

布局行业景气底部，静待产业升级

2025年基础化工策略报告

2025年01月20日

评级 同步大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
基础化工	-5.69	2.62	-1.14
沪深300	-2.54	-0.50	15.49

周策

分析师

执业证书编号:S0530519020001
zhouce67@hncshasing.com

相关报告

- 1 涤纶长丝行业深度：行业量变到质变，竞争格局改善有望提振利润 2024-08-14
- 2 2024年基础化工策略报告：行业底部复苏，重视供需格局 2024-01-03
- 3 2023年基础化工策略报告：行业严冬褪去，静待企业花开 2023-01-03

重点股票	2023A		2024E		2025E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
桐昆股份	0.33	35.70	0.91	13.02	0.98	12.05	买入
新凤鸣	0.71	15.81	0.73	15.35	0.87	12.89	增持
玲珑轮胎	0.95	18.98	1.74	10.39	1.97	9.14	买入
森麒麟	1.33	18.55	2.20	11.21	2.39	10.32	买入

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

- 2024年，全球局势波云诡谲，国际贸易摩擦加剧，产业面临多方面挑战。国内需求呈现差异化复苏，汽车、电子电器消费量持续提升，化纤行业运行呈现恢复性增长，而房地产市场仍处于调整阶段，终端需求持续走弱。同时，国内大部分大类化工产品经历了新一轮产能建设高峰后，仍处于产能出清过程，行业价格内卷阻碍了利润水平的回升。
- 2024年初至12月12日，申万化工指数上涨6.01%，跑输市场主要指数，涨幅低于上证综指10.15个百分点，超过沪深300指数11.16个百分点。从估值来看，截止2024年12月13日申万基础化工板块PE（TTM，整体法）31.45倍，较去年同期的估值上涨4.36倍，主要受下游需求预期疲软以及产能内卷加剧的影响。子板块中，塑料和橡胶的估值水平偏高；农化制品和化学原料估值较低。
- 展望2025年，国内有望加大财政政策力度，稳经济促消费，拉动上游行业的景气度底部回升，助推行业进入新周期。海外市场方面，虽然美国关税政策存在不确定性，但对于此前已征收双反关税的部分产品反而存在结构性机会。全球地缘政治缓和的预期下，国际原油价格存在震荡走弱的可能，有望降低化工行业成本端的压力，帮助中下游产业链环节修复利润。
- 我们认为2025年行业利润有望持续修复，维持行业“同步大市”评级。看好两个方向，一是随着涤纶长丝行业集中度实现质的提升，行业龙头企业在产业链上的议价能力逐步提升，龙头企业的竞争策略将逐渐从保市场份额转变为保行业利润。龙头企业在过去几年不断的资本扩张强化了一体化优势，在行业景气上行阶段企业将展现出更强的业绩弹性，建议关注：桐昆股份、新凤鸣。二是轮胎行业成本端压力逐步缓解，下游需求有望随政策发力而持续复苏，长周期已进入产品力升级阶段，海外市场占有率不断提升，建议关注：玲珑轮胎、森麒麟。
- 风险提示：国际局势动荡加剧，资源品价格反复；国内经济复苏不及预期；全球关税壁垒影响超预期。

内容目录

1 行业底部企稳，边际改善显现	4
2 石化产业持续分化，涤纶行业迎来拐点	7
2.1 多方因素助力竞争格局改善.....	8
2.1.1 行业利润波动小，超额利润低.....	8
2.1.2 长期回报率相对平稳.....	9
2.1.3 行业资本开支门槛提升，小企业逐渐被淘汰.....	10
2.2 相比同类型市场，涤纶利润水平有提升空间.....	11
3 外需维持高景气，轮胎产业逐步升级	13
3.1 原材料价格见顶走弱，行业成本压力缓释.....	13
3.2 海运价格回落，出口利润改善.....	14
3.3 内需逐步恢复，出口保持增长.....	14
3.4 产品升级有望带动行业利润提升.....	17
3.5 行业景气持续，估值提升可期.....	17
4 投资建议	18
5 风险提示	19

图表目录

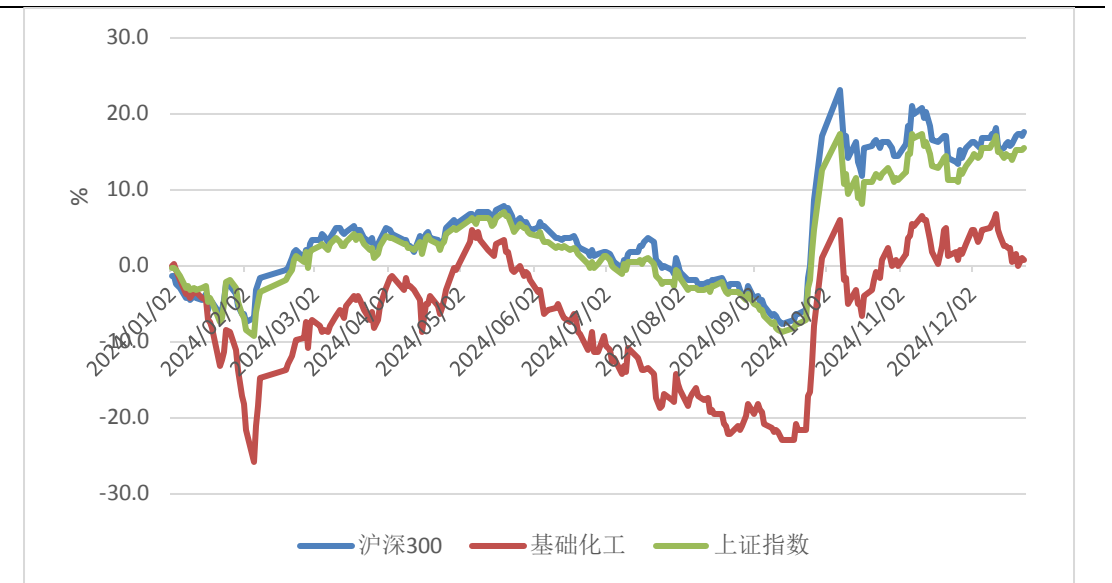
图 1：2024 年 1 月 1 日-2024 年 12 月 30 日申万化工指数.....	4
图 2：2024 年国际原油价格走势.....	5
图 3：2024 年动力煤价格走势.....	5
图 4：申万基础化工 2023-2024 年营业收入情况.....	5
图 5：申万基础化工 2023-2024 年净利润情况.....	5
图 6：基础化工子板块 2023-2024 年净利润走势（1）.....	6
图 7：基础化工子板块 2023-2024 年净利润走势（2）.....	6
图 8：2024 年 1 月 1 日-12 月 15 日申万化工子板块涨跌幅（流通市值加权）.....	6
图 9：2024 年 1 月 1 日-12 月 20 日申万化工子板块 PE 估值（TTM，整体法）.....	6
图 10：2020 年-2024 年申万基础化工 PE 估值数据（TTM，整体法）.....	7
图 11：主要炼化企业 2023-2024 年前三季度净利润.....	8
图 12：2022 年-2023 年 Q3 炼化企业毛利率情况.....	8
图 13：涤纶长丝加工价差数据.....	8
图 14：行业毛利率水平测算数据.....	8
图 15：2014-2023 年涤纶长丝 CR3 的 ROE 水平（%）.....	9
图 16：2014-2023 年涤纶长丝 CR3 的毛利率水平（%）.....	9
图 17：2014-2023 年期间不同行业 ROE 方差和毛利率方差对比.....	9
图 18：2014-2024 年 PX-PTA-POY 产业链各环节价差情况.....	10
图 19：构建固定、无形和长期资产支付的现金.....	11
图 20：2014-2023 年染料行业龙头企业 ROE（%）.....	12
图 21：2014-2023 年钛白粉龙头企业 ROE（%）.....	12
图 22：2014-2023 年染料行业龙头企业销售毛利率（%）.....	12
图 23：2014-2023 年钛白粉龙头企业销售毛利率（%）.....	12
图 24：2014-2023 年涤纶行业龙头企业 ROE.....	13
图 25：2014-2023 年涤纶行业龙头企业销售毛利率.....	13

图 26: 轮胎主要原材料价格 (元/吨)	14
图 27: 国际原油价格走势	14
图 28: 东南亚/中国集装箱运价指数	14
图 29: 波罗的海集装箱运价指数	14
图 30: 中国新的充气橡胶轮胎出口情况	15
图 31: 国内乘用车和汽车总销量保持增长	15
图 32: 美国客货车用轮胎进口月度情况	16
图 33: 美国小客车用轮胎进口月度情况	16
图 34: 我国半钢胎和全钢胎市场开工率情况	16
表 1: 涤纶长丝投资门槛上升	11

1 行业底部企稳，边际改善显现

2024 年，全球局势波云诡谲，国际贸易摩擦加剧，产业面临多方面挑战。国内需求呈现差异化复苏，汽车、电子电器消费量继续提升，化纤行业运行呈现恢复性增长，而房地产市场仍处于调整阶段，终端需求持续走弱。同时，国内大部分大类化工产品经历了新一轮产能建设高峰后，仍处于产能出清过程，行业价格内卷阻碍了利润水平的回升。2024 年初至 12 月 30 日，申万化工指数上涨 0.65%，跑输市场主要指数，涨幅低于上证综指 14.82 个百分点，低于沪深 300 指数 16.82 个百分点。

