

星源材质（300568）

2022 年一季报：Q1 单平盈利大幅提升，业绩符合市场预期

买入（维持）

2022 年 04 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

执业证书：S0600120100021

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	1,861	2,964	4,558	6,210
同比	92%	59%	54%	36%
归属母公司净利润（百万元）	283	703	1,087	1,530
同比	133%	149%	55%	41%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.24	0.61	0.94	1.32
P/E（现价&最新股本摊薄）	86.73	34.89	22.56	16.04

投资要点

■ **2022 年 Q1 公司实现归母净利 1.68 亿元，同环比大增 171%/137%，业绩预告中值偏上，符合市场预期。**2022 年 Q1 公司实现营收 6.64 亿元，同比增加 57.39%，环比增长 21.68%；归母净利润 1.68 亿元，同比增长 171.03%，环比增长 137.42%，扣非归母净利润 1.57 亿元，同比增长 177.83%，环比增长 60.47%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 44.42%，同比增长 10.37pct，环比增长 2.28pct；归母净利率 25.22%，同比增长 10.57pct，环比增长 12.29pct；Q1 扣非净利率 23.7%，同比提升 10.27pct，环比提升 5.73pct。公司此前预告 2022 年 Q1 归母净利润 1.62-1.72 亿元，业绩处于预告中值偏上，符合市场预期。

■ **2022 年 Q1 出货 3.3 亿平，单平净利同环比大幅提升。**公司 2022 年 Q1 预计出货 3.3 亿平左右，环比微增，隔膜下游需求旺盛，公司 Q2 排产未受疫情影响，环比预计进一步提升，随着新增产能释放，预计 2022 全年出货 17 亿平+，同增 40%+。盈利层面来看，我们测算公司 2022Q1 单平扣非净利 0.47 元/平左右，环比提升 50%+，量利齐升超市场预期，主要由于 2022 年 Q1 公司受益于 LG 需求拉动，海外客户占比提升，产品结构持续改善，涂覆膜占比进一步提升至 50%+。

■ **公司加大扩产力度，2022 年 Q3 产能再上新台阶。**2021 年公司产能 15 亿平满产满销，后续还将于常州、瑞典进一步扩产干法、湿法产能。公司国内规划 8 亿平产能，Q3 起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%；2023 年产能释放，增长提速，我们预计 2023 年出货 25 亿平以上，同比+47%以上。盈利层面，由于隔膜 2022-2023 年供给持续偏紧，且公司海外客户、涂覆膜占比仍有较大提升空间，盈利水平有望继续维持高位。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑公司产销两旺，盈利能力进一步改善，我们维持公司 2022-2024 年归母净利 7.0/10.9/15.3 亿元的预期，同增 149%/55%/41%，对应 PE 35/23/16X，给予 22 年 48xPE，目标价 29 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电动车销量不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.24
一年最低/最高价	17.03/58.96
市净率(倍)	3.69
流通 A 股市值(百万元)	21,539.44
总市值(百万元)	24,535.29

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.75
资产负债率(% ,LF)	42.93
总股本(百万股)	1,155.15
流通 A 股(百万股)	1,014.10

相关研究

《星源材质(300568)：全年量利齐升，客户+产品结构优化助力 2022 年高增长》

2022-03-02

《星源材质(300568)：隔膜业务量利齐升，业绩符合预期》

2022-01-28

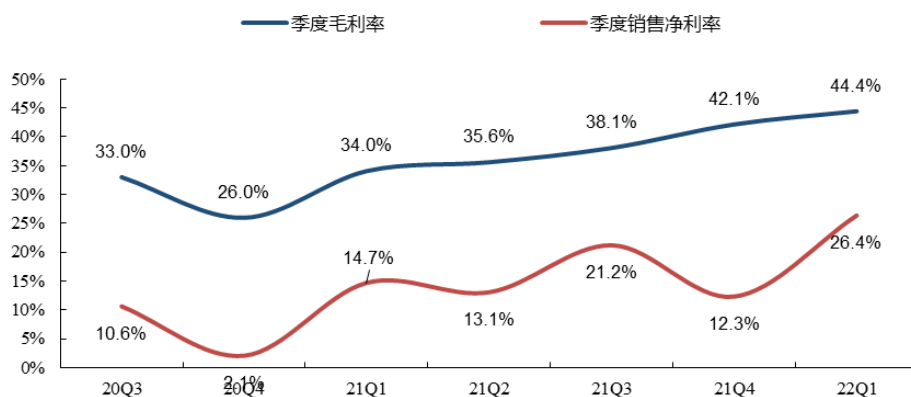
2022 年 Q1 公司实现归母净利 1.68 亿元，同环比大增 171%/137%，业绩预告中值偏上，符合市场预期。2022 年 Q1 公司实现营收 6.64 亿元，同比增加 57.39%，环比增长 21.68%；归母净利润 1.68 亿元，同比增长 171.03%，环比增长 137.42%，扣非归母净利润 1.57 亿元，同比增长 177.83%，环比增长 60.47%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 44.42%，同比增长 10.37pct，环比增长 2.28pct；归母净利率 25.22%，同比增长 10.57pct，环比增长 12.29pct；Q1 扣非净利率 23.7%，同比提升 10.27pct，环比提升 5.73pct。公司此前预告 2022 年 Q1 归母净利润 1.62-1.72 亿元，业绩处于预告中值偏上，符合市场预期。

