

赛轮轮胎 (601058.SH) 公司掌舵人确定，轮胎战舰再度起航角逐万亿赛道

2021年05月08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 (联系人)

张晓锋 (联系人)

jinyiteng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

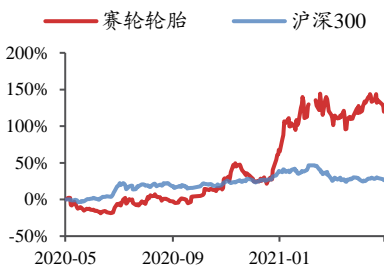
证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790120010015

证书编号: S0790120080059

日期	2021/5/7
当前股价(元)	9.45
一年最高最低(元)	10.87/3.46
总市值(亿元)	289.56
流通市值(亿元)	241.82
总股本(亿股)	30.64
流通股本(亿股)	25.59
近3个月换手率(%)	86.82

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● **公司深耕轮胎行业二十载，产能释放稳步推进，首次覆盖给予“买入”评级**
公司作为国内轮胎行业龙头潜心深耕20年，目前国内外产能建设同时发力，产能扩张再提速。随着公司沈阳、潍坊、柬埔寨、越南项目的陆续投产，我们预计2023年公司 will 拥有约8,260万条设计产能，较2020年约提升69%。我们认为，公司已经开启新一轮产能扩张期，业绩有望实现高速增长；公司实控人和董事长合一，利好公司长远发展和估值修复。我们预测公司2021-2023年归母净利润为20.90亿元、27.73亿元、31.88亿元，EPS分别为0.68、0.90、1.04元/股，当前股价对应2021-2023年PE为13.9、10.4、9.1倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● **董事长袁仲雪终成实控人，引领公司开启新一轮产能扩张，角逐万亿赛道**
袁仲雪作为掌舵人将带领公司角逐全球市场万亿赛道。2021年3月公司定增获批，董事长袁仲雪在定增完成后成为公司实际控制人，新华联持股比例下降至12.32%，目前袁仲雪拥有表决权的股份总计27.06%，对公司控制权进一步加强，利好公司长远发展，我们看好公司将迎估值修复。据Tire Business数据，2019年全球轮胎行业销售额约为1666亿美元，约折合人民币一万亿市场规模，未来公司将在潍坊、柬埔寨、越南等地投建新项目，我们预计2020-2023年公司净利润将保持30%左右的年均复合增速，2022-2023年公司利润体量有望实现翻倍。

● **公司背靠怡维怡拥有强大的研发实力，“双反”初裁税率具有明显竞争优势**
公司潜心研制非公路轮胎十余年，产品得到客户广泛认可，已成为卡特彼勒的配套供应商。如今公司已布局青岛、越南共16万吨的设计产能且放量在即，耕耘多年终迎收获期。公司背靠怡维怡橡胶研究院，拥有强大的研发实力，自主研发的“液体黄金”炼胶技术打破“魔鬼三角”定律，未来将逐步放量并应用于轮胎批量生产。在“双反”初裁中，公司的反补贴税率为6.23%，反倾销税率为0%，大幅低于其他企业税率。我们坚定看好，未来公司在全球竞争中将凭借过硬的研发实力、优异的品牌推广和全球化的销售渠道脱颖而出。

● **风险提示:** 产能释放不及预期、下游需求萎靡、“双反”等贸易摩擦加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,128	15,405	20,168	26,793	30,628
YOY(%)	10.5	1.8	30.9	32.9	14.3
归母净利润(百万元)	1,195	1,491	2,090	2,773	3,188
YOY(%)	78.9	24.8	40.1	32.6	15.0
毛利率(%)	25.9	27.2	26.2	27.4	27.7
净利率(%)	7.9	9.7	10.4	10.3	10.4
ROE(%)	16.1	17.3	20.0	21.5	20.2
EPS(摊薄/元)	0.39	0.49	0.68	0.90	1.04
P/E(倍)	24.2	19.4	13.9	10.4	9.1
P/B(倍)	4.1	3.4	2.9	2.3	1.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 耕耘轮胎二十载，始终坚守初心	4
1.1、 公司深耕轮胎行业二十年，始终坚持初心做一条好轮胎.....	4
1.2、 公司董事长袁仲雪终成实际控制人，公司治理结构进一步优化.....	5
1.3、 公司 2015-2020 年归母净利润年均复合增速高达 50%，彰显高速增长性	6
1.4、 公司积极布局海外，扩张步伐再度提速.....	8
2、 轮胎替换市场潜力十足，国产轮胎强势崛起.....	9
2.1、 需求端：国内轮胎替换市场需求潜力十足.....	9
2.1.1、 配套市场：目前全球汽车产销进入低增长期，配套市场需求上行或受阻	10
2.1.2、 替换市场：替换胎市场和汽车保有量密切相关，国内市场仍有广阔增长空间	11
2.2、 供给端：国际龙头恒强，中国轮胎崛起之势已现.....	13
2.2.1、 全球：国际龙头份额下降，中国品牌强势崛起.....	13
2.2.2、 国内：头部轮胎企业扩大优势，行业集中度有望提高.....	14
2.3、 国内新能源车起步早发展快，国内轮胎品牌有望切入中高端市场	17
2.4、 成本端：原材料是控制轮胎成本的关键.....	19
3、 公司掌舵人尘埃落定，轮胎战舰再度扬帆远航征战万亿赛道.....	21
3.1、 股权变更尘埃落定，袁仲雪成公司掌舵人.....	21
3.2、 公司国内+海外产能双加码，2023 年公司将实现轮胎产能 8000+万条	22
3.3、 销售网络遍布欧美亚非，公司实现全球产业布局.....	23
3.3.1、 公司全球化运营优势明显，北美销售渠道表现突出	23
3.3.2、 公司高瞻远瞩布局越南基地，越南工厂在“双反”中受影响最低	24
4、 非公路轮胎+独家“液体黄金”技术，强大研发实力驱动公司差异化发展	26
4.1、 公司深耕多年非公路轮胎，收获期如期而至.....	26
4.2、 公司背靠怡维怡橡胶研究院，成功开发“液体黄金”打破“魔鬼三角”.....	28
4.3、 公司坚持品牌营销投入，品牌溢价日益增长.....	30
5、 盈利预测与投资建议	31
6、 风险提示	32
附：财务预测摘要.....	33

图表目录

图 1： 二十年稳扎稳打，成就国内轮胎龙头企业.....	4
图 2： 董事长袁仲雪作为实际控制人对公司控制权进一步加强.....	5
图 3： 2015-2020 年公司营收年均复合增速为 9.54%	6
图 4： 2015-2020 年归母净利润年均复合增速为 50.52%	6
图 5： 2020 年轮胎产品营收占比为九成（单位：亿元）	7
图 6： 公司轮胎产品毛利率受原材料价格影响波动.....	7
图 7： 2015 年至今海外业务是公司主要的利润来源.....	7
图 8： 2015 年后公司期间费用率进入下行通道.....	8
图 9： 公司扩张计划持续推进，预计至 2023 年底年产能有望超 8000 万条.....	9
图 10： 斜交胎胎体帘线层与层之间呈交叉排列.....	10
图 11： 子午线轮胎的帘线与外胎断面接近平行.....	10
图 12： 2015-2020 年替换胎市场占比保持在七成以上	10
图 13： 2020 年乘用车和轻卡替换车胎为轮胎主要市场.....	10

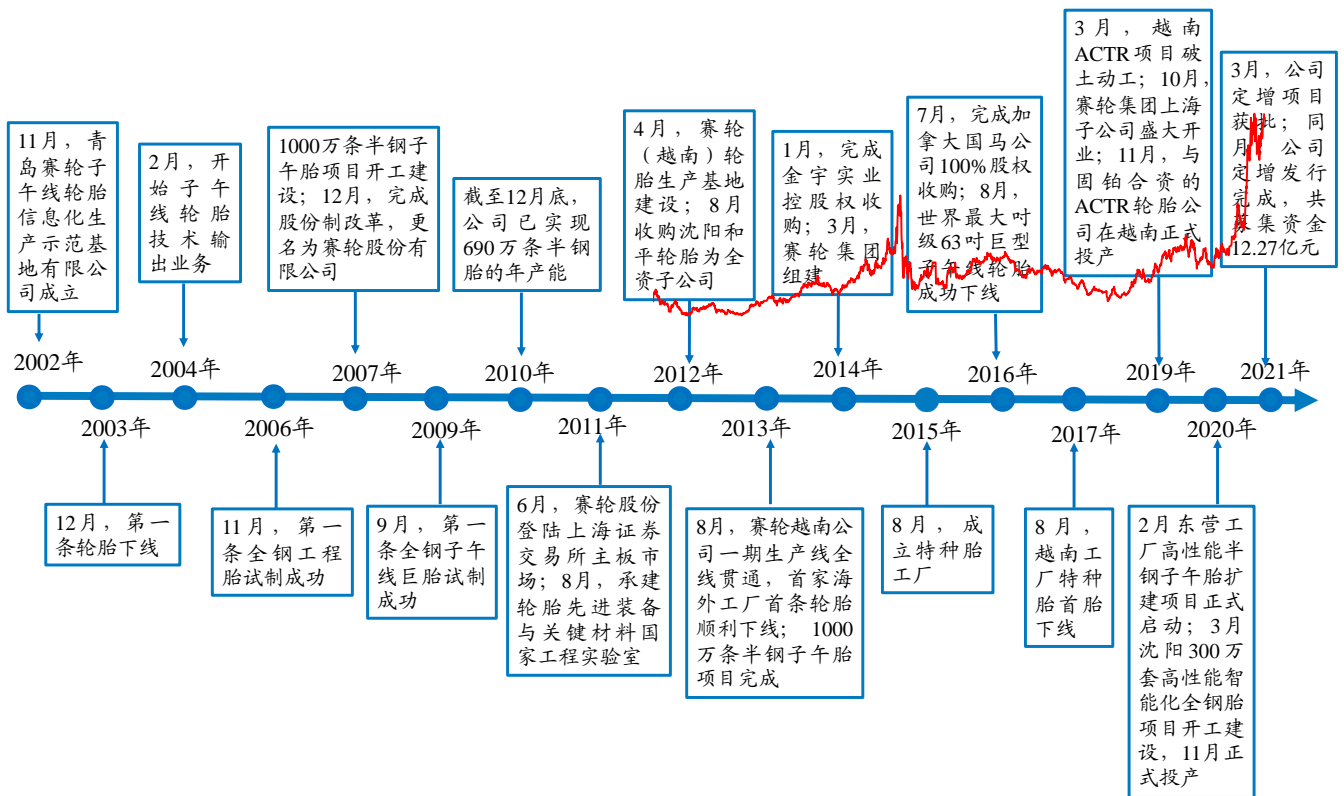
图 14:	2018 年起全球汽车产量出现下滑	11
图 15:	2018 年起中国汽车产量连续三年负增长.....	11
图 16:	2010 年起全球汽车保有量逐年提高.....	11
图 17:	我国汽车千人保有量仍与发达国家有较大差距.....	12
图 18:	我国千人汽车保有量仍与发达国家有较大差距.....	12
图 19:	替换胎市场需求总体呈上涨趋势（单位：亿条）	13
图 20:	全球轮胎企业分为四个梯队	13
图 21:	近 20 年全球 CR3、CR5 的市场份额呈下行趋势	14
图 22:	75 强中的中国大陆轮胎企业市场份额波动上升.....	14
图 23:	近几年中国轮胎行业开工率基本处于 70%-80%之间.....	15
图 24:	国内 TOP5 轮胎企业市占率优势明显	15
图 25:	国产品牌轮胎与一线品牌同型号轮胎价格差距较大.....	18
图 26:	2020 年国内新能源车产销量创历史新高.....	18
图 27:	原材料成本占轮胎成本的 81%	19
图 28:	天然橡胶和合成橡胶为轮胎最重要的原材料.....	19
图 29:	3 月天然胶和合成胶价格进入波动下降阶段.....	20
图 30:	4 月炭黑价格在连续拉高后开始下降.....	20
图 31:	2021 年董事长袁仲雪终成公司实际控制人.....	22
图 32:	公司具有国际化运营优势	24
图 33:	赛轮越南自实现盈利以来盈利能力保持强劲的增长态势.....	25
图 34:	海外天然橡胶采购成本更低（单位：万元/吨）	25
图 35:	越南人工成本较低（以下列举为最低工资水平）	25
图 36:	2022 年全球 OTR 市场价值或将超过 300 亿美元.....	27
图 37:	2021 年采矿业固定资产投资完成额累计同比转正.....	27
图 38:	2021 年 4 月起采矿业产能利用率开始恢复.....	27
图 39:	公司于 2016 年下线世界最大 63 寸巨型子午胎.....	28
图 40:	2020 年青岛创新节上公司展示自产巨胎.....	28
图 41:	滚动阻力、湿地控制、耐磨性为轮胎“魔鬼三角”	29
表 1:	公司专注于全钢载重子午胎、半钢子午胎和工程子午胎等产品.....	5
表 2:	公司已开启新一轮产能扩张期	8
表 3:	国内头部轮胎企业扩产提速	16
表 4:	国内头部轮胎企业率先布局绿色低碳.....	16
表 5:	2020 年 8 家轮胎品牌入选中国 500 最具价值品牌.....	17
表 6:	我们预计公司 2023 年底轮胎年产能将超 8000 万条.....	23
表 7:	美国“双反”初裁中，针对赛轮轮胎的税率最低.....	26
表 8:	“液体黄金”可从低滚阻、抗湿滑、耐磨三方面改善轮胎性能	30
表 9:	公司积极进行多方位品牌营销	30
表 10:	公司业绩拆分与盈利预测	31
表 11:	可比公司盈利预测与估值.....	32

1、耕耘轮胎二十载，始终坚守初心

1.1、公司深耕轮胎行业二十年，始终坚持初心做一条好轮胎

赛轮集团股份有限公司（以下简称“赛轮轮胎”或“公司”）前身为青岛赛轮子午线轮胎信息化生产示范基地有限公司，成立于2002年，是国家橡胶与轮胎工程技术研究中心科研示范基地，同时也是国内首家集新材料、新技术、新装备、新工艺、新管理模式于一体的信息化生产示范基地。2003年公司第一条轮胎下线，2006年公司第一条全钢工程胎试制成功。根据招股说明书，2007年公司开始新建1,000万条半钢子午胎项目，2008年底公司实现年产150万条的生产能力，2009年底公司达到了年产510万条的半钢子午胎生产能力，同年公司第一条全钢子午线巨胎试制成功。公司于2011年6月登陆资本市场，是中国首家A股上市民营轮胎企业。

图1：二十年稳扎稳打，成就国内轮胎龙头企业



资料来源：公司官网、招股说明书、开源证券研究所

公司近20年来始终秉承着“做一条好轮胎”的使命，专注全钢载重子午胎、半钢子午胎和工程子午胎的研发、制造和销售。公司目前主要产品包括全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎、非公路轮胎等，广泛应用于轿车、轻型载重汽车、大型客车等领域；循环利用产品主要包括翻新轮胎、胎面胶、胶粉、钢丝等，分别用于轮胎替换、旧轮胎翻新、再生制造、钢材生产等领域。

