

高性价比+全球化，中国轮胎竞争力持续提升

推荐赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟和三角轮胎

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2024年01月31日

- 分析师：张伟保
- SAC编号：S1050523110001
- 联系人：刘韩
- SAC编号：S1050122080022

研 究 创 造 价 值

2023年轮胎行业在需求复苏拉动以及原材料和海运价格回调背景下，销量和盈利能力大幅回升。根据卓创资讯统计，2023年国内轮胎销量达到3.93亿条，同比增长20.7%，其中半钢胎销量3.11亿条，同比增长22.68%，全钢胎销量0.82亿条，同比增长13.8%。2023年海运价格回落以及人民币汇率的贬值对我国出口形成利好，叠加主流经济体高通胀下中国轮胎的相对性价比较高，据海关总署数据显示2023年国内轮胎出口约4.3亿条，同比增长19.8%。在销量回暖的同时，上游原材料天然橡胶和合成橡胶价格高位回落，轮胎行业盈利能力大幅提升，预计2023年轮胎行业相关上市公司业绩将非常靓丽。

万亿市场空间，国内轮胎企业凭借较高的性价比优势不断提高全球市占率，未来发展空间广阔。2022年轮胎行业全球市场规模具有1.3万亿左右，根据《Tire Business》披露的2022年全球轮胎75强数据，34家中国企业2022年销售额占销售总额的18.93%，而米其林一家占比高达16.1%；从轮胎产销量来看，2023年国产轮胎产销量5.30亿条左右，约占全球市场的29%左右，可见国产轮胎在全球的占比仍然比较低，未来有较大的发展空间。此外，国产轮胎经过多年的技术革新、设备工艺改进、以及生产组织管理变革，在质量、性能和生产效率方面取得了显著提升，国内轮胎企业正逐渐接近或达到世界先进水平，替换市场产品性价比大幅提升，同时新能源汽车的发展为国内轮胎企业提供了进入配套市场的契机，国产轮胎不断提升全球市场占有率。

轮胎行业顺应出海大趋势，全球化布局，随着海外业务占比提升，行业整体盈利水平提升。近些年国内轮胎龙头企业在不断加大出口的同时为规避美国频繁设置的贸易壁垒，纷纷在海外建厂，海外工厂一般靠近原材料天然橡胶生产地或终端消费市场，具有较低原材料价格优势并享受较低关税，且能够更方便的出口到终端市场降低运费，因此投资回报率高于国内工厂，随着越来越多的海外工厂投产，海外销售占比不断提升，行业盈利能力将不断提升。

轮胎行业2023年盈利大幅提升，且未来行业盈利能力仍有持续改善空间，行业估值具备修复需求。尽管2023年轮胎行业受益于国内需求复苏、出口高增以及海外工厂增量贡献，叠加原材料和海运价格回调，盈利能力大幅提升，但相关上市公司随着市场波动出现较大波动，并未真实反映行业的盈利水平，截至2024年1月31日，行业PE估值水平在18倍左右，过去十年PE均值水平27.7倍，PE估值处在过去十年的底部，未来存在着估值修复需求。

鉴于上述观点，我们给予轮胎行业“推荐”评级。推荐国内轮胎行业竞争力较强、估值处在低位且（或）海外业务占比较高的优秀上市公司赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎和三角轮胎。从2022年海外业务占比来看，森麒麟(海外占比88%)>赛轮轮胎（海外占比79%）>三角轮胎（海外占比61%）>玲珑轮胎（海外占比49%），从2023E的PE估值水平来看，三角轮胎（8.2倍）<赛轮轮胎（12.08倍）<森麒麟（15.5倍）<玲珑轮胎（19.8倍）。

玲珑轮胎：国内第二大轮胎龙头企业，目前具备约9600万条轮胎产能，其中海外泰国基地目前半钢规划产能是1500万条，全钢胎产能有220万条；塞尔维亚基地目前具备全钢胎120万条产能规模，2024年达到设计产能160万条；半钢胎设计产能1200万条，争取尽快拿到试用许可，新产能即将投放市场，贡献业绩增量。预计公司2023-2025年归母净利润分别为14.64亿元、20.18亿元和24.29亿元，对应2024年PE为14.32倍，给予买入评级。

赛轮轮胎：国内第三大轮胎龙头企业，目前具备约7200万条轮胎产能，公司陆续在越南、柬埔寨、墨西哥等地新建轮胎基地，目前海外具备2790万条产能，另有1800万条规划产能，随着海外基地的陆续投产，保障公司未来业绩持续增长。预计公司2023-2025年归母净利润分别为31.38亿元、38.13亿元和44.10亿元，对应2024年PE为9.9倍，给予买入评级。

三角轮胎：公司是中国轮胎产业科技创新的引领者，巨型工程子午胎项目获得国家科技进步一等奖。公司凭借品质和品牌优势，享有较高售价和盈利水平，目前公司具备2688万条产能，2023年产能利用率在82%左右，未来产能利用率有进一步提升空间。预计公司2023-2025年归母净利润分别为13.99亿元、16.95亿元和17.90亿元，对应2024年PE为6.73倍，给予买入评级。

森麒麟：公司轮胎产品定位于高性能及大尺寸的中高端领域，毛利率长期处于领先地位。公司目前具有约2800万条轮胎产能，海外西班牙规划1200万条产能预计2025年开始投产，摩洛哥1200万条产能预计也将在2024年开始投放市场，未来业绩增长有望进入快车道。预计公司2023-2025年归母净利润分别为13.61亿元、18.21亿元和21.82亿元，对应2024年PE为11.59倍，给予买入评级。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-01-31 股价	EPS			PE			投资评级
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
601058.SH	赛轮轮胎	12.08	0.43	1.00	1.22	28.09	12.08	9.90	买入
601966.SH	玲珑轮胎	19.62	0.20	0.99	1.37	98.10	19.82	14.32	买入
002984.SZ	森麒麟	28.50	1.23	1.84	2.46	23.17	15.49	11.59	买入
601163.SH	三角轮胎	14.26	0.92	1.75	2.12	15.50	8.15	6.73	买入
601500.SH	通用股份	4.28	0.01	0.16	0.29	281.1	27.6	14.8	/
000589.SZ	贵州轮胎	5.37	0.37	0.71	0.93	12.82	7.56	5.75	/

注：未评级公司盈利预测取自万得一致预期

资料来源：Wind，华鑫证券研究所

经济下行风险

行业竞争加剧风险

项目建设不及预期风险

受环保政策开工受限风险

海外政策变化的风险

目录

CONTENTS

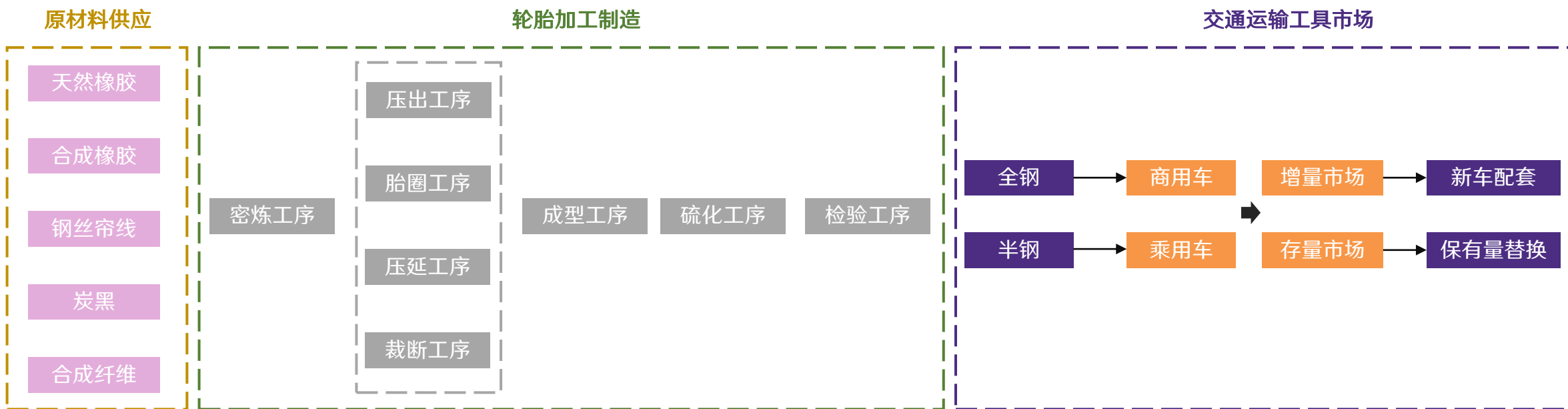
1. 供应：国产品牌市占率不断提升，龙头企业积极出海
2. 需求：全球汽车保有量持续增长，万亿规模轮胎市场稳步复苏
3. 成本：原材料价格回落，轮胎生产利润空间扩大
4. 中国轮胎优势显著，海外占比持续上升，且行业估值处在底部
5. 相关标的

01 供应：国产品牌市占率不断提升， 龙头企业积极出海

研究创造价值

➤ 轮胎的上游包括天然橡胶、合成橡胶、钢丝帘线、炭黑和合成纤维。轮胎产业链的中游包含半钢子午胎、全钢子午胎和斜交胎。轮胎产业链的下游包括乘用车、载重车、工程机械车、农用和林业机械车、工业车辆、飞机、特种车辆等应用领域。

图表1：轮胎产业链图



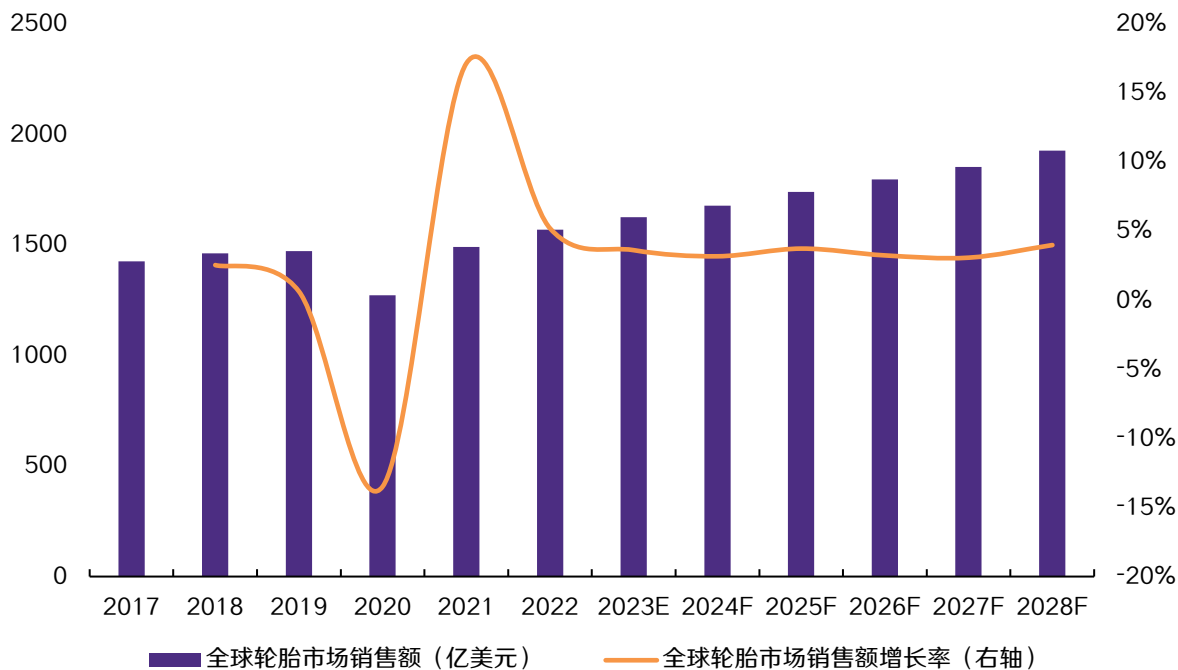
资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究所

全球轮胎市场：万亿市场规模稳步提升，以海外巨头把持市场为主

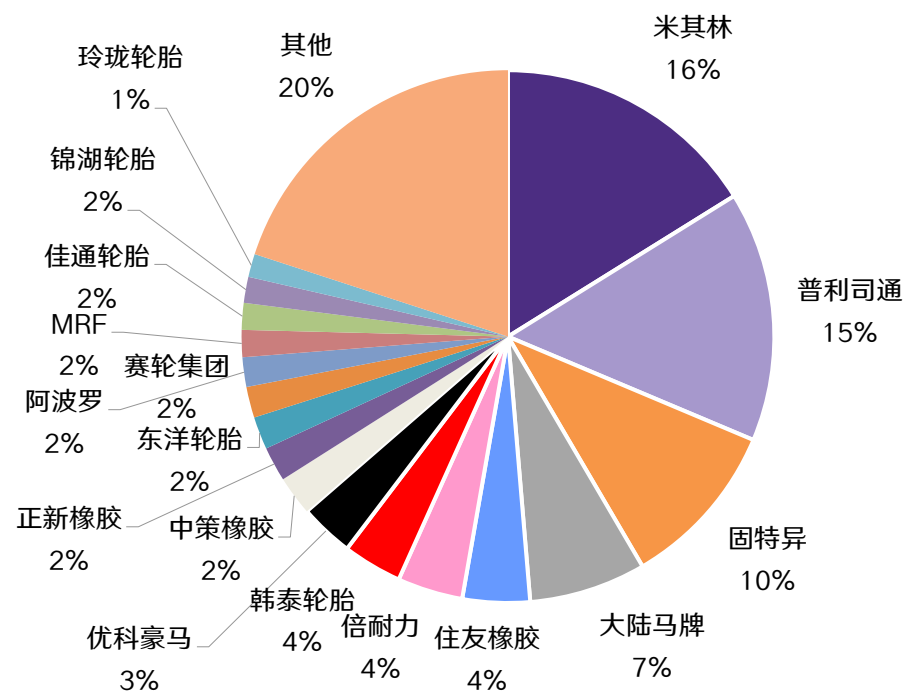
▶ 根据QYR的统计及预测：2022年全球轮胎市场规模达到了1568.77亿美元，2023E为1625.61亿美元，折合人民币1.3万亿左右。预计2028年将达到1925.82亿美元，年复合增长率（CAGR）为3.45%。

▶ 目前全球轮胎市场竞争激烈，米其林、普利司通、固特异全球市占率排名前三，分别为16%、15%、10%。中国企业仅占全球轮胎市场18.93%，未来发展潜力巨大。

图表2：2017-2028F全球轮胎市场规模（亿美元）



图表3：2023年全球轮胎企业市占率(销售额口径)



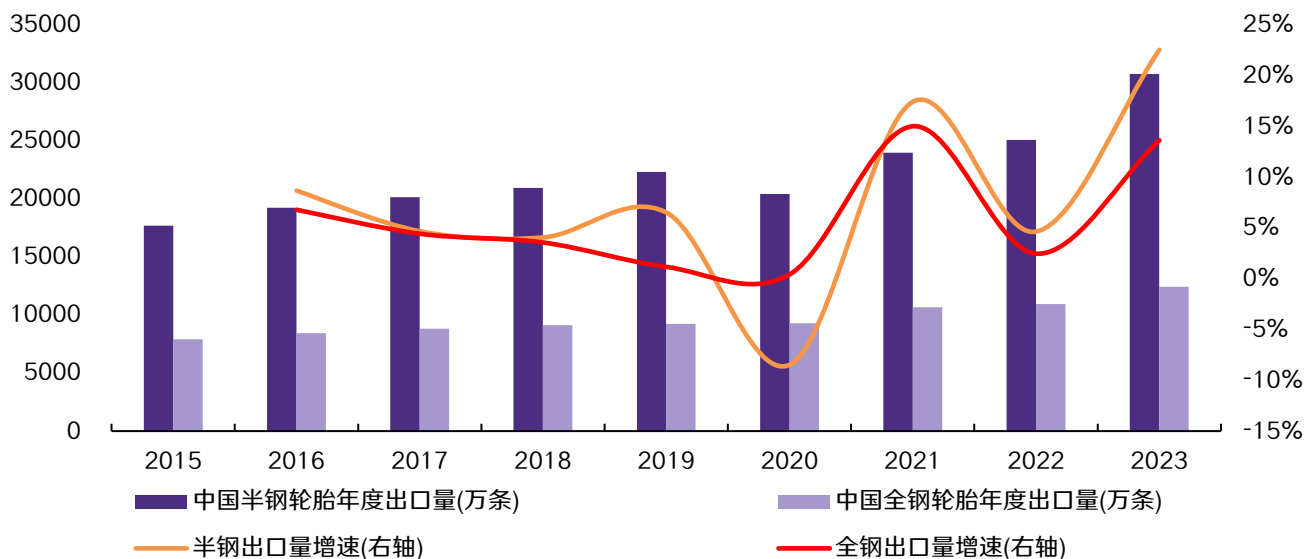
资料来源：QYResearch，《轮胎商业》，华鑫证券研究所

全球轮胎市场：中资胎企占有率持续提升，潜力巨大(销售额口径)

➤ 全球市场中，中资轮胎企业CR3（中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎）市占率自上世纪90年代以来稳步攀升，整体份额仍有较大提升空间。中等梯队企业市占率自2015年达到巅峰后有所回落，原因是国内轮胎企业迎来兼并重组破产退出集中度提升期，中资轮胎企业分化日益严重。

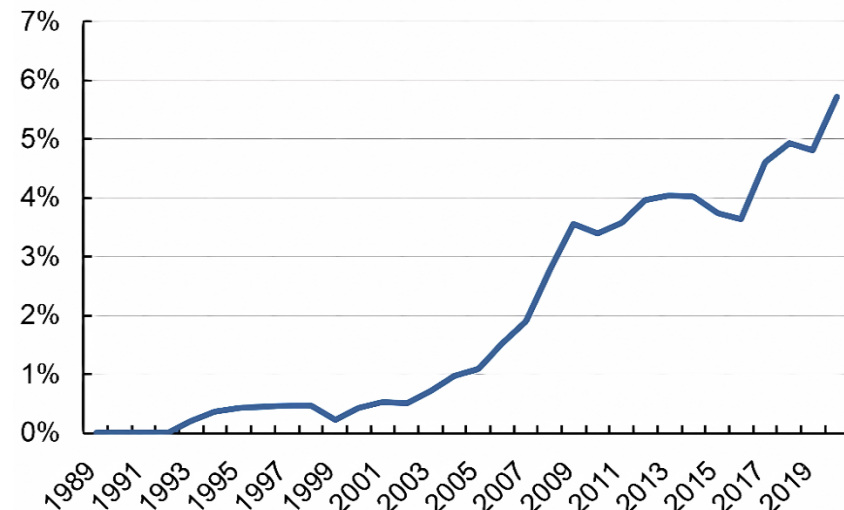
➤ 目前中国已经成为世界轮胎制造中心，结构也在不断变化，落后产能逐步淘汰，头部企业稳步扩张，竞争力逐步增强。

图表5：中国全钢胎及半钢胎出口量及同比增速

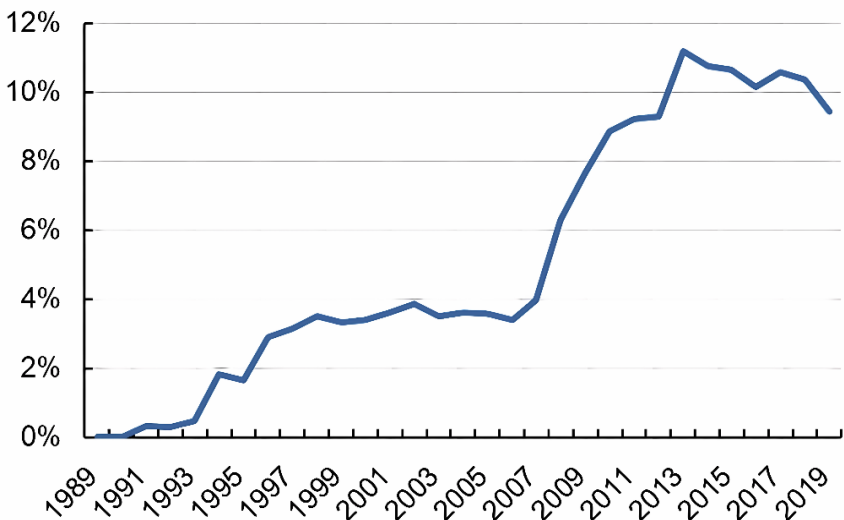


资料来源：车轱辘网，海关总署，华鑫证券研究所

图表4：全球75强轮胎企业中中国大陆企业CR3市占率



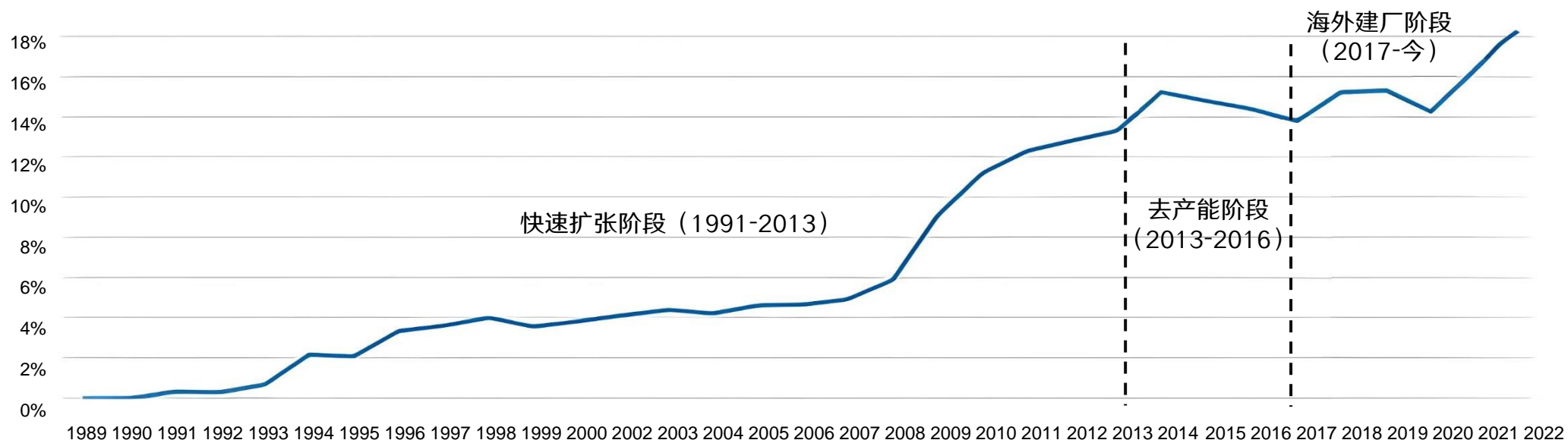
图表6：全球75强轮胎企业中中国大陆企业中等梯队市占率



中国大陆轮胎企业在全球的市占率变化大致经历了以下三个阶段：

- **快速扩张阶段（1991-2013）**：大陆轮胎企业依靠成本费用优势快速抢占全球市场，市占率一路攀升至15.2%；
- **去产能阶段（2013-2016）**：由于贸易摩擦加剧，中国大陆轮胎企业出口受阻，轮胎产业进入去产能阶段；
- **海外建厂阶段（2017-今）**：中国大陆头部企业纷纷“走出去”建厂规避贸易争端，海外工厂放量抢占市场。

图表7：全球75强轮胎企业中中国大陆企业销售额占全球的比例



资料来源：车轱辘网，华鑫证券研究所

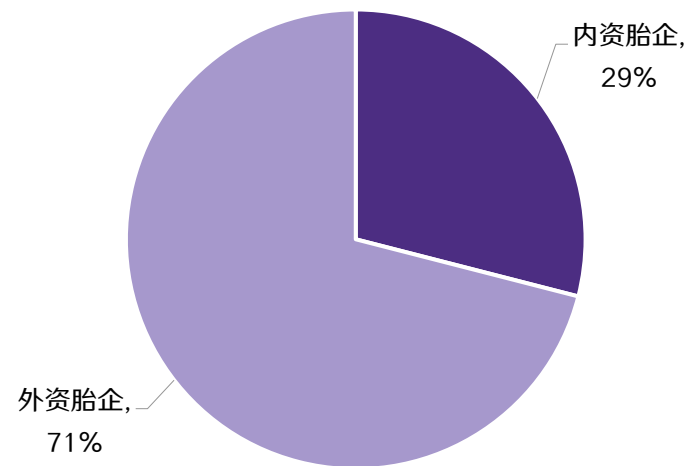
▶ 根据卓创资讯，我们剔除国内外资轮胎企业产能，得到国内内资轮胎企业产能68595万条，其中半钢胎产能50090万条，全钢胎产能18505万条。假设内资企业与外资企业开工率相同，根据2023年中国半钢胎开工率均值69%；全钢胎开工率均值60%，国内内资轮胎企业半钢胎产量约34562万条，国内内资轮胎企业全钢胎产量11103万条，2023年国内内资轮胎企业轮胎合计产量约为45665万条。考虑到国内内资轮胎企业目前在海外有约1亿条轮胎产能，假设海外工厂开工率为75%，则海外产量约7500万条。

▶ 2023年内资轮胎企业轮胎总产量=国内产量+海外产量=5.3亿条，按照2023年全球轮胎产量18.2亿条来算，内资轮胎企业市占率在29%左右，全球市场占有率仍有较大进步空间。

图表8：内资企业轮胎（半钢和全钢胎）产能情况及国内市占率

企业	国内全钢产能 (万条/年)	国外全钢产能 (万条/年)	国内半钢产能 (万条/年)	国外半钢产能 (万条/年)	合计占比
玲珑轮胎	1330	340	6100	1500	11.81%
赛轮轮胎	550	590	3700	2200	8.97%
中策橡胶	1900	320	3500	1300	8.94%
森麒麟	-	200	1500	1600	4.20%
三角轮胎	600	-	1200	-	2.29%
通用股份	300	130	300	600	1.69%
风神股份	760	-	500	-	1.60%
青岛双星	450	80	600	850	2.52%
贵州轮胎	400	215	-	-	0.78%
其他	12215	0	32690	0	57.19%
合计	18505	1875	50090	8050	100.00%

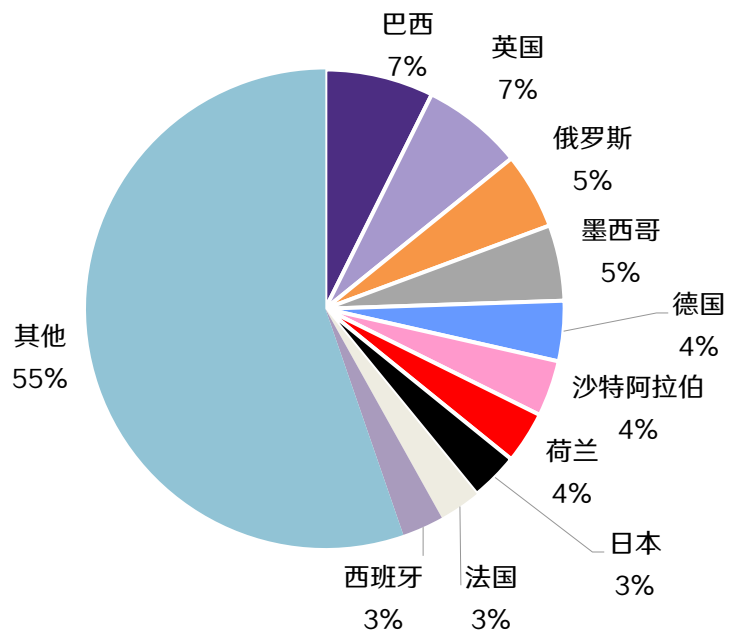
图表9：2023年全球轮胎企业市占率(产量口径)



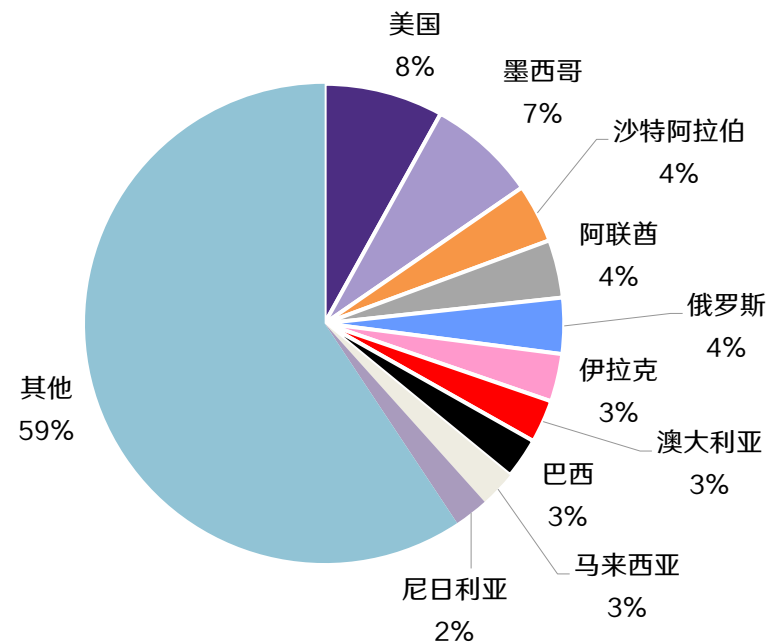
资料来源：卓创资讯，尚普咨询，华鑫证券研究所

- ▶ 从中国2023年轮胎出口分布来看，巴西、英国、俄罗斯在半钢胎出口国家（地区）中占比靠前，美国、墨西哥、沙特阿拉伯在全钢胎出口国家（地区）中占比靠前。我国的轮胎的贸易伙伴已达200+，轮胎的出口数据具有较强的抵御单一国家自我国进口减量的韧性。
- ▶ 俄罗斯在自身面临轮胎产销缺口以及一系列轮胎制造商、出口商离开俄罗斯市场的情况之下，对中国的依赖正在加强。而在目前的国际局势下，俄罗斯自身的恢复进程缓慢，短期内对中国轮胎进口的依赖或成趋势。

图表10：2023年全年半钢胎出口量分国家和地区统计



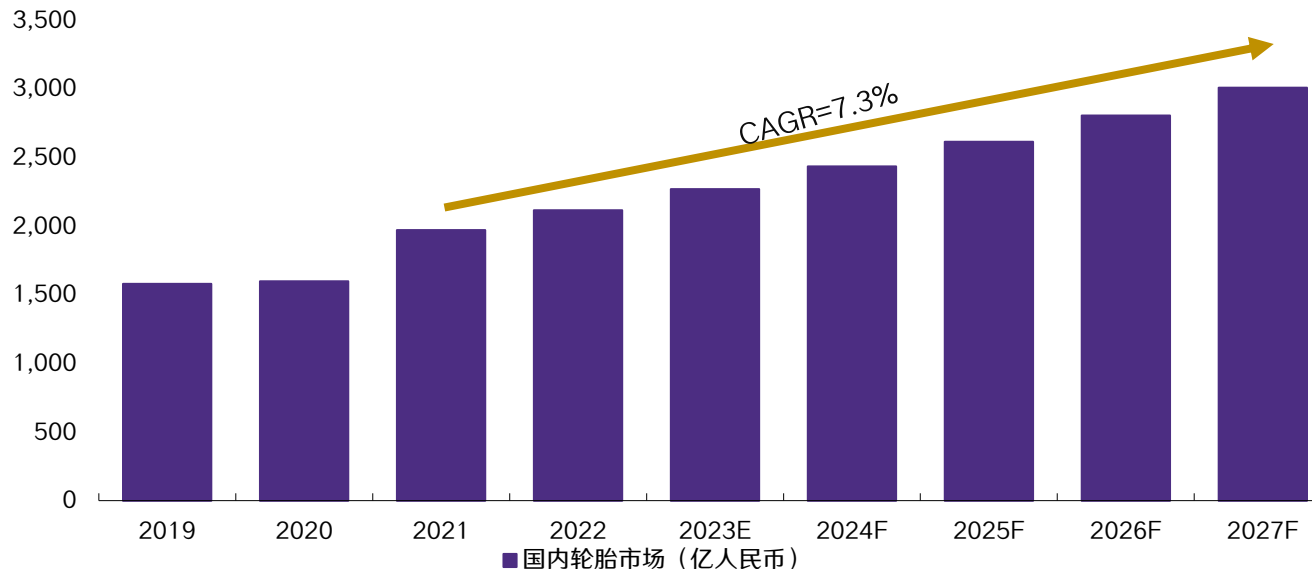
图表11：2023年全年全钢胎出口量分国家和地区统计



资料来源：海关总署，华鑫证券研究所

- ▶ 轮胎行业的发展依赖于汽车、工程机械和交通运输业。这些行业的发展速度、规模及水平将对轮胎行业的发展产生直接影响。根据Research and Markets数据，2022年国内轮胎市场约为2117亿人民币，2023E为2271.57亿人民币，2022-2027年中国轮胎行业复合增速为7.3%，经测算到2027年，中国轮胎市场规模将达到3011亿人民币。
- ▶ 轮胎企业发展路径：以半钢胎为例，半钢胎在配套胎和替换胎市场上有两种不同的发展路径，一种是致力于拓展配套胎市场，通过与主机厂合作，加大与各品牌车型的配套研发，以此来扩大品牌知名度进而带动替换胎的销量；另一种是致力于拓展替换胎市场，通过扩大销售渠道或提高品牌定位的方式，在替换胎市场上打出知名度。

图表12：国内轮胎市场规模（亿人民币）

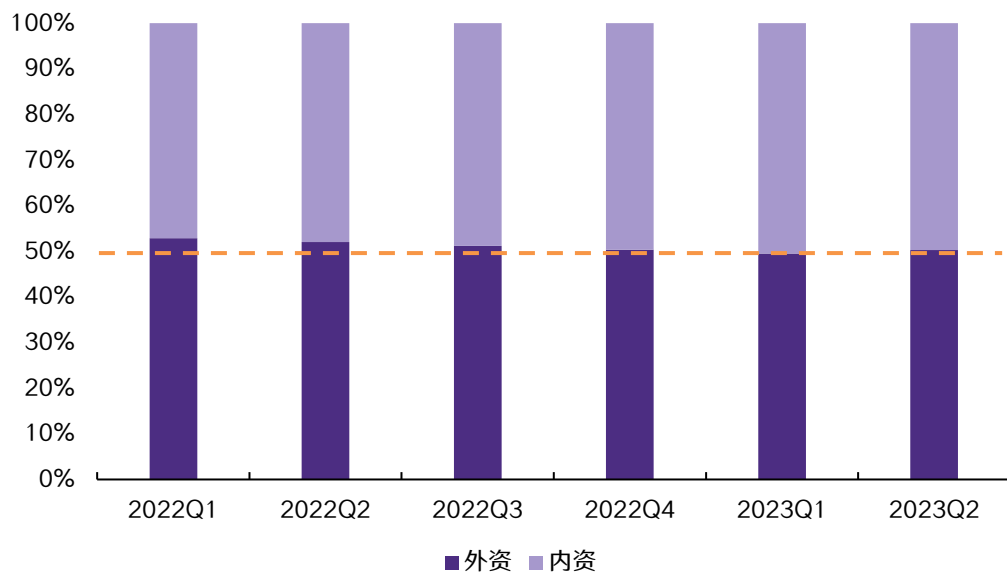


资料来源：前瞻研究院，华鑫证券研究所

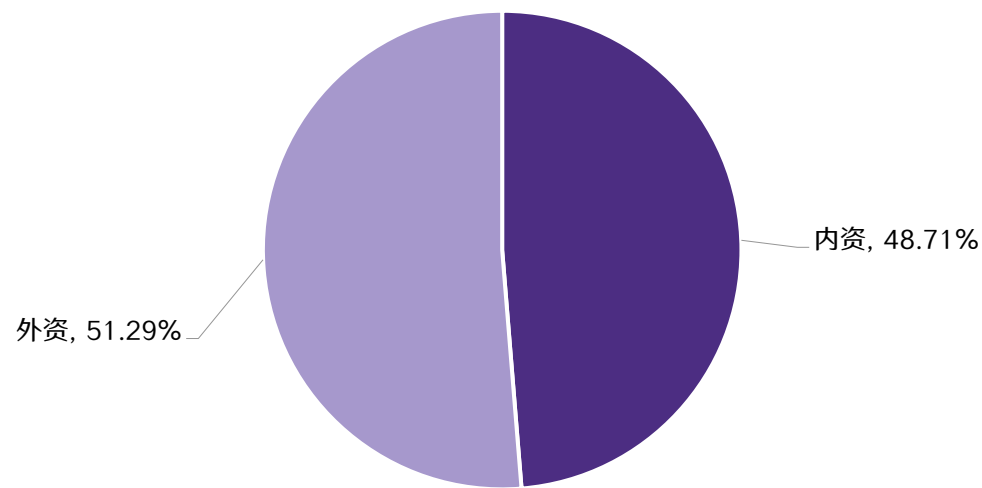
▶ 据轮胎商业网根据市场大数据汇总，2022年在国内中国轮胎品牌市场渗透率约为47.1%。在2023年第一季度中国轮胎品牌销量占比50.5%，第二季度占比约49.7%，上半年整体市场占有率可达50.1%。由图表趋势可以看出，中国品牌在轮胎市场的渗透率逐渐提升。

▶ 据《轮胎商业》统计的轮胎店销量数据，在零售市场上中国品牌占比48.71%，外资品牌轮胎占比约为51.29%。近几年来，中国胎企不断深耕轮胎市场，发力高端领域，紧跟国际第一梯队的脚步，在国内市场上不断站稳脚跟。

图表13：国内中外轮胎品牌季度销量占比



图表14：国内轮胎替换市场中外品牌销量对比



资料来源：轮胎商业网，华鑫证券研究所

国内轮胎市场：政策引导落后产能出清，国内产能集中度提升

➤ 随着国家环保政策的不断深入，淘汰落后轮胎产能已成为全国化趋势。2023年下半年，山东省发布《高端轮胎铸造项目发展指导目录（2023年版）》。要求有关部门严把项目关，坚决制止低端轮胎项目上马。据不完全统计，在过去四年山东轮胎至少淘汰了4000万条产能。落后产能的出清，将进一步释放市场空间，规范市场运营，更有利于民族品牌国际市场地位和品牌形象的建立，对头部企业形成长期利好。

图表15：近年国家轮胎相关产能优化政策

发布日期	政策文件	发布部门	主要内容
2014/9	《轮胎行业准入条件》	工业和信息化部	提出新建和改扩建轮胎项目必须符合国家产业规划和产业政策；鼓励发展节能、环保、安全的绿色轮胎；轮胎生产企业应当具备健全的能源管理体系。
2019/1	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	国家发改委	将高性能子午线轮胎及智能制造技术与装备、航空轮胎、农用子午胎及配套专用材料和设备生产列入“鼓励类”；新建斜交轮胎和力车胎(含手推车胎)列入“限制类”。
2020/1	《2020年工业节能监察重点工作计划》	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。
2023/7	《工业重点领域能效标杆水平和基准水平(2023年版)》	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。
2023/7	《产业结构调整指导目录(2023年本,征求意见稿)》	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。

图表16：近年山东轮胎相关产能优化政策

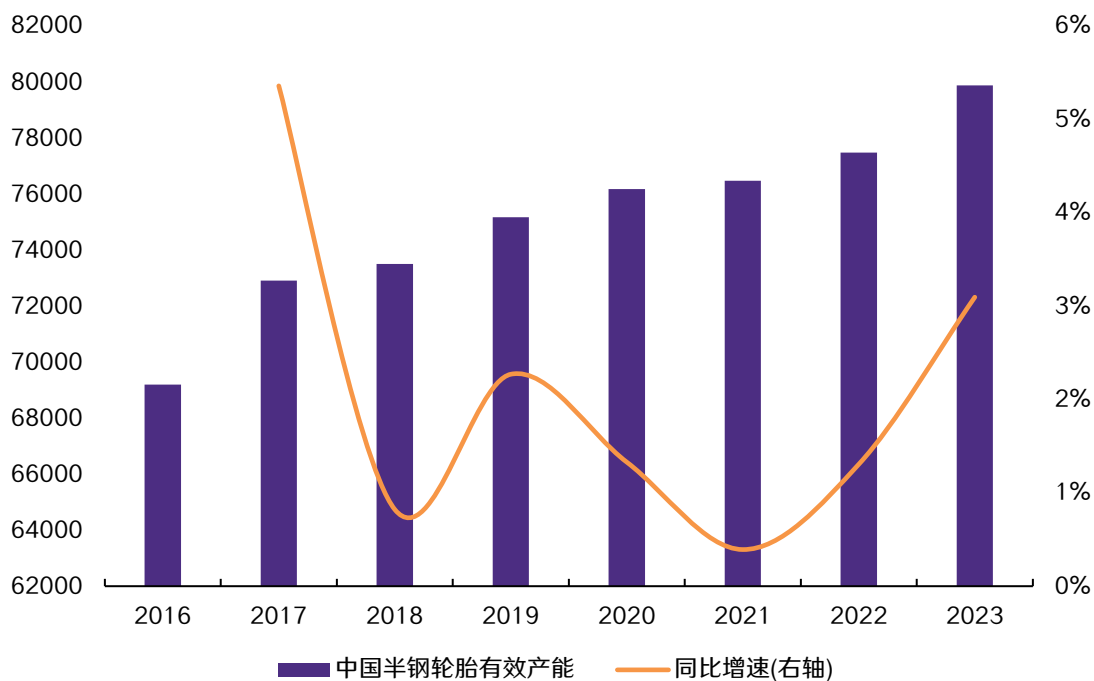
发布日期	政策文件	发布部门	主要内容
2021/4	《全省落实“三个坚决”行动方案(2021-2022年)》	山东省新旧动能转换综合试验区建设领导小组	到2022年，年产能120万条以下的全钢子午胎（工程轮胎、航空轮胎宽断面无内胎除外）、500万条以下的半钢子午胎（缺气保用轮胎、赛车胎高端产品、超低断面轮胎除外）企业全部整合退出退出产能可以进行减量置换。逾期未完成的直接关停退出。淘汰不能实现密闭式自动投料的炼胶机，润达不能实现冲氨工艺的子午胎行业硫化设备。
2022/1	《关于坚决遏制“两高”项目盲目发展促进能源资源高质量配置利用有关事项的通知》	山东省人民政府	对新建煤电、炼化、钢铁、焦化、水泥(含熟料和粉磨站)及轮胎项目，实施提级审批，由省级核准或备案。
2022/6	《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。
2023/8	《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	低于能效基准水平的轮胎、铸造企业，按照前期制定的能效改造提升方案，加快推进实施，确保2025年4月底前完成。各市要加快淘汰退出不符合安全、环保等要求的项目，无法整改的违规项目，以及低于能效基准水平仍未制定改造提升方案或无法改造提升的项目

资料来源：中国政府网，国家发改委，智研咨询，全国能源信息平台，枣庄工信，山东省工信部，政府公告，华鑫证券研究所

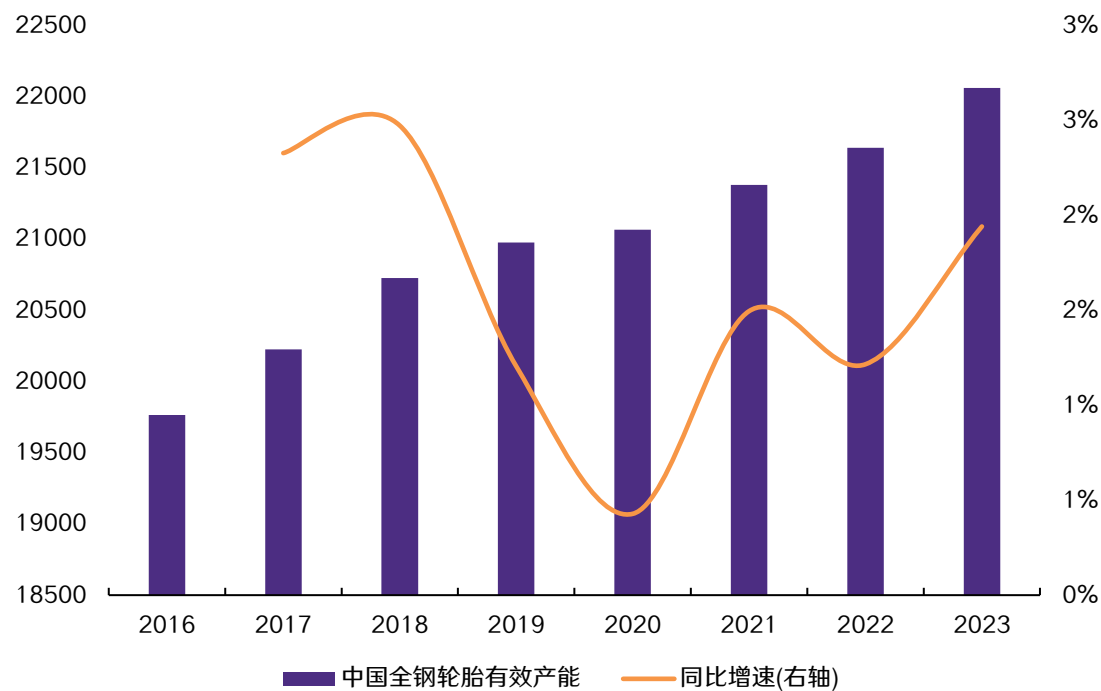
国内轮胎市场：政策引导落后产能出清，国内产能集中度提升

➤ 2016-2023年中国半钢胎产品产能复合增长率为2.1%，部分有产能扩充计划企业更多选择海外建厂，国内以提升现有产能利用率为主。2016-2023年中国全钢胎产品产能复合增长率在1.6%，近五年全钢胎产能呈现缓慢增长的态势，随着外贸出口良好势头的延伸，国内企业外贸占比增加。

图表17：中国半钢胎产能变化趋势(万条)



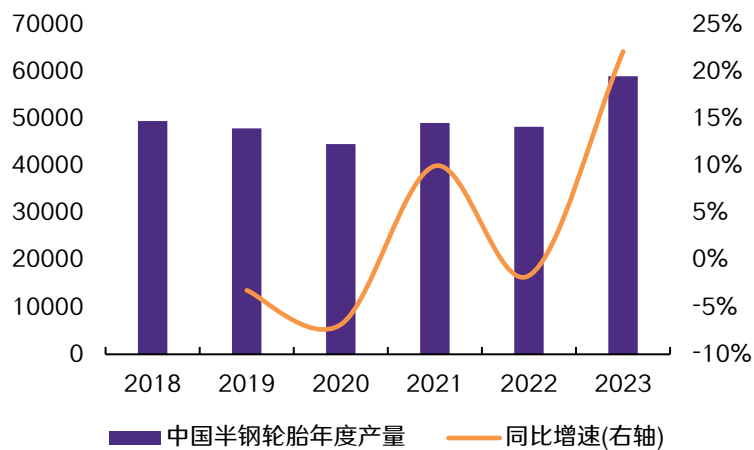
图表18：中国全钢胎产能变化趋势(万条)



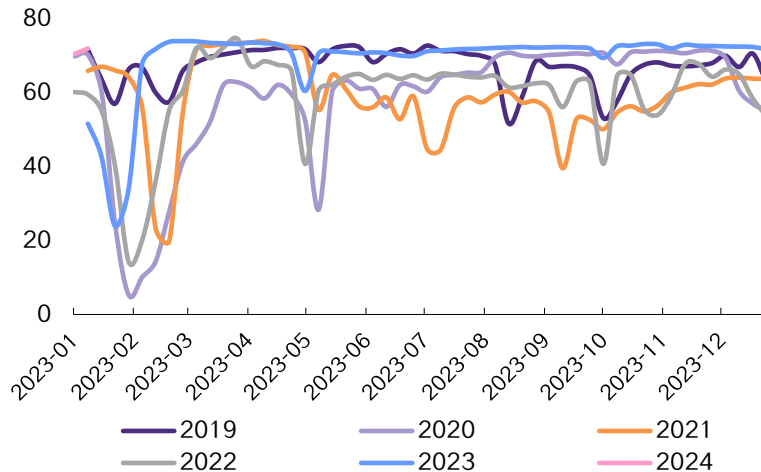
资料来源：钢联数据，华鑫证券研究所

国内轮胎市场：轮胎开工率持续修复，2023年产量大幅提升

图表19：中国半钢胎产量(万条)及增速

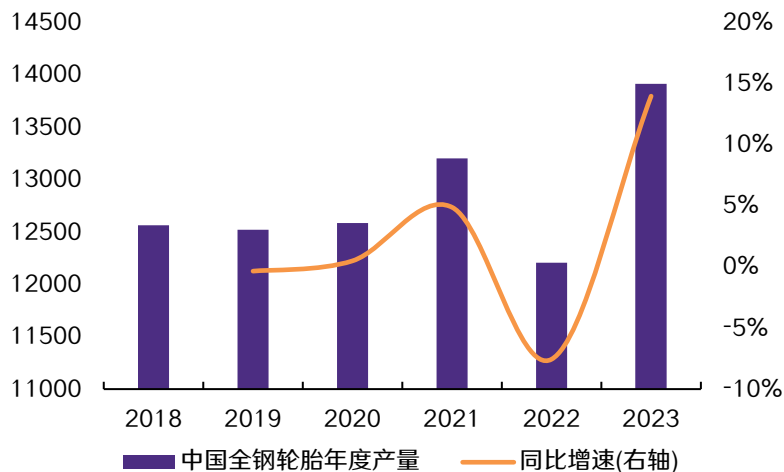


图表20：中国半钢轮胎周度开工负荷率(%)

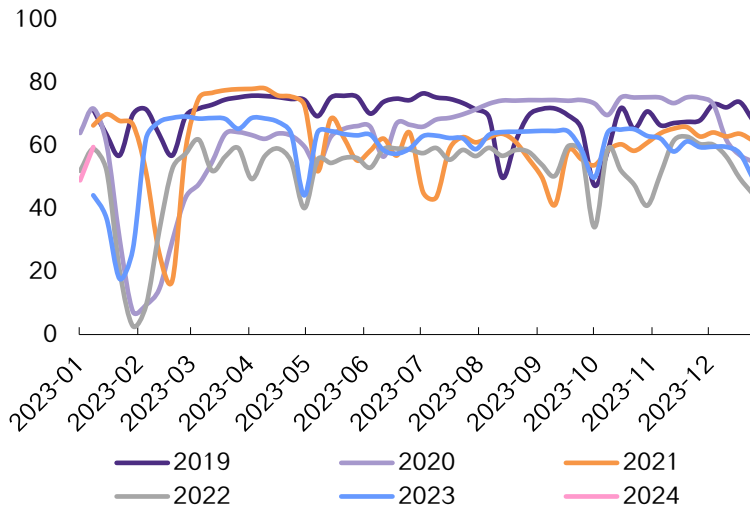


➤ 2023年中国半钢胎产量为5.9亿条，同比+22%。受国内产品缺货叠加外贸订单充足影响，中国半钢胎样本企业产能利用率基本维持在高位水平，2023年中国半钢胎开工率均值为69%，同比+9.4pcts。国内新能源汽车市场不断扩大，轮胎替换周期即将到来，这为企业提供了新的机遇。

图表21：中国全钢胎产量(万条)及增速



图表22：中国全钢轮胎周度开工负荷率(%)



➤ 2023年中国全钢胎产量为1.4亿条，同比+14%。产销两旺局面对全钢胎企业开工形成较大支撑，2023年中国全钢胎开工率均值达到60.2%，同比+8.2pcts。

资料来源：Wind，卓创资讯，华鑫证券研究所

➤ 根据当前的世界轮胎排名，头部轮胎企业的实力在逐步提升，部分企业的收入体量稳居世界前列。赛轮集团2022年销售额达32.94亿美元，位于全球12位；玲珑轮胎2022年销售额达24.65亿美元，位于全球第17位。

➤ 国内高端新能源汽车如红旗新能源 E-QM5、E-HS9、比亚迪宋 PRO 及宋 PLUS均配套国产轮胎，我国轮胎企业虽然大多数仍处在第三、第四梯队，但实力在逐步提升。

图表23：全球轮胎排名等级

等级	品牌	配套
第一梯队	米其林、固特异、普利司通	配套法拉利、保时捷、玛莎拉蒂等豪车及世界著名品牌高端车型
第二梯队	马牌、住友、韩泰、倍耐力、优科豪马等	部分配套奔驰、宝马、奥迪、本田、丰田、现代、路虎、福特等著名品牌
第三梯队	中策、玲珑、三角、双钱、赛轮、风神、贵州、森麒麟等	少部分配套外资车企如大众、通用、福特等；大部分配套吉利、东风、五菱、比亚迪等国产品牌
第四梯队	其他国内杂牌	基本没有配套业务，市场占有率低，无三包政策

资料来源：《轮胎商业》(《Tire Business》)，华鑫证券研究所

图表24：2023 年全球轮胎20强排名

2023排名	公司	公司所在地	2022销售额 (亿美元)
1	米其林	法国	282.60
2	普利司通	日本	266.00
3	固特异	美国	178.92
4	德国马牌	德国	124.20
5	TR 住友橡胶	日本	71.60
6	倍耐力	意大利	69.57
7	韩泰轮胎	韩国	63.10
8	优科豪马	日本	57.45
9	中策橡胶	中国	41.76
10	正新橡胶	中国台湾	36.77
11	东洋轮胎	日本	34.70
12	赛轮集团	中国	32.94
13	阿波罗	印度	31.37
14	MRF轮胎	印度	28.76
15	佳通轮胎	新加坡	28.40
16	锦湖轮胎	韩国	27.59
17	玲珑轮胎	中国	24.65
18	耐克森	韩国	21.35
19	JK轮胎	印度	18.71
20	诺记轮胎	芬兰	17.65

- ▶ 芬兰测试世界《Test World》针对17款不同品牌的夏季轮胎进行测试，从制动测试、湿地抓地力、水滑测试、驾驶性能以及噪音和滚动阻力等方面进行了全面的对比测试，德国马牌 ContiPremium Contact 5 系列获得9.1分夺魁，国产玲珑轮胎 Gree-Max HP 010 系列荣获8.3分，处于前列。
- ▶ 近年来，国产轮胎在质量和性能方面取得了显著提升，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，并且对比海外主流市场价格，中国品牌轮胎处于较低水平，性价比高，市场竞争力不断提升。

