

星源材质 (300568)

2022 年年报及 2023 年一季报点评: Q1 单平利润稳定, 业绩符合市场预期

买入 (维持)

2023 年 04 月 26 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

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,880	4,366	6,070	8,177
同比	55%	52%	39%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	719	1,023	1,449	2,011
同比	154%	42%	42%	39%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.56	0.80	1.13	1.57
P/E (现价&最新股本摊薄)	29.55	20.78	14.67	10.57

关键词: #业绩符合预期

投资要点

■ **2022 年归母净利 7.2 亿元, 同比增长 154%, 基本符合市场预期。**2022 年公司营收 28.8 亿元, 同比增长 54.81%; 归母净利润 7.19 亿元, 同比增长 154.25%; 扣非净利润 6.83 亿元, 同比增长 130.46%; 22 年毛利率为 45.57%, 同比增加 7.77pct; 销售净利率为 25.95%, 同比增加 10.63pct。公司此前预告 22 年归母净利 7.1-7.5 亿元, 业绩处于预告中值偏下, 基本符合市场预期。

■ **23Q1 归母净利 1.83 亿元, 同环比+9%/+39%, 盈利能力同环比提升。**2023 年 Q1 公司实现营收 6.65 亿元, 同比增加 0.04%, 环比下降 15.61%; 归母净利润 1.83 亿元, 同比增长 9.16%, 环比增长 39.22%, 扣非归母净利润 1.61 亿元, 同比增长 2.02%, 环比增长 45.3%。盈利能力方面, 23Q1 毛利率为 46.29%, 同比增长 1.87pct, 环比下降 0.75pct; 归母净利率 27.52%, 同比增长 2.3pct, 环比增长 10.84pct; 23Q1 扣非净利率 24.17%, 同比提升 0.47pct, 环比提升 10.13pct。

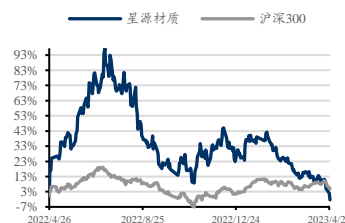
■ **22 年隔膜出货 17 亿平, 23 年 Q1 出货我们预计同增 27%, 全年预计维持 70% 增长。**22 年公司隔膜出货 17 亿平, 同增 51%, 对应均价 1.9 元/平 (含税), 较 21 年提升 11%, 湿法占比提升至 60% 左右。我们预计公司 23Q1 隔膜出货 4.2 亿平, 同增 27%, 环降 20% 左右, 对应单价 1.8 元/平 (含税) 左右, 各产品销售价格较 22Q4 均有所下调; 公司 3 月受行业去库影响出货环比下滑, 4 月起已经初步恢复, 且公司具备一定成本优势。23 年新增 10 亿平湿法+5 亿平干法产能逐步释放, 我们预计公司 Q2 起在大客户份额提升, 全年维持 30 亿平出货目标, 同增 76%。

■ **Q1 单平盈利基本稳定、预计 23 年单平净利可维持 0.4 元/平左右。**公司 22 年单平扣非净利润 0.4 元/平, 其中 22Q4 若加回诉讼费及奖金影响, 单平净利我们预计达 0.45 元/平左右。我们预计公司 23Q1 单平扣非净利润 0.4 元/平, 基本维持稳定, 主要系产能利用率下滑, 但公司采取手段降本对冲产品降价影响。我们预计公司 23 年湿法涂覆比例进一步提升, 且 6.2 米产线年中开始投产, 综合考虑下, 且产品降价影响, 预计 23 全年单平盈利可维持 0.35-0.4 元/平左右。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑行业竞争加剧, 我们下调公司 23-25 年归母净利润至 10.23/14.49/20.11 亿元 (原预期 23-24 年归母净利 13.1/18.7 亿元), 同比增 42%/42%/39%, 对应 PE 为 21x/15x/11x, 考虑公司长期增长潜力高, 给予 23 年 30xPE, 目标价 24 元, “买入”评级。

