

星源材质（300568.SZ）—2022 年半年报业绩点评

增持
盈利能力大幅提升，扩产节奏有序推进

核心观点

2022 年半年报公司盈利 3.68 亿元，同比增长 229.74%。公司 2022H1 年实现营收 13.34 亿元，同比增长 60.63%；实现归母净利润 3.68 亿元，同比增长 229.74%；2022H1 公司毛利率为 47.26%，同比增长 12.46pct，净利率为 28.66%，同比增长 14.78pct；对应 Q2 公司实现营收 6.7 亿元，同比增长 63.97%，环比增长 0.8%，实现归母净利润 2.0 亿元，同比增长 302.66%，环比增长 19.6%，Q2 毛利率 50.08%，环比增长 5.66pct，盈利能力大幅提升。

结构优化推动公司盈利能力提升。我们估计公司 2022H1 出货约 6.9 亿平，对应 Q2 出货 3.5 亿平，2022Q2 公司隔膜单平净利达到 0.59 元，环比 Q1 增长近 20%，隔膜业务盈利能力大幅度提升，主要系行业供需紧张致隔膜产品涨价，同时原材料 PP、PE 价格跟随油价大幅下行带动隔膜产品成本下降，公司产品结构及海外客户结构改善亦推动公司盈利能力提升。产品结构来看，我们估计 2022Q2 干法隔膜出货占 30%，湿法隔膜占 70%，湿法涂覆膜占湿法隔膜达到 50%。客户结构来看，我们估计 Q2 海外客户湿法出货占比达到 40%-50%，其中 LG 达到 30%，同时公司也与三星、Northvolt、村田深入合作并签有长单。在高盈利涂覆膜占比提升及海外客户供货比例提升下，公司盈利得到增厚。

扩产节奏有序推进，夯实行业领先地位。公司扩产节奏稳步进行，我们预计公司 2022/2023/2024 年产能分别有望达到 30/45/60 亿平。按照目前下游扩产节奏，主流隔膜厂的扩产节奏和隔膜设备厂商的有限产能情况，预计隔膜行业将继续维持 2 年供需紧张状态。出货量方面，我们预计今年 Q3 起新增干法及湿法产能放量，其中常州基地干法 2 亿平产能预计 Q3 投产，常州 2 亿平，南通 6 亿平湿法产能预计 Q4 投产，合肥基地 Q4 预计新增 2 亿平湿法产能，我们预计全年出货将达到 16-17 亿平，23 年将达到 25 亿平以上，出货高增继续夯实公司行业领先地位。

风险提示：下游需求不及预期；投产进度不及预期；成本下降不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。伴随公司湿法、涂覆持续放量以及海外客户占比提升，公司盈利能力有望持续稳步提升。基于隔膜产品涨价，材料成本下降，公司客户和产品结构改善带来的盈利能力边际改善，我们上调原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 8.03/12.69/15.69 亿元（原预测 2022/2023/2024 年为 6.49/10.57/14.35 亿元），同比增速分别为 184.0%/58.0%/23.6%，摊薄 EPS 分别为 0.63/0.99/1.22 元，当前股价对应 PE 分别为 46.6/29.5/23.9 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	967	1,861	3,175	4,710	6,339
(+/-%)	61.2%	92.5%	70.7%	48.3%	34.6%
归母净利润(百万元)	121	283	803	1269	1569
(+/-%)	-11.0%	133.5%	184.0%	58.0%	23.6%
每股收益(元)	0.27	0.37	0.63	0.99	1.22
EBIT Margin	11.8%	20.1%	33.6%	36.1%	33.5%
净资产收益率 (ROE)	4.1%	6.6%	16.9%	23.0%	24.3%
市盈率 (PE)	108.1	79.3	46.6	29.5	23.8
EV/EBITDA	50.2	35.6	27.0	18.9	15.5
市净率 (PB)	4.44	5.26	7.88	6.79	5.80

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	29.21 元
总市值/流通市值	37418/29823 百万元
52 周最高价/最低价	61.20/16.53 元
近 3 个月日均成交额	738.27 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《星源材质（300568.SZ）-隔膜量利齐升，产能建设加速推进》——2022-03-06
- 《星源材质（300568.SZ）-隔膜量利齐升，产能建设加速推进》——2022-03-03
- 《星源材质-300568-2021 年三季报点评：三季度隔膜量利齐升，扩产步伐加速》——2021-10-21
- 《星源材质-300568-2021 年中报点评：中报业绩符合预期，看好长期盈利改善》——2021-08-20
- 《国信证券-星源材质-300568-深度报告：探寻星源盈利与成长的确定性》——2021-08-14

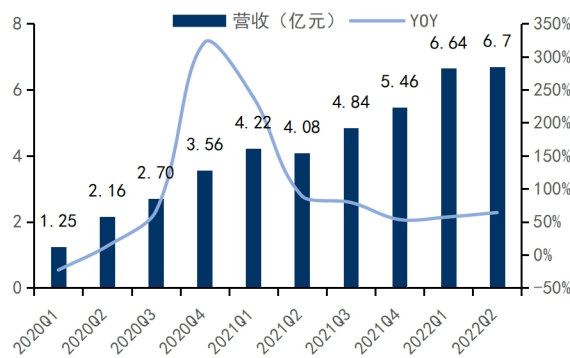
公司 2022H1 年实现营收 13.34 亿元，同比增长 60.63%；实现归母净利润 3.68 亿元，同比增长 229.74%；2022H1 公司毛利率为 47.26%，同比增长 12.46pct，净利率为 28.66%，同比增长 14.78pct；对应 Q2 公司实现营收 6.7 亿元，同比增长 63.97%，环比增长 0.8%，实现归母净利润 2.0 亿元，同比增长 302.66%，环比增长 19.6%，Q2 毛利率 50.08%，环比增长 5.66pct，盈利能力大幅提升。

图1：星源材质营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：星源材质单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



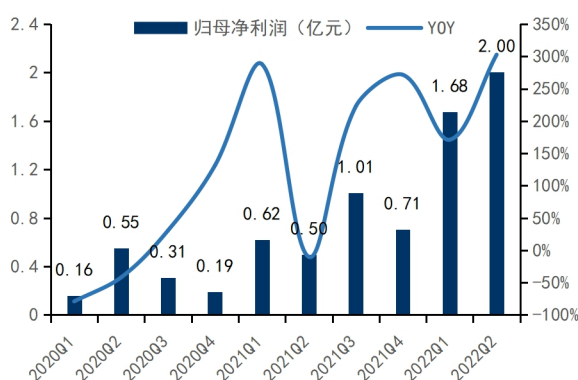
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：星源材质归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：星源材质单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

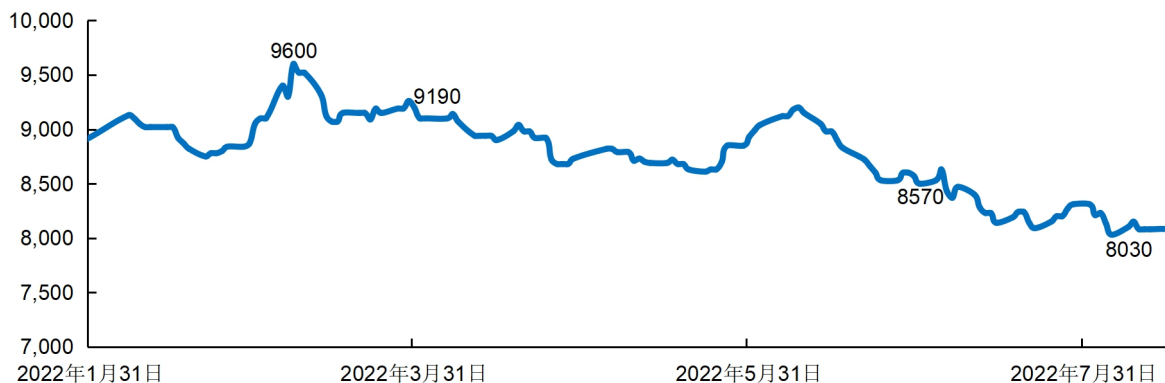


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

结构优化推动公司盈利能力提升。我们估计公司 2022H1 出货约 6.9 亿平，对应 Q2 出货 3.5 亿平，2022Q2 公司隔膜单平净利达到 0.59 元，环比 Q1 增长近 20%，隔膜业务盈利能力大幅度提升，主要系行业供需紧张致隔膜产品涨价，同时原材料 PP、PE 价格跟随油价大幅下行带动隔膜产品成本下降。以原材料 PE 为例，不考虑库存影响，自 3 月底报价 9190 元/吨价格下降至 6 月底 8570 元，降幅约 7%，预计将为隔膜产品贡献 3% 的成本降幅，约 0.02 元/平。

公司产品结构及海外客户结构改善亦推动公司盈利能力提升。产品结构来看，我们估计 2022Q2 干法隔膜出货占 30%，湿法隔膜占 70%，湿法涂覆膜占湿法隔膜达到 50%。客户结构来看，我们估计 Q2 海外客户湿法出货占比达到 40%-50%，其中 LG 达到 30%，同时公司也与三星、Northvolt、村田深入合作并签有长单。在高盈利涂覆膜占比提升及海外客户供货比例提升下，公司盈利得到增厚。

图5：2022 年聚乙烯价格走势（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

扩产节奏有序推进，夯实行业领先地位。公司扩产节奏稳步进行，我们预计公司 2022/2023/2024 年产能分别有望达到 30/45/60 亿平。按照目前下游扩产节奏，主流隔膜厂的扩产节奏和隔膜设备厂商的有限产能情况，预计隔膜行业将继续维持 2 年供需紧张状态。出货量方面，我们预计今年 Q3 起新增干法及湿法产能放量，其中常州基地干法 2 亿平产能预计 Q3 投产，常州 2 亿平，南通 6 亿平湿法产能预计 Q4 投产，合肥基地 Q4 预计新增 2 亿平湿法产能，我们预计全年出货将达到 16-17 亿平，23 年将达到 25 亿平以上，出货高增继续夯实公司行业领先地位。

