

# 艾可蓝 (300816)

证券研究报告

2022年05月04日

## 国六切换阵痛期，2021Q3-2022Q1 利润率逐季环比改善

**事件：**公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报：2021 年全年公司实现收入 8.66 亿元，同比+27.9%，归母净利润 0.70 亿元，同比-44.4%；2022Q1 公司实现收入 2.30 亿元，同比+22.6%，归母净利润 0.13 亿元，同比-58.2%。

**点评：**

**汽车行业销量平稳运行，公司紧抓国六标准切换契机，市占率再进一步**

在芯片短缺、原材料涨价及区域疫情反复的背景下，中国汽车行业平稳运行，2021 年汽车行业销量同比+3.8%，其中乘用车销量同比+6.5%，商用车销量同比-6.6%。2021 年 7 月汽车行业国六标准实施，公司紧抓标准切换契机，实现由柴油向汽油及混动、道路向非道路、陆上向水上的横向产业扩张，2021 年收入同比+27.9%。同时，公司市占率持续提升，2021 年公司在轻型柴油货车市场占有率达 12.91%，同比+1.4pct。

### 国六切换阵痛期，公司 2021Q3-2022Q1 利润率逐季环比改善

国六新品规模化效应尚未显现，且自产件比例低于国五阶段中后期，叠加低毛利的汽油机产品销售占比提升，公司毛利率有所下滑，2021 年公司毛利率为 23.13%，同比-12.8%；2022Q1 毛利率为 23.16%，同比-5.5pct。

受研发费用增加及并购 ABF 费用的影响，公司 2021 年期间费用率同比+1.4pct、2022Q1 期间费用率同比+6.5pct。此外，公司对国五产品进行改制报废，2021 年计提减值 1367 万元，占利润总额的 18.6%。因此 2021 年公司净利率 8.04%，同比-10.5pct；2022Q1 净利率为 5.65%，同比-10.9pct。

2021 年 7 月国六标准实施后，公司盈利能力逐季改善，2021Q3-2022Q1 单季毛利率分别为 16.9%、20.6%、23.2%；对应净利率为 3.1%、5.1%、5.7%。

### 非道路国四、船舶国二标准即将实施，公司成长空间持续打开

非道路国 IV 标准将于 2022 年 12 月 1 日全面实施，船舶国二标准将于 2022 年 7 月 1 日实施，随着排放标准的升级，尾气后处理市场持续拓宽。公司客户储备充足，在非道路机械领域已与三一重工、全柴动力等龙头整机厂及发动机厂进行合作，在船舶领域已实现向中船安柴、河柴重工、潍柴重机等龙头客户的供货，有望深度受益于非道路国四及船舶国二产品放量。

### 盈利预测与估值

国六切换公司正处阵痛期，因此我们预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 1.07/1.88/3.12 亿（2022-2023 年前值 3.77/5.79 亿），对应 PE 为 18.7/10.7/6.4 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策推进不及预期风险、下游行业波动风险、原材料价格波动和供应风险、产能推进不达预期风险、国六技术要求带来的研发风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	677.11	866.15	1,548.19	2,517.37	3,474.20
增长率(%)	19.63	27.92	78.74	62.60	38.01
EBITDA(百万元)	192.99	145.42	166.20	260.28	394.84
净利润(百万元)	125.39	69.67	106.73	187.60	311.83
增长率(%)	21.30	(44.44)	53.19	75.77	66.22
EPS(元/股)	1.56	0.87	1.33	2.33	3.88
市盈率(P/E)	15.95	28.71	18.74	10.66	6.41
市净率(P/B)	2.60	2.45	2.14	1.78	1.40
市销率(P/S)	2.95	2.31	1.29	0.79	0.58
EV/EBITDA	32.44	27.12	12.51	7.91	5.26

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.89 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	80.37
流通 A 股股本(百万股)	36.98
A 股总市值(百万元)	2,000.35
流通 A 股市值(百万元)	920.32
每股净资产(元)	10.52
资产负债率(%)	51.54
一年内最高/最低(元)	99.00/22.82

### 作者

**郭丽丽** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520030001  
guolili@tfzq.com

**于特** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521050003  
yute@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《艾可蓝-半年报点评:国六切换阵痛期，上半年归母净利润下滑 16%》 2021-08-27
- 《艾可蓝-年报点评报告:业绩符合预期，积极向多领域扩张》 2021-02-25
- 《艾可蓝-首次覆盖报告:SCR 轻卡龙头有望迎来高速增长》 2021-01-15

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	177.86	289.26	123.86	201.39	277.94
应收票据及应收账款	232.76	221.44	590.42	804.60	1,051.72
预付账款	10.21	6.74	22.75	35.57	33.65
存货	143.78	212.69	420.00	633.34	753.45
其他	426.38	635.44	734.93	803.18	940.12
<b>流动资产合计</b>	<b>990.99</b>	<b>1,365.57</b>	<b>1,891.96</b>	<b>2,478.08</b>	<b>3,056.87</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	81.77	135.94	118.64	101.33	84.03
在建工程	4.99	59.49	59.49	59.49	59.49
无形资产	7.67	26.22	24.31	22.39	20.48
其他	13.65	77.36	49.20	54.11	60.22
<b>非流动资产合计</b>	<b>108.07</b>	<b>299.01</b>	<b>251.64</b>	<b>237.33</b>	<b>224.22</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,144.28</b>	<b>1,738.95</b>	<b>2,143.60</b>	<b>2,715.41</b>	<b>3,281.09</b>
短期借款	86.77	388.68	459.82	516.85	616.03
应付票据及应付账款	168.83	270.46	505.36	768.06	927.00
其他	63.06	65.24	69.67	132.17	119.72
<b>流动负债合计</b>	<b>318.66</b>	<b>724.38</b>	<b>1,034.85</b>	<b>1,417.08</b>	<b>1,662.75</b>
长期借款	0.00	88.89	105.61	115.80	135.11
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	50.34	87.03	65.22	67.53	73.26
<b>非流动负债合计</b>	<b>50.34</b>	<b>175.92</b>	<b>170.83</b>	<b>183.33</b>	<b>208.37</b>
<b>负债合计</b>	<b>374.71</b>	<b>914.44</b>	<b>1,205.68</b>	<b>1,600.41</b>	<b>1,871.12</b>
少数股东权益	0.44	6.47	1.58	(7.01)	(21.29)
股本	80.00	80.37	80.37	80.37	80.37
资本公积	349.72	371.22	371.22	371.22	371.22
留存收益	339.41	383.80	490.53	678.13	989.96
其他	0.00	(17.35)	(5.78)	(7.71)	(10.28)
<b>股东权益合计</b>	<b>769.57</b>	<b>824.51</b>	<b>937.92</b>	<b>1,115.00</b>	<b>1,409.98</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,144.28</b>	<b>1,738.95</b>	<b>2,143.60</b>	<b>2,715.41</b>	<b>3,281.09</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	125.54	66.48	106.73	187.60	311.83
折旧摊销	9.27	15.09	19.22	19.22	19.22
财务费用	0.61	3.89	13.78	16.53	18.61
投资损失	(7.90)	(12.38)	(12.50)	(12.50)	(14.03)
营运资金变动	(413.81)	(41.59)	(383.85)	(188.16)	(355.37)
其它	272.40	(29.73)	(4.89)	(8.59)	(14.28)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(13.90)</b>	<b>1.77</b>	<b>(261.51)</b>	<b>14.11</b>	<b>(34.03)</b>
资本支出	38.56	127.76	21.81	(2.31)	(5.73)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(246.21)	(444.24)	(9.31)	14.81	19.76
<b>投资活动现金流</b>	<b>(207.66)</b>	<b>(316.49)</b>	<b>12.50</b>	<b>12.50</b>	<b>14.03</b>
债权融资	49.49	379.11	72.04	52.86	99.12
股权融资	339.90	4.51	11.57	(1.93)	(2.57)
其他	(7.49)	(7.55)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>381.91</b>	<b>376.07</b>	<b>83.61</b>	<b>50.93</b>	<b>96.55</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>160.35</b>	<b>61.35</b>	<b>(165.40)</b>	<b>77.53</b>	<b>76.55</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>677.11</b>	<b>866.15</b>	<b>1,548.19</b>	<b>2,517.37</b>	<b>3,474.20</b>
营业成本	434.01	665.83	1,158.48	1,873.83	2,531.16
营业税金及附加	3.91	3.76	8.06	12.85	17.91
销售费用	51.54	47.45	102.74	165.53	216.44
管理费用	21.05	49.54	68.33	111.11	168.45
研发费用	35.44	47.70	84.42	135.89	189.43
财务费用	2.59	9.26	13.78	16.53	18.61
资产/信用减值损失	(15.71)	(14.47)	(11.97)	(14.05)	(13.50)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.90	17.09	12.50	12.50	14.03
其他	(4.22)	(33.06)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>140.60</b>	<b>73.05</b>	<b>112.91</b>	<b>200.08</b>	<b>332.73</b>
营业外收入	4.26	0.65	2.91	2.61	2.06
营业外支出	0.36	0.07	0.15	0.19	0.14
<b>利润总额</b>	<b>144.51</b>	<b>73.63</b>	<b>115.67</b>	<b>202.49</b>	<b>334.65</b>
所得税	18.97	7.15	13.82	23.48	37.10
<b>净利润</b>	<b>125.54</b>	<b>66.48</b>	<b>101.84</b>	<b>179.01</b>	<b>297.55</b>
少数股东损益	0.14	(3.19)	(4.89)	(8.59)	(14.28)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>125.39</b>	<b>69.67</b>	<b>106.73</b>	<b>187.60</b>	<b>311.83</b>
每股收益(元)	1.56	0.87	1.33	2.33	3.88

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.63%	27.92%	78.74%	62.60%	38.01%
营业利润	23.35%	-48.05%	54.57%	77.20%	66.30%
归属于母公司净利润	21.30%	-44.44%	53.19%	75.77%	66.22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.90%	23.13%	25.17%	25.56%	27.14%
净利率	18.52%	8.04%	6.89%	7.45%	8.98%
ROE	16.30%	8.52%	11.40%	16.72%	21.79%
ROIC	52.46%	12.30%	17.92%	18.86%	26.49%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	32.75%	52.59%	56.25%	58.94%	57.03%
净负债率	-9.24%	24.97%	48.74%	40.27%	34.76%
流动比率	3.19	1.95	1.83	1.75	1.84
速动比率	2.75	1.66	1.42	1.30	1.39

营运能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
应收账款周转率	3.26	3.81	3.81	3.61	3.74
存货周转率	5.16	4.86	4.89	4.78	5.01
总资产周转率	0.79	0.60	0.80	1.04	1.16

每股指标(元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	1.56	0.87	1.33	2.33	3.88
每股经营现金流	-0.17	0.02	-3.25	0.18	-0.42
每股净资产	9.57	10.18	11.65	13.96	17.81

估值比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率	15.95	28.71	18.74	10.66	6.41
市净率	2.60	2.45	2.14	1.78	1.40
EV/EBITDA	32.44	27.12	12.51	7.91	5.26
EV/EBIT	34.08	30.26	14.15	8.54	5.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com