

星源材质 (300568.SZ)

买入(首次评级)

隔膜老将王者归来，深耕海外格局更优

当前价格： 27.22 元
 目标价格： 45.18 元

投资要点：

➤ **隔膜老将王者归来，产能释放市占率有望持续提升。**公司成立于2003年，是我国首家突破国外隔膜技术垄断，具备自研自制能力的隔膜龙头；近20年耕耘中积攒了宁德、比亚迪、LG等优质客户。公司2021年出货约11.5亿平，市占率约14%，未来随着产能集中释放，市占率将持续提升。

➤ **22年优质隔膜供不应求，23年前起产能释放海外竞争格局更优。**1)

行业整体：22年受制于优质设备供应限制，新增产能有限，需供比达94%，优质隔膜个供不应求，售价触底反弹；23年起产能集中释放需供比逐步下降至85%。**2) 结构：**海外受高产品性能要求、专利壁垒、长验证周期、低供应链安全担忧以及本土化产业链配套需求等因素影响，进入壁垒高铸。有海外供应基础的隔膜企业将享更优竞争格局。

➤ **规模弱化背景下，客户、设备、技术为核心竞争力所在。**1) **规模：**上市&被收购拓宽二线隔膜企业融资渠道，产能加速扩张背景下规模优势弱化；2) **设备：**海外优质设备仍有较大性能优势，能通过降低实际单平折旧与原材料成本提升单平盈利。3) **客户：**客户决定需求的不确定性与公司实际竞争环境，绑定优质客户能够增强公司在未来竞争格局恶化时的出货的确定性。4) **技术：**产线整合能力、产品配方以及涂覆种类为关键。

➤ **多效并举，单平盈利有望快速提升。**单平盈利提升主要系以下几点：**1) 产品结构改善：**湿法隔膜与涂覆膜出货占比提升；**2) 客户结构优化：**海外客户拓展顺利并与LG、NorthVolt、Freyr等签订长协，海外客户占比提升；**2) 设备升级：**湿法第五代设备&干法设备国产化实现降本提质。

➤ **盈利预测：**预计星源材质2022-2024年归母净利润将达8.5/14.5/23.7亿元，三年同比增长201%/70%/64%，当前股价对应估值40.9/24.1/14.7倍。鉴于公司为锂电隔膜龙头，量利双升背景下业绩高确定性增长，给予公司2023年40倍PE，对应目标价45.18元/股，给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**新能源车销量不及预期；市占率不达预期；

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1281/1021
总市值/流通市值 (百万元)	34864/27789
每股净资产 (元)	6.17
资产负债率 (%)	42.93
一年内最高/最低 (元)	39.28/17.03

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 邓伟
 执业证书编号：S0210522050005
 邮箱：dw3787@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	967	1,861	3,267	5,210	8,010
增长率 (%)	61%	92%	76%	59%	54%
净利润 (百万元)	121	283	852	1,447	2,372
增长率 (%)	-11%	133%	201%	70%	64%
EPS (元/股)	0.09	0.22	0.67	1.13	1.85
市盈率 (P/E)	287.7	123.2	40.9	24.1	14.7
市净率 (P/B)	11.8	8.2	6.4	5.2	3.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

假设 1:“碳中和”已成为全球经济发展主旋律，拉动新能源汽车与光伏产业链快速发展，我们预计 2025 年全球新能源车销量将达 2421 万辆，对应动力电池需求约 1773.7Gwh。2025 年储能电池与消费类电池需求将分别达到 229.1Gwh/262.9Gwh。

假设 2:公司自研干法隔膜设备，湿法隔膜设备深度绑定布鲁克纳，23 年起产能将集中释放，出货能力大幅提升。全球头部电池企业大多为公司客户，客户需求具有高确定性，我们预计公司 2022-2024 年满产满销，出货量分别为 17/27/43 亿平。

假设 3:公司深度绑定海外头部电池厂，高售价海外出货占比有望持续提升，并综合考虑涂覆膜占比提升与隔膜整体降价大背景下，假设 2022-2024 年公司湿法隔膜售价变动分别为 30%/-2%/-8%；干法隔膜售价变动分别为 5%/-5%/-4%。

我们区别于市场的观点

市场担心新进入者的加入以及其他隔膜企业的大幅扩产将恶化行业竞争格局，逆转供需格局。总量上：我们认为隔膜为锂电中游四大材料壁垒最高环节，具有较高的技术、设备、客户壁垒；隔膜投产与客户验证时间较长，中期内供需格局难以逆转；即使顺利投产供货，23-24 年整体需求供比也达 85%+。结构上：海外客户高性能要求、长验证周期、低供应链安全担忧与本土化配套需求推升高进入壁垒，海外隔膜市场竞争格局更优，公司深度绑定海外头部电池厂，享有更优竞争环境。

股价上涨的催化因素

国内疫情好转供给恢复、新车型集中推出、补贴加码背景下 2022 年 H2 新能源车销量有望持续超预期。

高单平售价的海外客户占比提升、湿法新代际产线&干法设备国产化降本提质、湿法隔膜与涂覆膜占比提升联合提高单平盈利。

估值与目标

公司为锂电中游材料的隔膜龙头企业，因此选取具有相同业务的恩捷股份、锂电中游材料龙头公司：天赐材料、当升科技、璞泰来作为可比公司。2022-2024 年可比公司平均 PE 分别为 30.3/21.6/16.4，平均 ROE 水平在 19.7%/21.9%/22.6%，未来三年复合增速为 48%。

我们预计星源材质 2022-2024 年归母净利润将达 8.5/14.5/23.7 亿元，三年同比增长 201%/70%/64%，三年复合增速达 103%，当前股价对应估值 40.9/24.1/14.7 倍。鉴于公司为锂电隔膜龙头，量利双升背景下业绩高确定性增长，给予公司 2023 年 40 倍 PE，对应目标价 45.18 元/股，上涨空间 66%，给予公司“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期；竞争加剧，市场份额拓展不及预期；全固态电池量产时间大幅提前。

正文目录

一、	公司概况：隔膜老将王者归来，最纯标的享高业绩弹性.....	4
1.1	专注隔膜二十载，隔膜老将业务最纯.....	4
1.2	结构改善叠加产能爬坡，盈利拐点已经到来.....	4
二、	行业特性：海外市场竞争环境更优，客户、技术、设备为核心竞争力所在...	6
2.1	扩产有限供不应求，海外竞争格局更优.....	6
2.2	湿法隔膜已成主流，干法占比即将维稳反弹.....	10
2.3	重资产盈利为核，规模弱化，客户、技术、设备为行业核心竞争力.....	10
三、	竞争优势：四大优势全面领先，隔膜老将再振雄风.....	12
3.1	规模：23年起产能集中释放，市占率逐步回升.....	12
3.2	技术：20年相关技术积淀，奠定行业领先地位.....	12
3.3	客户：海外客户优势明显，降低竞争提升单平盈利.....	14
3.4	设备：绑定设备龙头，掌握整合调试能力.....	14
四、	盈利预测与估值.....	15
4.1	盈利预测.....	15
4.2	可比公司估值.....	16
4.3	投资建议.....	16
五、	风险提示.....	17

