



买入（维持）

所属行业：化工/化学原料
当前价格(元)：29.60

证券分析师

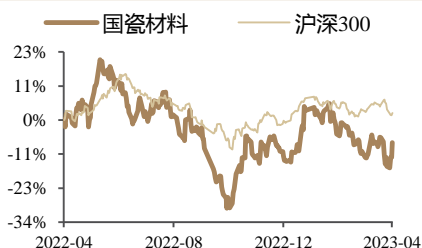
李骥

资格编号：S0120521020005

邮箱：lij3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.17	-3.01	-10.38
相对涨幅(%)	4.13	-1.23	-5.77

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《国瓷材料(300285.SZ)：2022年收入逆市增长，多点纵向延伸彰显长期投资价值》，2023.4.18
- 《国瓷材料(300285.SZ)：疫情影响下Q1业绩逆势增长，积极回购股份彰显公司信心》，2022.4.27

国瓷材料(300285.SZ)：一季报环比回升，看好环比逐季改善

投资要点

- **事件**：4月27日，公司发布2023年一季报，实现营业收入7.86亿元，同比下降6.09%，环比增长8.53%；实现归母净利润1.23亿元，同比下降40.68%，环比增长208.5%；实现扣非归母净利润1.01亿元，同比下降46.28%，环比增长65.25%；对应毛利率37.3%，同比下降4.26pct，环比提升7.68pct；净利率16.79%，同比下降8.34pct，环比提升11.26pct，盈利能力环比回升。
- **MLCC需求边际改善，粉体景气度有望触底回升**。近日，风华高科高管对外表示部分料号已开启涨价通道。三环集团也于近期发布涨价函，称公司在与部分合作伙伴充分沟通、协商一致后，二季度各月份套单实际交易价格全面上调，所有签约伙伴自4月份新提交的套单审批时同步同比例调整并执行。据TrendForce统计，2023年一季度车用MLCC订单量相对稳定，预期MLCC供应商全年将积极投入研发及扩大车用产品产能。2023年2月MLCC供应商BB Ratio（订单出货比值）微幅上升至0.79，需求呈现边际改善。未来随着下游需求持续回暖，MLCC粉体景气度有望触底向上。
- **催化材料需求延后释放，蜂窝陶瓷国产替代有望加速**。2022年，受原材料价格上涨和芯片供应等多重负面因素的影响，行业对国六产品的需求尚未完全爆发。公司依托技术优势及外延式战略布局，2022年实现商用车、乘用车、非道路机械、船机蜂窝陶瓷产品全突破。随着各级政府汽车消费补贴政策的陆续推出，汽车行业有望进一步复苏，带动国六产品需求增长。蜂窝陶瓷全球市场长期由美国康宁和日本NGK公司垄断，合计市占率约90%，公司积极协同下游客户，加速推动蜂窝陶瓷产品的国产替代。
- **横向拓展+纵向延伸，奠定公司长期发展基础**。2023Q1公司投资活动产生的现金流量净额为-3.45亿元，较上年同期变动-168.99%，主要系取得赛创电气股权及参股韩国Spident公司所致。**齿科材料**：为满足公司的发展战略与国际化业务规划的需求，公司全资孙公司国瓷新加坡入股韩国Spident口腔公司（股权转让及认购完成后合计持有目标公司20.03%股权），截至2023年2月，对外投资购买境外股权事项已全部完成。未来公司将聚焦牙科大修复场景（临床修复+技工修复），致力于成为全球化的口腔修复解决方案综合供应商。**精密陶瓷**：公司重点布局精密陶瓷基板领域，通过自主研发攻克了高端DPC陶瓷基板核心材料“卡脖子”问题，并收购中国大陆DPC陶瓷基板头部企业赛创电气100%股权。2023年1月，赛创电气已经办理完成工商变更登记手续，取得了铜陵市市场监督管理局换发的《营业执照》，成为公司的全资子公司。2023年4月，赛创电气更名为国瓷赛创电气（铜陵）。公司由先进陶瓷粉体和基片环节进入先进陶瓷基板解决方案的产业链环节，完善陶瓷粉体-陶瓷基片-陶瓷基板产业链垂直一体化布局，业务范围和下游应用领域得到长期和几何级数律的进一步拓展。
- **投资建议**：受益于MLCC粉体需求触底回暖，生物医疗、精密陶瓷、催化材料、新能源多点突破，预计公司2023-2025年业绩分别为7.26亿元、10.21亿元、13.32亿元，对应每股收益分别为0.72元、1.02元、1.33元，对应PE分别为41、29、22倍。考虑公司长期成长性显著，维持“买入”评级。
- **风险提示**：下游需求不及预期，产品价格波动风险，项目建设进展不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	1,003.81
流通 A 股(百万股):	803.21
52 周内股价区间(元):	22.54-38.50
总市值(百万元):	29,712.79
总资产(百万元):	7,973.81
每股净资产(元):	5.99

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,162	3,167	3,438	4,653	6,001
(+/-)YOY(%)	24.4%	0.2%	8.6%	35.3%	29.0%
净利润(百万元)	795	497	726	1,021	1,332
(+/-)YOY(%)	38.6%	-37.5%	46.0%	40.8%	30.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.79	0.50	0.72	1.02	1.33
毛利率(%)	45.0%	34.9%	40.0%	40.8%	41.2%
净资产收益率(%)	13.8%	8.4%	11.0%	13.4%	14.9%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.50	0.72	1.02	1.33
每股净资产	5.86	6.58	7.60	8.93
每股经营现金流	0.20	1.39	-0.34	2.10
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	55.14	40.95	29.09	22.30
P/B	4.70	4.50	3.89	3.32
P/S	9.38	8.64	6.39	4.95
EV/EBITDA	35.96	25.71	19.78	14.76
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	34.9%	40.0%	40.8%	41.2%
净利润率	16.6%	22.5%	23.3%	23.6%
净资产收益率	8.4%	11.0%	13.4%	14.9%
资产回报率	6.6%	8.7%	10.4%	11.7%
投资回报率	8.3%	10.8%	13.1%	14.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.2%	8.6%	35.3%	29.0%
EBIT 增长率	-40.1%	50.6%	39.9%	30.4%
净利润增长率	-37.5%	46.0%	40.8%	30.4%
偿债能力指标				
资产负债率	15.9%	15.2%	16.8%	15.8%
流动比率	4.0	4.3	3.9	4.4
速动比率	2.8	3.4	2.7	3.4
现金比率	0.7	1.7	0.4	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	150.9	143.1	145.7	144.9
存货周转天数	139.3	134.3	136.0	135.4
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	1.9	1.7	2.1	2.4

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	497	726	1,021	1,332
少数股东损益	30	47	64	84
非现金支出	234	254	295	335
非经营收益	-17	-4	-4	-2
营运资金变动	-540	369	-1,719	356
经营活动现金流	204	1,391	-343	2,105
资产	-525	-551	-589	-588
投资	-161	63	-15	-14
其他	71	-1	-2	-5
投资活动现金流	-614	-489	-605	-607
债权募资	0	1	1	1
股权募资	0	0	0	0
其他	-859	0	0	0
融资活动现金流	-859	1	1	1
现金净流量	-1,267	903	-947	1,499

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,167	3,438	4,653	6,001
营业成本	2,062	2,062	2,752	3,526
毛利率%	34.9%	40.0%	40.8%	41.2%
营业税金及附加	19	25	32	41
营业税金率%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	135	137	186	243
营业费用率%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	188	194	263	342
管理费用率%	5.9%	5.6%	5.7%	5.7%
研发费用	225	233	318	411
研发费用率%	7.1%	6.8%	6.8%	6.9%
EBIT	562	846	1,184	1,544
财务费用	-29	0	0	0
财务费用率%	-0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-11	0	0	0
投资收益	-14	0	-2	-5
营业利润	577	851	1,188	1,547
营业外收支	-15	0	0	0
利润总额	562	851	1,188	1,547
EBITDA	755	1,101	1,479	1,880
所得税	35	79	103	131
有效所得税率%	6.3%	9.2%	8.7%	8.5%
少数股东损益	30	47	64	84
归属母公司所有者净利润	497	726	1,021	1,332

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	566	1,469	522	2,021
应收账款及应收票据	1,569	1,448	2,726	2,618
存货	891	648	1,431	1,221
其它流动资产	224	205	242	354
流动资产合计	3,249	3,770	4,922	6,214
长期股权投资	79	96	111	125
固定资产	1,691	1,975	2,249	2,493
在建工程	334	328	333	334
无形资产	169	178	188	195
非流动资产合计	4,252	4,572	4,887	5,161
资产总计	7,502	8,342	9,809	11,375
短期借款	2	3	4	5
应付票据及应付账款	559	604	945	1,041
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	254	275	314	368
流动负债合计	814	882	1,263	1,414
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	382	382	382	382
非流动负债合计	382	382	382	382
负债总计	1,196	1,264	1,645	1,796
实收资本	1,004	1,004	1,004	1,004
普通股股东权益	5,882	6,608	7,629	8,962
少数股东权益	423	470	534	617
负债和所有者权益合计	7,502	8,342	9,809	11,375

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

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，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。