



贵州轮胎 (000589.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

老树新芽，商用车胎龙头焕发新机

投资逻辑：

轮胎行业高景气延续，公司业绩底部回暖。2023年公司预计实现归母净利润7.9-8.5亿元，同比增长84.24%-98.23%；其中前三季度实现总收入70.4亿元，同比增长12.6%，归母净利润6.3亿元，同比增长146%。随着国内四期项目一阶段和越南二期项目在2023年逐步投产，公司全钢卡客车胎产能提升80万条至680万条，非公路轮胎提升35万条至355万条，随着未来国内四期项目二阶段投产，我们预计在2025年公司非公路轮胎产能可提升18万条至373万条，产品结构优化和新产能放量将共同推动业绩增长。

全钢胎需求逐渐复苏，非公路轮胎格局较好。米其林年报数据显示全球载重胎的需求量在2亿条以上，随着海外高库存的缓解我国全钢胎开工从2023年下半年开始向上修复，公司过去几年扩产节奏较慢因而全球市占率在2%左右波动，新产能放量推动销量增长后市占率有望提升。非公路轮胎下游需求向好且供给端存在一定技术壁垒，新增产能投放和下游客户的突破均需要时间，因而行业高景气仍具备支撑。同时核心原料橡胶价格在23年4季度有所回落，预计后续价格继续区间震荡且行业盈利也将修复。

越南基地开始贡献利润，公司全球化布局得到完善。在轮胎企业纷纷出海布局的背景下，公司同样具备较为前瞻的战略布局，越南一期项目已经在2021年投产，2023年上半年越南公司完成轮胎销售47万条，实现4.5亿元营业收入和5964万元净利润，净利率达到13.3%，未来随着二期95万条高性能全钢子午胎的爬坡放量海外基地将为公司业绩增长注入较强动力。同时考虑到美国对泰国全钢胎开始进行“双反”调查，未来随着调查结束后“双反”税率的落地，公司越南基地产品的性价比优势也将得到凸显。

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98.3亿/114.1亿/126.6亿元，同比+16.5%/+16%/+11%，归母净利润8.1亿/9.3亿/10.5亿元，同比+89.4%/+14.9%/+12.8%，对应EPS为0.675/0.775/0.874元。公司为国内商用车胎龙头企业，全球化多基地的产业布局持续完善，未来随着国内外基地产能的爬坡放量和产品结构的持续优化，公司业绩将继续稳步增长。考虑到公司所处行业和核心产品具备一定的周期性，因此我们给予公司2024年10倍的PE，目标价7.75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；企业出海建厂后竞争加剧；国际贸易摩擦；海运费大幅波动；汇率波动；大股东质押。

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)：5.74 元

目标价 (人民币)：7.75 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,339	8,440	9,834	11,406	12,659
营业收入增长率	7.79%	15.00%	16.52%	15.99%	10.99%
归母净利润(百万元)	370	429	812	933	1,052
归母净利润增长率	-67.52%	15.97%	89.39%	14.87%	12.78%
摊薄每股收益(元)	0.387	0.374	0.675	0.775	0.874
每股经营性现金流净额	0.30	-0.10	1.25	1.56	1.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.25%	6.65%	12.08%	12.81%	13.29%
P/E	15.91	12.82	8.51	7.41	6.57
P/B	0.99	0.85	1.03	0.95	0.87

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、深耕商用胎细分领域，老牌国企焕发新机.....	5
1.1 历史悠久，专注商用车胎领域.....	5
1.2 景气回升，经营业绩稳步向好.....	7
1.3 激励充分，费用管理能力优化.....	10
二、行业景气回升，公司海外基地放量在即.....	13
2.1 全钢胎：需求逐渐复苏，全球市占率提升空间较大.....	13
2.2 非公路轮胎：细分赛道格局较好，高景气有望延续.....	16
2.3 全球布局，海外基地投产放量助力成长.....	18
三、盈利预测与投资建议.....	20
3.1 盈利预测.....	20
3.2 投资建议及估值.....	21
四、风险提示.....	22

图表目录

图表 1： 公司产能开始进入扩张期（万条）	5
图表 2： 公司产品销量稳步增长（万条）	6
图表 3： 公司专注商用车胎且细分产品种类丰富	6
图表 4： 全钢胎为公司的核心收入来源	7
图表 5： 公司不同产品毛利率差异较为明显	7
图表 6： 公司产品的销售模式以经销等方式为主	7
图表 7： 公司产品的销售区域以国内为主	7
图表 8： 公司的营业总收入较为稳定（亿元）	8
图表 9： 公司的归母净利润波动较大（亿元）	8
图表 10： 公司的费用管理在持续优化	8
图表 11： 公司的盈利能力开始向上修复	8
图表 12： 公司收入规模位于行业中游（亿元）	9
图表 13： 公司的收入同比增速表现相对较好	9
图表 14： 公司归母净利润随行业一起回升（亿元）	9
图表 15： 公司的归母净利润同比增速波动较大	9
图表 16： 公司的销售毛利率位于行业前列	9
图表 17： 公司的销售净利率提升幅度明显	9
图表 18： 公司实控人为贵阳市国资委	10
图表 19： 公司股权激励覆盖面较广	10



图表 20:	股权激励彰显公司业绩信心	11
图表 21:	公司销售费用率位于行业中上游	11
图表 22:	公司管理费用率相对同业较高	11
图表 23:	公司存货周转率(次)相对同业较高	11
图表 24:	公司应收账款周转率(次)仍待改善	11
图表 25:	公司研发费用率开始逐渐提升	12
图表 26:	公司研发人员数量占比仍待提升	12
图表 27:	公司在研项目专注商用车胎领域且方向丰富	12
图表 28:	全球全钢载重胎消费总量较为稳定且以替换市场为主	13
图表 29:	我国全钢胎的替换市场的占比相对较低	13
图表 30:	我国仍为全钢胎重要的消费市场	13
图表 31:	2023 年我国重卡月度销量同比增长显著	14
图表 32:	2023 年我国商用车月度销量同比增速较高	14
图表 33:	2023 年我国物流业景气指数实现向上修复	14
图表 34:	我国柴油累计消费量呈现出持续增长的趋势	14
图表 35:	运价指数在 2023 年期间回归常态	14
图表 36:	2023 年我国全钢胎开工率同比改善明显	15
图表 37:	2023 年我国全钢胎出口量显著提升(万吨)	15
图表 38:	2018 年至今橡胶价格走势相对平稳(元/吨)	15
图表 39:	公司全钢胎销量规模相对较小(万条)	16
图表 40:	公司全钢胎的全球市占率仍有提升空间	16
图表 41:	公司全钢胎的销售均价最高(元/条)	16
图表 42:	公司全钢胎的毛利率有所修复	16
图表 43:	非公路轮胎根据具体应用领域可分为三类	16
图表 44:	我国工程机械销量开始回暖(万台)	17
图表 45:	我国基建投资同比表现有所改善	17
图表 46:	我国采矿和煤炭开采业产能利用率回升	17
图表 47:	美国采矿和煤炭开采业产能利用率震荡向上	17
图表 48:	我国建筑、采矿及工业轮胎出口均价震荡向上	17
图表 49:	我国建筑、采矿及工业轮胎出口额快速增长	17
图表 50:	国内外企业纷纷开始投资建设非公路胎	18
图表 51:	公司海外业务收入规模较小(亿元)	19
图表 52:	公司海外业务收入占比较低	19
图表 53:	公司海外业务毛利率上升趋势明显	19
图表 54:	公司国内业务毛利率相对同业明显领先	19



图表 55: 公司全钢胎产能的放量节奏更快.....	20
图表 56: 公司各产品的产能利用率较高.....	20
图表 57: 公司在建项目和产能规划丰富.....	20
图表 58: 公司分产品盈利和费用假设.....	21
图表 59: 可比公司估值比较.....	22

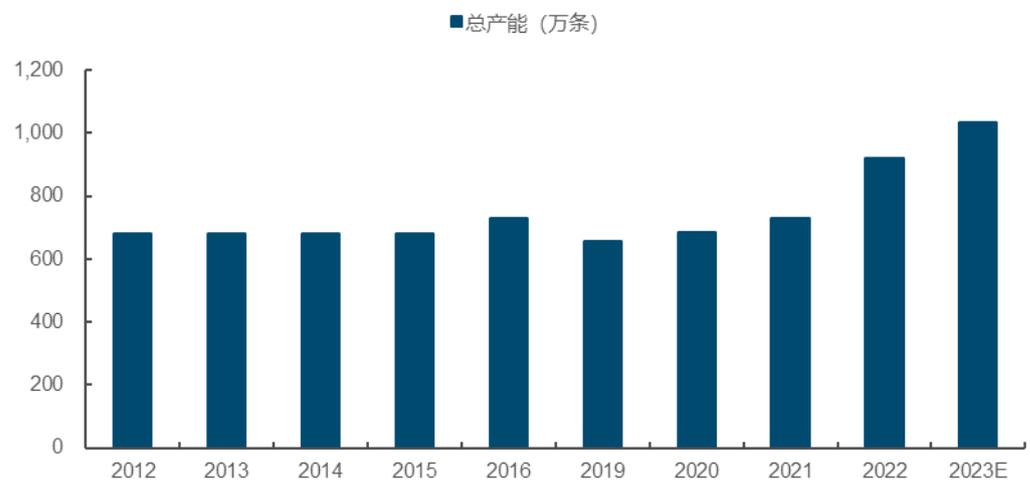


一、深耕商用胎细分领域，老牌国企焕发新机

1.1 历史悠久，专注商用车胎领域

- 公司专注商用车胎的研发和生产，历经多年发展实现了规模的稳步扩大和产品种类的完善。1958 年化工部批准新建贵州橡胶厂，设计规模为年产各种小型规格轮胎 150 万条、力车胎 50 万条，同年公司试制出第一条汽车轮胎，结束了贵州不能生产轮胎的历史，开创了贵州轮胎生产新纪元。回溯公司的发展历史，可以划分为艰苦创业（1958-1978 年）、改革开放（1978-1996 年）、改制上市（1996-2017 年）、国际化发展（2017 年至今）这 4 个阶段。在艰苦创业阶段公司从无到有，达到年产 30 万条轮胎，翻新胎 2.4 万条的生产规模，并且建成了生产规模为 6000 套/年的工程胎车间，揭开了贵州轮胎厂大胎生产的序幕；改革开放阶段公司在完善产品种类的同时扩大自身规模，1994 年产能扩大到 120 万条，全国工程胎产量跃升到第一位，且出口量、配套量居全国首位；改制上市阶段公司在 1996 年实现上市，然后开始对工程胎细分品类持续完善，重点推进巨胎的研发工作，并且推动国内产能的异地搬迁和技改；国际化发展阶段，公司一方面技改优化和扩建国内基地产能，另一方面通过建设越南基地实现全球化布局。

图表1：公司产能开始进入扩张期（万条）



来源：公司公告、国金证券研究所（2017-2018 年产能数据未公布）

- 公司从技改优化产能阶段进入到扩产放量阶段，规模优势将得到强化。从公司过去的产能规模变化情况来看，2012 年底公司各种轮胎产能已经达到 680 万条以上，其中全钢载重子午线轮胎年生产能力达到 400 万条，在细分市场中处于行业前列，2012-2015 年期间公司产能没有变化，直到 2016 年随着异地搬迁项目的推进，产能才小幅增长至 730 万条以上，在 2016-2021 年期间公司持续推进国内产能的搬迁和海外基地的布局，但受到疫情影响产能建设进度有所延后，因而期间总产能一直维持在 700 万条左右波动，随着扎佐三期搬迁项目的达产和越南一期项目的投产，截至 2022 年底公司总产能提升至 920 万条。2022 年底在建的越南二期和扎佐四期项目在 2023 年第三季度批量试产，随着国内外新增产能的陆续放量，公司总产能进一步提升。



图表2: 公司产品销量稳步增长 (万条)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 公司聚焦于商用轮胎领域，销量稳步增长且产品种类全面丰富。随着公司产能扩张和产能利用率的提升，过去5年产品销量呈现持续增长的趋势，从2017年的506万条增长至2022年的713万条，CAGR为7%。产品种类方面，公司根据市场需求持续开发一系列国内独有的技术和产品。目前公司主要产品有以“前进”、“大力士”、“多力通”、“劲虎”、“金刚”五大品牌为核心的卡客车轮胎、工程机械轮胎、农业机械轮胎、工业车辆（含实心）轮胎和特种轮胎，规格品种多达3000多个，是全球商用轮胎规格品种较为齐全的轮胎制造企业之一。

图表3: 公司专注商用车胎且细分产品种类丰富

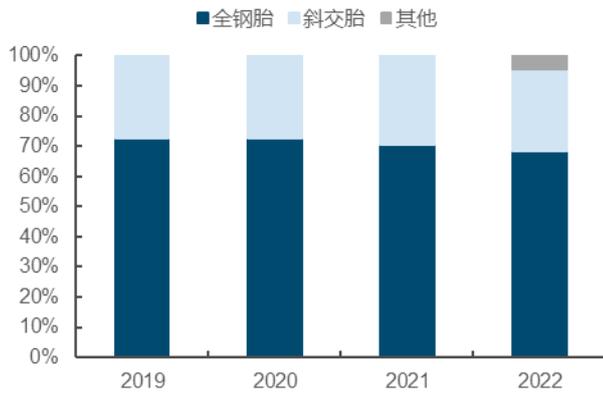
轮胎类别	用途
卡客车轮胎	为商用车配套使用的轮胎，商用车包含货车、客车两个大类。典型使用车型主要有轻卡、微客、自卸车、载货车、牵引车、挂车、专用车等，是目前公路交通运输的主要运输车辆。
工程机械轮胎	基础建设和装备工业的重要生产资料和零配件。凡土石方施工工程、路面建设与养护、矿业开采作业、流动式起重装卸作业和各种建筑工程所需的综合性机械化施工工程所必需的机械运输装备。典型使用车型有推土机、挖掘机、铲运机、装载机、平地机、运输车、平板车和重型自卸汽车等。
农业机械轮胎	为农业生产配套的重要零部件和生产资料，根据农业的特点和各项作业的特殊要求而专门设计制造的轮胎，如土壤耕作机械轮胎、种植和施肥机械轮胎、植物保护机械轮胎、作物收获机械轮胎、畜牧业机械轮胎等，产品分类有普通斜交轮胎和农业子午线轮胎。
工业车辆轮胎	工业车辆一般指普通适用港口、车站、货场、车间、仓库、油田及机场等，可以进入船舶和集装箱内进行作业，还广泛用于特殊防爆及越野作业。随着物流技术的不断发展推广和应用，以及国家工业化水平的不断提高，工业车辆轮胎使用范围也日益扩大，成为一种产量和规格最多的产品系列之一。
特种轮胎	特种车辆指的是外廓尺寸、重量等方面超过普通设计车辆限界及特殊用途的车辆，经特殊设计特制或专门改装，配有固定装置的运输车辆或设备。典型使用车辆或设备有重型越野车辆、特种运输车辆、城市轻轨、沙漠用运输车辆等。

来源: 公司公告、国金证券研究所

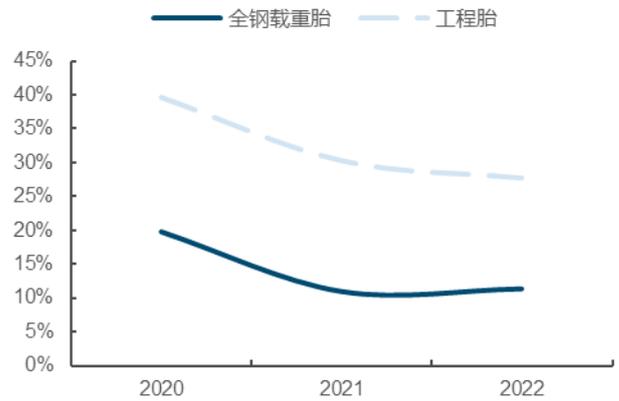
- 全钢胎为公司的核心收入来源，工程胎盈利能力相对更强。从公司分产品的收入结构来看，70%左右的收入来源于全钢胎，接近30%的收入来源于斜交胎。从产品盈利情况来看，受行业景气度影响，2020-2022年期间公司各产品毛利率均有下滑，全钢载重胎毛利率从2020年的20%下滑至2022年的11%，工程胎毛利率从2020年的40%下滑至2022年的28%，从不同产品的盈利能力差异可以看出，由于工程胎主要用于工程机械、农业机械等领域，应用市场领域相对更为细分所以产品的盈利能力相对更好。



图表4: 全钢胎为公司的核心收入来源



图表5: 公司不同产品毛利率差异较为明显

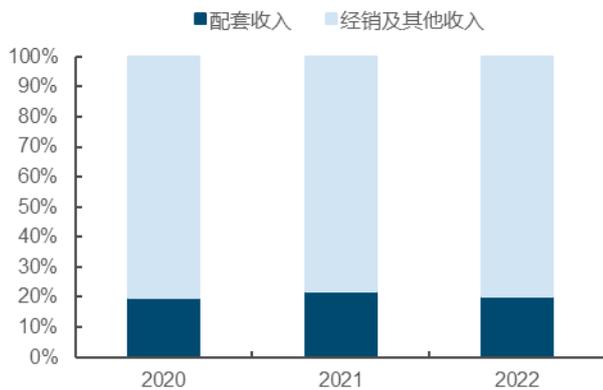


来源: 公司公告、国金证券研究所

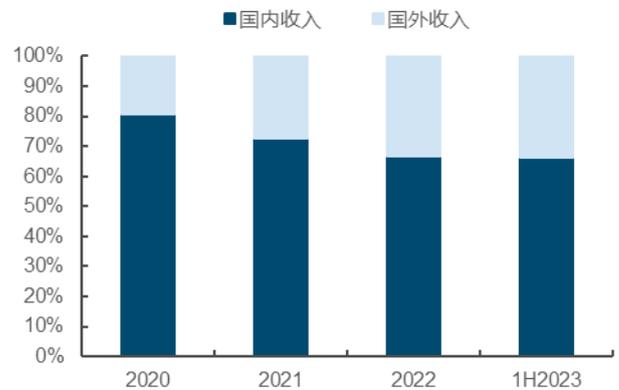
来源: 公司公告、国金证券研究所

- 公司配套业务收入占比较为稳定, 海外销售占比逐渐提升。从销售收入结构来看, 公司 20%左右的收入来源于配套业务, 80%左右的收入来源于经销和其他模式, 近几年公司大力开发整车配套市场, 配套客户的销售金额稳步增长, 临工集团、三一集团、中国重汽、山东临工、同力重工、杭叉集团等配套客户已逐渐成为公司主要客户; 替换市场的客户群体则相对分散。同时公司产品在海外销售也实现了快速增长, 2022年公司出口收入同比增加 40.8%达到 28 亿元, 占公司总收入比例为 33.5%, 相比 2020 年时不足 20%的出口收入占比提升较为显著。

图表6: 公司产品的销售模式以经销等方式为主



图表7: 公司产品的销售区域以国内为主



来源: 公司公告、国金证券研究所

来源: 公司公告、国金证券研究所

1.2 景气回升, 经营业绩稳步向好

- 公司收入表现稳定但净利润波动较大。回顾公司的历史业绩情况, 可以发现由于公司产品专注于商用车胎领域, 下游与基建和运输等行业需求关联度较高, 因而公司业绩也随着下游需求变化呈现较为明显的周期性波动。在 2017-2021 年期间公司营业总收入在 70 亿左右波动, 归母净利润则在 2017 年出现亏损, 在 2020 年实现了大幅增长。2017 年的亏损主要由于公司对老厂区整体搬迁计划进行重大调整 (即到越南投资建设年产 120 万条全钢子午线轮胎项目, 实现海外生产海外销售), 与贵阳云岩产业投资开发有限责任公司于 2017 年 3 月签订的《房屋整体搬迁货币补偿协议》不能如期履行, 原归集的搬迁损失转为经营费用; 2020 年则受益于疫后复苏, 国内商用车、工程机械等轮胎下游市场快速恢复, 保持了较高的景气度, 有效带动了国内轮胎需求增长, 从而推动公司业绩大幅增长, 归母净利润达到 11.4 亿元, 同比增长 740.6%。2021 年开始轮胎行业内外承压导致景气度开始回落, 公司业绩也随之同步下滑, 近两年随着行业逐渐修复公司业绩重新回归到稳步增长的状态, 2023 年前三季度公司实现营业总收入 70 亿元, 同比增长 12.6%, 实现归母净利润 6.3 亿元, 同比增长 146%。



图表8: 公司的营业总收入较为稳定 (亿元)



图表9: 公司的归母净利润波动较大 (亿元)

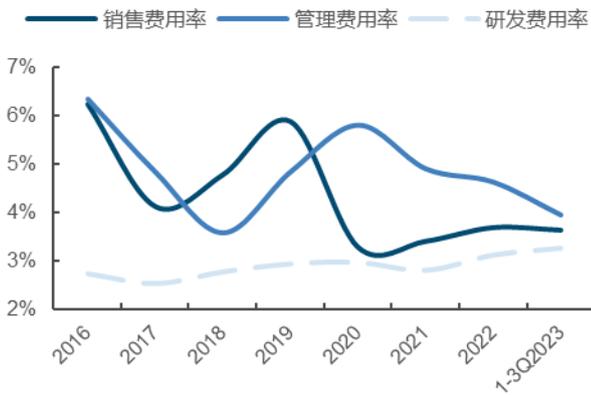


来源: Wind、国金证券研究所

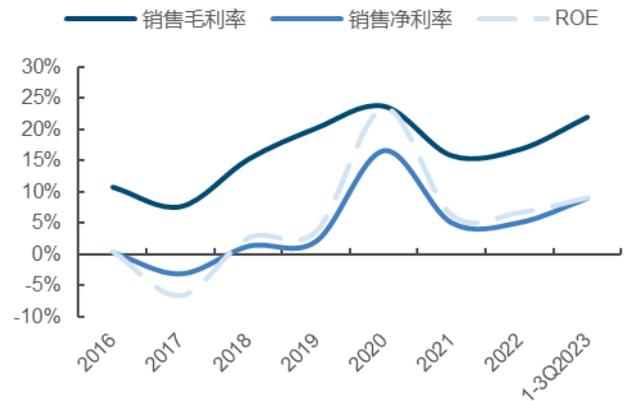
来源: Wind、国金证券研究所

- 公司费用管理能力优化的同时实现了盈利能力的稳步提升。从公司的期间费用表现情况来看，近几年销售费用率和研发费用率呈现出稳步增长的趋势，分别从2020年的3.3%、3%提升至2022年的3.7%、3.1%，而管理费用率则明显回落，侧面反应出公司的对技术研发和销售渠道的重视。通过费用管理实现降本增效后，公司盈利能力向上修复的趋势也较为明显，销售毛利率、销售净利率、ROE分别从2021年的15.7%、5%、6.2%提升至2023年前三季度的21.9%、9%、9%。

图表10: 公司的费用管理在持续优化



图表11: 公司的盈利能力开始向上修复



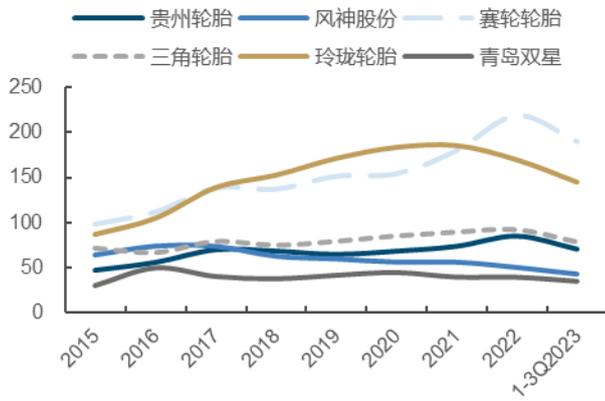
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

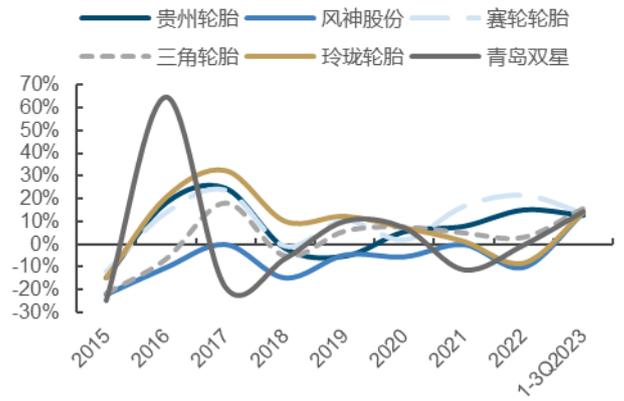
- 公司收入规模位于行业中游，专注细分产品因而业绩波动幅度相对更大。公司的轮胎产品分为全钢胎和斜交胎，作为汽车、工程机械等行业的配套产品主要用于运输和基建领域，如果国内基础设施建设投资进度加快，公路货物运输量增加，港口、矿山等行业开工率长期稳居高位水平，则带动轮胎产销两旺，从而为轮胎销售奠定良好的市场基础。反之若下游行业持续低迷，将直接导致轮胎行业开工率不足、价格竞争激烈、盈利能力下降。由于公司专注商用车胎板块，因而收入体量相对全品类布局的龙头企业较小，但相对于产品种类布局相似的企业收入规模和利润体量仍然较为领先，利润增速方面公司和同样专注商用车胎领域的风神股份波动幅度均较大。



图表12: 公司收入规模位于行业中游 (亿元)



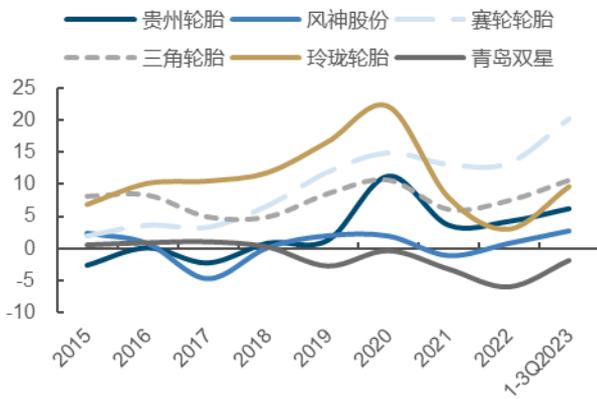
图表13: 公司的收入同比增速表现相对较好



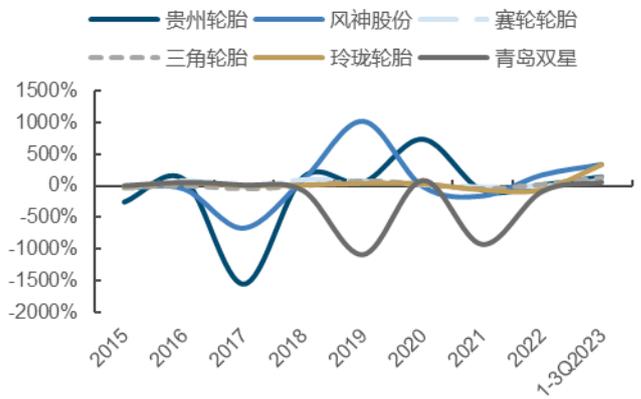
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 公司归母净利润随行业一起回升 (亿元)



图表15: 公司的归母净利润同比增速波动较大

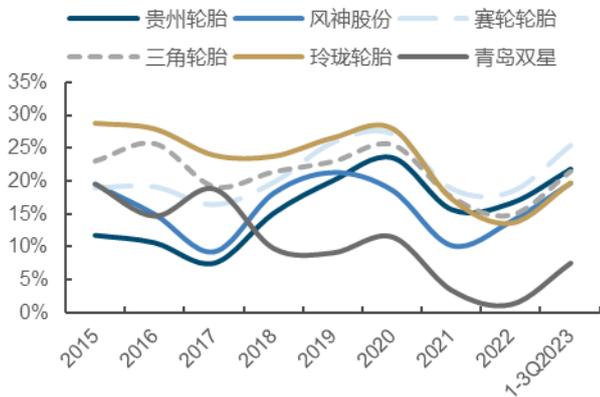


来源: Wind、国金证券研究所

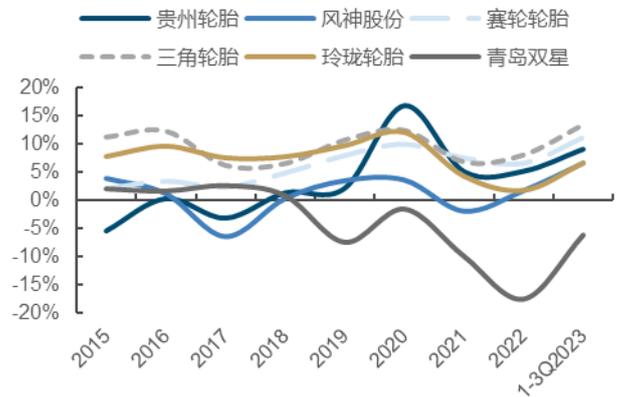
来源: Wind、国金证券研究所

- 公司为国内非公路轮胎细分市场龙头，盈利能力相对同业较为领先。从不同品类的轮胎盈利能力来看，由于非公路轮胎属于细分市场竞争格局较好，盈利能力相对半钢胎和全钢胎更好，叠加近几年随着非公路市场下游需求回暖，产品盈利能力也开始进一步提升。公司为国内较早进入非公路轮胎市场的企业，产销规模和产品全面度都相对同业较为领先，由于公司的非公路轮胎销售占比较高也带动整体盈利水平相对更高，截至 2023 年前三季度公司销售毛利率为 22%，在国内上市胎企中仅次于赛轮轮胎和森麒麟，销售净利率为 9%，同样位于行业中上游水平。

图表16: 公司的销售毛利率位于行业前列



图表17: 公司的销售净利率提升幅度明显



来源: Wind、国金证券研究所

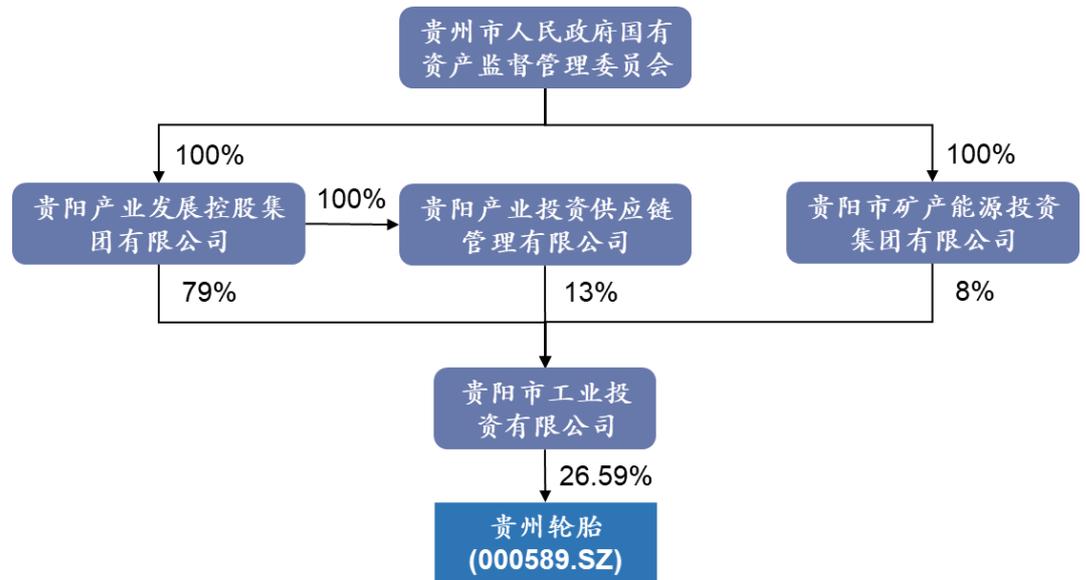
来源: Wind、国金证券研究所



1.3 激励充分，费用管理能力优化

- 公司为国有企业且股权结构较为稳定,实控人为贵州省国资委。从公司股权架构来看,实控人贵州省国资委通过贵阳产业发展控股集团有限公司、贵阳产业投资供应链管理有限公司、贵阳市矿产能源投资集团有限公司共同控股贵阳市工业投资有限公司,再通过贵阳市工业投资有限公司持有公司 26.59%的股份。公司股权结构较为稳定,国资背景在公司发展的过程中各方面能提供较好的支持,且在国企改革背景下公司管理能力也在持续优化。

图表18: 公司实控人为贵阳市国资委



来源: 同花顺、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。2019 年公司实施第一批股权激励计划,授予的限制性股票数量为 2242 万股,来源为向激励对象定向发行公司 A 股普通股。此次激励计划在公司层面设定的业绩目标较高,但仍然超额完成目标,分别于 2022 年和 2023 年成就第一、第二个解除限售期解除限售条件,股权激励效果明显。2022 年公司开启第二轮激励计划,激励规模从上一轮的 448 人增加至 538 人,股票来源为公司从二级市场回购或定向增发的本公司 A 股普通股,授予价格为每股 2.82 元。与第一次激励计划不同的是,公司降低了净利润增长率的要求,新增营业收入作为考核指标,主营业务收入占营业收入的比例从 85%提高到 95%。通过这些变化可以看出,管理层根据当前形势和行业预期做出的调整,表明了公司正追求更为稳健的增长。

图表19: 公司股权激励覆盖面较广

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划授予股票总数的比例 (%)
黄舸舸	董事长	30	1.26%
王鹏	董事、总经理	30	1.26%
蒲晓波	职工董事	24	1.01%
熊朝阳	副董事长、财务总监	24	1.01%
王海	总工程师	24	1.01%
蒋大坤	副总经理、董事会秘书	24	1.01%
周秩军	副总经理	24	1.01%
刘斌	副总经理	24	1.01%
中层管理人员、其他核心骨干 (530 人)		2,184	91.46%
合计 (538 人)		2,388	100.00%

