

国瓷材料（300285.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



王锐
电子材料研究员

2025年11月27日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	22.9
总市值	228.32 亿
PE-TTM	37.31
PB-MRQ	3.26

估值结果

价值	329.30 亿
DDM 估值	上行空间 44%
状态	偏低估
价值	274.08 亿
动态估值	上行空间 20%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

国瓷材料是一家先进陶瓷材料平台型企业，以MLCC陶瓷粉体起家，通过内生增长与外延并购，已形成电子材料、催化材料、口腔材料、精密陶瓷、陶瓷墨水和新能源材料等业务板块。

公司成长空间优秀，国瓷材料多元主业布局，催化、精密陶瓷、电子材料、口腔等板块持续增长，市场空间持续扩大，长期成长性强。盈利趋势星级较好，盈利稳健增长，受益于MLCC、生物医疗材料、精密陶瓷等赛道，产品结构优化与成本控制推动利润率持续提升。产业格局较好，公司上游原材料厂商众多，产品进入壁垒较高与技术含量高，替代风险较低。护城河较好，主要体现在深厚的技术积累与垂直一体化布局，并凭借规模化生产与成熟的客户渠道，构建了较强的成本控制与市场准入壁垒。

考虑到口腔材料的出海进展和高端化，卫星管壳营收快速增长，MLCC 高端化进展迅速，催化材料板块乘用车开始放量，国瓷材料的市值处于偏低估的状态。

我们区别于市场的观点

市场上过度关注固态电池业务与卫星管壳业务，高估了这两项业务未来收入，未来收入存在较多的不确定性因素。实际上，公司未来增长的确性依靠电子材料、催化材料、口腔材料这类传统业务带动，传统业务高端化进展加速，将支撑公司未来收入的进一步增长。

风险提示

公司多项业务进行高端化与全球化，如果高端化产品的研发不及预期，新产线未来产能爬升不及预期，将会影响公司未来收入，公司口腔材料出海进展可能受海外国家法律政策影响，若进展不及预期，将影响口腔材料的毛利率与收入，进而影响公司整体收入。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	9
6. 公司估值	11
6.1 核心假设及逻辑	11
6.2 动态估值	14
6.3 DDM估值	14
6.4 估值确定性	14

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	10
表2：公司整体业绩预测	12
表3：公司分业务业绩预测	13
表4：公司整体及分业务动态估值	14
表5：公司整体及分业务DDM估值	14

1. 基本信息

国瓷材料是一家先进陶瓷材料平台型企业，以MLCC陶瓷粉体起家，通过内生增长与外延并购，已形成电子材料、催化材料、口腔材料、精密陶瓷、新能源材料和陶瓷墨水等业务板块。

2. 业务介绍

对于国瓷材料公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

生物医疗材料板块：

公司以纳米级氧化锆粉体为核心优势，向下游延伸至牙科修复材料（义齿）成品制造，并正在积极布局数字化口腔全生态链。公司的业务范围界定为全球牙科修复材料。

催化材料板块：

主要生产蜂窝陶瓷，蜂窝陶瓷作为催化剂载体，安装在汽车发动机的排气系统中。公司的业务范围界定为全球蜂窝陶瓷材料。

电子材料板块：

主要生产MLCC配方粉，MLCC配方粉用于制造多层陶瓷电容器（MLCC），为公司起家业务。公司的业务范围界定为全球MLCC配方粉。

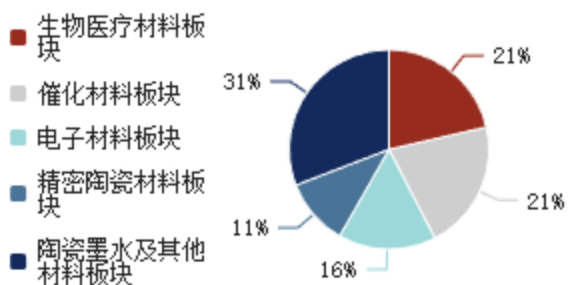
精密陶瓷材料板块：

主要生产陶瓷球、陶瓷基板、卫星管壳，陶瓷球主要起到支撑作用，主要应用在轴承上。陶瓷基板作为封装基板材料，将热量从芯片导出。卫星管壳作为星载射频组件的封装材料，起到支撑与散热作用。公司的业务范围界定为全球精密陶瓷材料。

