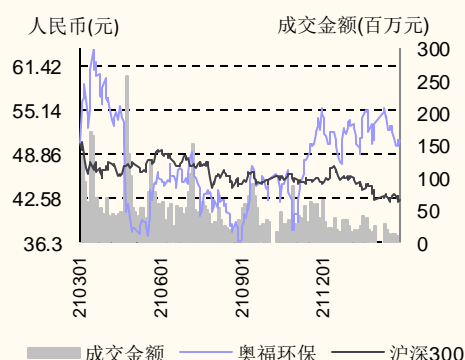


奥福环保 (688021.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 50.92 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.77
已上市流通 A 股(亿股)	0.46
总市值(亿元)	39.35
年内股价最高最低(元)	64.61/36.69
沪深 300 指数	4573
上证指数	3451

**相关报告**

1.《加紧布局蜂窝陶瓷领域,把握窗口发展机遇-【国金化工】奥福环保...》, 2021.3.1

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

国六标准全面实施, 国产替代有望加速**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	314	396	639	886	1,127
营业收入增长率	17.18%	26.06%	61.36%	38.58%	27.27%
归母净利润(百万元)	80	66	119	186	262
归母净利润增长率	55.01%	-17.74%	80.10%	57.00%	40.76%
摊薄每股收益(元)	1.035	0.852	1.534	2.408	3.390
每股经营性现金流净额	0.36	0.85	0.06	1.65	2.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.93%	7.03%	11.50%	15.64%	18.40%
P/E	59.23	62.17	33.19	21.14	15.02
P/B	5.29	4.37	3.82	3.31	2.76

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩

- 公司发布 2021 年年报, 2021 年公司实现营业收入 3.96 亿元, 同比增长 26.06%, 归母净利润 0.66 亿元, 同比下降 17.74%。

分析

- **整体营收保持稳步增长, 国六产品有序过度。**2021 年是国六尾气催化标准全面实施的一年, 整体将带动尾气催化材料需求量大幅增长, 但由于 2021 年是标准执行年份, 受到行业汽车缺芯影响产量, 政策给与缓冲时间导致国五库存扰动, 国六的增量效果并未完全显示。同时在标准升级初期, 下游无论发动机厂商还是整车厂更倾向于用经验丰富, 技术完善的外资企业产品, 保证产品安全供应, 稳定运行。因而虽然 2021 年是国六实施带来行业巨变的一年, 但整体对于内资企业仍然受到更新换代的影响。而公司 2021 年整体仍然实现销售收入的同比增长, 全年同比增长 26%, 四季度同比增长 32.65%, 公司已经成功实现了国五向国六阶段升级的订单转换。
- **短期未实现规模生产影响产品盈利能力, 长期有望逐步提升盈利能力。**公司 2021 年是国五、国六产品切换的一年, 虽然在前期公司在海外供应国六级别产品, 但是整体切换至国六产品过程中, 单品类产品规模相对较小, 产品良率较原本有所下降, 同时产能利用率需要爬坡, 在供应初期未实现有效的规模效应, 产品毛利率明显下行, 同时公司的费用率在产能建设的过程中有所提升, 带动产品盈利能力短期承压。长期来看, 一方面公司单一产品供应的规模提升, 将带动产能利用率抬升; 另一方面, 伴随公司的工艺不断稳定成熟, 公司的产品良率也将有所提升, 带动产品盈利能力提升。
- **公司不断加强产品研发, 把握机遇提升产品市占率。**公司 2021 年大幅提升公司自身的研发团队建设, 整体的研发人员由 2020 年的 93 人提升至 2021 年末的 148 人, 同比增长 59%, 同时公司已经实现了对 9 家主机厂国六排放标准项目批量供货, 国外出口产品销量也已基本恢复到疫情前水平, 公司有望在国六阶段持续发力, 逐步提升产品市占率, 加速国产化进程。

投资建议

- 受到短期产品升级带来阶段性毛利下行影响, 下调公司 2022 年、2023 年的盈利预测 31%、20%, 预测公司 2022-2024 年归母净利润为 1.19、1.86、2.62 亿元, EPS 为 1.53、2.41、3.39 元, 对应的 PE 为 33、21、15 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 海内外疫情影响汽车销量风险; 下游客户导入公司产品不达预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	268	314	396	639	886	1,127
增长率		17.2%	26.1%	61.4%	38.6%	27.3%
主营业务成本	-133	-150	-228	-349	-456	-557
%销售收入	49.7%	47.7%	57.5%	54.6%	51.5%	49.4%
毛利	135	164	168	290	429	570
%销售收入	50.3%	52.3%	42.5%	45.4%	48.5%	50.6%
营业税金及附加	-4	-4	-5	-7	-10	-13
%销售收入	1.5%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-12	-14	-15	-20	-27	-34
%销售收入	4.6%	4.3%	3.8%	3.2%	3.0%	3.0%
管理费用	-24	-30	-38	-61	-84	-107
%销售收入	9.1%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
研发费用	-29	-35	-37	-54	-71	-85
%销售收入	10.8%	11.2%	9.4%	8.5%	8.0%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	65	82	74	147	237	331
%销售收入	24.4%	26.0%	18.6%	23.0%	26.8%	29.4%
财务费用	-7	-5	-6	-19	-35	-43
%销售收入	2.7%	1.6%	1.6%	2.9%	3.9%	3.9%
资产减值损失	3	4	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	5	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1	1
%税前利润	0.1%	0.8%	1.8%	0.5%	0.3%	0.2%
营业利润	57	81	71	129	203	288
营业利润率	21.4%	25.9%	17.9%	20.2%	22.9%	25.6%
营业外收支	1	4	-2	3	4	3
税前利润	59	85	69	132	207	291
利润率	21.9%	27.1%	17.3%	20.7%	23.4%	25.9%
所得税	-7	-7	-7	-13	-21	-29
所得税率	11.9%	8.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	52	78	62	119	186	262
少数股东损益	0	-2	-4	0	0	0
归属于母公司的净利润	52	80	66	119	186	262
净利率	19.3%	25.5%	16.6%	18.6%	21.0%	23.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	52	78	62	119	186	262
少数股东损益	0	-2	-4	0	0	0
非现金支出	18	22	25	38	48	59
非经营收益	8	-5	5	34	43	56
营运资金变动	-61	-68	-26	-186	-149	-161
经营活动现金净流	17	28	66	5	128	215
资本开支	-43	-89	-235	-125	-78	-137
投资	-2	-165	96	0	0	0
其他	0	1	2	1	1	1
投资活动现金净流	-45	-254	-137	-124	-77	-137
股权募资	457	0	0	0	0	0
债权募资	-6	21	67	388	194	169
其他	-8	-18	-34	-52	-74	-87
筹资活动现金净流	443	2	33	337	119	82
现金净流量	415	-224	-39	217	170	160

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	447	261	297	514	683	843
应收账款	180	224	232	355	468	595
存货	150	180	229	363	475	580
其他流动资产	10	182	91	25	29	33
流动资产	787	847	848	1,257	1,655	2,051
%总资产	73.7%	69.5%	59.3%	65.5%	70.4%	72.5%
长期投资	3	4	4	4	4	4
固定资产	228	311	468	611	644	726
%总资产	21.4%	25.5%	32.7%	31.8%	27.4%	25.7%
无形资产	33	33	45	45	46	46
非流动资产	281	371	583	662	696	778
%总资产	26.3%	30.5%	40.7%	34.5%	29.6%	27.5%
资产总计	1,068	1,218	1,431	1,919	2,351	2,829
短期借款	110	121	191	611	805	974
应付款项	69	111	181	204	267	326
其他流动负债	34	34	62	39	54	69
流动负债	213	267	434	855	1,127	1,369
长期贷款	0	10	10	10	10	10
其他长期负债	24	24	34	6	7	9
负债	237	301	477	871	1,144	1,388
普通股股东权益	831	896	937	1,031	1,190	1,424
其中：股本	77	77	77	77	77	77
未分配利润	124	182	216	310	469	703
少数股东权益	0	21	17	17	18	18
负债股东权益合计	1,068	1,218	1,431	1,919	2,351	2,829

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.668	1.035	0.852	1.534	2.408	3.390
每股净资产	10.757	11.592	12.122	13.336	15.394	18.424
每股经营现金净流	0.216	0.357	0.851	0.065	1.652	2.783
每股股利	0.000	0.200	0.320	0.320	0.350	0.360
回报率						
净资产收益率	6.21%	8.93%	7.03%	11.50%	15.64%	18.40%
总资产收益率	4.83%	6.57%	4.60%	6.18%	7.92%	9.26%
投入资本收益率	6.12%	7.16%	5.73%	7.93%	10.56%	12.29%
增长率						
主营业务收入增长率	7.98%	17.18%	26.06%	61.36%	38.58%	27.27%
EBIT增长率	7.06%	24.81%	-9.89%	100.00%	61.44%	39.50%
净利润增长率	10.40%	55.01%	-17.74%	80.10%	57.00%	40.76%
总资产增长率	85.06%	14.02%	17.47%	34.09%	22.51%	20.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	148.6	137.3	135.7	110.0	100.0	100.0
存货周转天数	390.7	402.4	327.7	380.0	380.0	380.0
应付账款周转天数	140.0	120.5	91.6	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	268.0	301.4	303.3	223.9	183.4	164.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.50%	-32.34%	-10.79%	9.57%	10.33%	9.28%
EBIT利息保障倍数	8.9	16.7	11.8	7.9	6.8	7.6
资产负债率	22.19%	24.72%	33.35%	45.39%	48.65%	49.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	4	6	13
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-03	增持	42.60	46.00 ~ 46.00
2	2020-04-17	增持	33.60	43.00 ~ 43.00
3	2020-04-29	增持	35.20	N/A
4	2020-08-28	买入	72.58	N/A
5	2020-10-27	买入	54.32	N/A
6	2021-03-01	买入	47.51	N/A

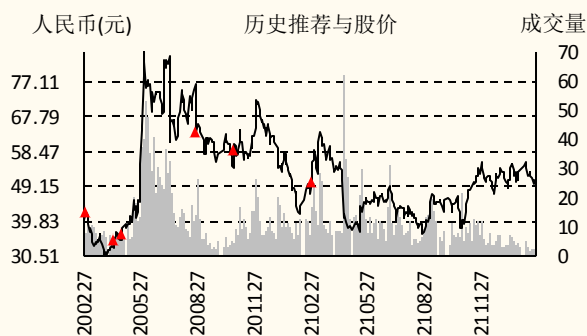
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402