

星源材质（300568.SZ）—2022 年报及 2023 一季报业绩点评

增持

隔膜出货量稳步提升，单平盈利保持平稳

核心观点

2022 年公司实现盈利 7.19 亿元，同比增长 154.3%。2022 年公司实现营业收入 28.8 亿元，同比+54.8%；实现归母净利润 7.19 亿元，同比+154.3%；2022 年公司毛利率为 45.57%，同比+7.77pct，净利率为 25.95%，同比+10.63pct；对应 Q4 公司实现营收 7.88 亿元，同比+44.3%，环比+3.9%，Q4 实现归母净利润 1.31 亿元，同比+86.2%，环比-40.2%；Q4 毛利率 47.04%，同比+4.9pct，环比+6.0pct，Q4 净利率 17.02%，同比+4.7pct，环比-13.4pct；2023Q1 公司实现营收 6.65 亿元，同比+0.04%，环比-15.6%；2023Q1 实现归母净利润 1.83 亿元，同比+9.2%，环比+39.2%；23Q1 公司毛利率 46.29%，同比+1.87pct，环比-0.75pct；23Q1 净利率 28.22%，同比+1.9pct，环比+11.2pct。

隔膜出货量稳步提升。公司 2022 年出货 17 亿平，同比+40%，其中湿法隔膜占比约 60%；对应 2022Q4 出货约 5.5 亿平，环比+22%。2023Q1 因下游电池行业去库存影响，需求较弱，我们估计公司隔膜出货约 4.2 亿平，环比下降约 24%。展望 2023 全年，随着 2023 年新增 10 亿平湿法隔膜产能及 5-6 亿平干法隔膜产能落地，至 2023 年末公司隔膜产能有望达到 45 亿平。我们预计公司 2023 年隔膜出货量为 25 亿平，同比+47%。

隔膜单平盈利较为平稳。我们估计 22Q4 公司隔膜单平盈利 0.24 元，环比下降约 50%，主要系公司 Q4 发生大额管理费用（0.7 亿元，同比+71%，环比+100%）和大额研发费用（0.88 亿元，同比+180%，环比+87%），其中包含计提年终奖及诉讼费用，若加回我们估计 22Q4 公司单平盈利约 0.4 元。23Q1 公司隔膜单平盈利约 0.42 元，整体盈利能力较为稳定。伴随公司海外客户及涂覆膜占比提升，公司有望稳定其盈利能力，我们预计 2023 全年公司隔膜平均单平盈利保持在 0.4 元以上。

风险提示：下游需求不及预期；投产进度不及预期；成本下降不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。考虑公司已公布业绩情况，隔膜行业竞争变化及下游需求的不确定性。我们下调原有盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润分别为 10.23/12.26/13.7 亿元（原预测 2023-2024 年归母净利润为 12.69/15.69 亿），同比增速分别为 42.3/19.8/11.7%，摊薄 EPS 分别为 0.80/0.96/1.07 元，当前股价对应 PE 分别为 21.6/18.0/16.1 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,861	2,880	3,786	4,570	5,305
(+/-)%	92.5%	54.8%	31.4%	20.7%	16.1%
归母净利润(百万元)	283	719	1023	1226	1370
(+/-)%	133.5%	154.3%	42.3%	19.8%	11.7%
每股收益(元)	0.37	0.56	0.80	0.96	1.07
EBIT Margin	20.1%	29.2%	33.9%	34.7%	34.0%
净资产收益率 (ROE)	6.6%	8.5%	11.3%	12.5%	12.9%
市盈率 (PE)	46.8	30.7	21.6	18.0	16.1
EV/EBITDA	22.8	22.4	15.6	12.8	11.3
市净率 (PB)	3.10	2.62	2.44	2.26	2.08

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	17.24 元
总市值/流通市值	22097/19809 百万元
52 周最高价/最低价	33.98/16.31 元
近 3 个月日均成交额	373.77 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《星源材质（300568.SZ）—2022 年三季报业绩点评—干法隔膜产能释放，费用率下降显著》——2022-10-16
- 《星源材质（300568.SZ）—2022 年半年报业绩点评—盈利能力大幅提升，扩产节奏有序推进》——2022-08-17
- 《星源材质（300568.SZ）—隔膜量利齐升，产能建设加速推进》——2022-03-06
- 《星源材质（300568.SZ）—隔膜量利齐升，产能建设加速推进》——2022-03-03
- 《星源材质—300568—2021 年三季报点评：三季度隔膜量利齐升，扩产步伐加速》——2021-10-21

