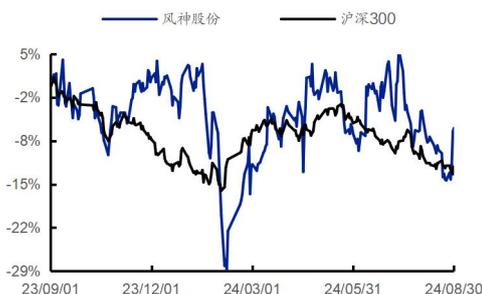


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 仲逸涵 S0350123070022
 zhongyh@ghzq.com.cn

立足非公路轮胎战略转型,看好巨胎放量业绩持续提升

——风神股份(600469)2024年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现		2024/08/30		
表现	1M	3M	12M	
风神股份	0.4%	-0.1%	-9.2%	
沪深300	-1.4%	-7.6%	-12.3%	

市场数据		2024/08/30
当前价格(元)		5.50
52周价格区间(元)		3.97-6.53
总市值(百万)		4,011.98
流通市值(百万)		3,084.00
总股本(万股)		72,945.09
流通股本(万股)		56,072.69
日均成交额(百万)		60.05
近一月换手(%)		0.80

事件:

2024年8月29日,风神股份发布2024年半年度报告:2024年上半年公司实现营业收入31.49亿元,同比增长13.56%;实现归属于上市公司股东的净利润2.31亿元,同比增长35.69%;加权平均净资产收益率为6.94%,同比增长1.33个百分点。销售毛利率18.75%,同比增长0.24个百分点;销售净利率7.33%,同比增长1.19个百分点。

其中,公司2024Q2实现营收16.80亿元,同比+11.87%,环比+14.39%;实现归母净利润1.56亿元,同比+31.28%,环比+109.93%;ROE为4.71%,同比增加0.78个百分点,环比增加2.44个百分点。销售毛利率19.01%,同比减少0.11个百分点,环比增加0.55个百分点;销售净利率9.30%,同比增加1.38个百分点,环比增加4.23个百分点。

投资要点:

■ 海内外销量共振,2024年上半年业绩同比高增

2024年上半年公司实现营业收入31.49亿元,同比增长13.56%;实现归属于上市公司股东的净利润2.31亿元,同比增长35.69%;实现毛利润5.91亿元,同比+0.77亿元。公司业绩增长主要得益于:2024年上半年公司坚持以市场和客户为导向,抢抓市场机遇,销量同比有所提升,同时持续推进产品结构和市场结构调整,针对细分市场推出新产品,同时通过渠道下沉提升弱势市场份额,盈利能力同比有明显提升。

分区域来看,国内市场方面,公司抓住机遇,持续推进产品结构升级,营业收入同比提升22.33%,销量同比增加23.46%;海外市场方面,公司通过渠道下沉积极开拓弱势市场、优化优势市场产品结构,增加销售机会,营收同比提升5.56%,销量同比增加11.87%。期间费用方面,2024年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为3.01%/2.76%/4.61%/-0.40%,同比-0.24/-0.02/+0.41/-0.24pct,财务费用减少主要系2024上半年借款利息下降;研发费用增加主要系公司高度重视产品及工艺创新,加大了研发投入。2024年上半年,公司经营活动产生的现金流量净额为0.35亿元,同比减少87.66%。

■ 打造非公路轮胎战略转型，2024Q2 净利润创历史新高

2024 年上半年，在国内市场，公司坚持“产品领先”，做优细分市场，开发优质客户，持续推进产品结构逐步向非公路轮胎转型；推进细分市场产品领先战略，重点针对普货、大件运输等 9 个细分市场打造爆款产品。在海外市场，通过推进澳洲等市场的公交车高端产品配套项目，以及细分市场高端产品的上市，不断提升高盈利产品占比。在泰国、沙特等市场开发区域代理商或车队用户，缩短渠道链条，实现渠道下沉。同时，公司上半年建立了售前、售中、售后全流程的巨胎服务体系，大幅提升了巨胎产品的销售和矿山客户粘性。

2024Q2，公司实现归母净利润 1.56 亿元，同比+0.37 亿元，环比+0.82 亿元；其中实现毛利润 3.19 亿元，同比+0.32 亿元，环比+0.48 亿元。期间费用方面，2024Q2 公司销售/管理/研发/财务费用分别为 0.35/0.42/0.51/-0.07 亿元，同比-0.09/+0.12/-0.06/+0.06 亿元，环比-0.17/+0.05/-0.30/-0.03 亿元。管理费用增加主要系人工成本上升。所得税费用为 0.22 亿元，环比增加 0.13 亿元。

