下载日志已记录，仅供内部参考

陶瓷材料龙头，拥抱 AI 未来

2026 年 08 月 27 日

核心观点

- **水热法技术成就全球陶瓷粉体专家：**公司以水热法纳米粉体制备为核心技术，经过 21 年的内生研发+外延并购成长为全球陶瓷粉体专家，打破日系企业在高端陶瓷粉体领域的垄断。横向拓展 MLCC 介质粉体、齿科氧化锆、AI 用填充粉体、固态电解质等多品类，布局电子、汽车催化、齿科医疗、半导体精密陶瓷、新能源多条赛道；纵向从粉体合成向下延伸至瓷块、陶瓷基板、陶瓷管壳等器件制造，实现粉体-器件全链条能力闭环，逐步从单一粉体供应商向全球综合陶瓷材料平台演进。凭借成熟业务提供现金流基础、前瞻管线打开长期成长空间，多板块布局形成周期对冲，公司成为国内稀缺的平台型新材料龙头。

- **MLCC 粉体、齿科氧化锆粉迎来历史机遇：**需求端，AI 服务器、新能源车驱动高端 MLCC 需求高速增长，高容 MLCC 对粉体的纯度、粒径均匀性、掺杂改性提出严苛要求，高端粉体需求快速释放。供给端，海外核心日系粉体厂商受稀土原料约束，高端粉体产能收缩、扩产周期长。公司是全球领先的 MLCC 介质粉体生产厂商，对所有类型的基础粉和配方粉的全面覆盖，与国内外头部客户长期稳定合作，正加快车规级、AI 服务器 MLCC 粉体的产能扩产，致力于市场份额的持续提升，同时齿科氧化锆粉体已于近期提价。

- **精密陶瓷系列产品全面对接新兴领域需求：**公司精密陶瓷业务围绕半导体、光通信、功率器件、卫星射频等新兴赛道持续拓展，子公司赛创电气打通氮化铝粉体-陶瓷基片-DPC 直接镀铜基板-HTCC 陶瓷管壳的垂直链条，DPC 基板适配 AI 光模块、TEC 制冷器件、激光雷达等场景，HTCC 陶瓷管壳面向低轨卫星、射频芯片、高速光器件等应用；国瓷金盛轴承陶瓷球切入新能源车、风电、具身智能领域；爱尔创新材料深耕精密陶瓷结构件 23 年，目前光纤通讯各类陶瓷套管及插芯月产销量超过一亿支，用于高速光模块及光纤传输等领域。母公司上游自研粉体保障产品性能与供应稳定性，下游器件产品打开价值量空间，精密陶瓷板块逐渐进入收获期。

- **服务 AI 应用的粉体填料、快速布局的固态电解质已蓄势待发：**面向 AI 高速覆铜板、先进封装的球形硅微粉填料，以及固态电池用硫化物、氧化物电解质粉体持续推进客户送样及量产。依托长期的技术积淀与产业布局，公司成功开发出低损耗球形氧化硅等系列产品，持续推进高介电、高导热、低介电常数温度系数、低介电、超低损耗在内的多元化、功能化无机填充材料产品体系。公司战略聚焦硫化物路线，硫化物固态电解质自动化产线顺利落成，量产能力初步构建，致力于成为全球领先的硫化物固态电解质材料与综合解决方案提供商。

- **投资建议：**预计 2026-2028 年公司营收分别为 53.45、61.79、70.15 亿元；归母净利润分别为 8.11、10.40、12.48 亿元，同比分别变化 32.88%、28.21%、20.01%；EPS 分别为 0.81、1.04、1.25 元，对应 PE 分别为 78.83、61.49、51.24 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**市场竞争风险；技术开发风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险。

国瓷材料（股票代码：300285）

推荐 首次评级

分析师

王鹏
☎：010-80927713
✉：wangpeng_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130525090001

高峰
☎：010-80927671
✉：gaofeng_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130522040001

刘来珍
☎：021-20252647
✉：liulaizhen_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130523040001

市场数据

2026 年 08 月 26 日

股票代码	300285
A 股收盘价(元)	64.12
上证指数	3,912.52
总股本(万股)	99,705
实际流通 A 股(万股)	85,307
流通 A 股市值(亿元)	547

相对沪深 300 表现图

2026 年 08 月 26 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,583	5,345	6,179	7,015
收入增长率%	13.24	16.64	15.60	13.52
归母净利润(百万元)	610	811	1,040	1,248
利润增长率%	0.91	32.88	28.21	20.01
分红率%	24.31	22.14	23.68	23.37
毛利率%	37.57	36.89	38.96	39.73
摊薄 EPS(元)	0.61	0.81	1.04	1.25
PE	104.75	78.83	61.49	51.24
PB	8.94	8.17	7.37	6.60
PS	13.95	11.96	10.35	9.11

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

目录
Catalog

一、 持续成长的新材料平台公司 4
（一） 新材料平台公司布局六大板块 4
（二） 多元化业务布局，过去十年净利润复合增速近 20% 6
二、 基本盘呈向好态势 8
（一） MLCC 粉体迎历史机遇 8
（二） 齿科业务持续向高端化、国际化发展 9
（三） 蜂窝陶瓷载体将受益尾气标准升级和进口替代 11
三、 新赛道成长空间广阔 13
（一） 精密陶瓷是半导体、光通信、低轨卫星、新能源电机等领域关键解决方案 13
（二） 积极推进固态电解质产业化 14
（三） 横向顺势拓展至填充粉体材料，满足 AI 需求 15
四、 盈利预测与投资建议 19
（一） 盈利预测 19
（二） 相对估值 19
（三） 绝对估值 20
（四） 投资建议 21
五、 风险提示 22

下载日志已记录，仅供内部参考

一、持续成长的新材料平台公司

（一）新材料平台公司布局六大板块

成立二十载，围绕核心能力不断扩张能力圈。山东国瓷功能材料股份有限公司 2005 年 4 月成立，致力于成为“实现员工价值的、卓越材料的领导者”。公司本部位于山东省东营市经济开发区，产业基地遍布山东东营、广东佛山、广东深圳、湖南长沙、江苏无锡、江苏宜兴、江苏镇江、江苏常州、江西赣州、辽宁本溪、安徽铜陵等地。公司主要从事各类高端陶瓷材料及制品的研发、生产和销售，形成了电子材料、催化材料、生物医疗材料、新能源材料、精密陶瓷和数码打印及其他材料六大业务板块，产品涵盖电子陶瓷材料、催化材料、生物医疗材料、结构陶瓷材料、建筑陶瓷材料等。公司自成立以来，一直保持高速增长，凭借“技术创新、质量稳定、国瓷业务系统（CBS）”三大核心竞争力，构建丰富的产品、工艺、品牌、方案组合，用心做出更好的材料，努力实现“好材料、好生活”的企业使命。经过多年发展，公司初步完成了在全球高端陶瓷新材料领域的产业布局，成为国内重要的高端功能陶瓷材料制造商。

表1：国瓷材料六大板块

板块	2026H1 营收（亿）/占比	2026H1 毛利率	主要产品名称
电子材料板块	3.82/15.2%	37.62%	MLCC 介质粉体
			电子浆料
			消费电子用纳米级复合氧化锆粉体
催化材料板块	4.88/19.4%	44.36%	氧化性催化氧化剂载体（DOC）
			选择性催化还原载体（SCR）
			三元催化转化器载体（TWC）
			颗粒捕捉器（DPF、GPF）
			铈锆固溶体
			分子筛
生物医疗材料板块	5.34/21.3%	49.79%	牙科用纳米级复合氧化锆粉体
			氧化锆瓷块
			玻璃陶瓷瓷块
			复合树脂陶瓷
新能源材料板块	3.39/13.5%	34.72%	高纯超细氧化铝
			勃姆石
			锂电池正极添加剂
			锂电正负极研磨用氧化锆研磨球
			碱水制氢用纳米粉体
			固态电解质
精密陶瓷板块	——	——	陶瓷轴承球
			陶瓷套筒、陶瓷插芯等结构件
			陶瓷基板及金属化
			陶瓷管壳

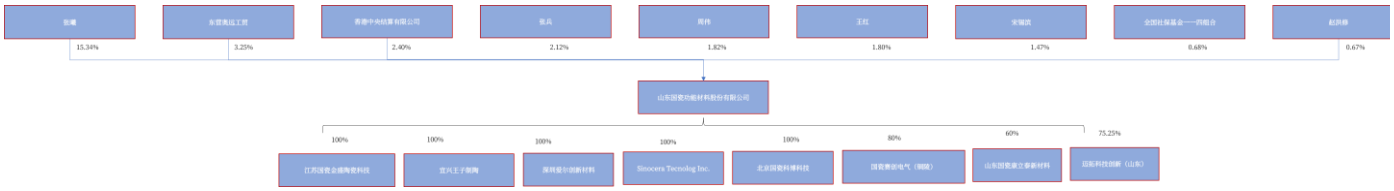
下载日志已记录，仅供内部参考

数码打印及 其他材料板块	5.76/22.9%	26.27%	陶瓷墨水、陶瓷色釉料
			纺织墨水
			覆铜板用填充材料
			膜用填充材料

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

高管团队稳定，通过并购持续向高成长赛道进击。公司实控人为董事长张曦，高管团队里张兵、宋锡滨等均为创始股东。民营公司机制灵活，有利于材料研发迭代和快速决策。公司业务扩展之路伴随一次次的成功并购。2014 年收购国瓷康立泰切入陶瓷墨水，并向下游色釉料延伸；2015 年战略参股深圳爱尔创，进军齿科氧化锆瓷块，将原有粉体客户纳入体内；2017 年收购宜兴王子制陶主营汽车尾气蜂窝陶瓷载体，实现粉体-载体闭环并助力催化板块成为公司核心利润来源；2017 年、2022 年先后收购江苏金盛陶瓷、赛创电气（铜陵），补充电子陶瓷基板业务并进一步切入新能源半导体精密陶瓷赛道；2026 年公司现金收购澳大利亚 SDI 齿科 100%股权，补充诊所临床端产品和成熟海外终端渠道的布局。

图1：公司实控人为董事长张曦



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

七大技术构建护城河。公司注重核心技术的打造，不断沉淀和深化水热、配方、调色、纳米等七大核心技术，将其组合应用于不同的产品和领域，形成具有竞争力的核心产品。公司坚持高研发投入，构建产学研用一体化创新体系，掌握水热技术、纳米技术等核心技术，累计授权专利 760 件，在 MLCC 介质材料、汽车蜂窝陶瓷载体等关键领域实现技术突破与国产替代，推进电子信息、新能源、高端制造等战略性新兴产业升级。

图2：国瓷材料七大核心技术



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

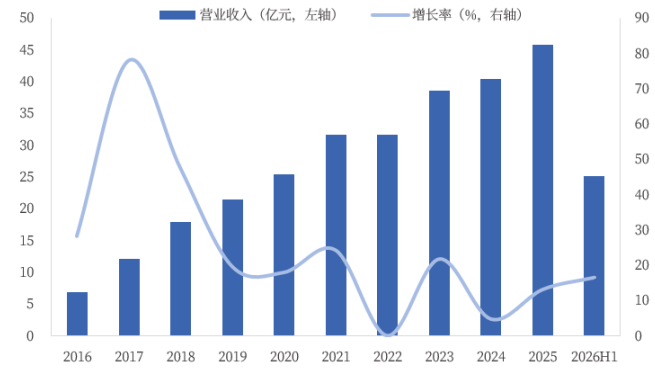
下载日志已记录，仅供内部参考

（二）多元化业务布局，过去十年净利润复合增速近 20%

十年来营收稳步提升、净利润复合增速近 20%。2016-2025 年国瓷材料营业收入复合增速 23.54%、净利润复合增速 18.71%，长期视角下在新材料公司里表现优秀。进入 2026 年，公司经营动能进一步释放，26Q2 营收、净利润刷新近年季度高点，同时呈现利润率企稳向好、资产负债率保持健康水平的财务特征。背后一方面是公司基于自身扎实的粉体实力积极外延并购的平台化发展战略，通过对王子制陶、爱尔创等成熟下游标的收购，快速补齐蜂窝陶瓷载体、齿科瓷块等制品环节，打通粉体-制品垂直链条，催化、生物医疗成为稳定的利润基本盘，对冲 MLCC 粉体的周期波动，实现多业务错峰发展；二是坚持高强度研发投入，围绕 AI 服务器 MLCC 粉体、球形硅微粉、固态电解质、半导体陶瓷基板等高附加值方向持续迭代产品，产品结构不断向高端化升级，叠加国产替代红利，带动盈利水平企稳。整体负债可控，为持续研发、产业并购与产能扩张保留安全垫。

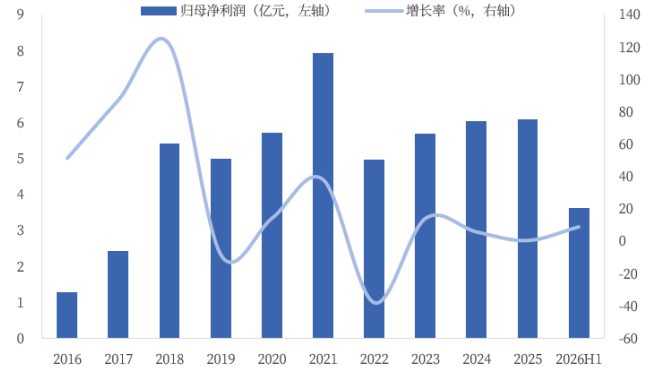
展望未来，国瓷材料多业务矩阵足以平滑下游需求波动，已验证的“粉体+下游制品”协同模式有望持续兑现国产替代红利，同时储备的下一代粉体与制品技术（球形硅微粉、固态电解质、精密陶瓷制品等），形成更多的增长曲线。

图3：2016-2025 年营收复合增速 23.54%



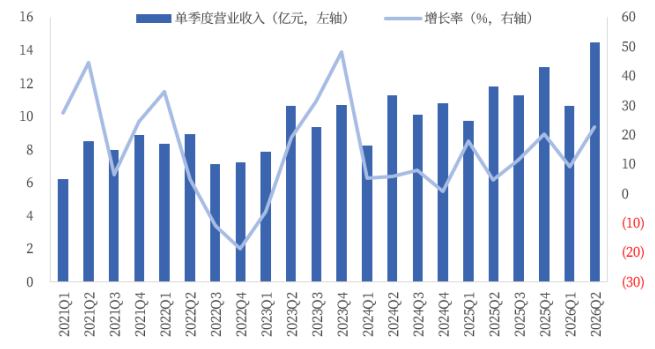
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图4：2016-2025 年净利润复合增速 18.71%



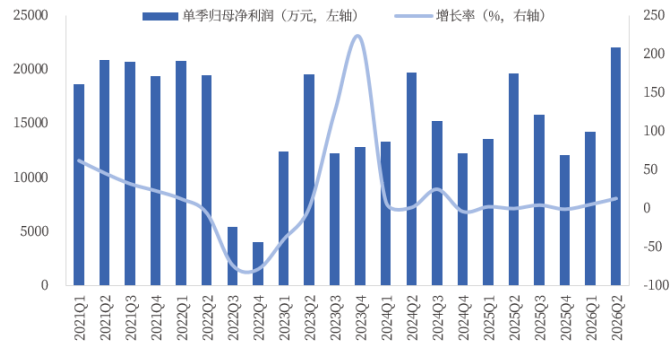
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图5：26Q2 营收创近年新高



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

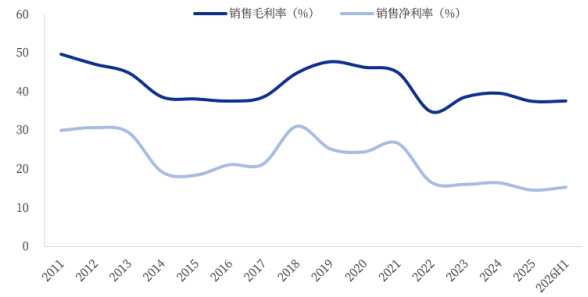
图6：26Q2 净利润创近年新高



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

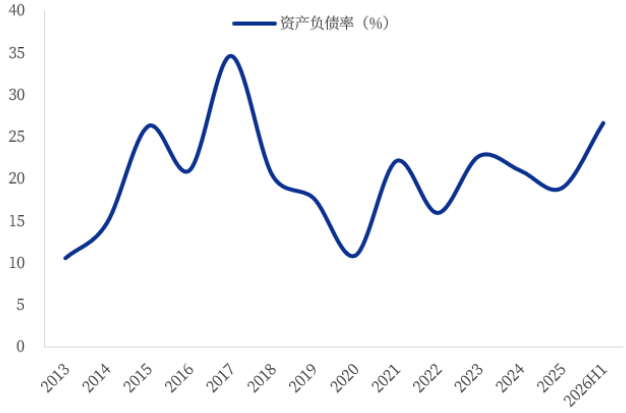
下载日志已记录，仅供内部参考

图7：利润率企稳向好



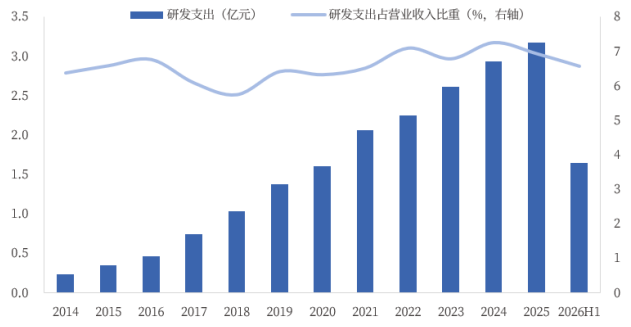
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图8：资产负债率健康



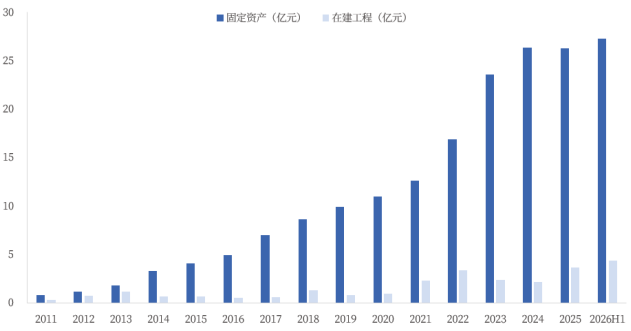
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图9：研发驱动成长



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图10：持续投资布局长远



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

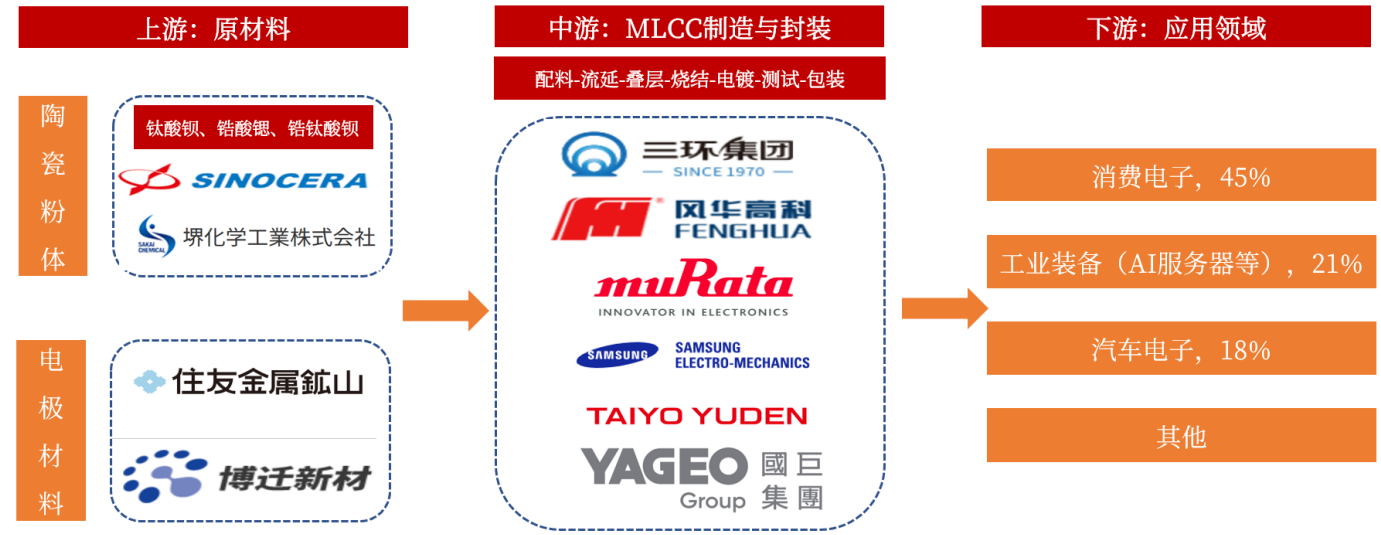
下载日志已记录，仅供内部参考

二、基本盘呈向好态势

（一）MLCC 粉体迎历史机遇

MLCC 是“电子工业大米”。MLCC（Multi-layer Ceramic Capacitor）全称片式多层陶瓷电容器，由陶瓷介质层、内电极、端电极（外电极）、保护层等层层叠压烧结而成，是电子里用量最大的被动元器件，被称作“电子工业大米”，作用为稳压、滤波、储能、降噪，应用场景包括主板、电源、手机、新能源车、AI 服务器等。陶瓷粉体是 MLCC 里价值最高的部分。由于纯度、粒径、稳定性、晶体结构与掺杂技术、制作工艺、专利限制、验证周期长等因素，国产 MLCC 粉体长期呈现“低端内卷，高端进口”的局面，全球高端 MLCC 粉体被日本堺化学、美国 Ferro、日本村田等垄断，下游 MLCC 客户包括村田、三星电机、TDK 等。

图11：MLCC 陶瓷粉体的成本占比为 20-25%（低容）、35-45%（高容）



资料来源：中商情报网，普华有策，中国银河证券研究院

AI 服务器驱动 MLCC 供给短缺风险提升。根据集邦咨询，在 AI 服务器加速换代、云端服务供应商（CSP）自研 ASIC 芯片持续放量的双重驱动下，村田、三星电机、太阳诱电三大龙头厂商 2026 年六月下旬订单出货比分别达 1.30、1.31、1.25 创新高，整体 MLCC 市场订单出货比也同步升至 1.04。村田此前在 2018 年 MLCC 史上最严重缺货开端时为 1.25，显示订单积压压力正快速积聚，供给短缺风险持续升高。从需求结构看，高容值、低电压、小尺寸 MLCC 需求尤其升温，而 AI 高端 MLCC 排挤效应已外溢至车规与消费级市场，苹果供应链备料较往年提前一至两个月启动，车用 ODM 从以往的七月提前至五月展开备料。中国大陆渠道市场自六月起对主流消费级 MLCC X5R 启动调涨，平均涨幅达 15%至 25%。随着英伟达、谷歌、超威半导体等新款 AI 芯片平台于第三季陆续进入量产，产能持续由 AI 订单占用，再加上超前备货等双重需求，下半年高端 MLCC 价格走扬概率上升，预计四季度将是验证 MLCC 市场缺货的关键观察期。

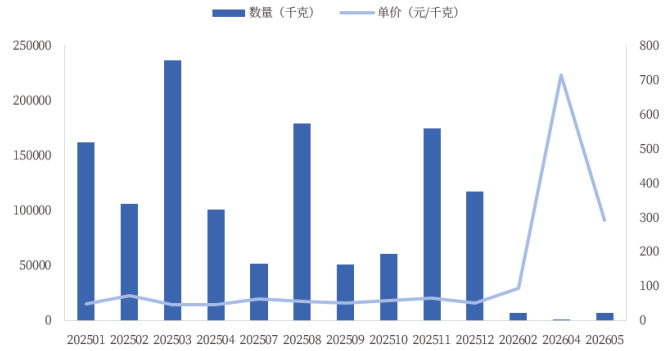
下载日志已记录，仅供内部参考

表2：车规级和 AI 级 MLCC 对粉体要求更高

终端产品	MLCC 单机搭载量	场景特点	主要介质粉体基体	核心掺杂助剂
普通消费电子（手机、家电）	300-1000颗	介电常数、成本；对长期高温老化、偏置要求宽松	$BaTiO_3$，粒径150-300nm	Mg、Mn，少量 Y 稀土；掺杂量低
汽车级（含 ADAS）	3000-5000颗	宽温、耐冲击、抗湿、高温负载寿命，通过车规认证	Ba(Ti,Zr)O3(BZT)，粒径 80-150nm	MgO/MnO_2+Dy/Ho/Y
AI 级	30000-42000颗	高耐压、超薄介质、大电流下容值稳定、长寿命	Ba(Ti,Zr)O3(BZT)，粒径 50-100nm	稀土掺杂等级最高；Mg-Mn-Si-稀土复合包覆

资料来源：村田，集微网，中国银河证券研究院

图12：2025 年以来对日出口氧化钇的量价变化



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

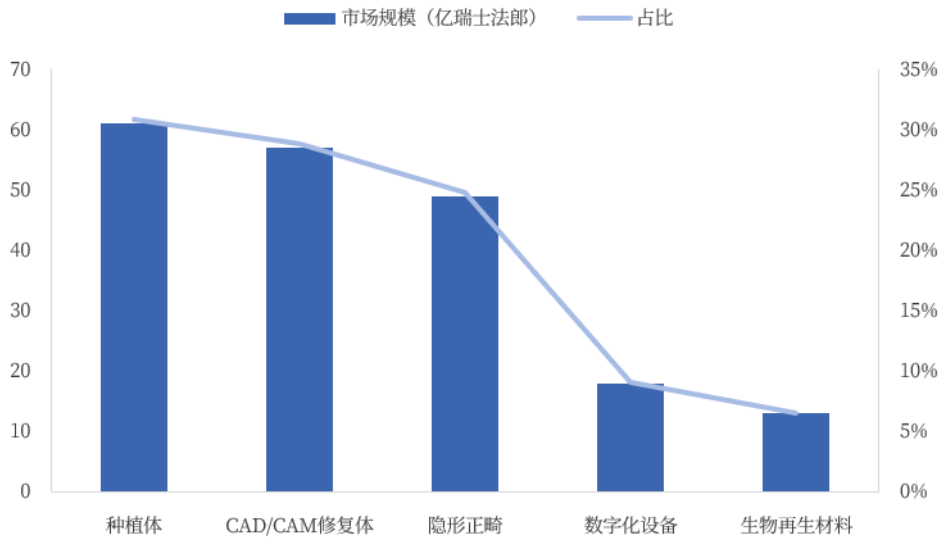
中长期看，国产 MLCC 粉体迎历史机遇。根据村田，2025 年-2030 年 AI 服务器 MLCC 需求年均+30%，2030 年较 2025 年增 3.3 倍。考虑日、韩厂专注 MLCC 产业链高端订单，国产 MLCC 相关厂家或有机会取得更多溢出订单。过去三年由于下游需求疲软，全球 MLCC 粉体厂扩产放缓。在此背景下，2026 年 1 月 6 日商务部出台《加强两用物项对日出口管制公告》；2026 年 2 月 25 日商务部将 TDK、三菱材料等日系 MLCC 及粉体厂家列入关注名单，对日重稀土（氧化钇/氧化镝/氧化铽等）管控加强，氧化钇是 MLCC 粉体第一大刚需掺杂，镝、铽是车规+AI 高压级 MLCC 必备添加物，日产 MLCC 粉体或面临稳定供应压力。供需两侧利好下，我国 MLCC 粉体厂从成本优势提升至供应安全优势，迎来历史机遇。国瓷材料是全球领先的 MLCC 介质粉体生产企业，依托多年技术积累与沉淀，已实现对各类基础粉及配方粉的全面覆盖，客户涵盖国内及国际头部企业，如三星电机、国巨、风华高科等。近年聚焦 AI 服务器及车规用 MLCC 粉体，推进高端粉体扩产；同时 MLCC 用电子浆料业务进展顺利，销售规模增长迅速，并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。

（二）齿科业务持续向高端化、国际化发展

齿科市场长坡厚雪、空间广阔。全球口腔医疗市场具备较强的抗周期属性，人口老龄化、消费升级、数字化技术渗透共同驱动行业长期成长。从细分结构看，种植体、CAD/CAM 修复体为规模最大两大细分赛道，合计占据市场过半份额，隐形正畸、数字化设备、生物再生材料增速突出。义齿修复材料端，氧化锆凭借优异的美观性、化学稳定性、机械性能，逐步替代普通合金、贵金属合金、树脂材料，成为 CAD/CAM 数字化修复的主流基材。区域格局层面，北美仍是全球牙科材料最大消费市场，欧洲市场发展成熟；亚太地区经济发展、口腔健康意识提升，或是未来核心增长引擎。在海外粉体供给受限的背景下，上游齿科氧化锆粉体迎来国产替代窗口期，全产业链一体化布局成为头部企业重要竞争策略。

下载日志已记录，仅供内部参考

图13：士卓曼预测 2025 年全球可触达的口腔细分市场总规模约 200 亿瑞士法郎



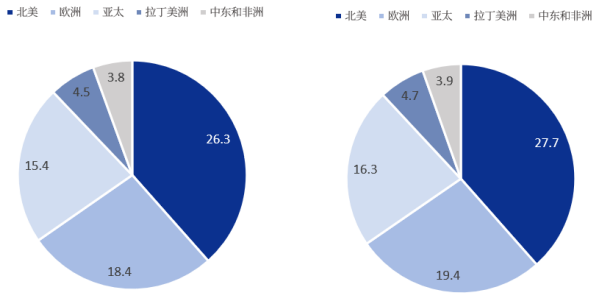
资料来源：士卓曼 2025 年年报，中国银河证券研究院

表3：不同义齿材料性能对比

材料	美观性	生物学性能	稳定性	机械性能	成本
普通合金	较差	较差	较好	较好	最低
贵金属合金	较好	最好	较好	较好	较高
树脂	较好	较好	较差	较差	较低
氧化锆	最好	较好	最好	较好	最高

资料来源：爱迪特招股说明书，中国银河证券研究院

图14：2025 年（左）2026 年（预测）全球牙科材料行业市场规模



资料来源：fortunebusinessinsights，中国银河证券研究院

致力于成为全球口腔修复材料领域的领军企业。国瓷材料是全球少数同时具备内生粉体技术+外延并购打通“上游氧化锆粉体→瓷块修复材料→临床树脂/粘接耗材+数字化设备+全球销售渠道”的公司。公司具备水热法制备纳米氧化锆粉体的能力，水热法技术路线相较于其他合成方法的优势在于易于纳米级粉体的产出、粒度分布集中、高纯度、高可控性、高透性、高韧性等方面，适合应用到齿科领域。公司依托粉体技术基础进军齿科材料市场，先后收购爱尔创打通“氧化锆粉体→氧化锆瓷块→义齿牙冠技工端”全链条，引入高瓴、松柏战投实现产业资源导入，参股韩国 Spident、收购德国 DEKEMA 收获韩国齿科树脂技术标的并补齐义齿生产设备环节，收购澳大利亚 SDI 获得临床修复耗材和全球经销商网络，完成“粉体-瓷块-设备-临床耗材-全球渠道”的完整齿科平台布局。产品方面已形成以氧化锆陶瓷、玻璃基陶瓷、树脂基陶瓷三大核心产品，覆盖技工端与临床端的全品类产品矩阵。

下载日志已记录，仅供内部参考

表4：国瓷材料的齿科业务全产业链布局

产业链环节	产品	运营主体	生产地址	关键说明
齿科氧化锆粉体	牙科级纳米氧化锆粉体	本部	山东东营	水热法，内供+外卖。
牙科陶瓷瓷块（技工端耗材）	全瓷义齿用氧化锆陶瓷（瓷倍健、魅影、玉瓷）；全瓷义齿用二硅酸锂玻璃陶瓷（锂瓷）；全瓷义齿用预成聚合物基冠桥材料（润瓷）	深圳爱尔创科技股份有限公司；辽宁爱尔创生物材料有限公司	深圳（研发、生产）；辽宁本溪（瓷块产线）	爱尔创 2018 年被国瓷收购；国内氧化锆瓷块龙头；产品销往全球 110 + 国家。
韩国临床牙科材料	口腔临床类修复材料、化学耗材	国瓷新加坡（持股20.03%，2022 年底入股）	韩国	取得 Spident临床类产品中国区总代理权。
数字化设备（技工端设备）	口腔数字化智能烧结炉、烤铸一体炉、烤瓷炉、牙科 3D 打印机	DEKEMA（德国，2023 年 9 月完成收购并表，持股 74.9%）	德国 Freilassing	牙科烧结设备全球第一梯队；实现“瓷块 + 烧结设备”一体化配套。
临床牙科耗材（诊所端）	光固化复合树脂、粘接剂、水门汀、脱敏材料、根管类耗材	SDI Limited（澳洲，2026-07 完成 100% 收购）	澳大利亚墨尔本工厂，2027 年迁入新厂区	拥有成熟全球经销商网络，70% 收入来自海外，欧洲为第一大市场。

资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

紧跟稀土出口政策导向，强化牙科氧化锆粉体业务。2026 年 7 月爱迪特公告，由于日本东曹上游关键原料氧化钇供给受限，其已经收到其关于齿科氧化锆粉体暂停供应的通知。国瓷材料于 2026 年 7 月 20 日公告，自 7 月 27 日起上调氧化锆粉体销售价格，调价幅度 10%-40%，不同规格产品差异定价，8 月起新签订单执行新价格。日本东曹和公司同是水热法氧化锆粉体行业龙头，但东曹的品牌和客户积淀更为深厚，预计东曹库存消耗后，全球下游瓷块将寻求替代。公司将积极把握国家稀土出口管控政策导向，有望充分发挥本土稀土资源供应优势。

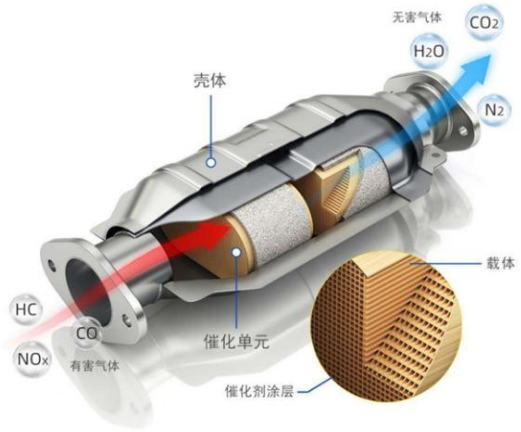
（三）蜂窝陶瓷载体将受益尾气标准升级和进口替代

进口替代仍任重道远。自 20 世纪 70 年代美国康宁公司开创蜂窝陶瓷载体行业以来，全球市场逐步形成以康宁和日本 NGK 公司为寡头的垄断格局，康宁和 NGK 合计占据全球蜂窝陶瓷载体 90%以上的市场份额。随着天然气国六标准（2019 年 7 月）、轻型汽车及重型城市车辆标准（2020 年 7 月）、重型柴油车国六 6a 阶段（2021 年 7 月）和 6b 阶段（2023 年 7 月）相继实施，国内蜂窝陶瓷企业加速技术创新，主机厂和整机厂逐步推进国产化替代，国外企业长期垄断国内市场的局面正被逐步打破。目前国内企业在汽油车、轻型柴油车载体市场的竞争力有所增强，但全球重型柴油车用大尺寸蜂窝陶瓷载体市场仍由康宁和 NGK 主导。

法规标准升级将带来新发展空间。排放法规往往与蜂窝陶瓷载体技术技术革新相互促进：蜂窝陶瓷载体因排放法规而生，随法规升级而发展；排放法规则因载体技术获得了实施路径，并借助技术进步具备了持续升级的产业基础。未来看，欧七标准以及我国下一阶段（国七）排放标准的推进对我国蜂窝陶瓷载体公司又是新机遇。当前，我国机动车全面实施国六 b 阶段排放标准，较国六 a 阶段降低 30%至 50%，并新增了实际道路行驶排放测试要求。2025 年以来，相关政策与标准制定节奏显著加快。2025 年 2 月，生态环境部强调要加快移动源标准的制定和修订，这意味着国七排放标准或将加速出台；2025 年 5 月，多部门联合印发《关于进一步优化机动车环境监管的意见》；2026 年 2 月 27 日，生态环境部进一步明确，“十五五”期间将加快制定机动车国七排放标准，并同步推进非道路移动机械国五、船舶国三等标准的制定，以助力减污降碳目标的协同实现。严格的法规要求为蜂窝陶瓷载体带来了明确的市场需求与新的发展空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

图15：尾气处理单元中的蜂窝陶瓷载体



资料来源：中自科技招股说明书，中国银河证券研究院

表5：中日美在蜂窝陶瓷载体市场三足鼎立

公司	蜂窝陶瓷载体收入（亿元）	备注说明
国瓷材料	7.36	王子制陶收入
奥福环保	3.32	
康宁 Corning	—	汽车应用板块17.94亿美元，包括蜂窝陶瓷载体、车载显示玻璃等
NGK 日本碍子	约127亿（3007亿日元）	2025年4月-2026年3月

资料来源：各公司 2025 年年报，中国银河证券研究院

龙头产品全覆盖，将全面受益标准升级。公司是国内领先的移动源气体净化解决方案供应商，可为移动源尾气催化领域提供蜂窝陶瓷载体、铈锆固溶体、分子筛等系列产品，产品全面应用于商用车、乘用车、非道路机械、船机和 VOC 等细分领域。在乘用车领域，公司已基本实现了对国内自主汽车品牌的全面覆盖，在下游客户的项目数量不断增加，伴随下游客户车型的陆续上市，相关产品销量不断增加。在商用车领域，公司持续深化与国内各大商用车客户的合作，同时积极配合国际头部车企和主机厂开拓国外市场，产品销量稳步增长。随着国七排放标准技术路线逐步明确，公司积极配合客户进行技术预研和产品储备，以满足更高排放标准下各类车型的产品需求。同时，受益于海内外头部客户需求持续提升，公司铈锆固溶体销量保持快速增长，更高储放氧的铈锆固溶体产品已初步通过下游客户的验证。

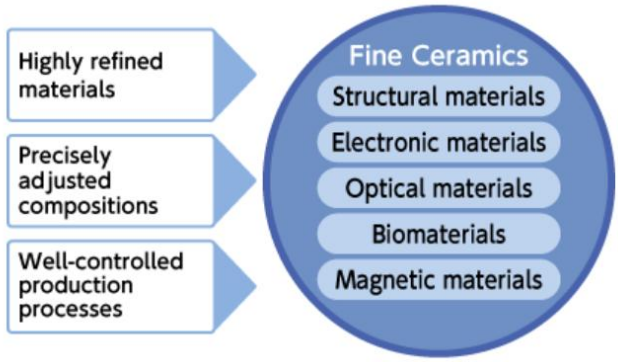
下载日志已记录，仅供内部参考

三、新赛道成长空间广阔

（一）精密陶瓷是半导体、光通信、低轨卫星、新能源电机等领域关键解决方案

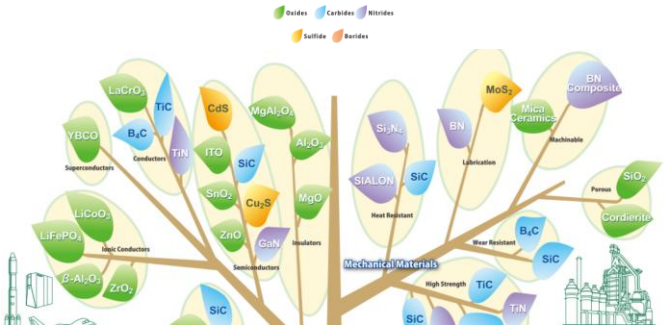
精密陶瓷是关键基础材料，受益下游新兴需求快速发展。精密陶瓷又被称为先进陶瓷，采用高纯人工合成粉体，通过精密工艺制备，分为结构陶瓷与功能陶瓷，具备耐高温、耐腐蚀、特殊光电生物性能，是半导体、新能源车、医疗、储能领域关键基础材料。常见精密陶瓷粉体成分包括氮化硅、氧化锆、碳化硅、氮化铝等，下游增速较快的应用包括陶瓷轴承球、陶瓷基板、陶瓷管壳等业务。**轴承陶瓷球**是高性能滚动轴承中使用的非金属滚动体，相较于传统钢制滚珠，陶瓷球具有密度低、硬度高、热膨胀系数小、耐高温和耐腐蚀等优点，能显著提升轴承的极限转速和使用寿命，广泛应用于新能源汽车电机、高速机床主轴、航空航天发动机、医疗器械等对转速、耐磨性与耐腐蚀性要求较高的场景。**陶瓷基板**由陶瓷基片和金属线路层构成，广泛应用于泛半导体、汽车大灯等大功率 LED 照明、IGBT、半导体激光器、电力电子功率器件、微波、光通信等领域。**陶瓷管壳**是低轨卫星的射频微系统的核心材料，我国于 2025 年 12 月向国际电信联盟（ITU）提交了超 20 万颗卫星的频轨资源申请。随着陶瓷多层气密结构的系统级封装技术、系统级射频垂直互联技术及复杂组件/部件一体化焊接技术不断成熟，陶瓷管壳成为实现星载射频接收组件的小型化、集成化、工程化的最优方案。

图16：精密陶瓷的定义



资料来源：京瓷（KYOCERA）官网，中国银河证券研究院

图17：精密陶瓷的分类



资料来源：京瓷（KYOCERA）官网，中国银河证券研究院

国瓷材料垂直整合能力突出，推动产品结构高端化升级。公司具备“材料-工艺-器件”三维创新体系，可以实现对高附加值赛道的精准卡位，致力于成为领先的精密陶瓷全产业链平台型公司。目前材料体系包括氧化锆、氧化铝、氮化硅、氮化铝等，涉及陶瓷轴承球、陶瓷套筒、陶瓷插芯、陶瓷基板、陶瓷管壳等产品。陶瓷球方面，公司依托粉体—陶瓷球一体化技术平台，生产的高端氮化硅陶瓷球产品性能已达国际先进水平，正推进在具身智能等新兴领域的应用。陶瓷基板方面，通过“粉体+陶瓷+金属化”的技术协同与产业链整合，子公司国瓷赛创已在基板金属化领域建立起显著的技术优势，LED 基板在国际头部客户中的份额持续扩大；半导体制冷片 TEC 业务配合国际客户进行产品验证取得积极进展；多层陶瓷基板主要用于 AI 数据中心，目前正在积极配合客户进行联合研发和产品验证；用于低轨卫星射频芯片封装的陶瓷管壳产品持续稳定交付。子公司深圳爱尔创新材料掌握从粉体成型、烧结到复杂精密结构件加工的全链条生产技术，主要产品包括陶瓷套筒、插芯及其他精密结构件，主要用于高速光模块及光纤传输、半导体、消费电子等领域，产品获得客户高度认可。

下载日志已记录，仅供内部参考

表6：精密陶瓷板块主要产品包括陶瓷轴承球、陶瓷基板、陶瓷管壳等

主要产品	运营主体	运营主体介绍	地址	细分产品
陶瓷轴承球	江苏国瓷金盛陶瓷科技	2003年10月成立，次年成功量产氮化硅陶瓷球，2017年成为国瓷材料全资子公司，具备从粉体制备、成型烧结、精密加工到质量检测的完整体系	江苏常州金坛	陶瓷球（氮化硅、氧化锆、碳化硅、氧化铝、氮化铝）、陶瓷结构件、氮化铝粉体
陶瓷套筒	深圳爱尔创新材料	深耕精密陶瓷结构件23年，依托母公司形成从粉体、坯体到精密加工及销售服务的全产业链布局。光纤通讯各类陶瓷套管及插芯月产销量超过一亿支，用于高速光模块及光纤传输等领域	深圳	氧化锆、氧化铝、碳化硅等套管应用于光通讯等领域
陶瓷管壳	国瓷赛创电气（铜陵）	2017年成立，从事高性能陶瓷基板及热沉材料研发生产，主要产品为在陶瓷基片上进行金属化制程的陶瓷基板。致力于成为半导体陶瓷载板行业领军企业，打破日本京瓷、日本丸和在高端陶瓷基板的垄断地位	安徽铜陵	用于低轨卫星射频芯片封装的陶瓷金属管壳
陶瓷基板				LED封装基板、车用雷达陶瓷基板、半导体制冷基板TEC、功率激光器LD

资料来源：国瓷金盛官网，爱尔创新材料官网，国瓷赛创官网，中国银河证券研究院

（二）积极推进固态电解质产业化

固态电解质研发与产业化推进迅速。目前液态锂电池已经接近物理性能天花板，固态电池兼顾安全、能量密度、宽温域，将是下一代动力电池的重要演进路径。经过 40 年发展，近年产业技术显著加速。半固态电池（混合固液）于 2026 年已经实现装车交付，而全固态电池尚未商业化装车。固态电池核心瓶颈集中在固态电解质，目前五大路线并行发展，半固态、早期固态优先走氧化物路线，但真正全固态电池行业更多期待硫化物。

表7：固态电池电解质不同路线的对比

分类	性能	细分结构	常见组分
氧化物固体电解质	安全性能高、稳定性良好、成本低廉、环境友好	NASICON 型结构固体电解质	LiZr2(PO4)3(LZP)，LiTi2(PO4)3(LTP)，LiGe2(PO4)3(LGP)
		石榴石结构固体电解质	Li7La3Zr2O12(LLZO)
		钙钛矿结构固体电解质	Li3xLa2/3-xTiO3（LLTO）
硫化物固体电解质	在室温下具有较高的离子电导率	Li-P-S 体系	75Li2S-25P2S5(Li3PS4)体系（对空气稳定性高）、70Li2S-30P2S5(Li7P3S11)体系（电导率较高）
		Li11−xM2−xP1+xS12 (M = Ge, Sn, Si) 体系	

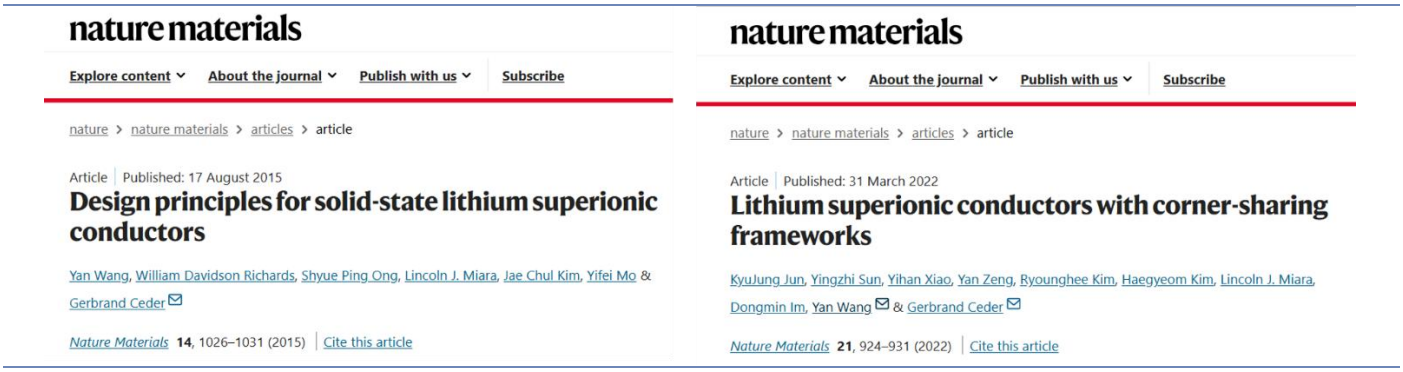
下载日志已记录，仅供内部参考

		Li6PS5X（X=Cl，Br，I）体系	
聚合物固体电解质	具有柔韧性好、质量轻、成本低以及易于加工		
硼氢化物固体电解质	轻质量、稳定的负极界面、高延展性		
卤化物固体电解质	"高离子电导率和高电		

资料来源：吴敬华等. 固态锂电池十年回顾与展望，中国银河证券研究院

引入关键人才，积极推进硫化物电解质产业化。公司目前同步布局了氧化物与硫化物两大固态电解质技术路线。2025 年 9 月 12 日，公司公告与王琰先生共同出资设立合资公司山东国瓷科耀新材料有限公司，重点布局固态电池硫化物方向。王琰先生在固态电解质领域发表多篇代表性文章，并在 MIT、三星美国研究院有多年工作经历，将可助力公司研发工作快速推进剂客户验证。硫化物电解质的产能规划分两条产线规划，目前公司硫化物固态电解质自动化生产线第一条产线已建成、开始向客户送样，后期将根据行业情况进一步扩产，公司将进一步密切配合下游重点客户的产业化进程。

图18：王琰博士是固态电池专家



资料来源：Nature 官网，中国银河证券研究院

（三）横向顺势拓展至填充粉体材料，满足 AI 需求

AI 放大高端填料需求斜率。填充粉体（无机功能填料）大量填充在环氧塑封料 EMC、高频高速覆铜板 CCL、基板树脂、封装胶膜内部，是 AI 算力硬件的隐形基础材料，填料从传统辅料升级为决定信号完整性、散热、芯片可靠性的核心关键材料。新一代高频高速覆铜板（M8、M9、M10 等）对球形二氧化硅、二氧化钛、高导热粉体等填充材料的需求尤为迫切。核心性能要求包括：更低热膨胀，树脂热膨胀大，填充球形硅微粉，抑制板材膨胀，高层数 PCB 防止翘曲、分层、孔位偏移，M7-M9 层数可达 20-36 层，对 CTE 非常敏感；低 Dk、Df，杂质、粒径、球形度会直接影响最终板材 Df。

下载日志已记录，仅供内部参考

表8：常见的覆铜板填料粉体材料

指标	角形氧化钛	球形氧化钛	球形氧化硅	中空球硅
Dk介电常数	很高	很高	低	理论 2.0–2.8（很低，空腔空气 Dk≈1）
Df介电损耗	偏高，棱角界面极化损耗大	改性后可做到低Df	很低，高纯化学法Df优异	完整球壳Df低
颗粒形貌	棱角尖锐、不规则破碎颗粒	球形颗粒	完整实心圆球，球形度高	SiO_2薄壁外壳，内部空腔
树脂相容性	比表面积大，树脂界面多，相容性差	需严格表面包覆改性	硅烷改性后与PPO/碳氢树脂相容性好	极易团聚，对硅烷改性工艺要求严苛
填充率上限	低，高填充树脂黏度暴增	中等，高 Dk 填料不能高填充	高，30–40wt%（M8/M9 主流区间）	理论高
CTE 热膨胀抑制	较差	一般	优秀	理论优秀
耐加工剪切	棱角易磨损设备，剪切下产生微裂纹杂质	较好,但硬度偏高，加剧钻孔刀具磨损	优秀，颗粒完整不破碎，工艺窗口宽	差，薄壁球壳易挤碎
α 射线（Low-α）	杂质多，α射线难控制	提纯难度大，实现Low-α成本高	可做到Low-α，满足AI服务器PCB	难实现Low-α，破碎释放内部杂质
工业化成熟度（M7–M9）	完全不用于M7/M8/M9高速服务器板	几乎不做主体填料，仅用于高Dk 射频基板	当前M7/M8/M9工业主流填料	实验室配方多，无大规模工业量产
优势	成本低，市面量产	球形减少界面缺陷；适合做调高介电常数配方	Dk/Df双低；流动性好高填充；热膨胀抑制强；工艺稳定良率可控；国内液相化学法已量产	理论依靠空气空腔获得更低Dk；减重
劣势	不适用AI高速CCL	Dk高，不可做主填料	液相化学法成本高；熔融球硅不足以支撑M9	加工破碎风险不可控，批次稳定性差；无大规模商用案例
典型应用	普通FR-4、涂料	射频高Dk特种基板	M7熔融球硅；M8/M9液相化学法球硅	实验室阶段

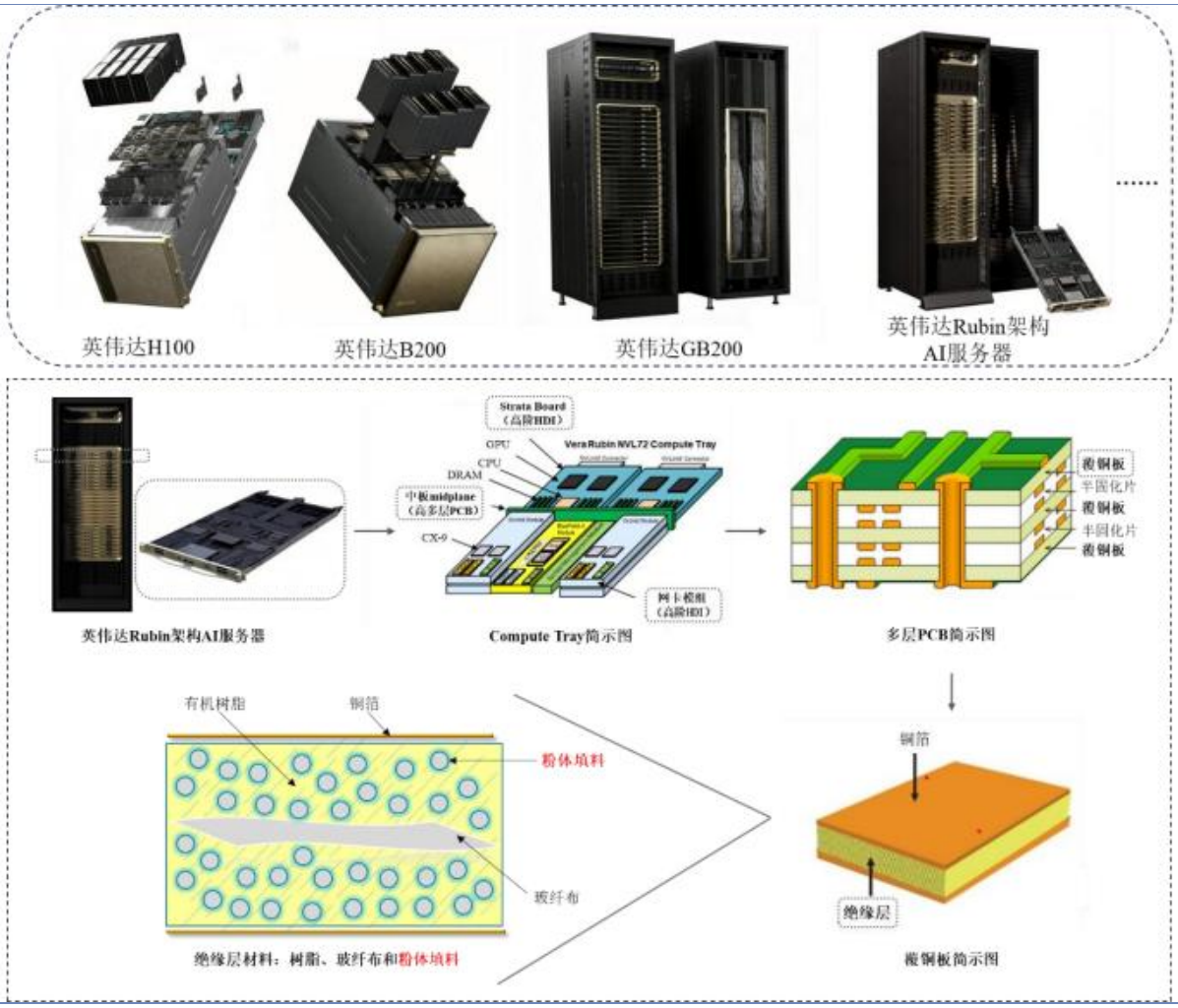
资料来源：国瓷材料官网，联瑞新材公告，国家知识产权局，CNKI，中国银河证券研究院

围绕高端覆铜板需求，系统性开发填充材料。公司现已完成球形氧化硅、球形及角形氧化钛等关键产品的战略布局，产品性能可满足 M7、M8、M9 等高端高速覆铜板的应用需求。同时，公司自主研发的新一代中空球硅材料，具备高纯度、超低损耗及更优介电常数等核心优势，目前已进入下游客户验证阶段。公司将持续推进包括高介电、高导热、低介电常数温度系数、低介电、超低损

下载日志已记录，仅供内部参考

耗在内的多元化、功能化无机填充材料的研发，把握高速通信与 AI 算力基础设施的发展机遇，同时公司将持续加快数据中心用多层陶瓷基板产品开发与验证进程。

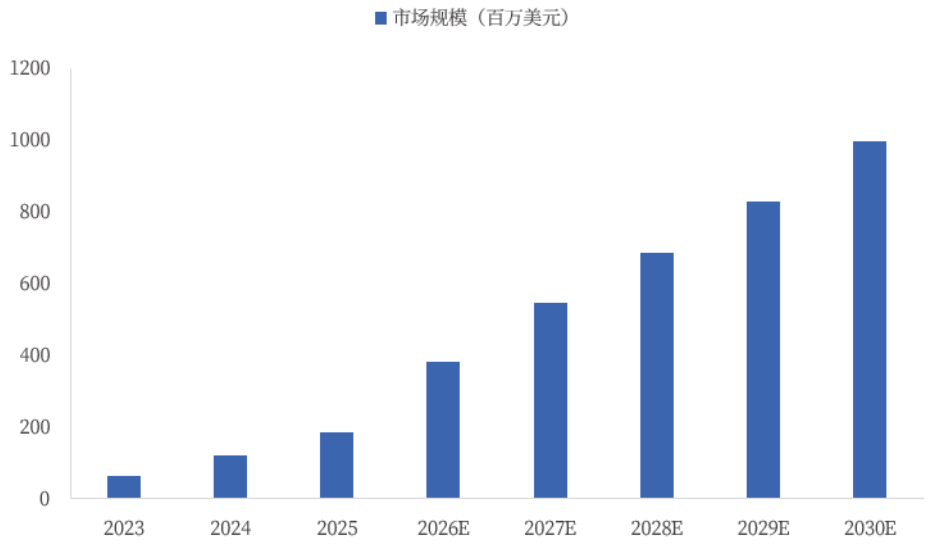
图19：高性能球形硅微粉在 AI 服务器中的应用示例



资料来源：锦艺新材招股书（申报稿），中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

图20：全球高等级高速覆铜板用球形硅微粉市场规模（百万美元）



资料来源：锦艺新材招股书（申报稿），Prismark，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

四、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

公司各业务预测如下：

表9：国瓷材料业务拆分及预测

	2025	2026E	2027E	2028E
电子材料板块				
收入（亿元）	6.94	8.82	12.80	16.28
YOY	11%	27%	45%	27%
毛利率	34%	38%	38%	38%
收入占比	15%	17%	21%	23%
催化材料板块				
收入（亿元）	9.54	11.20	13.72	17.00
YOY	21%	17%	23%	24%
毛利率	41%	45%	45%	45%
收入占比	21%	21%	22%	24%
生物医疗材料板块				
收入（亿元）	9.30	11.17	12.05	12.55
YOY	2%	20%	8%	4%
毛利率	51%	55%	60%	60%
收入占比	20%	21%	20%	18%
精密陶瓷板块				
收入（亿元）	4.17	4.00	4.66	5.39
YOY	19%	-4%	17%	16%
毛利率	-	-	-	-
收入占比	9%	7%	8%	8%
新能源材料板块				
收入（亿元）	5.06	6.65	6.65	6.65
YOY	25%	31%	0%	0%
毛利率	28%	19%	19%	19%
收入占比	11%	12%	11%	9%
其他材料板块				
收入（亿元）	10.82	11.61	11.91	12.28
YOY	12%	7%	3%	3%
毛利率	-	-	-	-
收入占比	24%	22%	19%	18%
合计				
收入（亿元）	45.83	53.45	61.79	70.15
YOY	13%	17%	16%	14%
归母净利润（亿元）	6.10	8.11	10.40	12.48
YOY	1%	33%	28%	20%

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（二）相对估值

结合公司业务多元化布局情况，我们选取风华高科、三环集团作为公司 MLCC 粉体业务的可比公司，选取爱迪特作为齿科业务可比公司，选取博敏电子作为陶瓷基板业务可比公司，选取当升科

下载日志已记录，仅供内部参考

技作为固态电解质业务的可比公司，选取联瑞新材作为公司填料业务的可比公司。根据计算，2026-2028 年可比公司 PE 均值分别为 58、43、33 倍。当前公司传统基本盘业务产品正处于涨价通道，主业盈利具备向上修复的基础；但精密陶瓷、固态电解质、填充粉体材料等新业务尚处于客户验证、产能建设阶段，暂未兑现主要利润。受此因素影响，公司短期估值水平高于同业仅开展成熟业务的可比标的。但拉长时间维度看，公司属于国内稀缺的新材料平台型企业，核心的水热法粉体制备技术具备全球领先优势，同时兼具成熟的外延并购整合能力与新材料产业化落地能力。公司布局的多条新赛道目前均处于产业发展早期，下游进口替代逻辑确定性较强，行业需求保持较快增速，随着后续新产品逐步完成认证、实现规模化放量，有望打开中长期成长弹性。

表10：可比公司比较

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE				PB
		2026/8/27	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2026/8/27
000636.SZ	风华高科	585.33	2.83	6.68	8.12	10.07	66.48	87.62	72.09	58.13	4.69
300408.SZ	三环集团	2,157.03	26.18	35.63	45.27	56.47	33.49	60.54	47.65	38.20	
301580.SZ	爱迪特	83.04	1.96	2.56	3.47	4.41	24.00	32.44	23.93	18.83	3.79
603936.SH	博敏电子	109.39	0.07	2.04	4.03	6.01	1,210.89	53.62	27.14	18.20	2.57
300073.SZ	当升科技	224.79	6.32	10.68	13.89	17.62	49.75	21.05	16.18	12.76	1.49
688300.SH	联瑞新材	374.76	2.93	3.96	5.18	6.64	51.23	94.64	72.35	56.44	21.62
	平均						**239.31**	**58.32**	**43.22**	**33.76**	**6.83**
300285.SZ	**国瓷材料**	**639.31**	**6.10**	**8.11**	**10.40**	**12.48**	**44.78**	**78.83**	**61.47**	**51.23**	**8.72**

注：可比公司估值数据采取 Wind 一致预测数据

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）绝对估值

我们采用 FCFF 法分增长期（2026-2028 年）、过渡期（2029-2035 年）、永续增长期（2036 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.5%、永续增长率（g）正负波动 0.5%的情况下，公司合理每股价值区间为 64.65-126.19 元，对应市值区间为 644.61-1258.16 亿元。

表11：FCFF 估值参数假设及说明

指标	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率（Rf）	2.55%	参考中国 10 年期国债收益率
市场预期收益率（Rm）	5%	参考沪深 300 指数 2013-2024 年年度算数和几何平均收益率
贝塔值（β）	0.95	国瓷材料近十年相对上证指数的 Beta
税率（T）	15%	企业所得税税率
加权平均资本成本（WACC）	4.84%	通过公式计算可得
永续增长率（g）	2%	假设公司永续增长率为 2%

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

表12：绝对估值敏感性分析

每股价值区间		加权平均资本成本（WACC）						
		3.34%	3.84%	4.34%	4.84%	5.34%	5.84%	6.34%
永续增长率（g）	0.50%	94.37	79.96	69.32	61.15	54.68	49.43	45.08
	1.00%	110.74	90.98	77.15	66.94	59.09	52.87	47.83
	1.50%	136.03	106.71	87.74	74.46	64.65	57.11	51.14

下载日志已记录，仅供内部参考

	2.00%	180.23	131.00	102.85	84.63	71.88	62.46	55.22
	2.50%	277.21	173.46	126.19	99.15	81.66	69.41	60.36
	3.00%	661.60	266.61	166.98	121.58	95.62	78.81	67.04
	3.50%	-	635.85	256.48	160.78	117.17	92.23	76.08

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（四）投资建议

作为全球陶瓷材料领先企业，拥有六大板块的多元化业务布局。基本盘业务方面，MLCC 粉体、齿科粉体迎来历史机遇；新业务方面，陶瓷基板/陶瓷管壳/陶瓷套筒、固态电解质、填料陆续贡献业绩。预计 2026-2028 年公司营收分别为 53.45、61.79、70.15 亿元；归母净利润分别为 8.11、10.40、12.48 亿元，同比分别变化 32.9%、28.2%、20.0%；EPS 分别为 0.81、1.04、1.25 元，对应 PE 分别为 78.83、61.49、51.24 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表13：盈利预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4583	5345	6179	7015
增长率	13.24%	16.64%	15.60%	13.52%
归母净利润（百万元）	610	811	1,040	1,248
增长率	0.9%	32.9%	28.2%	20.0%
摊薄 EPS（元）	0.61	0.81	1.04	1.25
PE	102.79	78.83	61.49	51.24

资料来源：iFind，中国银河证券研究院



下载日志已记录，仅供内部参考

五、风险提示

市场竞争风险：公司六大业务板块的不同产品所面临的市场竞争格局不同，竞争对手主要为外资品牌，但国内企业参与度也在提高，行业竞争加剧。如果未来无法准确把握行业发展趋势或无法快速应对市场竞争状况的变化，可能面临市场份额下降、盈利能力减弱的风险。

技术开发风险：由于在下游客户导入和认证公司产品，需要接受周期较长、标准较为严格的多项测试，若公司未能正确把握下游客户的需求变化，未能准确预测核心技术的发展趋势，无法在新产品、新工艺等领域取得持续进步，将可能导致公司面临研发决策、研发周期、研发效果等不及预期以及无法匹配下游客户需求的风险。

原材料价格波动风险：原材料价格的波动会直接影响公司产品的成本状况，若未来出现原材料价格持续上涨而公司产品价格无法同比上涨的情况，则可能导致产品生产成本增加，存在公司毛利率下降和利润水平下滑的风险。

汇率波动风险：目前公司外销业务量较大，汇率的波动将直接影响公司出口产品的销售定价及市场竞争力，从而影响到公司的盈利水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1： 公司实控人为董事长张曦 5
图 2： 国瓷材料七大核心技术 5
图 3： 2016-2025 年营收复合增速 23.54% 6
图 4： 2016-2025 年净利润复合增速 18.71% 6
图 5： 26Q2 营收创近年新高 6
图 6： 26Q2 净利润创近年新高 6
图 7： 利润率企稳向好 7
图 8： 资产负债率健康 7
图 9： 研发驱动成长 7
图 10： 持续投资布局长远 7
图 11： MLCC 陶瓷粉体的成本占比为 20-25%（低容）、35-45%（高容） 8
图 12： 2025 年以来对日出口氧化钇的量价变化 9
图 13： 士卓曼预测 2025 年全球可触达的口腔细分市场总规模约 200 亿瑞士法郎 10
图 14： 2025 年（左）2026 年（预测）全球牙科材料行业市场规模 10
图 15： 尾气处理单元中的蜂窝陶瓷载体 12
图 16： 精密陶瓷的定义 13
图 17： 精密陶瓷的分类 13
图 18： 王琰博士是固态电池专家 15
图 19： 高性能球形硅微粉在 AI 服务器中的应用示例 17
图 20： 全球高等级高速覆铜板用球形硅微粉市场规模（百万美元） 18

表 1： 国瓷材料六大板块 4
表 2： 车规级和 AI 级 MLCC 对粉体要求更高 9
表 3： 不同义齿材料性能对比 10
表 4： 国瓷材料的齿科业务全产业链布局 11
表 5： 中日美在蜂窝陶瓷载体市场三足鼎立 12
表 6： 精密陶瓷板块主要产品包括陶瓷轴承球、陶瓷基板、陶瓷管壳等 14
表 7： 固态电池电解质不同路线的对比 14
表 8： 常见的覆铜板填料粉体材料 16
表 9： 国瓷材料业务拆分及预测 19
表 10： 可比公司比较 20
表 11： FCFF 估值参数假设及说明 20
表 12： 绝对估值敏感性分析 20

下载日志已记录，仅供内部参考

表 13： 盈利预测 21

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3,968	5,433	6,787	8,355
现金	739	1,433	2,248	3,304
应收账款	1,835	2,259	2,597	2,907
其它应收款	20	23	32	32
预付账款	54	49	56	68
存货	776	1,075	1,184	1,274
其他	543	593	670	769
非流动资产	5,535	5,236	4,918	4,582
长期投资	186	186	186	186
固定资产	2,627	2,447	2,193	1,895
无形资产	272	267	262	256
其他	2,449	2,336	2,277	2,245
资产总计	9,504	10,669	11,705	12,937
流动负债	1,432	1,804	1,913	2,013
短期借款	274	274	274	274
应付账款	382	639	687	712
其他	776	890	952	1,027
非流动负债	365	404	378	382
长期借款	160	160	160	160
其他	205	244	218	222
负债总计	1,797	2,208	2,291	2,395
少数股东权益	554	634	738	862
归属母公司股东权益	7,152	7,828	8,676	9,680
负债和股东权益	9,504	10,669	11,705	12,937

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	804	932	1,163	1,421
净利润	670	890	1,144	1,371
折旧摊销	344	456	476	493
财务费用	15	0	0	0
投资损失	-30	-28	-40	-43
营运资金变动	-312	-404	-426	-414
其他	118	18	9	14
投资活动现金流	-389	-142	-129	-126
资本支出	-404	-170	-169	-169
长期投资	-18	0	0	0
其他	33	28	40	43
筹资活动现金流	-312	-96	-218	-239
短期借款	179	0	0	0
长期借款	-183	0	0	0
其他	-308	-96	-218	-239
现金净增加额	99	694	815	1,056

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,583	5,345	6,179	7,015
营业成本	2,861	3,373	3,772	4,227
税金及附加	42	47	56	63
销售费用	248	284	338	378
管理费用	312	375	442	491
研发费用	318	374	436	491
财务费用	5	-15	-29	-45
资产减值损失	-85	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	59	118	149	160
营业利润	771	1,025	1,313	1,569
营业外收入	5	5	4	5
营业外支出	15	18	17	17
利润总额	760	1,012	1,300	1,557
所得税	90	121	156	186
净利润	670	890	1,144	1,371
少数股东损益	60	80	104	123
归属母公司净利润	610	811	1,040	1,248
EBITDA	1,109	1,453	1,747	2,005
EPS（元）	0.61	0.81	1.04	1.25

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	13.2%	16.6%	15.6%	13.5%
营业利润增长率	-0.6%	32.9%	28.1%	19.5%
归母净利润增长率	0.9%	32.9%	28.2%	20.0%
毛利率	37.6%	36.9%	39.0%	39.7%
净利率	14.6%	16.7%	18.5%	19.5%
ROE	8.5%	10.4%	12.0%	12.9%
ROIC	8.2%	9.8%	11.3%	12.0%
资产负债率	18.9%	20.7%	19.6%	18.5%
净资产负债率	23.3%	26.1%	24.3%	22.7%
流动比率	2.77	3.01	3.55	4.15
速动比率	2.14	2.35	2.86	3.45
总资产周转率	0.49	0.53	0.55	0.57
应收账款周转率	2.54	2.61	2.54	2.55
应付账款周转率	6.17	6.61	5.69	6.04
每股收益(元)	0.61	0.81	1.04	1.25
每股经营现金流(元)	0.81	0.93	1.17	1.42
每股净资产(元)	7.17	7.85	8.70	9.71
P/E	104.75	78.83	61.49	51.24
P/B	8.94	8.17	7.37	6.60
EV/EBITDA	57.45	43.38	35.60	30.50
PS	13.95	11.96	10.35	9.11

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

王鹏 化工行业分析师

高峰、刘来珍 电子行业首席分析师、电子行业分析师

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn
李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn