



全球布局持续深化，民族巨头加速崛起

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 长期看，轮胎行业 1900 亿美元空间，近期海内外需求改善，性价比优势下民族品牌轮胎市占率提升空间巨大，公司作为国内民族胎企的排头兵，行业地位有望持续提高。2) 公司“液体黄金”轮胎性能优异附加值高，2023 年逐步放量，上游厂家原料产量约 7.7 万吨。非公路产品高毛利高壁垒扩张快，公司盈利水平有望持续增厚。3) 公司持续海内外布局，共规划建设年产 2600 万条全钢子午线轮胎、1.03 亿条半钢子午线轮胎、44.7 万吨非公路轮胎的生产能力。
- **轮胎行业市场长坡厚雪，民族企业竞争力与日俱增。** 2023 年世界轮胎行业市场空间约 1900 亿美元，其中中国市场占比超 20%。海外龙头市占率总体呈下降趋势，2022 年世界 75 强轮胎企业中，中国（包括台湾省）企业共 35 家，较上年增加一家。**边际变化方面:** 国内经济活动持续恢复，半钢全钢需求也在持续改善。国外轮胎去库存的负面影响也逐步消除，截至目前欧美轮胎库存已至正常水平。**国内方面来看:** 根据中国汽车工业协会，2023 年，汽车产量 2593.9 万辆，同比分别增长 11.1%；其中新能源汽车产量 815.1 万辆，同比增长 28.1%。随着宏观经济的温和回暖，汽车市场消费潜力将被进一步释放公司业绩。**海外方面来看:** 海外需求向好，轮胎出口回暖。据海关总署统计数据，23 年全国出口海外新的充气橡胶轮胎达 6.2 亿条，同比数量增长 11.6%，金额增长 13.2%。随着海运费 FOB 占比提高，海外经销商去库存完成，预计后续出口将持续向好，公司业绩有望受益。
- **“液体黄金”性能优异，非公路胎技术壁垒高，有望成为公司新增长点。** 公司“液体黄金”产品性能优秀，打破轮胎“魔鬼三角”。继 2021 年第四季度首次推出液体黄金轮胎卡客车系列产品后，2022 年 6 月在国内首发液体黄金轮胎乘用车系列产品，11 月，液体黄金乘用车电动汽车轮胎系列产品——“ERANGE|EV”在美国拉斯维加斯全球首发，2023 年 3 月，公司进一步增加液体黄金产品种类，发布新能源 EV 系列、豪华驾享系列、都市驾驭系列、超高性能系列四大液体黄金轮胎新产品，覆盖全球主流高端车型。根据公司原料供应商软控股份公告，其 EVEC® 胶设计产能 28 万吨/年，目前已建成产能 10.8 万吨/年，2023 年产量约 7.7 万吨。随着“液体黄金”原料产能逐步增加，公司产品种类日益丰富，市场占有率将逐步提高，进军高端产品，打开利润空间。公司深耕非公路轮胎领域多年，2016 年生产了世界最大吋级 63 吋巨型子午线轮胎，成为国内少数拥有最大尺寸巨胎生产能力的企业。公司现布局非公路生产基地青岛基地、潍坊基地、越南基地，22 年底达产产能共 13.29 万吨。公司正在建设扩产潍坊基地、青岛董家口基地、越南基地、印度尼西亚基地。预计 2024 年底建成产能 32 万吨。未来几年，公司规划持续扩产非公路产能，共规划 44.7 万吨产能。随着公司产能逐渐落地，高毛利、高技术壁垒的非公路轮胎产品将进一步提升公司竞争力。
- **海外基地多点开花，墨西哥、柬埔寨、印度尼西亚步步为营。** 2023 年 12 月公司公告布局墨西哥基地，规划半钢胎产能 600 万条/年，达产后预计实现年净利润 4059 万美元。墨西哥基地贴近北美市场，且不易受到关税壁垒影响。2024

西南证券研究发展中心

分析师: 黄寅斌
执业证号: S1250523030001
电话: 13316443450
邮箱: hyb@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	32.88
流通 A 股(亿股)	32.88
52 周内股价区间(元)	10.67-17.22
总市值(亿元)	407.72
总资产(亿元)	351.72
每股净资产(元)	5.24

相关研究

1. 赛轮轮胎 (601058): 业绩快速增长, 出海持续发力 (2024-07-11)
2. 赛轮轮胎 (601058): 业绩持续增长, 出海空间广阔 (2024-04-28)
3. 赛轮轮胎 (601058): 海外布局再下一城, 非公路胎打造新增长极 (2024-03-12)
4. 赛轮轮胎 (601058): 海外基地多点开花, 业绩快速增长 (2024-01-30)
5. 赛轮轮胎 (601058): 三季度利润大增, 盈利能力持续增强 (2023-10-19)
6. 赛轮轮胎 (601058): 需求回暖业绩向好, 非公路方兴未艾 (2023-09-04)



年1月公告追加投资柬埔寨基地，新增1200万条/年半钢胎产能，全部达产后，柬埔寨基地将具备年产2100万条半钢子午线轮胎及165万条全钢子午线轮胎的生产能力，增产部分预计带来净利润7亿元/年。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。截至目前，公司共规划建设年产2600万条全钢子午线轮胎、1.03亿条半钢子午线轮胎、44.7万吨非公路轮胎的生产能力。随着公司海外布局持续扩张，公司能够更好的满足海外市场的需求，也进一步提高对于国际贸易壁垒的应对能力，随着公司海外地区市占率逐步提升，盈利能力将持续增强。

- **盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为1.35元、1.55元、1.85元，对应动态PE分别为9倍、8倍、7倍。看好公司非公路轮胎业务率先布局，海外基地持续扩张，给予公司25年13倍PE，目标价20.15元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险、原材料价格大幅上涨风险、产能投放不及预期风险、海外经营风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	259.78	317.40	365.97	434.52
增长率	18.61%	22.18%	15.30%	18.73%
归属母公司净利润(亿元)	30.91	44.23	50.89	60.86
增长率	132.12%	43.09%	15.03%	19.61%
每股收益EPS(元)	0.94	1.35	1.55	1.85
净资产收益率ROE	20.74%	24.01%	22.28%	21.81%
PE	13	9	8	7
PB	2.75	2.20	1.79	1.46

数据来源：Wind，西南证券

投资要件

关键假设

假设 1: 公司全钢轮胎及半钢轮胎产品 2024-2026 年销量 7000 万条、7950 万条、9400 万条。看好半钢轮胎产品景气度延续、全钢胎产品景气度回升带来价格和毛利率同步提升, 价格综合历史数据及行业整体供需判断, 考虑到公司不同产品占比改变, 预计全钢轮胎及半钢轮胎产品的均价为 354 元/条、352 元/条、352 元/条。轮胎产品毛利率 21.6%、21.6%、21.5%。

假设 2: 公司轮胎产品中非公路系列 2024-2026 年销量 21 万吨、25 万吨、30 万吨; 随着公司高价格高毛利的巨胎项目产能投放, 预计非公路 2024-2026 年均价分别为 3.3 万元/吨、3.45 万元/吨、3.45 万元/吨。毛利率 42%、43%、43%。

假设 3: 公司轮胎贸易和其他业务营收及毛利基本维持稳定。

区别于市场的观点

市场认为轮胎企业近期海外扩产项目多, 海外需求近年增长不明显, 出海空间可能有限。

实际上, 1) 截至 2023 年底, 中国轮胎企业海外工厂现有投产半钢产能合计约为 8000 万条。供给: 8000 万条(产能)*90%(产能利用率假设)*70%(供应北美地区比重假设)=5040 万条, 约占 2023 年北美半钢总需求量 3.91 亿条的 13%。双反前, 美国进口轮胎当中中国轮胎占比 42.6%, 而美国轿车胎进口比例不断提升, 2023 年约 64%, 将美国的轿车胎进口占比和中国轮胎在美国进口产品中的占比相乘能估算出中国半钢胎在北美市场需求占比, 约为 27%, 约 1 亿条。与现有供应量相比, 仍有一倍空间。2) 赛轮轮胎海外布局领先, 2023 年 12 月布局墨西哥基地, 规划半钢胎产能 600 万条/年, 达产后预计实现年净利润 4059 万美元。墨西哥基地贴近北美市场, 且不易受到关税壁垒影响。2024 年 1 月追加投资柬埔寨基地, 新增 1200 万条/年半钢胎产能, 全部达产后, 柬埔寨基地将具备年产 2100 万条半钢子午线轮胎及 165 万条全钢子午线轮胎的生产能力, 增产部分预计带来净利润 7 亿元/年。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。截至目前, 公司共规划及完成建设年产 2600 万条全钢子午线轮胎、1.03 亿条半钢子午线轮胎、44.7 万吨非公路轮胎的生产能力。

股价上涨的催化因素

海外柬埔寨、墨西哥、印度尼西亚工厂产能投放; 高毛利产品产能释放。

估值和目标价格

预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.35 元、1.55 元、1.85 元, 对应动态 PE 分别为 9 倍、8 倍、7 倍。看好公司非公路轮胎业务率先布局, 海外基地持续扩张, 给予公司 25 年 13 倍 PE, 目标价 20.15 元, 维持“买入”评级。

投资风险

下游需求不及预期风险, 原材料价格大幅上涨风险, 产能投放不及预期风险, 海外经营风险等。

目 录

1 公司概况：产能稳步扩张，全球化布局步步为营	1
1.1 国内轮胎龙头，全球化布局日益完善	1
1.2 公司股权结构稳定	5
1.3 公司管理得当，三费率基本维持稳定	6
1.4 员工持股计划实施，绑定核心员工	6
2 轮胎市场空间大，国产轮胎市占率提高	7
2.1 我国轮胎市场空间大，公司市占率稳步提升	7
2.2 公司毛利率位于行业较领先地位，市占率逐步提升	10
3 半钢胎需求旺盛，公司积极出海布局	11
3.1 全球经济复苏，半钢胎需求好转	11
3.2 欧美频繁制裁，中国企业持续海外布局	15
3.3 出海空间广阔，海运费影响有限	18
3.4 海外产能陈旧，龙头落后产能呈退出趋势	19
3.5 公司海外布局领先，液体黄金产品种类逐渐丰富	21
4 全钢需求逐步复苏	25
4.1 下游需求恢复，商用车需求恢复带来全钢胎需求好转	25
5 OTR 高壁垒高毛利，公司布局多年持续放量	30
5.1 市场需求空间大，OTR 市场方兴未艾	30
5.2 公司布局非公路轮胎多年，产能持续释放打开营利空间	33
6 天然橡胶价格高位，原材料成本承压	35
6.1 橡胶价格高位，短期供应稳定	35
6.2 其他原料价格基本维持稳定	38
7 财务分析	40
8 盈利预测与估值	42
8.1 盈利预测	42
8.2 绝对估值	42
8.3 相对估值	43
9 风险提示	44

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司营收情况.....	2
图 3: 公司净利润情况.....	2
图 4: 公司海外营收占比.....	2
图 5: 海内外毛利情况.....	2
图 6: 国内和海外净利润和净利率.....	3
图 7: 海外基地净利润占比.....	3
图 8: 公司全球化布局.....	3
图 9: 公司研发投入 (亿元).....	5
图 10: 国内上市公司研发费用对比 (亿元).....	5
图 11: 赛轮轮胎股权结构.....	5
图 12: 公司三费情况 (亿元).....	6
图 13: 2023 年全球各地区半钢胎需求占比.....	7
图 14: 2023 年全球各地区卡客车胎需求占比.....	7
图 15: 世界轮胎行业 CR3 和 CR10 市占率.....	9
图 16: 中国企业在世界 75 强轮胎企业中占比.....	9
图 17: 公司毛利水平.....	10
图 18: 公司在国内轮胎上市企业中营收占比.....	10
图 19: 全球乘用车胎需求持续回暖, 替换需求为主流.....	11
图 20: 全球各市场半钢需求较 22 年变化率.....	12
图 21: 中国市场替换占比低, 有较大空间.....	12
图 22: 世界乘用车产量持续回升.....	12
图 23: 我国汽车产量及新能源汽车产量 (2024 年为 1-6 月数据).....	13
图 24: 我国汽车销量及新能源汽车销量.....	13
图 25: 我国汽车保有量及新能源汽车保有量.....	14
图 26: 地铁客运量.....	15
图 27: 美国从我国进口全钢胎数量.....	15
图 28: 美国从我国进口半钢胎数量.....	16
图 29: 海运费价格指数.....	19
图 30: 米其林部分工厂布局.....	20
图 31: “液体黄金”突破了轮胎的“魔鬼三角”.....	22
图 32: “液体黄金”微观表征.....	23
图 33: “液体黄金”性能.....	23
图 34: “液体黄金”新发布产品.....	24
图 35: 部分品牌产品售价 (元).....	25
图 36: 全球卡客车轮胎销量.....	26
图 37: 全球各市场卡客车胎 23 年需求较 22 年变化率.....	26
图 38: 各国原装替换数量.....	26
图 39: 全球主要国家商用车产量.....	27

图 40: 我国商用车销量.....	27
图 41: 我国商用车产量.....	27
图 42: 我国商用车产销月度数据.....	28
图 43: 我国卡客车销量情况.....	28
图 44: 公路运输量.....	29
图 45: 公路运输量/月.....	29
图 46: 固定资产投资额.....	30
图 47: 轮胎开工率.....	30
图 48: 全球 OTR 市场规模.....	31
图 49: 2020 年按地区 OTR 市场份额.....	31
图 50: 全球农业机械市场规模.....	31
图 51: 全球主要地区农机产值占比结构.....	31
图 52: 2016 年至 2026 年全球工程轮胎产量.....	32
图 53: ICSG:全球矿山产量.....	32
图 54: 公司 63 吋巨胎产品.....	34
图 55: 公司非公路产量预测.....	34
图 56: 非公路营收及占比 (测算值).....	35
图 57: 公司成本占比.....	35
图 58: 各主要原材料成本占比.....	35
图 59: 天然橡胶市场价.....	36
图 60: 世界主产区天然橡胶产量.....	36
图 61: 世界主产区橡胶种植面积 (千公顷).....	37
图 62: 世界主产区橡胶新种植面积及再种植面积总和 (千公顷).....	37
图 63: 合成橡胶价格.....	38
图 64: 原油价格.....	38
图 65: 炭黑市场价.....	38
图 66: 煤焦油、蒽油市场价回落.....	38
图 67: 炭黑开工率.....	39
图 68: 促进剂、防老剂价格.....	39
图 69: 线材、铁矿石价格.....	40
图 70: 公司净资产收益率及增速.....	40
图 71: 可比公司 ROE.....	40
图 72: 公司 ROE 杜邦分析.....	41
图 73: 可比公司研发费用率.....	41
图 74: 公司净利率.....	41

表 目 录

表 1: 公司产能布局.....	4
表 2: 员工持股计划.....	6
表 3: 轮胎分类简介.....	7
表 4: 2022 销售额 (亿美元) 米其林蝉联榜首.....	8
表 5: 乘用车替换数量.....	14
表 6: “双反”调查频繁, 影响我国轮胎出口.....	16
表 7: 泰国出口美国轮胎的反倾销税率情况.....	17
表 8: 中国企业海外布局.....	17
表 9: 米其林、固特异、普利司通产能退出情况.....	21
表 10: 公司海外产能布局.....	22
表 11: 液体黄金轮胎测评.....	24
表 12: 商用车配套替换轮胎数.....	29
表 13: OTR 分类和用途.....	30
表 14: 工程胎分类和用途.....	32
表 15: 已有 OTR 产能企业.....	33
表 16: 国内企业 OTR 产能布局.....	33
表 17: 分业务收入及毛利率.....	42
表 18: 绝对估值假设条件.....	43
表 19: FCFE 估值结果.....	43
表 20: 可比公司估值.....	43
附表: 财务预测与估值.....	45

1 公司概况：产能稳步扩张，全球化布局步步为营

1.1 国内轮胎龙头，全球化布局日益完善

公司是我国轮胎行业龙头，发展主要可以分为三个阶段：

第一阶段：2002-2011 初期发展。公司前身为青岛赛轮子午线轮胎信息化生产示范基地有限公司，成立于 2002 年，是国内首家集新材料、新技术、新装备、新工艺、新管理模式于一体的信息化生产示范基地。公司发展二十余年，逐步成长为国内轮胎行业龙头。2003 年公司第一条轮胎下线，国内产能稳步发展，并成为国内产能领先的轮胎企业。

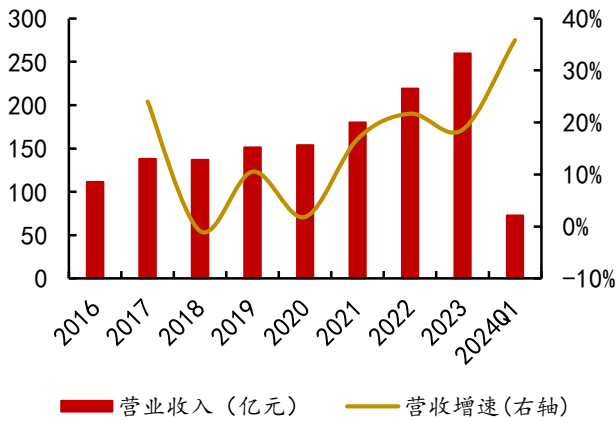
图 1：公司发展历程



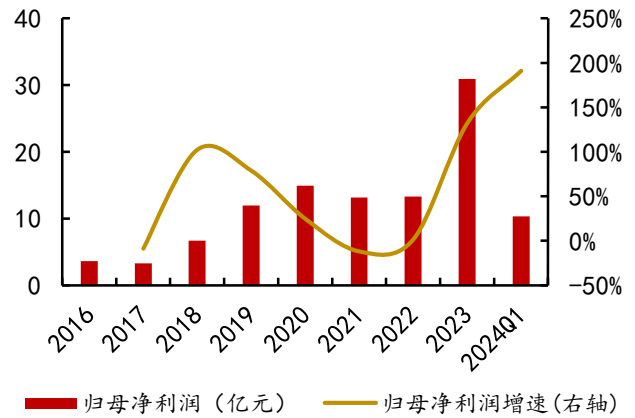
数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

第二阶段：2011-2021 持续海外基地布局，产能稳步扩张。2009 年起，美国对中国多次施加关税壁垒，国内轮胎出口至美国利润严重受损，亟需寻求破局之法。在这种情况下，公司表现出勇于开拓的精神，作为国内最早布局海外产能的国内轮胎公司，2012 年赛轮越南基地完成布局，2021 年公司布局柬埔寨基地。

层层施加的贸易关税加上国内轮胎行业产能过剩严重，国内轮胎企业盈利情况受到较大影响，公司 2014-2017 年净利润出现波动，随着公司越南基地建成投产，公司盈利大幅增加。2022 年公司柬埔寨 900 万条/年半钢项目投产，海外营收持续增长。在产能稳步扩张的情况下，公司营业收入将维持稳定增长。

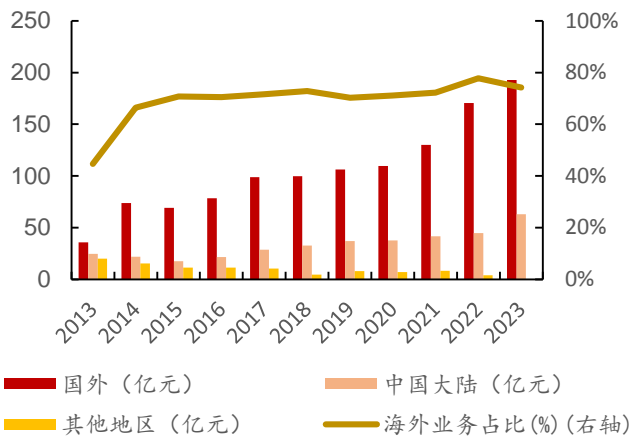
图 2：公司营收情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

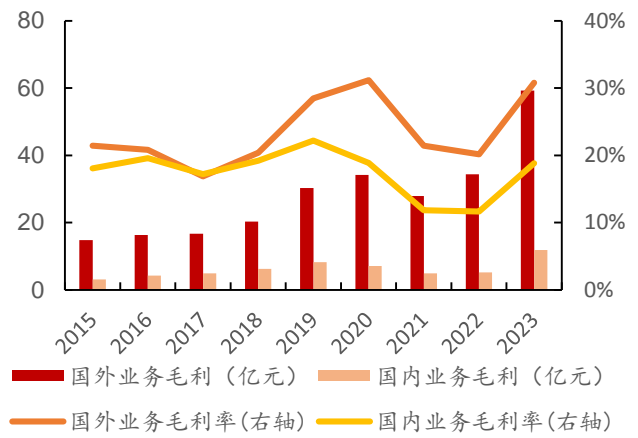
图 3：公司净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司海外业务营收占比高，海外业务毛利率高。截至 2023 年，公司海外基地具有半钢产能 2500 万条/年，占公司半钢产能的 48%；全钢（不含 ACTR）425 万条/年，占公司全钢产能的 36%；非公路 5 万吨/年，占公司非公路产能的 40%。海外业务的营收占比接近 80%，毛利率显著高于国内。

