

赛轮轮胎 (601058.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

全球布局加速，“液体黄金”助力成长

投资逻辑

业绩稳步向好，外延扩张加速：2021年公司轮胎销量增长至4362万条，产品收入为161亿元，近5年复合增速为15%。公司2021年底拥有1155万条全钢胎、4650万条半钢胎和10万吨非公路胎的年产能；预计2024年公司可达到1660万条全钢胎、6800万条半钢胎和25万吨非公路胎的产能规模，随着海内外在建产能的陆续释放，公司业绩将维持高增长的态势。

行业底部回暖，公司作为头部胎企强者恒强：汽车产量和保有量稳步增长对轮胎需求形成支撑；政策影响和贸易摩擦双重压力下行业竞争格局优化。核心原料橡胶价格高位回落，预计后续价格运行偏弱，叠加海运费回归常态和海外库存的消化，目前行业订单和盈利能力均处于修复期。公司作为龙头胎企在过去2年行业出清中实现了市占率的提升，行业向好背景下竞争力有望进一步凸显。

“液体黄金”引领材料创新，产品性能优异且节能环保：公司背靠EVE橡胶研究院，采用连续液相混炼技术打造了“液体黄金”材料轮胎，实现了抗湿滑性能、滚动阻力和耐磨性的同步提升。随着“液体黄金”材料轮胎量产推广，将助力公司实现品牌价值提升。

前瞻性布局海外生产基地，受“双反”政策影响最小：公司最早在2011年开始在越南布局，2021年底海外共有425万条全钢胎、1200万条半钢胎和5万吨非公路胎产能，预计2024年可提升至690万条全钢胎、2500万条半钢胎和10万吨非公路胎。为保障海外新产能的顺利扩张，公司在2022年11月发行可转债募集20亿元资金用于越南三期项目和柬埔寨基地的建设，本次可转债初始转股价格为9.04元/股。此外，2021年美国“双反”调查终裁结果落地，赛轮越南的税率为6.23%，与初裁结果一致且为同业最低，并且柬埔寨地区为零税率，公司产品在出口市场优势显著。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2022/2023/2024年公司实现营业收入216.6、269.7、323.8亿元，同比+20%/+25%/+20%，归母净利润13.2、18.2、25.0亿元，同比+0.4%/+38%/+38%，对应EPS为0.43、0.59、0.82元。考虑到行业底部向上，公司新增产能丰富，同时兼具“液体黄金”带来的品牌力和成长价值，给予2023年20倍的PE，目标价11.85元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

原料价格大幅波动；新产能释放低于预期；国际贸易摩擦；“液体黄金”轮胎推广不及预期；海运紧张延续；汇率波动；大股东质押；限售股解禁；担保风险。

基础化工组

分析师：陈屹 (执业S1130521050001)

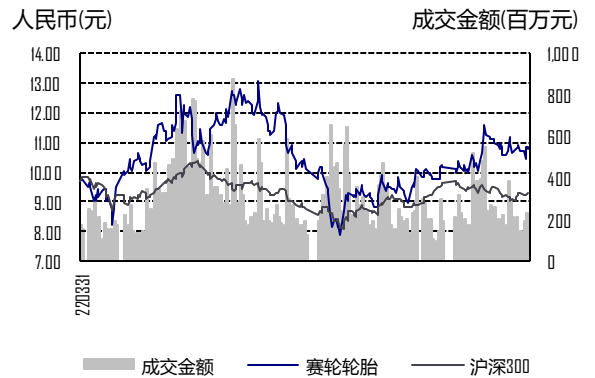
chenyi3@gjzq.com.cn

联系人：李含钰

lihanyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.79元

目标价 (人民币)：11.85元



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,405	17,998	21,658	26,970	32,379
营业收入增长率	1.83%	16.84%	20.33%	24.53%	20.05%
归母净利润(百万元)	1,491	1,313	1,318	1,815	2,497
归母净利润增长率	24.79%	-11.97%	0.38%	37.73%	37.59%
摊薄每股收益(元)	0.552	0.429	0.430	0.593	0.815
每股经营性现金流净额	1.27	0.27	0.87	1.37	1.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.63%	12.24%	11.37%	14.21%	17.35%
P/E	10.93	34.51	23.29	18.21	13.24
P/B	1.93	4.22	2.65	2.59	2.30

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、国内轮胎企业龙头，产能规模持续扩张.....	5
1.1 产品矩阵清晰，业绩稳步向好.....	5
1.2 股权结构优化，管理水平提升.....	7
1.3 高瞻远瞩布局全球，外延扩张开始加速.....	8
二、行业底部回暖，国内龙头开始崛起.....	11
2.1 至暗时刻已过，行业需求具备支撑.....	11
2.2 竞争格局持续优化，头部企业份额提升.....	13
2.3 海运费回归常态，盈利端有望修复.....	15
三、研发实力雄厚，“液体黄金”助力公司长期成长.....	17
3.1 轮胎材料创新历程：从干法混炼到湿法混炼.....	17
3.2 顺应碳中和政策，打造“液体黄金”创新产品.....	18
3.3 攻克巨胎研发技术，发力非公路市场.....	19
四、“双反”政策落地，公司海外市场优势显著.....	21
4.1 终裁税率好于预期，赛轮受影响最小.....	21
4.2 成本优势显著，海外子公司成为盈利增长点.....	22
五、盈利预测与投资建议.....	24
5.1 核心假设和盈利预测.....	24
5.2 投资建议及估值.....	25
六、风险提示.....	25

图表目录

图表 1：公司产品规划和主要用途.....	5
图表 2：公司产品产销量稳步增长.....	5
图表 3：公司营业收入情况持续增长.....	5
图表 4：可比公司轮胎产品收入情况（亿元）.....	6
图表 5：可比公司轮胎产品收入增速对比.....	6
图表 6：可比公司归母净利润情况（亿元）.....	6
图表 7：可比公司归母净利润增速对比.....	6
图表 8：公司轮胎产品毛利率水平超越同业.....	6
图表 9：公司盈利能力开始向上修复.....	6
图表 10：赛轮股权结构和子公司情况.....	7
图表 11：公司三费率表现持续优化.....	8
图表 12：可比公司 ROE 对比.....	8

图表 13:	可比公司存货周转率	8
图表 14:	可比公司应收账款及应收票据周转率	8
图表 15:	公司在建工程大幅提升	8
图表 16:	公司资产结构有所优化	8
图表 17:	公司各基地在建及规划产能情况	9
图表 18:	国内头部轮胎企业的产能布局情况	10
图表 19:	公司海内外的营业收入情况 (亿元)	11
图表 20:	公司外销毛利率一直好于内销毛利率	11
图表 21:	公司营业收入中的海外市场占比持续提升	11
图表 22:	公司海外市场的毛利占比较高	11
图表 23:	全钢胎消费市场分布情况 (百万条)	12
图表 24:	半钢胎消费市场分布情况 (百万条)	12
图表 25:	全球轮胎消费结构情况 (百万条)	12
图表 26:	2021 年各个地区替换市场占比情况	12
图表 27:	全球配套市场需求随汽车产量变化	13
图表 28:	我国汽车生产量情况 (万辆)	13
图表 29:	我国汽车保有量情况 (亿辆)	13
图表 30:	我国人均汽车保有量情况	13
图表 31:	中国备案的轮胎企业数量 (家)	13
图表 32:	2021-2022 年山东省轮胎落后产能淘汰清单	14
图表 33:	美国从我国进口的轮胎数量 (万条)	14
图表 34:	头部轮胎企业外销收入仍在增长 (亿元)	14
图表 35:	申万轮胎行业在建工程情况 (亿元)	15
图表 36:	申万轮胎行业固定资产情况 (亿元)	15
图表 37:	全球轮胎前十市占率变化情况	15
图表 38:	头部轮胎企业全球市占率变化	15
图表 39:	中国出口集装箱运价指数	16
图表 40:	2018 年至今橡胶价格走势	16
图表 41:	绿色轮胎和传统轮胎的性能对比	17
图表 42:	轮胎的“魔鬼三角”定律	17
图表 43:	卡博特弹性体复合材料 (CEC) 生产工艺流程	17
图表 44:	湿法混炼的技术优点	18
图表 45:	公司全产业链合作关系图	18
图表 46:	液体黄金技术与传统胶料性能比较	19
图表 47:	我国 OTR 轮胎细分市场及其增速	20

图表 48: 我国 OTR 轮胎出口量情况 (万条)	20
图表 49: 我国采矿业产能利用率持续向好	20
图表 50: 我国建筑业新签合同额稳步增长	20
图表 51: 赛轮配套过的部分非公路轮胎客户、车型和胎型情况	20
图表 52: 欧美对中国及东南亚双反政策整理	21
图表 53: 美国乘用车胎进口地区变化情况 (百万条)	22
图表 54: 美国“双反”税率终裁和终裁结果对比	22
图表 55: 赛轮越南子公司盈利能力较强	23
图表 56: 赛轮越南子公司业绩表现 (亿元)	23
图表 57: 国内轮胎企业的海外布局和未来产能预测	23
图表 58: 公司分产品盈利预测和费用假设	24
图表 59: 可比公司估值比较	25

一、国内轮胎企业龙头，产能规模持续扩张

1.1 产品矩阵清晰，业绩稳步向好

深耕行业二十年，产品丰富且配套全面。公司成立于2002年，一路走来不断提升产品质量，扩大品牌影响力，目前已成长为国内轮胎行业龙头，在2022年度全球轮胎企业75强中公司位列第15位，是国内跻身全球前20强的第四家轮胎企业（前三家分别为中策橡胶、正新橡胶和玲珑轮胎）。目前公司的产品布局较为完善，主要分为半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎和非公路轮胎，广泛应用于轿车、轻型载重汽车、大型客车、货车、工程机械和特种车辆等领域，能够满足多种场景轮胎需求。

图表1：公司产品规划和主要用途

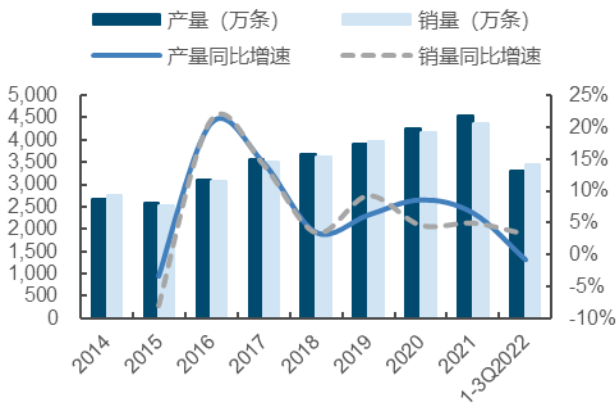
产品分类	产品系列	用途	2021年底产能
全钢子午线轮胎	耐磨系列(长途、中长途)、载重系列(中长途、中短途)、客车系列等	主要用于大型客车、货车的配用及替换	1155万条/年
半钢子午线轮胎	轿车系列、SUV系列、补气保用系列、LTR系列、冬季系列、赛车系列等	主要用于轿车、越野车、轻型载重汽车及小吨位拖挂车上轮胎的配用及替换	4650万条/年
非公路轮胎	工矿系列	主要用于矿山、雪地、码头、装载等车辆上轮胎的配用及替换。	10万吨/年

来源：公司公告、国金证券研究所

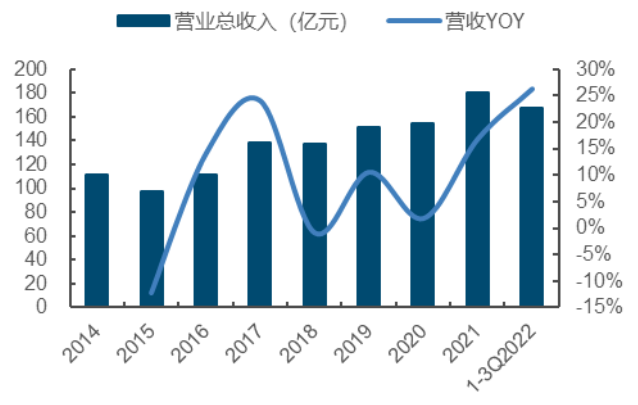
产销规模持续扩大，营业收入稳步增长。公司自2011年上市以来在行业景气度持续向上的背景下开始积极扩张产能，2021年底共拥有1155万条全钢胎、4650万条半钢胎和10万吨非公路轮胎的年产能，随着产销规模的持续扩大，公司的营业收入也呈现出稳步向上的态势。公司的轮胎销量从2014年的2760万条增长至2021年的4362万条，CAGR为7%，2021年实现了180亿的营业总收入，其中轮胎产品的营业收入为161亿元，近5年的收入复合增速为15%。2022年前三季度公司共生产轮胎3310万条，销售3454万条，实现总收入167亿元，其中轮胎产品收入为153亿元。

图表2：公司产品产销量稳步增长

图表3：公司营业收入情况持续增长



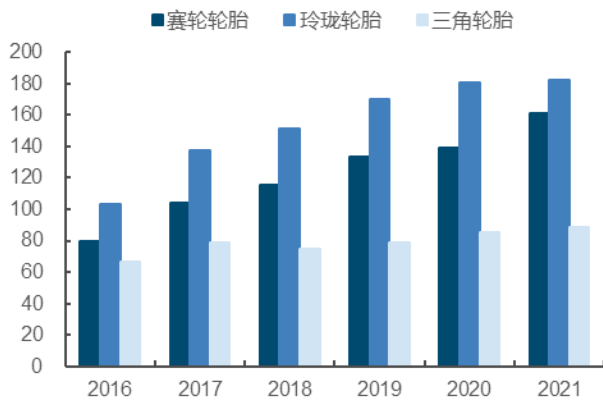
来源：Wind、国金证券研究所



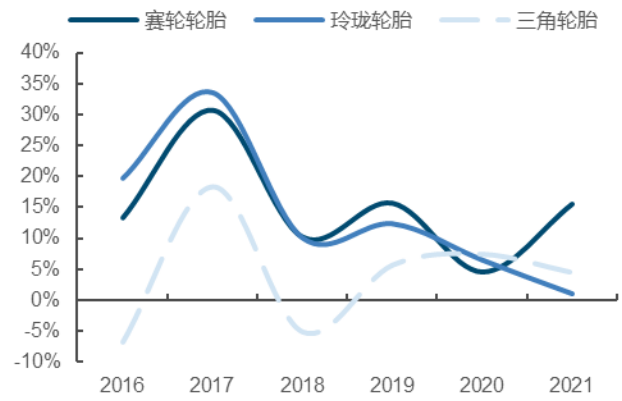
来源：Wind、国金证券研究所

利润短期承压，低谷过后有望迎来反转。一直以来公司的业绩变化和整体行业发展基本维持一致，除了2012年和2014年因为收购项目实现营收的大幅增长以外，2015年以前公司业绩随着行业景气度的缓慢上行而稳步增长。2015年美国对国内轮胎行业开始征收“双反”关税，叠加国内轮胎产能过剩，行业景气度回落的背景下公司业绩下滑。2021年开始由于天然橡胶和炭黑等原料大幅涨价，叠加海运方面的压力导致头部胎企业业绩受损明显；2022年以来在行业内外交困加剧的背景下，整体行业继续承压，但对比来看公司业绩稳定性优于同业，考虑到后续各方不利因素影响的消退和公司在建产能的陆续释放，公司整体经营有望持续向好从而推动业绩稳步向上。

