

橡胶

证券研究报告
2025年01月20日

逆全球化趋势下，轮胎企业开启“出海2.0”

投资评级

行业评级 强于大市(首次评级)

上次评级

作者

郭建奇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110522110002
guojianqi@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

轮胎企业出海能挣钱吗？

2013年，玲珑轮胎启动泰国项目，是国内首批泰国建设工厂的中国公司。我们以玲珑轮胎泰国工厂和玲珑整体经营数据为基准，探究了玲珑泰国建设工厂在投资、成本、产品价格、盈利等各个方面同玲珑轮胎整体经营的差异，得到以下结论：1、泰国工厂建设周期与国内一致；2、外海工厂建设总投资额高于国内；3、泰国工厂毛利率均好于国内，虽然单胎生产成本高于国内，但销售结构、出口目的地带来的售价优势，单胎盈利高于国内；4、海外税收优惠政策、承担费用较少，带来净利率优势。

出海为什么能挣钱？

我们从全球轮胎贸易流向角度分析中国轮胎出海为什么能挣钱的问题，得到以下结论：1、从买方市场到卖方市场，全球轮胎地理位置格局差异较大：亚洲全球供应，欧美进口需求量大，市场地理位置差异明显，欧美成为轮胎卖方市场，期轮胎售价和单胎盈利高于亚洲市场；2、欧美通过关税完成出口国调整，轮胎产能从中国转移到东南亚，东南亚迎来出口红利期，关税使得本就割裂的市场更加分化。

中国企业出海出口挣了谁的钱？

近年来，中国头部企业密集出海，海外销售占比持续提升，海外头部轮胎企业则出现明显差异，全球轮胎公司北美市场出现分化：1、轮胎三巨头22/23财年北美市场分化，普利司通全线恢复，固特异和米其林销量下滑，头部轮胎企业此消彼长；2、二三线轮胎企业北美市场出现萎缩，印度企业尚未在北美扩张，中国头部轮胎企业或以抢占二三线轮胎企业北美市场为主。

中国轮胎出海迎来2.0时代，逆全球化关税类似筛选器作用，头部中国轮胎企业或将受益于2.0时代出海

2014年以来，美国关税带来了贸易流向变化，使得全球轮胎企业向美国的出口由中国流向东南亚及北美国家。数据显示来看，关税并未直接增加美国本土轮胎企业的占比，美国轮胎进口缺口仍然存在。中国头部轮胎企业在2011-2015年间完成了生产工厂海外建设规划，以赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟、中策橡胶等轮胎企业为首的头部轮胎企业，在东南亚国家完成轮胎工厂的建设和运营，我们将这段时间海外第一工厂的建设定义为“出海1.0”。

近年来，中国头部轮胎企业，相继在墨西哥、塞尔维亚、西班牙、摩洛哥规划工厂，我们将头部轮胎企业走出亚洲，在欧洲、非洲、美洲等大洲的建设规划定义为“出海2.0”。我们认为，在“出海2.0”时代，轮胎企业的出海将更具主动性，其出海方式或目的将变为：1、全球化布局；2、更加接近消费市场；3、销售市场全球化；4、配套国际化车企；5、自主品牌为主，品牌影响力升级。

风险提示：海外工厂建设进度不及预期；贸易逆全球化趋势下关税风险；原材料价格等外部因素带来成本抬升风险。

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《橡胶-行业深度研究:乘新能源之风,中国轮胎制造大机遇》2022-05-18
- 《橡胶-行业专题研究:天风问答系列:轮胎行业五问五答》2021-11-16

内容目录

1. 轮胎企业出海能挣钱吗？	5
1.1. 玲珑泰国工厂投资建设时长与国内相似	5
● 泰国玲珑项目一期建设周期 1.5 年，后续扩建建设时间约 1 年	5
● 柳州玲珑项目一期建设周期 1.5 年，后续扩建建设时间约 1 年	5
1.2. 外海工厂建设总投资额高于国内	6
1.3. 泰国工厂毛利率、净利率均好于国内	7
1.3.1. 成本端来看，泰国生产成本反而高于公司整体	7
1.3.2. 更高的售价致使泰国毛利率高于整体	9
● 泰国工厂出口美国占比高，国内工厂国内销售占比高	10
● 配套单价低，国内配套为主的结构导致配套拖累销售价格	10
1.4. 泰国所得税减免政策，带来净利率水平高于整体	11
1.5. 海外工厂整体费用低，费用母公司承担较多，国内搭建零售市场需销售费用，海外贷款成本低	11
2. 出海为什么能挣钱？	12
2.1. 从买方市场到卖方市场，全球轮胎地理位置格局差异较大	12
2.1.1. 欧美占全球汽车轮胎总消费量超过 50%	12
2.1.2. 亚洲全球供应，欧美进口需求量大，市场地理位置差异明显	13
2.1.3. 欧美轮胎价格高于其他国家	14
2.2. 通过关税完成出口国调整，从中国到东南亚，东南亚迎来出口红利期	15
2.2.1. 欧美对华轮胎历次双反调查，征收较高关税	15
2.2.2. 通过双反调整了美国轮胎进口结构，中国轮胎 2014 年起出口美国快速下滑，东南亚国家则迅速提升	15
2.2.3. 美国对亚洲国家和地区再度开启双反调查，泰国出口比例 21 年开启下行，但泰国关税迎来复审下调	16
3. 中国企业出海出口挣了谁的钱？	17
3.1. 中国头部企业密集出海，海外销售占比持续提升	17
3.1.1. 中国头部企业海外密集建厂，目前仍有大量工厂未完待续	17
3.1.2. 中国企业海外销售额，出海占比持续提升	18
3.2. 全球轮胎公司北美市场出现分化	19
3.2.1. 轮胎三巨头 22/23 北美市场分化，普利司通全线恢复，固特异和米其林销量下滑	19
3.2.2. 海外及中国台湾头部企业北美市场出现萎缩，印度企业尚未在北美扩张	20
4. 中国轮胎出海迎来 2.0 时代，逆全球化关税类似筛选器作用，头部中国轮胎企业或将受益于 2.0 时代出海	22
4.1. 美国关税带来了贸易流向变化，美国轮胎进口缺口仍在	22
4.2. 头部轮胎企业已经开启了“出海 2.0”模式，全球化、自主品牌、零售配套全面开花	22
5. 风险提示	23
5.1. 海外工厂建设进度不及预期	23
5.2. 贸易逆全球化趋势下关税风险	23

5.3. 原材料价格等外部因素带来成本抬升风险.....	23
------------------------------	----

图表目录

图 1: 玲珑轮胎泰国工厂建设历程.....	5
图 2: 玲珑轮胎柳州项目建设进程.....	6
图 3: 玲珑轮胎泰国公司和公司整体毛利率水平比较.....	7
图 4: 玲珑轮胎泰国公司和公司整体净利率水平比较.....	7
图 5: 玲珑轮胎泰国和国内整体成本.....	8
图 6: 2018 年泰国单胎成本结构拆分.....	8
图 7: 2018 年玲珑轮胎整体单胎成本拆分.....	8
图 8: 2021 年 Q1-Q3 泰国单胎成本结构拆分.....	8
图 9: 2021 年 Q1-Q3 玲珑轮胎整体单胎成本拆分.....	8
图 10: 2018 年泰国和玲珑轮胎整体采购原料成本.....	9
图 11: 2021 年前三季度, 泰国和玲珑轮胎整体采购原料成本.....	9
图 12: 玲珑轮胎泰国销售价格和公司整体销售价格 (单位: 元/条).....	9
图 13: 玲珑轮胎整体和泰国单胎毛利情况 (单位: 元/条).....	10
图 14: 玲珑轮胎 2017-2020 一季度按地区销售结构.....	10
图 15: 玲珑轮胎泰国工厂 2017-2019 按地区销售结构.....	10
图 16: 玲珑轮胎各年度配套占比.....	10
图 17: 玲珑轮胎泰国公司和公司整体净利率水平比较.....	11
图 18: 玲珑轮胎各项费用占比.....	12
图 19: 全球半钢子午胎需求拆分占比.....	12
图 20: 全球全钢子午胎需求拆分占比.....	12
图 21: 全球子午线轮胎总需求占比.....	13
图 22: 全球轮胎净出口 (负值为净进口) 前 15 大国家统计 (单位: 条).....	13
图 23: 2024 年 5 月中国轮胎出口均价-按国家 (美元/kg).....	14
图 24: 中国轮胎出口均价 (美元/条).....	14
图 25: 美国轮胎进口国家占比统计 (累积柱状图).....	16
图 26: 美国轮胎进口国家占比统计 (曲线图).....	16
图 27: 上市 (及拟上市) 轮胎公司海外营收占比.....	18
图 28: 上市 (及拟上市) 轮胎公司海外销售收入增速.....	19
图 29: 米其林全球轮胎市场销量同比增速.....	19
图 30: 米其林北美市场销量同比增速.....	19
图 31: 固特异各个地区销量情况 (单位: 百万条).....	19
图 32: 普利司通各地区轮胎收入 (单位: 百万日元).....	20
图 33: 大陆集团轮胎板块各区域收入同比变化.....	20
图 34: 优科豪马按地区收入情况 (单位: 百万日元).....	21
图 35: 正新橡胶按照销售地区收入数据 (单位: 元新台币).....	21
图 36: 阿波罗轮胎 2020-2023 年度收入按地区 (单位: 元人民币).....	22
图 37: 美国轮胎进口数量并未因关税加征而减少 (单位: 条).....	22

图 38：美国轮胎进口国家数量占比发生变化..... 22

图 39：主要轮胎企业海外工厂布局建设情况..... 23

表 1：玲珑轮胎投资项目情况（除山东两个基地，单位：万套、亿元）..... 6

表 2：欧盟、美国对华轮胎双反调查和关税情况 15

表 3：美国对泰国、越南、韩国，以及中国台湾双反调查终裁结果..... 17

表 4：2015-2022 年中国轮胎出海投产情况（单位：亿元、万条） 17

表 5：中国企业 2024 年海外产能建设布局情况 18

1. 轮胎企业出海能挣钱吗？

2013 年，玲珑轮胎启动泰国项目，是国内首批泰国建设工厂的中国公司。我们以玲珑轮胎泰国工厂和玲珑整体经营数据为基准，探究一下玲珑泰国建设工厂在投资、成本、产品价格、盈利等各个方面同玲珑轮胎整体经营的差异，也窥探一下海外建设工厂的优势和劣势。

1.1. 玲珑泰国工厂投资建设时长与国内相似

● 泰国玲珑项目一期建设周期 1.5 年，后续扩建建设时间约 1 年

玲珑国际轮胎(泰国)有限公司是玲珑轮胎在泰国的经营主体,成立于 2011 年 1 月 13 日, 设立在泰国春武里府是拉差市考坎松镇。2013 年玲珑正式启动泰国项目建设,该项目总投资 68,866.6 万美元,建成后将新增 1,200 万套半钢子午线轮胎和 120 万套全钢子午线轮胎产能。该项目中的一期 200 万套半钢子午线轮胎,于 2014 年实现试生产,2015 年 7 月,泰国全钢产能开始投产,2016 年,公司泰国项目基本具备年产 1000 万套半钢、120 万套全钢轮胎生产能力。

2018 年 3 月,玲珑轮胎启动泰国三期项目,于 2019 年 5 月,泰国三期项目 300 万套半钢、60 套条全钢全面达产;2020 年泰国全钢完成技改扩建新增 20 万条产能。

玲珑轮胎泰国工厂自 2013 年启动,到 2014 年 3 季度一期投产,首次从零建设工厂花费约 1.5 年时间,而规划的 1200 万套半钢和 120 万套全钢全面达产则花费约 2 年时间。在完成泰国工厂一期建设的基础上,玲珑三期 300 万套半钢、60 万套全钢自 2018 年 3 月启动,花费 14 个月完成全面达产,建设时间约为 1 年。

图 1: 玲珑轮胎泰国工厂建设历程



资料来源: Wind, 玲珑轮胎公司公告, 天风证券研究所

● 柳州玲珑项目一期建设周期 1.5 年，后续扩建建设时间约 1 年

玲珑轮胎广西柳州工厂的建设几乎与泰国工厂同一时期规划和建设:玲珑轮胎 2010 年 5 月获得柳州高新技术产业开发区管理委员会对柳州项目的批复,并于 2010 年 6 月完成广西玲珑轮胎有限公司的注册。玲珑拟在广西柳州建设规模为年产 2,000 万套半钢子午线轮胎和 200 万套全钢子午线轮胎,计划投资总额 40.83 亿元。

2013 年 12 月,玲珑轮胎正式启动柳州工厂一期 1000 万套的半钢子午胎项目建设,并于 2015 年 1 月完成土建竣工,并于 2015 年 5 月完成主要设备安装调试,进入试生产状态。一期项目从建设到试生产约 1.5 年时间。

2017 年 5 月,玲珑轮胎发布《公开发行可转换债券募集资金使用可行性分析报告》,拟募

集资金并投入 15 亿元用于柳州项目一期剩余 500 万套半钢和 100 万条套钢的项目投资建设。该项目于 2018 年 8 月达产，实现了广西柳州项目一期的 1000 万套产能的完全投放。一期剩余工程建设周期约 1 年。

图 2：玲珑轮胎柳州项目建设进程



资料来源：Wind，玲珑轮胎公司公告，天风证券研究所

1.2. 外海工厂建设总投资额高于国内

玲珑轮胎在 2016 年上市前拥有山东招远、山东德州、广西柳州三个国内基地和泰国一个海外基地。而自上市以来，玲珑轮胎分别公告了湖北荆门、吉林长春、陕西铜川、安徽六安（安徽合肥取消改为六安）四个国内基地，以及塞尔维亚一个海外基地。

拿同一时期建设的柳州工厂和泰国工厂做对比：柳州工厂一期总投资 30.25 亿元，建设 1000 万套半钢和 100 万套全钢胎，泰国工厂整体投资 42.7 亿元（68866.6 万美元，根据 2013 年人民币兑美元平均汇率 6.2 换算），建设 1200 万套半钢和 120 万套全钢胎。半钢和全钢胎比例正好对等可比，每 100 万条半钢/10 万条全钢单位投资额，柳州和泰国分别为 3.03 亿元/3.56 亿元，**泰国单位投资额比柳州高约 17.6%**。

由于轮胎工厂智能化程度提升，设备、厂房等原料价格今非昔比，经过近 10 年货币通胀水平不同，新工厂建设投资总额提升明显。我们用同一时期规划建设的塞尔维亚工厂和荆门工厂做对比：荆门工厂总投资 57.94 亿元，建设 1200 万套半钢、240 万套全钢、6 万套工程胎；塞尔维亚总投资 66.25 亿元，建设 1200 万套半钢、160 万套全钢、2 万套工程胎。可以发现，湖北荆门工厂用更少的投资额（少投资 8.31 亿元），多建设 80 万条全钢和 4 万条工程胎产能。**海外建设工厂总体成本比国内高。**

表 1：玲珑轮胎投资项目情况（除山东两个基地，单位：万套、亿元）

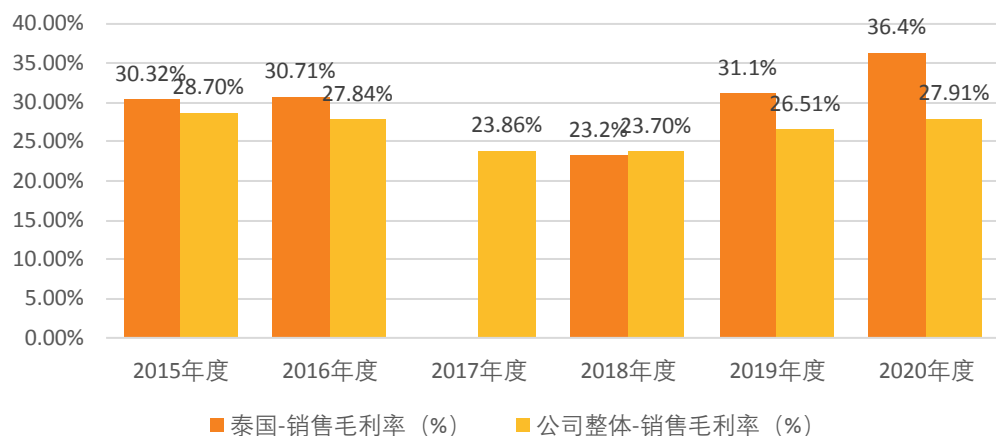
国家/地区	国内项目					海外项目	
	柳州	荆门	长春	铜川	六安	泰国	塞尔维亚
公告时间	2013 年 12 月	2018 年 2 月	2020 年 3 月	2021 年 6 月	2022 年 12 月	2013 年	2018 年 8 月
半钢子午胎	1000	1200	1200	1200	1200	1200	1200
全钢子午胎	100	240	200	300	200	120	160
具体产能	工程胎/特种胎	6		10			2
翻新胎			20	50			
航空轮胎				10			
拟投资总额	30.25	57.94	48.94	60.66	51.00	42.70	66.25

资料来源：Wind，玲珑轮胎公司公告，天风证券研究所

1.3. 泰国工厂毛利率、净利率均好于国内

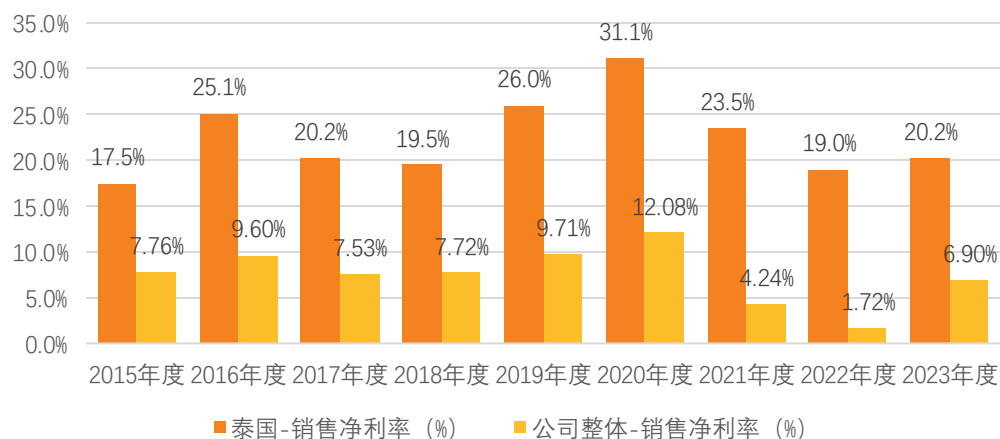
我们将玲珑轮胎泰国公司和玲珑轮胎上市公司整体盈利情况历史数据进行了比较，2015-2020年，除2018年度外（2017年度无泰国工厂数据），玲珑轮胎泰国工厂销售毛利率均高于公司整体水平，2015/2016/2019/2020年度毛利率分别高1.62/2.87/4.60/8.45PCT。而由于税收等因素影响，净利率水平则差异更大：自2015年以来，泰国公司净利率与公司整体净利率水平平均高出14.98PCT。海外工厂盈利明显高于国内工厂。

图 3：玲珑轮胎泰国公司和公司整体毛利率水平比较



资料来源：Wind，玲珑轮胎公司公告，天风证券研究所

图 4：玲珑轮胎泰国公司和公司整体净利率水平比较



资料来源：Wind，玲珑轮胎公司公告，天风证券研究所

1.3.1. 成本端来看，泰国生产成本反而高于公司整体

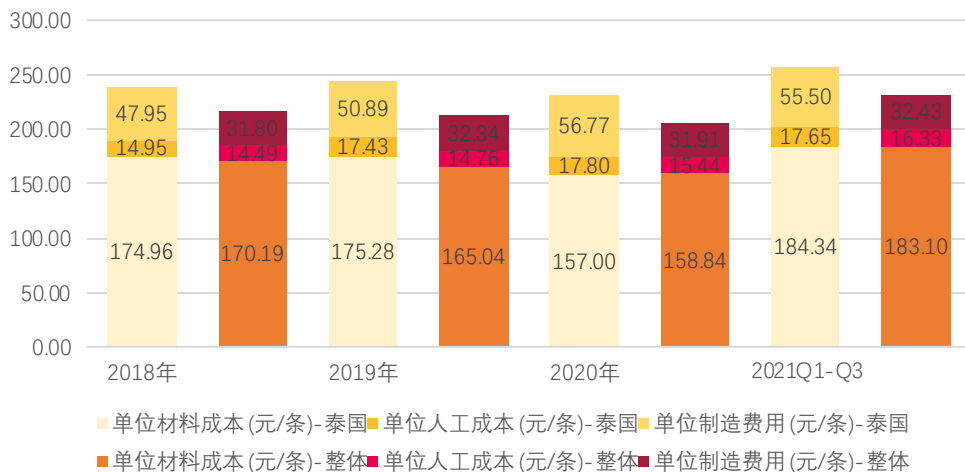
根据玲珑轮胎非公开发行股票回复函中披露的数据，玲珑轮胎泰国工厂单条轮胎2018/2019/2020和2021年前三季度生产成本分别为237.86/243.6/231.57/257.49元/条，同时期公司整体单胎生产成本分别为216.48/212.14/206.19/231.86元/条，泰国整体生产成本平均高于公司整体约25.96元/条。

从材料成本、人工成本、制造费用成本三项成本项拆分来看：

- **材料成本**：2018/2019年单胎成本泰国比整体分别高4.77/10.24元/吨，但2020和2021年前三季度则成本差异不大（-1.84和1.24元/条）；

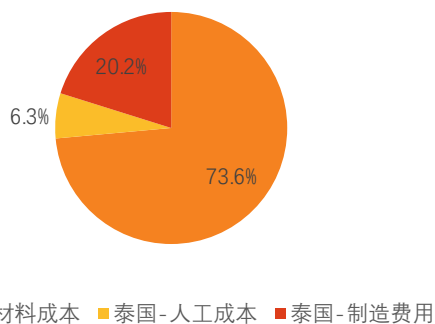
- **人工成本:** 泰国人工成本 2018-2020 以及 2021 前三季度, 较公司整体高约 0.46/2.67/2.36/1.32 元/条, 泰国人工成本整体略高于公司整体, 但差异不大;
- **制造费用:** 泰国制造费用 2018-2020 以及 2021 前三季度, 较公司整体高 16.15/18.55/24.86/23.07 元/吨, 泰国工厂制造费用明显高于公司整体, 是泰国成本高于公司整体的主要来源。

图 5: 玲珑轮胎泰国和国内整体成本



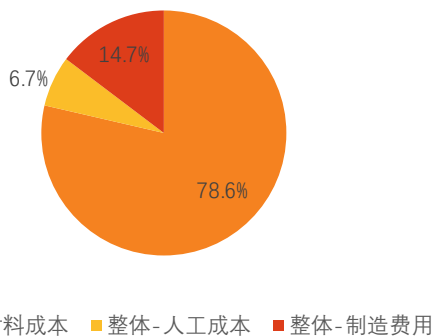
资料来源: Wind, 玲珑轮胎公司公告, 天风证券研究所

图 6: 2018 年泰国单胎成本结构拆分



资料来源: Wind, 玲珑轮胎公司公告, 天风证券研究所

图 7: 2018 年玲珑轮胎整体单胎成本拆分



资料来源: Wind, 玲珑轮胎公司公告, 天风证券研究所

图 8: 2021 年 Q1-Q3 泰国单胎成本结构拆分

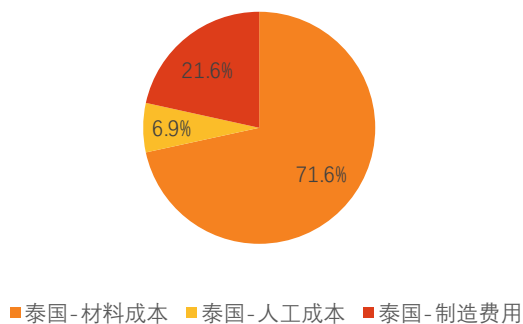
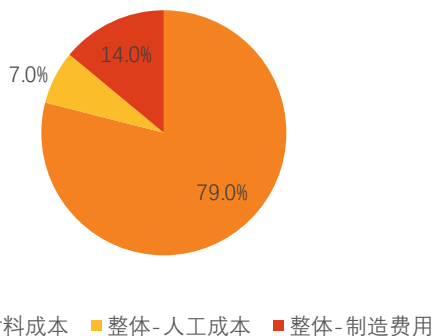


