

赛轮轮胎 (601058)

全球化叠加技术创新，进军国际头部行列

投资要点：

公司加速全球化布局进一步抢占存量市场份额的同时，通过技术创新+产品升级+品牌建设持续提升公司产品力和品牌力，有望带来盈利和估值的双重提升，我们看好公司未来跻身全球轮胎头部行列。

► 产品布局全面、率先布局海外的轮胎龙头企业

公司成立于2002年，2009年就完成了半钢胎/全钢胎/非公路轮胎（含巨胎）的产品布局。公司率先“出海”，现有国内4个生产基地及越南和柬埔寨两个海外基地，并规划董家口、印尼和墨西哥基地，加速全球化布局。通过产能持续扩张，公司营收和净利润稳步增长，已形成了资本开支-利润的良性循环。

► 轮胎长期需求有支撑，中国轮胎崛起

轮胎全球市场规模超1800亿美元，其中替换市场销量占比70%以上，因此相较于下游汽车行业需求偏刚性，且受益于汽车保有量稳步增长，长期需求有支撑。海内外落后产能加速退出，供给格局持续改善，中国胎企凭借高性价比优势持续抢占全球市场份额。

► 全球化布局遥遥领先，海外基地优势显著

公司前瞻布局海外基地，选址能力优秀，目前越南基地企业所得税率较低，半钢胎无反倾销率，仅有6.23%的反补贴税率，而全钢胎和非公路轮胎暂无双反税率；柬埔寨基地暂无双反税率，且企业所得税免税期较长。此外，公司将持续完善全球化布局，提升抗风险能力的同时显著增厚公司业绩。

► 产学研一体化构筑技术壁垒，“液体黄金”推动品牌发展

公司重视研发投入，与怡维怡橡胶研究院、软控股份、青岛科技大学充分发挥协同效应，产学研一体化构筑较深的技术壁垒。公司成功开发出创新性产品“液体黄金轮胎”，有望成为品牌发展的新引擎。公司攻克巨胎技术打破海外垄断，伴随非公路轮胎产能释放，产品结构将持续优化，盈利能力有望进一步提升。

► 盈利预测、估值与评级

基于相对谨慎的投产节奏，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为322/363/429亿元，同比增速分别为+24%/+13%/+18%；归母净利润分别为43/51/62亿元，同比增速分别为+38%/+20%/+21%；EPS分别为1.30/1.56/1.89元/股，3年CAGR为26%。鉴于公司加速全球化布局，产品结构持续优化，且液体黄金有望推动品牌力提升，并参考可比公司估值，我们给予公司2024年15倍PE，对应目标价19.5元，上调为“买入”评级。

风险提示：在建/拟建项目进度不及预期风险；原材料价格大幅上涨风险；下游需求不及预期风险；海外基地受双反制裁风险；海运费大幅上涨风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	21902	25978	32209	36275	42943
增长率（%）	21.69%	18.61%	23.98%	12.62%	18.38%
EBITDA（百万元）	2986	5259	7018	8178	9341
归母净利润（百万元）	1332	3091	4281	5122	6219
增长率（%）	1.46%	132.07%	38.47%	19.66%	21.40%
EPS（元/股）	0.41	0.94	1.30	1.56	1.89
市盈率（P/E）	35.9	15.5	11.2	9.3	7.7
市净率（P/B）	4.0	3.2	2.7	2.2	1.9
EV/EBITDA	12.6	8.1	7.6	6.1	4.9

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年06月11日收盘价

行业：汽车/汽车零部件
 投资评级：买入（上调）
 当前价格：14.55元
 目标价格：19.50元

基本数据

总股本/流通股本（百万股） 3,288.10/3,288.10
 流通A股市值（百万元） 47,841.86
 每股净资产（元） 5.24
 资产负债率（%） 49.28
 一年内最高/最低（元） 17.75/10.41

股价相对走势



作者

分析师：郭荆璞
 执业证书编号：S0590523070003
 邮箱：jgguo@glsc.cn

联系人：申起昊
 邮箱：shenqh@glsc.cn
 联系人：李绍程
 邮箱：lishch@glsc.cn

相关报告

1、《赛轮轮胎（601058）：业绩高增，产品结构优化+全球化布局优势明显》2024.04.30

投资聚焦

核心逻辑

公司是国内轮胎龙头企业，深耕行业二十余载。公司 2009 年就已完成半钢胎/全钢胎/非公路轮胎（包含巨胎）的产品布局，更好满足下游客户需求。为应对贸易壁垒，公司前瞻布局海外基地，除了现有国内 4 个生产基地和海外越南、柬埔寨 2 个生产基地外，公司还规划青岛董家口、印尼和墨西哥基地，加速全球化布局，进一步抢占存量市场份额。不仅如此，凭借自主研发的“液体黄金轮胎”和巨胎，公司产品力和品牌力有望提升，我们看好公司未来跻身全球轮胎头部行列。

不同于市场的观点

公司全球化布局的成长性未被市场充分认知；公司产学研一体化壁垒未被市场充分认知；公司“液体黄金轮胎”和巨胎的潜力和竞争力或被市场低估。

核心假设

1) **半钢胎**：国内，东营工厂产能从年产 2450 万条增长至 2700 万条。海外，越南三期年产 300 万条半钢胎 2024 年下半年达到可使用状态；柬埔寨年产 1200 万条半钢胎于 2024 年下半年投产；印尼年产 300 万条半钢胎和墨西哥年产 600 万条半钢胎均于 2025 年开始投产。假设 2024-2026 年公司半钢胎销量分别为 5557/6532/7904 万条；产品价格涨幅分别为 2%/0.5%/0.5%。

2) **全钢胎**：国内，青岛工厂产能从年产 325 万条增长至 350 万条。海外，越南三期年产 100 万条全钢胎 2024 年下半年达到可使用状态，柬埔寨一期年产 165 万条全钢胎 2024 年达产；印尼年产 60 万条全钢胎 2025 年投产。假设 2024-2026 年公司全钢胎销量分别为 1286/1421/1639 万条；产品价格涨幅分别为 2%/0.5%/0.5%。

3) **非公路轮胎**：国内，青岛工厂和潍坊工厂非公路胎产能 2025 年上半年达产。海外，越南三期年产 5 万吨非公路轮胎 2025 年 3 月达产；印尼年产 3.7 万吨非公路轮胎 2025 年投产。假设 2024-2026 年非公路胎销量分别为 18/23/28 万吨；产品价格涨幅分别为 3%/0.5%/0.5%。

盈利预测、估值与评级

基于相对谨慎的投产节奏，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 322/363/429 亿元，同比增速分别为+24%/+13%/+18%；归母净利润分别为 43/51/62 亿元，同比增速分别为+38%/+20%/+21%；EPS 分别为 1.30/1.56/1.89 元/股，3 年 CAGR 为 26%。鉴于公司加速全球化布局，产品结构持续优化，且液体黄金有望推动品牌力提升，并参考可比公司估值，我们给予公司 2024 年 15 倍 PE，对应目标价 19.5 元，上调为“买入”评级。

正文目录

1. 产品布局全面、率先布局海外的轮胎龙头企业	5
1.1 深耕轮胎行业二十余载	5
1.2 股权结构稳定，激励机制较为完善	6
1.3 前瞻布局海外，产品覆盖全面	8
1.4 全球化稳步推进带动业绩提升	9
2. 轮胎长期需求有支撑，中国轮胎崛起	11
2.1 轮胎需求偏刚性，替换市场大有可为	11
2.2 竞争格局：中国轮胎崛起，性价比开启“全球替代”	14
2.3 行业景气度：2024 年以来轮胎行业延续高景气	18
3. 全球化布局遥遥领先，海外基地优势显著	23
3.1 加速全球化布局，海外基地优势显著	24
3.2 海外盈利能力远高于国内	28
4. 产学研一体化构筑技术壁垒，“液体黄金”推动品牌发展	29
4.1 “液体黄金”是轮胎领域里程碑式的中国原始创新	30
4.2 巨胎打破海外长期垄断	33
5. 盈利预测、估值与投资建议	36
5.1 盈利预测	36
5.2 估值与投资建议	37
6. 风险提示	38

图表目录

图表 1：公司历史回溯	6
图表 2：公司股权结构图（截至 2024 年一季报）	7
图表 3：2023 年员工持股计划	7
图表 4：公司产能梳理（截至 2024Q1）	8
图表 5：2013-2023 年公司营收 CAGR 为 12.5%	10
图表 6：2013-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 29%	10
图表 7：公司海外毛利占比高、增速快	10
图表 8：公司海外毛利率远高于国内毛利率	10
图表 9：公司 ROE 和净利率整体上行	11
图表 10：公司期间费用率稳中有降	11
图表 11：全球轮胎销售额（亿美元）	12
图表 12：全球轮胎销量（百万条）	12
图表 13：全球全钢配套结构	12
图表 14：全球全钢替换结构	12
图表 15：全球半钢配套结构	13
图表 16：全球半钢替换结构	13
图表 17：全球汽车保有量稳步上行	13
图表 18：中国汽车保有量及增速	14
图表 19：2022 年世界千人保有量对比	14
图表 20：我国新能源汽车产销量	14
图表 21：中国新能源汽车渗透率	14
图表 22：近年来轮胎巨头工厂关闭情况梳理	15
图表 23：全球轮胎行业 CR3 和 CR10（按销售额算）	15
图表 24：全球轮胎 75 强上榜中国企业数量及收入占比	15
图表 25：全球轮胎 75 强	16
图表 26：国内外轮胎价格对比（美国市场）	17
图表 27：世界通胀仍处相对高位	17
图表 28：胎企成本构成对比（原材料=100）	17

图表 29:	中国轮胎企业数量大幅下降	18
图表 30:	轮胎板块归母净利润	19
图表 31:	中国橡胶轮胎外胎月度产量高于往年同期	19
图表 32:	轮胎行业库存去化	19
图表 33:	国内半钢胎开工率高企	20
图表 34:	国内全钢胎开工率平稳	20
图表 35:	轮胎主要原材料(橡胶)价格变化	20
图表 36:	轮胎其他原材料价格变化	20
图表 37:	中国集装箱运价	21
图表 38:	泰国出口集装箱海运费	21
图表 39:	美国汽油消费量	22
图表 40:	美国柴油消费量	22
图表 41:	美国半钢胎月度进口量(万条)	22
图表 42:	美国全钢胎月度进口量(万条)	22
图表 43:	美国半钢胎月度进口结构	23
图表 44:	美国全钢胎月度进口结构	23
图表 45:	欧洲乘用车替换胎销量	23
图表 46:	欧洲卡客车替换胎销量	23
图表 47:	部分国家对中国轮胎贸易政策限制(包括东南亚基地)	24
图表 48:	中国对美出口轮胎数量下滑	25
图表 49:	中国出口到欧盟的全钢胎数量下滑(吨)	25
图表 50:	中国主要轮胎企业海外建厂产能(截至 2024 年 5 月, 不完全统计)	26
图表 51:	公司海外基地税收优惠政策优势明显	27
图表 52:	越南反补贴税率较低, 柬埔寨暂未有双反税率	27
图表 53:	公司海外爬坡/拟建项目及预期利润	28
图表 54:	中国轮胎企业海外工厂净利润情况	29
图表 55:	2015-2022 年中国轮胎企业海外收入情况	29
图表 56:	海外工厂净利润增速大于总利润增速	29
图表 57:	公司 ROE 行业领先	29
图表 58:	公司产学研一体化	30
图表 59:	“液体黄金”发展历程	31
图表 60:	“液体黄金”打破魔鬼三角定律	32
图表 61:	传统轮胎、绿胎、“液体黄金”性能比较	32
图表 62:	液体黄金轮胎宣传	32
图表 63:	全球 OTR 市场规模有望稳定增长	33
图表 64:	2021 年全球 OTR 消费结构	33
图表 65:	美国制造业投资额	33
图表 66:	美国采矿业产能利用率高企	33
图表 67:	国内采矿业、煤炭开采和洗选开工率	34
图表 68:	我国基建固定资产投资完成额累计同比	34
图表 69:	2016 年世界最大吋级的 53/80R63 轮胎下线	34
图表 70:	赛轮 53/80R63 巨胎	34
图表 71:	赛轮轮胎非公路轮胎产能规划(万吨)	35
图表 72:	米其林 OTR 营业利润率高于半钢、全钢胎	35
图表 73:	普利司通 OTR 营业利润率高于半钢、全钢胎	35
图表 74:	公司盈利预测(亿元)	36
图表 75:	可比公司估值表	37

1. 产品布局全面、率先布局海外的轮胎龙头企业

赛轮轮胎成立于 2002 年，2003-2009 年，公司完成了半钢胎/全钢胎/非公路胎的产品布局，产品覆盖全面。作为首家拥有海外基地的中国胎企，公司现有国内 4 个生产基地以及越南和柬埔寨两个海外基地，同时规划青岛董家口、印尼和墨西哥生产基地，加速全球化布局。经营层面，通过产能持续扩张，公司营收和净利润稳步增长，已形成了资本开支-利润的良性循环。

1.1 深耕轮胎行业二十余载

赛轮集团股份有限公司前身是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，总部位于山东青岛。公司是最早“出海”的中国轮胎企业，成立二十余年来，始终以“做好一条轮胎”为最高使命，目标到 2025 年实现技术自主化、制造智能化、品牌国际化，成为在全球范围内有影响力的轮胎企业。

公司第一条轮胎于 2003 年下线，2006 年第一条全钢工程胎试制成功，2007 年公司完成股份制改革，2009 年第一条全钢子午线巨胎试制成功。2011 年 6 月在上交所挂牌上市，成为中国首家 A 股上市的民营轮胎企业。

2012 年 4 月开启越南基地建设，同年 8 月收购沈阳和平为全资子公司，次年越南一期成功投产。

2014 年完成对金宇实业控股权收购，组建赛轮金宇集团。

2019 年 3 月公司与固铂在越南合资的 ACTR 项目开工，同年 11 月正式投产。

2020 年 2 月公司东营工厂启动年产 2700 万套半钢胎扩建项目，同年 11 月沈阳工厂年产 300 万套全钢胎项目投产。

2021 年公司启动潍坊技改、越南三期、柬埔寨一期项目，产能持续扩张。

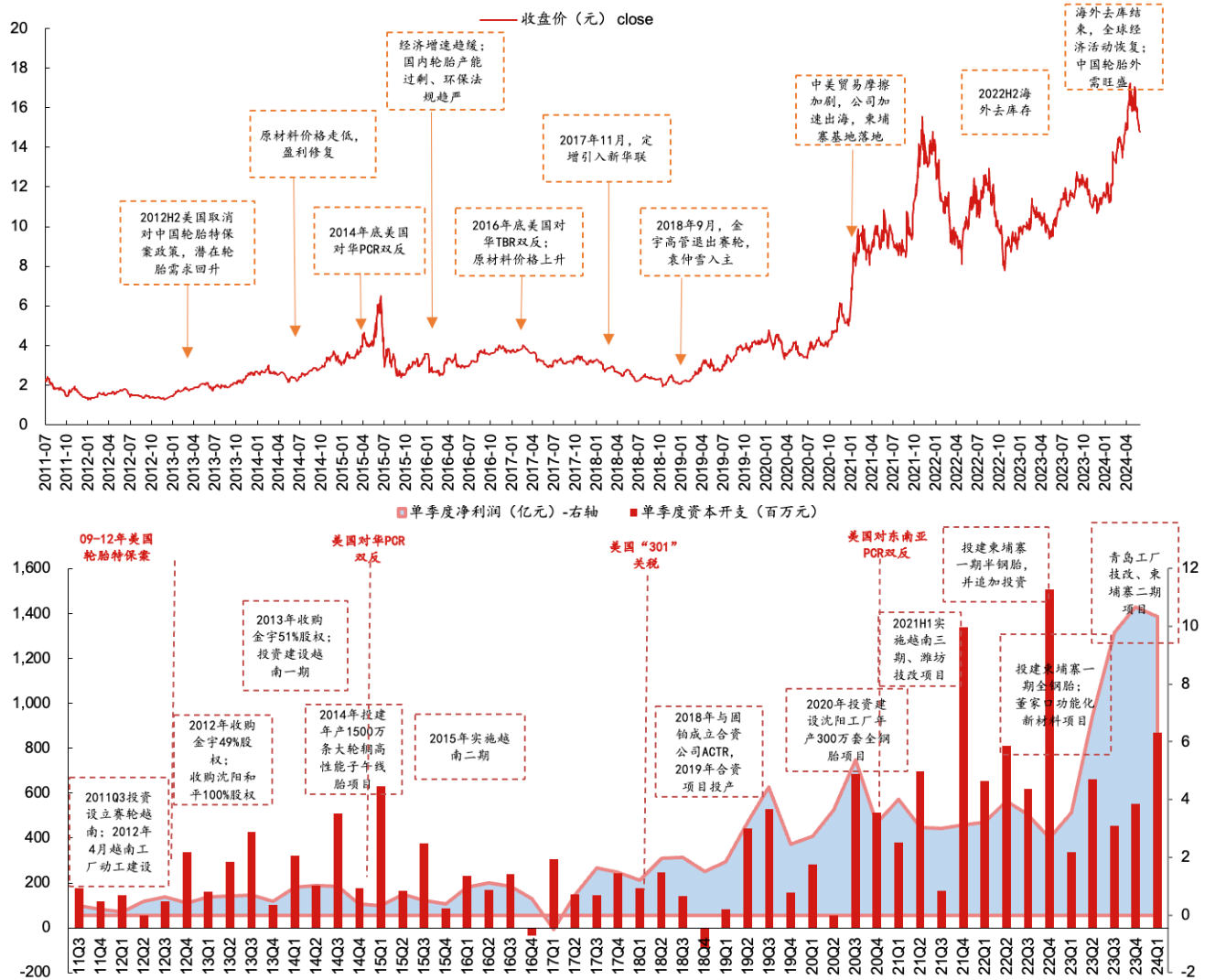
2022 年公司计划建设青岛董家口轮胎及功能化新材料项目；柬埔寨一期 900 万条/年半钢胎项目正式投产，165 万条/年全钢胎项目全线贯通；越南三期 5 万吨/年非公路轮胎项目基本建设完成。