来源: 公司公告、国金证券研究所



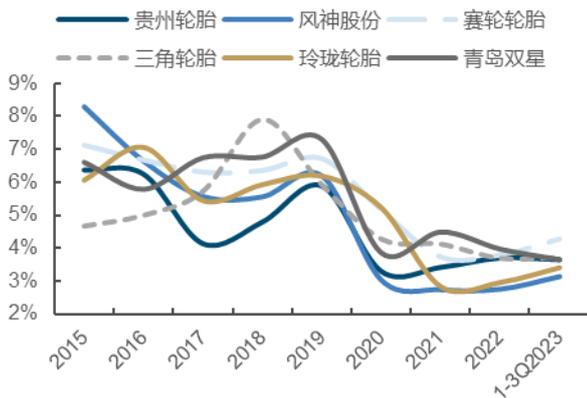
图表20: 股权激励彰显公司业绩信心

解除限售期	考核年度	净资产收益率	收入目标	净利润目标	解除限售比例
第一个解除限售期	2023年	不低于4.70%	营业收入不低于90亿元,且不低于当年对标企业75分位值水平或同行业平均水平	以2021年净利润为基数,2023年净利润增长率不低于25%,且不低于当年对标企业75分位值水平或同行业平均水平	1/3
第二个解除限售期	2024年	不低于4.80%	营业收入不低于98亿元,且不低于当年对标企业75分位值水平或同行业平均水平	以2021年净利润为基数,2024年净利润增长率不低于35%,且不低于当年对标企业75分位值水平或同行业平均水平	1/3
第三个解除限售期	2025年	不低于4.90%	营业收入不低于105亿元,且不低于当年对标企业75分位值水平或同行业平均水平	以2021年净利润为基数,2025年净利润增长率不低于45%,且不低于当年对标企业75分位值水平或同行业平均水平	1/3

来源:公司公告、国金证券研究所

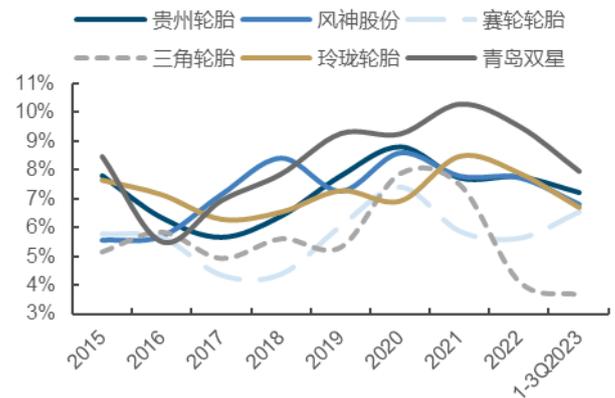
- 重视对销售和管理方面的投入,公司营运效率较高。对比同类轮胎企业的期间费用率情况可以看出,近几年公司的销售费用率维持在3-4%,在同类企业中位于中等偏上的水平;管理费用率维持在8%左右,相对同业较高。从营运能力来看,公司的存货管理能力较强,存货周转率显著高于同类企业;应收账款周转率位于行业中游水平,近两年随行业一起略有下滑,未来仍有改善空间。

图表21: 公司销售费用率位于行业中上游



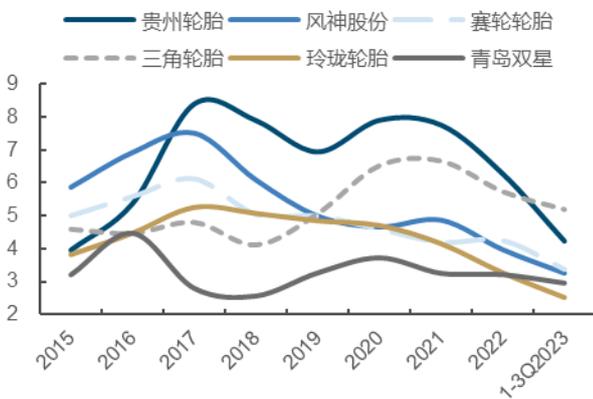
来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 公司管理费用率相对同业较高



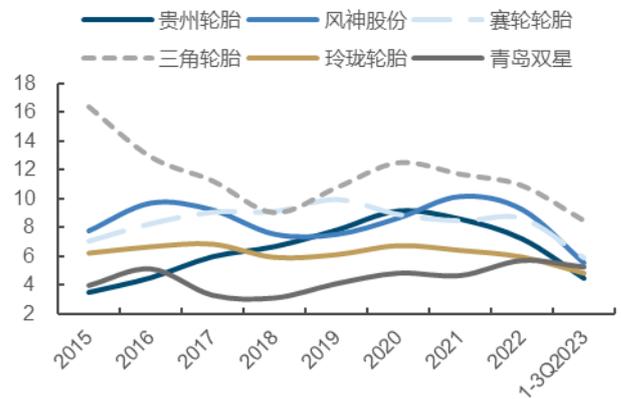
来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 公司存货周转率(次)相对同业较高



来源: Wind、国金证券研究所

图表24: 公司应收账款周转率(次)仍待改善



来源: Wind、国金证券研究所

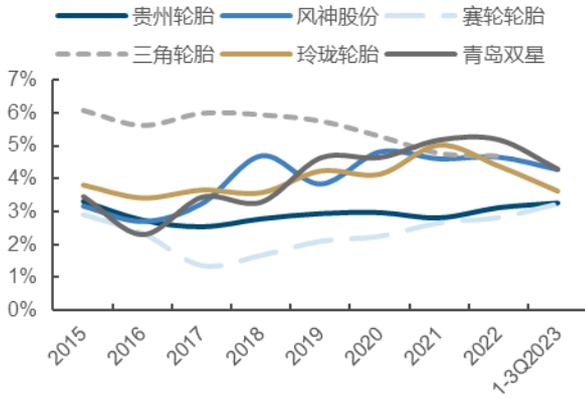
- 公司对研发的重视程度有所提升,在研项目较为丰富。从各家企业的研发投入情况来看,公司的研发人员占比维持在10%以上,建有轮胎行业首批获批的国家级企业技术中心,建有博士后科研工作站、省级绿色轮胎工程技术研究中心和省级高性能轮胎工程研究中心。公司持续提升自主研发水平,近3年主持和参与制定国家标准30项,



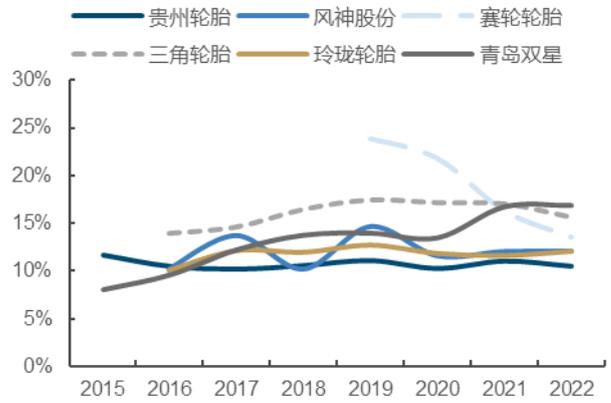
自主研发并处于有效期的技术专利共 200 项,研发费用率近几年呈现出稳步向上增长的趋势,从 2017 年低点时的 2.5%提升至 2023 年前三季度的 3.3%。目前公司的产品研发方向仍然专注于商用车胎领域,并且对工程胎相关产品进行了重点研发和优化。

图表25: 公司研发费用率开始逐渐提升

图表26: 公司研发人员数量占比仍待提升



来源: Wind、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所

图表27: 公司在研项目专注商用车胎领域且方向丰富

主要在研项目名称	拟达到的目标
专用重型卡车轮胎技术研究及产品开发	高耐久轮胎轮廓结构研究、胎面配方研究;轻薄型材料分布结构研究。
高速卡客车轮胎高性能研究及产品开发	采用全新的冠带缠绕技术,提高高速及安全性能;采用低生热的胎面配方,提升耐久性能;优化胎冠轮廓,降低平均接地压力,提升磨损性能;采用全新低滚阻胎面配方,降低车辆能耗;提高材料的耐老化性能,保障整个生命周期的安全性能。
公制无内胎轮胎胎冠新型结构研究及产品开发	通过胎冠结构和胎面配方改良,进一步降低轮胎滚动阻力,实现轮胎低能耗的优异性能。
大件物流专用车辆轮胎产品研究及开发	新的花纹设计提高耐磨性能、抓地性能等;胎面配方设计提高耐刺扎、耐磨、耐切割、散热性能等;优化材料分布设计,提高承载性能、抗爆性能等;采用钢丝冠带缠绕技术,提高冠部性能,防止轮胎冠爆。
有内胎轮胎耐久性能研究及产品开发	轮胎冠部新结构、胎面等配方的研究;针对矿山路面等全新配方的研究,要求提高轮胎抗切割、撕裂性能的同时,还要降低轮胎的冠部生热。
超级低断面单胎冠部接地研究及产品开发	新轮廓设计及应用,改进轮胎接地形状,使接地压力分布更均匀;带束层结构改进,提升轮胎径向刚度,纵向刚度,改进轮胎接地形状;降低轮胎滚动阻力。
全钢高速吊车轮胎的开发研究	吊车全系轮胎产品系列规格、花纹的开发;全系产品的升级优化,在速度性能方面和综合性能方面的研究。
全钢巨型工程轮胎技术研究及产品开发	工程胎领域首次提出全新花纹散热孔和散热槽设计研究;高强度、高抗刺扎、高粘合性能的带束层,胎面配方以及低生热的基胶和肩垫胶研究应用;全新的冠部带束层结构设计研究开发。
全钢矿用重卡轮胎的技术研究和产品开发	对不同车型轮胎、不同场景轮胎解决方案的产品开发;对全系重卡轮胎冠部性能及高使用寿命的研究,特别是在速度性能、低声热方面、抗刺扎切割、抗老化方面、综合受用寿命方面。
刚性自卸车用全钢系列轮胎的开发研究	针对不同矿山工况场景开发不同系列花纹产品,以满足不同矿山使用性能需求;通过新型材料和新配方的应用,提高轮胎低生热性能、恶劣工况下耐切割性能、耐磨性能,来提升综合使用寿命;通过调整胎冠、胎圈的高强结构设计,开发高承载产品,满足国内主机厂家高承载自卸车的作业需求。
装载机用全钢系列轮胎的开发研究	新的结构和配方应用,改善部分规格胎侧裂口及肩侧空;新的花纹设计提高使用寿命、适用广泛;优化施工设计提高轮胎负荷能力和耐刺扎能力;优化轮廓设计减少轮胎生热、增强散热性,进一步减少脱空。
高弹性(IF)和超高弹性(VF)农业子午线轮胎的开发研究	优化配方设计提高轮胎耐撕裂性能,改善胎面花纹沟底裂口和胎侧裂口;对轮廓、花纹重新设计,提高轮胎牵引力,降低车辆油耗;优化施工设计提高轮胎生产效率;对轮胎胎侧外观重新设计,提升外观。
高通过性农业轮胎 R-2 花纹系列产品的开发研究	通过优化施工设计提高轮胎负荷能力和耐久能力;满足于不同工况条件下的综合性能;优化轮胎胎面配方设计,增强耐刺扎能力和疲劳性能。

来源:公司公告、国金证券研究所

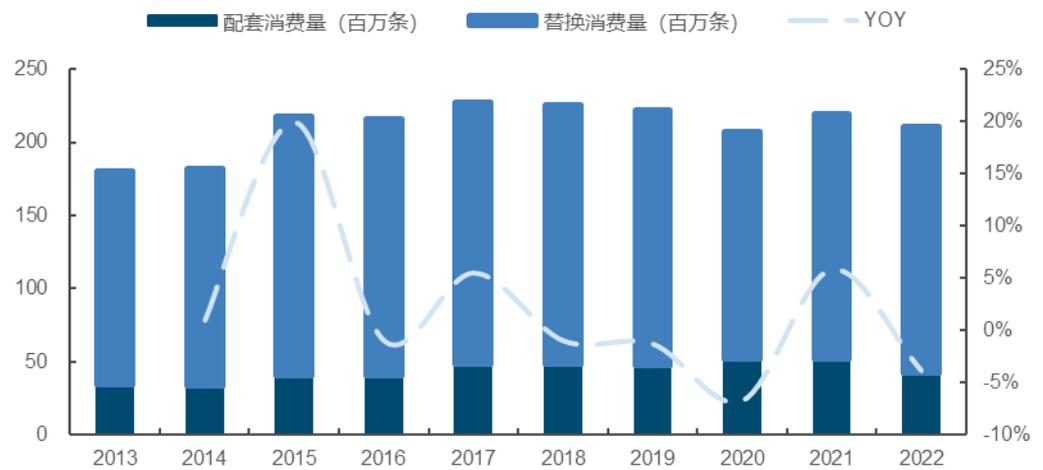


二、行业景气回升，公司海外基地放量在即

2.1 全钢胎：需求逐渐复苏，全球市占率提升空间较大

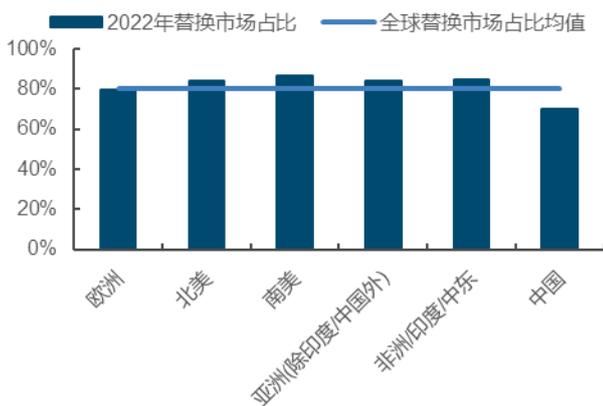
■ 全钢胎消费以替换市场为主，亚洲地区仍为核心消费区域。从全钢载重胎全球消费量来看，自 2015 年开始一直维持在 2 亿条以上的水平，整体需求较为稳定。从消费场景来看轮胎市场主要包括整车配套和替换两个细分领域，配套市场需求主要取决于新车产量的变化，替换市场需求与车辆保有量相关性较大，因而随着车辆保有量的上升替换市场的需求支撑更强且仍具增长潜力。全钢胎具备更高的替换系数因而替换市场消费占比更高，2022 年全钢胎销量为 2.1 亿条，其中替换市场销量为 1.7 亿条，占比高达 80%。从终端应用来看，由于全钢胎主要配套载重车辆使用，车辆的使用场景主要为货物运输和基建等相关领域，考虑到发展中国家在基建领域的需求相对更强，因而对全钢胎的消费需求也相对更高，目前我国仍为全钢胎最大的消费市场，2022 年的消费量占比为 25.7%，除中国和印度以外的亚洲地区消费量占比仍有 12.9%。

图表28：全球全钢载重胎消费总量较为稳定且以替换市场为主

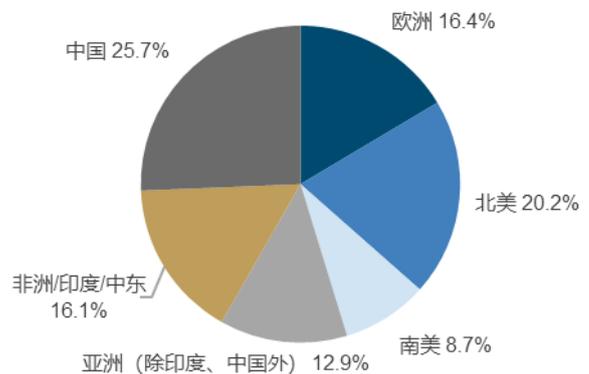


来源：米其林年报、国金证券研究所

图表29：我国全钢胎的替换市场的占比相对较低



图表30：我国仍为全钢胎重要的消费市场



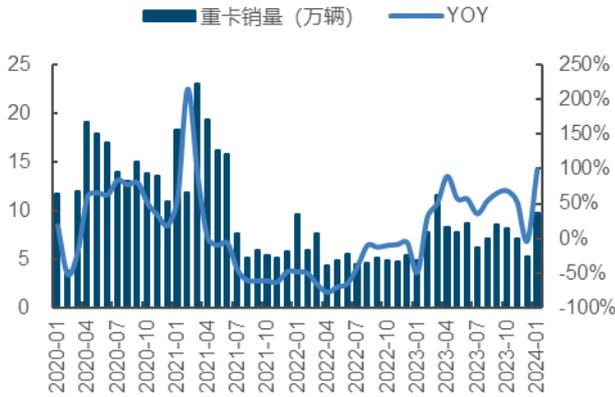
来源：米其林年报、国金证券研究所

来源：米其林年报、国金证券研究所

■ 下游需求持续复苏，全钢胎消费开始改善。2023 年开始国内全钢胎下游回暖较为明显，重卡月度销量在 2-11 月期间同比增速均在 30% 以上，全年销量达到 91 万辆，同比增长 36%；商用车月度销量自 2 月开始同比增速转正，全年销量为 403 万辆，同比增长 22%；均结束了自 2021 年开始持续下滑的趋势，因而配套需求在下游复苏的推动下有较好支撑。同时，我国物流景气度中的业务总量指数从 3 月份开始回升至 50% 以上且同比表现持续优于 2022 年，新订单指数从 4 月开始回升至 50% 以上；近两年我国柴油消费量同比增速一直维持在较高水平，2023 年全年柴油表观消费量为 2.04 亿吨，同比增长 10%，可以侧面反映出对替换需求稳步增长的支撑。



图表31: 2023年我国重卡月度销量同比增长显著



图表32: 2023年我国商用车月度销量同比增速较高



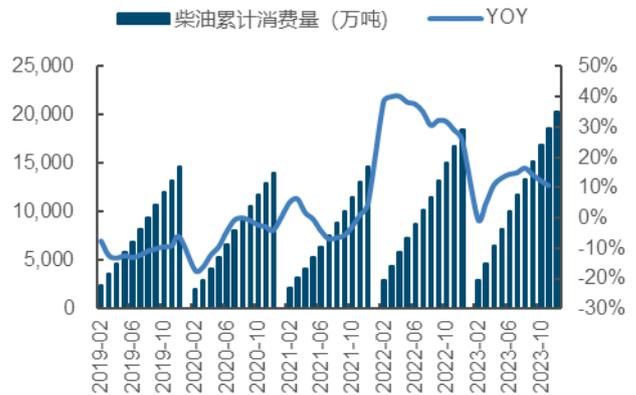
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表33: 2023年我国物流业景气指数实现向上修复



图表34: 我国柴油累计消费量呈现出持续增长的趋势

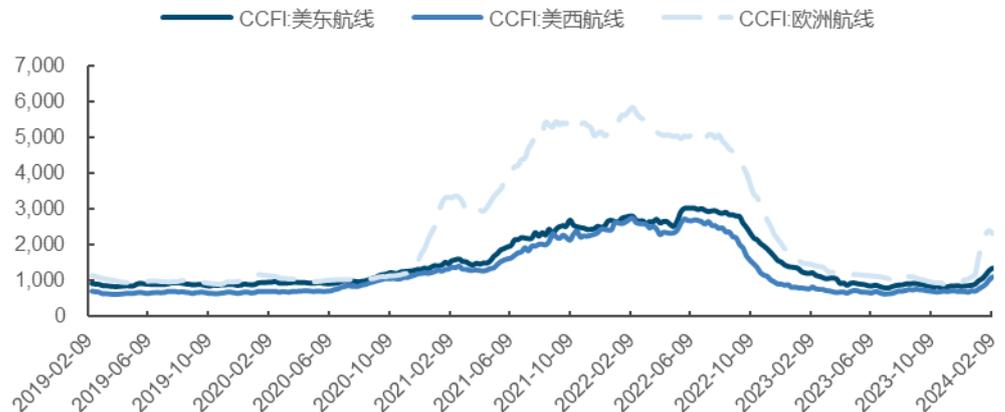


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

- 我国全钢胎开工改善显著，海运费回归常态后出口需求持续向好。2023年2月开始我国全钢胎开工率持续回升且显著高于2022年的开工情况，整体开工在60%左右的水平波动；随着海外全钢胎下游需求回暖叠加海运费和经销商库存回归正常水平，从出口表现来看，3月开始月度出口量维持在40万吨左右波动，2023年全年总出口量为462万吨，同比增长14.3%。海运费方面近期因为红海事件影响，欧线运费快速上涨，美国航线受影响较小，考虑到轮胎企业普遍采用FOB模式定价，因此当前海运费的波动对胎企的收入和利润影响相对较小。

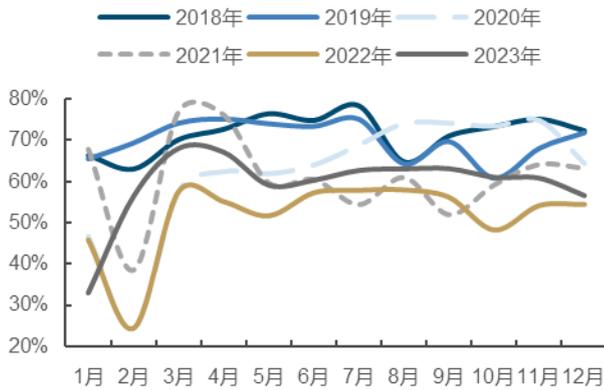
图表35: 运价指数在2023年期间回归常态



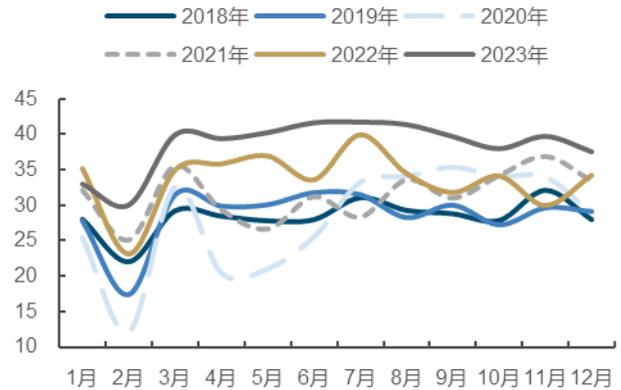
来源: Wind、国金证券研究所



图表36: 2023年我国全钢胎开工率同比改善明显



图表37: 2023年我国全钢胎出口量显著提升(万吨)

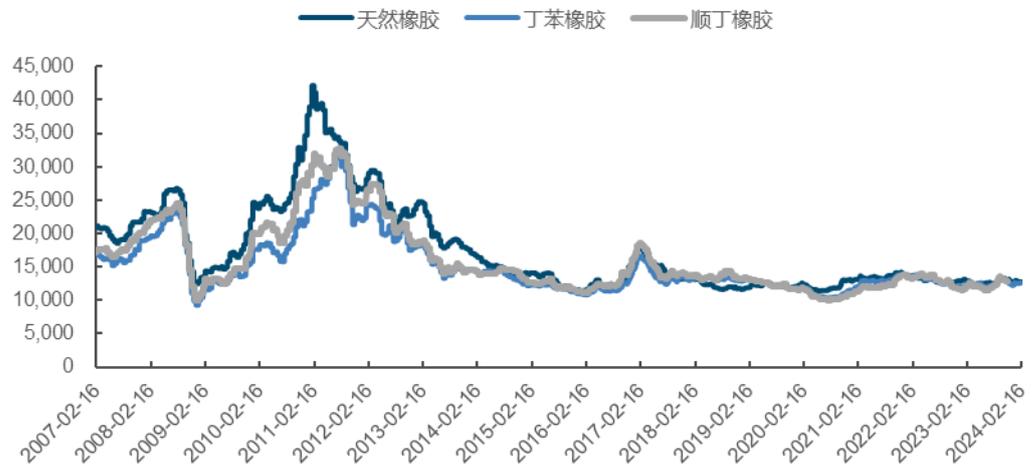


来源: Wind、国金证券研究所

来源: 卓创资讯、国金证券研究所

- 核心原材料价格从高位回落,行业整体盈利能力开始修复。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,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季度和1季度均偏淡,橡胶价格支撑相对偏弱,随着原料压力的缓解,轮胎行业毛利率也实现了同步修复。