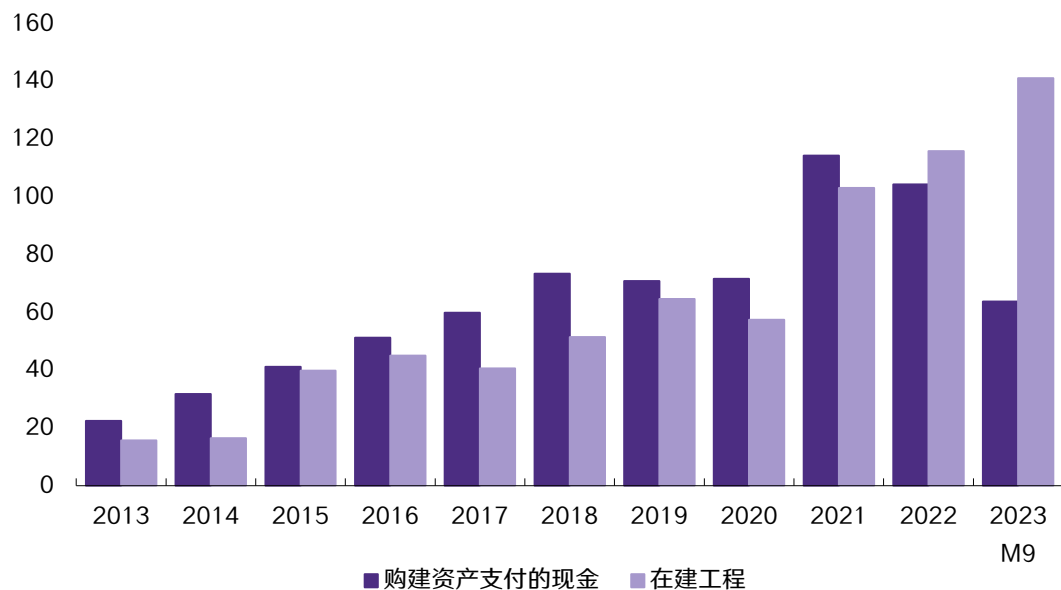
图表25：全球主流轮胎品牌205/55R16规格产品性能测试对比

测试项目		权重	德国马牌 ContiPremium Contact 5	米其林 Primacy 3	普利司通 Turanza T001	倍耐力 Cinturato P7 Blue	固特异 EfficientGrip Performance	玲珑 Green-Max HP 010	韩泰 Ventus Prime 3	德安通 Mozzo Sport
湿地	制动	15%	9	10	9	8	8	9	9	6
	动态抓地力	15%	9	10	9	10	9	9	8	6
	水滑性能	15%	8	7	10	8	9	8	7	8
	控操控性	10%	9	9	8	9	8	9	8	5
干地	制动	15%	9	9	9	8	8	8	9	7
	操控性能	10%	10	8	8	8	8	7	8	7
	噪音	10%	10	9	9	9	9	9	10	8
	滚动阻力	10%	9	7	7	10	9	7	7	6
总分		100%	9.1	8.9	8.8	8.7	8.5	8.3	8.3	6.7

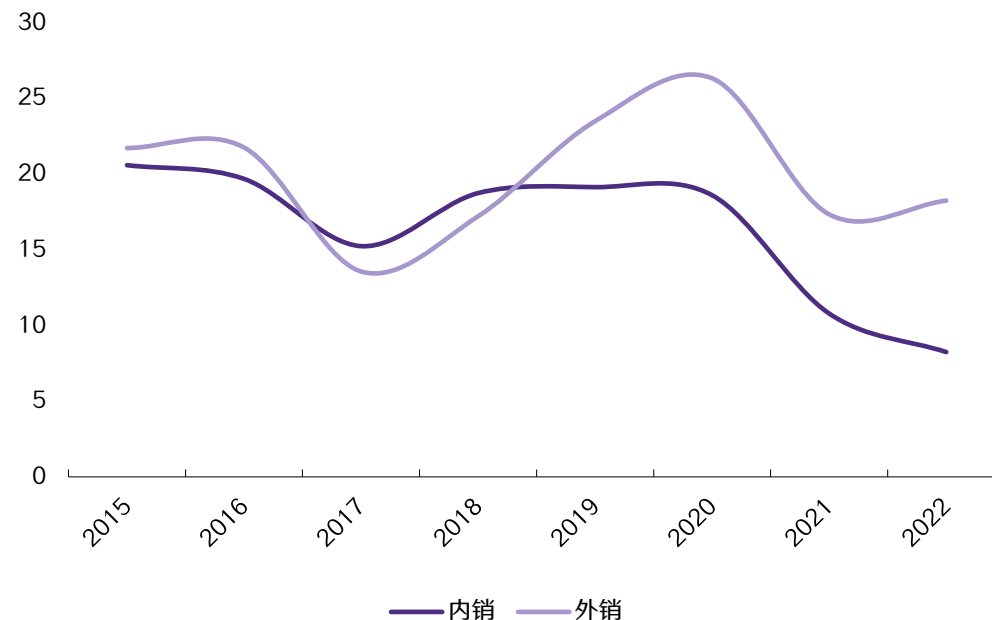
资料来源：Test World 轮胎测评报告，华鑫证券研究所

▶ 越来越多内资胎企海外扩张。通过建立生产基地、合作设厂等方式将产能扩张至海外地区。2021-2023年我国轮胎企业在建工程持续创新高，复盘2015-2022年间我国轮胎行业海内外销售的毛利率情况，外销毛利率多数时间高于国内，海外建厂靠近终端市场且通常有明显的关税优势，内外销毛利率价差近年有拉大趋势。

图表26：轮胎板块资本支出及在建工程情况(亿元)



图表27：轮胎外销毛利率一般高于国内(%)



注：毛利率样本公司为玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎、森麒麟、青岛双星、通用股份及贵州轮胎。

资料来源：Wind，公司公告，华鑫证券研究所

图表28：主要轮胎企业海外项目梳理（万条）

公司名称	海外生产基地	开始建设时间	现有产能		规划总产能	
			半钢胎	全钢胎	半钢胎	全钢胎
赛轮轮胎	越南	2012年	1300	160	1600	260
	越南ACTR合资工厂	2019年		265		265
	柬埔寨	2021年	900	165	2100	165
	墨西哥	2023年			600	
青岛双星	越南（增资）	2021年	850	80	850	80
	柬埔寨	2023年			700	150
贵州轮胎	越南	2018年		215		215
通用股份	泰国	2018年	600	130	1200	180
	柬埔寨	2021年			500	90
中策轮胎	泰国	2014年	1300	320	1300	320
三角轮胎	美国	—				
森麒麟	泰国	2014年	1600	200	1600	200
	西班牙	2023年			1200	
	摩洛哥	2023年			1200	
玲珑轮胎	泰国	2012年	1500	220	1500	220
	塞尔维亚	2019年		120	1200	160

▶ 据车轱车辙网统计，目前12家中国企业在海外共已落地建设了18家轮胎工厂，还有7家轮胎厂正在筹建中。我国轮胎企业海外发展已形成的实际年产能接近1亿条，加上获批在建中的全钢胎和半钢胎的产能分别为1445万条和6950万条，中国企业在海外将很快达到半钢胎1.46亿条产能，全钢胎3450万条产能。

资料来源：公司公告，公司官网，Wind，青岛西海岸，中国橡胶杂志，集贤网，轮胎世界网，车轱车辙网，华鑫证券研究所

头部企业持续出海，应对“双反”降低税率

- ▶ 2009—2024年，美国针对中国轮胎进口的“双反”调查近十起，除了中国OTR轮胎“双反”税令被撤销外，其他调查几乎都申诉无效。美国以外，印度、巴西、白俄罗斯等国家也对中国轮胎接连不断地实施“双反”。
- ▶ 泰国、越南等东南亚国家在美国进口占据重要地位，因此国内龙头公司将产能布局在东南亚地区已经成为了一种发展趋势。

图表29：美国商务部轮胎进口各地区“双反”税率

地区	企业	反倾销终裁税率	反补贴终裁税率	合计税率
韩国	韩泰轮胎	27.05%	0%	27.05%
	尼克森轮胎	14.72%	0%	14.72%
	其他	21.74%	0%	21.74%
中国台湾	正新轮胎	20.04%	0%	20.04%
	南港轮胎	101.89%	0%	101.89%
	其他	84.75%	0%	84.75%
泰国	森麒麟	1.24%	0%	1.24%
	住友橡胶	6.16%	0%	6.16%
	其他	4.52%	0%	4.52%
越南	赛轮轮胎	0%	6.23%	6.23%
	建大橡胶	0%	6.46%	6.46%
	锦湖轮胎	0%	7.89%	7.89%
	普利司通	0%	6.46%	6.46%
	优科豪马	0%	6.46%	6.46%
	其他	22.27%	6.46%	28.73%

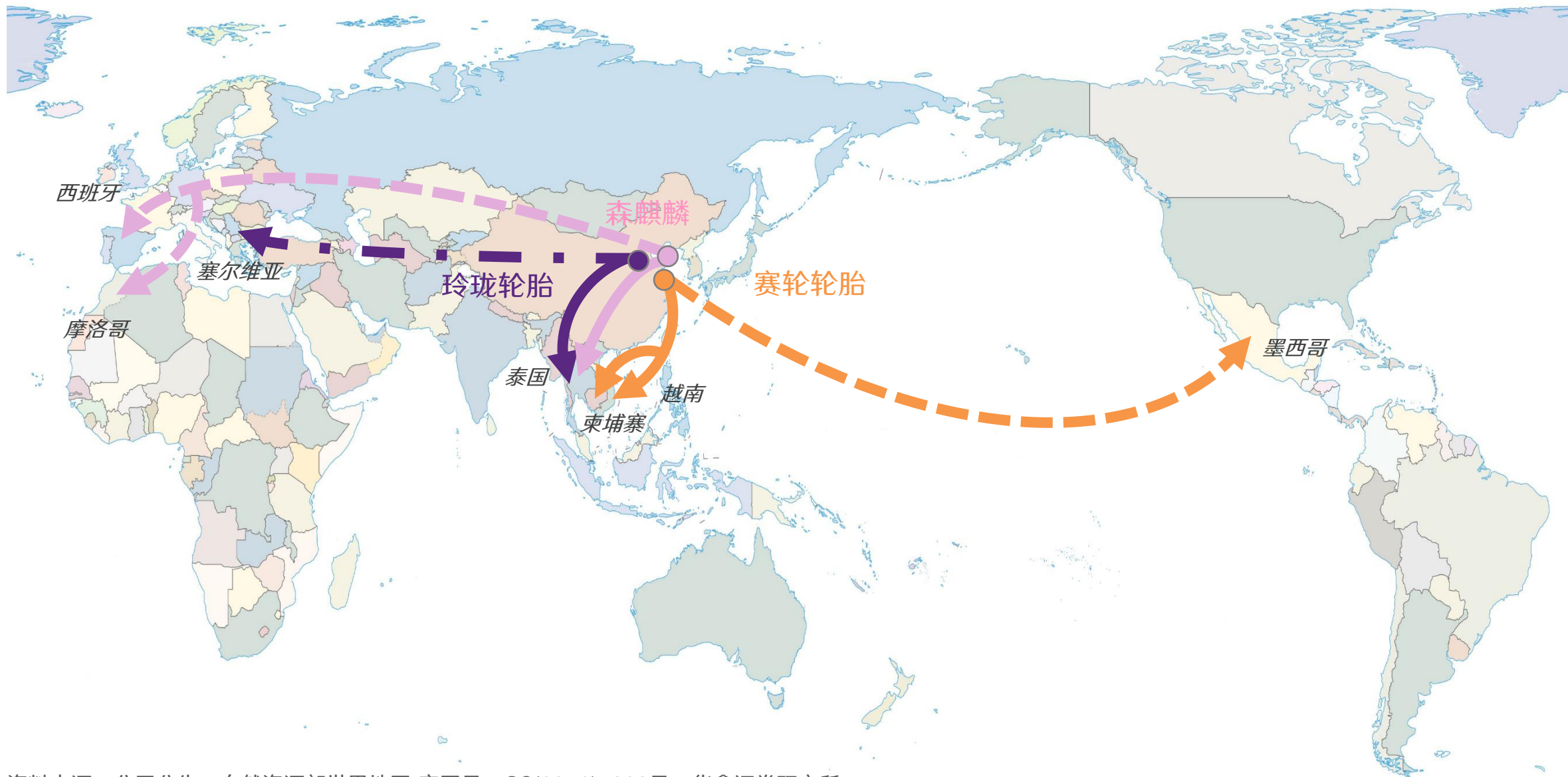
图表30：美国乘用车轮胎进口分地区数量及平均单价

国家	2023H1	2022H1	变动	平均单价（美元）
泰国	15,538,092	17,818,690	-12.8%	\$38.80
墨西哥	10,305,935	11,014,690	-6.4%	\$82.80
韩国	6,425,224	7,579,516	-15.2%	\$63.41
越南	5,935,969	5,758,093	3.1%	\$61.39
印度尼西亚	6,787,759	9,675,064	-29.8%	\$53.69
加拿大	5,668,535	5,633,283	-0.7%	\$39.06
日本	4,287,254	5,529,292	-22.5%	\$78.24
智利	2,699,466	2,938,468	-8.1%	\$60.44
柬埔寨	2,108,408	-	-	\$34.98
菲律宾	1,878,114	1,837,883	2.2%	\$45.34
其他	15,111,531	16,777,763	-9.9%	\$78.91
全球合计	76,746,287	84,562,742	-11.6%	\$60.78

注：泰国出口美国的反倾销终裁税率为行政复议终裁结果。

资料来源：美国商务部，Tire Business，华鑫证券研究所

头部企业持续出海，应对“双反”降低税率



资料来源：公司公告，自然资源部世界地图 审图号：GS(2016)1663号，华鑫证券研究所

02 需求：全球汽车保有量持续增长， 万亿规模轮胎市场稳步复苏

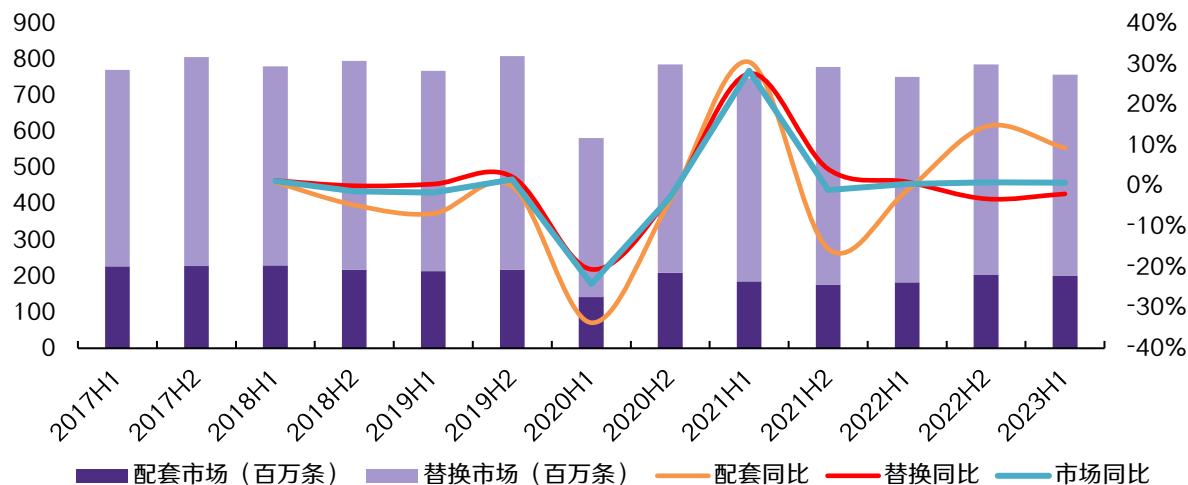
研究创造价值

全球：轮胎需求稳定，整体消费以替换市场为主

▶ 2017-2019年，全球轮胎市场消费量整体呈现稳定趋势；2020年全球轮胎消费量明显减少，主要是受到疫情的冲击所致。随着控制疫情措施生效，2022年全球轮胎消费量回升至17.49亿条。

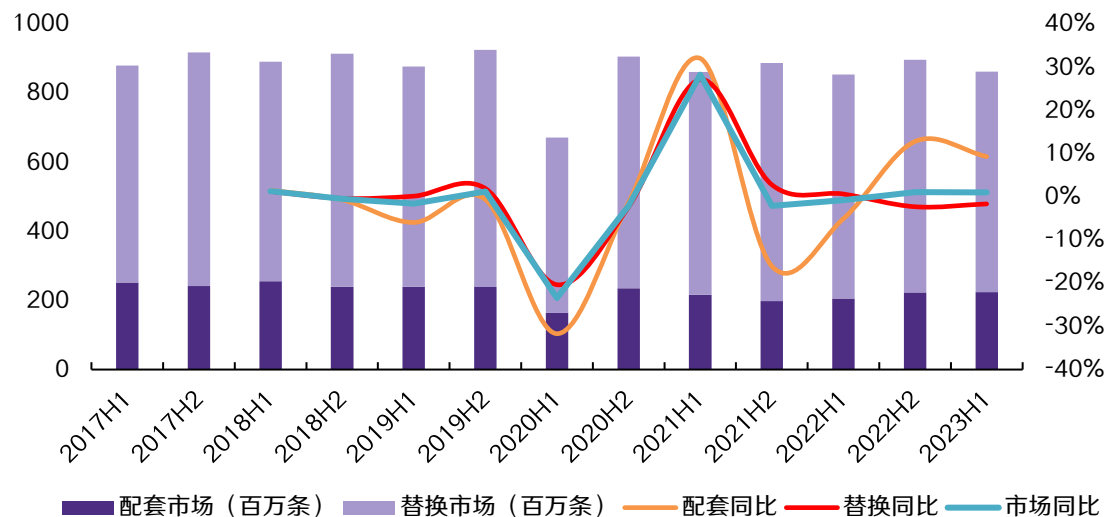
▶ 全球轮胎消费以替换市场为主，国内轮胎替换市场占比仍处于相对低位。考虑到不同种类的轮胎替换系数存在差异，轮胎细分市场的消费结构也有所不同，2023年H1半钢胎整体销量为7.59亿条，其中替换市场销量为5.59亿条，占比达到74%；全钢胎具备更高的替换系数因而替换市场消费占比更高，2023年H1全钢胎销量为1.03亿条，其中替换市场销量为0.79亿条，占比高达77%。

图表31：2017-2023H1全球半钢胎市场情况

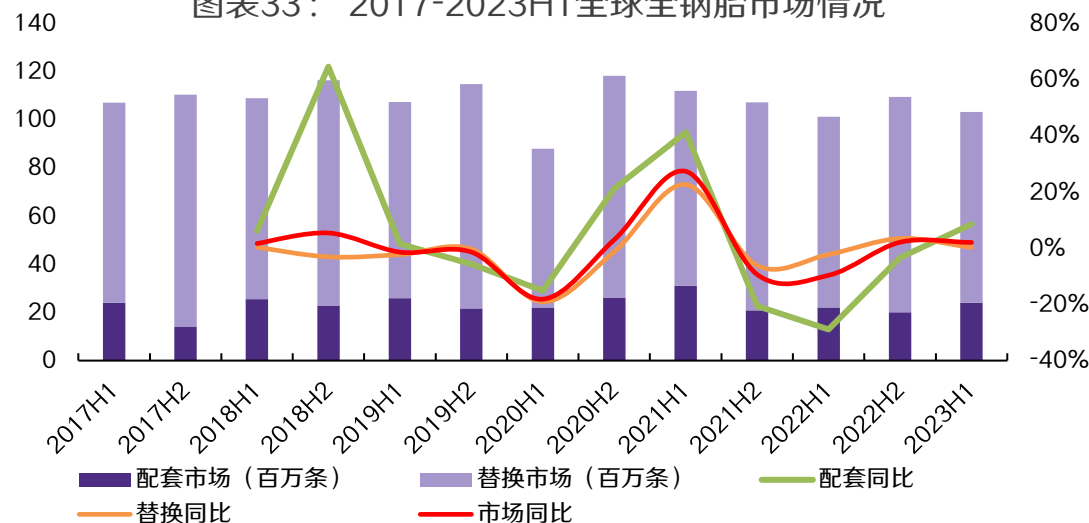


资料来源：米其林公告，华鑫证券研究所

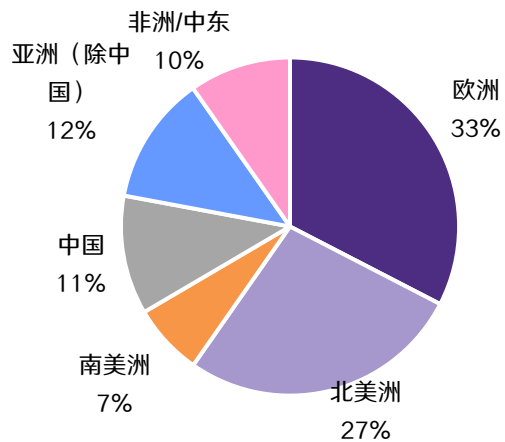
图表32：2017-2023H1全球轮胎市场情况



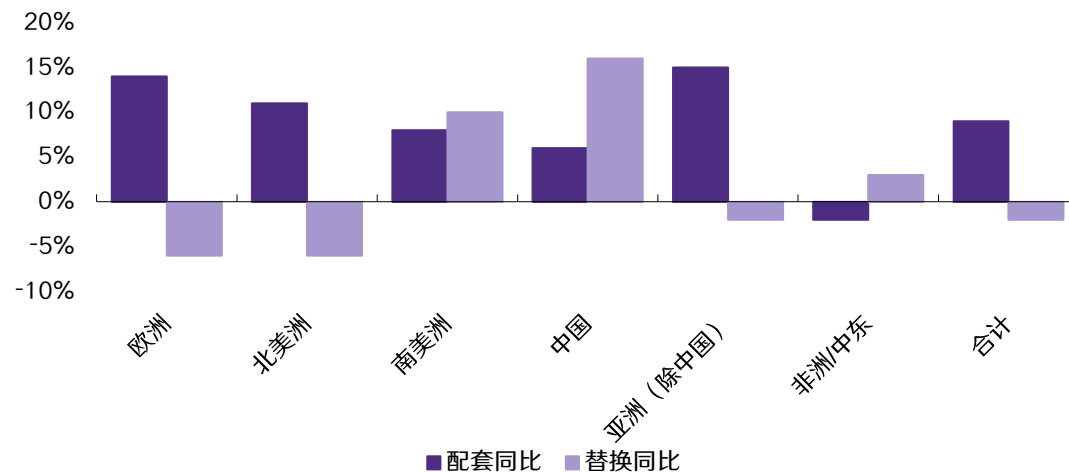
图表33：2017-2023H1全球全钢胎市场情况



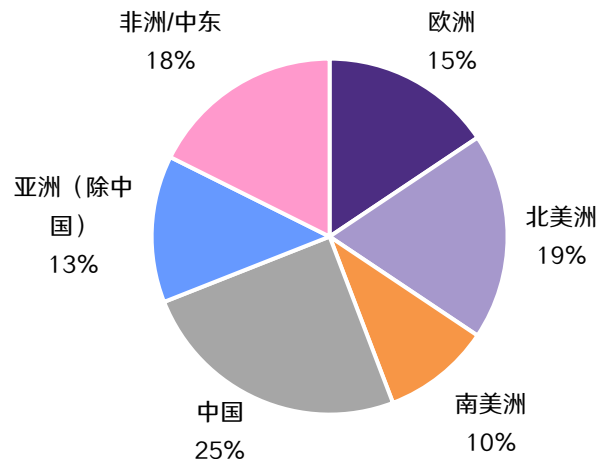
图表34：2023H1全球乘用车&轻卡轮胎分地区销量



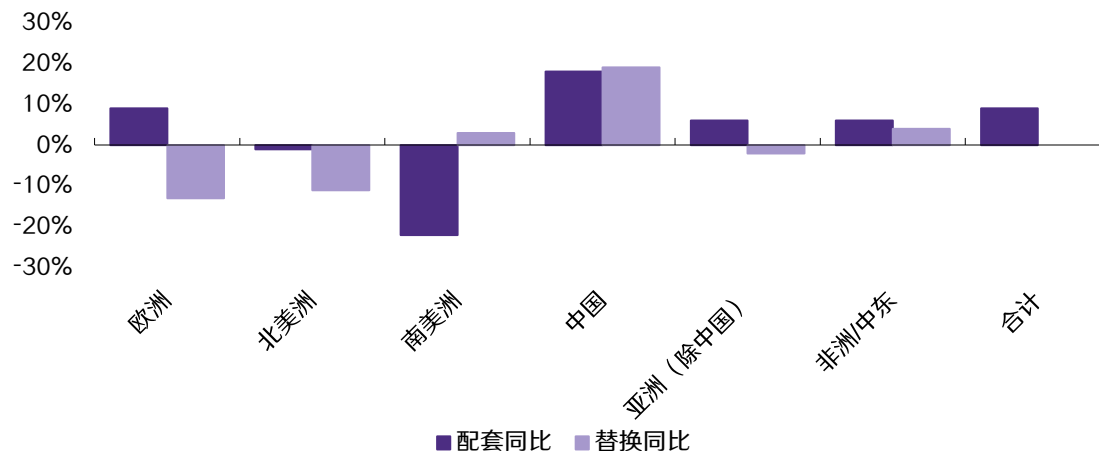
图表35：2023H1全球乘用车&轻卡轮胎销量变化



图表36：2023H1全球卡车轮胎分地区销量



图表37：2023H1全球卡车轮胎销量变化



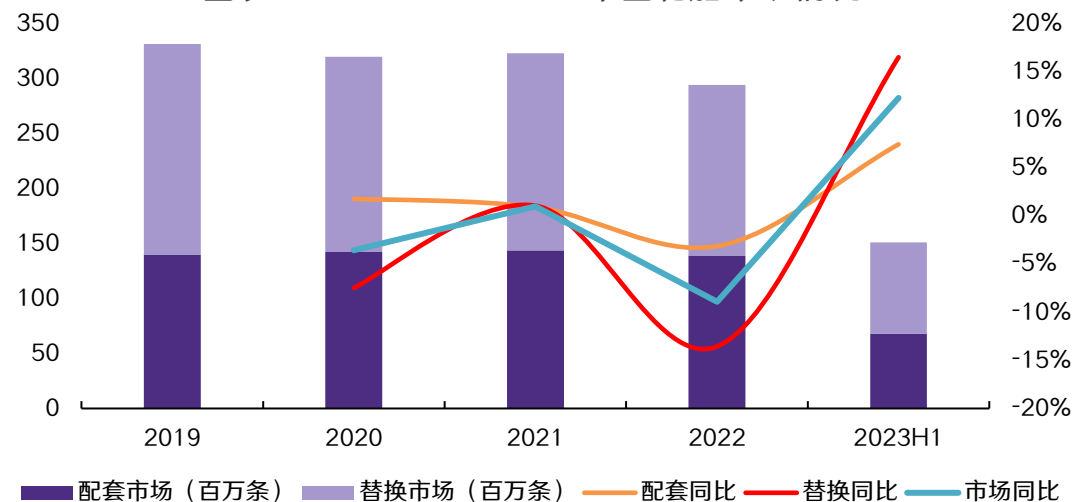
资料来源：米其林公告，华鑫证券研究所

国内：需求强劲，替换略强于配套

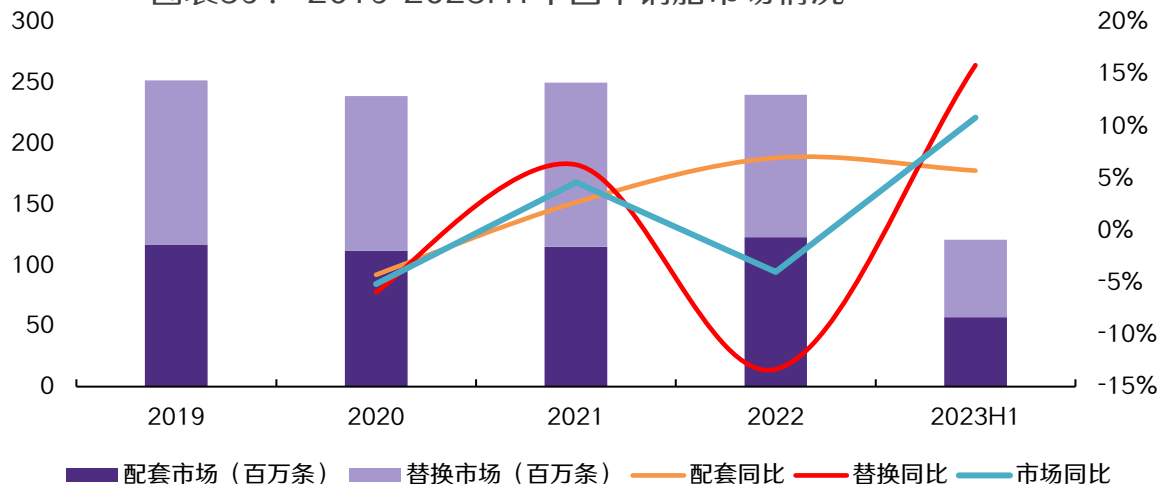
国内轮胎市场整体呈增长趋势，由于疫情原因，2020年出现小幅下降，2021年回升后，2022年整体轮胎市场又出现8.9%的跌幅。随后2023年市场大增，2023H1同比增幅达12.26%。

