

## 证券研究报告

## 公司研究

## 点评报告

星源材质(300568)

投资评级：买入

上次评级：买入

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号：S1500520090001

联系电话：010-83326711

邮箱：wuhao@cindasc.com

张鹏 电力设备与新能源行业分析师

执业编号：S1500522020001

联系电话：18373169614

邮箱：zhangpeng1@cindasc.com

## Q3 业绩符合预期，欧洲市场开拓加速

2022 年 10 月 16 日

- 公司发布 2022 年三季报，实现收入 20.93 亿元，同比增长 59.19%；实现归母净利润 5.88 亿元，同比增长 176.89%；实现归母扣非净利润 5.73 亿元，同比增长 188.77%。
- 公司 Q3 出货量大幅提升，干法占比提升，单平净利有所回落。公司 Q3 实现归母净利润为 2.2 亿元，环比增长 9.7%；扣非归母净利润为 2.11 亿元，环比增长 3.36%；我们预估 Q2 出货量 3.6 亿平，单平扣非净利 0.57 元/平，Q3 出货量 4.5 亿平，单平扣非净利 0.47 元/平，干法出货占比提升，单平盈利能力有所下降，Q3 单平扣非净利下降 0.1 元/平。
- 公司加速欧洲市场的开拓。9 月 26 日，公司发布公告称，拟对欧洲子公司欧洲星源追加投资不超过 1.92 亿元，资金将用于欧洲星源二期项目湿法生产线、涂覆生产线扩产及配套设备项目。欧洲是全球电气化的重要市场，根据 BNEF 数据，欧洲新能源汽车销量占全球份额的近 34%，是全球第二大市场。公司积极拓展海外客户，21 年来，公司分别与 Northvolt、LG、Freyr 签订了隔膜供应合同，订单总金额超过 80 亿元。公司此次对欧洲子公司追加投资，将进一步加速其在欧洲市场的开拓，巩固其在行业内的地位。
- 公司 GDR 发行受理，为海外业务开展打下基石。10 月 10 日，公司全球存托凭证（GDR）获得中国证监会受理，本次发行 GDR，将在瑞士证券交易所挂牌上市。瑞士交易所是欧洲最大、流动性最强的交易所之一，与其他欧洲上市地点相比，其平均估值较高。目前，已经有多家新能源企业如杉杉股份、格林美、国轩高科、科达制造等在瑞交所上市，星源材质此次通过境外发行 GDR，不仅有利于补充公司融资渠道，并且可以提升业务的国际化水平，为公司海外业务的开展打下了基石。
- 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2022-2024 年营收分别是 29.25、47.82、63.71 亿元，同比增长 57.2%、63.5%、33.2%；归母净利润分别是 8.41、14.02、18.43 亿元，同比增长 197%、67%和 32%，截止 10 月 14 日的市值对应 22-23 年 PE 为 32.51、19.50 倍，维持“买入”评级。
- 风险因素：行业需求不及预期风险；原材料价格波动风险；新技术开发的风险。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

重要财务指标			单位：百万元		
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	967	1,861	2,925	4,782	6,371
同比(%)	61.2%	92.5%	57.2%	63.5%	33.2%
归属母公司净利润	121	283	841	1,402	1,843
同比(%)	-11.0%	133.5%	197.2%	66.7%	31.5%
毛利率(%)	34.6%	37.8%	49.8%	49.6%	47.6%
ROE(%)	4.1%	6.6%	9.4%	13.8%	15.7%
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.39	0.66	1.09	1.44
P/E	112.11	94.18	32.51	19.50	14.83
P/B	4.60	6.61	3.06	2.70	2.33
EV/EBITDA	45.29	39.29	18.14	12.42	9.67

