

2024年06月04日

买入（首次覆盖）

赛轮轮胎（601058）：重研发深耕耘，全球化广布局

——公司深度报告

证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0601058630522020001

xjb@longone.com.cn

联系人

马小萱

mxxuan@longone.com.cn

联系人

张晶磊

zjlei@longone.com.cn

数据日期	2024/06/04
收盘价	14.54
总股本(万股)	328,810
流通A股/B股(万股)	328,810/0
资产负债率(%)	49.28%
市净率(倍)	2.68
净资产收益率(加权)	6.56
12个月内最高/最低价	17.75/10.01



相关研究

1. 出海研究：轮胎国产品牌价值持续提升，“出海”发展前景广阔——化工系列研究（十七）

投资要点：

- 公司是国内胎企新龙头，多点布局垂直消费腹地。**公司近年来产能不断扩张，带动经营业绩持续攀升，截至2023年营业收入达260亿元，归母净利润达31亿元，逐渐成长为国内龙头胎企。公司在国内拥有青岛、沈阳、东营、潍坊四大生产基地。海外布局越南、柬埔寨工厂，并拟在墨西哥、印尼建设新基地，实现全球化建设，海外产能靠近消费地，便于把握市场动态，成本，提高产品竞争力。2023年公司平均产能为全钢胎1380万条/年，半钢胎5600万条/年及非公路轮胎17.5万吨/年。其中越南三期、柬埔寨项目及潍坊非公路胎技改项目处于产能爬坡过程，实际产能仍存在释放空间。
- 经营管理水平优秀，利润率可比肩国际龙头。**公司2023年及2024年一季度业绩表现亮眼。当前轮胎扩产周期下，公司固定资产及在建工程数额稳步增长，营运能力与资产扩张相匹配，公司近五年来现金满足投资比例为1.30，资金自给能力强，可满足一系列资本支出。此外，公司毛利率处国内领先水平，国际上可比肩全球龙头胎企，近三年期间费用率相较于普利司通、米其林等公司始终低3-15个百分点，销售管理及费用管控能力优秀。
- 预计行业高景气度延续，我国胎企有望凭借新能源车产业链国产化实现“弯道超车”。**全球轮胎市场需求保持稳定增长，我们预计中性情况下，到2026年全球轮胎市场销量将保持约2.73%的年复合增速。而我国胎企市占率逐年上升，后续仍有较大发展空间。我们认为国产轮胎有望复制日本胎企伴随车企成长的路径，凭借新能源车产业链国产化实现“弯道超车”。我们统计了2023年销量较高的200余个新能源车型所配套的轮胎品牌，其中我国胎企已成功配套近半数销量较高的新能源车型。从细分车型来看，国产轮胎在A级车市场已具备比较牢固的优势。随着我国胎企研发力度加强，产品性能逐步提升，我们认为在轮胎国产化的道路上，国产轮胎最先有望替代中级车配套的市场份额。
- 液体黄金+非公路轮胎，培育成长新动能。**公司紧密开展与软控、怡维怡、青岛科技大学等机构的合作，产学研深度融合。开发的创新级产品液体黄金轮胎成功地解决了困扰业界多年的轮胎滚动阻力、抗湿滑性能、耐磨性能难以兼顾的“魔鬼三角”问题，在各种评测及海内外专业机构检测中，各方面性能均可比肩国际头部品牌。目前液体黄金材料已充分运用到公司各大旗下品牌条线，配套产品持续放量。非公路轮胎方面，公司成功研制63寸巨型轮胎的公司，打破海外技术垄断，并以全球先进的后市场服务保障，增加核心竞争力。
- 加快推进全球化战略，助力海外经营规模持续扩张。**公司是首家在海外建厂并最早拥有两个海外生产基地（越南、柬埔寨）的轮胎企业，生产基地锚定东南亚国家，同时具备政策支持、成本低廉等多方面优势，海外工厂贡献公司超60%的利润。此外，宣布布局印尼、墨西哥工厂，成为最早在两地组建工厂的国内企业之一。其中印尼工厂拟建子午线轮胎360万条/年、非公路轮胎3.7万吨/年，墨西哥工厂拟建半钢胎600万条/年。第二轮出海布局，将产能拓展到欧美地区，更加贴近欧美消费市场，销售更为灵活，运输成本更为可控。
- 盈利预测与投资评级：**我们预测2024年-2026年公司EPS分别为1.23元、1.42元和1.82元。对应PE（以2024年6月4日收盘价计算）分别为11.81倍、10.22倍和7.99倍。我们看好公司海外产能扩张带来的业绩增量以及高研发支撑下的品牌力提升，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**投资目的地政策环境风险；原材料价格波动风险；全球市场竞争风险。

盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入 (百万元)	17998.43	21902.21	25978.26	30978.15	34621.28	42187.49
同比增速(%)	16.84%	21.69%	18.61%	19.25%	11.76%	21.85%
归母净利润 (百万元)	1312.97	1332.12	3091.42	4048.47	4678.72	5981.22
同比增速(%)	-11.97%	1.46%	132.07%	30.96%	15.57%	27.84%
毛利率(%)	18.9%	18.4%	27.6%	27.8%	28.4%	28.7%
每股盈利(元)	0.40	0.41	0.94	1.23	1.42	1.82
ROE(%)	12.24%	10.90%	20.81%	21.06%	20.56%	21.87%
PE(倍)	36.41	35.89	15.47	11.81	10.22	7.99

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间 2024 年 6 月 4 日盘后）

正文目录

1. 国内胎企新龙头，质、量双升加速成长	6
1.1. 国内轮胎出海领军者，多点布局垂直消费腹地	6
1.2. 经营管理水平优秀，利润率有望追赶国际龙头	7
2. 海内外供需两旺，预计行业景气度仍将延续	10
2.1. 全球轮胎市场持续稳定增长，我国企业市占率提升	10
2.2. 国内市场龙头集中度提升，国产替代前景明确	13
2.3. 我国新能源汽车工业发展，释放新的轮胎需求空间	15
2.4. 成本面小幅波动，长期预计趋于稳定	19
3. 高强度研发锻造高端产品力，培育增长新动能.....	21
3.1. 研发筑基、营销添翼，赋能品牌价值	21
3.2. 创新级产品液体黄金轮胎，助力品牌成长	25
3.2.1. EVEC 性能优越，兼具经济及社会效益.....	25
3.2.2. 液体黄金技术应用至全系列产品，海内外测评结果突出	27
3.3. 非公路轮胎前景广阔，公司产能技术行业领先	30
4. 加快推进全球化战略，助力海外经营规模持续扩张	34
4.1. 出海是兼顾市场扩张和风险防范的最优解，公司具备先发优势	34
4.2. 二轮出海垂直消费腹地，扩大全球化布局	38
5. 估值盈利预测	41
6. 风险提示	42

图表目录

图 1 赛轮轮胎发展历史	6
图 2 公司股权结构	6
图 3 公司营业收入多年来持续增长	8
图 4 2023 年盈利表现优异	8
图 5 产销量持续增长	8
图 6 产能利用率 2023 年恢复至较高水平	8
图 7 海外工厂营业收入稳步增长（单位：亿元）	8
图 8 海外工厂贡献公司超 60% 的利润（单位：亿元）	8
图 9 公司毛利率处行业领先水平（单位：%）	9
图 10 海外业务贡献高质量收益	9
图 11 资产规模不断提升（单位：亿元）	10
图 12 资产周转率保持稳定（单位：%）	10
图 13 2023 年全球各地区汽车产量占比（%）	10
图 14 2023 年全球产量前十国家涨幅（%）	10
图 15 全球半钢胎市场结构（按种类，百万条，%）	11
图 16 全球全钢胎市场结构（按种类，百万条，%）	11
图 17 全球半钢胎市场结构（百万条）	11
图 18 全球全钢胎市场结构（百万条）	11
图 19 全球配套胎市场结构（百万条）	12
图 20 全球替换胎市场结构（百万条）	12
图 21 全球胎企 CR3 市占率变化（%）	12
图 22 我国胎企 CR3 市占率变化（%）	12
图 23 我国龙头胎企半钢胎市占率变化情况	15
图 24 我国龙头胎企全钢胎市占率变化情况	15
图 25 全球新能源汽车保有量（万辆）	16
图 26 我国新能源汽车销量（万辆）及渗透率情况（%）	16
图 27 2030 年全球制造商及政府对于新能源汽车渗透率预测（%）	17
图 28 2024-2035 年中国新能源汽车销量预测（%）	17
图 29 日本汽车及轮胎工业发展历史	18
图 30 2023 年热门新能源车型轮胎配套情况（按销量，单位：辆）	18
图 31 2023 年热门新能源车型轮胎配套情况（按车型）	19
图 32 天然橡胶价格小幅上涨（单位：元/吨）	20
图 33 其他主要原材料价格近三年来波动较小（单位：元/吨）	20
图 34 SCFIS 结算运价指数	21
图 35 波罗的海集装箱运价指数	21
图 36 公司合作研发机构实力强劲	21
图 37 公司搭建了全球技术研发与试验体系	22
图 38 公司产品亮相科隆国际轮胎展	22
图 39 液体黄金轮胎登陆央视黄金档	22
图 40 赛轮成为 CDB 官方合作伙伴	22
图 41 公司产品通过全球近 21 个国家/地区认证	23
图 42 橡链云实现企业内部运营和上下游企业全面互通	24
图 43 2023 年全球最具价值轮胎品牌 15 强	24
图 44 四次里程碑式创新大大降低轮胎滚阻，提升轮胎性能	25
图 45 液体黄金轮胎问世经历十余年科研攻关	25
图 46 连续液相混炼宏观分散性更强	26

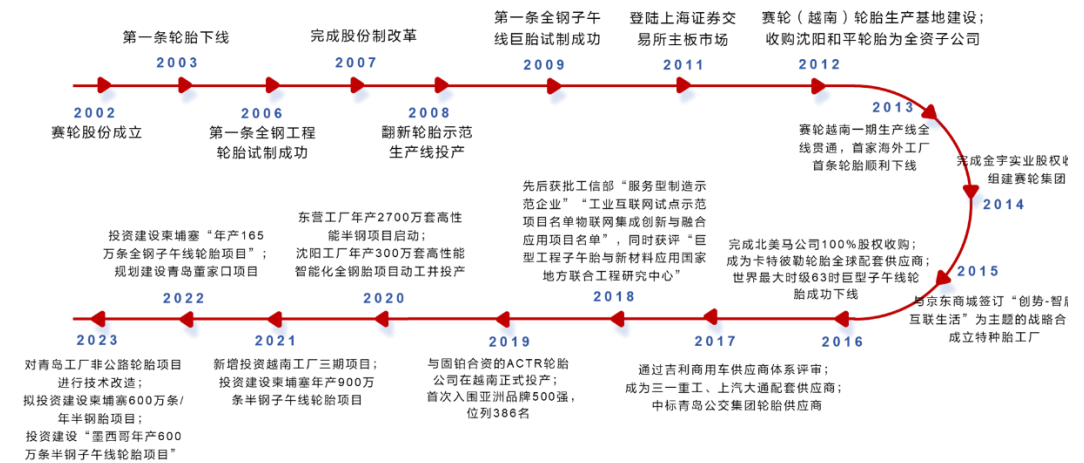
图 47 液体黄金轿车胎湿地制动相比普通 C 级轮胎刹车距离可缩短 7 米	27
图 48 EVEC 同步实现低滚阻力、抗湿滑性能和耐磨性能的全面提升	27
图 49 德国 TÜV SÜD 集团测评结果	29
图 50 美国 Smithers 实验室测评结果	29
图 51 赛轮液体黄金在综合雷达图中表现优异	29
图 52 我国工程机械出口额自 2019 年以来稳步增长（单位：万美元；%）	30
图 53 我国工程机械销量 2023 年有所修复（单位：台；%）	30
图 54 世界各国露天矿数量（个）	30
图 55 预计 2027 年非公路胎市场规模将达到 114 亿美元	30
图 56 米其林非公路胎毛利率高于其他类别（单位：%）	31
图 57 大尺寸非公路胎附加价值较高（单位：万元/条）	31
图 58 赛轮 TIMP 系统对轮胎运行实时监控及预警	33
图 59 赛轮非公路胎种类及合作集团	33
图 60 2013-2023 年中国轮胎出口情况（按国别，单位：万条）	34
图 61 我国新的充气橡胶轮胎出口数量及增长率	34
图 62 我国新的充气橡胶轮胎出口金额及增长率	34
图 63 美国轮胎主要进口国交易情况（万条）	35
图 64 2023 年柬埔寨项目投资来源国	37
图 65 2023 年柬埔寨项目投资行业分布	37
图 66 柬埔寨人口结构	38
图 67 柬埔寨二、三产业份额增加	38
图 68 各国天然橡胶产量全球占比（%）	38
图 69 中国天然橡胶进口来源国（万吨）	38
图 70 米其林海外发展战略	39
图 71 我国轮胎企业海外营收情况（亿元）	40
表 1 赛轮轮胎主要厂区产能布局	7
表 2 公司营业利润率高，毛利率与国际龙头持平	9
表 3 全球轮胎市场销量预测	13
表 4 多项政策加速落后产能出清	14
表 5 海外巨头纷纷退出国内 TBR 市场	15
表 6 低滚阻性能提升经济效益	26
表 7 赛轮液体黄金乘用车轮胎系列	28
表 8 赛轮液体黄金卡客车轮胎系列	28
表 9 国内外企业非公路胎产品规格	31
表 10 国内各企业非公路轮胎建设情况统计	32
表 11 国内轮胎企业东南亚建厂情况	35
表 12 我国轮胎企业入驻中柬经济特区情况	36
表 13 全球前十二强轮胎企业海外布局	39
表 14 国内轮胎企业在东南亚以外地区建厂情况	40
表 15 公司分产品盈利拆分（单位：亿元）	41
附录：三大报表预测值	43

1.国内胎企新龙头，质、量双升加速成长

1.1.国内轮胎出海领军者，多点布局垂直消费腹地

赛轮轮胎主要从事轮胎产品的研发、生产和销售。公司创立于2002年，2011年登陆上交所主板上市。公司是首家在海外建厂并最早拥有两个海外生产基地（越南、柬埔寨）的轮胎企业，2013年赛轮越南一期生产线全线贯通，首家海外工厂首条轮胎顺利下线，公司十余年来持续深耕研发，目前持有核心产品液体黄金轮胎，并逐渐成长为轮胎企业新龙头。

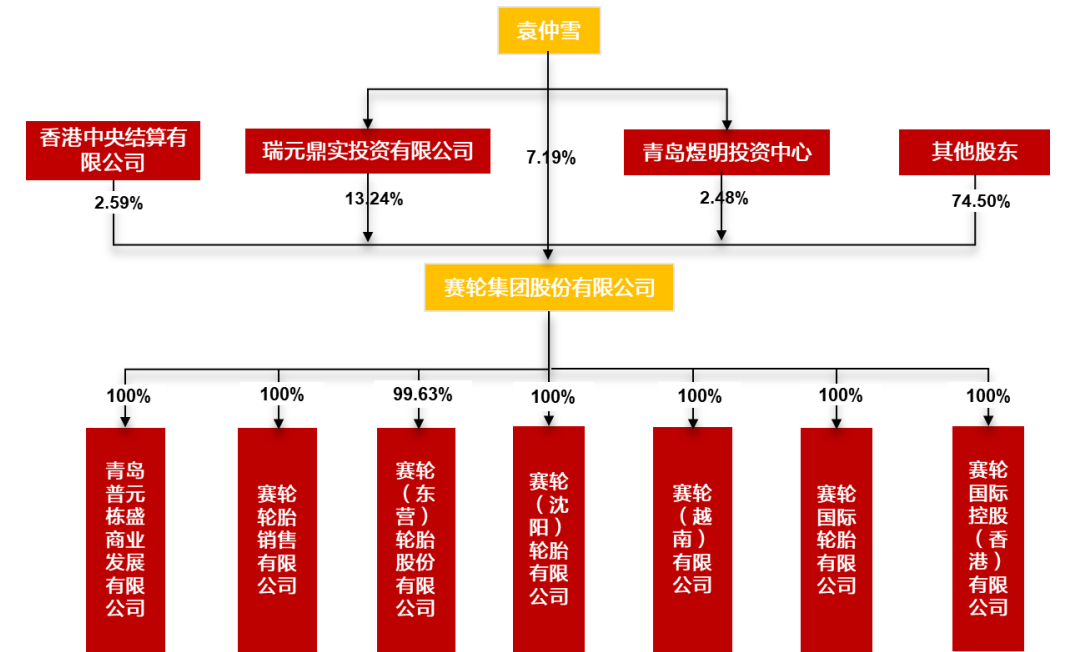
图1 赛轮轮胎发展历史



资料来源：公司官网，东海证券研究所

公司实控人为袁仲雪先生，截至2023年12月，直接及间接持股总计23.11%。公司下设赛轮（越南）、赛轮（沈阳）、赛轮（东营）等子公司，对公司生产经营及对外贸易起到支撑作用。

图2 公司股权结构



资料来源：公司公告，东海证券研究所

海内外多点布局，垂直消费腹地。公司目前在中国的青岛、东营、沈阳、潍坊及海外的越南、柬埔寨等地建有现代化轮胎生产基地，实现全球化建设，海外产能靠近消费地，便于把握市场动态，降低运输成本，提高产品竞争力。

国内方面，公司拥有青岛、沈阳、东营、潍坊四大生产基地，据公司年报披露，公司PCR/TBR/非公路轮胎2023年平均产能分别为3450万条/825万条/10.3万吨；海外布局越南、柬埔寨工厂，2023年PCR/TBR/非公路轮胎平均年产能分别为2150万条/555万条/7万吨，其中，越南三期、柬埔寨项目及潍坊非公路胎技改项目处于产能爬坡过程，实际产能仍存在释放空间。此外公司拟在墨西哥成立合资公司，投资建设年产600万条半钢子午线轮胎项目，拟在印度尼西亚投资建设年产360万条子午线轮胎与3.7万吨非公路轮胎项目。

表1 赛轮轮胎主要厂区产能布局

主要厂区		设计产能	实际产能						
			2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
青岛工厂	全钢胎（万条/年）	350	325	320	320	270	270	260	260
	半钢胎（万条/年）	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
	非公路轮胎（万吨/年）	6	5.3	5.6	5	3.7	3.5	2.9	6.8
东营工厂	半钢胎（万条/年）	2700	2450	2400	2400	2050	2000	2000	2000
沈阳工厂	全钢胎（万条/年）	500	500	450	400	200	190	180	180
越南工厂	全钢胎（万条/年）	260	200	160	160	160	140	120	80
	半钢胎（万条/年）	1600	1250	1200	1200	1100	1000	1000	1000
	非公路轮胎（万吨/年）	10	7	6	5	3.6	3.5	3.5	5
潍坊工厂	半钢胎（万条/年）			160	50				
	全钢胎（万条/年）				10				
	非公路轮胎（万吨/年）	10	5	0.86					
ACTR	全钢胎（万条/年）	265	265	265	265	120			
柬埔寨工厂	半钢胎（万条/年）	900	900	400					
	全钢胎（万条/年）	165	90						

