

2021年10月14日

三季度量利双升，业绩亮眼 买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	967	1,821	2,858	4,214
同比（%）	61.2%	88.4%	56.9%	47.5%
归母净利润（百万元）	121	321	700	1124
同比（%）	-11.0%	164.7%	118.2%	60.6%
每股收益（元/股）	0.16	0.42	0.91	1.46
P/E（倍）	268.40	110.46	50.63	31.53

投资要点

- **公司预计 2021Q3 归母净利润 0.98-1.04 亿元，环比增长 97%-109%，符合市场预期。**公司预计 2021Q1-Q3 归母净利润 2.05-2.21 亿元，同比增长 99.84%-115.44%，其中 2021Q3 归母净利润 0.98-1.04 亿元，同比增长 214%-233%，环比增长 97%-109%，2021Q3 扣非归母净利润 0.88-0.93 亿元，环比增长 72%-81%。
- **三季度隔膜出货环增，盈利水平大幅提升。**我们预计 2021Q3 隔膜出货 3 亿平，单月约 1 亿平，环比增长 25%，满产满销。从盈利水平来看，Q3 公司满产满销，扣非净利润中值在 9000 万元左右，我们预计单平利润达 0.3 元/平，环比增长 30%左右，主要受益于公司客户结构的改善及产能利用率的提升，我们预计 Q4 盈利水平将进一步提升，有望达到 0.3-0.4 元/平。Q3 起海外客户 LG 湿法隔膜开始放量，全年我们预计贡献 1 亿平左右增量，2022 年预计翻番增长，客户结构进一步优化。全年看，由于前 3 季度公司出货量达到 8 亿平，我们预计 2021 全年公司隔膜出货将达 11 亿平，同比增长近 60%，其中湿法隔膜受益于宁德时代大规模采购，Q3 起 LG、海外三星、村田、SAFT 等海外客户开始贡献新增量，我们预计湿法隔膜占比 60%以上，干法受益于比亚迪刀片电池采购，出货占比接近 40%，我们预计公司隔膜业务全年贡献 3 亿元以上利润。
- **加大扩产力度，支撑长期高增长。**公司常州湿法基地、江苏干法和涂覆基地产能基本建设完毕。2021 年 10 月公司湿法基膜产能合计 9 亿平，其中深圳基地 3000 万平，合肥基地 8000 万平，常州基地 8 亿平（母卷）。干法方面，深圳基地近 2 亿平产能稳定生产，主要供货 LG 化学，江苏基地 4 亿平产能全部投产，合计公司产能 15 亿平。涂覆方面，公司江苏基地分 2 期建设，一期 30 条线，对应 6 亿平，二期 20 条线，对应 4 亿平，已全部投产。考虑一些线用于打样，2021 年 10 月公司满产下，单月产量 1 亿平，产能供不应求，因此后续还将于常州、瑞典进一步扩产干法、湿法产能，瑞典基地规划 7 亿平，一期 0.9 亿平涂覆产能开始建设，将于 23 年开始逐步投产，国内将规划 8 亿平产能，将于明年开始陆续投产。我们预计公司 2021 年出货量有望超过 11 亿平，同比实现近 60%增长；2022 年下半年公司新增干法及湿法产能放量，我们预计隔膜出货 17 亿平以上，同比 55%；2023 年产能产能释放，增长提速。为满足下游客户需求，公司拟通过定增方式募资不超过 60 亿加大产能扩产，后续份额有望进一步提升。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司隔膜业务量利齐升，我们上修公司 2021-2023 年归母净利润至 3.21/7.11/11.24 亿元（原预期 3.1/5.9/8.1 亿元），同比增长 165%/118%/61%；对应现价 PE 分别 110/51/32 倍，给予 2022 年 65xPE，对应目标 59 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策及销量不及预期，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	46.10
一年最低/最高价	20.13/61.20
市净率(倍)	8.74
流通 A 股市值(百万元)	30861.64

基础数据

每股净资产(元)	4.41
资产负债率(%)	54.12
总股本(百万股)	768.41
流通 A 股(百万股)	669.45

相关研究

- 1、《星源材质（300568）中报点评：盈利拐点将至，业绩基本符合预期》2021-08-20
- 2、《星源材质（300568）：年报及一季报点评：产销两旺，盈利拐点确立》2021-05-02
- 3、《星源材质（300568）：单平盈利提升，业绩拐点确立》2021-03-16

公司预计 2021Q3 归母净利润 0.98-1.04 亿元, 环比增长 97%-109%, 符合市场预期。公司预计 2021Q1-Q3 归母净利润 2.05-2.21 亿元, 同比增长 99.84%-115.44%, 其中 2021Q3 归母净利润 0.98-1.04 亿元, 同比增长 214%-233%, 环比增长 97%-109%, 2021Q3 扣非归母净利润 0.88-0.93 亿元, 环比增长 72%-81%。

表 1: 星源材质分季度经营情况 (百万元)

	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万元)		408.5	422.2	355.8	269.9	216.2	124.7
-同比		88.94%	238.51%	321.68%	66.11%	13.18%	-22.95%
毛利率		35.58%	34.05%	25.96%	32.99%	45.94%	43.37%
归母净利润(百万元)	98-104	49.8	61.8	18.6	31.2	55.4	15.9
-同比	214%-233%	-10.20%	287.93%	-131.26%	30.73%	-41.97%	-79.08%
归母净利率		12.19%	14.65%	5.22%	11.57%	25.64%	12.78%
扣非归母净利润(百万元)	88-93	51.3	56.7	9.51	25.02	42.91	11.04
-同比	252%-272%	19.48%	413.56%	-115.00%	33.96%	-19.42%	-70.26%
扣非归母净利率		12.55%	13.43%	2.67%	9.27%	19.85%	8.85%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

三季度隔膜出货环增, 盈利水平大幅提升。我们预计 2021Q3 隔膜出货 3 亿平, 单月约 1 亿平, 环比增长 25%, 满产满产满销。从盈利水平来看, Q3 公司满产满销, 扣非净利润中值在 9000 万元左右, 我们预计单平利润达 0.3 元/平, 环比增长 30%左右, 主要受益于公司客户结构的改善及产能利用率的提升, 我们预计 Q4 盈利水平将进一步提升, 有望达到 0.3-0.4 元/平。Q3 起海外客户 LG 湿法隔膜开始放量, 全年我们预计贡献 1 亿平左右增量, 2022 年预计翻番增长, 客户结构进一步优化。全年看, 由于前 3 季度公司出货量达到 8 亿平, 我们预计 2021 全年公司隔膜出货将达 11 亿平, 同比增长近 60%, 其中湿法隔膜受益于宁德时代大规模采购, Q3 起 LG、海外三星、村田、SAFT 等海外客户开始贡献新增量, 我们预计湿法隔膜占比 60%以上, 干法受益于比亚迪刀片电池采购, 出货占比接近 40%, 我们预计公司隔膜业务全年贡献 3 亿元以上利润。

加大扩产力度, 支撑长期高增长。公司常州湿法基地、江苏干法和涂覆基地产能基本建设完毕。2021 年 10 月公司湿法基膜产能合计 9 亿平, 其中深圳基地 3000 万平, 合肥基地 8000 万平, 常州基地 8 亿平 (母卷)。干法方面, 深圳基地近 2 亿平产能稳定生产, 主要供货 LG 化学, 江苏基地 4 亿平产能全部投产, 合计公司产能 15 亿平。涂覆方面, 公司江苏基地分 2 期建设, 一期 30 条线, 对应 6 亿平, 二期 20 条线, 对应 4 亿平, 已全部投产。考虑一些线用于打样, 2021 年 10 月公司满产下, 单月产量 1 亿平, 产能供不应求, 因此后续还将于常州、瑞典进一步扩产干法、湿法产能, 瑞典基地规划 7 亿平, 一期 0.9 亿平涂覆产能开始建设, 将于 2023 年开始逐步投产, 国内将规划 8 亿平产能, 将于明年开始陆续投产。我们预计公司 2021 年出货量有望超过 11 亿平, 同比实现近 60%增长; 2022 年下半年公司新增干法及湿法产能放量, 我们预计隔膜出货 17 亿

