

星源材质 (300568)

2022 年三季度报点评: Q3 业绩符合预期, 出货高增干法占比提升

买入 (维持)

2022 年 10 月 16 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 刘晓恬

执业证书: S0600121070056

liuxt@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	5,127	7,114
同比	92%	73%	59%	39%
归属母公司净利润 (百万元)	283	853	1,419	2,043
同比	133%	202%	66%	44%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.22	0.67	1.11	1.60
P/E (现价&最新股本摊薄)	96.62	32.03	19.26	13.38

#业绩符合预期

投资要点

■ **2022Q3 归母净利润 2.20 亿元, 环比增长 10%, 符合市场预期。**2022 年前三季度公司营收 20.93 亿元, 同比增长 59.19%; 归母净利润 5.88 亿元, 同比增长 176.89%; 扣非净利润 5.73 亿元, 同比增长 188.77%; 毛利率为 45.02%, 同比增加 9.02pct; 净利率为 29.32%, 同比增加 12.74pct。其中 2022 年 Q3 实现营收 7.58 亿元, 同比增加 56.74%, 环比增长 13.22%; 归母净利润 2.2 亿元, 同比增长 118.33%, 环比增长 9.7%, 扣非归母净利润 2.11 亿元, 同比增长 133.56%, 环比增长 3.36%。盈利能力方面, Q3 毛利率为 41.07%, 同比+3.02pct, 环比-9pct; 归母净利率 28.99%, 同比+8.18pct, 环比-0.93pct; Q3 扣非净利率 27.82%, 同比+9.15pct, 环比-2.65pct。

■ **Q3 出货环比高增、受产品结构影响单平盈利环比略降。**我们预计公司 22Q3 出货约 4.5 亿平, 环比增长 25%, 符合市场预期, 我们预计 Q4 出货环比增 25%-30%, 全年出货约 17 亿平, 同比增长 50%+。盈利来看, 我们测算 Q3 单平盈利约 0.47 元/平, 环比下降 15%, 主要系 Q3 公司干法隔膜产能释放, 出货占比提升至 50%左右所致, Q4 湿法新增产能释放, 我们预计全年公司隔膜单平盈利仍可维持 0.5 元/平左右, 同增近 80%。看 2023 年, 公司湿法产品价格维持稳定, 干法产品已降价 0.1-0.2 元/平左右, 但下游比亚迪、LG 等厂商需求旺盛, 成本下降对冲部分降价影响, 随着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。

■ **下游需求旺盛、23 年出货预计持续高增。**2022 年 Q3 常州基地干法 2 亿平产能投产, 贡献增量, 常州基地 2 亿平、南通基地 6 亿平湿法产能我们预计 Q4 投产, 合肥现有 1 亿平湿法产能, 我们预计 2022Q4 新增 2 亿平产能, 22 年底公司隔膜产能有望达 30 亿平 (干法 20+湿法 10), 全年看隔膜出货预计 17 亿平以上, 同比增长 50%左右。后公司每年维持 15 亿平新增产能规划, 2023 年预计新增 10 亿平湿法+5 亿平干法产能, 随着新增产能释放, 我们预计 2023 年公司出货 27 亿平+, 同比增长 60%左右。

■ **投资建议:** 考虑公司产能扩张加速, 我们维持 2022-2024 年归母净利润为 8.53/14.19/20.43 亿元, 同增 202%/66%/44%, 对应 PE 为 32x/19/13x, 给予 2023 年 30xPE, 对应目标价 33.3 元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 电动车销量不及预期, 市场竞争超预期, 政策不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.34
一年最低/最高价	16.53/56.43
市净率(倍)	3.28
流通 A 股市值(百万元)	21,785.78
总市值(百万元)	27,332.67

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.51
资产负债率(% ,LF)	33.38
总股本(百万股)	1,280.82
流通 A 股(百万股)	1,020.89

相关研究

《星源材质(300568): 2022 年半年报点评: 单平盈利环比提升, 客户结构改善助力量利双升》

2022-08-16

《星源材质(300568): 客户结构改善, 单平盈利环比提升超预期》

2022-07-06

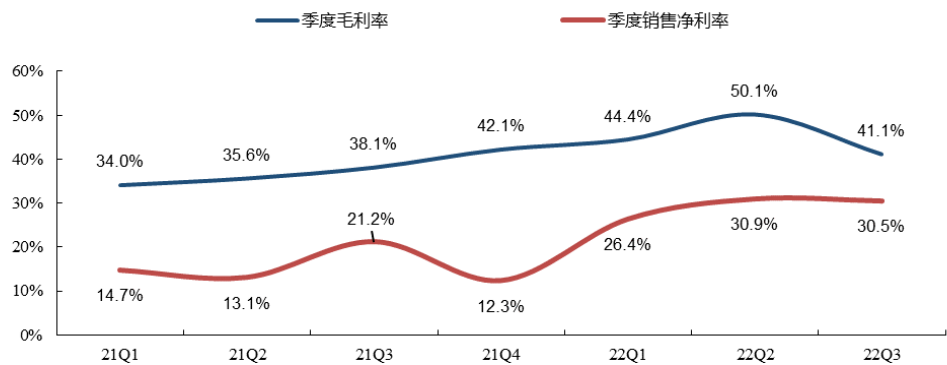
2022Q3 归母净利润 2.20 亿元，环比增长 10%，符合市场预期。2022 年前三季度公司营收 20.93 亿元，同比增长 59.19%；归母净利润 5.88 亿元，同比增长 176.89%；扣非净利润 5.73 亿元，同比增长 188.77%；毛利率为 45.02%，同比增加 9.02pct；净利率为 29.32%，同比增加 12.74pct。其中 2022 年 Q3 实现营收 7.58 亿元，同比增加 56.74%，环比增长 13.22%；归母净利润 2.2 亿元，同比增长 118.33%，环比增长 9.7%，扣非归母净利润 2.11 亿元，同比增长 133.56%，环比增长 3.36%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 41.07%，同比+3.02pct，环比-9pct；归母净利率 28.99%，同比+8.18pct，环比-0.93pct；Q3 扣非净利率 27.82%，同比+9.15pct，环比-2.65pct。

表 1: 公司分季度经营情况 (百万元)

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	758.3	669.8	664.4	546.1	483.8	408.5	422.2
-同比	56.74%	63.97%	57.39%	53.47%	79.26%	88.94%	238.51%
毛利率	41.07%	50.08%	44.42%	42.14%	38.06%	35.58%	34.05%
归母净利润(百万)	219.9	200.4	167.6	70.6	100.7	49.8	61.8
-同比	118.33%	302.66%	171.03%	279.94%	222.57%	-10.20%	287.93%
归母净利率	28.99%	29.92%	25.22%	12.93%	20.81%	12.19%	14.65%
扣非归母净利润(百万)	211.0	204.1	157.47	98.13	90.32	51.27	56.68
-同比	133.56%	298.12%	177.83%	931.51%	261.01%	19.48%	413.56%
扣非归母净利率	27.82%	30.47%	23.70%	17.97%	18.67%	12.55%	13.43%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q3 出货环比高增，干法占比提升，受产品结构影响单平盈利环比略降。我们预计公司 22Q3 出货约 4.5 亿平，环比增长 25%，符合市场预期，我们预计 Q4 出货环比增 25%-30%，全年出货约 17 亿平，同比增长 50%+。盈利来看，我们测算 Q3 单平盈利约 0.47 元/平，环比下降 15%，主要系 Q3 公司干法隔膜产能释放，出货占比提升至 50%左右所致，Q4 湿法新增产能释放，我们预计全年公司隔膜单平盈利仍可维持 0.5 元/平左右，同增近 80%。看 2023 年，公司湿法产品价格维持稳定，干法产品已降价 0.1-0.2 元

/平左右，但下游比亚迪、LG 等厂商需求旺盛，成本下降对冲部分降价影响，随着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。

下游需求旺盛，2023 年出货预计 27 亿平+，同增近 60%。2022 年 Q3 常州基地干法 2 亿平产能投产，贡献增量，常州基地 2 亿平、南通基地 6 亿平湿法产能我们预计 Q4 投产，合肥现有 1 亿平湿法产能，我们预计 2022Q4 新增 2 亿平产能，22 年底公司隔膜产能有望达 30 亿平（干法 20+湿法 10），全年看隔膜出货预计 17 亿平以上，同比增长 50%左右。后公司每年维持 15 亿平新增产能规划，2023 年预计新增 10 亿平湿法+5 亿平干法产能，随着新增产能释放，我们预计 2023 年公司出货 27 亿平+，同比增长 60%左右。

公司费用控制良好，Q3 期间费用率同环比显著下降。2022 年前三季度公司期间费用合计 2.75 亿元，同比增长 14.48%，费用率为 13.12%，同比下降 5.12pct。2022Q3 期间费用合计 0.78 亿元，同比-9.75%，环比-23.89%，期间费用率为 10.34%，同比-7.62pct，环比-5.04pct；其中销售费用率 0.88%，同比-0.57pct，环比-0.58pct；管理费用率 4.72%，同比-2.67pct，环比-3.2pct；财务费用率-1.5%，同比-5.46pct，环比-1.52pct；研发费用率 6.24%，同比+1.08pct，环比+0.25pct。公司 2022Q3 转回资产减值损失 0.01 亿元，转回信用减值损失 0.02 亿元。

表 2: 公司期间费用率

单位: 百万元	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
销售费用	7.03	17.13	8.35	9.77	6.69
-销售费用率	1.45%	3.14%	1.26%	1.46%	0.88%
管理费用	35.77	63.78	40.76	53.07	35.82
-管理费用率	7.39%	11.68%	6.13%	7.92%	4.72%
研发费用	24.98	52.29	31.46	40.12	47.32
-研发费用率	5.16%	9.58%	4.74%	5.99%	6.24%
财务费用	19.14	12.36	12.46	0.11	-11.39
-财务费用率	3.96%	2.26%	1.88%	0.02%	-1.50%
期间费用	86.92	145.56	93.03	103.06	78.44
-期间费用率	17.97%	26.66%	14.00%	15.39%	10.34%
资产减值损失	0.00	-22.34	0.00	-3.16	1.29
信用减值损失	-0.11	-10.69	-3.54	-1.67	2.19

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营活动现金流同比高增，资本开支大幅增长。2022 年三季度末公司存货为 2.53 亿元，较年初减少 5.9%；应收账款 10.51 亿元，较年初增长 18.64%；期末公司合同负债 0.06 亿元，较年初减少 17.1%。2022 年 Q1-3 公司经营活动净现金流净额为 9.38 亿元，同比上升 237.18%；投资活动净现金流净额为-22.56 亿元，同比上升 294.5%。22Q3 末公司资本开支 13.3 亿元，同比增长 200%；账面现金为 38.03 亿元，较年初增长 292.6%，

短期借款 7.75 亿元，较年初减少 44.56%。

盈利预测与投资评级：考虑公司产能扩张加速，我们维持 2022-2024 年归母净利润为 8.53/14.19/20.43 亿元，同增 202%/66%/44%，对应 PE 为 32x/19/13x，给予 2023 年 30xPE，对应目标价 33.3 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，市场竞争超预期，政策不及预期等

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
流动资产	2,872	3,448	5,145	6,793	营业总收入	1,861	3,219	5,127	7,114
货币资金及交易性金融资产	1,234	909	1,557	2,064	营业成本(含金融类)	1,157	1,762	2,785	3,878
经营性应收款项	1,215	1,995	2,815	3,711	税金及附加	16	28	45	63
存货	269	386	610	850	销售费用	40	61	92	121
合同资产	0	0	0	0	管理费用	163	209	308	391
其他流动资产	154	157	162	168	研发费用	111	158	231	285
非流动资产	4,745	5,533	6,435	6,896	财务费用	72	55	74	77
长期股权投资	60	60	70	80	加:其他收益	52	64	77	92
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	31	43
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	营业利润	331	991	1,667	2,397
其他非流动资产	458	458	458	458	营业外净收支	-41	1	2	7
资产总计	7,617	8,981	11,580	13,689	利润总额	291	992	1,669	2,404
流动负债	2,275	2,832	4,137	4,385	减:所得税	5	139	250	361
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,633	1,865	2,614	2,269	净利润	285	853	1,419	2,043
经营性应付款项	540	825	1,303	1,815	减:少数股东损益	2	0	0	0
合同负债	7	35	56	78	归属母公司净利润	283	853	1,419	2,043
其他流动负债	95	107	164	224	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.22	0.67	1.11	1.60
非流动负债	960	960	960	960	EBIT	401	1,001	1,666	2,377
长期借款	530	530	530	530	EBITDA	750	1,523	2,384	3,236
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.80	45.27	45.68	45.49
租赁负债	45	45	45	45	归母净利率(%)	15.21	26.51	27.68	28.72
其他非流动负债	385	385	385	385	收入增长率(%)	92.48	73.03	59.25	38.76
负债合计	3,234	3,792	5,097	5,345	归母净利润增长率(%)	133.49	201.65	66.28	43.99
归属母公司股东权益	4,267	5,074	6,367	8,228					
少数股东权益	115	116	116	116					
所有者权益合计	4,382	5,189	6,483	8,344					
负债和股东权益	7,617	8,981	11,580	13,689					

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	1,678	2,375	每股净资产(元)	5.55	6.60	8.29	10.71
投资活动现金流	-1,405	-1,290	-1,587	-1,270	最新发行在外股份(百万股)	1,281	1,281	1,281	1,281
筹资活动现金流	1,287	120	547	-608	ROIC(%)	7.07	12.11	16.37	19.37
现金净增加额	274	-325	638	497	ROE-摊薄(%)	6.63	16.82	22.29	24.83
折旧和摊销	349	522	718	859	资产负债率(%)	42.47	42.22	44.02	39.04
资本开支	-1,150	-1,309	-1,608	-1,303	P/E(现价&最新股本摊薄)	96.62	32.03	19.26	13.38
营运资本变动	-401	-621	-585	-649	P/B(现价)	3.84	3.23	2.58	1.99

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