2023 年 1 月，公司拟对青岛工厂非公路轮胎项目进行技改，将非公路轮胎中 49 吋以下的规格调整为 49 吋以上(含 49 吋)的规格；同年 10 月，公司拟投资建设柬埔寨 600 万条/年半钢胎项目；12 月，公司拟与墨西哥 TD 成立合资公司并投资建设 600 万条/年半钢胎项目，加速推进国际化进程。

2024 年 1 月，公司拟对建设柬埔寨 600 万条/年半钢胎项目追加投资至 1200 万条/年。

2024年3月，公司公告拟投资建设“印尼年产360万条子午线轮胎与3.7万吨非公路轮胎项目”。

图表1：公司历史回溯



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

1.2 股权结构稳定，激励机制较为完善

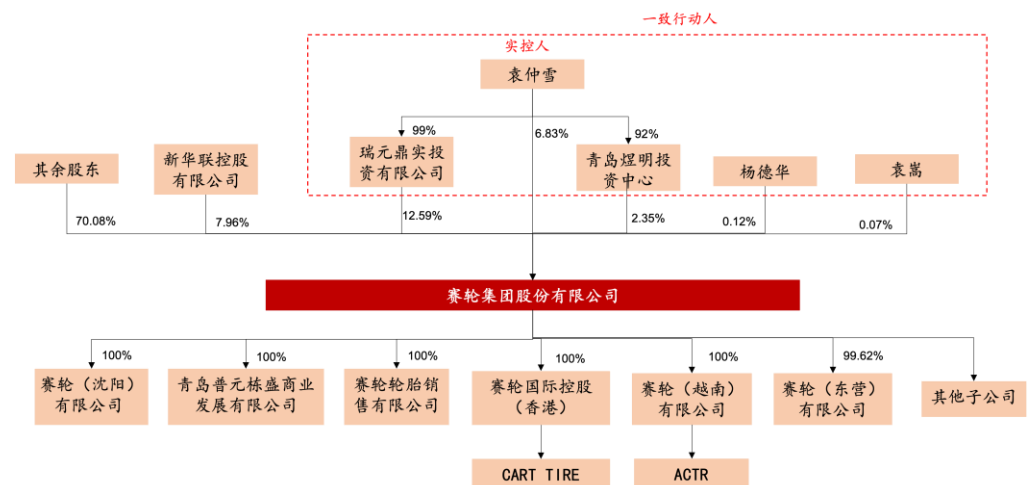
公司实际控制人为袁仲雪。2018年公司管理层进行了调整，原董事长杜玉岱先生辞职，袁仲雪先生接任董事长，并在2020年通过协议转让、委托管理等方式成为公司实际控制人。实际上，袁仲雪在2000年时便担任软控股份董事长，并兼任赛轮轮胎董事，直至2009年辞去赛轮轮胎高管职位全力管理软控股份，2018年辞去软控股份董事长职位后回归赛轮轮胎。2022年末，公司进行了董事会换届选举，原执行副总裁、财务总监刘燕华女士接任董事长，袁仲雪先生则为公司名誉董事长和董事。

股权结构集中、稳定。截至2024年一季度，袁仲雪直接持有公司6.83%股份，

并通过瑞元鼎实投资、青岛煜明投资间接持有公司 12.46%、2.16%的股份；袁仲雪之子袁嵩持有公司 0.07%股份；袁仲雪配偶杨德华直接持有公司 0.12%股份。瑞元鼎实投资、青岛煜明投资、袁嵩、杨德华为袁仲雪的一致行动人，袁仲雪及一致行动人合计持股 21.97%。股权结构趋于集中和稳定，为公司长远发展奠定了基础。

实控人深耕轮胎行业多年，经验和资源丰富。袁仲雪先生现任国家橡胶与轮胎工程技术研究中心主任，轮胎先进装备与关键材料国家工程研究中心副主任，中国橡胶工业协会高级副会长、企业执行主席等职位，长期致力于面向橡胶轮胎等传统行业的工业自动化、信息化研究，并注重科研成果转化，其在轮胎领域积累的丰富经验和资源持续助力公司发展。

图表2：公司股权结构图（截至 2024 年一季报）



资料来源：Wind，国联证券研究所

公司的激励机制较为完善。2023 年 7 月，公司发布 2023 年员工持股计划，涉及公司已回购公司普通股股份合计 5990 万股，分三期解锁，重点考核 2023-2025 年的净利润增长率（均以 2022 年净利润为基数）。本期股权激励计划彰显公司对未来发展的信心，同时充分调动员工积极性，促进公司长期发展。

图表3：2023 年员工持股计划

参与对象	解锁期	锁定期	解除限售比例	业绩考核目标
公司(含分公司、全资子公司及控股子公司)董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工，不超过 75 人	第一个解锁期	12 个月	40%	以 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 30%
	第二个解锁期	24 个月	30%	以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 60%
	第三个解锁期	36 个月	30%	以 2022 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 90%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.3 前瞻布局海外，产品覆盖全面

公司产品覆盖全面。公司轮胎产品覆盖全面，主要为半钢胎、全钢胎和非公路轮胎，广泛应用于乘用车、轻型载重车、客车、重卡、工程机械等多个领域。目前拥有赛轮、黑鹰、迈池等多个品牌，产品畅销欧、美、亚、非等一百八十多个国家和地区。

国内外产能稳步推进。目前公司拥有青岛、东营、沈阳、潍坊四个国内工厂和越南、柬埔寨两个海外工厂，并稳步推进国内董家口工厂和海外墨西哥工厂，2023年公司全钢胎、半钢胎、非公路轮胎平均产能分别为5600万条/年、1380万条/年、17.3万吨/年。未来伴随国内潍坊技改项目、青岛董家口项目建成投产，以及海外柬埔寨1200万条/年半钢胎项目、墨西哥600万条/年半钢胎项目、印尼360万条/年子午线轮胎和3.7万吨/年非公路胎项目建成投产后，公司将拥有10300万条/年半钢胎、2600万条/年全钢胎和44.7万吨/年非公路轮胎产能。

公司海外布局走在前列，选址优势显著。公司是中国最早在海外建厂的轮胎企业，2009年为期三年的美国轮胎特保案对中国轮胎出口造成较大冲击，公司决定去越南建厂，增加更多出口渠道，打开了更广阔的海外销售市场，同时也带来了丰厚的利润。2020年美国对越南、泰国地区进行“双反”调查后，公司迅速布局柬埔寨基地，21年3月开工，同年11月投产。2023年12月，公司公告拟在墨西哥与当地企业成立合资公司，投资建设600万条/年半钢胎项目，成为首家在北美建厂的中国胎企，墨西哥工厂更贴近北美消费市场，有助于公司业务的顺利开展的同时增强抗风险能力。

图表4：公司产能梳理（截至2024Q1）

工厂	轮胎	有效产能						设计产能	预计投产时间
		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E		
越南	半钢	1100	1200	1200	1250	1400	1600	1600	2024年
	全钢	160	160	160	200	240	260	260	
	非公路	3.6	5	6	7	8	10	10	2025年3月
越南 ACTR	全钢	120	265	265	265	265	265	265	-
柬埔寨（一期）	半钢			400	900	900	900	900	
	全钢				90	165	165	165	2024年
柬埔寨（二期）	半钢					300	1200	1200	2024年H2
青岛董家口	半钢							2000	2024-2027年
	全钢							1000	
	非公路							15	
	功能新材料							50	
青岛	半钢	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	-
	全钢	270	320	320	325	350	350	350	2024年
	非公路	3.7	5	5.6	5.3	6	6	6	2024年

东营	半钢	2050	2400	2400	2450	2700	2700	2700	2024年
沈阳	全钢	200	400	450	500	500	500	500	-
潍坊	半钢		50	160					2024年
	非公路			0.86	5	9	10	10	
墨西哥(51%权益)	半钢						600	600	2025年
印尼	半钢						300	300	2025年
	全钢						3.7	60	
	非公路							3.7	
海外产能合计	半钢	1100	1200	1600	2150	2600	4600	4600	
	全钢	280	425	425	555	670	693.7	750	
	非公路	3.6	5	6	7	8	10	13.7	
合计	半钢	4150	4650	5160	5600	6300	8300	10300	
	全钢	750	1145	1195	1380	1520	1543.7	2600	
	非公路	7.3	10	12.46	17.3	23	26	44.7	

资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：全钢胎和半钢胎单位为万条/年，非公路胎单位为万吨/年，功能新材料单位为万吨/年

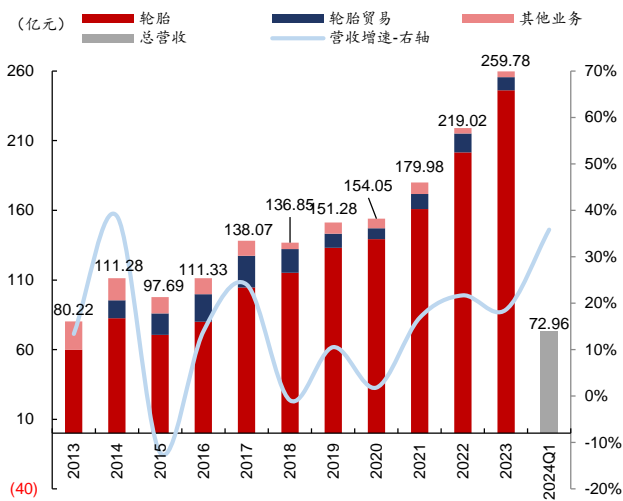
1.4 全球化稳步推进带动业绩提升

上市以来，公司借助资本市场的力量积极扩充产能，产销量增加带动营收和净利润稳步提升。2013-2023年，公司营收由80.2亿元增加至259.8亿元，CAGR为12.5%，其中营收增幅较大的包括2014年、2017年、2022年和2023年，主要由越南一期、越南二期及柬埔寨一期的投产贡献。

归母净利润增速整体高于营收增速，主要由于海外工厂盈利能力高于国内。2013-2023年，公司归母净利润由2.45亿元增至30.91亿元，CAGR高达29%，2021-2022年受劳动力短缺、经济增长放缓、海运费上涨、下游需求下滑等不利影响，公司归母净利润有所承压。2023年以来，伴随海外去库、海运费回归正常水平、下游需求回暖、原材料价格下降，公司业绩得到显著修复并创历史新高。

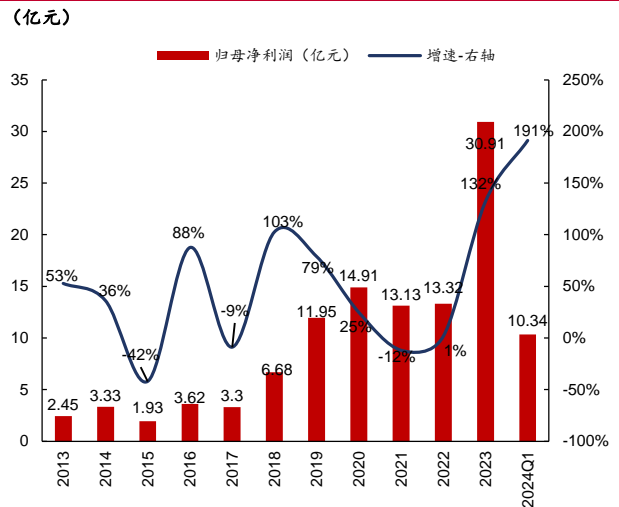
2024年以来，轮胎行业高景气延续，2024Q1公司实现营收/归母净利润73.0/10.3亿元，同比增长36%/191%。

图表5: 2013-2023 年公司营收 CAGR 为 12.5%



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

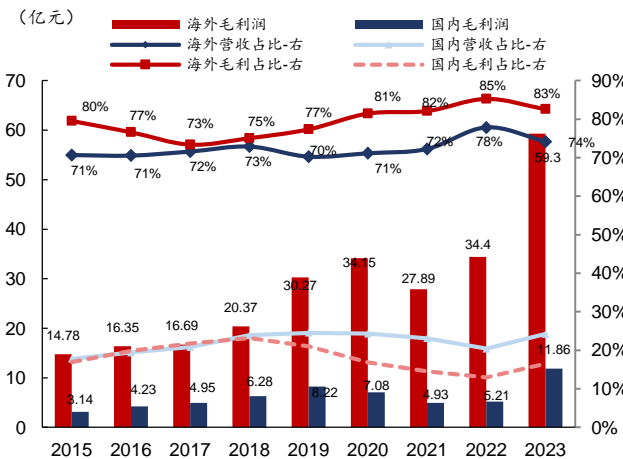
图表6: 2013-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 29%



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

海外工厂贡献大部分利润。上市以来, 公司发展的重心逐渐转向海外, 2015-2023 年, 国内工厂毛利润整体较稳定, 而海外毛利润实现大幅增长, 2023 年, 公司海外毛利润占比为 83%; 毛利率为 30.8%, 显著高于国内毛利率 18.8%, 海外已成为公司盈利的重要支柱。

图表7: 公司海外毛利占比高、增速快



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表8: 公司海外毛利率远高于国内毛利率

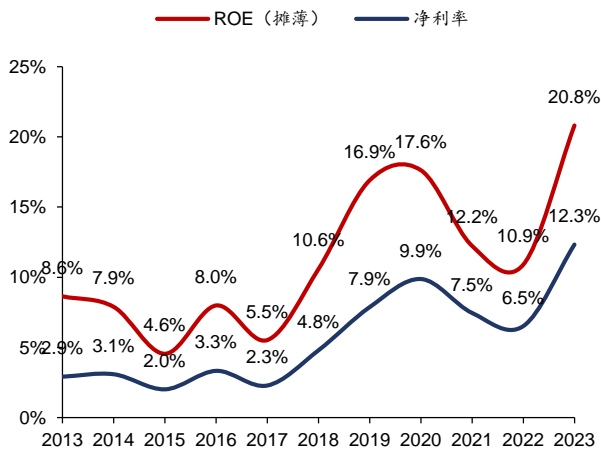


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

公司 ROE 和净利率整体上行。受益于持续提升的外销占比和运营管理效率, 公司 ROE 由 2015 年的 4.6% 增长至 2020 年的 17.6%, 净利率由 2015 年的 2.0% 增长至 2020 年的 9.9%, 2021-2022 年行业景气不佳致 ROE 和净利率承压下行。2023 年行业景气回暖, ROE 和净利率分别提升至 20.8% 和 12.3%。