图表4: 可比公司轮胎产品收入情况 (亿元)



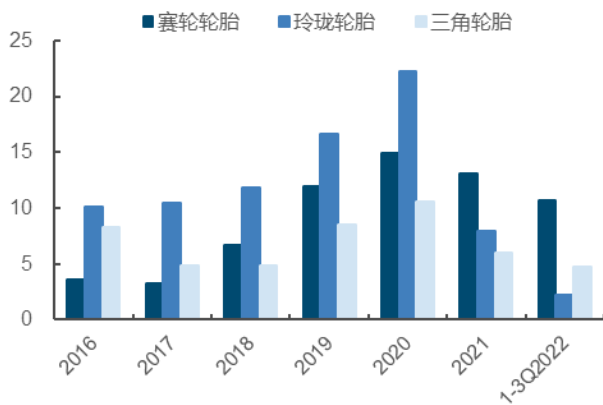
图表5: 可比公司轮胎产品收入增速对比



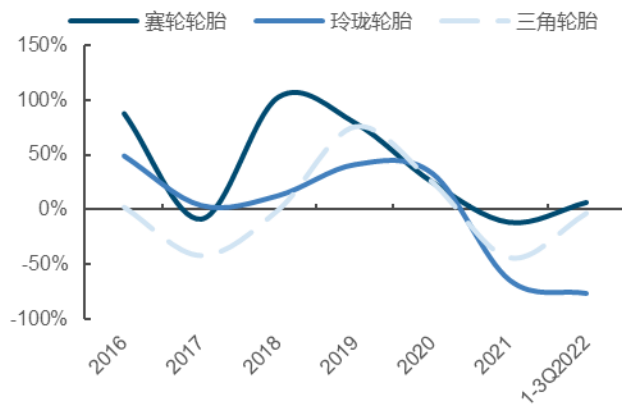
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 可比公司归母净利润情况 (亿元)



图表7: 可比公司归母净利润增速对比

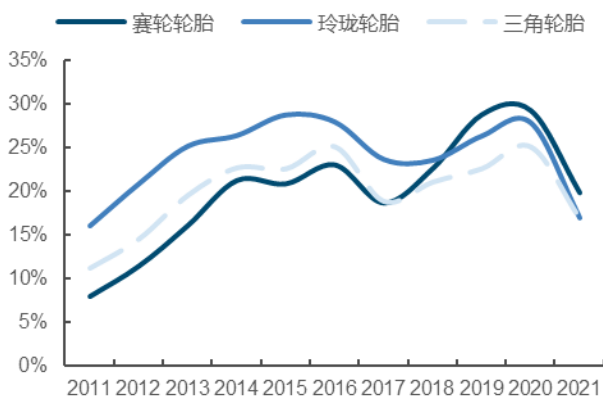


来源: Wind、国金证券研究所

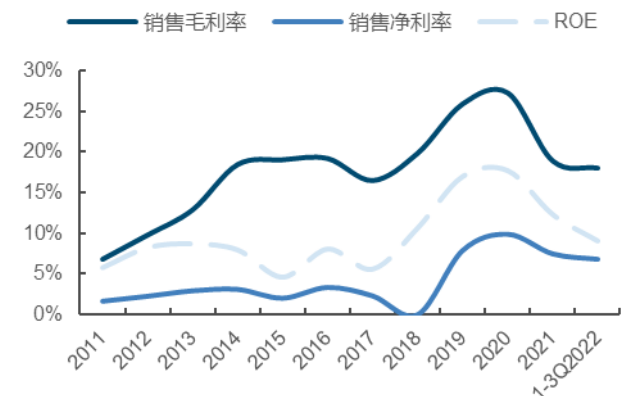
来源: Wind、国金证券研究所

轮胎产品毛利率位居行业前列,整体盈利能力底部回暖。公司产品毛利率变化和行业发展趋势基本一致,2015年以前随着整体行业的持续向好毛利率水平持续提高,2017年时因为原料价格快速上涨,行业毛利率普遍下滑,后续随着原料价格回归正常,各家企业毛利率也开始修复。近几年在国际贸易摩擦不断的背景下,公司海外工厂依旧保持了良好的运营状态,随着海外产能持续扩大,轮胎产品毛利率从2017年的18.7%迅速提高到2020年的29.4%,2021年公司盈利能力随行业整体一起回落,但毛利率仍然高于同类企业。未来公司的柬埔寨和越南等具备成本优势的生产基地产能将持续释放,叠加整体行业底部向上,预计公司的盈利能力有望同步向好。

图表8: 公司轮胎产品毛利率水平超越同业



图表9: 公司盈利能力开始向上修复



来源: Wind、国金证券研究所

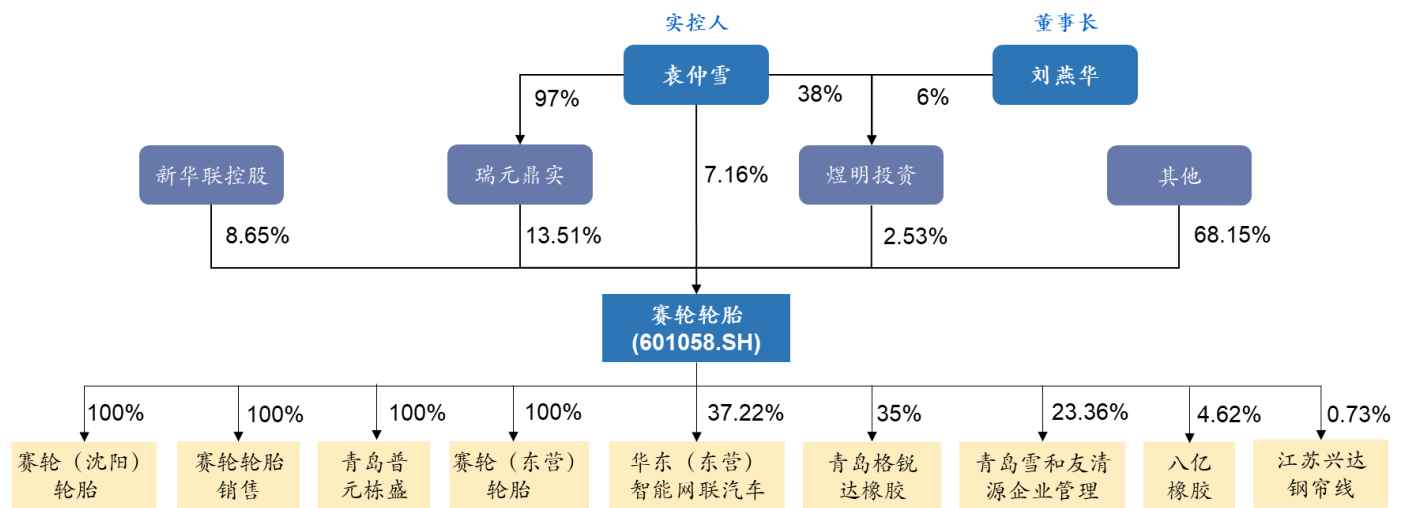
来源: Wind、国金证券研究所

1.2 股权结构优化，管理水平提升

股权结构趋于稳定，为公司长远发展奠定了良好的内部基础。2018 年公司管理层进行了调整，袁仲雪先生接任公司的董事长，并在 2020 年 11 月通过协议转让、受托管理等方式成为了上市公司的实际控制人，目前袁总合计持股占比达到 20%以上（包含间接持股），内部控制权增强后股权结构方面的隐患也被消除。2023 开年公司再度进行了管理权的交接，董事长由原副董事长、执行副总裁、财务总监刘燕华女士接任，实控人袁仲雪先生则担任名誉董事长和董事职位。

实控人具备丰富的行业资源和管理经验，公司的经营效率及信息化发展有望提升。公司目前的实控人和名誉董事长袁仲雪先生在轮胎行业深耕多年，享受国务院政府特殊津贴，在业内具备较高的知名度，现任国家橡胶与轮胎工程技术研究中心常务副主任，中国橡胶工业协会高级副会长，轮胎先进装备与关键材料国家工程实验室副主任，山东省橡胶工业协会专家委员会主任委员。在赛轮创立初期袁仲雪便一直担任公司高管，直至 2009 年才辞去职位全力管理软控股份，在青岛软控任职期间创办了青岛高校软控股份，并以“信息化改造传统产业”为战略管理公司，2018 年时辞去软控股份董事长职位后接管了赛轮轮胎，成为赛轮的董事长和总裁，2023 年完成赛轮管理权的交接，目前仍为赛轮轮胎和软控股份的实控人。软控股份为赛轮轮胎的上游企业，两家公司在业务上往来较多，袁仲雪先生具备丰富的行业经历和产业资源，可以给公司在技术、管理和产业链方面提供全力支持。

图表10：赛轮股权结构和子公司情况

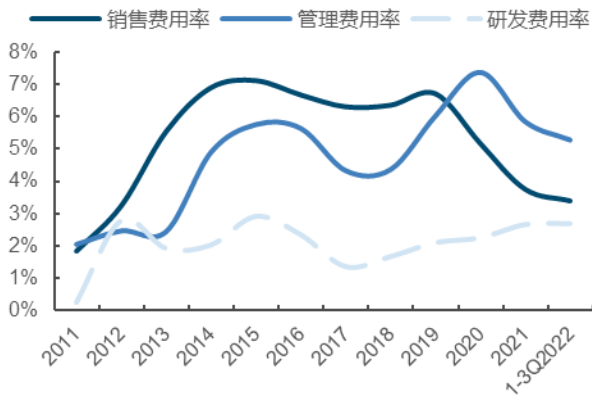


来源：Wind、国金证券研究所

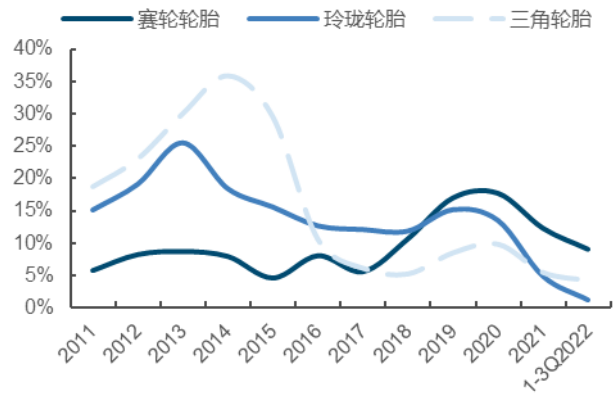
基于橡链云平台构建模块化、标准化、平台化的快速推广复制能力，产销效率显著提升。公司于 2020 年 6 月 11 号正式对外发布“橡链云”平台，依托该平台有效管理轮胎生产核心设备及生产流程，实现数字化转型升级从而提高综合效率。生产方面公司与科大讯飞签订战略合作协议共建“橡胶轮胎行业人工智能联合创新中心”；销售方面与用友系统深度集成，为公司量身构建数字供应体系，系统上线仅 6 个月，整体人员效率提升 20%以上，库存周转次数提升 15%，超期库存降低 50%。服务端的 TIMP 平台利用物联网和边缘计算技术实现云边协同，实时采集每一条轮胎在行驶过程中的温度、压力、速度等指标，降低驾驶途中的风险，提高轮胎使用寿命从而提高客户经济效益。

费用管理能力改善，ROE 领先同业。公司近几年期间费用率稳中有降，2020 年受股权激励费用大幅增加影响，公司管理费用率同比增加 1.4%达到 7.4%，股权激励落地后相关支出费用逐渐回归正常水平，2022 年前三季度的管理费用率降低至 5.3%，整体期间费用率降低至 9.6%。从运营管理效率来看，公司存货和应收账款周转效率位于同行业中位，管理效率仍有提升空间。从盈利能力来看，自 2017 年开始产品的盈利能力持续提升，虽然 2021 年开始在行业景气度回落的背景下，公司 ROE 有所下滑，但仍然位居行业前列。

图表11: 公司三费率表现持续优化



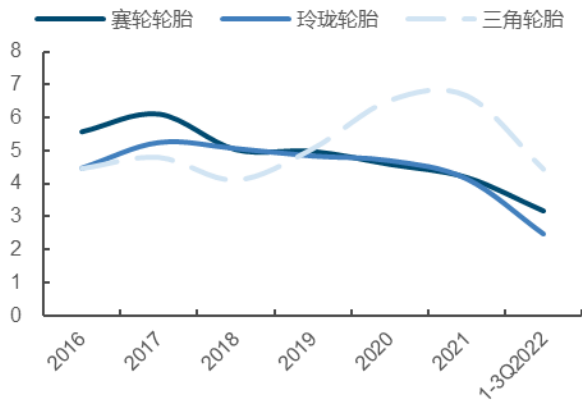
图表12: 可比公司 ROE 对比



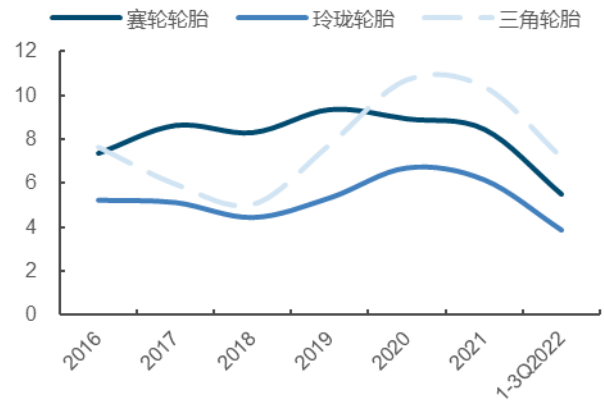
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 可比公司存货周转率



