



# 国瓷材料 (300285.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 结构性优化持续,成长板块发展成蓄力

### 业绩简评

2024年7月30日公司披露半年报,上半年实现营收19.53亿元,同比增长5.57%;实现归母净利润3.30亿元,同比增长3.6%。其中,Q2实现营收11.27亿元,同比增长5.82%;实现归母净利润1.97亿元,同比增长0.83%。

### 经营分析

**电子材料恢复缓慢,生物医疗板块稳步提升。**收到整体需求景气度影响,公司的电子材料板块修复的情况相对缓慢,MLCC粉体销售环比增长,但尚未回归前期水平,产能利用尚未回归至理想状态,盈利依然受到一定的影响;公司长期布局的生物医疗材料领域发展平稳,国内销售价格虽然受到集采影响,但销量有所修复,公司重点进行海外市场布局,延续品类拓展、产品升级和梳理品牌的布局,持续提升海外的销售占比,有希望逐步带动公司的齿科材料板块业务逐步提升。

**持续做结构性升级,催化业务和陶瓷墨水板块有效抵御行业波动风险。**公司自收购王子制陶以后一直专注于布局乘用车和商用车市场,持续进行国内和国际客户的认证和突破,今年以来商用车产量累计同比下行,公司借助乘用车和混动市场有效的分散了风险,同时借助和海外大客户康明斯的合作,实现更大范围的市场扩展,虽然从全年看,催化材料难以维持往年的高增速,但能够维持较好的盈利水平,并不断扩展未来发展市场;陶瓷墨水国内受到房地产的竣工影响,需求有所调整,公司积极布局海外市场并拓展纺织墨水领域,实现了风险分散,并借助产品结构升级实现了产品毛利率的提升,大幅降低了行业风险的影响。

精密陶瓷稳步发展,领域持续拓展,产业链不断完善。公司精密陶瓷业务仍然维持高速增长状态,陶瓷球、陶瓷基板的市场持续开拓,将成为催化材料后拉动公司增长的又一引擎。目前公司的陶瓷基本已经由LED领域拓展至激光雷达、激光热沉等领域,陶瓷管壳也在向多领域方向发展,虽然短期业务占比不高,但伴随未来的产业链粉体、基片、金属化的产业链布局进一步完整,下游应用领域扩展充分,精密陶瓷业务将进入快速放量阶段。

### 盈利预测

预测2024-2026年公司归母净利润为7.15、9.00、10.84亿元,对应的EPS分别为0.72、0.90、1.09元,现价对应PE估值为32、26、20倍,维持“买入”评级。

### 风险提示

终端需求剧烈波动风险,客户认证不及预期风险等。

### 基础化工组

分析师:陈屹(执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师:杨翼荣(执业S1130520090002)

yangyiyong@gjzq.com.cn

市价(人民币):18.32元

### 相关报告:

- 《国瓷材料公司点评:盈利环比改善,费用有所下行》,2024.4.26
- 《国瓷材料公司点评:催化材料持续高增,短期费用有所影响》,2023.10.27
- 《国瓷材料公司点评:需求回暖,业绩修复,开启新赛道布局》,2023.8.9



### 公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,167	3,859	4,144	4,970	5,846
营业收入增长率	0.16%	21.86%	7.37%	19.94%	17.63%
归母净利润(百万元)	497	569	715	900	1,084
归母净利润增长率	-37.49%	14.50%	25.60%	25.97%	20.40%
摊薄每股收益(元)	0.495	0.567	0.717	0.903	1.087
每股经营性现金流净额	0.20	0.64	0.57	0.84	1.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.45%	9.02%	9.97%	11.30%	12.11%
P/E	23.13	37.00	32.31	25.55	20.29
P/B	3.20	3.13	2.91	2.55	2.29

来源:公司年报、国金证券研究所


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,162</b>	<b>3,167</b>	<b>3,859</b>	<b>4,144</b>	<b>4,970</b>	<b>5,846</b>
增长率		0.2%	21.9%	7.4%	19.9%	17.6%
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,738</b>	<b>-2,062</b>	<b>-2,368</b>	<b>-2,506</b>	<b>-2,973</b>	<b>-3,492</b>
%销售收入	55.0%	65.1%	61.3%	60.5%	59.8%	59.7%
<b>毛利</b>	<b>1,424</b>	<b>1,105</b>	<b>1,492</b>	<b>1,638</b>	<b>1,996</b>	<b>2,354</b>
%销售收入	45.0%	34.9%	38.7%	39.5%	40.2%	40.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-23</b>	<b>-19</b>	<b>-31</b>	<b>-34</b>	<b>-41</b>	<b>-48</b>
%销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>销售费用</b>	<b>-110</b>	<b>-135</b>	<b>-187</b>	<b>-203</b>	<b>-229</b>	<b>-251</b>
%销售收入	3.5%	4.3%	4.8%	4.9%	4.6%	4.3%
<b>管理费用</b>	<b>-165</b>	<b>-188</b>	<b>-254</b>	<b>-249</b>	<b>-298</b>	<b>-351</b>
%销售收入	5.2%	5.9%	6.6%	6.0%	6.0%	6.0%
<b>研发费用</b>	<b>-206</b>	<b>-225</b>	<b>-262</b>	<b>-282</b>	<b>-338</b>	<b>-398</b>
%销售收入	6.5%	7.1%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>920</b>	<b>538</b>	<b>758</b>	<b>871</b>	<b>1,091</b>	<b>1,306</b>
%销售收入	29.1%	17.0%	19.6%	21.0%	21.9%	22.3%
<b>财务费用</b>	<b>-16</b>	<b>29</b>	<b>-9</b>	<b>-16</b>	<b>1</b>	<b>12</b>
%销售收入	0.5%	-0.9%	0.2%	0.4%	0.0%	-0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>-40</b>	<b>-40</b>	<b>-89</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>20</b>	<b>-14</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	2.1%	n.a	0.8%	1.1%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>945</b>	<b>577</b>	<b>720</b>	<b>915</b>	<b>1,142</b>	<b>1,369</b>
营业利润率	29.9%	18.2%	18.6%	22.1%	23.0%	23.4%
<b>营业外收支</b>	<b>12</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>税前利润</b>	<b>957</b>	<b>562</b>	<b>705</b>	<b>914</b>	<b>1,141</b>	<b>1,368</b>
利润率	30.3%	17.8%	18.3%	22.0%	23.0%	23.4%
<b>所得税</b>	<b>-112</b>	<b>-35</b>	<b>-84</b>	<b>-119</b>	<b>-148</b>	<b>-178</b>
所得税率	11.7%	6.3%	11.9%	13.0%	13.0%	13.0%
<b>净利润</b>	<b>845</b>	<b>527</b>	<b>621</b>	<b>795</b>	<b>992</b>	<b>1,190</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>50</b>	<b>30</b>	<b>52</b>	<b>80</b>	<b>92</b>	<b>106</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>795</b>	<b>497</b>	<b>569</b>	<b>715</b>	<b>900</b>	<b>1,084</b>
净利率	25.1%	15.7%	14.7%	17.3%	18.1%	18.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	<b>845</b>	<b>527</b>	<b>621</b>	<b>795</b>	<b>992</b>	<b>1,190</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>50</b>	<b>30</b>	<b>52</b>	<b>80</b>	<b>92</b>	<b>106</b>
<b>非现金支出</b>	<b>207</b>	<b>234</b>	<b>339</b>	<b>282</b>	<b>315</b>	<b>355</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-28</b>	<b>-17</b>	<b>47</b>	<b>3</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-452</b>	<b>-540</b>	<b>-362</b>	<b>-508</b>	<b>-487</b>	<b>-507</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>572</b>	<b>204</b>	<b>645</b>	<b>572</b>	<b>840</b>	<b>1,058</b>
<b>资本开支</b>	<b>-522</b>	<b>-525</b>	<b>-440</b>	<b>-240</b>	<b>-188</b>	<b>-458</b>
<b>投资</b>	<b>2</b>	<b>-161</b>	<b>-465</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>63</b>	<b>71</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-457</b>	<b>-614</b>	<b>-898</b>	<b>-230</b>	<b>-188</b>	<b>-458</b>
<b>股权募资</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>241</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>449</b>	<b>-303</b>	<b>12</b>	<b>62</b>
<b>其他</b>	<b>559</b>	<b>-859</b>	<b>-128</b>	<b>-131</b>	<b>-121</b>	<b>-121</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>560</b>	<b>-859</b>	<b>321</b>	<b>-193</b>	<b>-109</b>	<b>-59</b>
<b>现金净流量</b>	<b>672</b>	<b>-1,267</b>	<b>70</b>	<b>148</b>	<b>544</b>	<b>541</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>货币资金</b>	<b>1,907</b>	<b>566</b>	<b>719</b>	<b>858</b>	<b>1,395</b>	<b>1,931</b>
<b>应收款项</b>	<b>1,560</b>	<b>1,686</b>	<b>2,054</b>	<b>2,228</b>	<b>2,672</b>	<b>3,144</b>
<b>存货</b>	<b>706</b>	<b>891</b>	<b>789</b>	<b>961</b>	<b>1,140</b>	<b>1,339</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>192</b>	<b>106</b>	<b>105</b>	<b>160</b>	<b>177</b>	<b>196</b>
<b>流动资产</b>	<b>4,365</b>	<b>3,249</b>	<b>3,667</b>	<b>4,208</b>	<b>5,385</b>	<b>6,610</b>
%总资产	55.4%	43.3%	41.8%	45.3%	52.1%	56.6%
<b>长期投资</b>	<b>80</b>	<b>131</b>	<b>194</b>	<b>194</b>	<b>194</b>	<b>194</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,489</b>	<b>2,025</b>	<b>2,598</b>	<b>2,667</b>	<b>2,542</b>	<b>2,648</b>
%总资产	18.9%	27.0%	29.6%	28.7%	24.6%	22.7%
<b>无形资产</b>	<b>1,711</b>	<b>1,702</b>	<b>2,132</b>	<b>2,131</b>	<b>2,129</b>	<b>2,128</b>
<b>非流动资产</b>	<b>3,514</b>	<b>4,252</b>	<b>5,112</b>	<b>5,084</b>	<b>4,958</b>	<b>5,061</b>
%总资产	44.6%	56.7%	58.2%	54.7%	47.9%	43.4%
<b>资产总计</b>	<b>7,879</b>	<b>7,502</b>	<b>8,780</b>	<b>9,292</b>	<b>10,343</b>	<b>11,671</b>
<b>短期借款</b>	<b>31</b>	<b>19</b>	<b>343</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>19</b>
<b>应付款项</b>	<b>615</b>	<b>575</b>	<b>798</b>	<b>721</b>	<b>856</b>	<b>1,005</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>251</b>	<b>220</b>	<b>300</b>	<b>270</b>	<b>287</b>	<b>317</b>
<b>流动负债</b>	<b>897</b>	<b>814</b>	<b>1,441</b>	<b>1,010</b>	<b>1,164</b>	<b>1,341</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>278</b>	<b>278</b>	<b>278</b>	<b>278</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>845</b>	<b>382</b>	<b>275</b>	<b>283</b>	<b>288</b>	<b>349</b>
<b>负债</b>	<b>1,743</b>	<b>1,196</b>	<b>1,993</b>	<b>1,570</b>	<b>1,729</b>	<b>1,967</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,743</b>	<b>5,882</b>	<b>6,313</b>	<b>7,168</b>	<b>7,969</b>	<b>8,952</b>
其中：股本	<b>1,004</b>	<b>1,004</b>	<b>1,004</b>	<b>1,004</b>	<b>1,004</b>	<b>1,004</b>
未分配利润	<b>2,546</b>	<b>2,892</b>	<b>3,323</b>	<b>3,937</b>	<b>4,737</b>	<b>5,721</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>393</b>	<b>423</b>	<b>473</b>	<b>553</b>	<b>645</b>	<b>751</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,879</b>	<b>7,502</b>	<b>8,780</b>	<b>9,292</b>	<b>10,343</b>	<b>11,671</b>

**比率分析**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.792	0.495	0.567	0.717	0.903	1.087
每股净资产	5.721	5.860	6.289	7.190	7.992	8.979
每股经营现金净流	0.570	0.203	0.642	0.570	0.837	1.054
每股股利	0.110	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	13.85%	8.45%	9.02%	9.97%	11.30%	12.11%
总资产收益率	10.09%	6.63%	6.48%	7.69%	8.71%	9.29%
投入资本收益率	13.16%	7.97%	9.01%	9.45%	10.65%	11.37%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	24.37%	0.16%	21.86%	7.37%	19.94%	17.63%
EBIT增长率	23.48%	-41.51%	40.93%	14.83%	25.31%	19.75%
净利润增长率	38.57%	-37.49%	14.50%	25.60%	25.97%	20.40%
总资产增长率	30.77%	-4.79%	17.03%	5.83%	11.31%	12.84%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	129.4	153.0	145.6	160.0	160.0	160.0
存货周转天数	125.9	141.3	129.5	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	59.2	70.1	73.0	73.0	73.0	73.0
固定资产周转天数	145.5	194.9	223.0	203.1	174.9	149.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-32.23%	-8.67%	-1.83%	-7.60%	-13.02%	-17.11%
EBIT利息保障倍数	57.3	-18.4	80.2	54.6	-1,197.1	-105.2
资产负债率	22.12%	15.95%	22.70%	16.90%	16.72%	16.86%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	10	13	22	43
增持	0	3	3	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.23</b>	<b>1.19</b>	<b>1.21</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究