图表目录

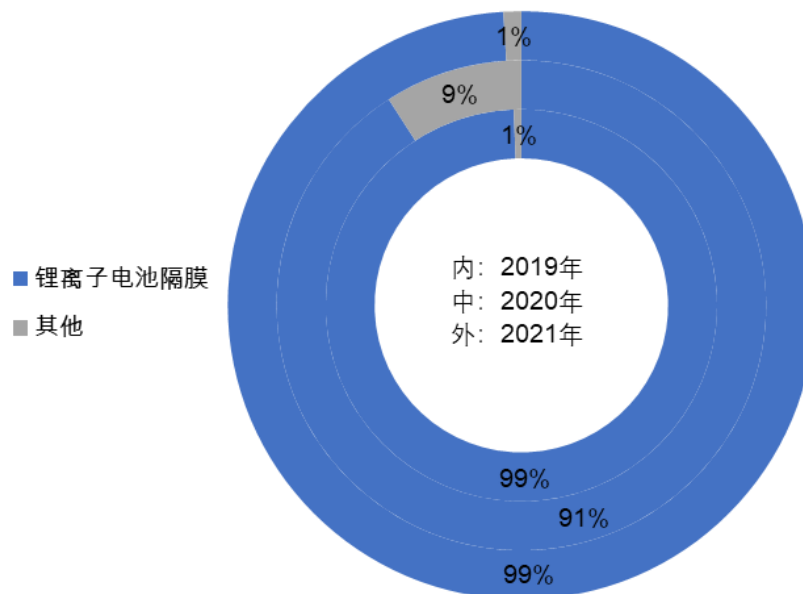
图表 1:	2020-2021 年星源材质营收构成.....	4
图表 2:	16-22Q1 公司营收情况.....	5
图表 3:	16-22Q1 公司归母净利润情况.....	5
图表 4:	16-22Q1 公司盈利能力情况.....	5
图表 5:	16-22Q1 公司四费情况.....	5
图表 6:	隔膜处于锂电产业链上游，占电池成本的 6%.....	6
图表 7:	25 年隔膜需求 381 亿平，4 年 CAGR37%.....	7
图表 8:	22 年优质隔膜供不应求，23-24 年供需略有缓解.....	8
图表 9:	海外电池厂具备多个供应商，具有供应资质的国内隔膜企业较少.....	8
图表 10:	海外优质隔膜供不应求，需求缺口占国内相关企业出货能力占比逐步提升.....	9
图表 11:	2020-2021 年国内隔膜市场竞争格局.....	9
图表 12:	2020-2021 年国内湿法隔膜竞争格局.....	9
图表 13:	比亚迪动力电池装机份额逐步提升.....	10
图表 14:	湿法隔膜出货占比显著提升.....	10
图表 15:	隔膜为重资产行业，资产周转率最低.....	11
图表 16:	重资产行业的投资价值来自于高销售净利率.....	11
图表 17:	影响隔膜成本的关键指标与其影响因素.....	12
图表 18:	星源材质 2021-2025 年有效母卷产能.....	12
图表 19:	良品率迅速提升，大幅领先行业.....	13
图表 20:	2019-2021 年星源材质在头部隔膜公司中海外营收占比最高.....	14
图表 21:	全球头部电池厂商多为公司客户，海外客户优势明显.....	14
图表 22:	优质设备联合顶尖的产线整合调试能力，设备优势明显.....	15
图表 23:	星源材质 2019-2024 年分业务营收拆分.....	16
图表 24:	锂电板块可比公司 2022-2024 盈利及估值对比（基于 Wind 一致预期）.....	16
图表 25:	财务预测摘要.....	18

一、 公司概况：隔膜老将王者归来，最纯标的享高业绩弹性

1.1 专注隔膜二十载，隔膜老将业务最纯

公司成立于2003年，专注于锂离子电池隔膜的研发、生产与销售，是我国首家突破海外隔膜技术垄断、干法单拉设备自制从而实现国产替代的企业。公司立足干法进军湿法领域，多年技术迭代下产品种类丰富，客户覆盖国内外主流电池厂，2021年国内、全球市占分别达14%、11%，为全球隔膜龙头公司。此外，剔除2020年口罩业务影响后，公司近三年隔膜业务营收占比均超99%，为业务最纯隔膜公司。

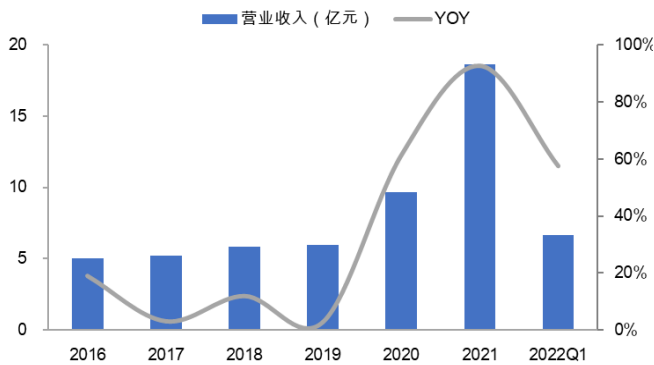
图表 1：2020-2021 年星源材质营收构成



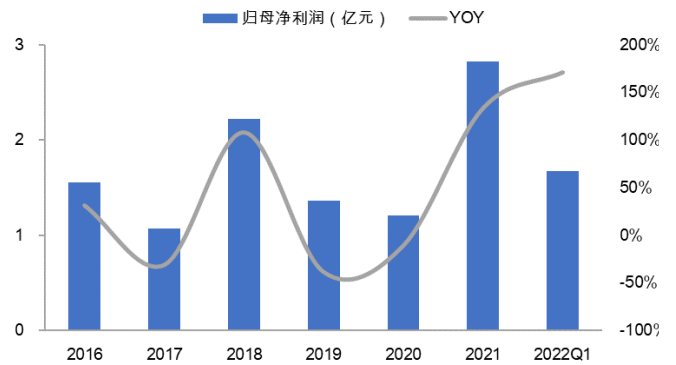
数据来源：公司年报，华福证券研究所

1.2 结构改善叠加产能爬坡，盈利拐点已经到来

营收快速增长，净利润增速持续提升。营业收入：2018-2021年公司营业收入从5.83亿元快速增长至18.61亿元，3年CAGR达47%；20年来受益于下游新能源车需求快速放量，营收增速快速上行，22年Q1新增产能有限，营收增速有所下滑。**归母净利润：**22Q1公司归母净利润增速大幅增长至171%，主要系供不应求背景下产能利用率的提升降低单位固定成本以及结构改善带来的盈利能力提升(高盈利能力湿法隔膜出货占比提升)。

