

出货量维持较好增势，盈利结构有望持续优化

核心观点

- 事件：公司发布 2023 年年报，全年实现营业收入 30.1 亿元，同比增长 4.6%；实现归母净利润 5.8 亿元，同比下降 19.9%。单四季度来看，公司实现营业收入 8.0 亿元，同比增长 1.9%，实现归母净利润-0.9 亿元，同比下降 169.4%。同时发布 2024 年一季度报，一季度实现营业收入 7.1 亿元，同比增长 7.5%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比下降 41.4%。
- 23 年出货量保持高增，盈利难抵价格下行压力。23 年公司隔膜销量达 25.3 亿平，同比增长 48.5%。而隔膜价格持续下降，23 年全年干湿法基膜的价格降幅约 8%~20%，涂覆膜价格降幅达 18%~23%。2024Q1 降价趋势延续，截至一季度末，基膜价格较年初降幅达 20%以上，涂覆膜降价幅度也在 18~22%。产品价格持续性下跌对公司盈利造成一定压力，23 年单平扣非净利约 0.22 元，同比下降 46%。
- 24 年降价空间有限，销量增势有望维持。当前隔膜价格已处于底部区间，继续降价空间有限，而公司稳步推进各生产基地产能建设投放，同时积极开拓国内外客户，持续深化和加快与国外知名电池厂商的稳定业务合作关系和产品认证工作，新项目、新产能有望驱动公司 24 年隔膜销量保持良好增势，进一步提升全球市场份额。
- 新代湿法产线陆续投产，全球化布局持续完善，盈利结构有望进一步优化。23 年公司首发第五代超级湿法线，设备宽幅超 8 米，产能 2.5 亿平方米，生产效率刷新行业标准。同时，公司进一步贯彻全球化发展战略，在瑞典、马来西亚进行产能布局，以提升对海外大客户的本土化配套供应能力。随着新代湿法产线逐步投入使用，以及海外基地逐步建成投产，公司湿法隔膜和海外收入占比均有望提升，带动盈利结构进一步改善。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.61、0.83、0.99 元（前次 2024-2025 年预测值为 0.90、1.10 元，下调盈利预测主要由于隔膜价格下降），结合行业内可比公司估值水平，我们认为目前公司的合理估值水平为 2024 年的 23 倍市盈率，对应目标价为 14.03 元，维持买入评级。

风险提示

- 锂电池需求不及预期；动力电池技术路线变革；行业竞争加剧导致产品价格下降；假设条件变化影响测算结果；公司海外项目推进不及预期等。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,880	3,013	4,102	5,143	6,235
同比增长(%)	54.8%	4.6%	36.1%	25.4%	21.2%
营业利润(百万元)	847	824	997	1,352	1,622
同比增长(%)	155.5%	-2.7%	21.0%	35.6%	19.9%
归属母公司净利润(百万元)	719	576	823	1,115	1,338
同比增长(%)	154.3%	-19.9%	42.7%	35.6%	19.9%
每股收益(元)	0.53	0.43	0.61	0.83	0.99
毛利率(%)	45.6%	44.4%	44.4%	43.9%	43.4%
净利率(%)	25.0%	19.1%	20.1%	21.7%	21.5%
净资产收益率(%)	11.3%	6.3%	8.0%	10.0%	10.9%
市盈率	18.1	22.5	15.8	11.6	9.7
市净率	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2024年04月22日）	9.66 元
目标价格	14.03 元
52 周最高价/最低价	17.98/9.13 元
总股本/流通 A 股（万股）	134,506/121,259
A 股市值（百万元）	12,993
国家/地区	中国
行业	新能源汽车产业链
报告发布日期	2024 年 04 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-20.75	-15.71	-20.88	-45.06
相对表现%	-20.24	-15.31	-30.57	-32.62
沪深 300%	-0.51	-0.4	9.69	-12.44



证券分析师

卢日鑫	021-63325888*6118 lurixin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100003
李梦强	limengqiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517100003
林煜	linyu1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521080002

联系人

杨雨浓	yangyunong@orientsec.com.cn
朱洪羽	zhuhongyu@orientsec.com.cn

相关报告

干湿并重，深耕海外，隔膜行业领军者 2023-12-18

可比公司估值

表 1：星源材质可比公司估值水平

公司	代码	最新价格(元) 2024/4/22	每股收益（元）				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
恩捷股份	002812	39.82	4.09	3.06	3.48	4.22	9.73	12.99	11.44	9.45
宁德时代	300750	190.60	6.99	10.03	11.09	13.27	27.29	19.00	17.19	14.36
国轩高科	002074	18.07	0.17	0.53	0.65	1.00	103.55	34.37	27.69	18.14
天奈科技	688116	25.81	1.23	0.86	1.13	1.48	20.96	30.01	22.89	17.44
壹石通	688733	18.10	0.74	0.12	0.44	0.65	24.62	147.39	40.78	27.97
	最大值						103.55	147.39	40.78	27.97
	最小值						9.73	12.99	11.44	9.45
	平均数						37.23	48.76	24.00	17.47
	调整后平均						24.29	27.80	22.59	16.65

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,131	3,873	3,487	2,572	1,559
应收票据、账款及款项融资	1,580	1,853	2,482	3,112	3,772
预付账款	66	33	62	77	94
存货	284	397	570	722	882
其他	1,722	1,263	1,312	1,315	1,319
流动资产合计	6,782	7,419	7,912	7,798	7,625
长期股权投资	65	5	5	5	5
固定资产	3,657	5,018	6,139	7,267	8,715
在建工程	2,087	3,520	3,183	3,451	4,404
无形资产	341	589	583	576	569
其他	768	1,395	1,644	1,644	1,644
非流动资产合计	6,919	10,527	11,554	12,942	15,337
资产总计	13,701	17,945	19,466	20,740	22,961
短期借款	787	1,747	2,807	2,641	3,183
应付票据及应付账款	1,035	1,056	1,369	1,733	2,116
其他	507	1,219	517	541	570
流动负债合计	2,330	4,022	4,692	4,915	5,869
长期借款	2,202	2,924	2,924	2,924	2,924
应付债券	0	0	0	0	0
其他	586	1,041	1,013	1,013	1,013
非流动负债合计	2,788	3,965	3,936	3,936	3,936
负债合计	5,118	7,987	8,629	8,851	9,805
少数股东权益	148	165	191	225	266
实收资本（或股本）	1,281	1,345	1,345	1,345	1,345
资本公积	5,563	6,349	6,438	6,438	6,438
留存收益	1,592	2,041	2,863	3,880	5,107
其他	(1)	59	0	0	0
股东权益合计	8,583	9,959	10,837	11,889	13,156
负债和股东权益总计	13,701	17,945	19,466	20,740	22,961

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	748	594	848	1,150	1,379
折旧摊销	367	449	453	579	727
财务费用	6	10	93	157	193
投资损失	(8)	(37)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	148	(382)	(688)	(438)	(456)
其它	32	500	(242)	22	23
经营活动现金流	1,293	1,134	454	1,459	1,857
资本支出	(2,268)	(3,485)	(1,231)	(1,967)	(3,122)
长期投资	(5)	60	0	0	0
其他	(3,023)	(367)	(110)	15	15
投资活动现金流	(5,297)	(3,792)	(1,341)	(1,952)	(3,107)
债权融资	1,733	1,601	(556)	0	0
股权融资	3,481	851	89	0	0
其他	(585)	630	967	(422)	237
筹资活动现金流	4,628	3,081	500	(422)	237
汇率变动影响	18	27	-0	-0	-0
现金净增加额	643	450	(387)	(915)	(1,013)

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,880	3,013	4,102	5,143	6,235
营业成本	1,568	1,675	2,281	2,888	3,527
销售费用	44	39	49	57	62
管理费用	200	299	294	338	407
研发费用	207	242	328	360	436
财务费用	6	10	93	157	193
资产、信用减值损失	31	47	103	27	28
公允价值变动收益	6	4	9	5	5
投资净收益	8	37	10	10	10
其他	8	82	24	20	25
营业利润	847	824	997	1,352	1,622
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	1	110	2	2	2
利润总额	848	717	998	1,353	1,623
所得税	100	123	150	203	243
净利润	748	594	848	1,150	1,379
少数股东损益	28	17	25	34	41
归属于母公司净利润	719	576	823	1,115	1,338
每股收益（元）	0.53	0.43	0.61	0.83	0.99

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	54.8%	4.6%	36.1%	25.4%	21.2%
营业利润	155.5%	-2.7%	21.0%	35.6%	19.9%
归属于母公司净利润	154.3%	-19.9%	42.7%	35.6%	19.9%
获利能力					
毛利率	45.6%	44.4%	44.4%	43.9%	43.4%
净利率	25.0%	19.1%	20.1%	21.7%	21.5%
ROE	11.3%	6.3%	8.0%	10.0%	10.9%
ROIC	8.2%	5.0%	5.7%	7.4%	8.3%
偿债能力					
资产负债率	37.4%	44.5%	44.3%	42.7%	42.7%
净负债率	1.8%	16.6%	23.5%	27.7%	36.8%
流动比率	2.91	1.84	1.69	1.59	1.30
速动比率	2.78	1.75	1.55	1.43	1.14
营运能力					
应收账款周转率	2.7	2.1	2.2	2.2	2.1
存货周转率	5.2	4.8	4.5	4.1	4.0
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
每股指标（元）					
每股收益	0.53	0.43	0.61	0.83	0.99
每股经营现金流	1.01	0.84	0.34	1.08	1.38
每股净资产	6.27	7.28	7.92	8.67	9.58
估值比率					
市盈率	18.1	22.5	15.8	11.6	9.7
市净率	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	12.0	11.4	9.4	7.0	5.7
EV/EBIT	17.1	17.5	13.4	9.7	8.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。