

依托智能制造优势 中国轮胎全球化加速

2024年08月26日

轮胎行业具备市场规模大、技术壁垒高、品牌属性强的特点，2023年全球规模超万亿元，硫化技术及产品配方构成进入壁垒，消费属性带来品牌溢价。中国轮胎企业在人工成本端、智能制造端优势显著，短期凭借人口红利已实现规模快速扩张、中期正凭借智能制造优势加速全球化进程，长期有望凭借技术实力获得品牌溢价，兑现成长属性、剑指全球消费巨头。本篇为《轮胎行业系列深度报告之制造篇》，中国轮胎企业凭借自动化实力、加速全球化拓展。

➤ **乘海外通胀东风，中国轮胎出海加速。**2023年全球轮胎行业总产值超1,800亿美元、产量近20亿条，近20年来未有技术变革，已形成“三巨头+八集团”竞争格局。中国轮胎近年来产品性能持续提升，多项测试参数不输甚至赶超外资头部品牌，凭借性价比优势实现全球份额由2000年的3.1%提升至2023年的15.3%。当前受益于全球公共卫生事件下海外产能退出，及欧美通胀下消费者对高性价比产品需求提升，中国轮胎出海加速。

➤ **“双反”构成需求最大波动性，全球化可有效应对。**2023年全球轮胎替换市场占比70%以上，为主要需求来源，替换市场销量来自汽车保有量，需求韧性较强。分区域来看，2023年欧美市场轮胎销量占比达51.4%，其中替换市场占比超80%，为中国轮胎主要面对的市场，需求的波动则主要来自“双反”，鉴于欧美发起“双反”的主要考量或在于“轮胎进口量占比较高的国家或地区”，我们认为，中国胎企全球化建厂将比较有效地应对“双反”及需求下降带来的波动。

➤ **把握行业后发优势，智能制造外溢全球。**轮胎行业先发者优势体现在规模效应对固定成本的摊薄，及品牌和研发的外部性，但全球化导致的运输费用及管理费用的增长，会限制先发者规模的无限扩张。轮胎行业后发者的后发优势显著：1) 后发者多位于发展中国家，人工成本较低；2) 受益于设备更新迭代，后发者制造端自动化程度更高；3) 基于更高的智能制造能力，后发者往往单厂规模更大、规模效应更强；4) 得益于更低人工成本及更少人工数量，后发者期间费用率更低。我们认为自主头部胎企有望充分发挥智能制造优势，实现高于外资胎企的利润率、人均创收的全球持续领先，以及海外建厂数量、建厂周期的加速。

➤ **从制造到品牌，自主品牌崛起。**立足国内，自主品牌胎企凭借产品性能及性价比已实现总销量占比过半、配套市场渗透率近半，随自主品牌胎企出海加速及全球化建厂，有望实现需求量及品牌力共振；复盘历史，渠道布局可有效提升产品触达范围、带来需求量及品牌认知度提升，收并购亦可实现全球产能、渠道、品牌拓展，自主品牌胎企中短期目标为智能能力的全球化复制，长期目标为品牌力提升，我们看好头部胎企全球建厂的基础上，通过自主整车厂、渠道布局、收并购等方式最终实现自主品牌崛起。

➤ **投资建议：**中国头部胎企基于优秀的产品性能，充分发挥智能制造优势，实现高智能工厂的全球化复制，有效降低关税带来的波动性，实现全球产能及销量的持续提升，并有望最终兑现品牌力。我们看好头部胎企海外扩张进入第二阶段、海外产能布局占比更高、自动化工厂建设能力更强的轮胎企业。推荐【赛轮轮胎】、【森麒麟】、【玲珑轮胎】、【通用股份】，谨慎推荐【三角轮胎】、【贵州轮胎】、【浦林成山】。

➤ **风险提示：**原材料价格波动、全球轮胎需求不及预期、汇率波动、新产能落地不及预期、国际贸易摩擦加剧、运费价格波动，新项目投产不及预期等。

推荐

维持评级

**分析师 崔琰**

执业证书：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

**分析师 刘海荣**

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

分析师 白如

执业证书：S0100524080008

邮箱：bairu@mszq.com

相关研究

- 1.汽车和汽车零部件行业周报 20240825：乘用车淡季不淡 新车+半年报催化板块-2024/08/25
- 2.汽车和汽车零部件行业周报 20240818：乘用车淡季不淡 政策+半年报催化板块-2024/08/18
- 3.摩托车行业系列点评七：大排量增势强劲 自主摩企成长加速-2024/08/18
- 4.汽车和汽车零部件行业周报 20240811：享界S9上市 智能驾驶奇点已至-2024/08/11
- 5.汽车行业系列深度四：海阔凭鱼跃 汽车出海空间几何-2024/08/09

目录

1 引言	3
2 乘海外通胀东风 中国轮胎出海加速	4
2.1 底层：研发端持续投入 中国胎企技术实力后来居上	4
2.2 现状：全球市场集中度下降 中国品牌占比持续提升	7
2.3 变化：欧美产能受限&通胀 中国轮胎企业出海加速	8
3 轮胎需求刚性 “双反” 或为最大变数	12
3.1 替换市场奠定需求刚性基础	12
3.2 关税成为需求的最大“波动性”	14
3.3 全球化可有效应对“双反”	16
4 把握智能制造优势 中国胎企全球化加速	19
4.1 优势：中国胎企自动化程度更高 成本更低	19
4.2 复盘：普利司通全球化贯穿始终 抗波动能力较强	23
4.3 展望：头部胎企立足智能制造优势 全球化布局加速	25
5 从制造到品牌 中国轮胎企业的百年之路	29
5.1 立足国内 自主品牌份额持续提升	29
5.2 中国车企出海 催化自主轮胎需求	30
5.3 从制造到品牌 渠道布局为必经之路	33
5.4 品牌力提升 收购亦为可选路线	37
6 盈利预测与投资建议	40
6.1 行业投资建议：全球化持续加速 优选龙头和高成长	40
6.2 重点公司	42
7 风险提示	52
插图目录	56
表格目录	56

1 引言

本篇报告为轮胎行业系列深度报告之制造篇，详细分析中国轮胎企业作为行业后来者，在制造端的后发优势，并有能力将智能制造能力全球化复制，实现全球销量及份额的提升，进而逐渐提升品牌力。

底层逻辑：轮胎行业近 20 多年来未发生技术变革，中国轮胎企业产品后来居上且产品力足够强，在技术端不输海外品牌甚至在部分性能指标上实现反超，但价格远低于外资品牌，凭借极高性价比优势实现全球份额的快速扩张。

行业现状：2023 年全球轮胎行业总产值超 1,800 亿美元、产量近 20 亿条，其中替换市场需求占比 70%以上，主要来自全球汽车保有量市场，需求韧性强。中国轮胎企业主要面对欧美替换市场，但欧美近年来多次向“轮胎进口量占比较高的国家或地区”征收“双反”关税，直接影响中国轮胎企业需求。

自主优势：中国轮胎企业作为轮胎行业后来者，后发优势显著：1) 产能位于中国及东南亚，人工成本较低；2) 受益于设备更新，制造端自动化程度更高；3) 基于智能制造能力，单厂规模更大、规模效应更强；4) 得益于更低人工成本及更少人工数量，期间费用率更低，从而实现较外资头部更高的人均创收及净利率水平。

长期展望：中国轮胎企业立足智能制造能力，全球化布局加速，海外建厂数量增加、建厂时间加速，正在全球逐步复制智能工厂；长期展望可依托全球化产能，极大减弱“双反”带来的需求端波动，逐渐实现全球化替代，并通过渠道布局、收购等模式最终实现品牌力提升。

本篇报告与市场不同之处：

- 1) 复盘轮胎行业历史，详细阐述轮胎行业近年来技术端、材料端变化，及中国轮胎企业的产品力情况；
- 2) 论述轮胎替换市场的韧性及波动性，并分析波动性的底层逻辑和应对策略；
- 3) 详细阐述轮胎行业后来者的竞争优势，从人工成本、费用成本、自动化程度、规模效应、优势复制能力，对中国轮胎企业的智能制造能力做详细分析；
- 4) 分析中国市场及自主整车厂对胎企的拉动作用，并通过复盘海外头部胎企的成长历史，展望中国轮胎企业的品牌化道路。

备注：

PCE-个人消费支出指数，
PCR-乘用车子午线轮胎，
TBR-卡客车子午线轮胎，
OTR-非公路胎。

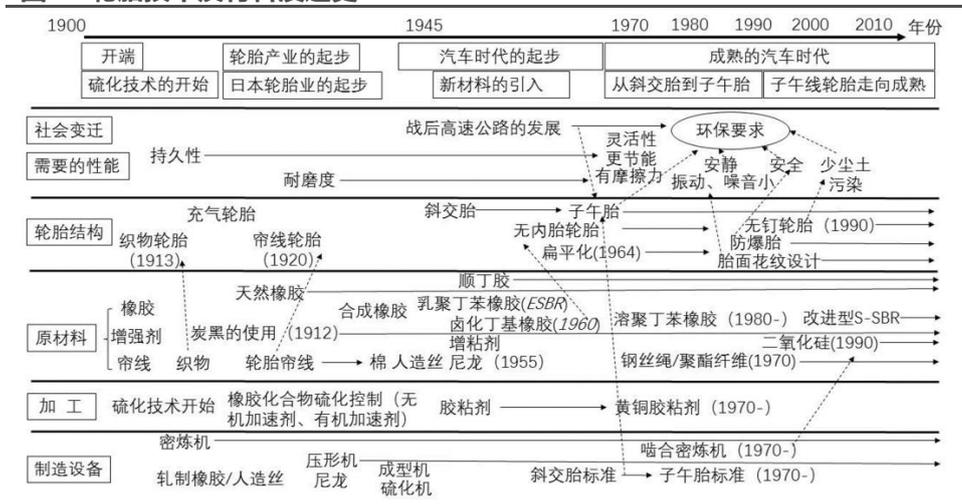
2 乘海外通胀东风 中国轮胎出海加速

2.1 底层：研发端持续投入 中国胎企技术实力后来居上

近 20 年轮胎行业于技术&材料应用端未发生显著变化，中国轮胎企业后来居上。1834 年以来，全球轮胎经历了从“技术-材料-技术-材料”的创新发展历程：1) 1834-1946 年，技术起源与发展，固特异发明橡胶硫化技术带来橡胶轮胎制造业，邓禄普发明第一条充气轮胎并由米其林应用后，米其林试制成功子午线轮胎，加入钢丝及带束等材料，显著提升轮胎耐用性、负载能力及散热性能；2) 1946-1970 年，新材料应用，汽车行业发展迅速，合成橡胶被引入轮胎制造中，增强其耐磨、抓地性能；3) 1971-1990 年，技术发展，大陆发明补气保用轮胎技术并沿用至今，无内胎轮胎、无钉轮胎、防爆胎、扁平化胎等新技术及新产品陆续推出；4) 1990 年至今，新材料应用，1992 年米其林添加白炭黑至轮胎中开发“绿色轮胎”以增强能源效率。

近 20 年来，全球轮胎行业在技术端及新材料应用端未发生显著变化，中国轮胎企业在技术、材料应用、花纹设计、型号数量等方面不断补齐并缩短与头部胎企的差距。

图1：轮胎技术及材料演进史



资料来源：日本国立技术博物馆，民生证券研究院

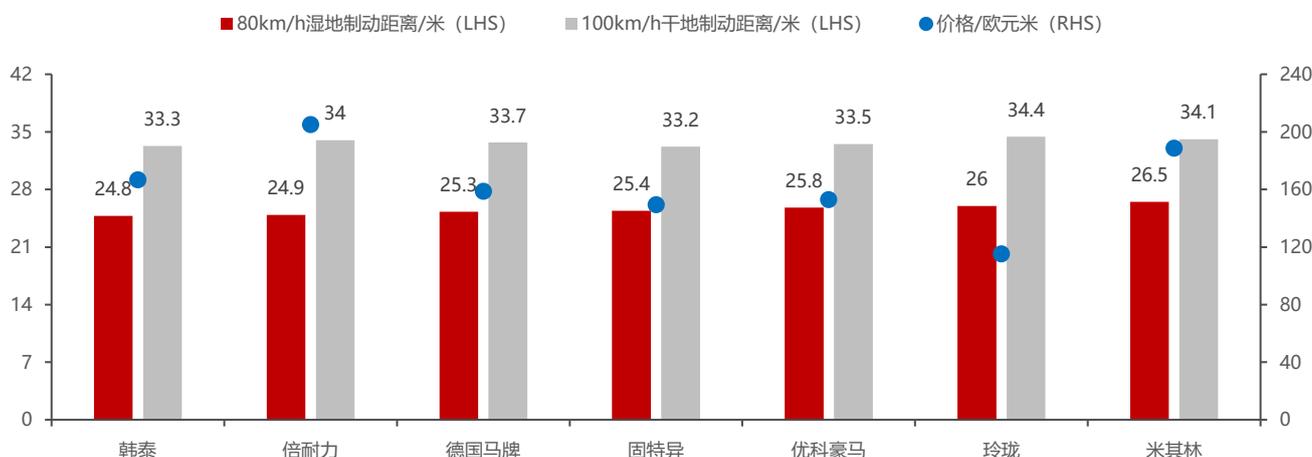
国产轮胎产品力过硬。据前文，近年来轮胎行业未出现里程碑式的技术变革及材料创新，而中国轮胎企业的产品性能经过多年追赶与提升，在产品性能上与外资头部品牌的差距不断缩小甚至在部分性能赶超外资头部品牌：

- 1) 根据 2023 AUTOBILD 夏季轮胎性能测试结果，玲珑轮胎 80km/h 的湿地制动距离为 26.0 米，相较固特异、马牌等差距不大，并超过米其林 26.5 米的制动

距离；

- 2) 根据全球汽车媒体 TM2024 年给出的轮胎性能测试评分表进行加权计算，森麒麟的轮胎产品在干地制动、湿地制动、滚动阻力等指标上得分表现优异，所有指标加权后总分 8.2 分，且超过海外品牌韩泰、锦湖、固铂等；
- 3) 根据森麒麟公告，2022 年起开始为其制造部分以 Nokian 为品牌的雪地轮胎，诺记在 2021 《Vi Bilagare》轮胎性能测试中，于湿地操控、水漂测试、主管舒适性、滚阻等指标上均为 10 分满分，森麒麟为其代工可见相关性能已达到诺记要求。

图2：2023AUTOBILD 夏季轮胎性能测试



资料来源：2023AUTOBILD 夏季轮胎性能测试，民生证券研究院

表1：2024 年多品牌轮胎性能测试打分表

	米其林	固特异	马牌	诺记	森麒麟	普利司通	锦湖	韩泰	正新	固铂	均值
干地制动	10	9	10	8	9	8	7	8	8	9	8.6
干地操控	9	9	9	9	8	8	8	8	8	7	8.3
湿地制动	10	9	10	7	9	7	8	8	8	8	8.4
湿地操控	9	9	8	10	7	8	9	7	6	6	7.9
湿地牵引	9	9	9	10	7	9	9	8	6	8	8.4
滚动阻力	8	9	7	7	10	9	6	7	8	6	7.7
主观噪音	9	9	9	9	8	8	8	8	8	8	8.4
综合评分	9.1	8.8	8.8	8.4	8.2	8.1	7.8	7.7	7.5	7.5	8.2

资料来源：全球汽车轮胎媒体 TM，民生证券研究院

国内轮胎性价比优势显著。产品性能与外资头部品牌差距不大甚至部分性能

优于外资头部品牌的情况下，国内轮胎产品在价格上具有显著优势。长期以来，全球轮胎市场呈现“三巨头+八集团”的垄断竞争格局：一线：代表品牌米其林、固特异和普利司通；二线：代表品牌倍耐力、马牌、邓禄普、优科豪马等八大跨国轮胎集团以及百路驰、费尔斯通等三巨头副品牌；三线：包括赛轮轮胎、森麒麟、中策橡胶、玲珑轮胎等在内的中国轮胎企业；四线：包括至少 250 种轮胎品牌，多数中国轮胎品牌定位于此；不同档次品牌在价格上存在显著差距。

以 215/55 R17 91V 型号的轮胎为例，一线品牌（米其林、固特异和普利司通）均价为 189.1 欧元，二线品牌（马牌、倍耐力、韩泰）均价为 147.6 欧元，自主头部品牌（赛轮、森麒麟、玲珑）均价为 95.6 欧元，为一线品牌均价的 50.6%，为二线品牌均价的 64.8%；综合来看，自主品牌在 R15 至 R21 多个尺寸中，均价为一线品牌的 50.6%-84.9%，为二线品牌的 59.5%-81.8%，性价比优势显著。

表2：全球轮胎品牌分档次纵览表

级别	代表品牌	价格指数	特点
一线	米其林	120	三巨头垄断
	固特异	110-90	
	普利司通	110-90	
二线	倍耐力、马牌、邓禄普	105-85	八大跨国轮胎集团
	优科豪马、东洋、韩泰、固铂、锦湖	85-70	
	三巨头部分副品牌，如百路驰（米其林）、费尔斯通（普利司通）	85-70	
三线	尤尼劳尔（米其林）、凯利（固特异）、富济恩（普利司通）、玛斯特（固铂轮胎）、日东（东洋轮胎）、飞劲（住友轮胎）、玛吉斯（正新轮胎）、佳通	60-80	多为市场大路货，以及三巨头、八集团的副品牌
	赛轮、森麒麟、玲珑、朝阳、千里马		部分国产品牌跻身三线，认可度逐步提高
四线	数量至少 250 种以上	50-60	低价争取低端市场，受多方挤压生存艰难；多数国产轮胎定位于此

资料来源：橡塑技术与装备（橡胶）《轮胎工业品牌强企之路》，民生证券研究院

表3：国内外知名企业部分型号轮胎单价对比（欧元）

型号	一线			二线			三线			均价			对比	
	米其林	普利司通	固特异	倍耐力	德国马牌	韩泰	赛轮	森麒麟	玲珑	一线均价	二线均价	自主均价	一线/自主	二线/自主
205/70R15 104/106R	158.0	166.9	128.0	163.3	116.5	110.4	90.5	96.4	89.8	151.0	130.1	92.2	1.6	1.4
205/55R16 94V/T	130.3	137.1	98.0	94.7	169.7	85.0	72.6	72.0	82.9	121.8	116.5	75.8	1.6	1.5
215/55R17 94V	223.6	130.7	213.1	152.7	163.9	126.3	99.8	91.6	95.5	189.1	147.6	95.6	2.0	1.5
225/45R18 95W	171.2	174.7	146.5	157.5	166.6	166.6	127.8	89.6	74.4	164.1	163.6	97.3	1.7	1.7
235/55R18 100V	173.4	134.1	128.9	151.5	153.9	147.7	123.5	123.5	123.5	145.5	151.0	123.5	1.2	1.2
245/40R19 98Y	245.8	238.1	222.8	219.5	240.2	204.2	137.7	137.7	147.3	235.6	221.3	140.9	1.7	1.6
295/35R21 107Y	324.4	253.7	192.6	282.1	232.3	216.2	171.9	157.5	157.5	256.9	243.5	162.3	1.6	1.5

资料来源：luntai.net.cn, 民生证券研究院

2.2 现状：全球市场集中度下降 中国品牌占比持续提升

全球市场轮胎行业集中度下降，中国品牌占比持续提升。据 Tire Business，2022 年全球轮胎销售额达 1,868 亿美元，其中 CR3/CR5/CR10 分别为 38.9%/49.4%/63.9%，全球前 75 强轮胎企业排行榜中，中国轮胎企业上榜数量达 34 家，市场份额达 15.3%。复盘 2000 年以来全球市场格局，头部胎企市场份额持续下降，中国轮胎企业份额不断提升：