■ 新建项目增加巨胎产能，看好项目投产后利润增厚

公司具有全系列卡客车和非公路轮胎的设计和生产能力，产品性能和品牌认可度不断提升。公司拥有巨型工程子午线工程轮胎研发和制造技术、宽基超低断面无内胎子午线轮胎设计及制造技术、超低滚阻绿色轮胎设计制造技术、智能轮胎设计制造技术等一大批核心技术，具备全系列工业胎的产品制造与服务能力。公司是徐工、三一国内工程机械车辆生产厂家的战略供应商，是沃尔沃、卡特彼勒等全球建筑设备企业轮胎配套产品供应商。公司与全球顶尖的轮胎制造企业倍耐力加强技术合作，进行技术深度融合，加速公司向世界一流轮胎企业迈进的步伐。

公司具备生产全系列工业轮胎的能力，同时逐步扩增巨胎产能。2024 年上半年，公司快速响应市场需求，积极开拓新业务，产品结构逐步向非公路轮胎战略转型。据公司环评，8 万条巨型及特种子午胎项目全面达产后可增加 74000 条特种工程子午胎、6000 条巨胎的产能，预计可增加年均 9.27 亿元的营业收入，实现年均利润总额 2.39 亿元，具有良好的经济效益，迈出公司巨胎产能全球领先规划的第一步。此外公司拟建设的 2 万套高性能巨型工程子午胎扩能增效项目，是公司实现新质生产力、带动公司管理体系整体变革与升级的重要台阶。根据公司该项目环评，该项目全面达产后可增加巨胎产能 19500 条，工程子午胎产能 500 条，预计可达到年均 18.03 亿元的营业收入，实现年均利润总额 7.26 亿元，巨胎产品高投入、高收益、高回报，大大提升公司产品的盈利能力。

■ 盈利预测和投资评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 65.88、68.83、74.84 亿元，归母净利润分别为 5.52、5.92、7.54 亿元，对应 PE 分别 7.3、6.8、5.3 倍，公司拥有先进的工业轮胎生产设备，导入倍耐力轮胎制造工艺技术，多项目有序推进，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5739	6588	6883	7484
增长率(%)	15	15	4	9
归母净利润（百万元）	349	552	592	754
增长率(%)	313	58	7	27
摊薄每股收益（元）	0.48	0.76	0.81	1.03
ROE(%)	11	15	14	15
P/E	12.85	7.27	6.78	5.32
P/B	1.39	1.09	0.95	0.82
P/S	0.78	0.61	0.58	0.54
EV/EBITDA	6.39	3.75	3.22	2.92

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、公司主要项目产能情况

表 1：公司主要项目产能及经济性测算（单位：万条）

产品，万条/年		项目					
产品类型	规格型号	原有13万条	3万条项目	8万条项目	2万条项目	农业胎项目	
全钢工程子午胎	20吋	-	0.21	7.40	-	-	
	20.5吋	0.60	-		-	-	
	22.5吋	-	0.25		-	-	
	24吋	2.30	0.19		-	-	
	25吋	9.30	1.79		-	-	
	26.5吋	-	-		-	-	
	29吋	-	0.64		-	-	
	30.5吋	-	-		-	-	
	33吋	0.76	-		-	-	-
	35吋		-		-	-	-
	39-45吋		-		-	0.05	-
巨胎	49吋	0.02	-	0.60	1.95	-	
	51吋		-			-	
	57吋		-			-	
	63吋		-			-	
农用于午胎	-	-	-	-	3.00		
总计	-	13.00	3.09	8.00	2.00	3.00	
经济性测算	总投资，万元	15721	9501	61219	146369	-	
	预计实现收入，万元/年	15466	10937	92709	180319	-	
	年均利润总额，万元	3882	1253	23885	72648	-	