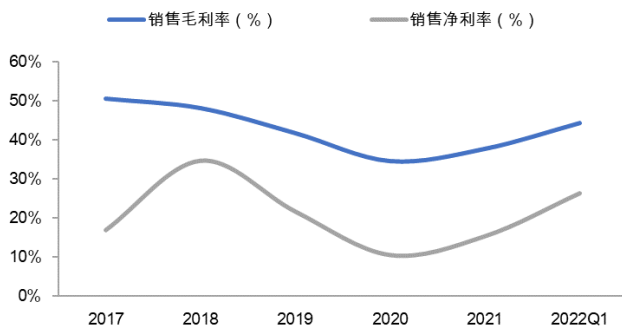
图表 2：16-22Q1 公司营收情况，单位（亿元）


数据来源：公司公告，华福证券研究所

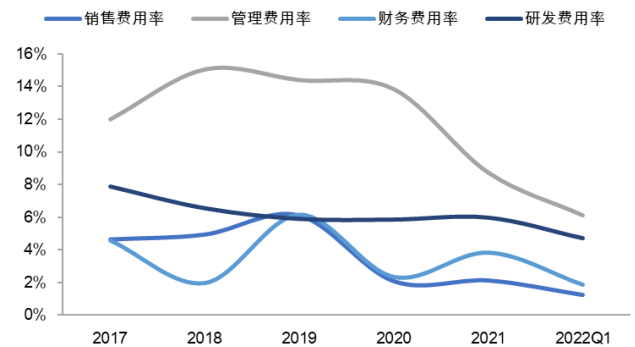
图表 3：16-22Q1 公司归母净利润情况，单位（亿元）


数据来源：公司公告，华福证券研究所

盈利能力底部反转，期间费用率有所下降。利润率：在隔膜售价下降叠加疫情影响冲击下，2020 年公司利润率大幅下降，2021 年以来行业供需反转叠加公司自身产品结构的改善以及产能利用率的提升，盈利能力触底反弹。2022 年 Q1 公司净利率与毛利率分别提升至 44.4%、26.4%。**期间费用：**2020 年以来公司销售、管理、财务费用整体呈下降趋势，主要系营收快速增长，规模效应提升所致。研发费用率整体较为平稳，维持在 6% 左右；规模不断扩大背景下研发费率维持高位，彰显公司对研发的重视。

图表 4：16-22Q1 公司盈利能力情况，单位（%）


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 5：16-22Q1 公司四费情况，单位（%）


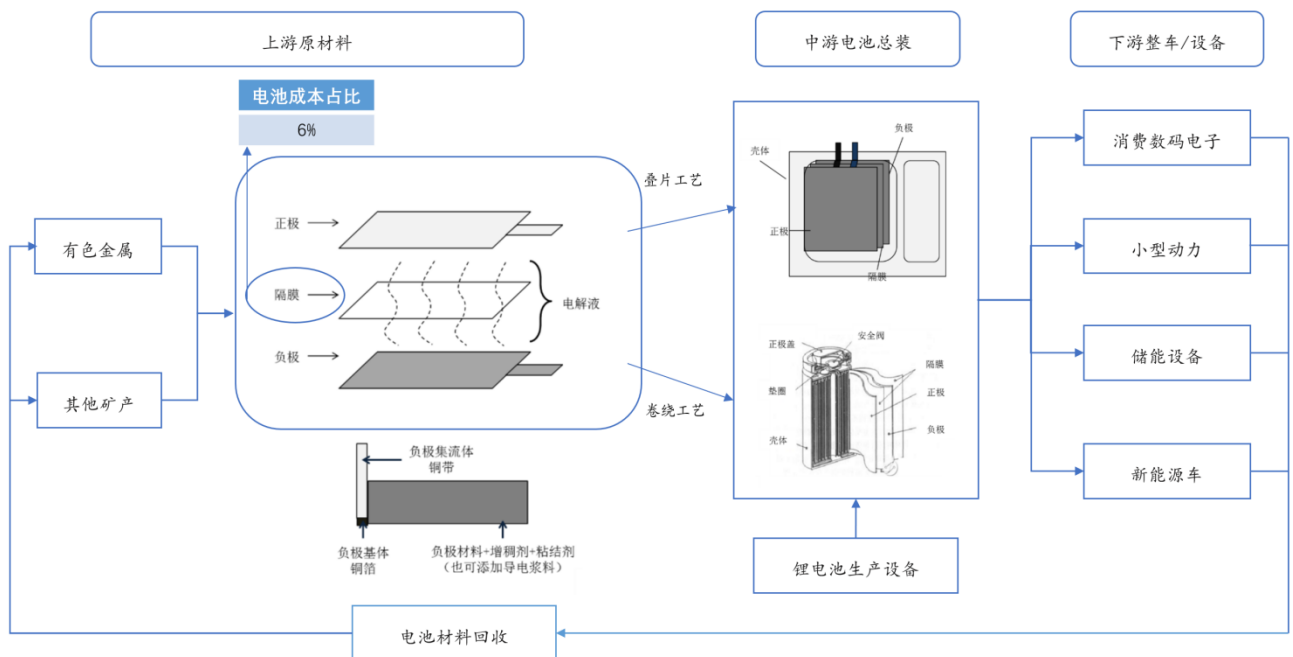
数据来源：公司公告，华福证券研究所

二、 行业特性：海外市场竞争环境更优，客户、技术、设备为核心竞争力所在

2.1 扩产有限供不应求，海外竞争格局更优

隔膜位于锂电产业链上游，成本占比下降背景下下游对涨价敏感度降低。隔膜处于锂电产业链上游，为锂电池四大核心材料之一，在当前碳酸锂电解液价格高位背景下约占电芯成本的6%，成本占比的下降使下游对其价格敏感度降低，对涨价接受度提升。

图表 6：隔膜处于锂电产业链上游，占电池成本的 6%



数据来源：Batpac，公开资料，华福证券研究所

备注：成本占比根据 22Q1 鑫椏锂电各材料价格测算

需求角度：三元驱动锂电隔膜需求快速增长，4 年 CAGR 为 37%。据我们测算，动力、储能、消费类锂离子电池在 2025 年产量分别为 1773.7/229.1/262.9GWH，隔膜单耗随着能量密度的提升整体呈下降趋势，假设其在 2020 年单耗 1667 万平/gwh 基准上年降 1%至 2025 年的 1585 万平/gwh，对应 25 年隔膜总需求 381 亿平，4 年 CAGR 为 37%。

图表 7：25 年隔膜需求 381 亿平，4 年 CAGR37%

项目	单位	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
中国电动车销量	万辆	136.7	352.1	620.0	849.4	1099.2	1370.0
欧洲电动车销量	万辆	126.1	221.2	276.5	365.0	474.5	616.8
美国电动车销量	万辆	32.3	62.7	100.3	160.5	224.8	314.7
其他	万辆	12.0	21.9	39.7	59.4	85.1	119.8
全球电动车销量	万辆	307.1	657.9	1036.5	1434.3	1883.5	2421.3
国内单车带电量	KWh	46.6	44.0	50.0	52.5	55.0	57.5
海外单车带电量	KWh	46.5	46.4	52.5	55.0	57.5	60.0
全球动力电池装机量	GWh	142.8	296.8	528.7	767.6	1055.5	1418.5
动力电池产装比	%	131%	129%	128%	127%	126%	125%
全球动力电池产量	GWh	187.1	383.0	676.9	975.2	1330.4	1773.7
全球消费电池产量	GWh	103.5	126.8	152.2	182.6	219.1	262.9
全球储能电池产量	GWh	44.1	63.3	92.5	130.0	178.1	229.1
全球锂电池产量	GWh	334.7	573.1	921.6	1287.7	1727.6	2265.7
锂电池隔膜单耗	万平 /GWH	1667	1650	1634	1617	1601	1585
其他领域隔膜需求	亿平	10.9	12.5	14.4	16.6	19.1	21.9
全球锂电池隔膜需求	亿平	66.7	107.1	165.0	224.8	295.7	381.0
yoy	%		61%	54%	36%	32%	29%

