www.research.cicc.com

国瓷材料

TEC 基板有望放量，MLCC 和氧化锆量价齐升



贾雄伟 分析员
化工
SAC 执证编号：S0080518090004
SFC CE Ref：BRF843
xiongwei.jia@cicc.com.cn



姜雨彤 联系人
化工
SAC 执证编号：S0080126050014
yutong3.jiang@cicc.com.cn

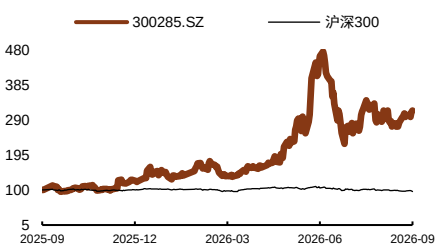


严蓓娜 分析员
石油燃气化工
SAC 执证编号：S0080522110002
SFC CE Ref：BBQ744
beina.yan@cicc.com.cn

维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
300285.SZ	→ 跑赢行业	人民币 82.00

股票代码	300285.SZ
最新收盘价	人民币 70.00
52 周最高价/最低价	人民币 112.80~20.85
总市值(亿)	人民币 697.9



(人民币 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E
营业收入	4,047	4,583	5,688	7,899
增速	4.9%	13.2%	24.1%	38.9%
归属母公司净利润	605	610	853	1,443
增速	6.3%	0.9%	39.8%	69.2%
扣非后净利润	581	605	853	1,443
增速	7.0%	4.3%	40.9%	69.2%
每股净利润	0.61	0.61	0.86	1.45
每股净资产	6.73	7.17	7.88	9.11
每股股利	0.15	0.15	0.21	0.36
每股经营现金流	0.76	0.81	1.19	1.10
市盈率	115.4	114.4	81.8	48.4
市净率	10.4	9.8	8.9	7.7
EV/EBITDA	67.6	66.8	50.8	34.0
股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%
平均总资产收益率	6.8%	6.6%	8.6%	12.9%
平均净资产收益率	9.3%	8.8%	11.4%	17.0%

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

公司动态

公司近况

公司TEC陶瓷基板在北美客户验证顺利且已经实现小批量销售。

评论

TEC陶瓷基板在北美客户验证顺利且实现小批量销售。子公司国瓷赛创TEC陶瓷基板在北美客户验证顺利且已实现小批量销售。随着AI芯片精准温控需求提升，TEC陶瓷基板需求有望迎来快速增长，同时由于氮化铝陶瓷基板成型时需要添加氧化钇等，国瓷材料具备从氮化铝粉-氮化铝裸板-DPC金属化等一体化产业链优势，我们预计公司TEC陶瓷基板有望迎来快速放量。

MLCC粉产能稼动率提升，AI服务器及车规级MLCC粉新产能逐步投产。受益于AI服务器及汽车电子等领域需求快速增长及海外供应商产能切换，近期公司MLCC粉稼动率提升至接近满产。我们预计公司 5000 吨/年AI服务器和汽车电子用MLCC高端粉体新产能有望于 4Q26-1Q27 分批投产，AI服务器及车规级MLCC粉价格和毛利率高，新产能投放有望带来明显增量。由于高端MLCC粉生产需要添加氧化镝等，我们预计或将对日本MLCC粉企业供应造成扰动，后续MLCC粉有望迎来涨价机遇。

PCB领域球形氧化硅需求将持续增长，关注公司后续订单转化。根据公司公告，公司球形氧化硅已实现小批量销售，我们预计一期 2000 吨/年产能有望于 1Q27 投产，同时公司有望进一步发挥水热法工艺技术优势，关注后续高端产品订单转化进展。

氧化锆粉体有望量价齐升。公司自 2026 年 7 月 27 日起上调氧化锆粉体销售价格约 10%-40%。随着日本氧化锆企业氧化钇库存逐步消耗，我们预计日本高端氧化锆粉供应将继续缩减，国瓷材料有望顺势拓展海外高端客户市场，同时氧化锆价格也有望继续上涨。

盈利预测与估值

我们维持 2026 年盈利预测不变；看好TEC基板放量，上调 2027 年盈利预测 15%至 14.43 亿元。上调目标价 9%至 82 元，对应 2027 年 56.7x P/E和 17%上涨空间，维持跑赢行业评级。

风险

MLCC粉和氧化锆粉销量及价格低于预期，新业务低于预期。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E
利润表				
营业收入	4,047	4,583	5,688	7,899
营业成本	2,441	2,861	3,446	4,505
税金及附加	37	42	53	73
销售费用	229	248	313	442
管理费用	310	312	392	553
财务费用	9	5	40	3
其他	-245	-343	-399	-594
营业利润	775	771	1,044	1,729
营业外收支	-14	-10	0	0
利润总额	761	760	1,044	1,729
所得税	93	90	124	211
少数股东损益	63	60	68	75
归属母公司净利润	605	610	853	1,443
扣非后净利润	581	605	853	1,443
EBITDA	1,040	1,049	1,369	2,036
资产负债表				
货币资金	652	739	1,293	1,680
应收账款及票据	2,006	2,162	2,382	3,209
预付款项	26	54	65	86
存货	858	776	815	1,037
其他流动资产	208	236	261	337
流动资产合计	3,750	3,968	4,817	6,348
固定资产及在建工程	2,852	2,993	3,048	3,126
无形资产及其他长期资产	2,520	2,542	2,548	2,556
非流动资产合计	5,372	5,535	5,596	5,682
资产合计	9,123	9,504	10,413	12,030
短期借款	248	326	324	324
应付账款及票据	952	795	958	1,289
其他流动负债	166	312	341	374
流动负债合计	1,367	1,432	1,622	1,987
长期借款和应付债券	343	160	110	60
其他非流动负债	202	205	205	205
非流动负债合计	545	365	315	265
负债合计	1,912	1,797	1,937	2,252
归母所有者权益	6,714	7,152	7,856	9,085
少数股东权益	496	554	620	693
负债及股东权益合计	9,123	9,504	10,413	12,030
现金流量表				
净利润	605	610	853	1,443
折旧和摊销	333	344	352	379
营运资本变动	-156	-308	-222	-939
其他	-28	159	207	217
经营活动现金流	754	804	1,191	1,100
资本开支	-376	-406	-393	-445
其他	56	17	0	0
投资活动现金流	-320	-389	-393	-445
股权融资	0	0	0	0
银行借款	-105	-97	-51	-50
其他	-326	-215	-192	-218
筹资活动现金流	-431	-312	-243	-268
汇率变动对现金的影响	4	-5	0	0
现金净增加额	6	99	554	387

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	4.9%	13.2%	24.1%	38.9%
营业利润	7.7%	-0.6%	35.5%	65.6%
EBITDA	14.0%	0.9%	30.5%	48.7%
净利润	6.3%	0.9%	39.8%	69.2%
扣非后净利润	7.0%	4.3%	40.9%	69.2%
盈利能力				
毛利率	38.8%	36.6%	38.5%	42.0%
营业利润率	19.2%	16.8%	18.4%	21.9%
EBITDA 利润率	25.7%	22.9%	24.1%	25.8%
净利润率	14.9%	13.3%	15.0%	18.3%
扣非后净利率	14.3%	13.2%	15.0%	18.3%
偿债能力				
流动比率	2.74	2.77	2.97	3.20
速动比率	2.12	2.23	2.47	2.67
现金比率	0.48	0.52	0.80	0.85
资产负债率	21.0%	18.9%	18.6%	18.7%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	6.8%	6.6%	8.6%	12.9%
净资产收益率	9.3%	8.8%	11.4%	17.0%
每股指标				
每股净利润(元)	0.61	0.61	0.86	1.45
每股净资产(元)	6.73	7.17	7.88	9.11
每股股利(元)	0.15	0.15	0.21	0.36
每股经营现金流(元)	0.76	0.81	1.19	1.10
估值分析				
市盈率	115.4	114.4	81.8	48.4
市净率	10.4	9.8	8.9	7.7
EV/EBITDA	67.6	66.8	50.8	34.0
股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

人在草木间
更多资料请加V

公司简介

国瓷材料是新材料平台型公司，通过内生+外延方式实现不断成长，目前业务覆盖电子材料（MLCC 粉、氧化锆、电子金属浆料）、生物医疗材料（氧化锆、氧化锆瓷块）、催化材料（蜂窝陶瓷、分子筛、铈锆固溶体）、新能源材料（氧化铝勃姆石）、精密陶瓷（陶瓷轴承球、陶瓷基板等）以及其他业务材料（陶瓷墨水等）板块，下游涉及电子信息、5G 通讯、生物医疗、汽车及工业催化等领域。

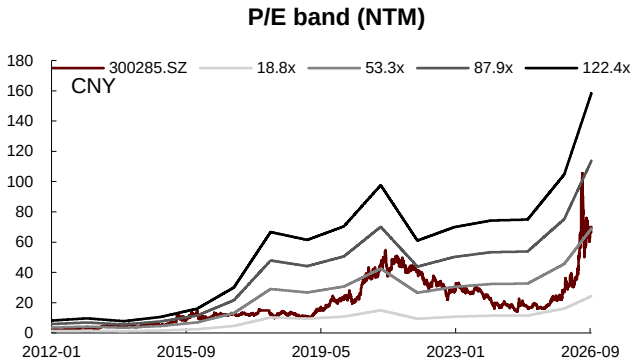
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 1：盈利预测调整说明

	2026E			2027E		
（人民币百万元）	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
主营业务收入	5,688	5,688	0%	7,147	7,899	11%
主营业务利润	2,189	2,189	0%	2,904	3,321	14%
营业费用	313	313	0%	400	442	11%
管理费用	392	392	0%	500	553	11%
研发费用	398	398	0%	500	553	11%
财务费用	40	40	n.a	2	3	78%
营业利润	1,044	1,044	0%	1,513	1,729	14%
归母净利润	853	853	0%	1,253	1,443	15%
每股盈利（元）	0.86	0.86	0%	1.26	1.45	15%

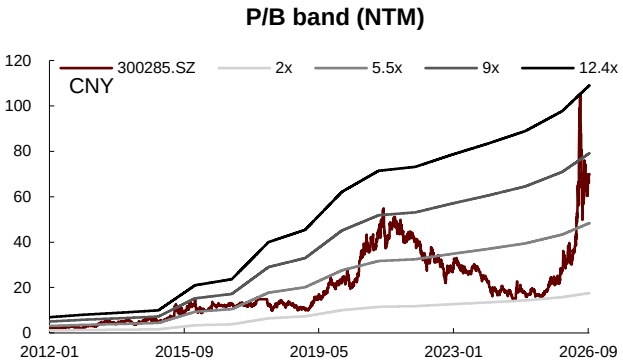
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 2：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 4：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	评级	收盘价	市值（百万元）	每股收益（财报货币）			市盈率			市净率			净资产收益率（%）		
						2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
06699.HK	时代天使*	USD	跑赢行业	84.30	12,386	0.17	0.18	0.24	65.4	59.0	45.7	3.7	4.5	5.3	5.8	6.6	9.4
688021.SH	奥福科技*	CNY	跑赢行业	20.22	1,545	2.84	2.88	3.05	7.1	7.0	6.6	1.2	1.1	1.0	17.9	16.0	15.2
002643.SZ	万润股份*	CNY	跑赢行业	13.06	11,962	0.31	0.44	0.55	42.0	29.5	23.5	1.7	1.8	1.7	4.0	5.9	7.6
300842.SZ	帝科股份*	CNY	跑赢行业	66.21	9,619	-1.90	2.38	3.94	N.M.	27.9	16.8	6.1	5.0	3.8	-17.0	19.7	25.7
002409.SZ	雅克科技*	CNY	跑赢行业	132.62	63,118	2.10	3.16	3.50	63.1	42.0	37.8	8.0	6.8	6.0	13.3	17.6	16.8
300285.SZ	国瓷材料*	CNY	跑赢行业	70.00	69,793	0.61	0.86	1.45	114.4	81.8	48.4	9.8	8.9	7.7	8.8	11.4	17.0

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期
A 股收盘于北京时间 2026-09-24；港股收盘于北京时间 2026-09-25
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。