

| 证券研究报告 |

万亿市场群雄逐鹿，步入2.0时代消费属性凸显

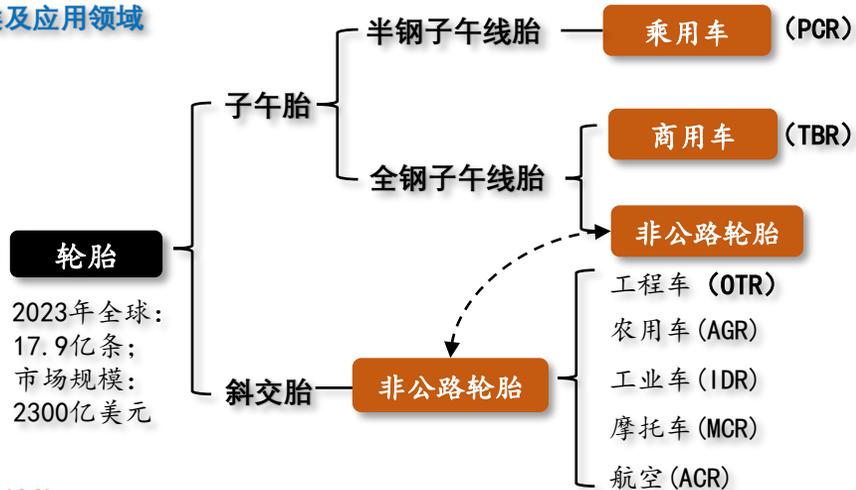
——轮胎行业跟踪报告

2024.7.9

分析师：孙颖 博士 建材&化工行业首席分析师
执业证书编号：S0740519070002
Email: sunying@zts.com.cn

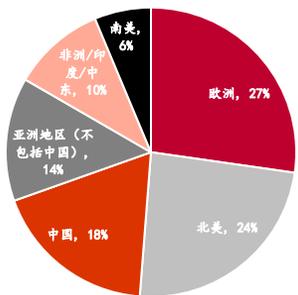
分析师：张昆
执业证书编号：S0740524050001
Email: zhangkun06@zts.com.cn

轮胎分类及应用领域

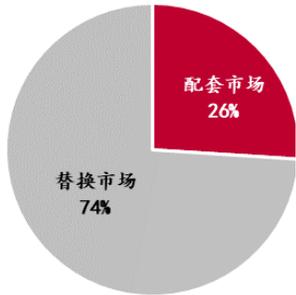


轮胎市场结构

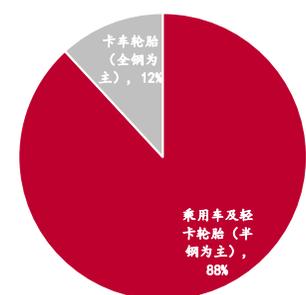
2023年全球轮胎销售区域分布



2023年全球轮胎市场结构



2023年全球轮胎销量结构

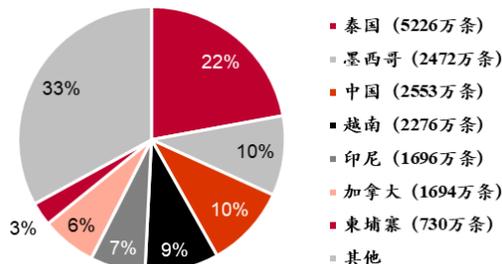


轮胎原材料成本拆分

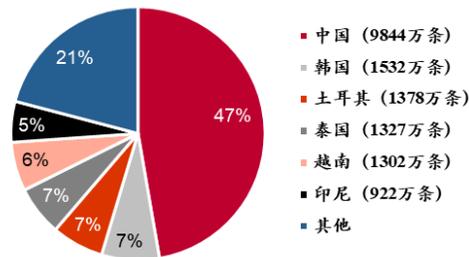


2023年欧美进口市场国家占比及数量

美国进口 (2.5亿条)



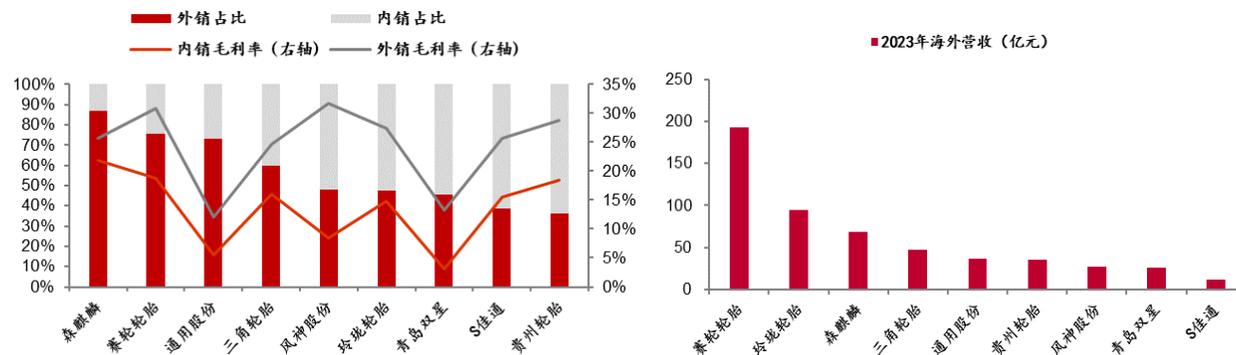
欧洲进口 (2.1亿条)



2023年国内部分胎企分区域产能及在建产能 (PCR/TBR单位为万条, OTR单位为万吨, 括号内为在建产能)

东南亚地区				非东南亚地区			
泰国	柬埔寨	印尼	越南	塞尔维亚	摩洛哥	西班牙	墨西哥
玲珑轮胎 PCR 1300 (200) TBR 220	赛轮轮胎 PCR 900 TBR 90 (75)	赛轮轮胎 PCR (300) TBR (60) OTR (3.7)	赛轮轮胎 PCR 1250 (350) TBR 200 (60) OTR 7万吨 (3)	玲珑轮胎 PCR (1200) TBR 80 (80)	森麒麟 PCR (1200)	森麒麟 PCR (1200)	赛轮轮胎 PCR (600)
通用股份 PCR 600 (1000) TBR 130 (50)	通用股份 PCR 300 (550) TBR 50 (115)		贵州轮胎 PCR (600) TBR 210 (5)				
森麒麟 PCR 1600 TBR 200							

2023年国内部分胎企外销内销占比 (%)、毛利率 (%) 及海外营收 (亿元)



资料来源：中华网、iFinD、米其林、赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、通用轮胎、贵州轮胎、百川盈孚
风险提示：图示使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

一、需求步入常态化增长，2024M1-M5全球PCR替换市场同比+4%：

2023年全球轮胎总销量为17.9亿条，同比+2.3%；市场规模预计达到2300亿美元。欧洲/北美/中国为全球主要轮胎市场，分别占比27%/24%/18%。1) 美国市场：预计2024年美国轮胎需求量3.36亿条，同比+1.1%。进口市场自2023年初恢复正常补库，24Q1进口6845万条，同比+22.1%，其中进口自泰国/越南/中国分别占比24%/10%/10%。2) 欧洲市场：24Q1欧洲替换胎市场销量为6250万条，同比+1.9%。进口市场以中国为主，2023年进口自中国轮胎达9844万条，占比47%。3) 国内市场：PCR生产表现良好，2024年6月开工率为79%，单月产量为5693万条，同比+5.4%。传统出口市场受双反政策影响，近年出口至一带一路国家轮胎数量持续提升，2024M1-M5出口一带一路国家PCR数量同比+11.9%，OTR同比+33.6%，其中出口俄罗斯OTR数量增长显著，同比+135.1%，占比37%。

二、短期消费降级背景下内资份额依托性价比持续提升，长期消费属性凸显，胎企需要深耕“产能+产品+品牌”核心竞争力：

全球格局逐步改变，中国胎企份额提升。海外龙头集中度降低，截至2022年，全球轮胎75强中CR10、CR5、CR3分别为68%、53%、42%，分别较2000年下降17、18、18pct；中国企业占比全球轮胎75强份额逐步提升，2022年占比达19%，相较2000年增长14pct。短期而言，高性价比是份额提升主驱动力。短期消费降级背景下，得益于对原材料成本、人工成本、制造费用的有效控制，中国胎企凭借成本优势发力于低价领域，形成价格带错位竞争。国内部分核心胎企非原材料成本占比为20%-30%左右，海外龙头米其林为70%左右。长期发展，中国胎企将从低价市场逐步往高价渗透，竞争中消费属性会逐步凸显；通过对海外优质企业成长路径深度复盘，深耕“产能+产品+品牌”是提升核心竞争力的必经之路。产能扩张重点在量增+跨国，中国胎企目前资本开支持续增长，大力投入海内外工厂建设，并快速开拓高毛利率海外市场，市场份额有望持续扩大；产品研发核心是质量+创新，两者分别是向中高价延展的基础和动能，中国轮胎品质目前逐步提升，并通过技术创新推出了例如“液体黄金”等高性能产品；品牌塑造依托好的品质+配套+广告，中国胎企积极拓展配套市场，与下游主机厂的紧密联系将加强消费者印象和替换选择的优先度，同时参加赛车等赛事赞助及媒体评选，提升品牌知名度。

三、原材料成本及海运费仍处高位，双反政策关税压力减弱：

橡胶价格处于高位。从6月均价看，天然橡胶/丁苯橡胶单吨均价分别为1.47/1.50万元，同比分别+24.8%、+33.9%，均创近4年最高价位；炭黑单吨均价为0.91万元/吨，同比+0.6%。欧美进口需求对海运成本敏感度高，近期海运涨价态势明显。从6月均值看，CCFI月均指数为1769，同比+154.5%。双反关税下降，泰国出口量有望提升。年初美国商务部发布泰国乘用车和轻卡轮胎反倾销税率复审结果，大部分企业终裁税率为4.52%，较初审下降12.54pct，利好有在泰国布局产能的中国胎企。

四、建议关注：赛轮轮胎（规模领先综合布局，液体黄金塑造差异化产品力）、森麒麟（高端定位&智造工厂盈利能力突出）、玲珑轮胎（深耕配套市场）、通用股份（产品结构优化&出海建厂快速提升业绩）、贵州轮胎（深耕商用胎，出海布局PCR）。

五、风险提示：原材料及海运费上涨、双反政策影响、海外需求变化、新增供给超预期、市场空间测算偏差、信息更新不及时等风险。 3

目录

CONTENTS

①

需求：步入常态化增长阶段，海外市场仍为必争之地

- 1、全球万亿市场稳步增长，欧美及国内为主要消费市场
- 2、美国：常态补库阶段，东南亚份额提升显著
- 3、欧洲：替换需求稳增，中国仍为第一进口国
- 4、国内：生产复苏良好，半钢开工达近年峰值
- 5、一带一路：持续贡献国产出口增量

②

供给：内资份额持续提升，长期消费属性凸显

- 1、全球格局逐步改变，中国胎企份额提升
- 2、深度复盘海外龙头胎企，深耕“产能+产品+品牌”为必经之路
- 3、短期消费降级性价比为王，长期需持续发展核心竞争力

③

盈利：原料及海运费成本仍处高位，双反制裁影响降低

- 1、橡胶及海运费上涨明显
- 2、双反政策关税下降，泰国出口量有望提升

④

重点标的

⑤

风险提示

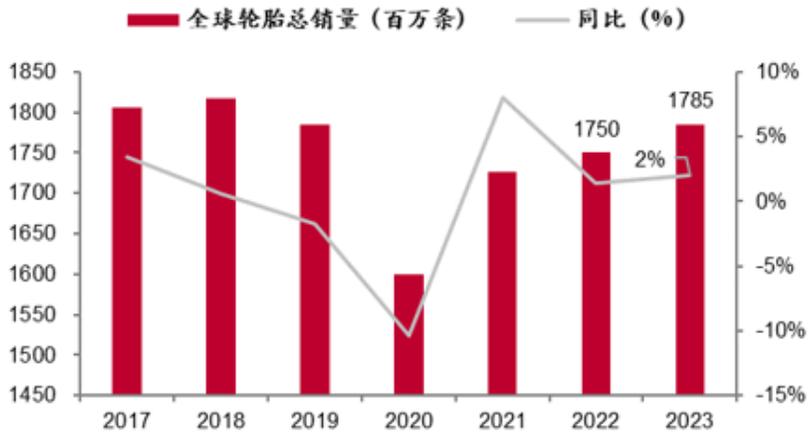


1

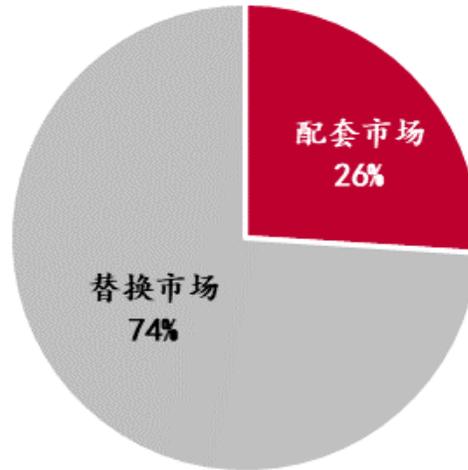
需求：步入常态化增长阶段，海外市场仍为必争之地

- **2023年全球轮胎总销量为17.9亿条，同比+2.3%。**据米其林，2023年全球乘用车及轻卡轮胎销量为15.7亿条，同比+2.5%；卡车轮胎销量为2.1亿条，同比+0.6%。据中国轮胎商务网，全球市场规模预计达到2300亿美元，同比+6.5%。替换市场仍为主要消费场景，2023年全球乘用车、轻卡及卡车胎应用中替换市场及配套市场占比分别为74%和26%。
- **欧洲、北美、中国为全球主要轮胎消费市场。**据米其林数据，针对全球乘用车、轻卡及卡车胎销量，2023年欧洲占全球的27%；北美为全球第二大轮胎市场，占比24%；中国为全球第三大轮胎市场，占比18%；其他地区如南美、非洲、印度、中东、亚洲地区（不包含中国）等占比合计约30%。

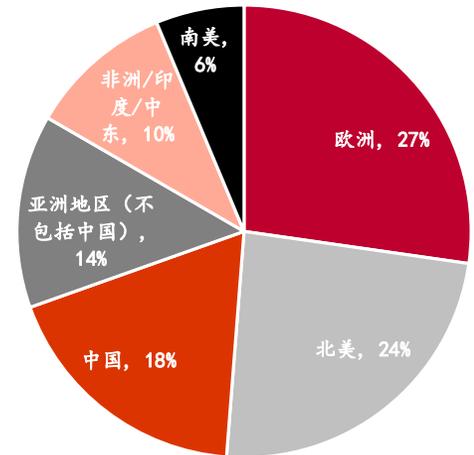
图：全球轮胎市场销量（百万/年）



图：2023年全球乘用车、轻卡及卡车胎应用中替换市场占比达74%



图：2023年全球乘用车、轻卡及卡车胎销售区域分布



- **2024M1-M5**，全球乘用车轮胎替换市场需求同比+4%，其中北美、欧洲分别同比+6%、+5%；配套市场需求同比+1%，中国同比+7%。据米其林官网，5月欧洲配套市场需求急剧下降，北美小幅下降，主要由于设备制造商活动放缓，以及受到中国汽车竞争影响，尤其是在电动汽车的领域。
- **2024M1-M5**，全球商用车和卡车替换市场需求同比+5%，其中北美、南美同比+19%、+6%；配套市场同比-5%，其中南美同比+23%。据米其林官网，由于2023年欧洲和北美卡车制造商产量过剩，并且北美1月受到新环境标准影响，配套市场基础不利，出现下滑；替换市场美洲需求强劲，欧洲市场由于工业活动疲软，同比仍在下滑。南美配套市场由于2023反污染法规影响，2024需求持续反弹上涨。

表：2024M1-M5全球分区域乘用车轮胎市场需求同比变化（%）

2024M1-M5同比变化				
乘用车	欧洲	北美	中国	全球
配套市场	-2%	+3%	+7%	+1%
替换市场	+5%	+6%	+2%	+4%
2024M5单月同比变化				
乘用车	欧洲	北美	中国	全球
配套市场	-14%	-3%	+9%	-3%
替换市场	+3%	+1%	-2%	+1%

表：2024M1-M5全球分区域商用车和卡车轮胎市场需求同比变化（%）

2024M1-M5同比变化				
商用车和卡车	欧洲	北美	南美	全球
配套市场	-17%	-10%	+23%	-5%
替换市场	-2%	+19%	+6%	+5%
2024M5单月同比变化				
商用车和卡车	欧洲	北美	南美	全球
配套市场	-21%	-1%	+19%	-3%
替换市场	-1%	+17%	-3%	+4%

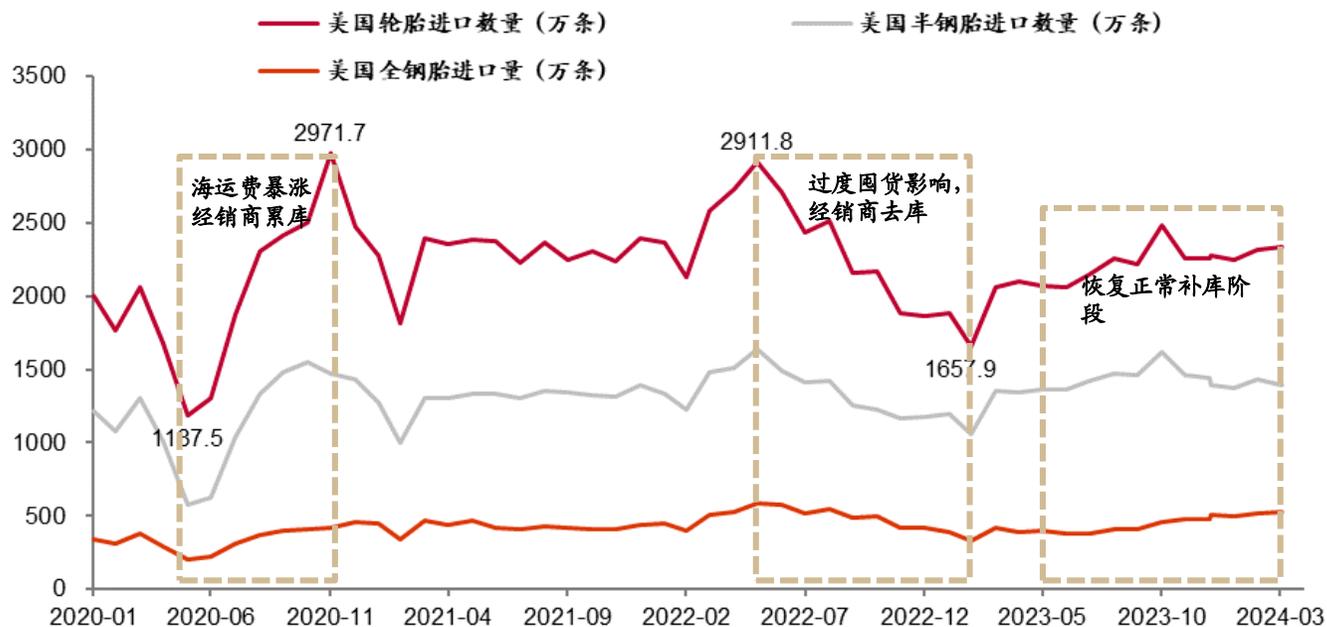
1.2 美国市场：2024年预计需求量达3.36亿条，进口需求回归正常

- 预计2024年美国轮胎需求量达到**3.36亿条**，同比+1.1%。根据USTMA数据，预计2024年美国乘用车轮胎配套市场需求量为0.46亿条，同比+1.4%，替换市场为2.2亿条，同比+0.5%。
- **2023年开始美国进口需求逐步恢复正常补库阶段**。2020-2023年，美国进口轮胎数量季度间波幅较大，根据美国商务部数据，2020年5月-11月受海运费涨价影响，美国轮胎进口数量大幅增加，单月进口量由1187万条上涨至2972万条；而在2022年5月-2023年3月期间，受供应链危机时期过度囤货影响，进口数量跌幅显著；2023年后逐步恢复正常补库阶段，截至2024年4月份，美国轮胎单月进口量为2337万条，同比+11.4%。

表：预计2024年美国轮胎需求量为3.36亿条（万条）

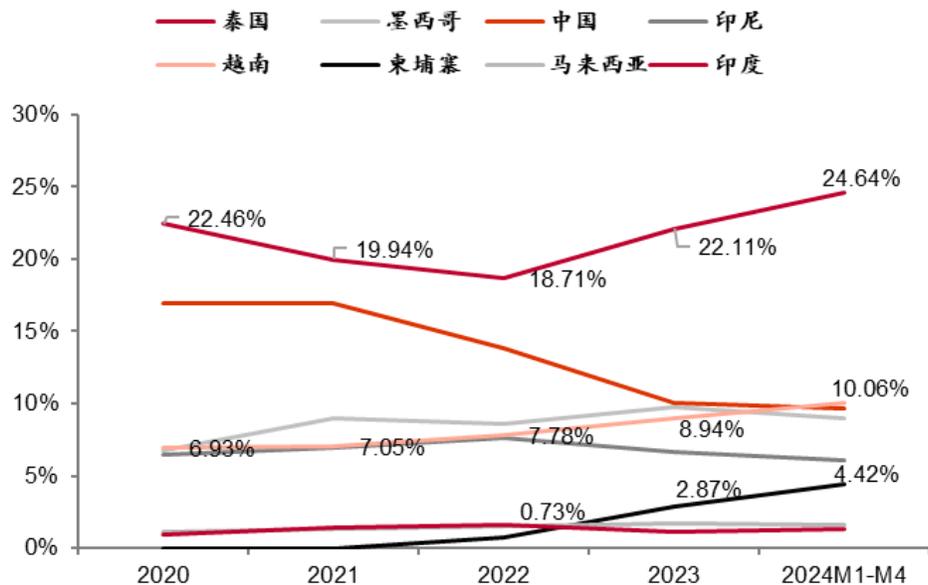
配套市场			
	2019	2023	2024E
乘用车轮胎	4630	4570	4630
轻卡轮胎	590	590	600
卡客车轮胎	650	620	600
替换市场			
	2019	2023	2024E
乘用车轮胎	22260	21920	22020
轻卡轮胎	3250	3430	3520
卡客车轮胎	1890	2080	2200
合计	33270	33190	33570

图：2020-2024M4年美国轮胎进口数量变化趋势（万条/月）



■ 美国轮胎进口自泰国数量占比稳居第一，越南、柬埔寨份额提升迅速。美国进口泰国/越南/柬埔寨等国家轮胎数占比持续攀升，2024年4月美国进口自泰国/中国/越南/柬埔寨占比分别为25%/10%/9%/5%。2020-2023年，泰国持续占据美国轮胎进口主要份额，2021年受到双反政策影响份额出现下滑，2023年份额持续回升。东南亚其他国家区域例如越南及柬埔寨占比均稳步攀升，中国头部胎企逐步在东南亚区域建厂，或将有效填补中国高关税带来的份额损失。

图：2020-2024M4年美国进口各国轮胎占比（%）

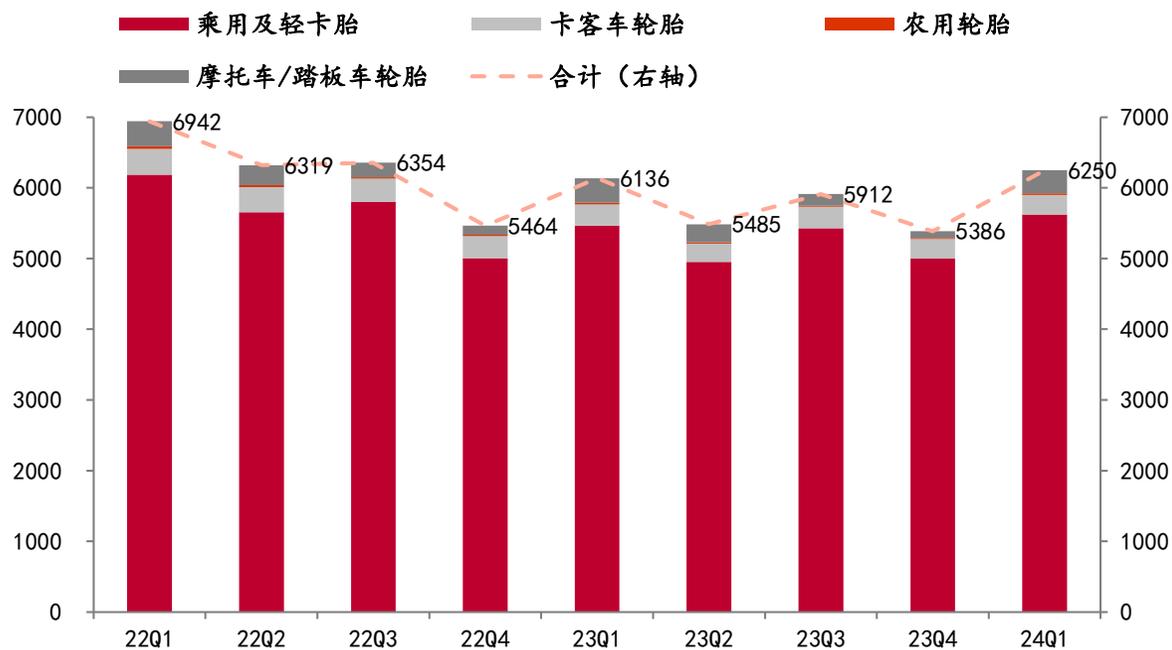


表：2023-2024Q2美国进口各国轮胎数量占比（季1%）

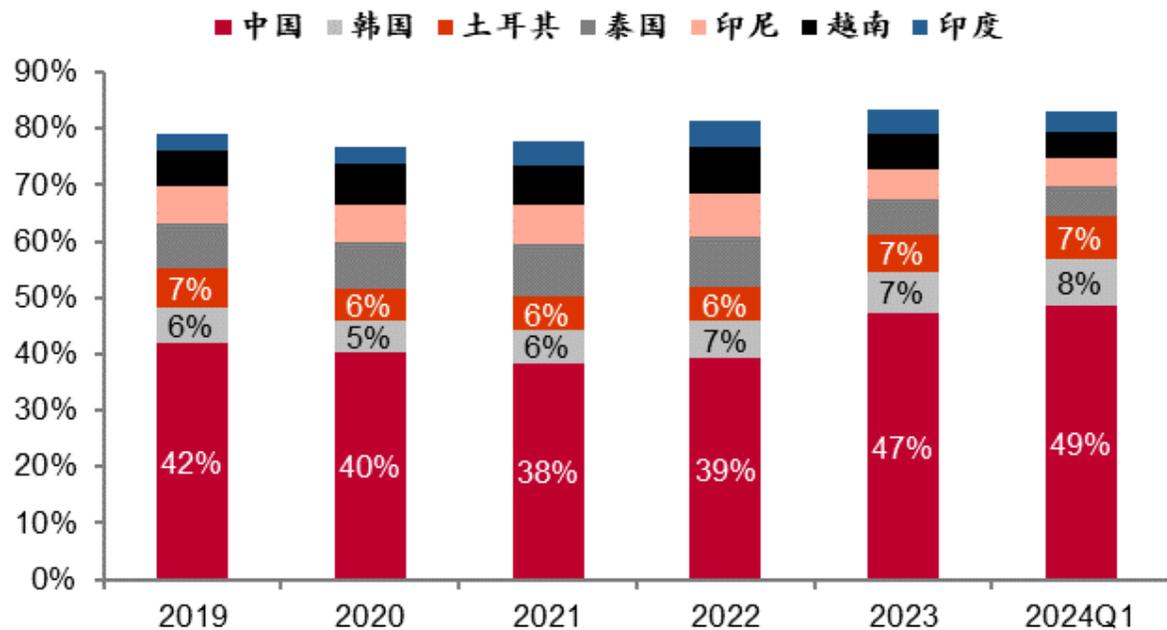
	2023				2024	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2(仅M4)
泰国	19.45%	21.04%	23.22%	24.13%	24.14%	24.46%
中国	9.18%	10.84%	10.31%	9.72%	9.70%	9.66%
越南	7.29%	8.97%	9.34%	9.86%	10.34%	9.36%
墨西哥	9.85%	9.13%	10.21%	9.65%	8.90%	8.99%
加拿大	7.60%	6.92%	6.21%	6.10%	6.01%	6.45%
印尼	8.61%	5.88%	6.07%	6.37%	6.05%	5.94%
日本	5.52%	6.24%	5.59%	4.93%	5.02%	5.09%
柬埔寨	2.39%	2.36%	2.70%	3.87%	3.85%	4.87%
韩国	6.76%	6.72%	4.91%	5.00%	4.75%	4.50%
菲律宾	1.95%	2.04%	1.98%	2.02%	2.18%	2.86%
台湾	3.17%	2.84%	2.68%	2.50%	2.56%	2.29%
智利	2.58%	2.42%	2.33%	2.10%	2.05%	2.20%
马来西亚	1.58%	1.77%	1.89%	1.58%	1.61%	1.49%
巴西	1.85%	1.41%	1.04%	1.07%	1.13%	1.35%
印度	1.42%	1.07%	0.98%	1.03%	1.07%	1.35%
葡萄牙	1.01%	1.02%	1.07%	1.24%	1.22%	1.29%
德国	1.64%	1.10%	1.08%	0.85%	0.96%	1.27%
罗马尼亚	1.36%	1.03%	0.95%	0.98%	1.15%	1.08%
斯洛伐克	0.92%	0.71%	0.70%	0.80%	0.88%	0.74%
捷克	0.80%	0.67%	0.68%	0.76%	0.76%	0.56%
塞尔维亚	0.58%	1.09%	0.84%	0.44%	0.35%	0.53%
哥斯达黎加	1.04%	0.91%	1.04%	1.04%	0.97%	0.52%

- **2024Q1欧洲替换胎市场销量为6250万条，同比+1.9%。**据ETRMA数据，2024Q1欧洲替换市场乘用及轻卡胎替换市场销量为5624万条，同比+2.9%。欧洲2023年乘用车替换市场销量为2.1亿条，同比-7.9%，据ETRMA秘书长，这主要由于原材料、能源价格和工资上涨等因素导致需求下降，以及分销渠道库存减少所致。
- **2024Q1欧洲进口轮胎总数为4757万条，同比+7.7%，进口自中国占比最高。**进口自中国轮胎数量上升，主要源于外部经济环境带来的消费降级、俄乌冲突后停止进口俄罗斯轮胎等原因，中国高性价比轮胎受到欧洲消费者青睐。据联合国商品贸易数据库，中国为欧洲第一大轮胎进口国，2023年进口中国轮胎总数高达9844万条，占比47%，同比+8pct。

图：欧盟2022-2024Q1轮胎替换市场销量及同比（万条/%）

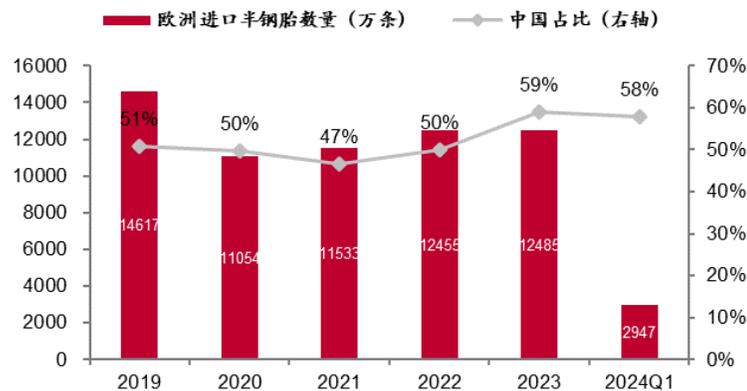


图：欧盟进口主要国家轮胎数占比（%）

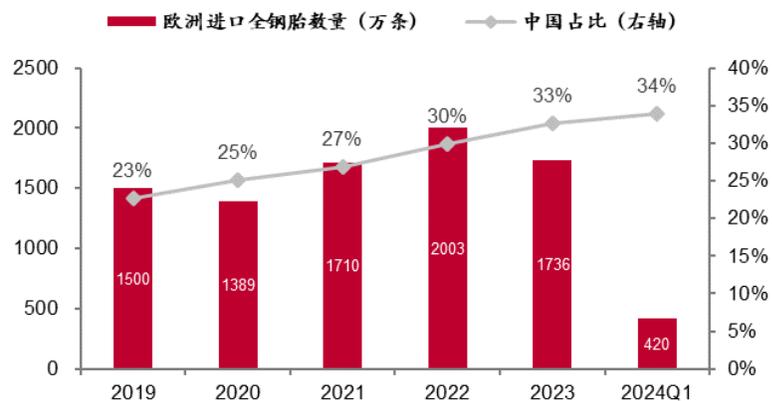


- **半钢胎进口自中国占比位居第一。**2023年欧洲进口半钢胎数量1.2亿条，进口自中国占比59%；2024Q1，欧洲进口半钢胎总量为2947万条，同比+5.2%，其中进口中国/韩国/土耳其半钢胎数量占比分别为58%/13%/8%。
- **全钢胎进口自中国占比持续增长。**2023年欧洲进口全钢胎数量1736万条，进口自中国占比33%。2024Q1，欧洲进口全钢胎总量为420万条，同比-4.1%，其中中国/土耳其/泰国数量占比分别为34%/26%/12%。
- **非公路胎进口中国占比第一。**2023年欧洲进口非公路轮胎数量为735万条，进口自中国占比为17%。2024Q1，欧洲进口非公路轮胎总量为49万条，同比-24.4%，其中进口自中国/印度/斯里兰卡数量占比分别为36%/33%/10%。

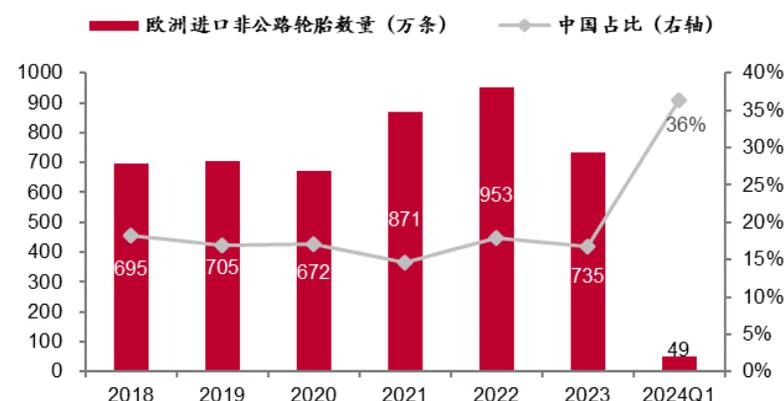
图：欧洲进口半钢胎数量以及中国占比 (万条/%)



图：欧洲进口全钢胎数量以及中国占比 (万条/%)



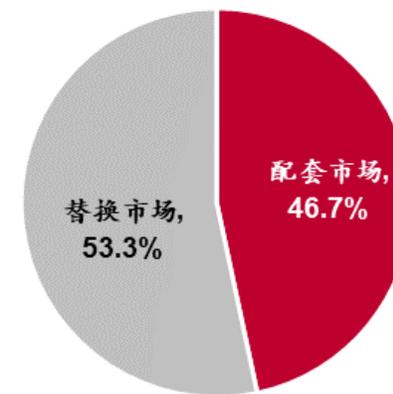
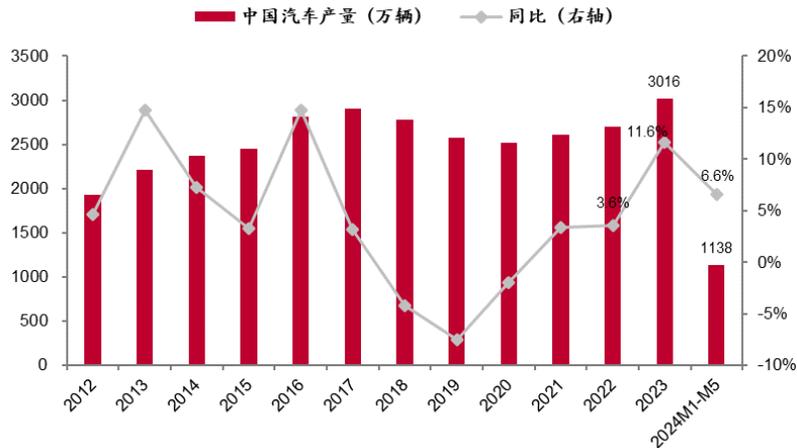
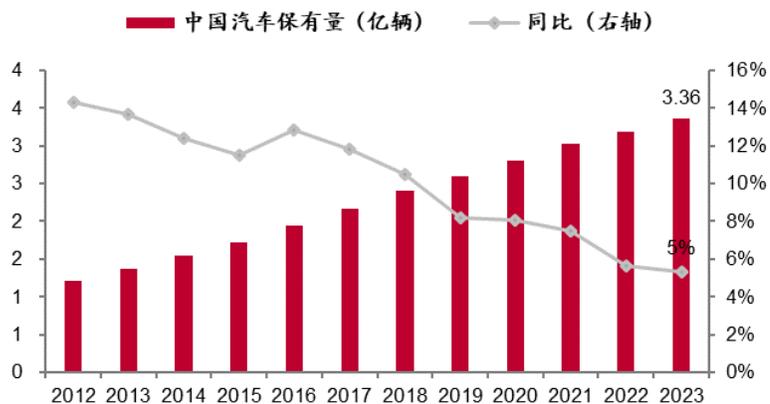
图：欧洲进口非公胎数量以及中国占比 (万条/%)



1.4 国内市场：汽车替换市场需求增长，汽车保有量及产量达到近年新高

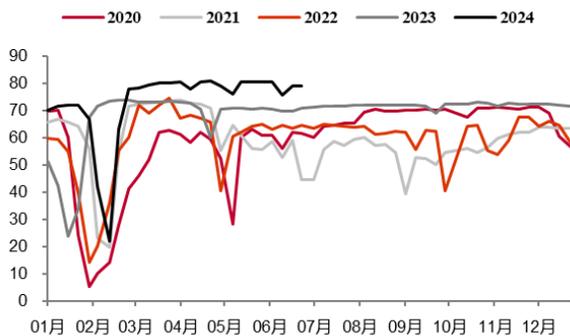
- **2012-2023年国内汽车保有量稳步上升，带动轮胎替换市场需求。**据中国橡胶业协会，每辆轿车配备5条轮胎，更换周期为3.3年，因此每辆车每年需要更换1.5条轮胎，汽车产量及保有量将相应带来下游轮胎配套市场及替换市场需求。2023年中国汽车保有量达到历史新高（3.4亿辆），2012-2023期间CAGR为9.7%。2012-2023年，国内汽车产量CAGR为4.2%，2023年国内汽车产量高达3016万辆，同比+11.6%，轮胎配套市场需求回暖。2024年1月-5月，国内汽车产量为1138万辆，同比+6.6%。
- 根据中汽协数据，2023年中国乘用车产量2612万辆，同比+9.6%；商用车产量404万辆，同比+26.8%。据米其林数据，2023年中国乘用车、轻卡及卡车轮胎替换市场占比约为53.3%，配套市场占比约为46.7%。

图：2012-2023中国汽车保有量及同比（亿辆/%） 图：2012-2024M5中国汽车产量及同比（万辆/%） 图：2023年中国乘用车、轻卡及卡车轮胎市场结构（%）

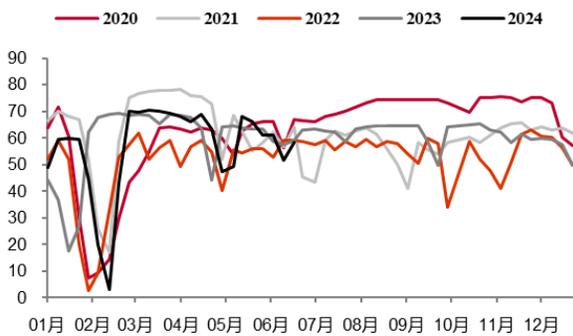


- **2023年国内汽车轮胎销量达到3.9亿条，同比+20.7%。**根据卓创资讯，2023年汽车轮胎销量中半钢胎为3.1亿条，同比+22.7%，全钢胎为0.8亿条，同比+13.8%。2023年国内轮胎销量结构中，半钢胎占比79%。
- **国内半钢胎开工率表现良好。**据Wind，2023年国内半钢胎开工率均值为69%，整体高于2020-2022年水平，2024年6月开工率月均值为79%；国内全钢胎开工率整体为4年间中等偏上水平，2023年开工率均值为60%，2024年6月开工率月均值为58%。
- **国内半钢胎产量水平高于前4年。**据Wind，截至2024H1，6月单月半钢胎产量为5693万条，同比+5.4%。国内全钢胎2024年6月单月产量为1213万条，同比-3.0%。

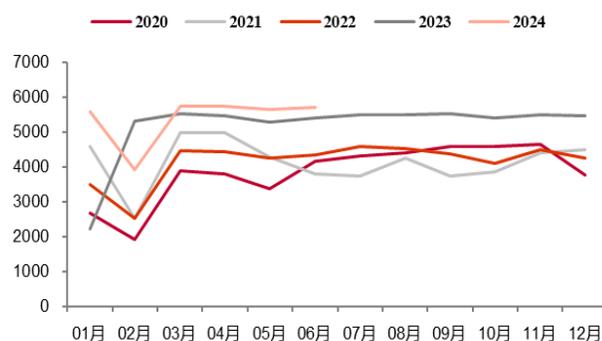
图：2020-2024H1中国半钢胎开工率 (%)



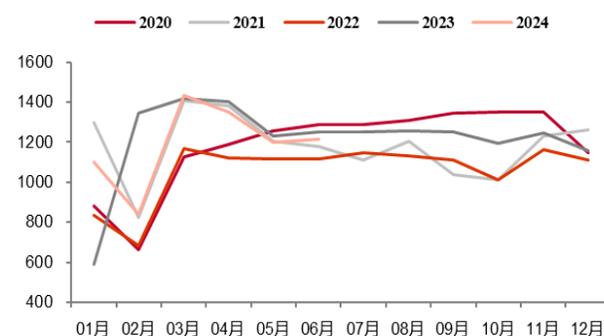
图：2020-2024H1中国全钢胎开工率 (%)



图：2020-2024H1中国半钢胎产量 (万条)



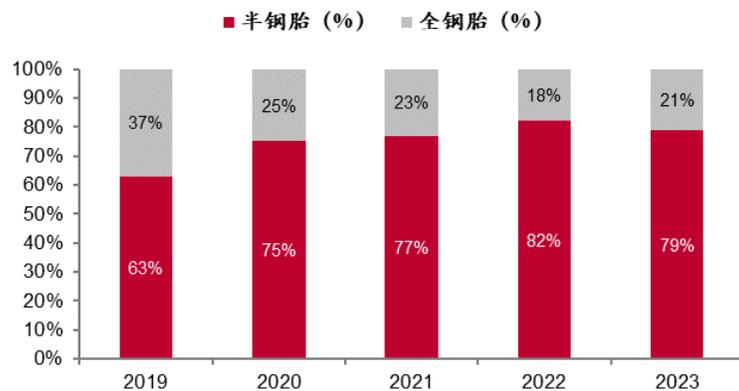
图：2020-2024H1中国全钢胎产量 (万条)



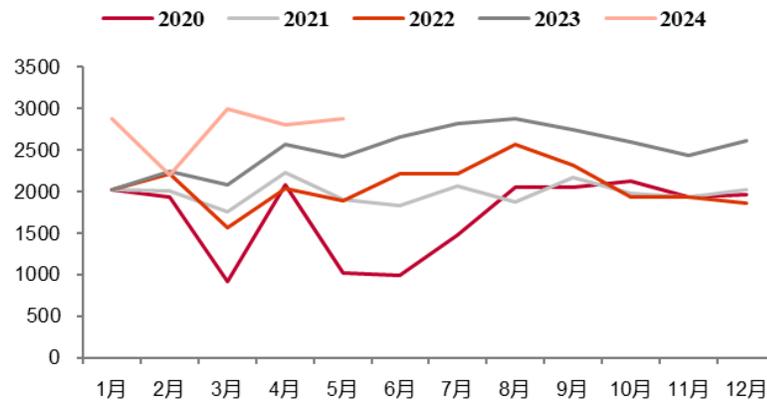
1.4 国内市场：2023年国内轮胎出口数量增长，2024半钢胎出口增长显著

- **2024M5**，国内半钢胎单月出口量为**2874万条**，同比**+7.9%**。2023年国内半钢胎出口数量为3.1亿条，同比**+22.5%**。根据中国海关总署数据，2020-2023年，国内半钢胎出口数量逐年增长，CAGR为14.6%。
- **2024M5**，国内全钢胎单月出口量为**1066万条**，同比**-1.1%**。2023年中国全钢胎出口总数为1.2亿条，同比**+13.6%**。根据中国海关总署数据，2020-2023年，国内全钢胎出口数量逐年增长，CAGR为10.2%。

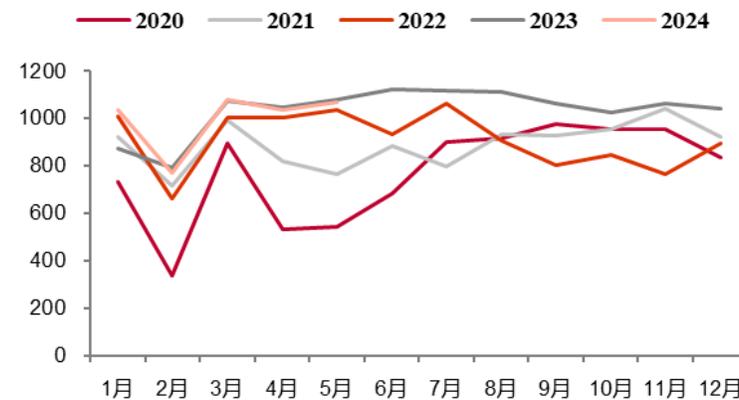
图：2019-2023中国轮胎销量结构 (%)



图：2020-2024M5年中国半钢胎出口数量 (万条)

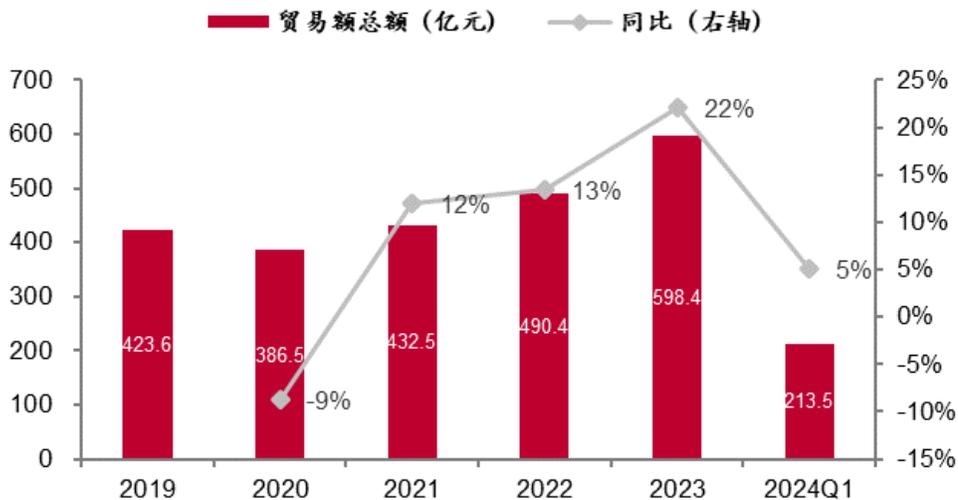


图：2020-2024M5年中国全钢胎出口数量 (万条)

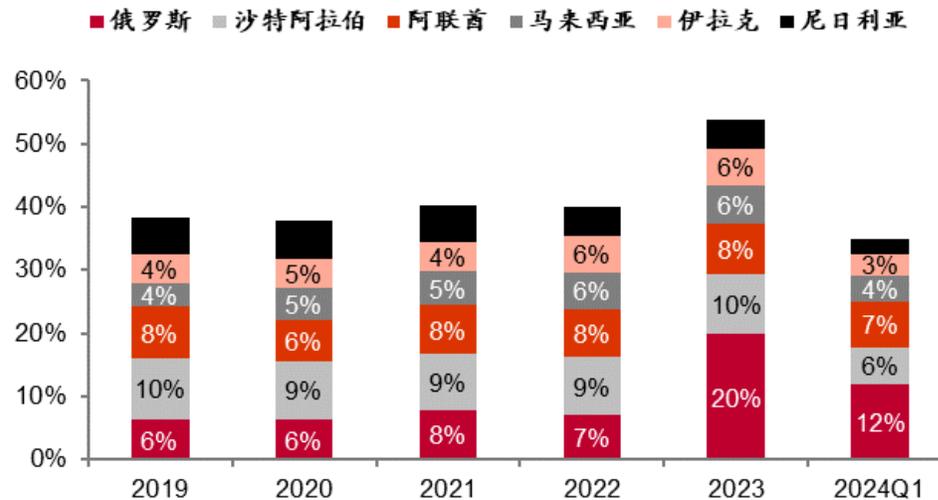


- “一带一路”逐渐成为国产轮胎出口的新增市场。传统出口市场受到欧美“双反”制裁后，中国轮胎行业逐步将目光放到“一带一路”相关国家上，争取更多出口份额。近年来中国出口“一带一路”国家的轮胎数量上升。据中国海关总署数据，2024Q1出口一带一路国家轮胎贸易额为213.5亿元，同比+5%。未来伴随中国和“一带一路”国家合作增加，以及相关国家自身的持续发展，“一带一路”国家有望成为中国轮胎出口增长点。
- 俄罗斯进口需求增长显著。中国出口俄罗斯轮胎贸易额由2020年24.0亿元增长至2023年118.6亿元；俄罗斯占中国轮胎出口“一带一路”国家贸易总额比例逐年提升，由2020年占比6%上升至2023年20%。

图：中国出口一带一路轮胎贸易总额（亿元/%）

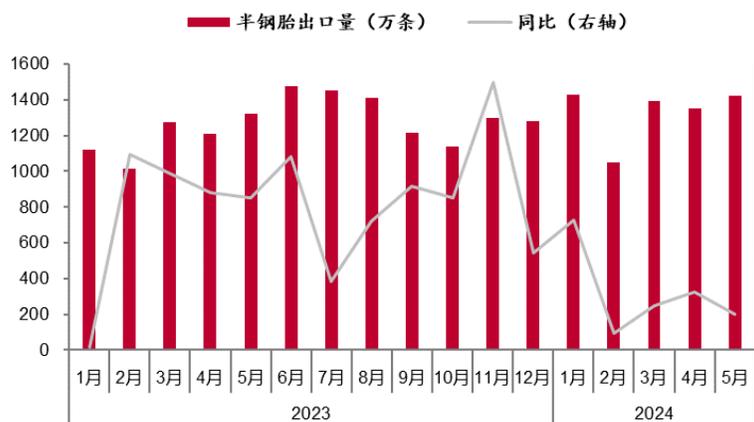


图：中国出口一带一路重要国家轮胎贸易额占比 (%)

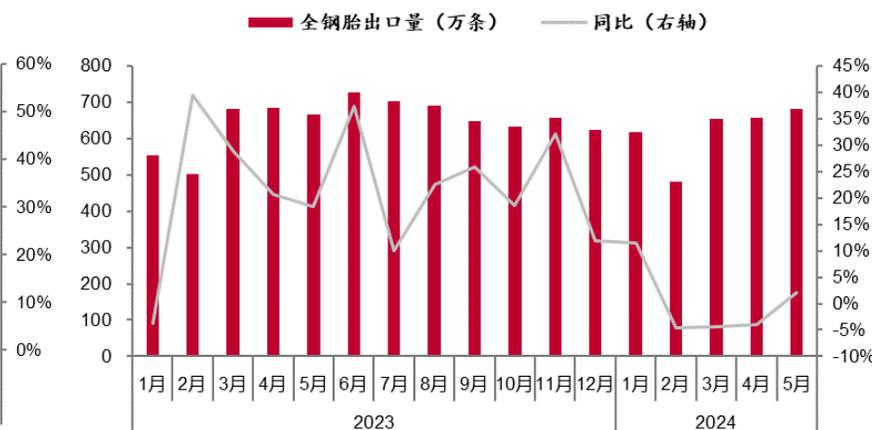


- **2024M1-M5**，中国出口一带一路半钢胎数量同比+11.9%，2024年5月半钢胎单月出口量为1423万条，同比+7.4%；出口一带一路全钢胎数量同比-0.1%；2024年5月全钢胎单月出口量为682万条，同比+2.2%。
- **2024M1-M5**，中国出口一带一路非公路轮胎数量为332万条，同比+33.6%。2024年5月中国单月出口一带一路非公路轮胎数量为80万条，同比+59.3%。2023-2024年5月，出口俄罗斯非公路轮胎数量占比稳居第一，2024年5月单月出口俄罗斯34万条，同比+176.4%，占比42%。

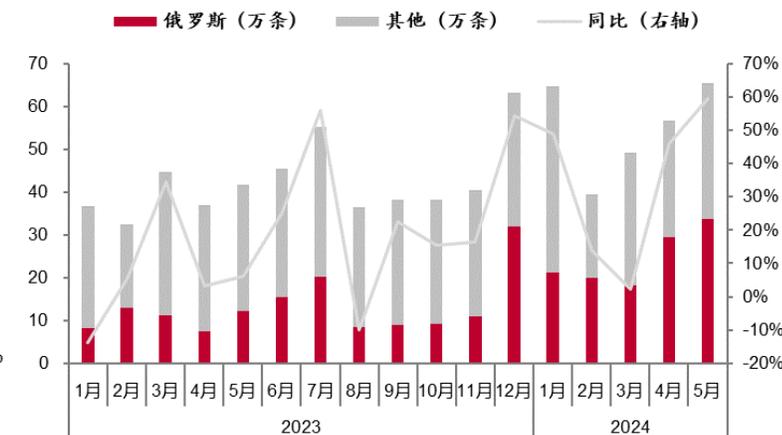
图：2023-2024M5中国出口一带一路半钢胎量 (万条/%)



图：2023-2024M5中国出口一带一路国家全钢胎量 (万条/%)

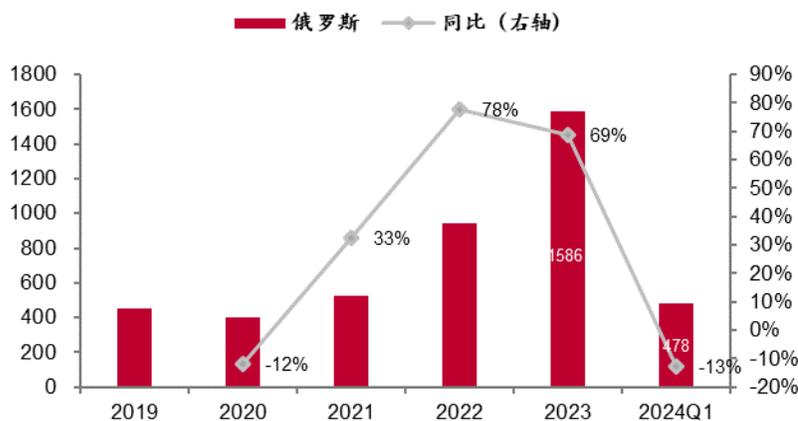


图：2023-2024M5中国出口一带一路国家非公路轮胎量 (万条/%)

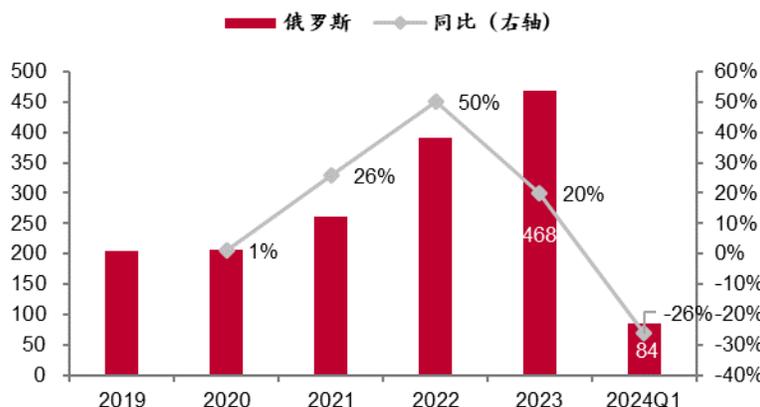


- 俄罗斯逐步成为中国轮胎出口重要国家。俄乌冲突导致多家轮胎跨国公司撤出俄罗斯市场，根据中国海关统计数据，2020-2023年，俄罗斯进口中国半钢胎数量持续快速增长，期间CAGR为58.4%，2022/2023年分别同比+78%/+69%；俄罗斯进口中国全钢胎数量也逐年上涨，2022/2023年同比分别+50%/+20%。
- 2019-2023年，中国出口俄罗斯半钢胎占出口一带一路国家总额比例持续上涨，2024Q1年半钢胎占比达到12%，同比+2pct，全钢胎占比5%，同比-2pct；中国出口俄罗斯非公路轮胎占出口一带一路国家数额比例较高，并保持增长趋势，2024Q1年进口数量达到59万条，同比+83%，占比32%。

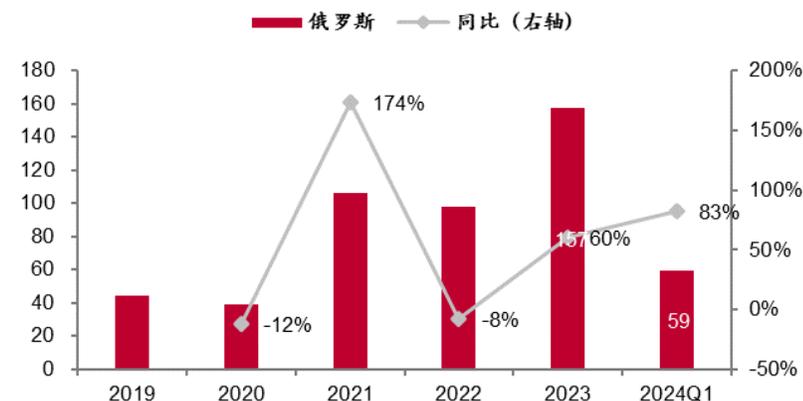
图：中国出口俄罗斯半钢胎数量及同比
(万条/%)



图：中国出口俄罗斯全钢胎数量及同比
(万条/%)



图：中国出口俄罗斯非公路轮胎数量及同比
(万条/%)





2

供给：内资份额持续提升，长期消费
属性凸显

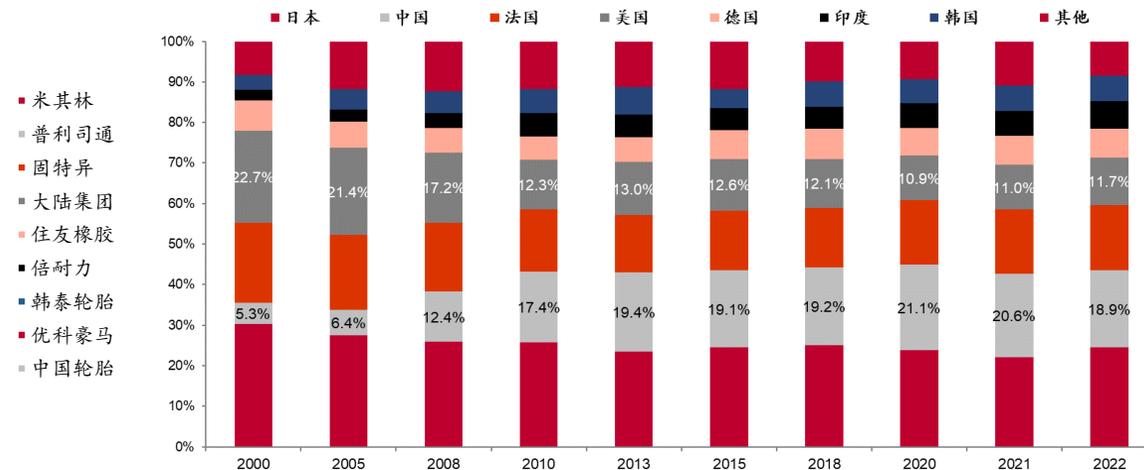
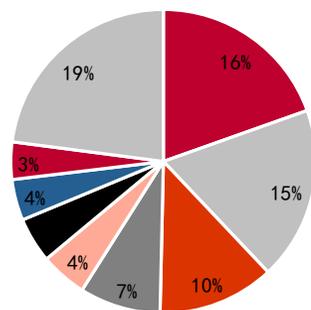
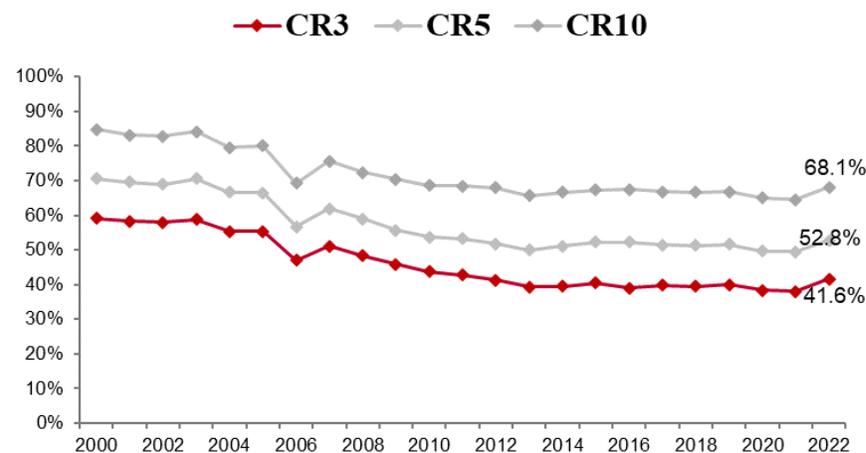
2.1 海外龙头份额集中度降低，国内企业份额占比提升

■ 海外龙头份额集中度整体呈下降趋势。根据2000-2022年度世界轮胎75强营收数据计算，2022年CR10、CR5、CR3分别为68%、53%、42%，分别较2000年下降17、18、18pct。2022年中国胎企在全球75强中营收占比19%，整体占比较2000年增长14pct。在75强中，中国大陆企业31家，中国台湾企业4家。美国企业份额持续下跌，在2022年达到12%；日本企业份额由2000年30%下降至2022年25%。

图：2000-2022年全球轮胎75强市场集中度

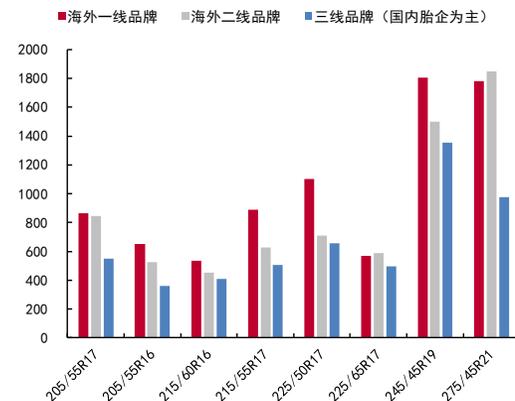
图：2022年轮胎企业格局

图：2000-2022年全球轮胎75强国别份额变化

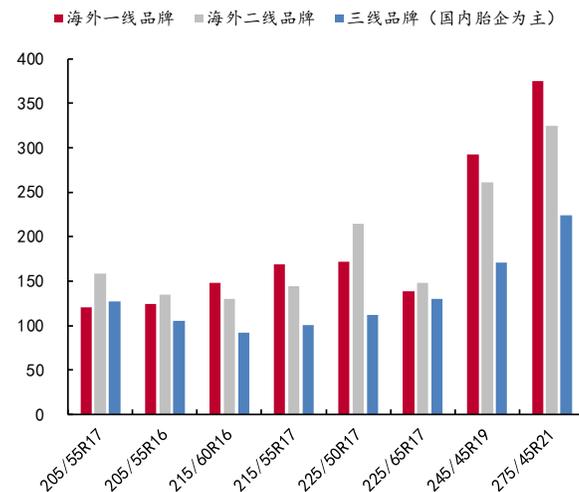


- 世界通胀高位带来消费降级，助力高性价比轮胎需求提升。当全球处于高通胀高利率时会带来消费降级趋势，叠加欧美国家较高的人均汽车保有量带来的对轮胎的刚性替换需求，使得中国高性价比轮胎更受海外终端消费者青睐。根据盖洛普发布的民调结果，12%的美国居民在应对通胀时会采取购买更便宜的品牌，低价轮胎更具吸引力。
- 三线品牌以国内胎企为主，在前几年，相较于海外一、二线轮胎品牌，其凭借成本优势发力于低价领域，与其形成了价格带错位竞争。

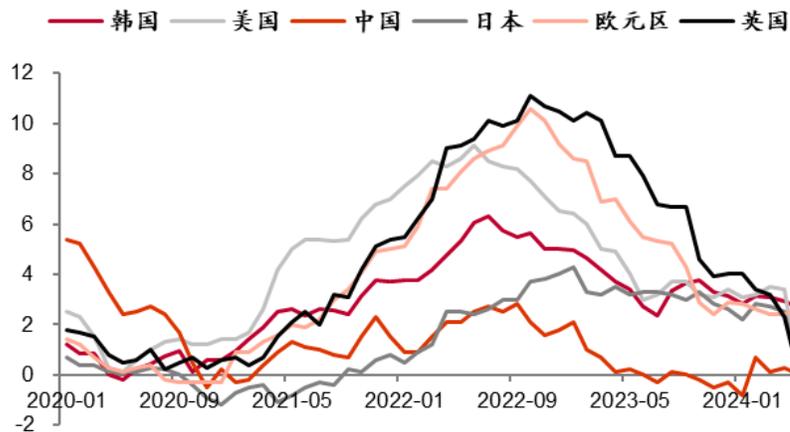
图：中国市场各类品牌价格对比（元）



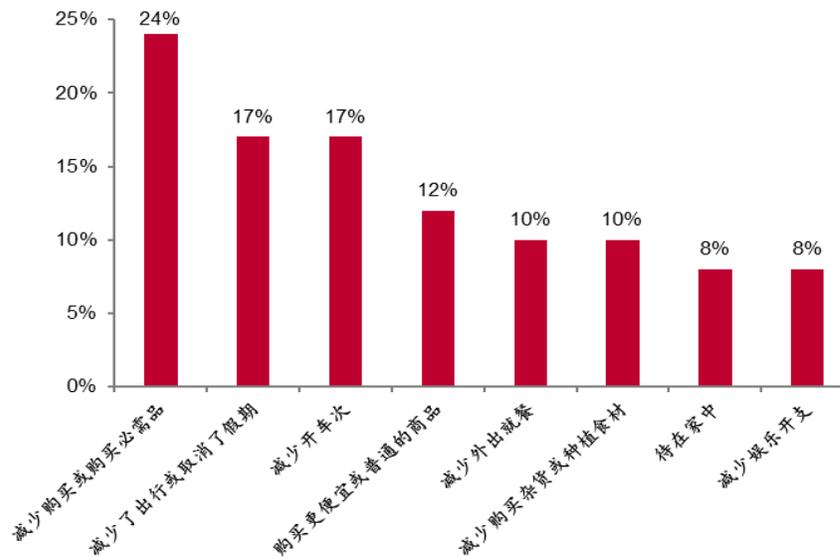
图：美国市场各类品牌价格对比（美元）



图：世界各国通胀情况：CPI同比（%）

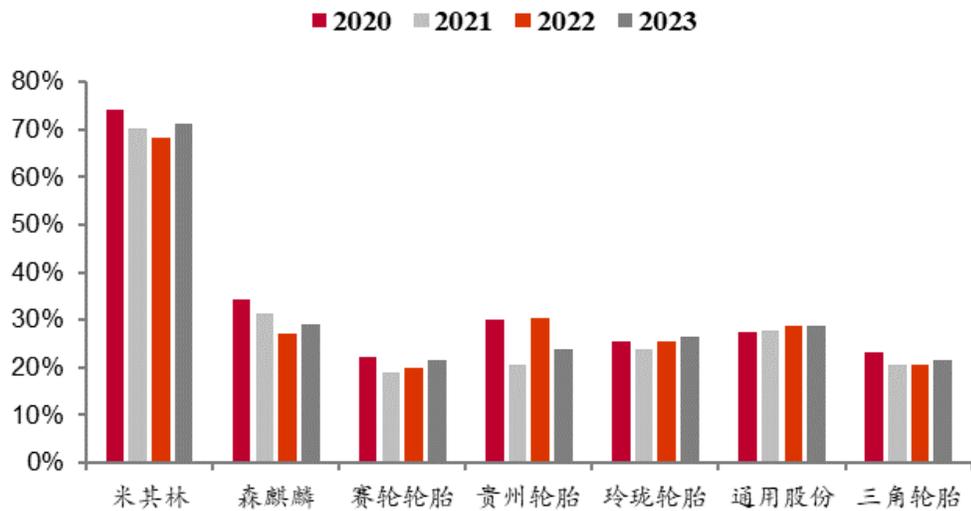


图：美国居民应对物价上涨采取的措施

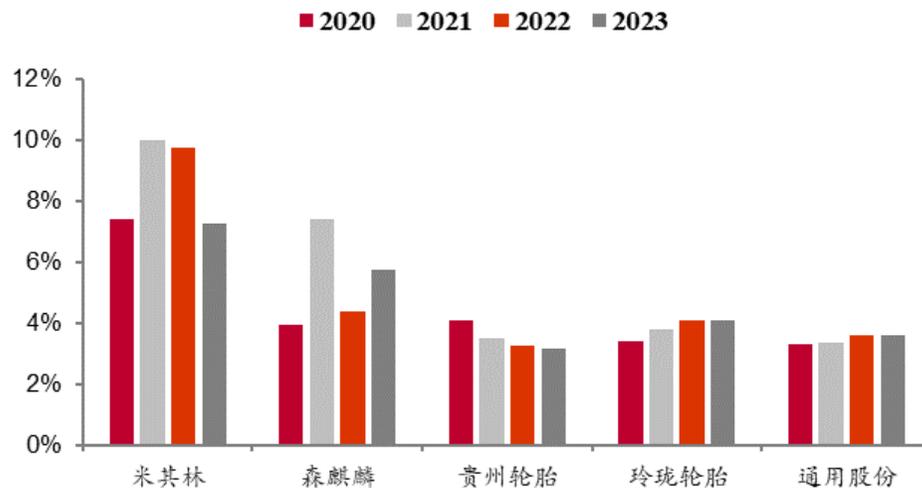


- 相较于国外龙头胎企，国内胎企非原材料成本占比更小。在成本构成方面，海外胎企的人工费用和制造费用等非原材料占比较高，主要系海外轮胎企业的工厂广泛分布于北美洲及欧洲等发达地区，劳动力价格偏高。而轮胎生产标准化程度较高，在原材料价格基本一致情况下，国内企业的非原材料成本占比较低，基本为20%-30%左右，而米其林相应占比为70%左右。故国内轮胎的高性价比或得益于对其他成本项目的控制，主要源于较低的劳动力成本和制造费用。短期而言，在海外消费降级趋势下，中国轮胎需求将得到提升。
- 海外龙头胎企运费成本较高。单从国内外头部胎企运费成本占比来看，国内企业基本稳定在3%-5%左右。而国外龙头胎企米其林运费占比高达7%-10%。可见国内胎企运费成本控制更加到位。

图：2020-2023国内外头部胎企非原材料成本占比（%）



图：2019-2022国内外头部胎企运费成本占比（%）

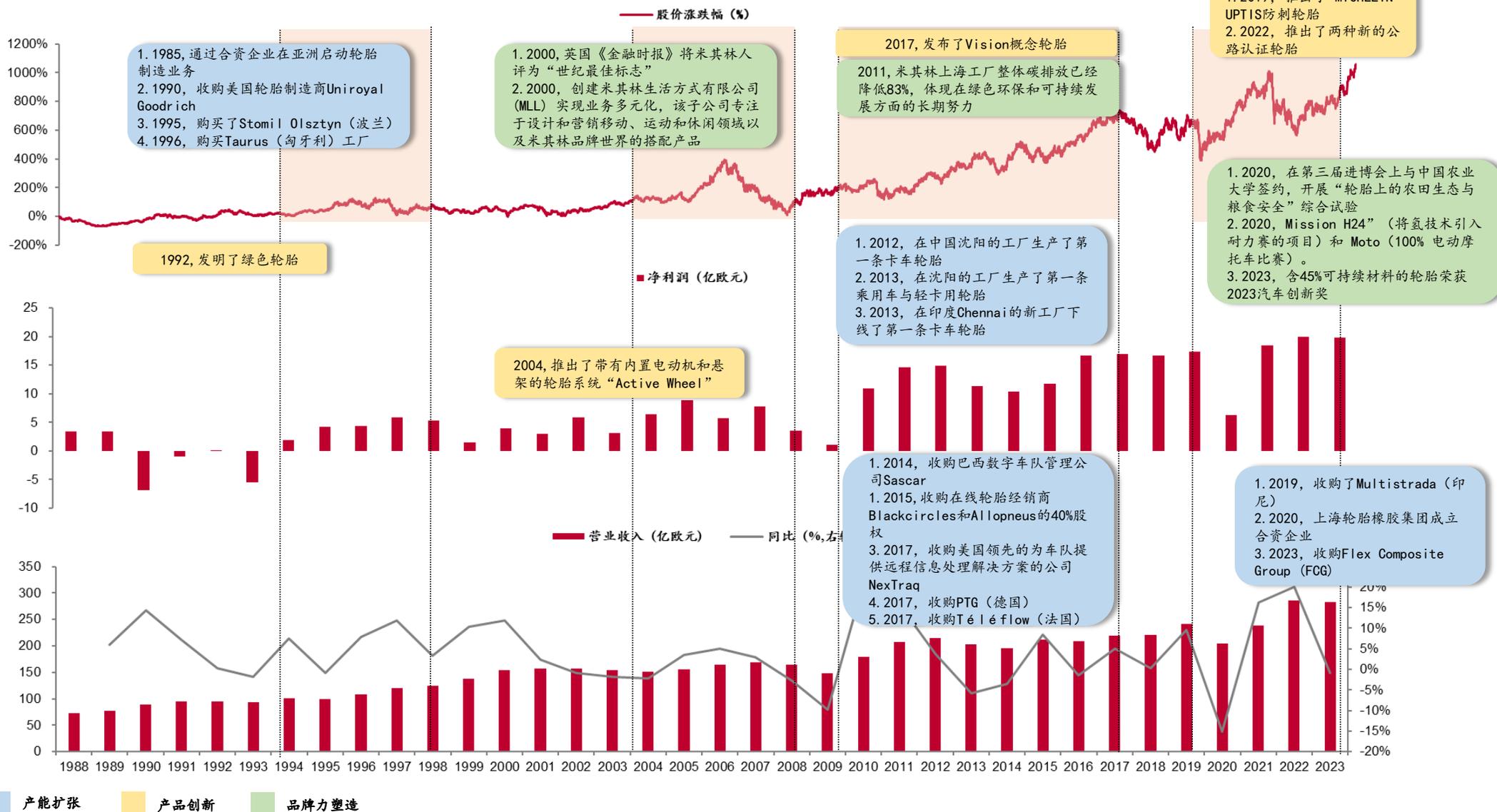


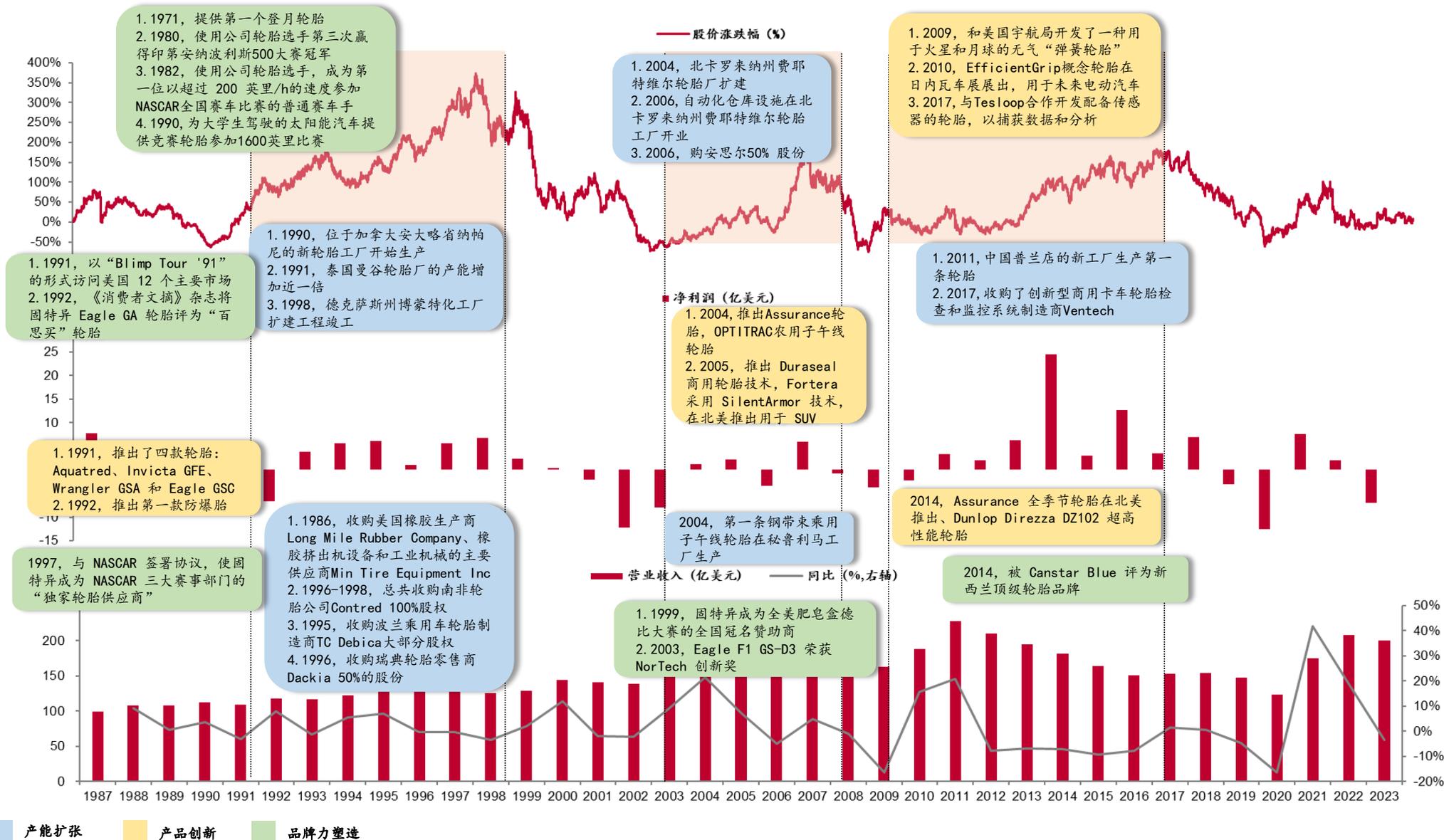
■ 复盘轮胎海外优质企业，发现在公司发展历程中，产能扩张、产品创新、品牌塑造为其快速成长的三大核心要素。海外优质胎企在公司业绩攀升阶段，均持续投入工厂建设扩张产能，通过收并购手段拓宽业务区域范围；同时在每个阶段相应推出新产品，为更多场景提供轮胎；积极与车厂建立配套合作，参与国际赛事成为供应商和赞助商，或参加国际评选，提高品牌知名度，增加客户粘性。

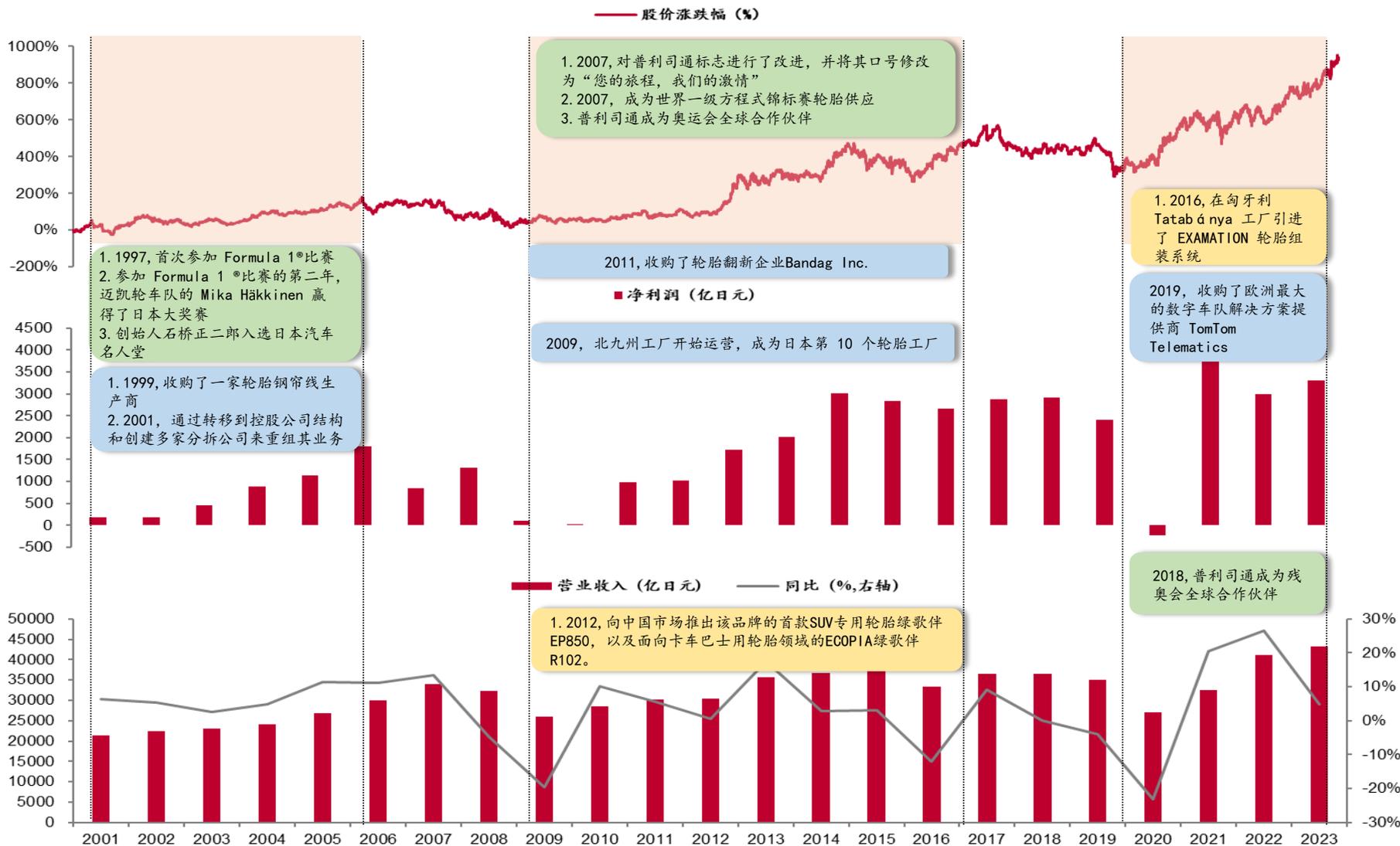
图表：轮胎海外优质企业发展历程区域扩张情况

米其林	1981年：巴西开设两家工厂。
	1985年：通过合资企业在亚洲启动轮胎制造业务。
	1990年：收购美国轮胎制造商Uniroyal Goodrich。
	2012年：在中国沈阳的工厂生产了第一条卡车轮胎。
	2013年：在印度Chennai的新工厂下线了第一条卡车轮胎。
	2019年：收购了印尼Multistrada。
2020年：米其林与上海轮胎橡胶集团成立合资企业。	
普利司通	1983年：收购了凡士通纳什维尔工厂，作为其在美国的第一家生产工厂。
	1988年：以26亿美元合并美国第二大轮胎制造商凡士通轮胎橡胶公司。
	2016年：匈牙利 Tatabánya 工厂引进了 EXAMATION 轮胎组装系统。
固特异	1941年：墨西哥工厂开始生产。
	1962年：新化工厂在法国勒阿弗尔开始运营。
	1966年：在牙买加和澳大利亚开设工厂。
	1975年：尼日利亚贝宁市天然橡胶加工厂开始生产。
	1996年：收购菲律宾Sime Darby Pilipinas的轮胎资产。
	1996年：收购南非轮胎公司Contred 60%的股权。
	1998年：收购南非Contred轮胎和工程产品子公司剩余40%的股权，以及印度南亚轮胎公司的剩余股份。
	2011年：中国普兰店的新工厂生产第一条轮胎。

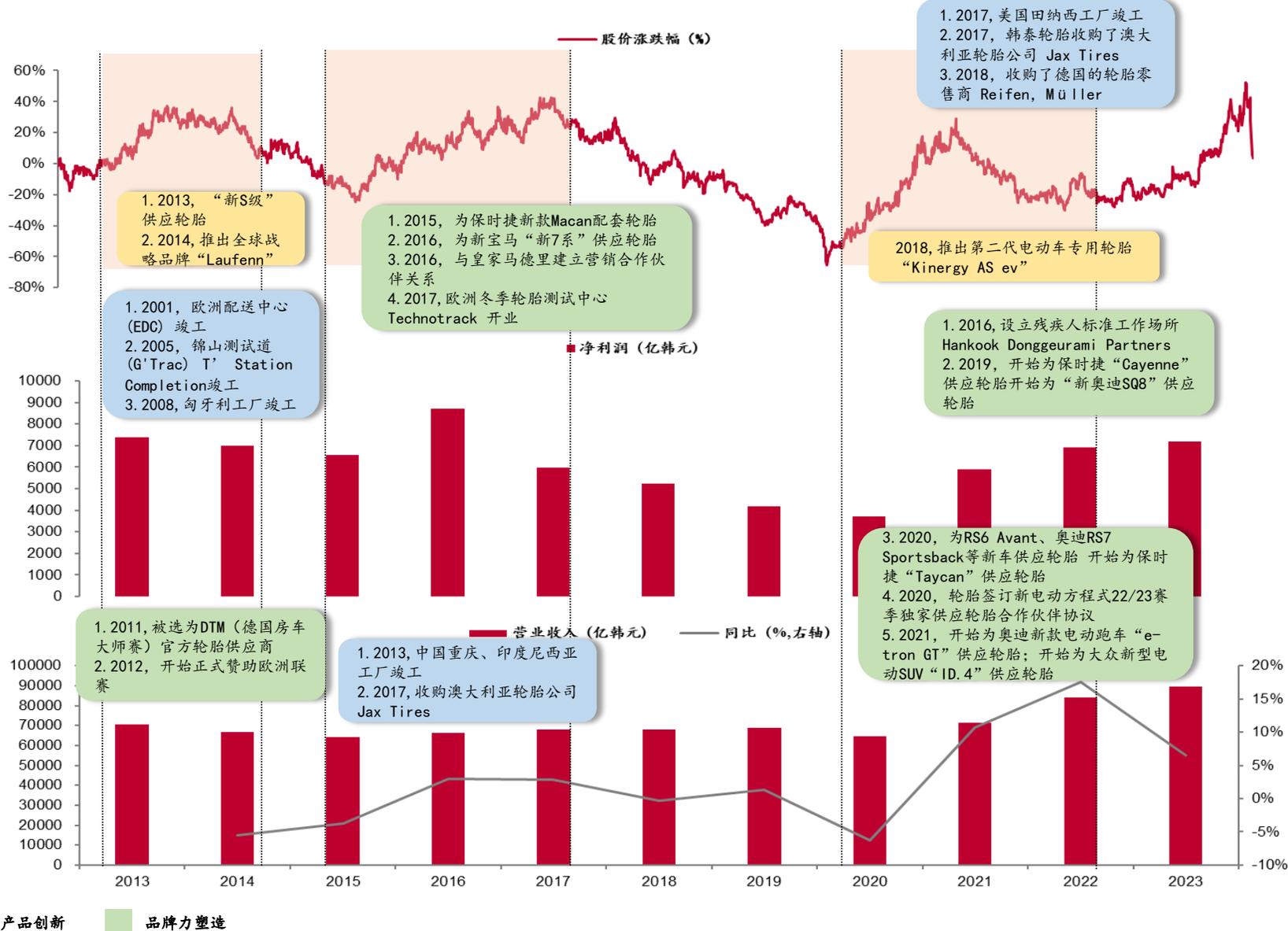
韩泰轮胎	1999年：中国嘉兴工厂、江苏工厂竣工。
	2001年：欧洲配送中心(EDC)竣工。
	2008年：匈牙利工厂竣工。
	2013年：举行中国重庆、印度尼西亚工厂竣工仪式。
	2017年：美国田纳西工厂竣工。
	2017年：收购了澳大利亚轮胎公司 Jax Tires。
2018年：收购了德国的轮胎零售商 Reifen, Mülle。	
住友	1981年：马来西亚工厂开业。
	1984年：收购了英国、德国、法国的六家轮胎工厂，以及英国邓禄普轮胎技术部门。
	1986年：收购了美国邓禄普轮胎公司。
	1997年：印度尼西亚工厂开始运营。
	2001年：中山工厂(中国)开始运营。
	2010年：在泰国北部建立天然橡胶加工厂。
	2015年：土耳其工厂开始运营。
	2015年：收购了瑞士医用橡胶零件制造商 Lonstroff Holding AG。
2019年：斯洛文尼亚工厂开始运营	

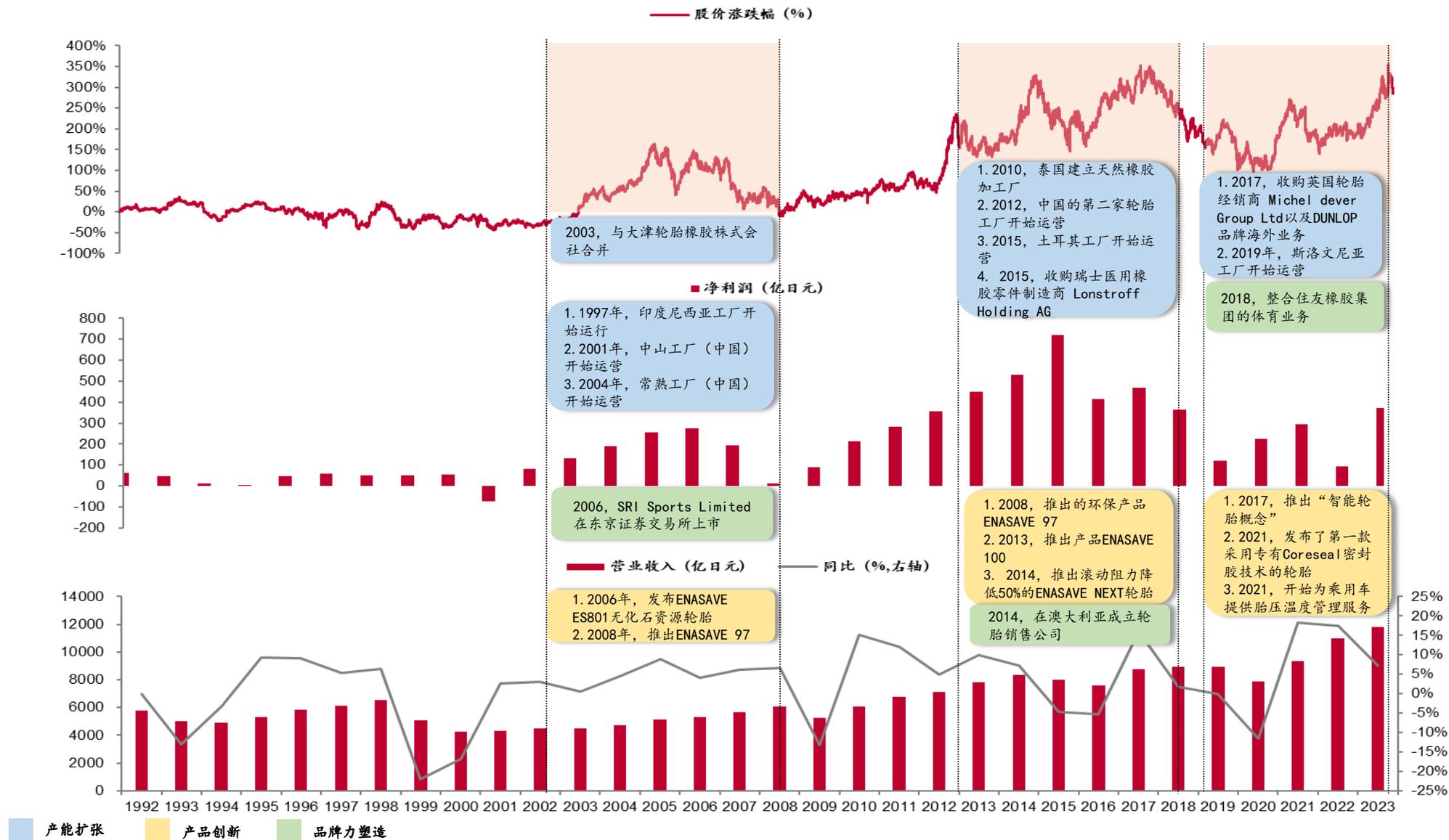






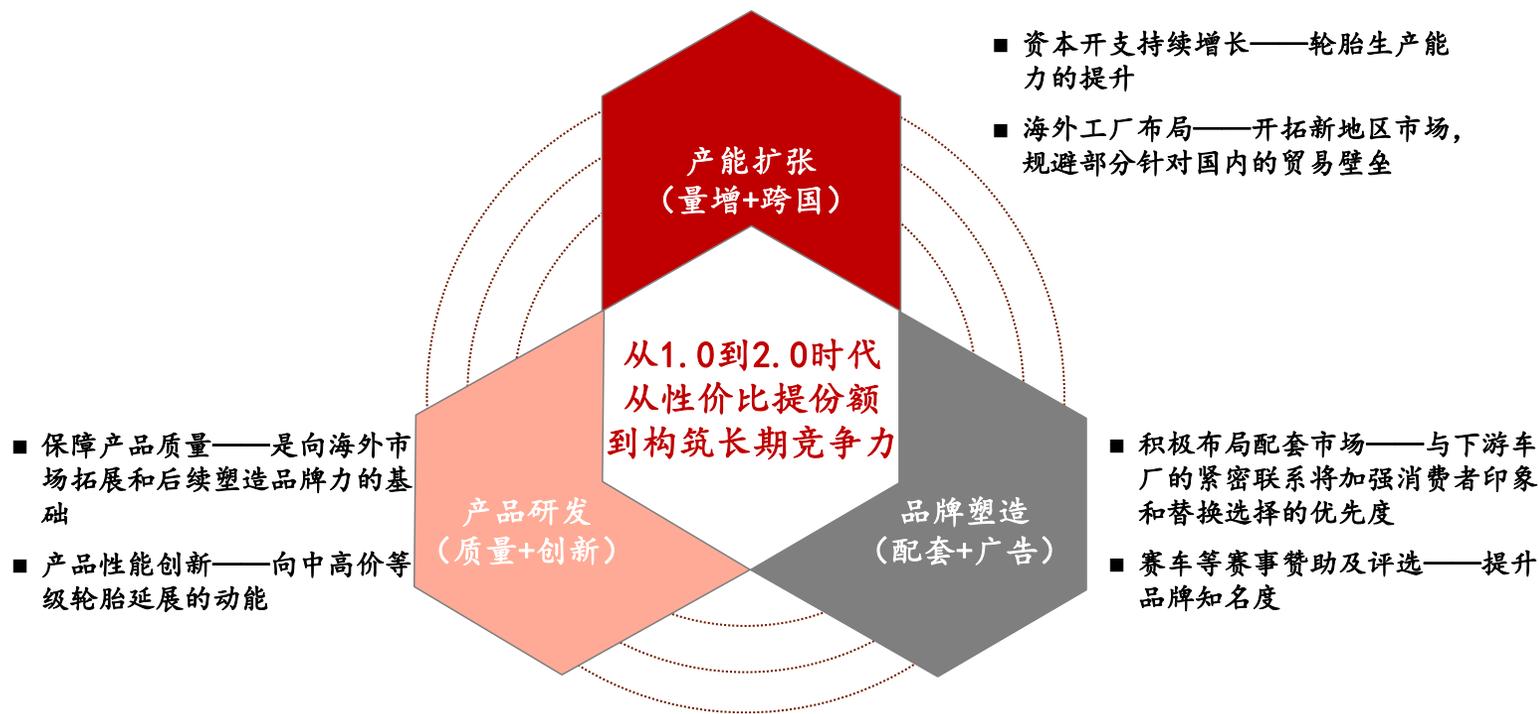
■ 产能扩张 ■ 产品创新 ■ 品牌力塑造





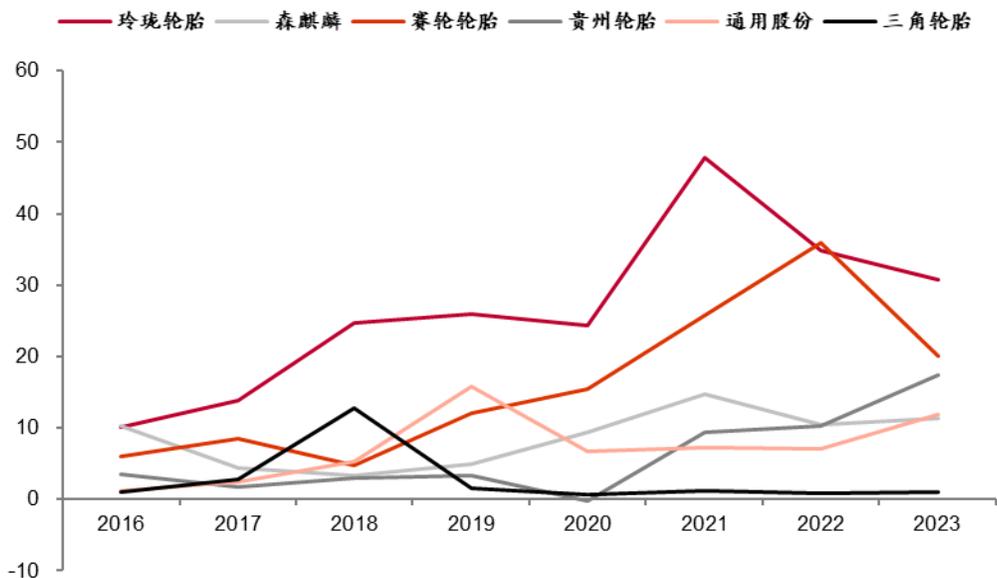
- 性价比优势是1.0时代竞争下抢夺份额的利器，步入2.0时代长期发展需效仿海外龙头深耕“产能+产品+品牌”。产能扩张重点在量增+跨国，中国胎企目前资本开支持续增长，大力投入海内外工厂建设，并快速开拓高毛利率海外市场，市场份额有望持续扩大；产品研发核心是质量+创新，两者分别是向中高价延展的基础和动能，中国轮胎品质目前逐步提升，并通过技术创新推出了例如“液体黄金”等高性能产品；品牌塑造依托好的品质+配套+广告，中国胎企积极拓展配套市场，与下游主机厂的紧密联系将加强消费者印象和替换选择的优先度，同时参加赛车等赛事赞助及媒体评选，提升品牌知名度。

图：从1.0-2.0时代，国内胎企从性价比提份额的短期竞争转为到构筑长期竞争力



- **国内头部胎企正处产能扩张阶段。**2021年以来，在原材料价格、海运费价格上涨的背景下，轮胎行业整体利润同比下降，一定程度上加剧了国产轮胎企业的洗牌速度，2021年多家中小轮胎企业破产，而部分国内优质企业选择继续加码资本开支，自2016年以来，玲珑、赛轮、森麒麟等胎企持续加大资本开支。2021-2023年贵州轮胎、通用股份资本开支增势显著。
- **2023年国内胎企投资扩产步伐加快。**根据车轱车辙整理的2023年新增轮胎产能，玲珑轮胎、正新橡胶、赛轮轮胎、贵州轮胎、固铂等胎企新增布局量均上千万条，市场需求较为乐观，国内胎企望占据更大市场份额。

图：2016-2023年国内主要上市公司资本开支（亿元）



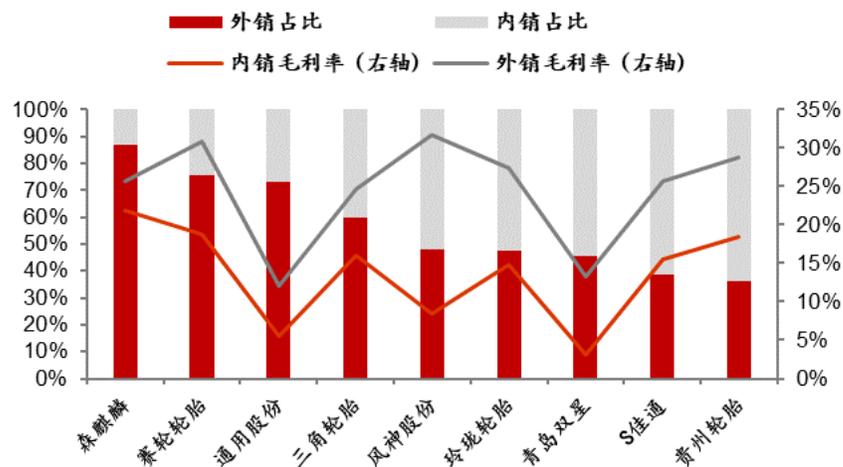
图：2023年国内部分胎企新建轮胎项目

企业	项目	地点	投资额	进展情况
中策橡胶	年产650万条全钢胎	杭州清泉	20亿	开工
	农业胎和斜胎扩建项目	天津	28亿	竣工
赛轮轮胎	1600万条半钢胎、260万条全钢胎	越南	/	在建
	300万条半钢胎、60万条全钢胎、3.7万吨非公路轮胎	印尼	/	拟建
	600万条半钢胎	墨西哥	/	拟建
	165万条全钢胎	柬埔寨	/	在建
	2700万条半钢胎	东营	/	在建
玲珑轮胎	350万条全钢胎、6万吨非公路轮胎项目技改	青岛	/	在建
	1200万条半钢胎、200万条全钢胎	吉林	/	在建
	1500万条半钢胎	泰国	/	在建
	200万条全钢胎	吉林	/	在建
固铂	1200万条半钢胎	湖北	/	在建
	3700万条轮胎	江苏昆山	13.76亿	拟建
贵州轮胎	年产600万条半钢子午线轮胎	越南	16.6亿	拟建
	年产95万条高性能全钢子午线轮胎	越南	/	在建
	年产38万条全钢工程子午线轮胎	贵州扎佐	19.4亿	在建
建新轮胎	150万条全钢胎	福建永安	11.3亿	开工
海安橡胶	巨型工程胎三期扩建项目	福建莆田	2.34亿	拟建
浪马轮胎	20万条工程胎	辽宁朝阳	4亿	开工
徐轮橡胶	19万条工程胎、32万条农业胎、50万条工业胎	江苏徐州	15亿	在建
毅狮迈	35万条一期实心胎	江苏	10亿	在建
兰州金刚	120万条全钢胎	甘肃兰州	/	拟建
箭达天下	年产120万条全钢胎	克拉玛依	14.92亿	开工
米其林	350万条轮胎扩产项目	沈阳	2亿	拟建
正新橡胶	4000万条轮胎产能	/	/	待启动

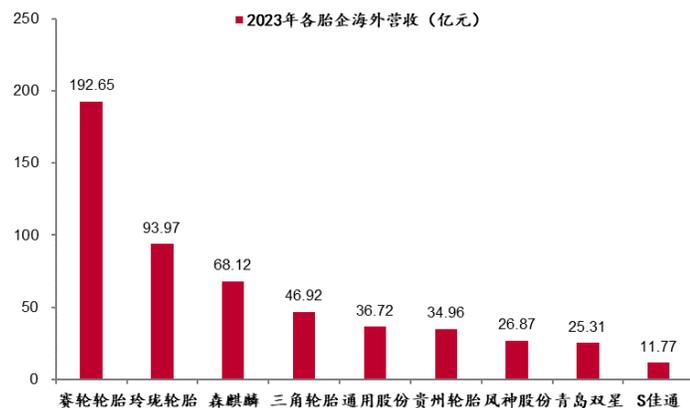
2.3.1 产能：伴随产能释放，国内龙头胎企逐步抢占海外市场份额

- **国内胎企布局海外，带动盈利高增。**我国是轮胎的生产大国，常年来贸易顺差，据前瞻产业研究院，国内轮胎上市公司外销占比较大，主要源于国产胎在海外市场的价格优势和高利润率。2023年，森麒麟外销占比高达87%，营收68.1亿元，外销毛利率为25.6%；赛轮轮胎外销占比74.2%，营收192.7亿元，外销毛利率为30.8%。
- **为从源头上规避贸易壁垒，国内有实力的轮胎企业陆续布局海外生产基地。**随着海外布局逐步推进，以赛轮、玲珑、森麒麟为代表的中国头部胎企，已将产能从东南亚拓展到南美（墨西哥）、欧洲（塞尔维亚）、非洲（摩洛哥）等地，望占据更大的市场份额。

图：2023年各轮胎企业内外销占比及毛利率情况 (%)



图：2023年各轮胎企业海外营收 (亿元)

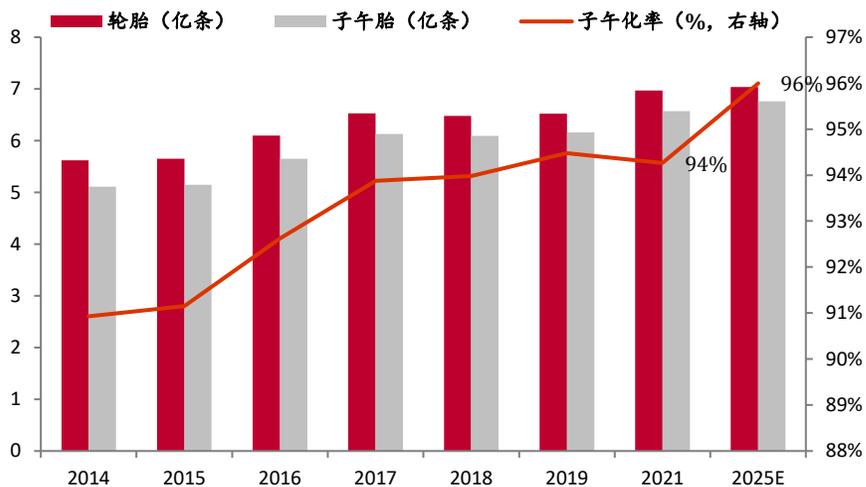


图：目前国内企业海外产能规划情况 (半钢及全钢胎单位为万条、非公路胎为万吨)

企业	基地	海外项目产能 (万条、万吨/年)		
		半钢胎	全钢胎	非公路胎
赛轮轮胎	越南	1600	260	10
	柬埔寨	900	165	
	印尼	300	60	3.7
	柬埔寨	900	165	
玲珑轮胎	泰国	1500	220	
	塞尔维亚	1200	160	
森麒麟	泰国	1600	200	
	西班牙	1200		
	摩洛哥	1200		
贵州轮胎	越南		215	
通用股份	泰国	1600	180	
	柬埔寨	850	165	

- 中国轮胎产品质量有所提升，子午化率在**2025年**预计能够达到**96%**。据《轮胎工业》统计，欧洲、美国、日本等发达地区和国家轿车轮胎子午化率已达到100%，载重轮胎子午化率已达到90%以上，工程机械轮胎子午化率约达70%。在国内环保监管日趋严格的情况下，不合格的低端产能被直接查封或逐步出清，我国轮胎企业数量已由2013年的565家下降至2022年的180家，行业集中度持续提升。
- 国内胎企近年来重视对轮胎产品性能的要求，积极布局技术创新。推出新型产品，有望带动未来行业升级发展。玲珑轮胎主导的蒲公英橡胶产业技术创新战略联盟，成功制造出蒲公英橡胶概念轮胎；森麒麟主打石墨烯轮胎，在保证轮胎高抗湿滑、高耐磨的基础上，还可兼顾低滚阻性能，打破性能不可兼顾的“魔鬼三角”定律。赛轮轮胎利用世界首创“化学炼胶”技术制备的新材料，自主研发出了低碳绿色轮胎产品-液体黄金轮胎，解决了困扰行业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。

图：2014-2025E中国轮胎子午化率变化情况（亿条，%）



表：内各胎企技术产品创新布局

企业	技术	性能
玲珑轮胎	自主开发全新一代超低滚阻轮胎	滚阻达到4.0以下，比常规产品降低38%，可实现整车百公里油耗降低2.2L
	第一条生物基衣康酸酯轮胎	绿色低碳新材料解决方案
	第一条蒲公英轮胎	
	第一条石墨烯轮胎	
森麒麟	石墨烯轮胎	保证轮胎高抗湿滑、高耐磨的基础上，还可兼顾低滚阻性能，打破性能不可兼顾的“魔鬼三角”定律
赛轮轮胎	液体黄金轮胎	液体黄金轮胎解决了困扰行业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
通用股份	杜仲轮胎千里马5X290	提高了轮胎性能，行驶里程可提升30%以上
青岛双星	“稀土金”轮胎	滚阻可以达到3.8-4.5，具有很好的节能性，可以提高新能源车的续航里程

- 国内胎企品牌持续加大研发力度，提升轮胎性能，部分胎企产品已逐步获得市场认可。根据车与轮发布的2021年SUV轮胎测试数据，当中选取了7款国内品牌轮胎和3款外资品牌轮胎，均为高性能产品。在轮胎静态参数对比中，赛轮 ESL SPORT S01耐磨指数为480，占据第一名；在干地刹车维度，正新AD-R9 SUV以35.60米的成绩位列第一，玲珑CS820以36.37米位列第二。由此可见，静态参数、刹车距离方面部分国内胎企高性能产品表现不亚于外资品牌。

图：2021年《车与轮》SUV轮胎组测试结果



- 国产轮胎品牌积极打通渠道，提升配套率。相较于替换市场，配套市场对于稳定供货能力及品牌知名度要求更强，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。根据车与轮发布的2023年度汽车销量及轮胎配套情况，可见国内轮胎企业正逐步实现对配套市场的渗透。
- 国内胎企在各大体育赛事上进行宣传推广，提升品牌知名度。体育赛事作为一种综合型的经济体育类型活动，影响力巨大，是非常好的宣传手段之一。2023年国内胎企在各大赛事上进行品牌宣传。

表：2023中国胎企参与的赛事及赞助

2023年中国轮胎企业参与赛事		
赛事及俱乐部	胎企名称	参与事项
CTCC中国汽车场地职业联赛	赛轮集团	最佳合作伙伴
CDC赛季的第二站比赛	赛轮轮胎	赛轮轮胎飘移车队获CDC成都站冠军
Formula Drift Japan第三轮	赛轮轮胎	赛轮轮胎成为冠军
CJ SUPERRACE GT CLASS	赛轮轮胎	2024年独家供应商
粤港澳大湾区汽车飘移锦标赛	中策西湖	轮胎OPS飘移车队11号车手朱元路获得粤港澳组冠军
日本FORMULA DRIFT JAPAN第一站	玲珑轮胎	飘移车队包揽冠亚军
日本FORMULA DRIFT JAPAN第二站	玲珑轮胎	飘移车队荣获亚军、季军
日本ALL☆STAR摩托车赛	正新轮胎	助力M CLASS组车手勇夺季军
TSR机车锦标赛第二站	正新轮胎	助力A组和超C组包揽冠亚季军
2023环塔拉力赛	正新轮胎	八一钢铁车队全员顺利到达终点
2023壳牌喜力国际汽联F4方程式中国锦标赛	锦湖轮胎	全程赞助
英超	中策橡胶	俱乐部的全球官方轮胎合作伙伴
德甲沃尔夫斯堡俱乐部和意甲尤文图斯俱乐部	玲珑轮胎	赞助方
托特纳姆热刺俱乐部	锦湖轮胎	赞助方

表：2023畅销汽车配套轮胎排行前10名

2023年1-12月轿车销量排行及配套轮胎			
排名	车型	销量（万辆）	配套轮胎品牌
1	秦PLUS新能源	43.4	德国马牌EcoContact6
			朝阳RP76+
			玲珑阿特拉斯AS380
			佳通F22
2	轩逸	37.6	优科豪马BluEarth GT
			邓禄普EC300+
			玛吉斯MS1
			优科豪马BluEarth E70
3	朗逸	34.6	玛吉斯PREMI TRA 5
			锦湖HS63
			佳通F22
			邓禄普EC300+
4	海豚	30	韩泰K415
			朝阳RP76+
5	速腾	28.5	锦湖HS63
			韩泰Kinergy STAS
6	海鸥	23.9	玲珑绿行EP100
7	宏光MINIEV	23.8	玲珑绿行EcoTouring
			佳通P10
8	汉	22.8	德国马牌MC6
			固特异鹰驰F1
9	凯美瑞	22.6	邓禄普050
			普利司通T005A
			优科豪马BluEarth GT
			森麒麟94H
10	AION S	22.1	韩泰Ventus S1 evo3
			德国马牌EcoContact6

- 目前美国主要经销商 **Discount Tire** 和 **TBC** 所代理的品牌当中，中国胎企占比较少，主要为森麒麟、赛轮、玲珑、中策橡胶等国内头部企业品牌。被大型经销商认可需要产品质量优异，以及良好的渠道合作关系，中国胎企仍需进一步努力。
- 国内胎企品牌近年增强技术革新，未来有望占据更大市场。2024年全球最具价值轮胎品牌25强榜单发布，目前全球增长最快的轮胎品牌中，近一半为中国品牌。佳通轮胎以9.24亿美元（67.86亿人民币）的品牌价值超越通伊欧，排名跃升至第九，成为2024年全球轮胎25强排名中增长最快的轮胎品牌。

图：Discount Tire代理的主要品牌



表：2024年全球最具价值轮胎品牌25强

2024	2023	轮胎品牌	2024品牌价值(亿人民币)
1	1	米其林	578.1
2	2	普利司通	559.5
3	3	德国马牌	342.1
4	4	固特异	146.4
5	5	邓禄普	145.4
6	6	倍耐力	128
7	7	韩泰轮胎	99.6
8	8	优科豪马	89.1
9	10	佳通轮胎	67.9
10	9	通伊欧	65.1
11	11	赛轮轮胎	58.0
12	12	玲珑轮胎	57.9
13	13	MRF	-
14	14	固铂轮胎	-
15	15	阿波罗	-
16	新入榜	飞劲轮胎	-
17	18	耐克森	-
18	20	森麒麟	-
19	19	JK Tyres	-
20	22	锦湖轮胎	-
21	21	Ceat	-
22	23	正新橡胶	-
23	25	建大轮胎	-
24	24	诺记轮胎	-
25	28	三角轮胎	-

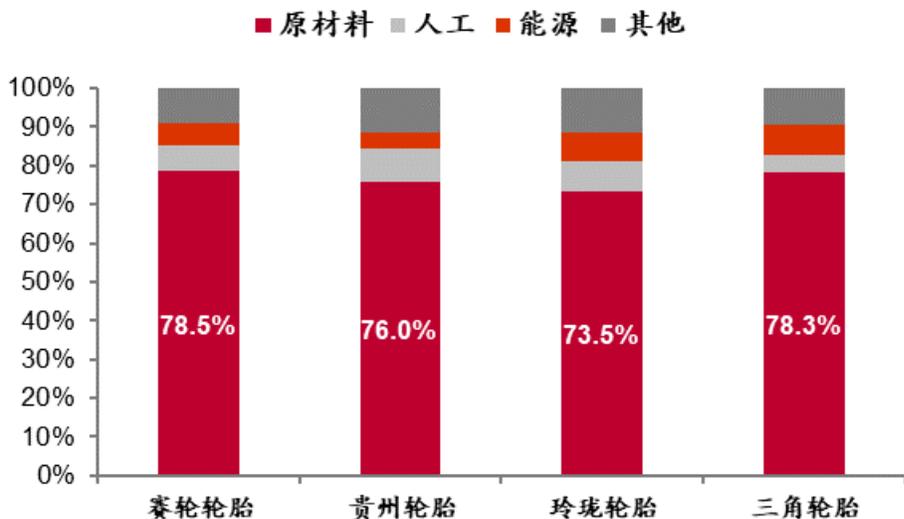


3

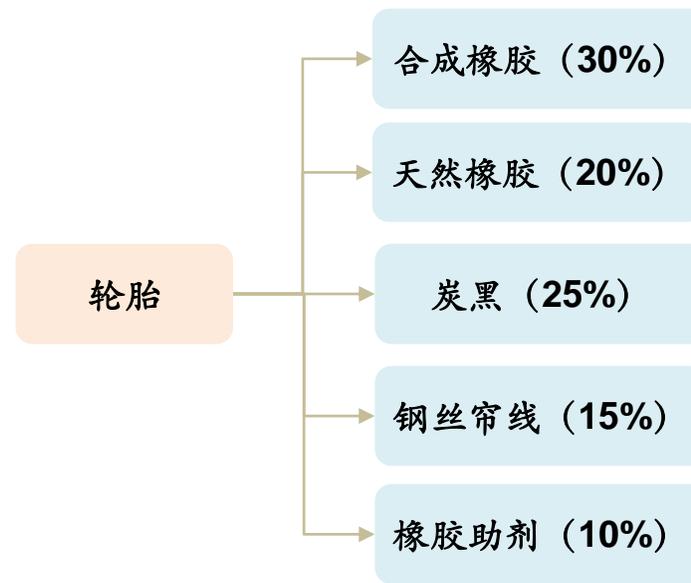
盈利：原料及海运费成本仍处高位，
双反制裁影响降低

- 分析轮胎企业成本端，原材料占比最高，其次为人工和能源。据玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟2023年公司年报数据表明，原材料的成本占比高达74%-79%。
- 原材料端来看，合成橡胶、炭黑和天然橡胶成本占比最大。天然橡胶耐磨损，加工方便，对环境污染小，但是产量有限；合成橡胶可以替代天然橡胶的部分性能，但总体而言合成橡胶性能不如天然橡胶全面。全钢子午胎使用天然橡胶比重高于半钢子午胎。据玲珑轮胎、森麒麟、通用轮胎招股说明书数据表明，原材料的成本占比分布中，橡胶成本占比最大，公司盈利能力对原材料价格尤其是天然胶与合成胶以及炭黑的价格变动较为敏感。

图：2023年国内部分胎企原材料占比成本为70%以上

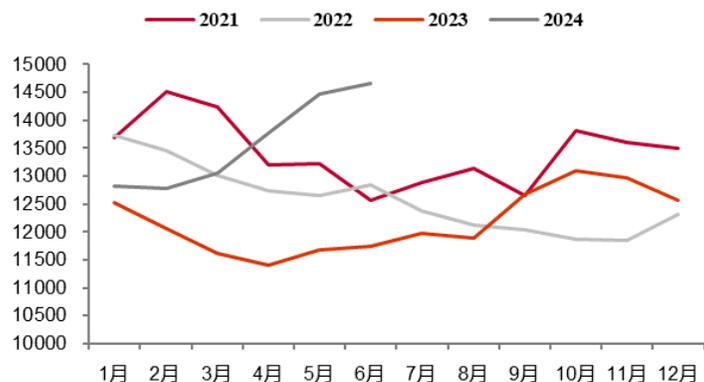


图：轮胎原材料占比 (%)

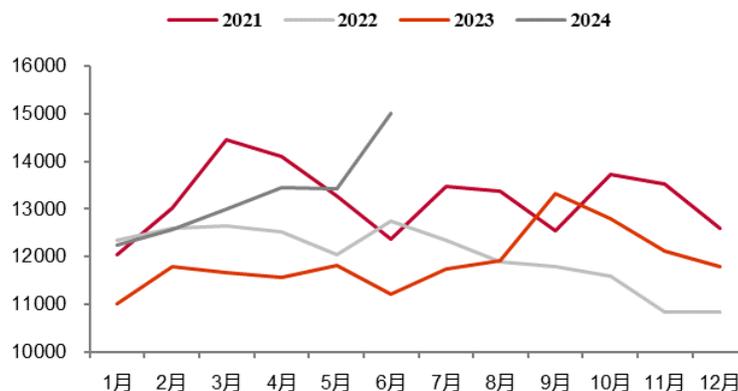


- 近期橡胶价格上行显著。2024M6天然橡胶月均价格为1.47万元/吨，同比+24.8%，丁苯橡胶月均价格为1.50万元/吨，同比+33.9%，均达到2021年以来最高价位；截至2024年6月30日，天然橡胶价格为1.45万元/吨，同比+24.6%，丁苯橡胶价格为1.53万元/吨，同比+36.5%。
- 近期炭黑价格处于中位，小幅度降低。2024M6月均价格为0.91万元/吨，同比+0.6%，达到2021年以来历史价格百分位34%；截止2024年6月30日，炭黑价格为0.91万元/吨，同比+1.5%。

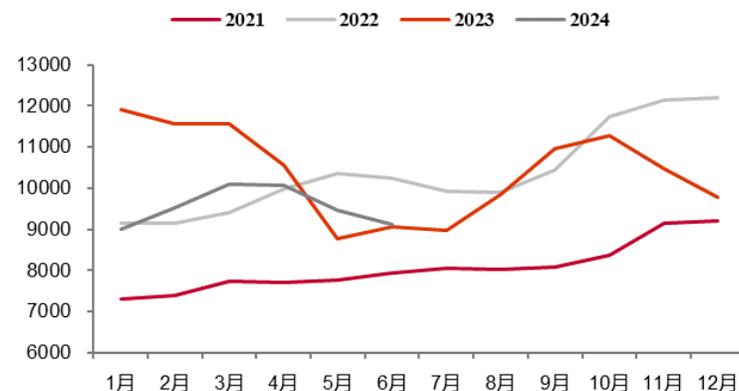
图：2021-2024H1天然橡胶现货价变化趋势（元/吨）



图：2021-2024H1丁苯橡胶现货价变化趋势（元/吨）

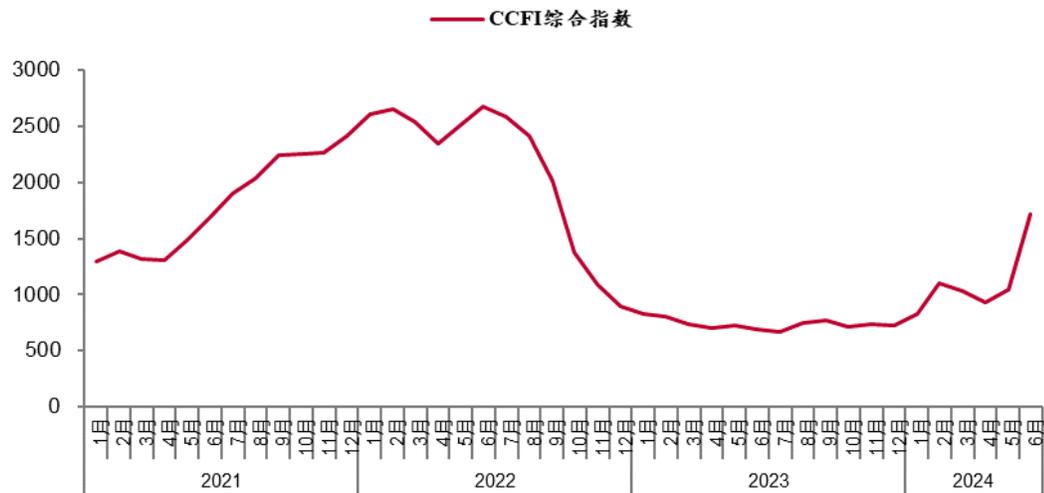


图：2021-2024H1炭黑现货价变化趋势（元/吨）

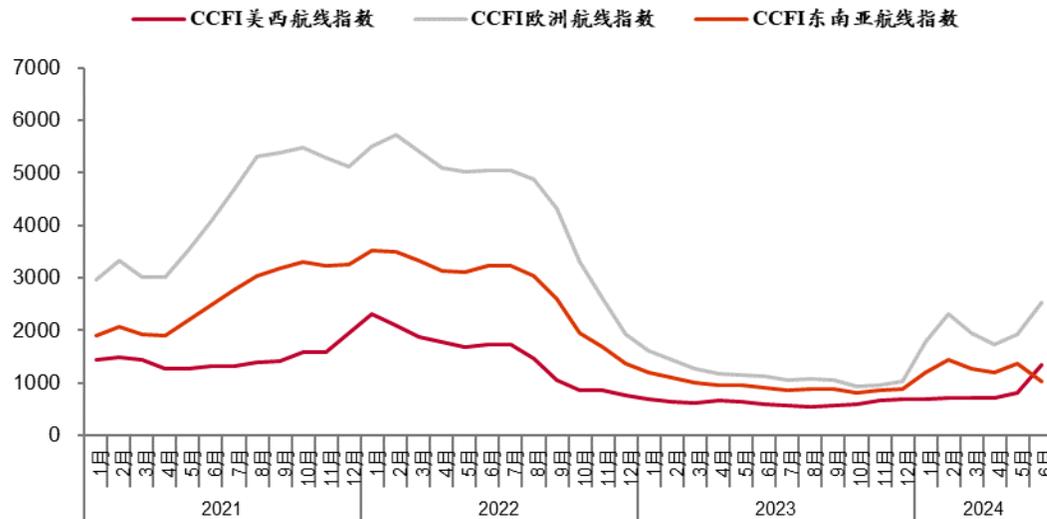


- **2021年海运费基数高，之后逐步回落，近期有回升态势。**从2024M6均值看，中国出口集装箱运价指数CCFI综合指数为1769，同比+154.5%，环比+68.8%，位于2021年来历史百分位63%；截至6月30日，CCFI综合指数为1923，同比+114.6%。
- **分航线来看，欧线涨价最为显著。**从2024M6均值看，CCFI美西航线指数为1391，同比+129.4%，环比+69.0%，位于2021年来历史百分位63%；CCFI欧洲航线指数为2607，同比+131.6%，环比+34.9%，位于2021年来历史百分位46%；CCFI东南亚航线指数为1066，同比+16.0%，环比-21.5%，位于2021年来历史百分位24%。截至6月30日，CCFI美西航线指数为1508，同比+126.6%；CCFI欧洲航线指数为2870，同比+160.6%；CCFI东南亚航线指数为1180，同比+96.7%。

图：2021-2024H1 CCFI综合指数及CCFI欧洲航线指数（月）



图：2021-2024H1 CCFI美西航线指数、CCFI欧洲航线指数及CCFI东南亚航线指数（月）



- 2020年6月29日，美国商务部启动对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销原审调查；2022年9月6日，美国商务部启动对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销复审调查；2023年7月27日，美国商务部对外发布对泰国乘用车和轻卡轮胎反倾销税行政复议初裁结果。
- 2024年1月25日，复审终裁结果确认，森麒麟泰国复审终裁单独税率为1.24%，较初审结果下降15.82pct；日本住友轮胎终裁税率为6.16%；其他泰国出口美国的轮胎企业终裁税率为4.52%，其中玲珑轮胎反倾销关税较初审下降16.57pct，其他企业下降12.54pct。
- 2024年5月15日，美国商务部发布了对泰国卡客车轮胎反倾销初步裁决，并初步裁定倾销幅度为浦林成山（泰国）有限公司税率0%；普利司通税率2.35%；其他企业平均税率2.35%。

表：亚洲部分地区出口美国乘用车及轻卡轮胎反倾销税率（%）

国家/地区	企业	初审-反倾销税率（初裁）	初审-反倾销税率（终裁）	复审-反倾销税率
韩国	韩泰轮胎	38.07%	27.05%	6.30%
	耐克森轮胎	14.24%	14.72%	4.29%
	其他（含锦湖）	27.81%	21.74%	5.40%
中国台湾	正新橡胶	52.42%	20.04%	公司放弃应诉
	南港轮胎	98.44%	101.84%	
	其他	88.82%	84.75%	
越南	赛轮轮胎	6.23%	6.23%	公司放弃应诉
	锦湖轮胎	10.08%	7.89%	
	普利司通	6.77%	6.46%	2020年1.26%； 2021年0%
	其他越南范围实体	6.77%	6.46%	6.46%
泰国	玲珑轮胎	22.21%	21.09%	4.52%
	住友橡胶	13.25%	14.59%	6.16%
	森麒麟	16.66%	17.06%	1.24%
	其他	16.66%	17.06%	4.52%



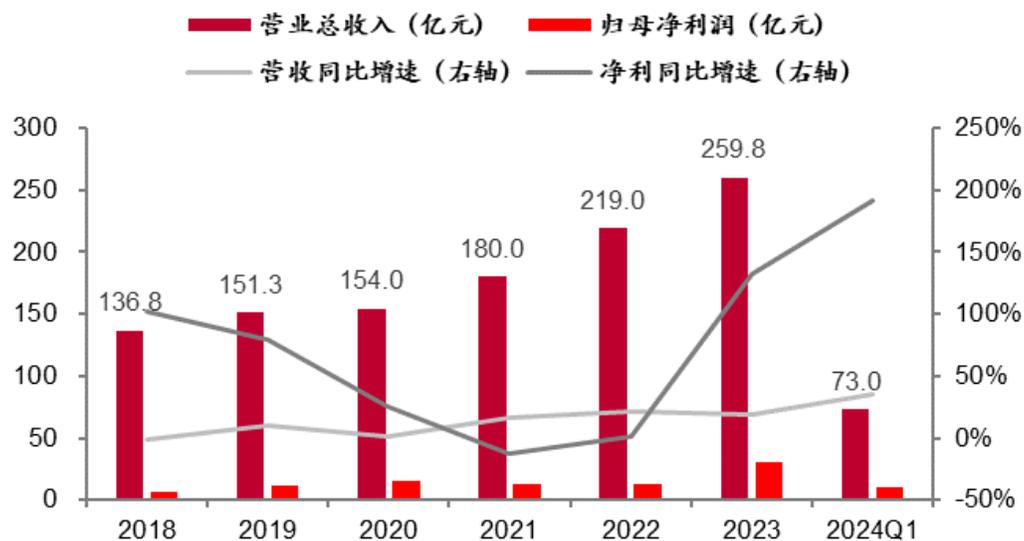
4

重点标的

领先一步

- 2023年实现营业收入**259.8**亿元，同比+18.1%，实现归母净利润**30.9**亿元，同比+132.1%。2024Q1实现营业收入为**73.0**亿元，同比+35.8%，实现归母净利**10.3**亿元，同比+191.2%。规模快速增长，主要系2023年国内轮胎市场需求恢复明显，国外经销商去库存对公司生产经营的影响也在下半年逐步消除，随着公司产能释放及产能利用率的不断提升，公司全钢胎、半钢胎和非公路轮胎的产销量均创历史新高。
- 产能扩建继续加码，坚定实施全球化战略。国外方面，2023年12月，公司拟通过墨西哥合资建设年产600万条半钢胎子午线轮胎项目。2024年3月，公司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。公司目前已建立全球化的研发、制造、销售和服务体系，产品销往欧、美、亚、非等180多个国家和地区。

图：赛轮轮胎2018-2024Q1盈利情况（亿元/%）



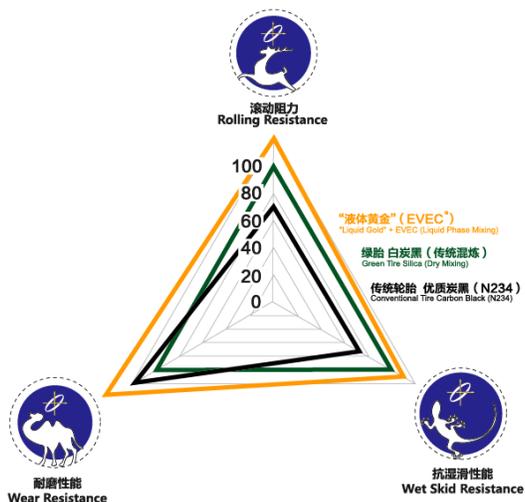
表：赛轮轮胎2023-2026年公司产能情况（万条/万吨）

产能扩张情况 (万条/万吨)		2023	2023年产能利用率 (%)	2024E	2025E	2026E	
赛轮轮胎	半钢	青岛	1000	82.11%	1000	1000	1000
		东营	2450	87.55%	2700	2700	2700
		越南	1250	75.51%	1600	1600	1600
		墨西哥	-	-	600	600	600
		印尼	-	-	150	300	300
		柬埔寨	900	87.71%	900	900	900
		合计	5600		6950	7100	7100
	全钢	青岛	325	82.85%	350	350	350
		沈阳	500	86.79%	500	500	500
		越南	200	85.67%	260	260	260
		ACTR	265	84.69%	265	265	265
		印尼	-	-	30	60	60
		柬埔寨	90	22.78%	165	165	165
合计		1380		1570	1600	1600	
非公路 (万吨)	青岛	5.3	100%	6	6	6	
	越南	7	84.29%	10	10	10	
	印尼	-	-	1.9	3.7	3.7	
	潍坊	5	69.80%	10	10	10	
	合计	17.3		27.9	29.7	29.7	

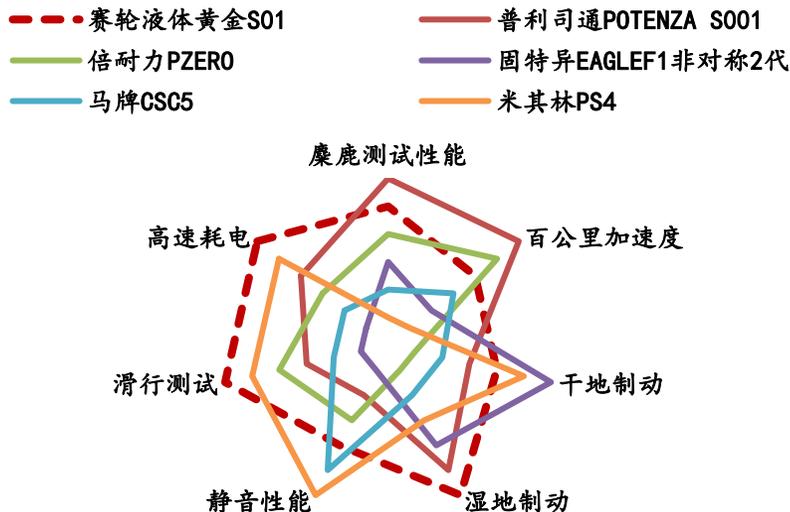
来源：iFinD、赛轮轮胎公司公告、中泰证券研究所

- “液体黄金”引领轮胎产业技术变革，成为最核心差异化竞争手段。2016年3月，世界首创的合成橡胶液相混炼技术获得2017国际轮胎技术年度提名奖，彻底打破了困扰世界轮胎行业多年的“魔鬼三角”定律，成为“第四个里程碑”式的中国原始创新。2024年1月，公司液体黄金轮胎技术因其代表性和引领性，及对推动中国汽车产业发展的特殊意义，摘得《中国汽车风云盛典》评委会特别奖，公司是唯一获此殊荣的汽车零部件企业。
- “液体黄金”多个性能指标强于海外一线品牌。据轮胎商业，太平洋汽车对6款不同国家不同品牌轮胎进行了6大维度专业测试。测评结果显示赛轮液体黄金S01在湿地制动、滑行测试、高速耗电均取得了第一的性能表现，总体强于其他的海外一线品牌产品。

图：传统轮胎、绿胎、“液体黄金”性能比较



图：性能测试6大维度

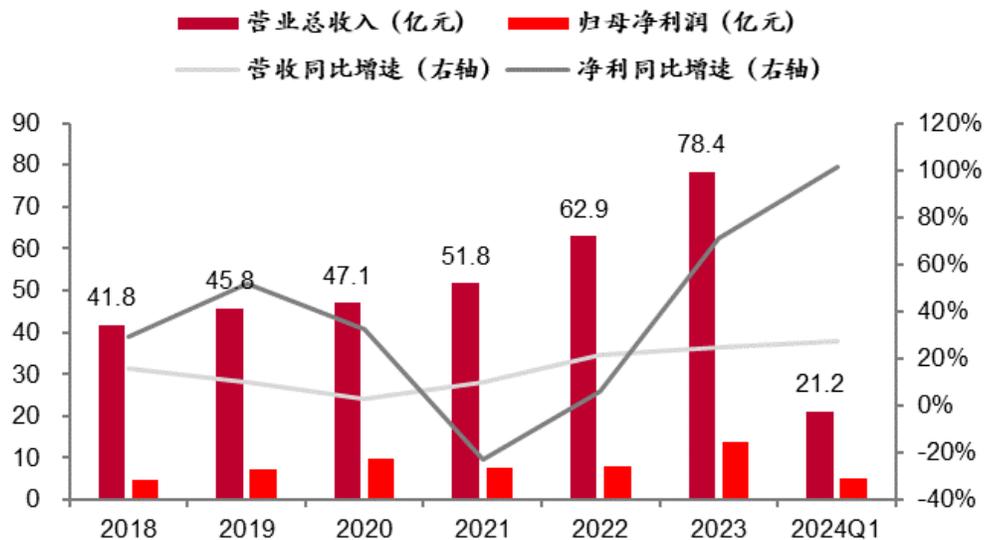


表：赛轮液体黄金S01在与多个海外一线品牌性能对比中占据优势

测试	赛轮排名	赛轮液体黄金S01	普利司通POTENZA S001	倍耐力PZERO	固特异EAGLEF1非对称2代	马牌CSC5	米其林PS4
麋鹿测试	2	80	81	76	76	73	71
百公里加速度 (km/h)	3	5.5	5.39	5.43	5.6	5.53	5.64
干地制动 (m)	3	37.89	38.48	40.87	36.49	40.59	37.79
湿地制动 (m)	1	39.74	39.84	42.63	40.6	41.96	41.94
静音性能 (分贝)	3	63.8	64.6	64.33	64.83	63.53	63.07
滑行测试 (m)	1	150.31	139.39	140.52	119.33	123.02	143.51
高速耗电 (m)	1	13.87	14.02	15.5	15.9	15.8	14
参考价格 (元)	1	1169	1399	1499	1279	1209	1295

- 2023年营收为78.4亿元，同比+24.6%；净利润为13.7亿元，同比+70.9%。2024Q1实现营收21.2亿元，同比+27.6%；净利润5.0亿元，同比+101.3%。2023年，半钢胎销量2846.7万条，同比+28.2%；全钢胎销量79.3万条，同比+93.9%。主要因为公司整体经营形式全面复苏，海外市场订单需求持续处于供不应求状态，同时2023年伴随公司泰国二期项目大规模投产，经营状态发展良好。
- 产能持续放量，产品结构改善明显。2023年，公司泰国二期“年产600万条高性能半钢子午线轮胎及200万条高性能全钢子午线轮胎扩建项目”大规模投产，客户订单需求日益增长；同时公司正加快“西班牙年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”建设，项目建成后有望成为中国轮胎企业在欧美发达国家首家建成的智慧轮胎工厂。

图：森麒麟 2018-2024Q1 盈利情况 (亿元/%)

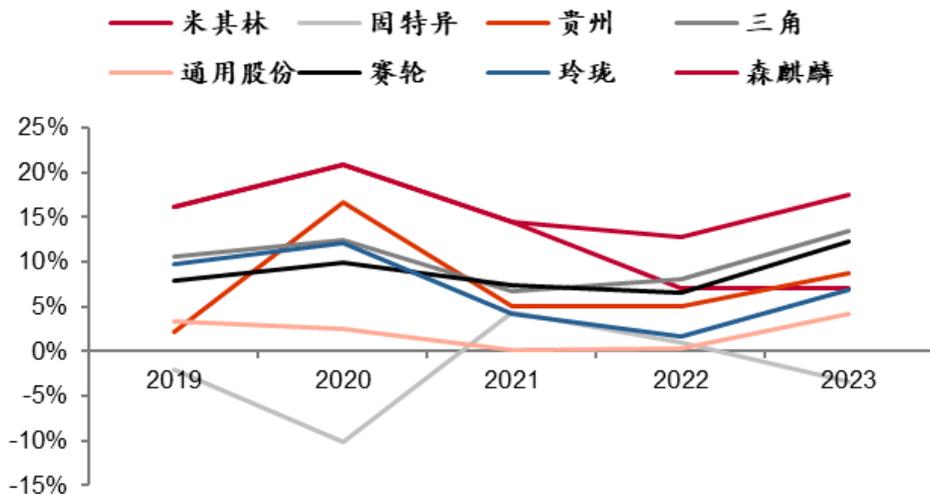


表：森麒麟2023-2026年公司产能情况 (万套/万吨)

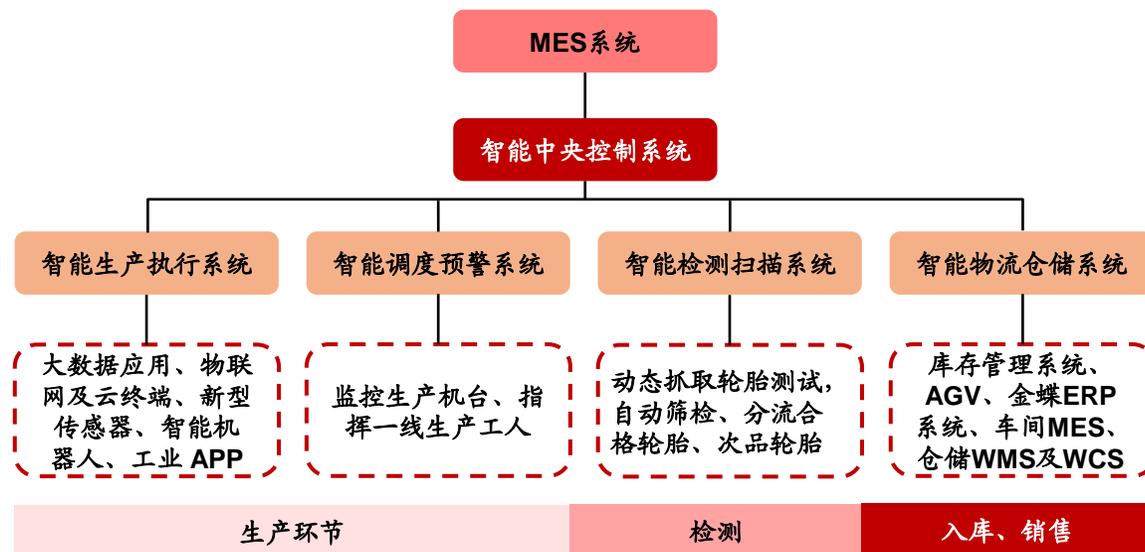
产能扩张情况 (万条/万吨)		2023	2024E	2025E	2026E	
森麒麟	半钢	青岛	1200	1200	1200	1200
		泰国	1600	1600	1600	1600
		西班牙	-	-	-	1200
		摩洛哥	-	-	1200	1200
	合计	2800	2800	4000	5200	
全钢	泰国	200	200	200	200	
	合计	200	200	200	200	

- 公司产品结构定位高端化，以大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品为主。公司产品结构以轮辋尺寸17寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品为主，其对应产品销售金额占比近年来持续保持在60%以上。大尺寸已成为轮胎行业的未来发展趋势，适配中型轿车、越野车、城市SUV、皮卡及商务车等多种车型。此外大尺寸由于对相应性能要求更高，定价环节溢价能力在同类产品中更强，净利率更高，产业链话语权更强。
- 打造全国首座轮胎 4.0 智慧工厂。公司于2014年以智能制造模式完成了青岛工厂第二条生产线建设，借助MES指挥管理系统，实现了轮胎制造的“自动化、信息化、智能化、数字化、可视化、可溯化”，确保生产低成本、低投入、高效率、高质量地完成，是轮胎行业唯一连续三年入选国家工信部智能制造示范项目的企业，展现了公司业界领先的智能制造优势。

图：轮胎产品净利率对比 (%)

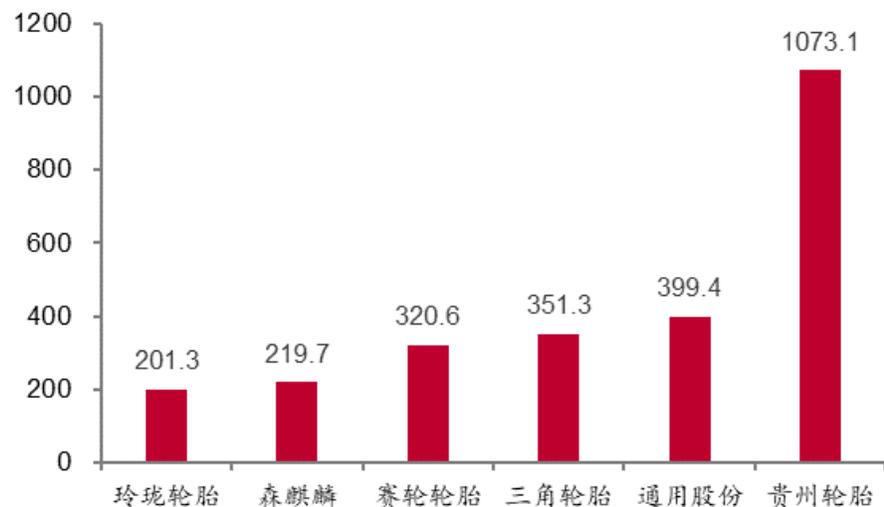


图：公司智能制造系统

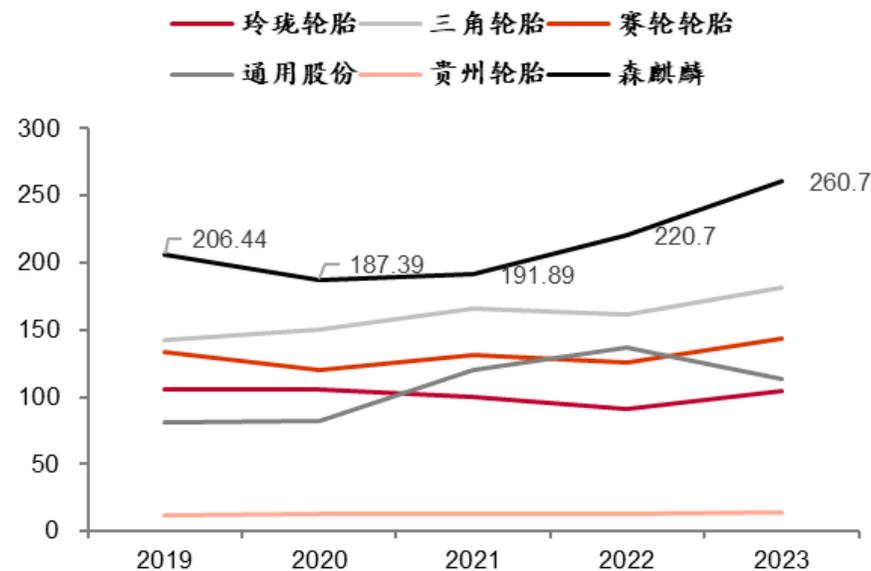


■ 公司劳动生产率高于行业平均水平，智能制造优势凸显。智能制造有利于降低生产成本、提升生产效率，对生产用工影响尤为直观。据《森麒麟轮胎智能制造的实践与发展》，智能制造系统使单台设备的产出率提升50%，年产1200万条高性能半钢子午胎用工仅需476人，用工成本较同规模传统企业降低了75%，年节省人力成本近1亿元；用地面积节省50%；智能化立体仓储系统较同建筑面积的传统仓库增加库容50%以上。公司2023年单位人均创收为260.7万元/人，单位人工成本为219.7元/条，与国内国外同行相比优势显著。

图：各胎企2023年人工成本对比（元/条）



图：2019-2023年各大胎企人均创收对比（万元/人）

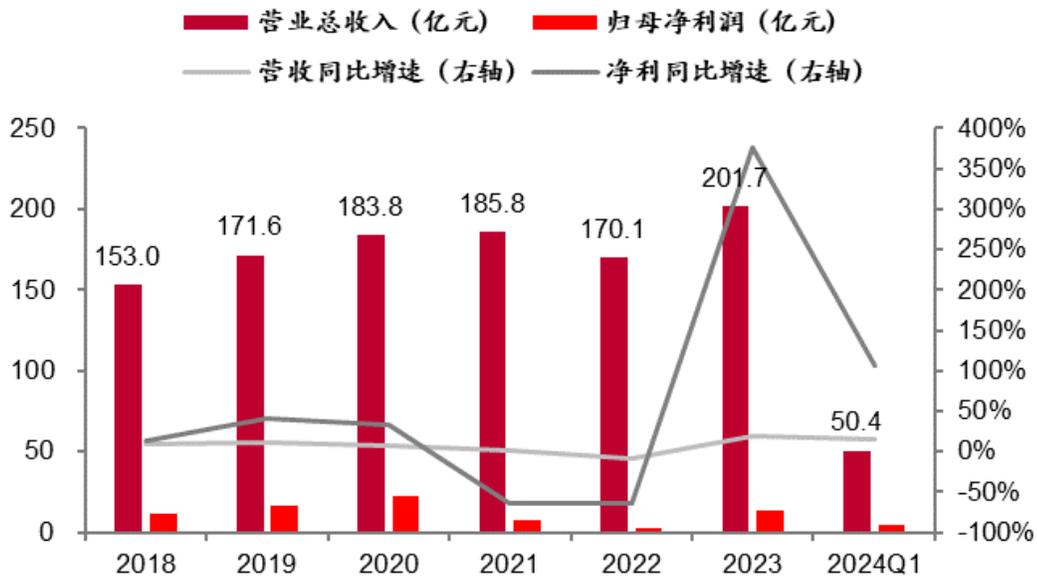


- **2023年盈利增长显著，营收达到201.7亿元，同比+18.6%，规模增长增速稳定。**2023年公司净利润为13.9亿元，同比+376.9%。2024Q1，营收为50.4亿元，同比+15.0%，净利润为4.4亿元，同比+106.3%。
- **持续布局产能，2023年公司乘用及轻卡子午线轮胎产量为中国轮胎企业NO.1。**公司塞尔维亚工厂一期卡车胎、乘用车胎分别于2023年5月、12月取得试用许可；同时2023年，德州乘用及轻卡增加200万套，卡客车胎增加100万套；泰国乘用及轻卡胎减少200万套；广西非公路胎增加8万套，乘用及轻卡胎增加100万套；湖北乘用及轻卡胎增加200万套，卡客车胎增加60万套；吉林乘用及轻卡胎增加150万套；塞尔维亚卡客车胎增加80万套。

表：玲珑轮胎 2023-2026年公司产能情况 (万条/%)

产能扩张情况 (万条)		2023	2023年产能利用率 (%)	2024E	2025E	2026E	
玲珑轮胎	半钢	招远	3000	94%	3000	3000	3000
		德州	900	97%	1000	1000	1000
		泰国	1300	86%	1500	1500	1500
		湖北	900	94%	1200	1200	1200
		吉林	150	89%	600	900	1200
		塞尔维亚	-	-	600	1200	1200
		广西	1100	92%	1000	1000	1000
		合计	7350		8900	9800	10100
	全钢	招远	585	69%	585	585	585
		德州	320	58%	320	320	320
		泰国	220	88%	220	220	220
		广西	200	48%	200	200	200
		吉林	100	62%	200	200	200
		塞尔维亚	80	43%	160	160	160
湖北		240	50%	240	240	240	
合计		1745		1925	1925	1925	
非公路	招远	25	64%	25	25	25	
	广西	14	50%	17	17	17	
	合计	39		42	42	42	

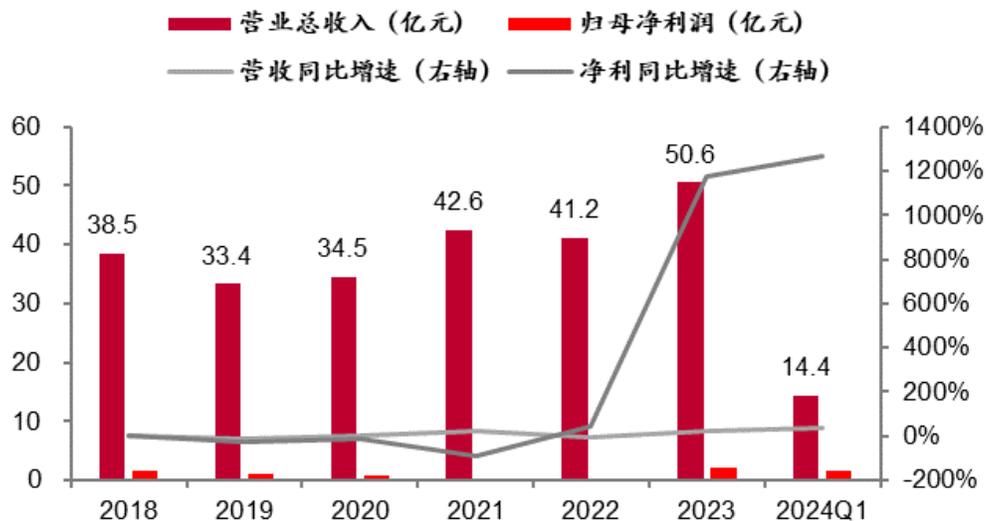
图：玲珑轮胎2018-2024Q1盈利情况 (亿元/%)



来源：iFinD、玲珑轮胎公司公告、中泰证券研究所

- **2023公司实现营收50.6亿元，同比+22.9%；净利润2.2亿元，同比+1175.5%。**主要源于出口市场需求逐渐恢复，同时受益于汽车产销量及保有量的增长及原材料价格、海运费回落等宏观因素。2024Q1，营收为14.4亿元，同比+37.6%，净利润为1.5亿元，同比+1270.6%。
- **为从源头解决贸易壁垒，降低成本，公司前瞻布局海外，打造盈利增长点。**公司柬埔寨工厂自2023年5月正式开业后产能加速放量，2023年达产300万条半钢胎以及50万条全钢胎。2023年，泰国工厂全钢胎产能增加30万条，无锡工厂根据市场需求全钢胎产能减少280万条，其中部分产能调整为600万条半钢胎技改项目和10万条非公路轮胎技改项目。泰国二期项目、柬埔寨二期项目陆续动工开建，两大基地产业聚链成势。

图：通用股份2018-2024Q1盈利情况（亿元/%）

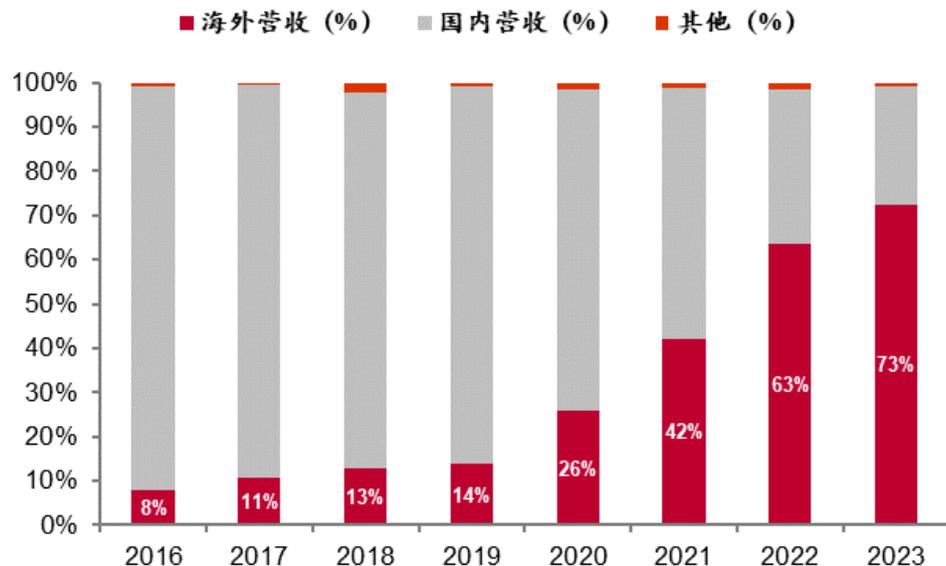


表：截止2023年通用股份产能情况（万条/%）

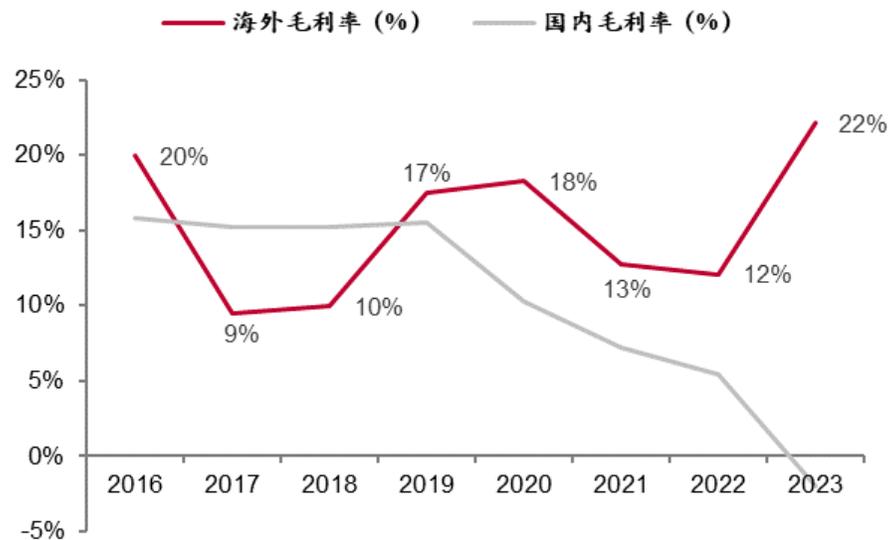
产能扩张情况（万条）		2023	2023年产能利用率（%）	2024E	2025E	2026E	
通用股份	半钢	泰国（一期）	600	97%	600	600	600
		泰国（二期）	-	-	300	500	1000
		柬埔寨（一期）	300	34%	500	500	500
		柬埔寨（二期）	-	-	175	350	350
		无锡（一期）	300	83%	450	600	600
		无锡（二期）	-	-	300	600	600
	合计	1200		2325	3150	3650	
全钢	泰国（一期）	130	92%	130	130	130	
	泰国（二期）	-	-	25	50	50	
	柬埔寨（一期）	50	25%	90	90	90	
	柬埔寨（二期）	-	-	37.5	75	75	
	无锡（一期）	240	56%	240	240	240	
	合计	420		522.5	585	585	
非公路	无锡（一期）	-	-	-	10	10	
	合计	-	-	-	10	10	

- 公司积极把握“国内国际双循环”发展机遇，响应“一带一路”倡议，建设中国、泰国、柬埔寨三大生产基地。公司制定“5X战略计划”，紧抓国内国际双循环机遇，目标为10年内实现国内外5大生产基地，5大研发中心，500家战略渠道商、5000家核心门店，以及5000万条以上的产能规模。2018年起，公司开启全球化布局，先后在泰国、柬埔寨建立生产基地，抢占市场份额。
- 公司海外营收占比逐年提升，海外销售毛利率远高于国内毛利率。公海外营收占比从2016年占比8%提升至2023年73%；海外销售毛利率远高于国内销售毛利率，2023年，在国内毛利率为-2%的情况下，海外毛利率高达22%。

图：通用股份2016-2023国内外营收占比变化（%）

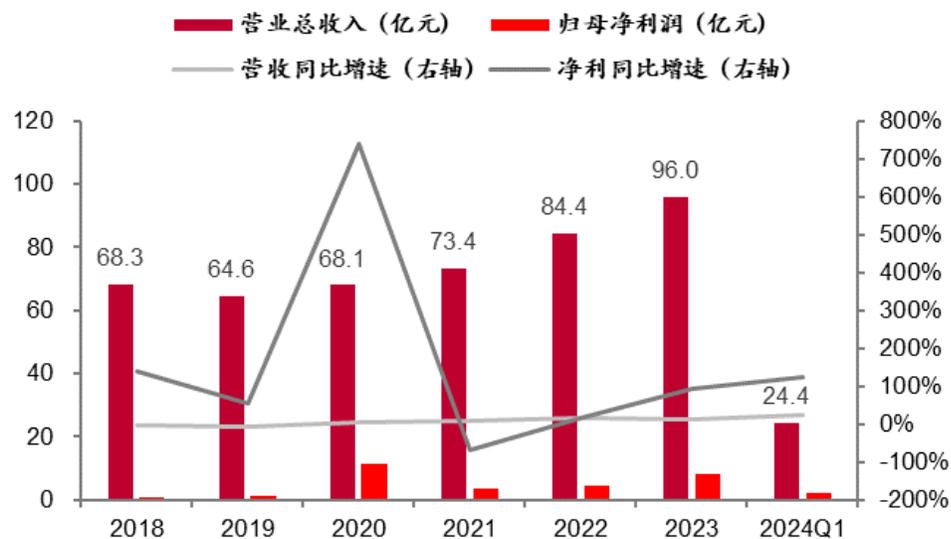


图：通用股份2016-2023国内外毛利率对比（%）



- 公司2023年营收为**96.0**亿元，同比+13.8%；净利润为**8.3**亿元，同比+94.2%。2024Q1，公司实现营收24.4亿元，同比+22.1%，净利润实现2.1亿元，同比增长123.7%。受益于原材料价格同比下降和海运费恢复正常、人民币相对美元贬值以及汽车行业产销大幅增长等客观利好等因素。
- 国内外双基地布局，设计年平均产能为**974**万条，年末产能**1028**万条。国内扎佐基地：以老厂整体搬迁为契机，摆脱过去因空间受限制约发展、效率低下的不利影响，工艺布局和装备自动化、智能化水平发生了质的变化。越南前江基地：一期、二期项目的顺利实施，公司国内国外“双基地”布局已实现，面向海外市场的产能布局更加均衡。

图：贵州轮胎2018-2024Q1盈利情况（亿元/%）

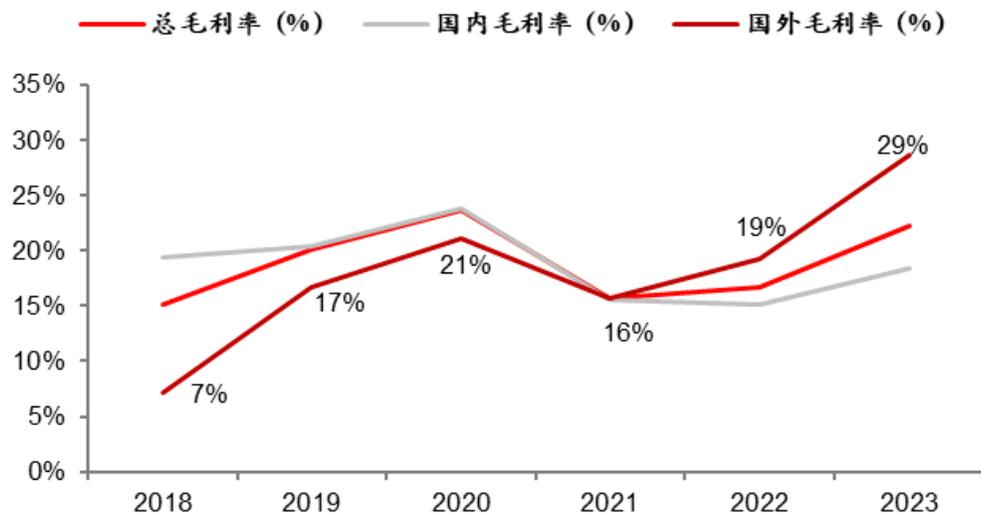


表：贵州轮胎2023年产能情况及后期规划

	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况	
贵州轮胎	年平均产能：974万条，年末产能：1028万条。	91.86%	半钢	年产600万条半钢子午线轮胎智能制造项目 建设周期12个月，第2、3年投产，投产率为60%、80%，第4年达产，达到设计生产能力	
			全钢	1、国内“年产38万条全钢工程子午线轮胎智能制造项目”	第一阶段 20万条产能，2023年6月开始试产，2023年末达到设计产能。
				2、越南“年产95万条高性能全钢子午线轮胎项目”。	2023年末达到 90万条产能，剩余5万条农业子午线产能正在进行产品测试。

- 贵州轮胎为非公路轮胎行业市场龙头，专注商用轮胎布局，近两年销售毛利增长明显。贵州轮胎专注商用车领域，产品种类丰富，主要包含公路型轮胎（卡客车轮胎）、非公路型轮胎（工程机械轮胎、农业机械轮胎、工业车辆（含实心）轮胎和特种轮胎（如重型越野轮胎、轻轨走行轮胎、沙漠运输轮胎等））两大类五大系列产品。近两年贵州轮胎外销毛利率增势明显，2022、2023年外销毛利率分别为19.3%、28.7%，同比分别增长23.1pct、48.9pct。
- 公司大力开发商用轮胎相关研发项目，产品布局广泛。公司建有轮胎行业首批获准的国家级企业技术中心，博士后科研工作站、省级绿色轮胎工程技术研究中心和省级高性能轮胎工程研究中心等机构，持续开发一系列国内独有的技术和产品，如高端载重无内胎轮胎、绿色节油安全型宽基无内胎轮胎、高性能农业子午线轮胎、沙地浮力胎、轻轨列车轮胎、刚性自卸车轮胎等，部分系列的产品为国内独家或首家开发。

图：贵州轮胎2018-2023毛利率（%）



表：截至2023年贵州轮胎商用胎相关研发项目

主要研发项目名称	项目进展
公制无内胎轮胎胎冠新型结构研究及产品开发	完成
大件物流专用车辆轮胎产品研究及开发	完成
有内胎轮胎耐久性能研究及产品开发	完成
全钢巨型工程轮胎技术研究及产品开发	完成
全钢矿用重卡轮胎的技术研究和产品开发	完成
装载机用全钢系列轮胎的开发研究	完成
高通过性农业轮胎R-2花纹系列产品的开发研究	完成
高性价比工业车辆轮胎的开发研究	持续进行中
高耐切割、耐刺扎斜交矿山车辆轮胎的开发研究	持续进行中
高性价比斜交农业轮胎的开发研究	持续进行中
电动工业车辆充气轮胎的开发研究	持续进行中
电动工业车辆实心轮胎的开发研究	持续进行中
高性能农业子午线轮胎配方体系的开发研究	持续进行中
高性能工业轮胎配方体系的开发研究	持续进行中



5

风险提示

领先一步

- **原材料成本进一步上行的风险。**天然胶、合成胶是轮胎产品主要原材料，从年初开始价格有持续上行的趋势，若橡胶、以及炭黑等成本占比较高的原材料价格进一步上涨，或将对轮胎企业利润产生一定影响。
- **地缘政治影响加剧，海运费持续上涨的风险。**地缘政治影响红海局势，近期欧线海运费持续攀升，若红海局势依旧严峻，海运费或将继续上涨，对海外出口需求产生一定影响。
- **部分区域国家对华企业实施双反制裁的风险。**从历史多次出现针对国内轮胎企业的双反制约案例，均会对相关轮胎企业盈利产生较大影响。
- **行业需求低于预期的风险。**目前多数轮胎企业在布局海外市场，海外市场需求的变化将显著影响企业业绩。
- **行业新增供给超预期的风险。**由于轮胎行业存在大量非上市公司，较难通过公开渠道获取产能变动信息，可能存在行业产能增量超预期风险。
- **市场空间测算偏差风险。**本报告涉及的市场空间测算均基于一定前提假设，存在实际达不到、不及预期的风险。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**研究报告部分资料来源于公司招股说明书和定期报告，使用的公开资料存在信息滞后或更新不及时的风险。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。