东兴证券 DONGXING SECURITIES

国瓷材料（300285）：催化材料迅速放量，先进陶瓷材料平台型企业市占率提升空间大

2020 年 08 月 27 日

强烈推荐/维持

国瓷材料 | 公司报告

国瓷材料公布 2020 年上半年业绩：营业收入为 10.76 亿元，YoY+4.27%，归母净利润为 2.58 亿元，YoY+4.11%，对应 EPS 为 0.27 元。

蜂窝陶瓷载体业务迅速放量，未来有望持续快速增长。随着国六标准的实施以及国际市场新业务的顺利开展，在汽油机方面，公司的 GPF 和薄壁 TWC 均已进入主要客户主机厂公告目录且从 2019 年下半年开始进行批量销售，尤其是 GPF 产品性能优异、质量稳定，获得客户一致好评，进口替代效果显著；柴油机方面，公司主要以国内主流主机厂为开拓目标，SCR 及 DPF 已完全实现批量生产并通过了国外主要催化剂公司验证，气体机载体已开始大批量销售。

义齿用陶瓷材料市场前景广阔。子公司爱尔创是国内全瓷牙知名品牌，在国内市场尤其是民营口腔市场的占有率逐年提升。国瓷材料与子公司爱尔创深度整合，打造齿科综合服务商，已实现了氧化锆-义齿-数字化齿科全流程整合，开拓线上销售和线下诊所及医院合作的新模式，并加大牙科产品市场和品牌推广力度。

MLCC 陶瓷粉料国内龙头市占率提升空间大。公司已在中低端 MLCC 陶瓷粉料领域逐渐实现了国产化替代，有望显著受益于国内通用型号 MLCC 的产能转移趋势，并将在中国 MLCC 产业高端化中起到助力作用。目前公司水热法生产的小粒径产品开始批量供应，同时固相法产品已经进入稳定工艺的阶段，多元化产品的供货能力给客户提供了更大范围的选择空间。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020~2022 年净利润分别为 5.62、6.93 和 8.52 亿元，对应 EPS 分别为 0.58、0.72 和 0.88 元。维持"强烈推荐"评级。

风险提示：技术路线竞争加剧；下游客户订单减少；下游需求增速不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,798	2,153	2,326	2,759	3,288
增长率（%）	47.65%	19.76%	8.03%	18.64%	19.16%
归母净利润（百万元）	544	501	562	693	852
增长率（%）	122.11%	-7.94%	12.31%	23.29%	22.88%
净资产收益率（%）	16.91%	13.71%	13.52%	14.49%	15.33%
每股收益(元)	0.56	0.52	0.58	0.72	0.88
PE	69	74	66	54	44
PB	11.59	10.21	8.97	7.79	6.71

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

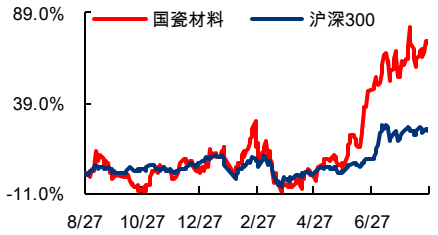
公司简介：

国瓷材料是一家专业从事新材料领域，集研发、生产、销售为一体的高新技术企业。公司产品涵盖电子陶瓷介电材料、结构陶瓷材料、建筑陶瓷材料、电子金属浆料、催化材料等。产品主要应用在电子信息和通讯、生物医药、新能源汽车、建筑材料、汽车及工业催化、太阳能光伏、航空航天等现代高科技领域。公司承建了"山东省电子陶瓷材料工程技术研究中心"和"山东省电子陶瓷材料工程试验室"、"山东省企业技术中心"三大科研平台，持续开展技术创新和产品研发，已累计取得多项专利。

交易数据

52 周股价区间（元）	40.5-19.96
总市值（亿元）	372.81
流通市值（亿元）	291.85
总股本/流通 A 股（万股）	96,334/75,415
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.39

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘宇卓

010-66554030 liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480516110002

分析师：罗四维

010-66554047 luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519080002

分析师：张明烨

0755-82832017 zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480517120002

国瓷材料是国内领先的先进陶瓷材料行业平台型企业，具备较强的产业集群优势，目前在电子陶瓷材料、催化用陶瓷材料、义齿用陶瓷材料等众多领域已居于行业第一梯队，未来行业及公司均有较好的发展前景和较大的发展空间。

