

# “产品力”持续升级，全球化布局加速成长

赛轮轮胎（601058.SH）

推荐（维持评级）

## 核心观点：

- **公司：国内轮胎出海先锋，全球化布局释放成长动能** 公司深耕行业二十余载，以“做好一条轮胎”为企业使命，计划到 2025 年实现技术自主化、制造智能化、品牌国际化，成为在全球范围内有影响力的轮胎企业。公司在中国、越南、柬埔寨共建有七大生产基地。2022 年公司分别拥有半钢胎、全钢胎、非公路胎产能 5160 万条/年、1195 万条/年、12.46 万吨/年；2017-2022 年归母净利润年均复合增长 32.2%。远期，公司半钢胎、全钢胎、非公路胎产能有望至 8800 万条/年、2540 万条/年、38 万吨/年。
- **万亿级赛道“困境反转”，国产轮胎蓄势突破** 轮胎是重要汽车零配件，兼具周期与消费属性。1）成本端，主要原材料价格回落，轮胎成本压力释放；海运费大幅回落、低于疫情前水平，国产品牌价格竞争力提升，利好轮胎出口。2）供给端，国内轮胎企业正通过技术研发、装备工艺、生产组织管理等方面努力接近或达到世界先进水平，竞争力有望逐步赶超第二梯队；“双反”制裁频发，轮胎企业全球化布局趋势显著。3）需求端，轮胎市场空间广阔，欧美经济下行压力较大，国产轮胎性价比、竞争力凸显，积极抢占海外市场份额。
- **产学研一体化，打造赛轮专属“产品力”** 赛轮轮胎、软控股份、青岛科技大学坚持以“基础研究-技术开发-成果转化”多维度融合。凭借产学研一体化优势，公司将液体黄金材料应用于轮胎，液体黄金轮胎性能优异，打破“魔鬼三角”定律，同时契合低碳化发展趋势，目前正值推广期，有望引领公司产品升级。此外，非公路轮胎市场需求旺盛，公司深耕非公路轮胎多年，并攻克巨胎生产技术，后续有望持续受益于产能释放、产品盈利能力提升。公司打造“橡胶链云”平台，为全球首个真正投入使用的橡胶工业互联网，通过数据驱动实现运营优化和产品价值增值。
- **盈利预测及投资建议** 预计 2023-2025 年公司营收分别为 252.4、287.1、324.3 亿元，同比变化 15.3%、13.7%、13.0%；归母净利润分别为 27.1、31.6、36.3 亿元，同比变化 103.7%、16.5%、14.9%；每股收益（EPS）分别为 0.87、1.01、1.16 元，对应 PE 分别为 12.8x、11.0x、9.5x。轮胎行业迎“困境反转”，公司“产品力”持续升级且兼具成长属性，维持“推荐”评级。
- **主要财务指标**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	21902	25242	28705	32432
增长率	21.69%	15.25%	13.72%	12.98%
归母净利润（百万元）	1332	2712	3161	3631
增长率	1.43%	103.66%	16.54%	14.86%
EPS（元）	0.43	0.87	1.01	1.16
PE	26.00	12.77	10.96	9.54

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

- **风险提示** 国际贸易摩擦加剧的风险，下游需求不及预期的风险，原材料价格大幅上涨的风险，新建项目达产不及预期的风险等。

## 分析师

### 任文波

☎：010-80927675

✉：renwenpo\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520080001

## 研究助理

### 翟启迪

☎：010-80927677

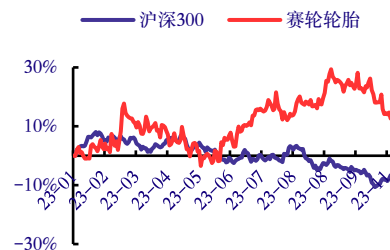
✉：zhaiqidi\_yj@chinastock.com.cn

## 市场数据

2023-11-08

股票代码	601058.SH
A 股收盘价（元）	11.10
上证指数	3,052.37
总股本（万股）	312,005
实际流通 A 股（万股）	312,005
流通 A 股市值（亿元）	346

## 相对沪深 300 表现图



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

## 相关研究

【银河化工】公司点评-赛轮轮胎-Q3 业绩表现超预期，全球化布局加速成长 20231029

【银河化工】公司点评-赛轮轮胎-Q2 业绩环比高增，全球化布局释放成长动能 20230831

## 投资概要：

### 关键假设及主要预测：

1) 半钢胎业务：预计 2023-2025 年半钢胎销量分别为 4300、4750、5300 万条。其中，预计 2023-2025 年半钢胎国内销量分别为 820、950、1100 万条；海外销量分别为 3480、3800、4200 万条。

2) 全钢胎业务：预计 2023-2025 年全钢胎销量分别为 1050、1200、1350 万条。其中，预计 2023-2025 年全钢胎国内销量分别为 480、560、640 万条；海外销量分别为 570、640、710 万条。

3) 非公路胎业务：预计 2023-2025 年非公路胎销量分别为 40、54、69 万条。其中，预计 2023-2025 年非公路胎国内销量分别为 9、12、15 万条；海外销量分别为 31、42、54 万条。

### 我们的主要观点：

轮胎行业“困境反转”，公司“产品力”持续升级兼具成长属性。

行业方面：1) 成本端，主要原材料价格回落，轮胎成本压力释放；海运费大幅回落、低于疫情前水平，国产品牌价格竞争力提升，利好轮胎出口。2) 供给端，国内轮胎企业正通过技术研发、装备工艺、生产组织管理等方面努力接近或达到世界先进水平，竞争力有望逐步赶超第二梯队；“双反”制裁频发，轮胎企业全球化布局趋势显著。3) 需求端，轮胎市场空间广阔，国产轮胎大有可为，欧美经济下行压力较大，国产轮胎性价比、竞争力凸显，积极抢占海外市场份额。

公司层面：1) 公司产学研一体化，“产品力”持续升级；2) 潍坊、董家口、柬埔寨、越南（三期）项目产能逐步释放有望为公司带来新的业绩增量，赋予公司成长动能。

### 估值与投资建议：

我们预计，2023-2025 年公司营收分别为 252.4、287.1、324.3 亿元，同比变化 15.3%、13.7%、13.0%；归母净利润分别为 27.1、31.6、36.3 亿元，同比变化 103.7%、16.5%、14.9%；每股收益（EPS）分别为 0.87、1.01、1.16 元，对应 PE 分别为 12.8x、11.0x、9.5x。公司“产品力”持续升级且兼具成长属性，维持“推荐”评级。

### 股价表现的催化剂：

轮胎行业盈利持续改善，公司订单量持续提升，公司潍坊、董家口、柬埔寨、越南（三期）项目产能逐步释放等。

### 主要风险因素：

国际贸易摩擦加剧的风险，下游需求不及预期的风险，原材料价格大幅上涨的风险，新建项目达产不及预期的风险等。

## 目 录

一、公司：国内轮胎出海先锋，全球化布局加速成长	4
（一）深耕行业二十余载，专注“做好一条轮胎”	4
（二）轮胎产销持续放量，公司业绩表现稳健	5
（三）员工持股计划出台，健全长效激励机制	7
二、万亿级赛道“困境反转”，国产轮胎蓄势突破	8
（一）轮胎：重要汽车零配件，兼具周期与消费属性	8
（二）成本端：原材料较历史高点回落，海运费已低于疫情前水平	9
（三）供给端：国产轮胎蓄力突破，全球化布局引领成长	12
（四）需求端：万亿级赛道，国产轮胎大有可为	15
三、产学研一体化，打造赛轮专属“产品力”	22
（一）产学研一体化，液体黄金有望引领产品升级	22
（二）深耕非公路轮胎，攻克巨胎生产技术	24
（三）打造“橡链云”平台，赋能橡胶全产业链	25
四、公司估值及投资建议	26
（一）盈利预测	26
（二）相对估值	27
（三）绝对估值	27
五、风险提示	28
附录：	31
（一）公司财务预测表	31

## 一、公司：国内轮胎出海先锋，全球化布局加速成长

### （一）深耕行业二十余载，专注“做好一条轮胎”

深耕行业二十余载，专注“做好一条轮胎”。公司创建于 2002 年，是最早在海外建立轮胎工厂并最早实现在两个海外国家批量生产轮胎的中国轮胎企业，以“做好一条轮胎”为企业使命，计划到 2025 年实现技术自主化、制造智能化、品牌国际化，成为在全球范围内有影响力的轮胎企业。

2003 年，公司第一条轮胎下线。2006 年，第一条全钢工程胎试制成功。2009 年，公司第一条全钢子午线巨胎研制成功。2011 年，公司登录上海证券交易所主板市场。2012 年，公司收购山东金宇实业股份有限公司部分股权、沈阳和平子午线轮胎制造有限公司全部股权。2013 年，赛轮越南公司（一期）生产线全线贯通，首家海外工厂首条轮胎顺利下线。2015 年，赛轮越南公司（二期）生产线投产。2019 年，公司与固铂合资的 ACTR 轮胎公司在越南正式投产。2020 年，公司启动东营工厂 2700 万套/年半钢胎扩建项目；沈阳工厂 300 万套/年全钢胎项目投产。2021 年，公司投资建设潍坊工厂项目、柬埔寨工厂半钢胎项目、越南三期项目。2022 年，公司拟投资建设青岛董家口轮胎及功能化新材料项目；柬埔寨 900 万条/年半钢子午线轮胎项目正式投入运营，柬埔寨 165 万条/年全钢胎项目全线贯通；越南公司（三期）5 万吨/年非公路轮胎项目基本建设完成。2023 年 1 月，公司对青岛工厂非公路轮胎项目进行技术改造，改造完成后将全部生产 49 吋及以上规格的巨型非公路轮胎；10 月，公司公告投资建设柬埔寨 600 万条/年半钢子午线轮胎项目。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，中国银河证券研究院

**产能布局全球化，多项目推进释放成长动能。**产能方面，公司在中国、越南、柬埔寨共建有七大生产基地，并均已实现规模化生产运营，有效分散了贸易壁垒等因素带来的风险。

**（1）国内方面：**公司在青岛、东营、沈阳、潍坊建立了现代化轮胎生产基地，并规划建设青岛董家口轮胎工厂及功能化新材料生产基地；产品覆盖半钢胎、全钢胎、非公路胎和功能化新材料。截至 2022 年底，公司国内轮胎生产基地半钢胎、全钢胎、非公路胎实际达产产能分别为 3560 万条/年、770 万条/年、6.46 万吨/年。国内轮胎生产基地半钢胎、全钢胎、非公路胎设计产能为 5700 万条/年、1850 万条/年、28 万吨/年。预计随着潍坊基地改造完成、青岛董家口基地建成投产等，公司国内轮胎产能将进一步增加。

**（2）海外方面：**公司在越南、柬埔寨建立了现代化轮胎生产基地，产品覆盖半钢胎、全钢胎、非公路胎。截至 2022 年年底，公司海外基地半钢胎、全钢胎、非公路胎实际达产产能分别为 1600 万条/年、425 万条/年、6 万吨/年。海外轮胎生产基地半钢胎、全钢胎、非公路胎设计产能分别为

3100 万条/年、690 万条/年、10 万吨/年。目前公司柬埔寨工厂 900 万条/年半钢胎已达产、拟另建设 600 万条/年半钢胎，随着公司柬埔寨、越南（三期）工厂产能持续释放，公司海外轮胎工厂产能将进一步提升。

表1：公司各基地实际达产产能与设计产能（万条/年）

地点/区域	产品	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	设计产能
青岛	全钢胎	260	260	270	270	320	320	350
	半钢胎	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
	非公路胎（万吨/年）	6.8	2.9	3.5	3.7	5	5.6	6
东营	半钢胎	2000	2000	2000	2050	2400	2400	2700
沈阳	全钢胎	180	180	190	200	400	450	500
	半钢胎	1000	1000	1000	1100	1200	1200	1600
越南	全钢胎	80	120	140	160	160	160	260
	非公路胎（万吨/年）	5	3.5	3.5	3.6	5	6	10
越南（ACTR）	全钢胎	-	-	-	120	265	265	265
	半钢胎	-	-	-	-	50	160	-
潍坊	全钢胎	-	-	-	-	10	-	-
	非公路胎（万吨/年）	-	-	-	-	-	0.86	7
柬埔寨	半钢胎	-	-	-	-	-	400	1500
	全钢胎	-	-	-	-	-	-	165
	半钢胎	-	-	-	-	-	-	2000
青岛（董家口）	全钢胎	-	-	-	-	-	-	1000
	非公路胎（万吨/年）	-	-	-	-	-	-	15
	功能化新材料（万吨/年）	-	-	-	-	-	-	50
	半钢胎	3000	3000	3000	3050	3450	3560	5700
国内	全钢胎	440	440	460	470	730	770	1850
	非公路胎（万吨/年）	6.8	2.9	3.5	3.7	5	6.46	28
	功能化新材料（万吨/年）	-	-	-	-	-	-	50
	半钢胎	1000	1000	1000	1100	1200	1600	3100
国外	全钢胎	80	120	140	280	425	425	690
	非公路胎（万吨/年）	5	3.5	3.5	3.6	5	6	10

注：为更好的满足市场需求，公司将潍坊工厂全钢胎及半钢胎项目调整为非公路轮胎项目。

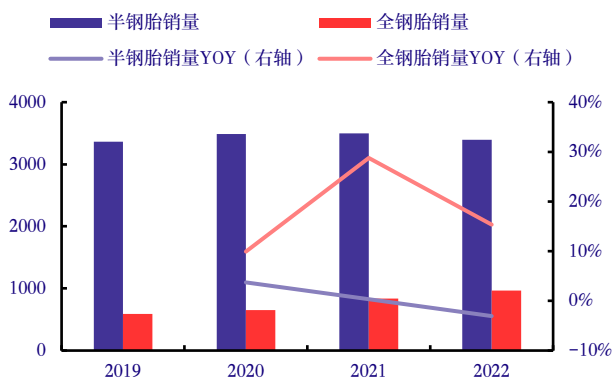
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## （二）轮胎产销持续放量，公司业绩表现稳健

**轮胎产销持续放量，疫后业绩大幅提升。**近些年公司产销持续放量，随着公司柬埔寨工厂产能的释放，2022 年公司轮胎销量达 4390 万条，创历史新高；2017-2022 年公司销量年均复合增速 4.6%。2017-2022 年公司营业收入、归母净利润年均复合增速分别为 9.7%、32.2%。其中，2021 年轮胎行业面临全球疫情不断反复进而产生劳动力短缺、经济下行、海运费上涨、部分市场需求不及预期等诸多不利因素，公司业绩有所回落；2022 年盈利基本持平。2023 年前三季度，受国内轮胎市场逐步回暖、轮胎出口需求向好、海运费回落正常水平、原材料价格重心整体下移等因素推动，公司业绩显著修复，实现归母净利润 20.3 亿元，同比增长 90.1%。

