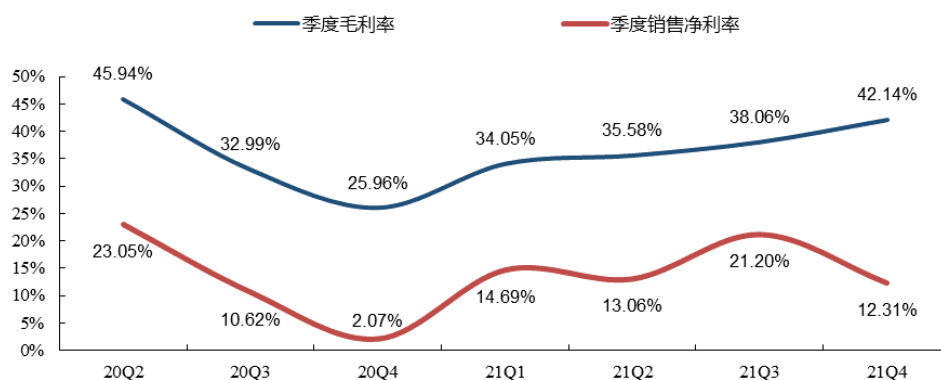
2021Q4 扣非净利润环比向上，且盈利水平环比提升。2021Q4 公司实现营收 5.46 亿元，同比增加 53.47%，环比增长 12.86%；归母净利润 0.71 亿元，同比增长 279.94%，环比下降 29.91%，Q4 公司计提一次性的资产减值损失 0.22 亿元、信用减值损失 0.11 亿元，影响 Q4 净利润增速；扣除一次性影响，Q4 扣非归母净利润 0.98 亿元，同比增长 931.51%，环比增长 8.64%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 42.14%，同比增长 16.18pct，环比增长 4.08pct；归母净利率 12.93%，同比增长 7.70pct，环比下降 7.88pct；Q4 扣非净利率 17.97%，同比提升 15.30pct，环比提升 0.70pct。

图 1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	546.1	483.8	408.5	422.2
-同比	53.47%	79.26%	88.94%	238.51%
毛利率	42.14%	38.06%	35.58%	34.05%
归母净利润(百万)	70.6	100.7	49.8	61.8
-同比	279.94%	222.57%	-10.20%	287.93%
归母净利率	12.93%	20.81%	12.19%	14.65%
扣非归母净利润(百万)	98.1	90.32	51.27	56.68
-同比	931.51%	261.01%	19.48%	413.56%
扣非归母净利率	17.97%	18.67%	12.55%	13.43%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021年公司隔膜量利双升,湿法隔膜贡献明显业绩增量。2021年全年隔膜收入18.42亿元,同比大幅增长109.71%,下半年隔膜收入10.21亿元,同比上升69%,环比增长24%,毛利率为37.75%,同比提高6.47pct,下半年毛利率为39.89%,环比提升4.79pct。分地区看,2021年国内收入14.47亿元,同比增长124%,毛利率为34%,同比提升6.88pct;海外地区实现营收3.95亿元,同比增71%,毛利率51%,同比提升8.67pct,海外盈利弹性较大。子公司经营情况看,常州湿法项目满产满销贡献主要业绩增量。子公司常州星源(湿法)全年营收为7.05亿元,同比增长78.84%,净利润1.29亿元,同比+65%,对应净利率18.3%;江苏星源(干法+涂覆)营收为6.96亿元,同比增长158.59%,净利润0.65亿元,同比+16%,对应净利率9%。

图 3: 分业务经营情况(亿元)

	2021年				2021H2		2021H1	
	营业收入(亿)	同比	毛利率	同比	营业收入(亿)	毛利率	营业收入(亿)	毛利率
锂离子电池隔膜	18.42	109.71%	37.75%	6.47pct	10.21	39.89%	8.21	35.10%
隔膜-国内	14.47	124.34%	34.03%	6.88pct	8.18	37.79%	6.29	30.50%
隔膜-海外	3.95	71.39%	51.37%	8.67pct	2.03	52.51%	1.92	50.10%
其他	0.18		43.15%		0.08	75.95%	0.1	13.30%

