

轮胎行业深度

中国轮胎加速出海，性价比开启“全球替代”

➤ 投资逻辑：

中国胎企积极“出海”投资绕开贸易壁垒，有望凭借高性价比优势与技术创新持续抢占外资份额，实现弯道超车。我们看好布局海外基地，并有长期成长性的轮胎企业。轮胎行业中短期主要受益于海外需求高增，长期看，行业需求具备持续性，海内外供给格局也持续向好。

➤ 轮胎需求偏刚性，替换市场大有可为

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。

➤ 海外需求高增是轮胎行业高景气的核心因素

分品类看，量价齐升带动半钢胎规模稳步增长；全钢胎短期受益于国内出行和物流恢复，长期需求平稳；非公路轮胎受益于全球采矿业景气，需求有望延续。分消费市场看，23 年海外轮胎销量整体承压，而中国半钢替换销量同比+13%，轮胎出口量同比+12%，我们认为主要系高通胀和高利率背景下海外消费降级，终端消费者对高性价比轮胎需求强烈；中长期来看，中国轮胎高性价比优势有望保持，且“一带一路”国家或贡献需求增量。

➤ 中国轮胎崛起，有望持续抢占外资份额

22 年全球 CR3 销售额占比较 00/09 年分别下降 18pct/5pct，凭借性价比优势，22 年中国胎企销售额占比较 00/09 年提升 11pct/2pct。国内轮胎行业洗牌加速，中国胎企数量已由 16 年的 534 家下降至 22 年的 180 家。此外，贸易壁垒与高利润率驱动头部企业积极出海建厂，且近年来液体黄金等技术创新驱动国产品牌力提升，我们看好中国胎企份额持续向上。

➤ 原材料价格、海运费下降，“双反”税率影响或有限

21-22H1 原材料价格全面上涨，给轮胎企业带来明显的成本压力，22H2 原材料成本整体进入下行通道。海运费和关税主要影响轮胎出口业务，20H2-22H1 全球供应链受阻导致海运费大涨，22H2 起海运费快速回落至正常水平，虽然红海事件致海运费再度反弹，但 24 年 2 月以来已开始回落。关税方面，伴随胎企竞相出海和泰国对美出口半钢胎“双反”税率大幅降低的利好落地，关税对企业盈利的影响或有限。

投资建议：关注轮胎行业龙头和高成长的轮胎企业

我们优选行业及细分领域龙头和高成长的轮胎企业：行业龙头维度，建议关注赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟，全钢胎及 OTR 领域龙头企业贵州轮胎和三角轮胎；高成长维度，我们推荐海外双基地布局的通用股份。

风险提示：原材料价格大幅波动的风险；下游需求不及预期的风险；海外基地受双反制裁的风险；海运费大幅上涨的风险；汇率波动风险。

投资建议：

强于大市（首次）

上次建议：

相对大盘走势



作者

分析师：柴沁虎

执业证书编号：S0590522020004

邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人：申起昊

邮箱：shenqh@glsc.com.cn

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

中长期看，轮胎行业高景气有望延续。一方面轮胎属于刚性消费，需求韧性较强，消费降级趋势下国产轮胎高性价比优势凸显；另一方面海内外落后产能加速退出，供给格局持续改善。不仅如此，头部企业加速“出海”规避贸易壁垒扩大份额的同时，持续创新驱动国产品牌力提升，我们看好中国胎企在全球份额持续向上。

目前来看，不同于以往四季度为轮胎传统销售淡季，23Q4 数家轮胎上市企业业绩同比、环比均实现正增长，意味着轮胎行业短期景气趋势打破传统模式。

不同于市场的观点

中国胎企出海的潜力和机遇未被市场充分认知；轮胎行业高景气的延续性或被市场低估；“双反”对头部胎企的影响或有限。

投资看点

我们看好轮胎企业出海的投资机遇，以及高景气细分领域的投资机会。我们优选行业及细分领域龙头和高成长的轮胎企业：行业龙头维度，建议关注**赛轮轮胎**、**玲珑轮胎**、**森麒麟**，全钢胎及 OTR 领域龙头企业**贵州轮胎**和**三角轮胎**；高成长维度，我们推荐海外双基地布局的**通用股份**。

正文目录

1. 轮胎需求偏刚性，替换市场大有可为	6
1.1 轮胎兼具周期和消费属性	6
1.2 市场规模大，替换胎市场大有可为	7
2. 海外需求高增是轮胎行业高景气的核心因素	10
2.1 半钢胎：量价齐升带动半钢胎市场规模上升	10
2.2 全钢胎：需求平稳，高品质全钢胎有一定空间	13
2.3 非公路轮胎：下游多领域共振支撑景气延续	14
2.4 短期受益海外需求高增，长期“一带一路”国家有望贡献增量	18
3. 中国轮胎崛起，有望持续抢占外资份额	25
3.1 全球格局：跨国巨头长期垄断格局有望被打破	25
3.2 国内格局：加速洗牌，集中度持续提升	28
3.3 中国胎企：出海投资+技术创新，有望由大变强	29
4. 原材料价格、海运费下降，“双反”税率影响或有限	35
4.1 原材料成本整体处于低位	35
4.2 海运费回落至正常水平	37
4.3 “双反”税率影响或有限	38
5. 投资建议：建议关注轮胎行业龙头和高成长的轮胎企业	40
5.1 优选行业龙头	40
5.2 优选高成长企业	44
6. 风险提示	44

图表目录

图表 1：子午胎和斜交胎示意图	6
图表 2：半钢胎和全钢胎示意图	6
图表 3：轮胎产业链	7
图表 4：轮胎市场的价值链	7
图表 5：全球轮胎销售额（亿美元）	8
图表 6：全球轮胎销量（百万条）	8
图表 7：全球全钢配套结构	8
图表 8：全球全钢替换结构	8
图表 9：全球半钢配套结构	9
图表 10：全球半钢替换结构	9
图表 11：车辆轮胎配套、替换系数周期	9
图表 12：全球轮胎替换与配套比率情况	9
图表 13：全球汽车保有量稳步上行	10
图表 14：我国汽车保有量及增速	11
图表 15：2022 年世界千人保有量对比	11
图表 16：我国新能源汽车产销量	11
图表 17：新能源汽车渗透率	11
图表 18：国内半钢胎开工率	12
图表 19：中国半钢胎企业库存（25 家）	12
图表 20：中国 SUV 和 MPV 销量比例持续提高	12
图表 21：大尺寸轮胎单价更高	12
图表 22：大尺寸轮胎比例增加	13
图表 23：国内公路货运量及同比	13
图表 24：国内客运量及同比	13
图表 25：国内商用车产销量	14
图表 26：国内全钢胎开工率	14
图表 27：中国全钢胎企业库存（25 家）逐渐去化	14
图表 28：全球 OTR 市场规模有望稳定增长	15

图表 29:	2021 年全球 OTR 消费结构.....	15
图表 30:	2016-2026 年全球工程轮胎产量 (亿条)	16
图表 31:	全球有色金属勘查预算情况	16
图表 32:	全球矿业活动指数持续提升	16
图表 33:	美国制造业投资额	17
图表 34:	美国采矿业和煤炭开采开工率	17
图表 35:	中国基建固定资产投资完成额累计同比	17
图表 36:	国内采矿业、煤炭开采和洗选开工率	17
图表 37:	全球农业机械市场规模	18
图表 38:	中国农业机械市场规模	18
图表 39:	12-23 年全球替换市场同比增速	18
图表 40:	中国轮胎出口高企	18
图表 41:	国内外轮胎价格对比 (美国市场)	19
图表 42:	世界通胀仍处高位	19
图表 43:	2017 年 Test World 夏季轮胎测试报告	19
图表 44:	2023 年 AutoBild 夏季轮胎测试得分情况	19
图表 45:	胎企成本构成对比 (原材料=100)	20
图表 46:	美国半钢胎进口量 (万条)	21
图表 47:	美国半钢胎部分进口国家占比	21
图表 48:	美国全钢胎进口量 (万条)	21
图表 49:	美国全钢胎部分进口国家占比	21
图表 50:	欧洲乘用车胎替换市场销量	22
图表 51:	欧洲卡客车胎替换市场销量	22
图表 52:	欧盟 27 国半钢胎进口量及中国份额	22
图表 53:	欧盟 27 国全钢胎进口量及中国份额	22
图表 54:	外资轮胎企业在俄罗斯的工厂及运营情况 (不完全统计)	22
图表 55:	中国出口至俄罗斯的轮胎大幅增加	23
图表 56:	2023 年上半年俄罗斯轮胎市场份额	23
图表 57:	2019-2023 年部分国家从中国进口轮胎数量增长率	24
图表 58:	22-23 年向中国进口轮胎数量增长率排名居前的多为“一带一路”国家	25
图表 59:	全球轮胎制造企业的四个梯队	26
图表 60:	近年来轮胎巨头工厂关闭情况梳理	26
图表 61:	全球轮胎行业 CR3 和 CR10 (按销售额算)	27
图表 62:	全球轮胎 75 强上榜中国企业数量及收入占比	27
图表 63:	全球轮胎 75 强	27
图表 64:	国内轮胎产能分布	29
图表 65:	中国轮胎企业数量大幅下降	29
图表 66:	部分国家对中国轮胎贸易政策限制 (包括东南亚基地)	29
图表 67:	中国对美出口轮胎数量下滑	30
图表 68:	中国出口到欧盟的全钢胎数量下滑 (吨)	30
图表 69:	中国主要轮胎企业海外建厂产能 (截至 2024 年 1 月, 不完全统计)	31
图表 70:	中国轮胎企业海外工厂净利润情况	33
图表 71:	轮胎企业 ROE 对比	33
图表 72:	海外工厂净利润增速大于总利润增速	33
图表 73:	15-22 年中国轮胎企业海外收入情况	33
图表 74:	中国部分胎企业技术创新	34
图表 75:	2023 年全球最具价值轮胎品牌 15 强	34
图表 76:	2022 年中国主要轮胎企业成本构成	35
图表 77:	轮胎原材料构成	35
图表 78:	轮胎主要橡胶原料价格变化 (元/吨)	36
图表 79:	天然橡胶新种植面积 vs 开割面积	36
图表 80:	丁苯橡胶产能、产量和产能利用率	37
图表 81:	顺丁橡胶产能、产量和产能利用率	37
图表 82:	炭黑价格偏强	37

图表 83:	橡胶助剂价格.....	37
图表 84:	中国集装箱运价.....	38
图表 85:	泰国出口集装箱海运费.....	38
图表 86:	泰国出口美国乘用车及轻卡轮胎关税大幅下降	39
图表 87:	赛轮轮胎盈利预测.....	40
图表 88:	玲珑轮胎盈利预测.....	41
图表 89:	森麒麟盈利预测.....	42
图表 90:	三角轮胎盈利预测.....	43
图表 91:	贵州轮胎盈利预测.....	44

1. 轮胎需求偏刚性，替换市场大有可为

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轮胎市场 70%以上，相较于下游汽车行业需求偏刚性，且受益于汽车保有量提升，长期需求有支撑。分区域看，替换需求以欧美为主，配套需求则以亚洲为主。

1.1 轮胎兼具周期和消费属性

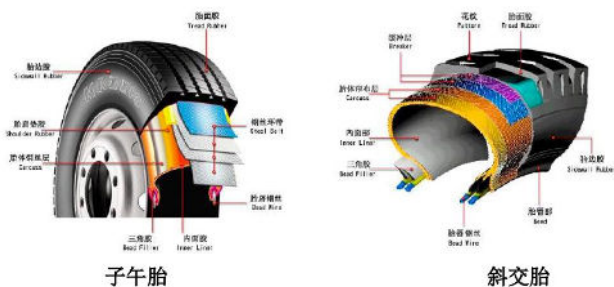
从产业链位置看，轮胎上有橡胶、炭黑等大宗化工品，下有汽车厂商等大客户，属于典型的中游产业。

从功能分类来看，轮胎市场根据适配车型分为乘用车和商用车，按照需求分为新车配套和旧车替换。

轮胎根据自身结构又分为半钢子午线胎、全钢子午线胎和斜交胎。子午胎和斜交胎最主要的区别是胎体帘布的贴合形式不同。子午线轮胎技术最早由米其林发明，凭借其优异的抓地力、高速稳定性以及节油性能，逐步取代斜交胎市场。我国早期轮胎制造水平较低，国产轮胎主要以斜交胎为主。随着生产技术的进步叠加设备迭代升级，目前我国轮胎产量子午化率已达 94%以上。

半钢子午胎主要用作轿车和轻卡轮胎，而全钢子午胎主要用作载重轮胎，应用于大部分商用车，二者主要区别是全钢胎的胎体和带束层均采用钢丝帘线，半钢轮胎的胎体采用人造丝或者其他纤维。斜交胎目前应用占比较低，主要应用于对速度要求不高的场合，比如部分农用车、工程车轮胎等。

图表1：子午胎和斜交胎示意图



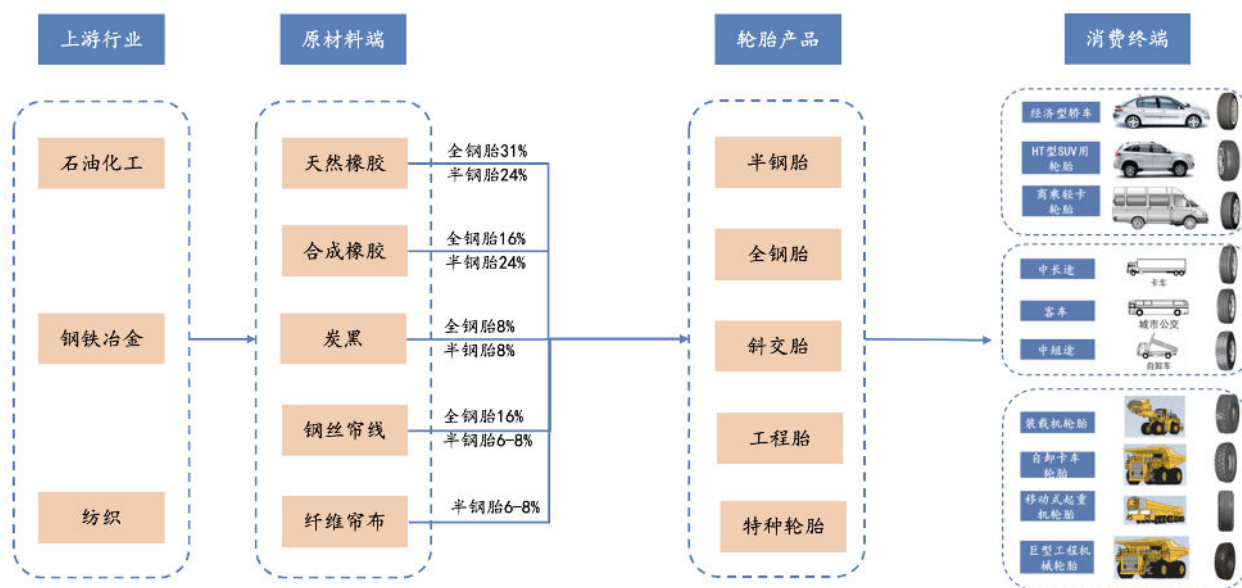
资料来源：贵州轮胎可转债募集说明书，国联证券研究所

图表2：半钢胎和全钢胎示意图



资料来源：贵州轮胎可转债募集说明书，国联证券研究所

图表3：轮胎产业链

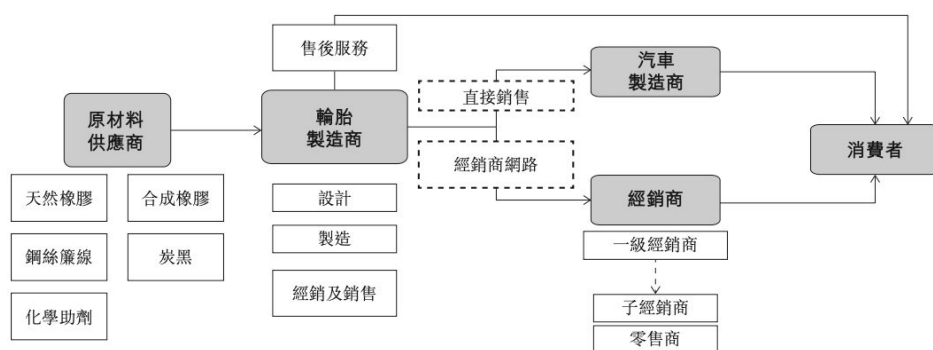


资料来源：百川盈孚，国联证券研究所绘制

轮胎下游市场可分为配套市场和替换市场，其中配套市场客户是下游汽车制造商，对应直销模式；替换市场客户以轮胎经销商为主，对应间接销售模式。在配套市场中，轮胎厂作为供应商参与汽车制造商的生产供应体系，有竞争力的价格和可靠的供应能力是更为重要的指标。在替换市场中，轮胎通过经销商直接满足个人消费者换胎需求，因此品牌知名度、产品质量可靠性、创新及快速反应能力以及完善的经销与销售渠道及售后服务体系对替换轮胎供应商更为重要。