图表38: 2018年至今橡胶价格走势相对平稳(元/吨)

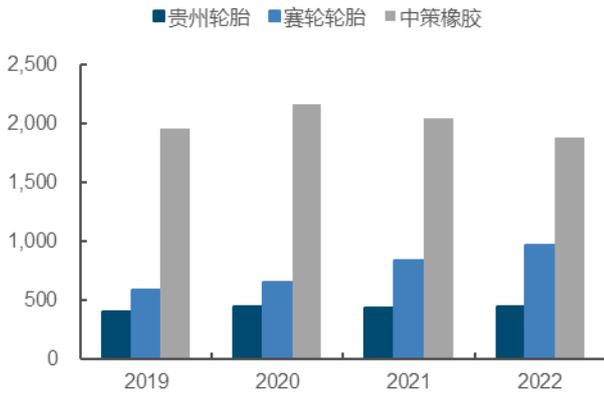


来源: Wind、国金证券研究所

- 公司全钢胎单胎价格较高,未来随着产能扩张市占率提升的同时盈利能力也有望改善。对比龙头企业来看,由于公司过去几年并未大幅扩产,因而公司的销量增长较慢且销售规模相对较小,2022年公司全钢胎销量为448万条,同比增长2.8%,公司的全球市占率仅为2.1%,远低于我国龙头企业中策橡胶8.9%的市占率。公司的全钢胎产品专注细分赛道,销售单价显著高于同业,中策橡胶和赛轮轮胎的单胎价格均在1000元以下,公司的单胎价格在2022年超过了1200元;从盈利能力来看,由于公司出海布局较晚导致盈利能力相对同业偏低。随着公司越南基地产能利用率提升叠加二期项目投产放量,公司市占率进一步提升的同时出口业务也将更将顺畅。

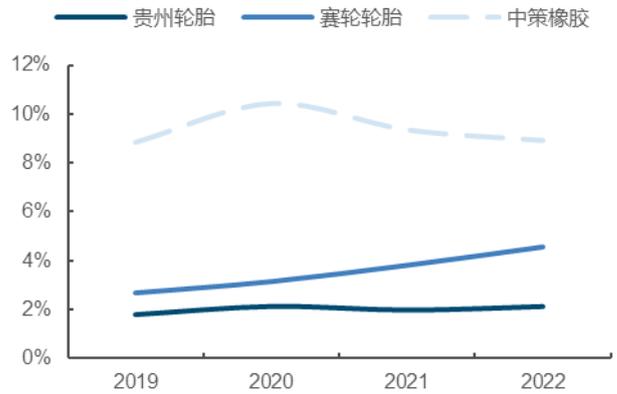


图表39：公司全钢胎销量规模相对较小（万条）



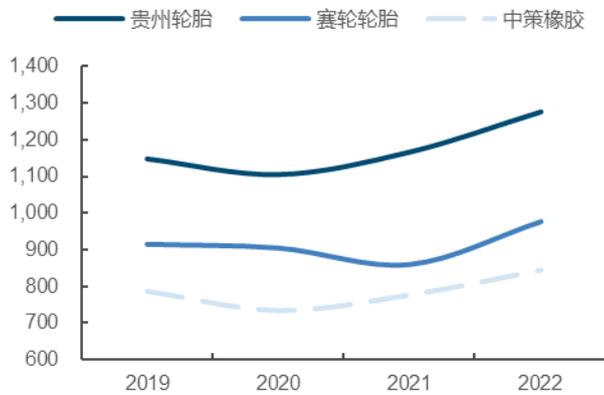
来源：各公司公告、国金证券研究所

图表40：公司全钢胎的全球市占率仍有提升空间



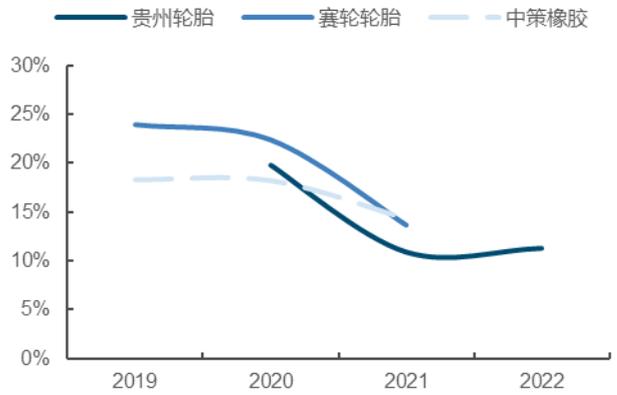
来源：各公司公告、米其林年报、国金证券研究所

图表41：公司全钢胎的销售均价最高（元/条）



来源：各公司公告、国金证券研究所

图表42：公司全钢胎的毛利率有所修复



来源：各公司公告、国金证券研究所

2.2 非公路轮胎：细分赛道格局较好，高景气有望延续

- 非公路轮胎主要应用在大型农场、露天和地下采矿场、港口码头、建筑业或其他特殊领域等，根据应用领域的差异可以分为农用轮胎、工程轮胎和其他轮胎三类。需求端来看，非公路用轮胎为全球轮胎市场快速发展的细分领域，受益于全球矿山勘探开采支出的持续增加以及全球基建投资力度不断加大，非公路用轮胎未来的市场需求仍将保持快速增长趋势。根据 TechSci Research 的预测数据，2021 年至 2027 年，全球非公路用轮胎市场年化增速约为 6.7%。其中工程轮胎随着世界工业化进程加快，全球产量从 2016 年的 1 亿条增长到 2021 年的 3.4 亿条，年复合增长率为 27.7%，根据弗若斯特沙利文预测，预计 2026 年全球工程轮胎产量将进一步增长至 5 亿条。

图表43：非公路轮胎根据具体应用领域可分为三类

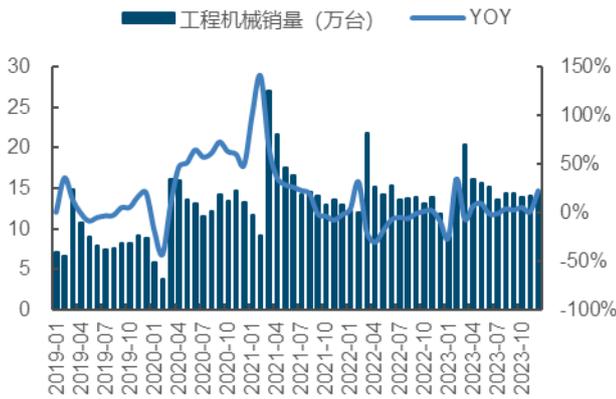
类别	具体品类
农用轮胎	拖拉机、耕作机、收割机、插秧机、除草机、中耕机、喷药机、播种机以及农田运输车 and 畜牧机等
工程轮胎	自卸运输汽车、铲运机、挖掘机、装载机、推土机、平地机、压路机、滩路机以及起重机、混凝土搅拌机及其运输车等
其他轮胎	航空轮胎、军用特种轮胎等

来源：海安橡胶招股说明书、国金证券研究所

- 工程机械等领域需求回暖，有望推动工程胎需求继续增长。从下游市场来看，2023 年我国工程机械销量整体改善较为明显，月度销量同比增速大多为正，全年总销量为 177.5 万台，同比增长 3.8%；基建投资方面 2023 年月度投资累计同比增速一直维持在 8% 以上；同时我国和美国的采矿和煤炭开采业产能利用率均处于相对高位，我国采矿和煤炭开采的季度产能利用率维持在 75% 左右，美国的采矿月度产能利用率基本维持在 92% 以上，煤炭开采月度产能利用率则在 80% 左右波动。



图表44: 我国工程机械销量开始回暖 (万台)



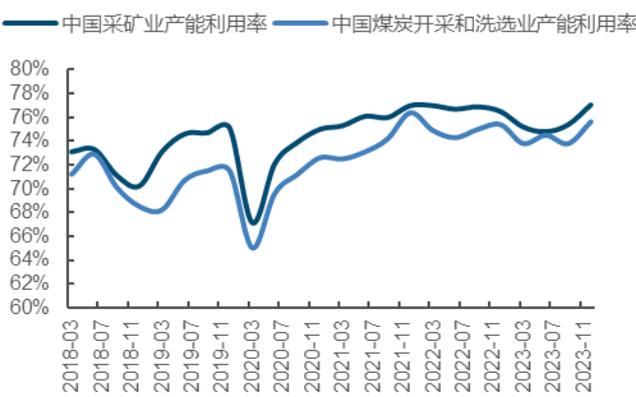
图表45: 我国基建投资同比表现有所改善



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表46: 我国采矿和煤炭开采业产能利用率回升



图表47: 美国采矿和煤炭开采业产能利用率震荡向上



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

- 开采业整体开工回升至较高水平, 带动相关工程胎的出口需求快速增长。受益于近年来全球矿产资源丰富的国家对于矿产资源勘探与采掘的鼓励发展政策, 我国和海外国家的采矿和煤炭开采业产能利用率均处于较高水平, 因而带动了对建筑、采矿及工业轮胎的需求, 从我国相关轮胎产品的出口表现可以看出, 产品的出口均价呈现出震荡向上的趋势, 2023 年建筑、采矿及工业轮胎月度出口均价在 3.5 美元/千克的水平波动, 同时出口金额也在持续增长, 2023 年全年我国建筑、采矿及工业轮胎出口额为 18.8 亿美元, 同比增长 42.3%。

图表48: 我国建筑、采矿及工业轮胎出口均价震荡向上



图表49: 我国建筑、采矿及工业轮胎出口额快速增长



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

- 非公路轮胎的应用路况复杂且通常路面环境差, 对轮胎的耐磨性、耐撕裂性和耐老化



性要求很高,因而生产工艺难度也相对更大,过去供给主要集中在国际轮胎巨头企业。近几年在行业景气度持续向好背景下,国内外多家企业也都开始关注到这一细分赛道,并且规划了较多产能,预计将在未来 2-3 年陆续投放,因而布局较早、产品种类齐全且兼具规模优势的企业竞争力更强。

图表50: 国内外企业纷纷开始投资建设非公路胎

公司	项目	完成时间
巴雷兹工业集团	伊朗建设第一个大型非公路轮胎生产项目, 产能 30 万吨。	2023 年 1 月开工, 建设 3 年
CEAT	拟投资 3.48 亿元, 将印度 Amberneth 工厂的日产能增 55 吨。此外拟将 Bhandu 工厂斜交胎改为非公路胎, 预计日产能 160 吨。	预计 2024 年完成
优科豪马	投资 12 亿元建设印度安得拉邦二期项目, 日产能将达到 123 吨。	预计 2024 年完成
固特异	投资 3600 万美元扩建卢森堡 Colmar-aBerg 非公路轮胎产能, 并改进其生产工艺。	
BKT	BKT 宗地制造工厂项目, 建成后该工厂总产能 5.5 万吨/年。	预计 2024 上半年建成
赛轮轮胎	董家口在建 15 万吨非公路产能。	预计 2024 年投产
贵州轮胎	投资 19.4 亿元在贵州建设 38 万条全钢工程胎项目; 越南二期规划非公路轮胎 15 万条。	2023-2024 年期间分批投产
玲珑轮胎	吉林年产 14 万条非公路轮胎项目。	
中策橡胶	计划 3 年内投资 28 亿元, 实现年产轮胎 40 万条 (15 万吨)。	预计 2025 年完工
海安集团	投资 2.34 亿元扩建新增 4690 条巨型工程子午胎产能。总投资 70 亿元建设 30 万套全钢大型工程子午线轮胎、15000 条全钢巨型工厂子午线轮胎及矿山机械设备等生产线。	
风神集团	投资 9501 万元, 年产 30930 条大规格宽体自卸车用工程子午胎。	
双钱集团	投资 1.5 亿元。增加 7700 吨 1400R25 全钢工程子午线轮胎, 9500 吨 16.00R25 全钢工厂子午线轮胎。	
东昊新材	一期农业子午胎的 100 万套, 工业实心胎 60 万套, 工程胎 30 万套; 二期农业子午胎 100 万套。工业实心胎 40 万套、工程胎 20 万套、工业特种胎 100 万套、电摩胎 2000 万套。	
徐轮轮胎	投资 15 亿元, 建设工程子午胎 19 万套, 农业子午胎 32 万套, 工业轮胎 50 万套。	
毅狮迈	建成后形成 200 万特种轮胎的生产能力。	
朝阳浪马	投资 4 亿元新建 20 万套工程胎项目。	

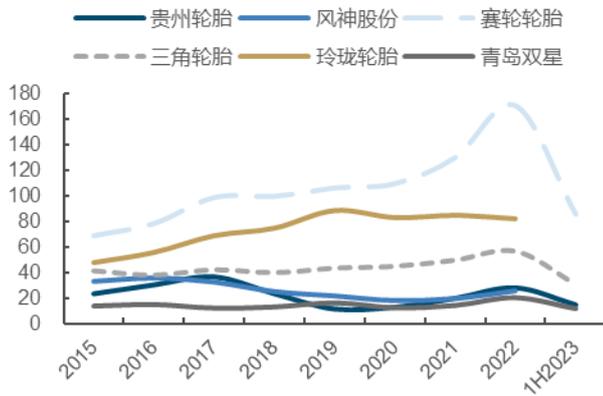
来源: 轮胎商业、国金证券研究所

2.3 全球布局, 海外基地投产放量助力成长

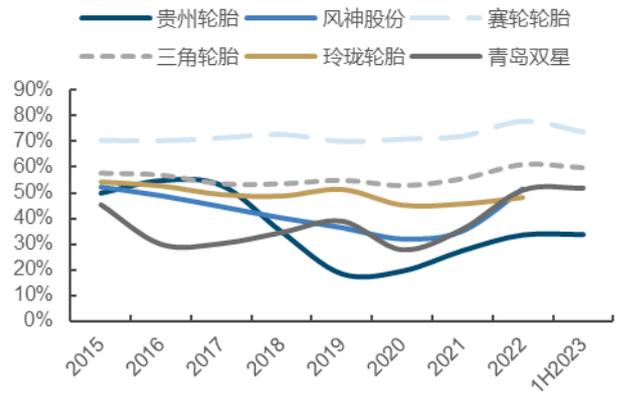
- 公司出海布局时间较晚, 因而海外业务收入规模仍然较小。从公司的海外收入情况来看, 2018 年之前海外收入占比在 50% 左右, 自 2018 年美国对来自中国的卡客车轮胎开展反补贴调查后公司海外业务收入规模也有所回落。2017 年公司宣布将在越南前江省龙江工业园区投资 16.7 亿元建设年产 120 万条全钢子午线轮胎工厂, 在 2020 年完成了主体厂房土建工程, 并在 2021 年顺利投产开始放量, 2023 年上半年越南公司完成轮胎产量 46.43 万条, 完成轮胎销售 47.03 万条, 实现营业收入 4.47 亿元, 实现净利润 5964 万元, 随着越南工厂的持续放量, 公司的海外业务收入占比也在 2023 年上半年时回升至 34%, 未来随着越南新增产能的继续放量, 公司海外收入有望继续提升。



图表51：公司海外业务收入规模较小（亿元）



图表52：公司海外业务收入占比较低

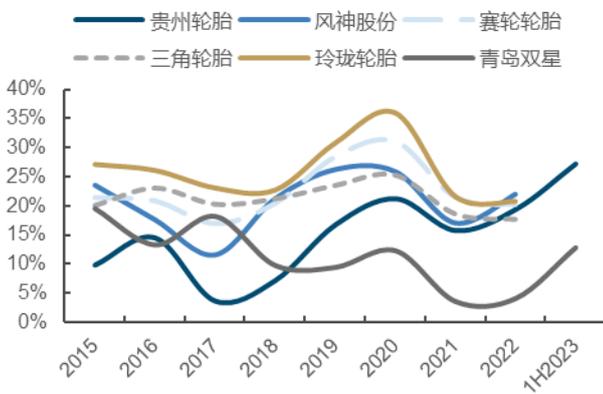


来源：Wind、国金证券研究所

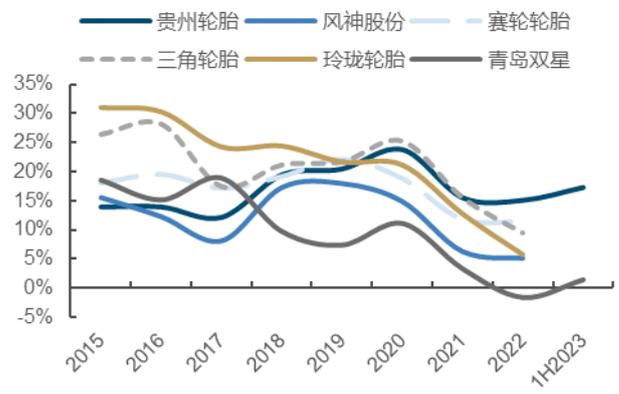
来源：Wind、国金证券研究所

- 公司海外毛利率呈现震荡向上的趋势，国内毛利率则领先同业。从公司不同市场的盈利能力来看，随着越南基地建成投产后海外毛利率开始持续提升，从2021年的15.7%回升至2023年上半年的27.1%，未来随着越南基地产能规模进一步扩张公司海外业务毛利率有望继续提升；国内市场方面，近几年随着供给端竞争加剧，大部分胎企的国内业务毛利率均呈现出震荡回落的趋势，但公司国内业务的盈利能力仍然相对同业处于较为领先的水平，2022年各家轮胎企业中仅有公司和赛轮轮胎两家企业的国内业务毛利率超过10%，并且随着行业景气度回暖2023年上半年公司国内毛利率提升至17.3%。

图表53：公司海外业务毛利率上升趋势明显



图表54：公司国内业务毛利率相对同业明显领先



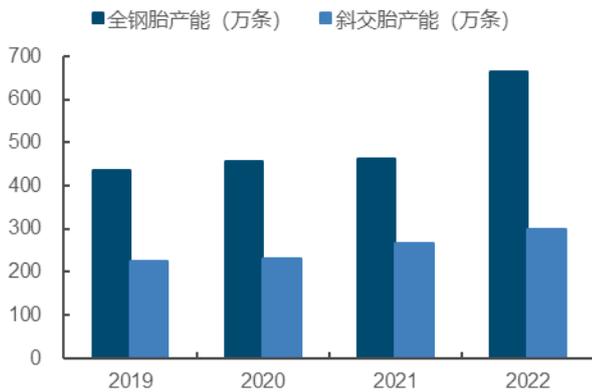
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

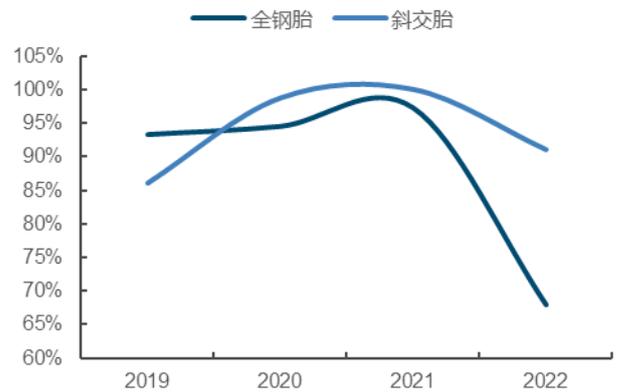
- 目前公司仍规划有丰富的在建项目，新增产能陆续投放后将助力业绩持续增长。从历史产能变化来看，2019-2021年期间公司产能较为稳定，并且产能利用率也一直维持在较高水平，其中全钢胎产能利用率从2019年的93%提升至2021年的97%，斜交胎产能利用率也从2019年的86%提升至2021年的100%。因而产能不足也在一定程度上限制了公司的更好发展，2022年随着越南基地产能正式放量公司也进入到产能扩张阶段。从公司目前在建项目来看，越南二期95万条轮胎项目在2023年底已经进入到设备安装阶段，预计在今年开始正式投产放量，项目包含80万条全钢胎和15万条非公路胎，项目总投资11.8亿元，达产后预计实现净利润1.8亿元。公司原本在贵阳扎佐规划了300万条的高性能全钢胎项目，但考虑一方面在工程机械设备销量和保有量数量的持续增长的背景下工程胎前景较为良好，另一方面公司在工程机械细分领域具备较好的发展态势，盈利能力较强，相较于卡客车市场领域具备更强的市场竞争力，因而公司决定终止原募投项目，将资金投入年产38万条全钢工程子午线轮胎智能制造项目；全钢工程胎项目总投资19.4亿元，其中16亿元来自于2022年4月发行可转债所募集的资金，可转债期限为6年，最新转股价格为4.4元/股，转股时间为2022年10月28日至2028年4月21日。全钢工程胎项目规划建设周期2.5年，预计达产后每年可实现25.5亿元收入和2亿元净利润，目前一阶段20万条已经投产，项目二阶段预计在2025年正式放量。



图表55: 公司全钢胎产能的放量节奏更快



图表56: 公司各产品的产能利用率较高



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表57: 公司在建项目和产能规划丰富

项目	产能 (万条)	项目地址	投产时间	投资额 (亿元)	单条投资 (元)	收入 (亿元)	单条收入 (元)	利润 (亿元)	净利率	建设周期	备注
全钢工程胎项目	38	贵阳扎佐	2025年	19.4	5106	25.5	6712	2.0	7.8%	2.5年	
高性能全钢胎项目	300	贵阳扎佐	-	23.0	767	29.7	989	2.8	9.6%	3年	已终止变更为全钢工程胎项目
越南二期项目	95	越南龙江	2024年	11.8	1237	12.3	1290	1.8	14.6%	1年	80万条卡车客胎和15万条非公路胎

来源: 公司公告、国金证券研究所

三、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

■ 销售收入预测:

- ① 全钢胎: 目前国内贵阳工厂拥有480万条产能; 海外越南一期具备120万条产能, 越南二期的80万条产能已经在2023年投产, 目前海外已经具备200万条产能。在国内胎企出海布局的背景下, 考虑到越南基地的全钢胎在双反政策方面具备0税率的优势, 公司的海外基地出口产品具备性价比优势, 预计随着产能利用率的提升, 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69.8、81.8、88.2亿元。
- ② 非公路轮胎: 随着国内“年产38万套全钢工程子午线轮胎智能制造项目”一阶段20万条的投产, 目前国内贵阳工厂产能为340万条, 二阶段18万条预计在今年投产并且在2025年开始正式放量; 海外越南二期规划了15万条高性能子午胎目前进入到产能爬坡阶段。考虑到非公路轮胎的客户粘性相对较高且行业高景气具备一定的延续性, 随着公司国内外基地新增产能的陆续放量, 预计公司2023-2025年该板块收入为27.6、31.2、37.1亿元。