数据来源: 2021 年年报, 东吴证券研究所

图 4: 子公司经营情况(亿元)

公司名称	2021				2021H2		2021H1	
	营业收入(亿元)	营收-同比	净利润(亿元)	净利润-同比	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)
合肥星源	1.60	70.42%	0.08	116.81%	0.78	-0.03	0.82	0.11
常州星源	7.05	78.84%	1.29	65.09%	3.60	0.68	3.45	0.61
江苏星源	6.96	158.59%	0.65	16.04%	4.78	1.00	2.18	-0.35

数据来源: 2021 年年报, 东吴证券研究所

产品结构优化,公司盈利逐季提升,2022 年隔膜行业供需偏紧,公司延续量利双升态势。2021 年公司销量 12.2 亿平,同比增长 74%,扣除一定比例 B 品膜销售影响,公司全年扣非单平净利润达 0.26 元/平,同比翻番以上,其中 2021Q4 隔膜出货 3.2 亿平左右,环比增长 10%,加回计提奖金及减值影响后,我们测算 2021Q4 单平扣非净利润 0.37 元/平左右,环+25%,公司盈利水平逐季提升。分客户结构看,全年海外客户销售 3.95 亿元,同比增长 71%,毛利率 51%,贡献主要利润增量,我们预计主要受益于第一大客户 LG 湿法涂覆产品 2021Q3 开始起量,我们预计贡献 1 亿平左右增量,此外三星、村田、SAFT 等海外客户开始贡献新增量,公司湿法隔膜占比我们预计达 60%以上,涂覆比例由提升至 40%左右;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 40%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。

图 5：2021 年公司隔膜业务分地区情况（亿元）

	营业收入	毛利率	营业收入比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
华南	2.26	27.96%	35.23%	-17.30pct
华中	2.15	14.40%	113.52%	6.48pct
华东	8.61	39.09%	169.61%	16.36pct
海外	3.95	51.37%	71.39%	8.67pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：2021 年公司主要销售客户情况（亿元）

序号	客户名称	销售额（亿元）	占年度销售总额比例
1	客户一	3.93	21.15%
2	客户二	3.61	19.40%
3	客户三	1.48	7.97%
4	客户四	1.46	7.85%
5	客户五	1.19	6.40%
合计	--	11.68	62.77%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

加大扩产力度，支撑长期高增长，2022Q3 产能上台阶。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，常州基地 3.6 亿平湿法产能稳定大批量生产，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 2022 年下半年公司新增干法及湿法产能放量，我们预计 2022 年全年隔膜出货 17 亿平以上，同比+40%左右；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。

2021Q4 费用率环比明显提升，全年费用控制良好。2021 年公司期间费用合计 3.85 亿元，同比增长 65%，费用率为 20.71%，同比下降 3.45pct。2021 年销售费用 0.4 亿元，销售费用率 2.14%，同比增 0.04pct；管理费用 1.63 亿元，管理费用率 8.75%，同比下降 5.1pct；财务费用 0.72 亿元，财务费用率 3.85%，同比增 1.49pct；研发费用 1.11 亿元，研发费用率 5.98%，同比增 0.12pct。公司 2021 年计提资产减值损失 0.32 亿元。

图 7：季度费用率

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
销售费用	4.72	10.92	7.03	17.13
-销售费用率	1.12%	2.67%	1.45%	3.14%
管理费用	27.31	35.91	35.77	63.78
-管理费用率	6.47%	8.79%	7.39%	11.68%
研发费用	12.07	21.91	24.98	52.29
-研发费用率	2.86%	5.36%	5.16%	9.58%
财务费用	19.34	20.70	19.14	12.36
-财务费用率	4.58%	5.07%	3.96%	2.26%
期间费用	63.44	89.44	86.92	145.56
-期间费用率	15.03%	21.90%	17.97%	26.66%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	-22.34
信用减值损失	-1.03	1.82	-0.11	-10.69

