

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

车用蜂窝陶瓷国产领先厂商

股票数据

12月30日收盘价(元)	25.01
52周股价波动(元)	18.93-57.00
总股本/流通A股(百万股)	77/77
总市值/流通市值(百万元)	1933/1933

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.5	22.5	23.2
相对涨幅(%)	-4.0	13.2	21.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘一鸣
 Tel: (021)23154145
 Email: lym15114@haitong.com

证书: S0850522120003

分析师: 房乔华
 Tel: 021-23219807
 Email: fqh12888@haitong.com

证书: S0850522030001

分析师: 刘威
 Tel: (0755)82764281
 Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

投资要点:

- **奥福环保深耕于柴油车用蜂窝陶瓷载体的研发与生产, 专注于蜂窝陶瓷技术的研发与应用。**公司生产的直通式载体、DPF产品主要应用于柴油车尤其其重型柴油车尾气处理。公司在重型商用货车应用的大尺寸蜂窝陶瓷载体方面拥有较为明显竞争优势。
- 公司的客户涵盖了包括优美科、庄信万丰、巴斯夫、威孚环保、贵研催化、中自科技、艾可蓝等在内的绝大多数知名催化剂厂商, 也包括了中国重汽、一汽解放、东风商用车、潍柴动力、玉柴动力、全柴动力、云内动力、江铃汽车等国内大部分主机厂和整车厂。国六阶段, 公司市占率较国五阶段有大幅提升。
- **国六标准对公司的产品单车用量有拉动。**相较于国五的SCR技术路线, 在国六阶段柴油车采用的DOC-DPF-SCR-ASC串联技术路线中, 柴油车单机载体用量翻倍。另外DPF是国五车型没有而国六必须配置的一个新增零部件。
- **我们认为, 公司今年以来业绩较弱主要是受下游重卡市场景气度影响。**根据中汽协数据, 2022年1-11月, 国内重卡批发销量仅为61.8万台, 同比下降54%, 为近9年同期销量最低水平。我们认为今年重卡销量低迷的主要原因包括: 2020-2021年上半年的超高销量导致存量运力增长较快; 疫情影响下, 运输需求不足。
- **展望2023年, 我们预计国内重卡销量有望回升至97万台, 同比增长45%;**销量回升的核心原因是运输市场供求平衡已至, 未来新增运输需求和存量运力替换或都将贡献销量增长。
- **盈利预测与投资建议:**我们预计在重卡景气度回升、公司产品良率提升的背景下, 奥福环保的业绩有望修复。预计2022/2023/2024年公司实现营收2.47/4.90/5.82亿元, 毛利率41.7%/46.0%/48.8%, 归母净利润为0.19/1.03/1.43亿元, EPS为0.24/1.33/1.86元, 对应104/18.7/13.5倍PE。参考可比公司, 给予公司2023年20-25倍PE, 合理价值区间26.70-33.37元。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示:**下游重卡销量不及预期, 原材料价格大幅上涨。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	314	396	247	490	582
(+/-)YoY(%)	17.2%	26.1%	-37.7%	98.4%	18.9%
净利润(百万元)	80	66	19	103	143
(+/-)YoY(%)	55.0%	-17.7%	-71.7%	453.4%	39.0%
全面摊薄EPS(元)	1.04	0.85	0.24	1.33	1.86
毛利率(%)	52.3%	42.5%	41.7%	46.0%	48.8%
净资产收益率(%)	8.9%	7.0%	2.0%	9.9%	12.1%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测假设:

国内蜂窝陶瓷业务: 我们预计国内商用车用蜂窝陶瓷载体市场在 2021/2022/2023/2024 年的市场分别为 26.83 亿、14.07 亿、26.48 亿和 28.37 亿。根据公司 2021 年年报数据, 推测公司 2021 年在国内的市占率为 14.7%。考虑到公司的竞争优势, 我们推测公司的市占率有望逐年提升, 预计 2022/2023/2024 年分别为 15%/17%/19%, 对应该业务 2022/2023/2024 年营收分别为 2.11/4.5/5.39 亿元。

考虑到下游重卡市场产销量即将从低基数盈利反弹, 以及公司自身良率改善的过程, 我们认为 2023 年起公司的毛利率也将有所提升, 预计该业务 2022/2023/2024 年毛利率分别为 41%/46%/49%。

海外业务: 我们预计公司海外业务营收 2022 年受全球宏观经济影响有所下滑, 而 2023/2024 年将有所修复, 分别增长 10%。此外海外业务以后装业务为主。同时我们认为后装利润率相对稳定, 预计毛利率维持在 46%。

表 1 公司分业务盈利预测 (百万元)

项目	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	396.00	246.72	489.50	582.16
总成本	227.50	143.78	264.33	298.20
总毛利	168.50	102.94	225.17	283.96
总毛利率	42.55%	41.72%	46.00%	48.78%
国内蜂窝陶瓷				
收入	334.00	211.02	450.23	538.96
成本	188.70	124.50	243.13	274.87
毛利	145.30	86.52	207.11	264.09
毛利率	43.50%	41.00%	46.00%	49.00%
海外业务				
收入	51.00	35.70	39.27	43.20
成本	26.00	19.28	21.21	23.33
毛利	25.00	16.42	18.06	19.87
毛利率	49.02%	46.00%	46.00%	46.00%
其他				
收入	11.00			
成本	12.80			
毛利	-1.80			
毛利率	-16.36%			

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值比较

可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
国瓷材料	27.57	0.79	0.64	0.92	1.18	35	43	30	23
艾可蓝	24.40	0.87	0.74	1.57	3.19	28	33	16	8
平均						32	38	23	16

资料来源: Wind 一致性预测 (收盘价日期为 2022 年 12 月 30 日), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	396	247	490	582
每股收益	0.85	0.24	1.33	1.86	营业成本	228	144	264	298
每股净资产	12.12	12.10	13.44	15.29	毛利率%	42.5%	41.7%	46.0%	48.8%
每股经营现金流	1.07	2.55	-2.32	4.79	营业税金及附加	5	3	6	7
每股股利	0.26	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
价值评估 (倍)					营业费用	15	7	18	20
P/E	29.36	103.69	18.74	13.48	营业费用率%	3.8%	3.0%	3.7%	3.5%
P/B	2.06	2.07	1.86	1.64	管理费用	38	42	51	58
P/S	4.88	7.83	3.95	3.32	管理费用率%	9.5%	17.0%	10.5%	10.0%
EV/EBITDA	36.70	32.98	14.92	9.92	EBIT	76	22	110	152
股息率%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	6	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	42.5%	41.7%	46.0%	48.8%	资产减值损失	-5	-2	-1	-1
净利润率	16.6%	7.6%	21.1%	24.6%	投资收益	1	0	1	1
净资产收益率	7.0%	2.0%	9.9%	12.1%	营业利润	71	20	110	152
资产回报率	4.6%	1.3%	5.8%	7.8%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	5.9%	1.7%	7.3%	8.8%	利润总额	69	20	110	152
盈利增长 (%)					EBITDA	109	56	144	189
营业收入增长率	26.1%	-37.7%	98.4%	18.9%	所得税	7	2	10	15
EBIT 增长率	-5.9%	-70.8%	393.7%	39.0%	有效所得税率%	10.0%	10.0%	9.3%	9.8%
净利润增长率	-17.7%	-71.7%	453.4%	39.0%	少数股东损益	-4	-1	-4	-6
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	66	19	103	143
资产负债率	33.3%	31.1%	41.4%	35.0%					
流动比率	1.96	1.65	1.40	1.59	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.24	1.41	0.59	1.36	货币资金	297	331	106	431
现金比率	0.68	0.86	0.15	0.72	应收账款及应收票据	225	185	298	341
经营效率指标					存货	229	17	486	52
应收账款周转天数	133.86	231.00	110.00	130.00	其它流动资产	98	103	90	123
存货周转天数	323.20	307.71	342.59	324.50	流动资产合计	848	636	980	947
总资产周转率	0.30	0.18	0.31	0.32	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.35	0.69	1.24	1.43	固定资产	329	388	403	414
					在建工程	139	226	270	314
					无形资产	45	59	68	80
					非流动资产合计	583	745	813	882
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	1431	1381	1794	1828
净利润	66	19	103	143	短期借款	188	245	301	361
少数股东损益	-4	-1	-4	-6	应付票据及应付账款	180	79	314	148
非现金支出	42	37	35	38	预收账款	0	8	5	8
非经营收益	5	0	-1	-1	其它流动负债	66	54	78	79
营运资金变动	-26	142	-313	196	流动负债合计	434	386	699	596
经营活动现金流	83	197	-180	370	长期借款	10	10	10	10
资产	-235	-199	-103	-107	其它长期负债	34	34	34	34
投资	96	0	0	0	非流动负债合计	44	44	44	44
其他	2	0	1	1	负债总计	477	429	742	640
投资活动现金流	-137	-199	-102	-106	实收资本	77	77	77	77
债权募资	67	56	56	60	归属于母公司所有者权益	937	935	1039	1182
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	17	17	13	7
其他	-33	-20	0	0	负债和所有者权益合计	1431	1381	1794	1828
融资活动现金流	34	36	56	60					
现金净流量	-22	35	-225	325					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘一鸣 汽车行业
房乔华 汽车行业
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。