

目 录

1.	深耕轮胎行业，多元化品类，全球化布局	4
1.1.	深耕轮胎行业，海外布局动能充沛	4
1.2.	海外扩张叠加出口景气，公司业绩增长显著	7
2.	轮胎行业：万亿级别市场，高质量发展	10
2.1.	万亿人民币规模市场，需求稳定增长	12
2.2.	原料供给相对宽松，对轮胎生产成本影响有限	15
2.3.	全球轮胎行业集中度较高，国内轮胎行业高质量发展	17
3.	布局海外基地，剑指美国市场	20
3.1.	“双反”政策打压，海外布局破局	20
3.2.	剑指美国轮胎市场，后起之秀份额提升	25
3.3.	塑造知名品牌，打造智能基地	27
4.	盈利预测	30
5.	风险提示	32

图表目录

图 1：	公司发展历程	4
图 2：	公司股权结构图（截至 2023 年年报）	5
图 3：	2014-2024Q1 公司营业收入及同比	8
图 4：	2014-2024Q1 公司归母净利润及同比	8
图 5：	公司营收结构（按照产品分类）	8
图 6：	公司毛利结构（按照产品分类）	8
图 7：	公司海外营收占比不断提升	9
图 8：	公司外销毛利率水平远高于内销	9
图 9：	公司毛利率、净利率情况	9
图 10：	公司分产品毛利率水平	9
图 11：	公司期间费用率情况	10
图 12：	轮胎行业产业链	11
图 13：	斜交胎结构示意图	11
图 14：	子午线轮胎结构示意图	11
图 15：	半钢胎结构示意图	12
图 16：	2015-2023 年全球轮胎销量及同比	13
图 17：	全球半钢胎配套、替换销量（百万条）	14
图 18：	全球全钢胎配套、替换销量（百万条）	14
图 19：	2023 年全球乘用车及轻卡胎销量地区占比	14
图 20：	2023 年全球重卡胎销量地区占比	14
图 21：	全球汽车产量及同比增速	15
图 22：	2020 年全球汽车总保有量地区分布	15
图 23：	轮胎生产成本构成	15
图 24：	轮胎原材料成本构成	15
图 25：	天然橡胶现货价走势（元/吨）	16
图 26：	合成橡胶现货价走势（元/吨）	16
图 27：	东南亚各国天然橡胶树新种植面积（千公顷）	17
图 28：	ANPRC 成员国天然橡胶产量及同比增速	17
图 29：	全球轮胎企业梯队划分	17
图 30：	2004 年全球轮胎企业销售额占比	18

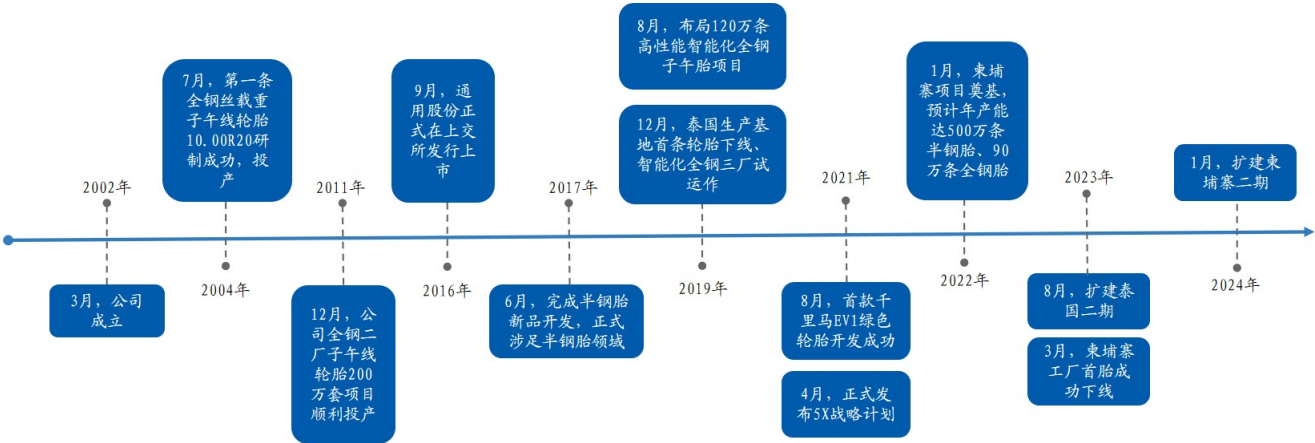
图 31：2022 年全球轮胎企业销售额占比	18
图 32：全球轮胎 75 强中，中国企业销售额及占比波动上升	18
图 33：中国出口至美国乘用车胎数量及同比	22
图 34：中国出口至美国卡车胎数量及同比	22
图 35：美国乘用车胎、轻卡轮胎进口量及进口国	22
图 36：美国重卡轮胎进口量及进口国	22
图 37：美国进口轮胎数量以及乘用车胎进口占比情况	25
图 38：2023 年美国替换胎市场销售额及占比（亿美金）	25
图 39：第一梯队品牌在美国乘用车替换市场销量占比变化情况	25
图 40：美国乘用车替换胎销量占比不断提升的品牌	27
图 41：美国乘用车替换胎中小份额品牌总销量占比	27
图 42：千里马轮胎品牌标志	27
图 43：千里马入选 2021 年“年度中国 500 最具价值品牌”	27
图 44：赤兔马轮胎品牌标志	28
图 45：赤兔马 XR292 荣获了 2019“奚仲奖”	28
图 46：公司荣获中国杜仲胶科技创新奖	28
表 1：公司股权激励情况	6
表 2：激励对象名单及授予情况	6
表 3：公司产能规划情况（截至 2023 年年报）	7
表 4：部分轮胎企业产能优化相关政策	19
表 5：山东省 2022 年产能出清涉及企业	20
表 6：近年海外对中国轮胎行业制裁政策	21
表 7：美国对泰国出口乘用车及轻卡轮胎的反倾销税率变化情况	23
表 8：国内轮胎企业东南亚产能布局梳理	24
表 9：美国乘用车胎替换市场中，各品牌销量占比变化	26
表 10：公司主要业务盈利预测	30
表 11：公司总业务盈利预测	30
表 12：轮胎行业可比公司估值	31