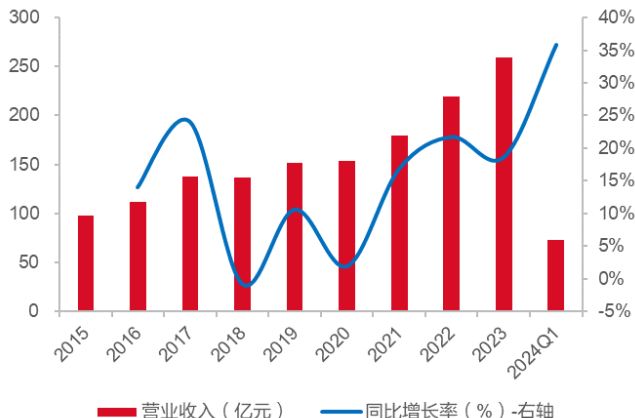
资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.2. 经营管理水平优秀，利润率有望追赶国际龙头

公司盈利水平持续提升，产销同步放量。2023年，公司实现营业收入259.78亿元，同比+19%，实现归母净利润30.91亿元，同比+132%；2024年Q1实现营业收入72.96亿元，同比+36%，实现归母净利润10.34亿元，同比+191%，在原材料采购价格总体下降及需求复苏背景下，业绩表现亮眼。

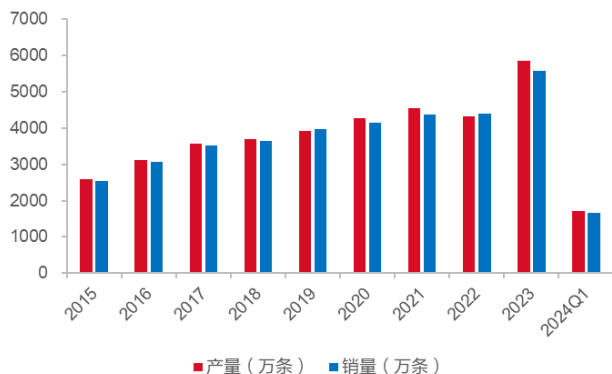
随着产能稳步扩张，公司产销量持续增长。2023年实现产量5863.54万条，同比+35.71%，销量5578.63万条，同比+27.07%；2024年Q1继续维持高景气度，实现产量1725.27万条，同比+49.77%，销量1658.17万条，同比+43.71%。

图3 公司营业收入多年来持续增长



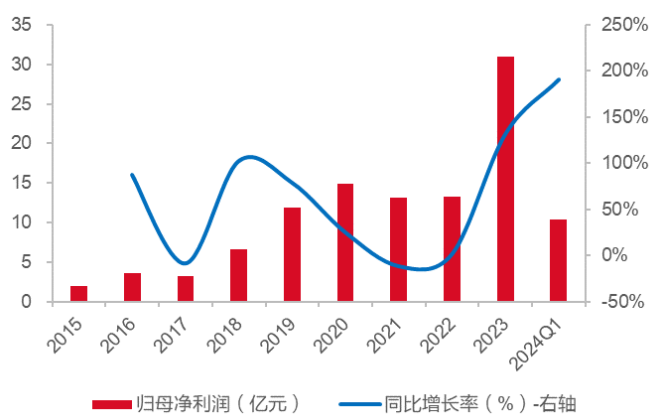
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图5 产销量持续增长



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图4 2023 年盈利表现优异



资料来源：同花顺，东海证券研究所

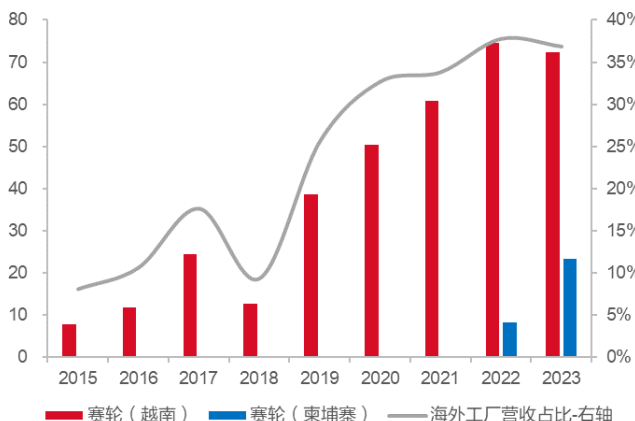
图6 产能利用率 2023 年恢复至较高水平



资料来源：同花顺，东海证券研究所

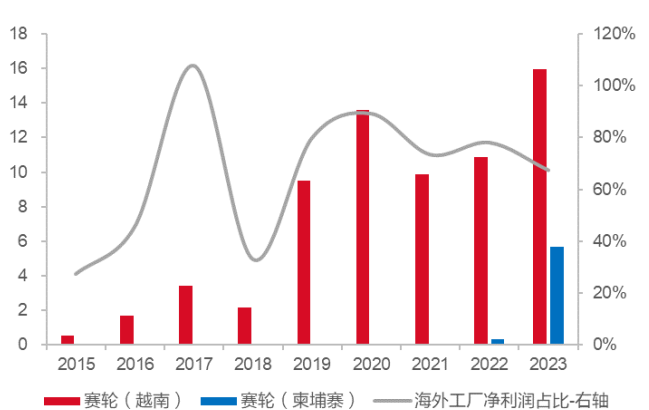
海外子公司持续贡献收益。公司是国内第一家在海外建设轮胎工厂的企业，其首个越南工厂在 2013 年就已建成投产，并持续贡献收益。此外，于 2021 年建立柬埔寨子公司，在良好的出口环境下，2023 年，赛轮（越南）子公司实现营业收入 72.33 亿元，净利润 15.94 亿元，赛轮（柬埔寨）实现营业收入 23.32 亿元，净利润 5.65 亿元，海外子公司营业收入占公司总收入的 36.82%，占公司总净利润的 67.42%。

图7 海外工厂营业收入稳步增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

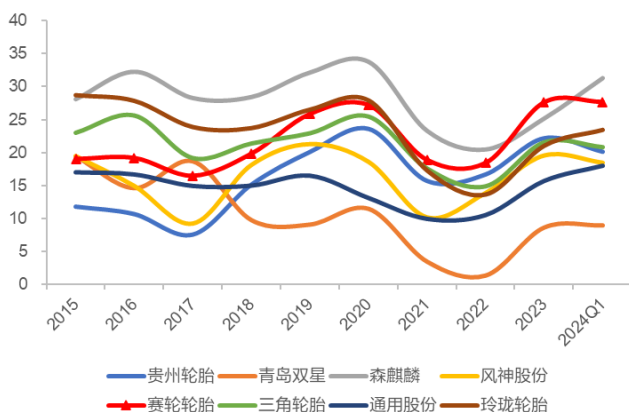
图8 海外工厂贡献公司超 60%的利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

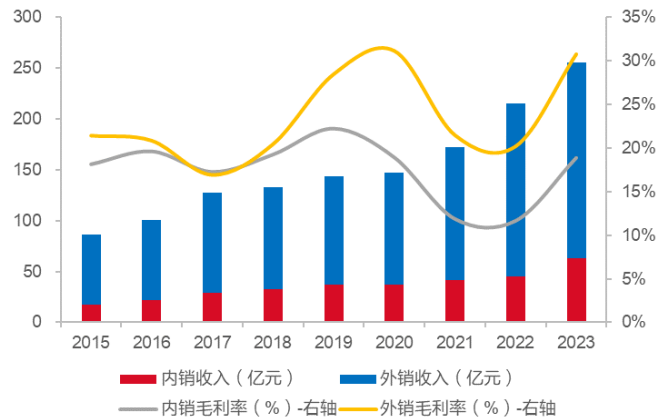
毛利率处行业领先水平，海外业务贡献高质量收益。公司 2023 年至 2024 年一季度毛利率超过 27%，即使在 2021-2022 年行业低谷期，也始终将毛利率控制在行业领先水平。2023 年，公司内销毛利率 19%，外销毛利率 31%，贡献了高质量收益。一方面，我国正在成为新的全球轮胎制造中心，全球市场份额持续提升，另一方面，轮胎出口毛利率显著高于内销，出口份额的提升为公司带来优质收益。

图9 公司毛利率处行业领先水平（单位：%）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图10 海外业务贡献高质量收益



资料来源：同花顺，东海证券研究所

费用管控良好，利润率可比肩国际头部胎企。我们比较了近 5 年来公司与全球头部胎企的经营毛利率及营业利润率。毛利率方面，从 2023 年情况来看，公司较普利司通、韩泰仍有一定差距，与龙头米其林相当。我们以毛利率减营业利润率的净值表示企业经营费用的管控能力，可以看到公司的营业利润率仅次于韩泰轮胎，期间费用率显著低于其他公司，费用管控良好。

表2 公司营业利润率高，毛利率与国际龙头持平

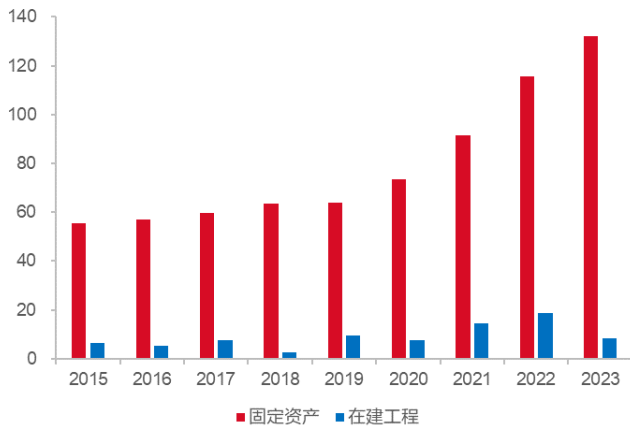
	2019	2020	2021	2022	2023
毛利率 (%)					
普利司通	37.77	37.61	40.56	38.76	38.31
米其林	29.34	27.92	29.35	26.37	28.04
大陆	23.80	22.77	22.92	21.08	21.26
韩泰	27.92	29.49	27.27	25.05	32.39
固特异	21.32	16.10	21.66	18.51	17.49
赛轮轮胎	25.86	27.21	18.57	18.42	27.64
营业利润率 (%)					
普利司通	9.96	2.32	11.61	10.74	11.17
米其林	11.15	6.85	11.67	10.57	9.36
大陆	-0.16	-1.06	5.30	1.84	4.36
韩泰	7.90	9.74	8.99	8.41	14.85
固特异	4.17	-5.66	5.69	4.45	-0.18
赛轮轮胎	8.83	11.38	7.49	7.29	13.54
毛利率-营业利润率 (%)					
普利司通	27.81	35.29	28.95	28.03	27.14
米其林	18.19	21.07	17.68	15.80	18.69
大陆	23.95	23.83	17.62	19.24	16.90
韩泰	20.02	19.75	18.28	16.64	17.54
固特异	17.14	21.76	15.97	14.07	17.67

赛轮轮胎	17.03	15.83	11.08	11.13	14.10
------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源: Bloomberg, 公司年报, 东海证券研究所

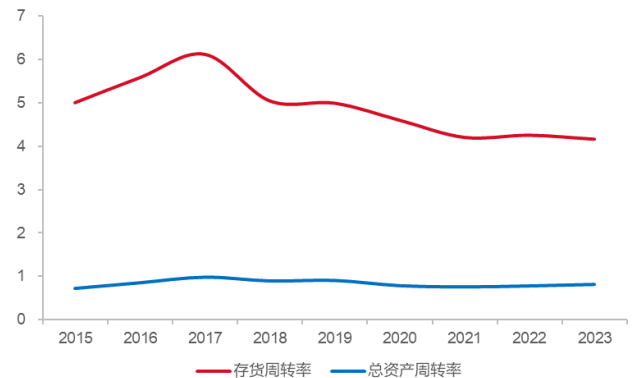
资产规模稳步扩张, 营运能力与资产扩张相匹配。当前轮胎行业扩产周期下, 公司固定资产及在建工程数额稳步增长。经营规模扩大情况下, 公司存货及资产周转率维持稳定, 证明对于新增资产管理能力较强。此外, 公司近五年来现金满足投资比例为 1.30, 资金自给能力强, 可满足一系列资本支出。

图11 资产规模不断提升 (单位: 亿元)



资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图12 资产周转率保持稳定 (单位: %)



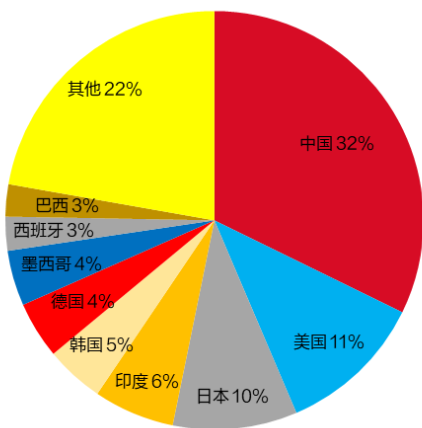
资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

2.海内外供需两旺, 预计行业景气度仍将延续

2.1.全球轮胎市场持续稳定增长, 我国企业市占率提升

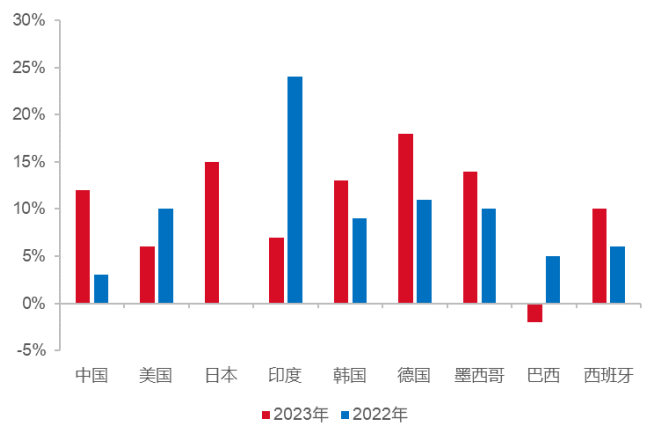
我国汽车产量位居全球首位, 产量增速保持稳定。轮胎是汽车的重要配套产品, 轮胎工业与汽车工业的关系极为密切。世界汽车工业近十年发展的特点是发达国家市场增长放慢, 如欧洲、北美、日本等重点地区; 而中国、印度、中亚、东南亚、东欧等新兴市场发展空间更为广阔。据 OICA 统计, 2023 年全球汽车产量最高的国家为中国, 占比为 32%, 其次为占比 11% 的美国。产量排名前十的国家中, 除巴西外同比均有上涨, 我国产量连续两年上涨, 2023 年同比增长 12%。

图13 2023 年全球各地区汽车产量占比 (%)



资料来源: OICA, 东海证券研究所

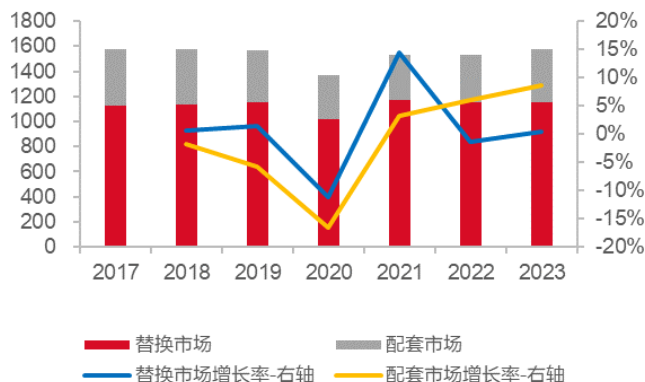
图14 2023 年全球产量前十国家涨幅 (%)



资料来源: OICA, 东海证券研究所

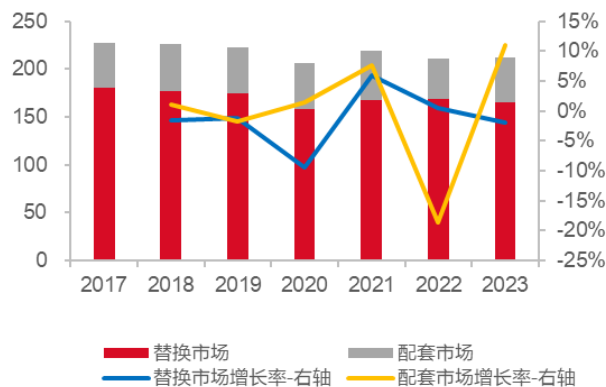
从种类上看，全球轮胎市场受疫情影响较大，半钢胎市场修复优于全钢胎。2020年起，轮胎市场整体下行，2023年得以逐步修复。其中，半钢替换胎作为消费量最大的种类，2023年市场规模达到11.56亿条，已超过2019年的11.49亿条，同比持平。半钢配套市场保持稳定增长，2023年市场规模4.17亿条，据2019年同期约有0.04亿的差距。全钢替换市场2023年销量为1.65亿条，同比下降2%；配套销量0.47亿条，同比增长11%，修复力度较半钢市场稍弱。

图15 全球半钢胎市场结构（按种类，百万条，%）



资料来源：米其林官网，东海证券研究所

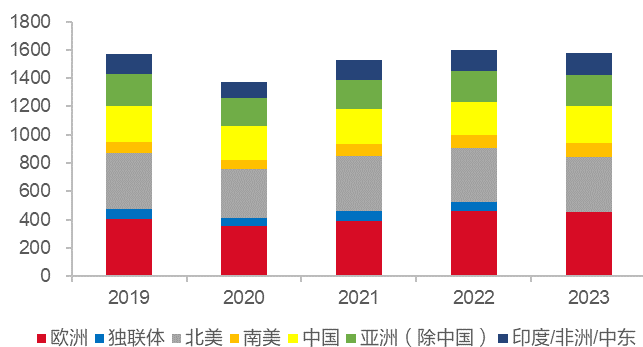
图16 全球全钢胎市场结构（按种类，百万条，%）



资料来源：米其林官网，东海证券研究所

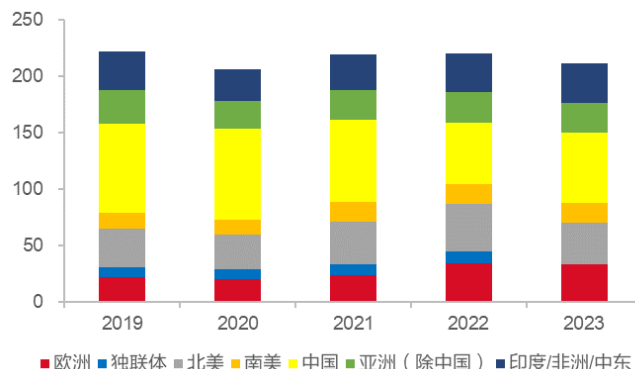
从地区上看，欧洲半钢胎消费第一，中国全钢胎消费第一。2023年，欧洲地区半钢胎消费量为4.54亿条，占据全球28.8%的份额，位居全球第一；北美地区及我国消费量分别为3.91亿条、2.65亿条，占比24.8%及16.8%。我国2023年消费全钢胎0.62亿条，2023年上半年消费0.30亿条，以29.4%的份额位列全球第一。一方面，国内基建及货运需求高，另一方面我国人口基数大，带动客运车保有量及轮胎更换维修比例。

图17 全球半钢胎市场结构（百万条）



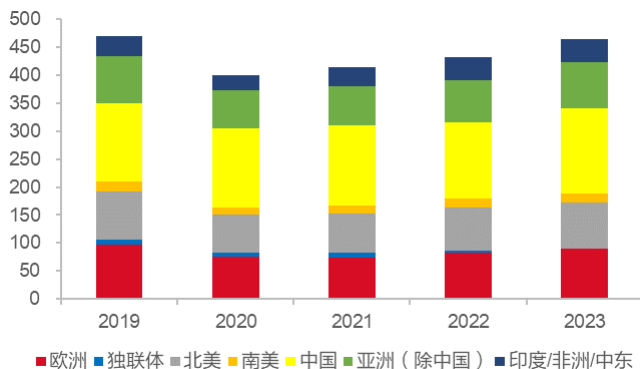
资料来源：米其林官网，东海证券研究所

图18 全球全钢胎市场结构（百万条）



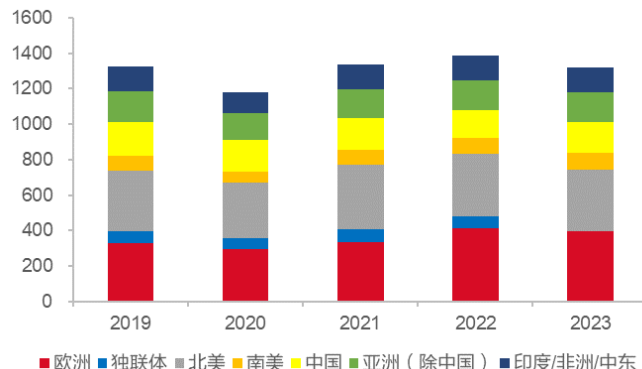
资料来源：米其林官网，东海证券研究所

图19 全球配套胎市场结构（百万条）



资料来源：米其林官网，东海证券研究所

图20 全球替换胎市场结构（百万条）



资料来源：米其林官网，东海证券研究所

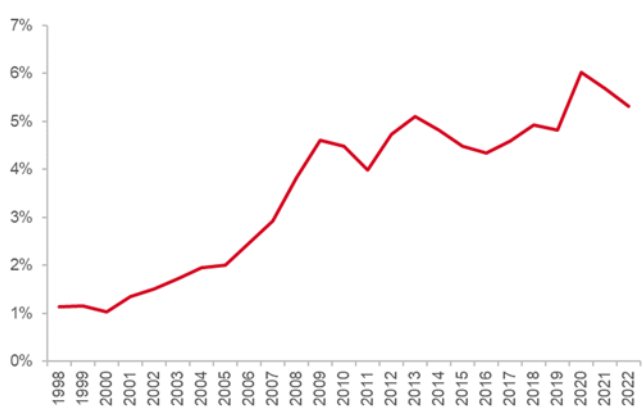
我国胎企市占率逐年上升，后续空间仍较大。根据历年世界轮胎 75 强排名数据，普利司通、米其林和固特异三家公司为全球轮胎企业第一梯队，其市场份额从 1998 年的 54.94% 下滑至 2022 年的 38.94%。我国中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎等国内轮胎厂商主要代表集中在第三梯队，近年来中国轮胎企业也不断在新材料、新配方、新技术、新工艺、新结构等方面发力，逐步向世界先进龙头靠拢，国内 top3 企业份额从 1998 年的 1.14% 提升至 2022 年的 5.32%。

图21 全球胎企 CR3 市占率变化（%）



资料来源：《轮胎商业》，东海证券研究所

图22 我国胎企 CR3 市占率变化（%）



资料来源：《轮胎商业》，东海证券研究所

我们预测到 2026 年全球轮胎市场销量将保持约 1.25%~4.17%的复合增速。我们采用以下假设：

- 1) 乘用车/商用车年度替换率为 5%/3%；
- 2) 汽车增量预测采用 marklines 预测作为中性标准；
- 3) 乐观情况下，宏观经济稳定复苏、消费政策支持及出行率提升，预计乘用车/商用车增量为中性预测下的 1.5/1.3 倍，替换周期加快 2%/1%；
- 4) 悲观情况下，汽车消费疲软、出行率下降等因素可能导致配套及替换市场不及预期，预计乘用车/商用车增量为中性预测下的 0.5/0.7 倍，替换周期降低 2%。

我们预测在悲观/中性/乐观情况下，到 2026 年全球轮胎市场需求量可分别达到 18.53/19.35/20.18 亿条，复合增长率分别为 1.25%/2.73%/4.17%。

表3 全球轮胎市场销量预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乘用车及轻卡保有量 (亿辆)	14.47	14.51	14.59	14.76	14.96/15.00/15.05	15.16/15.27/15.37
乘用车替换系数 (条/量·年)	1	1	1	1	1	1
乘用车及轻卡替换市场 (亿条)	11.58	11.58	11.60	11.67	11.57/11.81/12.04	11.73/12.00/12.28
乘用车及轻卡增量 (亿辆)	0.76	0.81	0.89	0.94/0.98/1.03	0.95/1.01/1.07	0.97/1.05/1.13
乘用车及轻卡配套系数 (条)	5	5	5	5	5	5
乘用车及轻卡配套市场 (亿条)	3.59	3.86	4.03	4.37/4.67/4.98	4.44/4.81/5.20	4.52/4.99/5.49
重卡保有量(亿辆)	1.25	1.27	1.28	1.30	1.31/1.31/1.32	1.33/1.33/1.34
重卡替换系数 (条/量·年)	2-10	2-10	2-10	2-10	2-10	2-10
重卡替换市场(亿条)	1.69	1.72	1.74	1.72/1.76/1.77	1.74/1.78/1.80	1.77/1.80/1.82
重卡增量(亿辆)	0.045	0.036	0.041	0.04/0.04/0.05	0.04/0.05/0.05	0.05/0.05/0.05
重卡配套系数(条)	10-20	10-20	10-20	10-20	10-20	10-20
重卡配套市场(亿条)	0.52	0.41	0.47	0.49/0.52/0.54	0.50/0.53/0.56	0.52/0.55/0.58
总计(亿条)	17.36	17.56	17.85	18.26/18.62/18.96	18.25/18.93/19.60	18.53/19.35/20.18

资料来源：OICA，MarkLines，中国橡胶工业协会，东海证券研究所

2.2.国内市场龙头集中度提升，国产替代前景明确

国内轮胎产业结构优化升级，加速落后产能退出。一方面，化工能效转型背景下，对于轮胎企业生产提出了更高的降碳减污要求；另一方面，早期轮胎产能普遍存在低端化问题，需要通过对于落后产能的压减或技术改造重塑健康的产业结构。以我国轮胎大省山东为例，《全省落实“三个坚决”行动方案(2021—2022年)》实施以来，淘汰轮胎落后产能超过2700万条，按照《方案》计划，总关停产能达3117万条。

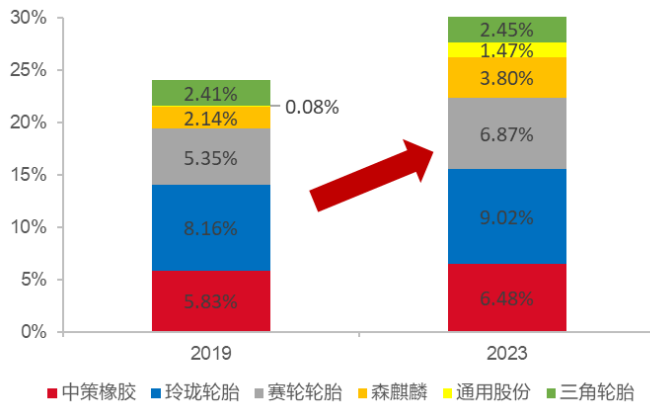
表4 多项政策加速落后产能出清

相关政策	发布单位	重点内容	发布时间
《产业结构调整指导目录（2024年本）》	国家发展改革委	鼓励轮胎：采用绿色工艺的高性能子午线轮胎（55系列以下，且滚动阻力系数 $\leq 9.0\text{N/kN}$ 、湿路面相对抓着系数 ≥ 1.25 ），航空轮胎、巨型工程子午胎（49吋以上）、农子午胎及配套专用材料和设备生产。限制：斜交轮胎、力车胎（含手推车胎）、锦纶帘线、5万吨/年以下钢丝帘线等生产装置。	2023.12
《山东省高端轮胎铸造项目发展指导目录（2023年版）》	山东省发改委等部门	对全钢、半钢子午胎、摩托车轮胎、非公路轮胎（不含巨胎）等能耗的建议标准。对轮胎新增年产能及改扩建产能的规划。	2023.08
《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》	发改委等部门	规定全钢子午线轮胎单位产品能耗标杆水平为235千克标准煤/吨，基准水平为340千克标准煤/吨；半钢子午线轮胎单位产品能耗标杆水平为290千克标准煤/吨，基准水平为430千克标准煤/吨。	2023.07
《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》	山东省发改委等部门	轮胎行业：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（补气保用轮胎、赛车胎高端产品、超低断面轮胎除外）企业全部整合退出。	2022.06
山东省政府新闻办“创新引领走在前 聚力实现新突破”系列发布会	山东省人民政府	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（补气保用轮胎、赛车胎高端产品、超低断面轮胎除外）企业全部整合退出，淘汰不能实现密闭式自动投料的炼胶机及不能实现充氮工艺的子午胎行业硫化设备。	2022.02
《山东省化工产业“十四五”发展规划》	山东省工业和信息化厅	严格执行产业政策和行业标准，整合退出年产能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（补气保用轮胎、赛车胎高端产品、超低断面轮胎除外）企业，退出产能可以进行减量置换。	2021.09
《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022年）》	山东省发改委	技术标准：50万条/年及以下斜交轮胎生产线、以天然棉帘子布为骨架的轮胎生产线（国家标准），年产能120万条以下的普通全钢子午胎企业、年产能500万条以下的普通半钢子午胎企业（省定标准）。	2021.04

资料来源：山东省发改委，山东省政府官网等，东海证券研究所

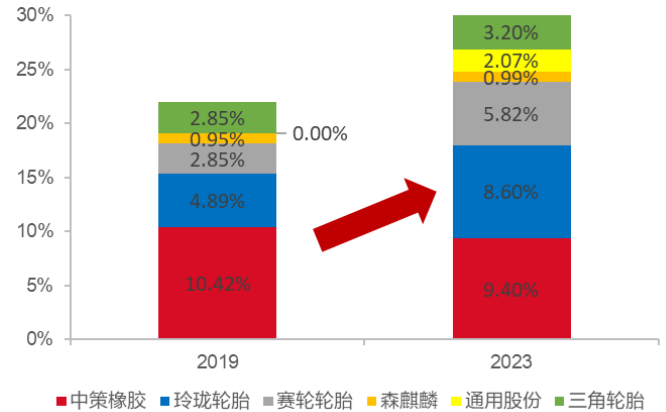
头部企业持续扩产，实现产能的优质替换，龙头市占率不断提高。轮胎头部企业通过持续扩产和技术创新，不断提升自身的市场竞争力，通过引入先进的生产技术和设备，提高生产效率和产品质量。2019-2023年，我国龙头胎企市占率均有明显提升，其中赛轮轮胎半钢胎市占率由5.35%提升至6.87%，全钢胎市占率由2.85%提升至5.82%。

图23 我国龙头胎企半钢胎市占率变化情况



资料来源：各公司官网，隆众石化，东海证券研究所

图24 我国龙头胎企全钢胎市占率变化情况



资料来源：各公司官网，隆众石化，东海证券研究所

部分外资全钢胎竞争力下降，陆续退出中国市场。相比于半钢胎的消费属性，全钢胎更多用于基建及房地产项目，生产资料属性更为明显。因此，当前国内全钢胎的消费偏向于耐磨性能优异、性价比较高的产品，恰好匹配国产胎的属性。近几年来，外资全钢胎市场份额逐渐缩小，普利司通、邓禄普、优科豪马等海外巨头相继退出中国全钢胎市场，而我国头部企业在保证市场份额的基础上，也在不断升级产品品质，巩固国产份额优势。

表5 海外巨头纷纷退出国内 TBR 市场

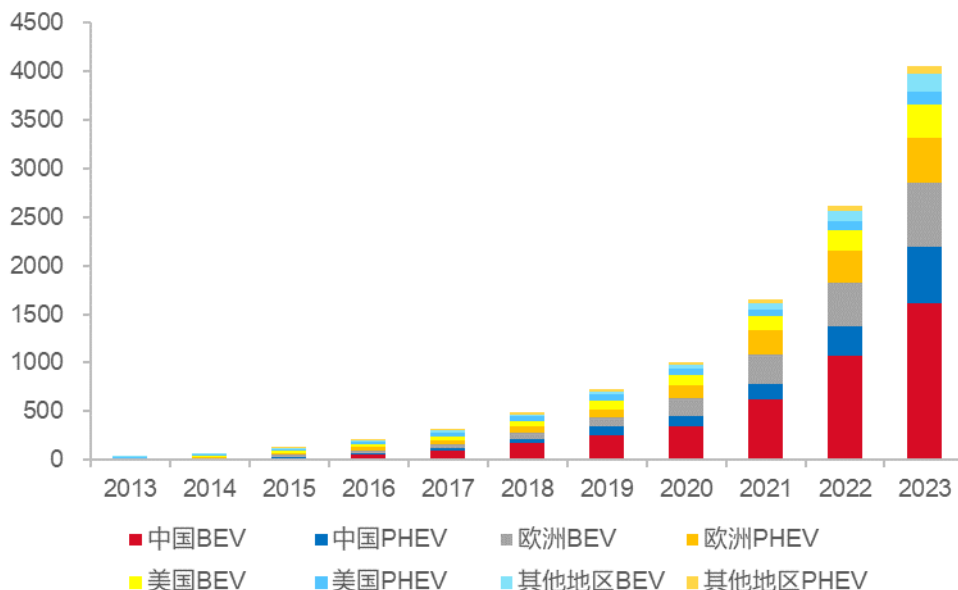
企业	关停情况	关停时间
普利司通	关闭中国商用车配套销售业务（涉及产能约650万条/年）	2023.12.31
	关闭惠州工厂（涉及产能约173.5万条/年）	2021.12.7
邓禄普	停止中国卡客车轮胎产品的销售和生产业务（年产能约94.5万条）	2023.1.1
优科豪马	该卡客车轮胎制造工厂转型为乘用车轮胎工厂	2017.05

资料来源：各公司公告，轮胎世界网，东海证券研究所

2.3.我国新能源汽车工业发展，释放新的轮胎需求空间

全球市场方面，新能源汽车保有量主要集中在中、美及欧洲地区。2023 年全球保有量超过 4000 万辆，同比增长 55%，是 2019 年保有量的五倍以上。其中，我国新能源汽车保有量占全球半数以上，2023 年增幅 58.7%，远超世界平均水平；从种类上看，纯电车（BEV）占比约 70%，其中欧洲市场 BEV 占比较低，接近 60%。

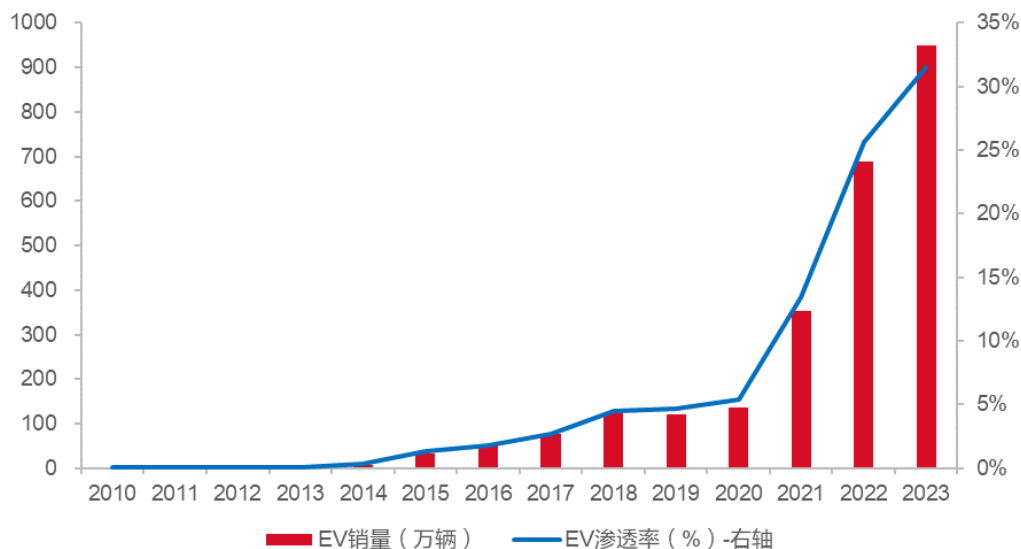
图25 全球新能源汽车保有量（万辆）



资料来源：IEA，东海证券研究所

中国在新能源汽车方面，汽车产销量连续九年位居世界第一，并打造了日渐完善的制造工业体系。2023年，中国电动车销量达949.52万辆，同比增长38%，渗透率达32%。据工信部预测，从目前的数据和行业发展趋势来看，我国新能源汽车渗透率或将提前10年或9年突破50%，也就是将在2025年或2026年占比超50%。

图26 我国新能源汽车销量（万辆）及渗透率情况（%）

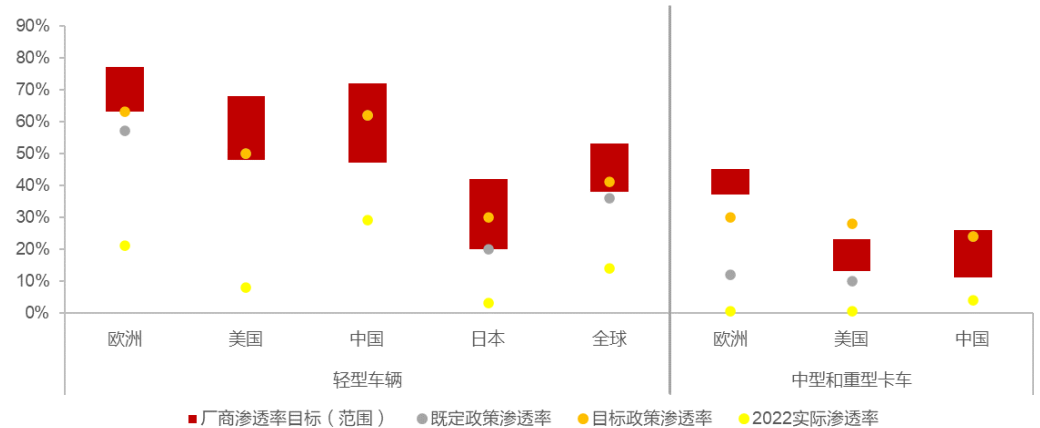


资料来源：wind，中汽协，东海证券研究所

政策推动与企业发展共振，合理促进新能源汽车产业发展。据IEA统计数据，到2030年，全球各地区颁布的既定政策、目标政策，以及新能源汽车厂商（OEM）的销售目标三者趋向一致，表明政策与企业协同发展的强劲势头。欧洲地区，轻型车及重型车市场均受到汽车制造商的广泛关注，其中重型车2030年的销售目标制定在40%左右，超出当地政府预测。美国重型车制造商目标略低于政府预测，对于北美电车电池生产投资等关键政策仍未转化成制造商的经营目标。中国市场，吉利、上汽通用五菱、北汽、一汽等集团纷纷在2022年宣

布了新的战略目标，与政府目标高度一致，目标在 2030 年轻型电车渗透率达到 62%，重型电车达到 24%左右。

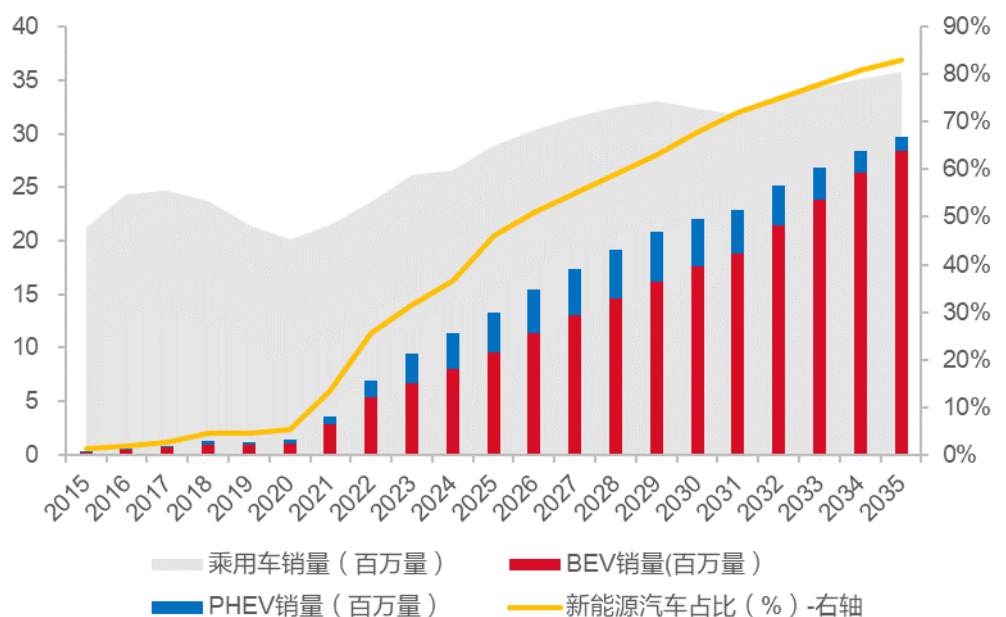
图27 2030 年全球制造商及政府对于新能源汽车渗透率预测 (%)



资料来源：IEA，东海证券研究所

预计新能源汽车的销量将保持高速增长。基于中汽协对我国汽车市场 2024 年的预测，以及 EV VOLUMES 的长期预测，2024 年我国汽车总销量将达到 3100 万辆，同比增长 3%。其中，新能源汽车销量将达到 1150 万辆左右，同比增长 20%。到 2035 年，我国新能源汽车的复合增长率约为 11%，渗透率达到 83%。

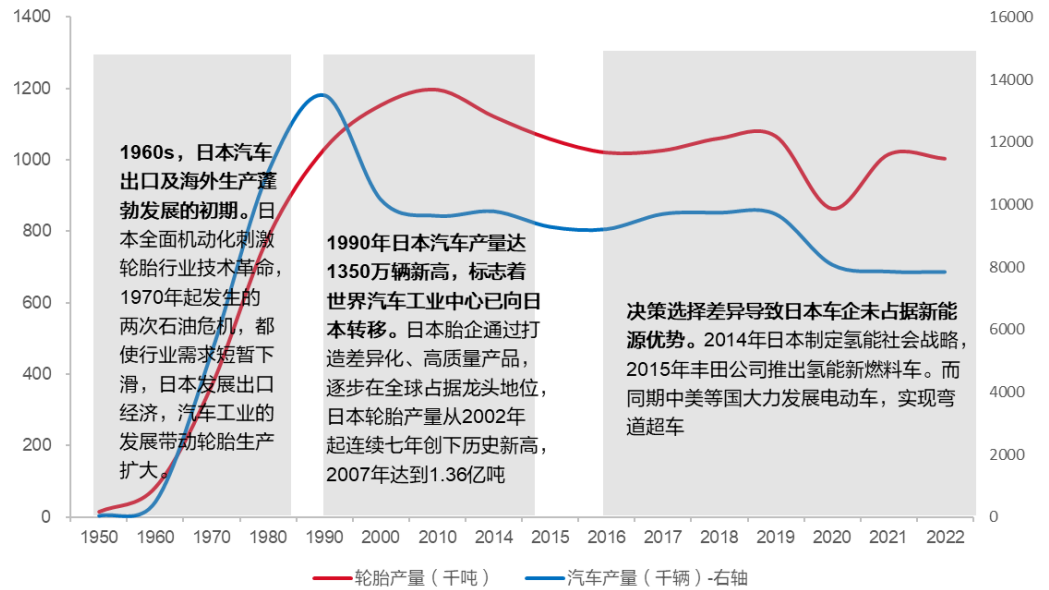
图28 2024-2035 年中国新能源汽车销量预测 (%)



资料来源：EV VOLUMES，中汽协，wind，东海证券研究所

国产轮胎有望伴随新能源汽车工业走向世界。回顾日本汽车工业历史，20 世纪初，正值日本汽车业发展初期，本土零部件企业同步强化工艺，与汽车形成综合竞争力。如全球前三的日本胎企普利司通，正是借助本土汽车企业的强大话语权发展壮大。而如今中国在新能源汽车方面，汽车产销量连续九年位居世界第一，并打造了日渐完善的制造工业体系。新能源汽车对于轮胎的质量提出更高的要求，技术工艺还在探索当中，我国与全球顶级品牌间还未形成较大差异。我国轮胎企业在加强研发创新的基础上，也有望凭借新能源车产业链国产化实现“弯道超车”。

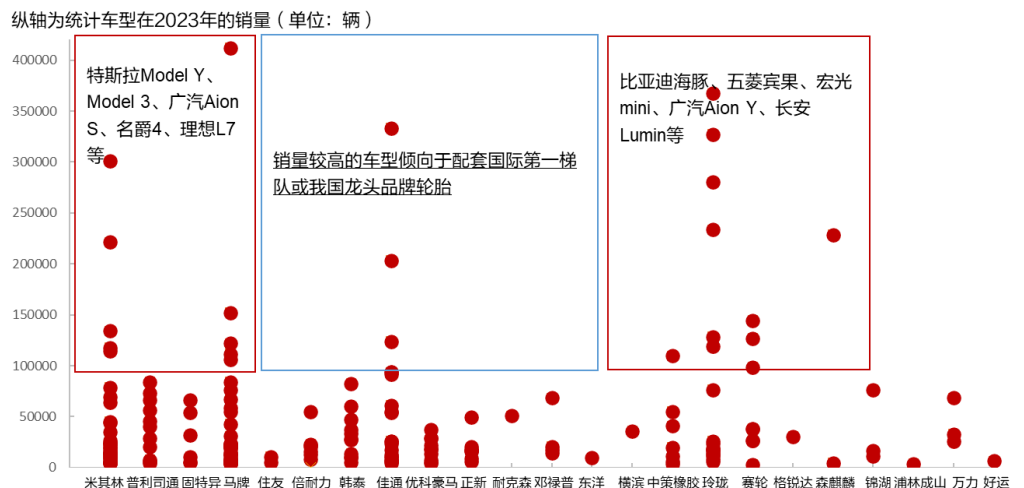
图29 日本汽车及轮胎工业发展历史



资料来源: JATMA, 东海证券研究所

我国胎企已成功配套近半数销量较高的新能源车型。我们统计了 2023 年销量较高的 200 余个新能源车型所配套的轮胎品牌, 其中绝大多数车型配套的还是米其林、普利司通、固特异、马牌四家全球头部品牌; 而海外二、三梯队轮胎品牌配套车型众多, 但多集中于年销量 10 万辆以内的车型; 我国中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎等也配套较多车型, 2023 年我国销量前十的比亚迪海豚、海鸥、五菱缤果、宏光 mini、广汽 Aion Y、长安 Lumin 等均选用国产配套胎。

图30 2023 年热门新能源车型轮胎配套情况 (按销量, 单位: 辆)

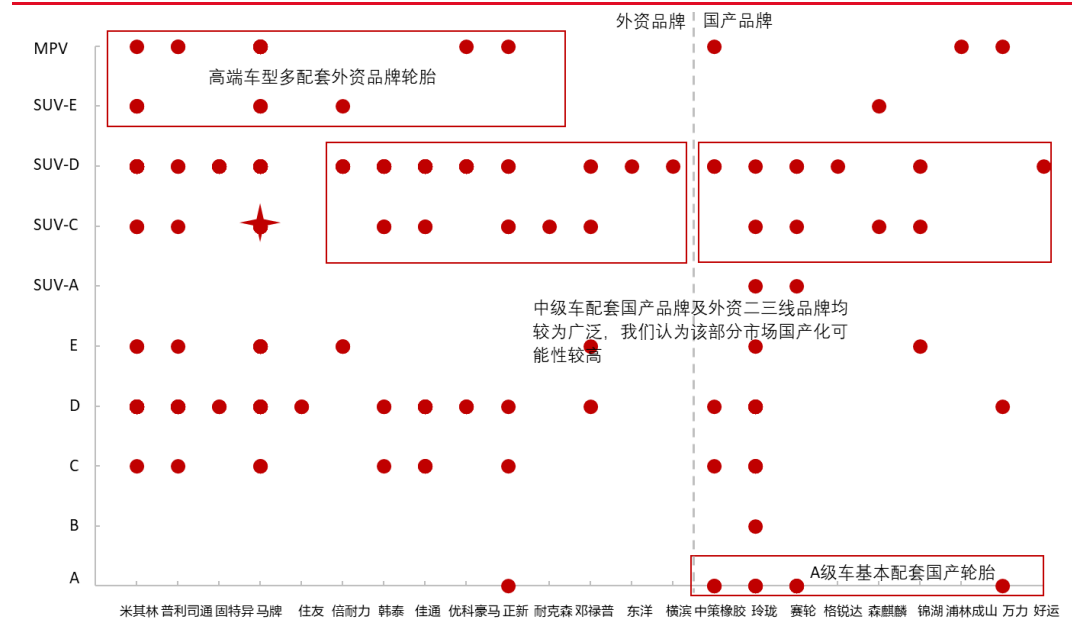


资料来源: marklines, 汽车之家, 东海证券研究所

我国 A 级新能源车基本配套国产轮胎, 中级车配套替代空间较大。我们认为国产轮胎在 A 级新能源车市场已具备比较牢固的优势。配套市场上, A 级车市场需求稳定且品牌流动性较小, 市场集中于比亚迪、埃安等传统品牌, 而国内胎企作为其配套轮胎, 存量市场需求相对稳定; 替换市场上, 性价比为 A 级车消费群体最重视因素之一, 国产轮胎更具价格优势, 在轮胎替换市场占优。

我们认为中级车配套市场存在较大国产化机会。全球二线胎企在我国中级车市场份额较高。如佳通、韩泰、正新等胎企，由于较早介入国内市场而具备先发优势。我国车企在中级车轮胎的选择方面，更需要进行成本控制与性能要求的综合考量。随着我国胎企研发力度加强，产品性能逐步提升，我们认为在轮胎国产化的道路上，最有望替代中级车配套的市场份额。

图31 2023年热门新能源车型轮胎配套情况（按车型）



资料来源：marklines，汽车之家，东海证券研究所

2.4.成本面小幅波动，长期预计趋于稳定

天然橡胶价格上涨提供成本支撑，后续有望稳定。天然橡胶价格在 2011 及 2017 年迎来两次高峰后趋向平稳，2023 年年末至今有小幅走高趋势，价格在 1.2-1.4 万元/吨间波动。原材料价格涨幅有效传导至下游，2024 年 2 月至今，超 50 家橡胶企业发布涨价通知，涨幅 2%-5%。随着 5 月橡胶开割季到来，存在供应增加趋势，且原料涨价期间轮胎厂商以消化库存为主，我们认为全年橡胶价格将继续维持稳定，成本端稍有支撑，但不会对利润产生较大压力。

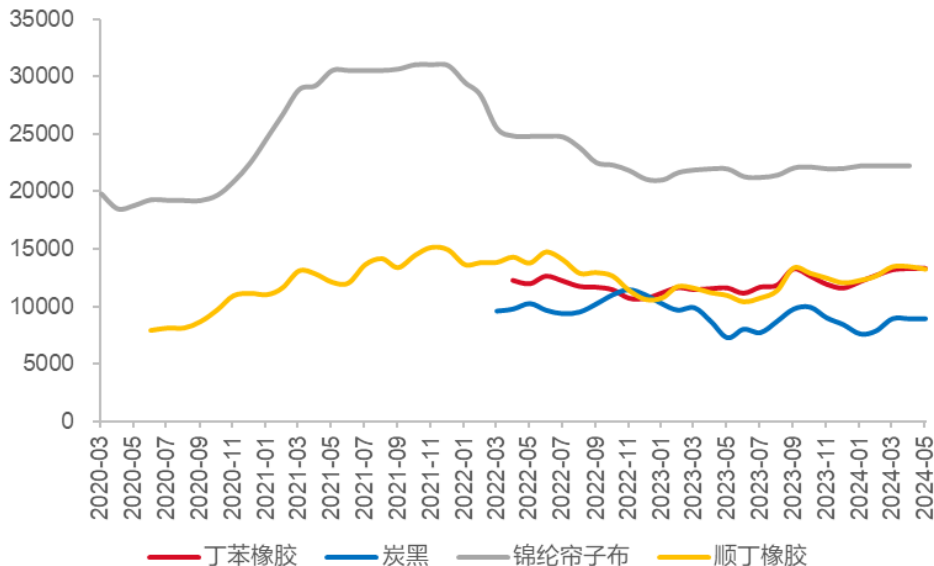
图32 天然橡胶价格小幅上涨（单位：元/吨）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

其他主要原材料价格波动较小。轮胎主要原材料包括天然橡胶、合成橡胶、炭黑、帘子布等，据公司柬埔寨半钢胎项目可行性研究报告，生产每万吨半钢胎分别耗用上述原材料28/32/35/6吨。除天然橡胶外，其余原材料价格近三年波动性较小，且供给较为稳定，预计后期仍将维持稳定。

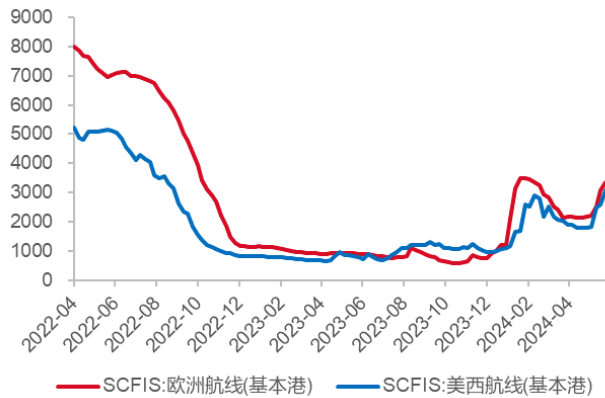
图33 其他主要原材料价格近三年来波动较小（单位：元/吨）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

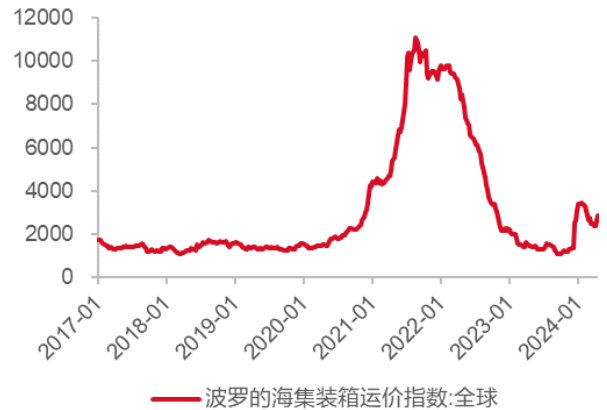
海运费自年初走高，或影响出口情况。受地缘政治影响，海运供需格局紧张致使欧线海运费大涨，影响欧洲、中东地区出口情况。但从长周期角度来看，海运费峰值在2021-2022年间，2023年已降至历史较低水平，当前海运费的上涨一定程度上压缩企业出口利润，但仍然明显优于行业低迷时期的情况。

图34 SCFIS 结算运价指数



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图35 波罗的海集装箱运价指数



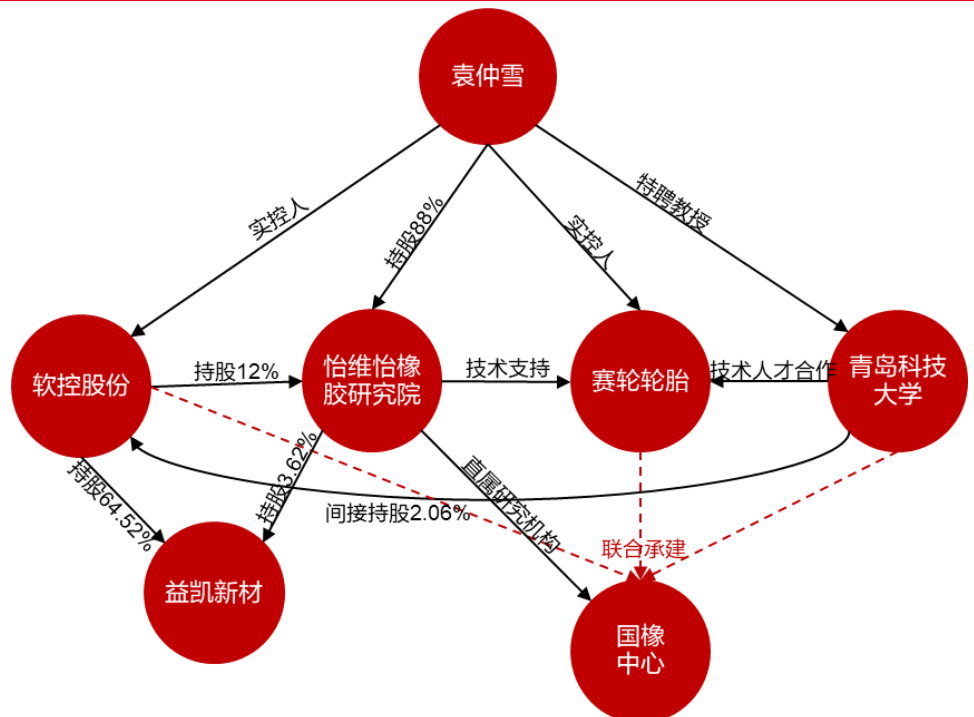
资料来源：同花顺，东海证券研究所

3.高强度研发锻造高端产品力，培育增长新动能

3.1.研发筑基、营销添翼，赋能品牌价值

紧密开展与软控、怡维怡、青岛科技大学等机构的合作，产学研深度融合。设备方面，软控股份是实力全球居前的轮胎智能制造整体解决方案供应商；产业研究方面，怡维怡橡胶研究院及国橡中心具备国际领先的基础研究科技创新能力；人才培养及学术研究方面，与青岛科技大学展开紧密合作，联合全球首发橡链云，推进数字化建设。公司的核心产品液体黄金轮胎，技术专利来源于怡维怡，核心原料由软控控股公司益凯新材生产，公司作为该材料合作方，确保原料供应的稳定性及前沿技术的产业化应用。

图36 公司合作研发机构实力强劲



资料来源：公司公告，企查查，东海证券研究所

垂直设立研发中心，贴近消费地需求。赛轮集团投入巨资在青岛、越南、欧洲、北美等地设立研发中心，形成了解当地用户需求、开拓新技术的全球研发网络。这些中心拥有市场调研、产品规划、胶料研发、轮胎结构设计、产品测试等自主研发能力和全流程开发体系。

图37 公司搭建了全球技术研发与试验体系



资料来源：公司官网，东海证券研究所

宣传多点开花，不断扩大品牌知名度及影响力。公司携最新产品，前往欧洲、北美等地参加全球顶级行业展会，相继亮相德国科隆国际轮胎展、印尼矿业展、中亚国际矿业展、日本横滨车展等行业展会，不断扩大品牌的国际影响力；液体黄金轮胎宣传片登陆中央电视台多个频道，在《新闻联播》《晚间新闻》《新闻 30 分》等黄金时段播出，进一步提升公司品牌知名度及影响力。此外，公司成为 CDB、国际汽联 F4 方程式中国锦标赛、韩国最大汽车赛事“CJ SUPERRACE GT CLASS”等知名赛事的官方轮胎合作伙伴，体现了公司支撑高性能赛事的产品力。

图38 公司产品亮相科隆国际轮胎展 **图39 液体黄金轮胎登陆央视黄金档** **图40 赛轮成为 CDB 官方合作伙伴**



资料来源：公司公告，东海证券研究所 资料来源：公司公告，东海证券研究所 资料来源：公司公告，东海证券研究所

产品陆续通过全球认证体系，为进入当地市场提供资质及保障。公司产品通过全球近 21 个国家/地区的各种认证，保证产品可更好的符合不同国家的需求，使产品发挥最优性能，保证安全。

图41 公司产品通过全球近 21 个国家/地区认证



资料来源：赛轮轮胎官网，东海证券研究所

打造橡胶行业首个工业互联网“橡链云”，实现企业内部运营和上下游企业全面互通。赛轮集团联合青岛科技大学、中国电信、阿里达摩院等合作伙伴，于 2020 年上线了“橡链云”工业互联网平台。平台入驻 3200 余家供应商、2000 余家经销商以及 90000 多家门店，实现了企业内部运营和上下游企业的全面互通。

- **制造端**，新建智能工厂，可显著缩短设备安装调试周期；工厂管理方面，可做到全球所有工厂一套系统、一套数据、一张报表；远程设备诊断运维平台，则可为海外工厂的正常运转及产能稳定提升保驾护航。
- **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，助力渠道实现全链路、全场景的数字化转型升级，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。
- **消费端**，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；对于普通车主来说，通过链接“橡链云”，可享受安全预警、快速救援、轮胎保险等服务。通过服务拓宽用户渠道，配合 APP 内的产品相关资讯推送，也可以进一步打响赛轮的品牌知名度。

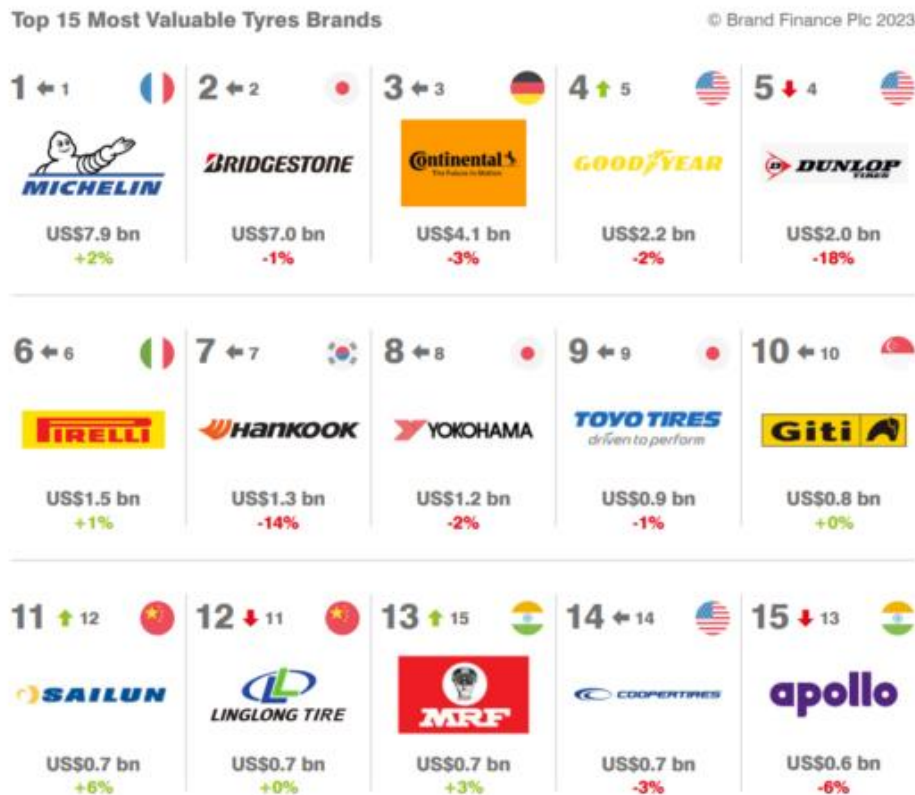
图42 橡链云实现企业内部运营和上下游企业全面互通



资料来源：公司官网，东海证券研究所

公司品牌价值提升迅速。近年来，我国头部轮胎企业持续加强研发投入、提升产品性能、打造高端品牌，向国际一流品牌对标。在知名品牌价值评估及咨询机构 Brand Finance 发布的 2023 年度“全球最具价值轮胎品牌 15 强”榜单中，我国有赛轮轮胎、玲珑轮胎两家企业上榜，且赛轮轮胎以其液体黄金轮胎作为品牌驱动力，成为榜单上价值增长最快的品牌。

图43 2023 年全球最具价值轮胎品牌 15 强



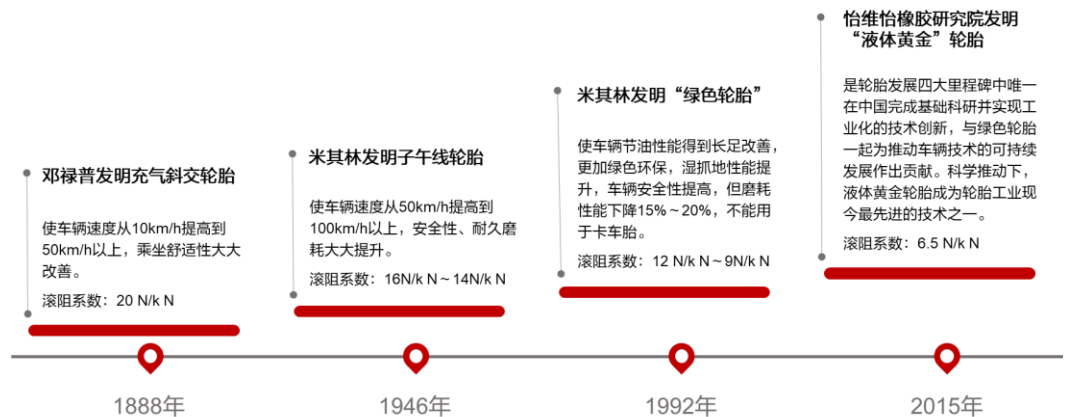
资料来源：Brand Finance，东海证券研究所

3.2. 创新级产品液体黄金轮胎，助力品牌成长

3.2.1. EVEC 性能优越，兼具经济及社会效益

橡胶/白炭黑连续液相混炼胶（EVEC）生产工艺，被誉为世界橡胶轮胎工业“第四个里程碑式的技术创新”。轮胎发展史上的四次里程碑式创新可概括为：1）1888年邓禄普发明充气斜交轮胎；2）1946年米其林发明子午线轮胎；3）1992年米其林“绿色轮胎”成功问世；4）2015年怡维怡橡胶研究院发明EVEC技术。EVEC技术作为其中唯一在中国完成基础科研并实现工业化的技术创新，为国产轮胎性能提升作出重要贡献。

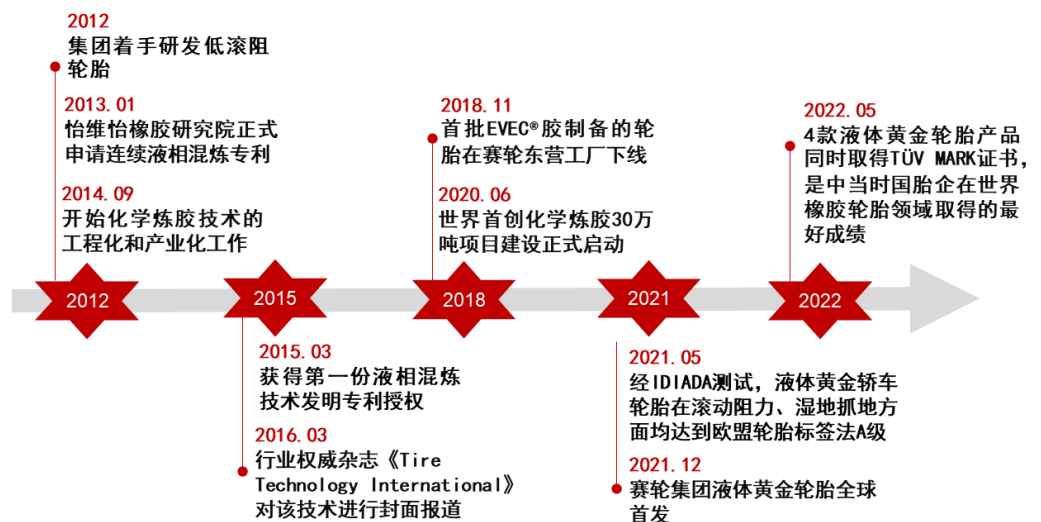
图44 四次里程碑式创新大大降低轮胎滚阻，提升轮胎性能



资料来源：许叔亮《轮胎发展中的科学与技术》，东海证券研究所

公司破解魔鬼三角，从模仿到创新再到产业化，经历了十余年的科研攻关和巨额的资金、设备支撑。液体黄金系列产品经国际权威第三方检测机构 TÜV SÜD、AUTOBILD、IFV 等多方专业测试，所有测试轮胎均表现出优异性能——其中4款轮胎产品同时取得 TÜV MARK 证书，是当时中国轮胎企业在世界橡胶轮胎领域取得的最好成绩。

图45 液体黄金轮胎问世经历十余年科研攻关



资料来源：中华网，公司官网，东海证券研究所

EVEC 成功地解决了困扰业界多年的轮胎滚动阻力、抗湿滑性能、耐磨性能难以兼顾的“魔鬼三角”问题。绿色轮胎的出现，将白炭黑原料带入大众视野，相比炭黑，其滚阻更低、抗湿滑性更强，耐磨度也达到一定水平。然而其使用的干法混炼工艺填料分散性较差，限制

原料性能的发挥。轮胎用胶料的大部分性能与填料的分散性有关。胎面胶良好的填料微观分散性能够降低轮胎的滚动阻力，同时提高轮胎的抗湿滑性能；良好的填料宏观分散性能够避免产生应力集中，提高轮胎的耐磨性能。

图46 连续液相混炼宏观分散性更强



(a) 传统干法混炼



(b) 连续液相混炼

资料来源：王梦蛟等《橡胶/白炭黑连续液相混炼胶在轮胎中的应用》，东海证券研究所

EVEC 轮胎在经济及社会效益上的突出表现有：

- 1) **低滚阻节约燃油**：根据欧盟委员会的评估，当轿车轮胎的滚动阻力从 E 级升到 A 级时，单车的百公里燃油消耗量可减小约 0.36 L，差异十分显著。早在 2017 年，赛轮 EVEC 轿车轮胎的滚动阻力和湿地抓着力经 IDIADA 认证公司检测已经分别达到 A 级和 B 级，目前滚动阻力和湿地抓着力达到双 A 级的赛轮 EVEC 轮胎已经大量地投放市场。12R22.5,315/70R22.5,295/80R22.5,275/80R22.5 等规格的 EVEC 载重轮胎（包括多款导向、驱动、拖车轮胎）的滚动阻力均达到 A 级。

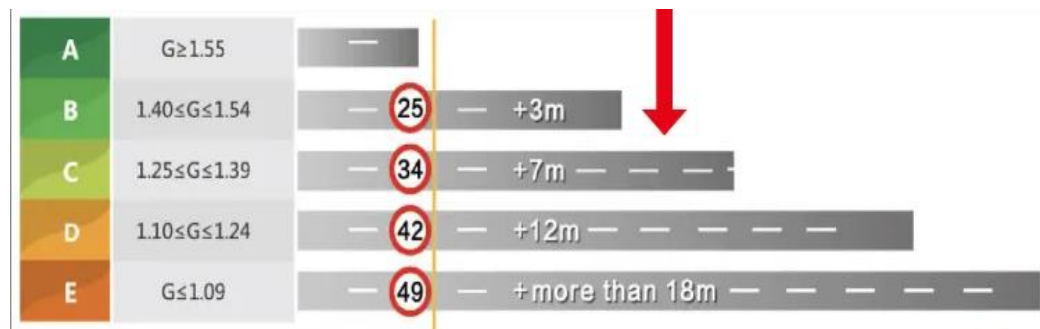
表6 低滚阻性能提升经济效益

滚动阻力	单车实现节油	单车经济效益	单胎经济效益	单车二氧化碳排放
轿车轮胎				
E→B	260L	2145 元	536.3 元	0.61t
E→A	360L	2970 元	742.5 元	0.96t
载重轮胎				
E→B	7104L	5.3 万元	2409 元	18.9t
E→A	10488L	7.82 万元	3554 元	27.9t

注：轿车行驶 10 万 km；95#汽油价格按 8.25 元/L 计；载重车按照 22 轮车型，行驶 20 万 km；0#柴油价格按 7.46 元/L 计。

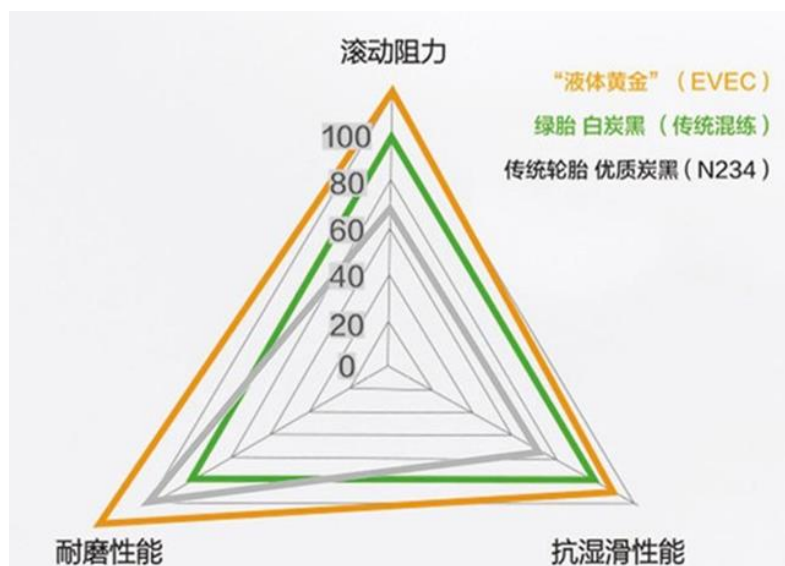
资料来源：王梦蛟等《橡胶/白炭黑连续液相混炼胶在轮胎中的应用》，东海证券研究所

- 2) **抗湿滑性提高安全效益**：在标准湿路面、车速为 80km/h 的条件下，湿地抓着力为 B 级的轮胎的制动距离较 A 级的轮胎长 3m；B 级的轮胎的制动距离比 E 级的轮胎短 15m。EVEC 轮胎抗湿滑性能通过欧洲标签法规 A 级认证，高级别抗湿滑轮胎使行车安全性大幅提高。

图47 液体黄金轿车胎湿地制动相比普通 C 级轮胎刹车距离可缩短 7 米


资料来源：赛轮轮胎公众号，东海证券研究所

- 3) **提升耐磨性能**：与传统轮胎相比，EVEC 卡车轮胎耐磨性提升了 10%，轿车轮胎提升 30%以上，综合性能达到世界领先水平。耐磨性能的提升一方面提升轮胎的经济效益，另一方面也降低了细粒子物质向大气的排放，兼具环保效益。

图48 EVEC 同步实现低滚阻力、抗湿滑性能和耐磨性能的全面提升


资料来源：赛轮轮胎公众号，东海证券研究所

3.2.2.液体黄金技术应用至全系列产品，海内外测评结果突出

液体黄金轮胎已充分运用至公司各大旗下品牌条线。乘用车方面，公司旗下赛轮、黑鹰、路极、锐科途四大品牌相继推出新能源、高性能等多个系列产品，主要面向新能源及中高档乘用车。

表7 赛轮液体黄金乘用车轮胎系列

系列	赛轮	路极	黑鹰	锐科途	适用范围	特征
新能源系列	E01+	DE61	HE61	RE61	中高端新能源轿车及 SUV 专用轮胎	更低的滚动阻力，以及更好的噪音控制水平
都市驾驭系列	C01	DV61	HV61	RV61	中高档城市舒适型 SUV 车型	注重安全舒适、轻度越野体验，确保行车安全
超高性能系列	US71	DU71	HU71	RU71	高端运动操控型轿车、SUV 车型	各项性能，在测试中全面领先于欧洲主流轮胎品牌
豪华驾享系列	S01	DV81	HV81	RV81	高端轿跑、SUV 和高端电动车	高端轿跑、SUV 和高端电动车

资料来源：轮胎世界网，赛轮轮胎公众号，东海证券研究所

卡客车方面，推出了六款具备特色优势的型号，在节油、耐磨、安全、舒适等方面表现出卓越性能。

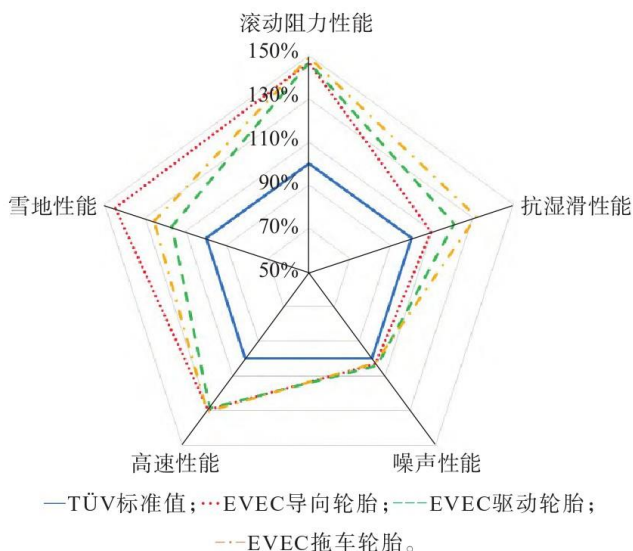
表8 赛轮液体黄金卡客车轮胎系列

名称	型号	滚阻等级	湿滑等级	噪音	轮位	距离
	SFL1	A	A	71dB(A)	全轮位（推荐导向轮）	长途 800km 以上（高速公路）
省油冠军	SFL12	A	A	71dB(A)	全轮位（推荐拖车轮）	长途 800km 以上（高速公路）
驱动大师	SDL17	A	B	71dB(A)	驱动	长途 800km 以上（高速公路）
赚钱神器	STL16	A	B	70dB(A)	全轮位（推荐拖车轮）	长途 800km 以上（高速公路）
赛轮全能王	SAL28	B	A	70dB(A)	全轮位	中长途 500km 以上（高速公路、国道）
超强续航	SDL27	B	B	72dB(A)	驱动	中长途 500km 以上（高速公路、国道）

资料来源：赛轮轮胎公众号，东海证券研究所

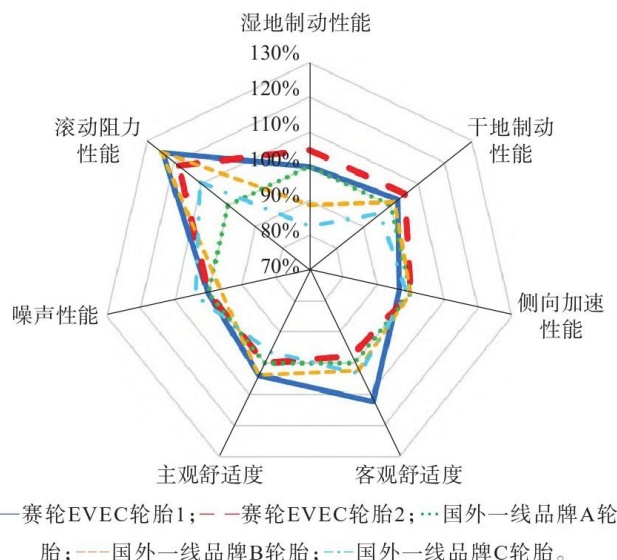
EVEC 系列产品相继通过海外权威三方机构测试，增加海内外市场公信力。德国 TÜV SÜD 集团、法国 Bureau Veritas 实验室、美国 Smithers 实验室等均对赛轮液体黄金系列产品进行专业测试，如全钢胎方面，赛轮是国内唯一整车导向轮胎、驱动轮胎、拖车轮胎产品通过 TÜV MARK 认证的企业，其 EVEC 轮胎的滚动阻力性能均比 TÜV 标准提高了 50% 以上；针对北美市场需求开发的新款轮胎（轮胎 1），经美国 Smithers 实验室测试，滚动阻力性能和主观舒适性能表现突出，另一款在研轮胎（轮胎 2）干地制动性能和湿地制动性能（起始速度为 97km · h-1）及滚动阻力性能优于国外一线品牌轮胎。

图49 德国 TÜV SÜD 集团测评结果



资料来源：王梦蛟等《橡胶/白炭黑连续液相混炼胶在轮胎中的应用》，东海证券研究所

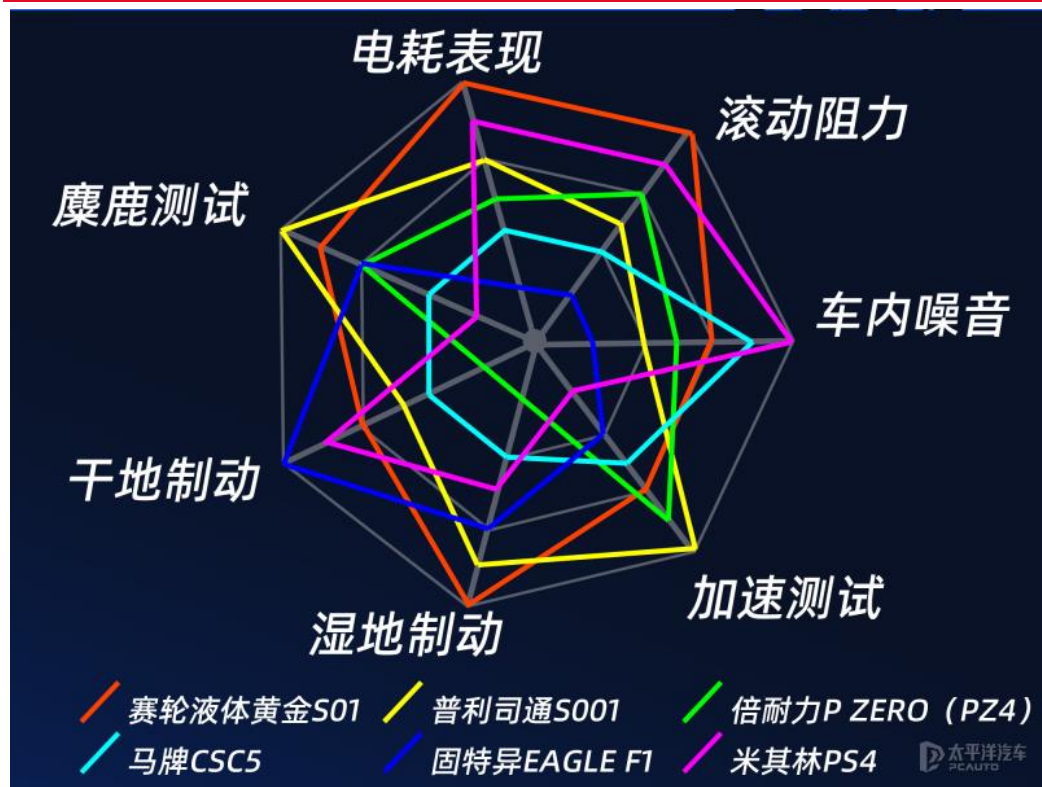
图50 美国 Smithers 实验室测评结果



资料来源：王梦蛟等《橡胶/白炭黑连续液相混炼胶在轮胎中的应用》，东海证券研究所

液体黄金轮胎在国内实际路测中，操控、安全、电耗三个方面表现出色。太平洋汽车对特斯拉 Model 3 的 6 款 19 英寸轮胎，进行百公里加速、干湿地制动、麋鹿测试、滚阻测试、高速电耗、车内噪音这 6 大维度专业测试。其中赛轮 S01 在湿地制动以及电耗表现均胜于其余 5 款海外品牌轮胎。

图51 赛轮液体黄金在综合雷达图中表现优异

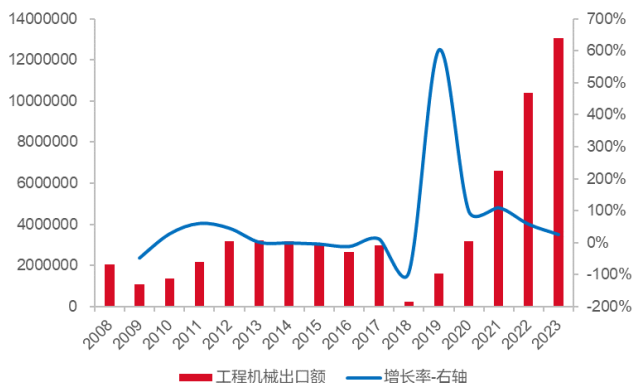


资料来源：太平洋汽车，东海证券研究所

3.3.非公路轮胎前景广阔，公司产能技术行业领先

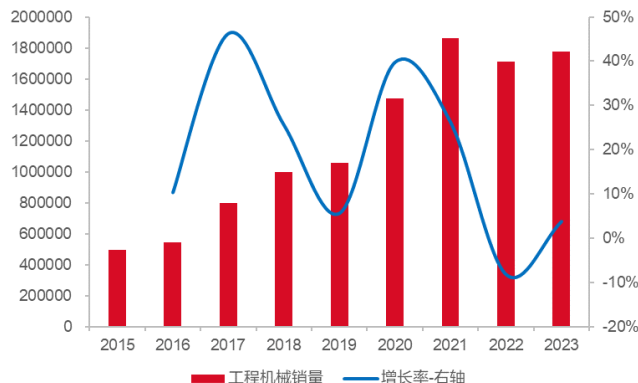
我国工程机械行业高质量稳健发展，带动非公路胎市场需求。我国自 2019 年起工程机械销量及出口量均有大幅增长。随着海外市场需求复苏，以及“一带一路”政策的实施，我国机械工程市场表现强势。2023 年我国主要工程机械产品出口额达 1304 亿美元，同比增长 25.3%。国内工程机械市场 2022 年处于下行调整期，2023 年继续筑底上行，达到 177.52 万台，同比增长 3.82%。

图52 我国工程机械出口额自 2019 年以来稳步增长（单位：万美元；%）



注：主要包括叉车、起重机、挖掘机、混凝土搅拌机等
资料来源：wind，东海证券研究所

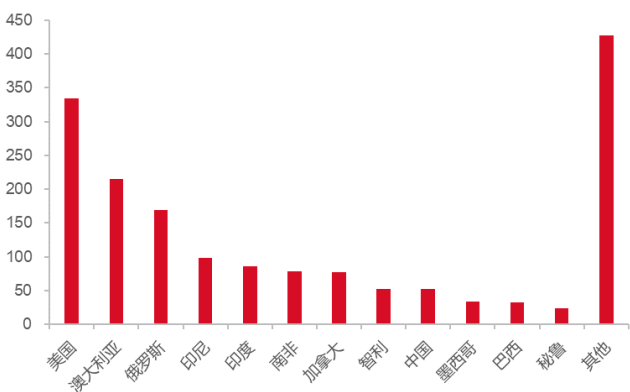
图53 我国工程机械销量 2023 年有所修复（单位：台；%）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

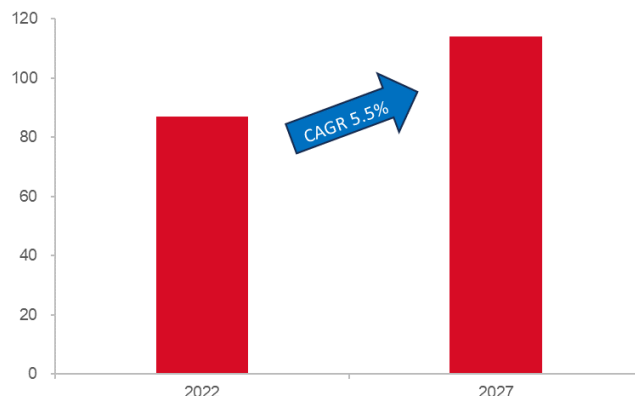
预计非公路轮胎市场规模未来几年将保持稳定增长。一方面全球基建、采矿业的发展带来工程机械设备需求的增加，从而带动非公路轮胎的需求；另一方面，全球农业活动机械化发展，推动了农用拖拉机需求，从而推动农用拖拉机 OTR 轮胎的市场发展。据 Markets&Markets 预测，2027 年我国非公路轮胎市场规模将达到 114 亿美元，近五年复合增长率为 5.5%。

图54 世界各国露天矿数量（个）



资料来源：Parker Bay Mining，东海证券研究所

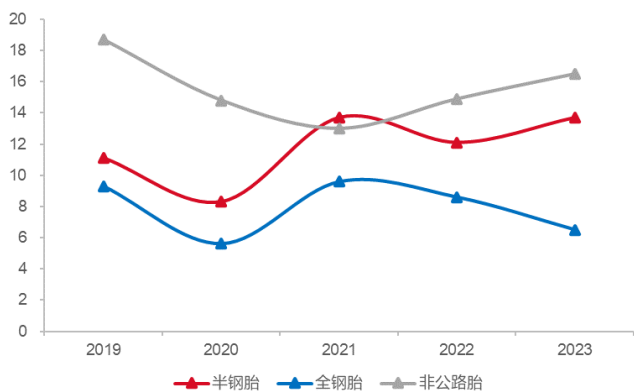
图55 预计 2027 年非公路胎市场规模将达到 114 亿美元



资料来源：Markets & Markets，东海证券研究所

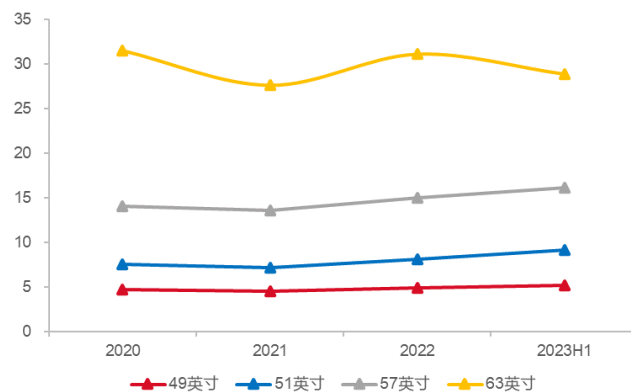
收益方面，非公路胎具有较高毛利率，且巨胎尺寸越大，附加价值越高。据米其林年报披露，除 2021 年受原材料价格上涨及非公路胎价格下滑影响，其余年间非公路胎的毛利率显著高于全钢胎、半钢胎板块。而据海安橡胶招股书，非公路轮胎价格受规格影响较大，63 英寸产品的价格是 49 英寸产品的五倍以上，因此大尺寸巨胎的量产化成为国产企业的突破难点。

图56 米其林非公路胎毛利率高于其他类别（单位：%）



资料来源：米其林年报，东海证券研究所

图57 大尺寸非公路胎附加价值较高（单位：万元/条）



资料来源：海安橡胶招股书，东海证券研究所

公司成功研制 63 寸巨型轮胎的公司，打破海外技术垄断。国产非公路胎产品加速追赶与国际头部品牌的差距。比起其他轮胎种类，非公路轮胎技术壁垒更高，目前依然被起步较早的国际轮胎巨头主导，国际三大品牌米其林、普利司通、固特异全球份额可以占到 85% 以上。不过近年来，国产非公路胎从引进技术，到逐渐形成自主知识产权，产品技术和产能方面均实现较大突破，部分企业巨胎生产结构与国际接轨，如赛轮及三角轮胎，均具有 49-63 英寸全系列产品规格的生产能力。

表9 国内外企业非公路胎产品规格

公司名称	全钢巨胎主要产品
米其林	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术，63 英寸产品销量较高
普利司通	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术，63 英寸产品销量较高
固特异	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术
赛轮轮胎	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术
三角轮胎	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术
风神股份	以 51 英寸及以下规格产品为主
中策橡胶	以 57 英寸及以下规格产品为主
兴源集团	以 51 英寸及以下规格产品为主
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
海安橡胶	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术

资料来源：海安橡胶招股书，东海证券研究所

表10 国内各企业非公路轮胎建设情况统计

公司	在建项目		进度
	现有产能	规划产能	
赛轮轮胎	青岛、潍坊 16 万吨/年；越南 10 万吨/年	印尼 3.7 万吨/年非公路轮胎项目；青岛董家口 15 万吨/年非公路轮胎项目	印尼、青岛董家口项目规划中；潍坊、青岛非公路项目于 2023 年年底达产后持续放量
中策橡胶	农业子午胎 8 万条	计划两年内打造可年产工程轮胎 40 万条（15 万吨）、高端配套材料 8.5 万吨的产业基地	预计 2025 年投产，2023 年 7 月中策天津轮胎车间增产农业子午胎 8 万条/年，2024 年 3 月高端绿色轮胎制造产业链提升改造项目（募投项目）开工
玲珑轮胎	31 万套	吉林玲珑轮胎有限公司年产 14 万套非公路轮胎项目	预计 2024 年 8 月投产，2023 年 12 月，吉林厂区非公路轮胎项目首条工程子午线轮胎 16.00R25 下线；2024 年 1 月，自主研发的首条巨型工程子午胎 27.00R49 成功下线
贵州轮胎	全钢胎总年产能 920 万条	年产 38 万条全钢工程子午线轮胎智能制造项目 越南二期 15 万条	一标段已竣工验收，其首条轮胎，已经试制成功 截至 2023 年 7 月，部分设备正在进行安装调试
风神股份	斜胶工程胎 50 万套/年；子午工程胎 12 万套/年	8 万套/年巨型及特种工程子午胎改扩建项目	预计 2025-2026 年投产
华谊集团（双钱）	工程胎 7.4 万条/年	8 万条/年全钢工程子午线轮胎产能提升项目	此前预计 2023 年 8 月投产
海安橡胶	1.4 万条/年	全钢巨型工程子午线轮胎扩产项目（2.2 万条/年） 全钢巨型工程子午线轮胎自动化生产线技改升级项目（2400 条/年巨型工程胎）	募投项目
昊华科技		10 万条 / 年民航轮胎项目	试生产
建新轮胎		年产工矿胎 150 万条、工程巨胎 10 万条	2023 年 12 月完成竣工验收和产权登记，两条生产线都已开通
三角轮胎	38 万条/年		
森麒麟		年产 8 万条航空轮胎（含 5 万条翻新轮胎）项目	截至 2023 年年底已达到可使用状态；2024 年 1 月，已具备小批量生产制造能力，将尽快完成产线贯通工作

资料来源：各公司公告，东海证券研究所

公司非公路胎产品具备全球先进的后市场服务保障，增加核心竞争力。公司的智能制造同样可以为非公路胎业务赋能。非公路胎订单具有定制属性，以矿用轮胎为例，需要经过矿山环境评估、信息测算、轮胎方案定制等步骤。赛轮产品附加维护和 TIMP 解决方案，持续监测现场条件，提高产品生产率和轮胎寿命。如公司的 53/80R63 产品，在神华黑岱沟应用中，总平均使用时间达到 6510h，米其林 8787h、普利司通 5843h。国内其它厂家目前实际平均 3000h 左右。

图58 赛轮 TAMP 系统对轮胎运行实时监控及预警



资料来源：赛轮官网，东海证券研究所

公司下设非公路胎品牌迈驰，产品范围广泛，且配套国内外知名非公路设备制造商。迈驰已为全球多家设备生产厂商提供配套，产品范围涵盖大型矿用自卸车、建筑工程机械、农机具、林业机械等，成为全球最大非公路设备生产商卡特彼勒、中国大型建筑和工程机械制造商徐工集团、三一重工、北重集团等的优质供应商。非公路胎客户黏性较强，公司通过良好的定制服务方案及优秀产品品质，成为合作集团的长期供货商。

图59 赛轮非公路胎种类及合作集团



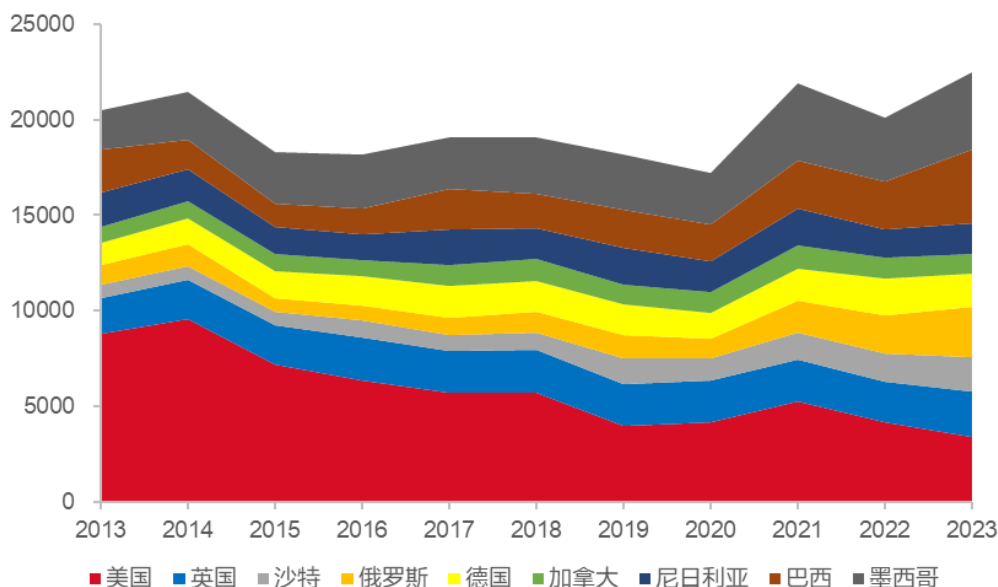
资料来源：赛轮官网，东海证券研究所

4.加快推进全球化战略，助力海外经营规模持续扩张

4.1.出海是兼顾市场扩张和风险防范的最优解，公司具备先发优势

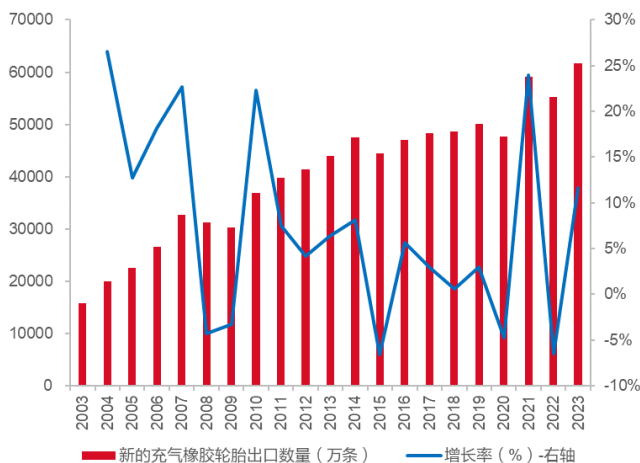
“双反”挤压下，中国轮胎出口结构出现较大变化。从海关总署统计数据来看，中国轮胎出口遵循轮胎全球市场变化，2014 年之前新的充气橡胶轮胎出口数量和金额不断上升，2015 年开始下降，截至 2023 年我国出口新的充气橡胶轮胎 61745 万条，同比增长 12%，出口金额 213.77 亿美元，同比增长 13%，出口情况看似得到修复。但实际上中国轮胎出口结构已经发生了很大的变化，之前我国轮胎出口目的地以美国、欧洲为主，现在更多地转向了俄罗斯，东南亚、非洲等地。

图60 2013-2023 年中国轮胎出口情况（按国别，单位：万条）



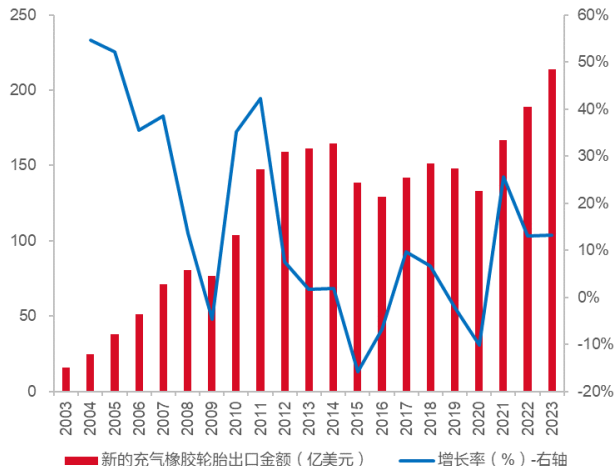
资料来源：wind，海关总署，东海证券研究所

图61 我国新的充气橡胶轮胎出口数量及增长率



资料来源：wind，海关总署，东海证券研究所

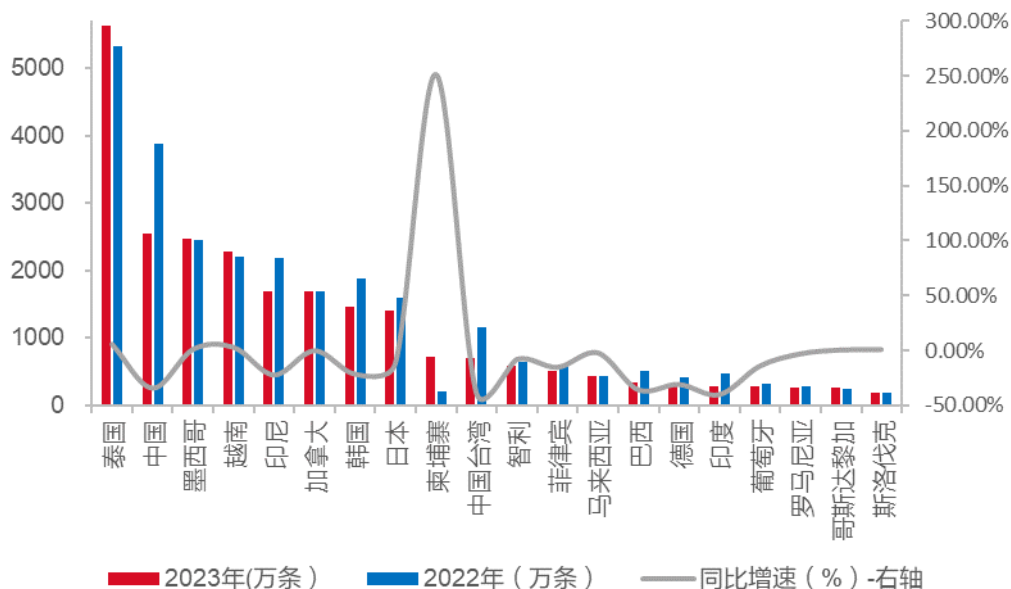
图62 我国新的充气橡胶轮胎出口金额及增长率



资料来源：wind，海关总署，东海证券研究所

泰国、越南、柬埔寨成为中国轮胎企业首选出海厂址。2013 年，赛轮轮胎越南项目一期投产，成为我国首个海外轮胎制造基地。此后我国轮胎头部企业纷纷开启海外项目，截至 2023 年，中国轮胎企业在东南亚的产能已超过 1 亿条。据 USITC 统计，截至 2023 年，泰国仍是美国轮胎第一进口国，出口数量达 5626.18 万条，同比上升 5.79%，此外，墨西哥、越南、柬埔寨等地进口趋势向好。

图63 美国轮胎主要进口国交易情况（万条）



资料来源：USITC，东海证券研究所

公司是我国最早进行出海布局越南的企业，于 2021 年率先布局柬埔寨，并在 2024 年宣布布局印尼，持续引领行业出海方向。我国十余家轮胎企业纷纷着手布局东南亚生产基地，西方国家实施“双反”政策初期，国内企业为抵御关税大幅增长，集中在泰国、越南两地建厂。然而自 2021 年起，美国商务部宣布对进口自韩国、泰国和中国台湾地区的乘用车和轻型卡车轮胎作出反倾销终裁，对进口自越南的乘用车和轻型卡车轮胎作出反补贴终裁。自此中国企业海外建厂热门选址跟随政策变化，由泰国、越南转向柬埔寨。

表11 国内轮胎企业东南亚建厂情况

所在地	企业	(预计) 投产时间	PCR 年产能 (万条)	TBR 年产能 (万条)	非公路轮胎年产能	
越南	赛轮轮胎	2013 年 (一期)	1300			
		2015 年 (二期)		160	5 万吨	
		2021 年 (ACTR)		265		
		2024 年 (三期)	300	100	5 万吨	
	贵州轮胎	2022 年 (一期)			120	
		预计 2024 年 (二期)			95	
	金宇轮胎	2021 年			200	
青岛双星	2023 年 (合资)		300	80		
泰国	昊华轮胎	预计 2025 年	合计 1440			
	玲珑轮胎	2014 年	1500	220		
	森麒麟	2015 年 (一期)	1000			
		2022 年 (二期)	600	200		

	中策橡胶	2014 年至今	一~三期工程年产量 1320 万条，四期在建中		
	华谊集团	2018 年	载重轮胎 120 万条		
	浦林成山	2020 年	400	80	
	通用股份	2020 年	600	130	
		2023 年	600	50	
柬埔寨		2021 年	900		
	赛轮轮胎	2022 年		165	
		预计 2025 年	1200		
	通用股份	2023 年（一期）	500	90	
		预计 2025 年（扩建）	600	50	
	青岛双星	预计 2025 年	700	150	
马来西亚	福临轮胎	2018 年	300	50	
印尼	赛轮轮胎	2024-2025 年	300	60	3.7 万吨

资料来源：各公司公告，东海证券研究所整理

东南亚国家建厂同时具备政策支持、成本低廉等多方面优势：

1) 西方各国和地区对东南亚各国，特别是柬埔寨、越南等国给予较中国更优惠的双边或多贸易政策，优惠的税收政策是巨大优势。2003 年起，柬埔寨正式成为 WTO 成员。作为世界上最不发达的国家之一，柬埔寨尚未遭遇发达国家“双反”等贸易壁垒阻碍。美、欧、日等 28 个发达国家/地区给予柬埔寨普惠制待遇（GSP）。此外，作为东盟成员，柬埔寨已加入了十个国家近 6 亿人口的市场。中国-东盟自贸区全面建成，为中国企业走进东盟国家提供了战略性机遇。另外东盟即将与韩国、日本、印度、新西兰、澳大利亚建立自贸区，企业投资柬埔寨可同时打开东盟 10+5 零关税的大市场。

2) 投资“一带一路”优势。“一带一路”倡议下，柬埔寨出台多项政策，在中柬经济特区投资的企业可享受所得税、关税等优惠。如柬埔寨的齐鲁经济特区、桔井省经济特区、西港特区等，均由我国和柬埔寨合作开发，以纺织服装、轻工家电、食品加工、五金机械等为主导产业，轮胎企业入驻厂区，也可与模具制造、骨架材料等上下游环节实现轮胎产业链供应链的协同开发。

表12 我国轮胎企业入驻中柬经济特区情况

经济特区	特区概况	优惠政策	入驻企业
齐鲁（柬埔寨）经济特区	由淄博众德投资发展有限公司投资建设，总规划占地 450 公顷。距胡志明国际机场 95 公里，距西贡港 105 公里，距柬埔寨首都金边 130 公里，交通便捷，陆运及海运时间短，过境越南不须开柜查验，2019 年被评为山东省省级境外经贸合作区。	1. 入驻企业享受最长 9 年免企业所得税； 2. 免征生产设备、建筑材料、生产用原材料进口关税； 3. 产品出口国外市场的免征增值税和出口税； 4. 利润用于再投资，免征利润税，分配红利不征税。	赛轮轮胎
柬埔寨桔井省经济特区	由中启控股集团股份有限公司投资开发，位于柬埔寨东北部最大的国际陆路口岸桔井省斯努县，距离柬越国际陆路口岸 1.5 公里，距离柬埔寨首都金边 240 公里，距离越南胡志明港 160 公里，可容纳企业近百家，就业人数 6 万	1. 加工后产品出口免征出口税（特定农产品、水产品除外）； 2. 对投资项目生产需进口的建筑材料、生产设备资料、原材料及所需零配件，免征关税及增值税； 3. 企业所得税依据项目投资行业及投资金额多少，不同项目实施后可分别获得免所得税 3-	通用轮胎

人。2017 年 12 月被列入国家发改委中柬共建“一带一路”合作第一批重点项目,2021 年 11 月被确认为山东省省级境外经贸合作区。

9 年的优惠;如果盈利用于再投资,可免征所得税等;

4. 进口生产设备、建筑材料等增值税税率为 0%;原材料服务于出口市场的产业,增值税税率为 0%、服务于柬埔寨内销市场的产业,增值税税率为 10%。

柬埔寨西哈努克港经济特区

由江苏中柬投资发展有限公司联合柬埔寨企业在柬埔寨西哈努克省波雷诺县共同开发建设,西港特区总体规划面积 11.13 平方公里,二期重点引入五金机械、建材家居、精细化工等产业。

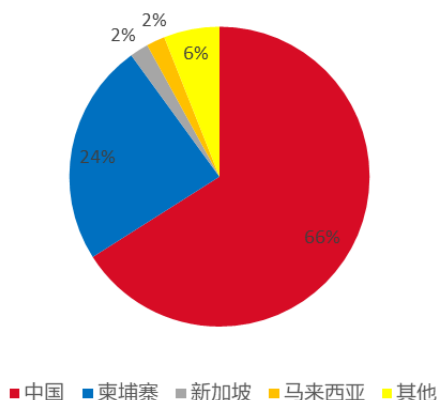
- 1.企业用于投资建厂的生产设备、建材、零配件及用于生产的原材料等免征进口关税;
- 2.企业投资后根据产品种类最多可享受柬方 9 年的免税期;
- 3.利润用于再投资免征所得税;
- 4.产品出口免征出口税;
- 5.无外汇管制,外汇资金可自由出入;
- 6.无土地使用税。

双星轮胎

资料来源:山东省商务厅,柬埔寨西港官网,东海证券研究所

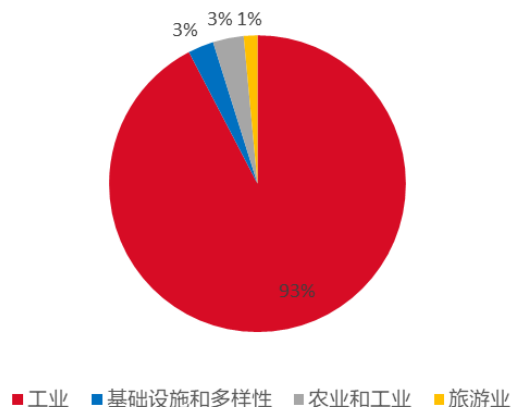
3) 积极吸收外部投资,与中国展开密切合作。据柬埔寨发展理事会(CDC)2024 年发布的报告显示,2023 年全年,柬埔寨发展理事会共批准了 268 个投资项目,协议投资总额约 49 亿美元,相较 2022 年,投资总额大幅增长 22%。上述投资项目中,工业领域投资项目数为 248 个,约占投资项目总数的 93%,约占总投资额的 46%。其中大部分投资来自中国,占比 66%。此外,泰国政府推出 8 年免税期、多项税务豁免以及优惠进口关税,包括减免生产用于出口的机械、原材料进口关税,以及其它非税收性鼓励措施,有利于降低税收成本。

图64 2023 年柬埔寨项目投资来源国



资料来源: CDC, 东海证券研究所

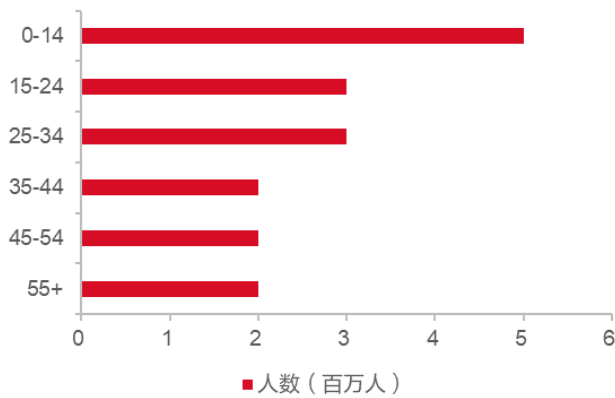
图65 2023 年柬埔寨项目投资行业分布



资料来源: CDC, 东海证券研究所

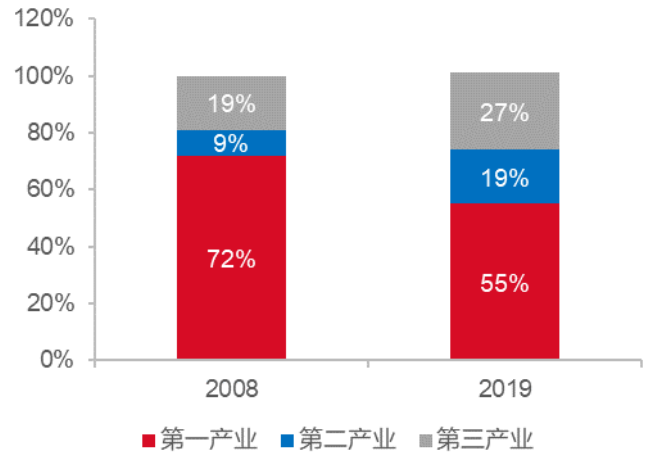
4) 丰富的劳动力资源及较低的用工成本。以柬埔寨为例,柬埔寨的 1600 万人口中,超过 60%的人年龄在 35 岁以下,柬埔寨的劳动力参与率为 80%,年轻及活跃的劳动力丰富。自 2008 年以来,第二和第三产业的就业人数增长了 1.6 倍。此外,柬埔寨也是亚洲用工成本最具竞争力的国家之一,据 CDC 统计,柬埔寨每月最低工资水平为 192 美元。

图66 柬埔寨人口结构



资料来源：CDC，东海证券研究所

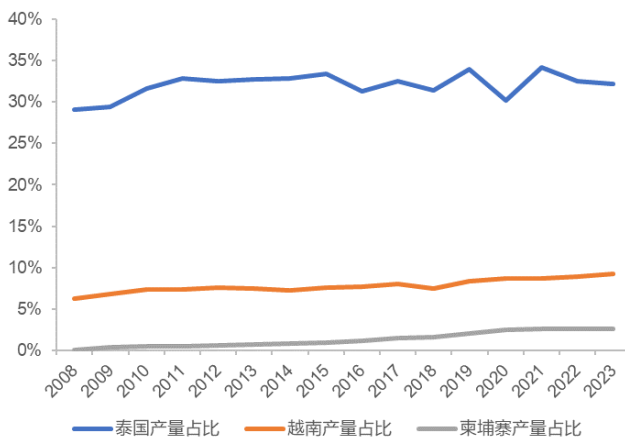
图67 柬埔寨二、三产业份额增加



资料来源：CDC，东海证券研究所

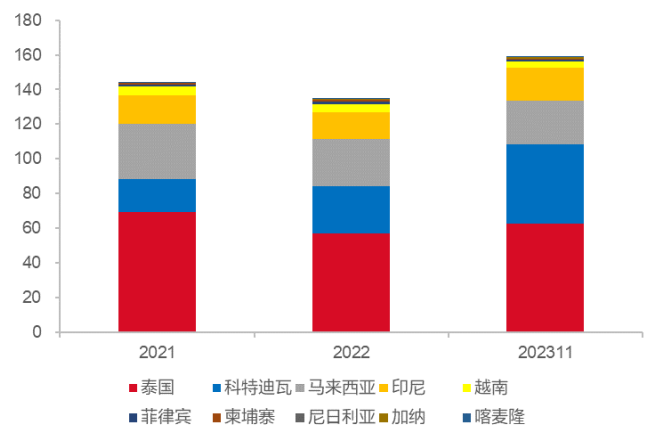
5) 东南亚地区拥有丰富的橡胶资源。东南亚为世界上天然橡胶的最大生产地，其中泰国是世界天然橡胶生产及出口第一大国，全球产量占比 30%以上，越南、柬埔寨等国近年来的发展也非常迅速，产量及全球份额持续提升。我国作为橡胶消费大国，2022 年天然橡胶进口依存度高达 90%，截至 2023 年 11 月，我国向泰国进口天然橡胶 62.71 万吨。轮胎行业作为劳动密集型产业，在橡胶产量大国建设轮胎生产线，可以合理节约天然橡胶进口税和运输费用，从而大幅降低原材料成本，进一步放大东南亚各国的原材料产地优势。

图68 各国天然橡胶产量全球占比 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图69 中国天然橡胶进口来源国 (万吨)



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

4.2.二轮出海垂直消费腹地，扩大全球化布局

产能布局全球化之路几乎是此前所有轮胎巨头发展壮大的经验。早在 20 世纪中后期，米其林等轮胎巨头为降低海外市场运营成本，并贴合海外市场用胎需求，开始扩张海外产能。从 2022 年全球收入排名前十二的轮胎企业海外产能布局来看，米其林、普利司通、倍耐力等知名品牌较早地完成了全球化布局，而部分亚洲地区具备发展实力的品牌也正在以亚洲布局为支点，不断探索产能全球化建设。

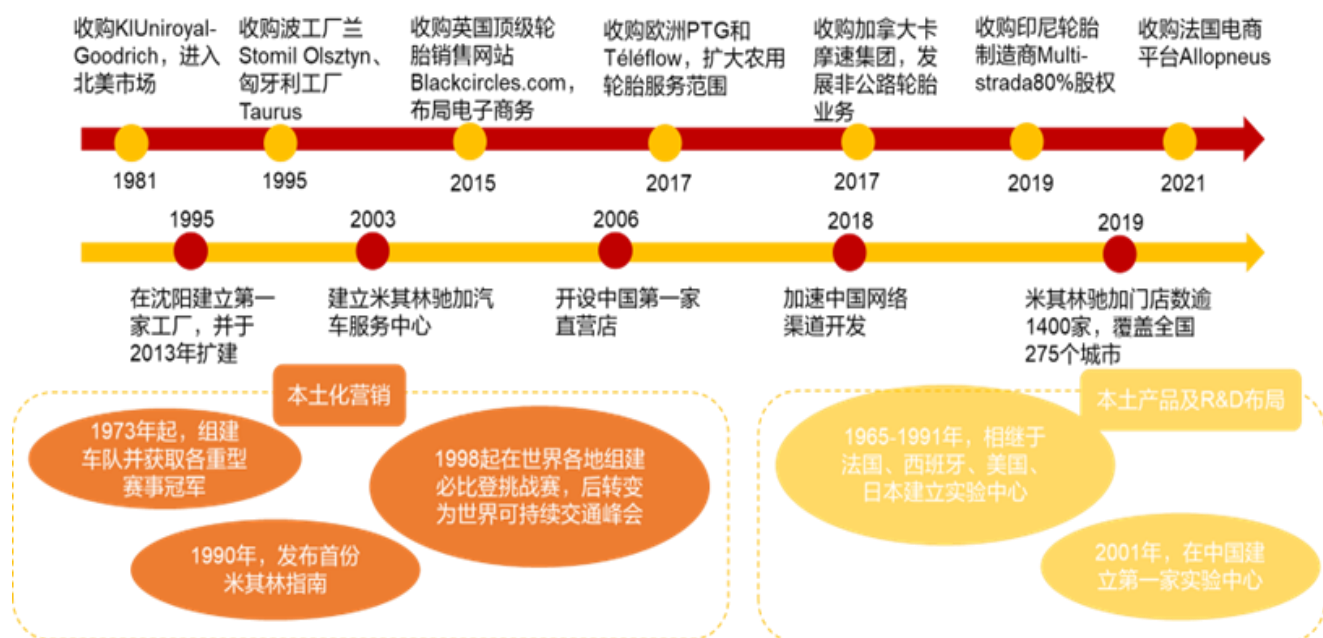
表13 全球前十二强轮胎企业海外布局

企业	布局情况
米其林、普利司通、固特异、大陆轮胎、住友橡胶、倍耐力、优科豪马	均采用全球化布局战略，产能覆盖全球超过二十个国家
韩泰轮胎	美国工厂于2017年投入使用，此前在中国、韩国、匈牙利、印度尼西亚4个国家设有7个生产基地
中策橡胶	2014年起建设泰国工厂，至今拥有三期约1320万条产能，四期在建设中
正新橡胶	海外产能集中于亚洲地区，在印度、泰国、印尼、越南等地设有工厂
东洋轮胎	在美国、马来西亚、泰国及中国设有生产基地，塞尔维亚工厂于2022年建成投产
赛轮轮胎	此前海外产能集中于东南亚地区，2023年起建设墨西哥工厂锚定欧美市场

资料来源：各企业官网，东海证券研究所

学习海外龙头，实现“本土化”出海。通过对米其林全球化发展历程的总结可以发现，“本土化”是提高海外工厂附加价值的最佳路径，即通过本土化生产、产品及R&D本土化、本土化营销的过程，实现品牌的本土融合；另一方面，在针对较成熟的欧美市场及亚太新兴市场时，采取差异化的经营管理模式。在欧美地区，通过并购成熟的公司完成业务及营销渠道拓展；而在新兴市场，以中国为例，通过设立服务中心将服务与产品进行捆绑，后期采用直营+加盟模式，在我国开辟了先河。

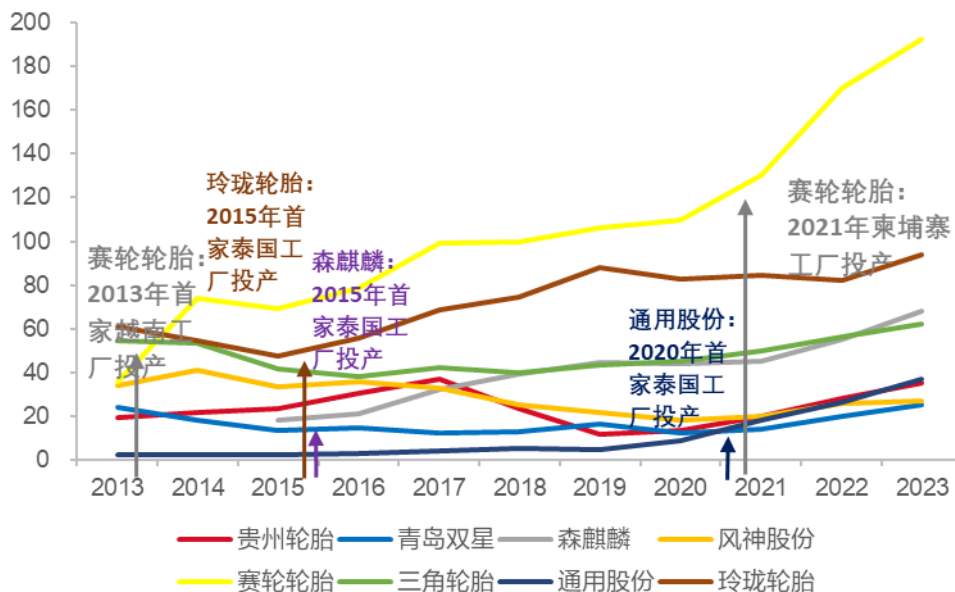
图70 米其林海外发展战略



资料来源：米其林官网，东海证券研究所

公司在进行东南亚产能布局后，海外收入规模明显扩大。我国较早进行布局的森麒麟、赛轮轮胎等企业，投产次年海外营收接近翻倍增长，且越早进行布局的企业后续发展动力越强，如赛轮轮胎的越南子公司收入由2015年的7.9亿元提升至2023年的72.32亿元。我们认为，第二轮建厂仍可带来新的海外市场增量，助力企业海外经营规模持续扩张。

图71 我国轮胎企业海外营收情况（亿元）



资料来源：同花顺、公司公告，东海证券研究所

我国轮胎头部企业锚定全球化战略布局，逐步推进海外扩张。以赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟等企业为代表，已经展开了第二轮出海布局，将产能拓展到欧美、非洲、南亚等地区，目标市场定位以欧美为主。

第二轮出海更加贴近欧美消费市场，销售更为灵活，运输成本更为可控。一方面，新的建厂地区还未受到双反税率波及，另一方面，直接从当地进行原材料采购及运输，可大大降低原材料、运输成本及降低海运费反复上涨的风险。

表14 国内轮胎企业在东南亚以外地区建厂情况

企业	所在地	(预计) 投产时间	PCR 产能 (万条)	TBR 产能 (万条)	其他
浪马轮胎	巴基斯坦	2022 年		240	
玲珑轮胎	塞尔维亚	2024-2025 年 (分两期)	1200	160	工程及农用 2 万条
风神股份	直接持有 PTG (倍耐力工业胎) 10% 的股权、并拥有 PTG 100% 的管理权				
赛轮轮胎	墨西哥	2024-2025 年	600	150	
森麒麟	摩洛哥	预计 2024 (一期)	600		
		预计 2025 (二期)	600		

资料来源：各公司公告，东海证券研究所

5.估值盈利预测

重要假设

- 1) **产能投放预测**: 公司国内拥有青岛、东营、沈阳、潍坊四大基地, 海外拥有越南、柬埔寨两大基地, 2023 年公司平均产能为全钢胎 1380 万条/年, 半钢胎 5600 万条/年及非公路轮胎 17.5 万吨/年。其中越南三期、柬埔寨项目及潍坊非公路胎技改项目处于产能爬坡过程, 截至年末约有 300 万条半钢胎及 5 万吨非公路胎产能释放。此外, 计划建设墨西哥、印尼、董家口基地及柬埔寨二、三期计划。据公司公告及相关可行性报告披露, 建设周期为 12-21 个月, 即在建产能于 2024Q4-2025H2 间持续落地。
- 2) **开工率预测**: 考虑到工厂实际产出产品规格随市场规划的灵活调整, 产线的检修及淡旺季因素, 估计全钢、半钢胎开工率在 70%-90%之间, 非公路轮胎随着产能放量可达到 90%以上。
- 3) **盈利预测**: 我们认为当前轮胎主要原材料虽然呈现上涨趋势, 但长期来看仍处于历史地位, 且公司产品的提价可覆盖原料上涨影响, 此外, 随着公司研发力增强, 将增加高性能产品销售比例, 有助于产品毛利的提升。

表15 公司分产品盈利拆分 (单位: 亿元)

	2024Q1E	2024Q1A	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E	2024E	2025E	2026E
营业成本	53.44	52.76	58.79	57.46	54.10	223.78	247.84	300.76
半钢胎	22.40		24.67	24.12	22.72	93.91	106.06	134.46
全钢胎	22.98		25.24	24.69	23.23	96.14	108.92	114.17
非公路轮胎	8.06		8.88	8.65	8.15	33.73	32.86	52.14
营业收入	74.35	72.90	77.45	80.54	77.45	309.78	346.21	421.87
半钢胎	31.60		32.92	34.23	32.92	131.67	150.84	189.37
全钢胎	29.74		30.98	32.22	30.98	123.93	141.88	148.05
非公路轮胎	13.00		13.55	14.09	13.55	54.18	53.50	84.46
毛利	20.91	20.14	18.66	23.08	23.35	86.00	98.37	121.12
半钢胎	9.20		8.25	10.11	10.19	37.76	44.77	54.92
毛利率 (%)	29.13%		25.02%	29.54%	30.97%	28.67%	29.68%	29.00%
全钢胎	6.76		5.74	7.53	7.75	27.79	32.96	33.88
毛利率 (%)	22.74%		18.48%	23.37%	25.03%	22.41%	23.23%	22.88%
非公路轮胎	4.94		4.67	5.44	5.40	20.45	20.64	32.32
毛利率 (%)	38.02%		34.41%	38.63%	39.86%	37.74%	38.58%	38.27%

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 309.78 亿元、346.21 亿元、421.87 亿元, 同比增速分别为 19.25%、11.76%、21.85%; 实现归母净利润分别为 40.48 亿元、46.79 亿元、59.81 亿元, 同比增速分别为 30.96%、15.57%、27.84%; EPS 分别为 1.23 元、1.42 元、1.82 元。我们看好公司海外产能扩张带来的业绩增量以及高研发支撑下的品牌力提升, 首次覆盖给予“买入评级”。

6.风险提示

- 1) 投资目的地政策环境风险。海外法律、政策体系、商业环境、文化特征均与国内存在差异，可能给项目的实际运行带来不确定因素。
- 2) 原材料价格波动风险。轮胎主要原材料近年来价格呈现波动趋势，产品售价调整相对滞后情况下，或难以及时覆盖原材料价格上涨对成本的影响。
- 3) 全球市场竞争风险。全球轮胎行业龙头普利司通、米其林、固特异等国际知名品牌拥有较高国际市场份额，我国轮胎产业在与国际品牌竞争中亟需持续做优做强。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5216.03	5951.70	7760.55	9934.33
应收票据	16.02	17.16	17.13	23.42
应收账款	3376.48	3975.47	4411.13	5424.13
其他应收款	50.95	50.58	65.28	77.06
存货	4941.71	5819.43	6124.97	7615.40
其他流动资产	1932.62	1973.71	2220.93	2636.45
流动资产总计	15533.81	17788.05	20599.99	25710.79
长期股权投资	636.63	647.08	648.78	654.86
固定资产	13217.38	16385.14	18907.20	21313.97
在建工程	856.81	1271.93	1368.39	1227.11
无形资产	1049.96	1204.11	1377.56	1541.36
商誉	275.62	297.47	311.88	330.01
其他非流动资产	2155.51	2282.29	2459.95	2655.56
非流动资产合计	18191.91	22088.02	25073.76	27722.88
资产总计	33725.71	39876.07	45673.76	53433.67
短期借款	3859.72	3759.72	3882.08	3682.08
应付票据	3385.48	4351.33	4819.19	5848.09
其他流动负债	1858.93	2531.89	2708.59	3045.64
流动负债合计	13663.86	15449.98	16930.85	19284.51
长期借款	2633.15	3133.15	3633.15	4133.15
其他非流动负债	597.68	519.89	569.89	619.89
非流动负债合计	4622.78	4444.99	4994.99	5544.99
负债合计	18286.64	19894.97	21925.83	24829.50
股本	3125.50	3288.10	3288.10	3288.10
资本公积	3057.67	4456.03	4456.03	4456.03
其他综合收益	275.68	156.29	156.29	156.29
归属母公司权益	14853.21	19221.47	22754.20	27353.92
少数股东权益	585.87	759.63	993.72	1250.25
股东权益合计	15439.08	19981.10	23747.92	28604.17
负债和股东权益合计	33725.71	39876.07	45673.76	53433.67

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	3091.42	4048.47	4678.72	5981.22
折旧与摊销	1644.66	1657.98	1796.86	2103.68
财务费用	606.74	471.29	481.05	490.67
营运资金变动	-140.13	-573.55	300.42	-438.36
经营性现金净流量	5313.40	5777.95	7491.14	8393.74
投资性现金净流量	-2031.51	-5546.77	-4753.09	-4726.51
筹资性现金净流量	-1553.41	804.48	-629.20	-1193.45
现金流量净额	1774.94	735.67	1808.86	2173.78

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25978.26	30978.15	34621.28	42187.49
营业成本	18798.95	22378.25	24784.39	30075.88
营业税金及附加	87.20	103.98	116.21	141.61
销售费用	1284.64	1531.89	1712.04	2086.19
管理费用	873.24	1041.31	1163.77	1418.10
研发费用	838.27	999.61	1117.17	1361.32
财务费用	392.10	401.06	401.06	389.35
其他经营损益	44.29	52.81	59.02	71.92
投资收益	-31.48	-4.70	-23.88	-28.88
资产减值损失	-184.02	-74.12	-68.39	-71.19
营业利润	3516.78	4502.32	5300.80	6696.07
其他非经营损益	-74.38	-4.00	-4.00	-4.00
利润总额	3442.40	4498.32	5296.80	6692.07
所得税	240.27	276.08	384.00	454.32
净利润	3202.13	4222.24	4912.81	6237.75
少数股东损益	110.71	173.77	234.09	256.53
归属母公司股东净利润	3091.42	4048.47	4678.72	5981.22
EBITDA	5432.57	6483.24	7426.33	9113.90
NPOLAT	3701.69	4598.69	5284.79	6600.66
EPS(元)	0.94	1.23	1.42	1.82

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力				
净资产收益率	20.81%	21.06%	20.56%	21.87%
总资产收益率	9.17%	10.15%	10.24%	11.19%
投入资本收益率	15.17%	15.54%	15.53%	16.83%
ROE	20.81%	21.06%	20.56%	21.87%
ROA	9.17%	10.15%	10.24%	11.19%

成长能力

营业总收入增长率	18.61%	19.25%	11.76%	21.85%
EBIT增长率	112.77%	23.12%	16.30%	24.28%
归母净利润增长率	132.07%	30.96%	15.57%	27.84%
总资产增长率	13.75%	18.24%	14.54%	16.99%

每股指标

EPS	0.94	1.23	1.42	1.82
BVPS	4.52	5.85	6.92	8.32
PE	15.47	11.81	10.22	7.99
PB	3.22	2.49	2.10	1.75
PEG	0.12	0.38	0.66	0.29

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2024年6月4日盘后）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089