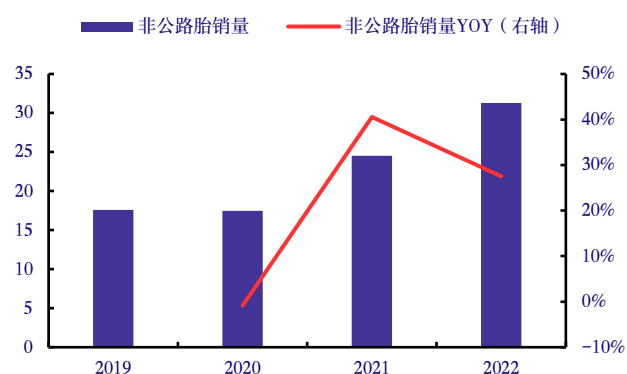


图2：公司半钢胎、全钢胎销量（万条）及同比增速



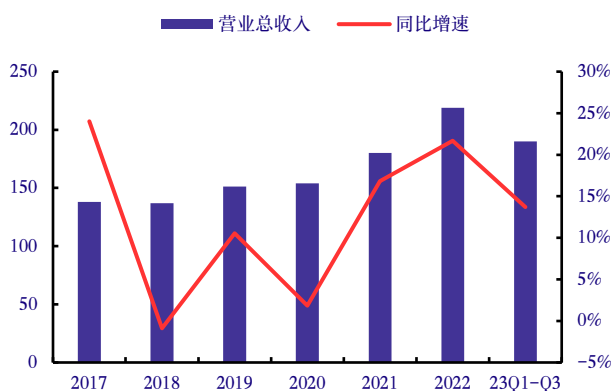
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：公司非公路胎销量（万条）及同比增速



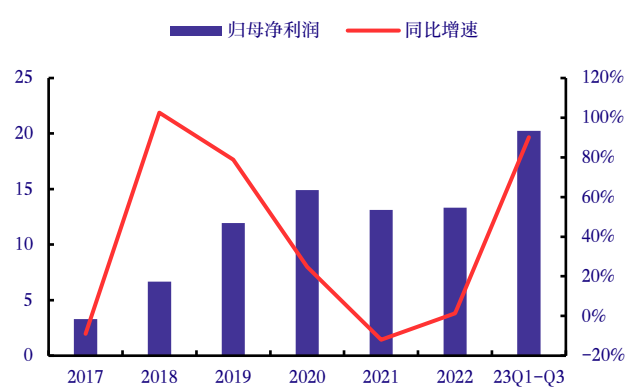
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：公司营业总收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

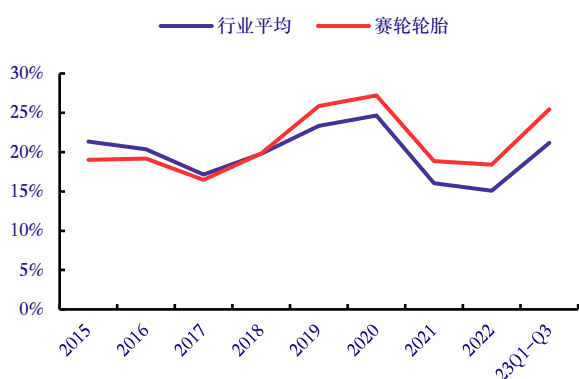
图5：公司归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

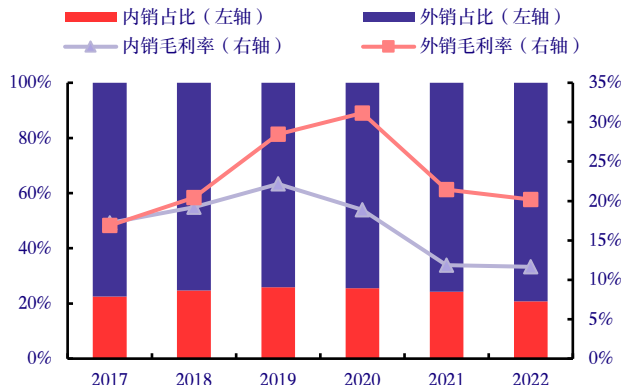
**外销占比维持高位，销售毛利率逐步高于行业平均水平。**本文选取轮胎行业上市公司森麒麟、S佳通、风神股份、赛轮轮胎、三角轮胎、通用股份、玲珑轮胎、贵州轮胎、青岛双星作为轮胎行业代表性公司，并据此计算行业平均毛利率。自2019年开始，公司销售毛利率持续高于行业平均毛利率2.5个百分点以上。近些年公司外销占比维持74%以上，处于行业偏高水平，考虑到外销毛利率通常高于内销毛利率，预计公司毛利率比较优势仍将持续。+

图6：公司、行业平均销售毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

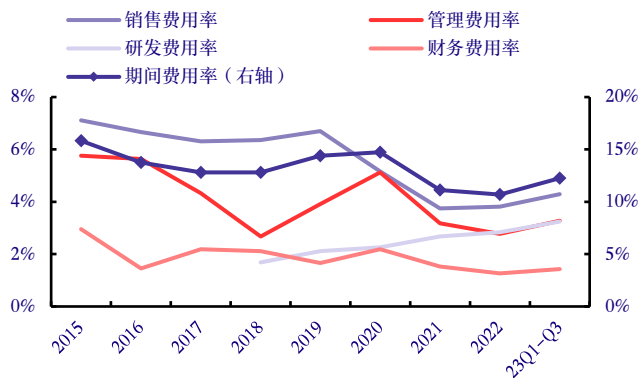
图7：公司主营业务收入内销、外销占比及毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

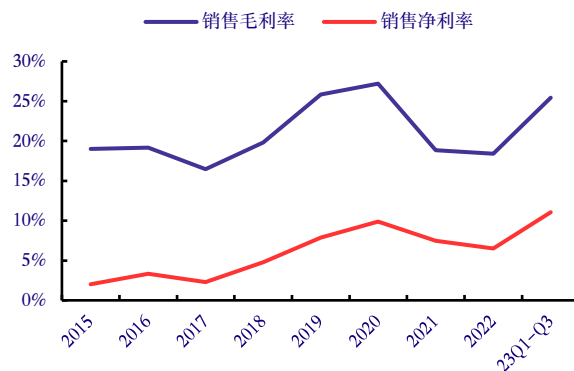
**期间费用率相对稳定，盈利能力趋于抬升。**2017-2022年，公司费用管控能力逐步增强，期间费用率趋于下降。2022年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为3.8%、2.8%、2.8%和1.3%，期间费用率合计10.7%，较2017年下降了3.5个百分点。其中，公司一贯注

图8：公司期间费用率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图9：公司销售毛利率和销售净利率

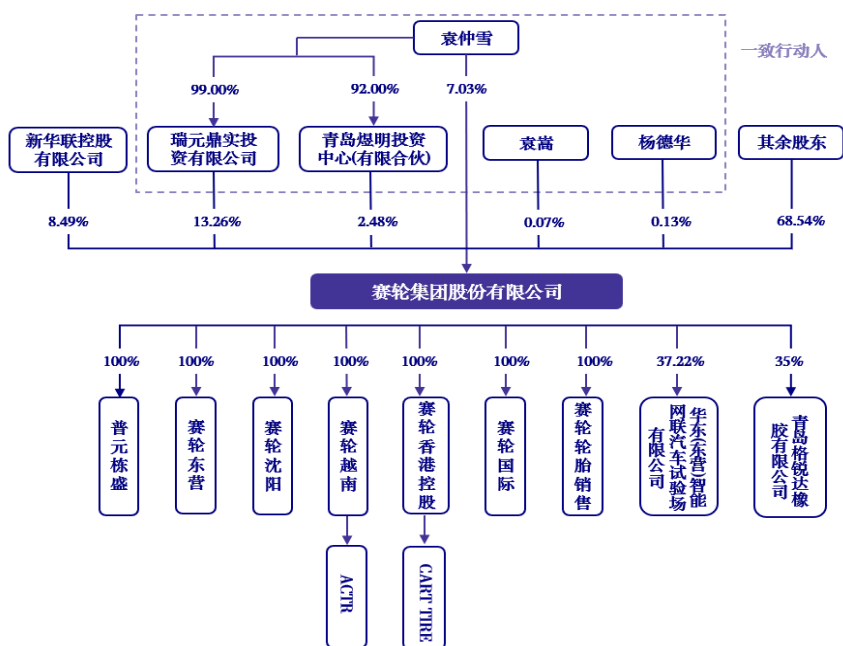


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （三）员工持股计划出台，健全长效激励机制

**公司实际控制人为董事长袁仲雪。**截至 2023 年 9 月 8 日，董事长袁仲雪直接持有公司 7.03% 股份；由袁仲雪控制的瑞元鼎实投资有限公司持有公司 13.26% 股份；由袁仲雪担任执行事务合伙人的青岛煜明投资中心（有限合伙）持有公司 2.48% 股份；袁仲雪之子袁嵩持有公司 0.07% 股份；袁仲雪配偶杨德华持有公司 0.13% 股份。瑞元鼎实投资有限公司、青岛煜明投资中心（有限合伙）、袁嵩、杨德华为袁仲雪的一致行动人，袁仲雪合计可控制公司股份占公司总股本的比例为 22.97%，为公司控股股东、实际控制人。公司实际控制人深耕轮胎和橡胶领域多年，任国家橡胶与轮胎工程技术研究中心主任、轮胎先进装备与关键材料国家工程研究中心副主任、中国橡胶工业协会高级副会长、企业执行主席等职，是中国橡胶行业领军人物之一。公司股权较为集中，实际控制人对公司具有较强的控制力，有利于公司管理和战略规划的实施。

图10: 公司股权结构 (截至 2023 年 9 月 8 日)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**拟推出员工持股计划，健全长效激励机制。**2023年7月，公司公告2023年员工持股计划（草案），涉及公司股票数量5990.005万股，参与对象为公司（含分公司、全资子公司及控股子公司）董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工，总人数计划不超过75人。在公司业绩考核指标方面，公司重点考核“净利润增长率”指标，2023-2025年三个会计年度均以2022年净利润为基数，对应净利润增长率要求分别不低于30%、60%、90%。自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起12个月后开始分三批解锁，锁定期最长36个月，解锁比例分别为40%、30%、30%。公司通过此次员工计划将健全激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工的积极性，提高经营效率，推动公司正向发展。

**表2：2022年公司股票期权激励计划公司层面业绩考核指标**

参与对象范围	解锁期	锁定期限	解除限售比例	考核年度	公司业绩考核目标
					净利润增长率（以2022年净利润为基数）
公司（含分公司、全资子公司及控股子公司）董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工，总人数不超过75人	第一个解锁期	12个月	40%	2023年	≥30%
	第二个解锁期	24个月	30%	2024年	≥60%
	第三个解锁期	36个月	30%	2025年	≥90%

注：上述“2022年净利润”指2022年经审计的归属于上市公司股东的净利润

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 二、万亿级赛道“困境反转”，国产轮胎蓄势突破

### （一）轮胎：重要汽车零配件，兼具周期与消费属性

#### 1. 轮胎种类繁多，满足多场景需求

轮胎是在各种车辆或机械上装配的接地滚动的圆环形弹性橡胶制品，通常安装在金属轮辋上，能支撑车身，缓冲外界冲击，实现与路面的接触并保证车辆的行驶性能。

**轮胎种类繁多，满足多场景需求。**一般而言，轮胎可按照轮胎结构、配套车辆、轮辋尺寸、帘线排布、胎内空气压力、行驶速度等进行分类。通常按照帘线排列方式划分，轮胎可分为斜交轮胎和子午线轮胎。其中，斜交胎的帘线斜线交叉，胎面和胎侧强度大，多用于农业机械胎和工程机械胎；子午线轮胎的帘线并排缠绕，且根据材料不同，可进一步划分为全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎和全纤维子午线轮胎。其中，全钢丝子午线轮胎胎体和带束层均采用钢丝帘线，一般用于载重及工程机械车辆上；半钢子午线轮胎胎体采用人造丝或者其他纤维，带束层则用钢丝帘线，一般用于轿车或轻型卡车上；全纤维子午线轮胎胎体和带束层均采用人造丝或其他纤维帘线，带束层帘线采用低伸长帘线，一般用于低速轿车或拖拉机上。

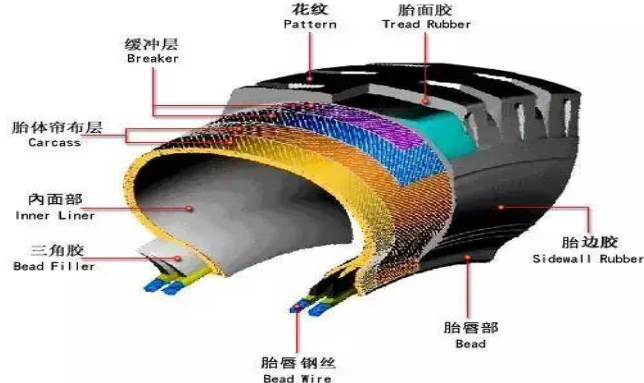
**表3：轮胎分类**

分类标准	轮胎类别
轮胎结构	实心轮胎、充气轮胎、微孔芯轮胎
配套车辆	乘用车轮胎、载重轮胎、工程轮胎、农业林业车辆轮胎、航空轮胎、摩托车轮胎、力车轮胎
轮辋尺寸	常规轮胎、巨型轮胎
帘线排布	斜交轮胎、子午线轮胎（全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎、全纤维子午线轮胎）
胎内空气压力	高压轮胎、低压轮胎、超低压轮胎
行驶速度	快速轮胎、高速轮胎、超高速轮胎

资料来源：《子午线轮胎综述》，中国银河证券研究院

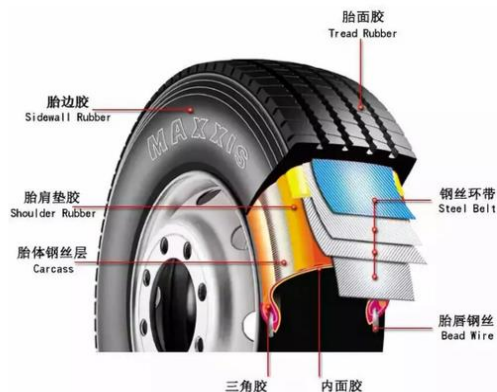


图11: 斜交轮胎结构图



资料来源: 北京橡胶工业研究院, 中国银河证券研究院

图12: 子午线轮胎结构图



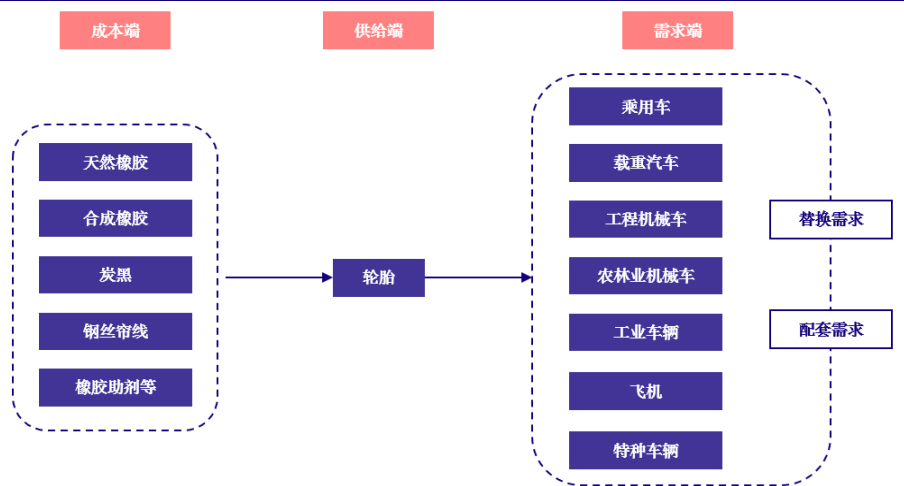
资料来源: 北京橡胶工业研究院, 中国银河证券研究院

## 2. 成本呈周期波动, 需求具有刚性

**轮胎成本波动呈周期属性。**轮胎生产的原材料包括天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线、橡胶助剂等。主体材料包含天然橡胶和合成橡胶；炭黑是具备补强填充功能的配合剂；骨架材料和胎圈钢丝主要由钢丝及纤维帘布组成，可给予内外胎足够的强度。合成橡胶以顺丁橡胶和丁苯橡胶为主，其生产的主要原料涉及丁二烯和苯乙烯，两者均为石油下游产品，合成橡胶的价格与原油价格密切相关。由于天然橡胶与合成橡胶存在部分替代性，天然橡胶价格亦受原油价格影响。炭黑价格受高温煤焦油影响。原油、煤焦油等大宗商品价格呈周期性波动。考虑到原材料成本通常占轮胎成本 65% 以上，轮胎成本呈周期波动。