鲜明的产业集群优势有助于充分发挥规模效益。公司将借助新材料产业集群优势，加快资源整合、加强母公司同子公司和各子公司之间的相互融合，发挥在产品、技术、市场等方面的协同效应，快速占领高端客户。同时依托政府的政策支持，打造国瓷新材料产业园，进一步加强产业集群的优势，充分发挥规模效应，降低产品的平均成本，巩固公司的行业地位。

较强的客户优势有助于充分受益进口替代浪潮。先进陶瓷材料行业发展前景良好，市场空间广阔。公司在电子陶瓷材料、催化用陶瓷材料、义齿用陶瓷材料等众多细分领域已居于行业第一梯队，积累了大量优质的客户资源，为公司未来持续健康发展奠定了坚实的基础。公司已与韩国三星、风华高科、比亚迪、蓝思科技、威孚高科等国内外知名厂商建立了稳定的合作关系，形成了广泛的品牌影响力。

图1：国瓷材料业务板块

公司业务板块		主要产品	应用领域	经营主体	项目建设情况
电子材料板块		MLCC粉体材料、电子浆料、氧化铝粉体材料、电子消费品用氧化锆粉体材料等	电子信息和通讯、5G产业、航空航天、新能源汽车	公司电子材料事业部	目前正在建设陶瓷背板生产线、超微型片式多层陶瓷电容器用介质材料研发与产业化项目
催化材料板块		蜂窝陶瓷载体、铈锆固熔体、催化用氧化铝等	汽车及工业催化等	王子制陶、国瓷博晶及公司蜂窝陶瓷工厂	目前汽车用蜂窝陶瓷项目正在建设
生物医疗材料板块		牙科用氧化锆粉体材料、牙科瓷块及其他口腔材料等	生物医疗及大健康行业	公司电子材料事业部、深圳爱尔创科技及其下属子公司、爱尔创数字口腔	目前爱尔创牙科用材料正在扩产中
其他材料板块	建筑陶瓷材料	陶瓷墨水、色料、釉料等	建筑材料行业	国瓷康立泰、三水康立泰	无
	其他材料	太阳能浆料、陶瓷球、其他	太阳能发电、风电、电子材料行业、高铁、汽车等	国瓷泓源、金盛陶瓷、国瓷天诺、国瓷戍普、	无

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

尾气处理用陶瓷材料：蜂窝陶瓷载体是核心部件，市场规模提升空间大。预计在国五升级国六的过程中，国内汽车尾气处理用蜂窝陶瓷载体的市场规模有望翻4倍。国瓷材料的子公司王子制陶已进入国产蜂窝陶瓷载体行业第一梯队，在国内国六市场和国外后市场及船机市场开拓良好。

图2：中国汽车尾气处理用蜂窝陶瓷载体市场空间测算

基础假设1：假设2019~2023年中国汽车产量与2018年持平

汽车类型		中国2018年产量（万辆）	单车使用陶瓷载体的体积（升）				
			SCR	DOC	DPF	TWC	GPF
柴油车	重型商用车	173.62	20	7	15		
	轻型商用车	25.09	6	2.1	4.5		
	乘用车	5.52	-	1.26	2.7		
汽油车	乘用车	2218.35				2.16	2.16

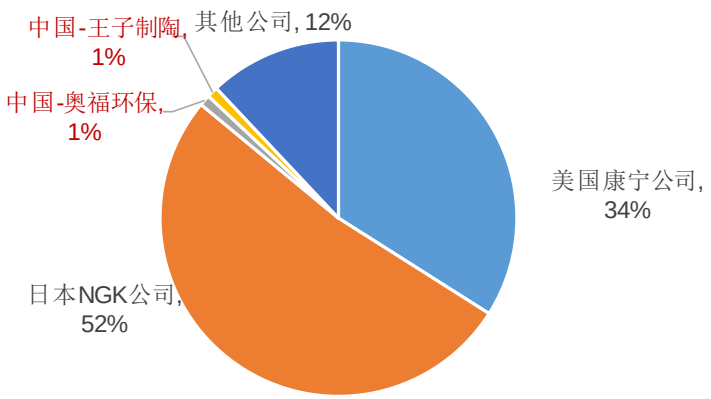
基础假设2：

价格假设（元/升）	SCR	DOC	DPF	TWC	GPF
国五	55	50	140	45	-
国六（较国五提价20%）	66	60	168	54	200

国内汽车尾气处理用陶瓷蜂窝载体市场规模测算（亿元）				
按2018年汽车产量测算	国五	国六	增幅	CAGR(2018~2023年)
汽油车	**21.56**	**121.71**	**464%**	**41%**
TWC载体	21.56	25.87		
GPF载体		95.83		
柴油车	**22.01**	**77.46**	**252%**	**29%**
SCR载体	19.93	23.91		
DOC载体	0.30	7.65		
DPF载体	1.79	45.90		
合计	**43.58**	**199.17**	**357%**	**36%**

