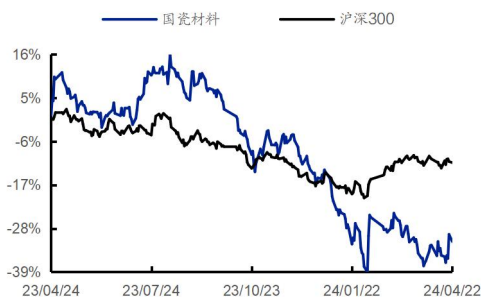


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师: 贾冰 S0350524030003
 jiab@ghzq.com.cn

营收净利同比增长，多板块营收景气度恢复

——国瓷材料（300285）2023 年年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
国瓷材料	4.4%	0.9%	-31.5%
沪深 300	-0.4%	9.7%	-12.4%

市场数据

市场数据	2024/04/22
当前价格(元)	18.47
52 周价格区间(元)	15.90-31.69
总市值(百万)	18,540.38
流通市值(百万)	14,973.85
总股本(万股)	100,381.03
流通股本(万股)	81,071.19
日均成交额(百万)	421.13
近一月换手(%)	1.61

相关报告

《国瓷材料(300285) 三季报点评: 新产品布局顺利推进, 设子公司开拓国际市场(买入)*电子化学品 II*李永磊, 董伯骏》——2023-10-29
 《国瓷材料(300285) 2023 年中报点评: 二季度业绩环增, 多板块景气度修复(买入)*电子化学品 II*李永磊, 董伯骏》——2023-08-14
 《国瓷材料(300285) 2022 年报点评: Q4 扣非归母净利环比改善, 布局新能源、陶瓷基板、光模块相关产品(买入)*电子化学品 II*董伯骏, 李永磊》——2023-04-20

事件:

2024 年 4 月 19 日, 国瓷材料发布 2023 年年度报告: 2023 年实现营业收入 38.59 亿元, 同比增长 21.86%; 实现归母净利润 5.69 亿元, 同比增长 14.50%; 实现扣非归母净利润 5.42 亿元, 同比增长 15.34%; 销售毛利率 38.65%, 同比上升 3.76pct, 销售净利率 16.09%, 同比下降 0.55pct; 经营活动现金流净额为 6.45 亿元, 同比增加 4.41 亿元, 主要是因为本期的回款增加。

2023Q4 单季度, 公司实现营业收入 10.72 亿元, 同比+48.10%, 环比+14.43%; 实现归母净利润为 1.28 亿元, 同比+220.44%, 环比+5.22%; 经营活动现金流净额为 3.30 亿元, 同比增加 3.11 亿元, 环比增加 1.11 亿元。销售毛利率为 43.22%, 同比上升 13.59pct, 环比上升 7.51pct。销售净利率为 12.63%, 同比上升 6.04pct, 环比下降 1.99pct。

投资要点:

■ 2023 年公司各业务板块营收同比向上, MLCC 粉体销量提升

2023 年度, 国瓷材料实现营业收入 38.59 亿元, 同比增长 21.86%; 实现归母净利润 5.69 亿元, 同比增长 14.50%。

分板块来看, 2023 年电子材料板块营收为 5.98 亿元, 同比+16.08%, 毛利率为 37.58%, 同比-0.50pct, 受益于下游需求回暖, 以及汽车电子等新兴应用领域的快速增长, 公司 MLCC 介质粉体销量开始逐步回升, 预计行业有望延续复苏趋势。

催化材料板块营业收入 7.15 亿元, 同比+74.25%, 毛利率为 42.90%, 同比+2.03pc, 蜂窝陶瓷载体方面, 公司在国六排放标准基础上再次充分把握非道路机械市场第四阶段排放标准升级的重要机遇, 为满足客户对碳化硅蜂窝陶瓷的迫切需求。

生物材料营业收入 8.55 亿元, 同比+13.35%, 毛利率 60.34%, 同比+2.32pct, 公司牙科用纳米级复合氧化锆粉体材料稳步增长, 国内市场份额持续提升, 海外市场方面已顺利进入部分头部客户供应体系, 后续将积极推动牙科粉体材料出海。

其他材料板块营业收入 10.83 亿元, 同比+6.85%, 毛利率 28.41%, 同

《国瓷材料(300285)三季度报点评：三季度业绩承压，看好长期成长性（买入）*电子化学品II*李永磊，董伯骏》——2022-10-26

比+10.85pct，国瓷康立泰在巩固国内市场份额的基础上，通过积极开拓探索海外市场寻求新的突破，联合科达制造出海发展布局，将重点开拓东南亚、非洲、印度、欧洲等国际市场。

■2023Q4 归母净利润环比增加，管理费用增加

2023Q4 公司实现归母净利润为 1.28 亿元，同比+220.44%；实现净利润 1.35 亿元，环比减少 160 万元，2023Q4 实现毛利润 4.63 亿元，环比增加 1.29 亿元，费用方面，2023Q4 销售费用为 4602 万元，环比下降 284 万元；管理费用为 9828 万元，环比增加 4012 万元，主要是因为人员增加及新增合并范围增加；研发费用为 8738 万元，环比增加 3114 万元，主要是因为新产品研发投入增加；财务费用为 886 万元，环比增加 181 万元，主要是因为利息收入及汇兑收益减少。Q4 的信用减值损失为 1865 万元，环比增加 1188 万元。

■ 聚焦精密陶瓷领域技术创新，多产品齐发力

公司设立江苏国瓷精密陶瓷研究院，进一步聚焦精密陶瓷领域的纵向深度研发布局，以满足市场对高性能、高质量精密陶瓷产品的需求。精密陶瓷材料板块，随着新能源汽车 800V 高压快充技术的推广，传统的驱动电机钢球轴承电腐蚀问题更加突出，公司陶瓷球已搭载国内外头部新能源汽车的主力车型；公司具备从陶瓷粉体、陶瓷基片到金属化的纵向一体化优势，将围绕氧化铝、氮化硅、高纯氧化铝等核心材料打造综合性的陶瓷基板产业平台，持续推进国内陶瓷基板的进口替代进程和产业链的国产自主可控。

■盈利预测和投资评级 根据行业景气度，我们调整公司盈利预期，预计公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 46.82、56.94、66.94 亿元，归母净利润分别为 7.45、10.10、12.68 亿元，对应 PE 为 25、18、15 倍，维持“买入”评级。

■风险提示 产能投放不及预期；产品价格下滑；原材料价格上涨风险；环保及安全生产风险；同行业竞争加剧风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3859	4682	5694	6694
增长率(%)	22	21	22	18
归母净利润(百万元)	569	745	1010	1268
增长率(%)	15	31	36	26
摊薄每股收益(元)	0.57	0.74	1.01	1.26
ROE(%)	9	11	13	14
P/E	40.56	24.88	18.35	14.62
P/B	3.68	2.63	2.30	1.99
P/S	6.01	3.96	3.26	2.77
EV/EBITDA	23.62	15.72	11.89	9.60

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

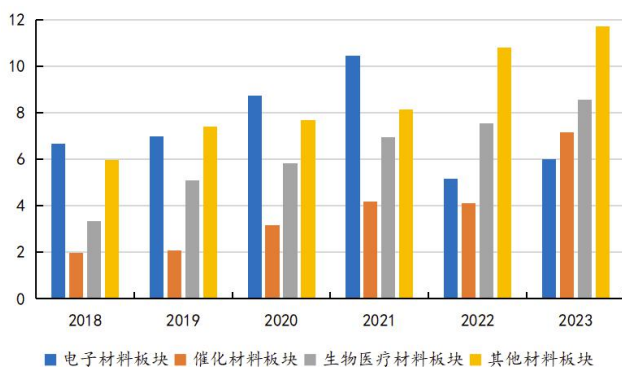
1、分产品经营数据

表 1: 主要产品年度及半年度经营数据

	2022	2023	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
电子材料板块营业收入 (亿元)	5.16	5.98	3.84	1.31	2.85	3.14
电子材料板块营业成本 (亿元)	3.19	3.74	2.25	0.94	1.87	1.87
电子材料板块毛利润 (亿元)	1.96	2.25	1.59	0.37	0.98	1.27
电子材料板块毛利率	38.08%	37.58%	41.44%	28.27%	34.39%	40.48%
催化材料板块营业收入 (亿元)	4.10	7.15	2.04	2.06	3.35	3.80
催化材料板块营业成本 (亿元)	2.43	4.08	1.04	1.39	1.90	2.19
催化材料板块毛利润 (亿元)	1.68	3.07	1.00	0.68	1.45	1.61
催化材料板块毛利率	40.87%	42.90%	49.03%	32.80%	43.39%	42.47%
生物医疗板块营业收入 (亿元)	7.54	8.55	4.12	3.42	4.13	4.41
生物医疗板块营业成本 (亿元)	3.17	3.39	1.51	1.65	1.57	1.82
生物医疗板块毛利润 (亿元)	4.37	5.16	2.61	1.76	2.57	2.59
生物医疗板块毛利率	58.02%	60.34%	63.30%	51.63%	62.11%	58.69%
其他材料板块营业收入 (亿元)	10.14	10.83	5.20	4.94	5.50	5.33
其他材料板块营业成本 (亿元)	8.36	7.76	4.28	4.08	4.11	3.65
其他材料板块毛利润 (亿元)	1.78	3.08	0.92	0.86	1.39	1.68
其他材料板块毛利率	17.56%	28.41%	17.64%	17.48%	25.33%	31.58%
总营业收入 (亿元)	31.67	38.59	17.31	14.36	18.50	20.09
总营业成本 (亿元)	20.62	23.68	10.42	7.78	11.57	8.96
毛利润 (亿元)	11.05	14.92	6.89	6.58	6.94	11.13
毛利率 (%)	34.89%	38.65%	39.81%	45.80%	37.50%	55.41%
净利润 (亿元)	5.27	6.21	4.17	1.09	3.48	2.72
净利率 (%)	16.64%	16.09%	24.12%	7.62%	18.83%	13.56%

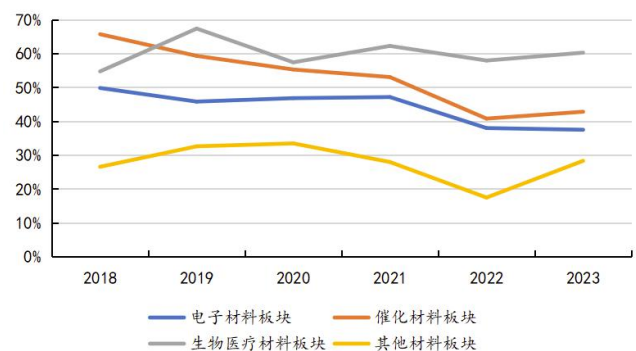
资料来源: 同花顺 iFinD, 公司公告, 国海证券研究所

图 1: 公司主营业务收入 (亿元)



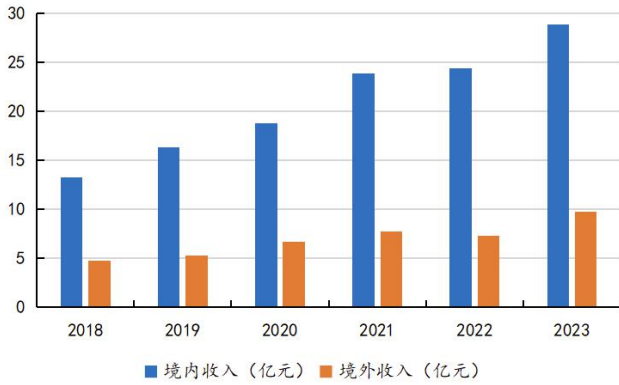
资料来源: 同花顺 iFinD, 国海证券研究所

图 2: 公司主营业务毛利率



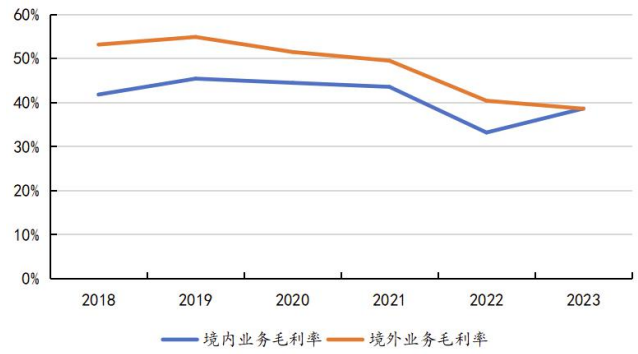
资料来源: 同花顺 iFinD, 国海证券研究所

图 3： 公司境内外收入（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，国海证券研究所

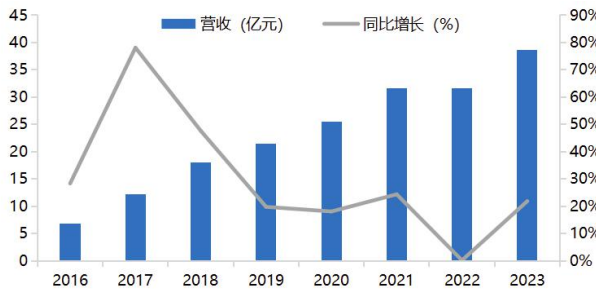
图 4： 公司境内外业务毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，国海证券研究所

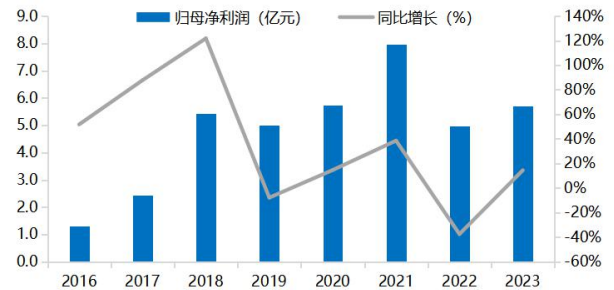
2、 公司财务数据

图 5： 2023 年营收同比上升 21.86%



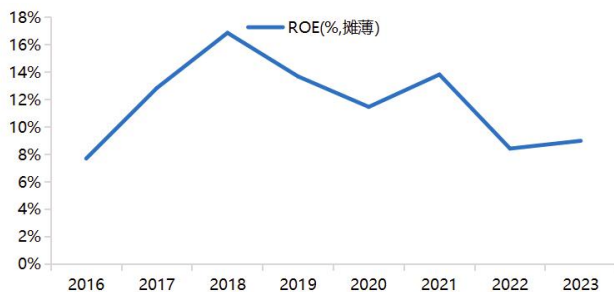
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6： 2023 年归母净利润上升 14.50%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 7: 公司净资产收益率情况



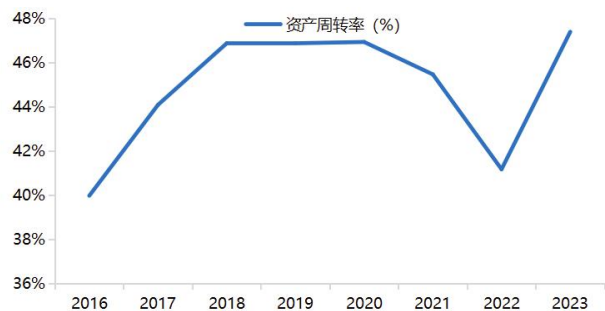
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 8: 2023 年资产负债率上升



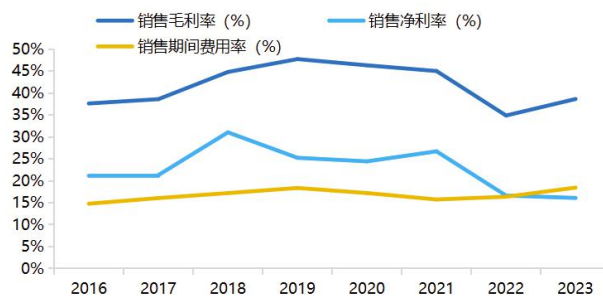
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 9: 2023 年资产周转率上升至 47.41%



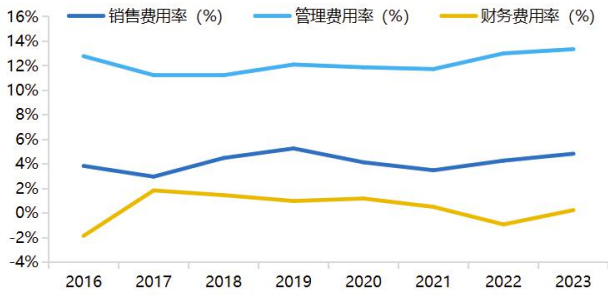
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 10: 2023 年毛利率上升



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 2023 销售和财务费用率同比小幅上升



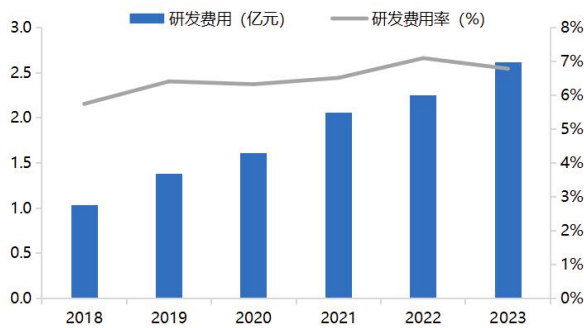
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 公司经营活动现金流情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2023 年研发费用增加



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2023Q4 营收环比+14.43%



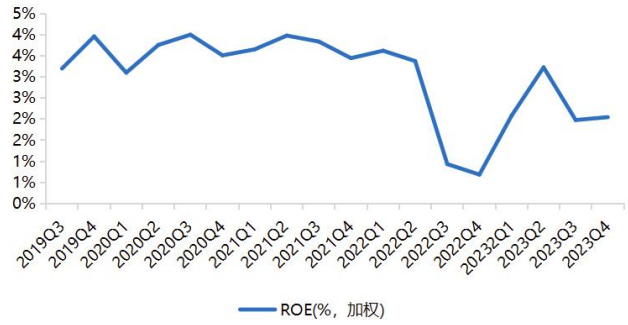
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2023Q4 归母净利润环比+5.22%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度净资产收益率情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度资产负债率情况



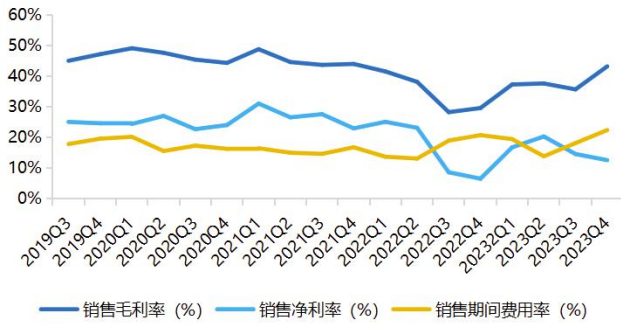
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度资产周转率情况



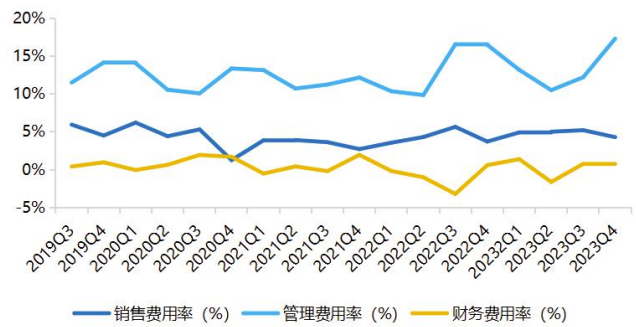
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度毛利率及净利率情况



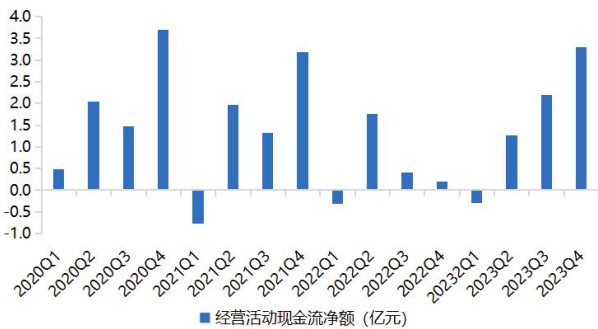
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度费用率情况



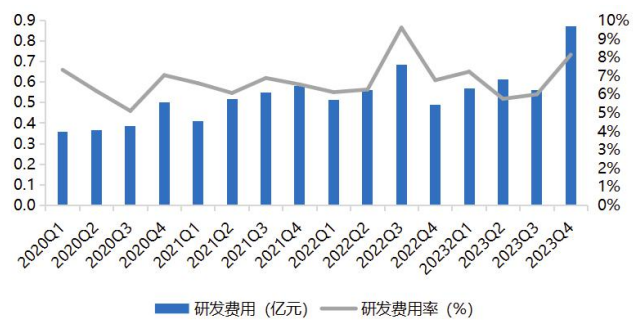
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 公司季度经营活动现金流情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 2023Q4 研发费用环比上升



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 收盘价及 PE (TTM, 截至 2024.4.22)



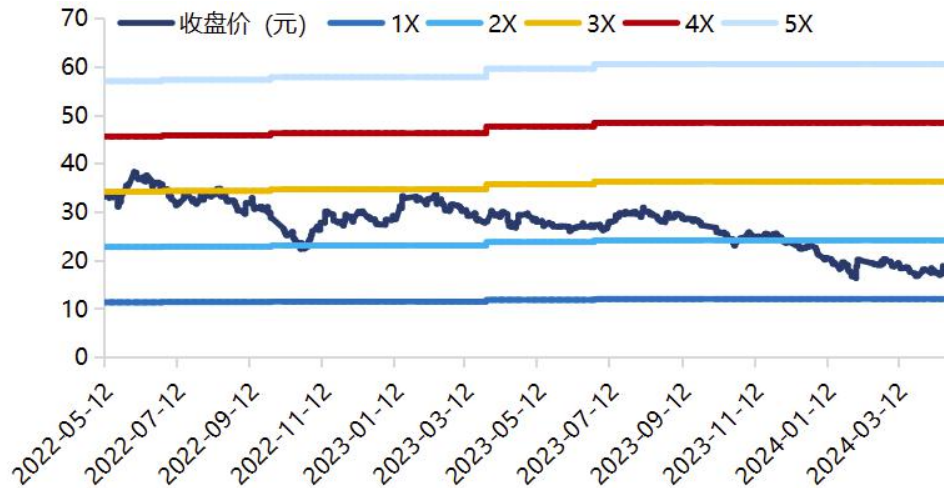
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: PE-BAND (截至 2024.4.22)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: PB-BAND (截至 2024.4.22)



资料来源: wind, 国海证券研究所

4、盈利预测与评级

根据行业景气度, 我们调整公司盈利预期, 预计公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 46.82、56.94、66.94 亿元, 归母净利润分别为 7.45、10.10、12.68 亿元, 对应 PE 为 25、18、15 倍, 维持“买入”评级。

5、风险提示

- 1) 产能投放不及预期;
- 2) 产品价格下滑;
- 3) 原材料价格上涨风险;
- 4) 环保及安全生产风险;
- 5) 同行业竞争加剧风险。

附表：国瓷材料盈利预测表

证券代码:	300285				股价:	18.47	投资评级:	买入	日期:	2024/04/22
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	9%	11%	13%	14%	EPS	0.57	0.74	1.01	1.26	
毛利率	39%	36%	39%	40%	BVPS	6.29	7.03	8.04	9.30	
期间费率	12%	11%	11%	11%	估值					
销售净利率	15%	16%	18%	19%	P/E	40.56	24.88	18.35	14.62	
成长能力					P/B	3.68	2.63	2.30	1.99	
收入增长率	22%	21%	22%	18%	P/S	6.01	3.96	3.26	2.77	
利润增长率	15%	31%	36%	26%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.44	0.49	0.52	0.55	营业收入	3859	4682	5694	6694	
应收账款周转率	2.33	3.24	3.94	4.08	营业成本	2368	2991	3492	4034	
存货周转率	4.89	5.69	6.27	7.12	营业税金及附加	31	34	42	50	
偿债能力					销售费用	187	225	273	295	
资产负债率	23%	21%	20%	18%	管理费用	254	287	359	421	
流动比	2.55	2.65	2.52	2.74	财务费用	9	11	20	19	
速动比	1.97	1.97	1.87	2.07	其他费用/(-收入)	262	327	395	464	
					营业利润	720	887	1206	1522	
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-15	4	4	4	
现金及现金等价物	744	695	848	944	利润总额	705	891	1210	1526	
应收款项	1884	1626	1681	1879	所得税费用	84	89	121	157	
存货净额	789	823	908	940	净利润	621	802	1089	1369	
其他流动资产	249	237	286	292	少数股东损益	52	56	79	101	
流动资产合计	3667	3381	3723	4054	归属于母公司净利润	569	745	1010	1268	
固定资产	2358	2986	3440	3947						
在建工程	240	217	257	297	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	2370	2844	3251	3693	经营活动现金流	645	1317	1468	1728	
长期股权投资	144	190	236	285	净利润	569	745	1010	1268	
资产总计	8780	9618	10906	12277	少数股东损益	52	56	79	101	
短期借款	283	233	333	283	折旧摊销	250	376	450	525	
应付款项	775	677	755	800	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-362	125	-90	-184	
其他流动负债	383	368	389	395	投资活动现金流	-898	-1594	-1490	-1656	
流动负债合计	1441	1278	1477	1478	资本支出	-440	-1447	-1342	-1507	
长期借款及应付债券	278	478	478	478	长期投资	-465	-147	-146	-150	
其他长期负债	275	275	275	275	其他	7	0	-1	1	
长期负债合计	553	753	753	753	筹资活动现金流	321	128	74	-77	
负债合计	1993	2031	2230	2231	债务融资	449	150	100	-50	
股本	1004	1004	1004	1004	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	6786	7588	8677	10046	其它	-128	-22	-26	-27	
负债和股东权益总计	8780	9618	10906	12277	现金净增加额	70	-149	53	-4	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，贾冰，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。