数据来源：中汽协，各国官网，GGII，华福证券研究所

供给角度：22 年新增产能有限，23-24 年产能集中释放。受制于设备供给，22 年隔膜新增产能有限，对应新增出货能力仅 54.7 亿平，且主要集中在国内龙头企业。23-24 年各类企业产能集中落地，国内外隔膜企业有效出货能力将从 22 年的 174.9 亿平，迅速增长至 348.9 亿平。

供需平衡角度——整体：22 年供需偏紧，23 年起有所缓解。据我们测算 22 年全球锂电隔膜需求 165.0 亿平，有效出货能力约 174.9 亿平，隔膜需供比（可近似看成全行业产能利用率）达到 94% 的历史高位，优质产能供不应求。23 年起由于产能的集中释放，需供比将逐步下降至 24 年的 85%，供需紧张程度缓解，行业竞争有所加剧（需追踪新进入者与尾部企业产能投放进度——存在不确定性，产品规模化生产能力与性能指标、下游客户产线与产品验证情况等）。

图表 8：22 年优质隔膜供不应求，23-24 年供需略有缓解

项目名称	单位	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	理论出货能力市占率变动
恩捷股份	亿平	29.0	40.0	64.3	100.0	135.0	170.0	
星源材质	亿平	15.0	16.1	20.8	35.4	54.9	68.9	
中材科技	亿平	9.6	11.5	17.1	30.3	45.1	45.7	
沧州明珠	亿平	2.9	2.9	2.9	3.9	6.9	6.9	
河北金力	亿平	6.5	8.3	10.0	10.0	17.5	25.0	
中兴新材	亿平	2.5	8.7	12.0	16.0	20.0	20.0	
中科华联（蓝科图）	亿平	2.0	3.7	6.7	6.7	12.7	18.7	
慧强新材	亿平	4.5	4.7	8.3	11.0	11.0	11.0	
海蝶创业（川恒新能源）	亿平	0	0.3	3.2	7.5	10.0	20.0	
苏常柴A（厚生新能源）	亿平	2.0	4.0	5.7	17.0	20.5	20.5	
博盛新能源	亿平	2.0	2.0	4.5	7.0	7.0	7.0	
中科科技	亿平	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	
辽源鸿图	亿平	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
江苏安瑞达	亿平	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	
金辉高科	亿平	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
美联新材	亿平	0.0	0.0	2.3	3.0	6.0	6.0	
璞泰来	亿平	0.0	0.0	0.0	2.0	8.0	12.0	
恒力石化	亿平	0.0	0.0	0.0	1.8	12.5	16.0	
国内有效母卷产能合计	亿平	84.1	110.3	165.8	259.7	375.1	455.7	
国内出货能力合计	亿平	59.2	79.9	128.7	199.7	289.6	354.3	
SKIET	亿平	8.6	13.7	15.4	23.1	27.4	40.2	
旭化成	亿平	11.0	13.0	15.5	17.3	19.0	24.5	
东丽	亿平	8.5	9.0	10.2	10.2	10.2	10.2	
W-scope	亿平	5.0	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0	
住友化学	亿平	1.8	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0	
宇部兴产	亿平	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	
国外有效母卷产能合计	亿平	38.1	47.4	54.3	63.8	69.8	88.1	
国外出货能力合计	亿平	32.4	40.3	46.2	54.2	59.3	74.9	
国内外隔膜有效母卷产能合计	亿平	122.2	157.7	220.1	323.5	444.9	543.8	
国内外隔膜出货能力合计	亿平	91.6	120.2	174.9	253.9	348.9	429.2	
隔膜需求	亿平	66.7	107.1	165.0	224.8	295.7	381.0	
隔膜供需缺口（供给-需求）	亿平	24.9	13.1	9.9	29.1	53.3	48.2	
隔膜供需比	%	73%	89%	94%	89%	85%	89%	

数据来源：公司公告、官网，鑫椏锂电，公开资料整理，华福证券研究所 注释：表内数值为各公司有效母卷产能；出货能力=有效母卷产能*直通率

供需平衡角度——分地域来看：国内竞争或将加剧，海外仍然紧缺格局更优。海外受高产品性能要求、专利壁垒、本土化产业链配套需求等因素影响，当前有海外供货能力的隔膜企业较少，竞争格局更优。除 Northvolt 以外，海外头部电池企业均已具备三家以上隔膜供应商，为保障供应链安全而新增供应商的需求较低。从定量角度看，海外供需缺口占比从 21 年的 49% 逐步提升至 25 年的 55%，相关企业将凭借其客户优势减少国内竞争，通过提升海外出货占比提升单平盈利。

图表 9：海外电池厂具备多个供应商，具有供应资质的国内隔膜企业较少

电池厂	环节	国内供应商	海外供应商
松下	隔膜	恩捷股份、中材科技	东丽、旭化成
三星SDI	隔膜	恩捷股份、星源材质、沧州明珠	东丽、旭化成、W-scope
SKI	隔膜	星源材质、中材科技	自供
LGES	隔膜	恩捷股份、星源材质、中材科技	SKI、东丽、旭化成
Northvolt	隔膜	恩捷股份、星源材质	

数据来源：各公司公告，华福证券研究所

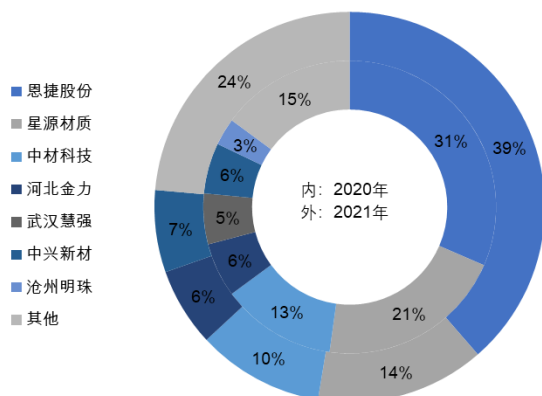
图表 10：海外优质隔膜供不应求，需求缺口占国内相关企业出货能力占比逐步提升

项目名称	单位	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
海外隔膜需求	亿平	45.7	65.8	90.1	119.6	156.5	203.6
SKIET 出货能力	亿平	7.3	11.6	13.1	19.6	23.3	34.2
旭化成出货能力	亿平	9.4	11.1	13.2	14.7	16.2	20.8
东丽出货能力	亿平	7.2	7.7	8.7	8.7	8.7	8.7
W-scope 出货能力	亿平	4.3	4.7	5.1	5.1	5.1	5.1
住友化学出货能力	亿平	1.5	2.6	3.4	3.4	3.4	3.4
宇部兴产出货能力	亿平	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
海外隔膜企业出货能力合计	亿平	32.4	40.3	46.2	54.2	59.3	74.9
供需缺口	亿平	13.3	25.5	43.9	65.4	97.2	128.8
恩捷股份出货能力	亿平	21.8	30.0	54.0	83.5	112.5	141.5
星源材质出货能力	亿平	10.4	11.6	17.0	27.0	43.0	55.0
中材科技出货能力	亿平	7.2	8.7	12.8	22.8	33.8	34.3
沧州明珠出货能力	亿平	2.0	2.0	2.0	2.8	5.0	5.0
有海外供货基础企业出货能力合计	亿平	41.3	52.3	85.9	136.0	194.3	235.8
海外需求缺口占比	%	32%	49%	51%	48%	50%	55%

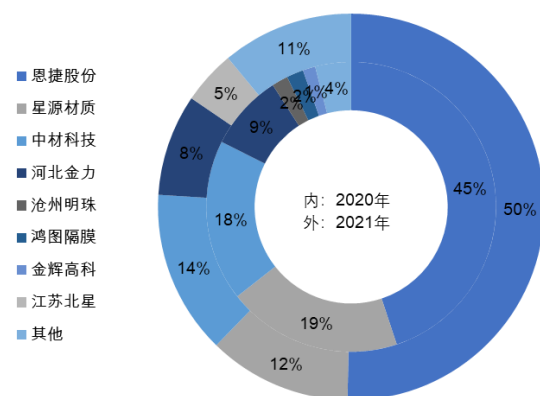
数据来源：公司公告、官网，鑫椏锂电，公开资料整理，华福证券研究所

注释：供需缺口=海外隔膜需求-海外隔膜企业出货能力合计；海外需求缺口占比=供需缺口/有海外供货基础企业出货能力合计；由于仅列举了海外头部隔膜企业，海外需求缺口占比在一定程度上有所失真，但其变动趋势仍可作为分析依据。

竞争格局高度集中，CR3 超 60%。隔膜为锂电产业链竞争格局最优环节，2021 年国内隔膜行业 CR3 为 63.1%，其中湿法隔膜领域 CR3 为 76%。从年度变化来看，2021 年较 2020 年集中度有所降低，主要系部分头部厂商产能释放受海外优质设备供应制约，尾部运用国产设备的企业产能释放所致。星源材质 21 年新增产能较少，市占率从 21%下降至 14%，23 年起产能集中释放，市占率将逐步提升。

图表 11：2020-2021 年国内隔膜市场竞争格局


数据来源：EVtank，鑫椏锂电，华福证券研究所

图表 12：2020-2021 年国内湿法隔膜竞争格局


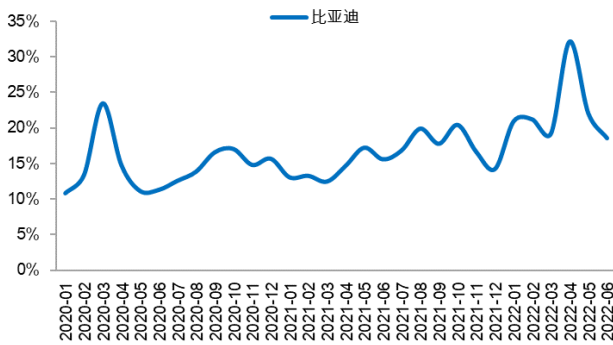
数据来源：EVtank，鑫椏锂电，华福证券研究所

2.2 湿法隔膜已成主流，干法占比即将维稳反弹

性能优越价差缩小，湿法隔膜成为主流。由于湿法隔膜在孔径大小、孔隙率、抗穿刺能力等方面较干法隔膜更优，且近年来价差逐步缩小，性价比显著提升，其占比自 2014 年的 29% 迅速提升至 2021 年的 79%，已成市场主流。

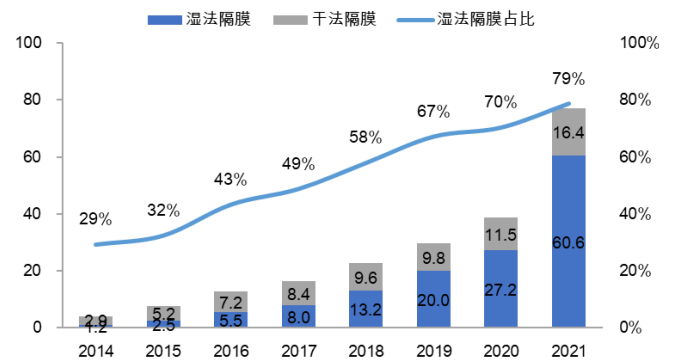
比亚迪以及储能市场放量，干法占比即将维稳。比亚迪刀片电池长薄化的形态使干法隔膜更具优势，同时低成本的干法隔膜也有利于降低电池成本。比亚迪车型的畅销带动其刀片电池装机迅速提升，从而带动干法隔膜需求，从具体数据来看，2022 年 1-6 月其在国内累计装机占比已达 22%。此外，由于储能电池对能量密度要求低且对成本更为敏感，低成本的干法隔膜将更为适用，随着储能电池需求迅速增长，也将拉动干法隔膜需求。综上分析，我们认为干法隔膜占比即将企稳或小幅反弹。

图表 13：比亚迪动力电池装机份额逐步提升



数据来源：动力电池产业创新联盟，华福证券研究所

图表 14：湿法隔膜出货占比显著提升（单位：亿平）



数据来源：EVtank，鑫椏锂电，华福证券研究所

2.3 重资产盈利为核，规模弱化，客户、技术、设备为行业核心竞争力

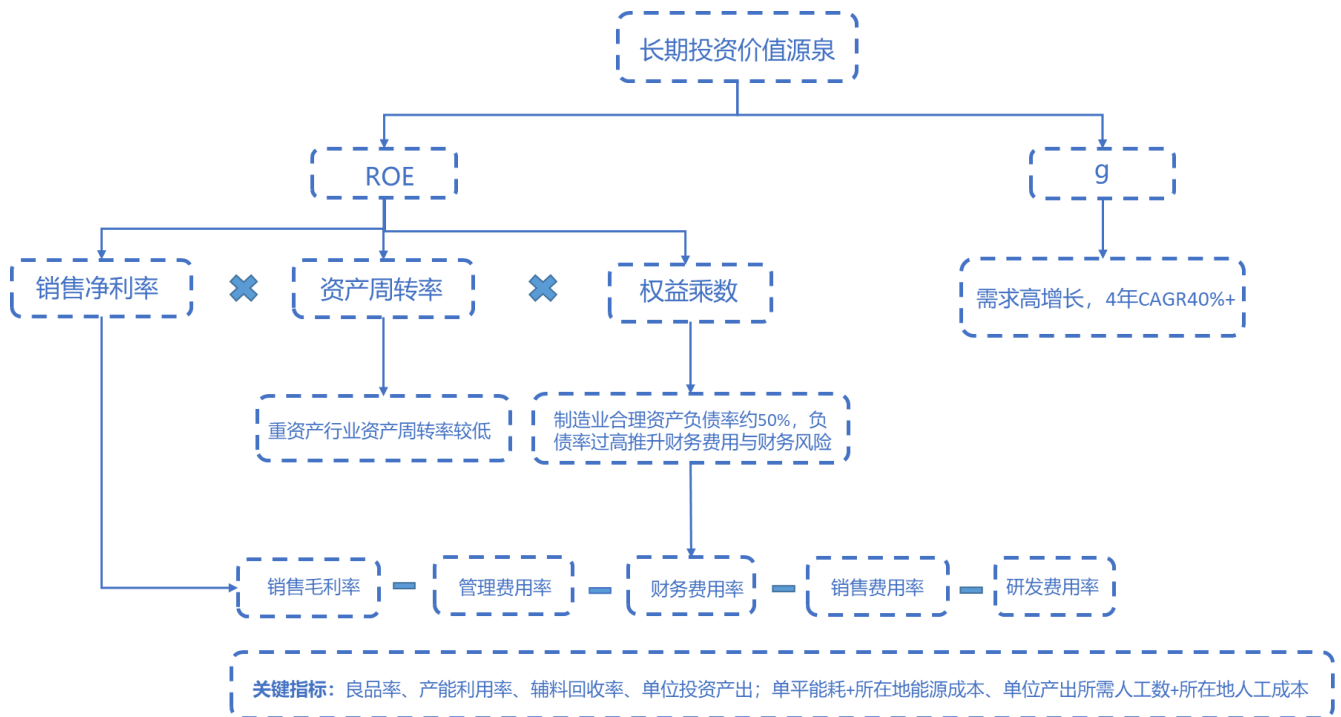
纵观当下：隔膜为重资产企业，规模、客户、技术、设备多效降本为提升盈利关键。隔膜在锂电四大材料中资产周转率最低，为典型的重资产企业，因此，提升净资产收益率为提升 ROE 的关键；在隔膜售价整体趋势向下大背景下，降本成为提升盈利关键所在。**规模：**规模扩张能够提升产业链议价能力，降低原材料采购价格；分摊固定费用，降低期间费用率。**设备：**设备影响产品品质和产线效率，单线有效产出的提升能够降低原材料+折旧+能源+人工成本，为降本重中之重。**技术：**技术的优化能够提升良品率和辅料回收率，降低原材料用量。**客户：**优质客户持续的大订单能够提升产能利用率，降低折旧成本；降低产线切换频率，降低原材料损耗量。

