

星源材质（300568）：利润水平显著提升，产能扩张提速

2022 年 8 月 18 日

推荐/维持

星源材质

公司报告

事件：公司近日发布了 2022 年半年报：上半年实现营业收入 13.34 亿元，比上年同期增长 60.63%；归母净利润为 3.68 亿元，比上年同期增长 229.74%。与此前业绩预告一致，符合预期。

受益行业发展，收入增长较快。2022 年上半年中国动力电池装机量 100.28GWh，同比增长 116%，锂电隔膜出货量 54 亿平米，同比增长超 55%。受益于下游需求高速增长，公司上半年实现营业收入 13.34 亿元，比上年同期增长 60.63%。公司在国内取得收入 10.49 亿元，较去年同期提升 64.26%，在海外取得收入 2.85 亿元，较去年同期提升 48.53%。公司海外战略推进顺利，业务仍保持了较高增速，未来有望继续保持。

湿法及涂覆占比提升，利润增长显著。2022 年上半年归母净利润为 3.68 亿元，比上年同期增长 229.74%，超过去年全年的 130%。毛利率由去年同期的 34.8% 提升至 47.26%，我们认为利润增幅大于营收增幅主要因利润率更高的涂覆及湿法产品占比提升所致。我们预计目前公司湿法隔膜出货量约占 70%，涂覆占比超过一半；另一方面，成本、规模优势逐步显现也促进了利润率的提升。公司的期间费用率由去年同期的 18.41% 降低至 14.7%，其中销售费用较同期增幅为 15.81%，远低于营业收入增幅，凸显了公司产品竞争力的提升。

下游需求明确，产能扩张加速。受益于下游旺盛需求，考虑到规模优势带来的成本下降预期，公司正在迅速提升产能。**产能**方面，我们预计星源材质华南基地二期功能膜项目、年产 36,000 万平方米锂离子电池湿法隔膜项目、超级涂覆工厂项目等均有望于今年实现完工，届时公司产能有望由 2021 年底的 16 亿平米跃升 25 亿平米以上；产量有望由 2021 年底的 12 亿平提高至 16 亿平以上。根据公司战略规划，到 2025 年公司将拥有年产 60 亿平方米隔膜和 40 亿平方米涂覆隔膜的生产能力，位居全球行业领先地位。在**设备**层面，公司与布鲁克纳深度合作，于近期签订了价值 17 亿元的合作，此举将进一步提升公司供货能力降低产品成本，保障产品稳定供应。就**下游**而言，明确的需求为产能扩张提供了一定的保障。公司主要客户包括与宁德时代、比亚迪、中创新航、国轩高科、欣旺达、LG、三星、日本村田等海内外知名锂电池厂商，且与 Northvolt、LG、FREYR 等公司签订了长期合同，合计金额超过 80 亿元，将在未来随着产能扩张逐步释放。

长期受益海内外旺盛需求，持续强化龙头优势。我们认为：在**行业层面**，鉴于隔膜行业在海内外的旺盛需求，公司有望持续从中受益；在**公司层面**，作为全球隔膜龙头企业之一，公司在产品、客户、设备等方面优于友商，具备较强的竞争优势，我们看好公司长期发展前景。

盈利预测：我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.50、14.47 和 19.55 亿元，对应当前股本 EPS 分别为 0.66、1.13 和 1.53 元。对应 2022 年 8 月 17 日收盘价 40.87、24.02 和 17.78 倍 P/E。维持“推荐”评级。

公司简介：

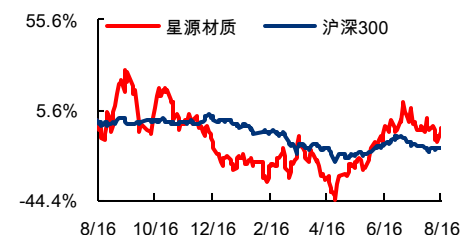
公司主要从事锂离子电池隔膜的研发、制造及销售，提供锂离子电池隔膜的技术解决方案。

资料来源：公司公告

交易数据

52 周股价区间（元）	58.96-17.03
总市值（亿元）	374.13
流通市值（亿元）	298.2
总股本/流通 A 股（万股）	128,082/128,082
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	3.45

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：侯河清

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480122040023

风险提示：下游需求不及预期、产能释放速度不及预期、成本降幅不及预期。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	966.63	1,860.54	3,106.17	4,865.81	6,619.94
增长率（%）	61.17%	92.48%	66.95%	56.65%	36.05%
净归母利润（百万元）	121.16	282.90	850.44	1,447.00	1,955.41
增长率（%）	-11.01%	133.49%	200.62%	70.15%	35.14%
净资产收益率（%）	4.10%	6.63%	15.44%	21.42%	23.18%
每股收益(元)	0.09	0.22	0.66	1.13	1.53
PE	308.79	132.25	40.87	24.02	17.78
PB	12.67	8.77	6.31	5.15	4.12

