

星源材质（300568）

2025 年报点评：隔膜盈利拐点将至，布局固态电解质膜打造第二成长曲线

买入（维持）

2026 年 03 月 31 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

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	3,541	4,125	5,899	7,370	8,707
同比（%）	17.52	16.50	43.00	24.93	18.14
归母净利润（百万元）	363.83	36.37	754.22	1,200.50	1,507.92
同比（%）	(36.87)	(90.00)	1,973.87	59.17	25.61
EPS-最新摊薄（元/股）	0.27	0.03	0.56	0.89	1.12
P/E（现价&最新摊薄）	56.85	568.73	27.42	17.23	13.72

投资要点

■ **业绩处于预告范围内、符合市场预期。**公司 25 年营收 41.3 亿元，同比 16.5%，归母净利 0.4 亿元，同比-90%，扣非净利-0.5 亿元，同比-119.2%，毛利率 23%，同比-6.1pct，归母净利率 0.9%，同比-9.4pct；其中 25Q4 营收 11.7 亿元，同环比 24.8%/10.2%，归母净利-0.8 亿元，同环比-640%/-658.4%，扣非净利-0.7 亿元，同环比-551.3%/153.2%，毛利率 24.2%，同环比-1.8/6.1pct。

■ **涨价落地+产品结构改善、单位盈利拐点将至。**公司 25 年锂电隔膜收入 40.8 亿，同增 16%，毛利率 22.8%，同比-6pct；出货端，25 年总体出货 46.65 亿平，同增 17%，其中 Q4 我们预计出货 12-12.5 亿平，环比微增，26 年 Q1 出货我们预计 10-11 亿平，我们预计全年出货 55-60 亿平，同增 20%，其中马来工厂贡献 6 亿平增量，27 年 8-12 亿平，贡献主要增量。盈利端，25 全年单价 1 元/平，同比微降，其中 Q4 我们测算均价 1.08 元/平，环比提升 0.05 元，主要系部分涨价落地及湿法占比提升所致，我们测算 25 年单位毛利 0.2 元/平，其中 Q4 我们预计 0.23 元，环比提升显著，若加回 Q4 汇兑损益影响及资产报废损失，对应单位经营性净利我们预计 0.02 元左右，展望 26 年，公司高价值量产品出货量占比有望提升至 50%+，下游客户涨价落地，我们预计单位盈利逐步恢复至 0.2 元/平，27 年行业供给紧张，有望进一步提升。

■ **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 26 年有吨级出货。

■ **费用控制良好、资本开支明显减少。**公司 25 年期间费用 9.3 亿元，同比 53.3%，费用率 22.4%，同比 5.4pct，其中 Q4 期间费用 3.1 亿元，同环比 107.9%/50.6%，费用率 26.1%，同环比 10.4/7pct；25 年经营性净现金流 7.5 亿元，同比 104.2%，其中 Q4 经营性现金流 2.1 亿元，同环比 525.7%/5%；25 年资本开支 37.8 亿元，同比-16.7%，其中 Q4 资本开支 8.5 亿元，同环比-41.1%/-25.6%；25 年末存货 7.6 亿元，较年初 47.2%。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到隔膜涨价落地+产品结构改善、单位盈利恢复，我们预计 26-27 年公司归母净利润 7.5/12 亿元（原预测 5.0/6.7 亿元），新增 28 年归母净利润预测 15.1 亿元，同比+1974%/59%/26%，对应 PE 为 27x/17x/14x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**销量不及预期、盈利水平不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.37
一年最低/最高价	8.01/18.72
市净率(倍)	2.10
流通 A 股市值(百万元)	18,707.49
总市值(百万元)	20,683.57

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.32
资产负债率(% ,LF)	59.26
总股本(百万股)	1,345.71
流通 A 股(百万股)	1,217.14

相关研究

《星源材质(300568)：2025 年三季度报点评：隔膜价格拐点在即，布局固态电解质膜打造第二成长曲线》

2025-10-28

《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

星源材质三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6,084	7,069	8,966	10,513	营业总收入	4,125	5,899	7,370	8,707
货币资金及交易性金融资产	2,022	1,252	1,931	2,276	营业成本(含金融类)	3,175	4,030	4,705	5,519
经营性应收款项	2,911	4,617	5,691	6,723	税金及附加	48	68	86	101
存货	762	828	967	1,134	销售费用	43	53	59	61
合同资产	0	0	0	0	管理费用	378	448	545	636
其他流动资产	388	372	376	380	研发费用	278	383	479	557
非流动资产	18,640	19,284	19,722	19,919	财务费用	226	233	293	307
长期股权投资	23	23	33	43	加:其他收益	107	177	206	218
固定资产及使用权资产	10,719	11,168	11,503	11,595	投资净收益	0	12	15	17
在建工程	6,115	6,215	6,215	6,215	公允价值变动	91	0	10	10
无形资产	1,072	1,166	1,260	1,354	减值损失	(69)	(31)	(36)	(41)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(16)	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	90	840	1,399	1,731
其他非流动资产	712	712	712	712	营业外净收支	(39)	1	2	7
资产总计	24,724	26,353	28,688	30,432	利润总额	51	841	1,401	1,738
流动负债	7,519	8,581	9,790	10,138	减:所得税	(23)	(84)	168	209
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,772	6,446	7,328	7,288	净利润	74	925	1,233	1,529
经营性应付款项	1,363	1,731	2,020	2,370	减:少数股东损益	37	171	32	21
合同负债	18	8	9	11	归属母公司净利润	36	754	1,201	1,508
其他流动负债	365	397	432	469	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.03	0.56	0.89	1.12
非流动负债	7,133	7,133	7,133	7,133	EBIT	202	916	1,496	1,833
长期借款	5,325	5,325	5,325	5,325	EBITDA	1,079	2,482	3,378	3,957
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	23.03	31.68	36.16	36.61
租赁负债	282	282	282	282	归母净利率(%)	0.88	12.78	16.29	17.32
其他非流动负债	1,526	1,526	1,526	1,526	收入增长率(%)	16.50	43.00	24.93	18.14
负债合计	14,652	15,714	16,923	17,271	归母净利润增长率(%)	(90.00)	1,973.87	59.17	25.61
归属母公司股东权益	9,862	10,258	11,352	12,727					
少数股东权益	209	381	413	434					
所有者权益合计	10,071	10,639	11,765	13,161					
负债和股东权益	24,724	26,353	28,688	30,432					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	753	1,430	2,547	3,164	每股净资产(元)	7.32	7.61	8.42	9.44
投资活动现金流	(3,270)	(2,197)	(2,303)	(2,295)	最新发行在外股份(百万股)	1,346	1,346	1,346	1,346
筹资活动现金流	1,061	(3)	425	(533)	ROIC(%)	1.40	4.56	5.56	6.36
现金净增加额	(1,463)	(770)	669	335	ROE-摊薄(%)	0.37	7.35	10.57	11.85
折旧和摊销	876	1,566	1,881	2,123	资产负债率(%)	59.26	59.63	58.99	56.75
资本开支	(3,778)	(2,209)	(2,308)	(2,303)	P/E (现价&最新股本摊薄)	568.73	27.42	17.23	13.72
营运资本变动	(328)	(1,397)	(925)	(853)	P/B (现价)	2.10	2.02	1.83	1.63

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>