



赛轮轮胎 (601058.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究
证券研究报告

行稳致远，寻求创新突破的轮胎龙头

投资逻辑：

稳定性：依托全面的产品规划和前瞻的海外布局打造竞争优势。公司在成立后7年内完成了半钢胎+全钢胎+非公路胎（包含巨胎）的产品布局，丰富且全面的产品在满足更多客户需求的同时也降低了细分行业景气度变化带来的风险。作为第一家在海外建厂的国内胎企，公司目前已经拥有越南和柬埔寨两大海外基地，还规划了印尼和墨西哥两个新基地，越南基地对美国出口乘用车胎的双反税率为6.23%，其他海外基地0税率，整体出口关税较低且通过多基地布局能更好防范政策等相关风险。经营层面来看公司在存货和费用管理上也有所优化，同时尽量降低汇兑等非经营损益带来的业绩影响。凭借自身较强的竞争优势，公司在行业下行时具备较强的业绩韧性而在景气回暖时彰显了较好的业绩弹性，业绩预告显示预计2023年实现营业收入260亿元左右，同比增加18.7%左右，归母净利润31亿元左右，同比增加132.8%左右。

成长性：行业高景气背景下依托充足的产能规划快速承接需求，通过“液体黄金”产品的推广塑造品牌价值。轮胎行业市场空间广阔且需求相对稳定，在消费降级背景下国产轮胎性价比得到凸显开始走向全球替代进而实现全球市占率的提升，核心原料橡胶价格仍处于相对低位，预计后续价格运行偏弱轮胎行业较好的盈利状态有望维持。公司2022年底具备1195万条全钢胎、5160万条半钢胎和12.46万吨非公路轮胎的产能，随着国内基地的技改扩产、海外越南和柬埔寨基地的产能爬坡以及印尼和墨西哥两大新基地产能的投产放量，预计到2025年公司产能可提升至1600万条全钢胎、7700万条半钢胎和29.7万吨非公路轮胎，随着新产能释放和产品结构优化业绩将持续增长。公司还通过推广液体黄金轮胎切入高端市场，实现单胎价格提升的同时形成品牌溢价。

盈利预测、估值和评级

我们预测2023/2024/2025年公司实现营业收入260、330.6、381.7亿元，同比+18.7%/+27.1%/+15.5%，归母净利润31、40、46亿元，同比+132.7%/+29.1%/+14.9%，对应EPS为0.99、1.22、1.4元。当前股价对应估值分别为17.21、14.02、12.2倍PE，考虑到公司自身的竞争优势和成长性都很强，叠加液体黄金轮胎带来的品牌价值，目前估值相对较低，仍然给予“买入”评级。

风险提示

原料价格大幅波动；新产能释放低于预期；国际贸易摩擦；液体黄金轮胎推广不及预期；海运费大幅波动；汇率波动；担保风险。

基础化工组

分析师：陈屹（执业S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：李含钰（执业S1130523100003）

lihanyu@gjzq.com.cn

市价（人民币）：17.06元

相关报告：

- 《赛轮轮胎公司点评：规划印尼工厂，全球化布局持续推进》，2024.3.12
- 《赛轮轮胎公司点评：业绩超预期，加码柬埔寨巩固优势》，2024.1.30
- 《赛轮轮胎公司点评：业绩高增，海外基地优势继续强化》，2023.10.30



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,998	21,902	26,002	33,057	38,173
营业收入增长率	16.84%	21.69%	18.72%	27.13%	15.48%
归母净利润(百万元)	1,313	1,332	3,099	4,002	4,600
归母净利润增长率	-11.97%	1.43%	132.69%	29.14%	14.94%
摊薄每股收益(元)	0.429	0.435	0.992	1.217	1.399
每股经营性现金流净额	0.27	0.72	1.46	1.97	1.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.24%	10.90%	21.97%	23.95%	23.35%
P/E	39.81	39.24	17.21	14.02	12.20
P/B	4.87	4.28	3.78	3.36	2.85

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、穿越周期，业绩稳定性从何而来？	5
1.1 全面规划，满足客户多样化的需求	5
1.2 前瞻布局，海外基地抗风险能力较强	9
1.3 经营稳健，采用多种工具平抑非经营性损益	13
二、着眼未来，“全球布局+技术创新”铸就龙头之路	16
2.1 扩产节奏合理，高景气背景下彰显业绩弹性	16
2.2 布局印尼+墨西哥，再度引领新一轮出海潮	19
2.3 借助“液体黄金”，推动品牌力和单胎价值向上	21
三、盈利预测与投资建议	23
四、风险提示	24

图表目录

图表 1： 公司成立后快速完成了全面的产品布局	5
图表 2： 全球轮胎消费市场中半钢胎销量的占比较高	5
图表 3： 公司轮胎产品整体销售量稳步增长（万条）	6
图表 4： 公司的半钢胎收入占比有所回落	6
图表 5： 我国半钢胎行业月度开工情况	6
图表 6： 公司半钢胎的全球市占率企稳（按销量）	6
图表 7： 公司半钢胎销售单价提升显著（元/条）	6
图表 8： 公司半钢胎的销售毛利率相对较高	6
图表 9： 我国全钢胎行业月度开工情况	7
图表 10： 公司全钢胎的全球市占率快速提升（按销量）	7
图表 11： 公司全钢胎销售收入增长显著（亿元）	7
图表 12： 公司全钢胎的销售毛利率相对较高	7
图表 13： 公司的非公路胎收入实现了快速增长（亿元）	8
图表 14： 公司的非公路胎销售单价持续提升	8
图表 15： 公司的非公路胎毛利占比提升较快	8
图表 16： 公司的非公路胎盈利能力较强	8
图表 17： 公司的巨胎产品规格齐全且具备规模优势	8
图表 18： 海安橡胶大尺寸巨胎销售单价较高（万元/条）	9
图表 19： 海安橡胶全钢巨胎销售毛利率维持在较高水平	9
图表 20： 全钢胎销售市场以亚洲地区为主（2023 年）	9
图表 21： 半钢胎销售市场中欧美占比相对较高（2023 年）	9



图表 22: 我国轮胎产业对于出口的依赖度较高	10
图表 23: 我国出口至美国的轮胎数量和占比均有下滑	10
图表 24: 美国对多个国家和地区征收双反税	10
图表 25: 公司的全球化布局具备前瞻性	11
图表 26: 公司的海外基地收入持续增长 (亿元)	12
图表 27: 公司的海外基地净利润相对稳定 (亿元)	12
图表 28: 公司的海外基地净利率快速回升	12
图表 29: 公司的海外市场收入显著领先同业 (亿元)	13
图表 30: 公司的海外市场收入占比相对同业较高	13
图表 31: 公司的海外市场毛利率相对较高	13
图表 32: 公司整体销售毛利率开始领先同业	13
图表 33: 公司的营业收入规模持续增长 (亿元)	14
图表 34: 公司的营业收入同比增速相对平稳	14
图表 35: 公司的归母净利润快速提升 (亿元)	14
图表 36: 公司的归母净利润增速相对稳定	14
图表 37: 公司轮胎产品库销比 (库存/销量) 相对稳定	14
图表 38: 公司存货周转率位于行业中上游	14
图表 39: 公司的销售费用率相对同业较高	15
图表 40: 公司的管理费用率相对较低	15
图表 41: 公司汇兑损益规模相对同业较小 (百万元)	15
图表 42: 公司汇兑损益占海外业务收入占比较低	15
图表 43: 公司非经常性损益变化相对同业较小 (百万元)	15
图表 44: 公司非经常性损益占收入比例相对同业较低	15
图表 45: 公司近几年产能扩张开始加速 (万条)	16
图表 46: 行业周期下行时企业产能利用率均有下滑	16
图表 47: 公司轮胎总销量稳步增长 (万条)	16
图表 48: 公司轮胎总销量增速维持正增长	16
图表 49: 全球轮胎配套市场需求随汽车产量变化	17
图表 50: 我国为汽车生产大国	17
图表 51: 我国替换市场需求占比仍然偏低	17
图表 52: 我国汽车保有量稳步增长 (亿辆)	17
图表 53: 运价指数小幅上涨后再度回归常态	18
图表 54: 2022 年至今橡胶价格走势相对平稳 (元/吨)	18
图表 55: 公司新产能规划较为丰富	19
图表 56: 公司海外基地在建项目丰富	20



图表 57: 公司海外基地布局全面且具备一定的政策优势..... 20

图表 58: “液体黄金”技术为轮胎工业中的第四大创新性技术..... 21

图表 59: “液体黄金”轮胎产品各方面性能均较为突出..... 21

图表 60: 公司“液体黄金”产品价格接近一线品牌（元/条）..... 22

图表 61: 公司广告费用快速增长（百万元）..... 22

图表 62: 公司的广告费在销售费用中占比提升显著..... 22

图表 63: 公司分产品盈利和费用假设..... 23



一、穿越周期，业绩稳定性从何而来？

1.1 全面规划，满足客户多样化的需求

- 公司在较短时间内快速完成了全面的产品布局，细分产品需求覆盖广泛。公司成立于2002年，对比同业成立时间较晚且发展历史较短，2003年12月第一条轮胎下线后公司逐渐进入产业化生产阶段，随着2006年公司第一条全钢工程胎试制成功和半钢子午胎进入到生产实践阶段，公司在成立后4年内完成了对轮胎行业主要产品的布局，形成了较为完善的产品体系。在细分品类方面，2009年第一条全钢子午巨胎试制成功让公司在非公路轮胎领域的布局实现了进一步深化，全面且丰富的产品布局也让公司能够覆盖更多的客户需求。

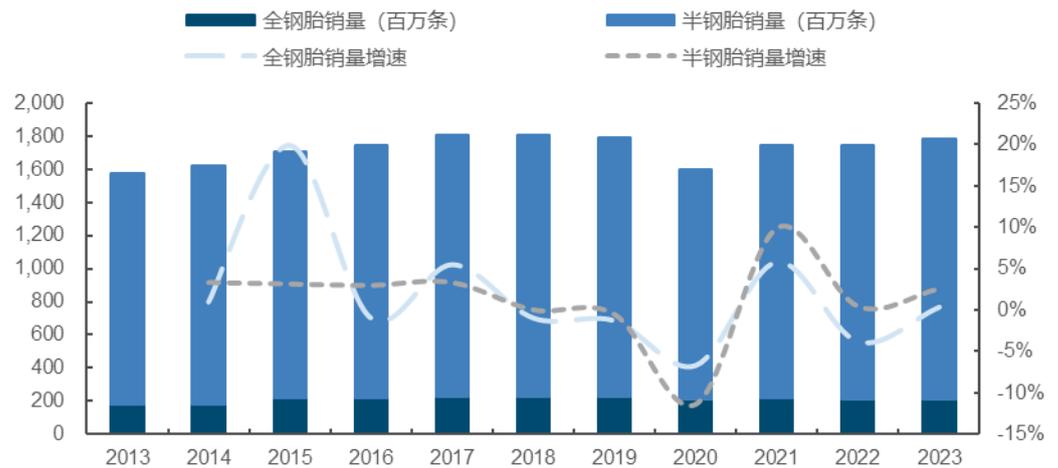
图1：公司成立后快速完成了全面的产品布局

公司	成立时间	产品布局				
		斜交胎	全钢胎	半钢胎	子午工程胎	巨胎
赛轮轮胎	2002年	-	2003年	2006年	2006年	2009年
玲珑轮胎	1975年	1987年	2002年	2001年	-	2024年
森麒麟	2007年	-	2021年	2009年	-	-
三角轮胎	1976年	1985年	1995年	2006年	2002年	2007年

来源：各公司官网和公告、国金证券研究所

- 全球轮胎整体需求相对稳定，半钢胎的销量规模更大。从不同产品的应用场景来看，半钢胎的需求和乘用车保有量以及出行情况关联度较高，2013-2017年期间全球半钢胎的每年维持了3%左右的增长，在达到15.8亿条/年的销量规模后开始企稳，进入2020年后考虑到出行需求阶段性下滑，当年全球半钢胎销量同比下滑11%至13.9亿条，近两年随着出行的恢复销量也同步向上修复；全钢胎配套的车辆主要用于运输和基建等领域，自2015年以来需求基本稳定在2.2亿条左右。从全球轮胎市场的销量结构来看，2023年半钢胎销量为15.7亿条，全钢胎销量为2.1亿条，半钢胎的销量占比为88%。从应用端来看，全钢胎的工具属性更强，半钢胎的消费属性更强，相对海外品牌国产轮胎的性价比优势明显，因而在全钢胎方面的进口替代更加顺畅，对于更注重品牌效应的半钢胎而言进口替代的速度相对更慢，但未来可替代的空间也更大。

图2：全球轮胎消费市场中半钢胎销量的占比较高



来源：米其林年报、国金证券研究所

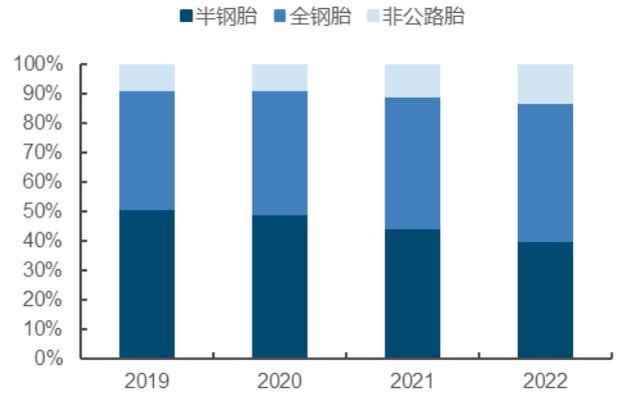
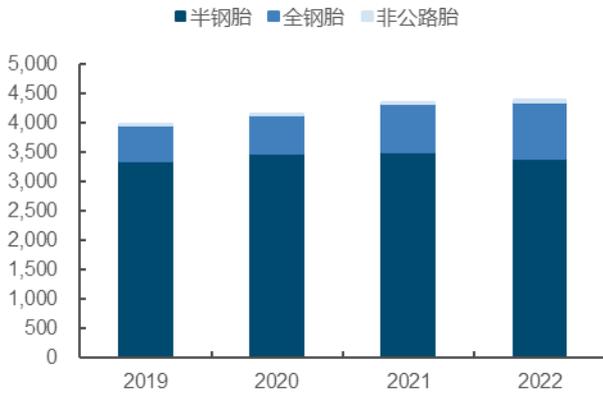
- 公司产销结构和行业需求分布一致，整体销量稳步增长。公司轮胎总销量从2019年的3971万条提升至2022年的4390万条，其中半钢胎销量为3393万条，占总销量的77%；全钢胎销量为966万条，占总销量的22%；非公路轮胎销量为31万条。从收入表现来看，2022年营业总收入突破200亿达到219亿，成为国内上市胎企中规模最大的企业，其中半钢胎收入为80.5亿元，占轮胎产品收入的比例从2019年51%下滑至2022年的40%，全钢胎收入为94.5亿元，占轮胎产品收入的比例从2019年41%提升至2022年的47%。从终端应用来看，半钢胎配套乘用车，和人们日常出行需



求的关联度较高；全钢胎配套商用车，与运输和基建的需求相关；非公路轮胎下游相对广泛，和建筑、农业以及采矿业等领域需求相关；考虑到终端需求在不同时期景气度有所分化，因而实现了多产品全面布局的企业能够保持较好的业绩稳定性。

图表3: 公司轮胎产品整体销售量稳步增长 (万条)

图表4: 公司的半钢胎收入占比有所回落



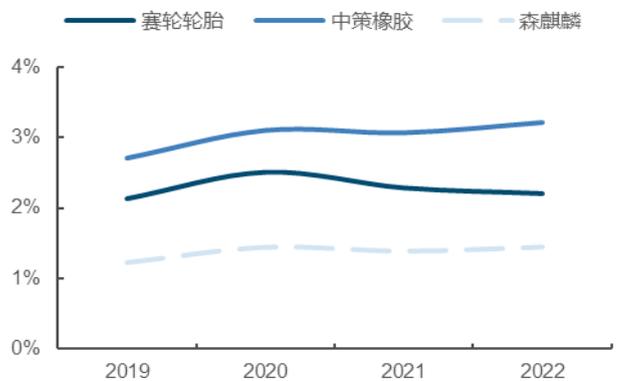
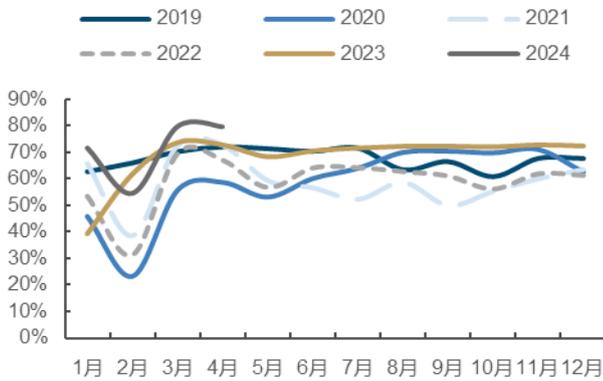
来源: 公司公告、国金证券研究所

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 公司半钢胎收入稳步增长，盈利能力较为领先。全球乘用车胎需求自2016年以来基本维持在15亿条以上，仅在2020年阶段性下滑至13.9亿条，公司半钢胎销量在2019-2021年期间持续增长，从3362万条提升至3500万条，全球市占率在2020年时提升到2.5%，2022年在国内开工受限和海外去库存的背景下公司半钢胎销量有所下滑，但单胎价格和盈利能力仍然表现较好，半钢销售毛利率和森麒麟较为接近。2023年下半年开始半钢胎行业开工持续向好，超过了过去几年最高开工水平，随着行业回暖公司销量预计持续增长。

图表5: 我国半钢胎行业月度开工情况

图表6: 公司半钢胎的全球市占率企稳 (按销量)

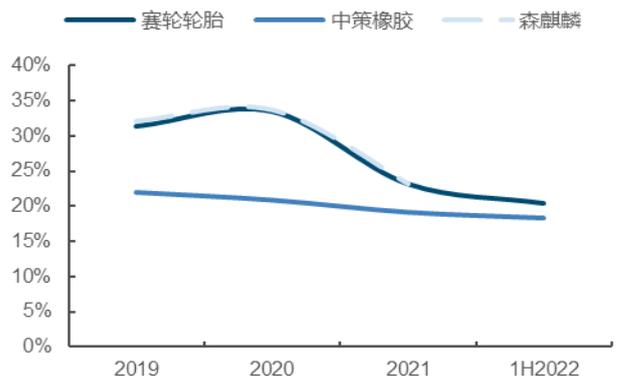
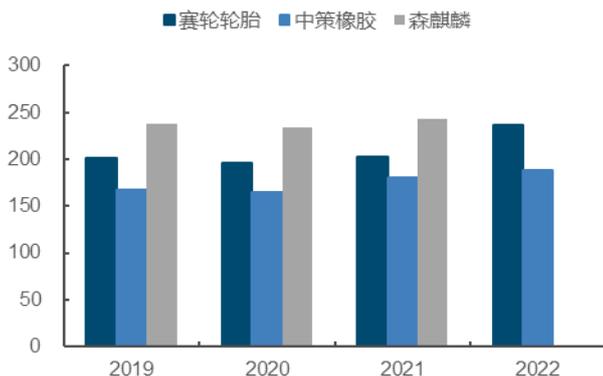


来源: Wind、国金证券研究所

来源: 各公司公告、米其林年报、国金证券研究所

图表7: 公司半钢胎销售单价提升显著 (元/条)

图表8: 公司半钢胎的销售毛利率相对较高



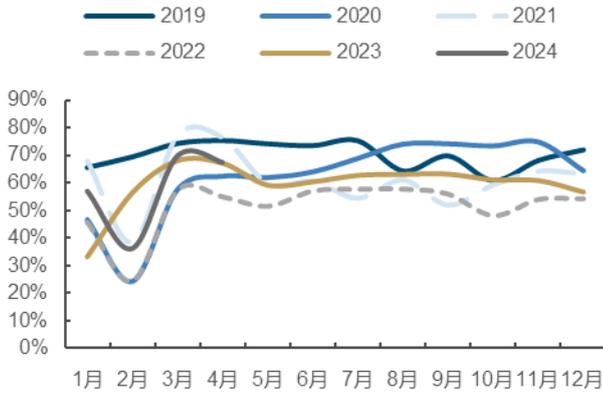
来源: 各公司公告、国金证券研究所

来源: 各公司公告、国金证券研究所

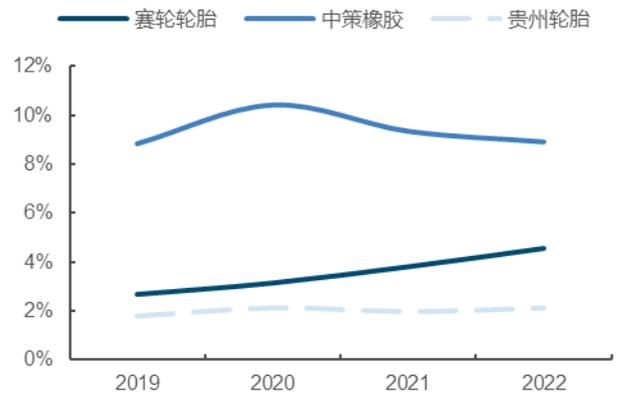


- 全钢胎销量增长带动收入持续向好，市占率显著提升。考虑到全钢胎的工具属性相对较强，因而消费者对价格的敏感度更高，国产轮胎凭借性价比优势能较快抢占海外胎企市场份额，近几年随着海外企业陆续退出在中国的全钢胎业务，国产胎企的销量也实现了显著增长，公司全钢胎销量从2019年的592万条提升至2022年的966万条，3年复合增速达到了18%，销售收入也从2019年的54亿元增长至2022年的94亿元，复合增速达到20%，对比同业公司盈利能力也处于相对高位。

图表9：我国全钢胎行业月度开工情况



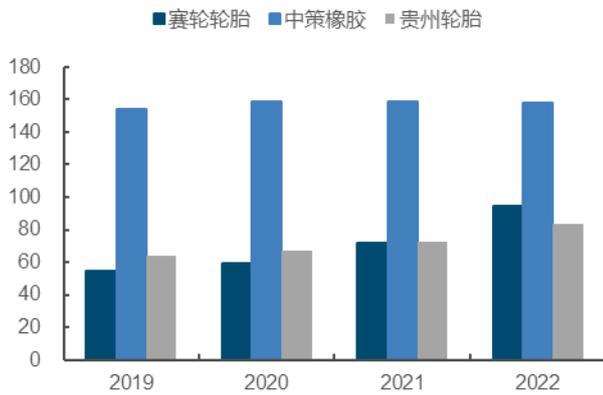
图表10：公司全钢胎的全球市占率快速提升（按销量）



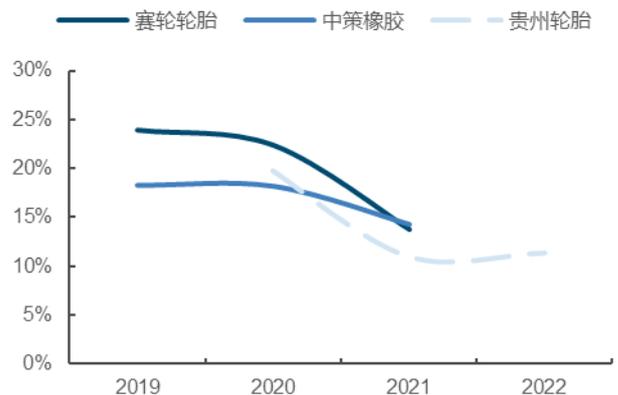
来源：Wind、国金证券研究所

来源：各公司公告、米其林年报、国金证券研究所

图表11：公司全钢胎销售收入增长显著（亿元）



图表12：公司全钢胎的销售毛利率相对较高



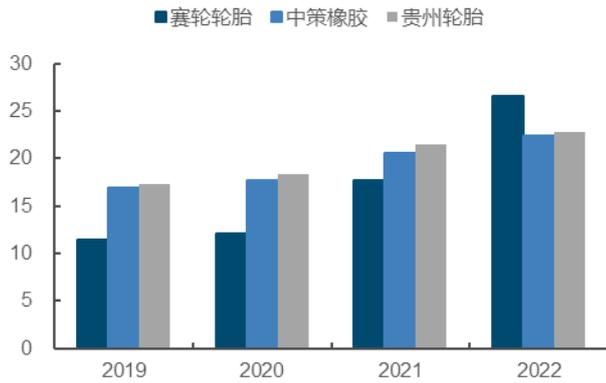
来源：各公司公告、国金证券研究所

来源：各公司公告、国金证券研究所

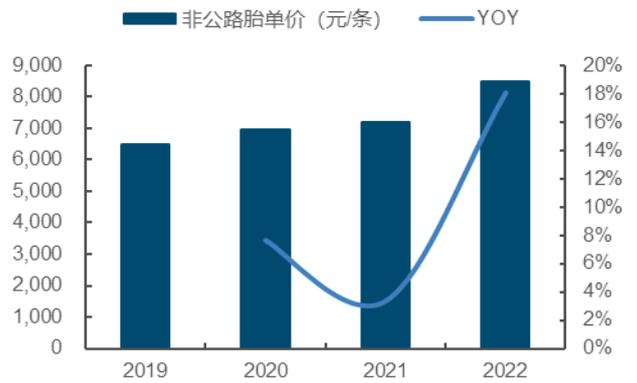
- 非公路轮胎收入快速增长的同时结构持续优化，盈利能力较好带动公司业绩增长。过去几年公司收入和利润增幅最为显著的板块就是非公路轮胎，销量从2019年的18万条提升至2022年的31万条，3年复合增速达到21%，收入从2019年的11亿元提升至2022年的27亿元，复合增速达到33%，目前收入规模在同业中较为领先。随着公司非公路轮胎中巨胎等大尺寸产品占比继续提升，单胎价格也从2019年的6472元提升至8494元。由于非公路轮胎制造门槛更高所以竞争格局相对较好，产品的盈利能力也相对更高，公司的非公路轮胎销售毛利率维持在35%左右波动，2022年开始随着终端需求的增长和部分地区市场格局的优化，非公路轮胎板块出现了阶段性供不应求，公司凭借全面的产品布局和深耕多年的技术优势较好的抢占了市场份额，从而实现了自身业绩的快速增长，从毛利结构来看，非公路轮胎的毛利占比也从2019年的11%提升至2022年上半年的23%。



图表13: 公司的非公路胎收入实现了快速增长 (亿元)