**轮胎消费具有一定刚性。**轮胎是一种必须消费品，其需求包括乘用车、载重汽车、工程机械车、农林业机械车、工业车辆、飞机、特种车辆等，以车辆为主。从消费类别来看，轮胎需求分为配套需求、替换需求两类，70% 以上的需求是由汽车保有量创造的替换需求。在汽车保有量持续增长的背景下，替换需求将给予轮胎消费刚性支撑。

图13: 轮胎上下游产业链



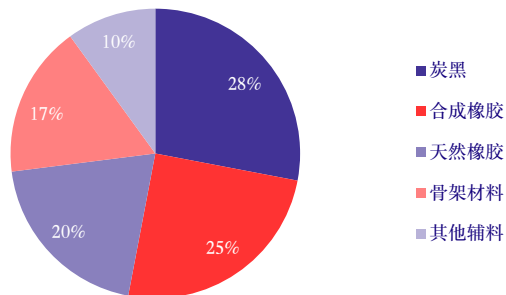
资料来源: 赛瑞研究, 中国银河证券研究院

### (二) 成本端: 原材料较历史高点回落, 海运费已低于疫情前水平

**半钢胎、全钢胎原料用量占比差异大。**从原料用量占比来看，半钢轮胎炭黑用量占比约 28%、合成橡胶占比约 25%、天然橡胶占比约 20%、骨架材料占比约 17%、其他辅料占比约 10%；全钢轮胎天然橡胶用量占比约 38%、骨架材料占比约 24%、炭黑占比约 23%、其他辅料占比约 10%、合成

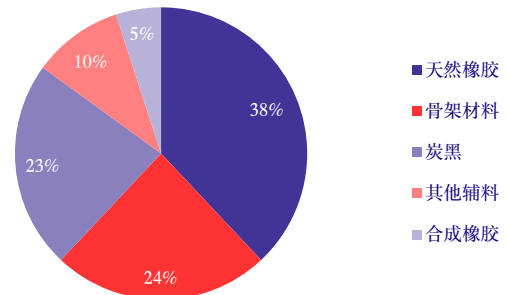
橡胶占比约 5%。整体来看，半钢轮胎中炭黑用量占比居前，全钢轮胎中天然橡胶用量占比居前。2022 年森麒麟、赛轮轮胎、玲珑轮胎原材料占营业成本比重分别为 72.8%、80.0%和 74.4%，炭黑、天然橡胶、合成橡胶、骨架材料等价格波动将影响企业原材料成本，进而对营业成本产生影响。

图14：半钢轮胎单胎原料用量构成



资料来源：证券日报，中国银河证券研究院

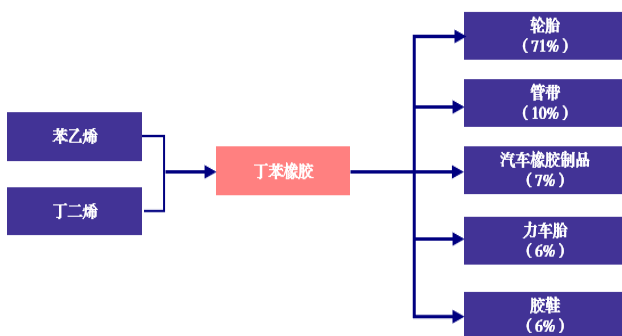
图15：全钢轮胎单胎原料用量构成



资料来源：证券日报，中国银河证券研究院

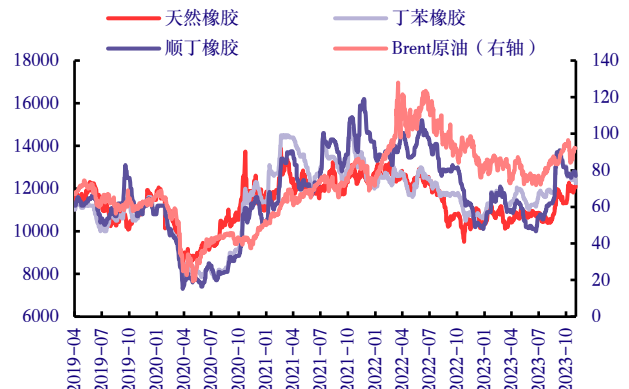
**合成橡胶、天然橡胶、炭黑价格趋于回落。**1) 合成橡胶，又称合成弹性体，是由人工合成的高弹性聚合物。按合成原料划分，可分为丁苯橡胶、顺丁橡胶、异戊橡胶、丁腈橡胶等。以丁苯橡胶为例，生产 1 吨丁苯橡胶约耗用 0.25 吨苯乙烯和 0.75 吨丁二烯。2023 年三季度，受 OPEC+ 深化减产、原油消费旺季等因素影响，国际油价重心抬升，带动合成橡胶价格走高；四季度以来，随着原油消费逐步进入淡季，叠加高利率环境下欧美远期经济增速预计承压，国际油价重心开始回落，合成橡胶价格亦走低。2) 合成橡胶和天然橡胶下游应用领域基本一致，两者存在较强的替代关系。大型轮胎厂中合成橡胶与天然橡胶最大替代比例为轮胎总质量的 5%；而一些中小型的轮胎厂以及管带厂方面的替代会更加明显，输送带厂替代率最高可达 20% 附近。当天然橡胶和合成橡胶之间价差拉开太多，两者之间的替代效应将有所体现。因此，天然橡胶价格受合成橡胶价格影响，间接受油价影响。随着油价高位回落，天然橡胶价格亦面临回落压力。3) 橡胶用炭黑的主要原料为高温煤焦油，由于高温煤焦油成本占炭黑总成本八成左右，高温煤焦油价格变化一定程度上通过成本面影响炭黑价格变化。近期，高温煤焦油深加工主产品煤沥青出货不畅导致企业开工负荷下降，在需求走弱背景下，高温煤焦油价格重心高位开始回落，炭黑价格重心跟随走低。

图16：丁苯橡胶产业链



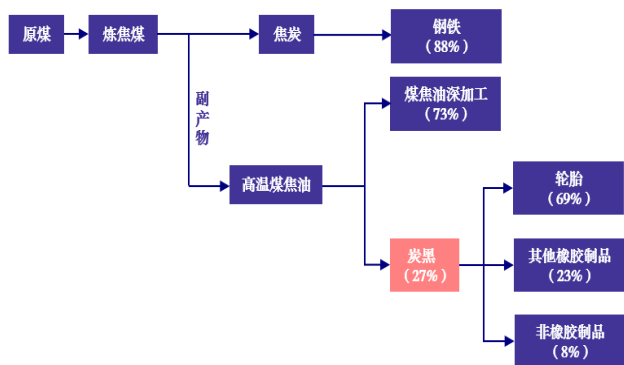
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图17：橡胶（元/吨）、Brent 原油（美元/桶）价格走势



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图18: 炭黑产业链



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

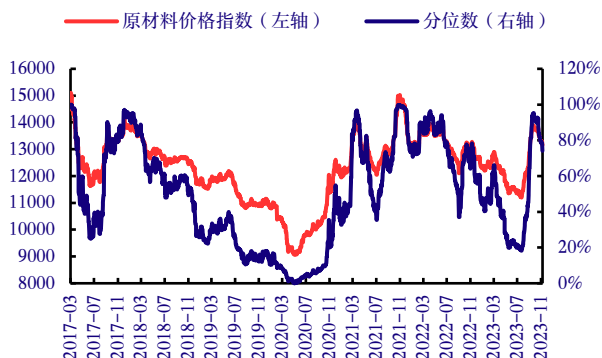
图19: 炭黑、高温煤焦油价格走势（元/吨）



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

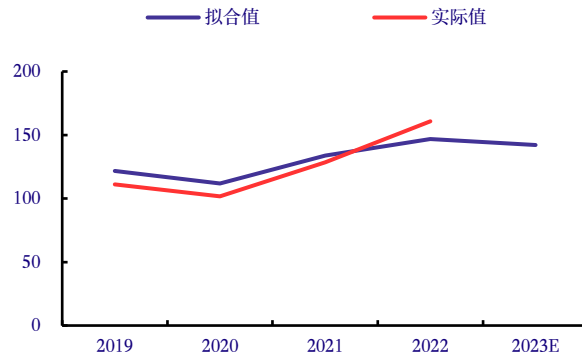
**轮胎原料成本压力逐步释放。**2023年1-10月，天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、炭黑均价分别为10897、11832、11396、10223元/吨，同比分别下降9.3%、2.8%、16.2%、4.4%。由于轮胎主要原材料价格走势存在阶段性分化，为反映轮胎原料综合成本变化，我们依托天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线、橡胶助剂等产品价格，构建轮胎原料价格指数。截至2023年11月8日，该指数为13148，处于2017年3月以来74%的历史分位数水平，较9月下旬95%的历史分位数水平明显下降，轮胎原料成本压力正边际减轻。此外，我们拟合了国内部分轮胎企业单胎原材料成本，数据显示，随着主要原材料价格的回落，轮胎企业成本压力逐步释放。

图20: 轮胎原材料价格指数及分位数



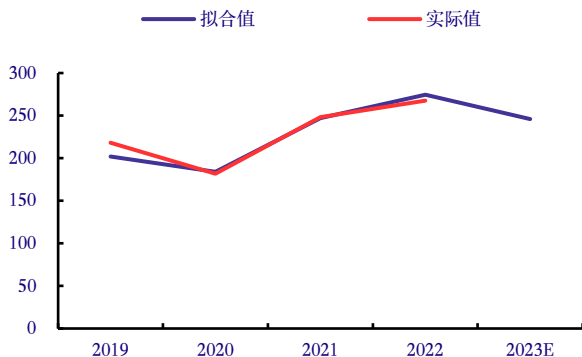
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图21: 森麒麟单胎原料成本拟合值与实际值（元/条）



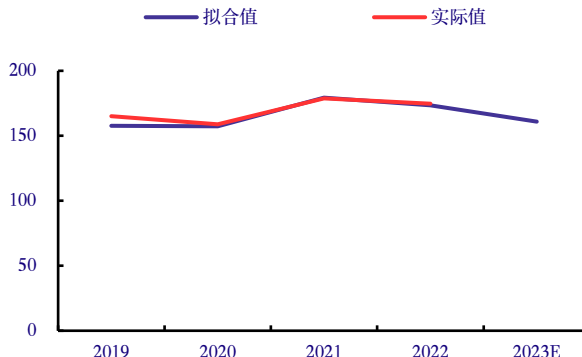
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图22: 赛轮轮胎单胎原料成本拟合值与实际值（元/条）



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图23: 玲珑轮胎单胎原料成本拟合值与实际值（元/条）

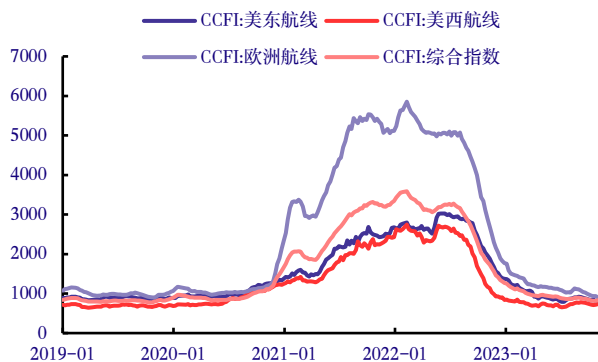


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

**海运费高位回落，利好轮胎出口企业。**2021年，轮胎海外需求开始修复，但受新冠疫情影响，港口拥堵、船员短缺、集装箱供应不足问题突出，供需失衡下海运费价格大幅上涨，叠加原材料成本抬升，行业盈利回落。2022年3月以来，随着海外各国放松疫情管控，港口劳动力供应逐步回

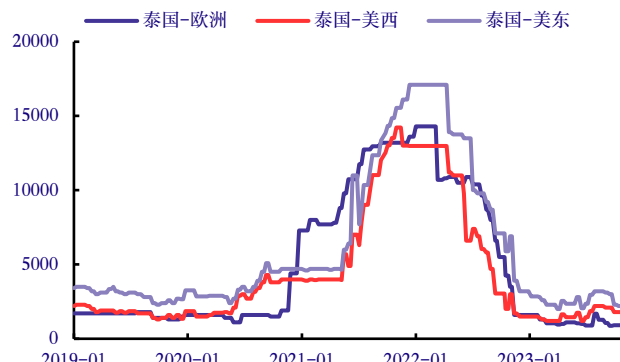
升，运转效率加快，拥堵度下降，全球海运费价格自高位开始回落。截至 2023 年 10 月 28 日当周，泰国至欧洲、泰国至美西、泰国至美东海运费分别为 900 美元/FEU（40 英尺集装箱）、1800 美元/FEU 和 2200 美元/FEU，较 2019 年年初分别下降 47.1%、18.2%和 35.3%，自高位大幅回落、低于疫情前水平。我们认为，海运费大幅回落，带来单胎运费下降，使得中国品牌轮胎在海外市场更具价格竞争力，利好轮胎企业出口提升。

图24：中国出口集装箱运价指数



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图25：泰国集装箱运价（美元 /FEU）



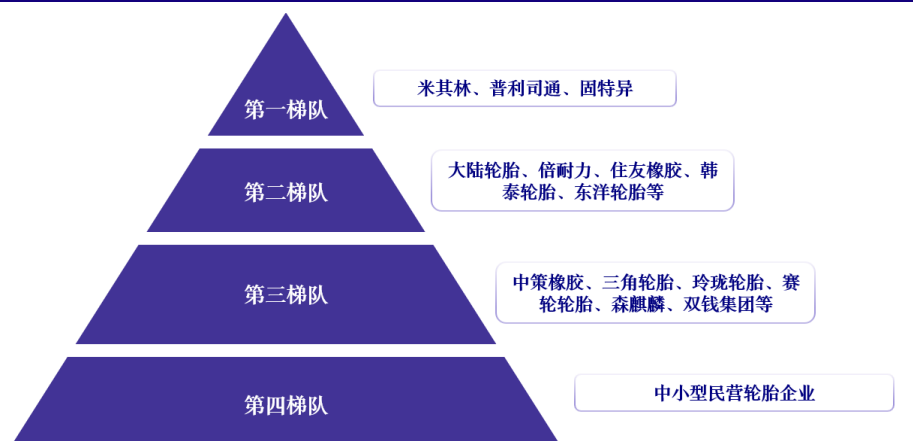
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （三）供给端：国产轮胎蓄力突破，全球化布局引领成长

#### 1. 国产轮胎蓄力突破，向上拓展空间广阔

**国产头部品牌居第三梯队，向上拓展空间广阔。**全球轮胎市场竞争激烈，从竞争格局来看，可分为四大梯队。其中，第一梯队包括米其林、普利司通和固特异，其产品主要集中于高端乘用车、轻卡车子午胎市场；第二梯队包括大陆轮胎、倍耐力、住友橡胶、韩泰轮胎、东洋轮胎等，其多供货于中高端乘用车、轻卡子午胎市场；第三梯队包括中策橡胶、三角轮胎、玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟、双钱集团等在全球轮胎行业 75 强上榜企业，系国内轮胎厂商的主要代表；第四梯队以中小型民营轮胎企业为主，主要定位于低端市场。据米其林年报显示，2021 年米其林、普利司通、固特异、中型轮胎生产商、其余轮胎生产商占全球轮胎市场份额分别为 14.6%、13.6%、8.2%、25.0%、38.6%。其中，第一梯队占据了全球 36.4%份额。国内轮胎企业正逐渐通过技术研发、装备工艺、生产组织管理等方面努力接近或达到世界先进水平，其市场竞争力有望逐步赶超第二梯队企业，未来向上拓展空间广阔。

图26：全球轮胎企业生产竞争格局



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院



## 2. 政策引导落后产能出清，国内产能集中度趋于提升

**政策积极引导，轮胎落后产能逐步退出。**在“碳达峰”“碳中和”等绿色、节能、环保政策的指导下，结合国家供给侧结构性改革等政策的推动，不少落后轮胎产能遭到淘汰，加上环保督查趋严迫使很多轮胎企业加快转型升级的步伐。山东省是我国轮胎生产大省，轮胎产能约占全国总产能的 55%，但轮胎行业仍存在产能落后、同质化严重、自主创新能力不强的问题。2021 年以来，山东省陆续出台了相关政策推动轮胎行业落后产能退出、促进行业有序发展。2021 年 4 月，山东省新旧动能转换综合试验区建设领导小组印发《全省落实“三个坚决”行动方案（2021-2022 年）》的通知，提出到 2022 年，年产能 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）、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。

表4：近些年国家有关轮胎产能优化相关政策

发布日期	文件名称	部门	相关内容
2020/1/17	关于印发《2020 年工业节能监察重点工作计划》的通知	工业和信息化部	对炼油、对二甲苯、纯碱、聚氯乙烯、硫酸、轮胎、甲醇等石化化工行业的重点用能企业，开展强制性单位产品能耗限额标准执行情况专项监察。
2022/4/7	关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见	工业和信息化部、国家发展和改革委员会、科学技术部、生态环境部、应急管理部、国家能源局	提高化肥、轮胎、涂料、染料、胶粘剂等行业绿色产品占比。
2023/7/4	关于发布《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》的通知	国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局、国家能源局	全钢子午线轮胎单位产品能耗标杆水平、基准水平分别为 235、340 千克标准煤/吨；半钢子午线轮胎单位产品能耗标杆水平、基准水平分别为 290、430 千克标准煤/吨。子午线轮胎领域原则上应在 2026 年底前完成技术改造或淘汰退出。
2023/7/14	关于《产业结构调整指导目录（2023 年本，征求意见稿）》公开征求意见的公告	国家发展改革委	50 万条/年及以下的斜交轮胎和以天然棉帘子布为骨架的轮胎等生产装置被列入落后生产工艺装备。

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

表5：近些年山东省有关轮胎产能优化相关政策

发布日期	文件名称	部门	相关内容
2021/4/26	关于印发《全省落实“三个坚决”行动方案（2021-2022 年）》的通知	山东省新旧动能转换综合试验区建设领导小组	到 2022 年，年产能 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）、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。淘汰不能实现密闭式自动投料的炼胶机，淘汰不能实现冲氮工艺的子午胎行业硫化设备。
2022/1/29	关于坚决遏制“两高”项目盲目发展促进能源资源高质量配置利用有关事项的通知	山东省人民政府办公厅	“两高”行业主要包括炼化、焦化、煤制液体燃料、基础化学原料、化肥、轮胎、水泥、石灰、沥青防水材料、平板玻璃、陶瓷、钢铁、铁合金、有色、铸造、煤电等 16 个行业。
2022/6/17	《2022 年山东省利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案》	山东省工业和信息化厅、山东省发展改革委、山东省生态环境厅等六部门	年产能 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）、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。
2023/1/31	关于“两高”项目管理有关事项的补充通知	山东省发展和改革委员会、山东省工业和信息化厅、山东省自然资源厅等九部门	产能方面，轮胎行业替代比例调整为不低于 1:1。
2023/8/18	关于优化轮胎铸造项目管理有关事项的通知	山东省发展和改革委员会、山东省工业和信息化厅、山东省自然资源厅等九部门	坚决制止不属于《目录》范围的低端轮胎、铸造项目盲目上马，防止低水平重复建设。

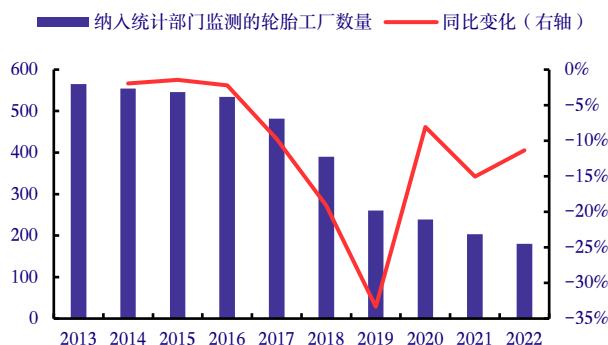
资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

**国内轮胎产能集中度逐步提升。**随着轮胎落后产能的逐步退出，近些年行业集中度持续提升。据汽配圈数据显示，2013 年中国纳入统计部门监测的轮胎工厂有 565 家，2022 年仅有 180 家，较 2013 年下降 68.1%。同时，2022 年我国半钢胎和全钢胎产能集中度（CR10）分别为 46.65%、47.81%，较 2019 年低点分别提高了 1.44、2.32 个百分点。我们认为，尽管目前我国轮胎行业集中度仍较低，



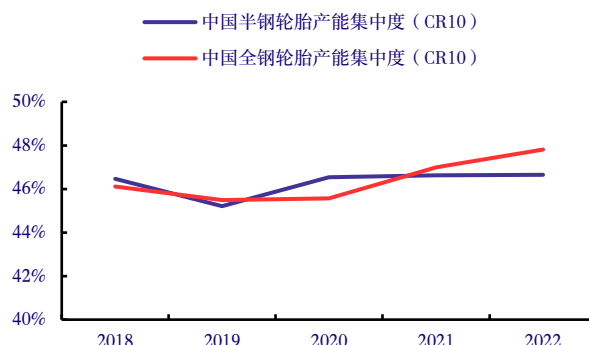
但在政策积极引导下，随着市场的规模扩大和竞争加剧，轮胎行业的市场集中度将继续提高，具有性价比、研发实力、渠道等优势的企业有望脱颖而出。

图27：纳入统计部门监测的轮胎工厂数量（家）及同比变化



资料来源：汽配圈，中国银河证券研究院

图28：中国半钢、全钢轮胎产能集中度（CR10）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

### 3. “双反”制裁频发，中国轮胎布局海外

“双反”制裁频发，中国轮胎企业纷纷布局海外。一方面，近些年美国、欧洲等地不断对中国轮胎企业的轮胎产品展开涉及贸易保护的反倾销、反补贴（以下简称“双反”）调查，国内轮胎对美国、欧洲出口面临较大冲击。另一方面，泰国、越南、老挝等东南亚国家是天然橡胶主产地，且劳动力成本较低，企业通过在东南亚建厂，可降低原材料成本、运输成本、人工成本等。此外，东南亚等地在早期尚未面临海外“双反”制裁，可抵御贸易壁垒，帮助国内轮胎企业实现海外业务的快速拓展。2020年美国对泰国、越南等地开展“双反”调查，据2021年原审调查终裁结果，目前泰国向美国出口的乘用车和轻卡车轮胎面临14.59%-21.09%的反倾销税率，越南向美国出口的乘用车和轻卡车轮胎面临6.23%-7.89%的反补贴税率。部分轮胎企业正计划在塞尔维亚、西班牙、摩洛哥等地建厂。

表6：近年来中国轮胎业面临的贸易摩擦情况

发起组织	贸易摩擦类型	轮胎类型	时间	税率情况
美国	双反	乘用车和轻型卡车轮胎	2014年7月	1.2014年7月，美国开启双反调查 2.2015年8月，双反终裁，中国轮胎厂商将被征收14.35%-87.99%的反倾销税和20.73%-100.77%的反补贴税，此后，每年美国商务部将对征税的产品进行一次复审
	双反	卡客车轮胎	2016年2月	1.2016年2月启动调查 2.2016年11月美国海关发布公告，美国商务部在反补贴初裁执行120天之后暂停征收反补贴税 3.2017年，终裁中国胜诉
	贸易战加征关税	覆盖大部分轮胎种类	2018年9月	1.2018年9月，美国政府宣布，开始对产自中国的2000亿美元产品（包括轮胎产品）加征10%关税 2.2019年5月，前述商品关税由10%提升至25%
	双反重启	卡客车轮胎	2018年11月	1.2018年11月，美国重启卡客车轮胎双反调查 2.2019年2月，美国商务部发布对中国卡客车轮胎双反税令，部分中国企业的双反税率为23.81%-66.17%，中国统一税率为44.99%
	对泰国、越南等地开展双反调查	乘用车和轻卡车轮胎	2020年6月	1.2020年6月，美国对东南亚部分国家和地区轮胎企业启动双反补贴调查 2.2021年5月，美国公布针对东南亚相关国家和地区涉案产品的双反税率终裁结果。泰国向美国出口的乘用车和轻卡车轮胎面临14.59%-21.09%的反倾销税率，越南向美国出口的乘用车和轻卡车轮胎面临6.23%-7.89%的反补贴税率
欧盟	双反	卡客车轮胎	2018年11月	1.2018年11月，欧盟对进口自中国的卡客车轮胎征收42.73-61.76欧元/条的“双反”税 2.2022年5月，欧盟普通法院判决撤销欧委会有关对中国卡客车轮胎的“双反”税令 3.2023年4月，欧盟对2018年5月18日至2018年11月12日进口自中国的卡客车轮胎征收21.12-61.76欧元/条的反倾销税；对自2018年11月13日起进口自中国的卡客车轮胎征收0.00-35.74欧元/条的反倾销税

资料来源：Wind、联合资信、EU、通用股份2022年年报，中国银河证券研究院

表7：我国部分轮胎企业海外产能布局情况（万条/年）

企业	地区	半钢胎	全钢胎	工程胎	斜交胎	进度
赛轮轮胎	越南（一、二期）	1300	160	5（万吨/年）		2013 年、2015 年投产
	越南（三期）	300	100	5（万吨/年）		预计 2023 年完工
	越南（ACTR）		265			2019 年投产
	柬埔寨	900	165			2022 年投入运营
	柬埔寨	600				推进中
中策橡胶	泰国（一期）	850	210	1.2	30	2015-2018 年陆续投产
	泰国（二期）	500	140			2021 年建成投产
森麒麟	泰国（一期）	1000				2016 年投产
	泰国（二期）	600	200			2023 年 8 月进入满产运行阶段
	摩洛哥（一期）	600				推进中
	摩洛哥（二期）	600				推进中
	西班牙	1200				推进中
奥格瑞	印度尼西亚	200	800			2016 年投产
双钱轮胎	泰国		180	5		2017 年投产
福临轮胎	马来西亚	300	50			2018 年投产
通用股份	泰国（一期）	600	130			2023 年全面达产
	泰国（二期）	600	50			推进中
	柬埔寨	500	90			预计 2024 年末完工
玲珑轮胎	泰国	1500	220			泰国工厂分三期建设，依次于 2014 年、2015 年、2019 年投产
	塞尔维亚	1200	160	2（工程胎及农 用子午胎）		预计 2024 年全钢胎达到设计产能，2025 年半钢胎达到设计产 能、特胎一期投产
浦林成山	泰国	800	200			一期 2020 年上半年投产，二期 2022 年 Q1 陆续达产
双星轮胎	越南	850	80			2021 年扩建项目进入试生产阶段
	柬埔寨	700	150			2023 年 4 月开始建设，项目建设期为 15 个月
金宇轮胎	越南		200			2021 年投产
浪马轮胎	巴基斯坦		240			2022 年投产
新迪轮胎	马来西亚	600	50			2022 年 4 月加快推进中
贵州轮胎	越南（一期）		120			2022 年 6 月达产
	越南（二期）		95			产能爬坡中

资料来源：各公司公告、轮胎商业、搜狐网、网易、车轱辘网、生意社、轮胎世界网等，中国银河证券研究院

## （四）需求端：万亿级赛道，国产轮胎大有可为

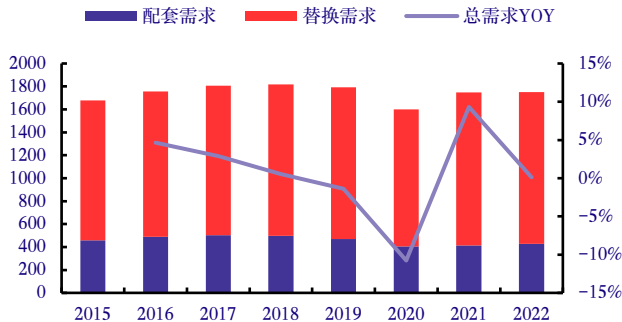
### 1. 全球：轮胎市场空间广阔，替换需求主导市场

**轮胎市场空间广阔，需求重回增长。**2022 年全球轮胎总销售额 1868.22 亿美元，同比增长 5.25%，万亿级赛道为轮胎企业带来广阔发展空间。据米其林数据显示，2015-2018 年全球车用轮胎销量从 16.8 亿条增长至 18.2 亿条，年均复合增速为 2.7%。2019-2021 年，全球车用轮胎销量分别为 17.9、16.0、17.5 亿条，同比分别变化-1.4%、-10.8%、9.3%。其中，新冠疫情及其防疫措施影响居民出行和工业生产活动，导致 2020 年轮胎销量大幅下降。2022 年疫情扰动因素逐步减弱，轮胎消费逐步恢复正常。2022 年轮胎消费量为 17.5 亿条，同比增长 0.1%。

**1）从消费类型来看，替换需求占主导地位。**轮胎需求可分为替换需求和配套需求。其中，配套需求主要由下游汽车产量决定，替换需求主要取决于汽车保有量和轮胎的替换频率。据中国橡胶工业协会数据显示，轿车与轮胎的配套比例为 1:5，而载重卡车与轮胎配套比例在 1:7~1:22 区间；每辆轿车每年需替换 1.5 条轮胎，而载重卡车、工程机械等的替换系数明显高于轿车。轮胎替换市场需求占据主导地位。2022 年全球车用轮胎中配套需求和替换需求分别为 4.3 和 13.2 亿条，占比分别为 24.5%和 75.5%。

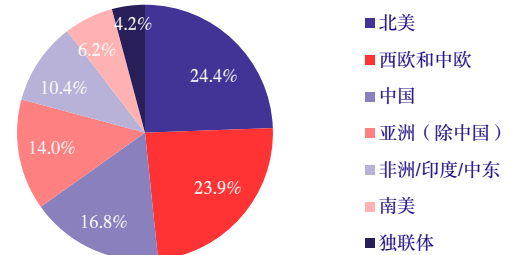
2) 从消费区域来看, 北美、欧洲、中国为轮胎前三大消费区域。2022 年车用轮胎需求中, 北美、西欧和中欧、中国消费需求量分别为 4.3、4.2 和 2.9 亿条, 占比分别为 24.4%、23.9%和 16.8%。欧美、中国分别凭借较高的车辆保有量成为全球轮胎主要消费区域。

图29: 2016-2022 年全球车用轮胎需求总量及增速 (百万条)



资料来源: 米其林, 中国银河证券研究院

图30: 2022 年全球车用轮胎需求分布



资料来源: 米其林, 中国银河证券研究院

表8: 车辆轮胎配套和替换系数

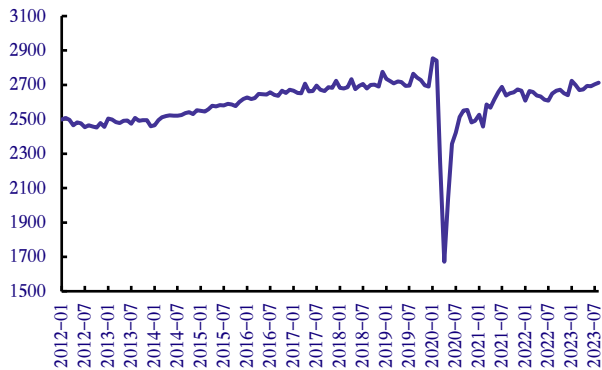
轮胎类别	车辆类别	配套轮胎数 (条)	替换系数 (条/辆/年)
轿车胎	轿车	5	1.5
载重胎	中型载重卡车	11	15
	重型载重卡车	16-22	10-20
	轻型载重卡车	7	4.2
	大型客车	7-11	2-5
工程胎	装载机械	4	2
	运输工程机械	6	3

资料来源: 中国橡胶工业协会, 中国银河证券研究院

## 2. 美国: 全球最大轮胎市场, 国产品牌发力替换市场

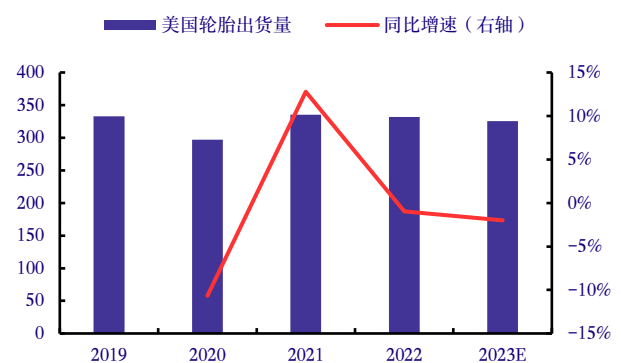
美国轮胎市场消费韧性犹存。美国作为全球最大的轮胎市场, 每年轮胎需求基本都在 3 亿条以上。2019-2022 年, 美国轮胎出货量先降后升。其中, 2020 年受疫情影响, 出行需求下降, 美国轮胎出货量为 2.97 亿条, 同比下降 10.7%。2021-2022 年随着出行需求逐步回升, 美国轮胎消费逐步修复。2022 年美国轮胎出货量为 3.32 亿条, 较 2019 年下降 0.2%, 接近疫情前正常水平。据美国轮胎制造商协会 (USTMA) 7 月最新报告显示, 2023 年美国轮胎出货量有望达到 3.25 亿条, 同比下降 2.0%。尽管需求预期略有波动, 但整体来看, 美国轮胎市场消费韧性犹存。

图31: 季调后美国车辆月度驾驶里程 (亿英里)



资料来源: 美国联邦公路管理局, 中国银河证券研究院

图32: 美国轮胎出货量 (百万条) 及同比增速

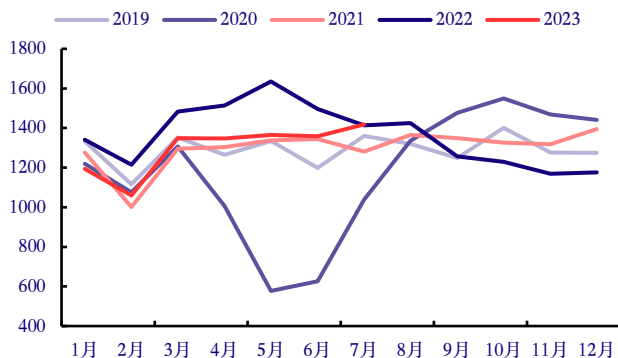


资料来源: USTMA、MTD, 中国银河证券研究院

2023 年进口量有所回落, 进口结构释放积极信号。2022 年美国半钢胎、全钢胎进口量分别为 16353、5933 万条, 同比分别增长 4.9%、16.4%。2023 年 1-7 月, 美国半钢胎、全钢胎进口量分别

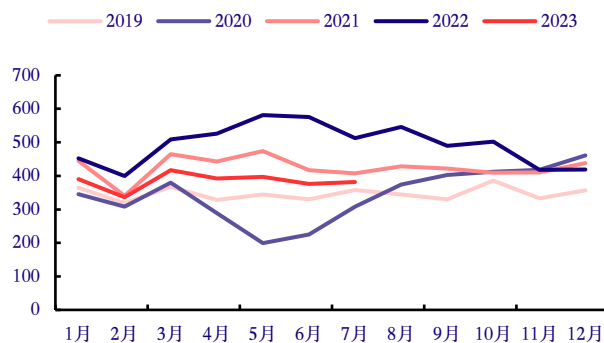
为 9093、2689 万条，同比分别下降 9.9%、24.4%。我们认为，进口量同比下降一方面与 2022 年高基数有关，尤其是 2022 年海运效率前低后高影响经销商拿货节奏和进口货物到港节奏；另一方面与高通胀带来的需求下降有关。从进口结构来看，半钢胎方面，22Q4 美国进口自泰国、越南半钢胎数量占比自低位开始回升；全钢胎方面，美国进口自泰国、越南的全钢胎数量占比分别自 2023 年 2 月、4 月低位开始回升。

图33：美国半钢胎月度进口量（万条）



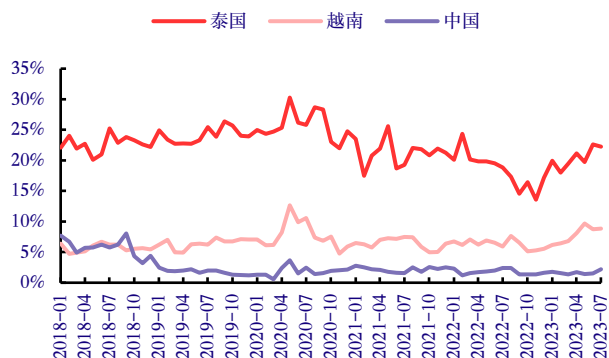
资料来源：ITC，中国银河证券研究院

图34：美国全钢胎月度进口量（万条）



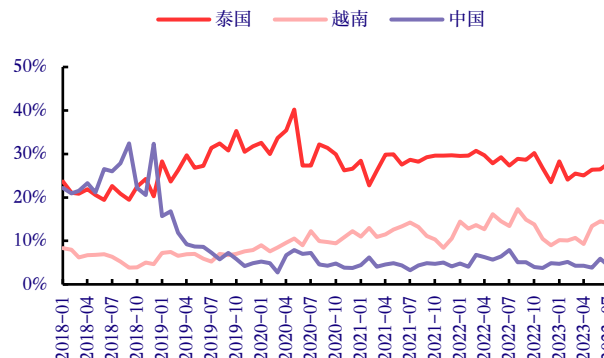
资料来源：ITC，中国银河证券研究院

图35：美国半钢胎自泰国、越南、中国月度进口占比



资料来源：ITC，中国银河证券研究院

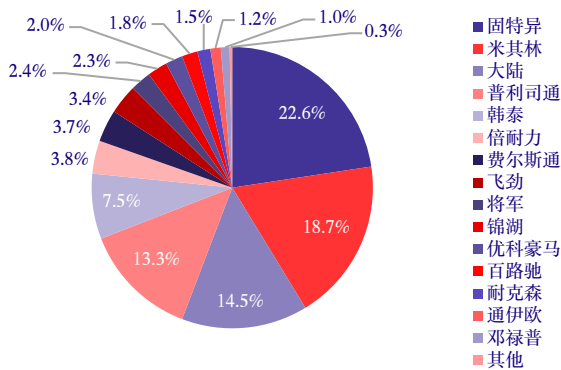
图36：美国全钢胎自泰国、越南、中国月度进口占比



资料来源：ITC，中国银河证券研究院

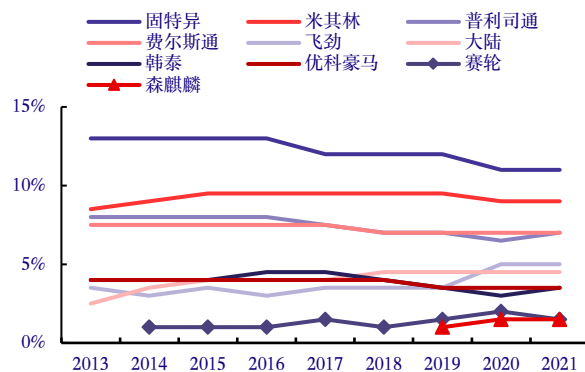
**外资品牌占领北美配套市场，国产品牌发力替换市场。**据《2021 年北美轮胎市场概况》数据显示，2021 年北美地区（美国和加拿大）乘用车原配胎品牌市场份额超过 1% 的有 15 个品牌，均为外资品牌，合计占据 99.7% 市场份额，包括固特异（22.6%）、米其林（18.7%）、大陆（14.5%）、普利司通（13.3%）、韩泰（7.5%）等。在外资品牌占领北美乘用车配套市场的背景下，国产品牌在替换市场积极突破。近些年国产轮胎品牌在美国轿车、轻卡、中重卡替换市场份额逐步提升。轿车替换胎市场，赛轮、森麒麟市场份额分别由 2013 年的不足 1% 提升至 2021 年的 1.5% 和 1.5%；轻卡替换胎市场，赛轮市场份额由 2013 年的不足 1% 提升至 2021 年的 1.5%；中重卡替换市场，赛轮、双钱市场份额由 2013 年的 1.5%、4.0% 分别提升至 2021 年的 2.5%、5.5%。

图37: 2021 年北美地区乘用车原配胎品牌市场份额



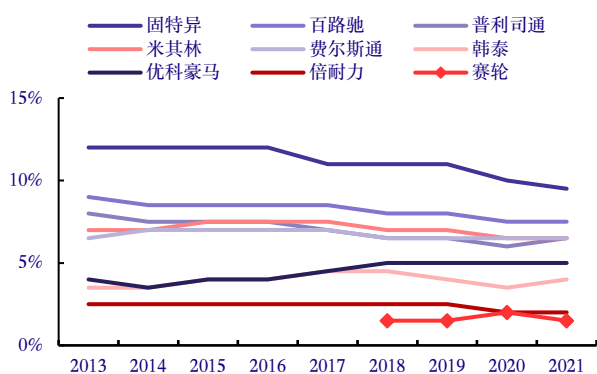
资料来源:《2021 年北美轮胎市场概况》, 中国银河证券研究院

图38: 2013-2021 年美国轿车替换胎品牌市场份额



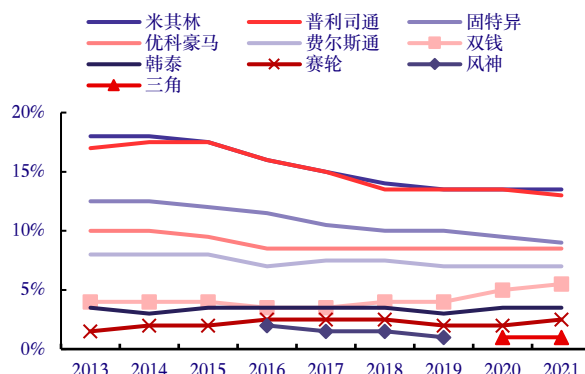
资料来源: 2013-2021 年北美轮胎市场概况, 中国银河证券研究院

图39: 2013-2021 年美国轻型载重汽车替换胎品牌市场份额



资料来源: 2013-2021 年北美轮胎市场概况, 中国银河证券研究院

图40: 2013-2021 年美国中重型载重汽车替换胎品牌市场份额

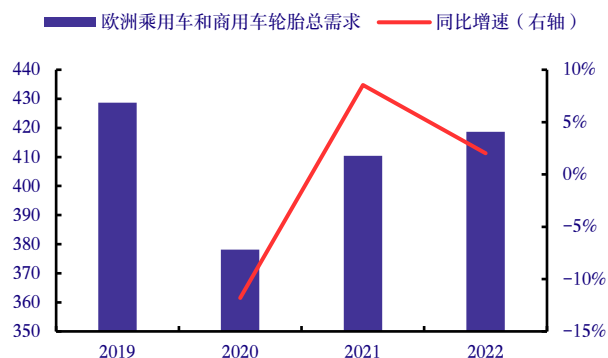


资料来源: 2013-2021 年北美轮胎市场概况, 中国银河证券研究院

### 3. 欧洲: 需求仍在修复, 中国品牌积极抢占市场份额

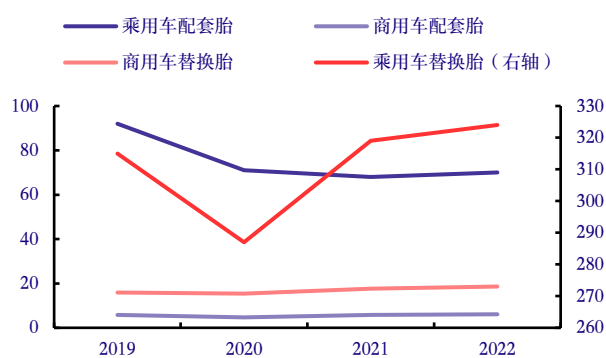
**欧洲轮胎需求仍有修复空间。**从轮胎需求总量来看, 受疫情扰动, 2019-2022 年欧洲轮胎市场需求呈现先降后升的态势。据米其林统计数据, 2022 年欧洲轮胎需求量约 4.15 亿条, 较 2021 年、2019 年分别变化 2.5%、-3.1%。2022 年欧洲轮胎市场总需求有所修复, 但尚未恢复至疫情前正常水平, 主要系乘用车配套需求恢复缓慢所致。随着半导体等关键零部件的短缺逐步缓解、原材料成本逐步企稳, 汽车制造商的整体供应能力有所改善。市场研究机构 Dataforce 预计, 2023 年欧洲乘用车销量将增长 13%, 增量来自租赁公司采购、个人买家被压抑的需求得到释放, 以及经销商和制造商注册量增加。2023 年 9 月, 欧洲汽车销量同比增长 11.1%至 116.7 万辆, 连续 14 个月同比增长。我们认为, 随着欧洲汽车产销量的回升, 欧洲乘用车轮胎配套需求有望向上修复。

