

# 奥福环保 (688021)

证券研究报告

2022 年 03 月 02 日

## 业绩低预期，看好原料价格回调+良品率上行带动利润修复

**事件：**公司发布 2021 年年报，2021 年全年实现收入 3.96 亿元，同比增长 26.1%；实现归母净利润 0.66 亿元，同比下降 17.7%。

**点评：**

**2021 年商用车行业景气度下滑背景下，公司收入稳中有升**

2021 年中国商用车需求有所缩减，产/销量分别同比-10.7%/-6.6%。同时由于重型汽车国六排放标准于 2021 年 7 月实施，部分客户提前购买车辆，导致 2021 年下半年商用货车市场尤其重型货车市场需求大幅缩减。**下游整车景气度下滑背景下，2021 年全年公司实现收入 3.96 亿元，同比+26.1%。**其中，蜂窝陶瓷载体、节能蓄热体、VOCs 废气处理装置销量分别同比+14.0%、+104.4%、-50.0%。此外，**伴随国际市场的恢复，公司海外业务基本恢复至疫情前水平。**2021 年海外业务收入 0.51 亿元，同比+77.6%，与 2019 年收入（0.51 亿元）相当。

**受国六新品良品率爬坡及原料用能成本上升的影响，公司利润率有所下滑**

2021 年公司毛利率/归母净利率为 42.6%/16.6%，分别同比-9.8/-8.9pct，其中下半年公司毛利率/归母净利率为 35.3%/9.7%，分别同比-15.8/-12.9pct。公司利润率同比下滑主要系：①公司国六产品良品率仍处于逐步爬坡阶段，较国五产品良品率低；②能源、材料价格大幅上涨，导致公司利润率有所下滑。以原材料氧化铝为例，2021 年 11 月初 SMM 氧化铝加权指数抬升至 4119 元/吨，较 2021 年 1 月初上涨 76.18%，创近十年新高。

**产能规划灵活调整以提升蜂窝陶瓷载体市占率，客户拓展实现新突破**

产能建设方面，公司将年产 400 万升 DPF 载体山东基地项目和山东生产基地汽车蜂窝陶瓷载体生产线自动化技改项目和技术研发中心建设项目进行延期，同时增加安徽奥福作为技术研发中心建设项目实施主体、以及在安徽建设年产 1200 万升移动源尾气净化蜂窝陶瓷载体项目。**公司计划 2022 年底设计产能达到 3600-3800 万升/年。**同时，**公司持续加强市场开拓力度，成功进入中国重汽、潍柴动力、玉柴动力、云内动力、康明斯、全柴动力、无锡恒合、戴姆勒等知名整车或主机厂商的供应商名录，这些优质客户为公司提供了持续稳定的蜂窝陶瓷载体产品应用市场。**截至 2021 年 12 月末，**公司实现对 9 家主机厂国六排放标准项目批量供货。**

### 盈利预测与投资评级

预计 2022-2024 年公司归母净利润 1.09、1.62 和 2.10 亿，对应 EPS 为 1.41、2.09、2.71 元/股，对应 PE33.9、22.8 和 17.6 倍，维持“增持”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；产能推进不达预期的风险；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)	314.15	396.01	534.02	670.94	818.82
增长率(%)	17.18	26.06	34.85	25.64	22.04
EBITDA(百万元)	147.18	147.66	162.31	217.37	270.51
净利润(百万元)	80.02	65.82	108.71	161.78	209.66
增长率(%)	55.01	(17.74)	65.15	48.82	29.60
EPS(元/股)	1.04	0.85	1.41	2.09	2.71
市盈率(P/E)	46.11	56.05	33.94	22.81	17.60
市净率(P/B)	4.12	3.94	3.64	3.28	2.90
市销率(P/S)	11.74	9.32	6.91	5.50	4.51
EV/EBITDA	30.14	26.65	22.83	15.66	13.28

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	47.74 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	77.28
流通 A 股股本(百万股)	46.37
A 股总市值(百万元)	3,689.52
流通 A 股市值(百万元)	2,213.69
每股净资产(元)	12.12
资产负债率(%)	33.35
一年内最高/最低(元)	65.71/35.49

### 作者

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

**唐婕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 1 《奥福环保-半年报点评:21H1 营收增长 18%，客户拓展取得新突破》 2021-09-01
- 2 《奥福环保-年报点评报告:加大力度开拓下游客户,20 年业绩同比增长 55%》 2021-03-01
- 3 《奥福环保-首次覆盖报告:受益于国六排放标准升级的国产蜂窝陶瓷领军者》 2020-11-18

