

公司研究

与株式会社 RS Technologies 签订框架协议，隔膜订单持续放量

——星源材质（300568.SZ）事件点评

要点

事件：25年1月8日，公司与株式会社 RS Technologies 达成《战略合作框架协议》，建立长期战略合作关系，共同致力于半导体材料领域协同公关、科技成果转化、科技服务生态等方面的合作交流，推动双方互利共赢。

公司与株式会社 RS Technologies 达成《战略合作框架协议》，凸显公司在材料领域的领军地位。公司作为新能源材料行业的全球领军企业，与株式会社 RS Technologies 达成《战略合作框架协议》，合作内容包括：1) 科技成果转化：株式会社 RS Technologies 愿意优先将其半导体材料科技成果与公司开展合作交流，双方共同探讨对半导体材料科技成果进行商业化合作，建立符合市场化标准的科技成果转移转化管理运作机制；共同致力于协同半导体材料攻关，建立国际交流合作；2) 产业化投资及商业化赋能：乙方愿意将其优势资源及推动相关第三方与甲方联合共同推进半导体材料科技成果产业化的合作，用商业模式赋能半导体材料科技成果转化及产业化；在两国政策法规允许的范围内，协助中日两地市场的共同研发、销售及半导体材料企业的资源整合等相关工作的实施；3) 信息共享：双方建立沟通机制，定期组织双方交流座谈，定期组织联合召开专项成果展示会、政策发布会、技术需求发布会等活动。该框架协议的签订，将进一步凸显公司在材料领域的领军地位，进一步发挥公司在材料领域研发、生产和销售的优势，为半导体材料推广带来积极作用；有助于提高公司科技创新能力及竞争力，符合公司长远发展战略和全体股东的利益。

隔膜订单持续放量，国内外出货量及市场占有率稳步提升。近日，公司全资子公司欧洲星源与大众集团旗下动力电池子公司签订了《定点协议》，约定自25年至32年期间由欧洲星源向客户供应湿法涂覆锂离子电池隔膜材料，如协议顺利履行，25-32年期间预计将累计供货约20.9亿平方米湿法涂覆锂离子电池隔膜材料。与此同时，在全球汽车电动化大趋势之下，公司积极海内外扩产，提升市场占有率，继23年公司与 LG Energy Solution, Ltd. 签订《全球战略合作备忘录》后，24年4月，公司与 Samsung SDI Co., Ltd. 签订《战略合作备忘录》，深化动力电池隔膜相关业务的全球战略合作，推动双方互利共赢。随着公司后续产能的逐步释放，夯实海外市场布局，公司出货量及市场占有率将得到进一步的提升。

盈利预测、估值与评级：公司锂电隔膜的产能放量顺利。但由于锂离子电池隔膜价格仍然维持低迷的状态，我们下调公司24-26年的盈利预测，预计24-26年的归母净利润分别为4.61（下调15.9%）/5.67（下调13.6%）/6.90（下调12.2%）亿元。我们持续看好公司作为锂电隔膜行业龙头的后续发展，维持“增持”评级。

风险提示：产能建设不及预期，下游需求不及预期，工艺迭代风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,880	3,013	3,553	4,260	5,193
营业收入增长率	54.81%	4.62%	17.92%	19.90%	21.89%
净利润（百万元）	719	576	461	567	690
净利润增长率	154.25%	-19.87%	-19.99%	22.86%	21.82%
EPS（元）	0.56	0.43	0.34	0.42	0.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.53%	5.88%	4.63%	5.51%	6.46%
P/E	16	21	26	21	18
P/B	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-01-10，2022年公司总股本为12.81亿股，2023年公司总股本为13.45亿股，2024年及以后公司总股本为13.43亿股。

增持（维持）

当前价：9.00元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：胡星月

执业证书编号：S0930524070016

010-56513142

huxingyue@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.43
总市值(亿元)	120.87
一年最低/最高(元)	6.73/14.25
近3月换手率	310.07%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.63	-0.37	-49.26
绝对	-16.97	-6.15	-35.61

资料来源：Wind

相关研报

持续完善全球隔膜产能布局，发布股权激励计划彰显长期发展信心——星源材质（300568.SZ）动态跟踪报告（2024-09-12）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,880	3,013	3,553	4,260	5,193
营业成本	1,568	1,675	2,359	2,766	3,320
折旧和摊销	371	451	442	555	662
税金及附加	20	28	33	40	49
销售费用	44	39	46	55	67
管理费用	200	299	353	423	516
研发费用	207	242	286	343	418
财务费用	6	10	-5	42	94
投资收益	8	37	40	45	49
营业利润	847	824	649	786	961
利润总额	848	717	600	734	892
所得税	100	123	120	147	178
净利润	748	594	480	588	713
少数股东损益	28	17	19	21	23
归属母公司净利润	719	576	461	567	690
EPS(元)	0.56	0.43	0.34	0.42	0.51

