



# 基础化工行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

基础化工组

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：李含钰（执业 S1130523100003）

lihanyu@gjzq.com.cn

## 轮胎：成本压力仍存，估值性价比逐渐凸显

### 行业观点：

轮胎行业需求继续增长，政策影响下进出口结构变化。2025 年全球轮胎市场需求同比增长 1.4% 达到 18.9 亿条，其中全钢胎配套同比增长 6%，半钢胎配套同比增长 2.2%，全钢胎替换同比增长 2.6%，半钢胎替换同比增长 0.8%。我国轮胎出口表现有所分化，2025 年乘用车胎出口量同比下降 2% 至 3.4 亿条，卡客车胎出口延续增长态势，同比增长 3% 达到 1.3 亿条；2026 年 1 季度乘用车胎出口量同比增长 3.8% 至 8770 万条，卡客车胎出口量同比增长 4.5% 达到 3106 万条。从美国市场来看，2025 年美国累计进口乘用车胎数量为 1.75 亿条，同比增长 3%，其中泰越柬三国供应占比达到 41%；进口卡客车胎数量为 6155 万条，同比增长 5%，其中泰越柬三国供应占比达到 55%。从欧盟市场来看，2025 年乘用车胎进口量同比增长 8% 达到 1.56 亿条，虽然期间对我国发起双反调查，但当年进口自中国的数量比例仍高达 61%，2026 年受欧盟反倾销调查推进及潜在追溯关税影响，1-2 月欧盟累计进口乘用车胎同比下滑 29% 至 1659 万条，其中进口自中国的数量同比大降 63% 至 530 万条，进口自泰越柬三国的数量则达到 308 万条。从进口结构来看，2026 年 2 月单月进口自中国的份额降低到 30%，而泰越柬三国份额则快速提升至 21%。

轮胎板块收入稳步增长，净利润有所回落。按申万化工行业分类统计，轮胎在化工子行业中收入表现相对较好但利润表现较弱，2025 年轮胎板块实现营业总收入 1162 亿元，同比增加 10%；归母净利润 78 亿元，同比下滑 23%；整体销售毛利率 19.4%，同比下滑 3pct；销售净利率 7%，同比下滑 2.8pct。板块整体销售费用率 3.8%，同比提高 0.3pct。2026 年 1 季度板块实现营业总收入 344 亿元，同比增加 27.7%，环比增长 15.1%；归母净利润 19 亿元，同比下滑 3.7%，环比增长 34.2%；销售毛利率 21.6%，同比提高 3.8pct，环比提高 1pct；销售净利率 6.8%，同比下滑 0.9pct，环比提高 1.6pct。盈利方面考虑到今年 2 季度原料价格上涨推高成本预计行业盈利将有所承压。

企业端业绩分化明显，国产头部胎企市占率有望继续提升。具备海外基地和产能增量的头部胎企业经营韧性更强，中策橡胶的收入规模和利润体量均领先同业，2025 年营业总收入同比增长 14.5% 达到 450 亿元，归母净利润同比增长 9.5% 达到 41.5 亿元；2026 年 1 季度营业总收入 112 亿元，同比增长 5.2%，环比下滑 0.7%，归母净利润为 12.2 亿元，同比增长 5.9%，环比增长 92.3%。赛轮轮胎的盈利能力领先同业且稳定性较好，公司 2026 年 1 季度销售毛利率为 26.9%，同比提高 2.1pct，环比提高 2.3pct；销售净利率为 11.4%，同比下滑 1.3pct，环比提高 4.2pct。随着国内轮胎企业持续出海扩张，在消费降级背景下全球化布局的胎企有望把握机遇继续抢占全球份额。

### 投资建议与估值

基本面角度来看，目前原料为影响盈利的主要因素，在核心原料价格上涨背景下虽然多家企业通过发涨价函实现了成本传导，但是考虑涨价存在一定的滞后性，预计 2 季度盈利仍将承压，若后续原料价格回落，叠加 3 季度进入销售旺季后企业盈利有望得到修复。贸易风险角度来看，欧盟双反调查持续推进，拥有多个海外基地的轮胎企业可通过灵活调配订单来规避风险。从产业趋势角度来看，一方面需求端在消费降级背景下高性价比的轮胎市场仍然具备增长潜力，远期国产轮胎能抢占的市场空间天花板相比之前会更高，供给端国内头部胎企已经开始第二轮出海，稳固自身性价比优势的同时继续提升抗风险能力；另一方面政策端如果欧盟双反终裁税率较高，那么短期海外产能供应会相对紧张，实现全球化布局且具备海外产能增量的轮胎企业的欧盟订单有望实现量价齐升，同时美国市场原本竞争加剧的局面也将得到缓解，进一步推动轮胎行业格局优化，看好率先出海且海外布局相对完善的国产胎企。

### 风险提示

原料价格大幅波动、国际贸易摩擦、海运费大幅波动、汇率大幅波动、国内企业海外建厂导致竞争加剧



## 内容目录

一、行业回顾：需求继续增长，政策影响下进出口结构变化.....	5
1.1 需求：替换市场稳中向好，配套市场向上修复.....	5
1.2 出口：我国轮胎出口整体向好，新兴市场增长潜力显著.....	7
1.3 政策：欧美贸易政策收紧，海外产能稀缺性有望提升.....	9
1.4 盈利：原料涨价将导致利润阶段性承压.....	12
二、板块分析：收入持续增长，盈利能力下滑.....	13
三、企业端：业绩继续分化，龙头企业彰显韧性.....	16
四、头部胎企扬帆起航，海外基地优势凸显.....	20
五、未来展望和投资建议.....	22
六、风险提示.....	23

## 图表目录

图表 1： 2025 年全球轮胎需求整体呈现增长态势.....	5
图表 2： 2025 年全球半钢胎市场稳中向好.....	5
图表 3： 2025 年全球全钢胎配套市场显著修复.....	5
图表 4： 全球半钢胎市场仍以欧美地区为主.....	6
图表 5： 2025 年半钢胎配套市场同比表现分化.....	6
图表 6： 2025 年半钢胎替换市场同比增长为主.....	6
图表 7： 2025 年全球全钢胎市场仍以亚洲地区为主.....	6
图表 8： 2025 年全钢胎配套需求明显分化.....	7
图表 9： 2025 年全钢胎替换市场增长为主.....	7
图表 10： 我国半钢胎月度开工率有所回落.....	7
图表 11： 我国全钢胎月度开工率小幅修复.....	7
图表 12： 我国乘用车胎年度出口量小幅回落.....	7
图表 13： 我国卡客车胎年度出口量稳步增长.....	7
图表 14： 我国乘用车胎月度出口量维持高位（万条）.....	8
图表 15： 我国卡客车胎月度出口量继续向好（万条）.....	8
图表 16： 我国乘用车胎年度出口结构变化.....	8
图表 17： 我国卡客车胎年度出口结构变化.....	8
图表 18： 2026 年 1 季度我国乘用车胎出口区域变化.....	8
图表 19： 2026 年 1 季度我国卡客车胎出口区域变化.....	8
图表 20： 美国乘用车胎年度进口量稳步增长.....	9



图表 21: 美国卡客车胎年度进口量继续回升 .....	9
图表 22: 美国乘用车胎月度进口量有所回落 (万条) .....	9
图表 23: 美国卡客车胎月度进口量有所回落 (万条) .....	9
图表 24: 美国乘用车胎年度进口结构变化 .....	9
图表 25: 美国卡客车胎年度进口结构变化 .....	9
图表 26: 欧盟乘用车胎进口量持续增长 (万条) .....	10
图表 27: 欧盟进口自中国的乘用车胎数量增长 (万条) .....	10
图表 28: 欧盟乘用车胎进口地区中我国占比持续增长 .....	10
图表 29: 欧盟乘用车胎月度进口量有所下滑 (万条) .....	11
图表 30: 欧盟进口自中国的乘用车胎占比显著下滑 .....	11
图表 31: 欧盟进口自泰越柬三国乘用车胎增长 (万条) .....	11
图表 32: 欧盟进口自泰越柬三国乘用车胎占比快速提升 .....	11
图表 33: 2026 年 2 月底开始运价指数上涨 .....	12
图表 34: 今年以来橡胶现货价格剧烈波动 (元/吨) .....	12
图表 35: 2026 年以来橡胶季度均价持续向上 (元/吨) .....	13
图表 36: 2025 年子行业营收同比增速 .....	13
图表 37: 2025 年子行业归母净利润同比增速 .....	13
图表 38: 2026 年 1 季度子行业营收同比增速 .....	13
图表 39: 2026 年 1 季度子行业归母净利润同比增速 .....	13
图表 40: 轮胎行业营业总收入稳步增长 .....	14
图表 41: 轮胎行业归母净利润高增长后开始下滑 .....	14
图表 42: 轮胎行业销售毛利率和净利率仍然承压 .....	14
图表 43: 轮胎行业期间费用率小幅提升 .....	14
图表 44: 轮胎行业固定资产持续增长 .....	14
图表 45: 轮胎行业在建工程规模仍然较大 .....	14
图表 46: 轮胎行业经营性现金流显著改善 .....	15
图表 47: 轮胎行业资产负债率有所提升 .....	15
图表 48: 轮胎行业单季度营业总收入增长 .....	15
图表 49: 轮胎行业单季度归母净利润下滑 .....	15
图表 50: 轮胎行业单季度盈利能力有所修复 .....	15
图表 51: 轮胎行业单季度期间费用率小幅回落 .....	15
图表 52: 轮胎行业合计存货规模持续增长 .....	16
图表 53: 轮胎行业应收账款规模持续增长 .....	16
图表 54: 轮胎行业存货周转天数相对稳定 .....	16
图表 55: 轮胎行业应收账款天数有所提升 .....	16



图表 56: 国内胎企轮胎年销量规模对比 (万条)	16
图表 57: 国内胎企年销量同比增速对比	16
图表 58: 国内胎企轮胎单季度销量规模对比 (万条)	17
图表 59: 国内胎企单季度销量同比增速对比	17
图表 60: 国内胎企收入体量对比 (亿元)	17
图表 61: 2025 年国内胎企收入增速对比	17
图表 62: 国内胎企归母净利润体量对比 (亿元)	17
图表 63: 2025 年国内胎企归母净利润增速对比	17
图表 64: 国内胎企销售毛利率对比	18
图表 65: 国内胎企销售净利率对比	18
图表 66: 国内胎企销售费用率对比	18
图表 67: 国内胎企管理费用率对比	18
图表 68: 国内胎企存货周转率对比	18
图表 69: 国内胎企应收账款周转率对比	18
图表 70: 国内胎企资产负债率对比	19
图表 71: 国内胎企流动资产占比情况对比	19
图表 72: 国内胎企单季度收入体量对比 (亿元)	19
图表 73: 国内胎企单季度归母净利润体量对比 (亿元)	19
图表 74: 2026 年 1 季度国内胎企收入同比变化	19
图表 75: 2026 年 1 季度国内胎企归母净利润同比变化	19
图表 76: 国内胎企单季度销售毛利率对比	20
图表 77: 国内胎企单季度销售净利率对比	20
图表 78: 国内胎企单季度销售费用率对比	20
图表 79: 国内胎企单季度管理费用率对比	20
图表 80: 我国轮胎企业全球化布局持续推进	21
图表 81: 国内胎企海外业务收入规模对比 (亿元)	21
图表 82: 国内胎企海外业务收入占比对比	21
图表 83: 国内胎企海外业务毛利率对比	21
图表 84: 国内胎企国内业务毛利率对比	21
图表 85: 胎企海外子公司收入体量对比 (亿元)	22
图表 86: 胎企海外子公司收入增速对比	22
图表 87: 胎企海外子公司净利润体量对比 (亿元)	22
图表 88: 胎企海外子公司净利率有所回落	22

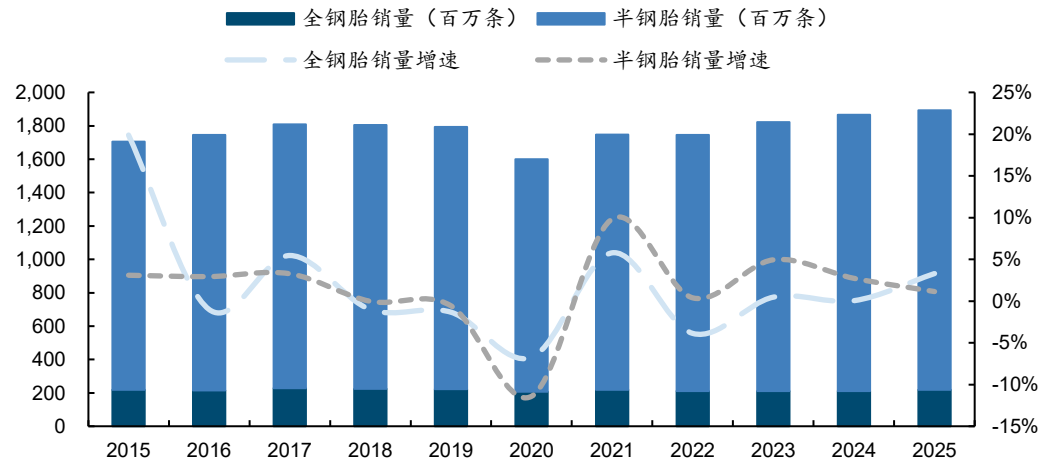


## 一、行业回顾：需求继续增长，政策影响下进出口结构变化

### 1.1 需求：替换市场稳中向好，配套市场向上修复

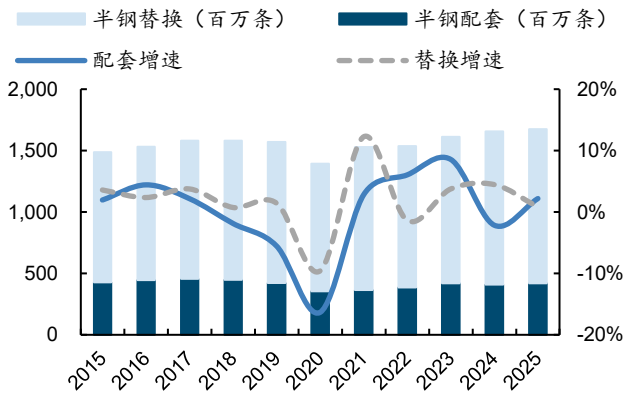
- 全球轮胎需求小幅增长，全钢胎需求显著改善。2025 年全球轮胎市场总需求同比增长 1.4%，达到 18.9 亿条，其中全钢胎销量同比上升 3.3% 至 2.2 亿条，半钢胎销量同比增长 1.1% 达到 16.7 亿条。从结构上来看，配套市场与新车产销量高度绑定，2025 年呈现恢复性增长态势，全球全钢胎配套市场同比上升 6%，半钢胎配套市场同比上升 2.2%。替换市场与出行需求关联度较高，整体呈现出稳步增长的态势，全球全钢胎替换市场同比增长 2.6%，半钢胎替换市场同比增长 0.8%。

图表1：2025 年全球轮胎需求整体呈现增长态势



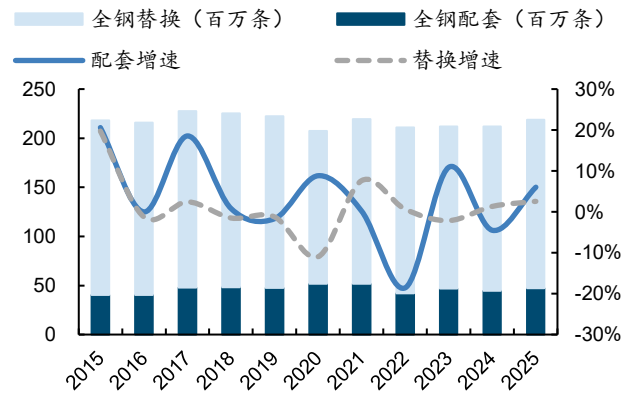
来源：米其林官网、国金证券研究所

图表2：2025 年全球半钢胎市场稳中向好



来源：米其林官网、国金证券研究所

图表3：2025 年全球全钢胎配套市场显著修复

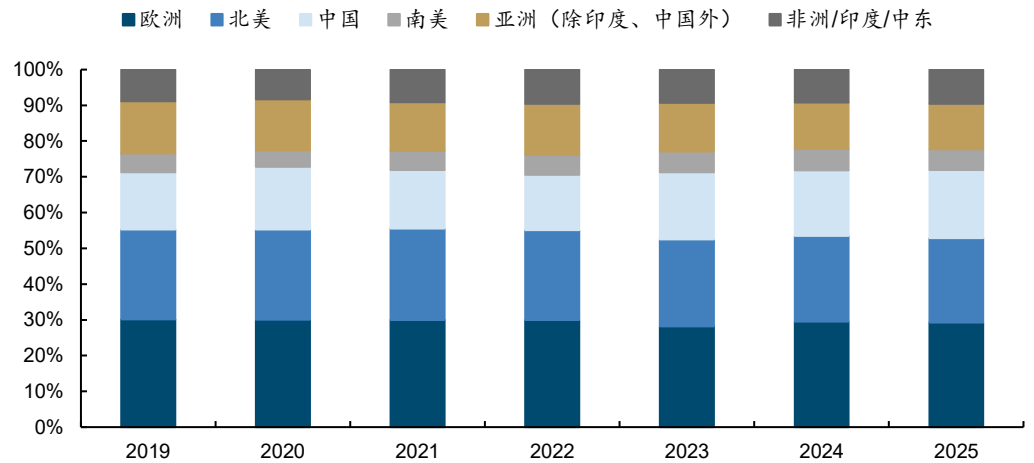


来源：米其林官网、国金证券研究所

- 半钢胎配套市场发展地区增长显著，替换市场增速放缓。2025 年半钢胎的配套和替换市场需求分化明显，配套市场方面只有中国和非洲/印度/中东地区同比实现高速增长，其中中国地区同比增长 9.6%，非洲/印度/中东地区同比增长 11.1%；北美、欧洲和亚洲其他地区同比下滑幅度分别为 2.7%、3.9%、4.2%；南美地区基本持平。替换市场方面美洲地区表现相对偏弱，北美地区同比微降 0.3%，南美地区同比下滑 1.2%；亚洲市场整体稳中有升，中国地区同比增长 1.8%，亚洲其他地区小幅增长 0.7%；欧洲地区同比增长 1.2%，非洲/印度/中东地区增幅最为显著，同比增长 2.6%。

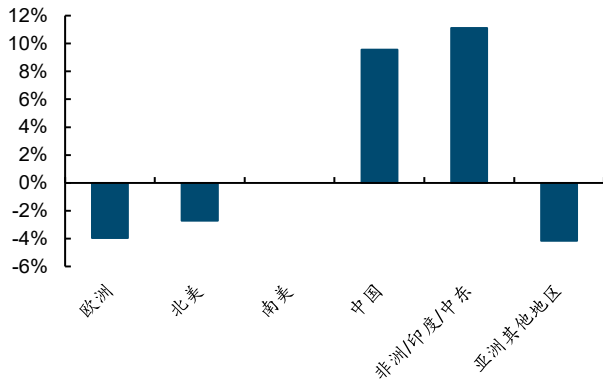


图表4：全球半钢胎市场仍以欧美地区为主

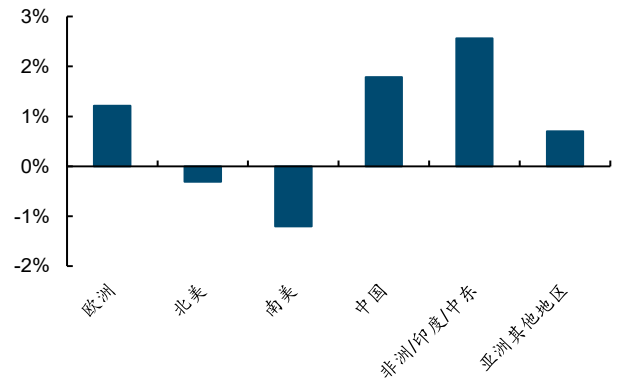


来源：米其林官网、国金证券研究所

图表5：2025年半钢胎配套市场同比表现分化



图表6：2025年半钢胎替换市场同比增长为主

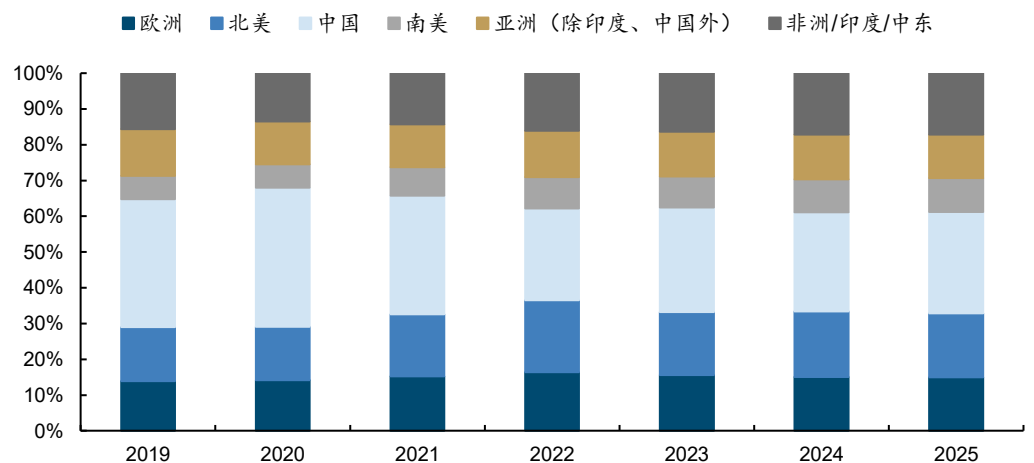


来源：米其林官网、国金证券研究所

来源：米其林官网、国金证券研究所

- 全钢胎配套市场增长显著，不同地区配套和替换表现分化。美洲市场配套下滑但替换增长，北美地区配套市场同比下滑 19.3%，替换市场同比增长 4.8%；南美地区配套市场同比下滑 12.5%，但替换市场同比增长 8.2%。中国地区表现相反，配套和替换市场同比变化分别为 16.7%、-0.5%。其他地区配套和替换市场均有增长，欧洲地区配套和替换同比分别增长 3.3%、2.3%；非洲/印度/中东地区配套和替换市场同比增幅分别为 6.6%、2.6%；亚洲其他地区配套和替换市场同比增幅分别为 2.4%、0.4%。

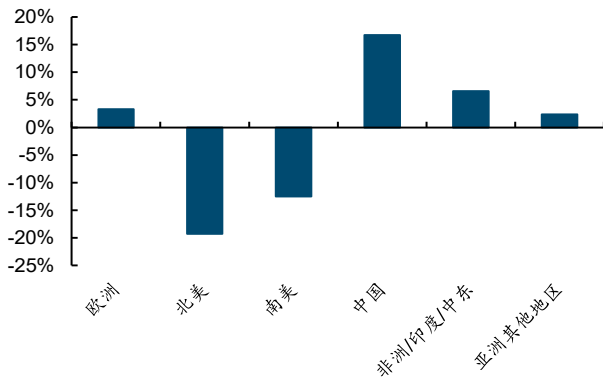
图表7：2025年全球全钢胎市场仍以亚洲地区为主



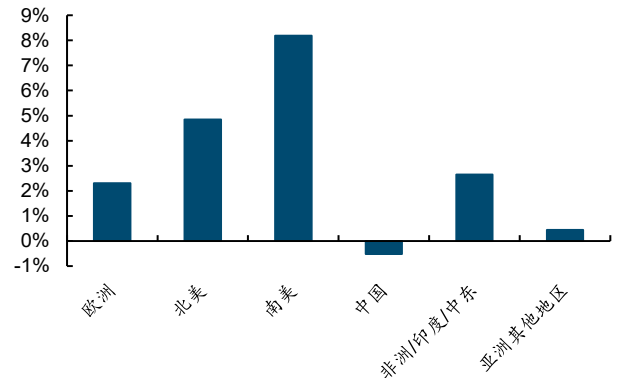
来源：米其林官网、国金证券研究所



图表8: 2025 年全钢胎配套需求明显分化



图表9: 2025 年全钢胎替换市场增长为主

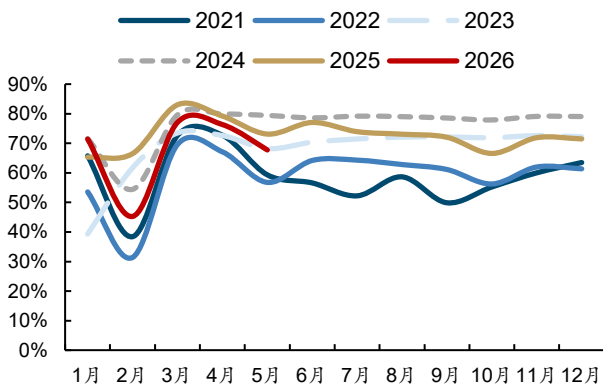


来源: 米其林官网、国金证券研究所

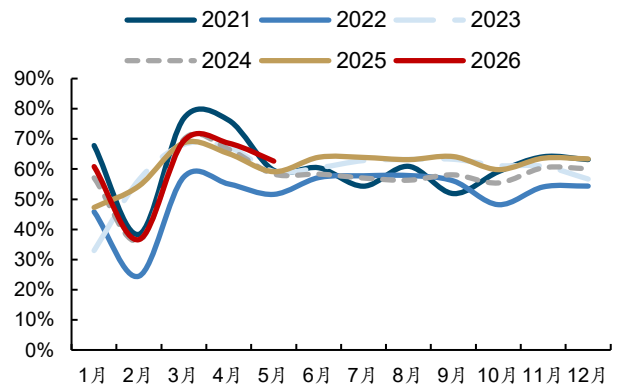
来源: 米其林官网、国金证券研究所

- 半钢胎开工率下滑,全钢胎开工率小幅修复。在海外双反政策影响下半钢胎开工转弱,2025 年下半年月度开工率在 7 成左右波动,2026 年 2 月和 5 月受假期放假影响开工下滑,3-4 月开工水平相对较高但同比过去 2 年仍然承压;全钢胎开工在低基数背景下有所改善,我国全钢胎 2025 年的月度开工率自 6 月开始一直维持在历史相对高位水平,基本在 6 成以上,2026 年 3-4 月开工率向上修复至接近 7 成的状态。

图表10: 我国半钢胎月度开工率有所回落



图表11: 我国全钢胎月度开工率小幅修复



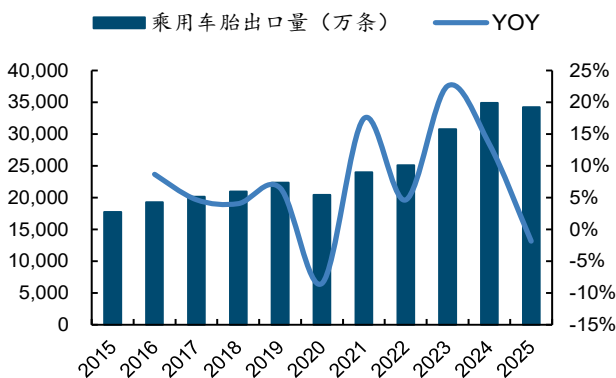
来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所

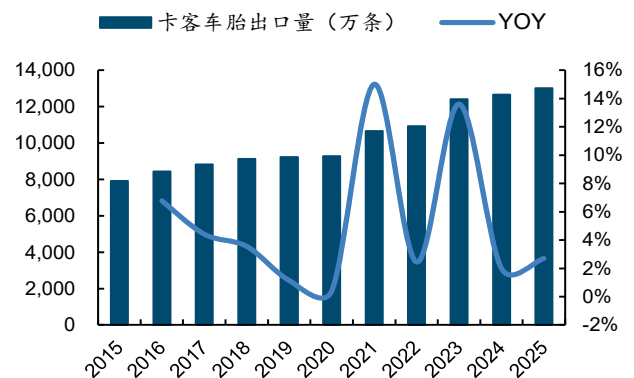
## 1.2 出口: 我国轮胎出口整体向好, 新兴市场增长潜力显著

- 我国轮胎整体出口量长期保持增长趋势。根据海关总署数据,2025 年乘用车胎在前期高基数下小幅回落,同比下降 2%至 3.4 亿条,卡客车胎出口延续增长态势,同比增长 3%达到 1.3 亿条;2026 年 1 季度乘用车胎出口量同比增长 3.8%至 8770 万条,卡客车胎出口量同比增长 4.5%达到 3106 万条。

图表12: 我国乘用车胎年度出口量小幅回落



图表13: 我国卡客车胎年度出口量稳步增长

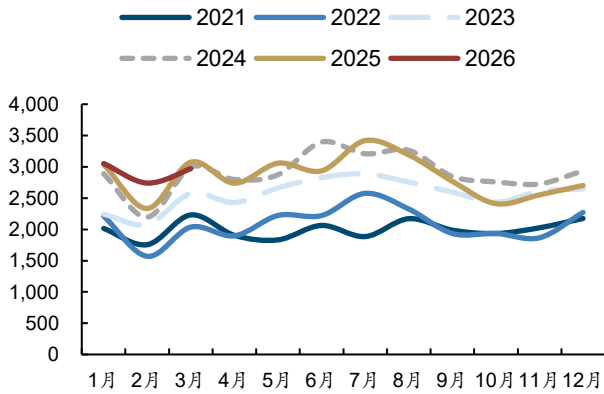


来源: 海关总署、国金证券研究所

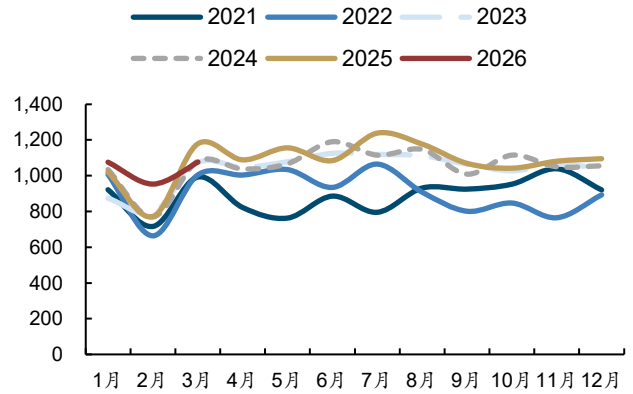
来源: 海关总署、国金证券研究所



图表14: 我国乘用车胎月度出口量维持高位 (万条)



图表15: 我国卡客车胎月度出口量继续向好 (万条)

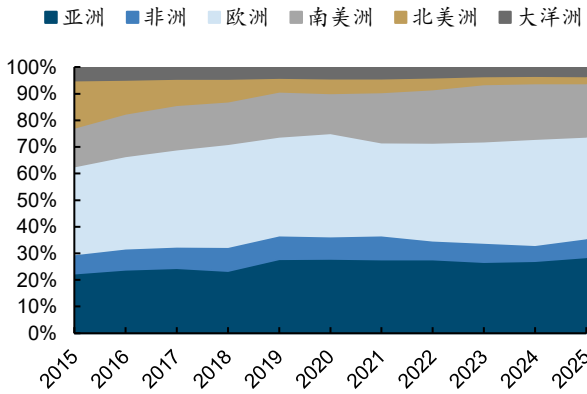


来源: 海关总署、国金证券研究所

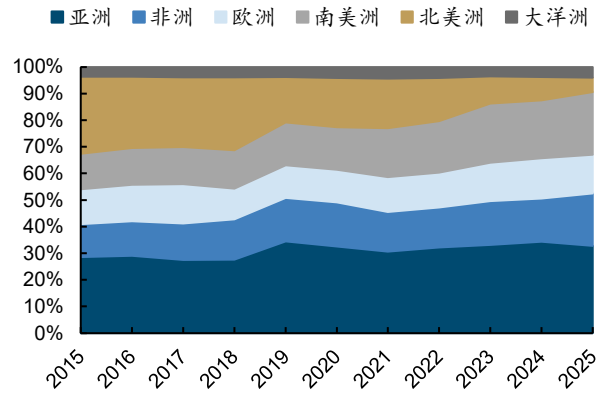
来源: 海关总署、国金证券研究所

■ 欧洲仍为我国乘用车胎的主要出口地, 卡客车胎出口以发展中地区为主。2025 年我国乘用车胎出口欧洲 1.3 亿条, 同比下降 6%, 占比小幅回落至 38%; 2026 年 1 季度乘用车胎出口整体增长, 除亚洲地区下滑以外其他地区均有增长, 其中非洲出口量 625 万条、同比大增 24%; 北美、南美、大洋洲出口量同比分别增长 13%、15%、19%。从出口结构来看, 2025 年卡客车胎出口非洲和南美占比持续提升, 非洲占比从 16% 升至 20%, 南美占比从 22% 升至 24%, 新兴市场成为卡客车胎出口的核心增长动力; 2026 年 1 季度卡客车胎出口多数区域实现增长, 大洋洲、非洲、南美洲增速领先, 其中大洋洲出口量 138 万条、同比大增 23%, 非洲出口量 650 万条、同比增长 13%, 南美洲出口量 677 万条、同比增长 10%, 仅北美洲受关税政策影响同比下滑 37%。

图表16: 我国乘用车胎年度出口结构变化



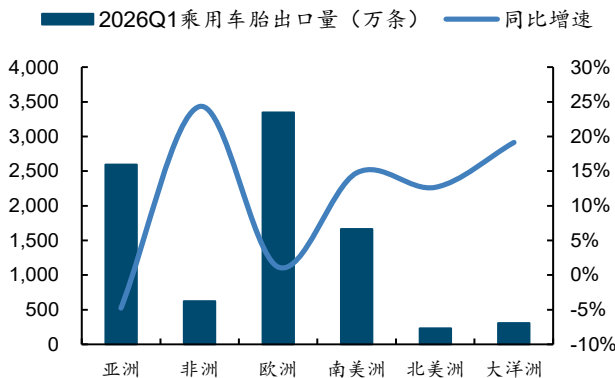
图表17: 我国卡客车胎年度出口结构变化



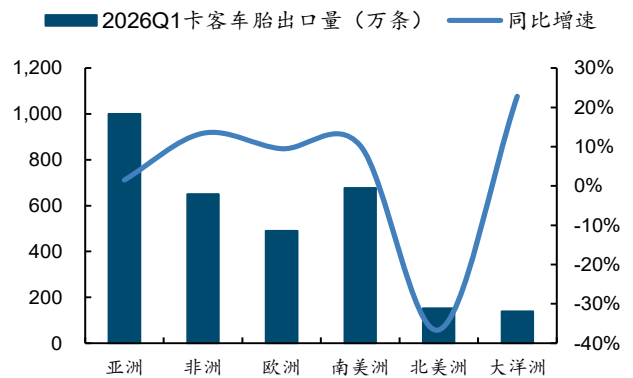
来源: 海关总署、国金证券研究所

来源: 海关总署、国金证券研究所

图表18: 2026 年 1 季度我国乘用车胎出口区域变化



图表19: 2026 年 1 季度我国卡客车胎出口区域变化



来源: 海关总署、国金证券研究所

来源: 海关总署、国金证券研究所

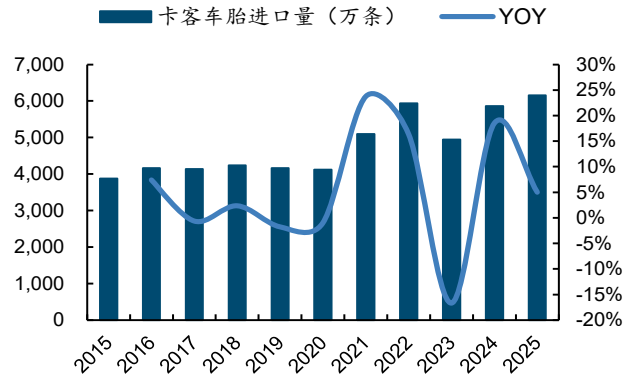
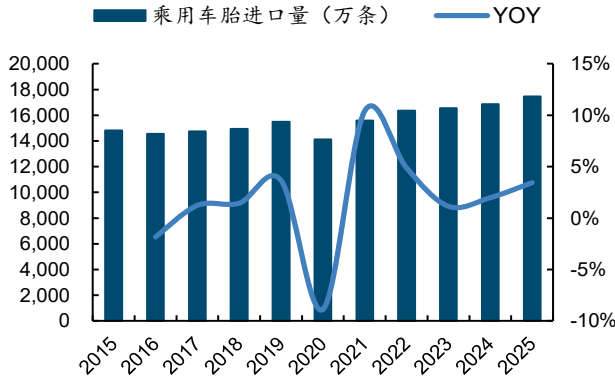


### 1.3 政策：欧美贸易政策收紧，海外产能稀缺性有望提升

■ 美国市场对进口轮胎的依赖度较高，东南亚区域为主要进口地。根据 UN Comtrade 数据显示，2025 年美国累计进口乘用车胎数量为 1.75 亿条，同比增长 3%；进口卡客车胎数量为 6155 万条，同比增长 5%。在我国轮胎企业积极出海的背景下，东南亚也成为了美国轮胎的主要供应地区。从美国轮胎的进口结构来看，2025 年乘用车胎方面泰国、越南和柬埔寨三地占美国总进口量比例超过 41%，其中泰国占比为 26%，越南占比下滑至 7%，柬埔寨占比同比提高 3pct 至 8%；卡客车胎方面泰国、越南和柬埔寨三地占美国总进口量比例 55%，其中泰国占比小幅下滑至 26%，越南占比维持在 15%，柬埔寨占比同比提高 6pct 至 14%。

图表20：美国乘用车胎年度进口量稳步增长

图表21：美国卡客车胎年度进口量继续回升

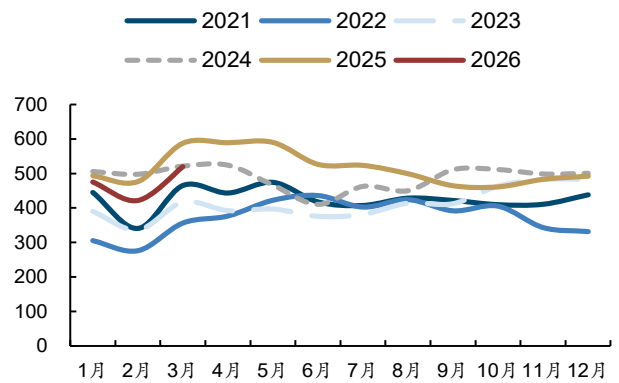
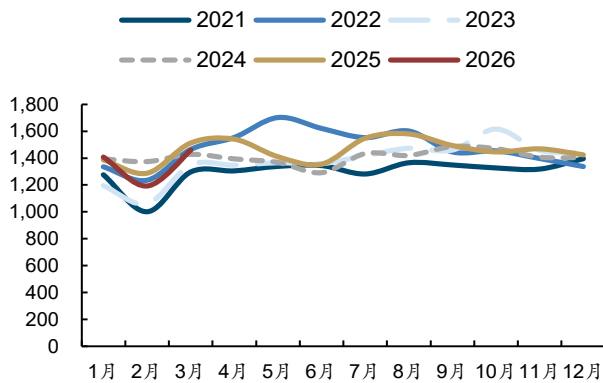


来源：UN Comtrade、国金证券研究所

来源：UN Comtrade、国金证券研究所

图表22：美国乘用车胎月度进口量有所回落（万条）

图表23：美国卡客车胎月度进口量有所回落（万条）

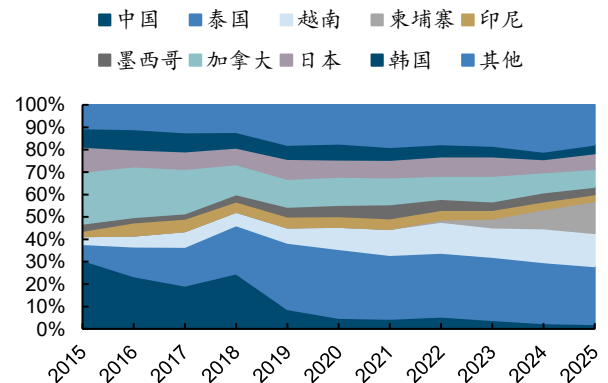
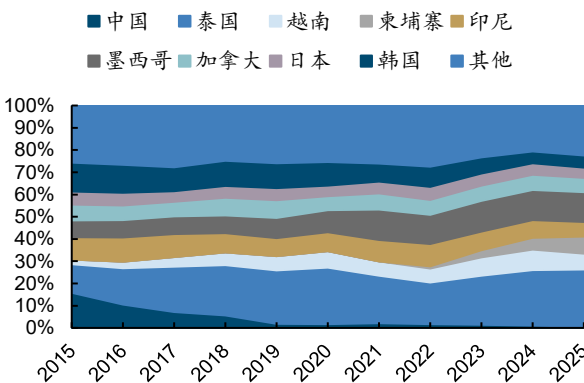


来源：UN Comtrade、国金证券研究所

来源：UN Comtrade、国金证券研究所

图表24：美国乘用车胎年度进口结构变化

图表25：美国卡客车胎年度进口结构变化



来源：UN Comtrade、国金证券研究所

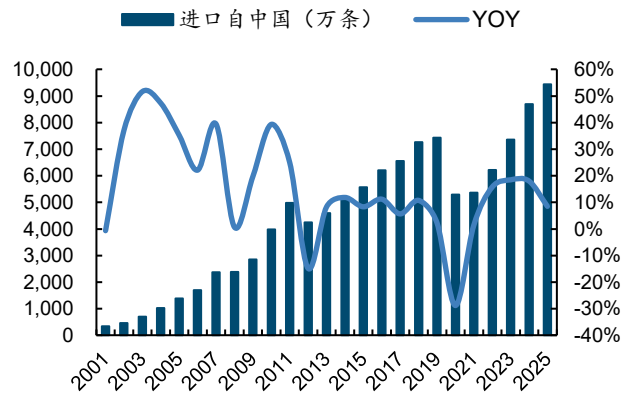
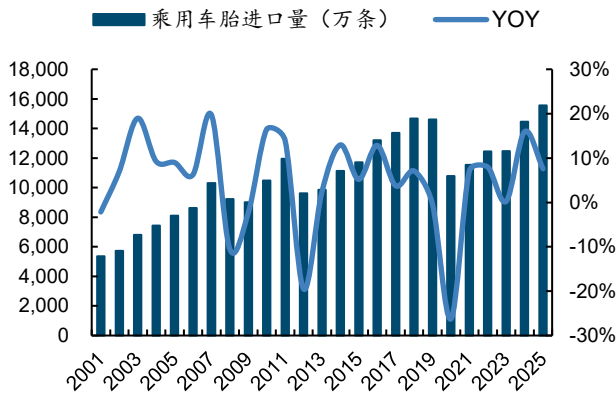
来源：UN Comtrade、国金证券研究所



■ 欧盟乘用车胎进口需求支撑较强，对我国轮胎的依赖度较高。从欧盟整体进口情况来看，2007年之前乘用车胎进口量快速增长，从2000年的5469万条提升至2007年的1亿条，2008年在金融危机影响下进口量有所回落，直至2013年期间进口量基本在1亿条左右波动，然后再次进入增长期，从2014年的1.1亿条持续提升至2018年的1.47亿条，2020年进口量显著回落是因为英国脱欧导致的，持续排除英国脱欧影响，自2013年开始进口量基本一直呈现出增长趋势，2025年乘用车胎进口量同比增长8%达到1.56亿条。从进口自中国的乘用车胎变化来看，2011年之前呈现出快速增长的态势，进口量从2000年的338万条增长至2011年的4983万条，年均复合增速达到28%，2012年阶段性回落后再次进入增长期，从2012年的4246万条提升至2019年的7432万条，英国脱欧后，进口自中国乘用车胎从2020年的5294万条提升至2025年的9436万条。从欧盟乘用车胎进口地区结构来看，2025年进口自中国的数量比例高达61%。

图表26：欧盟乘用车胎进口量持续增长（万条）

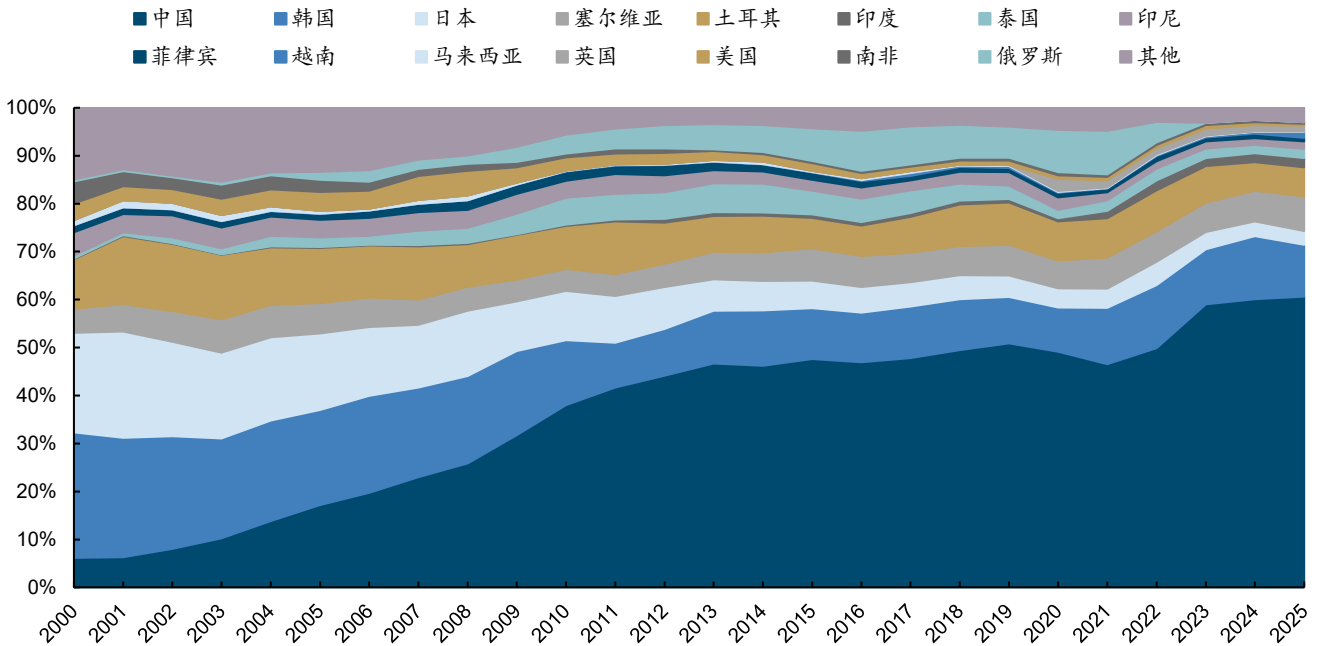
图表27：欧盟进口自中国的乘用车胎数量增长（万条）



来源：UN Comtrade、国金证券研究所

来源：UN Comtrade、国金证券研究所

图表28：欧盟乘用车胎进口地区中我国占比持续增长



来源：UN Comtrade、国金证券研究所

■ 欧盟贸易限制政策升级，双反调查持续推进。2025年5月21日，欧盟委员会发布公告称，应反对不公平轮胎进口联盟于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

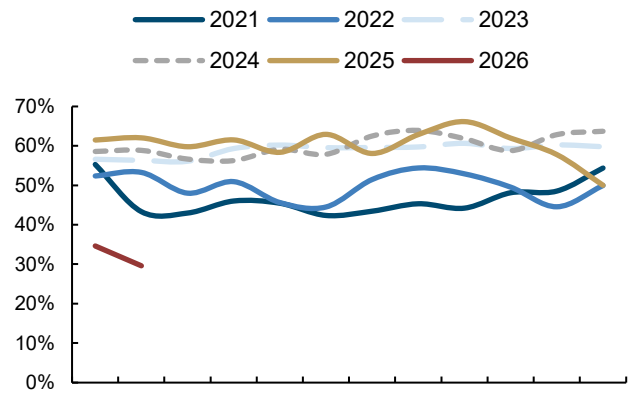
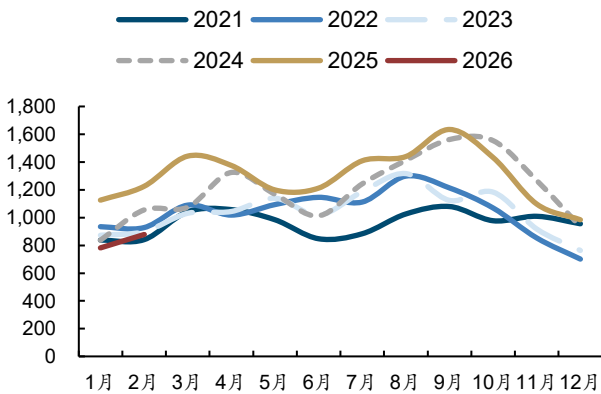


胶轮胎。本案倾销调查期为 2025 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日，损害调查期为 2021 年 1 月 1 日至倾销调查期结束。2025 年 11 月 6 日，欧盟委员会发布公告称，应反对不公平轮胎进口联盟于 2025 年 9 月 22 日提出的申请，对原产于中国的新乘用车和轻型卡车充气橡胶轮胎发起反补贴调查。本案补贴调查期为 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日，损害调查期为 2021 年 1 月 1 日至补贴调查期结束。欧盟委员会将在未来 13 个月内完成调查，但如果有关证据表明有必要采取行动，可以在 9 个月内征收临时反补贴税。目前反倾销调查已有初步结果，反补贴调查仍在推进中。2026 年 4 月 27 日，欧盟委员会正式下发对原产于中国的乘用车及轻卡轮胎（案件编号 AD733）的反倾销调查《终裁披露文件》。依据“较低税率规则”，欧委会拟对涉案的中国企业征收 3.4% 至 51.6% 不等的反倾销税。2026 年 5 月 26 日，欧盟委员会发布 AD733 对华轮胎反倾销案终裁前补充披露公告，按照欧盟从低征税规则，最终反倾销税率取倾销幅度、损害幅度二者低值执行，税率调整为 4.3%-45.3%，欧委会计划于 2026 年 6 月 18 日公布最终反倾销措施。

- 双反调查阴影下欧盟乘用车胎进口区域发生显著变化。欧盟自 2025 年 5 月对我国发起反倾销调查，并且于 2025 年 11 月发起反补贴调查，受欧盟反倾销调查及潜在追溯关税影响，2026 年 1-2 月欧盟累计进口乘用车胎同比下滑 29% 至 1659 万条，其中进口自中国的数量同比大降 63% 至 530 万条，进口自东盟三国（泰国、越南、柬埔寨）的数量则达到 308 万条。从进口结构来看，2026 年 2 月单月进口自中国的份额降低到 30%，而东盟三国（泰国、越南、柬埔寨）份额则快速提升至 21%。

图表29：欧盟乘用车胎月度进口量有所下滑（万条）

图表30：欧盟进口自中国的乘用车胎占比显著下滑

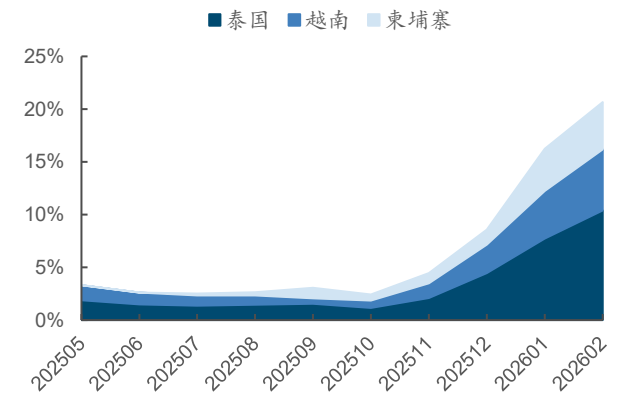
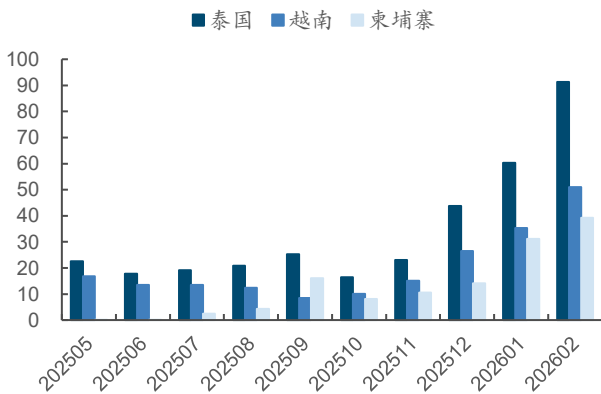


来源：UN Comtrade、国金证券研究所

来源：UN Comtrade、国金证券研究所

图表31：欧盟进口自泰越柬三国乘用车胎增长（万条）

图表32：欧盟进口自泰越柬三国乘用车胎占比快速提升



来源：UN Comtrade、国金证券研究所

来源：UN Comtrade、国金证券研究所

- 欧盟双反税令若正式实施，将有望推动市场供应格局优化。我国轮胎行业多次遭受过双反等贸易措施限制，复盘之前每轮贸易救济措施带来的影响，可以发现虽然短期对我国轮胎行业出口造成压制，但进行了贸易限制的市场由于限制进口后往往会致短期供应不足，从而实现细分市场供需优化进而推动产品盈利改善，因而具备突破贸易限制壁垒的龙头胎企反而能从中受益，例如我国部分轮胎企业通过布局东南亚基

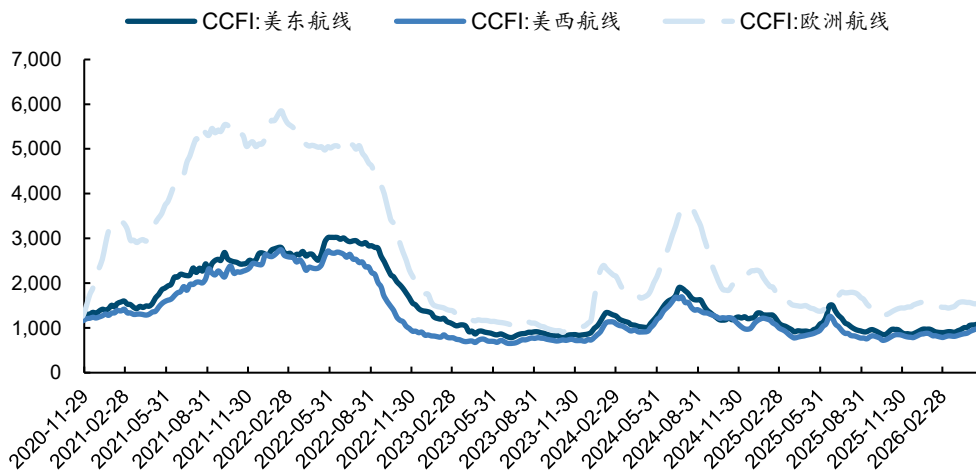


地化解了美国对我国多个轮胎产品的双反打击，并且较好防范了欧盟对我国轮胎双反带来的风险。若本次欧盟反倾销和反补贴的最终裁定税率较高，考虑到短期供应紧缺且海外产能扩建周期相对较长，预计海外产能出口欧盟订单将会具备一定的涨价弹性和盈利空间，头部胎企也能把握机会进一步扩大全球市占率。

#### 1.4 盈利：原料涨价将导致利润阶段性承压

- 海外冲突背景下运价指数向上但幅度有限，对轮胎企业影响较小。2025 年期间由于红海事件等导致海运费再次上涨，2 月份阶段性回落后从 5 月开始继续上涨，直到 8 月才开始持续回落，3-4 季度海运逐渐回归常态，2026 年 2 月底海外冲突再次爆发导致海运费上涨，但考虑到这轮上涨相对温和因而对轮胎企业出口订单影响有限。

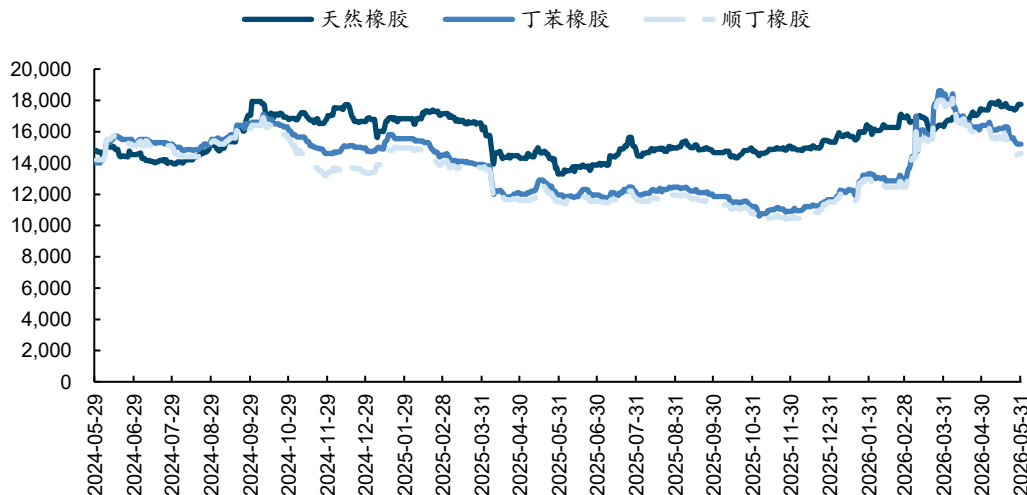
图表33：2026 年 2 月底开始运价指数上涨



来源：WIND、国金证券研究所（海运指数的单位基准为：1998 年 1 月 1 日=1000）

- 核心原材料价格上涨导致轮胎行业盈利阶段性承压，后续若价格回落盈利将有望修复。参考米其林官网公布的成本结构，天然橡胶和合成橡胶在原料成本中占比接近一半，因此橡胶价格波动对于轮胎企业生产成本有较大影响。在海外冲突影响下，油价大涨导致合成橡胶成本向上，合成橡胶价格在今年 2 月末大幅上涨，由于天然橡胶和合成橡胶之间存在一定的替代关系，因而价格也随之上涨，叠加厄尔尼诺现象导致供应相对紧张，天然橡胶价格呈现震荡向上的趋势。在橡胶价格强势向上的背景下，考虑到轮胎企业虽然有一定的原料库存但涨价向下传导需要时间，因而预计 2 季度盈利有所承压。

图表34：今年以来橡胶现货价格剧烈波动（元/吨）



来源：同花顺、国金证券研究所



图表35：2026年以来橡胶季度均价持续向上（元/吨）

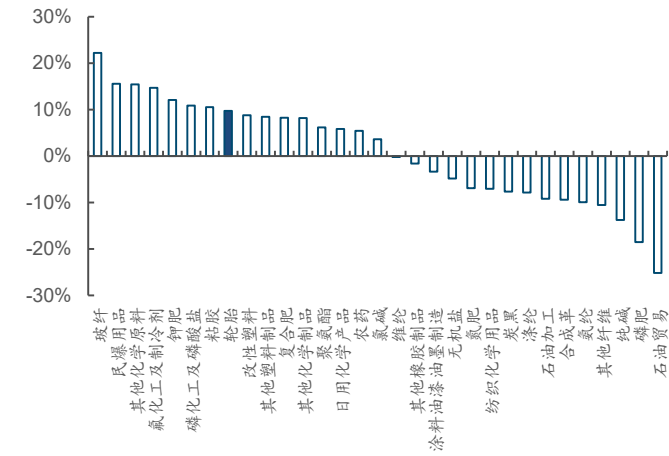
产品	2026Q2	季度环比	季度同比	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2
天然橡胶	17271	3%	21%	16276	14851	14797	14274
丁苯橡胶	16470	11%	35%	13939	11207	12157	12234
顺丁橡胶	16035	13%	35%	13588	10780	11716	11916

来源：同花顺、国金证券研究所（价格数据截至2026年5月31日）

## 二、板块分析：收入持续增长，盈利能力下滑

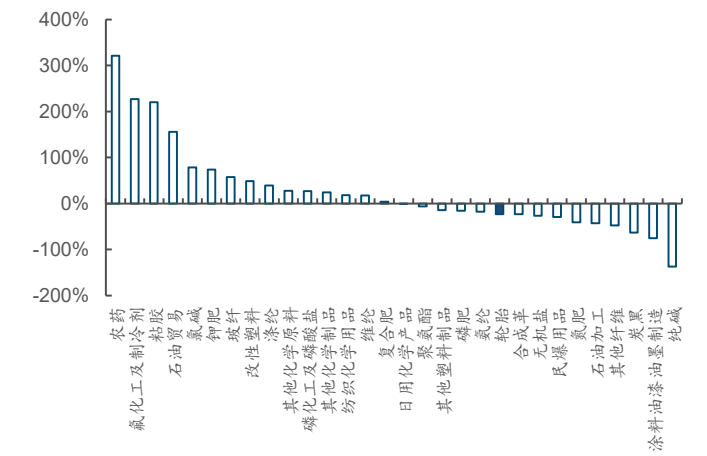
- 轮胎板块2025年在化工子行业中收入表现相对较好，但利润表现相对较弱。对比化工板块31个子行业的业绩表现（按申万化工行业分类，中策橡胶不在该分类中），2025年轮胎板块收入同比增长9.7%，排名第8；归母净利润同比下滑23.1%，排名为21；2026年1季度轮胎板块收入同比增长27.7%，排名第3；归母净利润在去年同期高基数背景下出现显著回落，同比下滑3.7%，排名倒数第9。

图表36：2025年子行业营收同比增速



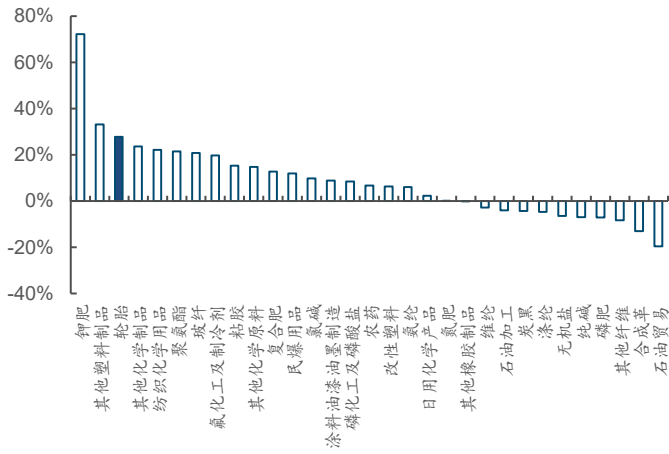
来源：WIND、国金证券研究所

图表37：2025年子行业归母净利润同比增速



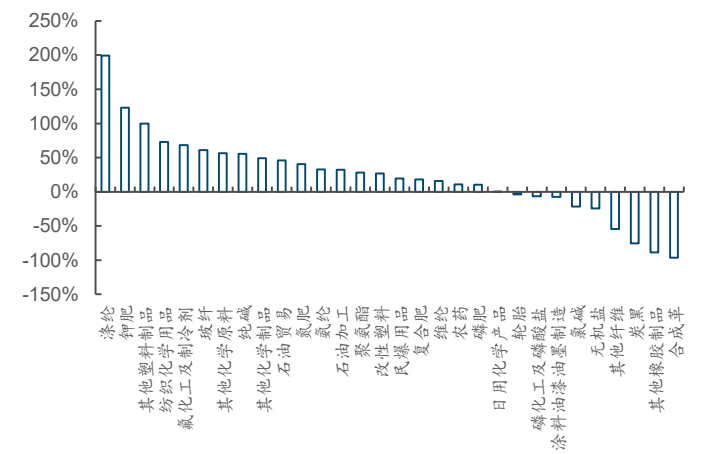
来源：WIND、国金证券研究所（剔除了同比大幅下滑的石油贸易板块）

图表38：2026年1季度子行业营收同比增速



来源：WIND、国金证券研究所

图表39：2026年1季度子行业归母净利润同比增速

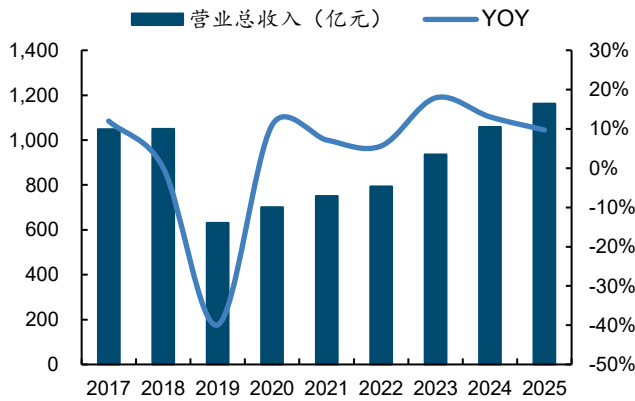


来源：WIND、国金证券研究所

- 轮胎板块2025年收入增长但利润下滑。2025年轮胎板块实现营业总收入1162亿元，同比增加10%；归母净利润78亿元，同比下滑23%；整体销售毛利率19.4%，同比下滑3pct；销售净利率7%，同比下滑2.8pct。板块整体销售费用率3.8%，同比提高0.3pct；管理费用率3.2%，同比基本持平；研发费用率3.2%。

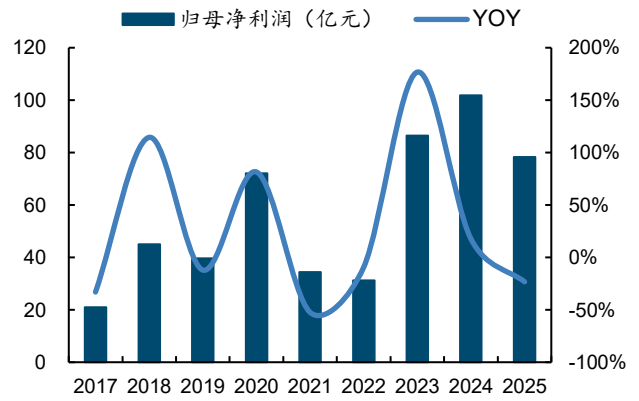


图表40: 轮胎行业营业总收入稳步增长



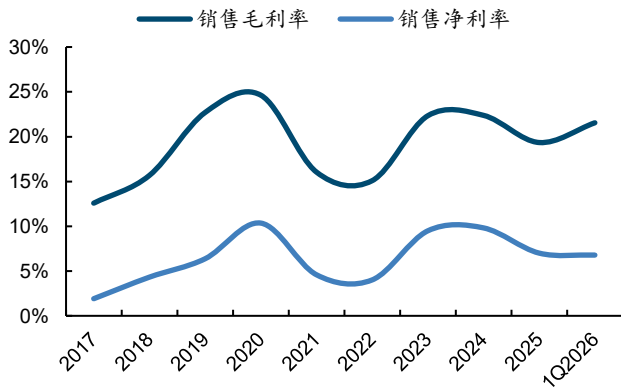
来源: WIND、国金证券研究所

图表41: 轮胎行业归母净利润高增长后开始下滑



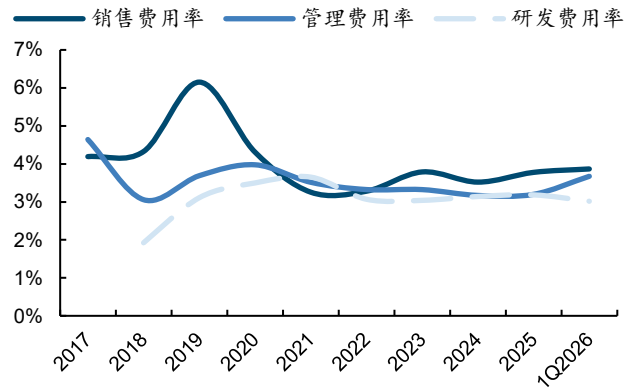
来源: WIND、国金证券研究所

图表42: 轮胎行业销售毛利率和净利率仍然承压



来源: WIND、国金证券研究所

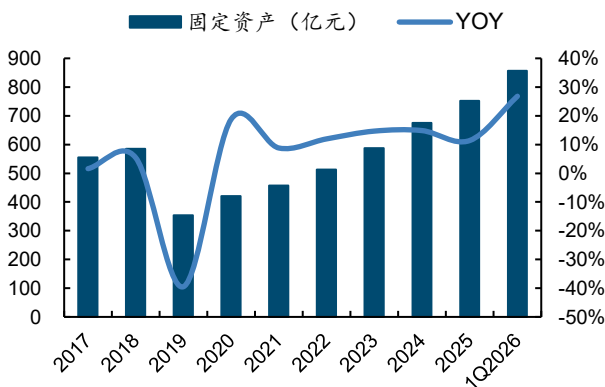
图表43: 轮胎行业期间费用率小幅提升



来源: WIND、国金证券研究所

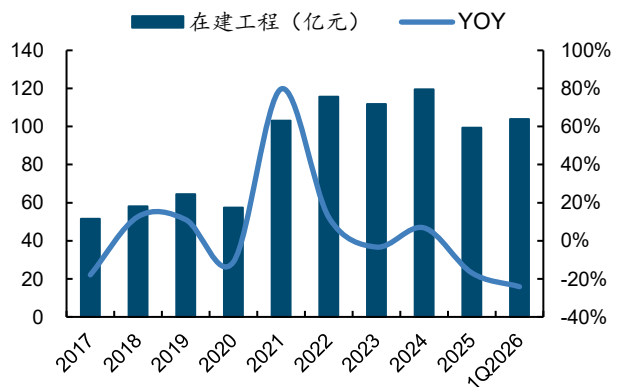
- 轮胎板块仍处于产能扩张周期, 现金流有所改善。2025 年行业整体固定资产同比增长 11%达到 752 亿元; 在建工程同比下滑 17%达到 99 亿元; 经营性现金流同比增长 10%达到 101 亿元; 板块资产负债率从 2021 年开始持续回落, 2025 年降低至 48.5%, 同比下滑 0.5pct。2026 年 1 季度行业整体固定资产同比增长 27%至 857 亿元; 在建工程同比下滑 24%达到 104 亿元; 经营性现金流由负转正, 资产负债率小幅提升。

图表44: 轮胎行业固定资产继续增长



来源: WIND、国金证券研究所

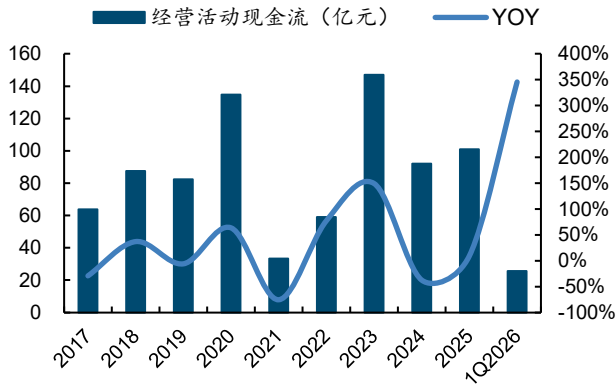
图表45: 轮胎行业在建工程规模仍然较大



来源: WIND、国金证券研究所

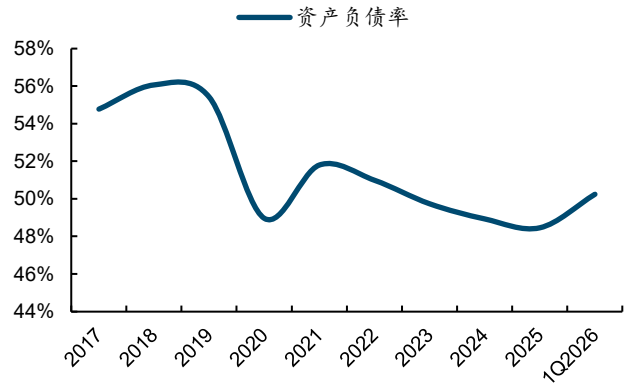


图表46: 轮胎行业经营性现金流显著改善



来源: WIND、国金证券研究所

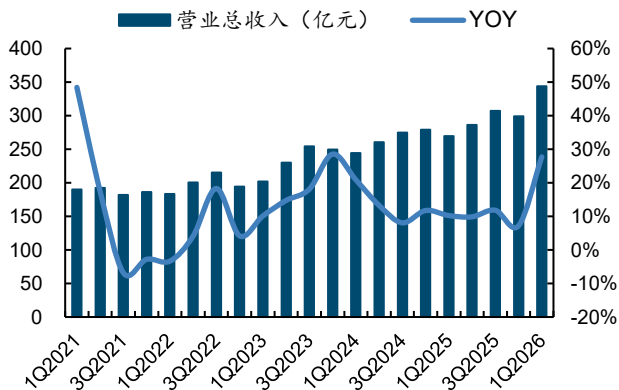
图表47: 轮胎行业资产负债率有所提升



来源: WIND、国金证券研究所

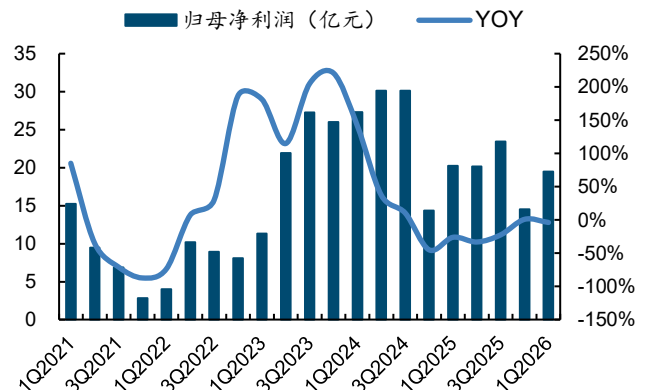
■ 轮胎板块单季度收入增长, 净利润仍然承压。2026年1季度板块实现营业总收入344亿元, 同比增加27.7%, 环比增长15.1%; 归母净利润19亿元, 同比下滑3.7%, 环比增长34.2%; 销售毛利率21.6%, 同比提高3.8pct, 环比提高1pct; 销售净利率6.8%, 同比下滑0.9pct, 环比提高1.6pct。板块整体销售费用率3.9%, 同比提升0.6pct, 环比下滑0.4pct; 管理费用率3.7%, 同比提升0.6pct, 环比下滑0.2pct。

图表48: 轮胎行业单季度营业总收入增长



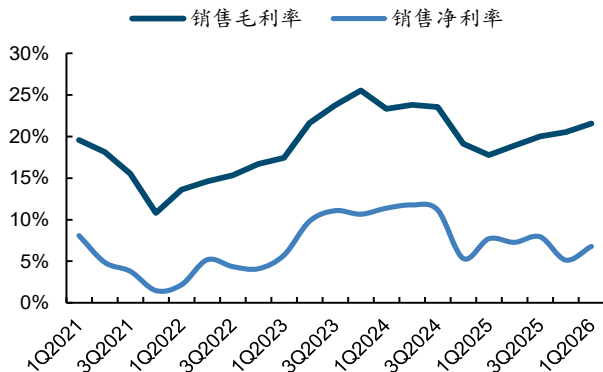
来源: WIND、国金证券研究所

图表49: 轮胎行业单季度归母净利润下滑



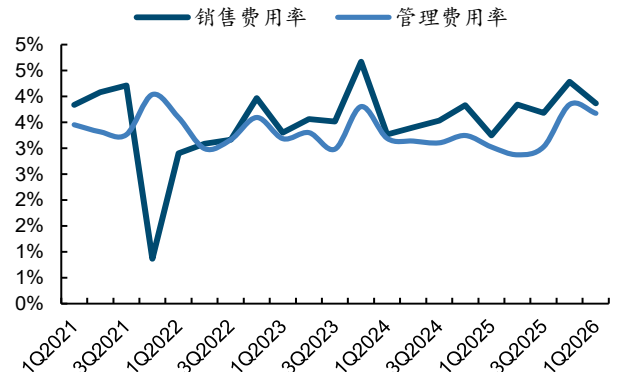
来源: WIND、国金证券研究所

图表50: 轮胎行业单季度盈利能力有所修复



来源: WIND、国金证券研究所

图表51: 轮胎行业单季度期间费用率小幅回落

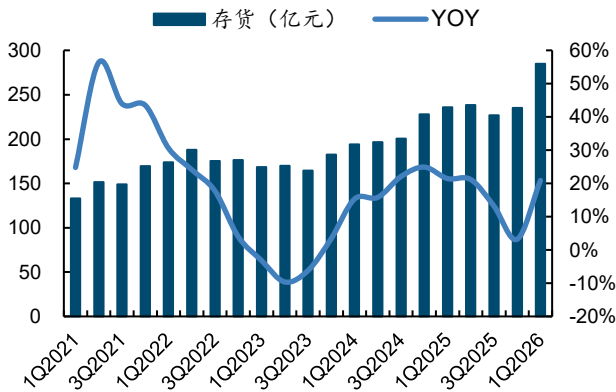


来源: WIND、国金证券研究所

■ 轮胎板块整体存货和应收账款规模均有提升, 运营效率小幅改善。2026年1季度行业存货总和同比上升20.9%达到285亿元, 存货周转天数降低至87天; 应收账款规模同比上升31.6%达到260亿元, 应收账款周转天数降低到62天。

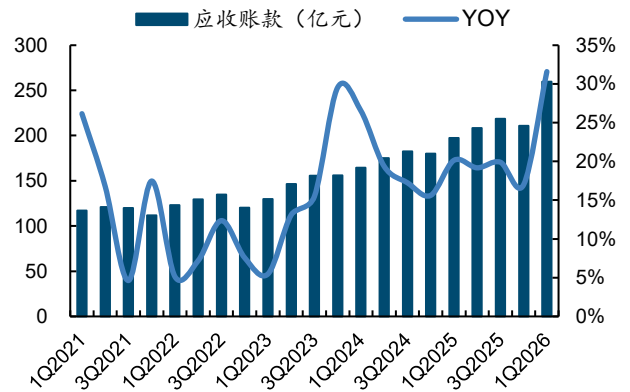


图表52: 轮胎行业合计存货规模持续增长



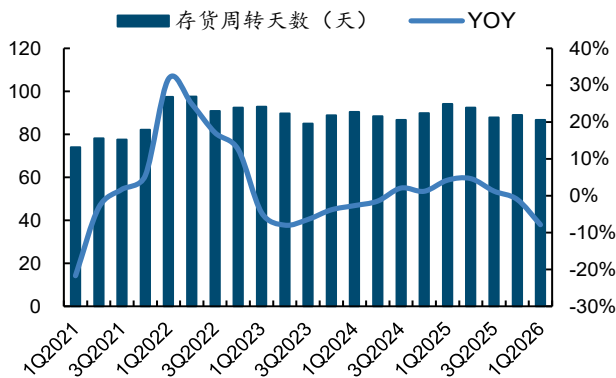
来源: WIND、国金证券研究所

图表53: 轮胎行业应收账款规模持续增长



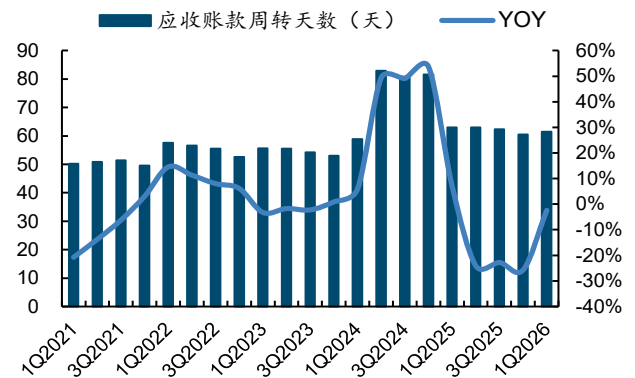
来源: WIND、国金证券研究所

图表54: 轮胎行业存货周转天数相对稳定



来源: WIND、国金证券研究所

图表55: 轮胎行业应收账款天数有所提升

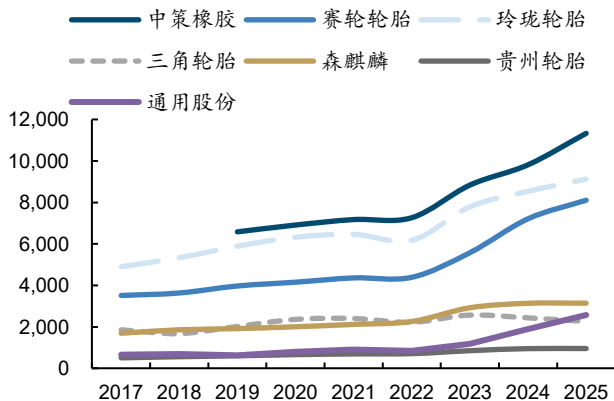


来源: WIND、国金证券研究所

### 三、企业端: 业绩继续分化, 龙头企业彰显韧性

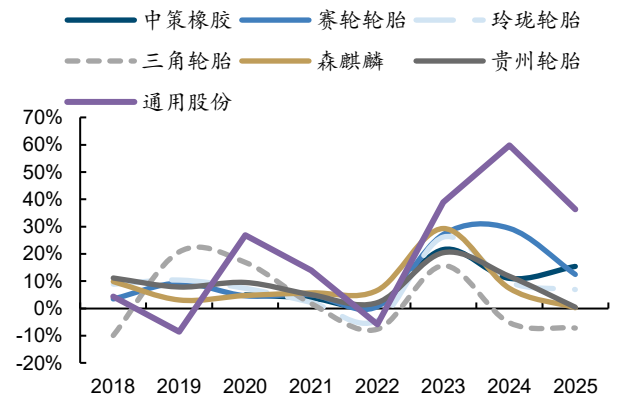
- 中策橡胶销量规模领先, 通用股份销量增速领先。2025 年虽然行业面对海外关税压力, 但考虑到国内头部胎企均完成了出海布局, 因而大部分轮胎企业销量仍有所增长, 中策橡胶轮胎总销量为 11330 万条, 同比增长 15.4%; 玲珑轮胎总销量为 9135 万条, 同比增长 6.9%; 赛轮轮胎总销量为 8113 万条, 同比增长 12.4%; 通用股份销量增速领先, 总销量为 2582 万条, 同比增长 36.3%。2026 年 1 季度销量增速最快的是三角轮胎, 轮胎总销量同比增长 14.5%达到 603 万条。

图表56: 国内胎企轮胎年销量规模对比 (万条)



来源: Wind、中策橡胶公告、森麒麟公告、国金证券研究所

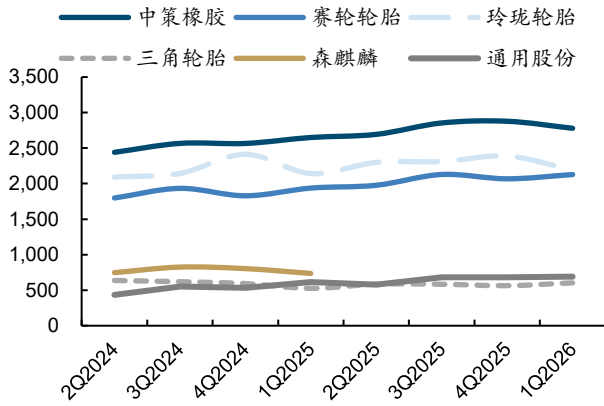
图表57: 国内胎企年销量同比增速对比



来源: Wind、中策橡胶公告、森麒麟公告、国金证券研究所

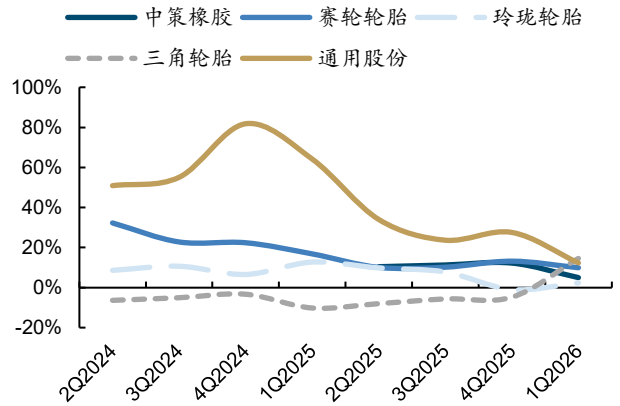


图表58: 国内胎企轮胎单季度销量规模对比 (万条)



来源: Wind、中策橡胶公告、森麒麟公告、国金证券研究所

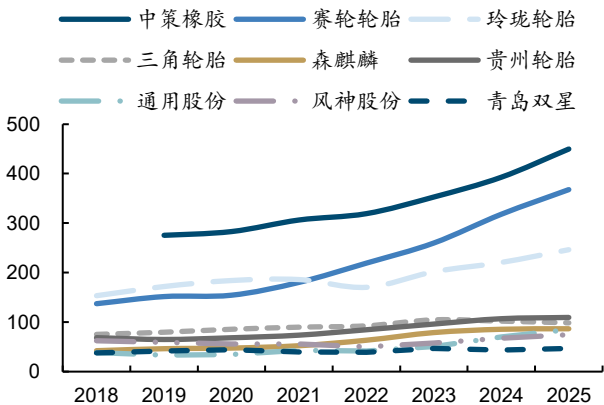
图表59: 国内胎企单季度销量同比增速对比



来源: Wind、中策橡胶公告、森麒麟公告、国金证券研究所

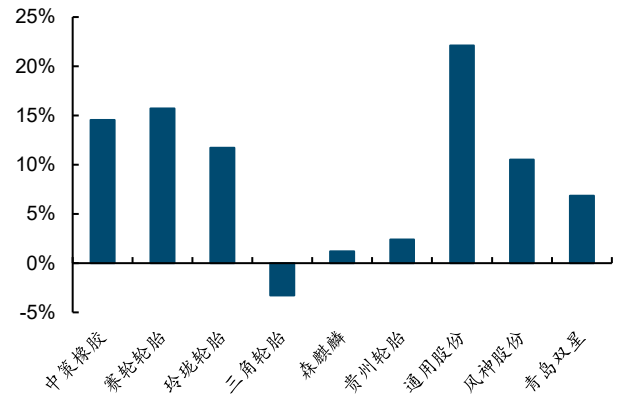
■ 中策橡胶收入和利润体量均领先同业，多数企业收入增长但利润下滑。2025 年中策橡胶营业总收入同比增长 14.5% 达到 450 亿元，归母净利润同比增长 9.5% 达到 41.5 亿元。几家上市公司中仅有三角轮胎收入同比下滑；净利润表现则截然不同，中策和贵轮等维持了正增长，其他企业普遍承压。

图表60: 国内胎企收入体量对比 (亿元)



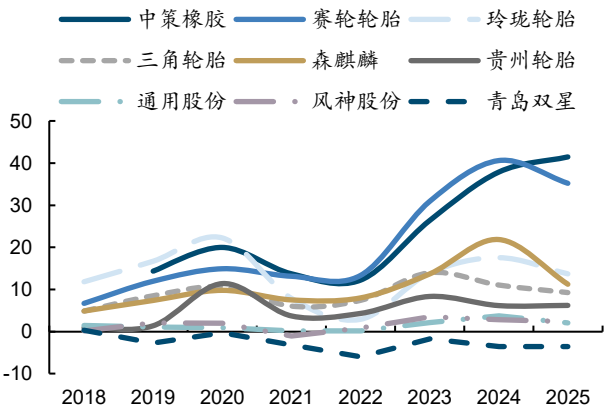
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表61: 2025 年国内胎企收入增速对比



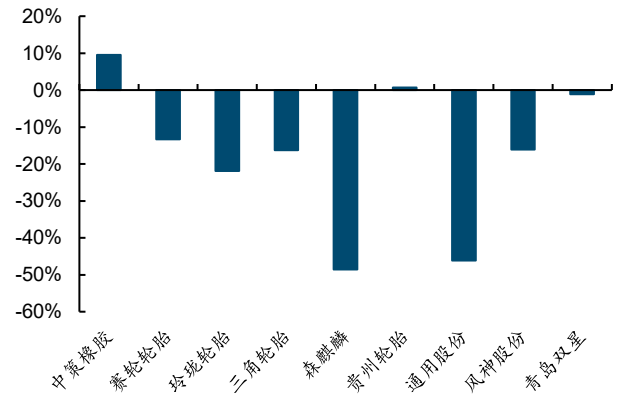
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表62: 国内胎企归母净利润体量对比 (亿元)



来源: 同花顺、国金证券研究所

图表63: 2025 年国内胎企归母净利润增速对比

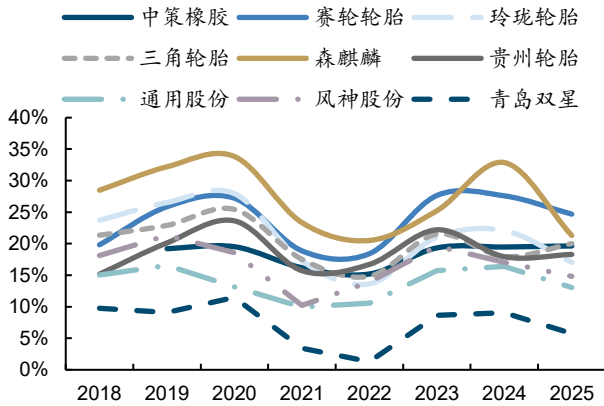


来源: 同花顺、国金证券研究所

■ 国内轮胎企业盈利能力普遍承压，赛轮轮胎盈利能力维持较好。2025 年赛轮轮胎的销售毛利率和销售净利率分别为 24.7%、9.8%，同比分别下滑 2.9pct、3.1pct；费用管理方面，多数企业费用率支出相对平稳，赛轮轮胎的销售费用率自 2023 年开始持续领先同业，销售费用率从之前的不足 4% 提升到目前 5% 以上的水平。

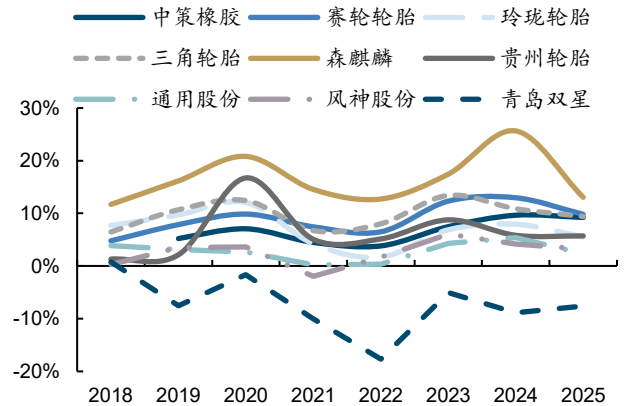


图表64: 国内胎企销售毛利率对比



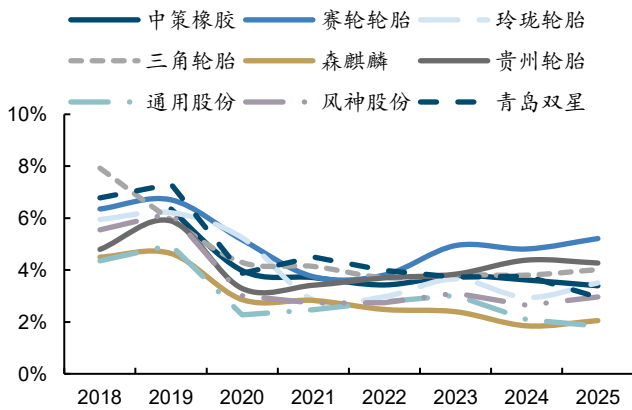
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表65: 国内胎企销售净利率对比