图表14: 可比公司应收账款及应收票据周转率

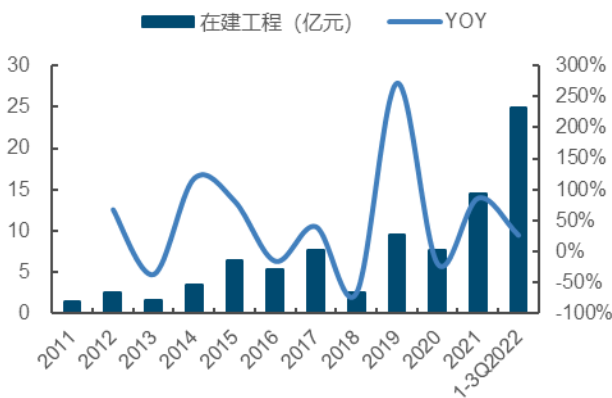


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

在建工程显著提升, 资产结构持续改善。随着公司全球产能布局的推进, 2021 年开始在多个基地对各类产品均进行了扩产, 因而 2021-2022 年公司 在建工程增长明显, 达到了过去 10 年的历史高位, 总资产也随之持续提升。由于轮胎行业具备重资产的属性, 行业内企业的资产负债率普遍较高, 近几年在公司盈利水平持续提升的背景下, 资产结构也开始向好, 2022 年前三季度资产负债率维持在 60% 的水平。

图表15: 公司在建工程大幅提升



图表16: 公司资产结构有所优化



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

1.3 高瞻远瞩布局全球, 外延扩张开始加速

实行全球化运营战略, 海外生产基地布局不断推进。公司是国内轮胎行业中最早在海外建

立轮胎生产工厂的企业，目前在海内外共拥有 6 个工厂，2021 年底拥有全钢子午线轮胎 1155 万条/年、半钢子午线轮胎 4650 万条/年以及非公路轮胎 10 万吨/年的产能，2021 年全年通过多个项目陆续投产叠加原有基地产能扩张，实现了产能的大幅提升。公司三种产品规划全面，根据总设计产能建设完成后将具备全钢胎 2660 万条/年、半钢胎 8800 万条/年、非公路胎 35 万吨/年的总规划产能，目前在建项目中包含 505 万条全钢胎、2150 万条半钢胎和 10 万吨非公路胎，随着下游需求的复苏带动的产业链整体向好，叠加在建产能的陆续释放，公司的整体营收实现快速增长的同时盈利能力也将得到显著改善。

图表17: 公司各基地在建及规划产能情况

不同品类基地情况	设计产能	2021 年底	在建产能	规划建成时间
全钢胎 (万条)	2660	1155	505	
国内	1970	730	240	
青岛工厂	350	320	30	2022 年
沈阳工厂	500	400	100	2022 年
潍坊工厂	120	10	110	2023 年
董家口工厂	1000			2024 年 11 月开建, 2025-2027 年期间分三期投产
海外	690	425	265	
ACTR	265	265		
越南工厂	260	160	100	2023 年
柬埔寨工厂	165	0	165	2023 年
半钢胎 (万条)	8800	4650	2150	
国内	6300	3450	850	
青岛工厂	1000	1000		
东营工厂	2700	2400	300	2022 年
潍坊工厂	600	50	550	2023 年
董家口工厂	2000			2023 年 11 月开建, 2024-2025 年期间分两期投产
海外	2500	1200	1300	
越南工厂	1600	1200	400	2023 年
柬埔寨工厂	900	0	900	2023 年
非公路轮胎 (万吨)	35	10	10	
国内	25	5	5	
青岛工厂	10	5	5	2022 年投产在建的 1 万吨项目, 技改后新增的 4 万吨产能预计 2023 年投产
董家口工厂	15			2022 年 11 月开工, 2023-2025 年期间分三期投产
海外	10	5	5	
越南工厂	10	5	5	2023 年

来源: 公司公告、国金证券研究所

“双反”政策影响下，公司海外建厂加速。由于北美和欧洲的汽车市场规模庞大，轮胎需求量也较大，国内的轮胎企业在税率较低的东南亚纷纷开始建立工厂生产轮胎，主要销往欧洲和北美等地，公司也早在 2011 年就在越南地区进行了布局。在欧美各国近年来不断对我国轮胎产品展开“双反”调查背景下，国内企业海外建厂的动力进一步增强，公司对海外基地的建设也尤为重视，一方面对原先的越南基地进行了大幅扩产，规划在建 100 万条全钢胎、400 万条半钢胎和 5 万吨非公路胎；另一方面对柬埔寨年产 500 万条半钢胎的项目追加 11 亿元人民币的投资，项目建成后该基地将具备 900 万条半钢胎的年产能，同时还规划了 165 万条全钢胎的新产能。

全球整体布局较为均衡，未来 2 年公司产能增量显著。对比各家企业的产能规划来看，公司的产品种类完善且海内外产能布局较为均衡。从新增产能的基地来看，公司未来 2 年的主要新产能的放量基地在越南和柬埔寨地区，产能建设投放的进度相对更好把控，释放的速度也会相对更快一些。从时间维度上来看，按照各家企业公布的新产能投放计划进行测算对比，公司未来 2 年的海外产能放量和规模优势较为明显，三大产品的海外产能规模基

本都处于领先地位。

图表18：国内头部轮胎企业的产能布局情况

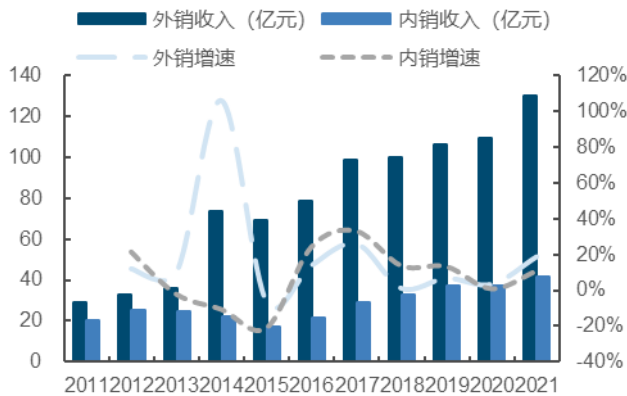
公司	产品种类	2021 年底产能	规划设计总产能	2021 年底产能分布	远期产能分布
赛轮轮胎	全钢胎 (万条/年)	1155	2660		
	国内	730	1970	63.2%	74.1%
	海外	425	690	36.8%	25.9%
	半钢胎 (万条/年)	4650	8800		
	国内	3450	6300	74.2%	71.6%
	海外	1200	2500	25.8%	28.4%
	非公路轮胎 (万吨/年)	10	35		
	国内	5	25	50.0%	71.4%
	海外	5	10	50.0%	28.6%
玲珑轮胎	全钢胎 (万条/年)	1375	2325		
	国内	1155	1945	84.0%	83.7%
	海外	220	380	16.0%	16.3%
	半钢胎 (万条/年)	6800	12500		
	国内	5300	9800	77.9%	78.4%
	海外	1500	2700	22.1%	21.6%
	非公路轮胎 (万套/年)	31	49		
	国内	31	47	100.0%	95.9%
	海外	0	2	0.0%	4.1%
森麒麟	航空胎 (万条/年)	0	10	国内	国内
	全钢胎 (万条/年)	0	200	海外	海外
	半钢胎 (万条/年)	2200	4600		
	国内	1200	1200	54.5%	26.1%
	海外	1000	3400	45.5%	73.9%
	航空胎 (万条/年)	0	8	国内	国内

来源：各公司公告、国金证券研究所（备注：玲珑全钢胎中德州和泰国基地达产产能超过设计产能，这里总规划产能中已达产且超过设计产能的基地按达产产能计算；非公路轮胎中玲珑产能单位为万套，赛轮产能单位为万吨，参考赛轮非公路轮胎的历史生产情况 1 吨对应 3 条左右）

为保障海外产能的顺利建设和释放，公司在 2022 年 11 月通过发行可转债募集资金 20 亿元用于越南三期项目（年产 300 万套半钢胎、100 万套全钢胎及 5 万吨非公路轮胎）和柬埔寨基地（年产 900 万套半钢胎）的投资建设，其中向原股东共优先配售 14.5 亿元，占本次发行总量的 72.1%。本次可转债按面值价格发行，每张面值为人民币 100 元，本次发行的可转债初始转股价格为 9.04 元/股，期限为自发行之日起六年，即自 2022 年 11 月 2 日至 2028 年 11 月 1 日，每一计息年度的最终利率水平具体为：第一年 0.3%、第二年 0.5%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%。根据公司可研报告项目测算，越南三期满产后可实现 28.6 亿元收入和 6 亿元净利润；柬埔寨半钢胎项目满产后可实现 21.6 亿元收入和 3.7 亿元净利润。

外销收入持续提升，海外工厂成为公司盈利能力的重要支柱。近几年随着赛轮海外工厂产能的不断提升，公司产品在海外的销售规模也在持续扩大，2021 年公司在海外的销售收入达到 130 亿元，占总营收的比例达到 72.3%。同时得益于东南亚的原材料、人工成本和税率均较低，公司的外销毛利率持续高于内销毛利率，2021 年在内销毛利率不足 12% 的背景下外销毛利率仍然维持了 21.5%，外销毛利润占比为 82%，未来随着公司对海外工厂的布局加速，预计整体盈利能力有望进一步提升。

图表19: 公司海内外的营业收入情况 (亿元)



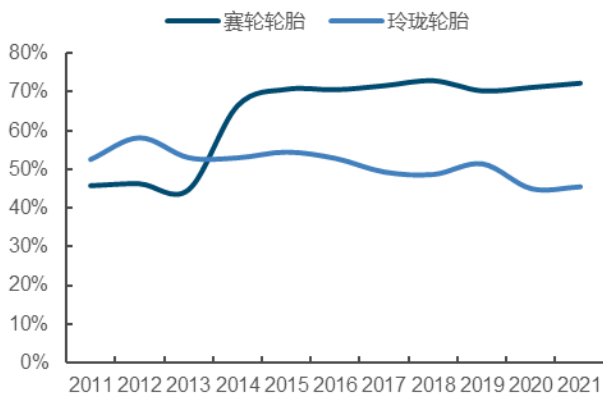
图表20: 公司外销毛利率一直好于内销毛利率



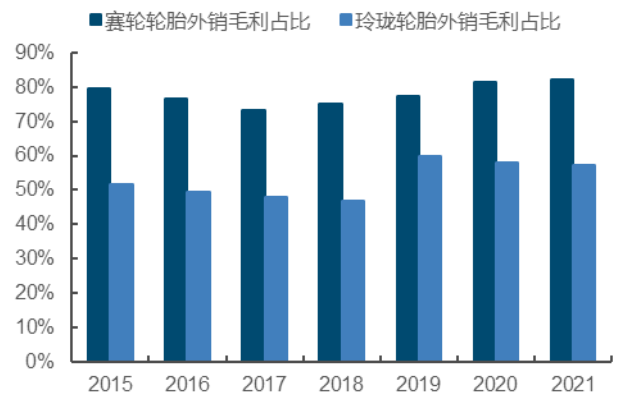
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 公司营业收入中的海外市场占比持续提升



图表22: 公司海外市场的毛利占比较高



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

注重品牌建设, 发力高端产品市场, 提升全球影响力。公司通过参与传统体育赛事及汽车赛事来提升品牌形象, 例如: 凭借稳定卓越的产品性能, 公司成为 2023 赛季 CDB 官方轮胎合作伙伴, 为大赛独家提供高性能赛事轮胎产品。2022 年在世界品牌实验室 (World Brand Lab) 主办的 (第十九届) “世界品牌大会” 上公司以 685.68 亿元品牌价值, 位列榜单 119 位, 较去年增长 98.12 亿元, 这是继 2017 年以 218.82 亿元品牌价值首度入榜后, 第六度入选该榜单。同时四度上榜亚洲品牌 500 强, 在 2022 年的《亚洲品牌 500 强》排行榜上位列第 331 位, 较去年跃升 4 位, 品牌力逐步提升有利于公司产品定位的提升。随着轮胎产品消费趋势转向高品质、高性能、绿色环保, 公司也越来越重视产品迭代升级, 通过不断提高产品质量和扩张高端产品产能, 未来有望冲击轮胎全球第一梯队。

二、行业底部回暖, 国内龙头开始崛起

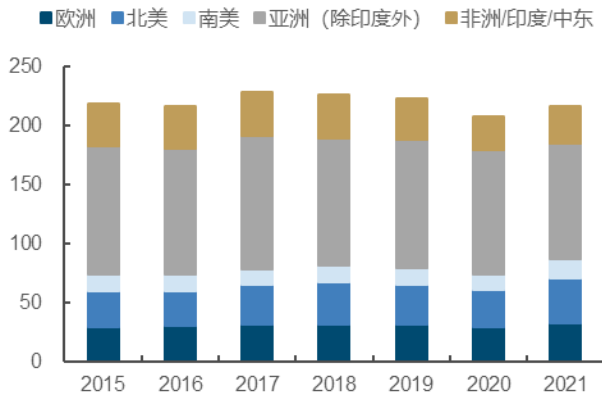
2.1 至暗时刻已过, 行业需求具备支撑

轮胎行业需求长期稳中有升, 市场规模巨大。虽然在过去两年受全球经济下行及疫情限制出行的影响, 下游市场购买力降低、轮胎的损耗减少, 导致 2020 年销量下滑至 16 亿条, 2021 年随着疫情形势的趋缓, 整体销量又回升至 17 亿条以上, 整体来看全球轮胎市场的总销量呈现平稳向上的趋势。长期来看受益于全球汽车市场稳定扩大的保有规模, 未来配套胎与替换胎产品的需求仍将向好。2015 年以后全球轮胎市场的销售额也较为稳定, 整体波动在 1500-1700 亿美元之间, 在一定程度上反映了轮胎市场的刚性需求。

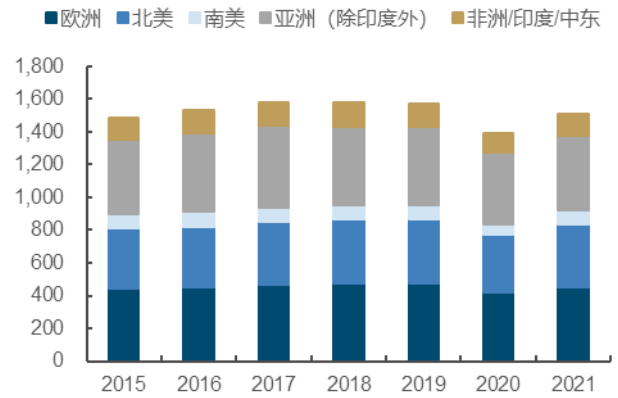
全钢胎市场国内需求贡献显著, 半钢胎市场欧美地区仍为主要消费市场。全钢胎方面由于我国下游基础设施建设规模大、重型工程车辆新增需求高, 2021 年中国在全钢胎配套和替换市场需求占比分别达到 39% 和 61%, 预计中国全钢胎需求有望维持, 而非洲等地区的需求则仍有提升空间。半钢胎方面由于欧美的乘用车历史保有量更高, 并且中国的乘用车

替换胎消费比例偏低，目前在半钢胎需求市场中欧美占据主导地位。但考虑到中国目前汽车产量和保有量持续增加，2021年半钢胎配套销售达到1.15亿条，占比高达46%，且替换产品的消费比例同样呈上升态势，预计中国在未来半钢胎市场中的需求份额将稳步提升。

图表23: 全钢胎消费市场分布情况 (百万条)



图表24: 半钢胎消费市场分布情况 (百万条)

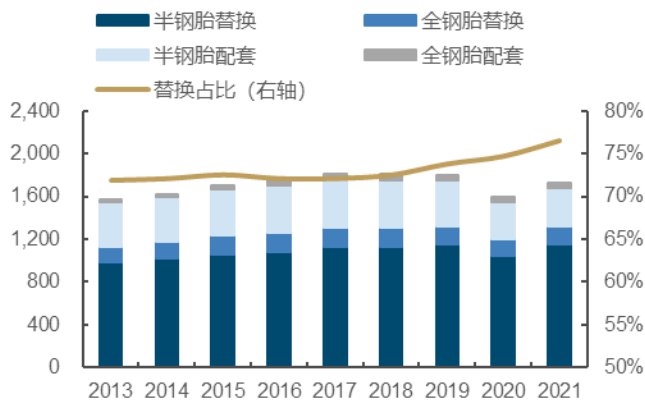


来源: 米其林官网、国金证券研究所

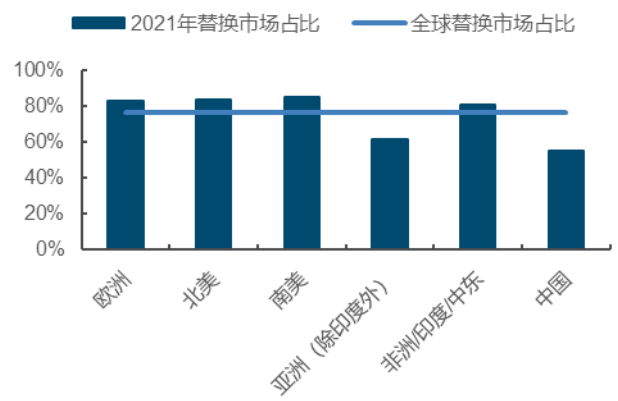
来源: 米其林官网、国金证券研究所

国内轮胎替换市场占比处于低位，未来仍有广阔增长空间。对比全球市场来看，中国汽车和轮胎行业起步较晚，终端市场的成熟度不及欧美地区，这也导致轮胎市场在结构方面仍与欧美等国际市场存在显著差异。2021年中国轮胎替换市场比重仅有56%，远低于全球平均水平的76%，除却亚洲市场外，欧美非等地区轮胎市场2021年替换配套比均已达到4:1，国内替换市场占比具有较大提升空间，叠加汽车国产化下中国汽车产量占比也在不断提升，并且汽车保有量增长稳定且年增速显著高于世界平均水平，国内轮胎替换市场预计将随之持续增长。

图表25: 全球轮胎消费结构情况 (百万条)



图表26: 2021年各个地区替换市场占比情况

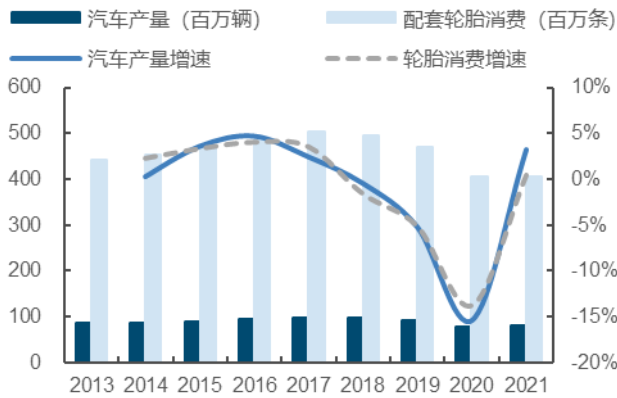


来源: 米其林官网、国金证券研究所

来源: 米其林官网、国金证券研究所

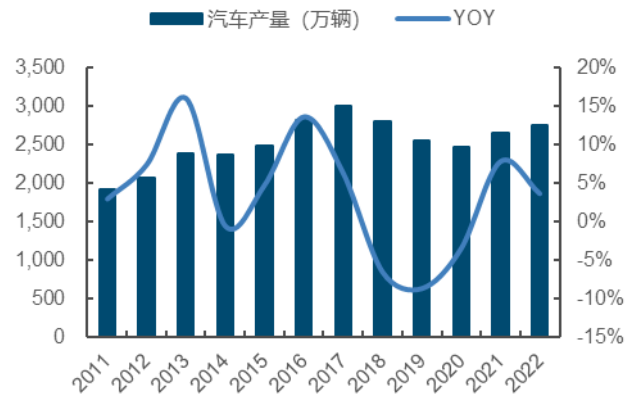
配套市场需求随着汽车行业同步复苏;替换市场需求随着我国汽车保有量的稳步增长持续提升。轮胎配套市场需求取决于每年汽车产量，从下游汽车领域年产量变化看，2014-2019年间全球汽车产量在9000万辆左右波动，轮胎配套消费量在4.5-5亿条的区间基本同幅度震荡，两者同时在2018年开始呈现出负增长的态势。考虑到目前全球汽车市场整体行情稳定，未来每年汽车产量预计仍将维持在相对平稳的水平，故轮胎配套主要为存量市场。从我国市场来看，近两年汽车生产呈现出底部向上的趋势，2022年全年总产量达到2747.6万辆，同比增长3.6%，随着下游产业的恢复，配套市场需求将同步回暖。替换市场需求与汽车保有量密切相关，我国汽车保有量近5年复合增速为8%，2022年汽车保有量达到3.19亿辆，但考虑到我国人均汽车保有量仍处于低位，中长期来看轮胎替换市场容量预计将继续扩大。

图表27: 全球配套市场需求随汽车产量变化



来源: 米其林官网、iFinD、国金证券研究所

图表28: 我国汽车生产量情况 (万辆)



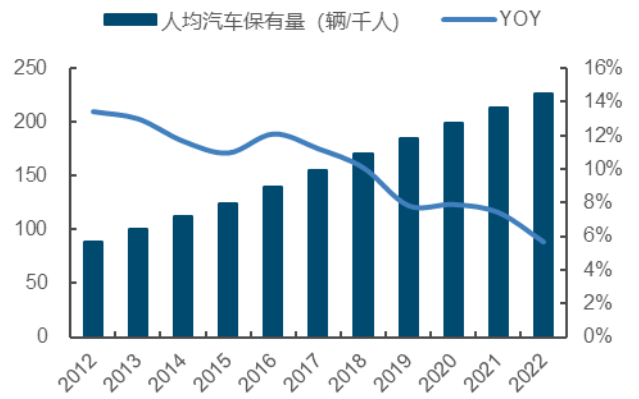
来源: Wind、国金证券研究所

图表29: 我国汽车保有量情况 (亿辆)



来源: Wind、国金证券研究所

图表30: 我国人均汽车保有量情况

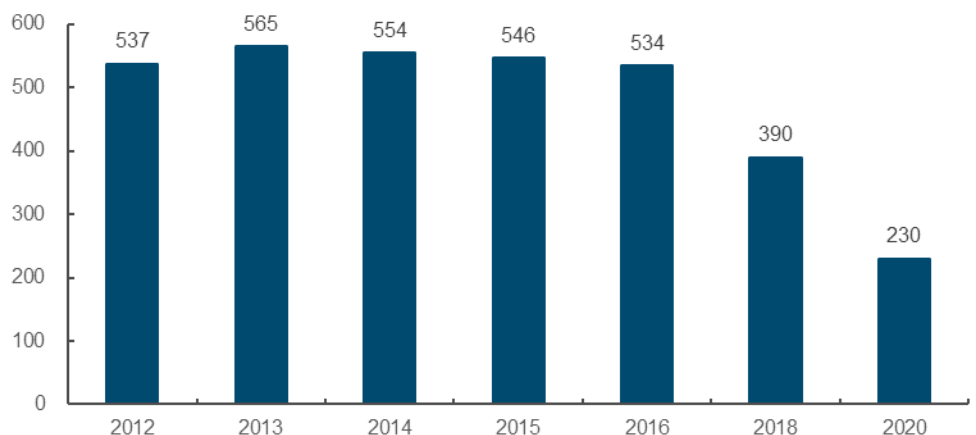


来源: Wind、国金证券研究所

2.2 竞争格局持续优化, 头部企业份额提升

供给侧改革下国内小厂产能出清, 行业步入高质量发展阶段。我国轮胎产业一直存在低端产能过剩、生产企业规模小且数量多、产品同质化较高等问题, 2014年开始受国家供给侧改革和环保相关政策影响, 轮胎行业开始进行结构性调整, 逐步淘汰行业中的低端落后产能, 市场中备案企业数量已经从2016年之前的500家以上大幅降低至2020年的230家。

图表31: 中国备案的轮胎企业数量 (家)



来源: 中国轮胎商务网、国金证券研究所

政策端推动行业格局继续优化, 市场集中度有望进一步提升。轮胎生产大省山东省政府在

今年发布的《全省落实“三个坚决”行动方案（2021-2022年）》文件中明确强调“坚决淘汰落后产能”，在2022年年产能120万条以下的全钢子午线轮胎、500万条以下的半钢子午线轮胎企业全部整合退出，退出产能可以进行减量置换，逾期未完成的直接关停退出，共计影响18家省内轮胎厂商，涉及淘汰的产能达到3117万条，其中全钢胎产能556万条，约占全国产能的3%，半钢胎产能2561万条，约占全国产能的4%。

图表32：2021-2022年山东省轮胎落后产能淘汰清单

产品类型	企业名称	产能（万条）
全钢	潍坊市跃龙橡胶有限公司	107
	山东元丰橡胶科技有限公司	100
	山东银宝轮胎集团有限公司	80
	青岛途乐驰橡胶有限公司	70
	山东凯通轮胎制造有限公司	61
	山东金斯坦轮胎有限公司	60
	通伊欧轮胎（诸城）有限公司	48
	山东君诚橡胶科技有限公司	30
合计		556
半钢	山田橡胶科技有限公司	450
	山东吉路尔轮胎有限公司	410
	滕州赛阳橡胶工业有限公司	400
	山东皓丰轮胎工业有限公司	375
	青岛福轮科技有限公司	300
	远新轮胎有限公司	300
	青岛奥诺轮胎有限公司	120
	诸城市沪泰橡胶制品有限公司	100
	山东红光橡胶科技有限公司	60
	山东固可力轮胎有限公司	46
合计		2561

来源：CNKI、国金证券研究所

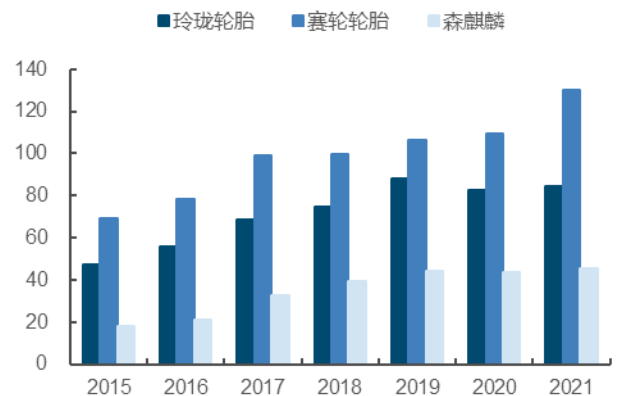
前瞻布局海外基地的龙头企业优势凸显。美国对进口自我国的轮胎实施“双反”后，我国轮胎高性价比这一重要优势在美国这一高毛利市场被大幅削弱，轮胎外销遭受重大打击。国内轮胎企业对出口市场的依赖度仍然较高，在当前贸易摩擦不断升级的背景下，建设海外基地实现产销一体化成为必然趋势。考虑到小企业在“双反”政策影响下基本失去了欧美市场，仅依靠国内和其他市场的利润较为有限，并无足够的资金实力布局海外，实现了海外布局的头部轮胎企业竞争优势得以凸显，因而海外收入仍能维持较好增长。

图表33：美国从我国进口的轮胎数量（万条）



来源：《中国橡胶》、国金证券研究所

图表34：头部轮胎企业外销收入仍在增长（亿元）

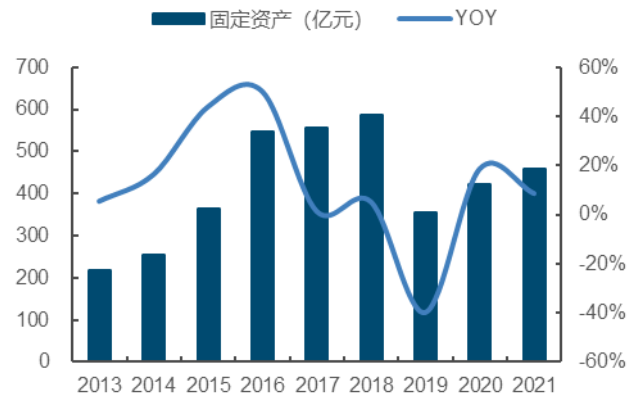
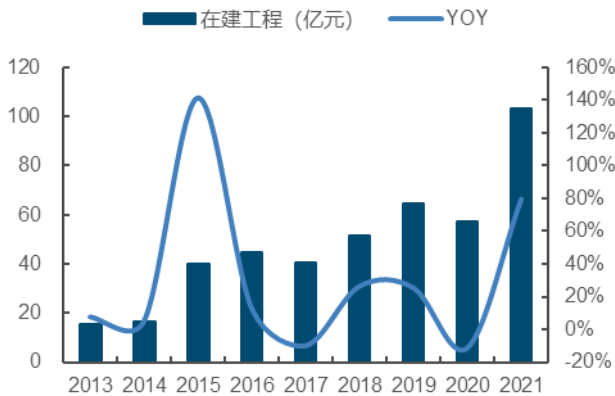


