

通用股份 (601500.SH) 海外双基地厚积薄发，公司业绩有望高速增长

2024年07月31日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

金益腾（分析师）

龚道琳（分析师）

李思佳（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

lisijia@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522010001

证书编号：S0790123070026

日期	2024/7/30
当前股价(元)	4.44
一年最高最低(元)	6.89/3.61
总市值(亿元)	70.57
流通市值(亿元)	69.63
总股本(亿股)	15.89
流通股本(亿股)	15.68
近3个月换手率(%)	134.66

● 公司为国内轮胎行业领军企业之一，未来业绩增长可期

公司是中国轮胎行业领军企业之一，近年来积极进行全球化布局，成功打造中国、泰国、柬埔寨三大生产基地。未来伴随各项新增项目陆续投产，以及海外业务占比提高带来的毛利率提升，公司业绩有望实现高速增长。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为6.12、9.33、12.48亿元，EPS分别为0.38、0.59、0.79元，当前股价对应PE分别为11.5、7.6、5.7倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 汽车需求景气回暖，中国轮胎占全球市场份额稳步提升

**全球：**2021年以来，全球轮胎需求逐步复苏，2021年全球汽车保有量为15.31亿辆，处于历史相对高位，各国间人均拥车量存在较大差异。我们认为未来欧美等发达国家汽车市场或将维持稳定，以中国为首的亚洲、非洲等地区人均拥车量提升潜力较大，有望为全球轮胎市场需求带来持续增长空间。

**国内：**2023年汽车销量回暖，未来消费品以旧换新政策有望带动我国汽车需求增长以及新能源车渗透率提升，或将进一步扩大我国轮胎市场需求。同时，近年来我国各轮胎企业在海外建厂的步伐明显加快。我们认为，中国轮胎在全球市场份额提升的逻辑正在稳步兑现，同时将伴随中国新能源车出海，持续在配套市场崭露头角。在国内落后产能持续出清背景下，有望加速轮胎行业内部的产能升级和重组，头部轮胎企业有望迎来机遇。

● 紧抓“国内国际双循环”发展机遇，构建行业领先优势

公司制定“5X 战略计划”，力争2030年前实现国内外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。目前，公司泰国工厂产销两旺；柬埔寨一期项目产能全面达产，并与北美多个大客户签订战略合作。未来，伴随公司泰国二期项目、柬埔寨二期项目产能陆续释放，公司基地产业聚链成势，全球化布局有望继续加速。此外，公司深度推进“智改数转”，率先实现黑灯车间运营，大幅提升生产效率。

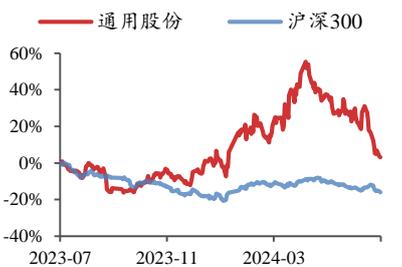
● **风险提示：**下游需求不及预期、原材料价格大幅波动、行业竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,120	5,064	7,137	9,669	11,663
YOY(%)	-3.2	22.9	40.9	35.5	20.6
归母净利润(百万元)	17	216	612	933	1,248
YOY(%)	46.1	1175.5	182.7	52.5	33.8
毛利率(%)	10.5	15.7	17.3	18.9	19.7
净利率(%)	0.4	4.3	8.6	9.6	10.7
ROE(%)	0.3	3.9	9.9	13.3	15.3
EPS(摊薄/元)	0.01	0.14	0.38	0.59	0.79
P/E(倍)	416.1	32.6	11.5	7.6	5.7
P/B(倍)	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

## 目 录

1、 公司为国内轮胎行业领军企业之一，未来业绩增长可期.....	4
1.1、 深耕轮胎行业二十余年，全球化布局加速进行.....	4
1.2、 海外业务占比持续提升，公司业绩正处高速发展期.....	5
1.3、 股权结构清晰稳定，股权激励计划彰显发展信心.....	7
2、 汽车需求景气回暖，中国轮胎占全球市场份额稳步提升.....	9
2.1、 全球：轮胎千亿级大市场稳步扩张，落后产能或将逐步淘汰.....	9
2.1.1、 需求：全球汽车保有量贡献稳定轮胎需求，新兴市场增长潜力广阔.....	9
2.1.2、 供给：落后产能逐步淘汰，多家轮胎工厂主动关停.....	11
2.2、 国内：需求复苏有望延续，我国轮胎企业海外布局加速.....	12
2.2.1、 需求：汽车销量回暖，国产轮胎“出海”前景广阔.....	12
2.2.2、 供给：看好中国轮胎抢占全球市场，产业格局或将加速重构.....	14
2.3、 原材料：橡胶价格呈上升趋势，各胎企报价整体上调.....	15
3、 紧抓“国内国际双循环”发展机遇，构建行业领先优势.....	17
3.1、 “5X 战略计划”引领公司发展，海外双基地布局优势显著.....	17
3.2、 智能制造水平领先，生产效率提升明显.....	18
4、 盈利预测与投资建议.....	19
5、 风险提示.....	21
附：财务预测摘要.....	22

## 图表目录

图 1： 公司深耕轮胎领域，产品类型逐步完善.....	4
图 2： 公司半钢胎营收占比逐渐提升.....	5
图 3： 2023 年，公司海外收入占比超 70%.....	5
图 4： 2024Q1，公司归母净利润同比增长 1,271%.....	6
图 5： 2023 年，公司轮胎销量突破 1000 万条.....	6
图 6： 2024Q1，公司销售毛利率达 18%.....	6
图 7： 2023 年，公司 ROE 同比提升 3.51pcts.....	6
图 8： 公司资产负债率基本稳定.....	7
图 9： 公司各项费用率处于合理水平.....	7
图 10： 公司股权结构清晰（截至 2023 年底）.....	8
图 11： 2023 年，全球轮胎销量同比+2.00%.....	9
图 12： 2022 年，全球轮胎销售额超 1500 亿美元.....	9
图 13： 轮胎市场以替换市场为主（2022）.....	10
图 14： 轮胎销售中以半钢胎为主（2023）.....	10
图 15： 2022 年，全球汽车产量为 8502 万辆.....	10
图 16： 2021 年，全球汽车保有量为 15.31 亿辆.....	10
图 17： 各国间千人拥车量差异较大.....	11
图 18： 2023 年，我国汽车产量回暖明显.....	12
图 19： 近年来，我国汽车保有量稳定提升.....	12
图 20： 我国轮胎出口目的地较为分散（2023）.....	13
图 21： 泰国轮胎主要出口向美国等地（2023）.....	13
图 22： 2022 年，我国轮胎企业销售额约占比全球 18%.....	13

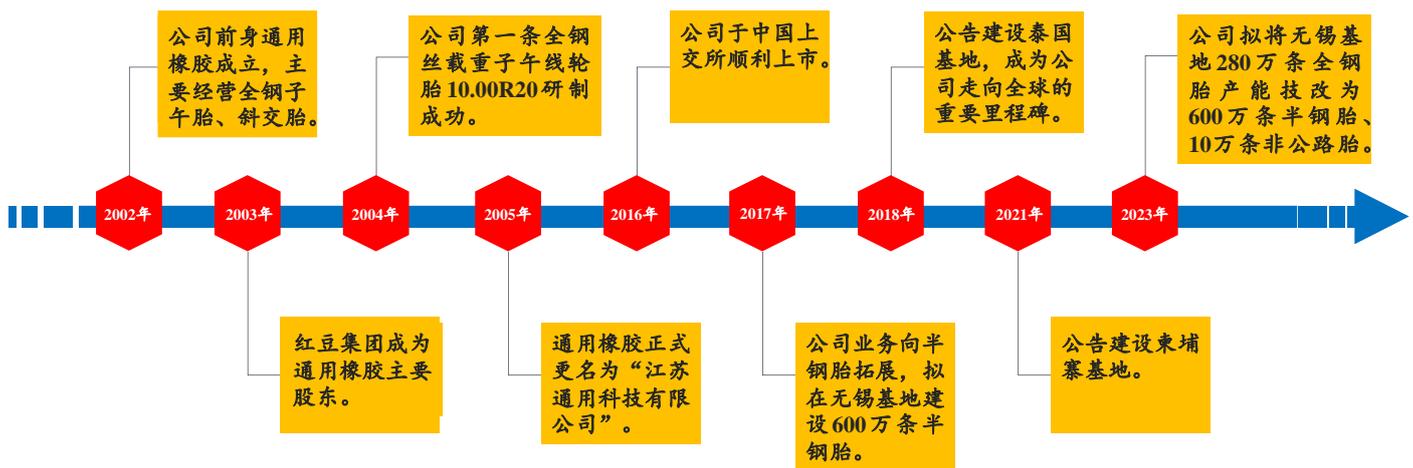
图 23: 5 月, 我国出口新的充气橡胶轮胎 5638 万条.....	14
图 24: 2024 年春节后我国半钢胎开工率恢复良好.....	14
图 25: 2022 年, 我国纳入统计的轮胎制造企业数量减少 23 家.....	15
图 26: 轮胎成本中, 原材料占比约 70%.....	16
图 27: 橡胶是轮胎主要原材料之一.....	16
图 28: 截至 2024 年 7 月 17 日, 我国天然橡胶价格为 1.41 万元/吨.....	16
图 29: 公司“黑灯车间”智能化优势显著.....	19
表 1: 公司多项产能预计投产在即.....	5
表 2: 公司股权激励计划彰显业绩增长信心.....	8
表 3: 目前全球轮胎市场中日本、欧美企业占比仍较高.....	11
表 4: 轮胎制造行业进入我国工业重点领域节能降碳改造升级范围.....	14
表 5: 我国轮胎企业积极建设海外基地(市值截至 2024 年 7 月 17 日).....	15
表 6: 美国、欧盟等地区对我国轮胎产品征收“双反”税.....	17
表 7: 近年来, 公司获得多项发明专利.....	19
表 8: 公司业绩拆分与盈利预测.....	20
表 9: 预计 2025 年公司 PE 低于可比公司平均 PE.....	21

