

## 电子

2024 年 10 月 29 日

## 国瓷材料 (300285)

——蜂窝陶瓷淡季增速放缓，陶瓷墨水需求影响略有下滑，叠加汇兑损失使得 Q3 盈利环比下滑

报告原因：有业绩公布需要点评

## 增持 (维持)

市场数据：2024 年 10 月 28 日

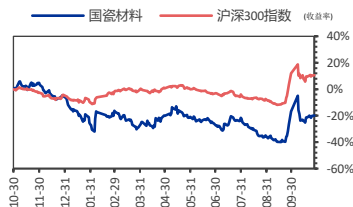
|                |                    |
|----------------|--------------------|
| 收盘价 (元)        | 19.32              |
| 一年内最高/最低 (元)   | 26.46/14.07        |
| 市净率            | 3.0                |
| 息率 (分红/股价)     | 0.52               |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 15,532             |
| 上证指数/深证成指      | 3,322.20/10,685.89 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

|                 |         |
|-----------------|---------|
| 每股净资产 (元)       | 6.61    |
| 资产负债率%          | 23.23   |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 997/804 |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | -/-     |

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

## 联系人

赵文琪  
(8621)23297818×  
zhaowq@swsresearch.com

## 投资要点：

- **公司公告：**前三季度实现收入 29.66 亿元 (YoY+6.42%)，实现归母净利润 4.82 亿元 (YoY+9.4%)，实现扣非归母净利润 4.53 亿元 (YoY+12.5%)；其中 24Q3 实现收入 10.13 亿元 (YoY+8.11%，QoQ-10.11%)，实现归母净利润 1.52 亿元 (YoY+24.5%，QoQ-23%)，实现扣非归母净利润 1.46 亿元 (YoY+21.1%，QoQ-22.3%)。受益于各类业务持续恢复增长，前三季度毛利率同比提升 2.75pct 至 39.65%。费用端，由于 DEKEMA 2023 年 10 月并入合并范围，前三季度管理费用同比提升，此外随着精密陶瓷等产品研发投入，研发费用也有所增长，使得净利润率同比提升 0.79pct 至 18.21%。其中 24Q3 受蜂窝陶瓷淡季及陶瓷墨水业务影响，毛利率环比微降 1.5pct 至 39.18%，净利润率受爱尔创等出口业务汇兑损失影响，环比下滑 3.36pct 至 16.62%，但同比均有 2pct 以上的增长。
- **电子材料板块：**今年公司为适配 AI 领域高算力、高集成等应用环境需求，协同客户开发了高散热、高可靠的基础粉和配方粉，材料性能达到领先水平。前三季度 MLCC 粉体出货量恢复增长，我们估计约 4900 多吨，毛利率随着销量提升也有所增长；电子浆料受混印浆料拉动，也有明显增长。
- **催化材料板块：**今年由于经济环境影响，重卡销量不及预期，且受天然气占比提升，蜂窝陶瓷市场略有承压，公司蜂窝陶瓷销量随同比提升，但增速不及预期，三季度受下游整车高温假以及重卡销量不及预期影响，蜂窝陶瓷销量增速有所放缓。目前公司积极拓展乘用车等客户，估计明年实现较快增长。此外钨钼固溶体去年通过国外大客户认证，今年放量。
- **生物医疗板块：**齿科粉体由于一季度产线调整，以及国内口腔需求相对疲软的影响，今年外销量受损；爱尔创维持稳步增长，但净利润受汇兑损失影响有所下滑。公司今年仍旧持续拓展海外客户，同时筹备高端品牌的销售。2023 年公司相继投资并购韩国 Spident 以及德国 DEKEMA，在材料和设备领域进行布局，后续有望随着海外产品线的持续延伸，以及国内集采观望之后有望拉动国产材料需求提升，带来生物医疗板块稳定增长。
- **精密陶瓷板块：**金盛陶瓷球受 800 伏新能源车放量拉动，月度订单收入明显增长，后续有望随着混动车销量提升以及上游粉体扩产完毕，销量及盈利仍有较大提升空间。赛创受益于 LED 大灯、低轨卫星、激光热沉等应用，收入快速增长，目前核心客户基本进入，陆续等待下游客户放量。
- **其他板块：**新能源材料板块处于微利状态，氧化铝、勃姆石受新能源需求增长，销量快速提升；陶瓷墨水受国内地产需求影响，收入同比下滑，但毛利率受益于原料价格下滑，基本维持。
- **盈利预测与投资评级：**考虑蜂窝陶瓷受重卡需求影响，销量略不及预期，叠加陶瓷墨水受国内经济环境影响有所下滑，下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润约 6.8、8.3、10.5 亿元 (原预测 7.3、9.3、11.8 亿元)，对应 PE 约 28、23、18 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**消费电子需求不及预期；齿科材料拓展不及预期；精密陶瓷板块拓展不及预期

## 财务数据及盈利预测

|             | 2023  | 2024Q1-3 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|----------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 3,859 | 2,966    | 4,055 | 4,638 | 5,381 |
| 同比增长率 (%)   | 21.9  | 6.4      | 5.1   | 14.4  | 16.0  |
| 归母净利润 (百万元) | 569   | 482      | 678   | 832   | 1,050 |
| 同比增长率 (%)   | 14.5  | 9.4      | 19.1  | 22.8  | 26.2  |
| 每股收益 (元/股)  | 0.57  | 0.48     | 0.68  | 0.83  | 1.05  |
| 毛利率 (%)     | 38.7  | 39.6     | 38.5  | 39.4  | 40.4  |
| ROE (%)     | 9.0   | 7.3      | 9.7   | 10.6  | 11.8  |
| 市盈率         |       |          |       |       |       |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

## 财务摘要

| 百万元, 百万股               | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入                  | 3,167 | 3,859 | 4,055 | 4,638 | 5,381 |
| 其中: 营业收入               | 3,167 | 3,859 | 4,055 | 4,638 | 5,381 |
| 减: 营业成本                | 2,062 | 2,368 | 2,493 | 2,810 | 3,205 |
| 减: 税金及附加               | 19    | 31    | 28    | 29    | 34    |
| 主营业务利润                 | 1,086 | 1,460 | 1,534 | 1,799 | 2,142 |
| 减: 销售费用                | 135   | 187   | 203   | 223   | 253   |
| 减: 管理费用                | 188   | 254   | 264   | 288   | 323   |
| 减: 研发费用                | 225   | 262   | 284   | 301   | 323   |
| 减: 财务费用                | -29   | 9     | 11    | 15    | 15    |
| 经营性利润                  | 567   | 748   | 772   | 972   | 1,228 |
| 加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列) | -30   | -56   | -28   | -46   | -59   |
| 加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列) | -11   | -33   | 0     | 0     | 0     |
| 加: 投资收益及其他             | 46    | 60    | 69    | 65    | 62    |
| 营业利润                   | 577   | 720   | 814   | 991   | 1,232 |
| 加: 营业外净收入              | -15   | -15   | -6    | -12   | -11   |
| 利润总额                   | 562   | 705   | 808   | 979   | 1,221 |
| 减: 所得税                 | 35    | 84    | 80    | 97    | 122   |
| 净利润                    | 527   | 621   | 728   | 882   | 1,100 |
| 少数股东损益                 | 30    | 52    | 50    | 50    | 50    |
| 归属于母公司所有者的净利润          | 497   | 569   | 678   | 832   | 1,050 |
| 全面摊薄总股本                | 1,004 | 1,004 | 997   | 997   | 997   |
| 每股收益 (元)               | 0.50  | 0.57  | 0.68  | 0.83  | 1.05  |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                               |
|--------|-----|--------------|-------------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | maojiong@swsresearch.com      |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | liqing3@swsresearch.com       |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | xiaoxia@swsresearch.com       |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | zhangxiaozhuo@swsresearch.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swsresearch.com     |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | panyeming@swsresearch.com     |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。