



买入（维持）

所属行业：化工/化学原料

当前价格(元)：47.98

证券分析师

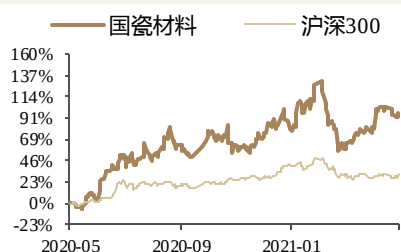
李骥

资格编号：S0120521020005

邮箱：lij3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.17	19.62	-13.63
相对涨幅(%)	9.56	20.32	-1.63

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《国瓷材料(300285.SZ)：设立全资子公司，板块布局愈发清晰》，2021.5.11
- 2.《国瓷材料(300285.SZ) 2021 年一季报点评：Q1 业绩创历史新高，主业迎来高速放量期》，2021.4.16
- 3.《国瓷材料(300285.SZ) 系列深度报告二：政策需求双重利好，蜂窝陶瓷放量在即》，2021.4.1
- 4.《国瓷材料(300285.SZ) 深度报告：布局优质赛道，新材料巨擘扬帆远航》，2021.3.12

股票数据

总股本(百万股)：	1,003.81
流通 A 股(百万股)：	756.90
52 周内股价区间(元)：	22.94-56.37
总市值(百万元)：	48,162.82
总资产(百万元)：	6,250.28
每股净资产(元)：	5.16

资料来源：公司公告

国瓷材料(300285.SZ)：爱尔创布局美国子公司，加速推进全球化战略

投资要点

- **事件**：5月14日，公司发布公告，公司全资孙公司深圳爱尔创口腔技术有限公司拟定以自有资金投资35万美元在美国洛杉矶设立全资子公司。
- **齿科业务发力北美市场，奠定全球化开拓基石**。2020年，公司加大在北美、欧洲、亚太区域的自主品牌产品推介与销售，在国外疫情爆发之前首次以爱尔创自主品牌的名义参加了迪拜口腔展、芝加哥口腔展两大国际著名行业展会，推广活动反馈超预期，产品海外销售额增加显著。此次布局有望使公司更好的满足终端客户定制化需求，扩大业务覆盖面和规模，坚定迈向全球化。
- **从前端产品到后端定制化服务全面覆盖**。作为国内领先氧化铝瓷块生产商，爱尔创产品覆盖“氧化铝瓷块-陶瓷牙冠”，结合公司自身产品氧化铝粉体，形成自上而下的产品链。此外爱尔创还拥有美学用玻璃陶瓷材料、嵌体用聚合物陶瓷材料等多种核心系列口腔修复材料，致力于打造口腔修复领域一线龙头。**耗材方面**，公司生产的预成聚合物基冠桥材料已获得国家药品监督管理局颁发的III类医疗证书，成功填补国内空白；**服务方面**，公司联合中国平安为消费者定制义齿险，与国家医保形成互补，进而提高产品渗透率；**数字化方面**，公司与国际知名的口扫厂商3SHAPE达成战略合作，积极推动全产业链数字化转型，致力于打造中国数字化口腔新格局。
- **持续看好 MLCC 和蜂窝陶瓷业务高景气**。MLCC 方面，开年以来，下游器件厂商迎来多次涨价，其中三星电机涨价 10%-26%、国巨涨价约 10%-20%、华新科涨价幅度则高达 30%-40%。新一轮涨价潮叠加国内新增产能稳步释放，国产企业有望迎来弯道超车的黄金发展期。蜂窝陶瓷方面，重柴标准落地将大幅提振公司业绩。据中汽协，2021 年一季度重卡销量高达 53 万辆，同比增速超 93%，我们认为下游需求有望保持，蜂窝陶瓷业务将持续受益。
- **投资建议**：预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.75、0.98 和 1.20 元，对应 PE 分别为 64、49 和 40 倍。参考 CS 其他化学制品板块当前平均 53 倍 PE 水平，考虑公司三大业务稳步提升，各板块业务齐头并进，长期成长性显著，维持“买入”评级。
- **风险提示**：下游需求不及预期，产品价格波动风险，国六标准推进不及预期。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,153	2,542	2,981	3,685	4,530
(+/-)YOY(%)	19.8%	18.1%	17.2%	23.6%	22.9%
净利润(百万元)	501	574	753	981	1,208
(+/-)YOY(%)	-7.8%	14.6%	31.2%	30.3%	23.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.50	0.57	0.75	0.98	1.20
毛利率(%)	47.8%	46.3%	46.6%	46.7%	46.7%
净资产收益率(%)	13.7%	11.5%	13.1%	14.6%	15.2%

资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.57	0.75	0.98	1.20
每股净资产	4.98	5.73	6.70	7.91
每股经营现金流	0.77	0.85	0.97	1.10
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	78.91	63.99	49.11	39.88
P/B	9.07	8.38	7.16	6.07
P/S	18.94	16.16	13.07	10.63
EV/EBITDA	50.55	44.37	36.91	29.84
股息率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	46.3%	46.6%	46.7%	46.7%
净利润率	22.6%	25.3%	26.6%	26.7%
净资产收益率	11.5%	13.1%	14.6%	15.2%
资产回报率	9.5%	10.9%	12.1%	12.6%
投资回报率	12.0%	12.0%	13.3%	13.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	18.1%	17.2%	23.6%	22.9%
EBIT 增长率	17.9%	14.7%	29.7%	23.1%
净利润增长率	14.6%	31.2%	30.3%	23.1%
偿债能力指标				
资产负债率	10.9%	10.8%	11.2%	11.3%
流动比率	5.6	5.7	5.9	6.1
速动比率	4.6	4.8	5.0	5.2
现金比率	2.1	2.4	2.8	3.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	144.7	138.7	138.7	138.7
存货周转天数	132.0	124.0	122.0	122.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	2.3	2.3	2.5	2.8

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	574	753	981	1,208
少数股东损益	47	49	69	88
非现金支出	160	197	137	151
非经营收益	12	-3	-5	-6
营运资金变动	-21	-139	-209	-339
经营活动现金流	772	855	974	1,102
资产	-218	-475	-320	-355
投资	-18	0	0	0
其他	-100	4	6	6
投资活动现金流	-336	-471	-314	-349
债权募资	238	0	0	0
股权募资	858	0	0	0
其他	-645	0	0	0
融资活动现金流	451	0	0	0
现金净流量	881	384	659	753

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 14 日
资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,542	2,981	3,685	4,530
营业成本	1,364	1,593	1,965	2,413
毛利率%	46.3%	46.6%	46.7%	46.7%
营业税金及附加	26	34	39	49
营业税金率%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	105	135	169	208
营业费用率%	4.1%	4.5%	4.6%	4.6%
管理费用	141	172	190	234
管理费用率%	5.6%	5.8%	5.2%	5.2%
研发费用	161	193	214	263
研发费用率%	6.3%	6.5%	5.8%	5.8%
EBIT	745	854	1,108	1,363
财务费用	30	-41	-56	-78
财务费用率%	1.2%	-1.4%	-1.5%	-1.7%
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	4	4	6	6
营业利润	712	923	1,207	1,489
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	715	923	1,207	1,489
EBITDA	873	1,051	1,245	1,515
所得税	94	122	157	193
有效所得税率%	13.2%	13.2%	13.0%	13.0%
少数股东损益	47	49	69	88
归属母公司所有者净利润	574	753	981	1,208

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,170	1,554	2,213	2,966
应收账款及应收票据	1,008	1,167	1,414	1,744
存货	493	541	657	807
其它流动资产	396	421	429	461
流动资产合计	3,067	3,683	4,713	5,977
长期股权投资	48	48	48	48
固定资产	1,095	1,297	1,470	1,644
在建工程	94	126	125	139
无形资产	134	178	188	203
非流动资产合计	2,958	3,237	3,419	3,622
资产总计	6,025	6,919	8,132	9,600
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	391	479	596	732
预收账款	0	13	16	13
其它流动负债	156	149	191	230
流动负债合计	548	641	803	975
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	108	108	108	108
非流动负债合计	108	108	108	108
负债总计	656	749	911	1,084
实收资本	1,004	1,004	1,004	1,004
普通股股东权益	4,995	5,748	6,729	7,936
少数股东权益	374	423	492	580
负债和所有者权益合计	6,025	6,919	8,132	9,600

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队 2017 年获新财富最佳分析师评比有色金属类第 3 名、水晶球第 4 名。2018 年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021 年 2 月加盟德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
弱于大市		预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。	

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。