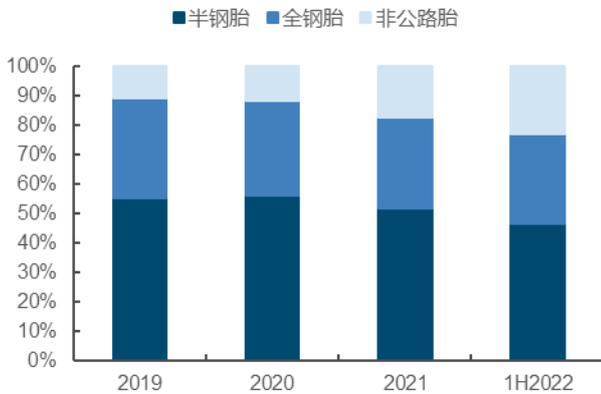
图表14: 公司的非公路胎销售单价持续提升



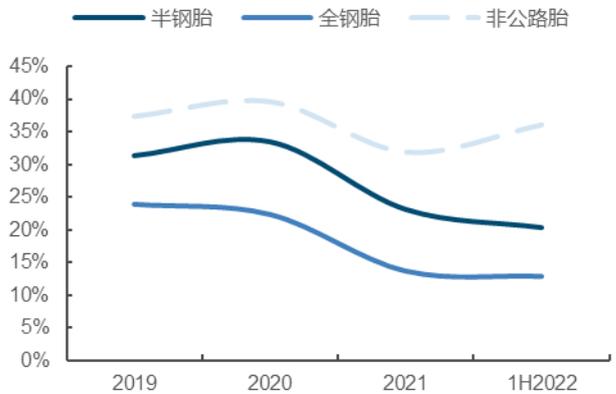
来源: 各公司公告、国金证券研究所

来源: 公司公告、国金证券研究所

图表15: 公司的非公路胎毛利占比提升较快



图表16: 公司的非公路胎盈利能力较强



来源: 公司公告、国金证券研究所

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 非公路轮胎中的巨胎行业格局相对较好且国产替代空间大, 公司产品竞争优势较强。全钢巨胎作为轮胎行业的一个细分领域, 具有技术壁垒高、客户黏性强等特点, 根据2024年3月海安橡胶招股说明书数据显示, 巨胎目前主要由米其林、普利司通、固特异等国际轮胎巨头企业所垄断, 国际三大品牌全球市场份额维持在85%以上。我国轮胎企业生产的巨胎相对海外企业产品的优势主要体现在性价比和服务方面, 目前国内企业中产品规格齐全且产能规模相对较大的主要有赛轮轮胎、海安橡胶和三角轮胎。

图表17: 公司的巨胎产品规格齐全且具备规模优势

区域	公司	全钢巨胎主要产品	产能
海外	米其林		
	普利司通	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术和产品	
	固特异		
国内	赛轮轮胎		预估 6 万吨
	三角轮胎	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术和产品	目前 3000 多条
	海安橡胶		22 年底 1.05 万条
	风神股份	以 51 英寸及以下规格产品为主	
	兴源集团		
	中策橡胶 (整合天津国联旗下工厂)	以 57 英寸及以下规格产品为主	
	贵州轮胎	具备巨胎产能	产能占比较小
	青岛双星	拥有巨型矿山轮胎产品, 暂未获得矿山使用信息	
	玲珑轮胎	2024 年 1 月 10 日, 首条 27.00R49 规格巨胎下线	

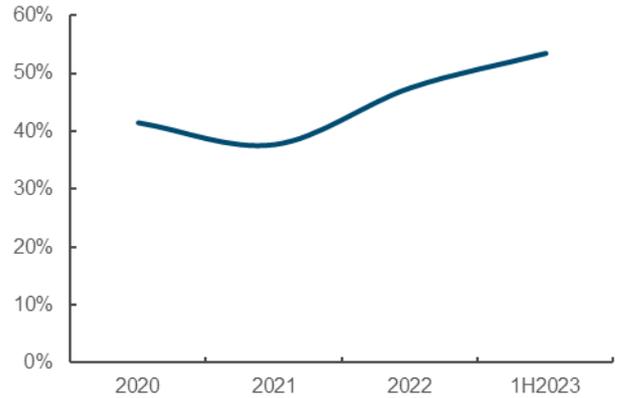
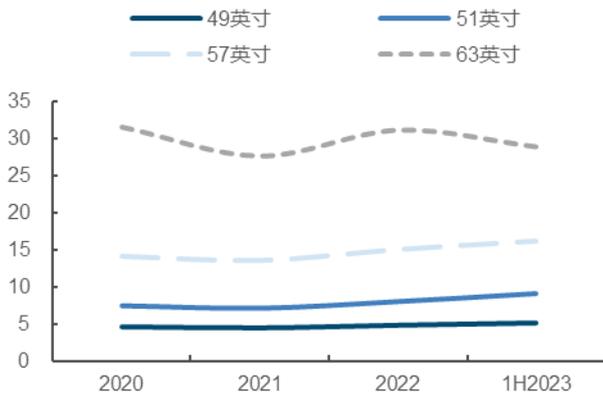
来源: Wind、海安橡胶招股说明书、国金证券研究所



- 巨胎单胎价格高且盈利能力强,随着公司非公路板块产品结构优化盈利能力有望继续提升。根据海安橡胶招股说明书数据显示,巨胎(轮辋直径49英寸及以上)主要有49英寸、51英寸、57英寸和63英寸四大规格,产品单价根据尺寸的不同差异较大,最小规格49英寸的产品价格在5万元/条左右,最大规格63英寸的产品价格在30万元/条左右,近几年随着下游需求端的持续增长巨胎也出现了阶段性供不应求的现象,截止2023年上半年巨胎产品的毛利率已经提升至50%以上。公司青岛工厂非公路轮胎技改完成后巨胎产能可提升至6万吨,未来随着巨胎产能的持续放量,公司非公路板块的单胎价格和盈利能力都将得到显著提升。

图表18: 海安橡胶大尺寸巨胎销售单价较高(万元/条)

图表19: 海安橡胶全钢巨胎销售毛利率维持在较高水平



来源: 海安橡胶招股说明书、国金证券研究所

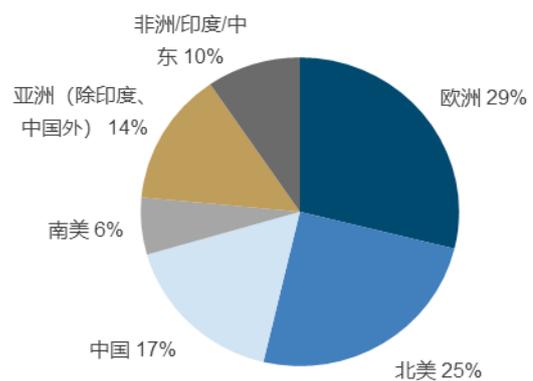
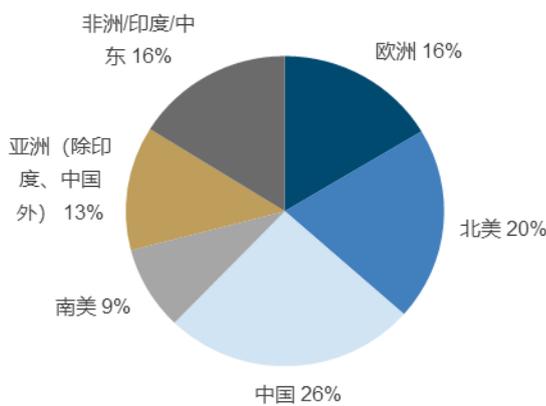
来源: 海安橡胶招股说明书、国金证券研究所

1.2 前瞻布局, 海外基地抗风险能力较强

- 亚洲地区为全钢胎的核心消费市场,欧美地区为半钢胎的主要消费市场。不同产品的消费市场有所差异,全钢胎方面由于我国下游基础设施建设规模大、重型工程车辆需求高,因而全球市场中需求占比较高,未来考虑到一带一路等政策的推动,预计我国全钢胎消费需求有望维持,并且非洲等地区的需求则仍有提升空间;半钢胎方面目前欧美需求仍然占据主导地位,2023年欧洲和北美的消费占比达到54%,中国市场消费占比为17%。考虑到半钢胎的销量规模更大,欧美市场需求在轮胎市场中的重要性仍然较高,因而轮胎出口也是国产胎企的必经之路。

图表20: 全钢胎销售市场以亚洲地区为主(2023年)

图表21: 半钢胎销售市场中欧美占比相对较高(2023年)



来源: 米其林官网、国金证券研究所

来源: 米其林官网、国金证券研究所

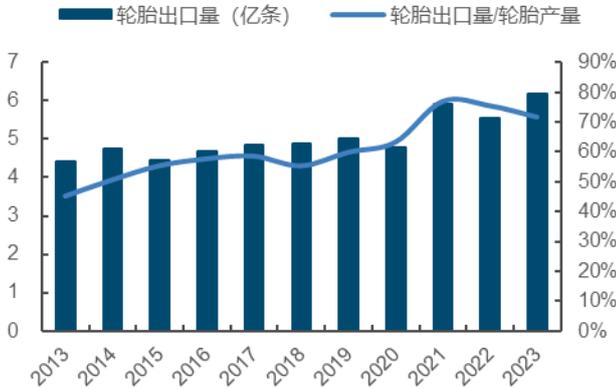
- 我国轮胎行业出口依赖度较高,“双反”政策影响下我国对美国的出口量明显下滑。随着国产轮胎走出去的步伐加快,出口市场对我国轮胎企业的重要性也在不断提升,2023年全球轮胎消费量为17.9亿条,我国轮胎产量同比增长18%达到8.6亿条,产量占全球轮胎销量的48%,为全球最大的轮胎生产国。2014-2020年期间我国轮胎的出口量基本在接近5亿条的位置徘徊,2021年开始在各类突发事件扰动全球供应链的背景下,叠加消费降级趋势下国产轮胎性价比优势提升,我国轮胎出口增长较为明显,2023年出口量回升至6.2亿条,占我国轮胎总产量的比例高达72%。从出口结构来看,美国市场对我国轮胎企业的重要性较高,在2015年之前我国轮胎出口美国的



比例维持在 20% 的水平，自 2015 年开始美国对部分中国轮胎征收高额“双反”税，征收的反倾销税从 14.35% 到 87.99% 不等，反补贴税从 20.73% 到 116.33% 不等，在高额双反税的影响下，我国对美国的轮胎出口量开始持续下滑，从 2014 年的 9605 万条下滑至 2023 年的 3391 万条，占我国轮胎出口量的比例也从之前的 20% 降低至 5.5%。

图表22：我国轮胎产业对于出口的依赖度较高

图表23：我国出口至美国的轮胎数量和占比均有下滑



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表24：美国对多个国家和地区征收双反税

被双反地区	产品	反倾销税	反补贴税	合计税率	最新结果公布时间	重点调查流程
	卡车和公共汽车轮胎	-	-	-	2017年2月22日	2016年2月19日原审立案，2017年2月22日原审产业损害终裁，2024年1月2日日落/期中复审立案。
中国	乘用车和轻型货车轮胎	14.35%~87.99%	20.73%~116.33%	44.96%~142.17%	2021年1月26日	2014年7月15日原审立案，2015年7月14日原审产业损害终裁，2021年1月26日日落/期终复审产业损害终裁
	非公路胎	-	-	-	2019年5月7日	2008年9月发布反倾销和反补贴税令，期间多次审查直至2019年5月7日撤销
中国台湾	乘用车和轻型卡车轮胎	20.04%~101.84%	-	20.04%~101.84%	2021年6月23日	2020年5月13日原审立案调查，2021年6月23日原审产业损害终裁
韩国	乘用车和轻型卡车轮胎	14.72%~27.05%	-	14.72%~27.05%	2021年6月23日	2020年5月13日原审立案调查，2021年6月23日原审产业损害终裁
越南	乘用车和轻型卡车轮胎	-	6.23%~7.89%	6.23%~7.89%	2021年6月23日	2020年5月13日原审立案调查，2021年6月23日原审产业损害终裁，2024年1月发布第一次年度行政复审终裁结果
泰国	乘用车和轻型卡车轮胎	1.24%~6.16%	-	1.24%~6.16%	2024年1月25日	2020年5月13日原审立案调查，2021年6月23日原审产业损害终裁，2024年1月发布第一次年度行政复审终裁结果
泰国	卡车和公交车轮胎	-	-	-	-	2023年10月17日立案申请，2023年11月7日立案

来源：中国贸易救济信息网、贵州轮胎公司公告、森麒麟公司公告、国金证券研究所

- 公司通过前瞻布局海外基地，积极应对对欧美等重要轮胎消费市场对中国轮胎实行的“双反”政策。从欧美等海外市场的角度来看，实行“双反”政策后当地市场格局得到优化，同时产品整体销售价格也会有所回升，在这一背景下进入欧美市场销售的高性价比也得到进一步凸显。针对贸易政策的变化，国内轮胎企业通过设立海外工厂的



来进行风险规避,早期大部分企业都选择了离核心原材料橡胶产地较近的东南亚地区,这也为后续美国扩大“双反”政策覆盖范围埋下了伏笔。公司作为第一家在海外建厂的国内胎企,选择了越南作为自己的第一个海外基地,后续多家企业选择在经济相对更发达的泰国建厂,但在 2020-2021 年的初审初裁和终裁中泰国基地企业获得了 14.62-21.09%的双反税率,公司的越南工厂税率仅为 6.23%,因而在初审税率执行期间拥有相对低税率基地从而产品出口优势得到凸显。在美国“双反”政策覆盖面扩大后,各家企业也开始布局其他海外基地,公司再次快速布局柬埔寨基地并于 2021 年顺利投产,柬埔寨基地距离越南基地位置非常接近并且具备 0 双反税率的优势,通过海外双基地的快速布局公司实现了海外业务的稳健发展。同时公司作为龙头企业,也开始继续推进全球化战略,目前已经规划了印尼和墨西哥两个新基地,海外基地数量和布局的全面性均领先同业。