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	1,710.82	2,871.94	5,421.55	8,342.42	11,307.9	营业收入	966.63	1,860.54	3,106.17	4,865.81	6,619.94
货币资金	436.09	968.77	1,242.47	1,946.32	2,701.79	营业成本	631.78	1,157.21	1,506.49	2,359.92	3,210.67
应收账款	787.21	1,190.76	2,317.07	3,629.69	4,938.20	营业税金及附加	9.63	16.36	34.58	54.18	73.71
其他应收款	6.95	5.69	19.58	30.68	41.74	营业费用	20.26	39.80	63.80	100.45	136.31
预付款项	17.17	24.05	37.90	59.37	80.77	管理费用	133.90	162.77	314.85	466.44	646.74
存货	189.64	268.83	522.81	818.98	1,114.23	财务费用	22.73	71.54	82.60	75.25	55.43
其他流动资产	273.76	413.84	1,281.72	1,857.38	2,431.23	研发费用	56.67	111.26	178.40	280.85	381.15
非流动资产合计	4,010.65	4,744.72	4,140.76	3,523.81	2,893.87	资产减值损失	-9.36	-22.34	-37.29	-58.41	-79.47
长期股权投资	70.97	59.59	56.20	52.81	49.43	公允价值变动收益	-8.76	-10.01	-16.72	-26.19	-35.63
固定资产	3,136.51	3,409.47	2,945.22	2,467.99	1,977.77	投资净收益	-1.76	9.54	3.87	6.28	4.99
无形资产	190.88	320.64	267.20	213.76	160.32	加：其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	34.75	457.69	457.69	457.69	457.69	营业利润	100.70	331.46	912.01	1,503.0	2,060.7
资产总计	5,721.47	7,616.66	9,562.31	11,866.2	14,201.8	营业外收入	42.42	0.21	12.17	12.14	15.93
流动负债合计	1,861.55	2,274.62	2,970.35	4,018.05	4,656.03	营业外支出	3.65	41.05	3.00	2.82	2.51
短期借款	875.04	1,397.36	782.37	598.20	0.00	利润总额	139.47	290.63	909.86	1,489.3	2,051.3
应付账款	655.67	530.19	1,371.30	2,148.15	2,922.55	所得税	37.99	5.46	63.89	53.75	102.98
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	101.48	285.17	857.29	1,458.6	1,971.1
一年内到期的非流动负债	440.20	384.91	384.91	384.91	384.91	少数股东损益	-19.68	2.28	6.84	11.64	15.74
非流动负债合计	920.47	959.84	959.84	959.84	959.84	归属母公司净利润	121.16	282.90	850.44	1,447.0	1,955.4
长期借款	480.27	574.93	574.93	574.93	574.93	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	2,782.02	3,234.45	3,930.19	4,977.89	5,615.87	成长能力					
少数股东权益	-12.83	115.45	122.29	133.93	149.67	营业收入增长	61.17%	92.48%	66.95%	56.65%	36.05%
实收资本（或股本）	448.60	768.41	1,280.00	1,280.00	1,280.00	营业利润增长	61.35%	229.17%	175.15%	64.81%	37.10%
资本公积	1,883.36	2,625.08	2,625.08	2,625.08	2,625.08	归属于母公司净利润增	-11.01%	133.49%	200.62%	70.15%	35.14%
未分配利润	620.33	873.27	1,604.75	2,849.33	4,531.21	获利能力					
归属母公司股东权益合计	2,952.28	4,266.76	5,509.83	6,754.41	8,436.29	毛利率(%)	34.64%	37.80%	51.50%	51.50%	51.50%
负债和所有者权益	5,721.47	7,616.66	9,562.31	11,866.2	14,201.8	净利率(%)	10.50%	15.33%	27.60%	29.98%	29.78%
现金流量表						总资产净利润(%)	4.61%	2.12%	3.71%	8.89%	12.19%
单位：百万元						ROE(%)	4.10%	6.63%	15.44%	21.42%	23.18%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
经营活动现金流	287.63	398.75	562.71	1,134.53	1,653.91	资产负债率(%)	48.62%	42.47%	41.10%	41.95%	39.54%
净利润	101.48	285.17	857.29	1,458.64	1,971.15	流动比率	0.92	1.26	1.83	2.08	2.43
折旧摊销	202.52	348.84	600.58	613.56	626.55	速动比率	0.66	1.07	1.29	1.46	1.71
财务费用	22.73	71.54	71.28	52.19	32.62	营运能力					
应收账款减少	317.32	-403.55	-1,126.3	-1,312.6	-1,308.5	总资产周转率	0.17	0.24	0.32	0.41	0.47
预收账款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	1.35	1.90	1.52	1.52	1.52
投资活动现金流	-266.92	-1,404.5	4.63	8.10	5.91	应付账款周转率	1.71	2.55	1.56	1.56	1.56
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资减少	-59.15	-11.38	-3.39	-3.39	-3.39	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.22	0.66	1.13	1.53
投资收益	-1.76	9.54	3.87	6.28	4.99	每股净现金流(最新摊薄)	0.22	0.31	0.44	0.89	1.29
筹资活动现金流	-77.00	1,286.57	-294.43	-439.59	-959.30	每股净资产(最新摊薄)	2.30	3.33	4.30	5.27	6.59
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
长期借款增加	-568.00	-94.66	0.00	0.00	0.00	P/E	308.79	132.25	40.87	24.02	17.78
普通股增加	218.19	319.81	511.59	0.00	0.00	P/B	12.67	8.77	6.31	5.15	4.12
资本公积增加	345.19	741.73	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	40.77	41.94	22.58	16.44	12.87
现金净增加额	-61.65	273.39	273.70	703.86	755.47						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	星源材质（300568）：产品均价与单平盈利提升，合肥基地扭亏	2021-08-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，5 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源等研究领域，从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围，2020 年 wind 金牌分析师第 5。

研究助理简介

侯河清

侯河清，格拉斯哥大学金融学硕士，3 年产业投资经验，2022 年 4 月加盟东兴证券研究所，任研究助理，主要覆盖电新行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526