“大”现金“小”市值彰显投资价值

华泰研究 首次覆盖
2025 年 1 月 12 日 | 中国内地 橡塑制品

投资评级(首评):	增持
目标价(人民币):	16.70

研究员 庄汀洲
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

研究员 张雄
SAC No. S0570523100003 zhangxiong@htsc.com
SFC No. BVN325 +(86) 10 6321 1166

研究员 宋亭亭
SAC No. S0570522110001 songtingting021619@htsc.com
SFC No. BTK945 +(86) 21 2897 2228

联系人 杨文韬
SAC No. S0570124070150 yangwentao@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

首次覆盖三角轮胎并给予增持评级，目标价 16.70 元。公司主要从事轮胎制造业务，其工程胎业务全国领先，巨胎产品已实现全规格覆盖，受海外需求带动预计公司产能利用率仍将高位运行。公司净货币性资产规模接近总市值，我们认为企业价值有所低估。

海外高性价比轮胎需求激增，公司全球化持续发力

近年来欧美等海外市场消费降级趋势明显，中国高性价比轮胎正逐步赢得海外消费者的青睐，24 上半年在海外主流品牌收入增速同比负增长下多数中国品牌依然保有两位数以上的正增长，中国轮胎正凭性价比优势开启“全球替代”。公司重视海外市场开拓，海外收入占比已由 2019 年的 45%提升至 2023 年的 60%。公司海外市场销售较为分散，不依赖单一市场，且对美敞口较小，所受贸易风险或低于同行。公司海外目标市场以欧洲与亚非拉为主，在受益于欧洲地区消费降级的同时，亦可享受新兴市场的需求增长。

非公路轮胎供需格局良好，公司产品国内领先

2024 年全球非公路轮胎市场规模为 87.9 亿美元，受益于全球矿山开采增长、基建投资增加、农业机械普及等，行业未来 5 年有望以 5.2%的 CAGR 增长。非公路轮胎制造难度大、盈利能力强，其中巨胎产品仍主要被海外垄断，伴随中国企业的积极追赶，以巨胎为代表的非公路轮胎国产替代空间较为广阔。公司率先实现了工程胎与巨胎的国产化突破，目前在全品类工程子午胎基础上，已能够生产从 49 寸-63 寸所有巨胎产品，2022 年公司工程胎收入国内排名第三，产品单价领先同行。凭借质量优势公司持续发力配套市场，至 2023 年已连续 9 年获得全球工程机械龙头卡特彼勒“供应商卓越认可”。

我们与市场观点不同之处

市场认为不具有海外产能的公司将缺少全球竞争优势。23 年公司海外收入占比达 60%，已较为接近出海企业；轮胎企业海外工厂产品主要面向美国市场，而美国轮胎市场存在贸易风险，公司出口以欧洲和亚非拉地区为主，市场结构特殊，所受贸易风险或低于同行，具备全球竞争优势。

盈利预测与估值

我们预测公司 24-26 年归母净利润为 11.12/13.37/14.68 亿元，对应 EPS 为 1.39 /1.67/1.83 元/股。截至 9M24 公司净货币性资产为 98 亿，接近总市值，企业价值或低估。得益于海外市场结构公司所受贸易风险或低于同行，同时考虑公司工程胎优势，参考可比公司 25 年平均 9xPE 的 Wind 一致预期，给予公司 25 年 10xPE 估值，目标价 16.70 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：需求不及预期风险，原材料与海运费波动风险，贸易壁垒风险。

经营预测指标与估值

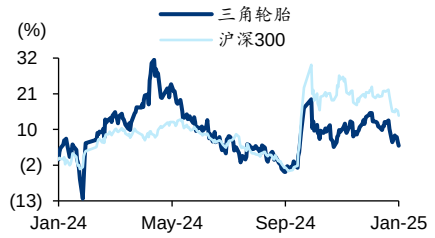
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	9,220	10,422	10,075	10,499	10,689
+/-%	2.97	13.03	(3.32)	4.21	1.81
归属母公司净利润 (人民币百万)	737.64	1,396	1,112	1,337	1,468
+/-%	22.86	89.29	(20.34)	20.17	9.81
EPS (人民币，最新摊薄)	0.92	1.75	1.39	1.67	1.83
ROE (%)	6.46	11.37	8.45	9.62	9.91
PE (倍)	15.54	8.21	10.31	8.58	7.81
PB (倍)	0.98	0.89	0.85	0.80	0.75
EV EBITDA (倍)	8.28	5.40	6.80	5.83	5.53

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	16.70
收盘价 (人民币 截至 1 月 10 日)	14.33
市值 (人民币百万)	11,464
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	95.30
52 周价格范围 (人民币)	12.63-18.93
BVPS (人民币)	16.53

股价走势图



资料来源：Wind

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,464	12,775	12,900	13,674	14,266
现金	2,741	2,157	2,148	1,931	1,519
应收账款	890.20	949.94	959.56	999.93	1,018
其他应收账款	5.91	1.68	15.57	0.00	12.00
预付账款	19.05	45.49	13.21	50.98	13.58
存货	1,399	1,110	1,251	1,277	1,284
其他流动资产	7,409	8,511	8,513	9,415	10,419
非流动资产	5,230	5,983	6,388	6,609	6,798
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	4,350	4,178	4,199	4,053	3,774
无形资产	417.23	407.53	383.91	360.55	337.22
其他非流动资产	462.31	1,398	1,805	2,195	2,686
资产总计	17,693	18,758	19,288	20,283	21,063
流动负债	5,402	5,357	5,338	5,471	5,347
短期借款	1,229	937.71	1,168	1,112	1,073
应付账款	2,635	3,557	3,087	3,152	3,169
其他流动负债	1,539	862.11	1,083	1,207	1,105
非流动负债	594.88	528.89	500.77	471.52	441.99
长期借款	200.18	150.13	122.02	92.77	63.23
其他非流动负债	394.71	378.75	378.75	378.75	378.75
负债合计	5,997	5,886	5,839	5,942	5,789
少数股东权益	0.79	1.04	1.27	1.53	1.83
股本	800.00	800.00	800.00	800.00	800.00
资本公积	5,225	5,225	5,225	5,225	5,225
留存公积	5,657	6,829	7,497	8,299	9,180
归属母公司股东权益	11,696	12,871	13,448	14,339	15,273
负债和股东权益	17,693	18,758	19,288	20,283	21,063

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	1,487	1,798	1,010	649.52	481.55
净利润	737.28	1,397	1,113	1,337	1,468
折旧摊销	435.45	440.69	356.73	389.59	398.38
财务费用	(38.64)	(31.40)	(23.14)	(20.01)	(11.13)
投资损失	(226.99)	(248.00)	(228.00)	(255.00)	(285.00)
营运资金变动	444.35	140.32	(192.48)	(785.20)	(1,072)
其他经营现金	135.54	100.28	(16.12)	(16.80)	(17.10)
投资活动现金	(324.38)	(1,985)	(533.82)	(355.28)	(302.32)
资本支出	(79.07)	(107.33)	(332.70)	(204.18)	(85.47)
长期投资	(310.00)	(2,325)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	64.69	447.79	(201.12)	(151.10)	(216.85)
筹资活动现金	(206.38)	(423.92)	(484.86)	(510.67)	(591.75)
短期借款	(110.25)	(290.80)	230.62	(56.81)	(39.00)
长期借款	200.18	(50.04)	(28.11)	(29.25)	(29.53)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(296.31)	(83.07)	(687.36)	(424.61)	(523.22)
现金净增加额	1,010	(584.27)	(9.13)	(216.43)	(412.53)

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,220	10,422	10,075	10,499	10,689
营业成本	7,853	8,180	8,158	8,329	8,374
营业税金及附加	47.44	72.22	66.50	69.30	70.55
营业费用	341.55	397.87	384.88	401.07	408.33
管理费用	234.90	257.24	247.85	258.28	262.96
财务费用	(38.64)	(31.40)	(23.14)	(20.01)	(11.13)
资产减值损失	(32.00)	(38.70)	(23.17)	(24.15)	(24.59)
公允价值变动收益	(0.23)	(0.03)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	226.99	248.00	228.00	255.00	285.00
营业利润	833.05	1,615	1,284	1,537	1,687
营业外收入	1.74	0.62	1.00	1.00	1.00
营业外支出	2.37	4.36	10.00	10.00	10.00
利润总额	832.43	1,612	1,275	1,528	1,678
所得税	95.14	215.14	162.29	190.99	209.74
净利润	737.28	1,397	1,113	1,337	1,468
少数股东损益	(0.36)	0.26	0.22	0.27	0.29
归属母公司净利润	737.64	1,396	1,112	1,337	1,468
EBITDA	1,268	2,018	1,608	1,898	2,065
EPS (人民币，基本)	0.92	1.75	1.39	1.67	1.83

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	2.97	13.03	(3.32)	4.21	1.81
营业利润	22.10	93.92	(20.53)	19.71	9.76
归属母公司净利润	22.86	89.29	(20.34)	20.17	9.81
获利能力 (%)					
毛利率	14.83	21.51	19.03	20.67	21.66
净利率	8.00	13.40	11.04	12.73	13.73
ROE	6.46	11.37	8.45	9.62	9.91
ROIC	6.94	12.28	9.65	11.05	11.47
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.89	31.38	30.27	29.30	27.48
净负债比率 (%)	(8.31)	(4.37)	(3.91)	(2.75)	(0.33)
流动比率	2.31	2.38	2.42	2.50	2.67
速动比率	0.82	0.75	0.75	0.70	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.57	0.53	0.53	0.52
应收账款周转率	10.89	11.33	10.55	10.72	10.59
应付账款周转率	3.20	2.64	2.46	2.67	2.65
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.75	1.39	1.67	1.83
每股经营现金流(最新摊薄)	1.86	2.25	1.26	0.81	0.60
每股净资产(最新摊薄)	14.62	16.09	16.81	17.92	19.09
估值比率					
PE (倍)	15.54	8.21	10.31	8.58	7.81
PB (倍)	0.98	0.89	0.85	0.80	0.75
EV EBITDA (倍)	8.28	5.40	6.80	5.83	5.53

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

投资要点 **6**
大额货币资产及分红彰显投资价值 6
公司全球化持续发力，有望享受欧洲消费降级与新兴市场需求增长 6
工程胎领先企业，高盈利巨胎产品全规格覆盖有望增强盈利能力 6
我们与市场观点不同之处 6
老牌轮胎企业，大额净货币资产及分红彰显投资价值 **7**
消费降级下海外对高性价比轮胎需求快速增长 **11**
中国市场：外资主导，竞争激烈，企业积极出海 12
美国市场：依赖进口，利润丰厚，海外工厂核心市场 13
欧洲市场：中国内地出口首选，高性价比需求快速增长 14
亚非拉市场：出口亚非拉有望成为中国轮胎重要的需求增长引擎 15
中国轮胎凭借性价比优势开启全球替代 16
三角轮胎全球化持续发力，海外份额快速提升 18
非公路轮胎：市场空间广阔，巨胎产品构筑高壁垒与高盈利 **20**
供需格局良好，国产替代空间广阔 20
工程胎领先企业，巨胎全规格覆盖 22
首次覆盖给予“增持”评级 **23**
风险提示 25

图表目录

图表 1： 三角轮胎发展历程 7
图表 2： 三角轮胎股权结构图（截至 24 年三季度） 7
图表 3： 三角轮胎主要产品产能分布 8
图表 4： 三角轮胎华阳工厂 8
图表 5： 三角轮胎智慧工厂展示 8
图表 6： 公司智慧工厂与主要轮胎企业开工率对比 8
图表 7： 2023 年部分轮胎上市公司人均创收对比 8
图表 8： 三角轮胎收入及增速 9
图表 9： 三角轮胎归母净利及增速 9
图表 10： 三角轮胎利润率情况 9
图表 11： 三角轮胎费用率情况 9
图表 12： 三角轮胎货币性资产情况 10
图表 13： 三角轮胎与其他轮胎企业货币性资产与市值对比 10
图表 14： 公司分红情况 10
图表 15： 三角轮胎股价复盘 10
图表 16： 子午线轮胎剖面结构 11

图表 17： 全球半钢轮胎按销售模式分布 11
图表 18： 全球全钢轮胎按销售模式分布 11
图表 19： 美国轮胎需求增速与工业活动关系 12
图表 20： 欧洲轮胎需求增速与工业活动关系 12
图表 21： 中国半钢轮胎内需与出口情况 12
图表 22： 中国全钢轮胎内需与出口情况 12
图表 23： 半钢胎全球配套市场情况 13
图表 24： 半钢胎全球替换市场情况 13
图表 25： 全钢胎全球配套市场情况 13
图表 26： 全钢胎全球替换市场情况 13
图表 27： 美国轮胎需求结构拆分（单位：百万条） 14
图表 28： 美国轿车胎规格数量变化 14
图表 29： 中策橡胶半钢胎不同地区销售均价 14
图表 30： 24H1 欧洲替换轮胎需求结构 15
图表 31： 2023 年中国轮胎出口结构 15
图表 32： 欧盟 27 国+英国半钢胎进口结构 15
图表 33： 欧盟 27 国+英国全钢胎进口结构 15
图表 34： 亚非拉地区 GDP 年均增速 16
图表 35： 全球主要地区汽车产品进口贸易额增速（截至 22 年） 16
图表 36： 中国半钢胎出口去向变化 16
图表 37： 中国全钢胎出口去向变化 16
图表 38： 全球 Top15 轮胎制造商（2022 年数据） 16
图表 39： 2023 年主要轮胎制造商成本构成 17
图表 40： 2022 年 TOP15 轮胎制造商人均销售额 17
图表 41： 美国轮胎销售网站单胎价格对比 17
图表 42： 美国半钢轮胎自不同国家进口均价 17
图表 43： 全球主要轮胎企业收入增速变化 18
图表 44： 中国轮胎全球收入排名变化 18
图表 45： 2023 年三角轮胎收入结构 18
图表 46： 三角轮胎分区域毛利率对比 18
图表 47： 欧盟轮胎性能标签 19
图表 48： 2015 年三角轮胎海外收入结构 19
图表 49： 2019 年森麒麟海外收入结构 19
图表 50： 全球非公路轮胎市场规模 20
图表 51： 全球主要矿产资源产量 20
图表 52： 部分国家基础设施投资额预测 20
图表 53： 全球农业机械市场规模及预测 20
图表 54： 全球及我国巨胎产量 21
图表 55： 2023 全球活跃的大型露天矿数量分布 21
图表 56： 全球巨胎主要公司及产品信息 21