1. 深耕轮胎行业，多元化品类，全球化布局

1.1. 深耕轮胎行业，海外布局动能充沛

横向拓展轮胎品类，纵向布局全球基地。通用股份前身为通用橡胶，自 2002 年成立以来即深耕轮胎行业，后于 2016 年 9 月在上交所上市。上市之初，公司主要从事全钢胎和斜交胎的研发、生产和销售。2017 年 6 月公司业务拓展至半钢胎领域，进一步完善了产业链布局，打造了完整轮胎产品结构，截至目前公司主营业务涵盖全钢胎、半钢胎、工程胎和斜交胎四大类型。公司原有基地包括无锡市红豆工业园和无锡市东港工业区，2018 年起公司开启国际化布局，先后于泰国、柬埔寨成立生产基地。其中，泰国基地投资于 2018 年，并于 2019 年 12 月投产，柬埔寨基地项目启动于 2021 年，2023 年 3 月 18 日首胎下线、正式投产，成为公司全球化布局新的里程碑，标志着公司海外双基地的全面起航。目前公司在中国、泰国、柬埔寨三地均建有现代化轮胎生产基地，而根据公司“5X 战略计划”，未来，公司仍将紧抓国内外双循环机遇，力争未来十年内实现国内外 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 万条以上产能规模的目标。

图 1：公司发展历程



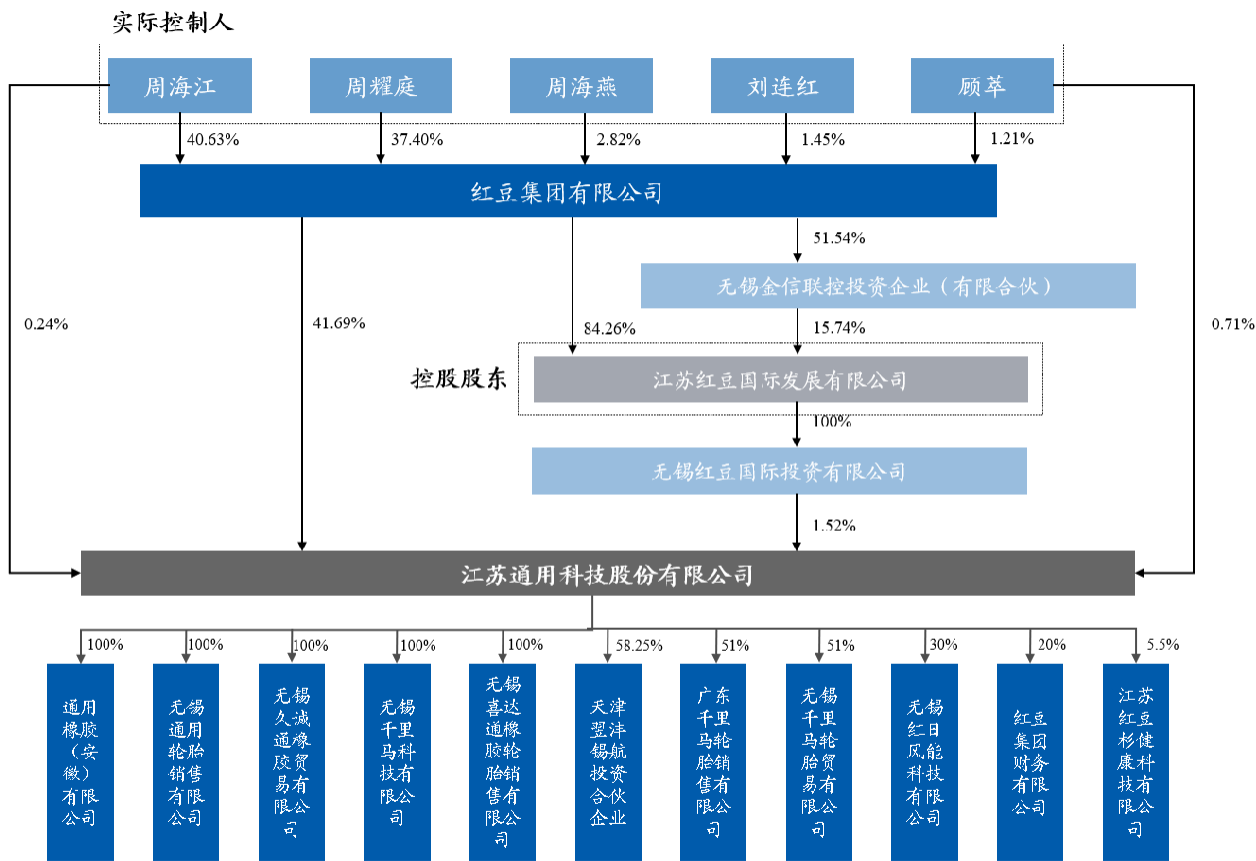
数据来源：、公司官网、

实际控制人为周氏家族，股权结构稳定。公司实际控制人共五人，分别为周海江、周耀庭、刘连红、周海燕以及顾萃，其中，周海江与周海燕分别为周耀庭子女，刘连红为周海江配偶，顾萃为周海燕配偶。周海江曾于红豆集团前身无锡太湖针织制衣总厂任厂部秘书、副厂长，自 2004 年起先后任红豆集团总裁、党委书记，带领红豆集团从乡镇小作坊发展成为集多种经营领域于一体的国际化企业集团。此外，公司下设众多子公司，负责公司海内外生产、销售等工作。

控股股东红豆集团产业结构完善，为公司保驾护航。公司控股股东为红豆集团，直接持有公司 41.69% 的股权，并通过无锡红豆国际投资有限公司间接持股 1.52%。红豆集团是江苏省重点企业集团、全国 120 家深化改革试点企业。红豆以创民族品牌为己任，从初创于 1957 年的小型纺织厂，到 1983 年乘着改革开放政策扭亏为盈、逐渐发展壮大，再到如今的产业相对多元化，走过了辉煌的创业历程。企业的产品也从最初的针织内衣，发展到服装、轮胎、制药三大产业。自 2001 年“红豆股份”

在上交所上市后，企业开始迈入资本经营。集团现有十余家子公司，包括红豆股份和通用股份两家主板上市公司，紫杉药业一家新三板创新层挂牌企业，分设美国纽约、新加坡、泰国等境外机构和工厂。为助力通用股份进一步扩大市场版图，红豆集团提出“百亿通用，勇攀高峰”的发展目标，以期通用股份不断积蓄发展动力，推动百亿销售、百亿市值的“双百亿”目标的加速达成。

图 2：公司股权结构图（截至 2023 年年报）



数据来源：公司公告，

股权激励计划绑定骨干动力，促进公司长期发展。为全力激发公司员工积极性，公司于 2023 年 10 月发布 2023 年限制性股权激励计划，本次股权激励计划共涉及 44 人，其中 9 人为公司管理层，35 人为公司其他核心骨干，累计共授予 1263 万股。本激励计划考核年度为 2024-2025 年，计划中对净利润设定经营业绩触发值/目标值两个不同考核标准，其中 2024 年净利润触发值、净利润目标值分别为 2.5 亿元、3.3 亿元；2025 年净利润触发值、净利润目标值分别为 6.3、8.3 亿元。对于业绩完成度大于等于净利润目标值的激励对象，公司层面对其解除限售比例为 100%，对于业绩完成度在净利润目标值与净利润触发值之间的激励对象，公司层面对其解除限售比例等同于其所完成业绩在目标值中的占比。如业绩完成度未达到净利润触发值，限制性股票将均不得解除限制，统一由公司回购注销。

表 1：公司股权激励情况

授予股 票数量	授予对象	授予价格	考核年度	解除限售比例	公司净利润考核目标	
					净利润目标值	净利润触发值
1263 万股	董事、总经 理、副总经 理、其他核 心骨干人员 44 人	2.04 元/股	2024 年	50 %	以 2020-2022 年 均值为基数，增 长率达 730%，即 3.3 亿元	以 2020-2022 年 均值为基数，增 长率达 530%，即 2.5 亿元
			2025 年	50 %	以 2020-2022 年 均值为基数，增 长率达 115% ， 即 5.0 亿元，或 累计达 8.3 亿元	以 2020-2022 年 均值为基数，增 长率达 850%，即 3.8 亿元，或累 计达 6.3 亿元

数据来源：公司公告，

表 2：激励对象名单及授予情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量	占授予限制性股票总数的比例
		(万股)	(%)
程金元	董事、总经理	65	5.15 %
顾亚红	副总经理	65	5.15 %
张高荣	副总经理	40	3.16 %
卞亚波	副总经理、董事会秘 书	40	3.16 %
冯蟠蛟	副总经理	40	3.16
陈志军	副总经理	35	2.77
包栋校	副总经理	30	2.38
刘建龙	副总经理	30	2.38
蒋洁华	财务总监	30	2.38
其他核心骨干人员（35 人）		888	70.31
合 计（44 人）		1263	100.00

数据来源：公司公告，

国际化布局·全球化发展。面对不断升级的全球市场竞争格局和行业发展趋势，2021 年公司正式发布“5X 战略计划”，充分把握国内国际双循环发展机遇，全球化布局步伐不断加快。国内工厂方面，公司现拥有无锡东港镇工业园区和无锡红豆科技工
业园区两大基地，公司积极革新，致力于淘汰落后全钢胎产能，技改为更具附加值
半钢胎产能。自 2018 年起，公司积极拓展国际业务，先后于泰国、柬埔寨设立海外
基地。海外工厂方面，泰国基地现有全钢胎产能 130 万条，半钢胎产能 600 万条。
未来还降新增全钢胎产能 50 万条，半钢胎产能 600 万条。柬埔寨基地一期现有全
钢胎产能 90 万条，半钢胎产能 500 万条，二期在建全钢胎产能 75 万条，半钢胎产
能 350 万条。未来三年，公司三基地将陆续释放产能，增厚公司业绩。

表 3：公司产能规划情况（截至 2023 年年报）

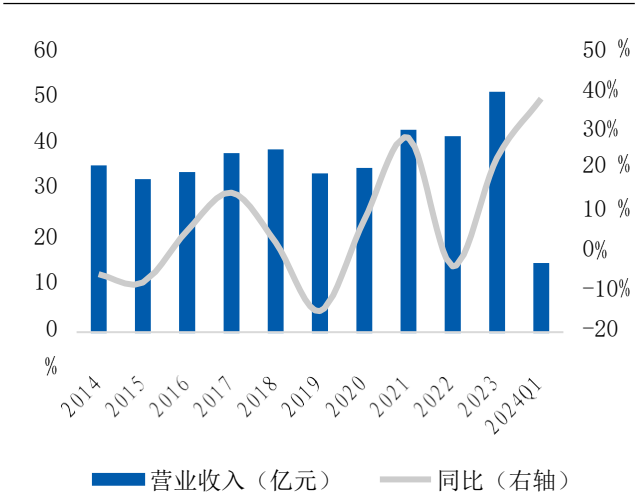
基地	产品	在产产能 (万条/年)	在建产能 (万条/年)	备注
无锡东港镇工业园区	全钢胎	120	—	
	半钢胎	—	600	预计 2025 年投产
无锡红豆科技工业园区	全钢胎	320	—	
	半钢胎	300	300	建设中
	非公路胎	—	10	预计 2025 年投产
	内胎	500	—	
泰国（一期）	全钢胎	130	—	
	半钢胎	600	—	
泰国（二期）	全钢胎	—	50	预计 2025 年投产
	半钢胎	—	600	预计 2025 年投产
柬埔寨（一期）	全钢胎	50	40	预计 2024 年 6 月投产
	半钢胎	300	200	预计 2024 年 6 月投产
柬埔寨（二期）	全钢胎	—	75	预计 2025 年投产
	半钢胎	—	350	预计 2025 年投产

数据来源：公司公告，环评，

1. 2. 海外扩张叠加出口景气，公司业绩增长显著

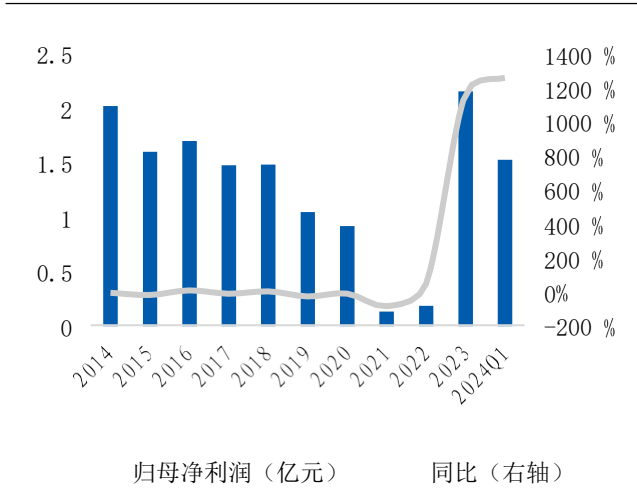
海外产能释放叠加行业高景气，公司盈利能力增长显著。2021-2022 年宏观经济下行，叠加地缘政治影响，原材料、海运费急剧增长，公司盈利能力承压。2023 年开始国内宏观环境逐渐改善，原材料、海运成本下降的同时，海外市场需求逐渐恢复，国内轮胎品牌性价比、竞争力凸显，因此国内轮胎行业普遍迎来稳定增长的态势。公司出海战略布局成效初显，2023 年公司营业总收入为 50.64 亿元，同比增长22.91 %；归母净利润 2.16 亿元，同比增长 1175.49 %。2024Q1 公司海外基地新产能持续放量，公司实现营业总收入 14.43 亿元，同比增长 37.58 %；归母净利润 1.53 亿元，同比大幅增长 1270.57 %。

