

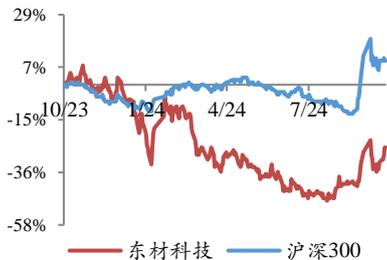
Q3 业绩短期承压，电子材料稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-28

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 8.72 |
| 近12个月最高/最低(元) | 13.09/6.12 |
| 总股本(百万股) | 897 |
| 流通股本(百万股) | 897 |
| 流通股比例(%) | 100.00 |
| 总市值(亿元) | 78 |
| 流通市值(亿元) | 78 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

2024年10月25日晚，东材科技发布2024年三季度报，报告期内公司实现营业收入11.23亿元，同比增长12.67%，环比下降6.52%，归母净利润0.76亿元，同比下降10.71%，环比下降29.99%，销售毛利率14.51%，环比变化-1.61pct。

● 光学膜持续向好，光伏、环氧竞争加剧，公司Q2业绩短期承压

2024Q3，受益于算力升级、人工智能、新能源汽车、特高压输电等新兴领域的高质量发展，公司研发制造的双马来酰亚胺树脂、活性酯、聚丙烯薄膜、汽车用功能膜等差异化产品，竞争优势明显、市场拓展顺利，快速占据增量及进口替代市场。但光伏、环氧树脂产业链的阶段性供需矛盾仍十分突出，同质化竞争加剧，太阳能背板基膜、环氧树脂等细分产品的毛利率有所下跌。2024Q3，公司电工绝缘材料/新能源材料/光学膜材料/电子材料/环保阻燃材料销量分别1.45/1.25/2.77/1.38/0.36万吨，环比变化+4.95%/-34.85%/+7.10%/-20.37%/-19.47%。价格方面，2024Q3年电工绝缘材料/新能源材料/光学膜材料/电子材料/环保阻燃材料均价分别0.90/2.44/1.19/1.94/0.96万元/吨，环比变化-6.43%/+22.04%/+2.61%/+9.54%/-2.45%。光学膜板块受益于消费电子行业复苏以及产品结构改善，量价均出现好转，光学背板基膜竞争加剧使得公司Q3销量有所减少，此外环氧树脂板块价格仍处于底部区间，Q3公司整体销售毛利率14.51%，环比变化-1.61pct。

● 加码电子材料，光学膜新产能有序推进，公司成长空间进一步打开

公司在高端光学膜领域持续发力，“年产25000吨偏光片用光学级聚酯基膜项目”、“年产20000吨超薄MLCC用光学级聚酯基膜技术改造项目”、“年产3000吨超薄型聚丙烯薄膜一号线”等项目目前已经完成设备调试并投入试生产，新建产业化项目的产能利用率和产品稳定性持续改善，将加速释放优质产能。为进一步扩大产能规模和领先优势，丰富产品结构，积极拓展电子材料在人工智能、低轨卫星通讯等领域的市场应用，公司拟通过孙公司东材电子材料（眉山）有限公司在四川省眉山市投资建设“年产20000吨高速通信基板用电子材料项目”，该项目定位于生产高速通信基板用电子材料，预计总投资7亿元，随着数字化基础设施建设不断完善，高速通信基板用电子材料将成为公司重要的利润来源。

● 投资建议

公司作为膜材料行业的头部企业，随着电子材料、新能源业务的快速发展以及相继投产，产业链一体化程度大幅提升，成本与规模优势显著，受光伏基膜及环氧树脂产品周期下行影响，预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.45、4.71、6.06亿元，同比增速为4.8%、

36.6%、28.9% (前值 2024、2025、2026 年业绩分别为 3.88、5.02、6.49 亿元)，当前股价对应 PE 分别为 23、17、13 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 3737 | 4231 | 5544 | 6736 |
| 收入同比 (%) | 2.7% | 13.2% | 31.0% | 21.5% |
| 归属母公司净利润 | 329 | 345 | 471 | 606 |
| 净利润同比 (%) | -20.8% | 4.8% | 36.6% | 28.9% |
| 毛利率 (%) | 19.0% | 16.4% | 18.4% | 19.1% |
| ROE (%) | 7.2% | 7.5% | 9.3% | 10.7% |
| 每股收益 (元) | 0.37 | 0.38 | 0.52 | 0.68 |
| P/E | 33.46 | 22.70 | 16.62 | 12.90 |
| P/B | 2.49 | 1.71 | 1.55 | 1.38 |
| EV/EBITDA | 20.44 | 14.84 | 10.99 | 9.24 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 3550 | 3742 | 5406 | 5848 | 营业收入 | 3737 | 4231 | 5544 | 6736 |
| 现金 | 1189 | 1263 | 2029 | 2609 | 营业成本 | 3027 | 3539 | 4522 | 5450 |
| 应收账款 | 736 | 820 | 1257 | 1244 | 营业税金及附加 | 27 | 34 | 43 | 53 |
| 其他应收款 | 50 | 15 | 83 | 28 | 销售费用 | 60 | 67 | 88 | 107 |
| 预付账款 | 64 | 105 | 115 | 150 | 管理费用 | 148 | 164 | 217 | 262 |
| 存货 | 498 | 476 | 838 | 704 | 财务费用 | 73 | 85 | 127 | 140 |
| 其他流动资产 | 1013 | 1064 | 1084 | 1114 | 资产减值损失 | -22 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 6377 | 6848 | 7328 | 7762 | 公允价值变动收益 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 202 | 202 | 202 | 202 | 投资净收益 | 24 | 27 | 18 | 32 |
| 固定资产 | 3496 | 3960 | 4429 | 4854 | 营业利润 | 369 | 384 | 524 | 674 |
| 无形资产 | 537 | 537 | 537 | 537 | 营业外收入 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 其他非流动资产 | 2142 | 2148 | 2160 | 2169 | 营业外支出 | 7 | 5 | 6 | 5 |
| 资产总计 | 9927 | 10590 | 12734 | 13611 | 利润总额 | 364 | 381 | 520 | 671 |
| 流动负债 | 2741 | 2634 | 3756 | 3378 | 所得税 | 57 | 45 | 72 | 86 |
| 短期借款 | 881 | 1098 | 1208 | 1372 | 净利润 | 306 | 336 | 449 | 585 |
| 应付账款 | 541 | 436 | 884 | 663 | 少数股东损益 | -22 | -9 | -22 | -22 |
| 其他流动负债 | 1320 | 1100 | 1664 | 1343 | 归属母公司净利润 | 329 | 345 | 471 | 606 |
| 非流动负债 | 2473 | 3239 | 3812 | 4481 | EBITDA | 653 | 723 | 968 | 1178 |
| 长期借款 | 848 | 1007 | 1254 | 1457 | EPS (元) | 0.37 | 0.38 | 0.52 | 0.68 |
| 其他非流动负债 | 1626 | 2232 | 2558 | 3024 | | | | | |
| 负债合计 | 5215 | 5873 | 7567 | 7859 | | | | | |
| 少数股东权益 | 142 | 134 | 112 | 90 | | | | | |
| 股本 | 918 | 918 | 918 | 918 | | | | | |
| 资本公积 | 1994 | 1994 | 1994 | 1994 | | | | | |
| 留存收益 | 1657 | 1671 | 2142 | 2749 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 4570 | 4584 | 5055 | 5661 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 9927 | 10590 | 12734 | 13611 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 181 | 125 | 720 | 491 |
| 净利润 | 306 | 336 | 449 | 585 |
| 折旧摊销 | 304 | 394 | 454 | 512 |
| 财务费用 | 137 | 133 | 157 | 181 |
| 投资损失 | -24 | -27 | -18 | -32 |
| 营运资金变动 | -480 | -600 | -206 | -643 |
| 其他经营现金流 | 724 | 825 | 539 | 1115 |
| 投资活动现金流 | -380 | -570 | -481 | -563 |
| 资本支出 | -865 | -748 | -807 | -825 |
| 长期投资 | 466 | 147 | 305 | 226 |
| 其他投资现金流 | 19 | 31 | 21 | 36 |
| 筹资活动现金流 | -173 | 519 | 526 | 651 |
| 短期借款 | 4 | 217 | 111 | 164 |
| 长期借款 | 334 | 159 | 247 | 203 |
| 普通股增加 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 76 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -588 | 143 | 169 | 285 |
| 现金净增加额 | -372 | 75 | 766 | 580 |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 2.7% | 13.2% | 31.0% | 21.5% |
| 营业利润 | -20.2% | 4.2% | 36.5% | 28.6% |
| 归属于母公司净利润 | -20.8% | 4.8% | 36.6% | 28.9% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 19.0% | 16.4% | 18.4% | 19.1% |
| 净利率 (%) | 8.8% | 8.1% | 8.5% | 9.0% |
| ROE (%) | 7.2% | 7.5% | 9.3% | 10.7% |
| ROIC (%) | 3.7% | 3.3% | 4.4% | 5.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 52.5% | 55.5% | 59.4% | 57.7% |
| 净负债比率 (%) | 110.7% | 124.5% | 146.5% | 136.6% |
| 流动比率 | 1.29 | 1.42 | 1.44 | 1.73 |
| 速动比率 | 1.00 | 1.09 | 1.08 | 1.34 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.39 | 0.41 | 0.48 | 0.51 |
| 应收账款周转率 | 5.25 | 5.44 | 5.34 | 5.39 |
| 应付账款周转率 | 6.50 | 7.25 | 6.85 | 7.05 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.37 | 0.38 | 0.52 | 0.68 |
| 每股经营现金流 (摊薄) | 0.20 | 0.14 | 0.80 | 0.55 |
| 每股净资产 | 4.98 | 5.11 | 5.64 | 6.31 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 33.46 | 22.70 | 16.62 | 12.90 |
| P/B | 2.49 | 1.71 | 1.55 | 1.38 |
| EV/EBITDA | 20.44 | 14.84 | 10.99 | 9.24 |

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。