图表 15: 隔膜为重资产行业, 资产周转率最低

环节	公司名称	2018	2019	2020	2021	资产周转率平均值	各环节资产周转率均值
正极	当升科技	0.92	0.51	0.60	0.81	0.71	0.78
	容百科技	0.94	0.83	0.63	0.98	0.85	
负极	璞泰来	0.60	0.65	0.47	0.50	0.55	0.58
	贝特瑞	0.60	0.55	0.47	0.77	0.60	
隔膜	恩捷股份	0.50	0.32	0.26	0.34	0.36	0.28
	星源材质	0.20	0.13	0.17	0.28	0.20	
电解液	天赐材料	0.48	0.54	0.73	1.11	0.71	0.63
	多氟多	0.52	0.45	0.45	0.73	0.54	
铜箔	嘉元科技	1.27	0.79	0.43	0.62	0.78	0.57
	诺德股份	0.34	0.30	0.29	0.53	0.36	

数据来源: Wind, 各公司年报, 华福证券研究所

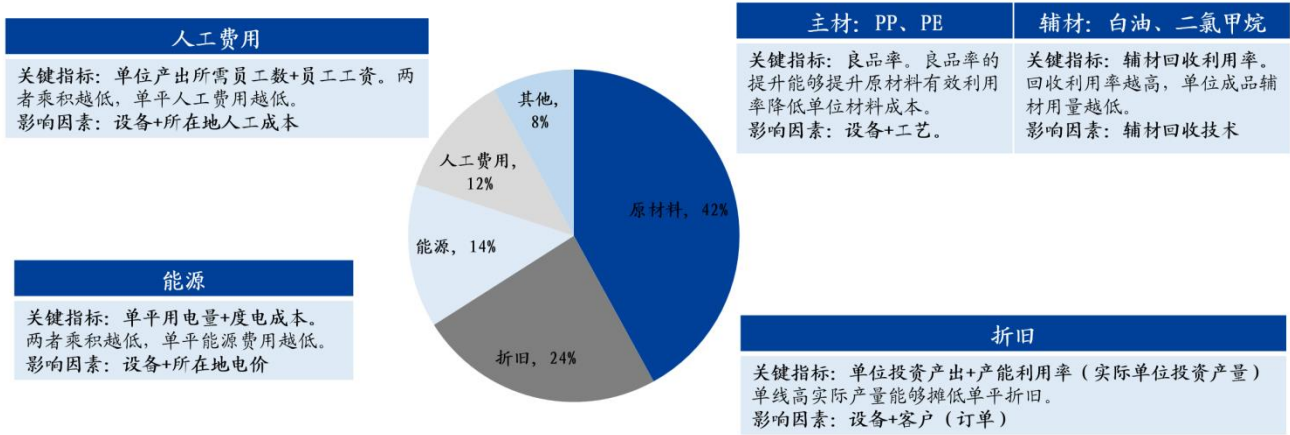
图表 16: 重资产行业的投资价值来自于高销售净利率



数据来源: 华福证券研究所

展望未来: 规模优势弱化, 客户、技术、设备仍为行业核心竞争力所在。规模: 随着二线隔膜企业上市进程的推进以及被上市公司收购等, 其融资能力大幅提升, 产能扩张加速, 规模优势将逐步弱化。**设备:** 海外优质设备在单线产出、直通率上仍有较大优势, 绑定优质设备供应商将享更强行业竞争力。同时, 需追踪设备国产替代进程, 核心在于前段的挤出和拉升设备, 以及对整线设备的自主调试能力。**技术:** 仍为未来核心优势之一, 体现在专利保有量、涂覆配方种类、技术变革下新型隔膜技术掌握程度等。**客户:** 若未来行业竞争加剧, 客户优势将愈加重要。随着产能的逐步释放, 在国内竞争加聚的情况下, 深度绑定海外客户的隔膜公司将相对受益。

图表 17：影响隔膜成本的关键指标与其影响因素



数据来源：星源材质可转债募集说明书，华福证券研究所

三、竞争优势：四大优势全面领先，隔膜老将再振雄风

3.1 规模：23年起产能集中释放，市占率逐步回升

干湿法齐发力，23年产能集中释放规模优势强化。公司干法隔膜稳步扩张的同时大力扩产湿法隔膜，已在国内外布局6大基地。23年公司干法隔膜产能大量投产，预计全年有效母卷产能将达35.4亿平，25年有效母卷产能接近70亿平，预计全球市占率将从21年的7%，逐步提升至15%左右。

图表 18：星源材质 2021-2025 年有效母卷产能

基地	隔膜类型	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
深圳星源	干法隔膜	25000	25000	25000	25000	25000
	湿法隔膜	4000	4000	4000	4000	4000
合肥星源	湿法隔膜	12000	18000	36000	36000	36000
常州星源	湿法隔膜	80000	80000	80000	80000	80000
江苏星源	干法隔膜	40000	65000	115000	140000	140000
南通星源	湿法隔膜	0	16000	74000	194000	304000
欧洲星源	湿法隔膜	0	0	20000	70000	100000
干法隔膜有效母卷产能合计		65000	90000	140000	165000	165000
干法隔膜出货能力		39000	70000	91000	107250	107250
湿法隔膜有效母卷产能合计		96000	118000	214000	384000	524000
湿法隔膜出货能力		76800	100000	178690	322560	442780
有效母卷产能合计		161000	208000	354000	549000	689000
出货能力合计		115800	170000	269690	429810	550030