表1: 公司专注于全钢载重子午胎、半钢子午胎和工程子午胎等产品

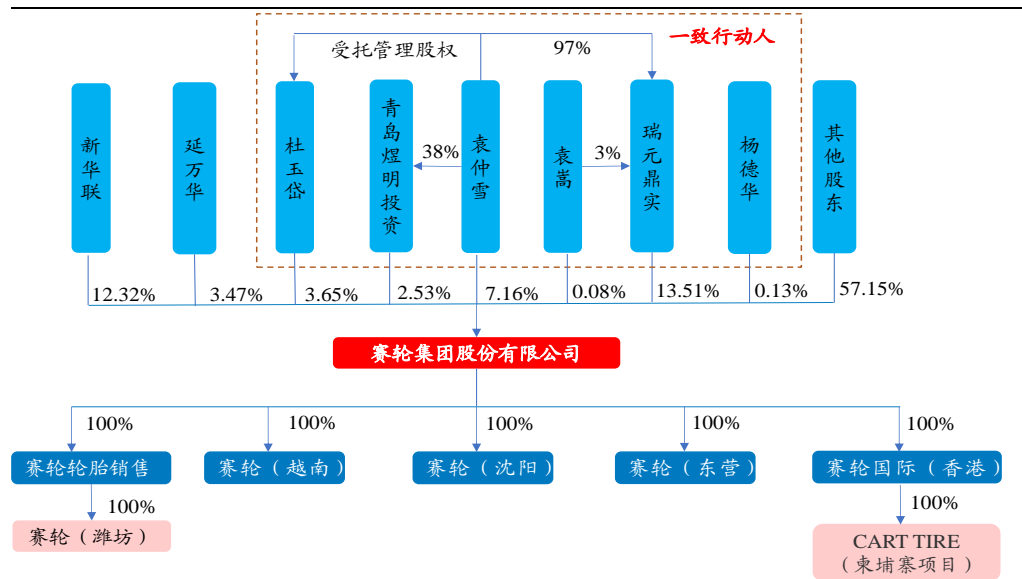
产品类别	图例	产品系列	用途
全钢载重子午线轮胎		长途耐磨系列、中长途耐磨系列、中长途载重系列、中短途载重系列、客车系列等	主要用于大型客车、货车的配用及替换
半钢子午线轮胎		轿车系列、SUV系列、补气保用系列、LTR系列、冬季系列、赛车系列等	主要用于轿车、越野车、轻型载重汽车及小吨位拖挂车上轮胎的配用及替换
非公路轮胎		工矿系列、建筑工程系列、农机具系列、林业机械系列等	主要用于矿山、雪地、码头、装载等车辆上轮胎的配用及替换

资料来源: 公司官网、招股说明书、开源证券研究所

1.2、公司董事长袁仲雪终成实际控制人，公司治理结构进一步优化

公司定增获批，董事长袁仲雪成为实际控制人。2021年3月8日，公司非公开发行股票申请获批。本次发行面向袁仲雪和瑞元鼎实2名投资者共发行4.09亿股，其中袁仲雪认购0.2亿股，认购比例4.95%；瑞元鼎实认购3.89亿股，认购比例95.05%。本次发行完成后，瑞元鼎实持股13.51%，为公司第一大股东，袁仲雪对瑞元鼎实持股97%，袁嵩（袁仲雪之子）持股3%；新华联持股比例下降至12.32%。目前，袁仲雪拥有表决权的股份总计**27.06%**：（1）袁仲雪直接持股7.16%；（2）一致行动人瑞元鼎实持股13.51%；（3）一致行动人煜明投资持股2.53%；（4）一致行动人杨德华（袁仲雪配偶）直接持股0.13%，（5）一致行动人袁嵩直接持股0.08%，（6）袁仲雪受托管理杜玉岱持股3.65%。袁仲雪对公司的控制权进一步加强，同时董事长职位和实际控制权的统一将有助于公司扩张计划的贯彻落实，进一步提高公司竞争力，有利于修复公司估值。

图2: 董事长袁仲雪作为实际控制人对公司控制权进一步加强

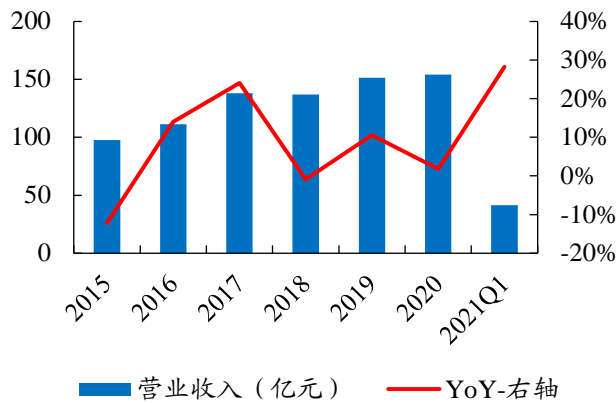


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

1.3、公司 2015-2020 年归母净利润年均复合增速高达 50%，彰显高速增长性

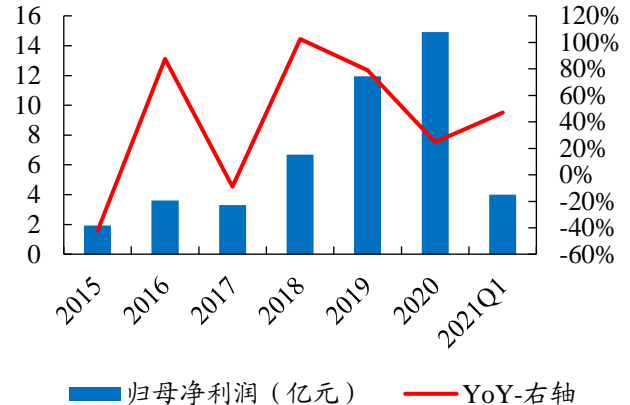
2015-2020 年公司营业收入和归母净利润均实现大幅飞跃，年均复合增速分别高达 9.54%、50.52%。2017 年公司营收为 138.07 亿元，同比增长 24.02%，归母净利润为 3.3 亿元，同比下滑 8.93%，主要是因为原材料涨价引起生产成本增加。2018 年，公司营业收入为 136.85 亿元，同比微降 0.88%，但受益于轮胎原材料价格走低，公司归母净利润为 6.68 亿元，同比高增 102.54%。2020 年公司实现营收 154.05 亿元，同比微增 1.83%，主要是 2020 年上半年受疫情影响，产销增速有所放缓，但 2020 年下半年已快速恢复；归母净利润为 14.91 亿元，同比增长 24.79%，在充满挑战的 2020 年公司交上了满意的答卷。2021Q1 公司实现营业收入 41.49 亿元，同比增长 28.20%，归母净利润为 4 亿元，同比增长 47.10%。2015-2020 年间，公司业绩在原材料价格影响下有所波动，但总体呈现高速增长态势，尤其是归母净利润从 2015 年的 1.93 亿元快速增长到 2020 年的 14.91 亿元，年均复合增速高达 50.52%。

图3: 2015-2020 年公司营收年均复合增速为 9.54%



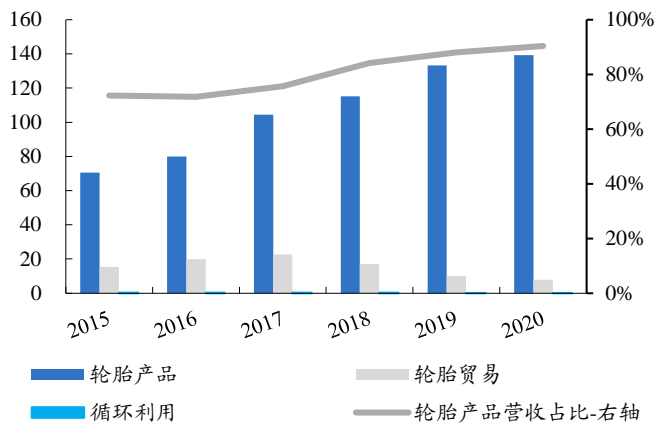
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2015-2020 年归母净利润年均复合增速为 50.52%

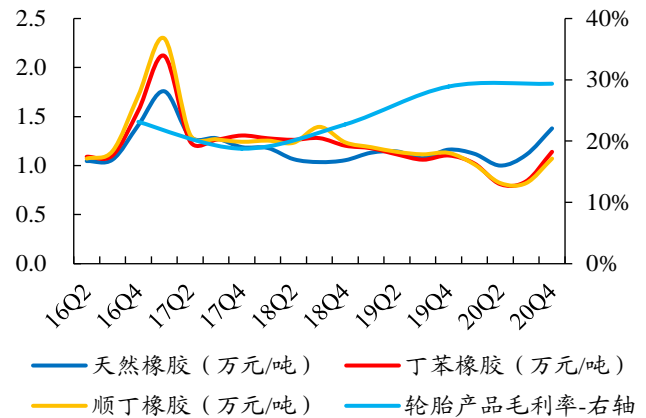


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司轮胎业务实现量利提升，贡献营收七成以上。2015-2020 年间，公司积极布局，目前拥有青岛、东营、沈阳、越南四大生产基地，2020 年公司轮胎产销量分别为 4,260/4,155 万条，相较于 2015 年 2,582/2,539 万条大幅增长 65%/64%，年销量复合增长率达为 10.35%。2018 年-2020 年，受益于天然橡胶、合成橡胶价格长期处于低位，加上公司越南工厂进入业绩释放期，公司轮胎产品毛利率从 2018 年的 22.70% 快速提升至 2020 年的 29.35%，盈利能力快速提升。2015-2020 年，公司轮胎产品实现量利双升，2020 年轮胎产品营业收入占总营收比例达到 90.42%，其余为轮胎贸易、原材料贸易等其他业务收入。

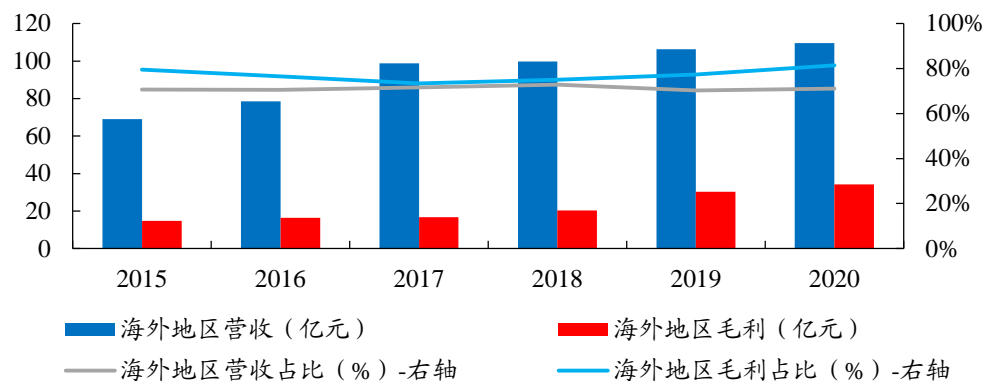
图5：2020年轮胎产品营收占比为九成（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司轮胎产品毛利率受原材料价格影响波动


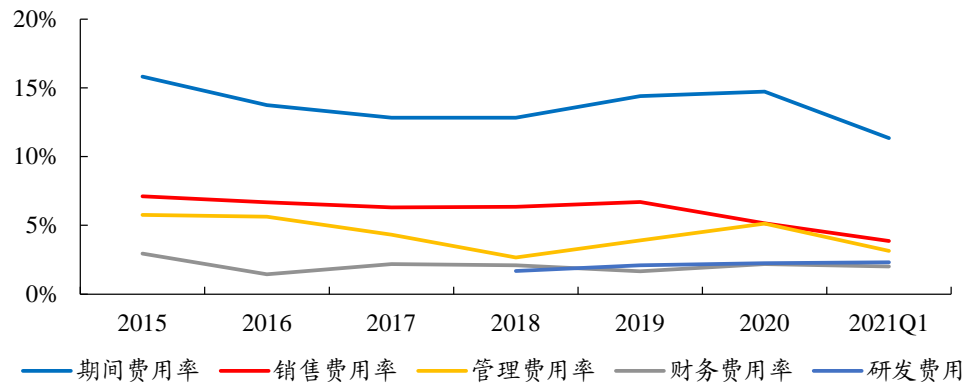
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

公司坚持全球化发展战略，海外地区营收、毛利均占比保持70%以上。公司自成立以来就重视国际化运营，并不断健全和完善全球化营销体系和网络，目前已形成了以北美、亚洲、欧洲等地的销售公司和服务中心为重点的全球营销体系。由于北美和欧洲是全球轮胎的主要消费市场，公司近年海外业务快速发展。2020年，公司海外业务营收达到109.61亿元，在公司总营收中占比达71.15%，海外业务毛利为34.15亿元，在公司总毛利中占比为81.48%。2015-2020年，公司海外营收不断攀升，年均复合增长率达9.68%，营收和毛利占比始终保持在70%以上，是公司主要的利润来源。

图7：2015年至今海外业务是公司主要的利润来源


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司期间费用率整体呈下行趋势，成本控制能力有所提升。2015-2020年，公司期间费用率进入下行通道，特别是2017年，期间费用率从2015年的15.82%降至12.82%，下降3pcts，其中管理费用率优化最为明显，从2015年的5.76%下降至4.32%，下降1.44pcts，这主要得益于公司依靠信息化手段提高了公司管理的效率，为公司运营提供了较大的支持。2019年和2020年，公司期间费用率微增主要是因为公司进行了股权激励并加大了研发投入。2020年，公司期间费用率为14.73%，其中管理费用率为5.12%，较2019年增长1.2pcts；研发费用率为2.26%，较2019年增长0.15pcts。我们认为公司对成本的控制能力在逐步增强，费用率控制得当，这也为公司的盈利能力打下了坚实的基础。

图8: 2015年后公司期间费用率进入下行通道


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.4、公司积极布局海外，扩张步伐再度提速

截至2021年4月，公司拥有青岛、东营、沈阳及越南四大轮胎生产基地，另有潍坊、柬埔寨生产基地在建。根据2020年年报数据，2020年公司全钢子午线轮胎设计产能为1380万条/年，实际达产产能750万条/年；半钢子午线轮胎设计产能为6,400万条/年，实际达产产能4,150万条/年；非公路轮胎设计产能为16万吨/年，实际达产产能7.3万吨/年。另有在建和待释放全钢胎产能共计640万条（越南合资工厂120万条+沈阳工厂300万条+越南三期100万条+潍坊120万条），在建和待释放半钢胎产能共计2,250万条（东营650万条+越南三期500万条+潍坊600万条+柬埔寨500万条），在建和待释放非公路胎产能约8.7万吨（青岛2.3万吨+越南三期6.4万吨）。随着上述在建项目的投产和产能陆续释放，我们预计，2021年底公司将实现约5,540万条轮胎产能：全钢胎产能约1,040万条、半钢胎约4,500万条和非公路胎约9万吨。

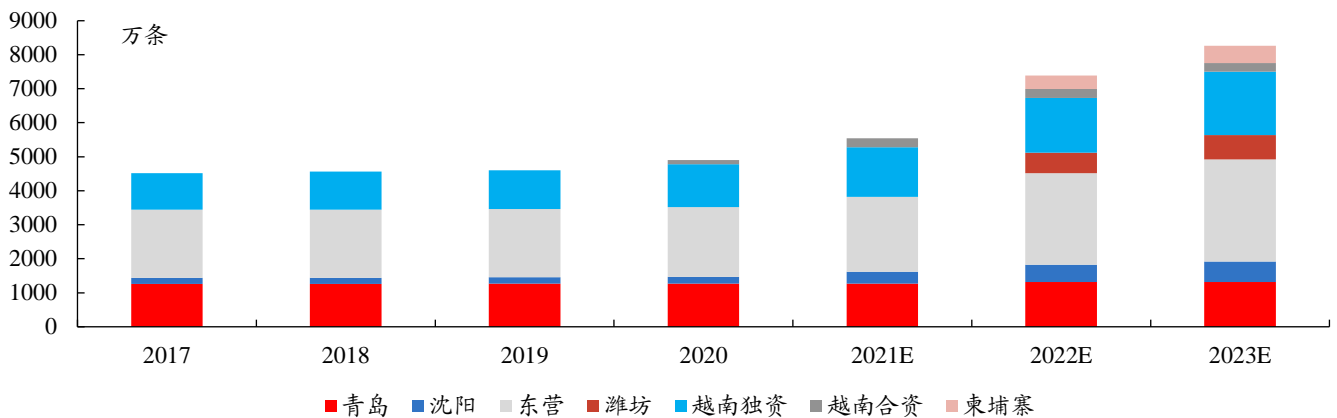
公司第二个海外工厂落子柬埔寨，扩张步伐再度提速。2021年第一季度，公司陆续发布三条对外投资公告，宣布将投资约30亿元用于“赛轮（越南）年产300万条半钢子午线轮胎、100万条全钢子午线轮胎及5万吨非公路轮胎项目”；投资约7亿元用于“赛轮（潍坊）年产120万套高性能全钢载重子午线轮胎和600万套高性能半钢子午线轮胎项目”；投资约12亿元用于“柬埔寨年产500万条半钢子午线轮胎项目”，项目建设期初步预计分别为36个月（越南）、8个月（潍坊）、24个月（柬埔寨）。随着上述建设项目的快速推进，我们预计2023年底公司将会拥有约8,260万条轮胎产能：全钢胎产能约1,560万条、半钢胎约6,700和非公路胎约16万吨，产能较2020年产能将提升约68.57%。继越南后，公司再次布局海外、选址柬埔寨建厂，凭借当地得天独厚的原材料资源和低廉的人工成本，公司业绩有望迈上新台阶。

表2: 公司已开启新一轮产能扩张期

产品分类	生产基地	2020年设计产能	2020实际达产产能	在建产能	2021年预计实现产能	2022年预计实现产能	2023年预计实现产能
全钢轮胎 (万条/年)	青岛	260	270		270	320	320
	沈阳	500	200	300	350	500	600
	越南合资 ACTR	240	120	120	260	260	260
	越南独资	260	160	100	160	210	260

产品分类	生产基地	2020年设计产能	2020实际达产产能	在建产能	2021年预计实现产能	2022年预计实现产能	2023年预计实现产能
	潍坊	120		120		120	120
合计		1380	750	640	1040	1410	1560
半钢轮胎 (万条/年)	青岛	1000	1000		1000	1000	1000
	东营	2700	2050	650	2200	2700	3000
	越南独资	1600	1100	500	1300	1400	1600
	柬埔寨	500		500		400	500
	潍坊	600		600		600	600
	合计		6400	4150	2250	4500	6100
非公路胎 (万吨/年)	青岛	6	3.7	2.3	4	6	6
	越南	10	3.6	6.4	5	7	10
	合计		16	7.3	8.7	9	13

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：公司扩张计划持续推进，预计至2023年底年产能有望超8000万条


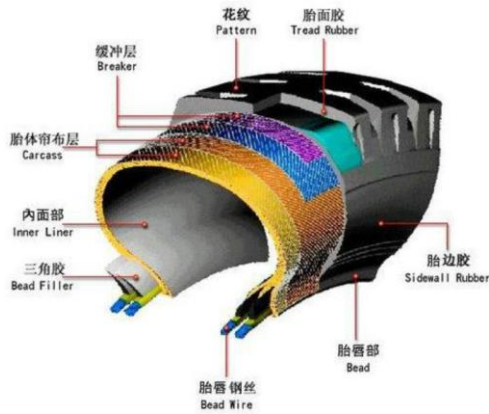
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、轮胎替换市场潜力十足，国产轮胎强势崛起

2.1、需求端：国内轮胎替换市场需求潜力十足

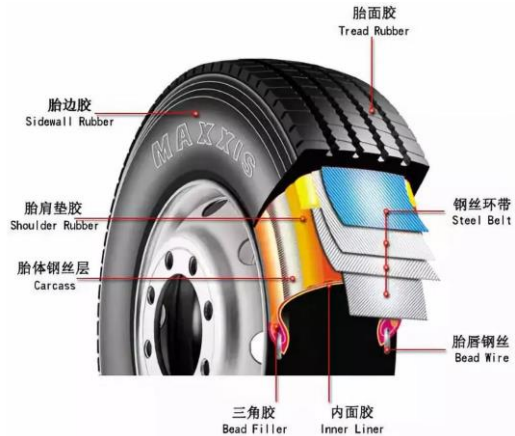
根据轮胎结构的不同，轮胎可分为斜交线轮胎和子午线轮胎。子午线轮胎和斜交轮胎的最大区别在于帘线排列方式不同，斜交线轮胎属于早期的轮胎品种，其胎体帘线层与层之间呈交叉排列；而子午线轮胎的帘线与外胎断面接近平行，像地球子午线一样排列，帘线角度一般为 0° 。斜交线轮胎存在耗油量大、耐磨性低、寿命短等缺点，而子午线轮胎具有节能、高速行驶时安全性和舒适性好、耐用等优越性，因此现在大部分乘用车轮胎为子午线轮胎。子午线轮胎又分为全钢子午线轮胎和半钢子午线轮胎，高速性能好、重量轻、气密性好的半钢子午线轮胎主要用于乘用车和轻卡；全钢子午线轮胎载重能力更强，大部分用于载重商用车。

图10: 斜交胎胎体帘线层与层之间呈交叉排列



资料来源: 招股说明书

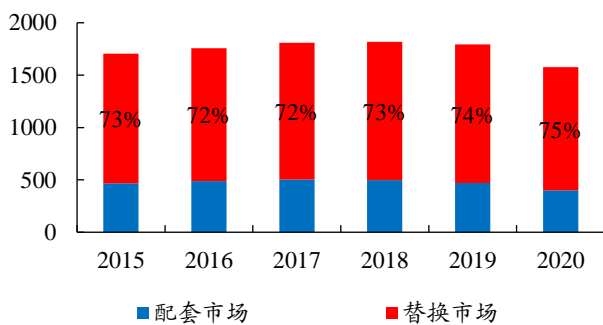
图11: 子午线轮胎的帘线与外胎断面接近平行



资料来源: 招股说明书

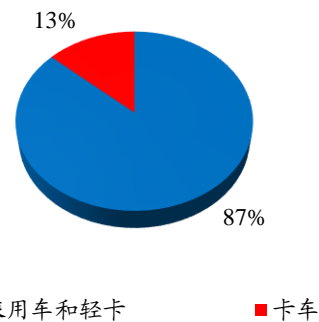
轮胎市场按需求可分为**配套市场和替换市场**。配套市场，即配套新产的汽车，其需求量主要取决于下游车企的产量；替换市场指用于替换旧胎的轮胎需求，其需求量主要取决于目前的汽车保有量和轮胎的替换频率。**全球替换胎销量占比提高，替换胎市场逐渐成为各大轮胎品牌的主战场**。据米其林年报数据，2015-2020 年全球轮胎销量分别为 17.05/17.58/18.09/18.22/17.93/15.77 亿条，其中替换胎销量分别为 12.37/12.69/13.09/13.23/13.24/11.78 亿条，**替换胎销量占比始终保持在七成以上并逐步提高，2020 年替换胎销量占比高达 75%**。2020 年，在替换市场中，乘用车胎和轻卡胎销量为 10.20 亿条，占替换胎市场销量的 86.57%，占轮胎总销量的 64.68%。随着替换胎市场在全球轮胎市场中的重要性逐渐凸显，替换胎市场已成为各大品牌的必争之地。

图12: 2015-2020 年替换胎市场占比保持在七成以上



数据来源: 米其林年报、开源证券研究所

图13: 2020 年乘用车和轻卡替换车胎为轮胎主要市场



数据来源: 米其林年报、开源证券研究所

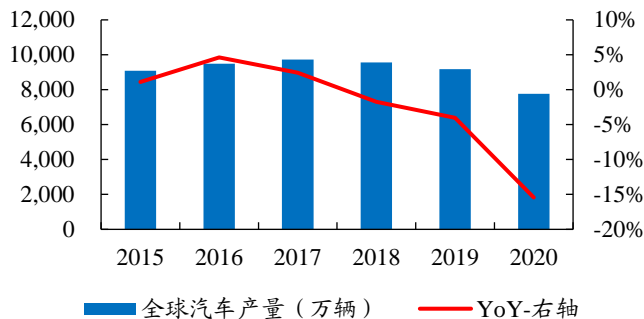
2.1.1、配套市场: 目前全球汽车产销进入低增长期, 配套市场需求上行或受阻

中国已经成为全球最大的汽车产销市场。随着经济全球化发展，全球汽车制造业逐步从欧美发达国家向亚太、南非等发展中国家转移。中国逐步完善的基础设施为汽车工业发展创造了有利条件。2009 年中国汽车以产销 1,360 万辆登顶全球首位，中国已经成为全球最大的汽车产销市场。近几年，受主力消费地区中国市场产销低迷的影响，全球汽车销量增速于 2018 年进入负增长期。据 OICA 数据，2017-2019 年，全球汽车产量为 9,730.25/9,563.46/9,178.69 万辆，同比+2.45%/-1.71%/-4.02%；其中中国市场产量为 2,901.54/2,780.92/2,572.07 万辆，同比+3.19%/-4.16%/-7.51%。2020

年全球汽车市场受疫情影响，产量下滑幅度较大，全年产量为 7,762.16 万辆，同比下降 15.4%；中国市场因疫情较早得到控制，产量同比好于全球，全年产量为 2,522.52 万辆，同比仅下降 1.9%。

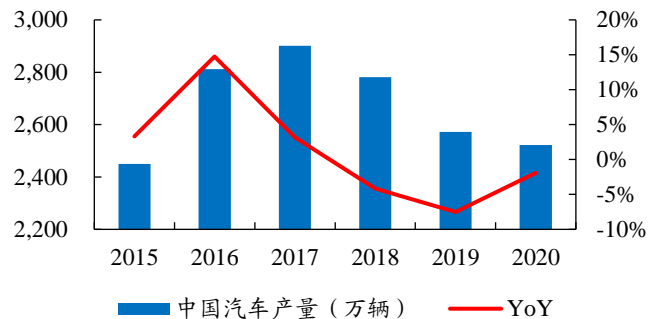
全球汽车产销进入低增长时期，配套胎市场增量或受限。自 21 世纪开始，全球汽车产销量迈入高速发展轨道，汽车保有量不断提升，汽车产销基数已经达到较高水平，汽车的产销或将进入一个短暂的调整期。从中国来看，我国经济从高速发展逐渐转到中高速发展，同时车辆购置税减半政策逐渐退出市场，消费者的购车意愿较低。2018 年 10 月 21 日，工信部副部长辛国斌表示汽车产销高速增长的时期已过去，低增长或是未来发展的常态。我们认为，中国作为全球最大的汽车产销市场，对全球汽车产销量影响重大。受中国汽车产销低增长影响，全球汽车产销或进入低速发展期，对应的轮胎配套市场未来增量有限且强依赖于汽车产销市场的复苏。

图14: 2018年起全球汽车产量出现下滑



数据来源: OICA、开源证券研究所

图15: 2018年起中国汽车产量连续三年负增长

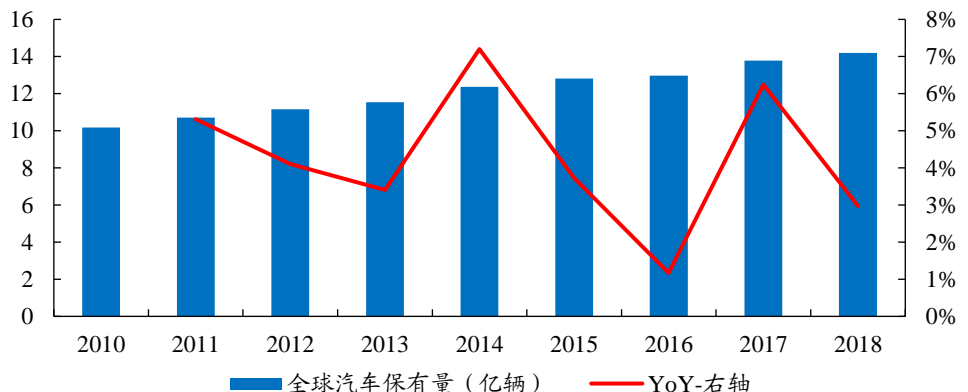


数据来源: OICA、开源证券研究所

2.1.2、替换市场: 替换胎市场和汽车保有量密切相关, 国内市场仍有广阔增长空间

逐年增长的汽车保有量为替换胎市场保驾护航。2018年起, 尽管受全球宏观经济增速放缓的影响, 全球汽车市场低迷, 汽车产销量自2018年起连续三年出现负增长, 但是2010-2018年全球汽车保有量仍持续增长。2010年全球汽车保有量为10.17亿辆, 至2018年已增长至14.19亿辆, 年均复合增速为4.25%, 不断增长的汽车保有量是替换胎市场的需求有力保障。

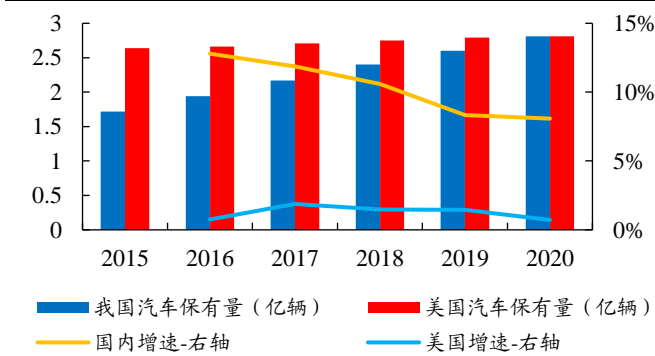
图16: 2010年起全球汽车保有量逐年提高



数据来源: 前瞻产业研究院、OICA、开源证券研究所

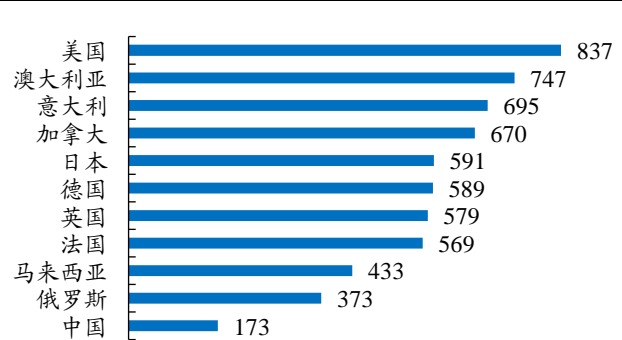
我国汽车保有量仍有较大增长空间。据中汽协数据，2020年我国汽车产销分别完成2,522.5万辆和2,531.1万辆，连续十二年蝉联世界第一。据公安部和 Statista 的数据，2015-2019年中美两国汽车保有量的差距在逐步缩小，我国汽车保有量增速显著高于美国汽车保有量增速。根据搜狐网消息，2020年中国汽车保有量为2.81亿辆，与美国并列世界第一。虽然我国汽车保有总量已处于世界前列，但作为一个人口大国，我国的汽车千人保有量仍处于较低水平。根据世界银行数据，我国与美国相比，国土面积接近，人口数量是美国4倍多，但2019年我国千人汽车保有量为173辆，仅为美国的1/5左右。据环球网新闻报道，国家发改委于2020年4月表示，2019年我国千人汽车保有量才刚刚达到全球平均水平。我们认为，随着我国经济发展，居民消费水平提高且消费结构改善，我国千人汽车保有量有望增长，汽车保有量仍有较大增长空间，未来国内替换胎需求仍有广阔上行空间。

图17: 我国汽车千人保有量仍与发达国家有较大差距



数据来源: Statista、轮胎世界网、公安部、开源证券研究所

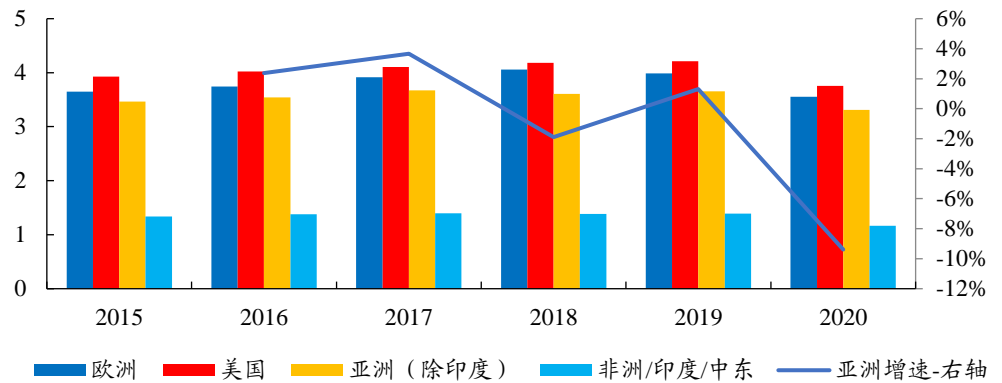
图18: 我国千人汽车保有量仍与发达国家有较大差距



数据来源: 中汽协、世界银行、开源证券研究所

未来亚洲地区或成为全球替换胎需求的主力军。随着全球汽车保有量的增加，替换胎市场需求仍在增长。据米其林年报，2019年全球替换胎销量为13.24亿条，较2018年增长0.39%，虽然因为全球汽车产销量下滑，替换胎市场需求增长放缓，但总体仍呈上涨趋势。其中，美国替换胎销量为4.21亿条，仍是销量最高的地区；亚洲地区（除印度）销量为3.65亿条，同比增长1.30%，是2019年替换胎销量增速最快的地区；欧洲地区销量为3.99亿条，同比下降1.66%，是唯一一个负增长的地区。2020年，受疫情影响，全球替换胎销量下滑至11.78亿条，同比下降11%，而亚洲地区替换胎销量为3.31亿条，同比下滑-9.39%，低于全球下滑幅度，这主要是因为中国疫情及时得到控制，市场需求复苏较早。因此，我们认为随着亚洲主力国家（如中国）经济发展水平的逐步提高，消费者消费理念的转变将带动汽车保有量增长，未来亚洲地区替换胎市场需求仍将保持增长态势。

图19: 替换胎市场需求总体呈上涨趋势(单位: 亿条)



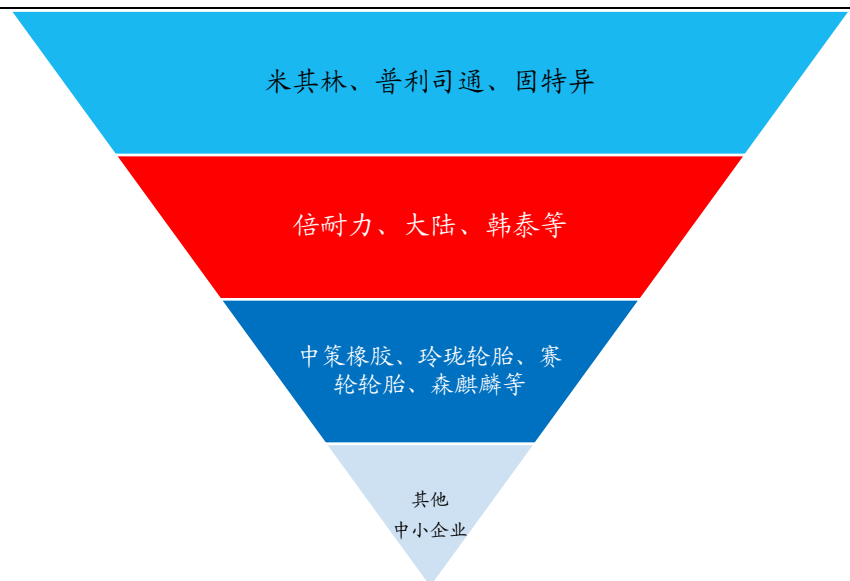
数据来源: 米其林年报、开源证券研究所

2.2、供给端: 国际龙头恒强, 中国轮胎崛起之势已现

2.2.1、全球: 国际龙头份额下降, 中国品牌强势崛起

轮胎行业寡头格局基本形成, 三大全球巨头处于领先地位。轮胎行业经过多年发展已经进入成熟阶段, 行业集中度较高, 基本竞争格局已经形成。根据中国产业信息网, 目前全球轮胎行业可以分为四个梯队: 第一梯队为米其林、普利司通、固特异, 三大巨头企业优势地位明显, 销售额常年占据行业前三, 其产品集中于高端乘用车、轻卡子午胎市场; 第二梯队为大陆、倍耐力、韩泰等, 其多供货于中高端乘用车、轻卡子午胎市场; 第三梯队为新兴轮胎企业, 包括中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎、森麒麟、正新等, 其正在从中低端市场向中高端市场过渡; 第四梯队以中小型轮胎民营企业为主, 定位于低端市场。

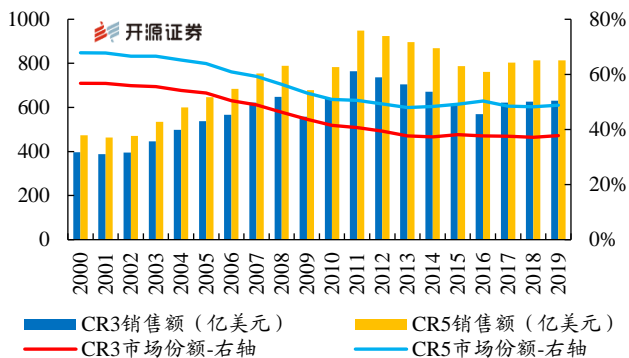
图20: 全球轮胎企业分为四个梯队



资料来源: 轮胎商业、玲珑轮胎公司年报、开源证券研究所

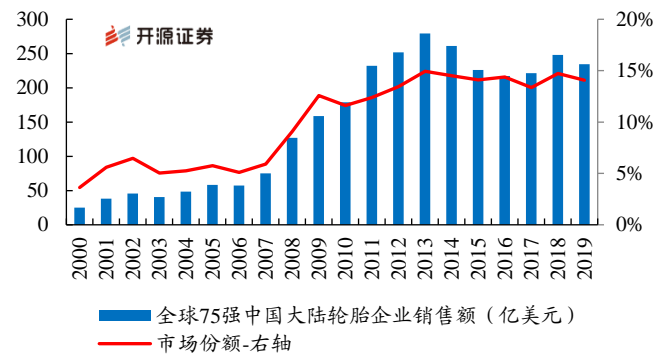
全球轮胎行业集中度下降, 中国轮胎军团逐渐崛起, 竞相角逐万亿赛道。根据轮胎商业 (Tire Business) 数据, 2000年, CR3 (普利司通、米其林、固特异) 的销售额为 396.75 亿美元, 占全球轮胎销售总额的 56.8%。2019 年全球轮胎行业销售额

为 1,666 亿美元左右,约折合人民币一万亿市场规模。由于中国轮胎军团的强势崛起,全球轮胎市场集中度有所下降,2019 年全球轮胎市场 CR3 的销售占比降为 37.8%,下降 19pcts; CR5 的市场份额也从 2000 年的 67.8%下降至 2019 年的 48.8%,同样下降 19pcts。中国轮胎行业起步较晚,但是得益于中国制造业水平的快速提升,中国轮胎企业以茁壮的生命力在国际市场上快速生根发芽。中国轮胎企业的发展与国内汽车行业息息相关,随着 2000 年以来我国汽车进入快速发展时期,轮胎作为汽车的必备零部件也得以快速发展。据轮胎商业数据,2000 年-2010 年进入全球 75 强的中国大陆轮胎企业在全世界的销售总额和市场份额快速增长。2000 年其销售总额仅为 25.28 亿美元,占比全球的 3.63%,2010 年其销售总额为 178.71 亿美元,占比为 11.6%,2000-2010 年 75 强中国大陆轮胎企业销售额年均复合增速为 21.6%。2010 年后,75 强中国大陆轮胎企业的全球市场份额进入波动上升期,2019 年进入全球 75 强的中国大陆轮胎企业的销售总额为 234.2 亿美元,在全球的市场份额为 14.1%,较 2000 年增长 10.47pcts,在这 20 年间,以赛轮轮胎为代表的中国轮胎逐步走上国际大舞台,中国轮胎品牌逐步进入全球消费者的视野。

图21: 近 20 年全球 CR3、CR5 市场份额呈下行趋势


数据来源: 轮胎世界网、Tire Business、世界橡胶工业、汽车与配件、开源证券研究所

注: 2007 年度全球轮胎 75 强排行榜[J].世界橡胶工业,第 34 卷第 12 期,2007; 小苏.2002 年度世界轮胎 75 强排行榜[J].汽车与配件,2003

图22: 75 强中的中国大陆轮胎企业市场份额波动上升


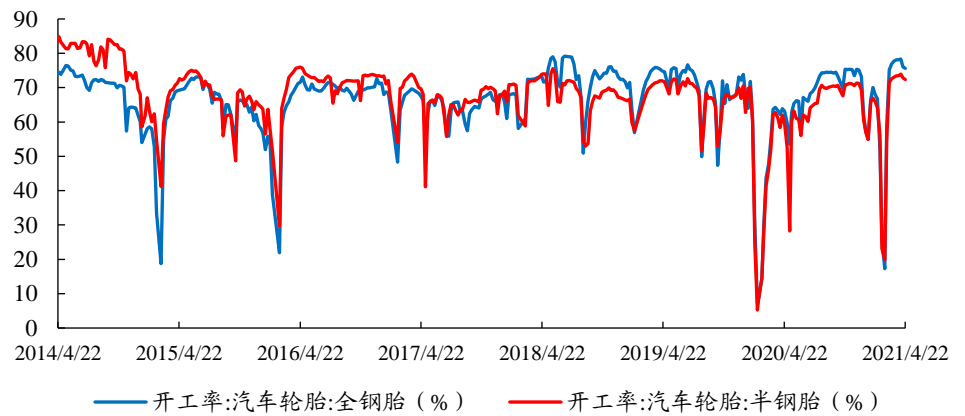
数据来源: 轮胎世界网、Tire Business、世界橡胶工业、汽车与配件、开源证券研究所

注: 2007 年度全球轮胎 75 强排行榜[J].世界橡胶工业,第 34 卷第 12 期,2007; 小苏.2002 年度世界轮胎 75 强排行榜[J].汽车与配件,2003

2.2.2、国内: 头部轮胎企业扩大优势, 行业集中度有望提高

国内轮胎行业低端产能过剩, 开工率常年处于低位。经历了数年的粗放式发展, 中国在成为世界轮胎生产大国的同时, 也面临着轮胎低端产能过剩, 轮胎品牌小且杂, 低端产能过多、市场竞争力不足的困局。2015 年起, 在美国“双反”制裁、国家环保条例趋严、银行加强放贷审批力度的背景下, 许多中小规模的轮胎企业难以继续经营。据中国轮胎商业网数据, 2014 年全国轮胎生产企业约为 554 家左右, 2016 年约为 534 家, 到 2019 年初轮胎生产企业为 419 家, 多聚集于山东省, 且从 2015 年来中国轮胎厂的开工率常年保持在 70%-80%, 低端产能过剩的局面亟待解决。

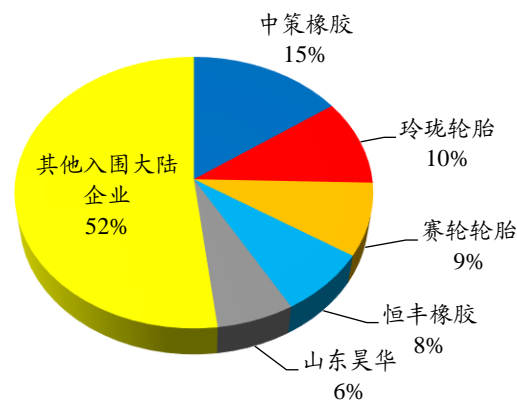
图23: 近几年中国轮胎行业开工率基本处于 70%-80%之间



数据来源: Wind、开源证券研究所

国内大型轮胎厂市占率优势明显。根据轮胎商业数据, 2019 年进入全球轮胎企业 75 强的中国大陆胎企业共有 29 家, 销售总额为 234.2 亿美元, 其中排名最靠前的 5 家企业分别为中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎、山东恒丰橡胶和山东昊华: 中策橡胶销售额为 35.85 亿美元, 位列第 10 位; 玲珑轮胎销售额为 24 亿美元, 位列第 14 位; **赛轮轮胎销售额为 20.39 亿美元, 位列第 17 位;** 恒丰橡胶销售额为 17.97 亿美元, 位列第 20 位; 山东昊华以 15.04 亿美元的销售额位列第 22 位。仅五家的总销售额就达到 113.25 亿美元, 占入围的 29 家大陆轮胎企业销售总额的 48.36%, 头部优势明显。

图24: 国内 TOP5 轮胎企业市占率优势明显



数据来源: 轮胎商业、开源证券研究所

大型轮胎企业产能快速扩张, 行业整合加速推进。随着中国头部轮胎企业顺利打开海外市场, 中国轮胎品牌的全球市占率不断提高, 国内头部轮胎企业也迈开了扩产步伐。以赛轮轮胎为例, 2021 年 Q1 公司投资总计约 49 亿元用于“赛轮(越南)年产 300 万条半钢子午线轮胎、100 万条全钢子午线轮胎及 5 万吨非公路轮胎项目”、“赛轮(潍坊)年产 120 万套高性能全钢载重子午线轮胎和 600 万套高性能半钢子午线轮胎项目”和“柬埔寨年产 500 万条半钢子午线轮胎项目”。我们认为, 国内头

部轮胎企业资金实力雄厚，融资渠道多样，产能战略规划清晰，客户结构多元，能够有序推进自身的扩张计划。随着新产能的释放，头部轮胎企业的市占率有望再度提升。

表3: 国内头部轮胎企业扩产提速

轮胎企业	2019年起轮胎企业扩产计划
赛轮轮胎	(1) 2020年，公司投资沈阳年产300万套全钢子午线轮胎项目 (2) 2021年，公司投资越南年产300万条半钢子午线轮胎、100万条全钢子午线轮胎及5万吨非公路轮胎项目 (3) 2021年，公司投资年产120万套高性能全钢载重子午线轮胎和600万套高性能半钢子午线轮胎项目 (4) 2021年，公司投资柬埔寨年产500万条半钢子午线轮胎项目
玲珑轮胎	2020年，公司投资长春年产1,400万条高性能子午线轮胎和20万条翻新轮胎项目
森麒麟	2020年，公司投资泰国年产600万条半钢子午线轮胎及200万条全钢子午线轮胎项目
中策橡胶	2019年，公司投资春秋厂区年产670万条全钢轮胎项目
山东昊华	(1) 2020年，公司投资山东年产300万条全钢胎项目 (2) 2020年，公司投资斯里兰卡2,000万条子午线轮胎项目

