

审慎增持 (维持)

赛轮轮胎

601058

治理结构改善公司盈利能力提升，行业修复
产能高速扩张未来发展空间广阔

2022年08月07日

市场数据

市场数据日期	2022-08-05
收盘价(元)	12.33
总股本(百万股)	3063.48
流通股本(百万股)	2621.66
总市值(百万元)	37772.77
流通市值(百万元)	32325.11
净资产(百万元)	11051.7
总资产(百万元)	27521.34
每股净资产(元)	3.61

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证化工】赛轮轮胎(601058)2022年一季报点评:原料价格与海运费回落公司业绩环比改善,在建产能众多发展空间广阔》2022-04-30

《【兴证化工】赛轮轮胎(601058)2021年报点评:原料价格与海运费上涨公司业绩短期承压,产能扩张多点开花未来发展空间广阔》2022-04-06

《【兴证化工】赛轮轮胎(601058)2021年三季报点评:原料与海运成本上涨公司经营短期承压,产能迅速扩张公司发展空间广阔》2021-11-02

分析师:

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

S0190520010003

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17998	22183	27585	31823
同比增长	16.8%	23.3%	24.3%	15.4%
归母净利润(百万元)	1313	1720	2542	3229
同比增长	-12.0%	31.0%	47.8%	27.0%
毛利率	18.9%	22.7%	24.8%	26.2%
净利率	7.3%	7.8%	9.2%	10.1%
净资产收益率	12.2%	14.4%	18.1%	19.4%
每股收益(元)	0.43	0.56	0.83	1.05
每股经营现金流(元)	0.27	1.47	1.48	1.73

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **治理结构改善,公司盈利能力持续提升。**2017年非公开发行股票后公司的第一大股东与实控人分离,2020年袁仲雪成为公司的第一大股东兼实控人,治理结构趋于稳固。在袁总带领下,公司以“做一条好轮胎”为使命、推出两期股权激励计划,绑定核心员工利益;品牌建设加速,产品价格不断提升。多措并举公司的毛利率、净利率均迎来显著提升。
- **短期来看,原料价格与海运费回落,行业底部反转已至。**随着疫情受控全球经济刺激退潮,轮胎生产原料价格有望迎来回落。与此同时,海运费在供需错配缓解背景下已有所回落,未来仍存下降预期。原料价格与海运费的回落将显著修复行业的盈利能力。
- **长期来看,中国企业持续抢占海外企业的市场份额,国内龙头强者恒强。**我国轮胎企业具备成本低、性价比极高、经销环节利润丰厚等优势,持续抢占海外市场份额。聚焦国内,落后产能加速出清,龙头企业逆势抢占市场,随着我国消费升级,汽车保有量提升,市场空间有望进一步打开。
- **中、越、柬三地布局产能增速行业领先,多方协同推出高节油液体黄金轮胎。**公司布局中、越、柬三地显著规避双反影响,享受长期出口以及品牌影响力提升的价增红利;公司产能进入高速投放期,产能增速行业领先。与此同时,在软控股份、怡维怡橡研院的多方协同下,赛轮具备更快的投建速度与更低的投建成本,推出了打破“魔鬼三角”的液体黄金轮胎,节油效果显著,规模推广有望增厚公司业绩。
- **维持“审慎增持”的投资评级。**赛轮轮胎是国内的轮胎领军企业之一,在行业修复的背景下,公司产能高速扩张,不断抢占海外市场份额,未来发展空间广阔。我们调整2022-2024年公司EPS预测分别至0.56、0.83、1.05元,维持“审慎增持”的投资评级。

风险提示:原料与海运费波动风险,疫情反复风险,需求及投产不及预期风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目录

1、公司历史以产能扩张为核心，经营业绩节节攀升.....	6
1.1、公司产品以轮胎为主，经营业绩快速增长.....	6
1.2、历史沿革：多年来产能扩张为公司的绝对主线.....	7
1.2.1 公司初创期：轮胎产品从无到有，三次增资扩股谋发展.....	8
1.2.2 上市扩张期：内生+外延产能迅速扩张，高瞻远瞩布局越南.....	9
1.2.3 踏上新征程：袁总接棒，产能扩增进入高速增长长期.....	12
2、多举措并行公司管理显著改善，盈利能力持续提升.....	13
2.1、整顿公司文化，做一条好轮胎，打造内部人才供应链.....	13
2.1.1 公司使命——做一条好轮胎，成为全球有影响力的轮胎企业.....	13
2.1.2 公司担当——提升员工幸福感，打造赛轮内部人才供应链.....	13
2.2、股权激励绑定核心员工利益，业绩指标超额完成.....	14
2.3、公司的品牌建设力度加大，品牌价值迅速提升.....	16
2.4、近年来公司的经营效率与盈利能力明显提升.....	18
3、短期视角：原料价与海运费回落，轮胎行业迎来底部反转.....	19
3.1、下游需求低迷叠加开工率持续修复，原料价格将迎来回落.....	20
3.2、供需错配导致海运费暴涨，回落趋势已现.....	23
3.3、原料与海运费回落胎企盈利弹性巨大，行业拐点已现.....	24
4、长期视角：民族企业持续抢占全球市场份额，国内强者恒强趋势明显.....	26
4.1、亚太轮胎市场潜力巨大，高性价比轮胎将受益于消费升级趋势.....	26
4.1.1 替换市场:配套市场约为 3:1，亚太地区为未来主要增长点.....	26
4.1.2 我国汽车千人保有量较低，轮胎替换需求发展潜力巨大.....	28
4.1.3 国内消费观念不断升级，高性价比国产轮胎有望受益.....	29
4.2、低成本+高性价比+经销商拥护，我国企业持续抢占全球市场.....	31
4.2.1 原料+人工+费用控制占据优势，我国企业的生产成本显著低于海外企业.....	31
4.2.2 国产轮胎质量比肩海外，性价比极高.....	33
4.2.3 大品牌轮胎经销利润捉襟见肘，国产品牌备受经销商欢迎.....	34
4.2.4 国内企业不断抢占海外市场份额，全球 CR3 缓缓下降.....	35
4.3、成本+能耗双重压力国内出清加快，龙头强者恒强发展空间广阔.....	36
4.3.1 国内头部企业的市场份额不断提升，中部企业反而有所下滑.....	36
4.3.2 生产成本提升叠加政策发力，行业出清加快.....	36
4.3.3 龙头企业开工率显著高于行业，强者恒强不断抢占市场份额.....	38
5、合理布局产能扩张享量价齐升红利，高端产品放量在即.....	38
5.1、中、越、柬布局稳定供应+产能扩张，享量价齐升红利.....	38
5.1.1 国际贸易摩擦改变贸易流向，稳定供应方可享受价增红利.....	38
5.1.2 布局中、越、柬灵活调配供应全球，有效规避双反摩擦.....	40
5.1.3 公司发展提速，进入产能高速投放期.....	43
5.2、多家企业协同赋能，液体黄金轮胎市场验证加速.....	44
5.2.1 软控股份可提供先进的橡胶设备与全面的软件支持.....	45
5.2.2 项目建设低成本+高速度，迅速响应市场需求.....	46
5.2.3 液体黄金轮胎突破“魔鬼三角”定律，积极宣传市场验证提速.....	47
6、盈利预测与估值.....	51
7、风险提示.....	52

图目录

图 1、公司产品在国外地区的销售占比超 70%.....	6
图 2、公司营业收入呈稳步增长趋势.....	6
图 3、轮胎产品收入占公司营业总收入的主要部分.....	6

图 4、	毛利呈稳步增长趋势	- 7 -
图 5、	轮胎产品毛利占公司总毛利的绝大部分	- 7 -
图 6、	公司的归母净利润呈逐年提升趋势	- 7 -
图 7、	赛轮轮胎的发展历史可分为三大阶段	- 8 -
图 8、	公司全/半钢胎产能逐步增长	- 9 -
图 9、	公司全/半钢胎收入迅速增长	- 9 -
图 10、	多年来, 公司轮胎产能持续增长	- 10 -
图 11、	青岛赛轮信息化示范基地成立时的股权架构示意图	- 11 -
图 12、	上市后杜总的持股比例较低, 公司治理结构存在风险	- 11 -
图 13、	2019 年末杜总合计持有表决权股份 20.62%	- 12 -
图 14、	2021 年末袁总为第一大股东+实际控制人	- 12 -
图 15、	公司的资本支出迅速增加	- 12 -
图 16、	公司以“做一条好轮胎”为使命	- 13 -
图 17、	赛轮的人才培养体系一览	- 14 -
图 18、	赛轮的人均薪酬处于行业较高水平	- 16 -
图 19、	公司的人均薪酬呈上升趋势	- 16 -
图 20、	赛轮车队在多项赛事中斩获优异成绩	- 16 -
图 21、	赛轮成为欧洲劲旅的全球合作伙伴	- 17 -
图 22、	赛轮的产品宣传海报	- 17 -
图 23、	公司保持了较高的广告宣传投入	- 17 -
图 24、	公司品牌价值持续提升	- 17 -
图 25、	公司轮胎产品的平均销售价格明显提升	- 18 -
图 26、	公司单条轮胎的期间费用不断下降	- 18 -
图 27、	公司的人均创利逐年增加	- 18 -
图 28、	近年来公司毛利率显著高于行业水平	- 19 -
图 29、	近年来公司净利率显著高于行业水平	- 19 -
图 30、	2020 年公司的 ROE 及 ROA 创历史新高	- 19 -
图 31、	斜交胎基本结构	- 20 -
图 32、	子午线轮胎基本结构	- 20 -
图 33、	轮胎的全产业链一览	- 20 -
图 34、	国内天然橡胶及合成橡胶价格	- 21 -
图 35、	山东地区的炭黑价格	- 21 -
图 36、	山东及浙江地区的锦纶 6 帘子布价格	- 21 -
图 37、	2021 年国内的轮胎上市公司毛利率普遍下滑	- 21 -
图 38、	丁苯橡胶及顺丁橡胶开工率情况	- 22 -
图 39、	炭黑及锦纶纤维开工率情况	- 22 -
图 40、	我国的出口金额及贸易顺差迅猛增加	- 23 -
图 41、	我国主要港口集装箱吞吐量持续增加	- 23 -
图 42、	全球集装箱运力稳定提升	- 23 -
图 43、	全球海运船舶日运力不断提升	- 23 -
图 44、	洛杉矶港的集装箱吞吐量恢复正常	- 24 -
图 45、	长滩港的集装箱吞吐量恢复正常	- 24 -
图 46、	轮胎生产企业的盈利水平与天然橡胶价格反向变动	- 24 -
图 47、	上市轮胎企业的毛利率在 2022 年 Q1 出现修复	- 25 -
图 48、	全球轮胎消费量在疫情后恢复增长	- 26 -
图 49、	全球汽车产销量自 2019 年起持续下滑	- 26 -
图 50、	全球轮胎配套数量疫情后恢复增长	- 26 -
图 51、	全球轮胎替换数量疫情后恢复增长	- 26 -
图 52、	全球轮胎替换市场的份额占比超过 70%	- 27 -
图 53、	2021 年半钢胎需求情况	- 27 -

图 54、	2021 年全钢胎需求情况	- 27 -
图 55、	2011-2021 年全球各地的轮胎增速情况	- 28 -
图 56、	国内汽车产销量近年来有所下滑	- 28 -
图 57、	我国汽车保有量逐年上升，增速放缓	- 28 -
图 58、	我国千人汽车保有量远低于发达国家	- 29 -
图 59、	2021 年我国替换市场占比仅为 56%	- 29 -
图 60、	中国 VS 日本：各时期的消费特征对比	- 29 -
图 61、	2020 年外资品牌仍然占据我国轮胎市场的主要部分	- 30 -
图 62、	2019 年 OECD 的中产阶级人口占比为 61%	- 30 -
图 63、	2016 年美国的中产阶级人口占比为 52%	- 30 -
图 64、	2020 年赛轮轮胎单条轮胎的成本构成情况	- 31 -
图 65、	东南亚天然橡胶产量占全球比例达 3/4	- 32 -
图 66、	2020 年中国及东南亚地区的男性工人薪资指数较低	- 32 -
图 67、	国内企业的期间费用及其他损益率优于全球龙头	- 33 -
图 68、	205/55R16 轮胎中外价格对比	- 34 -
图 69、	215/55R17 轮胎中外价格对比	- 34 -
图 70、	我国轮胎厂商的市场份额不断提升	- 35 -
图 71、	全球 CR3 的市场份额逐步萎缩	- 35 -
图 72、	2020 年全球三大轮胎巨头市场份额情况	- 35 -
图 73、	全球轮胎 75 强排行榜中，中国企业有的进入与退出频繁	- 36 -
图 74、	头部厂商占全球市场份额不断提升	- 36 -
图 75、	中部厂商占全球市场份额有所下滑	- 36 -
图 76、	国内轮胎企业开工率显著下滑，龙头企业受影响较小	- 38 -
图 77、	我国半钢胎出口数量受双反影响较大	- 39 -
图 78、	我国全钢胎出口数量受双反影响较大	- 39 -
图 79、	我国新充气轮胎出口量稳中有升	- 40 -
图 80、	我国新充气轮胎出口价格明显下降	- 40 -
图 81、	稳定供应至美国的半钢胎出口价持续提升	- 40 -
图 82、	稳定供应至美国的全钢胎进口单价持续提升	- 40 -
图 83、	公司通过各种认证，打通海外市场的进入门槛	- 41 -
图 84、	中越柬三地布局辐射全球	- 41 -
图 85、	主要子公司的净利润情况	- 42 -
图 86、	赛轮占全球市场份额不断提升	- 42 -
图 87、	赛轮轮胎的产能扩张速度领先同业	- 43 -
图 88、	以袁总为桥梁发挥多方协同作用推出“橡链云”平台	- 44 -
图 89、	“橡链云”工业互联网平台示意图	- 44 -
图 90、	H-F 公司与软控股份多年位列全球前三强	- 45 -
图 91、	2021 年软控股份橡胶机械市场份额为 14%	- 45 -
图 92、	软控股份具备强大的软件实力	- 46 -
图 93、	赛轮的单条建设成本显著低于行业水平	- 46 -
图 94、	怡维怡橡胶研究院的基础研究覆盖橡胶材料与轮胎功能材料	- 47 -
图 95、	EVEC 胶被欧洲杂志成为“液体黄金”	- 48 -
图 96、	液体黄金轮胎打破轮胎性能的魔鬼三角	- 48 -
图 97、	液体黄金轮胎的低碳节能效果强大	- 49 -
图 98、	装配液体黄金轮胎的卡车环游之旅	- 49 -
图 99、	液体黄金轮胎开启海格物流路试	- 49 -

表目录

表 1、	公司 IPO 募投项目及投资计划	- 9 -
------	------------------------	-------

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 2、	公司内生+外延迅速扩张自身产能	- 10 -
表 3、	公司产能扩张再次提速	- 12 -
表 4、	公司两期股权激励概况	- 14 -
表 5、	公司超额完成了限制性股票激励计划的解除限售条件	- 15 -
表 6、	海外各国经济刺激政策逐步退出	- 22 -
表 7、	原料价格尤其是橡胶价格下跌将显著推高企业盈利水平	- 25 -
表 8、	我国轮胎企业纷纷布局东南亚地区	- 32 -
表 9、	国产轮胎性能并不弱于海外品牌	- 33 -
表 10、	2022 年 H1 多家轮胎企业面临破产局面	- 37 -
表 11、	山东“坚决淘汰”一批任务清单（轮胎）	- 37 -
表 12、	近年来我国遭遇的反倾销贸易壁垒（部分）	- 39 -
表 13、	美国对韩国、中国台湾、泰国、越南的乘用车及轻卡轮胎双反终裁结果	- 42 -
表 14、	赛轮轮胎现有产能及未来规划产能情况（万条、万吨）	- 43 -
表 15、	液体黄金轮胎的性能远胜其他轮胎	- 48 -
表 16、	公司盈利预测情况	- 51 -
附表	- 53 -

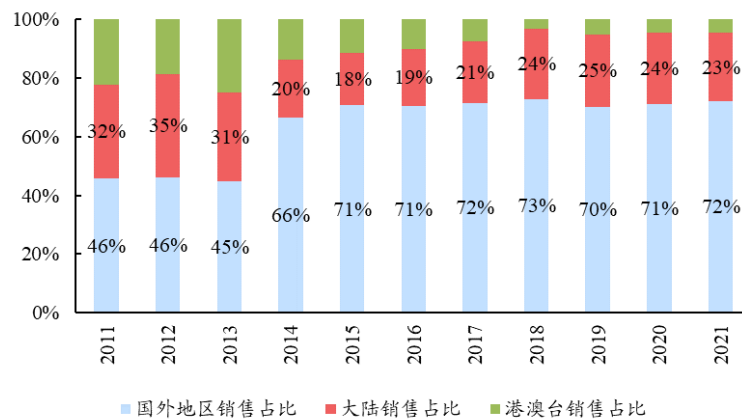
报告正文

1、公司历史以产能扩张为核心，经营业绩节节攀升

1.1、公司产品以轮胎为主，经营业绩迅速增长

赛轮轮胎是国内的轮胎领军企业之一，以轮胎替换业务为主并积极推动轮胎配套，产品覆盖全钢胎、半钢胎、非公路轮胎等多种类型。公司产品的出口销售占比超70%，在北美、德国、越南等地设有完善的销售网络与物流中心，产品远销欧、美、亚、非等180多个国家和地区。

图1、公司产品在国外地区的销售占比超70%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

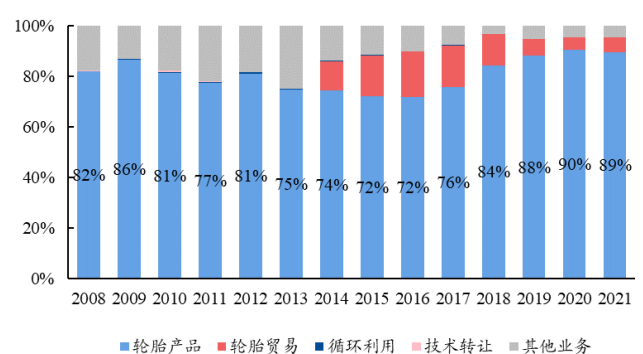
受益于轮胎产能的提升与放量，多年来公司的营业总收入呈稳步增长态势，自2008年的18.75亿元增长至2021年的179.98亿元，复合增长率高达19.00%。从具体业务来看，轮胎产品占据收入的主要部分，多年来均超过70%，2015年起该比例逐年增长，2021年占比为89%。

图2、公司营业收入呈稳步增长趋势



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、轮胎产品收入占公司营业总收入的主要部分



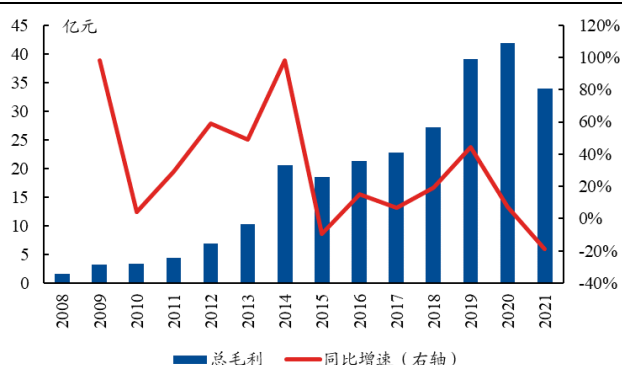
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的毛利与归母净利润亦呈稳步增长态势，毛利自2008年的1.64亿元增长至2021年的33.96亿元，复合增长率高达26.25%；从具体业务来看，轮胎产品占据

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

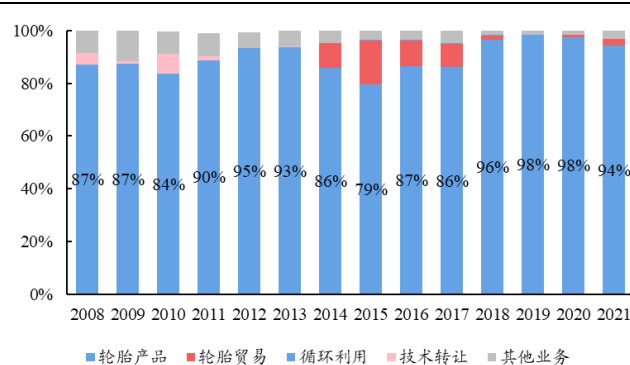
公司毛利的绝大部分，2021年占比达到94%。归母净利润自2008年的0.26亿元提升至2020年的13.13亿元，复合增长率高达35.21%。