平以上，同比 55%；2023 年产能产能释放，增长提速。为满足下游客户需求，公司拟通过定增方式募资不超过 60 亿加大产能扩产，后续份额有望进一步提升。

盈利预测与投资建议：考虑到公司隔膜业务量利齐升，我们上修公司 2021-2023 年归母净利润至 3.21/7/11.24 亿元(原预期 3.1/5.9/8.1 亿元)，同比增长 165%/118%/61%；对应现价 PE 分别 110/51/32 倍，给予 2022 年 65xPE，对应目标 59 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策及销量不及预期，竞争加剧

星源材质三大财务预测表

资产负债表					利润表 (百万元)				
(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,711	1,886	2,254	3,188	营业收入	967	1,821	2,858	4,214
现金	436	91	143	272	减: 营业成本	632	1,053	1,481	2,160
应收账款	555	780	1,092	1,628	营业税金及附加	10	33	51	76
存货	190	346	325	473	销售费用	20	36	57	84
其他流动资产	505	633	647	749	管理费用	191	328	457	590
非流动资产	4,011	4,376	4,524	4,710	财务费用	23	11	32	17
长期股权投资	71	71	71	71	资产减值损失	18	38	14	22
固定资产	3,137	3,154	3,156	3,045	加: 投资净收益	-2	2	2	2
无形资产	191	388	385	382	公允价值变动	2	0	0	0
其他非流动资产	612	762	912	1,212	营业利润	101	340	781	1,283
资产总计	5,721	6,262	6,778	7,898	加: 营业外净收支	38	46	46	46
流动负债	1,862	2,112	2,114	2,407	利润总额	139	386	827	1,329
短期借款	1,115	912	446	0	减: 所得税费用	38	62	124	199
应付账款	369	615	866	1,262	少数股东损益	-20	3	4	6
其他流动负债	377	584	802	1,145	归属母公司净利润	121	321	700	1,124
非流动负债	920	920	920	920	EBIT	123	351	813	1,300
长期借款	480	480	480	480	EBITDA	326	586	1,065	1,564
其他非流动负债	440	440	440	440	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	2,782	3,032	3,034	3,328	每股收益(元)	0.16	0.42	0.91	1.46
少数股东权益	-13	-10	-6	0	每股净资产(元)	6.58	4.22	4.88	5.95
归属母公司股东权益	2,952	3,240	3,750	4,571	发行在外股份(百万股)	449	768	768	768
负债和股东权益	5,721	6,262	6,778	7,898	ROIC (%)	2.1%	6.4%	14.8%	22.2%
					ROE (%)	4.1%	9.9%	18.7%	24.6%
现金流量表					毛利率 (%)	34.6%	42.0%	48.2%	46.6%
(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率 (%)	10.5%	17.8%	24.1%	24.5%
经营活动现金流	288	501	1,137	1,343	资产负债率 (%)	48.6%	48.0%	43.9%	41.6%
投资活动现金流	-267	-598	-398	-448	收入增长率 (%)	61.2%	80.6%	41.8%	34.7%
筹资活动现金流	-77	-248	-687	-766	净利润增长率 (%)	-11.0%	154.5%	91.4%	36.8%
现金净增加额	-56	-345	52	129	P/E	268.40	110.46	50.63	31.53
折旧和摊销	203	234	251	264	P/B	11.01	10.93	9.45	7.75
资本开支	449	600	400	450	EV/EBITDA	105	63	35	24
营运资本变动	-51	-105	138	-87					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

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>