

国瓷材料 (300285.SZ)

全年业绩保持稳健增长，拓展新产品奠定成长性

事件: 公司发布 2024 年年报, 报告期内实现收入 40.47 亿元, 同比增长 4.86%, 归母净利润 6.05 亿元, 同比增长 6.27%, 扣非净利润 5.81 亿元, 同比增长 7.05%; 其中四季度单季实现收入 10.8 亿元, 同比增长 0.78%, 归母净利润 1.23 亿元, 同比下降 4.44%。

- 受益于下游需求回暖, 电子材料业务稳健增长。2024 年公司电子材料收入 6.24 亿元, 同比增长 4.22%, 毛利率 36.29%, 同比下降 1.29 pct, 销量 9539 吨, 同比增长 19.25%。受益于下游需求回暖, 以及汽车电子、AI 服务器等新兴应用领域的快速增长, 公司 MLCC 介质粉体销量开始逐步回升, 预计行业有望延续复苏趋势; 凭借高度的客户协同性, MLCC 用电子浆料业务市场开拓顺利, 已配合客户成功开发并量产了多种规格型号的高容浆料、车规级专用浆料、射频专用浆料等产品。报告期内, 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, 部分产品在海外客户取得突破性进展, 开始批量供应。公司将充分把握在 MLCC 领域的资源和优势, 重点培育 AI 服务器专用高温、高压产品, 继续提升相关产品的全球市场份额。
- 催化材料业务增速有所放缓, 口腔业务前景广阔。2024 年公司催化材料收入 7.87 亿元, 同比增长 10.0%, 毛利率 40.02%, 同比下降 2.88 pct, 蜂窝陶瓷载体销量 1624 万升, 同比增长 4.77%。公司成功突破超薄壁、低热膨胀载体技术壁垒, 可以满足国六、欧六的商用车、乘用车全场景应用需求, 并配合客户完成国七、欧七标准产品储备; 钵钵固溶体新建产能快速投放, 销量水平保持快速增长。2024 年公司生物医疗材料板块收入 9.11 亿元, 同比增长 6.53%, 毛利率 56.67%, 同比下降 3.67 pct。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, 运用智能制造技术有效提高了生产效率和产品品质, 同时继续推进“全球化、多元化、品牌化”三大战略, 在实现海外本土化运营的基础上进一步强化海外业务发展效率。
- 拓展新能源和精密陶瓷业务, 进一步打开成长空间。公司以高纯氧化铝、勃姆石为战略支点卡位新能源赛道, 陆续推出多款锂电池正极添加剂的核心辅材, 成功将滴定法氧化锆微珠的应用延伸至正负极研磨领域。公司固态电解质、制氢领域新产品均协同行业客户有序推进产品验证和应用推广。公司具备从陶瓷粉体、陶瓷基片到金属化的纵向一体化优势, 将围绕氧化铝、氮化硅、高纯氧化铝等核心材料打造综合性的陶瓷基板产业平台, 持续推进国内陶瓷基板的进口替代进程和产业链的国产自主可控。国瓷赛创投资扩建陶瓷金属化项目, 达产后将进入薄膜传感器、功率电源模块、IGBT 等应用领域。
- 维持“强烈推荐”投资评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 7.36 亿、8.87 亿、10.59 亿元, EPS 分别为 0.74、0.89、1.06 元, 当前股价对应 PE 分别为 23、19、16 倍, 维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示: 下游需求不及预期、原材料价格上涨、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3859	4047	4868	5794	6962
同比增长	22%	5%	20%	19%	20%
营业利润(百万元)	720	775	941	1133	1350

强烈推荐 (维持)

周期/化工

目标估值: NA

当前股价: 17.3 元

基础数据

总股本 (百万股)	997
已上市流通股 (百万股)	804
总市值 (十亿元)	17.2
流通市值 (十亿元)	13.9
每股净资产 (MRQ)	6.7
ROE (TTM)	9.0
资产负债率	21.0%
主要股东	张曦
主要股东持股比例	15.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-9	0
相对表现	-5	-5	-7



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《国瓷材料 (300285) — 三季度业绩同比增长明显, 新材料产品持续取得突破》2024-10-29
- 《国瓷材料 (300285) — 上半年业绩符合预期, 下游市场需求逐步复苏》2024-07-31
- 《国瓷材料 (300285) — 一季度业绩符合预期, 持续看好公司成长性》2024-04-28

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

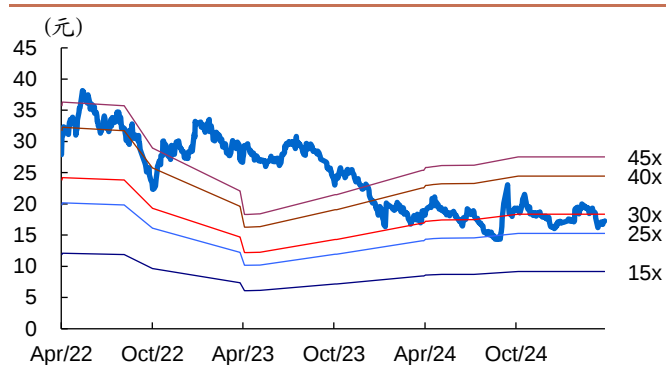
曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

