

2023年08月09日

# 国瓷材料（300285.SZ）

## 公司快报

### 业绩环比改善，多产品布局推动持续成长

#### 投资要点

- ◆ **事件：** 2023年8月8日，国瓷材料发布2023年半年报，整体贴近前期业绩预告中值。2023年上半年，公司实现营收18.50亿元，同比增长6.91%；归母净利润3.19亿元，同比下滑20.83%；扣非归母净利润2.83亿元，同比下滑22.14%。单季度看，2Q实现营收10.65亿元，同比增长19.1%环比增长35.5%；归母净利润1.95亿元，同比增长0.4%环比增长58.3%；扣非归母净利润1.82亿，同比增长3.53%环比增长80.2%。
- ◆ **电子材料承压，环比修复，静候需求回暖：** 上半年电子材料业务实现收入2.85亿元，同比下降25.9%，毛利率34.4%同比下降7.1pct。电子材料板块受下游市场需求不振影响自2022年下半年承压，目前行业下游库存已经恢复到合理区间，开工率也在恢复，产品销量2023年来呈现出逐季反弹的趋势，下游新产能陆续释放进一步提升公司产销水平。公司配合客户开发拓展产品应用于充电桩、大功率逆变器、车载充电机等，新应用领域将释放需求。电子浆料成功突破200nm的高容网印浆料和辊印浆料并形成批量销售，未来将重点培育车载高容电子浆料。公司强化纳米级复合氧化锆在消费电子的验证和导入。
- ◆ **催化材料协同发展，迎来快速增长：** 板块上半年实现收入3.35亿元，同比增长64.1%，毛利率43.4%同比下降5.6pct。公司尾气催化板块恢复快速增长，形成蜂窝陶瓷、铈锆固溶体、分子筛产品协同，实现主要客户的全面覆盖，已成功应用于国内头部重卡客户的主力车型，超薄壁750/2产品已搭载传统燃油主力车型和新能源头部混动车型。公司已参与到下一阶段排放标准升级的标准制定工作，配合客户布局、开发了多款新产品。铈锆固溶体密切配合客户开发个性化高端产品，市场份额持续提升。新研发的国六标准用SCR分子筛产品客户验证进展顺利，未来将逐步批量销售。
- ◆ **丰富口腔产品管线，拓展海内外渠道：** 生物医疗材料板块实现收入4.13亿元，同比增长0.2%，毛利率62.1%同比下降1.2pct。牙科用纳米级复合氧化锆粉体材料销售稳步增长，国内市场份额持续提升，海外市场方面公司已顺利进入部分头部客户供应体系。随着国内牙科诊疗需求陆续复苏，氧化锆瓷块业务在国内市场恢复了增长势头；积极参加海外国际口腔展打造品牌形象，爱尔创氧化锆瓷块在欧洲、拉美保持快速增长。战略并购全球口腔烧结设备头部企业德国Dekema，发挥技术协同性和客户协同，围绕口腔业务丰富产品管线，为客户提供产品组合式服务。
- ◆ **陶瓷墨水增长稳健，多措并举提升盈利水平：** 建筑陶瓷材料实现收入5.50亿元，同比增长5.8%，毛利率25.3%同比提升7.7pct。陶瓷墨水产销稳步提升，国瓷康立泰全面改善和优化生产成本、质量、交期等关键能力，同时研发出高附加值新产品，推动毛利水平进一步提升。在稳步提升国内市场份额的同时，重点开拓东南亚、非洲、印度、欧洲等国际市场。
- ◆ **精密陶瓷和新能源材料蓄势待发：** 公司精密陶瓷和新能源材料等业务实现收入2.67

基础化工 | 电子化学品III

投资评级

**增持-B(首次)**

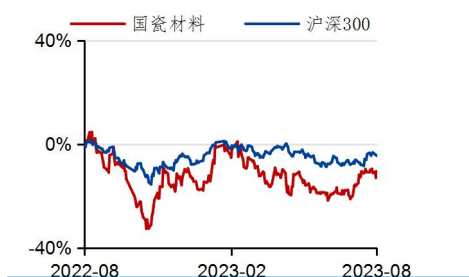
股价(2023-08-09)

29.87元

#### 交易数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值（百万元）  | 29,983.81   |
| 流通市值（百万元） | 23,991.94   |
| 总股本（百万股）  | 1,003.81    |
| 流通股本（百万股） | 803.21      |
| 12个月价格区间  | 33.58/22.96 |

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

|      |       |      |        |
|------|-------|------|--------|
| 升幅%  | 1M    | 3M   | 12M    |
| 相对收益 | 9.87  | 6.18 | -7.5   |
| 绝对收益 | 13.57 | 3.84 | -11.85 |

分析师

张仲杰

SAC执业证书编号：S0910515050001

zhangzhongjie@huajinsc.cn

021-2037709900

#### 相关报告



亿元，同比增长 27.3%，毛利率 20.4% 同比下降 16.2pct。公司围绕氮化铝、氮化硅、氧化铝、氧化锆等材料，开发陶瓷轴承球、陶瓷基板等产品。氮化硅陶瓷球通过多家主流轴承厂商验证，已搭载头部新能源车企的主力车型，在风电领域已实现批量供货。国瓷金盛高端轴承球扩建项目（一期）已建成并投产，受益于新能源快速发展将逐步放量。去年并购铜陵赛创，产业链进一步延伸打造陶瓷粉体、基片到金属化一体化优势，推进陶瓷基板进口替代。国瓷赛创具备基板金属化领先的技术优势，在 LED、激光雷达领域已具备竞争优势，DPC 基板业务保持快速增长，激光热沉等新产品进展顺利。新能源材料以高纯超细氧化铝、勃姆石为战略支点卡位新能源赛道，均可实现 1um 及以下厚度的隔膜涂覆，客户已覆盖主流锂电池和隔膜厂商。推出多款正极添加剂、氧化锆微珠等辅材，相关产品市场开拓和销量稳步推进。

◆ **投资建议：**公司作为新材料平台型企业，内生外延并行持续加大产品多元化布局，已形成包括电子材料、催化材料、生物医疗材料、新能源材料、精密陶瓷和其他材料（建筑陶瓷材料）等六大业务板块，电子材料有望随下游需求触底回暖，建筑陶瓷材料平稳增长，多产品协同接力带动公司持续成长。预测公司 2023-2025 年收入 40.04/ 50.72/ 60.80 亿元，同比增长 26.4%/26.7%/19.9%，归母净利润分别为 7.05/ 9.31/11.08 亿元，同比增长 41.8%/32.1%/19.0%，对应 EPS 0.70/0.93/1.10 元，PE 42.5/32.2/27.1；首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**下游需求不及预期；产品进展不及预期；原材料价格波动；业务整合低于预期；商誉减值风险。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,162 | 3,167 | 4,004 | 5,072 | 6,080 |
| YoY(%)    | 24.4  | 0.2   | 26.4  | 26.7  | 19.9  |
| 净利润(百万元)  | 795   | 497   | 705   | 931   | 1,108 |
| YoY(%)    | 38.6  | -37.5 | 41.8  | 32.1  | 19.0  |
| 毛利率(%)    | 45.0  | 34.9  | 40.7  | 41.6  | 41.3  |
| EPS(摊薄/元) | 0.79  | 0.50  | 0.70  | 0.93  | 1.10  |
| ROE(%)    | 13.8  | 8.4   | 10.9  | 12.7  | 13.2  |
| P/E(倍)    | 37.7  | 60.3  | 42.5  | 32.2  | 27.1  |
| P/B(倍)    | 5.2   | 5.1   | 4.6   | 4.1   | 3.6   |
| 净利率(%)    | 25.1  | 15.7  | 17.6  | 18.4  | 18.2  |

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

1. 电子材料：MLCC 粉体有望随下游消费电子触底回暖，产能爬坡带动销量进一步增长，我们预计 2023-2025 年收入增速为 0%、20%、15%，毛利率为 38%、45%、45%。
2. 催化材料：尾气国标实施行业背景下多领域验证推进，募投项目放量，我们预计 2023-2025 年收入增速为 75%、35%、25%，毛利率为 50%、50%、50%。
3. 生物医疗材料：齿科市场需求增长，公司外延并购协同推进多产品海内外布局，我们预计 2023-2025 年收入增速为 15%、25%、15%，毛利率为 63%、63%、63%。
4. 建筑陶瓷材料：随国内房地产市场增速放缓，出口带来业务增量，我们预计 2023-2025 年收入增速为 15%、10%、10%，毛利率为 28%、28%、28%。
5. 新能源材料：高纯超细氧化铝、勃姆石客户覆盖主流锂电池和隔膜厂商，正极添加剂、氧化锆微珠等产品市场开拓和销量稳步推进。我们预计 2023-2025 年收入增速为 70%、60%、40%，毛利率为 20%、20%、20%。
6. 精密陶瓷：金盛轴承球扩建项目已建成并投产，受益于新能源快速发展将逐步放量，并购赛创陶瓷基板一体化推动进口替代，我们预计 2023-2025 年收入增速为 60%、50%、30%，毛利率为 40%、40%、40%。

表 1：公司业务分拆和预测

|          | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(百万)   | 3167  | 4004  | 5072  | 6080  |
| YoY%     | 0%    | 26%   | 27%   | 20%   |
| 毛利率      | 34.9% | 40.7% | 41.6% | 41.3% |
| 电子材料板块   | 516   | 516   | 619   | 711   |
| YoY%     | -37%  | 0%    | 20%   | 15%   |
| 毛利率      | 38%   | 38%   | 45%   | 45%   |
| 催化材料板块   | 410   | 718   | 970   | 1212  |
| YoY%     | -2%   | 75%   | 35%   | 25%   |
| 毛利率      | 41%   | 50%   | 50%   | 50%   |
| 生物医疗材料板块 | 754   | 867   | 1084  | 1247  |
| YoY%     | 9%    | 15%   | 25%   | 15%   |
| 毛利率      | 58%   | 63%   | 63%   | 63%   |
| 建筑陶瓷材料板块 | 1014  | 1166  | 1283  | 1411  |
| YoY%     | 24%   | 15%   | 10%   | 10%   |
| 毛利率      | 18%   | 28%   | 28%   | 28%   |
| 新能源材料板块  | 239   | 406   | 650   | 910   |
| YoY%     | 110%  | 70%   | 60%   | 40%   |
| 毛利率      | 18%   | 20%   | 20%   | 20%   |
| 精密陶瓷材料板块 | 169   | 271   | 407   | 529   |
| YoY%     | 4%    | 60%   | 50%   | 30%   |
| 毛利率      | 40%   | 40%   | 40%   | 40%   |
| 其他       | 64    | 60    | 60    | 60    |
| YoY%     | -54%  | -7%   | 0%    | 0%    |
| 毛利率      | 22%   | 20%   | 20%   | 20%   |

资料来源：wind，华金证券研究所

## 二、可比公司估值

公司作为新材料平台型企业，产品多元化且下游市场有一定差异性，暂无直接对标公司，可比公司估值参考性较弱。我们选取主要产品代表性公司时代天使（齿科材料）、奥福环保（尾气催化材料）、壹石通（勃姆石）、中瓷电子（电子陶瓷）、雅克科技（新材料平台型企业）作为可比公司，基于公司业务占比情况及新材料平台企业特性，分别给与 20%、10%、10%、10%、50%权重计算加权平均 PE。可比公司 2023-2025 年加权平均 PE 为 42.7x、30.7x、23.6x，国瓷材料 2023-2025 年 PE 分别为 42.5x、32.2x、27.1x，公司电子材料有望触底回暖，建筑陶瓷材料平稳增长，催化材料、生物医药材料、精密陶瓷、新能源材料随下游需求和国产替代实现快速增长。

表 2：可比公司情况

| 证券代码      | 公司名称 | 收盘价/元  | 市值/亿元 | EPS（元） |       |       | PE（倍） |       |       |
|-----------|------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |        |       | 2023E  | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 6699.HK   | 时代天使 | 64.08  | 109   | 1.63   | 2.05  | 2.56  | 39.3  | 31.3  | 25.0  |
| 688021.SH | 奥福环保 | 23.96  | 19    | 1.27   | 2.25  | 2.66  | 18.8  | 10.7  | 9.0   |
| 688733.SH | 壹石通  | 30.82  | 62    | 1.02   | 1.54  | 2.01  | 30.1  | 20.0  | 15.3  |
| 003031.SZ | 中瓷电子 | 112.36 | 235   | 1.07   | 1.55  | 2.18  | 104.8 | 72.4  | 51.6  |
| 002409.SZ | 雅克科技 | 69.00  | 328   | 1.77   | 2.43  | 3.15  | 38.9  | 28.4  | 21.9  |
| 平均(加权)    |      |        |       |        |       |       | 42.7  | 30.7  | 23.6  |
| 300285.SZ | 国瓷材料 | 29.87  | 300   | 0.70   | 0.93  | 1.10  | 42.5  | 32.2  | 27.1  |

资料来源：数据截止日期 2023 年 8 月 9 日，wind（可比公司采用 wind 一致预期），华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 4365  | 3249  | 4246  | 5211  | 6131  |
| 现金             | 1907  | 566   | 801   | 1014  | 1216  |
| 应收票据及应收账款      | 1396  | 1569  | 2180  | 2568  | 3124  |
| 预付账款           | 45    | 43    | 68    | 72    | 96    |
| 存货             | 706   | 891   | 948   | 1345  | 1417  |
| 其他流动资产         | 311   | 181   | 249   | 211   | 278   |
| <b>非流动资产</b>   | 3514  | 4252  | 4534  | 4880  | 5155  |
| 长期投资           | 74    | 79    | 85    | 91    | 97    |
| 固定资产           | 1261  | 1691  | 1990  | 2345  | 2624  |
| 无形资产           | 174   | 169   | 168   | 163   | 160   |
| 其他非流动资产        | 2005  | 2313  | 2291  | 2281  | 2274  |
| <b>资产总计</b>    | 7879  | 7502  | 8780  | 10091 | 11286 |
| <b>流动负债</b>    | 897   | 814   | 1434  | 1842  | 1957  |
| 短期借款           | 0     | 2     | 417   | 699   | 580   |
| 应付票据及应付账款      | 598   | 559   | 774   | 888   | 1114  |
| 其他流动负债         | 299   | 254   | 244   | 255   | 263   |
| <b>非流动负债</b>   | 845   | 382   | 385   | 385   | 385   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 2     | 3     | 3     |
| 其他非流动负债        | 845   | 382   | 382   | 382   | 382   |
| <b>负债合计</b>    | 1743  | 1196  | 1819  | 2227  | 2342  |
| 少数股东权益         | 393   | 423   | 474   | 539   | 612   |
| 股本             | 1004  | 1004  | 1004  | 1004  | 1004  |
| 资本公积           | 1909  | 1909  | 1909  | 1909  | 1909  |
| 留存收益           | 2789  | 3177  | 3813  | 4641  | 5626  |
| 归属母公司股东权益      | 5743  | 5882  | 6487  | 7325  | 8332  |
| <b>负债和股东权益</b> | 7879  | 7502  | 8780  | 10091 | 11286 |

### 现金流量表(百万元)

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b>  | 572   | 204   | 427   | 658   | 1050  |
| 净利润             | 845   | 527   | 756   | 996   | 1181  |
| 折旧摊销            | 147   | 170   | 177   | 221   | 268   |
| 财务费用            | 16    | -29   | 38    | 71    | 89    |
| 投资损失            | -20   | 14    | -3    | -3    | -3    |
| 营运资金变动          | -452  | -540  | -540  | -626  | -485  |
| 其他经营现金流         | 36    | 61    | -0    | -1    | -1    |
| <b>投资活动现金流</b>  | -457  | -614  | -454  | -564  | -539  |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 560   | -859  | -153  | -163  | -191  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.79  | 0.50  | 0.70  | 0.93  | 1.10  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.57  | 0.20  | 0.43  | 0.66  | 1.05  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 5.70  | 5.84  | 6.44  | 7.28  | 8.28  |

### 利润表(百万元)

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 3162  | 3167  | 4004  | 5072  | 6080  |
| 营业成本            | 1738  | 2062  | 2375  | 2962  | 3568  |
| 营业税金及附加         | 23    | 19    | 34    | 41    | 45    |
| 营业费用            | 110   | 135   | 172   | 205   | 245   |
| 管理费用            | 165   | 188   | 224   | 283   | 339   |
| 研发费用            | 206   | 225   | 264   | 336   | 408   |
| 财务费用            | 16    | -29   | 38    | 71    | 89    |
| 资产减值损失          | -40   | -40   | -53   | -65   | -78   |
| 公允价值变动收益        | 2     | 0     | 0     | 1     | 1     |
| 投资净收益           | 20    | -14   | 3     | 3     | 3     |
| <b>营业利润</b>     | 945   | 577   | 849   | 1113  | 1311  |
| 营业外收入           | 17    | 3     | 9     | 10    | 10    |
| 营业外支出           | 5     | 18    | 9     | 10    | 10    |
| <b>利润总额</b>     | 957   | 562   | 849   | 1113  | 1311  |
| 所得税             | 112   | 35    | 93    | 117   | 129   |
| <b>税后利润</b>     | 845   | 527   | 756   | 996   | 1181  |
| 少数股东损益          | 50    | 30    | 51    | 65    | 73    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 795   | 497   | 705   | 931   | 1108  |
| <b>EBITDA</b>   | 1047  | 715   | 1018  | 1340  | 1584  |

### 主要财务比率

| 会计年度         | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | 24.4  | 0.2   | 26.4  | 26.7  | 19.9  |
| 营业利润(%)      | 32.8  | -39.0 | 47.1  | 31.1  | 17.8  |
| 归属于母公司净利润(%) | 38.6  | -37.5 | 41.8  | 32.1  | 19.0  |
| <b>获利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 45.0  | 34.9  | 40.7  | 41.6  | 41.3  |
| 净利率(%)       | 25.1  | 15.7  | 17.6  | 18.4  | 18.2  |
| ROE(%)       | 13.8  | 8.4   | 10.9  | 12.7  | 13.2  |
| ROIC(%)      | 12.2  | 8.3   | 10.5  | 12.1  | 12.9  |
| <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 22.1  | 15.9  | 20.7  | 22.1  | 20.8  |
| 流动比率         | 4.9   | 4.0   | 3.0   | 2.8   | 3.1   |
| 速动比率         | 3.9   | 2.7   | 2.1   | 2.0   | 2.3   |
| <b>营运能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 0.5   | 0.4   | 0.5   | 0.5   | 0.6   |
| 应收账款周转率      | 2.6   | 2.1   | 2.1   | 2.1   | 2.1   |
| 应付账款周转率      | 3.5   | 3.6   | 3.6   | 3.6   | 3.6   |
| <b>估值比率</b>  |       |       |       |       |       |
| P/E          | 37.7  | 60.3  | 42.5  | 32.2  | 27.1  |
| P/B          | 5.2   | 5.1   | 4.6   | 4.1   | 3.6   |
| EV/EBITDA    | 27.8  | 42.1  | 29.8  | 22.7  | 19.1  |

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)