

双星新材 (002585.SZ)

新材料产能陆续释放，季度盈利持续新高

买入

核心观点

2021 年整体表现略超预期，22 年新产能将如期落地。21 年公司收入 59.3 亿元 (YOY+17.22%)，毛利率 32.8% (YOY 增加 10.43 个百分点)，净利润率 23.4% (YOY 增加 9.12 个百分点)，归母净利润为 13.85 亿元 (YOY+92.3%)。业绩方面，公司此前发布预告，市场已有预期，但结合年报中披露的四大新材料板块营收、毛利表现，以及去年 30 万吨产能仅部分转固来看，我们认为公司整体表现仍略超我们预期。同时，公司对 22 年各细分板块进行了展望，伴随 30 万吨产能陆续转固并达产，1H22 的 20 万吨光学产能和 2H22 新增 7 亿平方米涂布车间的陆续投用，2022 年新材料利润贡献比重达 88%。

传统包装膜持续收缩，新材料产能释放，助推利润持续提升。2020 年底公司产能 56 万吨，其中新材料光学级产能约为 20 万吨，2021 年公司新增 6 条线合计 30 万吨光学级产能，拉动整体产量至 52.4 万吨，同比增长 16.4%，销量 51 万吨，同比增长 3% (2020 年去库存导致销量高于产量)，收入增长 17.2%，毛利增长 71%，净利增长 92.3%；其中光学、新能源、热缩、信息四大新材料板块实现收入 40.86 亿，贡献 69% 收入，环比提升 15 个百分点；实现毛利 14.6 亿元，占整体毛利比重 74.7%，环比提升 14.5 个百分点；整体新材料板块毛利同比增长 112%，远高于公司整体 71% 的水平。

新材料产品提升、规模效应抵御原材料成本上涨，4Q21、2H21 毛利净利率环比表现稳健。公司 21 年 1Q-4Q 毛利率分别为 32.7%、34.7%、32.6%、31.8%，1H21 和 1H22 公司毛利率分别为 33.7%、32.2%；1Q-4Q 净利润率分别为 21.6%、24.1%、23.1%、24.3%，1H21 和 1H22 的净利润率分别为 22.9%、23.7%。不同于市场预期，虽然 2022 年原材料大幅波动，而公司毛利率、净利率保持稳健，其主要原因在于：1) 新材料占比提升，价格转嫁能力较强；2) 原材料带量采购，平抑毛利率波动；3) 新产能较同行有显著的规模和成本优势。

基膜和涂布产能持续释放、新材料占比提升，公司市占率及毛利净利指标有望持续领先行业。公司披露 1H2022 公司会继续投放 4 条合计 20 万吨产能，同时下半年 7 亿平方米新增涂布产能会逐步释放 (原先 3 亿平米，合计 10 亿平米)，据此我们认为：1) 新增产能会不断爬坡，产销量继续增加；2) 涂布产能进一步带来利润弹性。

风险提示：新冠疫情、俄乌局势带来的宏观不确定、产线安装达产低于预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

预计 2022-2024 年归母净利润 54/69/88 亿元 (22-23 年预测值上调幅度分别为 12%/17%)，同比增速 60/45/31%。预计公司逐季改善、年度高增将会是大概率事件，目前股价对应 22 年 PE 仅为 10.3 倍，远低于同行，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5,061	5,931	10,231	15,145	19,449
(+/-%)	13.2%	17.2%	72.5%	48.0%	28.4%
净利润 (百万元)	721	1385	2223	3216	4197
(+/-%)	315.3%	92.3%	60.4%	44.7%	30.5%
每股收益 (元)	0.62	1.20	1.92	2.78	3.63
EBIT Margin	16.4%	24.6%	24.4%	23.8%	24.0%
净资产收益率 (ROE)	8.7%	14.7%	19.7%	22.9%	23.9%
市盈率 (PE)	31.7	16.5	10.3	7.1	5.4
EV/EBITDA	19.6	13.0	9.0	6.8	5.7
市净率 (PB)	2.75	2.43	2.02	1.63	1.30

