

星源材质（300568.SZ）

隔膜业务短期稍有承压，积极布局第二增长曲线

买入（维持评级）

投资要点：

➤ **事件：**公司发布 2025 年半年度报告。2025 上半年公司实现营业收入 18.98 亿元，同比+14.78%；归母净利润 1.00 亿元，同比-58.53%。2025 年二季度公司实现营业收入 10.09 亿元，同比+7.43%；归母净利润 0.54 亿元，同比-60.22%。

➤ **隔膜业务短期承压，海外产能有望集中释放。**

公司隔膜业务短期承压，主要受隔膜产业链价格下跌影响。公司作为隔膜行业头部企业，积极响应反内卷政策号召，对干法隔膜减产保价。此外，公司积极布局海外产能，瑞典基地、马来西亚基地均有望于 2026 年贡献有效产能。

➤ **财务费用稍有承压，经营性现金流持续改善。**

25Q2 公司财务费用率约为 7.07%，环比+1.54pct，同比+5.08pct，主要系利息支出和汇兑损失增加所致。公司研发费用率为 6.99%，环比+0.68pct，同比+0.63pct，主要系研发新技术研发布局及职工薪酬提升所致。25Q2 公司经营活动现金流净额 3.36 亿元，同比+236.26%，主要得益于税费返还增加及回款效率提升。

➤ **前瞻性布局固态电池技术，积极发展公司第二增长曲线。**

公司在报告期内与瑞固新材正式签署战略合作协议，结合公司全球领先的隔膜技术与渠道资源，以及瑞固新材在硫化物固体电解质材料领域的领先技术，共同开发高性能固体电解质膜及相关产品，下游电池厂可以直接采购已经卷状成膜形态直接使用，有助于降低全固态电芯的生产壁垒和材料运输。此外，参股公司新源邦已拥有氧化物电解质百吨级产能和十吨级出货，硫化物电解质预期年内有望实现吨级出货。

➤ **盈利预测与投资建议**

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.2、4.7、6.5 亿元，对应当前市值市盈率分别为 52.8、35.4、25.8X。目前，隔膜行业价格战缓和趋势明确，海外产能业务弹性有望在 2026 年逐步释放，且公司积极布局硫化物电解质、固态电解质膜等新技术，维持“买入”评级。

➤ **风险提示**

下游需求不及预期，行业竞争加剧。

基本数据

日期	2025-09-04
收盘价:	12.48 元
总股本/流通股本(百万股)	1,341.89/1,213.87
流通 A 股市值(百万元)	15,149.12
每股净资产(元)	7.33
资产负债率(%)	59.54
一年内最高/最低价(元)	14.12/6.73

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： 邓伟(S0210522050005)
DW3787@hfzq.com.cn
研究助理： 陈瑞标(S0210124080041)
crb30651@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、【华福电新】星源材质（300568.SZ）2023 年三季报点评：单凭盈利逆势增长，业绩超预期——2023.10.17
- 2、【华福电新】星源材质（300568.SZ）2023 年半年报点评，业绩符合预期，国内客户放量下出货环比高增——2023.08.17
- 3、Q3 业绩符合预期，湿法单平盈利维持高位——2022.10.17

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,013	3,541	4,186	5,121	6,343
增长率	5%	18%	18%	22%	24%
净利润（百万元）	576	364	317	474	648
增长率	-20%	-37%	-13%	49%	37%
EPS（元/股）	0.43	0.27	0.24	0.35	0.48
市盈率（P/E）	29.1	46.0	52.8	35.4	25.8
市净率（P/B）	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5

数据来源：公司公告、华福证券研究所

研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,678	1,888	2,310	2,862
应收票据及账款	2,376	2,443	3,021	3,891
预付账款	46	56	67	83
存货	518	620	783	936
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	924	995	1,174	1,371
流动资产合计	7,542	6,002	7,356	9,142
长期股权投资	50	50	50	50
固定资产	7,332	10,203	12,795	14,055
在建工程	5,233	5,474	5,240	4,583
无形资产	991	1,121	1,307	1,488
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	1,998	1,421	1,622	1,694
非流动资产合计	15,603	18,269	21,013	21,870
资产合计	23,146	24,272	28,369	31,012
短期借款	3,262	3,520	5,570	6,489
应付票据及账款	1,643	1,932	2,323	2,883
预收款项	0	0	0	0
合同负债	4	5	6	7
其他应付款	34	90	99	74
其他流动负债	1,117	1,002	1,158	1,205
流动负债合计	6,061	6,547	9,157	10,658
长期借款	5,798	6,398	7,398	7,898
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,316	1,085	1,158	1,208
非流动负债合计	7,113	7,482	8,556	9,105
负债合计	13,174	14,030	17,712	19,763
归属母公司所有者权益	9,799	10,064	10,470	11,050
少数股东权益	172	178	187	199
所有者权益合计	9,971	10,242	10,657	11,249
负债和股东权益	23,146	24,272	28,369	31,012

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	368	1,559	1,398	1,782
现金收益	1,019	1,400	1,932	2,446
存货影响	-121	-102	-163	-152
经营性应收影响	-591	-56	-563	-855
经营性应付影响	449	344	401	535
其他影响	-388	-26	-208	-192
投资活动现金流	-2,444	-3,442	-3,799	-2,183
资本支出	-5,035	-4,052	-3,644	-2,155
股权投资	-44	0	0	0
其他长期资产变化	2,635	610	-155	-28
融资活动现金流	3,031	93	2,823	952
借款增加	4,395	667	3,176	1,398
股利及利息支付	-536	-401	-470	-548
股东融资	0	-1	0	0
其他影响	-828	-172	117	102

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,541	4,186	5,121	6,343
营业成本	2,511	2,978	3,605	4,442
税金及附加	35	40	50	61
销售费用	37	40	43	47
管理费用	276	305	348	399
研发费用	248	272	307	349
财务费用	43	267	348	415
信用减值损失	-63	-38	-53	-78
资产减值损失	-25	-21	-26	-32
公允价值变动收益	-10	1	-2	-6
投资收益	19	28	41	43
其他收益	96	103	151	171
营业利润	407	354	529	724
营业外收入	2	3	4	5
营业外支出	2	2	3	4
利润总额	407	355	530	725
所得税	36	32	47	65
净利润	371	323	483	660
少数股东损益	7	6	9	12
归属母公司净利润	364	317	474	648
EPS（按最新股本摊薄）	0.27	0.24	0.35	0.48

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	17.5%	18.2%	22.3%	23.9%
EBIT 增长率	-38.1%	38.3%	41.2%	29.8%
归母公司净利润增长率	-36.9%	-12.9%	49.4%	36.8%
获利能力				
毛利率	29.1%	28.8%	29.6%	30.0%
净利率	10.5%	7.7%	9.4%	10.4%
ROE	3.6%	3.1%	4.4%	5.8%
ROIC	2.4%	3.1%	3.7%	4.5%
偿债能力				
资产负债率	56.9%	57.8%	62.4%	63.7%
流动比率	1.2	0.9	0.8	0.9
速动比率	1.2	0.8	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转天数	184	178	166	169
存货周转天数	66	69	70	70
每股指标（元）				
每股收益	0.27	0.24	0.35	0.48
每股经营现金流	0.27	1.16	1.04	1.33
每股净资产	7.30	7.50	7.80	8.23
估值比率				
P/E	46	53	35	26
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	29	21	15	12

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn