

## 公司研究

## 加强大客户绑定，增长动力明确

## ——星云股份（300648.SZ）2021 年年报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2021 年年度报告，2021 年实现营业收入 8.11 亿元，同比增长 41.02%；实现归母净利润 0.76 亿元，同比增长 33.42%，低于我们预期，主要系 2021 年四季度受原材料涨价及计提资产减值损失影响。

**化成分容设备取得突破，宁德时代营收占比扩大。**

**锂电池设备业务**延续增长态势，2021 年实现营业收入 6.43 亿元，同比增长 27.35%。**订单方面**，2021 年公司自宁德时代取得订单 5.12 亿元，同比增长 138%。其中化成分容设备 1.42 亿元，标志着公司进一步拓展锂电下游设备产业链。2022 年 1 月份，公司再度自宁德时代取得包含化成分容设备在内的订单 1.46 亿元。相比检测设备，化成分容设备单位投资额更高，往后看将成为公司业务重要增长点。**客户结构方面**，2021 年宁德时代占公司营收比重达到 48%，较 2020 年提升 8.3pct。主要是由于动力电池领域头部效应进一步显现。**毛利率方面**，锂电设备板块毛利率减少 2.83pct 至 41.58%，主要是由于产品结构变化，高毛利的 3C 产品占比降低。

**测试服务业务**实现营业收入 1.16 亿元，同比增长 155.73%。主要系公司与宁德时代紧密配合，不仅为宁德时代提供电池性能检测实验室服务承包服务，同时针对其在研发过程中的检测业务提供有力支持。板块毛利率提升 13.54pct 至 61.09%，测试服务不仅是公司重要的盈利来源，也是公司与大客户保持粘性的重要渠道。依托在前端研发阶段的配合，也有助于公司持续提升产品竞争力。

**其他业务收入** 0.46 亿元，同比增长 105.83%。我们认为主要受储能业务拉动。从联营企业时代星云经营情况来看，2021 年时代星云营收 1.03 亿元，同比增长 145%。公司在储能领域持续布局，业务增长潜力大。

**持续加大研发投入，股权激励绑定团队利益。**2021 年公司研发投入金额为 1.38 亿元，营收占比为 17.07%，较 2020 年提升 2.81pct。公司发布 2021 年限制性股票激励计划（草案），业绩考核要求 2022 年营业收入不低于 13 亿元；2022 年、2023 年累计营业收入不低于 33 亿元。

**盈利预测、估值与评级：**公司依靠从检测设备到化成分容的产品线延伸，订单金额显著提升。由于大客户营收占比进一步提升以及产品结构变化，我们下调公司 2022-2023 年归母净利润 22.7%/25.9% 至 1.80/2.69 亿元，新增 2024 年预测净利润为 4.14 亿元，当前股价对应 2022 年 PE 为 29 倍，公司绑定大客户，增长动力明确，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济周期波动；税收优惠政策变化；原材料成本波动等。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	575	811	1,385	2,110	3,062
营业收入增长率	57.24%	41.02%	70.79%	52.36%	45.13%
净利润（百万元）	57	76	180	269	414
净利润增长率	1506.25%	33.42%	136.71%	49.37%	53.83%
EPS（元）	0.39	0.51	1.22	1.82	2.80
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.70%	7.27%	14.78%	18.57%	22.92%
P/E	92	69	29	19	13
P/B	8.2	5.0	4.3	3.6	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-04-14

## 买入（维持）

当前价：36.19 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

0755-23915357

huangshuaibin@ebsecn.com

联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

联系人：和霖

helin@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.48
总市值(亿元):	53.48
一年最低/最高(元):	24.57/82.30
近 3 月换手率:	75.64%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-20.08	-27.22	57.90
绝对	-14.87	-39.30	42.78

资料来源：Wind

## 相关研报

绑定核心人员利益，彰显高速发展信心——星云股份（300648.SZ）股权激励计划公告点评（2021-12-28）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	575	811	1,385	2,110	3,062
营业成本	312	447	781	1,202	1,732
折旧和摊销	18	32	29	31	33
税金及附加	4	5	8	12	17
销售费用	60	80	132	200	291
管理费用	41	51	83	127	184
研发费用	82	138	208	316	459
财务费用	6	7	8	10	14
投资收益	-3	3	6	9	14
营业利润	62	94	200	293	445
利润总额	62	94	201	294	446
所得税	2	3	6	9	14
净利润	60	91	195	285	432
少数股东损益	3	15	15	17	18
归属母公司净利润	57	76	180	269	414
EPS(元)	0.39	0.51	1.22	1.82	2.80

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	58	-28	98	191	338
净利润	57	76	180	269	414
折旧摊销	18	32	29	31	33
净营运资金增加	19	75	292	337	406
其他	-36	-211	-403	-445	-514
投资活动产生现金流	-99	-167	-99	-96	-91
净资本支出	-95	-93	-105	-105	-105
长期投资变化	10	23	0	0	0
其他资产变化	-14	-96	6	9	14
融资活动现金流	126	344	64	122	38
股本变化	0	12	0	0	0
债务净变化	128	-5	79	171	109
无息负债变化	106	305	402	509	641
净现金流	83	150	63	217	286

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	45.8%	44.9%	43.6%	43.0%	43.4%
EBITDA 率	22.6%	21.2%	17.9%	16.7%	16.7%
EBIT 率	18.8%	16.6%	15.8%	15.2%	15.6%
税前净利润率	10.8%	11.6%	14.5%	14.0%	14.6%
归母净利润率	9.9%	9.4%	13.0%	12.7%	13.5%
ROA	4.9%	4.6%	7.3%	8.0%	9.2%
ROE (摊薄)	9.7%	7.3%	14.8%	18.6%	22.9%
经营性 ROIC	12.9%	12.3%	14.8%	16.8%	19.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	51%	46%	53%	58%	60%
流动比率	1.53	1.70	1.60	1.53	1.53
速动比率	1.17	1.23	1.11	1.06	1.08
归母权益/有息债务	2.26	4.10	3.64	2.86	2.93
有形资产/有息债务	4.31	7.36	7.59	6.83	7.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,213	1,991	2,659	3,586	4,711
货币资金	195	353	415	633	919
交易性金融资产	3	63	63	63	63
应收账款	283	304	498	740	1,047
应收票据	66	122	208	318	461
其他应收款 (合计)	6	11	18	28	41
存货	178	360	586	841	1,126
其他流动资产	6	14	14	14	14
流动资产合计	761	1,308	1,895	2,740	3,787
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	10	23	23	23	23
固定资产	198	382	386	389	399
在建工程	134	101	171	240	300
无形资产	67	67	69	71	73
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	18	58	58	58	58
非流动资产合计	452	683	765	846	923
总负债	618	919	1,400	2,079	2,830
短期借款	141	125	134	235	275
应付账款	146	237	415	638	920
应付票据	158	243	424	653	941
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	5	21	21	21	21
流动负债合计	499	769	1,182	1,792	2,472
长期借款	118	114	184	254	324
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	-	33	33	33	33
非流动负债合计	119	150	218	288	358
股东权益	595	1,073	1,260	1,506	1,881
股本	135	148	148	148	148
公积金	252	634	652	675	675
未分配利润	200	264	418	625	981
归属母公司权益	588	1,046	1,218	1,448	1,804
少数股东权益	7	27	42	58	77

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	10.45%	9.83%	9.50%	9.50%	9.50%
管理费用率	7.06%	6.27%	6.00%	6.00%	6.00%
财务费用率	1.06%	0.84%	0.56%	0.48%	0.46%
研发费用率	14.26%	17.07%	15.00%	15.00%	15.00%
所得税率	4%	3%	3%	3%	3%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.04	0.06	0.26	0.39	0.58
每股经营现金流	0.43	-0.19	0.66	1.29	2.29
每股净资产	4.34	7.08	8.24	9.80	12.21
每股销售收入	4.25	5.49	9.37	14.27	20.72

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	92	69	29	19	13
PB	8.2	5.0	4.3	3.6	2.9
EV/EBITDA	39.9	32.0	22.5	16.4	11.6
股息率	0.1%	0.2%	0.7%	1.1%	1.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE