

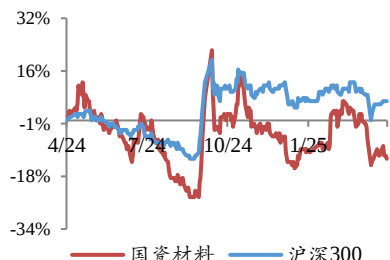
24 年业绩稳中有进，多板块布局星辰大海

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-26

收盘价（元）	16.64
近 12 个月最高/最低（元）	24.00/14.07
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）	166
流通市值（亿元）	134

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. 国瓷材料：Q3 业绩受季节影响环比下降，多板块业务持续增长 2024-10-31

2. 24 年 Q2 业绩环比提升，多板块业务持续增长 2024-07-09

主要观点：

● 事件描述

2025 年 4 月 22 日晚，国瓷材料发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 40.47 亿元，同比+4.86%；实现归母净利润 6.05 亿元，同比+6.27%；扣非归母净利润 5.8 亿元，同比+7.05%。其中，2024 四季度实现营业收入 10.8 亿元，同比+0.78%/环比+6.67%；实现归母净利润 1.23 亿元，同比-4.44%/环比-19.25%；扣非归母净利润 1.27 亿元，同比-8.69%/环比-12.73%。

● 电子材料+新能源板块产销高增，24 年营收业绩双增长

24 年营收业绩有所增长，主要原因在于电子材料板块陆续放量，新能源板块降本显著，产销高增，催化、生物医疗和陶瓷板块保持稳步增长。（1）电子材料板块，市场逐渐恢复，MLCC 粉体进入恢复性增长期，新研辊印浆料实现陆续放量，电子浆料国产替代加速推进，产销量相应增加。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；（2）催化材料板块，以超薄壁蜂窝陶瓷载体突破国六、欧六全场景应用并储备国七技术，叠加 MES 系统提升智造效率；乘用车领域加速渗透自主品牌及混动车型，钨钴固溶体借海外需求放量及高储氧产品验证；（3）生物医疗材料板块，智能制造升级牙科氧化锆粉体产线并加速快速烧结、分成渐变、荧光等新品研发；搭建海外红筹架构全球化布局，强化海外业务发展效率；（4）新能源材料板块，隔膜涂覆材料快速降本，助力产销高增，24 年板块内产品销量同比+110.74%；（5）精密陶瓷板块，受益 800V 高压快充渗透驱动电腐蚀方案解决，陶瓷球业务快速增长，围绕氮化铝、氮化硅、高纯氧化铝等核心材料打造综合性陶瓷基板产业平台；一体化布局陶瓷基板及通讯射频封装管壳，LED 基板、芯片封装管壳实现业务快速增长；（6）其他材料板块，国内房地产竣工量下滑叠加气候因素影响，导致陶瓷墨水产品需求减少，国瓷康立泰通过研发陶瓷墨水、釉料等新产品提升竞争力；与科达合作，加大力度开拓海外市场。

● 子公司康立泰和赛创新品迭出技术领先，打造业绩第二增长曲线

国瓷子公司康立泰和赛创积极提升制造工艺，提升产品竞争力及产能优势，为公司未来发展打造全新增长点。国瓷康立泰积极打造产品端第二增长曲线，成功推出“康立美”数码纺织墨水等新产品不断巩固国内建筑陶瓷市场地位，并联合科达制造积极开拓探索海外市场需求。同时，2024 年国瓷康立泰江西釉料新产线、佛山“年产 10 万吨釉料生产线”及“东营年产 15000 吨色料项目”等多个项目稳步推进，并规划了“年产 2 万吨纺织墨水生产线”项目，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。国瓷赛创方面，LED 基板得益于“粉体+陶瓷+金属化”的技术和产业链协同优势，产品竞争力得到进一步加强，已为全球头部企业稳定批量供货；通讯射频微系统芯片封装管壳凭借技术领先性，实现快速增长，该业务预计将成为公司重要新增长点之一。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8、9.14、11.61 亿元（2025-2026 年前值为 9.43、11.29 亿元），同比增速为 32.2%、14.3%、26.9%。对应 PE 分别为 21、18、14 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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4047	4683	5507	6505
收入同比 (%)	4.9%	15.7%	17.6%	18.1%
归属母公司净利润	605	800	914	1161
净利润同比 (%)	6.3%	32.2%	14.3%	26.9%
毛利率 (%)	39.7%	37.4%	39.0%	40.4%
ROE (%)	9.0%	10.6%	10.9%	12.1%
每股收益 (元)	0.61	0.80	0.92	1.16
P/E	27.93	20.74	18.15	14.30
P/B	2.53	2.21	1.97	1.73
EV/EBITDA	15.52	12.04	10.29	8.17

