

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

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

座

邮编: 100031

扬帆出海无惧波浪，产品升级不怵内卷

2024年8月22日

事件: 2024年8月22日，赛轮轮胎发布2024年半年报。公司2024年上半年实现营业收入151.54亿元，同比增长30.29%；实现归母净利润21.51亿元，同比增长105.77%。2024年第二季度实现营业收入78.58亿元，同比增长25.53%，环比增长7.71%；实现归母净利润11.18亿元，同比增长61.85%，环比增长8.13%。

点评:

- **海运和原料价格再起短期波动，公司持续成长业绩依然创新高。** 2024Q2，CCFI综合指数均值为1439.10，同比增长53.39%，环比增长11.52%；我们测算的轮胎原材料价格指数均值为171.61（2016年初=100），同比增长10.63%，环比增长3.49%。我们认为，2024Q2又重现了2021Q2的原料价格上涨、海运价格上涨，也确实对利润率产生了一定负面影响，越南、柬埔寨工厂2024H1的归母净利率分别环比下降了3.25pct、2.79pct；但是公司近几年实现了成长以及利润率的提升，2024Q2的负面影响就没再对业绩产生类似2021年的影响，公司整体利润仍是保持增长，2024Q2公司产销量、收入及归母净利润均创下新高，毛利率、净利率同环比均有提高。Q3海运周期已经开始下行，波浪平息，我们认为下半年有望更加量价齐升。
- **海外工厂持续贡献增量，国内工厂产品升级贡献不可忽视。（1）越南、柬埔寨、国内三基地共同发力促进业绩增长。** 根据公司公告和我们的计算，2024H1公司国内、越南、柬埔寨三基地的业绩均实现同比改善，收入分别同比增长20.70%、29.54%、121.72%，归母净利润分别同比增长137.41%、53.14%、248.72%，多点开花助力公司业绩稳健增长。此外，公司柬埔寨、墨西哥、印度尼西亚等轮胎生产项目的建设仍在推进中，有望在未来继续贡献增量。（2）除了海外两工厂能够规避贸易壁垒实现高利润率外，国内工厂也同样实现了盈利能力的提升。根据公司公告和我们的计算，2024H1国内工厂贡献净利润近8亿元，占比37%创2018年来新高，净利率提升至8.65%也创新高。我们认为，即便原材料涨价，国内工厂净利率也创新高，证明公司不仅出海的路走得优秀，在国内“内卷”市场也能拼搏出一片天地，因为“卷”指的是同质化竞争严重，但轮胎不是同质化商品，公司通过研发和营销提升价格和品牌区间，脱离低质低价的同质化竞争区间，在国内市场也有广阔空间可以拓展。
- **全球轮胎市场规模稳健增长，中国企业拥有广阔发展空间。** 根据公司公告、米其林财报、中国汽车流通协会，2024年上半年全球轮胎销量9亿条，同比增长2.69%，其中半钢胎销量7.94亿条，同比增长2.70%，全钢胎销量1.06亿条，同比增长2.61%；2024年上半年全球汽车销量约4,386万辆，同比增长3%。我们认为，轮胎替换市场需求受益于全球汽车保有量的持续提升，轮胎配套市场需求受益于汽车供应链问题缓

解后汽车产销的复苏，总体来看全球轮胎市场规模稳健增长，为中国轮胎企业的发展提供了广阔空间。

- **液体黄金轮胎持续推广，公司品牌力不断提升。**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）推广方面：公司在配套市场和替换市场双线发力。配套市场方面，公司已进入比亚迪、奇瑞、吉利、长安、蔚来、北汽、越南 Vinfast 等多家国内外汽车企业的轮胎供应商名录。2024 年上半年，公司实现向比亚迪元 PLUS、秦 L 及海豹 06 及越南 Vinfast VF5、VF3 等国内外车型的批量供货。替换市场方面，公司持续推进渠道下沉工作，公司液体黄金轮胎旗舰店在山东东营和青岛落地，为全国合作门店探索新的经营模式。我们认为，创新驱动发展，高端助力品牌，液体黄金轮胎展现了公司在研发、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 2024-2026 年营业收入分别达到 313.65 亿元、346.92 亿元、378.68 亿元，同比增长 20.7%、10.6%、9.2%，归属母公司股东的净利润分别为 42.19 亿元、49.58 亿元、56.84 亿元，同比增长 36.5%、17.5%、14.6%，2024-2026 年摊薄 EPS 分别达到 1.28 元、1.51 元和 1.73 元，维持“买入”评级。
- **风险因素：**墨西哥工厂等新项目投产进展不及预期，下游需求大幅下降，原料价格大幅上涨