资料来源：Wind，奥福环保招股说明书，东兴证券研究所

图3：蜂窝陶瓷载体市场竞争格局



资料来源：奥福环保招股说明书，东兴证券研究所

图4：国内外主要蜂窝陶瓷载体生产企业比较

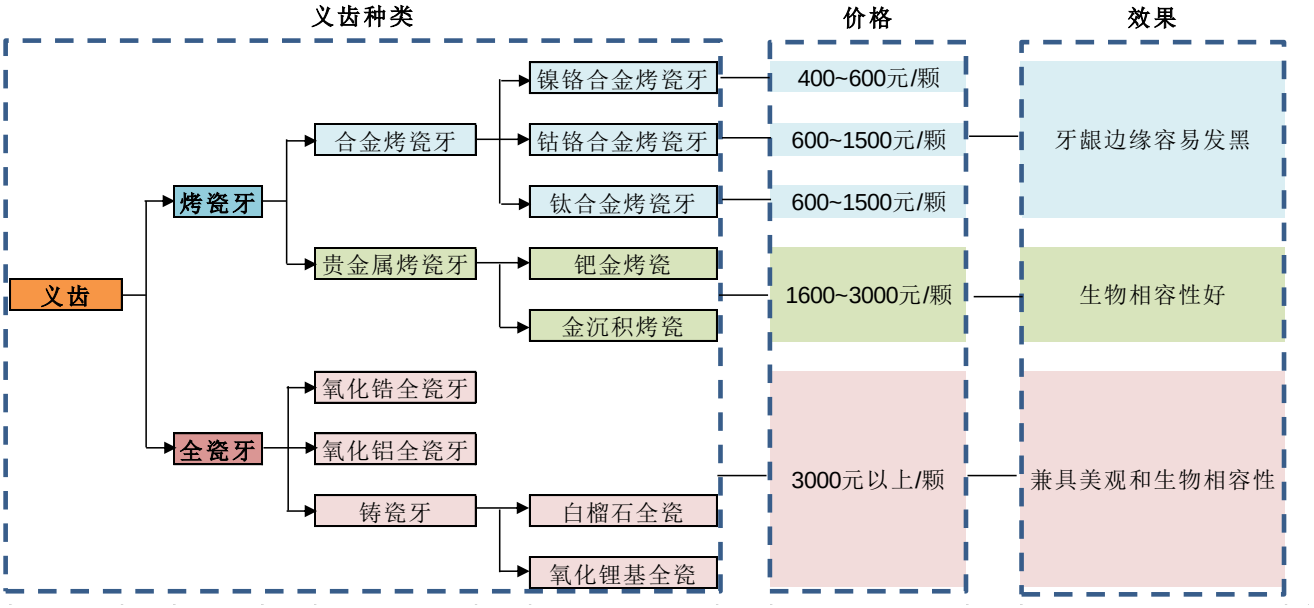
	美国康宁	日本NGK	奥福环保	凯龙蓝烽	宜兴化机	王子制陶
2019年蜂窝陶瓷载体业务销售收入（亿元）	103.58	161.36	2.24	/	/	2.07
国内市场占有率	合计85%以上		合计不足15%			
产品价格区间（元/升）	直通式载体：44~55； 壁流式载体：160~180		直通式载体：20~50； 壁流式载体：50~100			
主要载体产品	①柴油车、船用直通式载体； ② 汽油车用直通式载体； ③ 汽油车、柴油车用微粒过滤器	①汽油车用直通式载体； ② 柴油车、船用直通式载体； ③ 堇青石制DPF； ④碳化硅制DPF； ⑤ GPF	①柴油车、船用直通式载体； ②DPF； ③GPF	柴油车用直通式载体	①汽油车用直通式载体； ②柴油车用直通式载体； ③DPF	①汽油车用直通式载体； ② 柴油车用直通式载体； ③ DPF
载体生产基地布局	美国、德国、南非、中国	日本、墨西哥、泰国、印度尼西亚、南非、波兰、比利时、中国	德州、重庆	镇江	宜兴	宜兴、东营
主要客户	优美科、庄信万丰、巴斯夫等国际知名催化剂厂商以及国内主要催化剂厂商全覆盖；产品服务于全球所有汽车厂商		优美科、庄信万丰、巴斯夫、重汽橡塑、中自环保、潍柴净化、威孚环保、贵研催化、艾可蓝等	凯龙高科等	优美科、巴斯夫、庄信万丰、中自环保、威孚环保等	威孚环保、无锡市盛和科技有限公司等
获得国五“压燃式发动机”型式核准证书数量	70	184	42	35	29	13

