

星源材质（300568）

2025 半年报点评：单平盈利见底，布局固态电解质膜打造第二成长曲线

买入（维持）

2025 年 08 月 20 日

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

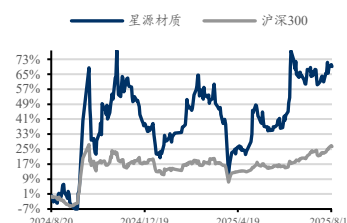
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,013	3,541	4,139	5,078	6,093
同比（%）	4.62	17.52	16.90	22.68	19.99
归母净利润（百万元）	576.33	363.83	402.69	505.21	689.65
同比（%）	(19.87)	(36.87)	10.68	25.46	36.51
EPS-最新摊薄（元/股）	0.43	0.27	0.30	0.38	0.51
P/E（现价&最新摊薄）	28.78	45.58	41.19	32.83	24.05

投资要点

- **业绩符合市场预期。**公司 25H1 收入 19.0 亿元，同比+15%，归母净利润 1.0 亿元，同比-59%，扣非净利润 0.4 亿元，同比-75%，毛利率 25.1%，同比-6.4pct。其中 25Q2 收入 10.1 亿元，同环比+7%/+13%，归母净利润 0.5 亿元，同环比-60%/+15%，扣非净利润 0.1 亿元，同环比-88%/-73%，毛利率 24.7%，同环比-3.4/-0.8pct
- **25Q2 出货环比微增，25 年预计可维持 25%增长。**我们预计 25H1 公司出货 22-23 亿平，其中 25Q2 出货 11.5 亿平，同环增 15%/5%，其中干法受涨价影响环比略降，湿法份额提升至 60%，公司 25 年佛山 4 条湿法线分别于 Q1、Q2 末投产，对应 Q3、Q4 新增产能释放，我们预计 Q3 出货环增 10%+至 13 亿平左右，我们预计 25 年出货 25%增长至 50 亿平，海外收入占比维持 20-30%。盈利端，我们测算 25Q2 均价 1 元/平（含税），环增 10%左右，主要系产品结构变化+干法涨价影响，25Q2 单位毛利 0.2 元/平，环比持平，单位净利 0.01 元/平，主要系汇兑损失增加、会计审慎下存货减值等因素影响。当前隔膜价格基本见底，且湿法占比提升，下半年我们预计单平盈利稳中有升，26 年马来工厂我们预计出货 6 亿平+，海外定价体系下盈利可观，贡献主要利润增量。
- **布局固态电池骨架膜，打造第二成长曲线。**公司布局固态电池主流膜产品，分别开发了氧化物复合型和聚合物复合型固态电解质膜，并布局刚性骨架膜，开发高强度耐热型复合骨架膜、高孔隙率型骨架膜和高耐热型大孔骨架膜等，可保留高能量提升全固态电池的装配效率。此外，公司与瑞固新材正式签署战略合作协议，共同开发高性能固体电解质膜及相关产品，同时参股新源邦，具备氧化物电解质百吨级产能和十吨级出货，硫化物电解质我们预计 25 年有吨级出货。
- **存货减值影响盈利、经营性现金流改善明显。**公司 25Q2 期间费用率 9.5%，同环比+0.3/+0.3pct，主要由于研发费用率提升至 5.5%；信用减值 0.5 亿元，主要由于收入增加，严谨计提减值，资产减值 0.15 亿元。Q2 经营性净现金流 7.5 亿元，环比增加 11%；资本开支 1.8 亿元，同环比-13%/-6%。Q2 末存货 8.3 亿元，较 Q1 末微降，库存维持低位。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 25--27 年归母净利润 4.0/5.1/6.9 亿的预期，同比+11%/25%/37%，对应 PE 为 41x/33x/24x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，下游需求不及预期，原材料价格波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.35
一年最低/最高价	6.73/14.12
市净率(倍)	1.69
流通 A 股市值(百万元)	14,991.31
总市值(百万元)	16,584.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.33
资产负债率(% ,LF)	59.54
总股本(百万股)	1,342.90
流通 A 股(百万股)	1,213.87

相关研究

《星源材质(300568)：2024 年报及 2025 一季报点评：单平盈利见底，25 年盈利稳中有升》

2025-04-29

《星源材质(300568)：2024 年三季报点评：单平盈利稳定，25 年出货有望维持高增长》

2024-10-30

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,542	4,672	5,495	6,227	营业总收入	3,541	4,139	5,078	6,093
货币资金及交易性金融资产	3,977	444	500	305	营业成本(含金融类)	2,511	2,936	3,591	4,273
经营性应收款项	2,714	3,299	3,928	4,713	税金及附加	35	41	50	60
存货	518	603	738	878	销售费用	37	41	46	49
合同资产	0	0	0	0	管理费用	276	298	355	414
其他流动资产	333	326	329	331	研发费用	248	269	320	372
非流动资产	15,603	16,666	17,523	18,138	财务费用	43	170	239	253
长期股权投资	50	50	60	70	加:其他收益	96	103	122	140
固定资产及使用权资产	7,644	8,512	9,266	9,777	投资净收益	19	17	20	24
在建工程	5,233	5,333	5,333	5,333	公允价值变动	(10)	0	10	10
无形资产	991	1,085	1,179	1,273	减值损失	(88)	(31)	(36)	(41)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(2)	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	407	474	594	806
其他非流动资产	1,686	1,686	1,686	1,686	营业外净收支	1	1	2	7
资产总计	23,146	21,338	23,018	24,366	利润总额	407	475	596	813
流动负债	6,061	3,841	5,052	5,760	减:所得税	36	66	83	114
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,124	1,628	2,383	2,617	净利润	371	408	512	699
经营性应付款项	1,643	1,921	2,350	2,796	减:少数股东损益	7	6	7	10
合同负债	4	6	7	9	归属母公司净利润	364	403	505	690
其他流动负债	290	286	312	339	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.27	0.30	0.38	0.51
非流动负债	7,113	7,113	7,113	7,113	EBIT	442	554	716	925
长期借款	5,798	5,798	5,798	5,798	EBITDA	1,051	1,702	2,179	2,630
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.09	29.08	29.29	29.88
租赁负债	300	300	300	300	归母净利率(%)	10.27	9.73	9.95	11.32
其他非流动负债	1,016	1,016	1,016	1,016	收入增长率(%)	17.52	16.90	22.68	19.99
负债合计	13,174	10,955	12,165	12,874	归母净利润增长率(%)	(36.87)	10.68	25.46	36.51
归属母公司股东权益	9,799	10,206	10,668	11,297					
少数股东权益	172	178	185	195					
所有者权益合计	9,971	10,384	10,852	11,492					
负债和股东权益	23,146	21,338	23,018	24,366					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	368	1,432	1,904	2,192	每股净资产(元)	7.30	7.60	7.94	8.41
投资活动现金流	(2,444)	(2,192)	(2,298)	(2,289)	最新发行在外股份(百万股)	1,343	1,343	1,343	1,343
筹资活动现金流	3,031	(2,773)	439	(109)	ROIC(%)	2.25	2.49	3.29	4.03
现金净增加额	906	(3,533)	46	(205)	ROE-摊薄(%)	3.71	3.95	4.74	6.10
折旧和摊销	609	1,148	1,463	1,705	资产负债率(%)	56.92	51.34	52.85	52.84
资本开支	(4,536)	(2,209)	(2,308)	(2,303)	P/E (现价&最新股本摊薄)	45.58	41.19	32.83	24.05
营运资本变动	(796)	(417)	(345)	(491)	P/B (现价)	1.69	1.63	1.55	1.47

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>