

隔膜出货稳步增长，深化全球产能布局

2024 年 04 月 19 日

➤ **事件。**2024 年 4 月 17 日，公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，23 年公司全年实现营收 30.13 亿元，同比变动+4.62%，实现归母净利润 5.76 亿元，同比变动-19.87%，扣非后归母净利润 5.45 亿元，同比变动-20.20%。

➤ **24Q1 业绩拆分。营收和净利：**公司 2024Q1 营收 7.15 亿元，同比+7.51%，环比-10.97%，归母净利润为 1.07 亿元，同比-41.45%，环比+217.40%，扣非后归母净利润为 0.97 亿元，同比-39.66%，环比+434.97%。**毛利率：**2024Q1 毛利率为 35.99%，同比-10.30pct，环比-2.31pct。**净利率：**2024Q1 净利率为 14.83%，同比-13.39pcts，环比+26.39pcts。**费用率：**公司 2024Q1 期间费用率为 19.30%，同比+2.31pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.98%、9.79%、7.69%、0.84%。

➤ **隔膜出货增长，与 LGES 签订战略合作协议。**23 年公司隔膜出货量 25.29 亿平，同比增长 48.49%，24 年 Q1 我们预计出货 6.5 亿平左右。订单方面，2023 年 11 月 28 日，公司与 LGES 签订《全球战略合作备忘录》，在 2024-2030 年期间向其供应不少于 120 亿平方米隔膜。此外，2023 年 12 月 18 日，公司完成 GDR 发行并在瑞士证券交易所挂牌上市，海外客户占比有望将提升，进一步开拓全球业务。

➤ **国内外产能持续推进，提升配套能力。**1) **国外方面：**23 年 8 月 26 日，公司发布公告，拟投资不少于 50 亿元在马来西亚槟城州建设马来西亚高性能锂离子电池隔膜一期项目，建成后预计年产 20 亿平锂离子电池湿法隔膜及配套涂覆隔膜，项目建设周期 18 个月；2) **国内方面：**23 年 2 月 8 日，公司发布公告拟投资 100 亿平在广东省南海区投建锂电池隔膜生产基地，分两期建设，建成后预计年产 32 亿平湿法隔膜、16 亿平干法隔膜及 35 亿平涂覆隔膜产能。随着公司产能有序释放，隔膜业务有望稳步增长。

➤ **设备持续迭代，创新行业标准。**公司持续加大研发投入，23 年研发费用达 2.42 亿元，同比增长 16.97%。公司湿法隔膜设备已迭代至第五代，干法隔膜产线迭代至第六代，其中第五代超级湿法线单线，设备宽幅超 8 米，产能达 2.5 亿平方米，相比于第四代单线产能提升超 2 倍，同时引入首创智造系统 2.0 平台，在品质、效率、智能化、低碳化等指标方面均刷新行业标准。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年实现营收 36.92、49.46、62.48 亿元，同比增速分别为 22.5%、34.0%、26.3%，归母净利润 7.18、9.99、13.19 亿元，同比增速分别为 24.5%、39.2%、32.1%，对应 PE 为 19、14、11 倍，考虑到公司全球产能布局深化，海外客户占比提升，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**上游原材料价格波动超预期、下游需求增长不及预期、产能建设受阻。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,013	3,692	4,946	6,248
增长率 (%)	4.6	22.5	34.0	26.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	576	718	999	1,319
增长率 (%)	-19.9	24.5	39.2	32.1
每股收益 (元)	0.43	0.53	0.74	0.98
PE	24	19	14	11
PB	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
10.39 元

分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

邮箱：xiziyi@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

邮箱：zhaodan@mszq.com

研究助理 黎静

执业证书：S0100123030035

邮箱：lijing@mszq.com

相关研究

1.星源材质 (300568.SZ) 2023 年三季报点评：业绩超预期，单平净利环比显著提升-2023/10/18

2.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

3.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

4.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

5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,013	3,692	4,946	6,248
营业成本	1,675	2,380	3,193	4,025
营业税金及附加	28	30	35	37
销售费用	39	41	49	56
管理费用	299	295	371	437
研发费用	242	258	321	375
EBIT	793	798	1,125	1,505
财务费用	10	14	18	21
资产减值损失	-34	-1	-1	-1
投资收益	37	55	64	62
营业利润	824	838	1,170	1,545
营业外收支	-107	3	0	0
利润总额	717	841	1,170	1,545
所得税	123	101	140	185
净利润	594	740	1,030	1,360
归属于母公司净利润	576	718	999	1,319
EBITDA	1,245	1,495	1,936	2,405

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,873	3,420	3,318	5,341
应收账款及票据	1,773	1,979	2,773	2,885
预付款项	33	48	64	80
存货	397	462	601	627
其他流动资产	1,342	1,378	1,518	1,611
流动资产合计	7,419	7,286	8,274	10,545
长期股权投资	5	45	45	45
固定资产	5,018	5,976	6,624	6,895
无形资产	589	639	639	639
非流动资产合计	10,527	11,919	12,108	11,707
资产合计	17,945	19,206	20,382	22,252
短期借款	1,747	1,747	1,747	1,747
应付账款及票据	1,056	1,655	1,769	2,255
其他流动负债	1,219	1,190	1,282	1,376
流动负债合计	4,022	4,592	4,799	5,379
长期借款	2,924	2,924	2,924	2,924
其他长期负债	1,041	1,041	1,041	1,041
非流动负债合计	3,965	3,965	3,965	3,965
负债合计	7,987	8,557	8,763	9,344
股本	1,345	1,346	1,346	1,346
少数股东权益	165	187	218	259
股东权益合计	9,959	10,649	11,619	12,909
负债和股东权益合计	17,945	19,206	20,382	22,252

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.62	22.53	33.97	26.32
EBIT 增长率	-5.49	0.55	40.99	33.80
净利润增长率	-19.87	24.54	39.16	32.06
盈利能力 (%)				
毛利率	44.42	35.53	35.44	35.58
净利润率	19.13	19.44	20.19	21.11
总资产收益率 ROA	3.21	3.74	4.90	5.93
净资产收益率 ROE	5.88	6.86	8.76	10.43
偿债能力				
流动比率	1.84	1.59	1.72	1.96
速动比率	1.64	1.39	1.48	1.73
现金比率	0.96	0.74	0.69	0.99
资产负债率 (%)	44.51	44.55	43.00	41.99
经营效率				
应收账款周转天数	171.17	160.00	150.00	140.00
存货周转天数	73.15	65.00	60.00	55.00
总资产周转率	0.19	0.20	0.25	0.29
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.53	0.74	0.98
每股净资产	7.28	7.78	8.48	9.40
每股经营现金流	0.84	1.32	0.78	1.99
每股股利	0.22	0.10	0.10	0.10
估值分析				
PE	24	19	14	11
PB	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.78	10.64	8.22	6.61
股息收益率 (%)	2.12	0.96	0.96	0.96

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	594	740	1,030	1,360
折旧和摊销	451	698	811	901
营运资金变动	-52	247	-884	332
经营活动现金流	1,134	1,779	1,044	2,681
资本开支	-4,210	-2,047	-1,000	-500
投资	374	-40	0	0
投资活动现金流	-3,792	-2,032	-936	-438
股权募资	835	0	0	0
债务募资	1,451	0	0	0
筹资活动现金流	3,081	-200	-210	-220
现金净流量	450	-453	-102	2,024

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收到任何形式的补偿。

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