

# 赛轮轮胎 (601058.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩稳健增长，扩产+品牌同步发力

### 业绩简评

2023年4月28日公司披露2022年年报和2023年1季报，2022年营业收入为219亿元，同比增加21.7%；归母净利润为13.3亿元，同比增加1.4%。2023年1季度实现营业收入53.7亿元，同比增长10.4%；实现归母净利润3.55亿元，同比增长10.3%。业绩符合预期。

### 经营分析

行业低谷下公司业绩仍然稳健，景气回升趋势下业绩有望持续向好。去年在整体行业需求不振，海运费大幅波动并且物流不畅叠加经销商去库的背景下，公司仍然实现了产能扩张和销量增长，2022年公司全钢胎年产能增加50万条（沈阳工厂），半钢胎年产能增加400万条（柬埔寨工厂），非公路轮胎年产能增加2.46万吨（其中青岛工厂0.6万吨、越南工厂1万吨、潍坊工厂0.86万吨）；销量方面2022年全年共销售轮胎4390万条，同比增加28万条。从产品盈利方面来看，2022年公司单条轮胎销售均价为459元，同比提高24.4%，轮胎产品毛利率为18.9%，同比下滑1个点，在行业处于底部状态时公司业绩仍然彰显了一定的韧性。今年以来，对轮胎行业生产经营的不利影响因素逐渐得到缓解：利润方面随着核心原材料价格的回落行业盈利能力有望向上修复，公司业绩将稳步向好。

**在建项目稳步推进，液体黄金继续推广。**公司目前拥有1195万条全钢胎、5160万条半钢胎、12.5万吨非公路轮胎的产能，还有345万条全钢胎、1200万条半钢胎和5.2万吨非公路轮胎产能，预计都将在今年建成投产，随着产能规模进一步扩大，能够快速响应市场需求的同时成本有望进一步优化。品牌建设方面持续推进液体黄金轮胎业务，去年6月在国内首发乘用车系列产品，主打安全舒适、节能耐用、高端运动，并同步在天猫平台上线销售。

### 盈利预测、估值与评级

公司为国内轮胎企业龙头，随着在建产能的陆续放量和“液体黄金”对公司品牌力的增强，看好公司未来市占率的进一步提升。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为18.1亿元、24.4亿元、28.3亿元，当前市值对应PE估值分别为17.38/12.92/11.10倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

原料价格大幅波动；新产能释放低于预期；国际贸易摩擦；“液体黄金”轮胎推广不及预期；海运紧张延续；汇率波动；大股东质押；限售股解禁；担保风险

### 基础化工组

分析师：陈屹 (执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

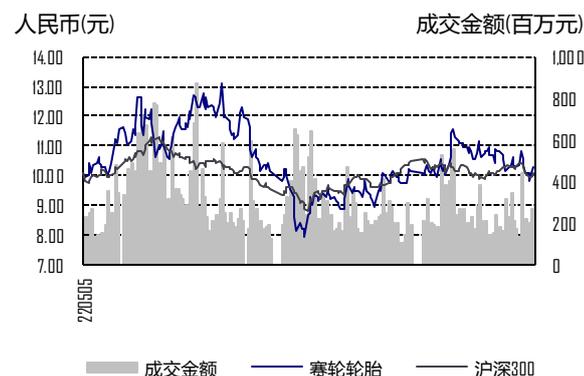
联系人：李含钰

lihanyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.27 元

### 相关报告：

1.《赛轮轮胎公司深度研究：全球布局加速，“液体黄金”助力成长》，2023.4.1



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,998	21,902	26,578	32,047	36,628
营业收入增长率	16.84%	21.69%	21.35%	20.58%	14.30%
归母净利润(百万元)	1,313	1,332	1,809	2,435	2,833
归母净利润增长率	-11.97%	1.43%	35.85%	34.58%	16.35%
摊薄每股收益(元)	0.429	0.435	0.591	0.795	0.925
每股经营性现金流净额	0.27	0.72	1.26	1.46	1.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.24%	10.90%	13.63%	16.39%	16.97%
P/E	34.51	23.05	17.38	12.92	11.10
P/B	4.22	2.51	2.37	2.12	1.88