图 9: 2021 年 Q1-Q3 玲珑轮胎整体单胎成本拆分

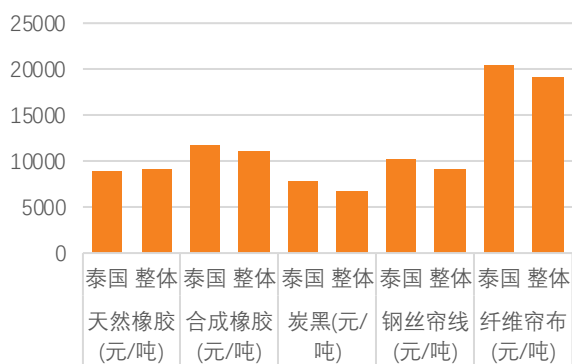


资料来源: Wind, 玲珑轮胎公司公告, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 玲珑轮胎公司公告, 天风证券研究所

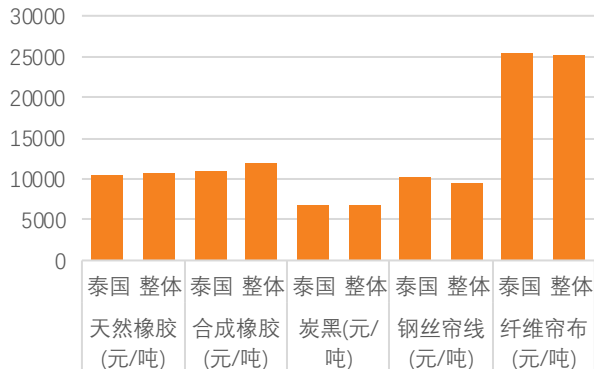
除橡胶外原材料采购价格泰国均高于国内, 而采购价格差异进一步缩窄。材料成本 2018-2021 年前三季度变化较大, 根据玲珑轮胎非公开发行股票回复函中披露的数据, 2018 年, 泰国工厂原料采购价格中, 天然橡胶平均采购价格 8847 元/吨, 较公司整体平均采购价格 9131 元/吨低 284 元/吨, 而合成橡胶、炭黑、钢丝帘线、纤维帘布的采购价格, 泰国均高于公司整体。2021 年前三季度, 天然橡胶、合成橡胶采购成本泰国均低于公司整体, 炭黑采购价格则与国内仅差 2.9 元/吨, 钢丝帘线和纤维帘布采购价格泰国则仍然高于公司整体, 原料成本差距进一步缩窄。

图 10: 2018 年泰国和玲珑轮胎整体采购原料成本



资料来源: Wind, 玲珑轮胎公司公告, 天风证券研究所

图 11: 2021 年前三季度, 泰国和玲珑轮胎整体采购原料成本



资料来源: Wind, 玲珑轮胎公司公告, 天风证券研究所

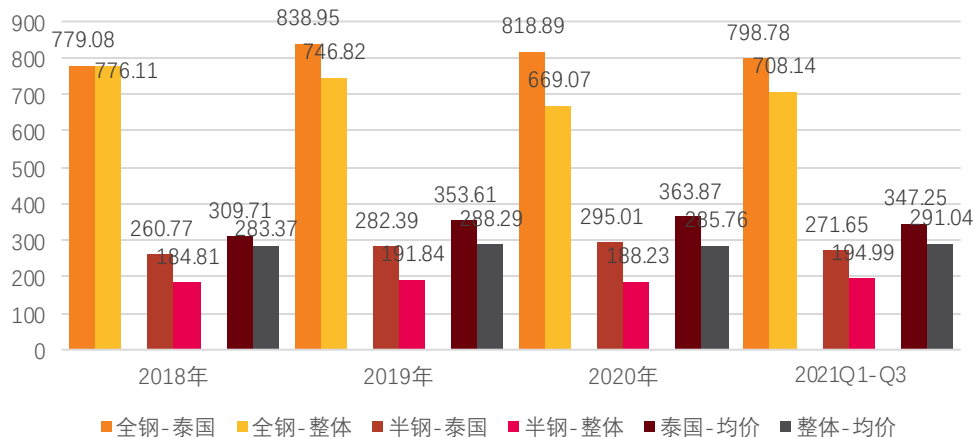
1.3.2. 更高的售价致使泰国毛利率高于整体

虽然泰国单胎生产成本高于整体, 但泰国销售价格则高于整体更多, 致使泰国毛利率高于公司整体毛利率。主要原因有两点:

- 1、泰国工厂的销售目的地主要为美国等发达国家, 由于竞争格局更好、价格接受度更高, 销售价格则更高;
- 2、玲珑轮胎整体售价中部分受到整车配套轮胎拖累因此较低, 而泰国则以出海零售为主。

根据玲珑轮胎公告, 2018-2021 年前三季度, 公司泰国销售的全钢胎、半钢胎平均价格, 以及泰国轮胎销售均价, 均高于同时期公司整体。2021 年前三季度, 泰国销售全钢、半钢、整体均价分别为 799/272/347 元/条, 而公司全钢、半钢、整体均价分别为 708/195/291 元/条, 泰国均价分别高于公司整体 90.6/76.7/56.2 元。

图 12: 玲珑轮胎泰国销售价格和公司整体销售价格 (单位: 元/条)

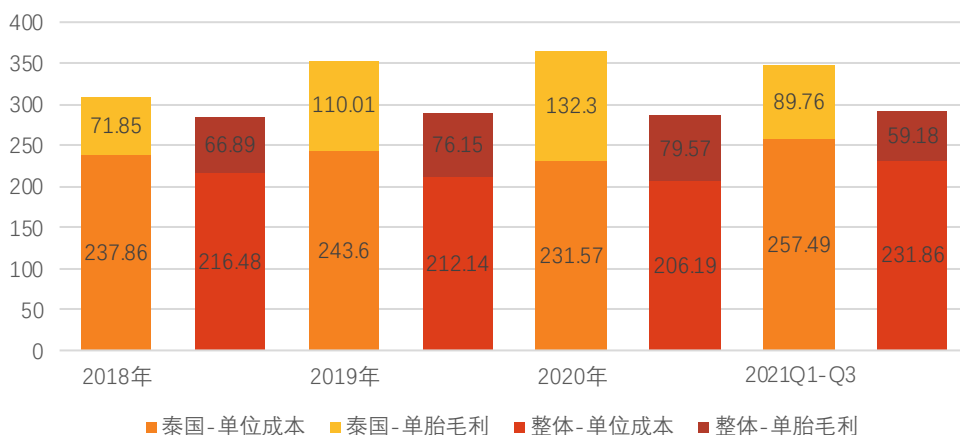


资料来源: Wind, 玲珑轮胎公司公告, 天风证券研究所

凭借更高的销售价格, 泰国虽然单胎成本高于公司整体, 但单胎毛利则明显高于国内,

2018-2021 年前三季度，泰国单胎毛利分别为 71.85/110.01/132.3/89.76 元/条，公司整体单胎毛利分别为 66.89/76.15/79.57/59.18 元/条，泰国单胎毛利各年份分别高 4.96/33.86/52.73/30.58 元/条。

图 13：玲珑轮胎整体和泰国单胎毛利情况（单位：元/条）



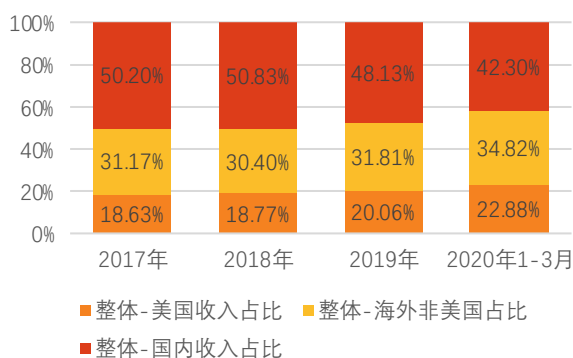
资料来源：Wind，玲珑轮胎公司公告，天风证券研究所

● 泰国工厂出口美国占比高，国内工厂国内销售占比高

我们认为，造成玲珑轮胎泰国工厂全钢、半钢和整体销售价格高于公司整体的主要原因之一，是销售目的地的不同。根据玲珑轮胎公告数据，公司 2017-2020 年一季度内销占收入比重分别为 50.2%/50.8%/48.1%/42.3%，整体出口美国的收入比重分别为 18.6%/18.8%/20.1%/22.9%。

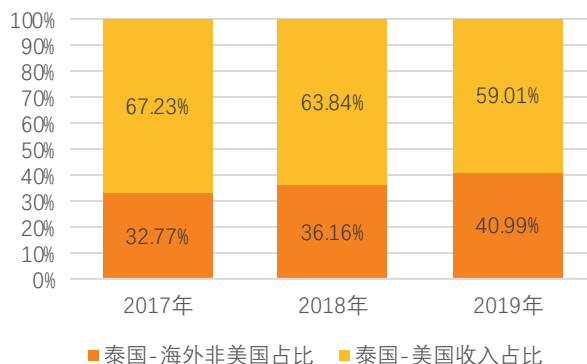
根据玲珑轮胎公告数据，我们计算出，泰国工厂 2017-2019 年美国的收入比例占泰国工厂整体收入比重分别为 67.23%/63.84%/59.01%，明显高于公司整体出口美国比例；且根据公司公告，2017-2020Q1，泰国工厂占出口美国比重为 82.35%/83.97%/87.07%/87.64%。

图 14：玲珑轮胎 2017-2020 一季度按地区销售结构



资料来源：Wind，玲珑轮胎公司公告，天风证券研究所

图 15：玲珑轮胎泰国工厂 2017-2019 按地区销售结构

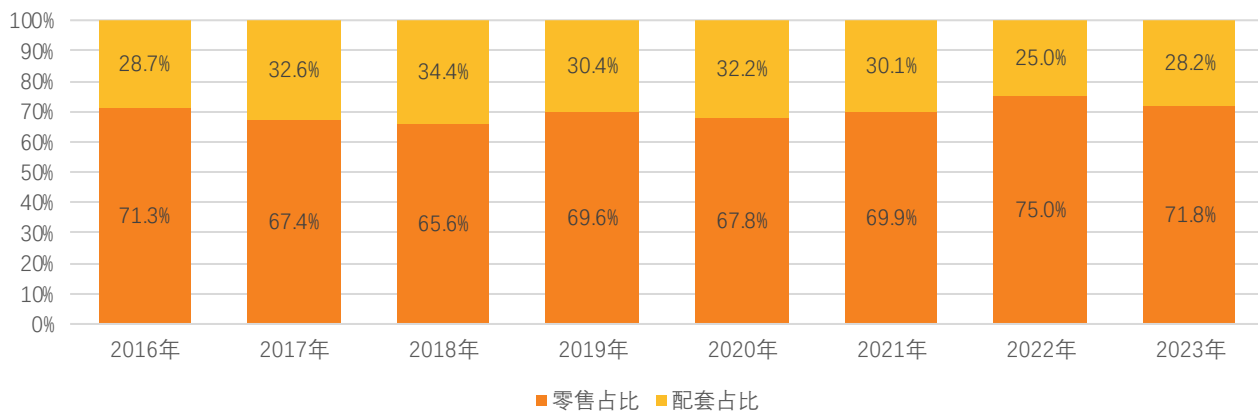


资料来源：Wind，玲珑轮胎公司公告，天风证券研究所

● 配套单价低，国内配套为主的结构导致配套拖累销售价格

根据玲珑轮胎各年年度报告，自 2016 年至 2023 年，配套：零售比例约为 3:7，而根据玲珑轮胎可转债回复函公告，按照模拟测算，其半钢和全钢配套价格比零售价格分别低 33.6% 和 8.3%。根据玲珑轮胎投资者问答回复，公司 2024 年 Q1 海外配套仅占 4%，而国内配套则占比 28%。我们预计国内工厂承担较多配套任务，而配套车企的轮胎销售价格，特别是半钢胎销售价格则低于零售价格，因此国内配套占比高也拖累了整体销售价格。