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,293	1,134	360	850	1,032
净利润	719	576	461	567	690
折旧摊销	371	451	442	555	662
净营运资金增加	364	472	787	643	855
其他	-162	-365	-1,331	-914	-1,175
投资活动产生现金流	-5,297	-3,792	-1,162	-1,210	-1,181
净资本支出	-2,348	-4,210	-1,230	-1,230	-1,230
长期投资变化	-5	60	0	0	0
其他资产变化	-2,944	358	68	20	49
融资活动现金流	4,628	3,081	-1,294	714	615
股本变化	512	64	-2	0	0
债务净变化	1,123	2,241	-1,001	996	1,002
无息负债变化	761	628	-237	203	267
净现金流	643	450	-2,097	354	466

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	45.6%	44.4%	33.6%	35.1%	36.1%
EBITDA 率	43.6%	44.0%	29.5%	31.6%	32.3%
EBIT 率	30.8%	29.0%	17.1%	18.5%	19.5%
税前净利润率	29.4%	23.8%	16.9%	17.2%	17.2%
归母净利润率	25.0%	19.1%	13.0%	13.3%	13.3%
ROA	5.5%	3.3%	2.8%	3.2%	3.5%
ROE (摊薄)	8.5%	5.9%	4.6%	5.5%	6.5%
经营性 ROIC	9.1%	5.9%	3.5%	4.2%	4.9%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	37%	45%	40%	43%	46%
流动比率	2.91	1.84	2.03	1.65	1.48
速动比率	2.79	1.75	1.85	1.50	1.34
归母权益/有息债务	2.57	1.77	2.20	1.86	1.64
有形资产/有息债务	4.06	3.14	3.60	3.22	2.99

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	13,701	17,945	16,890	18,437	20,126
货币资金	3,131	3,873	1,777	2,130	2,596
交易性金融资产	1,556	871	871	871	871
应收账款	1,272	1,594	1,728	2,072	2,526
应收票据	221	180	242	290	354
其他应收款 (合计)	8	8	9	11	14
存货	284	397	503	594	719
其他流动资产	246	464	464	464	464
流动资产合计	6,782	7,419	5,639	6,486	7,607
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	65	5	5	5	5
固定资产	3,657	5,018	5,920	6,647	7,220
在建工程	2,087	3,520	3,270	3,082	2,942
无形资产	341	589	607	625	642
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	692	1,279	1,279	1,279	1,279
非流动资产合计	6,919	10,527	11,251	11,951	12,519
总负债	5,118	7,987	6,749	7,948	9,216
短期借款	787	1,747	696	1,642	2,594
应付账款	799	916	708	830	996
应付票据	236	140	197	231	277
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	66	66	66	66
流动负债合计	2,330	4,022	2,772	3,920	5,139
长期借款	2,202	2,924	2,974	3,024	3,074
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	312	454	454	454	454
非流动负债合计	2,788	3,965	3,977	4,027	4,077
股东权益	8,583	9,959	10,141	10,489	10,910
股本	1,281	1,345	1,343	1,343	1,343
公积金	5,761	6,548	6,594	6,651	6,720
未分配利润	1,495	1,931	2,050	2,321	2,649
归属母公司权益	8,435	9,794	9,957	10,284	10,681
少数股东权益	148	165	184	205	228

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.52%	1.29%	1.29%	1.29%	1.29%
管理费用率	6.93%	9.94%	9.94%	9.94%	9.94%
财务费用率	0.21%	0.33%	-0.14%	0.99%	1.81%
研发费用率	7.20%	8.05%	8.05%	8.05%	8.05%
所得税率	12%	17%	20%	20%	20%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.10	0.22	0.18	0.22	0.26
每股经营现金流	1.01	0.84	0.27	0.63	0.77
每股净资产	6.59	7.28	7.41	7.66	7.95
每股销售收入	2.25	2.24	2.65	3.17	3.87

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	16	21	26	21	18
PB	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.4	11.1	15.4	12.7	10.8
股息率	1.1%	2.4%	2.0%	2.4%	2.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP