

2019 年 10 月 21 日

科创板询价报告之奥福环保

化工

建议询价区间：[23.53, 28.24]元/股

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	248	270	304	345
(+/-)	26.6%	8.8%	12.5%	13.5%
营业利润	51	66	78	91
(+/-)	-22.0%	30.5%	17.5%	16.7%
归属母公司净利润	47	60	70	82
(+/-)	-16.0%	28.7%	16.9%	16.3%
EPS (元)	0.82	0.78	0.91	1.06

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

● 公司专注于蜂窝陶瓷技术的研发和应用。公司成立于 2009 年，自成立以来即专注于蜂窝陶瓷技术的研发和应用，并延伸和深化蜂窝陶瓷技术的应用领域，产品从节能蓄热体开始，持续向技术和工艺要求更高、更严格的内燃机尾气处理催化剂载体领域拓展。（注：公司详细内容请参见我们于 2019 年 5 月 16 日发布的报告《科创板电子设备系列之奥福环保》）。

● 公司主要财务指标及盈利预测。公司 2018 年实现营业收入 2.48 亿元，同比增长 26.59%；实现归母净利润 0.47 亿元，同比下滑 15.99%。2018 年公司毛利率为 47.47%，净利率为 18.84%，ROE 为 14.50%，资产负债率为 44.13%，总体经营状况良好。2019H1 实现营业收入 1.31 亿元；实现归母净利润 0.34 亿元。2019H1 销售毛利率为 55.49%，较去年同期上升，净利率进一步上升至 26.19%；ROE 为 9.61%，资产负债率为 43.74%。我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 2.70、3.04 和 3.45 亿元；实现归母净利润分别为 6017、7033 和 8177 万元。

● 公司估值及询价分析。本篇报告重点讨论采用不同的方法体系对公司进行估值分析，并给出相应的合理询价区间。我们采用历史估值法、PE 相对估值法和 DCF 绝对估值法，分别对公司估值进行了分析测算，并根据公司及行业具体情况，对三种估值方法给予不同的权重进行估值。综合分析来看，我们采用历史估值法预测公司的 IPO 发行后估值约为 20.49 亿元，PE 法预测公司估值为 21.06 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 16.94 亿元。在对三种估值方法分别赋予权重后，最终得出公司 IPO 摊薄后合理估值约为 20.01 亿元。我们假设公司本次发行新股数量为 2000 万股，公司发行后总股本为 7728 万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为 25.89 元/股，建议询价区间应为[23.53, 28.24]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

● 风险提示：行业政策变化风险；产品质量风险；市场竞争加剧风险；客户集中度较高导致的主要客户流失风险等；

分析师：杨靖磊

执业证书编号：S1050518080001

电话：021-54967583

邮箱：yangjl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：http://www.cfsc.com.cn

目录

一、历史估值参考法分析.....	3
二、相对估值 PE 法分析.....	3
三、绝对估值 DCF 法分析	4
四、估值及询价分析.....	5

图表目录

图表 1：公司近年融资历程.....	3
图表 2：公司历史估值溢价分析.....	3
图表 3：可比公司估值水平.....	4
图表 4：PE 估值分析.....	4
图表 5：DCF 估值参数	5
图表 6：公司估值测算.....	5
图表 7：公司询价区间分析.....	6
图表 8：公司盈利预测.....	7

一、历史估值参考法分析

从公司历年融资及股权转让情况来看，2017 年 12 月，公司进行最后一轮增资后投后估值达到 10.51 亿元。公司 2018 年实现归母净利润 4676.1 万元，对应当时 PE 估值在 22 倍左右。考虑到公司近两年的成长性，以及二级市场相对于一级市场的部分估值溢价，我们在公司前期 10.51 亿元的估值基础上，给予相对中性的 40% 的溢价率，则公司 IPO 前估值约为 14.72 亿元。叠加本次 IPO 发行募集资金后，公司对应的 IPO 摊薄后合理估值约为 20.49 亿元。

图表 1：公司近年融资历程

时间	公司历次增资明细	投后估值（亿元）
2017年10月	决议定向增发股份 217.9837 万股，注册资本由 5,312.5000 万元增至 5,530.4837 万元。本次认购对象包括天津国联钢业有限公司、山东科融天使创业投资合伙企业（有限合伙）2 名新增机构股东，李莹元、成立新 2 名新增自然人股东，以及马志强等 4 名现有自然人股东，本次增资价格为 18.35 元/股	10.15
2017年12月	决议定向增发股份 197.8747 万股，注册资本由 5,530.4837 万元增至 5,728.3584 万元。本次认购对象包括重庆荣新环保产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）1 名新增合伙企业股东，刘坤等 11 名新增自然人股东，以及王建忠等 5 名现有自然人股东，本次增资价格为 18.35 元/股	10.51

资料来源：公司招股说明书、华鑫证券研发部

图表 2：公司历史估值溢价分析

	悲观预期			中性预期			乐观预期		
溢价率	5%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
估值（亿元）	11.04	11.56	12.61	13.66	14.72	15.77	16.82	17.87	18.92
IPO发行后估值（亿元）	16.81	17.33	18.38	19.43	20.49	21.54	22.59	17.87	24.69

资料来源：华鑫证券研发部

二、相对估值 PE 法分析

在公司的可比公司中，A 股上市公司国瓷材料与和久吾高科与公司的行业及产品接近。国瓷材料旗下王子制陶有限公司从事汽车尾气净化陶瓷材料的研发生产，产品主要包括汽车尾气催化剂载体、DPF 等。久吾高科主要从事以陶瓷膜为核心的膜分离技术的研发和应用，并以此为基础面向过程分离与整体解决方案。两家公司在行业属性及业务相似性方面与公司较为接近，因此选取作为公司的可比公司作为公司相对估值的参考。2019 年两家可比公司的市场一致预期 PE 为 33X 左右。

图表 3：可比公司估值水平

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB 亿元)	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300285	国瓷材料	中国	20.83	201	0.53	0.57	0.71	39.3	36.3	29.5
300631	久吾高科	中国	16.73	18	0.54	0.59	0.75	30.80	28.2	22.2
平均值								35.0	32.2	25.8

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 10 月 18 日）

针对奥福环保在未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：

（1）公司在蜂窝陶瓷载体产品领域可保持较高速增长，在 VOCs 废气处理设备领域可保持稳定增长。

（2）公司产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限，毛利率保持基本稳定；

（3）公司客户保持稳定，订单施工及交付平稳进行。

（4）公司期间费用控制良好，研发费用投入维持较高水平。

（5）公司本次发行新股数量为 2000 万股，公司发行后总股本为 7728 万股。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 6017 万元、7033 万元和 8177 万元。

我们按照公司 2019 年预测的归母净利润 6017 万元，同时考虑科创板上市初期可能存在的估值溢价因素，假设按照市场中性预期 35 倍 PE 进行测算，得出公司对应的 IPO 摊薄后估值约为 21.06 亿元。

图表 4：PE 估值分析

	悲观预期			中性预期			乐观预期		
PE (倍)	15	20	25	30	35	40	44	47	50
市值 (亿元)	9.02	12.03	15.04	18.05	21.06	24.07	26.47	28.28	30.08

资料来源：华鑫证券研发部

三．绝对估值 DCF 法分析

鉴于公司目前业务已初具规模，具有较为稳定的盈利水平，我们采用现金流折现法（DCF）测算公司的合理估值。我们对公司的产品线和研发投入等领域进行了梳理，对公司的市场空间和未来收入及利润进行了测算，预测了公司未来 10 年及更长一段时

间的现金流情况。在 DCF 模型中，核心假设条件如下：假设公司 Beta 系数为 1.18，无风险利率为 3.20%，股票风险溢价为 6.00%，WACC 值为 9.95%，永续增长率为 3%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 16.94 亿元。

图表 5：DCF 估值参数

DCF 假设	数值
无风险利率	3.20%
Beta（考虑杠杆）	1.18
股票风险溢价	6.00%
WACC	9.95%
股权比例	92.97%
永续增长率	3.00%
市值（亿元）	16.94

资料来源：华鑫证券研发部

四、估值及询价分析

综合分析来看，我们采用历史估值法预测公司估值约为 20.49 亿元，PE 法预测公司估值为 21.06 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 16.94 亿元。结合公司具体发展及行业前景，我们分别对三种估值方法给予不同的权重，在更多的考虑市场整体估值水平及同类可比公司业务相似性的条件下，对历史估值法和 PE 估值法分别给予相对较高的 40%权重，对 DCF 估值法给予 20%权重，最终得出公司 IPO 摊薄后合理估值约为 20.01 亿元。

图表 6：公司估值测算

	市值（亿元）	权重
历史估值法	20.49	40%
PE 估值法	21.06	40%
DCF 估值法	16.94	20%
最终估值	20.01	

资料来源：华鑫证券研发部

我们假设公司本次发行新股数量为 2000 万股，公司发行后总股本为 7728 万股；根据公司预测市值，得出公司对应股价为 25.89 元/股，建议询价区间为[23.53, 28.24]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 7：公司询价区间分析

市值（亿元）	20.01	
发行后总股本（万股）	7728.36	
每股股价（元/股）	25.89	
询价区间（元/股）	23.53	28.24

资料来源：华鑫证券研发部

四、风险提示

风险主要包括：行业政策变化风险；产品质量风险；市场竞争加剧风险；客户集中度较高导致的主要客户流失风险等。



图表 8：公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产：					营业收入	248	270	304	345
货币资金	21	354	316	309	营业成本	130	133	149	169
应收款	168	182	205	233	营业税金及附加	5	5	5	5
存货	135	138	155	174	销售费用	11	11	12	14
其他流动资产	14	14	14	14	管理费用	24	25	28	31
流动资产合计	338	674	676	716	财务费用	7	8	8	8
非流动资产：					费用合计	42	44	48	53
可供出售金融资产	3	3	3	3	资产减值损失	5	2	2	2
固定资产+在建工程	191	395	459	504	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	34	25	19	14	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	13	13	14	14	营业利润	51	66	78	91
非流动资产合计	240	436	494	535	加：营业外收入	3	3	3	3
资产总计	577	1,111	1,170	1,251	减：营业外支出	0	0	0	0
流动负债：					利润总额	53	68	80	93
短期借款	90	100	90	90	所得税费用	6	8	10	11
应付账款、票据	56	57	64	72	净利润	47	60	70	82
其他流动负债	51	56	60	63	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	197	213	213	225	归母净利润	47	60	70	82
非流动负债：									
长期借款	35	35	35	35	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	23	24	26	27	成长性				
非流动负债合计	58	59	61	62	营业收入增长率	26.6%	8.8%	12.5%	13.5%
负债合计	255	273	274	287	营业利润增长率	-22.0%	30.5%	17.5%	16.7%
所有者权益					归母净利润增长率	-16.0%	28.7%	16.9%	16.3%
股本	57	77	77	77	总资产增长率	18.8%	92.4%	5.4%	6.9%
资本公积金	175	634	634	634	盈利能力				
未分配利润	78	123	174	234	毛利率	47.5%	50.8%	51.0%	51.1%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润率	20.4%	24.5%	25.5%	26.3%
所有者权益合计	323	852	910	978	三项费用/营收	16.8%	16.2%	15.7%	15.3%
负债和所有者权益	577	1,125	1,184	1,265	EBIT/销售收入	23.1%	28.7%	29.4%	29.6%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	18.8%	22.3%	23.1%	23.7%
净利润	47	60	70	82	ROE	14.5%	7.1%	7.7%	8.4%
折旧与摊销	15	46	53	59	营运能力				
财务费用	7	8	8	8	总资产周转率	43.0%	24.3%	26.0%	27.6%
存货的减少	-40	-3	-17	-18	资产结构				
营运资本变化	-31	-14	-16	-19	资产负债率	44.1%	24.5%	23.4%	23.0%
其他非现金部分	4	5	3	3	现金流质量				
经营活动现金净流量	2	102	101	114	经营净现金流/净利润	0.04	1.70	1.43	1.39
投资活动现金净流量	-30	-242	-110	-100	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	14	472	-29	-20	每股收益	0.82	0.78	0.91	1.06
现金流量净额	-14	332	-38	-7	每股净资产	5.63	11.03	11.78	12.66

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



分析师简介

杨靖磊：华鑫证券分析师，工学硕士，2016 年 4 月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面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，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>