图4、毛利呈稳步增长趋势



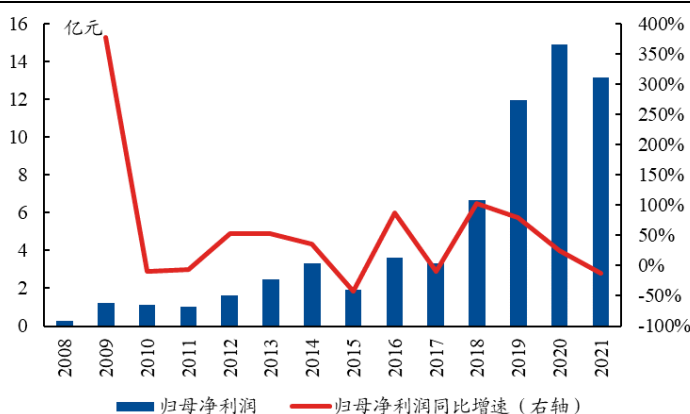
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、轮胎产品毛利占公司总毛利的绝大部分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司的归母净利润呈逐年提升趋势



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、历史沿革：多年来产能扩张为公司的绝对主线

对资金密集、劳动密集、技术密集的轮胎行业来说，只有先做大才能做强，而赛轮的历史正是以产能扩张为核心。自公司成立直到今日，一直在不断地扩充产能并开拓市场，相应地公司的营收与盈利体量亦随产能放量而迅速增长，公司的历史可分为三个主要阶段：

公司初创期（2002-2010年）：资金不足是公司发展的主要矛盾，通过三次增资扩股扩增产能。2002年赛轮信息化生产基地成立，次年公司的第一条轮胎下线，全钢胎产能达到60万条/年，其后公司通过增资扩股的方式募集产能扩张资金，2010年末，公司的全钢胎产能达220万条，半钢胎产能达690万条。

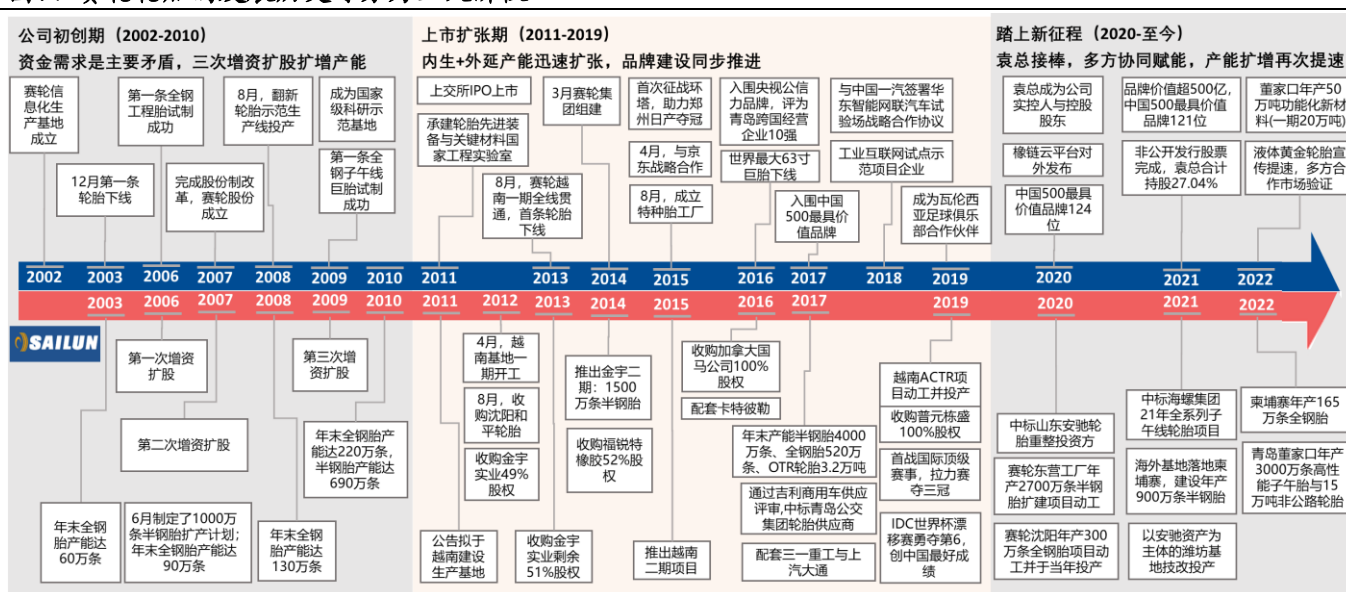
上市扩张期（2011-2019年）：以内生+外延的方式扩张产能，且更加注重自身的品牌建设。2011年赛轮在上交所成功IPO上市，此次上市大大缓解了公司的资金压力。2012年公司提出收购金宇实业与沈阳和平，迅速扩充自身轮胎产能，另外，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

公司选择在越南新建基地以规避国际贸易壁垒，2013 年该基地首条轮胎下线。与此同时，公司更加重视自身的品牌建设，多次参加赛车比赛并成为欧洲劲旅瓦伦西亚俱乐部的全球官方合作伙伴。2019 年末，公司的半钢胎产能达 4000 万条，全钢胎产能达 600 万条。

踏上新征程（2020-至今）：袁总成为公司的实控人兼第一大股东，公司治理结构改善，以袁总为桥梁，多家企业协同赋能赛轮轮胎，产能扩张再次提速。袁总接棒赛轮后，充分发挥了赛轮轮胎、软控股份、EVE 橡胶研究院等企业的协同效应，推出了“橡链云”工业互联网平台，推动行业内的工业信息化与智能制造进程。与此同时，赛轮以收购潍坊安驰轮胎并技改、新建柬埔寨基地等方式再度加速自身的产能扩张；通过开发液体黄金轮胎与扩充非公路轮胎产能等行动促进产品高端化，提升品牌影响力并增厚公司自身业绩。

图7、赛轮轮胎的发展历史可分为三大阶段



资料来源：公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2.1 公司初创期：轮胎产品从无到有，三次增资扩股谋发展

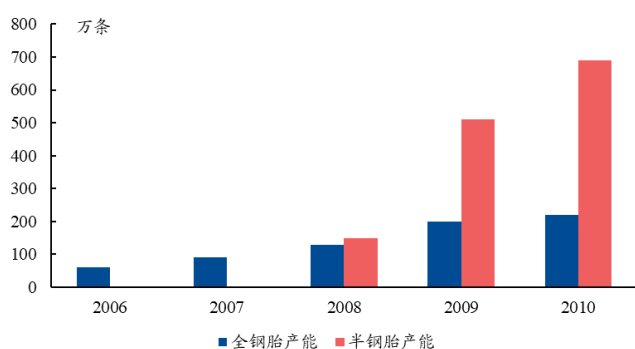
2003 年末公司投产的全钢胎产能为 60 万条，远不能满足旺盛的市场需求。为了公司更好地发展，董事长杜玉岱先生与三橡轮胎接洽，2006 年三橡轮胎向公司增资 3530 万元，得到增资后，公司全钢胎产能再度扩张，2007 年末达到 90 万条，全钢胎销售收入达 10.03 亿元，同比 2006 年增长 87.67%。

然而满负荷生产的 90 万条全钢胎产能仍不能满足市场需求，因此公司拟再度增资扩股将全钢子午胎的生产能力提高到 120 万条。与此同时公司意识到核心管理层及核心技术人员对企业发展的重要性，本次增资对象包含了公司核心管理层与核心技术人员，通过向关键员工增资扩股，绑定核心员工利益并为公司产能扩张筹集到 2.9 亿元资金。2008 年末全钢胎产能达到 130 万条，全钢胎销售收入达 13.75 亿元，较 2007 年增长 37.05%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

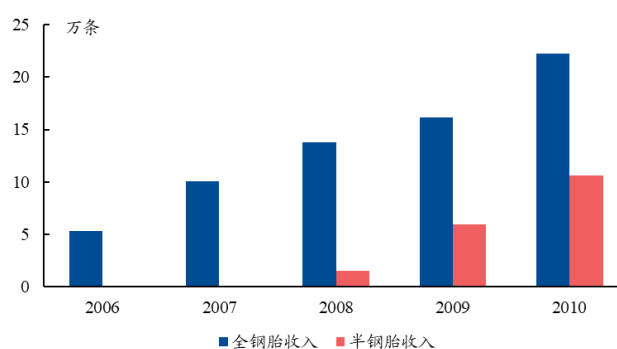
考虑到半钢子午胎的市场需求量非常大，未来具有很好的市场前景，2007年6月公司制定了1000万套半钢子午线轮胎项目的投产计划，总投资预算10.74亿元。2009年6月，公司第三次通过增资扩股方式融资了3.52亿元，有效缓解了半钢胎项目建设的资金压力。

图8、公司全/半钢胎产能逐步增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、公司全/半钢胎收入迅速增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2.2 上市扩张期：内生+外延产能迅速扩张，高瞻远瞩布局越南

2010年公司的主要产品仍为全钢胎，为了调整产品结构同时缓解资金压力加快公司发展，2011年公司于上交所IPO上市，拟募集资金建设研发中心以及1000万条半钢胎产能，从而增强自身研发能力与半钢胎产能规模。

表1、公司IPO募投项目及投资计划

项目名称	募集资金额（万元）	募集资金投资计划（万元）	
		第一年	第二年
技术研发中心项目	5000	5000	-
年产1000万条半钢子午胎项目	55286.06	35000	20286.06
合计	60286.06	40000	20286.06

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

高瞻远瞩布局越南有效规避美国的双反壁垒，内生+外延产能迅速扩张。虽然美国特保案将于2012年结束，然而为了获得充分的橡胶原料资源同时规避国际贸易壁垒，2011年公司通过了在越南设立子公司的决议，2012年越南子公司正式建立，公司迈出国际化的重要一步。

2012年公司积极在国内开展收购工作，以1.2亿元收购沈阳和平，以1.7亿元收购金宇实业49%股权；2013年，公司非公开发行股票以收购金宇实业51%股权并启动越南一期项目的建设。2014-2015年，公司陆续推出越南二期项目、金宇实业二期项目、越南全钢胎+非公路轮胎项目。

表2、公司内生+外延迅速扩张自身产能

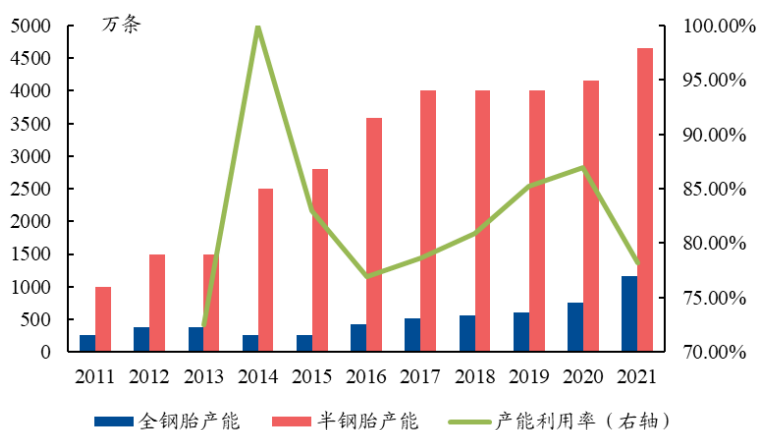
启动时间	项目名称	产能
2012	收购沈阳和平子午线轮胎制造有限公司	120 万条全钢胎
2012	收购山东金宇实业股份有限公司 49% 股权	1000 万条半钢胎
2013	收购金宇实业 51% 股权	1000 万条半钢胎
2013	越南基地一期项目	300 万条半钢胎 1 万条全钢工程胎
2014	越南基地二期项目	480 万条半钢胎 0.5 万条全钢工程胎
2014	金宇实业二期项目	1500 万条半钢胎
2015	越南全钢胎+非公路轮胎项目	120 万条全钢胎 3 万吨非公路轮胎

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2017 年末，公司具备半钢胎产能 4000 万条，全钢胎产能 520 万条，非公路轮胎产能 3.2 万吨。公司的营业收入自 2011 年的 63.90 亿元提升至 2017 年的 138.07 亿元，公司在全球轮胎企业中的排名亦自 2011 年的 40 名上升至 2017 年的 19 名。

2018-2020 年，公司进入产能消化期，产能利用率持续提升。2020 末，公司的半钢胎/全钢胎产能为 4150/750 万条，相比 2017 年仅增长半钢胎/全钢胎产能 150/170 万条。产能利用率则自 2017 年的 78.68% 回升至 2020 年的 86.94%。

图10、多年来，公司轮胎产能持续增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

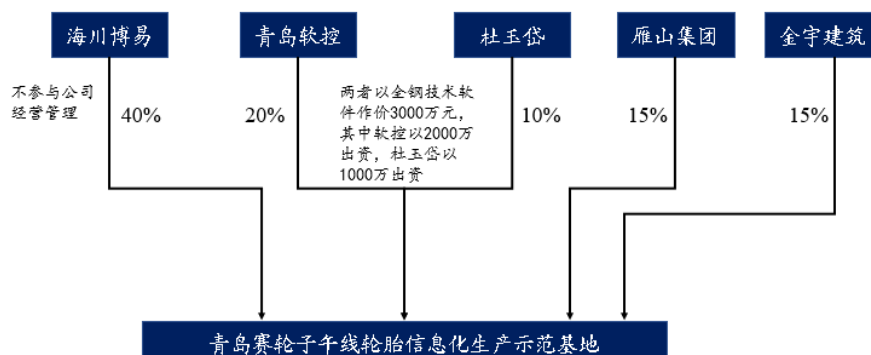
在公司增资扩股产能高速扩增的同时，公司的前实控人杜玉岱先生的直接持股比例较低，公司的治理结构风险始终存在，2017 年非公开发行股票完成后，新华联控成为公司的第一大股东，公司的治理结构风险进一步加剧。

赛轮轮胎的前身为 2002 年设立的国内首家轮胎信息化生产示范基地——青岛赛轮子午线轮胎信息化生产示范基地。该基地由海川博易以现金 4000 万元出资持股 40%，青岛软控（软控股份前身）以无形资产“全钢技术软件”作价 2000 万

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

元出资持股 20%；董事长杜玉岱先生以无形资产“全钢技术软件”作价 1000 万元出资仅持股 10%。

图11、青岛赛轮信息化示范基地成立时的股权架构示意图

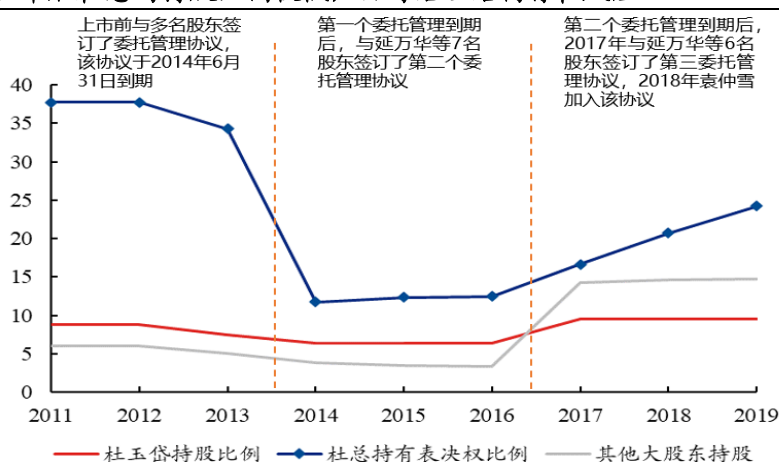


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

经历三次增资扩股后，至 2011 年上市前杜总直接持有公司的股份比例仅为 11.84%。通过签订《股权委托管理协议》，将其他股东持有的共计 39.06%的发行人股份中除处置权和收益权以外的其他股东权利委托给杜总管理，杜总合计持有 50.90%的股份表决权。IPO 上市后，实际控制人杜总直接持有赛轮 8.77%的股份，与其一致行动人合计持有的表决权比例为 37.71%。

而上市前的委托管理协议于 2014 年到期并签订了新的委托管理协议，杜玉岱合计持有的表决权比例在 2014 年骤降为 11.73%。2017 年，公司非公开发行股票建设“越南 120 万条全钢+3 万吨非公路轮胎”项目，经此发行后杜玉岱的持股比例增长为 9.54%，合计持有的表决权达 16.68%；然而新华联控股在增发后成为公司的第一大股东，持股比例为 14.21%，公司第一大股东与实控人分离。后续几年虽然通过签订委托管理协议使得杜总合计持有的表决权股份比例逐步上升至 2019 年的 24.20%，但公司的第一大股东仍为新华联控股。

图12、上市后杜总的持股比例较低，公司治理结构存在风险



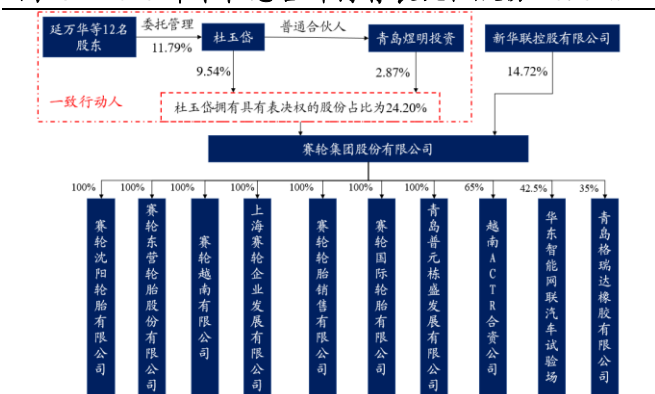
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2.3 踏上新征程：袁总接棒，产能扩增进入高速增长期

2018年9月，杜玉岱先生辞去董事长职务，袁仲雪先生当选为新的公司董事长正式接手公司事务。2020年，经过杜总的股权转让与委托管理以及非公开发行股票等众多措施，赛轮轮胎的实控人自杜总变更为袁总。

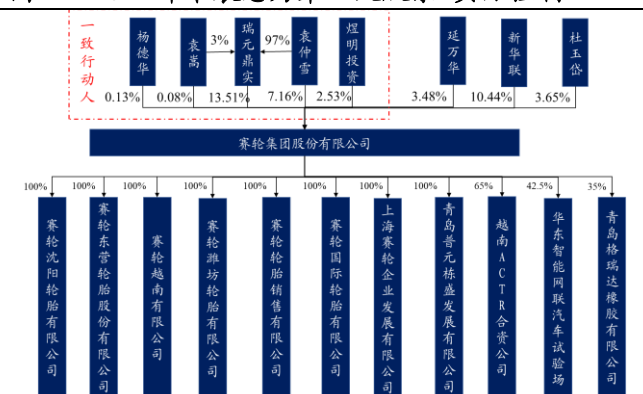
截至2021年末，袁总直接以及间接持有的赛轮股份比例达20.26%，与一致行动人合计持有的具有表决权的股份比例为23.40%，公司的第一大股东和实控人重新归一。与此同时，新华联控股由于交易纠纷，其持有的赛轮轮胎股份遭被动减持，截至2021年末，其持股比例降为10.44%，公司的治理结构趋于稳固。

图13、2019年末杜总合计持有表决权股份20.62%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

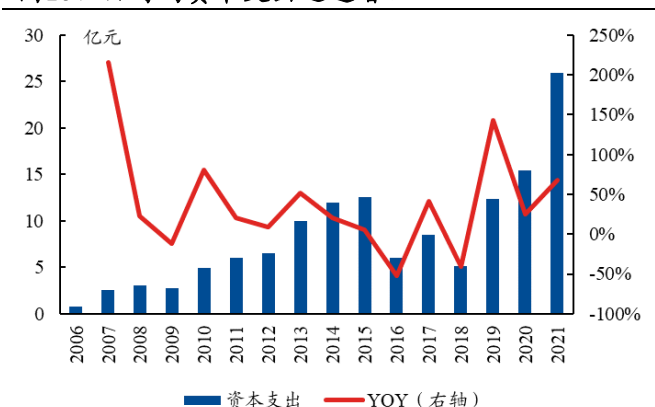
图14、2021年末袁总为第一大股东+实际控制人



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

在袁总的带领下公司资本支出迅速增加，产能扩张再次提速。近年来公司资本支出大幅增加，积极扩充自身产能，赛轮轮胎是率先于柬埔寨地区布局的轮胎企业，现有900万条半钢胎、165万条全钢胎产能在建，预计2022年半钢胎项目可全部达产。国内方面，沈阳与潍坊基地新项目已经投产，青岛董家口规划有3000万条子午胎与15万吨非公路胎产能，未来将分期建设陆续投产。