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2022年10月14日收盘价

资产负债表						利润表					
		单位：百万元						单位：百万元			
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,711	2,872	7,518	8,711	10,026	营业总收入	967	1,861	2,925	4,782	6,371
货币资金	436	969	4,039	4,139	4,472	营业成本	632	1,157	1,469	2,411	3,336
应收票据	72	213	321	393	436	营业税金及附加	10	16	20	33	43
应收账款	555	886	1,347	2,076	2,768	销售费用	20	40	41	62	76
预付账款	17	24	29	48	67	管理费用	134	163	170	311	363
存货	190	269	317	491	635	研发费用	57	111	158	249	312
其他	440	511	1,465	1,563	1,648	财务费用	23	72	69	59	64
非流动资产	4,011	4,745	5,743	6,390	7,084	减值损失合计	-9	-22	-5	-5	-5
长期股权投资	71	60	60	60	60	投资净收益	-2	10	6	10	13
固定资产（合计）	3,137	3,362	3,502	3,656	3,856	其他	20	43	29	52	71
无形资产	191	321	391	464	537	营业利润	101	331	1,028	1,714	2,254
其他	612	1,002	1,791	2,211	2,631	营业外收支	39	-41	0	0	0
资产总计	5,721	7,617	13,261	15,101	17,110	利润总额	139	291	1,028	1,714	2,254
流动负债	1,862	2,275	1,719	2,299	2,650	所得税	38	5	154	257	338
短期借款	875	1,397	776	1,200	1,255	净利润	101	285	874	1,457	1,916
应付票据	286	76	181	132	183	少数股东损益	-20	2	33	55	72
应付账款	369	454	402	529	731	归属母公司净利润	121	283	841	1,402	1,843
其他	331	347	359	438	481	EBITDA	325	750	1,455	2,150	2,732
非流动负债	920	960	2,460	2,460	2,460	EPS（当年）（元）	0.27	0.39	0.66	1.09	1.44
长期借款	480	530	2,030	2,030	2,030	现金流量表					
其他	440	429	429	429	429			单位：百万元			
负债合计	2,782	3,234	4,179	4,759	5,110	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	-13	115	148	204	276	经营活动现金流	288	399	714	1,034	1,801
归属母公司股东权益	2,952	4,267	8,933	10,139	11,724	净利润	101	285	874	1,457	1,916
负债和股东权益	5,721	7,617	13,261	15,101	17,110	折旧摊销	203	349	390	432	487
						财务费用	17	78	71	91	98
重要财务指标						投资损失	2	-10	-6	-10	-13
		单位：百万元				营运资金变动	-88	-351	-635	-962	-716
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	其它	53	47	20	25	30
营业总收入	967	1,861	2,925	4,782	6,371	投资活动现金流	-267	-1,405	-2,277	-1,070	-1,167
同比(%)	61.2%	92.5%	57.2%	63.5%	33.2%	资本支出	-449	-1,150	-880	-1,080	-1,180
归属母公司净利润	121	283	841	1,402	1,843	长期投资	178	-265	-895	0	0
同比(%)	-11.0%	133.5%	197.2%	66.7%	31.5%	其他	4	10	-503	10	13
毛利率(%)	34.6%	37.8%	49.8%	49.6%	47.6%	筹资活动现金流	-77	1,287	4,633	137	-301
ROE(%)	4.1%	6.6%	9.4%	13.8%	15.7%	吸收投资	52	131	3,864	0	0
EPS（摊薄）（元）	0.27	0.39	0.66	1.09	1.44	借款	1,163	1,727	879	424	55
P/E	112.11	94.18	32.51	19.50	14.83	支付利息或股息	-126	-135	-109	-287	-356
P/B	4.60	6.61	3.06	2.70	2.33	现金净增加额	-62	274	3,070	100	333
EV/EBITDA	45.29	39.29	18.14	12.42	9.67						

## 研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022 年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2 年行业研究经验，2022 年 7 月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

胡隽颖，新能源与电力设备行业研究助理，中国人民大学金融工程硕士，武汉大学金融工程学士，曾任兴业证券机械军工团队研究助理，2022 年加入信达证券研发中心，负责风电设备行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022 年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

孙然，团队成员，山东大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

陈玫洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022 年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	章嘉婕	13693249509	<a href="mailto:zhangjiajie@cindasc.com">zhangjiajie@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>

华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投