



Research and
Development Center

化工 2025 年度策略报告：迈向更高阶，打造全球化品牌

2024 年 12 月 26 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

化工行业

张燕生 化工行业首席分析师
执业编号: S1500517050001
联系电话: +86 010-83326847
邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师
执业编号: S1500520080002
联系电话: +86 010-83326848
邮箱: hongyingdong@cindasc.com

尹柳 化工行业分析师
执业编号: S1500524090001
联系电话: +86010-83326712
邮箱: yinliu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅
大厦 B 座
邮编: 100031

化工 2025 年度策略报告：迈向更高阶，打造全球化品牌

2024 年 12 月 26 日

本期内容提要：

回顾 2024 年基础化工板块：板块整体利润仍下滑，部分子行业仍面临供需失衡压力。价格方面：2024 年化工产品价格继续回落，截止 2024 年 12 月 22 日，中国化工产品价格指数 CCPI 年均值为 4571.39 点，比 2023 年下滑 2.30%，比 2022 年下滑 13.78%。成本方面：2024 年煤油气价格总体小幅下滑，化工行业成本压力减弱。板块业绩表现方面：2024 年前 10 个月，化学原料和化学制品制造业规模以上工业企业营业收入累计同比增长 4.30%，利润总额累计同比下降 7.70%。2024 年前三季度，基础化工板块（中信）共实现营业总收入 18542 亿元，比 2023 年增长 0.50%，比 2022 年下滑 3.71%；共实现归母净利润 1074 亿元，比 2023 年下滑 4.71%，比 2022 年下滑 49.42%。2024 年化工行业盈利空间被进一步压缩。我们认为，2024 年化工板块面临的主要问题是部分子行业需求偏弱叠加产能增长明显导致供需不均衡的问题，因此需要向外关注海外需求。在这样的背景下，我们推荐关注轮胎行业（我国轮胎行业是较早就出海建厂进入海外市场的行业，同时总体需求稳健，又具有品牌的概念、可以向消费品升级）；我们推荐关注赛轮轮胎（在实现产能出海的基础上持续提升产品品牌力的公司）。

我们认为我国轮胎企业经历了“单纯出口”到“产能出海”到“品牌出海”这样的逐步从初阶到高阶的过程。“单纯出口”，是依靠 21 世纪 10 年代我国经济增速较高、公路及汽车产业蓬勃发展的背景下，借助 2001 年加入 WTO 降低贸易壁垒和“走出去”上升为国家战略的东风发展壮大，我国轮胎出口量实现高速增长。“产能出海”，是在欧美等对我国本土轮胎设置较高贸易壁垒的情况下，我国轮胎企业更多选择将产能全球布局来应对。

在 2023 年以来，“产能出海”呈现加速趋势。不考虑在已投产工厂基础上的扩建项目，截至 2024 年 12 月 16 日，我们统计得到：（1）从企业数量来看，已有海外工厂的中国轮胎企业有 12 家，另有 11 家企业规划或建设了海外工厂。（2）从工厂数量来看，已建成投产的海外工厂有 15 个，规划或建设中的海外第二工厂（或以上）共有 6 个，首次出海的海外工厂有 12 个。（3）从产能来看，2023 年中国企业海外建成了半钢胎产能 8350 万条、全钢胎产能 2439 万条。我们把中国轮胎企业海外规划新增的产能分成 3 个类型，类型 1 是在已投产的海外工厂的基础上扩建，类型 2 是已有海外工厂的公司在其他国家或地区新建工厂，类型 3 是没有出海成功经验的公司的工厂。根据我们的统计，类型 1、2、3 目前在海外规划新建的半钢胎产能分别为 7500、2700、7050 万条，合计 1.73 亿条，是 2023 年产能的 2.07 倍；类型 1、2、3 目前在海外规划新建的全钢胎产能分别为 626、60、1920 万条，合计 2606 万条，是 2023 年产能的 1.07 倍。

当“产能出海”愈发成为中国轮胎企业的主流共识，当中国轮胎企业在海外建厂的速度越来越快，当突破贸易壁垒的中国轮胎企业越来越多，未来企业之间如何竞争？我们认为，靠谱的产品、自动化的生产线、研发更高性能的产品、广告营销、品牌号召力，这些都是要素，集齐所有要素自然对企业是好事，但并非一定都得同时具备，而是在对应阶段具备最核心的要素。在全球轮胎 75 强的阶梯中，新进入者，如果有靠谱的产品、自动化的生产线（保障产品一致性），就很可能可以前进三四十名；在这个基础上，如果有营销无研发，或者有研发无营销，也可以前进到二十名以内；如果跨进前十名的门槛还想继续前进，则所有要素都需要具备；不过

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

如果到了前五名，则研发、营销、品牌成了重点，自己的生产线够不够倒是变得次要了。有些企业和投资者进入了一个误区，认为中国轮胎之前的进步所依靠的竞争优势在今后的路上一样适用。我们认为中国轮胎之前的进步靠制造优势，今后能否继续进步，不是顺理成章的，而要客观的分析一下产品、研发、营销上的能力。**进入制造业发展的高级阶段，打造差异化产品，树立品牌向消费品升级时，应该首先关注在成本端为升级所付出的代价，而不单纯是降本增效的制造逻辑。短期在成本端的投入，是为了获得、才有可能获得更长更高景气度。**

投资建议：我们推荐投资者关注赛轮轮胎。

风险因素：下游需求大幅下降的风险；原材料价格大幅上涨的风险；欧美对东南亚轮胎发起新一轮双反或国内外其它贸易政策有不利变动的风险

目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 基础化工板块 2024 年回顾..... | 6 |
| 轮胎，从出口、出海到打造全球化品牌..... | 11 |
| 一、“单纯出口”时期出口量快速增长..... | 11 |
| 二、从“单纯出口”到“产能出海”，贸易壁垒的催化起了很大作用..... | 11 |
| 三、从“产能出海”到“品牌出海”，长路漫漫亦灿灿..... | 27 |
| 投资建议..... | 31 |
| 风险因素..... | 32 |

表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 表 1: 基础化工板块上市公司表现梳理..... | 10 |
| 表 2: 中国轮胎企业海外产能分布（2021 年及之前）..... | 17 |
| 表 3: 美国对东南亚半钢胎的双反税率..... | 18 |
| 表 4: 我国轮胎企业海外工厂选址和投产日期梳理..... | 19 |

图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 化学原料和化学制品制造业规模以上工业增加值当月同比（%）..... | 6 |
| 图 2: 中国化工产品价格指数走势..... | 6 |
| 图 3: 化学原料和化学制品制造业规模以上工业企业营业收入及同比（亿元，%）..... | 6 |
| 图 4: 化学原料和化学制品制造业规模以上工业企业利润总额及同比（亿元，%）..... | 6 |
| 图 5: 基础化工板块营业总收入（亿元）..... | 7 |
| 图 6: 基础化工板块归母净利润（亿元）..... | 7 |
| 图 7: 基础化工指数和 A 股指数走势..... | 7 |
| 图 8: WTI 原油价格（美元/桶）..... | 8 |
| 图 9: 布伦特原油价格（美元/桶）..... | 8 |
| 图 10: 动力煤价格（元/吨）..... | 8 |
| 图 11: LNG 市场均价（元/吨）..... | 8 |
| 图 12: 地产、汽车、出口等指标同比表现（%）..... | 9 |
| 图 13: 化学原料及化学制品制造业固定资产投资额增速（%）..... | 9 |
| 图 14: 基础化工板块固定资产及在建工程（亿元）..... | 9 |
| 图 15: 出海 50 指数及大盘指数 2024 年走势..... | 10 |
| 图 16: 中国轮胎出口量及同比增速（亿条，%）..... | 11 |
| 图 17: 全球轮胎消费量（百万条）..... | 12 |
| 图 18: 2023 年全球轮胎消费结构（按品种和市场分类）..... | 12 |
| 图 19: 2023 年全球轮胎消费结构（按地区分类）..... | 12 |
| 图 20: 欧洲轮胎消费量（百万条）..... | 13 |
| 图 21: 北美轮胎消费量（百万条）..... | 13 |
| 图 22: 我国半钢胎生产情况（亿条）..... | 13 |
| 图 23: 我国全钢胎生产情况（亿条）..... | 13 |
| 图 24: 美国对中国轮胎的关税壁垒..... | 15 |
| 图 25: 美国进口半钢胎情况（百万条，%）..... | 15 |
| 图 26: 2014-2016 年 A 股轮胎上市公司归母净利润（亿元）..... | 16 |
| 图 27: 2015-2021 年 A 股轮胎上市公司归母净利润（亿元）..... | 17 |
| 图 28: 2011-2024 年每年我国轮胎企业公布海外工厂项目的数量（个）..... | 20 |
| 图 29: 轮胎公司扣非归母净利率..... | 20 |
| 图 30: 2015 年以来轮胎公司扣非归母净利率变动情况..... | 20 |
| 图 31: 我国轮胎企业在海外规划新增的半钢胎产能（万条）..... | 21 |
| 图 32: 我国轮胎企业在海外规划新增的全钢胎产能（万条）..... | 21 |
| 图 33: 中国轮胎企业海外半钢胎产能（万条）..... | 22 |
| 图 34: 中国轮胎企业海外全钢胎产能（万条）..... | 22 |
| 图 35: 全球轮胎 75 强变化（主要国际品牌）..... | 23 |
| 图 36: 全球轮胎 75 强变化（中国头部品牌）..... | 24 |
| 图 37: 全球轮胎 75 强变化（部分中国品牌）..... | 25 |
| 图 38: 全球轮胎 75 强变化（印度品牌）..... | 26 |
| 图 39: 部分品牌轮胎单价对比..... | 28 |

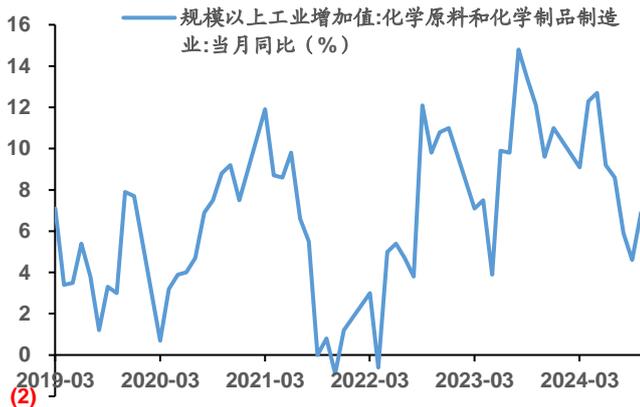
| | |
|---|----|
| 图 40: 以原材料采购额为 100 时, 2023 年各企业的收入和净利润表现..... | 29 |
| 图 41: 以原材料采购额为 100 时各企业的收入表现..... | 29 |
| 图 42: 轮胎公司销售费用 (亿元) | 30 |
| 图 43: 轮胎公司研发费用 (亿元) | 30 |
| 图 44: 轮胎性能对比..... | 31 |

基础化工板块 2024 年回顾

一、化工板块整体表现

2024 年化工行业面临需求疲软、部分产能过剩等压力，行业盈利水平下行。2024 年以来我国化学原料和化学制品制造业规模以上工业增加值的同比增速持续收窄。在价格方面，2024 年化工产品价格继续回落，截止 2024 年 12 月 22 日，中国化工产品价格指数 CCPI 年均值为 4571.39 点，比 2023 年下滑 2.30%，比 2022 年下滑 13.78%。

图 1：化学原料和化学制品制造业规模以上工业增加值当月同比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

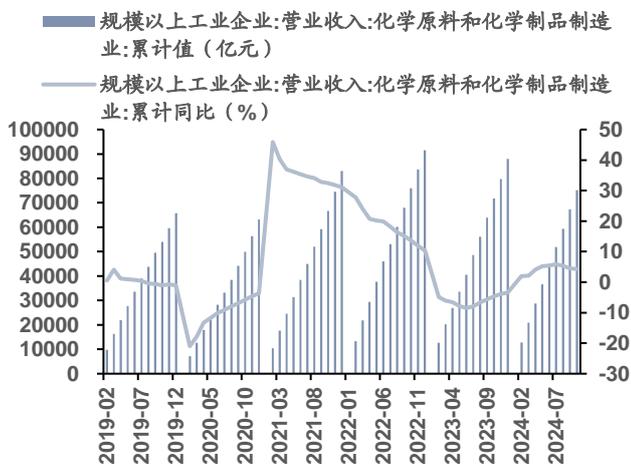
图 2：中国化工产品价格指数走势



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

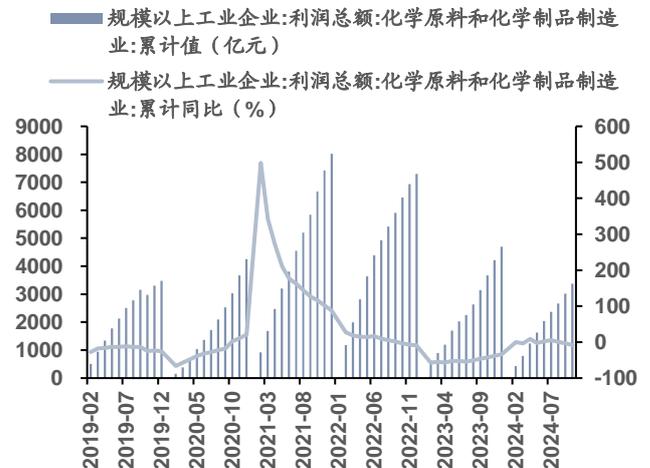
基础化工板块盈利情况：收入基本稳定，利润出现下滑。2024 年前 10 个月，化学原料和化学制品制造业规模以上工业企业营业收入累计同比增长 4.30%，利润总额累计同比下降 7.70%。2024 年前三季度，基础化工板块（中信）共实现营业总收入 18542 亿元，比 2023 年增长 0.50%，比 2022 年下滑 3.71%；共实现归母净利润 1074 亿元，比 2023 年下滑 4.71%，比 2022 年下滑 49.42%。2024 年化工行业盈利空间被进一步压缩。

