

2023年08月16日

星源材质 (300568.SZ)

出货量持续提升，毛利率维持稳定

投资要点

- ◆ **事件：**星源材质发布 2023 年中报。2023H1 年实现营业总收入 13.57 亿，同比 +1.7%，归母净利润 3.79 亿，同比+3.0%，扣非后归母净利润 3.03 亿，同比-16.1%。23Q2 营收 6.92 亿元，同比+3.3%，环比+4.1%；归母净利润 1.96 亿元，同比-2.2%，环比+7.2%；扣非后归母净利润 1.43 亿，同比-30.1%，环比-11.2%。
- ◆ **出货量持续提升。**根据公司业绩交流会，2023H1 出货量持续增加至 10 亿平+，23Q2 出货 6 亿平、环比增长 43%，主要系二季度干法隔膜供不应求，因 23Q2 产品有价格调整且干法隔膜占比提升，单平售价下滑。二季度湿法隔膜占比总出货量约 50%，湿法隔膜中涂覆占比 60%+、环比稳定；干法隔膜占比提升至 50%、环比提升 10pct，干法隔膜中涂覆占比 10%+、环比提升。23H1 末公司存货 2.84 亿元，环比下降 0.16 亿元，环比下滑 5%；应收票据及应收账款 15.28 亿元，同比增加 3.50 亿元，同比增速 30%，环比增加 0.45 亿元，环比增长 3%。
- ◆ **毛利率维持稳定水平。**公司 2023H1 毛利率 45.85%、同比-1.41pct。扣非归母净利润 22.36%、同比-4.74pct。公司销售费用率 1.14%、同比-0.21pct，管理费用率 10.25%、同比 3.22pct，主要系职工薪酬及咨询费增加所致，财务费用率-0.66%、同比-1.61pct，主要系利息收入增加所致。报告期内公司研发投入 1.14 亿元、同比增加 59.64%，研发费用率 8.42%、同比+3.06pct，主要系公司持续加大新技术和新产品的研究和开发力度所致。公司 23Q2 毛利率为 45.43%、同比-4.65pct，环比-0.86pct。扣非归母净利率 20.62%、同比-9.85pct，环比-3.55pct。公司研发费用 0.63 亿元，同比增长 56.35%，继续加大研发投入。
- ◆ **持续加强新产品、新市场的开发。**一方面，公司通过不断提升基膜及涂覆产品研发能力，持续为客户提供高品质的隔膜产品：包括低闭孔湿法产品、纳米纤维超薄涂覆膜、油涂低成本产品等开发项目量产，进一步提高产品的市场竞争力。对于半固态电池市场，公司已开展聚合物固态电解质隔膜等半固态电池隔膜的设计开发，为推动半固态电池技术产业化提供充分的技术支持。同时，公司持续开展新型水处理膜等其他功能膜产品的研发，提高公司自主创新能力和技术储备能力，力争将公司打造成全球领先的高分子功能膜研发和制造一流企业。
- ◆ **投资建议：**行业竞争加剧，我们下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.7 亿元、11.5 亿元、14.0 亿元，对应的 PE 分别是 22、17、14 倍。考虑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，维持“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。

财务数据与估值

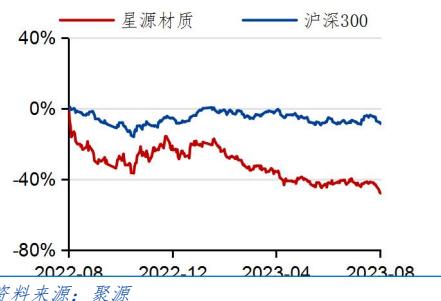
基础化工 | 锂电化学品III

投资评级 **买入-B(维持)**股价(2023-08-16) **15.09 元**

交易数据

总市值（百万元）	19,340.60
流通市值（百万元）	17,346.01
总股本（百万股）	1,281.68
流通股本（百万股）	1,149.50
12 个月价格区间	28.41/15.45

一年股价表现



升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.48	-10.48	-38.45
绝对收益	-11.55	-14.99	-47.23

分析师

张文臣

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

分析师

周涛

SAC 执业证书编号: S0910523050001
zhoutao@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