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

基础化工 · 塑料

证券分析师：姜明

021-60933128

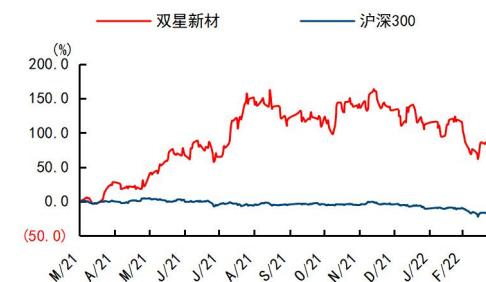
jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	19.76 元
总市值/流通市值	22843/17132 百万元
52 周最高价/最低价	30.37/10.85 元
近 3 个月日均成交额	360.09 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《双星新材-002585-2021 年三季报点评：产品产能共振，季度盈利将新高》——2021-10-12

《双星新材-002585-21 年三季度业绩预告点评：业绩连续七个季度环增，三季度再创历史新高》——2021-09-15

《双星新材-002585-21 年半年报财报点评：新材料贡献持续提升，盈利环增六个季度》——2021-08-10

《双星新材-002585-重大事件快评：产能订单持续验证，国产替代进入加速期》——2021-06-15

《国信证券-双星新材-002585-深度报告：基材之上，万膜生长——全产业链布局的双星新材》——2021-06-01

21 年公司收入 59.3 亿元（YOY+17.22%），毛利率 32.8%（YOY 增加 10.43 个百分点），毛利额 19.5 亿元（YOY+71%），全年净利润率达 23.4%（YOY 增加 9.12 个百分点），归母净利润为 13.85 亿元（YOY+92.3%）。业绩方面，公司此前发布预告，市场已有预期，但结合年报中披露的四大新材料板块营收、毛利表现，以及去年 30 万吨产能仅部分转固来看，我们认为公司整体表现仍略超我们预期，与此同时，公司对 22 年各细分板块进行了展望，伴随 30 万吨产能陆续转固并达产，1H22 的 20 万吨光学产能和 2H22 新增 7 亿平方米涂布车间的陆续投用，公司逐季改善、年度高增将会是大概率事件。

图1：双星新材单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：双星新材单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

传统包装膜持续收缩，新材料产能释放，助推利润持续提升。2020 年底公司产能 56 万吨，其中新材料光学级产能约为 20 万吨，2021 年公司新增 6 条线合计 30 万吨光学级产能（4、6、7、9、10、12 月各交付一条），拉动整体产量至 52.4 万吨，同比增长 16.4%，销量 51 万吨，同比增长 3%（2020 年去库存导致销量高于产量），收入增长 17.2%，毛利增长 71%，净利增长 92.3%；其中光学、新能源、热缩、信息四大新材料板块实现收入 40.86 亿元，贡献 69%收入，环比提升 15 个百分点；实现毛利 14.6 亿，占整体毛利比重 74.7%，环比提升 14.5%个百分点；整体新材料板块毛利同比增长 112%，远高于公司整体 71%的水平，具体来看：

1、新材料-光学板块：销量 14.3 万吨（YOY+19.1%），收入 21.5 亿（YOY+34%），吨单价达 15024 元（YOY+12.3%），伴随新产品及良率的提升，毛利率达 35.1%（YOY 提升 12 个百分点），实现毛利额 7.54 亿（YOY+100%），其中显示类光学膜片客户已从早期的三星、LG 韩系客户的基础上进一步拓展了国内的 TCL\海信\小米\华为\创维\康佳\长虹等客户；考虑到新客户从认证-供货-放量需要一定周期，叠加新产能的交付和达产，包括光学膜片、MLCC 等其他离型膜后续收入增速和综合贡献会进一步提升。

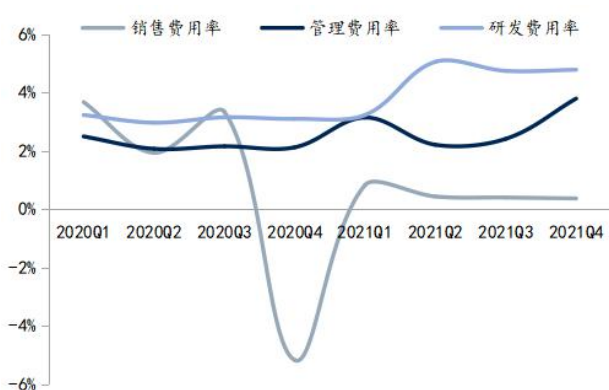
2、新材料-新能源（光伏板块）：销量 11.1 万吨（YOY+49.4%），收入 12.5 亿（YOY+77%），吨单价达 11243 元（YOY+12.3%），毛利率达 34.9%（YOY 提升 11 个百分点），实现毛利额 4.36 亿（YOY+154%），公司产品目前占国内份额约 30%，考虑到光伏整体景气度较高，双星的新产能效率、品质整体高于行业水平，2022 年预计高增速持续。

