

行业深度

基础化工

轮胎行业云消雾散，国产企业乘风而起

2022年07月05日

评级 **领先大市**
评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



周策

分析师

执业证书编号:S0530519020001
zhouce67@hncasing.com

相关报告

《新材料行业周跟踪：新材料行业估值回调，建议关注近期具备利润修复空间的锂电池环节》
2022-04-12

《化工新材料行业周跟踪：美联储加息预期进一步升温，新材料行业估值回调或呈现结构性机会》
2022-02-15

《化工新材料行业 2022 年 2 月月报：锂电材料价格续创历史新高，BDO 价格大跌推动 PBAT 成本优化》
2022-02-07

重点股票	2021A		2022E		2023E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
玲珑轮胎	0.53	47.05	0.60	41.78	1.35	18.53	买入
赛轮轮胎	0.43	24.80	0.50	21.34	0.73	14.56	买入
森麒麟	1.16	25.82	1.66	18.02	2.19	13.67	买入

资料来源: iFind, 财信证券

投资要点:

- **轮胎行业市场向亚太企业倾斜。**我国作为一个主要的轮胎生产国，产量占据全球产量近一半，其中 60% 的轮胎用于出口全球各地。21 世纪以来，全球轮胎的市场份额向东亚企业倾斜趋势明显。国际轮胎巨头企业例如米其林、普利司通的市占率有逐年降低的趋势，行业头部公司的市场集中度因亚太地区轮胎公司的兴起在逐步弱化：行业 CR3 从 2002 年的 56% 下降到 2017 年的 37%；行业 CR6 从 2002 年的 70% 下降到 51%。尽管近年来亚太地区轮胎企业市占率增速受美国“双反”政策以及高端市场替代“深水区”的影响有所放缓，但随着亚太地区品牌力的不断提升和海外建厂的策略推进，其低成本优势将进一步突出，有望在未来持续提升市场份额。
- **国产轮胎长期竞争优势牢固。**轮胎公司是传统的制造型企业，其盈利能力很大程度上取决于对成本的控制，我国轮胎企业在成本控制上有着显著的优势，这种优势主要体现在人工成本和规模效应上。其次，回顾国际轮胎企业的发展历史，大多数都是伴随所在国家汽车产业发展起来的。我国汽车品牌近年来发展迅猛，尤其是在新能源车领域已经占据全球领先地位，新能源车对于轮胎也提出了新的要求，新需求的发展有望带领国产轮胎企业步入红利期。并且，近年来国内头部轮胎企业凭借其在产品研发、科技创新、品牌建设以及高性价比等方面的不断努力，相对较少的研发投入让多项新技术落地，使得产品品质与国际一线的差距不断缩小，甚至性能更优，侧面反映出了国内企业在研发上具备优势。
- **轮胎行业短期基本面边际改善。**2020-2021 年期间，原材料天然橡胶、顺丁橡胶、炭黑等价格大幅上涨，近期叠加俄乌战争带来的原油价格走高，给国内外轮胎企业带来了巨大的成本负担，盈利能力普遍走弱。进入 2022 年第 1 季度后，天然橡胶、丁苯橡胶等原材料价格有所回落，有所缓解企业成本的开支。同时，为应对原材料价格上涨带来的成本压力，国内轮胎企业在 2022 年上半年通过多轮提价实现了成本压力向消费端的传导。另一方面，自 2022 年初起，海运费有所回落，其中波罗的海集装箱由中国/东亚至北美东西海岸的运费指数均有明显下降，预计将有效改善我国轮胎企业出口业务的利润水平。

- **估值与投资建议。**从行业近年的估值水平、与汽车零部件企业的估值对比、与国际轮胎企业的估值对比三方面来看，国内优质的轮胎企业可以给予中枢利润水平 20-25 倍的 PE 估值。随着行业短期不利因素的消退，行业龙头企业未来有望迎来业绩中枢上移所带来的市值提升。建议关注：玲珑轮胎（601966.SH），公司是国内率先布局国内配套业务的品牌，同时公司重点建设国内零售销售渠道，未来有望实现乘用车替换市场业务的快速增长；赛轮轮胎（601058.SH），公司成功研发“黄金液体”轮胎，实现了产品多性能的同步提升，打破了行业的“不可能三角”。公司在青岛规划了 3000 万条/年的新产能基地，产品有望逐步走向高端市场；森麒麟（002984.SZ），公司布局大尺寸高性能轮胎市场，在国内外均建立了良好的产品口碑。公司整体产能仍处于快速扩张阶段，西班牙基地有望成为公司新的成长极。
- **风险提示：**欧美经济加息力度过高，导致欧美轮胎消费不及预期；国内疫情反复，导致国内轮胎需求不及预期。

内容目录

1 全球轮胎行业格局	5
1.1 全球轮胎消费地域结构以及贸易结构	5
1.2 我国轮胎产量占据半壁江山	5
1.3 全球市场竞争格局风云涌动	6
1.3.1 亚太企业利用成本优势抢占头部企业市场	6
1.3.2 美国多轮反倾销调查，国内企业纷纷开启全球产能布局	7
2 国产轮胎崛起指日可待	8
2.1 国产轮胎长期竞争优势牢固	8
2.1.1 国内外企业成本结构差距较大，国内企业人工成本优势显著	8
2.1.2 国产轮胎单个工厂产能规模较高，生产规模效应强	9
2.1.3 国产汽车的崛起带动国内汽车供应链发展	9
2.2 国产轮胎品质提升，逐步进军高端市场	11
2.2.1 多家国内胎企挤进国际二线水平，产品力大幅提升	11
2.2.2 轮胎行业高端市场成长空间广阔，国产企业布局高端市场	13
2.3 电动车赋予零部件供应商新的竞争赛道	13
2.3.1 电动车对轮胎提出了更高的性能要求	13
2.3.2 新势力和新品牌的崛起，国产轮胎企业积极抢占市场树立品牌	14
3 轮胎行业短期基本面边际改善	16
3.1 近期多轮成本价格传导，缓解原材料价格上涨压力	16
3.2 海运价格回落，出口利润改善	17
3.3 下游需求端逐步恢复	18
4 行业估值及投资建议	19
5 风险提示	21

图表目录

图 1: 全球轮胎市场消费分布 (单位: 百万条)	5
图 2: 中美轮胎行业结构	5
图 3: 2011-2021 年全球轮胎消费量情况	6
图 4: 我国 2011-2021 年轮胎产量数据	6
图 5: 2007-2020 年全球轮胎市场份额变化	7
图 6: 赛轮轮胎主营业务成本结构	8
图 7: 玲珑轮胎主营业务成本结构	8
图 8: 米其林主营业务成本构成	9
图 9: 米固特异主营业务成本构成	9
图 10: 比亚迪-汉 DM-I 2022 款车型	10
图 11: 国产汽车品牌汽车 2020 年均价	10
图 12: 我国主要车企 2015-2021 年汽车销量	11
图 13: 我国乘用车各系别市场份额	11
图 14: 2015-2021 年国产汽车出口量	11
图 15: 国内轮胎企业研发投入占比	12
图 16: 国内外轮胎企业研发费用比较	12
图 17: 2022 年《最具价值轮胎品牌榜单》	12

图 18: Test World 轮胎测试报告.....	12
图 19: 全球各地区半钢胎替换市场规模.....	13
图 20: 关于新能源汽车不满意因素调查报告.....	14
图 21: 新能源及燃油车整车质量排行榜前十.....	14
图 22: 2021 年上半年全球纯电动车销量排行榜.....	15
图 23: 2017-2021 我国新能源汽车销量.....	15
图 24: 玲珑轮胎新能源汽车品牌合作伙伴.....	16
图 25: 赛轮轮胎新能源汽车品牌合作伙伴.....	16
图 26: 轮胎主要原材料价格.....	16
图 27: 国际原油价格走势.....	16
图 28: 轮胎企业原材料基本情况.....	17
图 29: 轮胎企业成本指数.....	17
图 30: 东南亚/中国集装箱运价指数.....	18
图 31: 波罗的海集装箱运价指数.....	18
图 32: 国内龙头轮胎企业的 PE 估值.....	19
图 33: 国内龙头轮胎企业的 PB 估值.....	19
图 34: 2021 年 12 月 31 日汽车零部件板块 PE 估值.....	20
图 35: 2021 年 12 月 31 日汽车零部件板块 PB 估值.....	20
表 1: 欧美对华轮胎出口的关税制裁.....	7
表 2: 国内轮胎企业产能规划与布局.....	7
表 3: 国内外部分轮胎企业单个工厂产能规模比较.....	9
表 4: 五月份国内轮胎企业涨价潮一览.....	17
表 5: 国内外轮胎企业估值与财务对比.....	20

1 全球轮胎行业格局

轮胎作为车体与地面唯一接触的零部件，在汽车产业链中有着举足轻重的地位。根据胎体的结构，轮胎可以分为全钢胎和半钢胎，全钢胎中胎顶与胎体中的网状结构均由钢丝构成，能承受的压力较大、成本较高；半钢胎中只有胎顶里有钢丝层，胎体网状结构是由尼龙材料或其他人造纤维组成。其中半钢胎适配车型主要以乘用车为主，包括轿车、SUV、MPV等；全钢胎对应商用车为主，包括货车、卡车、大客车以及各种工程车。轮胎市场根据销售渠道的不同可以分为配套市场和替换市场，前者是面向车企合作的前装市场，后者是面向消费者的零售市场。

1.1 全球轮胎消费地域结构以及贸易结构

全球轮胎市场辽阔，不同的地区因为经济发展水平、生产生活模式的差异，导致轮胎消费量具有明显的地区分化。根据米其林公布的年报显示，2021年全球主要的轮胎消费市场主要集中在亚太地区、北美以及欧洲，分别占比为32.17%、24.71%、23.46%，占据了全球近八成的市场份额。

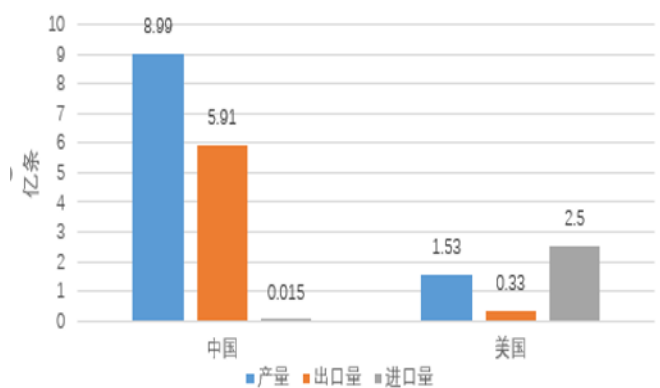
贸易结构方面，以美国为代表的发达国家地区相当大程度的轮胎需要依赖进口，轮胎进口量远高于出口量，2021年度美国轮胎行业出口量为0.33亿条，而进口量达到2.5亿条，相差近8倍。其中美国乘用车轮胎进口国主要为泰国、韩国、墨西哥等国。亚太地区是轮胎的生产主要地，我国轮胎产业常年来贸易顺差为正，轮胎出口占据我国轮胎贸易的70%左右，2021年我国出口量达到5.91亿条。美国曾是我国轮胎出口的重要地区，但自2015年“双反”政策影响，中国轮胎屡次被征收高额税率，致使我国出口到美国市场的乘用车数量急剧下降，已跌出美国进口市场的前五。

图 1：全球轮胎市场消费分布（单位：百万条）



资料来源：米其林年报，财信证券

图 2：中美轮胎行业结构



资料来源：iFind，美国商务部，财信证券

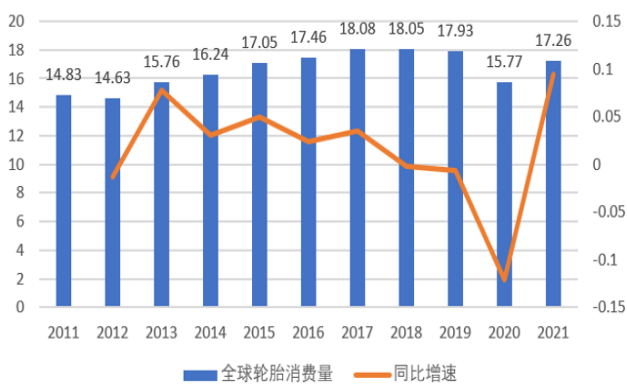
1.2 我国轮胎产量占据半壁江山

轮胎市场是万亿级赛道，近年来，汽车轮胎的更替需求催生出庞大的替换市场，且

受益于汽车保有量的增长使得配套市场也发展迅速，从 2011 年的 14.83 亿条，到 2019 年全球轮胎消费量已达到约 18 亿条。2020 年全球轮胎市场受重创同比下滑约 13%，预计全球需求在 2022 年底才能恢复至疫情前的市场规模。我国作为一个主要的轮胎生产国，产量占据全球产量近一半，其中 60% 的轮胎用于出口全球各地。我国轮胎产量在经历了前三年的低迷期后，于 2021 年增长至近 9 亿条，增长速率明显加快，随着国内疫情的控制以及经济的转好，未来轮胎产量将继续增加。

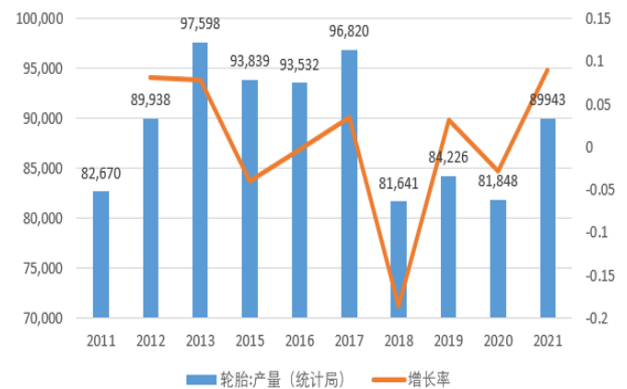
我国国内轮胎市场自 2015 年开始的供给侧改革起，陆续有中小企业退出轮胎市场。据公开资料显示，2017 年我国有 27 家轮胎企业被淘汰；2018 年有 25 家破产或被拍卖；2019、2020、2021 年分别淘汰企业 36 家、38 家、23 家。随着国内轮胎产业产能的出清，由市场优胜劣汰所留下来的轮胎企业更能充分受益发展。

图 3：2011-2021 年全球轮胎消费量情况



资料来源：iFind，财信证券

图 4：我国 2011-2021 年轮胎产量数据



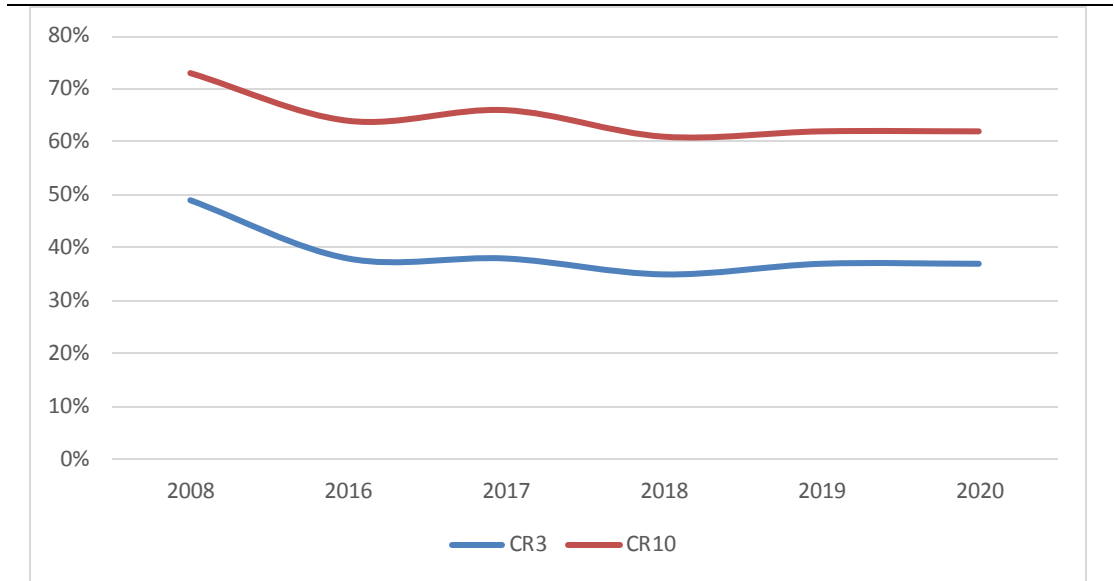
资料来源：iFind，财信证券

1.3 全球市场竞争格局风云涌动

1.3.1 亚太企业利用成本优势抢占头部企业市场

全球轮胎行业的竞争格局一直处于动态变化的过程中，市场份额向东亚企业倾斜趋势明显。几大国际轮胎巨头企业例如米其林、普利司通的市占率有逐年降低的趋势，行业头部公司的市场集中度因东亚地区轮胎公司的兴起在逐步弱化：行业 CR3 从 2002 年的 56% 下降到 2017 年的 37%；行业 CR6 从 2002 年的 70% 下降到 51%。这主要归功于亚太地区劳动力成本同欧美企业相比有显著的低价优势。尽管近年来亚太地区轮胎企业市占率增速受美国“双反”政策以及高端市场替代“深水区”的影响有所放缓，但随着亚太地区品牌力的不断提升和海外建厂的策略推进，其低成本优势将进一步突出，有望在未来持续提升市场份额。

图 5：2007-2020 年全球轮胎市场份额变化



资料来源：轮胎商业网，财信证券

1.3.2 美国多轮反倾销调查，国内企业纷纷开启全球产能布局

近年来，美国对华轮胎贸易政策频频收紧，反补贴反倾销调查使得中国轮胎行业长期被压制。美国商务部最新一次“双反”仲裁于 2021 年 5 月份落地，其中我国本土轮胎企业普遍被征税率区间为 6.23% - 21.09%。除了对中国轮胎持续施压，亚洲其他国家和地区同样受制于美国的关税制裁，包括韩国、泰国、越南及中国台湾地区。

表 1：欧美对华轮胎出口的关税制裁

立案时间	案件名称	类型	仲裁结果
2017/8/11	欧盟对华卡车客车轮胎双反调查	反倾销	0.37% - 36.89%
2018/7/1	美对华贸易战，宣布对 2000 亿美元的中国商品加征 10% 关税	/	/
2019/2/15	美国商务部对华卡客车双反调查	双反	23.81% - 66.17%
2020	欧亚对原产自中国的进口卡车轮胎征收反倾销税的期限延长至 2026 年	反倾销	14.79% - 35.35%
2021/5	美方对亚太地区乘用车及轻卡车轮胎“双反”终裁	双反	6.23% - 21.09%

资料来源：轮胎商业网，iFind，财信证券

尽管国内头部轮胎企业可以通过与美国经销商和消费者共同承担税率增加带来的压力，或者调整出口产品结构等方式减缓消极影响，但长期来看，国内企业想要突破关税的限制，品牌化和国际化是最终的发展路径。例如赛轮轮胎、玲珑轮胎等国内头部企业已经逐步加快全球化布局，纷纷在东南亚以及欧洲建设工厂以规避贸易壁垒。依靠产品品质升级以及产能全球化布局等策略，国内头部企业或能通过“双反”政策实现“危”与“机”的转化，发展与巩固强者恒强的国内行业地位，逐步成长为轮胎国际一线品牌。

表 2：国内轮胎企业产能规划与布局

企业	地点	产业布局
玲珑轮胎	泰国	规划产能全钢胎 180 万条、半钢胎 1500 万条
	塞尔维亚	规划产能全钢胎 160 万条、半钢胎 1200 万条

赛轮轮胎	越南	规划产能全钢胎 260 万条、半钢胎 1600 万条、非公路轮胎 10 万吨；
	越南	与固铂轮胎公司合资 ACTR 项目规划全钢胎 265 万条
	柬埔寨	规划产能全钢胎 165 万条、半钢胎 900 万条，预计 2023 年投产
通用股份	泰国	规划产能全钢胎 100 万条、半钢胎 600 万条
三角轮胎	美国	规划产能全钢胎 100 万条、半钢胎 500 万条
森麒麟	泰国	规划产能全钢胎 200 万条、半钢胎 1000 万条

资料来源：iFind，财信证券

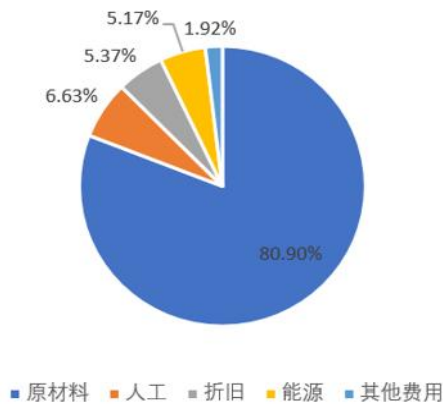
2 国产轮胎崛起指日可待

2.1 国产轮胎长期竞争优势牢固

2.1.1 国内外企业成本结构差距较大，国内企业人工成本优势显著

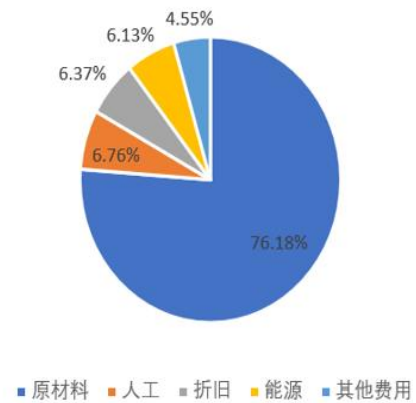
轮胎公司是传统的制造型企业，其盈利能力很大程度上取决于对成本的控制。通过分析国内外轮胎企业的成本结构，可以看出国内企业各成类别比例差距不大，原材料占据成本的近 80%。而国外龙头企业米其林、固特异等原材料占比仅有 20%-40%，主要是因为国外轮胎企业普遍在全球拥有数个原材料加工厂，布局了天然橡胶、合成胶及炭黑等原材料的生产，原材料需求有一定比例可以实现自供。我国企业的人工成本具有显著的优势，所占比例均低于 10%。

图 6：赛轮轮胎主营业务成本结构



资料来源：赛轮轮胎年报，财信证券

图 7：玲珑轮胎主营业务成本结构

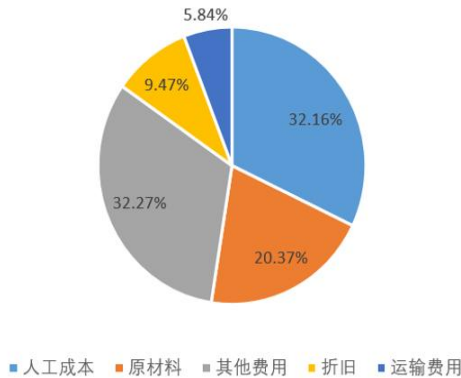


资料来源：玲珑轮胎年报，财信证券

国际龙头轮胎企业分布于发达国家地区，受经济水平以及人力政策的影响，人工成本开支大，普遍占成本结构的 30% 左右，且受制于其较高的社会发展程度，发达国家的人工成本很难进一步压缩，其员工薪酬占人工成本开支的七成以上。员工薪酬方面，以米其林为代表的龙头企业远高于国内轮胎企业，例如赛轮轮胎总人均工资约为 12.00 万元、玲珑轮胎人均工资为 9.68 万元，而米其林则高达 37.68 万元。根据固特异公布的年报数据，2018 年至 2020 年三年的人工及制造费用占比从 55% 到 64%，存在进一步上升趋势，成本结构难以改善。

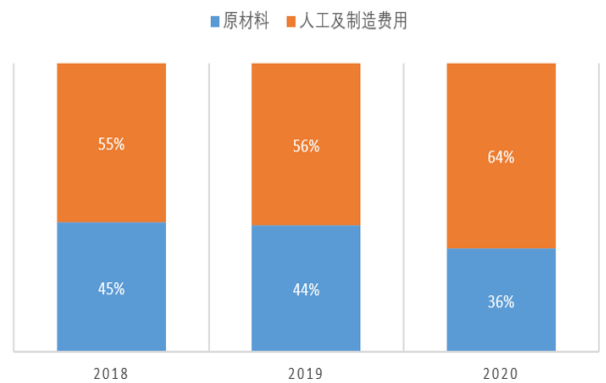
未来随着我国轮胎企业全球产业链的布局、高新技术的不断突破，品牌影响力以及产品品质与国际龙头企业的差距将渐渐缩小，而我国较低的人工成本将作为一个潜在的优势使得生产的产品在性价比上更具竞争力。

图 8：米其林主营业务成本构成



资料来源：米其林年报，财信证券

图 9：固特异主营业务成本构成



资料来源：固特异年报，财信证券

2.1.2 国产轮胎单个工厂产能规模较高，生产规模效应强

制造型企业的成本控制能力也可以由单个工厂的产能规模体现。不同于米其林等具有百年历史的传统轮胎企业，我国龙头轮胎企业起步较晚，成立时间较短，整体还处于前期发展阶段。总产能以及工厂数远小于国际一线公司，玲珑轮胎的 2021 年总产量也仅有 8206 万条，远低于国际巨头的 2 亿条轮胎左右的年产量。

另一方面，国内轮胎企业单个工厂产能规模远超世界巨头轮胎企业一倍以上，单个工厂生产效率高，生产规模效应强。由此可以看出，我国轮胎企业的生产经营模式突破了欧美地区企业的产能边际效益递减的限制，做到了以更低的资本投入（工厂数）获得了更高的产能。虽然目前我国轮胎企业总产能未达到世界前列，但未来随着公司的发展壮大，新工厂的规划与建设不断落地，在现有单个工厂高产能效率的基础上，公司的总产能将有望挤进世界前列。

表 3：国内外部分轮胎企业单个工厂产能规模比较

公司	总产能（万条/年）	已建工厂数（个）	单个工厂产能（万条/年）
玲珑轮胎	8206	5	1641.2
赛轮轮胎	5805	5	1161
普利司通	26000	51	509.8
米其林	23000	49	469.4
固特异	17000	37	459.5

资料来源：米其林年报，固特异年报，iFind，财信证券

2.1.3 国产汽车的崛起带动国内汽车供应链发展

回顾国际轮胎企业的发展历史，大多数都是伴随所在国家汽车产业发展起来的。日

本品牌普利司通伴随日本车企成长,其配套先发优势显著。1931年普利司通在东京成立,同时期诞生了众多日本知名车企,例如丰田、日产等,此时为日本汽车产业蓬勃发展的萌芽期。随着二战的结束,1946年日本汽车行业进入发展阶段,普利司通顺势积极扩产,其产品占据了日本当时近50%的轮胎市场份额。尔后20世纪60、70年代,日本汽车工业进入了一个鼎盛时期,全面机动化以及高速公路的出现,推动了汽车产销量的攀升,日本汽车的年产量由1950年的3万辆倍增至1970年的529万辆,超过德国成为了世界第二大汽车生产国,日本国内汽车市场也首次销量突破400万辆,比1950年增加了近60倍。日本轮胎企业因此迎来了第一个迅速发展时期,依靠本土市场增速红利,普利司通转向产品出口和海外建厂的新模式,奠定了其成为国际一线品牌的地位。同样的发展模式在韩泰轮胎在20世纪60、70年代在本土市场的崛起中也可以体现。彼时韩国制造业兴起,韩国的经济进入飞速发展时期,两条韩国主要的高速公路的竣工使得汽车业迎来春天,韩泰轮胎借此东风成为了韩国较早为乘用车开发冬季胎、子午线轮胎的企业,打下了坚实的发展基础。

反观我国国内,依据过往全球轮胎企业的发展逻辑,汽车业于21世纪进入加速发展时期,国产汽车品牌近年来发展迅猛,在竞争日趋激烈的乘用车市场中保持着稳步增长的趋势,因此我国轮胎企业也将迎来发展红利期。

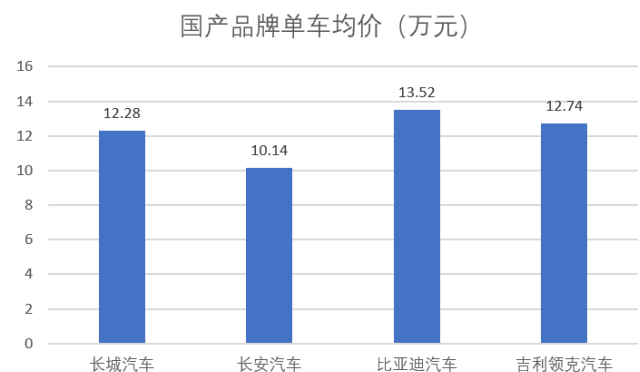
国产汽车品牌的形象也逐渐由过去的低端车型往中高端汽车迈进,消费者对于其品牌认可度有所提升。例如比亚迪汽车近期推出的2022款汉DM-I 121KM汽车定价23.58万起,最高突破了30万,且市场反响良好,改变了消费者对于国产汽车售价仅有数万元的低端汽车印象,其他国产品牌汽车的均价也基本跃过10万的分界线。

图 10: 比亚迪-汉 DM-I 2022 款车型



资料来源:汽车之家,财信证券

图 11: 国产汽车品牌汽车 2020 年均价

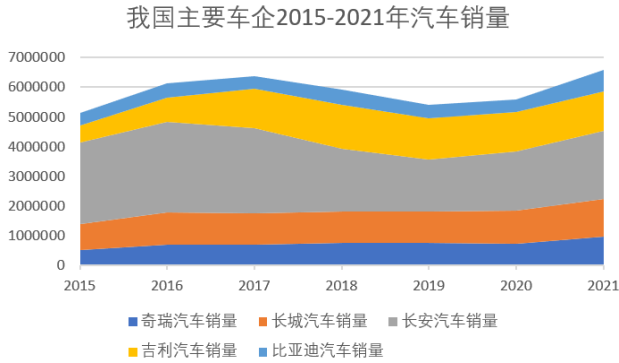


资料来源: iFind, 财信证券

国产汽车的崛起之路除了向中高端转型外,产量销量持续增长,其市场份额也在逐步提升,出口量创历史新高。在经历了疫情影响的短暂回落之后,2021年国产乘用车年销量达到954.3万辆,同比增长23.15%,结束了疫情以来的下降趋势。我国头部车企的市场集中度也在逐年增长,2021年国产车销量前五的车企占据了国产车市场的近七成,使得资源资本更多向我国一线汽车品牌倾斜,形成了国产汽车头部企业崛起的正循环作

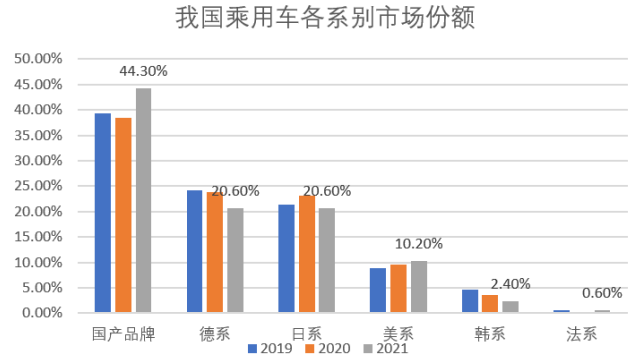
用。国产汽车的市场份额在 2021 年度也有了较大提升,达到了 44.43%,比 2020 年的 38.42% 提升了 6 个百分点。

图 12: 我国主要车企 2015-2021 年汽车销量



资料来源: iFind, 财信证券

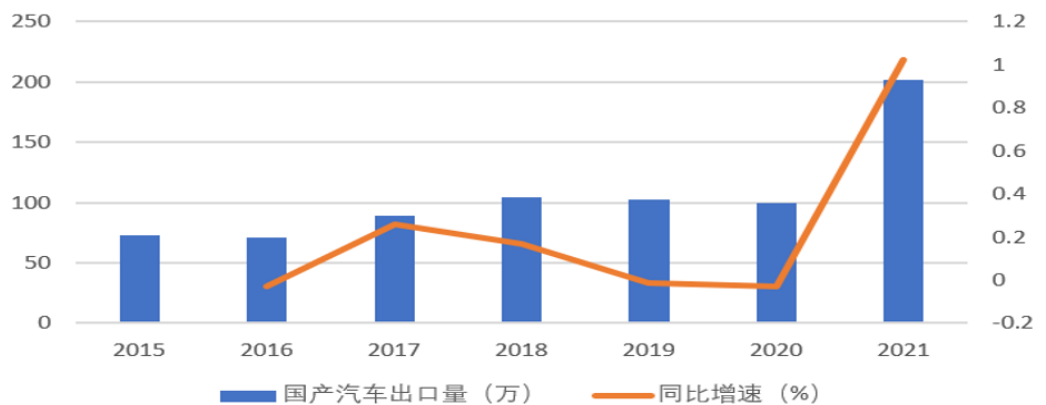
图 13: 我国乘用车各系别市场份额



资料来源: iFind, 财信证券

在汽车出口量方面, 2021 年达到 201.5 万辆, 同比增长一倍, 突破多年来一直徘徊在 100 万辆左右的历史瓶颈。出口量的暴增一方面源于我国在新能源汽车赛道具有先发优势, 在全球汽车产业向新能源领域深度转型的风口下, 我国的新能源汽车制造能力和智能化水平在世界上处于第一梯队水平; 另一方面我国车企普遍开始布局全球业务, 长城汽车拥有 4 个海外全工艺生产基地和 5 个海外 KD 工厂, 近期公布的 2025 战略规划期望达到全球销量 400 万台; 吉利汽车的全球业务遍布 28 个国家, 海外销售和网点达到 227 家, 出口量达 11.5 万辆。出口量的增加标志着我国正迈向汽车强国的征途中。

图 14: 2015-2021 年国产汽车出口量



资料来源: iFind, 财信证券

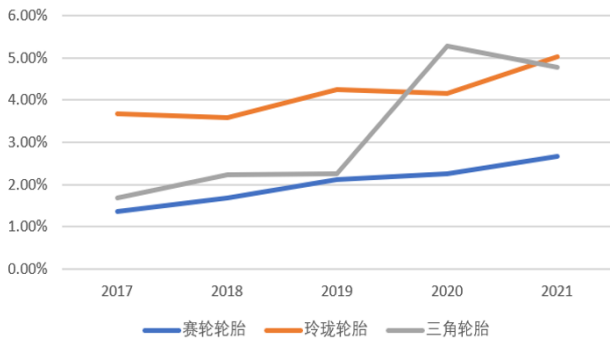
2.2 国产轮胎品质提升, 逐步进军高端市场

2.2.1 多家国内胎企挤进国际二线水平, 产品力大幅提升

国内头部轮胎企业凭借其在产品研发、科技创新、品牌建设以及高性价比等方面的

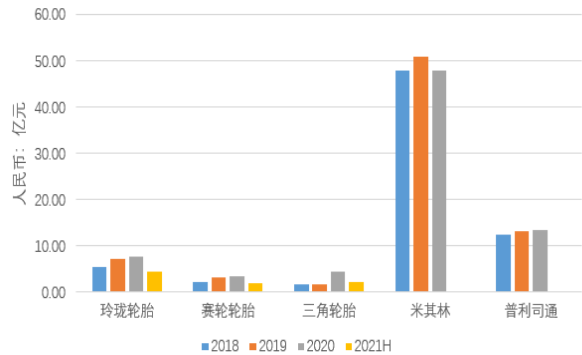
不断努力，现进入列国际二线水平之列。国内企业普遍注重研发投入，虽然与全球一线品牌的研发费用有较大差距，但是以玲珑轮胎、赛轮轮胎为代表的胎企研发支出占比逐年增加。同时另一方面，国内企业以相对较少的研发投入让近年来多项新技术落地，使得产品品质与国际一线的差距不断缩小，甚至性能更优，侧面反应出国内企业具有一定的研发优势。

图 15: 国内轮胎企业研发投入占比



资料来源: iFind, 财信证券

图 16: 国内外轮胎企业研发费用比较



资料来源: iFind, 财信证券

国产轮胎纷纷在各大国际展览及榜单中崭露头角。玲珑轮胎 2022 年在全球领先的轮胎和橡胶行业盛会科隆轮胎展 (The Tire Cologne) 中展示其全新 MASTER 家族轮胎, 实现了四季、舒适型、运动型、SUV 等全系产品覆盖, 在专业轮胎测试 AUTOBILD 的初评中表现出色, 性能达到了欧盟轮胎标签的 A 级水平。赛轮轮胎潜心多年研制的“液体黄金轮胎” EVEC 橡胶新材料打破了轮胎行业的“魔鬼三角定律”, 即能让轮胎产品的滚动阻力、抗湿滑性能、耐磨性能同时得到改善, 实现了历史性的突破。2021 年 5 月, 赛轮液体黄金轿车轮胎经国际权威机构西班牙 IDIADA 测试, 在滚阻、湿地方面均达到欧盟轮胎标签法 A 级 (欧盟标签法规最高等级)。赛轮轮胎也首次入围 2022 年《全球最具价值轮胎品牌榜单》, 位列第 12 位, 仅次于玲珑轮胎 (第 11 位)。玲珑轮胎的各项性能指标也在国际权威测评机构 Test World 杂志公布的测评结果中进入了国际二线准列。

图 17: 2022 年《最具价值轮胎品牌榜单》

2022	2021	Logo	Name	Country	2022	2021	2022	2021
1	1		Michelin	France	\$7,736M	\$6,848M	AAA	AAA
2	2		Bridgestone	Japan	\$7,099M	\$6,805M	AAA+	AA+
3	3		Continental	Germany	\$4,253M	\$3,163M	AA+	AA
4	4		Dunlop	Japan	\$2,486M	\$1,837M	AA+	AA
5	5		Goodyear	USA	\$2,293M	\$1,734M	AAA-	AA
6	6		Pirelli	Italy	\$1,502M	\$1,238M	AAA-	AA+
7	7		Hankook	South Korea	\$1,467M	\$1,103M	AA	AA-
8	8		Yokohama	Japan	\$1,190M	\$757M	AA+	AA-
9			Toyo Tires	Japan	\$907M		AA+	
10			Giti	Indonesia	\$772M		AA-	
11	10		Linglong Tire	China				
12			Sailun	China				
13			Apollo Tyres	India				
14			Cooper Tire	USA				
15			HRF	India				

资料来源: Brand Finance, 财信证券

图 18: Test World 轮胎测试报告

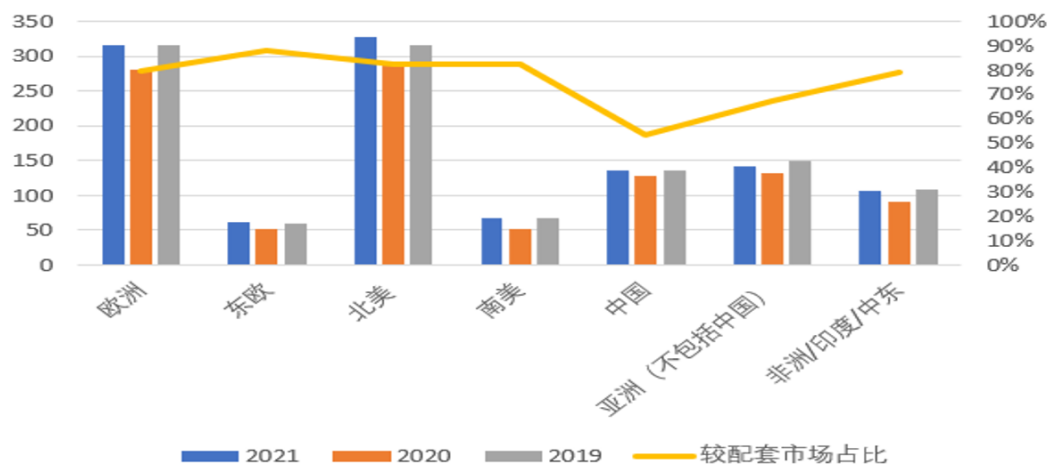
	比重 %	米其林	普利司通	韩泰	玲珑
湿地 55%					
制动	15%	10	9	9	9
动态抓地力	15%	10	9	8	9
水滑性能	15%	7	10	7	8
操控性能	10%	9	8	8	9
干地 25%					
制动	15%	10	9	9	8
操控性能	10%	8	8	8	7
经济与舒适性 20%					
噪音	10%	9	9	10	9
滚动阻力	10%	7	7	7	7
总分	100%	8.9	8.8	8.3	8.3

资料来源: 玲珑公司官网, 财信证券

2.2.2 轮胎行业高端市场成长空间广阔，国产企业布局高端市场

轮胎替换市场面向消费者，因为整车厂相比消费者更具议价权，零售端毛利率水平会比配套市场高。另一方面因为乘用车消费者主要看重产品的消费属性，产品的附加值水平高，利润空间往往比注重性价比的商用车消费者更高，属于轮胎行业的高端市场。乘用车主要适用于半钢胎，根据米其林发布的年报显示，近年来全球半钢胎替换市场的占比均为整个轮胎市场的 50% 以上，且大部分地区替换占比达到了 80% 以上，且配套市场在经历 2020 年的疫情影响由短暂回落之后，2021 年又达到了一个高增长水平，其中国内市场为 1.36 亿条，欧美主要市场为 6.42 亿条，均创历史新高，未来成长空间广阔。

图 19：全球各地区半钢胎替换市场规模



资料来源：米其林年报，财信证券

国产轮胎企业目前积极布局乘用车的高端市场，已经获取国产车、合资车品牌的认可，继续向高端车市场发展。玲珑轮胎从配套业务作为切入口，希望以配套业务为基础带动其将来在零售端的业务量，现已与多家车企达成产品配套合作，包括红旗、一汽、长安等，同时国外也建立海外配套部，以便于及时了解市场，服务于外资品牌汽车企业。玲珑汽车也在“新零售”上发力迅猛，加强渠道网络建设，2021 年公司发布“五新一高”的面向中高端产品线的零售战略，使公司上半年的国内零售额增加 28% 左右。赛轮轮胎也在把握渠道优势，投入资本打造的“橡链云”平台实现产销一体化的新模式，通过这一平台，公司将 3000 多家供应商、2000 家经销商和 6000 家门店相链接，另外赛轮轮胎积极与经销商合作，设立销售子公司，使得零售端渠道更加畅通。

2.3 电动车赋予零部件供应商新的竞争赛道

2.3.1 电动车对轮胎提出了更高的性能要求

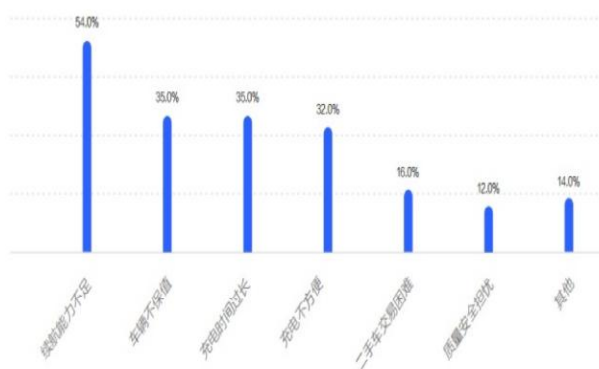
为提升新能源汽车续航能力，对轮胎的低滚阻性能有了更高的要求。据《2022 中国新能源汽车发展趋势白皮书》数据显示，高达 54% 的消费者对于新能源汽车续航能力不甚满意，为所有不满意指标中最高。目前新能源汽车的续航能力受现有电池材料技术的

限制，尚未有很好的突破，这是整个电车行业亟待解决的核心问题之一。已上市的新能源汽车普遍的续航里程数在 500 公里以下，而相对应的燃油车车型基本达到了 700 公里以上。新能源汽车电池在气温较低的冬季等极端天气情况下，续航里程数会受影响，且随着使用年限的增长，电池性能及容量不可避免地会衰退。因此，超低滚动阻力是新能源汽车对于轮胎的首要要求。

电机取代发动机和变速器，体感噪音敏感度增加要求轮胎的低噪音表现。相比于传统燃油汽车，新能源汽车没有了发动机和变速器，取而代之的是电驱系统，其在行驶过程中发出的噪声较小，在传统汽车驾驶过程中因发动机声音所掩盖掉的风噪、胎噪和底盘悬挂声响在电车身上能被显著地感受到。车内人员对噪音敏感度的增加使得新能源汽车轮胎胎噪应该限制在较低水平。

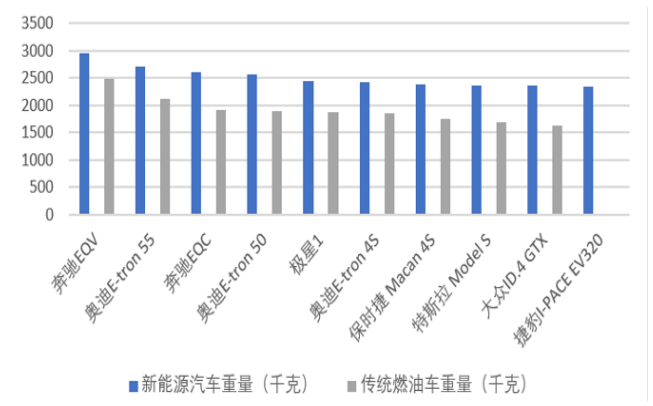
新能源汽车车重大、电机扭矩输出爆发性强，对轮胎的耐磨性和抓地力有较高的要求。新能源汽车由于动力总成质量比燃油车的发动机、变速器要大，使得其在实际车重上要比同尺寸的传统汽车重 0.3 吨左右，一般而言传统汽车自重均在 2 吨以下，而在新能源汽车领域基本都在 2 吨以上。另一方面，新能源汽车的加速性能更强，因为没有变速箱还换挡机构，动力传递更加直接高效。这会让电车在起步时就达到了最大扭矩输出，不同与传统汽车起步时扭矩逐渐增加的特点，这种瞬间输出的峰值扭矩对轮胎的耐磨力和抓地力有很大的挑战。

图 20：关于新能源汽车不满意因素调查报告



资料来源：《2022 中国新能源汽车发展趋势白皮书》，财信证券

图 21：新能源及燃油车整车质量排行榜前十



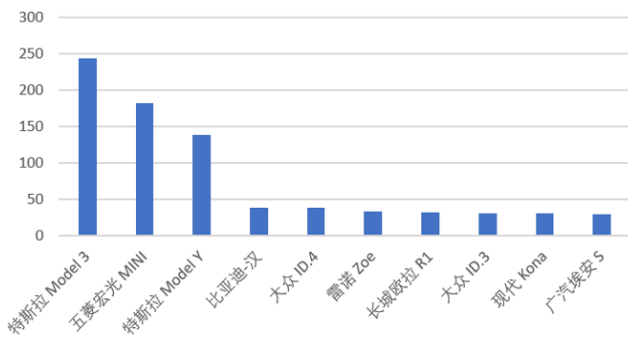
资料来源：汽车之家，财信证券

2.3.2 新势力和新品牌的崛起，国产轮胎企业积极抢占市场树立品牌

新能源汽车的横空出世为车企开辟出了一条全新的发展路径，也使得国内外众多知名汽车企业站在了同一起跑线上共同竞争，国产汽车品牌有望弯道超车。目前全球新能源汽车企业除了一线品牌特斯拉外，市场格局仍处于竞争白热化阶段，我国新能源汽车产业也进入发展快车道，一批国产品牌强势崛起。比亚迪、长安等我国自主品牌也在发力新能源赛道，2021 年上市的五菱宏光 MINI EV，两度登顶全球新能源乘用车销量第一。瑞

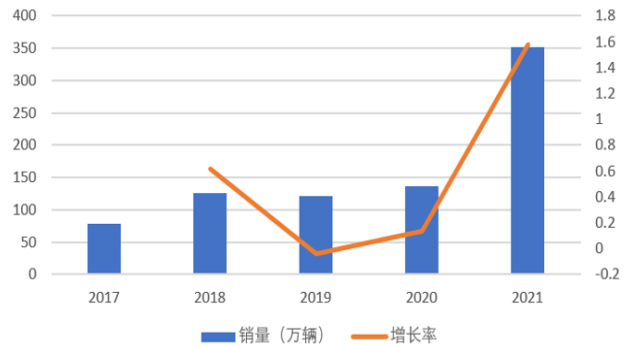
典的咨询机构 EV VOLUMES 公布的 2021 年上半年全球纯电动车销量排行榜，其中有 4 款中国品牌车型位列前十。目前我国新能源汽车产业整体处于世界先进水平，自主品牌稳步向上，新汽车销量呈现高速增长态势，2021 年销量为 352.1 万辆，同比增长更是高达 160%，由此新能源汽车配套产业链迎来一轮新的市场机会。

图 22：2021 年上半年全球纯电动车销量排行榜



资料来源：财信证券，EV VOLUMES

图 23：2017-2021 我国新能源汽车销量



资料来源：iFind，财信证券

轮胎行业有望从汽车自动化这一全球趋势的浪潮中受益。一是因为新能源汽车全球销量仍处于高速增长的时期，渗透率不断提升，轮胎作为汽车的重要零部件之一，其配套市场有了很大的需求；二是新能源汽车轮胎在替换频率上大于传统燃油车，新能源汽车的车动力电池更重，使得其车重比同级别燃油车更高，而车身重量的增大，直接影响到轮胎的损耗和刹车距离。据英国独立测试机构 Emission Analytics，汽车的质量每增加 500 公斤，对轮胎的磨损率就会增加 20%，轮胎鼓包率也会提高。

由于新能源汽车对轮胎有了全方位的新要求，我国轮胎企业正积极与新能源汽车厂商洽谈合作，虽然以米其林为代表的海外轮胎品牌还是配套市场的主流，但国产品牌已经开始占据了一部分市场，在一些销量较高的新能源车型中取得了配套优势，相较于传统燃油车而言，国产品牌在早期配套上有了更大的进步。玲珑轮胎开拓新能源配套的渠道，潜心研发相关新能源车的配套轮胎技术，在纯电车配套品牌中玲珑轮胎排名第二。目前玲珑轮胎已经完成与五菱宏光、比亚迪、雷诺日常、东风、一汽红旗等新能源汽车的配套合作。赛轮轮胎同样借助其“液体黄金轮胎”的优良性能加入了新能源汽车轮胎的竞争，已与奇瑞、北汽、长安、哪吒等新能源汽车部分车型形成配套合作，未来随着“液体黄金”的推广和认可度增加，在配套和替换市场中将会持续发力。虽然很多轮胎厂商已经在布局新能源专用胎，大部分新能源汽车仍然在使用传统燃油车的配套轮胎，专用配套轮胎市场想象空间广阔，我国国产轮胎有望从尚未定型的中高端新能源汽车配套市场中获得行业重新洗牌的机会。

图 24: 玲珑轮胎新能源汽车品牌合作伙伴

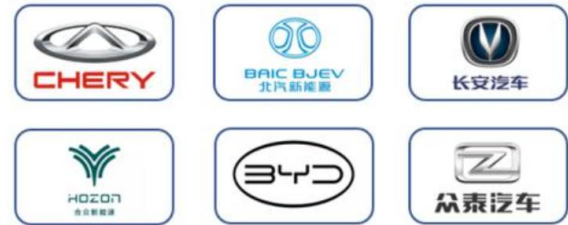
>> 新能源汽车品牌合作伙伴



资料来源: 玲珑官网, 财信证券

图 25: 赛轮轮胎新能源汽车品牌合作伙伴

>> 新能源汽车品牌合作伙伴



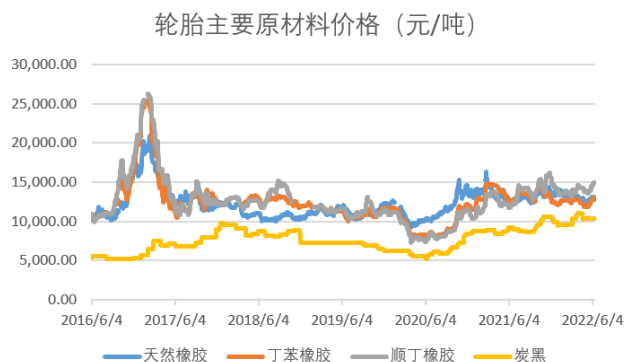
资料来源: 赛轮官网, 财信证券

3 轮胎行业短期基本面边际改善

3.1 近期多轮成本价格传导, 缓解原材料价格上涨压力

轮胎企业属于典型的制造型企业, 其生产经营活动受原材料成本影响较大。自 2020 年原材料天然橡胶、顺丁橡胶、炭黑等价格大幅上涨, 近期叠加俄乌战争带来的原油价格走高, 给国内外轮胎企业带来了巨大的成本负担, 盈利能力普遍走弱。另一方面, 2022 年第一季度天然橡胶、丁苯橡胶等原材料价格有所回落, 有所缓解企业成本的开支。我们依据国内上市公司玲珑轮胎所披露的采购原材料基本情况, 可以大致测算出轮胎企业的成本指数: 以单胎需要天然橡胶 3.8 kg、合成胶 1.6kg、炭黑 2.7kg、帘子布 1.5kg, 同时我们用顺丁橡胶和甲苯橡胶的价格平均值作为合成胶的估计价格。可以看出近期轮胎企业的成本指数较为稳定。未来随着俄乌战争的缓和, 油价或将逐步回落, 可以使轮胎行业的成本压力得到有效缓解。

图 26: 轮胎主要原材料价格



资料来源: iFind, 财信证券

图 27: 国际原油价格走势



资料来源: iFind, 财信证券

为应对原材料价格上涨带来的成本压力，国内多家轮胎企业将价格的上涨部分传导到消费端。2022年1-6月份，行业中零售市场已经对批发价进行了多次调价，每次调价幅度在2-3%左右，预估整体零售业务价格上涨了8-10%。配套业务方面，国内企业与整车厂制定了新的价格政策，1季度虽然因为防疫缘故，新价格政策执行情况不到位，但预计随着2季度整车市场销售恢复政策，新价格执行情况会改善。

图 28：轮胎企业原材料基本情况

3 原材料采购

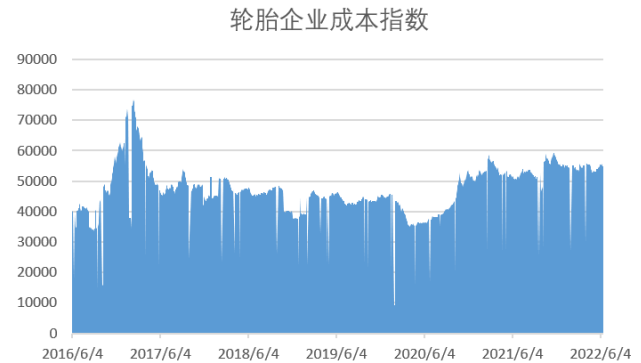
(1). 主要原材料的基本情况

√适用 □不适用

主要原材料	采购模式	结算方式	价格同比变动比率 (%)	采购量	耗用量
天然胶	长约、现货	电汇	10.91	314,524 吨	325,456 吨
合成胶	长约、现货	电汇	29.74	143,665 吨	140,340 吨
钢帘线	合同采购	承兑、电汇	9.26	157,149 吨	142,995 吨
炭黑	长约、合同采购	承兑	33.01	245,234 吨	230,988 吨

资料来源：玲珑轮胎公开年报，财信证券

图 29：轮胎企业成本指数



资料来源：iFind，财信证券

表 4：五月份国内轮胎企业涨价潮一览

公司	涨价产品	涨价时间	涨幅
中策橡胶	PCR 产品	5月1日	3%-5%
贵州轮胎	全钢及斜交胎产品	5月1日	2%-3%
双星轮胎	全钢胎产品	5月1日	1%-3%
优盛轮胎	所有产品	5月10日	3%
华骏轮胎	所有产品	5月1日	5%
浪马轮胎	所有产品	5月22日	2%-3%

资料来源：轮胎商业网，财信证券

3.2 海运价格回落，出口利润改善

我国轮胎企业的出口业务因其毛利率高、市场内卷度较小等原因一向是公司利润的主要来源。但随着2021年上半年全球疫情持续蔓延，劳动力，海外港口的作业能力受到明显消极影响，诸多货物在港口排队堵塞，集装箱周转率下降导致了海运费的飙升，全球航线普遍海运费较疫情前上涨5倍左右，部分热门航线甚至已达近10倍，这给轮胎出口带来了高额的成本负担。因为我国轮胎企业主要是在东南亚设立工厂进行出口欧美的业务，辅以部分国内的产能出口，东南亚集装箱运价指数由2017年的1000左右于2020年末飙升至5000，一年后又创下历史新高达到8000左右，为常期的近8倍。进入2022年初，海运价格受全球疫情的缓解，海运费有所回落，其中波罗的海集装箱由中国/东亚

至北美东西海岸的运费指数均由明显下降，与最高时相比回落近 50%。我国轮胎企业的出口利润得到有效改善。

图 30：东南亚/中国集装箱运价指数

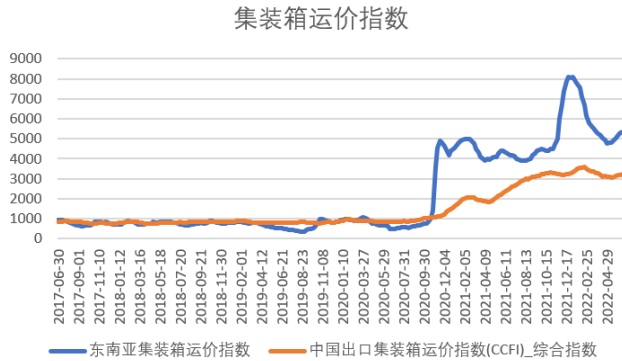
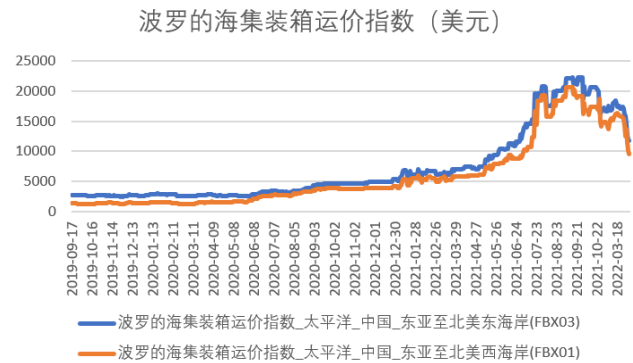


图 31：波罗的海集装箱运价指数



资料来源：iFind，财信证券

资料来源：iFind，财信证券

假设轮胎企业使用的海运集装箱为 40 英尺的标准型号，依据资料显示，其内部尺寸分别约为长 12 米、宽 2.35 米、高 2.4 米。轮胎的长宽高预估平均值为 0.5 米、0.5 米和 0.2 米。按此标准测算，一个标准的海运集装箱大约可以装下 1000 个轮胎进行海运出口。我国企业轮胎出口比例近年来维持在 60% 左右，即每年约有 4.86 亿的国产轮胎用于海外出口，依据测算则需要约 48.6 万个海运集装箱。具体到公司层面，例如玲珑轮胎 2021 年出口轮胎条数约为 3500 万条，所需集装箱约为 3.5 万个，根据波罗的海集装箱运价指数，同 2021 年的高位近 20000 美元相比，2022 年初价格回落到 10000 美元附近，按汇率换算可以给公司和海外经销商总共减少约 22 亿元的运输费用，我们认为部分费用将以提升产品毛利率的形式贡献公司业绩。

3.3 下游需求端逐步恢复

下游行业对轮胎的需求已有逐渐恢复的趋势，轮胎企业的业绩有望得到改善。2022 年一季度，受疫情反复的影响，我国主要城市上海诸多企业停工停产，全国物流不畅，使得整个制造业包括轮胎企业正常生产经营活动受阻，全国多地汽车产业供应链遭遇阻滞，部分车企减产乃至停产。5 月开始，我国疫情基本得到有效控制，上海市宣布于 6 月 1 日正式全面复工复产，结束了近两个月的“静态管理”状态，下游整车制造企业恢复了日常的生产节奏。各地政府也积极出台推动汽车产业链畅通的政策，例如重庆正对重点企业实施“一企一策”、上海将重点整车企业及关键零部件供应商纳入“复工白名单”、苏浙沪三省市强化协同合作，确保物流畅通等。根据乘联会发布的消息，5 月份我国汽车产销量分别为 192.6 万辆以及 186.2 万辆，环比分别增长 59.7%、57.6%，较 4 月份的数据大幅回涨。整车厂的复工复产将推动轮胎配套市场的复苏，轮胎需求量将明显增加。

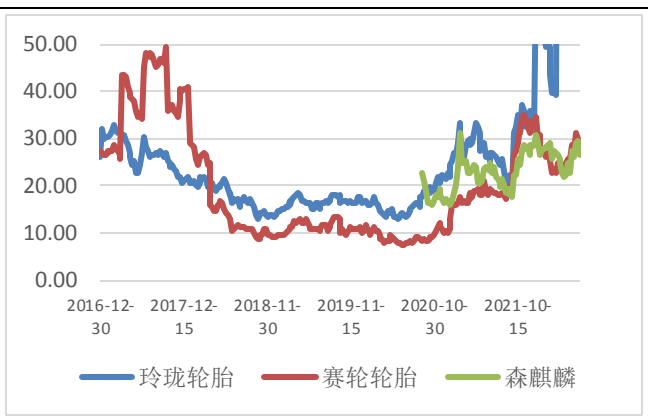
我国政府近期适度加大基建投资，促进需求改善和经济平稳增长的政策也能增加对轮胎的需求量。随着促进新的基建投资和融资工具的推出，推进重大项目的开工，5G 基站、数据中心、工业互联网等新基建项目正扎实推进。大规模的基础设施建设使得大卡

车等乘用车使用频率大大增加，轮胎的磨损速度加快，换胎率的提升加大了零售市场对于轮胎的需求量。

4 行业估值及投资建议

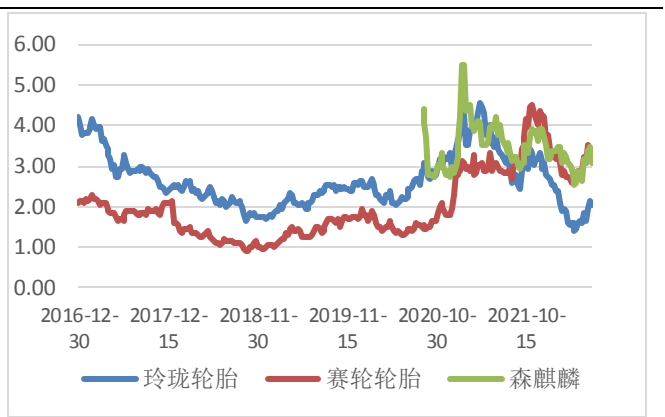
我们从多个维度来讨论轮胎行业的估值问题。首先从龙头公司过去五年的估值水平来看，平均的 PE 估值区间在 20-29 倍，平均的 PB 估值区间在 2-3.5 倍。考虑到 2021 年至今，轮胎业务遭遇了原材料成本上涨、运费飞涨、关税提升等不利因素，业绩水平有一定程度下滑，因此当前估值偏高主要是短期业绩承压所造成。目前原材料成本稳定趋降、海运价格下降趋势确定，这将逐步修复国内轮胎企业的利润水平，同时龙头企业近几年的产量扩张也未来利润更具弹性。

图 32：国内龙头轮胎企业的 PE 估值



资料来源：iFind，财信证券

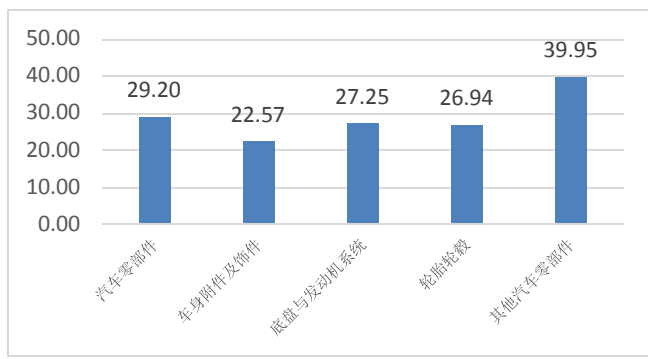
图 33：国内龙头轮胎企业的 PB 估值



资料来源：iFind，财信证券

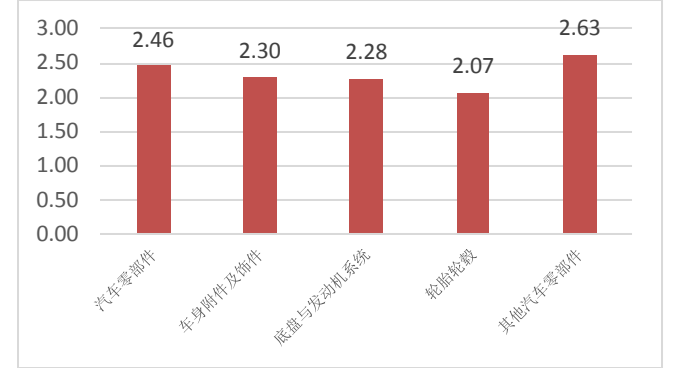
其次，从行业属性的角度来看，轮胎的下游市场约 20%为配套市场，80%为替换市场。替换市场的业务模式更倾向于消费属性，盈利水平高于配套市场，同时还具备品牌属性，因此理论上而言替换市场业务的估值应高于配套市场业务。轮胎配套业务属于汽车零部件产业，我们截取 2021 年 12 月汽车零部件板块的估值情况来分析（2022 年受疫情影响汽车产业链利润下降，估值存在被动抬升的情况），汽车零部件行业的 PE 估值水平在 22-30 倍之间，而 PB 估值在 2-2.6 倍之间。我们认为轮胎具备一定的汽车零部件属性，但行业还有更多的消费属性存在。因此，考虑到未来国产轮胎在替换市场的发展空间仍然很大，我们认为可以给予国内优质轮胎企业 25-30 倍的 PE 估值以及 2.5-3 倍的 PB 估值。

图 34：2021 年 12 月 31 日汽车零部件板块 PE 估值



资料来源：iFind，财信证券

图 35：2021 年 12 月 31 日汽车零部件板块 PB 估值



资料来源：iFind，财信证券

最后从国内外的轮胎企业对比来看，我国轮胎企业在营业收入、净利润方面还离国际一线品牌有较大的差距，原因一方面由于全球市场占有率仍低于国际巨头，另一方面国内企业产品的单价水平远低于国际巨头。但国内企业的潜在成长空间巨大，主要体现在两个方面：1、国内龙头企业的近几年产能扩张速度保持在 10-20% 之间，成长性明显，而相比之下国际头部企业的产量的增长几乎停滞；2、国内龙头企业的生产成本优势明显，随着产品进入高端市场，毛利率仍有提升空间。而国际头部企业则面临的是亚太地区对手的竞争，在自身较高的生产成本下，利润水平难以提升。因此相比于国际企业平均估值 10-15 倍的水平，国内的龙头企业具备给予更高估值水平的基础。

从国内市场环境的角度来说，我国轮胎产量占据了全球半壁江山，我国轮胎行业理应成就更大市值企业的民族企业。目前国内轮胎产品主要集中于中低端市场，随着国内轮胎产品质量的不断提升以及下游汽车产业的快速发展，国内轮胎产品步入中高端市场是大势所趋，国内龙头企业从估值上享受超越国际对手的溢价或将是未来的常态。

表 5：国内外轮胎企业估值与财务对比

	市值 (亿元)	PE (TTM)	营业收入 (亿元)	2021 年利润 (亿元)	ROE(5 年平均)
米其林	1300	10.2	1668.38	128	6.64%
普利司通	1658	11.1	1673.10	149	7.38%
固特异	203	3.8	1264.96	54	1.53%
正新	258	23.8	222.19	11	5.88%
韩泰	209	7.7	380.12	27	6.34%
玲珑轮胎	372	185.0	179.40	7.88	9.39%
赛轮轮胎	344	28.0	187.10	13.42	11.81%
森麒麟	200	25.0	51.77	7.53	10.01%

资料来源：iFind，财信证券（行情数据截至 2022 年 6 月 30 日）

综合上述分析，我们认为从成长性来看，国内优质的轮胎企业可以给予中枢利润水平的 20-25 倍 PE 估值。随着行业短期不利因素的消退，行业龙头企业未来有望迎来业绩中枢上移所带来的市值提升。建议关注：**玲珑轮胎 (601966.SH)**，公司是国内率先布局国内配套业务的品牌，同时公司重点建设国内零售销售渠道，未来有望实现乘用车替换市场业务的快速增长；**赛轮轮胎 (601058.SH)**，公司成功研发“黄金液体”轮胎，实现

了产品多性能的同时提升，打破了行业的“不可能三角”。公司在青岛规划了 3000 万条/年的新产能基地，产品有望逐步走向高端市场；森麒麟（002984.SZ），公司布局大尺寸高性能轮胎市场，在国内外均建立了良好的产品口碑。公司整体产能仍处于快速扩张阶段，西班牙基地有望成为公司新的成长极。

5 风险提示

- 1、欧美经济体在高通胀背景下存在超预期加息的可能，过快的加息有可能影响未来欧美轮胎市场的需求。
- 2、国内疫情反复，导致国内配套业务和替换业务需求不及预期；

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438