图15、公司的资本支出迅速增加



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、公司产能扩张再次提速

启动时间	项目名称	产能
2020	沈阳全钢胎项目	300万条全钢胎
		300万条半钢胎
2021	越南三期项目	100万条全钢胎
		5万吨非公路轮胎
2021	潍坊技改项目	600万条半钢胎
		120万条全钢胎
2021	柬埔寨半钢胎项目	900万条半钢胎
2022	柬埔寨全钢胎项目	165万条全钢胎
		1000万条全钢胎
2022	青岛董家口项目	2000万条半钢胎
		15万吨非公路轮胎

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、多举措并行公司管理显著改善，盈利能力持续提升

自 2018 年袁总成为董事长以来，提出了新的企业文化与目标，实施了两期股权激励计划绑定了核心员工利益，与此同时，公司高度重视品牌建设与企业的数字化、智能化转型升级，显著改善自身经营效率，盈利能力亦有了明显提升。

2.1、整顿公司文化，做一条好轮胎，打造内部人才供应链

公司在袁总的带领下重新确立了清晰的发展方向和目标，以“做一条好轮胎”为使命，建立了以人为本的企业文化体系，打造内部人才供应链，提升企业整体的凝聚力。

2.1.1 公司使命——做一条好轮胎，成为全球有影响力的轮胎企业

公司以“做一条好轮胎”为使命，致力于为全球轮胎用户提供更优质的产品与服务，以先进的技术推动橡胶轮胎行业高质量发展。使用稳定、可靠的原材料，引进先进的工艺设备，采用高效、务实的管理方法，执行严格的质量控制标准，不断加强上下游合作，开拓创新。

公司计划到 2025 年，初步实现技术自主化、制造智能化、品牌国际化，以一线的产品、一线的营销、一线的竞争力，进入国际一线品牌行列，成为在世界范围内受尊敬、被信赖、有影响力的轮胎企业。

图16、公司以“做一条好轮胎”为使命



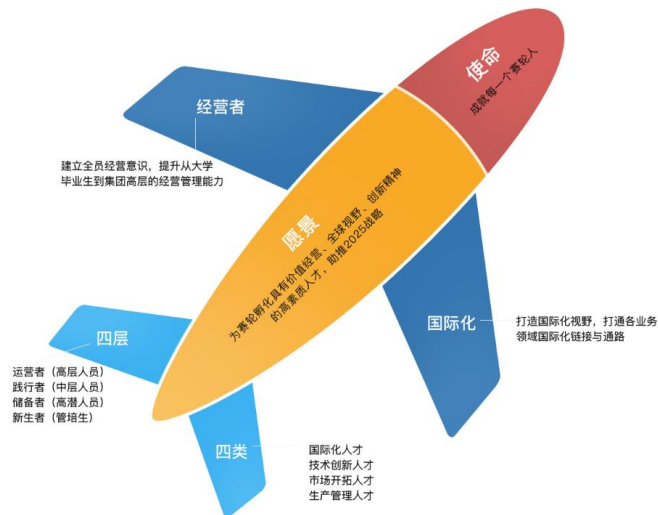
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1.2 公司担当——提升员工幸福感，打造赛轮内部人才供应链

公司提出了“人的全生命周期管理”这一特色的人力资源管理理念和模式。紧密围绕员工“需求-满足-更高需求”的螺旋式上升规律，在员工不同年龄和职业发展阶段，通过适当的激励和约束机制，将员工个人追求与企业追求、员工个人利益与企业利益融为一体：在员工入职、买房置业、结婚生育、子女上学、赡养老人、退休等重要关键的年龄段和职业发展阶段，结合员工生理、安全、社交、尊重、自我实现等不同层次的需求，赛轮人都会享受到不同的激励。

公司以打造经营者意识与国际化能力为主线，通过合理的人才培养与激励机制，丰满企业文化价值观，打造国际化组织能力，助力企业品牌营销，最终实现打造赛轮内部人才供应链的目标。

图17、赛轮的人才培养体系一览



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、股权激励绑定核心员工利益，业绩指标超额完成

公司推出两期股票激励计划，回购股份数超过2亿，绑定核心员工利益。2018年限制性股票激励计划共计购买1.33亿股，占公司总股本的4.92%，涉及高管11人，中层管理人员及核心骨干员工286人。2019年限制性股票激励计划共计购买1.19亿股，占公司总股本的4.06%，涉及高管9人，中层管理人员及核心骨干员工33人，两期股票激励计划全面覆盖了公司的员工骨干，将公司利益与员工利益相统一。

表4、公司两期股权激励概况

2018年限制性股票激励计划					
序号	持有人	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占持股计划的比例	占公司股本的比例
1	袁仲雪	董事长、总裁	2300	17.30%	0.85%
2	延万华	副董事长	300	2.26%	0.11%
3	王建业	董事、常务执行副总裁	300	2.26%	0.11%
4	张必书	董事	300	2.26%	0.11%
5	宋军	董事、副总裁、董事会秘书	200	1.50%	0.07%
6	刘燕华	副总裁、财务总监	300	2.26%	0.11%
7	谢小红	副总裁	200	1.50%	0.07%
8	周波	副总裁	200	1.50%	0.07%
9	周天明	副总裁	260	1.96%	0.10%
10	朱小兵	副总裁	200	1.50%	0.07%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

11	周如刚	副总裁	200	1.50%	0.07%
	中层管理人员及核心骨干员工 (286人)		8538	64.21%	3.16%
	合计 (297人)		13298	100%	4.92%

2019年限制性股票激励计划

序号	持有人	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占持股计划的比例	占公司股本的比例
1	王建业	董事、常务执行副总裁	650	5.94%	0.24%
2	张必书	董事	300	2.74%	0.11%
3	宋军	董事、副总裁、董事会秘书	650	5.94%	0.24%
4	刘燕华	副总裁、财务总监	650	5.94%	0.24%
5	谢小红	副总裁	650	5.94%	0.24%
6	周波	副总裁	650	5.94%	0.24%
7	周天明	副总裁	650	5.94%	0.24%
8	朱小兵	副总裁	650	5.94%	0.24%
9	周圣云	副总裁	650	5.94%	0.24%
	中层管理人员及核心骨干员工 (33人)		5450	49.77%	2.02%
	合计 (42人)		10950	100.00%	4.06%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：员工名单时点为激励计划第一限售解除时

限制性股票计划充分保障了员工利益，激发了员工动力，公司设立的业绩限制条件大幅超额完成。以2018年激励计划为例：2018-2020年归母净利润分别为6.68亿元、11.95亿元、14.91亿元，较2017年增长率分别为102.53%、262.30%、352.11%，限售条件超额完成。

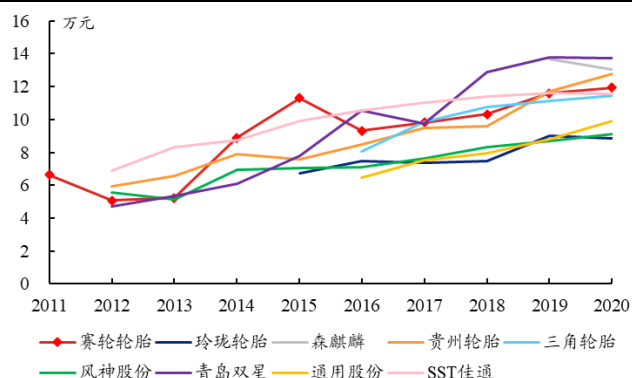
表5、公司超额完成了限制性股票激励计划的解除限售条件

2018年激励计划	业绩考核目标	实际完成情况
第一个解除限售期	2018年净利润较2017年增长率不低于50%	增长率达102.53%
第二个解除限售期	2019年净利润较2017年增长率不低于60%	增长率达262.30%
第三个解除限售期	2020年净利润较2017年增长率不低于80%	增长率达352.11%
2019年激励计划	业绩考核目标	实际完成情况
第一个解除限售期	2019年净利润较2018年增长率不低于30%	增长率达78.88%
第二个解除限售期	2020年净利润较2018年增长率不低于60%	增长率达123.23%
第三个解除限售期	2021年净利润较2018年增长率不低于90%	增长率达96.51%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的人均薪酬亦呈逐年上升趋势，2021年人均薪酬为11.89万元，相比2011年提升了5.26万元，复合增长率为6.01%，在同业上市公司中处于较高水平。

图18、赛轮的人均薪酬处于行业较高水平



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图19、公司的人均薪酬呈上升趋势



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、公司的品牌建设力度加大, 品牌价值迅速提升

近年来, 赛轮车队多次参加赛车比赛并夺冠, 提升轮胎的品牌影响力: 2017年赛轮越野车队斩获环塔拉力赛 T2 组总冠军、T2 组厂商杯冠军、T2 组车队冠军; 2018年, 赛轮漂移车队斩获 D1 漂移赛单走、追走年度总冠军; 2019年, 在环塔拉力赛中, 斩获金头盔奖和厂商杯冠军; 首战国际顶级赛事, 丝绸之路拉力赛豪揽三冠; 首次征战 DCGP 比赛, 即获得单走、追走、厂商杯三料冠军; 在 IDC 世界杯国际漂移锦标赛中勇夺第六名, 创中国历年最好成绩。

图20、赛轮车队在多项赛事中斩获优异成绩



资料来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

体育运动中的活力、激情与挑战自我的精神, 与赛轮轮胎所倡导的执着、活力、积极进取的品牌精神高度契合。公司积极通过足球体育赛事宣传自身品牌, 已经成为欧洲西甲联赛瓦伦西亚足球俱乐部的全球官方合作伙伴, 增大轮胎产品的曝光力度与品牌影响力。

图21、赛轮成为欧洲劲旅的全球合作伙伴



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

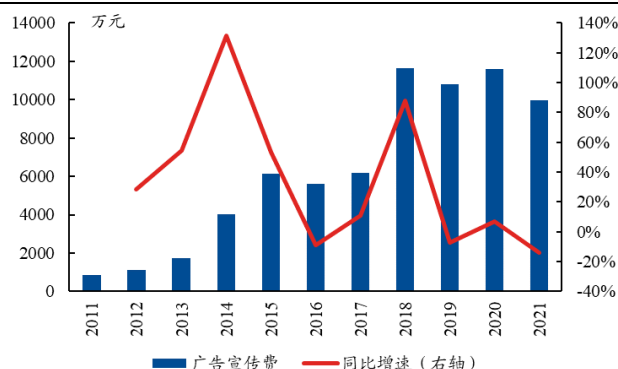
图22、赛轮的产品宣传海报



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

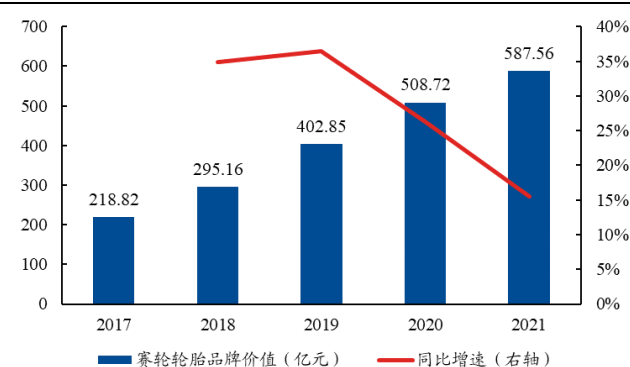
公司的宣传投入不断增加，品牌价值超 500 亿元。2018-2020 年，公司的宣传投入加速，连续三年均超过 1 亿元。根据世界品牌实验室发布的 2021 年度中国 500 最具价值品牌排行榜，公司 2021 年的品牌价值达 587.56 亿元，同比增长 15.50%，位列 121 位。

图23、公司保持了较高的广告宣传投入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

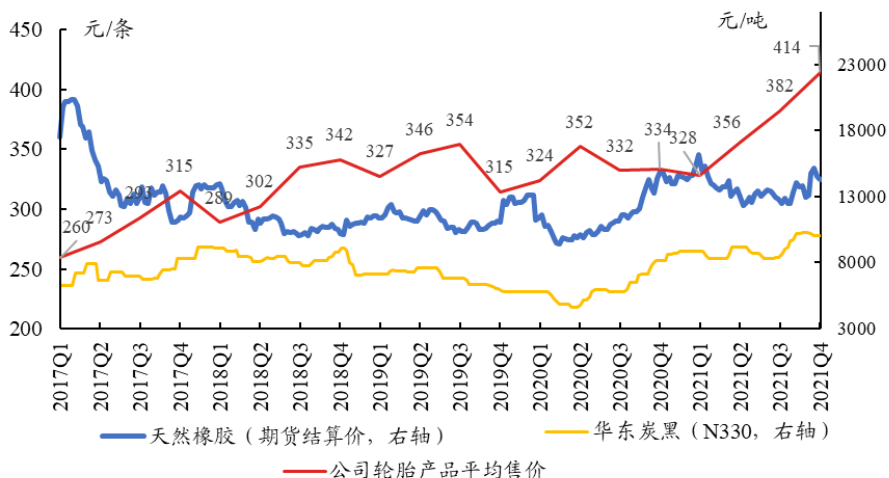
图24、公司品牌价值持续提升



资料来源：世界品牌实验室，兴业证券经济与金融研究院整理

公司高度注重自身品牌宣传叠加产品的高端化延伸，公司轮胎产品的价格显著提升。2017 年公司轮胎产品的售价在 300 元以下，在 2018 年宣传投入迅速增加后，产品的售价出现明显提升，进入 2018 年后产品均价保持在 300 元以上，其中 2021 年 Q4 达 414 元/条，创历史新高。

图25、公司轮胎产品的平均销售价格明显提升

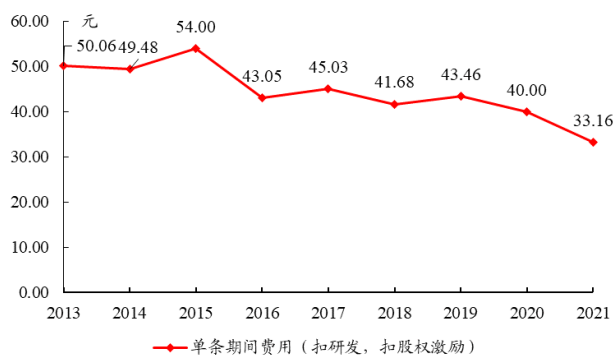


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、近年来公司的经营效率与盈利能力明显提升

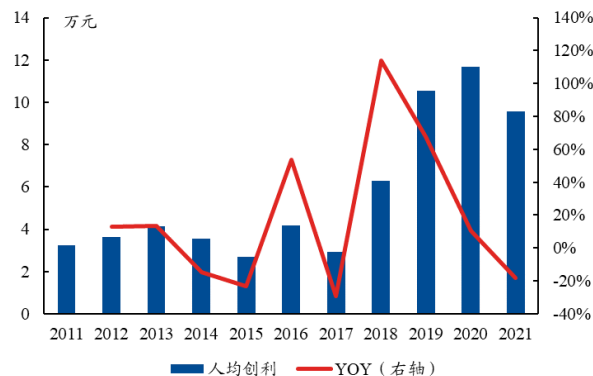
在“做一条好轮胎”的文化背景下，员工激励充足，公司发挥了全产业链的多方协同，单条轮胎的期间费用持续下降，人均创利飞跃式增长。2018-2021年，公司单条轮胎的期间费用持续下降，分别为41.68/43.46/40.00/33.16元。人均创利在2019-2020年实现巨大飞跃，分别达10.55万元与11.67万元。

图26、公司单条轮胎的期间费用不断下降



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

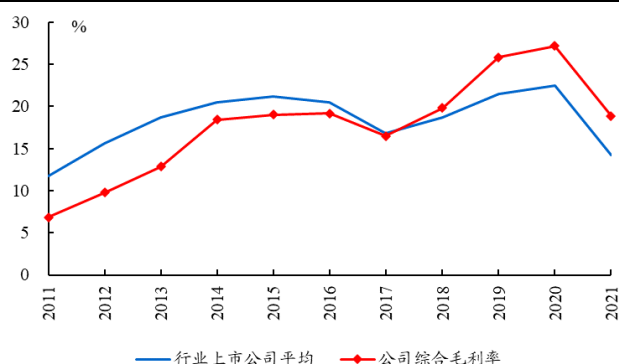
图27、公司的人均创利逐年增加



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

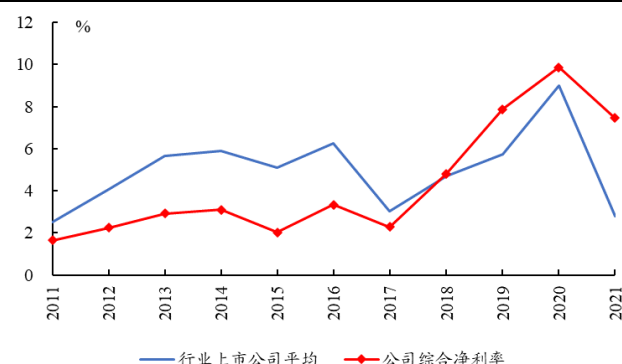
品牌宣传加强叠加产品结构的高端化延伸，公司的轮胎产品价格中枢显著提升，与此同时经营管理效率提升，两相叠加使得公司的盈利能力迅速提升，显著高于行业毛利率。公司毛利率自2017年的16.47%提升至2020年的27.21%；净利率自2017年的2.29%提升至2020年的9.87%；ROE自2017年的6.28%震荡提升至2020年的19.21%。

图28、近年来公司毛利率显著高于行业水平



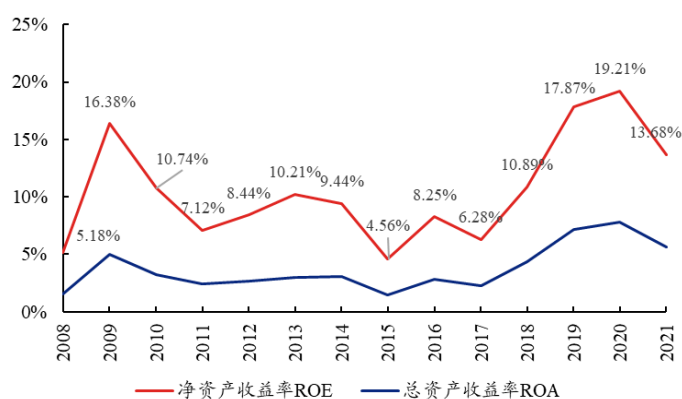
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：行业毛利率采用 A 股除公司外的上市公司平均值

图29、近年来公司净利率显著高于行业水平



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：行业净利率采用 A 股除公司外的上市公司平均值

图30、2020 年公司的 ROE 及 ROA 创历史新高



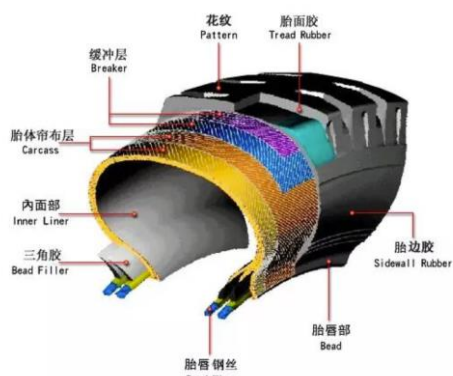
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、短期视角：原料价与海运费回落，轮胎行业迎来底部反转

根据胎体帘线排列方式的不同，轮胎可以分为斜交胎与子午胎。斜交胎是指帘布层和缓冲层相邻层帘线交叉，且与胎面中心线呈小于 90 度角排列的充气轮胎；子午线轮胎胎体的帘线与外胎断面接近平行，类似地球子午线排列，帘线角度一般为 0 度。子午线轮胎由于耐磨且滚动阻力小，已经占据了 90% 以上的市场份额，而斜交胎则多用于农业机械、林业机械等路况复杂的特种车辆，市场占比较小。

子午线轮胎根据胎体材料的不同可分为全钢胎与半钢胎。全钢胎是指胎面和胎体均用钢丝来承担力量的轮胎；半钢胎则是指胎面部分用钢丝做补强层，胎体用尼龙或者聚酯材料的轮胎。

图31、斜交胎基本结构



资料来源：搜狐汽车，兴业证券经济与金融研究院整理

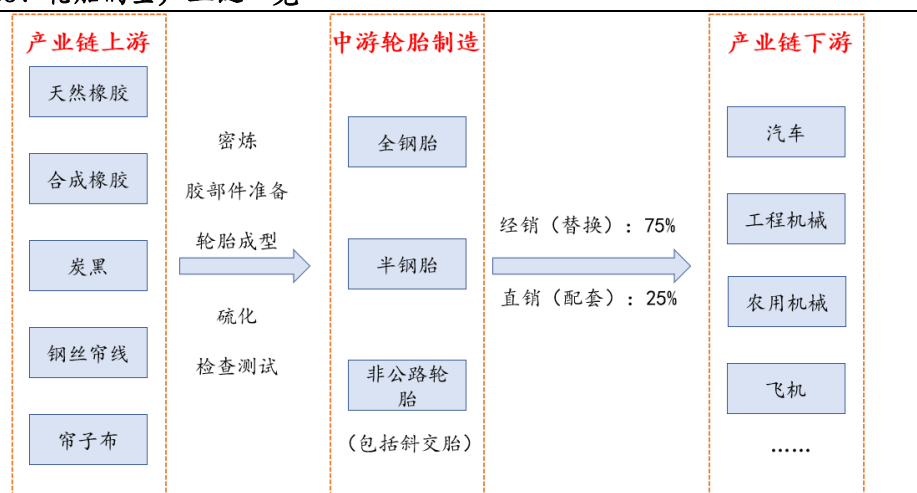
图32、子午线轮胎基本结构



资料来源：轮胎商业，兴业证券经济与金融研究院整理

轮胎的上游原料主要为天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线、帘子布及橡胶助剂。原料经历密炼、胶部件准备、轮胎成型、硫化、检查测试等生产步骤后，可生产出半钢胎、全钢胎、非公路轮胎。其中，半钢胎主要应用于乘用车及轻卡，全钢胎主要应用于载重卡客车，非公路轮胎则主要应用于工程机械、农用机械等非公路领域。

图33、轮胎的全产业链一览



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.1、下游需求低迷叠加开工率持续修复，原料价格将迎来回落

自2020年Q3起，轮胎的主要原材料成本及海运成本大幅提升。天然橡胶及合成橡胶价格同比大幅上涨：2021年天然橡胶均价为13757元/吨，同比上涨2193元/吨(+18.96%)；丁苯橡胶均价为13064元/吨，同比上涨3737元/吨(+40.07%)；顺丁橡胶均价为13011元/吨，同比上涨3984元/吨(+44.14%)。炭黑与帘子布的价格同比大幅上涨。2021年炭黑均价为7893元/吨，同比上涨2790元/吨(+54.66%)；帘子布(山东)均价为29009元/吨，同比上涨9822元/吨(+51.19%)。

全球货物贸易旺盛运力短缺，轮胎海运费用暴涨。2021年轮胎出口先后经历集装

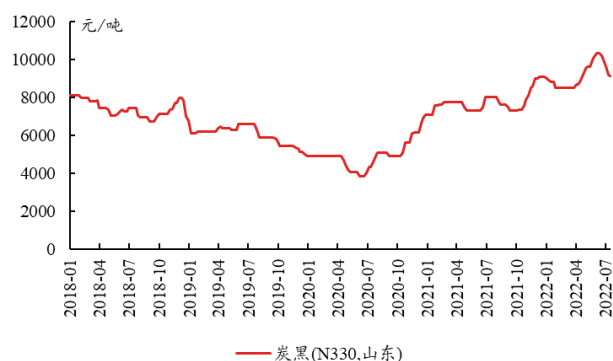
箱紧缺、洛杉矶港拥堵、苏伊士运河堵船、国内港口疫情等不利因素影响，海运费用大幅上涨，轮胎企业短期承压。

图34、国内天然橡胶及合成橡胶价格



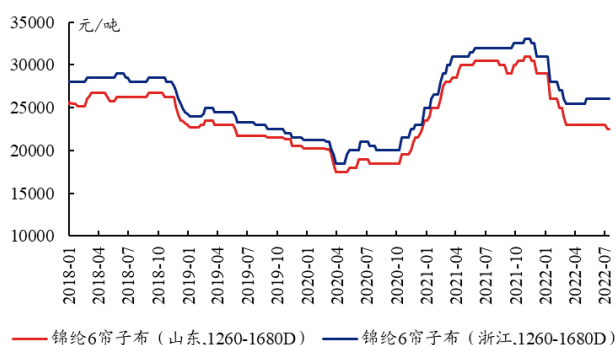
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、山东地区的炭黑价格



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

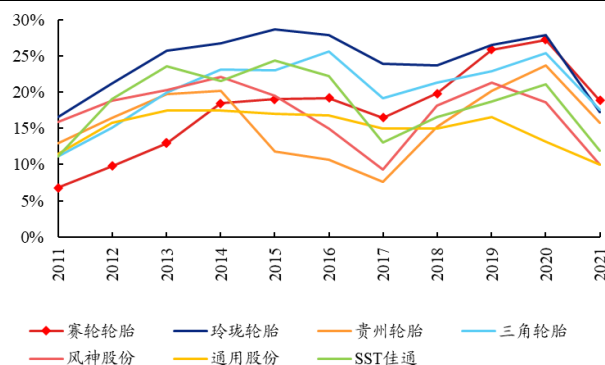
图36、山东及浙江地区的锦纶6帘子布价格



资料来源：百川盈孚，兴业证券经济与金融研究院整理

原料成本及海运成本高企的情况下，2021年行业内轮胎生产企业的盈利能力均出现了较大幅度的下滑。从我国轮胎上市公司的综合毛利率来看，2021年各轮胎生产企业的产品毛利率均有不同程度的下滑，相比2020年平均下滑了8.24pcts，盈利空间显著收窄。

图37、2021年国内的轮胎上市公司毛利率普遍下滑



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

随着疫情影响逐步缓解，海外各国刺激政策也正在逐步退出。2021年以来，新冠疫情对于全球主要经济体的影响已较前期大幅减弱，且随着疫苗普及率的提升，预计后续疫情的影响将进一步减弱，海外主要经济体均已经或即将出台一系列的加息、缩表政策。

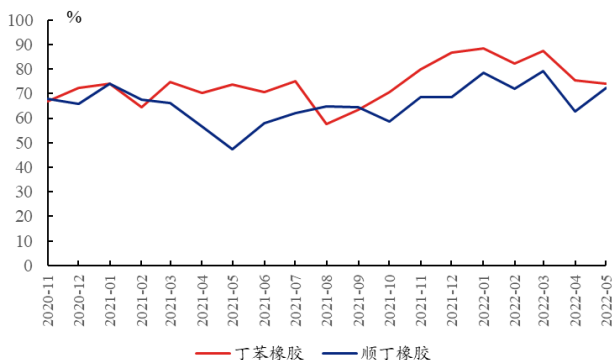
表6、海外各国经济刺激政策逐步退出

国家与地区	实施时间	政策内容或趋势
美联储	2022年3月	将基准利率从0%-0.25%区间上调到0.25%-0.50%区间，上调25个基点。
美联储	2022年5月	将基准利率增加50个基点，加息之后的基准利率区间增至0.75%-1%。将启动缩表计划。从6月开始，每月将从9万亿美元资产负债表中减少475亿美元资产负债，三个月后，将扩大到每月减少950亿美元
美国政府	2022年5月	减少联邦预算赤字，以缓解价格压力，预计今年政府赤字将减少1.7万亿美元
美国财政部	2022年以来	连续三次削减较长期国债的季度发行规模
加拿大	2022年3月	将基准利率上调25个基点至0.5%
加拿大	2022年4月	将基准利率上调50个基点至1%
加拿大	2022年6月	加息50个基点，将基准利率上调至1.5%
新西兰	2022年4月	将基准利率上调50个基点至1.5%，这是自21年10月来的第四次加息
韩国	2022年4月	将基准利率从现行的1.25%上调25个基点至1.5%，这是韩国自21年11月来的第三次加息
英国	2022年3月	将基准利率从0.5%上调至0.75%，这是2021年12月以来的第三次加息
德意志银行	2022年5月	预测欧洲央行将提前加息0.5个百分点
欧洲央行	2022年6月	预计欧洲央行将在这次会议上宣布结束大规模资产购买计划，并确认最迟在7月进行十多年来的首次加息

资料来源：美联储及各国央行，兴业证券经济与金融研究院整理

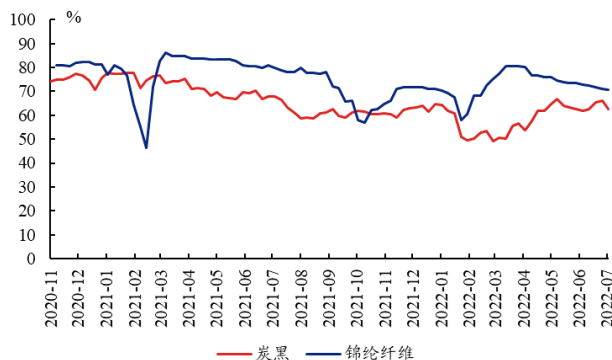
在经济刺激政策逐步退出的大背景下，轮胎生产原料价格有望持续回落。轮胎的生产原料如天然橡胶、合成橡胶、炭黑、锦纶帘子布多为大宗商品，随着全球经济刺激退潮，需求将边际走弱。从国内来看，主要原料的开工率已有明显改善：丁苯橡胶、顺丁橡胶的开工率目前在80%左右，锦纶纤维、炭黑的开工率亦稳定在70%。随着全球经济刺激退潮，原料供需格局趋于宽松，价格有望回落进而推升制品端盈利，实际上，2022年以来，橡胶及帘子布价格已经出现下滑（详见图34-图36）。

图38、丁苯橡胶及顺丁橡胶开工率情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、炭黑及锦纶纤维开工率情况



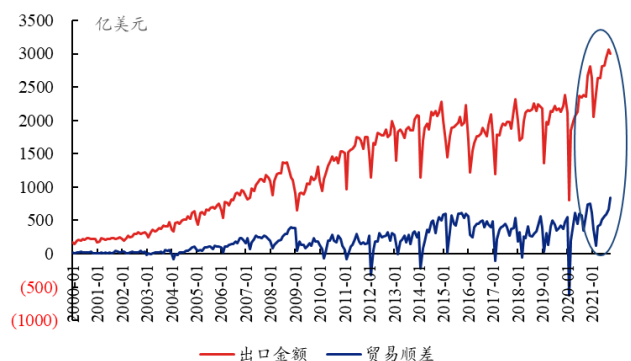
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3.2、供需错配导致海运费暴涨，回落趋势已现

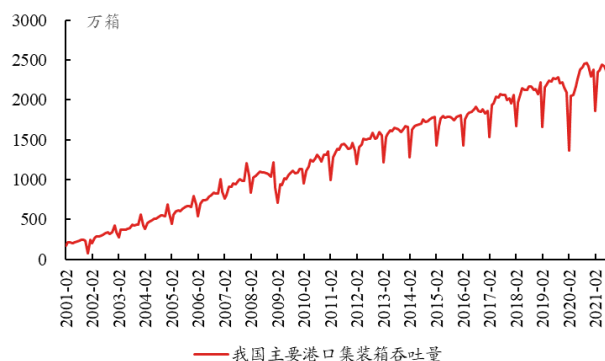
疫情受控，全球经济复苏造成运力的短期供需错配，海运费暴涨。疫情后我国经济率先恢复，制造业产品大量出口以供应全球需求，带来了旺盛的海运需求，使得我国集装箱出口运费大幅提升。出口后的运输船及集装箱资源多集中于欧美海岸，疫情影响下货物装卸及船只回返较慢，进而带来国内的海运资源进一步紧缺，使得海运费用迅猛提升。

图40、我国的出口金额及贸易顺差迅猛增加



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

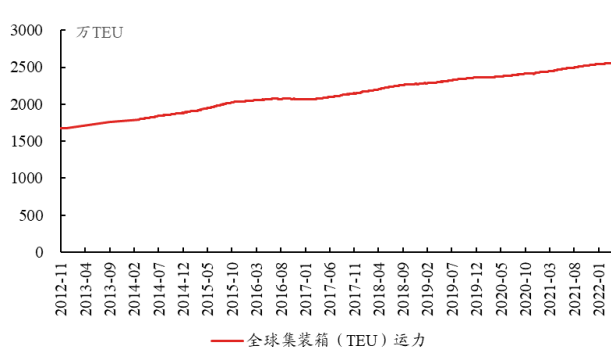
图41、我国主要港口集装箱吞吐量持续增加



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

运力供需错配不断缓解，集装箱运费回落趋势已现，利好轮胎出口。从供给端来看，全球运力资源总量充足，多年来呈逐步提升趋势。2012年4月-2022年4月集装箱运力以每年超过4%的复合增长率稳定增长；海运船舶运力自2020年初亦有了迅猛提升，截至2022年7月27日，船舶运力为6426艘。另外，从集装箱进出口受疫情影响来看，美国主要港口的集装箱吞吐已经恢复正常。供需错配缓解使得40尺柜运费出现了明显回落：自21年11月初至22年7月22日，中国-美东的40尺柜运费自19895美元滑落至10000美元；中国-美西的40尺柜运费自18730美元滑落至6957美元；中国北欧的40尺柜运费自14219美元滑落至10219美元，后续仍存下降预期，利好于轮胎出口。

图42、全球集装箱运力稳定提升



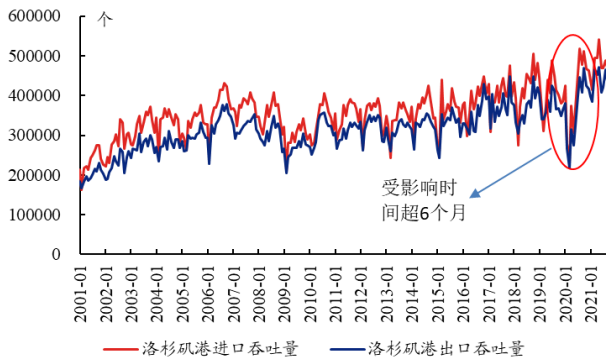
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、全球海运船舶日运力不断提升



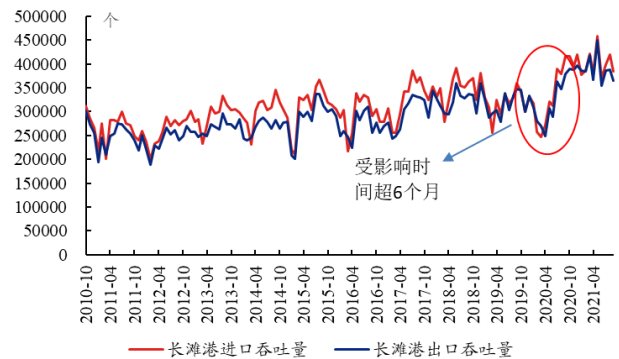
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、洛杉矶港的集装箱吞吐量恢复正常



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、长滩港的集装箱吞吐量恢复正常



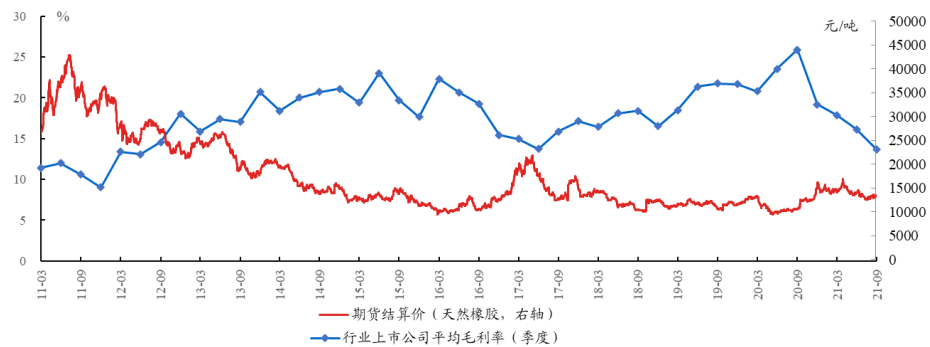
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、原料与海运费回落胎企盈利弹性巨大，行业拐点已现

天然橡胶作为轮胎生产的主要原材料，占轮胎产品生产成本的 30-40% 左右，而合成橡胶作为天然橡胶的替代原材料，其价格变动与天然橡胶价格波动密切相关，两者合计约占轮胎生产成本的 50%。

原料价格下跌将显著推升轮胎企业的盈利能力，胎企盈利能力与天然橡胶价格呈反向变动。通常来讲，国内轮胎产品的涨跌价滞后于原料 1-2 个月，而海外地区的滞后期更长，在 2-3 个月之间。因此一旦原料价格下滑，库存收益将会显著推高轮胎生产企业的盈利能力。纵览历史上天然橡胶价格与上市胎企的毛利率可发现，两者之间呈现明显的反向变动关系。

图46、轮胎生产企业的盈利水平与天然橡胶价格反向变动



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：原料价格前推两个月以考虑库存影响，即时间为 2011 年 1 月 31 日-2021 年 7 月 31 日

轮胎原料价格下跌使得生产成本降低，在轮胎价格滞后的基础上可显著提升轮胎生产企业的盈利水平。由于天然橡胶与合成橡胶走势往往相仿，我们可将其合并来看，轮胎生产成本对橡胶原料的敏感度最高，其次为炭黑、钢丝、帘子布等。轮胎原料每下跌 1000 元/吨，在轮胎价格滞后反应的情况（价格维持）下，可显著降低轮胎企业的原料成本。若以 4000 万条半钢胎、1000 万条全钢胎销量来计

算，不同原料价格每下跌 1000 元/吨，企业毛利可提升 0.29-3.64 亿元不等。

海运费回落利好轮胎生产企业和下游客户。理论上讲，轮胎产品的海运费由下游经销商客户全部承担，但轮胎企业为了维系下游客户资源，往往会为经销商分摊部分运费，尤其是在当前海运费高企的背景下，我国企业往往负担部分海运费，一旦海运费出现回落，对轮胎企业及下游客户均为重大利好。

表7、原料价格尤其是橡胶价格下跌将显著推高企业盈利水平

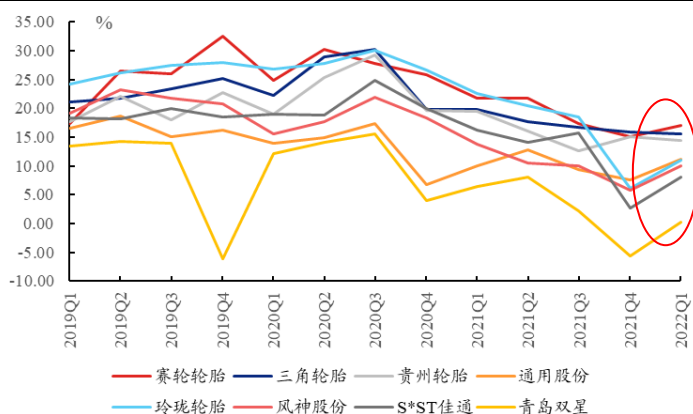
	含税单价 (元/吨)	半钢胎成本对原料 成本的敏感度	全钢胎成本对原料成 本的敏感度	原料不含税单价每下跌 1000 元/吨		企业毛利 增加 (亿元)
				单条半钢胎生产 成本降低 (元/条)	单条全钢胎生产 成本降低 (元/条)	
天然橡胶	14000	0.23	0.40	3.26	23.40	3.64
合成橡胶	13500	0.19	0.04	2.77	2.25	1.33
炭黑	9000	0.14	0.14	3.14	13.50	2.60
帘子布	31000	0.07	0.04	0.49	0.99	0.29
钢丝	7900	0.07	0.06	1.70	6.33	1.31

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理及测算

注：企业毛利增加以 4000 万条半钢胎销量、1000 万条全钢胎销量计算

2022 年 Q1 轮胎上市公司盈利出现修复，行业拐点出现。随着原料价格及海运费用的回落，2022 年 Q1 轮胎上市公司的毛利率出现回升，环比上升 3.13pcts 至 10.96%，轮胎行业的拐点或已出现，后续随着原料价格及海运费的持续回落，胎企的盈利水平有望持续修复。

图47、上市轮胎企业的毛利率在 2022 年 Q1 出现修复



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

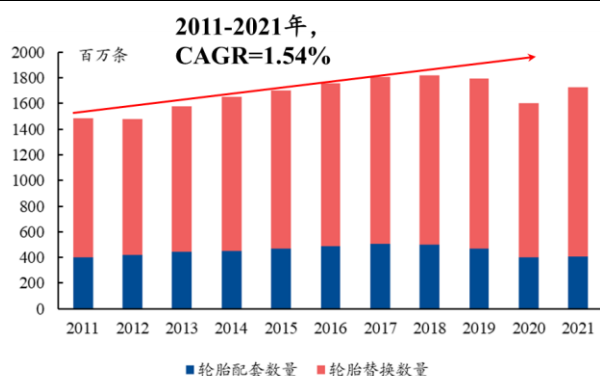
4、长期视角：民族企业持续抢占全球市场份额，国内强者恒强趋势明显

4.1、亚太轮胎市场潜力巨大，高性价比轮胎将受益于消费升级趋势

4.1.1 替换市场:配套市场约为 3:1，亚太地区为未来主要增长点

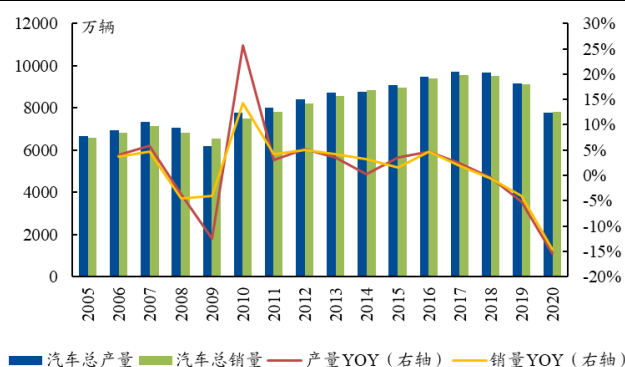
2019-2020 年，在汽车产销量下滑与疫情爆发的背景下，全球轮胎消费量有所下滑，2021 年疫情受控轮胎消费修复至 17.27 亿条。2011-2018 年时，轮胎消费量自 14.83 亿条逐年增长至 18.18 亿条，复合增长率为 2.95%。2019-2020 年，汽车产量下滑了 5.25%/15.43%，使得轮胎配套需求显著下滑，与此同时，疫情亦影响了消费者的轮胎替换需求，2020 年全球轮胎消费量滑落至 15.77 亿条。2021 年，疫情逐步受控，全球轮胎消费需求逐渐修复，消费量达 17.27 亿条，同比增长 9.51%。

图48、全球轮胎消费量在疫情后恢复增长



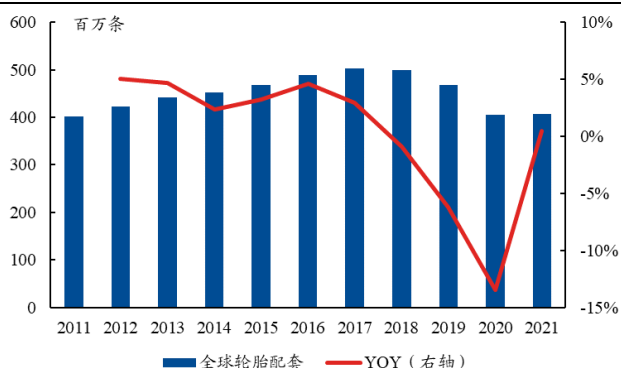
资料来源：米其林年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、全球汽车产销量自 2019 年起持续下滑



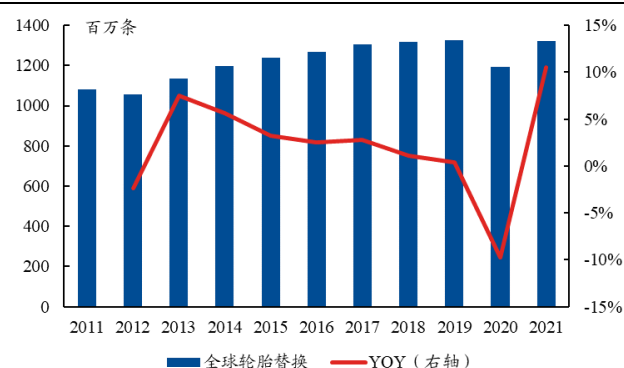
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、全球轮胎配套数量疫情后恢复增长



资料来源：米其林年报，兴业证券经济与金融研究院整理

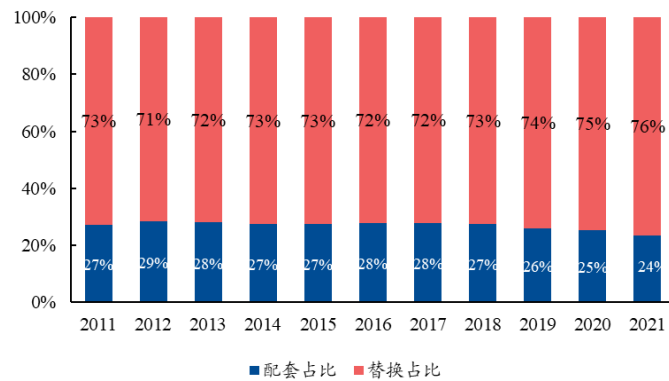
图51、全球轮胎替换数量疫情后恢复增长



资料来源：米其林年报，兴业证券经济与金融研究院整理

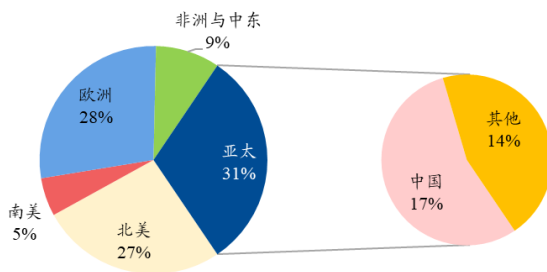
从轮胎配套市场和轮胎替换市场的占比来看，多年来轮胎替换市场的份额占比震荡上升，相应地，轮胎配套市场的份额占比则有所下降。截至 2021 年，轮胎替换市场占比为 76%，轮胎配套市场占比为 24%。

图52、全球轮胎替换市场的份额占比超过70%



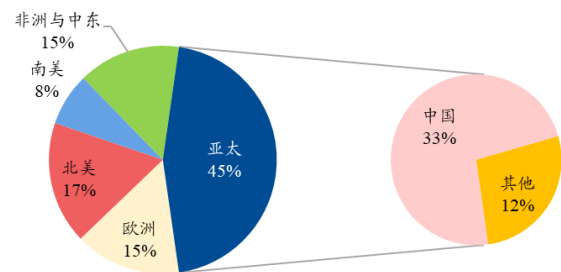
资料来源：米其林年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图53、2021年半钢胎需求情况



资料来源：米其林年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图54、2021年全球钢胎需求情况

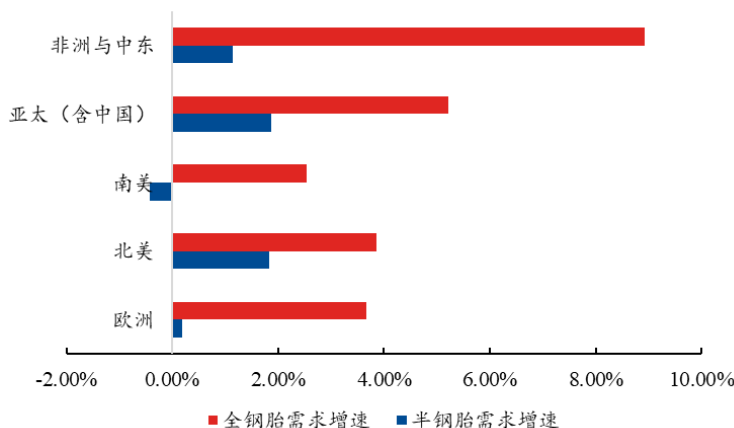


资料来源：米其林年报，兴业证券经济与金融研究院整理

亚太、欧、美三地为轮胎的主要消费市场，而中国则是亚太地区的第一轮胎消费国。2021年半钢胎需求主要来自亚太地区（4.57亿条），占全球比例为31%，其次分别为欧洲与北美地区；2021年全球钢胎需求主要来自亚太地区（0.99亿条），占全球比例高达45%。我国则是亚太地区轮胎的第一消费国，半钢胎需求占比全球达17%，全钢胎占比全球达33%。

亚太地区、非洲及中东地区的经济发展较快，其轮胎增速尤其是全钢胎增速领跑全球。2011-2021全球全钢胎增速以亚太地区、非洲和中东地区领先，半钢胎增速相比全钢胎放缓，以亚太和北美地区领先。展望未来，根据IHS Market的预测，2017-2027年全球轮胎市场主要增长地区为亚太地区：印度、东北亚以及东南亚的年均需求复合增速分别达7.4%、4.6%和3.9%。

图55、2011-2021年世界各地的轮胎增速情况

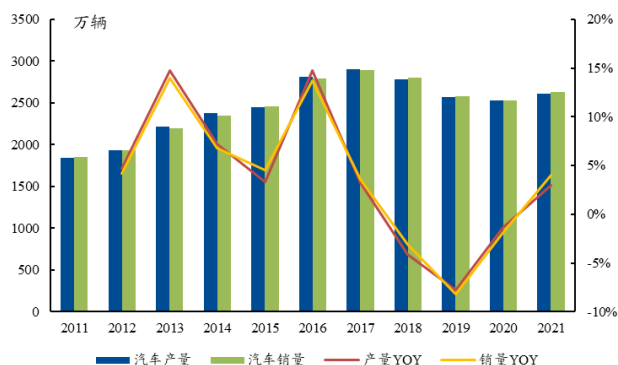


资料来源：米其林年报，兴业证券经济与金融研究院整理

4.1.2 我国汽车千人保有量较低，轮胎替换需求发展潜力巨大

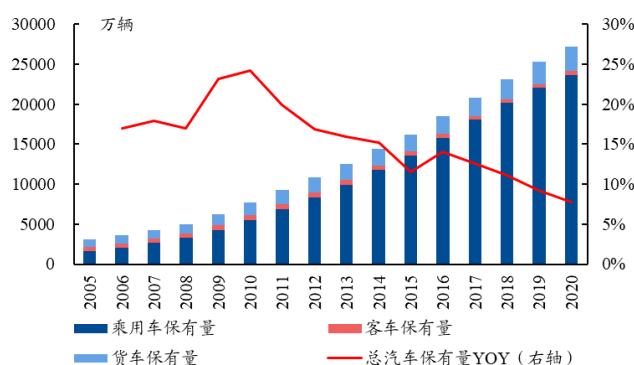
国内的汽车产销量变化趋势与全球基本一致，自2018年起产销量开始下滑，2021年有所修复，汽车保有量则保持稳定增长态势，不断增长的汽车保有量将催生更多的轮胎替换需求。

图56、国内汽车产销量近年来有所下滑



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

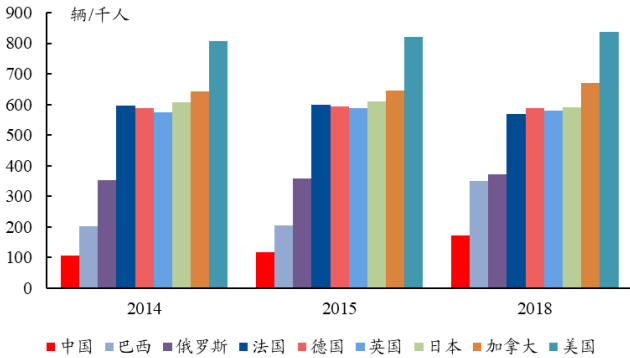
图57、我国汽车保有量逐年上升，增速放缓



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

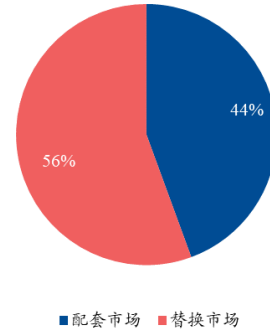
虽然我国汽车保有量逐年增加，但我国汽车的千人保有量仍旧处于极低水平：2014年我国千人保有量为107辆，低于同为金砖四国的巴西（203辆），远低于欧洲诸多发达国家与全球汽车人均保有量第一的美国（808辆）。至2018年时，我国千人保有量为173辆，同比2014年上升了66辆，涨幅达61.68%，而此时的巴西千人保有量为350辆（涨幅达72.41%），美国千人保有量为837辆。我国汽车保有量不足，因此轮胎替换市场占比明显低于全球水平，发展潜力巨大。2021年我国轮胎替换需求占比仅为56%，配套需求占比达44%。

图58、我国千人汽车保有量远低于发达国家



资料来源: OCIA, 兴业证券经济与金融研究院整理

图59、2021年我国替换市场占比仅为56%



资料来源: 米其林年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

4.1.3 国内消费观念不断升级, 高性价比国产轮胎有望受益

我国消费时代的变迁随着经济发展而不断加速, 目前正处于第三消费时代与第四消费时代的水分岭: 1949年-1978年, 我国度过了以温饱和必需消费为核心的第一消费时代。改革开放后, 我国进入了家庭消费与大众化消费的第二消费时代, 人民成功享受到经济发展的红利, 仅花费20年左右便进入了第三消费时代, 目前我国仍处于第三消费时代, 但已经出现第四消费时代的特征。

图60、中国 VS 日本: 各时期的消费特征对比

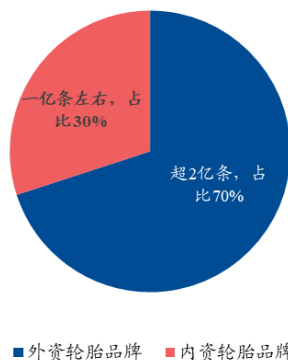


资料来源: 腾讯网, 兴业证券经济与金融研究院整理

轮胎产品并非单纯的大宗商品, 它贴近消费端, 具有明显的消费属性。轮胎产品既面向汽车厂商 (2B, 配套业务) 也面向广大消费者 (2C, 替换业务), 后者占据轮胎销售市场的70%以上, 因此轮胎销售与下游终端消费者的消费意识直接相关。反应在轮胎消费上, 则存在更多人倾向于高性价比的轮胎产品, 而非高品牌溢价的大牌轮胎。

欧美地区消费者去品牌化明显，更看重轮胎性价比，而我国的消费者内部出现明显分化。虽然各国的发展情况各有差异，但以欧美日为代表的发达国家均已经步入第四消费时代，这个时期的人们对价值的判断，不再拘泥于单纯的奢侈品或高端服务消费，从而出现了去品牌化、性价比追求等社会现象。大多数消费者并不追求轮胎品牌，反而更看重高性价比的轮胎，这也使得我国轮胎在欧美市场大受欢迎。反观国内市场，目前普遍存在着两类主流消费者，一类消费者追求大品牌，高品质，往往青睐于海外高端品牌，这也导致了我国外资品牌的市占率较高；另一类消费者则是以价格为导向，仅重视低价与节省，反而以性价比为导向的中端消费者占比不高。

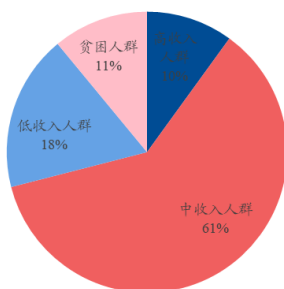
图61、2020年外资品牌仍然占据我国轮胎市场的主要部分



资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

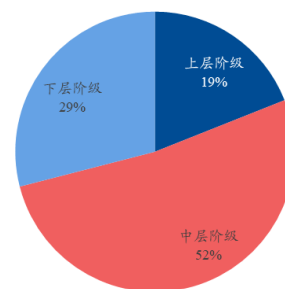
我国作为迅速发展的新兴国家，中产阶级人口占比仍明显低于欧美地区。根据收入划分的口径不同，对中产阶级的定义亦存在着较大差距。OECD及PEW研究机构的数据显示，经济较为发达的欧美地区的中产阶级人口占比均超过50%（两家机构划分中产阶级的单人收入下限折合人民币约在18万-27万之间）。根据胡润研究院2020年发布的《中国新中产圈层白皮书》，以一线城市家庭年收入在30万以上，其它城市在20万以上，而且拥有至少1套房产为标准来界定中产阶级，我国中产阶级户数为3320户（总户数超过4亿），国内占比不足10%，与欧美地区的差距非常明显。

图62、2019年OECD的中产阶级人口占比为61%



资料来源：OECD，兴业证券经济与金融研究院整理

图63、2016年美国的中产阶级人口占比为52%



资料来源：PEW，兴业证券经济与金融研究院整理

随着我国的经济不断发展，我国中产阶级占比将不断提升，消费者意识亦逐渐向欧美靠拢，去品牌化的理性消费者数量将不断增加，高性价比的轮胎产品有望充分受益。与此同时，我国的汽车保有量仍然较低，是全球轮胎未来的主要增量市场之一，市场空间有望持续扩大。两相叠加，长期视角下国内轮胎存量市场的替换与增量市场的占据齐发，市场潜力巨大。

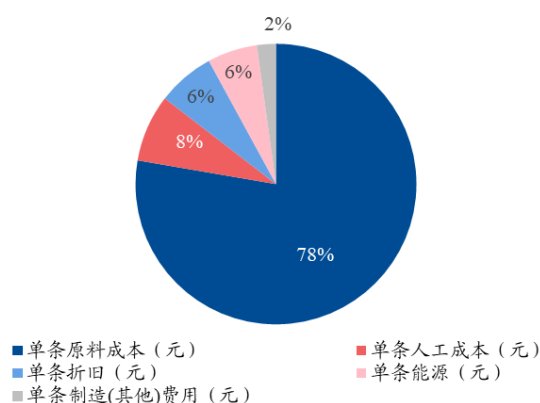
4.2、低成本+高性价比+经销商拥护，我国企业持续抢占全球市场

我国头部轮胎企业的成本控制强力，产品质量比肩国际品牌但价格非常实惠，产品性价比极高，给经销商带来了丰厚的经销利润，广泛受到欧美消费者的欢迎，民族企业凭借着三大优势积极出口抢占全球市场份额。

4.2.1 原料+人工+费用控制占据优势，我国企业的生产成本显著低于海外企业

从轮胎的成本构成来看，原料成本占据轮胎成本的大部分，约为 78%；其次为人工成本，占比为 8%；折旧与能源成本各占 6% 左右。从原料占总成本的一般比例来看，全钢胎中天然橡胶占比约为 30%-35%，合成橡胶占比约为 6%-9%，炭黑占比约为 8%-10%，钢丝帘线占比约为 9%-11%。半钢胎中天然橡胶占比约为 15%-20%，合成橡胶占比约为 15%-18%，炭黑占比约为 8%-10%，钢丝帘线占比约为 6%-8%，纤维帘布占比约为 6%-8%。

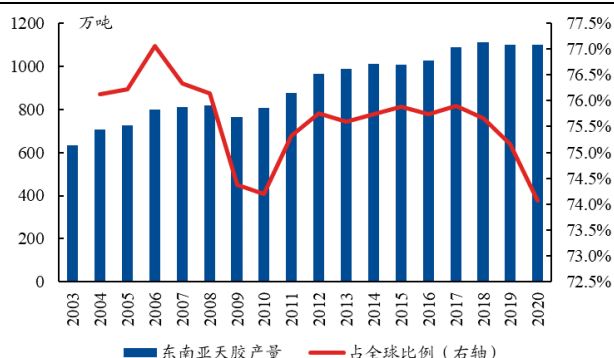
图64、2020年赛轮轮胎单条轮胎的成本构成情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

国内企业布局东南亚带来了极低的生产成本。首先，东南亚地区天然橡胶产量占全球产量的比例超 70%，国内企业布局东南亚靠近原料产地，保证了原料供应且采购成本较低；其次，国内与东南亚地区的劳动力资源丰富且薪酬水平低使得人工成本较低；最后，国内企业费用管理水平显著好于海外，期间费用亦较低。多方优势下，我国轮胎企业成本全面领先于海外轮胎企业。

图65、东南亚天然橡胶产量占全球比例达 3/4



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

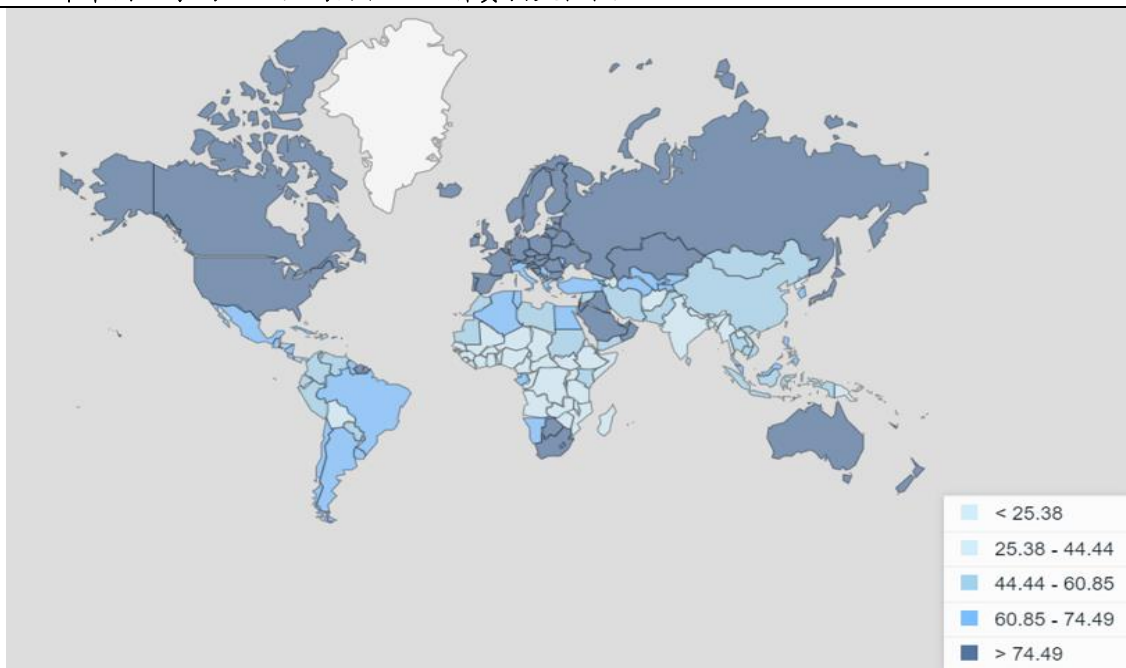
表8、我国轮胎企业纷纷布局东南亚地区

企业名称	海外基地	布局情况
浦林成山	泰国	年产全钢 80 万条, 半钢 400 万条
万达宝通	马六甲	生产高档轮胎
建大橡胶	印度尼西亚	年产自行车内胎 730 万条, 自行车轮胎 475 万条
贵州轮胎	越南	一期年产全钢 120 万条
森麒麟	泰国	一期年产半钢 1000 万条
赛轮轮胎	越南	年产全钢 280 万条, 半钢 1100 万条
玲珑轮胎	泰国	年产全钢 220 万条半钢 1500 万条

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

中国及东南亚地区的劳动力资源丰富且薪酬处于全球的较低水平, 为轮胎生产企业提供充足的人工支持。根据世界银行发布的世界男性工人薪资水平地图, 中国及东南亚地区的薪酬指数均处于 44.44-60.85 之间, 明显低于除非洲之外的其他地区, 轮胎生产的人工成本竞争力强劲。

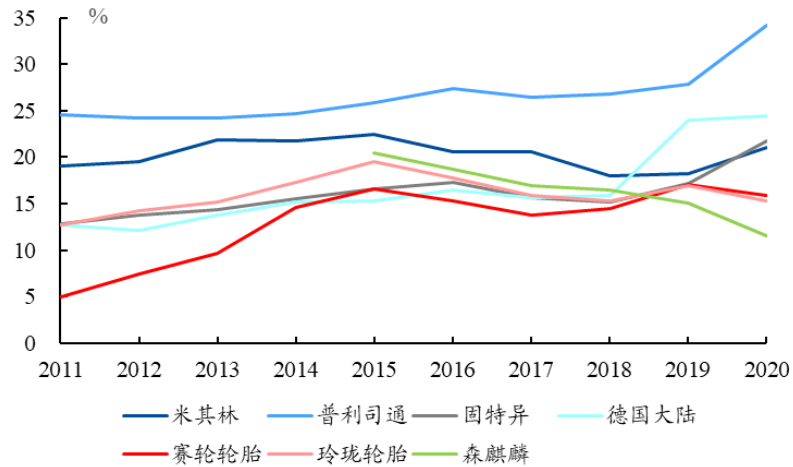
图66、2020 年中国及东南亚地区的男性工人薪资指数较低



资料来源: World Bank, 兴业证券经济与金融研究院整理

国内上市企业的期间费用率控制方面亦领先于全球龙头。我们取毛利率与营业利润率的差作为期间费用及其他损益率, 将国内企业与海外企业对比发现, 国内上市公司的期间费用及其他损益率显著低于海外企业, 反映出国内强大的费用控制水平, 进一步加强我国企业的成本优势。

图67、国内企业的期间费用及其他损益率优于全球龙头



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：期间费用及其他损益率=毛利率-营业利润率

4.2.2 国产轮胎质量比肩海外，性价比极高

国内轮胎企业多年来高度重视研发，其轮胎性能并不弱于海外轮胎品牌。根据 CCTV2 对国产和进口品牌轮胎进行的全面对比，国产轮胎的滚动噪声、滚动阻力、刹车性能均十分强劲，制动测试中我国轮胎的干地制动、湿地制动与湿地抓着指数均优于海外企业。

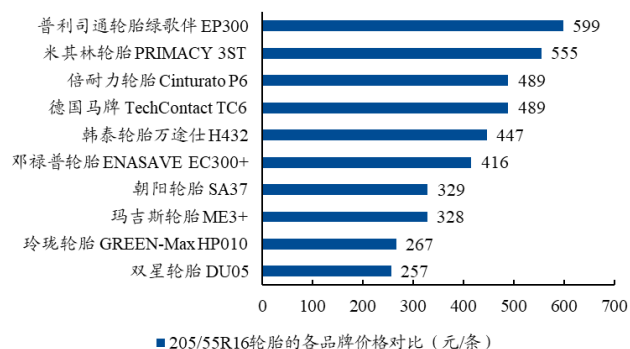
表9、国产轮胎性能并不弱于海外品牌

	滚动噪声	滚阻系数	干地制动	湿地制动
美国某品牌	69dB	7.941/C	41.39 米	28.59 米
日本某品牌	69dB	7.689/B	42.75 米	27.97 米
德国某品牌	68dB	8.696/C	43.23 米	30.97 米
韩国某品牌	69dB	9.229/E	42.12 米	28.75 米
中国某品牌 1	69dB	7.956/C	39.78 米	27.04 米
中国某品牌 2	67dB	8.942/C	40.33 米	27.41 米
中国某品牌 3	69dB	8.396/C	40.65 米	27.61 米

资料来源：CCTV2，兴业证券经济与金融研究院整理

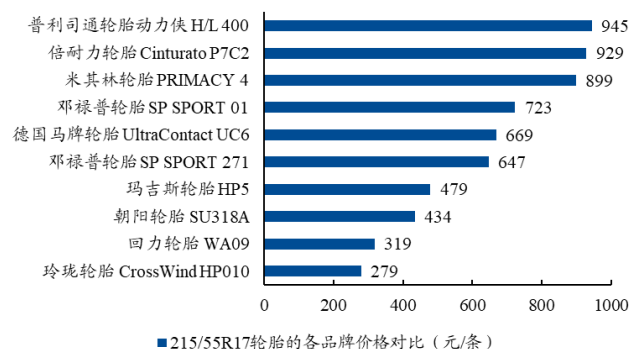
我国轮胎企业成本控制优越，同类型轮胎的价格显著低于海外企业，优异的质量搭配实惠的价格，我国轮胎的性价比极高。从 205/55R16 轮胎来看，我国轮胎价格显著低于米其林与普利司通，双星轮胎 DU05 价格仅为普利司通轮胎绿歌伴 EP300 的 42.90%；而大轮辋的 215/55R17 轮胎的价格差距更大，玲珑轮胎 Cross Wind HP010 价格仅为普利司通轮胎动力侠 H/L 400 的 29.52%。

图68、205/55R16 轮胎中外价格对比



资料来源：轮胎商业，兴业证券经济与金融研究院整理

图69、215/55R17 轮胎中外价格对比



资料来源：轮胎商业，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2.3 大品牌轮胎经销利润捉襟见肘，国产品牌备受经销商欢迎

经销商代理是轮胎产业链中的重要环节，靠近下游消费市场，轮胎生产商将产品卖于经销商，经销商则负责将轮胎分销给零售端进而销售至终端消费者。近年来，越来越多的经销商疏远了国外大品牌轮胎，转而拥抱中小品牌，原因有三：一是销售任务较重，使得经销商压货严重，从而出现窜货破坏市场秩序；二是电商端的价格透明压制了经销商的零售价格，使其利润空间收窄甚至亏损做买卖以引流；三是国产中小品牌轮胎质量崛起，价格公道，盈利空间丰厚。

● 销售任务较重，为拿返利，市场窜货严重

海外大品牌厂家的市场份额较高，销售任务较重，其往往采用市场占有率来考核经销商。为轮胎经销商带来了高额的库存压力，轮胎经销商在难以完成任务的情况下，只能低价串货，亏损做买卖以求返利求生存。串货使得市场秩序混乱，恶性循环使得代理该品牌的经销商门店生存环境越来越恶劣。

● 多价并存，价格透明，经销商利润微薄，大品牌沦为引流产品

大品牌轮胎生产商采用多渠道发展，与电商、二批商建立了多重关系，轮胎市场上存在电商价、二批价、串货价等多种价格，价格体系混乱，正规渠道的进货价反而明显高于非正规渠道。

另外，为了开拓新市场吸引客户，大品牌生产商的电商端定价显著低于分销价格，而消费者可以很轻易地找到电商平台价格，轮胎店只能以低价卖轮胎，一条大品牌轮胎销售给零售商的轮胎，在除去人工、运费、各种市场投入后，到手利润很少。

● 国货质量崛起，性价比与利润空间较高，经销商开始拥抱国产

近年来，国产轮胎凭借着后发优势，纷纷投建先进工厂，生产出的轮胎产品质量

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

已经毫不逊色，在某些性能方面甚至略有超出。质量优势的缩小，加上国产轮胎的价格与经销利润等优势，经销商门店越来越青睐国产轮胎，国产品牌亦逐步发展为主要的代理品牌之一。

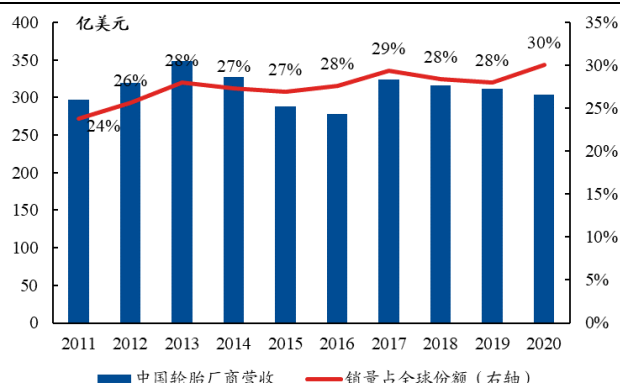
4.2.4 国内企业不断抢占海外市场份额，全球 CR3 缓缓下降

凭借着成本优势、性价比优势、经销优势，我国轮胎企业正迅速抢占海外企业的市场份额。根据全球 75 强轮胎企业排行榜，我国轮胎厂商的营收总额随轮胎市场的波动而波动，但销量占全球的市场份额呈稳步上升趋势，2011-2020 年市场份额自 23.79% 提升至 30.08%。

随着我国企业的做大做强，海外企业的市场份额则不断萎缩。多年来，全球轮胎生产商 CR3（米其林、普利司通、固特异）的市场份额不断降低，自 2011 年的 40.70% 滑落至 2020 年的 36.40%。

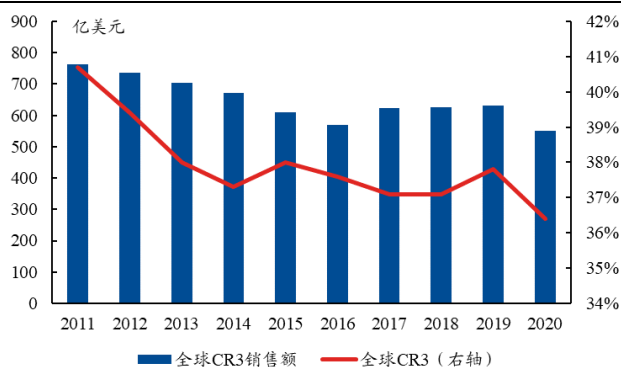
目前欧美市场对我国高性价比轮胎产品的需求未至瓶颈，未来空间依然庞大。全球汽车轮胎的需求量在 19 亿条左右，其中欧美市场需求量约为 8 亿条，对高性价比汽车轮胎的需求保守估计在 4 亿条以上，而目前我国企业汽车轮胎出口至欧美两地的数量尚不足 1.5 亿条，市场潜力较大。

图70、我国轮胎厂商的市场份额不断提升



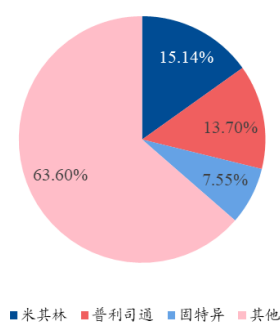
资料来源：Tire Business，兴业证券经济与金融研究院整理

图71、全球 CR3 的市场份额逐步萎缩



资料来源：Tire Business，兴业证券经济与金融研究院整理

图72、2020 年全球三大轮胎巨头市场份额情况



资料来源：Tire Business，兴业证券经济与金融研究院整理

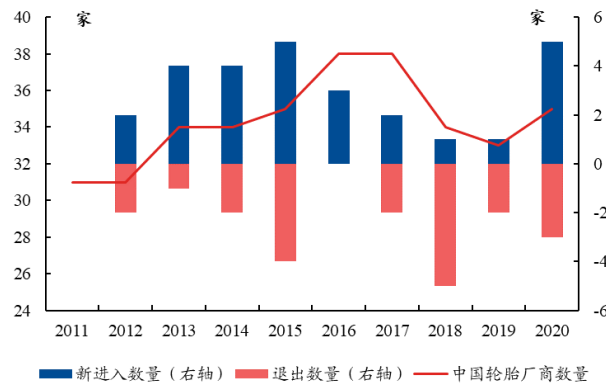
4.3、成本+能耗双重压力国内出清加快，龙头强者恒强发展空间广阔

4.3.1 国内头部企业的市场份额不断提升，中部企业反而有所下滑

我国企业的内部竞争非常激烈，在全球轮胎 75 强排行榜中的进入与退出频繁，企业数量在提升之后走向下降。中国企业的进入与退出十分频繁，轮胎企业数量在 2016-2017 年达到顶峰 38 家，之后呈逐步下降至 2019 年的 33 家。

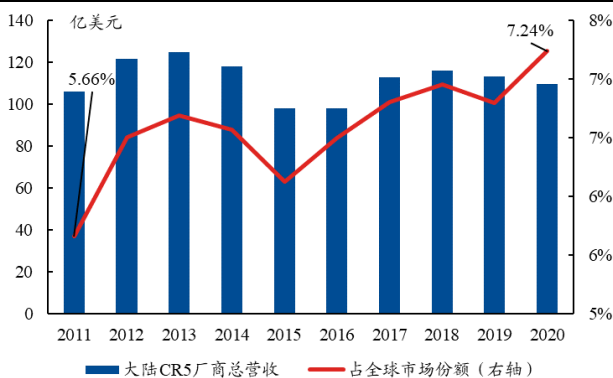
在行业内部竞争激烈的同时，龙头企业由于规模效应显著、经营管理能力更强，是抢占全球市场份额的主力军，而次龙头企业（CR6-15）市场份额反而有所下滑。大陆 CR5 厂商占全球的市场份额自 2011 年的 5.66% 提升至 2020 年的 7.24%；大陆 CR6-15 厂商占全球的市场份额自 2011 年的 5.43% 上升至 2013 年的 5.77%，之后下降并企稳在 5.20% 左右。

图73、全球轮胎 75 强排行榜中，中国企业在的进入与退出频繁



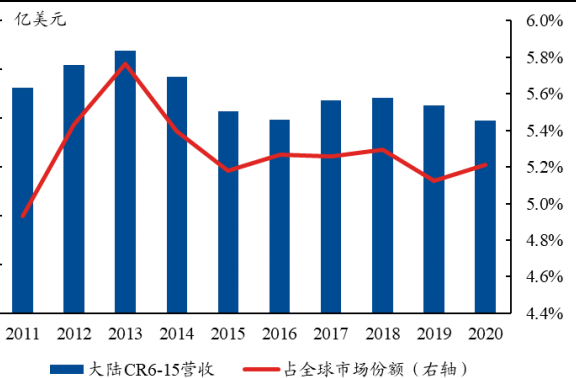
资料来源：Tire Business，兴业证券经济与金融研究院整理

图74、头部厂商占全球市场份额不断提升



资料来源：Tire Business，兴业证券经济与金融研究院整理
注：不包括中国台湾五家轮胎厂商

图75、中部厂商占全球市场份额有所下滑



资料来源：Tire Business，兴业证券经济与金融研究院整理
注：不包括中国台湾五家轮胎厂商

4.3.2 生产成本提升叠加政策发力，行业出清加快

生产成本大幅上涨，2022 年行业内多家轮胎企业宣布破产，出清加快。在疫情爆发、碳中和、能耗双控的大背景下，原料价格与海运费用大幅上涨，轮胎行业原料及运输成本急剧抬升，规模较大的轮胎企业布局分散，可以灵活调配产能保障

生产并供应于自身客户，而规模较小的轮胎企业的生产面临着严峻考验。

表10、2022年H1多家轮胎企业面临破产局面

时间	企业名称	类型
2022年1月11日	上饶鑫敏橡胶制品有限公司	破产
2022年1月17日	浙江飞雳士轮胎科技有限公司	破产
2022年4月14日	浙江金茂橡胶助剂品有限公司	破产
2022年5月10日	江苏平宝轮胎制造有限公司	破产
2022年5月10日	天津市陆港石油橡胶有限公司	破产
2022年5月13日	南京苏京伦橡胶有限公司	破产
2022年5月20日	华龙(苏州)橡胶产品有限公司	破产
2022年6月7日	银川中策(长城)橡胶有限公司	破产
2022年6月13日	临海市禾丰橡胶有限公司	破产
2022年6月16日	启东市益通轮胎有限公司	破产
2022年6月25日	宿迁市东联轮胎有限公司	强制清算
2022年6月29日	连云港联盛轮胎有限公司	破产
2022年6月30日	徐州正海橡胶有限公司	破产
2022年7月12日	沈阳子午线轮胎模具有限公司	破产

资料来源：轮胎商业，兴业证券经济与金融研究院整理

与此同时，政策端亦积极淘汰小规模轮胎产能：山东省印发的《全省落实“三个坚决”行动方案(2021—2022年)》通知表示，到2022年底年产120万条以下的全钢子午胎、年产500万条以下的半钢子午胎企业全部整合退出，涉及到的企业共计18家，其中全钢胎企业8家，共计产能556万条；半钢胎企业10家，共计产能2561万条。

表11、山东“坚决淘汰”一批任务清单(轮胎)

产能类型	企业名称	产能(万条)
全钢胎企业	山东君诚橡胶科技有限公司	30
	通伊欧轮胎(诸城)有限公司	48
	山东金斯坦轮胎有限公司	60
	山东凯通轮胎制造有限公司	61
	山东途乐驰橡胶有限公司	70
	山东银宝轮胎集团有限公司	80
	山东元丰橡胶科技有限公司	100
	潍坊市跃龙橡胶有限公司	107
	合计	556
半钢胎企业	山东固可力轮胎有限公司	46
	山东红光橡胶科技有限公司	60
	诸城市泸泰橡胶制品有限公司	100
	山东奥诺轮胎有限公司	120
	远新轮胎有限公司	300
	青岛福轮科技有限公司	300
山东皓丰轮胎工业有限公司	375	

山东吉路尔轮胎有限公司	400
滕州赛阳橡胶工业有限公司	410
山田橡胶科技有限公司	450
合计	2561

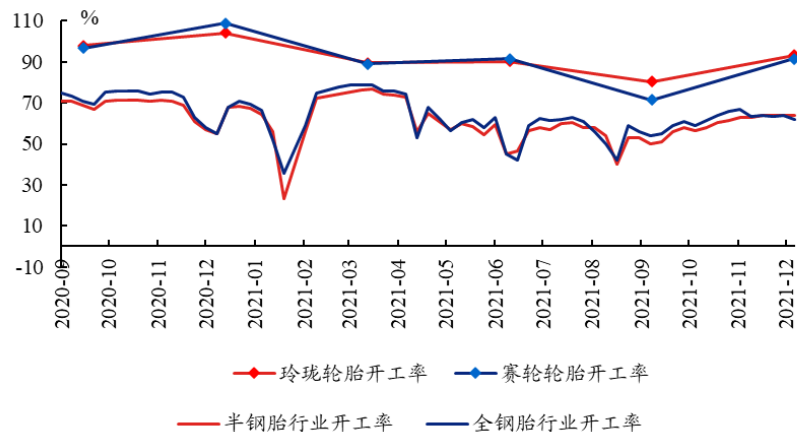
资料来源：山东省新旧动能转换领导小组，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3.3 龙头企业开工率显著高于行业，强者恒强不断抢占市场份额

受能耗双控政策及成本高企的影响，轮胎企业的产能利用率出现了明显下滑，落后产能企业正在加速出局。根据百川盈孚的样本企业开工率数据，2021年，半钢胎的平均开工率为60.27%，全钢胎的平均开工率为62.23%，即使在有冬季胎加持的八九月份，整个行业中全钢胎/半钢胎开工率仍维持在50-60%，同比下降15个百分点以上。

国内头部轮胎企业规模效应与抗风险能力强，维持了较高的开工水平，持续抢占国内市场份额。以赛轮与玲珑为例，龙头企业受影响较小，在产能持续扩张的基础上仍保持了较高的开工率，高于行业20个百分点以上，持续抢占中小规模企业的市场份额。

