

## 星源材质（300568）

### 与 LGES 签署战略合作协议，海外客户占比稳步提升

买入（维持）

2023 年 11 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

研究助理 孙瀚博

执业证书：S0600123040064

sunhb@dwzq.com.cn

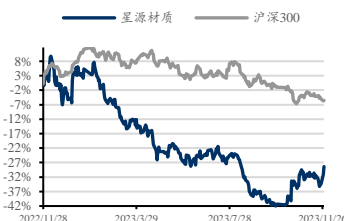
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,880	4,022	5,600	7,642
同比	55%	40%	39%	36%
归属母公司净利润（百万元）	719	950	1,242	1,719
同比	154%	32%	31%	38%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.56	0.74	0.97	1.34
P/E（现价&最新股本摊薄）	28.46	21.54	16.48	11.90

关键词：#出口导向

#### 投资要点

- **事件：**公司公告与 LGES 签署全球战略合作备忘录。LGES 认可公司是市场上具有最优质品质的供应商，在海外市场优先采购公司隔膜。备忘录约定在 2024-2030 年，双方共同构建不少于 120 亿平方米隔膜采购量的全球合作框架。
- **获 120 亿平采购意向、海外占比有望进一步提升。**我们预计 120 亿平采购框架包含干法隔膜与湿法隔膜，其中湿法隔膜为主，对应 800-900GWh 电池需求。7 年期采购框架对应年均近 20 亿平隔膜，对应 150GWh 电池需求量。LGES 25 年底产能规划近 500GWh，我们预计 23 年 LGES 动力电池产量 130-150GWh，未来公司在 LGES 隔膜采购份额我们预计有望提升至 30%左右。2021 年 8 月公司与 LGES 签订 43 亿元订单保供协议，为期 4.5 年，我们预计对应年均 3-4 亿平出货，此次再度签订巨额订单，充分体现 LGES 对公司认可。我们预计 23 年底公司隔膜产能 40 亿平，25 年底达 80 亿平，其中欧洲规划 10 亿平、马来西亚规划 20 亿平，未来海外客户拓展及出货占比有望进一步提升。
- **新产线效率大幅提升、助力公司平滑竞争加剧影响。**公司前三季度出货 18 亿平左右，同增 57%，新增产能释放后目前单月产能超 3 亿平，我们预计 Q4 出货有望维持环比 20-30%增长，23 年全年出货量我们预计达 28 亿平，同增 65%，24 年出货有望达 40 亿平+，维持 40%增长。盈利来看，隔膜环节面临过剩，24H1 或进一步小幅降价，但公司湿法第五代 8 米（有效幅宽 6.2 米）产线年中已投产，第五代产线母卷产能 2.5 亿平，行业领先，降本效果显著，且海外客户收入占比稳步提升及涂覆比例提升一定程度对冲，我们预计 24 年单平净利有望维持 0.3 元。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 23-25 年归母净利预期 9.50/12.42/17.19 亿元，同比 32%/31%/38%，对应 PE 为 22/16/12x，考虑公司长期增长潜力高，给予 24 年 22xPE，目标价 21 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销量不及预期，盈利水平不及预期

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	15.97
一年最低/最高价	12.84/24.93
市净率(倍)	2.27
流通 A 股市值(百万元)	18,357.57
总市值(百万元)	20,468.48

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.03
资产负债率(% ,LF)	42.74
总股本(百万股)	1,281.68
流通 A 股(百万股)	1,149.50

#### 相关研究

《星源材质(300568)：2023 年三季报点评：Q3 业绩略超预期，经营性单位盈利维持稳定》

2023-10-17

星源材质三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>6,782</b>	<b>6,500</b>	<b>7,566</b>	<b>9,737</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,880</b>	<b>4,022</b>	<b>5,600</b>	<b>7,642</b>
货币资金及交易性金融资产	4,686	3,297	3,612	4,590	营业成本(含金融类)	1,568	2,248	3,206	4,447
经营性应收款项	1,646	2,540	3,078	3,992	税金及附加	20	28	38	53
存货	284	493	703	975	销售费用	44	48	62	76
合同资产	0	0	0	0	管理费用	200	322	420	535
其他流动资产	167	170	174	180	研发费用	207	322	431	550
<b>非流动资产</b>	<b>6,919</b>	<b>7,635</b>	<b>8,465</b>	<b>8,853</b>	财务费用	6	1	53	60
长期股权投资	65	65	75	85	加:其他收益	28	80	67	84
固定资产及使用权资产	3,699	4,221	4,947	5,231	投资净收益	8	10	14	19
在建工程	2,087	2,187	2,187	2,187	公允价值变动	6	0	10	10
无形资产	341	435	529	623	减值损失	(31)	(38)	(43)	(48)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>847</b>	<b>1,107</b>	<b>1,438</b>	<b>1,987</b>
其他非流动资产	727	727	727	727	营业外净收支	1	1	2	7
<b>资产总计</b>	<b>13,701</b>	<b>14,135</b>	<b>16,031</b>	<b>18,590</b>	<b>利润总额</b>	<b>848</b>	<b>1,108</b>	<b>1,440</b>	<b>1,994</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,330</b>	<b>1,850</b>	<b>2,589</b>	<b>3,547</b>	减:所得税	100	133	173	239
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,083	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>748</b>	<b>975</b>	<b>1,267</b>	<b>1,755</b>
经营性应付款项	1,035	1,485	2,117	2,937	减:少数股东损益	28	24	25	35
合同负债	2	45	64	89	<b>归属母公司净利润</b>	<b>719</b>	<b>950</b>	<b>1,242</b>	<b>1,719</b>
其他流动负债	209	221	308	421	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	0.74	0.97	1.34
非流动负债	2,788	2,788	2,788	2,788	EBIT	839	1,055	1,443	1,981
长期借款	2,202	2,202	2,202	2,202	EBITDA	1,211	1,649	2,233	2,912
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	45.57	44.11	42.75	41.81
租赁负债	38	38	38	38	归母净利率(%)	24.97	23.63	22.17	22.50
其他非流动负债	548	548	548	548	收入增长率(%)	54.81	39.64	39.23	36.48
<b>负债合计</b>	<b>5,118</b>	<b>4,639</b>	<b>5,377</b>	<b>6,335</b>	归母净利润增长率(%)	154.25	32.12	30.66	38.47
归属母公司股东权益	8,435	9,324	10,456	12,023					
少数股东权益	148	172	197	233					
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,583</b>	<b>9,496</b>	<b>10,653</b>	<b>12,255</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,701</b>	<b>14,135</b>	<b>16,031</b>	<b>18,590</b>					

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,293	1,075	2,130	2,527	每股净资产(元)	6.59	7.28	8.16	9.39
投资活动现金流	(5,297)	(1,299)	(1,604)	(1,294)	最新发行在外股份 (百万股)	1,282	1,282	1,282	1,282
筹资活动现金流	4,628	(1,165)	(222)	(265)	ROIC(%)	8.00	7.82	10.23	12.64
现金净增加额	643	(1,389)	304	969	ROE-摊薄(%)	8.53	10.19	11.88	14.30
折旧和摊销	372	594	790	931	资产负债率(%)	37.36	32.82	33.54	34.08
资本开支	(2,348)	(1,309)	(1,608)	(1,303)	P/E (现价&最新股本摊薄)	28.46	21.54	16.48	11.90
营运资本变动	88	(647)	(137)	(388)	P/B (现价)	2.42	2.19	1.96	1.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>