

2022年6月16日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

再获海外订单，强化隔膜龙头地位 —星源材质(300568)事件点评

推荐（维持）

事件

分析师：尹斌
执业证书编号：S1050521120003
邮箱：yinb@cfsc.com.cn

分析师：黎江涛
执业证书编号：S1050521120002
邮箱：lijt@cfsc.com.cn

事件：公司与Frey签订《销售量和价格预订协议》。

投资要点

海外客户再下一城，持续巩固行业地位

公司与Frey签订采购协议，常州星源向其供应湿法隔膜，订单7.37亿元人民币，协议期限至2028年12月31日。Freyr是一家位于挪威的锂电厂商，为快速增长的电动车、储能和船舶市场提供安全、高能量密度和具有成本竞争力的电池。此前公司与海外知名客户LGC、Northvolt、村田等签订长期采购协议，本次公司海外客户再下一城，将进一步凸显公司在锂电隔膜领域的优势地位，持续强化公司行业地位。

公司干法地位显著，湿法不断发力，通过产品与客户结构优化，叠加隔膜供需持续偏紧，产品价格将稳中有升；通过提升良率及效率，增加幅宽及车速，干法设备自研，成本端亦有可观下降空间。展望未来，海外客户有望不断发力，涂覆产品占比提升，公司单平盈利有望持续提升，已步入中长期上行通道。

产能持续扩张，优质客户保障高增需求

设备方面，公司与布鲁克纳长期合作，锁定优质设备；产能方面，公司2021年底干湿法产能达16亿平，2022年底达30亿平，2025年底有望达85亿平。订单方面，2021年3月公司与Northvolt签订6年供应合同，金额不超过33.4亿人民币；2021年8月公司与LGC签订4.5年供应合同，金额约43.11亿人民币；本次与Frey签订7.37亿元订单。当前公司已成为LGC、比亚迪、宁德时代等全球领先客户供应商，客户结构优质。出货量方面，我们预计公司2022/2023年出货量达17亿平/27亿平，公司成长性佳，伴随公司成本端通过提升良率、优化车速与幅宽，有望量利齐升。

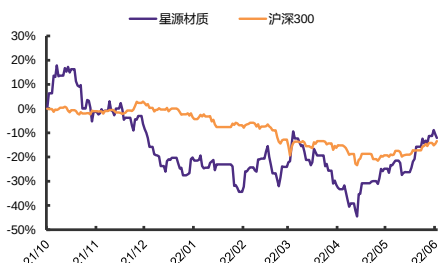
综合来看，公司积极产能布局，加快全球扩张步伐，欧洲工厂已经开始投产，就近供应和服务全球领先客户，进一步强化公司竞争力。此外，海外隔膜供应商受制于成本压力，扩产缓慢，与下游需求远不匹配，而公司出海时间早，海外竞争力强。因此，我们认为国内隔膜供应商优势凸显，抢占海外市场，长期来看，市占率将有望持续提升，公司亦将持续受益。

基本数据

2022-06-16

当前股价（元）	27.00
总市值（亿元）	311.9
总股本（百万股）	1,155.1
流通股本（百万股）	1,021.4
52周价格范围（元）	16.53-61.2
日均成交额（百万元）	949.4

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

星源材质(300568)动态点评：业绩抢眼，盈利迈入向上通道-20220223
星源材质(300568)一季报点评：产品结构优化，盈利持续上行-20220502

■ 经营质量持续提升，股权激励优化治理

公司2021年国内市占率为14%，位居第二，其中干法市占率21%，位居第二，湿法市占率12%，位居第三。公司经营质量持续提升，2022Q1公司经营活动现金流净额为+2.86亿元，季度末公司资产负债率43%，短贷+长贷20.7亿元，2022Q1公司期间费用率下降至14%，经营效率持续优化。公司在2022年3月完成对289人授予限制性股票259万股，2022/2023/2024年扣非归母净利润考核分别为6/8/13亿元。

整体而言，公司重视人才，通过股权激励等方式优化公司治理。得益于公司产品良率持续提升，规模效应不断体现，公司经营质量持续向好。

■ 盈利预测

基于审慎性原则，暂不考虑增发对业绩及股本的影响。预计2022/2023/2024年公司归母净利润分别为8/12/16亿元，eps为0.69/1.03/1.41元，对应PE分别为39/26/19倍。基于公司卡位优质赛道，客户优异，全球产能扩张，产业布局符合未来发展趋势，我们看好公司中长期向上的发展机会，维持“推荐”评级。

■ 风险提示

政策波动风险；下游需求低于预期；产品价格不及预期；竞争格局恶化风险；产能扩张及消化不及预期；增发进展不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	1,861	3,049	4,571	6,396
增长率（%）	92.5%	63.9%	49.9%	39.9%
归母净利润（百万元）	283	794	1,185	1,625
增长率（%）	133.5%	180.5%	49.3%	37.1%
摊薄每股收益（元）	0.37	0.69	1.03	1.41
ROE（%）	6.5%	16.5%	21.6%	25.5%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	1,861	3,049	4,571	6,396
现金及现金等价物	969	1,083	2,287	2,824	营业成本	1,157	1,677	2,559	3,645
应收款	1,105	1,811	1,503	2,103	营业税金及附加	16	20	31	43
存货	269	394	602	857	销售费用	40	38	58	81
其他流动资产	529	698	913	1,172	管理费用	163	188	281	393
流动资产合计	2,872	3,986	5,305	6,955	财务费用	72	65	31	16
非流动资产：					研发费用	111	152	229	320
金融类资产	266	266	266	266	费用合计	385	443	598	809
固定资产	3,362	3,437	3,327	3,153	资产减值损失	-22	-5	0	0
在建工程	497	199	80	32	公允价值变动	1	1	1	1
无形资产	321	305	289	273	投资收益	10	5	5	5
长期股权投资	60	60	60	60	营业利润	331	909	1,388	1,904
其他非流动资产	505	505	505	505	加：营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	4,745	4,505	4,259	4,022	减：营业外支出	41	0	0	0
资产总计	7,617	8,490	9,564	10,978	利润总额	291	909	1,388	1,904
流动负债：					所得税费用	5	91	167	228
短期借款	1,397	1,507	1,507	1,507	净利润	285	818	1,222	1,675
应付账款、票据	530	778	1,187	1,690	少数股东损益	2	25	37	50
其他流动负债	337	337	337	337	归母净利润	283	794	1,185	1,625
流动负债合计	2,275	2,639	3,056	3,569					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	530	600	600	600	成长性				
其他非流动负债	429	429	429	429	营业收入增长率	92.5%	63.9%	49.9%	39.9%
非流动负债合计	960	1,030	1,030	1,030	归母净利润增长率	133.5%	180.5%	49.3%	37.1%
负债合计	3,234	3,668	4,086	4,598	盈利能力				
所有者权益					毛利率	37.8%	45.0%	44.0%	43.0%
股本	768	1,155	1,155	1,155	四项费用/营收	20.7%	14.5%	13.1%	12.7%
股东权益	4,382	4,822	5,479	6,379	净利率	15.3%	26.8%	26.7%	26.2%
负债和所有者权益	7,617	8,490	9,564	10,978	ROE	6.5%	16.5%	21.6%	25.5%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	42.5%	43.2%	42.7%	41.9%
净利润	285	818	1222	1675	营运能力				
少数股东权益	2	25	37	50	总资产周转率	0.2	0.4	0.5	0.6
折旧摊销	349	240	244	236	应收账款周转率	1.7	1.7	3.0	3.0
公允价值变动	1	1	1	1	存货周转率	4.3	4.3	4.3	4.3
营运资金变动	-238	-746	302	-601	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	399	338	1806	1361	EPS	0.37	0.69	1.03	1.41
投资活动现金净流量	-1405	224	229	222	P/E	73.3	39.3	26.3	19.2
筹资活动现金净流量	1120	-198	-565	-775	P/S	11.2	10.2	6.8	4.9
现金流量净额	114	363	1,470	809	P/B	4.9	6.7	5.9	5.1

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 新能源汽车组介绍

尹斌：理学博士，新能源首席。4年实业+5年证券+1年基金从业经验，曾先后任职于比亚迪、中泰证券、东吴证券、博时基金、国海证券。作为核心成员之一，多次获得新财富、水晶球最佳分析师称号。2021年加入华鑫证券，目前主要覆盖锂动力电池、燃料电池、储能及相关上市公司及新能源汽车相关产业链研究。

黎江涛：上海财经大学数量经济学硕士，1年知名PE从业经历，4年证券从业经验，2021年加入华鑫证券，从事新能源汽车及上市公司研究。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%--- (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。