■ 盈利预测: 2023年开始轮胎行业景气度回暖, 核心原料橡胶的价格也呈现出震荡回落的趋势, 目前天然橡胶和合成橡胶的价格均在1.3万元/吨左右波动, 考虑到橡胶行业并无明显供给缺口且供需关系相对平稳, 因而橡胶价格支撑偏弱, 后续价格预计继续维持区间震荡, 随着原料压力的缓解, 轮胎行业毛利率也将同步向好。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27%, 国内毛利率仅为17%, 随着公司海外基地产能爬坡放量和非公路轮胎产能结构的优化, 整体盈利能力还将持续向上修复。

- ① 全钢胎: 国内基地行业竞争相对激烈随着产能利用率的提升预计毛利率小幅下滑, 但考虑到公司海外基地在双反税率方面具备竞争优势, 未来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年毛利率分别为16%、15.9%、15.7%。



- ② 非公路轮胎：考虑到该板块产品下游应用领域较为丰富且种类相对更加细分，产品单价和盈利能力都相对较好，并且随着未来大尺寸工程胎产能的占比提升，叠加海外基地产能放量将共同推动盈利能力继续维持高位，预计 2023-2025 年毛利率维持在 35%。

图表58：公司分产品盈利和费用假设

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全钢胎						
收入 (亿元)	48.8	50.8	57.1	69.8	81.8	88.2
毛利 (亿元)	9.7	5.6	6.5	11.2	13.0	13.9
毛利率	19.8%	10.9%	11.3%	16.0%	15.9%	15.7%
非公路轮胎						
收入 (亿元)	18.4	21.5	26.4	27.6	31.2	37.1
毛利 (亿元)	6.1	5.7	7.4	9.7	10.9	13.0
毛利率	33.0%	26.6%	27.9%	35.0%	35.0%	35.0%
其他						
收入 (亿元)	0.9	1.1	0.8	0.9	1.1	1.3
毛利 (亿元)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
毛利率	40.0%	26.9%	33.7%	37.8%	37.8%	37.8%
合计						
总收入 (亿元)	68.1	73.4	84.4	98.3	114.1	126.6
YOY	5.4%	7.8%	15.0%	16.5%	16.0%	11.0%
毛利 (亿元)	16.1	11.5	14.1	21.2	24.3	27.4
毛利率	23.6%	15.7%	16.7%	21.5%	21.3%	21.6%
费用假设						
销售费用率	3.3%	3.4%	3.7%	3.5%	3.6%	3.6%
管理费用率	5.8%	4.9%	4.6%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用率	3.0%	2.8%	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%
归母净利润 (亿元)	11.4	3.7	4.3	8.1	9.3	10.5
YOY	740.6%	-67.5%	16.0%	89.4%	14.9%	12.8%

来源：Wind、国金证券研究所

- 费用假设：销售费用方面考虑到公司非公路轮胎投产放量带来的销售占比提升，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 3.5%、3.55%、3.6%；管理费用率预计维持在 4%；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 3.2%、3.25%、3.3%。
- 综合以上假设，预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 98.3 亿元、114.1 亿元、126.6 亿元，同比增速分别为 16.5%、16%、11%；归母净利润分别为 8.1、9.3、10.5 亿元，同比增速分别为 89.4%、14.9%、12.8%。

3.2 投资建议及估值

- 公司为国内商用车胎龙头企业，随着越南基地产能的持续放量，全球化多基地的产业布局也得到了完善，未来随着国内外基地产能的爬坡放量和产品结构的持续优化，公司业绩将继续稳步增长。基于以上假设，我们预测 2023-2025 年公司的归母净利润分别为 8.1、9.3、10.5 亿元，对应的 EPS 分别为 0.67、0.77、0.87 元。选取国内几家头部轮胎企业玲珑轮胎、森麒麟、赛轮轮胎、通用股份和三角轮胎作为可比公司，2024 年可比公司的 PE 中位数为 12.77，平均数为 13.66。考虑到轮胎行业景气度仍然较好，在出海背景下公司未来几年业绩预计继续稳步增长，考虑到公司所处行业和核心产品具备一定的周期性，因此我们给予公司 2024 年 10 倍的 PE，目标价 7.75 元。首次覆盖，给予“买入”评级。


图表59：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	21.50	0.57	0.20	1.00	1.38	1.64	63.59	103.70	21.59	15.60	13.13
002984.SZ	森麒麟	30.60	1.16	1.23	1.86	2.48	2.83	30.67	24.98	16.46	12.35	10.80
601058.SH	赛轮轮胎	13.56	0.43	0.43	0.99	1.06	1.20	34.51	23.05	13.66	12.77	11.32
601500.SH	通用股份	5.07	0.01	0.01	0.15	0.27	0.38	494.44	280.30	34.73	18.71	13.41
601163.SH	三角轮胎	15.56	0.75	0.92	1.58	1.76	1.86	18.27	13.24	9.86	8.86	8.34
中位数								34.51	24.98	16.46	12.77	11.32
平均数								128.30	89.05	19.26	13.66	11.40
000589.SZ	贵州轮胎	5.74	0.39	0.37	0.67	0.77	0.87	15.91	12.82	8.51	7.41	6.57

来源：Wind、国金证券研究所（可比公司 EPS 中玲珑轮胎、森麒麟、赛轮轮胎和通用股份为国金预测值；三角轮胎为 Wind 一致预测均值，数据截至 2024 年 2 月 22 日收盘）

四、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：公司目前国内外在建项目均较多，若项目受到不可抗力的因素影响，投产进度可能不及预期，将对公司的收入造成影响。
- 3、企业出海建厂后竞争加剧：目前较多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：公司产品主要出口到美国、欧洲、澳洲、巴西、印度、东南亚、中东等全球 130 多个国家和地区，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，虽然行业出口普遍采用 FOB 的模式进行定价，但在运费暴涨阶段该部分成本会传导至终端产品的销售价格上，进一步导致出口产品在海外市场中的性价比降低，从而对轮胎企业的出口销售和产品盈利均造成影响，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 30%以上的产品销售收入源于海外市场，若人民币汇率大幅波动可能对公司收入和利润造成影响。
- 7、大股东质押：公司第一大股东贵阳市工业投资有限公司合计持股 3.19 亿股，累计质押 1.52 亿股，占其持有的公司股份总数的 47.74%，占总股本的 12.63%。



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	
主营业务收入	6,809	7,339	8,440	9,834	11,406	12,659	货币资金	1,905	2,113	3,346	2,531	2,953	3,286	
增长率	7.8%	15.0%	15.0%	16.5%	16.0%	11.0%	应收账款	2,147	2,260	2,773	3,683	4,002	4,268	
主营业务成本	-5,200	-6,185	-7,029	-7,716	-8,972	-9,924	存货	606	953	1,255	1,347	1,493	1,599	
%销售收入	76.4%	84.3%	83.3%	78.5%	78.7%	78.4%	其他流动资产	465	620	603	638	675	703	
毛利	1,609	1,154	1,411	2,118	2,435	2,735	流动资产	5,123	5,946	7,977	8,199	9,123	9,856	
%销售收入	23.6%	15.7%	16.7%	21.5%	21.3%	21.6%	%总资产	44.5%	46.2%	50.6%	46.5%	48.7%	50.8%	
营业税金及附加	-51	-38	-40	-49	-46	-51	长期投资	865	666	683	683	683	683	
%销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	固定资产	4,678	5,363	5,861	7,422	7,631	7,613	
销售费用	-224	-251	-312	-344	-405	-456	%总资产	40.6%	41.6%	37.2%	42.1%	40.8%	39.2%	
%销售收入	3.3%	3.4%	3.7%	3.5%	3.6%	3.6%	无形资产	311	442	507	500	470	444	
管理费用	-396	-360	-391	-393	-456	-506	非流动资产	6,393	6,930	7,784	9,423	9,602	9,558	
%销售收入	5.8%	4.9%	4.6%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	55.5%	53.8%	49.4%	53.5%	51.3%	49.2%	
研发费用	-202	-206	-263	-315	-371	-418	资产总计	11,516	12,876	15,762	17,622	18,725	19,414	
%销售收入	3.0%	2.8%	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%	短期借款	1,759	1,669	1,915	3,020	2,804	2,267	
息税前利润 (EBIT)	736	300	404	1,016	1,157	1,305	应付款项	3,363	3,839	3,612	4,200	4,809	5,265	
%销售收入	10.8%	4.1%	4.8%	10.3%	10.1%	10.3%	其他流动负债	613	560	550	1,069	1,215	1,351	
财务费用	-111	-33	48	-111	-126	-127	流动负债	5,735	6,068	6,077	8,289	8,829	8,884	
%销售收入	1.6%	0.5%	-0.6%	1.1%	1.1%	1.0%	长期贷款	770	735	1,402	972	972	972	
资产减值损失	6	-14	-45	-27	-3	-2	其他长期负债	129	133	1,801	1,607	1,610	1,612	
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	负债	6,634	6,935	9,280	10,867	11,410	11,468	
投资收益	15	13	22	20	20	20	普通股股东权益	4,870	5,917	6,450	6,724	7,283	7,914	
%税前利润	1.1%	3.3%	5.1%	2.2%	1.9%	1.7%	其中：股本	798	956	1,148	1,205	1,205	1,205	
营业利润	1,354	393	451	902	1,048	1,195	未分配利润	1,634	1,829	2,125	2,612	3,172	3,803	
营业利润率	19.9%	5.4%	5.3%	9.2%	9.2%	9.4%	少数股东权益	12	24	32	32	32	32	
营业外收支	-25	-4	-16	0	0	0	负债股东权益合计	11,516	12,876	15,762	17,622	18,725	19,414	
税前利润	1,328	390	435	902	1,048	1,195	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	19.5%	5.3%	5.2%	9.2%	9.2%	9.4%	每股指标							
所得税	-190	-20	-4	-90	-115	-143	每股收益	1.427	0.387	0.374	0.675	0.775	0.874	
所得税率	14.3%	5.1%	0.8%	10.0%	11.0%	12.0%	每股净资产	6.106	6.187	5.621	5.585	6.050	6.575	
净利润	1,138	370	432	812	933	1,052	每股经营现金净流	2.080	0.299	-0.097	1.253	1.556	1.630	
少数股东损益	0	0	3	0	0	0	每股股利	0.150	0.100	0.200	0.270	0.310	0.349	
归属于母公司的净利润	1,138	370	429	812	933	1,052	回报率							
净利率	16.7%	5.0%	5.1%	8.3%	8.2%	8.3%	净资产收益率	23.38%	6.25%	6.65%	12.08%	12.81%	13.29%	
							总资产收益率	9.89%	2.87%	2.72%	4.61%	4.98%	5.42%	
							投入资本收益率	8.45%	3.40%	3.49%	7.48%	8.19%	9.06%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	5.43%	7.79%	15.00%	16.52%	15.99%	10.99%	
							EBIT增长率	126.35%	-59.27%	34.91%	151.37%	13.85%	12.77%	
							净利润增长率	740.56%	-67.52%	15.97%	89.39%	14.87%	12.78%	
							总资产增长率	9.46%	11.81%	22.41%	11.80%	6.26%	3.68%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	39.7	42.3	50.3	70.0	65.0	60.0	
							存货周转天数	45.5	46.0	57.3	65.0	62.0	60.0	
							应付账款周转天数	82.1	82.8	76.0	85.0	82.0	80.0	
							固定资产周转天数	201.7	229.7	231.5	219.5	186.3	161.6	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	10.10%	4.89%	24.40%	42.94%	30.94%	17.53%	
							EBIT利息保障倍数	6.6	9.0	-8.5	9.1	9.2	10.2	
							资产负债率	57.61%	53.86%	58.88%	61.67%	60.93%	59.07%	

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
买入	0	4	5	6	14
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.20	1.17	1.14	1.00

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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
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	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