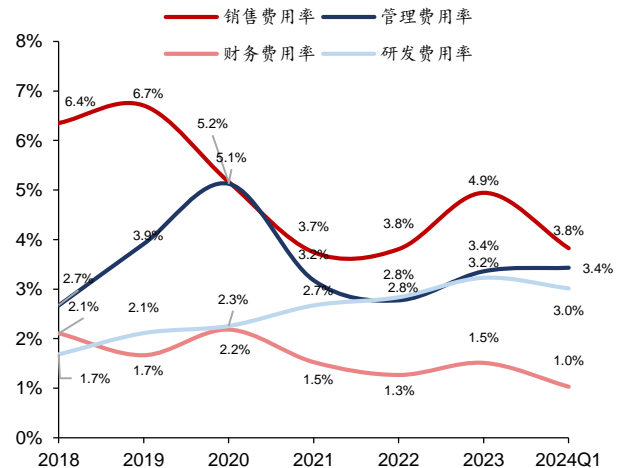
期间费用率稳中有降。2023 年受股权激励费用大幅增加影响, 公司管理费用率增加至 3.4%, 期间费用率合计增加至 13%。2024Q1 公司期间费用率下降至 11.3%。

图表9：公司 ROE 和净利率整体上行



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表10：公司期间费用率稳中有降



资料来源：公司公告，国联证券研究所

2. 轮胎长期需求有支撑，中国轮胎崛起

轮胎是典型的中游行业，全球市场规模超 1800 亿美元，其中替换市场销量占比 70% 以上，因此相较于下游汽车行业需求偏刚性，且受益于汽车保有量稳步增长，长期需求有支撑。另一方面海内外落后产能加速退出，供给格局持续改善。

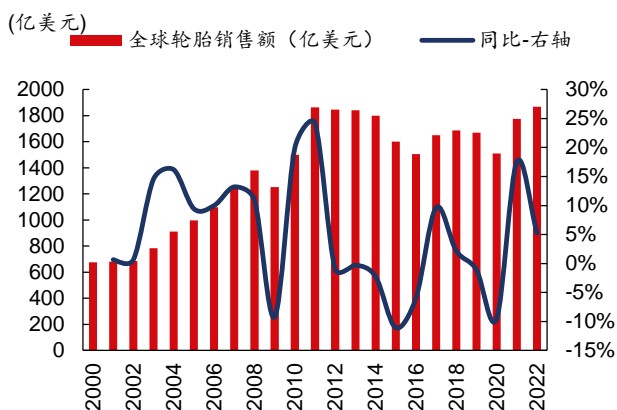
短期来看，2024 年以来轮胎行业仍处于高景气，节后轮胎企业库存持续去化，半钢胎开工率高企。海外美国进口需求旺盛，欧洲半钢胎需求显著恢复。成本端原材料和海运费短期上涨对公司影响或有限。

2.1 轮胎需求偏刚性，替换市场大有可为

全球轮胎市场接近两千亿美元规模。2008 年金融危机后，全球经济迎来复苏，2009-2017 年全球汽车产销量保持稳定高增长，轮胎需求稳步增长。2017 年后，国际轮胎市场增长趋缓，但始终维持一个接近两千亿美元左右的规模。据美国《轮胎商业》统计，2022 年全球轮胎市场销售额（75 强总销售额）达到 1868 亿美元，同比增长 5%。

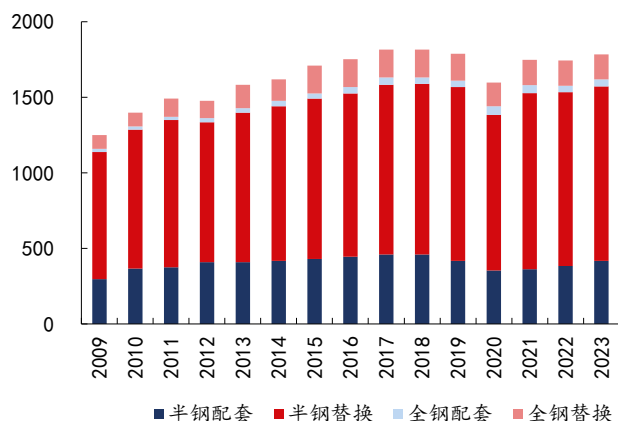
轮胎长期需求有支撑。轮胎需求来源于两方面，一是增量车轮胎配套需求，二是存量车轮胎替换需求，替换市场销量占轮胎市场 70% 以上，主要受益于汽车保有量提升，长期需求有支撑，且相较于下游汽车行业需求偏刚性。据米其林年报，2023 年全球轮胎销量达到 17.85 亿条，其中半钢胎配套需求 4.17 亿条，替换需求 11.56 亿条；全钢胎配套需求 0.47 亿条，替换需求 1.65 亿条，整体已恢复至 2019 年水平。

图表11: 全球轮胎销售额 (亿美元)



资料来源:《橡胶与塑料》,《轮胎商业》,Bloomberg, 国联证券研究所

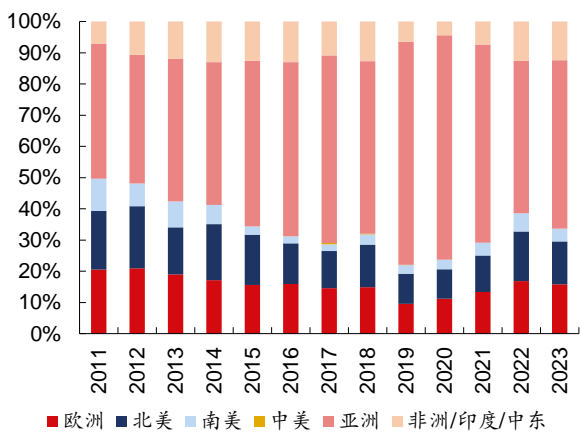
图表12: 全球轮胎销量 (百万条)



资料来源: 米其林年报, 国联证券研究所

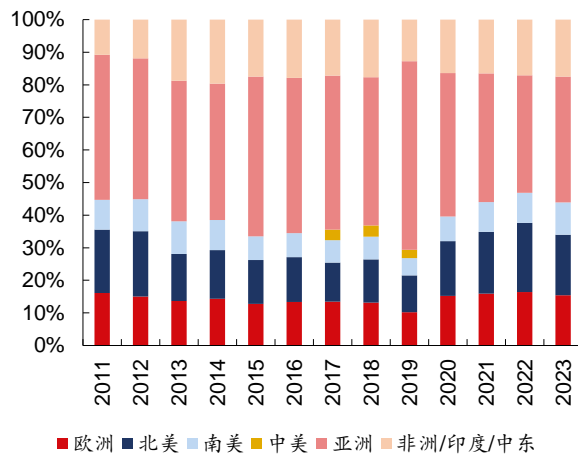
分区域来看, 配套需求以亚洲为主, 替换需求则以欧美为主。据米其林年报, 2023 年全钢配套市场中亚洲占比 54%, 欧美 (北美+欧洲) 占比 30%; 全钢替换市场中亚洲占比 40%, 欧美占比 35%。半钢配套市场中亚洲占比 50%, 欧美占比 38%; 半钢替换市场中亚洲占比 24%, 欧美占比 59%。综合来看, 欧美需求替换市场占比大, 需求量较稳定; 亚洲配套需求更大, 需求波动性更高。

图表13: 全球全钢配套结构



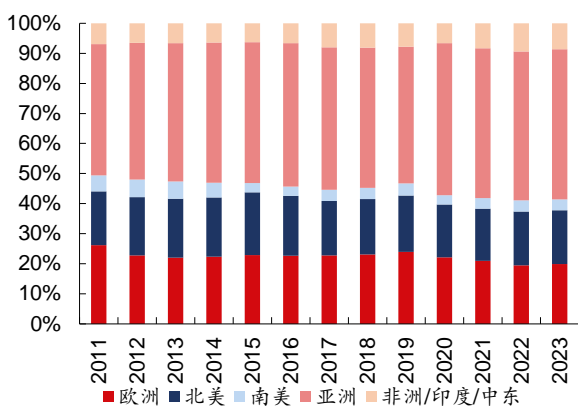
资料来源: 米其林年报, 国联证券研究所

图表14: 全球全钢替换结构



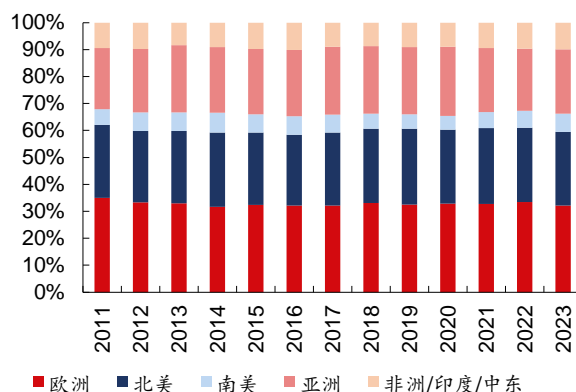
资料来源: 米其林年报, 国联证券研究所

图表15: 全球半钢配套结构



资料来源: 米其林年报, 国联证券研究所

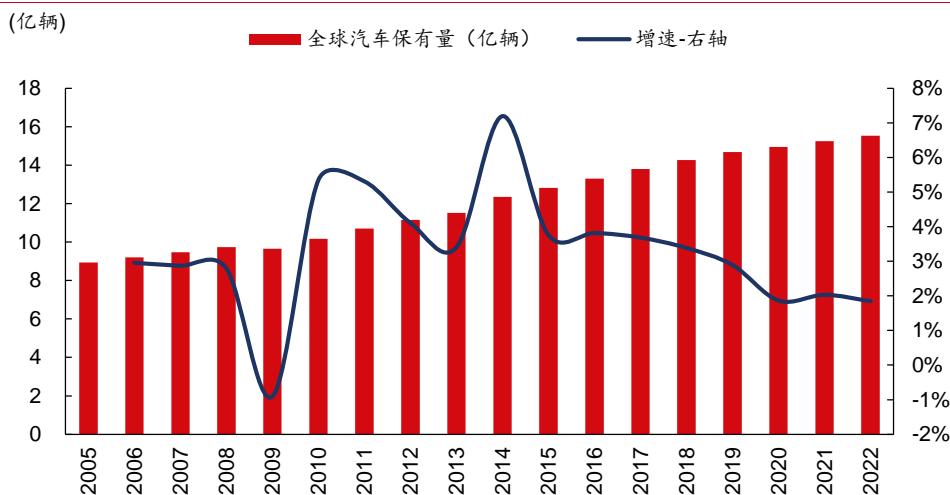
图表16: 全球半钢替换结构



资料来源: 米其林年报, 国联证券研究所

替换市场方面, 汽车保有量稳定增长带动轮胎替换需求, 我国千人保有量仍有较大空间。伴随世界经济的发展和人们消费水平的提高, 全球汽车保有量稳步增加, 据 OICA, 2005-2022 年, 全球汽车保有量由 9 亿辆增至 15.5 亿辆左右, CAGR 为 3.3%, 全球替换胎市场基本盘较大。据公安部, 我国汽车保有量由 2010 年的 0.9 亿辆增长至 2023 年 3.36 亿辆, CAGR 为 10.6%, 然而我国千人汽车保有量相较发达国家仍处低位, 根据世界银行, 2022 年我国千人汽车保有量为 225 辆, 我国汽车市场仍有较大增长空间。

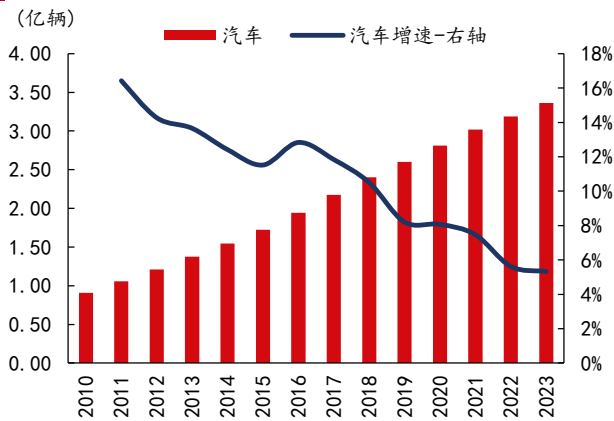
图表17: 全球汽车保有量稳步上行



资料来源: 国际汽车制造商协会, 国联证券研究所

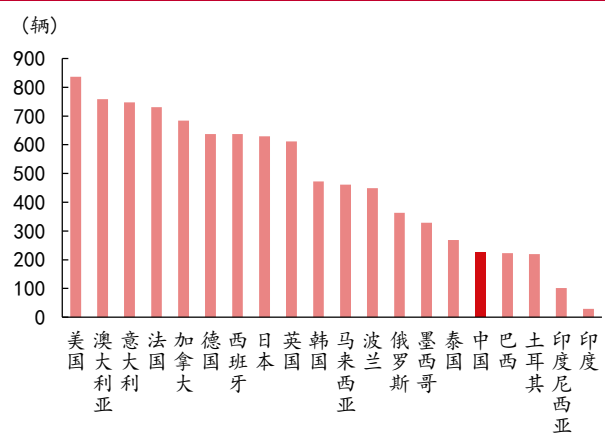
注: 2015-2022 年数据由国联化工根据全球汽车销量及年报废率 3.5% 测算

图表18: 中国汽车保有量及增速



资料来源: 公安部, 国联证券研究所

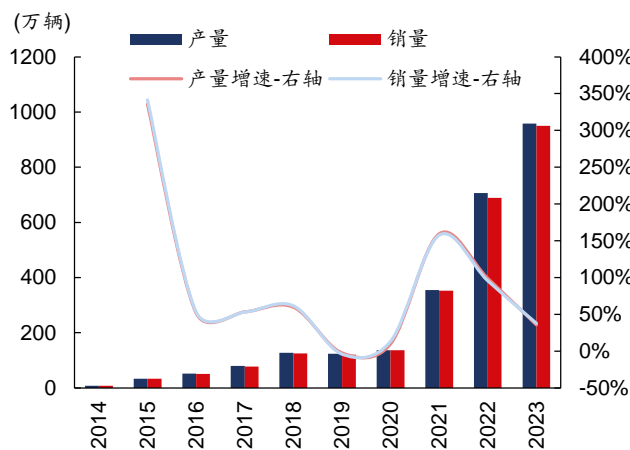
图表19: 2022年世界千人保有量对比



资料来源: 世界银行, 国联证券研究所

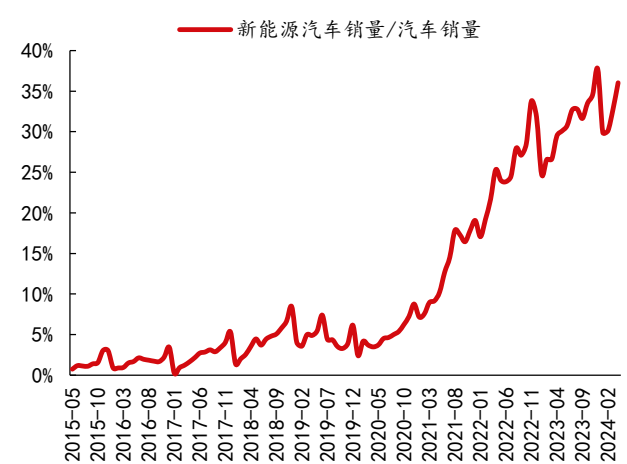
配套市场方面, 我国新能源汽车高速增长带动配套需求。近年来, 我国大力支持新能源汽车产业发展, 在补贴政策扶优扶强导向推动下, 我国新能源汽车实现高速增长, 据中汽协, 2023年我国新能源汽车产销量分别为958.7万辆和949.5万辆, 同比增长36%和38%, 新能源车销量占汽车销量的比例整体亦持续抬升, 2024年4月已达36%。目前, 截至2023年底, 中国新能源车保有量渗透率仅6%, 未来伴随新能源汽车快速发展, 半钢胎配套市场或有广阔的发展空间。

图表20: 我国新能源汽车产销量



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

图表21: 中国新能源汽车渗透率



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

2.2 竞争格局: 中国轮胎崛起, 性价比开启“全球替代”

轮胎市场是一个充分竞争的市场, 经过数十年的发展, 全球轮胎市场格局基本保持稳定。美国《轮胎商业》杂志评选出的全球轮胎企业75强排行榜中, 米其林、普利司通、固特异三家公司长年排名三甲, 被公认为是世界级的轮胎企业, 2022年市场份额分别为15.1%、14.2%和9.6%, 合计占全球轮胎市场份额的39%, 属于全球轮胎市场第一梯队。此外, 大陆集团、住友橡胶、倍耐力、韩泰、优科豪马、中策橡

胶和正新轮胎常年维持在全球前十。

全球头部胎企份额呈下降趋势。近年来海外资本开支增长缓慢，尤其疫情以来资本支出大幅收缩，轮胎巨头们部分旧工厂因年久失修及利润率低而逐渐退出，为国产轮胎提供良机。据轮胎商业，2022 年全球轮胎销售额 CR3 和 CR10 分别为 39%和 64%，较 2000 年分别下降了 17pct 和 18pct，较 2009 年分别下降了 5.4pct 和 5.1pct。