星源材质：业绩符合预期，涂覆占比提升
星源材质 22 年和 23Q1 点评 2023.5.4



会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,861	2,880	3,744	4,868	5,841
YoY(%)	92.5	54.8	30.0	30.0	20.0
净利润(百万元)	283	719	866	1,150	1,395
YoY(%)	133.5	154.3	20.4	32.8	21.3
毛利率(%)	37.8	45.6	44.5	45.0	45.0
EPS(摊薄/元)	0.22	0.56	0.68	0.90	1.09
ROE(%)	6.5	8.7	8.9	10.7	12.0
P/E(倍)	68.4	26.9	22.3	16.8	13.9
P/B(倍)	4.5	2.3	2.1	1.9	1.7
净利率(%)	15.2	25.0	23.1	23.6	23.9

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)					利润表(百万元)						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2872	6782	6848	7481	8076	营业收入	1861	2880	3744	4868	5841
现金	969	3131	2659	2566	2788	营业成本	1157	1568	2078	2677	3213
应收票据及应收账款	1099	1492	1877	2503	2753	营业税金及附加	16	20	39	44	51
预付账款	24	66	51	101	82	营业费用	40	44	57	74	89
存货	269	284	449	495	637	管理费用	163	200	261	328	408
其他流动资产	511	1810	1812	1815	1817	研发费用	111	207	247	336	394
非流动资产	4745	6919	7409	8010	8178	财务费用	72	6	65	73	68
长期投资	60	65	67	69	72	资产减值损失	-32	-31	-56	-75	-85
固定资产	3362	3657	4259	4896	5202	公允价值变动收益	1	6	2	3	3
无形资产	321	341	384	418	460	投资净收益	10	8	2	4	6
其他非流动资产	1002	2855	2699	2626	2444	营业利润	331	847	946	1268	1543
资产总计	7617	13701	14257	15490	16254	营业外收入	0	2	36	20	14
流动负债	2275	2330	2527	3168	3134	营业外支出	41	1	12	14	17
短期借款	1397	787	787	787	787	利润总额	291	848	970	1273	1540
应付票据及应付账款	530	1035	1040	1634	1575	所得税	5	100	144	178	164
其他流动负债	347	507	699	747	772	税后利润	285	748	826	1096	1377
非流动负债	960	2788	2449	2089	1625	少数股东损益	2	28	-40	-54	-18
长期借款	530	2202	1860	1501	1037	归属母公司净利润	283	719	866	1150	1395
其他非流动负债	429	586	589	588	588	EBITDA	730	1318	1400	1804	2154
负债合计	3234	5118	4976	5257	4760						
少数股东权益	115	148	107	53	35						
股本	768	1281	1282	1282	1282						
资本公积	2625	5663	5663	5663	5663						
留存收益	912	1592	2208	3047	4147						
归属母公司股东权益	4267	8435	9174	10181	11459						
负债和股东权益	7617	13701	14257	15490	16254						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
经营活动现金流	399	1293	780	1557	1625						
净利润	285	748	826	1096	1377	主要财务比率					
折旧摊销	349	371	403	506	604	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
财务费用	72	6	65	73	68	成长能力					
投资损失	-10	-8	-2	-4	-6	营业收入(%)	92.5	54.8	30.0	30.0	20.0
营运资金变动	-401	88	-509	-111	-415	营业利润(%)	229.2	155.5	11.7	34.1	21.7
其他经营现金流	104	88	-2	-3	-3	归属于母公司净利润(%)	133.5	154.3	20.4	32.8	21.3
投资活动现金流	-1405	-5297	-889	-1099	-764	获利能力					
筹资活动现金流	1287	4628	-362	-551	-640	毛利率(%)	37.8	45.6	44.5	45.0	45.0
每股指标(元)						净利率(%)	15.2	25.0	23.1	23.6	23.9
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.56	0.68	0.90	1.09	ROE(%)	6.5	8.7	8.9	10.7	12.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	1.01	0.61	1.21	1.27	ROIC(%)	5.6	7.0	6.8	8.5	9.9
每股净资产(最新摊薄)	3.33	6.58	7.16	7.94	8.94	偿债能力					
						资产负债率(%)	42.5	37.4	34.9	33.9	29.3
						流动比率	1.3	2.9	2.7	2.4	2.6
						速动比率	1.0	2.7	2.4	2.1	2.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	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
						估值比率					
						P/E	68.4	26.9	22.3	16.8	13.9
						P/B	4.5	2.3	2.1	1.9	1.7
						EV/EBITDA	28.2	13.9	13.3	10.1	8.2

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、周涛声明，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