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。

伴随公司湿法、涂覆持续放量以及海外客户占比提升，公司盈利能力有望持续稳步提升。基于隔膜产品涨价，材料成本下降，公司客户和产品结构改善带来的盈利能力边际改善，我们上调原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 8.03/12.69/15.69 亿元（原预测 2022/2023/2024 年为 6.49/10.57/14.35 亿元），同比增速分别为 184.0%/58.0%/23.6%，摊薄 EPS 分别为 0.63/0.99/1.22 元，当前股价对应 PE 分别为 46.6/29.5/23.9 倍，维持“增持”评级。

表 2：可比公司估值表（2022 年 8 月 16 日）

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
			亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E	(2021A)	(2022E)	
002812	恩捷股份	223.00	1990	1.26	3.05	5.44	7.92	177.0	73.1	41.0	28.2	22%	0.7	增持
603659	璞泰来	73.71	1025	0.48	1.26	2.2	3.05	153.6	58.5	33.5	24.2	16.68%	0.4	增持
300073	当升科技	92.00	466	0.76	2.15	4.84	6.19	121.1	42.8	19.0	14.9	11.55%	0.3	买入
300568	星源材质	22.77	263	0.27	0.37	0.63	0.99	108.1	79.3	46.6	29.5	6.63%	0.6	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	436	969	1000	1000	1000	营业收入	967	1861	3175	4710	6339
应收款项	635	1105	1218	1419	1563	营业成本	632	1157	1602	2338	3404
存货净额	190	269	284	339	440	营业税金及附加	10	16	29	42	57
其他流动资产	450	529	635	942	1268	销售费用	20	40	57	75	89
流动资产合计	1711	2872	3137	3701	4271	管理费用	134	163	251	319	380
固定资产	3714	3860	5465	7590	9346	研发费用	57	111	171	236	285
无形资产及其他	191	321	308	295	282	财务费用	23	72	102	176	235
投资性房地产	35	505	505	505	505	投资收益	(2)	10	5	5	5
长期股权投资	71	60	70	80	90	资产减值及公允价值变动	2	1	0	0	0
资产总计	5721	7617	9485	12170	14494	其他收入	(48)	(91)	(171)	(236)	(285)
短期借款及交易性金融负债	1115	1633	1030	1612	1645	营业利润	101	331	969	1529	1893
应付款项	656	530	474	727	954	营业外净收支	39	(41)	0	0	0
其他流动负债	91	112	145	215	314	利润总额	139	291	969	1529	1893
流动负债合计	1862	2275	1649	2555	2913	所得税费用	38	5	145	229	284
长期借款及应付债券	480	530	2530	3530	4530	少数股东损益	(20)	2	20	30	40
其他长期负债	440	429	429	429	429	归属于母公司净利润	121	283	803	1269	1569
长期负债合计	920	960	2960	3960	4960	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2782	3234	4609	6514	7873	净利润	121	283	803	1269	1569
少数股东权益	(13)	115	127	145	169	资产减值准备	10	14	183	74	79
股东权益	2952	4267	4749	5510	6452	折旧摊销	202	349	490	624	795
负债和股东权益总计	5721	7617	9485	12170	14494	公允价值变动损失	(2)	(1)	0	0	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	23	72	102	176	235
每股收益	0.27	0.37	0.63	0.99	1.22	营运资本变动	396	(1199)	(75)	(166)	(166)
每股红利	0.28	0.18	0.25	0.40	0.49	其它	(9)	(13)	(171)	(56)	(55)
每股净资产	6.58	5.55	3.71	4.30	5.04	经营活动现金流	718	(567)	1231	1746	2222
ROIC	1.53%	5.48%	11%	14%	14%	资本开支	0	(505)	(2266)	(2810)	(2617)
ROE	4.10%	6.63%	17%	23%	24%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	35%	38%	50%	50%	46%	投资活动现金流	(59)	(494)	(2276)	(2820)	(2627)
EBIT Margin	12%	20%	34%	36%	33%	权益性融资	(5)	131	0	0	0
EBITDA Margin	33%	39%	49%	49%	46%	负债净变化	(169)	50	2000	1000	1000
收入增长	61%	92%	71%	48%	35%	支付股利、利息	(126)	(135)	(321)	(508)	(628)
净利润增长率	-11%	133%	184%	58%	24%	其它融资现金流	(110)	1632	(602)	582	33
资产负债率	48%	44%	50%	55%	55%	融资活动现金流	(706)	1593	1076	1074	405
股息率	0.6%	0.6%	1.4%	2.3%	2.8%	现金净变动	(47)	533	31	0	0
P/E	108.1	79.3	46.6	29.5	23.8	货币资金的期初余额	483	436	969	1000	1000
P/B	4.4	5.3	7.9	6.8	5.8	货币资金的期末余额	436	969	1000	1000	1000
EV/EBITDA	50.2	35.6	27.0	18.9	15.5	企业自由现金流	0	(989)	(945)	(907)	(183)
						权益自由现金流	0	692	366	525	649

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032