

国瓷材料 (300285.SZ)

三季度业绩同比增长，高端新材料产品值得期待

事件：公司发布 2025 年三季报，报告期内实现营业收入 32.84 亿元，同比增长 10.71%，归母净利润 4.89 亿元，同比增长 1.5%，扣非净利润 4.78 亿元，同比增长 5.28%；其中三季度单季实现营业收入 11.29 亿元，同比增长 11.52%，环比下降 4.23%，归母净利润 1.58 亿元，同比增长 3.92%，环比下降 19.50%。

□ 电子材料业务多点开花，高端 MLCC 产品加速推进。2025 年前三季度，公司综合毛利率 37.83%，同比下降 1.82 pct，其中三季度单季毛利率 36.9%，同比下降 2.2 pct，环比下降 2.6 pct。公司下游消费电子等相关行业需求持续回暖，公司 MLCC 介质粉体销量稳步提升。受益于汽车电子、AI 算力服务器等新兴应用场景的不断涌现，公司车规以及 AI 服务器算力用 MLCC 加速推进，产能扩产正在加紧实施，预计 2025 年底一期扩建完成。公司 MLCC 用电子浆料业务进展顺利，部分浆料产品已经实现批量供应，销售规模迅速增长，同时公司也陆续配合客户成功开发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，新产品销售占比不断增加。

□ 催化材料国产替代持续推进，生物医疗材料稳健发展。报告期内，公司蜂窝陶瓷产品继续保持稳步增长，在乘用车领域，核心大客户搭载公司蜂窝陶瓷产品的新上市车型不断增加，增速加快；在商用车领域，公司也在不断配合下游客户取得新的公告，市场销量进一步提升；随着合作深入，国际大客户订单稳步提升。目前公司也已在积极配合客户布局国七、欧七相应产品。公司生物医疗材料业务继续深入推进“全球化、多元化、品牌化”三大战略，公司自主研发的美学分层高透氧化锆粉体在多家客户验证通过并开始批量供应，未来公司将继续研发和推出更高端的牙科用氧化锆粉体产品。

□ 精密陶瓷业务稳步发展，新材料布局值得期待。报告期内，公司新能源汽车用陶瓷球受客户库存消化影响，阶段性波动；LED 用陶瓷基板需求持续增长，积极推动大客户验证；卫星射频系统用陶瓷管壳需求节奏加快，收入进一步增加；扩产按计划积极推进，为明年业务增长奠定基础。目前公司重点布局固态电池硫化物方向，第一条产线规划年产能 30 吨硫化物电解质，预计年底建设完成；第二条产线规划年产能 100 吨，预计 2026 年年中建设完成。此外，公司还布局了覆铜板用填充材料项目、膜用填充材料项目，陆续完成球形氧化硅、球形和角形氧化钛等多个产品的开发，目前公司正在积极开展球硅产品的验证，推进新产品产能扩张，以满足不断增长的市场需求。

□ 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 6.72 亿、8.06 亿、9.44 亿元，EPS 分别为 0.67、0.81、0.95 元，当前股价对应 PE 分别为 34、28、24 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	4488	5323	6255
同比增长	22%	5%	11%	19%	18%
营业利润(百万元)	720	775	860	1030	1204
同比增长	25%	8%	11%	20%	17%

强烈推荐 (维持)

周期/化工

目标估值: NA

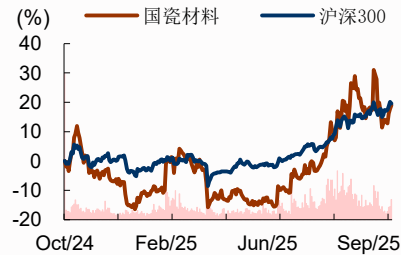
当前股价: 22.61 元

基础数据

总股本 (百万股)	997
已上市流通股 (百万股)	841
总市值 (十亿元)	22.5
流通市值 (十亿元)	19.0
每股净资产 (MRQ)	7.0
ROE (TTM)	8.7
资产负债率	21.4%
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	0	36	20
相对表现	-4	11	1



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《国瓷材料 (300285) —上半年业绩符合预期，加快新材料产品布局》2025-08-19
- 《国瓷材料 (300285) —一季度业绩环比向好，新材料产品拓展有序推进》2025-04-27
- 《国瓷材料 (300285) —全年业绩保持稳健增长，拓展新产品奠定成长性》2025-04-22

周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

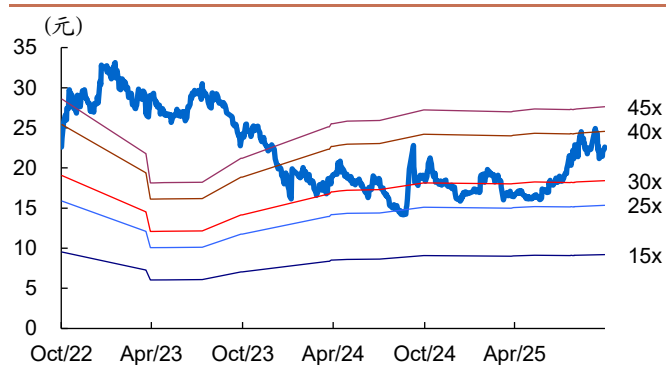
曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

归母净利润(百万元)	569	605	672	806	944
同比增长	15%	6%	11%	20%	17%
每股收益(元)	0.57	0.61	0.67	0.81	0.95
PE	39.6	37.3	33.6	28.0	23.9
PB	3.6	3.4	3.1	2.8	2.6

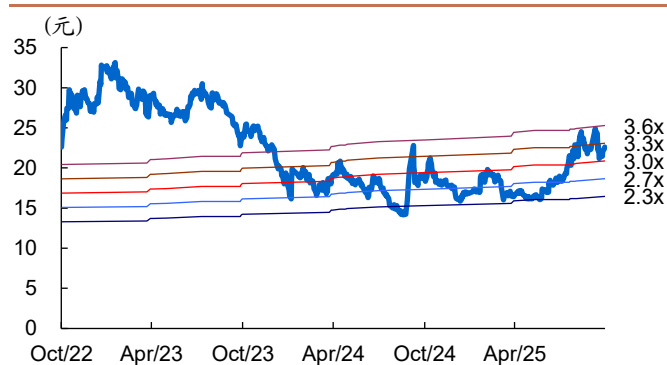
资料来源：公司数据、招商证券

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	4247	5190	6298
现金	719	652	844	1158	1559
交易性投资	26	0	0	0	0
应收票据	227	207	230	273	321
应收款项	1657	1772	1943	2305	2708
其它应收款	8	27	29	35	41
存货	789	858	941	1111	1306
其他	241	235	260	308	362
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	9662	10640	11776
流动负债	1441	1367	1314	1502	1716
短期借款	283	96	96	96	96
应付账款	775	769	851	1005	1182
预收账款	18	19	21	25	29
其他	366	484	347	377	410
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	1859	2047	2262
股本	1004	997	997	997	997
资本公积金	1626	1542	1542	1542	1542
留存收益	3683	4174	4697	5402	6225
少数股东权益	473	496	567	651	750
归属于母公司所有者权益	6313	6714	7236	7941	8764
负债及权益合计	8780	9123	9662	10640	11776

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	645	754	960	877	982
净利润	621	668	742	891	1043
折旧摊销	238	316	525	533	540
财务费用	31	25	9	5	2
投资收益	(6)	(31)	(113)	(113)	(113)
营运资金变动	(254)	(216)	(208)	(446)	(498)
其它	16	(9)	4	7	8
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)	(106)	(123)
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)	(101)	(121)
其他	(120)	(84)	(9)	(5)	(2)
现金净增加额	68	3	191	314	402

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	4488	5323	6255
营业成本	2368	2441	2702	3192	3752
营业税金及附加	31	37	41	49	57
营业费用	187	229	254	301	354
管理费用	254	310	344	408	479
研发费用	262	294	326	386	454
财务费用	9	9	9	5	2
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	860	1030	1204
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	846	1016	1190
所得税	84	93	104	125	148
少数股东损益	52	63	71	85	99
归属于母公司净利润	569	605	672	806	944

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	22%	5%	11%	19%	18%
营业利润	25%	8%	11%	20%	17%
归母净利润	15%	6%	11%	20%	17%
获利能力					
毛利率	38.7%	39.7%	39.8%	40.0%	40.0%
净利率	14.7%	14.9%	15.0%	15.1%	15.1%
ROE	9.3%	9.3%	9.6%	10.6%	11.3%
ROIC	9.3%	9.0%	9.5%	10.5%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	22.7%	21.0%	19.2%	19.2%	19.2%
净负债比率	7.1%	6.5%	4.5%	4.1%	3.7%
流动比率	2.5	2.7	3.2	3.5	3.7
速动比率	2.0	2.1	2.5	2.7	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	2.8	3.0	3.0	3.1	3.1
应收账款周转率	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	3.6	3.2	3.3	3.4	3.4
每股资料(元)					
EPS	0.57	0.61	0.67	0.81	0.95
每股经营净现金	0.65	0.76	0.96	0.88	0.98
每股净资产	6.33	6.73	7.26	7.96	8.79
每股股利	0.10	0.15	0.10	0.12	0.14
估值比率					
PE	39.6	37.3	33.6	28.0	23.9
PB	3.6	3.4	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	25.5	22.4	17.3	15.4	13.8

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。