资料来源：风神轮胎官网、焦作市生态环境局，国海证券研究所

2、公司财务数据

图 1：2024H1 营收同比上升 13.56%



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：2024H1 归母净利润同比上升 35.69%



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：净资产收益率



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：资产负债率



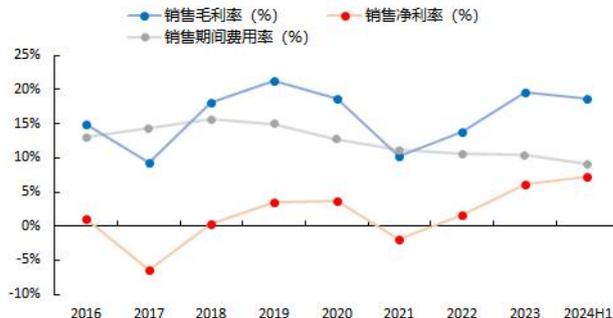
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：资产周转率



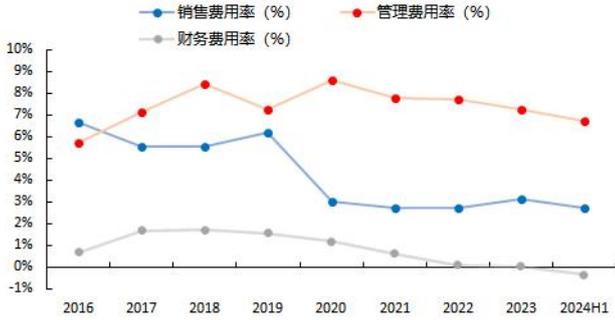
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：毛利率、净利率及期间费用率



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7：期间费用率



资料来源：Wind，国海证券研究所

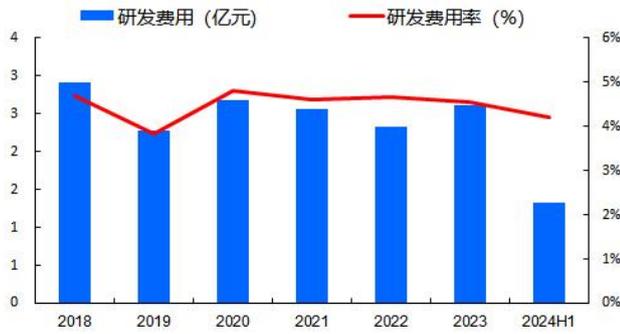
注：此处管理费用包含研发费用

图 8：2024H1 经营活动现金流净额 0.35 亿元



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 9：2024H1 研发费用为 1.32 亿元



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 10：2024Q2 营收同比增长 11.87%



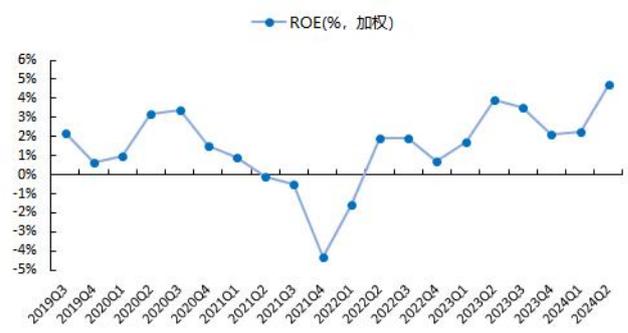
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 11：2024Q2 归母净利润同比增长 31.28%



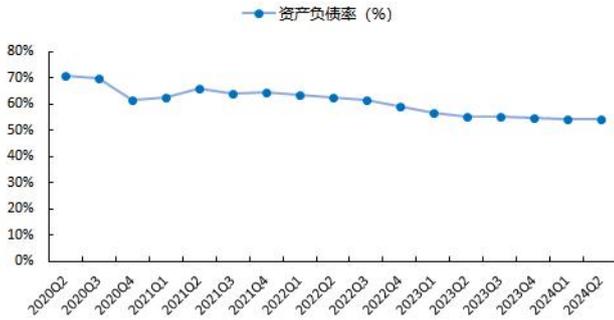
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 12：季度净资产收益率



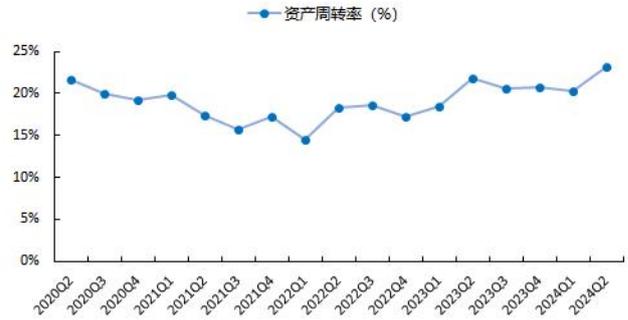
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 13: 季度资产负债率



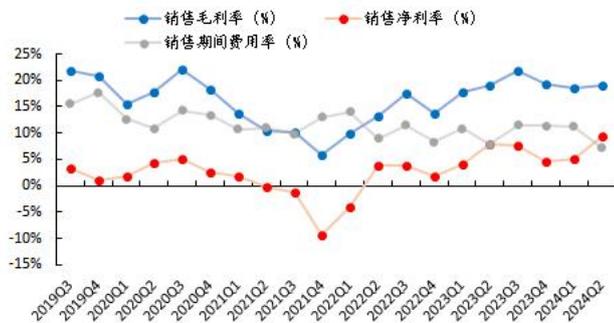
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 季度资产周转率



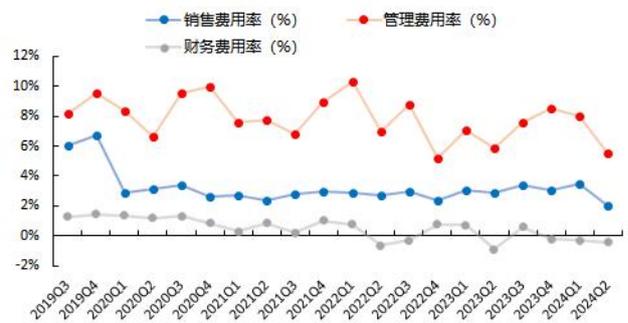
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 15: 毛利率、净利率及期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

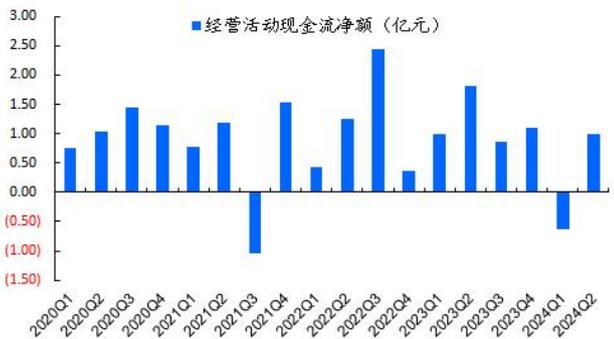
图 16: 季度期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

注: 此处管理费用包含研发费用

图 17: 2024Q2 经营活动现金流净额 0.99 亿元



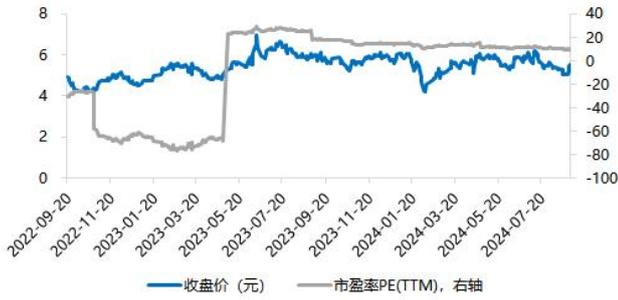
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 18: 季度研发费用情况



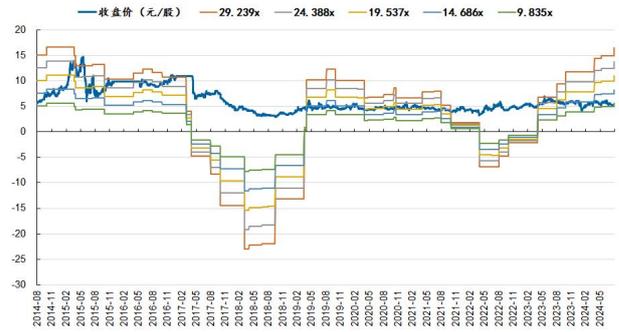
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 19: 收盘价及 PE (TTM)