图表 57： 海安橡胶不同规格巨胎售价（不含税） 21
图表 58： 不同品类轮胎毛利率对比 21
图表 59： 2016 年 4 月三角轮胎 63 寸巨胎成功下线 22
图表 60： 2022 年中国工程轮胎销售收入排行 22
图表 61： 2022 年中国工程轮胎 10 强产量与单价 22
图表 62： 三角轮胎产销假设 23
图表 63： 三角轮胎价格利润 24
图表 64： 三角轮胎财务预测 24
图表 65： 可比公司估值表 25
图表 66： 报告提及公司列表 25
图表 67： 三角轮胎 PE-Bands 25
图表 68： 三角轮胎 PB-Bands 25

投资要点

公司是轮胎行业领先企业，2023 年收入规模位居中国第 5，具备 2688 万条轮胎产能。公司具有较大规模净货币性资产，我们认为公司企业价值有所低估，考虑海外需求增长以及高盈利巨胎产品增强盈利能力，我们认为目前公司具备一定投资价值。

大额货币资产及分红彰显投资价值

截至 9M24 公司共有货币性资产 110.5 亿元以及带息负债 13 亿元，2025 年 1 月 10 日公司总市值为 115 亿，考虑公司货币型资产规模较大，我们认为公司企业价值有所低估。轮胎行业属于重资产行业，目前产能不足已成为制约公司发展的首要因素，公司充足的账面资金为公司未来扩张提供了坚实基础。公司 2023 年年末收盘价对应股息率为 4.65%，较多的资金亦有助于提高公司股利支付意愿，回馈股东。

公司全球化持续发力，有望享受欧洲消费降级与新兴市场需求增长

区别于国内出海轮胎企业以美国市场为主，公司目标市场主要集中于亚非拉地区以及欧洲市场。受益于欧洲消费降级，公司高性价比产品深受消费者追捧，据公司欧洲总经理 Corrado Moglia，2016 年至 2023 年公司在欧洲地区年销量已从 37 万条增长至 400 万条，2023 年欧洲销量占海外销量比重约为 30%，未来仍有进一步增长空间。考虑美国双反下目前公司在美收入规模或相对有限，我们估计公司在亚非拉及俄罗斯等地区海外销量占比或在 60%以上，公司亦有望受益于新兴市场快速的需求增长。由于目前轮胎行业贸易风险主要来源于美国市场，我们认为公司特殊的海外市场结构将有助于降低风险，帮助公司实现稳健经营。

工程胎领先企业，高盈利巨胎产品全规格覆盖有望增强盈利能力

工程胎使用场景复杂，生产技术难度较大，其中巨型工程胎产品全球仅有少部分轮胎企业具备大规模批量生产能力，全球 CR3 长期维持在 80%以上，高壁垒下巨胎产品售价与毛利率均大幅高于半钢/全钢产品。公司是国内工程胎领先企业，工程胎与巨胎产品最早打破海外垄断，据《中国橡胶》(2023 版，中国橡胶工业协会)，2022 年公司工程轮胎销售额为 15.4 亿元，位列中国第三，仅次于赛轮轮胎与中策橡胶。目前公司在全品类工程子午胎基础上，已能够生产从 49 寸-63 寸所有巨型工程子午胎产品，已连续 9 年获得全球工程机械龙头卡特彼勒“供应商卓越认可”。我们认为公司有望依靠工程胎与巨胎产品实现产品结构与盈利能力的进一步改善。

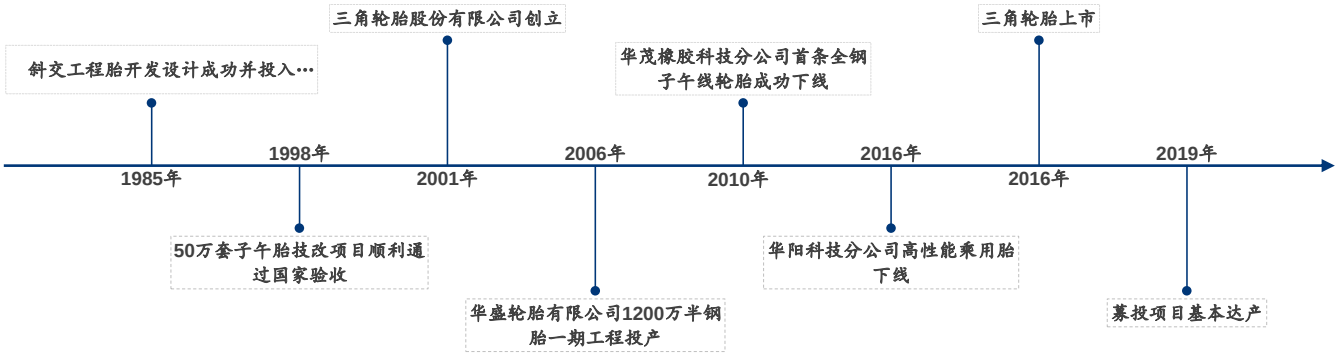
我们与市场观点不同之处

市场认为不具有海外产能的公司将缺少全球竞争优势。公司凭借国际营销网络的布局 2023 年海外收入占比已达 60%，且部分内销产品系通过配套形式参与出口市场，公司全球市场参与程度已较为接近具备海外工厂的企业。此外受美国盈利能力较好吸引，目前轮胎企业海外工厂主要销售重心着眼于美国，而公司目前主要出口区域则以欧洲及亚非拉等地区为主，与主流轮胎企业形成错位竞争，亦可减少来自美国贸易政策不确定性的风险。

老牌轮胎企业，大额净货币资产及分红彰显投资价值

三角轮胎是国内轮胎制造行业的领先企业，根据《中国橡胶》，2023 年公司收入规模位居中国第 5。公司 2016 年于上交所上市，业务范围覆盖商用车轮胎、乘用车轮胎、斜交工程胎、子午工程胎和巨胎等，产品服务对象包括配套市场的各类汽车制造厂、工程机械厂、矿山、工程项目、集团客户，以及替换市场的广大轮胎经销商与消费者。

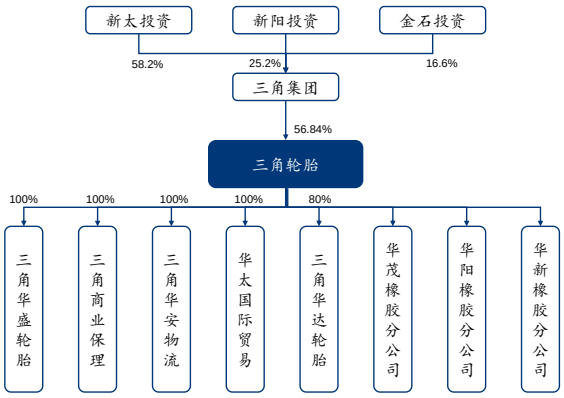
图表1：三角轮胎发展历程



资料来源：公司官网，华泰研究

公司实际控制人为丁木先生，其通过控股公司新太、新阳、金石三家公司间接控制三角轮胎的控股股东三角集团。公司下属子公司华安物流主要从事运输业务；2020 年新设三角商业保理有限公司，负责公司保理融资等业务；华达轮胎主要负责轮胎翻新业务。华盛轮胎、华茂橡胶、华阳橡胶、华新橡胶系公司主要资产。

图表2：三角轮胎股权结构图（截至 24 年三季度）



资料来源：Wind，华泰研究

目前公司共有华盛、华茂、华阳、华新四处工厂，产能合计 2688 万条，其中华阳工厂是公司最新智慧工厂，智能化程度位居行业前列。2016 年其华阳分公司建成了自动化和信息化高度融合的新型生产力工厂，2021 年其智能工厂成功上榜《关于 2021 年度智能制造试点示范工厂揭榜单位和优秀场景名单》。2024 年公司“物联网在高性能乘用车胎智能工厂的应用”项目进一步入选 2024 年物联网赋能行业发展典型案例名单。公司凭借其国家级智能制造示范工厂，成功实现了生产流程的全面数字化与智能化升级，不仅显著提升了生产效率，更确保了产品质量的均一性和稳定性，为三角轮胎在激烈的市场竞争中赢得了显著优势。

图表3：三角轮胎主要产品产能分布

工厂名称	地点	生产轮胎类型	产能（万条）
华盛工厂	威海市经开区	乘用车轮胎	1200
		工程胎、巨胎	28
华茂工厂	威海市临港区	商用车胎	650
华阳工厂	威海市南海新区	高性能乘用车胎	800
华新工厂	威海市市南区	斜交工程胎	10

资料来源：公司年报，华泰研究

图表4：三角轮胎华阳工厂

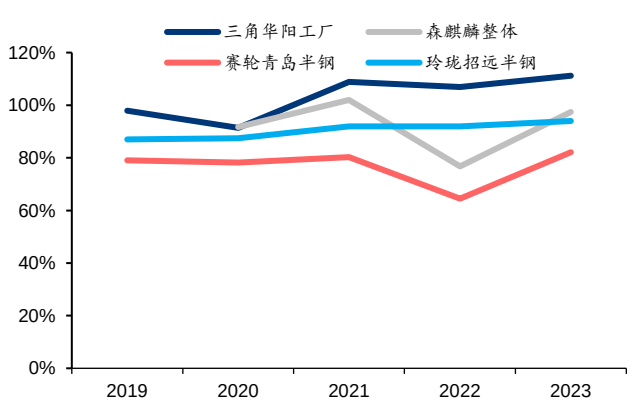
资料来源：三角轮胎公众号，华泰研究

图表5：三角轮胎智慧工厂展示

资料来源：三角轮胎公众号，华泰研究

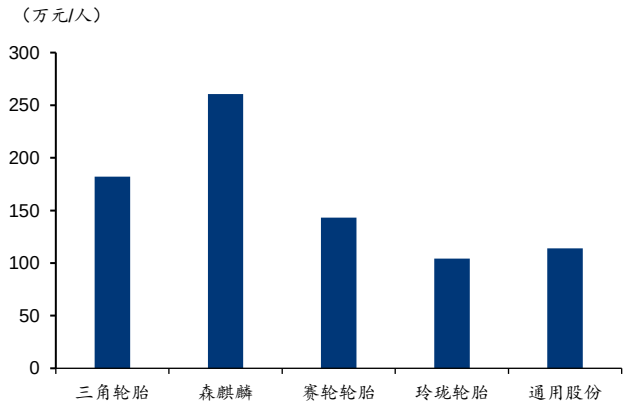
智能制造应用可有效提高设备利用率及产能利用率，大幅提升生产效率、减少用工人数。由于轮胎型号众多，在生产过程中需要频繁切换模具与生产参数，从而带来生产效率的损失，因此轮胎行业产能利用率通常难以完全达到 100%。公司华阳工厂凭借先进的智能制造已连续三年实现产能利用率超 100%，2023 年已达到 111.2%，位于行业前列。2023 年公司人均创收 182.1 万元，仅次于森麒麟，生产效率较高。

图表6：公司智慧工厂与主要轮胎企业开工率对比



资料来源：各公司年报，华泰研究

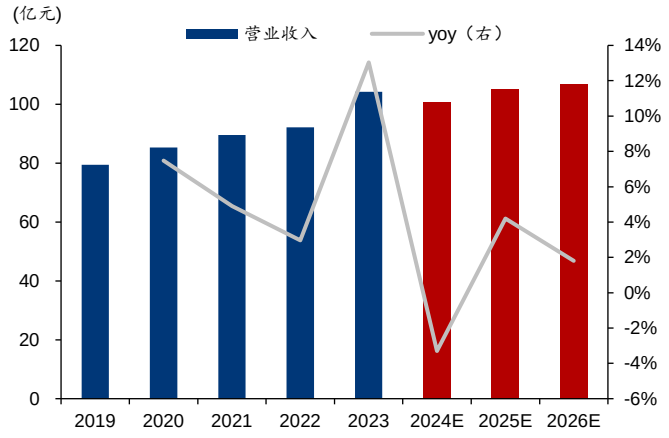
图表7：2023 年部分轮胎上市公司人均创收对比



资料来源：Wind，华泰研究

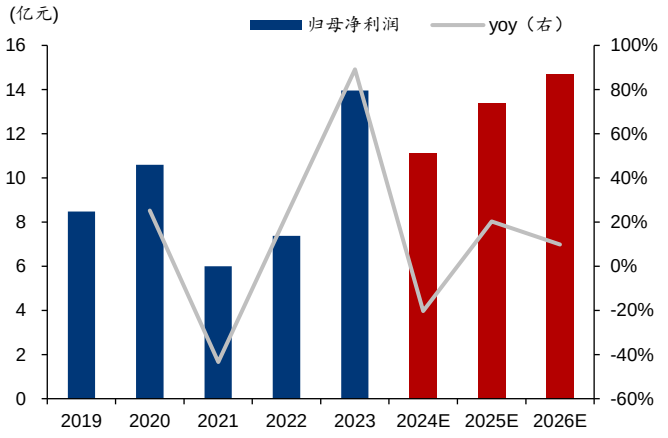
2019-2023 年公司收入整体呈现增长趋势，2023 年公司轮胎产销率 106%，2024 年前三季度受产成品库存低位影响，公司收入同比-3.3%至 76 亿元。面对旺盛的市场需求，产能不足已成为制约公司进一步发展的首要因素。2023 年公司归母净利润实现较大幅度增长，主要是 2021-2022 年受海运费与原材料大涨影响公司净利承压明显，2023 年宏观不利因素消散带动公司价差与需求改善。2024 年前三季度受原材料与海运费高位影响，在成本上升和销量下降的情况下，公司归母净利润同比-16%至 8.8 亿元。

图表8：三角轮胎收入及增速



资料来源：Wind，华泰研究

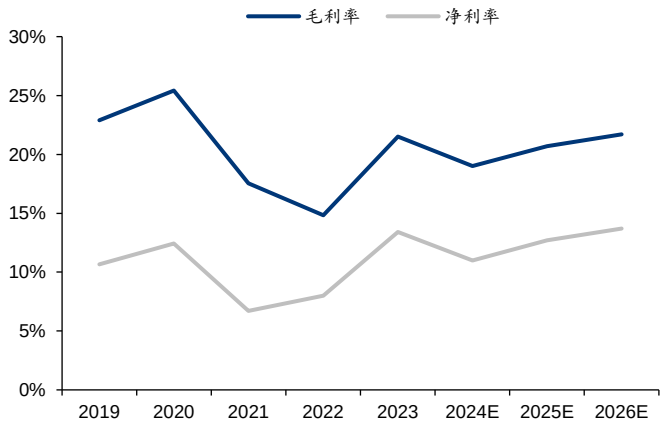
图表9：三角轮胎归母净利及增速



资料来源：Wind，华泰研究

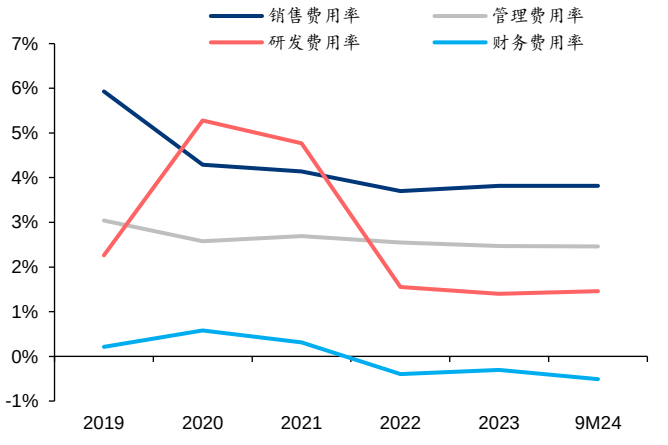
公司近两年销售毛利率较 2019-2020 年有所下滑，主要是华盛工厂高毛利半钢胎与工程胎产品开工率下降导致。2023 年公司销售净利率较 2020 年有所增长，主要是研发费用率的下降以及伴随公司现金类资产的增加带来的理财收益影响。公司销售率与管理费用率近年来相对平稳，财务费用率逐年下降。

图表10：三角轮胎利润率情况



资料来源：Wind，华泰研究

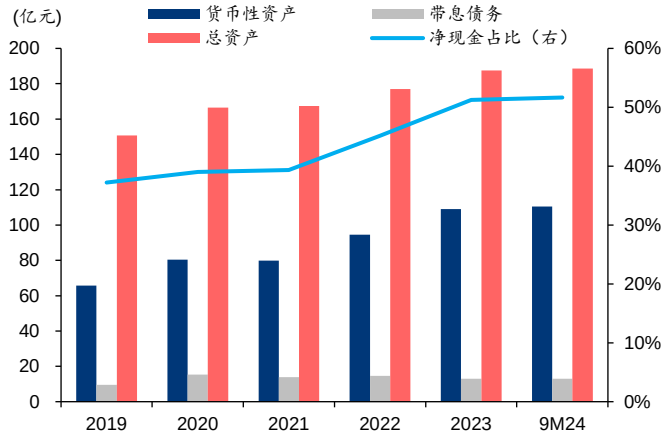
图表11：三角轮胎费用率情况



资料来源：Wind，华泰研究

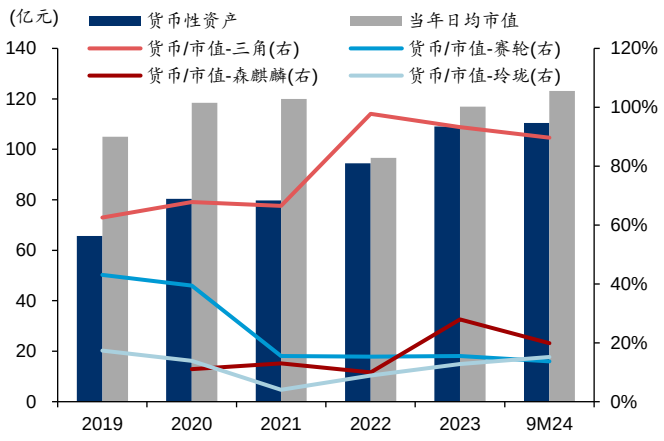
为应对 2014 年美国对华轮胎双反，公司 2017 年曾计划于美国建设 500 万条半钢与 100 万条全钢轮胎项目，投资总额 5.8 亿美元。受投资环境变化影响，2022 年公司决定终止美国项目，沉没成本约为 162 万美元，其后公司暂无新建项目规划。鉴于公司近年来无重大资本开支，公司货币性资产快速积累，截至 9M24 公司共有货币资金 21.6 亿元、其他流动资产 74.7 亿元（主要系大额可转让存单）、其他非流动资产 14.2 亿元（主要是定期存款），合计货币性资产 110.5 亿元，扣除 13.0 亿带息负债后公司净货币性资产占总资产比例为 51.7%。2024/1/1-2024/12/31 公司日均市值为 123 亿元，考虑公司净货币性资产规模较大，我们认为公司企业价值有所低估。

图表12：三角轮胎货币性资产情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表13：三角轮胎与其他轮胎企业货币性资产与市值对比



注：日均总市值统计区间为 24/1/1-24/12/31

资料来源：Wind，华泰研究

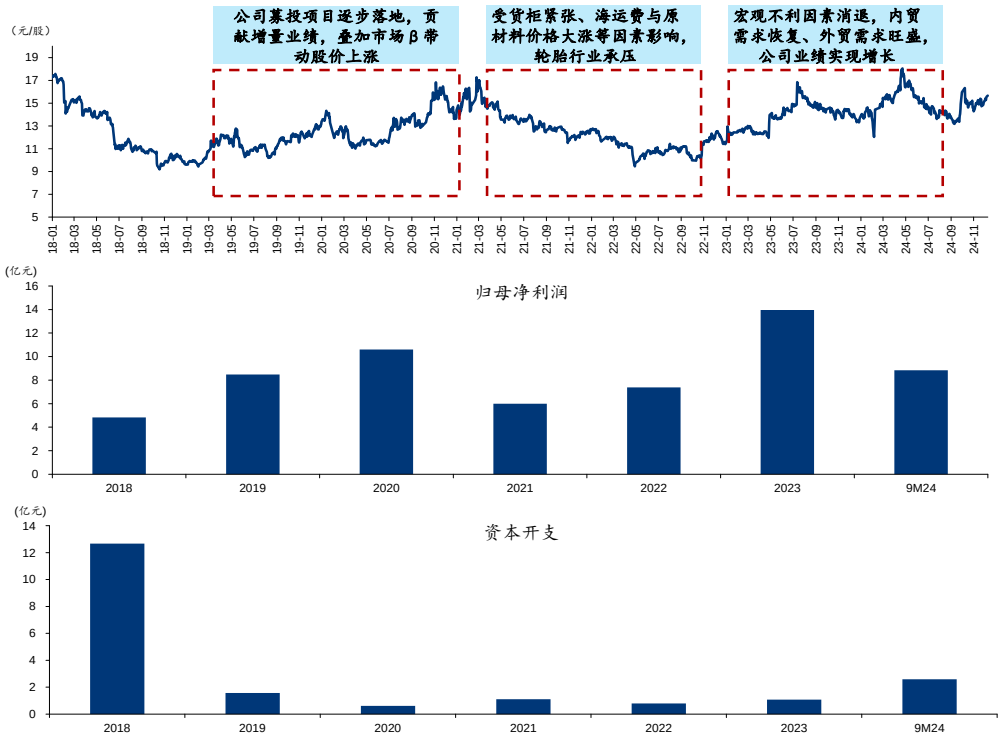
公司注重投资者回报，自上市以来稳定分红，股利支付率均保持在 30%以上，美国项目终止后 2023 年股利支付率有所提升，现金分红总额 5.4 亿元，年末收盘价对应股息率 4.65%。目前公司暂未公告资本开支规划，我们认为公司大额货币资产有望转化为未来高额分红或新建产能。

图表14：公司分红情况

	现金分红总额（亿元）	股利支付率	股息率
2017	2.2	44.68%	1.32%
2018	1.6	33.12%	1.80%
2019	2.8	33.05%	2.29%
2020	3.2	30.19%	2.49%
2021	1.8	30.65%	1.68%
2022	2.2	30.37%	2.29%
2023	5.4	38.39%	4.65%

资料来源：Wind，华泰研究 注：股息率计算选择年度收盘价

图表15：三角轮胎股价复盘



资料来源：Wind，华泰研究

消费降级下海外对高性价比轮胎需求快速增长

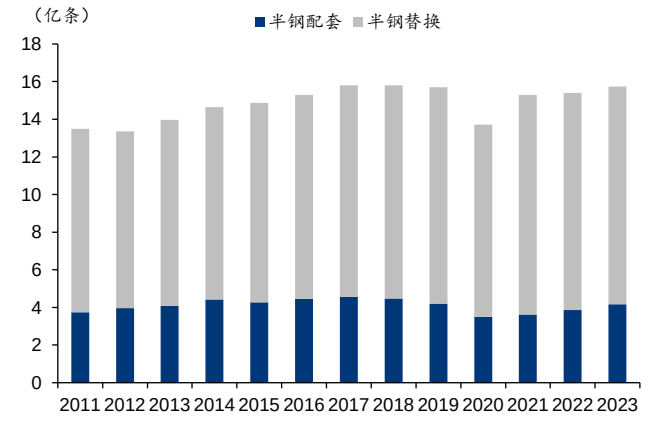
轮胎产品按结构设计可分为斜交轮胎和子午线轮胎，其中子午线轮胎是目前使用的主流。子午线轮胎根据应用领域可进一步分为半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎，前者主要应用于乘用车及轻卡，后者主要应用于重卡和大客车。其结构上关键差异在于胎体骨架材料，半钢子午线轮胎胎体骨架材料为纤维材料，其余骨架材料为钢丝材料；全钢子午线轮胎的骨架材料均为钢丝材料。

图表16：子午线轮胎剖面结构

资料来源：森麒麟可转债募集说明书，华泰研究

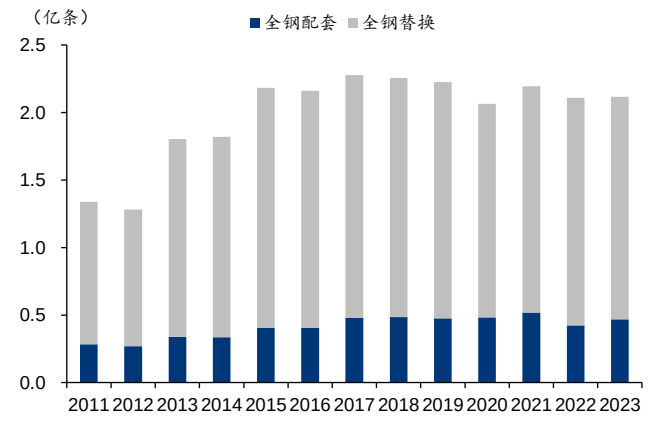
按销售模式划分，轮胎市场可分为配套市场（直销）与替换市场（经销）。配套市场主要面向整车厂商，需要通过其考核后进入合格供应商体系方能形成供货，采用直销模式开展合作，行业需求情况与汽车产量直接相关。替换市场主要面向汽车轮胎更替需求，行业内主要通过各级经销商销往最终消费者，行业需求情况与汽车保有量以及通行情况、更替率直接相关。从全球来看，替换市场约占全球轮胎需求的 70%-75%，即轮胎需求较新车市场更具韧性，新车销量周期波动对轮胎市场需求的影响相对较弱。

图表17：全球半钢轮胎按销售模式分布



资料来源：Michelin Group，华泰研究

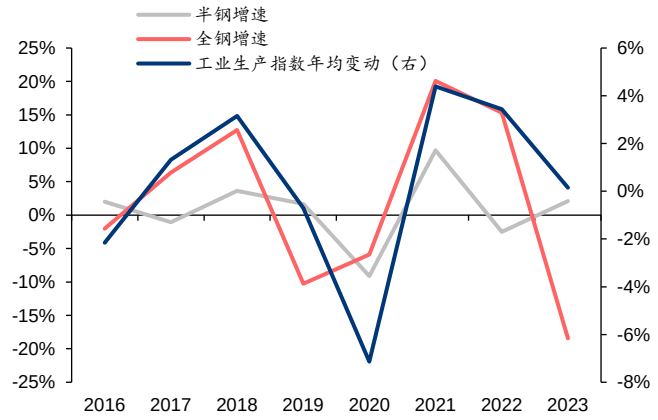
图表18：全球全钢轮胎按销售模式分布



资料来源：Michelin Group，华泰研究

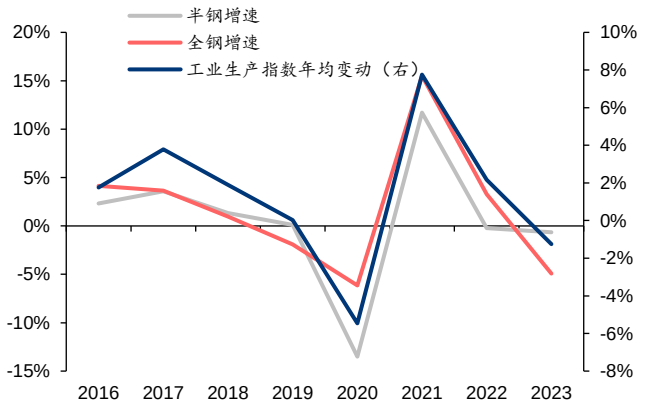
对于半钢胎而言其替换需求来源于日常公路出行所发生的轮胎修复与更换，主要受到人们出行习惯和能力影响，因此半钢胎消费量具备韧性。对于车辆保有量变化相对不大的欧美等发达经济体而言，除国际公共卫生安全事件期间居民出行受限外，其余年份轮胎需求变化较为稳定。全钢胎替换需求主要来源于卡客车的日常运行，其运输行驶情况与工业活动相关性较强，因此受经济增速变化影响全钢胎需求将展现更大的波动。

图表19：美国轮胎需求增速与工业活动关系



资料来源：USTMA，OECD，华泰研究

图表20：欧洲轮胎需求增速与工业活动关系

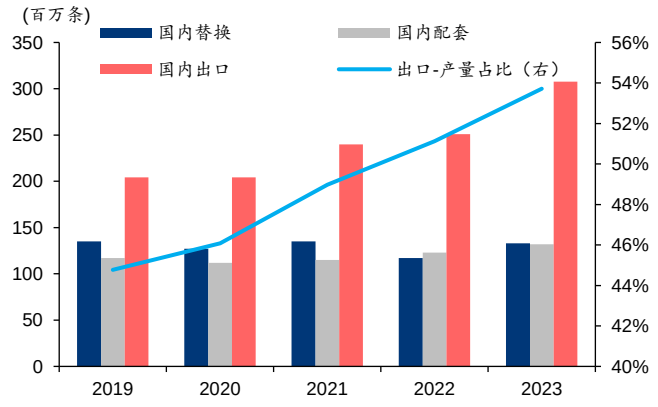


资料来源：Michelin Group，OECD，华泰研究

中国市场：外资主导，竞争激烈，企业积极出海

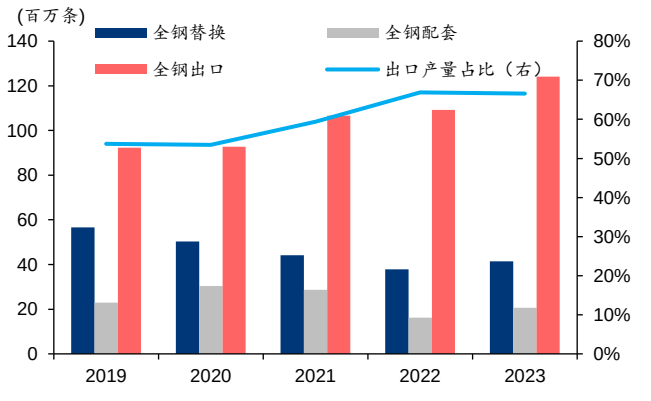
中国是轮胎消费大国，伴随中国汽车保有量的增加以及汽车产量的上升，中国轮胎市场规模不断成长，根据米其林年报，2023 年中国半钢胎全球需求占比约为 17%、全钢胎占比为 29%。但在我国广阔市场之下，中国轮胎市场仍面临诸多问题。一方面，中国轮胎产能众多，据前瞻产业研究院统计，截至 2022 年我国轮胎行业的主要企业共有 2648 家；从消费结构来看，2023 年我国半钢胎出口比例约为 54%，全钢胎约为 67%，仅靠内需无法充分消纳现有产能，国内轮胎市场也往往容易陷入价格竞争。另一方面，中国轮胎市场主要被外资品牌所占据，据轮胎商业汇总，2022 年中国轮胎品牌市场渗透率约为 47.1%，且主要以中低端市场为主，特别是在乘用车配套领域中高端车型轮胎几乎全为外资品牌轮胎。

图表21：中国半钢轮胎内需与出口情况



资料来源：Michelin Group，海关总署，华泰研究

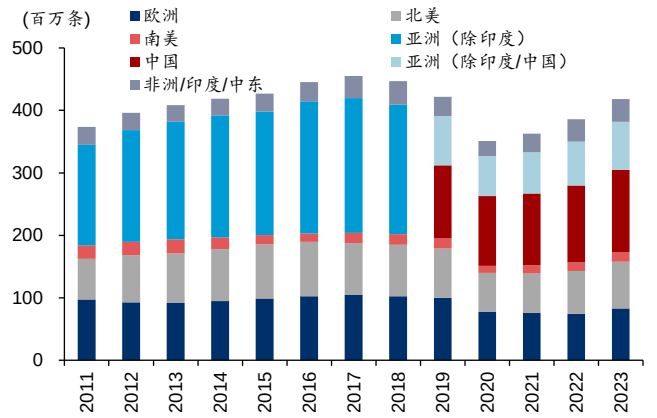
图表22：中国全钢轮胎内需与出口情况



资料来源：Michelin Group，海关总署，华泰研究

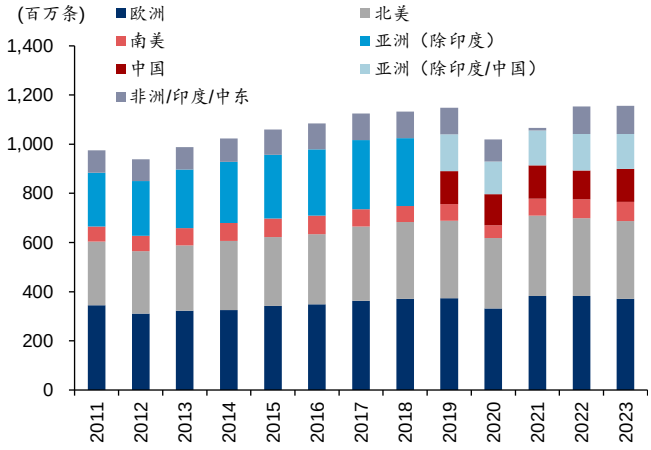
为规避国内激烈竞争，轮胎企业积极开拓海外市场，汽车工业发达的欧美地区成为中国轮胎的首选目标市场。自全球公共卫生安全事件之后，中国轮胎企业把握欧美通胀压力下对高性价比轮胎需求增加的机遇，凭借高性价比的竞争优势持续抢占海外份额，中国轮胎海外需求保持旺盛。同时受中国新能源汽车的冲击，近年来欧美地区配套需求相对较弱，本土汽车制造的发展为轮胎配套提供了良好的环境。伴随中国轮胎的性价比优势以及海外消费群体对中国轮胎品质的亲身验证，我们认为海外对中国轮胎需求仍处于上行周期。

图表23：半钢胎全球配套市场情况



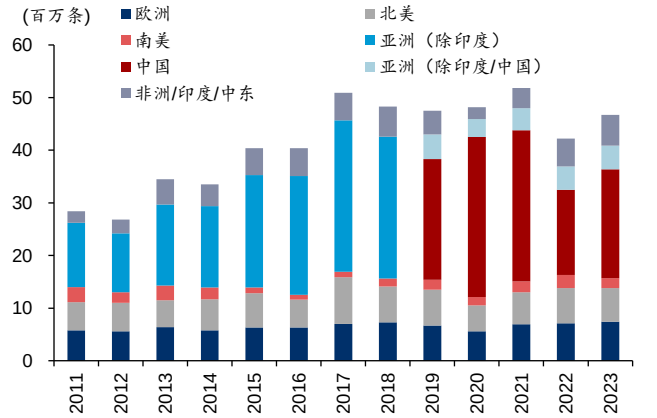
资料来源：Michelin Group，华泰研究

图表24：半钢胎全球替换市场情况



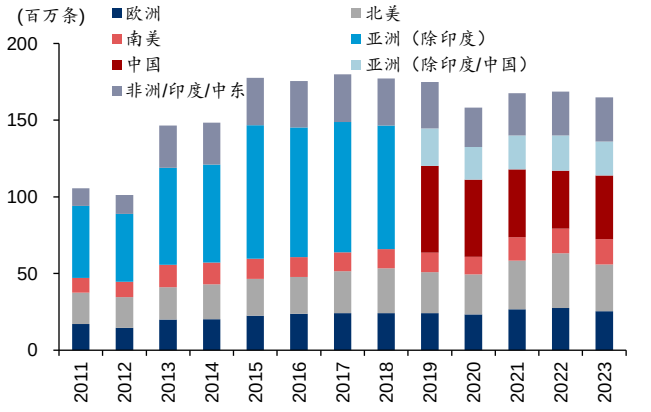
资料来源：Michelin Group，华泰研究

图表25：全钢胎全球配套市场情况



资料来源：Michelin Group，华泰研究

图表26：全钢胎全球替换市场情况



资料来源：Michelin Group，华泰研究

美国市场：依赖进口，利润丰厚，海外工厂核心市场

美国作为汽车大国，同样也是轮胎需求大国。由于轮胎企业在美国建厂成本高，且工期、效率面临极大挑战，如果经营不善，在亏损关厂时还要面临高昂的赔偿成本。据车辕车辙网，2024 年 11 月 7 日，经营百年的住友轮胎托纳旺达工厂便因成本压力被迫关停，关厂成本或达 5 亿美元。受此影响美国本土产能相比市场需求严重不足，美国轮胎大量依赖进口。据 Tire Businesses 统计，2023 年美国乘用车替换轮胎进口量约为 1.65 亿条，占全国替换市场比重为 75.6%；轻卡替换轮胎进口量为 0.3 亿条，占替换总量 91.8%；中重卡替换轮胎进口量为 0.17 亿条，占替换总量 84.5%。美国庞大的进口需求是国内轮胎企业热衷于美国市场的重要基础。

图表27：美国轮胎需求结构拆分（单位：百万条）

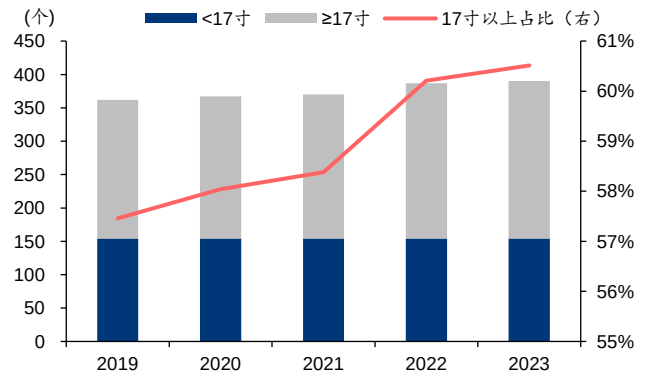
		2020	2021	2022	2023
乘用车	总产能	91.2	106.4	100.7	95.6
	替换总量	203.9	224.8	213.7	218.9
	其中：进口量	**141.2**	**155.9**	**163.5**	**165.4**
	配套总量	37.2	37.4	41.6	45.7
	其中：进口量	**15.8**	**17**	**12.9**	**15**
轻卡车	总产能	20.9	26.1	26.3	23.4
	替换总量	32.9	38.6	37.1	34.2
	其中：进口量	**27.9**	**33.5**	**35.2**	**31.4**
中重卡	总产量	11.6	12.5	13.5	12.4
	替换总量	19.2	22.9	26.7	20.6
	其中：进口量	**13.2**	**17.3**	**23.9**	**17.4**

资料来源：USTMA，U.S.Dept. of Commerce，Automotive News，Tire Businesses，华泰研究

据懂车帝统计，2022 年美国千人汽车保有量为 837 辆，位居全球第一；从车型来讲美国偏爱大排量、肌肉车等。受美国独特的汽车文化影响，美国人在轮胎选择上也更倾向于大尺寸轮胎，据 Tire & Rim Association 数据，近年来新增轮胎规格全为 17 寸以上，2023 年 17 寸以上轮胎规格数量占比已达 61%。基于美国独特的消费偏好，中国轮胎出口美国地区均价显著高于其他地区，受高利润的吸引美国始终是中国轮胎的首选消费市场。

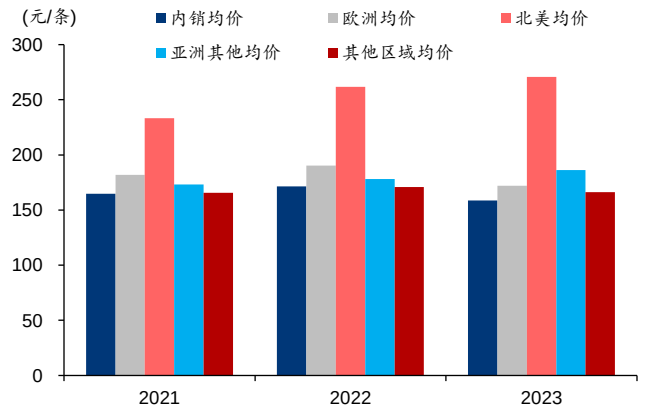
2009-2014 年间伴随中国轮胎出口美国数量的快速增长，以美国为代表的贸易保护主义逐渐抬头。2009 年起美国陆续对中国施加高额关税，受此影响中国出口美国轮胎大幅下滑，中国轮胎被迫转向出海建厂，以寻求进一步开拓美国市场的可能（详见华泰化工团队 2024 年 7 月 30 日报告《化工：四大因素助推，从出口到出海》）。在全球公共卫生安全事件后，受美国消费降级以及对中国轮胎使用体验的认可，目前美国地区对中国高性价比轮胎需求持续高涨，24H1 财报森麒麟、通用股份、玲珑轮胎等多家公司均反应订单需求持续供不应求。我们认为美国市场未来仍将是中国轮胎增长的重要抓手。

图表28：美国轿车胎规格数量变化



资料来源：Tire & Rim Association，Tire Business，华泰研究

图表29：中策橡胶半钢胎不同地区销售均价

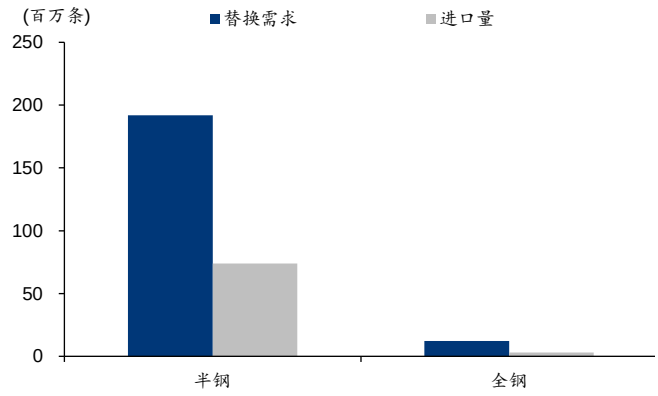


资料来源：中策橡胶 IPO 申请文件反馈意见说明，华泰研究

欧洲市场：中国内地出口首选，高性价比需求快速增长

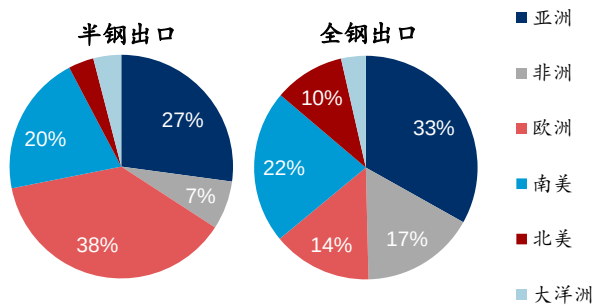
欧洲是汽车的发源地，同样也是全球轮胎知名企业的集中地，据欧洲轮胎制造商协会（ETRMA）统计，2021 年其会员企业在欧洲共设有 93 个轮胎工厂，本土产能可较好满足当地需求。但考虑当地较高的成本以及品牌溢价，在消费降级背景下中低端轮胎仍有一定进口需求。据米其林与 ETRMA 公告，2024H1 欧洲半钢胎替换需求为 1.92 亿条，其中欧盟 27 国与英国进口半钢胎合计 0.74 亿条，约占半钢胎替换需求的 38.5%；全钢胎替换需求为 1220 万条，其中欧盟 27 国与英国进口全钢胎合计 298 万条，约占全钢胎替换需求的 24.4%。由于欧洲未对中国半钢胎征收反倾销税，因此欧洲市场是中国本土轮胎企业出口的重要目的地。

图表30：24H1 欧洲替换轮胎需求结构



资料来源：Michelin Group，Eurostat，ETRMA，华泰研究

图表31：2023 年中国轮胎出口结构

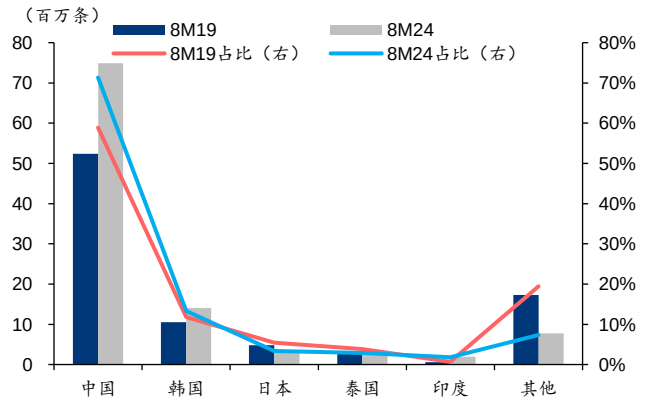


资料来源：海关总署，华泰研究

近年来欧洲地区对中国高性价比轮胎需求快速增长，据米其林公告，在亚洲低成本轮胎影响下，近十年来欧洲入门级半钢胎与全钢胎份额分别上升 9pct 与 11pct。受欧洲经济下行以及通货膨胀困扰，叠加俄罗斯地缘冲突导致的供应受阻，中国轮胎抢占欧洲份额进一步提速。据 ETRMA，2021 年欧盟对俄罗斯半钢胎进口量约为 1100 万条，受地缘冲突影响 2022 年米其林、大陆集团、诺记等多家制造商宣布退出俄罗斯市场，进口缺口的出现为中国轮胎进一步打开欧洲市场提供了有利机遇。同时，在通胀影响之下，欧洲地区对高性价比轮胎接受程度进一步提高，截至 8M24，欧盟地区合计进口中国半钢轮胎 7490 万条，约占进口份额的 71%，对比疫情前 2019 年同期数量增长约 2250 万条，份额提升约 12pct。

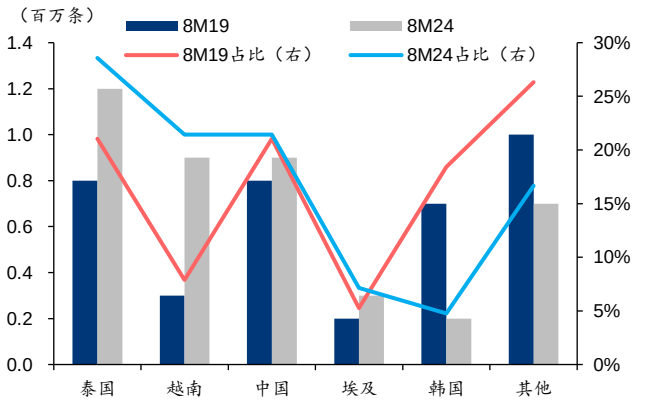
全钢方面，据 ETRMA，2017 年中国轮胎曾一度占据欧盟地区进口量的 70%，但 2018 年受欧洲对华全钢关税影响，2019 年起自中国进口量便大幅下降，截至 8M24，欧盟地区自中国进口全钢数量约为 90 万条。中国地区份额的下降主要被泰国、越南等中国轮胎主要出海地区所填补，欧洲地区对中国高性价比轮胎需求仍然旺盛。

图表32：欧盟 27 国+英国半钢胎进口结构



资料来源：Eurostat，ETRMA，华泰研究

图表33：欧盟 27 国+英国全钢胎进口结构

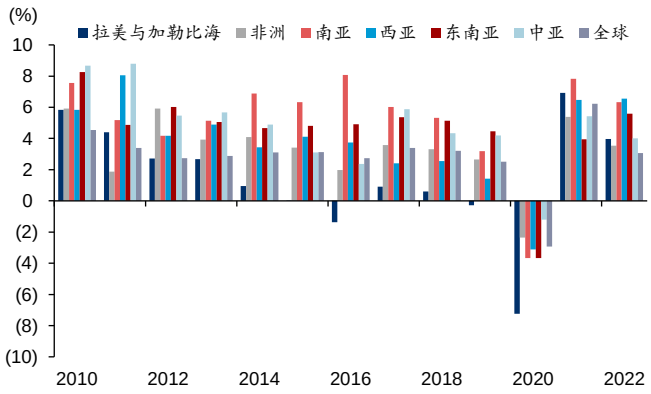


资料来源：Eurostat，ETRMA，华泰研究

亚非拉市场：出口亚非拉有望成为中国轮胎重要的需求增长引擎

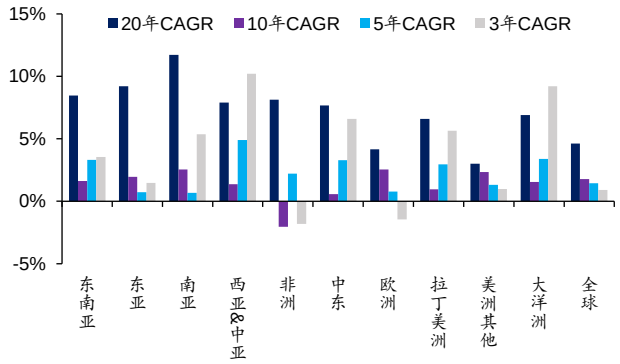
亚非拉地区人口基数庞大但消费基础较差，近年来伴随亚非拉地区经济的快速增长以及城市化率的提升，亚非拉地区正展现出较大的发展潜力与消费升级潜力。据 WTO 数据，全球主要地区的汽车产品进口贸易额增速对比中，亚非拉地区近 3 年/5 年/10 年/20 年 CAGR 整体好于全球平均水平。受亚非拉汽车市场的带动，近年来我国轮胎出口亦呈现出向上述地区倾斜的趋势。伴随未来亚非拉地区的经济增长与消费升级，我们认为未来亚非拉地区有望进一步拉动中国轮胎出口。

图表34： 亚非拉地区 GDP 年均增速



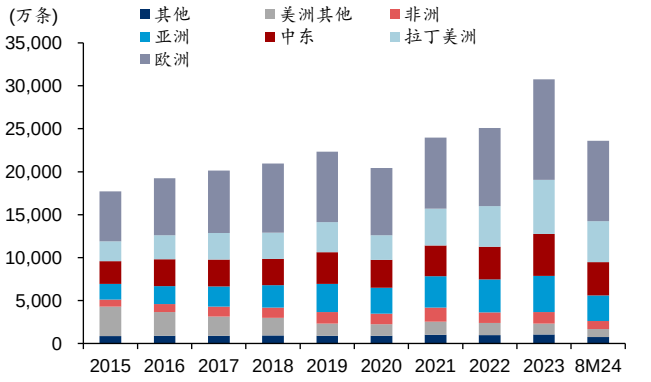
资料来源：联合国统计司，华泰研究

图表35： 全球主要地区汽车产品进口贸易额增速（截至 22 年）



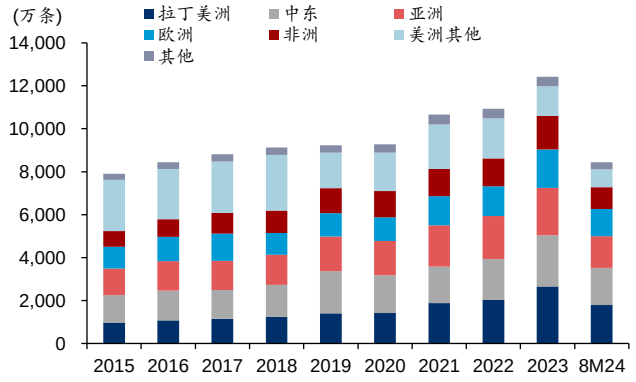
资料来源：WTO，华泰研究

图表36： 中国半钢胎出口去向变化



资料来源：海关总署，华泰研究

图表37： 中国全钢胎出口去向变化



资料来源：海关总署，华泰研究

中国轮胎凭借性价比优势开启全球替代

全球轮胎市场主要由海外大型跨国公司主导，其中米其林、普利司通、固特异销售份额位列全球前三，据 Tire Business 统计，2022 年三家合计全球份额占比为 38.9%；销售份额位于 2-7%的中型制造商全球份额占比约为 24.9%，不足 2%的合计占比约为 36.2%。与全球领先企业相比，我国轮胎企业规模仍然较小，市场份额与品牌实力较海外存有较大差距。但近年来我们也看到多数中国企业正借出海东风积极开拓市场，抢占份额。

图表38： 全球 Top15 轮胎制造商（2022 年数据）

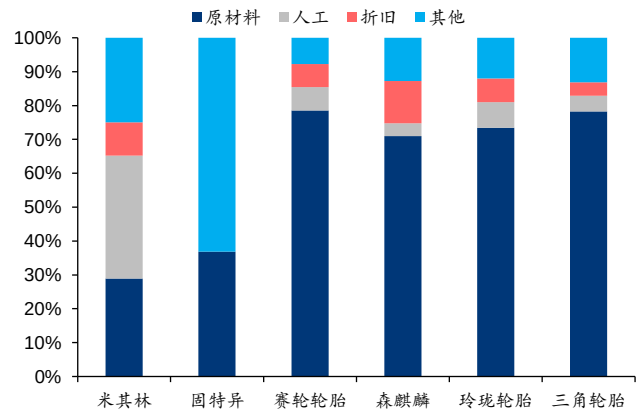
制造商	国别	轮胎销售额（亿美元）	销售占比	工厂数量	分布国家数量	雇员数量（万人）
米其林	法国	283	15.1%	49	17	13.2
普利司通	日本	266	14.2%	48	18	12.9
固特异	美国	179	9.6%	41	22	7.4
大陆马牌	德国	124	6.6%	22	16	5.7
住友	日本	72	3.8%	13	8	4.0
倍耐力	意大利	70	3.7%	19	11	3.1
韩泰	韩国	63	3.4%	8	5	2.0
优科豪码	日本	57	3.1%	24	11	2.8
中策橡胶	中国	42	2.5%	6	2	2.0
正新轮胎	中国台湾	37	2.0%	11	6	2.3
东洋轮胎	日本	35	1.9%	7	5	1.1
赛轮轮胎	中国	33	1.7%	6	3	1.7
阿波罗	印度	31	1.7%	6	3	1.0
MRF	印度	29	1.5%	9	1	1.9
佳通轮胎	新加坡	28	1.5%	8	3	3.0

资料来源：Tire Business，华泰研究

轮胎行业是典型的加工制造业，对于国内企业而言 23 年原材料成本普遍占据总成本的 70%以上，人工与制造成本大幅低于海外企业，由此带来了国内外轮胎制造成本的差异。从高管薪酬来看，海外企业高管人员薪酬显著高于国内，如三角轮胎 2019 年高管薪酬中披露其副总经理托尼.诺比罗年薪高达 773 万人民币，约是彼时其总经理薪酬的 8 倍；据橡胶快递报道，固特异新任首席执行官兼总裁 Mark Stewart 仅基本工资就有 140 万美元。高额的高管薪酬大幅增加了企业的经营成本。

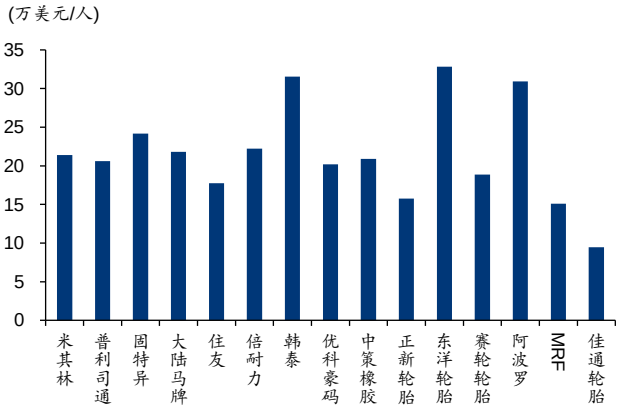
从人均销售额来看，海外轮胎企业人均销售额与国内企业大致相仿，但考虑到其轮胎售价通常可达国内 1.5-2 倍，若剔除价格因素则海外人均销售量或远低于国内企业，即国内胎企用工效率大幅高于海外。一方面，海外工厂通常运行年限较长，所用设备或工艺较为落后；而国内轮胎企业后来居上，所建工厂智能化程度更高，由此带来用工人数差异。另一方面，受海外工会以及 ESG 等社会压力，即使工厂经营不佳，为满足就业要求企业也会被迫保留大量劳工。大量的过剩雇佣叠加海外较高的用工成本使得海外人工成本进一步增加，综合考量之下中国轮胎较海外轮胎更具成本优势。

图表39：2023 年主要轮胎制造商成本构成



资料来源：各公司公告，华泰研究

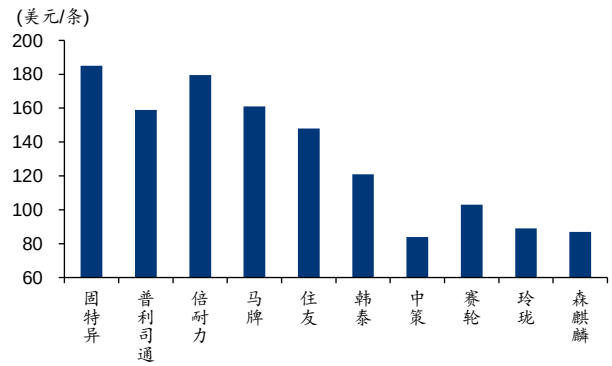
图表40：2022 年 TOP15 轮胎制造商人均销售额



资料来源：Tire Business，华泰研究

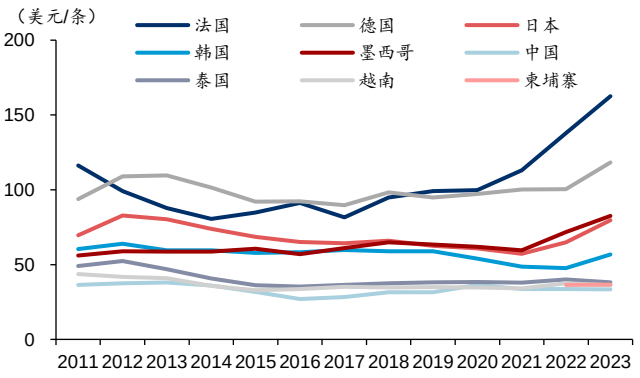
中国轮胎凭借杰出的成本控制能力，在保证轮胎性能的前提下，所售轮胎均价大幅低于海外主流品牌。参考美国轮胎销售网站 Simple Tire，相同规格轮胎海外品牌售价通常是中国品牌的 1.5-2 倍；从美国海关进口均价来看，自欧洲、日本等地区的进口均价也显著高于自中国、东南亚（包含诸多中资品牌）等地区。伴随越来越多的正面使用反馈，“便宜好用”的中国轮胎正逐步受到海外消费者的认可，中国轮胎的海外扩张之路也正处于加速阶段。

图表41：美国轮胎销售网站单胎价格对比



注：所选规格为 225-55-R17-W，2024 年 6 月 3 日
资料来源：SimpleTire，华泰研究

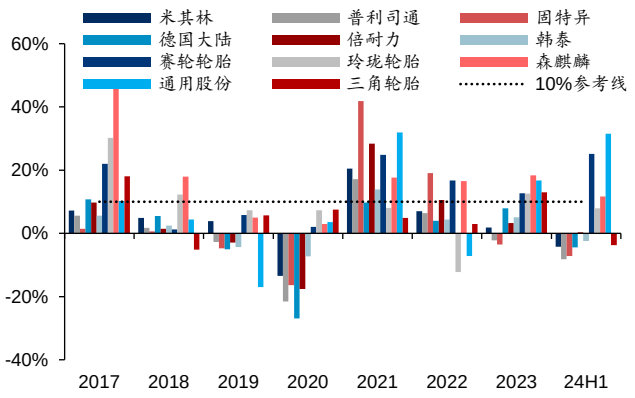
图表42：美国半钢轮胎自不同国家进口均价



注：进口均价不含关税和相关费用
资料来源：USITC，华泰研究

自全球公共卫生安全事件以来，中国轮胎正逐步赢得欧美消费者的青睐，国产轮胎正凭借性价比优势开启“全球替代”。2019 年以来，海外高通胀环境为国产轮胎的进一步扩张提供了有利机遇，海外消费者在消费降级下更倾向于选择高性价比轮胎；经过多年的使用反馈，国产轮胎逐步受到海外消费者的认可。自 2022 年以来，主流海外轮胎品牌收入增速逐年下降，至 24H1 多数企业甚至出现负增长；相对而言多数国内企业依然保持了相对可观的收入增长，全球轮胎市场正呈现“西退东进”趋势。受益于海外对高性价比轮胎的需求以及对中国品牌接受度的提高，我们预计中国企业全球份额有望持续提升。

图表43： 全球主要轮胎企业收入增速变化



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表44： 中国轮胎全球收入排名变化

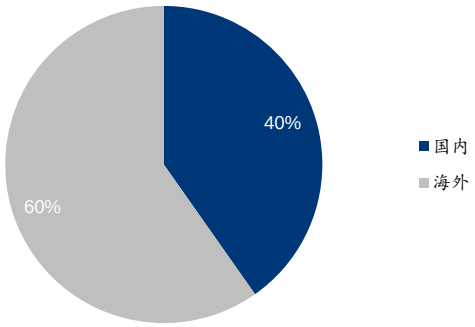
	2019	2020	2021	2022	2023
中策橡胶	10	9↑	8↑	9↓	9→
赛轮轮胎	17	17→	15↑	12↑	10↑
玲珑轮胎	14	12↑	13↓	17↓	17→
三角轮胎	27	21↑	22↓	25↓	21↑
双钱轮胎	28	25↑	24↑	23↑	22↑
浦林成山	34	30↑	28↑	28→	24↑
贵州轮胎	32	29↑	30↓	30→	25↑
森麒麟	37	37→	39↓	33↑	29↑
昊华轮胎	22	35↓	33↑	34↓	32↑
金宇轮胎		49	50↓	45↑	33↑
华盛橡胶	42	41↑	41→	37↑	34↑

资料来源：Tire Business，华泰研究

三角轮胎全球化持续发力，海外份额快速提升

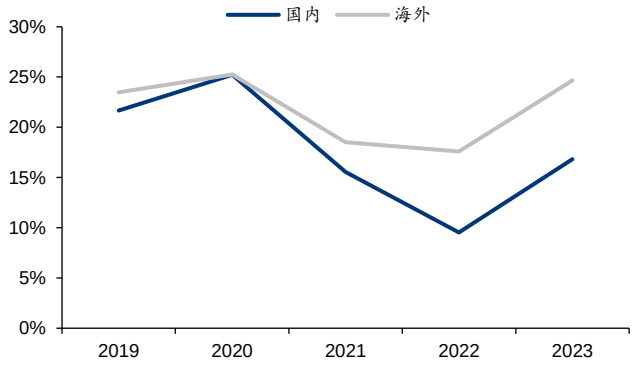
公司重视海外市场开拓，近年来进一步增强全球营销布局，2023 年公司海外市场收入占比达到 60%，较 2019 年增长 5pct。目前公司营销网络覆盖全世界 180 多个国家和地区，在北美、中南美、欧洲、澳洲、中东非、东南亚、印度等地区建设了本土化的营销分支机构和团队，均衡的市场布局为公司应对复杂的国际贸易形势提供了广阔的战略纵深，及时捕捉全球不同区域的市场机遇。

图表45： 2023 年三角轮胎收入结构



资料来源：Wind，华泰研究

图表46： 三角轮胎分区域毛利率对比



资料来源：Wind，华泰研究

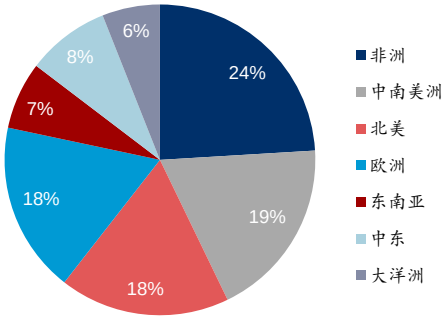
近年来公司在欧洲地区销量增长明显。欧盟自 2012 年起便推行轮胎标签法，任何在欧盟销售的轮胎均须接受欧盟的相应测试，并根据测试结果划分性能等级。最新标签法测试指标包括燃油经济性（A-E）、湿滑路面抓地力（A-E）、滚动噪声（A-C+分贝）以及雪地性能和冰地性能指示标志。目前公司乘用车胎和商用车胎的湿地抓着力、滚动阻力、噪声等指标均达到了欧盟标签法案第二阶段标准，其中公司一半以上 EffeXSport TH202 系列产品湿地制动达到 A 级评价。得益于出色的产品性能，公司高性价比产品深受欧洲消费者欢迎，据 TyrePress China，三角轮胎欧洲总经理 Corrado Moglia 表示 2016 年至 2023 年公司在欧洲地区年销量已从 37 万条增长至 400 万条，2024 年预计销量将达到 420 万条。

图表47： 欧盟轮胎性能标签

资料来源：车与轮，华泰研究

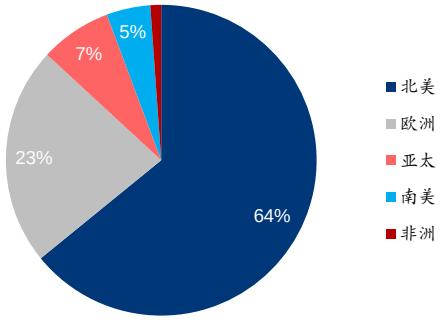
近年来海外对中国轮胎发起多次反倾销反补贴调查，国际贸易风险已成为中国轮胎行业所面临的首要风险，受此影响多数轮胎企业均选择出海建厂。公司目前虽无海外工厂，但考虑公司海外市场结构，我们认为公司所受贸易风险或小于同行。1）公司海外销售布局更加分散，全球六大洲的发达经济体与新兴市场开发并驾齐驱，均衡的市场布局使公司不完全依赖任何单一市场。2）受美国对华贸易冲击影响，公司对美收入规模或已较为有限，且公司较为重视新兴市场，目前主要出口地区以欧洲与亚非拉地区为主，据公司 22-23 年年报，近年来公司中东非等地区销量增长显著。鉴于公司特殊的海外市场结构，我们认为公司所受贸易风险或小于同行，公司可在保持稳健发展的同时享受新兴市场的增长。

图表48： 2015 年三角轮胎海外收入结构



资料来源：Wind，华泰研究

图表49： 2019 年森麒麟海外收入结构



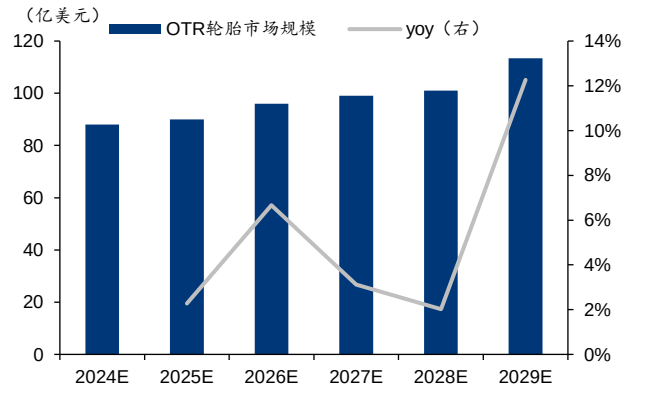
资料来源：Wind，华泰研究

非公路轮胎：市场空间广阔，巨胎产品构筑高壁垒与高盈利

供需格局良好，国产替代空间广阔

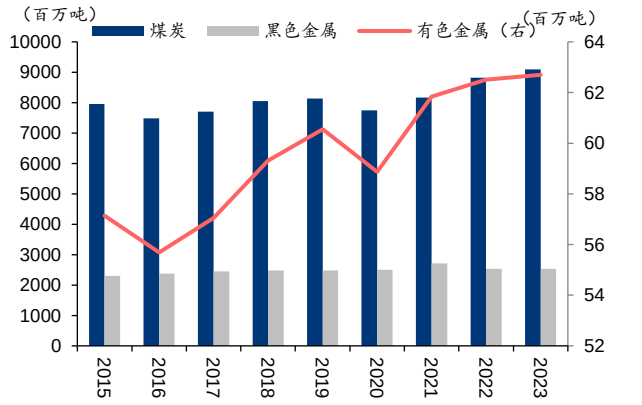
非公路轮胎主要应用在大型农场、露天和地下采矿场、港口码头、建筑业或其他特殊领域等，根据应用场景可进一步分为农用轮胎、工程轮胎、其他轮胎（航空轮胎等）。受益于全球矿山勘探开采的持续增长、全球基建投资力度的不断增加、以及全球农业机械的普及，全球非公路轮胎需求整体向好，根据共研网数据，2024 年全球 OTR 市场规模为 87.9 亿美元，预计 2024-2029 预测期内将以 5.2%的复合增长率增长。

图表50：全球非公路轮胎市场规模



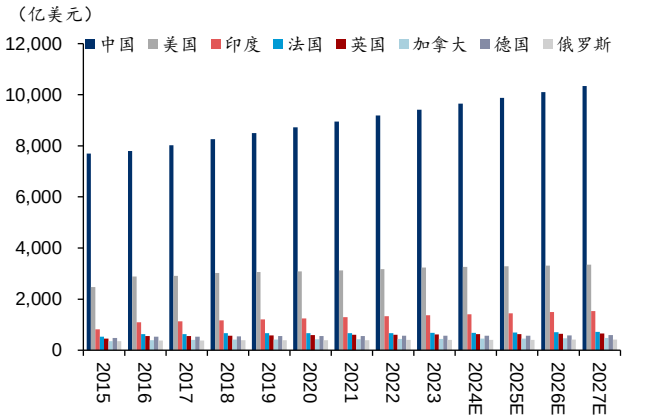
资料来源：共研网，华泰研究

图表51：全球主要矿产资源产量



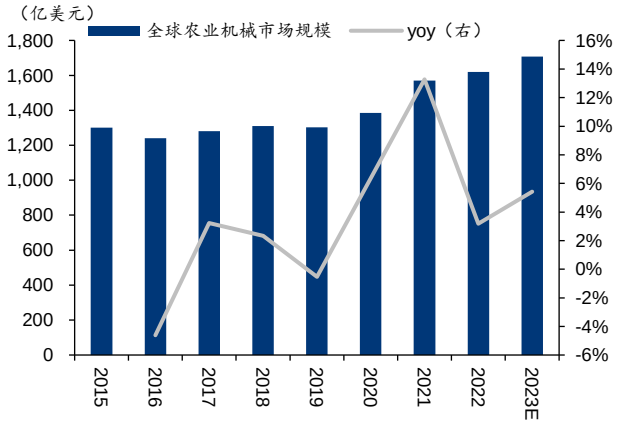
资料来源：世界能源委员会，美国地质调查局，Wind，华泰研究
注：黑色金属包括铁、锰、钛铁；有色金属包括铜、铅、锌、镍、钴、钨、锡

图表52：部分国家基础设施投资额预测



资料来源：全球基础设施展望，Ifind，华泰研究

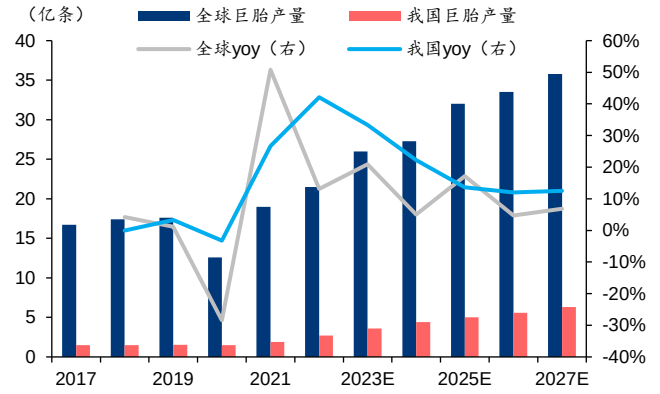
图表53：全球农业机械市场规模及预测



资料来源：德国机械设备制造业联合会，中商产业研究院，观研天下，华泰研究

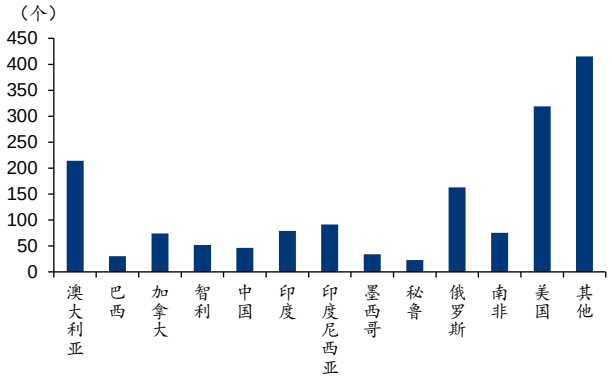
工程轮胎主要用于工程汽车和工程机械等车辆，其中轮辋直径在 49 英寸及以上的工程轮胎通常被成为巨型工程胎，主要应用于露天矿场中使用的重型自卸卡车。近年来全球活跃的大型露天矿和重型矿卡的规模较大，根据 Parker Bay Mining 网站公示数据，2023 年全球活跃的大型露天矿数量为 1,615 座、全球活跃的重型矿卡约 56,000 辆。随着采矿业的产量增长和重型机械的大量使用，预计巨胎仍将保持较快增长。根据弗若斯特沙利文，全球巨胎市场规模由 2017 年 16.7 万条增长至 2022 年 21.5 万条，预计于 2027 年需求将达到 35.8 万条，市场规模较大，未来市场空间广阔。

图表54：全球及我国巨胎产量



资料来源：弗若斯特沙利文，海安橡胶 IPO 说明书，华泰研究

图表55：2023 全球活跃的大型露天矿数量分布



资料来源：Parker Bay Mining，海安橡胶 IPO 说明书，华泰研究

非公路轮胎的使用场景通常路面环境差，对轮胎的耐磨性、耐撕裂性和耐老化性有着更高要求，生产工艺难度也就更大。特别是对于巨胎而言，由于巨胎具有承载能力大、耐磨性强、使用环境恶劣、连续运行时间长、生产技术难度大等特点，目前全球仅有少部分轮胎企业具备大规模批量生产全钢巨胎的能力，巨胎市场主要由米其林、普利司通、固特异等国际轮胎巨头企业垄断，国际三大品牌全球市场份额长期维持在 80%以上。中国品牌起步较晚但发展较快，伴随中国企业的积极追赶，我们认为巨胎产品国产替代空间较为广阔。

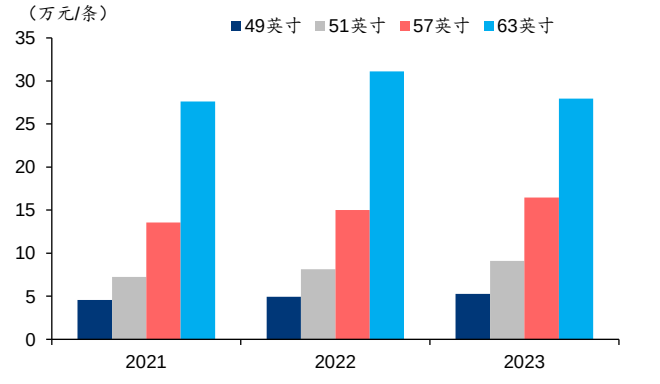
图表56：全球巨胎主要公司及产品信息

公司名称	巨胎主要产品
米其林	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术
普利司通	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术
固特异	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术
赛轮轮胎	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术，产品以 57 英寸及以下规格为主
三角轮胎	**具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术，产品以 57 英寸及以下规格为主**
风神股份	以 51 英寸及一下规格产品为主
中策橡胶	以 57 英寸及一下规格产品为主
兴源集团	以 51 英寸及一下规格产品为主
青岛双星	拥有巨型矿山轮胎产品
玲珑轮胎	2024 年 1 月 10 日首条 27.00R49 规格巨胎下线

资料来源：海安橡胶 IPO 说明书，华泰研究

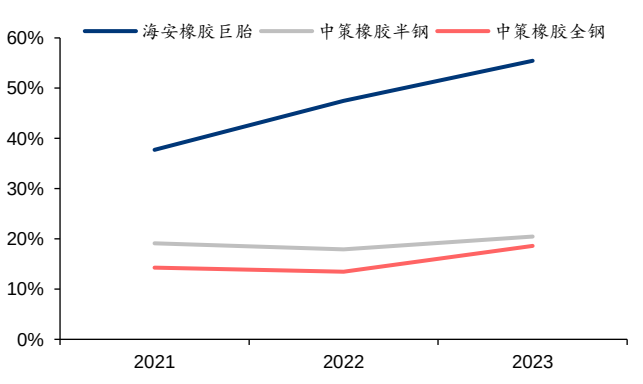
因巨型工程子午胎尺寸大、制造成本高、制造难度强，且市场主要份额集中于国际品牌，目前巨胎售价与毛利率大幅高于全钢胎与半钢胎。据海安橡胶 IPO 说明书，自 21 年以来其巨胎产品售价从 4.5 万元/条-31 万元/条不等，随着轮胎尺寸的增加产品售价接近成倍式增长。产品毛利率方面，海安橡胶巨胎产品综合毛利率同样高于中策橡胶半钢与全钢产品。

图表57：海安橡胶不同规格巨胎售价（不含税）



资料来源：海安橡胶 IPO 说明书，华泰研究

图表58：不同品类轮胎毛利率对比

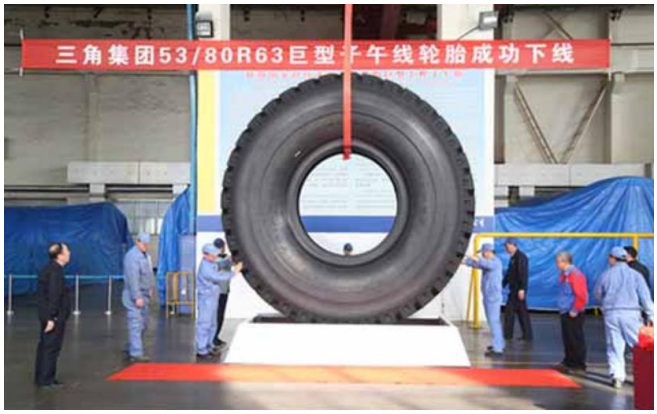


资料来源：海安橡胶 IPO 说明书，中策橡胶 IPO 说明书，华泰研究

工程胎领先企业，巨胎全规格覆盖

三角轮胎是我国工程胎领域领先企业，据公司公告、Tyrepress、车与轮等，2002 年公司自主研发的国内第一条 23.5R25 工程全钢子午胎问世；2007 年 1 月，我国第一批巨型工程子午胎在三角下线，结束了我国不能成批生产巨型工程子午胎的历史；2016 年公司率先成功生产 63 寸巨胎，单胎重量达 5.6 吨，自此公司在全品类工程子午胎基础上，已能够生产从 49 寸-63 寸所有巨型工程子午胎产品，具备先发优势。

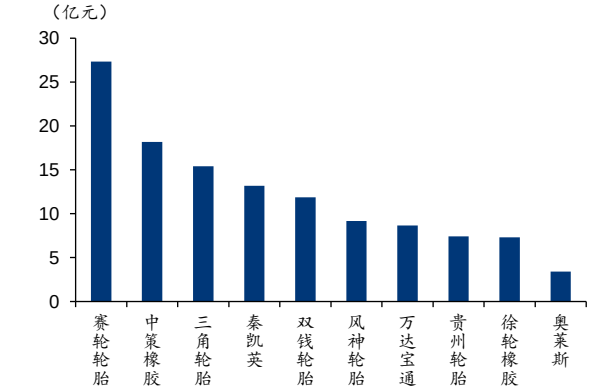
图表59：2016 年 4 月三角轮胎 63 寸巨胎成功下线



资料来源：轮胎世界网，华泰研究

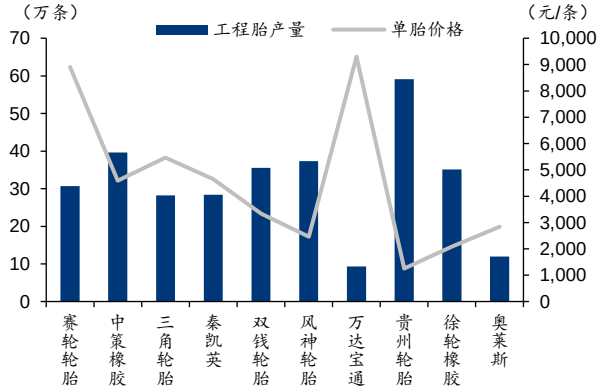
根据《中国橡胶》，2022 年公司工程轮胎销售收入为 15.4 亿元，位列全国第三，仅次于赛轮轮胎与中策橡胶。从产品单价来看，2022 年公司工程胎单胎价格为 5461 元/条，位列行业第三，高于中策橡胶。由于不同尺寸工程胎产品价格差异较为悬殊，产品均价的差异可较好反应公司在工程胎领域的产品实力和竞争优势。

图表60：2022 年中国工程轮胎销售收入排行



注：海安橡胶由于准备 IPO 未参与评选
资料来源：《中国橡胶》，华泰研究

图表61：2022 年中国工程轮胎 10 强产量与单价



资料来源：《中国橡胶》，华泰研究

凭借全品类以及产品质量优势，公司持续发力工程胎海外市场与配套市场。海外市场方面，近年来公司工程胎外贸销量均保持较高增长，据公司年报，2021 年工程胎外贸销售增长 24%、2022 年巨胎出口增长 30%以上、2023 年工程胎出口增长 14%以上。配套方面，公司已与卡特彼勒、小松、长城重工、上海三一、龙工等国内外知名企业开展配套合作，其中公司早在 2006 年便与全球工程机械龙头卡特彼勒建立了战略合作关系，截至 2023 年公司已连续 9 年获得卡特彼勒“供应商卓越认可”。由于工程胎产品单价较高，且事关驾驶安全，产品下游应用具有较强的验证壁垒与客户粘性。我们认为公司凭借先发优势已与客户建立了稳定的合作关系，面对行业竞争加剧公司仍有望站稳脚跟，实现稳健增长。

首次覆盖给予“增持”评级

1） 产销假设

产能假设：公司共有华盛、华茂、华阳、华新四座工厂，目前暂无新增产能规划，预测期内各工厂产能维持 23 年水平。

开工率假设：公司华盛工厂成立时间较早，考虑设备老化以及工艺先进度较低，我们预计未来产能利用率提升有限，考虑公司海外订单增长较快，预计 24-26 年半钢与工程胎开工率分别为 78%/80%/80%以及 76%/78%/78%。公司华茂全钢胎主要受经济周期影响，考虑今年国内全钢胎承压明显，预计明年伴随刺激性政策落地经济有望进一步复苏，预计 24-26 年开工率分别为 80%/83%/85%。华阳工厂是公司最为先进的智慧工厂，生产效率较高，考虑 24 年海运运力紧张或影响公司出口，未来伴随运力恢复开工将进一步提升，我们预计 24-26 年开工率分别为 108%/110%/110%。华新工厂主要生产斜交工程胎，斜交工程胎市场相对平稳，预计 24-26 年开工率保持 70%。

销量假设：受海外需求带动公司 22-23 年均实现满产满销，我们假设 24-26 年将继续维持满产满销。

图表62：三角轮胎产销假设

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能（万条）	华盛半钢	1200	1200	1200	1200	1200	1200
	华盛工程胎	28	28	28	28	28	28
	华茂全钢	650	650	650	650	650	650
	华阳半钢	800	800	800	800	800	800
	华新工程胎	10	10	10	10	10	10
开工率	华盛半钢	85%	72%	78%	78%	80%	80%
	华盛工程胎	78%	74%	76%	76%	78%	78%
	华茂全钢	90%	78%	86%	80%	83%	85%
	华阳半钢	109%	107%	111%	108%	110%	110%
	华新工程胎	79%	73%	69%	70%	70%	70%
产量（万条）	华盛半钢	1020	858	941	936	960	960
	华盛工程胎	22	21	21	21	22	22
	华茂全钢	583	508	558	520	540	553
	华阳半钢	871	855	890	864	880	880
	华新工程胎	8	7	7	7	7	7

资料来源：公司年报，华泰研究预测

2） 价格与利润假设

公司未披露各工厂销售均价以及毛利率情况，目前中国轮胎尚未形成差异化的品牌溢价，不同企业间相同产品价格与盈利能力差异较小。我们参考中策橡胶会计师回复意见中各产品价格与盈利情况，结合行业整体盈利水平对公司价格与毛利率予以大致估计。

销售均价假设：考虑公司产品在海外接受度逐步提高，但仍未形成一定品牌溢价，我们预计 2024-2026 年销售均价为 235 元/条；华茂全钢与华新斜交工程胎价格分别假设 790 元/条与 500 元/条。考虑华盛工程胎中大尺寸巨胎产品未来有望占比提升，假设工程胎 2024-2026 年销售均价分别为 8000/8600/9000 元/条。

毛利率假设：公司华盛工厂建成时间较早，部分资产已折旧完毕，实际毛利率会略高于华阳工厂。24 年受原材料与海运费价格高位影响毛利率略有承压，考虑未来原材料天然橡胶以及海运费仍有回落空间，预计 2024-2026 年华盛半钢/全钢毛利率分别为 23%/24%/25%以及 25%/27%/28%，预计华阳半钢毛利率分别为 22%/23%/24%。考虑 24 年原材料成本高位及后续有回落空间影响，预计华新工程胎毛利率为 16%/18%/18%。受原材料高位以及 24 年中国全钢市场需求较差影响毛利率略有承压，未来伴随产量提高预计 24-26 年华茂全钢毛利率为 13%/15%/16%。

图表63：三角轮胎价格利润

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售均价（元/条）	华盛半钢	200	225	235	235	235	235
	华盛工程胎	5500	7500	8000	8000	8600	9000
	华茂全钢	681	743	787	790	790	790
	华阳半钢	200	225	235	235	235	235
	华新工程胎	500	500	500	500	500	500
毛利率	华盛半钢	19%	17%	25%	23%	24%	25%
	华盛工程胎	22%	22%	30%	25%	27%	28%
	华茂全钢	16%	12%	16%	13%	15%	16%
	华阳半钢	16%	14%	23%	22%	23%	24%
	华新工程胎	16%	14%	22%	16%	18%	18%

资料来源：公司年报，中策橡胶公告，华泰研究预测

3）公司财务预测

费用预测：考虑公司生产经营与销售渠道已较为成熟，参考近两年费用率平均值，预计 24-26 年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 3.8%、2.5%、1.5%。

投资净收益：公司 CDS 每年可产生一定投资收益，2023 年公司投资净收益/年均其他流动资产为 3.5%，以此为基准并考虑今年降息影响，假设未来将保持 3%的收益率，预计 24-26 年投资净收益分别为 2.28/2.55/2.85 亿元。

图表64：三角轮胎财务预测

	单位	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	**百万元**	**8,954**	**9,220**	**10,422**	**10,075**	**10,499**	**10,689**
Yoy	%		3.0%	13.0%	-3.3%	4.2%	1.8%
华盛半钢	百万元	2,040	1,931	2,211	2,200	2,256	2,256
华盛工程胎	百万元	1,160	1,556	1,693	1,702	1,878	1,966
华茂全钢	百万元	3,971	3772	4394	4,108	4,262	4,365
华阳半钢	百万元	1,742	1,924	2,091	2,030	2,068	2,068
华新工程胎	百万元	39	36	35	35	35	35
总成本	**百万元**	**7,385**	**7,853**	**8,180**	**8,158**	**8,329**	**8,374**
Yoy	%		6.3%	4.2%	-0.3%	2.1%	0.5%
华盛半钢	百万元	1,652	1,602	1,658	1,694	1,715	1,692
华盛工程胎	百万元	905	1,214	1,180	1,277	1,371	1,415
华茂全钢	百万元	3,331	3349	3704	3,574	3,623	3,666
华阳半钢	百万元	1,464	1,655	1,610	1,584	1,592	1,572
华新工程胎	百万元	32	32	28	29	29	29
毛利率	**%**	17.5%	14.8%	21.5%	19.0%	20.7%	21.7%
Yoy	pct		-2.7	6.7	-2.5	1.6	1.0
华盛半钢	%	19.0%	17.0%	25.0%	23.0%	24.0%	25.0%
华盛工程胎	%	22.0%	22.0%	30.3%	25.0%	27.0%	28.0%
华茂全钢	%	16.1%	11.2%	15.7%	13.0%	15.0%	16.0%
华阳半钢	%	16.0%	14.0%	23.0%	22.0%	23.0%	24.0%
华新工程胎	%	18.5%	11.2%	19.8%	16.0%	18.0%	18.0%
期间费用率	**%**	**11.9%**	**7.4%**	**7.4%**	**7.5%**	**7.6%**	**7.7%**
销售费用率	%	4.1%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
管理费用率	%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用率	%	4.8%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
财务费用率	%	0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
投资净收益	**百万元**	**230**	**227**	**248**	**228**	**255**	**285**
净利率	**%**	**6.7%**	**8.0%**	**13.4%**	**11.0%**	**12.7%**	**13.7%**
归母净利润	**百万元**	**600.4**	**737.6**	**1,396.3**	**1,112.3**	**1,336.7**	**1,467.9**
Yoy	%		22.9%	89.3%	-20.3%	20.2%	9.8%
EPS（最新摊薄）	**元**	**0.75**	**0.92**	**1.75**	**1.39**	**1.67**	**1.83**

资料来源：公司年报，华泰研究预测

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 11.12/13.37/14.68 亿元，我们选取赛轮轮胎（主营半钢胎、全钢胎、工程胎）、玲珑轮胎（主营半钢胎、全钢胎、工程胎）、森麒麟（主营半钢胎、全钢胎）作为可比公司。截至 9M24 公司净货币性资产为 98 亿，接近总市值，企业价值或低估。得益于海外市场结构公司所受贸易风险或低于同行，同时考虑公司工程胎优势，参考可比公司 25 年平均 9xPE 的 Wind 一致预期，给予公司 25 年 10xPE 估值，目标价 16.70 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表65： 可比公司估值表

		股价（元/股）	市值（亿元）	EPS（元）			P/E（x）		
公司名称	股票代码	1 月 10 日	1 月 10 日	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
赛轮轮胎	601058 CH	14.38	473	1.30	1.52	1.77	11.05	9.43	8.14
玲珑轮胎	601966 CH	17.25	252	1.52	1.83	2.15	11.35	9.40	8.03
森麒麟	601500 CH	23.87	247	2.20	2.55	2.98	10.83	9.36	8.01
平均							11.08	9.40	8.06
三角轮胎	601163 CH	14.33	115	1.39	1.67	1.83	10.31	8.58	7.83

注：可比公司盈利均采用 Wind 一致预期
资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

1） **需求不及预期风险：**若海外对中国高性价比轮胎需求有所下滑，将会影响公司半钢胎与工程胎出口销量；若中国经济恢复不及预期，则会影响公司全钢胎销售情况。

2） **原材料与海运费波动风险：**公司主要原材料天然橡胶近年来价格波动较为剧烈，若未来价格进一步上涨则会影响公司盈利能力；公司出口占比较大，若海运费上涨则会增加公司成本。

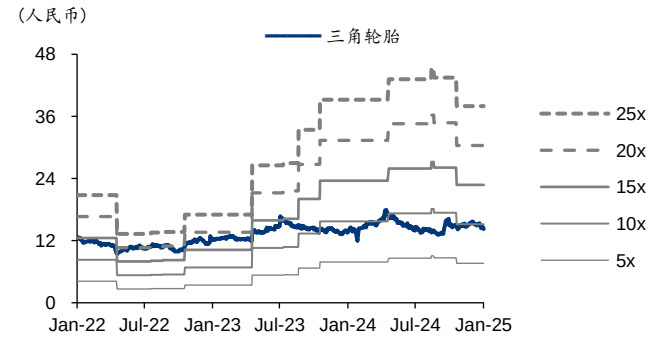
3） **贸易壁垒风险：**欧洲是公司重要出口地区，近年来中国对欧洲出口半钢胎增长幅度较大，若未来欧洲对华半钢展开双反调查，将对公司出口业务造成加到影响。

图表66： 报告提及公司列表

公司	代码	公司	代码	公司	代码
三角轮胎	601163 CH	米其林	ML FR	住友	4005 JP
中策橡胶	A23022 CH	普利司通	5108 JP	固特异	GT US
大陆马牌	CON DE	倍耐力	0P1R IT	韩泰	161390 KR
优科豪码	未上市	正新轮胎	未上市	东洋轮胎	未上市
赛轮轮胎	601068 CH	阿波罗	500877 IN	MRF	500290 IN
佳通轮胎	600182 CH	森麒麟	002984 CH	双钱轮胎	未上市
浦林成山	1809 HK	贵州轮胎	000589 CH	昊华轮胎	未上市
金宇轮胎	未上市	华盛橡胶	未上市	海安橡胶	A23108 CH

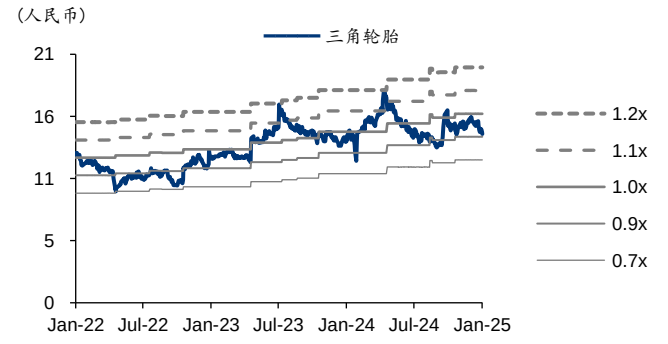
资料来源：Bloomberg，Wind，华泰研究

图表67： 三角轮胎 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表68： 三角轮胎 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲、张雄、宋亭亭，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄、宋亭亭本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司