

# 星源材质 (300568)

## 客户结构改善，单平盈利环比提升超预期 买入 (维持)

2022年07月05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	3,219	4,838	6,721
同比	92%	73%	50%	39%
归属母公司净利润 (百万元)	283	853	1,319	1,926
同比	133%	202%	55%	46%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.24	0.74	1.14	1.67
P/E (现价&最新股本摊薄)	123.97	41.10	26.58	18.21

### 投资要点

- **事件: 公司预告 2022 年上半年归母净利润 3.65 亿元~3.85 亿元, 同比增长 227%~245%, 超市场预期。**扣非净利润为 3.5~3.7 亿元, 同比增长 224.25%~242.77%。分季度看, 2022Q2 实现归母净利润 1.97 亿~2.17 亿元, 同比增长 294.84%~334.84%, 环比增长 17.81%~29.74%; 扣非归母净利润 1.92~2.13 亿元, 同比增长 277.51~316.73%, 环比增长 22.26%~34.97%, 超市场预期。
- **客户结构优化, 公司 Q2 单平扣非净利 0.55 元/平+, 量利齐升超市场预期。**我们预计公司 Q2 出货 3.5-3.6 亿平, 环比增长 5-10%, 当前 15 亿平产能满产满销, 其中湿法占比预计 60%+; 盈利端看, 我们预计公司 2022Q2 扣非单平净利润 0.55 元/平+, 较 Q1 的 0.5 元/平环比进一步提升, 主要系公司海外湿法客户占比进一步提升, 客户结构优化, 我们预计 Q2 海外湿法客户占比提升至 40-50%, 涂覆比例提升至 50%+。全年看, 我们预计海外湿法客户占比、涂覆比例进一步提升至 50%, 全年单平盈利有望维持 0.5 元/平左右, 看 2023 年, 公司客户结构进一步优化, 海外客户、涂覆膜占比仍有较大提升空间, 单平盈利有进一步提升空间。
- **下半年出货增长提速, 2022 年预计出货 17 亿平, 同比增长 40%。**2022 年上半年公司产能 15 亿平满产满销, Q3 起新增干法湿法产能投产, 其中干法产能预计 Q3 贡献增量, 南通基地湿法产能预计 Q4 投产, 我们预计下半年公司出货增长提速, 全年看隔膜出货预计 17 亿平以上, 同比增长 40%左右, 其中湿法占比预计提升至 60%+, 此外公司受益于比亚迪刀片电池, 干法占维持 40%左右。后续瑞典基地规划 7 亿平, 预计将于 2023 年开始逐步投产, 国内南通基地规划 30 亿平, 将于 2022 年 Q4 开始陆续投产, 公司每年维持 15 亿平新增产能规划, 2023 年起产能释放提速, 我们预计出货 25 亿平以上, 同比增长 47%以上。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2022-2024 年归母净利 8.53/13.19/19.26 亿元, 同增 202%/55%/46%, (原预期 7.0/10.9/15.3 亿元), 给予 2023 年 40xPE, 对应目标价 45.6 元。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争超预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	30.36
一年最低/最高价	17.03/58.96
市净率(倍)	5.28
流通 A 股市值(百万元)	31,008.53
总市值(百万元)	35,070.22

### 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)	1,021.36

### 相关研究

《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》

2022-04-29

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

2022-03-02

## 星源材质三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,872</b>	<b>3,448</b>	<b>4,883</b>	<b>6,441</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,861</b>	<b>3,219</b>	<b>4,838</b>	<b>6,721</b>
货币资金及交易性金融资产	1,234	909	1,485	1,966	营业成本(含金融类)	1,157	1,762	2,646	3,663
经营性应收款项	1,215	1,995	2,657	3,506	税金及附加	16	28	43	59
存货	269	386	580	803	销售费用	40	61	87	114
合同资产	0	0	0	0	管理费用	163	209	290	370
其他流动资产	154	157	162	167	研发费用	111	158	218	269
<b>非流动资产</b>	<b>4,745</b>	<b>5,533</b>	<b>6,435</b>	<b>6,896</b>	财务费用	72	55	73	76
长期股权投资	60	60	70	80	加:其他收益	52	64	73	87
固定资产及使用权资产	3,409	4,004	4,802	5,159	投资净收益	10	19	29	40
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	<b>营业利润</b>	<b>331</b>	<b>991</b>	<b>1,550</b>	<b>2,259</b>
其他非流动资产	458	458	458	458	营业外净收支	-41	1	2	7
<b>资产总计</b>	<b>7,617</b>	<b>8,981</b>	<b>11,318</b>	<b>13,338</b>	<b>利润总额</b>	<b>291</b>	<b>992</b>	<b>1,552</b>	<b>2,266</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,275</b>	<b>2,832</b>	<b>3,967</b>	<b>4,231</b>	减:所得税	5	139	233	340
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,633	1,865	2,519	2,231	<b>净利润</b>	<b>285</b>	<b>853</b>	<b>1,319</b>	<b>1,926</b>
经营性应付款项	540	825	1,238	1,715	减:少数股东损益	2	0	0	0
合同负债	7	35	53	73	<b>归属母公司净利润</b>	<b>283</b>	<b>853</b>	<b>1,319</b>	<b>1,926</b>
其他流动负债	95	107	156	212	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.24	0.74	1.14	1.67
非流动负债	960	960	960	960	EBIT	401	1,001	1,554	2,246
长期借款	530	530	530	530	EBITDA	750	1,523	2,272	3,105
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.80	45.27	45.31	45.49
租赁负债	45	45	45	45	归母净利率(%)	15.21	26.51	27.27	28.66
其他非流动负债	385	385	385	385	收入增长率(%)	92.48	73.03	50.28	38.92
<b>负债合计</b>	<b>3,234</b>	<b>3,792</b>	<b>4,926</b>	<b>5,190</b>	归母净利润增长率(%)	133.49	201.65	54.60	46.01
归属母公司股东权益	4,267	5,074	6,276	8,031					
少数股东权益	115	116	116	116					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,382</b>	<b>5,189</b>	<b>6,392</b>	<b>8,147</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,617</b>	<b>8,981</b>	<b>11,318</b>	<b>13,338</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	399	845	1,692	2,282	每股净资产(元)	5.55	6.60	8.17	10.45
投资活动现金流	-1,405	-1,290	-1,589	-1,273	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	120	462	-539	ROIC(%)	7.07	12.11	15.44	18.68
现金净增加额	274	-325	566	471	ROE-摊薄(%)	6.63	16.82	21.02	23.98
折旧和摊销	349	522	718	859	资产负债率(%)	42.47	42.22	43.53	38.92
资本开支	-1,150	-1,309	-1,608	-1,303	P/E(现价&最新股本摊薄)	123.97	41.10	26.58	18.21
营运资本变动	-401	-621	-465	-622	P/B(现价)	5.47	4.60	3.72	2.90

数据来源:Wind,东吴证券研究所

## 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>