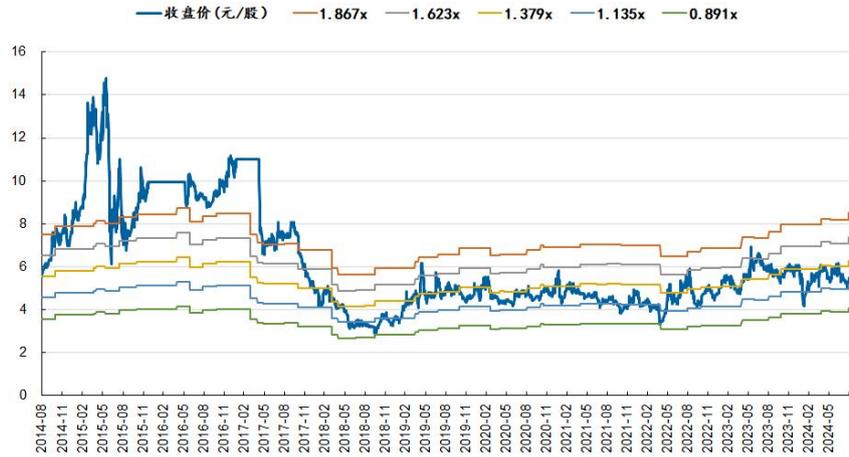
资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/30)

图 20: PE-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/30)

图 21: PB-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/30)

3、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 65.88、68.83、74.84 亿元, 归母净利润分别为 5.52、5.92、7.54 亿元, 对应 PE 分别 7.3、6.8、5.3 倍, 公司拥有先进的工业轮胎生产设备, 导入倍耐力轮胎制造工艺技术, 多项目有序推进, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

4、风险提示

宏观经济波动风险; 产能投放不及预期; 产品价格波动风险; 原材料价格波动的风险; 未来需求下滑; 新项目进度不及预期。

附表：风神股份盈利预测表

证券代码:	600469				股价:	5.50		投资评级:	买入		日期:	2024/08/30	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	11%	15%	14%	15%	EPS	0.48	0.76	0.81	1.03				
毛利率	20%	20%	21%	22%	BVPS	4.45	5.06	5.79	6.71				
期间费率	6%	6%	6%	6%	估值								
销售净利率	6%	8%	9%	10%	P/E	12.85	7.27	6.78	5.32				
成长能力					P/B	1.39	1.09	0.95	0.82				
收入增长率	15%	15%	4%	9%	P/S	0.78	0.61	0.58	0.54				
利润增长率	313%	58%	7%	27%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.80	0.87	0.82	0.81	营业收入	5739	6588	6883	7484				
应收账款周转率	9.91	8.20	6.69	6.82	营业成本	4616	5247	5462	5809				
存货周转率	4.11	4.38	4.22	4.27	营业税金及附加	55	59	62	67				
偿债能力					销售费用	179	204	206	225				
资产负债率	55%	53%	53%	49%	管理费用	155	179	186	202				
流动比	1.30	1.60	1.80	2.29	财务费用	2	-8	7	8				
速动比	0.88	1.15	1.35	1.71	其他费用/(-收入)	261	264	275	299				
					营业利润	407	649	696	887				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	8	0	0	0				
现金及现金等价物	1242	1549	2208	2305	利润总额	415	649	696	887				
应收款项	1078	1592	1663	1809	所得税费用	66	97	104	133				
存货净额	1128	1268	1320	1404	净利润	349	552	592	754				
其他流动资产	273	270	280	300	少数股东损益	0	0	0	0				
流动资产合计	3721	4679	5471	5818	归属于母公司净利润	349	552	592	754				
固定资产	2370	2138	2016	1968									
在建工程	170	277	658	943	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	405	301	297	292	经营活动现金流	479	606	961	426				
长期股权投资	529	499	499	499	净利润	349	552	592	754				
资产总计	7195	7895	8941	9521	少数股东损益	0	0	0	0				
短期借款	252	0	0	0	折旧摊销	308	339	359	379				
应付款项	1980	2288	2382	1936	公允价值变动	0	0	0	0				
合同负债	159	125	131	112	营运资金变动	-248	-317	-17	-744				
其他流动负债	469	503	519	489	投资活动现金流	-276	-85	-608	-608				
流动负债合计	2860	2916	3032	2537	资本支出	-276	-210	-608	-608				
长期借款及应付债券	966	1166	1566	1966	长期投资	0	30	0	0				
其他长期负债	124	122	122	122	其他	0	95	0	0				
长期负债合计	1090	1288	1688	2088	筹资活动现金流	-359	-222	305	279				
负债合计	3950	4204	4720	4625	债务融资	-282	-79	400	400				
股本	729	729	729	729	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	3244	3691	4221	4896	其它	-77	-143	-95	-121				
负债和股东权益总计	7195	7895	8941	9521	现金净增加额	-158	307	658	97				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些

公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。