

投资评级 **优于大市** 维持

## 有望受益于重卡景气度回升

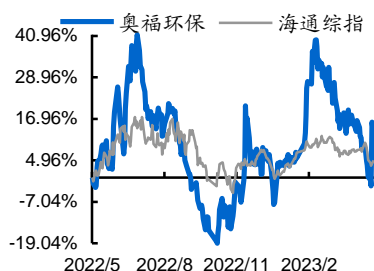
### 股票数据

04月28日收盘价(元)	26.45
52周股价波动(元)	18.93-34.40
总股本/流通A股(百万股)	77/77
总市值/流通市值(百万元)	2044/2044

### 相关研究

《车用蜂窝陶瓷国产领先厂商》2022.12.30

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.4	-12.9	4.5
相对涨幅(%)	-5.2	-11.9	8.2

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: 张觉尹

Tel: 021-23185705

Email: zjy15229@haitong.com

证书: S0850523020001

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

### 投资要点:

- 奥福环保发布 2022 年年报和 2023 年一季报。**根据公司财报,奥福环保 2022 年取得营收 2.04 亿元,同比下降 49%,归母净利润-0.08 亿元,转为微亏; 2023 年一季度公司取得营收 0.98 亿元,同比大增 77%,归母净利润 0.09 亿元,同比下降 9%。
- 2022 年营收业绩受累于下游重卡市场。**根据奥福环保 2022 年年报,公司经营业绩和商用车重卡市场景气度关联性较强。而 2022 年国产重卡销量仅为 67 万辆,同比下降 52%,因此 2022 年公司产品销售收入及利润较 2021 年同期大幅下降。
- 不断开拓新客户,扩大市占率。**在终端用户方面,奥福环保合作用户涵盖了中国重汽、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,国六阶段客户占有率较国五阶段有大幅提升。在非道路和船舶市场方面,公司积极与各主机厂开展项目合作,其中部分项目已取得公告认证并实现批量供货。
- 稳步推进产能建设。**根据公司 2022 年年报,子公司重庆奥福年产 200 万升 DOC、160 万升 TWC、200 万升 GPF 载体生产项目已完成结项并投入使用;年产 400 万升 DPF 载体山东基地项目建设接近尾声;安徽奥福产能提升建设项目厂房已完工。
- 我们认为 2023 年国产重卡市场有望实现销量 90 万辆,同比显著反弹 34%,因此奥福环保的营收规模也有望迎来显著增长。**
- 盈利预测与投资建议:**我们预计 2023/24/25 年公司营收分别为 3.8/5.4/7.0 亿元,归母净利润分别为 0.8/1.5/2.2 亿元,EPS 分别为 1.08/1.93/2.79 元。对应 2023 年 4 月 28 日收盘价,PE 分别为 24/14/9 倍。参考可比公司,给予公司 2023 年 27-30 倍 PE,合理价值区间 29.17-32.41 元。维持“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

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	396	204	382	542	696
(+/-)YoY(%)	26.1%	-48.5%	87.3%	41.9%	28.6%
净利润(百万元)	66	-8	83	150	215
(+/-)YoY(%)	-17.7%	-111.9%	1165.2%	79.1%	44.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.85	-0.10	1.08	1.93	2.79
毛利率(%)	42.5%	41.7%	47.1%	49.2%	50.4%
净资产收益率(%)	7.0%	-0.9%	8.3%	13.0%	15.7%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 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

表 1 公司分业务盈利预测 (百万元)

营收	2022	2023E	2024E	2025E
蜂窝陶瓷载体	178	356	516	670
节能蓄热体	8	8	8	8
VOCs 废气处理设备	13	13	13	13
其他业务	4	4	4	4
其他主营业务	1	1	1	1
合计	204	382	542	696
营业成本	2022	2023E	2024E	2025E
蜂窝陶瓷载体	95	179	252	322
节能蓄热体	7	7	7	7
VOCs 废气处理设备	13	13	13	13
其他业务	2	2	2	2
其他主营业务	0	0	0	0
合计	119	202	275	346
毛利	2022	2023E	2024E	2025E
蜂窝陶瓷载体	82	177	264	348
节能蓄热体	1	1	1	1
VOCs 废气处理设备	-1	-1	-1	-1
其他业务	2	2	2	2
其他主营业务	0	0	0	0
合计	85	180	267	351
毛利率	2022	2023E	2024E	2025E
蜂窝陶瓷载体	46%	50%	51%	52%
节能蓄热体	10%	10%	10%	10%
VOCs 废气处理设备	-4%	-4%	-4%	-4%
其他业务	50%	50%	50%	50%
其他主营业务	38%	38%	38%	38%
合计	42%	47%	49%	50%

资料来源: 公司年报 (2022), 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	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
国瓷材料	29.45	0.79	0.50	0.76	1.00	37	59	39	30
艾可蓝	25.30	0.87	-0.13	2.06	3.44	29	-195	12	7
平均						33	-68	25	18

资料来源: Wind 一致性预测 (收盘价日期为 2023 年 4 月 28 日), 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>204</b>	<b>382</b>	<b>542</b>	<b>696</b>
每股收益	-0.10	1.08	1.93	2.79	营业成本	119	202	275	346
每股净资产	11.91	12.99	14.93	17.71	毛利率%	41.7%	47.1%	49.2%	50.4%
每股经营现金流	0.93	1.59	2.18	3.99	营业税金及附加	4	4	5	7
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.7%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	4	5	6	7
P/E	-260.82	24.49	13.67	9.49	营业费用率%	2.0%	1.2%	1.1%	1.0%
P/B	2.22	2.04	1.77	1.49	管理费用	46	50	54	63
P/S	10.03	5.36	3.77	2.94	管理费用率%	22.6%	13.0%	10.0%	9.0%
EV/EBITDA	62.01	16.29	10.55	7.20	EBIT	-15	97	169	236
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	3	4	4	-1
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.5%	1.0%	0.8%	-0.1%
毛利率	41.7%	47.1%	49.2%	50.4%	资产减值损失	-33	-1	1	1
净利润率	-3.8%	21.9%	27.6%	30.9%	投资收益	0	1	1	2
净资产收益率	-0.9%	8.3%	13.0%	15.7%	<b>营业利润</b>	<b>-19</b>	<b>93</b>	<b>166</b>	<b>239</b>
资产回报率	-0.5%	5.1%	8.3%	10.7%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	-0.8%	6.4%	10.3%	13.4%	<b>利润总额</b>	<b>-19</b>	<b>93</b>	<b>166</b>	<b>239</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	33	143	214	284
营业收入增长率	-48.5%	87.3%	41.9%	28.6%	所得税	-7	9	17	24
EBIT 增长率	-119.8%	741.7%	73.9%	40.0%	有效所得税率%	34.1%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	-111.9%	1165.2%	79.1%	44.1%	少数股东损益	-5	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>-8</b>	<b>83</b>	<b>150</b>	<b>215</b>
资产负债率	35.2%	37.9%	35.2%	31.2%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
流动比率	2.02	1.70	1.91	2.30	货币资金	221	169	189	303
速动比率	0.96	1.24	1.08	1.97	应收账款及应收票据	101	349	289	531
现金比率	0.64	0.37	0.40	0.66	存货	304	145	314	70
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	72	114	105	157
应收账款周转天数	232.51	150.00	150.00	150.00	流动资产合计	697	776	896	1062
存货周转天数	806.32	400.00	300.00	200.00	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.14	0.25	0.32	0.37	固定资产	473	549	567	582
固定资产周转率	0.51	0.75	0.97	1.21	在建工程	158	177	186	196
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	无形资产	58	78	93	109
净利润	-8	83	150	215	非流动资产合计	743	859	903	945
少数股东损益	-5	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>1441</b>	<b>1635</b>	<b>1799</b>	<b>2007</b>
非现金支出	72	47	45	47	短期借款	209	209	159	59
非经营收益	5	12	10	5	应付票据及应付账款	94	187	244	325
营运资金变动	8	-19	-36	41	预收账款	0	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>72</b>	<b>123</b>	<b>169</b>	<b>308</b>	其它流动负债	42	60	67	78
资产	-242	-163	-89	-89	流动负债合计	345	456	470	462
投资	32	0	0	0	长期借款	118	118	118	118
其他	0	1	1	2	其它长期负债	46	46	46	46
<b>投资活动现金流</b>	<b>-209</b>	<b>-162</b>	<b>-88</b>	<b>-88</b>	非流动负债合计	163	163	163	163
债权募资	145	0	-50	-100	<b>负债总计</b>	<b>508</b>	<b>619</b>	<b>634</b>	<b>626</b>
股权募资	0	0	0	0	实收资本	77	77	77	77
其他	-33	-13	-11	-7	归属于母公司所有者权益	921	1004	1154	1369
<b>融资活动现金流</b>	<b>112</b>	<b>-13</b>	<b>-61</b>	<b>-107</b>	少数股东权益	12	12	12	12
<b>现金净流量</b>	<b>-21</b>	<b>-51</b>	<b>20</b>	<b>114</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1441</b>	<b>1635</b>	<b>1799</b>	<b>2007</b>

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 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  
张觉尹 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: 中鼎股份,伯特利,长城汽车,中国重汽,欣锐科技,拓普集团,瑞鹄模具,华依科技,潍柴动力,保隆科技,奥福环保,比亚迪,敏实集团,文灿股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。