同比增长	25%	8%	21%	20%	19%
归母净利润(百万元)	569	605	736	887	1059
同比增长	15%	6%	22%	21%	19%
每股收益(元)	0.57	0.61	0.74	0.89	1.06
PE	30.3	28.5	23.4	19.4	16.3
PB	2.7	2.6	2.4	2.1	1.9

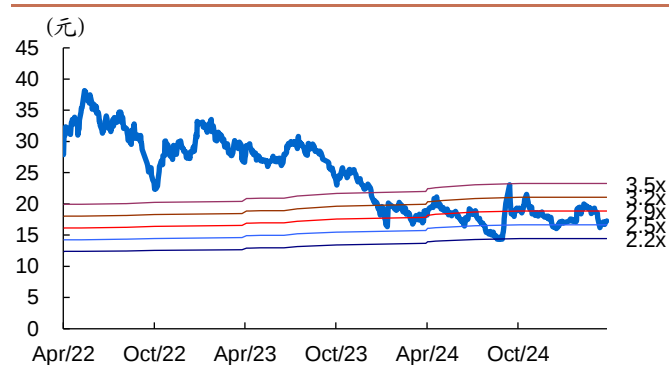
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：国瓷材料历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：国瓷材料历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3667.49	3750	4401	5442	6720
现金	719	652	713	1059	1451
交易性投资	26	0	0	0	0
应收票据	227	207	249	297	357
应收款项	1657	1772	2108	2509	3014
其它应收款	8	27	32	38	46
存货	789	858	1016	1204	1449
其他	241	235	282	335	403
非流动资产	5112	5372	5415	5450	5478
长期股权投资	144	163	163	163	163
固定资产	2358	2636	2896	3126	3330
无形资产商誉	2124	2126	1913	1722	1550
其他	487	448	443	439	436
资产总计	8780	9123	9816	10892	12198
流动负债	1441	1367	1397	1604	1873
短期借款	283	96	96	96	96
应付账款	775	769	919	1089	1310
预收账款	18	19	22	27	32
其他	366	484	360	393	435
长期负债	553	545	545	545	545
长期借款	278	343	343	343	343
其他	275	202	202	202	202
负债合计	1993	1912	1943	2149	2418
股本	1004	997	997	997	997
资本公积金	1626	1542	1542	1542	1542
留存收益	3683	4174	4760	5537	6463
少数股东权益	473	496	574	667	778
归属于母公司所有者权益	6313	6714	7300	8077	9002
负债及权益合计	8780	9123	9816	10892	12198

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	645	754	831	919	985
净利润	621	668	813	980	1170
折旧摊销	238	316	525	533	540
财务费用	31	25	10	6	3
投资收益	(6)	(31)	(113)	(113)	(113)
营运资金变动	(254)	(216)	(412)	(495)	(624)
其它	16	(9)	7	8	9
投资活动现金流	(898)	(320)	(457)	(457)	(457)
资本支出	(441)	(376)	(570)	(570)	(570)
其他投资	(458)	56	113	113	113
筹资活动现金流	321	(431)	(312)	(116)	(136)
借款变动	574	(156)	(153)	0	0
普通股增加	0	(7)	0	0	0
资本公积增加	(32)	(84)	0	0	0
股利分配	(100)	(100)	(150)	(110)	(133)
其他	(120)	(84)	(10)	(6)	(3)
现金净增加额	68	3	61	346	392

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3859	4047	4868	5794	6962
营业成本	2368	2441	2919	3458	4161
营业税金及附加	31	37	45	53	64
营业费用	187	229	276	328	394
管理费用	254	310	373	444	533
研发费用	262	294	353	420	505
财务费用	9	9	10	6	3
资产减值损失	(89)	(64)	(64)	(64)	(64)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	54	82	82	82	82
投资收益	6	31	31	31	31
营业利润	720	775	941	1133	1350
营业外收入	6	4	4	4	4
营业外支出	21	18	18	18	18
利润总额	705	761	927	1119	1336
所得税	84	93	114	138	166
少数股东损益	52	63	77	93	111
归属于母公司净利润	569	605	736	887	1059

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	22%	5%	20%	19%	20%
营业利润	25%	8%	21%	20%	19%
归母净利润	15%	6%	22%	21%	19%
获利能力					
毛利率	38.7%	39.7%	40.0%	40.3%	40.2%
净利率	14.7%	14.9%	15.1%	15.3%	15.2%
ROE	9.3%	9.3%	10.5%	11.5%	12.4%
ROIC	9.3%	9.0%	10.3%	11.4%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	22.7%	21.0%	19.8%	19.7%	19.8%
净负债比率	7.1%	6.5%	4.5%	4.0%	3.6%
流动比率	2.5	2.7	3.1	3.4	3.6
速动比率	2.0	2.1	2.4	2.6	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	2.8	3.0	3.1	3.1	3.1
应收账款周转率	2.2	2.1	2.2	2.2	2.3
应付账款周转率	3.6	3.2	3.5	3.4	3.5
每股资料(元)					
EPS	0.57	0.61	0.74	0.89	1.06
每股经营净现金	0.65	0.76	0.83	0.92	0.99
每股净资产	6.33	6.73	7.32	8.10	9.03
每股股利	0.10	0.15	0.11	0.13	0.16
估值比率					
PE	30.3	28.5	23.4	19.4	16.3
PB	2.7	2.6	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	20.1	17.7	12.9	11.4	10.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。