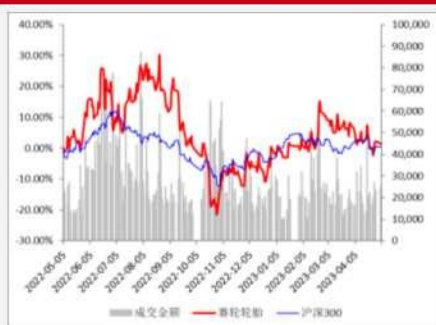




业绩稳步增长，需求恢复成长可期

公司评级： 增持

近一年该股相对沪深300走势



基础数据

总股本 (百万股)	3063
实际流通 A 股 (百万股)	3063
实际流通 A 股市值 (亿元)	312

研究员 顾诗园

投资咨询证书号 S0620521120001

电话 025-58519167

邮箱 sygu@njzq.com.cn

事件:

赛轮轮胎发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入 219.02 亿元 (同比+21.69%)，归母净利润 13.35 亿元 (同比+11.86%)；其中 Q4 实现营业收入 51.84 亿元 (同比+9.07%，环比-16.71%)，归母净利润 2.67 亿元 (同比-14.07%，环比-23.72%)。2022 年毛利率 18.42% (同比-0.45pct)，净利率 6.52% (同比-0.94pct)；Q4 毛利率 19.78% (同比+4.70pct，环比+2.23pct)，净利率 5.63% (同比-1.22pct，环比-0.54pct)。2023 年 Q1 公司实现营业收入 53.72 亿元 (同比+10.44%，环比+3.60%)，归母净利润 3.55 亿元 (同比+10.32%，环比+32.94%)。Q1 毛利率 20.32% (同比+3.30pct，环比+0.54pct)，净利率 6.87% (同比-0.07pct，环比+1.24pct)。

➤ **22Q4 海外去库影响，产销量环比下滑，23Q1 需求恢复量价齐升：**2022 年轮胎行业面临诸多挑战，根据中国橡胶工业协会轮胎分会的统计，2022 年全国汽车外胎产量约 6.67 亿条，同比减少 4.3%；其中子午线轮胎产量约 6.35 亿条，同比减少 3.3% (全钢子午线轮胎产量约 1.24 亿条，同比减少 11.4%，半钢子午线轮胎产量约 5.11 亿条，同比减少 1.2%)。公司 2022 年产销量分别为 4321 万条 (同比-4.8%)、4390 万条 (同比+0.7%)，均价为 459 元/条 (同比+24.5%)；22Q4 产销量分别为 1011 万条 (同比-16.1%，环比-1.2%)、936 万条 (同比-7.8%，环比-23.2%)，均价 518 元/条 (同比+25.1%，环比+9.2%)；Q3-Q4 欧美等海外客户受到高通胀影响，需求出现阶段性走弱，叠加海外经销商库存较高，公司产销量受到影响。23Q1 国内需求陆续恢复，海外去库接近尾声，公司产销得到修复，22Q1 产销量分别为 1152 万条 (同比+3.3%，环比+14.0%)、1154 万条 (同比+4.9%，环比+23.3%)，均价 438 元/条 (同比+9.4%，

环比-15.5%)。原材料端, 2022Q4 天然橡胶、丁苯橡胶、炭黑、钢丝、帘子布市场均价环比分别为+0.7%、-4%、+14%、-3%、-8%; 轮胎主要原料除了炭黑外均处下行趋势, 集装箱运价大幅下降; 2023 年 Q1 来看, 炭黑价格已开始环比下行, 天然橡胶和钢丝价格小幅上行, 丁苯橡胶和帘子布价格环比下降。

- **加强产能储备, 液体黄金性能优秀:** 海外方面, 2022 年公司柬埔寨工厂年产 900 万条半钢胎项目正式投入运营, 柬埔寨工厂年产 165 万条全钢胎项目全线贯通; 越南三期项目中年产 5 万吨非公路轮胎项目已基本建设完成, 年产 100 万条全钢胎和 300 万条半钢胎项目持续建设。国内方面, 公司规划在青岛董家口建设年产 3000 万套高性能子午胎与 15 万吨非公路轮胎项目, 年产 50 万吨功能化新材料(一期 20 万吨)项目; 2023 年 1 月, 公司对青岛工厂非公路轮胎项目进行技术改造, 改造完成后, 该项目将全部生产 49 吋及以上规格的巨型非公路轮胎。项目全部达产后可更好满足客户需求, 提升整体竞争力。公司自主研发的低碳绿色轮胎产品-液体黄金轮胎解决了轮胎滚动阻力、抗湿滑性能、耐磨性能难以兼顾的“魔鬼三角”问题, 自 2021 年四季度全球首发以来, 液体黄金轮胎的优异性能获得了多个权威机构的测试与认证, 为未来广泛推广奠定基础。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 17.90 亿元、20.82 亿元和 24.15 亿元, 同比增长 34.38%、16.34%和 15.99%, 对应现股价 PE 为 17.45 倍、15.00 倍和 12.94 倍, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 新项目建设不达预期, 原材料价格大幅波动, 下游需求不及预期。

财务报表预测：

利润表

年（百万元，百万股）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	17,998.43	21,902.21	25,094.59	27,494.19	30,130.18
营业成本	14,602.29	17,868.77	19,791.44	21,543.67	23,455.10
税金及附加	49.21	62.64	88.68	97.16	106.47
销售费用	674.19	834.50	1,003.78	1,099.77	1,205.21
管理费用	572.00	608.20	690.88	756.94	829.51
研发费用	480.66	620.84	828.29	907.49	994.50
财务费用	274.27	276.98	627.36	687.35	753.25
其他收益	62.44	48.81	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.32	(15.46)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	(0.27)	15.41	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(109.34)	(93.12)	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	20.74	7.34	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	3.02	4.47	5.12	5.61	6.15
营业利润	1,348.72	1,597.73	2,069.27	2,407.42	2,792.28
营业外收入	43.51	11.83	0.00	0.00	0.00
营业外支出	11.51	46.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,380.72	1,563.01	2,069.27	2,407.42	2,792.28
所得税	38.67	135.24	155.20	180.56	209.42
净利润	1,342.05	1,427.77	1,914.08	2,226.86	2,582.86
少数股东损益	29.09	95.98	124.42	144.75	167.89
归属于母公司所有者的净利润	1,312.96	1,331.79	1,789.66	2,082.11	2,414.97
总股本	3,063.48	3,063.48	3,062.58	3,062.58	3,062.58
每股收益（元）	0.43	0.43	0.58	0.68	0.79
市盈率	34.51	23.05	17.45	15.00	12.94

注：市盈率截至2023年5月4日

免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

南京证券行业投资评级标准：

- 推 荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中 性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回 避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 买 入：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
- 增 持：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
- 中 性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。

请务必阅读正文之后的重要法律声明