

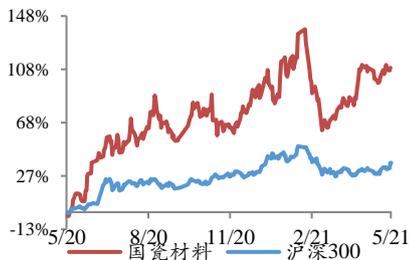
# 高瓴/松柏战投落地，种植牙迎国货之光

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2021-05-26

收盘价（元）	49.46
近12个月最高/最低（元）	56.37/22.94
总股本（百万股）	1,004
流通股本（百万股）	757
流通股比例（%）	75.40
总市值（亿元）	496
流通市值（亿元）	374

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

## 相关报告

1. 盈利水平持续提升，齿科静待战略落地 2021-04-16
2. CBS 精益管理改善大年 2021-02-09
3. 国瓷材料：系列报告之二-从专利布局透视国瓷成长性 2021-01-11

## 主要观点：

### ● 事件描述

5月25日，公司公告“关于全资子公司引入战略投资者并签署相关协议”，宣布全资子公司深圳爱尔创科技有限公司与高瓴/松柏正式签署了《关于深圳爱尔创科技有限公司之投资协议》，并与松柏签署了《关于深圳爱尔创科技有限公司之投资协议》。同时爱尔创业务板块也发生调整，口腔材料业务归属深圳爱尔创科技，结构陶瓷相关业务归属深圳爱尔创新材料。

### ● 高瓴/松柏战略投资落地将助力公司齿科业务快速发展

2020年6月，公司首次公告了高瓴资本及松柏投资与国瓷材料的战略合作事宜，高瓴/松柏基于对国瓷材料及子公司爱尔创公司价值的高度认可，将以定增及战略投资的方式与国瓷材料及子公司爱尔创展开合作。2020年9月，战略合作事宜进行了方案变更，根据方案，高瓴资本/松柏投资将直接以5亿元增资爱尔创并拟出资2亿元受让国瓷材料所持有的部分爱尔创股权。

2021年5月，战略合作正式落地，方案共分为四部分。

- 公司以自有资金投资3000万元设立全资子公司深圳爱尔创新材料，并在内部将全资孙公司沈阳爱尔创和辽宁爱尔创划转为深圳爱尔创新材料。本次划转完成后，爱尔创业务板块主体进行相应调整，口腔材料业务归属深圳爱尔创科技，结构陶瓷相关业务归属深圳爱尔创新材料。
- 国瓷材料、深圳青云和东营铭朝拟以其各自持有的深圳爱尔创数字口腔全部股权，向深圳爱尔创科技增资1.5亿元，增资后，国瓷材料、深圳青云、东营铭朝持有深圳爱尔创科技的股权比例分别为97.80%、1.10%、1.10%，数字口腔权益整合完成；
- 国瓷/爱尔创与高瓴德祐/松柏投资签署了《关于深圳爱尔创科技有限公司之投资协议》，国瓷材料拟以合计2亿元的对价向高瓴德祐/松柏投资转让深圳爱尔创科技8.89%的股权，高瓴德祐/松柏投资享有随售权、出售选择权、购股权等权利；
- 国瓷与松柏签署《关于总额不超过人民币伍亿元定期贷款之贷款协议》及附属的《股权质押合同》，约定松柏提供5亿元借款，用于爱尔创集团（由主营光通讯业务的深圳爱尔创新材料有限公司及主营氧化锆陶瓷的深圳爱尔创科技有限公司组成）业务发展，国瓷材料则将其持有的深圳爱尔创科技16.56%的股权质押给松柏。借款期限为提款日起3年，年利率为8%（单利）。

图表 1 本次交易后可能出现的关键节点

0-3 年	2-4 年	5 年之后
高瓴/松柏有权行使购股权	1: 高瓴/松柏可行使出售权, 仅获得股权部分浮动收益和债券部分 8% 固定收益 2: 国瓷可提前偿还借款	国瓷可回购高瓴/松柏所持爱尔创股权

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● **战略投资不应只用财务估值评价**

本次交易中，爱尔创科技估值为 22.5 亿元。我们假定爱尔创科技公司齿科业务利润占比维持与 17 年一致（齿科业务利润占比为 86%），结合 2020 年爱尔创科技 1.27 亿元利润，及借款中爱尔创科技 16.56% 的股权借出 5 亿元，可估算出本次交易的 PE 值约为 28 倍。国瓷引入高瓴/松柏是作为战略投资者，除了考虑财务测算的估值高低还应考虑投资方赋能。

本次战略合作落地后，高瓴/松柏在协助引进相关领域人才并介绍口腔领域合作机会等方面与国瓷/爱尔创协同发展：

- **提升产品创新力：**高瓴德祐/松柏投资利用海内外口腔院校的合作网络帮助国瓷/爱尔创安排海外知名院校或临床机构的新材料领域临床研究合作机会；高瓴德祐/松柏投资为国瓷/爱尔创提供美白、口扫、影像、正畸、材料或软件等牙科领域合作机会，从而协助延展产品组合，形成协同效应；
- **提升渠道专业力：**高瓴德祐/松柏投资利用在全球口腔行业的资源，为国瓷/爱尔创介绍国际技工高管和临床销售渠道高管，拓展其国内及国际技工和临床销售渠道；松柏投资利用旗下口腔服务机构，为国瓷/爱尔创安排开展大型培训教育及产品推广合作的机会，并深化渠道资源及口腔设备、仪器、耗材企业的多维度合作。
- **开拓全球化发展：**高瓴德祐/松柏投资为国瓷/爱尔创推荐国际顶尖人才作为其合作方或顾问，协助引入全球人才、布局国际市场，同时介绍海外口腔耗材领域的投资机会。

高瓴/松柏退出方式只有通过国瓷行驶回购权，有望对战略方案落地起到督促作用。

图表 2 国瓷材料 2021 年 5 月定增及战略投资方案

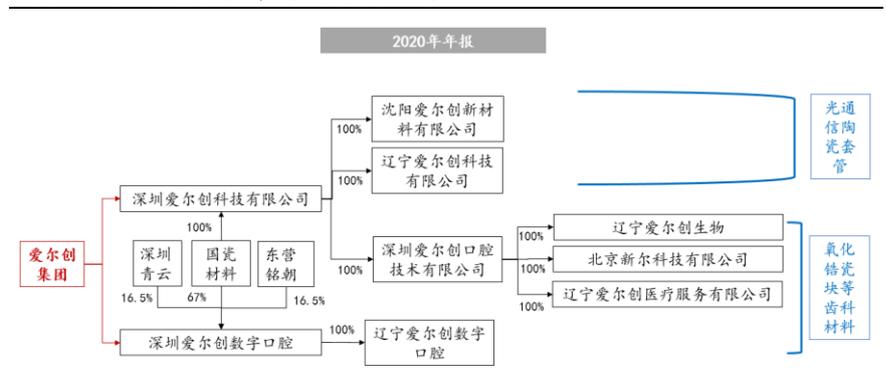
	方式	出资方	金额 (亿元)	备注
筹资活动	定增	张曦 (公司实控人)	8.36	发行 4.05 亿股
	借款	高瓴/松柏	5	质押深圳爱尔创科技 16.56% 的股权予松柏投资
	收购爱尔创部分股权	高瓴/松柏	2	国瓷转让 8.89% 的股权
	使用方向	项目	金额 (亿元)	使用方向
资金用途	项目建设	超微型片式多层陶瓷电容器 (MLCC) 用介质材料研发与产业化项目	2	总投资 2.8 亿元
		年产 3000 吨高性能稀土功能材料产业化项目	2.28	总投资 2.5 亿元
		汽车用蜂窝陶瓷项目	1.7	总投资 2.86 亿元
	补充现金流		2.39	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 购股权可能引发爱尔创股权结构发生变动

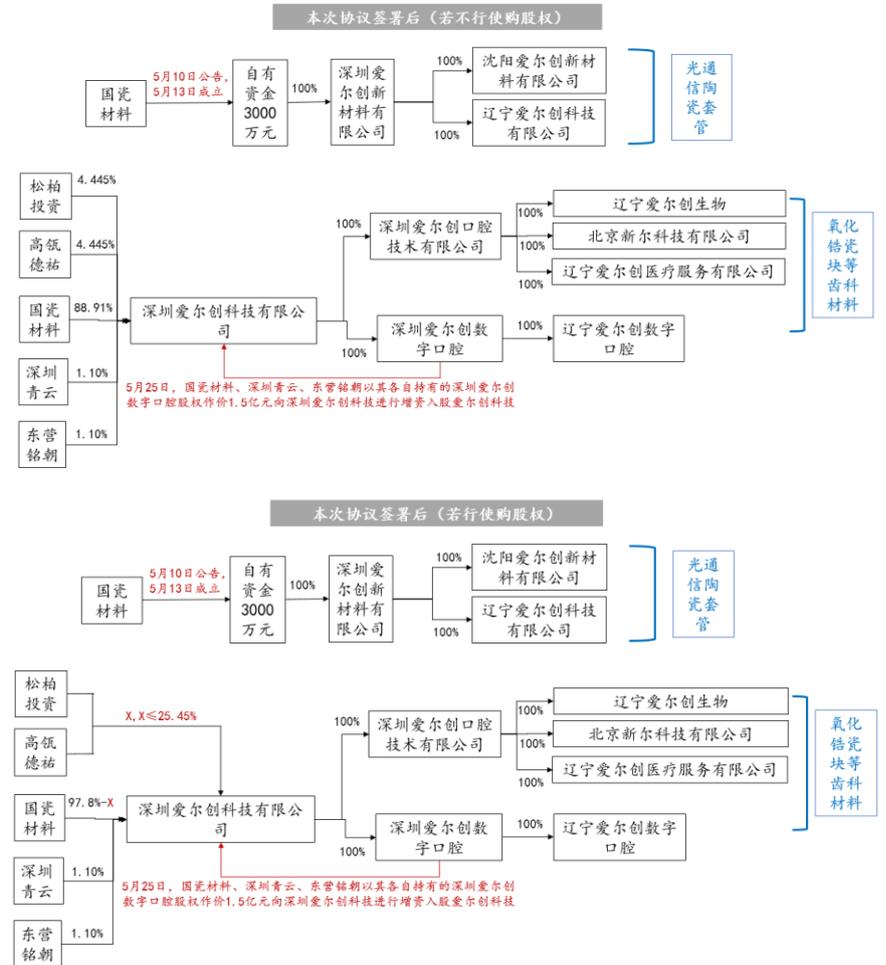
本次战略合作中高瓴/松柏享有购股权，暨在 3 年内高瓴/松柏有权按照相同估值一次性认购深圳爱尔创科技的新增注册资本，投资额不超过 5 亿元，占比 25.45%。

图表 3 本次战略合作达成前股权情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 本次战略合作达成后股权变动情况



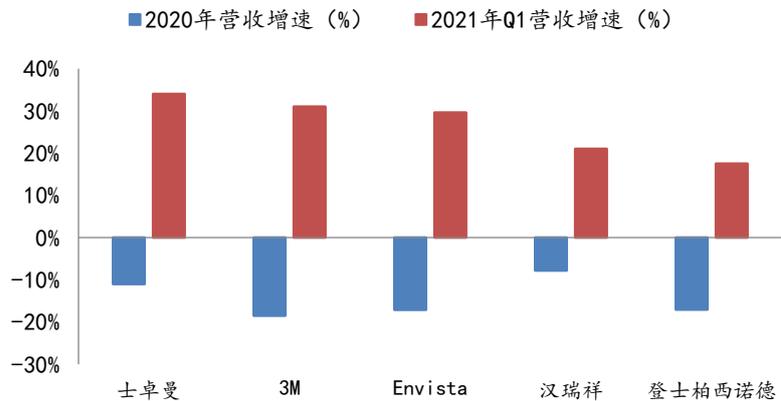
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

● 国内市场东风已至, 海外市场再度起航

**国内市场:** 2019 年我国口腔科门诊急诊人次已经达到 1.22 亿人次, 牙缺率随着年龄增加而呈现升高的趋势。伴随着国民齿科消费观念改变、国产品牌接受度提升、居民消费能力提升、人口老龄化程度加剧及口腔医院配置持续提升, 齿科市场有望迎来快速增长。根据我们华安化工测算, 到 2027 年, 我国人口缺牙总数或达到 37 亿颗, 新增假牙数量 1.8 亿颗, 年均增速 6.6%; 在假牙修复方案中, 种植牙方案占比大幅提升, 种植牙数量可高达 2835 万颗, 年均增速 30.6%; 其中牙冠作为国产品牌渗透率最高的部分, 其市场规模可达 496 亿元。

**海外市场:** 2020 年新冠疫情对全球牙科生产商造成了较大的负面冲击, 行业上游的登士柏西诺德、爱齐科技、Envista、士卓曼、3M, 中游的渠道平台巨头汉瑞祥, 营收均出现了负增长, 其中 3M 公司齿科营收跌幅达到 18.5%。2021 年一季度, 疫情对齿科企业的负面冲击已全面清除, 各大齿科企业营收同比增速均出现反转, 实现了两位数的正增长, 其中士卓曼增幅达到 31.0%。

图表 5 全球齿科头部企业 2020 年营收增速及 2021 年一季度营收增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

### ● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7.72、9.68、11.91 亿元, 同比增速为 34.5%、25.4%、23.0%。对应 PE 分别为 64.32、51.29、41.70 倍。维持“买入”评级。

### ● 风险提示

新产品或产业链扩展节奏不及预期; CBS 管理系统实施效果暂时未达预期的风险; 齿科战略资源布局速度不及预期; 国六标准实施进度不稳定的风险; MLCC 订单波动的风险; 5G 建设进度不稳定的风险。

### ● 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2542	3066	3726	4404
收入同比 (%)	18.1%	20.6%	21.5%	18.2%
归属母公司净利润	574	772	968	1191
净利润同比 (%)	14.6%	34.5%	25.4%	23.0%
毛利率 (%)	46.3%	46.8%	47.9%	49.0%
ROE (%)	11.5%	13.4%	14.3%	15.0%
每股收益 (元)	0.60	0.77	0.96	1.19
P/E	78.91	64.32	51.29	41.70
P/B	9.07	8.60	7.36	6.25
EV/EBITDA	50.55	49.34	40.14	32.87

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3067	3700	4694	5901	<b>营业收入</b>	2542	3066	3726	4404
现金	1170	1320	1930	2734	营业成本	1364	1630	1940	2244
应收账款	1008	1235	1495	1765	营业税金及附加	26	32	38	45
其他应收款	15	34	42	45	销售费用	105	142	174	197
预付账款	37	48	58	66	管理费用	141	248	283	352
存货	493	696	812	925	财务费用	30	-55	-73	-106
其他流动资产	344	367	359	366	资产减值损失	-8	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2958	3227	3410	3609	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	48	48	48	48	投资净收益	4	3	4	5
固定资产	1095	1333	1508	1693	<b>营业利润</b>	712	921	1183	1453
无形资产	134	152	157	165	营业外收入	13	14	15	16
其他非流动资产	1682	1694	1697	1704	营业外支出	9	5	6	7
<b>资产总计</b>	6025	6927	8104	9510	<b>利润总额</b>	715	930	1192	1462
<b>流动负债</b>	548	646	777	899	所得税	94	108	149	182
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	621	822	1043	1280
应付账款	217	258	308	356	少数股东损益	47	50	75	89
其他流动负债	331	388	469	543	<b>归属母公司净利润</b>	574	772	968	1191
<b>非流动负债</b>	108	86	82	79	EBITDA	873	979	1189	1427
长期借款	0	-5	-10	-15	EPS (元)	0.60	0.77	0.96	1.19
其他非流动负债	108	91	92	94					
<b>负债合计</b>	656	731	859	978					
少数股东权益	374	424	499	588					
股本	1004	1004	1004	1004					
资本公积	1897	1902	1908	1915					
留存收益	2095	2866	3834	5025					
归属母公司股东权益	4995	5772	6746	7944					
<b>负债和股东权益</b>	6025	6927	8104	9510					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	772	579	910	1123	<b>成长能力</b>				
净利润	574	772	968	1191	营业收入	18.1%	20.6%	21.5%	18.2%
折旧摊销	128	154	133	138	营业利润	14.7%	29.4%	28.4%	22.8%
财务费用	12	0	0	-1	归属于母公司净利	14.6%	34.5%	25.4%	23.0%
投资损失	-4	-3	-4	-5	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-21	-385	-253	-281	毛利率 (%)	46.3%	46.8%	47.9%	49.0%
其他经营现金流	677	1198	1288	1552	净利率 (%)	22.6%	25.2%	26.0%	27.0%
<b>投资活动现金流</b>	-336	-411	-304	-323	ROE (%)	11.5%	13.4%	14.3%	15.0%
资本支出	-218	-414	-307	-328	ROIC (%)	12.0%	11.8%	12.8%	13.2%
长期投资	-18	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-100	3	4	5	资产负债率 (%)	10.9%	10.6%	10.6%	10.3%
<b>筹资活动现金流</b>	451	-17	3	5	净负债比率 (%)	12.2%	11.8%	11.9%	11.5%
短期借款	-201	0	0	0	流动比率	5.60	5.73	6.04	6.56
长期借款	-36	-5	-5	-5	速动比率	4.62	4.57	4.91	5.45
普通股增加	40	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	786	5	6	7	总资产周转率	0.42	0.44	0.46	0.46
其他筹资现金流	-139	-17	2	3	应收账款周转率	2.52	2.48	2.49	2.49
<b>现金净增加额</b>	881	151	609	804	应付账款周转率	6.28	6.32	6.30	6.30

每股指标 (元)				
每股收益	0.60	0.77	0.96	1.19
每股经营现金流薄)	0.77	0.58	0.91	1.12
每股净资产	4.98	5.75	6.72	7.91

估值比率				
P/E	78.91	64.32	51.29	41.70
P/B	9.07	8.60	7.36	6.25
EV/EBITDA	50.55	49.34	40.14	32.87

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 刘万鹏, 德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士, 主要从事生物半导体、生物机械领域研究, 共发表 10 篇国际论文, 引用数超 600 次, 申请 5 项国家发明专利; 天津大学化工学士; 2 年央企战略规划经验, 5 年化工卖方研究经验; 2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名; 2019 年“新财富”化工行业团队入围。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。