



买入（维持）

所属行业：化工/化学原料
当前价格(元)：49.46

证券分析师

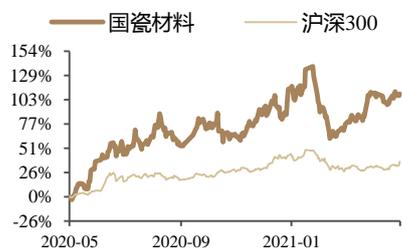
李骥

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(%)	-1.04	20.15	5.54
相对涨幅(%)	-4.60	12.19	8.30

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《系列深度报告三-国瓷材料(300285.SZ):需求多点开花,MLCC行业迎来景气上行》,2021.5.24
- 《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》,2021.5.15
- 《国瓷材料(300285.SZ):设立全资子公司,板块布局愈发清晰》,2021.5.11
- 《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

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):	49,648.46
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):高瓴松柏战投入股,齿科业务腾飞在即

投资要点

- 事件：**5月25日，公司发布公告，为进一步整合数字口腔业务，公司携手深圳青云、东营铭朝将其持有的深圳数字口腔全部股权做对价，认购深圳爱尔创科技新增发相应股权，增资作价1.5亿元。此外，公司发布公告，公司拟以合计2亿元的对价向投资人高瓴德祐和松柏投资转让深圳爱尔创科技8.89%的股权并签署《关于深圳爱尔创科技有限公司之投资协议》。至此，公司、高瓴、松柏、深圳青云、东营铭朝分别持有爱尔创科技89.91%、4.445%、4.445%、1.1%、1.1%的股权。
- 战投入股终落地，齿科业务双向赋能。**此次交易，公司拟以2亿元的对价向战投方转让深圳爱尔创科技8.89%的股权，其中高瓴和松柏分别且不连带的以1亿元的对价从公司处受让数字口腔权益整合完成后的深圳爱尔创科技4.445%股权。同时，投资人安排向公司提供5亿元的专项发展借款，获得以不超过5亿投资深圳爱尔创科技的购股权，该笔借款专项用于深圳爱尔创科技及其子公司业务发展。本次交易充分体现了公司和高瓴松柏的双向赋能作用，借由参股爱尔创，高瓴松柏成功切入上游优质核心原材料，而公司则将充分受益于高瓴和松柏成熟的下游产业链布局协同，积极向牙科修复领域的综合型平台发展。
- 整合数字口腔业务，打造产业护城河。**为进一步整合数字化口腔业务，公司携手深圳青云投资、东营铭朝股权投资拟定以其各自持有的67%、16.5%、16.5%深圳爱尔创数字口腔股权，向深圳爱尔创科技进行增资，增资作价1.5亿元。此次整合过后，深圳数字口腔将成为爱尔创科技的全资子公司，口腔业务布局愈显清晰，进一步升级了公司的产业护城河。
- “数字化”和“中国化”将成下一轮行业变革关键词。**2020年，疫情席卷全球，口腔医疗行业整体受冲击较大，下游诊所纷纷停业。齿科巨头收入下滑显著，其中登士柏、Envista、士卓曼、3M牙科营收分别下降17.10%、17.10%、11%和18.50%。在此背景下，爱齐科技凭借其数字化创新及其数字化产品成功逆风翻盘，成为唯一实现营收正增长的国际齿科巨头，营收规模首次超越Envista，位列全球第二，其中国市场营销Q4同比增速超20%。抢占需求高速增长的中国市场已成为齿科龙头企业共识，未来结合数字化口腔业务推进，口腔医疗行业将迎来新一轮变革。
- 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66、51和41倍。参考CS其他化学制品板块当前平均53倍PE水平，考虑到公司拥有极强的技术积累能力、产品横向拓展能力和纵向延伸能力，从而其业绩具有长期、持续的增长能力，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	65.97	50.62	41.11
P/B	9.07	8.64	7.38	6.26
P/S	19.53	16.66	13.47	10.96
EV/EBITDA	50.55	45.78	38.10	30.82
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 25 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

	类别	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。	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。