

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

赛轮轮胎 (601058)

投资评级 买入

上次评级 买入

张燕生 化工行业首席分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: 010-83326847

邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师

执业编号: S1500520080002

联系电话: 010-83326848

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

尹柳 化工行业研究助理

联系电话: +86 010-83326712

邮箱: yinliu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

产品高端化露峥嵘，业绩创新高领风骚

2023 年 10 月 29 日

事件：近日，赛轮轮胎发布 2023 年三季报。公司 2023 年前三季度实现营业收入 190.12 亿元，同比增加 13.72%；实现归母净利润 20.25 亿元，同比增加 90.14%。2023 年第三季度实现营业收入 73.81 亿元，同比增加 18.57%，环比增加 17.90%；实现归母净利润 9.80 亿元，同比增加 179.73%，环比增加 41.85%。

点评：

- **产能释放、销量新高叠加毛利率同比明显提升，公司季度业绩创新高。**

（1）三季度销量继续创新高。据公司公告，2023Q3 公司轮胎销量 1574.27 万条，同比增长 29.22%，环比增长 15.98%，在二季度之后继续创下新高。（2）三季度毛利率、净利率同环比均有提升，净利率创新高。2023Q3 公司毛利率 27.78%，同比提升 10.23pct，环比提升 0.66pct；净利率 13.77%，同比提升 7.61pct，环比提升 2.29pct。（3）原材料价格下降背景下，产品价格相对稳定。2023Q3 公司各类轮胎产品的平均价格同比下降 5.76%，环比上升 2.61%；天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线四项主要原材料总体采购价格同比下降 11.01%，环比下降 0.29%。（4）综合来看，2023Q3 公司销量、收入、归母净利润、净利率等均创下历史新高。我们认为这主要得益于①公司方面，公司产能持续释放，产品结构不断优化；②行业方面，美国去库存结束，海外工厂订单恢复，同时国内行业需求恢复。
- **继续投资增加柬埔寨产能，深化全球化布局，公司战略布局优势明显。**

（1）公司是首家在海外建厂并最早拥有两个海外规模化生产基地（越南、柬埔寨）的中国轮胎企业，积极推进全球化发展战略，优化资源配置。在国际贸易摩擦加剧、地缘政治冲突等多重不确定因素叠加期间，公司全球化战略有效规避了贸易壁垒，海外子公司成为公司业绩的重要支撑，2020-2022 年赛轮越南子公司贡献了接近 1/3 的收入以及 70% 以上的净利润。（2）展望未来，公司在柬埔寨已投资建设年产 900 万条半钢胎、165 万条全钢胎的基础上，拟增加投资建设柬埔寨年产 600 万条半钢胎项目。公司的海外产能产量仍在继续扩张，我们认为未来公司中、越、柬的全球化布局优势有望进一步得到凸显。
- **液体黄金轮胎受认可程度提升，助力公司品牌价值持续提高。**液体黄金轮胎采用世界首创化学炼胶技术，解决了困扰行业百年的“魔鬼三角”难题，被誉为世界橡胶工业第四个里程碑式技术创新。（1）性能方面：公司液体黄金轮胎经西班牙 IDIADA、德国 TÜV、美国史密斯实验室等多个权威机构验证及测试，其优异的节油性、舒适性、操控性、耐磨性等指标受到驾驶人员的广泛好评和认可。平均 1 条液体黄金卡客车胎、轿车胎可分别降低能耗 4%、3% 以上，使用液体黄金轮胎的新能源轿车可提高续航 5%-10%。（2）市场推广方面：公司针对不同细分领域和使用场景持续推出更多品类的液体黄金轮胎，以满足不同消费者的需求，

产品也获得了消费者的广泛认可，产品销量呈不断上升态势。(3) 品牌价值方面：公司的液体黄金轮胎在央视、杭州第 19 届亚运会、吉利杭州研究院、第二十届迪拜国际汽配展等亮相，进一步扩大了公司的品牌影响力。我们认为，品牌价值的崛起反映了公司以液体黄金轮胎为代表的产品的高品质与高端化，背后是公司在研发、制造、产品、营销等方面的持续发力。

➤ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别达到 255.36 亿元、310.65 亿元、359.53 亿元，同比增长 16.6%、21.7%、15.7%，归属母公司股东的净利润分别为 26.01 亿元、31.96 亿元、40.20 亿元，同比增长 95.3%、22.9%、25.8%，2023-2025 年摊薄 EPS 分别达到 0.83 元、1.02 元和 1.29 元，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**产能建设不及预期，下游需求大幅下降，原料价格大幅上涨

| 重要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 17,998 | 21,902 | 25,536 | 31,065 | 35,953 |
| 增长率 YoY % | 16.8% | 21.7% | 16.6% | 21.7% | 15.7% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1,313 | 1,332 | 2,601 | 3,196 | 4,020 |
| 增长率 YoY% | -12.0% | 1.4% | 95.3% | 22.9% | 25.8% |
| 毛利率% | 18.9% | 18.4% | 23.2% | 23.5% | 24.6% |
| 净资产收益率ROE% | 12.2% | 10.9% | 18.2% | 18.3% | 18.7% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.42 | 0.43 | 0.83 | 1.02 | 1.29 |
| 市盈率 P/E(倍) | 28.23 | 27.83 | 14.25 | 11.60 | 9.22 |
| 市净率 P/B(倍) | 3.45 | 3.03 | 2.59 | 2.12 | 1.72 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 12,472 | 12,818 | 16,565 | 18,920 | 22,805 |
| 货币资金 | 4,841 | 4,903 | 5,659 | 6,860 | 9,034 |
| 应收票据 | 13 | 7 | 11 | 13 | 15 |
| 应收账款 | 2,359 | 2,714 | 3,891 | 4,315 | 5,052 |
| 预付账款 | 254 | 263 | 490 | 483 | 568 |
| 存货 | 4,308 | 4,115 | 4,870 | 5,827 | 6,495 |
| 其他 | 697 | 815 | 1,643 | 1,422 | 1,642 |
| 非流动资产 | 13,701 | 16,815 | 20,604 | 23,424 | 26,160 |
| 长期股权投资 | 616 | 644 | 693 | 731 | 771 |
| 固定资产(合计) | 9,138 | 11,583 | 13,161 | 14,722 | 16,146 |
| 无形资产 | 742 | 857 | 989 | 1,123 | 1,253 |
| 其他 | 3,205 | 3,731 | 5,760 | 6,848 | 7,990 |
| 资产总计 | 26,173 | 29,632 | 37,168 | 42,344 | 48,965 |
| 流动负债 | 11,841 | 11,305 | 16,188 | 18,007 | 20,394 |
| 短期借款 | 4,125 | 3,861 | 5,261 | 6,092 | 6,930 |
| 应付票据 | 2,234 | 2,765 | 3,540 | 3,979 | 4,600 |
| 应付账款 | 3,532 | 2,942 | 4,085 | 4,740 | 5,330 |
| 其他 | 1,950 | 1,737 | 3,302 | 3,197 | 3,534 |
| 非流动负债 | 3,194 | 5,567 | 6,028 | 6,028 | 6,028 |
| 长期借款 | 2,971 | 3,440 | 4,140 | 4,140 | 4,140 |
| 其他 | 224 | 2,127 | 1,888 | 1,888 | 1,888 |
| 负债合计 | 15,035 | 16,872 | 22,216 | 24,035 | 26,421 |
| 少数股东权益 | 407 | 541 | 661 | 811 | 1,016 |
| 归属母公司股东权益 | 10,730 | 12,219 | 14,292 | 17,498 | 21,528 |
| 负债和股东权益 | 26,173 | 29,632 | 37,168 | 42,344 | 48,965 |

| 重要财务指标 | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 17,998 | 21,902 | 25,536 | 31,065 | 35,953 |
| 同比(%) | 16.8% | 21.7% | 16.6% | 21.7% | 15.7% |
| 归属母公司净利润 | 1,313 | 1,332 | 2,601 | 3,196 | 4,020 |
| 同比(%) | -12.0% | 1.4% | 95.3% | 22.9% | 25.8% |
| 毛利率(%) | 18.9% | 18.4% | 23.2% | 23.5% | 24.6% |
| ROE% | 12.2% | 10.9% | 18.2% | 18.3% | 18.7% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.42 | 0.43 | 0.83 | 1.02 | 1.29 |
| P/E | 28.23 | 27.83 | 14.25 | 11.60 | 9.22 |
| P/B | 3.45 | 3.03 | 2.59 | 2.12 | 1.72 |
| EV/EBITDA | 19.08 | 11.89 | 9.57 | 7.89 | 6.32 |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 17,998 | 21,902 | 25,536 | 31,065 | 35,953 |
| 营业成本 | 14,602 | 17,869 | 19,607 | 23,776 | 27,117 |
| 营业税金及附加 | 49 | 63 | 76 | 93 | 107 |
| 销售费用 | 674 | 834 | 1,025 | 1,305 | 1,546 |
| 管理费用 | 572 | 608 | 843 | 1,087 | 1,258 |
| 研发费用 | 481 | 621 | 685 | 870 | 1,043 |
| 财务费用 | 274 | 277 | 183 | 207 | 200 |
| 减值损失合计 | -109 | -93 | -100 | -95 | -90 |
| 投资净收益 | 26 | -15 | -102 | -62 | -88 |
| 其他 | 86 | 76 | 71 | 88 | 101 |
| 营业利润 | 1,349 | 1,598 | 2,985 | 3,659 | 4,606 |
| 营业外收支 | 32 | -35 | -53 | -53 | -53 |
| 利润总额 | 1,381 | 1,563 | 2,932 | 3,606 | 4,553 |
| 所得税 | 39 | 135 | 211 | 260 | 328 |
| 净利润 | 1,342 | 1,428 | 2,721 | 3,346 | 4,225 |
| 少数股东损益 | 29 | 96 | 120 | 151 | 204 |
| 归属母公司净利润 | 1,313 | 1,332 | 2,601 | 3,196 | 4,020 |
| EBITDA | 2,554 | 3,016 | 4,588 | 5,520 | 6,677 |
| EPS(当年)(元) | 0.45 | 0.44 | 0.83 | 1.02 | 1.29 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 837 | 2,199 | 4,530 | 5,317 | 6,457 |
| 净利润 | 1,342 | 1,428 | 2,721 | 3,346 | 4,225 |
| 折旧摊销 | 960 | 1,146 | 1,473 | 1,706 | 1,925 |
| 财务费用 | 332 | 299 | 281 | 321 | 337 |
| 投资损失 | -30 | 15 | 102 | 62 | 88 |
| 营运资金变动 | -1,647 | -741 | -187 | -261 | -253 |
| 其它 | -121 | 52 | 140 | 143 | 135 |
| 投资活动现金流 | -2,482 | -3,581 | -5,390 | -4,626 | -4,784 |
| 资本支出 | -2,582 | -3,594 | -5,083 | -4,499 | -4,627 |
| 长期投资 | 91 | 80 | -73 | -65 | -69 |
| 其他 | 9 | -67 | -235 | -62 | -88 |
| 筹资活动现金流 | 2,147 | 1,278 | 1,555 | 510 | 501 |
| 吸收投资 | 1,249 | 0 | -209 | 0 | 0 |
| 借款 | 9,335 | 12,051 | 2,100 | 830 | 838 |
| 支付利息或股息 | -693 | -836 | -737 | -321 | -337 |
| 现金流净增加额 | 494 | 93 | 756 | 1,201 | 2,174 |

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

尹柳，中山大学高分子材料学士，中央财经大学审计硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事基础化工行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。