

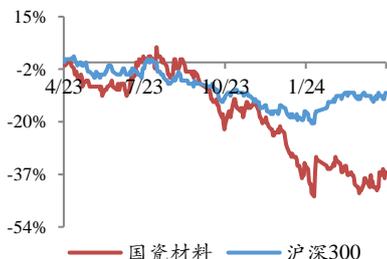
23 年业绩符合预期，多产品开花驱动长期增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-27

收盘价（元）	18.96
近 12 个月最高/最低（元）	31.69/15.90
总股本（百万股）	1,004
流通股本（百万股）	811
流通股比例（%）	80.76
总市值（亿元）	190
流通市值（亿元）	154

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：刘天其

执业证书号：S0010122080046

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1.Q3 业绩符合预期，多业务布局扩大成长空间 2023-10-29

主要观点：

● 事件描述

2024 年 4 月 18 日晚，国瓷材料发布 2023 年年报，公司 2023 年实现营收 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%；实现扣非净利润 5.42 亿元，同比增长 15.34%。2024 年 4 月 25 日晚，国瓷材料发布 2023 年一季度报告，2024 年 Q1 实现营收 8.27 亿元，同比/环比变化+5.23%/-22.89%；实现归母净利润 1.33 亿元，同比/环比增长 7.99%/3.97%；实现扣非净利润 1.21 亿元，同比/环比变化+20.04%/-13.08%。

● 多板块需求齐发力，产品产销齐增长

2023 年公司业绩增长主要系电子材料板块市场需求逐步复苏，催化剂板块受益于国产替代及行业标准升级产销齐增，新能源材料板块市场需求增长带动氧化铝、勃姆石销量增长，生物医疗板块国内需求复苏叠加国外市场开拓顺利持续增长。2024 年 Q1 环比有所下降主要系春节期间销售较淡影响。

1) **电子材料板块**：下游需求逐步复苏，2023 年实现营收 5.98 亿元，同比增长 16.08%；板块毛利率 37.58%，与 2022 年基本持平。

2) **催化剂材料板块**：受益于国产替代及行业标准升级产销齐增，2023 年销售蜂窝陶瓷载体 1550 万升，同比增长 60.12%；催化剂材料板块实现营收 7.15 亿元，同比增长 74.15%，板块营收大幅增长主要系碳化硅蜂窝陶瓷新产能快速投放、蜂窝陶瓷载体在重卡领域市占率进一步提升、钨钴固溶体方面市占率持续提升及超薄壁 750/2 产品在乘用车领域开始放量。2023 年板块毛利率 42.90%，较 2022 年毛利率 40.87%有小幅提升。

3) **生物医疗材料板块**：2023 年实现营收 8.55 亿元，同比增长 13.35%；毛利率 60.34%，较 2022 年毛利率 58.02%有小幅提升。公司在 2023 年持续推动全球化布局，战略并购德国 DEKEMA 预期进一步发挥协同效应。

4) **新能源材料板块**：受益于市场需求增加产销量均大幅增长，2023 年新能源板块销售量同比增加 59.05%，产量同比增加 71.11%，但新能源材料产品受竞争加剧影响价格承压，2023 年实现营收 2.72 亿元，同比增长 13.9%。

5) **精密陶瓷材料板块**：2023 年实现营收 2.48 亿元，同比增长 13.35%。

6) **其他材料板块**：2023 年实现营收 8.55 亿元，同比增长 13.35%。

● **公司自主研发能力强大，多产品突破增添新动能**

2023年，公司累计新增授权专利93项，其中发明专利76项、国外专利14项。电子材料板块，MLCC车载类、高容类产品在行业头部客户的验证速度得到加快，部分产品已取得突破性进展，开始小批量供应。新能源板块，小粒径氧化铝和勃姆石已实现浆料量产供货；公司开发的新产品已成功进入制氢领域，产品已批量供应行业头部客户。精密陶瓷板块；子公司国瓷金盛高端轴承球扩建项目（一期）已建成试生产；高强度氧化铝基板、超高导热氮化铝基板等产品已完成研发，相关产品均已进入行业头部客户的供应链体系并批量销售。公司多板块向高端领域持续渗透，新产品逐步放量助力未来增长。

● **战略并购完善产品布局，打通产业链加强协同效应**

战略并购有利于公司完善产品布局，持续进行市场渗透并进一步发挥协同效应。公司基于完善产业链布局的战略需求收购陶瓷基板企业国瓷赛创，有助于公司进入陶瓷基板产业链环节，完善产业链布局；基于产品多元化及品牌高端化的战略需求，并购了全球口腔烧结设备领域头部企业德国DEKEMA公司，有效补充了口腔专业设备领域产品布局。

● **投资建议**

我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为7.78、9.43、11.29亿元（2024-2025年前值为8.21、10.77亿元），同比增速为36.7%、21.3%、19.6%。对应PE分别为24、20、17倍。维持给予“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 技术开发风险；
- (2) 原材料价格波动风险；
- (3) 兼并重组和商誉风险；
- (4) 汇率波动风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3859	4575	5314	6515
收入同比 (%)	21.9%	18.6%	16.1%	22.6%
归属母公司净利润	569	778	943	1129
净利润同比 (%)	14.5%	36.7%	21.3%	19.6%
毛利率 (%)	38.7%	37.3%	38.5%	39.8%
ROE (%)	9.0%	11.0%	11.7%	12.3%
每股收益 (元)	0.57	0.77	0.94	1.12
P/E	40.56	24.47	20.17	16.86
P/B	3.68	2.69	2.37	2.08
EV/EBITDA	23.62	14.53	11.96	10.02

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
	单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3667	4153	4831	5934
现金	719	606	815	1049
应收账款	1657	1964	2299	2808
其他应收款	9	32	29	36
预付账款	33	52	56	67
存货	789	1086	1216	1442
其他流动资产	460	413	415	532
非流动资产	5112	5746	6373	6928
长期投资	144	182	224	269
固定资产	2358	2746	3120	3428
无形资产	273	331	393	461
其他非流动资产	2337	2487	2635	2770
资产总计	8780	9900	11204	12862
流动负债	1441	1772	2109	2548
短期借款	283	424	589	765
应付账款	501	606	693	830
其他流动负债	657	742	827	954
非流动负债	553	503	453	453
长期借款	278	228	178	178
其他非流动负债	275	275	275	275
负债合计	1993	2274	2561	3001
少数股东权益	473	532	606	695
股本	1004	1004	1004	1004
资本公积	1876	1876	1876	1876
留存收益	3433	4213	5157	6285
归属母公司股东权益	6313	7093	8037	9166
负债和股东权益	8780	9900	11204	12862

现金流量表				
	单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	645	744	1113	1152
净利润	621	837	1017	1218
折旧摊销	250	363	433	502
财务费用	31	27	32	38
投资损失	-6	-1	0	0
营运资金变动	-362	-476	-363	-606
其他经营现金流	1094	1307	1373	1824
投资活动现金流	-898	-923	-986	-1057
资本支出	-440	-928	-984	-1012
长期投资	-465	3	-2	-46
其他投资现金流	7	2	0	0
筹资活动现金流	321	64	83	138
短期借款	281	141	165	176
长期借款	278	-50	-50	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-32	0	0	0
其他筹资现金流	-205	-27	-32	-38
现金净增加额	70	-113	210	233

利润表				
	单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3859	4575	5314	6515
营业成本	2368	2869	3267	3920
营业税金及附加	31	33	39	49
销售费用	187	203	241	297
管理费用	254	281	332	408
财务费用	9	27	32	38
资产减值损失	-33	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	1	0	0
营业利润	720	929	1130	1358
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	21	0	0	0
利润总额	705	929	1130	1358
所得税	84	93	113	140
净利润	621	837	1017	1218
少数股东损益	52	59	74	90
归属母公司净利润	569	778	943	1129
EBITDA	980	1320	1595	1898
EPS (元)	0.57	0.77	0.94	1.12

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	21.9%	18.6%	16.1%	22.6%
营业利润	24.7%	29.2%	21.6%	20.2%
归属于母公司净利润	14.5%	36.7%	21.3%	19.6%
获利能力				
毛利率 (%)	38.7%	37.3%	38.5%	39.8%
净利率 (%)	14.7%	17.0%	17.8%	17.3%
ROE (%)	9.0%	11.0%	11.7%	12.3%
ROIC (%)	8.6%	10.3%	11.0%	11.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	22.7%	23.3%	23.2%	23.6%
净负债比率 (%)	29.4%	30.4%	30.2%	30.9%
流动比率	2.55	2.34	2.29	2.33
速动比率	1.94	1.67	1.67	1.72
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.49	0.50	0.54
应收账款周转率	2.51	2.53	2.49	2.55
应付账款周转率	5.00	5.19	5.03	5.15
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	0.77	0.94	1.12
每股经营现金流 (摊薄)	0.64	0.74	1.11	1.15
每股净资产	6.29	7.06	8.00	9.13
估值比率				
P/E	40.56	24.47	20.17	16.86
P/B	3.68	2.69	2.37	2.08
EV/EBITDA	23.62	14.53	11.96	10.02

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。