

2022 年 10 月 25 日

证券分析师  
陈睿彬

(852) 3982 3212  
chenrobin@dwzq.com.hk

### 股价走势



| 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 |

### 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。
- 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/19x/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。

### 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

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢曾朵红、阮巧燕和刘晓恬的指导。

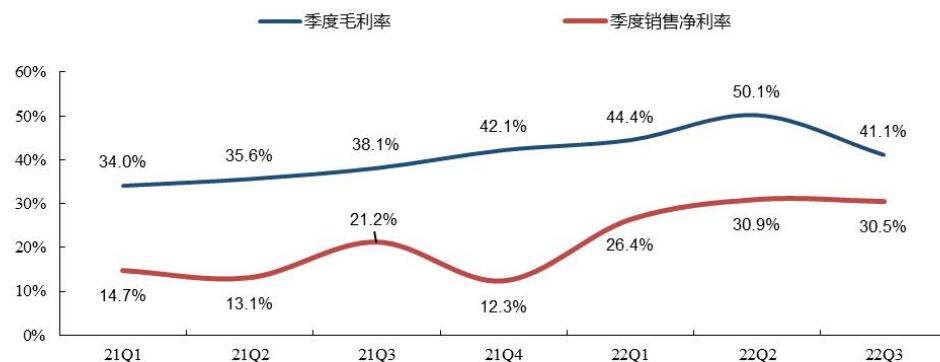
**2022Q3 归母净利润 2.20 亿元，环比增长 10%，符合市场预期。**2022 年前三季度公司营收 20.93 亿元，同比增长 59.19%；归母净利润 5.88 亿元，同比增长 176.89%；扣非净利润 5.73 亿元，同比增长 188.77%；毛利率为 45.02%，同比增加 9.02pct；净利率为 29.32%，同比增加 12.74pct。其中 2022 年 Q3 实现营收 7.58 亿元，同比增加 56.74%，环比增长 13.22%；归母净利润 2.2 亿元，同比增长 118.33%，环比增长 9.7%，扣非归母净利润 2.11 亿元，同比增长 133.56%，环比增长 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（香港）

图 1：季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

**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（香港）

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Q3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%；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)      | 2021A        | 2022E        | 2023E         | 2024E         | 利润表 (百万元)       | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>2,872</b> | <b>3,448</b> | <b>5,145</b>  | <b>6,793</b>  | <b>营业总收入</b>    | <b>1,861</b> | <b>3,219</b> | <b>5,127</b> | <b>7,114</b> |
| 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          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>4,745</b> | <b>5,533</b> | <b>6,435</b>  | <b>6,896</b>  | 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             | <b>营业利润</b>     | <b>331</b>   | <b>991</b>   | <b>1,667</b> | <b>2,397</b> |
| 其他非流动资产          | 458          | 458          | 458           | 458           | 营业外净收支          | -41          | 1            | 2            | 7            |
| <b>资产总计</b>      | <b>7,617</b> | <b>8,981</b> | <b>11,580</b> | <b>13,689</b> | <b>利润总额</b>     | <b>291</b>   | <b>992</b>   | <b>1,669</b> | <b>2,404</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>2,275</b> | <b>2,832</b> | <b>4,137</b>  | <b>4,385</b>  | 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         | <b>净利润</b>      | <b>285</b>   | <b>853</b>   | <b>1,419</b> | <b>2,043</b> |
| 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            | <b>归属母公司净利润</b> | <b>283</b>   | <b>853</b>   | <b>1,419</b> | <b>2,043</b> |
| 其他流动负债           | 95           | 107          | 164           | 224           |                 |              |              |              |              |
| 非流动负债            | 960          | 960          | 960           | 960           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.22         | 0.67         | 1.11         | 1.60         |
| 长期借款             | 530          | 530          | 530           | 530           | EBIT            | 401          | 1,001        | 1,666        | 2,377        |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0             | 0             | EBITDA          | 750          | 1,523        | 2,384        | 3,236        |
| 租赁负债             | 45           | 45           | 45            | 45            |                 |              |              |              |              |
| 其他非流动负债          | 385          | 385          | 385           | 385           | 毛利率(%)          | 37.80        | 45.27        | 45.68        | 45.49        |
| <b>负债合计</b>      | <b>3,234</b> | <b>3,792</b> | <b>5,097</b>  | <b>5,345</b>  | 归母净利率(%)        | 15.21        | 26.51        | 27.68        | 28.72        |
| 归属母公司股东权益        | 4,267        | 5,074        | 6,367         | 8,228         | 收入增长率(%)        | 92.48        | 73.03        | 59.25        | 38.76        |
| 少数股东权益           | 115          | 116          | 116           | 116           | 归母净利润增长率(%)     | 133.49       | 201.65       | 66.28        | 43.99        |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>4,382</b> | <b>5,189</b> | <b>6,483</b>  | <b>8,344</b>  |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>7,617</b> | <b>8,981</b> | <b>11,580</b> | <b>13,689</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 重要财务与估值指标       | 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(香港),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(香港)预测。

**分析师声明：**

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

**利益披露事项：**

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

**免责声明**

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

## 免责及评级说明部分

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

### **特别声明**

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### **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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