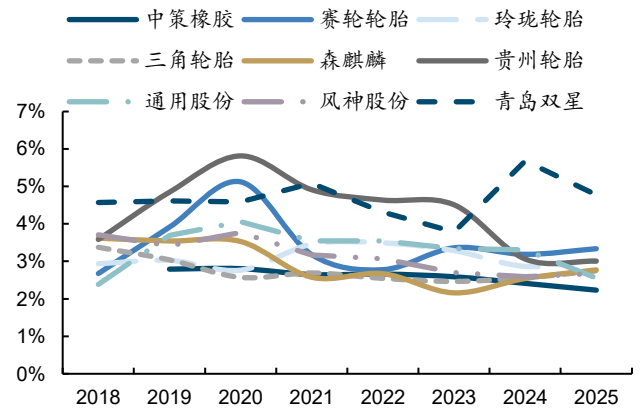
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表66: 国内胎企销售费用率对比



来源: 同花顺、国金证券研究所

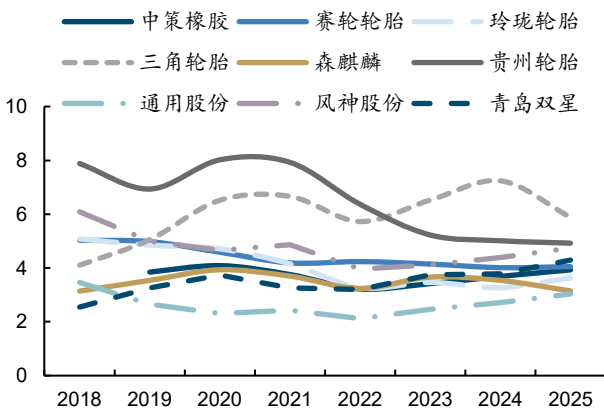
图表67: 国内胎企管理费用率对比



来源: 同花顺、国金证券研究所

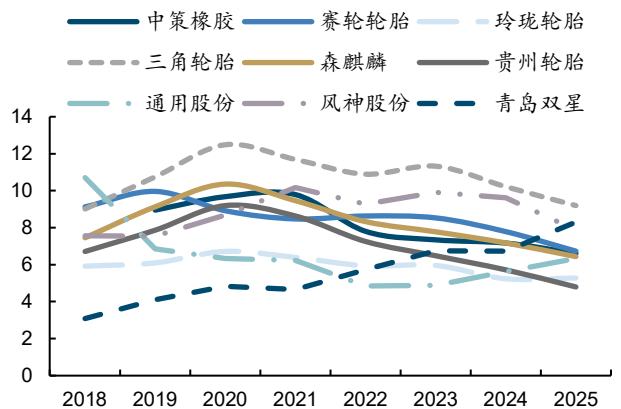
■ 三角轮胎的运营管理能力较强且资产结构较好。从存货和应收账款的管理能力来看，三角轮胎的周转率一直相对同业较高；资产结构方面，森麒麟和三角轮胎的资产负债率相对较低，2025年的资产负债率均在30%以下，三角轮胎的流动资产占比显著领先同业且呈现提升的趋势，2025年流动资产占比已经提升至78%。

图表68: 国内胎企存货周转率对比



来源: 同花顺、国金证券研究所

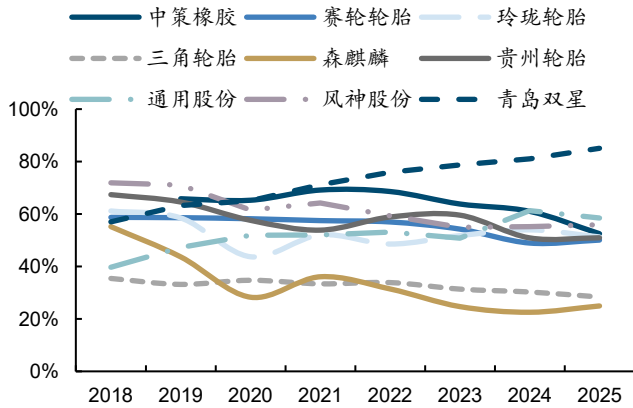
图表69: 国内胎企应收账款周转率对比



来源: 同花顺、国金证券研究所

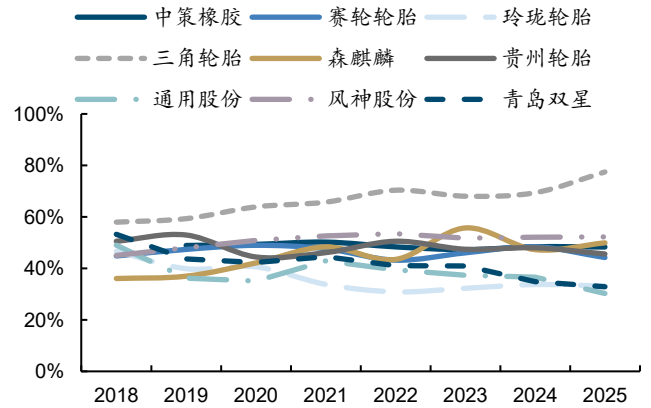


图表70: 国内胎企资产负债率对比



来源: 同花顺、国金证券研究所

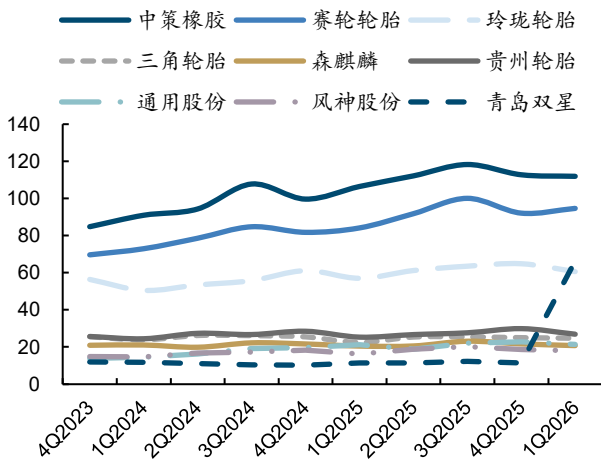
图表71: 国内胎企流动资产占比情况对比



来源: 同花顺、国金证券研究所

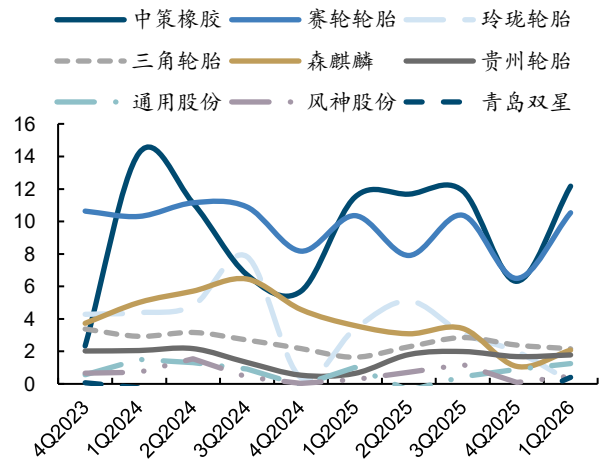
■ 单季度国内胎企业绩分化明显,拥有海外基地和产能增量的龙头韧性更强。中策橡胶整体收入和利润规模显著领先同业,1季度实现营业总收入112亿元,同比增长5.2%,环比下滑0.7%;归母净利润为12.2亿元,同比增长5.9%,环比增长92.3%;从收入表现来看,具备产能增量的企业表现相对更好,其中赛轮轮胎1季度营业总收入95亿元,同比增长12.5%,环比增长2.8%;归母净利润为10.6亿元,同比增长1.7%,环比增长62.3%。

图表72: 国内胎企单季度收入体量对比 (亿元)



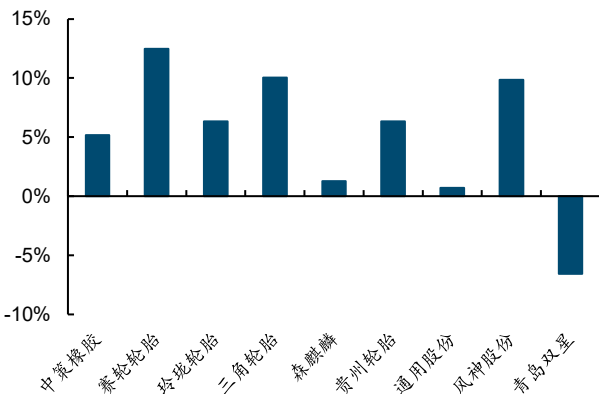
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表73: 国内胎企单季度归母净利润体量对比 (亿元)



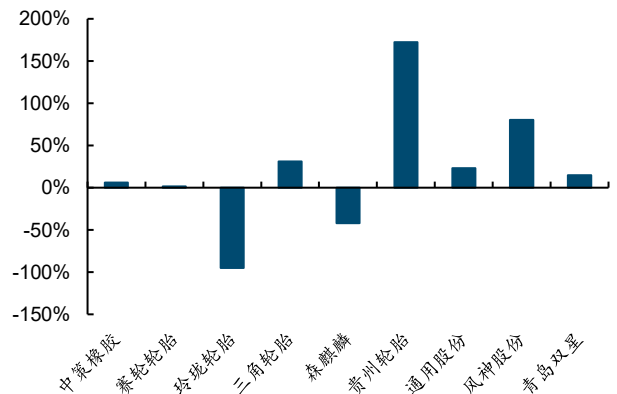
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表74: 2026年1季度国内胎企收入同比变化



来源: 同花顺、国金证券研究所

图表75: 2026年1季度国内胎企归母净利润同比变化



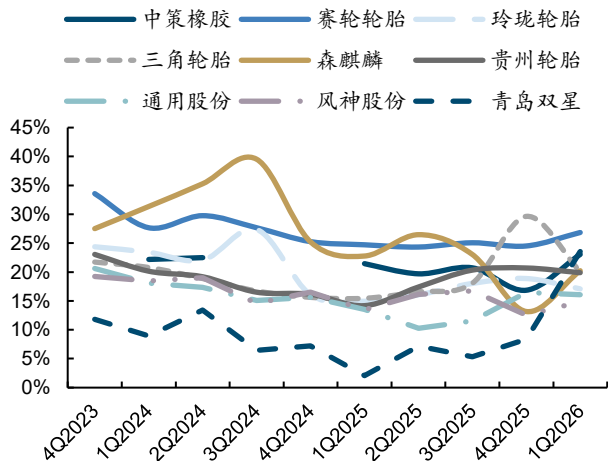
来源: 同花顺、国金证券研究所



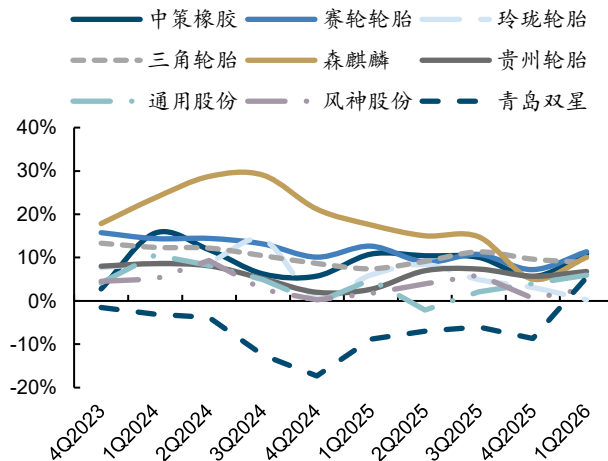
■ 赛轮轮胎的盈利能力领先同业且稳定性较好。2025 年下半年行业在海外关税风险下盈利能力普遍承压，2026 年 1 季度原料价格同比回落因而盈利能力有所修复，赛轮轮胎作为龙头企业盈利稳定性较强，2026 年 1 季度销售毛利率为 26.9%，同比提高 2.1pct，环比提高 2.3pct；销售净利率为 11.4%，同比下滑 1.3pct，环比提高 4.2pct，销售毛利率和净利率均为同业第一。从费用管理来看，多数企业单季度费用变化波动相对平缓，其中赛轮轮胎的销售费用率一直维持在行业前列。

图表76：国内胎企单季度销售毛利率对比

图表77：国内胎企单季度销售净利率对比



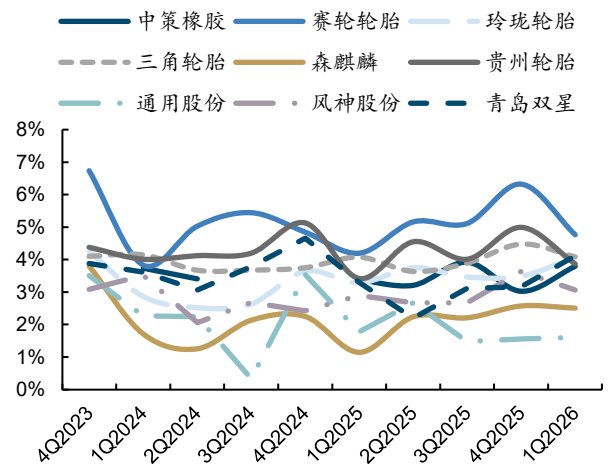
来源：同花顺、国金证券研究所



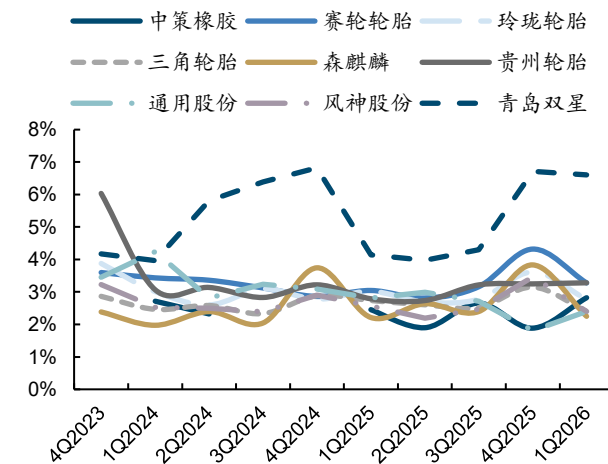
来源：同花顺、国金证券研究所

图表78：国内胎企单季度销售费用率对比

图表79：国内胎企单季度管理费用率对比



来源：同花顺、国金证券研究所



来源：同花顺、国金证券研究所

#### 四、头部胎企扬帆起航，海外基地优势凸显

■ 东南亚仍为国内轮胎企业出海的主要基地，头部胎企布局的全面性相对较好。2013 年随着赛轮轮胎越南基地的投产，我国轮胎企业的第一轮出海正式开启，以玲珑轮胎、森麒麟、中策橡胶等为代表国产胎企在 2014-2015 年期间陆续在泰国建设海外基地，2020 年以前国产轮胎出海主要扎堆泰国，2021 年开始虽然布局仍然集中在东南亚地区，但是选址也从泰国逐渐延伸到周边的越南、柬埔寨和马来西亚等地。2023 年随着玲珑轮胎塞尔维亚工厂的投产，我国轮胎企业的第二轮出海也拉开序幕，国内头部胎企在拥有了东南亚基地后也纷纷开启了全球化布局战略，赛轮轮胎的印尼和墨西哥两大基地均在 2025 年顺利投产，并且新增规划了埃及工厂；中策橡胶规划建设越南和墨西哥工厂；森麒麟的摩洛哥工厂和玲珑轮胎的塞尔维亚工厂目前持续爬坡中；三角轮胎也宣布了新建柬埔寨工厂。随着头部胎企全球化布局的不断完善，抗风险能力持续提升的同时也将迎来新一轮业绩增长。



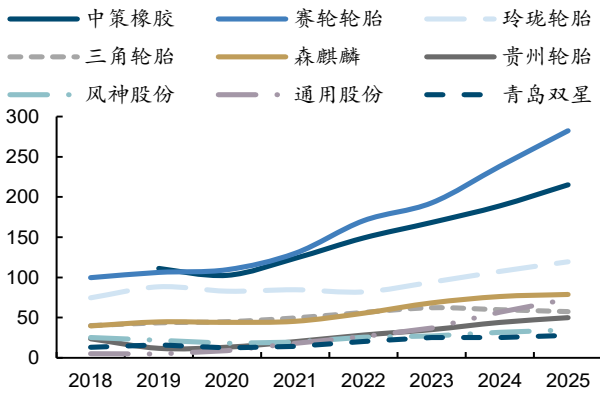
图表80：我国轮胎企业全球化布局持续推进

企业	海外基地布局情况														
	泰国	越南	柬埔寨	马来西亚	巴基斯坦	印尼	墨西哥	摩洛哥	塞尔维亚	西班牙	巴西	埃及	坦桑尼亚	安哥拉	阿尔及利亚
赛轮轮胎		2013年投产	2021年投产				2025年投产	2025年投产					规划中		
玲珑轮胎	2014年投产								2023年投产		中止				
森麒麟	2015年投产							2024年投产		规划中					
中策橡胶	2015年投产	规划中					2024年投产	规划中							
双钱轮胎	2018年投产														
福临轮胎				2018年投产											
浦林成山	2020年投产			规划中											
通用股份	2020年投产		2023年投产												
贵州轮胎		2021年投产							规划中						
双星集团		2021年增资 锦湖	2024年投产												规划中
浪马轮胎					2022年投产							规划中			
福麦斯轮胎			2025年投产												
正道轮胎			2025年投产												
万力轮胎			2025年投产												
昊华轮胎		2024年投产													
金宇轮胎		2025年投产													
三角轮胎			规划中												
新迪轮胎				规划中											
新大陆			规划中	规划中											
托普轮胎			2026年投产												
山东永盛								规划中							
华盛集团			规划中		规划中										
奥莱斯特													规划中		
联森集团														规划中	

来源：各公司公告、各公司官网、立鼎产业研究院、轮胎世界网、车辙车轍网、覬轮天下、国金证券研究所

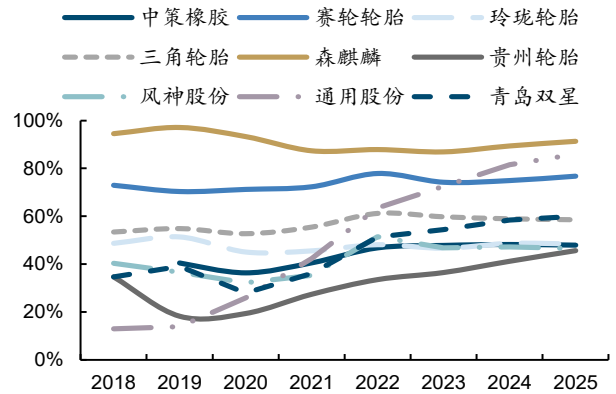
■ 海外市场盈利能力相对更强，率先实现出海的胎企盈利能力较为领先。赛轮的海外收入规模持续领先且增速较高，2025年同比增长18.5%达到282亿元；从收入结构来看，森麒麟、赛轮和通用的海外收入占比领先同业，森麒麟海外收入占比一直在9成左右；赛轮的海外收入占比在75%左右波动，2025年提升至77%；通用受益于海外基地放量海外收入占比快速提升，2025年海外收入占比提升至86%。考虑到海外市场盈利相对更好，因而海外业务占比高的企业整体盈利能力也更强。

图表81：国内胎企海外业务收入规模对比（亿元）



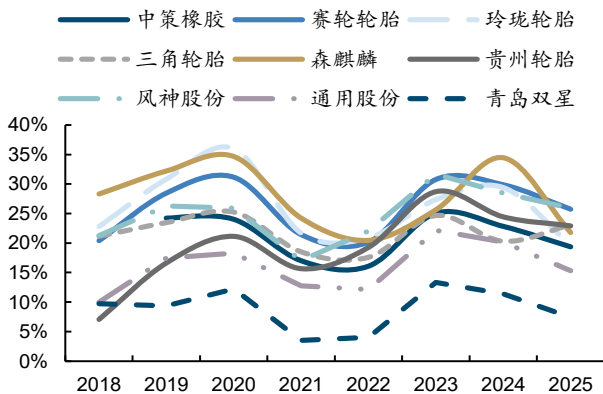
来源：同花顺、国金证券研究所

图表82：国内胎企海外业务收入占比对比



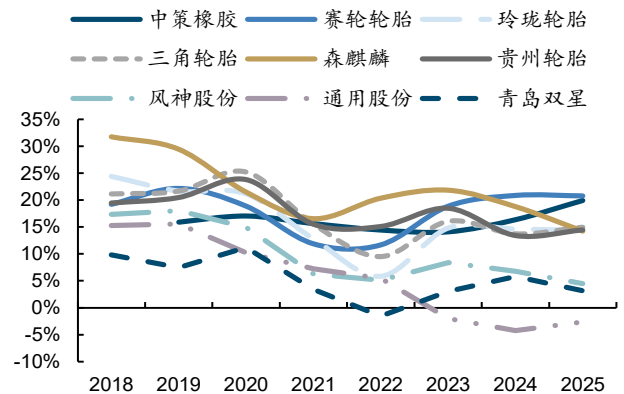
来源：同花顺、国金证券研究所

图表83：国内胎企海外业务毛利率对比



来源：同花顺、国金证券研究所

图表84：国内胎企国内业务毛利率对比

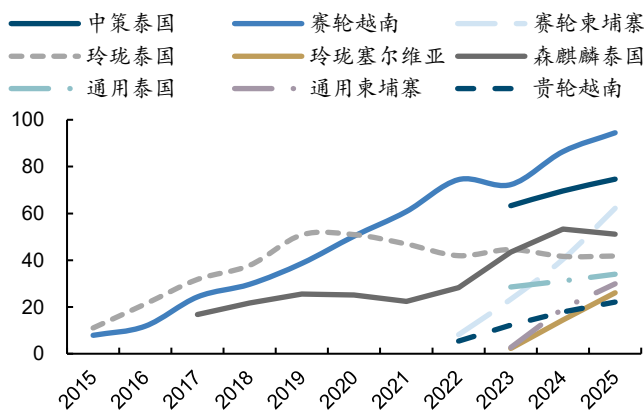


来源：同花顺、国金证券研究所



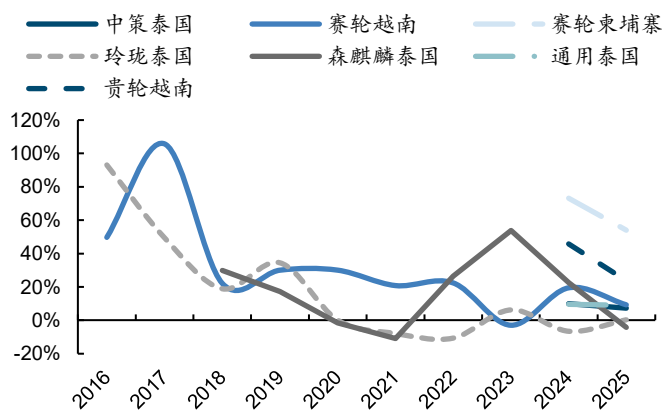
- 随着国内胎企在东南亚基地的陆续投产放量，率先布局的头部胎企海外子公司业绩表现亮眼。从国内胎企出海布局的进程来看，赛轮轮胎、中策橡胶、玲珑轮胎和森麒麟出海布局的时间较早，随着海外基地的爬坡放量经营业绩快速增长。从收入和利润规模来看，赛轮轮胎越南基地体量持续领先，2025 年实现收入 94.5 亿元，同比增长 9%，净利润同比增长 1% 至 16 亿元，净利率小幅下滑至 17%，但盈利能力仍然领先其他企业的海外子公司；同时赛轮的柬埔寨基地收入增长也非常亮眼，2025 年实现收入 62.2 亿元，同比增长 54%，净利润虽然受美国关税影响承压但下滑幅度相对较小，同比下滑 16% 至 7.6 亿元。

图表85：胎企海外子公司收入体量对比（亿元）



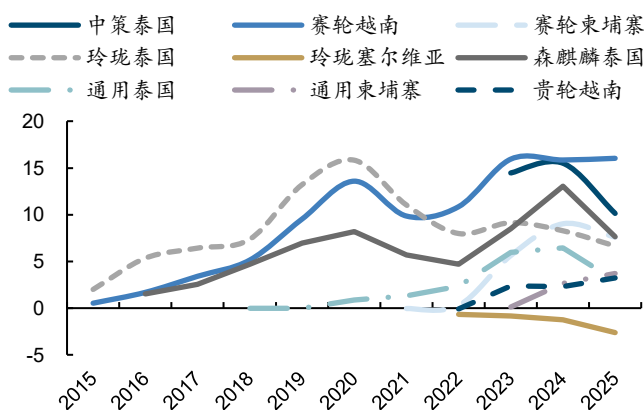
来源：各公司公告、国金证券研究所

图表86：胎企海外子公司收入增速对比



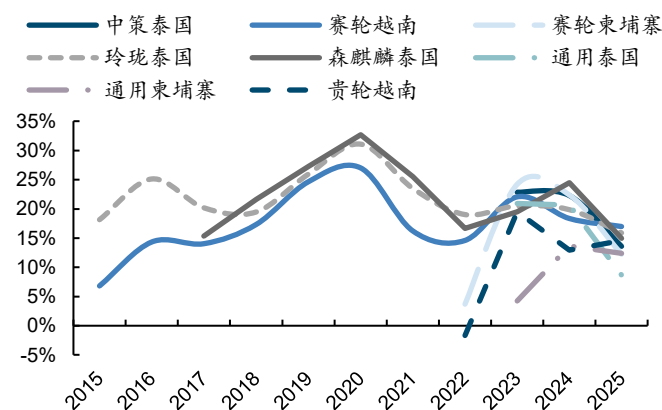
来源：各公司公告、国金证券研究所

图表87：胎企海外子公司净利润体量对比（亿元）



来源：各公司公告、国金证券研究所

图表88：胎企海外子公司净利率有所回落



来源：各公司公告、国金证券研究所

## 五、未来展望和投资建议

- 基本面角度：行业整体需求相对稳定，盈利方面目前原料为主要影响因素，核心原料端橡胶等价格上涨给企业带来成本压力，虽然多家企业通过发涨价函实现了成本传导，但是考虑涨价存在一定的滞后性且部分产品难以完全传导，预计今年 2 季度企业盈利将有所承压，若后续原料价格回落，叠加 3 季度进入销售旺季后企业盈利有望得到修复。
- 贸易政策角度：①在过去贸易战和双反政策影响下，我国多数轮胎企业对美出口均通过海外基地实现，美国宣布 2025 年 5 月 3 日开始对所有进口汽车零部件征收 25% 的关税，2025 年加征关税背景下我国轮胎企业在美国市场的盈利能力有所承压，长期看考虑到美国本土产能供应弹性有限且新增产能周期长，供需改善后有望通过终端涨价实现传导，因而对企业端影响较为有限。②欧盟对我国发起了双反调查，目前已经发布了反倾销案终裁前补充披露公告，预计 6 月 18 日发布终裁结果，同时反补贴调查持续推进中。但考虑我国头部胎企均拥有多个海外基地，通过不同基地调配生产销售可较好规避风险，预计全球化布局胎企有望进一步快速抢占市场。
- 未来展望：虽然行业仍然存在竞争加剧、双反关税、原料价格抬升等风险，但从产业



趋势角度来看，一方面在消费降级背景下高性价比的轮胎市场仍然具备增长潜力，远期国产轮胎能抢占的市场空间天花板相比之前会更高；另一方面国内头部胎企已经开始第二轮出海，稳固自身性价比优势的同时持续提升抗风险能力，长期看国产轮胎抢占市占率的逻辑仍会继续演绎，看好率先出海且海外布局相对完善的国产胎企。

- 建议关注：①赛轮轮胎：作为国内龙头胎企拥有越南、柬埔寨、印尼和墨西哥四大海外基地，并且通过推进埃及基地的建设进一步完善全球化布局；②中策橡胶：拥有泰国和印尼两大海外基地，规划建设越南和墨西哥基地。③森麒麟：拥有泰国和摩洛哥两大海外基地，摩洛哥基地放量带来业绩增量；④贵州轮胎：越南乘用车胎产能持续爬坡，规划建设摩洛哥工厂；⑤玲珑轮胎：拥有泰国和塞尔维亚两大海外基地，塞尔维亚基地持续爬坡；⑥通用股份：实现了泰国和柬埔寨双基地布局。

## 六、风险提示

- 原料价格大幅波动：橡胶、炭黑和钢丝帘线等原材料占据国内轮胎企业生产成本的70-80%，若这些原料的价格大幅上涨那么公司的产品毛利率会受到影响。
- 国际贸易摩擦：部分国家和地区对中国轮胎企业加征了双反等关税，相关的贸易摩擦对国内轮胎公司出口造成明显冲击，若后续出现新的贸易摩擦和贸易政策变化等，会对部分企业的出口市场造成影响。
- 海运费大幅波动：海运费暴涨暴跌会对国内轮胎企业的出口销售造成较大影响，若后续海运费再次出现大幅波动，行业将会继续受到影响。
- 汇率大幅波动：目前国内轮胎企业的出口收入占比均较高，若人民币汇率大幅波动可能对相关企业的收入和汇兑损益造成影响。
- 国内企业海外建厂导致竞争加剧：目前较多国内轮胎企业均在海外布局建厂，项目规划产能投放后行业供给增加可能会导致海外市场竞争加剧，进而影响相关企业的海外业务收入和利润。



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
 电话：021-80234211  
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
 邮编：201204  
 地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
 紫竹国际大厦5楼

**北京**  
 电话：010-85950438  
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
 邮编：100005  
 地址：北京市东城区建国内大街26号  
 新闻大厦8层南侧

**深圳**  
 电话：0755-86695353  
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
 邮编：518000  
 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心  
 18楼1806



**【小程序】**  
 国金证券研究服务



**【公众号】**  
 国金证券研究