

## 星源材质 (300568)

# 2023 年报及 2024 年一季报点评：费用增加致 Q4 业绩不及预期，24 年出货有望维持高速增长

2024 年 04 月 18 日

买入 (维持)

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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2,880	3,013	4,147	5,453	7,039
同比	54.81%	4.62%	37.63%	31.50%	29.09%
归母净利润 (百万元)	719.27	576.33	643.51	854.87	1,203.96
同比	154.25%	-19.87%	11.66%	32.84%	40.83%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.53	0.43	0.48	0.64	0.90
P/E (现价&最新摊薄)	21.79	27.19	24.35	18.33	13.02

### 投资要点

- **23Q4 业绩不及预期，24Q1 业绩符合预期。**公司 23 年营收 30 亿元，同增 5%；归母净利 6 亿元，同降 20%，毛利率 44%，同减 1pct；其中 23Q4 营收 8 亿元，同环比+2%/-6%，归母净利-0.9 亿元，同环比-169%/-132%，主要系 1 亿元+调解费用及费用率提升影响，23Q4 毛利率 38%，同环比-9pct/-10pct。24Q1 营收 7 亿元，同环比+8%/-11%，归母净利 1 亿元，同环比-41%/-217%，毛利率 36%，同环比-10/-2pct，基本符合预期。
- **23 年隔膜出货 25 亿平，24 年预计出货可维持近 50% 增长。**公司 23 年隔膜收入 30 亿元，同增 4%，毛利率 44%，同减 1pct，其中海外营收 5 亿元，占比 16%，同降 14pct，毛利率 49%，同降 3pct。23 年隔膜出货 25.3 亿平，同增 48%，其中 23Q4 我们预计出货约 7.3 亿平，环降约 6%，我们预计 24Q1 出货约 6.5-7 亿平，24 年出货有望达 38 亿平，同比维持 50% 增长。
- **23 年均价同降 30%，24 年单平盈利预计下降至 0.2 元以内。**23 年公司均价 1.33 元/平 (含税)，同降 30%，其中 23Q4 我们测算均价 1.25 元/平，我们预计 24Q1 均价 1.19 元/平，环降约 4%。我们测算 23 年单平扣非净利 0.22 元左右，同降 46%，其中 23Q4 加回减值后扣非盈亏平衡，我们预计 24Q1 单平扣非净利 0.15 元，环比改善。24Q1 隔膜价格已处于底部区间，我们预计 24 年单平盈利 0.2 元以内，25 年随产能出清，及公司第五代 8 米产线占比提升，单位盈利有望恢复至 0.2 元+/平。
- **23Q4 费率大增，存货逐季提升。**23 年期间费用 6 亿元，同增 29%，费用率 20%，同增 4pct，其中 23Q4 期间费用 2 亿元，同环比+10%/55%，费用率 25%，同环比+2/+10pct，24Q1 期间费用 1 亿元，同环比+22%/-31%，费用率 19%，同环比+2/-6pct。23 年公司经营性净现金流 11 亿元，同减 13%，24Q1 经营性净现金流 1 亿元，同减 19%。24Q1 末存货 5 亿，较 23 年底增 67%。24Q1 末公司在建工程 35 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司产品价格下降，我们下调公司 2024/2025 年，新增 2026 年归母净利润预测至 6.44/8.55/12.04 亿元 (2024-2025 年原预期为 12.42/17.19 亿元)，同比+12%/+33%/+41%，对应 PE 为 24/18/13 倍，考虑到我们预计公司盈利已触底，长期增长空间较大，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期，盈利水平不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.65
一年最低/最高价	9.13/19.38
市净率(倍)	1.66
流通 A 股市值(百万元)	14,126.72
总市值(百万元)	15,669.94

### 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)	1,345.06
流通 A 股(百万股)	1,212.59

### 相关研究

《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》  
2023-11-29

《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)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>7,419</b>	<b>4,623</b>	<b>4,781</b>	<b>5,651</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,013</b>	<b>4,147</b>	<b>5,453</b>	<b>7,039</b>
货币资金及交易性金融资产	4,744	948	532	404	营业成本(含金融类)	1,675	2,627	3,423	4,395
经营性应收款项	1,885	2,703	3,193	4,121	税金及附加	28	39	51	66
存货	397	576	657	722	销售费用	39	48	57	67
合同资产	0	0	0	0	管理费用	299	382	474	577
其他流动资产	392	395	399	403	研发费用	242	311	393	472
<b>非流动资产</b>	<b>10,527</b>	<b>11,909</b>	<b>13,086</b>	<b>14,021</b>	财务费用	10	21	76	82
长期股权投资	5	5	15	25	加:其他收益	111	83	65	77
固定资产及使用权资产	5,058	6,246	7,319	8,150	投资净收益	37	10	14	18
在建工程	3,520	3,620	3,620	3,620	公允价值变动	4	0	10	10
无形资产	589	683	777	871	减值损失	(47)	(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>824</b>	<b>775</b>	<b>1,024</b>	<b>1,438</b>
其他非流动资产	1,355	1,355	1,355	1,355	营业外净收支	(107)	1	2	7
<b>资产总计</b>	<b>17,945</b>	<b>16,532</b>	<b>17,867</b>	<b>19,672</b>	<b>利润总额</b>	<b>717</b>	<b>776</b>	<b>1,026</b>	<b>1,445</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,022</b>	<b>2,042</b>	<b>2,579</b>	<b>3,262</b>	减:所得税	123	116	154	217
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,603	122	100	100	<b>净利润</b>	<b>594</b>	<b>660</b>	<b>872</b>	<b>1,229</b>
经营性应付款项	1,056	1,657	2,159	2,772	减:少数股东损益	17	17	17	25
合同负债	4	5	7	9	<b>归属母公司净利润</b>	<b>576</b>	<b>644</b>	<b>855</b>	<b>1,204</b>
其他流动负债	360	258	314	382	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.43	0.48	0.64	0.90
非流动负债	3,965	3,965	3,965	3,965	EBIT	793	741	1,054	1,463
长期借款	2,924	2,924	2,924	2,924	EBITDA	1,245	1,569	2,197	2,848
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.42	36.65	37.22	37.57
租赁负债	37	37	37	37	归母净利率(%)	19.13	15.52	15.68	17.10
其他非流动负债	1,004	1,004	1,004	1,004	收入增长率(%)	4.62	37.63	31.50	29.09
<b>负债合计</b>	<b>7,987</b>	<b>6,007</b>	<b>6,544</b>	<b>7,227</b>	归母净利润增长率(%)	(19.87)	11.66	32.84	40.83
归属母公司股东权益	9,794	10,344	11,124	12,221					
少数股东权益	165	182	199	224					
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,959</b>	<b>10,525</b>	<b>11,323</b>	<b>12,445</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,945</b>	<b>16,532</b>	<b>17,867</b>	<b>19,672</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,134	1,113	2,095	2,382	每股净资产(元)	7.28	7.69	8.27	9.09
投资活动现金流	(3,792)	(2,199)	(2,304)	(2,295)	最新发行在外股份(百万股)	1,345	1,345	1,345	1,345
筹资活动现金流	3,081	(2,710)	(217)	(225)	ROIC(%)	4.79	4.32	6.40	8.32
现金净增加额	450	(3,796)	(426)	(139)	ROE-摊薄(%)	5.88	6.22	7.69	9.85
折旧和摊销	451	828	1,143	1,385	资产负债率(%)	44.51	36.33	36.63	36.74
资本开支	(4,210)	(2,209)	(2,308)	(2,303)	P/E (现价&最新股本摊薄)	27.19	24.35	18.33	13.02
营运资本变动	(52)	(536)	(55)	(362)	P/B (现价)	1.60	1.51	1.41	1.28

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),北交所基准指数为北证 50 指数),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>