

➤ **锚定“5X”战略，公司持续推进国内外产能建设。**公司成立于 2002 年，经过多年的发展，公司的产品品类持续扩充，销售规模持续扩大，2023 年前三季度公司实现营业总收入 36.80 亿元，同比增长 12.39%；实现归母净利润 1.59 亿元，同比增长 594.63%。2021 年，公司提出“5X”战略发展，即在 2020-2030 年内，实现国内外 5 大生产基地，5 大研发中心，500 家战略渠道商、5000 家核心门店，以及 5000 万条以上的产能规模。公司近几年的战略布局也围绕着“5X”战略展开：国内工厂方面，在现有无锡基地的基础上，公司规划了内蒙古包头基地，有望于 2025 年贡献产能，并且无锡基地的落后老旧产能也在退出，公司国内生产基地的产品盈利能力有望持续提升；海外工厂方面，2018 年公司正式启动海外第一座工厂——泰国工厂的生产建设，2023 年 8 月，公司宣布加码泰国基地，计划通过 24 个月新增 50 万条全钢胎以及 600 万条半钢胎产能。此外，公司 2021 年启动了海外第二基地，柬埔寨基地的建设，2023 年柬埔寨基地产品成功下线，2024 年下半年公司柬埔寨基地有望进入全面达产。随着产能的陆续落地，公司的业绩有望保持成长性，并且公司产能扩大也将带来单位产品成本的降低，公司的盈利能力也将改善。

➤ **美国对东南亚轮胎的贸易壁垒或下降，利于公司布局的东南亚基地。**2022 年 9 月，美国对东南亚轮胎出口的“双反”税率进入复审阶段，复审初裁结果或使得公司泰国工厂的反倾销税率从 17.06% 大幅下降到了 4.52%，并且美国尚未对柬埔寨地区的轮胎征收“双反”税率，贸易壁垒的下降将利于公司东南亚基地的生产销售。并且根据过往数据，国内轮胎厂商的东南亚基地盈利能力在行业景气上行和下行阶段均领先于其他地区，公司的泰国扩产产能与柬埔寨产能落地后，公司的盈利能力有望走上新的台阶。

➤ **疫情影响消散，轮胎销售有望持续恢复。**疫情影响逐渐消散，海外市场经济复苏活跃，美国市场的汽车销量始终保持在高位，美国的重卡销售量也逼近了新高，远超过 2020-2022 年水平，带动国内轮胎出口，根据海关总署的数据，自 2023 年 2 月起，我国汽车轮胎的出口数量均显著高于过去三年，并且出口强劲的趋势有望保持。国内的商用车市场也呈现出了淡季不淡的运行趋势，有望带动轮胎销售持续恢复。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.51、4.91、6.03 亿元，EPS 0.16、0.31 与 0.38 元，11 月 01 日收盘价对应 PE 为 24、12 和 10 倍。考虑到公司海外产能布局，未来几年公司轮胎产能将持续释放，结合国产轮胎领先的性价比，公司的业绩将保持增长趋势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格剧烈波动、海运费大幅上涨、产能建设与投产不及预期、汇率大幅波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,120	5,542	6,201	7,061
增长率 (%)	-3.2	34.5	11.9	13.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	17	251	491	603
增长率 (%)	46.1	1378.5	95.7	23.0
每股收益 (元)	0.01	0.16	0.31	0.38
PE	360	24	12	10
PB	1.4	1.1	1.0	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 11 月 01 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

3.87 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 刘隆基

执业证书：S0100122080049

电话：15000393047

邮箱：liulongji@mszq.com

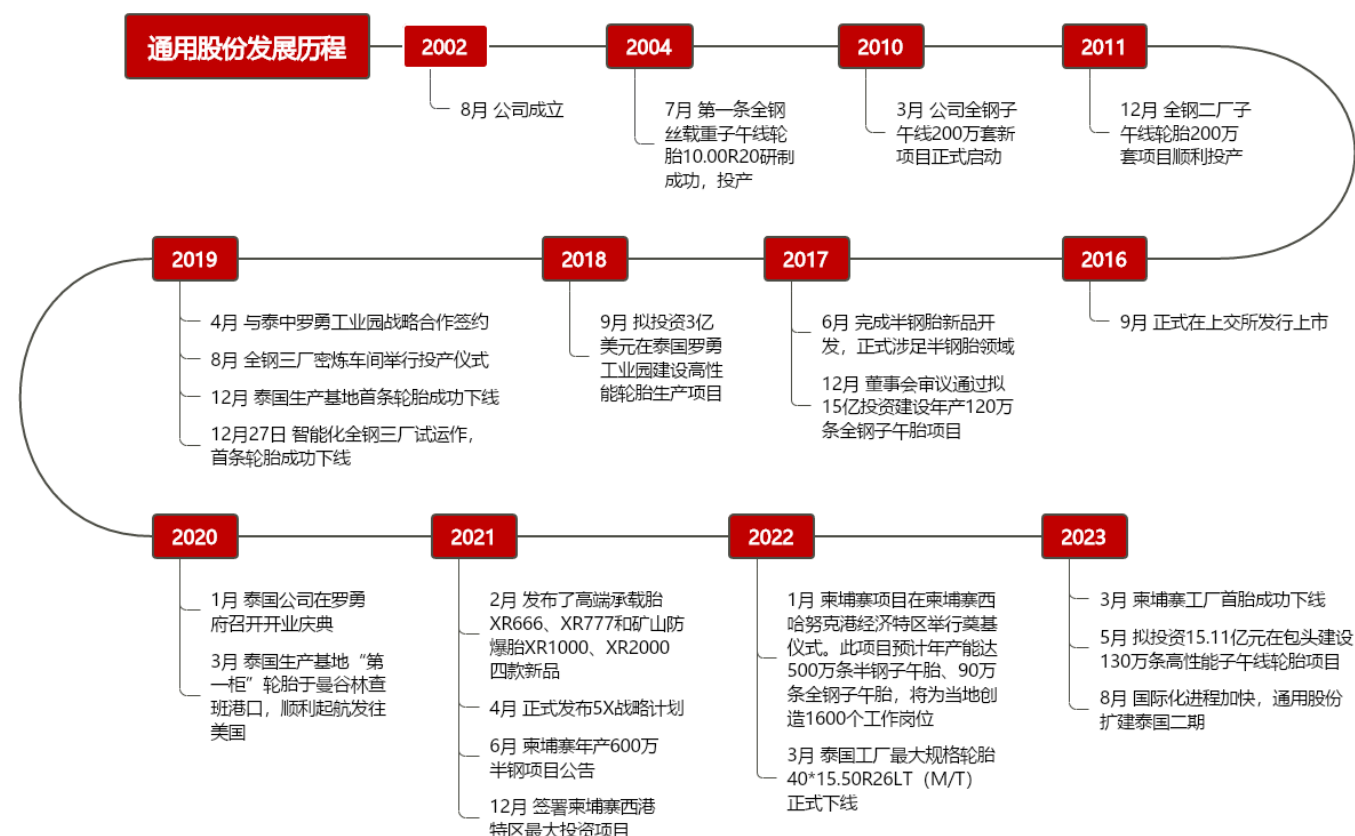
目录

1 公司介绍：致力于持续发展的创新性企业	3
2 锚定“5X”战略，打开公司的成长曲线	6
2.1 内外并举，公司产能有望在三年内快速增长	6
2.2 美国对东南亚轮胎的贸易壁垒或下降，利于公司布局的东南亚基地	7
2.3 东南亚轮胎工厂盈利能力优于其他地区	8
3 国内外车辆产销走俏，轮胎销售有望持续恢复	10
3.1 海外车辆销售强劲带动国内轮胎出口	10
3.2 国内商用车市场正修复改善	11
4 盈利预测与投资建议	12
4.1 盈利预测假设与业务拆分	12
4.2 估值分析	14
4.3 投资建议	14
5 风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

1 公司介绍：致力于持续发展的创新性企业

通用股份成立于 2002 年，2004 年具备了全钢胎的生产能力，随后不断提升其全钢胎的产能；2016 年正式登陆上交所；2017 年涉足半钢胎领域；2019 年公司首个海外基地——泰国基地成功产出产品，并于 2020 年出口至美国；2021 年公司决定在柬埔寨设立第二个海外基地，2023 年柬埔寨基地产品成功下线。

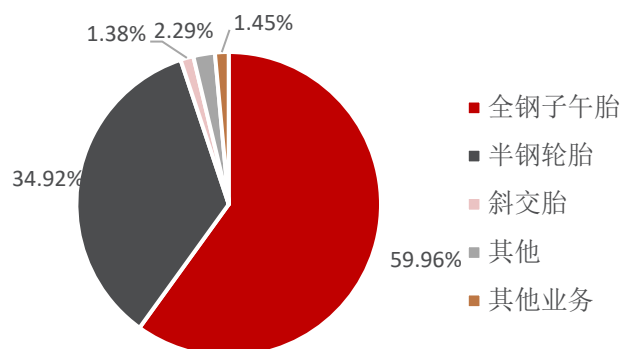
图1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，民生证券研究院

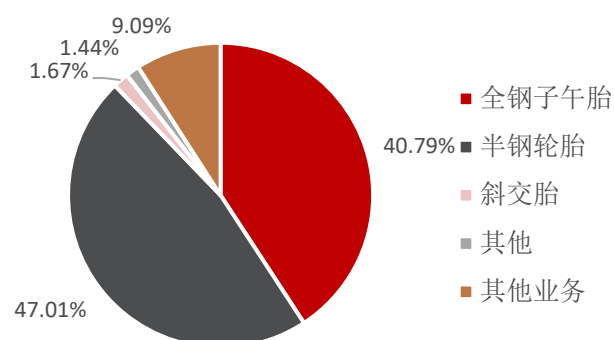
公司的产品结构中，全钢胎对公司的营收贡献最大，半钢胎对公司的利润贡献最大。2022 年，全钢胎对公司的营收贡献占比最高，接近 6 成，其次是半钢胎，占比超过 3 成；而毛利润的贡献中，半钢胎占比达到 47.01%，高于全钢胎的 40.79%。随着公司全钢胎、半钢胎产能的持续落地，公司的营收以及利润有望持续增长。

图2：2022 年公司分品类营业收入



资料来源：iFind，民生证券研究院

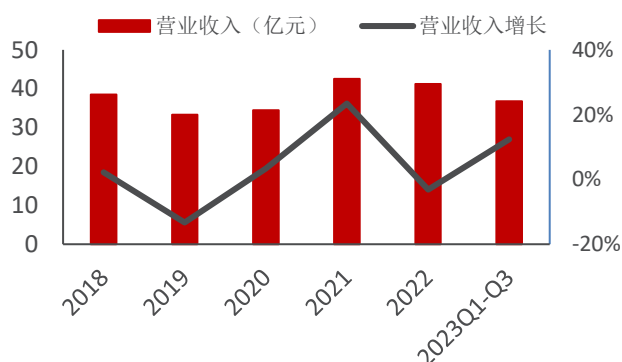
图3：2022 年公司分品类毛利润



资料来源：iFind，民生证券研究院

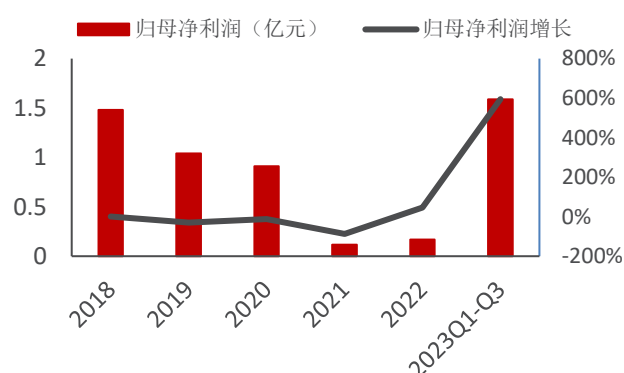
公司的业务正在修复。2019、2020 年，公司净利润有所下滑，主要是公司新建产能，资本开支加大暂时拖累了公司费用项；2021、2022 年，由于卡客车等运输受限，影响到了公司全钢胎的盈利能力。而进入 2023 年，公司业务的盈利能力开始好转。

图4：公司营业收入以及变化情况



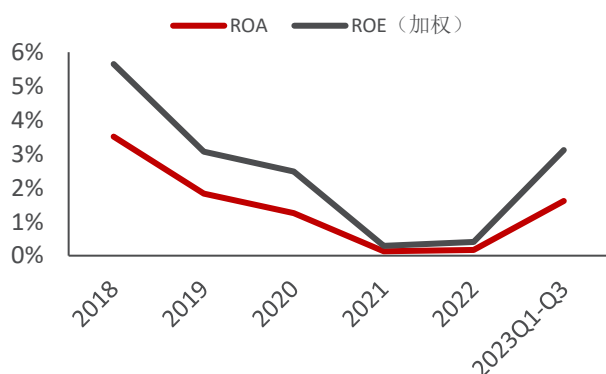
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：公司归母净利润以及变化情况



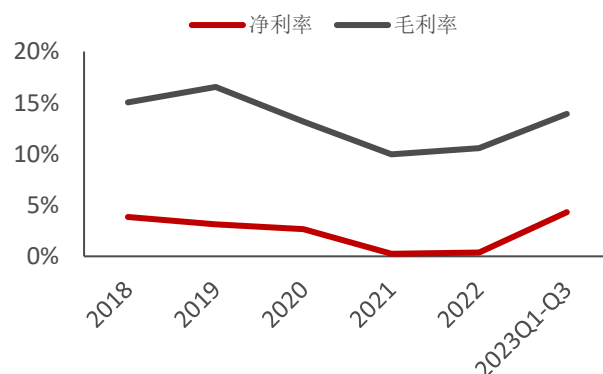
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：公司的盈利能力开始改善



资料来源：iFind，民生证券研究院

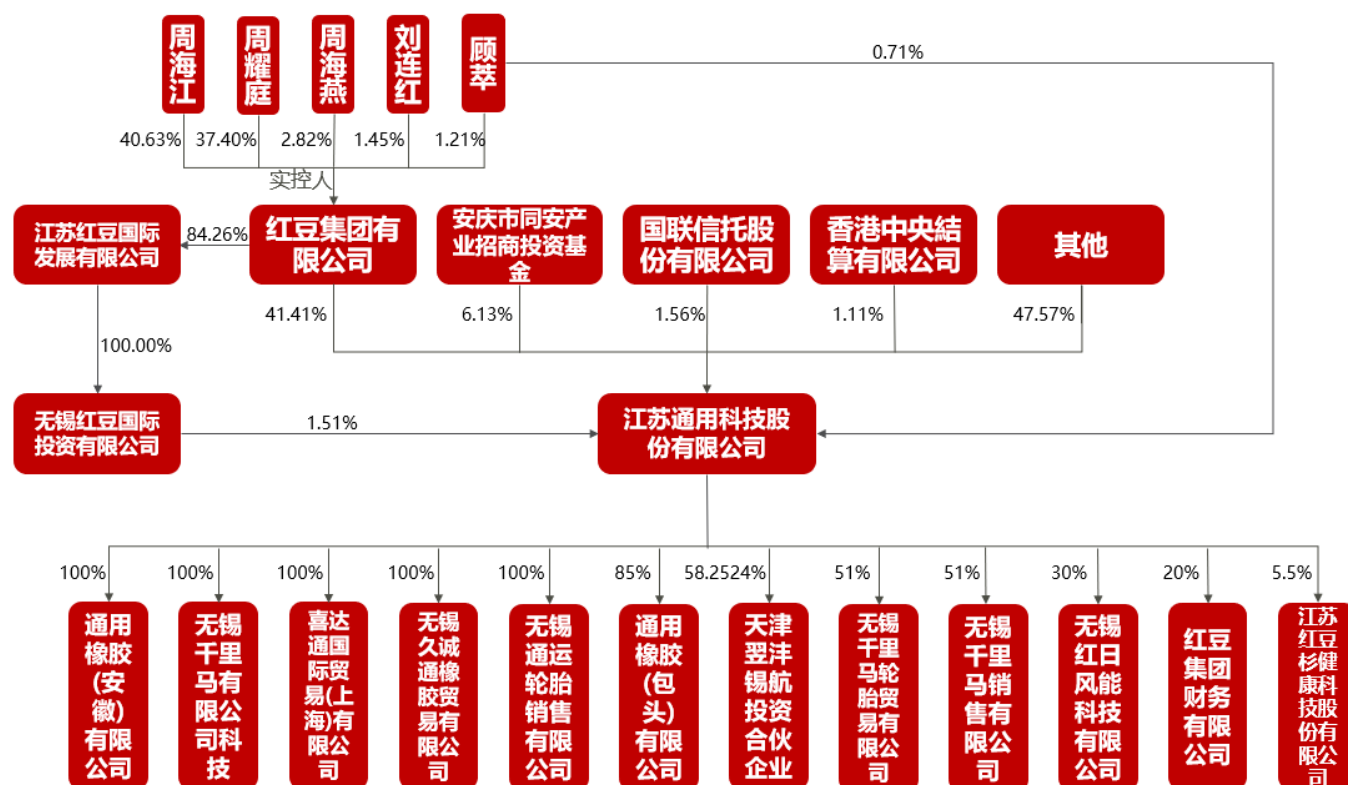
图7：公司盈利能力开始改善



资料来源：iFind，民生证券研究院

公司股权结构稳定。红豆集团是通用集团第一大股东，截至 2023 年 10 月 10 日，持股比例达到 41.41%，红豆集团实控人为周耀庭、周海江、周海燕、刘连红、顾萃。周海江持有红豆集团 40.63%的股权；周耀庭与周海江是父子关系，持有红豆集团 37.41%的股权；周海燕与周海江是兄妹关系，持股红豆集团 2.82%的股权；刘连红与周海江是夫妻关系，持股红豆集团 1.45%的股权；顾萃任通用股份董事长，持股红豆集团 1.21%的股权，也直接持有通用股份 0.71%的股权。红豆集团以及集团控制的红豆国际发展以及董事长顾萃为一致行动人，股权结构稳定。

图8：公司股权结构（截至 2023.10.30）



资料来源：企查查，民生证券研究院

2 锚定“5X”战略，打开公司的成长曲线

2.1 内外并举，公司产能有望在三年内快速增长

2020 年，公司提出“5X”战略发展，即在 2020-2030 年内，实现国内外 5 大生产基地，5 大研发中心，500 家战略渠道商、5000 家核心门店，以及 5000 万条以上的产能规模。公司近几年的战略布局也围绕着“5X”战略展开。

国内工厂方面，在现有无锡基地的基础上，公司规划了内蒙古包头基地，有望于 2025 年贡献产能。

海外工厂方面，2018 年公司正式启动海外第一座工厂——泰国工厂的生产建设，2023 年 8 月，公司宣布加码泰国基地，计划通过 24 个月新增 50 万条全钢胎以及 600 万条半钢胎产能。此外，公司 2021 年启动了海外第二基地——柬埔寨基地的建设。

如果公司规划的国内外基地如期投产，到 2025 年，公司将拥有半钢胎产能规模 2300 万条、全钢胎 690 万条，非公路轮胎 20 万条的规模。

表1：公司积极布局东南亚基地建设

国家/地区	产品	2021	2022	2023	2024	2025
江苏无锡	半钢（万条）	300	300	300	600	600
	全钢（万条）	520	520	320	300	300
	非公路（万条）			10	10	10
内蒙古包头	全钢（万条）	-	-	-	-	120
	非公路（万条）	-	-	-	-	10
柬埔寨	半钢（万条）	-	-	300	500	500
	全钢（万条）	-	-	60	90	90
泰国	半钢（万条）	300	600	600	600	1200
	全钢（万条）	50	100	130	130	180
合计	半钢（万条）	600	900	1200	1700	2300
	全钢（万条）	570	620	510	520	690
	非公路（万条）			10	10	20

资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：考虑到无锡基地部分全钢产线老旧，公司或逐步退出落后产能）

2.2 美国对东南亚轮胎的贸易壁垒或下降,利于公司布局的东南亚基地

2.2.1 柬埔寨工厂对美出口暂无“双反”税率

2020 年,美国对东南亚多个国家或地区提出“双反”调查,2021 年“双反”调查落地,对泰国、韩国、越南等地征收昂贵税率,如森麒麟泰国工厂的反倾销税率达到 17.06%,玲珑轮胎的泰国工厂反倾销税率达到 21.09%,赛轮越南工厂的反补贴税率也达到了 6.23%。而柬埔寨轮胎出口美国不需要缴纳“双反”税率,因此公司在柬埔寨布局产能将有关税优势。

表2: 美国对东南亚地区的轮胎“双反”税率暂未包括柬埔寨

国家/地区	企业	反倾销税	反补贴税
泰国	森麒麟	17.06%	
	日本住友	14.59%	
	玲珑轮胎	21.09%	
	其他	17.06%	
韩国	韩泰	38.07%	
	耐克森	14.24%	
	其他	27.81%	
越南	赛轮		6.23%
	锦湖		7.89%
	建大、普利司通、优科豪马		6.46%
	其他	22.3%	

资料来源:中国轮胎商务网,民生证券研究院

2.2.2 泰国工厂对美出口反倾销税率或大幅下降

2022 年 9 月,美国对东南亚轮胎进口的“双反”税率进入复审阶段,复审初裁结果或使得“双反”税率大幅下降,如森麒麟反倾销税有望从 17.06%下降到 1.24%,日本住友的反倾销税率从 14.59%下降到 6.16%,包括通用股份在内的其他轮胎公司的反倾销税率从 17.06%下降到了 4.52%。美国降低对泰国工厂的“双反”税率将有助于公司对美国的轮胎销售。

表3: 公司积极布局东南亚基地建设

国家/地区	企业	复审前反倾销税	复审后反倾销税
泰国	森麒麟	17.06%	1.24%
	日本住友	14.59%	6.16%
	玲珑轮胎	21.09%	4.52%
	其他	17.06%	4.52%

资料来源:轮胎商业网,民生证券研究院

2.3 东南亚轮胎工厂盈利能力优于其他地区

受到国内关税影响,近些年国内的龙头轮胎企业纷纷凭借自身资金优势、产品优势以及客户积累,加大海外工厂的投入布局,减轻贸易摩擦压力的同时享受海外轮胎市场更高的定价。东南亚因为原料优势以及更低廉的人力成本等,常成为龙头轮胎企业海外设厂的首选。

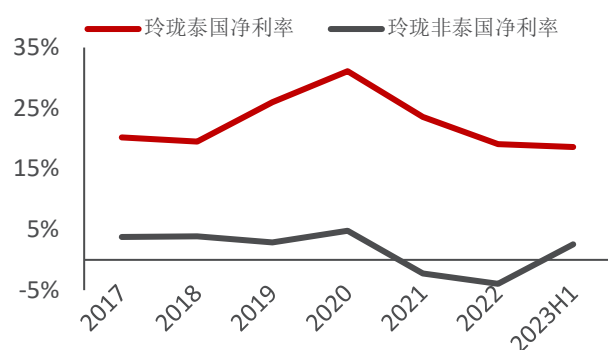
表4: 国内龙头轮胎企业在东南亚的产能布局

公司	国家	类型	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
森麒麟	泰国	半钢（万条）	773	992	992	1000	1000	1300	1600	1600	1600
		全钢（万条）						80	200	200	200
	合计		773	992	992	1000	1000	1380	1800	1800	1800
赛轮轮胎	越南	半钢（万条）	1000	1000	1000	1100	1200	1200	1600	1600	1600
		全钢（万条）	80	120	140	160	160	160	260	260	260
		非公路轮胎（万吨）		3.5	3.5	3.6	5	6	10	10	10
	柬埔寨	半钢（万条）						400	900	900	900
		全钢（万条）							165	165	165
	合计		1080	1123.5	1143.5	1263.6	1365	1766	2935	2935	2935
玲珑轮胎	泰国	半钢（万条）	1100	1300	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
		全钢（万条）	100	145	200	220	220	220	220	220	220
	合计		1200	1445	1700	1720	1720	1720	1720	1720	1720
贵州轮胎	越南	全钢（万条）						120	120	215	215
	合计							120	120	215	215
通用股份	泰国	半钢（万条）			60	300	300	600	600	600	1200
		全钢（万条）				50	50	100	130	130	180
	柬埔寨	半钢（万条）							300	500	500
		全钢（万条）							60	90	90
	合计				60	350	350	700	1090	1320	1970
青岛双星	越南权益	半钢（万条）					233	233	530	530	530
		全钢（万条）							34	34	34
	柬埔寨	半钢（万条）									700
		全钢（万条）									150
	合计					233	233	564	564	1414	
	合计总产能	半钢（万条）	2873	3292	3552	3900	4233	5233	7030	7230	8530
半钢 yoy				15%	8%	10%	9%	24%	34%	3%	
全钢（万条）		180	265	340	430	430	680	1189	1314	1514	
全钢 yoy				47%	28%	26%	0%	58%	75%	11%	

资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院整理;

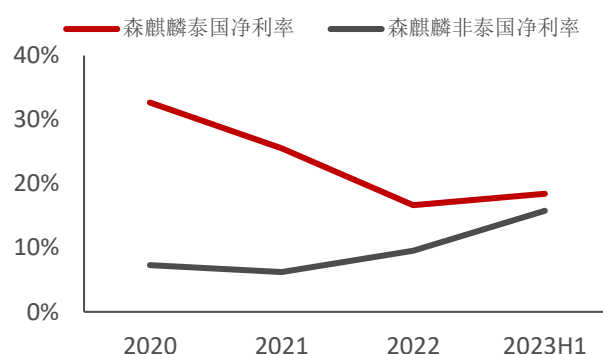
东南亚工厂的盈利能力领先于其他地区的工厂。以较早有布局并有数据支撑的玲珑轮胎、森麒麟的泰国工厂以及赛轮轮胎的越南工厂为例,无论在行业景气下行还是景气上行阶段,东南亚工厂的盈利能力均要强于非东南亚工厂。因此公司的泰国工厂扩产以及柬埔寨工厂落地后,公司的整体盈利能力有望走上新的台阶。

图9: 玲珑轮胎泰国工厂利润率显著领先



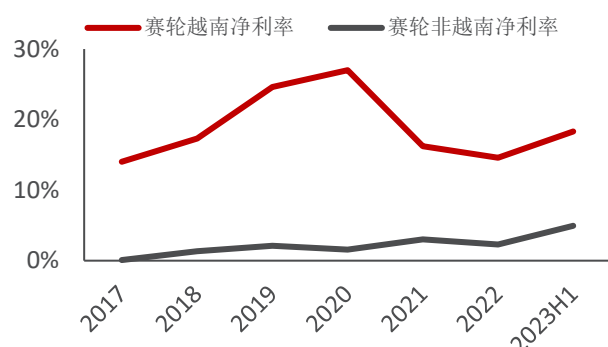
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图10: 森麒麟泰国工厂利润率显著领先



