

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

买入（维持）

2022 年 08 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 岳斯瑶

执业证书：S0600120100021

yuesy@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）	130.26	43.18	25.97	18.04

投资要点

■ **2022H1 归母净利润 3.68 亿元，同比增长 230%，符合市场预期。**2022 年 H1 公司营收 13.34 亿元，同比增长 60.63%；归母净利润 3.68 亿元，同比增长 229.74%；扣非净利润 3.62 亿元，同比增长 234.96%；2022 年 H1 毛利率为 47.26%，同比增加 12.46pct；销售净利率为 28.66%，同比增加 14.78pct。公司此前预告上半年归母净利 3.65-3.85 亿元，业绩符合市场预期。

■ **2022Q2 归母净利环比增长 20%，盈利能力进一步向上。**2022 年 Q2 公司实现营收 6.7 亿元，同比增加 63.97%，环比增长 0.8%；归母净利润 2.0 亿元，同比增长 302.66%，环比增长 19.6%，扣非归母净利润 2.04 亿元，同比增长 298.12%，环比增长 29.61%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 50.08%，同比增长 14.49pct，环比增长 5.66pct；归母净利率 29.92%，同比增长 17.74pct，环比增长 4.7pct。

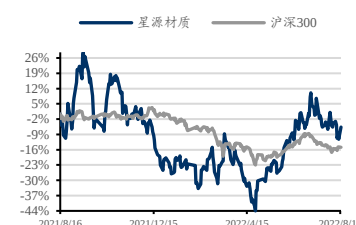
■ **公司 Q2 单平扣非净利 0.57 元/平+，客户结构明显优化，预计 2022H2-2023 年量利双升态势持续。**2022 年上半年公司出货预计 6.8-6.9 亿平，其中 Q2 出货预计 3.5-3.6 亿平，环比增长 5-10%，湿法占比提升至 60%+；盈利端看，我们测算公司 2022Q2 扣非单平净利润 0.57 元/平+，较 Q1 环比提升近 20%，主要系海外湿法客户占比进一步提升，客户结构优化，我们预计 Q2 海外湿法客户占比提升至 40-50%，涂覆比例提升至 50%+。全年看，下半年干法新增产能释放，全年单平盈利有望达 0.5-0.55 元/平左右，看 2023 年，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。

■ **下半年出货提速，2023 年有望出货 27 亿平+，同增近 60%。**2022 年 Q3 起公司新增干法湿法产能投产，其中常州基地干法 2 亿平产能我们预计 Q3 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。我们预计下半年公司出货增长提速，全年看隔膜出货预计 17 亿平以上，同比增长 40%左右，其中湿法占比预计提升至 60%+。公司绑定布鲁克纳设备，每年维持 15 亿平新增产能规划，2023 年起产能释放提速，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，我们上调公司盈利预测，我们预计 2022-2024 年归母净利润为 8.53/14.19/20.43 亿元（前值 8.53/13.19/19.26 亿元），同增 202%/66%/44%，对应 PE 为 43x/26x/18x，给予 2023 年 40xPE，对应目标价 44.4 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**市场竞争超预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.77
一年最低/最高价	17.03/58.96
市净率(倍)	7.18
流通 A 股市值(百万元)	29,370.99
总市值(百万元)	36,849.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.00
资产负债率(%，LF)	46.28
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)：客户结构改善，单平盈利环比提升超预期》

2022-07-06

《星源材质(300568)：2022 年一季报：Q1 单平盈利大幅提升，业绩符合市场预期》

2022-04-29

2022H1 归母净利润 3.68 亿元，同比增长 230%，符合市场预期。2022 年 H1 公司营收 13.34 亿元，同比增长 60.63%；归母净利润 3.68 亿元，同比增长 229.74%；扣非净利润 3.62 亿元，同比增长 234.96%；2022 年 H1 毛利率为 47.26%，同比增加 12.46pct；销售净利率为 28.66%，同比增加 14.78pct。公司此前预告上半年归母净利 3.65-3.85 亿元，业绩符合市场预期。

