



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

轮胎骨架材料龙头业绩反转，增收降本 推动长期成长

——大业股份首次覆盖

买入（首次）

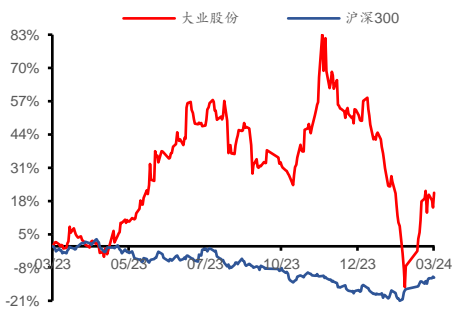
行业： 机械设备
日期： 2024年03月07日

分析师： 仇百良
E-mail: qiubaoliang@shzq.com
SAC 编号: S0870523100003
联系人： 刘昊楠
E-mail: liuhaonan@shzq.com
SAC 编号: S0870122080001

基本数据

最新收盘价（元）	9.70
12mth A 股价格区间（元）	6.72-14.69
总股本（百万股）	341.76
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	33.15

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 轮胎骨架材料头部企业，迎来业绩修复利润反转

公司成立于2003年，设立之初主营胎圈钢丝产品。2012年，公司胎圈钢丝产销量及市占率居全国同业第一。2021年，公司收购胜通钢帘线，补足钢帘线业务短板，形成胎圈钢丝+钢帘线两大类主营产品。业绩层面看，公司营收持续增长，2020~2022年营收CAGR为30%，主要系产能扩张及胜通钢帘线并入，带动销量持续增长。2022年公司归母净利润出现上市来的首次亏损，系市场需求疲弱，原料、能源价格上涨，钢帘线产能利用率低等因素所致；2023Q1~Q3归母净利润扭亏为盈，同比162.73%，系需求回暖，主要原料价格回落，以及胜通钢帘线产能恢复。

■ 需求回暖带动行业景气，技术创新驱动集中度提升

2023H1我国轮胎行业整体复苏向好，据中国橡胶工业协会轮胎分会统计和调查，轮胎38家重点会员企业2023年1~5月份综合外胎产量2.49亿条，同比+13.22%。2023H1橡胶骨架材料行业企稳回暖，据中国橡胶工业协会骨架材料专业委员会对全国主要会员单位的统计，2023年1-5月我国胎圈钢丝、钢帘线产量分别同比+11.35%、+12.15%。从竞争格局看，胎圈钢丝方面，随行业进入成熟期，市场份额向产品质量佳，具有持续技术开发能力，资金实力强的企业集中，市场格局已基本形成。钢帘线方面，在公司完成对胜通钢帘线的收购重组后，行业集中度提高。

■ 开拓海外市场增收，推动能源建设项目降本

公司积极创新，推动产品优化升级，引领行业标准。2022年12月发布自主研发新品缆型胎圈钢丝，2023年主持起草修订ISO16650 胎圈钢丝国际标准正式立项，并顺利推进到WD阶段（工作小组草案）。公司客户覆盖全球头部胎企，依托优质客户资源开拓海外市场。2023H1境外订单量同比+58%，超过境内订单量的14%；2020~2022公司对全球前五强轮胎企业的胎圈钢丝销量CAGR为33.65%，上升趋势明显。公司布局各类能源自给项目，推动降本增效。公司光伏项目2022年发电量约占当年用电总量的9.97%，计划投资的风电项目规划年发电量占2022年用电总量的60.86%；公司2023H1建设的生物质蒸汽项目能够完全覆盖公司当期蒸汽使用需求。

■ 投资建议

我们预计公司2023~2025年营收分别为59.24、65.46和71.67亿元，同比+13.64%、+10.50%和+9.48%；归母净利润分别为1.10、2.04和3.29亿元，同比+143.27%、+84.42%和+61.79%。当前股价对应PE分别为29.83、16.18、10.00。考虑公司积极推出创新产品，开拓海外市场增收，同时推进能源自给项目降本。我们认为，公司业绩继2023年实现扭亏为盈后，将保持较高增速，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

下游需求不及预期的风险、原材料价格波动风险、市场竞争风险、政策调整风险

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5213	5924	6546	7167
年增长率	2.5%	13.6%	10.5%	9.5%
归母净利润	-255	110	204	329
年增长率	-221.0%	143.3%	84.4%	61.8%
每股收益 (元)	-0.75	0.32	0.60	0.96
市盈率 (X)	—	29.83	16.18	10.00
市净率 (X)	1.93	1.76	1.58	1.37

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024 年 03 月 06 日收盘价)

目 录

1 轮胎骨架材料头部企业，业绩修复利润反转	6
1.1 胎圈钢丝领军企业，收购兼并实现业务横向扩张	6
1.2 公司营收延续增长趋势，利润端实现扭亏为盈	8
2 需求回暖带动景气度提升，技术创新驱动集中度提升	11
2.1 全球轮胎销量延续增长趋势，中国为重要市场	11
2.2 技术进步驱动格局优化，主要原材料价格下行	14
3 积极拓展海外市场增收，推动能源建设项目降本	17
3.1 产能快速扩张，推动市占率稳步提升	17
3.2 产品优化升级，依托优质客户开拓海外市场	19
3.3 布局光伏、风电、生物质能源项目，推动降本增效	21
4 盈利预测	23
5 估值与投资建议	24
6 风险提示	25

图

图 1：公司历史沿革	6
图 2：公司产品情况	7
图 3：公司股权结构	7
图 4：2020~2022 年营业收入 CAGR 为 30%，2023Q1~Q3 同比+7%	8
图 5：2023Q1~Q3 归母净利润扭亏为盈，同比+163%	8
图 6：2020~2022 年钢帘线业务营业收入 CAGR 为 56%（单 位：亿元）	9
图 7：2023H1 胎圈钢丝、钢帘线业务合计营收占比达 92.07%	9
图 8：2020~2022 年外销（含港澳台地区）营业收入 CAGR 为 70%（单位：亿元）	9
图 9：2023H1 外销（含港澳台地区）营收占比达 26.04% ...	9
图 10：公司主要原材料盘条在成本结构中的占比较高	10
图 11：2023H1 胎圈钢丝、钢帘线毛利率回升	10
图 12：外销（含港澳台地区）毛利率优于内销	10
图 13：2023Q1~Q3 财务费率有所提升	11
图 14：2023Q1~Q3 公司盈利能力显著提升	11
图 15：中国汽车 2021 年产销量同比增速转正，2023 年产销 量分别同比+11.62%、+12.02%	11
图 16：中国新能源汽车销量 2020~2023 年 CAGR 为 91%	11
图 17：2022 年中国每千人拥车辆为 226 辆	12
图 18：中国汽车保有量 2015~2021 年 CAGR 为 8.49%	12
图 19：美国、中国汽车车龄都呈增长趋势	12
图 20：2022、2023H1 全球轮胎销量分别为 17.51、8.63 亿 条	13

图 21: 2018~2023H1 替换市场: 新车市场轮胎销售比例在 3: 1 左右	13
图 22: 2018~2023H1 亚洲轮胎销量占比最高.....	13
图 23: 2023H1 中国轮胎销量全球占比达 17.52%.....	13
图 24: 2022 年、2023 年 1-5 月中国主要轮胎企业综合外胎产量分别同比-6.81%、+13.22%	14
图 25: 2023 年 1-5 月我国胎圈钢丝主要企业产量 41.36 万吨, 同比+11.35%	14
图 26: 2023 年 1-5 月我国钢帘线主要企业产量 116.42 万吨, 同比+12.15%	14
图 27: 子午线轮胎 (左) 与斜交胎 (右) 结构差异.....	15
图 28: 我国轮胎行业子午化率稳步提升, 处高水平.....	15
图 29: 2021 年我国胎圈钢丝按强度分类统计	16
图 30: 2021 年我国钢帘线按强度分类统计.....	16
图 31: 2022 年起全国 $\phi 6.5\text{mm}$ 普通高速线材价格逐步回落	16
图 32: 2020~2022 年公司钢帘线及胶管钢丝的设计产能由 20 万吨增至 46.5 万吨	17
图 33: 2023H1 胎圈钢丝产能利用率 117.7%, 钢帘线、胶管钢丝产能利用率 83.2%.....	18
图 34: 2023H1 胎圈钢丝、钢帘线、胶管钢丝产销率分别为 98.8%、98.5%、101.7%.....	18
图 35: 2022 年公司胎圈钢丝产量占行业主要企业合计产量比例达 38.98%.....	19
图 36: 2022 年公司钢帘线产量占行业主要企业合计产量比例达 11.67%	19
图 37: 缆形钢丝圈结构示意图	19
图 38: 缆形钢圈与六角形钢圈性能对比.....	19
图 39: 公司产品内外销毛利率对比	21
图 40: 2023H1 境内、境外订单分别同比+14%、58%.....	21
图 41: 2020~2022 公司对全球前五强轮胎企业的胎圈钢丝销量 CAGR 为 33.65% (单位, 万吨)	21
图 42: 2022、2023H1 电力、天然气、蒸汽费用占营业成本比例分别为 12.22%、13.26%.....	22

表

表 1: 公司高管背景	7
表 2: 轮胎轻量化发展趋势对骨架材料品种结构提出更高要求	15
表 3: 公司部分钢帘线 ST 产品情况	20
表 4: 2023 年度全球轮胎企业 TOP 35 (排名按 2022 年轮胎业务营收)	20
表 5: 2020~2023H1 公司能源消耗情况.....	22
表 6: 公司主营业务业绩拆分.....	23

表 7：同行业主要公司的业绩预测及估值24

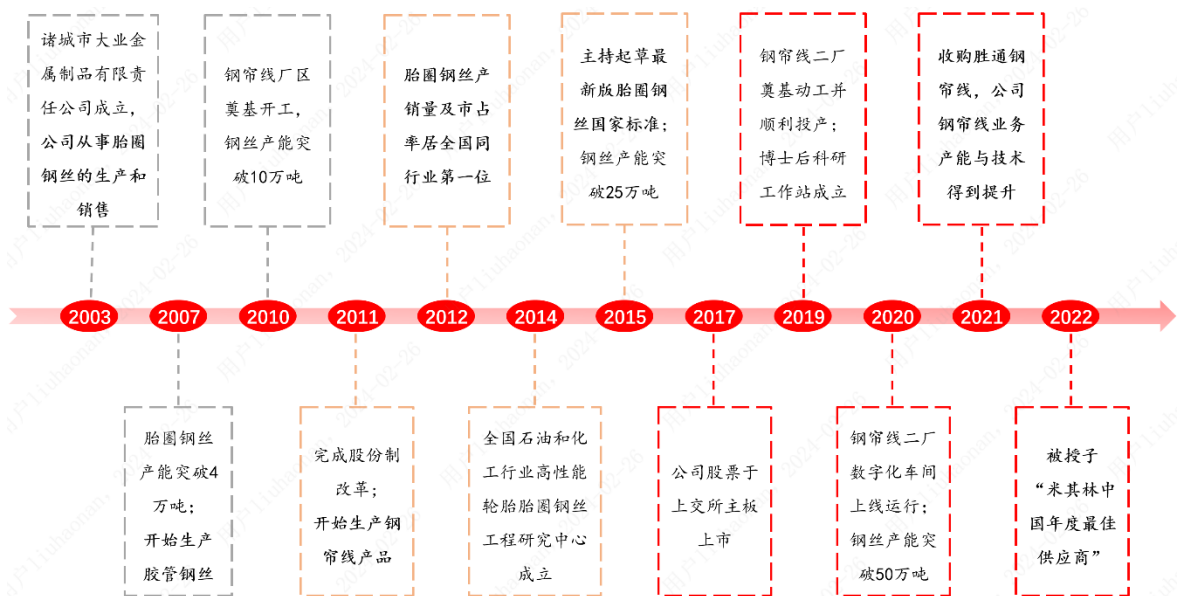
1 轮胎骨架材料头部企业，业绩修复利润反转

1.1 胎圈钢丝领军企业，收购兼并实现业务横向扩张

大业股份主营橡胶骨架材料，包括胎圈钢丝、钢帘线和胶管钢丝产品。公司是轮胎骨架材料行业的专业制造商，同时也是全球胎圈钢丝行业的领军企业。

公司于 2003 年成立，自设立以来开始从事胎圈钢丝的生产销售，后分别于 2007 年、2011 年开始生产胶管钢丝、钢帘线产品。2012 年，公司胎圈钢丝产销量及市占率居全国同行业第一。2015 年，公司主持起草最新版胎圈钢丝国家标准。2017 年，公司登陆上交所主板，IPO 募集资金主要用于高性能胎圈钢丝产能扩建及技术中心建设。2020 年，公司钢丝产能突破 50 万吨。2021 年，公司收购胜通钢帘线，公司钢帘线产能达到 46.5 万吨/年，在钢帘线领域跻身国内一线厂商。2022 年，公司被授予“米其林中国年度最佳供应商”。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，上海证券研究所

公司主要产品为胎圈钢丝、钢帘线和胶管钢丝。其中，胎圈钢丝用于胎圈部分，作用是将轮胎紧密固定在轮辋上，公司胎圈钢丝线径范围包括 0.8~1.3mm、1.55~1.65mm、1.83~2.00mm。钢帘线是子午线轮胎胎体的主要骨架材料，用于接触地面的胎面和侧面胎壁，公司有逾 20 种规格型号的钢帘线产品。胶管钢丝是橡胶软管的骨架材料，用于增强液压橡胶软管，通常以编织或缠绕的形式存在于液压胶管中，公司胶管钢丝产品线径覆盖 0.25mm 至 0.70mm，抗拉强度有也有多个区间可选。

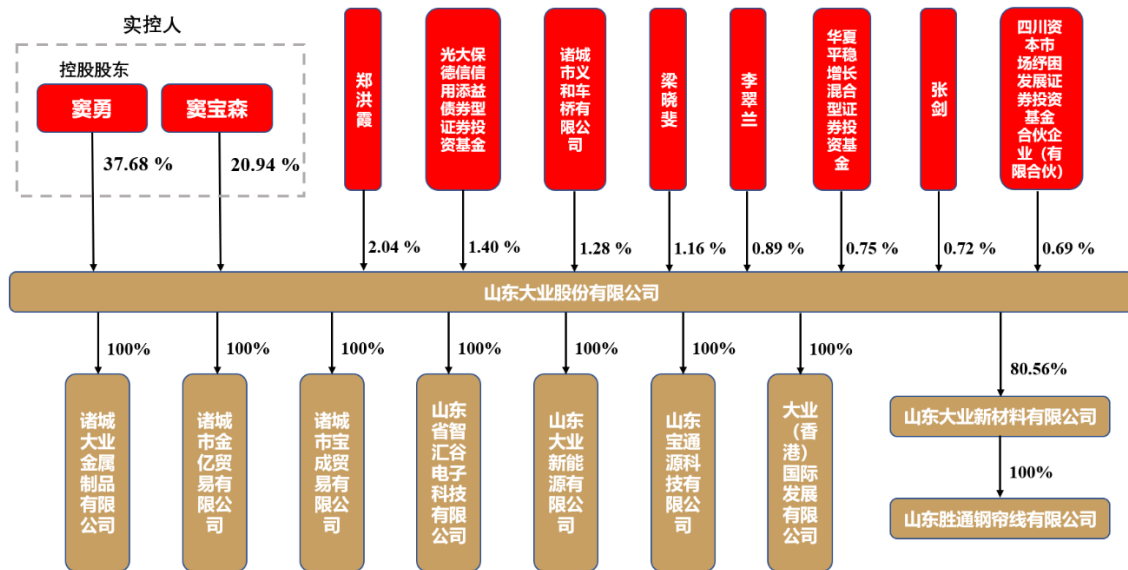
图 2：公司产品情况



资料来源：公司公告，搜狐网，上海证券研究所

公司控制权稳定，管理团队专业。公司控股股东为窦勇，实际控制人为窦宝森、窦勇，截至 2023 年三季度末，二人合计持股比例约为 58.62%，第三大股东持股比例约为 2.04%。公司董事、副总经理兼总工程师王金武先生从事胎圈钢丝技术研究多年，具有丰富的胎圈钢丝生产技术研究经验。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，上海证券研究所

表 1：公司高管背景

姓名	职务	简历
窦勇	董事长	本科学历。曾任诸城市商务股份有限公司驻济南办事处主任、山东大业工贸有限责任公司董事、诸城市大业机械有限责任公司执行董事、总经理。2003 年 11 月至 2011 年 3 月任诸城市大业金属制品有限责任公司执行董事、总经理；2004 年 4 月至 2011 年 9 月任诸城市大业贸易有限责任公司执行董事、总经理；2011 年 3 月起至 2020 年 8 月任公司董事长、总经理；2011 年 3 月起至今任公司董事长。
窦宝森	董事	本科学历，高级经济师职称，诸城市第八届、第九届政协委员，诸城市第十五届、十六届、十七届人大代表，潍坊市第十六届人大代表。曾任山东省诸城县贸易公司经理、山东省诸城市供

郑洪霞	董事/总经理	本本科学历，中级会计师职称，诸城市第八届政协委员，诸城市第十七届人大代表，诸城市第十三届党代表，潍坊市第十七届人大代表。曾任诸城市经贸公司会计。2002年6月至2011年4月任山东大业工贸有限责任公司董事长；2012年7月至今任山东诸城农村商业银行股份有限公司董事；2016年11月至今任诸城宝玺置业有限公司董事、经理；2011年3月至今任公司董事。
王金武	董事/副总经理/总工程师	大专学历，高级工程师职称。曾任江苏省张家港市港达金属制品有限责任公司技术厂长、黑龙江天懋集团总工程师，曾于湖北福星科技股份有限公司、贵州钢绳股份有限公司、淄博创大集团有限公司兼任技术顾问。2004年8月至2011年3月任诸城市大业金属制品有限责任公司总工程师。2011年3月至今任公司董事、副总经理、总工程师。
王金魁	董事	大专学历。曾就职于诸城市联社工业科、诸城市商务股份有限公司。2002年6月至2011年4月任山东大业工贸有限责任公司董事长；2011年3月至今任公司董事。
窦万明	董事/副总经理	本科学历。曾在诸城市第二中学任教，曾就职于诸城市商务股份有限公司。2002年6月至2004年12月任山东大业工贸有限责任公司办公室主任；2004年12月至2011年3月就职于诸城市大业金属制品有限责任公司，历任生产部部长、企管部部长；2011年3月至今任山东大业股份有限公司副总经理；2018年11月至今任公司董事。
牛海平	副总经理/董事会秘书	本科学历。曾任潍坊巨龙化纤集团有限公司技术副科长、总工办副主任、企管办副主任、总经理办公室副主任，山东海龙股份有限公司董事会秘书兼证券部主任、办公室主任，诸城泰盛化工股份有限公司副总经理、董事会秘书。2010年11月至2011年3月，就职于诸城市大业金属制品有限责任公司；2011年3月至今任公司董事会秘书；2011年6月至今任公司副总经理。
徐海涛	副总经理/副总工程师	本科学历。曾任江苏兴达钢帘线股份有限公司技术员、设备部长、厂长职务。2010年9月至今，任公司总经理助理、副总工程师；2018年2月至今任公司副总经理。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.2 公司营收延续增长趋势，利润端实现扭亏为盈

营收持续增长，2023年Q1~Q3归母净利润有所回升。公司营收2020~2022年CAGR为30.23%，尤其2021年同比+65.50%，主要系公司产品设计产能提升，产销率处高水平，叠加产品价格跟随原材料盘条价格上浮；2021~2023H1主要产品销量仍维持同比正增，公司营收增速放缓主要系产品价格跟随原料价格下降。