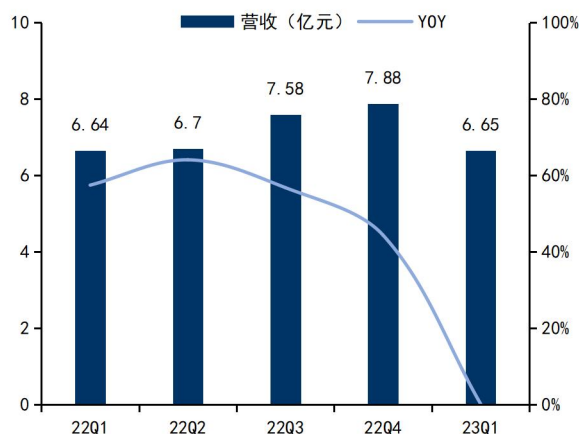
2022 公司实现营业收入 28.8 亿元，同比+54.8%；实现归母净利润 7.19 亿元，同比+154.3%；2022 年公司毛利率为 45.57%，同比+7.77pct，净利率为 25.95%，同比+10.63pct；对应 Q4 公司实现营收 7.88 亿元，同比+44.3%，环比+3.9%，Q4 实现归母净利润 1.31 亿元，同比+86.2%，环比-40.2%；Q4 毛利率 47.04%，同比+4.9pct，环比+6.0pct，Q4 净利率 17.02%，同比+4.7pct，环比-13.4pct；2023Q1 公司实现营收 6.65 亿元，同比+0.04%，环比-15.6%；2023Q1 实现归母净利润 1.83 亿元，同比+9.2%，环比+39.2%；23Q1 公司毛利率 46.29%，同比+1.87pct，环比-0.75pct；23Q1 净利率 28.22%，同比+1.9pct，环比+11.2pct。

图1：星源材质年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



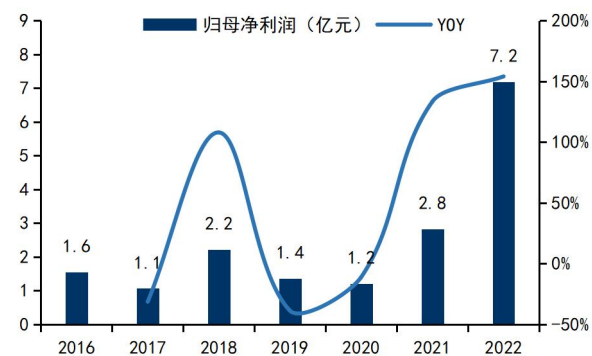
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：星源材质单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



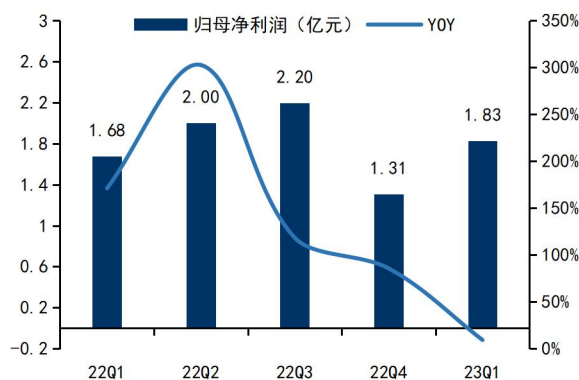
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：星源材质年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



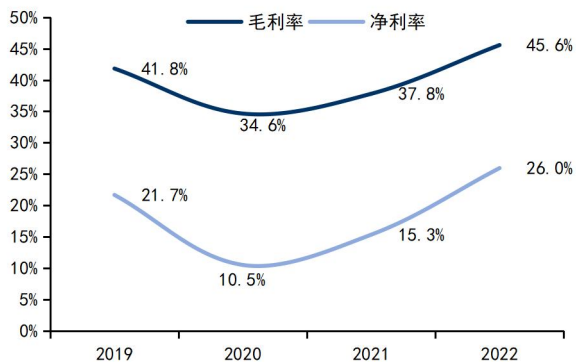
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：星源材质单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



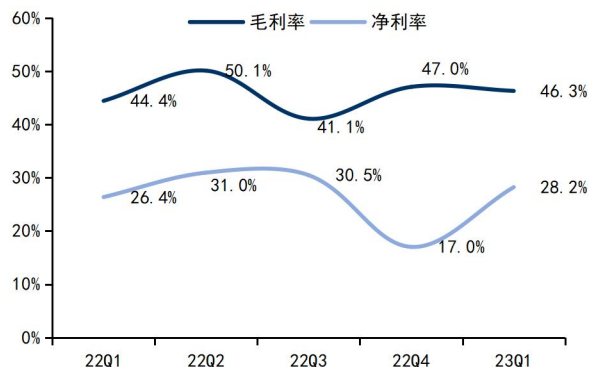
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 星源材质年度毛利率及净利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

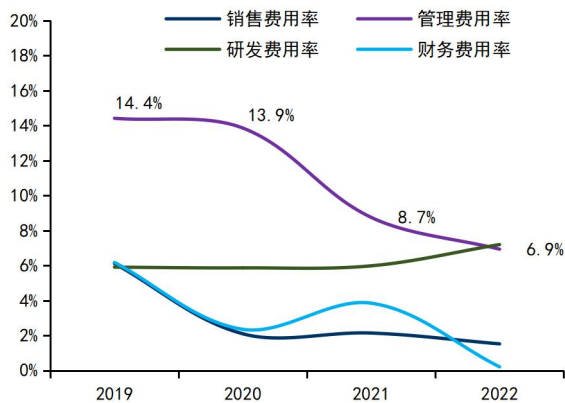
图6: 星源材质单季度毛利率及净利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

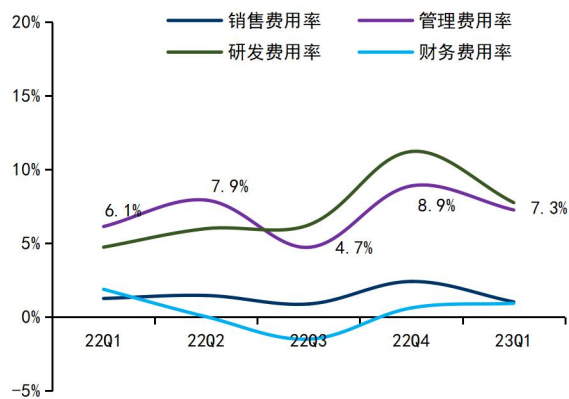
隔膜单平盈利较为平稳。我们估计 22Q4 公司隔膜单平盈利 0.24 元, 环比下降约 50%, 主要系公司 Q4 发生大额管理费用 (0.7 亿元, 同比+71%, 环比+100%) 和大额研发费用 (0.88 亿元, 同比+180%, 环比+87%), 其中包含计提年终奖金及诉讼费用, 若加回我们估计 22Q4 公司单平盈利约 0.4 元。23Q1 公司隔膜单平盈利约 0.42 元, 整体盈利能力较为稳定。伴随公司海外客户及涂覆膜占比提升, 公司有望稳定其盈利能力, 我们预计 2023 全年公司隔膜平均单平盈利保持在 0.4 元之上。

图7: 星源材质年度各项费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 星源材质单季度各项费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

隔膜出货量稳步提升。公司 2022 年出货 17 亿平, 同比+40%, 其中湿法隔膜占比约 60%; 对应 2022Q4 出货约 5.5 亿平, 环比+22%。2023Q1 因下游电池行业去库存影响, 需求较弱, 我们估计公司隔膜出货约 4.2 亿平, 环比下降约 24%。展望 2023 全年, 随着 2023 年新增 10 亿平湿法隔膜产能及 5-6 亿平干法隔膜产能落地, 至 2023 年末公司隔膜产能有望达到 45 亿平。我们预计公司 2023 年隔膜出货量为 25 亿平, 同比+47%。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。考虑公司已公布业绩情况，隔膜行业竞争变化及下游需求的不确定性。我们下调原有盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润分别为 10.23/12.26/13.7 亿元（原预测 2023-2024 年归母净利润为 12.69/15.69 亿），同比增速分别为 42.3/19.8/11.7%，摊薄 EPS 分别为 0.80/0.96/1.07 元，当前股价对应 PE 分别为 21.6/18.0/16.1 倍，维持“增持”评级。

