

业绩超预期，单平净利环比显著提升

➤ **事件。** 2023 年 10 月 16 日，公司发布 2023 年三季报，公司 Q3 实现营收 8.54 亿元，同增 12.61%，环增 23.43%，归母净利润为 2.89 亿元，同增 31.23%，环增 47.12%，扣非后归母净利润为 2.71 亿元，同增 28.34%，环增 89.79%。**毛利率：**2023Q3 毛利率为 47.90%，同增 6.82pcts，环增 2.47pcts。**净利率：**2023Q3 净利率为 35.23%，同增 4.76pcts，环增 6.60pcts。

➤ **单平净利显著提升，降本效果显著。** 出货方面，公司 Q3 出货约 7.8 亿平，产能利用率较 Q2 环比持续提升，Q4 我们预计公司出货 10-12 亿平，全年出货 28-30 亿平。**单平净利方面**，公司 Q3 单平扣非净利 0.35 元/平，环比 Q2 提升超 0.1 元/平，单平盈利能力显著提升，我们认为主要因为：**1. 成本端**，公司 Q3 南通第五代超级湿法产线贡献产能，公司第五代产线宽幅超 8 米，单线产能 2.5 亿平，可有效提升整体规模效应，降低生产成本；**2. 价格端**，隔膜大幅调价基本结束，Q3 价格环比 Q2 基本持平；**3. 费用端**，公司 Q3 管理费用率为 6.22%，环比减少 6.9pcts，管理费用环比大幅降低。往后看，公司第五代超级产线持续投产，将持续为公司带来降本增效，后续公司盈利能力有望维持。

➤ **产能全球化加速布局，库存管理水平优秀。** 8 月 26 日，公司发布公告，拟在马来西亚槟城州投建隔膜生产基地，投资总额不超过人民币 50 亿元，达产后产能规模达 20 亿平。瑞典项目方面，2022 年 5 月涂覆产线投产，项目建设顺利推进。库存方面，截止 2023 年 6 月底，公司的存货约为 2.84 亿元，远低于同行平均水平。

➤ **投资建议：** 我们预计公司 2023-2025 年实现营收 33.89、46.24 和 62.06 亿元，同比增速分别为 17.7%、36.4% 和 34.2%；归母净利分别为 9.62、12.60 和 16.74 亿元，同比增速分别为 33.8%、30.9% 和 32.9%。2023 年 10 月 17 日现价对应的 PE 分别为 20、15、11 倍。考虑到公司超级拉线产能持续投放、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）	2,880	3,389	4,624	6,206
增长率（%）	54.8	17.7	36.4	34.2
归属母公司股东净利润（百万元）	719	962	1,260	1,674
增长率（%）	154.3	33.8	30.9	32.9
每股收益（元）	0.56	0.75	0.98	1.31
PE	26	20	15	11
PB	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 17 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.84 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 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) 2023 年中报点评：业绩符合预期，隔膜产能建设逐步推进-2023/08/16

2. 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

3. 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

4. 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

5. 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

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	2,880	3,389	4,624	6,206
营业成本	1,568	1,806	2,572	3,607
营业税金及附加	20	27	32	37
销售费用	44	34	42	50
管理费用	200	271	324	372
研发费用	207	254	301	372
EBIT	839	1,132	1,539	2,016
财务费用	6	106	154	157
资产减值损失	-16	-1	-1	-1
投资收益	8	51	60	62
营业利润	847	1,076	1,444	1,920
营业外收支	1	3	0	0
利润总额	848	1,079	1,444	1,920
所得税	100	97	159	211
净利润	748	982	1,286	1,709
归属于母公司净利润	719	962	1,260	1,674
EBITDA	1,211	1,753	2,340	2,976

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,131	2,100	1,859	2,974
应收账款及票据	1,492	1,839	2,141	2,513
预付款项	66	72	77	108
存货	284	317	467	533
其他流动资产	1,810	1,978	2,118	2,221
流动资产合计	6,782	6,307	6,662	8,349
长期股权投资	65	65	65	65
固定资产	3,657	5,412	6,874	7,948
无形资产	341	591	691	791
非流动资产合计	6,919	10,047	11,346	11,986
资产合计	13,701	16,354	18,008	20,335
短期借款	787	1,587	1,587	1,587
应付账款及票据	1,035	971	1,315	1,891
其他流动负债	507	502	587	699
流动负债合计	2,330	3,060	3,489	4,177
长期借款	2,202	3,202	3,202	3,202
其他长期负债	586	586	586	586
非流动负债合计	2,788	3,788	3,788	3,788
负债合计	5,118	6,849	7,277	7,966
股本	1,281	1,282	1,282	1,282
少数股东权益	148	167	193	227
股东权益合计	8,583	9,505	10,730	12,369
负债和股东权益合计	13,701	16,354	18,008	20,335

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	17.67	36.43	34.21
EBIT 增长率	109.53	34.83	35.98	31.00
净利润增长率	154.25	33.77	30.94	32.91
盈利能力 (%)				
毛利率	45.57	46.72	44.38	41.88
净利润率	24.97	28.39	27.25	26.98
总资产收益率 ROA	5.25	5.88	7.00	8.23
净资产收益率 ROE	8.53	10.30	11.96	13.79
偿债能力				
流动比率	2.91	2.06	1.91	2.00
速动比率	2.69	1.83	1.64	1.74
现金比率	1.34	0.69	0.53	0.71
资产负债率 (%)	37.36	41.88	40.41	39.17
经营效率				
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	0.27	0.32
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	0.75	0.98	1.31
每股净资产	6.58	7.29	8.22	9.47
每股经营现金流	1.01	0.84	1.59	2.27
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10
估值分析				
PE	26	20	15	11
PB	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	17.42	12.03	9.02	7.09
股息收益率 (%)	0.67	0.67	0.67	0.67
现金流量表 (百万元)				
净利润	748	982	1,286	1,709
折旧和摊销	372	622	801	960
营运资金变动	113	-626	-169	115
经营活动现金流	1,293	1,078	2,044	2,908
资本开支	-2,348	-3,747	-2,100	-1,600
投资	-2,959	0	0	0
投资活动现金流	-5,297	-3,696	-2,040	-1,538
股权募资	3,529	-10	0	0
债务募资	1,289	1,800	0	0
筹资活动现金流	4,628	1,587	-245	-255
现金净流量	643	-1,030	-241	1,115

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