图 4：公司海外营收占比


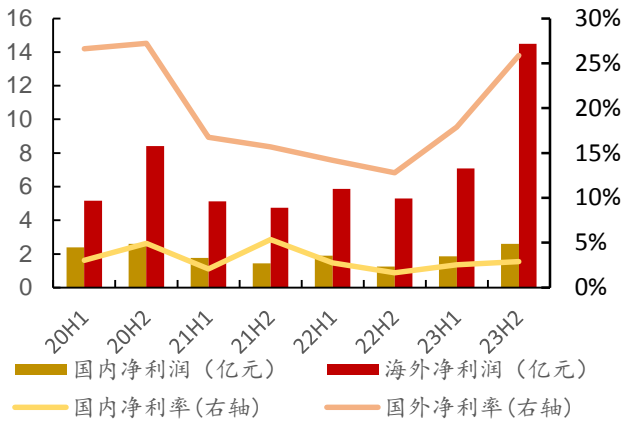
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：海内外毛利情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

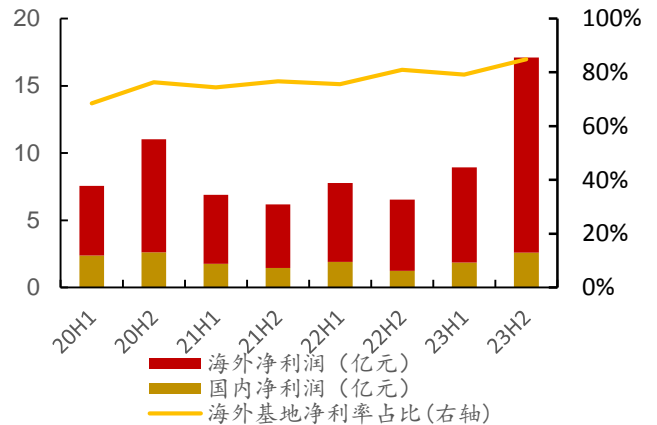
近三年，公司海外基地的净利润一直占公司净利润的 68%~81%。在关税壁垒、疫情影响等多方面因素的影响下，国内基地的利润受到一定的影响。公司在东南亚建厂，减免所得税的政策，且具有更低的原料、人工成本，在出口方面也可避开关税壁垒，拥有较强的盈利能力。

图 6：国内和海外净利润和净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：海外基地净利润占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司作为首家在海外建厂并最早拥有两个海外规模化生产基地的中国轮胎企业，积极推进全球化发展战略，优化资源配置，保证高品质产品交付，有效分散了贸易壁垒等因素带来的风险。公司在青岛、东营、沈阳、潍坊、越南、柬埔寨等地建有现代化轮胎生产基地，还规划建设青岛董家口轮胎工厂及功能化新材料生产基地。同时，公司还在北美、德国、越南等地设有服务于当地及周边区域的销售网络与物流中心，产品销往欧、美、亚、非等 180 多个国家和地区。

图 8：公司全球化布局

努力为全球轮胎用户和相关方提供更优质的产品与服务



数据来源：公司官网，西南证券整理

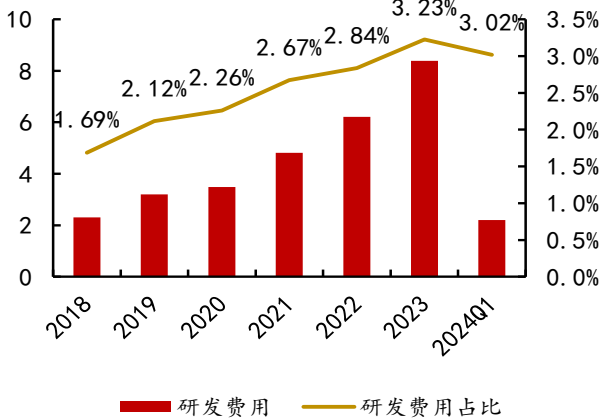
表 1：公司产能布局

		公司产能及预期 (万条/年)				
		2022	2023	2024E	2025E	2026E
青 岛	半钢	1000	1000	1200	1800	1800
	全钢	320	350	500	800	800
	非公路 (万吨)	5.6	6	15	15	15
东 营	半钢	2400	2700	2700	2700	2700
沈 阳	全钢	450	500	500	500	500
潍 坊	半钢	160	160	160	160	160
	非公路 (万吨)	0.86	1.69	7	7	7
越 南	半钢	1200	1600	1600	1600	1600
	全钢	160	260	260	260	260
	非公路 (万吨)	6	10	10	10	10
ACTR	全钢	265	265	265	265	265
柬 埔 寨	半钢	400	500	900	1500	2100
	全钢	0	165	165	165	165
墨 西 哥	半钢					600
	全钢					
印 度 尼 西 亚	半钢					300
	全钢					60
	非公路 (万吨)					3.7
合 计	半钢	5160	5960	6560	7760	9260
	全钢	1195	1540	1690	1990	2050
	非公路 (万吨)	12.46	17.69	32	32	35.7
	全钢半钢合计	6355	7500	8250	9750	11310

数据来源：公司公告，西南证券整理

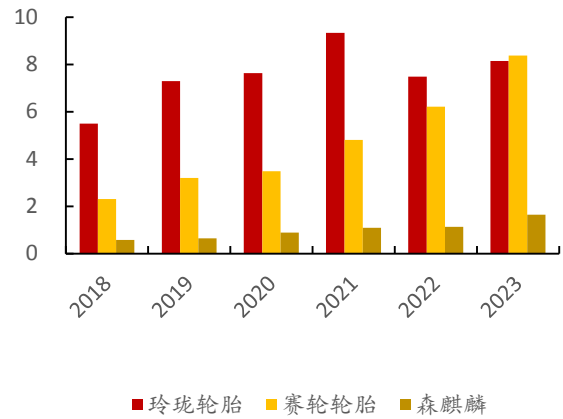
第三阶段：2022 年起“液体黄金”未来可期。公司重视科研创新，利用世界首创“化学炼胶”技术制备的新材料，自主研发出了低碳绿色轮胎产品-液体黄金轮胎，解决了困扰行业多年的轮胎滚动阻力、抗湿滑性能、耐磨性能难以兼顾的“魔鬼三角”问题，使行车更加安全、节能、舒适。随着公司“液体黄金”产品种类增加，未来有望成为新一代轮胎的领军产品。

图 9：公司研发投入（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：国内上市公司研发费用对比（亿元）

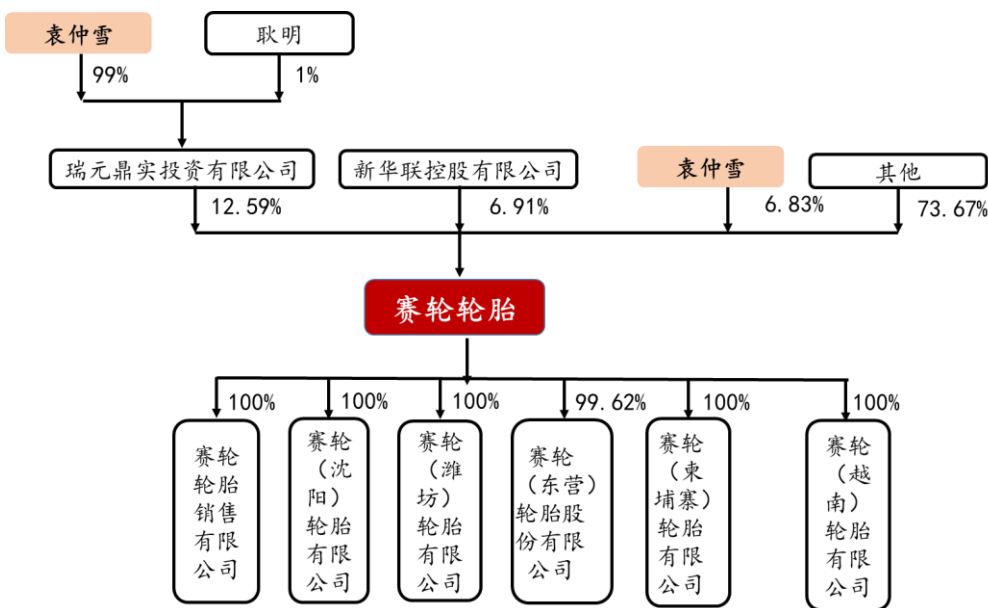


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 公司股权结构稳定

公司股权结构稳定，实控人发扬创新精神。公司实际控制人为袁仲雪，袁仲雪曾任第十二届全国人大代表，全国工商联第十一届执行委员会常委，国家橡胶与轮胎工程技术研究中心常务副主任，中国橡胶工业协会高级副会长，现任国家橡胶与轮胎工程技术研究中心主任，中国橡胶工业协会高级副会长，中国橡胶工业协会主席团企业执行主席。他曾提出“我们这个企业的发展，创新就是基础”，重视产学研结合，从科研创新一直到产业链的创新、体制的创新，走出了山东新的产学研创新的道路。

图 11：赛轮轮胎股权结构

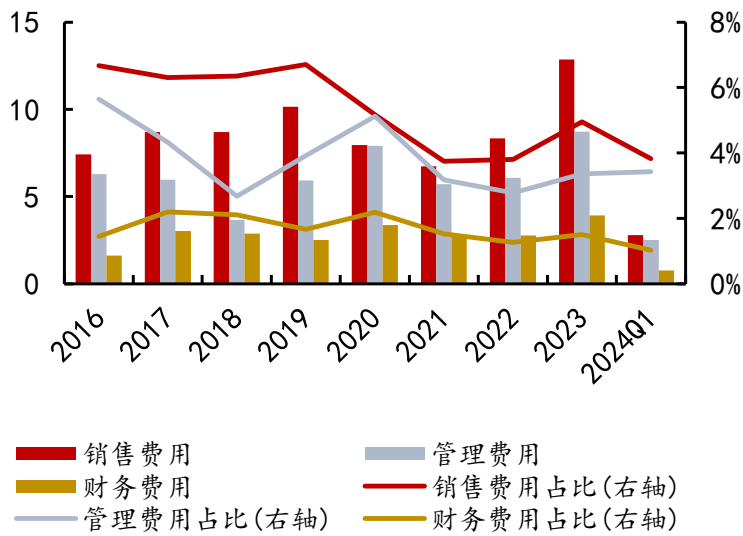


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 公司管理得当，三费率基本维持稳定

公司治理有方，三费率基本维持稳定。公司结合自身产品工艺特点、产品结构与生产规模，采取“市场客户导向，全球供应链布局，敏捷快速交付”的生产模式。公司对战略目标进行分解，针对市场趋势及客户需求，结合滚动销售预测设定生产计划。公司在工艺、设备、工装标准化等方面不断完善，形成了批量化、多品种同时生产的柔性生产体系，同时借助信息化系统对生产过程中设备开动、工艺执行、生产进度进行数字化实时监控管理，提升了生产效率，控制了生产成本。

图 12：公司三费情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.4 员工持股计划实施，绑定核心员工

2023 年 7 月 18，赛轮轮胎发布《2023 年员工持股计划（草案）》，员工持股计划的参与对象为公司（含分公司、全资子公司及控股子公司）董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工，参加本员工持股计划的总人数不超过 75 人。根据公司员工持股计划，以 2022 年归母净利润 13.3 亿元为基础，2023-2025 年的业绩考核目标分别为 17.3 亿元、21.3 亿元、25.3 亿元。

表 2：员工持股计划

解除限售期	解除限售比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	40%	以 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 30%
第二个解除限售期	30%	以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 60%
第三个解除限售期	30%	以 2022 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 90%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 轮胎市场空间大，国产轮胎市占率提高

轮胎主要分为子午胎及斜交胎。他们的区别在于，子午线轮胎的胎体帘线类似于地球子午线的排列；斜交轮胎的胎体帘线呈交叉排列，无带束层。其中子午胎又分为半钢子午胎和全钢子午胎。其中半钢子午胎胎体骨架材料为纤维材料，其余骨架材料为钢丝材料；全钢子午胎的胎体骨架材料均为钢丝材料。**用途方面**，斜交胎主要用于农用车，叉车，航空领域；半钢子午胎主要用于乘用车及轻卡；全钢子午胎主要用于重卡和大客车。

表 3：轮胎分类简介

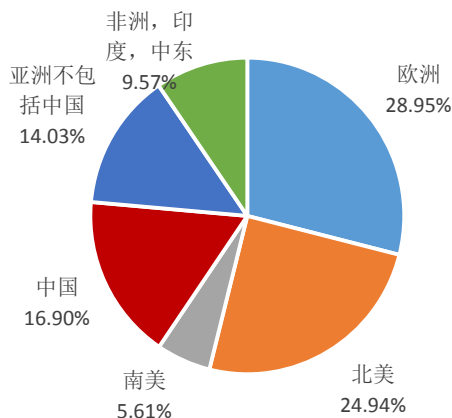
轮胎种类	斜交胎	半钢胎	全钢胎
结构示意图			
强度增强方式	胎体帘线呈交叉排列，无带束层。其提高载重性能主要靠增加胎体帘线层数来实现。	胎体骨架材料为纤维材料，其余骨架材料为钢丝材料	胎体骨架材料均为钢丝材料
特点	结构简单，制造相对简单。 耐磨性较差，发热与滚动阻力大，缓冲性能差，原材料消耗较多。	滚动阻力小，附着性能好，弹性大，缓冲力强，承载能力大，使用寿命提升。 结构复杂，制造难度相对较大，原材料和生产成本相对较高。	
主要应用	农用车，叉车，航空领域	乘用车及轻卡	重卡和大客车

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1 我国轮胎市场空间大，公司市占率稳步提升

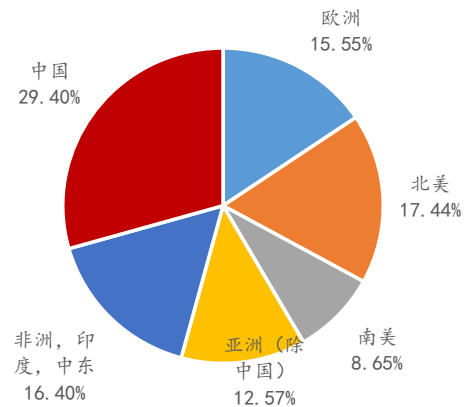
世界轮胎万亿市场，国内市场增长空间大。根据米其林公布的数据，2023 年全球轮胎市场需求量 17.8 亿条，市场空间约 1900 亿美元，总体需求量基本维持稳定。从总体需求量的角度来看，中国市场占比约为 20%，是世界上最主要的轮胎消费地区之一。

图 13：2023 年全球各地区半钢胎需求占比



数据来源：米其林，西南证券整理

图 14：2023 年全球各地区卡客车胎需求占比



数据来源：米其林，西南证券整理

轮胎行业集中度高，龙头企业占据较大市场份额。轮胎行业是资本密集型行业，龙头企业具有较大优势。根据中国橡胶最新数据，2022 年世界轮胎 75 强企业实现销售额 1778.2 亿美元，其中米其林以 282.6 亿美元的销售额连续四年位居榜首，在 2022 年世界轮胎 75 强企业中市占率约 16%，较上年维持不变。普利司通以 266 亿美元居第 2 位。固特异以 178.9 亿美元居第 3 位。前 10 中中国（包括台湾省）企业 2 家，较上年持平；75 强企业中中国（包括台湾省）企业共 35 家，较上年增加一家。

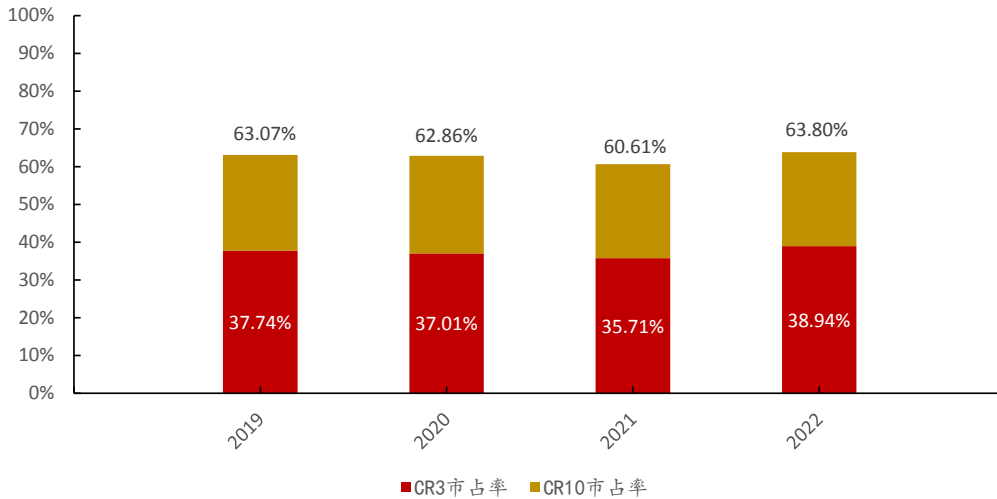
表 4：2022 销售额（亿美元）米其林蝉联榜首

2022 排名	公司	总部所在地	2019	2020	2021	2022
1	米其林	法国	250	229.35	262.95	282.6
2	普利司通	日本	243.25	207.5	221.75	266
3	固特异	美国	136.9	114.4	149.17	178.923
4	大陆轮胎	德国	112.75	99.08	120	124.2
5	住友橡胶工业	日本	70.6	63.691	72.496	71.6
6	倍耐力	意大利	59.35	48.888	63.4	69.565
7	韩泰轮胎	韩国	57.25	53.05	59.758	63.1
8	优科豪马橡胶	日本	48.1	43.49	42.296	57.449
9	杭州中策橡胶	中国	35.85	38.962	45.283	41.758
10	正新橡胶	中国台湾	39.081	37.887	38.662	36.769
11	东洋轮胎橡胶	日本	30.6	28.7	32.266	34.7
12	赛轮轮胎	中国	20.385	20.216	26.612	32.936
13	阿波罗轮胎	印度	22.672	22.967	27.32	31.369
14	MRF 公司	印度	22.428	21.396	24.762	28.761
15	佳通轮胎	新加坡	31	24.97	30.4	28.4
16	锦湖轮胎	韩国	20.215	18.411	22.738	27.588
17	山东玲珑橡胶	中国	24.004	27.538	29.141	24.646
18	耐克森轮胎	韩国	18.21	14.039	19.698	21.345
19	JK 轮胎工业	印度	12.237	12.392	15.956	18.714
20	诺基亚轮胎	芬兰	16.977	14.2	19.25	17.65
21	蒂坦国际	美国	11.6	10.07	14	17.35
22	西亚特轮胎	印度	9.506	10.258	12.126	14.199
23	双钱轮胎控股	中国	10.096	10.262	13.735	13.963
24	建大轮胎	中国台湾	11.273	10.807	12.675	13.792
25	三角轮胎	中国	11.251	12.622	14.045	13.265
26	Prometeon 轮胎集团	意大利	6.25	10.989	13.08	-
27	Balkrishna 工业	印度	6.858	7.396	10.566	12.505
28	浦林成山	中国	7.759	8.938	11.768	12.259
29	特雷勒堡	瑞典	7.75	7.65	9	11.75
30	贵州轮胎	中国	8.94	9.938	11.513	10.731

数据来源：《2023 年度世界轮胎 75 强排行榜评析》，西南证券整理

海外龙头企业出让市占率，我国企业抢占市场。世界范围内轮胎行业 CR3 的市占率从 2019 年的 37.74% 降低至 2021 年的 35.71%，CR10 的市占率由 2019 年的 63.07% 下降至 2021 年的 60.61%。2022 年受疫情和海运影响，中国企业市占率小幅回落，世界龙头市占率有所回升。

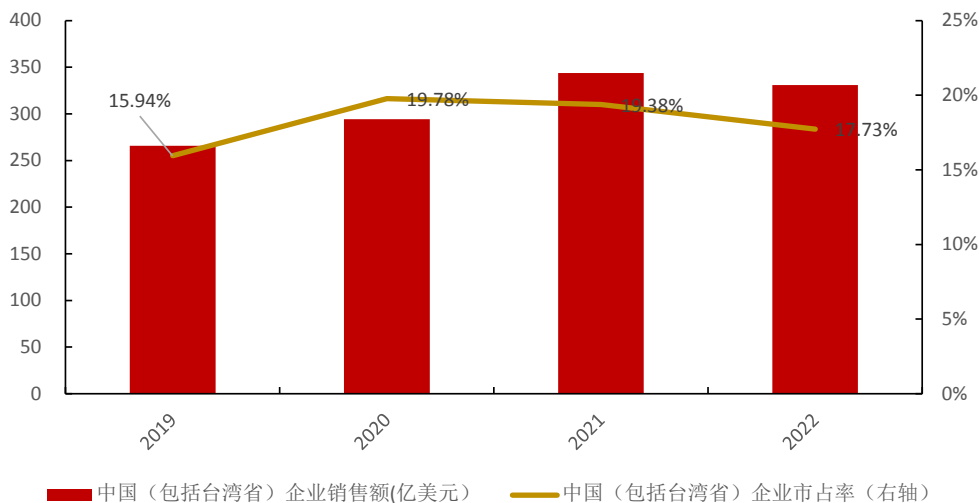
图 15：世界轮胎行业 CR3 和 CR10 市占率



数据来源：《2023 年度世界轮胎 75 强排行榜评析》，西南证券整理

我国企业销售额及市占率呈增长趋势。部分海外企业由于受到需求量减少的原因，关闭工厂使得产能减少，而我国由于疫情控制得当，产品性价比高，企业产能稳步提升，市占率在 17-20 年间稳定提高。根据中国橡胶数据，2021 年世界 75 强轮胎企业中，中国企业实现销售额 344.62 亿美元，占比达 19.38%，较 2017 年 15.31% 的占比有所提高。2022 年受疫情和海运影响，中国企业占比小幅下滑。对比 17 年到 22 年市占率，中国企业占比总体呈增长态势，未来随着产能进一步扩张，占比有望进一步提升。

图 16：中国企业在世界 75 强轮胎企业中占比

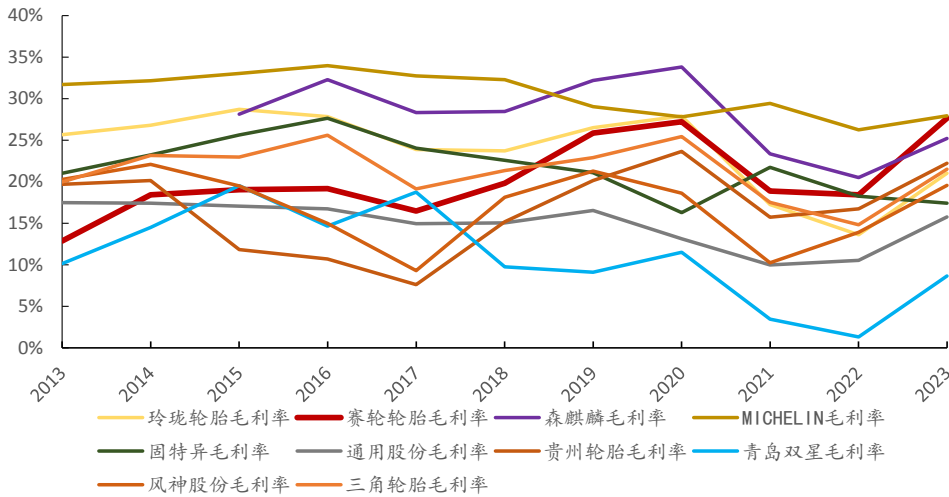


数据来源：《2023 年度世界轮胎 75 强排行榜评析》，西南证券整理

2.2 公司毛利率位于行业较领先地位，市占率逐步提升

公司毛利率较高。公司全球化战略、科技创新及品牌建设等工作效果持续显现，产品受到越来越多国内外客户的认可，且高毛利的非公路产品在公司营收中占比逐步提升，对比国内外部分上市轮胎企业的毛利水平，公司处在较高水平。

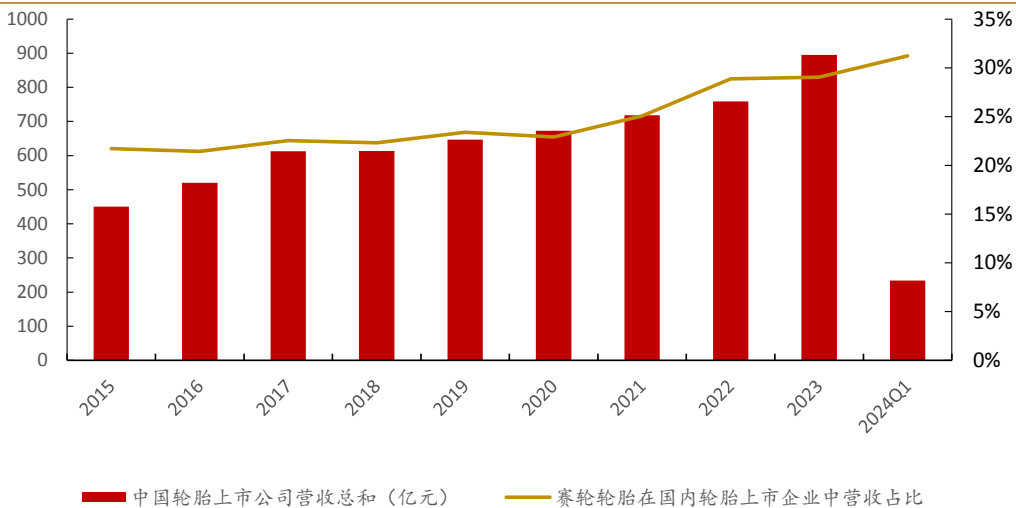
图 17：公司毛利水平



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

营收稳步增长，市占率稳步提升。随着公司产品产销同步增长，公司营收和市占率逐步提升，由于公司产品的质量过硬，毛利率处于市场前列，公司在国内轮胎上市公司中的市占率呈上升趋势。随着公司海外高毛利产能领先布局放量，公司市占率有望进一步提升。

图 18：公司在国内轮胎上市企业中营收占比



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

环保政策促落后产能退出，公司市占率将进一步提升。轮胎产业属于高耗能、高排放产业，生产过程对环境有较大影响。2014 年 9 月，中华人民共和国工业和信息化部正式发布了《轮胎行业准入条件》。在此影响下，轮胎行业部分低端产能被迫关停。自 2016 年开始，

我国轮胎产能逐年下降，落后产能逐步淘汰。我国按照《巴黎协定》规定，在 2020 年 9 月提出，实现 2030 年前碳达峰、2060 年前碳中和的“双碳”目标，轮胎行业产能将迎来进一步整理出清。2021 年 4 月，山东省印发《全省落实“三个坚决”行动方案（2021-2022 年）》的通知，要求 2022 年，年产 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）、年产 500 万条以下的半钢子午胎（缺气保用轮胎、赛车胎高端产品、超低断面轮胎除外）企业将被全部整合退出。根据文件要求，本轮清退产能分别占全国 2020 年底半钢胎产能的 3.96%、全钢胎产能的 3.03%。山东省为我国轮胎生产大省，全钢及半钢产能分别占全国的 52.11% 和 50.80%，由于本次清退落后产能影响较大，速度较快，可进一步释放市场空间，有利于公司进一步提高市场占有率。2023 年国家发展改革委等部门关于发布了《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》，进一步拓展能效约束领域，将子午线轮胎纳入进一步拓展能效约束领域。这将进一步促进落后产能的退出，有利于公司提升市占率。

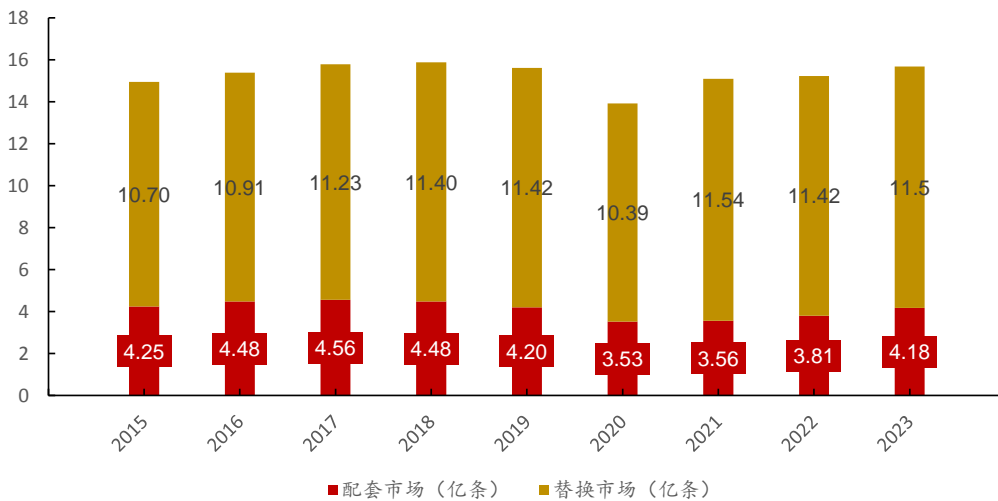
3 半钢胎需求旺盛，公司积极出海布局

3.1 全球经济复苏，半钢胎需求好转

乘用车轮胎需求占据主流，全球半钢胎市场持续复苏。根据米其林数据，2023 年全球乘用车轮胎消费 15.68 亿条，为全球轮胎消费的主要类型，消费数量占比约 88%。全球乘用车轮胎市场方面，销量从 2015 年 15.0 亿条稳步上升到 2018 年 15.9 亿条，销量增加约 9000 万条；2019 年销量为 15.6 亿条，相较于 2018 年销量下降了约 3000 万条，同比下降 1.7%；2020 年受疫情影响，年销量下降至 13.9 亿条，同比下降 11%；2021 年销量恢复到 15.1 亿条，同比增长 8.6%。2022 年销量小幅上升至 15.23 亿条，同比增长 0.9%。2023 年同比再增长 3%。

替换市场为乘用车轮胎主要市场。2023 年全球乘用车配套市场和替换市场需求分别为 4.18 亿条和 11.5 亿条，分别占比 26.66%、73.34%。

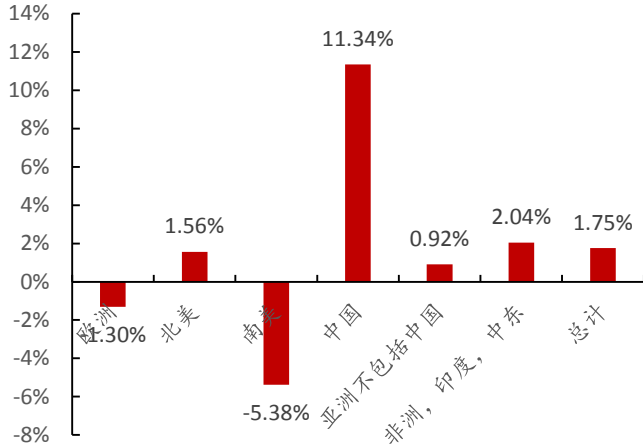
图 19：全球乘用车胎需求持续回暖，替换需求为主流



数据来源：米其林，西南证券整理

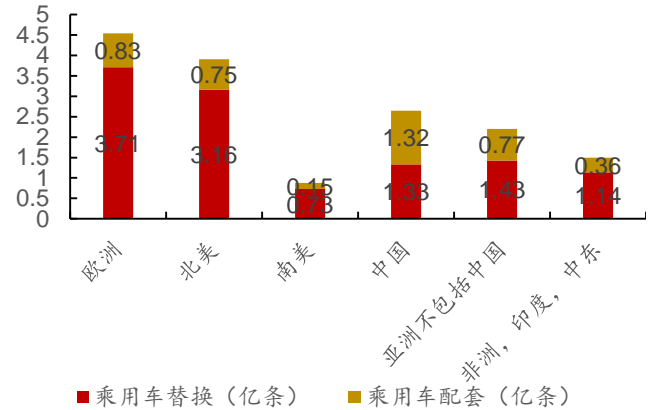
中国替换市场增速明显，未来有较大空间。中国 2023 年乘用车轮胎需求 2.65 亿条，同比增长 11.34%，其中配套需求 1.32 亿条，替换需求 1.33 亿条，2023 年我国替换市场，轮胎替换与配套比例约为 1:1，远低于北美地区的 4:1，也低于世界平均水平的 3.2:1，存在较大的市场空间。

图 20：全球各市场半钢需求较 22 年变化率



数据来源：米其林，西南证券整理

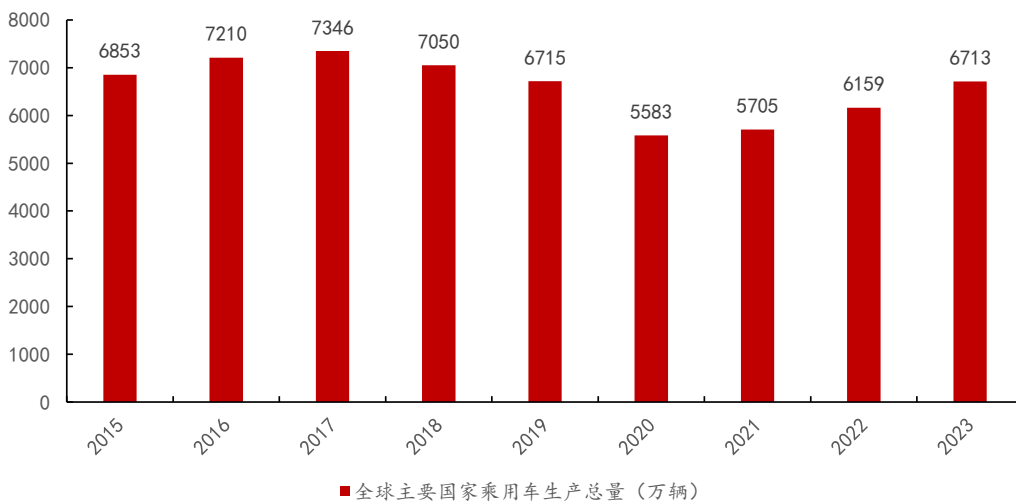
图 21：中国市场替换占比低，有较大空间



数据来源：米其林，西南证券整理

世界汽车产量回暖，配套轮胎需求恢复。随着疫情影响减弱，世界范围内乘用车制造逐步复苏，根据国际汽车制造商组织 OICA 数据，受到疫情影响，2020 年汽车产量有较大减少，随着疫情影响减弱，2021 年开始，乘用车产量逐步恢复，随着疫情影响几乎结束，2023 年世界乘用车产量 6713 万辆，较 2021 年持续恢复。在疫情影响几乎结束的情况下，预计未来乘用车产量会有进一步增长，对配套轮胎需求会进一步扩大。

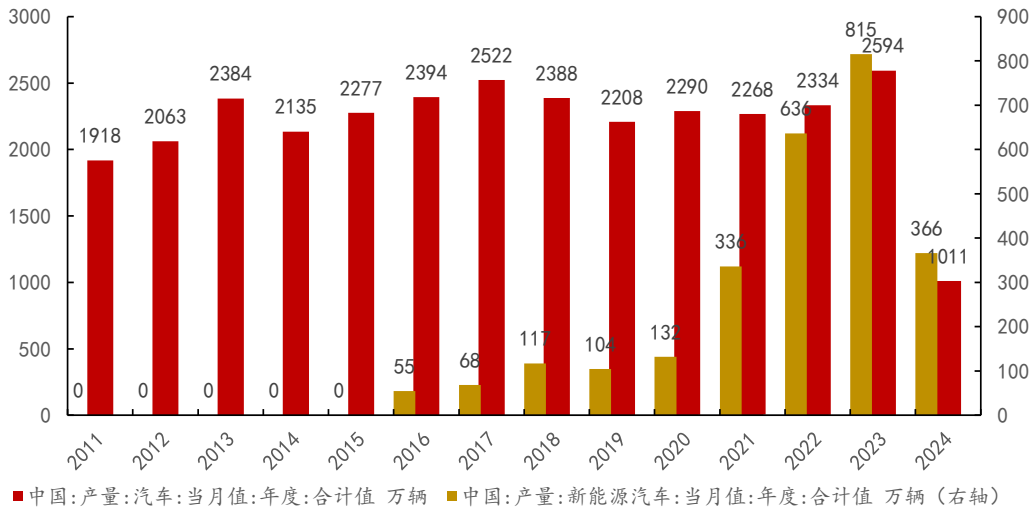
图 22：世界乘用车产量持续回升



数据来源：OICA，西南证券整理

我国汽车产量稳步增加，配套轮胎需求量同步增加。中国汽车 2023 年产量 2594 万辆，较 22 年增长 11.1%，新能源汽车产量 815 万辆，较 22 年增长 28.1%，下半年汽车产量增加明显。随着疫情影响有所缓解，汽车产量预计在未来还会维持增长。新能源汽车产量逐年增加，增速较快，前景广阔。

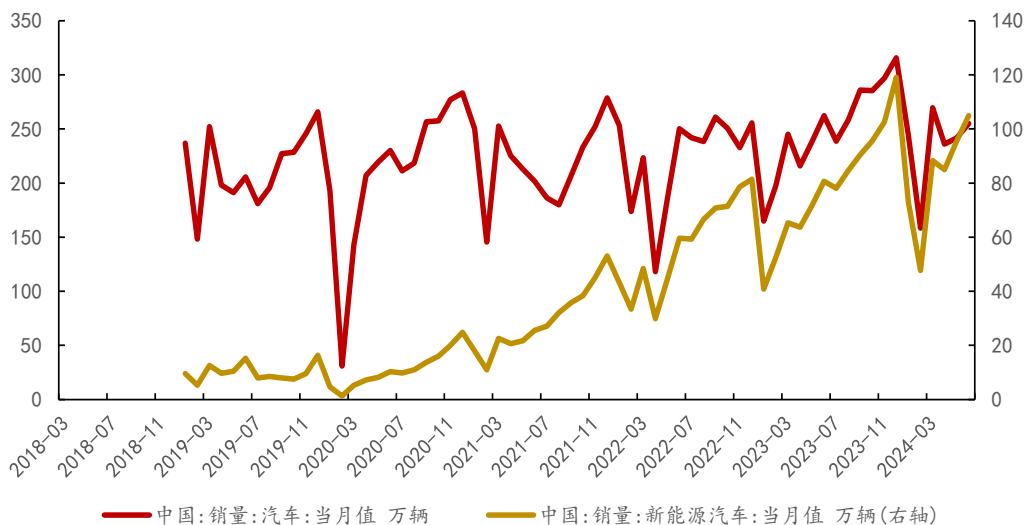
图 23：我国汽车产量及新能源汽车产量（2024 年为 1-6 月数据）



数据来源：Wind，国家统计局，西南证券整理

汽车销量存在季节性波动，2024 年上半年小幅增长。受到国五国六排放标准转换的影响，为了赶在政策限制之前上牌，2020 年提前透支较多汽车需求，同时受到新冠疫情反复的影响，导致 2021 年全年及 2022 年年初汽车销量较上年同期出现下滑，随着疫情影响减弱，经济复苏加快，排放标准完全转换完成，汽车销量逐渐好转。2024 年上半年汽车销量同比增长 6%。新能源汽车销量同比增长 32%。预计未来汽车销量将维持增长，对配套轮胎的需求起到促进的影响。

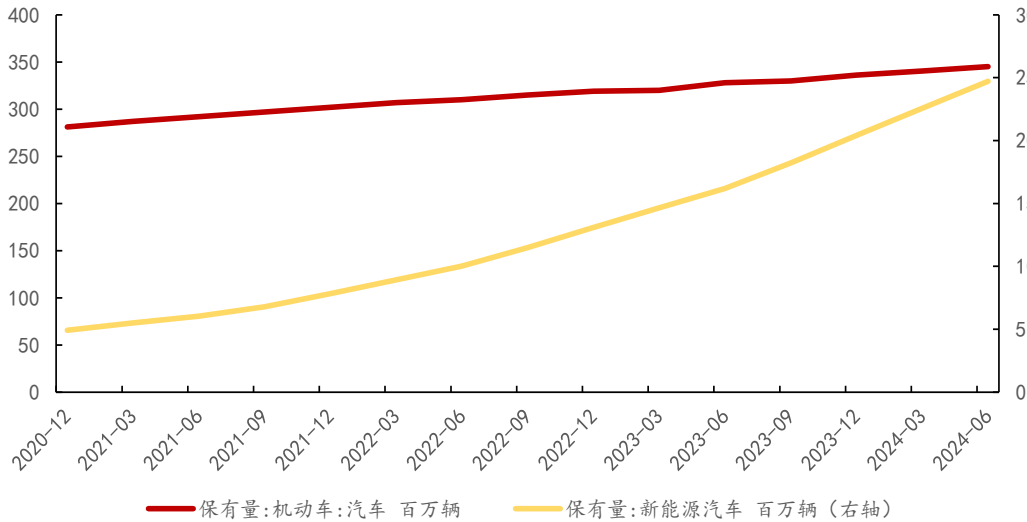
图 24：我国汽车销量及新能源汽车销量



数据来源：Wind，中国汽车工业协会，西南证券整理

我国机动车及新能源汽车保有量持续上升，带动乘用车轮胎替换需求上升。从我国的机动车产量和保有量来看，我国的市场结构已经由早年的增量市场转化为存量市场。汽车保有量稳步上升，2024年6月达到3.45亿辆，其中新能源汽车2472万辆。机动车保有量的增加推动轮胎的替换需求提升。

图 25：我国汽车保有量及新能源汽车保有量



数据来源: Wind, 公安部, 西南证券整理

中国半钢胎替换需求空间超 4 亿条。乘用车轮胎替换率达到 1.3-1.5 条/年，按我国乘用车取 24 年 6 月 3.45 亿辆保有量数据的情况测算，半钢胎替换方面需求数约为 4.5-5.2 亿条/年。

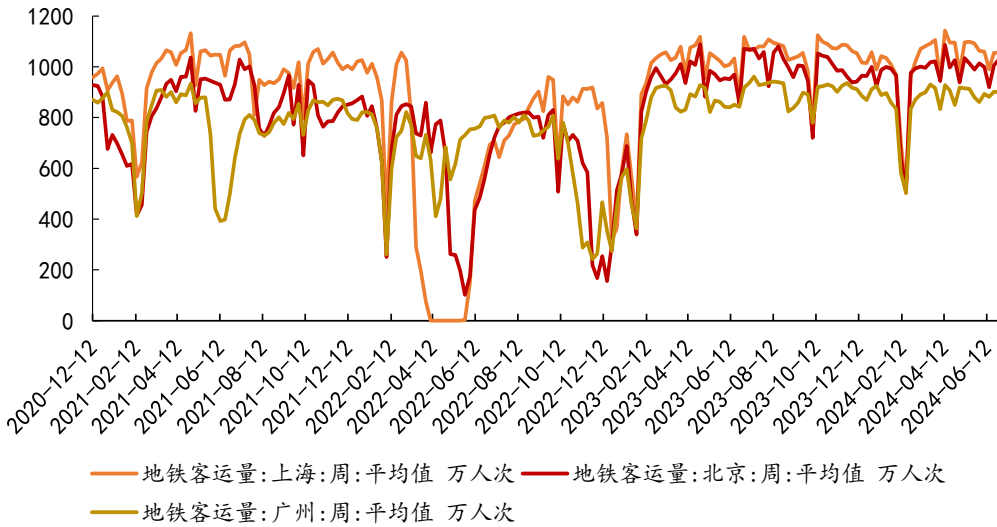
表 5：乘用车替换数量

轮胎类别	车辆类别	配套数量	替换数量 (条/年)
乘用车胎	轿车	5	1.3-1.5

数据来源: 观研天下, 西南证券整理

出行意愿增强，国内半钢需求有望持续转好。随着疫情管控政策逐步解除，2023 年初，随着疫情影响进一步减弱，人们出行意愿快速恢复。从各大城市的地铁出行人数来看，2023 年春节后出行人数快速恢复，一线城市北上广的周平均出行人数为近三年新高。在出行意愿较高的情况下，车辆使用会随之增加，半钢胎市场有望迎来复苏。

图 26: 地铁客运量



数据来源: 交通部, 西南证券整理

3.2 欧美频繁制裁, 中国企业持续海外布局

欧美多次进行关税限制, 我国轮胎出口受影响。近年来, 欧美等重要出口地区多次对我国轮胎进行反倾销、反补贴调查, 对我国轮胎产品征收高额关税。并且在中美贸易争端中, 美国又进一步对我国轮胎产品加征关税。受此影响, 我国直接出口至美国的轮胎量大幅减少。

图 27: 美国从我国进口全钢胎数量



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 28: 美国从我国进口半钢胎数量


数据来源: Wind, 西南证券整理

美国持续反倾销调查, 公司轮胎海外工厂出口税率提高。2020 年美国对东南亚国家泰国、越南以及韩国、台湾省四地的反倾销调查, 进一步影响我国轮胎企业海外产能的盈利能力。

表 6: “双反”调查频繁, 影响我国轮胎出口

国家	“双反”调查名称	针对轮胎类型	开始时间	终裁时间	结果及税率状况
美国	中美轮胎特保案 (特殊保障措施)	乘用车和轻型 卡车轮胎	-	2009.9	3 年内对中国输美乘用车与轻型卡车轮胎连续三年分别加征 55%、45%和 35%的从价特别关税, 于 2012 年 9 月 26 日到期
	美国对华乘用车和轻型 卡车轮胎“双反调查”	乘用车和轻型 卡车轮胎	2014.7	2015.8	对中国相关轮胎企业实行反倾销和反补贴, 合并税率为 30.61%-107.68%
			-	2018.3	行政复议终裁, 双反继续施行, 合并税率为 22.18%-107.68%
	美国对华卡客车轮胎 “双反调查”	卡客车轮胎	2016.2	2017.2	中国轮胎行业以 3: 2 的投票结果取得第一场胜诉。意味着此前美国商务部于美国时间 2017 年 1 月 24 日发布的美对华卡客车轮胎反倾销和反补贴案的终裁结果 (9%和 22.57%的反倾销税率和 38.61%-65.46 的反补贴税率) 无效
	美国对华卡客车轮胎 “双反调查”重启		2018.11	2019.2	对中国相关轮胎企业实行反倾销和反补贴, 全国统一合并税率为 42.31%
	美国对中国非公路用轮 胎“双反”调查	非公路轮胎	2007.6	2008.8	反倾销税率为 0~210.48%, 反补贴税率为 2.45%~14%
-			2017.4	对中国非公路用轮胎第 7 次复审终裁结果, 裁定反倾销税率在 33.08%~105.31%之间	
	贸易摩擦加征关税 (已取消)	覆盖主要轮胎 品种	-	2018.9	2018.9.24 起原关税基础上加征 10%, 2019.5.10 起加征 25%, 2019.10.1 起加征 30%
欧盟	欧盟对华卡客车轮胎 反倾销调查(已撤销)	卡客车轮胎	2017.8	2018.11	此后 5 年中国轮胎企业出口至欧盟的每条卡客车轮胎需要缴 42.73-61.76 欧元 (333.7-482.3 元人民币) 的固定税,
美国	美国对泰国、越南、韩 国、台湾四地的乘用车 卡车轮胎	乘用车和轻型 卡车轮胎	2020.5	2021.5	反倾销税率 韩国: 1) 韩泰: 27.05%; 2) 耐克森: 14.72%; 3) 其他:

国家	“双反”调查名称	针对轮胎类型	开始时间	终裁时间	结果及税率状况
	轮胎“反倾销”调查 (24年 Q1 复审终裁)				27.74% 台湾: 1) 正新: 20.04%; 2) 南港轮胎: 101.84%; 3) 其他: 84.75% 泰国: 1) 玲珑: 21.09%; 2) 住友: 14.62%; 3) 其他: 17.08% 越南: 赛轮、建大、普利司通、锦湖、优科豪马均为 0.00%, 其他企 22.30% 越南反补贴: 锦湖: 7.89%; 赛轮: 6.23%; 其他企业: 6.46%

数据来源: 中国商务部, 中国贸易救济信息网, 美国商务部, 国际贸易署, 西南证券整理

泰国出口关税终裁, 我国轮胎出海有所好转。2024 年一季度美国对泰国地区企业关税制裁终裁结果出炉, 强制应诉的两家轮胎企业分别为日本住友轮胎(泰国公司)及森麒麟(泰国公司)。复审的初裁结果:日本住友轮胎(泰国公司)复审初裁单独税率为 6.16%;森麒麟(泰国公司)复审初裁单独税率为 1.24%;其他泰国出口美国的轮胎企业复审初裁税率为 4.52%, 其中公司子公司泰国玲珑适用 4.52%的复审初裁税率。

表 7: 泰国出口美国轮胎的反倾销税率情况

	初审税率	复审初裁税率	关税下降幅度
玲珑轮胎	21.09%	4.52%	16.57%
森麒麟	17.1%	1.2%	15.8%
日本住友	14.59%	6.16%	8.43%
其他泰国工厂	17.1%	4.5%	12.5%

数据来源: 玲珑轮胎公司公告, 西南证券整理

2015 年起中国企业逐步完成海外布局, 国际化日益完善。为了减弱美国贸易壁垒的影响, 中国企业自 2012 年开始海外布局, 最先由赛轮轮胎、玲珑轮胎、中策橡胶三家企业完成海外布局, 随后中国各企业纷纷出海布局。布局范围也由东南亚国家逐步延伸至北美洲和欧洲, 更加贴近主要终端市场。随着海外布局的日益完善, 中国企业对于贸易壁垒的应对能力也逐步增强。

表 8: 中国企业海外布局

企业	项目	地址	投产时间	半钢(万条)	全钢(万条)	工程胎	备注
赛轮轮胎	越南(一期)	越南	2013	600	160	5万吨	
玲珑轮胎	泰国(一期)	泰国	2014	600	120		
赛轮轮胎	越南(二期)	越南	2015	700		5万吨	
中策橡胶	泰国(一期)	泰国	2015	850	210	1.2万吨	
玲珑轮胎	泰国(二期)	泰国	2015	600	100		
森麒麟	泰国(一期)	泰国	2016	1000			
奥格瑞	印度尼西亚	印度尼西亚	2016	200	800		
双钱轮胎	泰国	泰国	2017		180	5万吨	
福临轮胎	马来西亚	马来西亚	2018	300	50		
赛轮轮胎	越南(ACTR)	越南	2019		265		权益 65%
玲珑轮胎	泰国(三期)	泰国	2019	300			
浦林成山	泰国(一期)	泰国	2020	400	100		

企业	项目	地址	投产时间	半钢(万条)	全钢(万条)	工程胎	备注
中策橡胶	泰国(二期)	泰国	2021	500	140		
青岛双星	越南	越南	2021	850	80		
浦林成山	泰国(二期)	泰国	2022	400	100		
贵州轮胎	越南(一期)	越南	2022		120		
金宇轮胎	越南	越南	2022		200		
浪马轮胎	巴基斯坦	巴基斯坦	2022		240		
赛轮轮胎	柬埔寨(一期)	柬埔寨	2023	900	165		
森麒麟	泰国(二期)	泰国	2023	600	200		
通用股份	泰国(一期)	泰国	2023	600	130		
赛轮轮胎	越南(三期)	越南	2024	300	100		
玲珑轮胎	塞尔维亚(一期)	塞尔维亚	2024	400	100		
贵州轮胎	越南(二期)	越南	2024		90		
青岛双星	柬埔寨	柬埔寨	2024	700	150		
华盛橡胶	柬埔寨	柬埔寨	2024				
新迪轮胎	马来西亚	马来西亚	2024	600	50		
赛轮轮胎	柬埔寨(二期)	柬埔寨	2025	1200			
赛轮轮胎	墨西哥	墨西哥	2025	600			
赛轮轮胎	印度尼西亚	印度尼西亚	2025	300		3.7万吨	
中策橡胶	印度尼西亚	印度尼西亚	2025				
中策橡胶	墨西哥	墨西哥	2025				
森麒麟	摩洛哥(一期)	摩洛哥	2025	600			
通用股份	泰国(二期)	泰国	2025	600	50		
通用股份	柬埔寨	柬埔寨	2025	500	90		
玲珑轮胎	塞尔维亚(二期)	塞尔维亚	2025	800	60		
贵州轮胎	越南半钢	越南	2025	600			
森麒麟	摩洛哥(二期)	摩洛哥	2026	600			
玲珑轮胎	塞尔维亚(三期)	塞尔维亚	2026			2万吨(工程胎及农用车胎)	
正道轮胎	柬埔寨	柬埔寨	2026	600	120		
森麒麟	西班牙	西班牙	2027	1200			

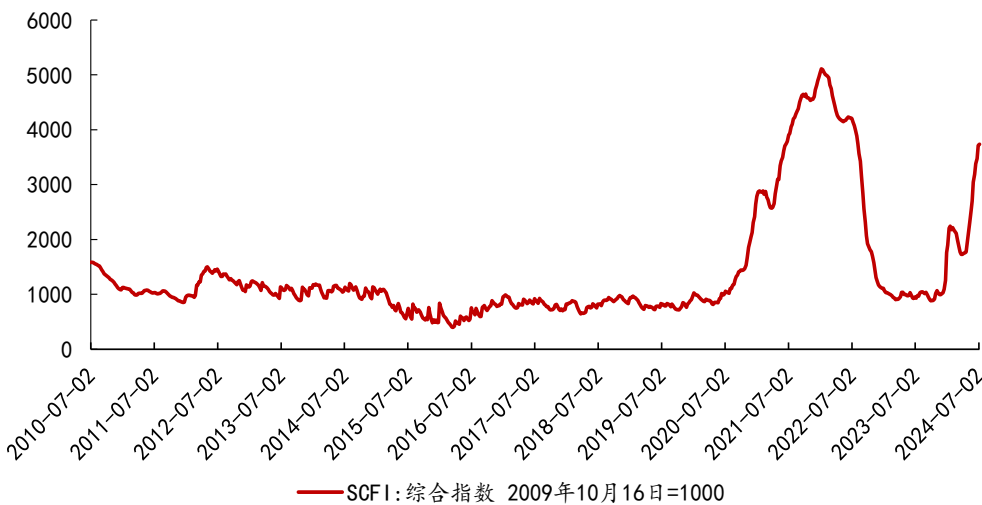
数据来源：轮胎商业，各公司公告，西南证券整理

3.3 出海空间广阔，海运费影响有限

海外空间广阔，现有产能不足。截至 2023 年底，中国轮胎企业海外工厂现有投产半钢产能合计约为 8000 万条。供给：8000 万条（产能）*90%（产能利用率假设）*70%（供应北美地区比重假设）=5040 万条，约占 2023 年北美半钢总需求量 3.91 亿条的 13%。双反前，美国进口轮胎当中中国轮胎占比 42.6%，而美国轿车胎进口比例不断提升，2023 年约 64%，将美国的轿车胎进口占比和中国轮胎在美国进口产品中的占比相乘能估算出中国半钢胎在北美市场需求占比，约为 27%，约 1 亿条。与现有供应量相比，仍有一倍空间。

海运费受地缘政治影响暴涨, FOB 协议减轻影响。2020 年开始世界范围疫情影响严重, 港口工人数量大幅减少, 海运行业受到严重影响, 海运费飙升, 自 2020 年底至 2022 年上半年, 海运费一直处于较高位置。2022 年 6 月以来, 海运费连续下降, 已经回归疫情前低位水平。2021 年, 随着海运费逐步上涨, 加上疫情对港口运力产生影响, 海外经销商担忧海运费进一步上涨从而拉低利润, 库存量持续维持在高位。22 年上半年海运费开始回落之后, 海外经销商进入去库阶段, 海外需求恢复缓慢。受此影响, 中国轮胎企业在 2022 年下半年业绩明显下滑。23 年初, 海外经销商库存回落至疫情前的正常水平, 海外需求逐步恢复。此次暴涨中, 由于中国轮胎企业受到较大影响, 自 2023 年开始, 轮胎企业出口中 FOB 占比大幅提高, 海外业务由经销商承担海运费。2023 年 12 月开始, 由于红海局势日益紧张, 海运费再次暴涨, 在 FOB 协议的此次暴涨对轮胎企业的影响将远小于疫情期间影响。

图 29: 海运费价格指数



数据来源: Wind, 西南证券整理

疫情期间海运费对轮胎出口影响大。海运费 2022 年中达到历史最高位, 约为疫情前平均海运费的 5 倍。持续一年的高位海运费对轮胎企业的利润造成了较大影响。根据通用运费网数据, 标准箱为长为 20 英尺的集装箱, 尺寸为 5898mm*2352mm*2393mm, 轮胎的尺寸按照常见轿车轮胎的 50cm~70cm 直径, 20cm 宽度测算, 大约一个 20 尺标准箱可以运输约 450 个半钢胎。以半钢胎主要出口至欧洲为例, 以季度平均海运费价格测算。在疫情爆发前, 2019 年第四季度, 中国运往欧洲的海运费平均价格为 720 美元/标准箱, 2022 年第一季度往欧洲的海运费约为 4850 美元/标准箱, 假设除海运费外的单胎成本为 2021 年平均值, 每条轮胎运输成本约占货值的 50% 以上, 若经销商保持利润不变, 轮胎售价将比 2019 年底大幅上涨大约 62%, 使得销量下滑。

3.4 海外产能陈旧, 龙头落后产能呈退出趋势

海外企业陈旧产能占比高, 中国企业出海空间广阔。受到成本高企影响, 海外企业产能出现收缩。根据新闻统计, 米其林、固特异、普利司通自 2022 年以来, 宣布关停和转移产能的工厂共 13 座, 涉及半钢产能超 3000 万条。另外, 我们统计了全球大多数家轮胎企业的工厂数据, 以米其林为例, 其 50 座轮胎工厂中有 43 座建立时间早于 2000 年。海外企业呈现产能收缩的趋势, 有望为中国企业出海提供更大空间。

图 30：米其林部分工厂布局

洲	国家及地区	Brand (品牌)	品牌	Company/ plant location (公司)	开厂时间	DOT codes (轮胎)	Employees (加入工人)	轮胎型号	产能
欧洲	法国	Cie. Generale des Etablissements Michelin	米其林	Cie. Generale des Etablissements Michelin(Clermont-Ferrand)	1921	PH,1FH	1,860u	乘用车, 轻型卡车/货车 (子午线胎)	2,000 条/天
欧洲	德国	Michelin	米其林	Michelin Reifenwerke K.G.a.A. \Karlsruhe	1931	FW,1FW	593u	中型卡车/巴士 (子午线胎)	5,000 条/天
欧洲	西班牙	Michelin	米其林	Michelin Espana Portugal S.A. \Lasarte	1934	HB,1HB	488u	商用车 (子午线胎, 斜交胎)	10,000 条/天
欧洲	塞尔维亚	Michelin	米其林	Tigar Tyres d.o.o. \Piro	1935	T5,1T5	3,408	乘用车, 轻型卡车/货车, 摩托车 (子午线胎, 斜交胎)	7,500 条/天
欧洲	罗马尼亚	Michelin	米其林	Michelin Romania S.A.\Victoria	1939	N4,1N4	1,403u	乘用车, 轻型卡车/货车 (子午线胎, 斜交胎)	11,840 条/天
北美洲	美国	Michelin	米其林	Michelin North America Inc. \Tuscaloosa, Alabama	1945	BE,1BE	1,326u	乘用车, 轻型卡车/货车, 摩托车 (子午线胎)	15,000 条/天
欧洲	法国	Cie. Generale des Etablissements Michelin	米其林	Cie. Generale des Etablissements Michelin\Bourges	1953	FJ,1FJ	581u	飞机 (子午线胎)	4,900 吨/年
拉丁美洲	巴西	Michelin	米其林	Leverin Pneus e Camaras \Sao Paulo	1960		914	摩托车 (子午线胎, 斜交胎)	500 万条/年
北美洲	美国	Michelin	米其林	Michelin North America Inc. \Fort Wayne, Indiana	1961	BF,1BF	1,558u	乘用车, 轻型卡车/货车 (子午线胎)	21,000 条/天
亚洲	泰国	Michelin	米其林	Michelin Siam Group Co. Ltd. \Phrapadaeng	1962	W8,1W8	1,370u	乘用车, 轻型卡车/货车, 中型卡车/巴士, 摩托车 (子午线胎, 斜交胎)	53,600 吨/年
欧洲	法国	Michelin	米其林	Pneumatiques Kleber \Troyes	1963	EX,1EX	832	农用 (子午线胎)	54,400 吨/年
欧洲	意大利	Michelin	米其林	S.A. Michelin Italiana \Cuneo	1963	HD,1HD	2,131u	乘用车, 轻型卡车/货车 (子午线胎)	35,000 条/天
欧洲	德国	Michelin	米其林	Michelin Reifenwerke K.G.a.A. \Bad-Kreuznach	1966	FT,1FT	1,289u	乘用车, 轻型卡车/货车 (子午线胎)	26,000 条/天
欧洲	西班牙	Michelin	米其林	Michelin Espana Portugal S.A. \Vitoria	1966	HC,1HC	3,221u	乘用车, 轻型卡车/货车, 工程胎 (子午线胎)	210,400 吨/年
欧洲	波兰	Michelin	米其林	Michelin Polska S.A. \Olsztyn	1968	BS,1BS	4,608u	乘用车, 轻型卡车/货车, 中型卡车/巴士, 农用, 工业用胎 (子午线胎, 斜交胎)	203,000 吨/年
北美洲	美国	Michelin	米其林	Michelin North America Inc. \Yardmore, Oklahoma	1969	AP,1AP	1,678	乘用车, 轻型卡车/货车 (子午线胎)	23,000 条/天
欧洲	法国	Cie. Generale des Etablissements Michelin	米其林	Cie. Generale des Etablissements Michelin\Cholet	1970	FK,1FK	1,289u	乘用车, 轻型卡车/货车 (子午线胎)	15,000 条/天
欧洲	法国	Cie. Generale des Etablissements Michelin	米其林	Cie. Generale des Etablissements Michelin\Montceau-les-Mines	1970	FL,1FL	1,074u	工程胎, 工业用胎 (子午线胎)	28,000 吨/年
欧洲	西班牙	Michelin	米其林	Michelin Espana Portugal S.A. \Aranda de Duero	1970	HA,1HA	1,258u	中型卡车/巴士 (子午线胎)	6,500 条/天
北美洲	加拿大	Michelin	米其林	Michelin North America (Canada) Inc. \Granton-Pictou, Nova Scotia	1971	HN,1HN	651	乘用车, 轻型卡车/货车 (子午线胎)	9,000 吨/年
欧洲	德国	Michelin	米其林	Michelin Reifenwerke K.G.a.A. \Homburg	1971	PV,1V	1,280u	中型卡车/巴士 (子午线胎)	4,000 条/天
欧洲	意大利	Michelin	米其林	S.A. Michelin Italiana \Alessandria	1971	HE,1HE	856u	中型卡车/巴士 (子午线胎)	3,500 条/天
欧洲	法国	Cie. Generale des Etablissements Michelin	米其林	Cie. Generale des Etablissements Michelin\La Roche-sur-Yon	1972	BL,1BL	647u	中型卡车/巴士 (子午线胎)	3,500 条/天
北美洲	加拿大	Michelin	米其林	Michelin North America (Canada) Inc. \Bridgewater, Nova Scotia	1973	BS,1BD	1,148	乘用车, 轻型卡车/货车 (子午线胎)	60,000 吨/年
欧洲	法国	Cie. Generale des Etablissements Michelin	米其林	Cie. Generale des Etablissements Michelin\Roanne	1974	F3,1F3	815u	乘用车, 轻型卡车/货车 (子午线胎)	14,000 条/天
欧洲	西班牙	Michelin	米其林	Michelin Espana Portugal S.A. \Valladolid	1974	H1,1H1	1,624u	乘用车, 轻型卡车/货车, 农用 (子午线胎)	102,000 吨/年
北美洲	美国	Michelin	米其林	Michelin North America Inc. \Greenville, South Carolina	1975	M3,13M,4M,14M	1,603	乘用车, 轻型卡车/货车 (子午线胎)	27,000 条/天
欧洲	法国	Cie. Generale des Etablissements Michelin	米其林	Cie. Generale des Etablissements Michelin\Le Puy-en-Velay	1977	SE,1SE	632u	工程胎 (子午线胎)	45,000 吨/年
北美洲	美国	Michelin	米其林	Michelin North America Inc. \Spartanburg, South Carolina	1978	B6,1B6	1,099	中型卡车/巴士 (子午线胎)	7,000 条/天
北美洲	美国	Michelin	米其林	Michelin North America Inc. \Dothan, Alabama	1979	B7,1B7	524	轻型卡车/货车 (子午线胎)	6,800 条/天
欧洲	匈牙利	Michelin	米其林	Michelin Hungaria Tyre Manufacture Ltd. \Nyiregyhaza	1979	GL,1GL	1,046u	乘用车, 轻型卡车/货车 (子午线胎)	3,000 条/天
北美洲	美国	Michelin	米其林	Michelin North America Inc. \Lexington, South Carolina	1981	B9,1B9	3,164	乘用车, 轻型卡车/货车, 工程胎 (子午线胎)	288,200 吨/年
拉丁美洲	巴西	Michelin	米其林	Sociedade Michelin de Participacoes Industria e Comercio Ltda. \Campo-Grande	1981	B8,1B8	2,828	中型卡车/巴士, 工程胎 (子午线胎)	146,500 吨/年
拉丁美洲	罗马尼亚	Michelin	米其林	Michelin Romania S.A.\Zalau	1981	L7,1L7	1,395u	中型卡车/巴士, 工业用胎 (子午线胎)	2,000 条/天
北美洲	加拿大	Michelin	米其林	Michelin North America (Canada) Inc. \Waterville, Nova Scotia	1982	M5,1M5	1,281	中型卡车/巴士 (子午线胎)	137,500 吨/年
北美洲	墨西哥	Michelin	米其林	Industrias Michelin S.A. de C.V. \Queretaro	1987	K4,1K4	375	乘用车, 轻型卡车/货车 (子午线胎)	6,000 条/天
北美洲	美国	Michelin	米其林	Michelin North America Inc. \Norwood, North Carolina	1987		459	飞机 (斜交胎)	5,900 吨/年
欧洲	法国	Cie. Generale des Etablissements Michelin	米其林	Cie. Generale des Etablissements Michelin(Clermont-Ferrand)	1988	L0,1L0	703u	乘用车, 轻型卡车/货车 (子午线胎)	5,000 条/天

数据来源: Rubber News, 西南证券整理(注: 由于篇幅原因, 以上为截取的部分资料, 全文共 500 余条工厂产能数据, 包含全球大部分轮胎企业,)

表 9：米其林、固特异、普利司通产能退出情况

部分国际品牌关厂情况						
企业	工厂	成立时间	公布时间	地区	内容	涉及产能
米其林	维多利亚工厂	1966	2023.12	西班牙	2023 年多次减产 5%2024 年 1 月红海时间停 2 天	约 320 万条轮胎
	卡尔斯鲁厄工厂	1931	2023.11	德国	至 2025 年底逐步关停,将客户联络中心迁至波兰	约 110 万条 PCR
	特里尔工厂	1931	2023.11	德国	至 2025 年底逐步关停	约 110 万条 PCR
	阿德莫尔工厂	1970	2023.1	美国	在 2025 年底前搬迁至其他北美工厂	约 1250 万条轮胎
	德维多沃工厂	1997	2023.05	俄罗斯	2022 年 3 月宣布停产, 2023 年 5 月出售工厂	约 200 万条 PCR
普利司通	圣安德雷工厂	/	2023.05	巴西	2023 年 5 月停产整合业务	约 670 万条 PCR
	乌里扬诺夫斯克工厂	2016	2022.3	俄罗斯	2022 年 3 月宣布停产, 2023 年 12 月 20 日出售工厂	约 500 万条 PCR
	沈阳工厂	1997	2024.3	中国	2024 年 1 月 27, 普利司通沈阳工厂已经停产, 预计将于 2 月 28 日关闭工厂。	日产超 5000 万条, 年化大概 180 万条
	惠州工厂	2005	2021	中国	2021 年底关闭, 其生产转移到沈阳	日产 2800 条, 年化大概 100 万条全钢
	兰实工厂	1967	2023.12	泰国	产能转移至春武里工厂	日产 2100 条, 年化 75 万条全钢
固特异	富尔达工厂	1906	2023.11.15	德国	2024 年底前减半, 2025 年 9 月关闭	每天 2.1 万条半钢
	勃兰登堡州菲尔斯滕瓦尔德	1937	2023.11.16	德国	2027 年底前逐步停产	每天 1 万条半钢
	莎阿南工厂	1972	2024.3.7	马来西亚	2024 年 6 月 30 日关闭	年额定生产能力为 500 万条乘用车、轻型和中型卡车、农用车和 OTR 轮胎

数据来源：轮胎玩家，西南证券整理

3.5 公司海外布局领先，液体黄金产品种类逐渐丰富

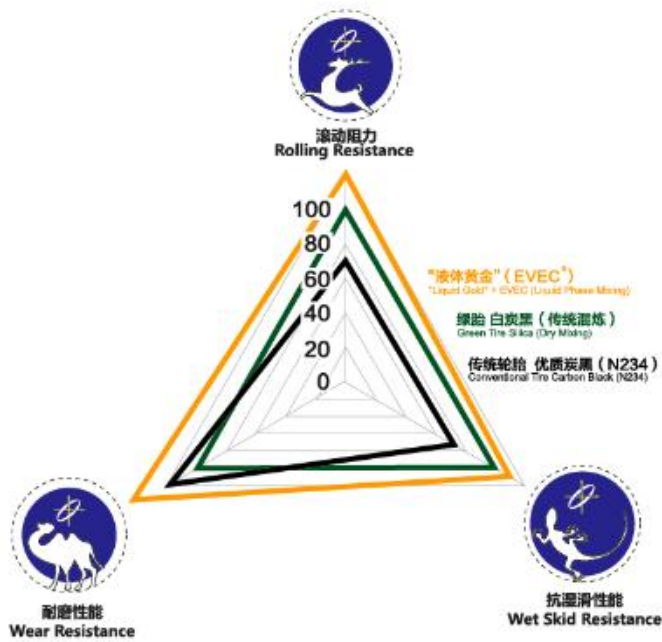
海外布局领先，全球化发展步步为营。2023 年 12 月公司公告布局墨西哥基地，规划半钢胎产能 600 万条/年，达产后预计实现年净利润 4059 万美元。墨西哥基地贴近北美市场，且不易受到关税壁垒影响。2024 年 1 月公告追加投资柬埔寨基地，新增 1200 万条/年半钢胎产能，全部达产后，柬埔寨基地将具备年产 2100 万条半钢子午线轮胎及 165 万条全钢子午线轮胎的生产能力，增产部分预计带来净利润 7 亿元/年。2024 年 3 月，公司拟在印度尼西亚投资建设年产 360 万条子午线轮胎与 3.7 万吨非公路轮胎项目。截止目前，公司共规划建设年产 2600 万条全钢子午线轮胎、1.03 亿条半钢子午线轮胎、44.7 万吨非公路轮胎的生产能力。随着公司海外布局持续扩张，公司能够更好的满足海外市场的需求，也进一步提高对于国际贸易壁垒的应对能力，随着公司海外地区市占率逐步提升，盈利能力将持续增强。

表 10：公司海外产能布局

项目	地址	投产时间	半钢 (万条)	全钢 (万条)	工程胎	备注
越南(一期)	越南	2013	600	160	5 万吨	
越南(二期)	越南	2015	700		5 万吨	
越南(ACTR)	越南	2019		265		权益 65%
柬埔寨 (一期)	柬埔寨	2023	900	165		
越南(三期)	越南	2024	300	100		
柬埔寨 (二期)	柬埔寨	2025	1200			
墨西哥	墨西哥	2025	600			
印度尼西亚	印度尼西亚	2025	300		3.7 万吨	

数据来源：公司公告，西南证券整理

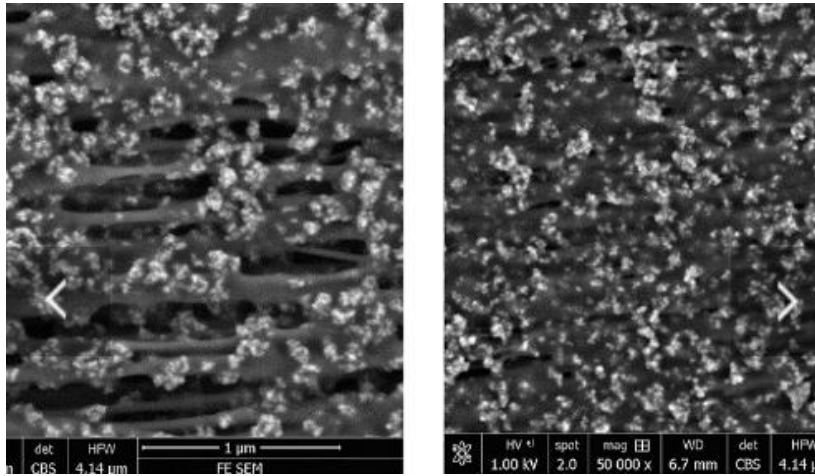
“液体黄金”打破“魔鬼三角”。在轮胎的材料研发中，人们需要主要注意三个方面，滚动阻力、抗湿滑性能、耐磨性能。滚动阻力是轮胎省油和省电的指标，耐湿滑性代表了轮胎的安全性能，耐磨性则代表了轮胎的使用寿命，但是这三者之间存在着“魔鬼三角”，即提升某项性能会使得其他两项性能受到影响。公司利用世界首创“化学炼胶”技术制备的新材料，自主研发出了低碳绿色轮胎产品——液体黄金轮胎，使行车更加安全、节能、舒适。

图 31：“液体黄金”突破了轮胎的“魔鬼三角”


数据来源：怡维怡橡胶研究院，西南证券整理

液体黄金轮胎成功地解决了“魔鬼三角”问题，是行业里程碑式创新。“液体黄金”新材料 (EVEC®胶) 使用自主创新的“合成橡胶液相混炼技术”制备的系列高性能橡胶新材料。该技术完全颠覆了橡胶行业百年以来一直沿用的橡胶与填料物理干法混炼方式，通过湿法混炼，使得白炭黑达到最大分散度。是胎领域继充气斜交轮胎 (1888 年)、子午线轮胎 (1946 年)、绿色轮胎 (1996 年) 之后“第四个里程碑”式的原始创新。

图 32：“液体黄金”微观表征



数据来源：怡维怡橡胶研究院，西南证券整理

液体黄金轮胎的优异性能获得了多个权威机构的测试与认证。赛轮液体黄金轿车轮胎经西班牙 IDIADA 测试，在滚阻、湿地方面均达到欧盟轮胎标签法 A 级；赛轮集团液体黄金卡客车轮胎的两款产品经权威机构测试，并经中国橡胶工业协会标签项目组认证，满足 A 级标准（SFL1 花纹的滚阻、湿地和噪声三方面均达到最高等级 A 级，SFL12 花纹滚阻、湿地达到 A 级，噪声为 B 级）。

图 33：“液体黄金”性能

	传统轮胎 Conventional tire	绿胎 Green tire	液体黄金 Liquid gold
胎面胶填料 Filler in tread rubber	炭黑 Carbon black	白炭黑 Silica	液体黄金 Liquid gold
滚动阻力指数，% Rolling resistance index,%	73	100(C级) 100 (Grade C)	111(A/B级) 111 (Grade A/B)
抗湿滑指数，% Wet grip index,%	68	100(B级) 100 (Grade B)	110(A级) 110 (Grade A)
抗干滑及操纵性指数，% Dri grip and handing index,%	-	100	103
耐磨性能指数，% Wear resistance index,%	115	100	130

数据来源：怡维怡橡胶研究院，西南证券整理

EVEC®胶产能逐步投放，公司产品种类日渐丰富。公司继 2021 年第四季度首次推出液体黄金轮胎卡客车系列产品后，2022 年 6 月在国内首发液体黄金轮胎乘用车系列产品，11 月，液体黄金乘用车电动汽车轮胎系列产品—“ERANGE|EV”在美国拉斯维加斯全球首发，2023 年 3 月，公司进一步增加液体黄金产品种类，发布新能源 EV 系列、豪华驾享系列、都市驾驭系列、超高性能系列四大液体黄金轮胎新产品，覆盖全球主流高端车型。根据公司原料供应商软控股份公告，其 EVEC®胶设计产能 28 万吨/年，目前已建成产能 10.8 万吨/年，2023 年产量约 7.7 万吨。随着“液体黄金”原料产能逐步增加，公司产品种类日益丰富，市场占有率将逐步提高，进军高端产品，打开利润空间。

图 34：“液体黄金”新发布产品

液体黄金轮胎产品家族							
赛轮品牌		路极品牌		黑鹰品牌		锐科途品牌	
新能源系列	E01+	新能源系列	DE61	新能源系列	HE61	新能源系列	RE61
都市驾驭系列	C01	都市驾驭系列	DV61	都市驾驭系列	HV61	都市驾驭系列	RV61
超高性能系列	US71	超高性能系列	DU71	超高性能系列	HU71	超高性能系列	RU71
豪华驾享系列	S01	豪华驾享系列	DV81	豪华驾享系列	HV81	豪华驾享系列	RV81

数据来源：车与轮，西南证券整理

“液体黄金”产品在多项测试中表现优秀，产品质量不输一线品牌。2022年5月，德国 TÜVSÜD 针对国产轮胎与国际一线品牌轮胎产品节油性能进行了对比测试，测试结果显示使用公司液体黄金系列产品油耗最低，较某国际一线品牌节油产品节油 3.3%，较另一品牌节油产品节油 7.6%；此外，公司专为北美乘用车研发的“ERANGE|EV”产品经美国史密斯实验室测试，相比某国际一线品牌产品干地制动距离缩短 5%、滚动阻力降低 15%、续航里程增加 7%。

2022年6月，极兔物流对公司液体黄金卡客车轮胎开展路试活动，通过对比，在相同车型、路线、载重、速度及使用条件下，液体黄金轮胎较某国际一线品牌产品节油 5.8%，按路试数据进行预估，牵引车胎可行驶里程 40 万公里，拖车胎可行驶里程超过 45 万公里。

2022年11月，多家国内外知名轮胎媒体陆续开展了轮胎测试活动。其中，太平洋汽车网在针对特斯拉 Model3 全球六大主流品牌轮胎的横评中，公司液体黄金轮胎在湿地制动、滑行测试、高速电耗等三项测试中均斩获第一，并以总成绩第一摘得桂冠。

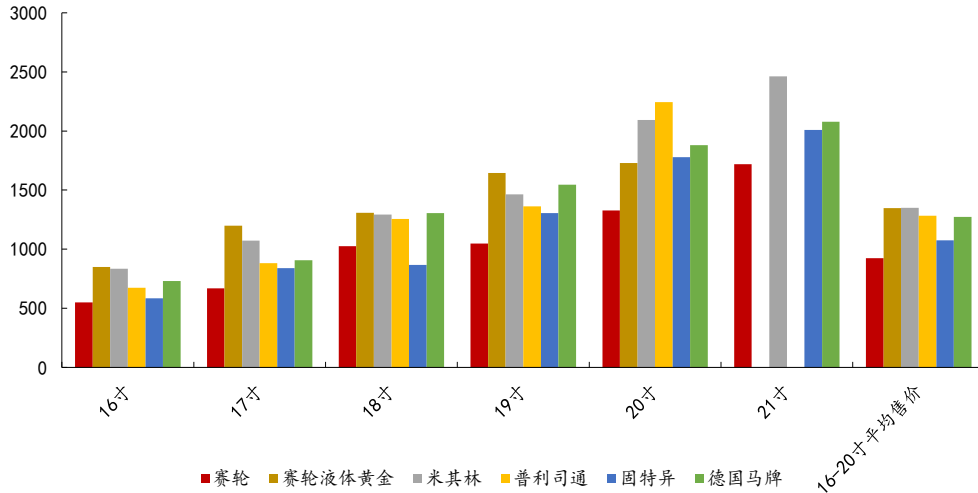
表 11：液体黄金轮胎测评

测试轮胎	麋鹿测试 (km/h)	0-100km/h 加速测试(s)	100km/h-0 制动测试(m)	100km/h-0 湿地制动测试(m)	噪音测试 (dB)	20km/h-0 滑行测试(m)	平均能耗 (Wh/100km)
赛轮液体黄金 S01	80.00	5.50	37.89	39.74	63.80	150.31	13.80
普利司通 POTENZA S001	81.00	5.39	38.48	39.84	64.60	139.39	14.20
倍耐力 P ZERO	76.00	5.43	40.87	42.63	64.33	140.52	15.50
固特异 EAGLE F1 非对称 2 代	76.00	5.60	36.49	40.60	64.83	119.33	15.90
马牌 CSC5	73.00	5.53	40.59	41.96	63.53	123.02	15.80
米其林 PS4	71.00	5.64	37.79	41.94	63.07	143.51	14.00

数据来源：车轱辘网，西南证券整理

液体黄金售价较高，但仍具价格优势。在性能接近甚至超过一线品牌的情况下，赛轮“液体黄金”轮胎价格与其他品牌产品相差不大，尤其在大尺寸的产品中，价格略有优势。

图 35：部分品牌产品售价（元）



数据来源：淘宝，西南证券整理

液体黄金绿色环保，全生命周期减排明显。液体黄金轮胎从原材料选用、生产制造到产品使用和循环再利用的全生命周期实现了绿色、低碳和可持续发展，减少了汽车在行驶过程中的燃油消耗，进而减少二氧化碳排放。从原材料端来看，平均每条液体黄金卡车胎、轿车胎可分别减少二氧化碳排放约 36kg、8kg；在轮胎生产制造阶段，平均生产每条卡车胎、轿车胎可分别降低能耗 37.2%、36.1%；从使用端来看，平均每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%。根据国际权威第三方检测机构 TÜV 莱茵对液体黄金轮胎开展的产品碳足迹核查结果，车辆每行驶 1,000 公里，液体黄金卡客车轮胎和乘用车轮胎的全生命周期碳排放量比同规格普通轮胎分别下降 39%和 27%。

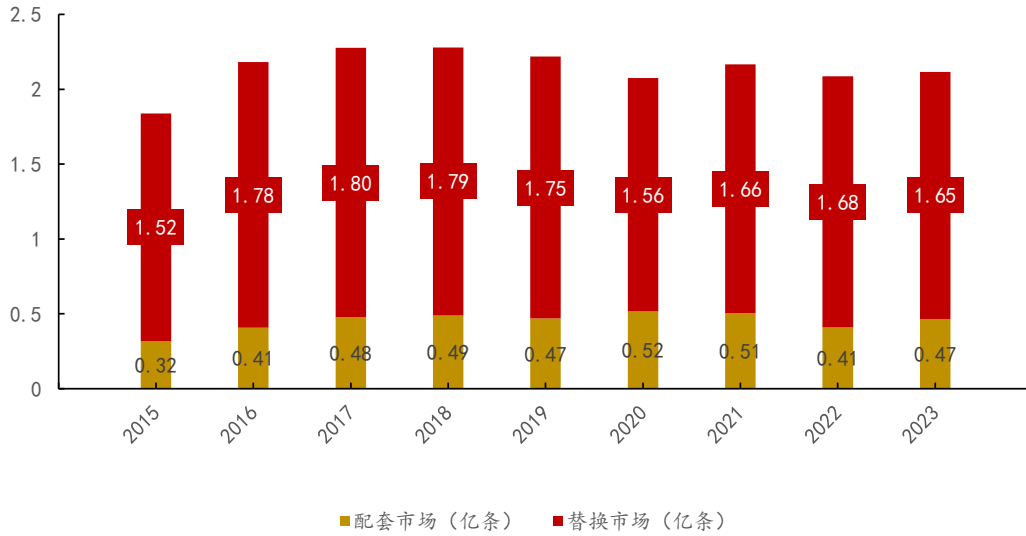
4 全钢需求逐步复苏

4.1 下游需求恢复，商用车需求恢复带来全钢胎需求好转

疫情影响减弱，全钢胎需求逐步恢复。根据米其林年报，2016 年至 2019 年全球卡客车全钢胎需求维持稳定在 2.2 亿条/年左右，2020 年受到疫情影响，全钢胎需求降低 6.8%至 2.08 亿条，2022 年需量 2.09 亿条，微降 3.66%。到 2023 年，卡客车轮胎需求量持续好转，增长 1.41%至 2.12 亿条。

替换市场为卡客车胎主要市场。与乘用车胎情况相同，卡客车替换需求为主要需求。根据米其林年报，2023 年全球卡客车配套市场和替换市场需求分别为 0.47 亿条和 1.65 亿条，其中替换需求小幅下滑，配套需求有所增长，分别占比 77.93%和 22.07%。

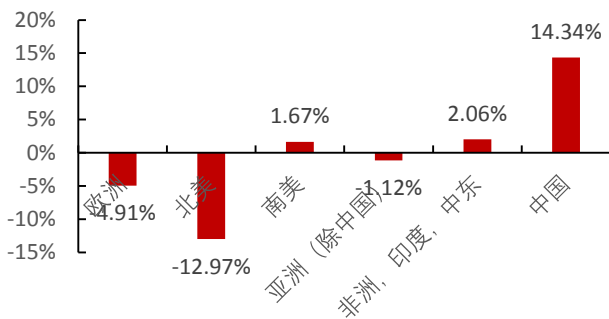
图 36: 全球卡客车轮胎销量



数据来源: 米其林, 西南证券整理

中国卡客车轮胎替换市场为主要市场, 具有巨大空间。中国 2023 年卡客车轮胎需求 0.63 亿条, 其中配套需求 0.21 亿条, 替换需求 0.42 亿条, 替换需求占比 66.7%, 为主要市场。2023 年我国替换市场需求与配套需求比例约为 2:1, 低于北美的 5:1, 存在较大的市场空间。

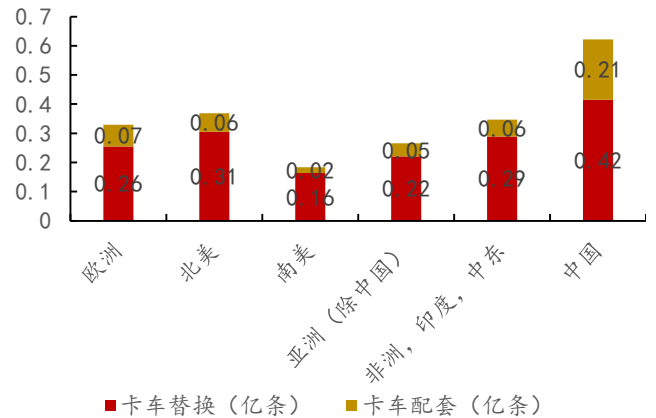
图 37: 全球各市场卡客车胎 23 年需求较 22 年变化率



数据来源: 米其林, 西南证券整理

世界范围内商用车产量恢复, 配套全钢胎需求向好。随着世界范围内的疫情影响减弱, 商用车生产恢复, 根据国际汽车制造商组织 OICA 数据, 2023 年商用车产量恢复至超过疫情前水平, 较 2022 年增长 12.8%, 对配套车胎需求有所增长。

图 38: 各国原装替换数量



数据来源: 米其林, 西南证券整理

图 39：全球主要国家商用车产量


数据来源：OICA，西南证券整理

我国商用车产销量持续回升，疫情好转后持续好转。中国 2015-2020 年商用车产量持续上升态势，2021-22 年商用车产量下滑明显，由于国五国六标准切换，2020 年部分销量提前透支，造成 2021 年销量小幅回落；2022 年受到国内疫情封锁，商用车销量较大幅度回落。2023 年我国商用车产销明显好转，对全钢胎配套需求有所好转，随着经济持续复苏，预计后续有望持续增长。

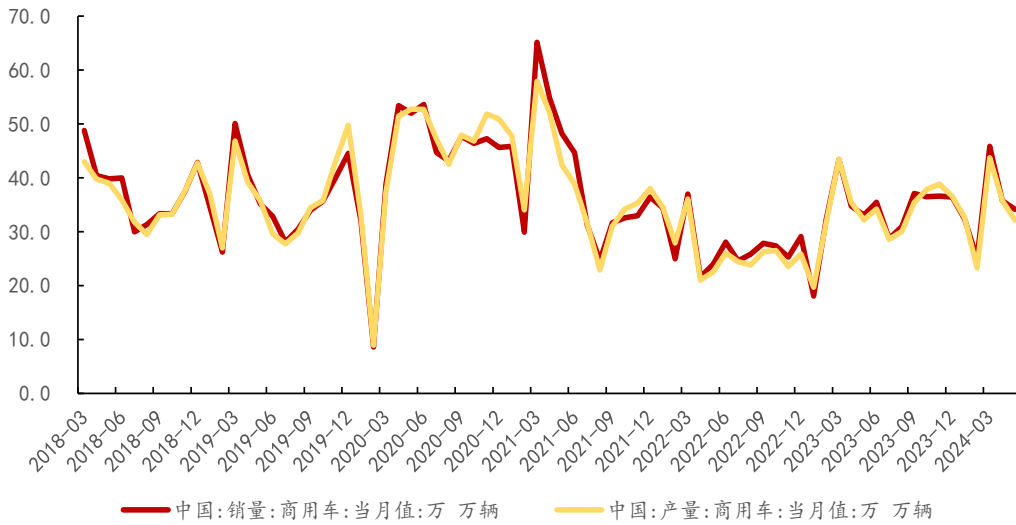
图 40：我国商用车销量


数据来源：中国汽车工业协会，西南证券整理

图 41：我国商用车产量

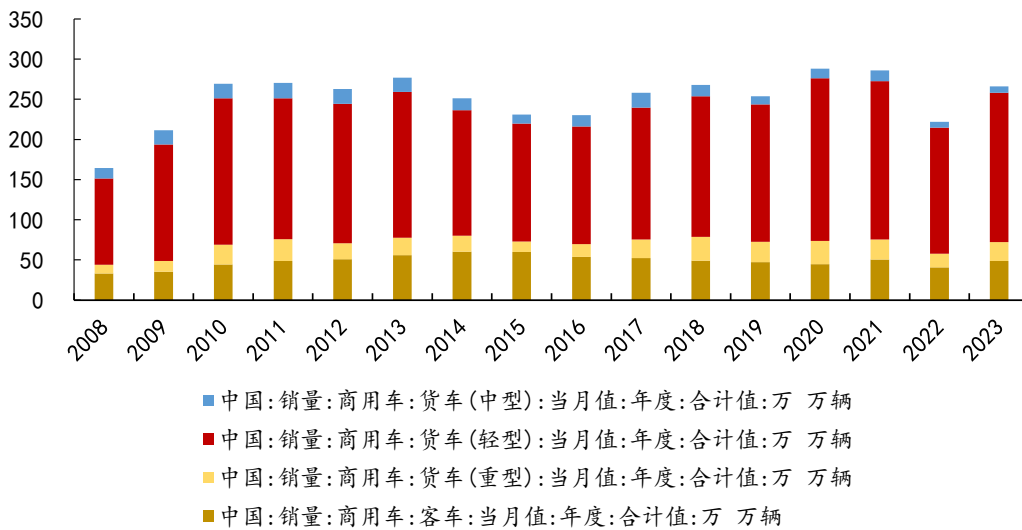

数据来源：中国汽车工业协会，西南证券整理

商用车需求好转明显，全钢需求有望恢复。23 年我国商用车产量和销量分别为 404 万辆和 403 万辆，同比增长 27%和 22%；2024 年 Q2 我国商用车产量和销量分别为 100.9 万辆和 103.6 万辆，同比增长 0.29%和 0.3%，同比基本稳定。随着国内经济逐步复苏，预计商用车产销情况将持续好转。

图 42：我国商用车产销月度数据


数据来源: Wind, 西南证券整理

我国卡客车销量总体稳定, 轻型载重卡车需求为主。我国卡客车需求量以轻卡为主, 需求量在 2022 年受到疫情的出行限制影响有较大回落, 预计 24 年销量会与 23 年销量接近。

图 43：我国卡客车销量情况


数据来源: 中国汽车工业协会, 西南证券整理

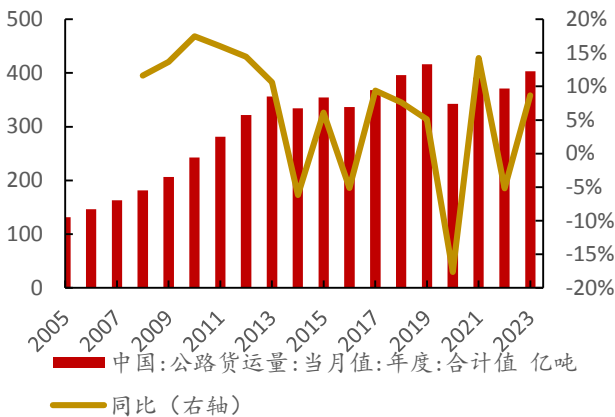
全钢胎替换需求空间广阔, 目前增长空间大。相较于乘用车胎, 商用车轮胎替换比更高, 按照我国卡客车销量计算, 若卡客车使用年限为 10 年, 若按照对应的替换比进行计算, 将各类卡客车的保有量和对应的替换比例相乘, 可以算出我国全钢胎在卡客车领域替换市场空间约 1.5 亿条/年, 全钢胎在整体商用车领域的需求量将更大。

表 12: 商用车配套替换轮胎数

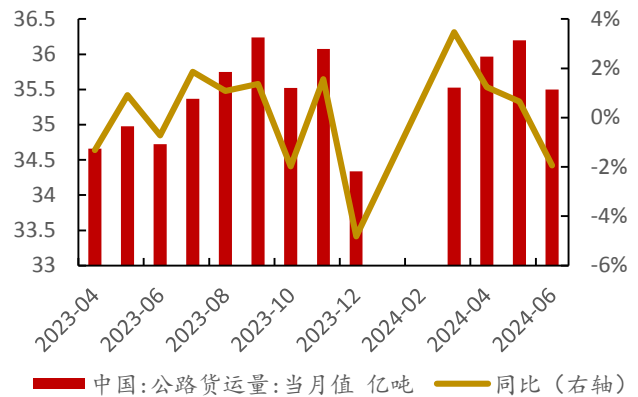
轮胎类别	车辆类别	配套数量 (条)	替换数量 (条/年)
商用车胎	中型载重卡车	11	15
	重型载重卡车	16-22	10-20
	轻型载重卡车	7	4.2
	大型客车	7-11	2-5
工程胎	转载机械	4	2
	运输工程机械	6	3

数据来源: 观研天下, 西南证券整理

物流运输修复, 全钢需求向好。受到疫情反弹的影响以及“公转水、公转铁”政策的推动, 2021 年全钢胎替换需求量出现回落。考虑到 2022 年底防疫政策改变, 疫情防控措施有所放松, 即使是 12 月疫情感染高峰出现时, 公路运输量并没有明显减少。23 年随着国内疫情持续好转, 经济复苏迅速, 公路运输业迎来较大恢复。预计 24 年公路运输量有望回升至疫情之前水平, 有利于全钢胎需求增长。

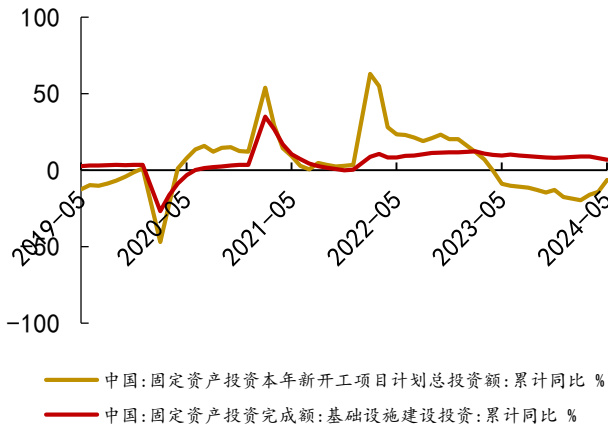
图 44: 公路运输量


数据来源: wind, 西南证券整理

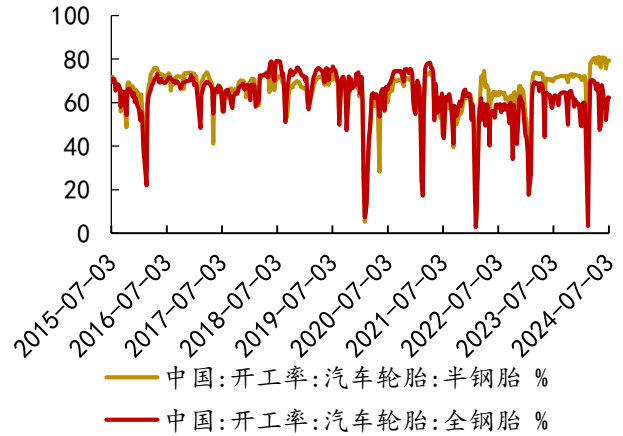
图 45: 公路运输量/月


数据来源: wind, 西南证券整理

强化基础设施建设, 全钢胎替换需求向好。在“十四五”规划纲要鼓励基础设施建设的相关政策推动下, 商用车使用会有所增加。综合来看, 中国市场对全钢胎的替换需求也会有所增长。

图 46: 固定资产投资额


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 47: 轮胎开工率


数据来源: wind, 西南证券整理

5 OTR 高壁垒高毛利, 公司布局多年持续放量

5.1 市场需求空间大, OTR 市场方兴未艾

应用环境严苛, 非公路轮胎质量要求更高。按照轮胎用途不同, 轮胎可分为公路用轮胎和非公路用轮胎, 其中非公路用轮胎简称 OTR, 主要应用在大型农场、露天和地下采矿场、港口码头、建筑业或其他特殊领域等。非公路用轮胎的使用场景通常路面环境差, 对轮胎的耐磨性、耐撕裂性和耐老化性要求很高。

表 13: OTR 分类和用途

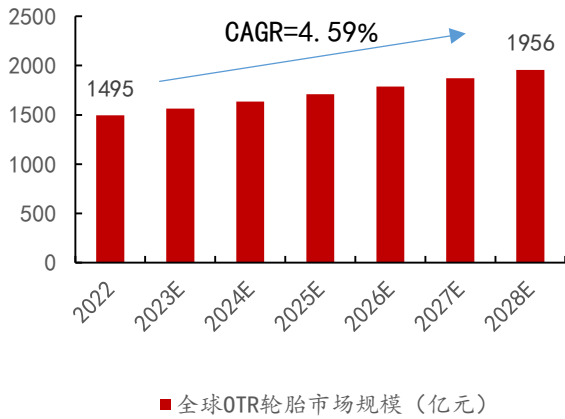
类别	应用场景
农用轮胎	拖拉机、耕作机、收割机、插秧机、除草机、中耕机、喷药机、播种机以及农田运输车 and 畜牧机等
工程轮胎	自卸运输汽车、铲运机、挖掘机、装载机、推土机、平地机、压路机、滩路机以及起重机、混凝土搅拌机及其运输车等
其他轮胎	航空轮胎、军用特种轮胎等

数据来源: 海安橡胶招股书, 西南证券整理

OTR 需求增速快, 亚太地区是主要市场。根据贝哲斯咨询数据, 2022 年全球 OTR 轮胎市场规模达 1494.7 亿元 (人民币), 2022 年, 中国 OTR 轮胎市场容量达 725.97 亿元人民币, 约占全球 OTR 轮胎市场总份额的 49%。报告预测到 2028 年全球 OTR 轮胎市场规模将达 1956.1 亿元, 2023 至 2028 期间, 年复合增长率 CAGR 为 4.59%。

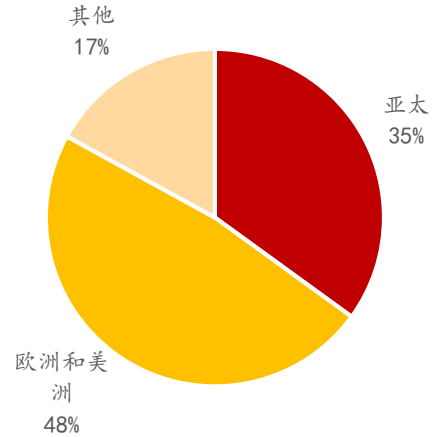
2020 年亚太是全球主要的 OTR 轮胎市场之一, 占有超过 35% 的市场份额, 欧洲和北美市场占大约 48% 的份额。

图 48: 全球 OTR 市场规模



数据来源: 贝哲斯, 西南证券整理

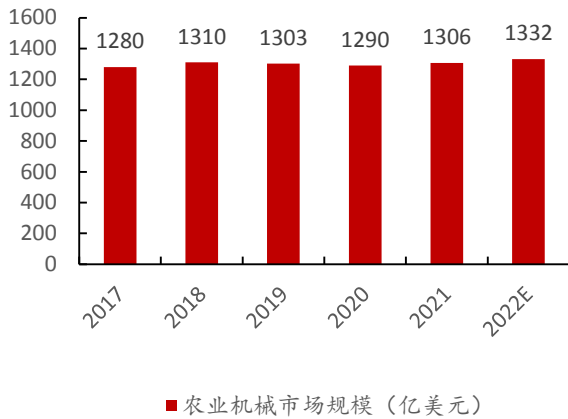
图 49: 2020 年按地区 OTR 市场份额



数据来源: QYResearch, 西南证券整理

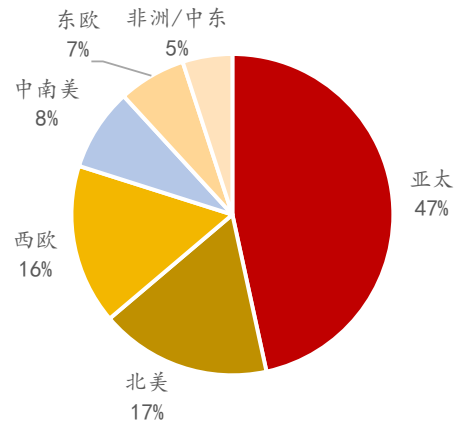
农用方面市场稳定, 亚太市场占比高。全球农业机械市场规模整体较为稳定, 2022 年市场规模约 1332 亿美元。从地区占比情况来看, 亚太地区占比 46.6%, 是全球最大的农业机械生产区域, 主要因为亚太地区发展中国家多, 人口数量庞大、农业经济发展潜力可观, 从而带动农业机械需求较大。而西欧和北美地区由于农业机械化发展较成熟, 农业设备生产以大型农业机械为主, 其产业和产值稳定性高。

图 50: 全球农业机械市场规模



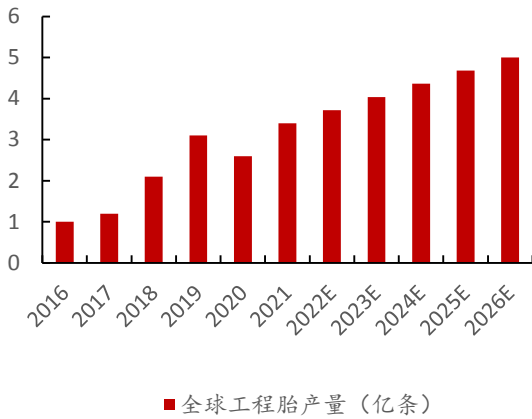
数据来源: VDMA, 西南证券整理

图 51: 全球主要地区农机产值占比结构

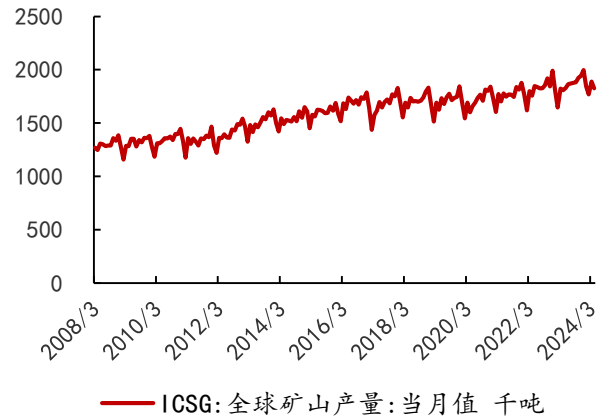


数据来源: 中国农业农村部, 西南证券整理

工程胎需求增速快, 矿产开采创下新高。随着世界工业化进程加快, 全球工程轮胎产量从 2016 年的 1.0 亿条增长到 2021 年的 3.4 亿条, 年复合增长率为 27.73%, 根据弗若斯特沙利文预测, 至 2026 年, 全球工程轮胎产量将进一步增长至 5.0 亿条, 2022 年-2026 年复合增长率 10%。另外, 标普发布的报告提供的数据显示, 2022 年全球金属勘探总计报告了 1751 个项目, 总共钻探数量为 70008 个, 高于 2021 年的约 69000 个, 同比分别增长 1.5% 和 9%。项目数量和钻探米数均创下近 9 年的新高。

图 52：2016 年至 2026 年全球工程轮胎产量


数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

图 53：ICSG:全球矿山产量


数据来源：wind, ICSG, 西南证券整理

按胎体结构不同，工程轮胎分为斜交轮胎和子午线轮胎。中国橡胶工业协会 2020 年 11 月发布的《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》预测，到 2025 年末，我国巨型工程子午线轮胎产量达 2 万条，子午化率 100%。农业胎产量达 1200 万条，子午化率将由目前的 2.5% 提升至 15% 左右。

表 14：工程胎分类和用途

分类	结构	优点	缺点	应用	
斜交胎	帘布层数较多，按一定角度交叉排列	制造技术成熟、纵向刚性好、胎体厚、成本低等	能耗较高、帘布层易互相摩擦生热、散热效率差	适用于港口码头叉车、沙漠用车、林业用车、工矿业用车等	
子午胎	帘布层数较少，按辐射方向排列，同时增加带束层	承载能力大、滚动阻力小、耐磨耐刺、使用寿命长等	制造技术相对复杂、成本较高	全钢子午胎	主要用于重型载重商用车，如重型卡车、大型工程机械以及大型客车等
				半钢子午胎	主要用于乘用车以及部分轻型卡车

数据来源：海安橡胶招股书，西南证券整理

生产壁垒高，高端 OTR 市场以外资品牌为主。巨型全钢工程机械子午线轮胎是工程机械轮胎中极具特色的高端产品，其体积和质量巨大（最大轮胎外直径超过 4 米，最大质量接近 6 吨）、工作条件苛刻、不间断工作时间长，因此全钢巨胎产品的生产技术难度大，目前仅少数轮胎生产企业能够实现大规模量产。现有 OTR 产能以国际轮胎龙头企业为主，其中排名前三的公司分别是米其林，普利司通，固特异，2022 年收入市场份额分别为 8.51%、6.81% 和 6.33%。

表 15: 已有 OTR 产能企业

企业	品类	产能
普利司通	非公路轮胎	超过 195.3 万条/年和 95 万吨/年
米其林	非公路轮胎	超过 371 万条/年和 67 万吨/年
固特异	OTR 轮胎及轿车、轻卡、载重/公交轮胎	6183 万条/年
德国马牌	OTR 轮胎及轿车、轻卡、载重/公交轮胎	5431 万条/年
优科豪马	非公路轮胎	约 20 万吨/年
BKT	非公路轮胎	36 万吨/年
特瑞堡	非公路轮胎	超过 22 万条/年和 4.2 万吨/年
三角轮胎	工程胎、巨胎	工程胎 38 万条/年+巨胎 2000 条/年
赛轮轮胎	非公路轮胎	16 万吨/年
风神股份	子午/斜交工程胎	67 万套/年
贵州轮胎	工程机械、工业及农业轮胎	315.2 万条/年

数据来源: 车与轮汽车后市场, 西南证券整理

国内企业积极产能布局, 龙头企业产能增量。未来, 随着矿山勘探开采支出持续增加, 全球基建投资力度不断加大, 非公路轮胎需求持续爆发, 更多的轮胎企业关注到 OTR 赛道, 并迅速布局。

表 16: 国内企业 OTR 产能布局

企业	预计投产时间	投放产能	投资金额
中策橡胶	2025 年	40 万条(约 15 万吨)	28 亿元
玲珑轮胎		14 万套	
赛轮集团	2024 年	15 万吨	
贵州轮胎	2024 年	38 万条小型工业胎;越南二期规划非公路型轮胎 5 万条	19.4 亿元
双钱集团		增加 7700 吨 14.00R25 全钢工程子午线轮胎, 9500 吨 16.00R25 全钢工程子午线轮胎	1.5 亿元
风神轮胎		年产 30930 条大规格宽体自卸车用工程子午胎	9501 万元
浪马轮胎		20 万套工程胎	4 亿元
徐轮轮胎		工程子午胎 19 万套、农业子午胎 32 万套、工业轮胎 50 万套	15 亿元
海安橡胶		30 万套全钢大型工程子午线轮胎、15000 条全钢巨型工程子午线轮胎商胎及矿山机械设备	70 亿元
		4690 条巨型工程子午胎产能	2.34 亿元
诸城涌安橡胶		工程轮胎 7.01 万吨	
通用股份		120 万条高性能全钢子午胎和 10 万条 OTR 工程胎	15.11 亿元

数据来源: 轮胎商业, 西南证券整理

5.2 公司布局非公路轮胎多年, 产能持续释放打开营利空间

公司布局非公路产能较早, 具有全球最大尺寸 63 吋级别非公路胎制造能力。公司在 2015 年成立特种轮胎工厂, 2016 年世界最大吋级 63 吋巨型子午线轮胎成功下线, 成为国内少数拥有最大尺寸巨胎生产能力的企业。

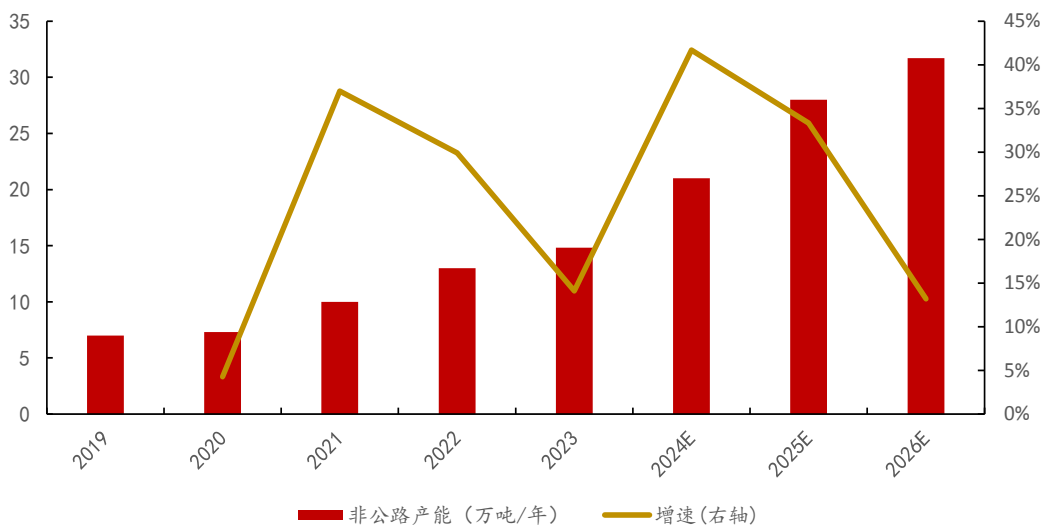
图 54：公司 63 吋巨胎产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司布局多基地非公路产能，未来产能持续释放。2023 年内，青岛工厂非公路轮胎技术改造已基本完成，该项目将全部生产 49 吋及以上规格的巨型工程子午胎；潍坊工厂产品改造项目完成后，将具备 10 万吨非公路轮胎的年生产能力；越南工厂三期项目的非公路轮胎产能持续提升，第一条巨型工程子午胎也成功下线。另外，公司还在青岛董家口和印度尼西亚规划建设非公路轮胎产能，远期合计布局 44.7 万吨/年非公路产能。公司非公路轮胎产品已成功配套卡特彼勒、约翰迪尔、凯斯纽荷兰、英国 JCB、三一重工、同力重工、徐工集团、雷沃重工等国内外知名工程、矿山、农业机械企业。随着公司产能逐渐落地，高毛利、高技术壁垒的非公路轮胎产品将进一步提升公司竞争力。

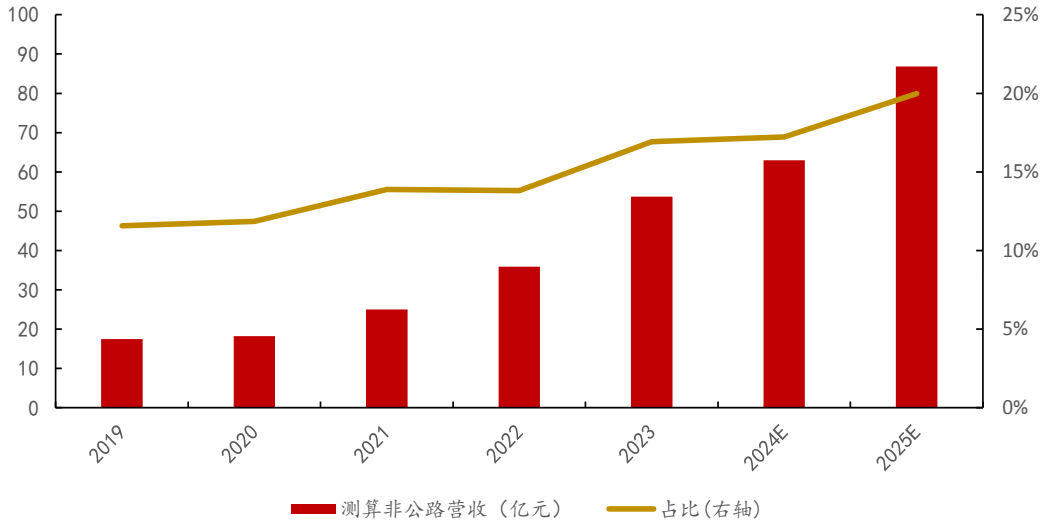
图 55：公司非公路产量预测



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司非公路产品营收占比逐年升高, 营收增速稳定。随着公司非公路轮胎产能逐步释放, 非公路轮胎板块的营收在公司营收中占比逐渐提高, 且非公路轮胎业务毛利率较高, 未来有望为推动公司业绩稳步增长。

图 56: 非公路营收及占比 (测算值)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

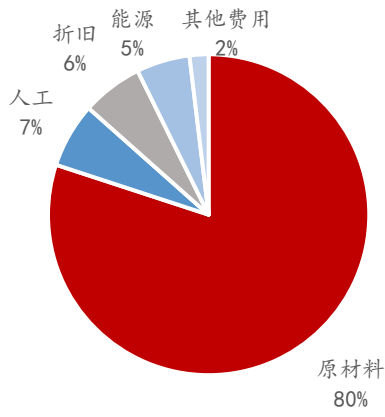
6 天然橡胶价格高位, 原材料成本承压

6.1 橡胶价格高位, 短期供应稳定

国内轮胎公司人工成本占比不高, 原材料是主要成本。和海外龙头相比, 公司人工成本占比较低, 原料成本占比 80%, 为最主要成本, 与海外龙头相比具有较大的人工成本优势。

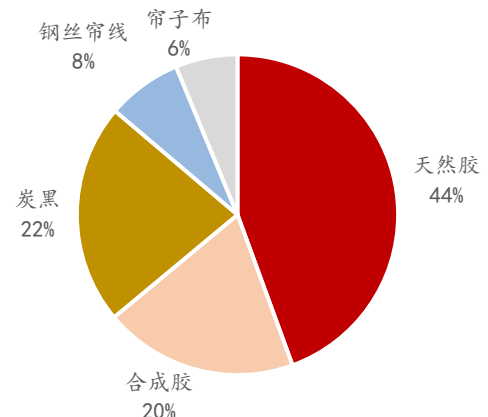
原材料成本中, 橡胶占比最高。根据玲珑轮胎年报 2022 年公司的原材料采购中, 天然橡胶及合成橡胶占比为 64%。综合来看, 橡胶是影响轮胎原材料成本的主要因素。

图 57: 公司成本占比



数据来源: 玲珑轮胎公司公告, 西南证券整理

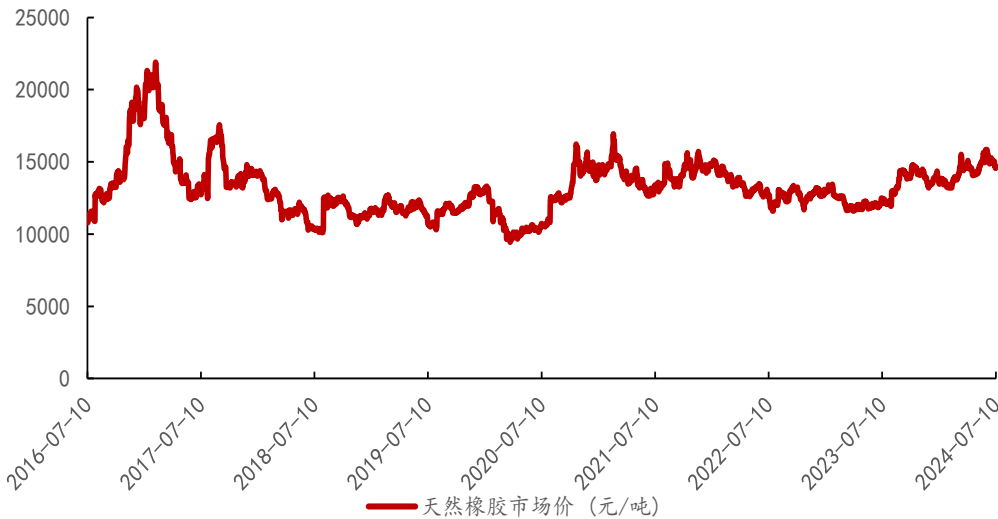
图 58: 各主要原材料成本占比



数据来源: 玲珑轮胎公司公告, 西南证券整理

橡胶价格高位，轮胎行业承压。轮胎中使用的橡胶包括天然橡胶和合成橡胶。目前天然橡胶价格处于近三年历史高位，较一年前价格同比上涨 18%，主要受到 2020 年天然橡胶主产区的东南亚地区疫情影响严重，加上乳胶手套等医疗用品需求上升，天然橡胶价格有所上涨。在随后的 2021 年，随着疫情影响减弱，主产区供应增加，价格也随之小幅回落。到 2024 年上半年，由于橡胶主产地泰国受到厄尔尼诺气候影响，产量有所减少，加之下游需求较好，橡胶价格持续小幅上涨。

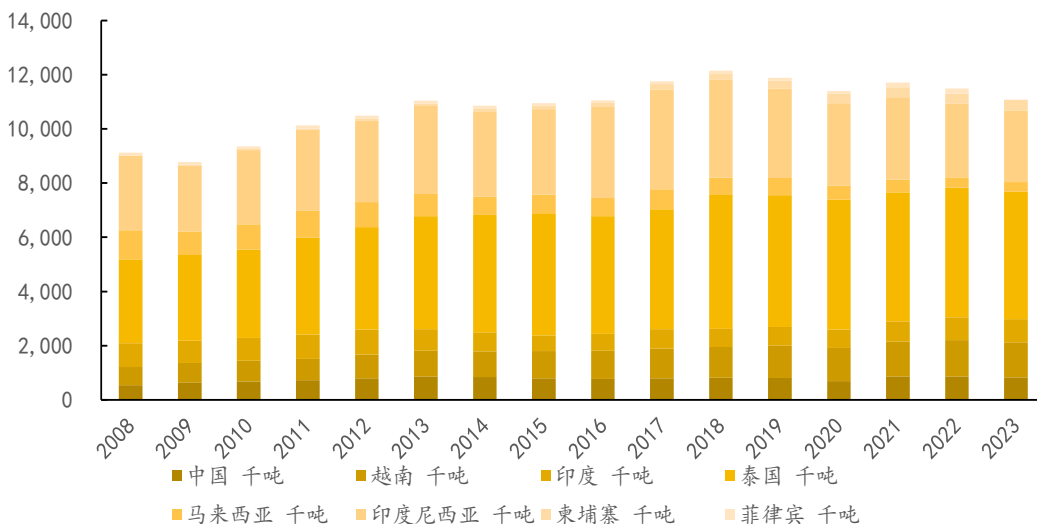
图 59：天然橡胶市场价



数据来源：Wind，西南证券整理

天然橡胶主产区东南亚地区，供应小幅回落。2020 年受到疫情影响使得天然橡胶供应下降，2021 年已逐渐恢复，之后供应量小幅回落。

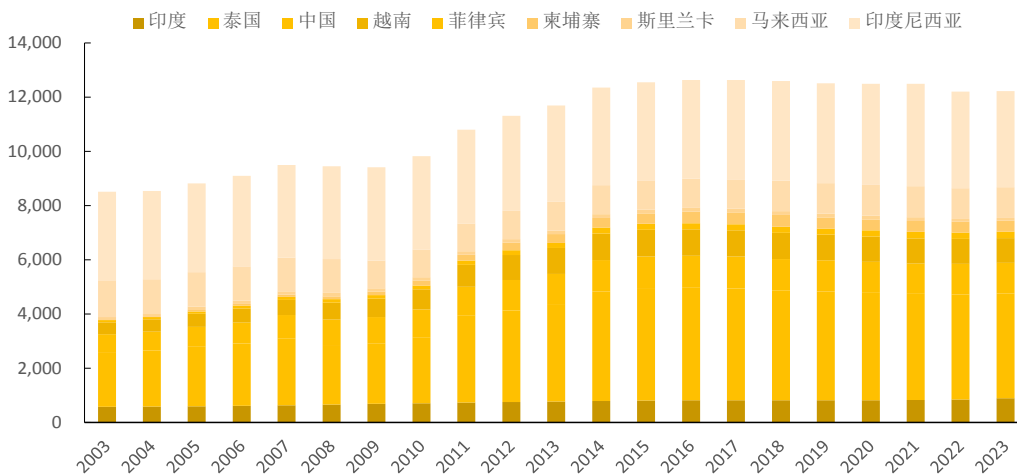
图 60：世界主产区天然橡胶产量



数据来源：中国橡胶工业协会，西南证券整理

橡胶树种植面积增加，预计未来供应稳增。天然橡胶主要原料为橡胶树汁，天然橡胶由种植到产胶大约有 7 年的时间，具有较长的周期性。我国橡胶主要来源的东南亚地区，橡胶树种植面积自 2009 年逐年增加，之后的几年逐年增长，至 2015 年后处于较高位置，若按照 7 年的生长周期计算，预计未来几年橡胶供应将维持稳定。

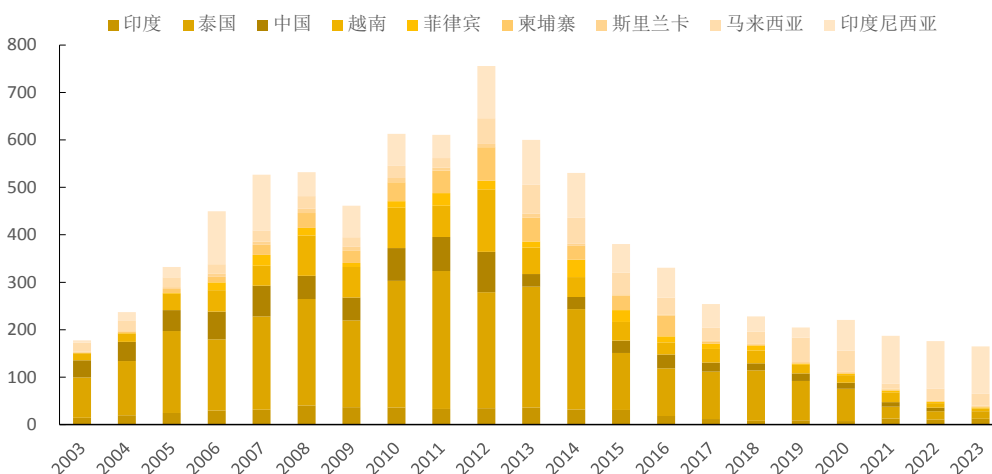
图 61：世界主产区橡胶种植面积（千公顷）



数据来源：中国橡胶工业协会，西南证券整理

新种植及再种植面积下降，远期橡胶供应存减少可能。自 2012 年橡胶新种植及再种植面积总和达到高峰之后，持续下降，若按照橡胶树在种植后 18 年达到产胶高峰，预计在 2030 年左右，橡胶供给将出现小幅回落，可能带来价格上涨。

图 62：世界主产区橡胶新种植面积及再种植面积总和（千公顷）



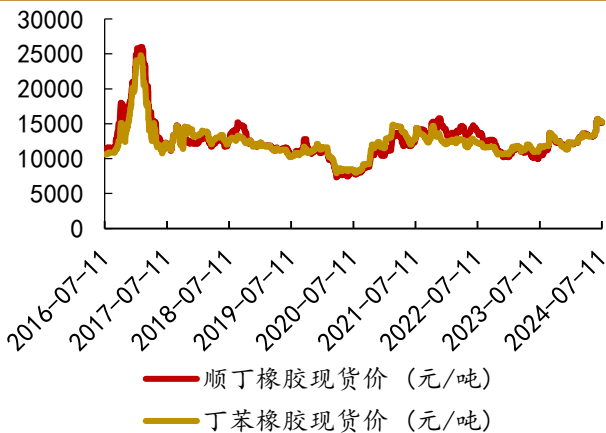
数据来源：中国橡胶工业协会，西南证券整理

6.2 其他原料价格基本维持稳定

合成橡胶与天然橡胶价格联动，成本主要受原油价格影响。合成橡胶和与天然橡胶存在替代关系，故两者价格具有联动性，考虑到天然橡胶价格有下降趋势，合成橡胶价格也会有所回落。合成橡胶的主要原料是丁二烯，成本受到原油价格影响明显。

2022年原油价格维持高位震荡态势，近期出现回落。2021年原油价格持续上涨，价格接近2018最高价格，2022年初由于俄乌战争影响，俄罗斯原油出口受到巨大影响，加之美联储加息影响，2022年5月末原油价格相较年初增长约50%，对下游合成橡胶成本带来压力，并逐步传导至轮胎行业。随着俄乌战争态势稳定，国际原油市场趋于稳定，原油价格逐步出现回落，合成橡胶价格随之有所回落。

图 63：合成橡胶价格



数据来源：Wind，西南证券整理

图 64：原油价格



数据来源：Wind，西南证券整理

炭黑价格位于低位，预计未来维持稳定。炭黑是轮胎生产中的重要原材料，在成本中占比约20%，2021年下半年，动力煤及主焦煤价格大幅上涨，受此影响，炭黑原料煤焦油及蒽油价格随之大幅上涨，带动炭黑价格达到高位。随后炭黑价格逐步回落，在原料价格支撑有限的情况下，炭黑价格未来预计维持稳定。

图 65：炭黑市场价



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

图 66：煤焦油、蒽油市场价回落



数据来源：Wind，西南证券整理

轮胎使用低端炭黑供大于求。炭黑价格主要受到原料成本影响。2022 年随着停产煤矿逐步复产，疫情影响减弱使得主流地区煤炭运输顺畅，加之主产地山西省强调要依法依规释放产能，增加煤炭产量，动力煤和主焦煤价格较去年有所回落。受原料价格回落影响，煤焦油和蒽油价格回落，带动炭黑价格下降，预计未来炭黑供需格局无明显变化，价格有望维持稳定。

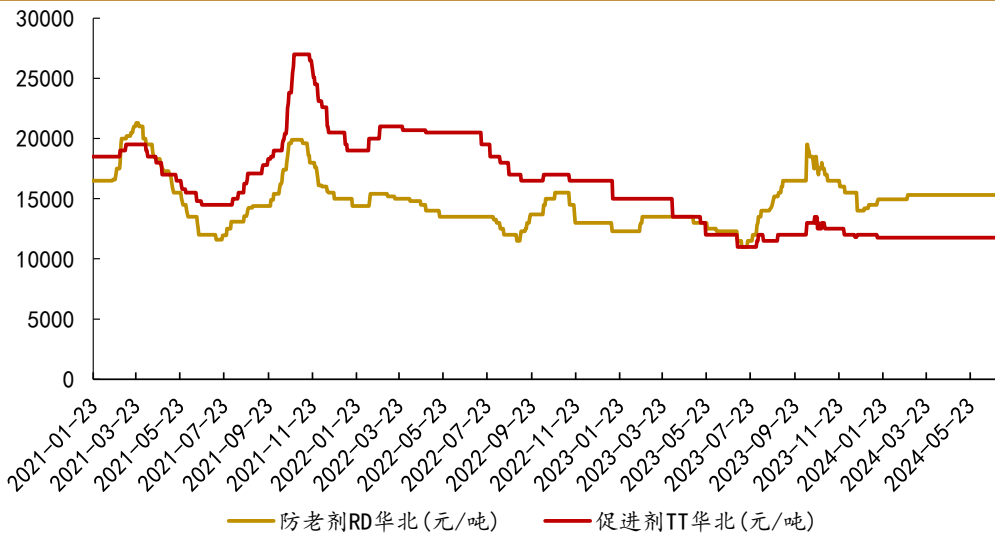
图 67：炭黑开工率



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

橡胶助剂价格稳定，未来价格下降趋势不明显。考虑到橡胶行业需求无明显变化，预计橡胶助剂价格会维持较稳定。

图 68：促进剂、防老剂价格



数据来源：wind，西南证券整理

钢丝及线材价格较 21 年高位有所回落。由于钢铁行业为高耗能行业，为响应国家“双碳”政策的要求，粗钢产量同比下降，对铁矿石的需求量减少。2021 年初开始，铁矿石价格稳步回落，下游钢丝绳及线材价格也有所回落，对轮胎企业成本产生利好影响。在未来下游基建等方面需求没有明显增量的情况下，预计线材价格将维持稳定。

图 69：线材、铁矿石价格

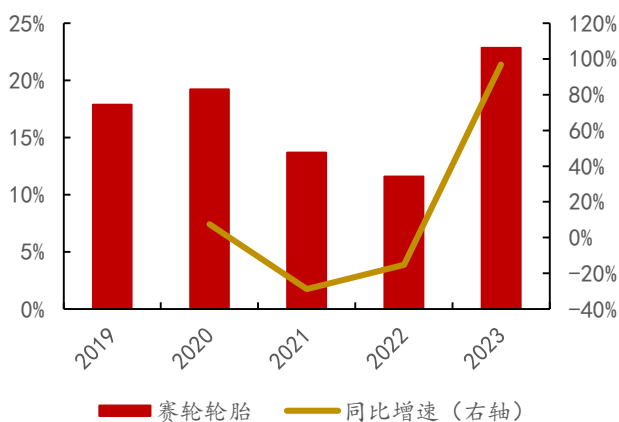


数据来源: Wind, 西南证券整理

7 财务分析

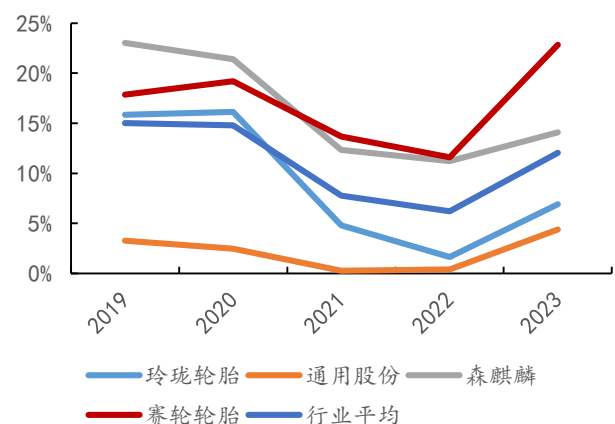
公司 ROE 快速回升，未来仍有提升空间。受到疫情影响公司 2021 年及 2022 年 ROE 仅出现较明显下滑，受益于 2023 年以来国内外需求复苏，公司高毛利产品放量，公司盈利能力呈现快速回升态势，2023 年净资产收益率达到 22.8%，居行业榜首。公司在 2020-2022 年疫情期间受到的影响小于行业平均情况，2023 年的 ROE 高于行业平均 10.7 个百分点。

图 70：公司净资产收益率及增速



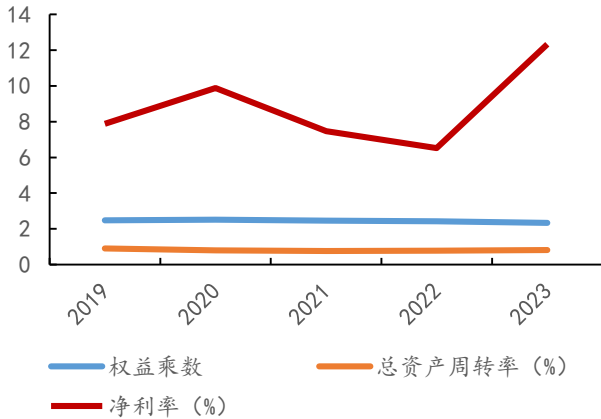
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 71：可比公司 ROE

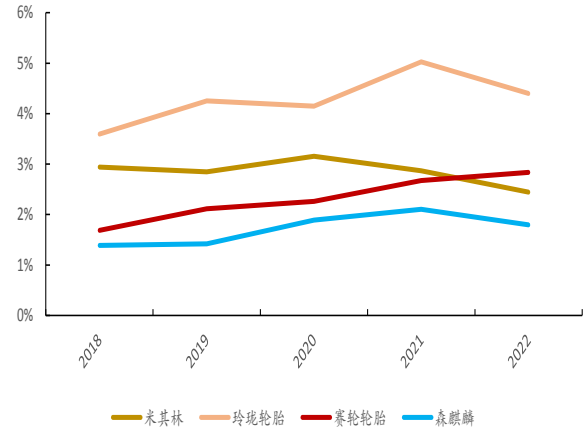


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

拆分来看，净利率持续上行是公司收益率提升的主要驱动力，研发费用支持公司长期发展。公司研发费用率逐步成长为同行业领先地位，加大研发有利于支撑公司业绩的进一步提升，研发费用率从2018年1.69%上涨至2023年3.23%，净利润率由4.80%增至12.32%。研发费用率的提高为公司带来更强竞争力：1) 公司率先布局技术壁垒高、毛利率更高的非公路轮胎产品，推动利润快速提高；2) 公司研发“液体黄金”系列产品，突破轮胎行业“魔鬼三角”，远期有望为公司业绩带来更大增长空间。

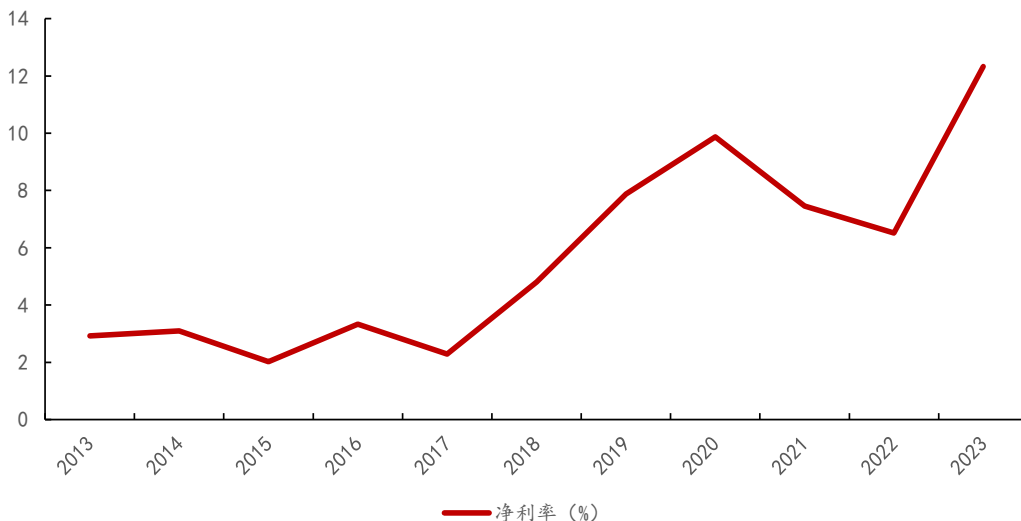
图 72：公司 ROE 杜邦分析


数据来源：Wind，西南证券整理

图 73：可比公司研发费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

未来公司净利率仍有上行空间：1) 海外扩产步步为营，高毛利的海外市场将持续扩大；2) 非公路胎业务，尤其是巨胎业务壁垒高，毛利率有望维持在较高水平，公司未来巨胎项目扩产多；3) “液体黄金”产品尚未大量推广，未来增长空间大。

图 74：公司净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

8 盈利预测与估值

8.1 盈利预测

假设 1: 公司全钢轮胎及半钢轮胎产品 2024-2026 年销量 7000 万条、7950 万条、9400 万条。看好半钢轮胎产品景气度延续、全钢胎产品景气度回升带来价格和毛利率同步提升, 价格综合历史数据及行业整体供需判断, 考虑到公司不同产品占比改变, 预计全钢轮胎及半钢轮胎产品的均价为 354 元/条、352 元/条、352 元/条。轮胎产品毛利率 21.6%、21.6%、21.5%。

假设 2: 公司轮胎产品中非公路系列 2024-2026 年销量 21 万吨、25 万吨、30 万吨; 随着公司高价格高毛利的巨胎项目产能投放, 预计非公路 2023-2025 年均价分别为 3.3 万元/吨、3.45 万元/吨、3.45 万元/吨。毛利率 42%、43%、43%。

假设 3: 公司轮胎贸易和其他业务营收及毛利基本维持稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表:

表 17: 分业务收入及毛利率

单位: 亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
轮胎	收入	246.18	302.40	350.97	419.52
	增速	22.3%	22.8%	16.1%	19.5%
	毛利率	28.3%	26.3%	26.8%	26.8%
轮胎贸易	收入	9.45	10.00	10.00	10.00
	增速	-30.6%	5.8%	0.0%	0.0%
	毛利率	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
其他业务	收入	4.16	5.00	5.00	5.00
	增速	8.6%	20.2%	0.0%	0.0%
	毛利率	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%
合计	收入	259.78	317.40	365.97	434.52
	增速	18.8%	22.2%	15.3%	18.7%
	毛利率	27.6%	25.7%	26.4%	26.4%

数据来源: Wind, 西南证券

8.2 绝对估值

关键假设如下:

- 1) 无风险利率选取中债国债 10 年期到期收益率 2.19%;
- 2) 有效税率继续保持 20%。

表 18: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	6.00%
永续期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	2.19%
市场组合报酬率 Rm	10.79%
有效税率 Tx	20%
β 系数	1.49
债务资本成本 Kd	5.27%
债务资本比重 Wd	17.03%
股权资本成本 Ke	15.00%
WACC	13.17%

数据来源: 西南证券

表 19: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值
核心企业价值 (亿元)	703.37
净债务价值 (亿元)	(47.37)
股票价值 (亿元)	750.73
每股价值 (元)	22.83

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 22.83 元。

8.3 相对估值

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 317 亿元 (+22.2%)、366 亿元 (+15.3%) 和 435 亿元 (+18.7%), 归母净利润分别为 44.2 亿元 (+43.1%)、50.9 亿元 (+15.0%)、60.9 亿元 (+19.6%), EPS 分别为 1.35 元、1.55 元、1.85 元, 对应动态 PE 分别为 9 倍、8 倍、7 倍。

综合考虑业务范围, 选取了轮胎行业 3 家上市公司作为估值参考, 其中森麒麟、玲珑轮胎为行业龙头, 体量较大, 全球化布局较为领先; 通用股份正在扩展海外基地。

表 20: 可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
601966.SH	玲珑轮胎	239.6	16.3	0.70	1.52	1.87	2.21	23.1	10.7	8.7	7.4
601500.SH	通用股份	70.3	4.4	0.10	0.42	0.63	0.81	45.6	10.6	7.0	5.4
002984.SZ	森麒麟	225.5	21.9	1.52	2.08	2.46	2.85	14.4	10.5	8.9	7.7
平均值								27.7	10.6	8.2	6.8
601058.SH	赛轮轮胎	407.7	12.4	0.94	1.35	1.55	1.85	13.2	9.2	8.0	6.7

数据来源: Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看, 公司 2024 年估值为 9.2 倍, 行业平均值为 10.6 倍。看好公司非公路轮胎业务率先布局, 海外基地持续扩张, 给予公司 25 年 13 倍 PE, 目标价 20.15 元, 维持“买入”评级。

9 风险提示

- 1) 下游需求不及预期, 美国对中国轮胎的需求大幅减少或国内需求大幅减少;
- 2) 原材料价格大幅上涨, 天然橡胶受到供给变化带来的大幅上涨会比较明显的影响到产品毛利率;
- 3) 产能投放不及预期, 在建基地受到不可抗力影响建成时间推迟;
- 4) 海外经营风险, 汇率大幅波动等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	259.78	317.40	365.97	434.52	净利润	32.02	46.34	53.11	63.60
营业成本	187.99	235.68	269.45	319.70	折旧与摊销	14.24	11.19	11.49	11.76
营业税金及附加	0.87	0.98	1.15	1.37	财务费用	3.92	4.78	6.11	6.07
销售费用	12.85	10.79	12.44	14.77	资产减值损失	-1.84	-0.19	0.28	0.99
管理费用	8.73	8.89	8.97	8.69	经营营运资本变动	-2.66	0.75	-1.85	-2.04
研发费用	8.38	9.52	12.08	15.21	其他	7.44	0.33	0.76	-0.76
财务费用	3.92	4.78	6.11	6.07	经营活动现金流净额	53.13	63.20	69.90	79.63
资产减值损失	-1.84	-0.19	0.28	0.99	资本支出	-7.59	-5.00	-6.00	-5.00
投资收益	-0.31	-0.23	-0.27	-0.25	其他	-12.72	-3.53	-3.32	-3.33
公允价值变动损益	-0.14	0.00	-0.03	-0.05	投资活动现金流净额	-20.32	-8.53	-9.32	-8.33
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-0.02	-3.60	1.00	-1.00
营业利润	35.17	46.72	55.18	67.41	长期借款	-8.07	-0.50	-0.50	-0.50
其他非经营损益	-0.74	-0.38	-0.44	-0.47	股权融资	3.59	0.00	0.00	0.00
利润总额	34.42	46.34	54.75	66.95	支付股利	-4.57	-6.18	-8.85	-10.18
所得税	2.40	0.00	1.64	3.35	其他	-6.48	-6.47	-5.23	-6.47
净利润	32.02	46.34	53.11	63.60	筹资活动现金流净额	-15.53	-16.75	-13.58	-18.15
少数股东损益	1.11	2.11	2.22	2.74	现金流量净额	17.75	37.92	47.01	53.15
归属母公司股东净利润	30.91	44.23	50.89	60.86					
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	52.16	90.08	137.09	190.24	成长能力				
应收和预付款项	37.04	44.66	51.74	61.32	销售收入增长率	18.61%	22.18%	15.30%	18.73%
存货	49.42	61.09	68.71	82.93	营业利润增长率	120.11%	32.84%	18.13%	22.16%
其他流动资产	16.72	6.74	7.64	8.86	净利润增长率	124.27%	44.72%	14.60%	19.76%
长期股权投资	6.37	6.37	6.37	6.37	EBITDA 增长率	76.57%	17.55%	16.10%	17.11%
投资性房地产	2.74	2.74	2.74	2.74	获利能力				
固定资产和在建工程	140.73	136.34	132.66	127.71	毛利率	27.64%	25.75%	26.37%	26.42%
无形资产和开发支出	13.26	11.87	10.48	9.09	三费率	9.82%	10.71%	10.82%	10.30%
其他非流动资产	18.83	21.46	24.08	26.71	净利率	12.33%	14.60%	14.51%	14.64%
资产总计	337.26	381.35	441.50	515.97	ROE	20.74%	24.01%	22.28%	21.81%
短期借款	38.60	35.00	36.00	35.00	ROA	9.49%	12.15%	12.03%	12.33%
应付和预收款项	76.60	90.24	103.11	123.69	ROIC	19.57%	26.97%	31.08%	36.12%
长期借款	26.33	25.83	25.33	24.83	EBITDA/销售收入	20.53%	19.75%	19.89%	19.62%
其他负债	41.34	37.28	38.70	40.88	营运能力				
负债合计	182.87	188.35	203.14	224.40	总资产周转率	0.82	0.88	0.89	0.91
股本	31.26	32.88	32.88	32.88	固定资产周转率	2.10	2.43	2.86	3.50
资本公积	30.58	28.96	28.96	28.96	应收账款周转率	8.36	8.37	8.18	8.28
留存收益	86.45	124.50	166.54	217.22	存货周转率	4.03	4.15	4.05	4.12
归属母公司股东权益	148.53	185.03	228.18	278.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.51%	—	—	—
少数股东权益	5.86	7.97	10.19	12.92	资本结构				
股东权益合计	154.39	192.99	238.36	291.57	资产负债率	54.22%	49.39%	46.01%	43.49%
负债和股东权益合计	337.26	381.35	441.50	515.97	带息债务/总负债	43.12%	39.69%	37.04%	32.87%
					流动比率	1.14	1.42	1.68	1.90
					速动比率	0.78	0.99	1.24	1.44
					股利支付率	14.77%	13.98%	17.39%	16.72%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	53.33	62.69	72.79	85.24	每股收益	0.94	1.35	1.55	1.85
PE	13.19	9.22	8.01	6.70	每股净资产	4.52	5.63	6.94	8.47
PB	2.75	2.20	1.79	1.46	每股经营现金	1.62	1.92	2.13	2.42
PS	1.57	1.28	1.11	0.94	每股股利	0.14	0.19	0.27	0.31
EV/EBITDA	7.49	5.97	4.46	3.13					
股息率	1.12%	1.52%	2.17%	2.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
