星源材质（300568）2021 年 1 季报点评

单平盈利提升，业绩拐点确立

买入（维持）

2021 年 03 月 16 日

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

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	600	972	1972	2549
同比（%）	3%	62%	103%	29%
归母净利润（百万元）	136	119	296	401
同比（%）	-39%	-12%	148%	35%
每股收益（元/股）	0.30	0.27	0.66	0.89
P/E（倍）	78.41	89.48	36.06	26.65

投资要点

- **公司预告 2021 年第一季度归母净利润 0.6-0.65 亿元，同比增长 276.44.%-307.81%，符合预期。**公司发布业绩预增公告，21Q1 归母净利润 0.6-0.65 亿元，同比增长 276.44.%-307.81%，环比 270.37%-301.23%，超预期；扣非归母净利润 0.55-0.6 亿元，同比增长 396.55%-441.85%，环比 256.08%-288.56%。

- **2021 年 Q1 出货量环比微增，单平利润大幅提升：**我们预计 21 年 Q1 公司隔膜实现 2.6-2.7 亿平出货，同比增长 300%左右，环比微增。产品拆分来看，公司湿法隔膜受益于宁德时代大规模采购，干法受益于比亚迪刀片电池采购，我们预计公司出货量中湿法隔膜占比 60%以上，干法接近 40%。从盈利水平看，Q1 公司实现满产满销，若不考虑股权激励费用影响，Q1 扣非净利润中值在 6700 万左右，单平利润达 0.26 元/平，环比增长 10%左右，主要受益于公司客户结构改善及产能利用率提升。Q2 起 LG 湿法隔膜开始放量，全年预计贡献 1 亿平左右增量，客户结构进一步优化。我们预计随着产品结构优化，单平利润有望进一步提升，全年单平净利上修至 0.3 元/平左右，全年预计贡献 3 亿元左右利润。

- **加大扩产力度，长期高增长维持：**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。目前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（母卷）。干法隔膜方面，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 亿平产能基本全部投产，合计公司产能 15 亿平。涂覆方面，公司江苏基地将分 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，目前公司满产下，单月产量 0.9-1 亿平，产能供不应求，因此后续还将于常州、瑞典进一步扩产，瑞典基地规划 7 亿平，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 21 年出货量有望超过 11 亿平，同比实现近 60%增长，22 年预计出货 15 亿平左右，同比 35%左右。

- **投资建议：**我们预计随着产能利用率的提升与产品结构的优化，公司盈利拐点确立，我们将 2020-2022 年的归母净利润从 1.2/2.7/4 亿元上调至 1.2/3/4 亿元，同比分别-12%/148%/35%；EPS 从 0.27/0.59/0.9 元上调至 0.27/0.66/0.89 元；当前市值对应 20-22 年 PE 分别 89/36/27 倍，维持目标价 33 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**销量及价格不及预期，新客户拓展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.80
一年最低/最高价	14.08/36.60
市净率(倍)	3.66
流通 A 股市值(百万元)	8779.78

基础数据

每股净资产(元)	6.49
资产负债率(%)	46.67
总股本(百万股)	448.54
流通 A 股(百万股)	368.90

相关研究

1、《星源材质（300568）：2020 年业绩快报点评：产销两旺，费用影响 Q4 盈利》2021-02-28
2、《星源材质（300568）三季报点评：业绩符合预期，产能爬坡顺利，国内外客户开始起量》2020-10-16
3、《星源材质（300568）中报点评：隔膜新产能放量，拐点将临》2020-08-17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2021 年第一季度归母净利润 0.6-0.65 亿元，同比增长 276.44.%-307.81%，符合预期。公司发布业绩预增公告，21Q1 归母净利润 0.6-0.65 亿元，同比增长 276.44.%-307.81%，环比 270.37%-301.23%；扣非归母净利润 0.55-0.6 亿元，同比增长 396.55%-441.85%，环比 256.08%-288.56%。公司一季度股权激励费用影响 1000 万左右，若加回，我们预计公司一季度扣非净利润中枢在 0.67 亿元左右。

图 1：星源材质季度经营情况

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4
营业收入(百万)		361.6	269.9	216.2	124.7	84.4
-同比		328.54%	66.11%	13.18%	-22.95%	-47.28%
毛利率			32.99%	45.94%	43.37%	4.41%
归母净利润(百万)	60-65	16.2	31.2	55.4	15.9	-59.4
-同比	276.44.%-307.81%	-127.29%	30.73%	-41.97%	-79.08%	-236.75%
净利率			10.62%	23.05%	12.53%	-74.29%
扣非归母净利润（百万）	54.8-59.8	15.39	25.02	42.91	11.04	-63.44
-同比	396.55%-441.85%	-124.26%	33.96%	-19.42%	-70.26%	-422.18%
扣非归母净利率		4.26%	9.27%	19.85%	8.85%	-75.19%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

