

评级：买入（维持）

市场价格：18.72

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：王鹏

执业证书编号：S0740523020001

Email: wangpeng07@zts.com.cn

分析师：刘毅男

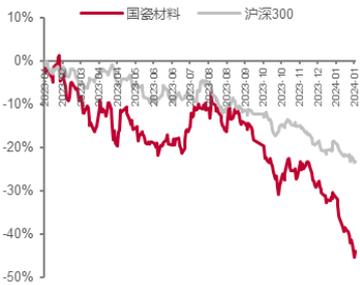
执业证书编号：S0740523070002

Email: liuyun01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,004
流通股本(百万股)	803
市价(元)	18.72
市值(百万元)	18,791
流通市值(百万元)	15,036

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【公司点评】Q3 同比高增，新动能助力成长（20231101）

【公司点评】Q2 业绩环比明显改善，新动能带来新增长（20230812）

【公司点评】下游边际改善曙光初现，完善产业布局胜在未来（20221120）

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,162	3,167	3,857	4,744	5,765
增长率 yoy%	24%	0%	22%	23%	22%
净利润(百万元)	795	497	603	790	1,113
增长率 yoy%	39%	-37%	21%	31%	41%
每股收益(元)	0.79	0.50	0.60	0.79	1.11
净资产收益率	13%	8%	9%	11%	13%
P/E	23.6	37.8	31.2	23.8	16.9
P/B	3.3	3.2	3.0	2.7	2.4

备注：股价取自 2024 年 1 月 23 日收盘价

投资要点

- **事件**：公司于 2024 年 1 月 22 日发布 2023 年年度业绩预告，预计实现营收 37.88~38.88 亿元，同比+19.61%~+22.77%；实现归母净利 5.39~6.14 亿元，同比+8.44%~+23.53%。
- **多点突破支持全年业绩增长，Q4 延续修复趋势**。Q4 公司营收预计为 10.01~11.01 亿元，中枢 10.51 亿元，同比+45.16%，环比+12.17%；Q4 归母净利润 0.98~1.73 亿元，中枢 1.34 亿元，同比+238.84%，环比+11.26%。我们预计公司全年业绩增长来源：一是蜂窝陶瓷材料产品在中高端商用、乘用车客户中持续突破，受益渗透率提升，国产替代加速；二是电子材料和生物医疗材料下游需求均呈现逐步复苏趋势，产品销售同比增加；三是建筑材料陶瓷墨水受益原材料价格回落和需求同比较好，盈利能力明显修复，2023H1 建筑陶瓷板块毛利率为 25.33%，同比+7.69pct，其中，子公司国瓷康立泰（主要业务为建筑陶瓷材料）净利润 7095 万元，同比+156.97%。
- **投资建议**：公司以陶瓷粉体材料技术为基，借助产品间关联性及下游应用拓展良机，横/纵向整合材料及工艺，依托内生+外延并购方式从单一 MLCC 粉体材料企业延展至终端需求多元、各领域具备较强壁垒的新材料平台型企业，打开成长天花板。
 - **催化材料**：行业高壁垒份额集中，前瞻布局国产替代加速。商用车、非道路、乘用车等前装市场正明显放量，公司正加速推动蜂窝陶瓷产品国产替代，客户布局显效推动板块快速增长。另公司突破海外商用车和乘用车客户，望形成小批量订单。
 - **精密陶瓷**：陶瓷基板/管壳逐步贡献增长弹性，陶瓷球下游突破快速抢占市场。公司并表铜陵赛创完成粉体、基板、金属化布局，LED 大灯用陶瓷基板已通过国际头部客户验证，激光雷达用陶瓷基板已开始放量，低轨卫星用陶瓷金属管壳具放量潜力；新能源车用陶瓷球增长加速，800V 高压快充新能源车领域已完成批量供应。
 - **生物医疗**：口腔医疗市场空间广阔，全产业链及海外延伸推动成长。口腔医疗处于快速发展期，且种植牙集采加速上游耗材国产化，公司粉体-材料-临床全产业链延伸具备成长动能。同时借助海外并购，公司逐渐形成口腔业务的国际影响力。
 - **电子材料**：期待消费电子景气修复。MLCC 介质材料延续修复趋势，后续消费电子景气修复支撑需求上行；电子浆料处国产替代增长阶段；纳米级复合氧化锆材料应用不断丰富，公司积极进行验证导入，望持续受益。
- **盈利预测**：基于本次业绩预告结合下游需求恢复进度，我们调整盈利预测，预计 23-25 年归母净利分别为 6.03、7.90、11.13 亿元（前次预测 23-25 年为 6.43、8.19、11.13 亿元），对应 PE 分别为 31.2、23.8、16.9 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示**：下游行业需求波动、产能投放进度不及预期、新产品推广不及预期、信息更新不及时等、海外以及收并购等的商誉风险。

图表 1: 公司核心财务数据

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	566	1,597	1,891	1,905	营业收入	3,167	3,857	4,744	5,765
应收票据	148	0	0	0	营业成本	2,062	2,500	2,987	3,480
应收账款	1,421	1,704	2,065	2,490	税金及附加	19	33	38	43
预付账款	43	37	45	52	销售费用	135	174	237	274
存货	891	990	925	1,288	管理费用	188	231	285	334
合同资产	5	6	9	10	研发费用	225	262	323	392
其他流动资产	181	191	244	300	财务费用	-29	-11	-6	-1
流动资产合计	3,249	4,520	5,170	6,035	信用减值损失	-30	-27	-27	-28
其他长期投资	5	7	8	10	资产减值损失	-11	-11	-12	-11
长期股权投资	79	79	79	79	公允价值变动收益	0	1	1	1
固定资产	1,691	1,919	2,182	2,477	投资收益	-14	3	3	3
在建工程	334	434	434	334	其他收益	60	58	59	58
无形资产	169	171	179	178	营业利润	577	697	908	1,270
其他非流动资产	1,974	1,974	1,974	1,973	营业外收入	3	3	3	3
非流动资产合计	4,252	4,584	4,856	5,051	营业外支出	18	18	18	18
资产合计	7,502	9,104	10,026	11,087	利润总额	562	682	893	1,255
短期借款	2	926	1,013	906	所得税	35	43	56	79
应付票据	113	296	333	374	净利润	527	639	837	1,176
应付账款	446	479	605	708	少数股东损益	30	36	47	67
预收款项	0	8	2	4	归属母公司净利润	497	603	790	1113
合同负债	17	22	24	31	NOPLAT	499	629	832	1,176
其他应付款	16	16	16	16	EPS (按最新股本摊薄)	0.50	0.60	0.79	1.11
一年内到期的非流动负债	18	18	18	18					
其他流动负债	203	238	278	317	主要财务比率				
流动负债合计	814	2,003	2,289	2,373	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	0.2%	21.8%	23.0%	21.5%
其他非流动负债	382	382	382	382	EBIT增长率	-45.2%	25.9%	32.2%	41.4%
非流动负债合计	382	382	382	382	归母公司净利润增长率	-37.5%	21.3%	31.0%	40.5%
负债合计	1,196	2,385	2,671	2,756	获利能力				
归属母公司所有者权益	5,882	6,260	6,849	7,758	毛利率	34.9%	35.2%	37.0%	39.6%
少数股东权益	423	459	506	573	净利率	16.6%	16.6%	17.6%	20.4%
所有者权益合计	6,305	6,719	7,355	8,331	ROE	7.9%	9.0%	10.7%	13.3%
负债和股东权益	7,502	9,104	10,026	11,087	ROIC	11.8%	11.4%	13.4%	16.7%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	15.9%	26.2%	26.6%	24.9%
					债务权益比	6.4%	19.7%	19.2%	15.7%
					流动比率	4.0	2.3	2.3	2.5
					速动比率	2.9	1.8	1.9	2.0
					营运能力				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
经营活动现金流	204	821	896	766	应收账款周转天数	151	146	143	142
现金收益	668	829	1,057	1,430	应付账款周转天数	69	67	65	68
存货影响	-185	-99	65	-363	存货周转天数	139	135	115	114
经营性应收影响	-160	-119	-356	-421	每股指标 (元)				
经营性应付影响	-40	224	157	145	每股收益	0.50	0.60	0.79	1.11
其他影响	-79	-14	-27	-25	每股经营现金流	0.20	0.82	0.89	0.76
投资活动现金流	-614	-525	-493	-445	每股净资产	5.86	6.24	6.82	7.73
资本支出	-701	-531	-497	-448	估值比率				
股权投资	-5	0	0	0	P/E	37.8	31.2	23.8	16.9
其他长期资产变化	92	6	4	3	P/B	3.2	3.0	2.7	2.4
融资活动现金流	-859	735	-108	-307	EV/EBITDA	32	26	20	15
借款增加	-12	925	87	-107					
股利及利息支付	-119	-249	-358	-475					
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-728	59	163	275					

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。