

➤ **事件说明。**公司发布 2022 年年报，全年实现营收 28.80 亿元，同比增长 54.81%，实现归母净利润 7.19 亿元，同比增长 154.25%，扣非后归母净利润 6.83 亿元，同比增长 130.46%。公司同时发布 23 年一季报，Q1 实现营收 6.65 亿元，同比增长 0.04%，实现归母净利润 1.83 亿元，同比增长 9.16%，扣非后归母净利润 1.61 亿元，同比增长 2.02%。

➤ **Q4 业绩拆分。营收和净利：**公司 2022Q4 营收 7.88 亿元，同比+44.25%，环比+3.87%，归母净利润为 1.31 亿元，同比+86.16%，环比-40.24%，扣非后归母净利润为 1.11 亿元，同比+12.67%，环比-47.59%。**毛利率：**2022Q4 毛利率为 47.04%，同比+4.90pcts，环比+5.97pcts。**净利率：**2022Q4 净利率为 17.02%，同比+4.71pcts，环比-13.44pcts。

➤ **隔膜出货持续增长，产品结构优化。出货量方面：**2022 年公司出货 17.03 亿平，同比增长 39.62%。我们预计 23 年 Q1 公司出货 4.2 亿平，环比略有下降。下降的原因是 Q1 下游电池厂去库存，我们预计 Q2 开始公司出货量开始回升。**产品结构方面，**公司 22 年出货中接近 60%的比例为湿法隔膜，23 年 Q1 湿法隔膜比例超过 60%。

➤ **降本成效显著，增强盈利能力。**看毛利率，2022 年公司毛利率为 45.57%，23 年 Q1 毛利率 46.29%，增长 0.72pct，盈利能力有所提升，看单平净利，22 年约为 0.40 元/平，23 年 Q1 约 0.38 元/平。从毛利率和单平净利看，公司在 Q1 价格下跌的背景下仍保持较强的盈利能力，主要原因是公司持续推进降本增效举措，包括采用 6.2 米宽幅产线；对旧产线进行改造，提高生产效率等。预计公司第五代湿法产线将于 2023 年开始投产，有望进一步降本。

➤ **拓展海外市场，生产基地全球布局。**22 年公司实现海外营收 5.44 亿元，同比增长 37.44%，海外主要客户包括韩国 LG 化学、三星 SDI、日本村田等。报告期内，公司全资子公司常州星源与 FREYR Battery Norway AS 签订《RESERVATION AGREEMENT for SALES VOLUMES AND PRICE》。**海外生产基地建设方面，**公司瑞典基地建设持续推进，未来公司将开始规划除瑞典基地外的其他境外生产基地，积极布局建设全球产能。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营收 36.63、57.34 和 71.73 亿元，同比增速分别为 27.2%、56.5%和 25.1%；归母净利分别为 10.44、15.96、18.34 亿元，同比增速分别为 45.2%、52.8%和 14.9%。2023 年 4 月 26 日现价对应的 PE 分别为 21、14、12 倍。考虑到公司产品+成本+海外市场持续优化，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新能源车销量不及预期风险；新产能建设及投产进度不及预期风险；海外客户开拓不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2880	3663	5734	7173
增长率 (%)	54.8	27.2	56.5	25.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	719	1044	1596	1834
增长率 (%)	154.3	45.2	52.8	14.9
每股收益 (元)	0.56	0.81	1.24	1.43
PE	31	21	14	12
PB	2.6	2.3	2.0	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
17.25 元


分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李孝鹏

执业证书：S0100122010020

电话：021-60876734

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

相关研究

1.星源材质 (300568.SZ) 2022 年三季报点评：业绩符合预期，产能稳步扩充承压托景气需求-2022/10/16

2.星源材质 (300568.SZ) 半年报点评：业绩符合预期，单平盈利提升超预期-2022/08/16

3.星源材质 (300568.SZ) 深度报告：量利齐升的隔膜领域弹性标的-2022/05/08

4.星源材质 (300568.SZ) 2022 年一季度业绩预告点评：量价齐升迎接高盈利时代-2022/04/22

5.星源材质 (300568) 1-2 月经营数据点评：盈利能力向上，全年可期-2022/03/12

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2880	3663	5734	7173
营业成本	1568	1901	3104	4116
营业税金及附加	20	18	29	36
销售费用	44	48	69	79
管理费用	200	238	344	430
研发费用	207	220	344	430
EBIT	839	1270	1896	2148
财务费用	6	73	73	54
资产减值损失	-16	-10	-10	-10
投资收益	8	0	0	0
营业利润	847	1187	1813	2084
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	848	1187	1813	2084
所得税	100	142	218	250
净利润	748	1044	1596	1834
归属于母公司净利润	719	1044	1596	1834
EBITDA	1211	1820	2540	2859

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3131	3123	4402	6342
应收账款及票据	1492	1657	2952	2417
预付款项	66	76	93	82
存货	284	340	675	677
其他流动资产	1810	1747	1786	1821
流动资产合计	6782	6943	9908	11340
长期股权投资	65	65	65	65
固定资产	3657	4733	5328	5523
无形资产	341	341	341	341
非流动资产合计	6919	7368	7525	7413
资产合计	13701	14312	17432	18753
短期借款	787	787	787	787
应付账款及票据	1035	654	2105	1554
其他流动负债	507	514	649	758
流动负债合计	2330	1956	3541	3098
长期借款	2202	2202	2202	2202
其他长期负债	586	586	586	586
非流动负债合计	2788	2788	2788	2788
负债合计	5118	4745	6330	5887
股本	1281	1281	1281	1281
少数股东权益	148	148	148	148
股东权益合计	8583	9567	11103	12866
负债和股东权益合计	13701	14312	17432	18753

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	54.81	27.17	56.54	25.09
EBIT 增长率	109.53	51.28	49.36	13.26
净利润增长率	154.25	45.18	52.81	14.92
盈利能力 (%)				
毛利率	45.57	48.10	45.86	42.62
净利润率	24.97	28.51	27.83	25.57
总资产收益率 ROA	5.25	7.30	9.15	9.78
净资产收益率 ROE	8.53	11.09	14.57	14.42
偿债能力				
流动比率	2.91	3.55	2.80	3.66
速动比率	2.69	3.30	2.57	3.41
现金比率	1.34	1.60	1.24	2.05
资产负债率 (%)	37.36	33.15	36.31	31.39
经营效率				
应收账款周转天数	134.84	130.00	120.00	110.00
存货周转天数	63.44	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	0.27	0.26	0.36	0.40
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	0.81	1.24	1.43
每股净资产	6.58	7.35	8.55	9.92
每股经营现金流	1.01	0.92	1.76	2.13
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10
估值分析				
PE	31	21	14	12
PB	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	15.67	10.43	6.97	5.51
股息收益率 (%)	0.58	0.58	0.58	0.58

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	748	1044	1596	1834
折旧和摊销	372	550	644	711
营运资金变动	113	-557	-115	51
经营活动现金流	1293	1173	2259	2731
资本开支	-2348	-1000	-800	-600
投资	-2959	0	0	0
投资活动现金流	-5297	-1000	-800	-600
股权募资	3529	-10	0	0
债务募资	1289	0	0	0
筹资活动现金流	4628	-180	-180	-190
现金净流量	643	-8	1279	1941

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026