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 技术：20年相关技术积淀，奠定行业领先地位

全面掌握四大技术，专利数遥遥领先。公司精耕隔膜领域近20年，在原材料配方、生产工艺、设备整合调试、隔膜应用四大领域技术全面领先。截止到2021年12

月 31 日，公司及控股子公司申请专利 399 件（国外 52 件）；取得授权专利 199 件（发明专利 85 件，国外授权 15 件），授权使用新型专利 114 件。

图表 19：良品率迅速提升，大幅领先行业

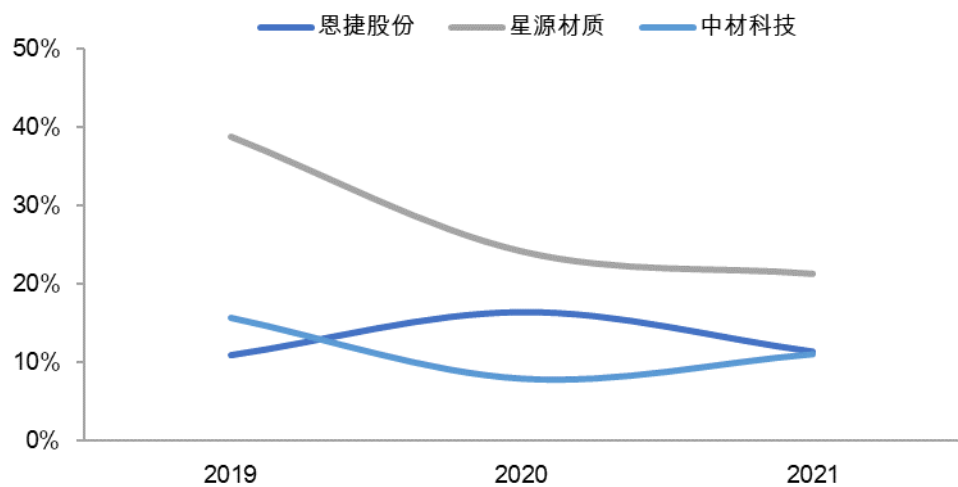
项目	名称	工艺技术内容	应用阶段
原料	隔膜原料分析表征技术	从品类众多的聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）中筛选出符合隔膜生产要求的原料需进行大量试验，该技术为快速准确判定原料提供了模型和依据	产业化
	配方预处理技术	用于扩大加工工艺窗口，减少产品对单一原料的依赖性	产业化
	涂覆基材选择及分析表征技术	从品类众多的涂覆基材（如 PVDF、三氧化二铝、Boehmite、芳纶、纳米线棒等）中筛选出符合生产要求的原料需进行大量试验，该技术为快速准确判定原料提供了模型和依据	产业化
	涂覆配方	用于扩大加工工艺窗口，可改善隔膜力学性能、热稳定性等性能	产业化
工艺	硬弹性基膜结构成型控制技术	基膜的结晶结构是影响隔膜性能的重要因素，该技术可使基膜结构均匀、排列规整，有助于提升隔膜的一致性、孔隙率和透过性	产业化
	硬弹性基膜检测表征技术	表征硬弹性膜质量的重要手段，借助该技术可快速评价基膜与隔膜性能	产业化
	基膜高效热处理重整技术	用于大幅提升产品热处理效率、孔均匀分布程度，达到提升产品稳定性、一致性的目的	产业化
	分步拉伸多层复合技术	用于大幅提升隔膜生产效率和产品品质	产业化
	多层复合隔膜制造技术	该技术以 PP 多层复合及 PP/PE 多层材料为主，可实现三层及以上层数复合，隔膜力学性能良好，主要应用于数码类锂离子电池	产业化
	湿法隔膜制造技术	湿法隔膜的全套制备技术	产业化
	水性、油性涂覆技术	低水性含量、高粘接性、高电解液保持性等性能优异的涂覆隔膜制备技术	产业化
设备	干法成套生产线设计整合技术	目前国内尚无设备供应商提供成套的隔膜整线生产设备，所有隔膜厂商均需根据自身工艺定制生产设备，公司是国内较早掌握该技术的企业，拥有较强的设计整合能力	产业化
	湿法成套生产线设计整合技术	目前国内尚无设备供应商提供成套的隔膜整线生产设备，所有隔膜厂商均需根据自身工艺定制生产设备，公司是国内较早掌握该技术的企业，拥有较强的设计整合能力	产业化
	涂覆成套生产线设计整合技术	水性、油性涂覆整套生产设备的自主研发	产业化
应用	隔膜电化学应用分析技术	用于定量分析和表征隔膜的电化学性能，为隔膜的应用和性能指标的定制提供依据	产业化

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.3 客户：海外客户优势明显，降低竞争提升单平盈利

全球头部电池厂商多为公司客户，海外客户优势尤为明显。公司作为隔膜老将，20年来积累了众多优质客户，海外头部电池厂商除松下外均与公司达成合作关系，客户优势明显。从海外营收占比来看，公司2019-2021年海外营收占比分别为39%、24%、21%（此处海外营收不包括对海外公司国内工厂的营收，实际占比更高），远高于同行。近年来，公司与LG、NorthVolt、Freyr签订长期供货协议，增强未来海外出货的确定性。良好的海外客户基础将帮助公司避开未来国内或将加剧的竞争，抢占格局更优、单平盈利更高的海外市场。

图表 20：2019-2021 年星源材质在头部隔膜公司中海外营收占比最高



数据来源：公司年报，华福证券研究所 备注：此处海外收入不包括供货给海外公司国内基地的收入

图表 21：全球头部电池厂商多为公司客户，海外客户优势明显

隔膜厂商	电池厂商		中国电池厂商							韩国电池厂商			美国电池厂商	欧洲电池厂商	日本电池厂商
	宁德时代	比亚迪	国轩高科	亿纬锂能	中航锂电	蜂巢科技	孚能科技	派能科技	天津力神	LG化学	三星SDI	SKI	特斯拉	Northvolt	松下
恩捷股份	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
星源材质	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
中材科技	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
中材科技	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
沧州明珠	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
中国隔膜供应商															
慧强新能源	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
河北金力	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
辽源鸿图	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
中科科技	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
中兴新材	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
东丽	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
日本隔膜企业															
旭化成	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
住友化学	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
韩国隔膜企业															
W-Scope	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
SKI	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*

数据来源：GGII，观研产经研究院，电池网，B3，各公司公告，华福证券研究所

3.4 设备：绑定设备龙头，掌握整合调试能力

设备的关键在于挤出与拉升环节以及整线调试后设备与工艺的匹配度。星源材质自研干法设备，为国内最早实现自研自产干法单拉设备的企业，在干法设备上优势明显。在湿法领域，公司深度绑定全球设备龙头布鲁克纳，其设备单线产出高，能有效降低单平折旧。此外公司具备整线整合与调试能力，能更好的使设备与工艺相匹配，提升隔膜直通率，从而降低原材料成本。

湿法新代次宽幅产线投产&干法设备国产化大幅降低单平成本。 1) **湿法设备:** 公司将于 2023 年开始使用布鲁克纳 5 代隔膜产线, 6.2 米大幅宽以及高车速产线将通过提升单线产能降低单平成本(单线售价提升, 但折算单平折旧后成本下降)。2) **干法设备:** 公司逐步实现干法设备国产化, 新投产国产设备在采购价格下降的同时单线产能大幅提升, 将有效降低干法隔膜单平成本。