■ **风险提示:** 销量不及预期, 盈利水平不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.58
一年最低/最高价	16.36/33.98
市净率(倍)	2.55
流通 A 股市值(百万元)	19,050.54
总市值(百万元)	21,251.03

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.51
资产负债率(% ,LF)	33.38
总股本(百万股)	1,281.73
流通 A 股(百万股)	1,149.01

相关研究

《星源材质(300568): 2022 年业绩预告点评: Q4 费用增加影响盈利, 预计 23 年恢复正常水平》

2023-01-31

《星源材质(300568): 2022 年三季报点评: Q3 业绩符合预期, 出货高增干法占比提升》

2022-10-16

2022年归母净利润7.2亿元，同比增长154%，基本符合市场预期。2022年公司营收28.8亿元，同比增长54.81%；归母净利润7.19亿元，同比增长154.25%；扣非净利润6.83亿元，同比增长130.46%；22年毛利率为45.57%，同比增加7.77pct；销售净利率为25.95%，同比增加10.63pct。公司此前预告22年归母净利润7.1-7.5亿元，业绩处于预告中值偏下，基本符合市场预期。

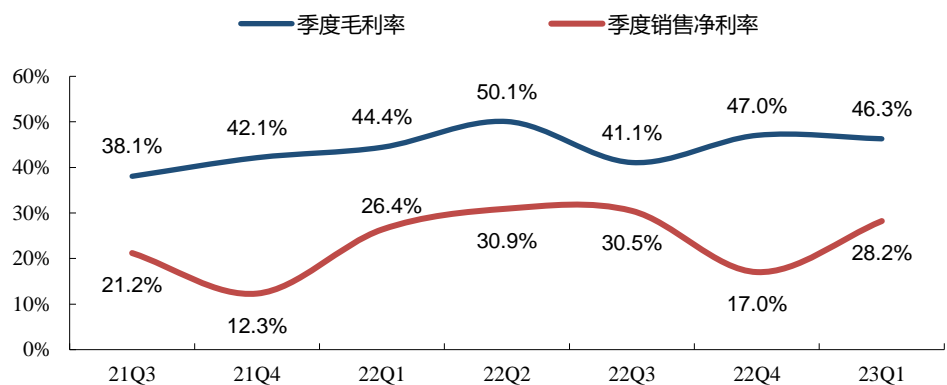
23Q1归母净利润1.83亿元，同环比+9%/+39%，盈利能力同环比提升。2023年Q1公司实现营收6.65亿元，同比增加0.04%，环比下降15.61%；归母净利润1.83亿元，同比增长9.16%，环比增长39.22%，扣非归母净利润1.61亿元，同比增长2.02%，环比增长45.3%。盈利能力方面，23Q1毛利率为46.29%，同比增长1.87pct，环比下降0.75pct；归母净利率27.52%，同比增长2.3pct，环比增长10.84pct；23Q1扣非净利率24.17%，同比提升0.47pct，环比提升10.13pct。

图1：星源材质季度业绩情况

	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	664.7	787.7	758.3	669.8	664.4
-同比	0.04%	44.25%	56.74%	63.97%	57.39%
毛利率	46.29%	47.04%	41.07%	50.08%	44.42%
归母净利润(百万)	182.9	131.4	219.9	200.4	167.6
-同比	9.16%	86.16%	118.33%	302.66%	171.03%
归母净利率	27.52%	16.68%	28.99%	29.92%	25.22%
扣非归母净利润(百万)	160.6	110.6	210.96	204.10	157.47
-同比	2.02%	12.67%	133.56%	298.12%	177.83%
扣非归母净利率	24.17%	14.04%	27.82%	30.47%	23.70%

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

22年隔膜出货17亿平，23年Q1出货我们预计同增27%，全年预计维持70%增长。22年公司隔膜出货17亿平，同增51%，对应均价1.9元/平（含税），较21年提升

11%，湿法占比提升至 60%左右。我们预计公司 23Q1 隔膜出货 4.2 亿平，同增 27%，环降 20%左右，对应单价 1.8 元/平（含税）左右，各产品销售价格较 22Q4 均有所下调；公司 3 月受行业去库影响出货环比下滑，4 月起已经初步恢复，且公司具备一定成本优势。随着 2023 年新增 10 亿平湿法+5 亿平干法产能逐步释放，我们预计公司 Q2 起在大客户份额提升，全年维持 30 亿平出货目标，同增 76%。