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	21,902	25,978	31,365	34,692	37,868
增长率 YoY %	21.7%	18.6%	20.7%	10.6%	9.2%
归属母公司净利润 (百万元)	1,332	3,091	4,219	4,958	5,684
增长率 YoY%	1.5%	132.1%	36.5%	17.5%	14.6%
毛利率%	18.4%	27.6%	28.5%	29.5%	30.1%
净资产收益率ROE%	10.9%	20.8%	20.9%	20.2%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	0.41	0.94	1.28	1.51	1.73
市盈率 P/E(倍)	30.06	12.95	9.49	8.08	7.05
市净率 P/B(倍)	3.28	2.70	1.98	1.63	1.36

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 22 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,818	15,534	19,619	23,460	28,227
货币资金	4,903	5,216	8,113	10,955	14,539
应收票据	7	16	17	18	21
应收账款	2,714	3,376	4,009	4,422	4,842
预付账款	263	260	330	353	382
存货	4,115	4,942	5,688	6,063	6,637
其他	815	1,723	1,462	1,648	1,805
非流动资产	16,833	18,192	20,302	22,268	24,030
长期股权投资	644	637	647	654	660
固定资产(合计)	11,583	13,217	14,953	16,521	17,878
无形资产	857	1,050	1,214	1,380	1,550
其他	3,749	3,288	3,488	3,713	3,942
资产总计	29,650	33,726	39,921	45,727	52,257
流动负债	11,305	13,664	14,713	15,671	16,765
短期借款	3,861	3,860	3,989	4,010	4,063
应付票据	2,765	3,385	3,748	4,142	4,511
应付账款	2,942	3,643	4,308	4,599	5,040
其他	1,737	2,775	2,667	2,921	3,152
非流动负债	5,585	4,623	4,219	4,519	4,719
长期借款	3,440	2,633	3,633	3,933	4,133
其他	2,145	1,990	586	586	586
负债合计	16,890	18,287	18,932	20,190	21,485
少数股东权益	541	586	777	1,007	1,259
归属母公司股东权益	12,220	14,853	20,211	24,530	29,513
负债和股东权益	29,650	33,726	39,921	45,727	52,257

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	21,902	25,978	31,365	34,692	37,868
同比(%)	21.7%	18.6%	20.7%	10.6%	9.2%
归属母公司净利润	1,332	3,091	4,219	4,958	5,684
同比(%)	1.5%	132.1%	36.5%	17.5%	14.6%
毛利率(%)	18.4%	27.6%	28.5%	29.5%	30.1%
ROE%	10.9%	20.8%	20.9%	20.2%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	0.41	0.94	1.28	1.51	1.73
P/E	30.06	12.95	9.49	8.08	7.05
P/B	3.28	2.70	1.98	1.63	1.36
EV/EBITDA	11.76	7.45	6.28	5.12	4.16

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	21,902	25,978	31,365	34,692	37,868
营业成本	17,869	18,799	22,430	24,453	26,473
营业税金及附加	63	87	105	114	126
销售费用	834	1,285	1,600	1,804	2,007
管理费用	608	873	1,098	1,214	1,325
研发费用	621	838	1,098	1,249	1,401
财务费用	277	392	177	134	91
减值损失合计	-93	-184	-99	-96	-6
投资净收益	-15	-31	-65	-97	0
其他	76	28	94	113	0
营业利润	1,598	3,517	4,787	5,645	6,439
营业外收支	-35	-74	-55	-55	-55
利润总额	1,563	3,442	4,733	5,590	6,384
所得税	135	240	323	401	449
净利润	1,428	3,202	4,409	5,188	5,935
少数股东损益	96	111	191	230	252
归属母公司净利润	1,332	3,091	4,219	4,958	5,684
EBITDA	3,049	5,433	6,477	7,463	8,375
EPS(当年)(元)	0.44	1.01	1.28	1.51	1.73

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,199	5,313	6,075	7,311	8,064
净利润	1,428	3,202	4,409	5,188	5,935
折旧摊销	1,179	1,453	1,566	1,739	1,899
财务费用	299	438	282	296	310
投资损失	15	31	65	97	0
营运资金变动	-774	-140	-427	-151	-142
其它	51	329	179	140	61
投资活动现金流	-3,581	-2,032	-3,820	-3,842	-3,723
资本支出	-3,594	-2,011	-3,711	-3,722	-3,703
长期投资	80	-28	-26	-24	-20
其他	-67	7	-83	-97	0
筹资活动现金流	1,278	-1,553	623	-626	-757
吸收投资	0	1	1,622	0	0
借款	12,051	12,199	1,130	320	253
支付利息或股息	-836	-943	-882	-946	-1,010
现金流净增加额	93	1,775	2,897	2,842	3,584

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。