

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

# 23Q1 归母净利润同比增长 296.56%，推动品牌建设

**股票数据**

05月10日收盘价(元)	14.61
52周股价波动(元)	10.46-15.36
总股本/流通A股(百万股)	800/800
总市值/流通市值(百万元)	11688/11688

**相关研究**
**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.6	9.5	9.4
相对涨幅(%)	14.2	8.8	12.1

资料来源: 海通证券研究所

**投资要点:**

- 22年归母净利润同比增长 22.86%，现金分红总额占归母净利润的 30.73%。** 2022 年公司营业收入 92.2 亿元，同比上升 2.97%；归母净利润 7.38 亿元，同比上升 22.86%；扣非净利润 5.42 亿元，同比上升 39.63%。2023 年一季度，公司营业收入 24.58 亿元，同比上升 32.77%；归母净利润 2.32 亿元，同比上升 296.56%；扣非净利润 1.80 亿元，同比上升 2212.58%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.8 元，本次不送股，也不进行资本公积金转增股本，合计拟派发现金红利人民币 2.24 亿元（含税），占 2022 年度合并报表中归母净利润的 30.37%。
- 2022 年公司业绩主要影响因素：** 1、源于三角轮胎品牌影响力的强大支撑，以及原材料价格高位运行、美元汇率上升等因素影响，2022 年公司轮胎产品价格上涨，支持了公司营业收入和销售利润双增长。2、内外贸市场需求发生变化，公司积极调整市场结构和产品结构，商用车胎、巨胎出口较大幅度增加，附加值较高的工程胎、巨胎贡献更好的销售利润，出口效益全面增长。
- 公司增强新技术、新材料、新工艺的创新。** 2022 年公司持续增强新设计、新材料及新工艺的研发创新与应用，从技术设计推进减碳工作。乘用车胎产品的轻量化及高性能化全面推进；热裂解炭黑、再生橡胶、绿色/生物基材料等可持续原材料的应用范围逐步增加，实现可持续性原材料在轮胎中的工业化应用；直压硫化技术进一步改进，有效降低能耗，具备了产业化的技术条件；加深仿真分析在产品开发中的应用，缩短产品开发周期，提高开发效率并节约试验费用。2022 年公司完成了首款聚氨酯轮胎（非充气轮胎）的设计开发及低速实车测试。
- 公司推动品牌建设。** 2022 年公司在国内继续投放高铁广告，基本覆盖全国高铁网络核心干线，贯穿全国 28 个省市自治区；公司航空子午线轮胎、新能源车专用低滚阻轮胎、静音轮胎，以及高性能冬季轮胎、高端越野房车轮胎亮相 2022 世界工业设计大会，获得高度关注；在国际市场上，参加了意大利博洛尼亚国际汽车配件展览会、德国国际科隆轮胎展览会、德国国际工程机械宝马展会、英国采石及矿业展览会等，三角轮胎品牌影响力进一步提升，新产品获得广泛的市场推广和青睐。
- 盈利预测。** 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 8.04、9.93、10.55 亿元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理估值为 2023 年 19-22 倍 PE，对应合理价值区间为 19.19-22.22 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 贸易摩擦导致关税持续提升；国际市场新的贸易和技术壁垒不断升级导致市场竞争加剧；橡胶、炭黑原材料价格大幅波动。

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	8954	9220	9482	10146	11143
(+/-)YoY(%)	4.9%	3.0%	2.8%	7.0%	9.8%
净利润(百万元)	600	738	804	993	1055
(+/-)YoY(%)	-43.4%	22.9%	9.0%	23.4%	6.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.75	0.92	1.01	1.24	1.32
毛利率(%)	14.3%	14.8%	15.6%	15.6%	15.5%
净资产收益率(%)	5.4%	6.3%	6.4%	7.4%	7.3%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**盈利预测:**

**价格:** 根据 22 年轮胎价格, 我们判断轮胎价格保持平稳, 我们假设 23-25 年轮胎价格为 412 元/条。

**产能利用率:** 根据 22 年轮胎产能利用率, 我们判断轮胎产能利用率逐渐提高, 假设 23-25 年轮胎产能利用率分别为 85%、91%和 100%。

**产销率:** 根据 22 年轮胎产销率, 我们判断轮胎产销率保持稳定, 假设轮胎 23-25 年产销率为 100%。

**表 1 三角轮胎分业务盈利预测**

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	9220.12	9482.04	10146.34	11142.78
总成本 (百万元)	7852.52	8003.81	8568.46	9415.43
总毛利 (百万元)	1367.61	1478.24	1577.88	1727.35
总毛利率	14.83%	15.59%	15.55%	15.50%
<b>轮胎业务</b>				
收入 (百万元)	9148.91	9410.83	10075.12	11071.56
成本 (百万元)	7847.96	7999.20	8563.85	9410.83
毛利 (百万元)	1300.94	1411.62	1511.27	1660.73
毛利率	14.22%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>运输业务</b>				
收入 (百万元)	3.98	3.98	3.98	3.98
成本 (百万元)	3.93	3.93	3.93	3.93
毛利 (百万元)	0.05	0.05	0.05	0.05
毛利率	1.27%	1.30%	1.30%	1.30%
<b>其他业务</b>				
收入 (百万元)	67.23	67.23	67.23	67.23
成本 (百万元)	0.62	0.67	0.67	0.67
毛利 (百万元)	66.61	66.56	66.56	66.56
毛利率	99.08%	99.00%	99.00%	99.00%

资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

**表 2 可比上市公司估值比较**

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021	2022	2023E	2021	2022	2023E
玲珑轮胎	601966.SH	21.58	0.57	0.20	0.85	64	104	25
赛轮轮胎	601058.SH	9.79	0.43	0.43	0.64	35	23	16
<b>平均值</b>						50	64	21

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 5 月 10 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	9220	9482	10146	11143
每股收益	0.92	1.01	1.24	1.32	营业成本	7853	8004	8568	9415
每股净资产	14.62	15.62	16.87	18.19	毛利率%	14.8%	15.6%	15.6%	15.5%
每股经营现金流	1.86	0.27	2.71	0.35	营业税金及附加	47	48	52	57
每股股利	0.28	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	342	332	304	345
P/E	15.85	14.53	11.77	11.08	营业费用率%	3.7%	3.5%	3.0%	3.1%
P/B	1.00	0.94	0.87	0.80	管理费用	235	237	223	234
P/S	1.27	1.23	1.15	1.05	管理费用率%	2.5%	2.5%	2.2%	2.1%
EV/EBITDA	8.36	9.43	6.10	5.38	EBIT	580	700	884	952
股息率%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-39	0	0	0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	14.8%	15.6%	15.6%	15.5%	资产减值损失	-32	0	0	0
净利润率	8.0%	8.5%	9.8%	9.5%	投资收益	227	247	284	290
净资产收益率	6.3%	6.4%	7.4%	7.3%	<b>营业利润</b>	<b>833</b>	<b>946</b>	<b>1168</b>	<b>1242</b>
资产回报率	4.2%	4.7%	4.7%	5.3%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	3.9%	4.3%	5.0%	5.1%	<b>利润总额</b>	<b>832</b>	<b>946</b>	<b>1168</b>	<b>1242</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1016	1060	1246	1316
营业收入增长率	3.0%	2.8%	7.0%	9.8%	所得税	95	142	175	186
EBIT 增长率	21.5%	20.6%	26.3%	7.7%	有效所得税率%	11.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	22.9%	9.0%	23.4%	6.3%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>738</b>	<b>804</b>	<b>993</b>	<b>1055</b>
资产负债率	33.9%	26.4%	35.8%	27.5%					
流动比率	2.31	3.10	2.37	3.20	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.82	1.22	1.11	1.60	货币资金	2741	3150	5549	6072
现金比率	0.51	0.81	0.80	1.23	应收账款及应收票据	891	640	1271	780
<b>经营效率指标</b>					存货	1399	671	2064	1225
应收账款周转天数	33.04	26.41	31.92	33.04	其它流动资产	7434	7615	7510	7696
存货周转天数	62.89	46.54	57.46	62.89	流动资产合计	12464	12076	16396	15774
总资产周转率	0.54	0.55	0.53	0.54	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.04	2.26	2.61	3.12	固定资产	4350	4040	3727	3413
					在建工程	211	211	211	211
					无形资产	417	417	417	417
					非流动资产合计	5230	4919	4607	4292
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>17693</b>	<b>16995</b>	<b>21002</b>	<b>20067</b>
净利润	738	804	993	1055	短期借款	1229	1229	1229	1229
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	3861	2346	5370	3325
非现金支出	473	361	362	364	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-168	-247	-284	-290	其它流动负债	313	325	315	370
营运资金变动	444	-706	1095	-847	流动负债合计	5402	3899	6914	4923
<b>经营活动现金流</b>	<b>1487</b>	<b>212</b>	<b>2166</b>	<b>283</b>	长期借款	200	200	200	200
资产	-79	-50	-50	-50	其它长期负债	395	395	395	395
投资	-310	0	0	0	非流动负债合计	595	595	595	595
其他	65	247	284	290	<b>负债总计</b>	<b>5997</b>	<b>4494</b>	<b>7509</b>	<b>5518</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-324</b>	<b>197</b>	<b>234</b>	<b>240</b>	实收资本	800	800	800	800
债权募资	23	0	0	0	归属于母公司所有者权益	11696	12500	13493	14548
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	1	1	1	1
其他	-229	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>17693</b>	<b>16995</b>	<b>21002</b>	<b>20067</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-206</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1010</b>	<b>409</b>	<b>2400</b>	<b>523</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 10 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化, 卫星化学, 扬农化工, 滨化股份, 湘潭电化, 东方铁塔, 亚钾国际, 新洋丰, 梅花生物, 百傲化学, 建龙微纳, 皇马科技, 和远气体, 华光新材, 联瑞新材, 利安隆, 万润股份, 昊华科技, 东华能源, 德美化工, 东材科技, 上海石化, 东方盛虹, 盐湖股份, 鲁西化工, 巨化股份, 苏博特, 卓越新能, 凯立新材, 凌玮科技

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下, 本公司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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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, 还可能会为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。