

星源材质（300568.SZ）—2022年三季报业绩点评

增持

干法隔膜产能释放，费用率下降显著

核心观点

2022年三季报公司盈利 5.88 亿元，同比增长 176.89%。公司 2022 前三季度年实现营收 20.93 亿元，同比增长 59.19%；实现归母净利润 5.88 亿元，同比增长 176.89%；2022 前三季度公司毛利率为 45.02%，同比增长 9.02pct，净利率为 29.32%，同比增长 12.74pct；对应 Q3 公司实现营收 7.58 亿元，环比增长 13.2%，实现归母净利润 2.2 亿元，环比增长 9.7%，Q2 毛利率 41.07%，环比下降 9pct，销售/管理/研发/财务费用率合计下降 5.1pct，费用率下降显著。

公司 Q3 费用率下降显著。2022Q3 公司销售费用率 0.9%（环比-0.6pct），管理费用率 4.7%（环比-3.2pct），研发费用率 6.2%（环比+0.2pct），财务费用率-1.5%（环比-1.5pct），公司 Q3 费用率合计约为 10.3%，环比 Q2 下降约 5.1pct，公司整体费用率下降显著。

Q3 干法隔膜产能释放，产品盈利结构发生变化。我们估计公司 2022Q3 出货约 4.3 亿平，环比 Q2 单季新增出货约 0.8 亿平，按照公司产能规划，公司 Q3 新增产能主要源于公司干法隔膜投产。干法隔膜出货量增长同时引起公司盈利结构发生变化，2022Q3 公司毛利率环比下降约 9pct，我们估计公司 Q3 隔膜平均单平净利约 0.55 亿元，环比 Q2 下降约 9%，主要系新投产的干法隔膜毛利率及单位盈利低于湿法隔膜，带动公司产品盈利结构发生变化。从公司产品结构来看，我们估计 2022Q3 干法隔膜出货约 35%，湿法隔膜占 65%，湿法涂覆膜占湿法隔膜比例超过 50%。客户结构来看，宁德、LG、比亚迪目前为公司前三大客户，且海外客户比例逐渐提升，往后看，在高盈利涂覆膜占比提升及海外客户供货比例提升下，公司盈利水平将进一步得到增厚。

公司扩产节奏稳步推进。我们预计公司 2022/2023/2024 年产能分别有望达到 30/45/60 亿平。按照公司目前的扩产节奏来看，2022 年 Q4 常州 2 亿平，南通 6 亿平，合肥 2 亿平湿法产能将投产，我们预计全年出货将达到 16 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：维持盈利预测，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。我们维持原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 8.03/12.69/15.69 亿，同比增速分别为 184/57.9/23.7%，摊薄 EPS 分别为 0.63/0.99/1.22 元，当前股价对应 PE 分别为 34/21.5/17.4 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	3,014	4,520	6,022
(+/-%)	61.2%	92.5%	62.0%	50.0%	33.2%
归母净利润(百万元)	121	283	803	1269	1569
(+/-%)	-11.0%	133.5%	184.0%	57.9%	23.7%
每股收益(元)	0.27	0.37	0.63	0.99	1.22
EBIT Margin	11.8%	20.1%	31.2%	35.8%	34.3%
净资产收益率(ROE)	4.1%	6.6%	16.9%	23.0%	24.3%
市盈率(PE)	79.0	58.0	34.0	21.5	17.4
EV/EBITDA	39.0	27.2	22.3	15.1	12.3
市净率(PB)	3.24	3.84	5.76	4.96	4.24

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	21.34 元
总市值/流通市值	27337/21788 百万元
52 周最高价/最低价	56.43/16.53 元
近 3 个月日均成交额	674.41 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）—2022 年半年报业绩点评-盈利能力大幅提升，扩产节奏有序推进》——2022-08-17
- 《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

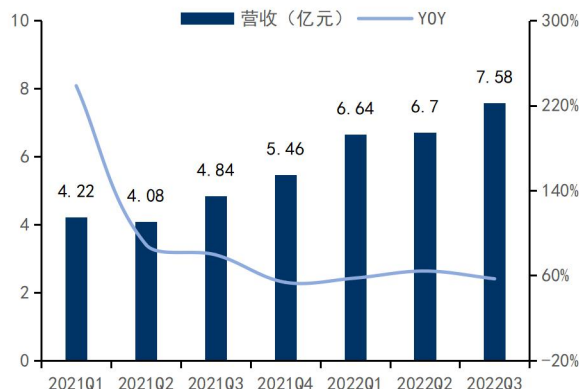
公司 2022 前三季度实现营收 20.93 亿元，同比增长 59.19%；实现归母净利润 5.88 亿元，同比增长 176.89%；2022 前三季度公司毛利率为 45.02%，同比增长 9.02pct，净利率为 29.32%，同比增长 12.74pct；对应 Q3 公司实现营收 7.58 亿元，环比增长 13.2%，实现归母净利润 2.2 亿元，环比增长 9.7%，Q2 毛利率 41.07%，环比下降 9pct，销售/管理/研发/财务费用率合计下降 5.1pct，费用率下降显著。

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、%）



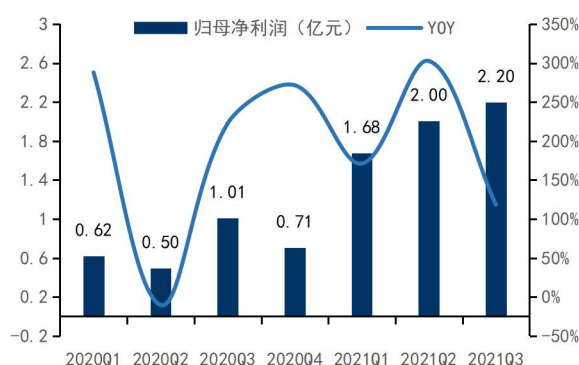
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

公司 Q3 费用率下降显著。2022Q3 公司销售费用率 0.9%（环比-0.6pct），管理费用率 4.7%（环比-3.2pct），研发费用率 6.2%（环比+0.2pct），财务费用率-1.5%（环比-1.5pct），公司 Q3 费用率合计约为 10.3%，环比 Q2 下降约 5.1pct，公司整体费用率下降显著。

Q3 干法隔膜产能释放，产品盈利结构发生变化。我们估计公司 2022Q3 出货约 4.3 亿平，环比 Q2 单季新增出货约 0.8 亿平，按照公司产能规划，公司 Q3 新增产能主要源于公司干法隔膜投产。干法隔膜出货量增长同时引起公司盈利结构发生变化，2022Q3 公司毛利率环比下降约 9pct，我们估计公司 Q3 隔膜平均单平净利约 0.55 亿元，环比 Q2 下降约 9%，主要系新投产的干法隔膜毛利率及单位盈利低于湿法隔膜，带动公司产

品盈利结构发生变化。从公司产品结构来看，我们估计 2022Q3 干法隔膜出货约 35%，湿法隔膜占 65%，湿法涂覆膜占湿法隔膜比例超过 50%。客户结构来看，宁德、LG、比亚迪目前为公司前三大客户，且海外客户比例逐渐提升，往后看，在高盈利涂覆膜占比提升及海外客户供货比例提升下，公司盈利水平将进一步得到增厚。

公司扩产节奏稳步推进。我们预计公司 2022/2023/2024 年产能分别有望达到 30/45/60 亿平。按照公司目前的扩产节奏来看，2022 年 Q4 常州 2 亿平，南通 6 亿平，合肥 2 亿平湿法产能将投产，我们预计全年出货将达到 16 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：维持盈利预测，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。我们维持原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 8.03/12.69/15.69 亿 同比增速分别为 184/57.9/23.7%，摊薄 EPS 分别为 0.63/0.99/1.22 元，当前股价对应 PE 分别为 34/21.5/17.4 倍，维持“增持”评级。

表 2：可比公司估值表（2022 年 10 月 14 日）

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	(2021A)	(2022E)	
002812	恩捷股份	175.76	1568	3.05	5.44	7.92	9.45	57.63	32.31	22.19	18.60	22%	0.7	增持
603659	璞泰来	62.29	866.4	1.26	2.2	3.05	4.1	49.44	28.31	20.42	15.19	16.68%	0.4	增持
300073	当升科技	65	329.2	2.15	3.97	5.5	6.9	30.23	16.37	11.82	9.42	11.55%	0.3	买入
300568	星源材质	21.34	273.3	0.37	0.63	0.99	1.22	57.68	33.87	21.56	17.49	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	1074	1000	1000	营业收入	967	1861	3014	4520	6022
应收款项	635	1105	1156	1362	1485	营业成本	632	1157	1655	2330	3258
存货净额	190	269	297	337	416	营业税金及附加	10	16	27	41	54
其他流动资产	450	529	603	904	1204	销售费用	20	40	33	50	60
流动资产合计	1711	2872	3130	3603	4105	管理费用	134	163	182	239	296
固定资产	3714	3860	5465	7590	9346	研发费用	57	111	178	244	289
无形资产及其他	191	321	308	295	282	财务费用	23	72	101	174	233
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	9478	12073	14328	其他收入	(48)	(91)	(178)	(244)	(289)
短期借款及交易性金融负债	1115	1633	1000	1525	1553	营业利润	101	331	844	1448	1837
应付款项	656	530	495	723	901	营业外净收支	39	(41)	82	80	56
其他流动负债	91	112	141	204	287	利润总额	139	291	926	1528	1893
流动负债合计	1862	2275	1636	2452	2742	所得税费用	38	5	93	229	284
长期借款及应付债券	480	530	2530	3530	4530	少数股东损益	(20)	2	30	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	4595	6412	7701	净利润	121	283	803	1269	1569
少数股东权益	(13)	115	133	151	175	资产减值准备	10	14	183	74	79
股东权益	2952	4267	4749	5510	6451	折旧摊销	202	349	490	624	795
负债和股东权益总计	5721	7617	9478	12073	14328	公允价值变动损失	(2)	(1)	0	0	0
						财务费用	23	72	101	174	233
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	396	(1199)	23	(182)	(161)
每股收益	0.27	0.37	0.63	0.99	1.22	其它	(9)	(13)	(165)	(56)	(55)
每股红利	0.28	0.18	0.25	0.40	0.49	经营活动现金流	718	(567)	1335	1728	2227
每股净资产	6.58	5.55	3.71	4.30	5.04	资本开支	0	(505)	(2266)	(2810)	(2617)
ROIC	1.53%	5.48%	10%	13%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	4.10%	6.63%	17%	23%	24%	投资活动现金流	(59)	(494)	(2276)	(2820)	(2627)
毛利率	35%	38%	45%	48%	46%	权益性融资	(5)	131	0	0	0
EBIT Margin	12%	20%	31%	36%	34%	负债净变化	(169)	50	2000	1000	1000
EBITDA Margin	33%	39%	47%	50%	47%	支付股利、利息	(126)	(135)	(321)	(507)	(628)
收入增长	61%	92%	62%	50%	33%	其它融资现金流	(110)	1632	(633)	525	28
净利润增长率	-11%	133%	184%	58%	24%	融资活动现金流	(706)	1593	1046	1018	400
资产负债率	48%	44%	50%	54%	55%	现金净变动	(47)	533	105	(74)	0
股息率	0.8%	0.8%	2.0%	3.1%	3.8%	货币资金的期初余额	483	436	969	1074	1000
P/E	79.0	58.0	34.0	21.5	17.4	货币资金的期末余额	436	969	1074	1000	1000
P/B	3.2	3.8	5.8	5.0	4.2	企业自由现金流	0	(989)	(906)	(994)	(228)
EV/EBITDA	39.0	27.2	22.3	15.1	12.3	权益自由现金流	0	692	370	383	602

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