



# 通用股份 (601500.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 多基地布局，海外放量迎来业绩拐点

### 投资逻辑：

需求回暖叠加海外产能放量，公司迎来业绩拐点。今年前三季度公司销售轮胎 892 万条，同比增长 32.3%，实现营业总收入 36.8 亿元，同比增长 12.4%，归母净利润 1.6 亿元，同比增长 594.6%；其中 3 季度销量为 356 万条，同环比分别增长 65%、24%，创单季度历史新高。2022 年底公司具备 420 万条全钢胎和 900 万条半钢胎的年产能，随着在建产能投产和部分旧产能技改优化，我们预计 2025 年公司产能可提升至 630 万条全钢胎、2600 万条半钢胎和 20 万条工程胎，产品结构优化和新产能放量将共同推动业绩高增。**轮胎市场空间广阔，全球化布局背景下公司市场份额有望提升。**全球轮胎市场空间在万亿元级别，汽车产量和保有量稳步增长对轮胎需求形成支撑；公司过去几年扩产节奏较慢叠加没有海外基地抵御贸易风险，因而全球市占率一直在 0.3-0.5% 的区间波动，未来两年随着泰国基地和柬埔寨基地的产能爬坡和国内外基地的技改扩建项目推进，规模扩大后公司市占率有望提升。

**多基地布局降低风险，公司海外基地优势显著。**公司具备全球化战略布局，今年 3 月通过定增募集 10.2 亿元，发行股票 2.9 亿股，发行价格为 3.48 元/股，其中 8 亿元用于柬埔寨项目，随着今年柬埔寨基地正式投产，海外双基地布局形成。目前泰国具备 130 万条全钢胎和 600 万条半钢胎产能，二期 50 万条全钢胎和 600 万条半钢胎预计 2025 年投产；柬埔寨基地拥有 90 万条全钢胎和 500 万条半钢胎。考虑到美国对泰国“双反”调查复审初裁中公司税率从原先的 17.06% 降低至 4.52%，降低了 12.54pct，若明年终裁结果与初裁一致，公司泰国基地出口产品性价比优势将得到凸显。

### 盈利预测、估值和评级

我们预测，2023/2024/2025 年公司实现营业收入 51.9 亿/68.5 亿/85 亿元，同比+26%/+32%/+24%，归母净利润 2.51 亿/3.74 亿/5.15 亿元，同比+1382%/+49%/+38%，对应 EPS 为 0.16/0.24/0.33 元。公司为国内知名轮胎企业，今年开始全球化多基地的产业布局初步形成，海外基地产能的爬坡放量和产品结构的持续优化将共同推动公司迎来业绩拐点。考虑到公司方面边际改善明显且未来几年业绩的成长性非常显著，因此我们给予公司 2024 年 20 倍的 PE，目标价 4.74 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

原料价格大幅波动；新产能释放低于预期；国内企业海外建厂导致竞争加剧；国际贸易摩擦；海运费大幅波动；汇率波动；大股东质押；限售股解禁。

### 基础化工组

分析师：陈屹 (执业 S1130521050001)

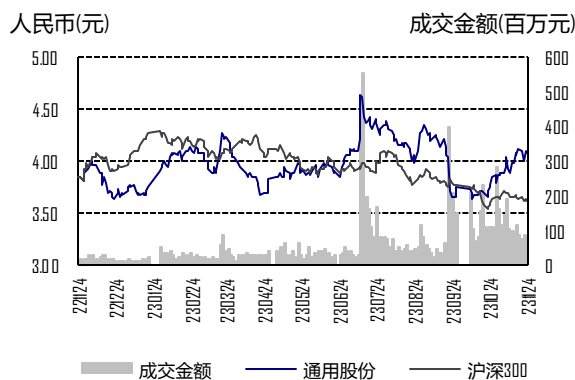
chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：李含钰 (执业 S1130523100003)

lihanyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：4.08 元

目标价 (人民币)：4.74 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,256	4,120	5,194	6,850	8,505
营业收入增长率	23.43%	-3.17%	26.06%	31.88%	24.15%
归母净利润(百万元)	12	17	251	374	515
归母净利润增长率	-87.24%	46.09%	1382.08%	48.74%	37.81%
摊薄每股收益(元)	0.011	0.013	0.159	0.237	0.327
每股经营性现金流净额	-0.06	0.13	0.39	0.52	0.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.27%	0.39%	5.63%	7.97%	10.30%
P/E	494.33	281.09	25.59	17.21	12.48
P/B	1.34	1.11	1.44	1.37	1.29

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、内外并举开启扩张，迎来业绩拐点.....	4
1.1 产品结构持续优化，产能扩张稳步推进.....	4
1.2 业绩触底回升，内部管理优化.....	7
二、轮胎行业高景气回归，国内胎企加速成长.....	10
2.1 万亿市场空间广阔，需求企稳且韧性较强.....	10
2.2 国内胎企加速海外布局，市场份额稳步提升.....	12
2.3 原料和海运费回归常态，盈利能力向上修复.....	14
三、“5X 战略计划”稳步推进，打开成长空间.....	15
3.1 海外双基地同步发力，成本和渠道优势兼具.....	15
3.2 智能化生产降本增效，品牌建设成效渐显.....	16
四、盈利预测与投资建议.....	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 投资建议及估值.....	19
五、风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1： 公司股权结构较为稳定.....	4
图表 2： 公司产品种类丰富.....	4
图表 3： 全钢胎为公司的核心收入来源.....	5
图表 4： 公司不同产品毛利率差异明显.....	5
图表 5： 公司海外收入占比开始快速提升.....	5
图表 6： 公司海外毛利占比提升后高于同业.....	5
图表 7： 公司海外毛利率仍有提升空间.....	5
图表 8： 轮胎企业国内毛利率持续承压.....	5
图表 9： 公司具备全球化多品类的产业布局.....	6
图表 10： 公司规划在建项目进展.....	7
图表 11： 公司过去收入体量较为稳定（亿元）.....	7
图表 12： 公司归母净利润触底回升（亿元）.....	7
图表 13： 公司销售毛利率和净利率快速改善.....	8
图表 14： 公司的 ROE 和 ROA 实现底部反转.....	8
图表 15： 公司产品销量规模仍然相对较小（万条）.....	8
图表 16： 公司产品销量同比增速快速回升.....	8
图表 17： 公司营业总收入规模相对较小（亿元）.....	8



图表 18: 公司营业总收入增速和同业较为相似	8
图表 19: 公司的归母净利润规模仍然较小 (亿元)	9
图表 20: 公司的归母净利润同比增速实现快速修复	9
图表 21: 公司的销售毛利率较为稳定	9
图表 22: 公司的销售净利率改善显著	9
图表 23: 公司的销售费用率相对同业较低	9
图表 24: 公司的管理费用率位于同业中游	9
图表 25: 公司的研发费用率仍待提升	10
图表 26: 公司的资产负债率较为合理	10
图表 27: 本次股权激励的覆盖范围较广	10
图表 28: 股权激励彰显公司业绩信心	10
图表 29: 全球轮胎市场消费结构以替换市场为主 (百万条)	11
图表 30: 我国轮胎替换市场需求占比偏低	11
图表 31: 我国汽车保有量稳步向上	11
图表 32: 全球轮胎配套市场需求随汽车产量变化	12
图表 33: 我国汽车产量稳步增长	12
图表 34: 全钢胎销售市场以亚洲地区为主 (百万条)	12
图表 35: 半钢胎销售市场中欧美占比相对较高 (百万条)	12
图表 36: 中国轮胎企业数量持续下滑 (家)	13
图表 37: 国内头部轮胎企业的海外布局较为丰富	13
图表 38: 全球轮胎销售额和市场集中度情况	14
图表 39: 我国头部轮胎企业全球市占率分化	14
图表 40: 2018 年至今橡胶价格走势相对平稳 (元/吨)	14
图表 41: 今年以来海运费回归常态	15
图表 42: 美国对泰国出口乘用车及轻卡轮胎的反倾销税率有望降低	15
图表 43: 美国“双反”初审终裁结果	16
图表 44: 公司专利数量稳步提升	17
图表 45: 通用股份创新应用杜仲胶配方	17
图表 46: 通用股份千里马品牌价值持续提升 (亿元)	17
图表 47: 通用股份千里马品牌排名不断提升	17
图表 48: 公司分产品盈利和费用假设	18
图表 49: 可比公司估值比较	19

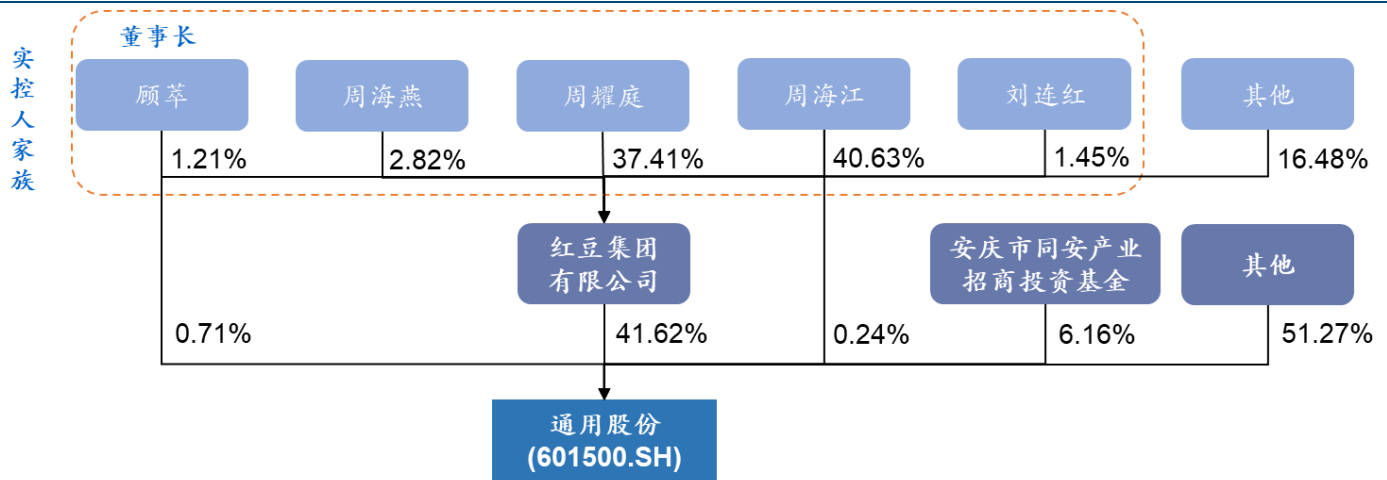


## 一、内外并举开启扩张，迎来业绩拐点

### 1.1 产品结构持续优化，产能扩张稳步推进

- 公司最早起源于南方橡胶，由红豆集团控股且股权结构较为稳定。公司前身南方橡胶成立于 1995 年，主要生产摩托车胎；2002 年 8 月 19 日，南方橡胶、自然人戴克新先生和褚菊芬女士共同出资组建了红豆集团无锡通用橡胶有限公司，并在 2016 年 9 月在上交所上市。从股权结构来看，公司的第一大股东为红豆集团，截至 2023 年 3 季报红豆集团直接持股 41.62%，并通过无锡红豆国际投资间接持有公司 1.52% 的股权。红豆集团和公司的最终实控人均均为周耀庭、周海江、刘连红、周海燕、顾萃，分别持有红豆集团公司股份 37.41%、40.63%、1.45%、2.82%、1.21%。红豆集团目前主要聚焦服装、轮胎和制药三个产业，集团拥有十多家子公司，包括红豆股份、通用股份两家主板上市公司以及紫杉药业新三板创新层挂牌企业。

图表1：公司股权结构较为稳定



来源：Wind、国金证券研究所

- 公司产品从最初的摩托车胎延伸到汽车轮胎，品类持续丰富。从公司产品布局的历程来看，2004 年 7 月 31 日公司的第一条全钢丝载重子午线轮胎 10.00R20 研制成功，公司开始正式切入汽车轮胎市场。2005 年 5 月公司更名为江苏通用科技有限公司，开始专注全钢胎的生产研发，2010 年 3 月公司启动 200 万条全钢子午胎项目，并快速推动项目投产放量。2017 年 6 月完成半钢胎新品的开发，正式涉足半钢胎领域，产品布局也得到进一步完善。目前公司产品包含乘用车轮胎、全钢卡客车轮胎、斜交轮胎、摩托车轮胎、电动车轮胎等，布局全面且针对不同细分应用市场产品种类丰富。

图表2：公司产品种类丰富

产品分类	乘用车轮胎	全钢卡客车轮胎	斜交轮胎	摩托车轮胎	电动车轮胎	内胎
细分应用市场产品	城市型 SUV 轮胎	短途矿山型	半钢子午轮胎	骑士车胎		
	冬季 SUV 轮胎	小型工程胎	斜交工业车辆轮胎	踏板车胎		
	冬季轿车轮胎	中短途承载型	斜交农用车辆轮胎	三轮车胎		
	高性能轮胎	中长途公路运输型	斜交轻型载重轮胎	越野车胎		
	经济型轿车轮胎	轻卡型	斜交工程胎			
	轻卡轮胎	城市公交				
	全路面 SUV 轮胎					
	四驱越野轮胎					

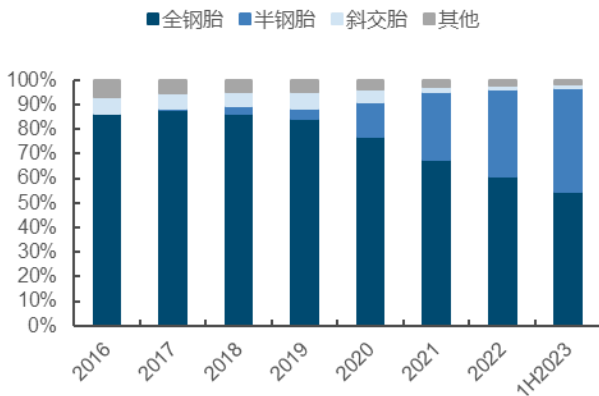
来源：公司官网、国金证券研究所

- 公司以全钢胎起家，半钢胎收入占比持续提升。从公司的产品布局历程来看，过去公司只有全钢胎和斜交胎产品，2017 年正式进军半钢胎领域后才开始贡献收入，随着半钢胎产能规模的扩大其在公司收入结构中的占比也持续提升，从 2017 年的 0.7% 提升至 2023 年上半年的 42%。公司各类产品其具备的使用场景和属性不同，盈利能力也有明显差异，斜交胎和全钢胎偏生产工具所以其盈利能力相对较弱，半钢胎具备一定的消费属性因而毛利率相对较高，从 2023 年上半年的盈利表现来看，公司半钢胎、

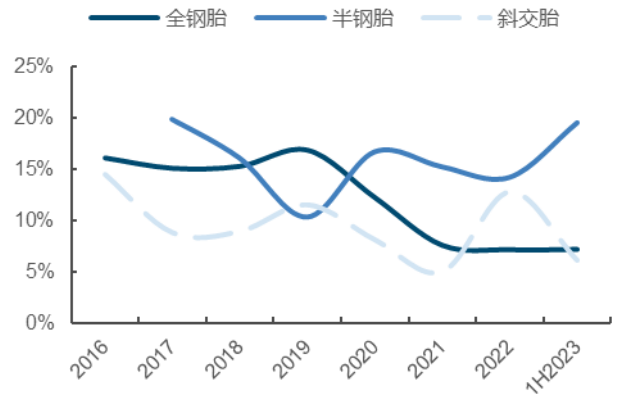


斜交胎和全钢胎的毛利率分别为 19.6%、6.2%、7.2%。

图表3: 全钢胎为公司的核心收入来源



图表4: 公司不同产品毛利率差异明显

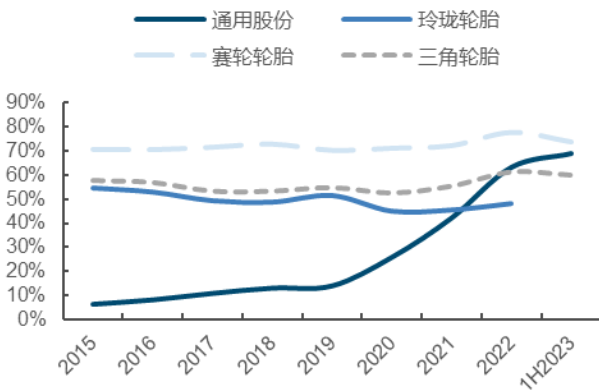


来源: Wind、国金证券研究所

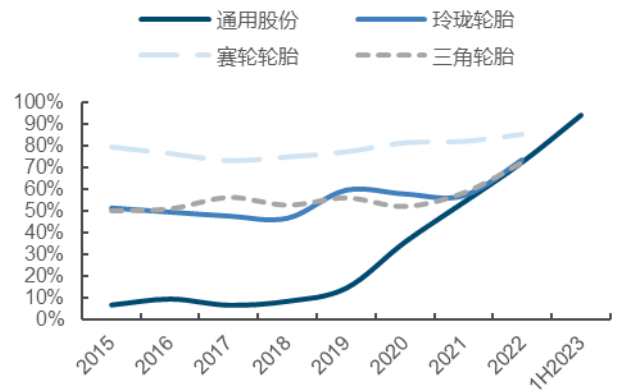
来源: Wind、国金证券研究所

- 随着东南亚基地的投产放量,公司海外收入占比快速提升的同时盈利能力也开始改善。2019年12月公司泰国基地首胎下线,2020年开始贡献业绩,公司的海外收入占比从2019年的14%快速提升至今年上半年的69%,海外毛利占比从2019年的16%提升至今年上半年的94%。近几年国内市场盈利能力承压明显,公司国内毛利率从过去的15%左右降低至今年上半年的1%,海外盈利能力则相对稳定,近几年在15%左右波动,考虑到海外基地爬坡和公司自身产品结构,毛利率相对同行略低但相对自身改善明显。

图表5: 公司海外收入占比开始快速提升



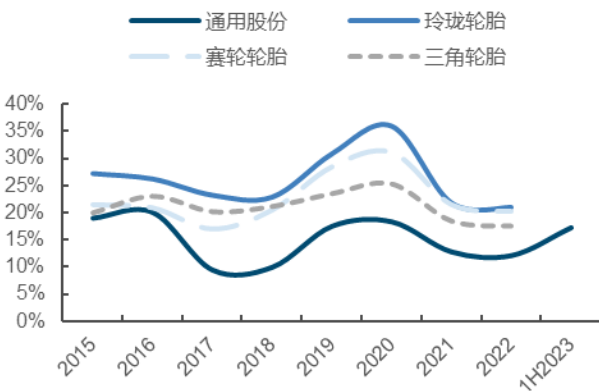
图表6: 公司海外毛利占比提升后高于同业



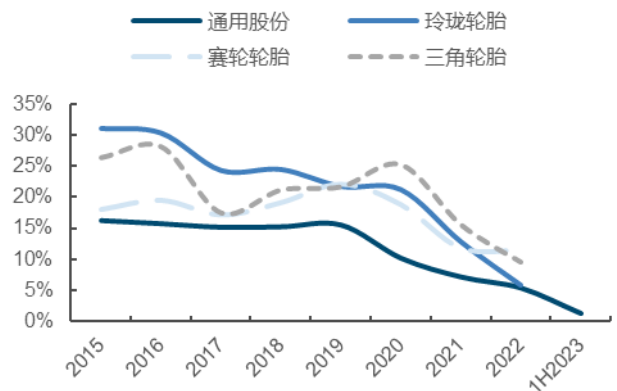
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 公司海外毛利率仍有提升空间



图表8: 轮胎企业国内毛利率持续承压



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所





- 公司目前建有中国、泰国、柬埔寨三大生产基地，实现全球化布局的同时产能规模稳步扩张。截至 2022 年底公司拥有全钢胎 420 万条，半钢胎 900 万条，轻卡、农用斜交胎 100 万条，摩托车胎 280 万条；还有 290 万条全钢胎、1700 万条半钢胎和 20 万条工程胎在建。从产能基地分布的远期规划来看，2022 年底国内无锡基地拥有 320 万条全钢胎和 300 万条半钢胎，还有 10 万条工程胎项目预计 2024 年投产，600 万条技改的半钢胎预计 2025 年投产；泰国基地拥有 100 万条全钢胎和 600 万条半钢胎，规划新增 80 万条全钢胎和 600 万条半钢胎，其中 30 万条全钢胎已经在今年投产，二期项目的 50 万条全钢胎和 600 万条半钢胎预计在 2025 年投产；柬埔寨基地规划新增 90 万条全钢胎和 500 万条半钢胎，均已在今年投产放量，预计明年陆续达产；此外公司还在国内规划了包头基地项目，包含 120 万条全钢胎和 10 万条工程胎，预计在 2025 年建成投产。

图表9：公司具备全球化多品类的产业布局

产品	设计产能（万条）	2022年底产能（万条）	在建产能（万条）	当前状态/规划建成时间
<b>全钢胎</b>	<b>910</b>	<b>420</b>	<b>290</b>	
国内	640	320	120	
无锡一厂	200	0		已停产-技改 OTR 项目
无锡二厂	200	200		部分产能技改为半钢
无锡三厂	120	120		
包头基地	120	0	120	2025 年
海外	270	100	170	
泰国一期	130	100	30	今年 3 季度投产
泰国扩产	50	0	50	2025 年
柬埔寨基地	90	0	90	今年 5 月已投产
<b>半钢胎</b>	<b>2900</b>	<b>900</b>	<b>1700</b>	
国内	1200	300	600	
无锡基地	600	300		目前达产 300 万条
无锡技改	600	0	600	2025 年
海外	1700	600	1100	
泰国一期	600	600		
泰国扩产	600	0	600	2025 年
柬埔寨基地	500	0	500	今年 5 月已投产
<b>工程胎</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>20</b>	
无锡基地	10	0	10	2024 年
包头基地	10	0	10	2025 年
<b>轻卡、农用斜交胎</b>	<b>100</b>	<b>100</b>		
<b>摩托车胎</b>	<b>280</b>	<b>280</b>		

来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司各基地规划在建项目丰富，投产放量后将显著增厚公司业绩。过去公司海外基地布局相对薄弱，随着柬埔寨项目的投产双基地布局正式完成，目前规划在建的项目还有泰国、包头项目和江苏基地的技改项目。分基地项目规划和投资收益来看，泰国二期项目总投资 18.8 亿元，项目资金来源为借款和自筹，建设周期为 24 个月，达产后预计年收入为 21.3 亿元，净利润为 3.7 亿。包头项目投资额为 15.1 亿，项目资金来源为自筹和银行贷款，项目建设周期 20 个月，达产后预计年收入 15.6 亿元，净利润为 1.4 亿元。无锡基地有半钢胎和工程胎技改两个项目，其中工程胎技改项目总投资 1.7 亿元，资金来源为自筹和银行贷款，项目建设周期为 18 个月，达产后预计收入为 5.2 亿元，净利润为 0.4 亿元；半钢胎技改项目规划投资额为 8.8 亿元，建设周期 18 个月，达产后预计年收入 10.3 亿元，净利润 0.9 亿元。柬埔寨项目建设周期为 18 个月，已经在今年顺利投产，目前处于爬坡状态中，预计达产后可实现 22.1 亿收入和 2.2 亿净利润；项目总投资 19.1 亿，其中有 8 亿资金通过非公开发行募集，募集资金总额为 10.2 亿元，剩余资金用于补充流动资金，发行数量为 2.9 亿股，发行价格为 3.48 元/股，发行股票已于今年 3 月上市。



图表10: 公司规划在建项目进展

项目	产能(万条)	投产时间	投资额(亿元)	单条投资额(元)	收入(亿元)	单条收入(元)	利润(亿元)	净利率
无锡半钢技改	600	2025年	8.8	147	10.3	172	0.9	9.2%
泰国扩产项目	650	2025年	18.8	290	21.3	328	3.7	17.5%
半钢胎	600							
全钢胎	50							
包头项目	130	2025年	15.1	1163	15.6	1201	1.4	9.2%
全钢胎	120							
工程胎	10							
柬埔寨项目	590	今年已投产	19.1	323	22.1	375	2.2	9.9%
半钢胎	500							
全钢胎	90							
工程胎技改项目	10	2024年	1.7	1729	5.2	5209	0.4	8.5%

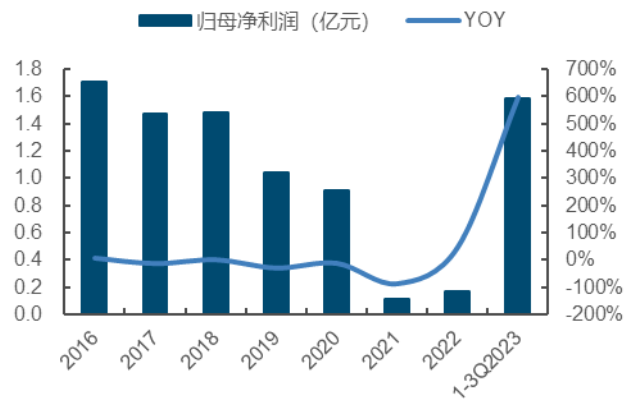
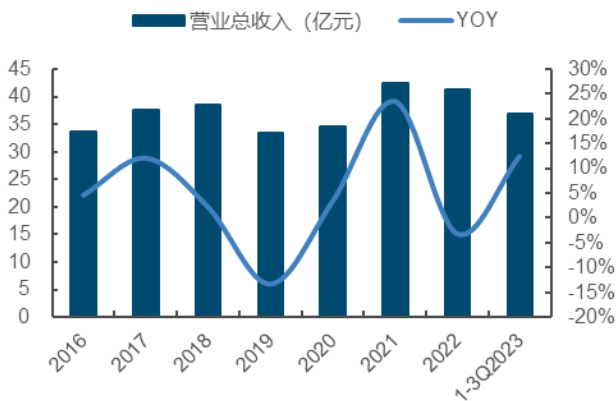
来源: 公司公告、国金证券研究所

### 1.2 业绩触底回升, 内部管理优化

- 低谷期已过, 公司业绩持续向好, 盈利能力快速回升。从公司过去的历史业绩表现来看, 2016-2020年期间公司收入在35亿元左右波动, 归母净利润则呈现震荡向下的趋势, 从2016年时的1.7亿震荡下跌至2018年的0.9亿元。期间收入没有明显增长的原因在于2018年之前公司没有扩产, 后续新产能投放后处于爬坡期对业绩贡献有限, 利润的下滑则受到海外贸易政策的冲击, 2016年开始美国对国内卡客车胎发起双反调查, 虽然在2017年时中国胜诉, 但2018年开始欧盟又开始对中国卡客车胎实行双反, 直到2022年才对其进行撤销, 双反期间国内胎企明显承压, 而由于公司的海外基地直到2019年12月才下线首胎, 期间没有海外生产基地导致公司业绩下滑。2021年开始虽然随着公司海外基地的放量, 轮胎产销和收入端都有明显增长, 收入达到40亿元以上, 但在疫情冲击、国内需求不振和海运费暴涨等不利因素的影响下, 公司业绩出现大幅下滑, 2021年净利润下滑至0.1亿元, 同比下降87%, 反映公司盈利能力的销售毛利率、销售净利率、ROE和ROA等各项指标也跌至谷底, 销售毛利率下滑至10%, 净利率仅为0.2%。今年以来, 随着国内外需求回暖, 海运费回归常态, 叠加公司海外产能的爬坡放量, 公司业绩迈上新台阶, 今年前三季度公司实现营业收入36.8亿元, 同比增长12.4%, 归母净利润1.6亿元, 同比增长594.6%。

图表11: 公司过去收入体量较为稳定(亿元)

图表12: 公司归母净利润触底回升(亿元)

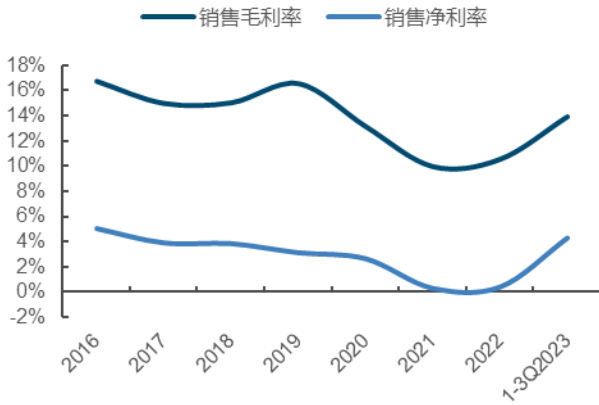


来源: Wind、国金证券研究所

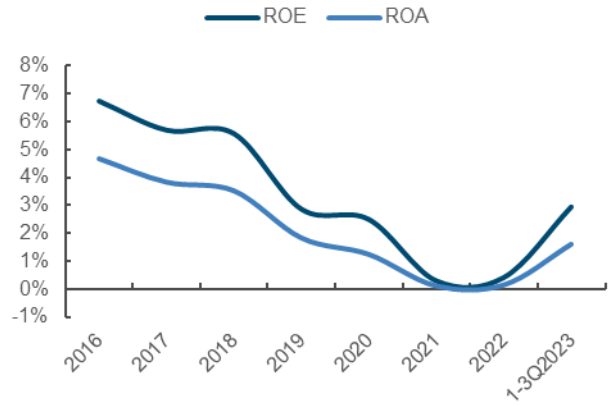
来源: Wind、国金证券研究所



图表13: 公司销售毛利率和净利率快速改善



图表14: 公司的 ROE 和 ROA 实现底部反转

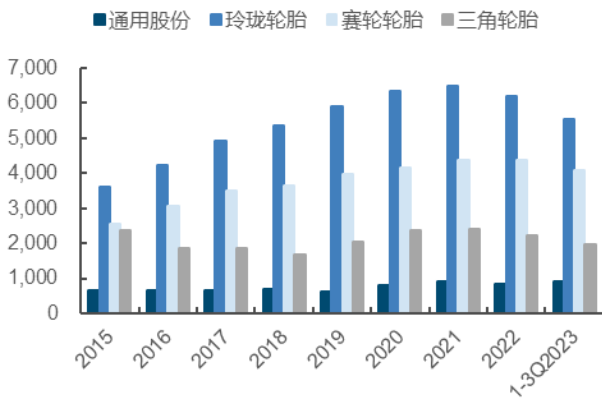


来源: Wind、国金证券研究所

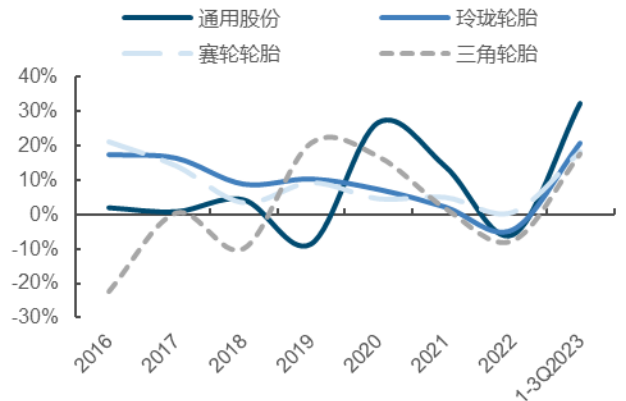
来源: Wind、国金证券研究所

- 需求回暖叠加海外新基地投产, 公司轮胎销量快速回升。2019 年以前公司轮胎销量在 600-700 万条之间波动, 随着 2020 年海外基地的投产放量销量增长显著, 2021 年销量超过 900 万条, 2022 年在行业承压背景下销量回落至 854 万条, 今年随着需求改善和公司柬埔寨新基地的投产轮胎销量快速回升, 前三季度销量为 892 万条, 同比增长 32%。从销售规模和收入体量来看, 公司相对同业规模仍然较小, 虽然因为海外基地布局时间相对较晚导致变化节奏有一定的延后, 但整体变化趋势和同类基本一致。

图表15: 公司产品销量规模仍然相对较小 (万条)



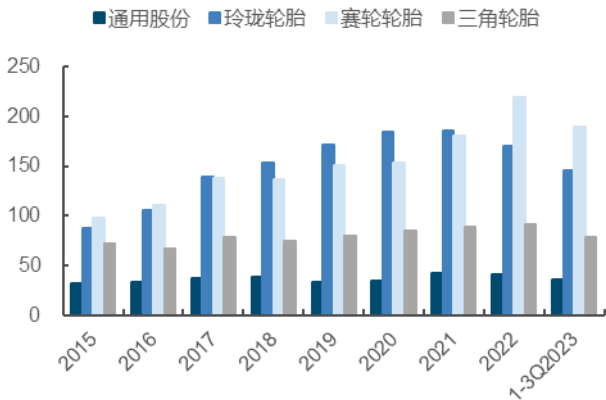
图表16: 公司产品销量同比增速快速回升



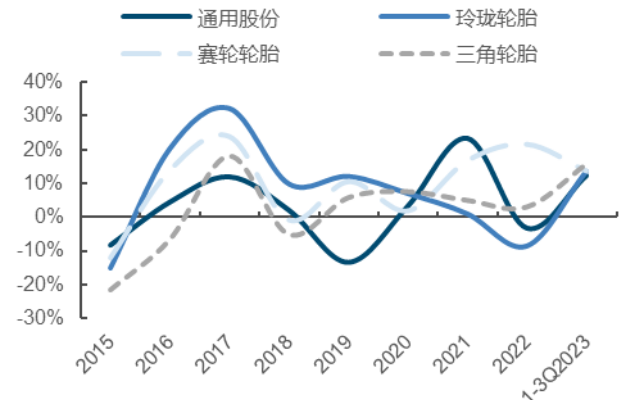
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 公司营业总收入规模相对较小 (亿元)



图表18: 公司营业总收入增速和同业较为相似



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

- 公司盈利能力改善显著, 产能结构优化后仍有提升空间。今年随着行业景气度回暖, 公司的归母净利润得到快速修复, 前三季度实现净利润 1.6 亿元, 同比增长 595%,

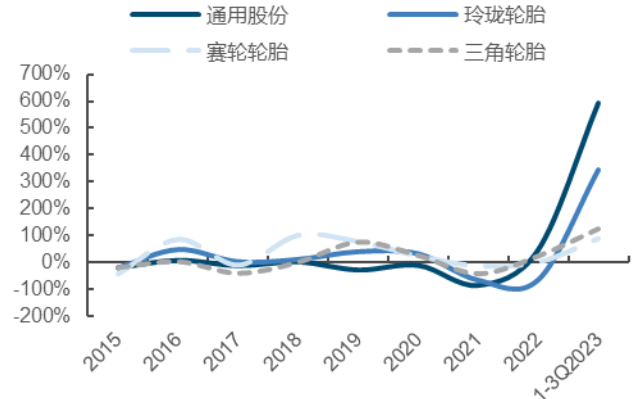
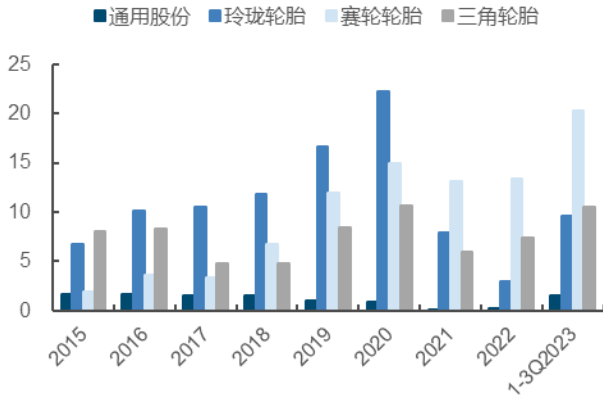




在去年低基数的背景下相对同业增幅较为显著。盈利能力方面，由于公司的全钢产能占比相对较高，销售毛利率改善幅度相对缓慢，随着未来半钢产能的放量盈利能力有望继续向好。

图表19: 公司的归母净利润规模仍然较小 (亿元)

图表20: 公司的归母净利润同比增速实现快速修复

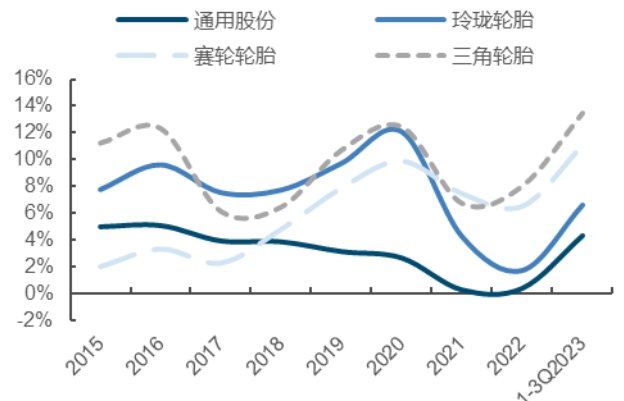
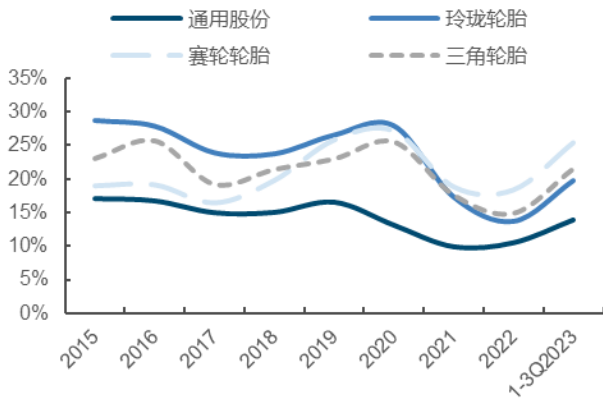


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 公司的销售毛利率较为稳定

图表22: 公司的销售净利率改善显著



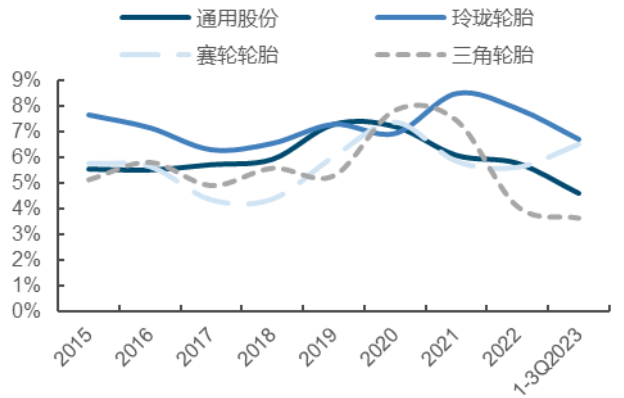
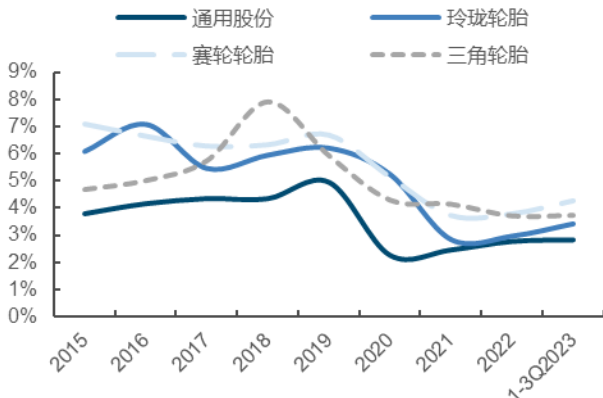
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

- 降本增效持续推进，内部管理不断优化。从费用管控角度来看，近几年公司的销售费用率一直维持在 3% 以下，在可比公司中费用率最低；管理费用率呈现震荡向下的趋势，从 2019 年的 7.3% 降低至今年第三季度的 4.6%，在同业中处于偏低位置；公司研发费用率相对同业较低，未来仍有提升空间。

图表23: 公司的销售费用率相对同业较低

图表24: 公司的管理费用率位于同业中游

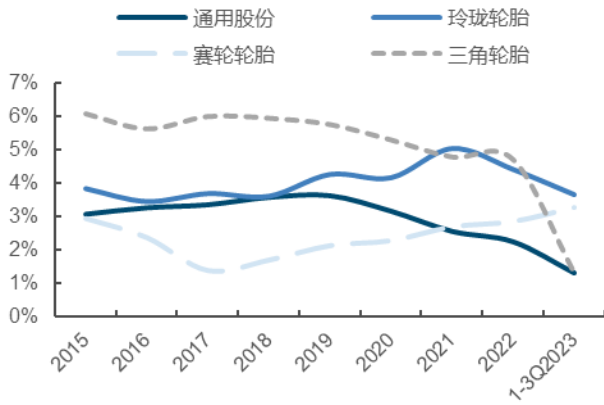


来源: Wind、国金证券研究所

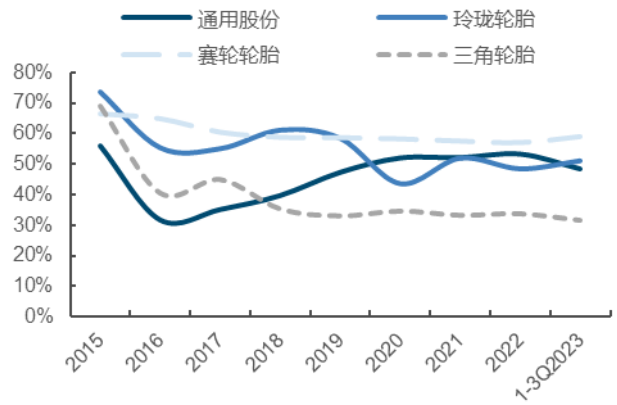
来源: Wind、国金证券研究所



图表25: 公司的研发费用率仍待提升



图表26: 公司的资产负债率较为合理



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

- 股权激励覆盖范围较广且激励充分, 业绩目标彰显公司信心。公司在 10 月 20 日发布了本次股权激励计划, 覆盖人员包含高管和核心骨干人员共 44 人, 激励目标方面 2024 年的经营业绩触发值为 2.5 亿元, 目标值为 3.3 亿元; 2025 年的经营业绩触发值为当年净利润达到 3.8 亿元或 2024-2025 年净利润累计达到 6.3 亿元, 目标值为净利润达到 5 亿元或 2024-2025 年净利润累计达到 8.3 亿元, 通过经营业绩目标充分彰显了公司信心。

图表27: 本次股权激励的覆盖范围较广

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例(%)	占公司目前股本总额的比例(%)
程金元	董事、总经理	65	5.15%	0.04%
顾亚红	副总经理	65	5.15%	0.04%
张高荣	副总经理	40	3.16%	0.03%
卞亚波	副总经理、董事会秘书	40	3.16%	0.03%
冯蟠蛟	副总经理	40	3.16%	0.03%
陈志军	副总经理	35	2.77%	0.02%
包栋校	副总经理	30	2.38%	0.02%
刘建龙	副总经理	30	2.38%	0.02%
蒋洁华	财务总监	30	2.38%	0.02%
其他核心骨干人员(35人)		888	70.31%	0.55%
合计		1263	100.00%	0.80%

来源: 公司公告、国金证券研究所

图表28: 股权激励彰显公司业绩信心

解除限售期	考核年度	经营业绩目标值(A <sub>n</sub> )	经营业绩触发值(A <sub>m</sub> )	解除限售比例
第一个解除限售期	2024年	2024年净利润达到3.3亿元	2024年净利润达到2.5亿元	50%
第二个解除限售期	2025年	2025年净利润达到5.0亿元或2024-2025年净利润累计达到8.3亿元	2025年净利润达到3.8亿元或2024-2025年净利润累计达到6.3亿元	50%

来源: 公司公告、国金证券研究所

## 二、轮胎行业高景气回归, 国内胎企加速成长

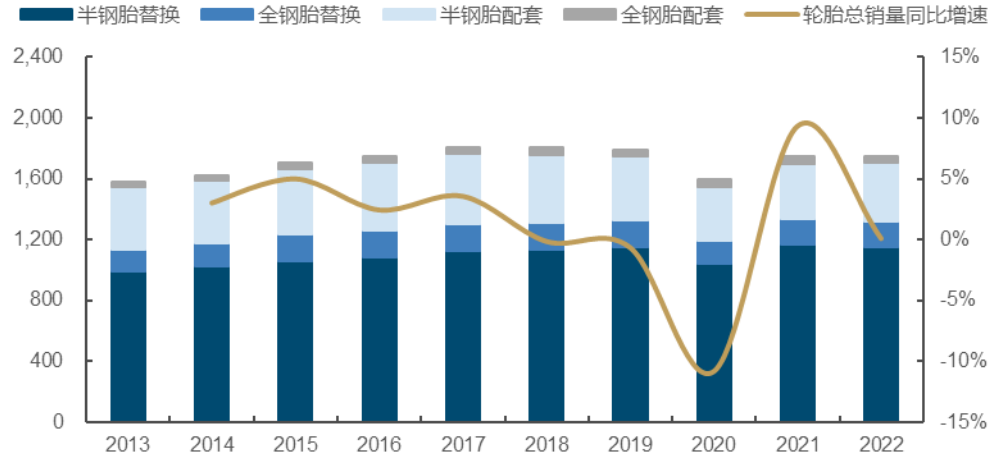
### 2.1 万亿市场空间广阔, 需求企稳且韧性较强

- 轮胎需求具备韧性, 行业市场规模巨大。过去两年在全球经济下行和疫情限制出行的背景下, 汽车生产受到影响, 同时出行需求的降低导致轮胎损耗减少, 轮胎销量从之前的 18 亿条左右下滑至 2020 年的 16 亿条, 2021 年随着疫情形势的趋缓, 整体销量又回升至 17 亿条以上, 2022 年整体需求企稳, 销量为 17.5 亿条。长期来看受益于全球汽车保有量规模的稳定扩大, 未来配套胎与替换胎产品的需求仍将向好。2015



年以后全球轮胎市场的销售额也较为稳定，整体波动在 1500-1700 亿美元之间，2022 年随着需求的修复整体销售额也实现了显著增长，同比提升 5.3% 至 1868 亿美元，在一定程度上反映了轮胎市场的刚性需求和增长潜力。

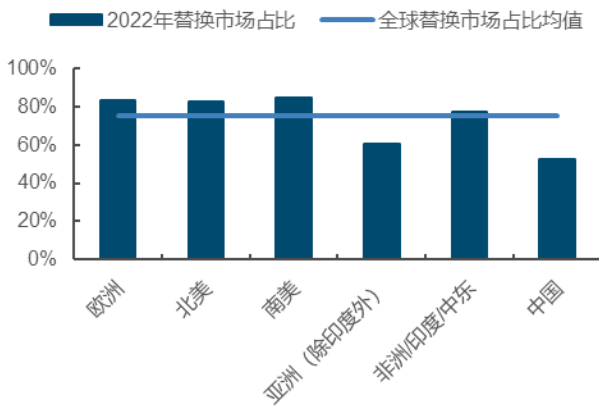
图表29：全球轮胎市场消费结构以替换市场为主（百万条）



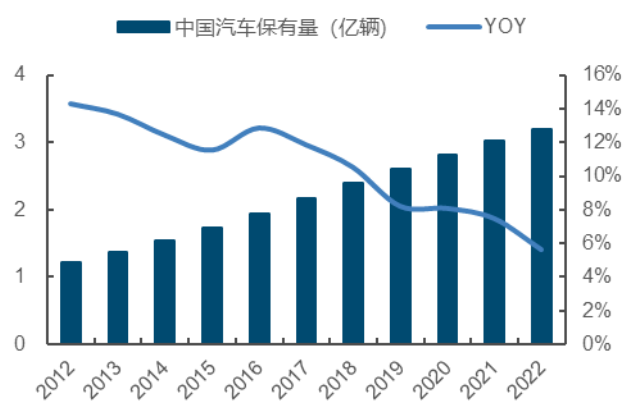
来源：米其林官网、国金证券研究所

- 全球轮胎消费以替换市场为主，国内轮胎替换市场占比处于低位，未来仍有广阔增长空间。对比全球市场来看，中国汽车和轮胎行业起步较晚，终端消费市场的成熟度不及欧美地区，叠加近几年的汽车工业产业链逐渐向国内转移，这也导致中国轮胎市场在结构方面仍与欧美等国际市场存在显著差异。2022 年中国轮胎替换市场比重仅有 53%，远低于全球平均水平的 76%，除却亚洲市场外，欧美等地区轮胎市场 2022 年替换需求占比均已超过 80%。我国汽车保有量近 5 年复合增速为 8%，2022 年我国汽车保有量同比增长 5.6% 达到 3.2 亿辆，考虑到我国人均汽车保有量仍处于低位，中长期来看轮胎替换市场容量预计将继续扩大。

图表30：我国轮胎替换市场需求占比偏低



图表31：我国汽车保有量稳步向上



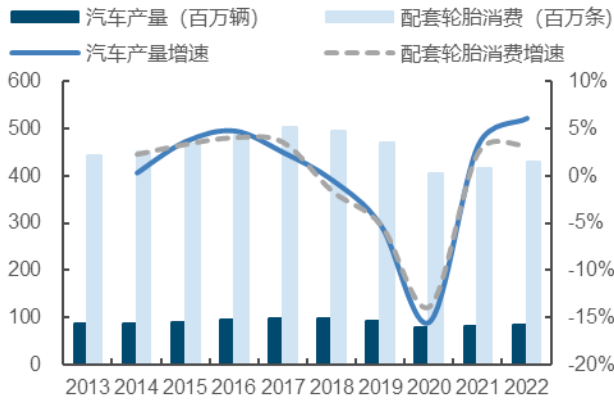
来源：米其林官网、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

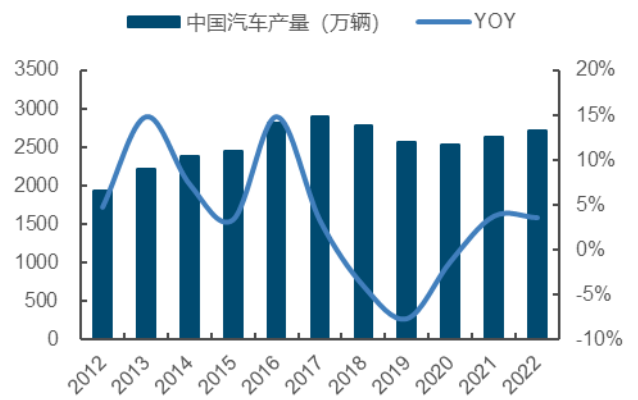
- 配套市场需求随着汽车行业同步复苏，在产业链转移背景下国内需求仍具增长潜力。轮胎配套市场需求取决于每年汽车产量，从下游汽车领域年产量变化看，2014-2019 年间全球汽车产量在 9000 万辆左右波动，轮胎配套消费量在 4.5-5 亿条的区间基本同幅度震荡，两者同时在 2018 年开始呈现出负增长的态势。2020 年在疫情影响下全球配套轮胎消费量快速回落至 4.05 亿条，2021-2022 年随着行业生产经营的恢复需求也开始向上修复，2022 年的整体需求回升至 4.28 亿条，考虑到目前全球汽车市场整体行情稳定，未来每年汽车产量预计仍将维持在相对平稳的水平，故轮胎配套偏存量市场。从我国市场来看，近两年汽车生产呈现出底部向上的趋势，2022 年全年总产量达到 2718 万辆，同比增长 3.5%，随着下游产业的恢复，配套市场需求实现了同步回暖。



图表32: 全球轮胎配套市场需求随汽车产量变化



图表33: 我国汽车产量稳步增长

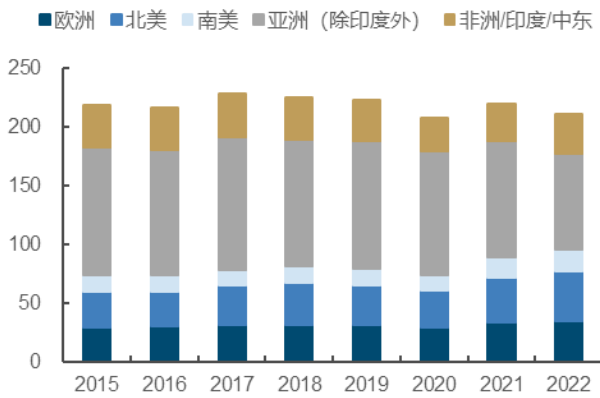


来源: iFinD、米其林官网、国金证券研究所

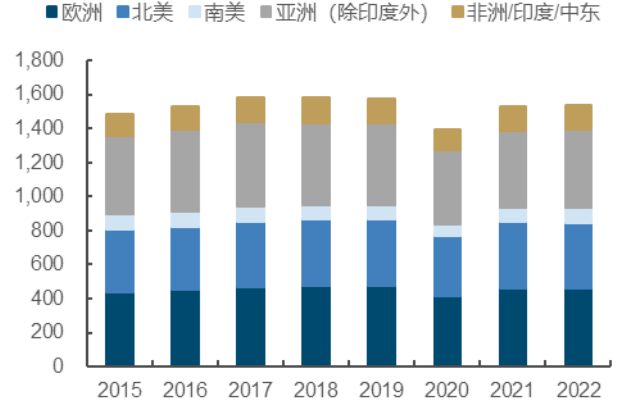
来源: Wind、国金证券研究所

- 全钢胎市场国内需求贡献显著, 半钢胎市场欧美地区仍为主要消费市场。2015 年开始全球的全钢胎需求量基本在 2.2 亿条左右波动, 由于我国下游基础设施建设规模大、重型工程车辆新增需求高, 因而在全球市场中需求占比较高, 但近几年随着运输和基建需求的下滑导致全钢胎消费回落, 我国的消费占比也从 2020 年的 39% 降低至 2022 年的 26%。未来考虑到一带一路等政策的推动, 预计我国全钢胎消费需求有望维持, 并且非洲等地区的需求则仍有提升空间。半钢胎方面目前欧美需求仍然占据主导地位, 2022 年欧洲和北美的消费占比达到 55%, 中国市场消费占比仅为 16%, 但考虑到中国目前汽车产量和保有量持续增加, 预计中国在未来半钢胎市场中的需求份额还有较好的提升空间。

图表34: 全钢胎销售市场以亚洲地区为主 (百万条)



图表35: 半钢胎销售市场中欧美占比相对较高 (百万条)



来源: 米其林官网、国金证券研究所

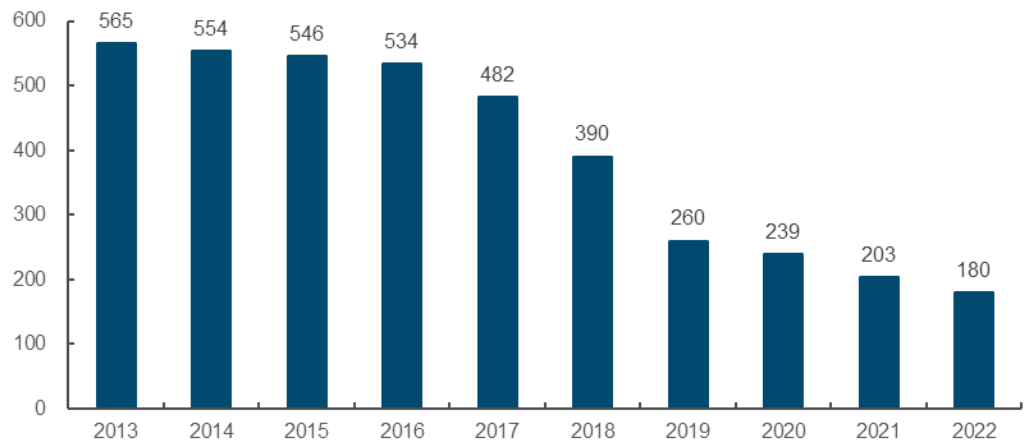
来源: 米其林官网、国金证券研究所

## 2.2 国内胎企加速海外布局, 市场份额稳步提升

- 供给侧改革下国内小产能出清, 行业步入高质量发展阶段。我国轮胎产业一直存在低端产能过剩、生产企业规模小且数量多、产品同质化较高等问题, 2014 年开始受国家供给侧改革和环保相关政策影响, 轮胎行业开始进行结构性调整, 逐步淘汰行业中的低端落后产能, 市场中备案企业数量已经从 2016 年之前的 500 家以上大幅降低至 2022 年的 180 家。



图表36: 中国轮胎企业数量持续下滑 (家)



来源: 车与轮汽车后市场、国金证券研究所

国内轮胎企业依托性价比优势抢占全球市场,实现多基地布局的企业市占率有望提升。经过多年的发展我国轮胎产品性能质量不断提升,开始逐渐得到全球市场的认可,但由于发展时间不长所以品牌力仍有所欠缺,因此国内企业主要依靠性价比去和海外品牌竞争。2023 年全球轮胎 75 强中我国内地企业中仅有中策橡胶进入销售额前十(销售额为 2022 年数据),前十销售额占比回升至 63.8%,此外进入前二十的还有玲珑轮胎和赛轮轮胎。2022 年国内部分企业在疫情反复和海运费暴涨的影响下市占率有所下滑,中策、玲珑、赛轮、三角、森麒麟和通用的全球市占率分别为 2.2%、1.3%、1.8%、0.7%、0.5%、0.3%,其中玲珑和赛轮在 2016 年时全球占有率均不足 1%,过去 5 年随着海外基地的投产放量带动市占率的提升也较为显著,公司过去几年扩产节奏较慢叠加没有海外基地规避贸易风险,因而市占率一直在 0.3-0.5%的区间波动,未来两年随着泰国基地和柬埔寨基地的产能爬坡和国内外基地的技改扩建项目推进,实现多基地布局和规模扩大后公司市占率有望提升。

图表37: 国内头部轮胎企业的海外布局较为丰富

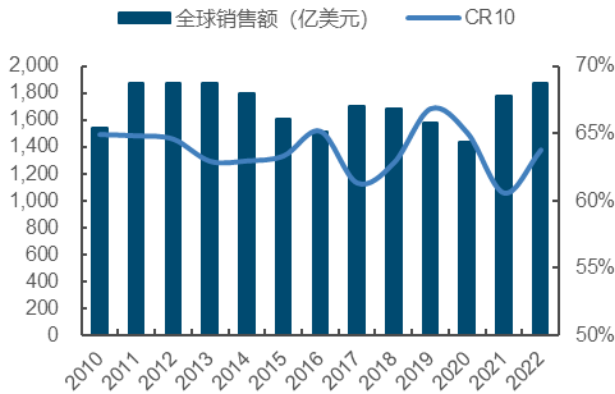
产品种类	公司	基地	2022 年底产能	总规划产能	新增产能	新增产能项目进展
全钢胎 (万条)	通用股份	泰国	100	180	80	一期 30 万条已投产,二期 50 万条预计 2025 年投产
		柬埔寨	0	90	90	今年已投产
	赛轮轮胎	越南	425	525	100	规划今年投产
		柬埔寨	0	165	165	今年已投产
	玲珑轮胎	泰国	220	220	0	
		塞尔维亚	0	160	160	预计 2023 年年底一期 120 万条全钢项目可以达到满产
森麒麟	泰国	0	200	200	今年已投产	
贵州轮胎	越南	120	200	80	今年 3 季度开始批量试产	
半钢胎 (万条)	通用股份	泰国	600	1200	600	二期 600 万条预计 2025 年投产
		柬埔寨	0	500	500	今年已投产
	赛轮轮胎	越南	1200	1600	400	规划今年投产
		柬埔寨	400	1500	1100	目前已具备 900 万条产能,600 万条扩建项目刚启动,建设周期 12 个月
	玲珑轮胎	泰国	1500	1500	0	
		塞尔维亚	0	1200	1200	申请试用许可和设备调试中,待取得证书后尽快量产发货
森麒麟	泰国	1000	1600	600	今年已投产	
	西班牙	0	1200	1200	预计 2025 年后投产	
	摩洛哥	0	1200	1200	预计 2025 年一期 600 万条投产	

来源: 各公司公告、国金证券研究所

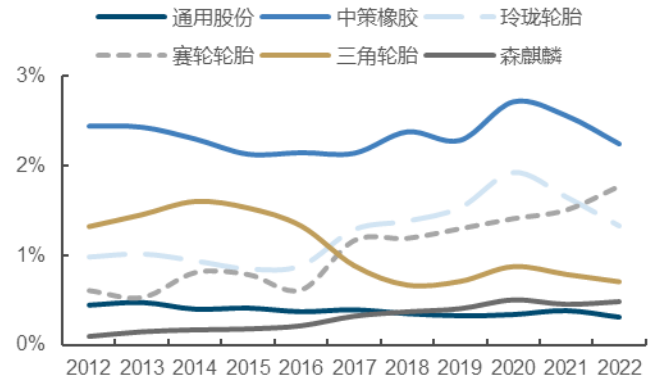




图表38：全球轮胎销售额和市场集中度情况



图表39：我国头部轮胎企业全球市占率分化



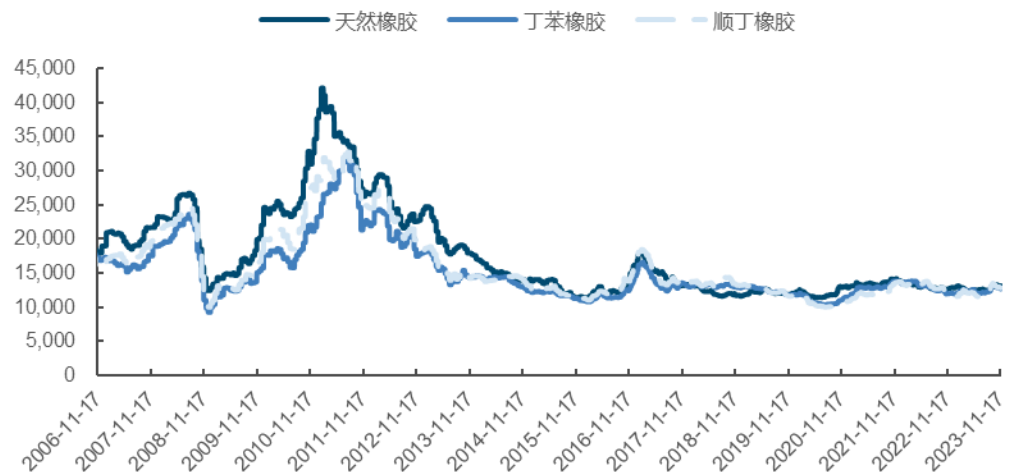
来源：《轮胎商业》、国金证券研究所

来源：《轮胎商业》、国金证券研究所

### 2.3 原料和海运费用回归常态，盈利能力向上修复

- 核心原材料价格从高位回落，行业整体盈利能力有望修复。轮胎企业的成本主要由原材料、人工、能源、设备折旧以及其他费用等构成，其中原料成本占比普遍在70%以上。从原料结构来看，天然橡胶和合成橡胶的占比最高，因此橡胶价格波动对于轮胎企业生产成本有较大影响。2021年在疫情反复、恶劣天气和原油价格上涨等多方面因素影响下，橡胶价格持续上涨，全年天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶同比分别上涨12%、18%、15%，轮胎企业毛利率也因此承压。2022年以来橡胶价格已经开始呈现震荡回落趋势，今年下半年开始随着下游需求持续向好原料价格底部回升后目前橡胶价格在1.3万元/吨左右的位置波动，考虑到行业本身供需并不紧张叠加下游需求在4季度偏淡，橡胶价格支撑偏弱，随着原料压力的缓解，轮胎行业毛利率也将同步向好。

图表40：2018年至今橡胶价格走势相对平稳（元/吨）

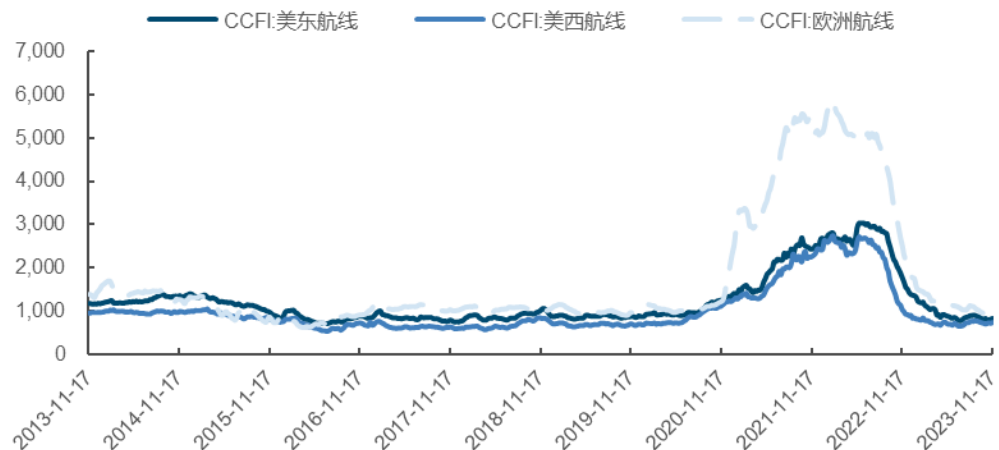


来源：Wind、国金证券研究所

- 海运价格回归常态，高库存缓解后海外需求持续修复。受疫情的影响，海运船期严重延误、集装箱码头作业停摆导致港口堵塞，海运极度紧张的背景下2020年下半年开始运费持续向上，2021年出现暴涨，2021年中国出口集装箱运价指数（CCFI）中的美东航线、美西航线、欧洲航线全年均值同比分别提高95%、103%、270%，并在2022年达到历史高位，2022年美东航线、美西航线、欧洲航线运价指数全年均值同比继续提高24%、18%、4%。海运成本的持续增长既影响到了我国轮胎产品的性价比优势又抑制了客户采购的积极性，因而海外销售和盈利同样受损。随着2022年下半年开始的运力逐渐恢复，海运费逐渐开始恢复正常，但由于前期大量海上库存到港，库存高企背景下叠加海运费极速回落，经销商采购动力再度被压制。今年以来随着海运正式回归正常状态，叠加海外库存经过几个月的消耗后行业订单也开始持续恢复，我国轮胎企业的海外业务恢复繁荣状态。



图表41：今年以来海运费回归常态



来源：Wind、国金证券研究所（海运指数的单位基准为：1998年1月1日=1000）

### 三、“5X 战略计划”稳步推进，打开成长空间

#### 3.1 海外双基地同步发力，成本和渠道优势兼具

- 国际化布局加速，泰国、柬埔寨海外双基地优势凸显。公司紧抓国内国际双循环发展机遇，积极响应“一带一路”倡议，2021年4月正式发布5X战略计划，力争未来10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。从产能布局方面来看，公司目前已经拥有国内无锡、海外泰国和柬埔寨三大生产基地，国内还规划了包头新基地，全球化的产业布局得到优化完善。
- 泰国基地的乘用车胎税率或将降低，公司海外业务有望量价齐升。2020年6月29日，美国商务部启动对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销原审调查，原审调查终裁结果为日本住友轮胎（泰国公司）原审单独税率为14.59%；玲珑轮胎（泰国公司）原审单独税率为21.09%；其他泰国出口美国的轮胎企业原审税率为17.06%。2022年9月6日，美国商务部启动对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销复审调查。2023年7月，根据复审初裁结果：森麒麟泰国复审初裁单独税率为1.24%；另一家强制应诉企业日本住友轮胎（泰国公司）初裁单独税率为6.16%；其他泰国出口美国的轮胎企业初裁税率为4.52%。本次复审目前处于终裁调查阶段，预计终裁结果将于2024年一季度公布，具体执行的反倾销税率需待终裁结果公布后进行调整。对比原审税率来看，公司税率从原先的17.06%降低至4.52%，降低了12.54pct，如果复审终裁税率维持初裁结果的，公司泰国基地税率大幅降低，一方面受益于产品的性价比提升对美出口销量有望增长，另一方面泰国公司的盈利能力也将得到修复。

图表42：美国对泰国出口乘用车及轻卡轮胎的反倾销税率有望降低

公司	原审税率	复审初裁	变化幅度
玲珑轮胎	21.09%	4.52%	-16.57%
住友橡胶	14.59%	6.16%	-8.43%
森麒麟	17.06%	1.24%	-15.82%
其他	17.06%	4.52%	-12.54%

来源：公司公告、国金证券研究所

- 把握机遇推动泰国二期扩建项目，巩固海外基地优势。今年8月29日公司发布了泰国二期扩建项目的可行性研究报告，规划在泰国罗勇府泰中罗勇工业区对轮胎产能进行扩建，规划设计产量为全钢胎年产50万条，半钢胎年产600万条。目前公司泰国一期项目已全面投产，具备年产130万条全钢胎、600万条半钢胎产能，二期建成后可达到180万条全钢胎和1200万条半钢胎的产能规模。规划二期的建设周期为24个月，产品市场依然主要定位美国、欧洲等国际市场，兼顾泰国周边国家和地区，达产后预计年收入为21.3亿元，净利润为3.7亿。对比国内基地，泰国基地在成本和政策方面都具备较强优势，一方面泰国作为橡胶产量的第一大国，公司泰国基地可以



合理节约天然橡胶进口税和运输费用从而降低原料成本;另一方面泰国政府推出富有竞争力的 8 年免税期、多项税务豁免以及优惠进口关税等有利于降低税收成本,推动公司经营业绩的提升。

图43: 美国“双反”初审终裁结果

地区	企业	反倾销税率	反补贴税率	终裁税率合计
越南	锦湖轮胎	0.00%	7.89%	7.89%
	赛轮轮胎	0.00%	6.23%	6.23%
	普利司通、建大轮胎、优科豪马	0.00%	6.46%	6.46%
	其他	22.30%	6.46%	28.76%
韩国	韩泰轮胎	27.05%	0.00%	27.05%
	耐克森轮胎	14.72%	0.00%	14.72%
	其他	21.74%	0.00%	21.74%
泰国	玲珑轮胎	21.09%	0.00%	21.09%
	住友橡胶	14.59%	0.00%	14.59%
	森麒麟	17.06%	0.00%	17.06%
	其他	17.06%	0.00%	17.06%
中国台湾	正新轮胎	20.04%	0.00%	20.04%
	南港轮胎	101.84%	0.00%	101.84%
	其他	84.75%	0.00%	84.75%

来源: 中国轮胎商务网、公司公告、国金证券研究所

- 柬埔寨基地税率优势和渠道优势兼具, 产能爬坡后可带动公司业绩快速提升。近几年全球的贸易摩擦仍在继续, 2020 年 5 月 13 日美国 USW 申请对越南, 泰国, 韩国及中国台湾地区进行双反调查, 进一步限制输美廉价轮胎的数量, 同时调查覆盖的区域相比以前也有所扩大。2021 年 5 月 25 日, 美国商务部公布了对泰国、韩国、越南、中国台湾四地双反案的终裁结果: 越南地区反倾销税率为 0-22.3%, 反补贴税率为 6.23-7.89%; 韩国地区反倾销税率为 14.72-27.05%; 泰国地区反倾销税率为 14.59-21.09%; 中国台湾地区 20.04-101.84%。公司的柬埔寨基地的 90 万条全钢胎和 500 万条半钢胎已经顺利投产, 目前处于产能爬坡阶段, 考虑到柬埔寨轮胎出口美国不需要缴纳“双反”税率, 一方面在柬埔寨基地的产品不仅具备东南亚地区生产的低成本优势, 还避免了被征税; 另一方面公司柬埔寨工厂与全球领先轮胎经销商 API 达成战略合作, 销售渠道进一步拓宽, 综合来看公司产品在出口领域优势明显。

### 3.2 智能化生产降本增效, 品牌建设成效渐显

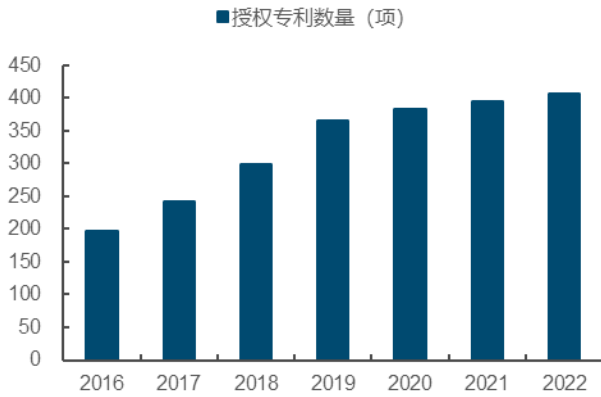
- 加快智能制造及数字化转型, 制造端和产品端同步发力。公司半钢胎工厂“黑灯车间”运营良好, 并提炼工作经验予以内部其他工厂复制; 120 万套高性能全钢胎智能工厂按照“工业 4.0”标准规划, 基于工业互联网平台的基础上, 通过 PLM、MES、ERP 高度协同的价值模型驱动的数字运营管理体系, 并结合 APS 自动排产、能源管理平台及仿真技术应用, 实现各业务系统的互联互通, 进行设备的远程监控、产品的质量管控和工艺优化, 通过大数据平台, RFID 标签识别跟踪系统、AGV 小车、货物分拣系统等构成完整的立体化智能化仓储物流管理系统, 实现生产智能能力增强、经营管控能力增强, 从而达到工厂“人效、品效、能效”的三大提升。同时借鉴国内半钢胎工厂“黑灯车间”和全钢胎“5G 碳云智能工厂”的成功经验打造柬埔寨轮胎智能化样板工厂, 实现经营管控能力增强, 进一步提升整体生产效率。
- 注重科技创新, 深入与科研院所、高校、国际一流供应商开展产学研战略合作。公司建有国家认可技术中心平台、工业设计中心和实验室, 承担国家和江苏省火炬计划等项目, 截至 2023 年上半年, 公司获得授权专利 418 项, 其中发明专利 82 项, 位居行业前列。新材料研发方面, 多维碳材料率先应用于全钢胎应用测试, 重点改善轮胎静态力学性能, 降低滚动阻力; 采用国际先进水平杜仲胶配方技术的第二代产品 XR290Y 轮胎系列实现迭代升级, 杜仲胶应用工艺更趋稳定, 有效解决长距离行驶耐磨与生热高的痛点, 作为行业唯一轮胎品牌获评中国质量协会“2022 全国市场质量信用 AA 用户满意产品”。商用车胎方面, 全钢胎承载系列 XR582、XR682 作为“新一代安全轮胎”代表之作, 应用高强度结构设计、冠包侧工艺等先进技术, 配合低生热配方, 耐久性提升 20% 以上。乘用车胎方面持续加码布局新能源赛道, 新一代静音棉抗扎胎, 在





行业率先采用专利技术，搭配量身定制的聚氨酯海绵抑制空腔噪音，在舒适静音的同时采用 CELISEAL™ 自修补技术，实现扎钉快速自动修补，无需补胎不会漏气，为用户提供高安全性保障，让新能源汽车用户在享受静音的同时，拥有操控乐趣，荣获奚仲奖 2022 年度最佳自修复轮胎。

图表44：公司专利数量稳步提升



图表45：通用股份创新应用杜仲胶配方

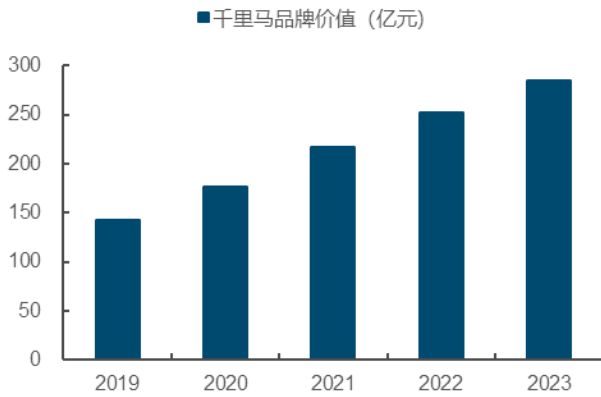


来源：公司公告、国金证券研究所

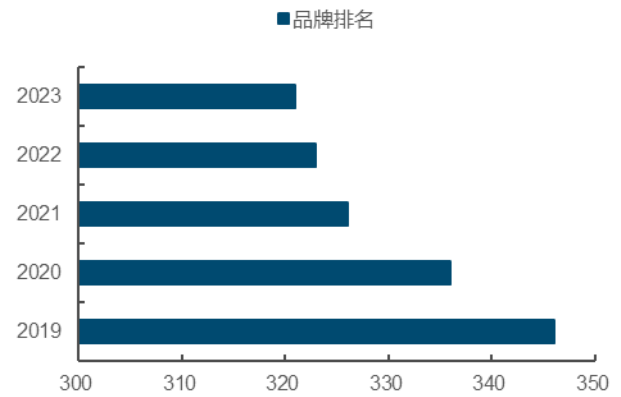
来源：公司官网、国金证券研究所

- 坚持推进品牌建设，“千里马”品牌价值持续提升。公司拥有“千里马、赤兔马、骏马、通运、喜达通、黑马”等知名品牌，是江苏省 AAA 级质量信用企业，先后获得中国名牌产品、全国用户满意产品、中国 500 最具价值品牌和中国轮胎十大影响力品牌等诸多荣誉。“千里马”品牌价值从 2019 年的 143 亿元提升至 2023 年的 285 亿元，品牌排名也从 346 名提升至 321 名。

图表46：通用股份千里马品牌价值持续提升（亿元）



图表47：通用股份千里马品牌排名不断提升



来源：世界品牌实验室、国金证券研究所

来源：世界品牌实验室、国金证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

- 销售收入预测：

- ① 半钢胎：目前国内无锡工厂拥有 300 万条产能；海外泰国一期具备 600 万条产能，柬埔寨基地的 500 万条产能已经在今年投产，目前处于产能爬坡阶段。规划的新增产能中无锡工厂技改项目 600 万条和泰国二期 600 万条预计在 2025 年投产。在国内胎企出海布局的背景下，随着公司海外基地产能利用率的爬升和在建产能的投产，考虑到公司海外基地出口产品具备性价比优势，新增产能在全球市场中能够被较好消化，预计 2023-2025 年可实现收入 24.4、32.6、39.7 亿元。
- ② 全钢胎：目前国内无锡二厂产能为 200 万条，三期产能为 120 万条，考虑到部分旧产能规划技改为工程胎和半钢胎，预计国内基地产能还将进一步优化；海外泰国一期具备 130 万条产能，柬埔寨基地 90 万条产能已经在今年投产，目前处于



产能爬坡阶段。规划的新增产能中泰国二期 50 万条和包头基地的 120 万条预计在 2025 年投产。考虑到海外基地的产能放量，预计公司 2023-2025 年该板块收入为 25.6、31.2、37.7 亿元。

- ③ 工程胎：公司在无锡基地和包头基地均规划有 10 万吨的工程胎项目，其中无锡基地项目为 2021 年 6 月公告的技改项目，预计明年正式投产放量，包头基地项目预计 2025 年投产，预计在 2024-2025 年期间能实现批量销售。考虑到工程胎产品的单胎价格较高，预计 2024-2025 年公司工程胎板块的收入分别为 2.6、5.2 亿元。

图表48：公司分产品盈利和费用假设

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>半钢胎</b>						
收入 (亿元)	4.8	11.6	14.4	24.4	32.6	39.7
毛利 (亿元)	0.8	1.8	2.0	5.4	7.2	8.7
毛利率	16.7%	15.2%	14.2%	22.0%	22.0%	22.0%
<b>全钢胎</b>						
收入 (亿元)	26.1	28.4	24.7	25.6	31.2	37.7
毛利 (亿元)	3.2	2.2	1.8	2.1	3.1	4.5
毛利率	12.2%	7.6%	7.2%	8.0%	10.0%	12.0%
<b>工程胎</b>						
收入 (亿元)					2.6	5.2
毛利 (亿元)					0.5	1.0
毛利率					20.0%	20.0%
<b>其他</b>						
收入 (亿元)	3.6	2.5	2.1	1.9	2.2	2.5
毛利 (亿元)	0.5	0.3	0.5	0.3	0.3	0.4
毛利率	15.1%	12.3%	25.2%	16.1%	16.0%	15.8%
<b>合计</b>						
总收入 (亿元)	34.5	42.6	41.2	51.9	68.5	85.0
YOY	3.4%	23.4%	-3.2%	26.1%	31.9%	24.2%
毛利 (亿元)	4.5	4.2	4.3	7.7	11.1	14.7
毛利率	13.1%	10.0%	10.5%	14.9%	16.3%	17.3%
<b>费用假设</b>						
销售费用率	2.3%	2.5%	2.8%	2.7%	2.8%	2.9%
管理费用率	4.1%	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%
研发费用率	3.1%	2.5%	2.2%	2.2%	2.3%	2.4%
归母净利润 (亿元)	0.9	0.1	0.2	2.5	3.7	5.2
YOY	-12.6%	-87.2%	46.1%	1382.3%	48.7%	37.8%

来源：Wind、国金证券研究所

- 盈利预测：今年以来轮胎行业景气度回暖，核心原料橡胶的价格从 2022 年开始呈现震荡回落的趋势，考虑行业供需关系的改善橡胶价格支撑偏弱，后续价格预计继续低位震荡，随着原料压力的缓解，轮胎行业毛利率也将同步向好。在海运费和订单等逐渐回归常态的行业背景下，对比公司国内外业务的盈利差异可以发现，今年上半年公司海外毛利率为 17%，国内毛利率仅为 1%，随着公司海外基地产能爬坡放量和产品结构的优化，整体盈利能力还将持续向上修复。

- ① 半钢胎：考虑到海外基地产能爬坡放量后当前较好的盈利状态有望维持，预计未来 3 年毛利率维持在 22%。
- ② 全钢胎：部分旧产能技改优化后整体产能利用率提升，成本压力会得到进一步缓解，叠加海外基地产能放量将共同推动全钢胎板块盈利修复，预计 2023-2025 年





毛利率分别为 8%、10%、12%。

③ 工程胎：盈利能力和销售价格参考公司的可研报告，假设毛利率维持在 20%。

- 费用假设：销售费用方面考虑到公司半钢胎销售比例的增加和后续工程胎的投产放量，销售费用率应该会持续提升，预计 2023-2025 年销售费用率分别为 2.7%、2.8%、2.9%；管理费用率预计维持在 3.6%；研发费用方面考虑到公司产品结构优化和新产品的创新等投入，研发费用率应该还会呈现出小幅提升的态势，预计 2023-2025 年研发费用率分别为 2.2%、2.3%、2.4%。
- 综合以上假设，预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 51.9 亿元、68.5 亿元、85 亿元，同比增速分别为 26.1%、31.9%、24.2%；归母净利润分别为 2.5、3.7、5.2 亿元，同比增速分别为 1382.3%、48.7%、37.8%。

#### 4.2 投资建议及估值

- 公司为国内知名轮胎企业，今年开始全球化多基地的产业布局初步形成，随着海外基地产能的爬坡放量和产品结构的持续优化，公司将迎来业绩拐点。基于以上假设，我们预测 2023-2025 年公司的归母净利润分别为 2.5、3.7、5.2 亿元，对应的 EPS 分别为 0.16、0.24、0.33 元。选取国内几家头部轮胎企业玲珑轮胎、森麒麟、赛轮轮胎、三角轮胎，以及同属于汽车零部件板块主要生产钢制滚型车轮的金固股份、生产轮毂轴承的雷迪克和兆丰股份作为可比公司，2024 年可比公司的 PE 中位数为 16.33，平均数为 19.01。考虑到轮胎行业景气度仍然较好，公司各方面边际改善明显且未来几年业绩的成长性非常显著，能够有一定的估值溢价，因此我们给予公司 2024 年 20 倍的 PE，目标价 4.74 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表49：可比公司估值比较

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
601966.SH	玲珑轮胎	20.13	0.57	0.20	0.92	1.23	1.59	63.59	103.70	21.83	16.33	12.64
002984.SZ	森麒麟	28.77	1.16	1.23	1.83	2.38	2.79	30.67	24.98	15.76	12.09	10.33
601058.SH	赛轮轮胎	11.42	0.43	0.43	0.90	0.99	1.12	34.51	23.05	12.76	11.57	10.24
601163.SH	三角轮胎	15.00	0.75	0.92	1.49	1.58	1.68	18.27	13.24	10.05	9.52	8.94
002488.SZ	金固股份	8.01	0.07	0.11	0.03	0.18	0.37	130.27	55.06	308.08	44.45	21.72
300652.SZ	雷迪克	26.10	1.02	1.01	1.08	1.22	1.48	21.56	20.47	24.13	21.43	17.62
300695.SZ	兆丰股份	53.62	1.89	2.32	2.37	3.03	3.82	32.48	18.63	22.66	17.71	14.05
中位数								<b>32.48</b>	<b>23.05</b>	<b>21.83</b>	<b>16.33</b>	<b>12.64</b>
平均数								<b>47.33</b>	<b>37.02</b>	<b>59.33</b>	<b>19.01</b>	<b>13.65</b>
601500.SH	通用股份	4.08	0.01	0.01	0.16	0.24	0.33	494.44	280.30	25.59	17.21	12.48

来源：Wind、国金证券研究所（可比公司 EPS 中玲珑轮胎、森麒麟和赛轮轮胎为国金预测值；其他均为 Wind 一致预测均值，数据截至 2023 年 11 月 24 日收盘）

### 五、风险提示

- 1、原料价格大幅波动：橡胶、炭黑和钢丝帘线等原材料占据公司生产成本的 70%以上，若这些原料的价格大幅上涨那么公司的产品毛利率会受到影响。
- 2、新产能释放低于预期：公司目前海内外在建项目均较多，若项目受到不可抗力因素的影响，投产进度可能不及预期，将对公司的收入造成影响。
- 3、国内企业海外建厂导致竞争加剧：目前较多国内轮胎企业均在海外布局建厂，项目规划产能投放后行业供给增加可能会导致海外市场竞争加剧，进而影响公司海外业务的收入和利润。
- 4、国际贸易摩擦：公司产品的海外销售市场主要集中在美国和欧盟等地区，近两年持续的“反倾销、反补贴”等国际贸易摩擦对国内轮胎公司出口造成明显冲击，若后续出现新的贸易摩擦和贸易政策变化等，公司的出口市场会受到影响。
- 5、海运费大幅波动：2021-2022 年期间海运费经历了暴涨暴跌，对公司的出口销售和产品盈利均造成了较大影响，若后续海运费再次出现大幅波动，公司业绩可能受到影响。
- 6、汇率波动：目前公司接近 70%的产品销售收入和 90%以上的毛利润均源于海外市场，



若人民币汇率大幅波动可能对公司收入造成影响。

- 7、 大股东质押：公司第一大股东红豆集团合计持股 6.57 亿股，累计质押 5.26 亿股，占其持有的公司股份总数的 79.98%，占总股本的 33.34%。
- 8、 限售股解禁：2023 年 9 月 22 日公司有 2.84 亿股属于定向增发机构配售股份，占总股本的 18%；2024 年 9 月 23 日公司有 862 万股属于定向增发机构配售股份，占总股本的 0.55%；解禁后若持有人卖出，公司股价会有波动。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,448</b>	<b>4,256</b>	<b>4,120</b>	<b>5,194</b>	<b>6,850</b>	<b>8,505</b>	货币资金	494	1,023	810	451	1,185	1,464
增长率	23.4%	-3.2%	26.1%	31.9%	24.2%		应收账款	571	950	980	1,339	1,578	1,843
主营业务成本	-2,995	-3,832	-3,686	-4,422	-5,736	-7,036	存货	1,453	1,698	1,773	2,059	2,514	3,084
%销售收入	86.9%	90.0%	89.5%	85.1%	83.7%	82.7%	其他流动资产	165	156	65	99	111	123
毛利	453	424	435	773	1,115	1,468	流动资产	2,682	3,827	3,628	3,949	5,388	6,515
%销售收入	13.1%	10.0%	10.5%	14.9%	16.3%	17.3%	%总资产	35.2%	43.0%	39.5%	37.1%	40.0%	41.5%
营业税金及附加	-17	-19	-15	-16	-21	-26	长期投资	456	450	458	475	475	475
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	3,834	4,015	4,433	5,489	6,881	8,001
销售费用	-78	-105	-115	-140	-192	-247	%总资产	50.3%	45.1%	48.2%	51.5%	51.1%	50.9%
%销售收入	2.3%	2.5%	2.8%	2.7%	2.8%	2.9%	无形资产	606	591	626	623	615	608
管理费用	-140	-151	-146	-187	-247	-306	非流动资产	4,947	5,082	5,566	6,704	8,088	9,200
%销售收入	4.1%	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	%总资产	64.8%	57.0%	60.5%	62.9%	60.0%	58.5%
研发费用	-108	-108	-92	-114	-158	-204	<b>资产总计</b>	<b>7,629</b>	<b>8,909</b>	<b>9,194</b>	<b>10,653</b>	<b>13,476</b>	<b>15,715</b>
%销售收入	3.1%	2.5%	2.2%	2.2%	2.3%	2.4%	短期借款	1,417	1,572	2,773	3,210	5,229	6,588
息税前利润 (EBIT)	110	41	67	316	498	686	应付款项	1,556	1,737	1,181	1,784	2,314	2,839
%销售收入	3.2%	1.0%	1.6%	6.1%	7.3%	8.1%	其他流动负债	79	79	122	114	148	183
财务费用	-69	-97	-79	-92	-137	-180	流动负债	3,051	3,389	4,075	5,108	7,691	9,611
%销售收入	2.0%	2.3%	1.9%	1.8%	2.0%	2.1%	长期贷款	834	1,166	741	1,001	1,001	1,001
资产减值损失	-16	-23	-31	0	0	0	其他长期负债	72	73	68	75	85	95
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	负债	3,957	4,628	4,884	6,184	8,777	10,706
投资收益	36	24	29	20	20	20	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,672</b>	<b>4,281</b>	<b>4,303</b>	<b>4,462</b>	<b>4,692</b>	<b>5,001</b>
%税前利润	41.5%	341.8%	266.3%	7.8%	5.2%	3.8%	其中：股本	872	1,075	1,289	1,577	1,577	1,577
营业利润	87	7	7	255	382	526	未分配利润	1,118	1,008	939	1,090	1,314	1,624
营业利润率	2.5%	0.2%	0.2%	4.9%	5.6%	6.2%	少数股东权益	0	0	7	7	7	7
营业外收支	1	0	4	2	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,629</b>	<b>8,909</b>	<b>9,194</b>	<b>10,653</b>	<b>13,476</b>	<b>15,715</b>
税前利润	88	7	11	257	382	526	<b>比率分析</b>						
利润率	2.5%	0.2%	0.3%	4.9%	5.6%	6.2%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	3	3	4	-5	-8	-11	<b>每股指标</b>						
所得税率	-3.7%	-47.9%	-38.7%	2.0%	2.0%	2.0%	每股收益	0.104	0.011	0.013	0.159	0.237	0.327
净利润	91	11	15	251	374	515	每股净资产	4.210	3.983	3.339	2.830	2.976	3.172
少数股东损益	0	-1	-2	0	0	0	每股经营现金净流	0.180	-0.058	0.131	0.390	0.515	0.592
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>91</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>251</b>	<b>374</b>	<b>515</b>	每股股利	0.140	0.080	0.030	0.064	0.095	0.131
净利率	2.6%	0.3%	0.4%	4.8%	5.5%	6.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	2.48%	0.27%	0.39%	5.63%	7.97%	10.30%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	1.19%	0.13%	0.18%	2.36%	2.77%	3.28%
净利润	91	11	15	251	374	515	投入资本收益率	1.92%	0.86%	1.19%	3.56%	4.46%	5.33%
少数股东损益	0	-1	-2	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	253	378	432	373	436	508	主营业务收入增长率	3.36%	23.43%	-3.17%	26.06%	31.88%	24.15%
非经营收益	21	27	92	68	134	187	EBIT增长率	-12.84%	-62.66%	63.34%	370.82%	57.87%	37.65%
营运资金变动	-208	-478	-370	-77	-131	-277	净利润增长率	-12.60%	-87.24%	46.09%	1382.08%	48.74%	37.81%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>157</b>	<b>-62</b>	<b>169</b>	<b>615</b>	<b>812</b>	<b>933</b>	总资产增长率	10.08%	16.78%	3.20%	15.87%	26.50%	16.61%
资本开支	-663	-723	-699	-1,476	-1,820	-1,620	<b>资产管理能力</b>						
投资	119	-8	-9	-18	0	0	应收账款周转天数	57.7	58.5	75.3	85.0	75.0	70.0
其他	17	-354	208	20	20	20	存货周转天数	158.6	150.1	171.9	170.0	160.0	160.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-526</b>	<b>-1,084</b>	<b>-500</b>	<b>-1,473</b>	<b>-1,800</b>	<b>-1,600</b>	应付账款周转天数	105.7	95.3	102.8	110.0	110.0	110.0
股权募资	0	886	9	8	6	0	固定资产周转天数	282.2	325.8	354.5	299.2	258.4	221.9
债权募资	547	559	734	697	2,019	1,360	<b>偿债能力</b>						
其他	-138	-235	-211	-206	-303	-413	净负债/股东权益	47.81%	39.89%	62.26%	83.68%	106.92%	121.89%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>409</b>	<b>1,210</b>	<b>532</b>	<b>500</b>	<b>1,721</b>	<b>946</b>	EBIT利息保障倍数	1.6	0.4	0.8	3.4	3.6	3.8
<b>现金净流量</b>	<b>39</b>	<b>69</b>	<b>203</b>	<b>-359</b>	<b>734</b>	<b>280</b>	资产负债率	51.86%	51.95%	53.12%	58.05%	65.13%	68.13%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究