

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

奥福环保(688021)

投资评级 买入

上次评级 买入

王舫朝 首席研究员

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

收入稳中有增，良品率有待提升

2022 年 02 月 27 日

事件: 公司发布 2021 年报, 实现营收 3.96 亿元, 同比+26.1%; 归母净利润 0.66 亿元, 同比-17.7%; 加权平均 ROE7.23%, 较上年同期-2.04pct。Q4 实现营收 1.19 亿元, 同比+32.6%, 环比+19.7%; 归母净利润 0.05 亿元, 同比-69.4%, 环比-68.4%。

点评:

- **收入稳中有增，国六柴油车载体用量翻倍。** Q1-4 分别实现收入 0.91 亿元、0.86 亿元、1 亿元、1.19 亿元, 同比分别+29%、+9%、+34%、+33%。国标切换预期引起上半年透支重卡需求, 21 年下半年重卡销量仅为 35.3 万辆, 同比-56%, 但公司收入仍实现高增, 主要原因是国六标准下柴油车单机载体用量翻倍一定程度抵御重卡需求波动的影响。展望 22 年, 1 月重卡销量 7.8 万辆, 环比+36%, 需求正在快速恢复, 公司已向 9 家主机厂批量供应国六产品, 收入有望持续高增长。
- **良品率、原料涨价影响 21 年利润。** Q1-4 毛利率分别为 53.8%、49.1%、43.2%、28.7%, 同比分别-1.1pct、-3.4pct、-12.7pct、-18.5pct。下半年毛利率降幅较大, 主要原因是 1) 国六产品技术规格大幅升级, 国标切换初期公司生产良品率较低, 尚处爬坡阶段; 2) 原材料、能源价格持续处于高位。此外, 新建产能折旧、新增员工薪酬、银行借款费用等因素亦影响利润。报告期内, 销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 3.83%、9.55%、1.58%、9.44%, 较上年同期分别-0.51pct、+0.07pct、+0.02pct、-1.72pct。
- **产能建设稳步推进，规模化有望增强竞争优势。** 公司在山东德州、安徽蚌埠、重庆、江西景德镇建设四处生产基地, 产能布局紧邻主机厂与催化剂厂。根据规划, 21 年底公司产能达到 2800 万升/年 (+40%), 2022 年底达到 3600-3800 万升/年 (+29%~36%)。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 22-24 年可实现归母净利润 1.35 亿元、2.37 亿元、2.94 亿元, 同比分别+104.8%、+75.6%、+24.4%。国六标准下载体用量需求增长, 产品价格提升, 考虑主机厂成本压力与供应链安全, 国产替代面临较好机遇。奥福环保具备原料合成、材料配比、模具制造、烧成工艺全流程技术与经验, 在重柴领域具备明显竞争优势, 目前已全面接触主机厂, 随产能释放、良品率爬坡、进入更多主机厂供应商名录, 有望实现份额扩张与毛利率提升, 给予“买入”评级。
- **风险因素:** 良品率提升进度不及预期、产能扩张不及预期、客户拓展不及预期等

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	314	396	687	967	1,130
同比(%)	17.2%	26.1%	73.5%	40.8%	16.9%
归属母公司净利润	80	66	135	237	294
同比(%)	55.0%	-17.7%	104.8%	75.6%	24.4%
毛利率(%)	52.3%	42.5%	48.0%	52.4%	51.7%
ROE(%)	8.9%	7.0%	12.6%	18.1%	18.4%
EPS (摊薄)(元)	1.04	0.85	1.74	3.06	3.81
P/E	58.97	62.29	29.20	16.62	13.37
P/B	5.29	4.37	3.67	3.01	2.46

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 2 月 25 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	847	848	1,067	1,348	1,704
货币资金	261	297	332	462	680
应收票据	107	46	113	135	172
应收账款	116	179	245	318	372
预付账款	5	13	15	23	25
存货	180	229	274	315	359
其他	179	85	87	94	95
非流动资产	371	583	619	657	664
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	259	329	482	563	596
无形资产	33	45	28	3	-17
其他	79	210	109	91	86
资产总计	1,218	1,431	1,686	2,005	2,368
流动负债	267	434	559	654	736
短期借款	121	188	188	188	188
应付票据	57	118	161	223	255
应付账款	52	62	111	134	164
其他	36	66	99	109	129
非流动负债	34	44	44	44	44
长期借款	10	10	10	10	10
其他	24	34	34	34	34
负债合计	301	477	603	698	780
少数股东权益	21	17	11	-1	-14
归属母公司	896	937	1,072	1,308	1,603
负债和股东权益	1,218	1,431	1,686	2,005	2,368

重要财务指标					
单位:百万元					
主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	314	396	687	967	1,130
同比(%)	17.2%	26.1%	73.5%	40.8%	16.9%
归属母公司净利润	80	66	135	237	294
同比(%)	55.0%	-17.7%	104.8%	75.6%	24.4%
毛利率(%)	52.3%	42.5%	48.0%	52.4%	51.7%
ROE(%)	8.9%	7.0%	12.6%	18.1%	18.4%
EPS(摊薄)(元)	1.04	0.85	1.74	3.06	3.81
P/E	58.97	62.29	29.20	16.62	13.37
P/B	5.29	4.37	3.67	3.01	2.46
EV/EBITDA	44.23	36.70	18.46	10.96	8.72

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	314	396	687	967	1,130
营业成本	150	228	357	460	546
营业税金	4	5	9	12	14
销售费用	14	15	27	37	37
管理费用	30	38	65	87	96
研发费用	35	37	76	97	107
财务费用	5	6	0	0	0
减值损失	-2	-5	-22	-33	-28
投资净收益	1	1	2	3	3
其他	6	8	10	4	5
营业利润	81	71	142	248	309
营业外收	4	-2	0	0	0
利润总额	85	69	142	248	309
所得税	7	7	13	24	29
净利润	78	62	129	225	281
少数股东	-2	-4	-6	-12	-14
归属母公司	80	66	135	237	294
EBITDA	104	109	206	335	396
EPS(当)	1.04	0.85	1.74	3.06	3.81

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	34	83	146	260	318
净利润	78	62	129	225	281
折旧摊销	23	33	53	61	67
财务费用	4	8	0	0	0
投资损失	-1	-1	-2	-3	-3
营运资金	-68	-26	-58	-56	-56
其它	-4	8	23	34	29
投资活动现金流	-254	-137	-110	-130	-100
资本支出	-89	-235	-112	-133	-103
长期投资	-165	96	0	0	0
其他	1	2	2	3	3
筹资活动现金流	1	34	0	0	0
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	185	188	0	0	0
支付利息或股息	-21	-33	0	0	0
现金净增加额	-218	-22	36	130	218

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。