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	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	3750	4641	5697	7055					
现金	652	996	1477	2101					
应收账款	1772	2046	2401	2840					
其他应收款	27	24	28	35					
预付账款	26	39	42	49					
存货	858	1052	1183	1374					
其他流动资产	416	483	565	655					
非流动资产	5372	5705	5982	6202					
长期投资	163	195	228	258					
固定资产	2636	2974	3250	3456					
无形资产	282	321	360	394					
其他非流动资产	2291	2216	2144	2094					
资产总计	9123	10346	11679	13257					
流动负债	1367	1599	1811	2017					
短期借款	96	166	185	187					
应付账款	545	640	735	851					
其他流动负债	726	794	890	979					
非流动负债	545	678	812	933					
长期借款	343	468	598	716					
其他非流动负债	202	210	214	217					
负债合计	1912	2277	2623	2949					
少数股东权益	496	559	631	722					
股本	997	990	990	990					
资本公积	1643	1643	1643	1643					
留存收益	4074	4878	5792	6953					
归属母公司股东权益	6714	7510	8425	9585					
负债和股东权益	9123	10346	11679	13257					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	754	879	1069	1240					
净利润	668	862	987	1251					
折旧摊销	333	382	433	478					
财务费用	25	25	33	39					
投资损失	-31	0	0	0					
营运资金变动	-311	-384	-384	-529					
其他经营现金流	1048	1239	1371	1780					
投资活动现金流	-320	-709	-710	-698					
资本支出	-373	-667	-673	-662					
长期投资	-3	-33	-28	-26					
其他投资现金流	56	-9	-9	-10					
筹资活动现金流	-431	170	121	83					
短期借款	-187	70	19	2					
长期借款	65	125	131	118					
普通股增加	-7	-7	0	0					
资本公积增加	-234	0	0	0					
其他筹资现金流	-68	-18	-29	-37					
现金净增加额	6	344	480	625					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	4047	4683	5507	6505					
营业成本	2441	2930	3360	3879					
营业税金及附加	37	34	41	48					
销售费用	229	213	251	295					
管理费用	310	292	345	406					
财务费用	9	25	33	39					
资产减值损失	-45	0	0	0					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	31	0	0	0					
营业利润	775	958	1100	1393					
营业外收入	4	0	0	0					
营业外支出	18	0	0	0					
利润总额	761	958	1100	1393					
所得税	93	96	114	142					
净利润	668	862	987	1251					
少数股东损益	63	62	73	91					
归属母公司净利润	605	800	914	1161					
EBITDA	1094	1365	1566	1910					
EPS (元)	0.61	0.80	0.92	1.16					

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	4.9%	15.7%	17.6%	18.1%
营业利润	7.7%	23.6%	14.9%	26.6%
归属于母公司净利润	6.3%	32.2%	14.3%	26.9%
获利能力				
毛利率 (%)	39.7%	37.4%	39.0%	40.4%
净利率 (%)	14.9%	17.1%	16.6%	17.8%
ROE (%)	9.0%	10.6%	10.9%	12.1%
ROIC (%)	8.5%	9.9%	10.1%	11.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	21.0%	22.0%	22.5%	22.2%
净负债比率 (%)	26.5%	28.2%	29.0%	28.6%
流动比率	2.74	2.90	3.15	3.50
速动比率	2.06	2.18	2.44	2.76
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.48	0.50	0.52
应收账款周转率	2.36	2.45	2.48	2.48
应付账款周转率	4.67	4.95	4.89	4.89
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.80	0.92	1.16
每股经营现金流 (摊薄)	0.76	0.88	1.07	1.24
每股净资产	6.73	7.53	8.45	9.61
估值比率				
P/E	27.93	20.74	18.15	14.30
P/B	2.53	2.21	1.97	1.73
EV/EBITDA	15.52	12.04	10.29	8.17

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。