陶瓷墨水及其他材料板块：

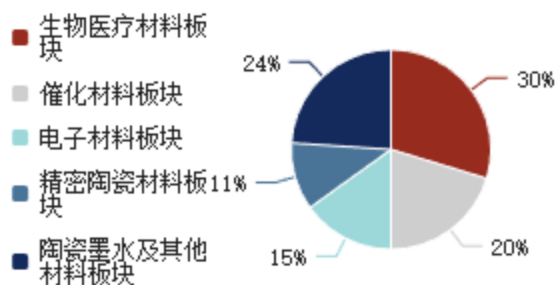
陶瓷墨水是喷墨打印的原材料，主要应用于瓷砖领域以实现功能化与个性化，其他材料板块主要包括锂电池隔膜涂料与固态电池材料。公司的业务范围界定为陶瓷墨水与锂电池隔膜涂料。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

国瓷材料是典型的技术驱动型新材料平台企业，研发强度与人力资源密集度较高，其商业模式以自主研发的“水热法”核心技术为基石，通过“内生增长与外延并购”双轮驱动，构建了电子材料、生物医疗材料、催化材料等多元化产品矩阵，服务于MLCC、齿科、汽车尾气处理等多个高增长赛道。客户集中度较低，研发与资产强度较高，公司凭借技术壁垒和国产替代优势，在全球细分市场中占据领先地位，形成高客户粘性与强议价能力。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

由于生产制造需要多种设备，公司资产强度较高，固定资产原值约38.82亿元，非流动资产占比58%，固定资产占比约30%，高于A股平均值。

3.2 研发强度

低 较低 中等 **较高** 高

2024年全年研发投入2.94亿元，占营业收入比重为7.25%，2025年上半年研发费用为1.43亿元，研发费用率为6.64%，近5年国瓷材料研发投入总体呈递增趋势，研发费用率在6%-8%区间波动，远高于一般材料行业公司，公司研发强度较高。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 **较高** 高

国瓷材料研发人员占比17.06%，研发人员占比高于A股平均水平，研发人员平均年薪17.16万元/人，高于当前A股上市公司平均水平，无论研发人员占比还是研发员工的平均薪酬均高于A股平均水平，公司人力资源密集度较高。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度低，公司业务横跨电子、催化、生物医疗、新能源、精密陶瓷等六大板块，客户涵盖手机、消费电子、汽车、工业、口腔医疗、新能源等多个领域。下游既有全球跨国龙头、国际品牌巨头，也包括比亚迪、小米等知名国内企业，国瓷材料前五大客户合计占比低于20%，单一最大客户占比不足5%，显示整体客户集中度较低，客户结构相对分散，客户集中度较低，有助于降低单一客户依赖风险。

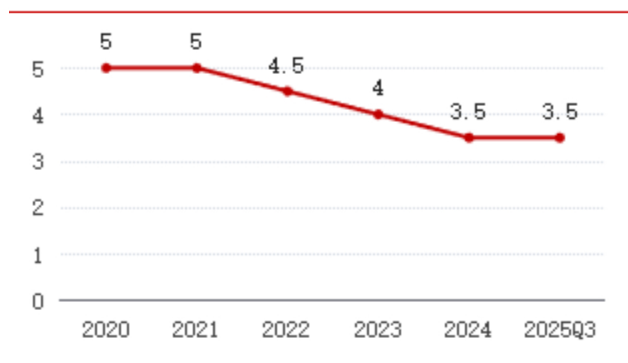
4. 历史经营绩效

公司MLCC介质粉受下游需求影响较大，历史成长能力随着MLCC行业周期波动，近期公司成长能力有所回升，近年来高端化与国产替代进程加速，公司历史盈利能力止跌企稳，随着公司开始国际化与并购，经营性现金流显著改善，业控制力逐渐回升，近年来投入较多资金进行战略并购，股东回报评级一般。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