图 3：化学原料和化学制品制造业规模以上工业企业营业收入及同比 (亿元，%)

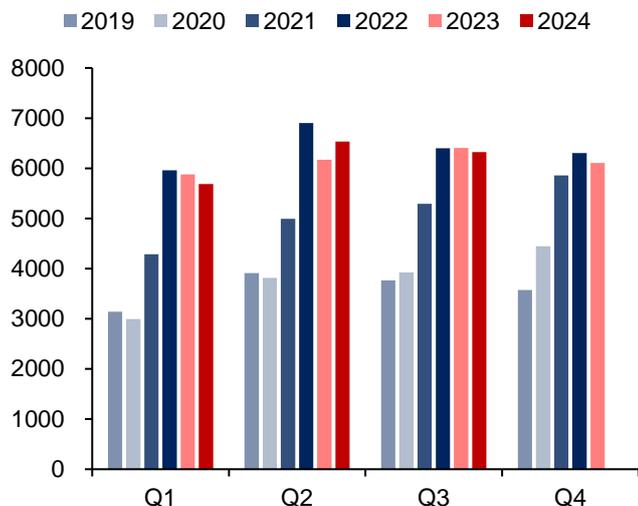


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

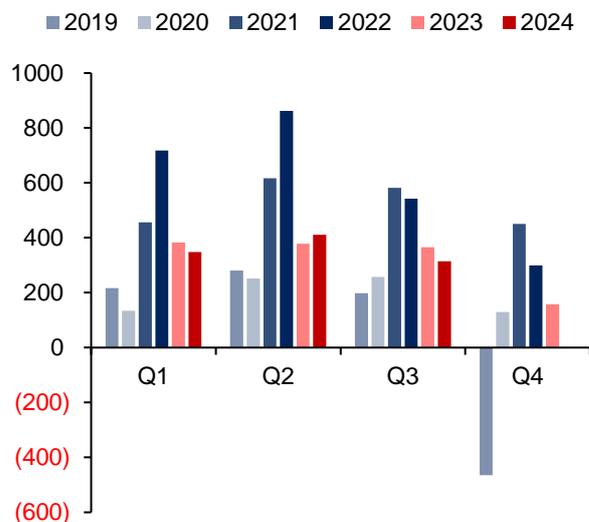
图 4：化学原料和化学制品制造业规模以上工业企业利润总额及同比 (亿元，%)



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

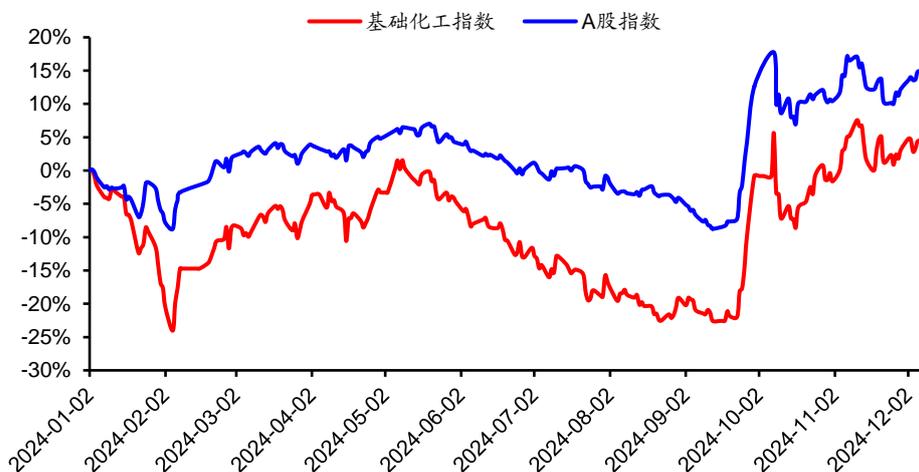
图 5: 基础化工板块营业总收入 (亿元)


资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

图 6: 基础化工板块归母净利润 (亿元)


资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

2024 年以来基础化工 (中信) 指数跑输大盘。2024 年以来 (截止 2024 年 12 月 11 日) 基础化工 (中信) 指数上涨 4.86%, 落后 A 股指数 10.98pct。

图 7: 基础化工指数和 A 股指数走势


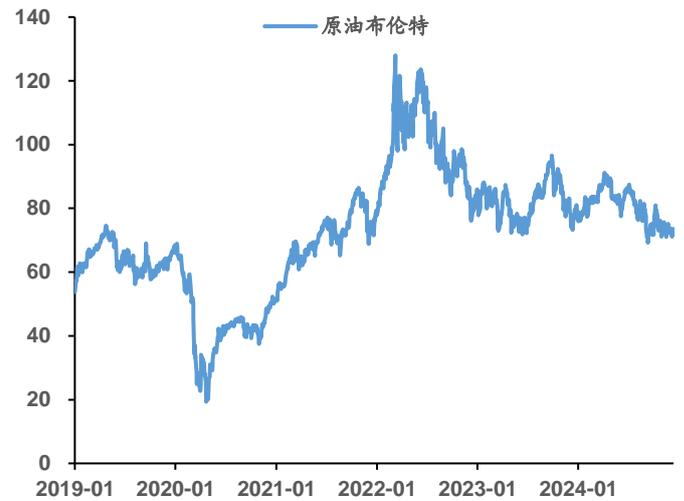
资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

二、成本压力减弱, 供需不平衡是主要问题

成本: 2024 年煤油气价格总体小幅下滑, 化工行业成本压力减弱。截止 2024 年 12 月 11 日, WTI 原油 2024 年均价 76.05 美元/桶, 较 2023 年均价下滑 2.00%, 较 2022 年均价下滑 19.23%; 布伦特原油 2024 年均价 80.19 美元/桶, 较 2023 年均价下滑 2.41%, 较 2022 年均价下滑 19.05%; 动力煤 2024 年均价 721.03 元/吨, 较 2023 年均价下滑 14.29%, 较 2022 年均价下滑 25.91%; LNG2024 年均价 4620.67 元/吨, 较 2023 年均价下滑 5.99%, 较 2022 年均价下滑 31.30%。我们认为, 2024 年化工行业成本压力较 2023 年有所减弱。

图 8: WTI 原油价格 (美元/桶)

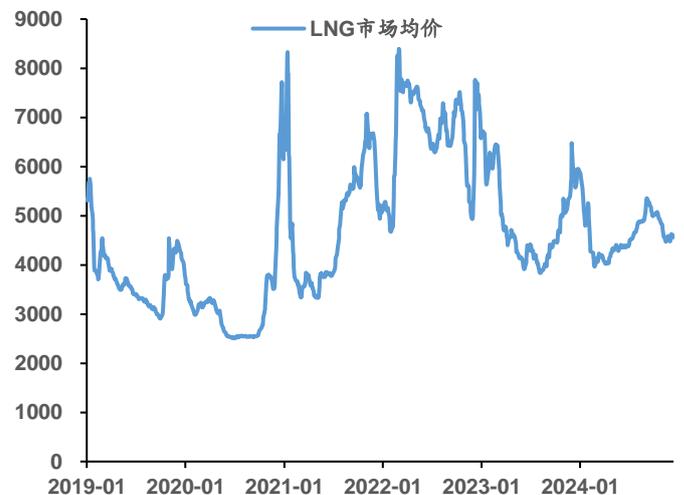

资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

图 9: 布伦特原油价格 (美元/桶)


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

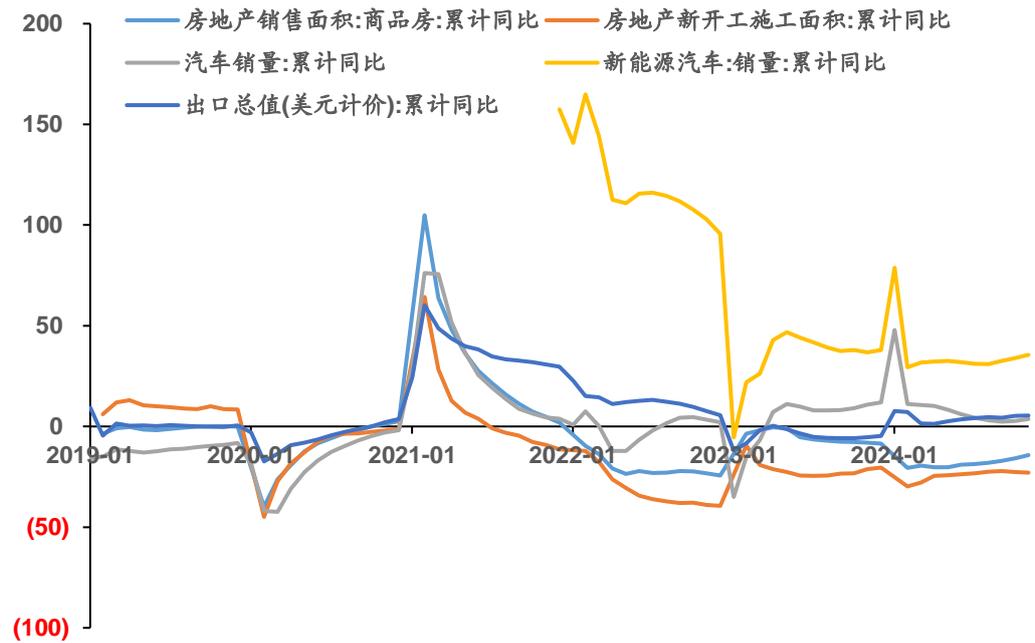
图 10: 动力煤价格 (元/吨)


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

图 11: LNG 市场均价 (元/吨)


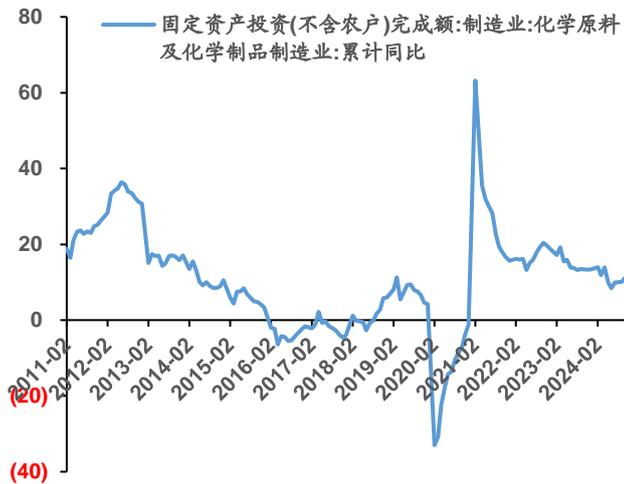
资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

需求端: 地产仍在负增长、汽车增长动力趋缓, 整体内需偏弱, 出口有所回暖。 地产方面, 2024 年前 11 个月, 我国房地产销售面积 (商品房) 累计同比降低 14.30%, 房地产新开工施工面积累计同比降低 23.00%, 地产仍处于下行趋势中, 但降幅有所收窄。汽车方面, 2024 年前 11 个月, 我国汽车销量累计同比增长 3.7%, 新能源汽车销量累计同比增长 35.63%, 增速较 2022-2023 年有所回落。出口方面, 2024 年前 11 个月, 我国出口总值 (美元计价) 累计同比增长 5.40%, 相较于 2023 年同比下降 4.67%, 我国出口表现有所回暖。

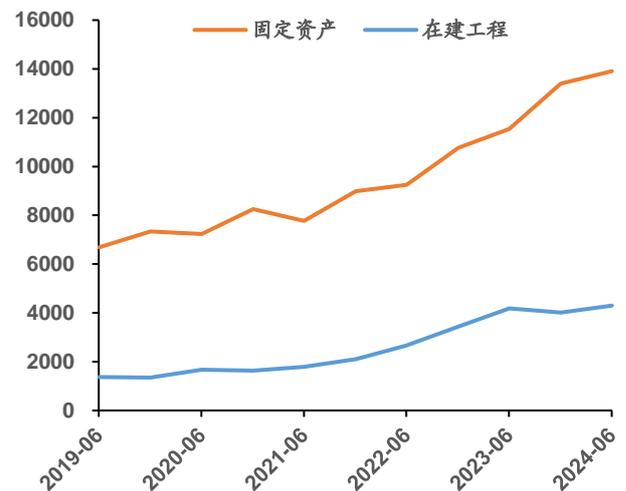
图 12: 地产、汽车、出口等指标同比表现 (%)


资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

供给端: 2021-2022 年高景气度导致扩产明显。2021 年以来, 化学原料及化学制品制造业固定资产投资额同比增速较高, 2024 年有所回落, 但也基本保持在 10% 以上, 高于 2016-2019 年期间。化工板块固定资产及在建工程增长十分明显, 行业产能呈现增长趋势。

图 13: 化学原料及化学制品制造业固定资产投资额增速 (%)


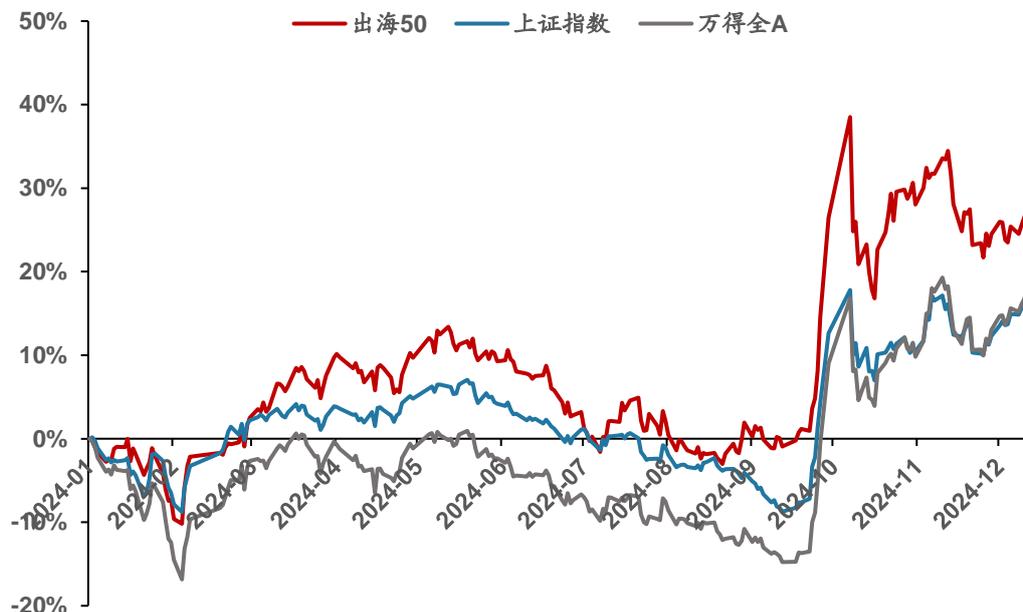
资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

图 14: 基础化工板块固定资产及在建工程 (亿元)


资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

在内需相对疲软的背景下，出海得到市场更多关注，2024 年明显跑赢大盘。

图 15: 出海 50 指数及大盘指数 2024 年走势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们统计了 462 家基础化工板块上市公司的数据，截止 2024 年 9 月 30 日，拥有海外工厂的有 81 家，未有海外工厂的有 381 家。进一步分析发现，拥有海外工厂的公司更可能实现收入、利润的增长。

表 1: 基础化工板块上市公司表现梳理

| | 2024/9 对比 2019/9 | | 2023/12 对比 2019/12 | |
|--------|------------------|-------------|--------------------|-------------|
| | 实现收入增长的公司占比 | 实现利润增长的公司占比 | 实现收入增长的公司占比 | 实现利润增长的公司占比 |
| 有海外工厂 | 77% | 43% | 86% | 49% |
| 没有海外工厂 | 66% | 32% | 82% | 43% |

资料来源: 同花顺 iFinD, 各公司公告, 信达证券研发中心

我们认为，目前化工板块仍存在一定的困境，海外建厂是部分化工企业摆脱困境的方式之一，在业绩上也确实能够证明这一方式行之有效。围绕海外建厂这一投资逻辑，我们推荐投资者关注出海较早的轮胎行业（早在 2013 年就有轮胎海外工厂落地），同时，轮胎具有消费品的属性，而不是大宗的、标准统一化的化工品，轮胎企业在海外建厂的基础上，能够拥有品牌升级的第二成长空间，出海较早的企业已经在进行品牌升级、打造自己的全球化品牌。我们 2025 年的核心投资策略在于：寻找由“产能出海”进阶到打造全球化品牌的公司，我们推荐投资者关注赛轮轮胎。

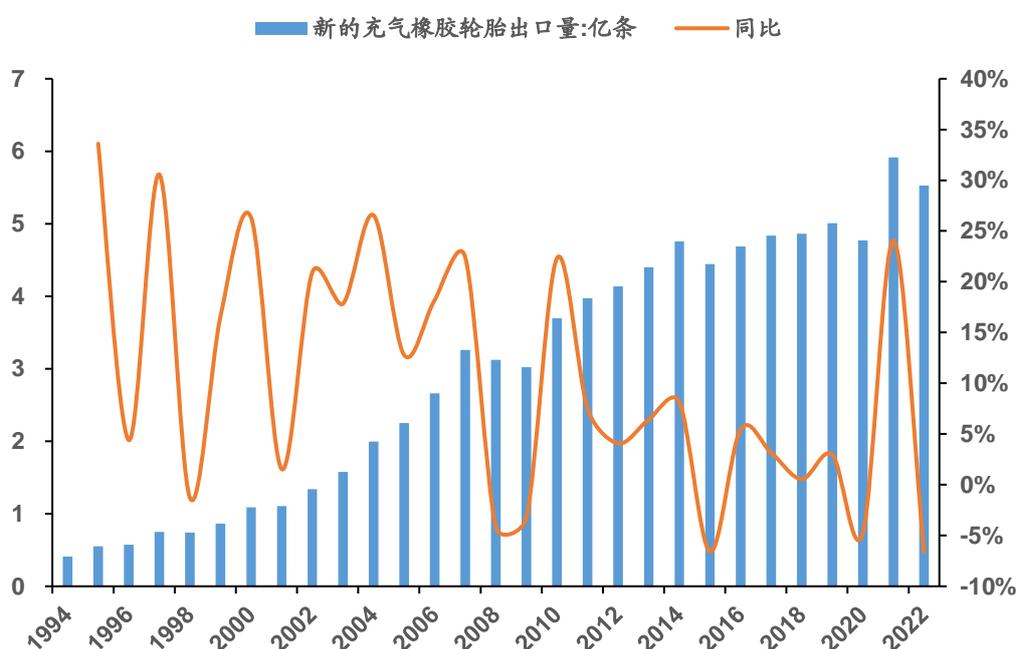
轮胎，从出口、出海到打造全球化品牌

回顾我国轮胎行业发展历史，从“单纯出口”到“产能出海”到“品牌出海”是一个逐步从初阶到高阶的过程，不是所有企业都需要走这一过程，也不是每个企业都会选择走向高阶。

一、“单纯出口”时期出口量快速增长

中国轮胎企业的“单纯出口”，是依靠 21 世纪 10 年代我国经济增速较高、公路及汽车产业蓬勃发展的背景下，借助 2001 年加入 WTO 降低贸易壁垒和“走出去”上升为国家战略的东风发展壮大。回顾我国轮胎出口量，在 1994-2014 年的这一阶段，我国轮胎企业逐步接触国际市场，将产品销往国外，轮胎出口量实现高速增长。

图 16：中国轮胎出口量及同比增速（亿条，%）



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

二、从“单纯出口”到“产能出海”，贸易壁垒的催化起了很大作用

1、贸易壁垒对“产能出海”的催化

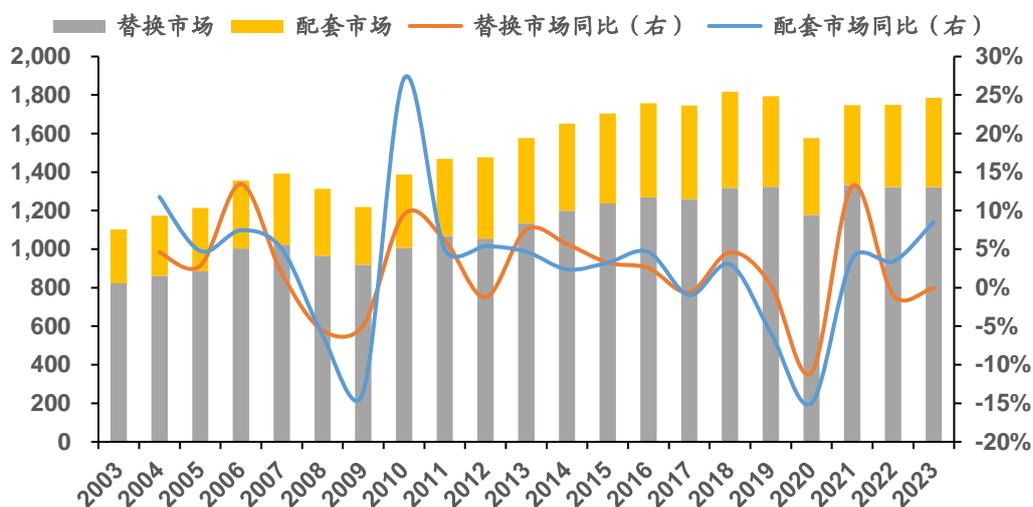
1994-2014 年我国新的充气橡胶轮胎出口量 CAGR 为 13.01%，2015 年同比下滑 6.59%，此后出口量增速明显放缓，2015-2022 年 CAGR 为 3.16%。我们认为这一变化主要有几个因素有关：

一是全球轮胎供需结构型不均衡，我国轮胎产能大，海外市场对我国很重要。

全球轮胎市场消费量整体波动中保持长期向上增长趋势。轮胎的消费市场分为两类：替换市场和配套市场。替换市场也叫后装市场、售后市场，主要与汽车保有量、换胎频率等因素有关；配套市场也叫前装市场，主要与汽车产销量有关。2003-2023 年，替换市场在全球轮胎消费量中的占比保持在 73%左右，占据了轮胎市场绝大部分江山。因此，全球轮胎消费量总体上跟随汽车保有量的增长而呈现增长趋势。据米其林统计，全球轮胎消费量从

2003 年的 11.03 亿条增加到 2023 年的 17.86 亿条，年均复合增速达到 2.44%。（注：此处轮胎指的是半钢胎和全钢胎。）

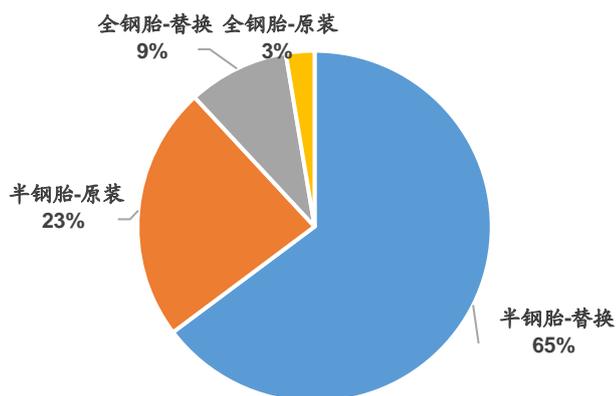
图 17：全球轮胎消费量（百万条）



资料来源：米其林年报，信达证券研发中心

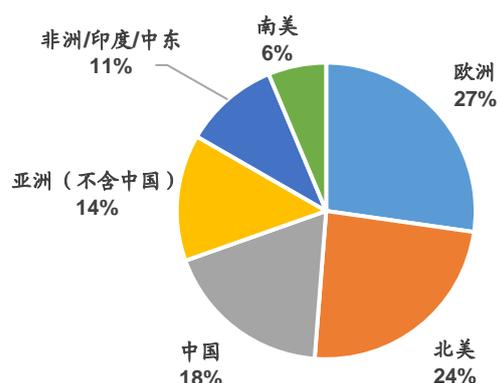
按结构来看，半钢胎替换市场以及欧美地区是全球轮胎消费的主力。基于半钢胎、全钢胎的比例和原装市场、替换市场的比例，细分来看，半钢胎替换市场是全球轮胎消费的主力市场，2023 年消费量达到 11.56 亿条，其次分别是半钢胎原装市场（4.18 亿条）、全钢胎替换市场（1.65 亿条）、全钢胎原装市场（0.47 亿条）。从地区来看，根据米其林的统计，欧美地区是全球轮胎消费较为集中的区域，2023 年欧洲、北美消费量分别占比 27%、24%，其次是中国占比 18%。

图 18：2023 年全球轮胎消费结构（按品种和市场分类）



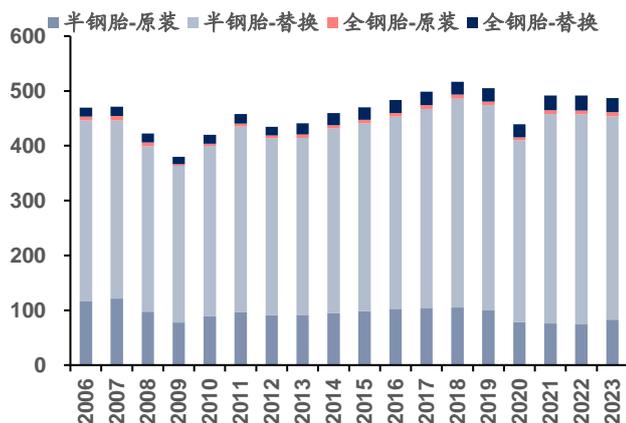
资料来源：米其林年报，信达证券研发中心

图 19：2023 年全球轮胎消费结构（按地区分类）

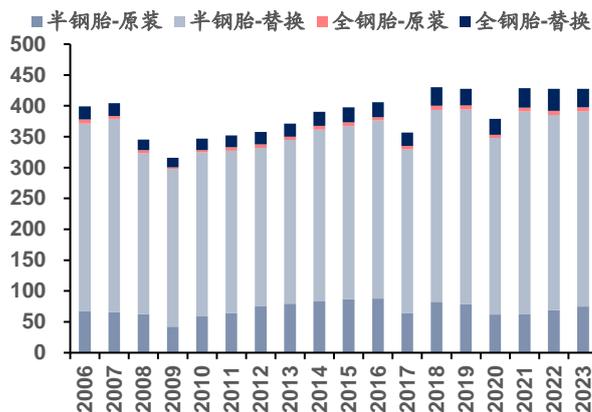


资料来源：米其林年报，信达证券研发中心

欧美地区轮胎消费总体上较为成熟，在稳定中有所增长。除了 2008 年金融危机、2020 年疫情前后的年份以外，欧洲、北美地区的轮胎消费量基本上稳健增长，并且消费结构较为成熟，替换市场占比在 80% 左右。

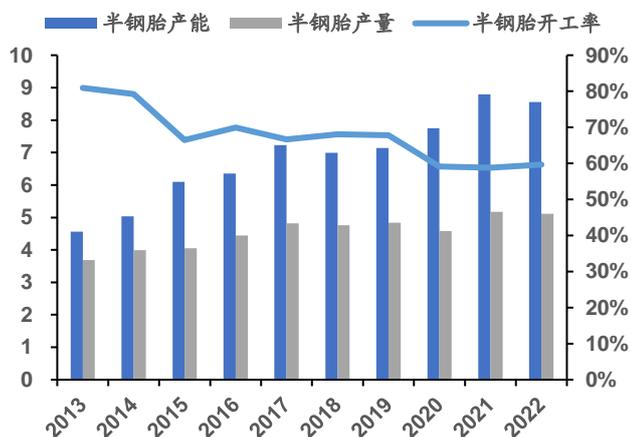
图 20: 欧洲轮胎消费量 (百万条)


资料来源: 米其林年报, 信达证券研发中心

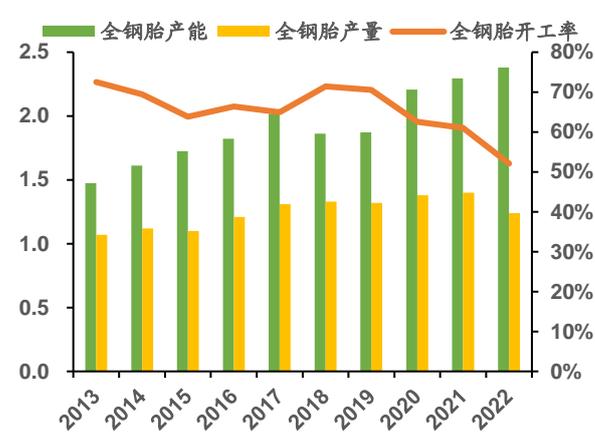
图 21: 北美轮胎消费量 (百万条)


资料来源: 米其林年报, 信达证券研发中心

我国轮胎产能大, 且近十年呈现增长趋势。我们根据轮胎产量和开工率的数据推算出了我国轮胎产能。2013-2022 年, 我国半钢胎、全钢胎产能 CAGR 分别为 7.25%、5.46%。2022 年我国半钢胎产能 8.56 亿条, 产量 5.11 亿条, 占全球消费量的 33%, 开工率为 60%; 我国全钢胎产能 2.38 亿条, 产量 1.24 亿条, 占全球消费量的 59%, 开工率为 52%。伴随产能的增长, 我国轮胎开工率总体呈现下降趋势, 2022 年我国半钢胎、全钢胎开工率分别比 2013 年下降 21.25pct、20.42pct。

图 22: 我国半钢胎生产情况 (亿条)


资料来源: 《中国橡胶工业年鉴》, 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

图 23: 我国全钢胎生产情况 (亿条)


资料来源: 《中国橡胶工业年鉴》, 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

二是海外对我国轮胎设置了较高的贸易壁垒。

由于轮胎行业为传统制造业, 对相关产业的工人就业有相对较大的影响, 因此在全球产能集中向低成本的亚洲、尤其是中国转移之后, 轮胎主要的消费国的产业工人和贸易保护组织也会出于保护本土就业等方面的原因对相关地区的产能进行贸易制裁。

双反加速中国轮胎企业全球化布局:

2007 年, 美国对中国非公路轮胎反倾销反补贴立案。这是美对华首次进行轮胎反倾销调查。

2009 年, 美国国际贸易委员会发布公告, 启动对中国输美乘用车与轻型卡车轮胎的特保调查。

2013 年, 美国对华非公路用轮胎展开日落复审, 对中国 6 家轮胎企业进行 337 调查。

2014 年, 美国对来自中国的乘用车及轻卡轮胎产品启动“双反”调查。

2016 年, 美国钢铁工人联合会提出诉求, 针对中国的非公路用轮胎进行“双反”调查。

2016 年, 美国钢铁工人联合会提出诉求, 针对中国的卡客车轮胎进行“双反”调查。

2017 年, 欧盟正式立案对中国卡客车轮胎进行“双反”调查。

历次美国对进口轮胎发起双反调查都是由钢铁工人协会等机构提出申请, 美国商务部负责调查和裁定税率, 最终交由美国国际贸易委员会仲裁投票是否最终确立双反并征税。钢铁工人协会是美国最大的工会组织, 不仅是钢铁钢业, 而是涵盖了几乎整个制造业。以美国工人为出发点提出的申请, 针对的是进口产品, 最终目的是减少进口, 保护美国本土的就业岗位。这种调查并加征双反税, 首要的矛头是指向进口数量最大的来源国, 因为进口数量对美国本土就业岗位数量的影响最大, 即便是固特异在中国工厂向美国出口也要被固特异美国本土的工人反对。发起调查后, 拟被税企业可以提交材料应诉自证不存在对美不公平的倾销, 一般在半年后美国商务部发布初裁的税率结果, 并在宣布时刻起按照初裁税率征税。此后又有近半年的时间, 被税企业仍可以复议。最后美国商务部对税率做出终裁, 交美国国际贸易委员仲裁, 仲裁判断此次双反成立与否, 成立则继续按照美国商务部定下的税率征税, 期限 5 年; 不成立则全盘推翻此次调查, 退还已经征收的反倾销、反补贴税, 这种需要退税情况出现的概率可想而知。

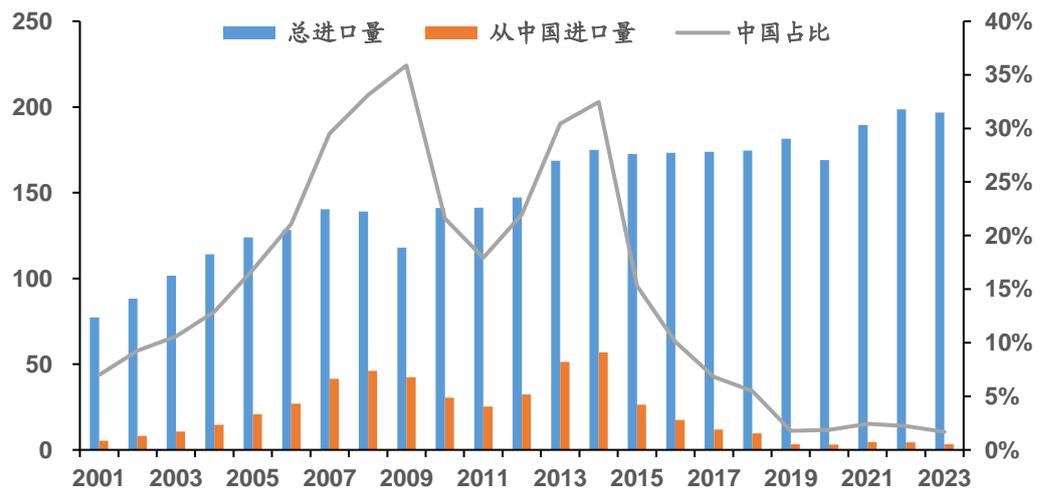
像其它制造业上面的中国效率优势一样, 轮胎制造在中国快速发展。到了 2014 年, 美国乘用车及轻卡替换轮胎市场上, 将近 46% 的产品来自美国自产, 18% 来自中国, 剩下 36% 来自所有其它对美出口国家。虽然这 18% 来自中国的产品不都是中国企业的, 但这在美国轮胎工人眼里是没差别的, 要限制来自中国的进口。

2015 年 1 月美国商务部做出了初裁, 2015 年 6 月做出了终裁, 中国轮胎厂商将被征收 14.35% 至 87.99% 的反倾销税和 20.73% 至 116.33% 的反补贴税。

图 24: 美国对中国轮胎的关税壁垒


资料来源: 轮胎世界网, 新华社, 中央政府门户网站, 澎湃新闻, 信达证券研发中心

贸易制裁直接导致我国出口到美国轮胎数量出现明显下降。来自中国的轮胎自 2015 年之后已经逐渐淡出美国市场。2011-2021 年, 除了新冠疫情对 2020 年进口量的扰动外, 美国进口乘用车胎数量总体上稳中有增。美国进口自中国的乘用车胎在 2014 年达到高点, 在当年美国进口量中占有 1/3, 而从 2015 年开始, 美国进口自中国的乘用车胎数量极速下滑, 2015 年直接腰斩, 并在之后持续下滑, 目前美国进口轮胎市场中已经很难看到来自中国的轮胎。

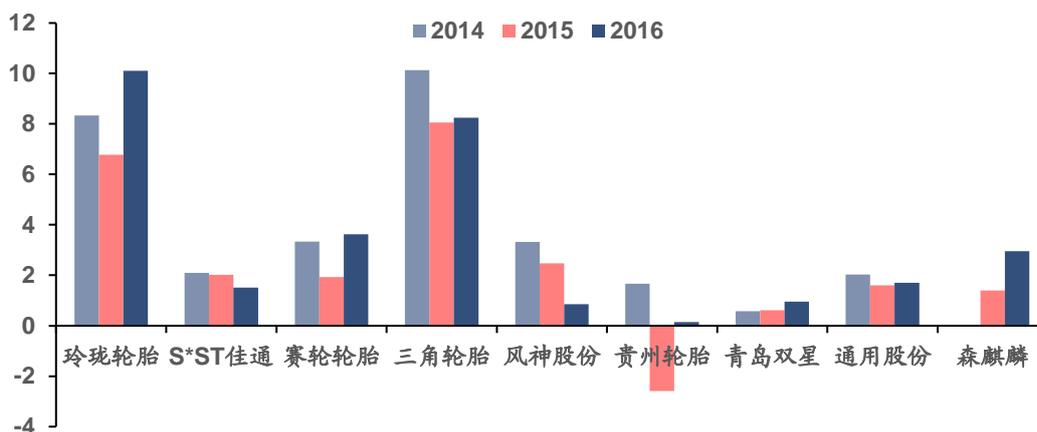
图 25: 美国进口半钢胎情况 (百万条, %)


资料来源: 美国海关, 信达证券研发中心

从我国轮胎行业上市公司的归母净利润来看, 风神、贵轮、赛轮、玲珑、三角、通用股份 2015 年的利润都出现了同比下滑。美国是全球最大的乘用车轮胎消费市场, 这个市场对中

国企业关上大门的话，影响是不容忽视的。上面这些企业不都对美出口乘用车轮胎，甚至有些是只生产销售卡车轮胎的，但也不能置身事外。因为对美出口乘用车轮胎受阻的企业会将产品投入非美市场，所有生产乘用车轮胎的企业都会感觉到竞争加剧；竞争加剧导致利润下降，同时生产乘用车、卡车轮胎的企业会将更多的业绩期望转向卡车轮胎，所以只生产卡车轮胎的企业也会被裹挟到这场更激烈的竞争中。用今天的话说，就是发生了“内卷”。

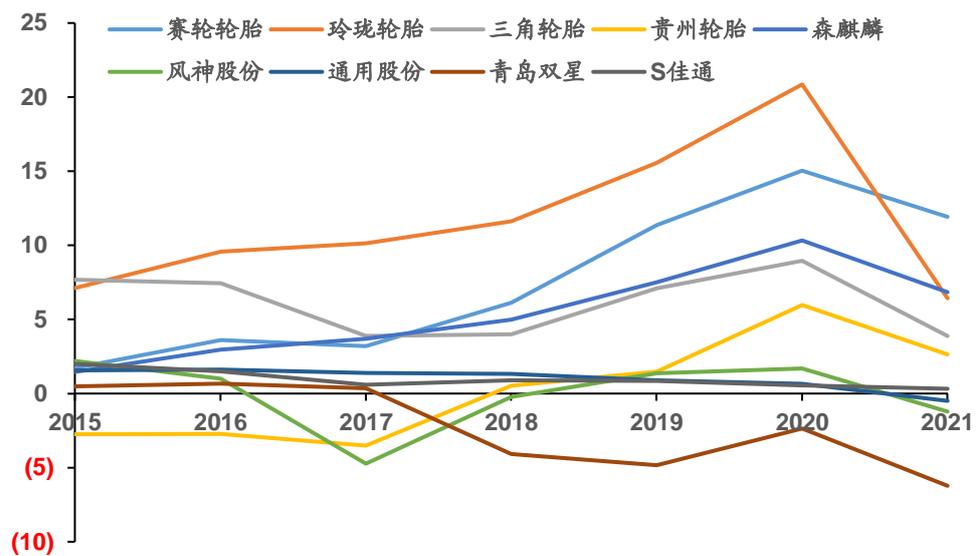
图 26: 2014-2016 年 A 股轮胎上市公司归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

欧美对中国轮胎的双反，在中国轮胎生产企业角度看是贸易壁垒，在欧美市场角度看，则是一场供给侧改革，减少了市场上的大量的低成本供应者。供给侧改革的威力我们都不陌生，一定会导致竞争减弱、产品价格水平提升。所以美国的乘用车轮胎、美国的卡车轮胎、欧盟的卡车轮胎市场会成为高价格水平市场。

以 2015 年为分水岭，2015-2021 年中国轮胎企业的业绩表现有所不同。以玲珑、赛轮、森麒麟为代表的企业出现了利润的基本持续增长，而其他中国轮胎企业大部分停滞不前甚至业绩持续下滑。观察业绩出现分化的原因，其本质差异就在于是否布局了海外产能。布局海外产能的企业，可以通过海外工厂进入北美、欧洲的高价格、相对更低竞争的市场，而没有海外产能的企业，则要么维持开工率在“内卷”的市场中竞争，要么丢失订单开工率下滑收入下降。

图 27：2015-2021 年 A 股轮胎上市公司归母净利润（亿元）


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

2、“产能出海”呈现加速趋势

中国轮胎企业到海外设立工厂，第一个是赛轮轮胎 2012 年越南建厂，第二个是玲珑轮胎 2013 年泰国建厂。根据我们的统计，截止到 2021 年，9 家轮胎企业出海建成了 10 个轮胎工厂。

表 2：中国轮胎企业海外产能分布（2021 年及之前）

| 海外一期投产时间 | 越南 | 泰国 | 马来西亚 | 柬埔寨 |
|----------|------|------|------|-------------------|
| 2013 | 赛轮轮胎 | | | |
| 2014 | | 玲珑轮胎 | | |
| 2015 | | 中策橡胶 | | |
| 2016 | | 森麒麟 | | |
| 2017 | | | | |
| 2018 | | 华谊集团 | 福临轮胎 | |
| 2019 | | | | |
| 2020 | | 通用股份 | | |
| | | 浦林成山 | | |
| 2021 | 金宇轮胎 | | | 赛轮轮胎 ² |

资料来源：各公司公告、微信公众号、官网，轮胎世界网，人民网，中国轮胎商务网，Tyrepress China，柬埔寨环境保护产业网，中国橡胶工业协会，炭黑产业网，聚辰，中国橡胶杂志，信达证券研发中心

注：公司名称后的数字 2 代表海外第 2 工厂

中国轮胎出海建厂的选址大多在东南亚，但在东南亚建厂并非一劳永逸，美国对东南亚也发起了双反。2021 年美国发布了对泰国、韩国、中国台湾、越南等地半钢胎的双反税率，其中泰国地区反倾销税率在 14.62%-21.09%，越南赛轮 6.23%。2024 年，美国对泰国半钢胎反倾销调查的第一次年度行政复审终审结果为，森麒麟 1.24%、住友 6.16%、其他公司 4.52%，美国对泰国半钢胎的双反税率有大幅下降，泰国地区的轮胎工厂盈利能力有望有所恢复。

表 3：美国对东南亚半钢胎的双反税率

| 国家或地区 | 公司 | 反倾销税 | | 反补贴税 | | 反倾销第一次行政复审 | | |
|-------|------|--------|---------|--------|-------|------------|-------|-------|
| | | 初裁 | 终裁 | 初裁 | 终裁 | 公司 | 初裁 | 终裁 |
| 韩国 | 韩泰 | 38.07% | 27.05% | | | | | |
| | 耐克森 | 14.24% | 14.72% | | | | | |
| | 其它 | 27.81% | 21.74% | | | | | |
| 中国台湾 | 正新 | 52.42% | 20.04% | | | | | |
| | 南港 | 98.44% | 101.84% | | | | | |
| | 其它 | 88.82% | 84.75% | | | | | |
| 泰国 | 玲珑 | 22.21% | 21.09% | | | 森麒麟 | 1.24% | 1.24% |
| | 住友 | 13.25% | 14.62% | | | 住友 | 6.16% | 6.16% |
| | 其它 | 16.66% | 17.08% | | | 其他 | 4.52% | 4.52% |
| 越南 | 赛轮 | 0.00% | 0.00% | 6.23% | 6.23% | | | |
| | 建大 | 0.00% | 0.00% | 6.77% | 6.46% | | | |
| | 普利司通 | 0.00% | 0.00% | 6.77% | 6.46% | | | |
| | 锦湖 | 0.00% | 0.00% | 10.08% | 7.89% | | | |
| | 横滨 | 0.00% | 0.00% | 6.77% | 6.46% | | | |
| | 其它 | 22.30% | 22.30% | 6.77% | 6.46% | | | |

资料来源：轮胎世界网，中国轮胎商务网，森麒麟公告，信达证券研发中心

在 2021 年之前，我们可以看到中国出海的企业为少数，仅有赛轮、玲珑、中策、森麒麟、华谊集团（双钱轮胎）、福临轮胎等少数企业成为中国上百家轮胎企业中的突破者和创新者，实现了“产能出海”。而在 2021 年以后，贵州轮胎、昊华轮胎、浪马轮胎、青岛双星、银宝轮胎、新迪轮胎、福麦斯、万力轮胎、正道轮胎等纷纷在海外建厂或拟在海外建厂，出海成为中国轮胎企业发展的必由之路。

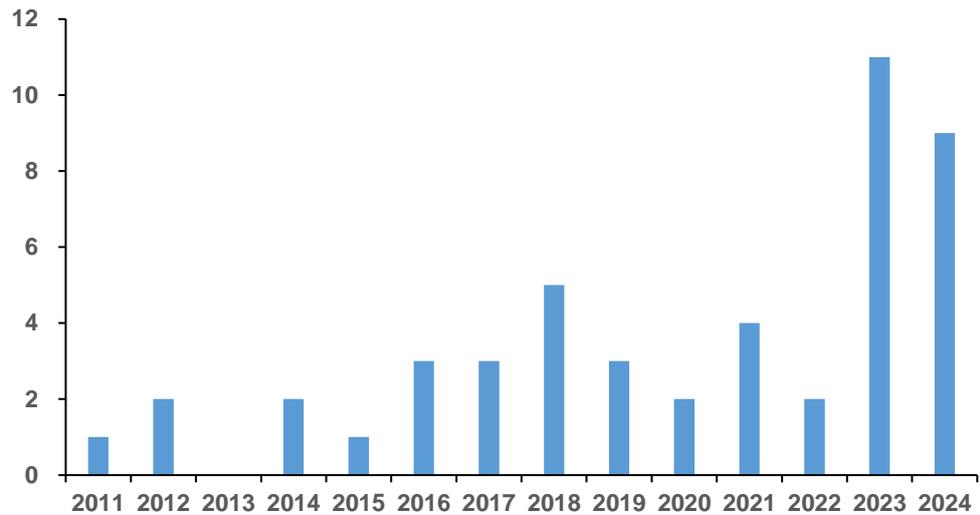
不考虑在已投产工厂基础上的扩建项目，截至 2024 年 12 月 16 日，我们统计得到，从企业数量来看，已有海外工厂的中国轮胎企业有 12 家，另有 11 家企业规划或建设了海外工厂；从工厂数量来看，已建成投产的海外工厂有 15 个，规划或建设中的海外第二工厂（或以上）共有 6 个，首次出海的海外工厂有 12 个。此外，部分出海项目已经终止或投产可能性较小，比如三角轮胎美国工厂项目（公司发公告终止该项目）、奥戈瑞轮胎印尼工厂项目（公司破产）、昊华轮胎斯里兰卡工厂项目（因为当地局势问题，投产具有较大不确定性）。

表 4: 我国轮胎企业海外工厂选址和投产日期梳理

| 海外一期投产时间 | 亚洲 | 亚洲 | 亚洲 | 亚洲 | 亚洲 | 亚洲 | 亚洲 | 欧洲 | 欧洲 | 北美洲 | 北美洲 | 非洲 | 非洲 |
|----------|--------|------|------|--------|------------|------|------|--------|--------|-----------|-------|-------|------|
| | 越南 | 泰国 | 马来西亚 | 柬埔寨 | 印尼 | 巴基斯坦 | 斯里兰卡 | 塞尔维亚 | 西班牙 | 墨西哥 | 美国 | 摩洛哥 | 坦桑尼亚 |
| 2013 | 赛轮轮胎 | | | | | | | | | | | | |
| 2014 | | 玲珑轮胎 | | | | | | | | | | | |
| 2015 | | 中策橡胶 | | | | | | | | | | | |
| 2016 | | 森麒麟 | | | | | | | | | | | |
| 2017 | | | | | | | | | | | | | |
| 2018 | | 华谊集团 | 福临轮胎 | | | | | | | | | | |
| 2019 | | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | | 通用股份 | 浦林成山 | | | | | | | | | | |
| 2021 | 金宇轮胎 | | | 赛轮轮胎 2 | | | | | | | | | |
| 2022 | 贵州轮胎 | | | | | 浪马轮胎 | | | | | | | |
| 2023 | | | | 通用股份 2 | | | | 玲珑轮胎 2 | | | | | |
| 2024 | | | | 青岛双星 | | | | | | | | | |
| | 昊华轮胎 2 | 银宝轮胎 | 新迪轮胎 | 福麦斯轮胎 | 赛轮轮胎 4 | 华盛橡胶 | 昊华轮胎 | 森麒麟 2 | 赛轮轮胎 3 | 三角轮胎 (终止) | 森麒麟 3 | 奥莱斯轮胎 | |
| 规划或建设中 | | | | | 中策橡胶 2 | | | | 中策橡胶 3 | | | | |
| | | | | 万力轮胎 | 奥戈瑞轮胎 (破产) | | | | | | | | |
| | | | | 正道轮胎 | | | | | | | | | |
| | | | | 江苏省建集团 | | | | | | | | | |

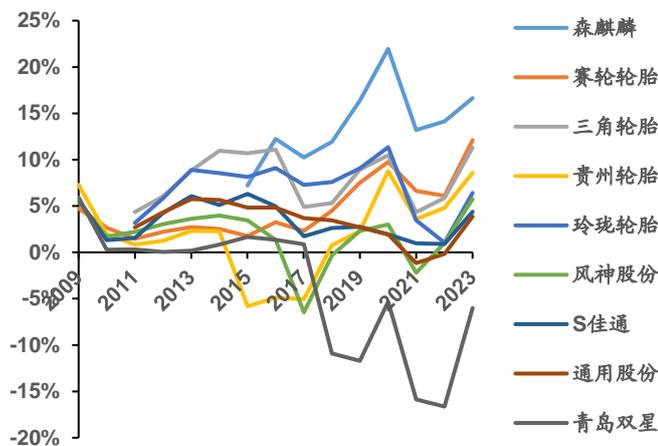
资料来源: 各公司公告、微信公众号、官网, 轮胎世界网, 人民网, 中国轮胎商务网, Tyrepress China, 柬埔寨环境保护产业网, 中国橡胶工业协会, 炭黑产业网, 聚胶, 中国橡胶杂志, 信达证券研发中心。注: 2024 年数据截至 2024 年 12 月 16 日; 公司名称后的数字 2 代表海外第 2 工厂, 数字 3 代表海外第 3 工厂...

我们统计了 53 个我国轮胎企业海外工厂项目的公布日期 (包括新建项目、扩建项目在内), 除了 5 个项目暂时没有找到具体的项目公布日期以外, 我们统计得到了 48 个项目的具体公布日期。从项目公布日期的分布来看, 在疫情之前, 我国轮胎企业出海建厂的意愿与欧美对我国的贸易壁垒有很强的相关性, 我们将其分为三个阶段: 第一阶段, 2011-2015 年间, 每年公布的海外工厂项目数量是 0-2 个, 主要是我国头部的轮胎企业开始出海建厂, 背后是驱动因素主要是 2009-2012 年美国对中国施加“特保案”特殊保护关税。第二阶段, 2016-2019 年间, 每年公布的海外工厂项目数量较上一阶段有增加趋势, 背后的驱动因素主要是 2015 年美国对我国半钢胎设置了较为严重的双反关税, 双反关税较上一阶段的特保案有明显提升, 企业出海的意愿更为强烈。第三阶段, 2020-2024 年, 企业经过疫情的冲击和恢复后, 2023 年出海建厂的意愿再次明显提升, 2023 年数量达到巅峰的 11 个, 主要集中在 2023 年下半年, 2024 年 (截至 12 月 16 日) 数量为 9 个。

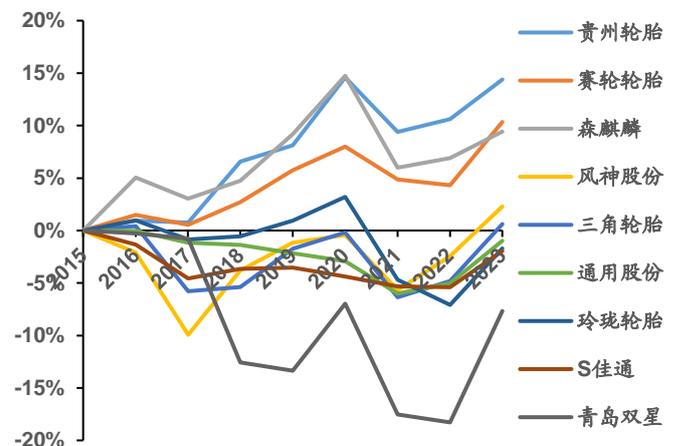
图 28: 2011-2024 年每年我国轮胎企业公布海外工厂项目的数量 (个)


资料来源: 各公司公告、微信公众号、官网, 轮胎世界网, 人民网, 中国轮胎商务网, Tyrepress China, 柬埔寨环境保护产业网, 中国橡胶工业协会, 炭黑产业网, 聚胶, 中国橡胶杂志, 信达证券研发中心。注: 2024 年数据截至 2024 年 12 月 16 日。

我们认为这里第三阶段的增长趋势值得探究, 中国轮胎企业“产能出海”的步伐加快。这包含两方面的内容, 一方面是已经出海的企业继续扩大产能、增加海外基地, 另一方面是更多未曾出海建厂的企业, 也公布了出海建厂的计划。在这一阶段, 我国轮胎上市公司的盈利能力差距继续拉大, 面临的外部贸易环境更加复杂和严峻, 同时国内产能过剩、市场压力较大。对于已经出海的企业来说, 在海外第一工厂建设第二、第三甚至更多的海外工厂, 进一步深化“全球化”生产是当务之急; 对于还没有出海的众多企业来说, 国内轮胎行业供需失衡的局面并未取得明显好转, 出海的需求也十分迫切。在 2020-2022 年, 企业主要需要应对疫情、海运费波动、原材料波动等非常规的因素的扰动, 在 2023 年上半年这些因素的影响减弱后, 2023 年下半年开始, 企业更能够集中精力到生产建设和战略布局上来, “走出去”的新闻也频繁涌现, 市场对出海板块和轮胎板块的关注度也明显提升。

图 29: 轮胎公司扣非归母净利率


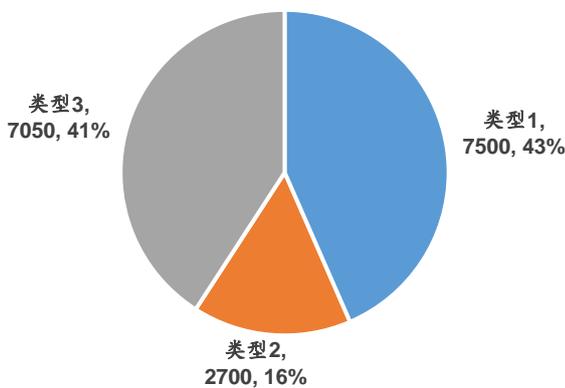
资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

图 30: 2015 年以来轮胎公司扣非归母净利率变动情况


资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心。注: 以 2015 年各公司扣非归母净利润为 0

我们分类梳理了中国轮胎企业在海外拟新增的产能，我们认为还需要进一步对其具体分析。2023年中国企业海外建成了半钢胎产能 8350 万条、全钢胎产能 2439 万条，我们在此基础上，统计了未来几年的增量。我们把中国轮胎企业海外规划新增的产能分成 3 个类型，类型 1 是在已投产的海外工厂的基础上扩建，类型 2 是已有海外工厂的公司在其他国家或地区新建工厂，类型 3 是没有出海成功经验的公司的工厂。根据我们的统计，类型 1、2、3 目前在海外规划新建的半钢胎产能分别为 7500、2700、7050 万条，合计 1.73 亿条，是 2023 年产能的 2.07 倍；类型 1、2、3 目前在海外规划新建的全钢胎产能分别为 626、60、1920 万条，合计 2606 万条，是 2023 年产能的 1.07 倍。但这些产能中，不同类型的产能在投产节奏、资金保障等方面存在较大差异，甚至有的工厂由于所在地的局势问题，投产可能性已经比较微小，所以我们还需要进一步具体分析这些产能的投产可信度和投产节奏。

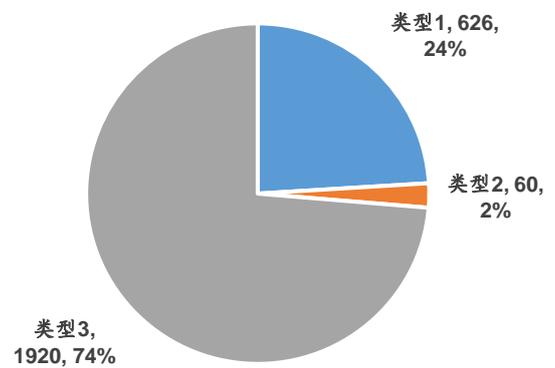
图 31: 我国轮胎企业在海外规划新增的半钢胎产能 (万条)



资料来源: 各公司公告、微信公众号、官网, 轮胎世界网, 人民网, 中国轮胎商务网, Tyrepress China, 柬埔寨环境保护产业网, 中国橡胶工业协会, 炭黑产业网, 聚胶, 中国橡胶杂志, 信达证券研发中心

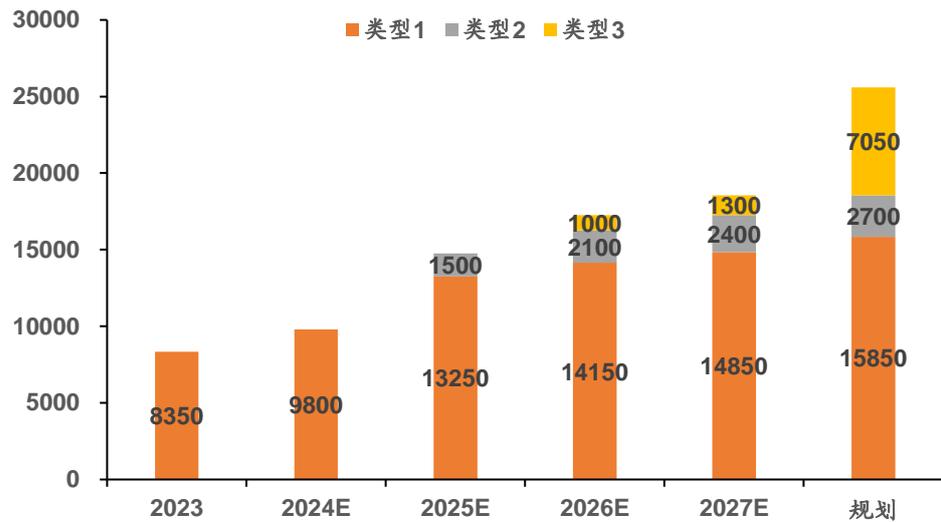
注: 个别项目未公布具体的产能, 所以未列入统计中。

图 32: 我国轮胎企业在海外规划新增的全钢胎产能 (万条)

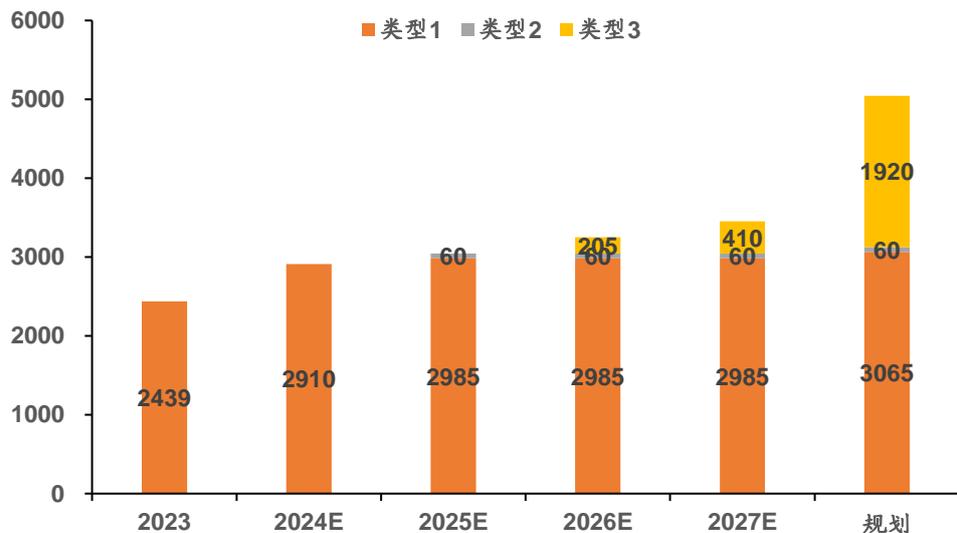


资料来源: 各公司公告、微信公众号、官网, 轮胎世界网, 人民网, 中国轮胎商务网, Tyrepress China, 柬埔寨环境保护产业网, 中国橡胶工业协会, 炭黑产业网, 聚胶, 中国橡胶杂志, 信达证券研发中心

我们根据各个海外项目的建设进度以及以上分析, 梳理了中国轮胎企业海外规划产能的投产节奏。在 2023 年中国企业海外建成了半钢胎产能 8350 万条、全钢胎产能 2439 万条的基础上, 我们预计 2024-2027 年, 中国轮胎企业海外半钢胎产能分别达到 9800 万条、1.48 亿条、1.73 亿条、1.86 亿条, 海外全钢胎产能分别达到 2910 万条、3045 万条、3250 万条、3455 万条。从 3 种类型的分布来看, 类型 1 是海外新增产能的主力, 类型 2 数量相对较少, 而类型 3 的建设进度和投产概率会相对较低, 有相当一部分产能投产可能性已经相对较小或项目已终止。

图 33: 中国轮胎企业海外半钢胎产能 (万条)


资料来源: 各公司公告、微信公众号、官网, 轮胎世界网, 人民网, 中国轮胎商务网, Tyrepress China, 柬埔寨环境保护产业网, 中国橡胶工业协会, 炭黑产业网, 聚胶, 中国橡胶杂志, 信达证券研发中心预测

图 34: 中国轮胎企业海外全钢胎产能 (万条)


资料来源: 各公司公告、微信公众号、官网, 轮胎世界网, 人民网, 中国轮胎商务网, Tyrepress China, 柬埔寨环境保护产业网, 中国橡胶工业协会, 炭黑产业网, 聚胶, 中国橡胶杂志, 信达证券研发中心预测

3、当“产能出海”被更多企业认可，如何应对供需格局的这一变化？

当“产能出海”愈发成为中国轮胎企业的主流共识，当中国轮胎企业在海外建厂的速度越来越快，当突破贸易壁垒的中国轮胎企业越来越多，未来企业之间如何竞争？我们认为不妨回顾历年全球轮胎企业 75 强的变化，从中窥知一二。

对轮胎行业而言，全球需求总体稳健，很少出现波澜，那么大级别、长周期的盈利上行或者下行，就主要来自于不同的企业各显神通，也就是轮胎公司的 α 。既然市场总需求是稳健的，供应端不同企业就要此消彼长，通常分析轮胎行业时人们习惯把供应端分成国际品牌传统势力和中国企业新势力两方。Tire Business 每年统计全球轮胎 75 强排名（按销售

收入排名), 通常我们说起“国际品牌轮胎”就是全球头部的米其林、普利司通、固特异、德国大陆等。

从 2001 年至今的二十多年里, 行业前六名没有变动, 分别是米其林、普利司通、固特异、德国大陆、倍耐力、住友。

第七、八名在将近二十年里一直是韩泰和横滨。

东洋、正新、锦湖、佳通、固铂从十名附近出现了不同程度的下滑, 跌落到了十名开外。全球 Top10 的第九、第十位置让了出来, 分别被中策、赛轮填补了。2023 年中策的收入 52% 来自国内, 赛轮 24% 收入来自国内, 赛轮收入分布更符合全球轮胎的市场分布, 赛轮品牌更符合“国际品牌”的特征。

图 35: 全球轮胎 75 强变化 (主要国际品牌)



资料来源: Tire Business, 信达证券研发中心

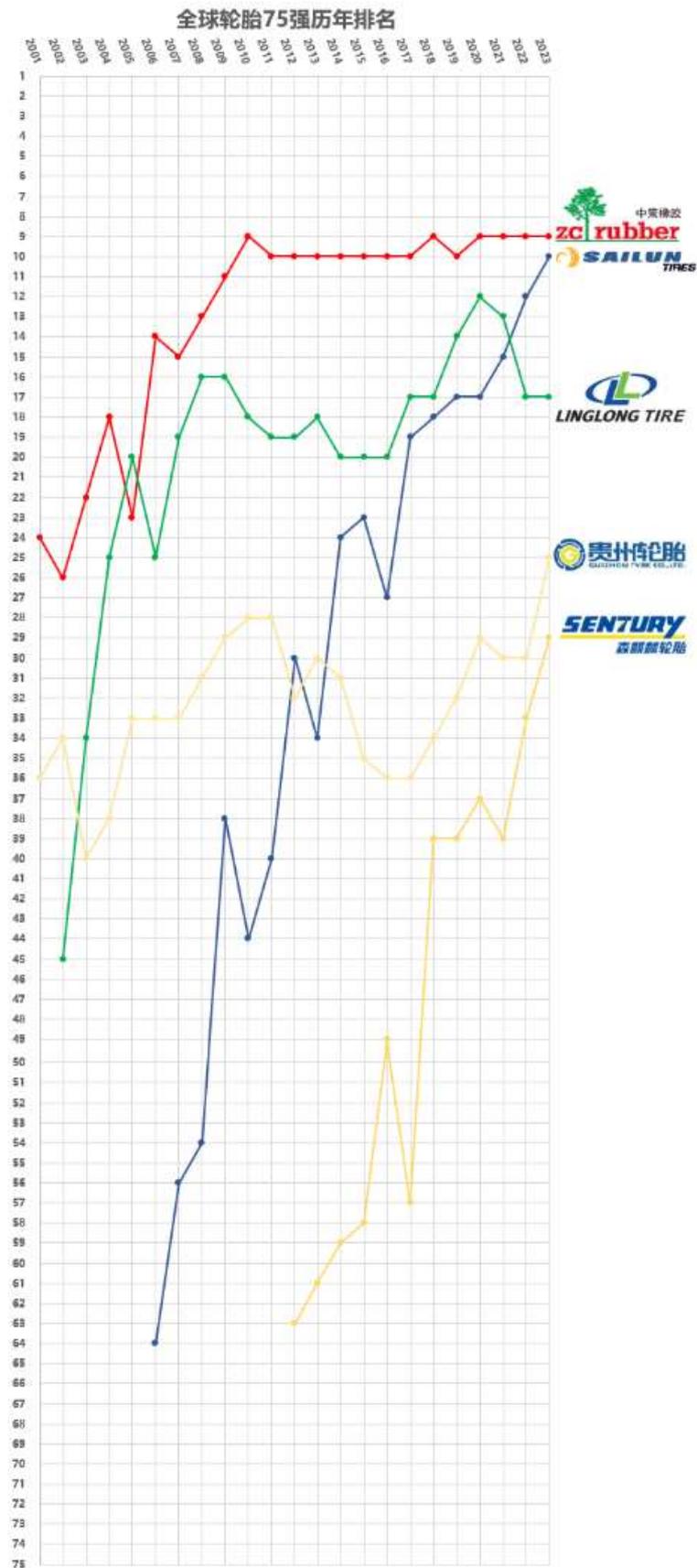
中策品牌历史超过半个世纪, 2001 年上升到全球 Top75 的第 24 位, 2010 年进入 Top10, 但未再前进。

玲珑轮胎在 2008 年之前有过排名的快速爬升, 之后徘徊在全球 10-20 名之间。

赛轮轮胎 2002 年成立, 2023 年位列全球第 10, 是全球轮胎行业中排名爬升最快、爬升幅度最大的品牌。

森麒麟作为后起之秀, 成立至今同样有较快的排名爬升速度, 2023 年列第 29 名。

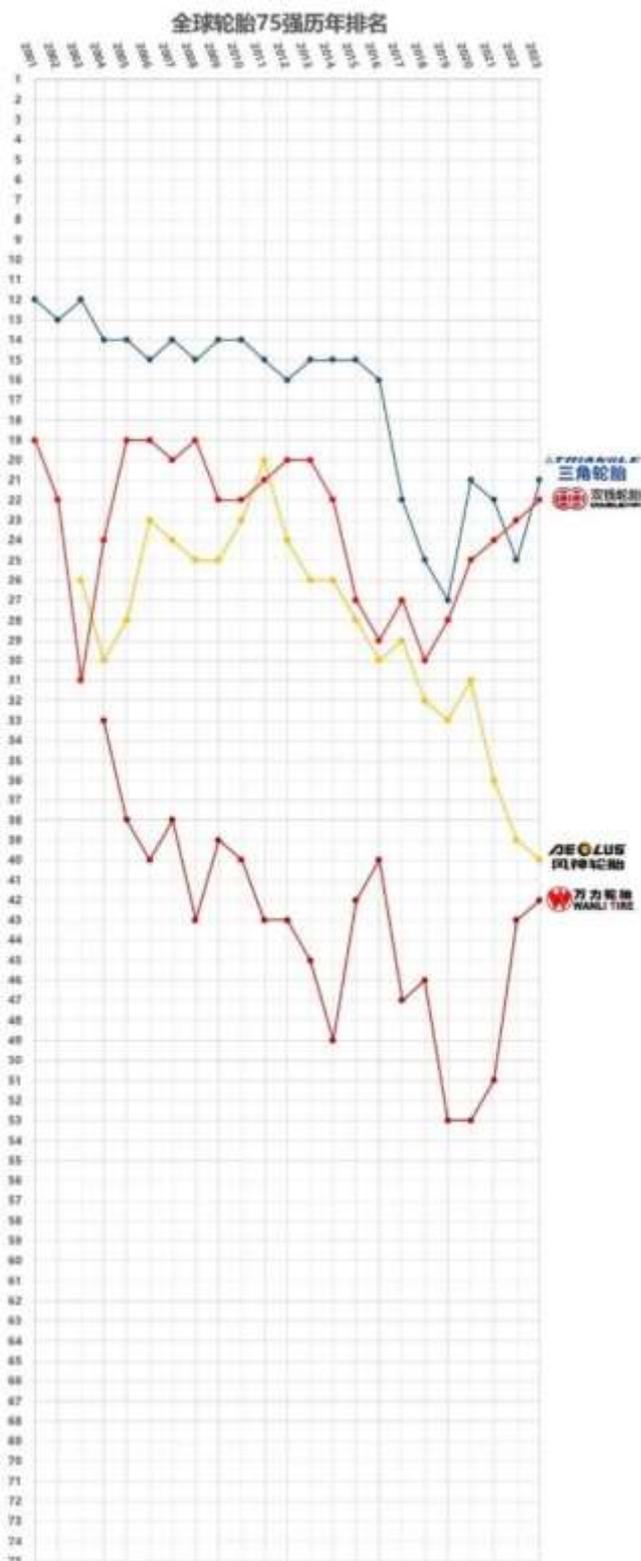
图 36: 全球轮胎 75 强变化 (中国头部品牌)



资料来源: Tire Business, 信达证券研发中心

那么是否可以说中国轮胎企业具备竞争优势，势不可挡地发起了对外资品牌的替代？我们认为，也不能给中国轮胎贴这个标签。例如几家中国老牌头部轮胎公司，三角轮胎、双钱轮胎、风神轮胎、万力轮胎，在过去的二十多年里，在全球排名中都出现了下滑。

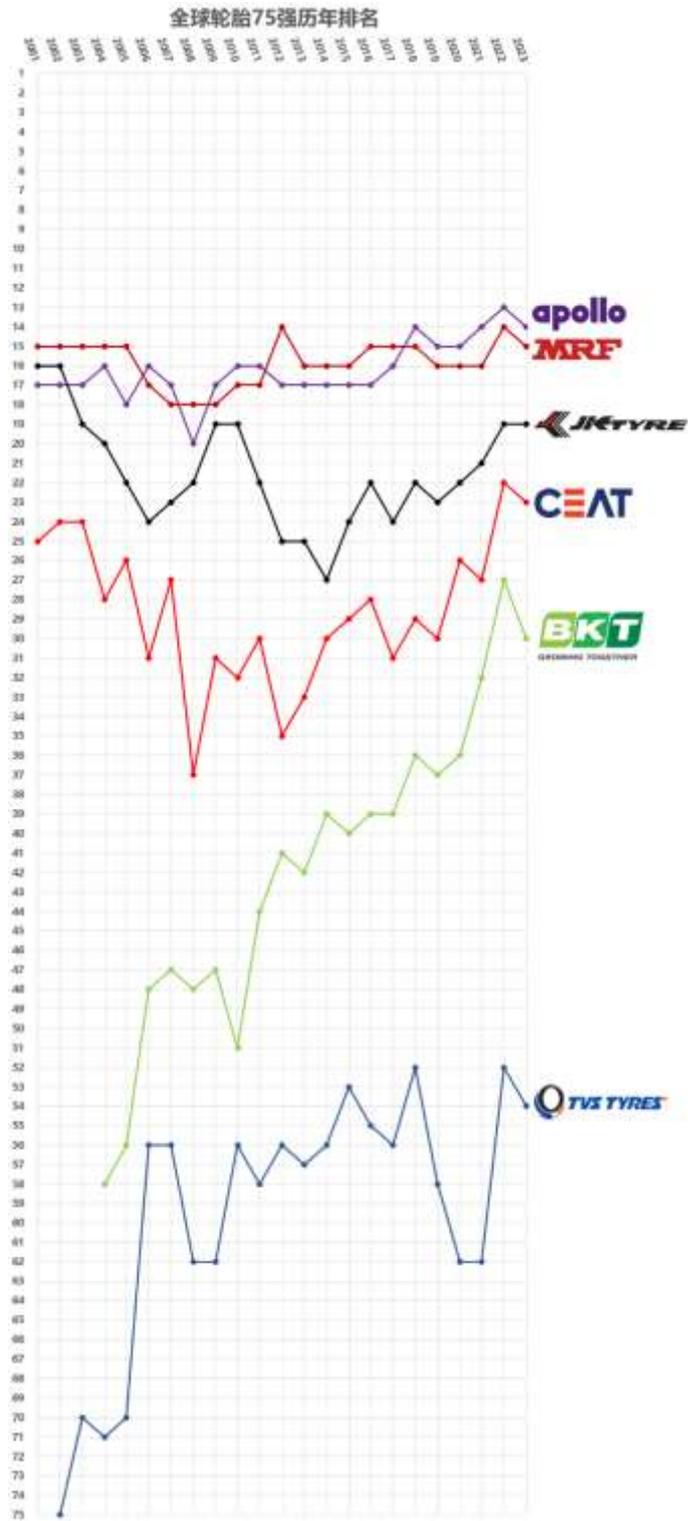
图 37: 全球轮胎 75 强变化 (部分中国品牌)



资料来源: Tire Business, 信达证券研发中心

在全球轮胎行业中，只有中国企业的成长去搅动传统固有格局吗？我们认为也不能下这个定论。下图是全球轮胎 75 强中的印度公司。跟中国轮胎公司一样，印度公司也有排名快速爬升的，也有在 10-20 名附近徘徊的。

图 38: 全球轮胎 75 强变化 (印度品牌)



资料来源: Tire Business, 信达证券研发中心

全球轮胎市场需求总体稳健的特性，决定了在任意时刻，都可以找到完全相反的企业发展趋势的证据。比如，有人认为中国轮胎席卷全球，但中国轮胎企业破产企业的数量远大于成长企业的数量；有人认为中国头部轮胎企业强者恒强，头部企业的确有成长的，但也有连续多年萎缩的；有人认为中国中小轮胎企业产能出清让出份额，但每年也不断有企业跨行进入轮胎行业进行新产能投资；在一个企业内部，也会出现一边关厂，一边建厂；在一个国家内部，也会出现例如最近的住友在美国减少投资，而大陆轮胎在美国增加投资。

我们对投资者的两个建议：

1、不要总结行业趋势作为对企业投资的前提，更主要的精力应该放在对具体企业的深入研究。这个行业最重要的不是共性，而是个性。

2、更关注收入，而不是产能。这个行业的过剩产能是较难完全出清的，但不一定影响每一个企业的收入和利润。我们认为一个轮胎企业的核心关注点应该是收入，是以自己的品牌抢占更多的全球市场份额。我们认为对于企业来说，在全球轮胎 75 强之类的收入榜单中持续提升排名，更能体现企业的经营能力。

三、从“产能出海”到“品牌出海”，长路漫漫亦灿灿

当突破了贸易壁垒的限制，面对全球化的需求和市场环境、与全球的企业一起竞争，如何能提升收入、提升份额，成为全球性的大公司？

我们认为，靠谱的产品、自动化的生产线、研发更高性能的产品、广告营销、品牌号召力，这些都是要素，集齐所有要素自然对企业是好事，但并非一定都得同时具备，而是在对应阶段具备最核心的要素。在全球轮胎 75 强的阶梯中，新进入者，如果有靠谱的产品、自动化的生产线（保障产品一致性），就很可能可以前进三四十名；在这个基础上，如果有营销无研发，或者有研发无营销，也可以前进到二十名以内；如果跨进前十名的门槛还想继续前进，则所有要素都需要具备；不过如果到了前五名，则研发、营销、品牌成了重点，自己的生产线够不够倒是变得次要了。

有些企业和投资者进入了一个误区，认为中国轮胎之前的进步所依靠的竞争优势在今后的路上一样适用。我们认为中国轮胎之前的进步靠制造优势，今后能否继续进步，不是顺理成章的，而要客观地分析一下产品、研发、营销上的能力。

需要注意的是，我们认为轮胎更需要注意的是其差异化的产品属性。固然中国轮胎产品与一线品牌存在着品牌定位、研发实力上的差距，但中国品牌内部也存在着这种差异。出海=海外订单的逻辑并不适用。

从单价上来看，中国轮胎品牌的轮胎单价是国际一线品牌的 40%-70%，仍有提升空间。中国轮胎需要走出国内红海市场、走向国际、需要品牌力，背后是产品质量、企业形象等多方面的提升。轮胎有消费品的属性，不同品牌的轮胎单价差异可以很大。为了对比轮胎价格，探究中国轮胎价格在全球的地位，我们以美国 2022 年最畅销的车型 Toyota Camry 为例，在美国轮胎销售网站找到了匹配这一车型的轮胎零售价格。从我们找到的结果来看，匹配同一车型、同一尺寸的轮胎单价差异能够有 3-4 倍，以一线轮胎品牌均价为 100%，那么日韩的国际二线品牌（韩泰、优科豪马、耐克森等）价格是 70%-85%，中国轮胎价格是 40%-70%。中国品牌仍有较大提升空间。

图 39: 部分品牌轮胎单价对比

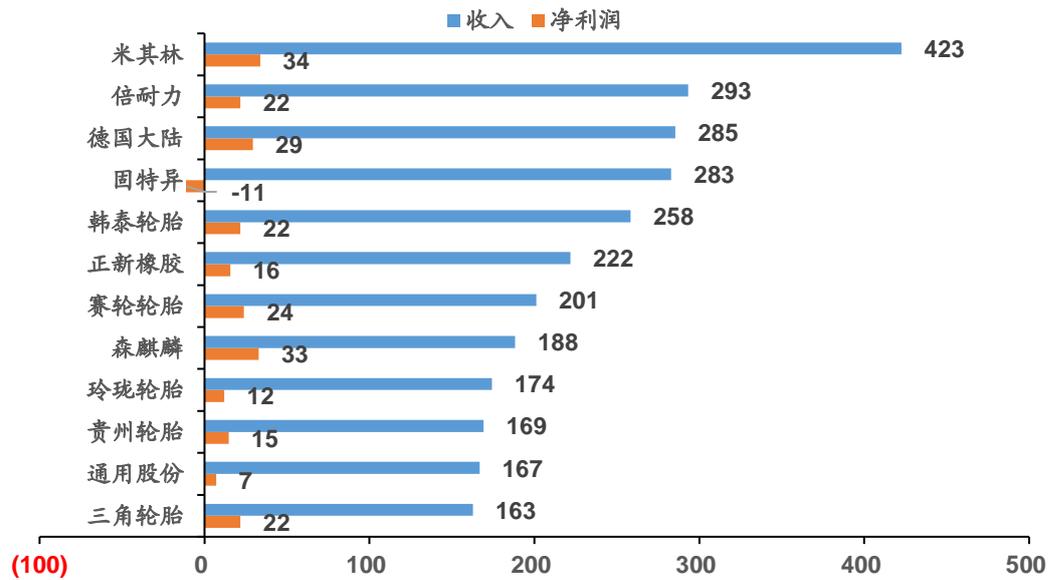
| | |
|---------------|------|
| 诺记 | 128% |
| 普利司通 | 108% |
| 固特异 | 101% |
| 德国大陆 | 95% |
| 诺记 | 95% |
| 普利司通FIRESTONE | 90% |
| 德国大陆将军轮胎 | 84% |
| 韩泰 | 82% |
| 优科豪马 | 82% |
| 固铂 | 81% |
| 通伊欧 | 81% |
| 开利 | 76% |
| 耐克森 | 75% |
| 日本住友飞劲轮胎 | 75% |
| 锦湖轮胎 | 71% |
| 中国品牌1 | 69% |
| 中国品牌2 | 53% |
| 中国品牌3 | 49% |
| 中国品牌4 | 48% |
| LIONHART | 36% |

资料来源: Tire Business, SIMPLE TIRE 网站, 信达证券研发中心

为了对比不同轮胎企业的单价水平、利润水平, 我们用各轮胎公司全年的收入、净利润分别除以原材料采购金额, 再乘以 100, 分别得到了各公司购入 100 元原材料所生产的轮胎的单价、净利润。这样分析的好处在于排除了轮胎规格对单价的影响。

我们分析发现, 大部分中国轮胎企业购入 100 元的原材料, 卖出 100 多元的轮胎, 并且原材料成本占比较高, 原材料成本在营业成本中的占比基本在 70%-80%。国际头部轮胎品牌的附加值较高, 购入 100 元的原材料取得的收入是 300~400 元, 但净利润方面没有明显高于中国企业, 主要是因为海外几个企业的成本结构与中国企业有很大差异, 研发、销售、人工等费用占比较高。我们认为对中国企业来说, 拼制造能力、降本增效可以提升利润, 但很难提升品牌和价格, 对中国头部轮胎企业来说, 要继续提升全球排名的话, 拼制造能力的空间不多了, 继续成长, 需要品牌和价格, 就需要在成本端投入。

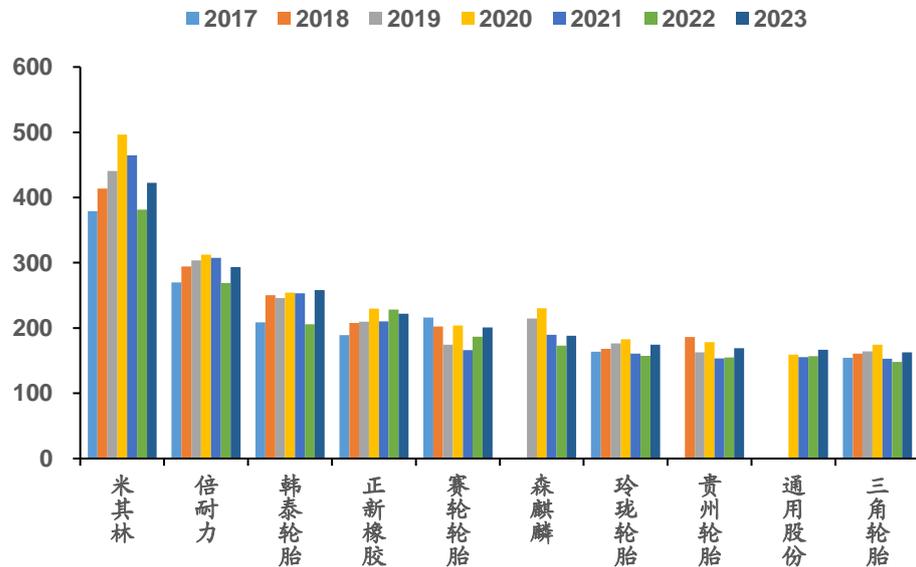
图 40: 以原材料采购额为 100 时, 2023 年各企业的收入和净利润表现



资料来源: Wind, 同花顺 iFinD, 各公司公告, Tire Business, 信达证券研发中心

即便拉长时间维度, 在采购原材料价格为 100 的情况下, 各企业每年的收入表现略有波动, 但 2017-2023 年各个企业增加产品附加值的能力依然呈现较为一致的梯度分布。

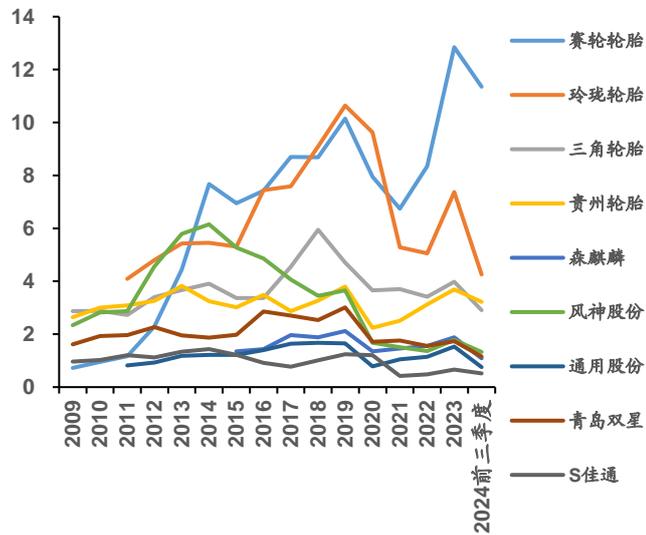
图 41: 以原材料采购额为 100 时各企业的收入表现



资料来源: Wind, 同花顺 iFinD, 各公司公告, Tire Business, 信达证券研发中心

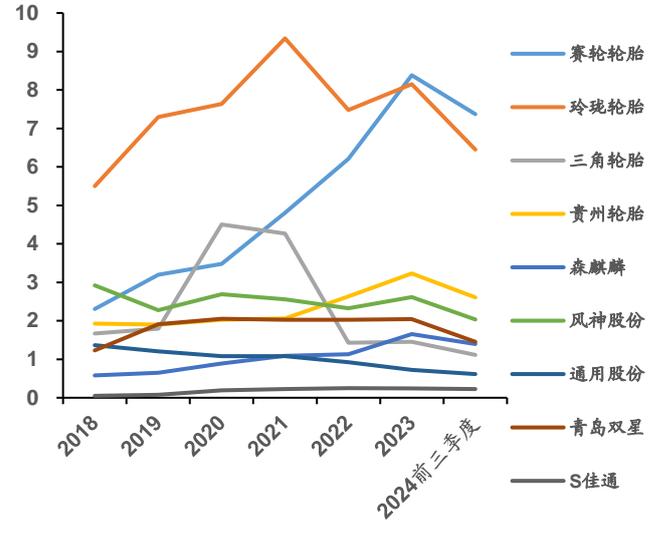
投资者如何辨析企业的品牌力？我们认为：应当看看报表里面的费用，没有投入相关成本费用难以提升品牌；研发、营销费用所能取得的效果与费用的绝对额更加相关，而与费用率相关性较弱。

图 42: 轮胎公司销售费用 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

图 43: 轮胎公司研发费用 (亿元)



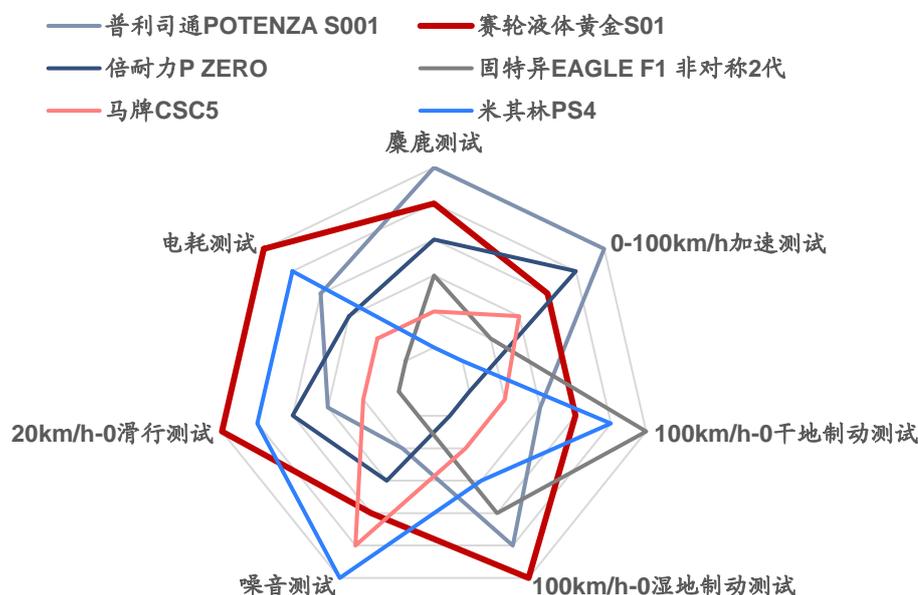
资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

我们认为，轮胎业，以及很多类似的制造业，讨论景气度时可以分开行业外部波动因素和行业内部竞争格局两个维度进行讨论。外部因素包括原料价格、运输、汇率等，周期往复波动，三四个季度内即可能完成一个周期循环，该景气度是行业内企业的共性，但利润率中枢抬升的企业可以弱化周期性。更长时间、更大幅度的盈利景气变化来自竞争格局内部，若是需求总体稳健的行业，就不要去寻求行业β标签，而去抓住能够持续上升的企业。如何抓住？在制造业发展的初级阶段，应关注成本控制的能力，以利润率结果为导向；在制造业发展的高级阶段，打造差异化产品，树立品牌向消费品升级时，应该首先关注在成本端为升级所付出的代价，而不单纯是降本增效的制造逻辑。短期付出成本，是为了获得更长、更高景气度，也才更有可能获得更长、更高景气度。

投资建议

我们推荐投资者关注赛轮轮胎。在 2021 年底，赛轮推出液体黄金轮胎产品。赛轮轮胎液体黄金技术能够有效提升轮胎性能，有望提升品牌力。液体黄金轮胎采用世界首创化学炼胶技术，解决了困扰行业百年的“魔鬼三角”难题，被誉为世界橡胶工业第四个里程碑式技术创新。性能方面：公司液体黄金轮胎经西班牙 IDIADA、德国 TÜV、美国史密斯实验室等多个权威机构验证及测试，其优异的节油性、舒适性、操控性、耐磨性等指标受到驾驶人员的广泛好评和认可。平均 1 条液体黄金卡客车胎、轿车胎可分别降低能耗 4%、3% 以上，使用液体黄金轮胎的新能源轿车可提高续航 5%-10%。太平洋汽车针对特斯拉 Model 3 车型，选择了赛轮液体黄金在内的六种轮胎进行了性能测试，结果显示，赛轮液体黄金 S01 在操控、安全、电耗这三个方面表现出色，尤其是在湿地制动以及电耗表现均胜于其余 5 款外资品牌轮胎。我们认为，以液体黄金轮胎为代表的产品高品质与高端化助力公司品牌价值的提升，背后是公司在研发、制造、产品、营销等方面的持续发力。

图 44：轮胎性能对比



资料来源：赛轮集团微信公众号、太平洋汽车，信达证券研发中心

注：雷达图从外到内分别代表该项性能测试的第一名、第二名...第六名。

风险因素

- 1、**下游需求大幅下降的风险**：若宏观经济形势不佳、下游需求大幅下滑，可能会对行业产生不利影响
- 2、**原材料价格大幅上涨的风险**：若原材料供应紧缺、价格大幅上涨，可能会给行业成本端带来压力
- 3、**欧美对东南亚轮胎发起新一轮双反或国内外其它贸易政策有不利变动的风险**：若贸易摩擦升级、欧美对东南亚轮胎发起新一轮双反、或其他贸易政策有重大变动，可能对行业基本面有不利影响

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

尹柳，中山大学高分子材料学士，中央财经大学审计硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事基础化工行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 15% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~15%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。