图76、国内轮胎企业开工率显著下滑，龙头企业受影响较小



资料来源：百川盈孚，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及测算

注：上市公司2020年季度产能=(2019年末产能+2020年末产能)/2/4，2021年同理。

5、合理布局产能扩张享量价齐升红利，高端产品放量在即

5.1、中、越、柬布局稳定供应+产能扩张，享量价齐升红利

5.1.1 国际贸易摩擦改变贸易流向，稳定供应方可享受价增红利

在我国轮胎出口至其他国家的过程中，国际贸易摩擦始终存在。从1996年巴西对我国自行车轮胎征收反倾销税开始，美国、澳大利亚、巴西、秘鲁、埃及、阿根廷、土耳其、南非、印度、哥伦比亚、墨西哥等近20个国家均曾经对从中国进口的轮胎进行反倾销调查，对我国轮胎征收了高额反倾销税。

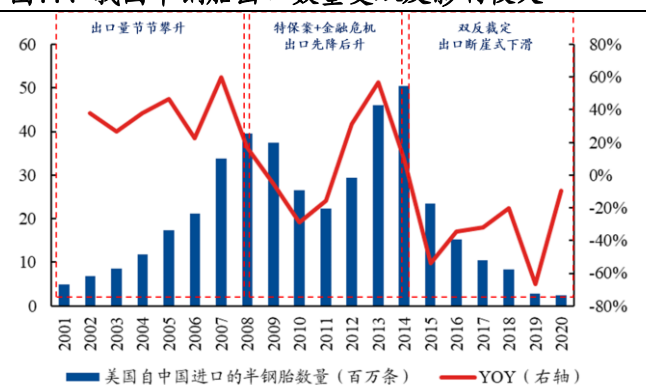
表12、近年来我国遭遇的反倾销贸易壁垒（部分）

时间	国家	针对轮胎	反倾销税情况
2009	美国	特保案：乘用车胎	三年分别加征 35%、30%、25% 的惩罚性关税
2015	美国	乘用车及轻卡轮胎	征收 14.35%-87.99%的反倾销税和 20.73%-100.77%的反补贴税
2017	土耳其	橡胶轮胎	征收 60%的反倾销税
2017	印度	卡客车轮胎	每吨轮胎征税 245.35 美元至 452.33 美元之间
2017	巴西	农业轮胎	单吨征收 307.09-3420.75 美元
2018	欧盟	卡客车轮胎	单条征收 52.85-82.17 欧元
2021	巴西	卡客车轮胎	单千克征收 1.05-2.59 美元
2021	土耳其	重型车、农用轮胎	启动反规避立案调查

资料来源：各国政府网站，兴业证券经济与金融研究院整理

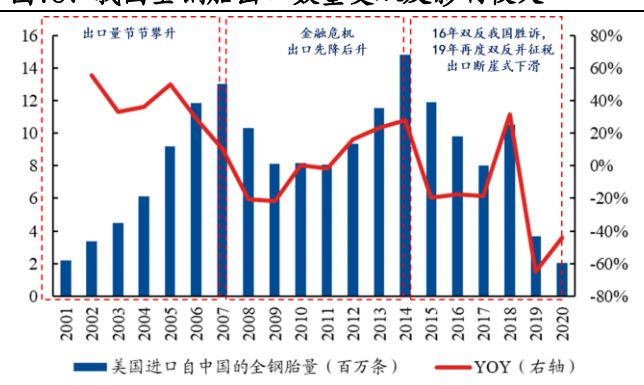
双反政策的出台会剧烈影响我国企业的轮胎贸易出口流向。以美国为例，2001-2007年，我国的半钢胎与全钢胎出口均节节攀升；随后美国特保案（主要影响半钢胎）与金融危机的影响使得我国轮胎出口先降后升；2015年，半钢胎双反终裁，我国出口至美国的半钢胎数量大幅下跌，2019年美国再度对全钢胎征收双反合并保证金，我国出口至美国的全钢胎数量亦断崖式下滑。

图77、我国半钢胎出口数量受双反影响较大



资料来源：USITC，兴业证券经济与金融研究院整理

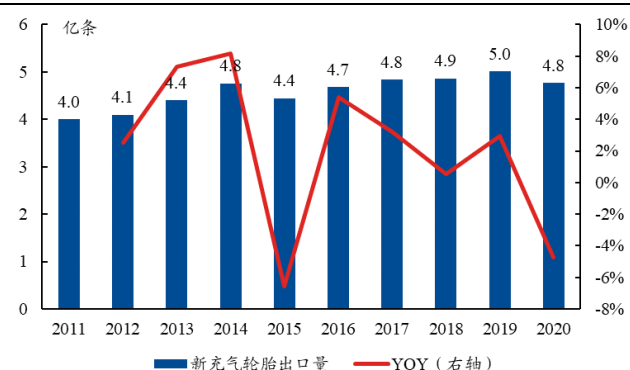
图78、我国全钢胎出口数量受双反影响较大



资料来源：USITC，兴业证券经济与金融研究院整理

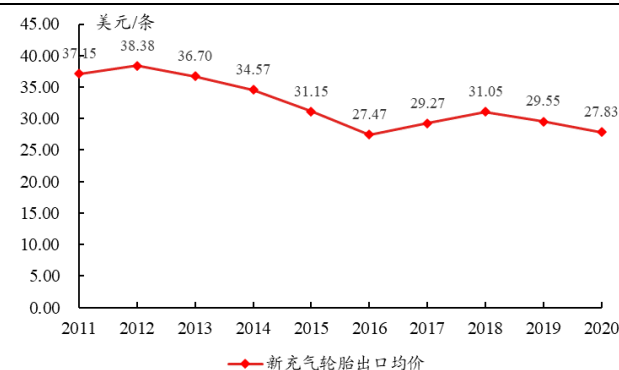
虽然双反政策出台后出口至该国的轮胎数量会明显下降，国内生产商往往选择将轮胎销往其他国家，因此我国多年的出口总量维持稳定增长。然而我国轮胎的出口单价越来越低，其原因主要有两点：一是由于我国轮胎产品多处于中低端市场，出口竞争激烈的情况下多以更低的价格维持客户；二是频繁更换市场亦使得我国轮胎难以在海外尤其是欧美市场建立自身的品牌优势和溢价，消费者粘度不高。

图79、我国新充气轮胎出口量稳中有升



资料来源：海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

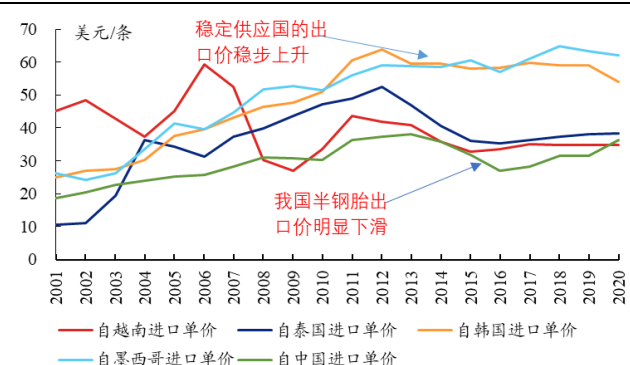
图80、我国新充气轮胎出口价格明显下降



资料来源：海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

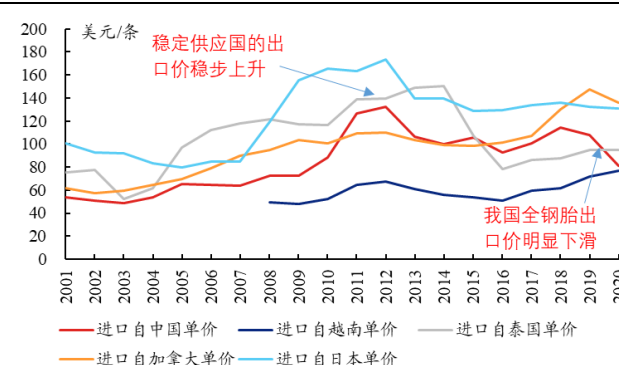
对轮胎企业来讲，长久的销售+足够的销量+可靠的质量方可建立起自身的品牌优势，合理布局站稳主要销售市场并有效规避反倾销壁垒的企业可享受品牌提升与价格提升带来的长期红利。韩国、墨西哥等地稳定向美国出口轮胎，其出口均价随着时间的推移而稳定上升，而我国在双反政策影响下供应减少出口价明显下滑。

图81、稳定供应至美国的半钢胎出口价持续提升



资料来源：USITC，兴业证券经济与金融研究院整理

图82、稳定供应至美国的全钢胎进口单价持续提升



资料来源：USITC，兴业证券经济与金融研究院整理

5.1.2 布局中、越、柬灵活调配供应全球，有效规避双反摩擦

公司积极通过了海外地区的各种资质认证，产品可顺利流入众多国外市场。北美地区，公司通过了 DOT 认证、NOM 认证；欧洲地区，公司通过了 ECE 认证、EAC 认证；南美地区，公司通过了 SGS 认证、INMETRO 认证等；中东及东南亚地区，公司通过了 GCC 认证、PS 认证等。

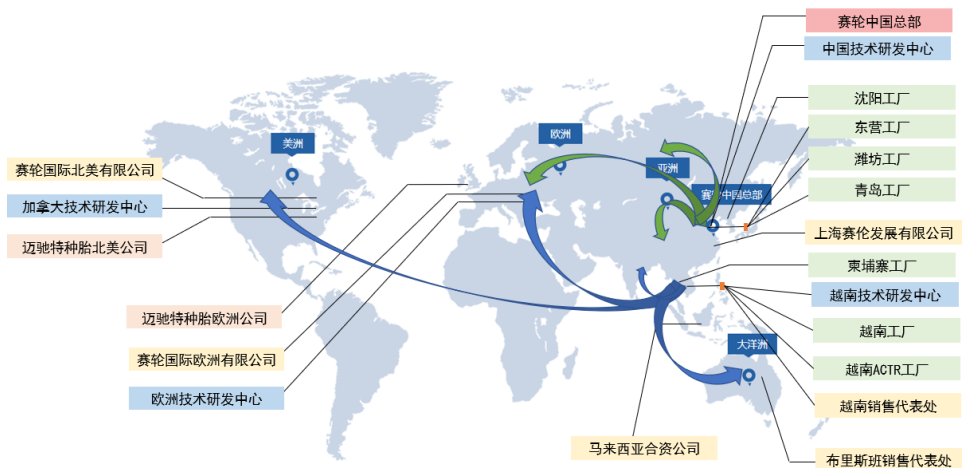
图83、公司通过各种认证，打通海外市场的进入门槛



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

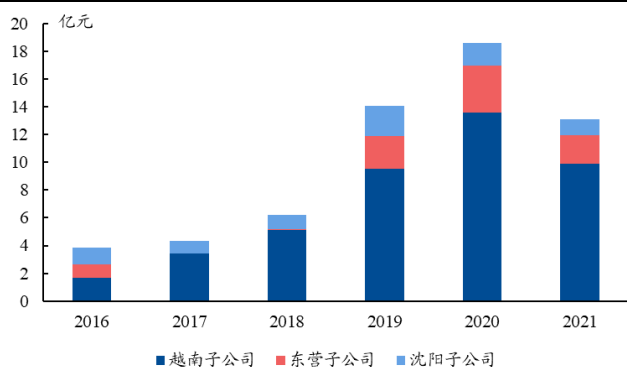
中国、越南、柬埔寨三地布局，销售市场覆盖全球，公司灵活调配产能以保障自身经营业绩，全球市场份额占比逐年提升：欧美地区对我国的轮胎反倾销税率高昂，越南基地与柬埔寨基地的轮胎产能主要出口自欧美地区，部分出口至亚太等地。国内方面的轮胎产能在满足国内消费需求的基础上出口至亚太地区，部分半钢胎产能亦出口至欧洲地区。多方布局下，公司的全球市场份额逐年提升，根据我们测算，2020年赛轮的全球市场份额达1.34%，创历史新高。

图84、中越柬三地布局辐射全球



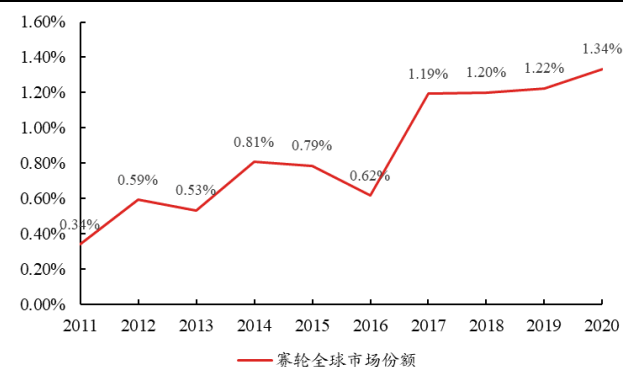
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图85、主要子公司的净利润情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：以上按各主要子公司合并口径列示

图86、赛轮占全球市场份额不断提升



资料来源：Tire Business，兴业证券经济与金融研究院整理

公司选择了布局越南而非更受大家青睐的泰国，显著降低了 2020 年美国对来自韩国、中国台湾、泰国、越南的乘用车及轻卡轮胎双反终裁的影响，裁定结果中仅向公司征收 6.23% 的反补贴税，不征收反倾销税，明显低于泰国、韩国、中国台湾地区的双反税率水平，而此三地 2020 年出口至美国的轮胎数量接近 6000 万条，利好公司的东南亚产能布局。

与此同时，公司拟于柬埔寨地区建设 900 万条半钢胎产能，而目前柬埔寨地区没有轮胎产能，公司是第一家布局的企业，双反概率极低，零税率下盈利能力相比越南地区更强。柬埔寨基地与越南基地距离很近，公司可以迅速调配员工完成基地建设及产能运营，保证生产效率。

表13、美国对韩国、中国台湾、泰国、越南的乘用车及轻卡轮胎双反终裁结果

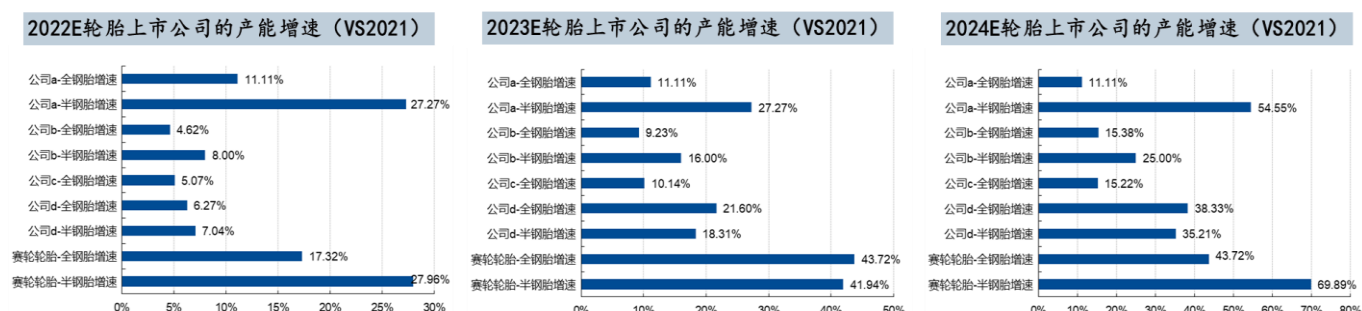
国家或地区	企业名称	反倾销税	反补贴税
韩国	韩泰轮胎	27.05%	-
	耐克森轮胎	14.72%	-
	其他公司	21.74%	-
中国台湾	正新橡胶工业	20.04%	-
	南港橡胶轮胎	101.84%	-
	其他公司	84.75%	-
泰国	住友橡胶(泰国)	14.62%	-
	玲珑轮胎(泰国)	21.09%	-
	其他公司	17.08%	-
越南	建大橡胶(越南)	0%	-
	赛轮轮胎(越南)	0%	6.23%
	普利司通	0%	-
	普利司通轮胎制造	0%	-
	锦湖轮胎(越南)	0%	7.89%
	横滨橡胶	0%	-
	其他公司	22.30%	6.46%

资料来源：美国商务部，兴业证券经济与金融研究院整理

5.1.3 公司发展提速，进入产能高速投放期

我国龙头企业对外是抢占海外市场份额的主力军，对内是中小企业出清的受益者，赛轮作为国内的轮胎领军企业之一，产能增速领先同业上市公司。其中，公司的现有产能主要集中在国内与东南亚两地，国内方面有青岛、东营、沈阳、潍坊（收购重组安驰轮胎）四大基地；海外方面有越南、柬埔寨（在建）两大基地，未来几年，公司产能进入高速投放期。

图87、赛轮轮胎的产能扩张速度领先同业



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表14、赛轮轮胎现有产能及未来规划产能情况（万条、万吨）

主要基地	轮胎类型	2018	2019	2020	2021
青岛基地	全钢胎	260	270	270	320
	半钢胎	1000	1000	1000	1000
	非公路胎	2.9	3.5	3.7	5
东营基地	半钢胎	2000	2000	2050	2400
沈阳基地	全钢胎	180	190	200	400
越南基地	全钢胎	120	140	160	160
	半钢胎	1000	1000	1100	1200
	非公路胎	3.5	3.5	3.6	5
越南 ACTR 合资工厂	全钢胎			120	265
潍坊基地	全钢胎				10
	半钢胎				50
柬埔寨基地	全钢胎				
	半钢胎				
产能合计	全钢胎产能合计	560	600	750	1155
	半钢胎产能合计	4000	4000	4150	4650
	非公路胎产能合计	6.4	7	7.3	10

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：除非公路轮胎统计口径为万吨外，其他轮胎统计口径均为万条

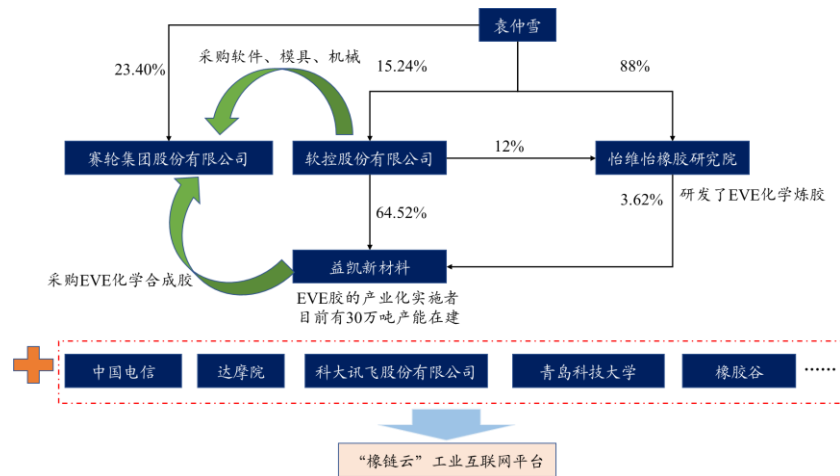
公司在中、越、柬三地的战略布局眼光精准，可稳定供应至全球主要市场。从量来看，在中国企业持续抢占海外市场份额，国内龙头突出的大背景下，公司规避双反政策扰动，产能迅速投放，可迅速提升自身的全球市场份额。从价来看，双反政策推高当地市场轮胎价格，叠加公司稳定供应下品牌溢价不断提升，产品的

盈利空间亦有望持续提升，量价齐升下公司的未来发展空间十分广阔。

5.2、多家企业协同赋能，液体黄金轮胎市场验证加速

袁总兼具复合背景，是赛轮轮胎的元老之一，亦是软控股份的实控人，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，对橡胶与轮胎技术十分精通。袁总将信息化理念带入了赛轮轮胎，在实控人与第一大股东合一后，以袁总为桥梁发挥软控股份、EVE 橡胶研究院等多方协同，推出行业首个工业互联网平台“橡链云”。

图88、以袁总为桥梁发挥多方协同作用推出“橡链云”平台



资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

该平台以赛轮的轮胎制造为核心，包含研究中心（EVE 橡胶研究院，发明 EVE 胶）、软件提供者（软控股份）、橡胶机械提供者（软控股份）、经销商与零售商（打通五万三千多家的终端轮胎销售店）等全产业链参与者，促进轮胎产业链上下游企业的集聚、融合，实现产业链核心业务的一体化、平台化、多元化运营，形成“开放、共生、共赢”的生态系统。

图89、“橡链云”工业互联网平台示意图

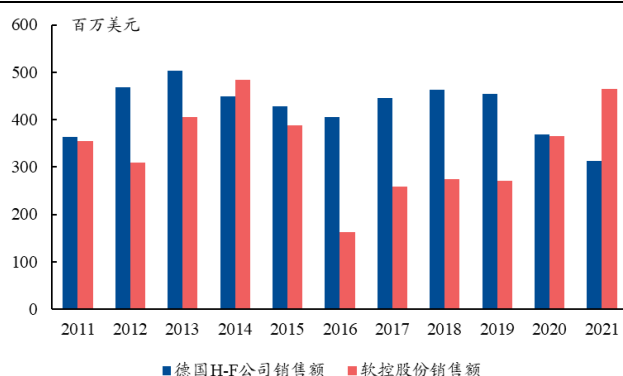


资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

5.2.1 软控股份可提供先进的橡胶设备与全面的软件支持

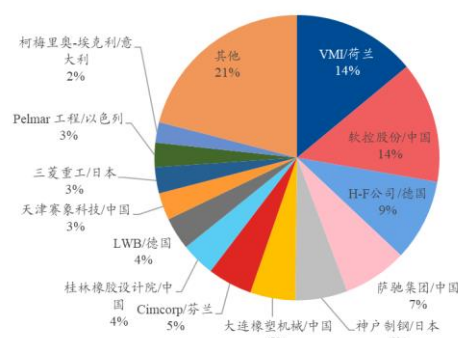
软控股份的主营业务为轮胎橡胶装备与系统的研发与制造，为轮胎企业提供软硬结合、管控一体的整体解决方案，以推动工业的智能化发展，目前已形成了较为完整的产品链。根据《欧洲橡胶杂志》(ERJ)发布的全球橡胶机械企业 36 强排行榜，软控股份的橡胶机械业务长年位居国内第一位，全球第二位。2021 年，软控股份的橡胶机械销售额为 4.64 亿美元，市场份额占比为 14%，位列全球第二位。

图90、H-F 公司与软控股份多年位列全球前三强



资料来源：《欧洲橡胶杂志》，兴业证券经济与金融研究院整理

图91、2021 年软控股份橡胶机械市场份额为 14%



资料来源：《欧洲橡胶杂志》，兴业证券经济与金融研究院整理

从软件实力来看，软控股份具备多套软件系统，全面覆盖了工业生产尤其是橡胶轮胎生产中的全部流程，工业互联网平台“橡链云”正是基于软控股份的强大软件底蕴：

- 精益生产 MES 系统**：从生产计划的执行、生产过程追溯、设备正常运行、产品质量、工人排班及合理激励等多维度对生产现场进行集成管理。
- 智慧能源管理系统 (EMS)**：扩大生产的同时，合理计划和利用能源，降低单位产品能源消耗，从而提高经济效益。
- 工业装备组态软件平台**：通过控件封装、开放控件属性、动画的设置实现监控画面的组态设计；通过单表业务配置、业务库封装、事件绑定机制实现业务组态化。降低了用户二次开发难度和技术门槛，同时节省开发成本。
- 仓库管理系统(WMS)**：通过入库业务、出库业务、仓库调拨、库存盘点等功能，对批次管理、物料对应、入库出库、库存盘点、和实时库存管理等功能综合运用的管理系统。
- APS 系统**：在计划、排程、物料、车间管控等方面实现信息化管控，帮助企业快速合理调配物料、设备、人员等生产资源，实时反馈生产进度及异常情况，确保订单准时交货，快速响应客户需求。
- 基于 RFID 的轮胎生产过程管控系统**：以 RFID 自动识别技术为数据采集手段，实现轮胎生产过程中各项管理控制功能。

图92、软控股份具备强大的软件实力

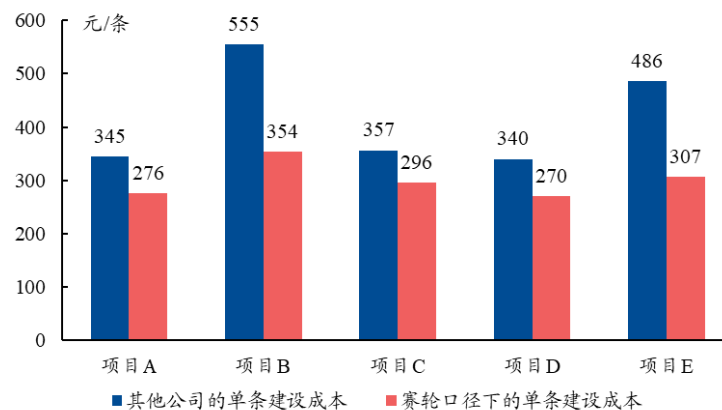


资料来源：软控股份官网，兴业证券经济与金融研究院整理

5.2.2 项目建设低成本+高速度，迅速响应市场需求

在公司产能迅速扩张，产品规模不断扩大的背景下，多方协同使得公司的项目建设受益良多。公司管理层具备丰富的橡胶行业经验，熟悉相关设备，减少不必要的摩擦成本和资本支出；另外，公司的部分设备可直接自软控股份采购，减少了中间环节，且运输距离较近，亦便于设备搭建。故而赛轮的轮胎产品的单条投资金额居于业内领先地位，且投产速度极快。

图93、赛轮的单条建设成本显著低于行业水平



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：单条建设成本由其他先进轮胎公司的建设项目测算。

投产速度公司屡创新高，可快速响应市场需求。越南 240 万条全钢胎 ACTR 项目于 2019 年 3 月 1 日破土动工，10 月完成了第一条轮胎下线，11 月正式投产，建设周期仅为 8 个月，这是全球同等规模轮胎工厂的最快建设速度之一；沈阳年产 300 万条高性能全钢胎项目于 2020 年 11 月 18 日投产，自开工至建设完成仅耗时

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

230 余天；赛轮潍坊轮胎有限公司年产 600 万条半钢胎及 120 万条全钢胎项目于 2021 年 6 月 27 日在潍坊市诸城经济开发区正式投产，自启动到投产仅耗费短短六个月。

5.2.3 液体黄金轮胎突破“魔鬼三角”定律，积极宣传市场验证提速

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，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，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。

图94、怡维怡橡胶研究院的基础研究覆盖橡胶材料与轮胎功能材料



资料来源：怡维怡橡胶研究院官网，兴业证券经济与金融研究院整理

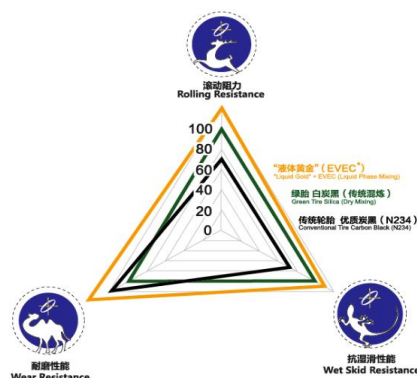
液体黄金材料（EVEC®胶）被欧洲《国际轮胎技术》赞誉为“liquid gold（液体黄金）”，被业界认为是橡胶轮胎领域继充气斜交轮胎（1888年）、子午线轮胎（1946年）、绿色轮胎（1996年）之后“第四个里程碑”式的中国创新。“液体黄金”新材料（EVEC®胶）是使用自主创新的“合成橡胶液相混炼技术”制备的系列高性能橡胶新材料，该材料由国橡中心首席科学家、怡维怡橡胶研究院院长王梦蛟博士历经 10 年研究而得，由软控子公司益凯新材料实现量产，优先供应于赛轮轮胎实现市场推广与销售，以液体黄金材料制备的液体黄金轮胎，彻底打破了困扰世界轮胎行业多年的“魔鬼三角”定律（滚动阻力、耐磨性能、抗湿滑性能不可兼得）。

图95、EVEC 胶被欧洲杂志成为“液体黄金”



资料来源：怡维怡橡胶研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图96、液体黄金轮胎打破轮胎性能的魔鬼三角



资料来源：怡维怡橡胶研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

液体黄金轮胎性能全面领先于传统轮胎与节能绿胎，获欧盟双 A 等级认证：液体黄金的滚动阻力指数、抗湿滑指数、抗干滑及操纵性指数全面超越传统轮胎与绿胎。2017 年，西班牙 IDIADA（国际公认最具权威性的三家轮胎检测机构之一）为赛轮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；路试后证明其滚动阻力指标也达到 B 级甚至以上，同时耐磨性指标也比传统轮胎大幅提升了 15%，综合性能达到世界顶尖水平。赛轮成为全球第二家、中国第一家可制造该质量等级轮胎的企业。

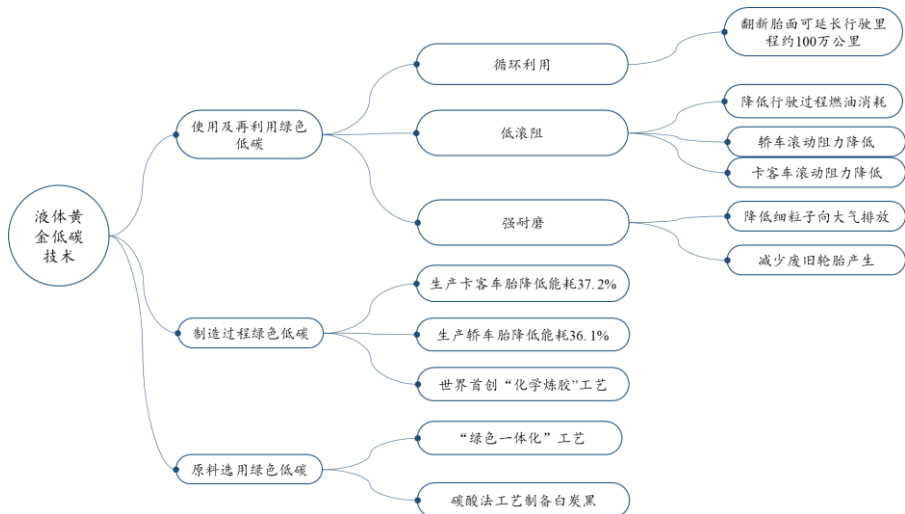
表15、液体黄金轮胎的性能远胜其他轮胎

	传统轮胎	绿胎	液体黄金轮胎
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)
抗干滑及操纵性指数，%	-	100	103
耐磨性能指数，%	115	100	130

资料来源：怡维怡橡胶研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

液体黄金轮胎具备极强的耐磨性能和极低的滚动阻力，公司进行了多方路试验证了其节油能力，可为带来巨大的经济和环保效益。为了验证并推广液体黄金轮胎，公司与日本物流会社、德国 TÜV 莱茵、三一重工、机动车监测站等机构展开了多路况、不同燃料车型及多种载重货物车辆的实车测试，实测结果表明液体黄金全钢胎相比日本一线轮胎品牌节油 8%（百公里节约 3L），相比国内知名品牌节油效果高于 10%。按照油价 6.5 元/升、每节省 1 升油减少 2.66 公斤二氧化碳排放、每年行驶 20 万公里测算，液体黄金轮胎较国内一线品牌在中国重卡市场反馈最好的同类产品每年节油 1.4 万升/车、节油金额 9.2 万元/车（远超购买溢价）、减排二氧化碳 37.6 吨。

图97、液体黄金轮胎的低碳节能效果强大



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

公司规划年产 50 万吨新材料项目，解决液体黄金轮胎原料供应问题。公司于青岛董家口地区规划了年产 50 万吨新材料（一期 20 万吨）项目，采购益凯新材料的液体黄金材料，与其他橡胶材料和化学助剂混合，生产液体黄金轮胎用的新型橡胶材料。本项目将材料生产集中于一地，可充分发挥规模制造优势，便于降低成本，统筹管理，有利保障液体黄金轮胎的原料供应。

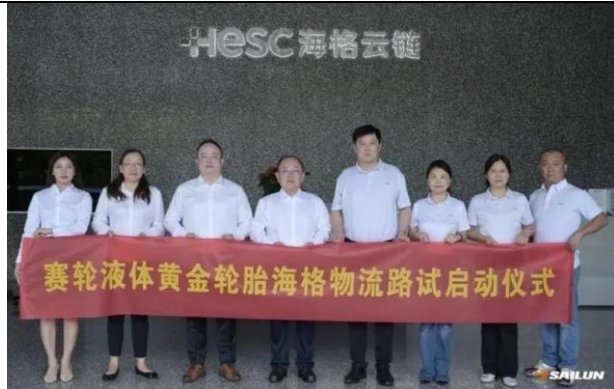
陪伴式直播+实地路试，液体黄金轮胎宣传加速。2021 年 9 月 23 日，配有赛轮集团液体黄金卡车轮胎的三一重卡江山二代“江山·信”正式出征，由青岛出发，途经郑州、西安、兰州、茶卡盐湖、格尔木、那曲、拉萨、成都和重庆，最终抵达长沙，开启国内首部卡车司机陪伴式直播的旅途。2021 年 10 月 10 日，赛轮液体黄金轮胎海格物流路试启动仪式在深圳举行，将携手海格物流，对赛轮液体黄金轮胎进行实地测试，以真实的场景应用来检验其性能特点和产品表现

图98、装配液体黄金轮胎的卡车环游之旅



资料来源：中国橡胶杂志，兴业证券经济与金融研究院整理

图99、液体黄金轮胎开启海格物流路试



资料来源：车与轮，兴业证券经济与金融研究院整理

液体黄金轮胎已经成功配套至东风汽车集团的高端快递车型东风华神。赛轮是东风华神的重要合作伙伴，为东风华神燃油、燃气车型和高端快递车型牵引车提供

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

轮胎产品，其中高端快递车型已经成功装载赛轮液体黄金卡车轮胎，相比原来耐磨性提升 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。随着市场的不断验证，液体黄金有望实现规模推广从而增厚公司经营业绩。

6、盈利预测与估值

我们对公司的盈利预测做出以下假设：

1、公司的产能及产销量假设：2022-2024年，半钢胎产能分别为5950/6600/6900万条，销量分别为4490/5400/6120万条；全钢胎产能分别为1385/1660/1660万条，销量分别为965/1290/1520万条；非公路轮胎产能分别为13/21/26万吨，销量分别为11/16/20万吨。

2、产品价格：2022-2024年，公司的半钢胎条单价分别为220/219/219元，全钢胎条单价均为893/885/884元，非公路轮胎吨单价分别为17000/16000/16000元。

表16、公司盈利预测情况

	项目	2021	2022E	2023E	2024E
半钢胎：	销量（万条）	3560	4490	5400	6120
	单价（元/条）	214.43	220.47	218.76	218.72
	营业收入（亿元）	76.34	98.99	118.13	133.86
	毛利率	19.83%	24.93%	27.78%	29.19%
全钢胎：	销量（万条）	810	965	1290	1520
	单价（元/条）	883.14	892.63	884.62	884.04
	营业收入（亿元）	71.53	86.14	114.12	134.37
	毛利率	20.64%	20.13%	22.16%	23.47%
非公路轮胎：	销量（万吨）	6.5	11	16	20
	单价（元/吨）	17500	17000	16000	16000
	营业收入（亿元）	11.38	18.70	25.60	32.00
	毛利率	31.43%	34.70%	33.41%	34.02%
轮胎板块汇总：	营业收入（亿元）	159.25	203.83	257.85	300.23
	毛利（亿元）	33.48	48.50	66.67	81.49
	毛利率	21.02%	23.79%	25.86%	27.14%
轮胎贸易及其他板块：	营业收入（亿元）	19.07	18.00	18.00	18.00
	毛利（亿元）	1.9	1.80	1.80	1.80
	毛利率	9.96%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理及测算

随着全球经济刺激退潮，轮胎行业主要生产原料价格将持续回落，胎企生产成本有望降低；与此同时，海运费已经出现大幅下降，未来仍存下降预期，利好于轮胎出口。在原料价格与海运费双双下降的背景下，轮胎行业有望自底部反转，胎企盈利水平将持续修复。赛轮轮胎是国内的轮胎领军企业之一，以替换业务为主，积极推动配套业务，产品远销欧、美、亚、非等180多个国家和地区。公司在青岛、东营、沈阳、潍坊、越南、柬埔寨六地建有现代化轮胎生产基地，规划项目众多，产能扩张力度巨大。另外，公司高度重视品牌建设与产品升级，积极宣传自身品牌形象，推出打破性能“魔鬼三角”的液体黄金轮胎。随着新产能与高端产品的放量，叠加轮胎行业自底部反转，公司未来成长空间广阔。我们调整2022-2024年公司EPS预测分别至0.56、0.83、1.05元，维持“审慎增持”的投资评级。

7、风险提示

原料与海运费波动风险：轮胎生产企业产品的涨跌价滞后于原料的涨跌价 1-2 个月，若原料价格持续上涨，会压缩轮胎生产企业的盈利空间。另外，轮胎生产企业为了维系下游客户，往往分摊部分海运费，运费价格持续高位亦会降低轮胎生产企业的经营业绩。

疫情反复风险：疫情发生对国内的物流效率及产品出口有较大影响，若国内疫情频繁出现，将导致轮胎企业的运输效率下降，运输及出口费用明显提升，从而影响公司业绩。

需求及投产不及预期风险。海外经济刺激退潮，对轮胎的消费需求造成了一定压制；疫情影响下，公司产能投建存在不及预期的可能，若下游需求长期低迷或产能投建缓慢，将影响公司的产能放量节奏，进而影响公司的经营业绩。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	12472	13941	17664	20092
货币资金	4841	5950	7547	8600
交易性金融资产	100	267	268	212
应收票据及应收账款	2373	2645	3436	3983
预付款项	254	344	446	462
存货	4308	4173	5354	6235
其他	596	563	612	600
非流动资产	13701	16324	20047	23208
长期股权投资	616	545	584	582
固定资产	9138	11856	15279	18312
在建工程	1444	1722	1861	1931
无形资产	742	764	843	926
商誉	232	247	240	240
长期待摊费用	179	120	71	22
其他	1350	1069	1170	1196
资产总计	26173	30265	37711	43299
流动负债	11841	13729	18008	19924
短期借款	4125	4947	7038	8406
应付票据及应付账款	5766	6550	8552	9312
其他	1950	2232	2418	2206
非流动负债	3194	4136	5159	6163
长期借款	2971	3971	4971	5971
其他	224	166	189	193
负债合计	15035	17865	23167	26087
股本	3063	3063	3063	3063
资本公积	2711	2711	2711	2711
未分配利润	4805	6001	7985	10444
少数股东权益	407	429	476	533
股东权益合计	11137	12400	14544	17212
负债及权益合计	26173	30265	37711	43299

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1313	1720	2542	3229
折旧和摊销	960	1144	1546	2006
资产减值准备	109	77	60	25
资产处置损失	-3	-2	-4	-3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	332	474	605	757
投资损失	-30	-22	-12	-20
少数股东损益	29	22	46	58
营运资金的变动	-1840	838	-161	-720
经营活动产生现金流量	837	4513	4548	5295
投资活动产生现金流量	-2482	-4214	-5198	-5114
融资活动产生现金流量	2147	810	2248	873
现金净变动	494	1109	1598	1053
现金的期初余额	2584	4841	5950	7547
现金的期末余额	3078	5950	7547	8600

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	17998	22183	27585	31823
营业成本	14602	17153	20738	23494
税金及附加	49	85	96	106
销售费用	674	1065	1367	1591
管理费用	572	903	1138	1324
研发费用	481	625	812	1056
财务费用	274	474	605	757
其他收益	62	43	48	51
投资收益	26	22	12	20
公允价值变动收益	-0	0	0	0
信用减值损失	21	-15	-1	2
资产减值损失	-109	-30	-91	-77
资产处置收益	3	2	4	3
营业利润	1349	1901	2801	3494
营业外收入	44	22	25	30
营业外支出	12	26	26	21
利润总额	1381	1896	2799	3502
所得税	39	154	210	215
净利润	1342	1742	2589	3287
少数股东损益	29	22	46	58
归属母公司净利润	1313	1720	2542	3229
BPS(元)	0.43	0.56	0.83	1.05

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	16.8%	23.3%	24.3%	15.4%
营业利润增长率	-23.1%	40.9%	47.4%	24.7%
归母净利润增长率	-12.0%	31.0%	47.8%	27.0%
盈利能力				
毛利率	18.9%	22.7%	24.8%	26.2%
净利率	7.3%	7.8%	9.2%	10.1%
ROE	12.2%	14.4%	18.1%	19.4%
偿债能力				
资产负债率	57.4%	59.0%	61.4%	60.2%
流动比率	1.05	1.02	0.98	1.01
速动比率	0.68	0.70	0.67	0.69
营运能力				
资产周转率	76.2%	78.6%	81.2%	78.6%
应收账款周转率	813.3%	852.0%	868.3%	824.5%
存货周转率	405.7%	392.1%	419.6%	391.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.43	0.56	0.83	1.05
每股经营现金	0.27	1.47	1.48	1.73
每股净资产	3.50	3.91	4.59	5.44
估值比率(倍)				
PE	28.8	22.0	14.9	11.7
PB	3.5	3.2	2.7	2.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn