

星源材质 (300568.SZ) 产品/客户结构优化, 量利齐升有望持续

2022 年 03 月 02 日

——公司信息更新报告

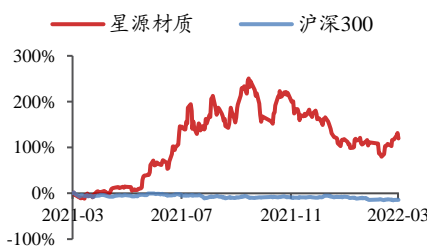
投资评级: 买入 (维持)
刘强 (分析师)

liuqiang@kysec.cn

证书编号: S0790520010001

日期	2022/3/2
当前股价(元)	36.93
一年最高最低(元)	61.20/23.20
总市值(亿元)	283.77
流通市值(亿元)	247.23
总股本(亿股)	7.68
流通股本(亿股)	6.69
近 3 个月换手率(%)	193.12

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 业绩预告超预期, 单平净利润显著提升》-2021.10.15

《公司信息更新报告-湿法隔膜持续进化, 下半年有望大幅改善》-2021.8.22

《公司信息更新报告-半年报业绩预告点评: 基本符合预期, 看好下半年量利齐升》-2021.7.15

● 星源材质 2021 年业绩符合预期, 产品/客户结构持续优化

星源材质发布 2021 年年度报告, 2021 年实现归母净利润 2.83 亿元, 同比增长 133.49%, 其中扣非净利润为 2.96 亿元, 同比增长 235.00%。公司毛利率为 37.80%, 同比增长 3.16pct, 主要受益于动力电池需求放量 and 投建产能有序释放; 单平净利为 0.23 元, 同比增长 70.53%, 应主要源于产品与客户结构优化和工艺改进。公司期间费用率为 14.74%, 同比减少 3.56pct, 费用控制能力进一步提升, 同时公司研发投入力度不减, 研发投入率为 5.98%, 同比增长 0.12pct。我们认为公司业绩基本符合预期, 且后续仍有提升空间。我们上调 2022/2023 年盈利预测并新增 2024 年盈利预测, 预计公司 2022-2024 年归母净利润有望达到 6.95 (+0.15) /10.41 (+1.34) /14.73 亿元, EPS 分别为 0.90/1.35/1.92 元/股, 当前股价对应市盈率分别为 40.8/27.3/19.3 倍, 维持“买入”评级。

● 产销格局进一步优化, 资本市场再融资为产能布局提供保障

2021 年公司新增项目建设有序开展, 常州年产 3.6 亿平米项目及超级涂覆工厂一期已建设完成并开始向客户大批量供货, 2021 年出货量达 12.20 亿平, 同比增长 64.79%; 南通湿法隔膜及涂覆隔膜项目 (年产 20 亿平米) 于 2022 年 2 月开工, 瑞典项目也在持续推进中, 为开拓国内外市场提供基础。同时, 公司凭借强大的研发体系、先进的产品制备技术和全面快速的技术服务能力, 在深化与国产动力电池龙头企业合作的基础上进一步打开海外市场, 与 NorthvoltAB 与 LG 新能源签订长期保供协议, 提升品牌影响力和盈利能力。公司可转债募集资金转入南通建设项目, 60 亿元定增项目仍在推进中, 为公司产能布局提供保障。

● 隔膜市场紧平衡短期或难缓解, 公司量利齐升有望持续

随着锂电需求的高速增长, 隔膜市场需求热度持续提升, 受制于短期关键设备供需紧张, 隔膜市场紧平衡 2022 年难以显著缓解, 涨价动力仍存; 受益于出海进程加快、产品结构优化和工艺升级降本, 公司量利齐升有望持续。