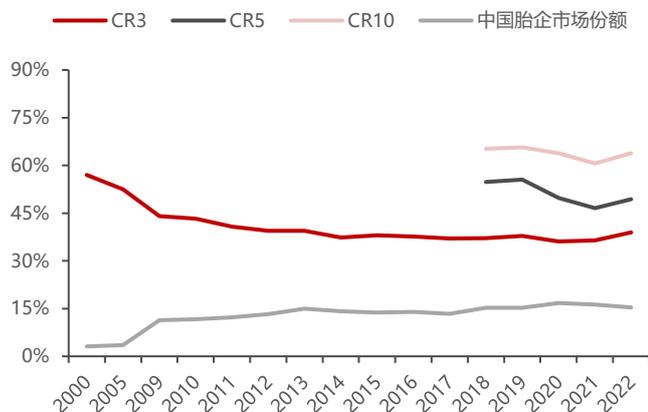
2000 年全球轮胎销售额为 696 亿美元，CR3 占比高达 57.0%，中国轮胎企业上榜数量仅 18 家，市场份额仅 3.1%；

2010 年全球轮胎销售额为 1,540 亿美元，CR3 占比下降至 43.3%，中国轮胎企业上榜数量 27 家，市场份额达 11.6%；

2015 年全球轮胎销售额为 1,605 亿美元，CR3 占比下降至 38.0%，中国轮胎企业上榜数量 36 家，市场份额达 13.7%；

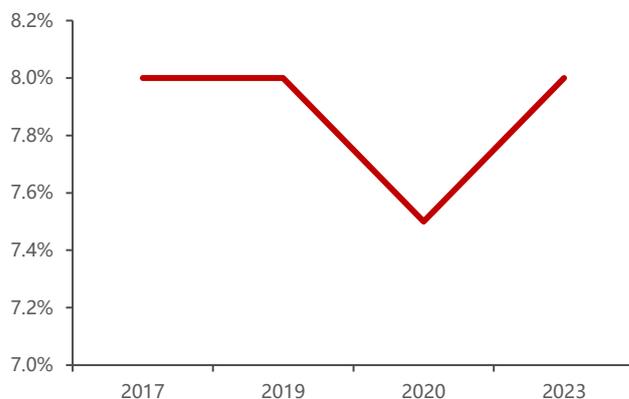
2022 年全球轮胎销售额为 1,868 亿美元，CR3 占比下降至 38.9%，中国轮胎企业上榜数量 35 家，市场份额达 15.3%；

图3：轮胎行业市场集中度及中国轮胎企业市占比 (%)



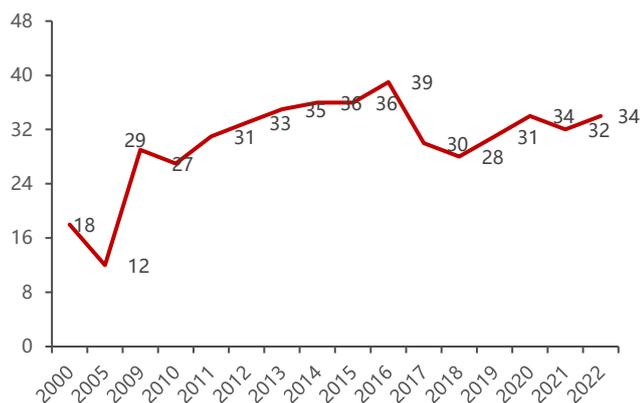
资料来源：米其林年报，民生证券研究院

图4：美国卡车替换胎市场中国品牌占比 (%)



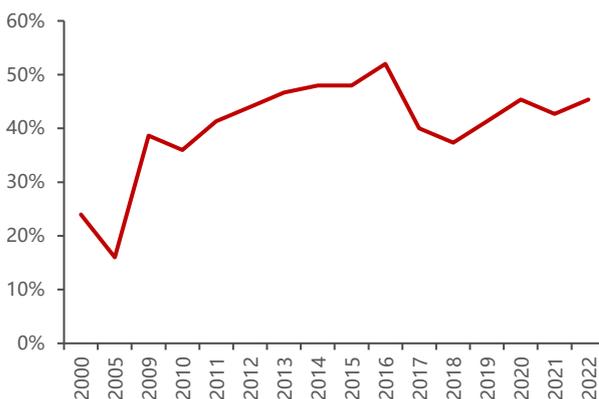
资料来源：轮胎商业，民生证券研究院

图5：全球胎企 75 强中国企业数量



资料来源：中国橡胶杂志、轮胎商业网，民生证券研究院

图6：全球胎企 75 强中国企业数量占比 (%)



资料来源：中国橡胶杂志、轮胎商业网，民生证券研究院

2.3 变化：欧美产能受限&通胀 中国轮胎企业出海加速

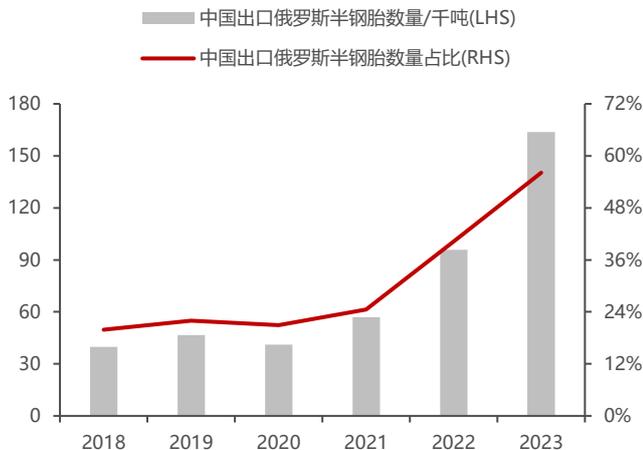
新冠叠加俄乌冲突，海外产能受阻促进中国轮胎企业全球化加速。2019 年以来，受新冠影响，海外胎企开工受阻影响盈利能力，部分落后产能退出；后叠加俄乌冲突事件，部分胎企关闭俄罗斯当地工厂，产能进一步下降，中国轮胎企业则借海外产能下降的机遇，加速海外布局。据不完全统计，2021 年至今全球轮胎退出产能超 7,293 万条，占到 2023 年总销量的 4.1%，以俄罗斯为例，2018 年中国出口俄罗斯的半钢胎/非公路胎为 39.9 千吨/20.7 千吨，2023 年出口俄罗斯已达 163.9 千吨/148.4 千吨，相较 2018 年增长 311.1%/617.0%。

表4：海外头部胎企工厂关停/减产情况

公布时间	轮胎工厂	成立时间	所属胎企	国家/地区	减产/关停情况	涉及年产能
2021.4	亚琛工厂	1931	马牌	德国	2023 年底前关停	900 万条 PCR
2022.3	乌里扬诺夫斯克工厂	2008	普利司通	俄罗斯	2022 年 3 月宣布停产，2023 年 12 月 20 日出售工厂	500 万条 PCR
2022.7	弗谢沃洛日斯克工厂	2005	诺记	俄罗斯	2022 年 7 月宣布退出俄罗斯，2023 年出售工厂	80%PCR 产能（约年产 1700 万条 PCR）
2023.3	卡卢加工厂	2013	马牌	俄罗斯	2023 年 3 月宣布退出俄罗斯，2023 年出售工厂	300 万条 PCR
2023.3	兹林摩托车轮胎工厂	未披露	特瑞堡	捷克	2023 年 6 月底前关停	/
2023.5	德维多沃轮胎工厂	1997	米其林	俄罗斯	2022 年 3 月宣布停产，2023 年 5 月出售工厂	日产 600 条轮胎（约年产 200 万条）
2023.5	圣安德雷工厂	未披露	普利司通	巴西	2023 年 5 月停产整合业务	日产 2.02 万条 PCR（约年产 670 万条 PCR）
2023.10	阿德莫尔工厂	1970	米其林	美国	在 2025 年底前搬迁至其他北美工厂	日产 3.75 万条 PCR+0.34 万条 TBR（约年产 1250 万条轮胎）
2023.11	卡尔斯鲁厄工厂	1931	米其林	德国	至 2025 年底逐步关停，将客户联络中心迁至波兰	110 万条 PCR
2023.11	特里尔工厂	1931	米其林	德国	至 2025 年底逐步关停	110 万条 PCR
2023.11	富尔达工厂	1906	固特异	德国	2023 年 6 月起减产 50%，至 2025Q3 关闭	与菲尔斯滕瓦尔德工厂合计约 800 万条轮胎
2023.11	菲尔斯滕瓦尔德工厂	1937	固特异	德国	到 2027 年底逐步淘汰，保留混炼部门	/
2023.12	维多利亚工厂	1966	米其林	西班牙	2023 年多次减产 5%，2024 年 1 月红海事件停 2 天	320 万条轮胎
2023	梅尔克舍姆轮胎厂	1911	固特异	英国	2023 年末彻底关停	约 300 万条轮胎
2024.2	霍姆堡轮胎厂	未披露	米其林	德国	2025 年底前逐步停止生产	日产 4000 条轮胎（约年产 133 万条）
2024.3	莎阿南轮胎厂	1972	固特异	马来西亚	2024 年 6 月 30 日开始关闭	/

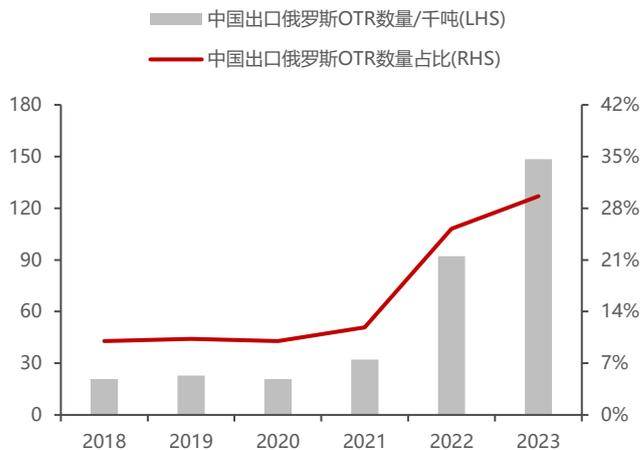
资料来源：轮胎世界网，轮胎商业，中国橡胶业协会，车轱辘网，轮胎国际视角，民生证券研究院

图7：中国出口俄罗斯半钢胎数量及占比（千吨；%）



资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：中国出口俄罗斯 OTR 数量及占比（千吨；%）



资料来源：iFind，民生证券研究院

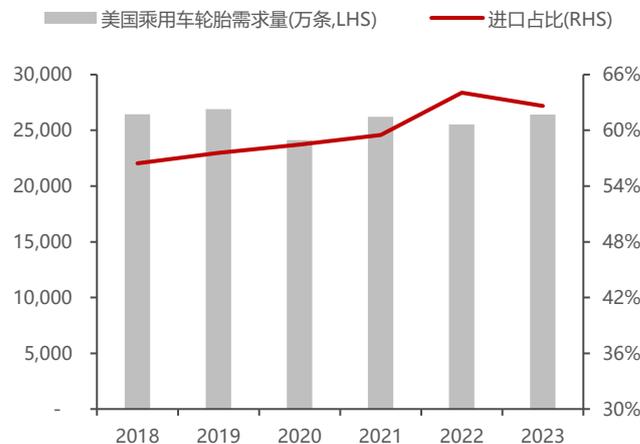
通胀影响消费力，中国轮胎企业凭性价比脱颖而出。公共卫生事件及俄乌冲突影响，欧美国家通胀率近几年处于较高水平。以美国为例，其核心 PCE 价格指数 2020Q3 起快速提升，并于 2021Q2 达到 6.0%高位后小幅回落，2024Q1 核心 PCE 指数为 3.7%，2024Q2 核心 PCE 指数为 3.6%，远超 1.5%的正常水平。而高通胀对居民的消费能力造成直接的负向冲击，美国居民实际消费指数从 2021Q2 的 13.6%骤降至 2021Q3 的 2.8%，当前在 1.5%的低位，高通胀及消费支出指数的变化对轮胎销售造成了一定的影响。2021-2023 年，美国乘用车轮胎替换市场需求量分比为 22,480/21,370/21,920 万条，其中进口量 3,740/4,160/4,460 万条，进口占比 59.5%/64.1%/62.6%，通胀影响下，高性价比进口轮胎受消费者欢迎程度提升。

图9：美国核心 PCE 价格及实际消费指数变化



资料来源：TRADING ECONOMICS，民生证券研究院

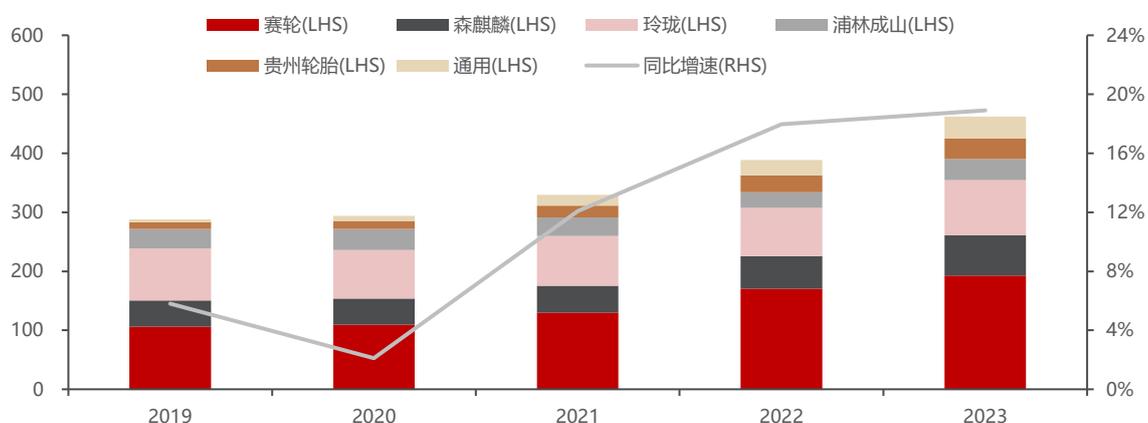
图10：美国轮胎需求量及进口占比（万条；%）



资料来源：美国商务部官网，民生证券研究院

把握机遇, 中国轮胎企业海外收入快速提升。2019年以来赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎等企业把握机遇, 海外收入快速提升。我们统计赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、浦林成山、通用以及贵州轮胎海外收入, 2019年合计收入287.8亿元, 至2023年达到462.1亿元, 相比2019年增加60.6%, 2019-2023年CAGR达10.0%; 2019年上述公司海外收入占比55.1%, 2023年占比达58.8%, 增长3.7pct。

图11: 自主品牌胎企海外业务收入及同比增速 (亿元; %)



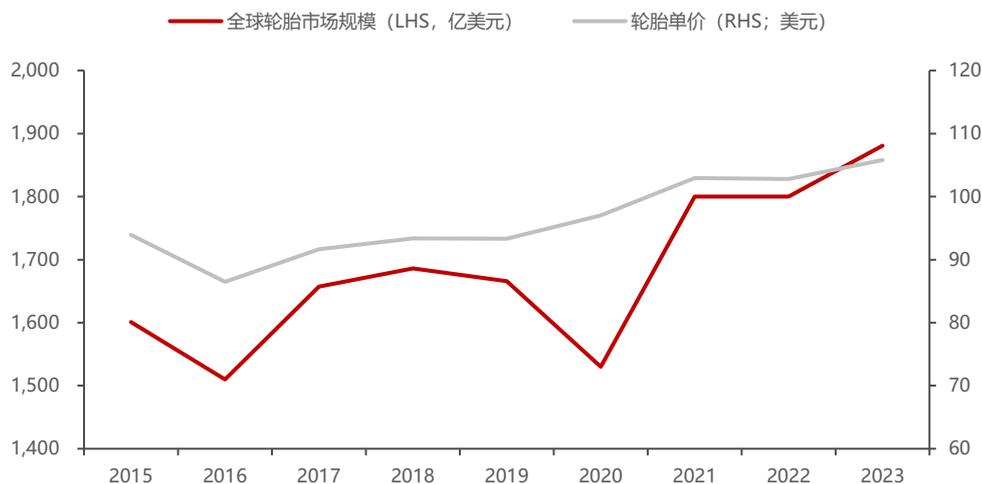
资料来源: ifind, 各公司公告, 民生证券研究院

3 轮胎需求刚性 “双反” 或为最大变数

3.1 替换市场奠定需求刚性基础

轮胎行业万亿规模市场，量价齐升。2023 年，全球轮胎销售量达到 17.8 亿条，较 2003 年 11.2 亿条销量实现近 59% 增长，CAGR 为 2.3%；全球轮胎销售额达到 1,881 亿美元，较 2003 年的 806 亿美元实现 130% 增长，CAGR 为 4.3%。轮胎价格受成本、供需等多因素影响，随消费者对汽车的各项性能要求提高，促进轮胎性能要求上升，进而成本与价格也随之上升，对应的单胎价格从 2015 年的 94 美元增长至 2023 年的 106 美元。

图12：全球轮胎市场规模以及轮胎单价变化（亿美元；美元）



资料来源：米其林年报，民生证券研究院

根据面对的客户不同，轮胎需求端可以分为配套市场和替换市场，2003-2023 年间，全球替换市场销量占比维持在 70% 以上，而配套市场销量占比则不足 30%。从地域角度来看，2015-2023 年，北美/欧洲半钢胎销量中替换市场销量占比整体呈现上升趋势，分别由 76%/78% 上升至 81%/83%。

配套市场的客户为整车厂，市场需求量伴随汽车产销量增长同步增长。2017 年之前，全球汽车销量处于持续上升趋势，带动配套市场销量上升；2018 年起，受金融危机、公共卫生事件、俄乌冲突等影响，全球销量出现下滑，配套市场轮胎销量也随之下滑；2020-2023 年间，随着上述影响逐渐减弱，全球汽车销量回升，展望未来，我们预计全球汽车销量受益于新兴市场国家崛起，呈现持续小幅增长趋势，带动配套市场轮胎销量提升。

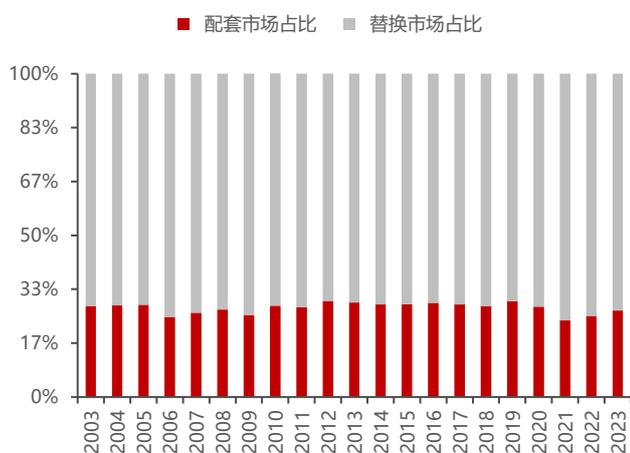
替换市场的客户为经销商和零售商，市场需求量由汽车保有量决定。全球轮胎

替换市场销量虽在部分年度受金融危机、公共卫生事件影响略有波动，但整体趋势与全球汽车保有量一致。2010-2019年，全球汽车保有量由10.6亿辆增长至14.6亿辆，跟踪全球轮胎替换市场销量则由10.1亿条增长至15.1亿条。2020年及之后，全球及中国新能源车渗透率快速提升，以中国为例，2020年新能源乘用车渗透率为5.4%，2024年7月渗透率已达47.8%，新能源车因车身更重、瞬间扭矩更大、起步更快、无发动机噪音，因此对轮胎的承载能力、耐磨性、抓地力、静音性要求更高，替换速度更快。随汽车保有量持续提升及新能源渗透率持续向上，我们预计全球轮胎替换市场需求刚性较强。

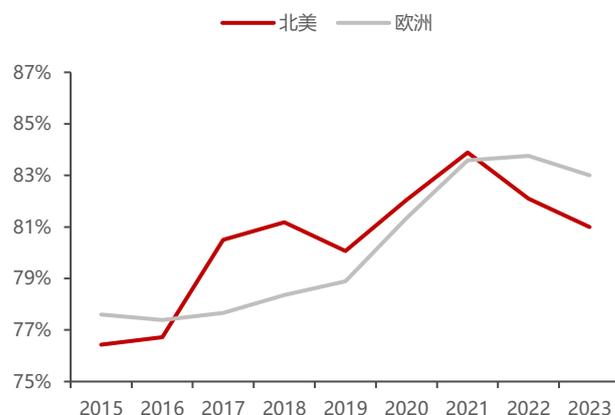
表5：不同类型轮胎配套/替换信息

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

资料来源：贵州轮胎募集说明书，民生证券研究院

图13：全球半钢胎配套及替换市场销量结构 (%)


资料来源：米其林年报，民生证券研究院

图14：北美/欧洲半钢胎中替换销量占比 (%)


资料来源：米其林年报，民生证券研究院

图15: 全球汽车以及配套市场销量 (万辆; 亿条)



资料来源: 世界汽车制造商组织, 民生证券研究院

图16: 全球汽车保有量及轮胎替换销量 (亿辆; 亿条)



资料来源: 世界汽车制造商组织, 民生证券研究院

3.2 关税成为需求的最大“波动性”

欧美对华多次“双反”，影响轮胎增长趋势。21世纪以来，随着我国轮胎工业快速发展，国内轮胎出口快速扩张，2023年出口新的充气橡胶轮胎6.16亿条，为2000年出口量的5.7倍。21世纪初，欧洲TBR进口量中仅3%来自中国，至2009年该比例已提升至28%。后随欧美国家对中国“双反”政策的出台，对中国轮胎销量造成重大影响：

1) 2008年，我国对美出口PCR达3,956万条，占其总进口量的33.3%，2009年9月美国宣布对华PCR连续三年分别征收35%、30%和25%额外关税；我们跟踪2009/2010年中国对美出口量为3,741/2,660/2,338万条，占其总进口量的比重为37.2%/22.1%/18.6%；

2) 2014年，我国出口至美国的PCR为5,048万条，占其总进口量的33.9%，2015年6月美国商务部对华PCR发起“双反”并确认反倾销税率为14.4%-88.0%，反补贴税率为20.7%-100.8%；我们跟踪2015/2016/2017年中国对美出口量为2,340/1,528/1,040万条，占其总进口量的比重为15.8%/10.5%/7.1%， “双反”关税导致中国对美出口量锐减，而美国总进口量2014及2017年均均为1.5亿条；

3) 2017年，我国出口至美国的PCR为1,040万条，占其总进口量的7.1%，2018年7月美国对华征收关税25%，再次影响轮胎出口量2019年下降至277万条，占美国总进口量比重下降至1.8%；

4) 2021年，我国出口至美国的PCR为339万条，占总进口量的2.2%，2020-2021年间，美国启动对华第一次“双反”复审调查并最终认定实质性损害可能继续/再度发生，“双反”措施继续有效。

从数据来看，欧盟、北美的轮胎需求量总体波动不大，进口量持续提升，但来

自中国的进口占比受关税影响大幅下降，关税成为中国轮胎企业需求最大的“波动性”。因此，我们认为全球化建厂或为国内企业应对需求波动的“最优解”。

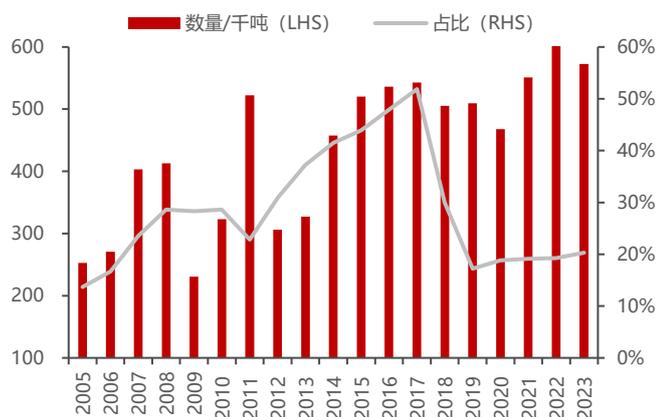
表6：近年汽车轮胎关税信息汇总

	时间	部门/机构	具体事件
美国对华 PCR “双反”	2009.4	美国钢铁工人协会	向美国国际贸易委员会(USITC)提出对华轮胎的特殊保障措施案申请
	2009.4	美国国际贸易委员会	启动对华轮胎特保调查
	2009.6	美国国际贸易委员会	初裁认定中国轮胎实质性损害，提出对华 PCR 在 3.40~4.00%的进口关税基础上加征 3 年特别关税，第 1~3 年额外征收 55%、45%、35%
	2009.9	美国总统	宣布终裁，连续 3 年对华 PCR 额外征税 35%、30%和 25%，于 2012.9 终止
	2014.6	美国钢铁工人协会	向美国商务部和 USITC 提出对华 PCR 进行“双反”调查
	2014.7	美国商务部	启动对华 PCR “双反”调查，USITC 初裁实质性损害，美国商务部继续调查
	2015.1	美国商务部	初裁倾销及补贴合并有效税率 30.46~169.28%
	2015.6	美国商务部	终裁反倾销税率 14.35~87.99%，反补贴税率 20.73~100.77%，延续至少 5 年
	2018.3	美国商务部	第一次复审终裁，反倾销税率 1.50~76.46%，反补贴税率 16.16~119.47%
	2020.7	美国商务部	启动第一次“双反”日落复审调查
2021.1	美国国际贸易委员会	首次“双反”复审终裁实质性损害可能继续/再度发生，现行“双反”措施继续有效	
美国对华 TBR “双反”	2016.2	美国商务部	启动对华 TBR “双反”调查
	2017.1	美国商务部	终裁对华 TBR 征收高额“双反”
	2017.2	美国国际贸易委员会	中国 TBR 未构成实质损害，美国海关不执行对华 TBR “双反”税率
	2018.11	美国商务部	重启对华 TBR “双反”调查
	2019.1	美国国际贸易委员会	认定中国 TBR 存在实质性损害
	2019.2	美国商务部	终裁对华 TBR 反倾销关税 9.00~22.57%，反补贴关税 20.98~63.34%
	2024.1	美国商务部	启动第一次“双反”日落复审调查，USITC 启动第一次“双反”日落复审产业损害调查
美国 301 关税轮胎相关	2016.2	美国商务部	启动对华 TBR “双反”调查
美国对东南亚 PCR “双反”	2020.5	美国钢铁工人协会	向 USITC、美国商务部提出对韩国、泰国、中国台湾地区 PCR 启动反倾销调查申请，对越南 PCR 启动“双反”调查申请，次月调查启动
	2020.12	美国商务部	初裁，反倾销税率韩国 14.24~38.07%、中国台湾 52.42~98.44%、泰国 13.25~22.21%，反补贴税率越南 6.23~10.08%
	2022.9	美国商务部	终裁，反倾销税率韩国 14.72~27.05%、中国台湾 20.04~101.84%、泰国 14.62~21.09%、越南 0~22.30%，反补贴税率越南 6.23~7.89%
	2023.7	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
	2024.1	美国商务部	泰国反倾销复审初裁，税率拟由 14.62~21.09%下调至 1.24~6.16%
美国对东南亚 TBR “双反”	2023.10	美国钢铁工人协会	向 USITC 提出对泰国 TBR 进行反倾销调查申请
	2024.5	美国钢铁工人协会	初裁，泰国 TBR 反倾销税率浦林成山 0%，普利司通及其他 3.25%
欧盟对华 TBR “双反”	2017.6	不公平轮胎进口联盟	向欧盟委员会(COE)提出对华 TBR 进行反倾销调查
	2017.8	欧盟委员会	启动对华 TBR 反倾销调查
	2017.10	欧盟委员会	启动对华 TBR 反补贴调查
	2018.5	欧盟委员会	初裁对华 TBR 征收临时反倾销税每条轮胎 52.85~82.17 欧元

	2018.10	欧盟委员会	终裁对华 TBR “双反” 固定税每条轮胎 42.73~61.76 欧元
其他区域对华 “双反”	2024.4	墨西哥经济部	对原产于中国的内径 13 ~ 22 英寸的用于乘用车和轻型载重汽车的新子午线轮胎作出反倾销初裁, 裁定不对中国涉案产品征收临时反倾销税, 继续进行反倾销调查
	2024.4	巴西外贸委员会	将原产于中国、韩国、日本、俄罗斯和泰国的部分轮胎组件纳入征税范围, 适用 2021 年 GECEX 第 198 号决议和 GECEX 第 176 号决议确定的反倾销税

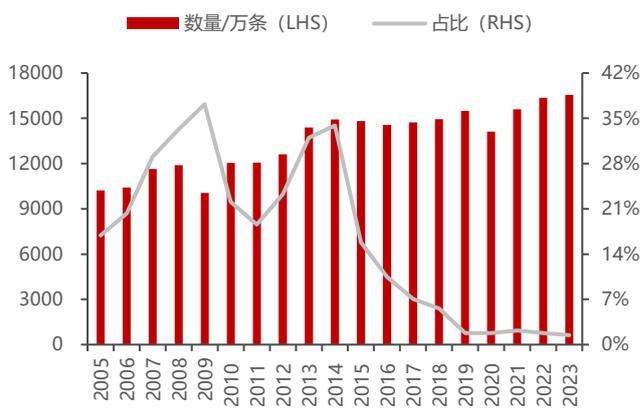
资料来源: 中国商务部, 中国轮胎商务网, 轮胎商业, 民生证券研究院

图17: 欧盟 TBR 进口量及进口自中国占比 (千吨; %)



资料来源: 欧盟海关, 民生证券研究院

图18: 美国 PCR 进口量及进口自中国占比 (万条; %)



资料来源: 欧盟海关, 民生证券研究院

3.3 全球化可有效应对 “双反”

全球化可有效应对“双反”。我们复盘 2014 年及 2020 年美国对中国及泰国“双反”历史, 认为美国发起“双反”的主要考量或在于“轮胎进口量占比较高的国家或地区”, 我们认为, 中国轮胎企业全球化建厂将比较有效地成为应对“双反”的有效措施:

2014 年 6 月, 美国钢铁工人协会向美国商务部和美国国际贸易委员会提出对华 PCR 进行“双反”调查; 跟踪 2024 年美国 PCR 进口格局, 其中来自中国的进口量为 5,048 万条, 占总进口量的 33.9%;

2020 年 5 月, 美国钢铁工人协会向 USITC、美国商务部提出对韩国、泰国、中国台湾地区 PCR 启动反倾销调查申请; 跟踪 2020 年美国 PCR 进口格局, 其中来自泰国、韩国、中国台湾地区的进口量为 3,574/1,485/918 万条, 占总进口量的 25.3%/10.5%/6.5%。

表7：美国半钢胎进口数量（万条）

年份	中国	韩国	中国台湾	泰国	越南	东南亚其他地区	欧盟	北美	南美
2011年	2,238	1,952	504	787	32	1,121	803	2,158	783
2012年	2,935	2,032	564	930	46	1,080	899	2,073	818
2013年	4,604	1,699	695	999	61	1,209	1,173	2,088	714
2014年	5,048	1,578	697	1,153	56	1,302	1,164	2,011	787
2015年	2,340	1,914	828	1,914	304	1,831	1,362	2,181	854
2016年	1,528	1,832	790	2,382	429	2,056	1,337	2,099	824
2017年	1,040	1,595	910	3,009	646	1,919	1,325	2,139	901
2018年	832	1,676	815	3,385	852	1,682	1,104	2,388	870
2019年	277	1,720	845	3,733	993	1,768	1,195	2,645	945
2020年	251	1,485	918	3,574	1,033	1,737	991	2,286	637
2021年	339	1,275	398	3,343	1,003	2,153	1,235	3,266	1,000
2022年	292	1,487	281	3,040	1,040	2,641	1,567	3,227	993
2023年	241	1,198	263	3,641	1,366	2,742	1,350	3,402	805

资料来源：美国商务部，民生证券研究院

表8：美国半钢胎进口数量占比（%）

年份	中国	韩国	中国台湾	泰国	越南	东南亚其他地区	欧盟	北美	南美
2011年	18.6%	16.2%	4.2%	6.5%	0.3%	9.3%	6.7%	17.9%	6.5%
2012年	23.3%	16.1%	4.5%	7.4%	0.4%	8.6%	7.1%	16.4%	6.5%
2013年	32.0%	11.8%	4.8%	6.9%	0.4%	8.4%	8.2%	14.5%	5.0%
2014年	33.9%	10.6%	4.7%	7.7%	0.4%	8.7%	7.8%	13.5%	5.3%
2015年	15.8%	12.9%	5.6%	12.9%	2.0%	12.3%	9.2%	14.7%	5.8%
2016年	10.5%	12.6%	5.4%	16.4%	2.9%	14.1%	9.2%	14.4%	5.7%
2017年	7.1%	10.8%	6.2%	20.4%	4.4%	13.0%	9.0%	14.5%	6.1%
2018年	5.6%	11.2%	5.5%	22.7%	5.7%	11.3%	7.4%	16.0%	5.8%
2019年	1.8%	11.1%	5.5%	24.1%	6.4%	11.4%	7.7%	17.1%	6.1%
2020年	1.8%	10.5%	6.5%	25.3%	7.3%	12.3%	7.0%	16.2%	4.5%
2021年	2.2%	8.2%	2.6%	21.4%	6.4%	13.8%	7.9%	20.9%	6.4%
2022年	1.8%	9.1%	1.7%	18.6%	6.4%	16.1%	9.6%	19.7%	6.1%
2023年	1.5%	7.2%	1.6%	22.0%	8.3%	16.6%	8.2%	20.6%	4.9%

资料来源：美国商务部，民生证券研究院

头部胎企均实现全球化建厂。据 Rubber News，头部胎企生产基地均实现全球化，其中米其林/普利司通/固特异/马牌/韩泰/倍耐力工厂涉及国家和地区数量分别为 12/18/20/14/5/9 个，通过全球化建厂，可极大降低“双反”关税带来的

影响，实现需求端的高韧性。

表9：头部轮胎企业海外工厂区域及建设时间

区域	米其林		普利司通		固特异		马牌		韩泰		倍耐力	
	工厂区域	建厂时间跨度										
阿根廷			√	1931							√	2014
巴西			√	1940-2007	√	1971	√	2006			√	1970-1986
波兰	√	1968	√	2000-2009	√	1939						
德国	√	1931-1971			√	1893-1971	√	1908			√	1945-1988
俄罗斯			√	1998							√	1950-1943
法国	√	1921-1988			√	1920-1958	√	1964				
哥伦比亚					√	1945						
韩国									√	1979-1997		
捷克							√	1972				
加拿大	√	1971-1982	√	1966	√	1960-1990						
卢森堡					√	1951-2021						
罗马尼亚	√	1939-1981					√	1998			√	2006
马来西亚					√	1972	√	1963-1979				
美国	√	1961-1979	√	1945-2022	√	1914-1984	√	1972-2019	√	2016		
墨西哥	√	1987-2018	√	1980-2007	√	2008-2017	√	1975			√	2012
南非			√	1971	√	1947	√	1950				
葡萄牙							√	1946				
日本			√	1931-2009								
塞尔维亚					√	1970						
斯洛文尼亚					√	1998						
斯洛伐克							√	1947				
泰国	√	1962-1992	√	1969-2019	√	1968	√	2019				
西班牙	√	1934-1974	√	1931-1976	√	1960-1963						
匈牙利	√	1979	√	2008					√	2017		
以色列			√	1974-2018								
意大利	√	1963-1971	√	1962							√	1955-1988
印度			√	1998-2013	√	1961-1994	√	1974				
印尼			√	1976-1999	√	1935			√	2013	√	2015
越南			√	2014								
英国					√	1885					√	1969
智利					√	1978						
中国	√	1993-2013	√	1982-2004	√	1998-2011	√	2009	√	1996-2013		

资料来源：Rubber News，民生证券研究院

4 把握智能制造优势 中国胎企全球化加速

4.1 优势：中国胎企自动化程度更高 成本更低

轮胎行业先发者的优势主要体现在规模效应及品牌力，品牌力需要日积月累从而实现产品溢价，具有较强的护城河；规模效应则主要体现为固定资产及研发费用的摊薄，但固定资产摊薄的规模效应会由于运输费用的提升，导致在企业发展到一定规模后变成掣肘，为应对运输成本的增加，胎企往往选择全球化建厂，但这往往带来更加庞大的管理体系和冗长的决策流程，导致管理费用的增加。

中国轮胎企业作为后发者，相对先发者而言，因为建厂区位的选择，在人工成本、管理费用上有天然优势。而受益于机械设备的持续更新及自动化程度的提升，后发者的新建工厂在自动化程度、单厂规模及单厂规模效应上同样有显著优势。

后发优势之一：人工成本更低。胎企成本端主要由原材料、制造费用、人工费用、能源及其他构成，中国轮胎企业的原材料占比显著高于外资胎企，其中原材料以天然橡胶、合成橡胶、炭黑（白炭黑）、助剂、钢铁及钢丝绳线为主，多为大宗商品，全球胎企面对的原材料价格波动压力一致，不同企业的成本差异不大。中国轮胎企业当前工厂多在中国及东南亚地区，人工成本显著低于欧美。

我们以原材料为基准，测算人工、折旧、运费、能源等成本及营业收入相对原材料的比重，可见米其林及韩泰成本构成中，人工费用相对原材料的比重显著高于中国轮胎企业，假设米其林人工成本与国内轮胎企业（取森麒麟、赛轮轮胎、森麒麟、通用股份）均值一致（即相对原材料=100的基数下，人工为8.25），则米其林的归母净利率达31.2%，远高于当前实际7.0%的净利率水平。

表10：全球胎企 2023 年成本构成对比

营业成本结构	米其林	韩泰	森麒麟	赛轮轮胎	玲珑轮胎	通用股份
原材料	30.9%	54.7%	71.0%	78.5%	73.5%	71.2%
人工	36.3%	22.6%	3.8%	6.9%	7.6%	6.7%
折旧	9.4%	8.3%	12.4%	6.8%	7.0%	12.6%
运费	7.3%	0.0%	5.7%	0.0%	3.4%	2.5%
能源及其他	16.1%	14.3%	7.0%	7.8%	8.6%	7.0%

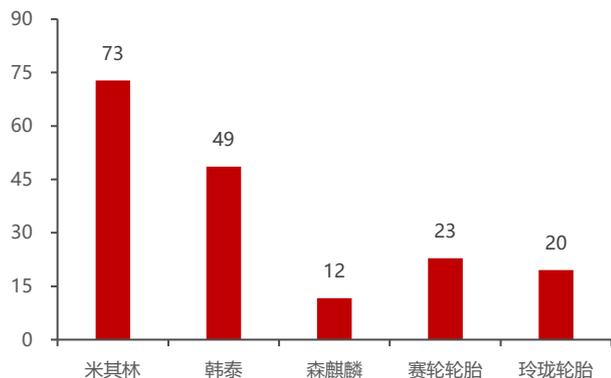
资料来源：各公司年报，民生证券研究院

表11：全球胎企利润构成对比(2023年，假设原材料成本指数=100)

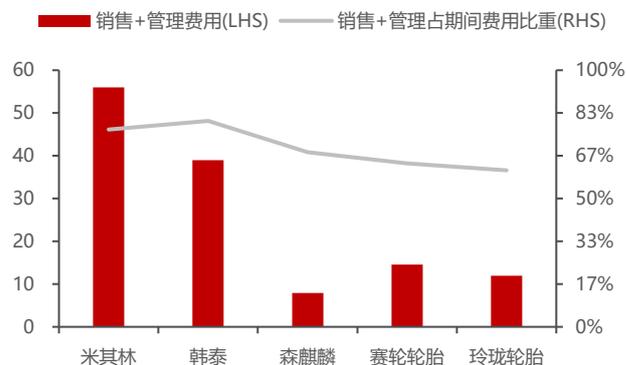
项目	米其林	韩泰	森麒麟	赛轮轮胎	玲珑轮胎	通用股份
营业总收入	449	269	188	176	172	167
毛利	126	87	47	49	36	26
营业成本	323	183	141	127	136	140
原材料	100	100	100	100	100	100
人工	117	41	5	9	10	9
折旧	30	15	17	9	10	18
运费	24	0	8	0	5	4
能源及其他	52	26	10	10	12	10
期间费用	73	49	12	23	20	17
销售费用	19	39	4	9	6	5
一般及行政开支	37		4	6	6	6
研发费用	12	8	4	6	7	2
财务费用	5	1	0	3	1	3
其他损益(开支)	(11)	1	13	(2)	(4)	(3)
营业利润	42	40	32	24	13	7
营业外收入(支出)	(3)	(5)	0	(0)	0	0
所得税	8	13	2	2	1	(0)
净利润	31	22	30	22	12	7
归母净利润	31	22	30	22	12	7
净利率	7.0%	8.1%	17.4%	12.3%	6.9%	4.3%

资料来源：各公司年报，民生证券研究院测算

后发优势之二：期间费用率更低。得益于区域优势，后发者人工成本更低；而更高的自动化程度，使得后发者人工成本低的基础上、用人数量更少，带来更低的管理及销售费用率。我们同样以原材料=100为基准，我们测算发现米其林及韩泰的期间费用远高于中国轮胎企业，其中，米其林/韩泰期间费用高达73/49，而森麒麟/赛轮/玲珑期间费用仅为12/23/20；同时，米其林/韩泰的期间费用率为16.2%/18.0%，而森麒麟/赛轮/玲珑为6.8%/13.0%/11.3%。同样假设米其林的期间费用与国轮胎企业（取森麒麟、赛轮轮胎、森麒麟、通用股份）均值一致（即相对原材料=100的基数下，期间费用为18），则米其林的归母净利率达19.2%，远高于当前实际7.0%的净利率水平。

图19：胎企期间费用对比（假设原材料指数为 100）


资料来源：各公司年报，民生证券研究院测算

图20：胎企管理与销售费用对比（假设原材料指数为 100）


资料来源：各公司年报，民生证券研究院测算

后发优势之三：智能制造水平更高。受益于设备的持续更新迭代，胎企应用的设备自动化程度及工厂的智能化水平更高，极大促进生产效率提升。以森麒麟为例，作为中国的“后来者”胎企，其厂房自动化程度更高、人工成本更低，在产品单价远低于国际品牌的情况，仍然实现人均创收的大幅领先，2023年森麒麟实现人均创收 36.8 万美元，显著高于普利司通/米其林人均创收的 25.0/24.5 万美元，且森麒麟 2020 年来持续发挥智能制造及人工成本优势，实现人均创收的持续提升。

表12：全球胎企人均创收情况（万美元）

	米其林	普利司通	韩泰	森麒麟	赛轮轮胎	玲珑轮胎	通用股份
2018	23.4	22.6	26.1	27.6	18.8	14.6	14.1
2019	22.3	23	23.3	29.6	19.1	15.2	11.6
2020	19.9	23.4	26.1	28.7	18.5	16.1	12.7
2021	23.8	20.7	29.7	30.1	20.6	15.7	18.9
2022	24.1	22.9	32.6	31.7	18	13.2	19.6
2023	24.5	25	32.6	36.8	20.2	14.7	16.1

资料来源：各公司年报，民生证券研究院

后发优势之四：单厂规模效应更强。我们统计普利司通、固特异、米其林、马牌、韩泰、倍耐力、赛轮轮胎、森麒麟的全球部分产能，在平均单厂规模上，森麒麟/赛轮轮胎分别为 1,250/1,028 万条，显著高于普利司通/固特异/米其林的 476/501/415 万条；在人均产能上，从事轮胎生产制造业务最迟的森麒麟以 15,694 条的人均产能大幅领先。整体来看，韩泰、森麒麟、赛轮等胎企虽然规模落后于米其林、普利司通等企业，但净利率水表现更为强势。

同时，我们基于各家胎企的 2023 年报，对胎企的盈亏平衡点的开工率进行测算得到，米其林盈亏平衡点的开工率在 65%左右，而得益于更高的工厂自动化水平及单厂规模化效应，森麒麟的盈亏平衡开工率仅 40%。

表13：全球胎企部分工厂的情况梳理

企业名称	一线			二线			三线	
	米其林	普利司通	固特异	马牌	韩泰	倍耐力	森麒麟	赛轮轮胎
统计工厂数量 (个)	22	42	39	18	8	13	2	6
合计产能 (万条)	9,127	20,010	19,536	14,470	8,679	7,250	2,500	6,170
合计用工 (人)	27,957	49,125	56,054	34,860	13,986	34,300	1,593	10,477
最老工厂建厂时间	1921 年	1931 年	1893 年	1908 年	1979 年	1943 年	2012 年	2004 年
最新工厂建厂时间	2018 年	2022 年	2021 年	2019 年	2017 年	2015 年	2015 年	2022 年
单厂最大规模 (万条)	1,800	1,677	1,950	2,150	2,010	3,500	1,500	2,700
单厂最小规模 (万条)	35	9	30	10	459	40	1,000	200
单厂平均规模 (万条)	415	476	501	804	1,085	558	1,250	1,028
人均产能 (条)	3,265	4,082	3,485	4,151	6,205	2,114	15,694	5,889
统计工厂区域	德国、法国、加拿大、罗马尼亚、美国、墨西哥、泰国、西班牙、匈牙利、意大利、中国	阿根廷、巴西、波兰、俄罗斯、加拿大、美国、墨西哥、南非、日本、泰国、西班牙、匈牙利、以色列、意大利、印度、印尼、越南、中国	巴西、波兰、德国、哥伦比亚、加拿大、卢森堡、马来西亚、美国、墨西哥、南非、斯洛文尼亚、泰国、以色列、印度、印尼、英国、智利、中国	巴西、德国、法国、捷克、罗马尼亚、马来西亚、美国、墨西哥、南非、葡萄牙、斯洛伐克、泰国、印度、中国	韩国、美国、匈牙利、印尼、中国	阿根廷、巴西、德国、俄罗斯、哥、意大利、印尼、英国	中国、泰国	中国、柬埔寨、越南

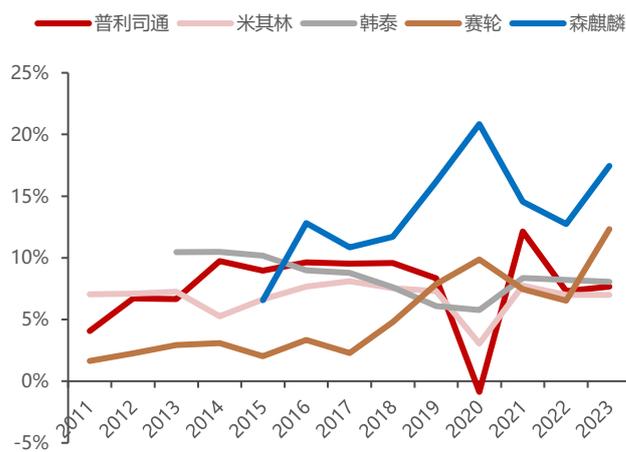
资料来源：Rubber News，民生证券研究院

图21：国内外部分胎企营收对比 (百万美元)



资料来源：各公司年报，民生证券研究院

图22：国内外部分胎企利润率对比 (%)



资料来源：各公司年报，民生证券研究院

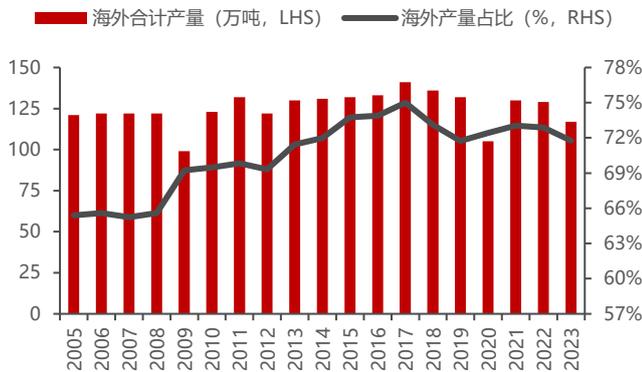
表14：胎企基于 2023 年报盈亏平衡点的开工率测算（百万美元）

项目	米其林	韩泰	森麒麟	赛轮轮胎	玲珑轮胎
营业总收入	19,802	3,785	441	1,555	1,560
毛利	4,819	1,044	12	326	257
营业成本	14,983	2,741	429	1,229	1,304
原材料	4,407	1,405	256	884	905
人工	5,168	581	14	78	93
折旧	2,073	387	113	180	157
运费	1,038	0	21	0	41
能源及其他	2,297	367	25	87	106
期间费用	4,214	997	45	305	224
销售费用	845	182	11	77	57
一般及行政开支	2,526	669	24	123	93
研发费用	528	111	9	50	63
财务费用	314	34	1	55	11
其他损益（开支）	-492	19	33	-17	-32
营业利润	114	66	0	4	0
营业外收入（支出）	-113	-66	0	-4	0
利润总额	0	0	0	0	0
所得税	0	0	0	0	0
净利润	0	0	0	0	0
盈亏平衡点开工率	65%	55%	40%	42%	55%

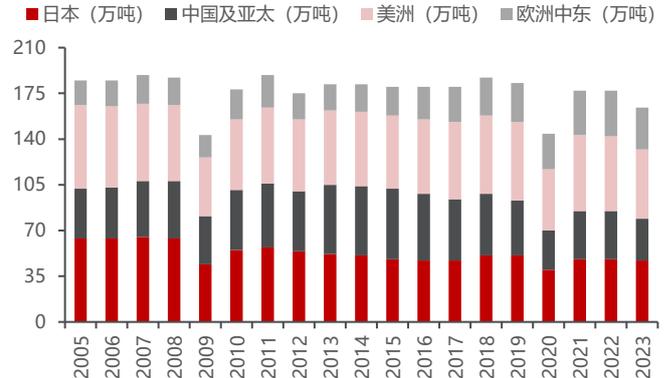
资料来源：各公司年报，民生证券研究院测算

4.2 复盘：普利司通全球化贯穿始终 抗波动能力较强

普利司通生产基地全球化，展现抗波动能力。普利司通海外生产量已连续 20 年超过总产量的 60%，2023 年日本国内产量占比 29%，海外合计占比 71%=美国 33%+欧洲&中东非洲 20%+中国及亚太地区 20%，海外产量为主；2008 年金融危机及 2020 年公共卫生事件后，普利司通依托其全球化生产基地的优势，在危机后的次年快速恢复生产规模，展现了公司卓越的抗周期和抗波动能力。

图23: 普利司通海外产量及占比 (万吨, %)


资料来源: 普利司通年报, 民生证券研究院

图24: 普利司通各区域产量 (万吨)


资料来源: 普利司通年报, 民生证券研究院

表15: 普利司通轮胎工厂全球化布局 (个)

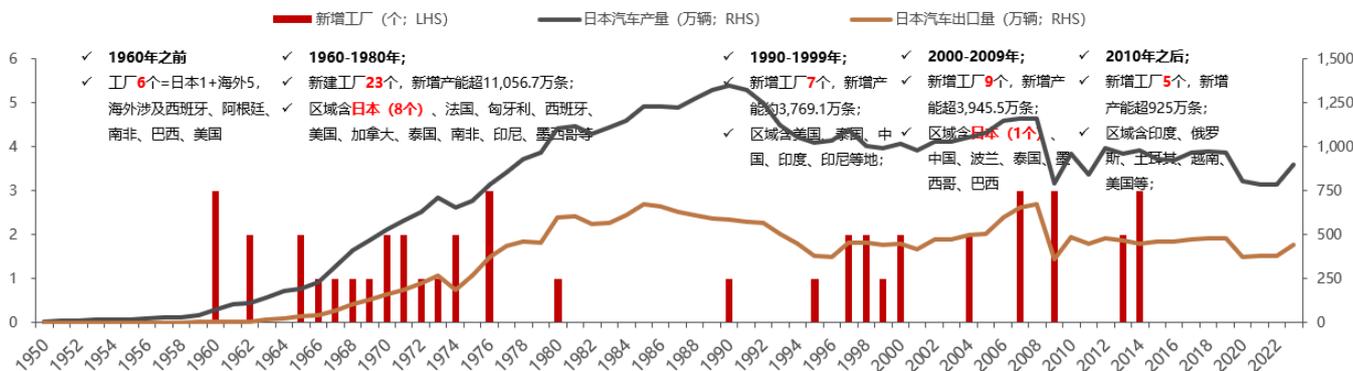
	2010	2015	2020	2021	2022	2023	2024
合计工厂数量	76	77	79	75	75	74	74
轮胎工厂 (轮胎制造厂)	48	50	52	49	49	49	49
美洲	15	16	15	15	15	15	15
欧洲、中东	11	11	13	11	11	10	10
中国、亚太地区	12	13	14	13	13	13	13
日本	10	10	10	10	10	10	10
其他工厂 (原材料工厂等)	28	27	27	26	26	25	25
美洲	10	10	9	8	8	8	8
欧洲、中东	3	3	2	2	2	2	2
中国、亚太地区	4	5	5	5	5	4	4
日本	11	9	11	11	11	11	11

资料来源: 普利司通官网, 民生证券研究院

阶段式产能布局, 全球化贯穿始终。普利司通的产能集中布局分为 4 个阶段:

- 1) 1960-1980 年, 新建工厂 23 个=日本 8+海外 15 个, 彼时日本汽车产量高增带动轮胎需求快速增长, 同时全球化持续进行;
- 2) 1990-1999 年, 日本国内汽车产量 1990 年达到峰值后回落, 故普利司通新建 7 个工厂全部集中在海外;
- 3) 2000-2009 年, 中国及其他发展中国家汽车行业崛起带动轮胎需求高增, 普利司通于中国、泰国、墨西哥、巴西等地再次密集建厂;
- 4) 2010 年之后, 再次补充小幅产能, 2014 年至今未新增轮胎工厂, 并对部分低效工厂进行了处置。

图25：普利司通工厂建设及日本汽车产量、出口量情况（个；万辆）



资料来源：iFind，普利司通官网，民生证券研究院

4.3 展望：头部胎企立足智能制造优势 全球化布局加速

中国轮胎企业智能制造优势显著，海外产能持续扩张。近年来，中国轮胎企业发挥智能制造优势，全球扩张产能，当前已投产的海外区域包括泰国、越南、柬埔寨、斯里兰卡、意大利、马来西亚、塞尔维亚等地区，在建海外工厂涉及摩洛哥、墨西哥、印尼、巴基斯坦等区域，当前已投产半钢胎/全钢胎/非公路产能达 1.35 亿条/0.32 亿条/75.0 万吨，在建及规划产能预计 3-5 年逐渐投产，全部投产后预计半钢胎/全钢胎/非公路合计产能达 2.43 亿条/0.43 亿条/82.7 万吨，同比增长 80.0%/34.4%/10.3%，产能支撑中国轮胎企业份额持续提升。

表16：中国轮胎企业海外产能情况

企业	地点	项目	状态	开工/规划	半钢 (万条)	全钢 (万条)	非公路 (万吨)	在建产能预计完工时间
玲珑轮胎	泰国	一期	已投产	2013	1,200			
	泰国	二期	已投产	2013		120		
	泰国	三期	已投产	2018	300	80	40	
	塞尔维亚	一期	已投产	2023	350	80		2023 年
	塞尔维亚	二期+三期	在建	2024-2025	850	80	2	2025 年
赛轮轮胎	越南	一期	已投产	2012	1,000		5	
	越南	二期	已投产	2016	300	160		
	越南	合资项目	已投产	2019		265		
	越南	三期	已投产-2023	2021	300	100	5	
	柬埔寨	一期	已投产-2023	2021	900	165		
	柬埔寨	二期	在建-2024	2024	1,200			2024Q4
	墨西哥		在建	2024	600			2024Q4
印尼		规划	2024	300	60	3.7		

森麒麟	泰国	一期	已投产	2015	1,000			
	泰国	二期	已投产	2023.6	600	180		
	摩洛哥		已完工	2023M9	1,200			
	西班牙		在建-2024	2023 年底	1,200			2025 年
双星集团	巴基斯坦	一期、合资	在建	2019	300	100		
	巴基斯坦	后续	规划		300			
	柬埔寨		在建	2023-2025	700	150		
	越南(锦湖)		已投产		850	80		
中策橡胶	泰国	一期+二期	已投产	2014	850	210		
	泰国	三期	投产	2021.9 投产	500	120		
	墨西哥			2024.3 宣布				工期 10 个月
通用股份	泰国	一期	已投产	2018	300	50		
	泰国	二期	已投产	2023H1	600	50		
	柬埔寨		已投产	2023	500	90		
贵州轮胎	越南	一期	已投产	2022 投产		120		
	越南	二期	已投产-2023			80	15	2023 年底
三角轮胎	美国		在建-2021	2018	500	100		
金宇轮胎	越南	一期	已投产	2020	300	200		
锦湖轮胎	越南		投产	2021.3	850	80		
双钱轮胎	泰国	合资项目	已投产	2016		180	5	
浦林成山	泰国	一期	已投产	2019	400	80		
	泰国	二期	已投产		400	120		
新迪轮胎	马来西亚		在建-2021	2019	600	50		
朝阳浪马	巴基斯坦	一期	已投产			74		未知
		二期	在建	2020 年		36		2024 年底
		三期	在建	2023		120		
山东昊华	斯里兰卡		已投产	2020	750	150		
	越南		在建	2023.9	1,200	240		2025Q3
青岛福临	马来西亚		已投产	2019	300	50		
山东银宝	泰国		已投产	2017	300	120		
奥戈瑞	印尼		已投产		800	200		
山东大业	泰国		在建-2022			10		
中国化工	意大利		已投产-收购倍耐力全部股份	2015				合计 7,400 万条产能
华谊集团	泰国	一期	已投产	2017		180	5	
	泰国	二期	已投产	2023.3		30		
福斯麦	柬埔寨	一期			800	120		未知
正道轮胎	柬埔寨	一期	拟建		600	120		

资料来源：各公司官网，各公司年报，轮胎商业，民生证券研究院

自主头部胎企新工厂投建数量、建设周期加速。据上表，中国头部胎企海外工厂投建区域、投建数量更快，二线中国轮胎企业东南亚工厂初出产能或开启建设之时，头部胎企森麒麟的摩洛哥工厂、赛轮的墨西哥工厂、玲珑的塞尔维亚工厂预计2024年或2025年陆续贡献产能，全球化进入第二阶段。

我们进一步对比头部胎企近年来投资项目的盈利能力及投资回收期情况，其中：1)赛轮轮胎2018年首个海外基地为与固铂合资的越南工厂，项目净利率12%，投资回收期10.2年；2024年新披露的印尼项目预计项目净利率达25%，投资回收期仅4.9年；

2)通用股份2023年的柬埔寨项目投预计投资回收期6.2年，显著快于2021年同样于柬埔寨投资项目8.0年的投资回收期。

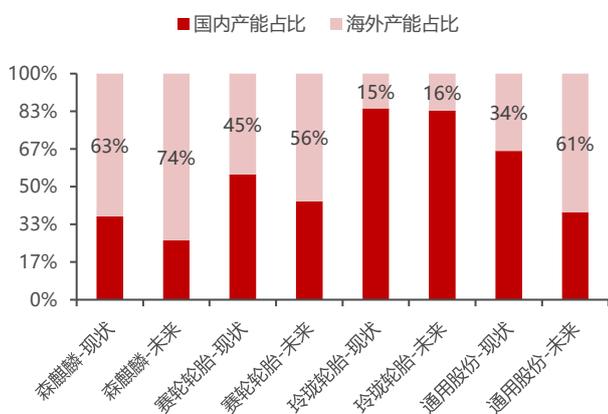
表17：中国胎企近年来新建工厂情况

公司名称	赛轮轮胎					
项目名称	赛轮越南与固铂合资 240万套全钢胎项目	赛轮（柬埔寨） 900万套半钢胎 项目	赛轮柬埔寨165万 条全钢子胎项目	赛轮墨西哥600 万条半钢胎项目	赛轮印尼360万条轮胎 胎+3.7万吨非公路项目	赛轮（柬埔寨） 1,200万条半钢胎 项目
公告时间	20181214	20210601	20220215	20231206	20240312	20240129
项目总投资（亿元）	19.3	22.9	14.3	17.3	17.7	22.5
年平均营业收入（亿元）	18.2	21.6	17.9	15.8	19.0	32.3
年平均净利润（亿元）	2.2	3.7	3.1	2.9	4.7	7.0
净利率	12%	17%	17%	18%	25%	22%
项目投资回收期 (所得税后, 年)	10.2	6.8	6.4	6.3	4.9	4.4
公司名称	森麒麟			通用股份		
项目名称	森麒麟泰国二期600 万条半钢胎项目	森麒麟摩洛哥一 期600万条半钢 胎项目	森麒麟摩洛哥二 期600万条半钢 胎项目	通用柬埔寨500 万半钢+90万全 钢胎项目	通用泰国600万半钢 +50万全钢项目	通用（柬埔寨） 350万半钢+75万 全钢项目
公告时间	20211109	20221231	20231025	20211127	20230828	20231227
项目总投资（亿元）	18.6	21.4	13.9	19.1	18.8	14.9
年平均营业收入（亿元）	24.2	15.1	15.1	22.1	21.3	17.0
年平均净利润（亿元）	5.7	3.2	3.5	2.2	3.7	2.3
净利率	24%	21%	23%	10%	18%	14%
项目投资回收期 (所得税后, 年)	/	6.8	5.6	8.0	6.5	6.2

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

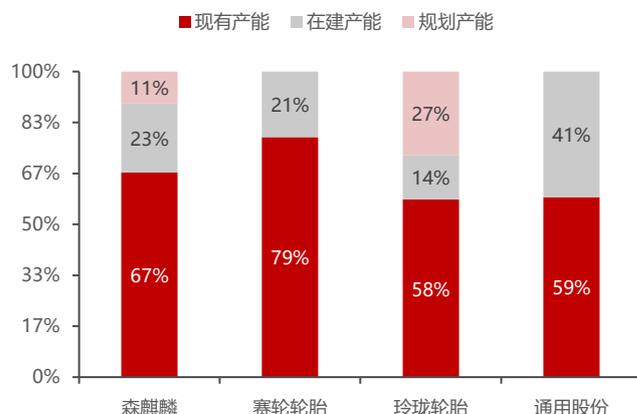
头部轮胎企业全球化布局进入第二阶段。跟踪中国头部轮胎企业产能布局情况，其中森麒麟/赛轮轮胎/玲珑轮胎/通用股份当前海外产能占比分别为63%/45%/15%/34%，根据现有规划，如规划产能均落地，未来海外产能占比分别达74%/56%/16%/61%，森麒麟及赛轮轮胎海外产能布局更多。此外，森麒麟在东南亚之外布局摩洛哥、西班牙，赛轮轮胎在东南亚之外布局墨西哥，玲珑轮胎在东南亚之外布局塞尔维亚，头部轮胎企业的全球化第一步“从中国到东南亚”已成熟，步入第二阶段。

图26：中国头部轮胎企业产能布局及展望（%）



资料来源：各公司年报，民生证券研究院

图27：中国头部轮胎企业现有产能及未来布局（%）



资料来源：各公司年报，民生证券研究院

中国轮胎企业持续整合，展望新巨头崛起。我们跟踪 Tire Business 公布的全球前75强轮胎公司情况，中国、印度等市场的“销售额/企业数量”远低于法国、德国、日本、美国等市场，欧洲/日本/美国轮胎企业的销售额占比达31.9%/24.6%/11.7%，市场集中度远高于其他区域，且均有轮胎巨头诞生，米其林/普利司通/固特异分别来自欧洲/日本/美国。2022年全球前75强轮胎公司中，中国企业占比已达48.0%，销售额占比15.3%，随亚洲轮胎需求持续增长及中国轮胎企业全球化工厂推荐，有望走出新巨头。

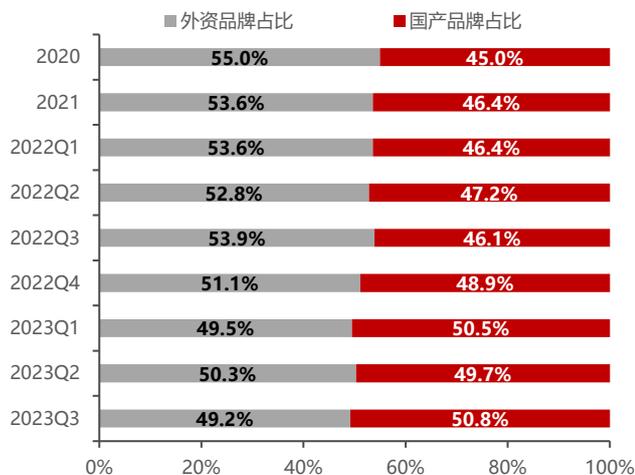
5 从制造到品牌 中国轮胎企业的百年之路

5.1 立足国内 自主品牌份额持续提升

自主品牌销量占比过半，配套市场渗透率近半。根据 F6 大数据研究院，2023Q1 自主品牌乘用车轮胎销量国内占比首次超过合资品牌，达到 50.5%，2024Q2 自主品牌销量国内占比再次新高达到 63.9%，自主品牌乘用车轮胎国内占比持续提升。配套市场端，我们跟踪中国轮胎企业玲珑轮胎，其 2021 年于国内配套市场的市占率约 20%，2023 年逐渐提升至 24%。

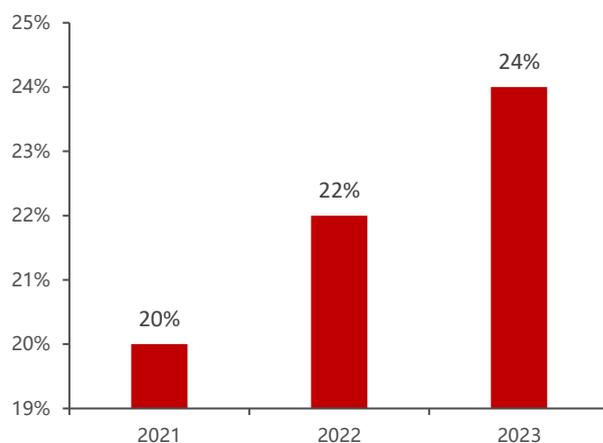
我们统计 2023 年中国销量前 100 的轿车和 SUV 中配套轮胎品牌情况，包含玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟、朝阳轮胎等在内的 9 家胎企上榜，销量前 100 的轿车中，46 款车型配套自主品牌轮胎，其中配套车型数量最多的中国轮胎企业为玲珑轮胎，配套车型数量达 22 款；销量前 100 的 SUV 中，39 款车型配套自主品牌轮胎，其中配套车型数量最多的同样为玲珑轮胎，达 18 款车型。

图28：中国自主/外资品牌乘用车轮胎销售量占比 (%)



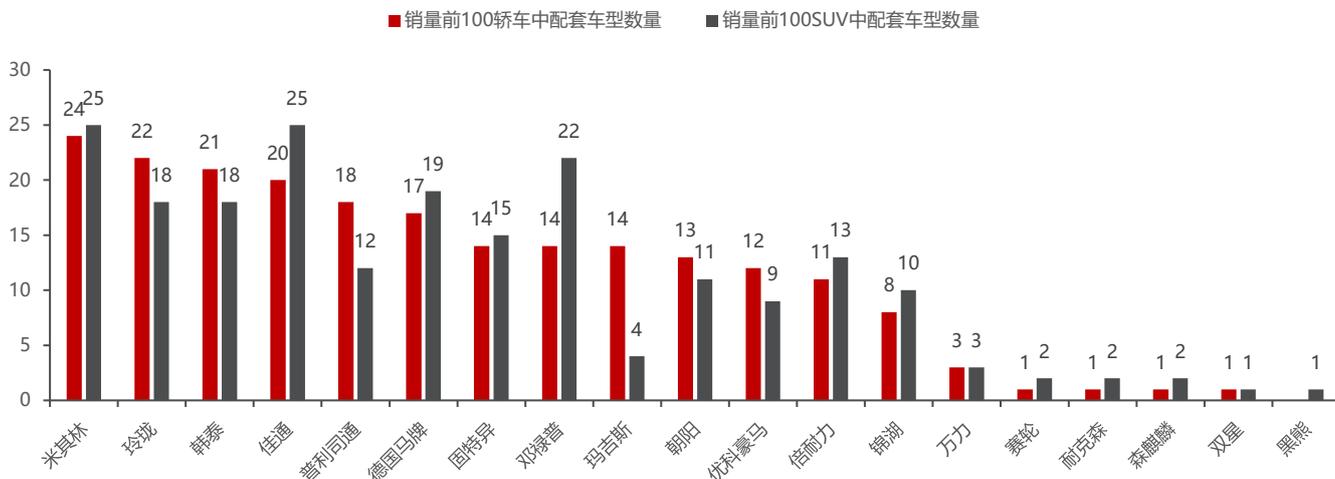
资料来源：F6 汽车科技，民生证券研究院

图29：玲珑轮胎配套市场国内销量占比 (%)



资料来源：轮胎国际视角，民生证券研究院

图30：2023年中国销量前100的轿车/SUV中配套轮胎品牌情况（个）



资料来源：车与轮店主联盟，民生证券研究院

5.2 中国车企出海 催化自主轮胎需求

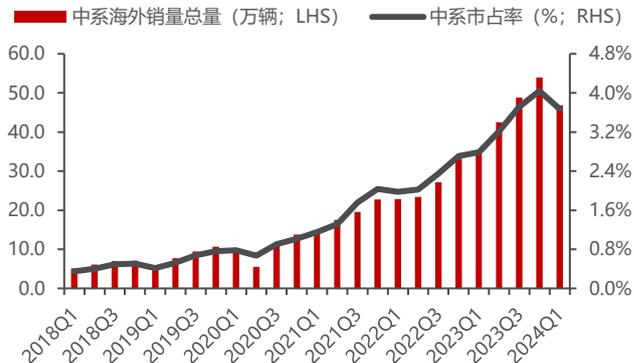
自 2021 年以来，中系品牌乘用车的海外注册量呈现快速增长趋势。截至 2024Q1，海外注册量已达 46.9 万辆，同比/环比+32.7%/-13.1%，市占率 3.7%，市占率同比/环比+0.9pct/-0.4pct；2023 年海外注册量为 180.6 万辆，同比+69.6%，市占率 3.4%，市占率同比+1.2pct。在 2020 年疫情冲击全球汽车产业链的背景下，自主燃油车供应链的稳定性和成本效益逐渐成为其海外出口的竞争优势。而新能源汽车产业在我国相关政策的扶持下，电动化和智能化等核心技术在全球市场中处于领先地位，产品力迅速增强。在多种因素的影响下，中系品牌乘用车的国际竞争力明显提升，目前正处于持续上升周期中。

图31：中系品牌乘用车海外注册量及增速（万辆；%）



资料来源：Marklines，民生证券研究院

图32：中系品牌海外注册量及市占率（万辆；%）



资料来源：Marklines，民生证券研究院

预计海外市场中国品牌乘用车出口空间为 1,022.0 万辆。长期来看，中国品牌乘用车出口占比提升空间较大。燃油车重点出口东欧、中亚和非洲市场，新能源车主力关注西欧、东南亚和南美洲市场。头部车企有望在上述地区实现海外注册量突破，加速全球化布局。预测中国品牌全球市占率远期可达 18.0%，参考出口空间为 1,022.0 万辆。

表18：中国车企分区域出口销量预测(万辆，%)

汇总预测	2018	2019	2020	2021	2022	2023	远期	说明
中国品牌乘用车出口总量	25.3	33.7	40.2	74.7	106.5	180.6	1022.0	
YOY增长率		33.3%	19.2%	85.7%	42.6%	69.6%		
中国品牌市占率	0.4%	0.6%	0.9%	1.5%	2.3%	3.4%	18.0%	
北欧中国品牌市场规模	0.0	0.0	0.4	1.3	2.6	2.3	24.0	30%*北欧市场国模(80)
YOY增长率		250.0%	62385.7%	189.7%	109.1%	-11.4%		
中国品牌市占率	0.0%	0.0%	0.6%	1.6%	3.8%	3.4%	30.0%	假设中国品牌乘用车最终在北欧市场的市占率为30.0%
西欧中国品牌市场规模	0.9	1.4	2.3	4.9	12.3	25.4	120.0	10%*西欧市场规模(1200)
YOY增长率		58.4%	59.1%	113.7%	152.4%	106.0%		
中国品牌市占率	0.1%	0.1%	0.2%	0.5%	1.3%	2.3%	10.0%	假设中国品牌乘用车最终在西欧市场的市占率为10.0%
东欧中国品牌市场规模	3.9	4.5	6.1	12.3	12.8	47.1	160.0	50%*东欧市场规模(320)
YOY增长率		13.5%	35.5%	103.8%	3.9%	266.7%		
中国品牌市占率	1.2%	1.3%	2.1%	4.1%	6.7%	20.1%	50.0%	假设中国品牌乘用车最终在东欧市场的市占率为50.0%
中亚中国品牌市场规模	0.3	1.7	2.8	9.4	14.0	27.9	144.0	60%*中亚市场规模(240)
YOY增长率		556.6%	64.8%	235.4%	48.7%	99.5%		
中国品牌市占率	0.1%	0.9%	1.5%	4.7%	6.9%	11.3%	60.0%	假设中国品牌乘用车最终在中亚市场的市占率为60.0%
东南亚中国品牌市场规模(不含日韩)	10.5	14.0	15.2	18.1	28.1	34.5	280.0	40.0%*东南亚(不含日韩)市场规模(280.0)
YOY增长率(不含日韩)		32.3%	8.8%	19.1%	55.4%	22.9%		
中国品牌市占率(不含日韩)	1.7%	2.4%	3.4%	3.4%	4.1%	4.8%	40.0%	假设中国品牌乘用车最终在东南亚(不含日韩)市场的市占率为40.0%
中国品牌海外注册量(日韩)	0	0	0	0	0	0.1	45	7.5%*日韩市场规模(280)
中国品牌市占率(日韩)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.5%	假设中国品牌乘用车最终在日韩市场的市占率为7.5%
大洋洲中国品牌市场规模	0.5	1.3	2.3	6.4	8.6	12.6	42.0	35%*大洋洲市场规模(120)
YOY增长率		155.4%	77.2%	179.4%	35.4%	46.1%		
中国品牌市占率	0.4%	1.2%	2.4%	5.8%	7.6%	10.0%	35.0%	假设中国品牌乘用车在大洋洲市场的市占率为35.0%
非洲中国品牌市场规模	1.8	2.5	4.0	7.0	7.1	6.0	36.0	60%*非洲市场规模(60)
YOY增长率		42.1%	58.7%	77.5%	0.6%	-14.8%		
中国品牌市占率	2.7%	4.0%	7.5%	10.6%	11.2%	11.0%	60.0%	假设中国品牌乘用车最终在非洲市场的市占率为60.0%
北美洲中国品牌市场规模	0.2	0.8	0.6	2.6	7.7	12.6	19.0	1%*北美洲市场规模(1900)
YOY增长率		280.4%	-26.5%	353.6%	197.0%	64.2%		
中国品牌市占率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.5%	0.7%	1.0%	假设中国品牌乘用车最终在北美洲市场的市占率为1.0%
南美洲中国品牌市场规模	7.2	7.6	6.6	12.7	13.3	12.0	132.0	40%*南美洲市场规模(330)
YOY增长率		6.2%	-12.9%	91.5%	4.4%	-9.4%		
中国品牌市占率	1.9%	2.1%	2.5%	4.5%	4.7%	4.1%	40.0%	假设中国品牌乘用车最终在南美洲市场的市占率为40.0%

资料来源：Marklines，民生证券研究院预测

重点车企表现突出，全球化战略与布局逐步深化。中国车企全球化布局战略正在从简单的整车出口向海外建厂、研发、销售等多维度延伸，目标市场正在逐渐拓展到欧洲、北美等地区，全球竞争力正在不断提升。

- 1) **上汽集团积极推动全球业务布局。**目前上汽集团已在泰国、印尼和印度建立了三个海外生产制造基地，和一个位于巴基斯坦的KD工厂；
- 2) **奇瑞汽车注重海外市场开拓。**奇瑞汽车的业务遍布全球 80 多个国家和地区，成为我国最早将整车、CKD 散件、发动机以及整车制造技术和装备出口至国外的汽车企业。通过实施产品战略、属地化战略和人才战略不断加速推进海外市场的深层次合作；
- 3) **长城汽车产能出海及渠道建设同步推进。**长城汽车先后在日本、美国、德

国、印度、加拿大、奥地利和韩国设立海外研发中心，涵盖欧洲、亚洲、北美，全面覆盖整车、核心零部件、新能源及智能化等领域研发；在欧亚地区、泰国、巴西建立了 3 个全工艺整车生产基地，在厄瓜多尔、巴基斯坦等地拥有多家 KD 工厂；

- 4) **吉利汽车海外布局加速全球化。**吉利汽车在瑞典哥德堡、英国考文垂、美国加州、德国法兰克福等地分别建有造型设计和工程研发中心，研发、设计人员超过 3 万人。在美国、英国、瑞典、比利时、马来西亚建有世界一流的现代化整车和动力总成制造工厂，拥有各类销售网点超过 41,000 家，产品销售及服务网络遍布世界各地；
- 5) **长安汽车持续优化全球化布局。**长安汽车在全球有 12 个制造基地、22 个工厂，分别在意大利都灵、日本横滨、英国伯明翰、美国底特律和德国慕尼黑等地建立起“六国十地”各有侧重的全球协同研发格局；
- 6) **比亚迪积极布局海外产业。**比亚迪的新能源汽车出海足迹已遍及日本、德国、澳大利亚、巴西、阿联酋等 80 多个国家及地区。目前其已在乌兹别克斯坦、泰国、巴西、匈牙利和印尼等地开始建设工厂。

表19：中国车企出海路径

车企出海路径		表现形式	车企代表
产品出口	整车出口	车企首先通过整车出口（CBU）的方式进入海外市场，是最直接、最快速的方式，能够迅速将产品投放到目标市场进行测试和反馈收集	车企出口初期大多采用整车出口方式
	KD 工厂（散件出口，当地组装）	随着对目标市场的深入了解，车企将汽车散件出口到海外，在当地完成组装生产，有助于减少运输及关税成本	上汽集团巴基斯坦拉合尔 KD 工厂
海外建厂	独资生产基地	在海外独立建厂，进行本地化生产，以满足当地市场需求	长城汽车俄罗斯图拉工厂
	合资企业建厂	与当地车企或企业合作建厂，共同开拓市场，降低投资风险，并借助合作伙伴的资源 and 经验快速进入市场。或与海外企业合资成立公司，共同研发和生产汽车，实现资源共享和优势互补	吉利汽车收购沃尔沃、宝腾、路特斯、伦敦出租车公司 上汽集团收购荣威、MG、双龙
技术研发与本地化	建设研发基地	通过设立海外研发中心或与当地科研机构合作，车企可以针对目标市场的需求和特点进行产品研发和适应性改进	奇瑞汽车捷图北美研发中心(加拿大多伦多) 吉利汽车欧洲研发中心，CEVT(瑞典哥德堡研发中心)
全产业链布局	包括零部件供应、生产、销售、售后服务等环节	带动产业链上下游企业共同出海，形成包括供应链、金融服务等环节在内的全产业链体系出海局面，提高海外市场的本土化经营水平，降低运营成本，增强车企的综合竞争力和市场适应能力	上汽集团通过委托中国船舶集团建造远洋汽车运输船，开通国际自营航线

资料来源：各公司官网，AUTO 攻略，民生证券研究院

表20：重点自主车企海外产能布局

国家	上汽集团			比亚迪			奇瑞汽车		
	是否建厂	产能 (万辆)	投产时间	是否建厂	产能 (万辆)	投产时间	是否建厂	产能 (万辆)	投产时间
埃及				√	2.5	2018年	√	8	2019年
巴西				√	15	计划2025年	√	11.5/5	2018/2025年
比利时									
韩国									
马来西亚							√	3.8	2023年
泰国	√	7.2	2014年	√	15	计划2024年			
西班牙							√	15	计划2024年
匈牙利				√		计划2026年			
意大利							√	6	2016年
印度	√	12	2019年	√	1.1	2022年			
印尼	√	6	2017年	√	15	计划2026年	√	2.7	2022年
越南									计划中
巴基斯坦	√	3	2021年				√	1.6	2022年
乌兹别克斯坦				√	5	2024年	√	2.5/0.5	2022/2023年
俄罗斯							√	10	计划2024年

	长安汽车			吉利汽车			长城汽车		
	区域	产能 (万辆)	投产时间	区域	产能 (万辆)	投产时间	区域	产能 (万辆)	投产时间
埃及	√		计划2024年				√		计划2024年
巴西							√	2	计划2024年
比利时				√	23	计划中			
韩国				√	30	计划2024年			
马来西亚	√	2.4	-/计划中	√	15/20	2014/2008年	√		计划2024年
泰国	√	30	计划2025年				√	8	2021年
西班牙									
匈牙利									
意大利									
印度									
印尼									
越南									
巴基斯坦	√	5	2020年	√	2.5	2021年	√	2.4	2022年
乌兹别克							√	2.5	计划2024年
俄罗斯							√	8	2019年

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

5.3 从制造到品牌 渠道布局为必经之路

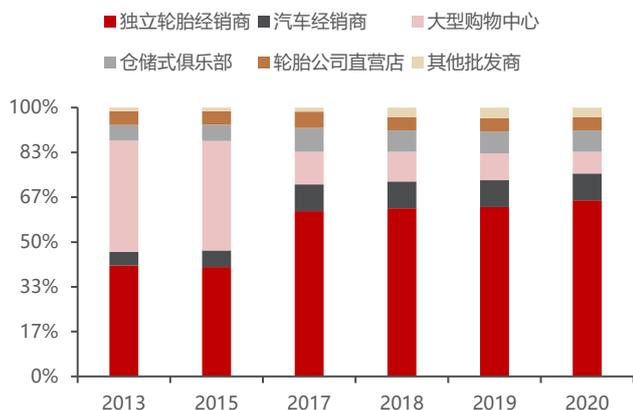
轮胎终端销售具有“产品+服务”的特性。轮胎的销售模式既不同于大宗化工产品，也不同于普通快消品，而是通过经销商及零售商体系，渠道控制力是企业推

展市场份额的核心竞争力，通过网络化和多元化的销售渠道实现铺货，追求渠道的“多、快、好”是轮胎企业的终极目标。尤其在替换市场中，大品牌都努力建立、完善、独立自己的渠道系统。

美国零售市场以独立轮胎经销商为主。根据北美杂志《MTD》，2021年独立经销商约占美国轮胎零售市场65%的份额，占美国轮胎批发市场80%的份额，其他渠道主要为大型购物中心（10%左右）、汽车经销商（10%左右）、轮胎公司直营店（7%左右）、仓储式俱乐部（5%左右）以及其他网点。轮胎独立经销商作为轮胎替换市场零售和批发市场的主导力量，2020年发挥重要作用，当时车主转向独立轮胎经销商寻求专家建议和服务，带来其地位上升，同时独立经销商也成为胎企品牌建立中的重要一环。

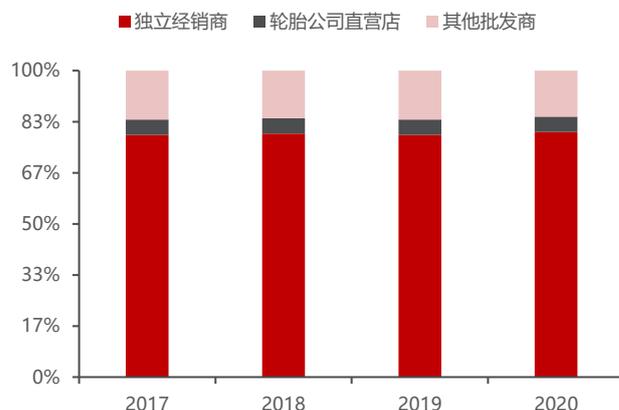
头部胎企渠道布局广泛。米其林、普利司通、固特异等头部胎企在经销商数量、轮胎店铺数量上同样位居前列，2021年北美零售市场中，米其林布局81家经销商及6,673家店铺，前20名胎企中有11家企业的终端店铺数量超过5,000家，第1名米其林的经销商/店铺数量为第20名的4.0倍/2.6倍。经销商是胎企提升当地市场份额最重要的抓手，对于中国轮胎企业而言，充分利用经销商渠道，可有效把握美国通胀环境下对高性价比产品的需求，发挥自身产品的性价比优势，触达更多消费者，逐渐实现市占率及品牌力的提升。

图33：美国乘用车轮胎零售市场份额分类（%）



资料来源：中国橡胶《2021北美轮胎市场概况》，民生证券研究院

图34：美国乘用车轮胎批发市场份额分类（%）



资料来源：中国橡胶《2021北美轮胎市场概况》，民生证券研究院

表21：2021 年胎企在北美布局的轮胎经销商及门店数量

排名	轮胎品牌	经销商 (个)	轮胎店铺 (个)	排名	轮胎品牌	经销商 (个)	轮胎店铺 (个)
1	米其林	81	6,673	11	韩泰	51	5,916
2	普利司通	78	5,816	12	通伊欧	43	3,710
3	百路驰	75	6,192	13	邓禄普	38	5,062
4	大陆	72	5,706	14	飞劲	35	3,502
5	费尔斯通	71	5,362	15	倍耐力	35	4,618
6	固特异	70	5,927	16	凯里	32	3,133
7	通用	62	5,768	17	镜湖	29	3,754
8	尤尼罗伊尔	61	3,908	18	日东	27	2,701
9	优科豪马	57	5,626	19	耐克森	26	2,898
10	固铂	51	4,816	20	诺记	20	2,594

资料来源：中国橡胶《2021 北美轮胎市场概况》，民生证券研究院

他山之石：2010 年来普利司通欧美渠道布局加速。近 10 年来普利司通陆续收购欧美的轮胎零售商及汽车服务提供商，加强海外市场的拓展；并通过整合收购的经销商网络和渠道销售资源，有效地优化了产品分销渠道；通过 TomTom 获得的车联网资讯等信息，向车队提供实时的移动服务（包括车队服务区、驾驶行为等信息），构建下游生态系统，实现一站式的解决方案服务。

表22：普利司通渠道拓展历史

时间	被收购方	被收购方性质	收购金额	股权比例	渠道拓展意义
1988	凡士通	轮胎厂商	26 亿美元	100%	获得凡士通 10 家美国工厂、12 家海外工厂、1,500 家直营连锁门店和数以万计的经销商渠道资源
2015	Pep Boys	美国汽车配件零售商	8.35 亿美元	/	增加了约 800 个门店的覆盖范围，扩大了 Bridgestone 在美国汽车服务行业的全国性轮胎和汽车服务中心网络
2015	A.R.S.公司	斯洛伐克轮胎零售商	/	多数股份	A.R.S.的 8 个服务地点将更名为普利司通的战略合作伙伴，其轮胎翻修工厂也将并入普利司通的 Bandag 轮胎翻修网络
2016	Speedy France	法国汽车服务及轮胎零售连锁服务商	/	全部股份	普利司通的法国的销售网点扩展到 845 个
2016	Pneus à bas prix	法国连锁轮胎零售公司	/	部分股权	持股 Pneus à bas prix 可以加强普利司通在法国市场的竞争实力，对于公司的零售业务起到了巨大的补充作用
2017	Ayme 集团	法国轮胎零售商	/	/	收购其 104 个销售网点，使普利司通在欧洲拥有的轮胎零售网络超过 900 个销售点
2018	Exhaust、Tyres、Batteries(ETB)	英国汽车服务供应商	/	/	收购其在英国的 32 个销售网点，扩大公司在英国的零售业务
2019	TomTom Telematics	欧洲领先的远程车载信息处理业务公司	9.1 亿欧元	/	TomTom 向全球 86 万台的车辆提供车联网装置，并利用采集的数据向客户提供服务来支援安全驾驶、提供更有效率的行驶路径
2019	Tires Inc	美国轮胎经销商	/	/	收购其 73 个商业服务网点和 12 个翻新工厂，扩大美国市场销售渠道

资料来源：中国橡胶《2021 北美轮胎市场概况》，民生证券研究院

中国轮胎渠道分为直接和间接营销渠道两种。1) 直接营销渠道模式，渠道层级包含“厂家—品牌专营店/授权服务店/品牌形象店—终端客户”，以米其林的“驰加”店、固特异的“金鹰”店、普利司通的“车之翼”店为典型代表，一般由厂商直接铺设、采取统一的展示形式，厂商对渠道的控制力强、信息效率高、消费者体验好，更有助于品牌的宣传；但同时也存在铺设成本高、管理难度大、推广速度慢、盈利能力压力大的方式，更适合已经有一定品牌力和资金实力的企业；

2) 间接营销渠道模式，渠道层级包含“厂家—各级经销商/代理商—零售商—终端客户”，为典型的金字塔式，其中零售商/零售终端包含普通轮胎店/品牌轮胎形象店/汽车服务连锁超市/汽车 4S 店/以修理厂为代表的其他汽车综合服务店 5 种，是中国轮胎企业当前主要选择的模式，依靠销售渠道将产品推向市场，辐射范围更广、辐射速度更快、铺设成本更低；但同时存在厂家对渠道控制力弱、终端价格容易出现窜货的问题。

表23：国内主要轮胎品牌直营门店数目

公司名称	专营店数	连锁品牌
米其林	1,683	驰加
邓禄普	900	邓禄普 D 驾族
普利司通	2,300+	车之翼
玲珑	466	玲珑养车驿站
中策	540	中策车空间、朝阳专卖

资料来源：中国橡胶《2021 北美轮胎市场概况》，民生证券研究院

直接营销渠道模式为品牌建设的核心要素。从国际巨头发展经验来看，建设品牌专营店/授权服务店/品牌形象店可带来毛利的显著提升，提高品牌的推广效率。当前国内赛轮、玲珑、朝阳、三角等企业已经在线下逐渐搭建品牌形象/旗舰店，并在途虎、天猫、京东等线上渠道布局品牌直营旗舰店，并有基于线上线下结合的智慧零售系统（玲珑轮胎）、橡链云（赛轮轮胎）、中策车空间（中策橡胶）等，直营渠道的大家可以有效提升轮胎企业品牌形象，推动品牌增值。

图35：自主轮胎企业形象店展示



资料来源：百度，民生证券研究院

5.4 品牌力提升 收购亦为可选路线

收购扩张，发挥协同效应。我们国际头部胎企成长历程，大多有过收并购历史，以获得更多的技术积累、更广泛的分销渠道、更多的产能或更丰富的品牌，从而带来品牌数量、品牌影响力、工厂数量、收入及业绩的提升：

1) **米其林：**2018 年米其林收购芬纳和卡摩速，对以上两家公司的无缝整合推动轮胎和高科技材料业务的迅速发展；2019 年米其林再次收购印尼轮胎制造商 Multistrada 和欧洲远程信息服务提供商 Masternaut，实现产能及渠道的拓展。2018 年，米其林销售额/业务线营业利润/净利润为 220.2/28.3/16.6 亿欧元，收购后，2019 年销售额/业务线营业利润/净利润提升至 241.4/30.1/17.3 亿欧元；

2) **固特异：**2021 年 6 月固特异收购轮胎制造商固铂轮胎橡胶公司，此次收购带来两大品牌优势互补，为固特异扩展更加丰富的产品系列，同时，通过联合各自在轻型卡车和 SUV 轮胎产品方面的相应优势，双方将进一步扩展分销和零售渠

道。2021Q2 固特异的销售额/亚太地区收入/分部营收/净收入为 39.7/4.9/3.5/0.7 亿美元，收购后，2022Q2 销售额/亚太地区收入/分部营收/净收入为 52.0/5.7/3.7/1.7 亿美元。

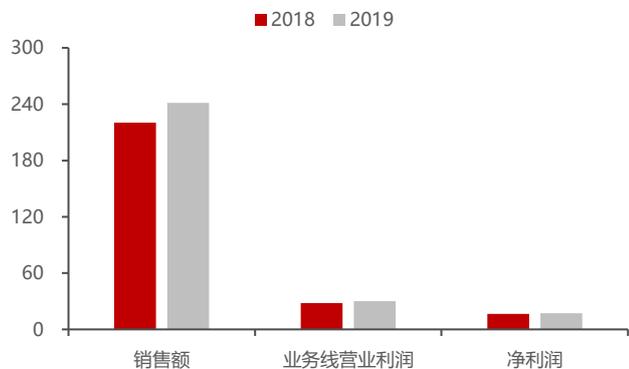
自主品牌胎企借助收购并购，加速提升品牌影响力。2018 年，青岛双星以约 38 亿元收购了锦湖轮胎 45% 的股份，正式成为其控股股东。锦湖轮胎创立于 1960 年代，为韩国第二大胎企，在全球拥有 5 大设计中心和 8 个生产基地，2011 年在中国的市场份额超 20%。2011 年锦湖轮胎因返炼胶掺假深陷 315 丑闻极大影响经营状况，2018 年青岛双星收购锦湖轮胎，助其解决负债困境并逐渐挽回在中国市场的形象；此次收购也使得双星在乘用车胎、原材料供应商、全球产能布局、品牌知名度、国际影响力等方面获得极大提升。

表24：国内外部分胎企收并购情况

企业	并购年份	对象	影响	收购情况
米其林	2018	芬纳	2018 年，销售额/业务线营业利润/净利润为 220.2/28.3/16.6 亿欧元；2019 年分别提升至 241.4/30.1/17.3 亿欧元	为芬纳提供 8.56 美元的每股收益
		卡摩速		以 14.5 亿美元的价格收购卡摩速
		Multistrada		4.39 亿美元收购 80% 股权
		Masternaut		其子公司用现金销售的方式购买
固特异	2021	固铂	2021Q2，固特异的销售额/亚太地区收入/分部营收/净收入为 39.7/4.9/3.5/0.7 亿美元，2022Q2 分别提升至 52.0/5.7/3.7/1.7 亿美元	以约 25 亿美元的估值对后者进行收购
普利司通	1988	凡士通	获得凡士通 10 家美国工厂、12 家海外工厂、1500 家直营连锁门店和数以万计的经销商渠道资源	26 亿美元获得凡士通 100% 股权
	2019	TomTom	普利司通在欧洲实施的“移动解决方案”领导者战略将被加速，将数字移动性和车队解决方案确定为战略重点，更好适应汽车行业的未来发展趋势	收购案总金额约为 9.1 亿欧元，其中 7.5 亿欧元将通过资本偿还结合股份合并的方式分派给股东
双星	2018	锦湖轮胎	锦湖轮胎权益债务比由 2016/2017 年 321.9%/389.1% 下降至 2018/2019 年 214.0%/204.0%，毛利率由 2018 年 14.4% 上涨至 2019 年 22.5%	以约 38 亿元收购锦湖轮胎 45% 的股份，正式成为其控股股东

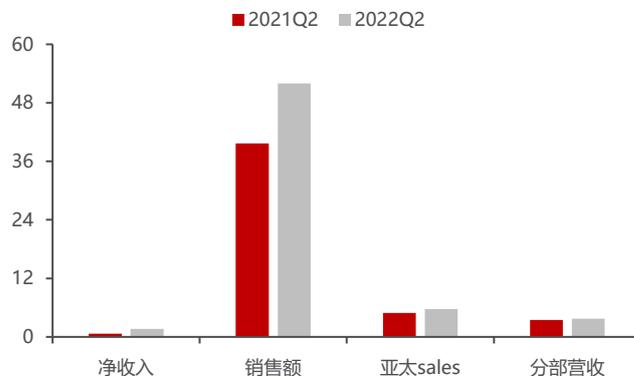
资料来源：轮胎世界网，汽车之家，经济观察报，中国轮胎商务网，盖世汽车，汽车圈，民生证券研究院

图36: 米其林并购前后业绩对比 (亿欧元)



资料来源: 米其林年报, 民生证券研究院

图37: 固特异并购前后业绩对比 (亿美元)



资料来源: 固特异年报, 民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

6.1 行业投资建议：全球化持续加速 优选龙头和高成长

本篇报告为轮胎行业系列深度报告之智能制造篇，详细分析中国轮胎企业作为行业后来者，在制造端的后发优势，并有能力将智能制造能力全球化复制，实现全球销量及份额的提升，进而逐渐提升品牌力。

乘海外通胀东风，中国轮胎出海加速。2023 年全球轮胎行业总产值超 1,800 亿美元、产量近 20 亿条，近 20 年来未有技术变革，已形成“三巨头+八集团”的垄断竞争格局，中国轮胎品牌力较弱、单价较低，近年来产品性能持续提升，多项测试参数不输甚至赶超外资头部品牌，凭借性价比优势实现全球份额由 2000 年的 3.1% 提升至 2023 年的 15.3%。当前受益于全球公共卫生事件下海外产能退出，及欧美通胀下消费者对高性价比产品需求提升，中国轮胎出海加速。

“双反”构成需求最大波动性，全球化可有效应对。全球轮胎销量 2000 年至 2023 年间符合增速达 4.4%，其中轮胎替换市场占比维持在 70% 以上，构成主要需求来源，替换市场销量来自汽车保有量，需求韧性较强。分区域来看，2023 年欧美市场需求占比达 51.4%，欧美替换市场占比超 80%，为中国轮胎出海主要面对的市场，需求韧性较强，波动性主要来自欧美“双反”，而鉴于欧美发起“双反”的主要考量或在于“轮胎进口量占比较高的国家或地区”，我们认为，中国轮胎企业全球化建厂将比较有效地应对“双反”及需求下降带来的波动。

把握行业后发优势，智能制造外溢全球。轮胎行业先发者优势体现在规模效应对固定成本的摊薄，及品牌和研发的外部性，但全球化导致的运输费用及管理费用的增长，会限制先发者规模的无限扩张。行业后来者的后发优势显著：1) 后发者多位于发展中国家，人工成本较低；2) 受益于设备更新迭代，后发者制造端自动化程度更高；3) 基于更高的智能制造能力，后发者往往单厂规模更大、规模效应更强；4) 得益于更低人工成本及更少人工数量，后发者期间费用率更低。我们认为自主头部胎企有望充分发挥智能制造优势，实现高于外资胎企的利润率、人均创收的全球持续全球领先，以及海外建厂数量、建厂周期的加速。

从制造到品牌，看好自主品牌崛起。立足国内，自主品牌凭借产品性能及相比已实现总销量占比过半、配套市场渗透率近半，随自主整车厂出海加速及全球化建厂，有望实现需求量及品牌力共振；复盘历史，渠道布局可有效提升产品触达范围、带来需求量及品牌认知度提升，收并购亦可实现全球产能、渠道、品牌拓展，自主品牌中短期目标智能知道能力的全球化复制，长期目标为品牌力提升，我们看好头部胎企全球建厂的基础上，通过自主整车厂、渠道布局、收并购等方式最终实现自主品牌崛起。

综上，我们看好智能制造能力更强、海外产能占比更高、全球化布局更快、有

能力在全球复制智能工厂的公司, 预计相关公司长期可依托全球化产能, 极大减弱“双反”带来的需求端波动, 逐渐实现全球化替代, 并通过渠道布局、收购等模式最终实现品牌力提升。

- 1) **智能制造:** 人均创收层面及工厂盈亏平衡点层面, 森麒麟及赛轮轮胎表现更强, 森麒麟>赛轮轮胎>通用股份>玲珑轮胎;
- 2) **产能布局:** 假设现有产能规划全部释放, 森麒麟/通用股份/赛轮轮胎/玲珑轮胎海外产能占比分别为 74%/61%/56%/16%, 其中森麒麟及赛轮轮胎已在中国和东南亚之外, 加快摩洛哥、墨西哥、西班牙等区域布局;

投资建议: 中国头部胎企基于优秀的产品性能, 充分发挥智能制造优势, 实现高智能工厂的全球化复制, 有效降低关税带来的波动性, 实现全球产能及销量的持续提升, 并有望最终兑现品牌力。我们看好头部胎企海外扩张进入第二阶段、海外产能布局占比更高、自动化工厂建设能力更强的轮胎企业。推荐【赛轮轮胎】、【森麒麟】、【玲珑轮胎】、【通用股份】, 谨慎推荐【三角轮胎】、【贵州轮胎】、【浦林成山】。

表25: 汽车零部件行业重点标的

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601058.SH	赛轮轮胎	12.1	0.94	1.31	1.50	13	9	8	推荐
002984.SZ	森麒麟	22.1	1.33	2.15	2.42	17	10	9	推荐
601966.SH	玲珑轮胎	15.5	0.94	1.52	1.89	16	10	8	推荐
601500.SH	通用股份	4.3	0.14	0.40	0.64	32	17	7	推荐
601163.SH	三角轮胎	13.8	1.75	1.80	1.97	8	8	7	谨慎推荐
000589.SZ	贵州轮胎	4.4	0.54	0.62	0.75	8	7	6	谨慎推荐
1809.HK	浦林成山	7.3	1.62	2.24	2.57	5	3	3	谨慎推荐

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测 (注: 股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价, 按港元兑人民币 0.92 汇率计算)

6.2 重点公司

赛轮轮胎：全球化布局 液体黄金未来可期

全球布局+稳定增长，逐步成为国内胎企新龙头。赛轮轮胎成立于2002年，2011年于上交所主板上市，赛轮轮胎以“做一条好轮胎”为使命，致力于为顾客提供更优质的产品与服务，以先进技术推动轮胎行业蓬勃发展。近年来产能不断扩张，营收稳定增长，2023年营收259.8亿元，归母净利润30.9亿元。收入区域结构上，公司2023年海外收入占比75.4%，国内收入占比仅24.6%；产能布局上，赛轮现有产能近7000万条，于青岛、东营、潍坊、沈阳、越南、柬埔寨均有布局，当前国内、越南、柬埔寨工厂均已量产，预计后续国内外产能陆续释放。

“液体黄金”打破“魔鬼三角”，助力赛轮品牌提升。液体黄金轮胎应用国际首创化学炼胶技术，降低轮胎滚动阻力，提升抗湿滑和耐磨性能，成功解决了困扰轮胎行业多年的“魔鬼三角”问题，增加了行车安全性、节能性和舒适性。已经过国际权威机构西班牙IDIADA、史密斯实验室、中国橡胶工业协会等多项权威机构的测试和认证，被业界认为是橡胶轮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”式的中国原始创新。

2022年，太平洋汽车对Model 3主流品牌6款轮胎“米其林PS4、倍耐力P ZERO(PZ4)、马牌CSC5、固特异EAGLE F1 Asymmetric 2、普利司通S001和赛轮液体黄金S01轮胎”，进行百公里加速、干湿地制动、麋鹿测试、滚阻测试、高速电耗、车内噪音6大维度专业测试：赛轮液体黄金S01在操控、安全、电耗三方面表现十分出色，尤其在湿地制动与电耗上，均胜于其余5款国外品牌轮胎。

投资建议：赛轮轮胎全球化产能布局持续，“液体黄金”轮胎与非公路轮胎共同驱动，充分受益于轮胎市场的扩大，成长属性凸显。预计赛轮轮胎2024-2026年收入为331.48/365.21/419.00亿元，归母净利润为42.75/49.35/58.43亿元，对应EPS为1.30/1.50/1.78元，对应2024年8月23日12.1元/股的收盘价，PE分别为9/8/7倍，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动、全球轮胎需求不及预期、汇率波动、新产能落地不及预期、国际贸易摩擦加剧、运费价格波动、新项目投产不及预期等。

表26：盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,978	33,148	36,521	41,900
增长率(%)	18.6	27.6	10.2	14.7
归属母公司股东净利润(百万元)	3,091	4,275	4,935	5,843
增长率(%)	132.1	38.3	15.4	18.4
每股收益(元)	0.94	1.30	1.50	1.78
PE	13	9	8	7
PB	2.7	2.2	1.8	1.4

资料来源：iFind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年8月23日收盘价)

森麒麟：智能化+高端化 全球布局加速

智能制造先行，全球布局提升成长空间。森麒麟成立于2007年，2020年于深交所上市，是中国轮胎工业智能制造先行者。森麒麟以“自主研发、持续创新、技术领先、着眼未来”为研发理念，依托行业领先的技术平台，加快前沿、高端轮胎产品研发。2023年森麒麟业绩高增，营业收入78.4亿元，净利润13.7亿元。收入区域结构上，森麒麟2023年海外收入占比87.0%，国内收入占比仅13.0%；产能布局上，森麒麟现有产能超3,000万条，于青岛、泰国、西班牙、摩洛哥均有布局，当前青岛、泰国工厂均已量产，预计西班牙、摩洛哥工厂后续陆续贡献产能。

打造智慧工厂，智能制造行业领先。森麒麟2014年以智能制造模式完成青岛工厂第二条生产线建设，借助MES实现轮胎制造的“自动化、信息化、智能化、数字化、可视化、可溯化”，成功做到低成本与高效率并行，带动人均创收远高于国内同行：2019年森麒麟人均创收206.4万元，2023年，森麒麟仍以260.7万元稳居第一位。同样受益于智能化工厂的建设，森麒麟的产能利用率处于高位。

航空轮胎研发成果斐然。森麒麟持续十数年研发投入，自主掌握航空轮胎核心技术，成为国际少数航空轮胎制造企业之一。森麒麟已经被纳入C919大飞机培育供应商名录，于2020年取得AS9100D航空航天质量管理体系认证证书。森麒麟可生产多规格航空轮胎产品，并与相关飞机制造企业开展航空轮胎合作，相关产品已进入中国商飞CRJ929潜在供应商名录、C909和C919培育供应商名录。ARJ21-700飞机轮胎成功试飞后，森麒麟正式给中国商飞配套装机，打破了国内航空轮胎市场被米其林、普利司通、固特异三家国际轮胎巨头掌控的局面。

投资建议：森麒麟智能制造能力行业领先，持续赋能全球化发展，随摩洛哥及西班牙产能陆续落地贡献增量，叠加关税下降利好，带来森麒麟营业收入及盈利能力持续向上。预计森麒麟2024-2026年收入为97.45/116.61/134.97亿元，归母净利润为22.12/24.83/28.38亿元，对应EPS为2.15/2.42/2.76元，对应2024年8月23日22.1元/股的收盘价，PE分别为10/9/8倍，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动、全球轮胎需求不及预期、汇率波动、新产能落地不及预期、国际贸易摩擦加剧、运费价格波动、新项目投产不及预期等。

表27：盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,842	9,745	11,661	13,497
增长率(%)	24.6	24.3	19.7	15.7
归属母公司股东净利润(百万元)	1,369	2,212	2,483	2,838
增长率(%)	70.9	61.7	12.2	14.3
每股收益(元)	1.33	2.15	2.42	2.76
PE	17	10	9	8
PB	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：iFind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年8月23日收盘价)

玲珑轮胎：厚积薄发 配套+零售齐发力

自主头部胎企，全球布局持续推进。玲珑轮胎前身招远制修厂成立于 1975 年，1990 年改名为“烟台轮胎厂”，2009 年开始“3+3”战略，并逐步演化为“7+5”战略，后来在 2016 年于上交所主板上市。2023 年玲珑轮胎在经历两年营收下滑后强势翻身，销量大幅增长，营业收入 201.7 亿元，净利润 13.9 亿元。收入区域结构上，玲珑轮胎 2023 年海外收入占比 52.7%，国内收入占比 47.3%；产能布局上，玲珑轮胎现有产能超 9000 万条，于山东、武汉、吉林、安徽、泰国、塞尔维亚均有布局，预计后续国内外产能陆续释放。

厚积薄发，配套+零售齐发力。2023 年度，玲珑轮胎全球配套量近 3000 万条，配套总量累计近 2.8 亿条，连续多年位居中国轮胎配套第一。与 2022 年相比，玲珑在原配品牌排名中大幅上升，直追倍耐力，甚至超过称霸原配市场的米其林，跃居第二。而在国内品牌排行榜中，玲珑更是稳居第一，远远超过其他自主品牌。

在零售模式方面，从 2020 年“新零售”到 2021 年“新零售 2.0”，再到 2022 年“新零售 3.0”，通过建设智慧零售云平台汇聚稳定合作的零售店铺注册系统，在智慧零售云平台开设线上商城，门店再通过智慧零售云平台线上商城直接向玲珑轮胎采购产品，玲珑轮胎发货到店的模式进行销售。在 3.0 版本中，玲珑开发了“玲珑养车驿站”和“阿特拉斯卡友之家”两套业务平台，基于乘用车汽后市场行业沉淀，打通门店、运营业务流程，链接产业链上下游，在优化供应链体系、智慧运营中，满足客户数字化需求。

投资建议：玲珑轮胎配套业务国内领先，新零售驱动渠道及品牌持续提升，随“7+5”全球化产能战略陆续落地，产销量有望持续增长，不断抢占全球市场份额，发展空间广阔。预计玲珑轮胎 2024-2026 年收入为 249.36/286.34/320.36 亿元，归母净利润为 22.44/27.85/32.85 亿元，对应 EPS 为 1.52/1.89/2.23 元，对应 2024 年 8 月 23 日 15.5 元/股的收盘价，PE 分别为 10/8/7 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动、全球轮胎需求不及预期、汇率波动、新产能落地不及预期、国际贸易摩擦加剧、运费价格波动、新项目投产不及预期等。

表28：盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	20,165	24,936	28,634	32,036
增长率 (%)	18.6	23.7	14.8	11.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,391	2,244	2,785	3,285
增长率 (%)	376.9	61.4	24.1	18.0
每股收益 (元)	0.94	1.52	1.89	2.23
PE	16	10	8	7
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：iFind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价)

通用股份：全球化布局 迈入高速增长期

国际化布局，海外基地持续放量。通用股份成立于 2002 年，2016 年于上交所上市。经过多年发展，通用股份产品种类不断增加，销售规模持续扩大，2023 年营业收入 50.64 亿元，同比增长 22.9%；归母净利润 2.2 亿元，同比增长 1175.5%。收入区域结构上，通用股份海外收入占比快速上升，2023 年达到 73%，国内收入占比 27.0%；产能布局上，通用股份现有产能超 1,600 万条，于无锡、泰国和柬埔寨均有布局，预计后续国内外产能陆续释放。

泰国+柬埔寨双基地共同推进，业绩增长动力十足。泰国工厂产销两旺，柬埔寨工厂产能加速放量。目前泰国一期 130/600 万条全钢胎/半钢胎项目已达产，二期 50/600 万条全钢胎/半钢胎正处于产能建设中；柬埔寨一期达产产能 50/300 万条全钢胎/半钢胎，总产能 90/500 万条全钢胎/半钢胎产能预计 24M6 正式完工；二期 75/350 万条全钢胎/半钢胎产能建设中。通用股份海外业务毛利率高于大陆，随着柬埔寨、泰国工厂的产能释放，通用股份有望迎来业绩高速增长期。

投资建议：通用股份全球化布局加速，海外基地持续放量。泰国工厂产销两旺，柬埔寨工厂产能加速放量。通用股份海外业务毛利率高于大陆，随着柬埔寨、泰国工厂的产能释放，通用股份有望迎来业绩高速增长期。预计 2024-2026 年营业收入分别为 74.00/91.07/110.00 亿元，归母净利润分别为 6.32/10.13/13.83 亿元，EPS 分别为 0.40/0.64/0.87 元，对应 2024 年 8 月 23 日 4.3 元/股收盘价，PE 分别为 11/7/5，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动、全球轮胎需求不及预期、汇率波动、新产能落地不及预期、国际贸易摩擦加剧、运费价格波动、新项目投产不及预期等。

表29：盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,064	7,400	9,107	11,000
增长率 (%)	22.9	46.1	23.1	20.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	216	632	1,013	1,383
增长率 (%)	1175.5	192.3	60.2	36.5
每股收益 (元)	0.14	0.40	0.64	0.87
PE	32	11	7	5
PB	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：iFind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价)

三角轮胎：全钢胎质量“担当” “两化融合领域发力”

轮胎产业科技创新引领者。三角轮胎是中国轮胎产业科技创新的引领者，行业绿色低碳发展的首倡者和先行者，是集轮胎设计、制造与营销于一体的专业化轮胎企业，产品服务于全球用户。三角轮胎 2023 年营业收入为 104.2 亿元，同比增长 13.0%，创历史新高。归属于上市公司三角轮胎股东的净利润 14.0 亿元，同比增长 89.3%，近三年持续增长。三角轮胎“巨型工程子午胎成套生产技术与设备开发”项目获得国家科技进步一等奖。

“两化融合”领域，加强节能环保、数字化信息化研究。三角轮胎入选山东省首批数字经济“晨星工厂”、省化工产业智能化改造优秀解决方案名单。同时，三角轮胎持续实施节能降耗新技术研究应用，开展节能技术改造和设备革新。2023 年，三角轮胎实施的节能项目，总计减少二氧化碳排放 4,980 吨，并获得中国质量认证中心颁发的 001 号绿色产品认证证书，荣登山东省品牌建设促进会发布的“2023 山东省重点行业品牌价值榜”。

分业务收入预测：

- 1) 轮胎业务：2023 年以来三角轮胎轮胎产品销量增长明显，在市场需求恢复、增长，以及三角轮胎品牌的有力支撑下，产品价格保持稳定，同时轮胎主要原材料市场价格震荡下行，同比回落，成本压力缓解。因此，我们预测 2024-2026 年轮胎业务收入分别为 10139.1/10359.6/11020.8 百万元，预测毛利率分别为 21.0%/22.0%/23.0%。
- 2) 运输业务：三角轮胎还有部分运输业务为三角轮胎带来盈利，预计 2024-2026 年运输业务收入保持在 3.96 百万元，毛利率维持在 1.0%。
- 3) 其他业务：除了轮胎业务和运输业务，三角轮胎还有一些其他业务，预计三角轮胎其他业务收入在未来 2024-2026 年维持在 66.8 百万元，毛利率维持在 98.0%。

表30：三角轮胎分业务收入预测（百万元）

		2023A	2024E	2025E	2026E
轮胎业务	营收	10,351.00	10,139.14	10,359.55	11020.80
	成本	8175.00	8009.92	8080.45	8486.02
	毛利	2,176.00	2,129.22	2,279.10	2,534.78
	毛利率	21.02%	21.00%	22.00%	23.00%
运输业务	营收	3.96	3.96	3.96	3.96
	成本	3.92	3.92	3.92	3.92
	毛利	0.04	0.04	0.04	0.04
	毛利率	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
其他业务	营收	66.76	66.76	66.76	66.76
	成本	1.28	1.34	1.34	1.34
	毛利	95.48	65.43	65.43	65.43

毛利率	98.08%	98.00%	98.00%	98.00%
-----	--------	--------	--------	--------

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测

投资建议: 三角轮胎是中国轮胎产业科技创新的引领者, 行业低碳绿色发展的首倡者和先行者, 持续实施节能降耗新机技术研究应用, 开展节能技术改造和设备革新。预计 2024-2026 年营业收入分别为 102.21/104.41/111.03 亿元, 归母净利润分别为 14.43/15.78/17.91 亿元, EPS 分别为 1.80/1.97/2.24 元, 对应 2024 年 8 月 23 日 13.8 元/股收盘价, PE 分别为 8/7/6, 首次覆盖, 给予“谨慎推荐”评级。

风险提示: 原材料价格波动、全球轮胎需求不及预期、汇率波动、新产能落地不及预期、国际贸易摩擦加剧、运费价格波动、新项目投产不及预期等。

表31: 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10,422	10,221	10,441	11,103
增长率 (%)	13.0	-1.9	2.2	6.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,396	1,443	1,578	1,791
增长率 (%)	89.3	3.3	9.4	13.5
每股收益 (元)	1.75	1.80	1.97	2.24
PE	8	8	7	6
PB	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价)

贵州轮胎：深耕商用轮胎市场 质地改善步入更大舞台

深耕商用轮胎市场多年的“安全”胎企。贵州轮胎历史悠久，成立于 1958 年，1965 年与上海大中华橡胶厂内迁部分合并；1996 年深交所主板上市，贵州轮胎以“让车轮上的运输更安全”为文化指引，是国家大型一档企业和中国工程机械轮胎生产、出口基地之一。2023 年实现营业收入 96.01 亿元，同比增加 13.76%；实现归母净利润 8.33 亿元，同比增加 94.19%。收入区域结构上，2023 年贵州轮胎海外收入占比 36.4%，国内收入占比 63.6%；产能布局上，贵州轮胎现有产能超 1000 万条，于贵州、越南均有布局，预计后续国内外产能陆续释放。

质地改善，未来可期。未来贵州轮胎于国内扎佐及海外越南均规划有新增产能，其中越南基地是贵州轮胎“双基地”发展战略的重要组成部分，具备原材料成本及运输成本低、出口欧美发达国家税率低、盈利能力显著突出等优势，我们看好越南工厂的投产有望为贵州轮胎带来利润体量的提升。贵州轮胎国内工厂则在搬迁完成实现了智能化改造，生产效率提升的同时生产成本显著降低。贵州轮胎治理方面，2020 年至今贵州轮胎已完成两期股权激励，是贵州省首家实施股权激励的国有企业。股权激励的落地及海外工厂的投产标志着贵州轮胎治理的改善，在彰显贵州轮胎未来发展信心的同时，较高的股权激励覆盖比例保证了贵州轮胎对研发、生产、管理等各环节的全面发展促进。我们看好贵州轮胎管理质地迎来优化的同时，有望维持长期高质量发展。

业绩预测：

1) 轮胎销售业务：随着国内四期项目一、二阶段和越南二期项目在 2023 年逐步投产，贵州轮胎全钢卡客车胎/非公路轮胎均会有所增长，产品结构优化和新产能放量将共同推动业绩增长。我们预测 2024-2026 年轮胎业务收入分别为 11078.1/12661.3/13927.4 百万元，预测 2024-2026 年毛利率分别为 22.0%/22.5%/23.0%。

2) 混炼胶销售业务：除了轮胎销售外，贵州轮胎还为市场供应混炼胶，我们预测这部分业务收入在 2024-2026 年会维持在 34.6 百万元，对应 2024-2026 年毛利率维持在 6.0%。

3) 其他业务：贵州轮胎其他业务收入预计在 2024-2026 年维持在 25.58 万元，2024-2026 年毛利率维持在 24.0%

表32：贵州轮胎分业务收入预测（百万元）

		2023A	2024E	2025E	2026E
轮胎销售业务	营收	9,541.01	11,078.12	12,661.26	13,927.39
	成本	7,416.80	8,641.40	9,812.48	10,724.09
	毛利	2,124.22	2,437.32	2,848.78	3,203.3
	毛利率	22.26%	22.00%	22.50%	23.00%

混炼胶销售	营收	34.60	34.60	34.60	34.60
	成本	32.56	32.53	32.53	32.53
	毛利	2.04	2.08	2.08	2.08
	毛利率	5.90%	6.00%	6.00%	6.00%
其他业务	营收	25.58	25.58	25.58	25.58
	成本	19.40	19.44	19.44	19.44
	毛利	6.18	6.14	6.14	6.14
	毛利率	24.18%	24.00%	24.00%	24.00%

资料来源：iFind，民生证券研究院预测

投资建议：贵州轮胎深耕商用轮胎市场多年，未来贵州轮胎于国内扎佐及海外越南均规划有新增产能，其中越南基地具备原材料成本及运输成本低、出口欧美发达国家税率低、盈利能力显著突出等优势，有望为贵州轮胎带来利润体量的提升。预计2024-2026年营业收入分别为111.39/127.21/139.88亿元，归母净利润分别为9.62/11.69/13.61亿元，EPS分别为0.62/0.75/0.87元，对应2024年8月23日4.4元/股收盘价，PE分别为7/6/5，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动、全球轮胎需求不及预期、汇率波动、新产能落地不及预期、国际贸易摩擦加剧、运费价格波动、新项目投产不及预期等。

表33：盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9,601	11,139	12,721	13,988
增长率（%）	13.8	16.0	14.2	10.0
归属母公司股东净利润（百万元）	833	962	1,169	1,361
增长率（%）	94.2	15.5	21.5	16.4
每股收益（元）	0.54	0.62	0.75	0.87
PE	8	7	6	5
PB	1.0	0.8	0.7	0.6

资料来源：iFind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年8月23日收盘价）

浦林成山：全球化发展布局 产品升级发力高端市场

积极开展海外布局，扩产增利。浦林成山成立于 1976 年，前身为荣成橡胶厂，是中国轮胎行业重要的生产基地。2018 年，浦林成山于港交所上市，是中国轮胎行业目前唯一一家香港上市的企业。2019 年，浦林成山山东荣成生产基地外的第二大生产基地——泰国生产基地顺利投产。2023 年浦林成山营业收入 99.5 亿元，同比增长 22.0%；净利润 10.3 亿元，同比增长 162.4%。收入区域结构上，2023 年浦林成山海外收入占比 63.8%，国内收入占比 36.2%；产能布局上，浦林成山现有产能超 2800 万条，于山东、泰国均有布局，预计后续国内外产能陆续释放。

国际化发展，发力高端市场。浦林成山以国际化视野引领高质量发展，早在 90 年代就在国内率先建立了创新驱动“三中心”：设计中心、测试中心与创新中心，先后引进绿色轮胎全生命周期管理、仿真化设计与动力学研究等国际先进技术，目前已拥有近 200 项世界前沿技术专利，多项产品核心性能超欧盟“AA1”等级。近年来浦林成山以山东国家级企业技术中心为依托，加强创新研发，优化产品矩阵，取得一系列创新成果，推出了包括华韧、华悦、浦林 Xnex EV、浦林 Xlab EV 等在内的一批高性能乘用车轮胎产品。2024 年浦林成山继续围绕绿色低碳阻技术 GPT、静音技术 Silenteck™、炫黑雕刻工艺技术 Inkteck™、冰雪地轮胎技术等独家优势技术，针对性加速产品矩阵革新，更好满足用户需求与痛点；服务方面，持续优化智能服务，全渠道资源共建共享，提高工作效率与服务质量，打造 4 小时响应圈；渠道方面，加速数字化转型升级，打造助力渠道的传播矩阵，助力合作伙伴经营提效，变现增收。

分业务收入预测：

1) 全钢胎业务：浦林成山作为国内老牌胎企，一方面未来海外基地产能陆续释放，另一方面发展不断国际化，向高端市场发力。预计 2024-2026 年全钢胎业务营收为 6,757.7/7,054.7/7,426.0 百万元。随着全球产能持续提升，销量增加，预计 2024-2026 轮胎业务毛利率为 21.50%/22.00%/24.00%。

2) 半钢胎业务：浦林成山 2024-2026 年半钢胎业务预计营业收入 4,288.8/5,012.2/5,167.2 百万元。随着全球产能持续提升，销量增加，预计 2024-2026 轮胎业务毛利率为 21.50%/22.00%/24.00%。

3) 斜交胎业务：浦林成山 2024-2026 年斜交胎业务预计营业收入维持在 153.9 百万元，预计 2024-2026 年毛利率分别为 21.50%/22.00%/24.00%。

表34：浦林成山分业务收入预测（百万元）

		2023A	2024E	2025E	2026E
全钢胎	营收	6,062.18	6,757.66	7,054.70	7,426.00
	成本	4,769.37	5,304.76	5,502.67	5,643.76
	毛利	1,292.81	1,452.90	1,552.03	1,782.24

	毛利率	21.33%	21.50%	22.00%	24.00%
半钢胎	营收	3,511.49	4,288.78	5,012.18	5,167.20
	成本	2,762.63	3,366.69	3,909.50	3,927.07
	毛利	748.86	922.09	1,102.68	1,240.13
	毛利率	21.33%	21.50%	22.00%	24.00%
斜交胎	营收	153.89	153.89	153.89	153.89
	成本	121.07	120.81	120.04	116.96
	毛利	32.82	33.09	33.86	36.93
	毛利率	21.33%	21.50%	22.00%	24.00%

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测

投资建议: 浦林成山积极开展海外布局, 海外基地陆续投产, 产能陆续释放。浦林成山注重高质量发展, 加强研发创新同时引进国外先进技术, 提升顾客体验, 提高浦林成山运转效率。预计 2024-2026 年营业收入分别为 114.22/124.53/129.91 亿元, 归母净利润分别为 14.28/16.35/18.21 亿元, EPS 分别为 2.24/2.57/2.86 元, 对应 2024 年 8 月 23 日 7.3 元/股收盘价(按港元兑人民币 0.92 汇率计算), PE 分别为 3/3/3, 首次覆盖, 给予“谨慎推荐”评级。

风险提示: 原材料价格波动、全球轮胎需求不及预期、汇率波动、新产能落地不及预期、国际贸易摩擦加剧、运费价格波动、新项目投产不及预期等。

表35: 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,949	11,422	12,453	12,991
增长率(%)	22.0	14.8	9.0	4.3
归属母公司股东净利润(百万元)	1,033	1,428	1,635	1,821
增长率(%)	162.4	38.2	14.5	11.4
每股收益(元)	1.62	2.24	2.57	2.86
PE	5	3	3	3
PB	0.9	0.7	0.6	0.5

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价)

7 风险提示

- 1、原材料价格波动风险：受石油价格波动、天灾和虫害影响，橡胶、炭黑价格易出现季度间快速波动，进而影响公司盈利能力；
- 2、全球轮胎需求不及预期风险：受经济复苏及消费景气度影响，汽车产量及保有量提升不及预期，导致轮胎市场增幅受限；
- 3、汇率波动风险：不同国家经济政策带来的汇率波动风险；
- 4、新产能落地不及预期风险：海外及国内轮胎产能投资项目建设进度若推迟，导致营收增长受限；
- 5、国际贸易摩擦加剧风险：国际贸易形势错综复杂，贸易摩擦易导致公司海外生产基地业务发展受限；
- 6、运费价格波动风险：轮胎出口欧美通过海运，海运费价格波动会带来企业内盈利的波动；
- 7、新项目投产不及预期的风险：国内外新产能投建后，爬坡进度、销量情况、盈利能力存在不及预期的风险。

三角轮胎财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,422	10,221	10,441	11,103
营业成本	8,180	8,016	8,087	8,493
营业税金及附加	72	62	64	68
销售费用	398	390	399	424
管理费用	257	252	258	274
研发费用	146	143	146	155
EBIT	1,336	1,373	1,505	1,707
财务费用	-31	-38	-55	-81
资产减值损失	-39	-13	-13	-13
投资收益	248	249	255	271
营业利润	1,615	1,648	1,802	2,045
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	1,612	1,648	1,802	2,045
所得税	215	205	224	254
净利润	1,397	1,443	1,578	1,791
归属于母公司净利润	1,396	1,443	1,578	1,791
EBITDA	1,777	1,815	1,948	2,151

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,157	2,856	3,868	5,081
应收账款及票据	956	951	972	1,033
预付款项	45	36	36	38
存货	1,110	1,241	1,252	1,315
其他流动资产	8,508	8,322	8,341	8,398
流动资产合计	12,775	13,406	14,469	15,865
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,178	4,204	4,222	4,233
无形资产	408	408	408	408
非流动资产合计	5,983	6,183	6,183	6,183
资产合计	18,758	19,589	20,652	22,048
短期借款	938	938	938	938
应付账款及票据	3,793	3,762	3,795	3,986
其他流动负债	627	724	730	751
流动负债合计	5,357	5,424	5,463	5,674
长期借款	150	0	0	0
其他长期负债	379	384	384	384
非流动负债合计	529	384	384	384
负债合计	5,886	5,808	5,847	6,059
股本	800	800	800	800
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	12,872	13,780	14,805	15,990
负债和股东权益合计	18,758	19,589	20,652	22,048

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.03	-1.93	2.16	6.33
EBIT 增长率	130.25	2.77	9.61	13.41
净利润增长率	89.29	3.35	9.37	13.47
盈利能力 (%)				
毛利率	21.51	21.57	22.55	23.51
净利率	13.40	14.12	15.12	16.13
总资产收益率 ROA	7.44	7.37	7.64	8.12
净资产收益率 ROE	10.85	10.47	10.66	11.20
偿债能力				
流动比率	2.38	2.47	2.65	2.80
速动比率	0.58	0.70	0.89	1.08
现金比率	0.40	0.53	0.71	0.90
资产负债率 (%)	31.38	29.65	28.31	27.48
经营效率				
应收账款周转天数	31.78	33.41	33.02	32.38
存货周转天数	55.19	52.79	55.50	54.41
总资产周转率	0.57	0.53	0.52	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	1.75	1.80	1.97	2.24
每股净资产	16.09	17.22	18.50	19.99
每股经营现金流	2.25	2.05	2.21	2.51
每股股利	0.67	0.69	0.76	0.86
估值分析				
PE	8	8	7	6
PB	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.03	5.90	5.50	4.98
股息收益率 (%)	4.66	4.82	5.27	5.98

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,397	1,443	1,578	1,791
折旧和摊销	441	442	443	444
营运资金变动	140	-27	-25	14
经营活动现金流	1,798	1,639	1,771	2,008
资本开支	-107	-403	-405	-406
投资	-2,325	0	0	0
投资活动现金流	-1,985	-363	-150	-135
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-144	16	0	0
筹资活动现金流	-424	-577	-608	-660
现金净流量	-584	699	1,013	1,213

贵州轮胎财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,601	11,139	12,721	13,988
营业成本	7,469	8,693	9,864	10,776
营业税金及附加	50	56	64	71
销售费用	369	412	471	518
管理费用	433	477	548	600
研发费用	323	373	426	469
EBIT	984	1,127	1,347	1,555
财务费用	40	78	70	70
资产减值损失	2	-17	-19	-21
投资收益	12	0	0	0
营业利润	956	1,032	1,258	1,465
营业外收支	-21	0	0	0
利润总额	935	1,032	1,258	1,465
所得税	95	64	82	95
净利润	840	968	1,176	1,369
归属于母公司净利润	833	962	1,169	1,361
EBITDA	1,490	1,670	1,971	2,186

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,432	2,938	2,987	3,469
应收账款及票据	2,714	3,071	3,507	3,857
预付款项	74	158	180	196
存货	1,605	1,658	1,882	2,055
其他流动资产	571	680	766	834
流动资产合计	8,395	8,506	9,321	10,411
长期股权投资	25	25	25	25
固定资产	6,195	6,721	7,338	7,882
无形资产	425	425	425	425
非流动资产合计	9,281	10,074	10,831	11,263
资产合计	17,676	18,580	20,151	21,674
短期借款	1,388	1,388	1,388	1,388
应付账款及票据	4,231	4,814	5,463	5,968
其他流动负债	2,606	2,777	2,882	2,966
流动负债合计	8,225	8,980	9,734	10,322
长期借款	720	430	430	430
其他长期负债	1,586	156	156	156
非流动负债合计	2,306	586	586	586
负债合计	10,531	9,565	10,319	10,907
股本	1,204	1,555	1,555	1,555
少数股东权益	56	62	70	78
股东权益合计	7,145	9,014	9,832	10,767
负债和股东权益合计	17,676	18,580	20,151	21,674

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.76	16.02	14.20	9.96
EBIT 增长率	158.02	14.61	19.50	15.43
净利润增长率	94.19	15.54	21.47	16.44
盈利能力 (%)				
毛利率	22.21	21.96	22.46	22.96
净利润率	8.67	8.64	9.19	9.73
总资产收益率 ROA	4.71	5.18	5.80	6.28
净资产收益率 ROE	11.75	10.75	11.97	12.73
偿债能力				
流动比率	1.02	0.95	0.96	1.01
速动比率	0.75	0.67	0.67	0.71
现金比率	0.42	0.33	0.31	0.34
资产负债率 (%)	59.58	51.48	51.21	50.32
经营效率				
应收账款周转天数	55.54	54.66	53.79	54.76
存货周转天数	68.94	67.57	64.59	65.76
总资产周转率	0.57	0.61	0.66	0.67
每股指标 (元)				
每股收益	0.54	0.62	0.75	0.87
每股净资产	4.56	5.76	6.28	6.87
每股经营现金流	1.28	1.00	1.22	1.35
每股股利	0.20	0.23	0.28	0.33
估值分析				
PE	8	7	6	5
PB	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.78	5.16	4.37	3.94
股息收益率 (%)	4.56	5.25	6.37	7.42

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	840	968	1,176	1,369
折旧和摊销	506	543	624	631
营运资金变动	483	-109	-31	-41
经营活动现金流	1,987	1,558	1,903	2,095
资本开支	-1,734	-1,324	-1,381	-1,063
投资	-103	-10	0	0
投资活动现金流	-1,805	-1,345	-1,381	-1,063
股权募资	20	0	0	0
债务募资	212	-49	0	0
筹资活动现金流	-133	-708	-473	-550
现金净流量	56	-494	49	483

浦林成山财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	5,120	7,596	10,284	13,059
现金及现金等价物	548	2,623	5,067	8,005
应收账款及票据	2,104	2,380	2,525	2,526
存货	1,637	1,696	1,754	1,622
其他	830	898	938	906
非流动资产合计	5,482	4,979	4,500	4,068
固定资产	5,264	4,737	4,263	3,837
商誉及无形资产	115	110	104	99
其他	103	132	132	132
资产合计	10,602	12,575	14,784	17,127
流动负债合计	4,687	5,322	5,863	6,355
短期借贷	879	879	879	879
应付账款及票据	2,392	2,787	3,141	3,514
其他	1,416	1,656	1,843	1,962
非流动负债合计	481	484	484	484
长期借贷	332	332	332	332
其他	149	151	151	151
负债合计	5,169	5,805	6,346	6,839
普通股股本	0	0	0	0
储备	5,434	6,770	8,437	10,288
归属母公司股东权益	5,434	6,770	8,437	10,289
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,434	6,770	8,438	10,289
负债和股东权益合计	10,602	12,575	14,784	17,127

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	997	2,291	2,548	3,056
净利润	1,033	1,508	1,753	1,951
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	485	532	479	432
营运资金变动及其他	-521	251	316	673
投资活动现金流	-306	-15	11	11
资本支出	-438	0	0	0
其他投资	132	-15	11	11
筹资活动现金流	-1,132	-203	-117	-131
借款增加	-1,021	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-112	-174	-87	-102
其他	0	-30	-30	-30
现金净增加额	-434	2,075	2,445	2,938

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,949	11,422	12,453	12,991
其他收入	35	35	35	35
营业成本	7,827	8,723	9,422	9,732
销售费用	526	571	623	650
管理费用	214	228	249	260
研发费用	240	275	300	313
财务费用	73	21	-12	-52
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	26	11	11	11
除税前利润	1,131	1,650	1,918	2,134
所得税	97	142	165	183
净利润	1,033	1,508	1,753	1,951
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,033	1,508	1,753	1,951
EBIT	1,204	1,670	1,905	2,083
EBITDA	1,689	2,203	2,384	2,514
EPS (元)	1.62	2.37	2.75	3.06

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	22.04	14.81	9.03	4.32
归属母公司净利润	162.43	45.92	16.24	11.29
盈利能力(%)				
毛利率	21.33	23.63	24.34	25.08
净利率	10.39	13.20	14.08	15.02
ROE	19.02	22.27	20.78	18.96
ROIC	16.56	19.13	18.05	16.55
偿债能力				
资产负债率(%)	48.75	46.16	42.93	39.93
净负债比率(%)	12.21	-20.85	-45.70	-66.03
流动比率	1.09	1.43	1.75	2.05
速动比率	0.71	1.07	1.42	1.77
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.99	0.91	0.81
应收账款周转率	5.62	5.09	5.08	5.14
应付账款周转率	3.56	3.37	3.18	2.92
每股指标 (元)				
每股收益	1.62	2.37	2.75	3.06
每股经营现金流	1.57	3.60	4.00	4.80
每股净资产	8.53	10.63	13.25	16.16
估值比率				
P/E	5	3	3	3
P/B	0.9	0.8	0.6	0.5
EV/EBITDA	3.27	2.51	2.32	2.20

插图目录

图 1: 轮胎技术及材料演进史.....	4
图 2: 2023AUTOBILD 夏季轮胎性能测试.....	5
图 3: 轮胎行业市场集中度及中国轮胎企业市占比 (%).....	8
图 4: 美国卡车替换胎市场中国品牌占比 (%).....	8
图 5: 全球胎企 75 强中国企业数量.....	8
图 6: 全球胎企 75 强中国企业数量占比 (%).....	8
图 7: 中国出口俄罗斯半钢胎数量及占比 (千吨; %).....	10
图 8: 中国出口俄罗斯 OTR 数量及占比 (千吨; %).....	10
图 9: 美国核心 PCE 价格及实际消费指数变化.....	10
图 10: 美国轮胎需求量及进口占比 (万条; %).....	10
图 11: 自主品牌胎企海外业务收入及同比增速 (亿元; %).....	11
图 12: 全球轮胎市场规模以及轮胎单价变化 (亿美元; 美元).....	12
图 13: 全球半钢胎配套及替换市场销量结构 (%).....	13
图 14: 北美/欧洲半钢胎中替换销量占比 (%).....	13
图 15: 全球汽车以及配套市场销量 (万辆; 亿条).....	14
图 16: 全球汽车保有量及轮胎替换销量 (亿辆; 亿条).....	14
图 17: 欧盟 TBR 进口量及进口自中国占比 (千吨; %).....	16
图 18: 美国 PCR 进口量及进口自中国占比 (万条; %).....	16
图 19: 胎企期间费用对比 (假设原材料指数为 100).....	21
图 20: 胎企管理与销售费用对比 (假设原材料指数为 100).....	21
图 21: 国内外部分胎企营收对比 (百万美元).....	22
图 22: 国内外部分胎企利润率对比 (%).....	22
图 23: 普利司通海外产量及占比 (万吨, %).....	24
图 24: 普利司通各区域产量 (万吨).....	24
图 25: 普利司通工厂建设及日本汽车产量、出口量情况 (个; 万辆).....	25
图 26: 中国头部轮胎企业产能布局及展望 (%).....	28
图 27: 中国头部轮胎企业现有产能及未来布局 (%).....	28
图 28: 中国自主/外资品牌乘用车轮胎销售量占比 (%).....	29
图 29: 玲珑轮胎配套市场国内销量占比 (%).....	29
图 30: 2023 年中国销量前 100 的轿车/SUV 中配套轮胎品牌情况 (个).....	30
图 31: 中系品牌乘用车海外注册量及增速 (万辆; %).....	30
图 32: 中系品牌海外注册量及市占率 (万辆; %).....	30
图 33: 美国乘用车轮胎零售市场份额分类 (%).....	34
图 34: 美国乘用车轮胎批发市场份额分类 (%).....	34
图 35: 自主轮胎企业形象店展示.....	37
图 36: 米其林并购前后业绩对比 (亿欧元).....	39
图 37: 固特异并购前后业绩对比 (亿美元).....	39

表格目录

表 1: 2024 年多品牌轮胎性能测试打分表.....	5
表 2: 全球轮胎品牌分档次纵览表.....	6
表 3: 国内外知名企业部分型号轮胎单价对比 (欧元).....	7
表 4: 海外头部胎企工厂关停/减产情况.....	9
表 5: 不同类型轮胎配套/替换信息.....	13
表 6: 近年汽车轮胎关税信息汇总.....	15
表 7: 美国半钢胎进口数量 (万条).....	17
表 8: 美国半钢胎进口数量占比 (%).....	17
表 9: 头部轮胎企业海外工厂区域及建设时间.....	18
表 10: 全球胎企 2023 年成本构成对比.....	19

表 11:	全球胎企利润构成对比(2023 年, 假设原材料成本指数=100).....	20
表 12:	全球胎企人均创收情况 (万美元)	21
表 13:	全球胎企部分工厂的情况梳理	22
表 14:	胎企基于 2023 年报盈亏平衡点的开工率测算 (百万美元)	23
表 15:	普利司通轮胎工厂全球化布局 (个)	24
表 16:	中国轮胎企业海外产能情况	25
表 17:	中国胎企近年来新建工厂情况	27
表 18:	中国车企分区域出口销量预测(万辆, %)	31
表 19:	中国车企出海路径	32
表 20:	重点自主车企海外产能布局	33
表 21:	2021 年胎企在北美布局的轮胎经销商及门店数量	35
表 22:	普利司通渠道拓展历史	35
表 23:	国内主要轮胎品牌直营门店数目	36
表 24:	国内外部分胎企收并购情况	38
表 25:	汽车零部件行业重点标的.....	41
表 26:	盈利预测与财务指标	42
表 27:	盈利预测与财务指标	43
表 28:	盈利预测与财务指标	44
表 29:	盈利预测与财务指标	45
表 30:	三角轮胎分业务收入预测 (百万元)	46
表 31:	盈利预测与财务指标	47
表 32:	贵州轮胎分业务收入预测 (百万元)	48
表 33:	盈利预测与财务指标	49
表 34:	浦林成山分业务收入预测 (百万元)	50
表 35:	盈利预测与财务指标	51

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026