

2023年05月04日

# 星源材质（300568.SZ）

## 业绩符合预期，涂覆占比提升

### 投资要点

- ◆ **事件：**星源材质发布 2022 年报和 2023 年一季报。2022 年实现营业总收入 28.80 亿，同比+54.8%，归母净利润 7.19 亿，同比+154.3%，扣非后归母净利润 6.83 亿，同比+130.5%。23Q1 营收 6.65 亿元，同比+0.04%，环比-15.6%；归母净利润 1.83 亿元，同比+9.2%，环比+39.2%；扣非后归母净利润 1.61 亿，同比+2.0%，环比 45.3%。
- ◆ **涂覆占比持续提升。**2022 年收入利润快速提升，主要系公司出货 17 亿平，同比增长 39%。23Q1 出货 4.2 亿平，同比增长 24%，环比下滑 16%，环比下滑主要系行业去库存影响，预计 23Q2 下游需求将有回升。其中一季度湿法隔膜占比总出货量约 60%，湿法隔膜中涂覆占比 60%+、涂覆占比持续提升。23Q1 公司销售商品、提供劳务收到现金 6.35 亿元，同比增加 1%；经营活动现金流 1.61 亿元，同比下滑 43.6%。公司 23 年一季度末应收票据及应收账款 14.83 亿元，同比增加 3.58 亿元，同比增长 32%，环比减少 0.09 亿元，环比下滑 1%。
- ◆ **毛利率维持稳定水平。**公司 2022 年公司毛利率为 45.57%、同比+7.77pct；毛利率提升主要系公司持续优化客户和产品结构，并提升生产稳定性与生产效率、推动成本降低。扣非归母净利率 23.72%、同比+7.8pct。公司销售费用率 1.52%、同比-0.6pct，管理费用率 6.93%、同比-1.8pct，财务费用率 0.21%、同比-3.6pct，随着公司产销规模扩大，销管财费用占比下降。报告期内公司研发投入 2.07 亿元、同比增加 86.3%，研发费用率 7.20%、同比+1.2pct，主要系公司持续加大湿法和涂覆工艺的研究和开发力度。23Q1 公司毛利率为 46.29%、同比+1.9pct、环比-0.8pct；扣非归母净利率 24.17%、同比+0.5pct、环比+10.1pct，主要系公司 22Q4 有奖金等一次性费用计提；公司研发费用 0.52 亿元，同比增长 63.8%，继续加大研发投入。
- ◆ **产能建设投入加大。**公司加大产能建设，以应对下游客户需求。公司主要客户包括宁德时代、韩国 LG 化学、比亚迪、三星 SDI、亿纬锂能、中创新航、国轩高科、欣旺达等国内外知名的锂离子电池厂商。为满足客户需求，2022 年公司推进南通星源“高性能锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜（一期、二期）项目”，该项目年产 20 亿平方米湿法隔膜和涂覆隔膜，将有助于公司利用规模化生产优势降低生产成本，提高涂覆隔膜占比、助力产品结构优化。
- ◆ **投资建议：**公司是国内隔膜行业的龙头企业，客户结构优秀，涂覆占比提升。我们看好公司的发展前景，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.0 亿元、14.8 亿元、18.2 亿元，对应的 PE 分别是 22、15、12 倍，首次覆盖，给予“买入-B”评级。
- ◆ **风险提示：**新能源汽车销量不及预期；竞争加剧；公司新建产线投产不及预期等。

## 公司快报

基础化工 | 锂电化学品III

 投资评级 **买入-B(首次)**

股价(2023-05-04) 17.24 元

### 交易数据

总市值（百万元）	22,096.97
流通市值（百万元）	19,808.89
总股本（百万股）	1,281.73
流通股本（百万股）	1,149.01
12 个月价格区间	32.70/17.40

### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.64	-24.87	-19.18
绝对收益	-10.11	-27.56	-18.83