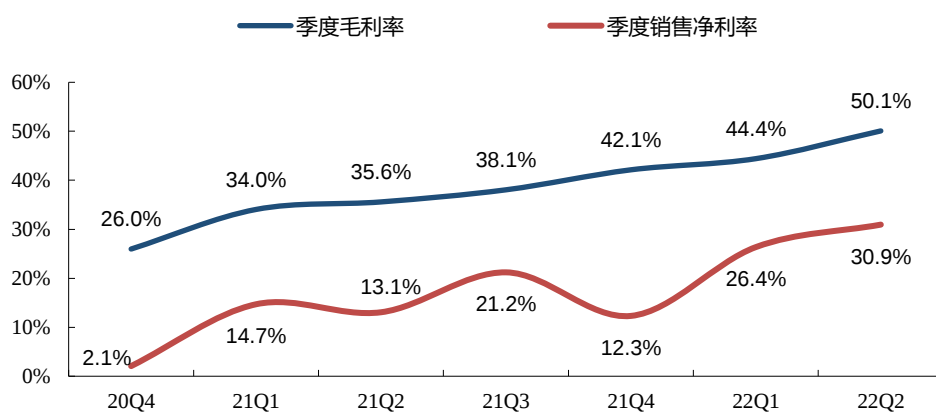
2022Q2 归母净利环比增长 20%，盈利能力进一步向上。2022 年 Q2 公司实现营收 6.7 亿元，同比增加 63.97%，环比增长 0.8%；归母净利润 2.0 亿元，同比增长 302.66%，环比增长 19.6%，扣非归母净利润 2.04 亿元，同比增长 298.12%，环比增长 29.61%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 50.08%，同比增长 14.49pct，环比增长 5.66pct；归母净利率 29.92%，同比增长 17.74pct，环比增长 4.7pct；Q2 扣非净利率 30.47%，同比提升 17.92pct，环比提升 6.77pct。

图1：公司分季度业绩拆分情况

	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	669.8	664.4	546.1	483.8	408.5	422.2
-同比	63.97%	57.39%	53.47%	79.26%	88.94%	238.51%
毛利率	50.08%	44.42%	42.14%	38.06%	35.58%	34.05%
归母净利润(百万)	200.4	167.6	70.6	100.7	49.8	61.8
-同比	302.66%	171.03%	279.94%	222.57%	-10.20%	287.93%
归母净利率	29.92%	25.22%	12.93%	20.81%	12.19%	14.65%
扣非归母净利润(百万)	204.1	157.5	98.13	90.32	51.27	56.68
-同比	298.12%	177.83%	931.51%	261.01%	19.48%	413.56%
扣非归母净利率	30.47%	23.70%	17.97%	18.67%	12.55%	13.43%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

图2：公司季度盈利能力



数据来源：WIND，东吴证券研究所

2022H1 隔膜量利双升,国内隔膜业务盈利提升明显。2022H1 隔膜收入 13.28 亿元,同比大幅增长 61.74%,对应 2022H1 隔膜均价为 2.19 元/平方米(含税),较 2021 年提升 28%,2022H1 单平扣非净利 0.53 元左右,产品结构改善助力量利齐升。其中国内收入 10.49 亿元,同比增长 64.26%,毛利率为 45.58%,同比提升 15.36pct,环比提升 7.79pct,国内盈利改善明显;海外地区实现营收 2.85 亿元,同比增 48.53%,毛利率 53.45%,同比提升 3.40pct,环比提升 0.94pct。分子公司看,子公司合肥星源(湿法)2022H1 营收为 1.30 亿元,同比增长 59.75%,净利润 0.37 亿元,同比+238.64%,环比由负转正,对应净利率 28.6%;常州星源(湿法)2022H1 营收为 4.29 亿元,同比增长 24.28%,净利润 1.06 亿元,同比+73.41%,环比+56.09%,对应净利率 24.7%;江苏星源(干法+涂覆)营收为 7.68 亿元,同比增长 252.78%,净利润 2.14 亿元,同比由负转正,环比+114.40%,对应净利率 27.90%。

图3: 公司分业务经营情况

	2022年H1				2021H2		2021H1	
	营业收入(亿)	同比	毛利率	同比	营业收入(亿)	毛利率	营业收入(亿)	毛利率
锂离子电池隔膜	13.28	61.74%	47.01%	11.95pct	10.21	39.89%	8.21	35.10%
隔膜-国内	10.49	64.26%	45.58%	15.36pct	8.18	37.79%	6.29	30.50%
隔膜-海外	2.85	48.53%	53.45%	3.4pct	2.03	52.51%	1.92	50.10%
其他	0.07	-32.98%	97.68%	84.38pct	0.08	75.95%	0.1	13.30%

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

图4: 公司产品单价及利润情况

	2022H1			2021年	
	销售均价(含税)	较21年增减	单位利润	销售均价(含税)	
隔膜(元/平方米)	2.19	28.32%	0.53	1.71	

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

图5: 公司子业务经营情况

公司名称	2022H1				2021H2		2021H1	
	营业收入(亿元)	营收-同比	净利润(亿元)	净利润-同比	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)
合肥星源	1.30	59.75%	0.37	238.64%	0.78	-0.03	0.82	0.11
常州星源	4.29	24.28%	1.06	73.41%	3.60	0.68	3.45	0.61
江苏星源	7.68	252.78%	2.14	-	4.78	1.00	2.18	-0.35