来源：Wind、国金证券研究所

国内龙头持续增加资本开支，把握机遇抢夺全球市场。在中小产能持续出清的背景下，原本由中小企业占据的市场空间可被释放，龙头企业可进一步提升国内市场份额。同时由于东南亚地区具备更低的“双反”综合税率以及相对较低的橡胶原料采购价格，吸引了国内众多头部轮胎企业纷纷在当地建厂投资，考虑到贸易摩擦等因素，各家龙头企业的海外建厂布局也开始逐渐完善。从申万轮胎行业的在建工程和固定资产情况可以看出，在2014年“双反”政策后头部企业的扩张开始加速，例如：2021年赛轮轮胎固定资产合计91.4亿元，同比增加24%，在建工程达到14.4亿元。未来随着小产能的淘汰和龙头企业的产能释放，国产轮胎市场的集中度有望提升。

图表35：申万轮胎行业在建工程情况（亿元）

图表36：申万轮胎行业固定资产情况（亿元）



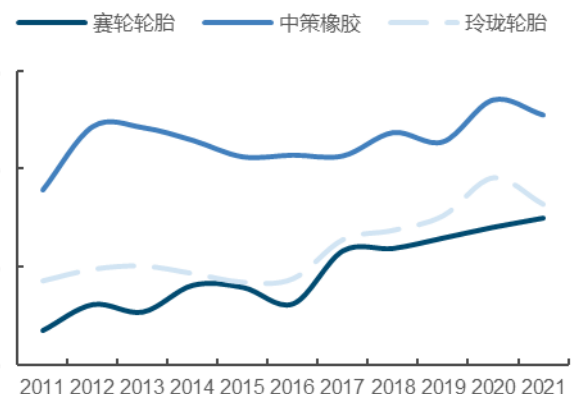
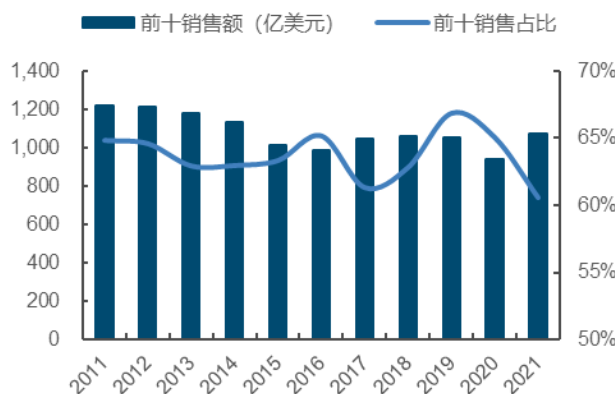
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

国内轮胎企业依托性价比优势冲击全球市场，头部企业占有率持续提升。经过多年的发展我国轮胎产品性能质量不断提升，开始逐渐得到全球市场的认可，但由于发展时间不长所以品牌力仍有所欠缺，因此国内企业主要依靠性价比去和海外品牌竞争。2022年全球轮胎75强中我国内地企业中仅有中策橡胶进入销售额前十（销售额为2021年数据），前十销售额占比下滑至60.6%。此外进入前二十的还有玲珑轮胎和赛轮轮胎，2021年中策、玲珑、赛轮的全球市占率分别达到了2.6%、1.6%、1.5%，其中玲珑和赛轮在2016年时全球占有率均不足1%，过去5年提升较为显著。在销售方面，国产轮胎企业近年来纷纷发力新零售，例如：中策云店在2018年上线，玲珑在2020和2021年先后推出智慧零售平台app和“养车驿站”小程序，赛轮也在2020年建立“橡链云”平台，通过发展新零售模式有助于轮胎企业整合上下游资源和提升品牌效应，未来头部企业的资源和成本优势或更加突出。

图表37：全球轮胎前十市占率变化情况

图表38：头部轮胎企业全球市占率变化



来源：《轮胎商业》、国金证券研究所

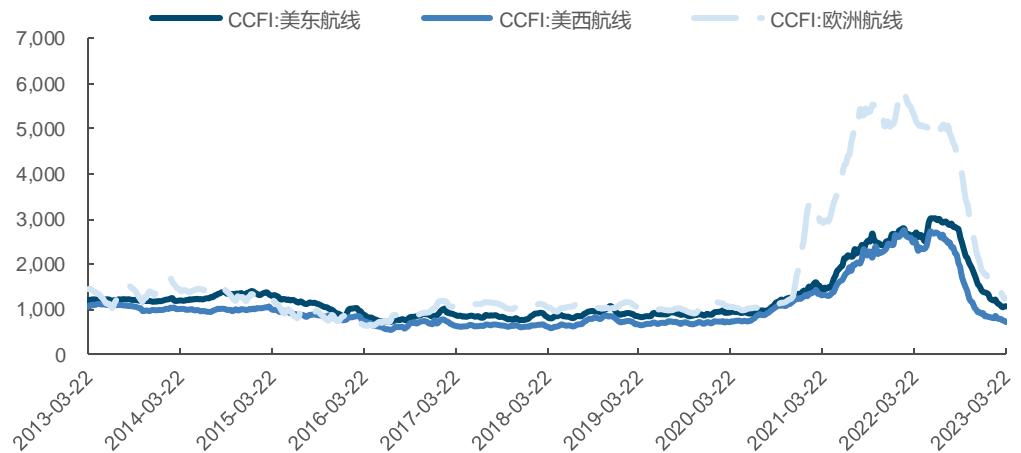
来源：《轮胎商业》、国金证券研究所

2.3 海运费回归常态，盈利端有望修复

海运价格跌回正常状态，高库存缓解后海外业务逐渐回归常态。受疫情的影响，海运船期严重延误、集装箱码头作业停摆导致港口堵塞，海运极度紧张的背景下2020年下半年开始运费持续向上，2021年出现暴涨，2021年中国出口集装箱运价指数（CCFI）中的美东航线、美西航线、欧洲航线全年均值相比2019年分别提高132%、164%、329%，并在2022

年达到历史高位，2022 年前三季度运价仍然维持高位状态，2022 年美东航线、美西航线、欧洲航线运价指数全年均值相比 2019 年分别提高 186%、209%、345%。海运成本的持续增长既影响到了我国轮胎产品的性价比优势又抑制了客户采购的积极性，因而海外销售和毛利同样受损。随着 2022 年下半年开始的运力逐渐恢复，海运费逐渐开始恢复正常，但由于前期大量海上库存到港，库存高企背景下叠加海运费极速回落，经销商采购动力再度被压制。目前海运已经正式回归正常状态，并且在海外库存经过几个月的消耗后行业订单也开始逐渐恢复，我国龙头企业的海外业务长期仍将向好。

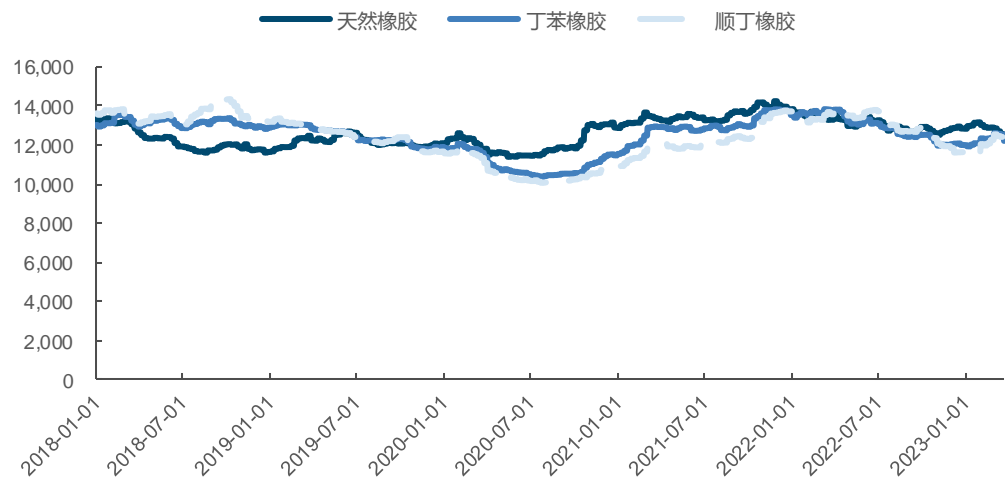
图表39：中国出口集装箱运价指数



来源：Wind、国金证券研究所

核心原材料价格从高位回落，行业整体盈利能力有望修复。轮胎企业的成本主要由原材料、人工、能源、设备折旧以及其他费用等构成，其中原料成本占比普遍在 70%以上。从原料结构来看，天然橡胶和合成橡胶的占比最高，因此橡胶价格波动对于轮胎企业生产成本有较大影响。2021 年在疫情反复、恶劣天气和原油价格上涨等多方面因素影响下，橡胶价格持续上涨，全年天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶同比分别上涨 12%、18%、15%，轮胎企业毛利率也因此承压。2022 年以来橡胶价格已经开始呈现震荡回落趋势，考虑到行业供需关系的改善和油价的松动，橡胶价格支撑偏弱，随着原料压力的缓解，轮胎行业毛利率也将同步向好。

图表40：2018 年至今橡胶价格走势



来源：Wind、国金证券研究所

三、研发实力雄厚，“液体黄金” 助力公司长期成长

3.1 轮胎材料创新历程：从干法混炼到湿法混炼

米其林率先推出“绿色轮胎”，轮胎行业从结构创新走向材料创新。世界首条充气轮胎诞生于1845年，并在1888年英国邓禄普公司开发出充气自行车胎后得到广泛应用，轮胎在后续应用的过程中被不断优化改进，直至1948年法国米其林公司通过结构创新开发出子午线轮胎，这也是如今全球应用最广的轮胎。在轮胎结构基本定型后，行业创新也开始将目光转向材料领域，米其林在1992年推出的“绿色轮胎”即为典型案例。这一技术主要是将白炭黑作为炭黑的部分替代物融入轮胎胎面中，在不损失轮胎基本安全性能的情况下，使滚动阻力比普通轮胎下降20%，减少油耗5%以上，具备节油和减排的双重优点。

图表41：绿色轮胎和传统轮胎的性能对比

	传统轮胎	绿色轮胎
胎面胶填料	炭黑	白炭黑
滚动阻力指数 (%)	73	100 (C级)
抗湿滑指数 (%)	68	100 (B级)
抗干滑及操纵性指数 (%)	-	100
耐磨性能指数 (%)	115	100

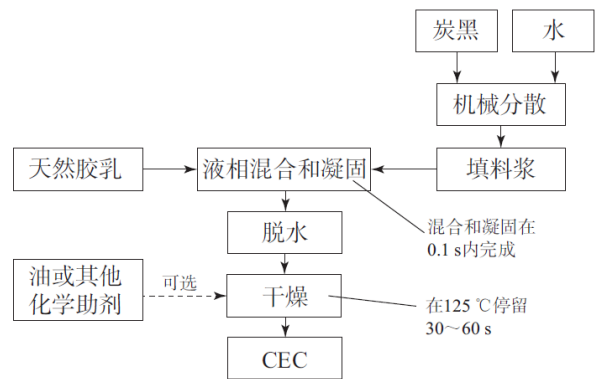
来源：怡维怡橡胶研究院官网、国金证券研究所

“魔鬼三角”定律难以破解，“绿色轮胎”在我国的推广不及预期。“魔鬼三角定律”是指轮胎的三个性能，即耐磨性、抗湿滑性和滚动阻力无法同时得到改善。耐磨性通常会用磨耗指数来表示，磨耗指数通常在160-540之间，数值越高表示轮胎越耐磨，其行驶里程也会相应较长；滚动阻力是指当轮胎滚动与地面接触时结构会因为乘重而变形、其组成部件变热，进而损耗发动机提供给轮胎的动能，因此降低轮胎的滚动阻力就会节省燃油消耗；抗湿滑性则决定了轮胎在干、湿路面以及冰、雪路面上的抓地能力，轮胎抗湿滑性越高刹车距离也就越短，安全性也就越高。轮胎的耐磨性取决于橡胶的硬度和生产工艺，纯橡胶硬度较低，需加入大量的填料去提升橡胶的强度和耐磨性。但是当轮胎滚动时，胎面橡胶中的填料发生摩擦，会使橡胶内部热量增加，从而增加了轮胎的滚动阻力。此外，由于填料增加了轮胎的硬度使轮胎与地面的接触面积减少，因此抗湿滑性能也会随之下降。米其林研发的“绿色轮胎”虽然开启了轮胎行业的材料创新，但也没能破解魔鬼三角定律，虽然在添加“白炭黑”之后安全性和环保性都有提升，但却降低了耐磨性且生产成本提高，相对普通轮胎并不具备性价比的优势，因此“绿色轮胎”在我国的应用推广并不理想。

图表42：轮胎的“魔鬼三角”定律



图表43：卡博特弹性体复合材料 (CEC) 生产工艺流程



来源：CNKI、国金证券研究所

来源：CNKI、国金证券研究所

湿法混炼技术诞生，推动“绿色轮胎”生产的同时也成为了破解“魔鬼三角”定律的契机。2001年美国卡博特公司提出湿法混炼工艺，以粉状填料和液体胶乳为原料，将粉状填料分散于水中制成淤浆或悬浮液，再与预先处理的胶乳搅拌混合，经凝聚共沉、脱水干燥等过程制备复合产品的混炼技术。湿法混炼可以克服干法混炼消耗能量大、加工过程粉尘飞扬和产品的质量稳定性差等众多缺陷，达到改善填料分散和提高混炼胶综合性能的目的。在“绿色轮胎”的生产中原先采用干法混炼不仅能添加白炭黑的量有限，而且白炭黑混炼时极易扬尘还会导致环境污染，采用湿法混炼后能够添加白炭黑的量显著提升，还从根本上解决了白炭黑飞扬带来的环境污染，推动了“绿色轮胎”的后续生产和优化，也对轮胎

行业的技术进步提供了良好的基础条件。

图表44：湿法混炼的技术优点

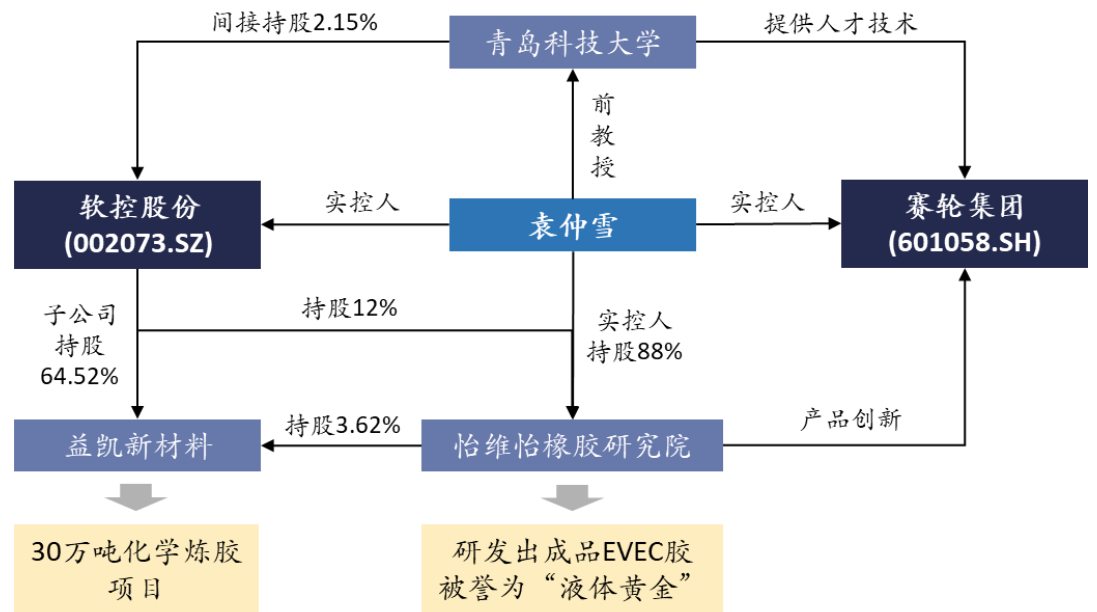
优势	具体表现
节能减排	对于混炼的程序进行了简化，减少了劳动力投入、减少了混炼设备应用，以此对混炼成本进行了有效的降低
提升橡胶性能	拉伸强度同干法方式相比，具有 20%的性能提升，全钢胎面胶通常会达到 25MPa，部分会达到 29MPa
	具有更高的弹性，具体提升幅度在 15%-20%之间
	生热情况下降明显，在 20%-30%之间
生产绿色轮胎	具有更强的耐切割性以及耐撕裂性
	具有更低的混炼胶门尼粘度，同干法方式相比约有 10 个门尼值的下降，能够对胶料的加工性能进行有效的改善
	普通方式混炼很难将 30 份以上白炭黑添加到橡胶材料中，但湿法混炼能在液态条件下对白炭黑进行大量添加，目前在 100 份天然橡胶中已经能够达到 50 份白炭黑的添加

来源：《湿法混炼橡胶新材料工艺技术优势与研究进程》、国金证券研究所

3.2 顺应碳中和政策，打造“液体黄金”创新产品

背靠 EVE 橡胶研究院，以袁仲雪为核心形成产学研一体化的研发模式。公司最早是由青岛科技大学（原名青岛化工学院）的教授袁仲雪带领一群优秀的教师学生成立，公司每年都会从青科大吸取大量技术人才。公司创始人兼实控人袁仲雪先生也是软控股份的实控人，软控股份依托青科大的密炼机上辅机项目孵化成立，主营业务及技术优势在于橡胶机械领域，因而软控股份可为公司提供轮胎制造设备和材料。怡维怡橡胶研究院是由软控股份和袁仲雪共同出资设立，是国家橡胶与轮胎工程技术研究中心直属的研发机构，专业从事橡胶新材料方面的技术开发。整体看来，赛轮以袁仲雪为核心，与青岛科技大学、软控股份以及怡维怡橡胶研究院关系密切，几家企业以袁仲雪先生为核心共同实现了“产-学-研”的一体化。

图表45：公司全产业链合作关系图



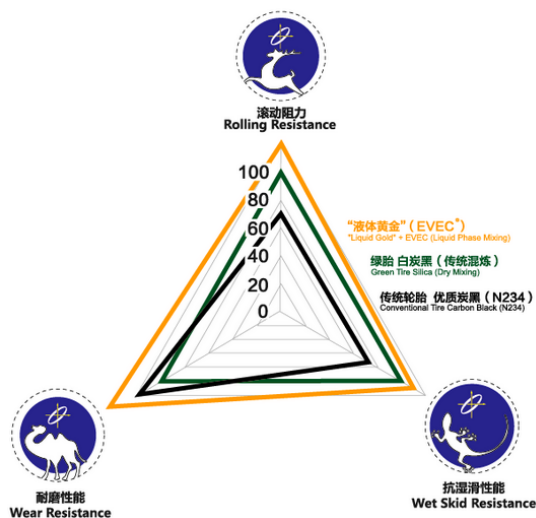
来源：Wind、国金证券研究所

采用连续液相混炼技术匠心打造“液体黄金”EVEC胶，实现轮胎三方面性能的同步提升。怡维怡橡胶研究院自 2013 年开始进行合成橡胶湿法混炼工艺技术的研究与开发，最终获得成品 EVEC 胶，被业界赞誉为“液体黄金”。这是一种以连续液相法制备的合成胶/白炭黑母胶，相比传统胶料具有制造工艺简化、分散性更好和加工性能好的优点，同时混炼能耗可降低 20% 以上。这一产品应用在轮胎上后降低了滚动阻力、提高了抗湿滑性能、并且增加轮胎耐磨性能，使得各项指标均达到了一个均衡最佳的水平。2017 年公司利用 EVEC 胶生产绿色轮胎，经国际权威轮胎检测机构西班牙 IDIADA（伊迪亚达）认证，在不降低耐磨性能的前提下，轮胎抗湿滑性能可以达到欧盟法规标签的 A 级标准，滚动阻力指数达到欧盟标签法规的 B 级标准，耐磨性相较于传统轮胎也大幅提升了 20% 以上，综合性能指标

达到当前世界最高质量等级。

“液体黄金”材料契合碳中和的政策要求，轮胎兼具环保和耐磨的特性。公司的“液体黄金”材料轮胎抗湿滑性达到 A 级标准，意味着在 80km/h 车速的条件下刹车距离较低等级的 F 级轮胎可缩短 18 米，极大地提升了汽车行驶过程的安全性。从低碳环保的角度来看，由于“液体黄金”轮胎的滚动阻力显著降低，达到了 B 级以上的标准，意味着单条“液体黄金”乘用车胎行驶 10 万公里可省油 110 升，同时每辆乘用车的二氧化碳排放可以降低 1.1 吨或 1.3 吨。在 2021 年 4 月在日本测试发现节油性能优于日本一线品牌 8%，单胎百公里可节省 0.25L 燃油，按照 40 万公里的行驶周期计算，单条车胎可节省 1000 升的燃油；并且卡车胎滚动阻力从 E 级升至 C 级或 B 级时，由于节省柴油，每辆车可少排放 15.7 吨或 23.4 吨二氧化碳。同时由于产品的耐磨性能较好，轮胎的寿命更长、更换频率也能得到降低。

图表46：液体黄金技术与传统胶料性能比较



传统轮胎、绿胎、“液体黄金”性能比较：

	传统轮胎 Conventional tire	绿胎 Green tire	液体黄金 Liquid gold
胎面胶填料 Filler in tread rubber	炭黑 Carbon black	白炭黑 Silica	液体黄金 Liquid gold
滚动阻力指数，% Rolling resistance index,%	73	100(C级) 100 (Grade C)	111(A/B级) 111 (Grade A/B)
抗湿滑指数，% Wet grip index,%	68	100(B级) 100 (Grade B)	110(A级) 110 (Grade A)
抗干滑及操纵性指数，% Dri grip and handing index,%	-	100	103
耐磨性能指数，% Wear resistance index,%	115	100	130

来源：怡维怡橡胶研究院官网、国金证券研究所

针对卡客车胎市场开始重点推广，长期经济性优势显著。销售方面，公司从“液体黄金”材料轮胎的具备的节油性能入手进行推广。以乘用车胎为例，假设燃油价格 6 元/升，意味着单条“液体黄金”乘用车胎行驶 10 万公里可节省 660 元，用户每用一条低滚阻轮胎，所省下的油钱可购 2 条普通胎。考虑到卡客车偏向于生产工具，对经济性的要求更高，公司的生产和推广重点也更偏向于全钢胎，目前单条“液体黄金”轮胎的产品价格为 1880 元，相较普通 D 级滚阻的轮胎价格高 50-60%，但考虑到公司产品具备较强的节油性，对标日本的一线品牌测算，若行驶 40 万公里单条车胎的可节省 6000 元的燃油费。从长期角度来看，“液体黄金”轮胎的经济性优势能够得到较好凸显。

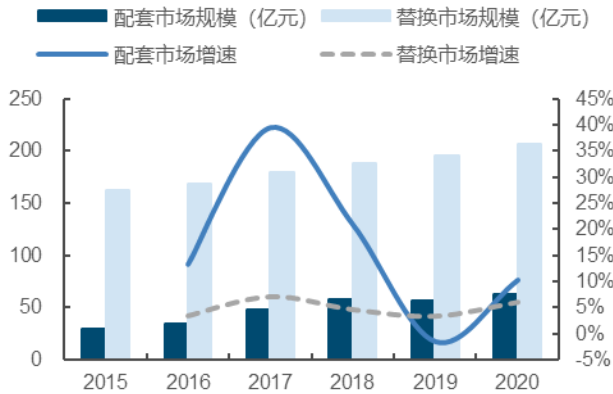
下游验证和产能扩张同步推进，品牌影响力有望持续提升。客户拓展方面，赛轮作为东风华神牵引车的独家供应商为其高端快递车型装载了液体黄金卡车轮胎 S690，全新液体黄金胎面配方同原有配方相比耐磨性提升 10%，滚阻降低 26%，节油 9%，其抗湿滑性能和噪音性能均达到 A 级。此外，目前公司已经进入了蔚来汽车的供应体系，同时依托液体黄金轮胎的节能特性为潍柴新能源商用车实现配套，目前公司已完成潍柴新能源全系列产品配套，并优先为潍柴新能源定制开发“液体黄金”低滚阻轮胎，使得新能源商用车在续航里程上得到明显改善。产品质量逐步受到下游客户认可的同时，为公司供应“液体黄金”原料的益凯新材料的 1 万吨 EVE 胶也顺利达产，并且新增的 6 万吨化学炼胶项目也在持续推进中，产能释放后可为赛轮的“液体黄金”轮胎生产提供充足原料。

3.3 攻克巨胎研发技术，发力非公路市场

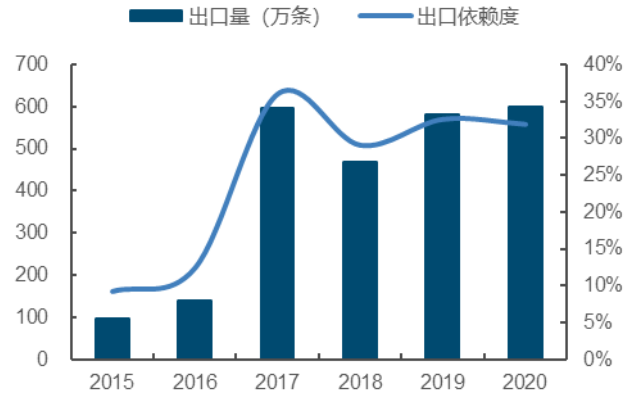
我国非公路轮胎的市场规模在百亿以上，未来需求预计持续增长。非公路轮胎简称 OTR 轮胎，也可以称为特种轮胎或工程轮胎，一般集中应用于建筑、采矿甚至于农业活动中。我国 OTR 轮胎市场规模稳步增长，2020 年我国 OTR 轮胎需求量 1283.4 万条，其中配套需求量 330.6 万条；替换需求量 952.8 万条，整体市场规模达到了 269.6 亿元；近几年出口市场对我国 OTR 轮胎企业的重要性持续提升，出口依赖度从 2015 年的 9.2% 提升到了 2020 年的 31.9%。从终端应用领域来看，我国采矿业的产能利用率较高，过去几年基本在 70% 以上且呈现出明显的上升趋势，2022 年第四季度达到了 76.5%；建筑领域的新签合同额增速虽然有所回落，但持续增长的态势仍然不变。整体来看，非公路轮胎的下游市场都呈现

向好态势，未来行业需求有望继续稳步增长。

图表47：我国 OTR 轮胎细分市场规 模及其增速



图表48：我国 OTR 轮胎出口量情况 (万条)



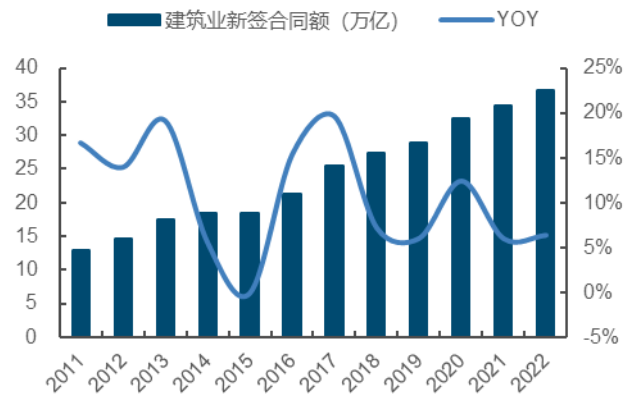
来源：产业信息网、国金证券研究所

来源：产业信息网、国金证券研究所

图表49：我国采矿业产能利用率持续向好



图表50：我国建筑业新签合同额稳步增长



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

打破海外垄断，公司的巨胎研发技术获得认可。目前市场上头部的非公路轮胎制造商包括米其林、普利司通、固特异等；国内的非公路轮胎厂家有风神轮胎、贵州轮胎、三角轮胎等，其中超大规模的巨型工程轮胎一直对生产技术和制造设备有着很高要求，因此巨胎的研发也一直被海外轮胎巨头所垄断。经过多年深耕，从 2009 年第一条全钢子午线巨胎研制成功到 2016 年研发出世界最大时级轮胎 53/80R63，公司成功打破国外对巨型工程轮胎的技术垄断。此外，2016 年公司旗下 OTR 产品 MAXAM 品牌轮胎凭借超强的耐久性、载荷能力和使用寿命等优势，成功实现了对世界上最大的建筑工程机械、矿用设备生产厂家之一卡特彼勒的配套，成为卡特彼勒 950GC 机型的主供货商，标志着公司巨胎研发技术得到世界范围内工程机械经销商的认可。

图表51：赛轮配套过的部分非公路轮胎客户、车型和胎型情况

客户名称	部分配套车型	部分配套轮胎类型
卡特彼勒	950GC 机型	MS302、MS405、MS503
北京公交集团	-	-
九龙汽车	新能源公交客车	-
三一重工	SRT95C 矿山车型	MS401
中车时代	公交巴士	S868
神华国际	MT5500 矿用卡车	59/80R63
中国重汽	黄河重卡	S690
徐工集团	-	MS306

来源：公司官网、轮胎世界网、国金证券研究所

发力非公路轮胎市场，持续为众多下游客户进行配套。在产品得到市场认可后，公司旗下的特种轮胎品牌“迈驰”为全球多家设备生产厂商提供配套，产品范围涵盖大型矿用自卸车、建筑工程机械和农林机械等。2019年公司采用59/80R63成功配套中国神华的MT5500矿用卡车，MT5500矿用车是当时世界上装载量最大的矿用车，对轮胎的载重量、散热性和耐扎刺方面都有着很高的要求，此次成功中标更加肯定了公司在巨胎研发方面的实力，同时公司也是国内大型建筑和工程机械制造商徐工集团、三一重工和中国重汽等企业的优质供应商。目前公司的非公路轮胎实际年产能为10万吨，长期总规划产能为35万吨，随着未来产能的逐步释放，在非公路轮胎市场的占有率将进一步扩大，非公路轮胎有望成为公司新的盈利点。

四、“双反”政策落地，公司海外市场优势显著

4.1 终裁税率好于预期，赛轮受影响最小

“双反”政策下轮胎行业贸易摩擦加剧，我国出口美国轮胎数量显著减少，东南亚地区的供应占比提升。我国是主要的轮胎生产国和出口大国，2008年以前我国的轮胎出口数量一直维持着20%左右的高速增长状态，从2002年的1.34亿条增长到2007年的3.26亿条。2008年开始美国和欧盟地区开始对我国进行持续的“双反”调查，受到贸易政策的影响，我国轮胎出口增速显著回落，纵观近几年美国轮胎进口数据，2017-2020年从中国大陆进口的轮胎数量从1200万条持续下降至280万条，从东南亚地区进口的轮胎数量则有所增长。

图表52：欧美对中国及东南亚双反政策整理

案件	时间	事件	结果
非公路轮胎双反案	2007	美国商务部发起对中国非公路轮胎双反调查	
	2008	美国发布双反税令	反倾销税：0%-210.48% 反补贴税：2.45%-14%
	2014	美国日落复审	宣布维持该税率
	2019	美国商务部发布公告	撤销该税率
轿车和轻型卡车轮胎特保案	2009	USW要求美政府对中国涉案轮胎每年2100万条的配额，同年九月终裁	对涉案轮胎连续三年35%，30%，25%的特别关税
	2016	美国启动双反调查	反倾销税：9%-22.57%； 反补贴税：38.61%-65.46%
卡客车轮胎双反案	2017	美国对华双反案裁决，中国胜诉	美国将不对中国卡客车轮胎产品征税，已经征收的保证 金将全额退还
	2018	欧盟针对中国卡客车轮胎（TBR）实施反倾销和反补贴税令	未来5年每条卡客车轮胎需缴42.73-61.76欧元固定税
	2022	5月欧盟普通法院做出一审裁决	撤销欧委会对华卡客车轮胎的反倾销和反补贴税令，并由欧委会及其支持方承担诉讼费用
载重轮胎反倾销案	2015	欧亚经济委员启动反倾销调查	反倾销税：14.79%-35.35%，有效期至2020年12月17日
	2020	欧亚经济委员决定将反倾销措施期限延长	延长至2021年8月
	2014	美国对涉案轮胎启动双反调查	
乘用车和轻卡车轮胎双反案	2015	美国商务部发布终裁结果	反倾销税：14.35%-87.99% 反补贴税：20.73%-100.77%
	2020	USW申请对越南、泰国、台湾、韩国的轮胎双反调查	
	2021	美国宣布双反案终裁结果	

来源：美国商务部、轮胎商务网、国金证券研究所

图表53: 美国乘用车胎进口地区变化情况 (百万条)

进口地区	2017	2018	2019	2020	2021
泰国	34.9	40.4	45.0	43.6	40.1
墨西哥	12.8	12.8	15.9	15.9	24.1
印度尼西亚	17.1	14.4	14.5	14.0	17.2
加拿大	16.2	16.0	15.9	12.9	16.0
韩国	18.6	18.7	19.3	16.9	14.5
越南	8.7	10.9	12.1	13.1	14.3
日本	8.3	8.4	10.7	8.5	10.3
中国台湾	8.9	8.5	9.1	10.1	4.8
中国大陆	12.0	10.3	3.3	2.8	3.4

来源:《中国橡胶》、国金证券研究所

美国“双反”终裁结果落地,公司税率为同行业最低。近几年全球的贸易摩擦仍在继续,2020年5月13日美国USW申请对越南,泰国,韩国及中国台湾地区进行双反调查,进一步限制输美廉价轮胎的数量,同时调查覆盖的区域相比以前也有所扩大,在6月美国商务部投票启动调查。2021年5月25日,美国商务部公布了对泰国、韩国、越南、中国台湾四地双反案的终裁结果:赛轮越南的反倾销税率为0,反补贴税率为6.23%,与初裁结果一致;玲珑泰国的反倾销税率为21.09%,略低于初裁的22.21%;森麒麟泰国的反倾销税率为17.08%,较初裁16.66%略高。对比来看东南亚区域中赛轮越南的双反税率最低,同时公司还在柬埔寨基地有建设规划,随着未来产能的释放,该基地的产品在具备东南亚低成本优势的同时还避免了被征税,综合来看公司产品在出口领域优势明显。

图表54: 美国“双反”税率终裁和终裁结果对比

地区	企业	反倾销初裁	反倾销终裁	反补贴初裁	反补贴终裁	初裁税率合计	终裁税率合计	终裁相对初裁结果变动
越南	锦湖轮胎	0.00%	0.00%	10.08%	7.89%	10.08%	7.89%	-2.19%
	赛轮轮胎	0.00%	0.00%	6.23%	6.23%	6.23%	6.23%	0.00%
	普利司通、建大轮胎、优科豪马	0.00%	0.00%	6.77%	6.46%	6.77%	6.46%	-0.31%
	其他	22.30%	22.30%	6.77%	6.46%	29.07%	28.76%	-0.31%
韩国	韩泰轮胎	38.07%	27.05%	0.00%	0.00%	38.07%	27.05%	-11.02%
	耐克森轮胎	14.24%	14.72%	0.00%	0.00%	14.24%	14.72%	0.48%
	其他	27.81%	21.74%	0.00%	0.00%	27.81%	21.74%	-6.07%
泰国	玲珑轮胎	22.21%	21.09%	0.00%	0.00%	22.21%	21.09%	-1.12%
	住友橡胶	13.25%	14.62%	0.00%	0.00%	13.25%	14.62%	1.37%
	其他	16.66%	17.08%	0.00%	0.00%	16.66%	17.08%	0.42%
中国台湾	正新轮胎	52.42%	20.04%	0.00%	0.00%	52.42%	20.04%	-32.38%
	南港轮胎	98.44%	101.84%	0.00%	0.00%	98.44%	101.84%	3.40%
	其他	88.82%	84.75%	0.00%	0.00%	88.82%	84.75%	-4.07%

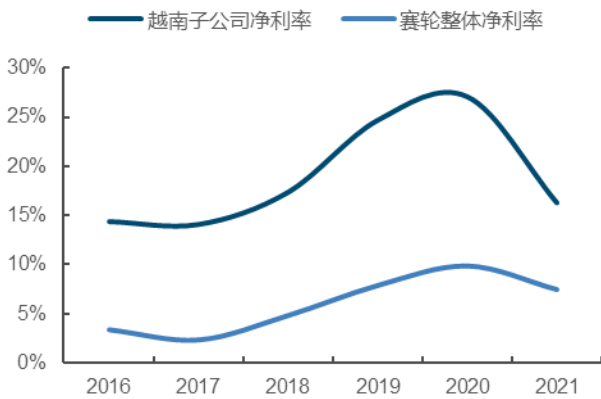
来源:美国商务部、国金证券研究所

4.2 成本优势显著,海外子公司成为盈利增长点

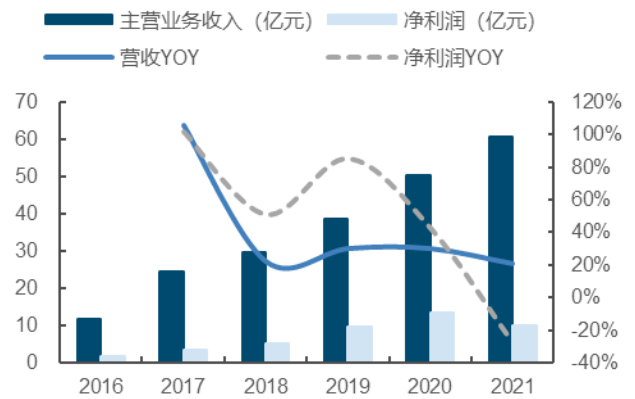
赛轮越南子公司兼具原料、人工和税收优势,盈利能力较强。为保障核心原料天然橡胶的稳定供应,国外龙头企业大多拥有自己的天然橡胶种植园,比如米其林拥有两处橡胶种植园、普利司通也研发出了橡胶种植优化系统。越南作为世界上五大天然橡胶原产地之一,天然橡胶供应充足且人工成本也相对国内更低,公司在越南建有天然橡胶深加工基地,工业园周边有7000公顷橡胶园及相应的橡胶加工厂,可大幅降低采购成本和运输成本。同时越南为了鼓励境外投资项目,对出口生产企业所进口的用于固定资产投资的设备以及原材料,给予全部免关税的政策。公司越南三期目前享有的税收优惠是2021-2027年5%的所得税,2028-2029年10%的所得税,2030年开始按照20%缴税;ACTR项目为赛轮与固铂合资建立的子公司,因此享受越南合资企业的优惠政策,十年内享受17%的优惠税率,前6年2免4减半,优惠期结束后恢复20%的税率。多重优势叠加下,赛轮越南子公司盈利

能力显著高于公司的整体盈利能力，2021年公司整体净利率为7.5%，越南子公司净利率高达16.2%，2021年越南子公司收入占比为33.8%，但净利润占比高达73.5%。

图表55: 赛轮越南子公司盈利能力较强



图表56: 赛轮越南子公司业绩表现 (亿元)



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

海外在建项目丰富，未来业绩有望延续高增长的态势。赛轮在越南的投资始于2012年，最初投入了0.95亿美元建设一期工厂生产半钢子午线轮胎和工程胎，并于2013年投产；随后二期项目也在2014年落地并在2015年投产。过去几年随着产能释放，越南子公司业绩实现了高速增长，营业收入从2015年的11.8亿元增长至2021年的60.8亿元，净利润也从1.7亿元增长至9.9亿元，年均复合增速在40%左右。目前越南基地三期项目在建设，此外在柬埔寨地区的900万条半钢胎和165万条全钢胎项目也在持续推进，预计都会在今年建成投产。对比同类企业，公司未来2年的海外产能扩张幅度较大，且各个基地的“双反”税率优势明显，随着海外产能的陆续释放，将推动公司业绩再次步入高速增长期。

图表57: 国内轮胎企业的海外布局和未来产能预测

公司	产品种类	2021年底产能	在建产能	总规划产能	产能释放预测		双反税率
					2022E	2023E	
赛轮轮胎	全钢胎 (万条/年)	425	265	690	425	690	
	越南	425	100	525	425	525	
	柬埔寨	0	165	165	0	165	
	半钢胎 (万条/年)	1200	1300	2500	1200	2100	
	越南	1200	400	1600	1200	1200	6.23%
	柬埔寨	0	900	900	0	900	0
	非公路轮胎 (万吨/年)	5	5	10	5	10	
玲珑轮胎	全钢胎 (万条/年)	220	160	380	240	300	
	泰国	220	0	220	220	220	
	塞尔维亚	0	160	160	20	80	
	半钢胎 (万条/年)	1500	1200	2700	1500	1700	
	泰国	1500	0	1500	1500	1500	21.09%
	塞尔维亚	0	1200	1200	0	200	0
	非公路胎 (万套/年)	0	0	2	0	0	
森麒麟	全钢胎 (万条/年)	0	200	200	200	200	
	半钢胎 (万条/年)	1000	2400	3400	1300	1600	
	泰国	1000	600	1600	1300	1600	17.08%
	西班牙	0	1200	1200	0	0	0
	摩洛哥	0	600	600	0	0	0

来源: 各公司公告、国金证券研究所 (备注: 玲珑全钢胎中德州和泰国基地达产产能超过设计产能, 这里总规划产能中已达产且超过设计产能的基地按达产产能计算; 非公路轮胎中玲珑产能单位为万套, 赛轮产能单位为万吨, 参考赛轮非公路轮胎的历史生产情况 1 吨对应 3 条左右)

五、盈利预测与投资建议

5.1 核心假设和盈利预测

(1) 销售收入预测：

①半钢胎：国内基地中东营工厂产能可从 2400 万条提升至 2700 万条，扩建预计均可在 2022 年完成；国内潍坊工厂规划 600 万条产能、越南工厂扩建的 400 万条产能和柬埔寨工厂新建的 900 万条产能计划在 2023 年投产；国内董家口工厂 2000 万条新产能仍在规划中，预计在 2025 年投产放量。随着国内外新产能的陆续释放，预计 2022-2024 年可实现收入 86.6、103.7、118.9 亿元。

②全钢胎：国内基地中青岛工厂产能可从 320 万条提升至 350 万条，同时沈阳工厂产能也可从 400 万条提升至 500 万条，两大工厂扩建预计均可在 2022 年完成；国内潍坊工厂规划的 120 万条产能、越南工厂扩建的 100 万条产能和柬埔寨工厂新建的 165 万条产能预计在 2023 年投产；国内董家口工厂 1000 万条新产能仍在规划中，预计建成在 2025 年以后。随着国内外新产能陆续释放，预计 2022-2024 年可收入为 89.2、115.7、139.1 亿元。

③非公路轮胎：青岛工厂在建的 1 万吨产能预计 2022 年投产，技改后新增的 4 万吨产能预计 2023 年投产；海外越南工厂在建的 5 万吨产能预计 2023 年投产，董家口项目仍在规划中，预计一期 5 万吨产能在 2024 年开始放量。考虑到非公路轮胎格局相对较好，产品价格具备支撑，预计 2022-2024 年公司非公路轮胎收入分别为 21.3、30.1、44.8 亿元。

图表58：公司分产品盈利预测和费用假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
半钢胎						
收入 (亿元)	67.6	68.2	71.2	86.6	103.7	118.9
毛利 (亿元)	21.3	22.9	16.5	18.9	23.2	27.2
毛利率	31.4%	33.6%	23.2%	21.8%	22.4%	22.9%
全钢胎						
收入 (亿元)	54.2	58.9	72.1	89.2	115.7	139.1
毛利 (亿元)	13.0	13.2	9.9	11.9	16.9	21.1
毛利率	23.9%	22.4%	13.7%	13.3%	14.6%	15.2%
非公路胎						
收入 (亿元)	11.4	12.2	17.7	21.3	30.1	44.8
毛利 (亿元)	4.3	4.8	5.6	7.6	11.0	16.4
毛利率	37.3%	39.6%	31.9%	35.7%	36.4%	36.5%
其他						
收入 (亿元)	18.1	14.8	19.1	19.5	20.2	21.0
毛利 (亿元)	0.6	1.0	1.9	2.2	1.9	1.9
毛利率	3.5%	7.0%	10.2%	11.5%	9.4%	8.9%
合计						
总收入 (亿元)	151.3	154.0	180.0	216.6	269.7	323.8
YOY	10.5%	1.8%	16.8%	20.3%	24.5%	20.1%
毛利 (亿元)	39.1	41.9	34.0	40.6	53.0	66.6
毛利率	25.9%	27.2%	18.9%	18.7%	19.7%	20.6%
费用假设						
销售费用率	6.7%	5.2%	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%
管理费用率	3.9%	5.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用率	2.1%	2.3%	2.7%	2.7%	2.8%	2.9%
归母净利润 (亿元)	12.0	14.9	13.1	13.2	18.2	25.0
YOY	78.9%	24.8%	-12.0%	0.4%	37.7%	37.6%

来源：Wind、国金证券研究所

(2) 盈利预测：今年以来轮胎行业整体边际向好，核心原料橡胶的价格从 2022 年开始呈现震荡回落趋势，考虑行业供需关系的改善和油价的松动，橡胶价格支撑偏弱，后续价格仍有向下的空间，随着原料压力的缓解，轮胎行业毛利率也将同步向好。同时海运费和订单等逐渐回归常态，叠加公司海外产能和高性能产品占比的提升，预计后续产品综合单价有所提升，毛利率将持续修复。预计 2022-2024 年公司半钢胎毛利率分别为 21.8%、22.4%、22.9%；全钢胎毛利率分别为 13.3%、14.6%、15.2%；非公路轮胎毛利率分别为 35.7%、36.4%、36.5%。

(3) 费用假设：销售费用方面考虑到公司“液体黄金”轮胎产品的推广需求，销售费用率应该会持续提升，预计 2022-2024 年销售费用率分别为 3.8%、3.9%、4%；管理费用率预计维持在 3.2%；研发费用方面考虑到公司对于轮胎材料创新上的持续投入和技术研发优化，研发费用率应该还会呈现出小幅提升的态势，预计 2022-2024 年研发费用率分别为 2.7%、2.8%、2.9%。

5.2 投资建议及估值

赛轮轮胎作为国内头部轮胎企业，内部管理优化落地的同时外部扩张也开始加速，“液体黄金”材料轮胎的验证推广将助力公司提升品牌力，随着新产能的释放和成本端不利影响的逐渐消退，公司实现收入增长的同时盈利能力也将得到修复。基于以上假设，我们预测 2022-2024 年公司可实现营业收入 216.6、269.7、323.8 亿元，归母净利润分别为 13.2、18.2、25.0 亿元，对应的 EPS 分别为 0.43、0.59、0.82 元。

投资建议：选取国内几家头部轮胎企业作为可比公司，2023 年可比公司的 PE 中位数为 18.75。考虑到轮胎行业正处于底部向上的修复期，公司各方面边际改善明显且成长性较强，因此我们给予公司 2023 年 20 倍的 PE，目标价 11.85 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				
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
601966.SH	玲珑轮胎	19.54	1.62	0.57	0.27	0.90	1.50	21.76	63.59	74.72	21.69	13.01
002984.SZ	森麒麟	31.69	1.51	1.16	1.23	2.00	2.68	16.82	30.67	24.98	15.81	11.85
601163.SH	三角轮胎	13.22	1.32	0.75	0.65	1.00	1.26	12.13	18.27	18.78	13.22	10.52
601500.SH	通用股份	4.07	0.10	0.01	0.02	0.14	0.29	56.66	494.44	185.93	28.87	14.02
	中位数							19.29	47.13	49.85	18.75	12.43
601058.SH	赛轮轮胎	10.79	0.55	0.43	0.43	0.59	0.82	10.93	34.51	23.29	18.21	13.24

来源：Wind、国金证券研究所（可比公司 EPS 中森麒麟 2022 年为历史数据，2023-2024 年为国金预测值；其他均为 Wind 一致预测均值，数据截至 2023 年 3 月 31 日收盘）

六、风险提示

- 1、原料价格大幅波动：橡胶、炭黑和钢丝帘线等原材料占据公司生产成本的 70%以上，若这些原料的价格大幅上涨那么公司的产品毛利率会受到影响。
- 2、新产能释放低于预期：公司目前海内外在建项目均较多，若项目受到不可抗力的因素影响，投产进度可能不及预期，将对公司的收入造成影响。
- 3、国际贸易摩擦：公司产品的海外市场主要集中在美国和欧盟等地区，近两年持续的“反倾销、反补贴”等国际贸易摩擦对国内轮胎公司出口造成明显冲击，虽然目前“双反”终裁结果已出，但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。
- 4、“液体黄金”轮胎推广不及预期：目前公司的“液体黄金”材料轮胎仍处于推广阶段，期望能够凭借产品的优异性能去抢占市场，产品虽然节油性能显著具备长期经济性，但由于零售价格相对同类产品高 50%左右，若产品推广和客户导入不顺利会导致销售收入不及预期。
- 5、海运费大幅波动：2021-2022 年海运费经历了暴涨暴跌，对公司的出口销售和产品盈利均造成了较大影响，若后续海运费再次出现大幅波动，公司业绩可能受到影响。
- 6、汇率波动：目前公司 70%以上的产品销售收入和 80%以上的毛利润均源于海外市场，若人民币汇率大幅波动可能对公司收入造成影响。

- 7、 大股东质押：公司实际控制人袁仲雪持有股份（含间接持股）合计 6.5 亿股，占公司总股本的 21.23%，累计质押 3.29 亿股，占其持有的公司股份总数的 50.6%。
- 8、 限售股解禁：2022 年 12 月 16 日公司有 3195 万股属于股权激励的限售股份解禁，占总股本的 1.04%，解禁后若持有人卖出，公司股价会有波动。
- 9、 担保风险：公司及控股子公司预计年度对外担保总额为 217 亿元，截至 2023 年 3 月 15 日实际发生担保额为 157.24 亿元，分别占公司最近一期经审计净资产的 202.23%、146.54%；公司对资产负债率超过 70%的全资子公司实际发生担保额为 67.99 亿元，占公司最近一期经审计净资产的 63.36%。

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)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	15,128	15,405	17,998	21,658	26,970	32,379	货币资金	3,812	4,369	4,841	5,951	5,777	5,535	
增长率		1.8%	16.8%	20.3%	24.5%	20.1%	应收款项	1,842	2,268	2,655	4,115	4,654	5,200	
主营业务成本	-11,216	-11,214	-14,602	-17,598	-21,670	-25,721	存货	2,229	2,656	4,308	4,628	5,521	6,342	
%销售收入	74.1%	72.8%	81.1%	81.3%	80.3%	79.4%	其他流动资产	586	1,012	669	772	837	902	
毛利	3,912	4,191	3,396	4,060	5,301	6,657	流动资产	8,471	10,306	12,472	15,467	16,789	17,980	
%销售收入	25.9%	27.2%	18.9%	18.7%	19.7%	20.6%	%总资产	47.4%	48.9%	47.7%	49.2%	49.6%	50.0%	
营业税金及附加	-74	-59	-49	-65	-81	-97	长期投资	870	992	1,013	1,064	1,064	1,064	
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	7,360	8,126	10,582	12,490	13,529	14,425	
销售费用	-1,014	-796	-674	-823	-1,052	-1,295	%总资产	41.2%	38.6%	40.4%	39.7%	40.0%	40.1%	
%销售收入	6.7%	5.2%	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%	无形资产	851	944	1,152	1,416	1,455	1,479	
管理费用	-592	-790	-572	-693	-863	-1,036	非流动资产	9,407	10,750	13,701	15,968	17,041	17,956	
%销售收入	3.9%	5.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	%总资产	52.6%	51.1%	52.3%	50.8%	50.4%	50.0%	
研发费用	-320	-348	-481	-585	-755	-939	资产总计	17,877	21,056	26,173	31,435	33,831	35,935	
%销售收入	2.1%	2.3%	2.7%	2.7%	2.8%	2.9%	短期借款	4,110	4,514	5,229	6,659	6,191	5,023	
息税前利润 (EBIT)	1,912	2,199	1,620	1,894	2,550	3,290	应付款项	3,988	5,858	6,257	7,326	8,905	10,433	
%销售收入	12.6%	14.3%	9.0%	8.7%	9.5%	10.2%	其他流动负债	369	495	356	613	744	877	
财务费用	-252	-336	-274	-462	-577	-575	流动负债	8,467	10,867	11,841	14,598	15,840	16,333	
%销售收入	-1.7%	-2.2%	-1.5%	-2.1%	-2.1%	-1.8%	长期贷款	1,904	1,203	2,971	4,637	4,637	4,637	
资产减值损失	-401	-142	-89	0	0	0	其他长期负债	97	176	224	201	175	163	
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0	0	负债	10,468	12,246	15,035	19,436	20,652	21,133	
投资收益	51	-11	26	0	0	0	普通股股东权益	7,068	8,462	10,730	11,592	12,772	14,395	
%税前利润	3.9%	n.a	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	2,700	2,699	3,063	3,063	3,063	3,063	
营业利润	1,335	1,754	1,349	1,433	1,973	2,715	未分配利润	2,893	4,000	4,805	5,662	6,842	8,465	
营业利润率	8.8%	11.4%	7.5%	6.6%	7.3%	8.4%	少数股东权益	341	348	407	407	407	407	
营业外收支	-13	-33	32	0	0	0	负债股东权益合计	17,877	21,056	26,173	31,435	33,831	35,935	
税前利润	1,322	1,721	1,381	1,433	1,973	2,715	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	8.7%	11.2%	7.7%	6.6%	7.3%	8.4%	每股指标							
所得税	-131	-200	-39	-115	-158	-217	每股收益	0.443	0.552	0.429	0.430	0.593	0.815	
所得税率	9.9%	11.6%	2.8%	8.0%	8.0%	8.0%	每股净资产	2.617	3.135	3.503	3.784	4.169	4.699	
净利润	1,191	1,521	1,342	1,318	1,815	2,497	每股经营现金净流	0.744	1.268	0.273	0.872	1.372	1.650	
少数股东损益	-4	29	29	0	0	0	每股股利	0.100	0.150	0.150	0.151	0.207	0.285	
归属于母公司的净利润	1,195	1,491	1,313	1,318	1,815	2,497	回报率							
净利率	7.9%	9.7%	7.3%	6.1%	6.7%	7.7%	净资产收益率	16.91%	17.63%	12.24%	11.37%	14.21%	17.35%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.69%	7.08%	5.02%	4.19%	5.37%	6.95%	
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	投入资本收益率	12.80%	13.32%	8.12%	7.46%	9.75%	12.34%	
净利润	1,191	1,521	1,342	1,318	1,815	2,497	增长率							
少数股东损益	-4	29	29	0	0	0	主营业务收入增长率	10.55%	1.83%	16.84%	20.33%	24.53%	20.05%	
非现金支出	1,180	912	1,074	1,285	1,476	1,636	EBIT 增长率	62.04%	15.04%	-26.34%	16.92%	34.61%	29.03%	
非经营收益	196	244	93	576	698	692	净利润增长率	78.88%	24.79%	-11.97%	0.38%	37.73%	37.59%	
营运资金变动	-559	746	-1,672	-507	212	229	总资产增长率	16.94%	17.78%	24.30%	20.10%	7.62%	6.22%	
经营活动现金净流	2,009	3,423	837	2,673	4,202	5,054	资产管理能力							
资本开支	-1,206	-1,535	-2,582	-3,498	-2,550	-2,550	应收账款周转天数	36.6	40.9	43.1	62.0	56.0	52.0	
投资	-159	-388	91	-101	0	0	存货周转天数	73.2	79.5	87.0	96.0	93.0	90.0	
其他	2	-27	9	0	0	0	应付账款周转天数	55.4	57.9	68.9	74.0	72.0	70.0	
投资活动现金净流	-1,363	-1,950	-2,482	-3,599	-2,550	-2,550	固定资产周转天数	154.6	174.2	185.3	160.9	127.0	102.4	
股权募资	605	1	1,249	5	0	0	偿债能力							
债权募资	1,286	-293	2,359	3,086	-477	-1,168	净负债/股东权益	26.19%	10.32%	29.26%	43.28%	37.19%	26.85%	
其他	-1,306	-1,423	-1,461	-1,035	-1,333	-1,566	EBIT 利息保障倍数	7.6	6.5	5.9	4.1	4.4	5.7	
筹资活动现金净流	584	-1,716	2,147	2,056	-1,811	-2,735	资产负债率	58.55%	58.16%	57.45%	61.83%	61.04%	58.81%	
现金净流量	1,262	-332	494	1,130	-159	-230								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

投资评级的说明：

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

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402