图3: 公司分业务经营情况 (亿元)

	2022年				2022H2		2022H1	
	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	28.67	55.60%	45.37%	7.62pct	15.39	43.96%	13.28	47.01%
隔膜-国内	23.23	60.55%	43.84%	9.81pct	12.74	42.41%	10.49	45.58%
隔膜-海外	5.44	37.52%	51.91%	0.54pct	2.59	50.21%	2.85	53.45%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4: 公司产品单价及单平扣非净利润情况

	2022年				2021年
	出货量 (亿平)	销售均价 (含税)	均价较21年增减	单位利润	销售均价 (含税)
隔膜 (元/平方米)	17.03	1.90	11%	0.40	1.71

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5: 子公司经营情况

公司名称	2022年				2022H2		2022H1	
	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	2.76	72.00%	0.73	823.53%	1.45	0.36	1.30	0.37
常州星源	8.76	24.29%	1.98	53.59%	4.47	0.92	4.29	1.06
江苏星源	17.55	152.28%	4.64	614.04%	9.87	2.50	7.68	2.14

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q1 单平盈利基本稳定、预计 23 年单平净利可维持 0.4 元/平左右。公司 22 年单平扣非净利润 0.4 元/平，其中 22Q4 若加回诉讼费及奖金影响，单平净利我们预计达 0.45 元/平左右。我们预计公司 23Q1 单平扣非净利润 0.4 元/平，基本维持稳定，主要系产能利用率下滑，但公司采取手段降本对冲产品降价影响。我们预计公司 23 年湿法涂覆比例进一步提升，且 6.2 米产线年中开始投产，综合考虑下，且产品降价影响，预计 23 全年单平盈利可维持 0.35-0.4 元/平左右。

公司 2022 年费用率大幅下降，23Q1 费用率同比增长。2022 年公司期间费用合计

4.57 亿元，同比增长 18.5%，费用率为 15.86%，同比下降 4.86pct。2023Q1 期间费用合计 1.13 亿元，同比增长 21.19%，环比下降 38.1%，期间费用率为 16.96%，同比增 2.96pct，环比下降 6.16pct；销售费用 0.07 亿元，销售费用率 1.02%；管理费用 0.48 亿元，管理费用率 7.26%；财务费用 0.06 亿元，财务费用率 0.93%；研发费用 0.52 亿元，研发费用率 7.75%。

图6：星源材质分季度费用情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
销售费用	8.35	9.77	6.69	18.97	6.80
-销售费用率	1.26%	1.46%	0.88%	2.41%	1.02%
管理费用	40.76	53.07	35.82	69.99	48.24
-管理费用率	6.13%	7.92%	4.72%	8.89%	7.26%
研发费用	31.46	40.12	47.32	88.38	51.55
-研发费用率	4.74%	5.99%	6.24%	11.22%	7.75%
财务费用	12.46	0.11	-11.39	4.80	6.15
-财务费用率	1.88%	0.02%	-1.50%	0.61%	0.93%
期间费用	93.03	103.06	78.44	182.14	112.74
-期间费用率	14.00%	15.39%	10.34%	23.12%	16.96%
资产减值损失	0.00	-3.16	1.29	-13.93	0.00
信用减值损失	-3.54	-1.67	2.19	-11.83	0.35

数据来源：Wind，东吴证券研究所

22 年经营性现金流高增，23Q1 经营性现金流同比下降。2022 年公司存货为 2.84 亿元，较年初增长 5.53%；应收账款 12.72 亿元，较年初增长 43.54%。22 年公司经营活动净现金流净额为 12.93 亿元，同比上升 223.93%；投资活动净现金流出 52.97 亿元，同比上升 277.1%；资本开支为 23.48 亿元，同比上升 104.20%；账面现金为 31.31 亿元，较年初增长 223.14%，短期借款 7.87 亿元，较年初下降 43.65%。2023 年 Q1 公司存货为 3 亿元，较年初增长 5.86%；应收账款 9.41 亿元，较年初下降 26.03%。23Q1 公司经营活动净现金流净额为 1.61 亿元，同比下降 43.6%；投资活动净现金流出 7.82 亿元，同比上升 177.93%；资本开支为 8.24 亿元，同比上升 160.59%；账面现金为 30.93 亿元，较年初下降 1.19%，短期借款 7.55 亿元，较年初下降 4.09%。

盈利预测和投资评级：考虑行业竞争加剧，我们下调公司 23-25 年归母净利润至 10.23/14.49/20.11 亿元(原预期 23-24 年归母净利 13.1/18.7 亿元)，同比增 42%/42%/39%，对应 PE 为 21x/15x/11x，考虑公司长期增长潜力高，给予 23 年 30xPE，目标价 24 元，“买入”评级。

风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,782	6,688	7,976	10,405	营业总收入	2,880	4,366	6,070	8,177
货币资金及交易性金融资产	4,686	3,208	3,704	4,911	营业成本(含金融类)	1,568	2,437	3,471	4,748
经营性应收款项	1,646	2,776	3,336	4,272	税金及附加	20	30	42	56
存货	284	534	761	1,041	销售费用	44	61	79	98
合同资产	0	0	0	0	管理费用	200	284	364	450
其他流动资产	167	171	176	181	研发费用	207	284	364	450
非流动资产	6,919	7,635	8,465	8,853	财务费用	6	116	130	129
长期股权投资	65	65	75	85	加:其他收益	28	35	42	49
固定资产及使用权资产	3,699	4,221	4,947	5,231	投资净收益	8	11	15	20
在建工程	2,087	2,187	2,187	2,187	公允价值变动	6	0	10	10
无形资产	341	435	529	623	减值损失	-31	-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	847	1,161	1,644	2,278
其他非流动资产	727	727	727	727	营业外净收支	1	1	2	7
资产总计	13,701	14,323	16,441	19,258	利润总额	848	1,162	1,646	2,285
流动负债	2,330	1,997	2,794	3,780	减:所得税	100	139	198	274
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,083	100	100	100	净利润	748	1,023	1,449	2,011
经营性应付款项	1,035	1,610	2,293	3,136	减:少数股东损益	28	0	0	0
合同负债	2	49	69	95	归属母公司净利润	719	1,023	1,449	2,011
其他流动负债	209	239	333	449	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	0.80	1.13	1.57
非流动负债	2,788	2,788	2,788	2,788	EBIT	839	1,270	1,750	2,376
长期借款	2,202	2,202	2,202	2,202	EBITDA	1,211	1,864	2,540	3,307
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	45.57	44.17	42.82	41.94
租赁负债	38	38	38	38	归母净利率(%)	24.97	23.43	23.87	24.59
其他非流动负债	548	548	548	548	收入增长率(%)	54.81	51.57	39.04	34.72
负债合计	5,118	4,785	5,583	6,568	归母净利润增长率(%)	154.25	42.20	41.63	38.81
归属母公司股东权益	8,435	9,390	10,710	12,542					
少数股东权益	148	148	148	148					
所有者权益合计	8,583	9,538	10,858	12,690					
负债和股东权益	13,701	14,323	16,441	19,258					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,293	1,013	2,352	2,803	每股净资产(元)	6.59	7.33	8.36	9.79
投资活动现金流	-5,297	-1,298	-1,603	-1,292	最新发行在外股份(百万股)	1,282	1,282	1,282	1,282
筹资活动现金流	4,628	-1,194	-263	-313	ROIC(%)	8.00	9.39	12.28	14.81
现金净增加额	643	-1,479	487	1,197	ROE-摊薄(%)	8.53	10.89	13.53	16.03
折旧和摊销	372	594	790	931	资产负债率(%)	37.36	33.41	33.96	34.11
资本开支	-2,348	-1,309	-1,608	-1,303	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.55	20.78	14.67	10.57
营运资本变动	88	-795	-125	-393	P/B(现价)	2.52	2.26	1.98	1.69

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>