图1：星源材质分季度业绩情况（百万元）

	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
营业收入(百万)	664.4	546.1	483.8	408.5	422.2	355.8
-同比	57.39%	53.47%	79.26%	88.94%	238.51%	321.68%
毛利率	44.42%	42.14%	38.06%	35.58%	34.05%	25.96%
归母净利润(百万)	167.6	70.6	100.7	49.8	61.8	18.6
-同比	171.03%	279.94%	222.57%	-10.20%	287.93%	-131.26%
归母净利率	25.22%	12.93%	20.81%	12.19%	14.65%	5.22%
扣非归母净利润(百万)	157.5	98.1	90.32	51.27	56.68	9.51
-同比	177.83%	931.51%	261.01%	19.48%	413.56%	115.00%
扣非归母净利率	23.70%	17.97%	18.67%	12.55%	13.43%	2.67%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：星源材质分季度毛利率和销售净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2022 年 Q1 出货 3.3 亿平，单平净利同环比大幅提升。公司 2022 年 Q1 预计出货 3.3 亿平左右，环比微增，隔膜下游需求旺盛，公司 Q2 排产未受疫情影响，环比预计进一步提升，随着新增产能释放，预计 2022 全年出货 17 亿平+，同增 40%+。盈利层面来看，我们测算公司 2022Q1 单平扣非净利 0.47 元/平左右，环比提升 50%+，量利齐升超市场预期，主要由于 2022 年 Q1 公司受益于 LG 需求拉动，海外客户占比提升，产品结构持续改善，涂覆膜占比进一步提升至 50%+。

公司加大扩产力度，2022 年 Q3 产能再上新台阶。2021 年公司产能 15 亿平满产满销，后续还将于常州、瑞典进一步扩产干法、湿法产能。公司国内规划 8 亿平产能，Q3 起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%；2023 年产能释放，增长提速，我们预计 2023 年出货 25 亿平以上，同比+47%以上。盈利层面，由于隔膜 2022-2023 年供给持续偏紧，且公司海外客户、涂覆膜占比仍有较大提升空间，盈利水平有望继续维持高位。

公司费用管控良好，费用率下滑明显。2022Q1 期间费用合计 0.93 亿元，同环比 46.65%/-36.09%，期间费用率为 14%，同环比-1.03/-12.66pct；销售费用 0.08 亿元，销售费用率 1.26%，同环比 0.14/-1.88pct；管理费用 0.41 亿元，管理费用率 6.13%，同环比-0.33/-5.55pct；财务费用 0.12 亿元，财务费用率 1.88%，同环比-2.7/-0.39pct；研发费用 0.31 亿元，研发费用率 4.74%，同环比 1.88/-4.84pct。公司 2022Q1 计提信用减值损失 0.04 亿元。

图3：公司分季度费用情况

单位：百万元	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
销售费用	10.92	7.03	17.13	8.35
-销售费用率	2.67%	1.45%	3.14%	1.26%
管理费用	35.91	35.77	63.78	40.76
-管理费用率	8.79%	7.39%	11.68%	6.13%
研发费用	21.91	24.98	52.29	31.46
-研发费用率	5.36%	5.16%	9.58%	4.74%
财务费用	20.70	19.14	12.36	12.46
-财务费用率	5.07%	3.96%	2.26%	1.88%
期间费用	89.44	86.92	145.56	93.03
-期间费用率	21.90%	17.97%	26.66%	14.00%
资产减值损失	0.00	0.00	-22.34	0.00
信用减值损失	1.82	-0.11	-10.69	-3.54

数据来源：Wind，东吴证券研究所

隔膜产品供不应求，经营性活动现金流大幅上升，资本开支同比高增。2022 年 Q1 公司存货为 2.69 亿元，较年初增长 0.24%；应收账款 8.88 亿元，较年初增长 0.26%；期末公司合同负债 0.06 亿元，较年初下降 7.93%。2021 年 Q1 公司经营活动净现金流净额为 2.86 亿元，同比上升 734%；投资活动净现金流净流出 2.81 亿元，同比上升 94.2%；资本开支为 3.16 亿元，同比上升 77.86%；账面现金为 11.07 亿元，较年初增长 14.23%，短期借款 11.92 亿元，较年初下降 14.71%。

盈利预测及投资评级：考虑公司产销两旺，盈利能力进一步改善，我们维持公司

2022-2024 年归母净利 7.0/10.9/15.3 亿元的预期, 同增 149%/55%/41%, 对应 PE 35/23/16X, 给予 22 年 48xPE, 目标价 29 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 电动车销量不及预期

星源材质三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,872	3,202	4,647	6,017	营业总收入	1,861	2,964	4,558	6,210
货币资金及交易性金融资产	1,234	858	1,415	1,838	营业成本(含金融类)	1,157	1,671	2,583	3,517
经营性应收款项	1,215	1,821	2,505	3,242	税金及附加	16	26	40	55
存货	269	366	566	771	销售费用	40	56	82	106
合同资产	0	0	0	0	管理费用	163	207	296	373
其他流动资产	154	156	161	165	研发费用	111	157	237	304
非流动资产	4,745	5,533	6,435	6,896	财务费用	72	86	138	182
长期股权投资	60	60	70	80	加:其他收益	52	65	73	81
固定资产及使用权资产	3,409	4,004	4,802	5,159	投资净收益	10	18	27	37
在建工程	497	597	597	597	公允价值变动	1	0	10	10
无形资产	321	415	509	603	减值损失	-32	-38	-43	-48
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	331	804	1,249	1,754
其他非流动资产	458	458	458	458	营业外净收支	-41	4	8	8
资产总计	7,617	8,735	11,082	12,913	利润总额	291	808	1,257	1,762
流动负债	2,275	2,722	4,078	4,515	减:所得税	5	105	170	233
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,633	1,805	2,666	2,597	净利润	285	703	1,087	1,530
经营性应付款项	540	782	1,208	1,645	减:少数股东损益	2	0	0	0
合同负债	7	33	52	70	归属母公司净利润	283	703	1,087	1,530
其他流动负债	95	102	152	203	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.24	0.61	0.94	1.32
非流动负债	960	960	960	960	EBIT	401	845	1,320	1,857
长期借款	530	530	530	530	EBITDA	750	1,367	2,037	2,716
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.80	43.61	43.33	43.37
租赁负债	45	45	45	45	归母净利率(%)	15.21	23.73	23.86	24.63
其他非流动负债	385	385	385	385	收入增长率(%)	92.48	59.29	53.80	36.25
负债合计	3,234	3,682	5,038	5,474	归母净利润增长率(%)	133.49	148.57	54.63	40.66
归属母公司股东权益	4,267	4,937	5,929	7,322					
少数股东权益	115	116	116	116					
所有者权益合计	4,382	5,053	6,044	7,438					
负债和股东权益	7,617	8,735	11,082	12,913					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	399	868	1,507	2,079	每股净资产(元)	5.55	6.43	7.72	9.53
投资活动现金流	-1,405	-1,288	-1,585	-1,275	最新发行在外股份(百万股)	1,155	1,155	1,155	1,155
筹资活动现金流	1,287	44	625	-391	ROIC(%)	7.07	10.49	13.66	16.20
现金净增加额	274	-376	547	413	ROE-摊薄(%)	6.63	14.24	18.34	20.89
折旧和摊销	349	522	718	859	资产负债率(%)	42.47	42.16	45.46	42.40
资本开支	-1,150	-1,306	-1,602	-1,302	P/E(现价&最新股本摊薄)	86.73	34.89	22.56	16.04
营运资本变动	-401	-471	-480	-533	P/B(现价)	3.83	3.31	2.75	2.23

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>