● 风险提示: 新能源汽车销量不及预期、公司扩产进度不及预期、行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	967	1,861	2,823	4,137	6,040
YOY(%)	61.2	92.5	51.7	46.6	46.0
归母净利润(百万元)	121	283	695	1,041	1,473
YOY(%)	-11.0	133.5	145.8	49.7	41.6
毛利率(%)	34.6	37.8	40.7	42.4	42.9
净利率(%)	12.5	15.2	24.6	25.2	24.4
ROE(%)	3.5	6.5	13.2	18.4	21.0
EPS(摊薄/元)	0.16	0.37	0.90	1.35	1.92
P/E(倍)	234.2	100.3	40.8	27.3	19.3
P/B(倍)	9.6	6.7	5.8	4.9	4.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1711	2872	2470	4021	6393
现金	436	969	423	780	906
应收票据及应收账款	628	1099	1159	2151	3889
其他应收款	7	6	31	18	44
预付账款	17	24	44	49	87
存货	190	269	400	534	998
其他流动资产	433	505	414	490	469
非流动资产	4011	4745	5169	6067	7176
长期投资	71	60	72	85	102
固定资产	3137	3362	3744	4393	5185
无形资产	191	321	365	413	454
其他非流动资产	612	1002	988	1175	1436
资产总计	5721	7617	7639	10088	13569
流动负债	1862	2275	1111	1655	3300
短期借款	875	1397	380	0	806
应付票据及应付账款	656	530	213	845	1243
其他流动负债	331	347	518	809	1251
非流动负债	920	960	1522	2489	2921
长期借款	480	530	1064	1998	2392
其他非流动负债	440	429	458	491	529
负债合计	2782	3234	2633	4144	6221
少数股东权益	-13	115	82	138	208
股本	449	768	1153	1153	1153
资本公积	1883	2625	2241	2241	2241
留存收益	674	912	1406	2203	3348
归属母公司股东权益	2952	4267	4924	5807	7140
负债和股东权益	5721	7617	7639	10088	13569

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	288	399	514	912	273
净利润	101	285	662	1096	1543
折旧摊销	203	349	254	309	382
财务费用	23	72	40	33	53
投资损失	2	-10	-1	-1	-2
营运资金变动	-111	-401	-436	-520	-1697
其他经营现金流	70	104	-5	-6	-6
投资活动现金流	-267	-1405	-557	-1251	-1432
资本支出	449	1151	593	943	1063
长期投资	178	-265	-12	-7	-16
其他投资现金流	360	-518	24	-315	-386
筹资活动现金流	-77	1287	-883	1076	479
短期借款	190	522	-1397	0	0
长期借款	-568	50	534	934	394
普通股增加	218	320	384	0	0
资本公积增加	345	742	-384	0	0
其他筹资现金流	-263	-347	-20	143	85
现金净增加额	-62	274	-925	737	-681

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	967	1861	2823	4137	6040
营业成本	632	1157	1673	2381	3446
营业税金及附加	10	16	38	49	66
营业费用	20	40	85	95	121
管理费用	134	163	189	248	302
研发费用	57	111	127	186	290
财务费用	23	72	40	33	53
资产减值损失	-9	-22	-8	-35	-50
其他收益	27	52	0	0	0
公允价值变动收益	2	1	1	1	1
投资净收益	-2	10	1	1	2
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	101	331	681	1180	1815
营业外收入	42	0	66	52	40
营业外支出	4	41	11	14	18
利润总额	139	291	736	1218	1837
所得税	38	5	74	122	294
净利润	101	285	662	1096	1543
少数股东损益	-20	2	-33	55	70
归母净利润	121	283	695	1041	1473
EBITDA	395	702	1031	1559	2273
EPS(元)	0.16	0.37	0.90	1.35	1.92

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	61.2	92.5	51.7	46.6	46.0
营业利润(%)	61.4	229.2	105.4	73.4	53.8
归属于母公司净利润(%)	-11.0	133.5	145.8	49.7	41.6
获利能力					
毛利率(%)	34.6	37.8	40.7	42.4	42.9
净利率(%)	12.5	15.2	24.6	25.2	24.4
ROE(%)	3.5	6.5	13.2	18.4	21.0
ROIC(%)	2.8	5.1	9.9	12.8	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	48.6	42.5	34.5	41.1	45.8
净负债比率(%)	52.2	36.0	33.9	37.5	48.7
流动比率	0.9	1.3	2.2	2.4	1.9
速动比率	0.6	1.0	1.6	1.9	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	1.8	2.2	2.5	2.5	2.0
应付账款周转率	1.2	2.0	4.5	4.5	3.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.37	0.90	1.35	1.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.52	0.67	1.19	0.36
每股净资产(最新摊薄)	3.84	5.55	6.41	7.56	9.29
估值比率					
P/E	234.2	100.3	40.8	27.3	19.3
P/B	9.6	6.7	5.8	4.9	4.0
EV/EBITDA	111.7	62.6	42.9	28.7	20.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn