

赛轮轮胎 (601058)

证券研究报告

2026年01月27日

逆全球化趋势下，赛轮出海 2.0

“做好一条好轮胎”为使命，轮胎研发起家的全球化轮胎集团

赛轮集团前身青岛赛轮子午线轮胎信息化生产示范基地成立于2002年,是国家橡胶与轮胎工程技术研究中心科研示范基地,同时也是国内首家集新材料、新技术、新装备、新工艺、新管理模式于一体的信息化生产示范基地。集团以“做好一条好轮胎”为使命,致力于为全球轮胎用户提供更优质的产品与服务,以先进的技术推动橡胶轮胎行业高质量发展。公司在中国的青岛、东营、沈阳、潍坊及海外的越南、柬埔寨、墨西哥、印尼建有轮胎生产基地,埃及、沈阳新和平生产基地计划启动建设。公司产品销售覆盖中国、北美、欧洲、亚洲、非洲等全球180多个国家和地区。

中国轮胎产业在“逆全球化”关税贸易壁垒下，赛轮迎来出海 2.0 机会

轮胎行业需求稳定,是全球化的必选消费品,其区域消费比例、配套/零售比例、全钢/半钢比例在过去多年保持稳定。但轮胎全球贸易存在区域不均现象,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。近年来对轮胎的双反调查有全球铺展开的趋势,参考美国对华和对东南亚地区的“双反”调查和后续的全球轮胎产业变迁,“双反”并不能带来轮胎产业的“回流”,反而使得美国“卖方市场”更加强化,全球对美轮胎贸易国家发生了变迁。2025年欧洲开启对华轮胎“双反”调查,我们认为,欧洲对华的“双反”调查,或将加强欧洲轮胎“卖方市场”地位。

赛轮集团是中国首家在海外建厂并最早在海外两个国家拥有规模化轮胎生产基地的轮胎企业,这种前瞻性战略布局已成为公司应对国际贸易壁垒的重要手段。公司在中国的青岛、东营、沈阳、潍坊及海外的越南、柬埔寨、墨西哥、印尼建有轮胎生产基地,埃及、沈阳新和平生产基地计划启动建设,作为最早“出海”的轮胎公司,已形成了全球化影响力,开启出海 2.0。

赛轮集团拥有从研发、品牌端的差异化实力

赛轮集团专注“做好一条好轮胎”,拥有较强的研发实力。非公路轮胎方面,公司是为数几家突破海外巨胎垄断的国产轮胎企业;自主研发的“液体黄金”材料,突破轮胎“不可能三角”,为公司带来产品质量、品牌、绿色化的提升;拥有“华东试验场”把握轮胎测试第一手信息;发挥“赛道基因”,赛车轮胎达到先进水平,与小米热门车型合作尽显影响力。

盈利预测和估值: 我们预计 25-27 年公司归母净利润为 39.40/48.83/57.82 亿元,参考可比公司 25 年平均 15.72 倍 PE 估值,给予目标市值 619.49 亿元,给予目标价 18.84 元/股,首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示: 逆全球化趋势下关税加征的风险;海外工厂建设进度和最终盈利存在不确定性风险;外汇汇率波动带来的损失风险;原材料价格波动带来的成本抬升风险。

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	15.61 元
目标价格	18.84 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,288.10
流通 A 股股本(百万股)	3,288.10
A 股总市值(百万元)	51,327.25
流通 A 股市值(百万元)	51,327.25
每股净资产(元)	6.41
资产负债率(%)	50.26
一年内最高/最低(元)	18.05/11.37

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	
孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	25,978.26	31,802.39	35,432.36	40,437.17	45,710.93
增长率(%)	18.61	22.42	11.41	14.12	13.04
EBITDA(百万元)	6,306.84	7,730.76	6,028.82	7,134.28	8,390.13
归属母公司净利润(百万元)	3,091.42	4,062.67	3,940.28	4,882.92	5,782.00
增长率(%)	132.12	31.42	(3.01)	23.92	18.41
EPS(元/股)	0.94	1.24	1.20	1.49	1.76
市盈率(P/E)	16.60	12.63	13.03	10.51	8.88
市净率(P/B)	3.46	2.63	2.30	2.00	1.73
市销率(P/S)	1.98	1.61	1.45	1.27	1.12
EV/EBITDA	6.12	6.52	8.20	7.29	5.67

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. “做好一条好轮胎”为使命，轮胎研发起家的全球化轮胎集团	5
1.1. 研发起家的全球化轮胎集团	5
1.1.1. 公司实际控制人为袁仲雪，一致行动人持有公司 26.10%股份	6
1.1.2. 员工人数随业务增长而增长，技术人员占比 13.1%	6
1.2. 多品类轮胎布局，拥有全球化生产基地	7
1.2.1. 围绕轮胎多品类、多自主品牌布局的集团公司	7
1.2.2. 最早实现出海，产能全球化的轮胎公司，规划产能超 1.4 亿条	8
1.3. 稳定增收增利，投资回报率抬升明显	8
1.3.1. 收入利润多年间大幅增长，9 年间利润年化增速超 40%	8
1.3.2. 持续资本开支扩张下，资产快速增加，投资回报中枢上移动，资产负债率下行	9
1.3.3. 经营活动现金流水平良好	10
1.3.4. 毛利率和净利率水平	11
2. 轮胎行业-全球贸易性必选消费品，中国轮胎迎来出海 2.0	11
2.1. 需求相对稳定，消费结构稳定的必选消费品	11
2.1.1. 全球全钢、半钢总消费量在 17.5-18.5 亿条间小幅波动	11
2.1.2. 区域来看，亚洲、欧洲、美洲几乎三分天下	12
2.1.3. 半钢占消费量大头	12
2.1.4. 零售和配套比例相对固定	13
2.2. 从买方市场到卖方市场，全球轮胎地理位置格局差异较大	13
2.2.1. 欧美占全球汽车轮胎总消费量超过 50%	13
2.2.2. 亚洲全球供应，欧美进口需求量大，市场地理位置差异明显	14
2.2.3. 欧美轮胎价格高于其他国家	15
2.2.4. 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	16
2.2.5. 美国关税带来了贸易流向变化，美国轮胎进口缺口仍在	17
2.2.6. 欧洲开启的对华乘用车胎双反调查	17
2.2.7. 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	18
3. 赛轮轮胎的差异化竞争力，研发、品牌实力凸显	19
3.1. 非公路巨胎-轮胎研发实力的象征	19
3.1.1. 巨胎-研发实力的象征，赛轮多领域提供解决方案	19
3.2. “液体黄金”，突破轮胎“不可能三角”，为公司带来品牌化、绿色化的提升	20
3.2.1. “液体黄金”材料作为突破口，有望成为技术与品牌力提升的有效结合点	21
3.2.2. “液体黄金”轮胎是一条绿色、低碳轮胎	21
3.3. 增资华东汽车试验场，一期已投入运营	22
3.4. 发挥“赛道基因”，赛车轮胎达到先进水平，与小米热门车型合作尽显影响力	23
4. 周期波动和逆全球化趋势下，海外布局尽显赛轮优势	25
4.1. 国内最早出海，海外工厂布局最为广泛，海外收入总量较大的轮胎企业	25

4.1.1. 海外收入占比较高，海外收入总量大的头部轮胎公司	25
5. 盈利预测	26
6. 估值和目标价	26
7. 风险提示	27
7.1. 逆全球化趋势下关税加征的风险	27
7.2. 海外工厂建设进度和最终盈利存在不确定性风险	27
7.3. 外汇汇率波动带来的损失风险	27
7.4. 原材料价格波动带来的成本抬升风险	27

图表目录

图 1: 赛轮集团历史沿革	5
图 2: 赛轮集团全球轮胎布局	5
图 3: 赛轮集团股权结构（截止 2025 年三季报）	6
图 4: 赛轮集团员工构成（单位：人）	6
图 5: 2024 年赛轮集团员工构成占比	6
图 6: 赛轮集团各种轮胎样式	7
图 7: 赛轮自主品牌	8
图 8: 赛轮集团全球产能布局投产时间表	8
图 9: 赛轮集团营业收入和归母净利润	8
图 10: 赛轮集团总资产和固定资产（单位：亿元）	9
图 11: 投资回报率有所提升	9
图 12: 赛轮集团资产负债率水平	10
图 13: 公司经营活动现金流和归母净利润水平	10
图 14: 赛轮集团毛利率、净利率水平	11
图 15: 全球半钢+全钢胎总消费量（单位：百万条）	11
图 16: 轮胎区域消费量（单位：百万条）	12
图 17: 轮胎按照半钢、全钢划分（单位：百万条）	12
图 18: 轮胎按照消费渠道划分（单位：百万条）	13
图 19: 全球半钢子午胎需求拆分占比	13
图 20: 全球全钢子午胎需求拆分占比	13
图 21: 全球子午线轮胎消费地需求占比	14
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）	14
图 23: 2024 年 5 月中国轮胎出口均价-按国家（美元/kg）	15
图 24: 中国轮胎出口均价（美元/条）	15
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: 美国轮胎进口数量并未因关税加征而减少（单位：条）	17
图 28: 美国轮胎进口国家数量占比发生变化	17

图 29: 主要轮胎企业海外工厂布局建设情况	18
图 30: 液体黄金轮胎打破“魔鬼三角”	20
图 31: 该技术被杂志《Tire Technology International》誉为“Liquid Gold”（液体黄金）	20
图 32: 液体黄金带来的性能提升	20
图 33: “液体黄金”轮胎已在各个轮胎品种中应用	21
图 34: “液体黄金”轮胎在央视的品牌宣传	21
图 35: 液体黄金轮胎低碳认证	22
图 36: 华东智能网联汽车试验场	22
图 37: 赛轮轮胎参与赛车活动	23
图 38: 赛轮集团携手小米汽车, 共拓高性能轮胎新领域	24
图 39: 2015 年以来中国上市轮胎公司毛利率波动	25
图 40: 2015 年以来中国上市轮胎公司净利率波动	25
图 41: 赛轮全球化轮胎工厂布局 (截至 2024 年年报, 印尼按照 2026 年 1 月 27 日公告调整)	25
图 42: 2024 年主营业务国内、海外占比 (收入单位: 亿元)	25
表 1: 公司涉及轮胎类别	7
表 2: 非公路轮胎具体应用	19
表 3: 赛轮集团盈利拆分和盈利预测 (单位: 百万元)	26
表 4: 可比公司盈利预期和估值 (总市值数据截止 2026 年 1 月 21 日)	26

1. “做好一条好轮胎”为使命，轮胎研发起家的全球化轮胎集团

1.1. 研发起家的全球化轮胎集团

赛轮集团前身青岛赛轮子午线轮胎信息化生产示范基地有限公司成立于 2002 年 11 月 18 日，是国家橡胶与轮胎工程技术研究中心科研示范基地，同时也是国内首家集新材料、新技术、新装备、新工艺、新管理模式于一体的信息化生产示范基地。集团以“做一条好轮胎”为使命，致力于为全球轮胎用户提供更优质的产品与服务，以先进的技术推动橡胶轮胎行业高质量发展。

图 1：赛轮集团历史沿革



资料来源：赛轮集团官网，天风证券研究所

公司在中国的青岛、东营、沈阳、潍坊及海外的越南、柬埔寨、墨西哥、印尼建有轮胎生产基地，埃及、沈阳新和平生产基地计划启动建设。截止 25H1，公司共规划建设年产 3,155 万条全钢子午线轮胎、1.09 亿条半钢子午线轮胎、46.7 万吨非公路轮胎的生产能力。公司产品销售覆盖中国、北美、欧洲、亚洲、非洲等全球 180 多个国家和地区。

图 2：赛轮集团全球轮胎布局

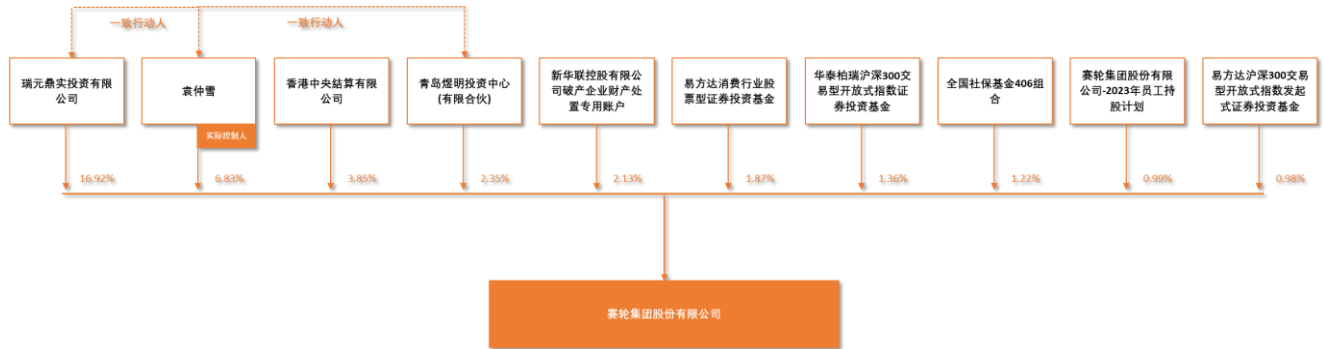


资料来源：赛轮集团官网，天风证券研究所

1.1.1. 公司实际控制人为袁仲雪，一致行动人持有公司 26.10%股份

公司实际控制人为袁仲雪，根据公司 2025 年三季报披露，袁仲雪截至 2025 年三季度，直接持有上市公司股份比例为 6.83%，而公司第一大股东瑞元鼎实投资有限公司实际控制人为袁仲雪，是公司的一致行动人，公司第四大股东青岛煜明投资中心(有限合伙)的执行事务合伙人为袁仲雪，因此该合伙企业为袁仲雪的一致行动人。截止 2025 年三季度，实际控制人及其一致行动人持有公司股份比例为 26.10%。

图 3：赛轮集团股权结构（截止 2025 年三季报）



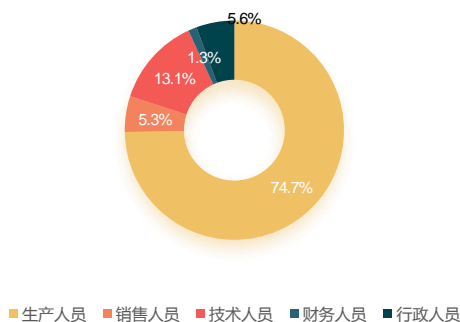
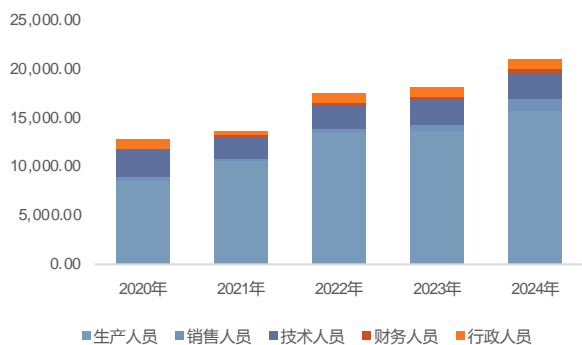
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1.2. 员工人数随业务增长而增长，技术人员占比 13.1%

随着公司业务的发展，公司员工总人数也逐年提升，2024 年，公司员工总人数为 21077 人，其中生产人员占比 74.7%，技术人员占比 13.1%。

图 4：赛轮集团员工构成（单位：人）

图 5：2024 年赛轮集团员工构成占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2. 多品类轮胎布局, 拥有全球化生产基地

1.2.1. 围绕轮胎多品类、多自主品牌布局的集团公司

公司产品包括全钢子午胎、半钢子午胎以及非公路轮胎等, 所有产品均严格遵循相关技术标准, 出口产品均满足国际市场相应的产品认证标准, 广泛应用于大型客车、货车、轿车、轻型载重汽车、工程机械、特种车辆等领域。

表 1: 公司涉及轮胎类别

产品类别	产品细分	用途
半钢胎	轿车轮胎、SUV/越野轮胎, 缺气保用轮胎、LTR 系列等	主要用于轿车、越野车、轻型载重汽车及小吨位拖挂车上轮胎的配套及替换
全钢胎	中长途耐磨系列、中短途耐搓系列、中短途耐磨系列、中长途载重系列、中短途载重系列、工矿系列、轻卡系列、冬季胎系列等	主要用于大型客车、货车的配套及替换
非公路胎	非公路用胎、建筑用途、物料搬运用胎和林业用途等	主要用于矿山、码头、装载等车辆上轮胎的配套及替换

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 赛轮集团各种轮胎样式



资料来源: 公司公告, 赛轮集团官网, 天风证券研究所

公司旗下拥有“赛轮”“路极”“黑鹰”“锐科途”“黑骑士”“赛维”“迈驰”等多个轮胎品牌, 产品覆盖全球 180 多个国家和地区。

图 7：赛轮自主品牌

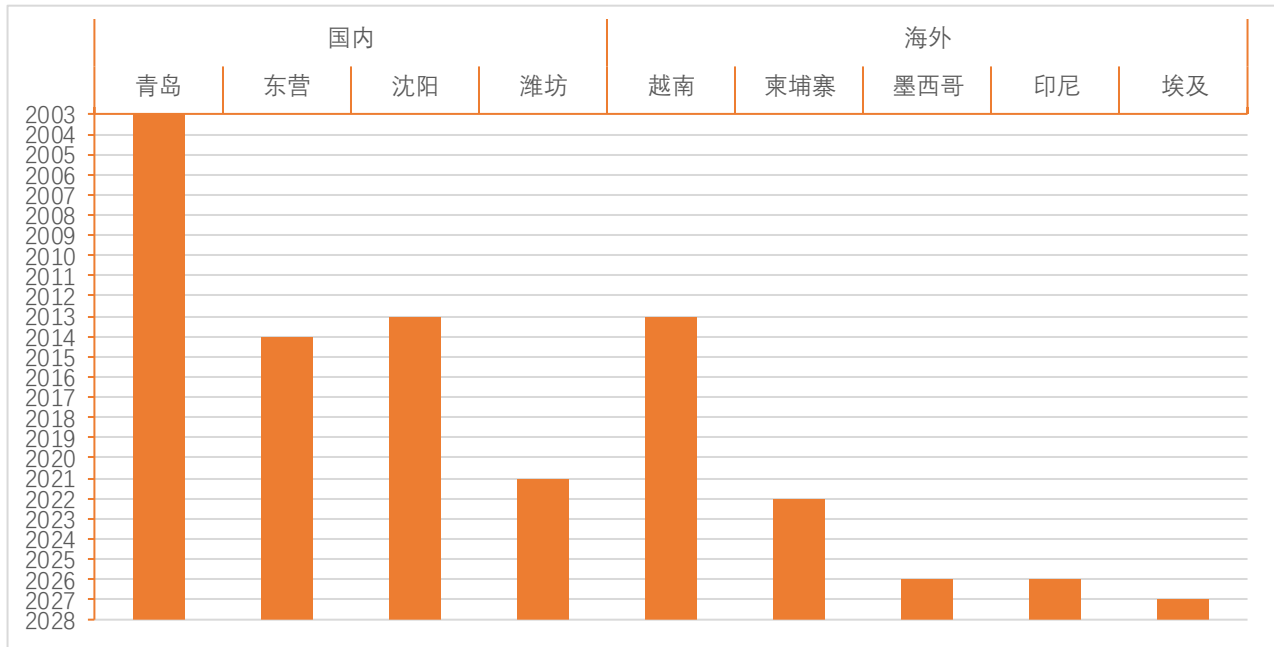


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2.2. 最早实现出海，产能全球化的轮胎公司，规划产能超 1.4 亿条

公司在中国的青岛、东营、沈阳、潍坊及海外的越南、柬埔寨、墨西哥、印尼建有轮胎生产基地，埃及、沈阳新和平生产基地计划启动建设。根据根据公司 25 年半年报数据统计，公司共规划建设年产 3,155 万条全钢子午线轮胎、1.09 亿条半钢子午线轮胎、46.7 万吨非公路轮胎的生产能力。

图 8：赛轮集团全球产能布局投产时间表



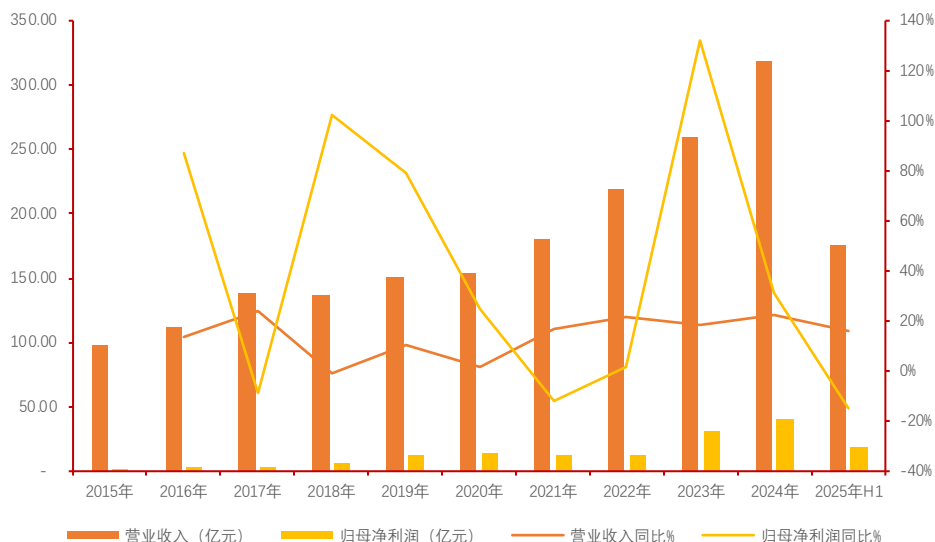
资料来源：Wind，赛轮集团官网，天风证券研究所

1.3. 稳定增收增利，投资回报率抬升明显

1.3.1. 收入利润多年间大幅增长，9 年间利润年化增速超 40%

公司 2015 年以来的 9 年间，除 2018 年营业收入小幅下滑 0.9% 之外，均保持营业收入增长状态，2015 年至 2024 年公司营业收入年化增速达到 14.0%，2024 年公司实现营业总收入 318.02 亿元，同比+22.4%，在 2025 年上半年公司实现营业收入 175.87 亿元，同比+16.1%，持续保持较高增速。净利润方面，公司归母净利润由 2015 年的 1.93 亿元，增长至 2024 年的 40.63 亿元，9 年间年化增速 CAGR 为 40.3%，2025 年上半年，公司实现归母净利润 18.31 亿元，同比-14.9%。