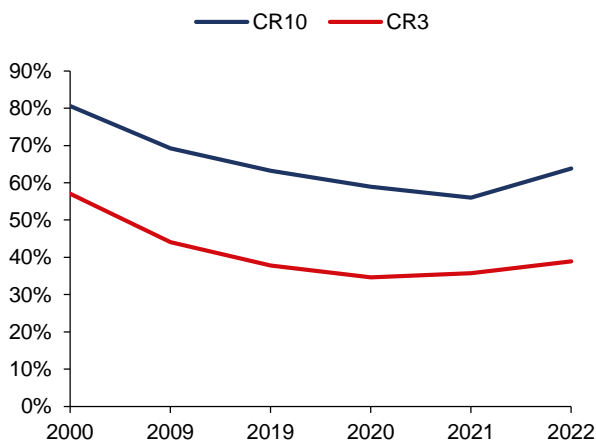
图表22：近年来轮胎巨头工厂关闭情况梳理

公司名称	关闭时间	关闭工厂	所在国家	关闭原因
米其林	2020.6.1	邓迪工厂	英国	/
	2020 年末	La Roche-sur-Yon 卡车轮胎工厂	法国	/
普利司通	2019-2021	班贝格轮胎工厂	德国	/
	2020.11.15	伊丽莎白斜交胎工厂	南非	工厂关闭后转为子午线轮胎生产线
固特异	2021.4	Bethune 工厂	法国	竞争激烈，收益下降
	2020 年底	加兹登工厂	美国	/
德国马牌	2021 年底	亚琛工厂	德国	/
倍耐力	2021 年中	Gravatai	巴西	转移至圣保罗 Campinas 工厂
通亿欧	2021.6.1	Silverstone Berhad	马来西亚	产能落后

资料来源：观研天下，国联证券研究所

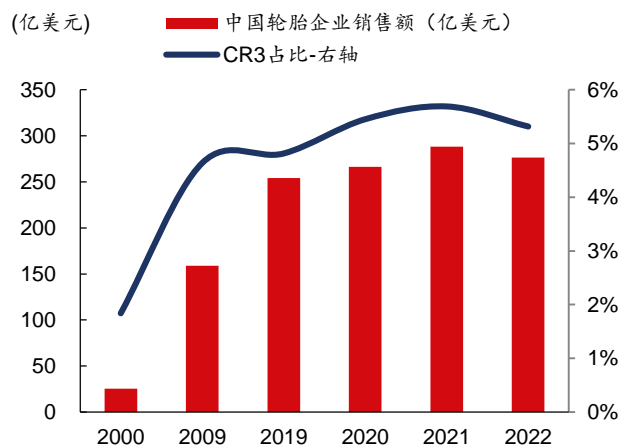
中国胎企份额持续向上。2022 年全球轮胎 75 强中中国大陆企业占 31 家，较 2009 年的 22 家增加 9 家；中国胎企销售额占全球比例为 14.8%，较 2000 年和 2009 年分别提升 11.1pct 和 2.2pct。上榜企业中，除中策橡胶常年排名前十外，赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟、贵州轮胎近五年排名也有明显进步，2022 年中国大陆 CR3 销售额占比为 5.32%，较 2000 年和 2009 年分别提升 3.5pct 和 0.7pct，中国胎企逐渐成为全球轮胎市场一抹亮丽的风景线。

图表23：全球轮胎行业 CR3 和 CR10（按销售额算）



资料来源：轮胎商业，国联证券研究所

图表24：全球轮胎 75 强上榜中国企业数量及收入占比



资料来源：轮胎商业，国联证券研究所
注：不包含港澳台地区

图表25：全球轮胎 75 强

2023 年 排名	轮胎企业	国家/地 区	22 年销售额 (亿美元)	22 年全球 市占率	2022 年 排名	2021 年 排名	2020 年 排名	2019 年 排名	2018 年 排名
1	米其林	法国	282.6	15.13%	1	1	1	2	2
2	普利司通	日本	266.0	14.24%	2	2	2	1	1
3	固特异	美国	178.9	9.58%	3	3	3	3	3
4	大陆集团	德国	124.2	6.65%	4	4	4	4	4
5	住友橡胶	日本	71.6	3.83%	5	5	5	5	5
6	倍耐力	意大利	69.6	3.73%	6	7	6	6	6
7	韩泰轮胎	韩国	63.1	3.38%	7	6	7	7	7
8	优科豪马	日本	57.4	3.07%	9	8	8	8	8
9	中策橡胶	中国	41.8	2.24%	8	9	10	9	10
10	正新橡胶	中国台湾	36.8	1.97%	10	10	9	10	9
11	东洋轮胎	日本	34.7	1.86%	11	11	12	11	12
12	赛轮轮胎	中国	32.9	1.76%	15	17	17	18	19
13	阿波罗轮胎	印度	31.4	1.68%	16	15	15	14	16
14	MRF 公司	印度	28.8	1.54%	12	16	16	15	15
15	佳通轮胎	新加坡	28.4	1.52%	17	14	11	12	11
16	锦湖轮胎	韩国	27.6	1.48%	13	18	18	16	14
17	玲珑轮胎	中国	24.6	1.32%	18	12	14	17	17
18	耐克森轮胎	韩国	21.3	1.14%	21	20	19	21	21
19	JK 轮胎	印度	18.7	1.00%	19	22	23	22	24
20	诺记轮胎	芬兰	17.7	0.95%	23	19	21	21	21
23	双钱轮胎	中国	14.0	0.75%	26	25	28	30	27
24	建大轮胎	中国	13.8	0.74%	22	25	28	26	26
25	三角轮胎	中国	13.3	0.71%	25	21	27	25	22
28	浦林成山	中国	12.3	0.66%	35	30	34	35	33
30	贵州轮胎	中国	10.7	0.57%	34	29	32	34	36
32	双星轮胎	中国	9.6	0.51%	39	34	31	31	28
33	森麒麟	中国	9.1	0.49%	33	37	39	39	57
34	昊华轮胎	中国	9.1	0.49%	43	35	22	23	38
39	风神轮胎	中国	6.9	0.37%	44	31	33	32	29
47	通用股份	中国	5.7	0.31%	46	51	47	43	41
CR75 销售额 (亿美元)			1778.2	95.18%		1696.0	1414.5	1594.7	1616.0
全球销售额 (亿美元)			1868.2	100.00%		1775.0	1489.5	1665.7	1691.0

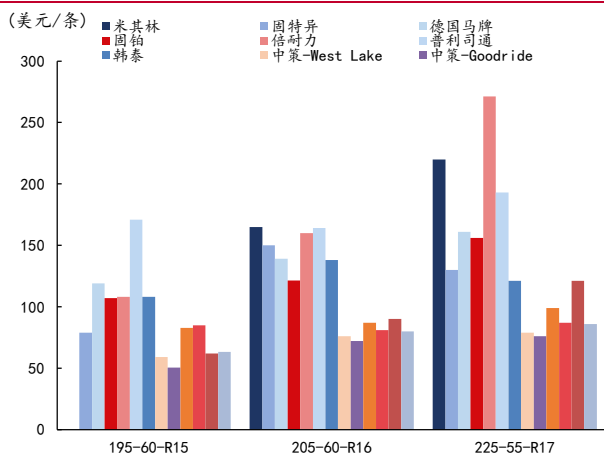
资料来源：轮胎商业，《2018-2023 年度世界轮胎 75 强排行榜评析》，国联证券研究所

中国胎企崛起背后的原因是海外高通胀和高利率背景下中国轮胎性价比凸显，而高性价比源于我国完善的工业配套体系和较低的劳动力成本。

伴随产业发展和企业研发制造实力提升，近年来我国轮胎品质已有了大幅提升，部分已经可以比肩海外龙头厂商中高端产品，但终端销售价格远低于龙头品牌 50% 或以上，而欧美对轮胎有刚性替换需求，在高通胀和高利率背景下，中国的高性价比轮胎更受海外终端消费者青睐。

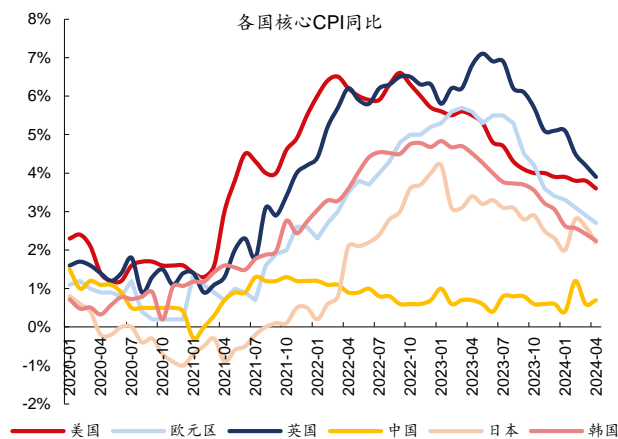
中长期来看，中国轮胎高性价比竞争优势有望保持，主要得益于较低的劳动力成本和制造费用带来的成本优势。在海外消费降级的趋势下，中国轮胎有望持续抢占外资金额。

图表26：国内外轮胎价格对比（美国市场）



资料来源：SimpleTire, 国联证券研究所

图表27：世界通胀仍处相对高位



资料来源：美国劳工部, 欧盟统计局, 英国统计局, 日本统计局, 韩国央行, 国家统计局, 国联证券研究所

图表28：胎企成本构成对比（原材料=100）

项目	米其林	PTGT	玲珑轮胎	赛轮轮胎	通用股份	森麒麟
营业成本	314	151	136	152	140	137
-原材料	100	100	100	100	100	100
-人工	104	22	10	8	9	5
-折旧及摊销	29	8	10	8	/	/
-能源动力	/	14	9	7	/	9
-其他	81	8	8	30	32	23
期间费用	67	25	18	20	16	8
-销售费用	18	9	5	7	4	4
-管理费用	34	7	5	5	6	5
-研发费用	10	/	7	5	4	3
-财务费用	5	9	1	2	3	-4
税金	10	0	1	1	1	0
其他	6	-2	0	3	-1	5
净利润	30	1	3	11	1	22
营业收入	427	176	157	186	157	173

资料来源：各公司公告, 国联证券研究所

注：PTGT 是东南亚地区最大的集成轮胎制造商；米其林其他营业成本项包含能源动力等；PTGT 为 2021 年数据，其他均为 2022 年数据；通用股份其他营业成本项包含能源动力和其他制造费用等；森麒麟其他营业成本项包含能源动力等

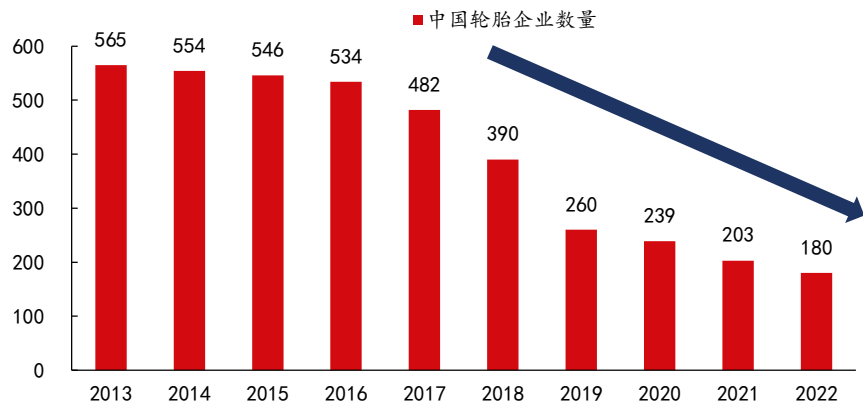
国内轮胎加速洗牌，集中度持续提升。

经过几十年的发展，我国依靠前期投资扩产成为世界第一大轮胎生产国，与此同时，我国轮胎行业面临产能相对过剩、低端产品同质化严重的现状。

作为国内轮胎产能生产主要集中区域，山东省制定了淘汰落后和化解过剩产能

方案。2014年初，山东省政府原则通过了《化解产能严重过剩矛盾的实施意见》，轮胎等行业被列入山东省产能过剩行业。在环保压力和资金链断裂的双重压力下，中小轮胎企业开始进入出清的阶段。2022年6月，山东省工业和信息化厅发布《2022年山东省利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案》，加速落后产能退出，据车与轮，2022年我国轮胎企业数量为180家，较2016年的534家已经明显下降，行业集中度持续提升。

图表29：中国轮胎企业数量大幅下降



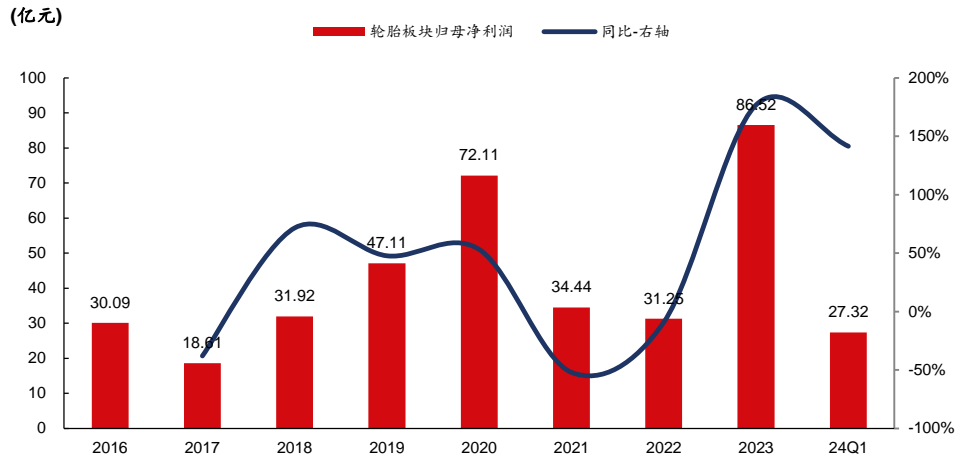
资料来源：车与轮店主联盟，国联证券研究所

2.3 行业景气度：2024年以来轮胎行业延续高景气

2023年轮胎板块景气上行，利润同比大幅增长。2021-2022年，原材料涨价、运输受阻、东南亚遭遇“双反”、国内汽车产销下滑等不利因素影响轮胎企业利润。2023年以来，伴随胎企去库、海运费回归正常水平、下游需求回暖、原材料价格下降，叠加头部胎企海外扩产，轮胎板块呈现景气上行，2023年轮胎板块9家上市公司归母净利润合计86.5亿元，同比增长177%。

2024年以来行业延续高景气。从板块归母净利润来看，2024Q1轮胎板块9家上市公司归母净利润合计27.3亿元，同比增长141%，环比增长5%，整体呈现“淡季不淡”。

图表30: 轮胎板块归母净利润



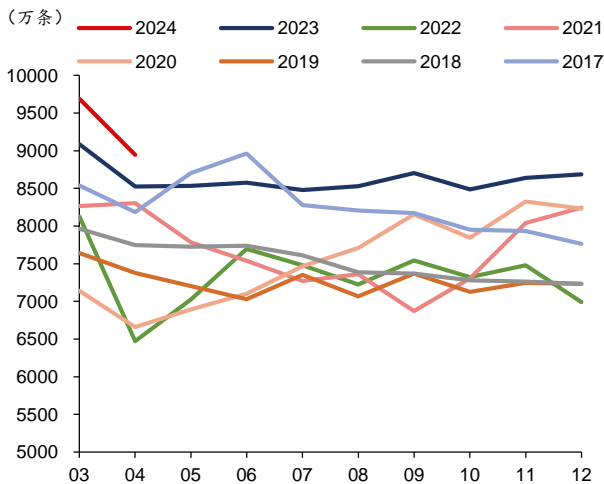
资料来源: Wind, 国联证券研究所

注: 选取 A 股上市公司赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟、通用股份、三角轮胎、贵州轮胎、风神股份、佳通轮胎、青岛双星为样本

1) 生产端: 半钢胎生产热度高, 全钢胎维稳

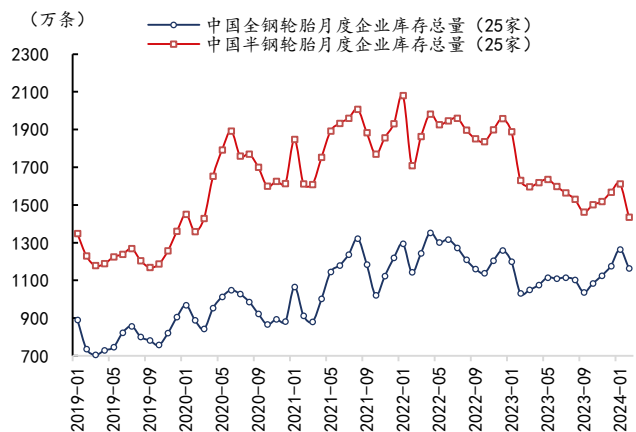
国内轮胎生产热度高, 2024 年 3-4 月, 中国橡胶轮胎外胎产量分别为 9691/8945 万条, 高于 2017-2023 年同期水平。从库存和开工率来看, 春节后轮胎行业开工率快速修复并维持高位, 尤其半钢胎开工率一度达 80%, 创过去五年新高。企业库存亦持续去化, 截至 2 月末, 全钢胎企业库存同/环比分别+13%/-8%, 半钢胎企业库存同/环比分别-12%/-11%, 处于近三年较低水平。

图表31: 中国橡胶轮胎外胎月度产量高于往年同期



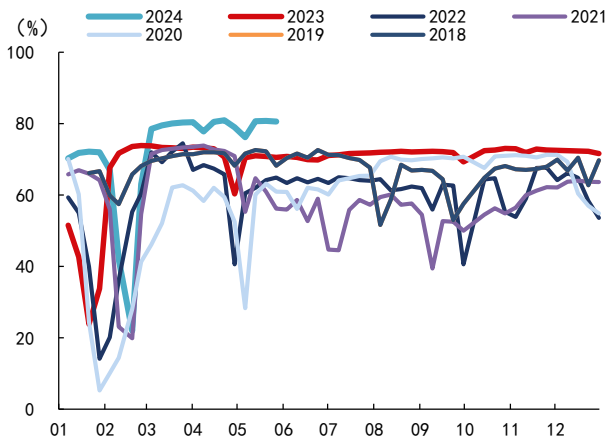
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表32: 轮胎行业库存去化



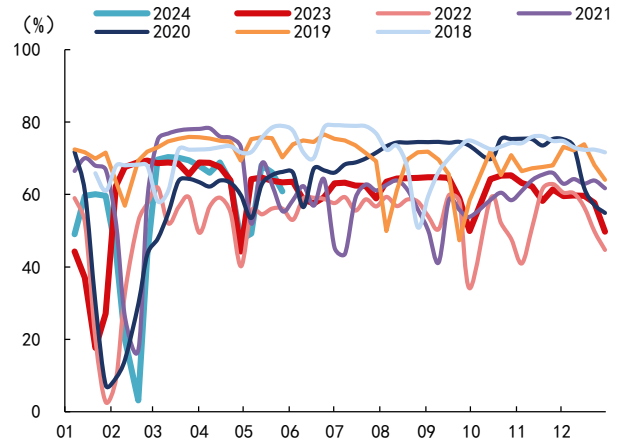
资料来源: 卓创资讯, 国联证券研究所

图表33: 国内半钢胎开工率高企



资料来源: 中国橡胶信息贸易网, 国联证券研究所

图表34: 国内全钢胎开工率平稳



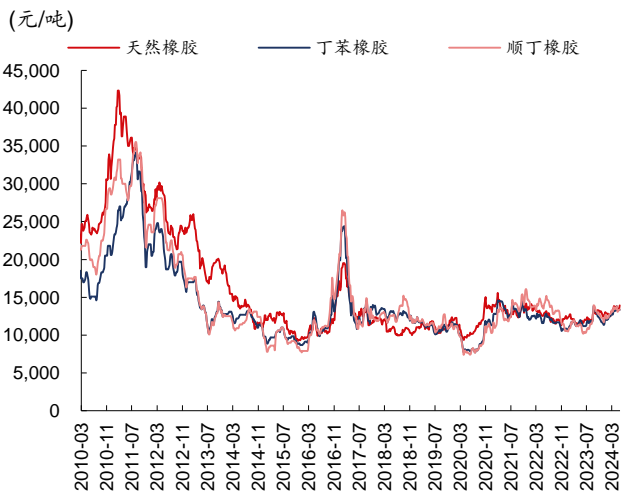
资料来源: 中国橡胶信息贸易网, 国联证券研究所

2) 成本端: 橡胶价格短期仍存支撑, 海运费影响或有限

天然橡胶、合成橡胶和炭黑是轮胎占比最大的成本项, 5月以来, 天然橡胶、合成橡胶价格略有上扬, 而炭黑价格有所回落。

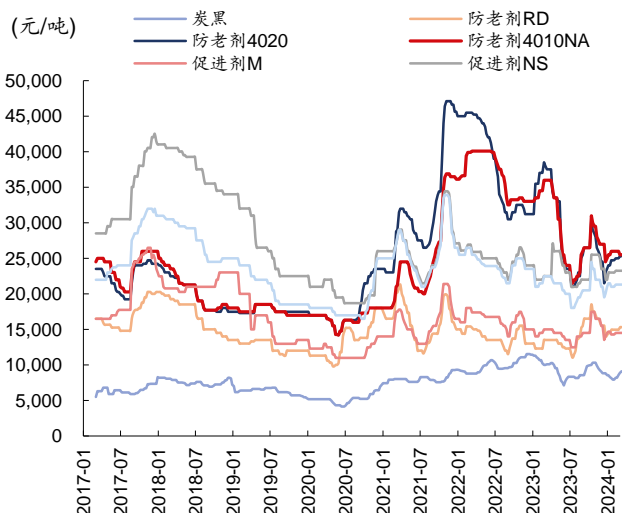
橡胶方面, 2024年5月以来, 天然橡胶产区受干旱气候影响割胶进度不及正常水平, 供应偏紧支撑天然橡胶价格略有上涨, 合成橡胶受天然橡胶涨价带动价格亦有所上涨。截至2024年5月31日, 天然橡胶/丁苯橡胶/顺丁橡胶市场价格分别为14600/14200/14100元/吨, 较5月初分别+8.6%/+6.8%/+6.0%, 分别处于16%/25%/24%历史分位。短期看天然橡胶供应端的支撑有望延续, 但下游高价拿货意愿不高, 叠加割胶季到来后天然橡胶供应有望增加, 价格涨幅或有限。其他原材料方面, 近期炭黑价格有所回落, 橡胶助剂价格保持稳定。

图表35: 轮胎主要原材料(橡胶)价格变化



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表36: 轮胎其他原材料价格变化



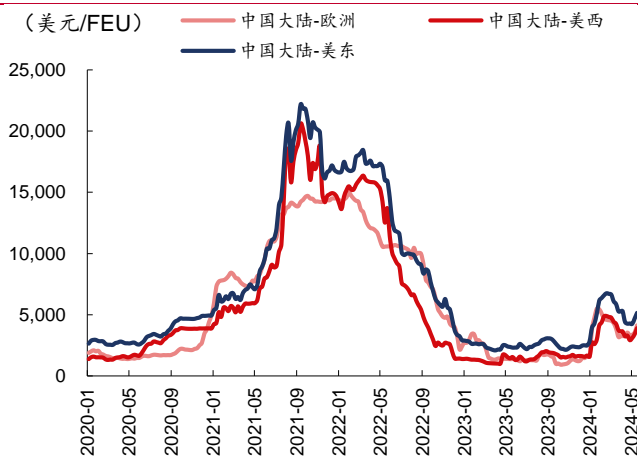
资料来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

海运费反弹对胎企成本端影响或有限。

近期，中东地缘冲突加剧、巴西对中国新能源车加征关税预期、货量变化带来的舱位紧张、船司签约季等因素共同导致海运费大幅上涨。据 Bloomberg，截至 2024 年 5 月 17 日，中国大陆-欧洲/中国大陆-美西/中国大陆-美东航线集装箱运价达到 4134/3894/5158 美元/FEU，较 2024 年 5 月 3 日分别上涨 23%/26%/21%；据 TNSC，截至 2024 年 5 月 14 日，泰国-欧洲/泰国-美西/泰国-美东海运费分别为 4650/4200/5400 美元/FEU，较 4 月 30 日抬升 72%/17%/17%。

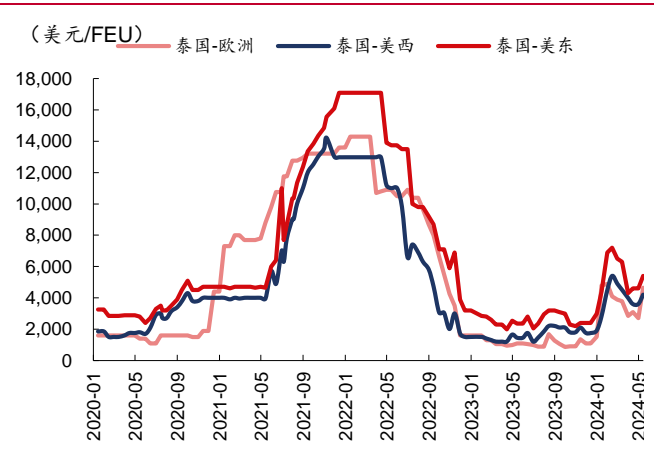
海运费主要影响轮胎的出口业务，若海运费大幅上涨可能影响海外客户的下单节奏和胎企发货节奏。从盈利角度，轮胎企业对海外客户销售以 FOB 计价模式为主，即客户承担运费，且部分胎企业如赛轮轮胎 2024 年对部分航线签署了长约，海运费上涨对公司利润率影响或有限。

图表37：中国集装箱运价



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表38：泰国出口集装箱海运费

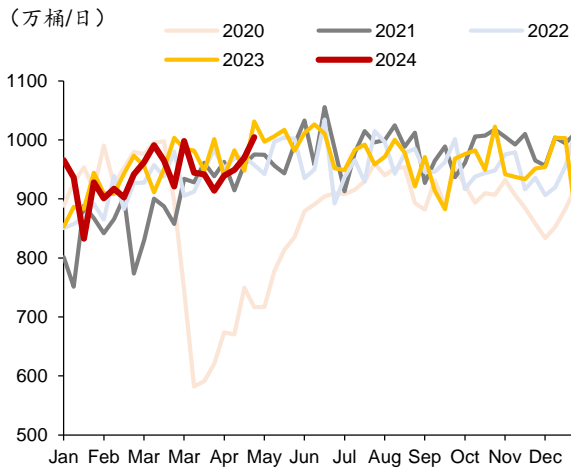


资料来源：TNSC，国联证券研究所

(3) 需求端：美国进口需求旺盛，欧洲需求维稳

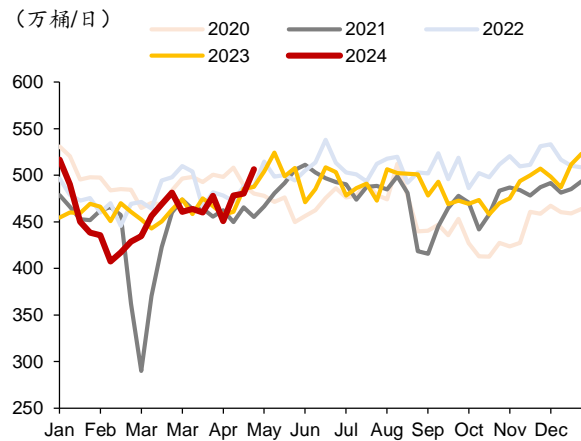
据 EIA，2024 年 5 月以来，美国汽柴油消费量显著增加，伴随夏季出行旺季的到来，Q2-Q3 半钢胎、全钢胎替换需求有望增长。

图表39: 美国汽油消费量



资料来源: EIA, 国联证券研究所

图表40: 美国柴油消费量

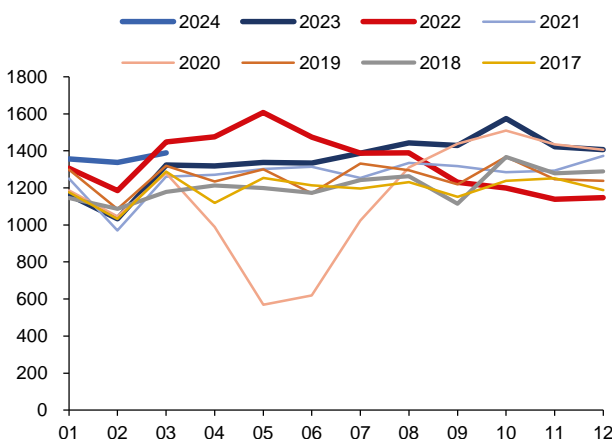


资料来源: EIA, 国联证券研究所

美国进口需求较好。据 USITC, 2024 年 1-3 月, 美国进口半钢胎/全钢胎分别 4081/1519 万条, 同比增长 16%/34%, 整体高于 2017-2023 年同期。其中, 进口自泰国/越南/柬埔寨的半钢胎数量同比分别+31%/+43%/+38%; 全钢胎数量同比分别+43%/+76%/-30%。

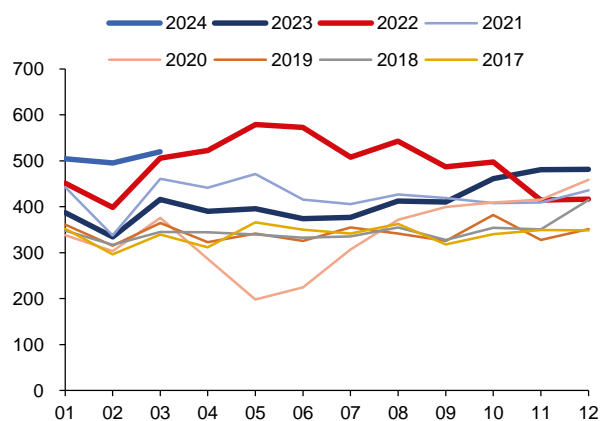
进口结构释放积极信号。美国进口自泰国、越南的半钢胎数量占比自 2022Q4 开始低位回升, 伴随赛轮轮胎的投产, 进口自柬埔寨的半钢胎数量占比自 2022 年持续提升。据 USITC, 2024 年 3 月美国进口自泰国/越南/柬埔寨半钢胎数量占比分别为 24.7%/9.4%/4.6%, 同比+4.9pct/2.5pct/+1.1pct。此前由于泰国全钢胎反倾销调查影响, 部分泰国订单转移至越南和柬埔寨, 2024 年 3 月, 进口自泰国/越南/柬埔寨全钢胎数量占比分别为 30.4%/15.9%/7.5%, 同比+5.1pct/+5.1pct/-5.3pct, 环比-1.8pct/+1.8pct/+1.6pct。

图表41: 美国半钢胎月度进口量 (万条)



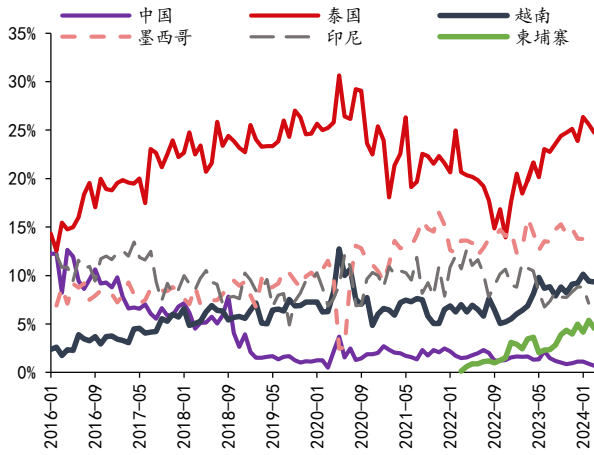
资料来源: USITC, 国联证券研究所

图表42: 美国全钢胎月度进口量 (万条)



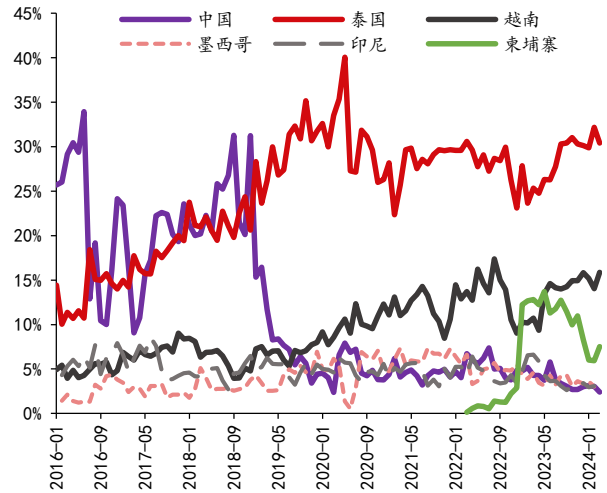
资料来源: USITC, 国联证券研究所

图表43: 美国半钢胎月度进口结构



资料来源: USITC, 国联证券研究所

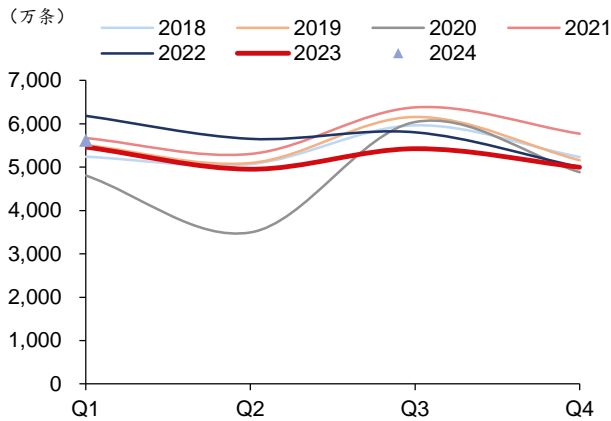
图表44: 美国全钢胎月度进口结构



资料来源: USITC, 国联证券研究所

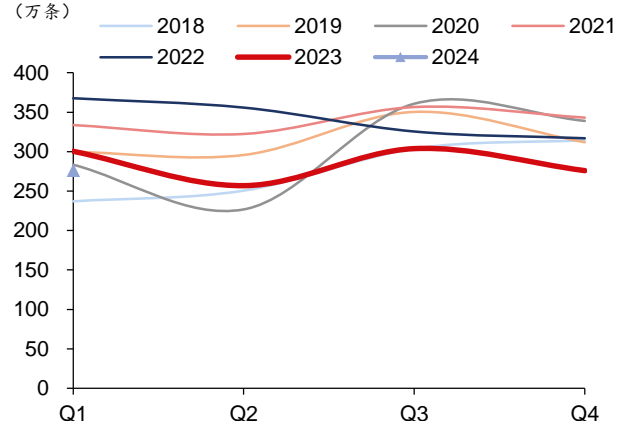
欧洲乘用车胎替换需求明显回暖, 卡客车胎需求仍待修复。据 ESTMA, 2024 年 Q1 欧洲乘用车替换胎销量为 5624 万条, 同比增长 3%, 环比增长 13%; 卡客车替换胎销量为 276 万条, 同比减少 8%, 环比持平。

图表45: 欧洲乘用车替换胎销量



资料来源: ETRMA, 国联证券研究所

图表46: 欧洲卡客车替换胎销量



资料来源: ETRMA, 国联证券研究所

3. 全球化布局遥遥领先, 海外基地优势显著

公司前瞻布局海外基地, 选址能力优秀, 目前越南基地无反倾销税率, 仅有 6.23% 的反补贴税率, 且赛轮越南企业所得税率较低; 柬埔寨基地也暂无双反税率, 且企业所得税免税期较长, 税收优惠政策优势明显。

此外, 公司将新增墨西哥和印尼基地, 完善全球化布局, 不仅能提升抗风险能力, 还能享受海外高利润市场, 增厚公司业绩。未来伴随全球化布局稳步推进, 公司竞争

力有望持续增强。

3.1 加速全球化布局，海外基地优势显著

我国轮胎产业多次被关税制裁。贸易作为劳动密集型及出口导向型产业，我国轮胎产业也多次遭遇了海外多国的关税限制，尤其是美国和欧盟这两大全球轮胎消费地区陆续对我国轮胎征收了高额关税，直接削弱我国轮胎在直接出口方面的高性价比优势。

“双反”措施实施后，中国向美国和欧盟出口的轮胎数量显著减少。据海关总署，2022年中国向美国出口轮胎4215万条，较2013年出口量减少逾4500万条，累计减少52%；2022年中国向欧盟27国+英国出口全钢胎数量18.1万吨，较2017年（限制前）减少19.3万吨，累计下滑52%。

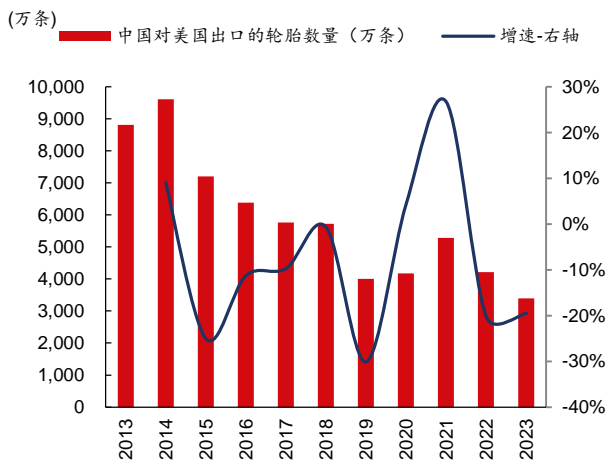
图表47：部分国家对中国轮胎贸易政策限制（包括东南亚基地）

国家	开始时间	终裁时间	名称	涉及轮胎产品	结果及贸易保护措施
美国	-	2009年6月	中美轮胎特保案	乘用车胎及轻卡胎	2009年9月开始连续三年对中国输美乘用车及轻卡胎分别加征55%/45%/35%从价特别关税
	2013年12月	2014年2月	对华新重启工程机械轮胎反倾销情势变迁复审	工程轮胎	终裁决定惩罚税率为16.18%-105.59%
	2014年7月	2015年8月	对华半钢子午线轮胎“双反”调查	乘用车胎及轻卡胎	终裁认定我国半钢胎征收反倾销和反补贴合并税率30.61%-107.68%；2018年3月行政复议终裁延续双反裁定，合并税率为22.18%-107.68%
	2016年2月	2017年2月	对华全钢子午线轮胎“双反”调查	卡客车轮胎	2017年2月中国轮胎行业取得终裁胜诉，反倾销和反补贴不成立
	2018年11月	2019年2月	重启对华全钢子午线轮胎“双反”调查	卡客车轮胎	对中国相关轮胎企业实行反倾销和反补贴，全国统一合并税率为42.31%
	-	2018年8月	中美贸易冲突加征关税	多种轮胎	美国商务部对华输美轮胎产品加征25%关税
	2020年5月	2021年5月	对东南亚半钢胎提出“双反”调查	乘用车胎及轻卡胎	2020年12月美国商务部公布双反初裁结果：泰国反倾销初裁税率为13.25%-22.21%，越南为0%-22.3%，韩国为14.24%-38.07%，中国台湾为52.42%-98.44%；越南反补贴税率为6.23%-10.08%。 2021年5月公布双反终裁结果：泰国反倾销终裁税率为14.62%-21.09%，越南为0-22.30%，韩国为14.72%-27.05%，中国台湾为20.04%-101.84%；越南反补贴税率为6.23%-7.89%。
	2022年9月	2024年1月	对泰国半钢胎提出“双反”复审	乘用车胎及轻卡胎	2023年7月美国商务部公布复审初裁结果，森麒麟泰国复审初裁单独税率为1.24%；另一家强制应诉企业日本住友轮胎（泰国公司）的初裁单独税率为6.16%；其他泰国出口美国的轮胎企业初裁税率为4.52%。 2024年1月公布复审终裁结果，维持初裁结果不变。

2023年10月	对泰国全钢胎提出反倾销调查	卡客车轮胎	美国钢铁工人协会向美国商务部提出对泰国全钢胎进行反倾销调查申请
2024年5月	对泰国全钢胎反倾销初裁	卡客车轮胎	美国商务部发布了对泰国全钢胎反倾销初裁，作为应诉企业之一的浦林成山获0%税率，普利司通和其他企业获2.35%税率。
欧洲 2017年8月	对华卡客车轮胎反倾销调查	卡客车轮胎	2018年11月终裁决定此后5年中国输入欧盟卡客车轮胎需缴纳42.73-61.76欧元/条固定惩罚税

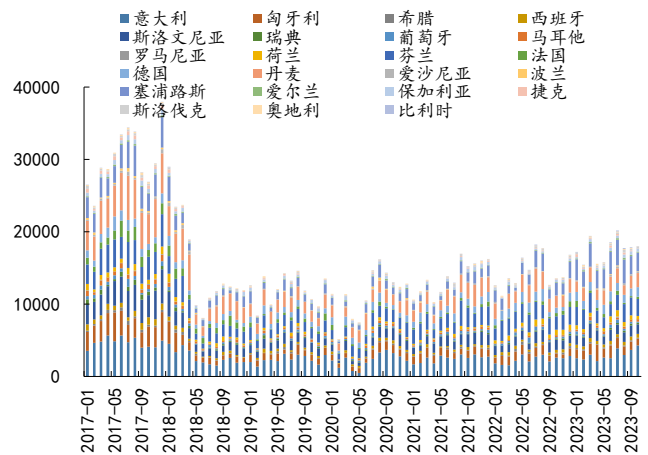
资料来源：美国商务部，轮胎商业，国联证券研究所

图表48：中国对美出口轮胎数量下滑



资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表49：中国出口到欧盟的全钢胎数量下滑 (吨)



资料来源：海关总署，国联证券研究所

“出海”是破解贸易壁垒的有效措施。2011年以来，为了从源头上规避贸易制裁的影响，同时从根本上解决公司远离原材料供应市场和产品出口市场这种“两头在外”的经营模式弊端，国内有实力的轮胎企业陆续布局海外生产基地，而后通过海外基地出口至欧美。

公司最早出海，选址能力优秀。通过梳理胎企海外布局情况，可以观察到公司是首家在海外建厂的轮胎企业，且近10年来从未停止海外扩产的脚步。2020年美国开始对泰国、越南进行双反调查后，公司迅速布局柬埔寨基地，仅用了9个月就顺利完工投产。目前越南基地企业所得税率较低，半钢胎无反倾销率，仅有6.23%的反补贴税率，而全钢胎和非公路轮胎暂无双反税率；柬埔寨基地也暂无双反税率，且企业所得税免税期较长。

图表50：中国主要轮胎企业海外建厂产能（截至2024年5月，不完全统计）

企业	基地	项目产能			(预计)投产时间
		半钢胎 (万条/年)	全钢胎 (万条/年)	非公路胎 (万条/年)	
赛轮轮胎	越南（一期+二期）	1300	160	5（万吨）	2013 一期/2015 二期
	越南（与固铂合资）		265		2019
	越南（三期）	300	100	5（万吨）	2025 年 3 月
	柬埔寨（一期）	900	165		2022
	柬埔寨（二期）	1200			2024
	墨西哥	600			2025
	印尼	300	60	3.7	2025
玲珑轮胎	泰国（一期+二期）	1200	120		2014 一期/2015 二期
	泰国（三期）	300	60	40	2018
	塞尔维亚	1200	160	22	2023 全钢/2024 半钢
森麒麟	泰国（一期）	1200			2015
	泰国（二期）	600	200		2023
	西班牙	1200			2025
	摩洛哥（一期）	600			2025
	摩洛哥（二期）	600			2025
贵州轮胎	越南（一期）		120		2022
	越南（二期）		80	15	2024
中策橡胶	泰国（一期+二期）	850	210		2015
	泰国（三期）	500	140		2021
双钱轮胎	泰国		180	5	2017
通用股份	泰国（一期）	600	130		2021
	泰国（二期）	600	50		2025
	柬埔寨（一期）	500	90		2023
	柬埔寨（二期）	350	75		2024
浦林成山	泰国（一期+二期）	800	200		2020 一期/2022 二期
青岛双星	越南	850	80		2021
	柬埔寨	700	150		2024
福临轮胎	马来西亚	300	50		2018
朝阳浪马	巴基斯坦（一期）		72		2022
	巴基斯坦（二期+三期）		168		2024/2025
昊华轮胎	斯里兰卡	750	150		2020（已破产）
	越南	1200	240		2025
金宇轮胎	越南（一期）		200		2021
	越南	300			2025
山东银宝	泰国	300	120		2018
截至2023年底合计		10500	2562		
2022年美国出货量（万条）		29890	3310		
2022年欧洲销量（万条）		45700	3460		
2022年欧美合计需求（万条）		75590	6770		
主要轮胎企业占欧美总需求比例		14%	38%		

资料来源：各公司公告，轮胎商业网，车轱辘，国联证券研究所

图表51：公司海外基地税收优惠政策优势明显

企业	基地	税收政策
赛轮轮胎	越南 ACTR (与固铂合资)	自企业有收入年度起 15 年内企业所得税率为 10%，自产生应税收入之日起 4 年内免缴企业所得税，以后 9 年减按 50% 税率征收企业所得税(即税率为 5%)。 (2024 年越南将实行 15% 全球最低税)
	越南	15 年内企业所得税率为 10%，自产生应税收入之日起 4 年内免缴企业所得税，以后 9 年减按 50% 税率征收企业所得税(即税率为 5%) (2024 年越南将实行 15% 全球最低税)
	柬埔寨	享受启动期(2 年)+免税期(3 年)+优惠期(2 年)免税优惠。CART TIRE 自登记证书颁发之日 (2021 年 6 月 28 日) 起，共享受 7 年的免征企业所得税优惠。
	墨西哥	项目所在地企业所得税 30%，增值税 16%。
	印尼	企业所得税率 22%。
森麒麟	泰国	企业所得税率 20%，产生业务收入之日起享受 8 年内免交泰国所得税，5 年减半的征收的优惠政策
	摩洛哥	企业产生业务收入之日起前 5 年免缴企业所得税，从第 6 年起减半征收即 15%。
通用股份	泰国	运营前 8 年免征所得税，之后 3 年所得税按 50%；进口设备免关税。
	柬埔寨	自启动期(第一笔收款开启启动期，启动期最长持续 3 年)内实现盈利当年起享受 3 年免税期，所得税豁免过期后，享受相关税收优惠，为期 6 年。
玲珑轮胎	泰国	产生业务收入之日起享受八年内免交、五年减半征收泰国企业所得税的优惠政策

资料来源：各公司公告，国联证券研究所

图表52：越南反补贴税率较低，柬埔寨暂未有双反税率

国家/地区	企业	反倾销税		反补贴税
		复审前	复审后	
泰国		复审前	复审后	/
	森麒麟	17.06%	1.24%	/
	日本住友	14.59%	6.16%	/
	玲珑轮胎	21.09%	4.52%	/
	其他	17.06%	4.52%	/
韩国	韩泰	38.07%	/	/
	耐克森	14.24%	/	/
	其他	27.81%	/	/
越南	赛轮轮胎	/	/	6.23%
	锦湖	/	/	7.89%
	建大、普利司通、优科豪马	/	/	6.46%
	其他	22.30%	/	/

资料来源：美国商务部，森麒麟公告，国联证券研究所

公司将新增墨西哥和印尼基地，完善全球化布局。公司在海外已有越南、柬埔寨两大工厂，目前越南一期/二期处于正常经营状态，越南三期年产 300 万套半钢胎、100 万套全钢胎及 5 万吨非公路轮胎项目延期至 2025 年 3 月投产。柬埔寨一期年产 900 万条半钢胎和 165 万条全钢胎产能持续提升中，柬埔寨二期年产 1200 万条半钢胎项目拟于 2024 年内投产。

公司分别于 2023 年 12 月和 2024 年 3 月公告拟投建墨西哥和印尼工厂，根据项目规划，墨西哥项目预计可实现年收入 15.6 亿元，年净利润 2.9 亿元；印尼项目预计可实现年收入 19.2 亿元，年净利润 4.7 亿元。在建+拟建项目合计可贡献年收入 135 亿元，年净利润 27.5 亿元，为公司提供业绩弹性。

据赛轮集团公众号，墨西哥工厂已于 2024 年 5 月 15 日开工奠基。

图表53：公司海外爬坡/拟建项目及预期利润

基地	项目内容	项目总投资 (亿元)	预期收入 (亿元)	预期净利润 (亿元)	预期净利率
墨西哥 (51%权益)	年产 600 万条半钢子午线轮胎	17.0	15.6	2.9	18.5%
印尼	年产 300 万条半钢胎、60 万条全钢胎、3.7 万吨非公路胎	17.9	19.2	4.7	24.8%
柬埔寨一期	年产 900 万条半钢胎	22.9	21.6	3.7	17.1%
	年产 165 万条全钢胎	14.3	17.9	3.1	17.3%
柬埔寨二期	年产 1200 万条半钢胎	22.5	32.3	7.0	21.7%
越南三期	年产 300 万条半钢胎、100 万条全钢胎、5 万吨非公路轮胎	30.1	28.5	6.0	21.2%
合计		124.6	135.1	27.5	

