

海外布局再下一城，非公路胎打造新增长极

投资要点

- **事件:** 3月11日公司公告投资建设“印尼年产360万条子午线轮胎与3.7万吨非公路轮胎项目”。
- **加速布局海外产能，全球化进程日益完善。** 2024年3月11日公司公告布局印度尼西亚基地。布局产能半钢胎300万条/年；全钢胎60万条/年 非公路轮胎3.7万吨/年，建设周期21个月（预计2025年底投产），完全达产后预计贡献净利润4.7亿元人民币。在此前，公司2023年12月公告布局墨西哥基地，规划半钢胎产能600万条/年，达产后预计实现年净利润4059万美元。墨西哥基地贴近北美市场，且不易受到关税壁垒影响。2024年1月公告追加投资柬埔寨基地，新增1200万条/年半钢胎产能，全部达产后，柬埔寨基地将具备年产2100万条半钢子午线轮胎及165万条全钢子午线轮胎的生产能力，增产部分预计带来净利润7亿元/年。随着公司海外布局持续扩张，公司能够更好地满足海外市场的需求，也进一步提高对于国际贸易壁垒的应对能力，随着公司海外地区市占率逐步提升，盈利能力将持续增强。
- **非公路胎将成为公司新的增长点。** 公司深耕非公路轮胎领域多年，2016年生产了世界最大吨级63吋巨型子午线轮胎，成为国内少数拥有最大尺寸巨胎生产能力的企业。公司现布局非公路生产基地青岛基地、潍坊基地、越南基地，22年底达产产能共13.29万吨。公司正在建设扩产潍坊基地、青岛董家口基地、越南基地、印度尼西亚基地。预计2023年底达产18.52万吨。未来几年，公司规划持续扩产非公路产能，共规划42.7万吨产能。随着公司产能逐渐落地，高毛利、高技术壁垒的非公路轮胎产品将进一步提升公司竞争力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为0.94元、1.21元、1.37元，对应动态PE分别为15倍、12倍、10倍。看好公司非公路轮胎业务率先布局，海外基地持续扩张，给予公司24年15倍PE，目标价18.15元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期风险，原材料价格大幅上涨风险，产能投放不及预期风险，海外经营风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	219.02	260.33	317.40	365.97
增长率	21.69%	18.86%	21.92%	15.30%
归属母公司净利润(亿元)	13.32	30.95	39.87	45.09
增长率	1.43%	132.40%	28.82%	13.09%
每股收益EPS(元)	0.41	0.94	1.21	1.37
净资产收益率ROE	11.19%	21.14%	22.15%	20.62%
PE	35	15	12	10
PB	3.85	3.19	2.59	2.15

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄寅斌
执业证号: S1250523030001
电话: 13316443450
邮箱: hyb@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	32.88
流通A股(亿股)	32.88
52周内股价区间(元)	9.5-14.51
总市值(亿元)	470.53
总资产(亿元)	350.41
每股净资产(元)	4.38

相关研究

1. 赛轮轮胎(601058):海外基地多点开花,业绩快速增长 (2024-01-30)
2. 赛轮轮胎(601058):三季度利润大增,盈利能力持续增强 (2023-10-19)
3. 赛轮轮胎(601058):需求回暖业绩向好,非公路方兴未艾 (2023-09-04)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司轮胎产品中，全钢胎和半钢胎 2023-2025 年销量 5920 万条、7000 万条、7950 万条。公司轮胎产品中非公路系列 2023-2025 年销量 14 万吨、21 万吨、25 万吨；看好全钢胎产品景气度回升带来价格和毛利率同步提升，价格综合历史数据及行业整体供需判断，考虑到公司不同产品占比改变，预计全钢胎和半钢胎产品的均价为 364 元/条、354 元/条、352 元/条。随着公司高价格高毛利的巨胎项目产能投放，预计非公路 2023-2025 年均价分别为 3.2 万元/吨、3.3 万元/吨、3.45 万元/吨。轮胎产品毛利率 24.3%、25.8%、26.2%。

假设 2：公司轮胎贸易和其他业务营收及毛利基本维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
轮胎	收入	201.57	243.33	298.40	344.97
	增速		20.7%	22.6%	15.6%
	毛利率	18.9%	24.3%	25.8%	26.2%
轮胎贸易	收入	13.62	12.00	13.00	14.00
	增速		-11.9%	8.3%	7.7%
	毛利率	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%
其他业务	收入	3.83	5.00	6.00	7.00
	增速		38.0%	40.0%	42.0%
	毛利率	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%
合计	收入	219.02	260.33	317.40	365.97
	增速		18.9%	21.9%	15.3%
	毛利率	18.4%	23.6%	25.0%	25.4%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 260 亿元 (+18.9%)、317 亿元 (+21.9%) 和 366 亿元 (+15.3%)，归母净利润分别为 31 亿元 (+132.4%)、39.9 亿元 (+28.8%)、45.1 亿元 (+13.1%)，EPS 分别为 0.94 元、1.21 元、1.37 元，对应动态 PE 分别为 15 倍、12 倍、10 倍。

综合考虑业务范围，选取了轮胎行业 3 家上市公司作为估值参考，其中赛轮轮胎和森麒麟、玲珑轮胎为行业龙头，体量较大，全球化布局较为领先；通用股份正在扩展海外基地。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
601966.SH	玲珑轮胎	337.6	22.9	0.05	0.96	1.44	1.77	444.0	23.8	15.9	12.9
601500.SH	通用股份	86.5	5.4	0.00	0.16	0.29	0.37	2,572.8	35.0	18.8	14.9
002984.SZ	森麒麟	237.1	32.1	1.30	2.56	3.03	3.49	24.8	12.5	10.6	9.2
平均值								1,013.9	23.8	15.1	12.3
601058.SH	赛轮轮胎	470.5	14.3	0.41	0.94	1.21	1.37	35.3	15.2	11.8	10.4

数据来源: Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看, 公司 2024 年估值为 11.8 倍, 行业平均值为 15.1 倍, 看好公司非公路轮胎业务率先布局, 海外基地持续扩张, 给予公司 24 年 15 倍 PE, 目标价 18.15 元, 维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期风险, 原材料价格大幅上涨风险, 产能投放不及预期风险, 海外经营风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	219.02	260.33	317.40	365.97	净利润	14.28	32.65	42.28	47.74
营业成本	178.69	198.96	237.90	272.84	折旧与摊销	11.46	9.83	10.30	10.66
营业税金及附加	0.63	0.78	0.92	1.07	财务费用	2.77	3.86	4.80	4.92
销售费用	8.34	8.85	10.79	12.44	资产减值损失	-0.93	-0.19	0.28	0.99
管理费用	6.08	7.03	7.94	8.78	经营营运资本变动	-4.04	3.33	-6.40	-2.57
研发费用	6.21	8.33	11.11	14.64	其他	-1.54	0.47	0.68	-1.34
财务费用	2.77	3.86	4.80	4.92	经营活动现金流净额	21.99	49.96	51.96	60.40
资产减值损失	-0.93	-0.19	0.28	0.99	资本支出	-31.24	-5.00	-6.00	-5.00
投资收益	-0.15	0.05	-0.05	0.00	其他	-4.57	-0.58	0.23	-0.04
公允价值变动损益	0.15	0.00	0.09	0.10	投资活动现金流净额	-35.81	-5.58	-5.77	-5.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-2.64	-3.61	1.00	-1.00
营业利润	15.98	32.76	43.71	50.38	长期借款	4.69	-0.50	-0.50	-0.50
其他非经营损益	-0.35	-0.11	-0.11	-0.13	股权融资	0.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	15.63	32.65	43.59	50.25	支付股利	-4.60	-2.66	-6.19	-7.97
所得税	1.35	0.00	1.31	2.51	其他	14.84	-4.97	-4.24	-3.04
净利润	14.28	32.65	42.28	47.74	筹资活动现金流净额	12.78	-11.74	-9.93	-12.51
少数股东损益	0.96	1.70	2.41	2.65	现金流量净额	0.93	32.64	36.26	42.85
归属母公司股东净利润	13.32	30.95	39.87	45.09					
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	49.03	81.67	117.93	160.78	成长能力				
应收和预付款项	30.29	36.45	44.12	50.95	销售收入增长率	21.69%	18.86%	21.92%	15.30%
存货	41.15	50.69	59.68	68.24	营业利润增长率	18.46%	105.05%	33.41%	15.27%
其他流动资产	7.70	6.47	7.33	8.34	净利润增长率	6.39%	128.68%	29.51%	12.89%
长期股权投资	6.44	6.44	6.44	6.44	EBITDA 增长率	16.95%	53.81%	26.59%	12.17%
投资性房地产	2.82	2.82	2.82	2.82	获利能力				
固定资产和在建工程	134.68	131.33	128.51	124.33	毛利率	18.42%	23.57%	25.05%	25.45%
无形资产和开发支出	11.26	10.08	8.89	7.71	三费率	7.85%	10.78%	10.91%	11.15%
其他非流动资产	12.96	12.74	12.53	12.32	净利率	6.52%	12.54%	13.32%	13.04%
资产总计	296.32	338.68	388.24	441.92	ROE	11.19%	21.14%	22.15%	20.62%
短期借款	38.61	35.00	36.00	35.00	ROA	4.82%	9.64%	10.89%	10.80%
应付和预收款项	59.36	76.69	88.49	100.93	ROIC	10.61%	20.57%	26.33%	28.77%
长期借款	34.40	33.90	33.40	32.90	EBITDA/销售收入	13.79%	17.85%	18.53%	18.03%
其他负债	36.35	38.65	39.42	41.61	营运能力				
负债合计	168.72	184.24	197.31	210.44	总资产周转率	0.78	0.82	0.87	0.88
股本	30.63	32.88	32.88	32.88	固定资产周转率	2.11	2.21	2.66	3.09
资本公积	27.60	25.36	25.36	25.36	应收账款周转率	8.41	8.47	8.51	8.32
留存收益	60.10	88.38	122.06	159.18	存货周转率	4.14	4.23	4.19	4.15
归属母公司股东权益	122.19	147.33	181.41	219.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.31%	—	—	—
少数股东权益	5.41	7.11	9.52	12.17	资本结构				
股东权益合计	127.60	154.44	190.93	231.48	资产负债率	56.94%	54.40%	50.82%	47.62%
负债和股东权益合计	296.32	338.68	388.24	441.92	带息债务/总负债	54.33%	47.52%	44.63%	41.13%
					流动比率	1.13	1.37	1.62	1.87
					速动比率	0.77	0.97	1.20	1.43
					股利支付率	34.50%	8.61%	15.53%	17.68%
业绩和估值指标					每股指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	30.20	46.46	58.81	65.97	每股收益	0.41	0.94	1.21	1.37
PE	35.33	15.20	11.80	10.44	每股净资产	3.72	4.48	5.52	6.67
PB	3.85	3.19	2.59	2.15	每股经营现金	0.67	1.52	1.58	1.84
PS	2.15	1.81	1.48	1.29	每股股利	0.14	0.08	0.19	0.24
EV/EBITDA	15.56	10.03	7.31	5.85					
股息率	0.98%	0.57%	1.32%	1.69%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