分析师 张文臣

 SAC 执业证书编号：S0910523020004  
 zhangwenchen@huajinsc.cn

分析师 顾华昊

 SAC 执业证书编号：S0910523020002  
 guhuahao@huajinsc.cn

报告联系人 申文雯

shenwenwen@huajinsc.cn

报告联系人 乔春绒

qiaochunrong@huajinsc.cn

### 相关报告



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,861	2,880	4,320	5,833	7,057
YoY(%)	92.5	54.8	50.0	35.0	21.0
净利润(百万元)	283	719	1,003	1,484	1,816
YoY(%)	133.5	154.3	39.4	48.0	22.3
毛利率(%)	37.8	45.6	44.8	47.3	47.3
EPS(摊薄/元)	0.22	0.56	0.78	1.16	1.42
ROE(%)	6.5	8.7	10.2	13.2	14.5
P/E(倍)	78.1	30.7	22.0	14.9	12.2
P/B(倍)	5.2	2.6	2.4	2.1	1.8
净利率(%)	15.2	25.0	23.2	25.4	25.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2872	6782	6931	7389	8629
现金	969	3131	2095	2079	2419
应收票据及应收账款	1099	1492	2395	2853	3497
预付账款	24	66	69	113	107
存货	269	284	556	527	785
其他流动资产	511	1810	1815	1817	1820
<b>非流动资产</b>	4745	6919	7911	8815	9091
长期投资	60	65	67	69	72
固定资产	3362	3657	4622	5493	5905
无形资产	321	341	384	418	460
其他非流动资产	1002	2855	2838	2834	2653
<b>资产总计</b>	7617	13701	14842	16204	17720
<b>流动负债</b>	2275	2330	2879	3303	3626
短期借款	1397	787	787	787	787
应付票据及应付账款	530	1035	1345	1724	1993
其他流动负债	347	507	747	792	846
<b>非流动负债</b>	960	2788	2550	2218	1734
长期借款	530	2202	1961	1631	1146
其他非流动负债	429	586	589	588	588
<b>负债合计</b>	3234	5118	5430	5521	5360
少数股东权益	115	148	101	31	8
股本	768	1281	1282	1282	1282
资本公积	2625	5663	5663	5663	5663
留存收益	912	1592	2305	3388	4821
归属母公司股东权益	4267	8435	9311	10652	12352
<b>负债和股东权益</b>	7617	13701	14842	16204	17720

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	399	1293	625	1975	1968
净利润	285	748	956	1415	1792
折旧摊销	349	371	421	556	677
财务费用	72	6	81	103	97
投资损失	-10	-8	-2	-4	-6
营运资金变动	-401	88	-828	-91	-588
其他经营现金流	104	88	-2	-3	-3
<b>投资活动现金流</b>	-1405	-5297	-1409	-1453	-944
<b>筹资活动现金流</b>	1287	4628	-252	-538	-686

### 每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.22	0.56	0.78	1.16	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	1.01	0.49	1.54	1.54
每股净资产(最新摊薄)	3.33	6.58	7.26	8.31	9.64

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1861	2880	4320	5833	7057
营业成本	1157	1568	2384	3073	3721
营业税金及附加	16	20	45	52	62
营业费用	40	44	66	89	107
管理费用	163	200	302	393	493
研发费用	111	207	285	402	476
财务费用	72	6	81	103	97
资产减值损失	-32	-31	-65	-90	-103
公允价值变动收益	1	6	2	3	3
投资净收益	10	8	2	4	6
<b>营业利润</b>	331	847	1099	1638	2008
营业外收入	0	2	36	20	14
营业外支出	41	1	12	14	17
<b>利润总额</b>	291	848	1123	1644	2005
所得税	5	100	167	229	213
<b>税后利润</b>	285	748	956	1415	1792
少数股东损益	2	28	-47	-70	-23
<b>归属母公司净利润</b>	283	719	1003	1484	1816
<b>EBITDA</b>	730	1318	1582	2244	2708

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	92.5	54.8	50.0	35.0	21.0
营业利润(%)	229.2	155.5	29.8	49.1	22.6
归属于母公司净利润(%)	133.5	154.3	39.4	48.0	22.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.8	45.6	44.8	47.3	47.3
净利率(%)	15.2	25.0	23.2	25.4	25.7
ROE(%)	6.5	8.7	10.2	13.2	14.5
ROIC(%)	5.6	7.0	7.7	10.5	12.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	42.5	37.4	36.6	34.1	30.3
流动比率	1.3	2.9	2.4	2.2	2.4
速动比率	1.0	2.7	2.1	2.0	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
<b>估值比率</b>					
P/E	78.1	30.7	22.0	14.9	12.2
P/B	5.2	2.6	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	32.0	16.0	13.9	9.7	7.7

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

张文臣、顾华昊声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)