资料来源：公司公告，国联证券研究所

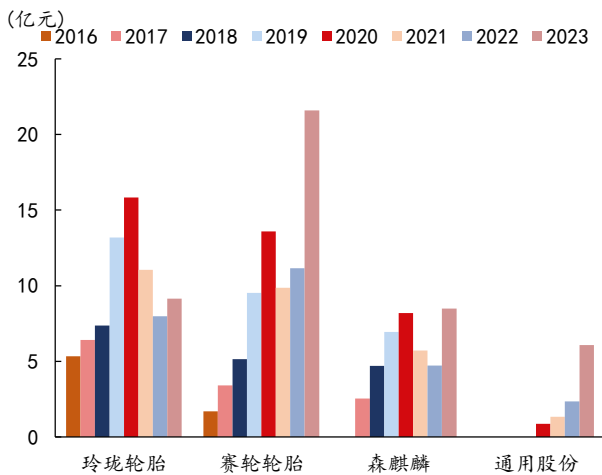
注：墨西哥项目和印尼项目按 7.1 汇率折算成人民币

3.2 海外盈利能力远高于国内

海外产能扩张助力中国胎企享受贸易壁垒下的高利润市场。欧美发达国家轮胎消费较理性，对于高性价比替换轮胎具有刚性需求，对中国实施“双反”政策后，东南亚区域出口有效填补了因高关税而退出的中国出口份额。另一方面，由于东南亚工厂享有低关税，且当地劳动力成本低廉，国内轮胎企业海外工厂投产后的利润十分可观。

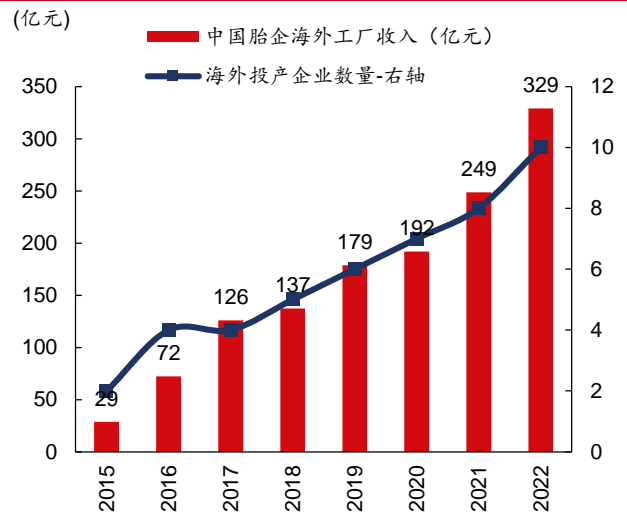
以公司为例，2023 年公司海外产能占公司总产能仅 39%，却贡献了 70% 的净利润。再以较晚出海布局的通用股份为例，2022 年海外工厂净利润增速达到 75%，远高于公司总净利润增速的 42%。ROE 角度，拥有海外工厂的胎企的 ROE（如赛轮）显著高于仅有国内基地的胎企（如三角）。伴随公司海外工厂逐步放量，与仅有国内基地的轮胎企业差距将逐步扩大。

图表54：中国轮胎企业海外工厂净利润情况



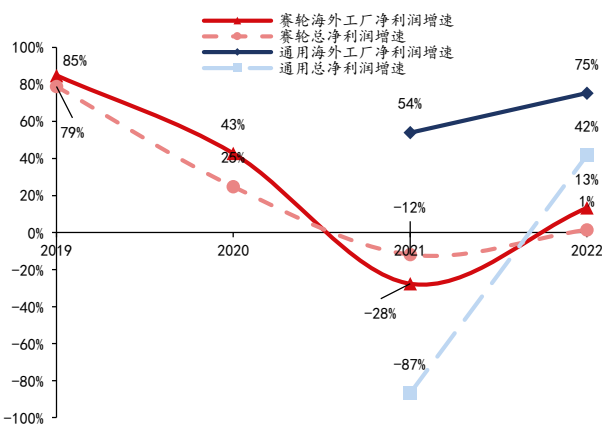
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表55：2015-2022年中国轮胎企业海外收入情况



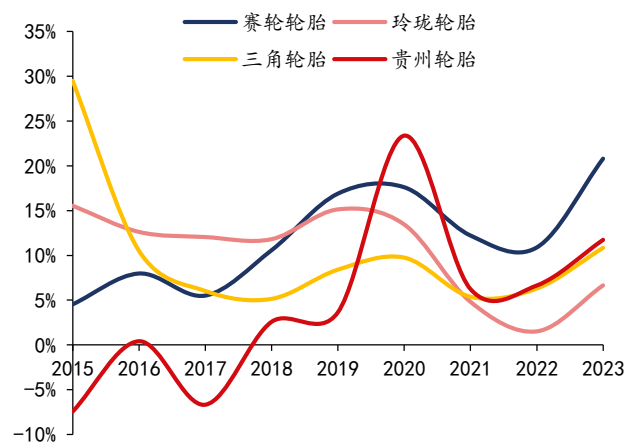
资料来源：中国橡胶工业年鉴，国联证券研究所

图表56：海外工厂净利润增速大于总利润增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表57：公司 ROE 行业领先



资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 产学研一体化构筑技术壁垒，“液体黄金”推动品牌发展

公司重视研发投入，与怡维维橡胶研究院、软控股份、青岛科技大学充分发挥协同效应，将产-学-研深度融合，构筑起较深的技术壁垒。公司成功开发出“液体黄金轮胎”，打破轮胎“魔鬼三角”定律，目前正加大产品推广力度，有望成为公司品牌发展的新引擎。

另外，公司深耕非公路轮胎多年，攻克巨胎技术，打破海外对巨胎长期的技术垄断，并获得下游客户广泛认可。非公路轮胎行业格局较好，盈利能力较强，伴随非公路轮胎产能释放，公司产品结构将持续优化，盈利能力有望进一步提升。

我们看好公司品牌力和产品结构优化带来盈利和估值的双重提升。

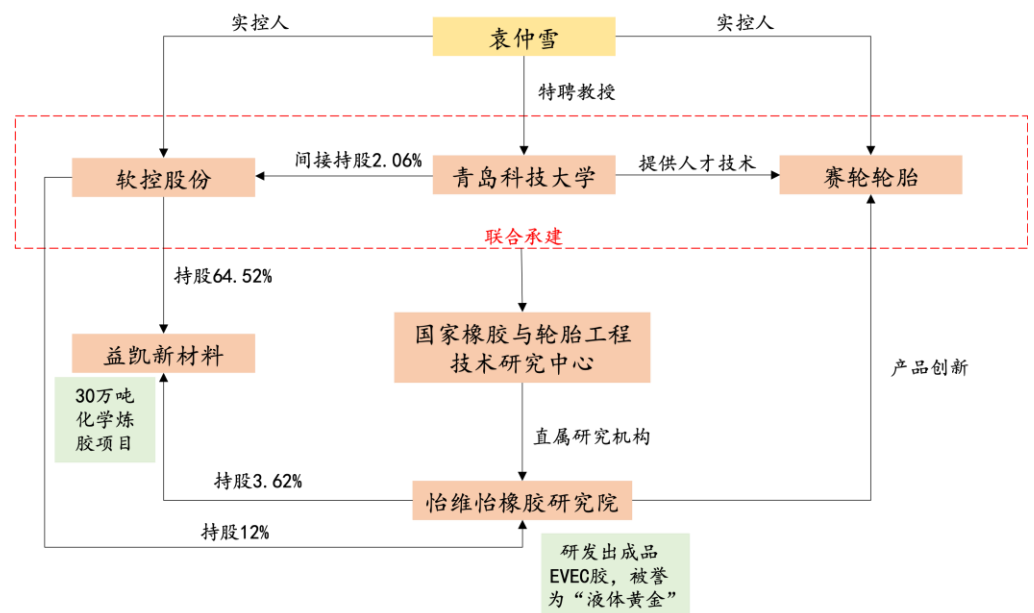
4.1 “液体黄金”是轮胎领域里程碑式的中国原始创新

重视研发投入，构筑产-学-研一体化的技术壁垒。青岛科技大学为原化工部直属管理的橡胶专科学校，被誉为“中国橡胶工业的黄埔”，每年给公司输送大量人才。1999年青岛科技大学老师袁仲雪先生肩负着转化科研成果、孵化学校橡胶与轮胎技术的使命，创立了赛轮轮胎和软控股份。软控股份是全球最大的轮胎设备制造商，并且对外承建全套的轮胎厂EPC工程，同时布局于轮胎材料、设备、物联网系统等全产业链技术研发。

国家橡胶与轮胎工程技术研究中心（简称“国橡中心”）是经国家科技部批复，由青岛科技大学、软控股份和赛轮集团联合共建。怡维怡橡胶研究院为国橡中心的直属研究机构，2012年起立项研究湿法混炼胶项目，后被称为液体黄金，也称为EVEC胶（Eco-Viscoelastomers）。软控股份的控股子公司益凯新材料采用怡维怡橡胶研究院自主发明并拥有独立知识产权的化学炼胶技术，生产出液体黄金材料并供给赛轮制造和销售液体黄金轮胎。

公司与软控股份、青岛科技大学充分发挥协同效应，将产-学-研深度融合，构筑起较深的技术壁垒，为公司长期发展奠定坚实基础。

图表58：公司产学研一体化

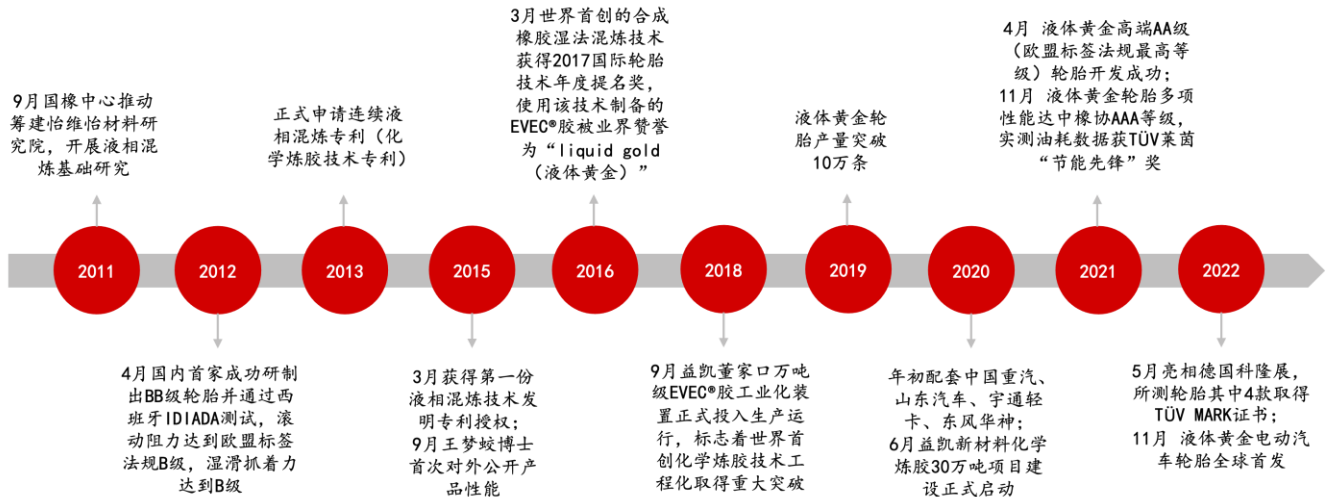


资料来源：Wind，天眼查，国联证券研究所

轮胎行业从未停止对新材料、新工艺的创新，公司液体黄金轮胎打破“魔鬼三角”难题，顺应碳中和发展理念。“液体黄金”新材料（EVEC胶）是国橡中心首席科学家、怡维怡橡胶研究院院长，世界橡胶领域顶尖学者王梦蛟博士集毕生心血，带领一

批平均年龄不到 30 岁的中青年科学家、专家和工程师经过近 10 年艰苦探索研究，使用自主创新的“合成橡胶液相混炼技术”制备的系列高性能橡胶新材料。该技术完全颠覆了橡胶行业百年以来一直沿用的橡胶与填料物理干法混炼方式，属于行业重大原始创新突破。

图表59：“液体黄金”发展历程



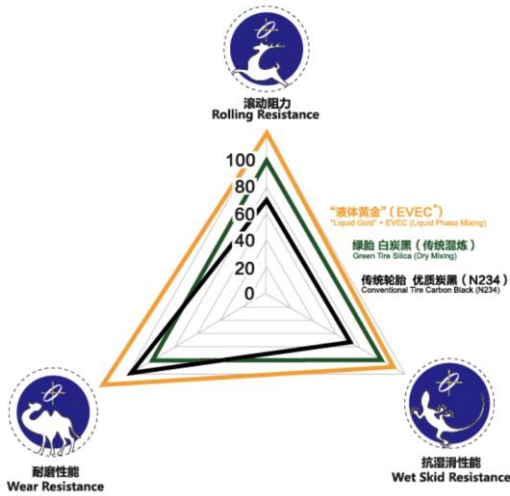
资料来源：怡维怡橡胶研究院，国联证券研究所

绿色轮胎无法满足卡客车胎耐磨性。1992 年米其林推出了绿色轮胎技术，绿色轮胎技术用白炭黑加硅烷偶联剂，大幅降低轮胎的滚动阻力和改善抗湿滑性能，但其耐磨性能也大幅下降，因此绿色轮胎技术仅限于轿车轮胎的应用，注重耐磨性能的卡客车胎无法使用。

液体黄金轮胎解决“魔鬼三角”难题。2018 年，世界首条“液体黄金”轮胎在赛轮顺利下线。“液体黄金”通过化学炼胶的方法在提升橡胶强度的同时，还可大幅降低轮胎的滚动阻力，改善抗湿滑性能，显著增强耐磨性能，解决困扰业界多年的“魔鬼三角”难题，被业界认为是橡胶轮胎领域继充气斜交轮胎（1888 年）、子午线轮胎（1946 年）、绿色轮胎（1996 年）之后“第四个里程碑”式的中国原始创新。

液体黄金轮胎从原材料选用、生产制造、产品使用和循环再利用的全生命周期内实现了绿色、低碳和可持续发展，可以有效减少汽车在行驶过程中的燃油消耗，减少二氧化碳排放。从原材料端来看，平均 1 条液体黄金卡车胎、轿车胎可分别减少二氧化碳排放约 36 公斤、8 公斤；在轮胎生产制造阶段，平均生产 1 条卡车胎、轿车胎可分别降低能耗 37.2%、36.1%；从使用端来看，平均 1 条液体黄金卡客车胎、轿车胎可分别降低能耗 4%、3%以上，使用液体黄金轮胎的新能源轿车可提高续航 5%-10%。

图表60：“液体黄金”打破魔鬼三角定律



资料来源：怡维怡橡胶研究院官网，国联证券研究所

图表61：传统轮胎、绿胎、“液体黄金”性能比较

	传统轮胎 Conventional tire	绿胎 Green tire	液体黄金 Liquid gold
胎面胶填料 Filler in tread rubber	炭黑 Carbon black	白炭黑 Silica	液体黄金 Liquid gold
滚动阻力指数, % Rolling resistance index, %	73	100(C级) 100 (Grade C)	111(A/B级) 111 (Grade A/B)
抗湿滑指数, % Wet grip index, %	68	100(B级) 100 (Grade B)	110(A级) 110 (Grade A)
抗干滑及操纵性指数, % Dri grip and handing index, %	-	100	103
耐磨性能指数, % Wear resistance index, %	115	100	130

资料来源：怡维怡橡胶研究院官网，国联证券研究所

加大产品推广力度，持续提升品牌力。

2023年2月，公司在国内轮胎门店发布了四大系列液体黄金乘用车轮胎产品，获得了广大消费者的认可，并在青岛、成都等城市组织了多次液体黄金轮胎试驾体验活动。另外，公司还借助新兴社交媒体平台，通过开展“抖音金享推荐官”等系列线上推广活动，将液体黄金轮胎的卓越性能直观呈现给广大消费者。

配套方面，东风华神汽车最新研制的高端快递快运车型、ECVT车型均独家配套液体黄金轮胎。宇通重卡最新研制的高端快递、物流、干线运输换电牵引车T680E和T5轻卡两款车型，也独家配套液体黄金轮胎。2023年6月，配套液体黄金轮胎的三一魔塔1165电动重卡成功实现一次充电行驶800公里以上，打破了半挂式电动卡车单次充电行驶最远距离的吉尼斯世界纪录。

图表62：液体黄金轮胎宣传



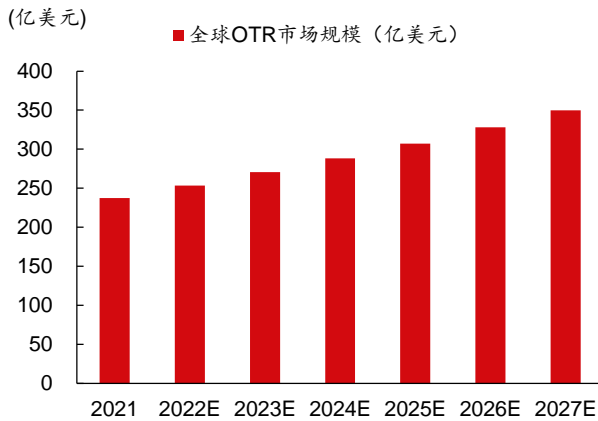
资料来源：公司官网，赛轮集团公众号，国联证券研究所

4.2 巨胎打破海外长期垄断

非公路用轮胎简称 OTR，主要应用在大型农场、露天和地下采矿场、港口码头、建筑业或其他特殊领域等。受益于全球采矿业高景气，OTR 为全球轮胎市场快速发展的细分领域，未来伴随全球矿山勘探开采支出的持续增加以及全球基建投资力度不断加大，非公路轮胎未来的市场需求仍将保持快速增长趋势。根据 TechSci Research，21 年全球 OTR 轮胎市场规模为 237.7 亿美元，预计到 2027 年增长至 352.8 亿美元，21-27 年 CAGR 约为 6.7%。

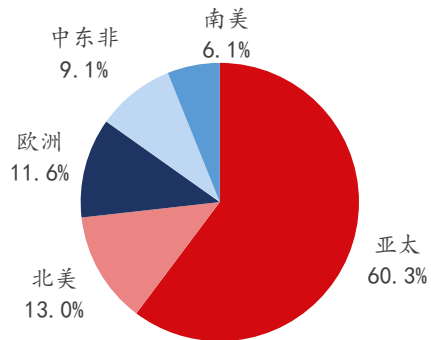
分区域看，亚太区域 OTR 市场规模位居第一，21 年占比约 60%，主要得益于澳大利亚、东南亚、俄罗斯及我国丰富的矿产资源，北美、欧洲、中东非、南美消费占比分别为 13%、12%、9%和 6%。

图表63：全球 OTR 市场规模有望稳定增长



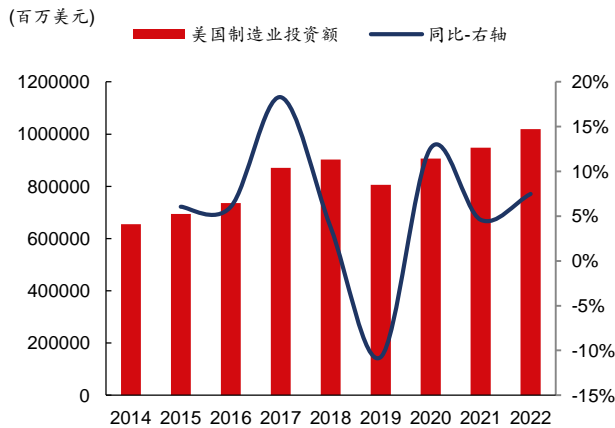
资料来源：TechSci Research，国联证券研究所

图表64：2021 年全球 OTR 消费结构



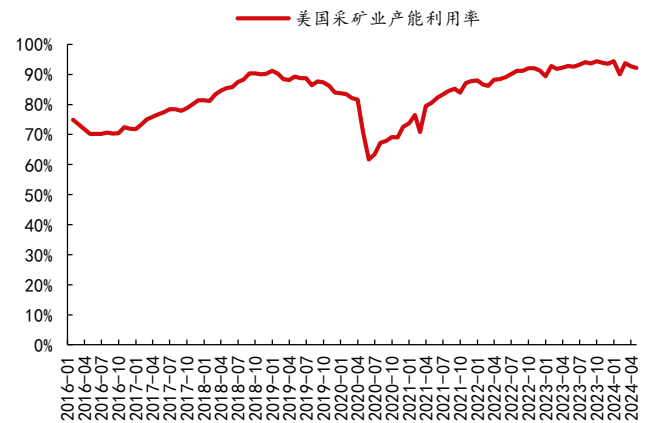
资料来源：TechSci Research，国联证券研究所

图表65：美国制造业投资额



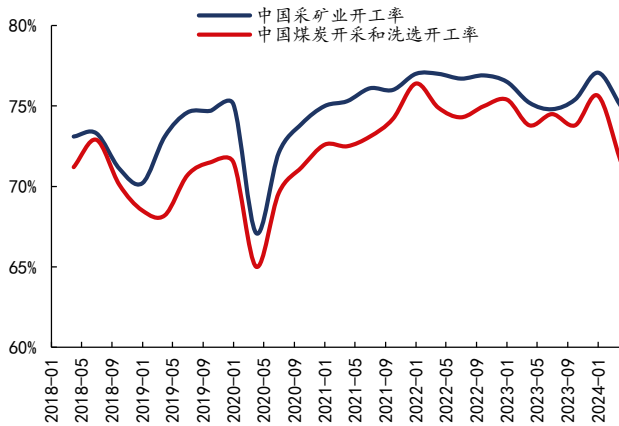
资料来源：BEA Data，国联证券研究所

图表66：美国采矿业产能利用率高企



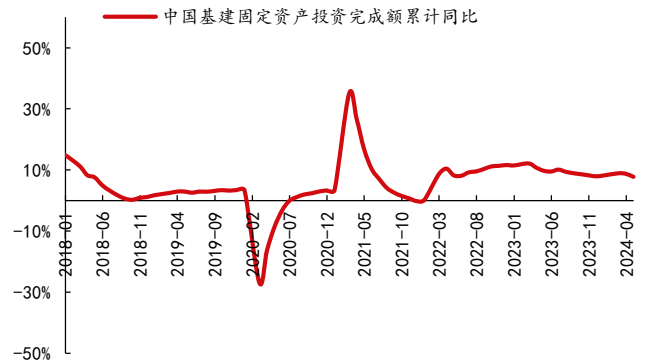
资料来源：Wind，美联储，国联证券研究所

图表67：国内采矿业、煤炭开采和洗选开工率



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表68：我国基建固定资产投资完成额累计同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

非公路轮胎种类繁多，核心壁垒或在于长期被海外垄断的巨型子午胎。

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。其中全钢巨胎承载量大、耐磨性强、连续工作时间长、作业场地条件恶劣，要求轮胎具备刚性大、耐切割、耐刺扎、耐磨耗、弹性好、生热低、散热快等特性，具有研发难度大、研制周期长、技术含量高等特点。

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，据海安橡胶招股书，米其林、普利司通和固特异三大品牌在全钢巨胎领域的全球市场份额合计占比在 85% 以上。

图表69：2016 年世界最大吋级的 53/80R63 轮胎下线



资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表70：赛轮 53/80R63 巨胎



资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司打破海外对巨胎的技术垄断。2009 年 9 月，公司第一条全钢子午线巨胎试制成功，27.00R49、30.00R51、36.00R51、37.00R57、40.00R57、46/90R57、50/80R57 等型号的全钢巨胎产品陆续投入市场。2016 年，公司研发的 63 寸全钢巨胎产品成功

下线，打破海外对巨胎长期的技术垄断，并逐步获得了下游客户的广泛认可，国内已与同力重工、徐工集团、三一重工、海螺集团、中国神华等公司进行合作，国外已成功配套世界上最大的工程机械和矿山设备生产厂家卡特彼勒及约翰迪尔、凯斯纽荷兰等公司。

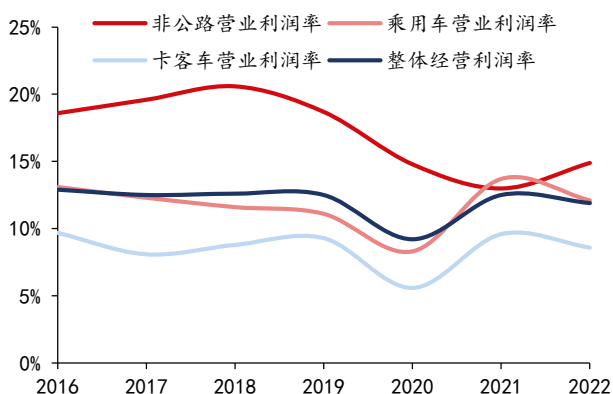
未来 OTR 投产有望提升公司整体竞争力。截至 2023 年底，公司拥有 17.3 万吨非公路轮胎有效产能，此前青岛工厂 6 万吨非公路胎产能为 4 万吨中小规格与 2 万吨巨胎产能，后来规划将 4 万吨中小规格产能搬至潍坊工厂，青岛工厂新建 4 万吨巨胎产能。据米其林和普利司通年报，OTR 利润率明显高于半钢胎和全钢胎利润率，未来高附加值的 OTR 投产有望进一步提升公司盈利水平。

图表71：赛轮轮胎非公路轮胎产能规划（万吨）

工厂	有效产能						设计产能	预计投产时间
	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E		
越南	3.6	5	6	7	8	10	10	2025年3月
青岛董家口							15	2024-2027年
青岛	3.7	5	5.6	5.3	6	6	6	2024年
潍坊			0.86	5	9	10	10	2025年上半年
印尼							3.7	2025年
合计	7.3	10	12.46	17.3	23	26	44.7	

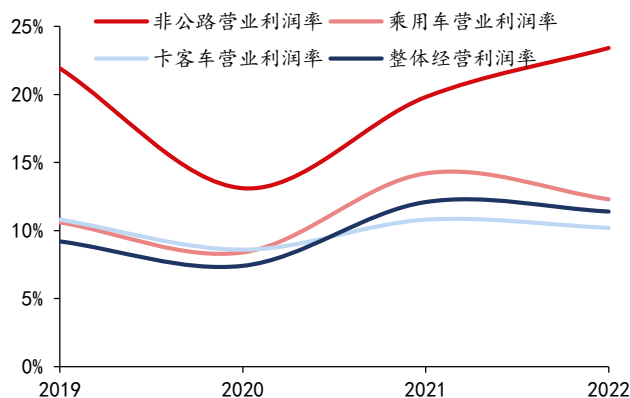
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表72：米其林 OTR 营业利润率高于半钢、全钢胎



资料来源：米其林年报，国联证券研究所

图表73：普利司通 OTR 营业利润率高于半钢、全钢胎



资料来源：普利司通年报，国联证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1 盈利预测

销量假设：

1) **半钢胎**：国内，东营工厂产能从年产 2450 万条增长至 2700 万条。海外，越南三期年产 300 万条半钢胎 2024 年下半年达到可使用状态；柬埔寨年产 1200 万条半钢胎于 2024 年下半年投产；印尼年产 300 万条半钢胎和墨西哥年产 600 万条半钢胎均于 2025 年开始投产。根据产能投放节奏，假设 2024-2026 年公司半钢胎销量分别为 5557/6532/7904 万条。

2) **全钢胎**：国内，青岛工厂产能从年产 325 万条增长至 350 万条。海外，越南三期年产 100 万条全钢胎 2024 年下半年达到可使用状态，柬埔寨一期年产 165 万条全钢胎 2024 年达产；印尼年产 60 万条全钢胎 2025 年投产。根据产能投放节奏，假设 2024-2026 年公司全钢胎销量分别为 1286/1421/1639 万条。

3) **非公路轮胎**：国内，青岛工厂和潍坊工厂非公路胎产能 2025 年上半年达产。海外，越南三期年产 5 万吨非公路轮胎 2025 年 3 月达产；印尼年产 3.7 万吨非公路轮胎 2025 年投产。根据产能投放节奏，假设 2024-2026 年非公路胎销量分别为 18/23/28 万吨。

价格假设：

1) **半钢胎和全钢胎**：2024 年原材料价格上涨后产品价格有小幅提价，假设 2024-2026 年半钢胎和全钢胎价格涨幅分别为 2%/0.5%/0.5%。

2) **非公路轮胎**：假设 2024-2026 年非公路轮胎价格涨幅分别为 3%/0.5%/0.5%。

基于以上核心假设，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 322/363/429 亿元，同比增速分别为+24%/+13%/+18%；归母净利润分别为 43/51/62 亿元，同比增速分别为+38%/+20%/+21%；EPS 分别为 1.30/1.56/1.89 元/股，3 年 CAGR 为 26%。

图表74：公司盈利预测（亿元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	259.8	322.1	362.7	429.4
同比增长率	18.6%	24.0%	12.6%	18.4%
毛利润	71.8	87.7	103.5	125.0
毛利率	27.6%	27.2%	28.5%	29.1%
半钢胎				
营业收入	107.1	136.0	156.2	189.9
毛利润	30.5	38.8	46.1	56.6
毛利率	28.5%	28.5%	29.5%	29.8%

全钢胎				
营业收入	99.6	122.9	132.7	153.8
毛利润	22.4	27.0	29.9	34.9
毛利率	22.5%	22.0%	22.5%	22.7%
非公路轮胎				
营业收入	39.4	49.5	60.3	72.1
毛利润	16.8	19.8	25.5	31.5
毛利率	42.5%	40.0%	42.4%	43.6%
其他				
营业收入	13.6	13.6	13.6	13.6
毛利润	2.1	2.0	2.0	2.0
毛利率	15.3%	15.1%	15.1%	15.1%

资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

5.2 估值与投资建议

采用 PE 估值法, 我们选取玲珑轮胎、森麒麟、通用股份、三角轮胎为作为可比公司。**玲珑轮胎**是国内头部胎企之一, 国内拥有 5 个工厂, 海外拥有泰国、塞尔维亚两个工厂; **森麒麟**深耕高端轮胎领域, 是国内最早布局海外基地的胎企之一, 在海外拥有泰国工厂, 并持续推进摩洛哥、西班牙项目; **通用股份**产能增速较快, 海外双基地持续发力; **三角轮胎**是国内老牌头部胎企, 研发能力较强, 产品结构持续优化。2024 年可比公司 PE 平均值为 11.8x。

鉴于公司加速全球化布局, 产品结构持续优化, 且液体黄金有望推动品牌力提升, 并参考可比公司估值, 我们给予公司 2024 年 15 倍 PE, 对应目标价 19.5 元, 上调为“买入”评级。

图表 75: 可比公司估值表

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)				P/E			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
通用股份	88.38	5.56	0.16	0.42	0.63	0.80	35.64	13.26	8.82	6.91
玲珑轮胎	289.11	19.62	0.96	1.50	1.84	2.21	20.34	13.06	10.66	8.89
森麒麟	264.52	25.73	1.85	2.03	2.38	2.79	13.90	12.66	10.81	9.23
三角轮胎	126.56	15.82	1.61	1.92	2.11	2.39	9.81	8.26	7.52	6.61
平均值							19.92	11.81	9.45	7.91
赛轮轮胎	478.42	14.55	0.91	1.30	1.56	1.89	15.97	11.18	9.34	7.69

资料来源: Wind, 国联证券研究所

注: 可比公司 EPS 均采用 Wind 一致预期; 股价为 2024 年 6 月 11 日收盘价

6. 风险提示

1) 在建/拟建项目进度不及预期风险

公司目前海内外在建/拟建项目角度，若受到不可抗力影响项目进度，可能对公司未来盈利产生不利影响。

2) 原材料价格大幅上涨的风险

由于轮胎产品调价频次低、幅度小，而橡胶、炭黑和钢丝帘线等主要原材料价格受多方面因素的影响可能会大幅波动，可能会对轮胎毛利率产生不利影响，从而影响公司盈利能力。

3) 下游需求不及预期的风险

若全球宏观经济衰退，可能会对轮胎厂商下游需求产生不利影响，进而影响公司盈利能力。

4) 海外基地受双反制裁的风险

近年来美国多次对中国、泰国及越南进行“双反”制裁，对于出口美国的轮胎征收高额关税，如果美国发动新一轮双反制裁，可能会对轮胎出口造成不利影响。

5) 海运费大幅上涨的风险

2021-2022 年海运费大幅上涨导致轮胎出口受阻，若后续海运费再次出现大幅波动，可能对轮胎行业造成冲击。

6) 汇率波动风险

汇率大幅波动可能对出口轮胎的盈利能力造成一定影响。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