

## 业绩符合预期，隔膜产能建设逐步推进

➤ **事件说明。**2023 年 8 月 14 日，公司发布 2023 年半年报，H1 实现营收 13.57 亿元，同增 1.68%，归母净利 3.79 亿元，同增 3.00%，扣非归母净利 3.03 亿元，同减 16.12%。

➤ **Q2 业绩拆分。**Q2 公司实现营收 6.92 亿元，同增 3.30%，环增 4.08%，归母净利润为 1.96 亿元，同减 2.15%，环增 7.21%，扣非归母净利为 1.43 亿元，同减 30.11%，环减 11.20%。公司 Q2 毛利率为 45.43%，同减 4.65pcts，环减 0.86pct；净利率为 28.63%，同减 2.32pcts，环增 0.40pct。

➤ **全年出货维持高增速，下半年盈利有望稳定。**量：23 年 H1 出货量约 10 亿平，Q1 约 4 亿平，Q2 约 6 亿平，我们预计 Q3 出货量可超 8 亿平，全年出货量 30 亿平。利：我们测算，23 年 Q1 单平净利为 0.44 元，Q2 为 0.33 元，原因为 Q2 干法基膜价格下调幅度较大，且干法隔膜出货比例增加。我们预计下半年，随公司湿法产能释放，产品出货结构逐步优化，公司盈利能力有望保持稳定。

➤ **湿法及涂覆隔膜产能节奏落地，海外客户拓展持续推进。**江苏南通湿法隔膜及涂覆隔膜（一期、二期）项目建成后将新增湿法涂覆隔膜产能 20 亿平方米，预计于 26 年 6 月达产。2023 年 2 月公司投资 100 亿建设佛山锂电隔膜基地，预计投产后将形成年产湿法/干法/涂覆各 32/16/35 亿平产能。瑞典湿法隔膜及涂覆项目，2022 年 5 月涂覆产线投产，项目建设正顺利推进。2023H1 公司海外营收为 1.94 亿元，占营收比 14.33%，毛利率为 51.66%。公司目前产品海外出口量占比较高，后续公司将继续保持与 Northvolt、FREYR 等客户履行供货合同，并覆盖欧洲的 LG 化学、三星 SDI 等客户。同时公司拟规划建设东盟基地，未来将面对东盟市场的客户进行布局。

➤ **持续推进新品开发，半固态电池隔膜已实现出货。**公司持续加强新产品、新市场的开发，包括低闭孔湿法产品、纳米纤维超波涂覆膜、第三代 PVDF 聚合物涂覆膜、聚合物固态电解质隔膜（已为 FREYR Battery AS 等客户供应半固态电池隔膜）、水处理膜等其他功能膜产品，公司积极推进新产品研发，保障公司核心竞争力。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营收 33.09、44.16 和 58.03 亿元，同比增速分别为 14.9%、33.5% 和 31.4%；归母净利分别为 9.17、13.17 和 18.09 亿元，同比增速分别为 27.5%、43.7% 和 37.4%。2023 年 8 月 15 日现价对应的 PE 分别为 21、15、11 倍。考虑到公司产品和海外市场持续优化，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	3309	4416	5803
增长率（%）	54.8	14.9	33.5	31.4
归属母公司股东净利润（百万元）	719	917	1317	1809
增长率（%）	154.3	27.5	43.7	37.4
每股收益（元）	0.56	0.72	1.03	1.41
PE	27	21	15	11
PB	2.3	2.1	1.9	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 08 月 15 日收盘价）

**推荐**

维持评级

当前价格：

15.27 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：liaixiaopeng@mszq.com

**研究助理 席子屹**

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

**研究助理 赵丹**

执业证书：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@mszq.com

### 相关研究

1. 星源材质 (300568.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：业绩符合预期，降本增效保障盈利能力-2023/04/27

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

3. 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

4. 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

5. 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

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>2880</b>	<b>3309</b>	<b>4416</b>	<b>5803</b>
营业成本	1568	1744	2324	3136
营业税金及附加	20	20	26	35
销售费用	44	33	40	46
管理费用	200	265	309	348
研发费用	207	265	309	348
EBIT	839	1110	1579	2117
财务费用	6	91	117	109
资产减值损失	-16	-10	-10	-10
投资收益	8	33	44	58
<b>营业利润</b>	<b>847</b>	<b>1042</b>	<b>1497</b>	<b>2056</b>
营业外收支	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>848</b>	<b>1042</b>	<b>1497</b>	<b>2056</b>
所得税	100	125	180	247
<b>净利润</b>	<b>748</b>	<b>917</b>	<b>1317</b>	<b>1809</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>719</b>	<b>917</b>	<b>1317</b>	<b>1809</b>
EBITDA	1211	1803	2409	3042

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3131	2639	3153	4992
应收账款及票据	1492	1757	2036	2306
预付款项	66	70	70	94
存货	284	288	402	449
其他流动资产	1810	1735	1741	1777
<b>流动资产合计</b>	<b>6782</b>	<b>6488</b>	<b>7403</b>	<b>9619</b>
长期股权投资	65	65	65	65
固定资产	3657	6091	7199	7580
无形资产	341	341	341	341
<b>非流动资产合计</b>	<b>6919</b>	<b>8726</b>	<b>9396</b>	<b>9470</b>
<b>资产合计</b>	<b>13701</b>	<b>15214</b>	<b>16798</b>	<b>19089</b>
短期借款	787	787	787	787
应付账款及票据	1035	902	1163	1624
其他流动负债	507	496	562	653
<b>流动负债合计</b>	<b>2330</b>	<b>2185</b>	<b>2513</b>	<b>3064</b>
长期借款	2202	3002	3002	3002
其他长期负债	586	586	586	586
<b>非流动负债合计</b>	<b>2788</b>	<b>3588</b>	<b>3588</b>	<b>3588</b>
<b>负债合计</b>	<b>5118</b>	<b>5774</b>	<b>6101</b>	<b>6652</b>
股本	1281	1282	1282	1282
少数股东权益	148	148	148	148
<b>股东权益合计</b>	<b>8583</b>	<b>9440</b>	<b>10697</b>	<b>12437</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>13701</b>	<b>15214</b>	<b>16798</b>	<b>19089</b>

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	54.81	14.88	33.46	31.41
EBIT 增长率	109.53	32.23	42.28	34.05
净利润增长率	154.25	27.46	43.67	37.36
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	45.57	47.29	47.37	45.97
净利润率	24.97	27.71	29.83	31.18
总资产收益率 ROA	5.25	6.03	7.84	9.48
净资产收益率 ROE	8.53	9.87	12.49	14.72
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.91	2.97	2.95	3.14
速动比率	2.69	2.77	2.74	2.95
现金比率	1.34	1.21	1.25	1.63
资产负债率 (%)	37.36	37.95	36.32	34.85
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	134.84	150.00	130.00	110.00
存货周转天数	63.44	60.00	55.00	50.00
总资产周转率	0.27	0.23	0.28	0.32
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.56	0.72	1.03	1.41
每股净资产	6.58	7.25	8.23	9.59
每股经营现金流	1.01	1.07	1.71	2.35
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10
<b>估值分析</b>				
PE	27	21	15	11
PB	2.3	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	17.52	11.77	8.81	6.98
股息收益率 (%)	0.65	0.65	0.65	0.65
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	748	917	1317	1809
折旧和摊销	372	693	830	925
营运资金变动	113	-356	-88	159
<b>经营活动现金流</b>	<b>1293</b>	<b>1374</b>	<b>2186</b>	<b>3007</b>
资本开支	-2348	-2500	-1500	-1000
投资	-2959	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5297</b>	<b>-2467</b>	<b>-1456</b>	<b>-942</b>
股权募资	3529	-10	0	0
债务募资	1289	800	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4628</b>	<b>602</b>	<b>-216</b>	<b>-226</b>
<b>现金净流量</b>	<b>643</b>	<b>-491</b>	<b>514</b>	<b>1839</b>

## 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受到任何形式的补偿。

## 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