

艾可蓝

300816

审慎增持 (维持)

21Q1 毛利率承压，静待国六订单释放

——艾可蓝 21Q1 季报点评

2021 年 04 月 28 日

市场数据

市场数据日期	2021-04-28
收盘价(元)	75.50
总股本(百万股)	80.00
流通股本(百万股)	47.39
总市值(百万元)	6040.00
流通市值(百万元)	3578.05
净资产(百万元)	802.87
总资产(百万元)	1293.34
每股净资产	10.04

相关报告

《艾可蓝跟踪报告：排放升级后处理爆发增长，轻柴后处理龙头充分受益 -20210408》
2021-04-08

分析师：

赵季新

zhaojixin@xyzq.com.cn

S0190519110002

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

S0190520080001

研究助理：

刘洁

liujie20@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	677	1049	1385	1795
同比增长	19.6%	54.9%	32.1%	29.6%
归母净利润(百万元)	125	177	251	341
同比增长	21.3%	41.0%	41.9%	35.8%
毛利率	35.9%	31.1%	32.8%	33.1%
净利率	18.5%	16.9%	18.1%	19.0%
净资产收益率(%)	16.3%	19.2%	22.1%	23.9%
每股收益(元)	1.57	2.21	3.14	4.26
每股经营现金流(元)	-0.17	0.88	1.83	2.68

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年一季报，21Q1 实现营收 1.88 亿元，同比+58.5%，实现归母净利润 0.31 亿元，同比+42.8%，实现扣非归母净利润 0.23 亿元，同比+22.0%，归母净利润表现略低于预期。
- **21Q1 毛利率承压拖累利润表现，预计系产品结构变化与原材料成本上涨所致。**21Q1 公司扣非净利润增速<归母净利润增速<营收增速，主要系毛利率下滑所致。21Q1 公司毛利率 28.6%，同比-4.9pct，环比-6.2pct，预计系低毛利率汽油机后处理产品占比提升，柴油机国六切换过程中市占率短期承压，以及原材料价格上涨三种因素所致。21Q1 公司四费率合计 14.9%，同比+0.6pct，环比-3.3pct，整体相对平稳。销售/管理/研发/财务费用率分别 5.9%/3.4%/5.2%/0.4%，同比分别-0.1pct/+1.0pct/-0.8pct/+0.5pct，管理费用率提升主要系尽调咨询服务费提升所致。同时 21Q1 公司其他收益实现 867 万元，主要系收到政府补贴增加所致。预计伴随公司柴油机国六新订单的逐步落地有望改善公司的中长期毛利率水平。
- **排放升级东风已起，中长期公司后处理业务有望快速增长。**21 年 7 月重型柴油机国六排放升级，22 年 12 月非道路移动机械四阶段排放升级，共同驱动后处理市场空间快速扩容。排放切换初期公司市占率扰动承压，伴随产品可靠性得到进一步验证，以及柴油车企业降本需求的提升，公司国六项目逐步落地并持续开拓，中长期维度公司柴油机后处理业务市占率有望企稳回升，进而带动公司经营表现快速增长。
- **短期毛利率扰动带来业绩承压，中长期仍将受益排放升级带来的快速增长，维持“审慎增持”评级。**21Q1 公司毛利率承压带来业绩承压，下游轻型柴油车销量预计保持稳健增长，伴随下游客户降本需求提升，公司市占率有望企稳回升，驱动公司业绩进入快速增长通道。根据最新情况，调整公司 21-22 年并引入 23 年盈利预测，预计 21-23 年公司归母净利润分别为 1.8/2.5/3.4 亿元（原 21-22 年预测为 2.0/2.9 亿元），维持“审慎增持”评级。

风险提示：宏观经济大幅下行；汽车销量低于预期；市场开拓不及预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

事件

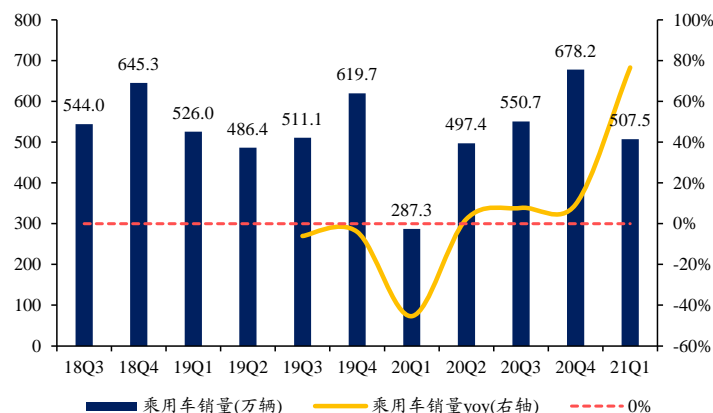
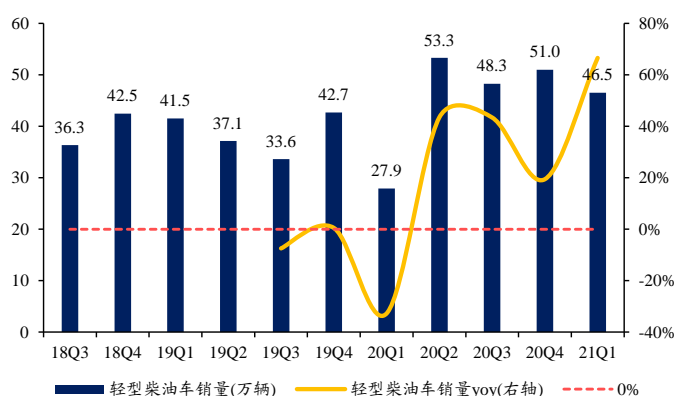
- **公司发布 2021 年一季报:** 公司发布 2021 年一季报, 21Q1 实现营收 1.88 亿元, 同比+58.5%, 实现归母净利润 0.31 亿元, 同比+42.8%, 实现扣非归母净利润 0.23 亿元, 同比+22.0%, 归母净利润表现略低于预期。

点评

- **21Q1 毛利率承压拖累利润表现, 预计系产品结构变化与原材料成本上涨所致。** 21Q1 公司扣非净利润增速<归母净利润增速<营收增速, 主要系毛利率下滑所致。21Q1 公司毛利率 28.6%, 同比-4.9pct, 环比-6.2pct, 预计系低毛利率汽油机后处理产品占比提升, 柴油机国六切换过程中市占率短期承压, 以及原材料价格上涨三种因素所致。21Q1 公司四费率合计 14.9%, 同比+0.6pct, 环比-3.3pct, 整体相对平稳。销售/管理/研发/财务费用率分别 5.9%/3.4%/5.2%/0.4%, 同比分别-0.1pct/+1.0pct/-0.8pct/+0.5pct, 管理费用率提升主要系尽调咨询服务费提升所致。同时 21Q1 公司其他收益实现 867 万元, 主要系收到政府补贴增加所致。预计伴随公司柴油机国六新订单的逐步落地有望改善公司的中长期毛利率水平。
- **排放升级东风已起, 中长期公司后处理业务有望快速增长。** 21 年 7 月重型柴油机国六排放升级, 22 年 12 月非道路移动机械四阶段排放升级, 共同驱动后处理市场空间快速扩容。排放切换初期公司市占率扰动承压, 伴随产品可靠性得到进一步验证, 以及柴油车企业降本需求的提升, 公司国六项目逐步落地并持续开拓, 中长期维度公司柴油机后处理业务市占率有望企稳回升, 进而带动公司经营表现快速增长。
- **短期毛利率扰动带来业绩承压, 中长期仍将受益排放升级带来的快速增长, 维持“审慎增持”评级。** 21Q1 公司毛利率承压带来业绩承压, 下游轻型柴油车销量预计保持稳健增长, 伴随下游客户降本需求提升, 公司市占率有望企稳回升, 驱动公司业绩进入快速增长通道。根据最新情况, 调整公司 21-22 年并引入 23 年盈利预测, 预计 21-23 年公司归母净利润分别为 1.8/2.5/3.4 亿元(原 21-22 年预测为 2.0/2.9 亿元), 维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济大幅下行; 汽车销量低于预期; 市场开拓不及预期

图 1、18Q3-21Q1，国内轻型柴油车季度销量(万辆)及同比

图 2、18Q3-21Q1，国内乘用车季度销量(万辆)及同比

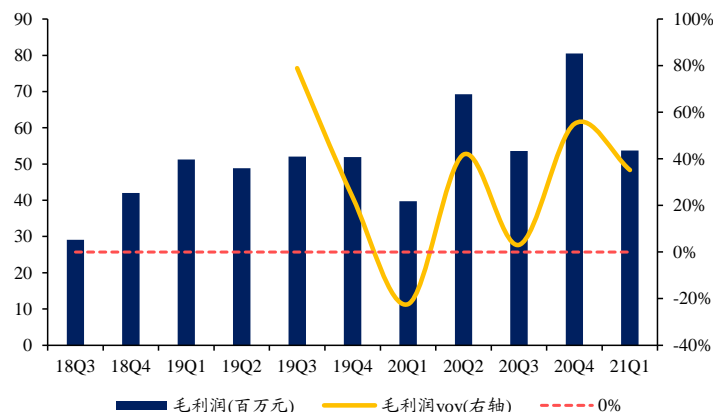
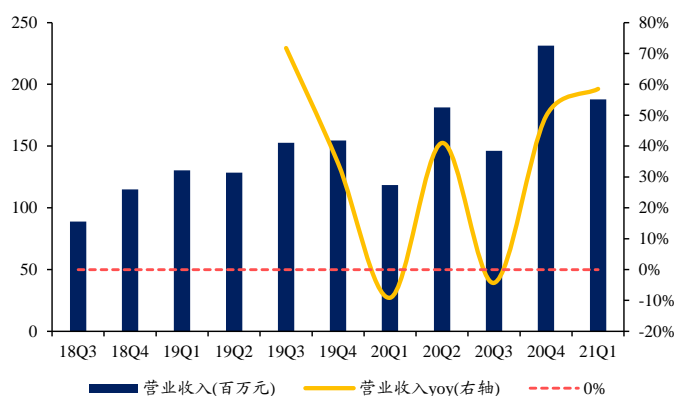


数据来源：中汽协、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：中汽协、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、18Q3-21Q1，艾可蓝营业收入(百万元)及同比

图 4、18Q3-21Q1，艾可蓝毛利润(百万元)及同比

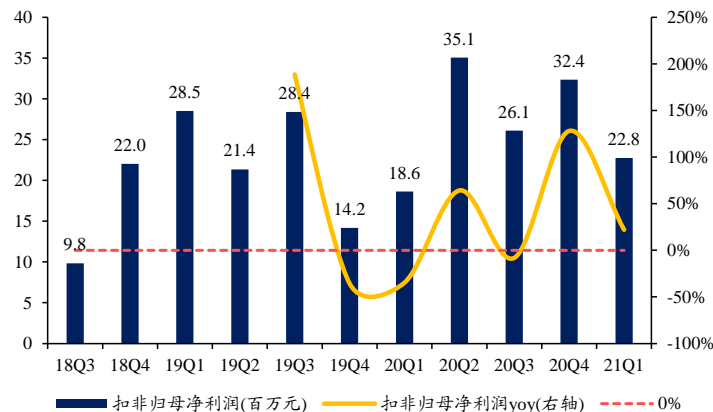
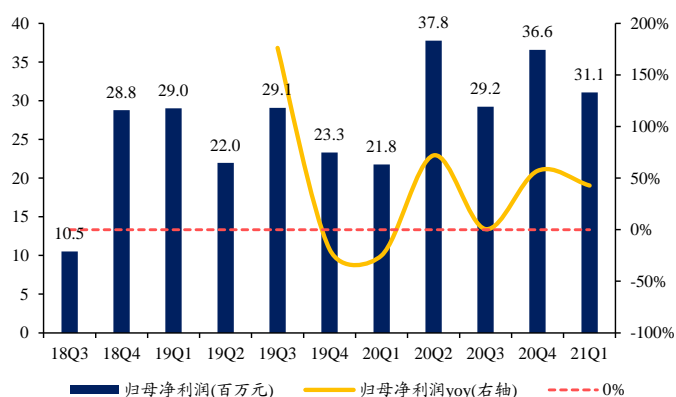


数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、18Q3-21Q1，艾可蓝归母净利润(百万元)及同比

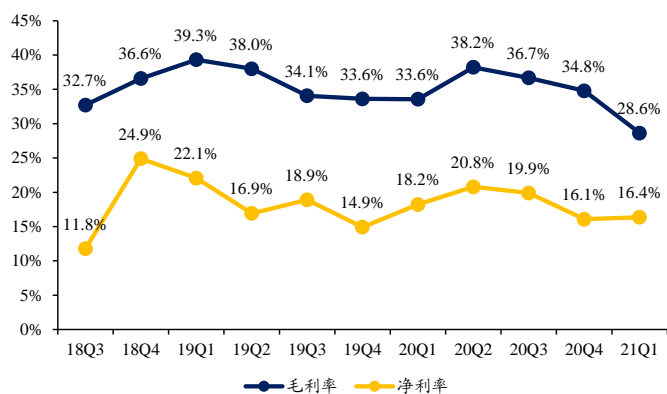
图 6、18Q3-21Q1，艾可蓝扣非归母净利润(百万元)及同比



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

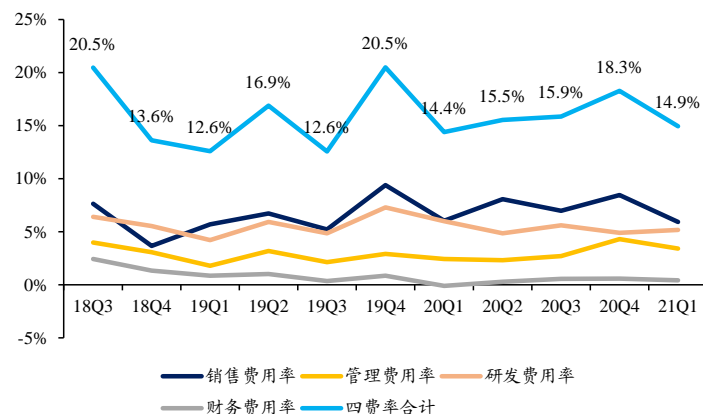
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、18Q3-21Q1，艾可蓝毛利率与净利率



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、18Q3-21Q1，艾可蓝费用率情况



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1036	1260	1519	1881
货币资金	178	173	240	364
交易性金融资产	81	80	80	80
应收账款	232	355	469	608
其他应收款	5	10	14	18
存货	144	238	306	395
非流动资产	108	149	186	219
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	82	115	148	178
在建工程	5	12	16	18
油气资产	0	0	0	0
无形资产	8	8	8	9
资产总计	1144	1409	1705	2100
流动负债	324	433	513	617
短期借款	87	80	80	80
应付票据	45	76	98	126
应付账款	123	202	261	336
其他	69	75	75	75
非流动负债	50	55	55	55
长期借款	0	0	0	0
其他	50	55	55	55
负债合计	375	488	568	672
股本	80	80	80	80
资本公积	350	350	350	350
未分配利润	300	434	624	881
少数股东权益	0	1	1	1
股东权益合计	770	921	1137	1428
负债及权益合计	1144	1409	1705	2100

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	125	177	251	341
折旧和摊销	9	10	14	19
资产减值准备	16	13	12	15
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	2	1	-2
投资损失	-8	-9	-8	-8
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-154	-127	-123	-149
经营活动产生现金流量	-14	71	147	214
投资活动产生现金流量	-208	-41	-43	-43
融资活动产生现金流量	382	-34	-36	-48
现金净变动	160	-5	67	123
现金的期初余额	14	178	173	240
现金的期末余额	175	173	240	364

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	677	1049	1385	1795
营业成本	434	722	931	1202
营业税金及附加	4	6	8	11
销售费用	52	57	69	90
管理费用	21	29	35	45
财务费用	3	2	1	-2
资产减值损失	-9	-5	-5	-5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	8	9	8	8
营业利润	141	202	289	393
营业外收入	4	3	2	2
营业外支出	0	0	1	1
利润总额	145	205	290	394
所得税	19	28	39	53
净利润	126	177	251	341
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	125	177	251	341
EPS(元)	1.57	2.21	3.14	4.26

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长性(%)				
营业收入增长率	19.6%	54.9%	32.1%	29.6%
营业利润增长率	23.4%	43.5%	43.1%	36.0%
净利润增长率	21.3%	41.0%	41.9%	35.8%
盈利能力(%)				
毛利率	35.9%	31.1%	32.8%	33.1%
净利率	18.5%	16.9%	18.1%	19.0%
ROE	16.3%	19.2%	22.1%	23.9%

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
偿债能力(%)				
资产负债率	32.7%	34.6%	33.3%	32.0%
流动比率	3.19	2.91	2.96	3.05
速动比率	2.72	2.33	2.32	2.37

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营运能力(次)				
资产周转率	78.6%	82.1%	89.0%	94.4%
应收帐款周转率	307.0%	335.8%	316.2%	313.6%

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
每股资料(元)				
每股收益	1.57	2.21	3.14	4.26
每股经营现金	-0.17	0.88	1.83	2.68
每股净资产	9.61	11.51	14.20	17.83

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
估值比率(倍)				
PE	48.2	34.2	24.1	17.7
PB	7.9	6.6	5.3	4.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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、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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn