

评级变动报告

国瓷材料 300285.SZ



鉴于电子材料受益AI与国产替代双重驱动、生物医疗氧化锆迎来量价齐升，以及商业航天拉动精密陶瓷需求放量，我们上调其业绩预测及估值。核心原因如下：

电子材料需求景气上修：受AI服务器及车规高容MLCC需求扩张影响，高端配方粉产能加速投放与国产替代提速。公司作为上游粉体龙头，高端产品占比提升推动价格快速传导，我们上调电子材料业务收入增速与毛利率预测。

生物医疗业务量价齐升：海外供应扰动推动高端氧化锆粉体及瓷块价格上行。凭借本土供应链与认证优势，齿科修复材料加速海外渗透，驱动生物医疗业务量价齐升，我们上调远期收入及盈利预测。

精密陶瓷多维协同放量：商业航天低轨卫星组网常态化推进，卫星陶瓷管壳进入订单放量期，与半导体陶瓷件形成深度协同。我们将2026-2028年收入预测分别上调4.9%/6.0%/10.9%，归母净利润预测分别上调6.3%/16.2%/22.9%。

作为国内先进陶瓷材料龙头，多业务协同放量，我们上调其DDM/动态估值，市值仍处于高估状态。

公司基本信息



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。

公司深度评级

所属行业	能源及材料	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	457.98亿(较上期+39.08%)
当前股价	61.28元	盈利趋势	★★★★☆	状态	偏高估(上行空间-25%)
总市值	610.99亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	99.05	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	425.66亿(较上期+55.30%)
PB-MRQ	8.47			状态	偏高估(上行空间-30%)

公司盈利预测

国瓷材料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	31.7	38.6	40.5	53.6	65.5	78.6	90.8	103.0
归母净利润(亿)	3.6	5.6	6.0	10.2	12.9	16.1	19.1	22.6
归母净利润增速(%)	-53.8	55.8	8.4	69.6	26.6	24.2	18.9	18.1
经营性净利润(亿)	3.9	5.9	6.2	11.2	14.2	17.7	21.0	24.8
经营性净利润增速(%)	-52.4	51.5	5.7	80.9	26.6	24.2	18.9	18.1
经营性归母净利润(亿)	3.5	5.3	5.7	10.2	12.9	16.1	19.1	22.6
经营性归母净利润增速(%)	-53.7	49.6	6.4	80.9	26.6	24.2	18.9	18.1

资料来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

估值评级

DDM估值上升+39.08%：上期 329.30亿，本期 457.98亿。动态估值上升+55.30%：上期 274.08亿，本期 425.66亿。

估值上修主要来自盈利预测上调、远期成长中枢抬升及高端业务占比提升。

电子材料业务远期规模与价格中枢提高：经过评估，结合AI算力扩张与AI服务器对高容/高压MLCC需求的强劲拉动，以及上游原材料阶段性紧缺推动行业进入紧平衡涨价阶段，我们同步上调了公司远期电子材料业务市占率与价格中枢假设。鉴于公司在车规级及AI高端配方粉领域已实现批量供货，推动产品结构由常规配方粉向高附加值高端粉体加速升级，远期市占率天花板被进一步打开；叠加海外龙头报价上涨与国产替代加速背景下，公司远期电子材料业务收入与单吨盈利能力同步抬升，远期规模与盈利贡献的确定性显著增强。

生物医疗业务盈利弹性与估值抬升：经过评估，受海外氧化锆出口约束与供给扰动影响，全球高端粉体出现阶段性偏紧，齿科修复材料迎来显著的量价齐升机会。国瓷材料凭借从粉体到瓷块的全产业链一体化布局以及成熟的海外客户认证基础，具备极强的转单承接与替代弹性。我们同步上调了生物医疗业务显性期盈利预测，其盈利弹性的释放将直接拉动公司综合毛利率上行。

商业航天拓宽精密陶瓷成长斜率：随着商业航天低轨卫星组网常态化推进，卫星陶瓷管壳的高可靠性与高附加值属性凸显。尽管该业务短期收入体量尚小，但其成功跻身高壁垒精密陶瓷应用领域，不仅大幅改善了市场对公司精密陶瓷业务的中长期成长预期，亦能与半导体设备陶瓷件等业务形成强协同效应。

盈利预测

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。

公司整体业绩预测

国瓷材料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	31.7	38.6	40.5	53.6	65.5	78.6	90.8	103.0
归母净利润(亿)	3.6	5.6	6.0	10.2	12.9	16.1	19.1	22.6
归母净利润增速(%)	-53.8	55.8	8.4	69.6	26.6	24.2	18.9	18.1
经营性净利润(亿)	3.9	5.9	6.2	11.2	14.2	17.7	21.0	24.8
经营性净利润增速(%)	-52.4	51.5	5.7	80.9	26.6	24.2	18.9	18.1
经营性归母净利润(亿)	3.5	5.3	5.7	10.2	12.9	16.1	19.1	22.6
经营性归母净利润增速(%)	-53.7	49.6	6.4	80.9	26.6	24.2	18.9	18.1

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

生物医疗材料板块	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	7.5	8.5	9.1	12.0	14.5	17.3	20.5	26.1
收入增速(%)	8.5	13.3	6.5	31.8	20.6	19.6	18.2	27.5
经营性净利润(亿)	2.5	2.9	2.8	4.2	5.3	6.6	8.0	10.4
经营性净利率(%)	32.7	33.9	30.2	34.8	36.6	38.3	39.1	40.0
经营性净利润增速(%)	-16.0	17.8	-5.1	52.0	26.6	25.2	20.8	30.2
催化材料板块	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
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	24.3	23.3	16.7	16.6	16.7
经营性净利润(亿)	0.7	1.3	1.2	1.8	2.3	2.7	3.2	3.8
经营性净利率(%)	17.5	18.6	15.5	18.4	18.8	19.2	19.6	20.0
经营性净利润增速(%)	-37.9	85.0	-8.2	47.0	26.0	19.2	19.1	19.0
电子材料板块	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	5.2	6.0	6.2	11.3	15.0	19.3	22.0	22.4
收入增速(%)	-42.5	16.1	4.2	80.7	33.0	29.0	13.7	2.1
经营性净利润(亿)	0.7	0.8	0.8	2.5	3.5	4.7	5.5	5.8
经营性净利率(%)	13.5	14.0	12.3	22.5	23.4	24.2	25.1	25.9
经营性净利润增速(%)	-73.6	20.3	-8.5	232.2	37.9	33.6	17.7	5.5
精密陶瓷材料板块	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1.7	2.5	3.4	6.1	8.0	10.2	13.0	15.0
收入增速(%)	30.3	46.3	37.2	78.2	31.6	27.6	27.6	15.4
经营性净利润(亿)	0.2	0.3	0.3	1.2	1.6	2.0	2.6	2.9
经营性净利率(%)	13.3	11.7	7.6	19.8	19.8	19.7	19.7	19.7
经营性净利润增速(%)	-25.3	28.9	-10.9	365.4	31.3	27.3	27.4	15.1
陶瓷墨水及其他材料板块	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
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)	-0.2	0.5	1.2	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8
经营性净利率(%)	-1.7	3.5	8.7	10.3	9.8	9.3	9.1	8.8
经营性净利润增速(%)	-120.6	323.3	136.3	24.5	4.6	4.4	4.5	4.5

数据来源：壹评级

动态估值

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)
生物医疗材料板块	19.1%	超高	较好	强	7.5%	26.5	10.0
催化材料板块	16.7%	高	较好	强	7.5%	25	3.7
电子材料板块	13.7%	高	较好	较强	7.5%	22.73	5.8
精密陶瓷材料板块	12.9%	高-	较好	较强	7.5%	20.91	2.9
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
生物医疗材料板块(亿)	5.9	198.9	204.8	0.4	-	-	205.3
催化材料板块(亿)	-3.1	69.7	66.6	0.4	-	-	67.0
电子材料板块(亿)	-5.1	98.0	93.0	0.3	-	-	93.3
精密陶瓷材料板块(亿)	-7.3	45.1	37.8	0.2	-	-	38.0
陶瓷墨水及其他材料板块(亿)	0.2	21.3	21.5	0.7	-	-	22.2
公司整体测算(亿)	-9.4	433.1	423.7	1.9	-	-	425.7

数据来源：壹评级

DDM估值

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
生物医疗材料板块(亿)	74.9	152.8	227.7	0.4	-	-	228.1
催化材料板块(亿)	14.5	50.3	64.8	0.4	-	-	65.2
电子材料板块(亿)	20.7	90.4	111.1	0.3	-	-	111.3
精密陶瓷材料板块(亿)	-0.2	42.1	41.8	0.2	-	-	42.0
陶瓷墨水及其他材料板块(亿)	3.8	6.9	10.7	0.7	-	-	11.3
公司整体测算(亿)	113.6	342.5	456.1	1.9	-	-	458.0

数据来源：壹评级

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。

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。