图41: 欧洲乘用车和商用车轮胎总需求及同比增速 (百万条)



资料来源: 米其林, 中国银河证券研究院

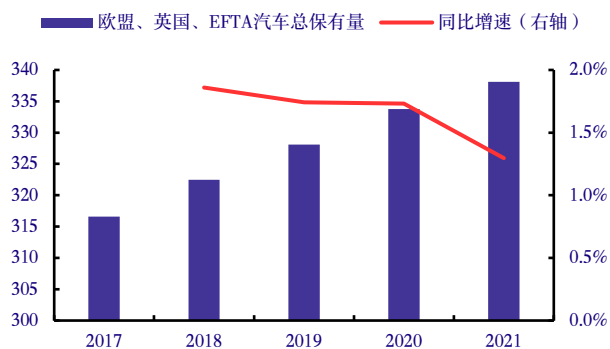
图42: 欧洲乘用车和商用车市场配套、替换需求 (百万条)



资料来源: 米其林, 中国银河证券研究院

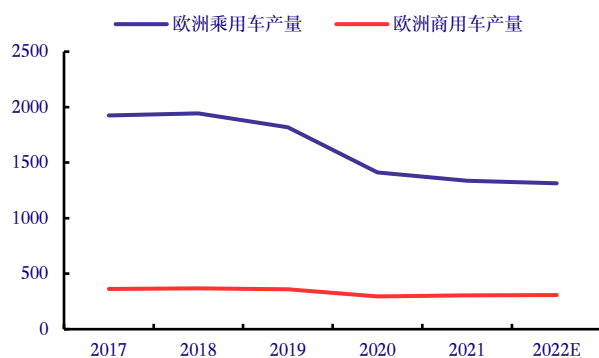


图43: 欧盟、英国、EFTA 汽车总保有量(百万辆)及同比增速



资料来源: ACEA, 中国银河证券研究院

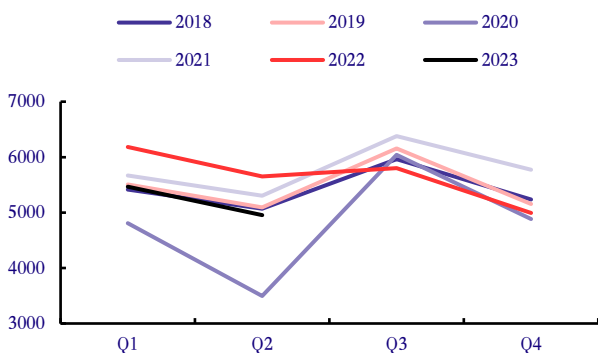
图44: 欧洲乘用车和商用车产量(万辆)



资料来源: ACEA, 中国银河证券研究院

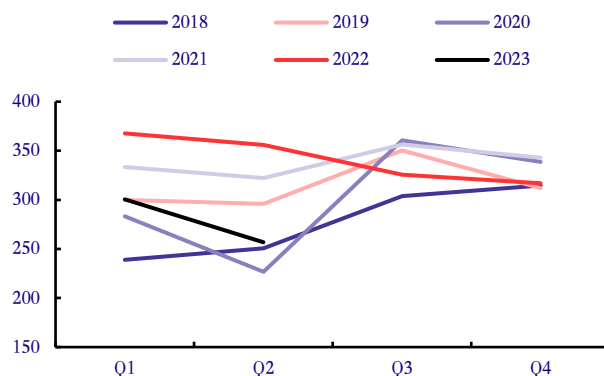
**欧洲轮胎替换需求或延迟释放，未来向上修复空间可期。**据 ETRMA 报告显示，23H1 欧洲乘用车替换需求 10421 万条，同比下降 12.0%；卡车和公共汽车替换需求 557 万条，同比下降 23.0%。除了 2022 年上半年疫后库存重建造造成高基数之外，产业链成本抬升、通货膨胀、对经济前景的担忧等压制需求，2023 年上半年欧洲轮胎市场替换需求降幅较大。在当前经济环境及预期下，ETRMA 预计欧洲轮胎替换需求或延迟释放。长期来看，近些年欧盟、英国、EFTA 汽车保有量呈增长趋势，且轮胎替换需求具有刚性，预计欧洲轮胎替换需求仍有支撑，未来向上修复空间可期。

图45: 欧洲乘用车胎替换市场销量(万条)



资料来源: ETRMA, 中国银河证券研究院

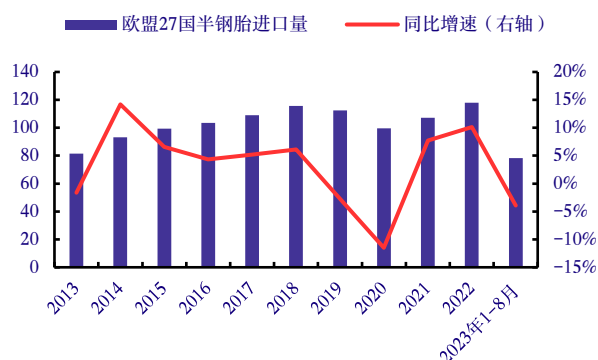
图46: 欧洲卡车胎替换市场销量(万条)



资料来源: ETRMA, 中国银河证券研究院

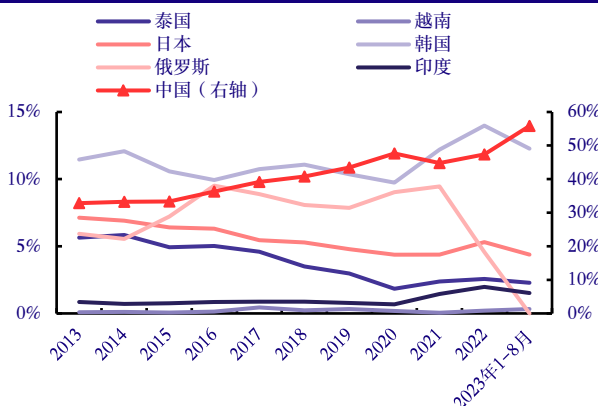
**国产轮胎积极抢占欧盟市场份额。**从总量来看，2023 年 1-8 月欧盟分别进口半钢胎、全钢胎 78.2、37.9 万吨，同比分别下降 3.9%、12.3%。欧盟进口结构发生变化，国产品牌轮胎市占率有所抬升。受俄乌冲突影响，2022 年 4 月欧盟禁止从俄罗斯进口轮胎，2022 年欧盟从俄罗斯分别进口半钢胎、全钢胎 5.4、1.6 万吨，同比分别下降 46.7%、61.2%。欧盟半钢胎主要进口自中国；全钢胎主要进口自东南亚地区，尤其是 2018 年欧盟对中国卡客车轮胎开启反倾销制裁生效后。2023 年 1-8 月，欧盟进口自中国的半钢胎 43.7 万吨，同比增长 12.7%，占总进口量比例上升至 55.8%；同期，欧盟进口自泰国、越南的全钢胎 7.3、4.4 万吨，同比分别增长 4.7%、0.8%，占总进口量比例分别提升至 19.2%、11.7%。在欧洲经济下行背景下，国产轮胎性价比、竞争力凸显，有助于抢占更大的市场份额。

图47: 欧盟 27 国半钢胎进口量（万吨）及同比增速



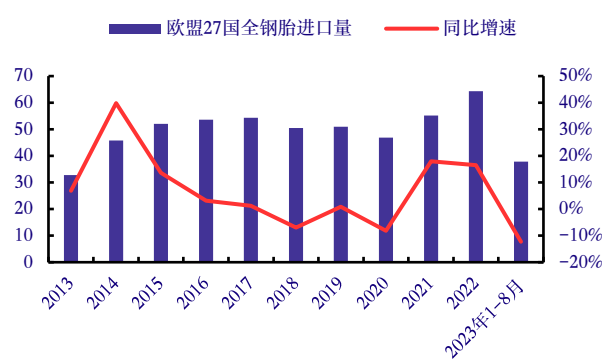
资料来源: Eurostat, 中国银河证券研究院

图49: 欧盟 27 国半钢胎进口市场份额变化



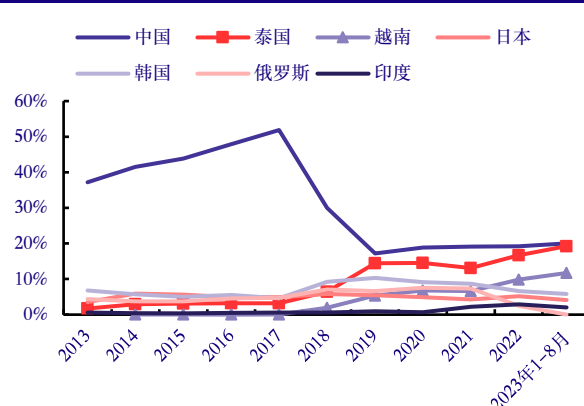
资料来源: Eurostat, 中国银河证券研究院

图48: 欧盟 27 国全钢胎进口量（万吨）及同比增速



资料来源: Eurostat, 中国银河证券研究院

图50: 欧盟 27 国全钢胎进口市场份额变化

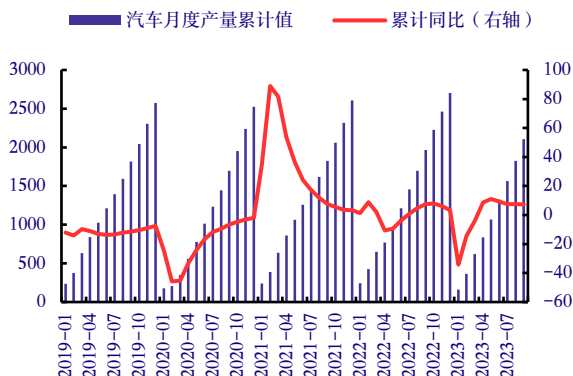


资料来源: Eurostat, 中国银河证券研究院

#### 4. 中国：新能源汽车提振配套需求，保有量带动替换需求

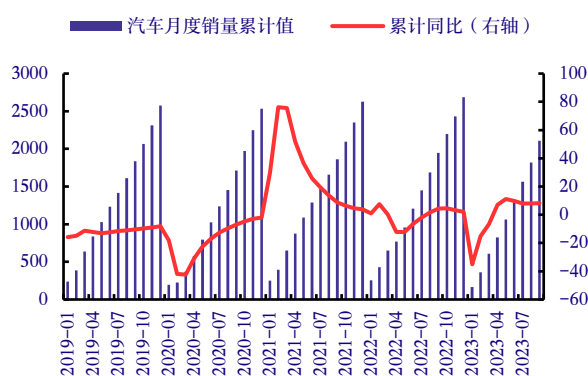
**政策持续刺激，国内汽车产销有望维持较高水平。**2022年5月31日，财政部和税务总局发布了《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》，对购置日期在2022年6月1日至2022年12月31日期间内且单车价格（不含增值税）不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。2022年9月26日，财政部、税务总局、工业和信息化部联合发布《关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告》，对购置日期在2023年1月1日至2023年12月31日期间的新能源汽车，免征车辆购置税；2023年6月19日，继续联合发布《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》，延长新能源汽车免征购置税期限至2025年12月31日、对购置日期在2026年1月1日至2027年12月31日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税。2023年1-9月，我国汽车产量、销量分别同比增长7.3%、8.2%。我们认为，汽车购置税优惠政策等将刺激汽车产销量维持在较高水平。

图51: 我国汽车月度产量累计值(万辆)及累计同比(%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

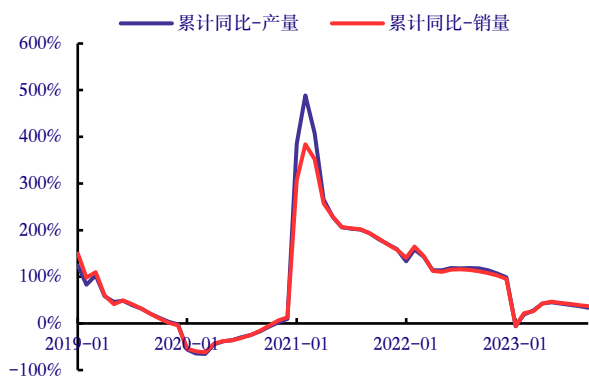
图52: 我国汽车月度销量累计值(万辆)及累计同比(%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

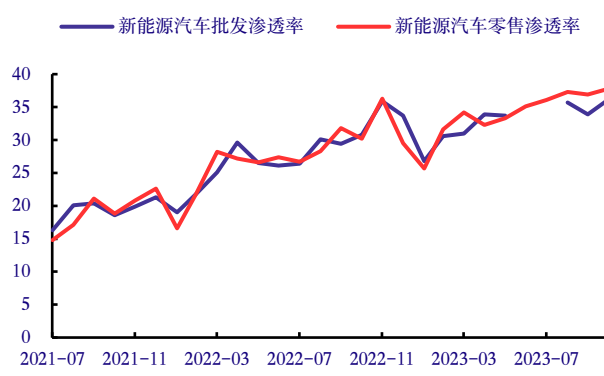
**国产胎企有望借助新能源赛道拓宽配套市场空间。**目前国内轮胎配套市场仍被国外品牌占据，但随着国内车企的崛起，更多自主品牌车型选择国产轮胎品牌作为自己畅销车型的配套轮胎，尤其是在新能源领域。新能源汽车和传统汽车相比，在续航能力、整车重量、动力输出和噪音表现方面有较大差异，使得新能源汽车轮胎对安全、抓地力、低噪音、耐磨性、节能降耗、绿色环保等方面的性能要求更高。国内轮胎企业不断加大研发力度，加速布局新能源车轮胎市场。目前玲珑、朝阳、玛吉斯、森麒麟、赛轮、万力等轮胎企业都已经和新能源车企深度合作，国产轮胎品牌有望借助新能源赛道提高配套市场渗透率。

图53: 我国新能源汽车产量、销量累计同比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

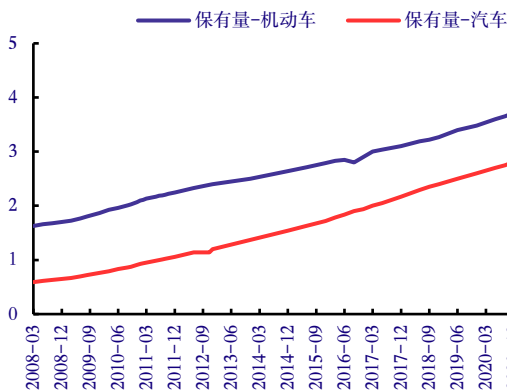
图54: 我国批发、零售市场新能源汽车渗透率(%)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