资料来源: iFind, 民生证券研究院

图11: 赛轮轮胎越南工厂利润率显著领先



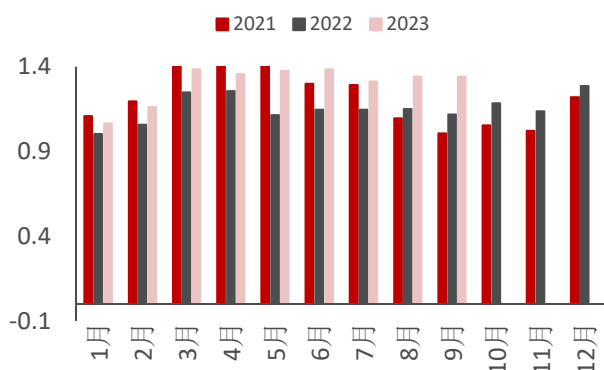
资料来源: iFind, 民生证券研究院

3 国内外车辆产销走俏，轮胎销售有望持续恢复

3.1 海外车辆销售强劲带动国内轮胎出口

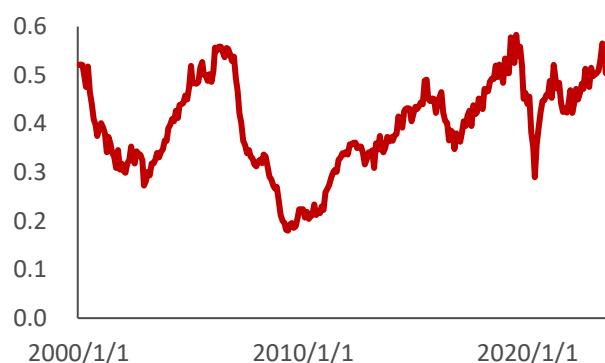
疫情影响渐远，经济表现活跃，海外市场的车辆销售表现强劲。以美国市场为例，根据 Marklines 的数据，2023 年，美国市场的汽车销量始终保持在高位，即使进入相对淡季，汽车销量也没有显著起伏；并且根据 FRED 统计的数据，美国的重卡销售量逼近了新高，远超过 2020-2022 年水平。海外市场车辆销售的强劲也带动国内轮胎出口，根据海关总署的数据，自 2023 年 2 月起，我国汽车轮胎的出口数量均显著高于过去三年，并且出口强劲的趋势有望保持。

图12：美国车辆销售量（百万辆）



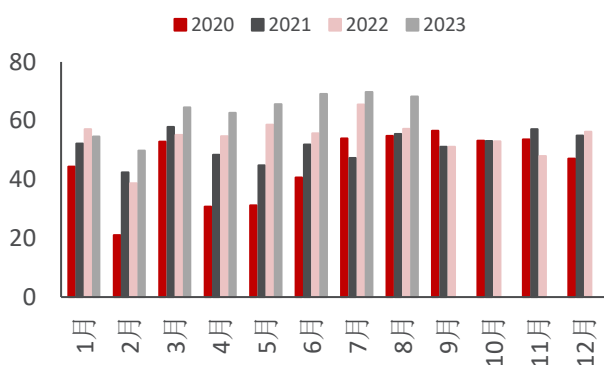
资料来源：Marklines，民生证券研究院

图13：美国重卡销售量接近新高（百万辆）



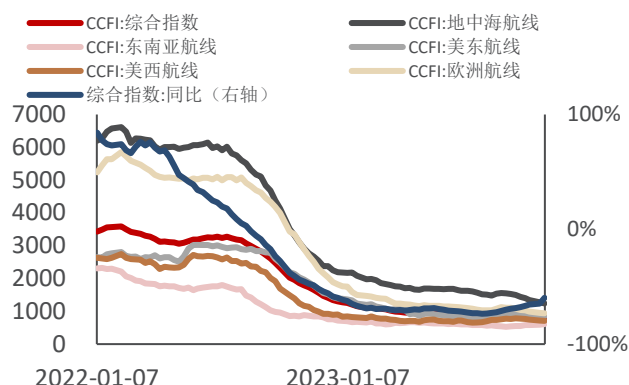
资料来源：FRED，民生证券研究院

图14：国内汽车轮胎出口数量保持高位（万吨）

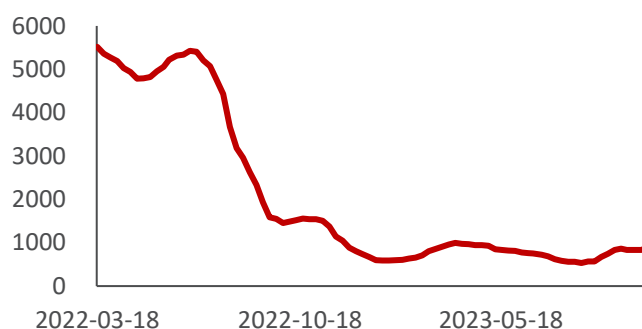


资料来源：海关总署，民生证券研究院

海外轮胎航运紧张问题已经大幅缓解。受到疫情影响，2021-2022 年，航运的货柜紧张，高企的航运费侵蚀了产业链利润，紧张的运力也阻塞轮胎出货。现阶段航运费已经从高点回落，货柜紧张的情形大幅缓解，轮胎的出口回归正常。

图15：中国出口集装箱运价指数


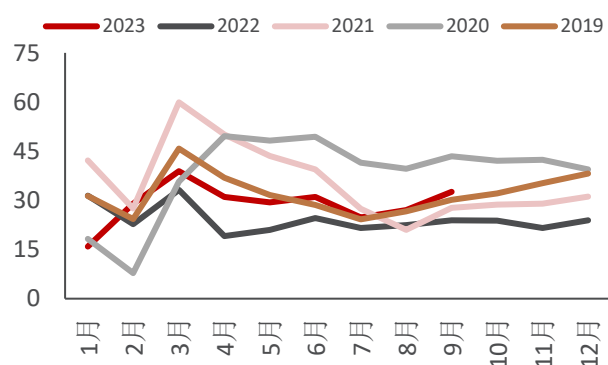
资料来源：Wind，民生证券研究院

图16：东南亚集装箱运价指数


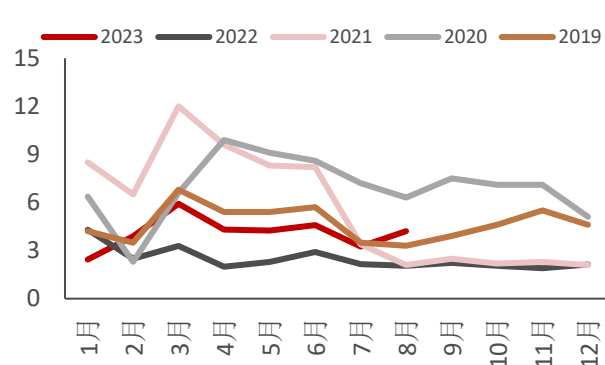
资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2 国内商用车市场正修复改善

与海外市场类似，国内的商用车市场也在复苏。受到疫情影响，2021年下半年到2022年，商用车市场行情冷淡，全钢胎销售相应受到影响。进入2023年，疫情在国内的影响逐渐消散，商用车市场也在回暖，以iFind的数据为例，2023年8月，国内货车销量达到32.6万辆，同比增长36.4%；半挂牵引车销量达到4.21万辆，同比增长104.37%，商用车整体呈现了淡季不淡的销售情况，有望带动国内全钢胎市场的恢复。

图17：货车销量（万辆）


资料来源：iFind，民生证券研究院（注：截至2023.09）

图18：半挂牵引车销量（万辆）


资料来源：iFind，民生证券研究院（注：截至2023.08）

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务是全钢胎与半钢胎的产销，现有无锡工厂和泰国工厂正常运行；在建工程方面，公司柬埔寨工厂规划 500 万条的半钢胎和 90 万条的全钢胎产能爬坡释放中，并在原有泰国生产基地的基础上开展二期项目，预计 2025 年将完全达成 1200 万条半钢胎和 180 万条全钢胎的产能；国内生产基地方面，公司计划在无锡新增 10 万条工程胎技改产能、在包头投资建设 120 万条全钢胎和 10 万条 OTR 工程胎产能。

核心假设如下：

1) 轮胎板块：泰国一期项目 2023 年第三季度实现全钢胎产量增量 30 万条；泰国二期项目于 9 月 27 日举行了开工仪式，预计将于 2024 年产能逐渐开始爬坡，2025 年全年贡献半钢胎产量的增长达到 600 万条，全钢胎贡献增量 50 万条，泰国二期预计将于 2025 年满产；预计 2024 年无锡工厂 300 万条半钢子午线胎完成建设，产能增量 300 万条。随着公司产能的放量，预计 2023-2025 年，公司轮胎板块营业总收入将分别达到 54.82 亿、61.40 亿、69.99 亿元，分别同比增长 34.50%、11.90%、13.90%。考虑到公司产能持续释放，并且售价更高的海外产能占比提升，并且公司海外基地更靠近原材料产地，用人成本也更低，毛利率相比更有优势，即使原材料端如原油等价格上涨，公司也能通过对产品涨价进行传导，因此公司综合毛利率有望持续改善，预计 2023-2025 年毛利率将分别达到 16.3%、19.0%、20.0%。

2) 其他业务板块：预计随着公司的产能提升，公司包括轮胎贸易等营业总收入将稳固提升，预计 2023-2025 年公司其他业务板块营业总收入将分别达到 0.604 亿、0.610 亿、0.616 元，分别同比增长 1%、1%、1%。考虑到贸易性质毛利率相对较高，公司其他业务板块 2023-2025 年毛利率将稳固保持在 65%。

表5：公司分板块营收与毛利润预测

亿元		2022	2023E	2024E	2025E
含税价 (元)	半钢	260	260	270	280
	全钢	920	930	940	950
	非公路	2500	2500	2500	2500
销售量 (万 条)	半钢	447	600	855	1173
	全钢	315	411	397	370
	非公路	0	4	4	8
轮胎板块营收		40.60	54.82	61.40	69.99
毛利率 (%)		9.73	16.3	19	20
毛利润		3.95	8.94	11.67	14.00
其他业务板块营收		0.60	0.60	0.61	0.62
毛利率 (%)		66.07	65	65	65
毛利润		0.395	0.392	0.396	0.401

资料来源：iFind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

考虑到 A 股上市企业中有很多与公司业务模式相仿的标的企业，我们采用相对估值法对公司进行估值，选取 A 股中赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟作为可比公司，其中赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟均为国内主要的轮胎制造厂商，业务模式和生态上均可比。根据 2023 年 11 月 01 日的收盘价，2023、2024、2025 年，预计可比公司 PE 均值分别为 17 倍、13 倍、8 倍，而公司的 PE 为 24 倍、12 倍、10 倍，与可比公司均值相近，并且随着泰国二期项目以及柬埔寨工厂以及国内工厂的建设，未来公司产能存在较大提升空间，因此我们认为公司具有良好的成长性，估值水平也处于合理区间。

表6：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601058.SH	赛轮轮胎	11.26	0.43	0.84	0.98	1.13	23	13	11	10
601966.SH	玲珑轮胎	20.12	0.20	0.93	1.38	1.70	104	22	15	5
002984.SZ	森麒麟	29.95	1.23	1.84	2.47	2.97	25	16	12	10
	平均						51	17	13	8
601500.SH	通用股份	3.87	0.01	0.16	0.31	0.38	360	24	12	10

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 11 月 01 日

4.3 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.51、4.91、6.03 亿元，EPS 0.16、0.31 与 0.38 元，11 月 01 日收盘价对应 PE 为 24、12 和 10 倍。考虑到公司海外产能布局，未来几年公司轮胎产能将持续释放，结合国产轮胎领先的性价比，公司的业绩将保持增长趋势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

- 1) **原材料价格剧烈波动的风险。**考虑到轮胎的成本与原油呈现高度的相关性，如果原油价格大幅上涨，公司的成本端压力就会上升，进而影响到公司的综合盈利能力；
- 2) **海运费剧烈波动的风险。**公司出口销售需要通过海运等交通方式运输，如果海运费上涨过快，公司的业绩会受到影响。
- 3) **产能建设不及预期的风险。**考虑到地缘政策的不确定性，公司的产能建设以及投产节奏可能不及预期，进而影响到公司的业绩。
- 4) **汇率大幅波动的风险。**考虑到公司出口业务占比较高，如果汇率发生大幅波动，会对公司业绩造成影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,120	5,542	6,201	7,061
营业成本	3,686	4,609	4,995	5,621
营业税金及附加	15	23	25	29
销售费用	115	144	161	183
管理费用	146	201	225	256
研发费用	92	138	154	176
EBIT	57	461	678	839
财务费用	79	117	139	174
资产减值损失	-14	-76	0	0
投资收益	29	0	0	0
营业利润	7	283	555	682
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	11	283	555	682
所得税	-4	34	67	82
净利润	15	249	488	600
归属于母公司净利润	17	251	491	603
EBITDA	458	872	1,131	1,338

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	810	1,386	1,870	2,797
应收账款及票据	890	1,099	1,229	1,400
预付款项	28	38	41	47
存货	1,773	2,087	2,343	2,637
其他流动资产	127	186	201	220
流动资产合计	3,628	4,796	5,685	7,101
长期股权投资	432	432	432	432
固定资产	4,002	4,137	4,257	4,375
无形资产	489	489	489	489
非流动资产合计	5,566	6,524	6,883	7,236
资产合计	9,194	11,320	12,567	14,337
短期借款	2,285	2,585	2,885	3,185
应付账款及票据	1,146	1,784	1,933	2,175
其他流动负债	644	382	192	215
流动负债合计	4,075	4,752	5,010	5,576
长期借款	741	998	1,598	2,398
其他长期负债	68	69	70	70
非流动负债合计	809	1,067	1,667	2,467
负债合计	4,884	5,819	6,677	8,043
股本	1,289	1,577	1,577	1,577
少数股东权益	7	5	3	0
股东权益合计	4,310	5,502	5,890	6,294
负债和股东权益合计	9,194	11,320	12,567	14,337

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.17	34.51	11.88	13.87
EBIT 增长率	15.38	708.88	47.15	23.66
净利润增长率	46.09	1378.55	95.70	22.96
盈利能力 (%)				
毛利率	10.55	16.83	19.45	20.39
净利率	0.41	4.53	7.92	8.55
总资产收益率 ROA	0.18	2.22	3.91	4.21
净资产收益率 ROE	0.39	4.56	8.34	9.59
偿债能力				
流动比率	0.89	1.01	1.13	1.27
速动比率	0.44	0.55	0.65	0.78
现金比率	0.20	0.29	0.37	0.50
资产负债率 (%)	53.12	51.40	53.13	56.10
经营效率				
应收账款周转天数	78.83	72.37	72.37	72.37
存货周转天数	175.62	171.25	171.25	171.25
总资产周转率	0.46	0.54	0.52	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	0.01	0.16	0.31	0.38
每股净资产	2.73	3.49	3.73	3.99
每股经营现金流	0.11	0.53	0.53	0.67
每股股利	0.03	0.06	0.12	0.15
估值分析				
PE	360	24	12	10
PB	1.4	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	17.83	9.37	7.22	6.11
股息收益率 (%)	0.78	1.64	3.22	3.96

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	15	249	488	600
折旧和摊销	401	411	452	499
营运资金变动	-370	-10	-241	-223
经营活动现金流	169	829	840	1,055
资本开支	-699	-1,287	-795	-835
投资	-9	0	0	0
投资活动现金流	-500	-1,347	-795	-835
股权募资	9	993	0	0
债务募资	734	275	694	1,100
筹资活动现金流	532	1,093	439	707
现金净流量	203	576	484	927

插图目录

图 1: 公司历史沿革	3
图 2: 2022 年公司分品类营业收入	4
图 3: 2022 年公司分品类毛利润	4
图 4: 公司营业收入以及变化情况	4
图 5: 公司归母净利润以及变化情况	4
图 6: 公司的盈利能力开始改善	4
图 7: 公司盈利能力开始改善	4
图 8: 公司股权结构 (截至 2023.10.30)	5
图 9: 玲珑轮胎泰国工厂利润率显著领先	9
图 10: 森麒麟泰国工厂利润率显著领先	9
图 11: 赛轮轮胎越南工厂利润率显著领先	9
图 12: 美国车辆销售量 (百万辆)	10
图 13: 美国重卡销售量接近新高 (百万辆)	10
图 14: 国内汽车轮胎出口数量保持高位 (万吨)	10
图 15: 中国出口集装箱运价指数	11
图 16: 东南亚集装箱运价指数	11
图 17: 货车销量 (万辆)	11
图 18: 半挂牵引车销量 (万辆)	11

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司积极布局东南亚基地建设	6
表 2: 美国对东南亚地区的轮胎“双反”税率暂未包括柬埔寨	7
表 3: 公司积极布局东南亚基地建设	7
表 4: 国内龙头轮胎企业在东南亚的产能布局	8
表 5: 公司分板块营收与毛利润预测	13
表 6:	14
可比公司 PE 数据对比	14
公司财务报表数据预测汇总	16

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026