

星源材质 (300568.SZ)

隔膜量利齐升，产能建设加速推进

增持

核心观点

2021 年公司盈利 2.83 亿元, 位于业绩预告中值。公司 2021 年实现营收 18.61 亿元, 同比增长 92%; 对应 Q4 实现营收 5.46 亿元, 环比增长 13%。2021 年公司实现归母净利润 2.83 亿元, 同比增长 133%; 对应 Q4 实现归母净利润 0.71 亿元, 环比下降 30%; 全年盈利接近业绩预告中值。2021 年公司毛利率为 37.80%, 同比上升 3.16pct, 净利率为 15.33%, 同比上升 4.83pct。全年盈利能力提升主要得益于客户结构改善和产能利用率提升。2021Q4 公司毛利率为 42.14%, 环比上升 4.08pct; 净利率为 12.31%, 环比下降 8.89pct, 净利率有所下滑系研发费用大幅上升、股权激励摊销、减值、非流动资产报废等因素所致。

产品和客户结构改善, 公司盈利能力快速提升。2021 年公司常州星源 3.6 亿平湿法隔膜项目已建成并向大客户批量供货。我们估算 2021 年底公司隔膜产能有望达到 16 亿平, 产能扩张推动量增。2021 年公司隔膜出货量为 12.19 亿平, 同比增长 74%。2021 年公司与海外客户 LG 新能源、三星、Northvolt、村田深入合作, 客户结构改进明显。公司超级涂覆工厂在 2021 年内实现大批量供货, 涂覆膜出货量稳步提升。2021 年公司隔膜单平扣非净利达到 0.24 元, 同比提升 56%。展望 2022 年, 公司常州、瑞典、南通等基地建设加速推进, 涂覆产能有望快速释放, 与 LG 新能源、Northvolt 签有长单, 高盈利涂覆膜出货占比提升和海外供货增加有望增厚利润。

未来行业供需偏紧, 公司产能释放推进有序。按照当下主流隔膜厂的扩产节奏和隔膜设备厂商的有限产能情况, 预计隔膜行业将继续维持 2-3 年供应紧张状态。公司深入绑定布鲁克纳设备产能, 夯实扩产基础。我们预计公司 2022/2023 年产能分别有望达到 30/45 亿平, 快速扩产以提升市场份额。

风险提示: 电动车产销不及预期; 投产进度不及预期; 成本下降不及预期。

投资建议: 上调盈利预测, 维持“增持”评级。

伴随公司湿法、涂覆持续放量以及海外客户占比提升, 公司盈利能力有望稳步提升。基于公司客户和产品结构改善带来的盈利能力边际改善, 我们上调原有盈利预测, 预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 6.49/11.08/14.73 亿元 (原预测 2022/2023 年为 5.79/8.81 亿元), 同比增速分别为 129/71/33%, 摊薄 EPS 分别为 0.84/1.44/1.92 元, 当前股价对应 PE 分别为 40/23/18 倍, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	967	1,861	3,122	5,022	6,664
(+/-%)	61.2%	92.5%	67.8%	60.8%	32.7%
净利润(百万元)	121	283	649	1108	1473
(+/-%)	-11.0%	133.5%	129.4%	70.7%	33.0%
每股收益(元)	0.27	0.37	0.84	1.44	1.92
EBIT Margin	11.8%	20.1%	25.8%	28.3%	29.3%
净资产收益率 (ROE)	4.1%	6.5%	12.9%	18.4%	20.2%
市盈率 (PE)	125.1	91.8	40.0	23.4	17.6
EV/EBITDA	56.7	40.4	24.8	16.4	12.8
市净率 (PB)	5.16	5.92	5.15	4.31	3.56

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

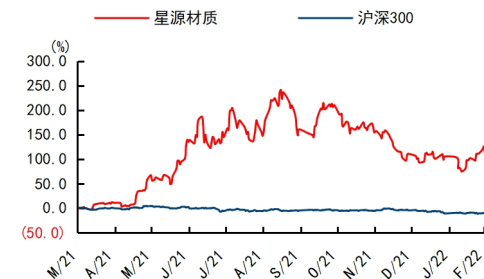
电力设备 · 电池

证券分析师: 王蔚祺 联系人: 陈抒扬
 010-88005313 0755-81982965
 wangweiqi2@guosen.com.cn chenshuyang@guosen.com.cn
 S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	不适用
收盘价	33.79 元
总市值/流通市值	25951/22606 百万元
52 周最高价/最低价	61.20/23.20 元
近 3 个月日均成交额	797.10 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《星源材质 (300568.SZ) - 隔膜量利齐升, 产能建设加速推进》——2022-03-03
 《星源材质-300568-2021 年三季度报点评: 三季度隔膜量利齐升, 扩产步伐加速》——2021-10-21
 《星源材质-300568-2021 年中报点评: 中报业绩符合预期, 看好长期盈利改善》——2021-08-20
 《国信证券-星源材质-300568-深度报告: 探寻星源盈利与成长的确定性》——2021-08-14
 《星源材质-300568-重大事件快评: 客户开拓进展顺利, 湿法隔膜迎头赶上》——2019-06-17

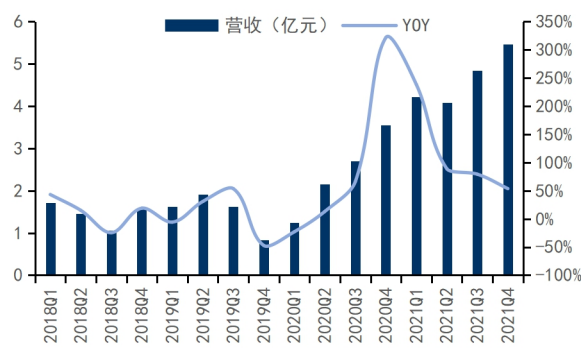
公司 2021 年实现营收 18.61 亿元，同比增长 92%；对应 Q4 实现营收 5.46 亿元，环比增长 13%。2021 年公司实现归母净利润 2.83 亿元，同比增长 133%；对应 Q4 实现归母净利润 0.71 亿元，环比下降 30%；全年盈利位于业绩预告中值。2021 年公司毛利率为 37.80%，同比上升 3.16pct，净利率为 15.33%，同比上升 4.83pct。全年盈利能力提升主要得益于客户结构改善和产能利用率提升。2021Q4 公司毛利率为 42.14%，环比+4.08pct；净利率为 12.31%，环比-8.89pct，净利率有所下滑系研发费用大幅上升、股权激励摊销等上升所致。

图1：星源材质营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：星源材质单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



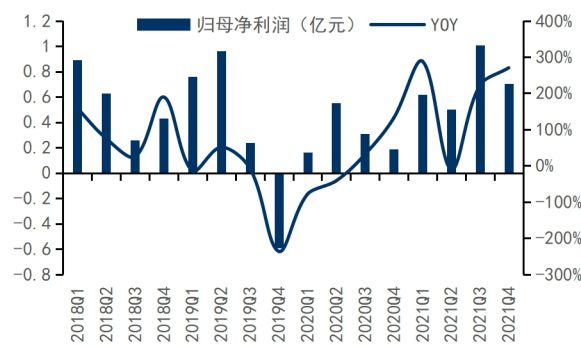
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：星源材质归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：星源材质单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

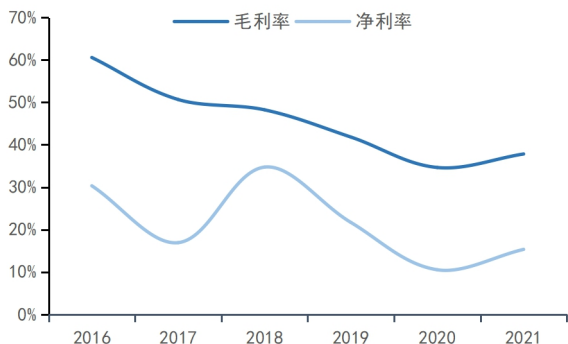


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 Q4 费用率提升较为明显，系研发费用提升、股权激励摊销。2021 年公司期间费用率为 20.71%，同比下降 3.45pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 2.14%（+0.04pct）、8.75%（-5.1pct）、5.98%（+0.13pct）、3.85%（-1.5pct）。2021Q4 费用率为 26.7%，环比上升 8.73pct；Q4 费用率环比提升主要系公司投入新产品新技术研发造成研发费用大幅上升，同时研发费用环比大幅上升。

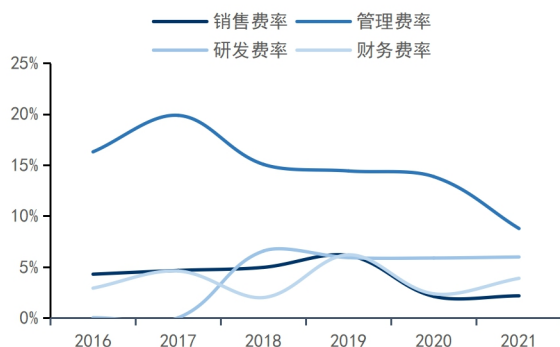
2021 年公司经营性现金流量净额 4.0 亿元，同增 39%。2021 年公司计提资产减值 2234 万元，计提信用减值 1001 万元，非流动资产报废造成营业外支出约 4000 万元。公司 2021 年流动比率、速动比率分别为 1.26、1.14，偿债能力较 2020 年有所提升；应收账款周转率和存货周转率提升至 2.58、5.05，运营效率提升。

图5：星源材质毛利率、净利率变化情况



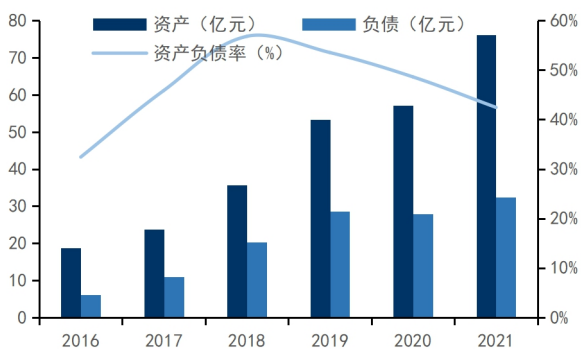
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：星源材质三项费用率变化情况



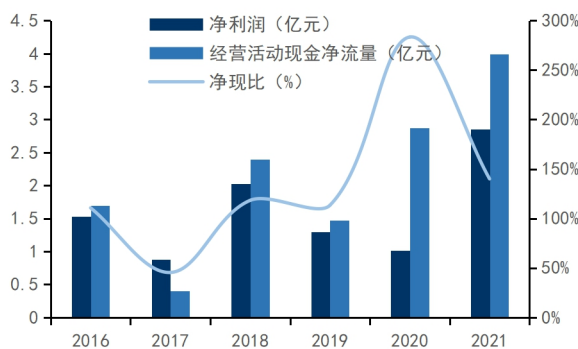
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：星源材质资产、负债和资产负债率情况



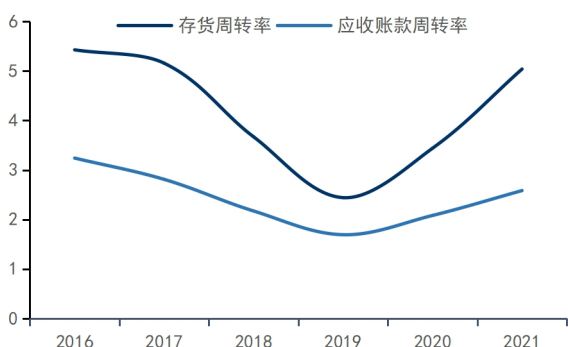
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：星源材质经营活动现金流情况



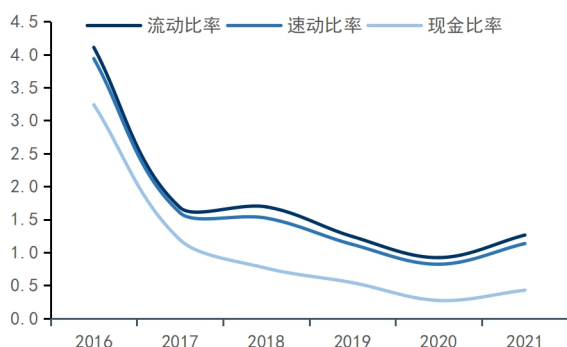
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：星源材质营运能力指标变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

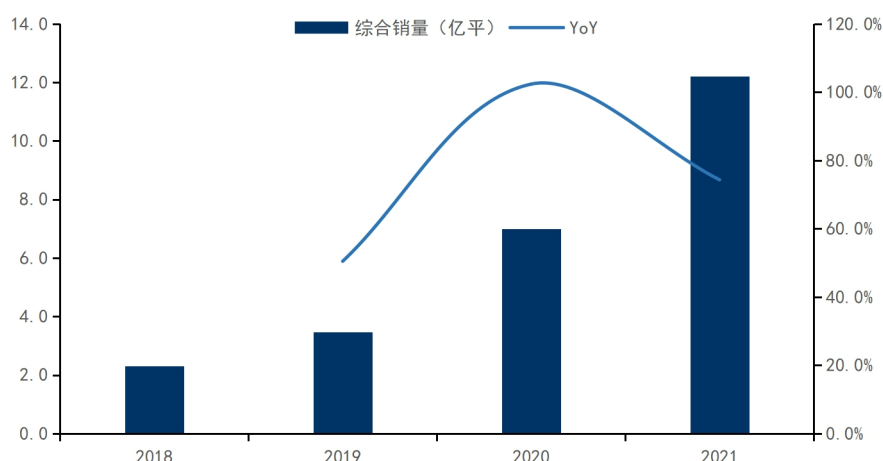
图10：星源材质偿债能力指标变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新产能落地叠加隔膜价格上调，公司营业收入快速提升。2021 年公司常州星源 3.6 亿平湿法隔膜项目已建成并向大客户批量供货。我们预计 2021 年公司隔膜产能有望达到 16 亿平，产能扩张推动量增。2021 年公司隔膜出货量为 12.19 亿平，同比增长 74%。2021 年新能源车行业持续景气，隔膜行业供给紧张带动价格上涨，公司隔膜单平均价达到 1.51 元，同比提升 20%。其中涂覆膜由于 PVDF 等涂覆材料价格上涨，单价预计涨超 35%。展望 2022 年，隔膜供给依旧紧张，单平价格有望维持；公司常州、瑞典、南通等基地建设加速推进，产能有望快速释放，我们预计 2022 年公司隔膜出货量有望达到 17 亿平，同比增长 39%。

图11：星源材质隔膜出货量（亿平）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

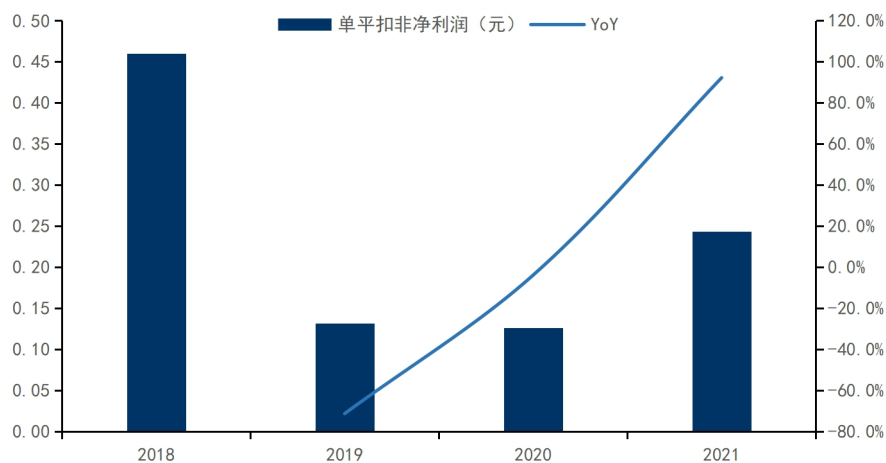
表 1：星源材质产能布局

生产基地	产能规划	备注
深圳星源	2.5 亿平干法+0.4 亿平湿法+0.7 亿平涂覆	深圳基地为公司总部
合肥星源	1.2 亿平湿法+0.8 亿平涂覆	与合肥国轩共同设立，配套国轩高科
常州星源	8 亿平湿法	公司目前主要湿法工厂
江苏星源	3.5 亿平干法+10 亿平涂覆	超级涂覆工厂
南通星源	湿法+涂覆共 30 亿平	预计于 2021 年 9 月底前开工
瑞典星源	7 亿湿法+4.2 亿涂覆	一期建设 0.9 亿平涂覆产能，预计 2022 年完成建设，配套 Northvolt

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

产品和客户结构改善，推动盈利能力快速提升。2021 年公司与海外客户 LG 新能源、三星、Northvolt、村田深入合作，客户结构改进明显。公司超级涂覆工厂在 2021 年内实现大批量供货，涂覆膜出货量稳步提升。2021 年公司隔膜单平扣非净利达到 0.24 元，同比提升 56%。展望 2022 年，公司与 LG 新能源、Northvolt 等海外客户签有长单，新产能释放后海外销售占比有望快速提升，同时超级涂覆工厂、南通、瑞典等基地涂覆产能有望快速释放，高盈利涂覆膜出货占比提升有望增厚利润。

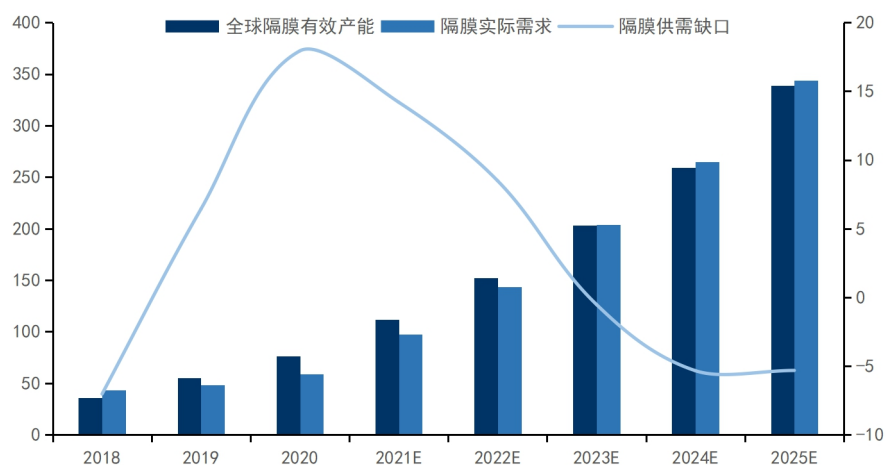
图12: 星源材质隔膜单平扣非归母净利润（元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

隔膜行业供需偏紧，公司持续扩产保持份额。按照当下主流隔膜厂的扩产节奏和隔膜设备厂商的有限产能情况，预计隔膜行业将继续维持2-3年供应紧张状态。公司深入绑定布鲁克纳设备产能，夯实扩产基础。我们预计公司2022/2023年产能分别有望达到30/45亿平，快速扩产以提升市场份额。

图13: 全球隔膜有效产能和供需测算（亿平）



资料来源：GGII、国信证券经济研究所整理与测算

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。

伴随公司湿法、涂覆持续放量以及海外客户占比提升，公司盈利能力有望稳步提升。基于公司客户和产品结构改善带来的盈利能力边际改善，我们上调原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 6.49/11.08/14.73 亿元（原预测 2022/2023 年为 5.79/8.81 亿元），同比增速分别为 129/71/33%，摊薄 EPS 分别为 0.84/1.44/1.92 元，当前股价对应 PE 分别为 40/23/18 倍，维持“增持”评级。

表 2：可比公司估值表（2022 年 3 月 4 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (2020A)	PEG (2021E)	投资 评级
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E			
002812	恩捷股份	225.67	2,014	1.25	2.74	4.87	6.77	180.5	82.3	46.3	33.3	48.28%	0.85	增持
603659	璞泰来	131.62	914	0.96	2.52	3.56	5.11	136.9	52.3	37.0	25.8	15.92%	0.57	增持
300750	宁德时代	491.79	11,463	2.40	6.55	13.06	19.94	205.3	75.0	37.6	24.7	11.27%	0.56	增持
300014	亿纬锂能	78.15	1,484	0.87	1.77	2.81	4.14	89.8	44.2	27.8	18.9	18.97%	0.55	增持
300568	星源材质	33.79	260	0.16	0.37	0.84	1.44	214.3	91.7	40.0	23.4	4.32%	0.70	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	436	969	500	500	500	营业收入	967	1861	3122	5022	6664
应收款项	628	1099	1198	1789	2374	营业成本	632	1157	1828	2862	3771
存货净额	190	269	599	963	1278	营业税金及附加	10	16	31	50	67
其他流动资产	438	245	329	343	226	销售费用	20	40	56	80	100
流动资产合计	1711	2872	2932	3925	4727	管理费用	134	163	241	359	453
固定资产	3714	3860	6885	10430	13297	研发费用	57	111	172	261	333
无形资产及其他	191	321	308	295	282	财务费用	23	72	64	133	230
投资性房地产	35	505	375	502	666	投资收益	(2)	10	5	5	5
长期股权投资	71	60	60	60	60	资产减值及公允价值变动	(18)	(32)	(15)	(15)	(15)
资产总计	5721	7617	10559	15212	19032	其他收入	47	85	68	68	68
短期借款及交易性金融负债	1115	1633	3804	7034	9231	营业利润	101	331	773	1318	1753
应付款项	656	530	561	881	1144	营业外净收支	39	(41)	0	0	0
其他流动负债	86	95	165	257	332	利润总额	139	291	773	1318	1753
流动负债合计	1862	2275	4561	8223	10774	所得税费用	38	5	116	198	263
长期借款及应付债券	480	530	530	530	530	少数股东损益	(20)	2	8	13	18
其他长期负债	440	429	429	429	429	归属于母公司净利润	121	283	649	1108	1473
长期负债合计	920	960	959	959	959	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2782	3234	5521	9182	11733	净利润	121	283	649	1108	1473
少数股东权益	(13)	115	123	136	154	资产减值准备	1	12	5	5	5
股东权益	2952	4267	4916	5893	7145	折旧摊销	202	349	463	718	988
负债和股东权益总计	5721	7617	10559	15212	19032	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	23	72	64	133	230
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	29	(469)	(414)	(562)	(447)
每股收益	0.27	0.37	0.84	1.44	1.92	其它	(66)	225	62	136	238
每股红利	0.10	0.00	0.17	0.29	0.38	经营活动现金流	288	399	765	1405	2256
每股净资产	6.55	5.70	6.56	7.85	9.50	资本开支	(449)	(1151)	(3476)	(4250)	(3842)
ROIC	3%	9%	11%	13%	13%	其它投资现金流	182	(253)	135	(123)	(159)
ROE	4%	6%	13%	18%	20%	投资活动现金流	(267)	(1405)	(3341)	(4373)	(4001)
毛利率	35%	38%	41%	43%	43%	权益性融资	563	1062	0	0	0
EBIT Margin	12%	20%	26%	28%	29%	负债净变化	(568)	341	2171	3230	2197
EBITDA Margin	33%	39%	41%	43%	44%	支付股利、利息	(49)	(45)	0	(130)	(222)
收入增长	61%	92%	68%	61%	33%	其它融资现金流	(0)	291	2171	3230	2197
净利润增长率	-11%	133%	129%	71%	33%	融资活动现金流	(77)	1287	2107	2967	1745
资产负债率	49%	42%	52%	60%	62%	现金净变动	(56)	281	(469)	0	0
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	483	436	969	500	500
P/E	125.1	91.8	40.0	23.4	17.6	货币资金的期末余额	436	969	500	500	500
P/B	5.2	5.9	5.2	4.3	3.6	企业自由现金流	(134)	(906)	(2741)	(2885)	(1641)
EV/EBITDA	56.7	40.4	24.8	16.4	12.8	权益自由现金流	(320)	(634)	(624)	232	360

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032