表 2：可比公司估值表（2023 年 5 月 4 日）

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE			PB (MRQ)	投资评级
			亿元	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E			
603659.SZ	璞泰来	51.00	709.3	2.4	2.7	3.0	21.4	19.1	17.2	4.9	增持	
300073.SZ	当升科技	52.90	267.9	4.4	5.0	5.7	12.1	10.6	9.3	2.4	买入	
002812.SZ	恩捷股份	102.00	910.3	5.1	6.1	6.5	20.2	16.8	15.7	5.5	增持	
300568.SZ	星源材质	17.24	221.0	0.8	1.0	1.1	21.6	18.0	16.1	3.0	增持	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	969	3131	4815	4668	4855	营业收入	1861	2880	3786	4570	5305
应收款项	1105	1500	1452	1377	1308	营业成本	1157	1568	2026	2485	2966
存货净额	269	284	372	344	343	营业税金及附加	16	20	26	32	37
其他流动资产	529	1868	757	914	1061	销售费用	40	44	42	41	37
流动资产合计	2872	6782	7396	7304	7566	管理费用	163	200	203	219	236
固定资产	3860	5745	7230	9228	10845	研发费用	111	207	204	206	223
无形资产及其他	321	341	328	314	300	财务费用	72	6	132	194	244
投资性房地产	505	768	768	768	768	投资收益	10	8	5	5	5
长期股权投资	60	65	75	85	95	资产减值及公允价值变动	1	6	0	0	0
资产总计	7617	13701	15797	17698	19574	其他收入	(91)	(210)	(204)	(206)	(223)
短期借款及交易性金融	1633	1083	1000	1000	1000	营业利润	331	847	1157	1398	1567
应付款项	530	1035	620	737	742	营业外净收支	(41)	1	82	80	80
其他流动负债	112	211	174	204	234	利润总额	291	848	1239	1478	1647
流动负债合计	2275	2330	1794	1941	1977	所得税费用	5	100	186	222	247
长期借款及应付债券	530	2202	4202	5202	6202	少数股东损益	2	28	30	30	30
其他长期负债	429	586	586	586	586	归属于母公司净利润	283	719	1023	1226	1370
长期负债合计	960	2788	4788	5788	6788	现金流量表（百万元）					
负债合计	3234	5118	6582	7729	8765	净利润	283	719	1023	1226	1370
少数股东权益	115	148	166	184	202	资产减值准备	14	(2)	235	88	82
股东权益	4267	8435	9049	9785	10607	折旧摊销	349	371	558	738	932
负债和股东权益总计	7617	13701	15797	17698	19574	公允价值变动损失	(1)	(6)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	72	6	132	194	244
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1199)	(1253)	854	181	41
每股收益	0.37	0.56	0.80	0.96	1.07	其它	(13)	25	(217)	(70)	(64)
每股红利	0.18	0.10	0.32	0.38	0.43	经营活动现金流	(567)	(145)	2453	2164	2362
每股净资产	5.55	6.59	7.06	7.64	8.28	资本开支	0	(2256)	(2266)	(2810)	(2617)
ROIC	5.48%	8.10%	9%	10%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	6.63%	8.53%	11%	13%	13%	投资活动现金流	11	(2261)	(2276)	(2820)	(2627)
毛利率	38%	46%	46%	46%	44%	权益性融资	(7)	3529	0	0	0
EBIT Margin	20%	29%	34%	35%	34%	负债净变化	50	1672	2000	1000	1000
EBITDA Margin	39%	42%	49%	51%	52%	支付股利、利息	(135)	(133)	(409)	(490)	(548)
收入增长	92%	55%	31%	21%	16%	其它融资现金流	1265	(2041)	(83)	0	0
净利润增长率	133%	154%	42%	20%	12%	融资活动现金流	1088	4568	1508	510	452
资产负债率	44%	38%	43%	45%	46%	现金净变动	533	2162	1685	(147)	186
股息率	0.6%	0.6%	1.9%	2.2%	2.5%	货币资金的期初余额	436	969	3131	4815	4668
P/E	46.8	30.7	21.6	18.0	16.1	货币资金的期末余额	969	3131	4815	4668	4855
P/B	3.1	2.6	2.4	2.3	2.1	企业自由现金流	0	(2395)	237	(542)	(109)
EV/EBITDA	22.8	22.4	15.6	12.8	11.3	权益自由现金流	0	(2764)	2042	293	684

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032