

星源材质（300568）

2025 年三季报点评：隔膜价格拐点在即，布局固态电解质膜打造第二成长曲线

买入（维持）

2025 年 10 月 28 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	4,059	5,378	6,390
同比（%）	4.62	17.52	14.63	32.50	18.81
归母净利润（百万元）	576.33	363.83	148.87	501.24	665.20
同比（%）	(19.87)	(36.87)	(59.08)	236.68	32.71
EPS-最新摊薄（元/股）	0.43	0.27	0.11	0.37	0.49
P/E（现价&最新摊薄）	29.80	47.21	115.37	34.27	25.82

投资要点

■ **Q3 业绩基本符合市场预期。**公司 25 年 Q1-3 营收 29.6 亿元，同 13.5%，归母净利润 1.1 亿元，同-67.3%，毛利率 22.6%，同-7.6pct；其中 25Q3 营收 10.6 亿元，同环比 11.4%/5.1%，归母净利润 0.1 亿元，同环比-87%/-74%，扣非净利-0.28 亿，同环比转负，毛利率 18.1%，同环比-9.9/-6.6pct，业绩基本符合市场预期。

■ **25Q3 出货环比微增，降价影响单位盈利。**我们预计 25Q3 公司出货量 12 亿平，环比微增，Q1-3 累计出货量 35 亿平左右，公司当前满产满销，预计全年出货量 48-50 亿平，同增 25%+。看明年，公司 25 年佛山 4 条湿法线于 25H1 陆续投产爬坡，预计 26 年贡献 1-2 亿平增量，马来工厂投产贡献 6-8 亿平增量，我们预计 26 年出货量 20%+增长至 58-60 亿平。盈利端，我们测算 25Q3 均价 1 元/平（含税），环比微增，其中湿法占比进一步提升至 65%，25Q3 单位毛利 0.16 元/平，环比下滑 26%，单位净利微亏，主要系 Q3 公司湿法降价影响，且计提存货减值损失。当前湿法行业产能利用率已达 70%+，9 月起价格已逐步回暖，后续有望出现价格拐点，干法 26 年确定涨价，此外 26 年马来工厂预计出货量 6 亿平+，海外定价体系下盈利可观，我们预计 26 年单位盈利拐点明确。

■ **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，我们预计硫化物电解质 25 年有吨级出货。

■ **费用控制良好，资本开支明显减少。**公司 25 年 Q1-3 期间费用 6.2 亿元，同 35.7%，费用率 21%，同 3.4pct，其中 Q3 期间费用 2 亿元，同环比 32%/-13.2%，费用率 19.1%，同环比 3/-4pct；25 年 Q1-3 经营性净现金流 5.4 亿元，同 62%，其中 Q3 经营性现金流 0.1 亿元，同环比-93.7%/-96.7%；25 年 Q1-3 资本开支 29.3 亿元，同-5.3%，其中 Q3 资本开支 6.5 亿元，同环比-44.3%/-42.9%；25 年 Q3 末存货 7.1 亿元，较年初 37%。

■ **盈利预测与投资评级：**由于 25 年隔膜价格下降及存货减值压力，我们下调 25-27 年公司归母净利润预期为 1.5/5.0/6.7 亿（原预期 4.0/5.1/6.9 亿），同比-59%/237%/33%，对应 PE 为 115x/34x/26x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**销量和盈利水平不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.38
一年最低/最高价	8.01/15.15
市净率(倍)	1.68
流通 A 股市值(百万元)	15,104.89
总市值(百万元)	16,689.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.35
资产负债率(%，LF)	60.81
总股本(百万股)	1,348.12
流通 A 股(百万股)	1,220.10

相关研究

《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》

2025-08-20

《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	5,315	6,925	8,111	营业总收入	3,541	4,059	5,378	6,390
货币资金及交易性金融资产	3,977	1,111	1,654	1,917	营业成本(含金融类)	2,511	3,139	3,800	4,475
经营性应收款项	2,714	3,233	4,161	4,942	税金及附加	35	40	53	63
存货	518	645	781	920	销售费用	37	37	43	45
合同资产	0	0	0	0	管理费用	276	329	430	498
其他流动资产	333	326	329	332	研发费用	248	272	355	415
非流动资产	15,603	16,666	17,523	18,138	财务费用	43	177	250	275
长期股权投资	50	50	60	70	加:其他收益	96	122	151	160
固定资产及使用权资产	7,644	8,512	9,266	9,777	投资净收益	19	8	11	13
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	165	583	760
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	21,981	24,448	26,250	利润总额	407	166	585	767
流动负债	6,061	4,687	6,682	7,867	减:所得税	36	(17)	70	92
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,124	2,336	3,868	4,582	净利润	371	183	515	675
经营性应付款项	1,643	2,054	2,487	2,929	减:少数股东损益	7	34	13	9
合同负债	4	6	8	9	归属母公司净利润	364	149	501	665
其他流动负债	290	291	320	347	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.27	0.11	0.37	0.49
非流动负债	7,113	7,113	7,113	7,113	EBIT	442	243	697	893
长期借款	5,798	5,798	5,798	5,798	EBITDA	1,051	1,391	2,160	2,598
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.09	22.68	29.35	29.96
租赁负债	300	300	300	300	归母净利率(%)	10.27	3.67	9.32	10.41
其他非流动负债	1,016	1,016	1,016	1,016	收入增长率(%)	17.52	14.63	32.50	18.81
负债合计	13,174	11,800	13,796	14,981	归母净利润增长率(%)	(36.87)	(59.08)	236.68	32.71
归属母公司股东权益	9,799	9,975	10,433	11,040					
少数股东权益	172	206	219	229					
所有者权益合计	9,971	10,181	10,652	11,269					
负债和股东权益	23,146	21,981	24,448	26,250					

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	1,384	1,645	2,213	每股净资产(元)	7.30	7.43	7.77	8.22
投资活动现金流	(2,444)	(2,201)	(2,307)	(2,300)	最新发行在外股份 (百万股)	1,348	1,348	1,348	1,348
筹资活动现金流	3,031	(2,049)	1,195	340	ROIC(%)	2.25	1.38	3.13	3.69
现金净增加额	906	(2,866)	533	253	ROE-摊薄(%)	3.71	1.49	4.80	6.03
折旧和摊销	609	1,148	1,463	1,705	资产负债率(%)	56.92	53.68	56.43	57.07
资本开支	(4,536)	(2,209)	(2,308)	(2,303)	P/E (现价&最新股本摊薄)	47.21	115.37	34.27	25.82
营运资本变动	(796)	(255)	(637)	(492)	P/B (现价)	1.75	1.72	1.64	1.55

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>