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	261.08	296.62	84.80	371.75	187.07
应收票据及应收账款	222.89	224.54	432.47	381.08	594.06
预付账款	4.52	12.83	8.71	14.48	14.52
存货	179.98	228.55	330.24	318.93	428.91
其他	176.89	84.68	42.15	49.05	61.75
<b>流动资产合计</b>	<b>845.36</b>	<b>847.21</b>	<b>898.38</b>	<b>1,135.28</b>	<b>1,286.30</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	259.44	329.10	296.68	264.26	231.85
在建工程	51.35	138.90	138.90	138.90	138.90
无形资产	32.62	44.52	43.12	41.71	40.30
其他	27.71	70.61	39.19	45.72	51.75
<b>非流动资产合计</b>	<b>371.12</b>	<b>583.13</b>	<b>517.89</b>	<b>490.59</b>	<b>462.80</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,218.19</b>	<b>1,431.05</b>	<b>1,416.27</b>	<b>1,625.88</b>	<b>1,749.10</b>
短期借款	121.34	188.23	83.00	85.00	95.00
应付票据及应付账款	109.56	179.78	128.15	256.60	202.24
其他	17.77	50.44	113.87	80.90	102.59
<b>流动负债合计</b>	<b>248.68</b>	<b>418.44</b>	<b>325.02</b>	<b>422.50</b>	<b>399.83</b>
长期借款	9.98	9.96	36.00	38.00	42.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.48	33.63	27.43	28.51	29.86
<b>非流动负债合计</b>	<b>34.46</b>	<b>43.59</b>	<b>63.43</b>	<b>66.51</b>	<b>71.86</b>
<b>负债合计</b>	<b>301.18</b>	<b>477.20</b>	<b>388.45</b>	<b>489.01</b>	<b>471.69</b>
少数股东权益	21.14	17.03	14.89	10.70	4.49
股本	77.28	77.28	77.28	77.28	77.28
资本公积	612.61	612.61	612.61	612.61	612.61
留存收益	205.97	246.93	323.02	436.27	583.03
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>917.01</b>	<b>953.85</b>	<b>1,027.81</b>	<b>1,136.87</b>	<b>1,277.41</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,218.19</b>	<b>1,431.05</b>	<b>1,416.27</b>	<b>1,625.88</b>	<b>1,749.10</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	78.36	61.79	108.71	161.78	209.66
折旧摊销	23.38	30.36	33.82	33.82	33.82
财务费用	4.13	7.74	4.22	3.22	3.46
投资损失	(0.65)	(1.25)	(0.65)	(0.85)	(0.92)
营运资金变动	(69.69)	(96.27)	(250.32)	147.56	(374.74)
其它	(2.01)	80.37	(3.05)	(5.99)	(8.87)
<b>经营活动现金流</b>	<b>33.50</b>	<b>82.74</b>	<b>(107.27)</b>	<b>339.54</b>	<b>(137.59)</b>
资本支出	104.97	190.16	6.20	(1.08)	(1.35)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(358.56)	(327.27)	(5.55)	1.93	2.26
<b>投资活动现金流</b>	<b>(253.60)</b>	<b>(137.11)</b>	<b>0.65</b>	<b>0.85</b>	<b>0.92</b>
债权融资	16.20	63.25	(73.50)	(6.71)	12.23
股权融资	(24.73)	0.00	(31.70)	(46.74)	(60.24)
其他	9.05	(29.20)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>0.52</b>	<b>34.05</b>	<b>(105.20)</b>	<b>(53.44)</b>	<b>(48.01)</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>(219.57)</b>	<b>(20.32)</b>	<b>(211.82)</b>	<b>286.95</b>	<b>(184.68)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>314.15</b>	<b>396.01</b>	<b>534.02</b>	<b>670.94</b>	<b>818.82</b>
营业成本	149.79	227.52	272.98	322.05	382.96
营业税金及附加	4.33	4.62	7.14	8.68	10.36
销售费用	13.62	15.15	22.65	27.74	33.30
管理费用	29.76	37.80	50.02	63.49	77.45
研发费用	35.06	37.39	55.92	69.50	82.63
财务费用	4.89	6.26	4.22	3.22	3.46
资产/信用减值损失	(4.04)	(9.26)	(5.33)	(6.21)	(6.94)
公允价值变动收益	4.77	0.07	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.65	1.25	0.65	0.85	0.92
其他	(5.93)	4.38	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>81.26</b>	<b>70.83</b>	<b>116.39</b>	<b>170.91</b>	<b>222.63</b>
营业外收入	4.15	0.09	1.88	2.04	1.34
营业外支出	0.26	2.25	0.90	1.14	1.43
<b>利润总额</b>	<b>85.15</b>	<b>68.68</b>	<b>117.37</b>	<b>171.81</b>	<b>222.54</b>
所得税	6.79	6.89	11.71	16.02	21.76
<b>净利润</b>	<b>78.36</b>	<b>61.79</b>	<b>105.66</b>	<b>155.79</b>	<b>200.78</b>
少数股东损益	(1.66)	(4.04)	(3.05)	(5.99)	(8.87)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>80.02</b>	<b>65.82</b>	<b>108.71</b>	<b>161.78</b>	<b>209.66</b>
每股收益（元）	1.04	0.85	1.41	2.09	2.71

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	17.18%	26.06%	34.85%	25.64%	22.04%
营业利润	41.53%	-12.84%	64.33%	46.84%	30.26%
归属于母公司净利润	55.01%	-17.74%	65.15%	48.82%	29.60%
<b>获利能力</b>					
毛利率	52.32%	42.55%	48.88%	52.00%	53.23%
净利率	25.47%	16.62%	20.36%	24.11%	25.60%
ROE	8.93%	7.03%	10.73%	14.37%	16.47%
ROIC	16.70%	11.70%	13.91%	15.35%	24.27%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.72%	33.35%	27.43%	30.08%	26.97%
净负债率	-14.15%	-10.04%	4.55%	-21.44%	-3.39%
流动比率	3.18	1.96	2.76	2.69	3.22
速动比率	2.50	1.43	1.75	1.93	2.14
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.57	1.77	1.63	1.65	1.68
存货周转率	1.90	1.94	1.91	2.07	2.19
总资产周转率	0.27	0.30	0.38	0.44	0.49
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	1.04	0.85	1.41	2.09	2.71
每股经营现金流	0.43	1.07	-1.39	4.39	-1.78
每股净资产	11.59	12.12	13.11	14.57	16.47
<b>估值比率</b>					
市盈率	46.11	56.05	33.94	22.81	17.60
市净率	4.12	3.94	3.64	3.28	2.90
EV/EBITDA	30.14	26.65	22.83	15.66	13.28
EV/EBIT	35.80	33.51	28.83	18.54	15.18

## 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