与全球市场结构相比，国内替换市场占比较大(55.13%)。2023年H1半钢胎销量为1.2亿条，其中替换市场销量为0.64亿条，占比达到52.7%；全钢胎具备更高的替换系数因而替换市场消费占比更高，2023年H1全钢胎销量为0.3亿条，其中替换市场销量为0.2亿条，占比高达65%。

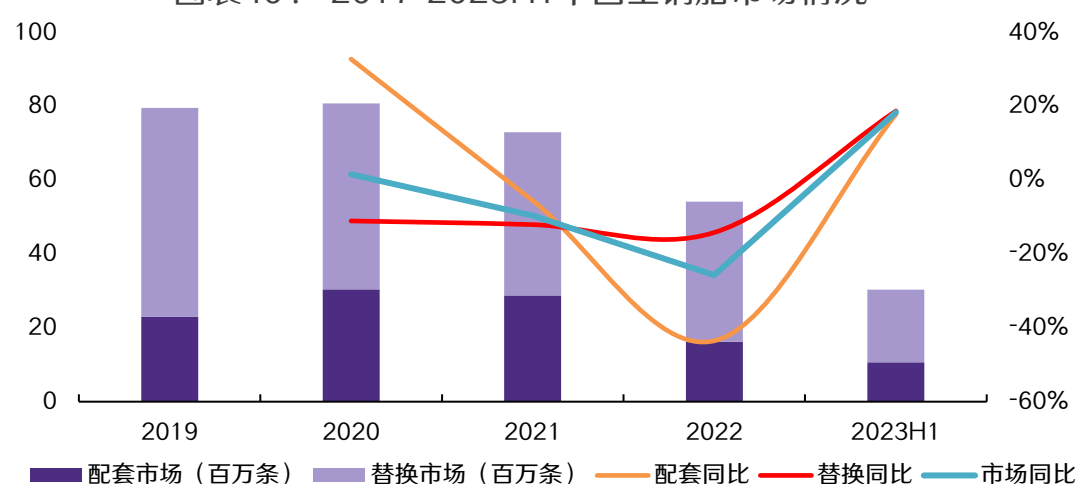
图表38：2017-2023H1中国轮胎市场情况



图表39：2019-2023H1中国半钢胎市场情况



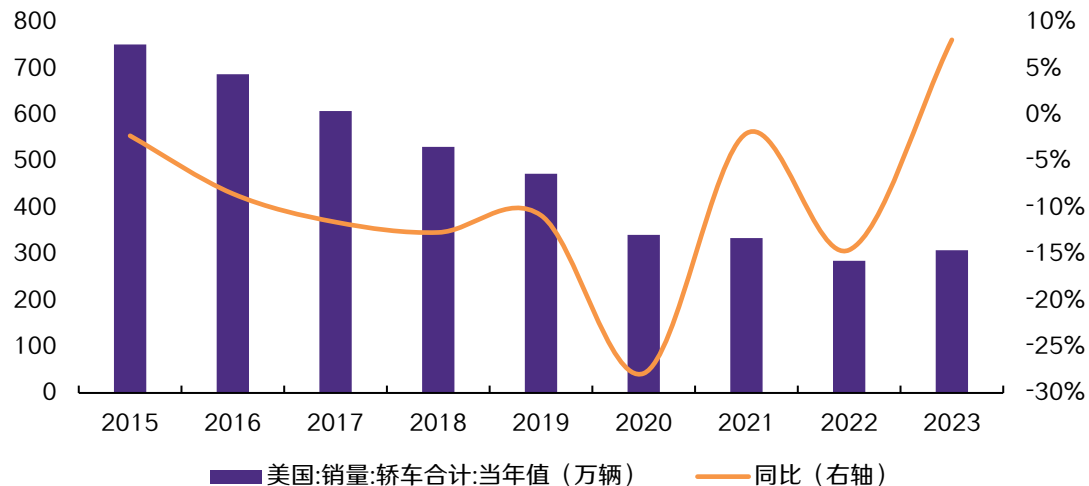
图表40：2017-2023H1中国全钢胎市场情况



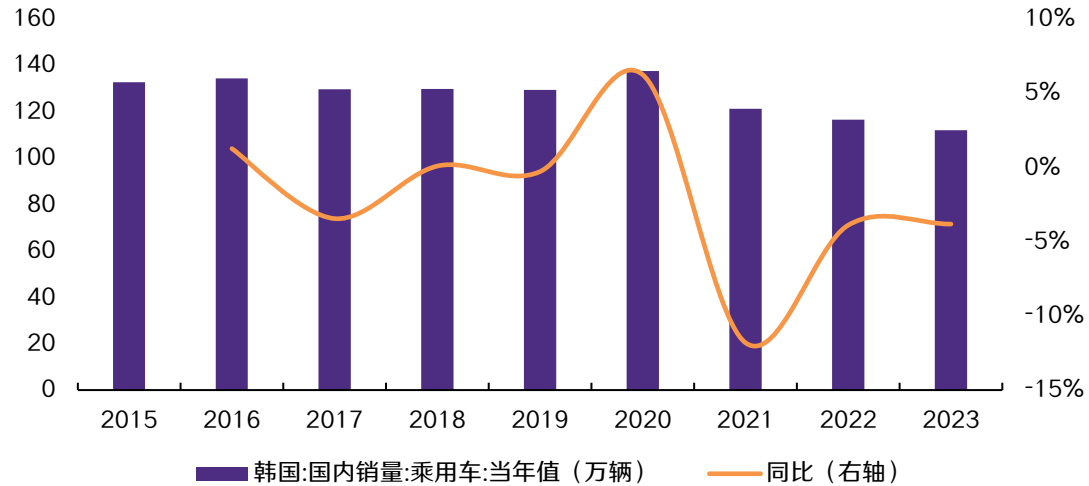
资料来源：米其林公告，华鑫证券研究所

配套需求：全球汽车市场韧性犹存，配套市场支撑显著

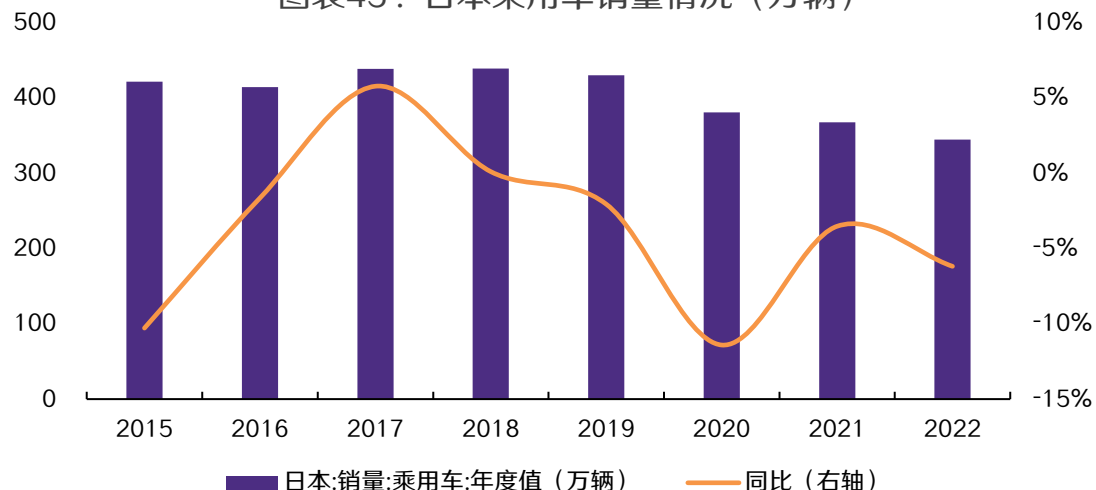
图表41：美国轿车销量情况（万辆）



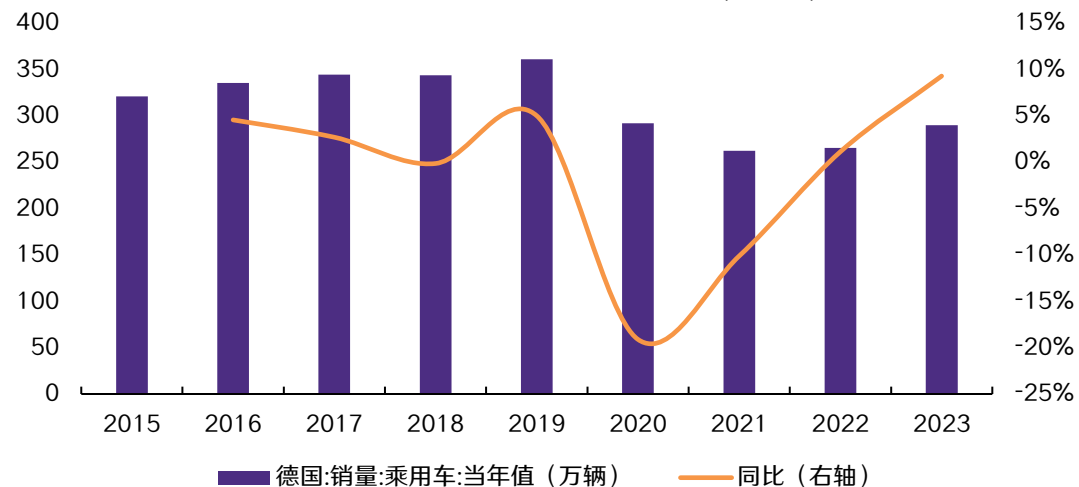
图表42：韩国乘用车销量情况（万辆）



图表43：日本乘用车销量情况（万辆）



图表44：德国乘用车销量情况（万辆）

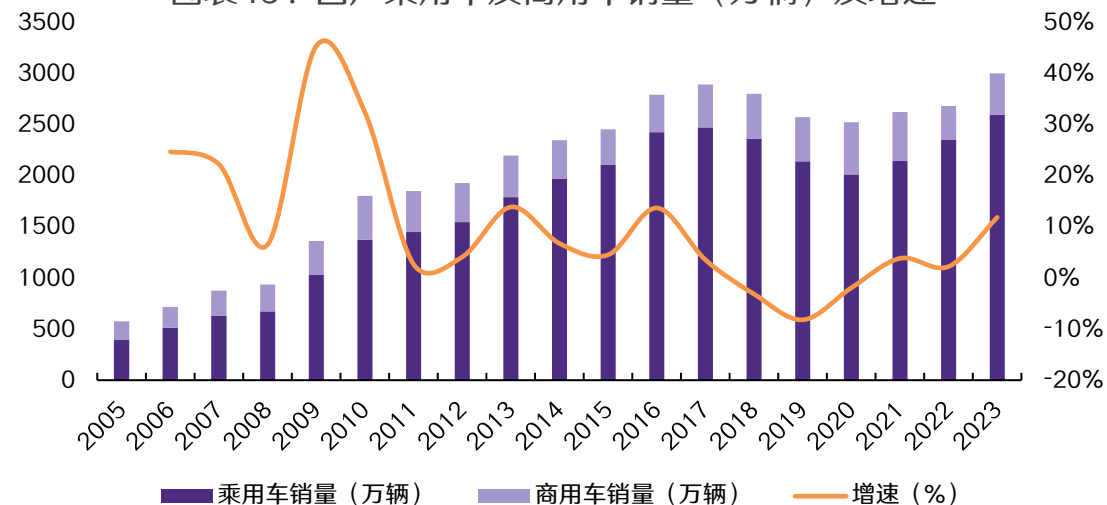


资料来源：Wind，华鑫证券研究所

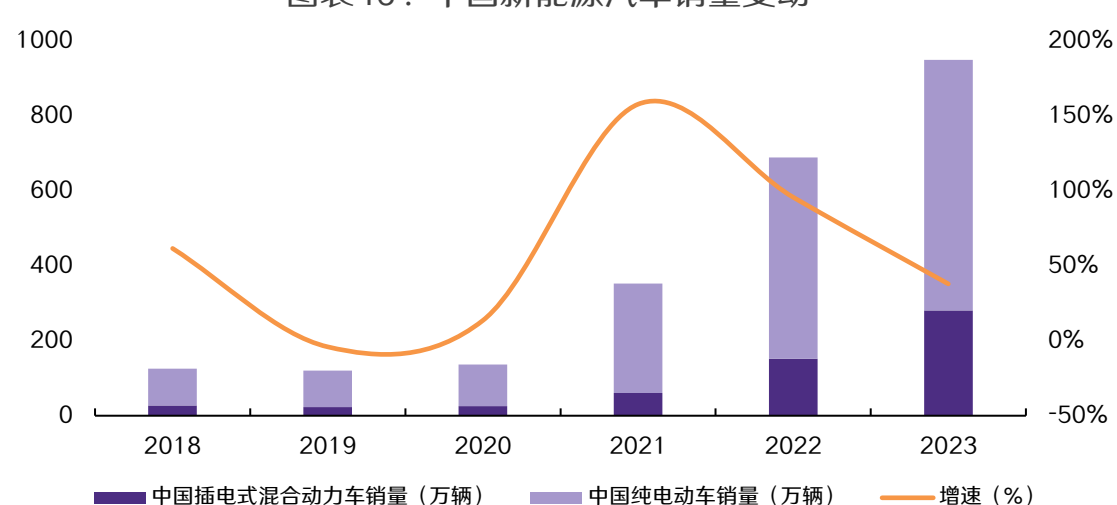
配套需求：国内新能源汽车蓬勃发展，轮胎企业迎来重要机遇

- ▶ 中国新能源汽车大发展为提高我国轮胎企业品牌影响力和长期竞争力提供了重要契机。在新能源汽车领域，中国车企已建立起领先优势。从销售数据看，据Wind，2023年我国新能源汽车销量达948.9万辆，2018—2023年CAGR为49.88%。
- ▶ 与国外车企相比，国产轮胎企业更容易融入新能源汽车制造体系，目前，国产轮胎已成功融入新能源汽车的普通和高端车型的配套和替换系统。这不仅有助于占领中国新能源汽车轮胎市场，还有望通过大规模出口为进入更多国外车企轮胎供应体系打下坚实基础，从而将进一步推动需求市场，提升品牌影响力，确立长期竞争优势。

图表45：国产乘用车及商用车销量（万辆）及增速



图表46：中国新能源汽车销量变动



资料来源：Wind，华鑫证券研究所

配套需求：新能源汽车蓬勃发展，配套市场国产轮胎迎来机遇

➤ 新能源汽车渗透率提升。2023年，新能源汽车渗透率31.6%，相比于2022年，提高了5.9个百分点。而在最近的2023年12月，新能源汽车渗透率已达到37.7%。下游需求恢复及新能源汽车放量背景下，轮胎作为汽车核心配件配套市场空间巨大。

➤ 国产轮胎品牌配套率提升。相比于替代市场，配套市场要求更高，品牌认知度更强，同时用户对原装的追求有助于提前培育替代市场品牌份额，随着中国新能源车市场的快速发展，中国轮胎品牌有望借助新能源赛道，实现对配套市场的渗透。玲珑轮胎作为国内新能源配套领先企业，整体市占率已接近 24%，赛轮轮胎、森麒麟等企业也有产品进入新能源车配套市场。

图表47：新能源车发展带动国产轮胎配套率提升

		2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
配套	中国新能源车产量(万辆)	722	944	1200	1400	1650
	配套轮胎需求量(万条)	3610	4720	6000	7000	8250
	国产轮胎渗透率	30%	40%	60%	75%	90%
	国产轮胎需求(万条)	1083	1888	3600	5250	7425
	国产轮胎市场空间(亿元)	32	57	108	158	223
	同比增速/%		74%	91%	46%	41%
替换	中国新能源车保有量(万辆)	1310	2041	3163	4438	5967
	替换轮胎需求量(万条)	1965	3062	4745	6657	8951
	国产轮胎渗透率	50%	60%	70%	80%	90%
	国产轮胎需求(万条)	983	1837	3321	5325	8056
	国产轮胎市场空间(亿元)	29	55	100	160	242
	同比增速/%		87%	81%	60%	51%
合计	中国新能源车国产轮胎需求(万条)	2066	3725	6921	10575	15481
	国产轮胎市场空间(亿元)	62	112	208	317	464
	同比增速/%		80%	86%	53%	46%

资料来源：车轱辘网，华经产业研究院，百度有驾，公司公告，华鑫证券研究所

图表48：国产轮胎企业与国内新能源企业配套服务

轮胎企业	配套新能源主机厂
玲珑轮胎	一汽红旗、一汽奔腾、比亚迪、上汽通用五菱、吉利汽车、东风柳汽、北汽新能源、东风日产、雷诺易捷特等
赛轮轮胎	北汽、合众、零跑、长城等
森麒麟	广汽埃安、昊铂、大众新能源、轻橙、合创、小鹏飞行汽车等
三角轮胎	宇通、金龙、中通、比亚迪、吉利商用车、郑州日产、江铃新能源、成都大运等
青岛双星	奇瑞、吉利、北汽等
中策轮胎	比亚迪、吉利、小鹏、威马、长城、广汽埃安、广汽传祺、奇瑞、长安、荣威、东风等

核心假设：

- 1、每辆新能源汽车配套5条轮胎，替换系数取1.5；
- 2、2022年配套市场国产轮胎渗透率为30%，渗透率逐年增加至90%；2022年替换市场国产轮胎渗透率为50%，渗透率逐年增加至90%；
- 3、单条轮胎平均价格300元；
- 4、当年新能源车保有量=上一年保有量+当年销量-当年报废量，假设新能源车生命周期为7年，当年报废量=7年前销量。

替换需求：全球汽车保有量不断增加，替换市场需求存在刚性

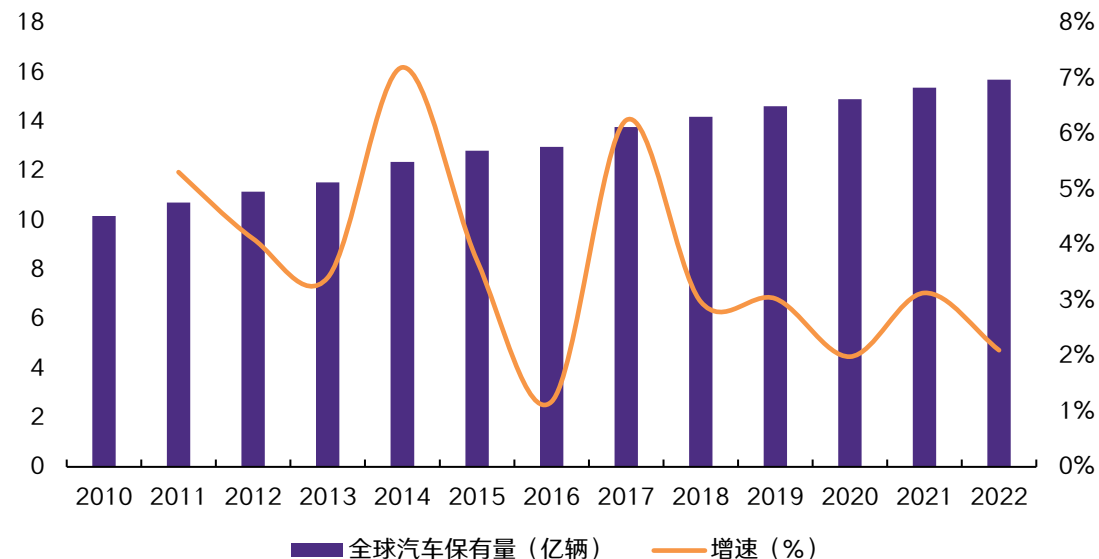
➤ 在存量市场方面，轮胎作为消耗品与汽车保有量呈正相关关系，庞大的汽车市场为其提供需求支撑。车主需要根据轮胎的磨损程度和使用时间进行更换，据中国橡胶工业协会的数据，每辆轿车配备5条轮胎，更换周期为3.3年，因此每辆车每年需要更换1.5条轮胎。卡客车的配备轮胎数量更多，平均更换周期更短。轮胎面向存量汽车市场主要用于替换，由于替换市场具有消费刚性，通常表现出更强的需求增长弹性和抵御需求下降的韧性。

➤ 2010—2022年，全球汽车保有量从10.2亿辆，提升至15.7亿辆，CAGR达3.68%，巨大的汽车存量市场将为替换轮胎提供需求支撑。

图表49：不同类型的车辆轮胎配套和替换系数及周期

轮胎类别	车辆类别	配套轮胎数（条）	替换系数（条/辆·年）	替换周期（年）
轿车胎	轿车	5	1.5	3.3
载重胎	中型载重卡车	11	15	0.7
	重型载重卡车	16-22	10-20	1.1-1.6
	轻型载重卡车	7	4.2	1.7
	大型客车	7-11	2-5	2.2-3.5
工程胎	装载机械	4	2	2
	运输工程机械	6	3	2

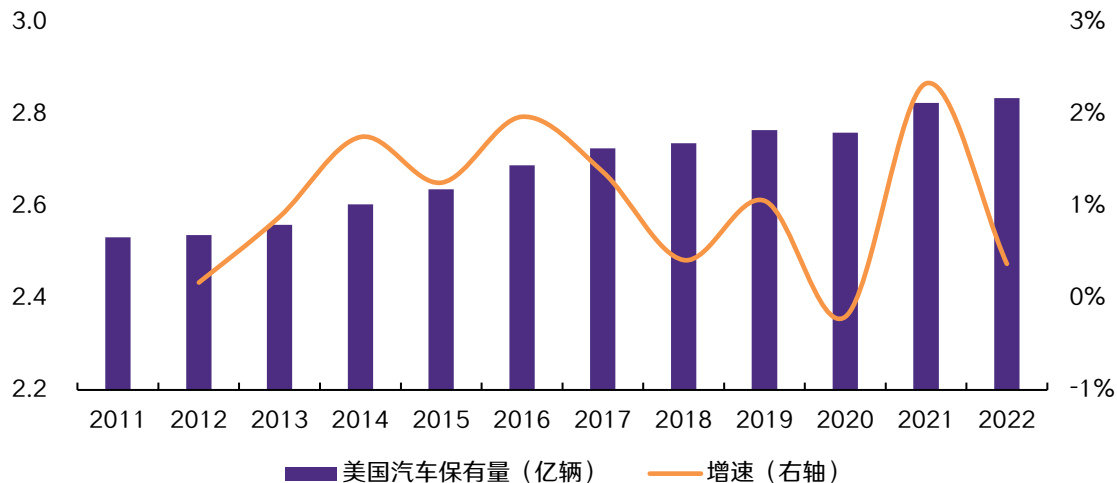
图表50：全球汽车保有量及增速



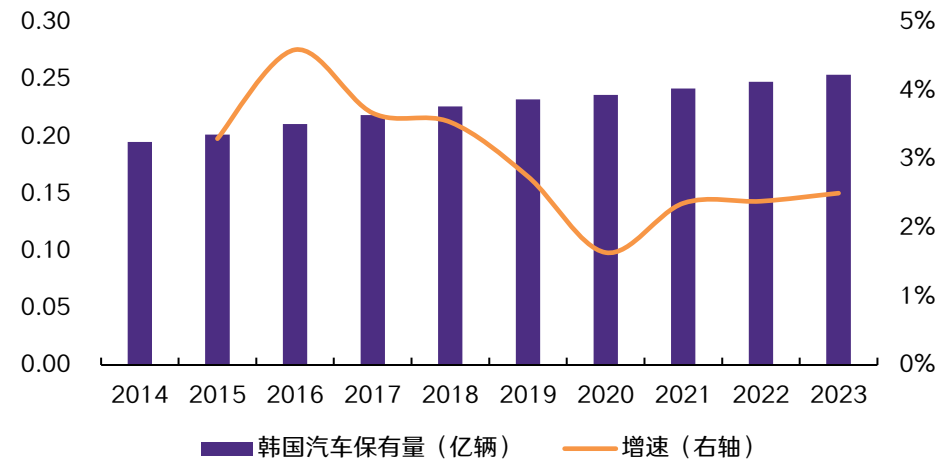
资料来源：华经产业研究院，电动星球N，华鑫证券研究所

替换需求：全球主流国家汽车保有量持续增长

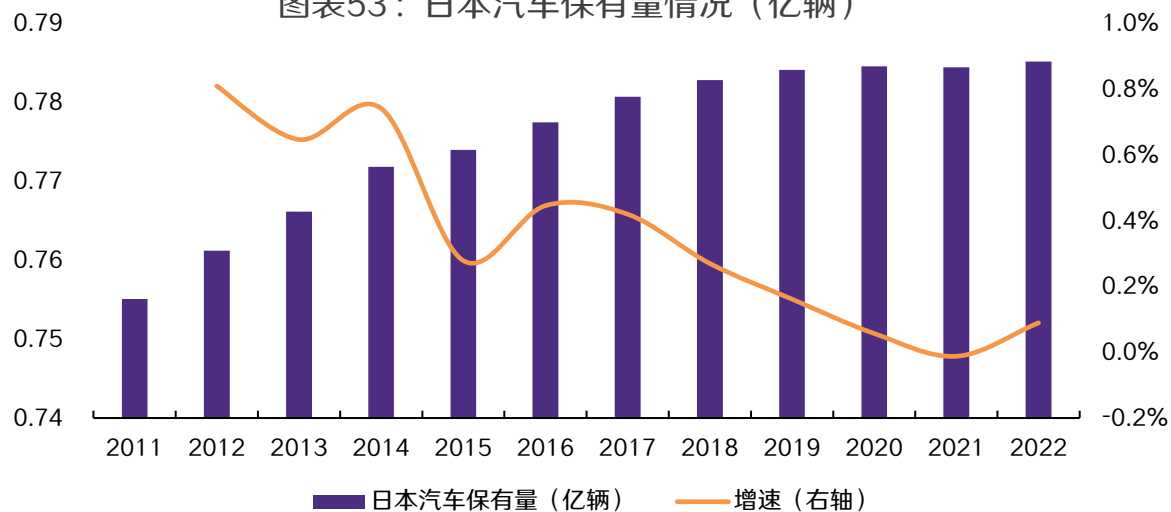
图表51：美国汽车保有量情况（亿辆）



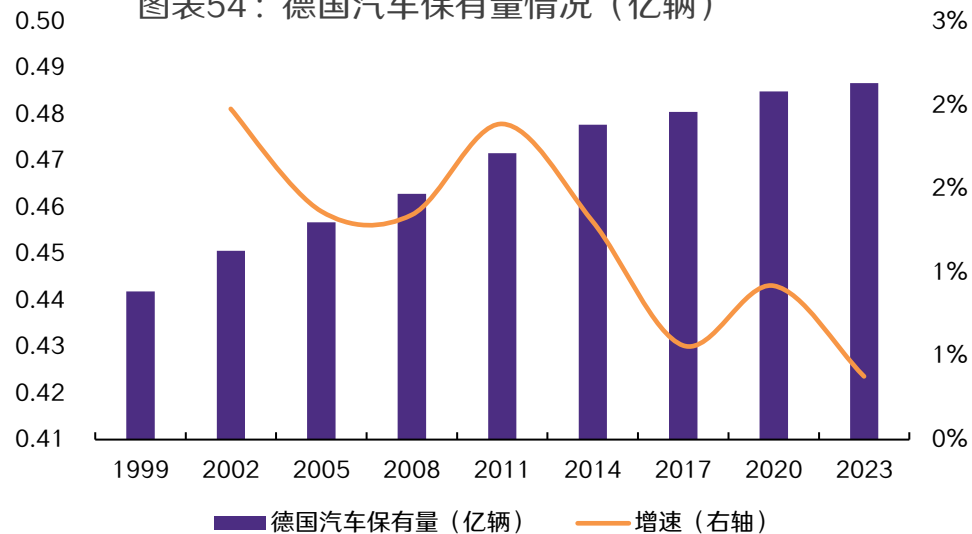
图表52：韩国汽车保有量情况（亿辆）



图表53：日本汽车保有量情况（亿辆）



图表54：德国汽车保有量情况（亿辆）



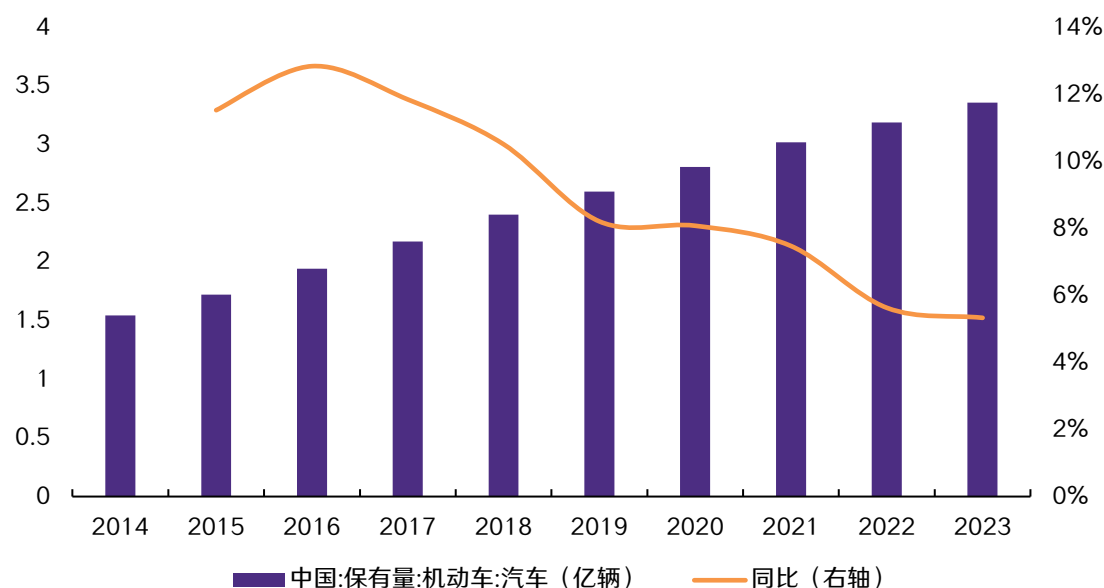
资料来源：CEIC Data，华鑫证券研究所

替换需求：国内汽车保有量增速超全球，替换市场潜力巨大

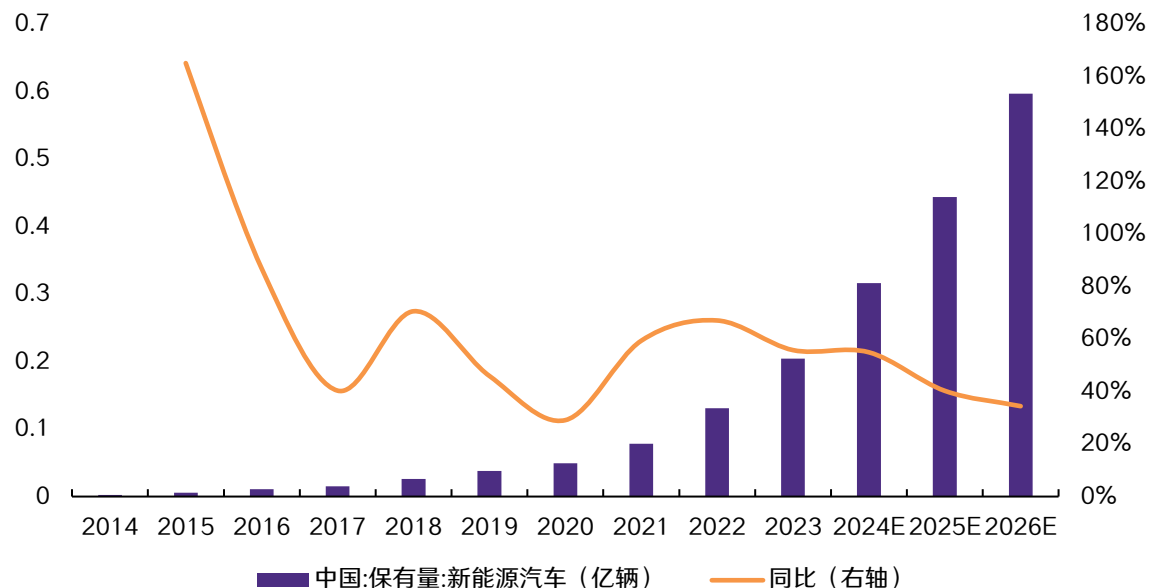
➤ 2023年全国汽车保有量3.36亿辆，同比增速达5.33%，中国全面进入汽车社会的进度在加快，汽车消费价值链在成熟和延伸，叠加我国巨大的人口基数与消费潜力，汽车后市场将会呈现良好发展。

➤ 此外，中国新能源汽车产业逐步壮大，伴随国产新能源汽车的品牌崛起，同时带动包括轮胎在内的国产零部件产业快速发展。截至2023年底，全国新能源汽车保有量达2041万辆，占汽车总量的6.07%，保有量同比增速达55.8%。未来在替换市场，主流尺寸的替换机会将更多倾斜向中国轮胎品牌。

图表55：中国机动车保有量（亿辆）及同比增速（%）



图表56：中国新能源汽车保有量（亿辆）及同比增速（%）

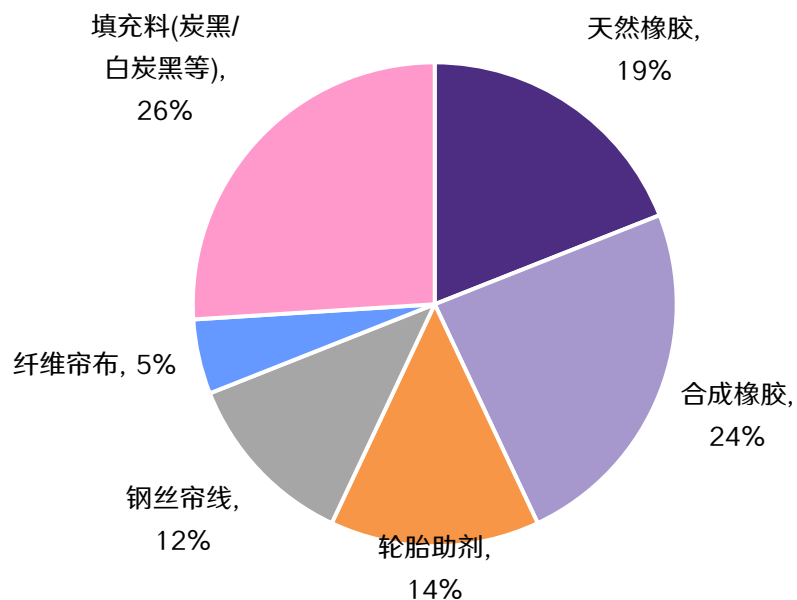


资料来源：Wind，华鑫证券研究所

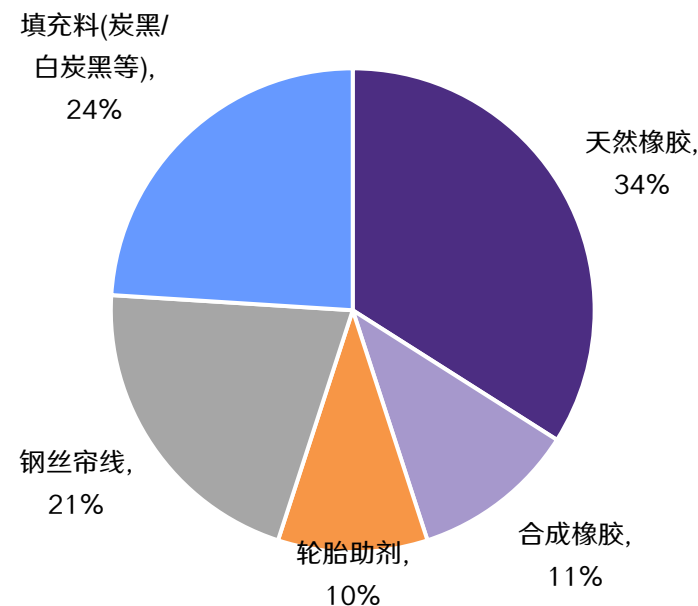
03 成本：原材料价格回落， 轮胎生产利润空间扩大

从原材料成本来看，天然橡胶和合成橡胶是生产轮胎中占比最高的原料，天然橡胶与合成橡胶合计分别占半钢胎和全钢胎原料成本的 43.0%和 45.0%。其次是填充料，主要包括炭黑、白炭黑等，分别占半钢胎和全钢胎原料成本的 26.0%和 24.0%。钢丝帘线是成本占比第三的原料，在全钢胎中的使用占比更高，分别占半钢胎和全钢胎原料成本的 12.0%和 21.0%。轮胎行业盈利能力很大程度上取决于原材料市场价格的波动，原材料价格低位有利于抬升轮胎产业利润空间。

图表57：半钢胎原材料成本构成

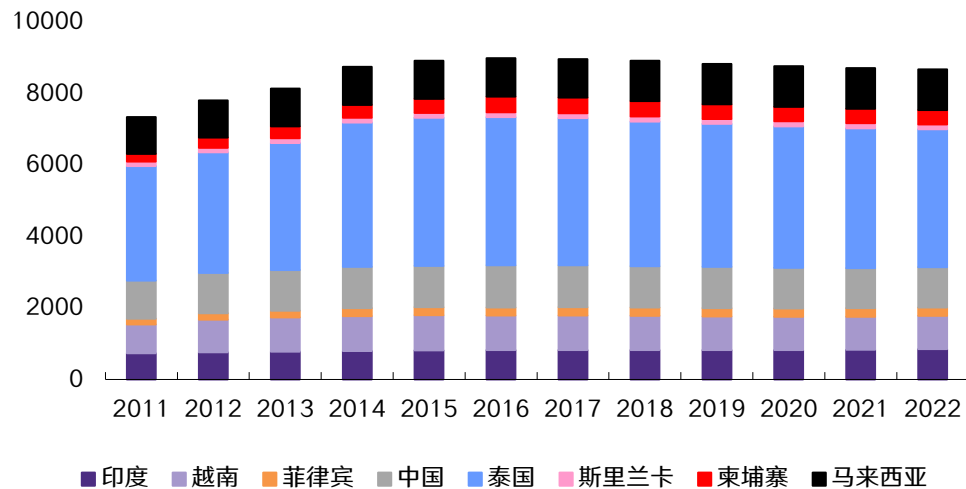


图表58：全钢胎原材料成本构成

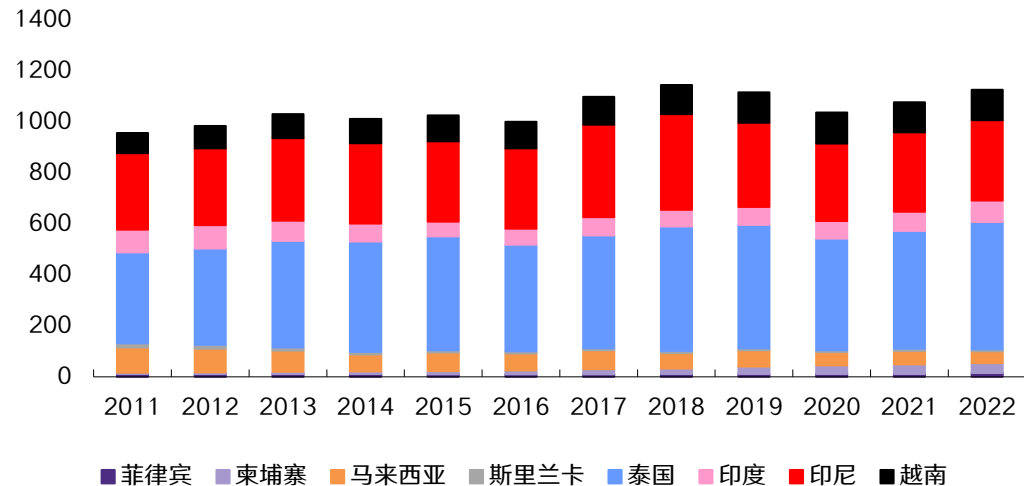


资料来源：锌业联合会，华鑫证券研究所

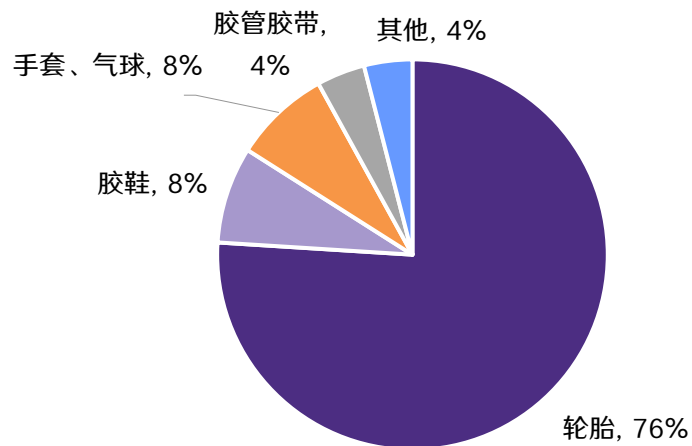
图表59：天然橡胶主产国种植面积(千公顷)



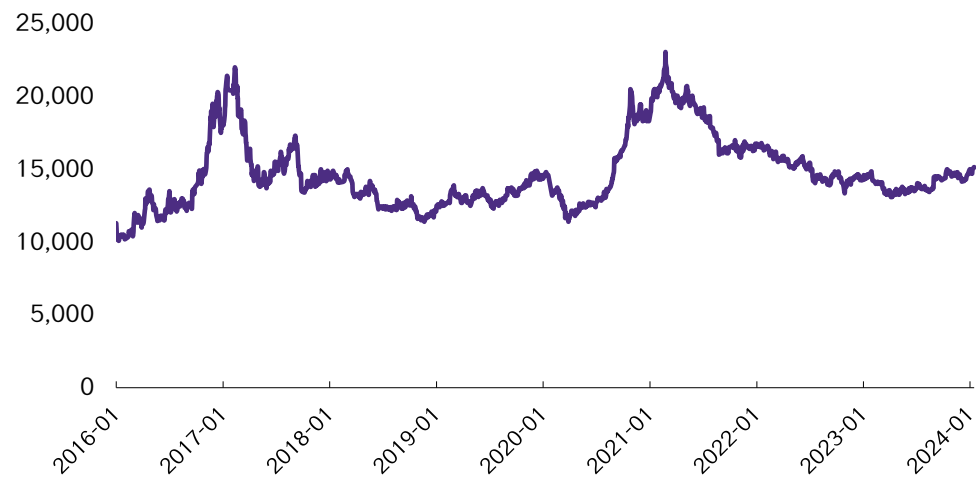
图表60：天然橡胶主产国产量(万吨)



图表61：天然橡胶下游消费结构

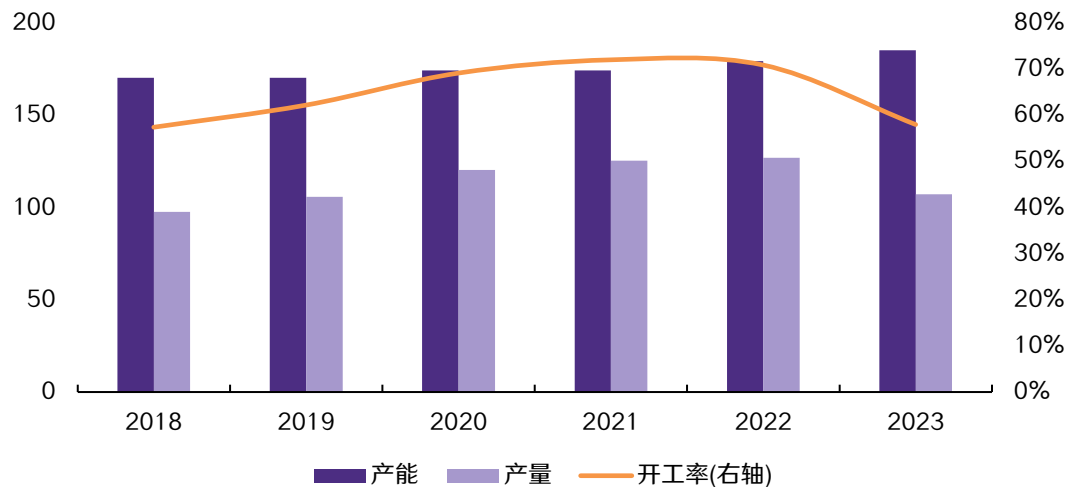


图表62：天然橡胶价格(元/吨)

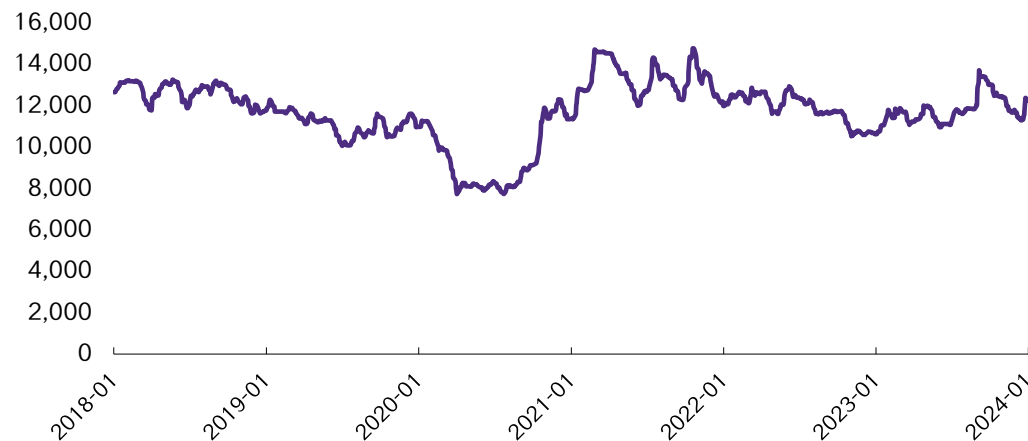


资料来源：Wind，钢联数据，百川盈孚，华鑫证券研究所

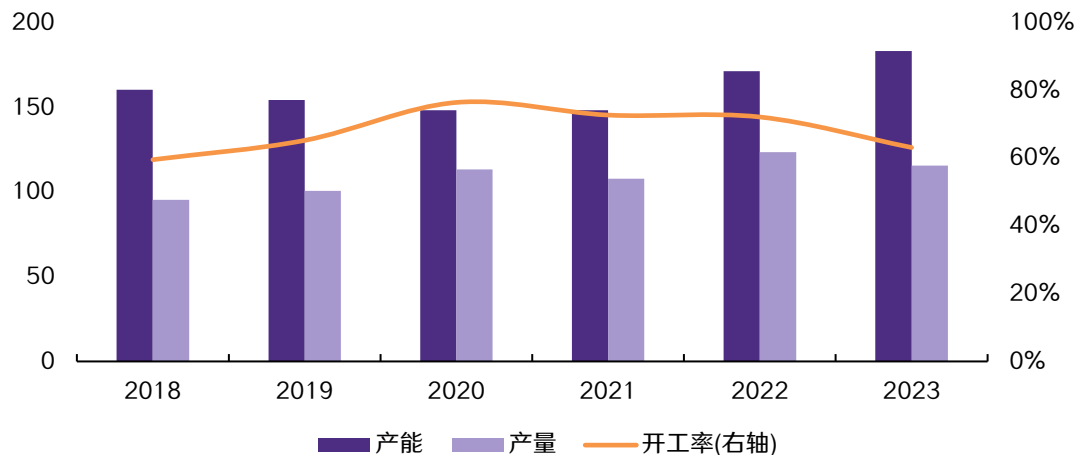
图表63：丁苯橡胶供应情况(万吨)



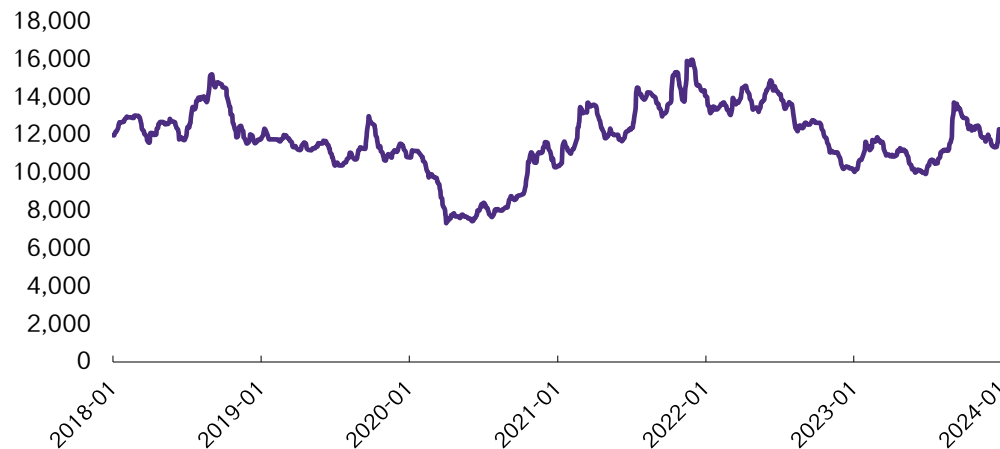
图表64：丁苯橡胶价格(元/吨)



图表65：顺丁橡胶供应情况(万吨)

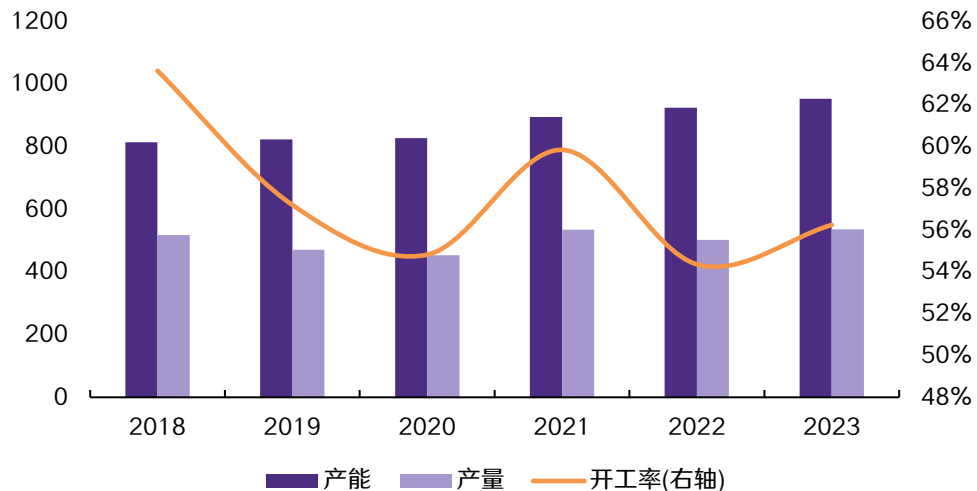


图表66：顺丁橡胶价格(元/吨)

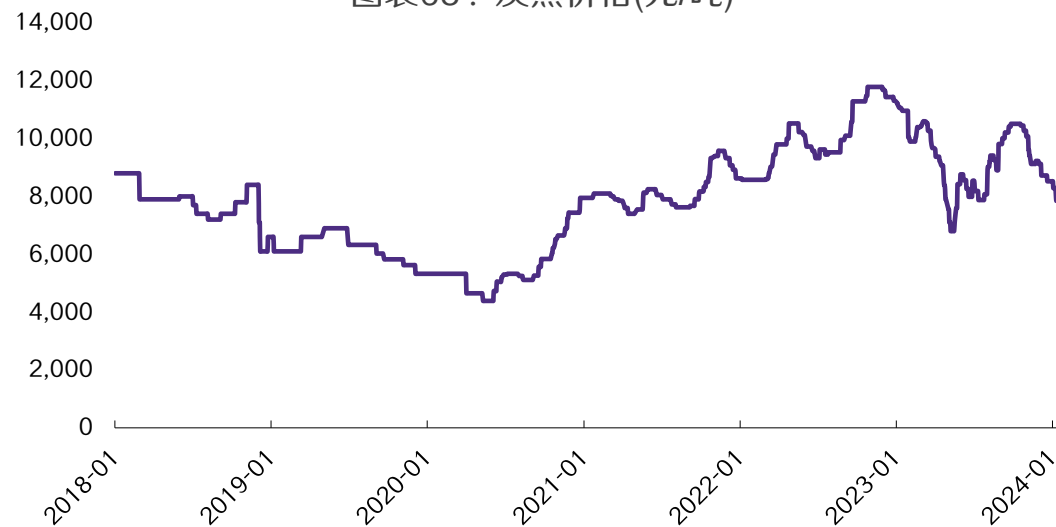


资料来源：卓创资讯，华鑫证券研究所

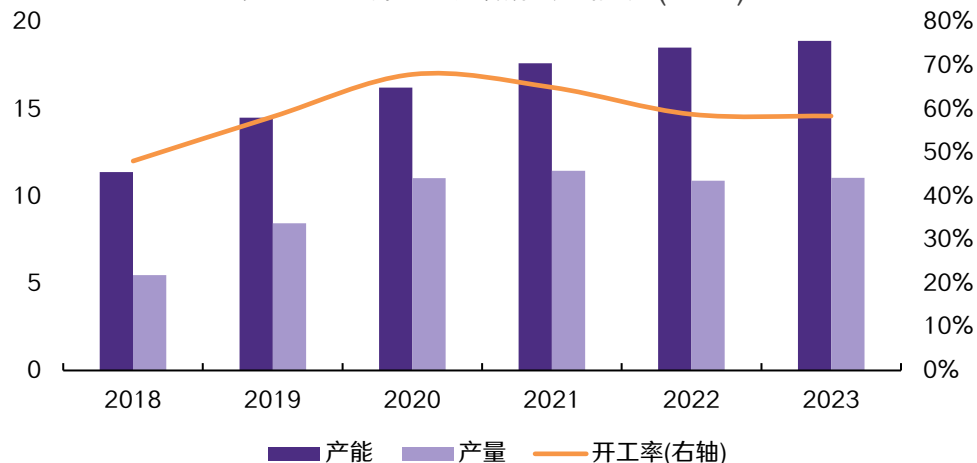
图表67：炭黑供应情况(万吨)



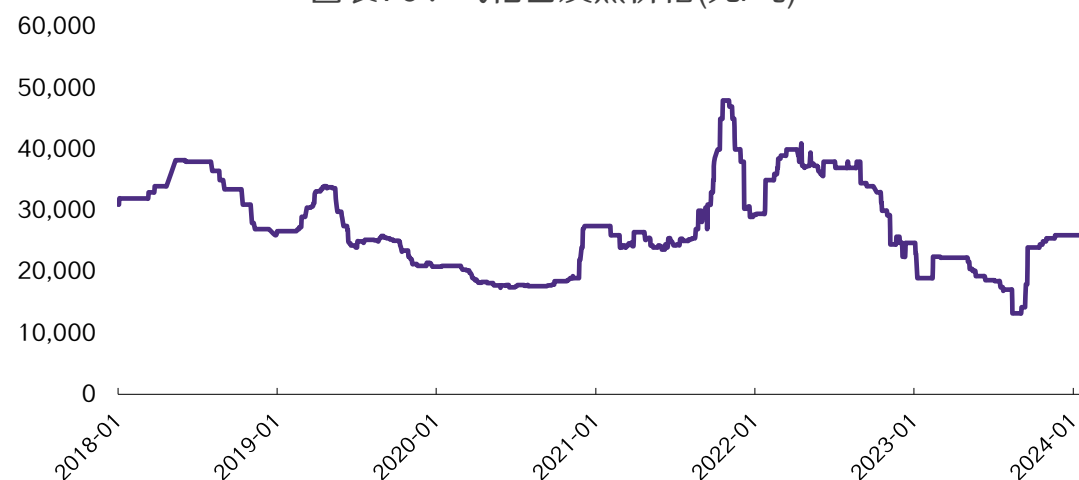
图表68：炭黑价格(元/吨)



图表69：气相白炭黑供应情况(万吨)

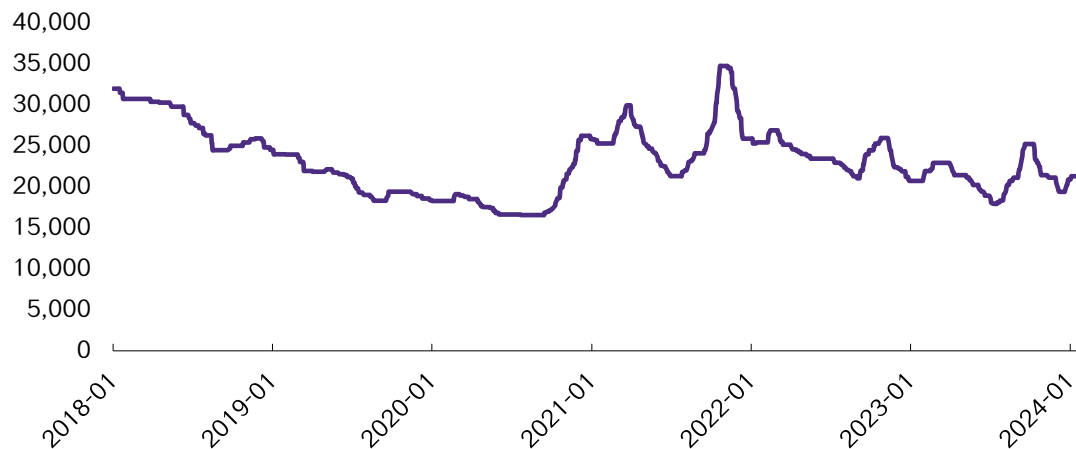


图表70：气相白炭黑价格(元/吨)

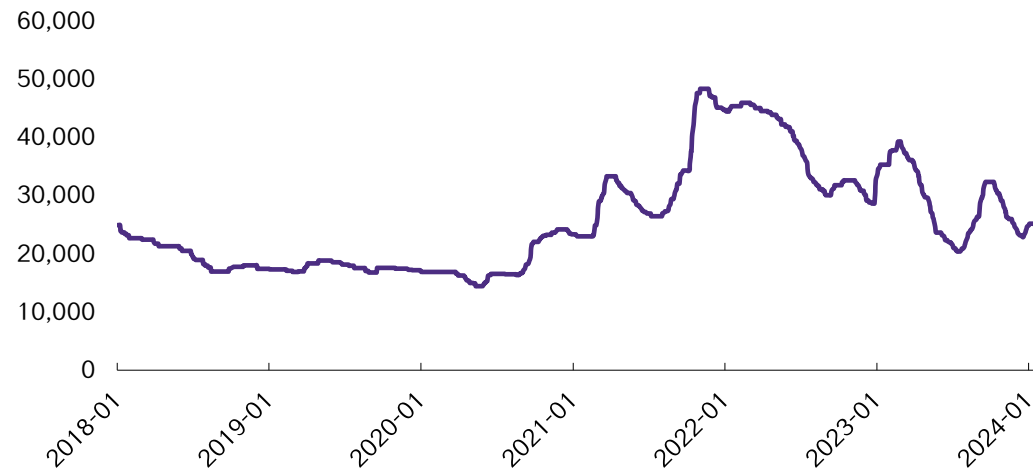


资料来源：卓创资讯，华鑫证券研究所

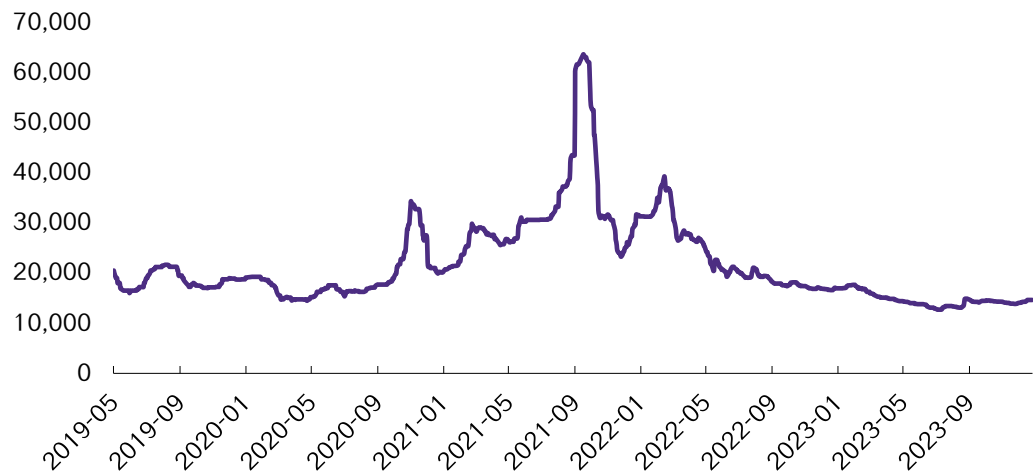
图表71：促进剂价格(元/吨)



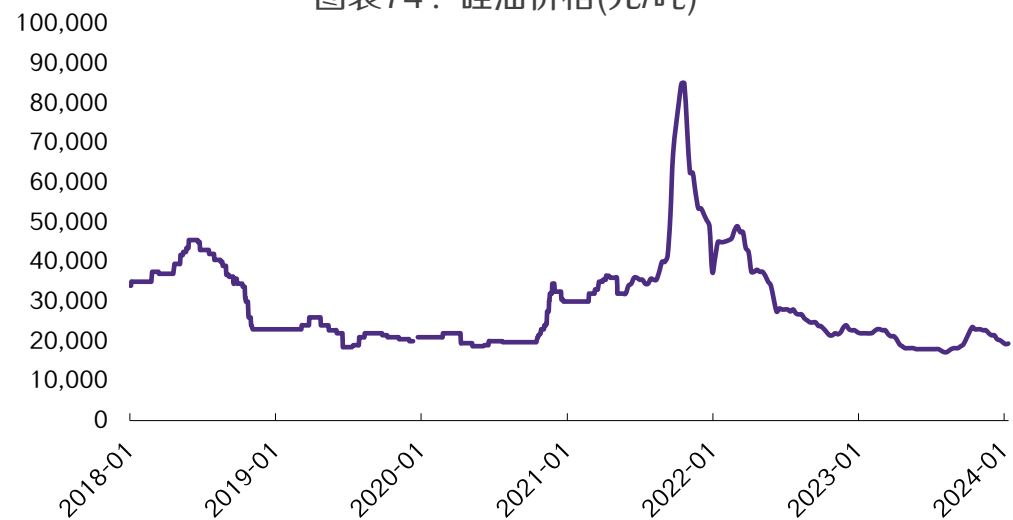
图表72：防老剂价格(元/吨)



图表73：有机硅中间体价格(元/吨)



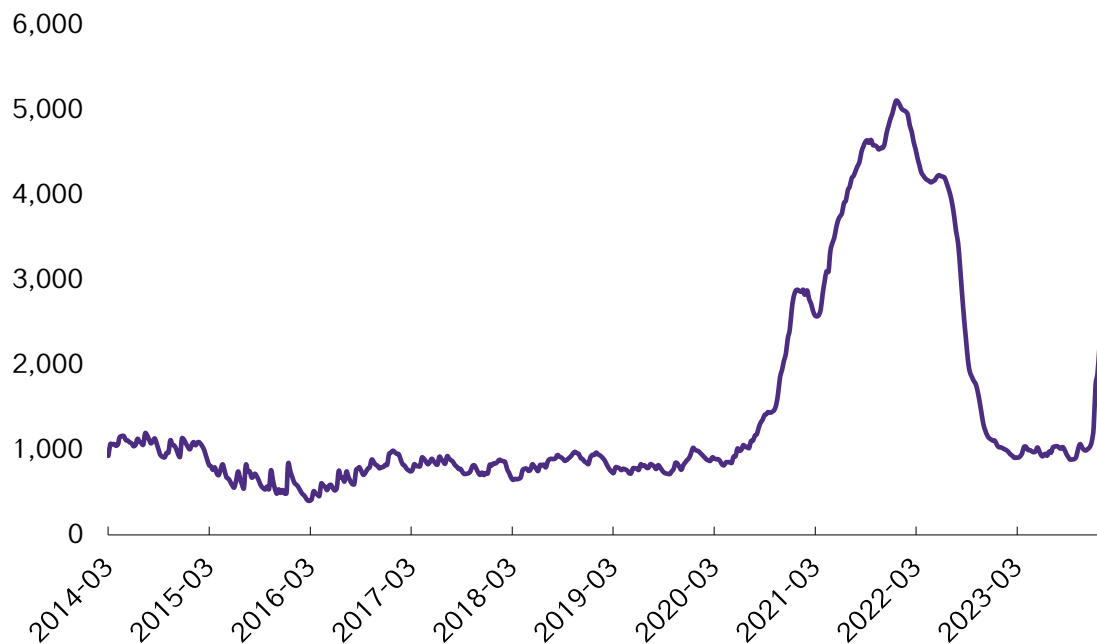
图表74：硅油价格(元/吨)



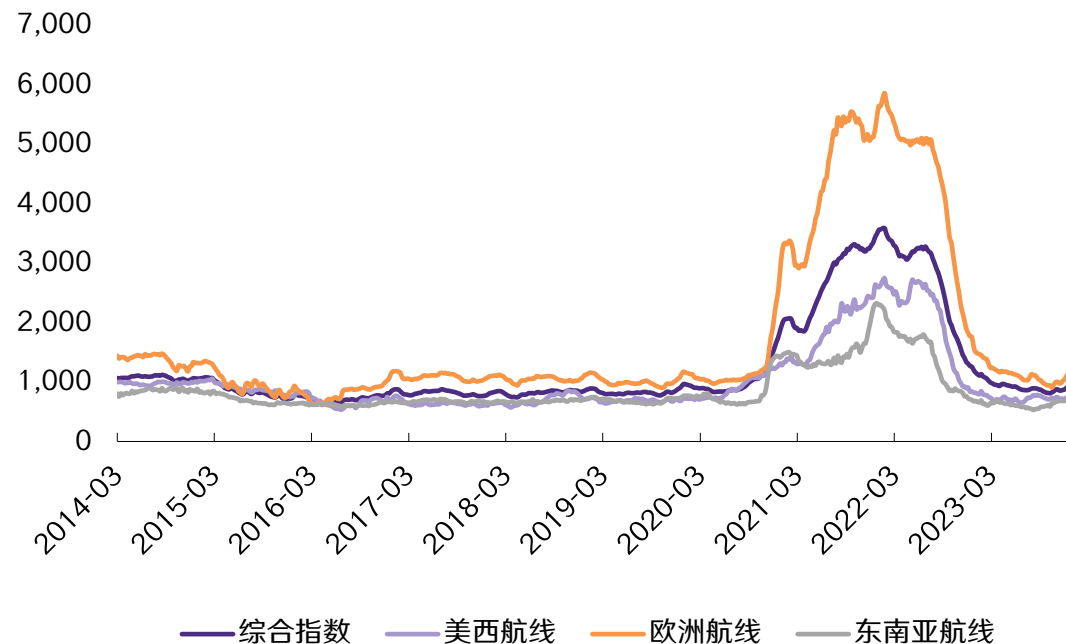
资料来源：卓创资讯，华鑫证券研究所

➤ 2020年初新冠疫情全球爆发，港口人工减少海运受到极大影响，叠加原油价格上涨，海运成本提高，导致海运价格一路上涨，在2021年达到顶峰，给轮胎企业出口成本造成影响。2022年以来，随着疫情状况缓解，各地复工复产，海运紧张情况有所缓解，海运价格出现明显回落，带来轮胎出口更大利润空间。近期红海地区的紧张局势给海运费带来一定扰动，但长期来看地缘冲击带来的波动不改海运价格低位趋势。

图表75：上海出口集装箱运价指数:综合指数



图表76：中国出口集装箱运价指数

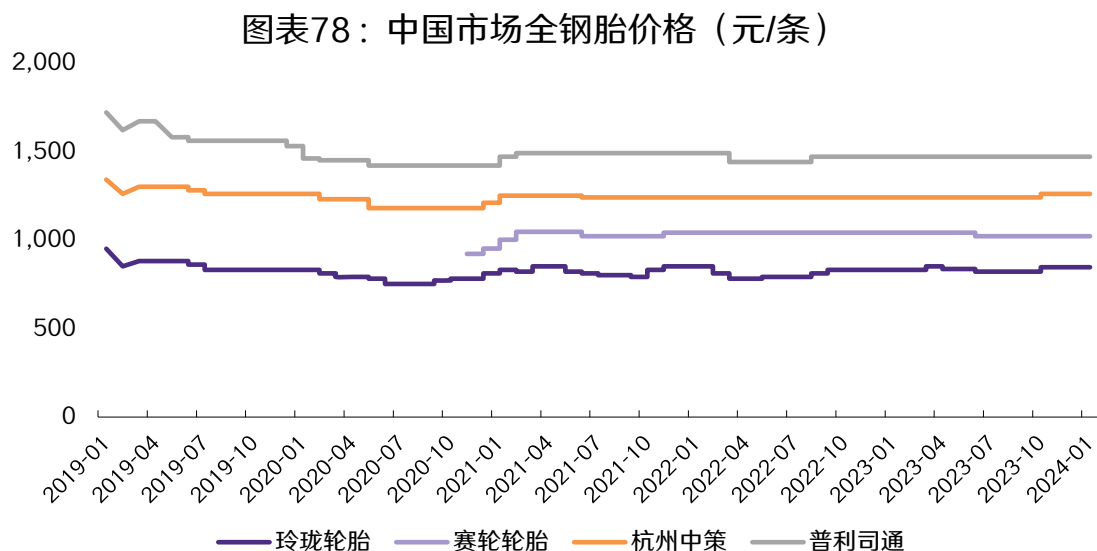


资料来源：Wind，华鑫证券研究所

04 中国轮胎优势显著， 海外占比持续上升， 且行业估值处在底部

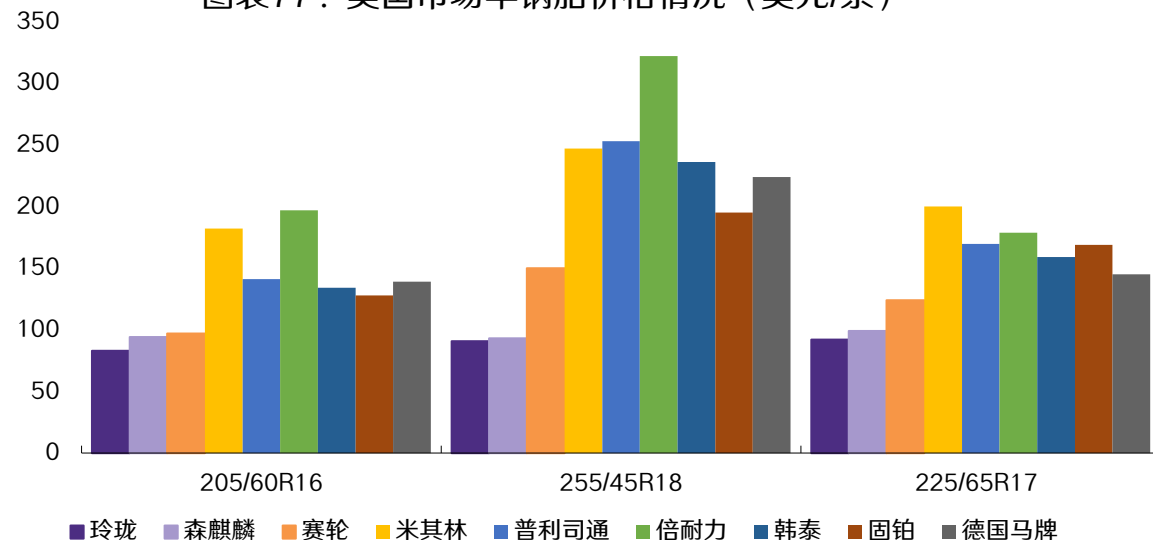
研究创造价值

- ▶ 美国市场方面，由于人民币汇率的贬值对我国出口形成利好，叠加主流经济体高通胀下中国轮胎的相对性价比较高，内资品牌轮胎价格整体低于外资品牌轮胎，具有价格优势。
- ▶ 中国是全球最大轮胎消费市场之一，国内市场上内资品牌轮胎价格相对外资品牌轮胎仍有较大价格优势，在国产替代背景的大趋势下，内资品牌轮胎市场有望持续向好发展。

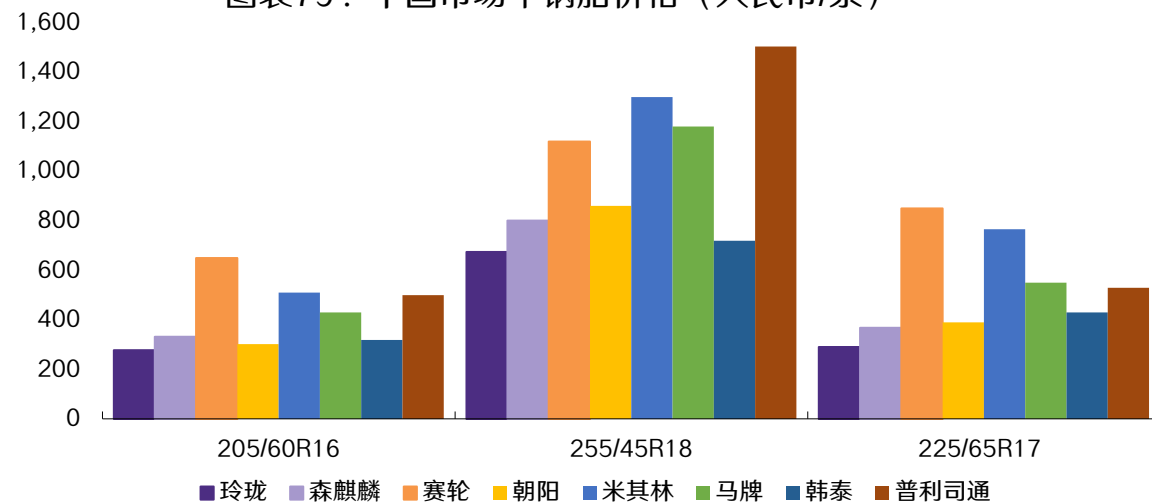


资料来源：钢联数据，Simple Tire，eBay，Walmart，京东，华鑫证券研究所

图表77：美国市场半钢胎价格情况（美元/条）



图表79：中国市场半钢胎价格（人民币/条）



► 内资胎企成本优势显著：考虑到轮胎企业原材料均为全球化采购，成本差异较小，我们假设原材料成本为100，比较各公司营业成本其他分项及期间费用。成本优势主要体现在人工方面，外资胎企工厂部分分布在发达国家和地区，人力成本较高。期间费用方面受长期降本增效及资金有效管控影响，内资胎企也具备一定优势。

图表80：胎企成本构成对比(假设原材料=100)

	米其林	PTGT	玲珑轮胎	赛轮轮胎	森麒麟
营业成本	314.2	142.0	134.4	124.9	137.5
原材料	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
人工	103.7	16.9	9.7	8.2	4.6
折旧及摊销	29.0	5.7	9.6	7.7	17.3
运输及仓储	30.7		5.5		6.0
能源及其他	50.8	19.5	9.7	9.1	9.5
期间费用	65.0	24.1	17.6	19.9	8.3
销售费用	17.5	9.7	4.7	7.1	4.3
管理费用	33.5	6.1	5.5	5.2	4.6
研发费用	10.4		6.9	5.3	3.1
财务费用	3.6	8.3	0.5	2.4	-3.7

备注：PTGT全称PT Gajah Tunggal Tbk，东南亚地区最大的集成轮胎制造商，印尼证券交易所上市企业。

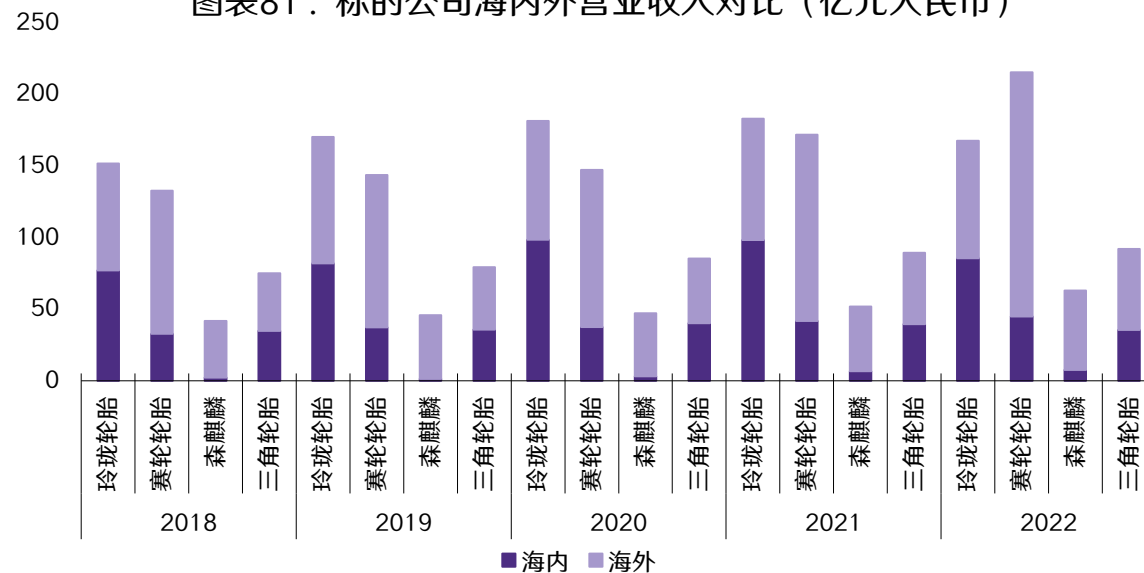
资料来源：公司公告，Wind，华鑫证券研究所

海外业务占比增加，毛利率触底反弹

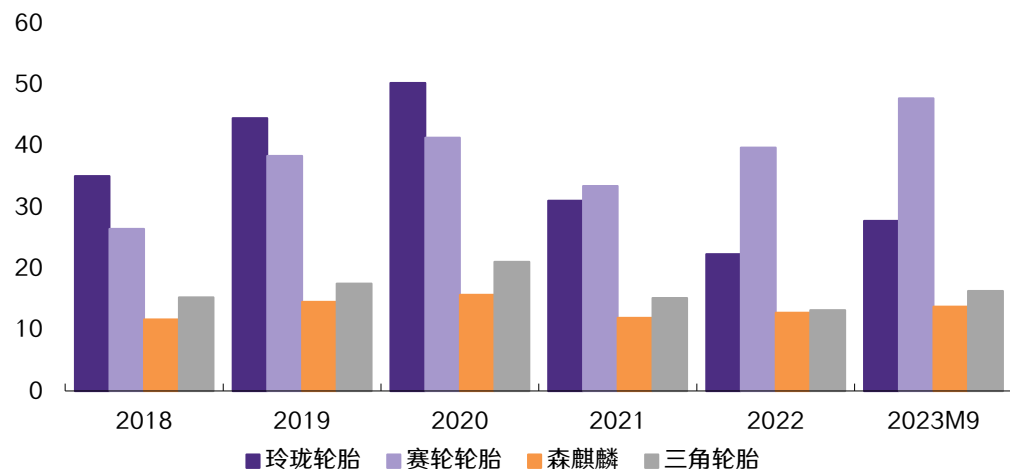
▶ 对比四家标的公司2022年营收数据，其中玲珑轮胎海内营收占比较大，为51.10%，赛轮轮胎、森麒麟轮胎、三角轮胎的海外营收占比均超过海内，占比分别为79.23%、87.95%、61.45%。

▶ 四家公司毛利逐年增长，毛利率触底反弹。2023年前三季度得益于良好的全球轮胎市场，玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟轮胎、三角轮胎毛利率同比分别增长6.09pct、7.04pct、3.87pct、6.61pct。

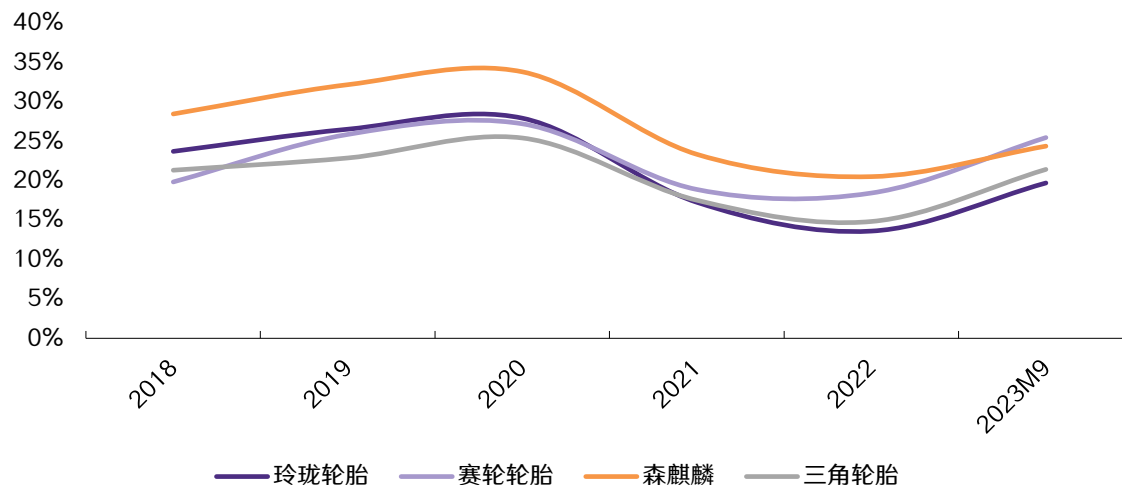
图表81：标的公司海内外营业收入对比（亿元人民币）



图表82：标的公司毛利（亿元）对比



图表83：标的公司毛利率（%）对比

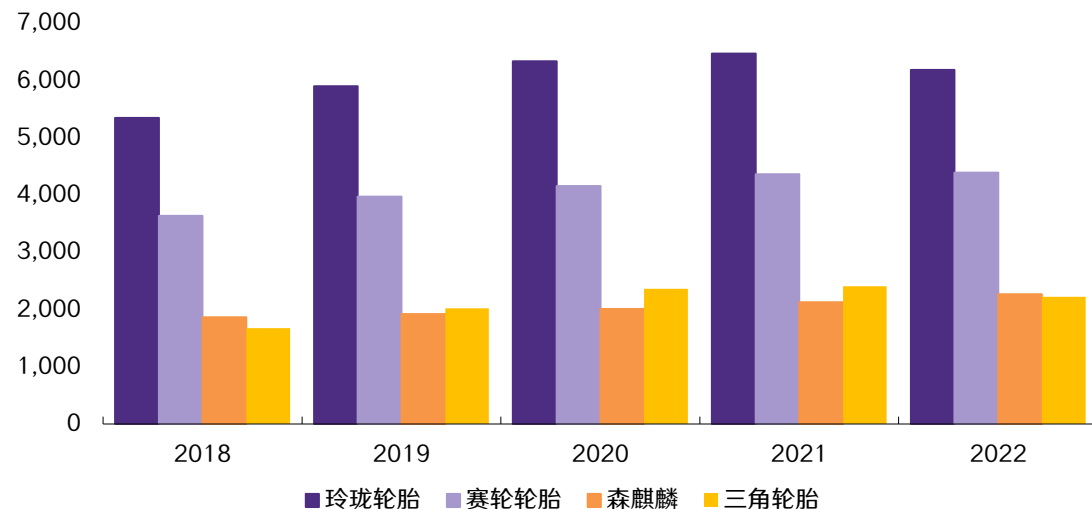


资料来源：Wind，公司公告，华鑫证券研究所

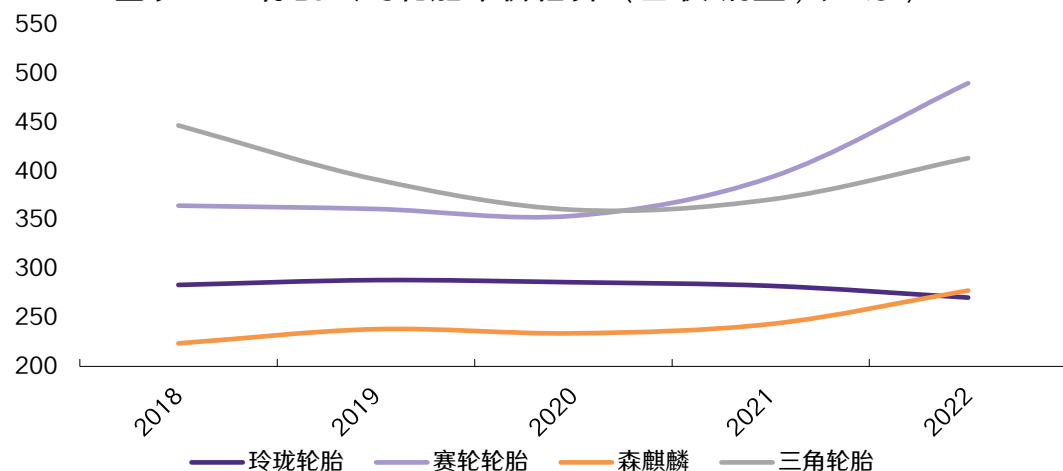
▶ 对比2018-2022年销量数据，四家轮胎企业销量保持稳健，除2022年由于疫情因素外，基本呈逐年递增态势。稳健的轮胎销量将带来持续的业绩表现。