资料来源：公司公告、中国橡胶网、中国橡胶杂志、开源证券研究所

碳中和倒逼低端产能出清，行业集中度有望提高。2020年，我国明确提出“2030年碳达峰，2060年碳中和”的目标，轮胎行业主要通过两个途径影响碳排放：(1)生产过程，轮胎从原料加工环节到产品生产环节均要消耗大量的高碳化石能源。轮胎产业的主要原材料大部分来源于石化能源，其中包括合成橡胶、炭黑、化学纤维等各类石油下游产品，在生产过程中，同样需要消耗大量的煤炭、电力能源。(2)产品使用环节，低滚阻轮胎可以通过增强汽车节油能力间接减排。国内头部轮胎企业技术领先、资金充足、战略规划合理，率先进行了绿色低碳布局。据中国橡胶工业协会消息，以赛轮轮胎为代表的轮胎企业积极响应“碳中和”，赛轮轮胎在2009年建成了废旧轮胎翻新再生利用示范项目，充分实现了废旧资源的二次有效利用；同时赛轮轮胎开发出了“液体黄金”EVEC[®]橡胶新材料，降低了轮胎滚阻，助力汽车实现节油目标。反观规模较小的低端产能无法满足环保指标，可能面临关闭风险。**我们认为，随着未来环保考核趋严，国内低端产能将面临较大挑战，有可能会被头部企业并购或直接退出市场，头部扩产提速+低端产能出清双重影响将会使行业集中度进一步提升。**

表4: 国内头部轮胎企业率先布局绿色低碳

轮胎企业	减排布局
中策橡胶	(1) 公司采用全球先进的生产工艺和技术装备，打造“低碳经济，绿色制造”的智能工厂，将环保贯穿生产的每一环节，从生产源头上实现废弃物的减量化、资源化、无害化； (2) 建立可再生资源循环利用体系，每产1吨再生橡胶综合能耗降低30%，废气排放量减少95%以上。
玲珑轮胎	2017年主持筹建了“绿色节能高性能轮胎新型材料行业重点实验室”。
赛轮轮胎	(1) 2009年建成了废旧轮胎翻新再生利用示范项目，每年约可处理废轮胎25万条，翻新旧载重轮胎15万条、旧工程轮胎1万条，充分实现了废旧资源的二次有效利用； (2) 采用“液体黄金”EVEC橡胶新材料，不仅大大提升了轮胎的综合性能，助力汽车实现节能减排目标； (3) 赛轮轮胎坚持在生产的每个流程都实现最大程度的绿色低碳可持续，通过低温等离子法、光氧化法、

轮胎企业
减排布局

生物法等除臭技术对橡胶异味进行治理,在处理污染物的同时做到无二次污染。

森麒麟轮胎

全球首家推出石墨烯轮胎的企业,其一款 17 寸产品滚阻系数处于全球轮胎行业最顶级的水准,使新能源汽车的续航里程提升 10% 左右,这是汽车行业节能减排工作的一发强心剂。

资料来源:中国橡胶工业协会、开源证券研究所

轮胎大省山东低端产能出清提速,无序竞争有望改善。据北极星环保网消息,2021 年 4 月 12 日,山东省新旧动能转换综合试验区建设领导小组发布《全省落实“三个坚决”行动方案(2021-2022)》,文件指出到 2022 年,年产 120 万条以下的全钢子午胎(工程轮胎、航空轮胎、宽断面无内胎除外)、年产 500 万条以下的半钢子午胎(缺气保用轮胎、赛车胎高端产品、超低断面轮胎除外)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。山东历来便是中国轮胎大省,其轮胎工业撑起全国轮胎产业的半壁江山,据腾讯网数据,2019 年山东轮胎出口额占全国 6 成。本轮政策明确、时间节点清晰,预计将在 2022 年完成,有望快速推动行业产能的总体平衡和结构优化。我们看好中国轮胎行业集中度有望在未来两年内继续提高,国内头部企业的市占率或迎来明显提升。

国产轮胎品牌逐渐被市场认可,品牌影响力日益提升。中国轮胎在发展初始阶段主打低价性价比路线,对品牌营销的投入并不高,全球市场上少有具有代表性的中国轮胎品牌的身影。这种情况在近几年有所改善,中国轮胎企业逐步认识到品牌营销的重要性,开始通过新媒体运营、赛事赞助等方式进行品牌宣传,中国轮胎品牌的影响力与日俱增。据 World Brand Lab 消息,在 2020 年《中国 500 最具价值品牌》中赛轮轮胎、玲珑轮胎、青岛双星等轮胎品牌入选。我们认为这预示着国产品牌轮胎将逐步走入更多消费者的视线,被全球市场认可,品牌知名度的提升有利于这些轮胎企业在未来获得更多品牌溢价。

表5: 2020 年 8 家轮胎品牌入选中国 500 最具价值品牌

排名	品牌	品牌所属机构	品牌价值(亿元)
96	双星轮胎	双星集团有限责任公司	576.98
116	玲珑	山东玲珑股份有限公司	519.67
124	赛轮	赛轮集团股份有限公司	508.72
202	朝阳轮胎	中策橡胶集团有限公司	327.09
230	成山	浦林成山(山东)轮胎有限公司	292.69
243	双钱	双钱集团股份有限公司	277.85
336	千里马	江苏通用科技股份有限公司	176.18
362	前进	贵州轮胎股份有限公司	160.31

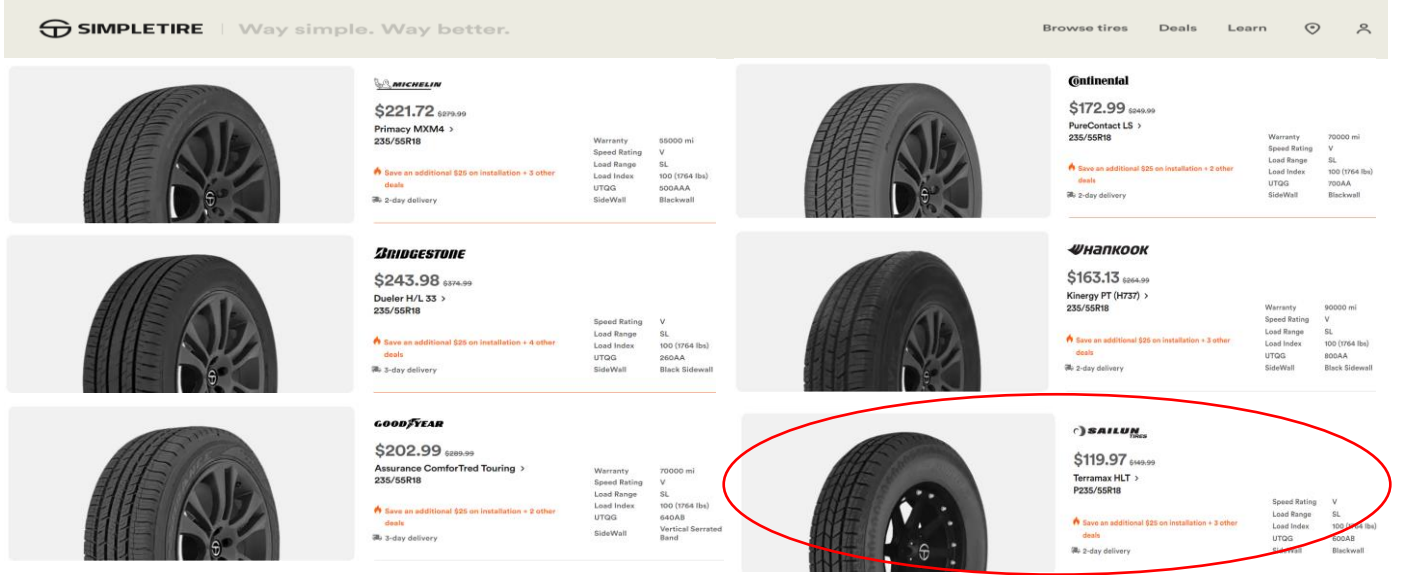
资料来源: World Brand Lab、开源证券研究所

2.3、国内新能源车起步早发展快,国内轮胎品牌有望切入中高端市场

国内轮胎多定位中低端市场,切入中高端市场需求急迫。目前国内轮胎产品定价仍然偏低,中高端产品较少。我们在美国知名的轮胎电商网站 SimpleTire 按照 235/55R18(235 代表胎宽,55 代表扁平比,R 代表子午线,18 代表轮毂直径/单位英寸)规格进行检索,统一选择了速度级别为 V,载重系数为 100 的产品来获取不同品牌的轮胎价格。其中,三家巨头的价格约为 203-244 美元,二线品牌韩泰价格约为 163 美元,大陆价格约为 173 美元,而赛轮轮胎同规格产品售价仅不到 120 美元,

与一二线品牌价格仍有较大差距。一般而言，消费者所接触到的第一个轮胎品牌往往就是购车时的配套轮胎，同时消费者也很容易将原厂原装与高品质联系起来，所以进入汽车 OE 胎市场对品牌形象的助益不容小觑。对于中国轮胎企业来说，品牌起步较晚且进入汽车 OE 胎市场验证期较长，而现如今主流车企已和一线轮胎企业形成长久稳定的合作关系，国内轮胎企业急需一个契机来破局。

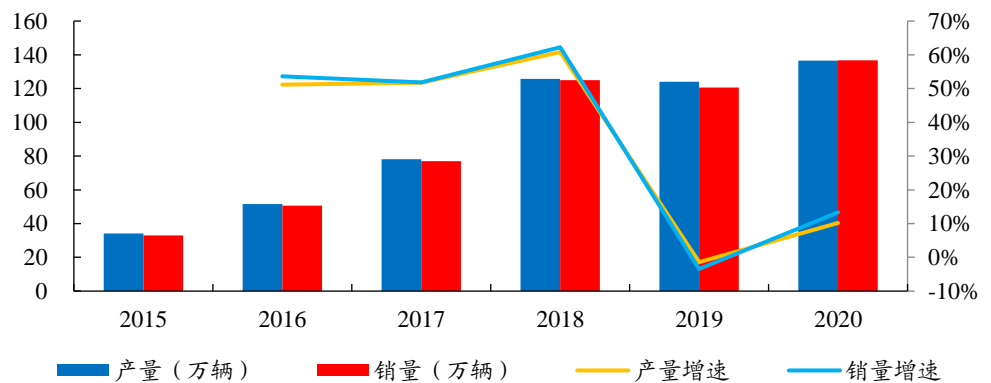
图25: 国产品牌轮胎与一线品牌同型号轮胎价格差距较大



资料来源: SimpleTire、开源证券研究所

新能源汽车带来新的需求增长点。2013年9月财政部颁布了《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》，推出了一系列补贴政策，按下了我国新能源汽车快速发展的启动键。据中汽协数据，2020年我国新能源车产销分别完成136.6万辆和136.7万辆，分别同比增长7.5%和10.9%，产销量均创历史新高。此外，2020年11月2日，国务院办公厅在《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》指出：到2025年新能源汽车销量将提升至整体汽车销量的20%。这表明新能源是国家层面的发展战略，我们认为，新能源汽车渗透率的提高、需求量增加有望为轮胎配套市场和替换市场带来新增需求。

图26: 2020年国内新能源车产销量创历史新高



数据来源: 中汽协、开源证券研究所

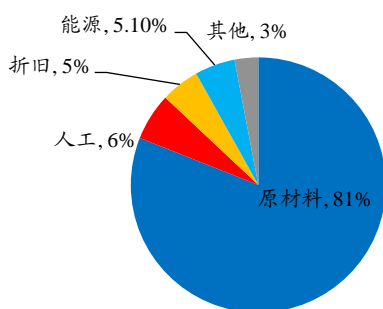
中国新能源汽车与国外发展同步，国产轮胎有望借助新能源车切入中高端市场。我国轮胎行业发展与汽车行业发展相伴而生，而我国汽车行业起步较晚且在发展初期以经济适用的低端车型为主。彼时，国外中高端整车厂已与国外一线轮胎企业形成了绑定关系。起步晚、中高端整车厂配套轮胎验证时间长等多种因素导致中国轮胎企业错过了进入车企配套胎供应链的最佳时机。不同于传统燃油汽车，中国新能源汽车与国外新能源汽车起步时间基本一致，且产品定位更加多元，不乏中高端定位的蔚来、小鹏等造车新势力。近几年，国产新能源汽车也是频出爆款。我们认为这是中国轮胎企业切入整车厂的一个关键窗口期，若能成功切入新能源的爆款车型，或将直接提高国牌轮胎的品牌知名度，为进一步切入中高端市场奠定基础。

新能源汽车对轮胎提出新要求，国牌轮胎积极布局新产品。新能源车将传统内燃机换成电动机，这一重大变化也对轮胎性能提出了新的需求。新能源汽车轮胎追求低滚阻、低噪音、高抓地力：（1）低滚阻：续航里程是新能源汽车的重要指标之一，低滚阻可以有效节电，提高续航里程；（2）低噪音：新能源汽车没有发动机，用户对整车噪音将更加敏感，轮胎降噪也是一大诉求；（3）高抓地力：新能源汽车的百公里加速能力比传统燃油车更强悍，对轮胎抓地力要求较高。面对新能源汽车对轮胎的新要求，中国轮胎企业已开启积极布局。赛轮轮胎在2018年就针对电动车性能需求推出了EV专用轮胎，特殊的花纹能够降低滚阻和噪音，提升轮胎的承载能力和抓地力，公司凭借该产品于2019年获得铃轩奖。根据公司公告，目前赛轮轮胎也与北汽新能源、奇瑞新能源等建立了合作关系。我们看好赛轮轮胎作为国产轮胎领军者，将凭借积累多年的研发实力、逐步扩大的品牌影响力、卓越的产品性能，积极抓住新能源车窗口期，在角逐中突出重围，在新能源车领域能够继续“做一条好轮胎”。

2.4、成本端：原材料是控制轮胎成本的关键

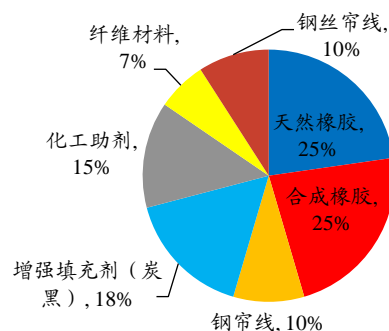
天然橡胶、合成橡胶、炭黑价格为影响轮胎成本的重要因素。根据赛轮轮胎2019年年报，轮胎生产成本中，原材料成本约占81%。根据中国产业信息网数据，2019年，在轮胎所必备的原材料中，天然橡胶占原材料总成本的25%，合成橡胶占比25%，炭黑占比18%，三者合计占原材料成本的68%，这三种材料的价格对轮胎成本有较大影响。

图27：原材料成本占轮胎成本的81%



数据来源：赛轮轮胎年报、开源证券研究所

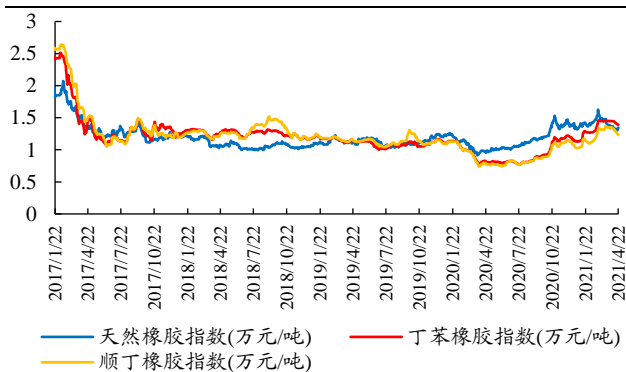
图28：天然橡胶和合成橡胶为轮胎最重要的原材料



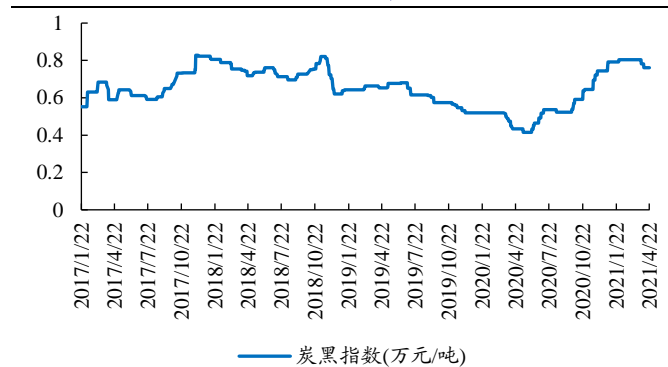
数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

轮胎原材料涨价带来的成本压力有望缓解。从2020年下半年开始，天然橡胶、合成橡胶、炭黑、轮胎助剂纷纷上涨，原材料的快速拉涨使得轮胎企业的经营面临较大压力。据环球网消息，2021年2月以来米其林、佳通轮胎、中策橡胶、赛轮轮胎为代表的多家轮胎企业通过涨价将原材料成本压力向下游传导。据百川盈孚数据，3月末橡胶、炭黑价格开始回落。据卓创资讯，2021年各产区开割初期整体物候条件良好，4月初仅少数工厂开工，但尚未进行船货预售；经历了4月中密集的雨水后，当前产区胶水上量迅速，据产区人士反映目前产区开割接近五成左右。**鉴于目前的胶水释放情况，预计4-5月份胶水释放量会较往年同期要多，且预计新胶全面放量或在5月中旬前后。**价格方面来看，随着胶水释放量的增加，近期胶水收购价格呈现明显回落形态，且后续仍存继续走弱可能。据卓创资讯调研情况，目前越南产区整体开割率在2成左右，预计4月底-5月初整体开割水平或扩大至5成以上，而这相比于往年来说提前半个月左右。目前胶农开割积极性较浓，且近期雨水偏多，气候条件良好，因此预计进入5月份以后新胶水释放量或将明显增多。泰国方面，目前泰国北部地区局部开割，但整体放量偏少。4月中旬以来泰国疫情有所反复，造成胶工不足，仍将一定程度上影响产出。近期从泰国原料胶水收购价格来看，尚未出现明显走低也侧面反映目前新胶水尚未大量释放，但是预计进入5月以后割胶工作将陆续展开，胶水释放量将逐步提升。炭黑价格经历从2020年9月起连续拉涨后，于3月底初步显露下行趋势，目前炭黑价格已处于2017-2021年的历史高位，上行空间或有限，目前炭黑行业开工较高，市场整体供应充足。我们认为随着原材料价格回落，轮胎企业利润有望修复。

天然橡胶是控制成本的关键之一。因为天然橡胶在轮胎生产成本中占有较大比例，轮胎企业纷纷寻求解决办法。目前轮胎企业的解决方案分为两类，第一，延伸产业链收购天然橡胶园，如普利司通和米其林均拥有天然橡胶园；第二，在天然橡胶产量丰富地方建厂以降低采购成本，如赛轮轮胎在越南建厂，玲珑轮胎在泰国建厂。目前，在天然橡胶产地建厂成了国内轮胎企业走出国门顺其自然的选择。

图29：3月天然胶和合成胶价格进入波动下降阶段


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图30：4月炭黑价格在连续拉高后开始下降


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

3、公司掌舵人尘埃落定，轮胎战舰再度扬帆远航征战万亿赛道

3.1、股权变更尘埃落定，袁仲雪成公司掌舵人

公司现任掌舵人袁仲雪为赛轮初创成员之一。赛轮轮胎初创时是青岛科技大学（原青岛化工学院）的一群老师学生依托校办企业创立，领头人正是公司现任董事长袁仲雪，而赛轮轮胎最初的精英骨干不少来自于青科大和软控股份（袁仲雪为实际控制人）。公司股权几经变动，实际控制人终于尘埃落定。公司为了寻求快速发展，在不同时期积极引进不同的战略投资者和管理者，股权几经变动：

（1）2009 年上市前，公司第一大股东及公司实际控制人为杜玉岱，个人持股 11.72%，为公司实际控制人；软控股份（袁仲雪为公司实控人）持股 8.13%，三橡有限公司持股 7.18%，延金芬（金宇建筑董事长）持股 5.69%。公司上市后，股权稀释，但大股东格局不变，杜玉岱仍为公司实际控制人。

（2）公司于 2014 年 1 月完成对山东金宇实业股份有限公司 100% 股权收购后，确定以“赛轮”和“金宇”两个品牌作为主品牌进行运营管理，并于 2014 年 12 月将公司名称变更为“赛轮金宇集团股份有限公司”。2014 年是公司完成对金宇收购后正式合并报表的第一年，此后根据 2015 年年度报告，杜玉岱个人持有公司股份 6.45% 的股份，为公司实际控制人；青岛煜明投资中心持股 3.37%，杜玉岱为其普通合伙人，故青岛煜明为杜玉岱一致行动人；延金芬持股 2.93%；软控股份持股 2.58%；延万华持股 1.92%，并与杜玉岱签订了《股权委托管理协议》，约定将其所持有股份委托给杜玉岱管理，委托期限自 2014 年 8 月 1 日起至 2017 年 7 月 31 日。

（3）2017 年，新华联通过投资陕国投-聚宝盆 39 号信托计划、鹏华资产-长石投资金润 22 号资产管理计划、上交所直接增持等方式，于 7 月 3 日共持有公司股份 1.15 亿股，占比 5%。同年，公司完成定增，本次定增共发行 4.08 亿股，募集金额共计 13 亿元，面向新华联控股有限公司、杜玉岱、黄山海慧科技投资有限公司、延万华四位投资者。发行结束后，新华联控股及其一致行动人共计持有公司 3.5 亿股，占公司已发行股份总数的 12.96%。杜玉岱直接持有公司 2.58 亿股，占比 9.54%，加上其担任普通合伙人的青岛煜明投资中心（有限合伙）持股 2.87% 以及与延万华等 6 位自然人股东签署（共持股 4.15%）的股份委托管理协议，杜玉岱合计能够行使表决权的比例为 16.56%，高于新华联控股及其一致行动人的表决权比例，仍为公司的实际控制人。同年 12 月 29 日，新华联通过上交所再次增持赛轮金宇 5,515 万股，占其总股本的 2.04%，自此新华联及其一致行动人持股比例增至 15%，杜玉岱实际控制人身份不变。

（4）2018 年，公司更名为“赛轮集团股份有限公司”。公司董事长杜玉岱、公司总裁延万华陆续辞职，袁仲雪出任公司董事长。根据 2018 年年度报告，杜玉岱个人持股 9.54%，其一致行动人青岛煜明持股 2.87%，延万华等 5 个自然人股东（持股 4.88%）与其签署托管协议，袁仲雪（其个人持股 2.48%，其控制的青岛普元栋盛持股 0.93%）与其签署一致行动协议，杜玉岱拥有的具有表决权的股份比例为 20.70%，为公司实际控制人。

（5）2019 年，杜玉岱个人持股比例为 9.54%，其一致行动人青岛煜明持股 2.87%，延万华等 11 名自然人股东（持股 8.23%）与其签署托管协议，袁仲雪（其个人持股

2.63%，其控制的瑞元鼎实持股 0.93%）与其签署一致行动协议，杜玉岱拥有的具有表决权的股份比例为 24.20%，为公司实际控制人。

（6）2021 年，公司定增获批，本次定增和回购注销部分激励对象的未解禁股票完成后，公司董事长袁仲雪及其一致行动人合计控制公司股份比例将提升至 27.06%，袁仲雪终成公司掌舵人。我们认为，目前公司已经冲破估值压制的阻碍，董事长与实控人合一利好公司长远发展和稳健经营，我们看好公司将迎来估值修复。

图31：2021 年董事长袁仲雪终成公司实际控制人



资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、公司国内+海外产能双加码, 2023 年公司将实现轮胎产能 8000+万条

目前公司已建成青岛、东营、沈阳及越南四大轮胎生产基地。根据 2020 年年报数据，2020 年公司全钢子午线轮胎设计产能为 1380 万条/年，实际达产产能 750 万条/年；半钢子午线轮胎设计产能为 6,400 万条/年，实达产产能 4,150 万条/年；非公路轮胎设计产能为 16 万吨/年，实际达产产能 7.3 万吨/年。另有在建和待释放全钢胎产能共计 6,40 万条（越南合资工厂 120 万条+沈阳工厂 300 万条+越南三期 100 万条+潍坊 120 万条），在建和待释放半钢胎产能共计 2,250 万条（东营 650 万条+越南三期 500 万条+潍坊 600 万条+柬埔寨 500 万条），在建和待释放非公路胎产能约 8.7 万吨（青岛 2.3 万吨+越南三期 6.4 万吨）。随着上述在建项目的投产和产能陆续释放，我们预计，2021 年底公司将实现约 5,540 万条轮胎产能：全钢胎产能约 1,040 万条、半钢胎约 4,500 万条和非公路胎约 9 万吨。

国内+海外积极扩产，公司 2023 年产能有望超 8,000+万条/年。2020-2023 年，公司加快了扩产步伐，分别投资建设“沈阳年产 300 万条全钢轮胎项目”、“越南 300 万条半钢轮胎+100 万条全钢轮胎+5 万吨非公路轮胎项目”、“潍坊 120 万条全钢+600 万条半钢轮胎项目”、“柬埔寨 500 万条半钢轮胎项目”，随着上述项目的投产，公司的产能将会更上一层楼。考虑到生产后期技术改良会给产能带来新增量，我们预计 2022 年公司将会拥有 1,410 万全钢胎、6,100 万条半钢胎和 13 万吨非公路胎产能，2023 年公司将会实现 1,560 万条全钢胎、6,700 万条半钢胎和 16 万吨/年非公路胎产

能，轮胎年产能将突破 8,000 万条。

公司未来新增利润近 10 亿元。根据公司可研报告，柬埔寨项目建成后预计年平均实现营业收入 12 亿元人民币，实现年平均净利润约 2.5 亿元人民币；潍坊项目预计每年实现营业收入 19.64 亿元，净利润 1.41 亿元；越南三期项目预计年均实现营业收入 28.47 亿元，净利润为 6.04 亿元。以上三个新项目达产后，将为公司增厚利润 10 亿元左右。根据公司项目投放进展，我们看好在 2022-2023 年，公司的利润体量将在 2020 年基础上实现翻倍。

表6：我们预计公司 2023 年底轮胎年产能将超 8000 万条

产品分类	生产基地	2020 年设计产能	2020 实际达产产能	在建产能	2021 年预计实现产能	2022 年预计实现产能	2023 预计实现产能
全钢轮胎 (万条/年)	青岛	260	270		270	320	320
	沈阳	500	200	300	350	500	600
	越南合资 ACTR	240	120	120	260	260	260
	越南独资	260	160	100	160	210	260
	潍坊	120		120		120	120
	合计		1380	750	640	1040	1410
半钢轮胎 (万条/年)	青岛	1000	1000		1000	1000	1000
	东营	2700	2050	650	2200	2700	3000
	越南独资	1600	1100	500	1300	1400	1600
	柬埔寨	500		500		400	500
	潍坊	600		600		600	600
合计		6400	4150	2250	4500	6100	6700
非公路胎 (万吨/年)	青岛	6	3.7	2.3	4	6	6
	越南	10	3.6	6.4	5	7	10
合计		16	7.3	8.7	9	13	16

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、销售网络遍布欧美亚非，公司实现全球产业布局

3.3.1、公司全球化运营优势明显，北美销售渠道表现突出

公司主攻替换市场，实现全球化运营。替换市场需求在轮胎需求中占比较高，同时国外汽车行业起步较早，汽车保有量较早达到高水平，拥有广阔的替换胎市场。因而公司建立以来主攻替换市场，坚持全球化发展战略，海外地区营收占比保持 70% 以上。公司自设立以来，一直重视国际化运营，并不断健全和完善全球化营销体系和网络，公司产品已出口到海外一百多个国家和地区，目前已形成了以北美、亚洲、欧洲等地的销售公司和服务中心为重点，以其他地区的销售代表处为辅的覆盖全球的营销网络。**公司扎根中国、东南亚，销售网络辐射全球。**公司在加拿大、德国、马来西亚等地设有服务于美洲、欧洲、东南亚等区域的销售网络与服务中心，在欧洲、越南、加拿大分别设有研发中心，公司的全球化布局有利于在全球范围内提高品牌影响力。

2016 年公司收购国马 100% 股权，进一步增强北美销售渠道。根据公司公告，2016 年 7 月 18 日，赛轮金宇全资子公司沈阳和平子午线轮胎制造有限公司在加拿大

安大略设立的全资子公司福锐特橡胶与 1672443 Ontario Inc.、1672444 Ontario Inc.、Elitestar Overseas Trading Corporation 及自然人 Tim Tappin 签署《股权转让协议》。根据协议约定，福锐特橡胶拟以 3,000 万加元收购上述 4 个股东合计持有的 GOMA International Corp.（简称“国马集团”）15%的股权，收购完成后福锐特橡胶将持有国马集团 100%股权。国马集团为海外知名的轮胎经销商，主要面向北美地区。凭借此次收购，公司拥有了国马的销售渠道及客户资源，成为唯一拥有国外专业销售平台的民族轮胎企业。借助国马的销售渠道力量，公司也进一步打开北美市场，提高了其半钢轮胎产品在北美市场的竞争力。

图32: 公司具有国际化运营优势

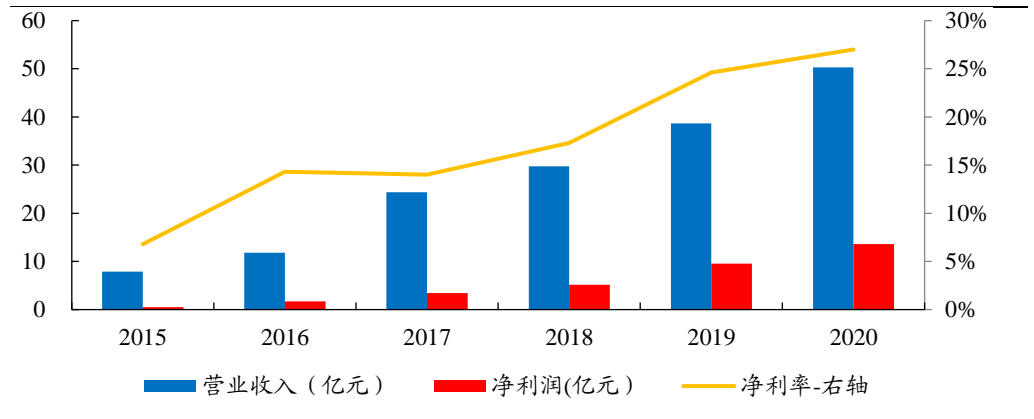


资料来源：公司官网

3.3.2、公司高瞻远瞩布局越南基地，越南工厂在“双反”中受影响最低

公司高瞻远瞩布局越南，赛轮越南业绩增长迅猛。为了帮助公司进一步打开国际市场，同时为规避美国对中国轮胎的反倾销制裁，公司于 2012 年在越南西宁省投资建厂。赛轮越南于 2012 年成立并于 2015 年开始产生盈利，越南生产基地生产的轮胎多出口于北美，受益于美国发达汽车产业带来的高需求，公司越南子公司在 2015 年-2020 年营收年均复合增速为 44.78%；净利润年均复合增速为 90.84%；净利率也实现大幅飞跃，由 2015 年的 6.8% 提升至 2020 年的 27%。2020 年，赛轮越南的营业收入占公司总营业收入的 32.66%，且贡献了绝大多数利润，是公司主要的利润来源。

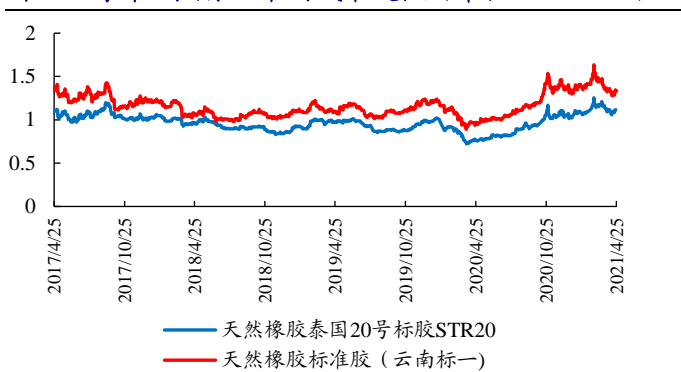
图33: 赛轮越南自实现盈利以来盈利能力保持强劲的增长态势



数据来源: Wind、开源证券研究所

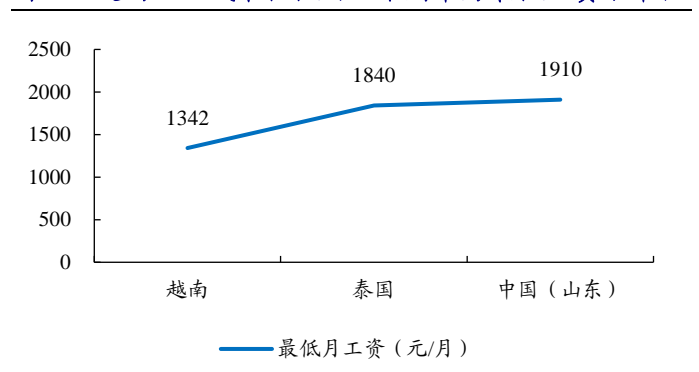
生产成本低以及税收优惠是赛轮越南高利润的主因。赛轮越南实现高利润的原因主要有三点: (1) 靠近橡胶产地。天然橡胶价格低于国内橡胶采购价格, 据百川盈孚数据, 2021年4月23日, 青岛港口天然橡胶泰国标胶价格为1.12万元/吨, 云南标胶一价格为1.34万元/吨, 海外胶价格优势明显。同时越南工厂靠近原产地, 降低了运输成本, 海外橡胶价格优势将进一步提高。前文提到橡胶成本占轮胎成本比例较高, 低价原材料能有效降低生产成本; (2) 人工成本较低。国内轮胎厂如赛轮轮胎、玲珑轮胎、中策橡胶多去往泰国、越南建厂。据搜狐网消息, 2020年越南一类地区最低工资水平仅1342元/月, 比泰国低27.07%, 人工成本更加低廉; (3) 税收政策优惠。越南政府为了鼓励外资在越投资建厂实施了税收减免政策, 以赛轮越南为例, 越南财政部确认赛轮越南若在2015年3月份前总投资不少于6万亿越南盾, 或自2017年起员工人数每年平均超过3,000人, 则享受以下税收优惠: 15年内企业所得税为10%, 自产生应税收入之日起免缴企业所得税, 以后9年按50%征收企业所得税。

图34: 海外天然橡胶采购成本更低 (单位: 万元/吨)



数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

图35: 越南人工成本较低 (以下列举为最低工资水平)



数据来源: 搜狐网、开源证券研究所

“双反”初裁越南惩罚性税率低, 公司或在新一轮竞争中取得先机。根据搜狐网消息, 2020年5月13日美国USW提出对韩国、泰国、越南及中国台湾地区反倾销和反补贴调查申请, 6月美国商务部投票决定启动反倾销和反补贴调查。根据美国国家贸易委员会消息, 美国商务部陆续公布“双反”初裁结果: 11月20日, 美国商务部公布针对进口自越南乘用车轮胎的反补贴税率, 其中**针对赛轮轮胎的反补贴税率为6.23%**。12月30日美国商务部公布针对进口自韩国、中国台湾、泰国、越南乘

用车轮胎的反倾销税率，越南的反倾销税率为 0%-22.30%，其中针对赛轮的反倾销税率为 0%。根据“双反”的初裁结果，越南在被调查地区中受影响较小，而赛轮轮胎面临的反倾销反补贴税率仅为 6.23%，是披露的所有轮胎企业中税率最低的。同时，根据米其林年报，2015-2020 年美国轮胎销量为 5.02/5.10/5.17/5.26/5.25/4.56 亿条，排除疫情因素，美国替换胎市场需求总体呈增长趋势。USW 指出，2019 年本次受调查的四个地区韩国、泰国、越南、中国台湾出口至美国的轮胎总量为 0.85 亿条，占美国轮胎需求总量的 16.19%，占比较高，美国进口轮胎的供给端无法短时间内完全替换。因此，我们认为此次“双反”并不会对公司业绩造成较大冲击，相反由于此次“双反”初裁中赛轮轮胎税率最低，这将成为公司的有利竞争优势，未来公司在美国市场的竞争中或将占得先机，进一步抢占市场且获得更高利润。

表7: 美国“双反”初裁中，针对赛轮轮胎的税率最低

地区	轮胎企业	反补贴税率	反倾销税率	合计
越南	赛轮轮胎	6.23%	0%	6.23%
	锦湖	10.08%	0%	10.08%
	其他	6.77%	22.30%	
韩国	韩泰	0%	38.07%	38.07%
	耐克森	0%	14.24%	14.24%
	其他	0%	27.81%	
中国台湾	正新	0%	52.42%	52.42%
	南港	0%	98.44%	98.44%
	其他	0%	88.82%	
泰国	玲珑轮胎	0%	22.21%	22.21%
	住友	0%	13.25%	13.25%
	其他	0%	16.66%	

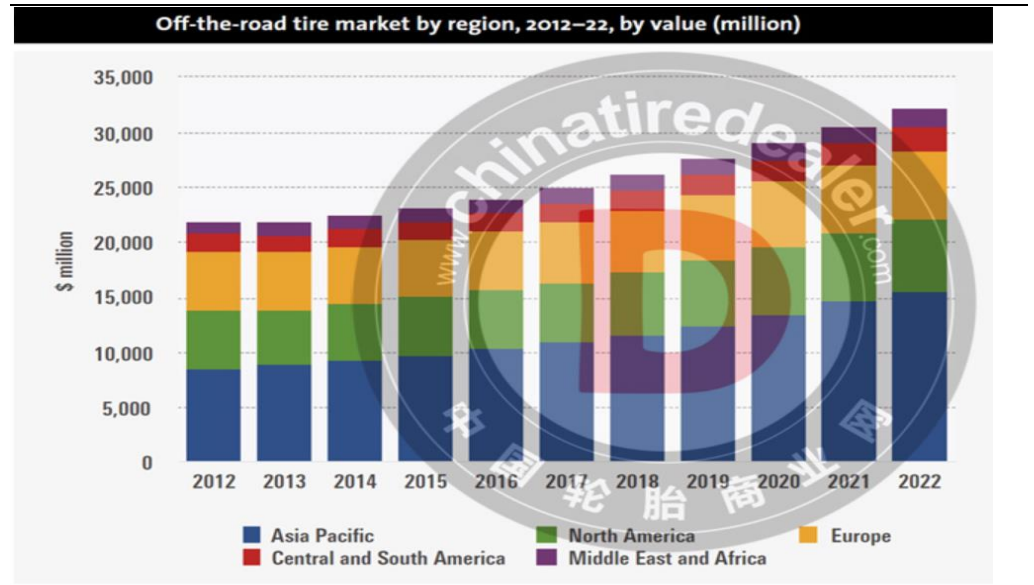
数据来源：International Trade Administration, U.S. Department of Commerce、开源证券研究所

4、非公路轮胎+独家“液体黄金”技术，强大研发实力驱动公司差异化发展

4.1、公司深耕多年非公路轮胎，收获期如期而至

非公路用轮胎具有良好的市场前景。非公路用轮胎（OTR）即工程子午线轮胎，主要应用于建筑、矿山、雪地、码头、装载等车辆上轮胎的配用及替换，其市场规模与全球采矿业和基础设施建设的投资密切相关。据中国轮胎商业网数据，预计到 2022 全球 OTR 市场价值将超过 300 亿美元，约合 2,000 亿人民币，较 2012 年增长约 50%。OTR 轮胎全球市场增长点主要在亚太地区，约占全球市场的 50%，其次是北美、欧洲。

图36: 2022 年全球 OTR 市场价值或将超过 300 亿美元



资料来源: 中国轮胎商业网

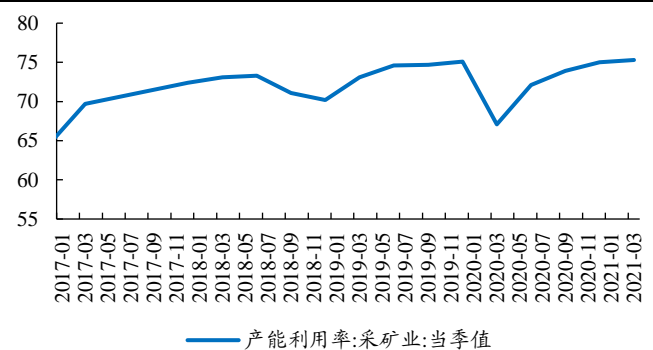
钢铁、煤炭行业周期性回暖, 公司的非公路轮胎产品或受益。非公路轮胎的市场需求与下游煤炭、钢铁等行业发展紧密相关。2016 年国家开启供给侧结构性改革, 加快了工业去产能进程。在此背景下, 以煤炭、钢铁为代表的周期类产品价格回升, 大型煤炭、钢铁开采企业的开工率也随之回升。随着供给侧持续推进, 煤炭、钢铁行业格局不断优化, 采矿业固定资产投资完成额累计同比增速也从 2016 年触底反弹, 2020 年受疫情影响采矿业固定资产投资完成额累计同比增速为负。随着疫情影响渐退, 为了尽快使经济发展重回正轨, 国家按下了基建投资的加速键。据人民网消息, 2020 年初国家发改委、交通运输部、国家能源局等多部委努力扩大有效投资, 加快审批、投招标, 加大力度有序项目开工, 云南、河南等多地也相继推出数万亿的投资计划清单, 采矿业产能利用率也从 2020 年 4 月恢复上升趋势, 并于 2021 年 3 月达到 75%, 同时采矿业固定资产投资完成额累计同比于 2021 年年初转正。我们认为, 在碳中和政策下煤炭、钢铁行业或将开启新一轮供给侧改革, 供给收紧有利于供需关系改善, 整体行业周期性回暖趋势不变, 公司的非公路轮胎或将迎来良好发展机遇。

图37: 2021 年采矿业固定资产投资完成额累计同比转正



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图38: 2021 年 4 月起采矿业产能利用率开始恢复



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

公司深耕非公路轮胎十余年，收获期如期而至。根据中国轮胎商业网消息，目前全球工程机械轮胎制造商主要成员有米其林、普利司通、固特异、优科豪马，在中国仅有有赛轮轮胎、三角轮胎、风神轮胎等。米其林、普利司通作为轮胎龙头，一直在非公路轮胎领域占有绝对的领导地位。公司从2008年开始研发非公路轮胎，2009年公司第一条全钢子午线巨胎试制成功，经过数十年坚持不懈的研发投入，2016年公司制造的63寸巨型子午线轮胎成功下线。同年，公司成功入选成为美国卡特彼勒的全球轮胎配套供应商，卡特彼勒是世界上最大的建筑工程机械、矿用设备、柴油和天然气发动机、工业用燃气轮以及电传动内燃机车的全球领先生产厂家之一，成为卡特彼勒的配套供应商已充分证明了公司在非公路轮胎的实力已进入全球领军者地位。2019年，公司获评“巨型工程子午胎与新材料应用国家地方联合工程研究中心”，这标志着公司巨型轮胎技术受到国家认可。根据腾讯新闻，在2020年青岛创新节上，赛轮展示了其研发的世界级超大型矿用刚性自卸车轮胎53/80R63 MS403，这是目前世界最大英寸级巨型工程子午胎，无论是尺寸、质量载重能力都是业内顶尖水平。根据公司年报，公司巨胎产品已进入中国约70%的大型矿山市场并成为四大工程机械制造企业的配套供应商。目前，公司规划有青岛+越南两大生产基地共16万吨/年的设计产能（包含在建），且产能建设和产能释放正在逐步推进。我们认为，随着非公路轮胎市场需求的释放，公司凭借其深耕多年的技术积累，有望在该领域大放异彩。

图39：公司于2016年下线世界最大63寸巨型子午胎



资料来源：公司官网

图40：2020年青岛创新节上公司展示自产巨胎



资料来源：腾讯新闻

4.2、公司背靠怡维怡橡胶研究院，成功开发“液体黄金”打破“魔鬼三角”

轮胎的“魔鬼三角”所指的三种性能分别是轮胎的滚动阻力、抗湿滑性和耐磨性。（1）抗湿滑性决定了轮胎在干、湿路面以及冰、雪路面上的抓地能力，抗湿滑性越好，汽车越不容易打滑，刹车距离越短。（2）滚动阻力性能关系到汽车的油耗和环保，根据论文《轮胎滚动阻力对整车燃油经济性的影响》，轮胎滚动阻力大约占整车能源消耗的12-20%，可见轮胎的滚动阻力对汽车的燃料消耗有较大影响，该论文提及，通过多次试验得出，滚动阻力降低率与燃料消耗节约率约为5:1，即滚动阻力减小20%，则燃料节约率约为4%。（3）耐磨性则直接与轮胎寿命挂钩，强耐磨性可直接降低轮胎的替换频率，避免资源浪费。消费者一直在追求在三个方面都具有出色表现的轮胎，而从轮胎配方研发的角度，轮胎的滚阻越小、耐磨性越好，相对应的抗湿滑性却越差，故而三者构成了轮胎行业人口相传的“魔鬼三角”。

图41: 滚动阻力、湿地控制、耐磨性为轮胎“魔鬼三角”



资料来源：轮胎商业网

公司背靠怡维怡橡胶研究院（袁仲雪为实控人），从炼胶技术打破“魔鬼三角”定律。怡维怡橡胶研究院成立于2013年1月，是国家橡胶与轮胎工程技术研究中心直属的研发机构，是集基础研究、应用研究、关键共性技术开发、产业化转化于一体的创新型研发组织，专业从事橡胶新材料、轮胎与制品、特种橡胶、橡胶助剂及填料的技术开发、技术咨询和技术服务。公司于2013年正式申请连续液相混炼专利（化学炼胶技术专利），并于2015年3月正式获得第一份液相混炼技术发明专利授权。2015年5月王梦蛟博士代表怡维怡首次对外公开产品性能，利用液相混炼胶制造轮胎，可同时提高轮胎抗湿滑性能和耐磨性能，并降低滚阻，从炼胶技术角度打破“魔鬼三角”定律。2017年，公司与怡维怡橡胶研究院共同完成的“轮胎用合成橡胶连续液相混炼新技术开发及应用示范技术”并通过了中国石油和化学工业联合组织专家的科技鉴定，一致认为该技术处于国际领先水平。该产品被命名为EVEC®胶，因其采用连续液相混炼，又称之为“液体黄金”。

“液体黄金”打破“魔鬼三角”定律，从低滚阻、抗湿滑性、耐磨性三方面改善轮胎型性能。《橡塑技术与装备(橡胶)》期刊专访王梦蛟博士时提到，“液体黄金”是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、加工性能好的优点，且混炼能耗可降低20%以上；而由于橡胶与填料的相互作用高，且填料与填料之间的相互作用低，所以表征轮胎滚动阻力的动态滞后损失低，表征轮胎抗湿滑性能动态滞后损失高，表征轮胎耐磨性能的补强因子高，材料的最终性能相较于传统的干法混炼橡胶有显著提高。在2017年6月，国际权威轮胎检测机构IDIADA为公司等多个尺寸规格的轮胎产品出具书面测试认证报告，证实其抗湿滑性能等级均达到了欧盟标签法规A级标准，滚动阻力指标也达到B级以上，同时耐磨性指标比传统轮胎大幅提升了15%，综合性能达到世界领先水平。使用“黄金液体”的轮胎抗湿滑性能达到A级，意味着在80km/h的车速条件下，轮胎刹车距离较F级轮胎可缩短18m，提高车辆使用的安全性；同时使轮胎滚阻由G级提升至B级，使汽车在每行驶10万km可减少油耗560L。

表8: “液体黄金”可从低滚阻、抗湿滑、耐磨三方面改善轮胎性能

技术指标	传统轮胎 (N234)	绿胎 (传统混炼)	液体黄金 (EVEC)
胎面胶填料	炭黑	白炭黑	液体黄金
滚动阻力指数 (%)	73	100 (C级)	111 (A/B级)
抗湿滑指数 (%)	68	100 (B级)	110 (A级)
抗干滑及操纵指数 (%)	-	100	103
耐磨性能指数 (%)	115	100	130

数据来源: 怡维怡橡胶研究院官网、开源证券研究所

“液体黄金”技术已被应用于公司全钢胎、半钢胎产品。根据怡维怡橡胶研究院官网信息, 2020年6月9日, 益凯新材料有限公司化学炼胶30万吨项目建设正式启动, 这意味着革命性绿色新材料EVEC®胶产业化驶入快车道。根据新浪财经消息, 赛轮轮胎表示2020年用“液体黄金”生产的轮胎产量预计超过20万条。我们认为, 随着公司用“液体黄金”材料的轮胎产能提高, 公司产品性能有望得到较大提升, 这为公司切入中高端市场奠定了坚实的基础。

4.3、公司坚持品牌营销投入, 品牌溢价日益增长

公司坚持品牌营销战略, 赛轮品牌价值不断提升。2018年, 公司确定了公路轮胎以赛轮作为第一品牌, 路极、黑鹰、锐科途等作为辅助品牌, 非公路轮胎以迈驰品牌进行全球推广的品牌策略。公司相继通过携手环塔拉力赛、出征D1GP漂移大赛、登陆央视、遴选参加首届中国自主品牌展、参与“中国绿色轮胎安全周”等多样化渠道宣传推广品牌, 提升了品牌知名度和品牌溢价。根据搜狐网消息, 2020年在世界品牌实验室主办的第十七届“世界品牌大会”上, 赛轮轮胎以508.72亿元的品牌价值入围2020年“中国500最具价值品牌”榜单, 位列124位, 赛轮轮胎品牌价值较2019年同期增长106亿元, 增幅达26%。我们认为, 公司长期的品牌营销战略投入有利于提高品牌溢价, 这有利于公司进入中高端市场, 提升品牌知名度, 提高产品价格。

表9: 公司积极进行多方位品牌营销

年份	营销活动
2018年	(1) 5月, 公司旗下“AA”等级绿色轮胎、智能芯片轮胎、镶钉冬季安全轮胎等明星产品亮相首届中国自主品牌博览会。 (2) 11月, 公司组建的赛轮漂移车队首次征战2018 D1GP勇夺双料桂冠。
2019年	(1) 3月和6月公司先后在新加坡国际轮胎展、法兰克福(中东)国际汽配展等展会亮相; (2) 7月, 公司成为瓦伦西亚足球俱乐部接下来三个赛季的全球官方合作伙伴。
2020年	(1) 3月, 公司旗下轮胎品牌(RoadxTyre)正式牵手英超西汉姆联足球俱乐部, 成为其2020-2022年全球官方轮胎合作伙伴。 (2) 11月, 公司与国际最顶级的漂移赛事D1GP再度合作, 成为其官方战略合作伙伴及D1官方轮胎供应商。

资料来源: 公司官网、搜狐网、轮胎世界、齐鲁网、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

全钢轮胎：随着公司沈阳、越南（独资+合资）、潍坊工厂全钢轮胎产能的释放，我们预计，公司将于 2021-2023 分别实现销量约 1000 万条、1330 万条、1550 万条；目前橡胶、炭黑等原材料价格位于高位，2021 年营业成本较高，后续随着原材料价格回落，我们预计 2021-2023 年毛利率将分别为 26.5%、27.3%、27.3%。

半钢轮胎：随着公司潍坊、越南、柬埔寨半钢胎产能释放，我们预计公司将于 2021-2023 分别实现销量约 4140 万条、5800 万条、6560 万条，我们预计 2021-2023 年毛利率分别为 26.6%、27.6%、27.6%。

非公路轮胎：因非公路轮胎销量于下游采矿业的开工率关系紧密，我们预计随着全球疫情褪去，非公路轮胎需求或将复苏，同时公司越南、青岛两大非公路产线产能即将释放，我们预计公司 2021-2023 年分别实现销量 6.8 万吨、8.4 万吨、10.0 万吨，2021-2023 年毛利率分别为 39.5%、39.7%、40.5%。

表10：公司业绩拆分与盈利预测

产品业务	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
全钢胎	营业收入（亿元）	54.21	59.00	83.62	112.50	131.42
	YoY		8.83%	41.73%	34.54%	16.81%
	营业成本（亿元）	39.45	42.76	61.46	81.80	95.55
	毛利润（亿元）	14.77	16.24	22.16	30.70	35.87
	毛利率	27.24%	27.53%	26.50%	27.29%	27.29%
半钢胎	营业收入（亿元）	67.60	68.20	82.94	115.14	130.41
	YoY		0.89%	21.62%	38.83%	13.25%
	营业成本（亿元）	48.46	49.08	60.89	83.36	94.39
	毛利润（亿元）	19.14	19.12	22.05	31.78	36.02
	毛利率	28.31%	28.04%	26.59%	27.60%	27.62%
非公路	营业收入（亿元）	11.40	12.09	20.48	25.97	30.44
	YoY		6.04%	69.41%	26.82%	17.21%
	营业成本（亿元）	6.82	6.56	12.39	15.66	18.11
	毛利润（亿元）	4.58	5.52	8.09	10.32	12.33
	毛利率	40.19%	45.69%	39.52%	39.72%	40.49%
小计	营业收入（亿元）	133.21	139.29	187.04	253.62	292.26
	YoY		4.56%	34.28%	35.60%	15.24%
	营业成本（亿元）	94.73	98.40	134.73	180.82	208.05
	毛利润（亿元）	38.48	40.89	52.30	72.80	84.21
	毛利率	28.89%	29.35%	27.96%	28.70%	28.81%
轮胎贸易	营业收入（亿元）	10.12	7.77	8.00	8.00	8.00
	YoY		-23.22%	2.96%	0.00%	0.00%
	营业成本（亿元）	10.1	7.43	7.76	7.76	7.76
	毛利润（亿元）	0.02	0.34	0.24	0.24	0.24
	毛利率	0.20%	4.38%	3.00%	3.00%	3.00%
循环利用	营业收入（亿元）	0.07	0.04	0.03	0.03	0.02
	YoY		-42.86%	-20%	-20%	-20%
	营业成本（亿元）	0.08	0.04	0.03	0.03	0.02

产品业务	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
	毛利润 (亿元)	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
	毛利率	-14.29%	0.00%	0.50%	0.50%	0.50%
	营业收入 (亿元)	7.88	6.95	6.60	6.27	5.96
	YoY		-11.80%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
其他业务	营业成本 (亿元)	7.25	6.26	6.27	5.96	5.66
	毛利润 (亿元)	0.63	0.69	0.33	0.31	0.30
	毛利率	7.99%	9.93%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业收入 (亿元)	151.28	154.05	201.67	267.92	306.24
合计	YoY		1.83%	30.92%	32.85%	14.31%
	营业成本 (亿元)	112.16	112.13	148.80	194.57	221.49
	毛利润 (亿元)	39.12	41.92	52.88	73.35	84.75
	毛利率	25.86%	27.21%	26.22%	27.38%	27.67%

数据来源: Wind、开源证券研究所

我们选取轮胎行业头部企业玲珑轮胎、森麒麟、三角轮胎进行可比公司估值。公司当前 PE 为 13.9 倍, 远低于可比公司 18.0 倍的平均 PE, 我们认为当前的公司价值已被低估; 公司当前 PB 为 2.85 倍, 略高于可比公司 2.70 倍的平均 PB, 低于森麒麟 3.03 倍的 PB, 低于玲珑轮胎 4.03 倍的 PB。我们认为, 赛轮轮胎作为国产轮胎行业冉冉兴起的希望之星, 精心布局全球销售运营, 始终坚持研发投入, 公司 2021 年起扩张再提速, 展现出一如既往的高成长性, 我们预计在 2022-2023 年公司实现利润翻倍; 公司董事长和实控人合一, 公司经营稳固利好公司长远发展和估值修复。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 20.90 亿元、27.73 亿元、31.88 亿元, EPS 分别为 0.68、0.90、1.04 元/股, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 13.9、10.4、9.1 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

表11: 可比公司盈利预测与估值

公司代码	公司简称	收盘价	归母净利润增速 (%)					PE (倍)				PB (倍)			
		2021/5/7	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
002984.SZ	森麒麟	31.65	32.38	31.05	38.17	26.31	16.82	16.01	11.58	9.17	2.97	3.03	2.40	1.90	
601966.SH	玲珑轮胎	53.45	33.13	18.40	20.55	19.26	21.76	27.93	23.17	19.43	2.93	4.03	3.51	2.92	
601163.SH	三角轮胎	15.08	25.11	12.84	2.76	6.59	12.13	10.09	9.82	9.21	1.18	1.04	0.97	0.90	
	平均						16.90	18.01	14.86	12.60	2.36	2.70	2.29	1.91	
601058.SH	赛轮轮胎	9.45	24.79	40.14	32.65	14.98	10.93	13.85	10.44	9.08	1.93	2.85	2.29	1.86	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 除赛轮轮胎外, 其余公司盈利预测均来自 Wind 一致预期

6、风险提示

产能释放不及预期、下游需求萎靡、“双反”等贸易摩擦加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8471	10306	12042	14509	16413
现金	3812	4369	4558	5411	6275
应收票据及应收账款	1566	1890	2699	3369	3463
其他应收款	15	20	39	78	53
预付账款	176	303	164	430	306
存货	2229	2656	3957	4502	5343
其他流动资产	672	1067	625	719	973
非流动资产	9407	10750	12830	15578	17060
长期投资	430	590	744	937	1117
固定资产	6407	7353	9376	11658	13022
无形资产	474	565	543	500	459
其他非流动资产	2096	2242	2167	2483	2462
资产总计	17877	21056	24872	30087	33473
流动负债	8467	10867	12272	14548	14407
短期借款	3687	2815	3218	3656	4025
应付票据及应付账款	3255	5164	6741	8227	7318
其他流动负债	1524	2888	2314	2665	3064
非流动负债	2001	1379	1723	2120	2721
长期借款	1904	1203	1602	2002	2601
其他非流动负债	97	176	121	118	120
负债合计	10468	12246	13995	16668	17128
少数股东权益	341	348	365	403	438
股本	2700	2699	3064	3064	3064
资本公积	1463	1745	1745	1745	1745
留存收益	3062	4284	5806	7931	10333
归属母公司股东权益	7068	8462	10512	13016	15907
负债和股东权益	17877	21056	24872	30087	33473

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2009	3423	3718	4194	2996
净利润	1191	1521	2107	2811	3223
折旧摊销	779	770	862	991	1219
财务费用	252	336	277	359	378
投资损失	-51	11	-24	-26	-23
营运资金变动	-691	464	491	67	-1796
其他经营现金流	528	321	6	-7	-6
投资活动现金流	-1363	-1950	-2658	-3749	-2727
资本支出	1238	1547	2099	2465	1341
长期投资	-7	-376	-154	-175	-180
其他投资现金流	-133	-778	-713	-1459	-1567
筹资活动现金流	584	-1716	-872	407	595
短期借款	123	-873	403	438	369
长期借款	1454	-701	399	399	599
普通股增加	-1	-1	365	0	0
资本公积增加	-164	282	0	0	0
其他筹资现金流	-827	-423	-2039	-430	-374
现金净增加额	1262	-332	189	853	864

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15128	15405	20168	26793	30628
营业成本	11216	11214	14881	19457	22152
营业税金及附加	74	59	101	134	153
营业费用	1014	796	1109	1742	2052
管理费用	592	790	1129	1393	1593
研发费用	320	348	605	804	919
财务费用	252	336	277	359	378
资产减值损失	-342	-134	-242	-188	-184
其他收益	28	39	35	33	34
公允价值变动收益	-2	0	-0	-0	-1
投资净收益	51	-11	24	26	23
资产处置收益	-1	5	2	4	3
营业利润	1335	1754	2370	3155	3623
营业外收入	13	9	11	10	10
营业外支出	26	41	34	34	32
利润总额	1322	1721	2347	3131	3601
所得税	131	200	240	320	378
净利润	1191	1521	2107	2811	3223
少数股东损益	-4	29	17	38	35
归母净利润	1195	1491	2090	2773	3188
EBITDA	2337	2610	3304	4240	4954
EPS(元)	0.39	0.49	0.68	0.90	1.04

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	10.5	1.8	30.9	32.9	14.3
营业利润(%)	81.7	31.3	35.1	33.1	14.9
归属于母公司净利润(%)	78.9	24.8	40.1	32.6	15.0
获利能力					
毛利率(%)	25.9	27.2	26.2	27.4	27.7
净利率(%)	7.9	9.7	10.4	10.3	10.4
ROE(%)	16.1	17.3	20.0	21.5	20.2
ROIC(%)	10.7	11.4	14.2	15.4	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	58.6	58.2	56.3	55.4	51.2
净负债比率(%)	30.6	16.7	6.9	6.9	8.2
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	9.3	8.9	8.8	8.8	9.0
应付账款周转率	3.2	2.7	2.5	2.6	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.49	0.68	0.90	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.12	1.21	1.37	0.98
每股净资产(最新摊薄)	2.31	2.76	3.31	4.13	5.07
估值比率					
P/E	24.2	19.4	13.9	10.4	9.1
P/B	4.1	3.4	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	13.4	11.6	9.0	7.1	6.1

数据来源：贝格数据、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，属于机密材料，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10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16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