自2021年以来，国瓷材料盈利能力有所下行，主因是疫情与内部因素叠加影响，电子材料受消费电子弱周期和客户去库影响，产品结构与价格调整压低毛利，建筑陶瓷受国内地产下行拖累收入，同时公司海外拓展与红筹架构搭建、并购整合带来期间费用抬升。2024年以来，盈利能力出现企稳，核心支撑来自陶瓷墨水原料成本下行，催化材料国产替代推进，精密陶瓷放量，新能源材料销量提升与结构优化。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



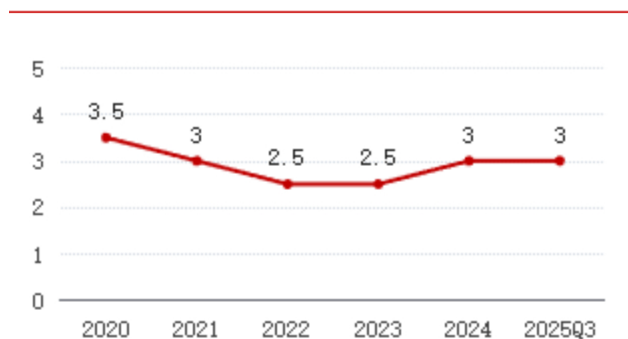
数据来源：公司财报，壹评级

自2020年以来，公司成长能力呈中高位震荡，核心缘由在于多条业务线的周期与结构因素交织：电子材料经历行业去库与需求波动、催化材料受“国六”推进节奏与商用车/乘用车需求切换影响、建筑陶瓷被国内地产下行拖累、同时新能源材料量增价跌与精密陶瓷处于爬坡期，使得收入与利润在中高增区间内出现波动。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



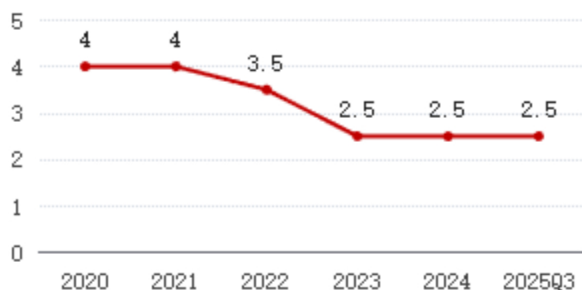
数据来源：公司财报，壹评级

2020年以来，国瓷材料净占款上升，主要因蜂窝陶瓷、新能源等长账期业务增加，以及主动扩大原材料和存货储备，拉长了应收账款和库存周期。2024年以来，随着回款和库存管理加强，现金流逐步改善。综上整体业务控制力一般。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2020-2021 年国瓷材料股东回报能力较高，核心因多业务高增、毛利率与ROE 处高位、实现业绩与分红能力同步提升。2023-2025 年国瓷材料股息率保持在0.8%-0.9%，近三年实际股息率整体低于1%，处于偏低水平。公司近年来进行国际化以及并购整合战略，投入较多资金，因此近年来股东回报评级一般。

5. 四维评级

考虑到公司的产品高端化与出海进展加速，公司的成长空间较好，随着海外高毛利市场的拓展及产品结构升级，公司整体盈利趋势将逐渐好转，国瓷材料所处的高端新材料领域技术壁垒高，竞争格局良好。国瓷材料的护城河主要体现在深厚的技术积累与垂直一体化布局，护城河持续性较好。

5.1 成长空间

★★★★☆

国瓷材料的成长性主要体现在多元驱动与技术外延拓展。公司核心业务电子材料将受益于元器件升级与国产替代的长期趋势；生物医疗材料在人口老龄化背景下需求稳健；同时，催化材料紧抓国六标准与新能源汽车发展机遇。通过持续研发转化与海外市场开拓，公司有望在高端新材料领域打开新的成长空间，潜力可观，综上公司成长空间星级优秀。

生物医疗材料板块(4星)：

生物医疗材料板块新产品逐步量产落地，出海进展迅速，子公司爱尔创海外营收占比约60%，MDR 认证有序推进，高端粉体供货规模扩大，稳健增长，综上成长空间优秀。

催化材料板块(4星)：

催化材料板块蜂窝陶瓷载体、铈锆固溶体等国产替代持续推进，乘用车与非道路领域需求放量，技术储备已覆盖国七、欧七标准，海外头部企业（康明斯、现代）合作推进，量价提升趋势延续，空间广阔，综上成长空间优秀。

电子材料板块(4.5星)：

电子材料板块MLCC 介质粉体延续复苏，车规级与AI 级需求带来增量，电子浆料国产替代加速，已量产高容、车规、射频浆料，与头部客户协同开发，市场份额提升，增长更稳健，综上成长空间优秀。

精密陶瓷材料板块(4星):

精密陶瓷材料板块氮化硅陶瓷球随 800V 快充技术推广加速放量, 陶瓷基板、卫星陶瓷管壳在激光雷达、低轨卫星等领域批量销售, 赛创扩建金属化产线, 一体化协同, 高端制品进口替代空间大, 综上成长空间优秀。

陶瓷墨水及其他材料板块(3星):

陶瓷墨水由于国内竣工侧承压, 海外占比逐渐提升, 全年营收有望持平。新能源涂料业务随着行业过剩产能逐步出清, 营收有望触底回升, 综上成长空间一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

国瓷材料的盈利能力有望小幅提升。一方面, 高毛利的生物医疗材料与催化材料板块占比预计持续提高, 优化整体利润结构; 另一方面, 公司垂直一体化的生产模式与持续的工艺改进将持续发挥降本效应。随着海外高毛利市场的拓展及产品结构升级, 公司整体盈利能力具备坚实支撑, 公司盈利趋势星级良好。

生物医疗材料板块(4星):

板块收入基本稳定, 口腔及齿科用粉体、美学高透产品带动高毛利率, 渠道全球化深化有助于持续增长, 盈利趋势星级良好。

催化材料板块(3.5星):

蜂窝陶瓷、铈锆固溶体销量稳定提升, 市场份额扩大。受益于乘用车国产替代、结构升级, 毛利率高于40%, 盈利趋势星级良好。

电子材料板块(2.5星):

受益于MLCC新应用及电子浆料市占率提升。毛利率逐步回升, 行业需求复苏、国产替代持续推进, 由于MLCC介质粉公司开始降价以换取高端产品份额, MLCC介质粉老产品的降价影响了毛利率, 综上盈利趋势星级一般。

精密陶瓷材料板块(4星):

陶瓷基板批量供货, 卫星陶瓷管壳逐渐放量, 板块毛利率稳步提升, 成为重要增长极, 盈利趋势星级良好。

陶瓷墨水及其他材料板块(2星):

陶瓷墨水收入同比小幅下滑, 主要受房地产行业下行影响, 新能源材料板块预计毛利率和利润率将逐步恢复。主要受房地产下行与新能源隔膜涂料价格战影响, 盈利能力趋势一般。

5.3 产业格局

★★★★☆

国瓷材料所处的高端新材料领域技术壁垒高，竞争格局相对有序。公司在电子陶瓷材料、催化材料等细分领域已建立龙头地位，凭借技术优势和垂直一体化布局，对上下游均具备较强的议价能力。随着产品线不断丰富及海外市场拓展，公司在产业链中的核心地位将进一步巩固，产业格局整体良好。

生物医疗材料板块(3.5星)：

国瓷材料口腔修复材料拥有较高进入壁垒，技术、产品认证和客户验证周期长，新进入者难以快速获得下游信任。旗下爱尔创品牌凭借欧盟MDR认证及“材料+设备”一体化方案，已成为国内一线种植牙品牌，品牌与渠道优势显著，客户粘性强。高端齿科粉体和瓷块处于行业领先，国产替代加速推进。整体来看，公司下游议价能力较强，产业格局良好。

催化材料板块(3星)：

国瓷材料蜂窝陶瓷进入整车厂需通过严苛的型式核准/公告与多环节材料认证，伴随样品验证、现场审厂、过程与产品审核等长期评估，整体周期较长（业内常见2-3年级别），且包含持续性的工厂审核。高技术与资金门槛筛选出少数在工艺、质量与管理上领先的供应商，保障供应链可靠与稳定；但也拉长导入节奏、抬升认证与合规成本，对新进入者和中小企业不友好。通过验证后，车企替换意愿低、合作粘性强；同时蜂窝陶瓷全球格局由康宁与NGK长期主导、格局固化，虽公司已加快乘用车验证覆盖与国产替代推进，但短期仍受客户转化效率与公告节奏约束，产业格局一般。

电子材料板块(3星)：

下游MLCC厂商集中度高，以村田/三星电机等主导高端，议价权强，上游粉体/设备受制于日美且技术壁垒高，国内供应商以中低端为主，面临车规认证与既有格局压制，议价能力偏弱，整体产业格局一般。

精密陶瓷材料板块(3.5星)：

精密陶瓷跨材料与工艺，烧结/加工/表面处理难度高，良率与可靠性要求严苛，形成高壁垒。下游客户认证周期长（约1-3年），替换成本高致客户粘性强。新进入者需多年积累，产业格局较好。

陶瓷墨水及其他材料板块(3星)：

陶瓷墨水需求受地产低迷拖累，公司通过出口与釉料、纺织墨水对冲，但账期拉长，客户占款压力显著。新能源材料以隔膜涂覆、高纯氧化铝等面向汽车及新能源客户，汽车客户集中且处国产替代争取阶段，商务条款偏松致议价能力一般，行业竞争激烈，格局改善有限，因此产业格局一般。