图 16：玲珑轮胎各年度配套占比



资料来源：Wind，玲珑轮胎公司公告，天风证券研究所

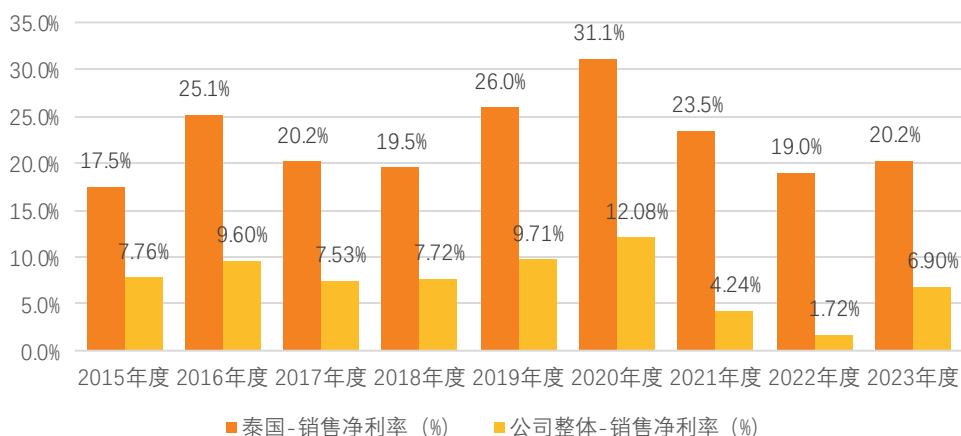
1.4. 泰国所得税减免政策，带来净利率水平高于整体

为了吸引外资，泰国政府出台了大量优惠激励机制，根据泰国 BOI（泰国投资促进委员会）的优惠政策，投资企业可享受所得税 8 免 5 减半，即运营期前 8 年免征所得税，后 5 年所得税税率为 10% 的投资优惠政策。根据玲珑轮胎、森麒麟等轮胎公司公告，泰国轮胎企业获得所得税“8 免 5 减半”政策，并正在执行中，而根据通用股份公告，公司泰国工厂享受泰国 BOI 授予的“8 免 3 减半”的相关政策。

根据玲珑轮胎公告中对国内长春工厂收益测算，长春工厂按照 25% 国内企业所得税征收，在稳定生产并产生稳定收入后，长春工厂将产生年化收入 16.36 亿元，而所得税将达到 6030 万元，所得税占营业收入比重为 3.7%。若考虑高新技术企业所得税率为 15%，则所得税额占营业收入比重约为 2.2%。泰国工厂处于 BOI 税收减免的“8 免”期间，由于泰国毛利率高于公司整体，预计所得税免征带来的“收益”高于泰国工厂营业收入的 2.2%-3.7%，这是造成泰国工厂净利率水平高于公司整体的原因之一。

根据玲珑轮胎 2017 年回复函中公告，若泰国玲珑按所得税税率 15% 缴纳所得税，其销售净利率将下降 3%-4%，税收减免对净利率影响较大。

图 17：玲珑轮胎泰国公司和公司整体净利率水平比较



资料来源：Wind，玲珑轮胎公司公告，天风证券研究所

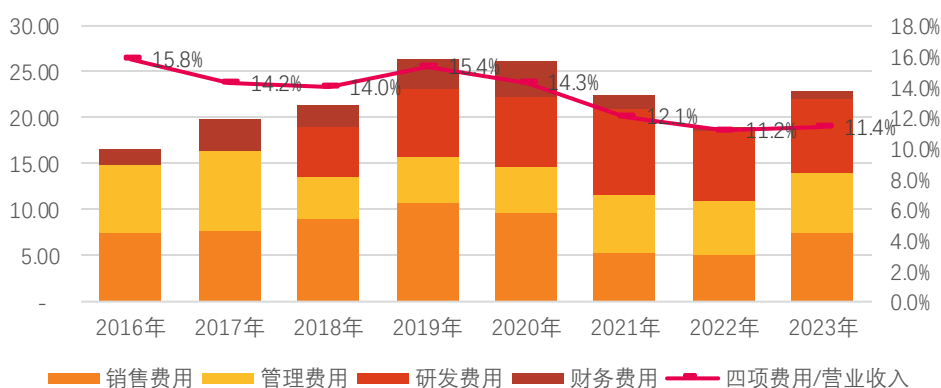
1.5. 海外工厂整体费用低，费用母公司承担较多，国内搭建零售市场需销售费用，海外贷款成本低

- 管理和研发费用：海外建设工厂，作为工厂而非整体企业运营，在费用端也可以省下部分管理费用和研发费用。玲珑轮胎 2016 至 2023 年，管理费用加研发费用占总营收比例平均为 7.2%。
- 销售费用：由于泰国主要销售目的地为美国，本土门店布局较少，主要依赖于经销商；

而国内销售则需要搭建零售体系，以玲珑轮胎 2019 年提出的“赋能终端”战略为例，公司通过 3 年时间，全国打造 300 家战略合作经销商、2,000 家旗舰店、5,000 家核心品牌店、30,000 家紧密合作店，玲珑轮胎 2019-2020 年两年销售费用分别为 10.64 和 9.63 亿元，销售费用率分别为 6.2%和 5.2%，搭建“赋能终端”战略初期的门店合作销售费用增长明显。

- 运费、仓储费：泰国玲珑定位为公司第一个海外生产基地，旨在对部分国际贸易壁垒进行有效应对，目前泰国玲珑的产品主要销往美国，销售价格多数为 FOB 价格，泰国玲珑仅负责从泰国工厂至 Laem Chabang 港口的运输费用，运输距离仅为国内工厂出口运输至青岛港距离约三分之一，运费较低；而对于国内零售市场，国内公司通常需将轮胎运送至客户指定地点，其运费高于泰国玲珑；此外，为满足国内主机厂的配套需要，国内公司需租用外部仓库，从而产生较高的仓储租赁费、装卸费和二次运输短倒等轮胎销售服务费。
- 财务费用：由于泰国融资多为美元融资，融资利率低于国内的人民币融资利率，财务费用支出较低。

图 18：玲珑轮胎各项费用占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 出海为什么能挣钱？

2.1. 从买方市场到卖方市场，全球轮胎地理位置格局差异较大

上文我们讨论分析了国内轮胎企业出海建厂能够享受毛利率和净利率两方面的优势，而虽然成本较高，但出口美国带来更高的销售价格则不仅能够弥补高于国内的生产成本，还能带来更高的毛利率水平。

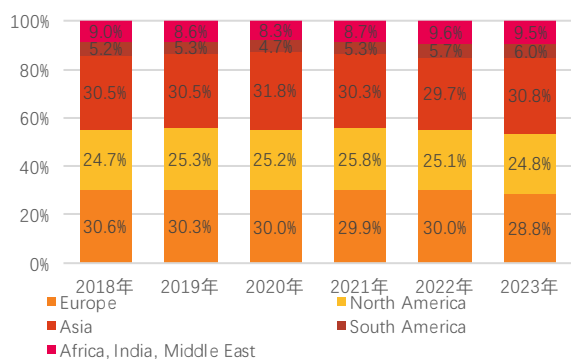
中国企业销售出海欧美销售价格更高的原因不仅仅是欧美消费结构和消费能力的差异，而更重要在于欧美市场存在“供应缺口”，造成了欧美市场是“卖方市场”，而中国以及亚洲则是“地区供给过剩”而造成的“买方市场”。

2.1.1. 欧美占全球汽车轮胎总消费量超过 50%

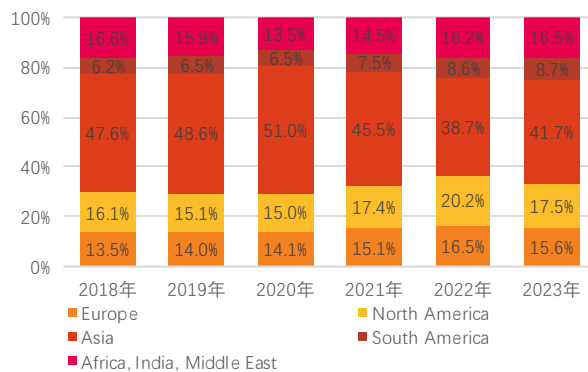
根据米其林历年年报公布的全球半钢、全钢轮胎消费数据统计，北美/欧洲子午线轮胎 2023 年总需求分别为 4.28/4.87 亿条，占全球子午线轮胎总需求的 51.3%，其中乘用车半钢子午胎北美/欧洲 2023 年需求分别为 3.91/4.54 亿条，占全球半钢胎总需求 53.7%，而欧美占比超过 50%的趋势较为稳定。