**汽车保有量持续增长，国内轮胎替换需求有望恢复增长。**据米其林统计数据 displays，2020-2022年，我国车用轮胎替换市场需求量分别为1.79、1.79和1.55亿条，同比分别变化-6.7%、0.2%和-13.6%。轮胎替换市场需求受轮胎保有量影响。我国机动车保有量持续增长，截至2023年9月底已达4.3亿辆，创历史新高；其中汽车保有量3.3亿辆。2022年我国平均每千人汽车保有量226辆，较发达国家仍偏低，预计未来仍有提升空间。预计未来我国汽车保有量仍有望持续增长，我国轮胎替换市场空间广阔。

图55：我国机动车和汽车保有量（亿辆）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图56：平均每人汽车保有量（辆/千人）



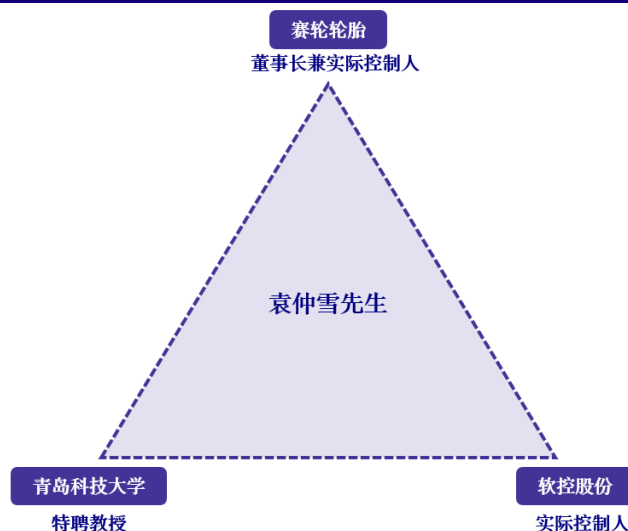
资料来源：车聚网，中国银河证券研究院

### 三、产学研一体化，打造赛轮专属“产品力”

#### （一）产学研一体化，液体黄金有望引领产品升级

**重视科技创新，产学研一体化筑高企业技术壁垒。**袁仲雪先生不仅是公司董事长兼实际控制人，还是青岛科技大学特聘教授、软控股份控股股东。赛轮轮胎、软控股份、青岛科技大学坚持以“基础研究-技术开发-成果转化”多维度融合为基础，通过产学研深度融合和产业链上下游协同，共同推动橡胶与轮胎行业共性、关键技术的开发及工程化、产业化应用推广。其中，软控股份依托青岛科技大学建立，主营橡胶机械；参股怡维维橡胶研究院、控股益凯新材料。益凯新材料采用怡维维橡胶研究院自主发明并拥有独立知识产权的化学炼胶技术，生产出绿色新材料“液体黄金”并供应给赛轮轮胎使用。赛轮轮胎、青岛科技大学、软控股份三者产学研深度融合，共同筑高企业技术壁垒。

图57：公司产学研一体化优势



资料来源：公司公告、青岛科技大学官网，中国银河证券研究院

**液体黄金轮胎性能优异，打破“魔鬼三角”定律。**液体黄金材料经世界首创化学炼胶技术制得，利用液体黄金材料制备的液体黄金轮胎可在降低滚动阻力的同时，提升抗湿滑性能和耐磨性能，从根本上解决了轮胎的三大性能——滚动阻力、湿地制动、耐磨无法同时改善的“魔鬼三角”问题，使行车更加安全、节能和舒适，并增加轮胎使用寿命。在德国严苛的 TÜV MARK 对比测试中，与

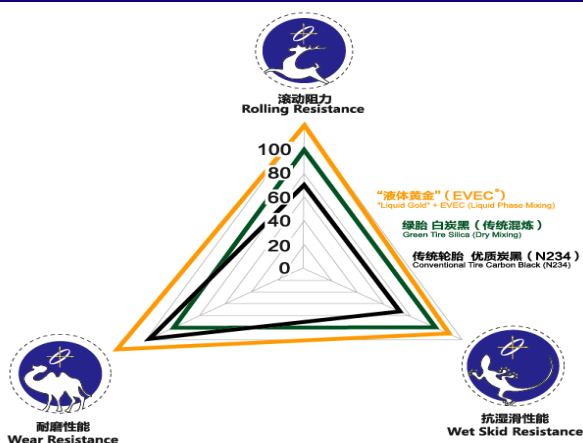
国际品牌相比，液体黄金轮胎综合性能全面胜出，刹车距离缩短 3.2 米、节能 12.9%。此外，经国际权威组织机构西班牙 IDIADA 测试，液体黄金轮胎滚动阻力与湿地抓地性能达到欧盟双“A 级”。

表9：传统轮胎、绿胎、液体黄金轮胎性能比较

	传统轮胎	绿胎	液体黄金轮胎
胎面填充材料	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，中国银河证券研究院

图58：液体黄金轮胎打破“魔鬼三角”定律



资料来源：怡维怡橡胶研究院，中国银河证券研究院

图59：液体黄金轮胎滚动阻力、湿地抓地性能达欧盟双“A 级”



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**液体黄金轮胎契合低碳化发展趋势。**液体黄金轮胎从原材料选用、生产制造、产品使用和循环再利用的全生命周期内实现了绿色、低碳和可持续发展，可以有效减少汽车在行驶过程中的燃油消耗，减少二氧化碳排放。从原材料端来看，平均 1 条液体黄金卡车胎、轿车胎可分别减少二氧化碳排放约 36、8 公斤；在轮胎生产制造阶段，平均生产 1 条卡车胎、轿车胎可分别降低能耗 37.2%、36.1%；从使用端来看，平均 1 条液体黄金卡客车胎、轿车胎可分别降低能耗 4%、3% 以上，使用液体黄金轮胎的新能源轿车可提高续航 5%-10%。

**液体黄金轮胎助力公司品牌升级。**2021 年第四季度公司首次推出液体黄金轮胎卡客车系列产品；2022 年 6 月液体黄金轮胎乘用车系列产品在国内首发，并同步在天猫平台（店铺名“赛轮轮胎旗舰店”）上线销售；2022 年 11 月液体黄金乘用车电动汽车轮胎系列产品——“ERANGEIEV”在美国拉斯维加斯全球首发。2023 年 2 月，公司在国内线下门店推出了新能源 EV、豪华驾享、都市驾驭及超高性能四大系列液体黄金乘用车轮胎新品，可覆盖目前市场中高端主流车型，公司正逐步向中高端轮胎市场渗透。在产品方面，液体黄金轮胎产品已涵盖全钢胎、半钢胎和特种胎等全品类轮胎产品，且规格型号正在不断完善。凭借出色的产品性能，公司已开始为一汽、比亚迪、吉利、中国重汽等多家整车企业批量提供液体黄金轮胎。根据已完成的多款车型的轮胎测试，液体黄金轮胎的多项主要性能指标超越其原配胎。此外，在品牌宣传方面，公司积极通过央视新闻、CCTV2、芒果 TV 等热门平台宣传推广液体黄金轮胎。目前，公司已开辟线上、线下全渠道的销售，还可为用户提供个性化轮胎定制服务，有望加速液体黄金轮胎的推广和渗透。我们认为，随着公司液体黄金轮胎逐步放量，公司产品力有望持续提升，助力公司品牌不断升级。



图60：液体黄金轮胎全系卓越 4 大系列产品



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图61：液体黄金轮胎在央视新闻推广宣传



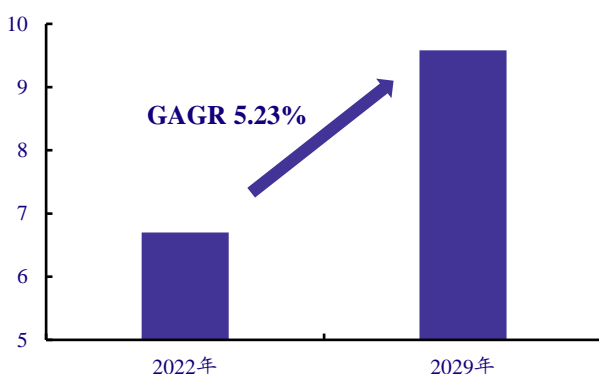
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## （二）深耕非公路轮胎，攻克巨胎生产技术

非公路轮胎市场需求旺盛，2022-2029 年 GAGR 有望至 5.23%。非公路轮胎简称 OTR 轮胎，主要应用在大型农场、露天和地下采矿场、港口码头、建筑业或其他特殊领域等。按照应用领域，可分为农用轮胎、工程轮胎、其他轮胎等；按照内圈口径，49 英寸以下的产品称为中小规格尺寸非公路轮胎、49 英寸及以上的产品称为巨胎。据 Maximize Market Research（MMR）数据显示，2022 年全球 OTR 轮胎市场规模 67.0 亿美元，预计 2029 年将增长至 95.8 亿美元，2022-2029 年年均复合增长率 5.23%。

公司深耕非公路轮胎多年，品牌广受客户认可。公司已深耕非公路轮胎领域多年，产品规格系列全、品质优，巨胎、矿卡等产品已经走在行业前列，获得了越来越多的国内外客户认可。国内已与同力重工、徐工集团、三一重工、海螺集团、中国神华等公司进行合作，国外已成功配套卡特彼勒、约翰迪尔、凯斯纽荷兰等公司。2022 年公司实现非公路轮胎销量 31.3 万条，同比增长 27.5%，2019-2022 年年均复合增长率 21.1%。

图62：全球 OTR 轮胎市场规模（十亿美元）



资料来源：MMR，中国银河证券研究院

图63：公司非公路轮胎部分合作或配套公司

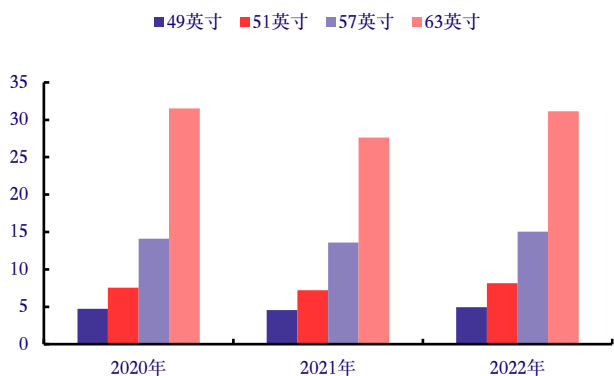


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**攻克巨胎生产技术，掘金高盈利产品。**巨型工程子午胎属于轮胎行业最难以大规模开发的品种，存在高技术、高投入、高风险、高回报的特点。与乘用车轮胎、商用车轮胎市场相比，目前巨胎市场环境相对较好，单体利润也显著高于乘用车和商用车轮胎。据海安橡胶招股说明书显示，巨胎尺寸越大售价越高，2020-2022 年海安橡胶 63 英寸巨胎售价约是 49 英寸巨胎售价的 6 倍。2016 年公司首条 63 英寸非公路轮胎下线，目前公司巨型工程子午胎产品技术水平已达国际先进水平，具有较高的盈利能力。2023 年 1 月，公司对青岛工厂非公路轮胎项目进行技术改造，改造完成后，该

项目将全部生产 49 英寸及以上规格的巨型非公路轮胎。未来随着巨胎产能的逐步释放，不仅有望为公司带来新的利润增长点，同时有助于提升公司整体盈利能力。

图64：海安橡胶不同尺寸巨胎售价（万元/条）



资料来源：海安橡胶招股说明书，中国银河证券研究院

图65：公司 46/90R57 MS440 巨型工程胎



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表10：不同企业首条 63 英寸非公路轮胎下线时间

公司简称	时间
米其林	2001 年
海安橡胶	2015 年
赛轮轮胎	2016 年
三角轮胎	2016 年
中策橡胶	2020 年
风神股份	2022 年

资料来源：海安橡胶招股说明书、三角轮胎官网，中国银河证券研究院

### （三）打造“橡链云”平台，赋能橡胶全产业链

2020 年 6 月 11 日，公司“橡链云”平台正式对外发布，为全球首个真正投入使用的橡胶工业互联网。“橡链云”工业互联网平台由公司联合软控股份、青岛科技大学、中国电信、阿里达摩院等合作伙伴共同打造，为橡胶行业提供智能制造、数字营销、智慧供应链、协同目标研发体系、数字运营等领域的产品应用和解决方案。截至 2022 年年底，“橡链云”已打通 3200 余家供应商、2000 余家经销商及 6 万多家门店，并连接主机厂和车队，形成了一个“开放、共生、共赢”的生态系统。

**1) 制造端：**基于“橡链云”平台，公司构建了模块化、标准化、平台化的快速推广复制能力，以智能工厂建设为例，设备安装调试周期可以从常规的 18 个月缩短至 3 个月。在工厂管理上做到了全球所有工厂一套系统、一套数据、一张报表，基于橡链云平台打造的远程设备诊断运维平台可为全球的工厂保驾护航。

**2) 渠道端：**“橡链云”通过与用友、速达、管家婆等行业主流软件厂商的战略合作，为海内外经销商提供营销模式、供应链优化等一站式服务解决方案，实现了经销商与下属所有门店的订单、物流、库存、结算的在线协同。

**3) 消费端：**“橡链云”可为不同类型的用户提供创新服务，对于野外矿区车主和商业运输车队可提供胎温、胎压、行驶轨迹的实时服务，并支持按里程、按使用寿命收费的新型商业模式。

“橡链云”平台不仅支持公司“设计好、制造好、交付好每一条轮胎”，同时有助于公司“管理好每一处业务场景”，更是助力公司“连接产业链上下游”，从而打造以用户为中心的智能生产和服务体系，通过数据驱动实现运营优化和产品价值增值。

图66：“橡链云”工业互联网平台



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 四、公司估值及投资建议

### （一）盈利预测

关键假设如下：

1. 半钢胎业务：预计 2023-2025 年半钢胎销量分别为 4300、4750、5300 万条。其中，预计 2023-2025 年半钢胎国内销量分别为 820、950、1100 万条；海外销量分别为 3480、3800、4200 万条。
2. 全钢胎业务：预计 2023-2025 年全钢胎销量分别为 1050、1200、1350 万条。其中，预计 2023-2025 年全钢胎国内销量分别为 480、560、640 万条；海外销量分别为 570、640、710 万条。
3. 非公路胎业务：预计 2023-2025 年非公路胎销量分别为 40、54、69 万条。其中，预计 2023-2025 年非公路胎国内销量分别为 9、12、15 万条；海外销量分别为 31、42、54 万条。

我们预计，2023-2025 年公司营收分别为 252.4、287.1、324.3 亿元，同比变化 15.3%、13.7%、13.0%；归母净利润分别为 27.1、31.6、36.3 亿元，同比变化 103.7%、16.5%、14.9%；每股收益（EPS）分别为 0.87、1.01、1.16 元，对应 PE 分别为 12.8x、11.0x、9.5x。公司“产品力”持续升级，我们看好公司潍坊、董家口、柬埔寨、越南（三期）等项目产能释放带来的成长动能，维持“推荐”评级。

表11：主要财务指标（11月8日）

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	21902	25242	28705	32432
增长率	21.69%	15.25%	13.72%	12.98%
归母净利润（百万元）	1332	2712	3161	3631
增长率	1.43%	103.66%	16.54%	14.86%
EPS（元）	0.43	0.87	1.01	1.16
PE	26.00	12.77	10.96	9.54

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## （二）相对估值

结合公司业务情况，我们选取轮胎领域中的代表性公司森麒麟、玲珑轮胎、三角轮胎作为可比公司。截至 11 月 8 日，2023-2025 年可比公司 PE 均值分别为 20.9、13.4、11.1 倍。考虑到轮胎行业“困境反转”，公司综合竞争力突出兼具成长属性，给予公司 2024 年 18 倍 PE，对应市值 569 亿元。

表12：国内可比公司比较

证券代码	证券简称	股价	EPS					PE		
		11 月 8 日	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600256.SH	森麒麟	30.41	1.08	1.80	2.32	2.70	28.25	16.91	13.12	11.25
601966.SH	玲珑轮胎	19.54	0.20	0.92	1.37	1.70	98.73	21.13	14.23	11.47
601500.SH	通用股份	4.04	0.01	0.16	0.31	0.38	375.57	24.77	12.87	10.61
平均值		-	-	-	-	-	167.52	20.94	13.40	11.11
601058.SH	赛轮轮胎	11.10	0.43	0.87	1.01	1.16	26.00	12.77	10.96	9.54

资料来源：Wind，中国银河证券研究院  
注：玲珑轮胎、通用股份估值数据采用 Wind 一致预测数据

## （三）绝对估值

我们采用 FCFE 法分增长期（2023-2025 年）、过渡期（2026-2032 年）、永续增长期（2033 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.1%、永续增长率（g）正负波动 0.1% 的情况下，公司合理每股价值区间为 17.24-19.66 元，对应市值区间为 538-613 亿元。

表13：FCFE 估值参数假设及说明

	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf=	2.66%	取十年期国债收益率 2.66%（中国外汇交易中心，2023/11/8）
市场预期收益率 Rm=	7.12%	取 2013-2022 年沪深 300 指数年度平均收益率
贝塔系数 β=	0.94	取公司上市以来相对沪深 300 的 Beta（2011/6/30-2023/11/8）
债务资本比重 Wd=	27.67%	取长期债务/（长期债务+所有者权益），取公司 2023 年三季报数据计算
债务资本成本 Kd=	4.75%	取中国人民银行 1-5 年中长期贷款利率 4.75%
加权平均资本成本 WACC=	6.16%	加权平均资本成本，计算可得
税率=	8.65%	取 2022 年公司实际所得税税率
过渡期增长率	12%	假设过渡期增长率 12%
永续增长率 g=	3%	假设公司永续增长率 3%

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

表14：FCFE 估值敏感性分析

永续增长率 (g)	加权平均资本成本（WACC）						
	5.86%	5.96%	6.06%	6.16%	6.26%	6.36%	6.46%
2.70%	18.80	18.13	17.51	16.91	16.36	15.83	15.33
2.80%	19.36	18.66	17.99	17.37	16.78	16.23	15.71
2.90%	19.96	19.21	18.51	17.86	17.24	16.65	16.10
3.00%	20.60	19.81	19.07	18.37	17.72	17.10	16.53
3.10%	21.29	20.44	19.66	18.92	18.23	17.58	16.97
3.20%	22.03	21.13	20.29	19.50	18.77	18.09	17.44
3.30%	22.83	21.86	20.96	20.13	19.35	18.63	17.95

资料来源：iFind，中国银河证券研究院



## 五、风险提示

国际贸易摩擦加剧的风险，下游需求不及预期的风险，原材料价格大幅上涨的风险，新建项目达产不及预期的风险等。



## 图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司半钢胎、全钢胎销量 (万条) 及同比增速	6
图 3: 公司非公路胎销量 (万条) 及同比增速	6
图 4: 公司营业总收入 (亿元) 及同比增速	6
图 5: 公司归母净利润 (亿元) 及同比增速	6
图 6: 公司、行业平均销售毛利率	6
图 7: 公司主营业务收入内销、外销占比及毛利率	6
图 8: 公司期间费用率	7
图 9: 公司销售毛利率和销售净利率	7
图 10: 公司股权结构 (截至 2023 年 9 月 8 日)	7
图 11: 斜交轮胎结构图	9
图 12: 子午线轮胎结构图	9
图 13: 轮胎上下游产业链	9
图 14: 半钢轮胎单胎原料用量构成	10
图 15: 全钢轮胎单胎原料用量构成	10
图 16: 丁苯橡胶产业链	10
图 17: 橡胶 (元/吨)、Brent 原油 (美元/桶) 价格走势	10
图 18: 炭黑产业链	11
图 19: 炭黑、高温煤焦油价格走势 (元/吨)	11
图 20: 轮胎原材料价格指数及分位数	11
图 21: 森麒麟单胎原料成本拟合值与实际值 (元/条)	11
图 22: 赛轮轮胎单胎原料成本拟合值与实际值 (元/条)	11
图 23: 玲珑轮胎单胎原料成本拟合值与实际值 (元/条)	11
图 24: 中国出口集装箱运价指数	12
图 25: 泰国集装箱运价 (美元 /FEU)	12
图 26: 全球轮胎企业生产竞争格局	12
图 27: 纳入统计部门监测的轮胎工厂数量 (家) 及同比变化	14
图 28: 中国半钢、全钢轮胎产能集中度 (CR10)	14
图 29: 2016-2022 年全球车用轮胎需求总量及增速 (百万条)	16
图 30: 2022 年全球车用轮胎需求分布	16
图 31: 季调后美国车辆月度驾驶里程 (亿英里)	16
图 32: 美国轮胎出货量 (百万条) 及同比增速	16
图 33: 美国半钢胎月度进口量 (万条)	17
图 34: 美国全钢胎月度进口量 (万条)	17
图 35: 美国半钢胎自泰国、越南、中国月度进口占比	17
图 36: 美国全钢胎自泰国、越南、中国月度进口占比	17
图 37: 2021 年北美地区乘用车原配胎品牌市场份额	18
图 38: 2013-2021 年美国轿车替换胎品牌市场份额	18
图 39: 2013-2021 年美国轻型载重汽车替换胎品牌市场份额	18
图 40: 2013-2021 年美国中重型载重汽车替换胎品牌市场份额	18
图 41: 欧洲乘用车和商用车轮胎总需求及同比增速 (百万条)	18
图 42: 欧洲乘用车和商用车市场配套、替换需求 (百万条)	18
图 43: 欧盟、英国、ETFA 汽车总保有量 (百万辆) 及同比增速	19
图 44: 欧洲乘用车和商用车产量 (万辆)	19
图 45: 欧洲乘用车胎替换市场销量 (万条)	19

图 46: 欧洲卡车胎替换市场销量 (万条) .....	19
图 47: 欧盟 27 国半钢胎进口量 (万吨) 及同比增速 .....	20
图 48: 欧盟 27 国全钢胎进口量 (万吨) 及同比增速 .....	20
图 49: 欧盟 27 国半钢胎进口市场份额变化 .....	20
图 50: 欧盟 27 国全钢胎进口市场份额变化 .....	20
图 51: 我国汽车月度产量累计值 (万辆) 及累计同比 (%) .....	21
图 52: 我国汽车月度销量累计值 (万辆) 及累计同比 (%) .....	21
图 53: 我国新能源汽车产量、销量累计同比 .....	21
图 54: 我国批发、零售市场新能源汽车渗透率 (%) .....	21
图 55: 我国机动车和汽车保有量 (亿辆) .....	22
图 56: 平均每千人汽车保有量 (辆/千人) .....	22
图 57: 公司产学研一体化优势 .....	22
图 58: 液体黄金轮胎打破“魔鬼三角”定律 .....	23
图 59: 液体黄金轮胎滚动阻力、湿地抓地性能达欧盟双“A 级” .....	23
图 60: 液体黄金轮胎全系卓越 4 大系列产品 .....	24
图 61: 液体黄金轮胎在央视新闻推广宣传 .....	24
图 62: 全球 OTR 轮胎市场规模 (十亿美元) .....	24
图 63: 公司非公路轮胎部分合作或配套公司 .....	24
图 64: 海安橡胶不同尺寸巨胎售价 (万元/条) .....	25
图 65: 公司 46/90R57 MS440 巨型工程胎 .....	25
图 66: “橡链云”工业互联网平台 .....	26

## 表格目录

表 1: 公司各基地实际达产产能与设计产能 (万条/年) .....	5
表 2: 2022 年公司股票期权激励计划公司层面业绩考核指标 .....	8
表 3: 轮胎分类 .....	8
表 4: 近些年国家有关轮胎产能优化相关政策 .....	13
表 5: 近些年山东省有关轮胎产能优化相关政策 .....	13
表 6: 近年来中国轮胎业面临的贸易摩擦情况 .....	14
表 7: 我国部分轮胎企业海外产能布局情况 (万条/年) .....	15
表 8: 车辆轮胎配套和替换系数 .....	16
表 9: 传统轮胎、绿胎、液体黄金轮胎性能比较 .....	23
表 10: 不同企业首条 63 英寸非公路轮胎下线时间 .....	25
表 11: 主要财务指标 (11 月 8 日) .....	26
表 12: 国内可比公司比较 .....	27
表 13: FCFF 估值参数假设及说明 .....	27
表 14: FCFF 估值敏感性分析 .....	27

## 附录:

### (一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>12817.53</b>	<b>13956.88</b>	<b>17703.01</b>	<b>20848.74</b>	营业收入	21902.21	25242.30	28704.93	32432.17
现金	4903.35	4084.01	7295.07	9297.60	营业成本	17868.77	18890.05	21502.05	24272.53
应收账款	2714.30	3591.77	3420.49	3786.66	营业税金及附加	62.64	85.82	91.86	103.78
其它应收款	45.18	67.01	60.57	83.58	营业费用	834.50	1072.80	1219.96	1378.37
预付账款	262.63	283.35	301.03	315.54	管理费用	608.20	807.75	918.56	1037.83
存货	4115.43	4652.40	5341.61	6052.99	财务费用	276.98	357.84	450.31	487.15
其他	776.65	1278.33	1284.24	1312.36	资产减值损失	-93.12	-100.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>16814.68</b>	<b>19560.38</b>	<b>22027.26</b>	<b>24038.11</b>	公允价值变动收益	15.41	0.00	0.00	0.00
长期投资	643.69	672.69	703.69	736.69	投资净收益	-15.46	-88.35	-100.47	-113.51
固定资产	11583.06	13904.50	15968.08	17773.80	营业利润	1597.74	3085.48	3569.20	4075.76
无形资产	857.22	929.49	1000.79	1071.92	营业外收入	11.83	10.00	10.00	10.00
其他	3730.71	4053.71	4354.71	4455.71	营业外支出	46.55	55.00	55.00	55.00
<b>资产总计</b>	<b>29632.21</b>	<b>33517.26</b>	<b>39730.27</b>	<b>44886.85</b>	利润总额	1563.02	3040.48	3524.20	4030.76
<b>流动负债</b>	<b>11304.73</b>	<b>12666.55</b>	<b>14610.51</b>	<b>15493.79</b>	所得税	135.24	220.13	255.15	291.83
短期借款	3861.35	4861.35	5861.35	6861.35	净利润	1427.78	2820.35	3269.05	3738.93
应付账款	2941.64	3355.05	3812.30	3739.15	少数股东损益	95.98	108.00	108.00	108.00
其他	4501.75	4450.16	4936.87	4893.29	归属母公司净利润	1331.80	2712.35	3161.05	3630.93
<b>非流动负债</b>	<b>5567.37</b>	<b>6375.37</b>	<b>7375.37</b>	<b>8375.37</b>	EBITDA	3016.02	5238.88	5975.61	6788.60
长期借款	3439.94	4239.94	5239.94	6239.94	EPS (元)	0.43	0.87	1.01	1.16
其他	2127.43	2135.43	2135.43	2135.43					
<b>负债合计</b>	<b>16872.11</b>	<b>19041.92</b>	<b>21985.89</b>	<b>23869.16</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	540.98	648.98	756.98	864.98	营业收入	21.69%	15.25%	13.72%	12.98%
归属母公司股东权益	12219.12	13826.35	16987.40	20152.70	营业利润	18.46%	93.12%	15.68%	14.19%
<b>负债和股东权益</b>	<b>29632.21</b>	<b>33517.26</b>	<b>39730.27</b>	<b>44886.85</b>	归属母公司净利润	1.43%	103.66%	16.54%	14.86%
					毛利率	18.42%	25.17%	25.09%	25.16%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	净利率	6.08%	10.75%	11.01%	11.20%
<b>经营活动现金流</b>	<b>2199.02</b>	<b>3619.42</b>	<b>6190.61</b>	<b>5346.28</b>	ROE	10.90%	19.62%	18.61%	18.02%
净利润	1427.78	2820.35	3269.05	3738.93	ROIC	7.48%	12.78%	12.05%	11.72%
折旧摊销	1145.70	1608.30	1867.12	2125.15	资产负债率	56.94%	56.81%	55.34%	53.18%
财务费用	298.99	431.39	511.57	596.57	净负债比率	132.23%	131.55%	123.90%	113.57%
投资损失	15.46	88.35	100.47	113.51	流动比率	1.13	1.10	1.21	1.35
营运资金变动	-740.51	-1468.37	408.89	-1259.92	速动比率	0.71	0.67	0.79	0.90
其它	51.60	139.40	33.52	32.03	总资产周转率	0.74	0.75	0.72	0.72
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3580.79</b>	<b>-4707.25</b>	<b>-4467.99</b>	<b>-4281.54</b>	应收帐款周转率	8.07	7.03	8.39	8.56
资本支出	-3593.89	-4182.90	-4181.52	-3980.03	应付帐款周转率	7.45	7.52	7.53	8.67
长期投资	80.39	-314.00	-86.00	-88.00	每股收益	0.43	0.87	1.01	1.16
其他	-67.29	-210.35	-200.47	-213.51	每股经营现金	0.70	1.16	1.98	1.71
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1278.23</b>	<b>268.49</b>	<b>1488.43</b>	<b>937.80</b>	每股净资产	3.92	4.43	5.44	6.46
短期借款	-264.06	1000.00	1000.00	1000.00	P/E	26.00	12.77	10.96	9.54
长期借款	469.36	800.00	1000.00	1000.00	P/B	2.83	2.50	2.04	1.72
其他	1072.92	-1531.51	-511.57	-1062.20	EV/EBITDA	11.89	8.10	6.90	6.07
<b>现金净增加额</b>	<b>92.61</b>	<b>-819.34</b>	<b>3211.06</b>	<b>2002.54</b>	P/S	1.55	1.32	1.16	1.03

数据来源: iFind, 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**任文坡**，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

### 机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。