资料来源：各公司公告，奥福环保招股说明书，东兴证券研究所

义齿用陶瓷材料：全瓷牙市场空间广阔，氧化锆材料发展迅猛。全瓷牙市场空间广阔，未来潜在市场空间可达 200 亿元。国内本土企业中，爱尔创的氧化锆全瓷牙在国内市场尤其是民营口腔市场的占有率逐年提升。

国瓷材料与子公司爱尔创深度整合，打造齿科综合服务商，已实现了氧化锆-义齿-数字化齿科全流程整合，开拓线上销售和线下诊所及医院合作的新模式。

图5：义齿牙冠材料分类



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图6：全球氧化锆全瓷牙冠材料主要生产企业

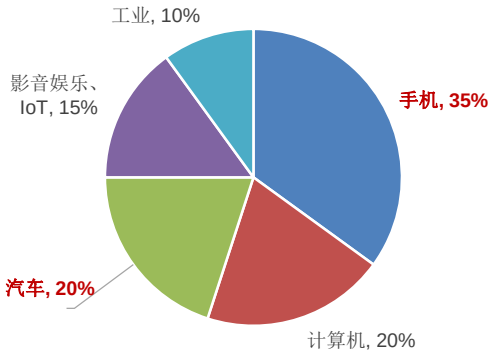
总部所在地区	氧化锆全瓷牙材料的知名生产企业
美国	3M公司（全瓷牙品牌：lava）
欧洲	义获嘉
	德国维他(VITA)
	德国泽康(Cercon)
	登士柏西诺德(Dentsply Sirona)
	德国阿曼吉尔巴赫
中国	爱尔创（全瓷牙品牌：“瓷倍健”、“瓷优健”）
	中航翔通

资料来源：各公司网站，东兴证券研究所

MLCC 电子陶瓷粉体：需求高增长，国产替代加速。受益 5G 建设需求、电动车渗透率提升，预计未来 5 年全球 MLCC 行业年均需求增速约 9%，国内需求增速约 13%。全球 MLCC 通用型产品产能向中国转移，中国企业市占率提升空间大。国瓷材料是国内 MLCC 陶瓷粉料的龙头企业，在中低端 MLCC 陶瓷粉料领域逐渐实现了国产化替代，有望显著受益于国内通用型号 MLCC 的产能转移趋势，并将在中国 MLCC 产业高端化中起到助力作用。

图7：MLCC 下游应用领域结构

图8：未来 5 年全球及中国 MLCC 需求增速测算



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

因素	对MLCC整体需求的拉动年均复合增速
手机	4%
汽车	3%
可穿戴设备、物联网等新兴设备和生态	2%
合计全球需求增速	**9%**
其中，国内市场需求增速	**~13%**

