

增持

星源材质（300568.SZ）

与 LGES 签署战略合作协议，助力隔膜业务稳步增长

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 电池

◆ 投资评级：增持（维持评级）

证券分析师： 王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980520080003
联系人： 徐文辉 021-60375426 xuwenhui@guosen.com.cn

事项：

近日，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产品。合作备忘录约定在 2024 年至 2030 年期间，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。

国信电新观点：

1) **公司获 2024-2030 年 120 亿平隔膜订单，助力海外客户比例提升。**我们预计公司与 LGES 达成的 120 亿平采购框架将主要以湿法隔膜产品为主，对应约 700GWh 锂电池需求量，合作 7 年期对应年均供应 17 亿平隔膜产品。我们估计星源材质当前海外客户比例约为 40%，其中 LGES 占 25%-30%，我们预计在未来新的合作框架下，公司海外客户比例将得到有效提升，未来 LGES 隔膜采购份额占公司隔膜出货比例将达到 30%-40%。

2) **受益于全球电池需求提升，公司隔膜业务稳步增长。**我们预计 2025/2030 年全球锂电池出货量分别达到 1753/3117GWh，2023-2030CAGR 为 14.7%，其中动力电池出货量达到 1398/2555GWh，2023-2030CAGR 为 16.5%，对应全球隔膜需求量 314/558 亿平，2023-2030CAGR 为 14.8%，公司规划至 2027 年隔膜产能达到 160 亿平，为隔膜业务稳定增长奠定基础。我们预计公司 2023 年全年隔膜出货量 28 亿平，同比+65%，2024 年出货量有望达到 36-40 亿平，同比增长 29%-43%。盈利方面，公司第五代产线投产，单线产能达到 2.5 亿平，降本效果显著，同时伴随海外客户占比稳步提升及涂覆比例提升，我们预计公司 2024 年隔膜单平盈利保持在 0.3 元以上。

3) **投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。**考虑行业竞争状况，公司已公布业绩情况，我们维持原有盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润分别为 9.12/11.38/12.97 亿元同比增速分别为 26.8/24.8/14%，摊薄 EPS 分别为 0.71/0.89/1.01 元，当前股价对应 PE 分别为 20.8/16.6/14.6 倍，维持“增持”评级。

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

评论：

◆ 公司获 2024-2030 年 120 亿平隔膜订单，助力海外客户比例提升。

我们预计公司与 LGES 达成的 120 亿平采购框架将主要以湿法隔膜产品为主，对应约 700GWh 锂电池需求量，合作 7 年期对应年均供应 17 亿平隔膜产品。我们估计星源材质当前海外客户比例约为 40%，其中 LGES 占 25%-30%，我们预计在未来新的合作框架下，公司海外客户比例将得到有效提升，未来 LGES 隔膜采购份额占公司隔膜出货比例将达到 30%-40%。

◆ 受益于全球电池需求提升，公司隔膜业务稳步增长。

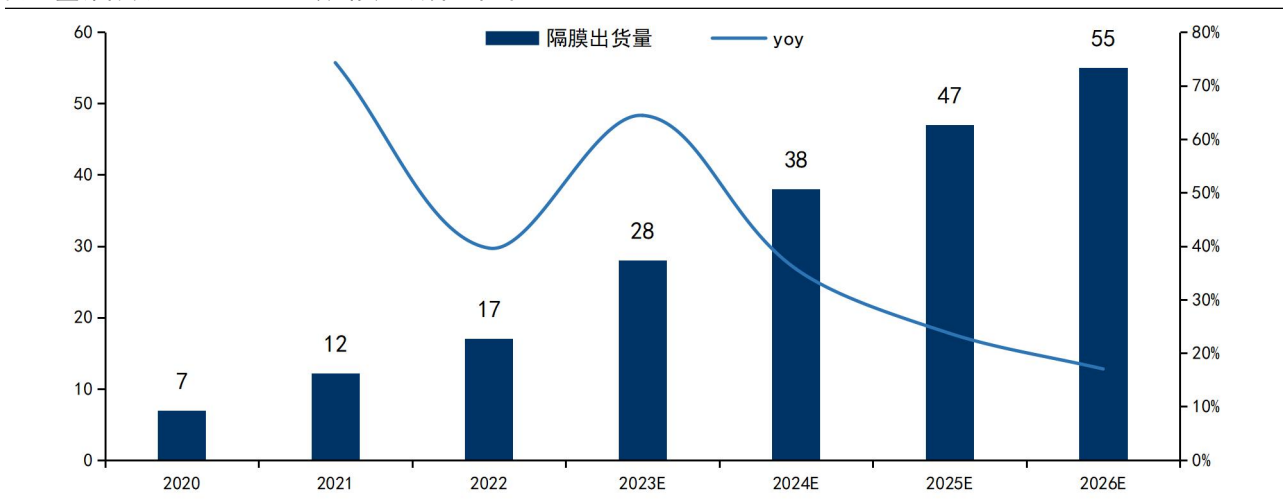
我们预计 2025/2030 年全球锂电池出货量分别达到 1753/3117GWh，2023-2030CAGR 为 14.7%，其中动力电池出货量达到 1398/2555GWh，2023-2030CAGR 为 16.5%，对应全球隔膜需求量 314/558 亿平，2023-2030CAGR 为 14.8%，公司规划至 2027 年隔膜产能达到 160 亿平，为隔膜业务稳定增长奠定基础。我们预计公司 2023 年全年隔膜出货量 28 亿平，同比+65%，2024 年出货量有望达到 36-40 亿平，同比增长 29%-43%。盈利方面，公司第五代产线投产，单线产能达到 2.5 亿平，降本效果显著，同时伴随海外客户占比稳步提升及涂覆比例提升，我们预计公司 2024 年隔膜单平盈利保持在 0.3 元以上。

表1: 2023-2030 全球锂电池出货量及隔膜出货量预计 (单位: GWh, 亿平)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球锂电池出货量 (GWh)	1195	1382	1753	2101	2404	2667	2896	3117
Yoy		16%	27%	20%	14%	11%	9%	8%
其中: 动力电池出货量 (GWh)	875	1105	1398	1684	1947	2163	2359	2555
其中: 消费电池出货量 (GWh)	120	127	135	141	147	153	158	162
其中: 储能电池出货量 (GWh)	200	150	220	275	310	350	380	400
全球隔膜需求量 (亿平)	212	247	314	376	430	477	518	558
Yoy		16%	27%	20%	14%	11%	9%	8%
其中: 湿法隔膜出货量 (亿平)	150	169	209	250	286	317	345	371
其中: 干法隔膜出货量 (亿平)	62	77	105	126	144	160	174	187

资料来源: 高工锂电 (GGII), 国信证券经济研究所整理及测算

图1: 星源材质 2020-2026E 隔膜出货量测算 (亿平)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

◆ 投资建议: 维持盈利预测, 维持“增持”评级

4) 考虑行业竞争状况, 公司已公布业绩情况, 我们维持原有盈利预测, 预计 2023-2025 年实现归母净利润分别为 9.12/11.38/12.97 亿元同比增速分别为 26.8%/24.8%/14%, 摊薄 EPS 分别为 0.71/0.89/1.01 元, 当前股价对应 PE 分别为 20.8/16.6/14.6 倍, 维持“增持”评级。

◆ 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。

相关研究报告：

《星源材质（300568.SZ）—2023 年半年报业绩点评-隔膜出货量稳步增长，公司积极拓展新产品、新技术》
——2023-08-17

《星源材质（300568.SZ）—2022 年报及 2023 一季报业绩点评-隔膜出货量稳步提升，单平盈利保持平稳》
——2023-05-04

《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

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	4903	4635	4775	营业收入	1861	2880	3436	4314	4971
应收款项	1105	1500	1318	1300	1226	营业成本	1157	1568	1851	2360	2749
存货净额	269	284	328	319	307	营业税金及附加	16	20	24	30	35
其他流动资产	529	1868	687	863	994	销售费用	40	44	38	39	35
流动资产合计	2872	6782	7236	7118	7301	管理费用	163	200	185	208	222
固定资产	3860	5745	7230	9228	10845	研发费用	111	207	186	194	209
无形资产及其他	321	341	328	314	300	财务费用	72	6	131	194	245
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	15637	17512	19309	其他收入	(91)	(210)	(186)	(194)	(209)
短期借款及交易性金融负债	1633	1083	1000	1000	1000	营业利润	331	847	1026	1294	1481
应付款项	530	1035	547	685	664	营业外净收支	(41)	1	82	80	80
其他流动负债	112	211	154	190	211	利润总额	291	848	1108	1374	1561
流动负债合计	2275	2330	1701	1874	1875	所得税费用	5	100	166	206	234
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	912	1138	1297
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	6489	7663	8664	净利润	283	719	912	1138	1297
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	8982	9665	10444	折旧摊销	349	371	558	738	932
负债和股东权益总计	7617	13701	15637	17512	19309	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	131	194	245
每股收益	0.37	0.56	0.71	0.89	1.01	营运资本变动	(1199)	(1253)	1009	113	38
每股红利	0.18	0.10	0.28	0.36	0.41	其它	(13)	25	(217)	(70)	(64)
每股净资产	5.55	6.59	7.01	7.55	8.15	经营活动现金流	(567)	(145)	2497	2007	2286
ROIC	5.48%	8.10%	8%	10%	10%	资本开支	0	(2256)	(2266)	(2810)	(2617)
ROE	6.63%	8.53%	10%	12%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	38%	46%	46%	45%	45%	投资活动现金流	11	(2261)	(2276)	(2820)	(2627)
EBIT Margin	20%	29%	34%	34%	35%	权益性融资	(7)	3529	0	0	0
EBITDA Margin	39%	42%	50%	51%	53%	负债净变化	50	1672	2000	1000	1000
收入增长	92%	55%	19%	26%	15%	支付股利、利息	(135)	(133)	(365)	(455)	(519)
净利润增长率	133%	154%	27%	25%	14%	其它融资现金流	1265	(2041)	(83)	0	0
资产负债率	44%	38%	43%	45%	46%	融资活动现金流	1088	4568	1552	545	481
股息率	0.7%	0.7%	1.9%	2.4%	2.7%	现金净变动	533	2162	1773	(268)	140
P/E	40.1	26.3	20.8	16.6	14.6	货币资金的期初余额	436	969	3131	4903	4635
P/B	2.7	2.2	2.1	2.0	1.8	货币资金的期末余额	969	3131	4903	4635	4775
EV/EBITDA	20.2	19.8	14.9	12.0	10.4	企业自由现金流	0	(2395)	280	(699)	(184)
						权益自由现金流	0	(2764)	2086	137	608

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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