图表 22: 优质设备联合顶尖的产线整合调试能力, 设备优势明显

公司	设备供应商	供应商介绍	设备设计/整合/调试能力
恩捷股份	日本制钢所	世界领先的机械制造商, 提供全球顶尖的挤出、流延铸片、双向拉伸设备。注重设备精密度, 产品的良品率较高	与制钢共同研发设计产线, 自主知识产权, 具有产线整合与自主调试迭代能力
星源材质	德国布鲁克纳	全球领先的薄膜设备制造商, 擅长制造薄膜挤出与拉升设备。设备具有大幅宽和高车速的优势	掌握干湿法设备设计和整合能力
中材科技	中国大橡塑、法国 ESSOP、日本东芝	大橡塑为国内橡胶塑料机械设备专业供应商, 擅长吹塑和拉升设备。Essop 擅长双向塑料薄膜生产线的生产	国内外设备混用, 具有一定的设备整合和调试能力
湖南中锂(中材)	日本东芝	传统隔膜龙头旭化成设备供应商, 设备精密度高。供应整套设备, 调试较为容易	全套引进日本先进的生产线和检测设备
苏州捷力(恩捷)	日本制钢所	-	由恩捷协助
重庆纽米(恩捷)	日本制钢所	-	由恩捷协助
辽源鸿图	韩国明胜	产品精度较高, 但设备集成能力较弱。具有一定的设备整合和调试能力	
沧州明珠	日本国际先进同步企业	-	具有一定的设备整合和调试能力

数据来源: 各公司公告, 中国储能网, 华福证券研究所

四、 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

出货量假设: 全球头部电池厂商多为公司客户, 公司订单充足供不应求, 我们假设公司满产满销。预计 2022-2024 年公司的干法隔膜出货量(即销量)分别为 7.0/9.1/10.7 亿平; 湿法隔膜出货量(即销量)分别为 10/17.9/32.3 亿平。

售价假设: 整体来看, 同类隔膜价格整体呈下降趋势, 2022 年隔膜供需偏紧, 隔膜售价略有提升。结构上, 22 年、23 年星源涂覆膜占比增加以及海外客户占比增加共同提升单平售价, 24 年湿法隔膜国内客户占比有所增加导致售价下降。我们假设 2022-2024 年公司干法隔膜售价分别为 1.38/1.31/1.26 元, 湿法隔膜售价分别为 2.28/2.24/2.06 元。

成本假设: 公司干法隔膜工艺已较为成熟, 降本主要来自设备国产化, 假设 2022-2024 年成本变动分别为 0%/-8%/-3%; 湿法隔膜 22 年由于原材料涨价、海外客户占比以及涂覆膜占比提升等原因成本有所上涨, 23 年以后随着 6.2 米大幅宽 5 代线的投产成本逐步下降, 2022-2024 年成本变动分别为 4%/-5%/-11%。

图表 23：星源材质 2019-2024 年分业务营收拆分

业务分类	项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计	营业收入 (亿元)	6.00	9.67	18.61	32.67	52.10	80.10
	yoy	3%	61%	92%	76%	59%	54%
	毛利 (亿元)	2.51	3.35	7.03	15.42	25.83	41.25
	毛利率	42%	35%	38%	47%	50%	51%
干法隔膜	营业收入 (亿元)	3.82	4.83	5.24	9.64	11.90	13.46
	yoy	-4%	26%	9%	84%	24%	13%
	毛利 (亿元)	1.77	1.71	1.86	3.71	4.81	5.36
	毛利率	46%	35%	35%	39%	40%	40%
湿法隔膜	营业收入 (亿元)	2.14	3.96	13.18	22.84	40.00	66.43
	yoy	24%	85%	233%	73%	75%	66%
	毛利 (亿元)	0.72	1.04	5.10	11.64	20.94	35.80
	毛利率	34%	26%	39%	51%	52%	54%
其他	营业收入 (亿元)	0.04	0.88	0.18	0.19	0.19	0.20
	yoy	-73%	2266%	-79%	3%	3%	3%
	毛利 (亿元)	0.02	0.60	0.08	0.08	0.08	0.08
	毛利率	56%	68%	43%	40%	40%	40%

数据来源：公司年报，华福证券研究所

4.2 可比公司估值

相对估值比较：公司为锂电中游材料的隔膜龙头企业，因此选取具有相同业务的恩捷股份、锂电中游材料龙头公司：天赐材料、当升科技、璞泰来作为可比公司。2022-2024 年可比公司平均 PE 分别为 30.3/21.6/16.4，平均 ROE 水平在 19.7%/21.9%/22.6%，未来三年复合增速为 48%；星源材质 2022-2024 年 PE 分别为 40.9/24.1/14.7，未来三年复合增速为 103%，远高于可比公司均值，且 ROE 呈快速上升趋势，当前相对低估。

图表 24：锂电板块可比公司 2022-2024 盈利及估值对比（基于 Wind 一致预期）

简称	市值	营业收入(亿)			归母净利润(亿)			归母净利润增速				P/E			ROE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	CAGR	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
恩捷股份	1,862	139.9	200.9	265.5	50.5	73.3	97.1	86%	45%	32%	53%	36.9	25.4	19.2	28%	29%	29%
天赐材料	1,010	244.6	319.0	402.3	53.1	62.7	76.1	140%	18%	21%	51%	19.0	16.1	13.3	46%	36%	31%
当升科技	477	198.6	266.3	329.1	17.6	23.8	30.7	61%	35%	29%	41%	27.1	20.0	15.5	16%	18%	19%
璞泰来	994	156.7	224.4	296.4	29.7	42.8	57.3	70%	44%	34%	49%	33.5	23.2	17.3	23%	26%	26%
平均值								89%	36%	29%	48%	30.3	21.6	16.4	19.7%	21.9%	22.6%
星源材质	349	32.7	52.1	80.1	8.5	14.5	23.7	201%	70%	64%	103%	40.9	24.1	14.7	15%	21%	26%

数据来源：Wind，华福证券研究所；备注：可比公司估值基于 wind 一直预期，对应 PE 参照 8 月 10 日收盘价计算

4.3 投资建议

我们预计星源材质 2022-2024 年归母净利润将达 8.5/14.5/23.7 亿元，三年同比增长 201%/70%/64%，三年复合增速达 103%，当前股价对应估值 40.9/24.1/14.7 倍。

鉴于公司为锂电隔膜龙头，量利双升背景下业绩高确定性增长，给予公司 2023 年 40 倍 PE，对应 2022 年目标价 45.18 元/股，上涨空间 66%，给予公司“买入”评级。

五、 风险提示

下游新能源车销量、光伏储能配套量不及预期：新能源车产销与光伏新增储能配套量，是中游锂电材料成长的核心驱动力，若整体市场的电动化与储能锂电化趋势不及预期，将对公司的成长性造成较大影响。

竞争加剧，市场份额拓展不及预期：隔膜供需转紧，价格底部企稳有望反弹，部分石化公司进军隔膜领域，新进入者产能释放后或将加剧市场竞争，恶化市场竞争格局。

固态电池量产时间大幅提前，降本速度超预期：纯固态电池采用固态电解质，将不再使用隔膜；若其大幅量产，且成本、性能等各项指标均优于现有液态电池，将大幅冲击动力以及 3C 端锂电隔膜需求。

分析师声明

本人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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn