

## 陶瓷墨水承压，精密陶瓷板块有望快速放量

2024 年 10 月 29 日

**事件：**2024 年 10 月 28 日，国瓷材料发布 2024 年三季报，2024 年前三季度，公司实现营业收入 29.66 亿元，同比+6.42%，实现归母净利润 4.82 亿元，同比+9.38%，扣非归母净利 4.54 亿元，同比+12.48%。Q3 单季度，公司实现营业收入 10.13 亿元，同比+8.11%，环比-10.11%，实现归母净利润 1.52 亿元，同比+24.51%，环比-22.97%。

**从收入端来看，2023 年前三季度公司营收整体保持增长，其中 Q3 蜂窝陶瓷和陶瓷墨水受季节性影响较大。**从主要业务版块来看，**1) 电子材料板块：**MLCC 介质粉体需求复苏，第三季度电子浆料销量环比大幅提升；**2) 催化材料板块：**车企客户高温假导致销量环比略有下降，积极把握乘用车用蜂窝陶瓷国产替代机遇；**3) 生物医疗板块：**牙科粉体产线调试完成，强化产品创新和品牌布局；**4) 新能源材料板块：**隔膜涂覆材料价格趋稳，销量带动营收快速提升；**5) 精密陶瓷板块：**陶瓷球新产能逐步爬坡，市场开拓有积极进展；国瓷赛创基于新材料平台新产品开发提速，部分产品已进入批量阶段；**6) 陶瓷墨水：**季节性影响显著，全年受房地产竣工面积影响拖累营收增速。

**从利润端来看，Q3 盈利水平同比明显改善，期间费用率提高导致净利率环比下降。**随着公司蜂窝陶瓷、钕钴固溶体、陶瓷球、陶瓷基板等高毛利产品销量增长，公司盈利水平同比明显改善，Q3 公司综合毛利率为 39.18%，同比提高 3.47pcts，环比下滑 1.50pcts。三季度由于汇兑损失、红筹架构设立产生的手续费增加等因素，公司期间费用率上升，Q3 净利率为 16.62%，同比提高 2.00pcts，环比下滑 3.36pcts，影响公司净利润增长。

**新产品持续获得突破，公司未来成长动力充足。**(1) 陶瓷球：随着适配 800V 高压快充技术的新能源汽车逐步增多，以及新能源汽车对零百加速等极致性能的追求，公司高端氮化硅陶瓷轴承球已经陆续开始搭载国内外头部车企的主力车型，进入三季度市场需求增加明显。(2) 陶瓷基板：公司 LED 基板已成功突破全球头部企业成为其合格供应商，陶瓷管壳、激光热沉等新产品也开始批量供应下游客户，国瓷赛创积极扩建陶瓷金属化项目，为产品放量奠定基础。(3) 电子浆料：公司快速实现端电极铜浆、薄层高容镍浆、车载树脂银浆等产品产业化，将逐步形成国产替代，为电子材料板块贡献增量。

**投资建议：**公司 MLCC 需求稳步复苏，三大板块催化载体+陶瓷球+陶瓷基板步入快速增长期，公司业绩有望持续成长，我们预计 2024-2026 公司实现归母净利润 7.00 亿元、9.02 亿元、11.29 亿元，现价 (2024 年 10 月 28 日) 对应 PE 分别为 28x、21x、17x，维持“推荐”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期、项目建设不及预期、能源及原材料价格大幅波动等风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,859	4,619	5,606	6,770
增长率 (%)	21.9	19.7	21.4	20.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	569	700	902	1,129
增长率 (%)	14.5	23.0	28.8	25.2
每股收益 (元)	0.57	0.70	0.90	1.13
PE	34	28	21	17
PB	3.1	2.8	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**19.32 元**

**分析师 刘海荣**

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

**分析师 李家豪**

执业证书：S0100524010002

邮箱：lijiahao@mszq.com

### 相关研究

1.国瓷材料 (300285.SZ) 2024 年半年报点评：Q2 业绩符合预期，新产品逐步放量-2024/07/31

2.国瓷材料 (300285.SZ) 深度报告：立足陶瓷材料，内生外延打造新材料平台-2023/07/18

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,859	4,619	5,606	6,770
营业成本	2,368	2,877	3,440	4,129
营业税金及附加	31	37	45	55
销售费用	187	245	292	339
管理费用	254	300	364	440
研发费用	262	313	380	459
EBIT	730	872	1,128	1,401
财务费用	9	18	27	23
资产减值损失	-33	-2	-2	-3
投资收益	6	7	9	10
营业利润	720	864	1,113	1,393
营业外收支	-15	0	0	0
利润总额	705	864	1,113	1,393
所得税	84	103	132	166
净利润	621	761	980	1,227
归属于母公司净利润	569	700	902	1,129
EBITDA	980	1,131	1,401	1,682

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	719	797	1,203	1,733
应收账款及票据	1,884	2,216	2,701	3,262
预付款项	33	40	48	58
存货	789	957	1,145	1,374
其他流动资产	242	261	304	355
流动资产合计	3,667	4,271	5,401	6,782
长期股权投资	144	144	144	144
固定资产	2,358	2,588	2,741	2,843
无形资产	273	273	273	273
非流动资产合计	5,112	5,588	5,586	5,587
资产合计	8,780	9,858	10,987	12,369
短期借款	283	343	373	393
应付账款及票据	775	941	1,126	1,351
其他流动负债	383	600	656	724
流动负债合计	1,441	1,884	2,155	2,468
长期借款	278	361	361	361
其他长期负债	275	199	199	199
非流动负债合计	553	559	559	559
负债合计	1,993	2,443	2,714	3,027
股本	1,004	997	997	997
少数股东权益	473	534	612	711
股东权益合计	6,786	7,415	8,273	9,342
负债和股东权益合计	8,780	9,858	10,987	12,369

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	21.86	19.69	21.37	20.77
EBIT 增长率	29.85	19.47	29.27	24.26
净利润增长率	14.50	23.00	28.83	25.17
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	38.65	37.72	38.64	39.02
净利润率	14.75	15.16	16.09	16.67
总资产收益率 ROA	6.48	7.10	8.21	9.13
净资产收益率 ROE	9.02	10.17	11.77	13.08
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.55	2.27	2.51	2.75
速动比率	1.83	1.60	1.82	2.03
现金比率	0.50	0.42	0.56	0.70
资产负债率 (%)	22.70	24.78	24.70	24.47
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	143.58	140.35	138.57	139.20
存货周转天数	127.74	109.30	109.99	109.81
总资产周转率	0.47	0.50	0.54	0.58
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.57	0.70	0.90	1.13
每股净资产	6.33	6.90	7.68	8.66
每股经营现金流	0.65	0.75	0.79	0.97
每股股利	0.10	0.12	0.16	0.20
<b>估值分析</b>				
PE	34	28	21	17
PB	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	20.04	17.36	14.01	11.68
股息收益率 (%)	0.52	0.64	0.82	1.03

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	621	761	980	1,227
折旧和摊销	250	259	273	280
营运资金变动	-362	-326	-522	-605
经营活动现金流	645	749	792	969
资本开支	-440	-691	-254	-263
投资	-465	26	0	0
投资活动现金流	-898	-674	-245	-253
股权募资	0	0	0	0
债务募资	449	260	30	20
筹资活动现金流	321	3	-141	-187
现金净流量	70	78	406	529

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026