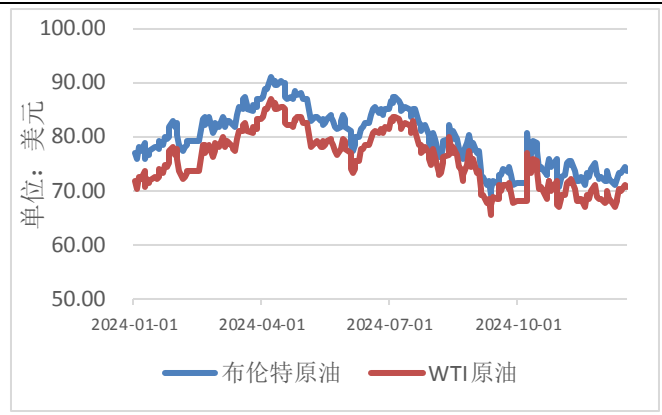
图 1：2024 年 1 月 1 日-2024 年 12 月 30 日申万化工指数



资料来源：iFind，财信证券

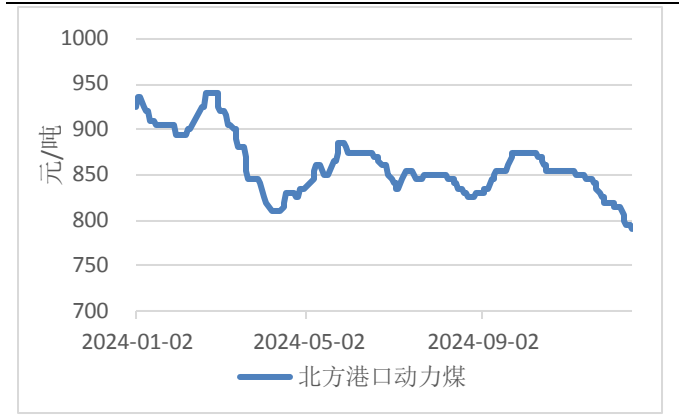
2024 年国际原油价格呈现前高后低走势，年初至 4 月，因地缘政治紧张局势升级以及 OPEC+ 产油国维持供应限制，原油价格波动上行，布伦特油价最高突破 90 美元/桶；4 月-10 月期间，各国经济复苏不均衡，部分地区经济增长乏力，导致原油需求疲软，油价震荡下行。10 月份以后，在 OPEC+ 延长减产，叠加中东地区的地缘政治紧张局势升级，对油价形成了一定支撑，油价呈现低位震荡。煤炭价格则在国内产量持续增加的情况下，全年呈现震荡下行态势，原料价格的走弱一定程度缓和了下游石化行业的成本压力。

图 2：2024 年国际原油价格走势



资料来源：iFind，财信证券

图 3：2024 年动力煤价格走势

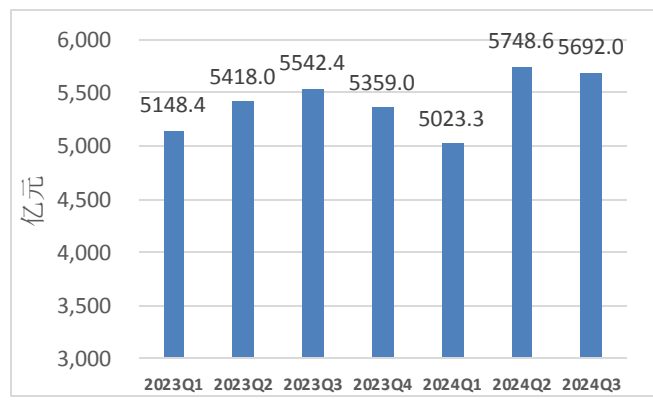


资料来源：iFind，财信证券

申万基础化工板块 2024 年收入受原材料价格波动的影响较大，2024 年前三季度申万基础化工行业营业收入 16975 亿元，同比增长 4.61%；归母净利润 937 亿元，同比下滑 1.00%。资本开支金额 1742 亿元，同比下滑 13.35%。销售毛利率 16.43%，同比下滑 0.08 个百分点，较半年报下滑 0.14 个百分点；销售净利率 6.02%，同比下滑 0.39 个百分点，较半年报下滑 0.25 个百分点。

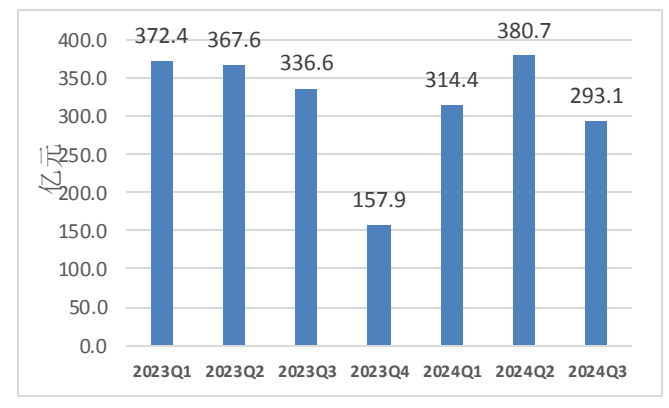
单 3 季度来看，基础化工收入 5692 亿元，较 2 季度下滑 56.6 亿元，单 3 季度净利润 293.1 亿元，较 2 季度下降 87.6 亿元。3 季度行业利润下滑，一方面受原材料价格下降的影响，企业库存受损，另一方面在需求疲软的背景下，行业出现以量换价的情况，造成加工价差压缩，利润降幅高于收入降幅。其中，化学纤维、橡胶以及塑料板块净利润位于低位徘徊，农化制品和化学制品的利润水平在 2024 年前 2 个季度有明显恢复，但在 3 季度受原材料降价和需求疲软影响，利润下滑明显。整体来看，化工行业景气度恢复有限，各板块利润水平仍处于历史底部区间。

图 4：申万基础化工 2023-2024 年营业收入情况



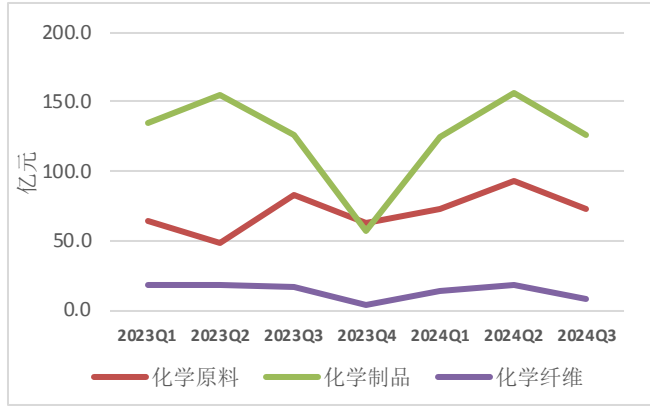
资料来源：iFind，财信证券

图 5：申万基础化工 2023-2024 年净利润情况



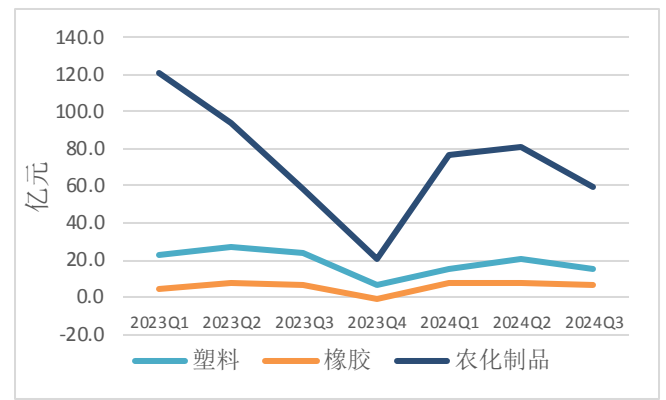
资料来源：iFind，财信证券

图 6：基础化工子板块 2023-2024 年净利润走势（1）



资料来源：iFind，财信证券

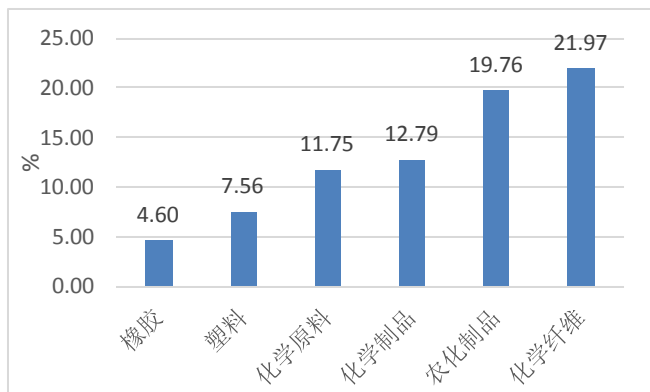
图 7：基础化工子板块 2023-2024 年净利润走势（2）



资料来源：iFind，财信证券

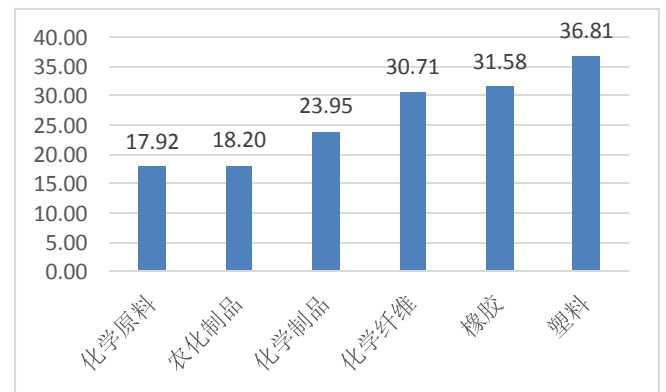
2024 年，化工子板块中涨幅较大的是农化制品和化学纤维，涨幅分别为 19.76% 和 21.97%，农化制品产品价格周期回升明显，带动了企业估值上涨；化学纤维则是在行业龙头联合限产后，利润修复预期好转。塑料和橡胶板块涨幅相对靠后，其中塑料受下游地产需求疲软的影响，行业利润改善不明显，橡胶板块行业景气维持较高水平，边际变化有限。从估值来看，截止 2024 年 12 月 13 日申万基础化工板块 PE (TTM, 整体法) 31.45 倍，较去年同期的估值下滑 4.36 倍，主要是受下游需求预期疲软以及产能内卷加剧的影响。子板块中，塑料和橡胶的估值水平偏高，PE (TTM, 整体法) 分别为 36.81 倍、31.58 倍；农化制品和化学原料估值较低，分别为 18.20 倍、17.92 倍。

图 8：2024 年 1 月 1 日-12 月 15 日申万化工子板块涨跌幅（流通市值加权）



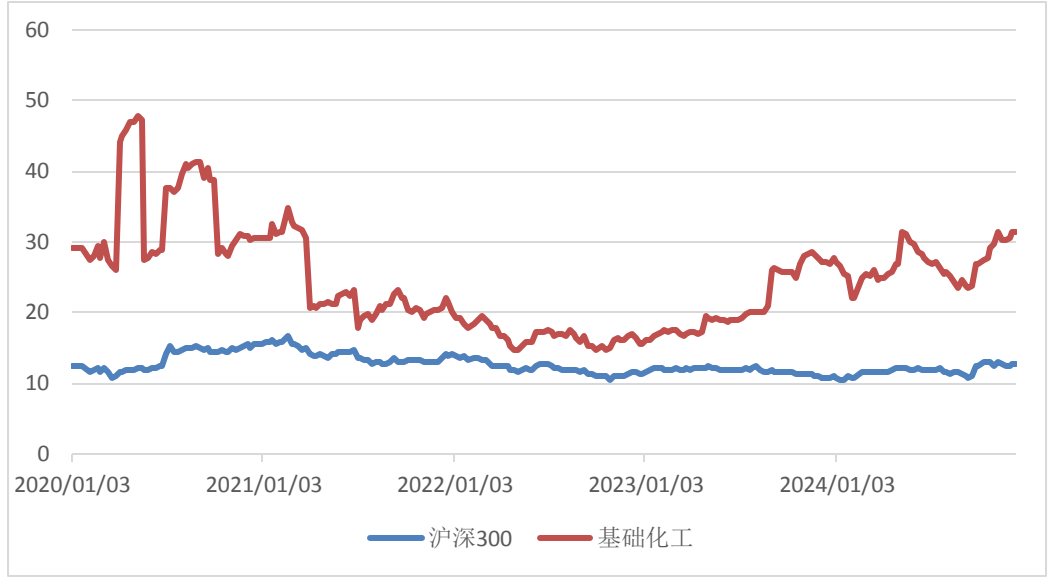
资料来源：iFind，财信证券

图 9：2024 年 1 月 1 日-12 月 20 日申万化工子板块 PE 估值 (TTM, 整体法)



资料来源：iFind，财信证券

图 10：2020 年-2024 年申万基础化工 PE 估值数据（TTM，整体法）



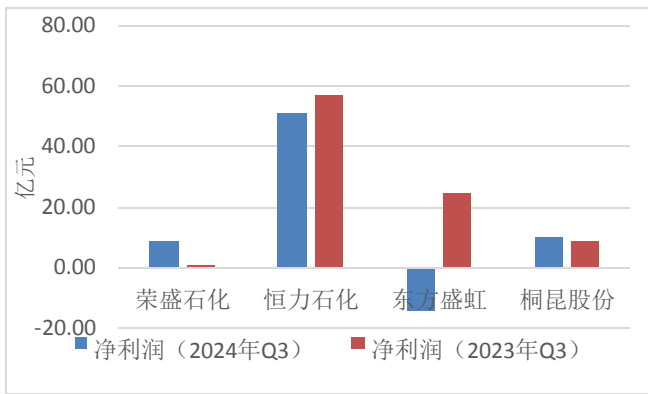
资料来源：iFind，财信证券

2 石化产业持续分化，涤纶行业迎来拐点

2024 年，石化行业仍处于产能消化期。在经历了 2022-2023 年大量新增产能投放冲击后，2024 年新增的产能总量有所放缓，主要新增产能来自镇海炼化、裕龙炼化以及大榭炼化，其中镇海炼化新建 1,100 万吨/年炼油、60 万吨/年丙烷脱氢及下游加工装置；裕龙炼化新建 2000 万吨炼油，300 万吨乙烯和配套 300 万吨混二甲苯等；大榭炼化新建炼油 1200 万吨工程新建 600 万吨/年常减压、320 万吨/年催化裂解等。年初以来，国际原油价格先涨后跌，在下游需求疲软的背景下，石化产品价格差与盈利水平整体下行，从单季度来看，主流石化企业单季度利润逐季下滑，产品利润承压。

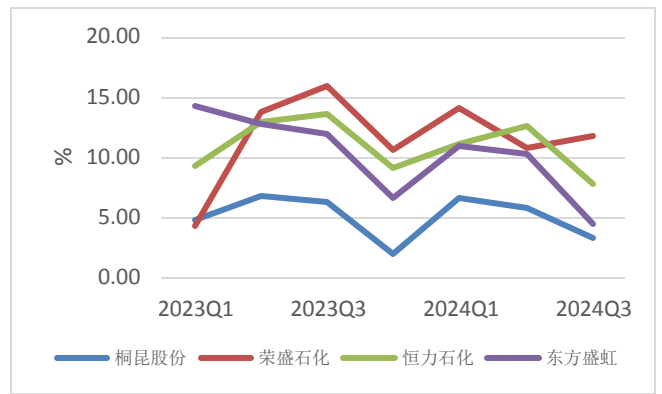
上市民营炼化企业在 2024 年前 3 季度净利润增速有所分化，各龙头企业布局差异逐渐体现。荣盛石化前 3 季度净利润回升 714.7%，主要受益于高油价提高炼化产品收入叠加化纤行业需求的回升；恒力石化虽然受到原材料下行的负影响，但公司通过布局功能性薄膜和可降解材料稳定了利润水平，在 2023 年高基数的情况下公司 2024 年前 3 季度净利润仅下降 10.45%；东方盛虹前 3 季度业绩下滑明显，同比增速为-157.2%，一方面受新能源行业内卷影响，新能源材料毛利率下滑，另一方面芳烃景气下滑价差大幅下滑，拖累公司业绩。桐昆股份前 3 季度业绩稳步回升，同比增速达到 11.41%，虽然涤纶长丝下游需求略显疲软，但头部企业挺价坚决，辅助支撑“一口价”模式，行业利润重心持稳运行。

图 11：主要炼化企业 2023-2024 年前三季度净利润



资料来源：iFind，财信证券

图 12：2022 年-2023 年 Q3 炼化企业毛利率情况



资料来源：wind，财信证券

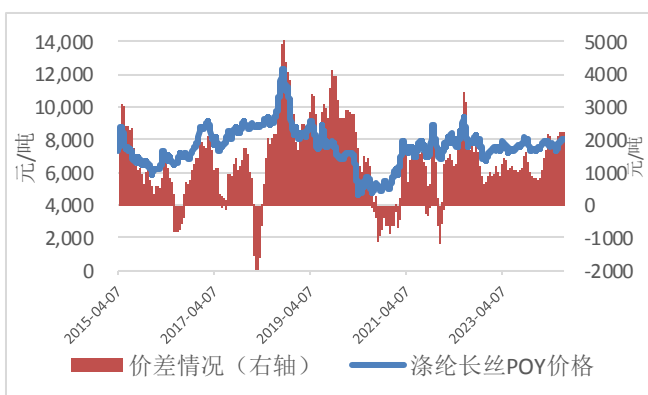
2.1 多方因素助力竞争格局改善

2.1.1 行业利润波动小，超额利润低

在过去 30 年的市场化发展中，涤纶长丝的生产技术相对成熟，行业进入门槛不高，在这样的市场环境下，涤纶长丝市场竞争非常充分。不同企业的产品质量差异不大，更多的是品类数量和规模上的竞争，企业之间的差异化优势不明显，因此行业鲜有超额利润出现，对新进入的资本吸引力小，避免了行业竞争环境恶化。

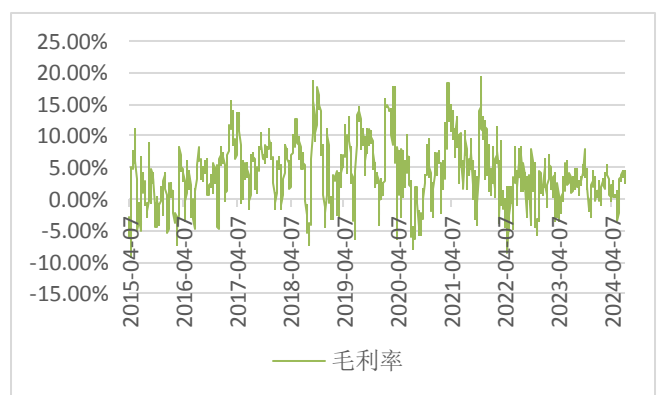
涤纶长丝的主要原材料是 PTA 和 MEG，在生产过程中原材料成本占比 80% 以上。原材料价格的波动对涤纶长丝的生产成本有直接影响，原材料市场的定价公开透明，各企业采购成本差异不大。同时涤纶长丝的生产技术已经相对成熟，行业内企业普遍采用相似的生产工艺和设备。这使得各企业在生产过程中的效率和成本控制比较接近，减少了成本差异。2015 年以来，涤纶长丝行业平均价差数据大约为 1246 元/吨，价差大部分时间维持在 900-1700 元/吨的窄幅区间波动。以企业加工成本 900 元/吨做测算，行业平均毛利率约为 3.3%，大部分时间行业毛利率保持在-1%-9%之间。

图 13：涤纶长丝加工价差数据



资料来源：iFinD，财信证券

图 14：行业毛利率水平测算数据



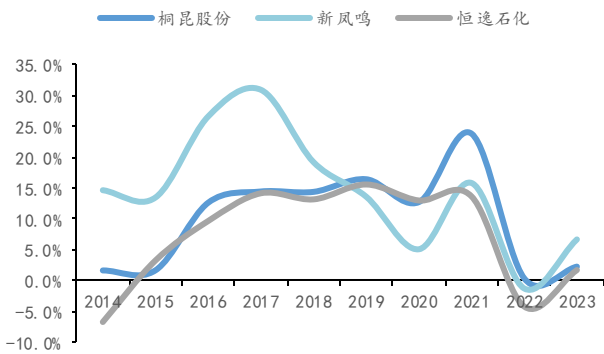
资料来源：iFinD，财信证券

2.1.2 长期回报率相对平稳

涤纶长丝作为纺织行业的主要原料，其需求与下游纺织服装、家纺等行业的发展密切相关。由于下游行业需求波动较小，加上行业竞争相对充分，使得涤纶长丝的长期回报率较为平稳，对潜在资本和短期资本的吸引力不高，反而为行业竞争格局的逐渐改善提供了稳定的环境。

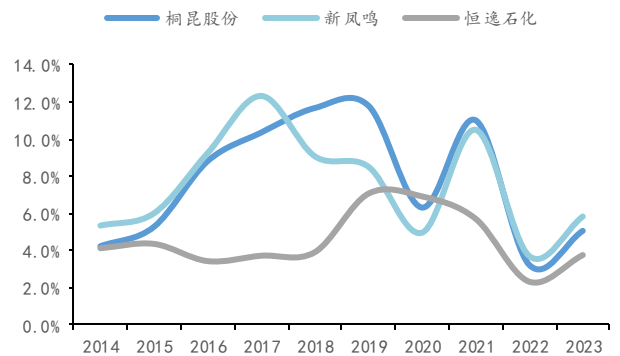
涤纶长丝龙头企业的 ROE 及毛利率水平长期稳定。涤纶长丝 CR3（桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化）10 年来的 ROE 一直围绕 15% 上下小幅波动。以方差代表波动率，可以发现 2014-2023 年期间涤纶长丝 CR3 的毛利率水平一直在 7% 左右，头部企业桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化毛利率的波动率分别为 9.9%、6.9%、2.1%，远低于锦纶龙头企业神马股份（44.6%）、粘胶短纤龙头企业南京化纤（71.2%）、氯碱龙头企业中泰化学（54.9%），与纯碱龙头企业三友化工（9.0%）持平。无论是 ROE 水平还是毛利率水平，都体现出涤纶长丝的长期回报率保持稳定。

图 15：2014-2023 年涤纶长丝 CR3 的 ROE 水平（%）



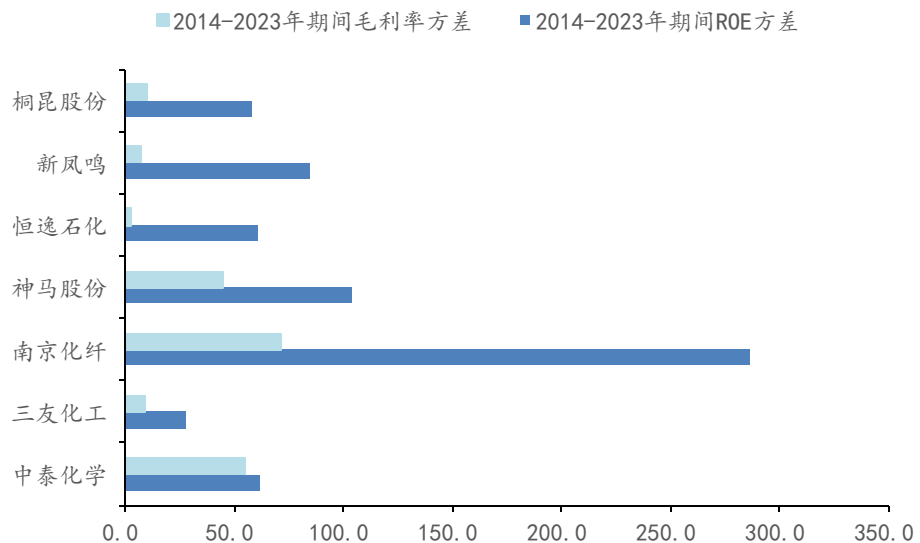
资料来源：iFinD，财信证券

图 16：2014-2023 年涤纶长丝 CR3 的毛利率水平（%）



资料来源：iFinD，财信证券

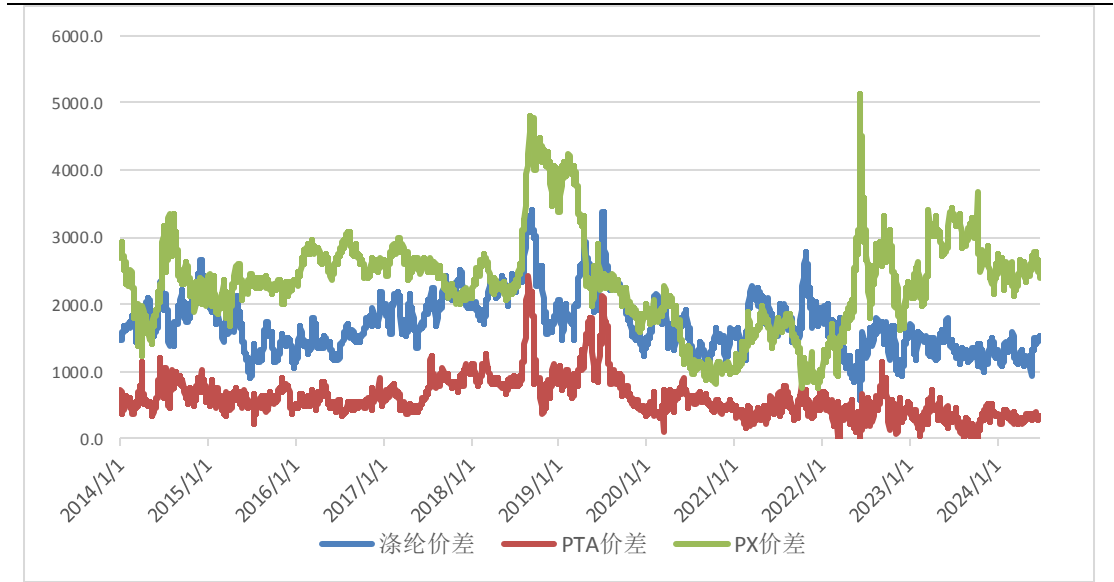
图 17：2014-2023 年期间不同行业 ROE 方差和毛利率方差对比



资料来源：iFinD，财信证券

而相比产业链上 PTA 和 PX，涤纶长丝与 PTA 的市场集中度均比较高，市场话语权主要掌握在行业巨头手中，龙头企业以更低的成本投资新项目，通过低成本产能扩大市场份额累积利润，这样的行业竞争模式也逐步压低了盈利水平的波动。而 PX 的集中度相对较低，头部企业控价能力不足，叠加受上游原油价格波动影响，PX 的利润波动幅度明显超过 PTA 和涤纶长丝环节。

图 18：2014-2024 年 PX-PTA-POY 产业链各环节价差情况

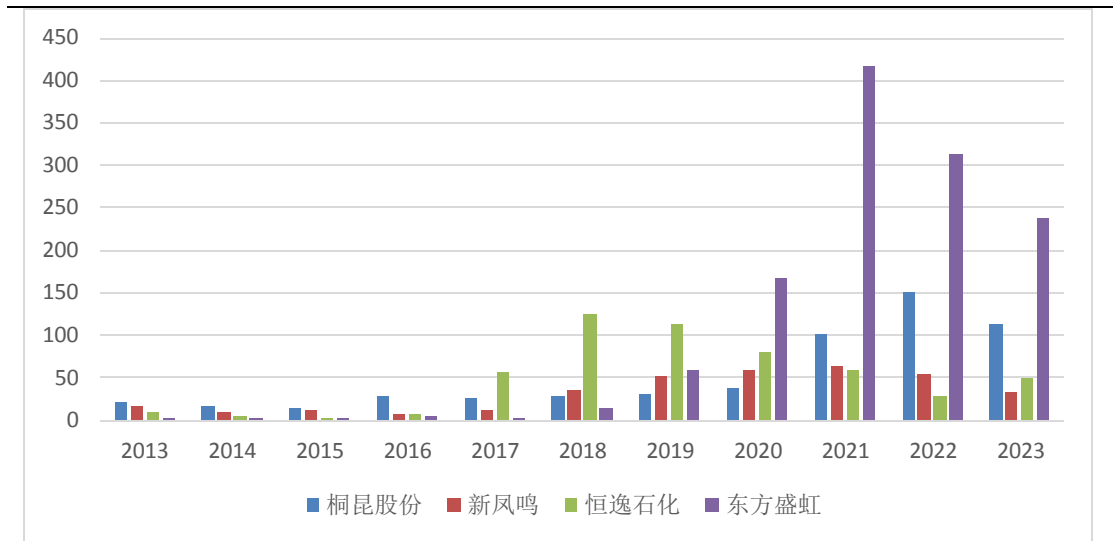


资料来源：iFinD，财信证券

2.1.3 行业资本开支门槛提升，小企业逐渐被淘汰

近些年涤纶长丝行业整合趋势明显，资本开支门槛的不断提高成为小企业难以跨越的障碍，大量小企业逐渐被淘汰出市场。国内油气改革开启后，涤纶龙头企业进行了大规模的产业链延伸布局，4 家龙头企业的资本开支总额从 2016 年 48.76 亿元快速增长，在 2021 年达到巅峰的 640.81 亿元，五年时间资本开支增长超过 10 倍。背后反映的是一方面民营资本分享石化产业链改革的制度红利，另一方面是产业链竞争加剧，门槛快速提升的趋势。在这样的环境下，龙头企业延展了产业链利润来源，同时在各环节价格和利润大幅波动的情况下，具备了更稳定的利润水平。而中小企业由于规模劣势导致成本相对较高、资本开支投入不足，难以适应市场变化和满足环保要求，最终只能离场。

图 19：构建固定、无形和长期资产支付的现金



资料来源：iFinD，财信证券

从项目投资规模来看，涤纶长丝相关项目的资本开支日益庞大。例如，新凤鸣 250 万吨差别化聚酯纤维综合项目的建设需要高达 200 亿的资本开支，这对于资金实力有限的小企业来说难以实现这个量级的投资。高额的资金壁垒，使得小企业在项目竞标和产能扩张上难以与大企业抗衡。

小型涤纶长丝生产企业由于资金短缺和技术落后，无法及时完成设备更新和环保改造，环保和单位成本上难以取得优势，在市场竞争中逐渐失去竞争力。而大型企业则通过持续的资金投入和技术创新，不仅巩固了市场地位，还进一步扩大了产能规模。

表 1：涤纶长丝投资门槛上升

公司	地点	金额	项目内容
桐昆股份	古雷	150 亿元	年产 200 万吨聚酯纤维项目
桐昆股份	沭阳	150 亿元	240 万吨长丝（短纤）、500 台加弹机、1 万台织机、配套染整及公共热能中心项目
新凤鸣	桐乡	200 亿元	建设年产 250 万吨差别化聚酯纤维材料、10 万吨聚酯膜材料项目
东方盛虹	宿迁	66.6 亿元	建设年产 100 万吨智能化功能性纤维项目

资料来源：iFinD，财信证券

2.2 相比同类型市场，涤纶利润水平有提升空间

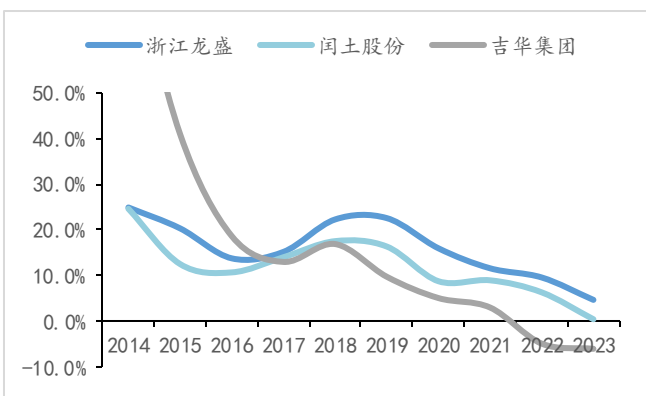
市场集中度的提升意义最终需要在利润水平上兑现。对比其他市场集中度较高的化工产品可以发现，涤纶长丝的毛利率相对较低。在经历过去几年行业竞争格局的改善，涤纶长丝的利润水平有望向高集中度行业的水平靠近。

化工行业中高集中度市场代表有染料和钛白粉，与涤纶长丝市场相比，行业特征集

中度高，竞争格局稳定外，还具备行业下游需求低增长，潜在竞争者少等相似点。染料行业内企业数量众多，但市场份额主要集中在几家大型企业手中。据中国染料工业协会数据显示，2023年，中国染料年产量为88.3万吨，其中前三大生产企业（浙江龙盛、浙江闰土和吉华集团）的市场份额占比达到50.8%，且市场份额保持相对稳定。钛白粉生产企业产量同样也是主要集中在少数几家大型企业。根据涂多多统计，2023年全球钛白粉产能在981.9万吨，产能增长主要为中国，目前中国产能占全球产能55%，2023年全球前五大钛白粉企业为龙佰集团/特诺/科慕/泛能拓/康诺斯。从国内产能分布来看，2023年龙佰集团产能为151万吨，国内市占率为29%，产能规模在中国与全球均居首位；中核钛白以55万吨产能排名第二。

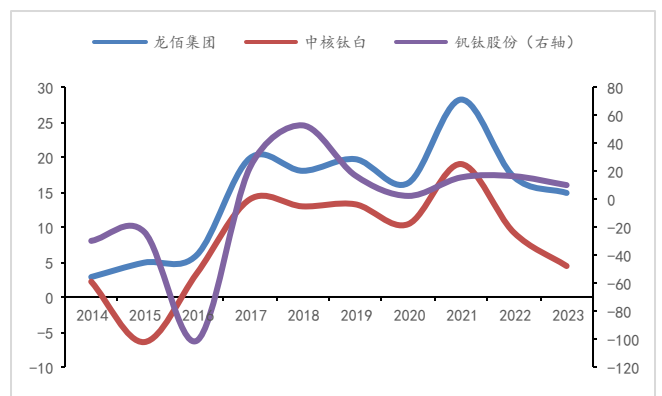
在2016年-2021年经济运行平稳阶段，受益于行业竞争格局的良好，染料和钛白粉行业龙头企业的毛利率水平基本维持在20-45%的高水平。2021年后，受下游需求疲软的影响，染料和钛白粉行业龙头的毛利率水平均有所回落，但平均水平仍保持在15%左右，高于大部分其他化工产品。

图 20：2014-2023 年染料行业龙头企业 ROE (%)



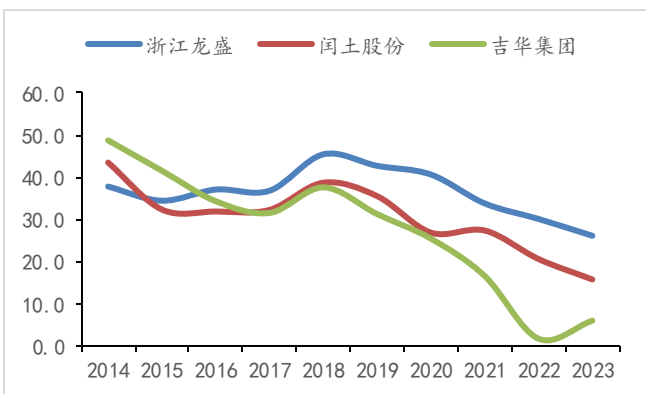
资料来源：iFinD，财信证券

图 21：2014-2023 年钛白粉龙头企业 ROE (%)



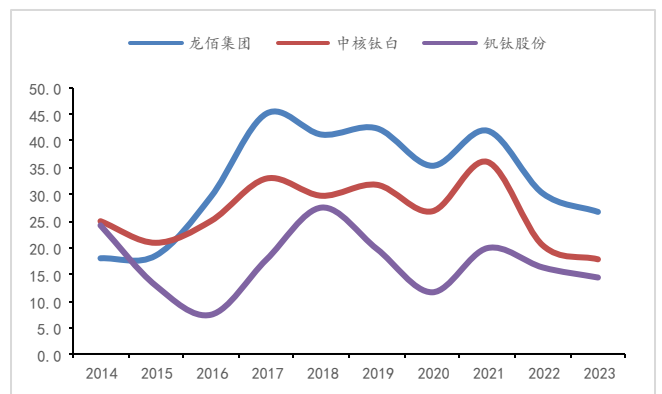
资料来源：iFinD，财信证券

图 22：2014-2023 年染料行业龙头企业销售毛利率 (%)



资料来源：iFinD，财信证券

图 23：2014-2023 年钛白粉龙头企业销售毛利率 (%)

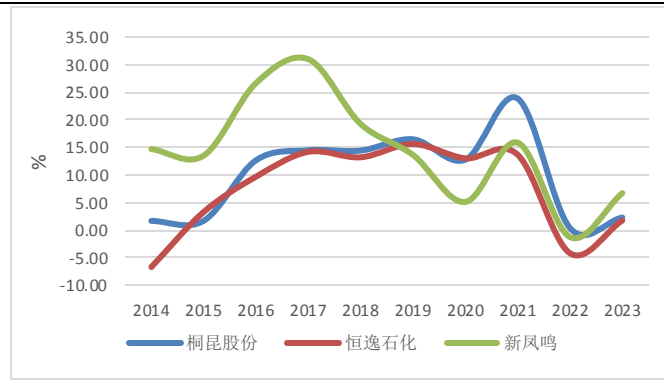


资料来源：iFinD，财信证券

相比染料和钛白粉市场，涤纶长丝市场集中度已经在过去几年逐渐追上，但是从行

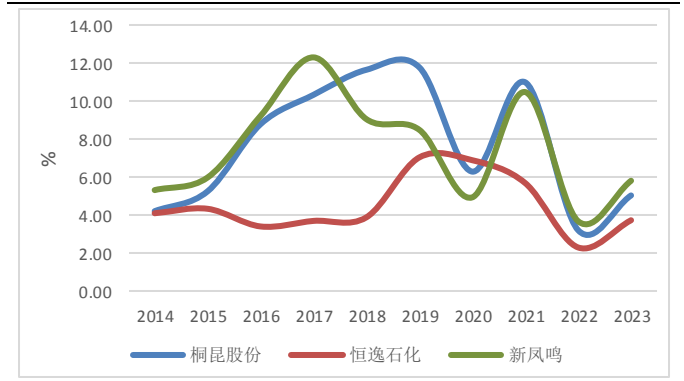
业的利润水平来看,涤纶龙头企业的毛利率水平大部分时间低于10%,毛利率中枢在6-8%,相较染料和钛白粉市场有明显差距。我们认为随着整体行业进入寡头垄断的竞争格局,龙头企业议价能力有望提升在利润上兑现,可以期待涤纶长丝的利润中枢向染料和钛白粉靠近。

图 24: 2014-2023 年涤纶行业龙头企业 ROE



资料来源: iFinD, 财信证券

图 25: 2014-2023 年涤纶行业龙头企业销售毛利率



资料来源: iFinD, 财信证券

3 外需维持高景气, 轮胎产业逐步升级

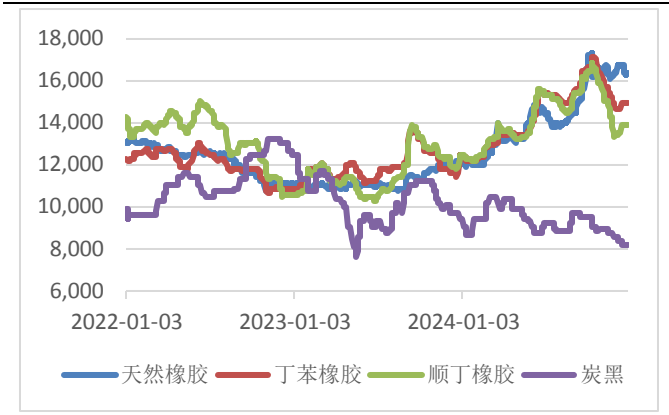
3.1 原材料价格见顶走弱, 行业成本压力缓释

2024 年, 轮胎行业原材料成本经历了从上涨到回落的过程。年初, 天然橡胶、合成橡胶等主要原材料价格的上涨导致企业生产成本增加, 利润压缩。4 季度开始, 随着天气影响减弱和供给增加, 主要原材料价格开始回落, 企业成本压力有所减轻。轮胎企业通过涨价和优化采购策略, 积极应对原材料价格波动, 确保了企业的稳定发展。

2024 年, 天然橡胶价格经历了从上涨到回落的过程。年初, 由于主产国如泰国受到气候影响, 天然橡胶产量减少, 导致市场价格上涨。进入 4 季度后, 随着天气影响减弱, 国内外产胶量增加, 天然橡胶价格开始回落。合成橡胶价格在 2024 年同样经历了波动, 上半年, 合成橡胶价格受原材料丁二烯价格上涨的影响, 持续走高。进入 4 季度后, 随着丁二烯装置检修力度减小, 供给支撑减弱, 合成橡胶价格开始回落。炭黑价格波动炭黑作为轮胎生产中的价格在 2024 年呈现震荡下行的态势。

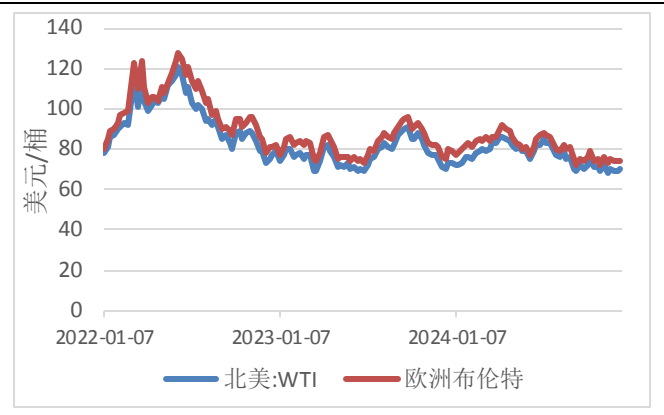
展望 2025 年, 受全球宏观经济逆风影响, 国际能源署多次下调全球石油需求增速, 由于 OPEC 组织存在增产预期, 叠加北美页岩油行业大概率恢复增产, 原油市场供大于求的局面可能导致油价承压随着原材料价格的下行。在终端原材料价格走弱的预期下, 轮胎企业成本压力有望逐步缓和, 同时生产企业通过提前备库、优化采购节奏等措施, 逐步提高行业盈利水平。

图 26：轮胎主要原材料价格（元/吨）



资料来源：iFind，财信证券

图 27：国际原油价格走势

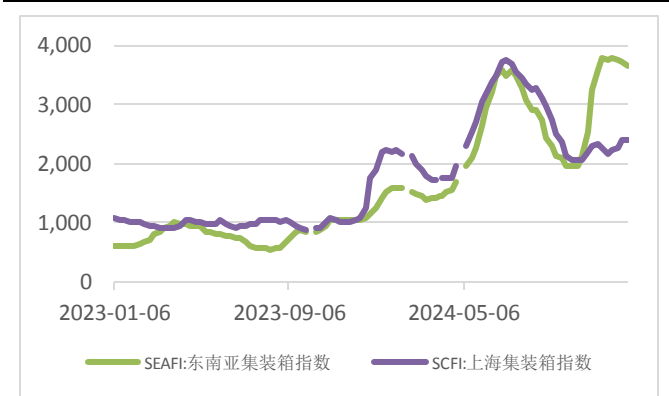


资料来源：iFind，财信证券

3.2 海运价格回落，出口利润改善

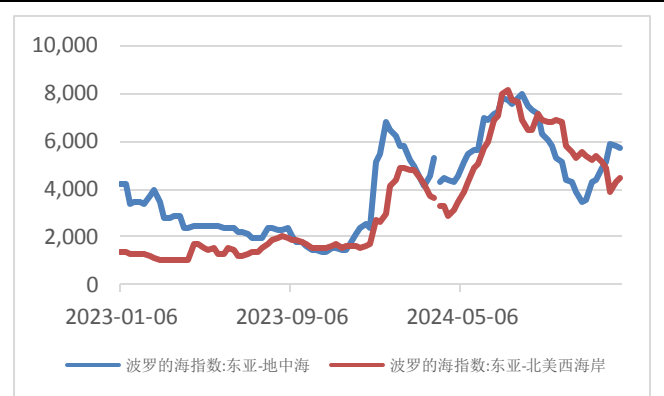
由于国内市场内卷，利润水平普遍较低，海外市场成为轮胎企业的主要利润来源。2024 年集装箱海运价格经历了两轮上涨，分别受欧美补库存和红海危机的影响，海运费飙升。3 季度波罗的海东亚地区的集装箱指数最高达到 8000 左右，导致轮胎企业前 3 季度业绩承压。进入 4 季度后，欧美市场提前补库的动力减弱，波罗的海东亚地区运价指数整体下行，东亚-地中海航线和东亚-北美西岸航线的运价指数先后跌穿 4000。2025 年贸易摩擦加剧叠加集装箱运力增长恢复，运费指数趋于下降，预计会缓和轮胎行业的运费压力，给行业利润带来支撑。

图 28：东南亚/中国集装箱运价指数



资料来源：iFind，财信证券

图 29：波罗的海集装箱运价指数



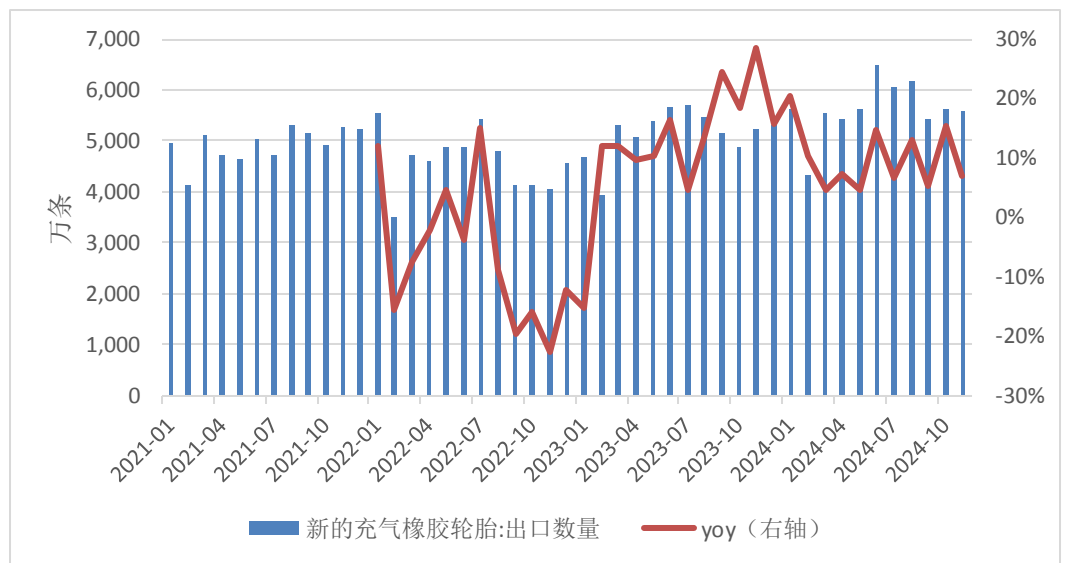
资料来源：iFind，财信证券

3.3 内需逐步恢复，出口保持增长

2024 年，下游行业对轮胎的需求已有逐渐恢复的趋势，轮胎企业的业绩领先其他领域率先改善。国内市场方面，汽车产业的复苏带动了轮胎消费的小幅稳定增长。2024 年

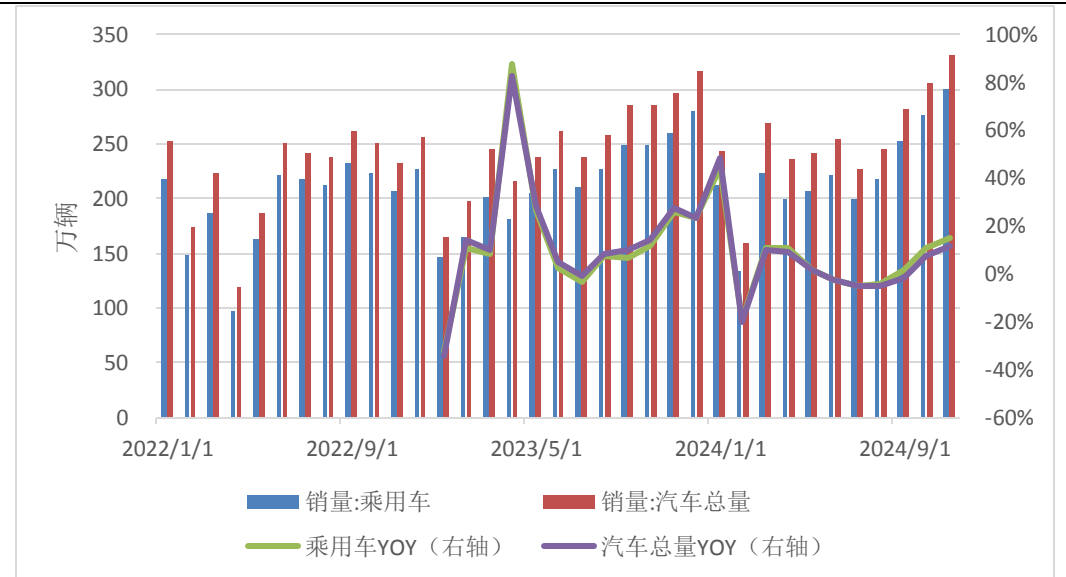
前 11 月国内汽车总销量达到 2793 万辆，同比增长 3.90%，为乘用车轮胎和卡车轮胎的配套市场提供了支撑。庞大的汽车保有量也拉动了轮胎替换市场需求回升，尤其是乘用车轮胎替换维修市场需求恢复较好。随着地产政策发力，带动货车需求，全钢胎消费需求呈增长趋势。海外市场方面需求旺盛，美国月度轮胎进口量处于历史同期较高水平，1-10 月份进口客货车轮胎数量同比上涨 22.2%，轮胎总进口数量同比上涨 8.7%。欧洲市场对中国轮胎的需求也持续增长，中国轮胎凭借高品质和高性价比，在欧洲市场赢得青睐。中国轮胎企业出口数据亮眼，2024 年前 11 个月，出口量达 6.20 亿条，同比增长 9.86%，出口金额达 620.17 亿美元。

图 30：中国新的充气橡胶轮胎出口情况



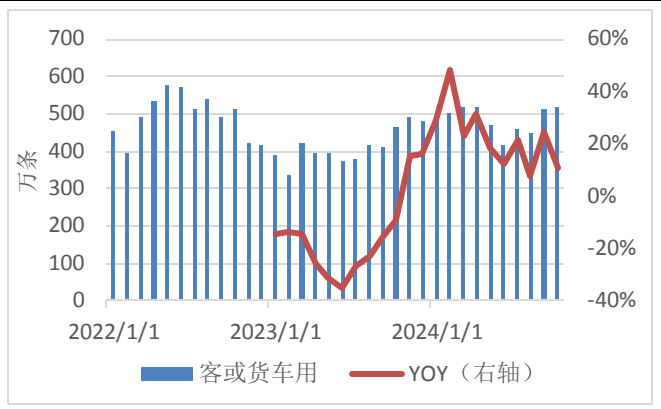
资料来源：iFind，财信证券

图 31：国内乘用车和汽车总销量保持增长



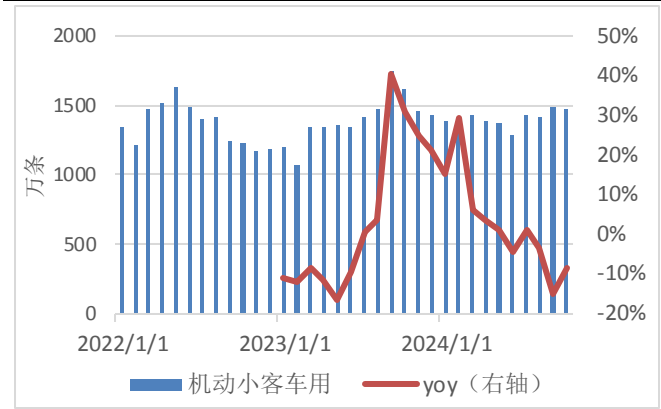
资料来源：wind，财信证券

图 32: 美国客货车用轮胎进口月度情况



资料来源: wind, 财信证券

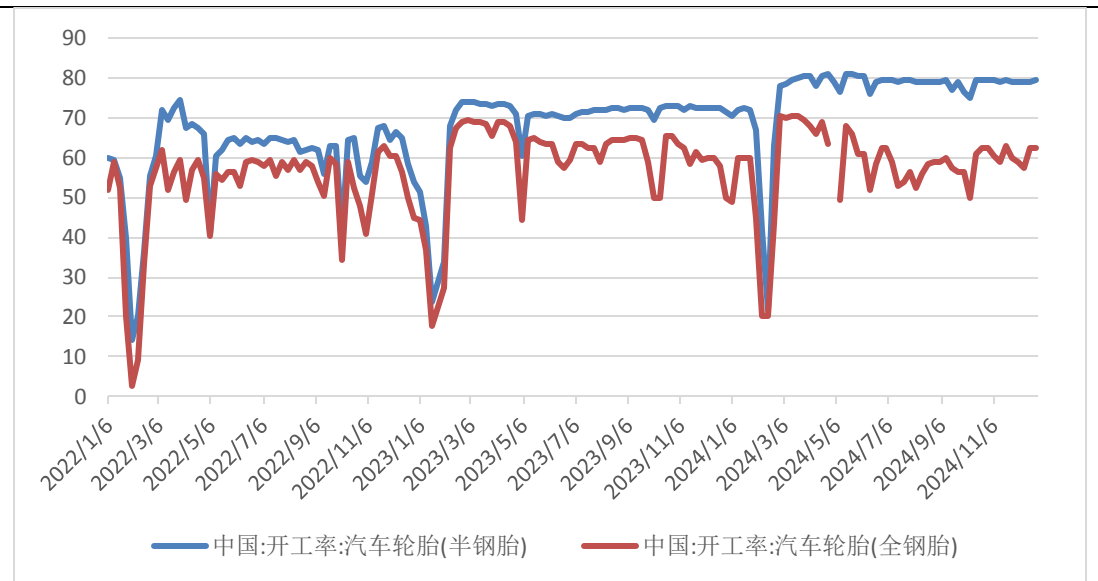
图 33: 美国小客车用轮胎进口月度情况



资料来源: wind, 财信证券

2024 年我国轮胎行业开工率整体呈现上升态势。其中，半钢胎开工率水平提升明显，半钢胎产能 2024 年平均开工率达到 76.11%，同比 2023 年提高 7.07%。国内半钢胎产能释放减缓，叠加乘用车销量增长较快，带动半钢胎市场景气回升。全钢胎开工率恢复较弱，2024 年全钢胎平均开工率达到 58.51%，与 2023 年平均水平接近。全钢胎市场主要受制造业恢复较弱、库存水平较高等多因素影响，开工率相对乏力。但我们观察到，进入 4 季度后，全钢胎和半钢胎的开工率水平同比均为正增长，行业供需初露改善的迹象。

图 34: 我国半钢胎和全钢胎市场开工率情况



资料来源: wind, 财信证券

3.4 产品升级有望带动行业利润提升

2024 年轮胎行业产品升级呈现出多维度、全方位的发展态势，展现了行业积极创新、追求高质量发展的趋势。具体表现为企业高性能产品涌现、生产流程智能化、产品结构优化。

高性能产品不断涌现

众多轮胎企业加大研发投入，致力于推出高性能的轮胎产品以满足不同市场需求。如玲珑轮胎推出的新一代高端旗舰产品——新玲珑大师系列，以大师致控、大师致静、大师致享为产品矩阵，搭载自修复技术及静音棉自修复一体化等新技术，极大地提升了轮胎的安全和静音性能。森麒麟自主创新研发的超高性能新能源汽车专用轮胎 Qirin EV，滚阻相较于普通燃油轮胎降低 12%，相较于国际一线同类产品降低 6% 左右，续航里程相较于国际一线同类产品增加 12%，耗电节省 5%。双星全球首创“全防爆”安全轮胎，汇聚全球智慧，历经 5 年研发与万次实验，成功掌控“Safort”技术，获国际专利。此轮胎兼容原配及非原配防爆胎车辆，无气时能以 60km/h 续行 30 分钟，确保安全抵达维修站。另一亮点为“稀土金”卡客车轮胎，以环保省油、超耐磨著称，滚阻低至 3.8-4.5，寿命长达百万公里，显著降低运营成本。针对新能源市场，双星推出 EV95 高端定制轮胎，集节能、静音、安全、耐磨与卓越抓地力于一身，达欧盟双 A 标准。同时，锦湖 EnnoV、Majesty 等高端新品亦在今年上半年上市，市场表现抢眼。

智能化与数字化技术应用

智能化和数字化技术在轮胎生产和产品性能提升方面发挥了重要作用。龙头企业开始建立基于数字化系统的“1+n”模式工业互联网平台，推广使用轮胎射频识别技术（rfid）、轮胎生产制造执行系统（mes）等信息技术，实现了对轮胎生产全过程的精准控制和质量追溯。同时，通过大数据分析和人工智能算法，企业能够更准确地预测市场需求和消费者偏好，从而更有针对性地进行产品研发和升级。

产品结构优化调整

企业根据市场变化和自身发展战略，积极调整产品结构，减少低附加值产品的生产，增加高附加值、高性能轮胎的供给。如玲珑轮胎在国内外零售和配套市场持续开展产品结构调整，使得毛利较高的乘用车胎销量增长幅度较大，带动了公司整体盈利能力的提升。山东省也在支持企业大力发展新一代高性能子午线轮胎、自修复安全轮胎、航空轮胎、巨型工程子午胎等高端轮胎产品，以满足不同领域的市场需求，提升行业的整体竞争力。

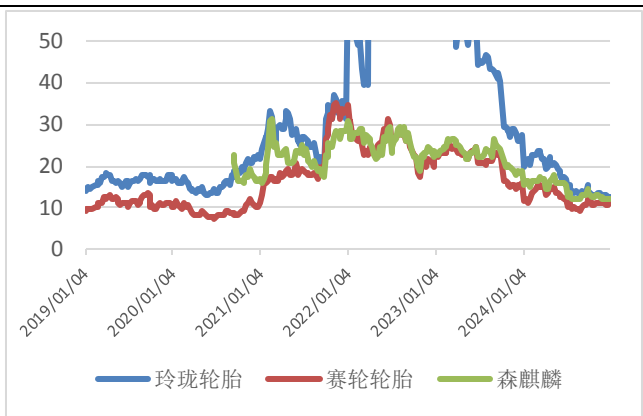
3.5 行业景气持续，估值提升可期

我们认为 2025 年仍是轮胎行业景气度提升的一年，多个方面来看，成本端，原油价

格易跌难涨，炭黑价格持续下行，轮胎原材料成本压力缓解。同时，随着 2025 年地缘冲突有缓和的预期、新增货轮供给增长，海运费用下降有望提升中国轮胎在欧美市场竞争优势。需求端，国内经济持续回温以及企业新产品升级的带动下，行业有望迎来新的周期。

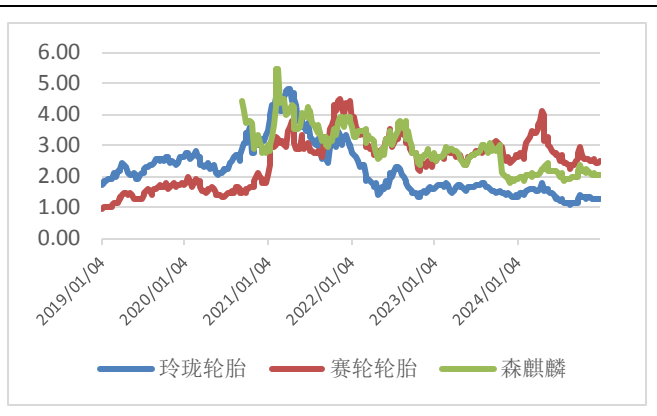
从龙头企业估值的角度来说，在经历了 2022-2023 年的业绩低估期后，轮胎企业的业绩在 2024 年实现了快速的修复，助推企业 PE 估值回到了 2019 年以来的低位，PB 估值也处于 2021 年以来底部区间。2021 年以来，行业遭遇了原材料成本上涨、运费飞涨、关税提升等不利因素，但随着原材料成本稳定趋降、海运价格下降，双反关税脱敏，行业有望迎来新的成长周期。

图 35：国内龙头轮胎企业的 PE 估值



资料来源：iFind，财信证券

图 36：国内龙头轮胎企业的 PB 估值



资料来源：iFind，财信证券

4 投资建议

2024 年在地缘政治冲突不断，国内需求复苏缓慢的背景下，化工行业的估值持续在底部徘徊。展望 2025 年，国内有望加大财政政策力度，稳经济促消费，拉动上游行业的景气度底部回升，助推行业进入新周期。海外市场方面，虽然美国关税政策存在不确定性，但对于此前已征收双反关税的部分产品反而存在结构性机会。全球地缘政治缓和的预期下，国际原油价格存在震荡走弱的可能，有望降低化工行业成本端的压力，帮助下游产业链环节修复利润，维持行业“同步大市”评级。

我们看好两个方向，一是随着涤纶长丝行业集中度实现质的提升，行业龙头企业在产业链上的议价能力逐步提升，龙头企业的竞争策略将逐渐从保市场份额转变为保行业利润。龙头企业在过去几年不断的资本扩张强化了一体化优势，在行业景气上行阶段企业将展现出更强的业绩弹性，建议关注：桐昆股份、新凤鸣。二是轮胎行业成本端压力逐步缓解，下游需求有望随政策发力而持续复苏，长周期已进入产品力升级阶段，海外市场占有率不断提升，建议关注：玲珑轮胎、森麒麟。

5 风险提示

国际局势动荡，资源品价格仍有反复；

国内经济需求恢复不及预期，相关行业盈利水平难以修复；

全球关税壁垒愈演愈烈，海外需求不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438