图 3：2014-2024Q1 公司营业收入及同比



数据来源：公司公告，

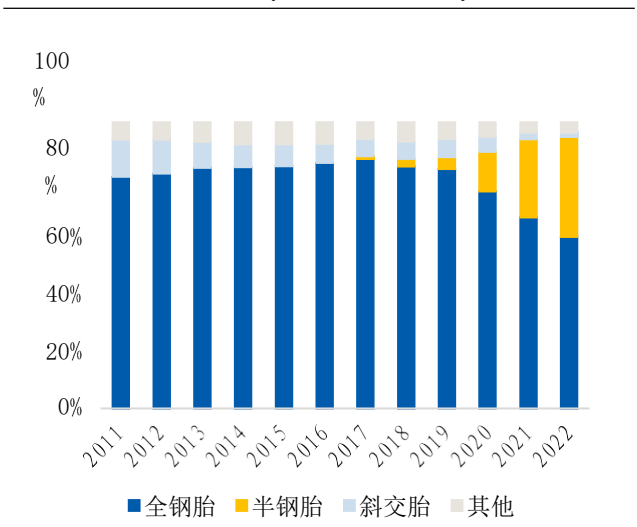
图 4：2014-2024Q1 公司归母净利润及同比



数据来源：公司公告，

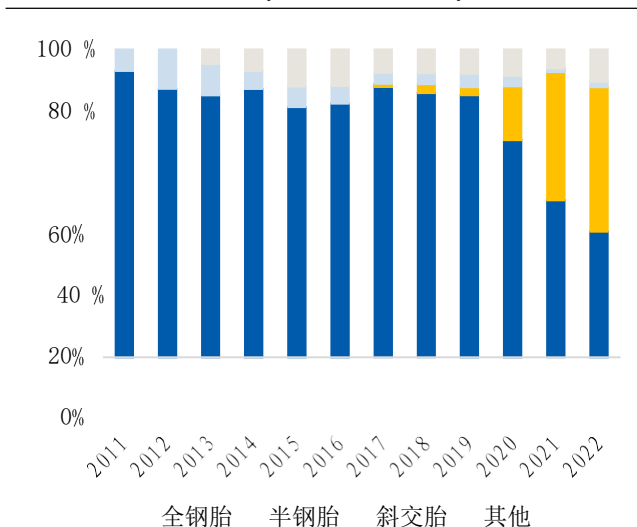
半钢胎逐步发展成为公司盈利主力军。公司成立之初重心在全钢胎及斜交胎，在成为国内全钢替换市场领军企业之一后，公司开始在半钢胎这一新赛道发力。2017 年开始，半钢胎逐渐为公司贡献盈利，且半钢胎营收、毛利占比不断提升。从营收结构来看，2022 年全钢胎营收占比最大，约为 60 % 其次为半钢胎，约为 35 %；从毛利结构来看，半钢胎已取代全钢胎，成为公司毛利的贡献主力，2022 年公司半钢胎毛利占比约为 47 % 全钢胎毛利占比约为 41 %

图 5：公司营收结构（按照产品分类）



数据来源：公司公告，

图 6：公司毛利结构（按照产品分类）

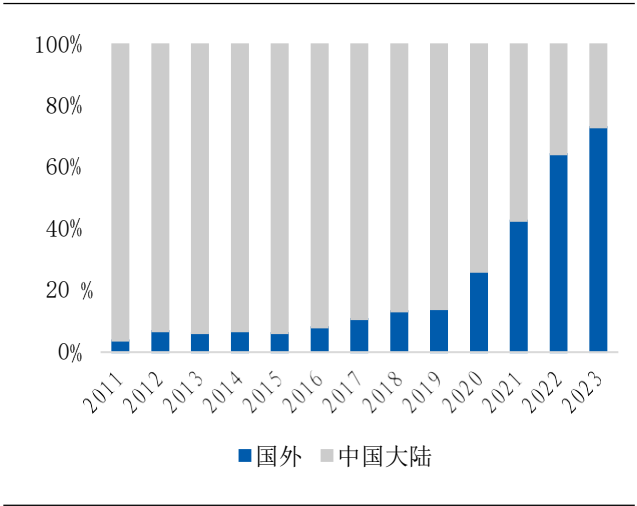


数据来源：公司公告，

海外营收占比提高，盈利能力远超内销。依托于公司泰国、柬埔寨双基地的国际化产业布局，同时得益于公司抢抓市场机遇，加速海外产能释放，公司海外营收快速提升，2011-2023 年，公司海外营收从 1.22 亿元提升至 36.72 亿元，CAGR 高达 32.8%，占比从 4% 提升至 7%。2019-2022 年公司外销毛利率水平始终高于内销，2023 年公司外销毛利率为 22%，内销毛利率水平为负，进一步凸显公司海外布局销售的重要

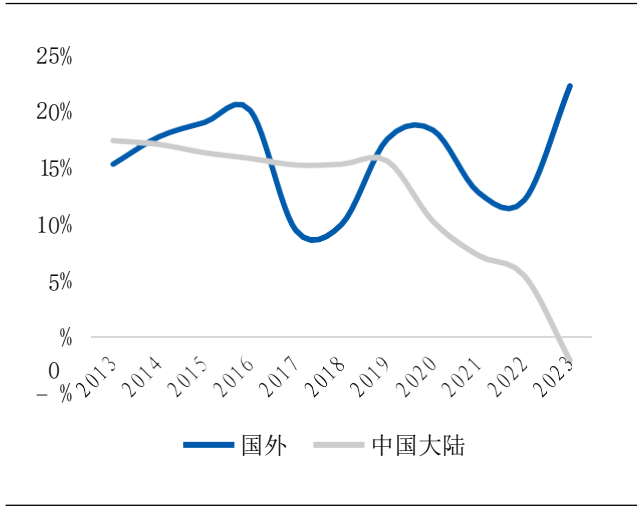
性。

图 7：公司海外营收占比不断提升



数据来源：公司公告，

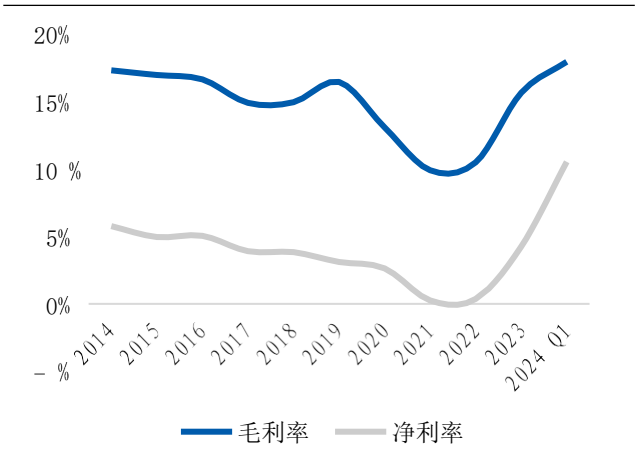
图 8：公司外销毛利率水平远高于内销



数据来源：公司公告，

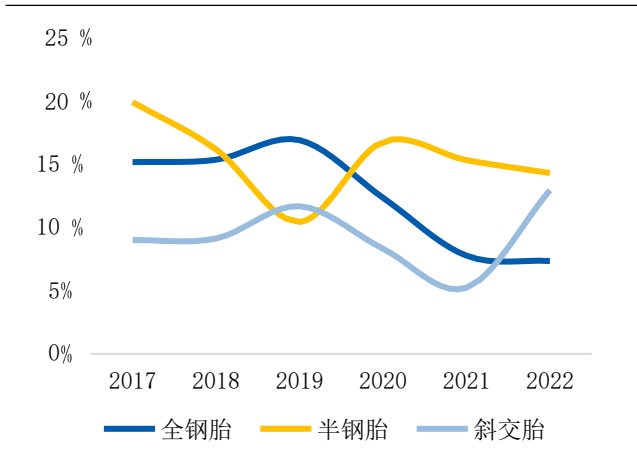
盈利能力底部回升，半钢胎毛利水平最高。2021-2022 年，原材料、海运费上涨背景下，公司毛利率和净利率水平降至谷底，受益于 2023 年以来宏观经济复苏，轮胎需求回暖，2023 年公司毛利率恢复至 15.74 %，净利率恢复至 4.27 %，2024Q1 公司毛利率、净利率提升至 18.05%、10.59 %。公司全钢胎、半钢胎、斜交胎盈利能力有一定差异，2022 年公司半钢胎、全钢胎、斜交胎毛利率分别为 14 %、7 %、13 %。此外公司期间费用率波动下降，2024Q1 公司期间费用率降至 6.37 %。

图 9：公司毛利率、净利率情况



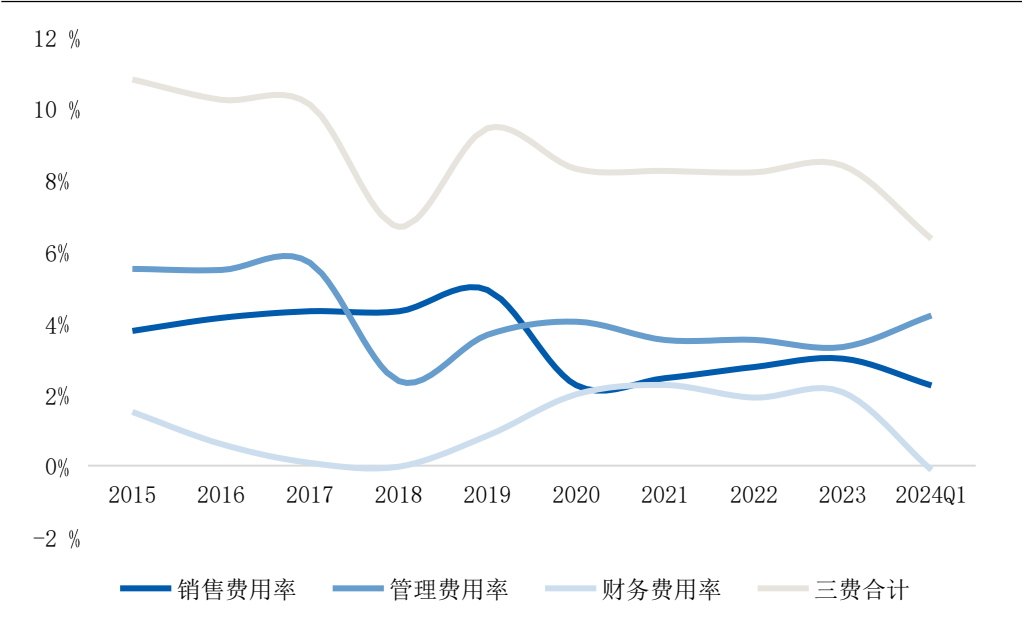
数据来源：公司公告，

图 10：公司分产品毛利率水平



数据来源：公司公告，

图 11：公司期间费用率情况



数据来源：公司公告，

2. 轮胎行业：万亿级别市场，高质量发展

轮胎处于产业链中游，具备万亿人民币市场规模。轮胎上游行业主要包括橡胶行业、钢铁行业、炭黑及橡胶助剂行业等，下游行业包含汽车行业、交通运输业、农用车行业等，整体处于产业链中游。轮胎行业与其上下游行业均具有较强关联性，在上游行业中，天然橡胶在轮胎生产成本中占比高且价格波动较大，对轮胎行业具有较大影响。作为汽车行业的配套行业，轮胎行业发展的主要驱动因素为汽车行业和交通运输业的发展。受国内市场需求持续增长、全球轮胎产业向国内转移等因素的影响，近年来我国轮胎行业生产规模快速扩张并成为轮胎生产大国。目前轮胎行业已经步入成熟期，全球汽车轮胎销售规模在 17-18 亿条，据《轮胎商业》统计，2022 年全球轮胎销售额超过 1868 亿美元，按人民币计算市场空间超万亿元。

```
graph LR; A[天然橡胶] --> C[全钢子午胎]; A --> D[半钢子午胎]; A --> E[斜交胎]; B[合成橡胶] --> C; B --> D; B --> E; F[炭黑] --> C; F --> D; F --> E; G[钢材] --> C; G --> D; G --> E; C --> H[汽车]; C --> I[交通运输]; C --> J[农用车]; C --> K[其他]; D --> H; D --> I; D --> J; D --> K; E --> H; E --> I; E --> J; E --> K;
```

天然橡胶

合成橡胶

炭黑

钢材

全钢子午胎

半钢子午胎

斜交胎

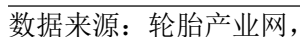
汽车

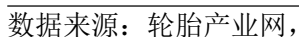
交通运输

农用车

其他

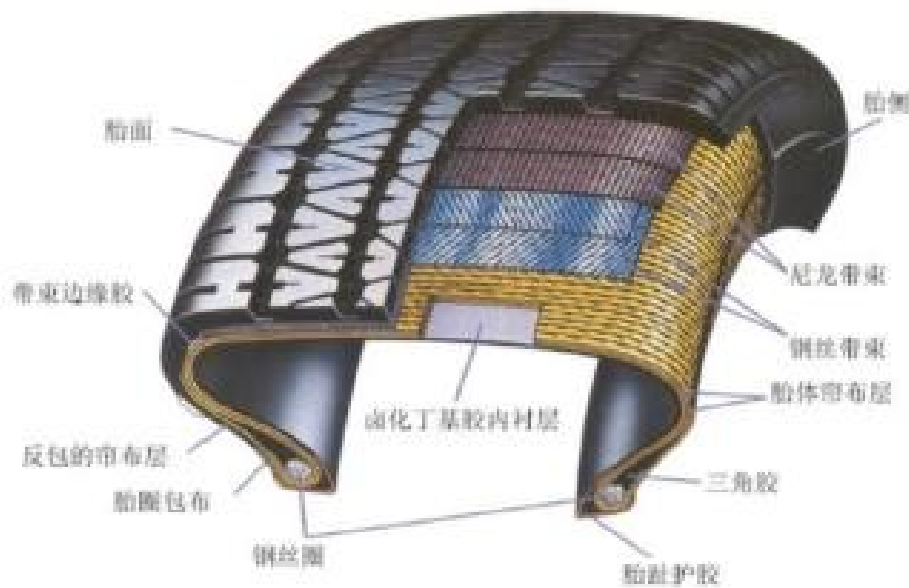
图 13：斜交胎结构示意图





子午线轮胎包括全钢胎和半钢胎。子午线轮胎又可分为全钢子午胎、半钢子午胎和全纤维子午胎。在结构上，全钢胎的内部结构全部由金属材料构成，不含有棉质材料，半钢胎在轮胎中加入了少量的棉纤维材料，以减轻轮胎的重量。半钢胎的帘子层采用钢丝帘子和棉帘子混合的结构，而全钢胎则全部采用钢丝帘子。在应用领域上，全钢子午胎一般用于载重及工程机械车，半钢子午胎一般用于轿车或轻型卡车，全纤维子午胎一般用于低速轿车或拖拉机。全钢胎具有耐磨性强、载重能力强、高速行驶更稳定的优势，半钢胎具有重量较轻、舒适性较好、操控稳定等优势。

图 15：半钢胎结构示意图

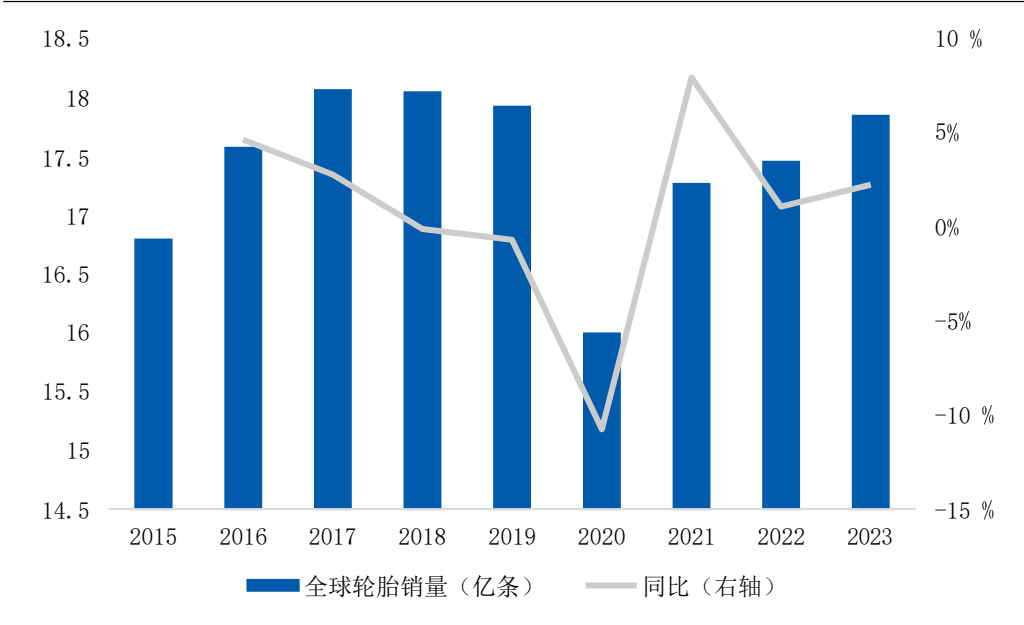


数据来源：轮胎知识，

2.1. 万亿人民币规模市场，需求稳定增长

2020 年是近几年轮胎消费量低点，随后市场恢复性增长，预计到 2030 年全球轮胎销量将保持+2%左右的增速。根据米其林年报，2015-2017 年，全球汽车轮胎销量持续增长，2017 年达到阶段性顶峰 18 亿条，2018-2019 年配套市场不景气略有下滑。2020 年，疫情影响出行活动导致轮胎需求大幅下降。2021 年，多国陆续放开疫情封控政策，海外轮胎市场需求底部复苏，全球汽车轮胎总销量 17.3 亿条，同比增长 8%。2022 年，全球汽车轮胎总销量 17.5 亿条，同比增长 %，但仍未恢复到 2019 年总销量水平。根据米其林预测，未来成熟市场轮胎销量每年将保持 0-2 %左右的增速，新兴市场每年将保持 2-4 %的增速，按照 2 %的复合增速，我们预计 2030 年全球轮胎市场总销量将达到 20.5 亿条。

图 16：2015-2023 年全球轮胎销量及同比



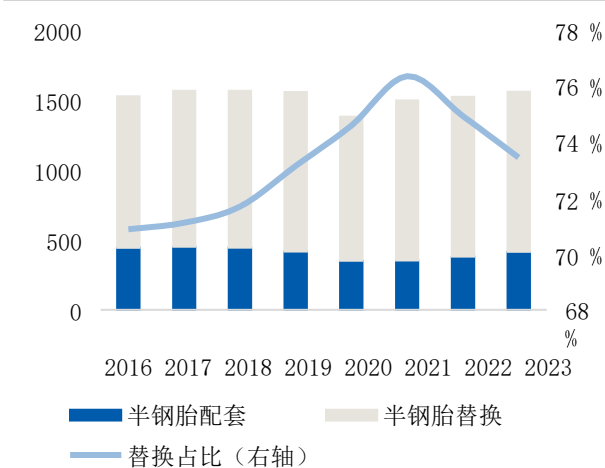
数据来源：米其林年报，

从轮胎应用场景来看，轮胎市场分为配套市场和替换市场。配套市场的客户群体为整车制造厂商，替换市场主要由各级经销商、零售店、连锁店、专卖店、改装厂组成，最终流通至终端消费者。轮胎行业中替换市场占据主导地位，据米其林年报数据，近十年全球替换市场轮胎销量占轮胎总销量的 70% 以上，2022 年全球替换市场轮胎销量占轮胎总销量的 75%。根据米其林数据，2022 年全球轮胎市场规模同比增长 5%，达到 1900 亿美元以上，其中半钢胎、全钢胎分别占据 60%、30% 左右的市场规模。

预计未来配套轮胎需求随新车产销缓慢增长。一般情况下，乘用车单车配套轮胎数 5 条，商用车单车配套轮胎数更大。2015-2017 年，全球汽车产量逐年增长，随后 2017-2020 年逐年下滑，2021 年伴随疫情形势缓和，全球经济逐渐复苏，汽车产量重回增长，2022 年，全球汽车产量为 8501.68 万辆，同比增长 6.08%，配套轮胎销量 4.28 亿条，同比增长 3.45%。展望未来，S&P Global Mobility 预测 2024 年全球轻型汽车新车销量将同比增长 2.8%，增速略低于 2023 年，存在利率上升、新车价格过高、消费者信心不稳、能源价格制约、电动化增速放缓等限制性因素。我们对中长期全球汽车销售整体持保守态度，预测 2030 年配套轮胎销量为 4.58 亿条，相比于 2022 年增长 7.0%。

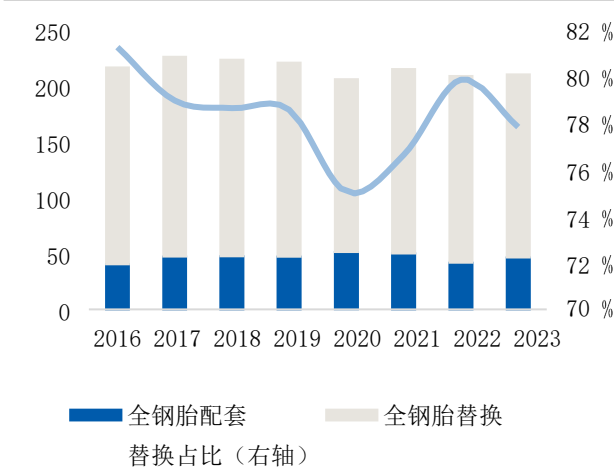
轮胎替换需求与汽车保有量及轮胎使用周期密切相关，替换市场未来需求增速更快。根据国际汽车制造协会数据，2015-2022 年，全球汽车保有量从 12.8 亿增长到 16.8 亿，预计 2023 年全球汽车保有量约为 17.2 亿。轮胎替换需求与汽车保有量及轮胎使用周期密切相关，自 2015 年以来，全球替换轮胎销量逐渐增加，到 2017 年达 13 亿条，2017-2022 年，仅 2020 年受疫情影响替换轮胎销量低于 13 亿条。轮胎替换偏刚需且相对稳定，替换市场未来有望进一步支撑轮胎市场总需求增长。

图 17：全球半钢胎配套、替换销量（百万条）



数据来源：米其林年报，

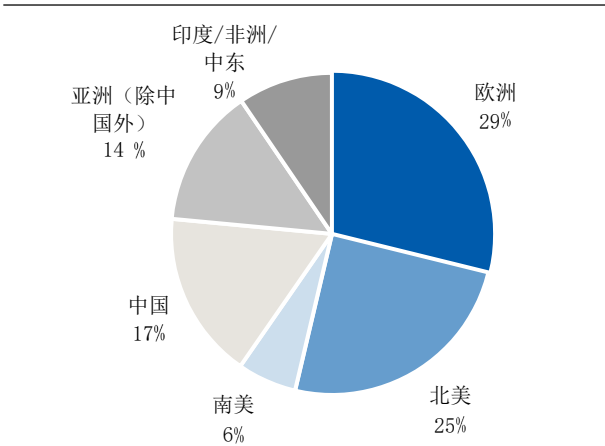
图 18：全球全钢胎配套、替换销量（百万条）



数据来源：米其林年报，

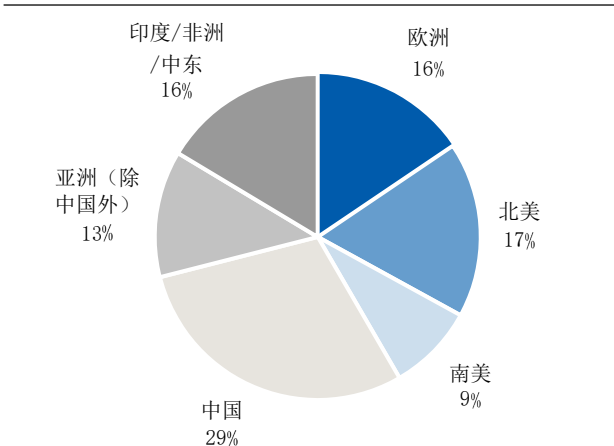
欧洲、北美是最大的半钢胎市场，中国是最大的全钢胎市场。2023 年，全球乘用车及轻卡胎市场增长了 2%，基本恢复 2019 年疫情前的水平，而全球重卡胎市场下降了 4%。根据米其林年报，2023 年欧洲、北美、中国乘用车及轻卡胎（配套+替换）销量占比分别为 29%、25%、17%；重卡胎销量占比分别为 16%、17%、29%。

图 19：2023 年全球乘用车及轻卡胎销量地区占比



数据来源：米其林年报，

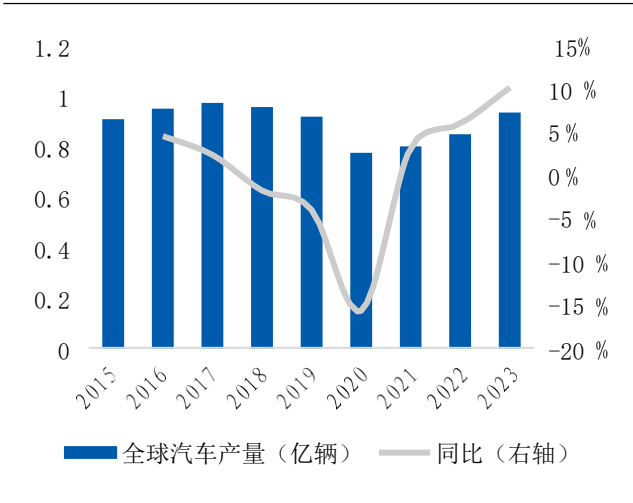
图 20：2023 年全球重卡胎销量地区占比



数据来源：米其林年报，

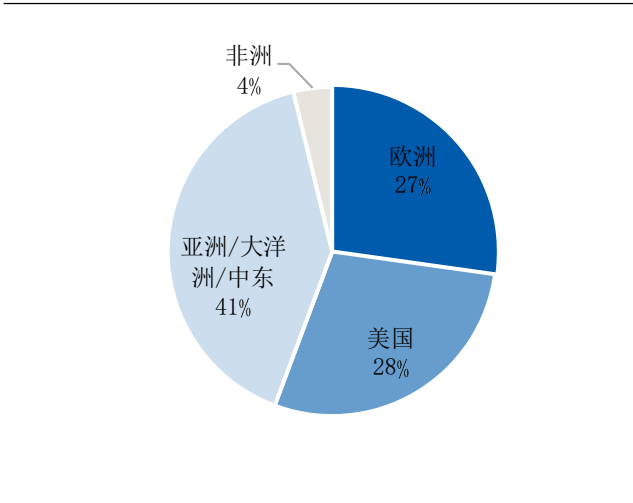
汽车行业发展支撑轮胎需求。汽车产量与轮胎需求之间存在密切关联，其中轮胎配套市场需求直接由汽车销量决定，而汽车保有量的增长则为轮胎替换市场提供了长期的需求支撑。2020 年全球汽车产销量均受疫情影响出现显著下降，根据 OICA 数据，2020 年全球汽车产量下降至 0.78 亿辆，同比下滑 15.70%。2020-2023 年全球汽车产量在经历了疫情引起的下滑后，正在逐步恢复增长，2023 年全球汽车产量恢复至 0.94 亿辆，同比上升 10.27%。全球汽车保有量稳步提升，自 2015 年的 12.87 亿辆提升至 2020 年的 15.90 亿辆，CAGR 约为 4.32%。未来，随着全球汽车产业的发展，轮胎行业也将面临更大的发展空间。

图 21：全球汽车产量及同比增速



数据来源：OICA，

图 22：2020 年全球汽车总保有量地区分布

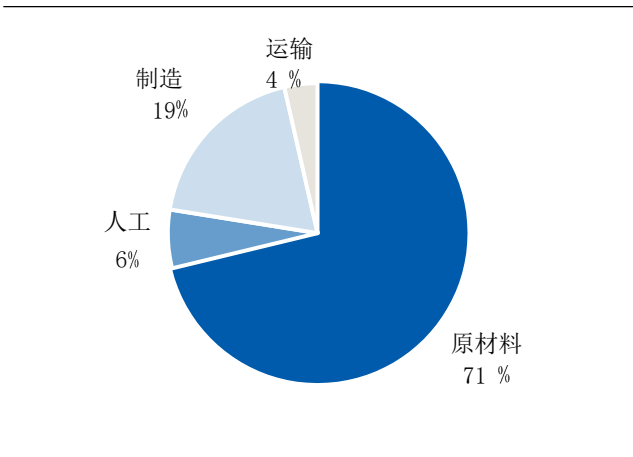


数据来源：OICA，

2.2. 原料供给相对宽松，对轮胎生产成本影响有限

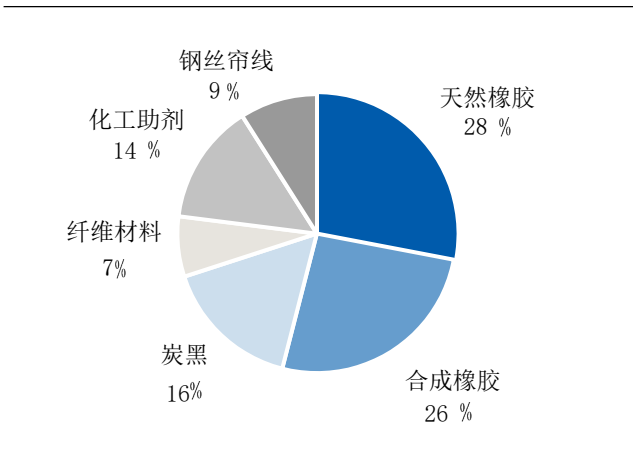
原材料是轮胎最主要的生产成本，而天然橡胶是轮胎生产最主要的原材料。轮胎生产成本构成主要包括原材料、人工、制造、运输费用，目前轮胎生产线自动化程度比较高，原材料是轮胎生产最主要的成本，占比超过 70 %。由于各个企业生产技术和产品类型不相同，因此各个企业原材料成本结构略有不同，但主要原材料均为天然橡胶。以通用股份为例，公司原材料构成中，天然橡胶、合成橡胶占比分别为 28 %、26 %，此外，以炭黑为主的增强填充剂占比 16 %、以合成纤维、尼龙为主的纤维材料占比 7 %、各类化工助剂占比 14 %、钢丝帘线占比 9 %。天然橡胶与合成橡胶价格具备强联动性，两者在原材料成本中占比超过 50 %，因此，天然橡胶的价格波动对轮胎企业的生产成本具有较大影响。

图 23：轮胎生产成本构成



数据来源：公司公告，

图 24：轮胎原材料成本构成



数据来源：公司公告，

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/327151000035006115>