2022年受原材料价格波动大及能源价格上涨等不利因素冲击，市场需求疲弱，公司归母净利润出现上市以来首次亏损；2023H1随行业回暖，原材料盘条和部分能源价格回落以及胜通钢帘线产能恢复，公司归母净利润扭亏为盈达0.77亿元。

图 4：2020~2022 年营业收入 CAGR 为 30%，2023Q1~Q3 同比+7%

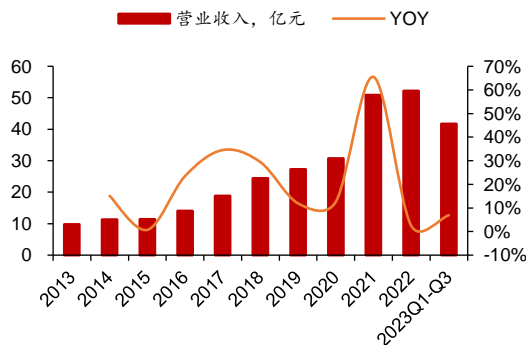
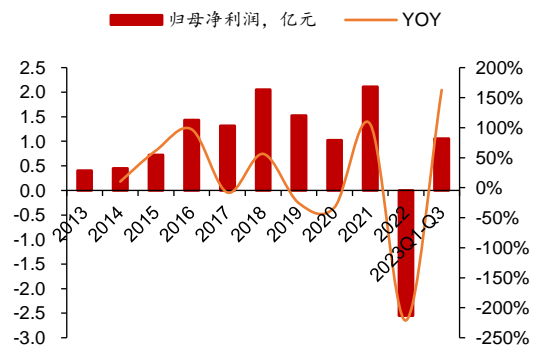


图 5：2023Q1~Q3 归母净利润扭亏为盈，同比+163%



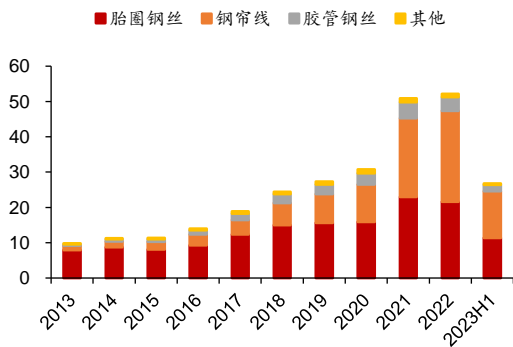
资料来源：WIND，上海证券研究所

资料来源：WIND，上海证券研究所

胎圈钢丝、钢帘线业务营收占主导。公司钢帘线业务营收2020~2022年CAGR为55.64%，其中2021年同比+110.22%，主要系公司并表胜通钢帘线。2023H1胎圈钢丝、钢帘线业务营收分别11.33、13.28亿元，合计营收占比约92.07%。

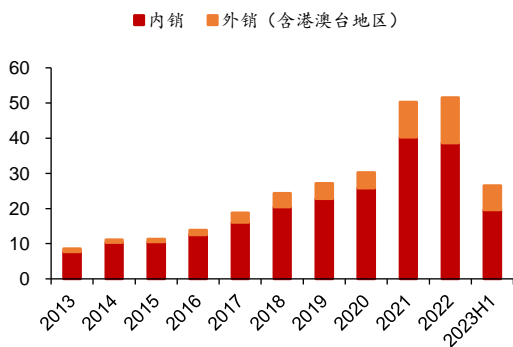
积极开拓海外市场，外销营收占比稳步提升。公司外销（含港澳台地区，不含其他业务，下同）营收2020~2022年CAGR为69.83%，其中2021年同比+124.55%，主要系胜通钢帘线国外客户较多，并表后拉动外销占比提升。2022、2023H1外销营收占比分别约为25.05%、26.04%，相较2020年占比仅14.78%，公司外销营收占比提升明显。

图 6: 2020~2022 年钢帘线业务营业收入 CAGR 为 56% (单位: 亿元)



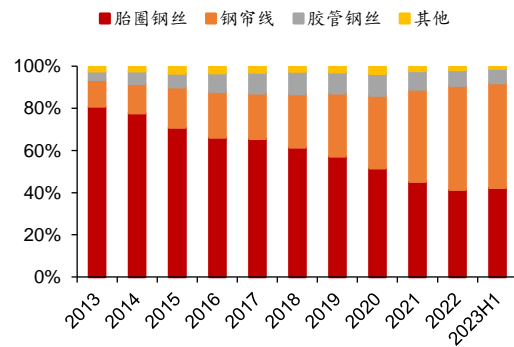
资料来源: WIND, 公司公告, 上海证券研究所

图 8: 2020~2022 年外销 (含港澳台地区) 营业收入 CAGR 为 70% (单位: 亿元)



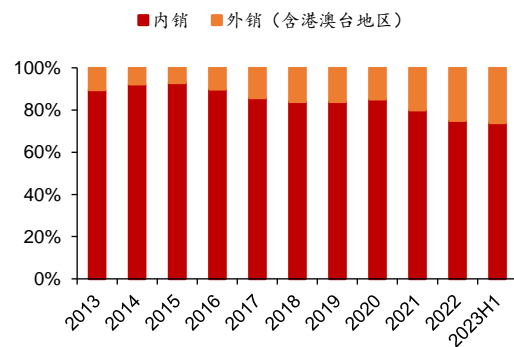
资料来源: WIND, 公司公告, 上海证券研究所
注: 不含其他业务收入

图 7: 2023H1 胎圈钢丝、钢帘线业务合计营收占比达 92.07%



资料来源: WIND, 公司公告, 上海证券研究所

图 9: 2023H1 外销 (含港澳台地区) 营收占比达 26.04%

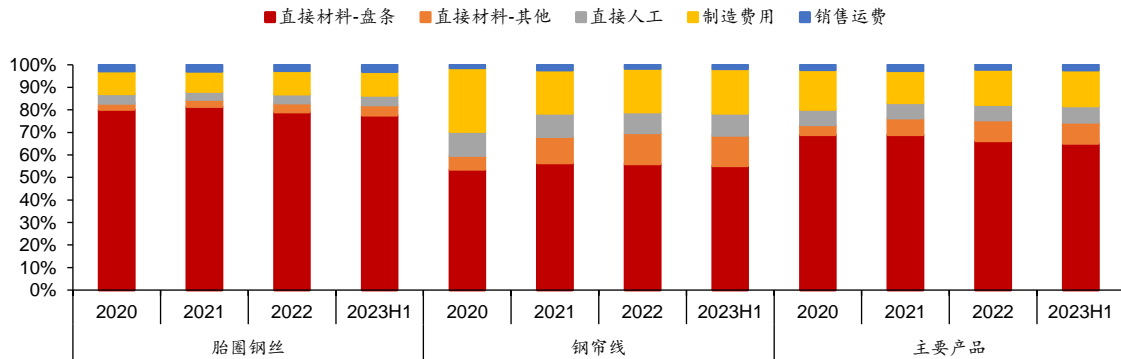


资料来源: WIND, 公司公告, 上海证券研究所
注: 不含其他业务收入

成本结构稳定，盘条成本占比高。2020~2023H1 公司主要产品的料工费构成相对稳定，期间直接材料盘条的成本占比在 65% 以上。2022H2~2023H1 随高速线材价格回落，盘条价格有所下降，2023H1 盘条成本占比仍有 65.12%。

由于工艺复杂成本差异，胎圈钢丝的直接材料成本占比超过钢帘线，2023H1 胎圈钢丝、钢帘线成本结构中直接材料占比分别为 82.22%、68.72%。

图 10：公司主要原材料盘条在成本结构中的占比较高

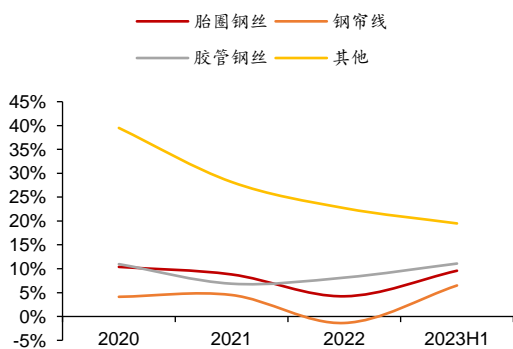


资料来源：公司公告，上海证券研究所

2023H1 主要产品利润水平回升。2022 年，胎圈钢丝毛利率降低主要因为：1) 原料价格下降传导至成本端有时滞，单价降幅超过单位成本，2) 能源价格大幅上涨；钢帘线毛利率降低除以上因素外，还因为产能利用率相对较低，分摊至单位产品的成本较高。2023H1，胎圈钢丝毛利率回升，主要系工艺优化，在小幅减少高强度盘条的使用后实现降本增效；钢帘线毛利率提升，主要系盘条价格下滑及胜通钢帘线产能逐步恢复。

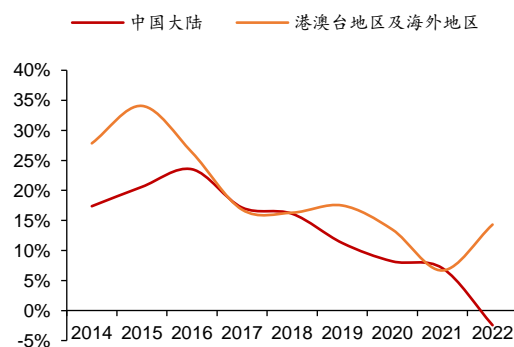
除个别年份，外销利润水平优于内销。2023H1，仅考虑胎圈钢丝、钢帘线及胶管钢丝业务，外销毛利率为 20.39%，内销毛利率为 3.79%。

图 11：2023H1 胎圈钢丝、钢帘线毛利率回升



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 12：外销（含港澳台地区）毛利率优于内销

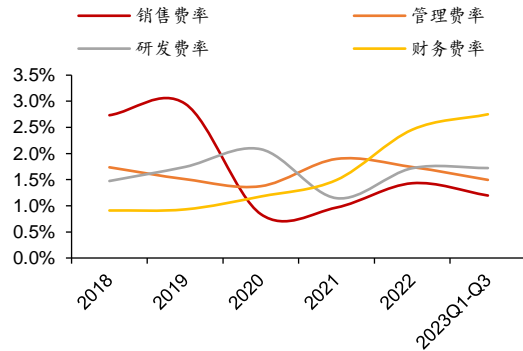


资料来源：公司公告，上海证券研究所
注：不考虑其他业务

2023Q1~Q3 期间费用率略有回落。2022 年公司期间费用率升至 7.35%，其中财务费用率同比+0.96pct，主要因为利息支出、贴现支出增加；销售费用率同比+0.47pct，主要由销售运杂费及职工薪酬增加所致。2023Q1~Q3 公司期间费用率微幅回落至 7.16%，主要系管理费用率及销售费用率下降。

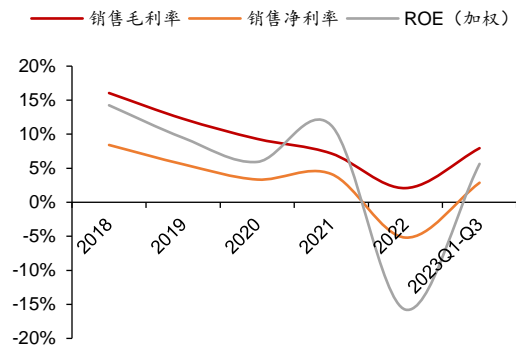
2023Q1~Q3 盈利能力显著提升。受市场景气度回暖，主要原料价格下降及折旧、制造费用下降等因素影响，2023Q1~Q3 公司销售毛利率、净利率分别为 7.95%、2.87%，较 2022 全年分别 +5.87pct、+8.06pct。

图 13: 2023Q1~Q3 财务费率有所提升



资料来源: WIND, 上海证券研究所

图 14: 2023Q1~Q3 公司盈利能力显著提升



资料来源: WIND, 上海证券研究所

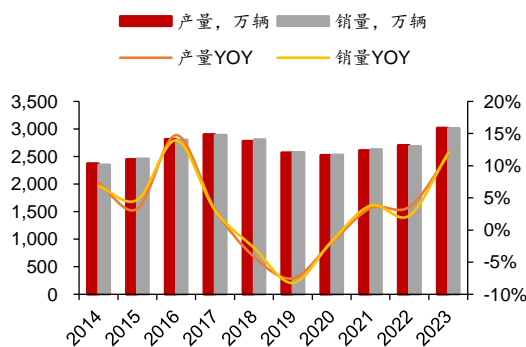
2 需求回暖带动景气度提升，技术创新驱动集中度提升

2.1 全球轮胎销量延续增长趋势，中国为重要市场

2021 年至今我国汽车产销量稳步增长。受新能源汽车销量高增等因素驱动，2021 年我国汽车产销同比呈现增长，结束了 2018 年以来连续三年的下降局面，开启稳步增长阶段。2020~2023 年我国新能源汽车销量 CAGR 为 91%，渗透率由 5% 增长至 32%。

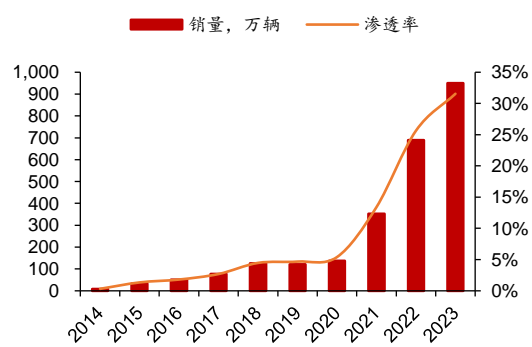
2022 年中国、美国每千人拥车辆分别为 226、837 辆，我国汽车人均保有量低于美国等发达国家，市场仍未达到饱和状态。我们认为，未来随新能源车持续发力，国产汽车品牌持续发展，我国汽车销量有望维持长期增长。

图 15: 中国汽车 2021 年产销量同比增速转正，2023 年产销量分别同比+11.62%、+12.02%



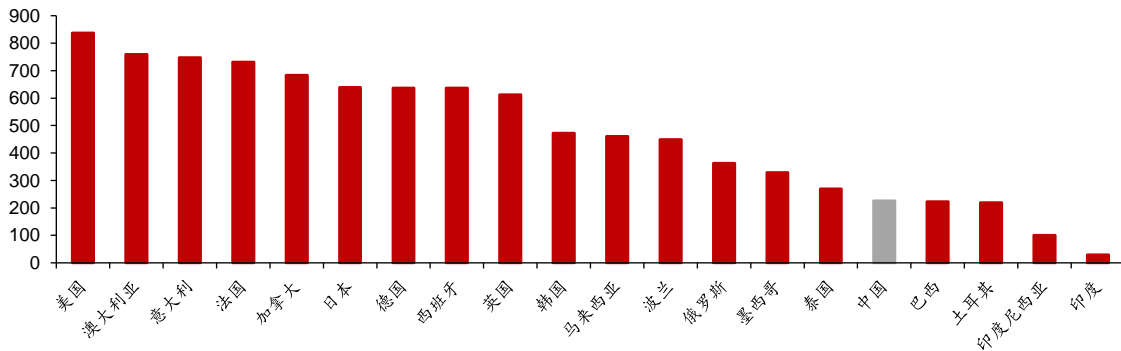
资料来源: WIND, 中汽协, 上海证券研究所

图 16: 中国新能源汽车销量 2020~2023 年 CAGR 为 91%



资料来源: WIND, 中汽协, 上海证券研究所

图 17: 2022 年中国每千人拥车辆为 226 辆

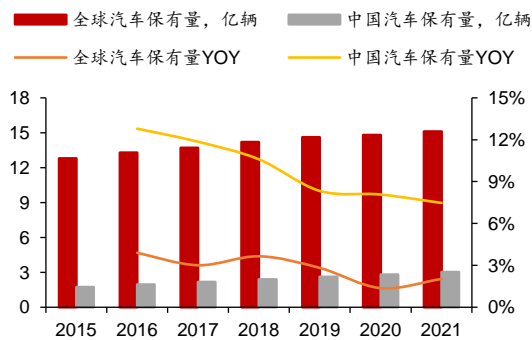


资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

全球汽车保有量持续稳定增长, 为汽车后市场规模奠定基础。全球汽车保有量 2015~2021 年 CAGR 为 2.79% 左右, 2021 年突破 15 亿辆; 中国汽车保有量 2015~2023 年 CAGR 为 8.49% 左右, 2023 年达 3.30 亿辆。此外, 发达国家平均车龄在缓慢增长; 中国汽车结构中新车占比较大, 但该占比正在逐渐降低, 汽车平均车龄的增长将带来更多的后市场维护需要。

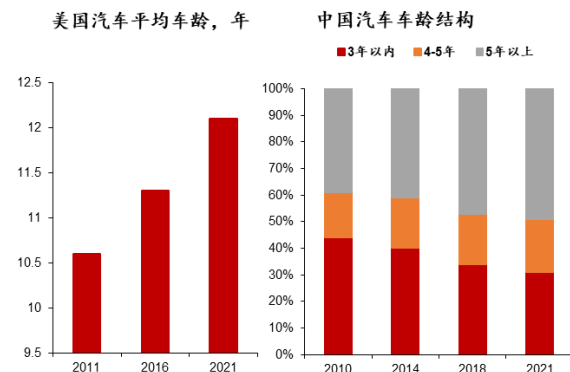
长期看, 新车市场发展与汽车保有量的不断增加, 为轮胎产业发展提供动力。

图 18: 中国汽车保有量 2015~2021 年 CAGR 为 8.49%



资料来源: 头豹研究院, 弗若斯特沙利文, iFinD, 公安部, 上海证券研究所

图 19: 美国、中国汽车车龄都呈增长趋势



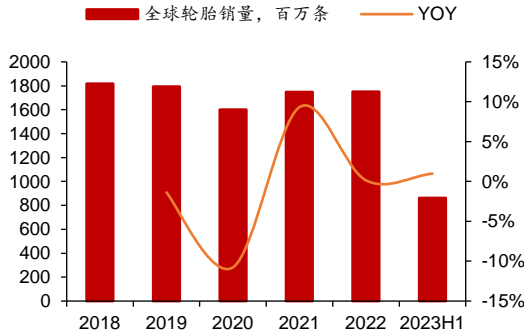
资料来源: 头豹研究院, 弗若斯特沙利文, 上海证券研究所

2021 年起全球轮胎销量持续增长。根据米其林年报数据, 2020 年全球轮胎销量降至 15.99 亿条, 同比-10.77%, 主要系疫情影响。2021 年国外轮胎市场需求底部复苏, 全球汽车轮胎总销量 17.48 亿条, 同比+9.32%。2022、2023H1 全球轮胎销量分别达 17.51、8.63 亿条。

2018~2023H1 亚洲轮胎销量占比超过美洲、欧洲, 其中中国是全球轮胎行业主要市场。2023H1 亚洲轮胎销量为 2.71 亿条, 全

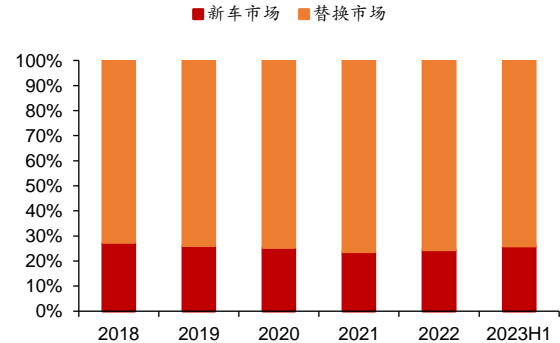
球占比达 31.40%。其中，中国轮胎销量为 1.51 亿条，全球占比为 17.52%。

图 20：2022、2023H1 全球轮胎销量分别为 17.51、8.63 亿条



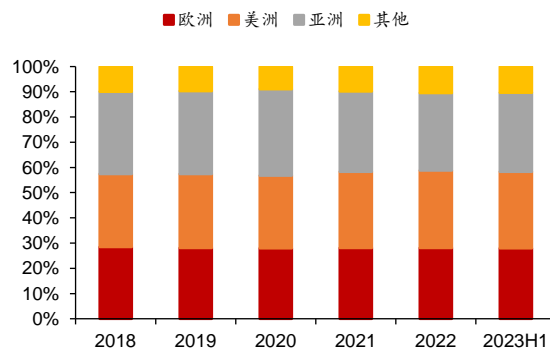
资料来源：米其林公司公告，上海证券研究所
注：2018 年不含印度地区轮胎销量

图 21：2018~2023H1 替换市场：新车市场轮胎销售比例在 3: 1 左右



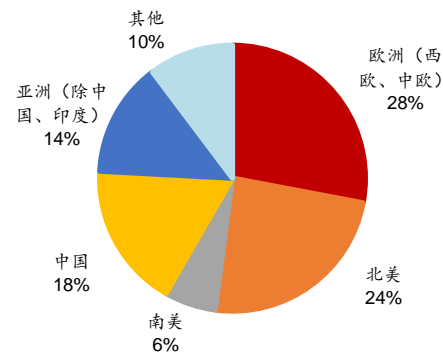
资料来源：米其林公司公告，上海证券研究所
注：2018 年不含印度地区轮胎销量

图 22：2018~2023H1 亚洲轮胎销量占比最高



资料来源：米其林公司公告，上海证券研究所
注：2018 年亚洲轮胎销量不含印度地区销量

图 23：2023H1 中国轮胎销量全球占比达 17.52%

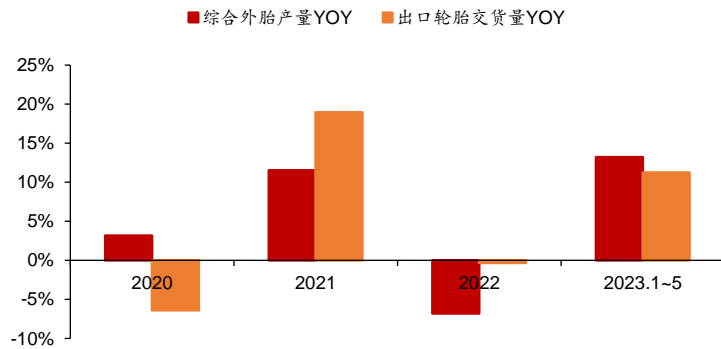


资料来源：米其林公司公告，上海证券研究所

2023H1 我国轮胎行业整体复苏向好。据中国橡胶工业协会轮胎分会统计和调查，轮胎 38 家重点会员企业 2022 年综合外胎产量 5.26 亿条，同比-6.81%；出口轮胎交货 2.73 亿套，同比-0.32%。主要因为大量车企受疫情影响，被迫停工停产，配套环节轮胎需求受到打击；海外欧美市场 2022 年通胀压力较大，终端市场需求缩减。

轮胎 38 家重点会员企业 2023 年 1~5 月份综合外胎产量 2.49 亿条，同比+13.22%；出口轮胎交货 1.37 亿套，同比+11.25%。**2023H1 中国轮胎行业整体复苏，主要原因：**1) 轮胎主要原材料价格震荡下行；2) 海运价格下降，运力供应得到保障；3) 海外轿车和轻卡轮胎库存高企不利因素基本消除。

图 24：2022 年、2023 年 1-5 月中国主要轮胎企业综合外胎产量分别同比-6.81%、+13.22%

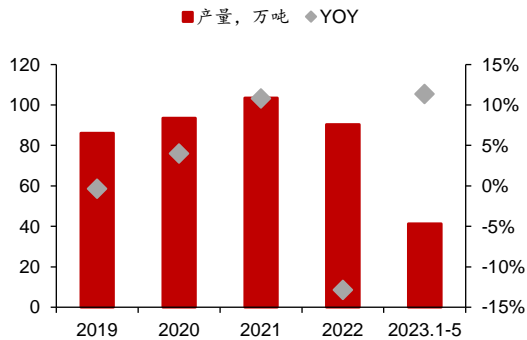


资料来源：大业股份公司公告，上海证券研究所

注：中国主要轮胎企业指中国橡胶工业协会轮胎分会重点会员企业

2023H1 橡胶骨架材料行业企稳回暖。2022 年市场需求疲弱，行业整体产能利用率不高，2023H1 行业呈现回暖态势，主要产品产量同比增长。根据中国橡胶工业协会骨架材料专业委员会对全国主要会员单位的统计，我国胎圈钢丝、钢帘线产量 2022 年同比分别为-12.87%、-7.35%，2023 年 1-5 月同比分别为+11.35%、+12.15%。

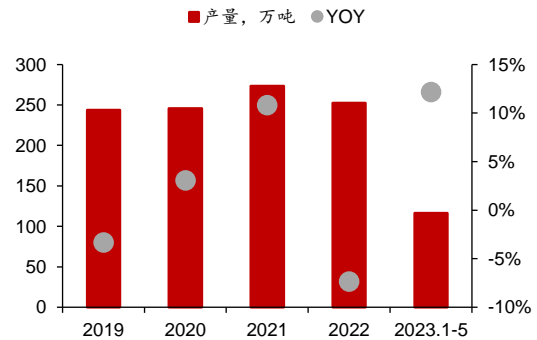
图 25：2023 年 1-5 月我国胎圈钢丝主要企业产量 41.36 万吨，同比+11.35%



资料来源：公司公告，上海证券研究所

注：主要企业指中国橡胶工业协会骨架材料专业委员会主要会员企业

图 26：2023 年 1-5 月我国钢帘线主要企业产量 116.42 万吨，同比+12.15%



资料来源：公司公告，上海证券研究所

注：主要企业指中国橡胶工业协会骨架材料专业委员会主要会员企业

2.2 技术进步驱动格局优化，主要原材料价格下行

子午线轮胎渗透率持续提升，带动钢帘线需求增长。轮胎按结构可分为子午胎、斜交胎。相较斜交胎，子午胎具有性能优势包括：1) 使用寿命长；2) 滚动阻力小，节省燃料；3) 承载能力大，附着性能好；4) 胎温低，散热快；5) 胎面不易穿刺，不易

爆胎。

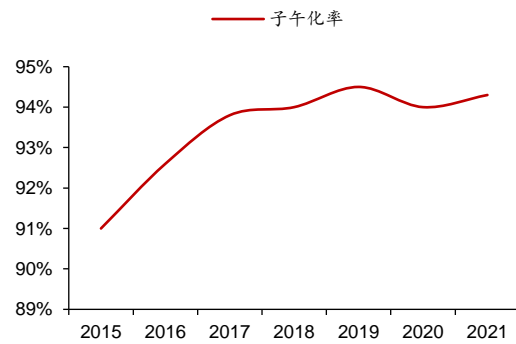
基于子午线轮胎安全、节能、环保的特点，国家出台了一系列支持政策，推动子午线轮胎渗透率持续提升，2015~2021年我国轮胎行业子午化率由91.0%升至94.3%；根据中国橡胶工业协会轮胎分会统计和调查，2022年、2023年1-5月轮胎重点会员企业子午化率分别为95.78%、95.99%。钢帘线是高性能子午线轮胎的关键材料，因而跟随子午线轮胎的发展而得到快速发展。

图 27：子午线轮胎（左）与斜交胎（右）结构差异



资料来源：轮胎报，上海证券研究所

图 28：我国轮胎行业子午化率稳步提升，处高水平



资料来源：大业股份公司公告，中国橡胶工业年鉴，上海证券研究所

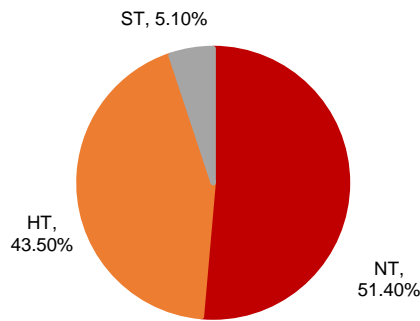
轮胎轻量化发展趋势推动骨架材料性能提升，更高强度的胎圈钢丝、钢帘线占比逐步提升。轮胎轻量化对骨架材料提出更高要求，其中包括采用高强度、超高强度骨架材料，从而降低轮胎滚动阻力，减小车辆油耗。根据中国橡胶工业年鉴及中国橡胶工业协会骨架材料专业委员会统计，2021年胎圈钢丝 HT、ST 占比分别为 43.5%、5.1%，2022 年 HT 占比超过 50%；2019~2022 年钢帘线 ST 和 UT 占比由 28% 升至 36%。

表 2：轮胎轻量化发展趋势对骨架材料品种结构提出更高要求

调整方向	具体效果
强度逐渐提高	采用各种高强度、超高强度的骨架材料可以使轮胎轻量化，降低轮胎滚动阻力，减小车辆油耗
结构更适应轮胎生产需求	采用新结构骨架材料可使骨架材料与橡胶结合更加紧密，从而提高轮胎强度、延长轮胎使用寿命
品种更加多样化	不同种类骨架材料可满足不同轮胎性能的需求，有利于提高轮胎质量，降低轮胎生产成本
稳定性增强	采用质量稳定性好的骨架材料，可保证轮胎质量的稳定性，提高产品合格率，减小原材料损耗

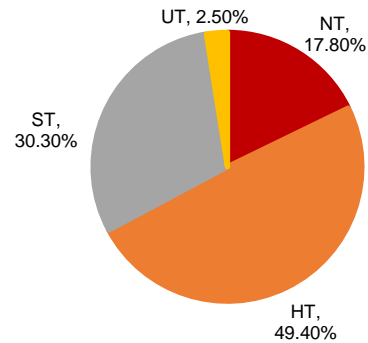
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 29：2021 年我国胎圈钢丝按强度分类统计



资料来源：中国橡胶工业年鉴，上海证券研究所

图 30：2021 年我国钢帘线按强度分类统计



资料来源：中国橡胶工业年鉴，上海证券研究所

胎圈钢丝、钢帘线行业集中度提升。根据中国橡胶工业年鉴，按产能口径，2021 年我国胎圈钢丝、钢帘线 CR4 分别为 67%、71%。1) 胎圈钢丝：当前国内骨架材料行业进入成熟期，行业新进入企业较少，市场份额向产品质量佳，具有持续技术开发能力，资金实力强的企业集中，市场格局已基本形成。2) 钢帘线：在公司完成对胜通钢帘线的收购重组后，行业集中度进一步提高。

主要原材料盘条的价格回落企稳。胎圈钢丝、钢帘线产品的主要原材料为 $\phi 5.5\text{mm}$ 的盘条，产品价格与盘条采购价格紧密相关。由于胎圈钢丝、钢帘线价格变动相对原材料价格变动滞后，盘条价格上升会降低产品利润率水平，盘条价格下降则会提高利润率。以全国 $\phi 6.5\text{mm}$ 普通高速线材价格为例，2021 年跟随大宗商品价格持续上涨，导致下游骨架材料厂商的盈利能力受到影响。2022~2023H1 线材价格震荡回落，2023H2 价格企稳后略有回升，我们认为相关企业 2023 年盈利有望修复。

图 31：2022 年起全国 $\phi 6.5\text{mm}$ 普通高速线材价格逐步回落



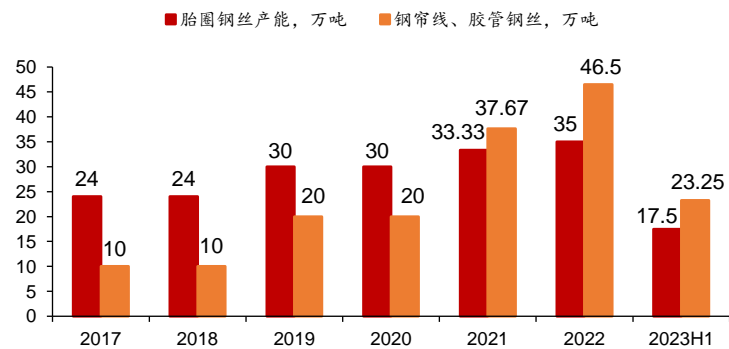
资料来源：iFind，上海证券研究所

3 积极拓展海外市场增收，推动能源建设项目降本

3.1 产能快速扩张，推动市占率稳步提升

公司设计产能持续增长，尤以钢帘线、胶管钢丝增速更高。2020~2022 年公司钢帘线、胶管钢丝设计产能由 20 万吨增至 46.5 万吨，主要受益于胜通钢帘线产能计入。2020~2022 年胎圈钢丝设计产能由 30 万吨增至 35 万吨，主要系胜通的胎圈钢丝产能纳入，以及公司子午线轮胎用高性能胎圈钢丝扩建项目的逐步投产加技术改造。

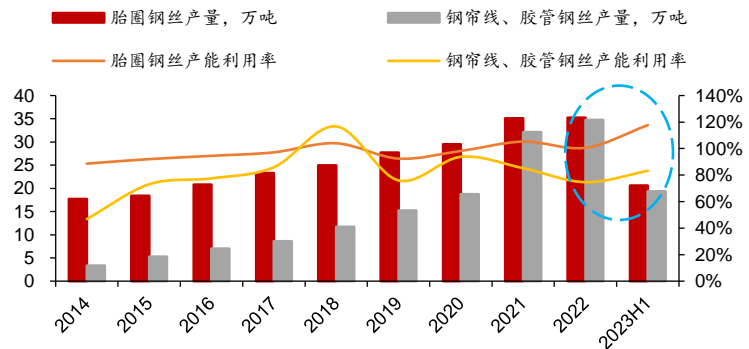
图 32：2020~2022 年公司钢帘线及胶管钢丝的设计产能由 20 万吨增至 46.5 万吨



资料来源：公司公告，上海证券研究所

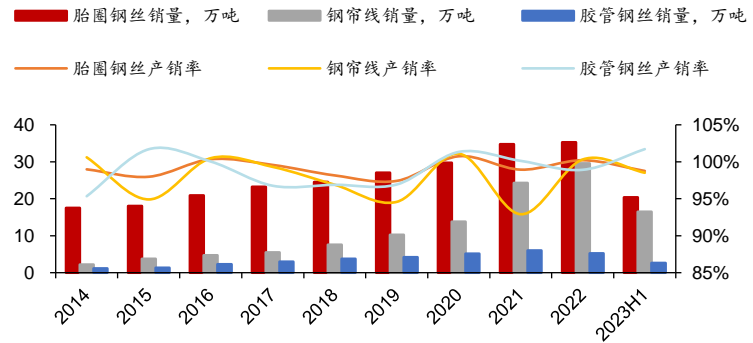
近年公司产能利用率呈上升趋势，产销率处高水平。2022、2023H1 胎圈钢丝产能利用率分别为 101%、118%，公司为胎圈钢丝行业龙头企业，竞争优势相对大，产能利用率饱和；2022、2023H1 钢帘线、胶管钢丝产能利用率分别 75%、83%，2022 年钢帘线等产品产能未充分释放，2023 年随市场需求提升，产能利用率有所提升。钢帘线、胶管钢丝产能利用率提升有助摊薄固定资产折旧费用，提升产品毛利率水平。2020~2023H1，公司主要产品产销率均在 92% 以上，产销关系处平衡状态。

图 33：2023H1 胎圈钢丝产能利用率 117.7%，钢帘线、胶管钢丝产能利用率 83.2%



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 34：2023H1 胎圈钢丝、钢帘线、胶管钢丝产销率分别为 98.8%、98.5%、101.7%

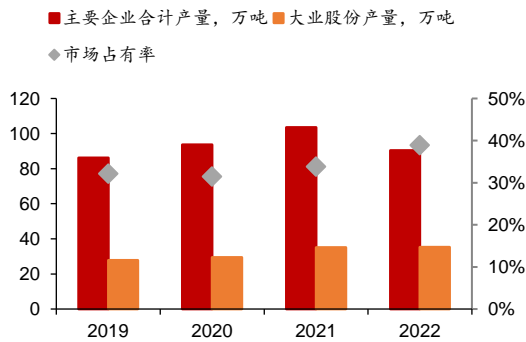


资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司市占率稳步提升。公司在胎圈钢丝行业地位突出且稳定，2021、2022 年公司胎圈钢丝产量占行业主要企业合计产量比例分别为 33.88%、38.98%，2022 年占比增长主要因为行业受需求疲弱影响，产量有所收缩，而公司仍保持较高产能利用率。2021、2022 年公司钢帘线产量占行业主要企业合计产量比例分别为 9.54%、11.67%，收购胜通钢帘线后，公司成为国内外钢帘线一线供应商。

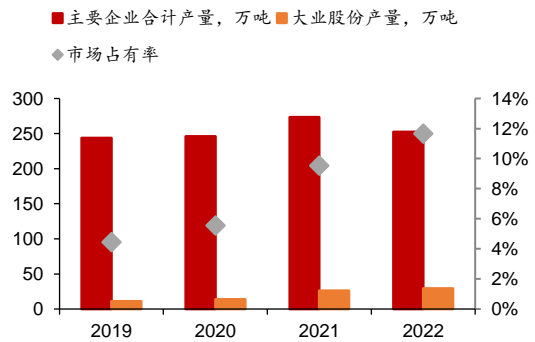
据轮胎报，公司是全球最大的胎圈钢丝生产企业，钢帘线生产能力在全球排第三位、国内排第二位。

图 35：2022 年公司胎圈钢丝产量占行业主要企业合计产量比例达 38.98%



资料来源：公司公告，上海证券研究所
注：主要企业指中国橡胶工业协会骨架材料专业委员会主要会员企业

图 36：2022 年公司钢帘线产量占行业主要企业合计产量比例达 11.67%



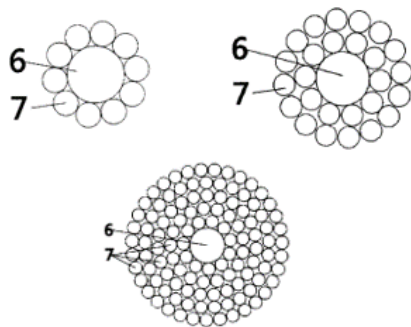
资料来源：公司公告，上海证券研究所
注：主要企业指中国橡胶工业协会骨架材料专业委员会主要会员企业

3.2 产品优化升级，依托优质客户开拓海外市场

公司积极创新，推动产品优化升级。2022 年 12 月公司发布自主研发新品缆型胎圈钢丝，打破国际垄断。缆型胎圈钢丝中心为一根钢丝芯线，外层由钢丝螺旋形缠绕组成，其相较传统胎圈钢丝具有平均重量更轻、单位强度更强、轮胎均匀性更高、滚动阻力性能更好等多种优点，主要应用于高性能轿车轮胎、飞机轮胎及要求较高的载重轮胎。

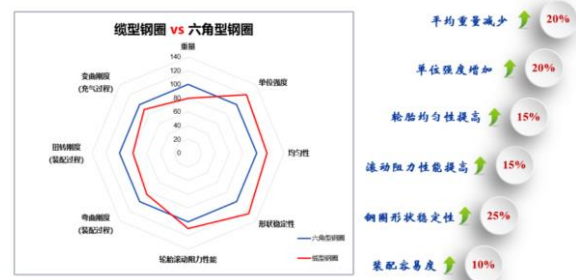
此外，2023 年 2 月，公司与冶金工业信息标准研究院签订战略合作协议，在标准引领、信息支撑、战略咨询等多方面业务领域开展全方位合作，主持起草修订的 ISO16650 胎圈钢丝国际标准正式立项，并顺利推进到 WD 阶段（工作小组草案）。

图 37：缆形钢丝圈结构示意图



资料来源：《缆形胎圈在轮胎中的应用》李金磊，上海证券研究所

图 38：缆形钢圈与六角形钢圈性能对比



资料来源：大业股份微信公众号，上海证券研究所

公司钢帘线 ST 产品具有破断力更高、钢丝性能更稳定的特点，全钢和半钢子午线轮胎均可使用。随着海外客户开拓以及新能源

汽车普及率逐年提升，目前公司钢帘线超高强度（ST、SST）和特高强度（UT）产品销售占比在逐年提升。

表 3：公司部分钢帘线 ST 产品情况

规格型号	特性	主要用途
3×0.28ST		
1×2×0.30ST	破断力更高、钢丝性能	用于全钢和半钢子午线
2×7×0.30ST	更为稳定	轮胎
1×3×0.30ST		

资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司客户优质，覆盖全球头部轮胎企业。海外方面，欧洲轮胎行业专业媒体《PneusNews.it》发布 2023 年度全球轮胎企业 TOP 35，其中 TOP 7 胎企总部均在海外，公司客户实现对 TOP 7 的全覆盖。国内方面，公司主要客户集中在全球 75 强轮胎企业，包括中策橡胶、赛轮轮胎、玲珑轮胎等业内知名度较高胎企。

表 4：2023 年度全球轮胎企业 TOP 35（排名按 2022 年轮胎业务营收）

排名	名称	总部	排名	名称	总部	排名	名称	总部
1	米其林	法国	13	阿波罗轮胎	印度	25	特瑞堡	日本
2	普利司通	日本	14	佳通轮胎	新加坡	26	建大轮胎	中国
3	固特异	美国	15	锦湖轮胎	韩国	27	贵州轮胎	中国
4	大陆马牌	德国	16	MRF 轮胎	印度	28	BKT	印度
5	住友橡胶	日本	17	玲珑轮胎	中国	29	Prometeon	意大利
6	倍耐力	意大利	18	泰坦轮胎	美国	30	浦林成山	中国
7	韩泰	韩国	19	耐克森	韩国	31	拉赛轮胎	土耳其
8	优科豪马	日本	20	诺记轮胎	芬兰	32	风神轮胎	中国
9	中策橡胶	中国	21	JK 轮胎	印度	33	江苏通用	中国
10	通伊欧	日本	22	双钱轮胎	中国	34	双星轮胎	中国
11	玛吉斯	美国	23	CEAT	印度	35	南港轮胎	中国
12	赛轮轮胎	中国	24	三角轮胎	中国			

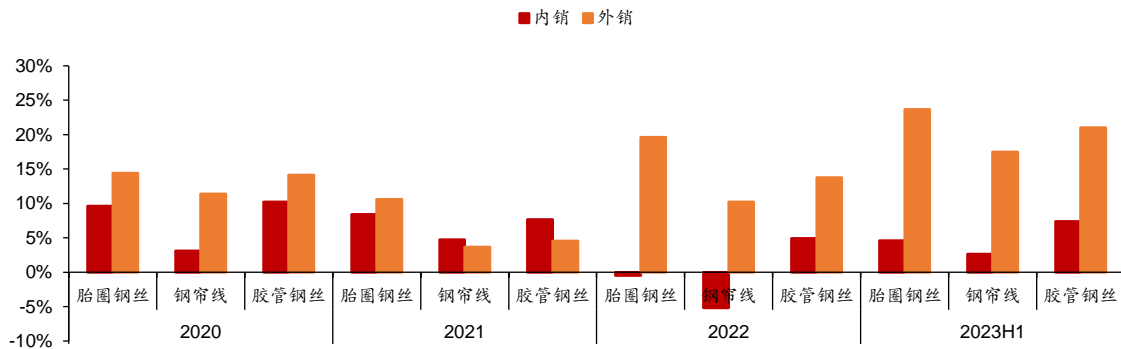
资料来源：Apsoto 汽车社区，公司公告，上海证券研究所

产品外销毛利率水平更优，公司依托头部客户开拓海外市场。2023H1 公司胎圈钢丝、钢帘线、胶管钢丝产品外销毛利率分别超过内销 19.10pct、14.84pct、13.6pct，主要原因：1) 境外销售客户主要为大客户，销售毛利率相对高；2) 外销产品定制化需求占比高，而定制化产品单价高于非定制化产品；3) 境外大客户开发周期要 2~3 年，产品测试过程也尤为严格，但在进入其供应体系后，一般合作相对稳定，竞争压力较小。

公司海外市场拓展效果显著。2023H1 境外订单量同比 +57.59%，超过境内订单量的 +14.44%；2020~2022 公司对全球前五强轮胎企业的胎圈钢丝销量 CAGR 为 33.65%，上升趋势明显。此外，2022 年公司被授予“米其林中国年度最佳供应商”。2022 未来公司将继续实施国际化发展战略，加强与上下游客户的战略合作与深度绑定，推进在美洲、欧洲、东南亚成立分支机构或建

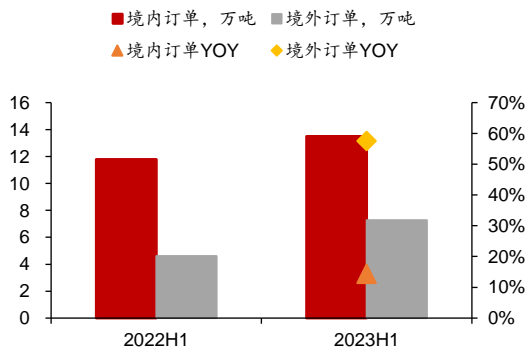
设工厂，同时建立海外营销网络。

图 39: 公司产品内外销毛利率对比



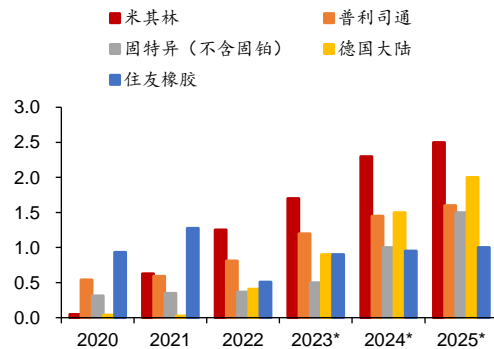
资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 40: 2023H1 境内、境外订单分别同比+14%、58%



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 41: 2020~2022 公司对全球前五强轮胎企业的胎圈钢丝销量 CAGR 为 33.65% (单位, 万吨)

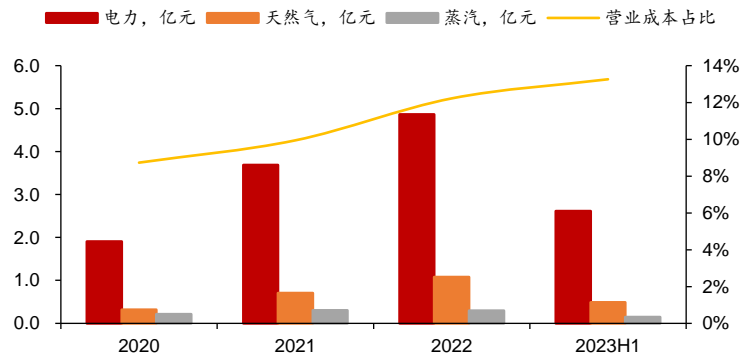


资料来源: 公司公告, 上海证券研究所
注: 2023~2025 年销量为目标值

3.3 布局光伏、风电、生物质能源项目，推动降本增效

公司营业成本中能源费用占比较高。2023H1 公司电力、天然气、蒸汽费用合计 3.25 亿元，营业成本占比达 13.26%，主要因为公司能源价格持续上涨，2020~2023H1 电力平均价格增长 26.92%，天然气平均价格增长 49.57%，蒸汽平均价格增长 77.74%。能源价格上涨拉低了公司主要产品的毛利率。

图 42：2022、2023H1 电力、天然气、蒸汽费用占营业成本比例分别为 12.22%、13.26%



资料来源：公司公告，上海证券研究所

表 5：2020~2023H1 公司能源消耗情况

项目	2020	2021	2022	2023H1
电力消耗量 (万度)	36,299	67,885	73,935	39,502
电力平均单价 (元/度)	0.52	0.54	0.66	0.66
天然气消耗量 (万 m ³)	1,388	2,423	2,840	1,429
天然气平均单价 (元/m ³)	2.30	2.92	3.79	3.44
蒸汽消耗量 (吨)	115,854	148,408	104,249	45,731
蒸汽平均单价 (百元/吨)	1.83	2.04	2.86	3.26

资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司投资建设清洁能源项目，推动节能减排与降本增效。相关项目包括：

1) 光伏。2019 年，公司在此前已投 50.5MW 光伏发电规模的基础上，计划再次投资 1.2 亿元建设 36MW 屋顶分布式光伏发电项目。2022 年公司完成建设 77MW 太阳能光伏发电（含胜通钢帘线 5MW），2022 年光伏发电量达 7,965.60 万度，约占公司当年用电总量的 9.97%。

2) 风电。公司计划投资 7 亿元建设 150MW 分散式风电项目。项目建成后，年发电量可达 4.5 亿度，约占 2022 年公司用电总量的 60.86%。2020 年，该风电项目已被纳入山东省“十四五”能源发展规划，等待取得政府建设规划同意后，即可启动实施。

3) 生物质蒸汽。公司 2023H1 建设 15 吨/小时的生物质颗粒锅炉两台，年产蒸汽 20 万吨，完全覆盖公司蒸汽使用需求，预计降低蒸汽单位成本 20%。

4 盈利预测

量：考虑行业需求回暖，公司产能提升及市占率提升，假设 2023~2025 年胎圈钢丝销量分别为 43.00、43.56、44.46 万吨，钢帘线销量分别为 35.00、39.39、42.17 万吨，胶管钢丝销量分别为 5.50、5.78、6.30 万吨。考虑公司依托头部客户开拓海外市场的战略，根据公司 2023~2025 年对米其林、普利司通、固特异等海外大客户的销量目标合计增速，假设 2023~2025 年胎圈钢丝外销占比分别为 22%、25%、28%，钢帘线外销占比分别为 22%、24%、27%，胶管钢丝外销占比分别为 29%、30%、31%。

价：考虑行业层面市场集中度提升，公司层面创新产品缆型胎圈钢丝推出，以及更高强度的胎圈钢丝、钢帘线产品占比提升，我们认为公司产品单价呈上升趋势，假设 2023~2025 年胎圈钢丝单价分别为 0.58、0.60、0.63 万元/吨，钢帘线单价分别为 0.84、0.87、0.90 万元/吨，胶管钢丝单价分别为 0.71、0.72、0.75 万元/吨。

利：考虑 2023H1 公司生物质锅炉，以及未来风电项目启用，能够有效降低公司生产成本，叠加产品单价上升影响，假设 2023~2025 年胎圈钢丝毛利率分别为 10.02%、11.86%、12.98%，钢帘线毛利率分别为 6.40%、7.82%、9.54%，胶管钢丝毛利率分别为 12.10%、11.95%、13.82%。

表 6：公司主营业务业绩拆分

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
胎圈钢丝	销量, 万吨	34.72	35.28	43.00	43.56	44.46
	内销	28.43	28.59	33.54	32.67	32.01
	外销	6.30	6.69	9.46	10.89	12.45
	单价, 万元/吨	0.66	0.61	0.58	0.60	0.63
	内销	0.66	0.58	0.54	0.55	0.58
	外销	0.67	0.76	0.72	0.75	0.77
	营收, 亿元	23.00	21.63	24.96	26.23	28.12
	内销	18.78	16.55	18.16	18.05	18.55
	外销	4.22	5.08	6.79	8.18	9.57
	毛利率	8.81%	4.23%	10.02%	11.86%	12.98%
	内销	8.41%	-0.50%	4.22%	4.66%	5.80%
	外销	10.59%	19.61%	25.53%	27.73%	26.90%
钢帘线	销量, 万吨	24.23	29.54	35.00	39.39	42.17
	内销	19.40	23.49	27.30	29.93	30.78
	外销	4.83	6.05	7.70	9.45	11.39
	单价, 万元/吨	0.92	0.87	0.84	0.87	0.90
	内销	0.91	0.82	0.79	0.80	0.83
	外销	0.97	1.06	1.04	1.07	1.10
	营收, 亿元	22.30	25.70	29.53	34.21	37.97
	内销	17.61	19.31	21.55	24.06	25.47
	外销	4.69	6.39	7.98	10.15	12.50
	毛利率	4.50%	-1.36%	6.40%	7.82%	9.54%
	内销	4.72%	-5.20%	2.12%	2.67%	4.06%
	外销	3.67%	10.22%	17.98%	20.02%	20.71%

胶管钢丝	销量, 万吨	6.03	5.21	5.50	5.78	6.30	
	内销	4.47	3.48	3.91	4.05	4.35	
	外销	1.56	1.73	1.60	1.73	1.95	
	单价, 万元/吨	0.74	0.75	0.71	0.72	0.75	
	内销	0.74	0.71	0.67	0.68	0.70	
	外销	0.73	0.83	0.81	0.83	0.86	
	营收, 亿元	4.45	3.92	3.92	4.18	4.74	
	内销	3.31	2.49	2.63	2.74	3.05	
	外销	1.14	1.43	1.29	1.44	1.69	
	毛利率	6.87%	8.14%	12.10%	11.95%	13.82%	
其他	内销	7.66%	4.91%	7.78%	6.74%	8.47%	
	外销	4.56%	13.76%	20.92%	21.85%	23.51%	
	营业收入, 亿元	1.12	0.88	0.84	0.84	0.84	
	YOY	3%	-21%	-5%	0%	0%	
	营业成本, 亿元	0.80	0.68	0.61	0.61	0.61	
	YOY	23%	-15%	-10%	0%	0%	
	毛利率	28.18%	22.70%	26.77%	26.77%	26.77%	
	合计	营业收入, 亿元	50.87	52.13	59.24	65.46	71.67
	YOY	65.5%	2.5%	13.6%	10.5%	9.5%	
	毛利率	7.17%	2.08%	8.59%	9.94%	11.38%	

资料来源: Wind, 上海证券研究所

根据我们的假设, 预计公司 2023~2025 年营收分别为 59.24、65.46 和 71.67 亿元, 同比+13.64%、+10.50%和+9.48%; 归母净利润分别为 1.10、2.04 和 3.29 亿元, 同比+143.27%、+84.42%和+61.79%。

5 估值与投资建议

公司产品为以胎圈钢丝、钢帘线为主的轮胎骨架材料。选取恒星科技、赛轮轮胎、玲珑轮胎、赛福天作为可比公司, 恒星科技生产轮胎用钢帘线、胶管钢丝等产品, 赛轮轮胎、玲珑轮胎主营各式轮胎, 赛福天主要产品为特种钢丝绳和索具。2023~2025 年可比公司的平均 PE 分别为 20.50、11.43、8.13, 公司 2023~2025 年 PE 分别为 29.83、16.18、10.00。

表 7: 同行业主要公司的业绩预测及估值

股票简称	股价 元/股	市值 亿元	归母净利润, 亿元				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
恒星科技	2.68	38	1.87	4.85	6.19	8.65	20.04	7.75	6.07	4.34
赛轮轮胎	14.35	472	13.32	29.08	35.02	40.19	35.43	16.22	13.47	11.74
玲珑轮胎	22.20	327	2.92	14.02	20.73	25.69	112.18	23.33	15.78	12.73
赛福天	8.38	24	-0.79	0.69	2.31	6.49	-30.26	34.71	10.41	3.70
平均							34.35	20.50	11.43	8.13
大业股份	9.64	33	-2.55	1.10	2.04	3.29	-12.91	29.83	16.18	10.00

数据来源: Wind, 上海证券研究所

注: 大业股份为上海证券研究所预测, 其余为 Wind 一致预期, 股价为 2024.3.1 收盘价

考虑行业端轮胎骨架材料行业需求回暖，集中度提升，公司端大业股份深化与米其林等国际头部胎企合作，积极开拓海外市场，同时通过建设光伏、生物质、风电等能源项目，推动降本增利。我们认为，公司业绩继 2023 年实现扭亏为盈后，将持续保持高速增长，首次覆盖给予“买入”评级。

6 风险提示

- 1) 下游需求不及预期的风险
- 2) 原材料价格波动风险
- 3) 市场竞争风险
- 4) 政策调整风险

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	933	1179	1242	1524
应收票据及应收账款	1595	1610	1776	2061
存货	664	656	637	645
其他流动资产	409	370	390	414
流动资产合计	3600	3815	4045	4644
长期股权投资	63	63	63	63
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2755	2726	2979	2964
在建工程	194	213	297	301
无形资产	373	363	353	343
其他非流动资产	217	221	221	221
非流动资产合计	3602	3585	3914	3892
资产总计	7202	7400	7958	8536
短期借款	1812	2462	2762	2862
应付票据及应付账款	1348	1429	1457	1570
合同负债	5	6	7	7
其他流动负债	718	442	455	471
流动负债合计	3883	4339	4682	4910
长期借款	199	199	199	199
应付债券	475	0	0	0
其他非流动负债	594	636	636	636
非流动负债合计	1268	835	835	835
负债合计	5151	5174	5517	5746
股本	290	296	296	296
资本公积	580	641	641	641
留存收益	747	860	1063	1393
归属母公司股东权益	1708	1877	2080	2410
少数股东权益	342	349	361	381
股东权益合计	2051	2226	2442	2791
负债和股东权益合计	7202	7400	7958	8536

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	-100	319	526	620
净利润	-270	117	216	349
折旧摊销	323	320	372	391
营运资金变动	-249	-170	-156	-199
其他	96	51	94	79
投资活动现金流量	-910	-134	-692	-361
资本支出	-217	-297	-697	-367
投资变动	-700	-1	-1	-1
其他	7	164	6	7
筹资活动现金流量	929	58	229	24
债权融资	726	51	300	100
股权融资	0	66	0	0
其他	203	-60	-71	-76
现金净流量	-78	246	63	282

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5213	5924	6546	7167
营业成本	5105	5415	5895	6351
营业税金及附加	37	46	49	52
销售费用	75	98	101	100
管理费用	91	104	108	108
研发费用	90	113	118	123
财务费用	128	55	59	64
资产减值损失	-10	-21	-30	-10
投资收益	8	6	7	7
公允价值变动损益	4	-1	1	1
营业利润	-313	94	210	386
营业外收支净额	1	2	2	2
利润总额	-312	96	212	388
所得税	-42	-21	-4	39
净利润	-270	117	216	349
少数股东损益	-15	7	12	20
归属母公司股东净利润	-255	110	204	329

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	2.1%	8.6%	9.9%	11.4%
净利率	-4.9%	1.9%	3.1%	4.6%
净资产收益率	-14.9%	5.9%	9.8%	13.7%
资产回报率	-3.5%	1.5%	2.6%	3.9%
投资回报率	-3.4%	3.6%	4.9%	6.6%
成长能力指标				
营业收入增长率	2.5%	13.6%	10.5%	9.5%
EBIT 增长率	-244.3%	176.5%	79.8%	66.7%
归母净利润增长率	221.0%	143.3%	84.4%	61.8%
每股指标 (元)				
每股收益	-0.75	0.32	0.60	0.96
每股净资产	5.00	5.49	6.09	7.05
每股经营现金流	-0.29	0.93	1.54	1.81
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.69	0.81	0.85	0.87
应收账款周转率	3.70	4.01	4.21	4.08
存货周转率	6.32	8.21	9.12	9.91
偿债能力指标				
资产负债率	71.5%	69.9%	69.3%	67.3%
流动比率	0.93	0.88	0.86	0.95
速动比率	0.69	0.70	0.70	0.79
估值指标				
P/E	—	29.83	16.18	10.00
P/B	1.93	1.76	1.58	1.37
EV/EBITDA	31.73	10.70	8.21	6.05

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。