

盈利能力向上，全年可期

2022 年 03 月 12 日

➤ **事件概述：**2022 年 3 月 11 日，公司发布 2022 年 1-2 月份主要经营情况，2022 年 1 至 2 月，公司实现营收 4.25 亿左右，同比增长 60% 左右，实现归属母公司净利润 0.95 亿元左右，同比增长 60% 左右。

➤ **产品结构优化，盈利能力持续走强。**根据推算，公司 22 年 1-2 月净利率为 22.4%，相较 21 年全年以及 21Q4 归母净利率分别增加 7.2 和 8.5 个 pct，从单平净利来看，公司 21 年全年与 Q4 季度分别实现单平净利 0.26 元/平米和 0.31 元/平米，2022 年 1-2 月份，根据我们测算，公司单平净利约 0.44 元/平米，单平盈利增幅分别达 69.2% 和 41.9%。公司盈利能力的大幅提升主要受益于湿法隔膜、涂覆隔膜占比的提升，我们预计 22 年 1-2 月份公司湿法隔膜占比约 70%，涂覆占比超 50%。

➤ **新一代产线技术落地，实现降本增效。**公司隔膜产线可实现全部自主研发，工艺技术持续迭代。最新工艺第五代 6.2 米隔膜生产线可提升 50% 生产效率，最大单线设计产能达 2 亿平，随 22 年新产线投产，公司盈利能力将进一步提升。

➤ **三大工厂齐发力，隔膜产能稳步释放。**2021 年公司全年出货 12.20 亿平，同比增幅 61.14%，22 年 1-2 月份，预计公司隔膜出货量约 2.2 亿平，同比增长超 8 倍。随深圳、常州、合肥三大工厂产能加速落地，我们预计 25 年公司远期规划基膜总产能超 60 亿平，涂覆产能 40 亿平。

➤ **募投定增加速产能扩张。**21 年公司通过定增拟募集资金 60 亿元（含本数），其中 50 亿元用于建设“高性能锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜（一期、二期）项目”，主要生产高性能锂离子电池湿法隔膜和涂覆隔膜，项目建设周期 5 年，预计达产后可贡献 20 亿湿法和涂覆隔膜产能。

➤ **海外业务持续扩张，客户结构改善。**公司积极扩展海外业务，2021 年公司海外营业收入 3.96 亿元，同比增长 69.70%，占比 21.26%。公司采取全球发展战略布局，21 年 3 月与 Northvolt 签订合同，在瑞典设立欧洲工厂，加速欧洲市场开拓；21 年 8 月，公司与 LG 签订协议，锁定国际客户需求。公司深度绑定国内一线动力电池厂商，客户涵盖国内动力电池巨头宁德时代、比亚迪等，订单增长性与稳定性较高。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 6.85、12.64、14.99 亿元，同增 142.1%、84.5%、18.6%，对应估值 39、21、18 倍 PE，考虑到公司盈利水平将不断提升，产能大规模释放在即，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新能源汽车销售不及预期；海外客户开拓不及预期；新产能投产进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,861	2,936	5,087	6,096
增长率（%）	92.5	57.8	73.3	19.8
归属母公司股东净利润（百万元）	283	685	1,264	1,499
增长率（%）	133.5	142.1	84.5	18.6
每股收益（元）	0.39	0.89	1.64	1.95
PE	90	39	21	18
PB	6.6	5.9	4.7	3.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 03 月 11 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

35.01 元


分析师：邓永康

执业证号：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号：S0100121020004

电话：021-60876734

邮箱：lijingbo@mszq.com

研究助理：郭彦辰

执业证号：S0100121110013

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

研究助理：叶天琳

执业证号：S0100121120027

电话：021-60876734

邮箱：yetianlin@mszq.com

研究助理：王一如

执业证号：S0100121110008

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru@mszq.com

研究助理：李佳

执业证号：S0100121110050

电话：021-60876734

邮箱：lijia@mszq.com

相关研究

- 1.【民生电新】星源材质(300568)2021 年年报点评：21 年业绩亮眼，隔膜业务将量利双增
- 2.星源材质(300568):单平净利稳步提升，隔膜龙头快速扩产
- 3.星源材质(300568):定增扩产再加码，隔膜龙头盈利能力逐步提升
- 4.星源材质(300568)2021 年半年报点评：业绩基本符合预期，产能扩张积极推进
- 5.星源材质(300568):一线动力电池客户放量，盈利能力显著提升

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,861	2,936	5,087	6,096
营业成本	1,157	1,699	2,953	3,644
营业税金及附加	16	29	51	61
销售费用	40	44	71	79
管理费用	163	206	331	366
研发费用	111	132	203	213
EBIT	401	826	1,478	1,733
财务费用	72	53	50	44
资产减值损失	-22	-10	-10	-10
投资收益	10	0	0	0
营业利润	331	846	1,560	1,850
营业外收支	-41	0	0	0
利润总额	291	846	1,560	1,850
所得税	5	161	296	352
净利润	285	685	1,264	1,499
归属于母公司净利润	283	685	1,264	1,499
EBITDA	750	1,312	2,056	2,387

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	969	2,127	2,781	3,971
应收账款及票据	1,099	1,448	2,648	2,672
预付款项	24	42	59	73
存货	269	386	678	789
其他流动资产	511	555	594	630
流动资产合计	2,872	4,559	6,760	8,135
长期股权投资	60	60	60	60
固定资产	3,362	4,376	4,999	5,345
无形资产	321	321	321	321
非流动资产合计	4,745	5,459	6,582	7,727
资产合计	7,617	10,018	13,341	15,862
短期借款	1,397	1,386	1,367	1,329
应付账款及票据	530	1,676	2,912	3,594
其他流动负债	347	429	572	649
流动负债合计	2,275	3,491	4,850	5,573
长期借款	530	1,030	1,730	2,030
其他长期负债	429	429	429	429
非流动负债合计	960	1,460	2,160	2,460
负债合计	3,234	4,950	7,010	8,032
股本	768	768	768	768
少数股东权益	115	115	115	115
股东权益合计	4,382	5,067	6,331	7,830
负债和股东权益合计	7,617	10,018	13,341	15,862

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	92.48	57.81	73.26	19.84
EBIT 增长率	225.99	106.24	78.92	17.24
净利润增长率	133.49	142.12	84.51	18.58
盈利能力 (%)				
毛利率	37.80	42.14	41.96	40.23
净利润率	15.33	23.33	24.84	24.58
总资产收益率 ROA	3.71	6.84	9.47	9.45
净资产收益率 ROE	6.63	13.83	20.33	19.43
偿债能力				
流动比率	1.26	1.31	1.39	1.46
速动比率	1.13	1.18	1.24	1.31
现金比率	0.43	0.61	0.57	0.71
资产负债率 (%)	42.47	49.42	52.55	50.64
经营效率				
应收账款周转天数	173.81	120.00	120.00	100.00
存货周转天数	84.79	85.00	85.00	80.00
总资产周转率	0.24	0.29	0.38	0.38
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.89	1.64	1.95
每股净资产	5.55	6.44	8.09	10.04
每股经营现金流	0.52	2.55	2.32	3.72
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	90	39	21	18
PB	6.6	5.9	4.7	3.8
EV/EBITDA	39.29	22.67	14.48	12.08
股息收益率 (%)	0.29	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	285	685	1,264	1,499
折旧和摊销	349	486	577	654
营运资金变动	-351	689	-179	564
经营活动现金流	399	1,961	1,784	2,855
资本开支	-1,150	-1,200	-1,700	-1,800
投资	-265	0	0	0
投资活动现金流	-1,405	-1,200	-1,700	-1,800
股权募资	131	0	0	0
债务募资	573	488	681	263
筹资活动现金流	1,287	397	569	135
现金净流量	274	1,158	653	1,190

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001