5.4 护城河

★★★★☆

国瓷材料的护城河主要体现在深厚的技术积累与垂直一体化布局。公司在高端陶瓷材料领域掌握多项核心技术，并凭借规模化生产与成熟的客户渠道，构建了较强的成本控制与市场准入壁垒。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
生物医疗材料板块	(3星) 经壹评级调整后超额ROIC为10.3%，子公司爱尔创为国内牙冠材料龙头，品牌心智强，消费者接受度高，目前全球市占率约8.5%，高认证壁垒与用户粘性导致毛利高。业务控制力良好。公司具备一体化优势，客户粘性强，下游客户众多。	(5星) 公司的护城河来源于线下渠道、规模经济与技术优势。1) 线下渠道：搭建红筹架构推进海外本土化，提升渠道利用效率与覆盖，夯实线下壁垒。随着客户粘性不断增强，未来线下渠道优势护城河将进一步加深。2) 规模经济：美学分层高透粉体批量供货，销量扩张，规模效应增强。随着高端产品放量，未来规模经济护城河将进一步加深。3) 技术优势：粉体-瓷块-设备一体化，获欧盟MDR认证，随着时间推移，技术护城河或将逐步衰退。
催化材料板块	(3星) 经壹评级调整后超额ROIC为7.2%，蜂窝陶瓷、铂钨、分子筛全品类布局，突破超薄壁/低热膨胀技术，蜂窝陶瓷目前全球市占率约6%，并且开始乘用车国产替代与海外头部导入。业务控制力良好。	(4.5星) 公司的护城河来源于技术优势与规模经济。1) 技术优势：蜂窝陶瓷实现超薄壁、低热膨胀突破，储备国七欧七标准，产品全面搭载各类车辆，国产替代进程加速，随着时间推移，技术护城河或将逐步衰退。2) 规模经济：具备蜂窝陶瓷、铂钨、分子筛全系列产能，客户覆盖广，主业稳定增长，乘用车及海外订单持续放量，市占率与盈利能力提升。随着乘用车业务逐渐放量，未来规模经济护城河将进一步加深。
电子材料板块	(3星) 经壹评级调整后超额ROIC为3.4%，首家突破水热法技术的国内企业，技术领先国内竞争对手，目前全球市占率约10%，业务控制力良好。	(3星) 公司的护城河来源于技术优势与规模经济。1) 技术优势：公司高端化产品与AI/车规认证持续深化，自主创新推动技术升级，配套高端产线放量，技术壁垒和高端市场渗透力持续提升，随着时间推移，技术护城河或将逐步衰退。2) 规模经济：高端产线大规模投产，产能与市场覆盖持续扩展，带来单位成本下降、资源配置优化及全产业链集成，显著增强成本与竞争优势，现阶段高端产品出货量较少，规模经济尚未显现，未来规模经济护城河将进一步加深。
精密陶瓷材料板块	(2.5星) 经壹评级调整后超额ROIC为1.8%，布局“材料-工艺-器件”一体化，氮化硅陶瓷球性能达国际领先，基板+金属化垂直整合，卫星陶瓷管壳逐渐放量，目前全球市占率约0.4%。业务控制力良好。	(3星) 公司的护城河来源于技术优势与规模经济。1) 技术优势：材料-工艺-器件一体化，掌握氮化铝/氮化硅基板金属化，陶瓷球导入车企，卫星陶瓷管壳加速量产。随着时间推移，技术护城河或将逐步衰退。2) 规模经济：800V快充驱动陶瓷球放量，粉体-基板-金属化垂直整合降本，卫星产品批量交付，规模效应显著。随着卫星陶瓷管壳与氮化硅陶瓷球逐渐放量，未来规模经济护城河将进一步加深。
陶瓷墨水及其他材料板块	(1.5星) 经壹评级调整后超额ROIC为-1.5%，陶瓷墨水国内龙头，受房地产下行影响，新能源氧化铝/勃姆石超薄涂覆价格战影响毛利，目前全球市占率约20%，业务控制力一般。	(2.5星) 公司的护城河来源于技术优势与规模经济。1) 技术优势：涂料业务1μm超薄涂覆已成通用能力，氧化铝/勃姆石壁垒下降，价格战加剧，随着时间推移，技术护城河或将逐步衰退。2) 规模经济：陶瓷墨水行业降价叠加地产下行，规模效应被稀释，未来规模经济护城河或将进一步衰退。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于国瓷材料业务的高端化与出海进展，我们对国瓷材料采用动态估值和DDM估值两种方法，目前公司估值处于合理偏低区间。

6.1 核心假设及逻辑

收入假设：

1、生物医疗材料板块

考虑到口腔材料高端化产线逐步投产，叠加出海进展，假设2025年增长3.8%，2026-2029年增长10%，2030年及以后增长9%，齿科领域用氧化锆，2025年16万元/吨，以后每年增长约3%。

2、催化材料板块

考虑到蜂窝陶瓷乘用车领域开始逐渐放量，并且乘用车蜂窝陶瓷毛利率高于商用车，假设蜂窝陶瓷25年销量增长30%，2026年增长20%，2027年及以后增长15%，蜂窝陶瓷价格2025年39元/升，预计每年增长约2.5%。

3、电子材料板块

考虑到车规级与AI级产线已经开始建设，MLCC下游景气度提升，假设MLCC配方粉25年销量增长15.9%，25-27年每年增长10%，随着新产线逐渐放量，28-29年增长20%。30年及以后，每年增长10%，与行业增长一致。MLCC配方粉2024年6.4万元/吨，每年增长0.1万/吨。

4. 精密陶瓷板块

考虑到卫星陶瓷管壳未来逐渐放量，假设由2024年的3.4亿增长到2029年的12.49亿，5年的CAGR约29.7%，2030年开始，每年收入增长约13%。

5. 陶瓷墨水及其他材料板块

主要为陶瓷墨水与新能源电池隔膜涂料，陶瓷墨水受国内房地产下行影响，开始扩展出海业务，预计未来维持低速增长，假设陶瓷墨水2025年下降4%，2026年开始，每年增长5%，单吨价格维持不变。

新能源隔膜涂料由于新建产能开始逐渐放量，考虑远期固态电池产业化逐渐落地，假设氧化铝与勃姆石2025年销量增长25%，2026年与2027年增长20%，2028-2032年增长10%，2033年开始每年增长5%。

盈利能力假设：

1、生物医疗材料板块

口腔材料出海与高端化进展不断推进，高端化产品将会逐渐放量，口腔材料价格将会逐渐提升，提升板块毛利率，假设2025年板块毛利率为57%，以后每年增加1%，直至稳态期毛利率62%

2、催化材料板块

乘用车逐渐放量，乘用车业务毛利率大于商用车业务，未来乘用车占比逐渐提升，假设2025年板块毛利率40.2%，以后毛利率稳定在41%左右。

3、电子材料板块

考虑到MLCC配方粉高端化，未来高端MLCC配方粉占比将逐渐提升，高端的MLCC配方粉毛利率大于中低端MLCC配方粉，假设2025年MLCC配方粉毛利率40%，以后每年提升1%，直至稳态期49%。

4. 精密陶瓷板块

卫星陶瓷管壳逐渐放量，卫星陶瓷管壳毛利率较高，800V平台逐步成为新能源汽车主流配置，陶瓷球对钢球的替代将持续加速，高端氮化硅陶瓷轴承球毛利率较高，800V陶瓷球用量逐渐提升，提升板块毛利率，假设2025年板块毛利率为37.3%，2026年为38.4%，以后每年增长约0.1%，直至稳态期40%。

5. 陶瓷墨水及其他材料板块

考虑到房地产下行与新能源涂料价格战，房地产下行导致陶瓷墨水毛利率逐渐降低，新能源涂料价格战将导致产能过剩，毛利率降低，假设2025年板块毛利率约32.3%，每年降低1%至2028年为29.3%，此后维持稳定。

表2：公司整体业绩预测

国瓷材料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	31.7	38.6	40.5	46.7	54.1	61.8	70.9	80.3
归母净利润(亿)	5.0	5.9	6.2	8.1	9.6	11.1	13.1	15.4
归母净利润增速(%)	-36.5	17.9	6.1	30.7	17.9	16.4	17.5	17.7
经营性净利润(亿)	5.2	6.4	6.6	9.0	10.6	12.3	14.5	17.0
经营性净利润增速(%)	-35.0	22.2	3.5	36.2	17.9	16.4	17.5	17.7
经营性归母净利润(亿)	4.9	5.8	6.0	8.1	9.6	11.1	13.1	15.4
经营性归母净利润增速(%)	-34.8	18.8	2.2	36.2	17.9	16.4	17.5	17.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

生物医疗材料板块	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	7.5	8.5	9.1	10.0	11.0	12.1	13.3	14.6
收入增速(%)	8.5	13.3	6.5	9.8	10.0	10.0	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	2.5	2.6	2.3	2.7	3.1	3.6	4.1	4.7
经营性净利率(%)	32.8	30.6	25.2	26.7	28.1	29.4	30.7	32.1
经营性净利润增速(%)	-4.1	5.8	-12.3	16.5	15.4	15.2	15.0	14.8
催化材料板块	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	4.1	7.2	7.9	9.8	12.1	14.1	16.4	19.2
收入增速(%)	-1.7	74.3	10.0	24.4	23.4	16.6	16.6	16.7
经营性净利润(亿)	1.0	1.5	1.5	2.3	2.8	3.4	4.0	4.8
经营性净利率(%)	23.3	21.4	18.5	23.1	23.5	24.0	24.5	24.9
经营性净利润增速(%)	-18.0	60.2	-5.0	55.4	25.8	18.9	18.9	18.9
电子材料板块	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	5.2	6.0	6.2	7.4	8.3	9.4	11.4	13.7
收入增速(%)	-42.5	16.1	4.2	18.1	13.2	13.2	20.3	20.4
经营性净利润(亿)	1.0	1.0	0.9	1.4	1.7	2.1	2.6	3.4
经营性净利率(%)	18.9	16.7	15.2	19.4	20.6	22.0	23.3	24.7
经营性净利润增速(%)	-63.0	2.5	-5.1	50.6	20.3	20.7	27.7	27.4
精密陶瓷材料板块	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.7	2.5	3.4	5.0	6.6	8.5	10.8	12.5
收入增速(%)	30.3	46.3	37.2	48.5	31.6	27.6	27.6	15.4
经营性净利润(亿)	0.3	0.3	0.3	0.8	1.1	1.5	2.0	2.3
经营性净利率(%)	18.7	12.7	7.9	16.8	17.3	17.7	18.2	18.7
经营性净利润增速(%)	-0.2	-0.9	-14.2	214.7	35.2	31.2	31.2	18.5
陶瓷墨水及其他材料板块	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	13.2	14.4	13.9	14.5	16.0	17.7	19.0	20.3
收入增速(%)	28.9	9.5	-4.0	4.9	10.2	10.7	7.1	7.1
经营性净利润(亿)	0.5	0.9	1.6	1.8	1.8	1.8	1.7	1.8
经营性净利率(%)	3.7	6.3	11.7	12.1	11.1	10.2	9.2	9.1
经营性净利润增速(%)	-63.0	85.7	79.3	8.7	1.4	1.0	-3.2	6.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
电子材料板块	13.5%	中高	较好	较强	7.5%	20	3.1
催化材料板块	16.7%	高	较好	强	7.5%	25	4.5
生物医疗材料板块	9.0%	中等	非常好	强	7.5%	21.45	4.4
精密陶瓷材料板块	12.9%	中高	非常好	较强	7.5%	22	2.2
陶瓷墨水及其他材料板块	5.8%	中等	较好	一般	7.5%	15.95	1.8
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
电子材料板块(亿)	2.4	46.0	48.4	0.3	—	0.2	48.9
催化材料板块(亿)	2.3	83.5	85.8	0.4	—	0.3	86.5
生物医疗材料板块(亿)	10.3	71.4	81.7	0.5	—	0.3	82.5
精密陶瓷材料板块(亿)	-3.6	36.0	32.4	0.2	—	0.1	32.7
陶瓷墨水及其他材料板块(亿)	0.7	21.6	22.2	0.8	—	0.5	23.5
公司整体测算(亿)	12.0	258.4	270.5	2.2	—	1.4	274.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
电子材料板块(亿)	25.6	46.4	72.0	0.3	—	0.2	72.5
催化材料板块(亿)	30.0	62.2	92.2	0.4	—	0.3	93.0
生物医疗材料板块(亿)	37.2	64.9	102.1	0.5	—	0.3	102.9
精密陶瓷材料板块(亿)	4.9	36.2	41.1	0.2	—	0.1	41.4
陶瓷墨水及其他材料板块(亿)	7.8	10.4	18.2	0.8	—	0.5	19.5
公司整体测算(亿)	105.5	220.2	325.7	2.2	—	1.4	329.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

国瓷材料业务横跨电子、催化、生物医疗、新能源、精密陶瓷等板块，客户与应用覆盖广，虽有助于分散单一行业波动，但业绩同时受各产品迭代、客户验证与放量节奏影响，盈利节奏更复杂，整体盈利可预测性一般，综上整体估值确定性一般。

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第14页

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。