图 9：赛轮集团营业收入和归母净利润

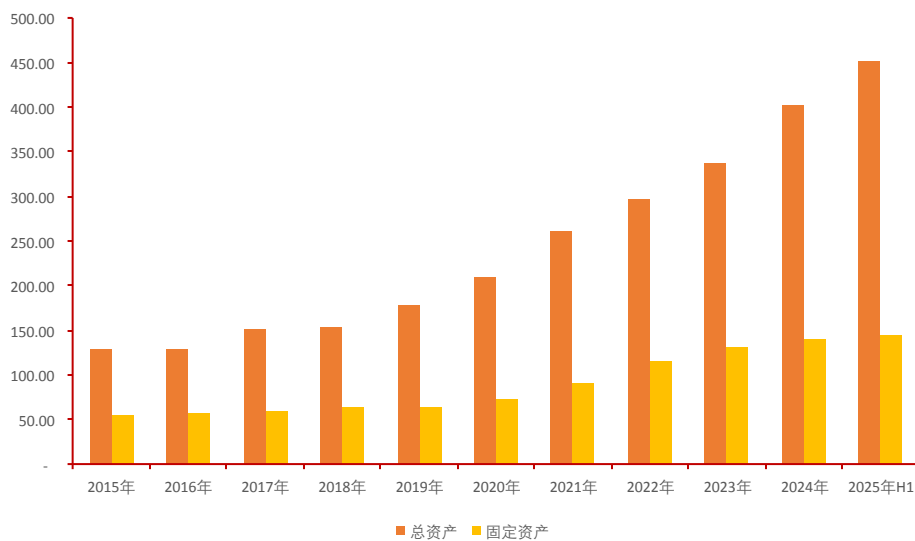


资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.3.2. 持续资本开支扩张下，资产快速增加，投资回报中枢上移动，资产负债率下行

公司总资产由 2015 年的 130 亿元，随着工厂建设资本开支的持续投入，以及持续的盈利，2024 年总资产规模达到 402.9 亿元，截至 2025 年中报，公司总资产规模达到 452.1 亿元，从 2015 至 2024 年，总资产年化增幅为 13.4%。

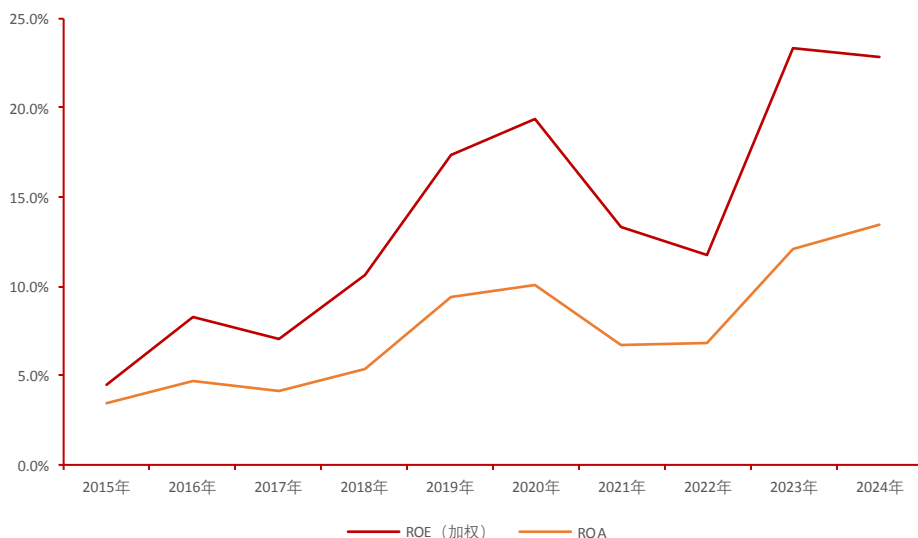
图 10: 赛轮集团总资产和固定资产 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

随着总资产的增加，公司投资回报率 (ROE 和 ROA) 也有所提升，2015 年公司加权平均 ROE 为 4.5%，ROA 为 3.5%，虽然在过去 9 年有所波动，但整体趋势呈现中枢上升态势，2024 年公司加权平均 ROE 达到 22.8%，ROA 达到 13.5%，公司在资产扩张的同时，资产投资回报率也在持续中枢上移。

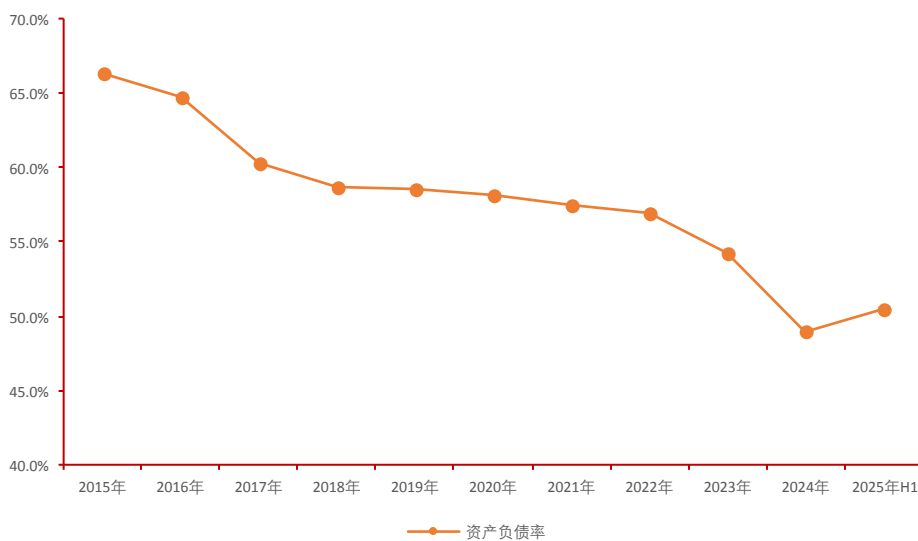
图 11: 投资回报率有所提升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司资产负债率在过去 9 年则呈现逐年下降趋势，整体资产负债率从 2015 年的 66.3%，持续下降至 2024 年的 48.9%，降幅 17.4PCT，截止 2025 年中报，公司资产负债率 50.4%，仍在过去 9 年的历史底部区间。

图 12: 赛轮集团资产负债率水平

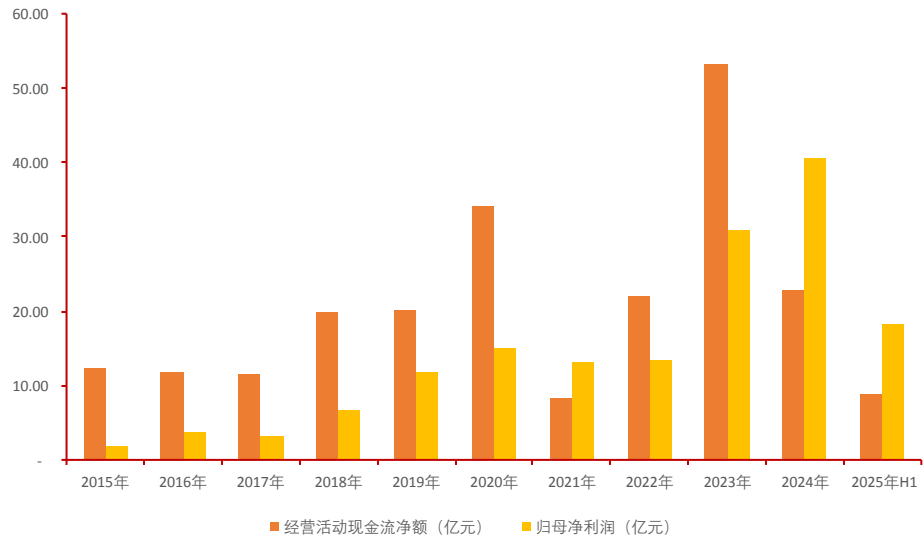


资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.3.3. 经营活动现金流水平良好

公司保持了良好的经营活动现金流水平，除 2021 和 2024 年外，其经营活动净现金流水平均高于当年归母净利润水平，2023 年和 2024 年，公司经营活动净现金流分别为 53.13 亿元/22.89 亿元，对应当年归母净利润分别为 30.91 亿元和 40.63 亿元。

图 13: 公司经营活动现金流和归母净利润水平

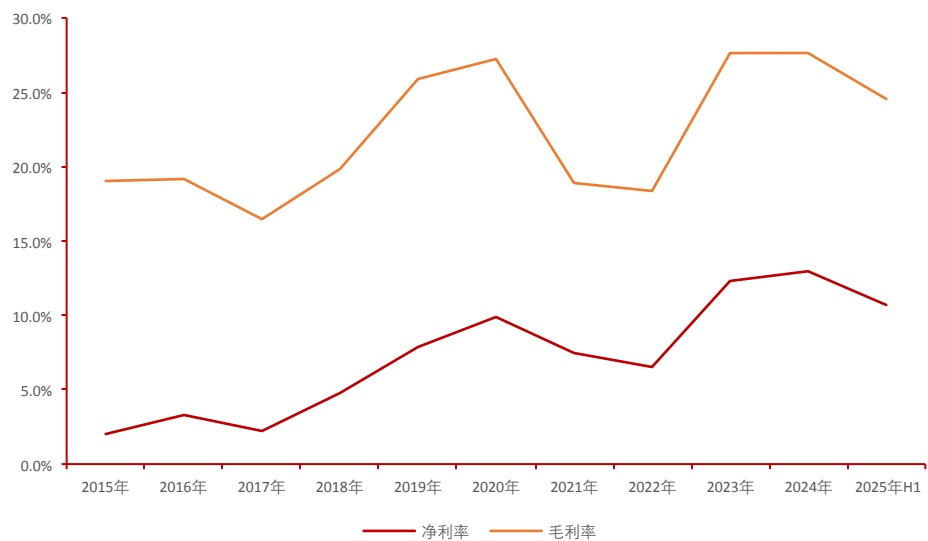


资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.3.4. 毛利率和净利率水平

公司毛利率、净利率水平在周期波动中, 保持中枢抬升态势。2024 年公司毛利率 27.6%, 净利率 13.0%, 盈利能力仅次于 2023 年的高点。自 2019 年以来, 公司毛利率在中国上市轮胎公司中均处于较高水平。

图 14: 赛轮集团毛利率、净利率水平



资料来源: Wind, 天风证券研究所

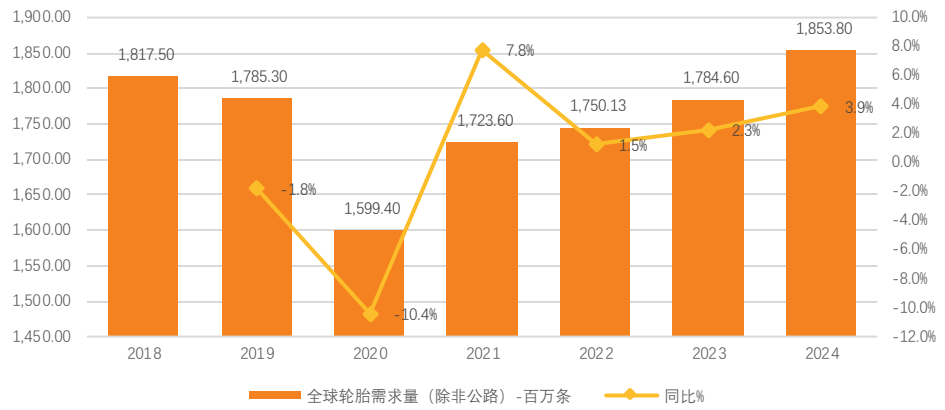
2. 轮胎行业-全球贸易性必选消费品, 中国轮胎迎来出海 2.0

2.1. 需求相对稳定, 消费结构稳定的必选消费品

2.1.1. 全球全钢、半钢总消费量在 17.5-18.5 亿条间小幅波动

根据米其林年报汇总数据, 全球半钢胎、全钢胎需求总量整体呈现区间波动态势, 除 2020 特殊年份外, 轮胎总需求量在 17.5-18.5 亿条区间波动, 2024 年全球半钢加全钢胎总需求量为 18.54 亿条, 而 2018 年全球总需求量为 18.18 亿条, 除特殊年份外, 消费量波动在小个位数区间, 属于消费量较为稳定的存量市场。

图 15: 全球半钢+全钢胎总消费量 (单位: 百万条)

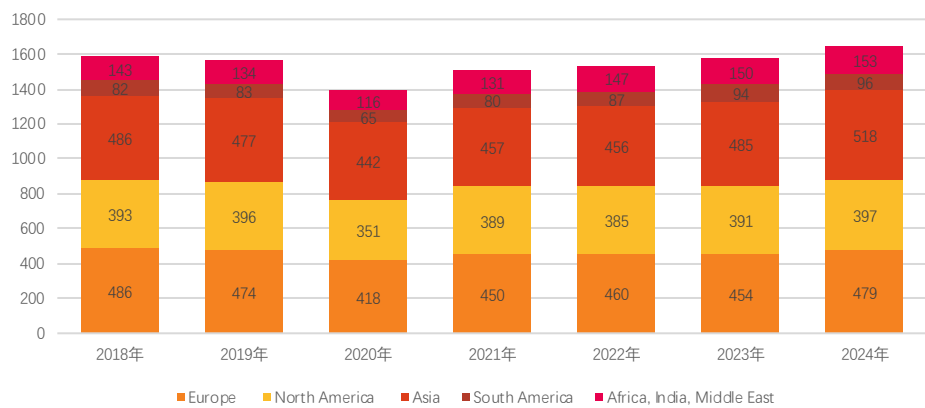


资料来源：米其林财报，天风证券研究所

2.1.2. 区域来看，亚洲、欧洲、美洲几乎三分天下

根据米其林财报数据，全球轮胎消费量按照区域划分，2024 年亚洲、欧洲、北美洲、南美分别占轮胎总消费量的 31.5%、29.2%、24.2%和 5.8%，亚洲、欧洲、美洲（含南美洲和北美洲）轮胎消费量整体呈现三分天下的格局。而这一占比自 2018 年以来就未发生明显变化，区域消费情况较为稳定。

图 16：轮胎区域消费量（单位：百万条）

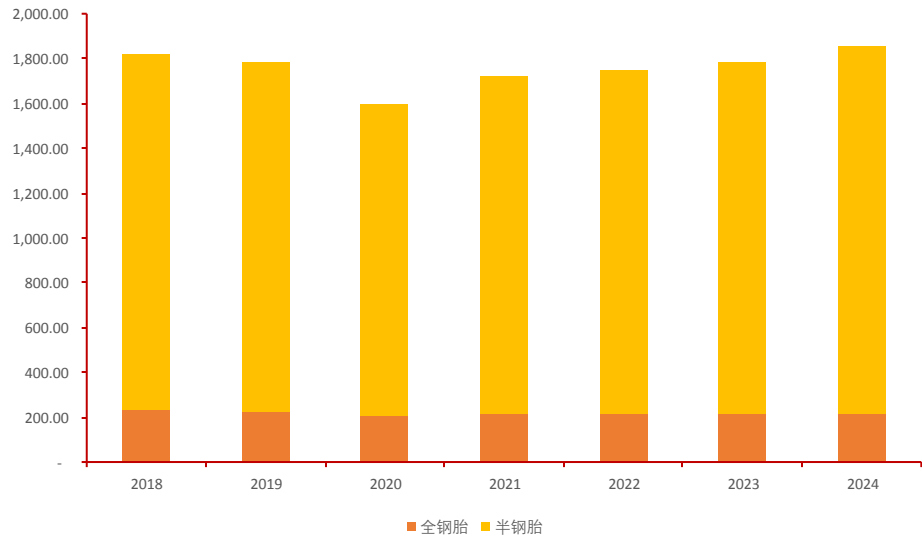


资料来源：米其林财报，天风证券研究所

2.1.3. 半钢占消费量大头

根据米其林财报数据，半钢胎（乘用车、轻卡等）、全钢胎（商用车）消费量在 2024 年占总消费量比例分别为 88.6%和 11.4%，这一比例自 2018 年以来也未发生明显的变化，半钢胎消费占轮胎消费量的大头。

图 17：轮胎按照半钢、全钢划分（单位：百万条）

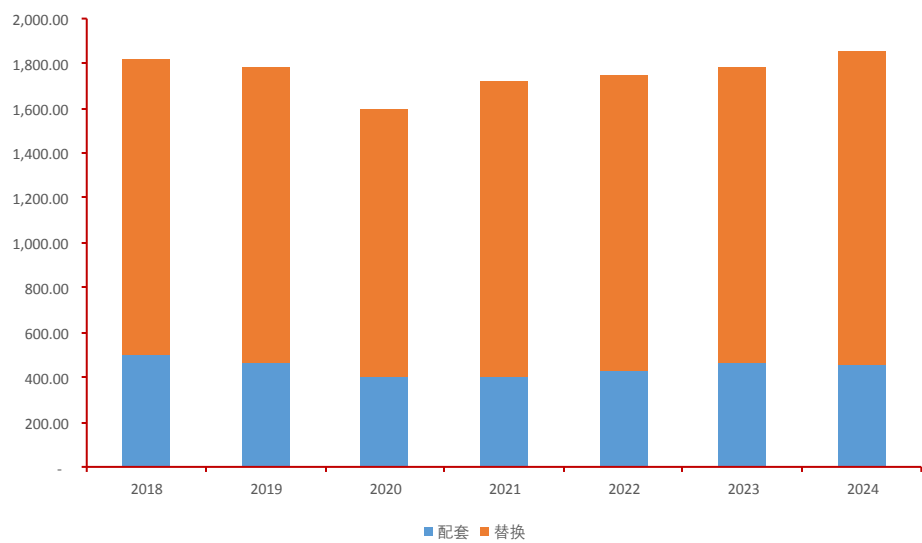


资料来源: 米其林财报, 天风证券研究所

2.1.4. 零售和配套比例相对固定

按照消费渠道划分, 轮胎消费可分为替换 (RT 或零售) 和配套 (OE), 2024 年替换、配套分别占总消费量的 75.6%和 24.4%, 此比例在过去 7 年内相对固定。

图 18: 轮胎按照消费渠道划分 (单位: 百万条)



资料来源: 米其林财报, 天风证券研究所

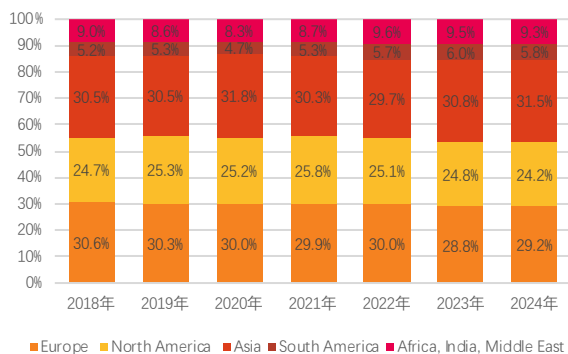
2.2. 从买方市场到卖方市场, 全球轮胎地理位置格局差异较大

2.2.1. 欧美占全球汽车轮胎总消费量超过 50%

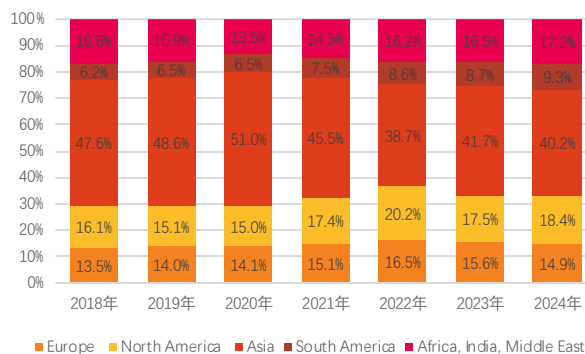
根据米其林历年年报公布的全球半钢、全钢轮胎消费数据统计, 北美/欧洲子午线轮胎 2024 年总需求分别为 4.36/5.11 亿条, 占全球子午线轮胎总需求的 51%, 其中乘用车半钢子午胎北美/欧洲 2024 年需求分别为 3.97/4.79 亿条, 占全球半钢胎总需求 53.3%, 而欧美占比超过 50%的趋势则较为稳定。

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

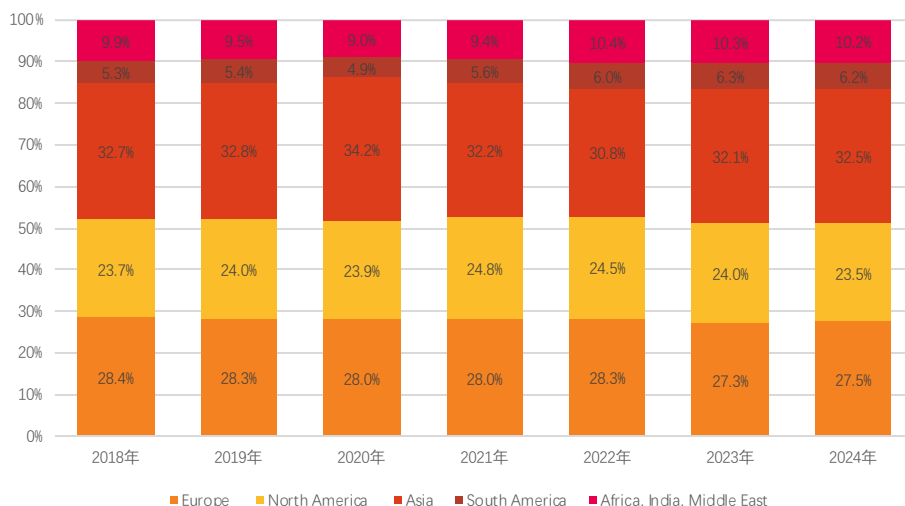


资料来源：米其林年报，天风证券研究所



资料来源：米其林年报，天风证券研究所

图 21：全球子午线轮胎消费地需求占比



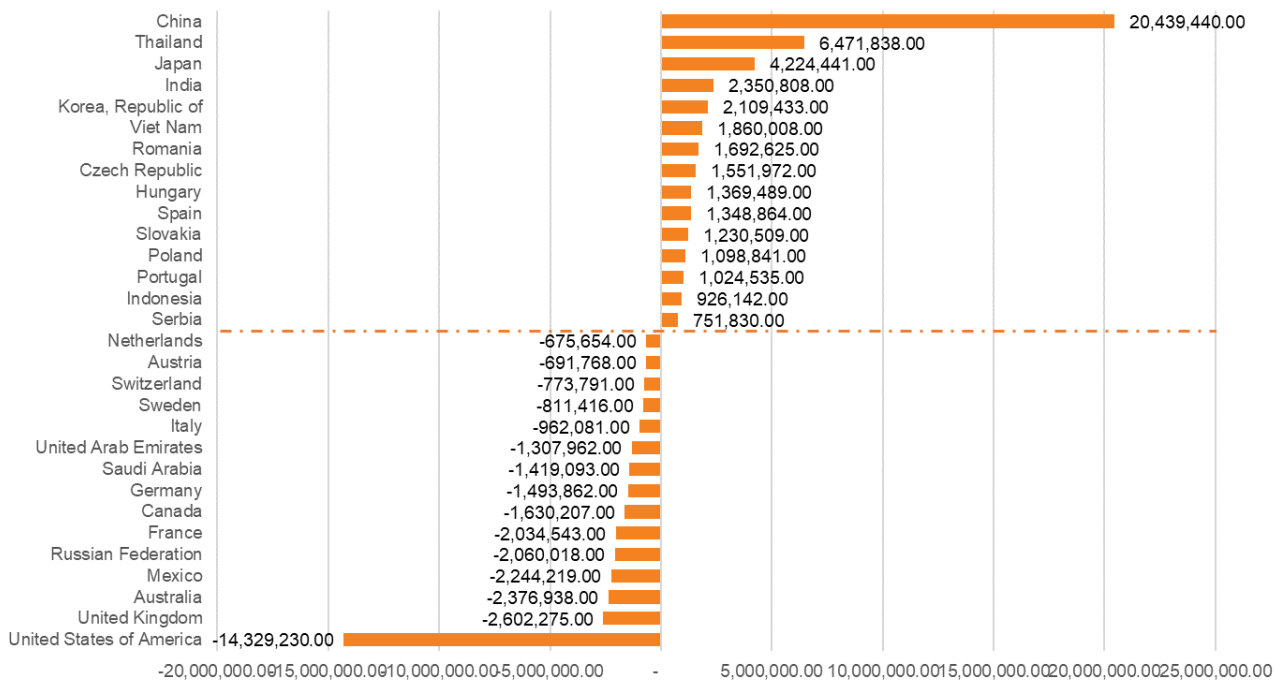
资料来源：米其林年报，天风证券研究所

2.2.2. 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）



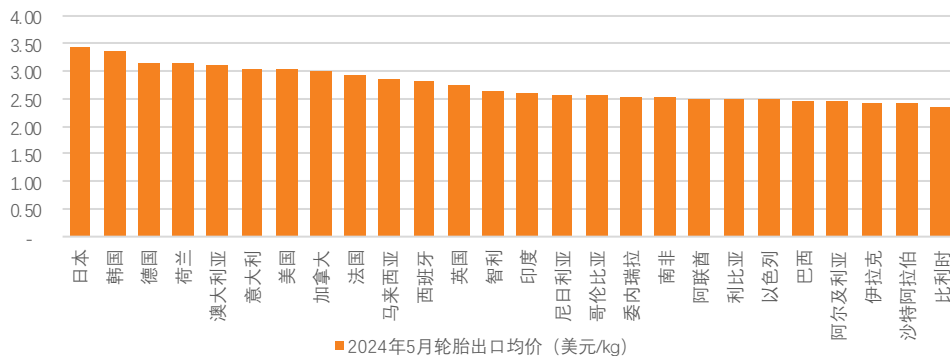
资料来源: Trade Map, 天风证券研究所

2.2.3. 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。

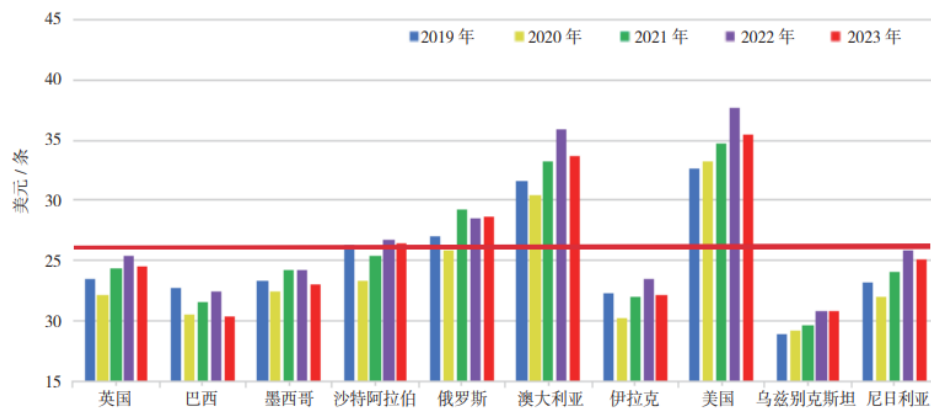
而根据刘众在《中国橡胶》期刊发布的《2023 年轮胎进出口市场分析 & 2024 年趋势研判》中统计, 中国出口半钢胎按照美元/条的出口均价统计, 美国则明显高于统计国家均价。

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)



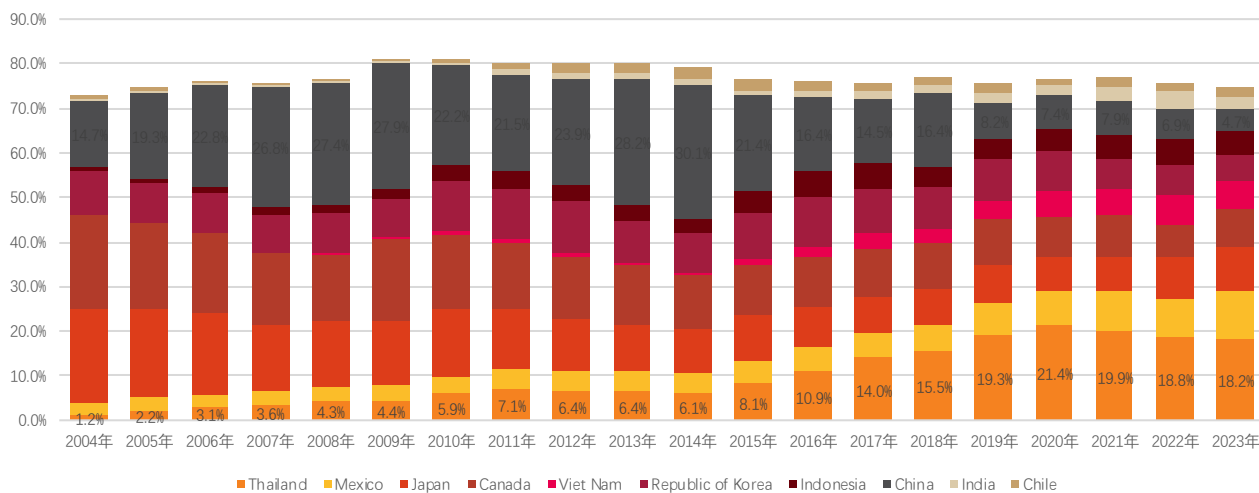
资料来源: 中国知网:《2023 年轮胎进出口市场分析及 2024 年趋势研判》刘众, 天风证券研究所

2.2.4. 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%。

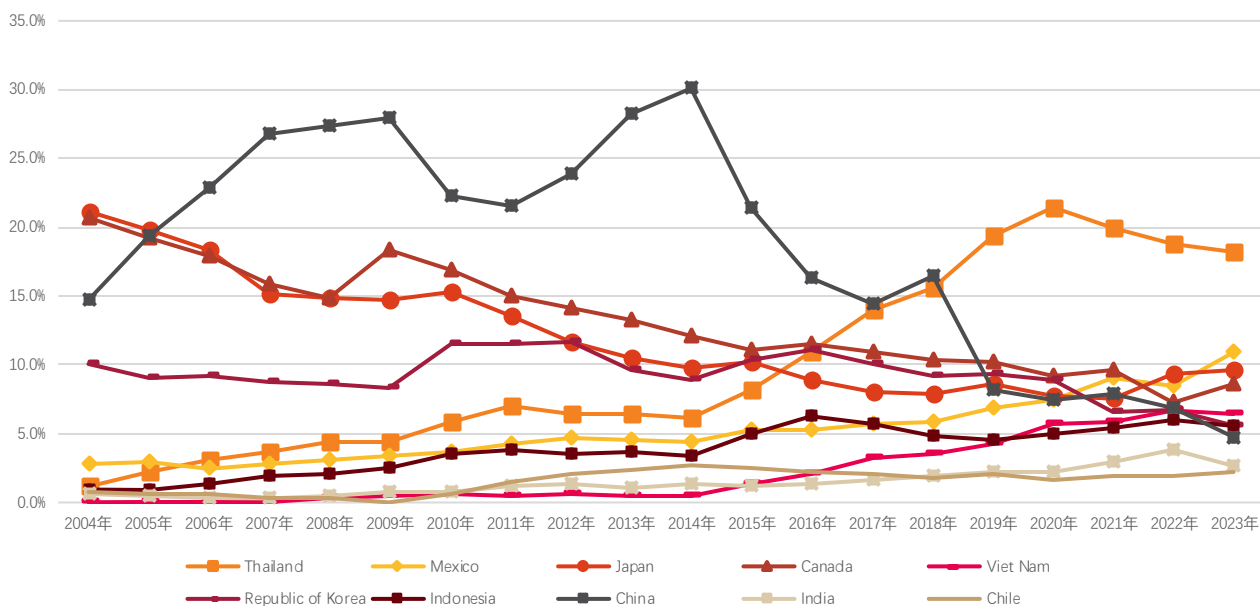
与此同时, 泰国、越南、印度尼西亚等东南亚国家出口美国轮胎占比则在 2014 年开启了快速增长态势, 泰国、越南、印度尼西亚三国轮胎在 2013 年占美国进口比例分别为 6.4%/0.5%/3.7%, 而到 2023 年三国出口美国占比分别提升至 18.2%/6.4%/5.5%, 泰国作为承接中国轮胎出口的主要国家, 提升幅度明显。

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)

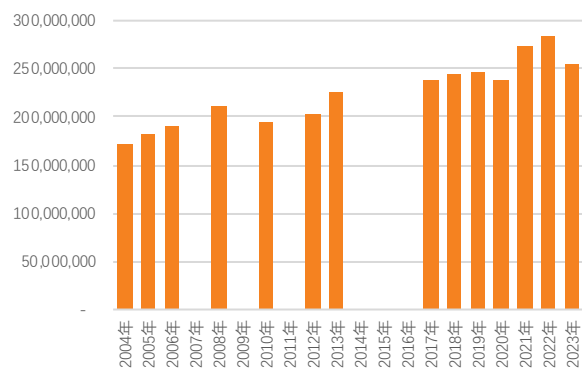


资料来源: Trade Map, 天风证券研究所

2.2.5. 美国关税带来了贸易流向变化, 美国轮胎进口缺口仍在

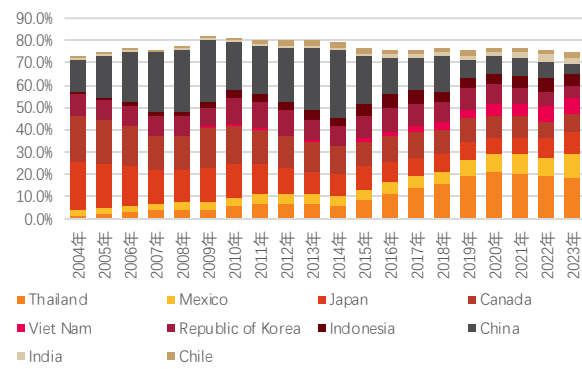
面对贸易的逆全球化趋势, 近年来对轮胎的双反调查有全球铺展开的趋势, 欧美对华自 2014 年以来的双反关税对中国轮胎企业直接出口美国带来较大影响, 而加征双反关税的美国并未通过更高的关税增加了美国本土化的生产能力, 反而在双反关税的影响下, 贸易流向从中国直接出口, 改变为从东南亚、南北美出口的格局。

图 27: 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 28: 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

2.2.6. 欧洲开启的对华乘用车胎双反调查

2025 年 5 月 21 日, 欧盟委员会发布公告称: 应 the Coalition Against Unfair Tyre Imports 于 2025 年 4 月 7 日提出的申请, 对原产于中国的新乘用车和轻型卡车充气橡胶轮胎 (New Pneumatic Tyres, of rubber, of a kind used on motor cars, buses or lorries with a load index not exceeding 121) 发起反倾销调查。涉案产品为用于载重指数不超过 121 的机动车 (包括旅行车和赛车)、公共汽车或卡车的新乘用车和轻型卡车充气橡胶轮胎。涉案产品的欧盟 CN (Combined Nomenclature) 编码为 4011 10 00 和 4011 20 10。本案倾销调查期为 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日, 损害调查期为 2021 年 1 月 1 日至倾销调查期结束。本案初裁预计将于 7 个月内作出, 最长不超过 8 个月。

2025 年 11 月 6 日, 欧盟委员会发布公告称: 应欧盟行业组织 the Coalition Against Unfair Tyre Imports 于 2025 年 9 月 22 日提出的申请, 对原产于中国的新乘用车和轻型卡车充气橡胶轮胎 (New Pneumatic Tyres, of rubber, of a kind used on motor cars, buses or lorries with a load index not exceeding 121) 发起反补贴调查。涉案产品为用于载重指数不超过

121 的机动车(包括旅行车和赛车)、公共汽车或卡车的新乘用车和轻型卡车充气橡胶轮胎。涉案产品的欧盟 CN (Combined Nomenclature) 编码为 4011 10 00 和 4011 20 10。本案补贴调查期为 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日, 损害调查期为 2021 年 1 月 1 日至补贴调查期结束。

参考美国对华和对东南亚地区的“双反”调查和后续的全球轮胎产业变迁, “双反”并不能带来轮胎产业的“回流”, 反而使得美国“卖方市场”更加强化, 全球对美轮胎贸易国家发生了变迁。我们认为, 欧洲对华的“双反”调查, 与美国“双反”调查类似, 或将加强欧洲轮胎“卖方市场”地位。

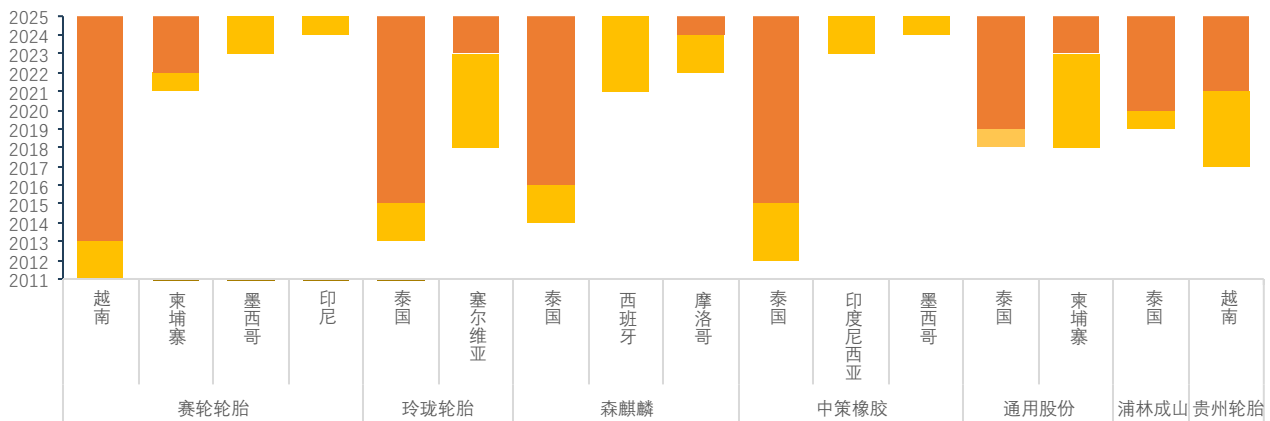
2.2.7. 头部轮胎企业已经开启了“出海 2.0”模式, 全球化、自主品牌、零售配套全面开花

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 29: 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；

3. 赛轮轮胎的差异化竞争力，研发、品牌实力凸显

3.1. 非公路巨胎-轮胎研发实力的象征

按照轮胎用途不同，轮胎可分为公路用轮胎和非公路用轮胎，其中非公路用轮胎简称 OTR，主要应用在大农场、露天和地下采矿场、港口码头、建筑业或其他特殊领域等。非公路用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要求很高。虽然我国为全球最大的轮胎生产国，但非公路用轮胎由于其应用路况复杂，生产工艺难度大，其供给主要集中在国际轮胎巨头企业。

非公路用轮胎根据具体应用领域，主要可分为以下类别：

表 2：非公路轮胎具体应用

类别	具体品类
农用轮胎	拖拉机、耕作机、收割机、插秧机、除草机、中耕机、喷药机、播种机以及农田运输车 and 畜牧机等
工程轮胎	自卸运输汽车、铲运机、挖掘机、装载机、推土机、平地机、压路机、滩路机以及起重机、混凝土搅拌机及其运输车等
其他轮胎	航空轮胎、军用特种轮胎等

资料来源：海安集团招股说明书，天风证券研究所

根据 Smithers 集团的研究，全球非公路轮胎（OTR）市场 2024 年市场价值约为 344 亿美元，预计到 2029 年将以每年 4.9% 的速度增长，达到 438 亿美元。中小规格非公路轮胎（如农业胎、小型工程机械胎等），主要应用于中小型装载机、叉车、拖拉机等设备。中国的非公路轮胎行业虽然起步晚，但发展迅速，在一带一路政策、绿色低碳环保发展政策、国家“十四五”推进农业现代化规划、城镇化建设规划等政策的落地实施，带动相关产业与非公路产品需求不断增长。

赛轮轮胎在青岛、潍坊、越南三大制造基地建设了专业化的非公路轮胎生产线，形成覆盖巨型工程子午胎、中小规格工程子午胎、农业子午胎、实心胎、橡胶履带等多元化产品矩阵。

3.1.1. 巨胎-研发实力的象征，赛轮多领域提供解决方案

工程轮胎又称工程机械轮胎，是由胎面、缓冲层、帘布层、胎圈、胎层和气密层这六部分组成的具有良好的耐磨性能、生热低的轮胎；工程轮胎主要用于工程汽车和工程机械等车辆，包括自卸卡车、铲运机、挖掘机、装载机、推土机、平地机、压路机、滩路机以及起重机、混凝土搅拌机及其运输车等工程车辆。

巨型工程轮胎通常是指轮辋直径在 49 英寸及以上的工程轮胎，主要装备于载重量大、行驶条件苛刻的大型矿用自卸车、装载机等工程机械。巨型工程轮胎对于生产厂家的研发能力、技术储备、生产能力、质量控制等方面提出了更高要求。由于巨型全钢子午线轮胎具有承载能力大、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制造企业具备大规模批量生产全钢巨胎的能力，国际三大品牌（米其林、普利司通和固特异）在全钢巨胎领域的全球市场份额合计占比在 80% 以上。

根据弗若斯特沙利文发布的《巨型全钢子午线工程轮胎行业研究报告》，2022 年全球巨型全钢子午线工程轮胎总产量约 21.5 万条，海安集团、赛轮轮胎以 1.4 万条、0.55 万条全钢巨胎产品的产量位于全球前列，仅次于国际三大品牌。

赛轮轮胎非公路轮胎已构建起覆盖工程机械与农业装备等多个领域的全场景解决方案，其中巨型工程子午胎成功配套卡特彼勒、徐工集团、北方重工、三一重工等重型装备龙头企业。

3.2. “液体黄金”，突破轮胎“不可能三角”，为公司带来品牌化、绿色化的提升

液体黄金材料（EVEC）是采用世界首创化学炼胶技术研发的高性能橡胶新材料。该技术突破传统干法混炼的局限，实现填料纳米级均匀分散和聚合物相互作用增强。2016年，《国际轮胎技术》杂志以“Liquid Gold”盛赞这一突破性技术，称其将推动中国轮胎行业实现跨越式发展。赛轮集团利用国际首创化学炼胶橡胶复合材料，成功开发出新一代“液体黄金”绿色轮胎，抗湿滑性能、滚动阻力指数均达到欧盟标签法规 A 级标准，解决了困扰行业多年的“魔鬼三角”问题，是性能品质最优异的绿色轮胎之一。

图 30：液体黄金轮胎打破“魔鬼三角”



资料来源：赛轮轮胎 2024 年度可持续发展报告，天风证券研究所

图 31：该技术被杂志《Tire Technology International》誉为“Liquid Gold”（液体黄金）



资料来源：赛轮轮胎 2024 年度可持续发展报告，天风证券研究所

液体黄金轮胎自问世以来，经过多次实地测试，以及西班牙 IDIADA、德国 TÜV 莱茵、中国橡胶工业协会等多个权威机构认证，其优异的节油性、舒适性、操控性等，受到驾驶人员的认可。该产品获得包括欧盟标签法规双 A 级、中国橡胶工业协会《轮胎标签分级标准》3A 级等在内的专业认证，并获得德国 TÜV 莱茵“节能先锋”奖。“液体黄金”轮胎在多项实地性能测试中，取得了优异成绩，例如，赛轮的液体黄金冰雪轮胎 WP81 系列已通过欧盟冰抓性能测试，测试结果高于法规标准 26%；液体黄金 SFL2+SDL27 产品已通过第三方干/湿地制动试验对比测试，测试结果优于国际一线竞品。

图 32：液体黄金带来的性能提升



资料来源：赛轮轮胎 2024 年度可持续发展报告，天风证券研究所

赛轮集团围绕不同应用场景，不断推进高端化、智能化产品研发。赛轮依托自主创新的液体黄金新材料技术，积极布局乘用车轮胎、卡客车轮胎、非公路轮胎及橡胶履带等多元产

品矩阵，精准响应电动车、燃油车、矿山车辆及极端冰雪路况的多样化需求。截至 2024 年年报，赛轮集团旗下多款产品性能达到或超越国际一线品牌水平，在全球权威测试和重点展会上持续斩获认可。

图 33：“液体黄金”轮胎已在各个轮胎品种中应用



资料来源：赛轮轮胎 2024 年度可持续发展报告，天风证券研究所

3.2.1. “液体黄金”材料作为突破口，有望成为技术与品牌力提升的有效结合点

2024 年，赛轮集团加入中央广播电视总台“国潮臻品”全拼图融媒体行动，成为“国潮臻品馆”国潮品牌，并在 2024 年欧洲杯赛事直播中亮相。此外，赛轮集团联合央视新闻推出《国潮赛轮 “金”彩绽放》特别直播节目，解密液体黄金轮胎的创新科技，并展示自主研发的世界最大 63 吋巨型子午线轮胎、冰雪轮胎及可持续材料轮胎，充分体现公司在技术创新、绿色制造等方面的实践。

图 34：“液体黄金”轮胎在央视的品牌宣传



资料来源：赛轮轮胎 2024 年度可持续发展报告，天风证券研究所

3.2.2. “液体黄金”轮胎是一条绿色、低碳轮胎

作为行业绿色产品研发的先行者，公司持续深耕绿色材料应用、绿色工艺设计及资源综合利用等领域，持续探索减少能源消耗、提升能源效率、降低碳排放的技术路径。由集团自主研发的液体黄金轮胎产品，在原材料选用、生产制造、产品使用和循环再利用的全生命周期内，突破性地实现了绿色、低碳和可持续发展。其中，液体黄金乘用车轮胎的滚动阻力和抗湿滑性能均达到欧盟标签法规的最高等级 A 级，液体黄金卡客车轮胎是国内唯一达到中国橡胶工业协会《轮胎分级标准》3A 级的产品。该技术从根本上解决了轮胎的三大关键性能—滚动阻力、湿地制动性能、耐磨性能无法同时改善的“魔鬼三角”难题，全面提升轮胎的节能性、安全性、环保性、舒适性等综合性能。

德国 TÜV 莱茵对液体黄金轮胎开展的产品碳足迹核查结果显示，每行驶 1,000 公里，液体黄金卡客车轮胎和乘用车轮胎的全生命周期碳排放量比同规格普通轮胎下降 39%和 27%。基于卓越的环保表现，液体黄金轮胎产品获得了由卢森堡权威机构 SNCH (Société Nationale de Certification et d'Homologation) 颁发的 (EU) 2017/ 2400 二氧化碳排放和燃油消耗证书。

液体黄金低碳轮胎在生产设备高效节能、产品包装绿色环保、胶料有害物质和重金属含量控制以及轮胎节能低碳性能等方面表现出色。2024 年 12 月，液体黄金轮胎通过深圳市计量质量检测研究院的认证，获得 8 张中国绿色产品认证证书。本次认证涵盖了 4 个花纹设计，覆盖 90 个轮胎规格。

图 35：液体黄金轮胎低碳认证



资料来源：赛轮轮胎 2024 年度可持续发展报告，天风证券研究所

3.3. 增资华东汽车试验场，一期已投入运营

赛轮轮胎于 2025 年 2 月 25 日发布《关于增资控股华东（东营）智能网联汽车试验场有限公司暨关联交易的公告》，公司拟对参股公司华东（东营）智能网联汽车试验场有限公司增资 4.2 亿元，且增资完成后，公司对其持股比例要超过 50%。

公司与长春汽车检测中心、中交一公局共同建设了华东智能网联汽车试验场，旨在构建世界级智能汽车与智慧交通测试平台。该试验场总占地约 8,600 亩，包括智能网联区、性能测试区、耐久测试区、试验室测试区、运维服务区为主的五大区域，规划分步建设 22 条高标准测试道路，以满足全系列车型要求。试验场一期以智能网联和性能测试道路为主，并已于 2024 年启动运营。其中智能网联区覆盖自动驾驶场景 382 个，是目前国内场景最丰富的智能网联封闭测试区。性能测试区包含 8 种特殊路面的制动测试路、25 种特殊路面的舒适性测试路以及直径 120 米、配备 4 个附着系数的湿圆环等，路面多样性及多项核心参数均为目前国内第一。

图 36：华东智能网联汽车试验场



资料来源：东营市人民政府网站，天风证券研究所

3.4. 发挥“赛道基因”，赛车轮胎达到先进水平，与小米热门车型合作尽显影响力

得益于多年来对橡胶的基础研究成果，赛轮的赛事轮胎在操控性、抓地力、稳定性上均达到了世界级水平，为赛车手提供更高安全性和更优驾驶体验，为精彩汽车赛事赋能中国速度。2024年2月，赛轮集团正式获得FIA认证，成为唯一一家拿到职业汽车赛事入场券的中国本土轮胎品牌。自2024赛季开始，公司为多个国际顶级赛事独家提供赛事轮胎。此外，公司长期以冠名、赞助的形式助力各大竞速比赛，在竞速领域持续发挥“赛轮影响力”。

2024年5月，TCR Asia新赛季首秀在马来西亚雪邦国际赛车场激情上演，此次揭幕战吸引了来自中国、爱尔兰、韩国、印尼、马来西亚等多国专业车手同场竞技。赛轮集团作为2024赛季TCR Asia官方唯一轮胎合作伙伴，为赛车们提供专为TCR赛道研发的PC01赛事轮胎，为车手们的夺冠之路提供坚实保障。

2024年8月，TCR亚洲系列赛自2019年以来首次重返泰国，在泰国武里南国际赛车场迎来了第五和第六回合的激烈较量。赛轮PC01赛事热熔胎作为官方指定轮胎再次闪耀赛场，充分展现其卓越的性能与品质，助力车手们缔造新纪录。

图 37：赛轮轮胎参与赛车活动



资料来源：赛轮轮胎 2024 年可持续发展报告，天风证券研究所

此外，赛轮集团与小米汽车合作，为小米 SU7 Ultra 电动车型开发 PT01 赛道高性能轮胎。PT01 轮胎依托赛事专研胎面配方、宽大行驶面设计和高强度胎体结构，精准满足小米 SU7 Ultra 的严苛性能需求，提供强悍抓地性与精准操控性，助力用户极致赛道体验。2025 年 3 月，在北京易车金港赛道赛事中，小米 SU7 Ultra 搭配赛轮 PT01 赛道高性能轮胎以 1 分 04 秒 04 的成绩刷新赛道纪录，成为“最速量产车”。此次合作标志着中国轮胎品牌在赛道高性能轮胎领域的重要突破，为全球性能车市场树立了新标杆。

图 38：赛轮集团携手小米汽车，共拓高性能轮胎新领域

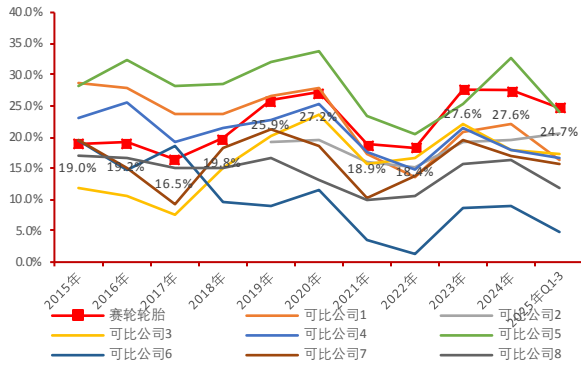


资料来源：赛轮轮胎 2024 年可持续发展报告，天风证券研究所

4. 周期波动和逆全球化趋势下，海外布局尽显赛轮优势

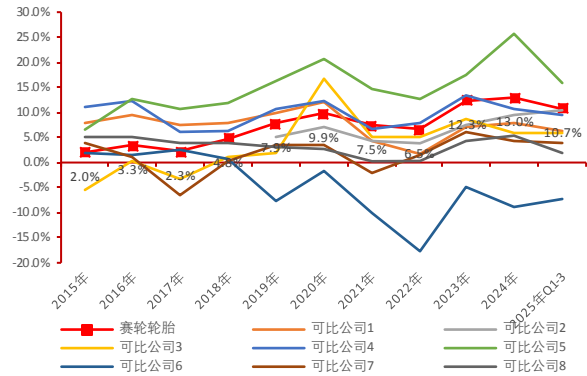
中国轮胎公司存在明显的行业周期性盈利水平波动，从毛利率、净利率两个指标来看，在周期波动中，赛轮轮胎毛利率、净利率有明显中枢抬升趋势，在 2025 年前三季度，行业普遍受到美国关税和全球经济疲软影响下，赛轮在 9 家轮胎上市公司中，以 24.7% 的综合毛利率排在第一位，毛利率相较 2023 年高点仅下滑 2.9PCT。

图 39：2015 年以来中国上市轮胎公司毛利率波动



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：2015 年以来中国上市轮胎公司净利率波动

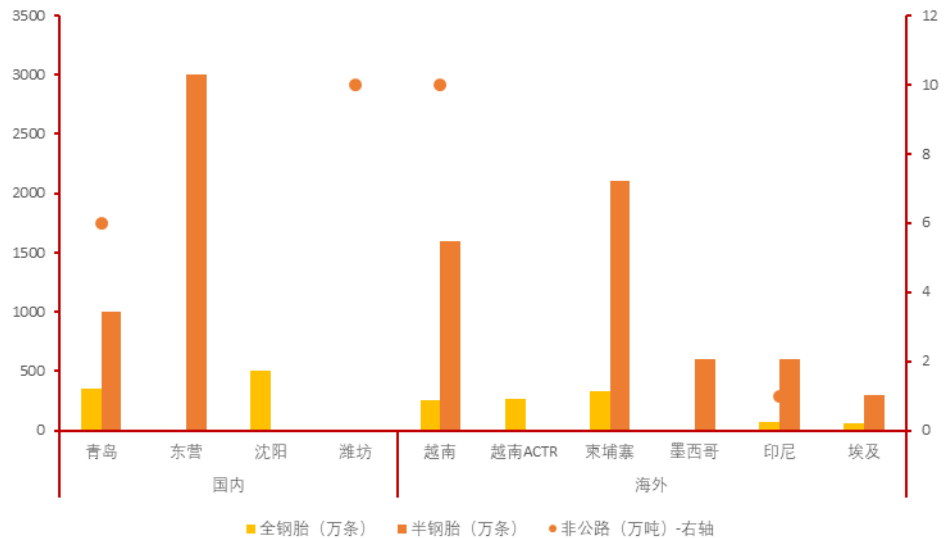


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.1. 国内最早出海，海外工厂布局最为广泛，海外收入总量较大的轮胎企业

赛轮集团是中国首家 A 股上市的民营轮胎企业，较早地利用资本市场助力企业发展壮大。公司也是中国首家在海外建厂并最早在海外两个国家拥有规模化轮胎生产基地的轮胎企业，这种前瞻性战略布局已成为公司应对国际贸易壁垒的重要手段。公司在国内的青岛、东营、沈阳、潍坊及海外的越南、柬埔寨、墨西哥、印尼建有轮胎生产基地，埃及、沈阳新和平生产基地计划启动建设。

图 41：赛轮全球化轮胎工厂布局（截至 2024 年年报，印尼按照 2026 年 1 月 27 日公告调整）

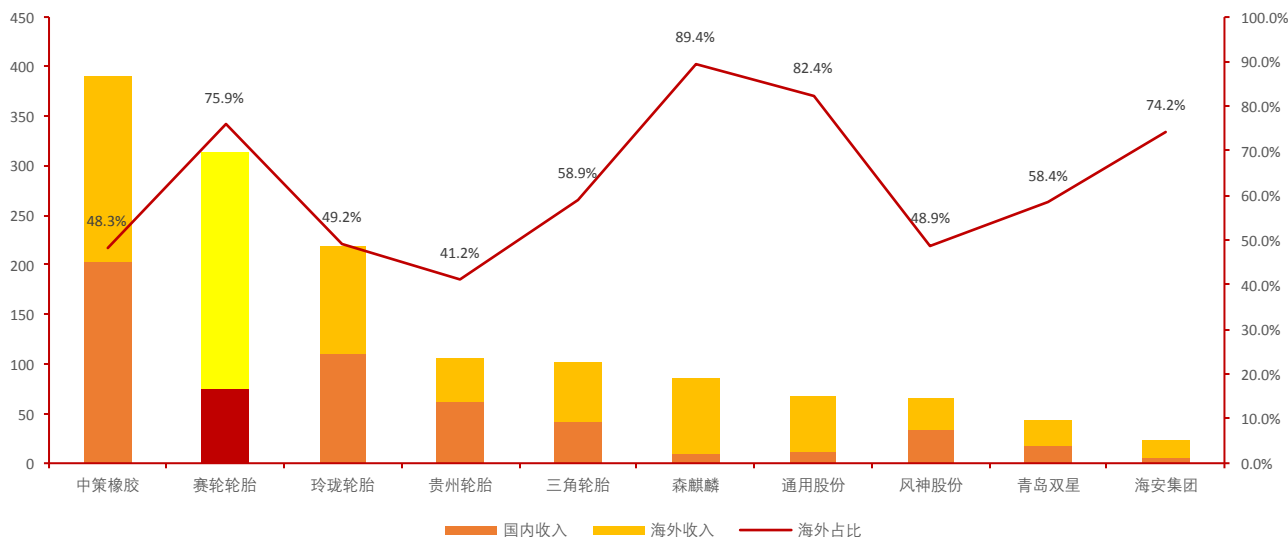


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.1.1. 海外收入占比较高，海外收入总量大的头部轮胎公司

我们统计的 10 家国内上市轮胎公司中，赛轮 2024 年海外业务收入 238.11 亿元，为 10 家轮胎公司中最高，其海外业务收入占主营业务收入比例为 75.9%，为 10 家可比公司中排名第三水平，考虑海外业务收入体量大，其海外工厂布局和海外业务高占比使得公司拥有较高盈利水平。

图 42：2024 年主营业务国内、海外占比（收入单位：亿元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 盈利预测

我们按照半钢子午胎、全钢子午胎、非公路胎、其他业务对赛轮轮胎营业收入进行拆分,并按照量价对四个板块业务进行拆分预测。我们预计 2025-2027 年,赛轮轮胎将实现营业总收入 354.32/404.37/457.11/亿元,销售毛利率预计为 25.9%/26.5%/27.1%,并预计公司 2025-2027 年归母净利润为 39.40/48.83/57.82 亿元。

表 3: 赛轮集团盈利拆分和盈利预测 (单位: 百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	25,978.26	31,802.39	35,432.36	40,437.17	45,710.93
其中: 半钢子午胎	10,606.26	14,553.47	15,407.87	19,111.91	20,910.68
其中: 全钢子午胎	9,954.76	11,540.06	13,091.41	13,091.41	13,872.37
其中: 非公路胎	4,143.65	4,613.36	5,636.67	6,937.44	9,631.48
其中: 其他业务	1,360.43	1,296.41	1,296.41	1,296.41	1,296.41
营收增长率	18.6%	22.4%	11.4%	14.1%	13.0%
营业成本	18,798.95	23,030.34	26,262.67	29,737.04	33,316.64
毛利	7,179.31	8,772.05	9,169.69	10,700.13	12,394.29
毛利率	27.6%	27.6%	25.9%	26.5%	27.1%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 估值和目标价

我们选取轮胎行业可比公司玲珑轮胎、森麒麟、中策橡胶、贵州轮胎、通用股份、风神股份 2025 年 Wind 一致预期净利润和截止 2026 年 1 月 21 日总市值水平,计算 Wind 一致预期 2025 年可比公司平均 PE 估值水平为 15.72 倍。我们给予赛轮 15.72 倍 PE 估值,根据我们对赛轮 2025 年归母净利润预期,我们给予赛轮目标市值 619.49 亿元,给予目标价 18.84 元/股,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 4: 可比公司盈利预期和估值 (总市值数据截止 2026 年 1 月 21 日)

可比公司	股票代码	Wind 一致预期: 25 净利润	Wind 一致预期: 26 净利润	总市值	25PE
玲珑轮胎	601966	1,648.67	2,060.83	221.57	13.44
森麒麟	002984	1,578.19	2,119.42	221.18	14.01
中策橡胶	603049	4,286.50	5,141.17	498.37	11.63
贵州轮胎	000589	605.67	840.67	79.91	13.19

通用股份	601500	297.50	452.50	75.02	25.22
风神股份	600469	305.33	434.67	51.43	16.84
				平均 PE	15.72

资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 风险提示

7.1. 逆全球化趋势下关税加征的风险

鉴于全球贸易壁垒逐步加深，轮胎产品在历史上有较多“双反”或汽车零部件相关关税加征的行为，在逆全球化趋势下，赛轮轮胎工厂虽然遍布全球各大洲，但仍有部分地区存在被“双反”调查以及加征“双反”关税的风险。

7.2. 海外工厂建设进度和最终盈利存在不确定性风险

印尼、墨西哥、埃及等国家建设的基地，为赛轮首次在该国家建设工厂，存在本地地缘政治、用工、公用工程、政府审批等工厂建设的不确定性。因此海外工厂建设的进度和最终盈利存在不确定性风险。

7.3. 外汇汇率波动带来的损失风险

由于海外业务占比高，外汇汇率波动对公司利润将产生影响，可能会造成毛利率下降、汇兑损益等外汇汇率波动风险。

7.4. 原材料价格波动带来的成本抬升风险

轮胎生产的主要原料天然橡胶、合成橡胶、炭黑、帘子布、钢帘线、橡胶助剂等品种存在价格周期波动属性，且原材料占轮胎成本比例较高，原材料价格的波动可能会对公司毛利率、净利率产生负面影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,216.03	5,517.00	9,106.15	6,709.24	11,235.15	营业收入	25,978.26	31,802.39	35,432.36	40,437.17	45,710.93
应收票据及应收账款	3,392.50	5,086.03	3,589.09	4,230.21	4,608.88	营业成本	18,798.95	23,030.34	26,262.67	29,737.04	33,316.64
预付账款	260.34	402.06	346.47	496.90	454.01	营业税金及附加	87.20	109.88	114.23	135.27	152.74
存货	4,941.71	6,524.16	6,178.56	8,326.46	7,815.41	销售费用	1,284.64	1,530.78	1,728.83	1,959.72	2,222.82
其他	1,723.23	1,970.77	1,503.09	1,834.90	1,737.09	管理费用	873.24	1,013.45	1,160.08	1,306.28	1,486.63
流动资产合计	15,533.81	19,500.01	20,723.36	21,597.72	25,850.54	研发费用	838.27	1,012.81	1,135.88	1,292.06	1,462.98
长期股权投资	636.63	630.82	630.82	630.82	630.82	财务费用	392.10	351.35	302.76	212.61	199.22
固定资产	13,217.38	14,029.03	16,024.54	17,018.27	19,879.13	资产/信用减值损失	(184.02)	(162.39)	(146.51)	(164.31)	(157.73)
在建工程	856.81	2,092.36	2,796.18	4,407.33	3,953.66	公允价值变动收益	(14.45)	(14.65)	(15.46)	1.65	4.05
无形资产	1,049.96	1,358.18	1,307.32	1,256.46	1,205.61	投资净收益	(31.48)	93.60	15.55	15.55	15.55
其他	2,431.13	2,674.57	2,152.44	1,884.82	1,845.41	其他	417.04	131.47	(0.20)	(34.40)	(39.21)
非流动资产合计	18,191.91	20,784.97	22,911.30	25,197.71	27,514.63	营业利润	3,516.78	4,705.74	4,874.51	5,975.69	7,047.25
资产总计	33,725.71	40,284.98	43,634.66	46,795.42	53,365.17	营业外收入	13.95	20.72	15.50	16.72	17.65
短期借款	3,859.72	5,805.33	3,000.00	3,000.00	3,000.00	营业外支出	88.33	66.18	67.02	73.84	69.01
应付票据及应付账款	7,028.90	6,927.53	9,928.22	9,155.58	11,829.10	利润总额	3,442.40	4,660.28	4,822.99	5,918.57	6,995.89
其他	2,775.24	2,999.70	2,635.97	3,187.62	3,071.57	所得税	240.27	536.79	723.45	887.79	1,049.38
流动负债合计	13,663.86	15,732.56	15,564.18	15,343.21	17,900.67	净利润	3,202.13	4,123.50	4,099.55	5,030.79	5,946.50
长期借款	2,633.15	3,373.01	3,000.00	3,000.00	3,000.00	少数股东损益	110.71	60.82	159.27	147.86	164.50
应付债券	1,391.95	0.00	1,085.90	825.95	637.28	归属于母公司净利润	3,091.42	4,062.67	3,940.28	4,882.92	5,782.00
其他	597.68	607.69	489.01	564.79	553.83	每股收益(元)	0.94	1.24	1.20	1.49	1.76
非流动负债合计	4,622.78	3,980.70	4,574.92	4,390.75	4,191.12						
负债合计	18,286.64	19,713.26	20,139.10	19,733.95	22,091.79	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	585.87	1,062.34	1,221.60	1,369.47	1,533.97	成长能力					
股本	3,125.50	3,288.10	3,288.10	3,288.10	3,288.10	营业收入	18.61%	22.42%	11.41%	14.12%	13.04%
资本公积	3,057.67	4,572.33	4,572.33	4,572.33	4,572.33	营业利润	120.11%	33.81%	3.59%	22.59%	17.93%
留存收益	11,702.52	16,227.66	18,985.86	22,403.90	26,451.30	归属于母公司净利润	132.12%	31.42%	-3.01%	23.92%	18.41%
其他	(3,032.48)	(4,578.72)	(4,572.33)	(4,572.33)	(4,572.33)	获利能力					
股东权益合计	15,439.08	20,571.72	23,495.56	27,061.47	31,273.38	毛利率	27.64%	27.58%	25.88%	26.46%	27.11%
负债和股东权益总计	33,725.71	40,284.98	43,634.66	46,795.42	53,365.17	净利率	11.90%	12.77%	11.12%	12.08%	12.65%
						ROE	20.81%	20.82%	17.69%	19.01%	19.44%
						ROIC	22.45%	26.73%	19.33%	25.80%	23.35%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	54.22%	48.93%	46.15%	42.17%	41.40%
净利润	3,202.13	4,123.50	3,940.28	4,882.92	5,782.00	净负债率	22.73%	22.96%	-4.69%	3.91%	-11.59%
折旧摊销	1,424.36	1,659.23	851.54	945.98	1,143.66	流动比率	1.14	1.24	1.33	1.41	1.44
财务费用	438.14	387.38	302.76	212.61	199.22	速动比率	0.78	0.82	0.93	0.86	1.01
投资损失	31.48	(93.60)	(15.55)	(15.55)	(15.55)	营运能力					
营运资金变动	(744.07)	(4,461.88)	5,565.17	(3,172.38)	2,821.72	应收账款周转率	8.50	7.50	8.17	10.34	10.34
其它	961.35	674.16	143.81	149.51	168.56	存货周转率	5.74	5.55	5.58	5.58	5.66
经营活动现金流	5,313.40	2,288.78	10,788.01	3,003.08	10,099.60	总资产周转率	0.82	0.86	0.84	0.89	0.91
资本支出	1,697.76	3,717.46	3,618.67	3,424.22	3,510.96	每股指标(元)					
长期投资	(7.05)	(5.81)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.94	1.24	1.20	1.49	1.76
其他	(3,722.22)	(7,708.89)	(7,103.12)	(6,908.67)	(6,995.41)	每股经营现金流	1.62	0.70	3.28	0.91	3.07
投资活动现金流	(2,031.51)	(3,997.24)	(3,484.45)	(3,484.45)	(3,484.45)	每股净资产	4.52	5.93	6.77	7.81	9.04
债权融资	8,725.70	10,240.56	8,004.62	7,766.56	7,611.13	估值比率					
股权融资	(393.23)	1,294.34	(296.38)	(212.61)	(199.22)	市盈率	16.60	12.63	13.03	10.51	8.88
其他	(9,885.89)	(9,661.97)	(11,422.65)	(9,469.49)	(9,501.16)	市净率	3.46	2.63	2.30	2.00	1.73
筹资活动现金流	(1,553.41)	1,872.94	(3,714.41)	(1,915.54)	(2,089.24)	EV/EBITDA	6.12	6.52	8.20	7.29	5.67
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	7.61	7.92	9.55	8.41	6.56
现金净增加额	1,728.47	164.48	3,589.15	(2,396.91)	4,525.91						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com