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营性现金流亮眼，资本开支加大。截至 2021 年底，公司存货为 2.69 亿元，较年初增长 41.76%；期末应收账款 8.86 亿元，较年初增长 59.50%；期末公司合同负债 0.07 亿元，较年初增长 34.02%。2021 年公司经营活动净现金流净额为 3.99 亿元，同比上升 38.78%；投资活动净现金流净额为-14.05 亿元，同比下降 426.21%；资本开支为 11.50 亿元，同比上升 156.22%；账面现金为 9.69 亿元，较年初增长 122.15%，短期借款 16.33 亿元，较年初增长 46.38%。2021 年末在建工程 4.97 亿元，较年初下滑 14%，固定资产 33.62 亿元，较年初增长 7.2%。

盈利预测与投资评级：考虑公司隔膜业务量利齐升，我们调整 2022-2024 年归母净利润至 7.02/10.87/15.30 亿元（原预期 2022/2023 年为 7.01/11.24 亿元），同比增长 148%/55%/41%；对应现价 PE 分别为 43/28/20 倍，给予 2022 年 55xPE，对应目标 50 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，竞争加剧

星源材质三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,872	3,055	3,708	4,866	营业收入	1,861	2,964	4,558	6,210
现金	969	148	228	311	减:营业成本	1,157	1,688	2,583	3,517
应收账款	886	1,339	1,826	2,488	营业税金及附加	16	30	46	62
存货	269	555	566	771	营业费用	40	59	91	124
其他流动资产	719	972	1,028	1,218	管理费用	78	232	329	410
非流动资产	4,745	5,942	7,041	7,665	研发费用	52	154	218	273
长期股权投资	60	60	60	60	财务费用	72	6	83	93
固定资产	3,362	4,364	5,467	6,396	资产减值损失	32	32	5	17
在建工程	497	697	697	397	加:投资净收益	10	2	2	2
无形资产	321	316	312	308	其他收益	-92	40	45	45
其他非流动资产	1,002	1,202	1,202	902	资产处置收益	-	-	-	-
资产总计	7,617	8,997	10,749	12,531	营业利润	331	805	1,250	1,761
流动负债	2,275	3,100	4,053	4,712	加:营业外净收支	-41	6	6	6
短期借款	1,633	2,188	2,675	2,847	利润总额	291	811	1,256	1,767
应付账款	454	662	1,014	1,380	减:所得税费用	5	105	163	230
其他流动负债	188	250	365	485	少数股东损益	2	4	5	8
非流动负债	960	960	960	960	归属母公司净利润	283	702	1,087	1,530
长期借款	530	530	530	530	EBIT	702	1,087	1,530	1,856
其他非流动负债	429	429	429	429	EBITDA	752	1,194	1,834	2,480
负债合计	3,234	4,060	5,013	5,672	重要财务与估值指标				
少数股东权益	115	119	124	132		2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	4,267	4,818	5,611	6,728	每股收益(元)	0.37	0.91	1.41	1.99
负债和股东权益	7,617	8,997	10,749	12,531	每股净资产(元)	5.55	6.27	7.30	8.76
					发行在外股份(百万股)	768.41	768.41	768.41	768.41
					ROIC(%)	7%	10%	13%	16%
					ROE(%)	7%	15%	19%	23%
					毛利率(%)	38%	43%	43%	43%
					销售净利率(%)	15%	24%	24%	25%
					资产负债率(%)	42%	45%	47%	45%
					收入增长率(%)	92%	59%	54%	36%
					净利润增长率(%)	133%	148%	55%	41%
					P/E	105.85	42.64	27.55	19.58
					P/B	7.02	6.22	5.34	4.45
					EV/EBITDA	42.86	26.99	17.57	12.99
现金流量表(百万元)									
经营活动现金流	399	380	1,567	1,665					
投资活动现金流	-1,405	-1,598	-1,598	-1,248					
筹资活动现金流	1,287	397	110	-334					
现金净增加额	281	-821	80	83					
折旧和摊销	349	382	501	626					
资本开支	1,150	1,600	1,600	1,250					
营运资本变动	-335	-744	-113	-607					

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>