21 年 Q1 出货量环比微增，单平利润大幅提升：我们预计 21 年 Q1 公司隔膜实现 2.6-2.7 亿平出货，同比增长 300%左右，环比微增。产品拆分来看，公司湿法隔膜受益于宁德时代大规模采购，干法受益于比亚迪刀片电池采购，我们预计公司出货量中湿法隔膜占比 60%以上，干法接近 40%。从盈利水平看，Q1 公司实现满产满销，若不考虑股权激励费用影响，Q1 扣非净利润中值在 6700 万左右，单平利润达 0.26 元/平，环比增长 10%左右，主要受益于公司客户结构改善及产能利用率提升。Q2 起 LG 湿法隔膜开始放量，全年预计贡献 1 亿平左右增量，客户结构进一步优化。我们预计随着产品结构优化，单平利润有望进一步提升，全年单平净利上修至 0.3 元/平左右，全年预计贡献 3 亿元左右利润。

加大扩产力度，长期高增长维持：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。目前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（母卷）。干法隔膜方面，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 亿平产能基本全部投产，合计公司产能 15 亿平。涂覆方面，公司江苏基地将分 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，目前公司满产下，单月产量 0.9-1 亿平，产能供不应求，因此后续还将于常州、瑞典进一步扩产，瑞典基地规划 7 亿平，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 21 年出货量有望超过 11 亿平，同比实现近 60%增长，22 年预计出货 15 亿平左右，同比 35%左右。

投资建议：我们预计随着产能利用率的提升与产品结构的优化，公司盈利拐点确立，我们将 2020-2022 年的归母净利润从 1.2/2.7/4 亿元上调至 1.2/3/4 亿元，同比分别-12%/148%/35%；EPS 从 0.27/0.59/0.9 元上调至 0.27/0.66/0.89 元；当前市值对应 20-22 年 PE 分别 89/36/27 倍，维持目标价 33 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量及价格不及预期，新客户拓展不及预期

星源材质三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,739	1,430	1,919	2,303
现金	483	49	99	127
应收账款	373	416	754	985
存货	177	199	247	322
其他流动资产	697	755	803	848
非流动资产	3,590	4,055	4,303	4,588
长期股权投资	12	12	12	12
固定资产	1669	1785	1885	1872
在建工程	1584	1734	1884	2184
无形资产	192	390	388	387
其他非流动资产	1,718	1,868	2,018	2,318
资产总计	5,329	5,484	6,222	6,891
流动负债	1,398	1,510	2,428	2,800
短期借款	925	705	942	868
应付账款	331	574	1,070	1,396
其他流动负债	142	231	415	536
非流动负债	1,456	1,456	1,057	1,057
长期借款	649	649	649	649
其他非流动负债	806	806	408	408
负债合计	2,854	2,966	3,485	3,857
少数股东权益	7	8	11	15
归属母公司股东权益	2,469	2,510	2,726	3,019
负债和股东权益	5,329	5,484	6,222	6,891

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	147	493	744	703
投资活动现金流	-1292	-598	-398	-448
筹资活动现金流	1,297	-329	-296	-227
现金净增加额	153	-434	50	29
折旧和摊销	101	135	152	165
资本开支	1295	600	400	450
营运资本变动	-208	-213	-322	-153

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	600	972	1,972	2,549
减:营业成本	349	605	1,127	1,470
营业税金及附加	9	17	36	46
营业费用	37	49	81	105
管理费用	122	224	355	408
研发费用	35	58	118	153
财务费用	37	31	55	44
资产减值损失	8	5	21	6
加:投资净收益	-6	2	2	2
其他收益	30	16	25	15
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	62	59	326	487
加:营业外净收支	97	84	26	6
利润总额	159	143	352	493
减:所得税费用	29	23	53	89
少数股东损益	-6	1	3	4
归属母公司净利润	130	121	299	405
EBIT	99	91	380	532
EBITDA	201	226	532	696

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.30	0.27	0.66	0.89
每股净资产(元)	10.71	5.60	6.08	6.73
发行在外股份(百万股)	230	449	449	449
ROIC(%)	2.1%	1.9%	7.9%	10.1%
ROE(%)	5.5%	4.8%	10.9%	13.3%
毛利率(%)	41.8%	37.8%	42.9%	42.3%
销售净利率(%)	21.7%	12.4%	15.2%	15.9%
资产负债率(%)	53.5%	54.1%	56.0%	56.0%
收入增长率(%)	53.5%	54.1%	56.0%	56.0%
净利润增长率(%)	-39%	-12%	148%	35%
P/E	78.41	89.48	36.06	26.65
P/B	4.32	4.25	3.92	3.54
EV/EBITDA	63	56	24	18

数据来源：贝格数据，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