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

公司 Q2 单平扣非净利 0.57 元/平+, 客户结构明显优化, 预计 2022H2-2023 年量利双升态势持续。2022 年上半年公司出货预计 6.8-6.9 亿平, 其中 Q2 出货预计 3.5-3.6 亿平, 环比增长 5-10%, 湿法占比提升至 60%+; 盈利端看, 我们测算公司 2022Q2 扣非单平净利润 0.57 元/平+, 较 Q1 环比提升近 20%, 主要系海外湿法客户占比进一步提升,

客户结构优化,我们预计 Q2 海外湿法客户占比提升至 40-50%,涂覆比例提升至 50%+。全年看,下半年干法新增产能释放,全年单平盈利有望达 0.5-0.55 元/平左右,看 2023 年,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。

下半年出货提速,2023 年有望出货 27 亿平+,同增近 60%。2022 年 Q3 起公司新增干法湿法产能投产,其中常州基地干法 2 亿平产能我们预计 Q3 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。我们预计下半年公司出货增长提速,全年看隔膜出货预计 17 亿平以上,同比增长 40%左右,其中湿法占比预计提升至 60%+,此外公司受益于比亚迪刀片电池放量,干法占维持 40%左右。后续瑞典基地规划 7 亿平,其中 3.5 亿平基膜产能我们预计 2023 年起逐步投产。公司远期产能规划庞大,国内南通基地规划 30 亿平。公司绑定布鲁克纳设备,每年维持 15 亿平新增产能规划,2023 年起产能释放提速,我们预计 2023 年公司出货 27 亿平+,同比增长 60%左右。

费用控制良好,费用率同比大幅下滑,其中财务费用大幅降低。2022 年 H1 公司期间费用合计 1.96 亿元,同比增长 28.26%,费用率为 14.70%,同比减少 3.71pct,其中 2022Q2 期间费用合计 1.03 亿元,同比增长 15.23%,环比增 10.79%,期间费用率为 15.39%,同比减少 6.51pct,环比增 1.39pct,2022Q2 销售费用率 1.46%,管理费用率 7.92%,财务费用率 0.02%,研发费用率 5.99%。公司 2022Q2 计提资产减值损失-0.03 亿元;计提信用减值损失-0.02 亿元。

图6: 公司季度费用情况

单位: 百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
销售费用	4.72	10.92	7.03	17.13	8.35	9.77
-销售费用率	1.12%	2.67%	1.45%	3.14%	1.26%	1.46%
管理费用	27.31	35.91	35.77	63.78	40.76	53.07
-管理费用率	6.47%	8.79%	7.39%	11.68%	6.13%	7.92%
研发费用	12.07	21.91	24.98	52.29	31.46	40.12
-研发费用率	2.86%	5.36%	5.16%	9.58%	4.74%	5.99%
财务费用	19.34	20.70	19.14	12.36	12.46	0.11
-财务费用率	4.58%	5.07%	3.96%	2.26%	1.88%	0.02%
期间费用	63.44	89.44	86.92	145.56	93.03	103.06
-期间费用率	15.03%	21.90%	17.97%	26.66%	14.00%	15.39%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	-22.34	0.00	-3.16
信用减值损失	-1.03	1.82	-0.11	-10.69	-3.54	-1.67

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

在收现金大幅提升,经营性现金流改善明显。2022 年 H1 公司存货为 2.92 亿元,较年初增长 8.69%;应收账款 10.16 亿元,较年初增长 14.64%;期末公司合同负债 0.05 亿元,较年初下降 21.26%。2022 年 H1 公司经营活动净现金流净额为 8.32 亿元,同比上升 410.05%;投资活动净现金流出 8.77 亿元,同比下降 10.14%;资本开支为 8.31 亿元,同比上升 91.18%;账面现金为 15.91 亿元,较年初增长 64.25%,短期借款 11.17 亿元,

较年初下降 20.03%。

盈利预测与投资建议：考虑公司产能扩张加速，我们上调公司盈利预测，我们预计 2022-2024 年归母净利润为 8.53/14.19/20.43 亿元（前值 8.53/13.19/19.26 亿元），同增 202%/66%/44%，对应 PE 为 43x/26x/18x，给予 2023 年 40xPE，对应目标价 44.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争超预期

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)	130.26	43.18	25.97	18.04
营运资本变动	-401	-621	-585	-649	P/B(现价)	5.18	4.36	3.47	2.69

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>