图表25: 公司的全球化布局具备前瞻性

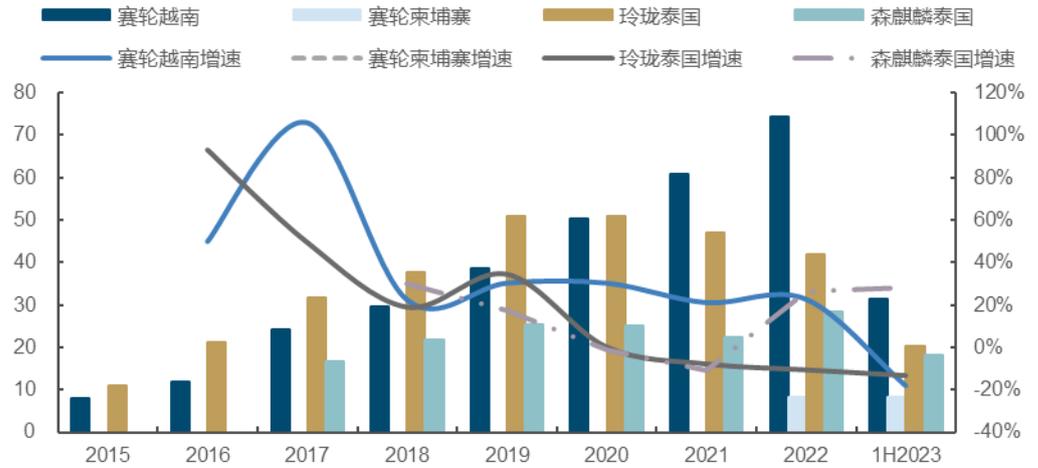
企业	海外基地布局情况									
	泰国	越南	柬埔寨	马来西亚	巴基斯坦	印尼	墨西哥	摩洛哥	塞尔维亚	西班牙
赛轮轮胎		2013 年投产	2021 年投产			规划中	规划中			
玲珑轮胎	2014 年投产								2023 年投产	
森麒麟	2015 年投产							建设中		规划中
中策橡胶	2015 年投产					建设中	建设中			
双钱轮胎	2018 年投产									
福临轮胎				2018 年投产						
浦林成山	2020 年投产									
通用股份	2020 年投产		2023 年投产							
贵州轮胎		2021 年投产								
青岛双星		2021 年增资锦湖	建设中							
浪马轮胎					2022 年投产					
福麦斯轮胎			建设中							
正道轮胎			规划中							
万力轮胎			规划中							
昊华轮胎		规划中								
新迪轮胎				规划中						

来源: 各公司公告、各公司官网、立鼎产业研究院、轮胎世界网、车辙车轍网、国金证券研究所

- 随着东南亚基地陆续投产放量,公司作为率先布局的头部胎企业绩表现较为稳定。从国内胎企出海布局的进程来看,赛轮轮胎、玲珑轮胎和森麒麟出海布局的时间较早,随着海外基地的爬坡放量,几家企业海外子公司的经营业绩在 2020 年之前均呈现出稳步增长趋势,公司的越南基地收入从 2015 年的 7.9 亿元提升至 2020 年的 50.3 亿元,净利润也从 5368 万元提升至 13.6 亿元,净利率达到 27%; 2020 年玲珑轮胎和森麒麟的净利润也达到历史高位,分别为 15.8 亿元、8.2 亿元。2021 年开始随着行业景气度下行叠加美国对东南亚地区“双反”政策的执行,由于泰国地区税率相对较高,玲珑和森麒麟的泰国基地的收入和利润下滑较为明显,而公司的越南基地收入则实现了逆势增长,2022 年同比增长 22.5%至 74.5 亿元,净利润也回升至 10.9 亿元。从盈利能力角度来看,之前由于泰国地区基础设施相对较好且企业所得税更加优惠,因而越南地区工厂盈利能力相对泰国略低,在 2023 年上半年几家企业净利率均回升至 18% 以上,同时公司在 2021 年投产的柬埔寨基地也实现了较好盈利,2023 年上半年实现营业收入为 8.3 亿元,净利润为 1.4 亿元,净利率达到 16.4%。

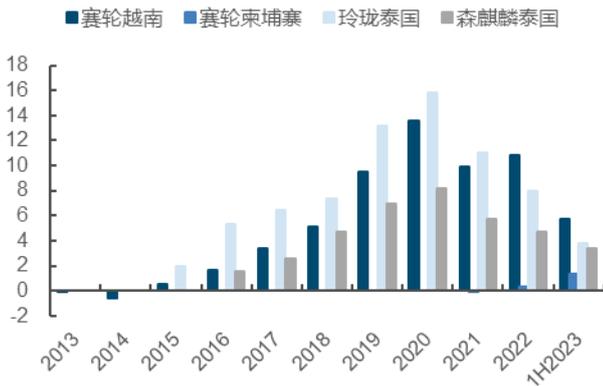


图表26: 公司的海外基地收入持续增长 (亿元)



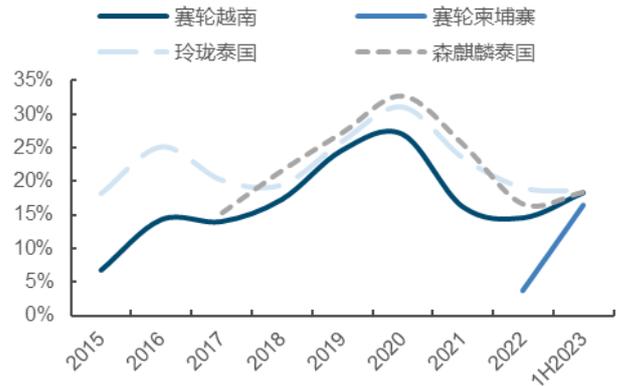
来源: 各公司公告、国金证券研究所

图表27: 公司的海外基地净利润相对稳定 (亿元)



来源: 各公司公告、国金证券研究所

图表28: 公司的海外基地净利率快速回升

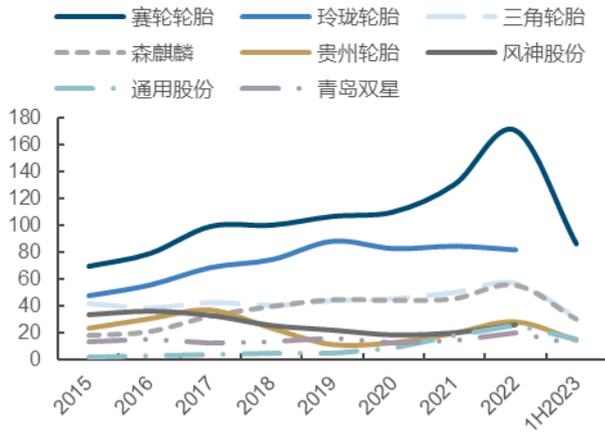


来源: 各公司公告、国金证券研究所

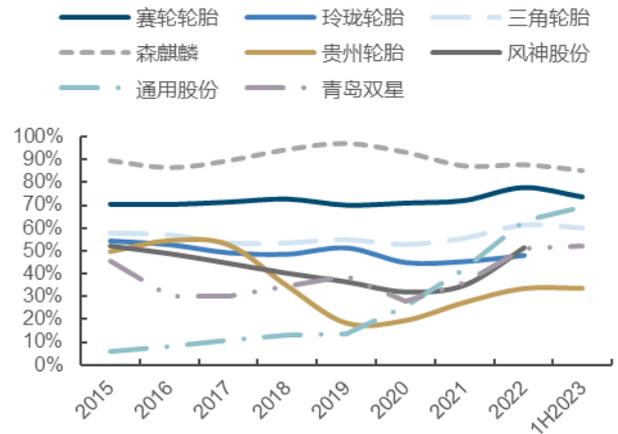
- 海外市场盈利能力更好,公司依托全面的产品规划和前瞻性的海外布局实现了整体盈利能力提高。对比我国上市胎企的国内外盈利能力可以发现,国内市场毛利率在行业竞争激烈的背景下大部分都呈现出震荡下滑的趋势;海外盈利方面,除了贵州轮胎近两年因为工程胎盈利能力较强因而对毛利率具备支撑以外,率先布局了海外基地的赛轮轮胎、森麒麟和玲珑轮胎的海外毛利率仍然较为领先。同时随着海外产能占比的逐渐提升,公司的海外收入也持续领先同业,2023年上半年海外收入占比提升至74%,国内企业中仅次于森麒麟,盈利方面随着海外高毛利市场占比的继续提升,公司的整体毛利率也实现了快速回升,2023年上半年销售毛利率达到了24%,显著领先其他轮胎企业。



图表29: 公司的海外市场收入显著领先同业 (亿元)



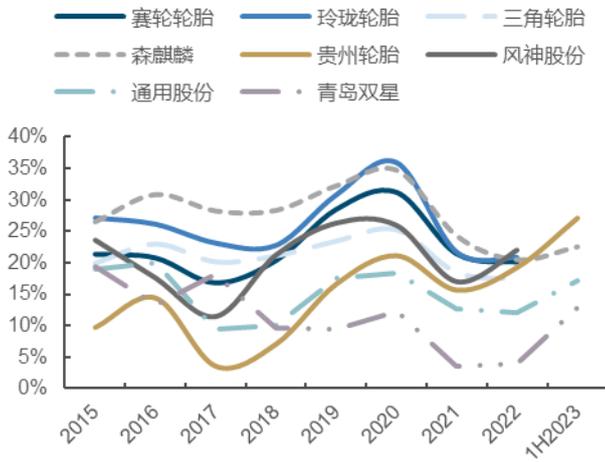
图表30: 公司的海外市场收入占比相对同业较高



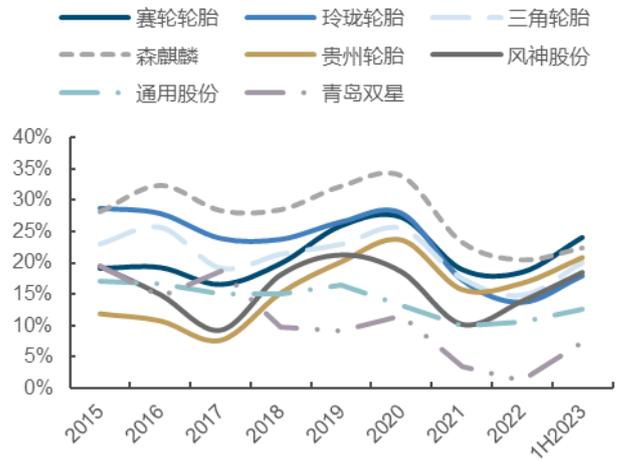
来源: 同花顺、国金证券研究所

来源: 同花顺、国金证券研究所

图表31: 公司的海外市场毛利率相对较高



图表32: 公司整体销售毛利率开始领先同业



来源: 同花顺、国金证券研究所

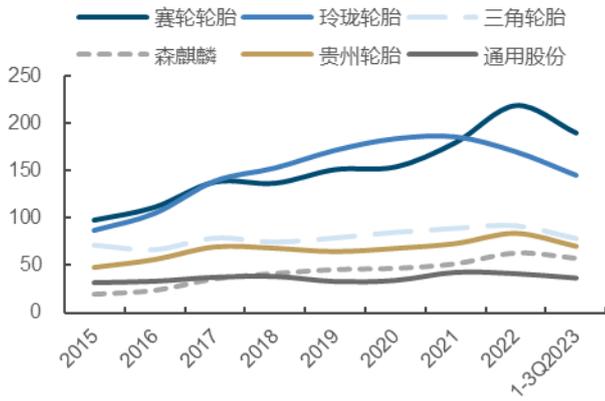
来源: 同花顺、国金证券研究所

1.3 经营稳健, 采用多种工具平抑非经营性损益

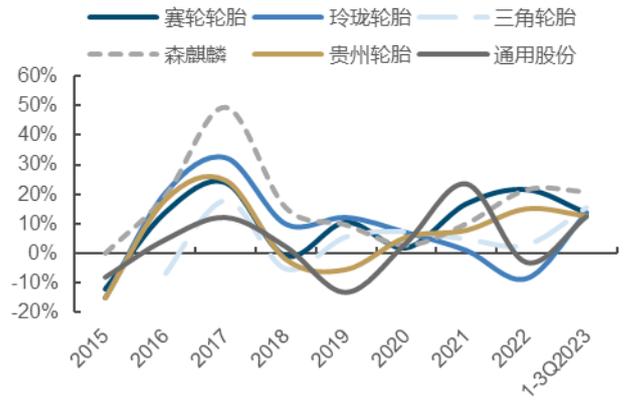
■ 公司收入规模快速跃升, 业绩稳定性相对较好。从行业发展来看, 2021-2022 期间一方面需求端受到海外市场去库存和国内市场需求回落的影响, 另一方面成本端原料涨价的同时海运费出现暴涨, 叠加东南亚基地被美国双反政策影响导致部分企业收入和盈利均出现下滑。对比同业公司展现出较强的业绩韧性, 在整体行业景气度下滑的时候收入继续维持高速增长态势同时净利润也维持在较为稳定的水平, 2019-2022 年期间公司营业总收入从 151 亿元提升至 219 亿元, 3 年复合增速为 13%, 为同行业中收入增长最快的企业。盈利端公司的净利润增速波动相对较小, 2020 年公司实现归母净利润 14.9 亿元, 在 2021-2022 年期间仍然维持在 13 亿以上的水平, 体现出公司较强的业绩稳定性。2023 年开始行业进入到全面复苏阶段, 随着行业景气度回升各家胎企的业绩也开始全面修复, 公司依托自身的全面产品规划和海外双基地布局, 一方面凭借非公路轮胎的优势实现细分领域的快速增长, 另一方面随着柬埔寨基地的投产放量也推动了公司业绩的向上, 公司作为龙头企业在行业向上阶段还体现出了较强的业绩弹性, 今年前三季度实现营业总收入 190 亿元, 同比增长 13.7%, 归母净利润 20.3 亿元, 同比增长 90%; 根据公司业绩预告数据显示预计 2023 年实现营业收入 260 亿元左右, 同比增加 18.7% 左右, 预计实现归母净利润 31 亿元左右, 同比增加 132.8% 左右。



图表33: 公司的营业收入规模持续增长 (亿元)



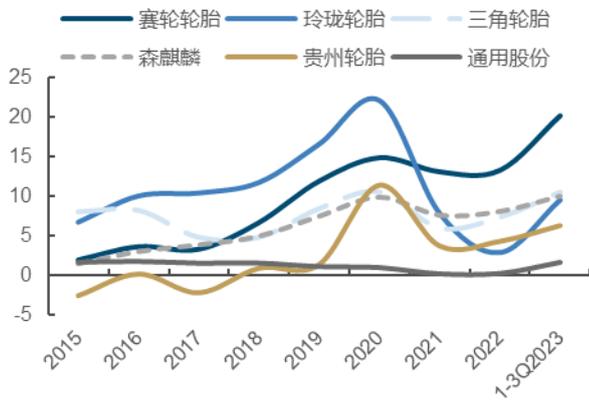
图表34: 公司的营业收入同比增速相对平稳



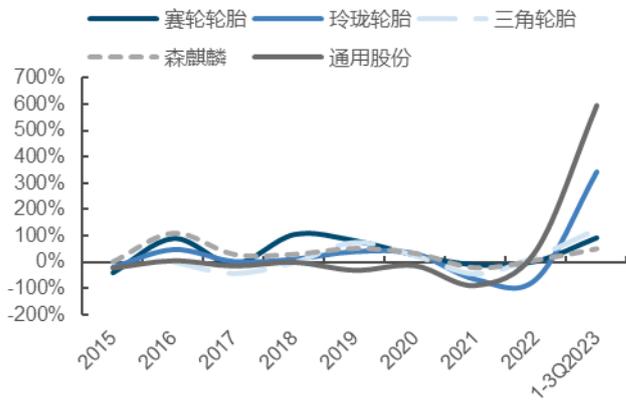
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表35: 公司的归母净利润快速提升 (亿元)



图表36: 公司的归母净利润增速相对稳定

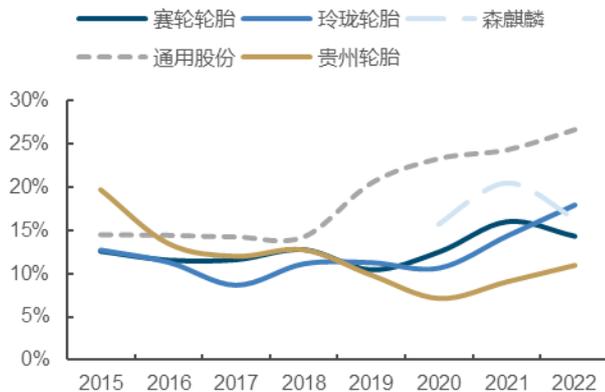


来源: Wind、国金证券研究所

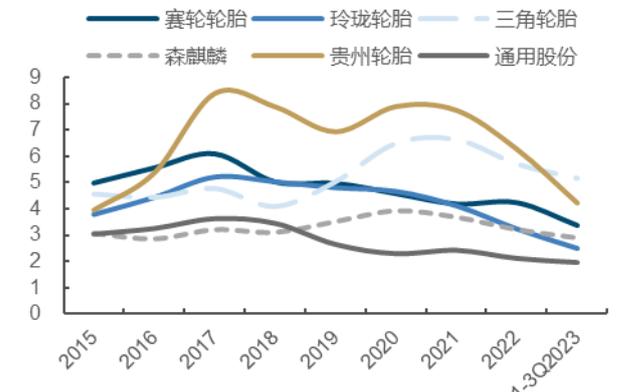
来源: Wind、国金证券研究所 (剔除了归母净利润增速波动较大的贵州轮胎)

■ 运营管理能力较为优秀, 重视销售渠道的同时降本增效。从存货管理方面来看, 公司的库销比基本维持在 10-15% 的水平, 相对同业波动较小, 存货周转率方面来看考虑到商用车胎的周转率相对较高因而贵州轮胎的存货周转率表现也相对更好, 公司的存货周转率位于同业中等偏上的水平。费用管理方面, 公司对于销售端比较重视, 销售费用率近几年维持在 4% 左右, 相对同业较高; 管理费用率位于行业中游, 比贵州轮胎和玲珑轮胎略低一些。

图表37: 公司轮胎产品库销比 (库存/销量) 相对稳定



图表38: 公司存货周转率位于行业中上游

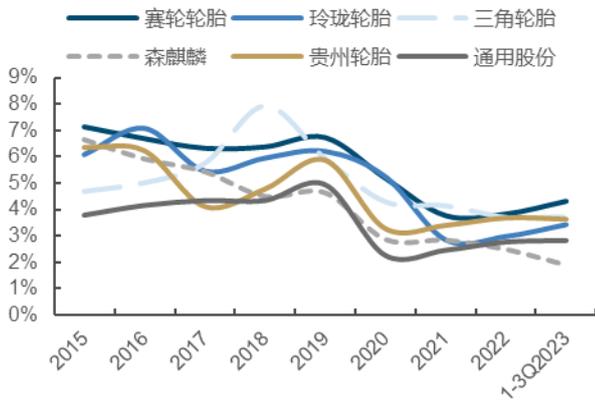


来源: Wind、国金证券研究所

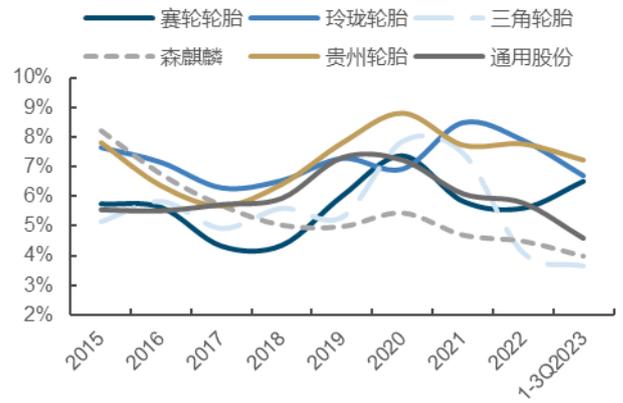
来源: Wind、国金证券研究所



图表39: 公司的销售费用率相对同业较高



图表40: 公司的管理费用率相对较低

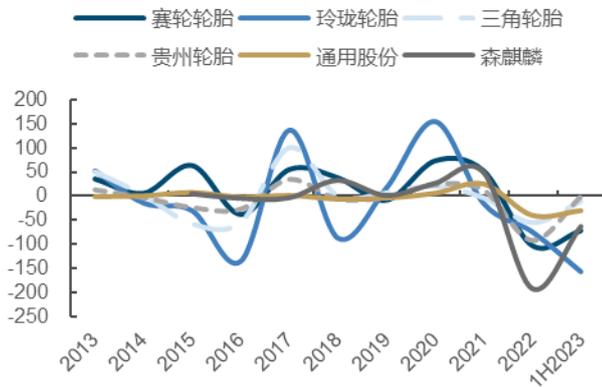


来源: Wind、国金证券研究所

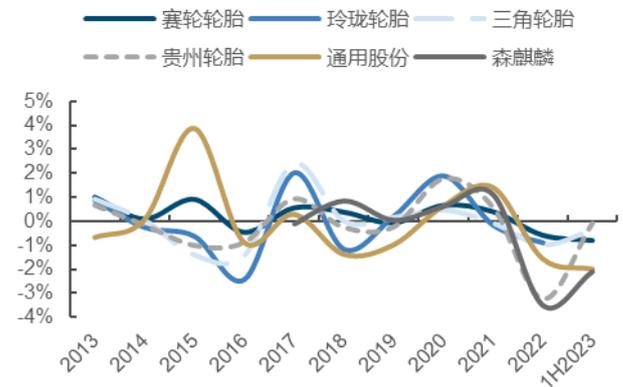
来源: Wind、国金证券研究所

■ 非经营性损益规模及变化均较小, 让自身的经营性业绩能得到更好体现。公司外销收入占比较大且海外子公司较多, 若汇率大幅波动会对外销业务、以外币结算的原材料采购成本、外币资产与外币负债等方面造成影响。因此公司密切关注外汇行情变动, 并通过调整与上下游企业的结算条件及采取远期结汇等外汇避险方式, 以尽量减小汇率波动风险, 对比来看公司的汇兑损益规模相对同业较小且汇兑损益占海外业务收入的比例控制在较低水平, 一直维持在±1%以内的水平。同时公司的非经营损益规模和比例相对同业也较小, 体现了公司专注主业且经营稳健的特性。

图表41: 公司汇兑损益规模相对同业较小 (百万元)



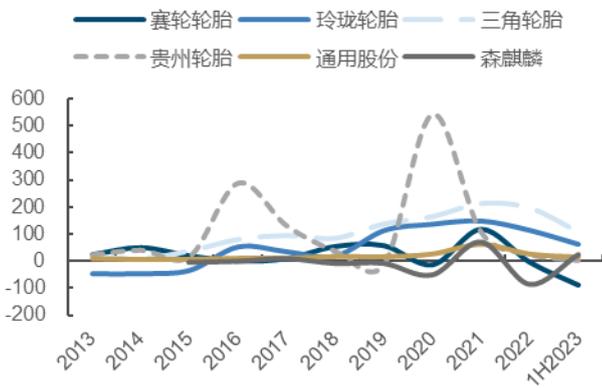
图表42: 公司汇兑损益占海外业务收入占比较低



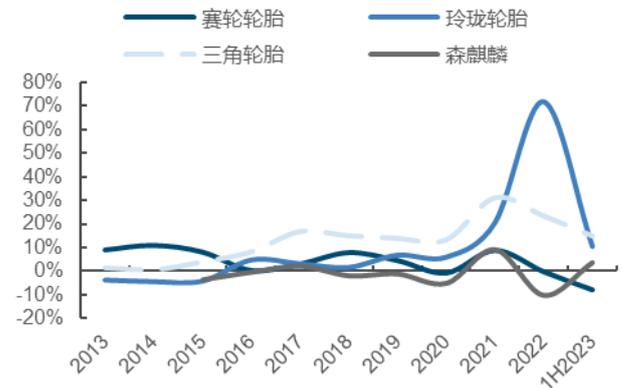
来源: 同花顺、国金证券研究所

来源: 同花顺、国金证券研究所

图表43: 公司非经常性损益变化相对同业较小 (百万元)



图表44: 公司非经常性损益占收入比例相对同业较低



来源: 同花顺、国金证券研究所

来源: 同花顺、国金证券研究所 (剔除了变动较大的贵州轮胎和通用股份)

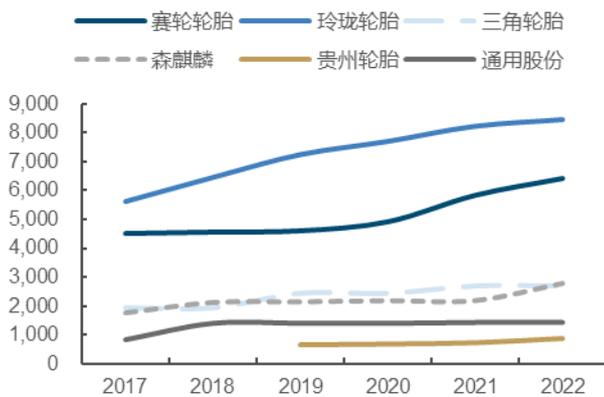


二、着眼未来，“全球布局+技术创新”铸就龙头之路

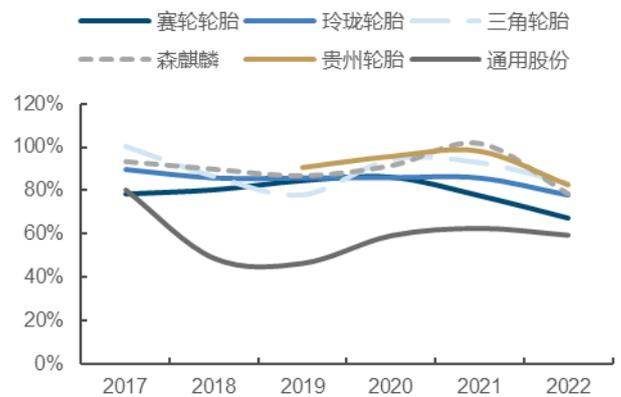
2.1 扩产节奏合理，高景气背景下彰显业绩弹性

- 公司具备规模优势，产能扩张开始加速。在目前国内上市胎企中，公司产能规模仅次于玲珑轮胎，近几年随着海外基地产能的持续释放公司轮胎总产能也实现了较快提升，从2019年的4622万条提升至2022年的6400万条，3年复合增速达到11.5%，是几家上市胎企中扩产速度最快的。从产销情况来看，在2021-2022年行业周期下行的时候虽然公司的产能利用率有所下滑，但销售方面仍然表现较好，在高基数的背景下仍然维持着正增长的态势，2022年总销量提升至4390万条。2023年以来随着行业景气回升，公司的产能优势也开始得到体现，2023年前三季度生产轮胎4202万条，同比增长26.9%，销售轮胎4085万条，同比增长18.3%。

图表45：公司近几年产能扩张开始加速（万条）



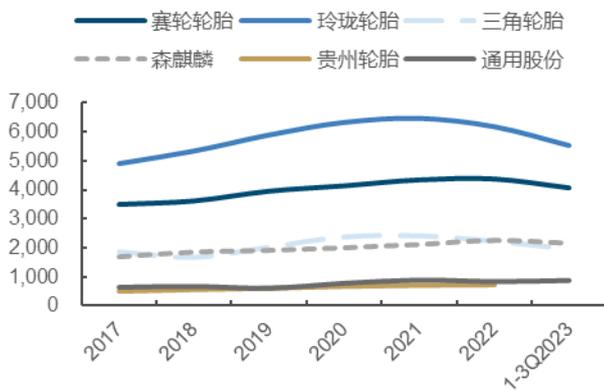
图表46：行业周期下行时企业产能利用率均有下滑



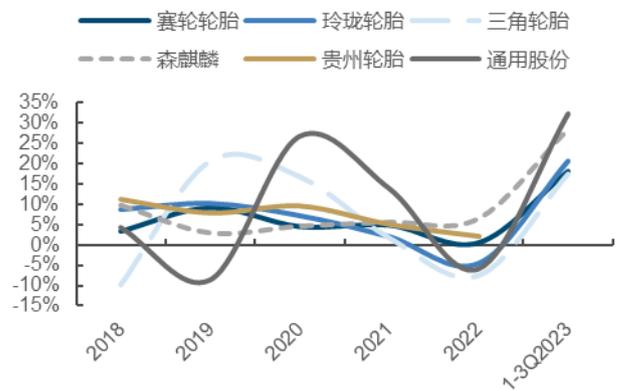
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表47：公司轮胎总销量稳步增长（万条）



图表48：公司轮胎总销量增速维持正增长



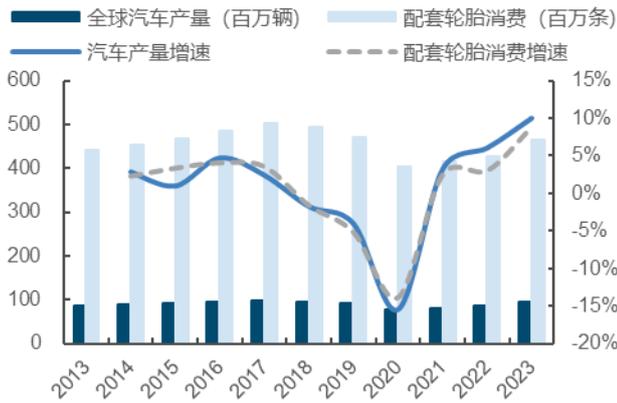
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

- 配套市场需求随着汽车行业实现了同步复苏，替换市场需求稳中向好且我国仍有潜力。轮胎配套市场需求取决于每年汽车产量，2020年全球配套轮胎消费量快速回落至4.05亿条，2021-2023年随着行业生产经营的恢复需求也开始向上修复，2023年的整体需求回升至4.65亿条，考虑到目前全球汽车市场整体行情稳定，未来每年汽车产量预计仍将维持在相对平稳的水平，故轮胎配套偏存量市场。从我国市场来看，近两年汽车生产呈现出底部向上的趋势，2023年全年总产量达到3011万辆，同比增长10.8%，占全球生产总量的32.2%，随着下游产业的恢复，配套市场需求实现了同步回暖。全球轮胎消费以替换市场为主，对比全球市场来看，中国汽车和轮胎行业起步较晚，终端消费市场的成熟度不及欧美地区，叠加近几年的汽车工业产业链逐渐向国内转移，这也导致中国轮胎市场在结构方面仍与欧美等国际存在显著差异。2023年中国轮胎替换市场比重仅有53%，远低于全球平均水平的74%。我国汽车保有量近5年复合增速为7%，2023年我国汽车保有量同比增长5.3%达到3.36亿辆，考虑到我国人均汽车保有量仍处于低位，中长期来看轮胎替换市场容量预计将继续扩大。



图表49：全球轮胎配套市场需求随汽车产量变化



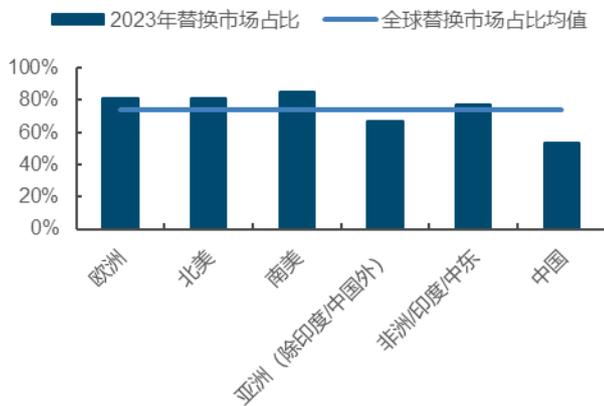
图表50：我国为汽车生产大国



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表51：我国替换市场需求占比仍然偏低



图表52：我国汽车保有量稳步增长 (亿辆)



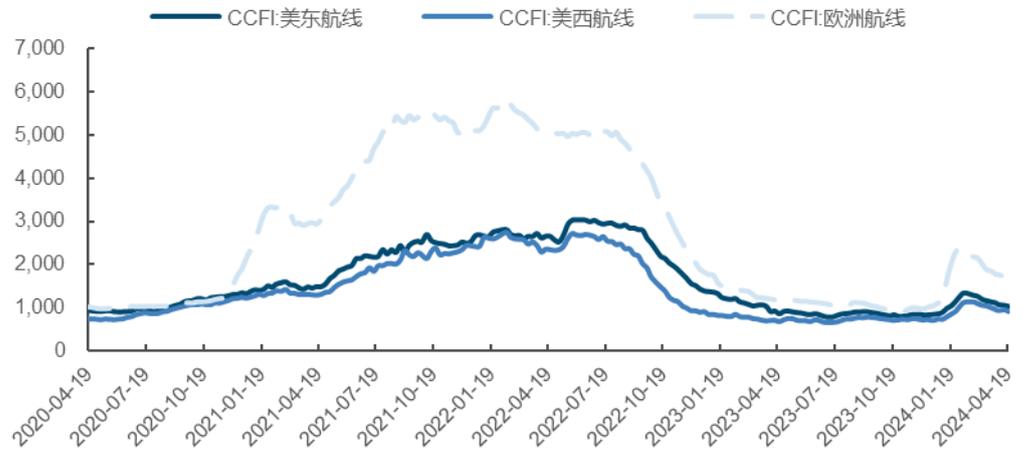
来源：米其林官网、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

- 海外需求持续修复，海运价格小涨后逐渐回归常态。由于海运船期严重延误、集装箱码头作业停摆等导致港口堵塞，海运极度紧张的背景下2020年下半年开始运费持续向上，2021年出现暴涨并在2022年达到历史高位后持续下跌。海运成本的持续增长既影响到了我国轮胎产品的性价比又抑制了客户采购积极性，因而海外销售和盈利同样受损。随着2022年下半年开始的运力逐渐恢复，海运费逐渐开始恢复正常，但由于前期大量海上库存到港，库存高企背景下叠加海运费极速回落，经销商采购动力再度被压制。2023年开始随着海运正式回归正常状态，叠加海外库存经过几个月的消耗后行业订单也开始持续恢复，我国轮胎企业的海外业务恢复繁荣状态。今年以来由于红海事件导致海运费再次上涨，但本次影响区域主要是欧线且上涨幅度远远小于上一次因而影响较为有限，且近期随着事件缓和以及部分运输路线的改变海运费也开始持续回落。



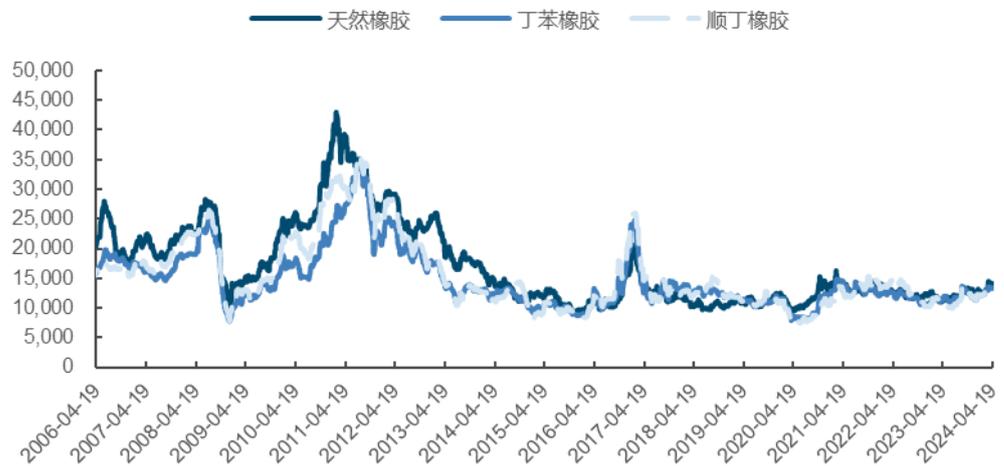
图表53: 运价指数小幅上涨后再度回归常态



来源: Wind、国金证券研究所 (海运指数的单位基准为: 1998年1月1日=1000)

■ 核心原材料价格低位震荡, 行业整体盈利能力有望维持。轮胎企业的成本主要由原材料、人工、能源、设备折旧以及其他费用等构成, 其中原料成本占比普遍在 70% 以上。从原料结构来看, 天然橡胶和合成橡胶的占比最高, 因此橡胶价格波动对于轮胎企业生产成本有较大影响。2021 年在恶劣天气和原油价格上涨等多方面因素影响下, 橡胶价格持续上涨, 轮胎企业毛利率也因此承压。2022 年以来橡胶价格已经开始呈现震荡回落趋势, 2023 年随着下游需求持续向好原料价格底部回升后目前橡胶价格基本在 1.3-1.4 万元/吨的区间波动, 考虑到行业本身供需并不紧张因而支撑橡胶价格持续上涨的动力相对偏弱, 并且在今年行业需求较好的背景下企业端的轮胎涨价能较好被传导因而能够继续维持目前行业较好的盈利水平。

图表54: 2022 年至今橡胶价格走势相对平稳 (元/吨)



来源: Wind、国金证券研究所

■ 公司目前国内建有青岛、沈阳、东营和潍坊四大工厂, 海外拥有越南和柬埔寨两大生产基地, 实现全球化布局的同时产能规模仍在持续扩张。截至 2022 年公司拥有全钢胎 1195 万条, 半钢胎 5160 万条, 非公路胎 12.46 万吨; 还有 345 万条全钢胎、1800 万条半钢胎和 5.23 万条工程胎在建。从产能基地分布的远期规划来看, 国内青岛、东营和沈阳工厂主要为技改扩建且均在 2023 年建成达产, 潍坊工厂则主要在建设非公路轮胎产能, 董家口工厂仍在规划推进中; 海外越南工厂的募投项目 300 万套半钢胎、100 万套全钢胎及 5 万吨非公路轮胎达产时间从 2024 年 3 月延迟到 2025 年 3 月, 柬埔寨工厂全钢胎和部分半钢胎产能仍处于爬坡中, 新增 1200 万条半钢胎扩建项目预计在 2024-2025 年期间投产放量, 此外公司还有印尼和墨西哥工厂仍在规划中。


图表55：公司新产能规划较为丰富

不同品类基地情况	2022年	在建产能	设计产能	规划建成时间
全钢（万条）	1195	345	2720	
国内	770	80	1970	
青岛工厂	320	30	350	2023年
沈阳工厂	450	50	500	2023年
潍坊工厂			120	改建非公路
董家口工厂			1000	
海外	425	265	750	
ACTR	265		265	
越南工厂	160	100	260	2025年
柬埔寨工厂	0	165	165	2023年
印尼工厂			60	2024-2025年
半钢（万条）	5160	2400	10900	
国内	3560	300	6300	
青岛工厂	1000		1000	
东营工厂	2400	300	2700	2023年
潍坊工厂	160		600	改建非公路
董家口工厂			2000	
海外	1600	2100	4600	
越南工厂	1200	400	1600	2025年
柬埔寨工厂	400	1700	2100	2023-2024年
墨西哥工厂	0		600	2024-2025年
印尼工厂			300	2024-2025年
非公路（万吨）	12.46	5.23	36.39	
国内	6.46	1.23	22.69	
青岛工厂	5.6	0.4	6	2023年
潍坊工厂	0.86	0.83	1.69	2023年
董家口工厂			15	
海外	6	4	13.7	
越南工厂	6	4	10	2025年
印尼工厂			3.7	2024-2025年

来源：公司公告、国金证券研究所

2.2 布局印尼+墨西哥，再度引领新一轮出海潮

- 全球化战略持续推进，海外基地投产放量后将显著增厚公司业绩。公司目前具备越南和柬埔寨两大海外基地，并且越南三期和柬埔寨 2-3 期项目仍在继续建设，其中柬埔寨一期半钢项目和越南三期项目的部分资金来源为公司在 2022 年发行可转债募集所得，其中柬埔寨 1 期项目在 2021 年投产后处于持续爬坡的状态，越南三期项目由于部分厂商设备交货周期较长预计延期到 2025 年 3 月达产；柬埔寨 2-3 期项目建设周期为 16 个月，预计在 2024-2025 年期间陆续投放；印尼和墨西哥两个新基地项目预计 2024-2025 年期间投产放量。分基地项目规划和投资收益来看，越南三期项目总投资 30.1 亿元，达产后预计年收入为 30 亿元，净利润为 6.4 亿；柬埔寨 2-3 期项目总投资 22.5 亿元，达产后预计年收入为 32.3 亿元，净利润为 7.3 亿元。印尼项目规划了 60 万条全钢胎、300 万条半钢胎和 4 万吨非公路胎，总投资为 17.7 亿元，建设周期为 21 个月，达产后预期可实现 19 亿收入和 4.7 亿净利润；墨西哥项目规划了 600 万条半钢胎，总投资 17 亿元，建设周期为 12 个月，预计达产后可实现收入 15.6 亿元，净利润 2.9 亿元。



图表56: 公司海外基地在建项目丰富

基地	产品	产能	投产时间	投资额 (亿元)	预期收入 (亿元)	预期利润 (亿元)	盈利能力
印尼	全钢胎 (万条)	60	2024-2025 年	17.7	19.0	4.7	24.8%
	半钢胎 (万条)	300					
	非公路胎 (万吨)	3.7					
墨西哥	半钢胎 (万条)	600	2024-2025 年	17.1	15.6	2.9	18.5%
柬埔寨 1 期	全钢胎 (万条)	165	2021 年投产后	14.3	17.9	3.1	17.3%
	半钢胎 (万条)	900	持续爬坡	22.9	21.6	3.7	17.1%
柬埔寨 2-3 期	半钢胎 (万条)	1200	2024-2025 年	22.5	32.3	7.0	21.7%
越南三期	全钢胎 (万条)	100	延期到 2025 年 3 月达产	30.1	28.5	6.0	21.2%
	半钢胎 (万条)	300					
	非公路胎 (万吨)	5					

