

业绩符合预期，产能稳步扩充承托景气需求

2022 年 10 月 16 日

➤ **事件说明。**2022 年 10 月 14 日，公司发布第三季度报告，2022 年前三季度公司实现营收 20.93 亿元，同增 59.19%；归母净利润 5.88 亿元，同增 176.89%；扣非后归母净利为 5.73 亿元，同增 188.77%，业绩符合我们预期。

➤ **Q3 业绩表现亮眼，控费能力持续提升。营收和净利：**公司 2022Q3 实现营收为 7.58 亿元，同增 56.74%，环增 13.22%；归母净利润为 2.20 亿元，同增 118.33%，环增 9.70%；扣非后归母净利润为 2.11 亿元，同增 133.56%，环增 3.36%。**毛利率：**2022Q3 毛利率为 41.07%，同增 3.02pcts，环增-9.00pcts。**净利率：**2022Q3 净利率为 30.47%，同增 9.26pcts，环增-0.48pct。**费用率：**公司 2022Q3 期间费用率为 10.34%，同比-11.55pcts。

➤ **量增利韧。1) 量：**2022 年 H1 出货量 6.9 亿平，我们预计 Q3 出货 4.5 亿平，较 Q2 的 3.5 亿平环比提升 28.6%，22 年全年出货量可达到 17 亿平，其中，干法隔膜出货量 6-7 亿平；湿法隔膜出货量 10-11 亿平。**2) 利：**单平净利方面，Q3 为 0.49 元/平米，较 Q2 环比略有下调，主要原因为干法出货占比的提升。

➤ **产品结构+产线优化，铸就高单平盈利。1) 产品结构：**从出货结构看，Q3 干法与湿法的出货比例接近 1:1，湿法隔膜中涂覆的比例超 50%；**2) 产线优化：**公司第五代 6.2 米宽幅生产线于 2022 年正式投产，较上一代单线效率提升 50%，降低隔膜生产成本，奠定公司高盈利空间。

➤ **在建项目进展顺利，产能扩充承托需求。**2021 年年底公司产能为 15.6 亿平。随着子公司常州星源“年产 36000 万平方米锂离子电池湿法隔膜项目”与江苏星源“超级涂覆工厂项目”产能释放，公司 2022 年底产能可达 25 亿平。同时，公司已筹备“高性能锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜项目（一期、二期）项目”、“年产 36000 万平方米高性能超薄锂电池隔膜项目（二期）”及欧洲项目。预计到 2025 年，公司基膜总产能接近 80 亿平，涂覆产能达 40 亿平。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年实现营收 30.55、46.48 和 66.74 亿元，同比增速分别为 64.2%、52.1%和 43.6%；归母净利分别为 8.07、14.61、22.39 亿元，同比增速分别为 185.2%、81.1%和 53.3%。2022 年 10 月 14 日现价对应的 PE 分别为 34、19、12 倍。考虑到公司产品+产线+客户结构持续优化，在建项目进展顺利，产能有序扩充，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新能源车销量不及预期风险；新产能建设及投产进度不及预期风险；海外客户开拓不及预期风险。

推荐

维持评级

当前价格：

21.34 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李孝鹏

执业证书：S0100122010020

电话：021-60876734

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

相关研究

- 1.星源材质 (300568.SZ) 半年报点评：业绩符合预期，单平盈利提升超预期-2022/08/16
- 2.星源材质 (300568.SZ) 深度报告：量利齐升的隔膜领域弹性标的-2022/05/08
- 3.星源材质 (300568.SZ) 2022 年一季度业绩预告点评：量价齐升迎接高盈利时代-2022/04/22
- 4.星源材质 (300568) 1-2 月经营数据点评：盈利能力向上，全年可期-2022/03/12
- 5.【民生电新】星源材质 (300568) 2021 年年报点评：21 年业绩亮眼，隔膜业务将量利双增-2022/03/01

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1861	3055	4648	6674
增长率 (%)	92.5	64.2	52.1	43.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	283	807	1461	2239
增长率 (%)	133.5	185.2	81.1	53.3
每股收益 (元)	0.22	0.63	1.14	1.75
PE	97	34	19	12
PB	6.4	3.2	2.8	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 14 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1861	3055	4648	6674
营业成本	1157	1767	2571	3610
营业税金及附加	16	24	37	53
销售费用	40	43	56	67
管理费用	163	174	232	267
研发费用	111	122	163	234
EBIT	401	1015	1725	2635
财务费用	72	46	-14	-19
资产减值损失	-22	-10	-10	-10
投资收益	10	0	0	0
营业利润	331	949	1719	2634
营业外收支	-41	0	0	0
利润总额	291	949	1719	2634
所得税	5	142	258	395
净利润	285	807	1461	2239
归属于母公司净利润	283	807	1461	2239
EBITDA	750	1468	2246	3207

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	969	4965	5294	7647
应收账款及票据	1099	1526	2208	2788
预付款项	24	35	51	72
存货	269	310	527	657
其他流动资产	511	488	541	640
流动资产合计	2872	7325	8621	11804
长期股权投资	60	60	60	60
固定资产	3362	4059	4442	4544
无形资产	321	321	321	321
非流动资产合计	4745	5292	5571	5599
资产合计	7617	12617	14192	17404
短期借款	1397	1397	1397	1397
应付账款及票据	530	1237	1334	2277
其他流动负债	347	403	480	580
流动负债合计	2275	3037	3212	4254
长期借款	530	530	530	530
其他长期负债	429	429	429	429
非流动负债合计	960	960	960	960
负债合计	3234	3997	4171	5214
股本	768	1281	1281	1281
少数股东权益	115	115	115	115
股东权益合计	4382	8620	10021	12190
负债和股东权益合计	7617	12617	14192	17404

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	92.48	64.20	52.14	43.60
EBIT 增长率	225.99	153.37	69.90	52.81
净利润增长率	133.49	185.19	81.07	53.28
盈利能力 (%)				
毛利率	37.80	42.16	44.69	45.91
净利润率	15.21	26.41	31.43	33.55
总资产收益率 ROA	3.71	6.39	10.29	12.87
净资产收益率 ROE	6.63	9.49	14.75	18.54
偿债能力				
流动比率	1.26	2.41	2.68	2.77
速动比率	1.07	2.28	2.50	2.60
现金比率	0.43	1.63	1.65	1.80
资产负债率 (%)	42.47	31.68	29.39	29.96
经营效率				
应收账款周转天数	139.45	130.00	120.00	110.00
存货周转天数	71.31	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	0.28	0.30	0.35	0.42
每股指标 (元)				
每股收益	0.22	0.63	1.14	1.75
每股净资产	3.33	6.64	7.73	9.43
每股经营现金流	0.31	1.27	0.98	2.41
每股股利	0.05	0.04	0.05	0.05
估值分析				
PE	97	34	19	12
PB	6.4	3.2	2.8	2.3
EV/EBITDA	38.10	16.75	10.80	6.83
股息收益率 (%)	0.23	0.18	0.22	0.26

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	285	807	1461	2239
折旧和摊销	349	453	521	572
营运资金变动	-351	291	-808	197
经营活动现金流	399	1626	1249	3083
资本开支	-1150	-1000	-800	-600
投资	-265	0	0	0
投资活动现金流	-1405	-1000	-800	-600
股权募资	131	3481	0	0
债务募资	573	0	0	0
筹资活动现金流	1287	3371	-120	-130
现金净流量	274	3997	329	2353

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026