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

买入（维持）

2020 年 10 月 16 日

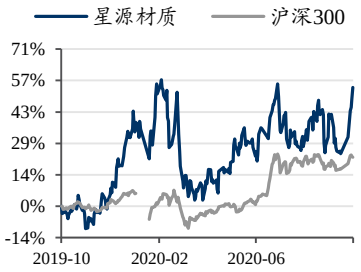
证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	600	890	1544	2227
同比（%）	3%	48%	73%	44%
归母净利润（百万元）	136	139	212	311
同比（%）	-39%	2%	53%	47%
每股收益（元/股）	0.30	0.31	0.47	0.69
P/E（倍）	71.89	70.64	46.24	31.47

投资要点

- **前三季度净利润 1.03 亿，符合预期：**20 年前三季度营收 6.11 亿元，同比增 18.52%；归母净利润 1.03 亿元，同比下降 47.55%；扣非净利润 0.79 亿元，同比下降 27.58%，其中非经常性损益 0.24 亿，主要为政府补贴。20Q1-3 毛利率为 39.7%，同比降 2.1pct；净利率为 15.4%，同比降 22.0pct。
- **20Q3 归母净利润 0.31 亿，同比+31%：**20Q3 单季度收入 2.70 亿元，同比增 66.11%，环比增 25%。归母净利润 0.31 亿，同比增 30.73%，环比降 43.6%，扣非归母净利润 0.25 亿，同比增 33.96%，环比降 41.9%，因二季度熔喷布需求大增拉高 Q2 利润。20Q3 毛利率 33.0%，同比降 5.6pct，环比降 12.9pct；净利率 10.62%，同比降 2.59pct，环比降 12.43pct。
- **湿法大客户起量，Q3 出货同环比大幅增长。**20Q1-3 累计出货约 4.3 亿平（预计含 B 平约 0.3 亿平），同比增长 50%；20Q3 单季度出货预计 2 亿平左右，同比增长 90%，环比增长 50%，主要来自湿法放量。产品拆分来看，Q3 出货预计干法 1 亿平，湿法 1 亿平。其中宁德时代供货产品已经跑顺开始放量，单季度出货超过 2000 万平，占比 10%，其中 9 月单月在宁德份额接近 15%，后续有望逐月提升。价格方面，20Q3 预计产品价格环比微降 5%，预计目前公司国内基膜价格 1.2-1.3 元/平（不含税），海外价格超过 3 元/平。
- **湿法产能释放，宁德+三星跑顺起量，LG 松下平稳推进，预计全年出货量近 6 亿平：**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 4.7 亿平，其中深圳基地 3000 万平，合肥基地 8000 万平，常州基地 3.6 亿，且常州基地已开始向宁德、三星（Q3 开始批量出货）、村田、Saft 供货，四季度有望批量出货 LG 和松下。干法隔膜方面，深圳基地近 2 亿平产能稳定生产，主要预计年底常州基地全部建成，年底产能达到 15 亿平（9 亿湿法+6 亿干法）。同时宁德和三星逐步跑顺起量，LG 验证顺利预计 Q4 开始批量。国内外订单同步爬坡，预计 20 年出货量近 6 亿平左右，同比增 70%。21 年预期出货超过 9 亿，同比增速 50%以上。
- **三费同环比小幅增长。**20Q1-3 公司三费（含研发）合计 1.34 亿元，同比增长 12.87%，费用率为 21.94%，同比减少 1.1pct。20Q3 公司三费（含研发）合计 0.53 亿，同比增长 22.8%，环比增长 25.5%。其中管理费用 0.24 亿元，环比增长 60.0%，管理费用率 8.78%，同下降 3.76pct，环比增长 1.93pct；研发费用 0.13 亿元，同环比基本持平，研发费用率 4.65%，同比下降 0.76pct。
- **投资建议：**预计公司 20-22 年归母净利润为 1.4/2.1/3.1 亿元，同比分别增长 2%/53%/47%；EPS 分别为 0.31/0.47/0.69 元；对应现价 PE 分别为 71/46/31 倍，给予 21 年 55x PE，对应目标价 26 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.82
一年最低/最高价	12.52/24.36
市净率(倍)	3.36
流通 A 股市值(百万元)	7834.72

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)	448.60
流通 A 股(百万股)	359.06

相关研究

1、《星源材质（300568）中报点评：隔膜新产能放量，拐点将临》2020-08-17
2、《星源材质（300568）事件点评：股权激励彰显信心，公司再获海外客户认可》2020-03-19
3、《星源材质（300568）业绩快报点评：业绩低于预期，海外项目预计 20 年中落地》2020-03-04

请务必阅读正文之后的免责声明部分

星源材质三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1,739**	**1,360**	**1,660**	**2,114**
现金	483	44	77	111
应收账款	373	381	590	860
存货	177	181	208	301
其他流动资产	697	742	770	823
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	1,669	1,785	1,885	1,872
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**	**5,415**	**5,963**	**6,703**
流动负债	**1,398**	**1,426**	**2,217**	**2,726**
短期借款	925	690	966	922
应付账款	331	523	899	1,303
其他流动负债	142	212	352	501
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**	**2,882**	**3,273**	**3,783**
少数股东权益	7	8	10	14
归属母公司股东权益	2,469	2,524	2,679	2,906
负债和股东权益	**5,329**	**5,415**	**5,963**	**6,703**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	147	509	642	627
投资活动现金流	-1,292	-598	-398	-448
筹资活动现金流	1,297	-349	-211	-145
现金净增加额	153	-438	33	34
折旧和摊销	102	136	152	164
资本开支	1,063	600	400	450
营运资本变动	-130	202	236	122

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**600**	**890**	**1,544**	**2,227**
减:营业成本	349	551	947	1,373
营业税金及附加	9	16	28	40
营业费用	37	40	63	91
管理费用	122	187	262	334
财务费用	37	32	30	18
资产减值损失	8	2	11	10
加:投资净收益	-6	2	2	2
其他收益	1	0	0	0
营业利润	**62**	**81**	**229**	**377**
加:营业外净收支	97	86	26	6
利润总额	**159**	**167**	**255**	**383**
减:所得税费用	29	27	41	69
少数股东损益	-6	1	2	3
归属母公司净利润	**136**	**139**	**212**	**311**
EBIT	201	248	411	560
EBITDA	0.30	0.31	0.47	0.69

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.30	0.31	0.47	0.69
每股净资产(元)	10.71	5.63	5.97	6.48
发行在外股份(百万股)	230	449	449	449
ROIC(%)	2.1%	2.3%	5.3%	7.6%
ROE(%)	5.5%	5.5%	7.9%	10.7%
毛利率(%)	41.8%	38.1%	38.6%	38.4%
销售净利率(%)	21.7%	15.7%	13.9%	14.1%
资产负债率(%)	53.5%	53.2%	54.9%	56.4%
收入增长率(%)	3%	48%	73%	44%
净利润增长率(%)	-39%	2%	53%	47%
P/E	71.89	70.64	46.24	31.47
P/B	3.97	3.88	3.65	3.37
EV/EBITDA	59	48	29	21

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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