▶ 经估算，2018-2022年，赛轮轮胎、森麒麟、三角轮胎单价呈上升趋势，玲珑轮胎单价略有下降。主要是由于各企业经营战略不同。

图表84：标的公司年度轮胎总销量（万条）



图表85：标的公司轮胎单价估算（营收/销量，元/条）



图表86：标的公司估值对比

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
玲珑轮胎	21.76	63.59	103.71	19.82	14.32	11.89
赛轮轮胎	10.93	34.51	23.05	12.08	9.90	8.57
森麒麟	16.82	30.67	24.98	15.49	11.59	9.66
三角轮胎	12.13	18.27	13.24	8.15	6.73	6.37

资料来源：Wind，公司公告，华鑫证券研究所

➤ 2023年轮胎行业受益于国内需求复苏、出口高增以及海外工厂增量贡献，叠加原材料和海运价格回调，盈利能力大幅提升。相关上市公司股价并未真实反映行业的盈利水平，目前行业估值水平18.12倍，过去十年均值水平27.69倍，估值处在过去十年的低位区间，未来存在着估值修复需求。

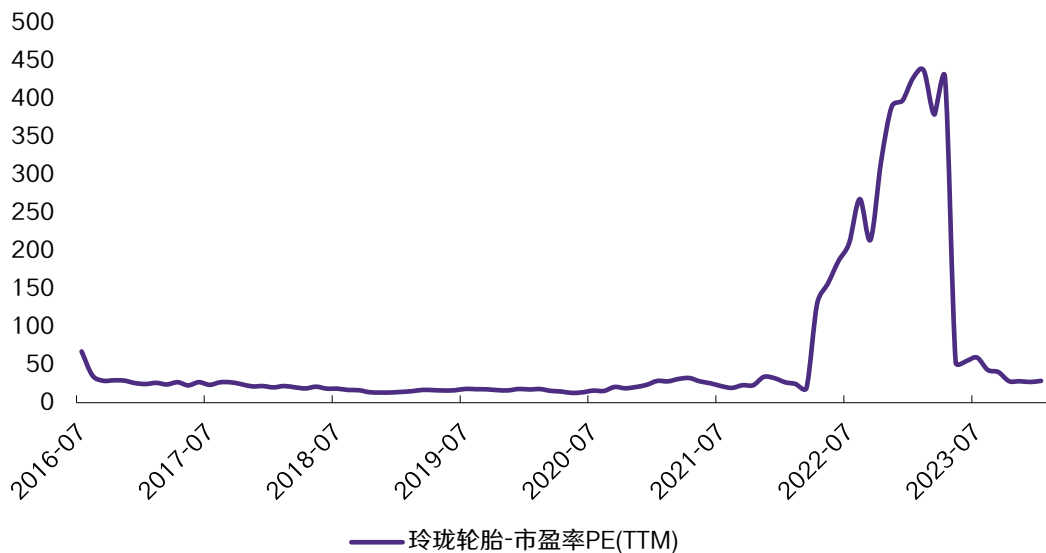
图表87：2012-2024年SW轮胎行业市盈率（TTM，整体法）与均值



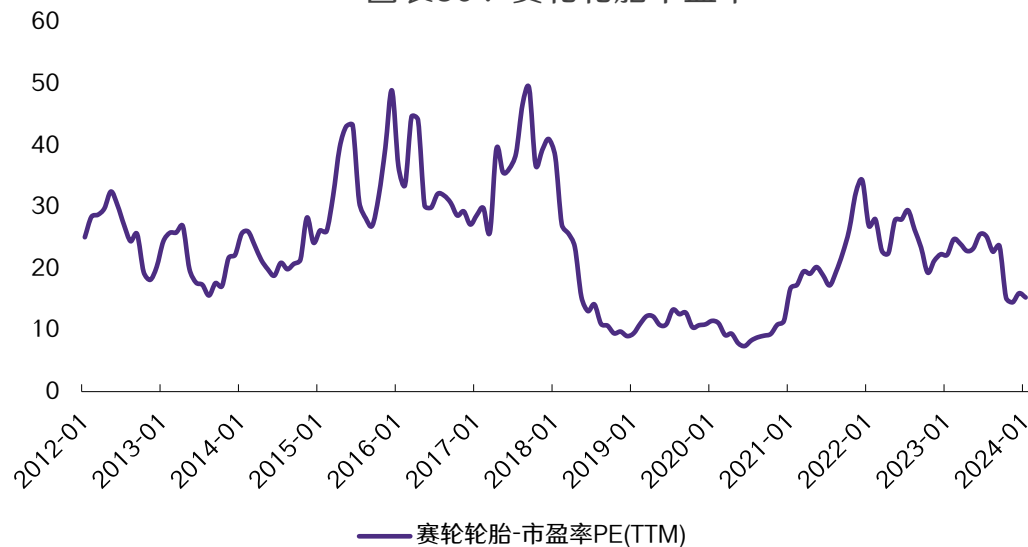
资料来源：Wind，华鑫证券研究所

估值：当前轮胎行业处于估值底部

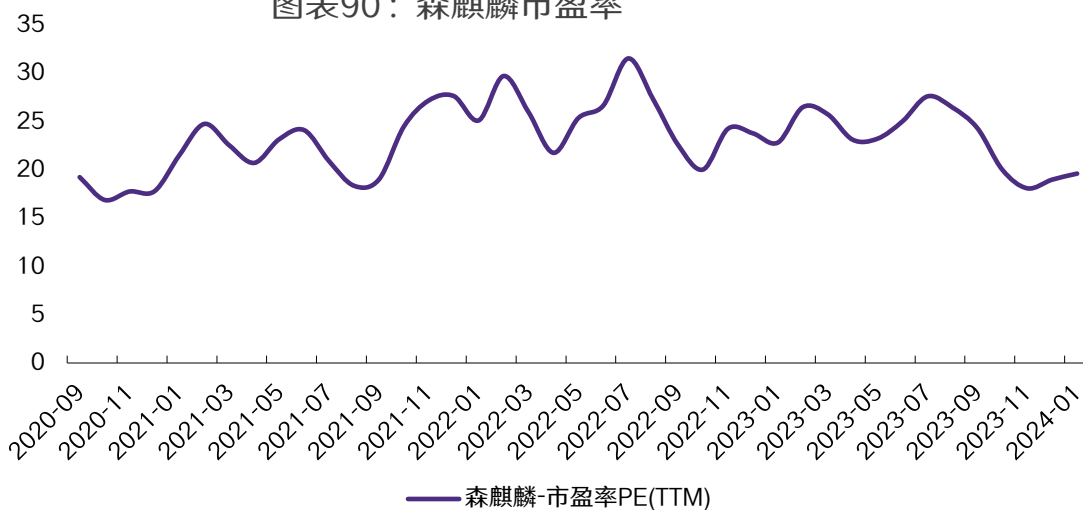
图表88：玲珑轮胎市盈率



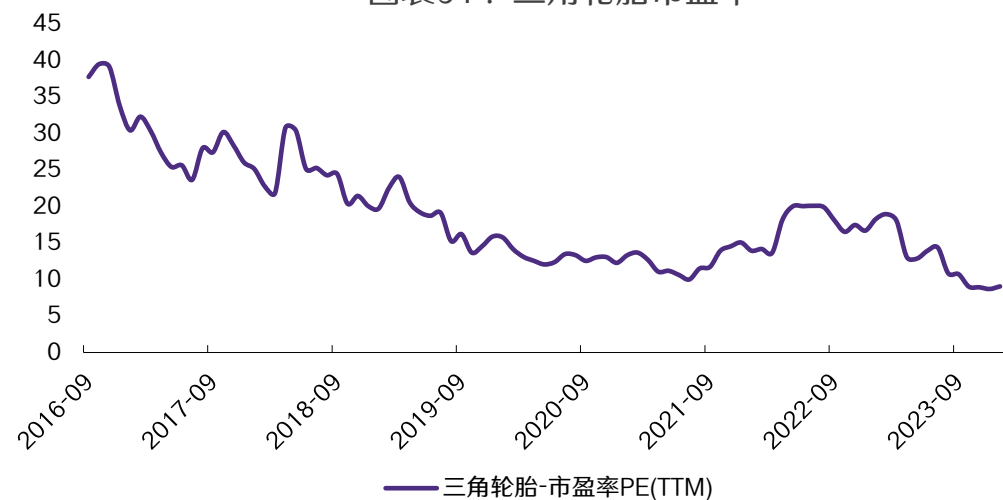
图表89：赛轮轮胎市盈率



图表90：森麒麟市盈率



图表91：三角轮胎市盈率

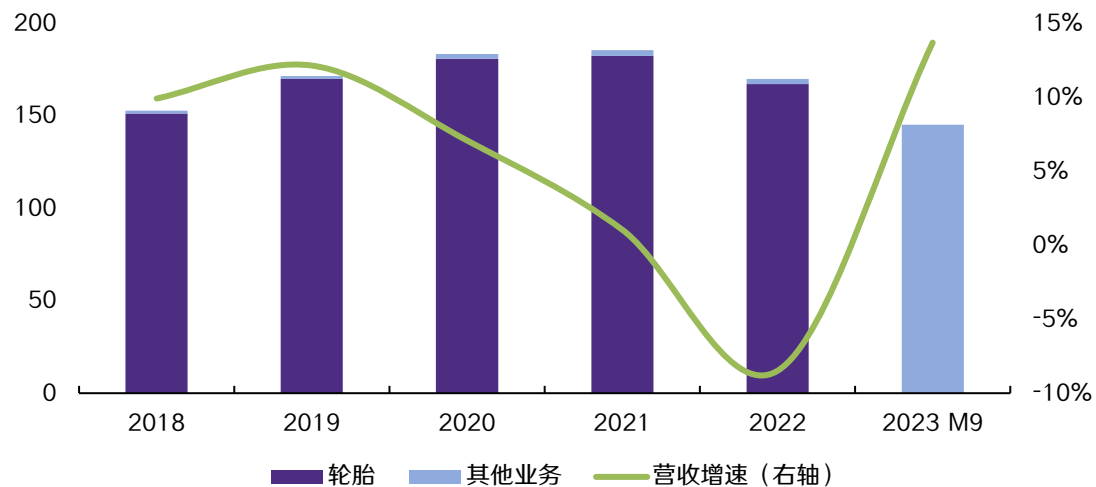


资料来源：Wind，华鑫证券研究所

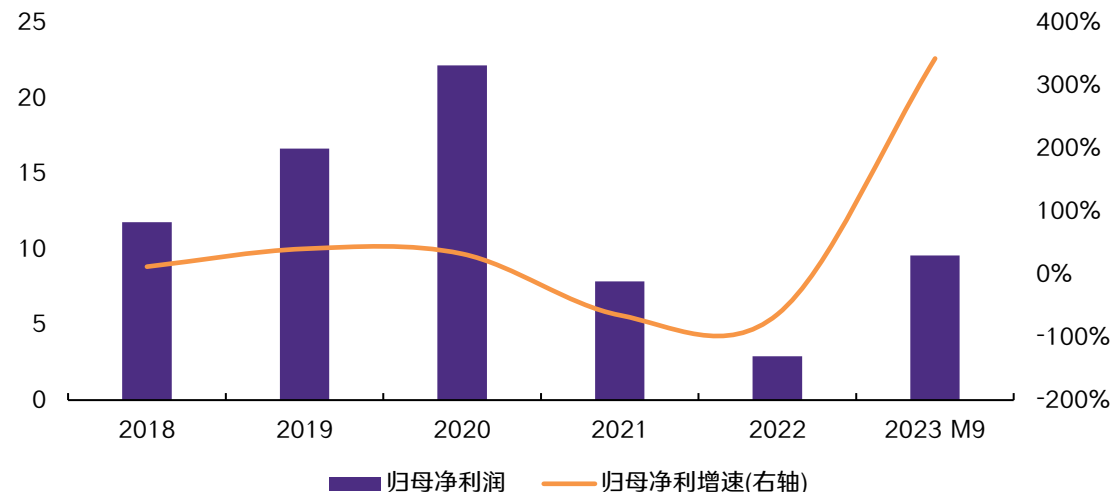
05 相关标的

研究创造价值

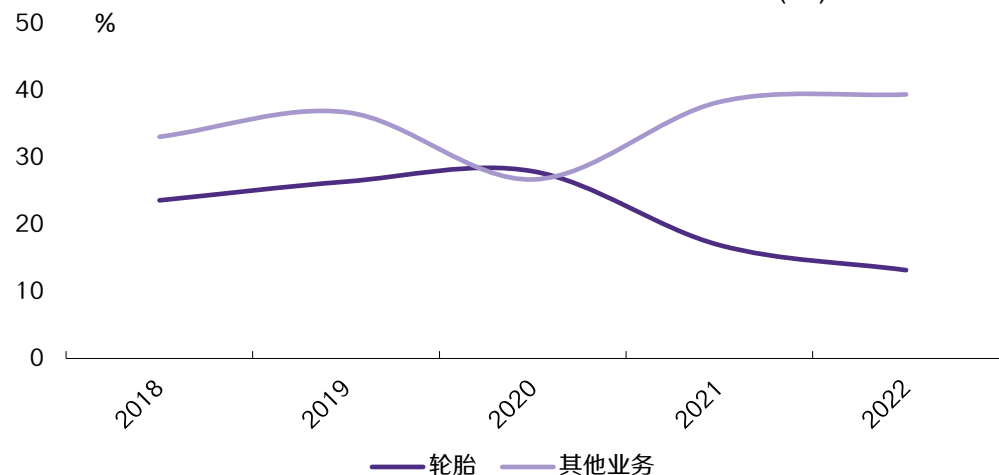
图表92：公司营收(亿元)及同比增速



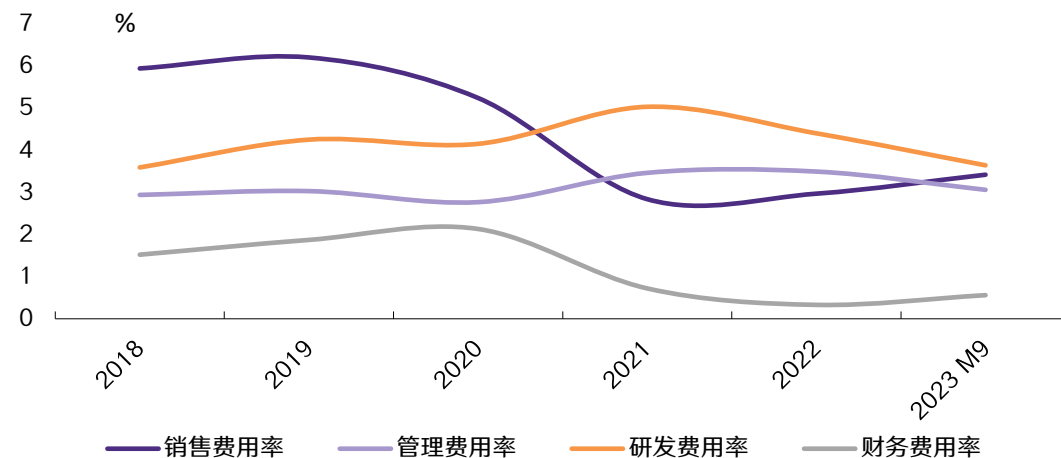
图表93：公司归母净利润(亿元)及同比增速



图表94：公司主要业务毛利率情况(%)



图表95：公司期间费用率及研发费用率(%)



资料来源：Wind，华鑫证券研究所

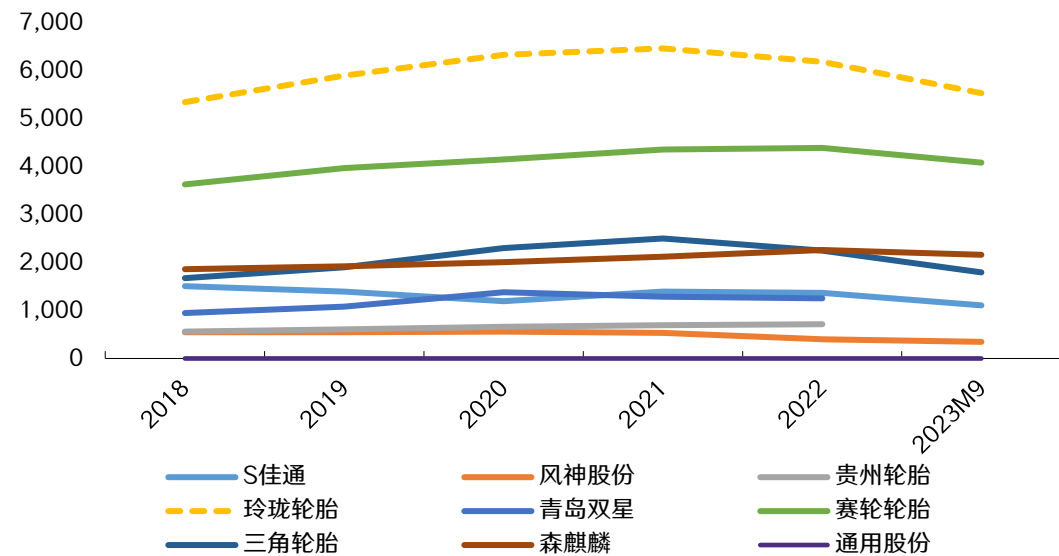
图表96：公司产能及预期

公司产能及预期 (万条/年)						
		2021	2022	2023E	2024E	2025E
招远	半钢	3000	3000	3000	3000	3000
	全钢	585	585	585	585	585
	斜交	25	25	25	25	25
德州	半钢	700	700	1000	1000	1000
	全钢	220	220	320	320	320
广西	半钢	1000	1000	1000	1000	1000
	全钢	200	200	200	200	200
	特胎	6	6	6	6	6
湖北	半钢	600	700	1000	1200	1200
	全钢	150	180	200	240	240
	工程胎			6	6	6
吉林	半钢			300	400	800
	全钢		100	120	200	200
铜川	半钢					400
	全钢				200	200
六安	半钢				400	400
	全钢					
泰国	半钢	1500	1500	1500	1500	1500
	全钢	220	220	220	220	220
塞尔维亚	半钢				600	1200
	全钢			120	160	160
合计	半钢	6800	6900	7800	9100	10500
	全钢	1375	1505	1765	2125	2125
	斜交	25	25	25	25	25
	工程胎			6	6	6
	特胎	6	6	12	12	12
总计		8206	8436	9608	11268	12668
增速			2.80%	13.89%	17.28%	12.42%

资料来源：Wind，公司公告，长江商报，华鑫证券研究所

- 公司在稳步推进“7+5”全球战略，目前已经形成“5+2”产能布局(国内5个+海外2个)，其中，海外泰国基地目前半钢规划产能是1500万条，全钢胎产能有220万条；塞尔维亚基地目前具备全钢胎120万条产能规模，24年达到设计产能；半钢胎争取尽快拿到试用许可，量产后形成销售，预计2024年上半年将达到一期600万条产能规模。
- 公司在新能源配套整体市占率近24%，已经成为新能源配套第一品牌，仅比亚迪一家前三季度的供货量就突破400万条，后续还会继续突破更多中高端配套项目，同业对比来看销量也位于前列。

图表97：公司销量位于行业前列(万条)



玲珑轮胎：行业景气度延续，轮胎龙头业绩有望持续回暖

图表98：公司轮胎产品配套情况

配套中国品牌

● 乘用车



● 商用车&工程车



配套外资及合资品牌

● 乘用车



● 商用车&工程车



资料来源：公司公告，百度有驾，华鑫证券研究所

图表99：玲珑轮胎推出新零售 3.0 模式



图表100：玲珑轮胎养车驿站

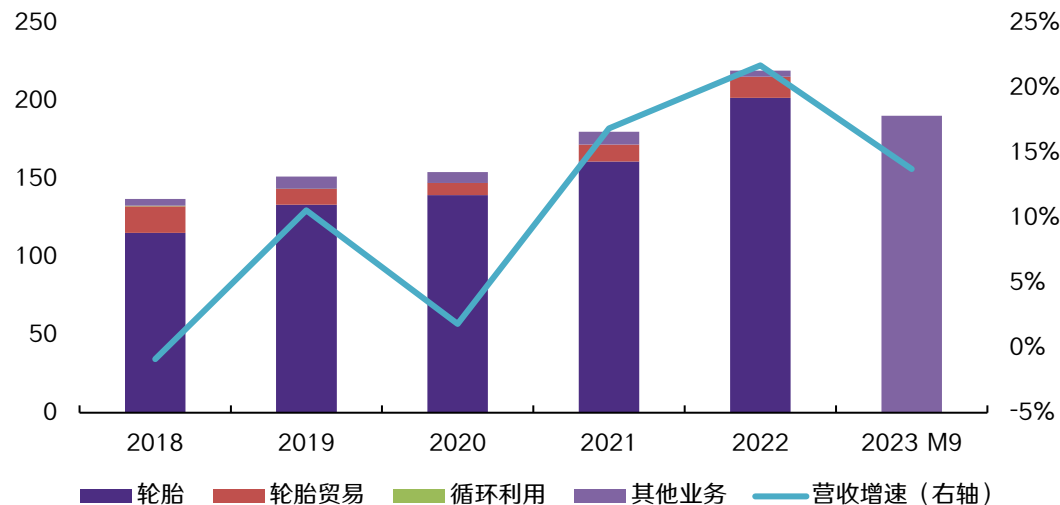


➤ 配套：全球前10大汽车厂进入7家，2022年度全球配套量超过2200万条，配套总量累计超过2亿条，连续多年位居中国轮胎配套 NO.1。

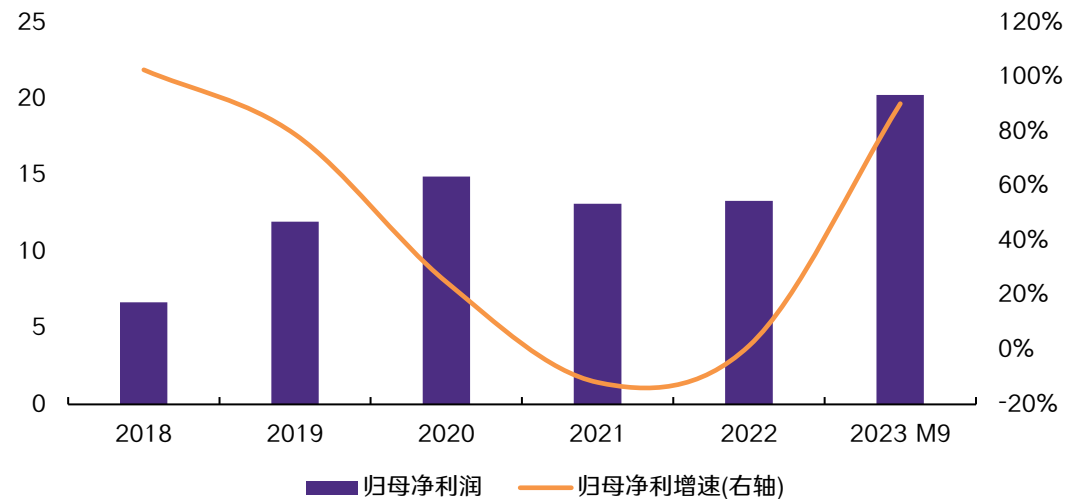
➤ 品牌价值：公司自2022年7月启动上线新零售3.0，正式推出玲珑养车驿站、阿特拉斯卡友之家新模式，开启轮胎“云交易”，在贯彻“产品+服务+价值”的营销主旨基础上，打造一个全新升级的商业模式和经营方式。

赛轮轮胎：收入稳步增长，净利润23年快速增长

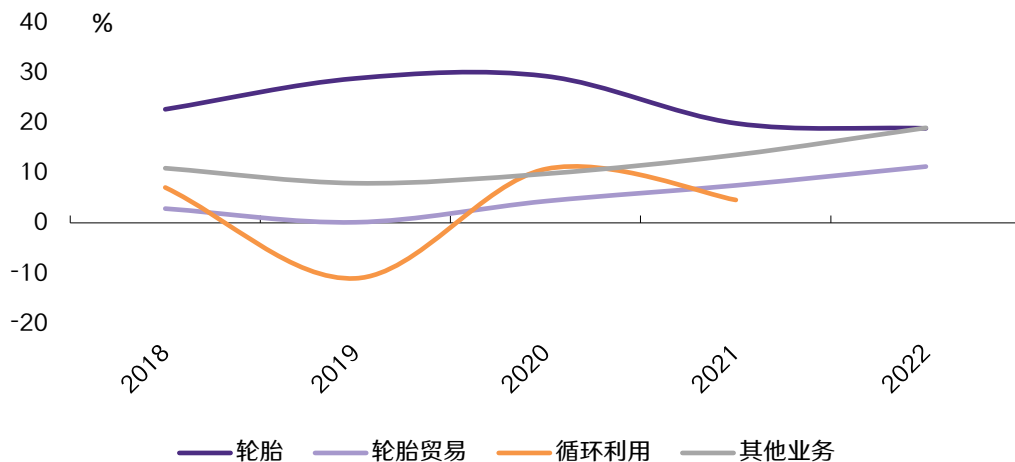
图表101：公司营收(亿元)及同比增速



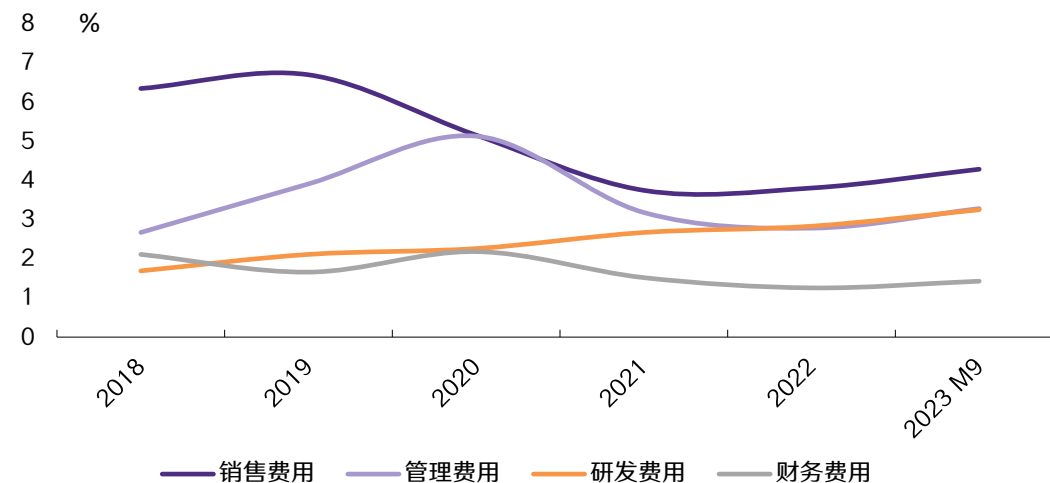
图表102：公司归母净利润(亿元)及同比增速



图表103：公司主要业务毛利率情况(%)



图表104：公司期间费用率及研发费用率(%)

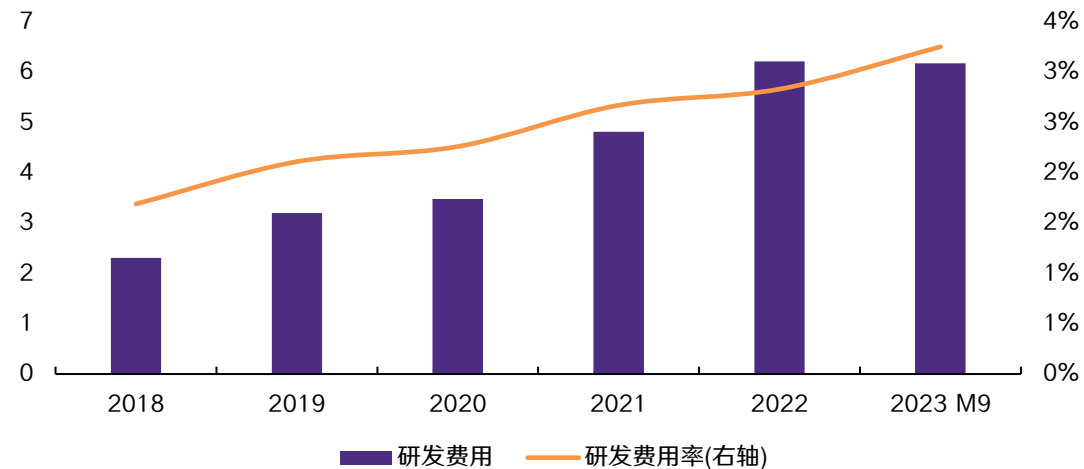


资料来源：Wind，华鑫证券研究所

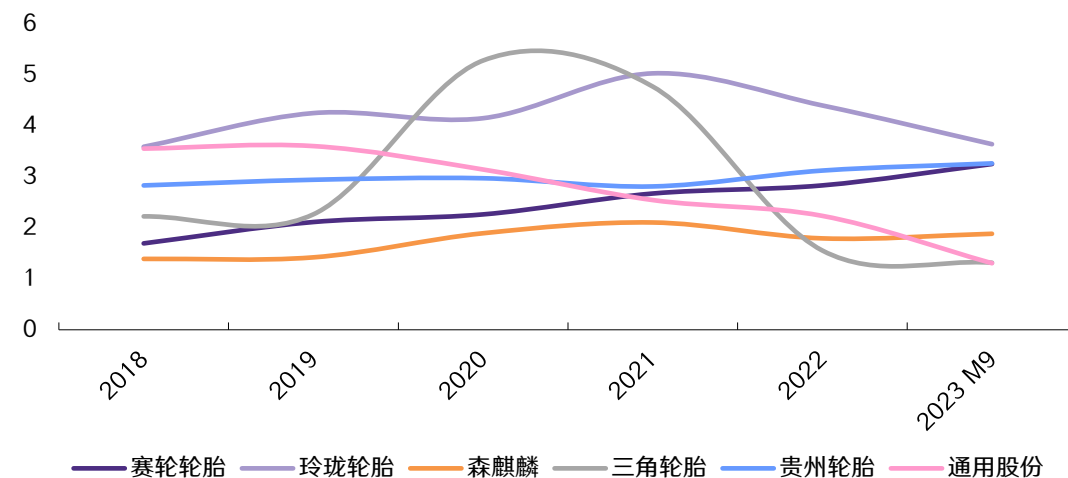
图表105：公司产能及预期(万条/年)

		2022	2023E	2024E	2025E
青岛	半钢	1000	1000	1200	1800
	全钢	320	350	500	800
	非公路(万吨)	5.6	6	15	15
东营	半钢	2400	2700	2700	2700
沈阳	全钢	450	500	500	500
潍坊	半钢	160	160	160	160
	非公路(万吨)	0.86	1.69	7	7
越南	半钢	1200	1300	1600	1600
	全钢	160	260	260	260
	非公路(万吨)	6	10	10	10
ACTR	全钢	265	265	265	265
柬埔寨	半钢	400	500	900	1500
	全钢		165	165	165
墨西哥	半钢				600
合计	半钢	5160	5660	6560	8360
	全钢	1195	1540	1690	1990
	非公路(万吨)	12.46	17.69	32	32
	全钢半钢合计	6355	7200	8250	10350
	增速		13%	15%	25%

图表106：公司研发费用(亿元)及研发费用率逐步提高



图表107：公司研发费用率在轮胎上市公司中位于前列(%)



资料来源：Wind，公司年报，车轱车辙网，华鑫证券研究所

赛轮轮胎：液体黄金推广，北美建厂完善全球化布局

图表108：液体黄金轮胎全系卓越 4 大系列产品

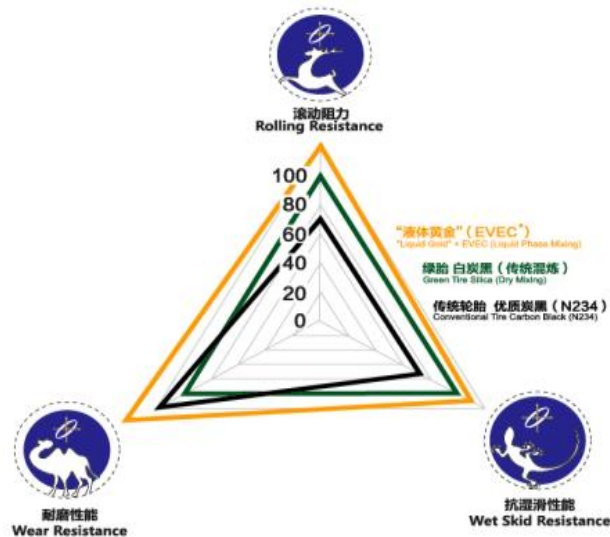


图表110：赛轮非公路轮胎



资料来源：公司官网，亿欧网，百度百科，华鑫证券研究所

图表109：液体黄金轮胎打破“魔鬼三角”定律



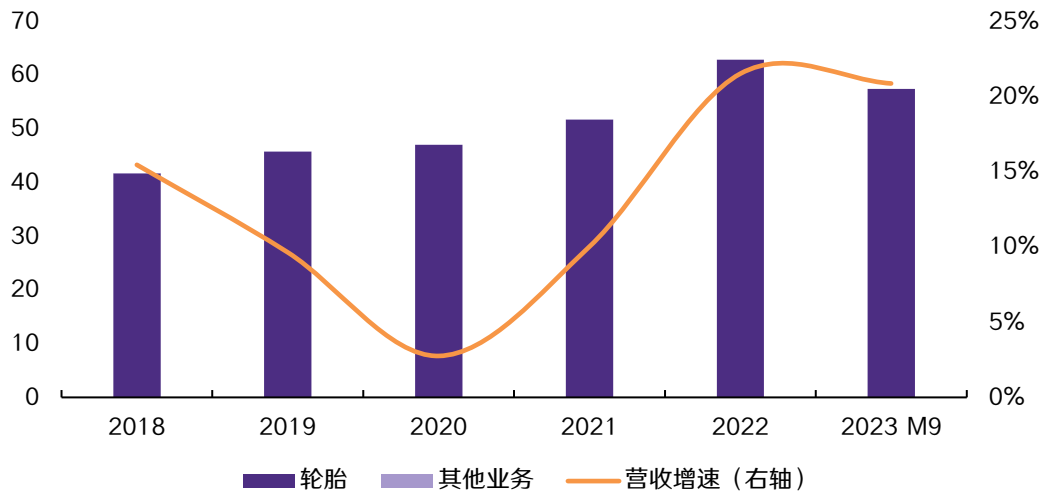
图表111：公司非公路轮胎部分合作或配套公司



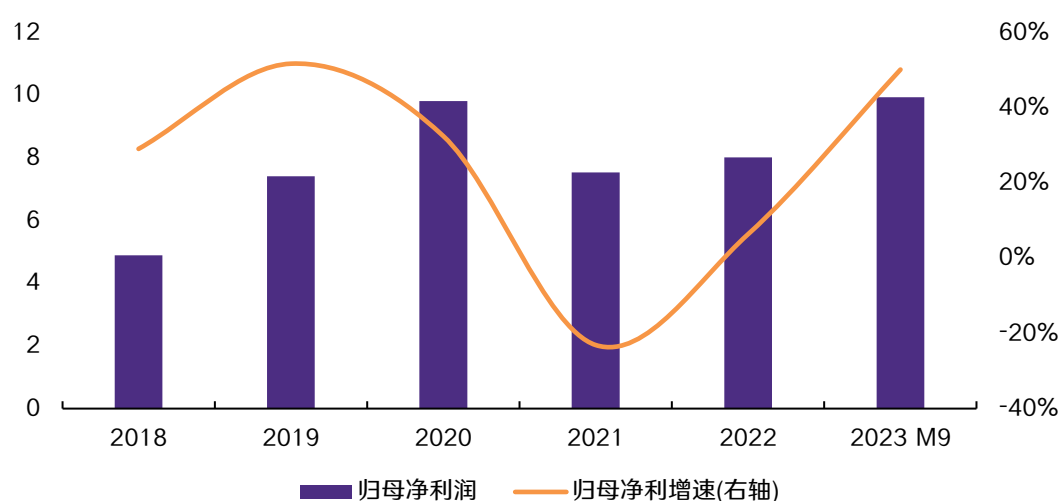
▶ 液体黄金轮胎是赛轮集团研制的新一代轮胎产品，液体黄金轮胎不仅降低了轮胎的滚动阻力，还提升了抗湿滑和耐磨性能，使行车更加安全、节能、舒适，增加了轮胎的使用寿命。

▶ 赛轮集团深耕非公路轮胎领域多年，凭借卓越的耐磨、耐切割、耐刺扎、低生热、高可靠的优异性能，产品广泛应用于国内外大型矿山。在巨胎产品、矿卡轮胎等方面，赛轮名列前茅，形成了系统化、一体化非公路轮胎整体解决方案。

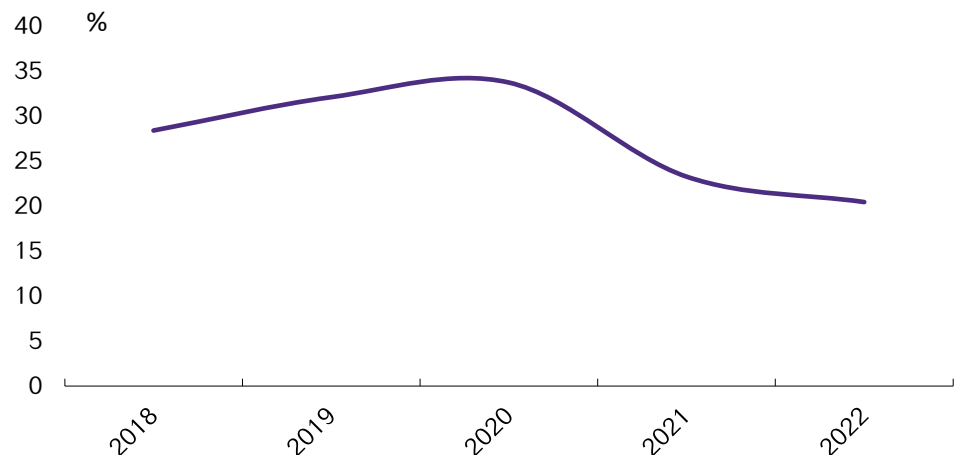
图表112：公司营收(亿元)及同比增速



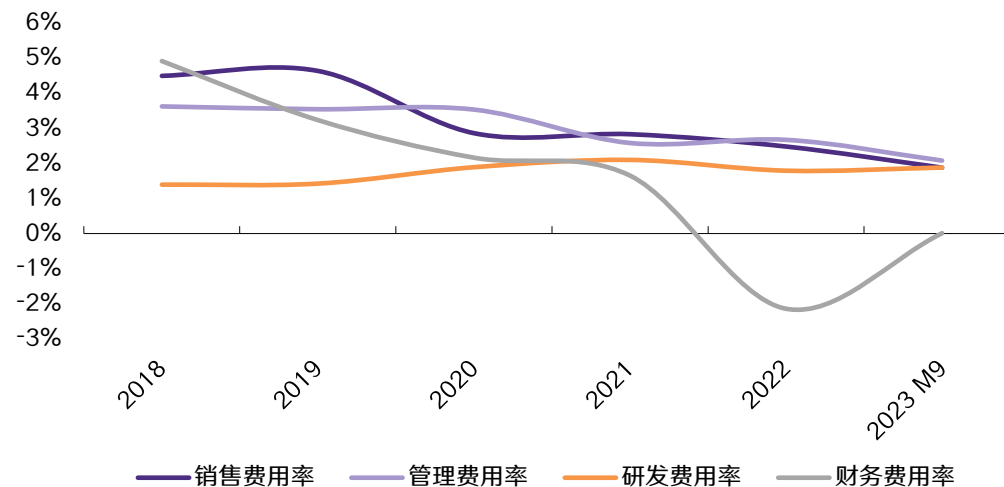
图表113：公司归母净利润(亿元)及同比增速



图表114：公司轮胎业务毛利率情况(%)



图表115：公司期间费用率及研发费用率(%)

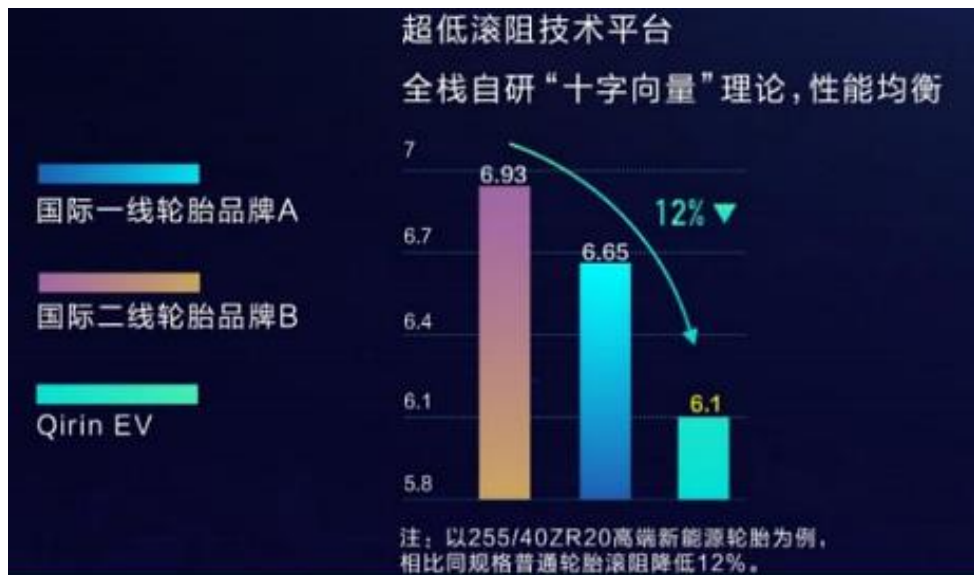


资料来源：Wind，华鑫证券研究所

图表116：公司产能及预期(万条/年)

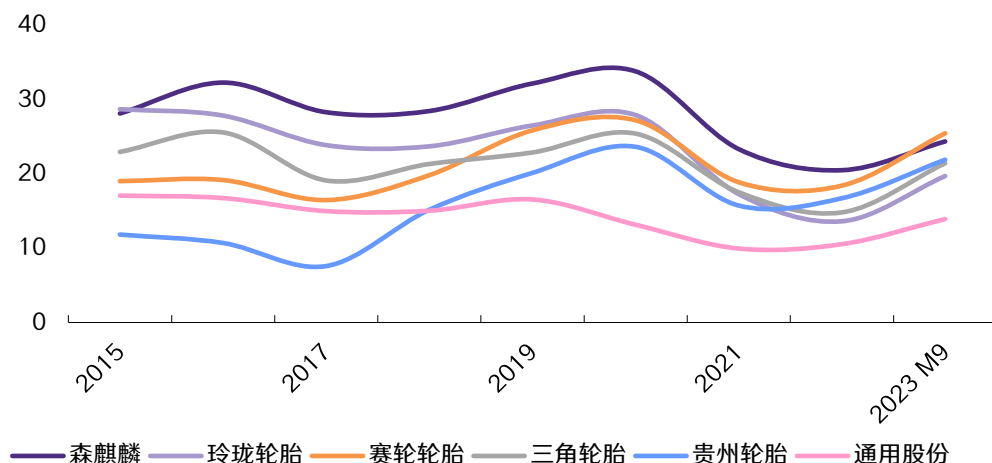
		2022	2023E	2024E	2025E
青岛	半钢	1200	1200	1400	1500
	航空轮胎		3	5	8
泰国	半钢	1000	1500	1600	1600
	全钢		100	200	200
西班牙					1200
摩洛哥				360	600
合计		2200	2803	3565	5108
合计增速			27%	27%	43%

图表118：公司 Qirin EV 滚阻性能对比国际品牌



资料来源：Wind，公司公告，炭黑产业网，轮胎报，华鑫证券研究所

图表117：公司毛利率长期领先(%)

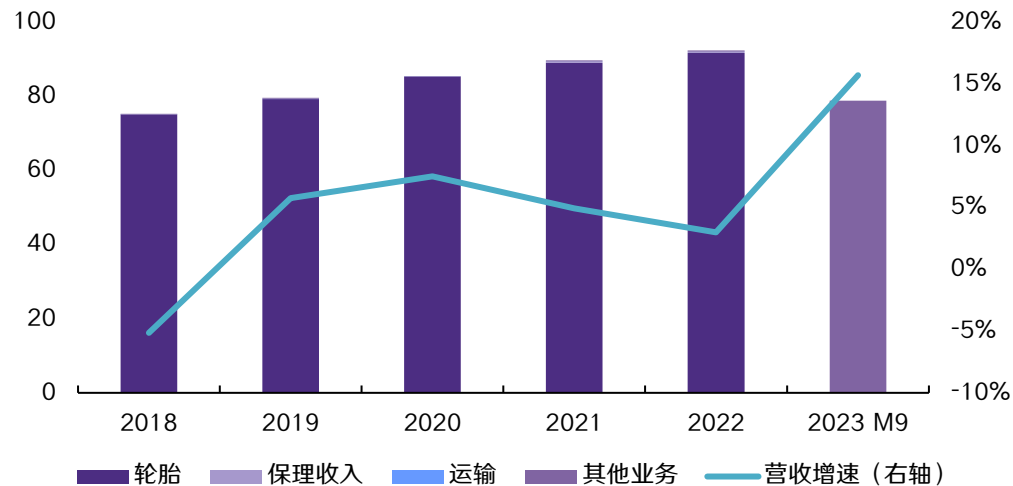


➤ 公司轮胎产品定位于高性能及大尺寸的中高端领域，毛利率长期处于领先地位。

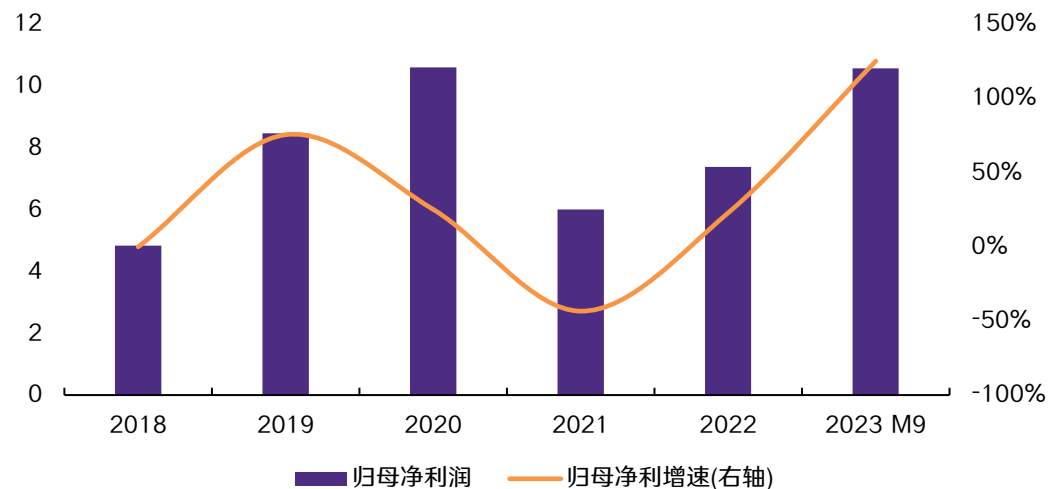
➤ 品牌创新：森麒麟Qirin EV的诞生伴随着五大创新，即全新花纹创新、全新轮廓创新、全新配方创新、结构加强创新、工艺创新。以255/40ZR20高端新能源轮胎为例，Qirin EV相比同规格普通轮胎滚阻降低12%，续航里程平均增加12%，耗电节省约5%。

三角轮胎：全钢胎质量“担当”，在手现金充裕

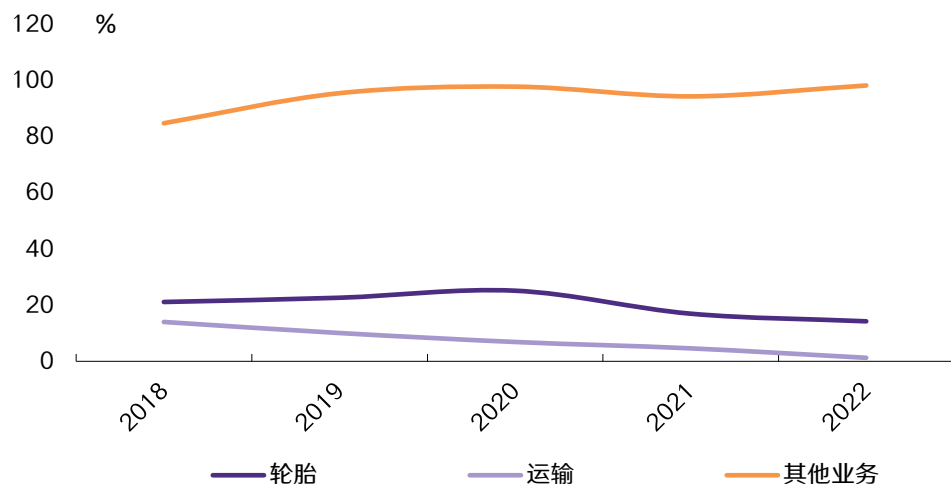
图表119：公司营收(亿元)及同比增速



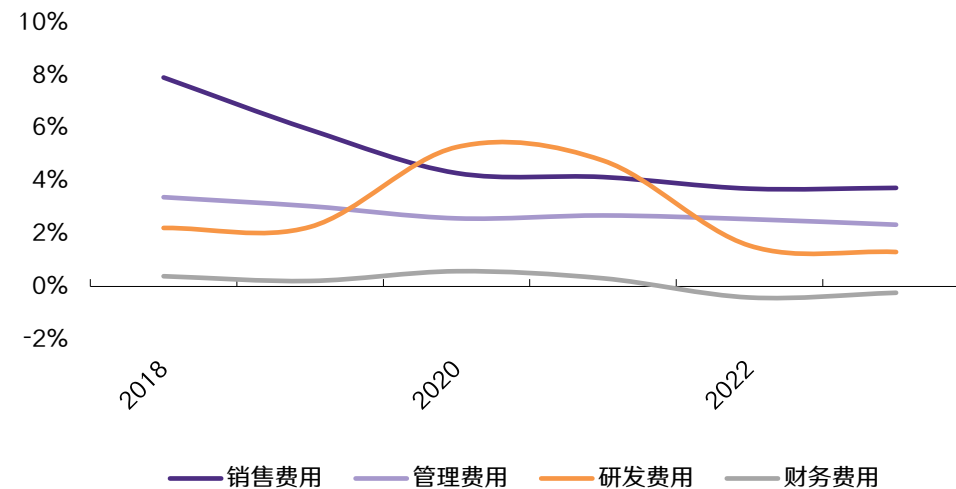
图表120：公司归母净利润(亿元)及同比增速



图表121：公司主要业务毛利率情况(%)



图表122：公司期间费用率及研发费用率(%)



资料来源：Wind，华鑫证券研究所

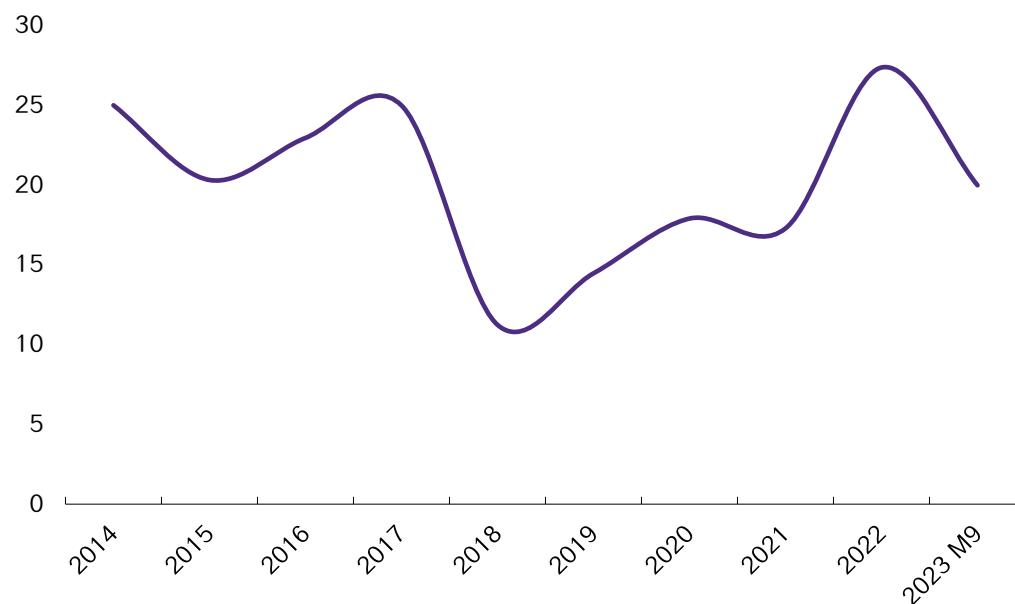
三角轮胎：全钢胎质量“担当”，在手现金充裕

- ▶ 公司是中国轮胎产业科技创新的引领者，行业低碳绿色发展的首倡者和先行者，是集轮胎设计、制造与营销于一体的专业化轮胎企业，产品服务于全球用户。公司“巨型工程子午胎成套生产技术与设备开发”项目获得国家科技进步一等奖。
- ▶ 净利润增速快，账面现金流充裕，现金及现金等价物余额维持在20亿元以上。

图表123：2022年公司产能及开工情况

主要厂区或项目	设计产能(万条)	产能利用率(%)
华盛厂区(乘用车胎)	1200	71.45
华盛厂区(工程胎)	28	74.07
华茂厂区(商用车胎)	650	78.07
华阳厂区(乘用车胎)	800	106.91
华新厂区(工程胎)	10	72.6
合计	2688	

图表124：现金及现金等价物余额维持在高位(亿元)



资料来源：Wind，公司公告，华鑫证券研究所

张伟保：华南理工大学化工硕士，13年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

刘韩：中山大学材料工程/香港城市大学金融学硕士，3年能源化工大宗商品研究经验，2022年加入华鑫证券研究所，从事化工行业及上市公司研究。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值