## 1、公司为国内轮胎行业领军企业之一，未来业绩增长可期

### 1.1、深耕轮胎行业二十余年，全球化布局加速进行

公司深耕各类轮胎的研发、生产和销售，产品广受市场认可。公司前身通用橡胶成立于2002年8月19日，成立时注册资本为300万元，由南方橡胶（红豆集团控股）、自然人戴克新先生和褚菊芬女士共同出资组建。2003年，红豆集团以货币资金认缴公司新增注册资本3700万元，成为通用橡胶主要股东。2004年，公司第一条全钢丝载重子午线轮胎10.00R20研制成功，顺利投产。2005年，通用橡胶正式更名为“江苏通用科技有限公司”。2016年，公司于中国上交所顺利上市。公司自成立至上市之初主要从事全钢子午胎、斜交胎的研发、生产和销售，上市以来，公司业务不断向半钢子午胎、工程胎等领域持续拓展。目前，公司已获得授权专利400余项，发明专利位居行业前列，旗下拥有“千里马、赤兔马、TBBTIRES、GOODTRIP、黑马”等知名品牌，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。

图1：公司深耕轮胎领域，产品类型逐步完善



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

多项产能预计投产在即，全球化布局加速。公司上市以来积极布局半钢胎、非公路胎等产品，并于2018年公告拟在泰国罗勇工业园建设高性能轮胎生产项目（泰国一期项目），该项目于2019年底实现首胎下线，成为公司走向全球的重要里程碑。2021年，公司公告拟建设柬埔寨基地，并在2023年3月实现首胎下线，公司两大基地产业聚链成势，全球化布局日益完善。截至目前，公司泰国基地一期项目产销两旺，包含全钢胎产能130万条、半钢胎产能600万条，同时泰国基地二期项目包含的半钢胎产能1000万条，已于2024年6月末投产；柬埔寨基地一期90万条全钢胎、500万条半钢胎运行良好，并已于2024年5月22日提前实现全面达产，同时2025年拟达产二期项目全钢胎产能75万条、半钢胎产能350万条。截至2023年底，公司国内无锡基地拥有全钢胎产能240万条、半钢胎一期产能达产300万条；2024年6月28日，公司无锡基地600万条半钢胎（二期）项目与泰国基地二期项目同日投产，此外伴随公司10万条工程胎技改项目持续建设，未来公司产能有望高速增长。

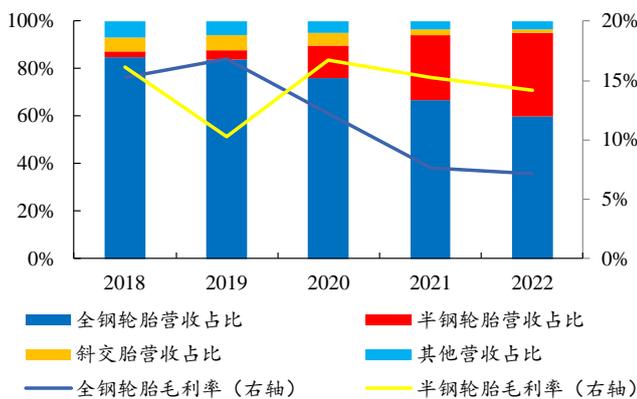
**表1：公司多项产能预计投产在即**

主要厂区或项目	规划产能	截至 2023 年底达	2023 年产能利用	目前产能运行情况
		产产能 (万条)	率 (%)	
泰国工厂 (一期)	130 万条全钢胎	130	92	已达产
	600 万条半钢胎	600	97	
柬埔寨工厂 (一期)	90 万条全钢胎	50	25	2024 年 5 月规划产能已全面达产
	500 万条半钢胎	300	34	
泰国工厂 (二期)	1000 万条半钢胎	-	-	2024 年 6 月末已投产
柬埔寨工厂 (二期)	75 万条全钢胎	-	-	预计 2024Q4 投产、2025 年满产
	350 万条半钢胎	-	-	
无锡工厂	600 万条半钢胎	300	83	预计 2025 年全面达产
	600 万条半钢胎 (二期)	-	-	
	240 万条全钢胎	240	56	已达产
	10 万条非公路胎	-	-	2024H1 已投产, 预计 2025 年实现满产

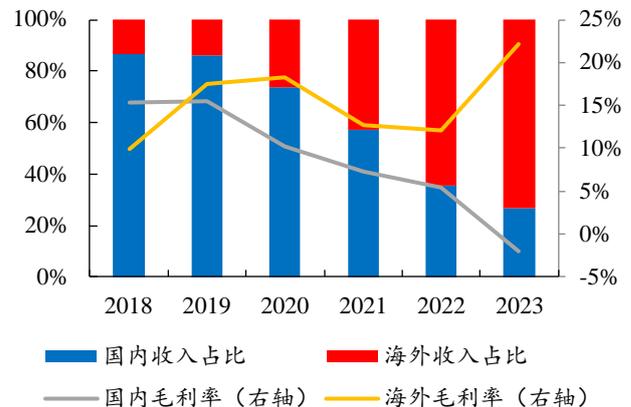
资料来源：公司公告、Wind、中国橡胶杂志公众号、开源证券研究所

## 1.2、海外业务占比持续提升，公司业绩正处高速发展期

公司收入主要来自海外业务，半钢胎营收占比逐渐提升。公司以全钢胎业务起家，但由于近年来全钢胎面临市场有效需求不足、产能过剩、价格竞争激烈等问题，行业利润承压。公司主动将业务重心转向盈利能力更强的半钢胎，2022 年公司半钢胎营收占比提升至 34.93%，半钢胎产品毛利率为 14.20%，高于全钢胎产品毛利率 7.03pcts。同时，随着公司泰国、柬埔寨基地产能的持续释放，海外业务成为公司主要收入利润来源。据公司公告，2023 年公司海外收入占比达到 73.03%，海外业务毛利率为 22.16%，远高于国内业务。

**图2：公司半钢胎营收占比逐渐提升**


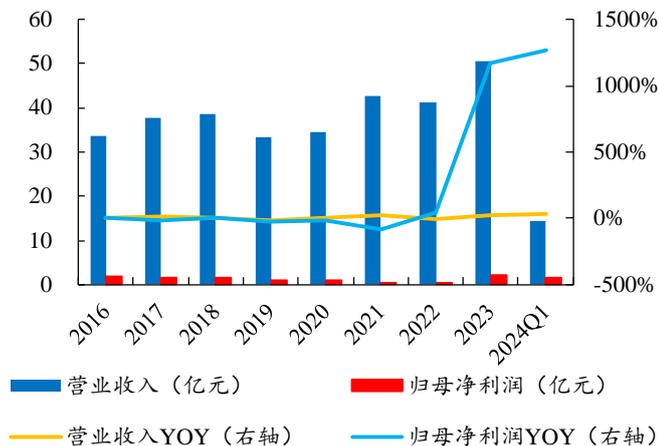
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：2023 年，公司海外收入占比超 70%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

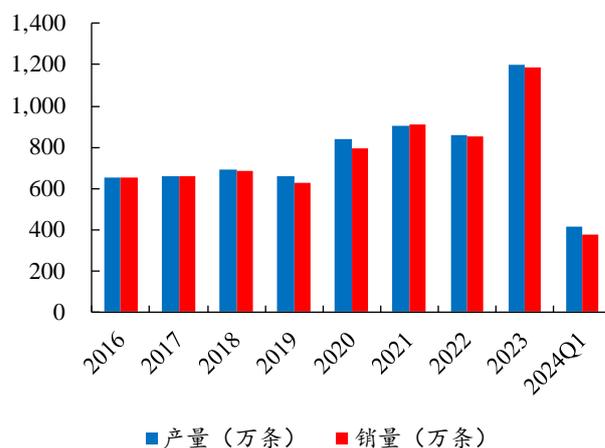
量利双增,公司业绩正处高速发展期。2016-2018年间,公司业绩水平基本稳定,2019年受汽车需求下行影响,公司营业收入与归母净利润分别下滑至33.35亿元、1.04亿元。2020-2022年间,伴随公司新项目逐步投产,公司轮胎产量由2019年的658万条增长至2022年的861万条,销量由628万条增长至854万条,但由于国内需求依然严峻、原材料价格上涨、海运成本提升等因素影响,公司利润处于低位。2023年,受益于国内消费市场回暖、海外去库压力缓和、国产轮胎认可度提升以及海运费回落等因素,我国轮胎行业迎来景气反转,公司业绩实现大幅增长。2023年及2024Q1,公司实现营业收入50.64亿元、14.43亿元,同比+23%、+38%;实现归母净利润2.16、1.53亿元,同比+1175%、+1271%;轮胎销量分别为1186万条、375万条,同比+39%、+51%。此外,2024Q1,公司销售毛利率与销售净利率分别为18%、10.6%,创下历史新高,ROA与ROE分别为1.3%、2.7%,较2022年低位修复明显。未来,伴随公司泰国、柬埔寨基地产能逐步释放,以及我国轮胎性价比优势持续凸显,公司业绩成长空间广阔。

图4: 2024Q1, 公司归母净利润同比增长1,271%



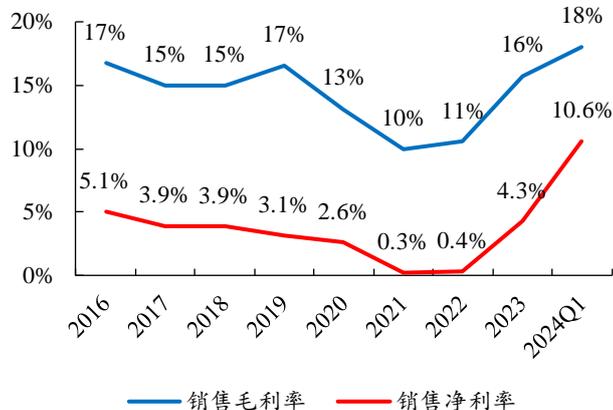
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2023年, 公司轮胎销量突破1000万条



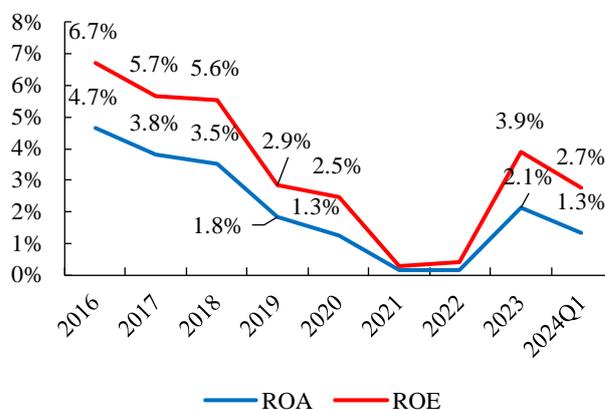
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2024Q1, 公司销售毛利率达18%



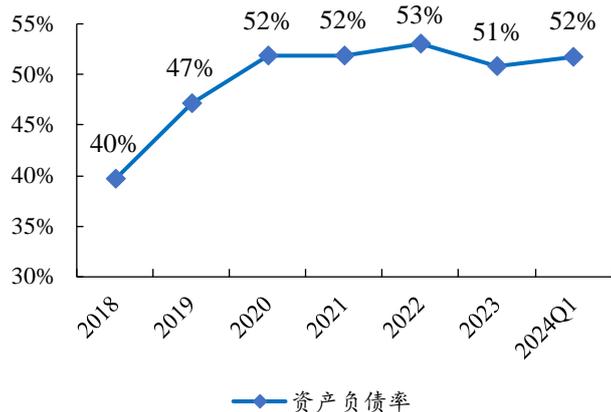
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2023年, 公司ROE同比提升3.51pcts

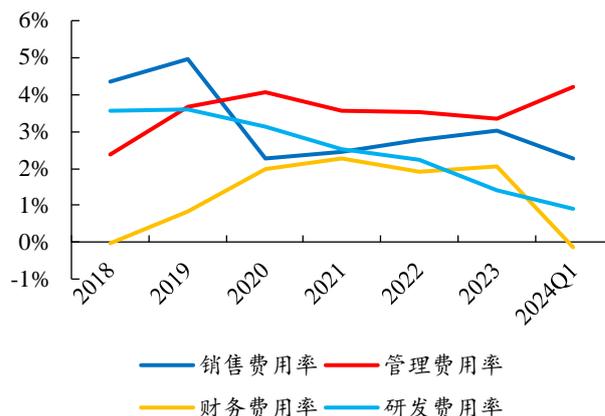


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司资产负债率基本稳定，期间费用率处于合理水平。2018-2020年，由于公司产能规划较多，公司短期借款、长期借款等有所增长，资产负债率由40%提高至52%，之后基本保持稳定。费用端来看，2018-2023年间，公司期间费用率基本维持在10%附近，2024Q1由于财务费用率下降，公司期间费用率略有下行。截至2024Q1，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为2.29%、4.23%、0.90%、-0.14%，合计期间费用率为7.28%，整体处于合理水平。

**图8：公司资产负债率基本稳定**


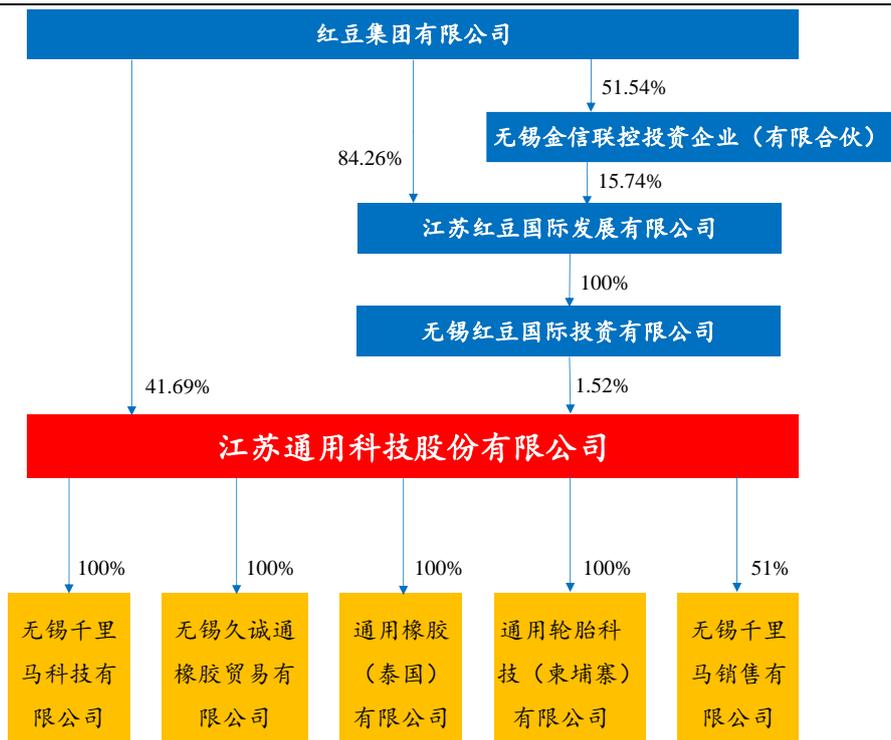
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图9：公司各项费用率处于合理水平**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、股权结构清晰稳定，股权激励计划彰显发展信心

公司股权结构清晰，红豆集团为控股股东。据公司2023年报，公司控股股东红豆集团直接持有公司股份41.69%，间接持有公司股份1.52%，公司股权结构清晰稳定。红豆集团创始于1957年，67年来坚守实体经济，聚焦发展服装、轮胎和制药三个产业，旗下拥有红豆股份、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，在柬埔寨联合中柬企业共同开发了11.13平方公里的西哈努克港经济特区，成为高质量共建“一带一路”的样板，有望为公司业务持续提供助力。目前，公司拥有无锡千里马科技有限公司、无锡久诚通橡胶贸易有限公司、以及通用泰国和通用柬埔寨等多家子公司，其中无锡千里马科技主要从事斜交胎及帘子布业务，无锡久诚通主要从事橡胶及橡胶制品、橡胶轮胎、化工原料及产品、包装材料的销售，与公司主营业务有较好的协同效应。

**图10：公司股权结构清晰（截至 2023 年底）**


资料来源：公司公告、开源证券研究所

发布 2024-2025 年股权激励计划，彰显公司业绩持续增长信心。2023 年 10 月，公司发布 2023 年限制性股票激励计划，拟向公司董事、高级管理人员及其他骨干人员共 44 人，授予 1236 万股公司限制性股票，占公告时公司总股本的 0.80%，授予价格为 2.04 元/股。该次激励计划的业绩考核年度为 2024-2025 年，业绩目标值分别为 3.3 亿元、5.0 亿元（或 2024-2025 年净利润累计达到 8.3 亿元），业绩触发值分别为 2.5 亿元、3.8 亿元（或 2024-2025 年净利润累计达到 6.3 亿元）。2024Q1 单季度，公司实现净利润 1.53 亿元，未来业绩目标达成确定性较高。

**表2：公司股权激励计划彰显业绩增长信心**

解除限售期	考核年度	业绩目标值		业绩触发值	
		净利润(亿元)	较 2023 年增速	净利润(亿元)	较 2023 年增速
第一个解除限售期	2024 年	3.3	52.53%	2.5	15.55%
第二个解除限售期	2025 年	5	131.11%	3.8	75.64%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

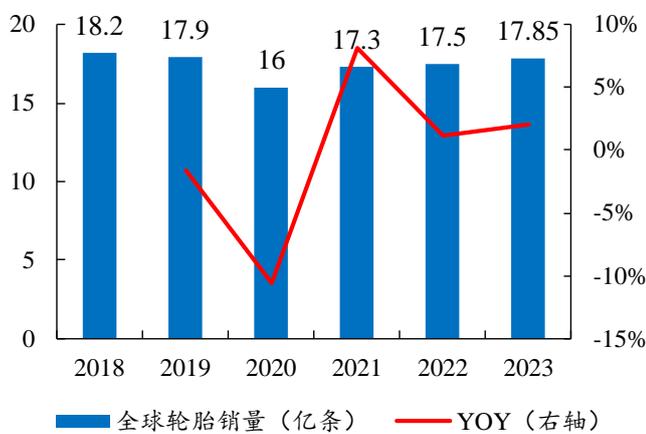
## 2、汽车需求景气回暖，中国轮胎占全球市场份额稳步提升

### 2.1、全球：轮胎千亿级大市场稳步扩张，落后产能或将逐步淘汰

#### 2.1.1、需求：全球汽车保有量贡献稳定轮胎需求，新兴市场增长潜力广阔

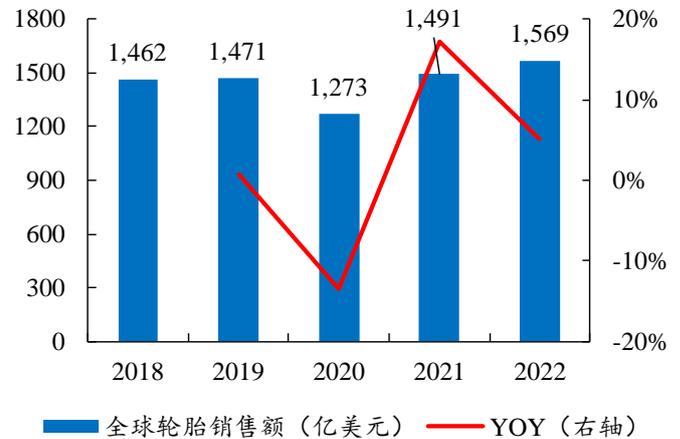
2021年以来，全球轮胎市场稳步扩张。2020年，受公共卫生事件冲击，全球轮胎销量下降至16亿条，同比下降10.61%；全球轮胎销售额下降至1273亿美元，同比下降13.48%。2021年以来，全球轮胎需求逐步复苏。据米其林财报数据，2023年全球轮胎销量达17.85亿条，较2020年增长11.56%；据QYResearch统计，2022年全球轮胎销售额达1569亿美元，较2020年回暖23.24%，市场规模广阔。

图11：2023年，全球轮胎销量同比+2.00%



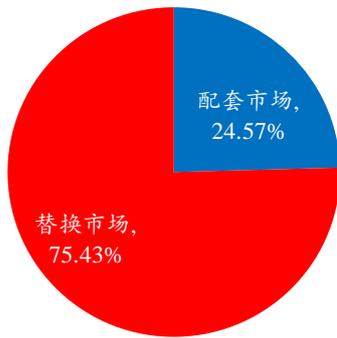
数据来源：RFID世界网公众号、米其林财报、开源证券研究所

图12：2022年，全球轮胎销售额超1500亿美元

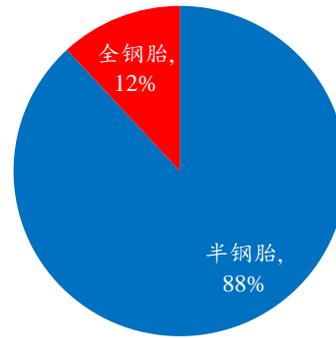


数据来源：QYResearch、开源证券研究所

**轮胎市场主要以替换市场、半钢胎为主。需求结构方面**，轮胎下游可分为配套市场和替换市场。其中，配套市场面对的客户为整车厂，需求主要由汽车产销量决定，乘用车单车配套量一般在4-5条；替换市场面对的客户为经销商和零售商，需求主要与汽车保有量有关，每辆轿车每年约需替换1.5条轮胎，载重机械和工程机械替换需求远高于轿车。据中国轮胎商务网公众号，2022年替换市场在轮胎需求占比中达到75.43%，汽车保有量贡献轮胎主要需求。**产品类型方面**，轮胎主要可分为全钢胎和半钢胎。其中，半钢胎胎面部位用钢丝来作为补强层，胎体是用人造丝、尼龙、聚酯或者其他纤维材料，带束层使用钢丝帘线，较全钢胎在减震性和舒适性上更为优越，一般适用于轿车、轻型卡客车等；全钢胎胎体、胎侧均采用钢丝，相对半钢子午线胎更结实耐用，一般适用于载重或者工程等机械车辆。据米其林财报，2023年轮胎销量中半钢胎占比达到88%，贡献全球轮胎主要需求。

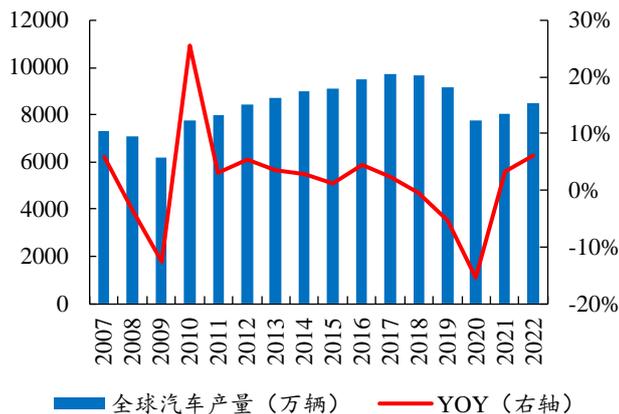
**图13: 轮胎市场以替换市场为主 (2022)**


数据来源: 中国轮胎商务网公众号、开源证券研究所

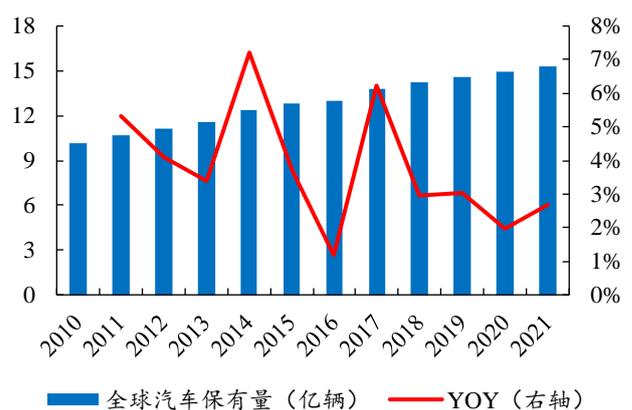
**图14: 轮胎销售中以半钢胎为主 (2023)**


数据来源: 米其林财报、开源证券研究所

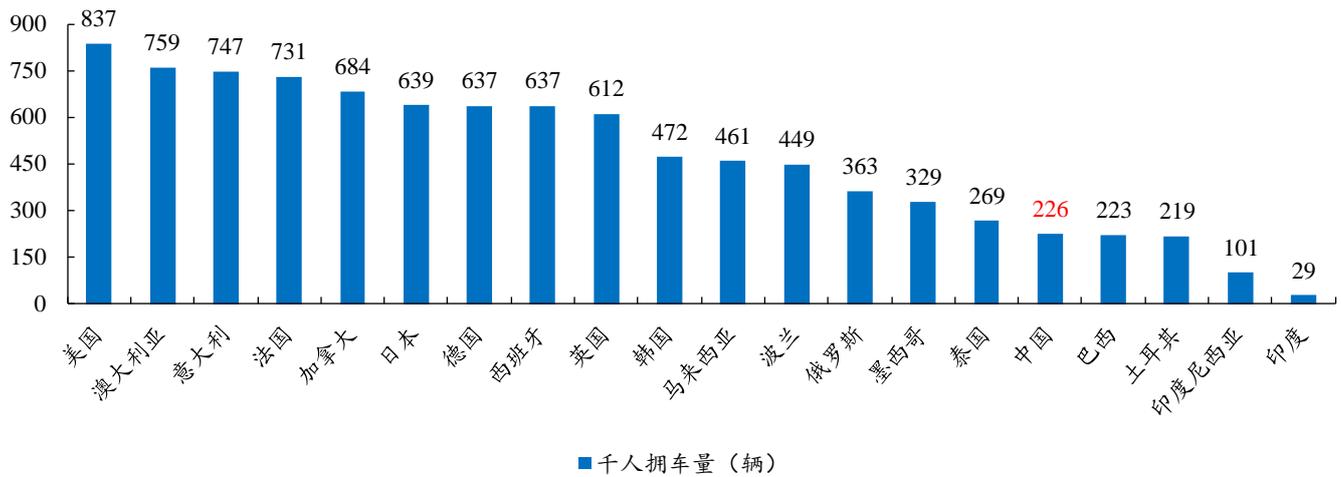
全球汽车保有量处于高位, 新兴市场需求增长潜力广阔。据中咨华研公众号, 2022 年全球汽车产量为 8502 万辆, 同比增长 6.01%; 据路安通轮胎科技公众号, 2021 年全球汽车保有量超 15 亿辆, 同比增长 2.68%, 处于历史相对高位。从地区来看, 各国间人均拥车量存在较大差异。据车聚网公众号, 2022 年美国汽车市场千人拥车量达到 837 辆, 欧洲意大利、法国、德国等发达国家千人拥车量也整体处于较高水平, 我们认为未来欧美等发达国家汽车市场或将维持稳定。而 2022 年, 我国汽车市场千人拥车量为 226 辆, 仅为美国的 27%, 印度、泰国等发展中国家人均拥车量也处于较低水平。我们认为, 未来以中国为首的亚洲、非洲等地区人均拥车量提升潜力较大, 有望为全球轮胎市场需求带来持续增长空间。

**图15: 2022 年, 全球汽车产量为 8502 万辆**


数据来源: 智研咨询、华经产业研究院、中咨华研公众号、开源证券研究所

**图16: 2021 年, 全球汽车保有量为 15.31 亿辆**


数据来源: 华经产业研究院、路安通轮胎科技公众号、开源证券研究所

**图17：各国间千人拥车量差异较大**


数据来源：车聚网公众号、开源证券研究所

### 2.1.2、供给：落后产能逐步淘汰，多家轮胎工厂主动关停

目前，欧美日韩轮胎企业仍占据全球轮胎市场主导地位。据《2023 年度世界轮胎 75 强排行榜评析》（陈维芳，2023）数据，2022 年全球轮胎销售额超百亿美元的轮胎企业共有四家，按销售额排序分别为米其林、普利司通、固特异以及大陆轮胎，四者合计销售额为 852 亿美元，占全球前 75 强轮胎企业总销售额的 47.90%。销售额前 10 名中，前 8 名均为欧美日韩企业，合计轮胎销售额为 1113 亿美元，占全球前 75 强轮胎企业总销售额的 62.62%。

**表3：目前全球轮胎市场中日本、欧美企业占比仍较高**

排名	公司/总部所在地区/国家	2022 年度轮胎销售额 (亿美元)	2021 年度轮胎销售额 (亿美元)	2020 年度轮胎销售额 (亿美元)
1	米其林/法国	282.60	262.95	229.35
2	普利司通/日本	266.00	221.75	207.50
3	固特异/美国	178.92	149.17	114.40
4	大陆轮胎/德国	124.20	120.00	99.08
5	住友橡胶工业/日本	71.60	72.50	63.69
6	倍耐力/意大利	69.57	63.40	48.89
7	韩泰轮胎/韩国	63.10	59.76	53.05
8	优科豪马橡胶/日本	57.45	42.30	43.49
9	杭州中策橡胶/中国	41.76	45.28	38.96
10	正新橡胶/中国台湾	36.77	38.66	37.89

数据来源：《2023 年度世界轮胎 75 强排行榜评析》（陈维芳，2023）、开源证券研究所

**落后产能逐步淘汰，多家海外轮胎巨头计划关停。**由于海外轮胎企业产能建设时间相对较早，积累了大量老旧产能，在环保要求收严、原材料价格上涨、海运成

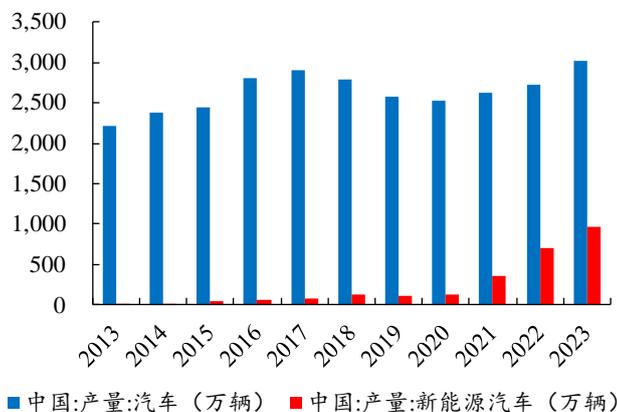
本增加、东南亚高性价比轮胎抢占市场等因素作用下，多家轮胎工厂主动关停。据橡胶轮胎网公众号、轮胎报公众号、中橡协信息会展部公众号，**米其林**计划将其目前在波兰奥尔什丁（Olsztyn）工厂运营的卡车轮胎产能，转移至罗马尼亚，该工厂将于2024年底停止卡车轮胎生产工作；**普利司通**沈阳工厂已关停其商用车轮胎产能，并计划在2024年上半年中止商用车轮胎的生产和销售业务；**固特异**计划关停德国富尔达（Fulda）和菲尔斯滕瓦尔德（Füstenwalde）的工厂，将德国的乘用车和卡客车胎的产量削减约35-40%等。

## 2.2、国内：需求复苏有望延续，我国轮胎企业海外布局加速

### 2.2.1、需求：汽车销量回暖，国产轮胎“出海”前景广阔

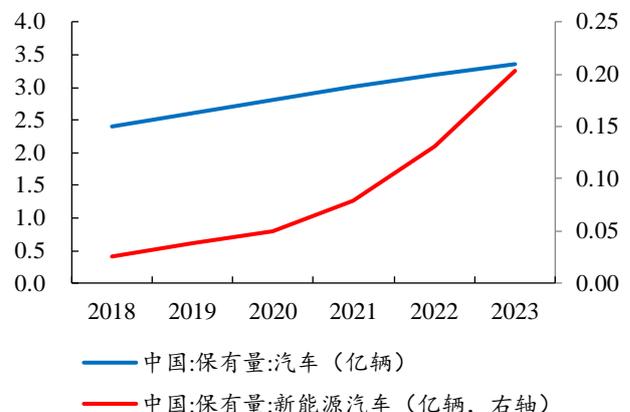
**2023年汽车销量回暖，未来消费品以旧换新有望带动需求高增。**2023年我国汽车、新能源汽车产量分别为3011万辆、959万辆，同比增长10.79%、35.83%；保有量分别为3.36亿辆、0.20亿辆，同比增长5.33%、55.80%。国务院新闻办公室于2024年4月11日（星期四）举行国务院政策例行吹风会，会上提出“对报废高排放乘用车或符合条件的新能源乘用车，并购买符合节能要求或新能源汽车的消费者给予定额补贴”等内容，有望进一步带动我国汽车需求增长。**与传统燃油车相比，新能源汽车的扭矩和重量都更大，对轮胎的磨损更快，未来伴随我国新能源汽车渗透率逐步提升，或将进一步扩大我国轮胎市场需求。**

图18：2023年，我国汽车产量回暖明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

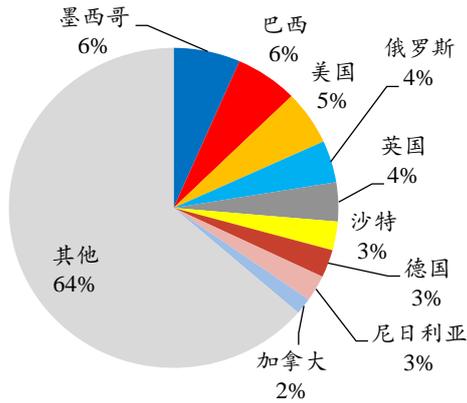
图19：近年来，我国汽车保有量稳定提升



数据来源：公安部、开源证券研究所

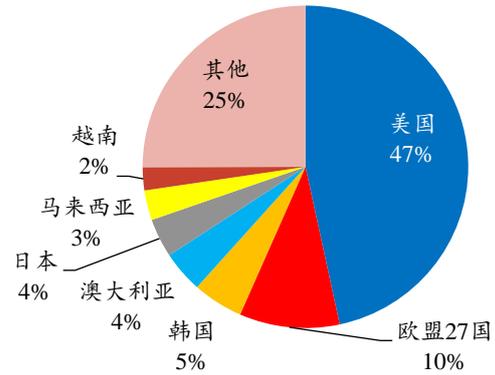
**国产轮胎价格优势明显，“出海”前景广阔。**据海关总署数据，2023年我国轮胎出口目的地较为分散，主要出口国家包括墨西哥、巴西、美国、俄罗斯等。泰国作为我国轮胎厂主要建设基地之一，主要出口面向美国、欧洲等地。近年来，受多个海外国家出现经济下滑、高通胀等因素影响，国产轮胎低价优势凸显，我们坚定看好中国轮胎抢占全球市场，中国轮胎在全球市场份额提升的逻辑正在稳步兑现。据《2023年度世界轮胎75强排行榜评析》（陈维芳，2023）数据，2022年，全球前75家轮胎企业中，我国企业上榜35家，我国轮胎企业销售额在全球中占比约18%，未来仍有较大替代空间。

图20：我国轮胎出口目的地较为分散（2023）



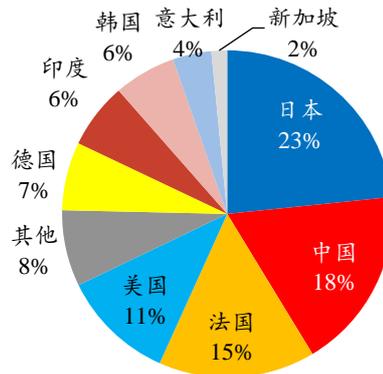
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图21：泰国轮胎主要出口向美国等地（2023）



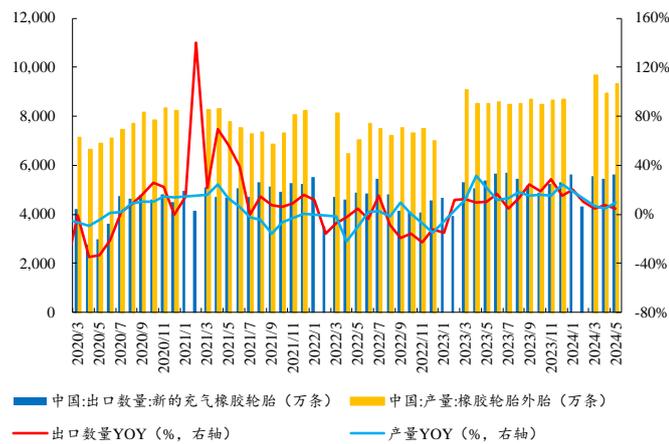
数据来源：泰国商务部、开源证券研究所

图22：2022年，我国轮胎企业销售额占比全球18%

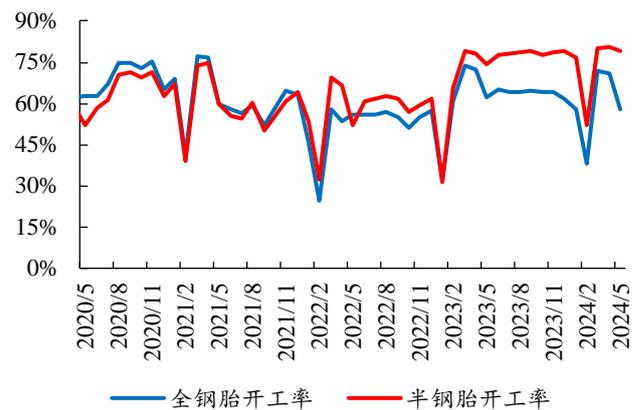


数据来源：《2023年度世界轮胎75强排行榜评析》（陈维芳，2023）、开源证券研究所

2024年1-5月，我国轮胎出口处于历史高位。据海关总署数据，2023年2月至2024年5月，我国轮胎出口数量实现连续16个月的同比增长，其中2024年1-5月，全国出口新的充气橡胶轮胎2.66亿条，同比增长9.18%。生产方面，据国家统计局数据显示，2024年5月，中国橡胶轮胎外胎产量为9,340万条，同比增加9.47%。据百川盈孚数据，2024年5月，国内全钢胎、半钢胎开工率分别达到58%、79%，春节后国内半钢胎开工率恢复至较高水平。

**图23：5月，我国出口新的充气橡胶轮胎 5638 万条**


数据来源：海关总署、国家统计局、开源证券研究所

**图24：2024年春节后我国半钢胎开工率恢复良好**


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

### 2.2.2、供给：看好中国轮胎抢占全球市场，产业格局或将加速重构

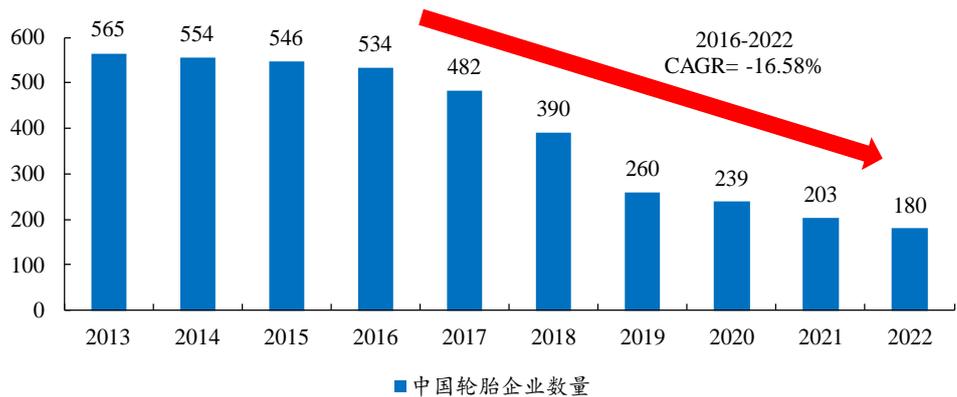
轮胎行业作为传统高能耗、高污染、高排放行业，受到政策严格管控。2023年6月，国家发改委等部门发布《工业重点领域能效标杆水平和基准水平(2023年版)》，进一步扩大工业重点领域节能降碳改造升级范围，其中新增要求子午线轮胎制造行业在2026年年底前对现存和拟建、在建项目进行淘汰退出或降碳改造升级。按照该要求，轮胎行业内，全钢子午线轮胎单位产品能耗标杆水平为235千克标准煤/吨，基准水平为340千克标准煤/吨；半钢子午线轮胎单位产品能耗标杆水平为290千克标准煤/吨，基准水平为430千克标准煤/吨。

**表4：轮胎制造行业进入我国工业重点领域节能降碳改造升级范围**

重点领域	指标名称	指标单位	标杆水平	基准水平	参考标准	
轮胎制造	全钢子午线轮胎	单位产品能耗	千克标准煤/吨	235	340	GB 29449
	半钢子午线轮胎			290	430	

资料来源：《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》、开源证券研究所

山东省轮胎新政落地，产业格局或将加速重构。2021年4月，山东省印发《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022年）》，其中提到，要把年产120万条以下的全钢子午胎、年产500万条以下的半钢子午胎企业，全部整合退出。该方案涉及18家轮胎厂商，共计产能3117万条/年，该目标现已基本实现。2023H2，山东省发布《山东省高端轮胎铸造项目发展指导目录（2023年版）》，要求有关部门严把项目关，坚决制止不属于此标准范围的低端轮胎项目上马，并提出低于能效基准水平的轮胎企业，要确保在2025年4月底前完成改造提升。在此背景下，我国轮胎企业数量持续减少，落后产能有效出清。据车轱辘网公众号，2022年，我国纳入统计的轮胎制造企业共有180家，比2021年减少了23家。

**图25：2022年，我国纳入统计的轮胎制造企业数量减少23家**


数据来源：车轱辘网公众号、开源证券研究所

**我国轮胎企业海外建厂速度加快。**近年来，我国轮胎企业为绕开欧美等市场对中国轮胎施加的高额“双反”税以及规避其他贸易风险，各轮胎企业在海外建厂的步伐明显加快。据财报数据显示，多家轮胎厂的海外产能利润率高于国内产能10%以上。我们认为，中国轮胎在全球市场份额提升的逻辑正在稳步兑现，同时将伴随中国新能源车出海，持续在配套市场崭露头角。在国内落后产能持续出清背景下，有望加速轮胎行业内部的产能升级和重组，头部轮胎企业有望迎来机遇。

**表5：我国轮胎企业积极建设海外基地（市值截至2024年7月17日）**

证券简称	证券代码	市值 (亿元)	海外收入占比 (2023)	海外主要待释放产能	预计投产时间	
				基地	产能 (万条)	
赛轮轮胎	601058.SH	431.73	74%	越南	300 (半钢) +100 (全钢) +5 (非公路)	已投产, 预计2025年3月全面达产
				柬埔寨	1200 (半钢)	2024
				印尼	300 (半钢) +60 (全钢) +3.7 (非公路)	有序推进
				墨西哥	600 (半钢)	有序推进
森麒麟	002984.SZ	228.95	87%	摩洛哥	1200 (半钢)	2024Q4
				西班牙	1200 (半钢)	有序推进
玲珑轮胎	601966.SH	258.01	47%	塞尔维亚	1200 (半钢) +80 (全钢) +22 (非公路)	2024-2025, 部分产能已处于爬坡阶段
通用股份	601500.SH	80.59	73%	泰国	1000 (半钢)	2024年6月末已投产, 未来产能持续爬坡
				柬埔寨	350 (半钢) +75 (全钢)	2024Q4

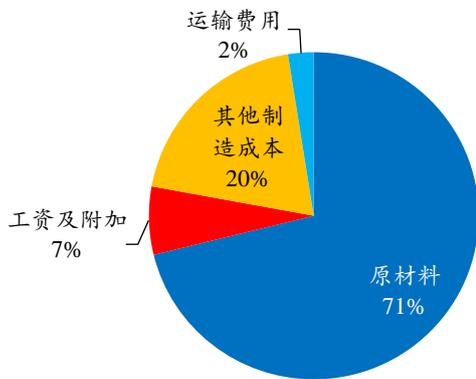
数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

### 2.3、原材料：橡胶价格呈上升趋势，各胎企报价整体上调

**轮胎成本受橡胶价格影响较大。**轮胎生产成本中主要包括原材料、人工、能源、运输等部分，由于目前我国轮胎产线自动化程度较高，原材料成为主要生产成本。

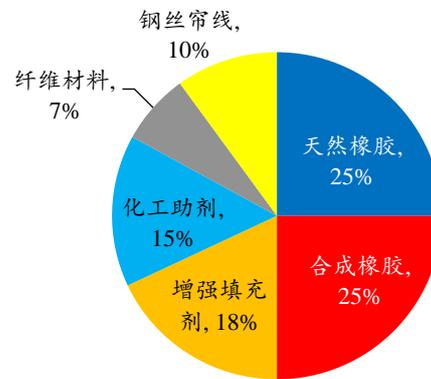
据公司 2023 年报，原材料成本在轮胎成本中占比超 70%。据前瞻产业研究院数据，轮胎原材料成本中，天然橡胶与合成橡胶合计占比约 50%，成为影响轮胎利润的主要因素之一。

图26：轮胎成本中，原材料占比约 70%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

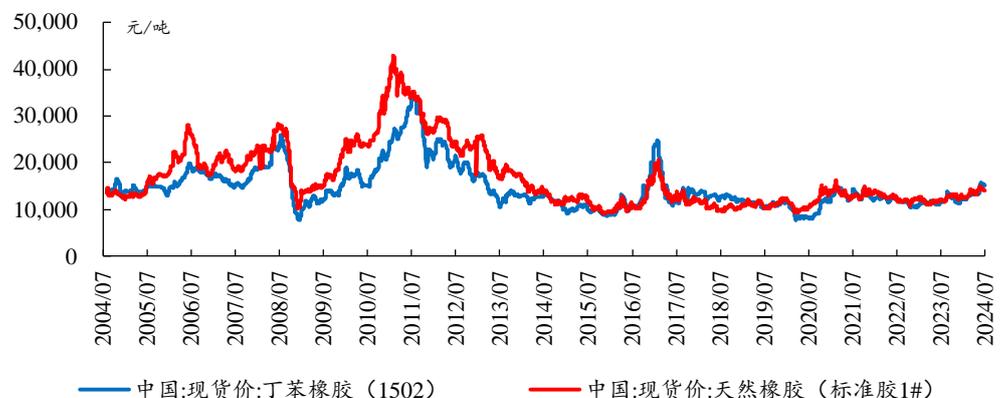
图27：橡胶是轮胎主要原材料之一



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

2024 年以来，我国橡胶价格有所抬升。由于合成橡胶和天然橡胶在部分领域可以相互替代，故价格走势存在趋同性。2008-2009 年，受金融危机影响，全球汽车产量下行，橡胶价格处于低位。2010-2011 年，受益于全球经济复苏，下游汽车产量回升，天然橡胶价格一路上行至超 4 万元/吨高位。此后，由于橡胶涨价期间主产国大量种植的橡胶树进入割胶期，以及下游汽车产量增速放缓，橡胶价格进入低谷期。2016H2-2017 年初，由于泰国天气影响，导致天然橡胶供给收紧，同时下游进入补库周期，橡胶价格有所拉涨。截至 2024 年 7 月 17 日，我国天然橡胶、丁苯橡胶（1502）2024 年价格均价分别为 1.36、1.35 万元/吨，较 2023 年均价分别+11.84%、+14.55%。

图28：截至 2024 年 7 月 17 日，我国天然橡胶价格为 1.41 万元/吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

原材料价格持续抬升背景下，各胎企纷纷上调轮胎报价。据中国轮胎商务网公众号，在天然橡胶和炭黑等主要原材料价格持续上涨推动下，2024年3月约60家轮胎企业发布涨价通知。其中，通用股份拟于2024年3月29日起取消发货促销政策，并于4月10日期对全钢产品开票价格上调2%-4%。我们认为，本轮轮胎价格集体上涨显示出各胎企较强的定价权以及优异的价格传导能力，未来行业盈利能力或将进一步提升。

### 3、紧抓“国内国际双循环”发展机遇，构建行业领先优势

#### 3.1、“5X 战略计划”引领公司发展，海外双基地布局优势显著

泰国乘用车和轻卡轮胎复审终裁税率大幅下调，柬埔寨基地优势显著。近年来，我国轮胎在美国、欧盟多个出口市场受到“双反”税限制，故各胎企纷纷布局海外生产基地。泰国作为我国轮胎企业主要海外生产基地之一，在2020年受到美国商务部启动的对其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，美国商务部启动了对泰国乘用车和轻卡车轮胎反倾销调查的第一次年度行政复审，森麒麟轮胎（泰国）有限公司复审终裁单独税率为1.24%；另一家强制应诉企业日本住友轮胎（泰国公司）终裁单独税率为6.16%；其他泰国出口美国的轮胎企业复审终裁税率为4.52%，较原审税率大幅下降。此外，2024年5月，美国商务部发布了对泰国卡客车轮胎反倾销初步裁决，初步裁定浦林成山（泰国）有限公司倾销幅度为0%，普利司通等其他公司倾销幅为2.35%，未来或将影响泰国轮胎对美国市场的出口需求。与此同时，柬埔寨作为美国主要的轮胎原产国之一，与泰国同处东南亚地区，在原材料成本、人力成本、海外运输等方面优势显著，且暂未受到美国“双反”政策限制，未来利润或存在一定上行空间。

表6：美国、欧盟等地区对我国轮胎产品征收“双反”税

进口国	产品来源国	产品	相关政策
美国	中国	卡车和公共汽车轮胎	2016年2月18日，美国商务部对进口自中国的卡车和公共汽车轮胎发起反倾销和反补贴调查。
			2017年1月23日，美国商务部宣布对进口自中国的卡车和公共汽车轮胎作出反倾销和反补贴肯定性终裁。
			2019年2月15日，美国商务部正式对中国涉案产品征收反倾销税和反补贴税
			2024年1月2日，美国商务部对进口自中国的卡车和公共汽车轮胎发起第一次反倾销和反补贴日落复审调查。
美国	中国	乘用车轮胎	2024年4月25日，美国商务部发布公告称，对进口自中国的卡车和公共汽车轮胎(Truck and Bus Tires)作出第一次反倾销快速日落复审终裁：若取消现行反倾销措施，将会导致中国涉案产品以22.57%的倾销幅度继续或再度发生；同时对进口自中国的卡车和公共汽车轮胎作出第一次反补贴快速日落复审终裁，裁定若取消本案的反补贴税，将导致中国涉案产品的补贴以23.92%—66.28%的税率继续或再度发生。
			2014年双反调查终裁决定最高对中国轮胎产品施加116.33%的反补贴税率和87.99%的反倾销税率。

进口国	产品来源国	产品	相关政策
			2021年，美国对进口自中国的乘用车轮胎双反5年一期的复审结果出炉，美国将继续对中国乘用车轮胎征收双反税。
	泰国	乘用车和轻卡轮胎	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，美国商务部启动了对泰国乘用车和轻卡车轮胎反倾销调查的第一次年度行政复审，此次复审终裁已于2024年1月公布，森麒麟轮胎(泰国)有限公司复审终裁单独税率为1.24%；另一家强制应诉企业日本住友轮胎(泰国公司)终裁单独税率为6.16%；其他泰国出口美国的轮胎企业复审终裁税率为4.52%
		卡客车轮胎	2024年5月，美国商务部发布了对泰国卡客车轮胎反倾销初步裁决，初步裁定浦林成山(泰国)有限公司倾销幅度为0%，普利司通等其他公司倾销幅为2.35%，本案的最终裁定预计将在本次初步裁定之日起135天内作出，可能会对泰国轮胎出口至美国市场产生重大影响。
欧盟	中国	载重轮胎	2018年11月，欧盟委员会公布对进口自中国的卡客车轮胎反倾销、反补贴最终裁决，确定对进口自中国的卡客车轮胎征收42.73-61.76欧元/条的“双反”税。 2022年5月，欧盟普通法院公布了一审裁决，判决撤销欧委会有关对华卡客车轮胎的“双反”税令。 2023年3月，欧亚经济委员会内部市场保护司发布公告，对原产自中国的载重轮胎反倾销情势变迁复审作出终裁，决定继续对中国载重轮胎征收14.79%~35.35%反倾销税。

资料来源：中国贸易救济信息网、公司公告、橡胶技术网公众号、中国轮胎商务网公众号、开源证券研究所

**“5X 战略计划”引领公司发展，海外双基地厚积薄发。**据公司 2020 年报，结合宏观形势和行业发展趋势，公司制定“5X 战略计划”，紧抓国内国际双循环机遇，力争 2030 年内实现国内外 5 大生产基地，5 大研发中心，500 家战略渠道商、5000 家核心门店，以及 5000 万条以上的产能规模。目前，公司泰国工厂一期产销两旺；柬埔寨一期项目产能全面达产，并与北美多个大客户签订战略合作。公司已形中、泰、柬三大基地，通过精准定位、资源互补实现联动。未来，伴随公司泰国二期项目、柬埔寨二期项目产能陆续释放，公司基地产业聚链成势，全球化布局有望继续加速。

### 3.2、智能制造水平领先，生产效率提升明显

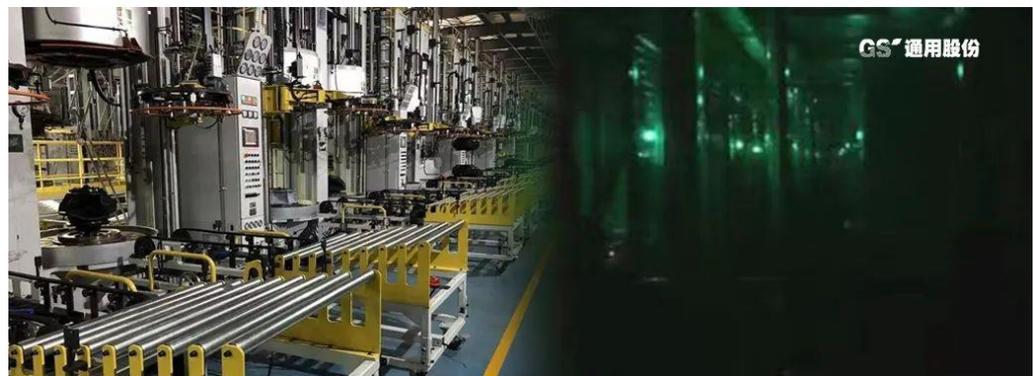
**深化产品技术创新，保障公司长远发展。**公司注重轮胎科技创新，建有国家认可技术中心平台、工业设计中心和实验室，承担国家和江苏省火炬计划等项目，深入与科研院所、高校、国际一流供应商开展产学研战略合作，大力开展“五新”新材料、新技术、新装备、新工艺、新产品的研发，针对用户痛点开展技术攻关、提质增效。公司率先于全钢胎中应用多维碳材料，重点改善轮胎静态力学性能，降低滚动阻力；采用国际先进水平杜仲胶配方技术的第二代产品 XR290Y 轮胎系列实现迭代升级，工艺更加稳定，有效解决长距离行驶耐磨与生热高的痛点；碳纳米管创新应用于全钢矿山胎，撕裂强度和耐磨性能同比提升 20%以上，使用效果深受市场认可。截至 2023 年底，公司共获得授权专利 423 项，发明专利位居行业前列。

**表7：近年来，公司获得多项发明专利**

	专利号	申请日	法律状态
一种超耐磨橡胶复合材料及其制备方法	2022110729794	2022/9/2	专利权有效
一种环保型全钢过渡层胶及其制备方法	2021107940427	2021/7/14	专利权有效
一种尼龙冠带条缠绕结构及其缠绕工艺	2021102806629	2021/3/16	专利权有效
一种全钢子午线轮胎带束层胎面复合件及其贴合工艺	2020105454472	2020/6/16	专利权有效
一种过渡缓冲层结构	2020105104727	2020/6/8	专利权有效
一种二维定向排列填充橡胶复合材料及其制备方法	2020104681623	2020/5/28	专利权有效
多层式型胶胎面结构	2020102131027	2020/3/24	专利权有效

资料来源：国家知识产权局、开源证券研究所

**深度推进“智改数转”，强化端到端成本管控。**公司积极响应国家“工业 4.0”规划及双碳战略，通过加快智能制造及数字化转型，实现工厂“人效、品效、能效”的三大提升。公司位处江苏省无锡市的半钢工厂在行业内率先实现了黑灯车间运营，实现用工成本节省 40%，生产效率提升 40%、运营成本降低 20%的显著成效，并荣获“江苏省示范智能车间”荣誉称号。同时，公司在海外基地建设上也将以国内智能化工厂的成熟经验进一步升级，打造当地的智能化样板工厂，实现经营管控能力增强，塑造发展新优势。

**图29：公司“黑灯车间”智能化优势显著**


通用股份半钢胎黑灯车间

资料来源：通用轮胎公众号

## 4、盈利预测与投资建议

我们对公司盈利预测做出如下假设：

- 国外业务：**考虑到公司柬埔寨一期、泰国二期产能持续释放，柬埔寨二期项目建设加速进行，我们预计 2024-2026 年公司海外业务营收分别同比 +45.3%、+36.0%、+21.9%，毛利率分别为 20.8%、22.5%、22.9%。
- 国内业务：**公司国内无锡基地半钢胎产能加速建设，我们预计 2024-2026

年公司国内营收分别同比+29.3%、+35.2%、17.1%。伴随公司全钢胎产能部分关停，公司国内业务毛利率有望修复，我们预计 2024-2026 年公司国内业务毛利率分别为 5.5%、7.3%、8.8%。

**表8：公司业绩拆分与盈利预测**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>轮胎国外市场</b>					
营业收入 (亿元)	26.13	36.72	53.36	72.58	88.44
营业收入 YOY	-	40.5%	45.3%	36.0%	21.9%
营业成本 (亿元)	22.97	28.58	42.26	56.22	68.16
毛利 (亿元)	3.16	8.14	11.10	16.36	20.27
毛利率	12.1%	22.2%	20.8%	22.5%	22.9%
<b>轮胎国内市场</b>					
营业收入 (亿元)	14.48	13.56	17.53	23.69	27.74
营业收入 YOY	-	-6.4%	29.3%	35.2%	17.1%
营业成本 (亿元)	13.69	13.84	16.56	21.96	25.29
毛利 (亿元)	0.79	-0.27	0.97	1.74	2.45
毛利率	5.5%	-2.0%	5.5%	7.3%	8.8%
<b>其他业务</b>					
营业收入 (亿元)	0.60	0.36	0.48	0.42	0.45
营业成本 (亿元)	0.20	0.25	0.23	0.24	0.23
毛利 (亿元)	0.40	0.11	0.26	0.18	0.22
毛利率	66.1%	30.4%	53.1%	43.5%	48.6%
<b>合计</b>					
营业收入 (亿元)	41.20	50.64	71.37	96.69	116.63
营业收入 YOY	-	22.9%	40.9%	35.5%	20.6%
营业成本 (亿元)	36.86	42.67	59.04	78.41	93.68
毛利 (亿元)	4.35	7.97	12.33	18.27	22.94
毛利率	10.6%	15.7%	17.3%	18.9%	19.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司作为中国轮胎行业领军企业之一，近年来积极进行全球化布局，成功打造中国、泰国、柬埔寨三大生产基地。未来伴随各项新增项目陆续投产，以及海外业务占比提高带来的毛利率提升，公司业绩有望实现高速增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 6.12、9.33、12.48 亿元，EPS 分别为 0.38、0.59、0.79 元，当前股价对应 PE 分别为 11.5、7.6、5.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

同时，我们选取了同样生产轮胎产品的上市公司赛轮轮胎、玲珑轮胎与森麒麟进行估值比较。我们预计公司当前股价对应 2024 年 PE 为 11.5 倍，高于可比公司 10.1 倍的平均 PE，但是到 2025 年预计公司当前股价对应 PE 为 7.6 倍，低于可比公司 8.5 倍平均 PE。

**表9：预计 2025 年公司 PE 低于可比公司平均 PE**

股票代码	证券简称	总市值(亿元)	收盘价		EPS (摊薄/元)				PE (倍)			
			(元/股)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
601058.SH	赛轮轮胎	403	12.25	0.99	1.31	1.57	1.76	12.4	9.4	7.8	7.0	
601966.SH	玲珑轮胎	237	16.10	0.94	1.50	1.84	2.21	17.1	10.7	8.8	7.3	
002984.SZ	森麒麟	215	20.95	1.84	2.03	2.38	2.79	11.4	10.3	8.8	7.5	
			平均值					13.6	10.1	8.5	7.3	
601500.SH	通用股份	71	4.44	0.14	0.38	0.59	0.79	32.6	11.5	7.6	5.7	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1. 除通用股份与赛轮轮胎数据来自开源证券研究所外，其余公司盈利预测与估值来自 Wind 一致预期；2. 估值数据以 2024 年 7 月 30 日收盘价为基础。

## 5、风险提示

- (1) 下游需求不及预期：全球汽车市场需求增量或国产品牌替代进度不及预期。
- (2) 原材料价格大幅波动：若天然橡胶、合成橡胶、炭黑等原材料价格大幅波动，或对公司产品成本造成影响。
- (3) 行业竞争加剧：目前行业内规划新建产能较多，若未来行业竞争加剧，或对公司产品盈利能力造成影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3628	4216	5158	5786	5911
现金	810	1119	1226	1450	1806
应收票据及应收账款	890	1188	1667	1981	1607
其他应收款	72	68	129	138	184
预付账款	28	61	64	106	99
存货	1773	1699	1991	2030	2133
其他流动资产	55	80	80	80	80
<b>非流动资产</b>	5566	7066	8548	10606	11963
长期投资	432	452	496	540	582
固定资产	4002	5158	6502	8382	9695
无形资产	489	489	531	582	599
其他非流动资产	643	967	1019	1102	1087
<b>资产总计</b>	9194	11282	13706	16391	17874
<b>流动负债</b>	4075	4656	6463	8273	8711
短期借款	2285	2007	3500	4032	4500
应付票据及应付账款	1146	2027	2283	3464	3377
其他流动负债	644	623	681	776	834
<b>非流动负债</b>	809	1072	1077	1119	984
长期借款	741	1013	1018	1060	924
其他非流动负债	68	60	60	60	60
<b>负债合计</b>	4884	5729	7541	9392	9694
少数股东权益	7	7	8	8	9
股本	1289	1589	1589	1589	1589
资本公积	1992	2707	2707	2707	2707
留存收益	1101	1270	1185	1586	1768
<b>归属母公司股东权益</b>	4303	5546	6158	6991	8171
<b>负债和股东权益</b>	9194	11282	13706	16391	17874

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	169	892	566	2409	2254
净利润	15	216	612	933	1249
折旧摊销	401	405	479	630	786
财务费用	79	105	71	82	96
投资损失	-29	-20	-25	-24	-23
营运资金变动	-370	53	-604	735	65
其他经营现金流	74	133	32	53	81
<b>投资活动现金流</b>	-500	-976	-1927	-2652	-2114
资本支出	765	1247	1917	2644	2101
长期投资	-9	-1	-44	-44	-42
其他投资现金流	274	272	35	36	29
<b>筹资活动现金流</b>	532	538	1468	434	248
短期借款	790	-279	1493	532	468
长期借款	-425	272	5	42	-135
普通股增加	214	301	0	0	0
资本公积增加	-216	715	0	0	0
其他筹资现金流	169	-471	-30	-140	-84
<b>现金净增加额</b>	203	460	107	192	388

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	4120	5064	7137	9669	11663
营业成本	3686	4267	5904	7841	9368
营业税金及附加	15	16	29	37	43
营业费用	115	153	207	286	342
管理费用	146	169	248	334	400
研发费用	92	72	148	185	210
财务费用	79	105	71	82	96
资产减值损失	-14	-66	-43	-72	-103
其他收益	21	14	22	22	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	20	25	24	23
资产处置收益	0	5	10	11	7
<b>营业利润</b>	7	205	502	824	1063
营业外收入	4	4	2	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	11	207	504	826	1065
所得税	-4	-9	-108	-107	-183
<b>净利润</b>	15	216	612	933	1249
少数股东损益	-2	0	0	0	1
<b>归属母公司净利润</b>	17	216	612	933	1248
EBITDA	575	768	1148	1679	2093
EPS(元)	0.01	0.14	0.38	0.59	0.79

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-3.2	22.9	40.9	35.5	20.6
营业利润(%)	1.3	2835.5	144.4	64.2	28.9
归属于母公司净利润(%)	46.1	1175.5	182.7	52.5	33.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	10.5	15.7	17.3	18.9	19.7
净利率(%)	0.4	4.3	8.6	9.6	10.7
ROE(%)	0.3	3.9	9.9	13.3	15.3
ROIC(%)	3.1	4.3	7.4	9.5	10.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	53.1	50.8	55.0	57.3	54.2
净负债比率(%)	63.6	38.7	58.1	57.2	49.2
流动比率	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	4.8	4.9	5.0	5.3	6.5
应付账款周转率	3.5	3.1	3.3	3.2	3.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.14	0.38	0.59	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.56	0.36	1.52	1.42
每股净资产(最新摊薄)	2.71	3.49	3.87	4.40	5.14
<b>估值比率</b>					
P/E	416.1	32.6	11.5	7.6	5.7
P/B	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	17.0	12.0	9.3	6.6	5.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn