

隔膜产销同比高增，全球布局开花结果

核心观点

- 公司近期发布 2024 年年报与 2025 年一季报：**2024 年公司实现营业收入 35.41 亿元，同比增长 17.52%；归母净利润 3.64 亿元，同比下降 36.87%；扣非归母净利润 2.83 亿元，同比下降 48.17%。2025 年一季度公司实现营业收入 8.89 亿元，同比增长 24.44%；归母净利润 0.47 亿元，同比下降 56.39%；扣非归母净利润 0.34 亿元，同比下降 64.66%。
- 隔膜产销同比高增，盈利持续承压。**2024 年公司隔膜实现产销量 40.5/39.9 亿平，同比增长 56.3%/57.6%。受隔膜价格持续下跌影响，公司盈利能力受损，2024 年毛利率和净利率分别为 29.1%和 10.3%，同比下降 15.3pct 和 8.9pct；2025 年一季度，公司毛利率 25.5%，环比微降 0.4pct；净利率 5.3%，环比提升 3.8pct。干法基膜经历连续下跌已触底，截至 4 月底价格已较年初上涨 6%，公司干法膜盈利有望随之修复；而湿法膜价格仍处于下跌趋势中，短期内盈利预计将继续承压。
- 产能与市场全球化布局日趋完善。**公司坚持国际化发展战略，在产能方面稳步推进海外基地建设，未来马来西亚、瑞典基地投产有望提升为客户提供本土化配套的供应能力。同时公司积极开展海外市场与客户的拓展，近期与三星 SDI 签订了战略备忘录，与大众集团旗下子公司签订了定点协议，与国际客户关系持续深化。
- 积极投入新产品新技术开发。**应对安全、快充的电池新技术趋势，公司率先量产新型涂层隔膜产品，纳米纤维涂覆隔膜、聚酰亚胺涂覆隔膜、芳纶涂覆隔膜等新产品持续开发更新。固态电池方面，公司与大曹化工、Sepion、中科深蓝汇泽开展合作，研发固态电解质膜产品；同时参股公司深圳新源邦氧化物电解质已达量产阶段，硫化物和聚合物电解质处于小批量供应阶段。

盈利预测与投资建议

- 由于隔膜价格下跌，我们下调公司 2025-2026 年每股收益预测值至 0.34、0.54 元（原预测值为 0.83、0.99 元），并新增 2027 年预测值 0.80 元。结合可比公司估值水平，给予公司 2025 年 34 倍市盈率，对应目标价为 11.56 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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,013	3,541	4,636	5,929	7,720
同比增长(%)	4.6%	17.5%	30.9%	27.9%	30.2%
营业利润(百万元)	824	407	554	867	1,278
同比增长(%)	-2.7%	-50.7%	36.3%	56.5%	47.3%
归属母公司净利润(百万元)	576	364	463	727	1,074
同比增长(%)	-19.9%	-36.9%	27.2%	57.1%	47.7%
每股收益（元）	0.43	0.27	0.34	0.54	0.80
毛利率(%)	44.4%	29.1%	33.0%	35.8%	37.4%
净利率(%)	19.1%	10.3%	10.0%	12.3%	13.9%
净资产收益率(%)	6.3%	3.7%	4.6%	6.8%	9.4%
市盈率	24.7	39.1	30.8	19.6	13.3
市净率	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2

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（2025年05月09日）	10.6 元
目标价格	11.56 元
52 周最高价/最低价	13.16/6.73 元
总股本/流通 A 股（万股）	134,290/121,388
A 股市值（百万元）	14,235
国家/地区	中国
行业	新能源汽车产业链
报告发布日期	2025 年 05 月 14 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	16.74	21.7	5.58	2.84
相对表现%	14.74	17.38	6.78	-2.12
沪深 300%	2	4.32	-1.2	4.96



证券分析师

李梦强	limengqiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517100003
杨雨浓	yangyunong@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090005
朱洪羽	zhuhongyu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860525010001

相关报告

出货量维持较好增势，盈利结构有望持续优化	2024-04-24
干湿并重，深耕海外，隔膜行业领军者	2023-12-18

表 1：星源材质可比公司估值水平

公司	代码	最新价格(元) 2025/5/9	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
恩捷股份	002812	28.50	-0.57	0.80	1.40	1.89	-49.67	35.67	20.38	15.11
宁德时代	300750	248.27	11.52	14.82	17.80	21.03	21.54	16.75	13.95	11.80
国轩高科	002074	23.25	0.67	0.80	1.10	1.43	34.74	29.18	21.23	16.28
天奈科技	688116	43.91	0.73	1.21	1.71	2.51	60.51	36.24	25.66	17.48
壹石通	688733	16.54	0.06	0.36	0.65	0.91	275.21	45.70	25.44	18.12
	最大值						275.21	45.70	25.66	18.12
	最小值						(49.67)	16.75	13.95	11.80
	平均数						68.47	32.71	21.33	15.76
	调整后平均						38.93	33.69	22.35	16.29

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						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,873	3,678	2,318	2,965	3,860	营业收入	3,013	3,541	4,636	5,929	7,720
应收票据、账款及款项融资	1,853	2,668	3,848	4,921	6,408	营业成本	1,675	2,511	3,105	3,808	4,835
预付账款	33	46	70	89	116	销售费用	39	37	46	59	77
存货	397	518	932	1,142	1,450	管理费用	299	276	323	398	501
其他	1,263	632	823	830	839	研发费用	242	248	324	415	540
流动资产合计	7,419	7,542	7,990	9,947	12,673	财务费用	10	43	286	346	388
长期股权投资	5	50	10	10	10	资产、信用减值损失	47	88	71	98	148
固定资产	5,018	7,332	9,393	10,660	11,732	公允价值变动收益	4	(10)	1	1	1
在建工程	3,520	5,233	4,785	4,682	4,496	投资净收益	37	19	15	15	15
无形资产	589	991	981	970	960	其他	82	59	58	47	31
其他	1,395	1,998	1,929	1,929	1,929	营业利润	824	407	554	867	1,278
非流动资产合计	10,527	15,603	17,098	18,251	19,127	营业外收入	3	3	3	3	3
资产总计	17,945	23,146	25,087	28,198	31,800	营业外支出	110	2	2	2	2
短期借款	1,747	3,262	5,144	8,113	11,250	利润总额	717	407	555	868	1,279
应付票据及应付账款	1,056	1,643	2,018	2,475	3,143	所得税	123	36	83	130	192
其他	1,219	1,156	1,135	1,152	1,171	净利润	594	371	472	738	1,087
流动负债合计	4,022	6,061	8,298	11,740	15,563	少数股东损益	17	7	9	11	13
长期借款	2,924	5,798	4,998	3,998	2,798	归属于母公司净利润	576	364	463	727	1,074
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.43	0.27	0.34	0.54	0.80
其他	1,041	1,316	1,269	1,269	1,269	主要财务比率					
非流动负债合计	3,965	7,113	6,266	5,266	4,066		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	7,987	13,174	14,564	17,006	19,630	成长能力					
少数股东权益	165	172	181	192	205	营业收入	4.6%	17.5%	30.9%	27.9%	30.2%
实收资本（或股本）	1,345	1,343	1,343	1,343	1,343	营业利润	-2.7%	-50.7%	36.3%	56.5%	47.3%
资本公积	6,349	6,364	6,427	6,427	6,427	归属于母公司净利润	-19.9%	-36.9%	27.2%	57.1%	47.7%
留存收益	2,041	2,109	2,572	3,230	4,195	获利能力					
其他	59	(17)	0	0	0	毛利率	44.4%	29.1%	33.0%	35.8%	37.4%
股东权益合计	9,959	9,971	10,523	11,192	12,170	净利率	19.1%	10.3%	10.0%	12.3%	13.9%
负债和股东权益总计	17,945	23,146	25,087	28,198	31,800	ROE	6.3%	3.7%	4.6%	6.8%	9.4%
现金流量表						ROIC	5.0%	2.3%	3.4%	4.5%	5.5%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	594	371	472	738	1,087	资产负债率	44.5%	56.9%	58.1%	60.3%	61.7%
折旧摊销	449	600	630	799	944	净负债率	16.6%	62.6%	82.4%	89.3%	90.7%
财务费用	10	43	286	346	388	流动比率	1.84	1.24	0.96	0.85	0.81
投资损失	(37)	(19)	(15)	(15)	(15)	速动比率	1.74	1.15	0.84	0.74	0.71
营运资金变动	(437)	(434)	(1,312)	(936)	(1,292)	营运能力					
其它	556	(192)	109	97	147	应收账款周转率	2.1	1.9	1.8	1.6	1.6
经营活动现金流	1,134	368	170	1,030	1,259	存货周转率	4.5	5.0	3.9	3.3	3.4
资本支出	(3,485)	(5,022)	(2,232)	(1,953)	(1,820)	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
长期投资	60	(44)	40	0	0	每股指标（元）					
其他	(367)	2,622	(185)	16	16	每股收益	0.43	0.27	0.34	0.54	0.80
投资活动现金流	(3,792)	(2,444)	(2,377)	(1,937)	(1,804)	每股经营现金流	0.84	0.27	0.13	0.77	0.94
债权融资	1,601	2,874	(812)	(1,000)	(1,200)	每股净资产	7.29	7.30	7.70	8.19	8.91
股权融资	851	13	63	0	0	估值比率					
其他	630	145	1,597	2,553	2,640	市盈率	24.7	39.1	30.8	19.6	13.3
筹资活动现金流	3,081	3,031	848	1,553	1,440	市净率	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2
汇率变动影响	27	(49)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	16.5	20.2	14.4	10.5	8.1
现金净增加额	450	906	(1,360)	647	896	EV/EBIT	25.4	47.2	25.2	17.5	12.7

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。