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	15,405	17,998	21,902	26,578	32,047	36,628	货币资金	4,369	4,841	4,903	6,412	6,612	6,328
增长率		16.8%	21.7%	21.3%	20.6%	14.3%	应收款项	2,268	2,655	2,990	3,759	4,532	5,180
主营业务成本	-11,214	-14,602	-17,869	-21,434	-25,500	-29,077	存货	2,656	4,308	4,115	5,050	6,008	6,851
%销售收入	72.8%	81.1%	81.6%	80.6%	79.6%	79.4%	其他流动资产	1,012	669	809	906	967	1,021
毛利	4,191	3,396	4,033	5,144	6,547	7,551	流动资产	10,306	12,472	12,818	16,127	18,120	19,380
%销售收入	27.2%	18.9%	18.4%	19.4%	20.4%	20.6%	%总资产	48.9%	47.7%	43.3%	46.4%	48.1%	48.7%
营业税金及附加	-59	-49	-63	-80	-96	-110	长期投资	992	1,013	959	959	959	959
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	8,126	10,582	13,468	15,329	16,351	17,253
销售费用	-796	-674	-834	-1,010	-1,250	-1,465	%总资产	38.6%	40.4%	45.4%	44.1%	43.4%	43.4%
%销售收入	5.2%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%	无形资产	944	1,152	1,428	1,327	1,249	1,188
管理费用	-790	-572	-608	-744	-929	-1,099	非流动资产	10,750	13,701	16,815	18,624	19,564	20,399
%销售收入	5.1%	3.2%	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%	%总资产	51.1%	52.3%	56.7%	53.6%	51.9%	51.3%
研发费用	-348	-481	-621	-771	-961	-1,135	<b>资产总计</b>	<b>21,056</b>	<b>26,173</b>	<b>29,632</b>	<b>34,752</b>	<b>37,683</b>	<b>39,780</b>
%销售收入	2.3%	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%	短期借款	4,514	5,229	4,714	6,350	6,090	4,936
息税前利润 (EBIT)	2,199	1,620	1,907	2,540	3,310	3,742	应付款项	5,858	6,257	6,142	7,901	9,403	10,725
%销售收入	14.3%	9.0%	8.7%	9.6%	10.3%	10.2%	其他流动负债	495	356	448	546	665	760
财务费用	-336	-274	-277	-529	-605	-594	流动负债	10,867	11,841	11,305	14,797	16,157	16,421
%销售收入	2.2%	1.5%	1.3%	2.0%	1.9%	1.6%	长期贷款	1,203	2,971	3,440	4,040	4,040	4,040
资产减值损失	-142	-89	-86	0	0	0	其他长期负债	176	224	2,127	2,105	2,094	2,085
公允价值变动收益	0	0	15	0	0	0	负债	12,246	15,035	16,872	20,942	22,291	22,546
投资收益	-11	26	-15	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>8,462</b>	<b>10,730</b>	<b>12,219</b>	<b>13,269</b>	<b>14,852</b>	<b>16,693</b>
%税前利润	n.a	1.9%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	2,699	3,063	3,063	3,063	3,063	3,063
营业利润	1,754	1,349	1,598	2,010	2,705	3,148	未分配利润	4,000	4,805	5,660	6,836	8,418	10,260
营业利润率	11.4%	7.5%	7.3%	7.6%	8.4%	8.6%	少数股东权益	348	407	541	541	541	541
营业外收支	-33	32	-35	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>21,056</b>	<b>26,173</b>	<b>29,632</b>	<b>34,752</b>	<b>37,683</b>	<b>39,780</b>
税前利润	1,721	1,381	1,563	2,010	2,705	3,148	<b>比率分析</b>						
利润率	11.2%	7.7%	7.1%	7.6%	8.4%	8.6%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-200	-39	-135	-201	-271	-315	<b>每股指标</b>						
所得税率	11.6%	2.8%	8.7%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.552	0.429	0.435	0.591	0.795	0.925
净利润	1,521	1,342	1,428	1,809	2,435	2,833	每股净资产	3.135	3.503	3.989	4.333	4.849	5.451
少数股东损益	29	29	96	0	0	0	每股经营现金净流	1.268	0.273	0.718	1.265	1.457	1.632
归属于母公司的净利润	1,491	1,313	1,332	1,809	2,435	2,833	每股股利	0.150	0.150	0.150	0.207	0.278	0.324
净利率	9.7%	7.3%	6.1%	6.8%	7.6%	7.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	17.63%	12.24%	10.90%	13.63%	16.39%	16.97%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	7.08%	5.02%	4.49%	5.21%	6.46%	7.12%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	13.32%	8.12%	7.62%	8.74%	10.84%	11.96%
净利润	1,521	1,342	1,428	1,809	2,435	2,833	<b>增长率</b>						
少数股东损益	29	29	96	0	0	0	主营业务收入增长率	1.83%	16.84%	21.69%	21.35%	20.58%	14.30%
非现金支出	912	1,074	1,265	1,343	1,461	1,564	EBIT增长率	15.04%	-26.34%	17.73%	33.15%	30.34%	13.04%
非经营收益	244	93	280	627	740	728	净利润增长率	24.79%	-11.97%	1.43%	35.85%	34.58%	16.35%
营运资金变动	746	-1,672	-774	96	-172	-127	总资产增长率	17.78%	24.30%	13.22%	17.28%	8.44%	5.56%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,423</b>	<b>837</b>	<b>2,199</b>	<b>3,875</b>	<b>4,463</b>	<b>4,998</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-1,535	-2,582	-3,594	-3,140	-2,400	-2,400	应收账款周转天数	40.9	43.1	42.3	45.0	45.0	45.0
投资	-388	91	80	-40	0	0	存货周转天数	79.5	87.0	86.0	86.0	86.0	86.0
其他	-27	9	-67	0	0	0	应付账款周转天数	57.9	68.9	66.1	70.0	70.0	70.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,950</b>	<b>-2,482</b>	<b>-3,581</b>	<b>-3,180</b>	<b>-2,400</b>	<b>-2,400</b>	固定资产周转天数	174.2	185.3	193.0	164.0	134.0	114.3
股权募资	1	1,249	0	-126	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-293	2,359	1,646	2,235	-260	-1,154	净负债/股东权益	10.32%	29.26%	39.28%	41.27%	34.04%	25.35%
其他	-1,423	-1,461	-368	-1,280	-1,592	-1,719	EBIT利息保障倍数	6.5	5.9	6.9	4.8	5.5	6.3
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,716</b>	<b>2,147</b>	<b>1,278</b>	<b>830</b>	<b>-1,852</b>	<b>-2,874</b>	资产负债率	58.16%	57.45%	56.94%	60.26%	59.15%	56.68%
<b>现金净流量</b>	<b>-332</b>	<b>494</b>	<b>93</b>	<b>1,525</b>	<b>212</b>	<b>-276</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-01	买入	10.79	11.85~11.85

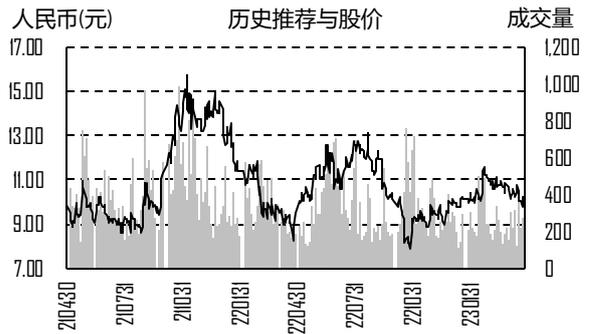
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402