图 19：全球半钢子午胎需求拆分占比

图 20：全球全钢子午胎需求拆分占比

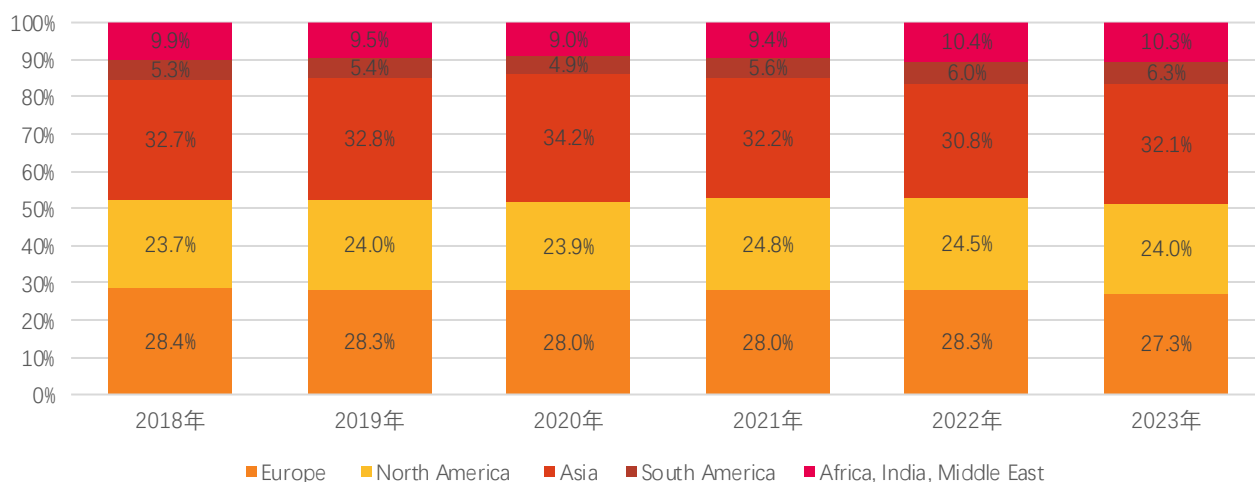


资料来源：米其林年报，天风证券研究所



资料来源：米其林年报，天风证券研究所

图 21：全球子午线轮胎总需求占比



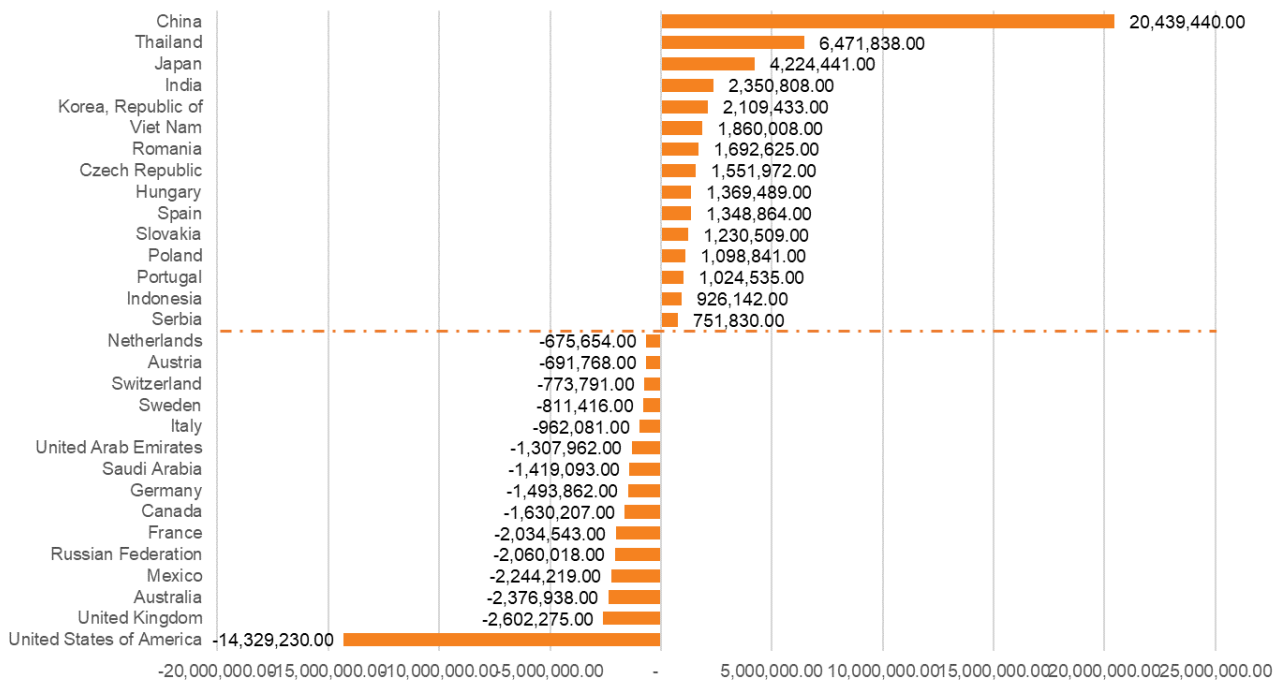
资料来源：米其林年报，天风证券研究所

2.1.2. 亚洲全球供应，欧美进口需求量大，市场地理位置差异明显

根据 Trade Map 统计的全球轮胎净出口数据,2023 年全球轮胎净出口前十大国家分别为：中国、泰国、日本、印度、韩国、越南、罗马尼亚、捷克、匈牙利、西班牙，亚洲、欧洲为全球轮胎主要出口国家所在地；而全球净进口前十大国家分别为：美国、英国、澳大利亚、墨西哥、俄罗斯、法国、加拿大、德国、沙特阿拉伯、阿联酋。

其中中国以 2.04 亿条轮胎净出口量领先全球，而美国以 1.43 亿条净进口量是全球轮胎净进口最大国家。以亚洲、欧洲为主的供给，美洲、欧洲为主的需求格局，造就了全球轮胎供需中的“区域不均衡”现象，使得北美市场成为了“买方市场”，需要大量轮胎进口，而亚洲市场则作为“卖方市场”供应全球。

图 22：全球轮胎净出口（负值为净进口）前 15 大国家统计（单位：条）



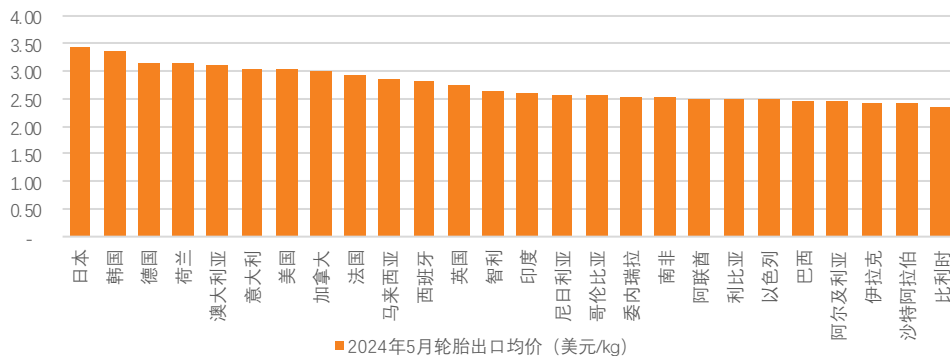
资料来源: Trade Map, 天风证券研究所

2.1.3. 欧美轮胎价格高于其他国家

根据海关数据对我国出口到 26 个国家半钢胎平均价格 (按照美元/kg 算) 的统计, 以 2024 年 5 月出口数据为例, 日本和韩国分列一二位, 分别为 3.45 和 3.38 美元/kg, 而德国、荷兰、澳大利亚、意大利四个欧洲和澳洲国家位列 3-6 位, 美国则以 3.05 美元/kg 位列第七。

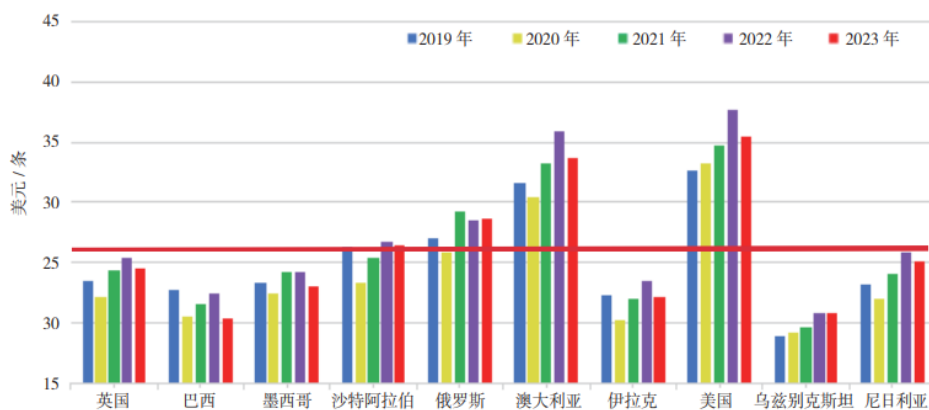
而根据刘众在《中国橡胶》期刊发布的《2023 年轮胎进出口市场分析及 2024 年趋势研判》中统计, 中国出口半钢胎按照美元/条的出口均价统计, 美国则明显高于统计国家均价。

图 23: 2024 年 5 月中国轮胎出口均价-按国家 (美元/kg)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 24: 中国轮胎出口均价 (美元/条)



资料来源：中国知网：《2023年轮胎进出口市场分析及2024年趋势研判》刘众，天风证券研究所

2.2. 通过关税完成出口国调整，从中国到东南亚，东南亚迎来出口红利期

为保护本土企业，美国和欧盟历史上针对中国等国家和地区进行了反倾销、反补贴调查，并试图通过双反限制中国轮胎产业的出海。2014年美国对华乘用车、轻型货车轮胎以及2016年美国对华卡客车、公共汽车轮胎的双反调查，对中国出口美国产生较大影响，自2014年起，泰国、越南等东南亚国家承接了中国对美国轮胎的出口，呈现快速增长趋势，东南亚地区迎来轮胎出口红利期。而2021年由于泰国、越南等国家和地区出口美国比例快速提升，美国开启了新一轮双反调查，并使得泰国出口美国比例呈现逐年下降趋势。

2.2.1. 欧美对华轮胎历次双反调查，征收较高关税

美国对华双反调查自2007年便开始，当时针对中国出口美国的工程机械轮胎进行双反调查，并最终确认了2.45%-14%的反补贴和4.08%-210.48%的反倾销税率，此后的2009年，美国对华轮胎特保调查案，建议美国将在现行进口关税的基础上，对中国输美乘用车与轻型卡车轮胎连续三年分别加征55%、45%和35%的从价特别关税。

2014年美国对华乘用车、轻型货车轮胎开启双反调查，2016年美国对华卡客车、公共汽车轮胎进行双反调查，2017年，欧美对华全钢胎进行双反调查。三轮双反调查过后，中国出口美国的半钢、全钢，以及出口欧盟国家的全钢胎分别加征了较高的双反关税。

表 2：欧盟、美国对华轮胎双反调查和关税情况

立案时间	案件名称	类型	初裁结果	终裁结果
2007/07/31	美国对华工程机械轮胎双反调查	反补贴	2.38%~6.59%	2.45%~14.00%
2007/07/31	美国对华工程机械轮胎双反调查	反倾销	10.98%~210.48%	4.08%~210.48%
2009/04/29	美国对华特保调查	其他	建议加征关税：第一年 55%，第二年 45%，第三年 35%	
2014/07/15	美国对华乘用车和轻型货车轮胎双反调查	反补贴	12.50%~81.29%	20.73%~116.33%
2014/07/15	美国对华乘用车和轻型货车轮胎双反调查	反倾销		14.35%~87.99%
2016/02/19	美国对华卡车和公共汽车轮胎双反调查	反补贴	17.06%~23.38%	52.04%~65.46%
2016/02/19	美国对华卡车和公共汽车轮胎双反调查	反倾销	20.87%~22.57%	9.00%~22.57%
2017/08/11	欧盟对华卡客车轮胎双反调查	反倾销	52.85%~82.17%	42.73%~61.76%
2017/10/14	欧盟对华卡客车轮胎双反调查	反补贴		3.75%~57.28%

资料来源：中国贸易救济信息网，天风证券研究所

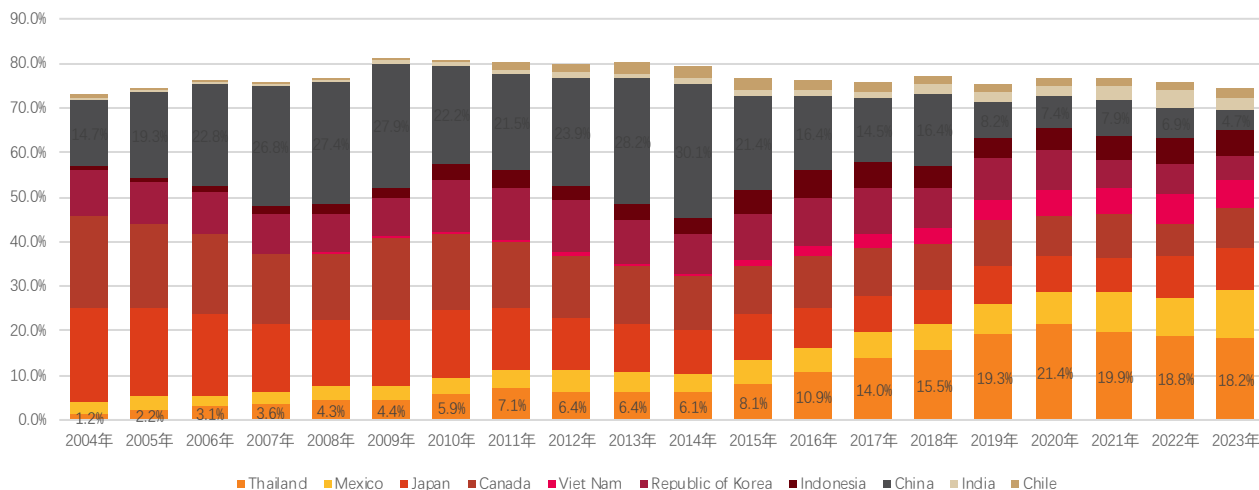
2.2.2. 通过双反调整了美国轮胎进口结构，中国轮胎 2014 年起出口美国快速下滑，东南亚国家则迅速提升

根据 Trade Map 统计数据，美国轮胎进口国家占比在过去 20 年间发生了较大变化，中国轮胎自 2004 年占美国轮胎进口总数的 14.7%，经过 3 年时间，到 2007 年快速提升至 26.8%，并在 2014 年达到顶峰的 30.1%。但由于美国 2014 年对华半钢胎开启的双反调查，并征收较高的反倾销、反补贴关税，中国轮胎出口美国占比一路下行，截至 2023 年，中国直接

出口美国轮胎仅占美国进口轮胎总量的 4.7%。

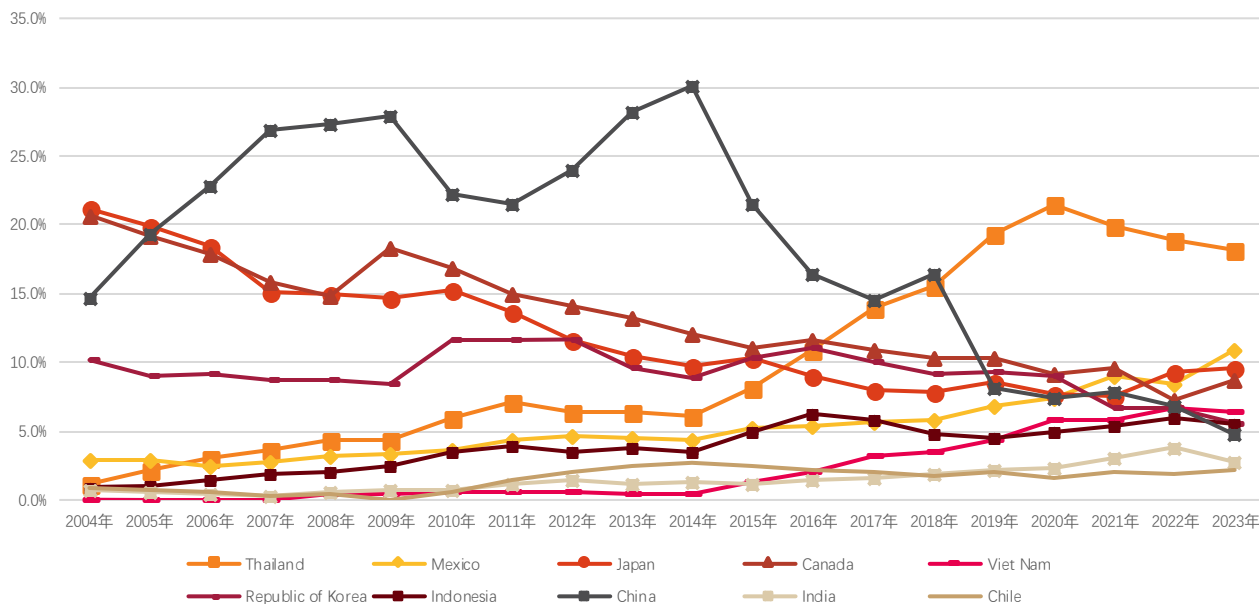
与此同时，泰国、越南、印度尼西亚等东南亚国家出口美国轮胎占比则在 2014 年开启了快速增长态势，泰国、越南、印度尼西亚三国轮胎在 2013 年占美国进口比例分别为 6.4%/0.5%/3.7%，而到 2023 年三国出口美国占比分别提升至 18.2%/6.4%/5.5%，泰国作为承接中国轮胎出口的主要国家，提升幅度明显。

图 25：美国轮胎进口国家占比统计（累积柱状图）



资料来源：Trade Map，天风证券研究所

图 26：美国轮胎进口国家占比统计（曲线图）



资料来源：Trade Map，天风证券研究所

2.2.3. 美国对亚洲国家和地区再度开启双反调查，泰国出口比例 21 年开启下行，但泰国关税迎来复审下调

由于泰国、越南等国家和地区出口美国轮胎比例快速提升，特别是 2018 年泰国成为美国第一大出口国，并快速提升至 2020 年的 21.4% 的占比，再次受到了美国钢铁工人协会关注。2021 年 7 月 12 日，美国提出对泰国、越南、韩国，以及中国台湾三个国家和一个地区完成双反调查终裁，对泰国、越南、韩国，以及中国台湾征收 14.62-21.09%/22.27%/14.72-21.74%/20.04-101.84% 的反倾销税，以及对越南征收 6.23-7.89% 的反补贴税。2023

年 11 月 7 日，美国单独针对泰国开启了卡车和公交车轮胎反倾销案调查。

表 3：美国对泰国、越南、韩国，以及中国台湾双反调查终裁结果

类型	国家/地区	企业	税率 (%)
反倾销	泰国	住友橡胶	14.62
反倾销	泰国	LLIT	21.09
反倾销	泰国	其他	17.08
反倾销	韩国	韩泰轮胎	27.05
反倾销	韩国	耐克森轮胎	14.72
反倾销	韩国	其他	21.74
反倾销	中国台湾	正新轮胎	20.04
反倾销	中国台湾	南港轮胎	101.84
反倾销	中国台湾	其他	84.75
反倾销	越南	除建大橡胶、赛轮轮胎、普利司通、锦湖轮胎、优科豪马以外	22.27
反补贴	越南	锦湖轮胎	7.89
反补贴	越南	赛轮轮胎	6.23
反补贴	越南	其他	6.46

资料来源：中国贸易救济信息网，美国商务部网站，天风证券研究所

由于 2021 年对泰国反倾销关税较高，使得泰国直接出口美国的轮胎比例呈现下降趋势，自 2020 年占比 21.4% 见顶后，2021-2023 年占美国进口轮胎比例分别为 19.9%/18.8%/18.2%，在美国反倾销关税影响下，泰国出口美国比例呈现下降趋势。

但根据森麒麟等在泰国建厂的上市公司公告，2024 年初，美国对泰国半钢反倾销情况完成复审，两家强制应诉企业森麒麟、住友橡胶复审税率分别为 1.24% 和 6.16%，而其余企业则采用平均税率的 4.52%，相较 2021 年 14.62-21.09% 的反倾销关税有明显下调。调低后的关税对或将泰国生产的轮胎直接出口美国带来利好。

3. 中国企业出海出口挣了谁的钱？

3.1. 中国头部企业密集出海，海外销售占比持续提升

3.1.1. 中国头部企业海外密集建厂，目前仍有大量工厂未完待续

根据郝章程发表在《中国橡胶》杂质文章《2023 年度中国轮胎排名企业数据评析及 2024 年预测》数据，2015 年中国仅 2 家轮胎公司海外设厂投资，海外销售额仅 28.7 亿元，子午胎产量总量 951 万条。而截至 2022 年，中国海外工厂投产企业达到 10 家，销售额约为 329 亿元，而子午线轮胎总产量则接近 6000 万条，其中全钢胎 1604 万条，半钢胎 4335 万条。

表 4：2015-2022 年中国轮胎出海投产情况（单位：亿元、万条）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
海外工厂投产企业	2 家	4 家	4 家	5 家	5 家	7 家	8 家	10 家
销售收入	28.7	72.15	126.03	137.36	178.89	191.96	248.62	328.98
轮胎总产量	951.27	2112.92	3250.36	3998.17	4555.32	5109.59	5636.4	5971.28
子午胎产量	951.27	2107.76	3239.82	3987.93	4539.49	5093.1	5613.93	5938.1
全钢胎产量	7.1	106.75	285.53	406.32	673.79	862.87	1134.45	1603.51
半钢胎产量	944.17	2001.01	2954.29	3581.61	3865.7	4230.2	4479.48	4334.59
工厂胎产量	0	1.5	2.7	5.28	8.4	8.99	14.67	33.18

资料来源：中国知网：郝章程.2023 年度中国轮胎排名企业数据评析及 2024 年预测[J].中国橡胶,2023,39(11):6-13, 天风证券研究所

截至 2024 年初，我国仍有 11 家企业海外工厂正在建设中，而海外基地也由东南亚，扩张到塞尔维亚、摩洛哥等欧洲、非洲国家。

表 5：中国企业 2024 年海外产能建设布局情况

序号	公司名称	投资项目情况
1	赛轮集团	越南（三期）：“年产 300 万条 PCR、100 万条 TBR” 建设中； 5 万吨 OTR 基本建成 柬埔寨“年产 900 万条 PCR” 投入运营 柬埔寨“年产 165 万条 TBR” 全线贯通
2	玲珑轮胎	塞尔维亚工厂（一期）TBR 年产 120 万条项目目前产销平衡， 2024 年达到设计产能； 塞尔维亚工厂（一期）PCR 600 万条/年正在设备调试， 2025 年达到设计产能
3	森麒麟	泰国（二期）“年产 600 万条 PCR、200 万条 TBR”， 预计 2023 年可大规模投产 摩洛哥年产 600 万条 PCR 项目 10 月 21 日开工、加快推进西班牙“年产 1200 万条 PCR 子午胎项目”
4	贵州轮胎	越南（二期）年产 TBR 95 万条项目， 设备安装调试、小批量试产
5	浦林成山	泰国基地（三期）项目 2.01 亿元， 增产 PCR 200 万条/年， 2024 年下半年达产
6	朝阳浪马	巴基斯坦年产 TBR 240 万条项目(一期 74 万条投产)
7	双星集团	柬埔寨工厂， 投资 2 亿美元， 年产 150 万条 TBR、700 万条 PCR
8	通用股份	泰国（二期）， 投资 18.84 亿元， 年产 50 万条 TBR、600 万条 PCR(2023 年 9 月 27 日， 开工) 柬埔寨基地“年产 500 万条 PCR 和 90 万条 TBR 项目”， 2023 年 5 月首胎下线、量产发货， 2024 年全面投产
9	福麦斯	柬埔寨 年产 120 万条 TBR、800 万条 PCR(2023 年 8 月 1 日备案)
10	金宇轮胎	越南 300 万条 PCR(2023 年 9 月 16 日备案)
11	昊华轮胎	越南 5 亿美元建设 1440 万条产能(获投资许可， 2025 年三季度投产)

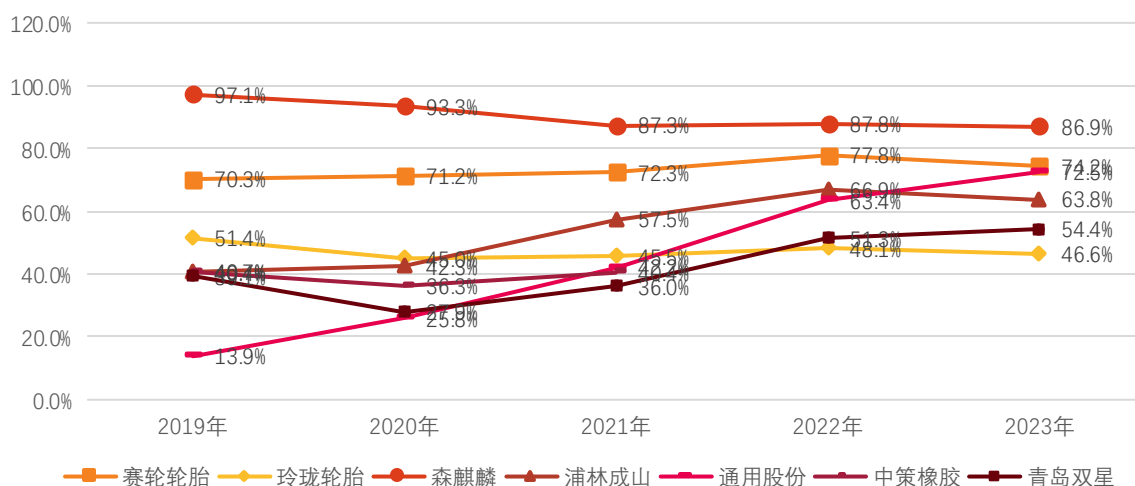
资料来源：中国知网；郝章程 2023 年度中国轮胎排名企业数据评析及 2024 年预测[J]. 中国橡胶, 2023, 39(11):6-13, 天风证券研究所

3.1.2. 中国企业海外销售额，出海占比持续提升

我们统计了赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟、浦林成山、通用股份、中策橡胶、青岛双星等上市和拟上市公司海外销售额占比和海外销售额增长情况：

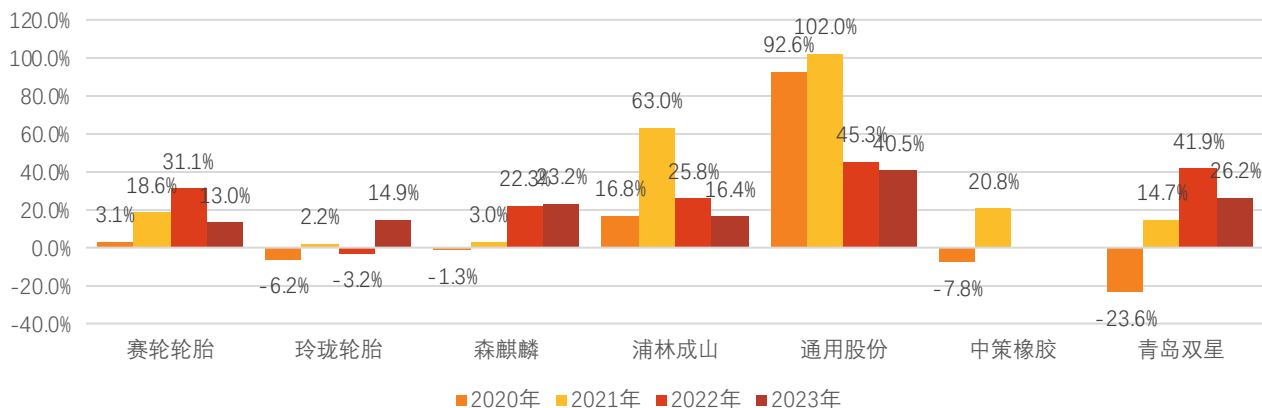
- 2020 年至 2023 年，海外销售占比较高的赛轮轮胎、浦林成山海外销售额保持连续 4 年增长；
- 2020 至 2023 年，海外销售占比较高的玲珑轮胎、森麒麟海外销售额保持总量增长，其中森麒麟除 2020 年出现下滑外，2021-2023 年保持增长；
- 2019-2023 年，通用股份、青岛双新、浦林成山海外收入占比提升明显，其中浦林成山、通用股份保持了连续 5 年海外销售占比的持续提升。

图 27：上市（及拟上市）轮胎公司海外营收占比



资料来源：Wind，玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟、浦林成山、通用股份、中策橡胶、青岛双星公告，天风证券研究所

图 28：上市（及拟上市）轮胎公司海外销售收入增速



资料来源：Wind，玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟、浦林成山、通用股份、中策橡胶、青岛双星公告，天风证券研究所

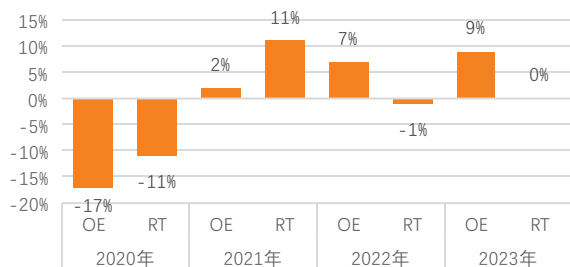
3.2. 全球轮胎公司北美市场出现分化

3.2.1. 轮胎三巨头 22/23 北美市场分化，普利司通全线恢复，固特异和米其林销量下滑

我们统计了米其林、固特异（含固铂轮胎）、普利司通全球龙头轮胎公司 2023 年（普利司通为 2022 财年）经营情况，米其林、固特异北美市场 2022/2023 年两年均出现销量下滑，普利司通在 21/22 财年全球和北美市场实现了收入的增长：

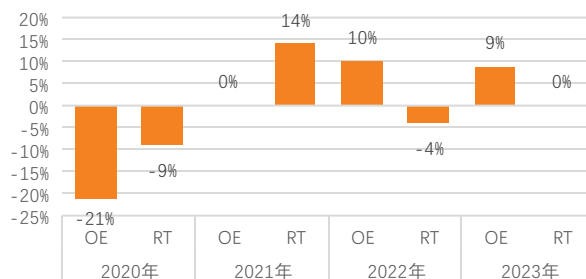
- 米其林 2022/2023 年全球配套轮胎同比+7%和 9%，但全球零售分别同比-1%/0%，其中北美市场配套同比+10%和 9%，北美零售市场同比-4%/0%，零售端全球和北美两年均出现下滑；

图 29：米其林全球轮胎市场销量同比增速



资料来源：米其林年报，天风证券研究所

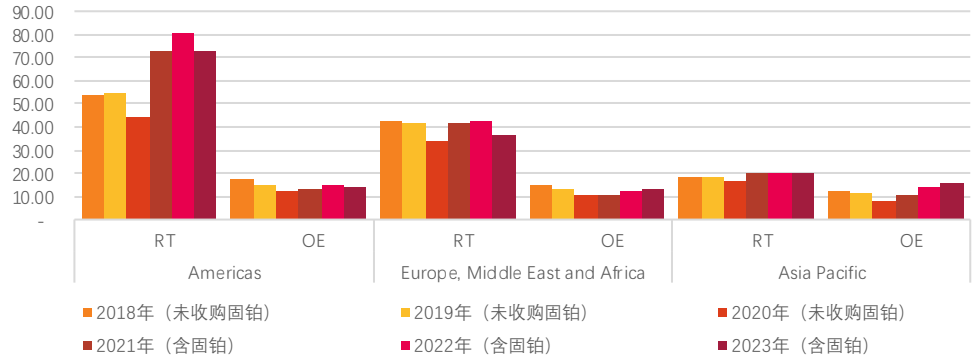
图 30：米其林北美市场销量同比增速



资料来源：米其林年报，天风证券研究所

- 固特异轮胎（2021 年收购固铂轮胎）2022/2023 年北美市场配套同比+9.0%/-2.8%，零售同比+10.9%/-9.1%，欧洲、中东、非洲整体市场配套同比+10%/+8.3%，零售同比+3.1%/-14.4%，2023 年北美、欧洲、中东、非洲市场零售均出现同比快速下滑。

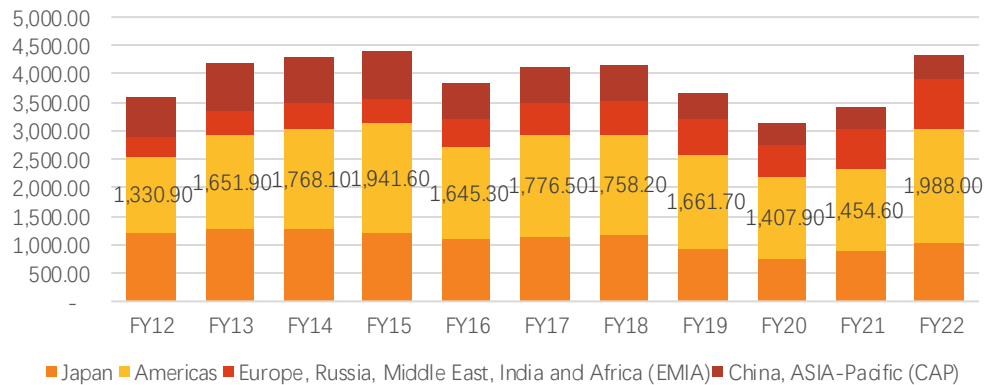
图 31：固特异各个地区销量情况（单位：百万条）



资料来源: 固特异年报, 天风证券研究所

- 普利司通 2022 财年收入全线恢复, 22 财年整体收入同比+27.7%, 其中北美同比+36.7%, 自 2020 财年以来实现连续两年的恢复。

图 32: 普利司通各地区轮胎收入 (单位: 百万日元)



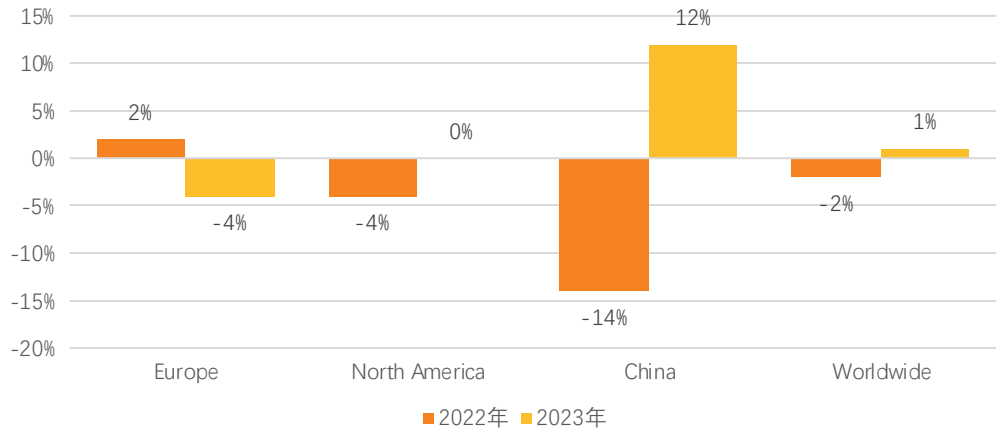
资料来源: 普利司通年报, 天风证券研究所

3.2.2. 海外及中国台湾头部企业北美市场出现萎缩, 印度企业尚未在北美扩张

根据大陆集团（或大陆、马牌-德国）、优科豪马（日本）、正新橡胶（中国台湾）、阿波罗轮胎（印度）四家排名靠前的海外和中国台湾轮胎企业年度报告轮胎板块数据统计，2022-2023 年，大陆集团北美地区销售额出现两年维度下滑，优科豪马 2023 年北美地区销售额下滑 23.9%，中国台湾正新橡胶美国地区销售额则出现连续两年下滑，阿波罗轮胎则尚未有大量北美地区销售额：

- 大陆集团（德国）轮胎业务 2022 年、2023 年分别同比-2%/+1%，其中北美业务分别同比-4%/0%，欧洲业务板块分别+2%/-4%，北美地区两年维度出现下滑；

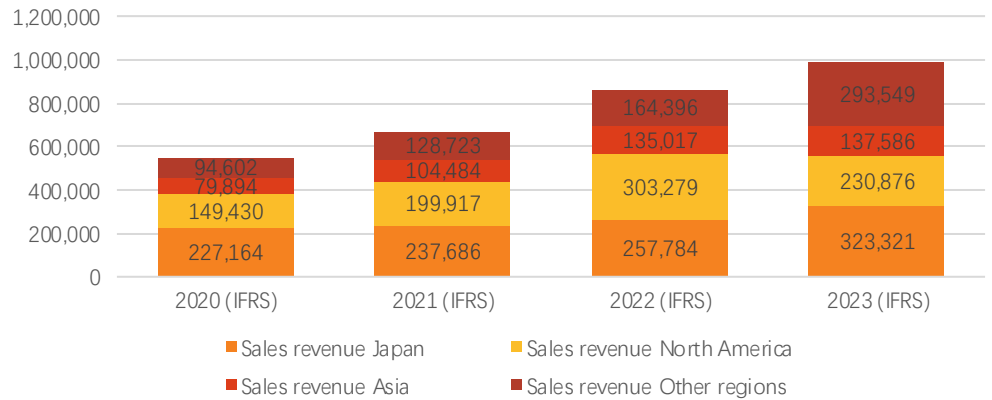
图 33: 大陆集团轮胎板块各区域收入同比变化



资料来源：大陆集团年报，天风证券研究所

- 优科豪马（日本）2022 和 2023 财年除北美地区出现单年度下滑外，其余地区均保持连续两年同比增长，而北美地区 22/23 年收入分别同比+51.7%/-23.9%。

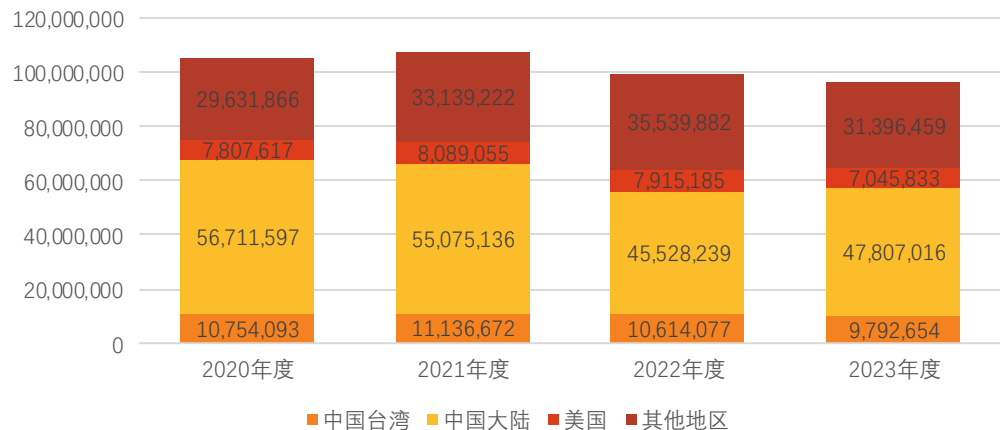
图 34：优科豪马按地区收入情况（单位：百万日元）



资料来源：优科豪马年报，天风证券研究所

- 正新橡胶（中国台湾）2022/2023 年整体业务收入分别同比-7.3%/-3.6%，而美国地区分别同比-2.1%/-11.0%，连续两年收入下滑。

图 35：正新橡胶按照销售地区收入数据（单位：元新台币）

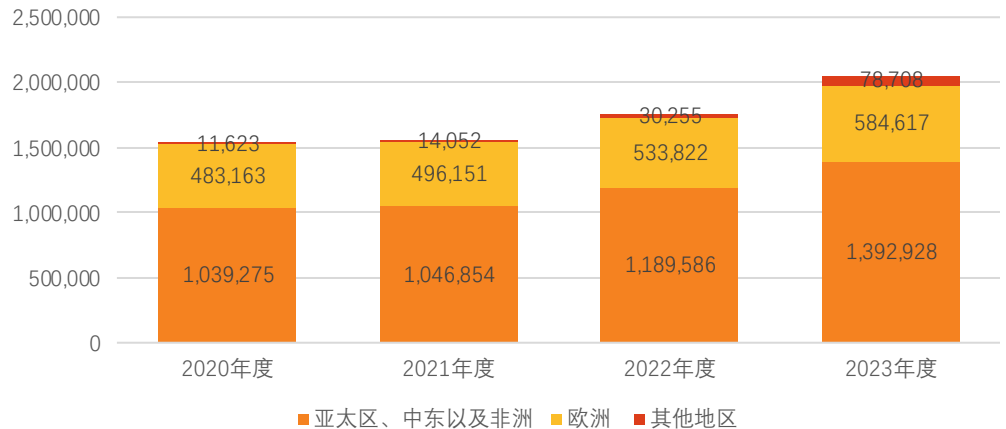


资料来源：正新橡胶年报，天风证券研究所

- 阿波罗轮胎（印度）2020-2023 年度轮胎销售集中在亚太、中东、非洲以及欧洲地区，

非上述三个地区的占比则在 2023 年不超过 4%，印度头部轮胎企业尚未在北美快速扩张。

图 36：阿波罗轮胎 2020-2023 年度收入按地区（单位：元人民币）



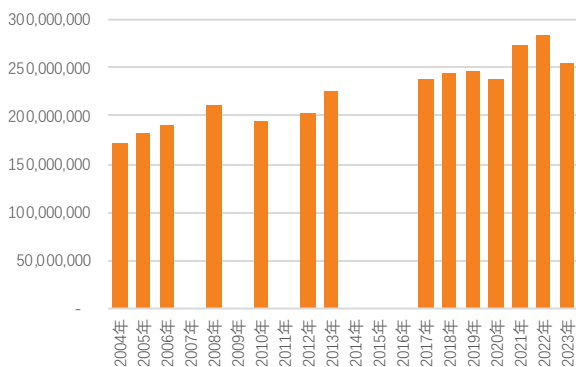
资料来源：Wind，阿波罗年报，天风证券研究所

4. 中国轮胎出海迎来 2.0 时代，逆全球化关税类似筛选器作用，头部中国轮胎企业或将受益于 2.0 时代出海

4.1. 美国关税带来了贸易流向变化，美国轮胎进口缺口仍在

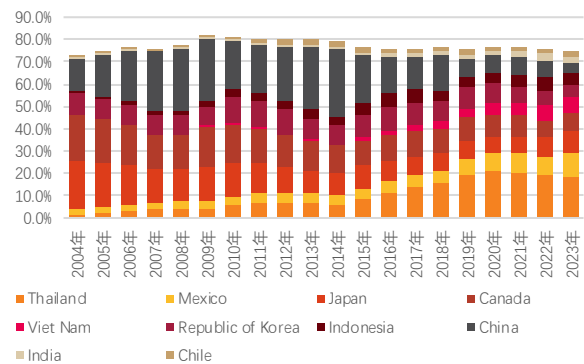
面对贸易的逆全球化趋势，近年来对轮胎的双反调查有全球铺展开的趋势，欧美对华自 2014 年以来的双反关税对中国轮胎企业直接出口美国带来较大影响，而加征双反关税的美国并未通过更高的关税增加了美国本土化的生产能力，反而在双反关税的影响下，贸易流向从中国直接出口，改变为从东南亚、南北美出口的格局。

图 37：美国轮胎进口数量并未因关税加征而减少（单位：条）



资料来源：Trade Map，天风证券研究所

图 38：美国轮胎进口国家数量占比发生变化



资料来源：Trade Map，天风证券研究所

4.2. 头部轮胎企业已经开启了“出海 2.0”模式，全球化、自主品牌、零售配套全面开花

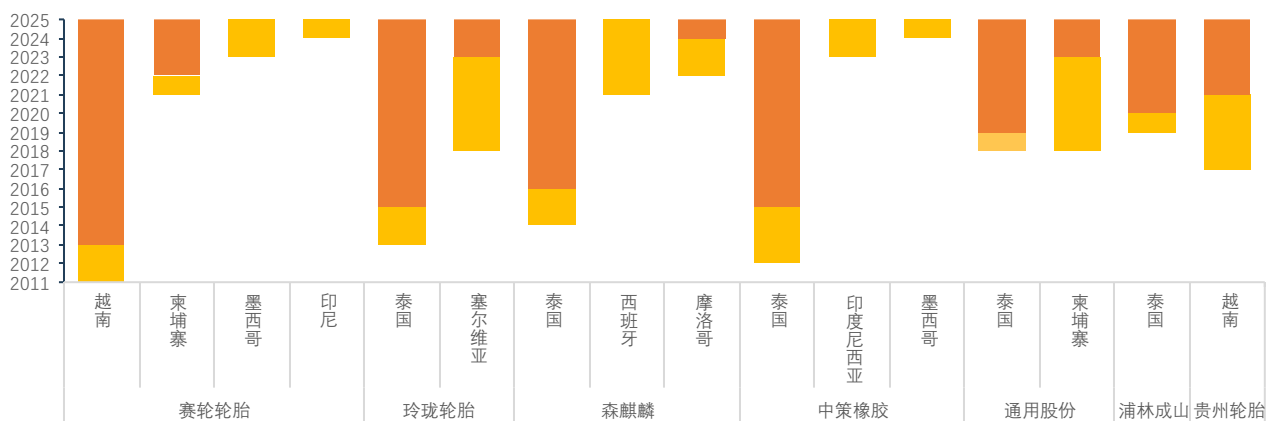
头部轮胎企业在 2011-2015 年间已经完成了生产工厂海外建设的规划，以赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟、中策橡胶等轮胎企业为首的头部轮胎企业，在越南、泰国两个东南亚国家完成轮胎工厂的建设和投产运营，我们将这段时间海外第一工厂的建设定义为“出海 1.0”。

双反关税对于中国轮胎行业而言，更像是一个筛选器，有出海能力、有欧美渠道、有品牌价值的头部企业，通过海外工厂的建设，欧美经销商渠道的搭建，被筛选出来，而没有出海能力的企业在国内则面临内卷化的竞争。我们将自 2015 年以来中国出海的轮胎企业出海建设工厂的行为定义为“轮胎出海 1.0”。在“1.0 时期”，向东南亚出海建设工厂主要目

的是规避高额的出口关税，类似于被动出海。

而 2023 年以来，赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟、中策橡胶等头部中国轮胎企业，相继在墨西哥、塞尔维亚、西班牙、摩洛哥规划工厂，玲珑轮胎塞尔维亚工厂卡客车轮胎 2023 年达产，森麒麟 2024 年摩洛哥工厂进入试运营阶段。我们将头部轮胎企业走出亚洲，在欧洲、非洲、美洲等大洲的建设规划定义为“出海 2.0”。

图 39：主要轮胎企业海外工厂布局建设情况



资料来源：Wind，赛轮轮胎公告，玲珑轮胎公告，森麒麟公告，中策橡胶公告，通用股份公告，浦林成山公告，贵州轮胎公告，天风证券研究所

我们认为，轮胎企业正在迎来的是全球施加影响力的“出海 2.0”时代。我们认为，在“出海 2.0”时代，轮胎企业的出海将更具主动性，其出海方式或目的将变为：

- 1、**全球化布局**，生产基地遍布亚洲、欧洲、非洲、美洲等各大洲；
- 2、**更加接近消费市场**，而并非以低廉的原料和劳动力为工厂建设目的，甚至可能搭建适应消费市场本土的零售渠道或门店；
- 3、**销售市场全球化**，并非简单以美国作为主要销售目的国；
- 4、**配套国际化车企**，配套、零售两手抓，而并非单纯以零售作为主要销售方式；
- 5、**自主品牌为主，品牌影响力升级**，更少的使用经销商品牌或贴牌；

5. 风险提示

5.1. 海外工厂建设进度不及预期

境外工厂的建设过程以及建成后生产经营的安全性、购销市场的稳定性以及盈利能力的持续性将在一定程度上受当地政治、经济、法律和人力资源等因素的影响，因此当地法律法规、产业政策、市场环境等因素的变化将可能给公司境外业务的正常开展和持续增长带来风险。

5.2. 贸易逆全球化趋势下关税风险

近年来，美国、巴西、印度以及欧盟等国家或地区对中国的轮胎出口产品发起反倾销调查或者通过提高准入门槛限制中国轮胎的出口。2018 年 4 月以来，中美贸易摩擦不断升级，中国轮胎企业出口至美国的产品面临着较高的关税，一定程度上限制了中国轮胎企业对美国的出口业务。未来国际贸易仍有很多不确定性，将可能给轮胎公司境外销售业务带来一定风险。

5.3. 原材料价格等外部因素带来成本抬升风险

公司天然橡胶、合成橡胶、炭黑等主要原材料受贸易政策、汇率、国家货币政策及市场流动性等多重因素影响，价格波动较大。由于天然橡胶、合成橡胶、炭黑等原材料占公司产品成本的比重较大，其供应情况及价格变化会对公司的盈利情况产生影响。因此，轮胎公

司存在主要原材料供应及价格波动的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com