

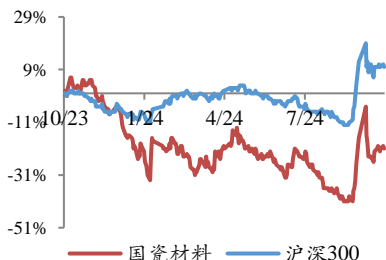
Q3 业绩受季节影响环比下降，多板块业务持续增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-30

收盘价（元）	19.22
近 12 个月最高/最低（元）	26.46/14.07
总股本（百万股）	997
流通股本（百万股）	804
流通股比例（%）	80.63
总市值（亿元）	192
流通市值（亿元）	155

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

分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1.24 年 Q2 业绩环比提升，多板块业务持续增长 2024-07-09

2.23 年业绩符合预期，多产品开花驱动长期增长 2024-04-27

主要观点：

● 事件描述

2024 年 10 月 28 日晚，国瓷材料发布 2024 年三季报，公司 2024Q3 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%；实现扣非归母净利润 1.46 亿元，同比+21.1%/环比-22.27%。

● 受益海内外乘用车市场需求多板块持续增长，建筑陶瓷受房地产影响板块营收有所下滑

24Q3 营收业绩同比增加环比减少，主要原因在于车企高温假致催化板块环比下降，陶瓷墨水和建筑陶瓷板块受季节性影响和全年房地产竣工面积拖累营收增速。（1）在电子材料板块，MLCC 粉体进入恢复性增长期，新研辊印浆料实现陆续放量，浆料业务将成为电子材料板块重要增量。（2）在催化材料板块，受车企高温假影响环比略有下降，公司蜂窝陶瓷和钨钴固溶体均保持快速发展节奏。乘用车市场具有更广阔的市场需求，公司重点关注乘用车领域的产品推广和验证，与国内自主品牌、合资品牌、外资品牌的客户均有建立联系，随着国产替代加速，预计未来将实现更大增长。

（3）在生物医疗板块，公司对牙科用纳米级复合氧化锆粉体业务进行了专线升级和技术改造，持续推进海外高端品牌建设，加速海外布局。（4）在新能源板块，隔膜涂覆材料价格趋稳，销量增长带动板块营收提升。（5）在精密陶瓷板块，陶瓷球、陶瓷基板、陶瓷管壳等产品在海内外终端车企供应链以及车灯、卫星、风电等新兴领域的加速渗透，将继续助力业绩稳健增长。（6）在陶瓷墨水和建筑陶瓷板块，受季节性因素及房地产竣工面积下滑影响营收增速。2024Q3 氧化锆平均价格为 39.72 万元/吨，同比/环比-19.75%/+1.94%；氧化钴平均价格为 12.37 万元/吨，同比/环比-22.34%/-6.14%，据百川数据显示，24 年 10 月氧化钴均价为 11.33 万元/吨，同比/环比-26.76%/-2.5%，营收端虽然有所下滑，但受益于原材料成本的下降，盈利能力维持正常水平。

● 子公司国瓷康立泰多项目建成投产，强化陶瓷墨水板块竞争优势

公司子公司国瓷康立泰 2024 年 7 月在江西成立分公司，建设釉料新产线；8 月底，佛山釉料新基地“年产 10 万吨釉料生产线”投产，并规划了年产 2 万吨纺织墨水生产线，推动国瓷康立泰在釉料产线布局方面再上新台阶。9 月，东营年产 15000 吨色料项目完成点火仪式，色料是生产陶瓷墨水的关键核心原料，东营项目投产为国瓷康立泰奠定成为全球最大的陶瓷墨水生产基地的实力基础。国瓷康立泰多项目建成投产，为公司在陶瓷色料及陶瓷墨水领域带来

竞争优势，同时也为纺织墨水等新产品的研发生产打下基础，未来有望为公司营收业绩贡献增量。

● 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，同比增速为 36.7%、21.3%、19.6%。对应 PE 分别为 25、20、17 倍。维持“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%	11.4%	12.1%	12.7%
每股收益 (元)	0.57	0.78	0.95	1.13
P/E	40.56	24.64	20.31	16.98
P/B	3.68	2.81	2.47	2.15
EV/EBITDA	23.62	14.90	12.27	10.28

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	3904	4582	5684	
现金	719	356	566	799	
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	5773	6399	6955	
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	2513	2662	2797	
资产总计	8780	9677	10981	12639	
流动负债	1441	1889	2226	2666	
短期借款	283	424	589	765	
应付账款	501	606	693	830	
其他流动负债	657	859	945	1071	
非流动负债	553	426	376	376	
长期借款	278	228	178	178	
其他非流动负债	275	199	199	199	
负债合计	1993	2315	2602	3042	
少数股东权益	473	532	606	695	
股本	1004	990	990	990	
资本公积	1876	1643	1643	1643	
留存收益	3433	4197	5140	6269	
归属母公司股东权益	6313	6829	7773	8901	
负债和股东权益	8780	9677	10981	12639	

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	739	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	1303	1373	1824	
投资活动现金流	-898	-939	-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	-13	0	0	
筹资活动现金流	321	-168	83	138	
短期借款	281	141	165	176	
长期借款	278	-50	-50	0	
普通股增加	0	-14	0	0	
资本公积增加	-32	-234	0	0	
其他筹资现金流	-205	-12	-32	-38	
现金净增加额	70	-363	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	0.78	0.95	1.13	

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%	11.4%	12.1%	12.7%
ROIC (%)	8.6%	10.5%	11.2%	11.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	22.7%	23.9%	23.7%	24.1%
净负债比率 (%)	29.4%	31.5%	31.1%	31.7%
流动比率	2.55	2.07	2.06	2.13
速动比率	1.94	1.44	1.47	1.55
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.50	0.51	0.55
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	0.78	0.95	1.13
每股经营现金流 (摊薄)	0.65	0.74	1.12	1.16
每股净资产	6.29	6.85	7.80	8.93
估值比率				
P/E	40.56	24.64	20.31	16.98
P/B	3.68	2.81	2.47	2.15
EV/EBITDA	23.62	14.90	12.27	10.28

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。