来源: 公司公告、国金证券研究所 (墨西哥基地投资额和收入利润数据为美元, 按照汇率 7.1 折算为人民币数据)

- 公司在海外进行了多点布局, 通过出海较好规避相关的政策风险。目前美国对部分地区通过双反政策限制出口, 较高的双反税会对企业的出口销售和盈利均造成影响。目前东南亚地区主要是泰国和越南地区被美国征收了双反税, 虽然泰国半钢双反税率有所降低但全钢双反案件仍在初审中, 存在被征税的风险; 公司海外基地中仅有越南有 6.23% 的反补贴税, 其他基地均没有被征收双反税, 在出口方面竞争优势明显。

图表57: 公司海外基地布局全面且具备一定的政策优势

公司	基地	企业所得税	税收优惠规则	轮胎品类	美国双反政策		
					反倾销	反补贴	合计税率
赛轮轮胎	国内	25%	高新技术企业税率	半钢	14.35%	30.61%	44.96%
				全钢+非公路	-	-	-
	越南	20%	15 年内 10%, 4 年内免税+9 年减半	半钢	-	6.23%	6.23%
				全钢+非公路	-	-	-
	柬埔寨	20%	启动期 (最长 3 年)+免税期 (3 年)+优先期 (2-3 年) 免税优惠。	全钢+半钢	-	-	-
	墨西哥	30%	-	半钢	-	-	-
印尼	22%	-	全钢+半钢+非公路	-	-	-	
玲珑轮胎	国内	25%	高新技术企业税率	半钢	25.84%	30.61%	56.45%
				全钢+非公路	-	-	-
	泰国	20%	产生业务收入之日起享受八免、五减半	半钢	4.52%	0.00%	4.52%
				全钢	-	待定	-
塞尔维亚	15%	免征 10 年所得税	全钢+半钢+非公路	-	-	-	
森麒麟	国内	25%	高新技术企业税率	半钢	25.84%	30.61%	56.45%
				全钢	-	-	-
	泰国	20%	产生业务收入之日起享受八免、五减半	半钢	1.24%	0.00%	1.24%
				全钢	-	待定	-
	摩洛哥	10%-31%	5 年免税+15%后续优惠税率	半钢	-	-	-
西班牙	25%	-	半钢	-	-	-	
通用股份	国内	25%	高新技术企业税率	半钢	87.99%	30.61%	118.60%
				全钢+非公路	-	-	-
	泰国	20%	自有营收之日起, 8 年免税+3 年减半	半钢	4.52%	0.00%	4.52%
				全钢	-	待定	-
柬埔寨	20%	3 年免税+6 年优惠	半钢+全钢	-	-	-	

来源: 中国贸易救济信息网、各公司公告、国金证券研究所 (注: 美国对中国出口的大部分轮胎产品还加征了 301 额外关税)



2.3 借助“液体黄金”，推动品牌力和单胎价值向上

- 轮胎企业的创新力是决定轮胎性能和质量的关键因素。轮胎的基本功能主要包括承载、缓冲、加速/刹车以及转向，而这些基本功能主要取决于轮胎自身的力学性能。根据《百年不解之缘：轮胎的性能设计与车辆（上）》中的相关定义与数据，汽车 80% 的性能通过轮胎来体现，而轮胎的力学性能主要通过轮胎在印痕区所产生并传递的 3 个方向的力和力矩来实现，即径向承载力、纵向加速和刹车力、转向时产生的侧向力和力矩。由托起车辆的 4 条轮胎在 4 个印痕区产生的力和力矩及其合理组合提供了用户对车辆所需的多种性能，如车辆安全行驶性、舒适耐久性、操控性、驾驶愉悦性、行车经济性等。因此不同载具对于轮胎的性能要求存在较大差异，车辆技术的进步以及汽车消费需求的不断提高也对于轮胎的设计与技术水平提出了更高的要求。
- “液体黄金”技术有望引领新一轮技术创新。根据《轮胎的技术进步与品牌策略（上）》，轮胎工业发展至今对于汽车性能有重大影响的里程碑技术创新有四项，即斜交充气轮胎、子午线轮胎、绿色轮胎以及“液体黄金”技术，其中子午线轮胎以及绿色轮胎技术均来自于米其林，因而米其林依靠其强大的创新能力一方面在很大程度上推动了汽车性能的提升与突破，另一方面也在轮胎行业激烈的市场竞争中走在技术的最前沿。值得注意的是，诞生于 2015 年的“液体黄金”技术由中国怡维怡橡胶研究院研发，使用合成橡胶液相混炼技术制备的 EVEC 胶突破了橡胶材料领域传统的经典磨耗理论（1966 年德国和波兰科学家提出的切刮磨耗理论、1978 年马来西亚和英国科学家提出的魔纹磨耗理论），并彻底打破了困扰世界轮胎行业多年的“魔鬼三角”定律，因此被欧洲《国际轮胎技术》赞誉为“liquid gold（液体黄金）”，目前公司已成功应用并推出相关产品，这也意味着我国橡胶轮胎技术与研发能力正逐步靠近世界一流水准。

图表58：“液体黄金”技术为轮胎工业中的第四大创新性技术

轮胎技术	时间	性能提升
斜交充气轮胎	1888	充气斜交轮胎于 1888 年由英国邓禄普公司发明，轮胎行驶速度从 10km/h 提高到 50km/h 以上，舒适性得到改善。
子午线轮胎	1946	子午线轮胎于 1946 年由法国米其林公司发明，轮胎行驶速度从 50km/h 提高到 100km/h 以上，安全性提高，节油性改善。
绿色轮胎	1992	绿色轮胎概念于 1992 年由法国米其林公司发明，轮胎节油性能进一步改善，实现了绿色、环保。湿抓地性能改善，安全性提高，但磨耗性能下降 15%~20%，不能用于卡车胎。
“液体黄金”技术	2015	2015 年，中国怡维怡橡胶研究院发明了“液体黄金”轮胎技术。该技术全面提升了轮胎节能、安全、长寿命的性能，与绿色轮胎相比，滚阻系数降低，湿抓地性能和磨耗性能提高，突破了轮胎性能魔鬼三角的魔咒。“液体黄金”技术是轮胎发展四大里程碑中唯一在中国完成基础科研并实现工业化的技术创新。

来源：《轮胎的技术进步与品牌策略（上）》、国金证券研究所

- 坚持创新驱动发展战略，将“液体黄金”作为核心产品。根据公司公告，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 公斤、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%。与此同时，公司产品的市场认可度持续提升，根据赛轮轮胎公告，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，获得了广大消费者的认可，产品销量呈不断上升态势。

图表59：“液体黄金”轮胎产品各方面性能均较为突出

	传统轮胎	绿胎	液体黄金
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

来源：怡维怡橡胶研究院、国金证券研究所

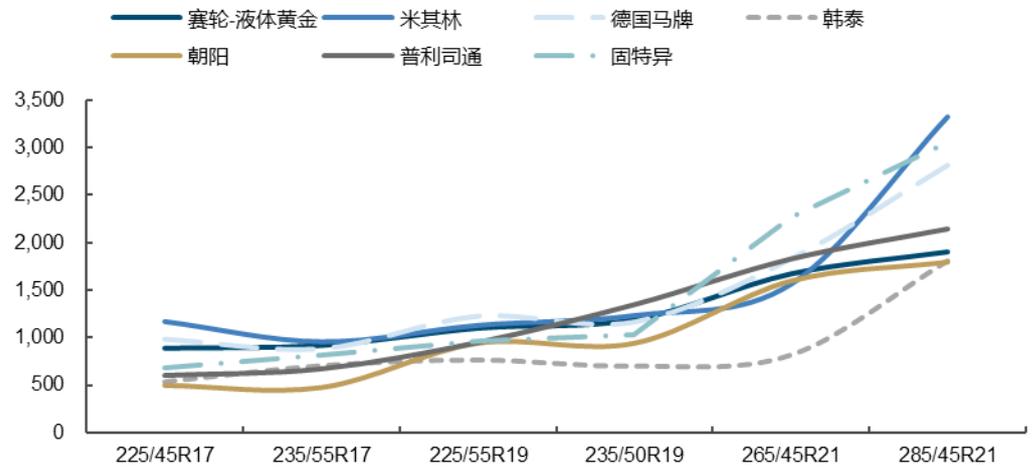
- 液体黄金轮胎可以助力配套车型发挥更好的性能表现，为公司切入配套市场提供了较强的技术支撑。随着公司液体黄金轮胎产品的量产销售，在配套市场上也取得了较好的突破，商用车方面东风华神汽车最新研制的高端快递快运车型、ECVT 车型，宇通



重卡的高端快递、物流、干线运输换电牵引车 T680E 和 T5 轻卡两款车型，都独家配套液体黄金轮胎。配套效果得到了客户较高的认可，2023 年期间公司参加东风华神汽车“919 领先技术发布会”，并获颁“技术创新贡献奖”；配套液体黄金轮胎的三一魔塔 1165 电动重卡成功实现一次充电行驶 800 公里以上，打破了半挂式电动卡车单次充电行驶最远距离的吉尼斯世界纪录。乘用车配套方面，公司成功实现了比亚迪元 PLUS 车型的配套供货，此次配套轮胎为液体黄金新能源 EV 系列 215/60R17、215/55R18，是专门针对全球中高端主流新能源车型研发和推出的专用轮胎产品，能够满足新能源汽车用户对续航、耐磨、静音、安全、操控等的多元化需求，全面提升车主驾乘体验。

- “液体黄金”产品定位高端，价格对标一线品牌。对比终端销售价格，可以发现“液体黄金”轮胎的定价和一线品牌价格非常接近，比公司的普通产品以及其他国产轮胎的价格高不少，通过产品价格的抬升在切入高端市场的同时也能够实现单胎利润的增长。“液体黄金”轮胎现在重点在乘用车胎市场进行推广销售，一方面在配套比亚迪后能够通过配套拉动替换实现品牌知名度的继续提升，另一方面替换市场上给了渠道端相对充足的利润空间因而经销商对产品的推广动力较为充足。未来随着“液体黄金”轮胎销售量逐渐提升，公司能够实现品牌力和单胎价值的同步向上。

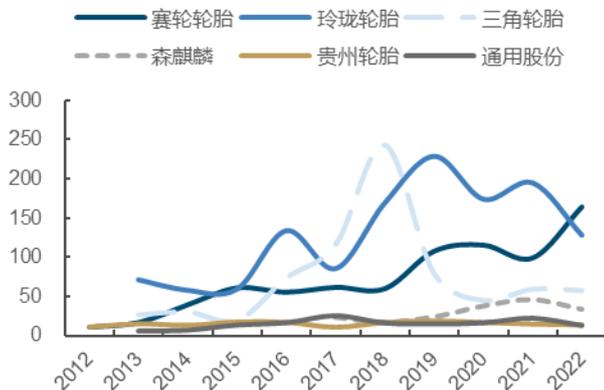
图表60：公司“液体黄金”产品价格接近一线品牌（元/条）



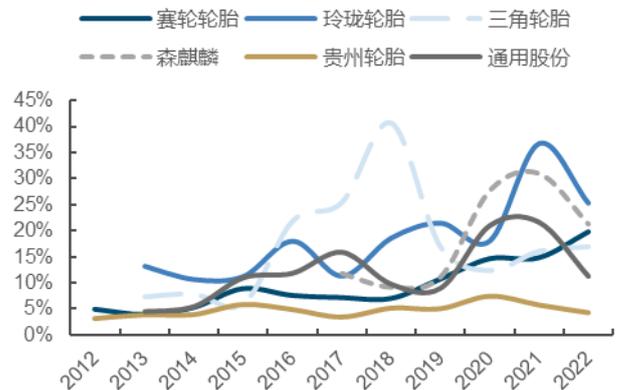
来源：京东自营、国金证券研究所

- 公司加大在品牌营销方面的投入，多种渠道提升品牌知名度。轮胎具备消费品属性，品牌知名度是轮胎企业的核心竞争力之一。近几年公司持续提升在广告方面的投入，从 2015-2018 年期间每年 6000 万左右的投入提升至 2022 年的 1.65 亿元，广告费用在销售费用中的占比也从之前的 10% 以下提升至 2022 年的 20%。从具体措施来看，公司积极参与 FIA、IDC、DCGP、环塔拉力等全球著名汽车赛事，依托赛事传递品牌精神；针对“液体黄金”轮胎还在广州 13 条地铁线进行了地铁屏广告推广。

图表61：公司广告费用快速增长（百万元）



图表62：公司的广告费在销售费用中占比提升显著



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所



三、盈利预测与投资建议

■ 销售收入预测：

- ① 半钢胎：国内基地中东营工厂产能可从 2400 万条提升至 2700 万条，扩建在 2023 年完成，董家口工厂的 2000 万条新产能仍在规划中；越南工厂扩建的 300 万条产能预计在 2025 年 3 月达产，柬埔寨工厂新建的 1200 万条、印尼工厂新增的 300 万条和墨西哥工厂新增的 600 万条产能计划在 2024-2025 年期间建设投产。随着国内外新产能陆续释放，预计 2023-2025 年可实现收入 108.6、136.9、156.5 亿元。
- ② 全钢胎：国内基地中青岛工厂产能可从 320 万条提升至 350 万条，同时沈阳工厂产能也可从 450 万条提升至 500 万条，两大工厂扩建均在 2023 年完成，董家口工厂 1000 万条新产能仍在规划中；海外越南工厂扩建的 100 万条产能预计在 2025 年 3 月达产，印尼工厂 60 万条新产能预计在 2024-2025 年期间建设投产。随着国内外新产能陆续释放，预计 2023-2025 年可收入为 100.4、122.3、125.8 亿元。
- ③ 非公路轮胎：国内青岛和潍坊工厂技改搬迁产能均在爬坡中，董家口项目仍在规划中；海外越南工厂在建的 4 万吨在 2023 年投产，印尼工厂 4 万吨新产能预计在 2024-2025 年期间建设投产。考虑到非公路轮胎格局相对较好，产品价格具备支撑，预计 2023-2025 年公司非公路轮胎收入分别为 40.2、60.1、72.6 亿元。

图表63：公司分产品盈利和费用假设

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
半钢胎						
收入（亿元）	68.2	71.2	80.5	108.6	136.9	156.5
毛利（亿元）	22.9	16.5	16.9	31.4	40.5	45.6
毛利率	33.6%	23.2%	21.0%	28.9%	29.6%	29.1%
全钢胎						
收入（亿元）	58.9	72.1	94.5	100.4	122.3	125.8
毛利（亿元）	13.2	9.9	10.4	17.4	21.2	21.4
毛利率	22.4%	13.7%	11.0%	17.3%	17.3%	17.0%
非公路胎						
收入（亿元）	12.2	17.7	26.6	40.2	60.1	72.6
毛利（亿元）	4.8	5.6	10.8	18.2	25.3	29.5
毛利率	39.6%	31.9%	40.5%	45.4%	42.1%	40.7%
其他						
收入（亿元）	14.8	19.1	17.5	10.9	11.3	26.9
毛利（亿元）	1.0	1.9	2.3	1.4	1.2	4.0
毛利率	7.0%	10.2%	12.9%	13.2%	10.5%	14.7%
合计						
总收入（亿元）	154.0	180.0	219.0	260.0	330.6	381.7
YOY	1.8%	16.8%	21.7%	44.5%	27.1%	15.5%
毛利（亿元）	41.9	34.0	40.3	68.5	88.2	100.5
毛利率	27.2%	18.9%	18.4%	26.3%	26.7%	26.3%
费用假设						
销售费用率	5.2%	3.7%	3.8%	4.4%	4.4%	4.5%
管理费用率	5.1%	3.2%	2.8%	3.4%	3.4%	3.5%
研发费用率	2.3%	2.7%	2.8%	3.3%	3.4%	3.4%
归母净利润（亿元）	14.9	13.1	13.3	31.0	40.0	46.0
YOY	24.8%	-12.0%	1.4%	132.7%	29.1%	14.9%

来源：Wind、国金证券研究所



- 盈利预测：今年以来轮胎行业整体边际向好，核心原料橡胶的价格仍处于相对地位，考虑行业供需并不紧张因而橡胶价格支撑偏弱，后续价格大涨的概率相对较小，轮胎行业较好的盈利状态有望维持。叠加公司海外产能和高性能产品占比的提升，预计后续产品综合单价有所提升，毛利率将继续维持。预计 2023-2025 年公司半钢胎毛利率分别为 28.9%、29.6%、29.1%；全钢胎毛利率分别为 17.3%、17.3%、17%；非公路轮胎毛利率分别为 45.4%、42.1%、40.7%。
- 费用假设：销售费用方面考虑到公司“液体黄金”轮胎产品的推广需求，销售费用率应该会持续提升，预计 2023-2025 年销售费用率分别为 4.4%、4.4%、4.5%；管理费用率预计分别为 3.4%、3.4%、3.5%；研发费用方面考虑到公司对于轮胎材料创新上的持续投入和技术研发优化，研发费用率应该还会呈现出小幅提升的态势，预计 2022-2024 年研发费用率分别为 3.3%、3.4%、3.4%。
- 投资建议：赛轮轮胎作为国内头部轮胎企业，具备全面的产品规划和前瞻性的出海布局，在行业高景气延续的背景下公司业绩增长显著，在新一轮出海浪潮下公司布局再度领先，叠加“液体黄金”材料轮胎的验证推广将助力公司提升品牌力，随着新产能的释放和产品结构的优化，公司实现收入增长的同时盈利能力也将继续维持高位。基于以上假设，我们预测 2023-2025 年公司可实现营业收入 260、330.6、381.7 亿元，归母净利润分别为 31、40、46 亿元，对应的 EPS 分别为 0.99、1.22、1.4 元。当前股价对应估值分别为 17.21、14.02、12.2 倍 PE，考虑到公司自身的竞争优势和成长性都很强，目前估值也相对较低，仍然给予“买入”评级。

四、风险提示

- 1、原料价格大幅波动：橡胶、炭黑和钢丝帘线等原材料占据公司生产成本的 70%以上，若这些原料的价格大幅上涨那么公司的产品毛利率会受到影。
- 2、新产能释放低于预期：公司目前海内外在建项目均较多，若项目受到不可抗力的因素影响，投产进度可能不及预期，将对公司的收入造成影响。
- 3、国际贸易摩擦：公司产品的海外市场主要集中在美国和欧盟等地区，近两年持续的“反倾销、反补贴”等国际贸易摩擦对国内轮胎公司出口造成明显冲击，若后续出现新的贸易摩擦和贸易政策变化等，公司的出口市场会受到影响。
- 4、“液体黄金”轮胎推广不及预期：目前公司的“液体黄金”材料轮胎仍处于推广阶段，期望能够凭借产品的优异性能去抢占市场，产品虽然节油性能显著具备长期经济性，但由于零售价格相对较高，若产品推广和客户导入不顺利会导致销售收入不及预期。
- 5、海运费大幅波动：2021-2022 年期间海运费经历了暴涨暴跌，对公司的出口销售和产
- 品盈利均造成了影响，若后续海运费再次出现大幅波动，公司业绩可能受到影响。
- 6、汇率波动：目前公司 70%以上的产品销售收入和 80%以上的毛利润均源于海外市场，若人民币汇率大幅波动可能对公司收入造成影响。
- 7、担保风险：公司及控股子公司预计年度对外担保总额为 217 亿元，截至 2024 年 3 月 29 日实际发生担保额为 176.2 亿元，分别占公司最近一期经审计净资产的 177.59%、144.20%；公司对资产负债率超过 70%的全资子公司实际发生担保额为 93.33 亿元，占公司最近一期经审计净资产的 76.38%。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	15,405	17,998	21,902	26,002	33,057	38,173
增长率		16.8%	21.7%	18.7%	27.1%	15.5%
主营业务成本	-11,214	-14,602	-17,869	-19,154	-24,237	-28,126
%销售收入	72.8%	81.1%	81.6%	73.7%	73.3%	73.7%
毛利	4,191	3,396	4,033	6,848	8,820	10,047
%销售收入	27.2%	18.9%	18.4%	26.3%	26.7%	26.3%
营业税金及附加	-59	-49	-63	-83	-106	-122
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-796	-674	-834	-1,144	-1,454	-1,718
%销售收入	5.2%	3.7%	3.8%	4.4%	4.4%	4.5%
管理费用	-790	-572	-608	-884	-1,124	-1,336
%销售收入	5.1%	3.2%	2.8%	3.4%	3.4%	3.5%
研发费用	-348	-481	-621	-858	-1,124	-1,298
%销售收入	2.3%	2.7%	2.8%	3.3%	3.4%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	2,199	1,620	1,907	3,879	5,011	5,573
%销售收入	14.3%	9.0%	8.7%	14.9%	15.2%	14.6%
财务费用	-336	-274	-277	-536	-565	-463
%销售收入	2.2%	1.5%	1.3%	2.1%	1.7%	1.2%
资产减值损失	-142	-89	-86	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	15	0	0	0
投资收益	-11	26	-15	0	0	0
%税前利润	n.a	1.9%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,754	1,349	1,598	3,368	4,447	5,111
营业利润率	11.4%	7.5%	7.3%	13.0%	13.5%	13.4%
营业外收支	-33	32	-35	0	0	0
税前利润	1,721	1,381	1,563	3,368	4,447	5,111
利润率	11.2%	7.7%	7.1%	13.0%	13.5%	13.4%
所得税	-200	-39	-135	-269	-445	-511
所得税率	11.6%	2.8%	8.7%	8.0%	10.0%	10.0%
净利润	1,521	1,342	1,428	3,099	4,002	4,600
少数股东损益	29	29	96	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,491	1,313	1,332	3,099	4,002	4,600
净利率	9.7%	7.3%	6.1%	11.9%	12.1%	12.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,521	1,342	1,428	3,099	4,002	4,600
少数股东损益	29	29	96	0	0	0
非现金支出	912	1,074	1,265	1,343	1,461	1,564
非经营收益	244	93	280	632	705	598
营运资金变动	746	-1,672	-774	-523	299	-213
经营活动现金净流	3,423	837	2,199	4,551	6,466	6,548
资本开支	-1,535	-2,582	-3,594	-3,136	-2,400	-2,400
投资	-388	91	80	-230	0	0
其他	-27	9	-67	0	0	0
投资活动现金净流	-1,950	-2,482	-3,581	-3,366	-2,400	-2,400
股权募资	1	1,249	0	-125	2	0
债权募资	-293	2,359	1,646	2,530	-1,931	-2,380
其他	-1,423	-1,461	-368	-1,741	-2,105	-2,208
筹资活动现金净流	-1,716	2,147	1,278	664	-4,034	-4,588
现金净流量	-332	494	93	1,850	33	-440

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,369	4,841	4,903	6,737	6,758	6,310
应收款项	2,268	2,655	2,990	4,034	4,675	5,399
存货	2,656	4,308	4,115	4,723	5,711	6,627
其他流动资产	1,012	669	809	1,072	1,148	1,206
流动资产	10,306	12,472	12,818	16,566	18,292	19,542
%总资产	48.9%	47.7%	43.3%	47.1%	48.3%	48.9%
长期投资	992	1,013	959	959	959	959
固定资产	8,126	10,582	13,468	15,329	16,351	17,253
%总资产	38.6%	40.4%	45.4%	43.6%	43.2%	43.2%
无形资产	944	1,152	1,428	1,327	1,249	1,188
非流动资产	10,750	13,701	16,815	18,624	19,564	20,399
%总资产	51.1%	52.3%	56.7%	52.9%	51.7%	51.1%
资产总计	21,056	26,173	29,632	35,190	37,856	39,942
短期借款	4,514	5,229	4,714	6,494	4,564	2,183
应付款项	5,858	6,257	6,142	7,075	8,954	10,392
其他流动负债	495	356	448	676	801	848
流动负债	10,867	11,841	11,305	14,246	14,319	13,424
长期贷款	1,203	2,971	3,440	4,190	4,190	4,190
其他长期负债	176	224	2,127	2,105	2,094	2,085
负债	12,246	15,035	16,872	20,541	20,603	19,699
普通股股东权益	8,462	10,730	12,219	14,108	16,712	19,702
其中：股本	2,699	3,063	3,063	3,126	3,288	3,288
未分配利润	4,000	4,805	5,660	7,674	10,275	13,265
少数股东权益	348	407	541	541	541	541
负债股东权益合计	21,056	26,173	29,632	35,190	37,856	39,942

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.552	0.429	0.435	0.992	1.217	1.399
每股净资产	3.135	3.503	3.989	4.514	5.083	5.992
每股经营现金净流	1.268	0.273	0.718	1.456	1.967	1.991
每股股利	0.150	0.150	0.150	0.347	0.426	0.490
回报率						
净资产收益率	17.63%	12.24%	10.90%	21.97%	23.95%	23.35%
总资产收益率	7.08%	5.02%	4.49%	8.81%	10.57%	11.52%
投入资本收益率	13.32%	8.12%	7.62%	13.08%	16.13%	17.56%
增长率						
主营业务收入增长率	1.83%	16.84%	21.69%	18.72%	27.13%	15.48%
EBIT增长率	15.04%	-26.34%	17.73%	103.37%	29.20%	11.21%
净利润增长率	24.79%	-11.97%	1.43%	132.69%	29.14%	14.94%
总资产增长率	17.78%	24.30%	13.22%	18.76%	7.58%	5.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.9	43.1	42.3	50.0	45.0	45.0
存货周转天数	79.5	87.0	86.0	90.0	86.0	86.0
应付账款周转天数	57.9	68.9	66.1	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	174.2	185.3	193.0	167.7	129.9	109.7
偿债能力						
净负债/股东权益	10.32%	29.26%	39.28%	37.40%	20.44%	7.88%
EBIT利息保障倍数	6.5	5.9	6.9	7.2	8.9	12.0
资产负债率	58.16%	57.45%	56.94%	58.37%	54.42%	49.32%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	6	14	39	91
增持	0	0	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.07	1.07	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-01	买入	10.79	11.85~11.85
2	2023-05-01	买入	10.27	N/A
3	2023-09-02	买入	12.31	N/A
4	2023-10-18	买入	12.29	N/A
5	2023-10-30	买入	11.88	N/A
6	2024-01-30	买入	11.32	N/A
7	2024-03-12	买入	14.31	N/A

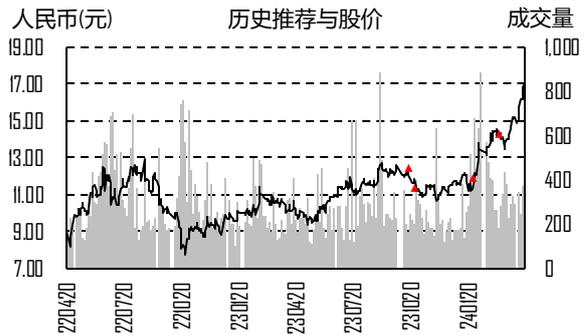
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究