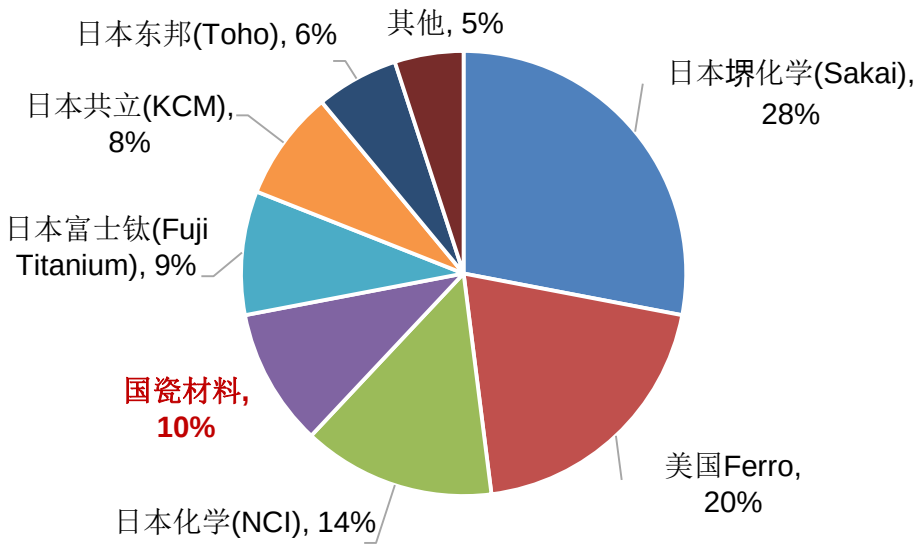
资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图9：全球 MLCC 行业供应格局

企业	总部所在地区	产能（亿只/月）（2019年底）	市占率	主要工厂所在地
村田	日本	1500	32%	日本，菲律宾，新加坡，泰国，中国无锡
三星电机	韩国	1000	22%	韩国，菲律宾，中国天津（新建）
国巨	中国台湾	550	12%	中国苏州、东莞，中国台湾
太阳诱电	日本	450	10%	日本，马来西亚，菲律宾，中国东莞、厦门、成都
华新科	中国台湾	400	9%	墨西哥，马来西亚，中国苏州、东莞，中国台湾
宇阳科技+微容科技	中国大陆	170	4%	中国东莞
达方	中国台湾	160	3%	中国苏州
风华高科	中国大陆	150	3%	中国肇庆
TDK	日本	100	2%	日本，中国珠海、苏州
AVX	美国	100	2%	中国温州
三环集团	中国大陆	40	1%	中国潮州
合计		**4620**	**100%**	

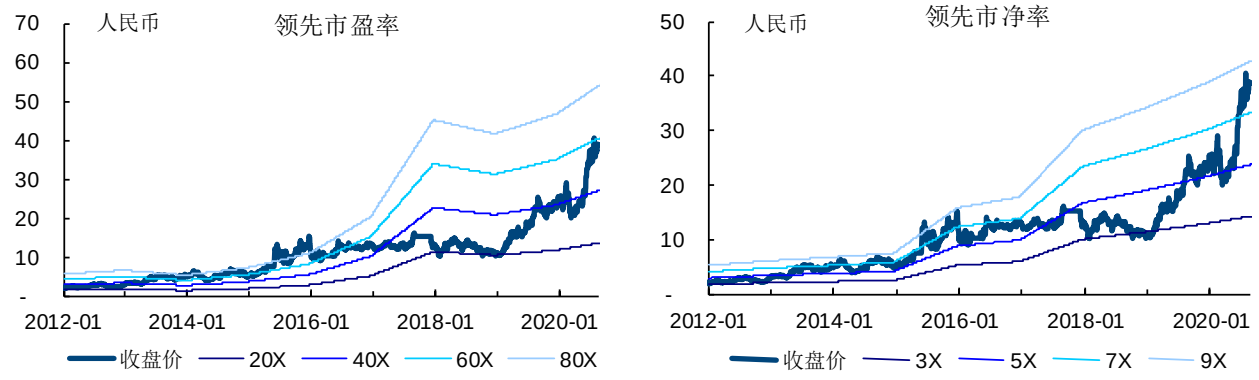
资料来源：钜亨网，Tonetec，Digitimes，东兴证券研究所

图10：MLCC 陶瓷粉料全球供应格局（仅针对产品对外销售的企业）



资料来源：智研咨询，东兴证券研究所

图11：公司 P/E 和 P/B 区间



资料来源：Wind，东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1623	1964	2487	3226	4119	**营业收入**	1798	2153	2326	2759	3288
货币资金	282	300	705	1166	1715	**营业成本**	992	1125	1218	1404	1642
应收账款	745	875	945	1121	1336	营业税金及附加	19	22	24	29	34
其他应收款	99	48	46	47	47	营业费用	81	113	123	145	173
预付款项	25	39	42	49	57	管理费用	99	123	133	157	187
存货	459	571	618	712	833	财务费用	26	21	-21	-22	-25
其他流动资产	12	131	131	131	131	资产减值损失	27	4	8	20	24
非流动资产合计	2755	2842	2825	2801	2770	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	5	11	11	11	11	投资净收益	143	2	2	2	2
固定资产	991	1073	1067	1054	1032	**营业利润**	610	621	694	852	1043
无形资产	148	142	133	125	117	营业外收入	6	5	5	5	5
其他非流动资产	1612	1616	1613	1612	1610	营业外支出	1	3	3	3	3
资产总计	4378	4806	5312	6026	6888	**利润总额**	615	622	696	853	1044
流动负债合计	744	731	758	864	965	所得税	56	79	88	108	132
短期借款	320	201	201	201	201	**净利润**	559	544	608	746	912
应付账款	153	179	194	235	275	少数股东损益	15	43	46	52	60
预收款项	9	18	20	23	28	归属母公司净利润	544	501	562	693	852
一年内到期的非流	71	71	71	71	71	EBITDA	713	705	746	903	1090
非流动负债合计	151	120	48	-23	-95	**EPS（元）**	0.56	0.52	0.58	0.72	0.88
长期借款	107	36	-36	-107	-178	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	895	851	807	841	871	**成长能力**					
少数股东权益	268	303	348	401	461	营业收入增长	48%	20%	8%	19%	19%
实收资本（或股本）	642	963	963	963	963	营业利润增长	109%	2%	12%	23%	22%
资本公积	1432	1110	1110	1110	1110	归属于母公司净利	122%	-8%	12%	23%	23%
未分配利润	1037	1435	1883	2442	3128	**获利能力**					
归属母公司股东权	3216	3652	4157	4785	5556	毛利率(%)	45%	48%	48%	49%	50%
负债和所有者权益	4378	4806	5312	6026	6888	净利率(%)	30%	23%	24%	25%	26%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	12%	10%	11%	12%	12%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	17%	14%	14%	14%	15%
经营活动现金流	350	484	613	675	776	**偿债能力**					
净利润	544	501	562	693	852	资产负债率(%)	20%	18%	15%	14%	13%
折旧摊销	87	105	117	124	131	流动比率	2.18	2.69	3.28	3.73	4.27
财务费用	26	21	-21	-22	-25	速动比率	1.57	1.91	2.46	2.91	3.40
应收账款减少	-190	-130	-70	-176	-215	**营运能力**					
预收帐款增加	5	9	1	4	4	总资产周转率	0.47	0.47	0.46	0.49	0.51
投资活动现金流	-207	-234	-100	-100	-100	应收账款周转率	2.77	2.66	2.56	2.67	2.68
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.55	12.98	12.49	12.89	12.91
长期股权投资减少	118	-6	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	143	2	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.56	0.52	0.58	0.72	0.88
筹资活动现金流	-351	-267	-109	-114	-127	每股净现金流(最新	-0.32	-0.02	0.42	0.48	0.57
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.34	3.79	4.31	4.97	5.77
长期借款增加	-71	-71	-71	-71	-71	**估值比率**					
普通股增加	44	321	0	0	0	P/E	68.57	74.48	66.32	53.79	43.77
资本公积增加	756	-321	0	0	0	P/B	11.59	10.21	8.97	7.79	6.71
现金净增加额	-206	-16	405	461	549	EV/EBITDA	35.17	52.87	49.34	40.18	32.71

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	国瓷材料(300285.SZ)：牵手高瓴，深耕齿科等业务领域	2020-06-18
公司深度报告	国瓷材料(300285.SZ)深度报告：国内领先的先进陶瓷材料平台型企业，有望充分受益进口替代浪潮	2020-06-12
行业深度报告	尾气处理用陶瓷材料行业：蜂窝陶瓷载体是核心部件，市场规模提升空间大——先进陶瓷材料系列研究之三	2020-06-10
行业深度报告	义齿用陶瓷材料行业：全瓷牙市场空间广阔，氧化锆材料发展迅猛——先进陶瓷材料系列研究之二	2020-06-09
行业深度报告	MLCC 陶瓷粉体行业：需求高增长，国产替代加速——先进陶瓷材料系列研究之一	2020-06-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

化工行业资深分析师。新加坡管理大学硕士，北京航空航天大学学士，CFA 持证人。曾就职于中金公司研究部，6 年化工行业研究经验。从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

张明烨

化工行业资深分析师。清华大学化学工程学士、硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所，从业以来获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名（团队平均收益率 38.65%）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526