3、新材料-信息和热缩板块：信息材料销量 2.06 万吨（YOY+46.3%），收入 3.85

亿 (YOY+62%)，吨单价达 18431 元 (YOY+10.9%)，毛利率达 45.4% (YOY 提升 5 个百分点)，实现毛利额 1.75 亿 (YOY+81%)；热缩板块销量 2.09 万吨 (YOY+51.5%)，收入 3.06 亿 (YOY+49%)，吨单价达 14864 元 (YOY-1.6%)，毛利率达 30.2% (YOY 提升 9 个百分点，2020 年热缩膜板块有部分库存降档处理，故毛利率较低)，实现毛利额 0.93 亿 (YOY+112%)。

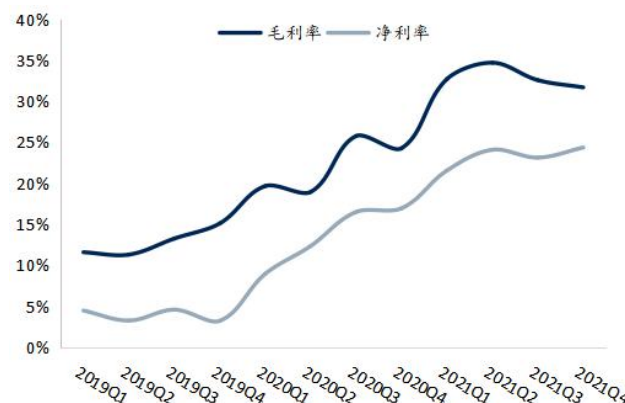
4、传统-包装等材料板块：销量 21.6 万吨 (YOY-21.2%)，收入 18.2 亿 (YOY-20.3%)，吨单价达 8439 元 (YOY+1.2%)，毛利率达 26.4% (YOY 提升 7.2 个百分点)，实现毛利额 4.8 亿 (YOY+10%)，伴随新材料光学级产能的释放和板块结构性增速更快的现状，公司传统膜的产量未来会控制在一定范围，占公司营收、利润比重会不断下降。

图3：双星新材费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：双星新材毛利率和净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新材料产品提升、规模效应抵御原材料成本上涨，4Q21、2H21 毛利净利率环比表现稳健。公司 21 年 1Q-4Q 毛利率分别为 32.7%、34.7%、32.6%、31.8%，1H21 和 1H22 公司毛利率分别为 33.7%、32.2%；1Q-4Q 净利润率分别为 21.6%、24.1%、23.1%、24.3%，1H21 和 1H22 的净利润率分别为 22.9%、23.7%。不同于市场预期，虽然 2022 年原材料大幅波动，而公司毛利率、净利率保持稳健，其主要原因在于：

1、新材料占比提升，价格转嫁能力较强：2H21 公司光学、光伏、可变信息、热缩膜的毛利率分别为 32.5%（环比减 6 个百分点）、35.4%（增 1 个点）、44.6%（减 2 个点）、28%（减 4 个点），考虑到光学级新产能投放和爬坡主要集中在 3-4 季度，折旧计入较多，因此光学板块下半年毛利率稍有下滑；其余板块则较为稳健；同时，由于公司收缩了传统包装板块的规模，其毛利水平环比反而提升了 1.2 个百分点。

2、原材料带量采购，平抑毛利率波动：公司带量采购的本质是根据下游产品的价格趋势判断来锁定各产品毛利，伴随新材料占比提升，公司对于各细分板块价格和毛利空间的判断准确度会高于过去受周期影响较多的传统包装板块，继而能将原材料带来的影响降到较低水平。

3、规模优势：目前公司产能已达到 86 万吨，更高门幅、更快速率的新产能较同行有显著的规模和成本优势。

基膜和涂布产能持续释放、新材料占比提升，公司市占率及毛利净利指标有望持续领先行业。公司披露 1H2022 公司会继续投放 4 条合计 20 万吨产能，同时下半年 7 亿平方米新增涂布产能会逐步释放（原先 3 亿平米，合计 10 亿平米），据此我们认为：

1、新增产能会不断爬坡，产销量继续增加。2021 年的 30 万吨和今年预计交付的 20 万吨产能将支撑产销量不断创新高，新材料产品的提升又能进一步抵御原材料价格的波动性，预计 2022 年利润贡献占比会提升至接近 90 个百分点。

2、涂布产能进一步带来利润弹性。公司新增 7 亿平产能预计会在 2H22-2023 持续释放，由于光学级产能中的 MLCC、光学膜片、窗膜、各类电子离保膜有巨大的终端市场，因此我们判断双星大概率会加大对终端产品的渗透，长期支撑板块毛利率的提升。

投资建议：预计 2022-2024 年归母净利润 54/69/88 亿元（22-23 年预测值上调幅度分别为 12%/17%），同比增速 60/45/31%。双星 2021 年交付的 30 万吨产能中仍有部分产线处于爬产期，1H22 的 20 万吨光学产能和 2H22 新增 7 亿平方米涂布车间将会陆续投用，2022 年新材料利润贡献比重达 88%，预计公司逐季改善、年度高增将会是大概率事件，目前股价对应 22 年 PE 仅为 10.3 倍，远低于同行，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情、俄乌局势带来的宏观不确定、产线安装及达产低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1283	1599	2943	5806	9605	营业收入	5061	5931	10231	15145	19449
应收款项	1246	1651	2242	2490	2931	营业成本	3920	3982	6814	10165	13019
存货净额	1179	1562	1919	2381	2736	营业税金及附加	21	21	51	76	97
其他流动资产	750	682	1228	1817	2334	销售费用	20	29	51	76	97
流动资产合计	4924	5495	8333	12494	17605	管理费用	111	173	311	468	597
固定资产	4266	5561	6013	6184	6145	研发费用	157	267	512	757	972
无形资产及其他	334	347	334	321	308	财务费用	27	14	(57)	(109)	(193)
投资性房地产	694	722	722	722	722	投资收益	25	13	22	24	29
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	34	84	43	47	51
资产总计	10218	12125	15402	19721	24781	其他收入	(186)	(218)	(512)	(757)	(972)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	835	1591	2615	3784	4938
应付款项	1180	1469	1745	2116	2565	营业外净收支	(3)	0	0	0	0
其他流动负债	720	1239	2351	3565	4608	利润总额	832	1591	2615	3784	4938
流动负债合计	1901	2708	4096	5681	7173	所得税费用	112	206	392	568	741
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	18	18	18	18	归属于母公司净利润	721	1385	2223	3216	4197
长期负债合计	7	18	18	18	18	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1907	2727	4114	5699	7191	净利润	721	1385	2223	3216	4197
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	38	(56)	10	2	0
股东权益	8310	9399	11288	14022	17589	折旧摊销	431	503	510	599	646
负债和股东权益总计	10218	12125	15402	19721	24781	公允价值变动损失	(34)	(84)	(43)	(47)	(51)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	27	14	(57)	(109)	(193)
每股收益	0.62	1.20	1.92	2.78	3.63	营运资本变动	507	15	(96)	289	179
每股红利	0.03	0.20	0.29	0.42	0.54	其它	(38)	56	(10)	(2)	(0)
每股净资产	7.19	8.13	9.76	12.13	15.21	经营活动现金流	1624	1820	2593	4057	4971
ROIC	11%	17%	28%	43%	57%	资本开支	0	(1820)	(916)	(712)	(543)
ROE	9%	15%	20%	23%	24%	其它投资现金流	35	465	0	0	0
毛利率	23%	33%	33%	33%	33%	投资活动现金流	35	(1355)	(916)	(712)	(543)
EBIT Margin	16%	25%	24%	24%	24%	权益性融资	(23)	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	33%	29%	28%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	13%	17%	73%	48%	28%	支付股利、利息	(35)	(229)	(333)	(482)	(630)
净利润增长率	315%	92%	60%	45%	30%	其它融资现金流	(1034)	309	0	0	0
资产负债率	19%	22%	27%	29%	29%	融资活动现金流	(1126)	(148)	(333)	(482)	(630)
息率	0.2%	1.0%	1.5%	2.1%	2.8%	现金净变动	533	317	1344	2863	3799
P/E	31.7	16.5	10.3	7.1	5.4	货币资金的期初余额	749	1283	1599	2943	5806
P/B	2.7	2.4	2.0	1.6	1.3	货币资金的期末余额	1283	1599	2943	5806	9605
EV/EBITDA	19.6	13.0	9.0	6.8	5.7	企业自由现金流	0	(32)	1617	3239	4248
						权益自由现金流	0	277	1665	3332	4411

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032