我们认为，应用于配套市场的轮胎类似于工业品，更具有周期属性，而应用于替换市场的轮胎更具有消费属性。

图表4：轮胎市场的价值链



资料来源：浦林成山招股书，国联证券研究所；

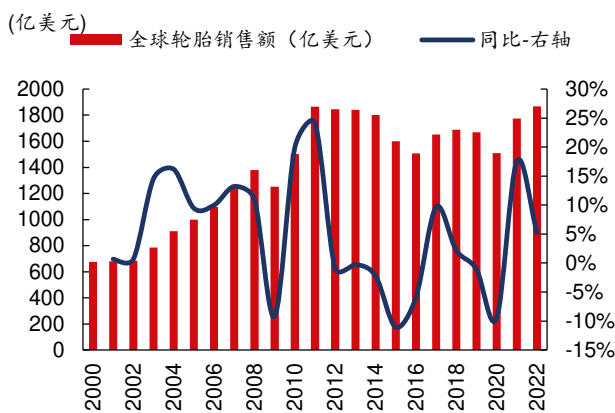
1.2 市场规模大，替换胎市场大有可为

2008 年金融危机后，全球经济迎来复苏，09-17 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，但始终维持一个规模在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%。

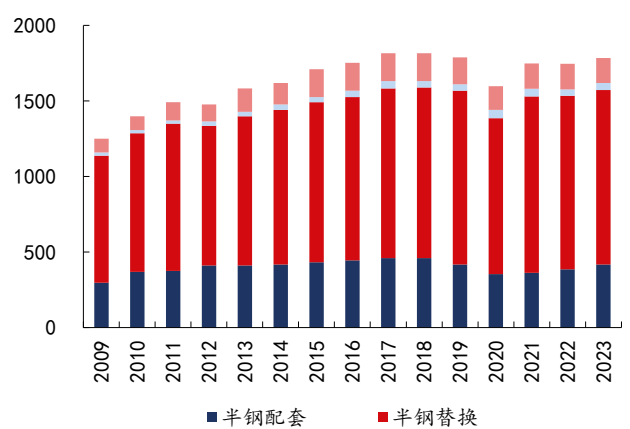
轮胎需求来源于两方面，一是增量车轮胎配套需求，二是存量车轮胎替换需求，替换市场销量占轮胎市场 70%以上，主要受益于汽车保有量提升，长期需求有支撑。据米其林年报，2023 年全球轮胎销量达到 1785 万条，其中半钢胎配套需求 417 万条，替换需求 1156 万条；全钢胎配套需求 46.8 万条，替换需求 164.9 万条，整体已恢复至 2019 年水平。

图表5：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

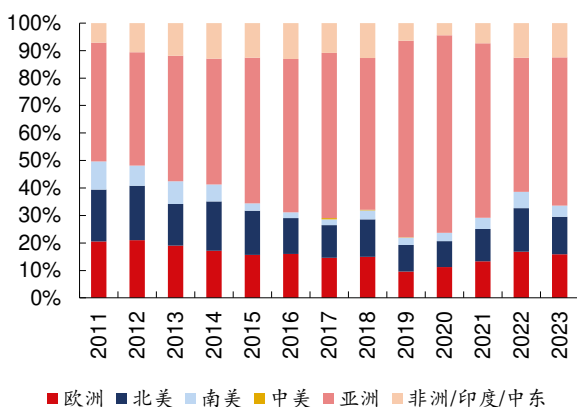
图表6：全球轮胎销量（百万条）



资料来源：米其林年报，国联证券研究所

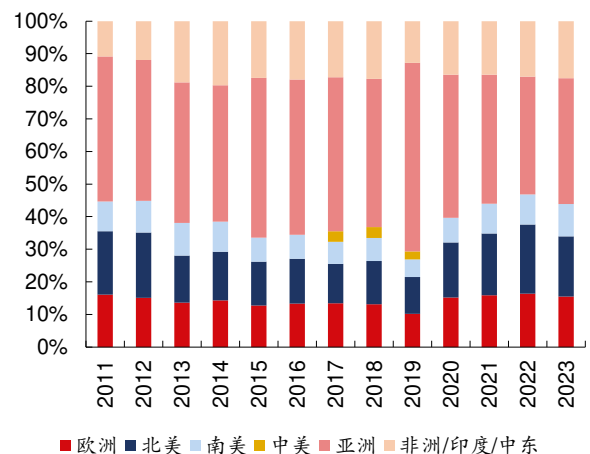
分区域来看，配套需求以亚洲为主，替换需求则以欧美为主。据米其林年报，2023 年全钢配套市场中亚洲占比 54%，欧美（北美+欧洲）占比 30%；全钢替换市场中亚洲占比 40%，欧美占比 35%。半钢配套市场中亚洲占比 50%，欧美占比 38%；半钢替换市场中亚洲占比 24%，欧美占比 59%。综合来看，欧美需求替换市场占比大，需求量较稳定；亚洲配套需求更大，需求波动性更高。

图表7：全球全钢配套结构



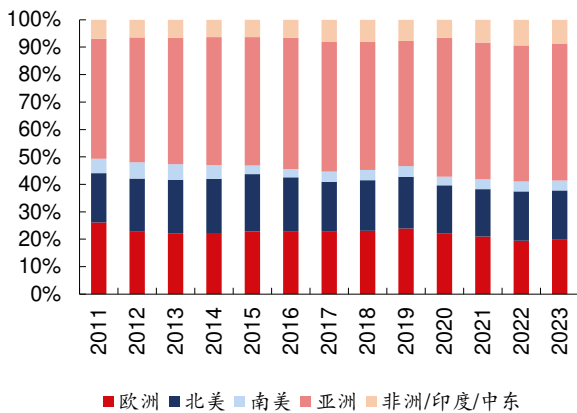
资料来源：米其林年报，国联证券研究所

图表8：全球全钢替换结构



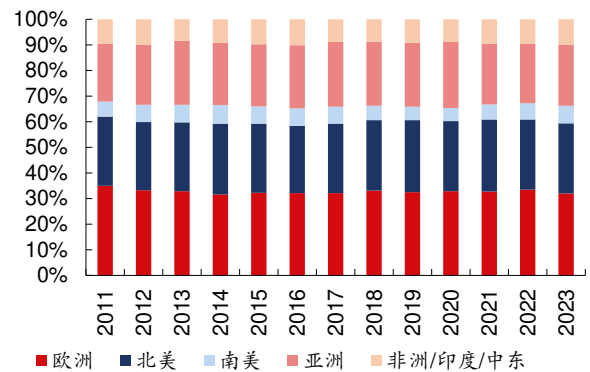
资料来源：米其林年报，国联证券研究所

图表9：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10：全球半钢替换结构



资料来源：米其林年报，国联证券研究所

全钢胎的替换系数高于半钢胎。不同车型的配套胎和替换系数有所差别，就配套而言，轿车平均配套5条胎，载重车平均配套11条胎；在替换市场，每辆轿车每年需替换1.5条轮胎，工程机械与载重机械的替换系数高于轿车。不同类型的车辆替换周期不同，中型载重卡车的替换周期最短仅为0.7年，轿车的替换周期较长，平均为3.3年，大部分车辆投入使用2年后，开始进入替换周期。

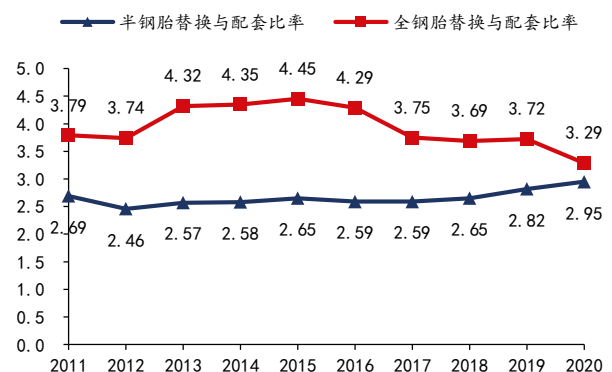
因此，相较半钢胎，全钢胎替换需求占比更大，从而来自替换市场的需求量也更大。根据米其林历年年报统计数据，近10年以全钢胎为主的卡客车、工程机械等商用轮胎的替换/配套比率介于3.29-4.45之间，而以半钢胎为主的轿车、轻卡等乘用车轮胎的替换/配套比率介于2.46-2.95之间，全钢胎的替换/配套比率高于半钢胎。

图表11：车辆轮胎配套、替换系数周期

轮胎类型	车辆类别	配套轮胎数(条)	替换系数(条/辆·年)	替换周期(年)
轿车胎	轿车	5	1.5	3.3
载重胎	轻型载重卡车	7	4.2	1.7
	中型载重卡车	11	15	0.7
	重型载重卡车	16~22	10~20	1.1~1.6
	大型客车	7~11	2~5	2.2~3.5
工程胎	装载机械	4	2	2
	运输工程机械	6	3	2

资料来源：阳谷华泰可转债募集说明书，国联证券研究所

图表12：全球轮胎替换与配套比率情况



资料来源：贵州轮胎可转债募集说明书（转引米其林），国联证券研究所

2. 海外需求高增是轮胎行业高景气的核心因素

分品类看，汽车保有量增长叠加新能源汽车高增带动半钢胎需求，大尺寸和高性能轮胎比例增加带动单价提升，半钢胎市场规模有望稳步增长；全钢胎短期受益于国内出行和物流恢复，长期需求平稳，高品质全钢胎保有一定市场空间；非公路轮胎是快速发展的细分领域，受益于全球基建尤其“一带一路”国家投资力度加大、采矿业景气提升及农业机械化率提升，景气有望延续。

分消费市场看，23 年全球/欧洲/北美半钢替换市场销量同比+0%/-4%/+0%，而中国半钢替换销量同比+13%，中国轮胎出口量同比+12%。我们认为，23 年国内轮胎行业高景气主要系高通胀和高利率背景下海外消费降级，终端消费者对高性价比中国轮胎需求强烈，中长期来看，得益于较低的劳动力成本和制造费用，国内头部胎企的营业成本能控制在海外巨头的 50% 以下，消费降级背景下中国轮胎高性价比优势有望保持。此外，“一带一路”国家有望贡献需求增量。

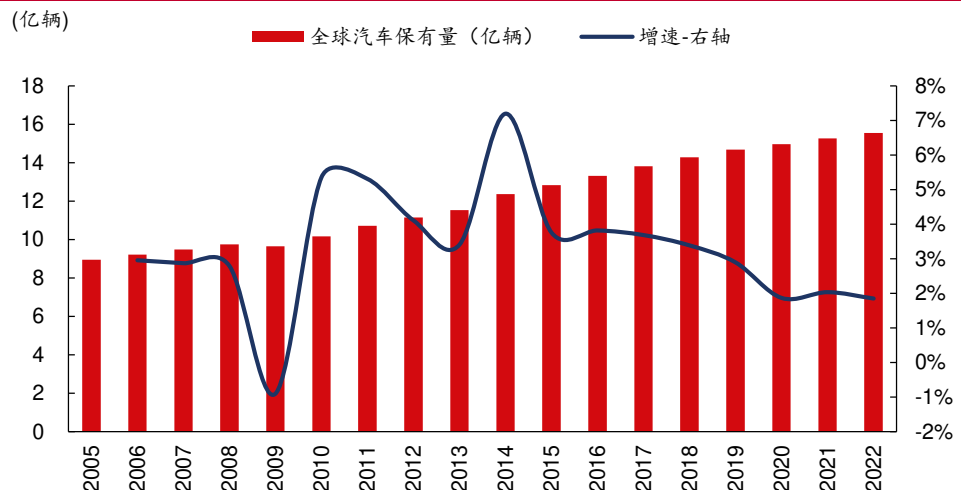
2.1 半钢胎：量价齐升带动半钢胎市场规模上升

2.1.1 量增：汽车保有量增长+新能源汽车高增驱动半钢胎需求

全球汽车保有量稳步上行，替换胎基本盘大。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。

我国汽车保有量亦稳定增长，千人保有量仍有提升空间。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%，然而世界千人汽车保有量相较发达国家仍处低值，根据公安部，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。

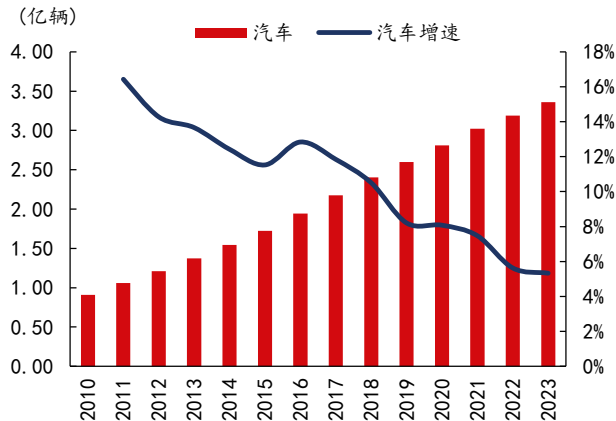
图表13：全球汽车保有量稳步上行



资料来源：国际汽车制造商协会，国联证券研究所

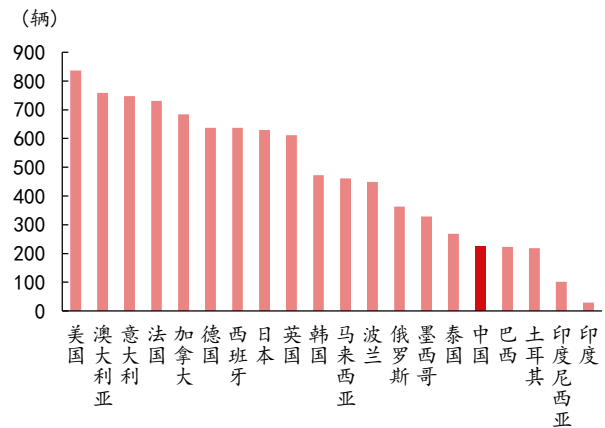
注：2015-2022 年数据由国联化工根据全球汽车销量及年报报废率 3.5% 测算

图表14：我国汽车保有量及增速



资料来源：公安部，国联证券研究所

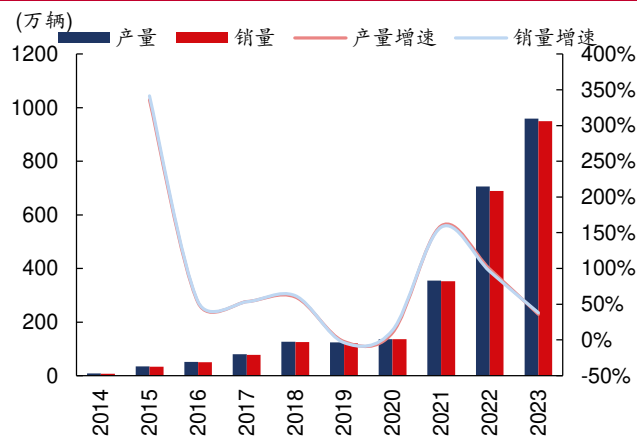
图表15：2022 年世界千人保有量对比



资料来源：世界银行，国联证券研究所

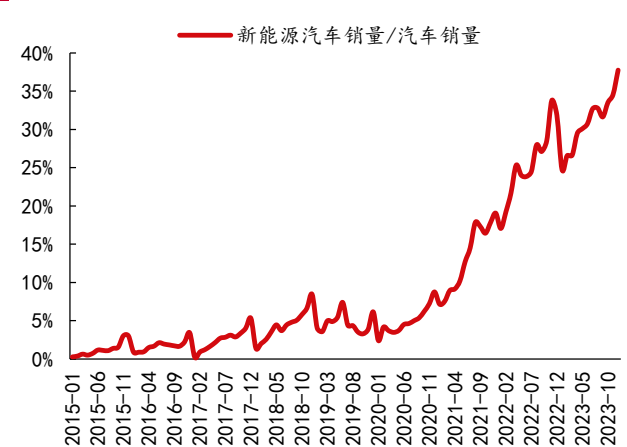
配套市场方面，我国新能源汽车高速增长带动配套需求。近年来，我国大力支持新能源汽车产业发展，在补贴政策扶优扶强导向推动下，我国新能源汽车实现高速增长，据中汽协，2023 年我国新能源汽车产销量分别为 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比增长 36%和 38%，新能源车销量占汽车销量的比例整体亦持续抬升，23 年 12 月已达 38%。目前，截至 23 年底，中国新能源车保有量渗透率仅 6%，未来伴随新能源车放量，半钢胎配套市场或有广阔的发展空间。

图表16：我国新能源汽车产销量



资料来源：中汽协，国联证券研究所

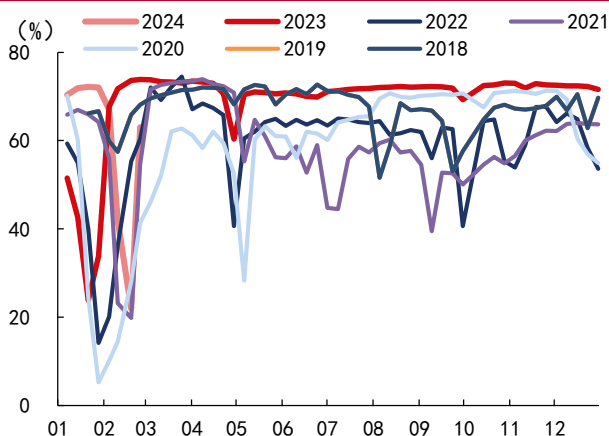
图表17：新能源汽车渗透率



资料来源：中汽协，国联证券研究所

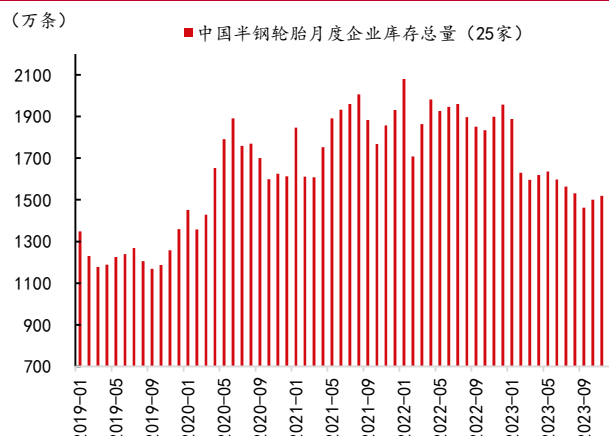
开工高企，库存水平较低。高频数据来看，23 年半钢胎行业开工率整体高于过去五年。库存方面，据卓创资讯，截至 23 年 12 月底，中国半钢胎企业库存为 1568 万条，处于近三年较低水平。

图表18：国内半钢胎开工率



资料来源：中国橡胶信息贸易网，国联证券研究所

图表19：中国半钢胎企业库存（25家）



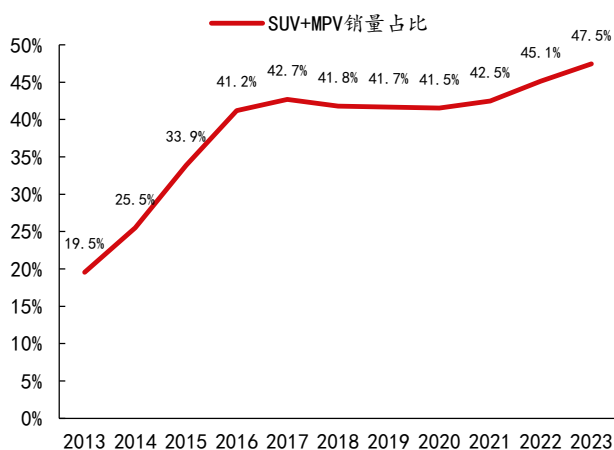
资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

2.1.2 价升：大尺寸和高性能轮胎比例增加带动单价上升

随着人们对旅游休闲需求提升，SUV 和 MPV 车型愈发受到青睐，两者在汽车销售中的占比持续提升。据中汽协，2023 年 SUV+MPV 销量占国内汽车总销量的 47.5%，较十年前增加 28pct。同样美国的新车销售结构中，SUV 和 MPV 占比也在逐步扩大，带动大尺寸轮胎原配和替换市场进一步扩容。

2023 年上半年，倍耐力在 18 寸及以上的高价值轮胎市场的销量增长了 5.7%；2023 年第二季度韩泰 18 寸及以上的轮胎销售比例从 22 年同期的 39.1%提升至 43.6%。

图表20：中国 SUV 和 MPV 销量比例持续提高



资料来源：中汽协，国联证券研究所

图表21：大尺寸轮胎单价更高



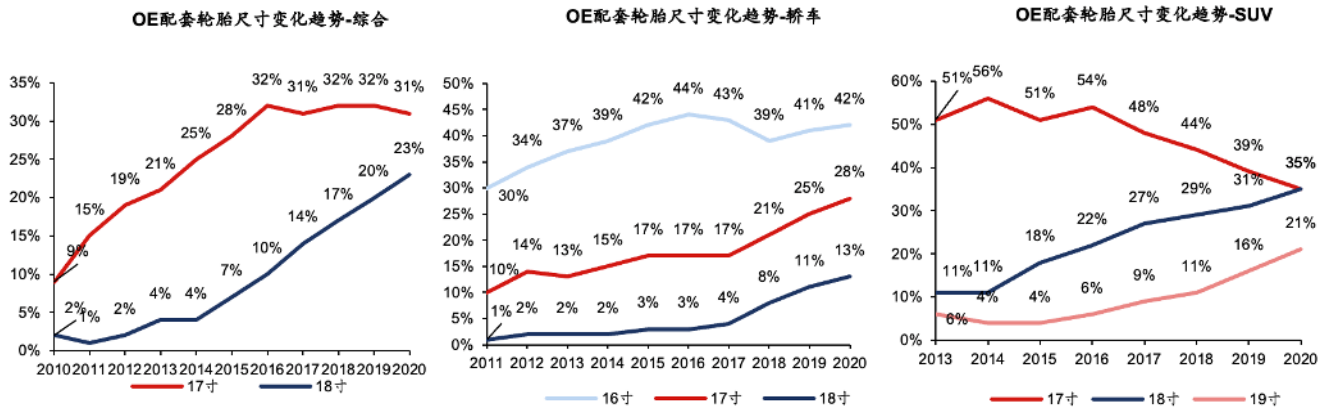
资料来源：京东旗舰店，轮胎商业，国联证券研究所

技术含量更高的大尺寸轮胎带来更高的销售单价和利润，带动头部企业纷纷加码大尺寸轮胎。我们认为，伴随 SUV 等大型车辆比例持续提升，叠加国内市场改装车热潮，大尺寸轮胎市场份额将逐步提升，从而驱动轮胎平均单价提升。

此外，新能源车相较于燃油车对轮胎性能要求更高，对应高性能轮胎单价更高。新能源车起步更快、车身更重、驱动电机噪音更小，对轮胎在滚动阻力、载重性能、静音性能、抓地性能等方面提出更高要求，对应高性能绿色轮胎也应运而生。伴随新

新能源车渗透率持续提升，轮胎平均单价也将持续提升。

图表22：大尺寸轮胎比例增加



资料来源：车与轮，国联证券研究所绘制

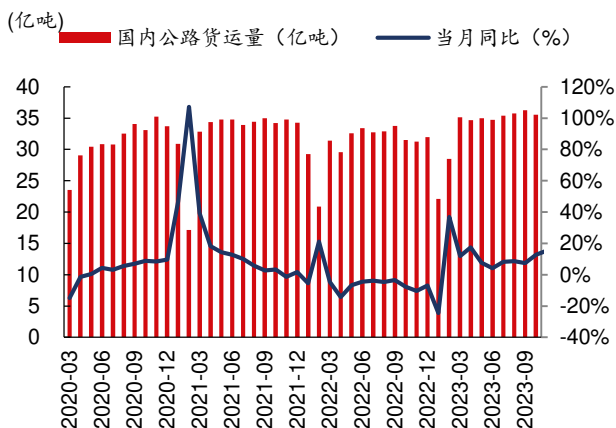
2.2 全钢胎：需求平稳，高品质全钢胎有一定空间

2.2.1 疫后国内需求回暖

受基建业疲软和疫情影响，过去两年国内客运量、货运量都有明显下滑，叠加重卡国六排放标准正式实施，我国商用车产销量大幅下滑，2022 年我国商用车产量同比下滑 32%至 318.4 万辆，全钢胎需求整体承压，开工率一度不足五成。

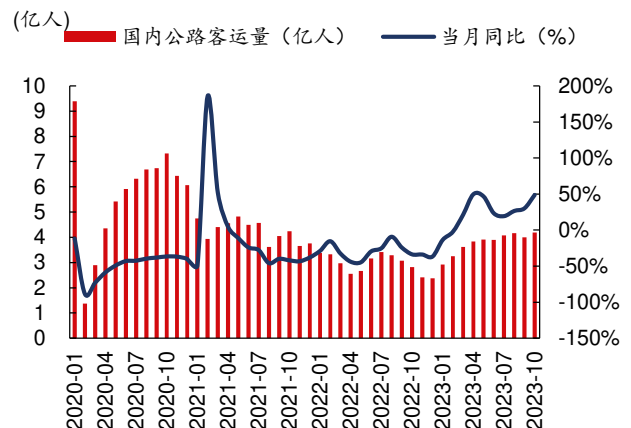
伴随疫后出行恢复正常，国内公路货运量和客运量逐步恢复到正常水平，据国家统计局，截至 2023 年 12 月，国内公路货运量累计同比提升 7.5%，客运量同比提升 62.6%。商用车产销量亦显著恢复，截至 23 年底国内商用车产销量累计同比提升 27%/22%。

图表23：国内公路货运量及同比



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

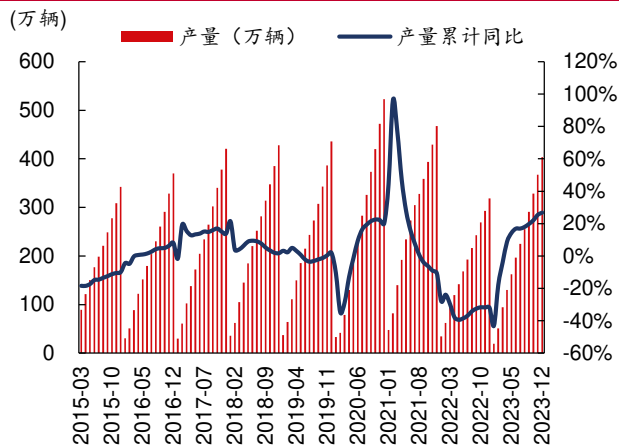
图表24：国内客运量及同比



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

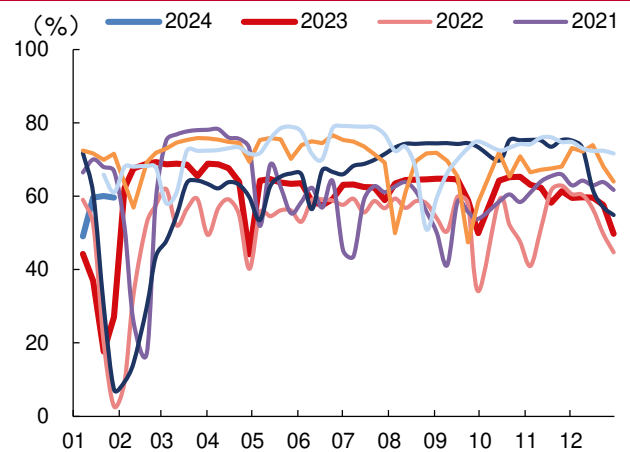
开工率平稳，库存显著去化。开工率方面，23 年国内全钢胎行业开工率在 6 成左右。全钢胎企业库存亦逐渐去化，据卓创资讯，截至 23 年 12 月末，我国全钢胎企业库存（25 家）为 1176 万条，虽然仍处于历史相对高位，但已较去年同期下降 7%。

图表25：国内商用车产销量



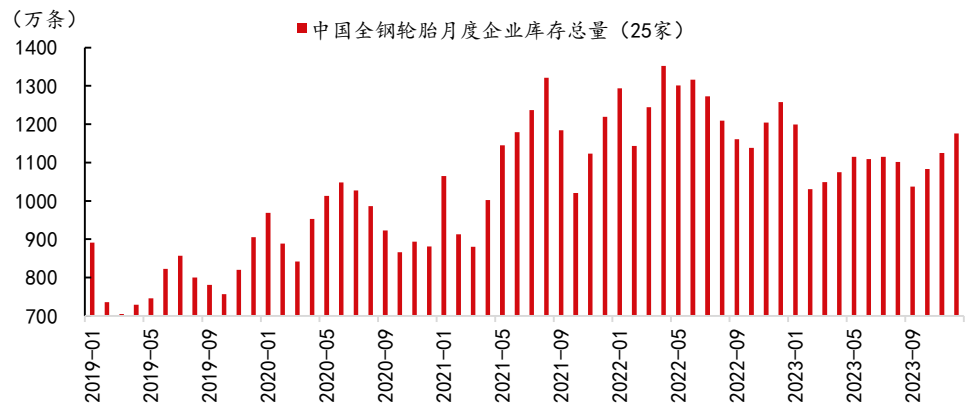
资料来源：Wind，中汽协，国联证券研究所

图表26：国内全钢胎开工率



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表27：中国全钢胎企业库存（25家）逐渐去化



资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

2.2.2 高品质全钢胎仍有一定市场空间

长期来看，中国以及欧美等发达国家地区基建业对全钢胎增量需求终会趋于饱和，但目前市场上仍有存量需求，在这种情况下，具有抗磨损性能、抗老化性能的高品质全钢胎产品，依然保有市场空间。同时，在“绿色化”发展趋势下，轮胎企业纷纷推出新能源重卡轮胎，以贵州、万力、金宇、八亿等企业为首的轮胎企业已率先推出一系列为新能源重卡量身定做的更安全、更节能的专用轮胎，抢占新能源重卡轮胎市场。

我们认为，未来全钢胎一方面往绿色化、高端化发展，另一方面有望向“一带一路”等发展中国家渗透，争取扩大市场规模。

2.3 非公路轮胎：下游多领域共振支撑景气延续

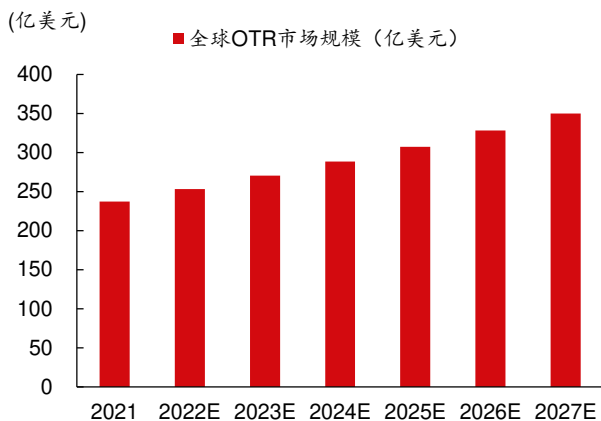
2.3.1 OTR 是快速发展的细分领域

近年来，非公路用轮胎（OTR）为全球轮胎市场快速发展的细分领域，其利润率也相对较高。受益于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，非公路用轮胎未来的市场需求仍将保持快速增长趋势。根据 TechSci Research，2021 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%。

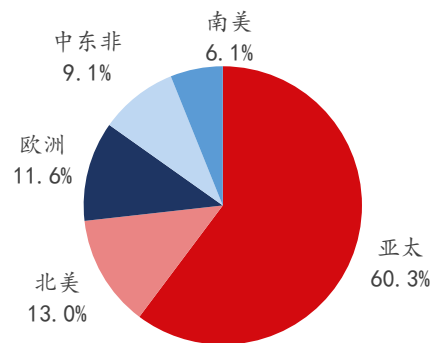
消费分布方面，亚太区域 OTR 市场规模位居第一，21 年占比约 60%，主要得益于澳大利亚、东南亚、俄罗斯及我国丰富的矿产资源，北美、欧洲、中东非、南美消费占比分别为 13%、12%、9%和 6%。

图表28：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29：2021 年全球 OTR 消费结构



资料来源：TechSci Research，国联证券研究所

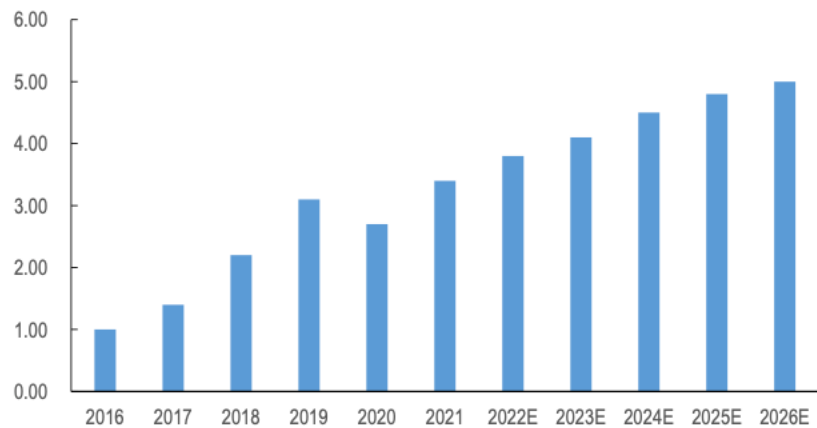
2.3.2 下游多领域共振驱动 OTR 需求增加

非公路轮胎包括工程轮胎、农用轮胎和其他轮胎。其中工程轮胎需求与下游基础设施建设、房地产、矿山等行业息息相关，其需求显著受益于全球基建投资力度加大及矿业景气提升；而农业轮胎主要受益于农业机械化率持续提升。

1) 工程轮胎：下游采矿业景气带动工程轮胎需求

随着世界工业化进程加快，全球工程轮胎产量从 2016 年的 1 亿条增长到 2021 年的 3.4 亿条，年复合增长率为 27.73%，预计至 2026 年，全球工程轮胎产量将进一步增长至 5 亿条。

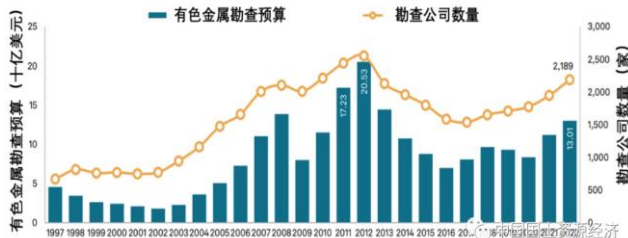
图表30：2016-2026 年全球工程轮胎产量（亿条）



资料来源：弗若斯特沙利文，海安橡胶招股书，国联证券研究所

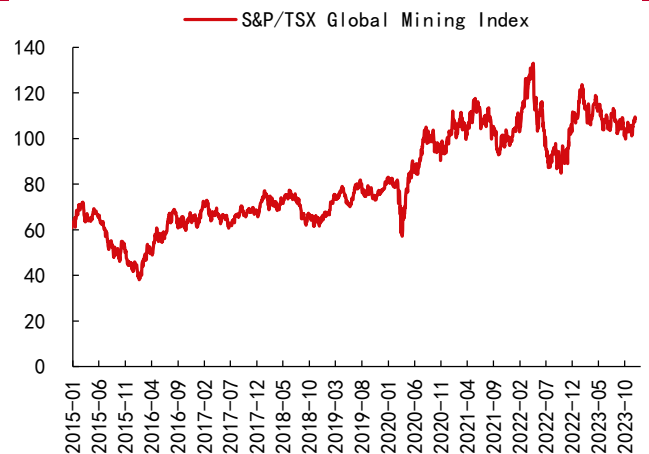
全球矿业活动增加支撑工程轮胎的需求提升。伴随全球新能源行业快速发展，全球有色金属勘查预算增加，据标准普尔数据，2022 年全球 2189 家矿业公司（不含中国）有色金属勘查预算为 130.1 亿美元，同比增长 16%，较 2016 年的低点已有显著回升，相应地，标普全球矿业活动指数中枢有所抬升。

图表31：全球有色金属勘查预算情况



资料来源：S&P Global Market Intelligence，国联证券研究所

图表32：全球矿业活动指数持续提升

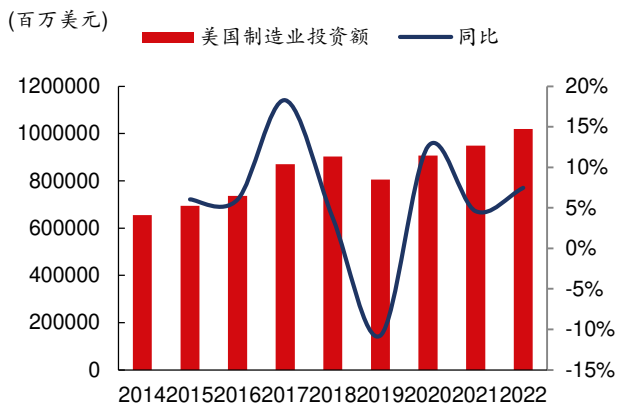


资料来源：S&P Dow Jones Indices，国联证券研究所

美国制造业投资增加带来了大量工程机械相关需求。据 BEA 统计，美国制造业投资额自 19 年低点持续增加，2022 年同比增长 7.5%至 1.02 万亿美元。此外，2021 年 11 月美国众议院通过了 5500 亿美元的基建法案，将用于道路、桥梁、公共交通和其他项目的建设，有望继续推动非公路轮胎的需求增长。

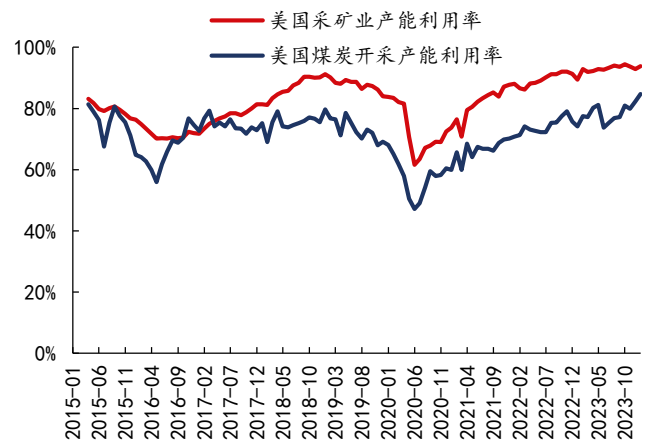
20 年年中以来，美国采矿业和煤炭开采产能利用率显著提升，截至 23 年 12 月，美国采矿业/煤炭开采产能利用率分别为 94.5%/84.7%，同比提升 5.1/10.6pct，较 20 年中提升 31.1/35.7pct。

图表33：美国制造业投资额



资料来源：BEA Data，国联证券研究所

图表34：美国采矿业和煤炭开采开工率



资料来源：Wind，美联储，国联证券研究所

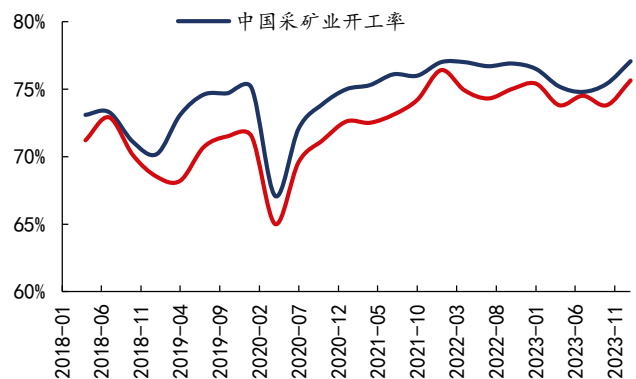
国内“新基建”的稳步推动带动我国工程胎需求增长。据国家统计局，截至 23 年 12 月，我国基建固定资产投资额累计同比增长 8.2%，国内采矿业、煤炭开采和洗选开工率亦有所提升。

图表35：中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

图表36：国内采矿业、煤炭开采和洗选开工率

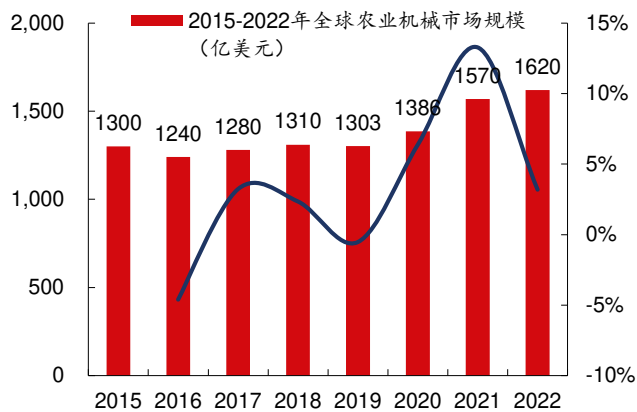


资料来源：Wind，国联证券研究所

2) 农业轮胎:农业机械化率提升有望带动农用轮胎需求

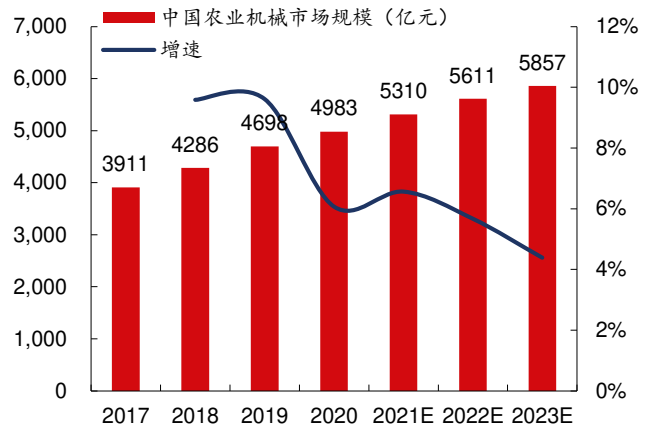
全球农业机械市场规模整体呈增长态势，其中西欧和北美地区农业机械化发展较成熟。根据德国机械设备制造业联合会 (VDMA) 数据显示，预计 2023 年全球农业机械市场容量达 1620 亿美元。我国农业机械市场规模亦不断扩大，支撑农业各产业发展的机械化基础逐步牢固，根据中国农业农村部数据显示，我国农业机械行业市场规模由 2017 年的 3911 亿元增长至 2023 年的 5857 亿元，CAGR 达 7%，整体呈现平稳上升趋势，将支撑我国农用轮胎需求提升。

图表37：全球农业机械市场规模



资料来源：德国机械设备制造业联合会（VDMA），国联证券研究所

图表38：中国农业机械市场规模



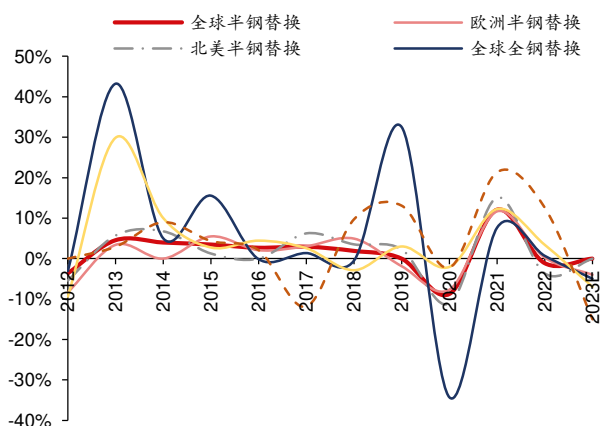
资料来源：中国农业农村部，国联证券研究所

2.4 短期受益海外需求高增，长期“一带一路”国家有望贡献增量

海外市场方面，23 年全年海外替换需求整体承压，据米其林官网，23 年全球半钢胎替换市场销量同比持平，其中欧洲地区同比下滑 4%，北美地区同比持平；全钢胎替换市场销量同比下滑 5%，其中欧洲同比下滑 7%，北美下滑 15%。

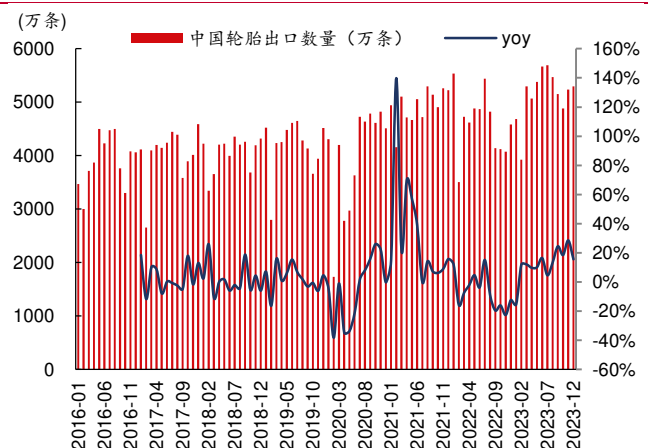
而中国轮胎行业却走出强 Beta，成为全球轮胎市场一抹靓丽的风景线。据米其林，23 年中国半钢替换/配套市场销量分别同比增长 13%/9%，出口量亦（包括海外基地）实现高增长，23 年轮胎出口量达到 6.17 亿条，同比增长 12%，即使在四季度轮胎销售淡季，23Q4 平均出口量也逾 5100 万条，整体呈现“淡季不淡”。

图表39：12-23 年全球替换市场同比增速



资料来源：米其林官网，国联证券研究所

图表40：中国轮胎出口高企

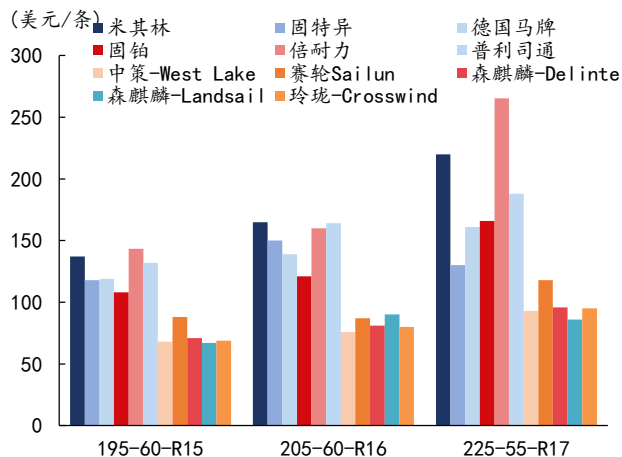


资料来源：海关总署，国联证券研究所

我们认为，中国轮胎逆势增长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优势凸显，欧美消费降级令高性价比中国轮胎更受终端消费者青睐，中长期来看高性价比优势有望保持。

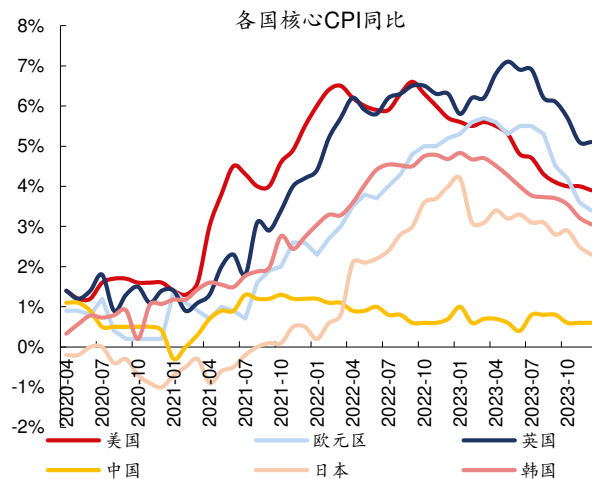
伴随产业发展和企业研发制造实力提升，近年来我国轮胎品质已有了大幅提升，部分已经可以比肩海外龙头厂商中高端产品，但终端销售价格远低于龙头品牌 50% 或以上，而欧美对轮胎有刚性替换需求，在高通胀和高利率背景下，中国的高性价比轮胎更受海外终端消费者青睐。

图表41：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42：世界通胀仍处高位



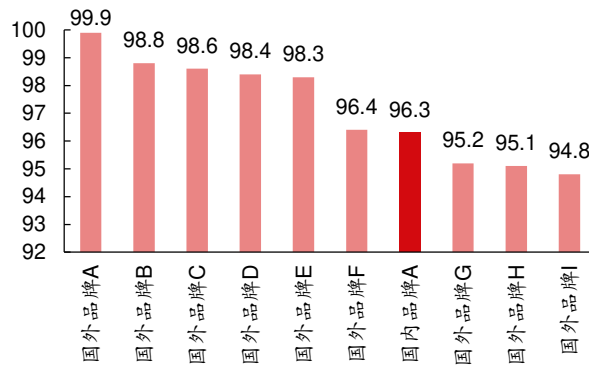
资料来源：美国劳工部, 欧盟统计局, 英国统计局, 日本统计局, 韩国央行, 国家统计局, 国联证券研究所

图表43：2017 年 Test World 夏季轮胎测试报告

	比重%	国外一线品牌A	国外一线品牌B	国外一线品牌C	国内一线品牌A
湿地	55%				
制动	15%	10	9	9	9
动态抓地力	15%	10	9	8	9
水滑性能	15%	7	10	7	8
操控性能	10%	9	8	8	9
干地	25%				
制动	15%	10	9	9	8
操控性能	10%	8	8	8	7
经济与舒适性	20%				
噪音	10%	9	9	10	9
滚动阻力	10%	7	7	7	7
总分	100%	8.9	8.8	8.3	8.3

资料来源：玲珑轮胎官网, 国联证券研究所

图表44：2023 年 AutoBild 夏季轮胎测试得分情况



资料来源：AutoBild, 国联证券研究所

中长期来看，我们认为中国轮胎高性价比竞争优势有望保持。考虑到轮胎生产标准化程度较高，不同企业原材料成本差距不大，我们采用价格透析法，以原材料金额为基准比较了国内外 6 家胎企的成本费用，发现国内头部胎企的营业成本是海外巨头的 50% 以下。我们认为，中国轮胎的性价比优势主要得益于对成本的控制，而成本端优势主要来源于较低的劳动力成本和制造费用，中长期来看，在海外消费降级的趋势下，高性价比中国轮胎需求有一定支撑。

图表45：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括能源动力和其他制造费用等；森麒麟其他营业成本项包括能源动力等

具体到主要轮胎消费市场，2022 年美国轮胎出货量 3.32 亿条，占全球轮胎销量 17.5 亿条的 19%；欧洲轮胎销量 491.6 亿条，占全球轮胎销量的 28%，二者将近占据全球轮胎市场的一半，因此我们以美国、欧洲为切入点看海外轮胎消费市场。

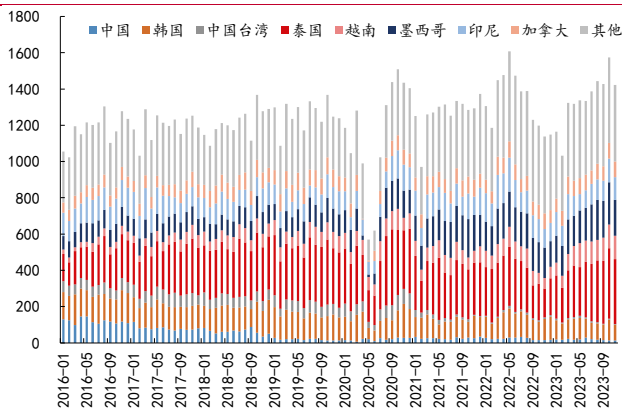
2.4.1 美国：进口结构改变释放积极信号

美国轮胎对外依存度较高。美国是全球最大的轮胎消费市场，据 USITC，美国每年的轮胎消费量在 3-3.3 亿条，每年进口半钢胎 1.4-1.6 亿条，进口全钢胎 0.4-0.6 亿条，进口依存度较高，且近年来美国对轮胎的进口需求稳中有升。

23 年下半年进口需求旺盛，全年进口量承压。23 年上半年在经销商去库存影响下进口量减少，伴随去库结束叠加需求向好，23 年下半年进口需求较旺盛，23 年整体进口量在 22 年高基数下同比下滑。据 USITC，23 年前 11 月，美国进口半钢胎/全钢胎 1.48/0.44 亿条，同比下滑 0.5%/19%；23 年 11 月进口半钢胎/全钢胎 1423/481 万条，同比增长 25%/16%，进口需求仍旺盛。

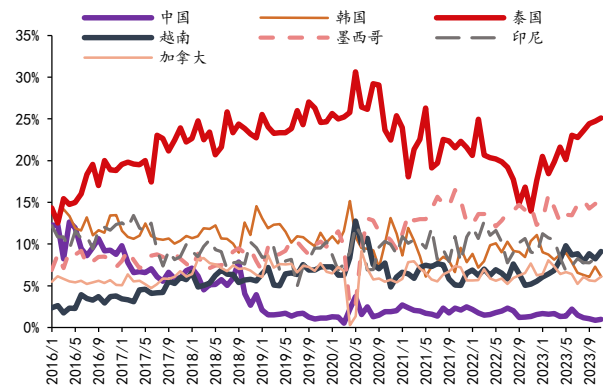
泰国、越南份额提升释放积极信号。从进口结构来看，美国进口自泰国、越南的半钢胎数量占比自 22Q4 开始低位回升，进口自泰国、越南的全钢胎数量占比分别自 23 年 3 月、5 月开始低位回升。近年来伴随中国头部胎企纷纷在东南亚建厂，东南亚区域出口有效填补了因高关税而退出的中国出口份额，实际上是中国轮胎海外产能逐步投放收回份额，我们认为，美国进口泰国、越南轮胎份额提升释放积极信号。

图表46：美国半钢胎进口量（万条）



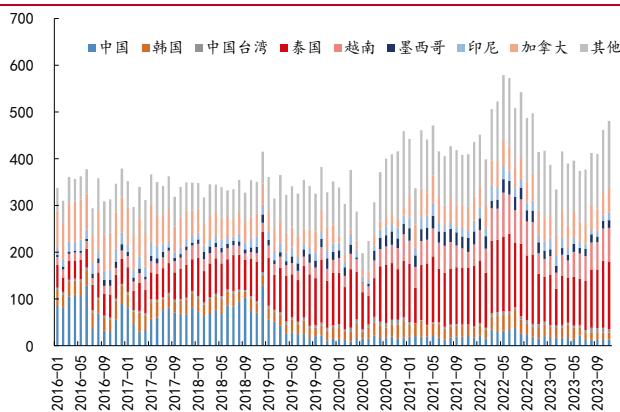
资料来源：USITC, 国联证券研究所

图表47：美国半钢胎部分进口国家占比



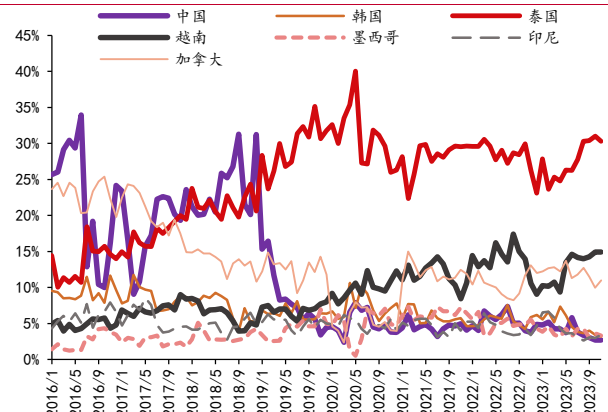
资料来源：USITC, 国联证券研究所

图表48：美国全钢胎进口量（万条）



资料来源：USITC, 国联证券研究所

图表49：美国全钢胎部分进口国家占比



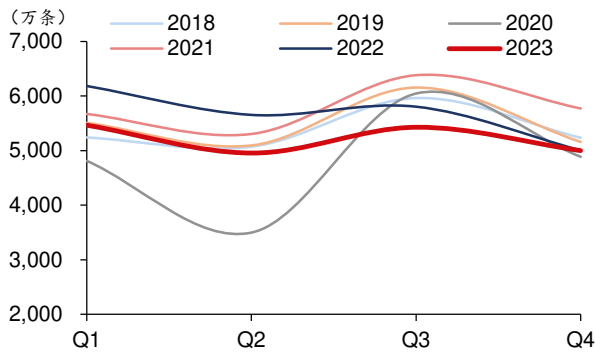
资料来源：USITC, 国联证券研究所

2.4.2 欧洲：自中国进口半钢胎份额持续提升

欧洲轮胎市场仍有修复空间。疫情和俄乌冲突以来，欧洲原材料和能源价格高企，轮胎生产成本抬升，轮胎性价比相对较低，叠加对经济前景的担忧压制需求，据ESTMA，2023年欧洲乘用车胎和卡客车胎替换市场销量整体低于过去18-22年的平均水平；据欧盟统计局，2023年1-10月欧盟27国进口半钢胎/全钢胎分别为100/49万吨，同比减少3%/13%。长期来看，欧洲汽车保有量稳定增长仍对轮胎替换需求形成支撑，整体需求待进一步修复。

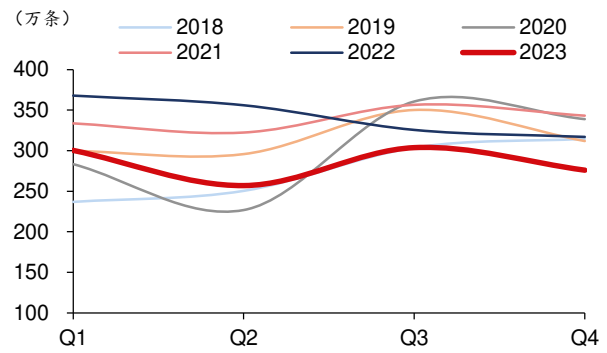
国产高性价比轮胎受到欧洲消费者青睐。在欧洲轮胎需求整体承压的背景下，欧洲进口自中国的半钢胎数量仍实现高增，主要得益于高通胀下消费降级凸显、俄乌冲突后欧洲停止进口俄罗斯轮胎、欧洲老旧工厂关停，高性价比中国轮胎愈发受到消费者青睐。据欧盟统计局，中国半钢胎进口份额由22年初的50%攀升至23年9月的59%，未来中国轮胎有望继续扩大在欧洲的份额。

图表50：欧洲乘用车胎替换市场销量



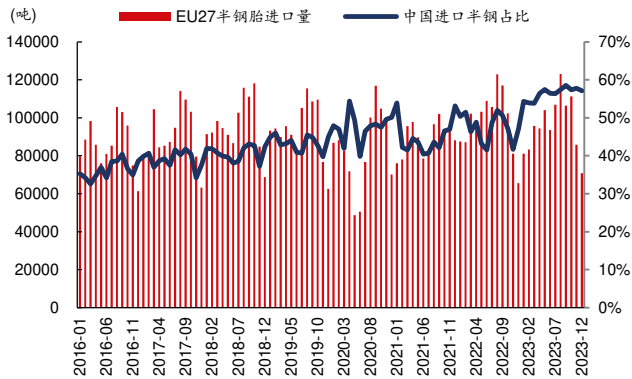
资料来源：ESTMA, 国联证券研究所

图表51：欧洲卡客车胎替换市场销量



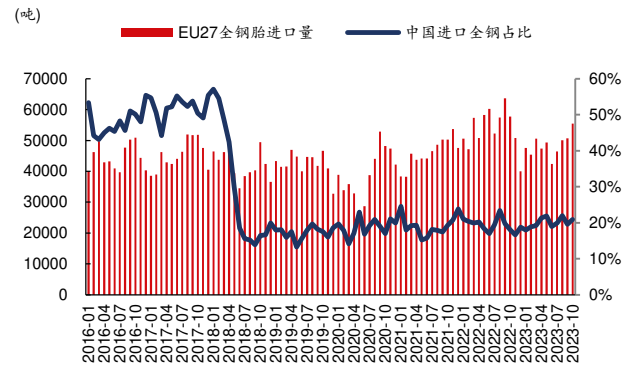
资料来源：ESTMA, 国联证券研究所

图表52：欧盟 27 国半钢胎进口量及中国份额



资料来源：Eurostat, 国联证券研究所

图表53：欧盟 27 国全钢胎进口量及中国份额



资料来源：Eurostat, 国联证券研究所

2.4.3 俄罗斯：成为重要出口地

俄罗斯的重工业高度发达，但在汽车制造领域拥有的技术和设备均相对落后，国内汽车工业基础也较为薄弱，导致俄罗斯本土轮胎产能始终处于较低水平，市场始终由海外品牌占据主导地位。

自俄乌冲突以来，7 家轮胎跨国公司都大幅削减了在俄罗斯的业务活动，其中米其林和诺记轮胎宣布将完全撤出俄罗斯市场，同时俄罗斯本土品牌的轮胎产量下降，导致供给缺口扩大。据轮胎商业，截至 2023 年 6 月，俄罗斯主要外资轮胎厂已退出了将近 6 成，超过 2300 万的轮胎产能遭遇空缺。

图表54：外资轮胎企业在俄罗斯的工厂及运营情况（不完全统计）

公司	位置	主要产品	产能	现状
普利司通	Ulyanovsk	乘用车胎	4862 条/天	停产，出售给 S8 Capital
德国大陆	Kaluga	乘用车胎、轻卡轮胎	300 万条/年	出售给 S8 Capital
米其林	Davydovo	乘用车胎、载重翻新胎	6000 条/天	停产，出售给 Power Int.
诺记	Vsevolozhsk	乘用车胎、轻卡轮胎	1700 万条/年	停产，出售给 Tatneft
倍耐力	Kirov	乘用车胎、轻卡轮胎	600 万条/年	低开工运营
	Voronezh	乘用车胎、轻卡轮胎	230 万条/年	低开工运营

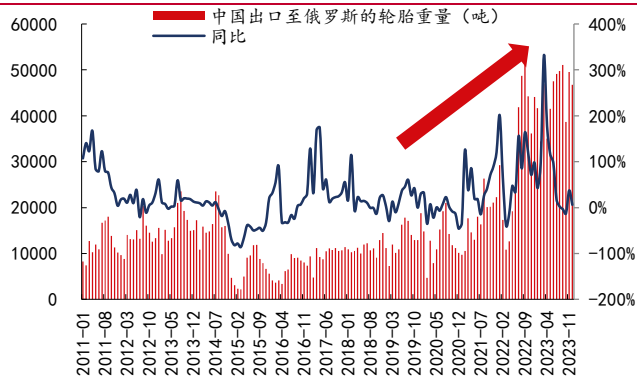
横滨	Lipetsk	乘用车胎、轻卡轮胎	160 万条/年	继续生产
帝坦	Volzhskiy	轻卡轮胎、农用及工业轮胎	200 万条/年	低开工运营

资料来源：轮胎商业，世界橡胶展，中国轮胎商务网，国联证券研究所

在此背景下，俄罗斯成为我国轮胎出口增长最快的地区之一。据海关总署，俄乌冲突以来，我国对俄罗斯出口的全钢胎显著增加，22/23 年我国对俄罗斯出口的轮胎数量为 38.1/53.2 万吨，同比增长 82%/39%。

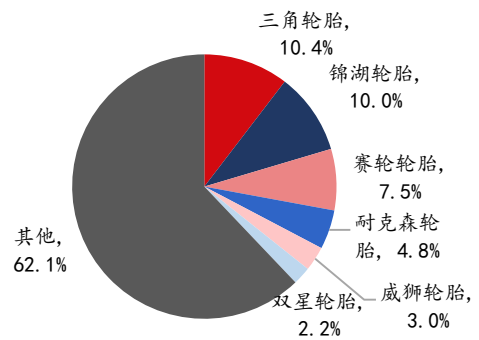
中国轮胎逐渐占领俄罗斯市场。根据俄罗斯汽车经销商协会（ROAD）的数据，2022 年俄罗斯轮胎市场份额前三是米其林、普利司通和固特异，现在中国品牌已经领先，其中 23 年上半年，三角轮胎占据俄罗斯轮胎市场份额 10.4%，位列第一。

图表55：中国出口至俄罗斯的轮胎大幅增加



资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表56：2023 年上半年俄罗斯轮胎市场份额



资料来源：俄罗斯汽车经销商协会，轮胎商业，国联证券研究所

我们认为，地缘政治对俄罗斯轮胎供应端的扰动仍存，若仅剩的外资轮胎企业最终也决定退出在俄产能，那么俄罗斯轮胎市场或面临更大的供应缺口，中国轮胎有望凭借高性价比及区位优势加速抢占俄罗斯市场份额。

2.4.4 “一带一路”国家：有望成为中国轮胎出口增长点

传统出口市场受到欧美“双反”制裁后，中国轮胎行业逐步将目光放到“一带一路”相关国家上，争取更多出口份额。

近年来中国对“一带一路”国家的轮胎出口量有所提升。我们选取 34 个轮胎主要出口国为样本，据海关总署，2023 年月从中国进口轮胎实现正增长的 29 个国家中，有 21 个为“一带一路”国家；2022 年进口轮胎实现正增长的 18 个国家中，有 11 个为“一带一路”国家；2020 年受宏观经济影响，轮胎出口市场受到重创，但老挝、马来西亚、越南、泰国、柬埔寨、尼泊尔等“一带一路”国家从中国进口的轮胎数量仍实现正增长。

未来，伴随与“一带一路”国家合作的不断深入，“一带一路”国家有望成为中国轮胎出口新的增长点。

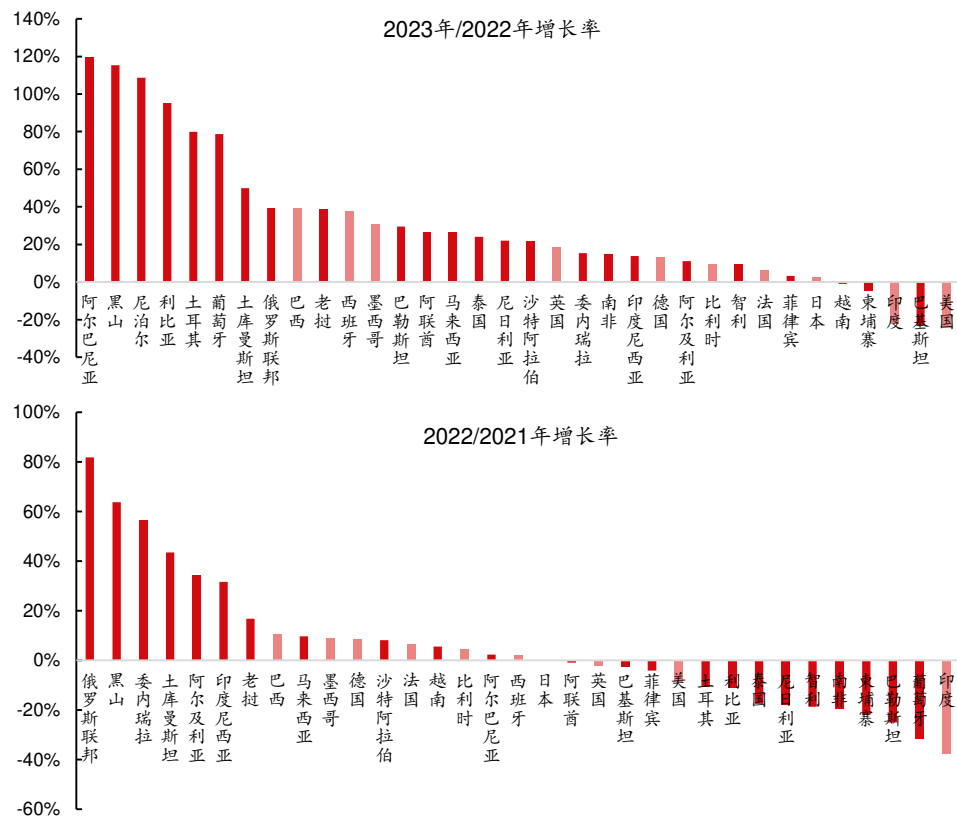
图表57：2019-2023 年部分国家从中国进口轮胎数量增长率

	2019	2020	2021	2022	2023
阿尔巴尼亚	-9.4%	-0.1%	-34.2%	2.3%	119.6%
黑山	0.0%	4.7%	-75.3%	63.7%	115.4%
尼泊尔	182.3%	147.1%	-6.7%	-63.1%	108.7%
利比亚	42.9%	-56.6%	105.9%	-11.2%	95.3%
土耳其	-7.3%	-22.1%	-45.3%	-10.7%	79.9%
葡萄牙	-14.8%	-0.3%	5.4%	-31.7%	78.8%
土库曼斯坦	133.3%	-7.9%	17.4%	43.5%	49.9%
俄罗斯联邦	19.0%	-4.6%	36.4%	81.7%	39.4%
巴西	26.0%	-16.1%	80.3%	10.7%	39.0%
老挝	25.1%	13.2%	33.7%	16.8%	38.5%
西班牙	-2.4%	-10.8%	6.8%	1.9%	37.7%
墨西哥	2.5%	3.2%	34.8%	8.8%	30.9%
巴勒斯坦	30.4%	-0.6%	-7.1%	-25.0%	29.4%
阿联酋	42.8%	-23.2%	34.9%	-0.9%	26.6%
马来西亚	55.9%	27.9%	22.2%	9.7%	26.2%
泰国	9.6%	6.1%	33.8%	-17.5%	24.0%
尼日利亚	24.5%	-1.0%	9.4%	-17.9%	22.0%
沙特阿拉伯	42.4%	-1.2%	0.7%	8.1%	21.3%
英国	-5.9%	-2.4%	1.9%	-2.2%	18.4%
委内瑞拉	80.5%	-27.9%	-12.9%	56.5%	15.3%
南非	2.2%	-10.0%	39.1%	-19.5%	14.6%
印度尼西亚	1.8%	-4.4%	53.7%	31.6%	13.7%
德国	-9.7%	-10.2%	14.1%	8.4%	13.4%
阿尔及利亚	-10.8%	-10.5%	-31.0%	34.4%	11.1%
比利时	1.5%	3.5%	-9.3%	4.5%	9.4%
智利	0.2%	7.9%	37.6%	-18.6%	9.3%
法国	21.1%	0.6%	17.6%	6.5%	6.1%
菲律宾	4.3%	-11.9%	41.3%	-4.1%	3.3%
日本	14.3%	-5.6%	23.5%	0.0%	2.2%
越南	13.9%	8.5%	20.4%	5.5%	-1.1%
柬埔寨	68.7%	14.7%	19.2%	-21.9%	-4.5%
印度	9.4%	-73.1%	-0.1%	-37.8%	-22.0%
巴基斯坦	0.9%	38.9%	-4.3%	-2.5%	-23.4%
美国	-48.0%	-4.2%	18.2%	-8.6%	-24.1%

资料来源：海关总署，国联证券研究所

注：标蓝的国家为一带一路国家

图表58：22-23 年向中国进口轮胎数量增长率排名居前的多为“一带一路”国家



资料来源：海关总署，国联证券研究所；
注：红色为“一带一路”国家，粉红色非“一带一路”国家

3. 中国轮胎崛起，有望持续抢占外资份额

22 年全球 CR3 占比较 00 年/09 年分别下降 17pct/5pct，而 22 年中国胎企销售额占比较 00 年/09 年提升 11pct/2pct，中国大陆 CR3 占比较 00 年/09 年提升 3.5pct/0.7pct。国内来看，国内轮胎行业洗牌加速，政策引导落后产能持续出清，我国轮胎企业数量已由 2016 年的 534 家下降至 2022 年的 180 家，行业集中度持续提升。

此外，贸易壁垒与高利润率驱动头部企业积极出海建厂扩充海外产能，同时近年来液体黄金、千里马杜仲胶轮胎、石墨烯轮胎等技术创新有望驱动国产品牌力提升，我们看好中国胎企份额持续向上。

3.1 全球格局：跨国巨头长期垄断格局有望被打破

轮胎市场是一个充分竞争的市场，经过数十年的发展，目前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，普利司通、米其林、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。

图表59：全球轮胎制造企业的四个梯队

梯队	市场定位	主要企业
第一梯队	中高端市场	普利司通、米其林、固特异
第二梯队	中端市场	德国大陆、倍耐力、邓禄普、韩泰、横滨、固铂、东洋、锦湖等
第三梯队	细分领域	正新、杭州中策、玲珑轮胎、赛轮轮胎、通用股份等
第四梯队	缺乏核心竞争力	本土中小规模轮胎生产企业

资料来源：轮胎商业，国联证券研究所

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。同时，国产轮胎的装备制造水平和自动化水平有了较大提升，国内胎企凭借优异的性价比具备和国际一线企业抗衡的能力，中国胎企在全球的份额不断提升，抢占外资份额。

图表60：近年来轮胎巨头工厂关闭情况梳理

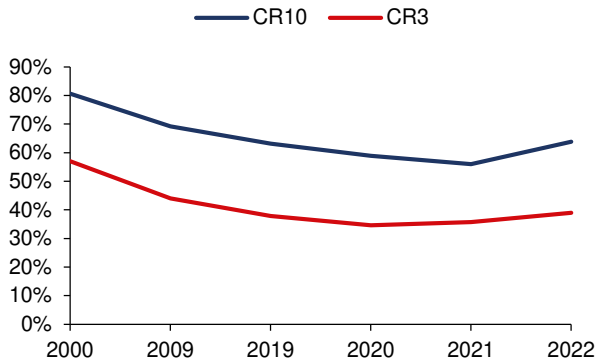
公司名称	关闭时间	关闭工厂	所在国家	关闭原因
米其林	2020. 6. 1	邓迪工厂	英国	/
	2020 年末	La Roche-sur-Yon 卡车轮胎工厂	法国	/
	2019-2021	班贝格轮胎工厂	德国	/
普利司通	2020. 11. 15	伊丽莎白斜交胎工厂	南非	工厂关闭后转为子午线轮胎生产线
	2021. 4	Bethune 工厂	法国	竞争激烈，收益下降
固特异	2020 年底	加兹登工厂	美国	/
德国马牌	2021 年底	亚琛工厂	德国	/
倍耐力	2021 年中	Gravatani	巴西	转移至圣保罗 Campinas 工厂
通亿欧	2021. 6. 1	Silverstone Berhad	马来西亚	产能落后

资料来源：观研天下，国联证券研究所

全球头部胎企份额呈下降趋势。据轮胎商业，22 年全球轮胎销售额 CR3 和 CR10 分别为 39%和 64%，同比提升 3.2pct 和 7.8pct，主要系固特异 21 年收购固铂轮胎、优科豪马 22 年收购特瑞堡车轮系统所致，但较 00 年分别下降了 17pct 和 18pct，较 09 年分别下降了 5.4pct 和 5.1pct。

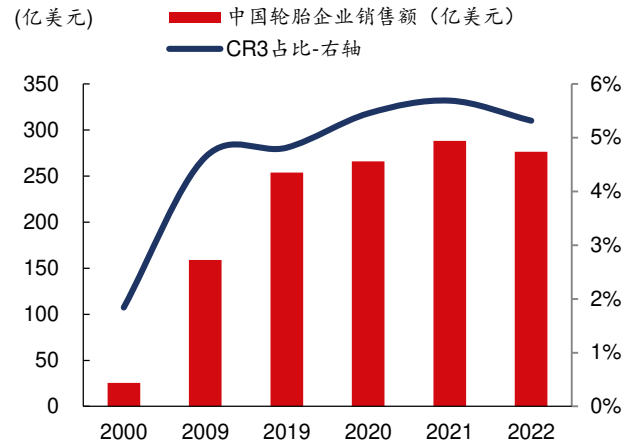
中国胎企份额向上。与此同时，22 年全球轮胎 75 强中中国企业占 31 家（不包含中国台湾企业），较 09 年的 22 家增加 9 家；中国胎企销售额占全球比例为 14.8%，较 00 年和 09 年分别提升 11.1pct 和 2.2pct。上榜企业中，除中策橡胶常年排名前十外，赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟、贵州轮胎近五年排名也有明显进步，22 年中国大陆 CR3 销售额占比为 5.32%，较 00 年和 09 年分别提升 3.5pct 和 0.7pct，中国胎企逐渐成为全球轮胎市场一抹亮丽的风景线。

图表61：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62：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63：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
6	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

3.2 国内格局：加速洗牌，集中度持续提升

3.2.1 国内轮胎市场整体“大而不强”

经过几十年的发展，我国依靠前期投资扩产、低水平重复建设和数量扩张的传统发展模式，已成为世界第一大轮胎生产国，2005 年实现轮胎产量 3.18 亿条，首次超过美国成为轮胎产量全球第一的国家，2007 年实现轮胎出口 3.26 亿条，首次超过日本成为轮胎出口量全球最大的国家。

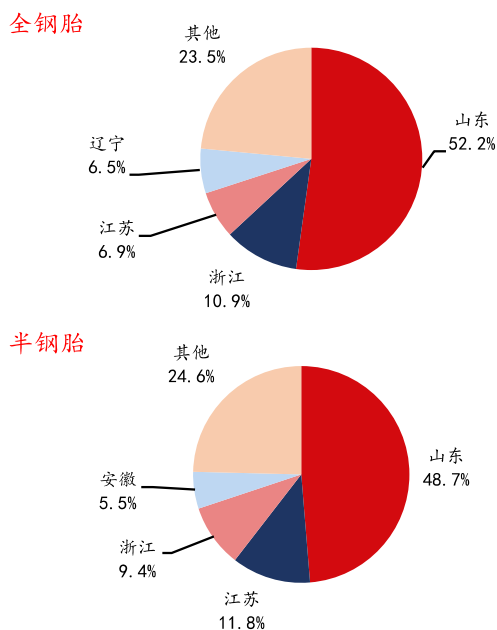
与此同时，我国轮胎行业面临产能相对过剩、低端产品同质化严重的现状。2022 年世界轮胎 75 强中，前十名的销售额 1192 亿美元，占总销售额的 64%，而中国大陆唯一一家上榜前十名的中策橡胶销售总额为 42 亿美元，只占全球市场份额的 2.2%，国内轮胎市场整体“大而不强”。

3.2.2 政策引导下国内轮胎加速供给侧出清

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。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。

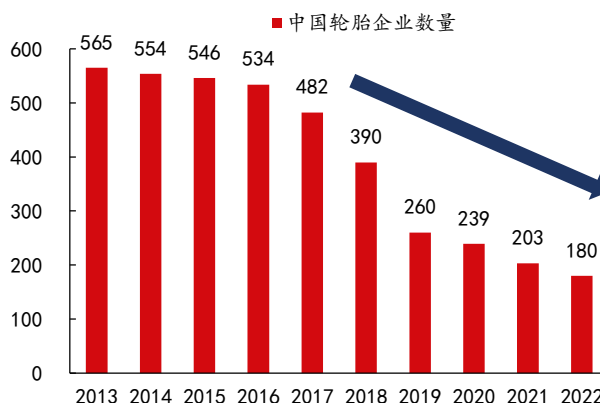
2022 年 6 月，山东省工业和信息化厅发布《2022 年山东省利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案》，对于轮胎行业的整改方案如下：在 2022 年年产能 120 万条以下的全钢子午线轮胎、500 万条以下的半钢子午线轮胎企业全部整合退出，退出产能可以进行减量置换，逾期未完成的直接关停退出，共计影响 18 家省内轮胎厂商，涉及淘汰的产能达到 3117 万条，其中全钢胎产能 556 万条，约占全国产能的 3%，半钢胎产能 2561 万条，约占全国产能的 4%，有望进一步推动国内轮胎行业集中度提升。据中国轮胎商务网的不完全统计，在过去四年山东轮胎至少淘汰了 4000 万条产能。

图表64：国内轮胎产能分布



资料来源：中国橡胶工业协会，国联证券研究所

图表65：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

东营的轮胎行业整顿从14年下半年开始，到现在仍有大量的产能需要调整，行业整顿还将会持续进行。而从17年底到现在，地方轮胎企业融资难度较大，我们认为当这些互保型企业退出市场的时候，才是轮胎行业整顿结束的标志。

3.3 中国胎企：出海投资+技术创新，有望由大变强

3.3.1 “出海”投资破解“双反”壁垒

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贸易壁垒。尤其是美国和欧盟这两大全球轮胎消费市场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%。

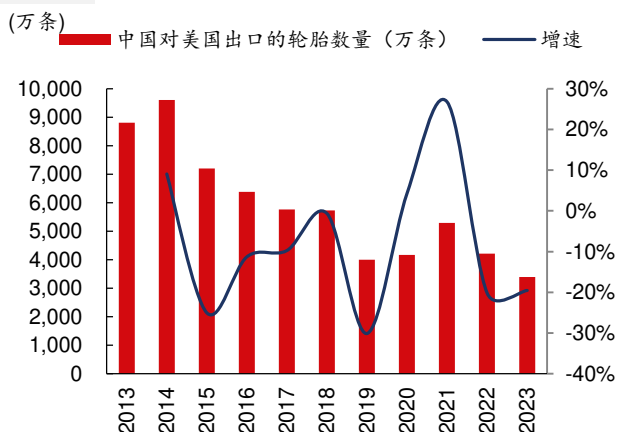
图表66：部分国家对中国轮胎贸易政策限制（包括东南亚基地）

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	-	2009.6	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

	2013.12	2014.2	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%
	2014.7	2015.8	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%
	2016.2	2017.2	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
	2018.11	2019.2	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%
	-	2018.8	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
	2020.5	2021.5	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%。
	2022.9	2024.1	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。
	2023.10		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
欧洲	2017.8		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

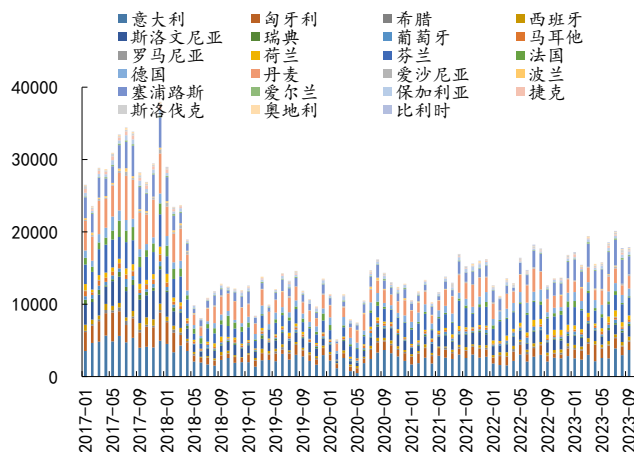
资料来源：美国商务部，轮胎商业，国联证券研究所

图表67：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68：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

2012 年以来，为了从源头上规避“双反”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。

海外首厂均选择“一带一路”辐射的东南亚区域，东南亚区域作为天然橡胶的主产地，可减少运输和采购成本，另一方面，许多东南亚国家享受美国和欧盟等轮胎主要消费区域的普惠制关税优惠，进出口关税远低于对中国产品的征税率，有的甚至为零关税，且当地劳动力成本较低，有利于国内轮胎企业维持较低的运营成本，巩固性价比优势。

随着海外布局逐步推进，以赛轮、玲珑、森麒麟为代表的中国头部胎企，已经展开了第二轮出海布局，将产能从东南亚拓展到南美（墨西哥）、欧洲（塞尔维亚）、非洲（摩洛哥）等地。

目前中国胎企海外产能投放合理，相较欧美轮胎需求仍有较大提升空间。根据我们不完全统计，截至 2023 年底，中国轮胎企业海外半钢胎、全钢胎产能合计 10800 万条、2642 万条，假设半钢、全钢产能利用率分别为 90%、80%，供应欧美比例均为 90%，则供应欧美体量分别约 8748 万条、1902 万条，仅占 2022 年欧美需求的 12%、28%，仍有较大提升空间。

图表69：中国主要轮胎企业海外建厂产能（截至 2024 年 1 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）	2015
	越南（与固铂合资）		265		2019
	越南（三期）	300	100	5（万吨）	2022 非公路/2023 半钢+全钢
	柬埔寨（一期）	900	165		2022
	柬埔寨（二期）	1200			2024
	墨西哥	600			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		10800	2642		
产能利用率假设		90%	80%		
供应欧美地区占比假设		90%	90%		
预计供应欧美体量		8748	1902		
2022 年美国出货量（万条）		29890	3310		
2022 年欧洲出货量（万条）		45700	3460		
2022 年欧美合计需求		75590	6770		
主要轮胎企业占比		12%	28%		

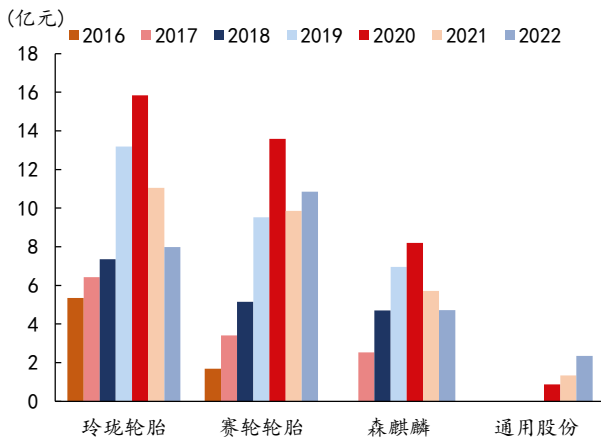
资料来源：各公司公告，轮胎商业网，车轱辘，国联证券研究所

3.3.2 依靠海外产能，龙头胎企优势显著

企业角度，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比较理性，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。

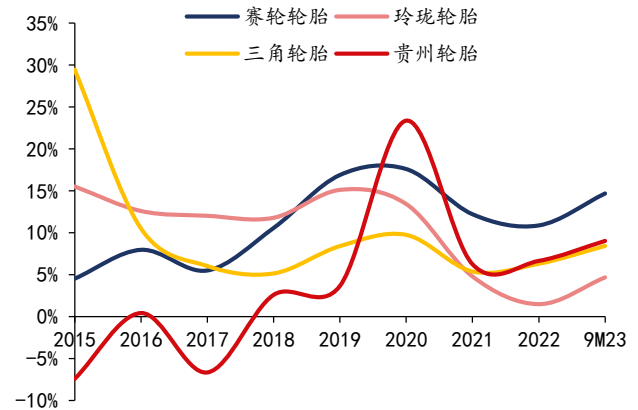
以较早布局海外基地的赛轮轮胎为例，2022 年赛轮海外产能占公司总产能仅 32%，却贡献了 84% 的净利润，近年来海外工厂净利润增速也高于公司总净利润增速。再以近三年刚走出去的通用股份为例，2022 年海外工厂净利润增速达到 75%，远高于公司总净利润增速的 42%。ROE 角度，拥有海外工厂的胎企的 ROE（如赛轮）显著高于仅有国内基地的胎企（如三角）。伴随头部企业海外工厂逐步放量，与仅有国内基地的轮胎企业差距将逐步扩大。

图表70：中国轮胎企业海外工厂净利润情况



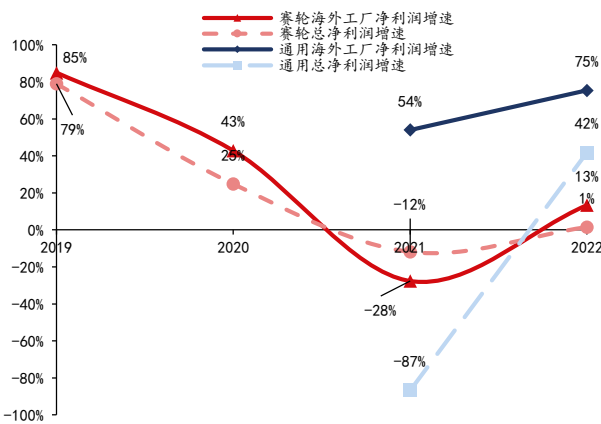
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表71：轮胎企业 ROE 对比



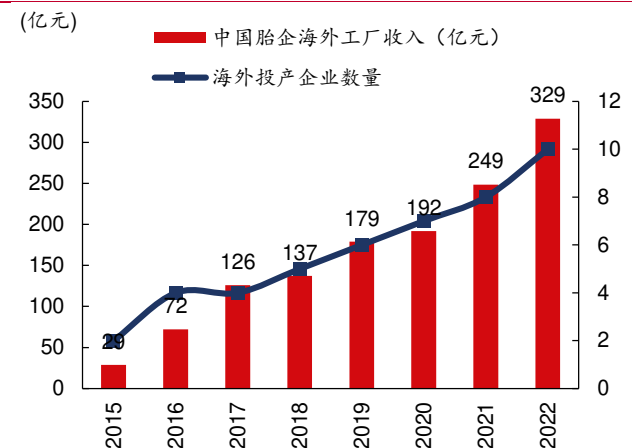
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表72：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
注：数据为 2022 年

图表73：15-22 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

3.3.3 技术创新是提升产品力和品牌力的重要驱动力

以海外龙头成长路径为鉴，技术创新是提升轮胎产品力和品牌力的核心驱动力。

在消费者对高性能轮胎愈发青睐叠加全球节能减排的大背景下，轮胎逐渐往高端化、绿色化发展。近年来，中国头部轮胎企业在扩大全球份额的同时，也积极在新材料、新配方、新技术、新结构等方面持续创新，加强产品性能，增强品牌竞争力。

例如赛轮轮胎“液体黄金”轮胎解决了困扰轮胎行业多年的滚动阻力、抗湿滑和耐磨不可兼得的“魔鬼三角”，平均 1 条轿车胎可减少二氧化碳排放约 8 公斤，1 条卡车胎可以减少二氧化碳排放约 36 公斤；通用股份 2018 年推出的千里马杜仲胶轮胎采用杜仲胶胎面配方技术，大幅提升产品高速耐久性，轮胎耐磨性提升超 40%；森麒麟的石墨烯轮胎可以使新能源汽车续航里程增加约 6%。

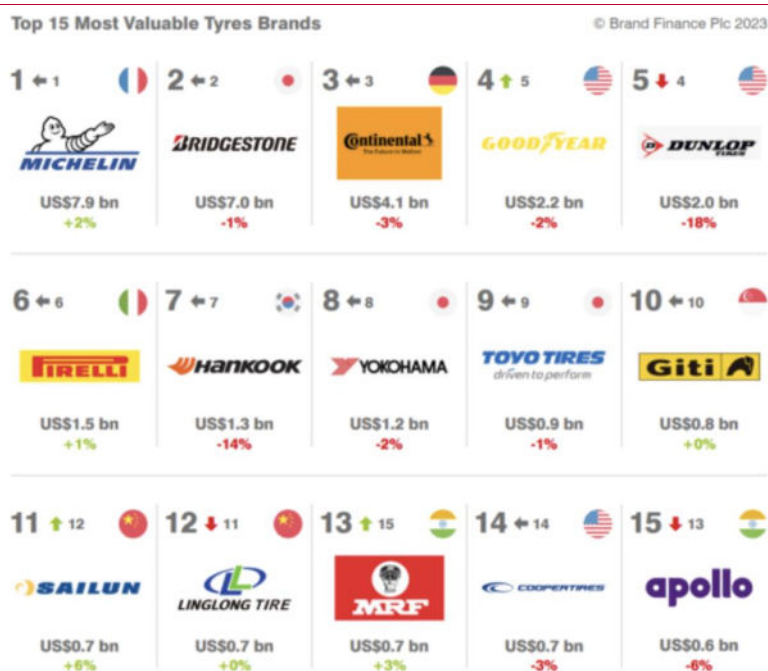
图表74：中国部分胎企业技术创新

企业	新技术/新产品	技术特点
赛轮轮胎	液体黄金轮胎	解决了困扰轮胎行业多年的滚动阻力、抗湿滑和耐磨不可兼得的“魔鬼三角”；使用国橡中心世界原创碳酸法工艺制备的无机“非化石”材料二氧化硅/石英砂，取代用化石燃料制备的炭黑作为橡胶填料， 平均1条轿车胎可减少CO₂排放约8公斤，1条卡车胎可减少CO₂排放约36公斤 ；同时使用“绿色一体化”工艺制备的EVEC相较传统工艺制备的合成橡胶，能耗大幅降低。
通用股份	千里马杜仲胶轮胎5X290	采用杜仲胶胎面配方技术，大幅提升产品高速耐久性，有效解决了普通卡客车轮胎在使用过程中消耗快、油耗高、驱动性能差等问题， 轮胎耐磨性提升超40% ，充分满足卡车司机对轮胎“更长里程”的需求
玲珑轮胎	AWT技术	AWT技术使轮胎胎面配方在不同的温度下，可以根据实时温度及时转换胶料内部分子组合构象，调整胶料动态性能，保持稳定的干地和湿地抓地性能。
	“超级纤维”轮胎	开发了碳纳米管预分散母胶应用技术，并引入到全钢胎面配方体系当中，实现“超级纤维”对轮胎橡胶极大限度的补强作用。
森麒麟	石墨烯轮胎	石墨烯轮胎在保证轮胎高抗湿滑，高耐磨的基础上，还可兼顾低滚阻性能，打破性能不可兼顾的魔鬼三角定律， 可以使新能源汽车续航里程增加约6% 。

资料来源：轮胎商业，中国轮胎商务网，国联证券研究所

在持续创新的推动下，品牌价值逐步提升，Brand Finance 发布的 2023 年度“全球最具价值轮胎品牌 15 强”榜单中，我国赛轮轮胎、玲珑轮胎两家企业上榜。

图表75：2023 年全球最具价值轮胎品牌 15 强



资料来源：Brand Finance，国联证券研究所

国产轮胎有望乘新能源车东风实现弯道超车。近年无论是国内还是海外，新能源汽车的高速增长都在促进轮胎企业的技术革新，头部与腰部胎企在面对这一革命时，在技术创新的启动上几乎没有时间差。电机驱动方式带来对轮胎耐磨性、静音、抓地

力、滚阻等性能指标的全新要求，因此并不是简单的在传统轮胎技术上的一次升级，而是全新体系的技术突破。国内胎企抓住这一风口，已经做出了亮眼的突破，量产了多款新能源汽车轮胎，成功配套了海内外多款车型，有望在未来新能源车保有量快速提升的市场中获得更高占比。

4. 原材料价格、海运费下降，“双反”税率影响或有限

21-22H1 原材料价格全面上涨，给轮胎企业带来明显的成本压力，22H2 原材料成本整体进入下行通道。

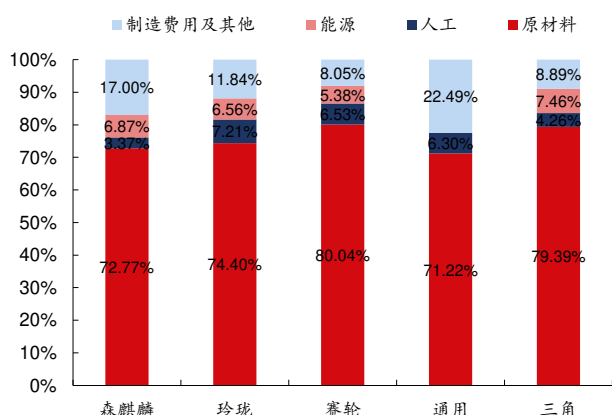
海运费和关税主要影响轮胎出口业务。20H2-22H1 期间疫情和俄乌冲突对全球供应链造成较大冲击，导致海运费大涨，22H2 起海运费快速回落至正常水平。近期由于红海事件海运费再度反弹，但其影响或远低于前者。

关税方面，伴随胎企竞相出海和泰国对美出口“双反”税率大幅降低的利好落地，关税对企业盈利的影响或有限。

4.1 原材料成本整体处于低位

原材料是轮胎最主要的成本项。从森麒麟、赛轮、玲珑、通用和三角 2022 年的成本结构来看，原材料的成本占比高达 71%-80%，其中天然橡胶和合成橡胶在原材料中占比最大，合计约占 50%，其价格波动直接影响轮胎企业的生产成本，我们可以从橡胶价格和其他原料价格两方面看轮胎成本。

图表76：2022 年中国主要轮胎企业成本构成



资料来源：各公司公告，国联证券研究所

注：通用制造费用及其他年报中口径为其他制造成本+运输费

图表77：轮胎原材料构成

所属体系	功能类别	材料名称	半钢占比	全钢占比
配合体系	主体材料	天然橡胶	21%	37%
		丁苯橡胶	25%	8%
		顺丁橡胶		
	补强体系	炭黑	27%	24%
		白炭黑		
	硫化体系	硫磺	11%	9%
		促进剂		
		氧化锌		
	防护体系	防老剂		
		软化增塑		
骨架材料	纤维组织类	涤纶工业丝	5%	
		A66切片（长丝级）		
	金属织物类	高速线材		
钢丝	胎圈钢丝/钢丝帘线	螺纹钢	12%	22%

资料来源：赛轮轮胎项目环评，赛轮轮胎可行性研究报告，国联证券研究所

注：不同企业可能会有差别；表中全钢胎数据源自赛轮（辽宁）年产 300 万条全钢胎项目环评，半钢胎数据源于赛轮柬埔寨年产 600 万条半钢胎项目可行性分析报告

4.1.1 橡胶供需偏宽松，价格低位震荡

天然橡胶供给刚性较强，价格主要由需求端决定。由于一棵橡胶树通常具有 35-40 年寿命，供给刚性较强，天然橡胶的供给短期基本不会快速收缩，因此天然橡胶

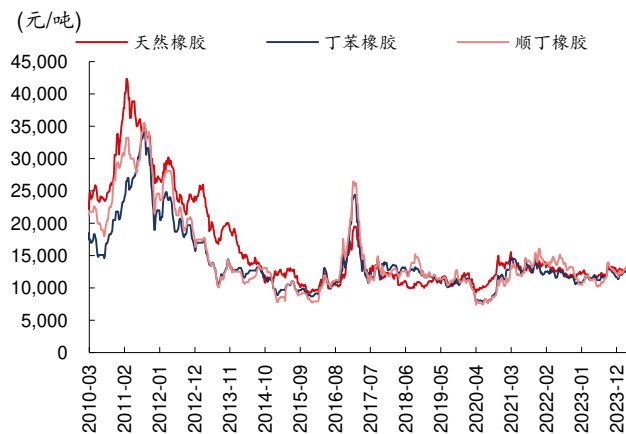
价格主要由需求端决定。天然橡胶较长的生长周期（5-7 年）决定了很难出现极端大规模砍树行为，近年来各主产国天然橡胶产出保持稳定的增长，同时每年仍有新种植橡胶树，供给端整体维持稳定增长。

合成橡胶整体产能过剩，不具备大幅涨价的基础。轮胎用合成橡胶以顺丁橡胶和丁苯橡胶为主，其上游原料丁二烯通常是炼厂乙烯裂解装置的副产物，受原油价格影响较大。目前合成橡胶处于产能过剩阶段，不具备大幅涨价的基础。据卓创资讯，2018-2022 年，国内丁苯橡胶和顺丁橡胶的平均产能利用率仅为 66%和 69%。

需求方面，宏观经济低迷拖累橡胶需求，价格低位震荡。全球经济增速放缓，尤其是作为世界经济的重要引擎，中国的经济增速放缓，对橡胶消费量的影响是显而易见的，2019 年全球汽车产销量出现负增长，直接拖累轮胎需求的增长，进而带动橡胶消费的疲软，橡胶供需整体偏宽松，经过 2020 年的短暂反弹，当前橡胶价格仍处在低位震荡，据百川盈孚，截至 2024 年 3 月 15 日，国内天然橡胶/丁苯橡胶/顺丁橡胶市场价分别为 13450/12900/13250 元/吨，分别处于 13%/20%/21%历史分位。

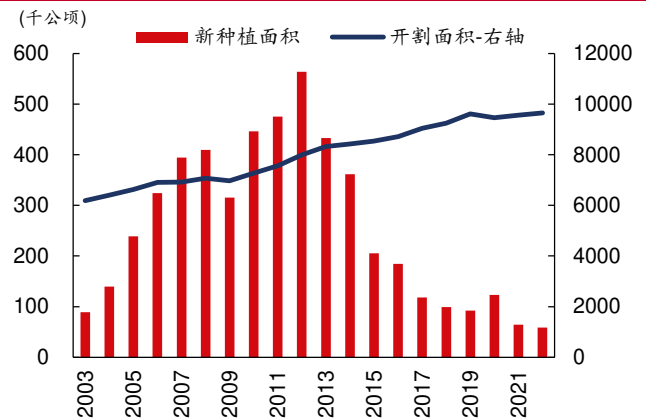
我们认为，橡胶供给端对价格支撑较弱，而需求也难以复制 2010-2011 年的大幅增长，叠加当前宏观经济疲软，后市橡胶价格或维持低位震荡。

图表78：轮胎主要橡胶原料价格变化（元/吨）



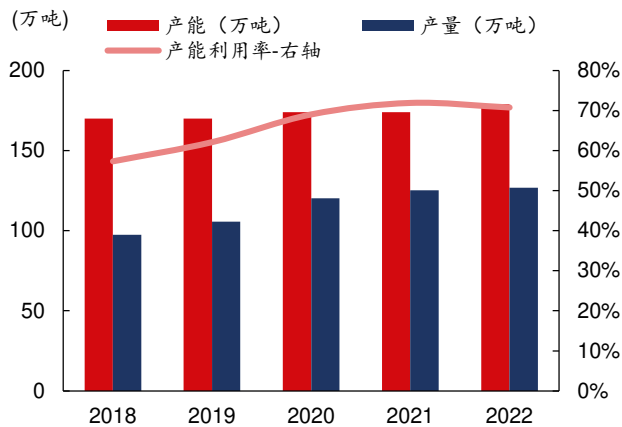
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表79：天然橡胶新种植面积 vs 开割面积



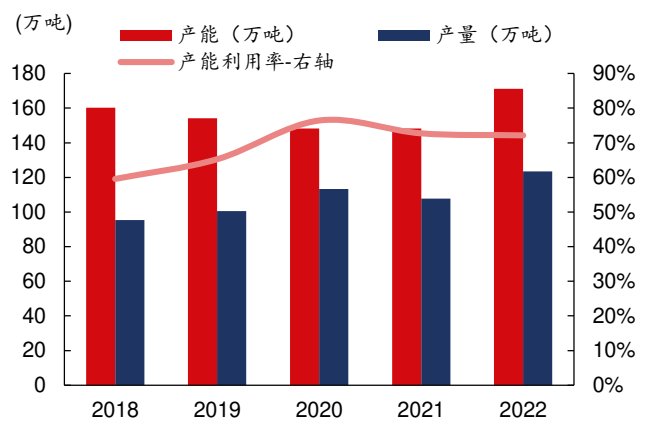
资料来源：Wind，中国橡胶信息贸易网，国联证券研究所

图表80: 丁苯橡胶产能、产量和产能利用率



资料来源: 卓创资讯, 国联证券研究所

图表81: 顺丁橡胶产能、产量和产能利用率



资料来源: 卓创资讯, 国联证券研究所

4.1.2 其他主要原材料价格同比下降

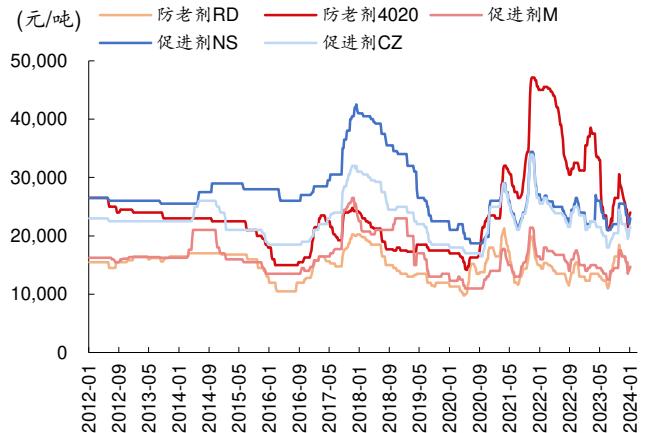
受全球通胀、原油价格大幅上涨的影响, 21-22 年轮胎主要原材料价格全面上涨, 挤压轮胎行业利润。22 年炭黑/防老剂 4020/防老剂 4010NA/促进剂 M 均价较 21 年均价分别提升 23%/12%/40%/2%, 较 2020 年均价分别提升 86%/103%/119%/35%。23 年下半年以来, 主要原材料价格逐渐回落, 轮胎企业盈利能力得到修复, 据百川盈孚, 截至 2024 年 2 月 23 日, 炭黑/防老剂 4020/防老剂 4010NA/促进剂 M 价格同比下降 2%/44%/36%/17%。

图表82: 炭黑价格偏强



资料来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

图表83: 橡胶助剂价格



资料来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

4.2 海运费回落至正常水平

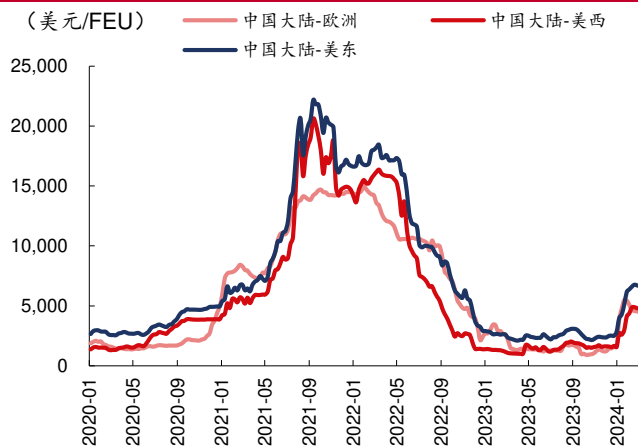
2020 年下半年以来, 疫情、俄乌冲突等因素导致全球供应链受阻及航运公司和港口运行效率不足, 尤其是部分国家囤货导致苏伊士运河堵塞推动海运费大涨、缺箱缺船等问题。据 Freightos, 40 英尺标准集装箱货柜从中国东部沿海港口到美国西海岸的价格在 21 年 Q3 高点超过 2 万美元; 据 TNSC, 40 英尺标准集装箱货柜从泰国到

美国东海岸价格最高也超过 1.7 万美元，是疫情前的 10 倍以上。

我们假设 40 英尺的集装箱可以装载约 800 条大尺寸半钢胎，单胎货值 300 元/条（不含税），按照汇率 7.1 计算，在海运费高点时（2 万美元）单胎海运费高达 178 元/条，占单胎货值的 50% 以上。虽然轮胎企业出口一般采用 FOB 计价模式，海运费通常由进口商承担，然而海运费价格会通过影响进口商成本，间接影响轮胎的出厂价，有时轮胎厂为了降低涨价幅度也会主动承担部分运费。**2022 年伴随全球缺箱缺船得到解决，疫情影响边际消退，全球供应链逐渐恢复正常，海运费已回落至疫情前水平，轮胎企业盈利能力得到修复。**

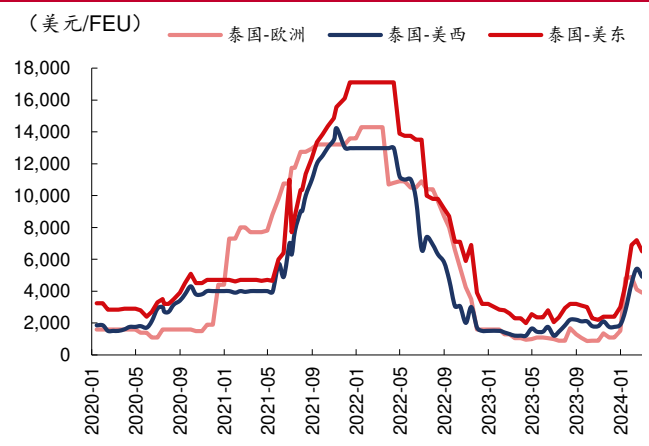
23 年 11 月以来红海危机导致海运费再度提升，据 Bloomberg，截至 1 月 28 日，中国大陆-欧洲/美西/美东航线集装箱运价达到 5456/4099/6152 美元/FEU，较 11 月初分别上升 337%/155%/161%；据 TSCN，截至 1 月 31 日，泰国-欧洲/泰国-美西/泰国-美东海运费较 11 月初抬升 444%/150%/214%。我们认为，红海事件本质上与 21-22 年不同，虽然短期对轮胎出口造成不利影响，但长期看影响或有限，且 2 月以来，海运费已开始回落。

图表84：中国集装箱运价



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表85：泰国出口集装箱海运费



资料来源：TNSC，国联证券研究所

4.3 “双反”税率影响或有限

前文提到，为了规避“双反”壁垒，国内有实力的轮胎企业纷纷布局东南亚基地，然而 2020 年 5 月美国开始对东南亚多个国家或地区提出“双反”调查，2021 年 5 月初终审裁决落地，对泰国、韩国、越南等地征收高昂税率，如森麒麟泰国工厂反倾销税率达到 17.05%，玲珑轮胎泰国工厂反倾销税率达到 21.09%，泰国其他轮胎企业也相应征收 17.06% 的税率。

2022 年 9 月，美国对东南亚轮胎进口“双反”税率进入第一次复审阶段，复审

初裁结果显示反倾销税率或大幅下降，森麒麟、玲珑泰国工厂反倾销税下降幅度有望达到 15.82pct、16.57pct，包括通用股份在内的其他轮胎公司反倾销税率下降 12.54pct 至 4.52%。

24 年 1 月 24 日，复审终裁结果落地，维持初裁结果，在泰具备半钢胎生产基地的轮胎企业获得返税的同时还可通过提价实现盈利改善，“双反”税率对轮胎企业盈利影响有限。

图表86：泰国出口美国乘用车及轻卡轮胎关税大幅下降

国家	企业	复审前反倾销税	复审后反倾销税	关税下降幅度
泰国	森麒麟	17.06%	1.24%	15.82pct
	日本住友	14.59%	6.16%	8.43pct
	玲珑轮胎	21.09%	4.52%	16.57pct
	其他	17.06%	4.52%	12.54pct

资料来源：森麒麟公告，国联证券研究所

5. 投资建议：建议关注轮胎行业龙头和高成长的轮胎企业

我们看好轮胎企业出海的投资机遇，以及高景气细分领域的投资机会。我们优选行业及细分领域龙头和高成长的轮胎企业：行业龙头维度，建议关注**赛轮轮胎**、**玲珑轮胎**和**森麒麟**、全钢胎及 OTR 领域龙头企业**贵州轮胎**和**三角轮胎**。高成长维度，我们推荐海外双基地布局的**通用股份**。

5.1 优选行业龙头

1) 赛轮轮胎：公司自 2002 年成立伊始便聚焦于轮胎的研发、生产和销售，2012 年上市之后开始快速扩张，先后收购沈阳和平、金宇实业等。作为国内首批出海轮胎企业之一，赛轮越南工厂一期、二期分别于 2013 年、2015 年投产，有效避开“双反”影响，实现业绩的持续高增长。此后公司继续聚焦主业，实施越南三期、柬埔寨、墨西哥、沈阳及青岛等地产能的扩张，借助液体黄金技术实现产品革新。随着袁仲雪的回归，公司控股权、管理权实现统一，随着新产能的不断释放，公司有望进入全球轮胎行业第一梯队。2022 年公司分别拥有半钢胎、全钢胎、非公路胎产能 5160 万条/年、1195 万条/年、12.46 万吨/年，远期公司半钢胎、全钢胎、非公路轮胎设计产能有望达到 10000 万条/年、2540 万条/年、32.69 万吨/年（截至 2024 年 3 月 8 日前的项目公告）。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2023-25 年收入分别为 260/328/381 亿元，对应增速分别为 19%/26%/16%，归母净利润分别为 31/38/48 亿元，对应增速分别为 133%/22%/26%，EPS 分别为 0.94/1.15/1.45 元。鉴于公司全球范围内产能持续扩张，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 24 年 14 倍 PE，对应目标价 16.1 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：在建/拟建项目进度不及预期风险；轮胎需求不及预期的风险；原材料价格大幅波动风险；海运费大幅上涨风险；海外基地受双反制裁的风险。

图表87：赛轮轮胎盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17998	21902	26017	32842	38056
增长率	16.84%	21.69%	18.79%	26.24%	15.87%
EBITDA (百万元)	2615	2986	5414	6463	7687
归母净利润 (百万元)	1313	1332	3104	3772	4758
增长率 (%)	-11.97%	1.43%	133.10%	21.51%	26.14%
EPS (元/股)	0.40	0.41	0.94	1.15	1.45
市盈率 (P/E)	35.7	35.2	15.1	12.4	9.9
市净率 (P/B)	4.4	3.9	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	19.0	12.6	9.4	7.8	6.2

资料来源：Wind，国联证券研究所
注：截至 2024 年 3 月 13 日收盘价

2) 玲珑轮胎：公司是国内配套领域龙头企业，产品销往全球 173 个国家，为大众、奥迪、宝马、通用、福特、本田、日产、上汽通用、红旗、五菱、比亚迪等全球 60 多家主机厂的 200 多个生产基地提供配套服务，进入全球 10 大车企中 7 家的配套体系，实现了对中国、德系、欧系、美系、日系等全球重点车系的配套，车企配套轮胎累计超 2 亿条。尤其在新能源配套领域，公司是上汽通用五菱、比亚迪第一大轮胎供应商，并为安徽大众、哪吒、易捷特、开沃等造车新势力进行配套，新能源轮胎配套整体市占率超过 22%，稳居中国轮胎第一。

“7+5”战略驱动长期成长。公司实行“7+5”战略布局，即国内 7 个工厂，海外 5 个工厂。目前，公司在中国拥有招远、德州、柳州、荆门、长春 5 个生产基地，陕西和安徽工厂正进行前期规划。在海外公司拥有泰国、塞尔维亚两个生产基地，并在全球范围内继续考察建厂。预计 24 年伴随塞尔维亚基地的投产放量，公司竞争力有望增强。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2023-25 年收入分别为 202/253/281 亿元，对应增速分别为 19%/26%/11%，归母净利润分别为 14/21/26 亿元，对应增速分别为 375%/49%/27%，EPS 分别为 0.94/1.40/1.78 元。鉴于公司品牌力持续提升及在建项目逐渐投产，并参考可比公司估值，我们给予公司 24 年 18 倍 PE，对应目标价 25.3 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：在建/拟建项目进度不及预期风险；轮胎需求不及预期的风险；原材料价格大幅波动风险；海运费大幅上涨风险；海外基地受双反制裁的风险。

图表88：玲珑轮胎盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18579	17006	20165	25323	28053
增长率	1.07%	-8.47%	18.58%	25.58%	10.78%
EBITDA (百万元)	2037	1464	3580	4643	5592
归母净利润 (百万元)	789	292	1386	2069	2622
增长率 (%)	-64.48%	-63.03%	375.14%	49.35%	26.70%
EPS (元/股)	0.54	0.20	0.94	1.40	1.78
市盈率 (P/E)	41.2	111.4	23.4	15.7	12.4
市净率 (P/B)	2.0	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	27.3	25.3	10.5	7.8	6.1

资料来源：Wind，国联证券研究所
 注：截至 2024 年 3 月 13 日收盘价

3) 森麒麟：公司是业界领先的高端轮胎制造企业，专注于中高端产品赛道。公司立足大尺寸轮胎高成长赛道，产品溢价能力及毛利率领先同行，近年来公司 17 寸及以上的高性能乘用车、轻卡轮胎产品销售金额占比持续保持在 60%以上。公司有望发挥中高端赛道先发优势，不断提升品牌地位，维持长期高质量成长。

公司坚持全球布局，积极践行“833Plus”战略，即在未来 10 年左右时间内最终

形成 8 座数字化轮胎智能制造基地（中国 3 座，泰国 2 座，欧洲、非洲、北美各 1 座），目前拥有青岛、泰国工厂，正在加速推进摩洛哥、西班牙项目建设。2022 年公司半钢胎产能 2800 万条/年，伴随在建项目持续推进，远期公司半钢胎、全钢胎、航空胎产能分别有望达到 5500、200、8（含 5 万条翻新胎）万条/年。此外，公司工厂智能制造水平行业领先，生产效率高于同行，保障新产能低成本、高效率优势，向全球一流品牌迈进。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2024-26 年收入分别为 96/118/132 亿元，对应增速分别为 23%/22%/12%，归母净利润分别为 18/23/26 亿元，对应增速分别为 32%/26%/16%，EPS 分别为 2.45/3.09/3.58 元。鉴于公司品牌溢价较强及海外项目带动长期成长，并参考可比公司估值，我们给予公司 24 年 16 倍 PE，对应目标价 39 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：在建/拟建项目进度不及预期风险；轮胎需求不及预期的风险；原材料价格大幅波动风险；海运费大幅上涨风险；海外基地受双反制裁的风险。

图表89：森麒麟盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6292	7842	9620	11770	13220
增长率	21.53%	24.63%	22.68%	22.35%	12.32%
EBITDA（百万元）	1117	1952	2753	3448	4046
归母净利润（百万元）	801	1369	1813	2281	2644
增长率（%）	6.30%	70.88%	32.46%	25.83%	15.91%
EPS（元/股）	1.08	1.85	2.45	3.09	3.58
市盈率（P/E）	29.1	17.0	12.8	10.2	8.8
市净率（P/B）	3.2	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	18.4	10.3	8.5	6.4	4.9

资料来源：Wind，国联证券研究所
 注：截至 2024 年 3 月 13 日收盘价

4）三角轮胎：公司是国内老牌轮胎头部企业之一，始创于 1976 年，产品涵盖商用车胎、乘用车胎、工程胎、巨胎和特种车胎等类型，有近 4200 个轮胎品种，年制造能力超 2600 万条。其中，商用轮胎是公司的拳头产品，2022 年产能 650 万条，收入占比 50%以上，乘用车胎产能 2000 万条。

公司专注于轮胎技术研究创新，2023 年上半年公司共开发新产品 127 个。在研发的支持下，公司在商用车胎、乘用车胎和子午工程胎的配套业务上实现全面增长。此外公司积极布局航空胎业务，C919、A320 主前轮胎 4 个产品已申请 CTS0A 并获得局方受理。

不仅如此，公司出口份额持续增大，在跨国公司纷纷退出俄罗斯的背景下，公司抓住机会增加对俄出口，23 年上半年在俄罗斯份额达到 10.4%，未来也有望凭借产品性能优势持续提升海外渗透。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2023-25 年收入分别为 112/116/120 亿元，对应增速分别为 22%/3%/4%，归母净利润分别为 14.0/14.2/14.5 亿元，对应增速分别为 89%/2%/2%，EPS 分别为 1.74/1.78/1.82 元。鉴于公司是国内商用车龙头，并参考可比公司估值，我们给予公司 24 年 11 倍 PE，对应目标价 19.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新产品推广不及预期风险；轮胎需求不及预期的风险；原材料价格大幅波动风险；海运费大幅上涨风险。

图表90：三角轮胎盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8954	9220	11233	11583	12037
增长率	4.91%	2.97%	21.83%	3.12%	3.92%
EBITDA (百万元)	1153	1202	2151	2338	2516
归母净利润 (百万元)	600	738	1392	1423	1453
增长率 (%)	-43.35%	22.86%	88.69%	2.23%	2.09%
EPS (元/股)	0.75	0.92	1.74	1.78	1.82
市盈率 (P/E)	21.7	17.6	9.3	9.1	8.9
市净率 (P/B)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.9	7.8	6.1	5.4	4.8

资料来源：Wind，国联证券研究所
 注：截至 2024 年 3 月 13 日收盘价

5)贵州轮胎：公司前身为贵州轮胎厂，1958 年成立起便聚焦于商用轮胎的研发、生产和销售，是全国乃至全球商用轮胎规格品种最为齐全的轮胎制造企业之一。公司现有贵阳扎佐和越南龙江两个生产基地，2022 年总产能达 920 万条，在建产能 133 万条。受制于欧美双反，公司 17 年布局出海，2018 年起实施的越南工厂一期 120 万条全钢子午胎（卡客车）已于 2022 年投产，2023 年一季度开始贡献盈利；2021 年起实施的越南二期年产 95 万条高性能全钢子午线轮胎项目（80 万条全钢胎（卡客车）+15 万条非公路胎）已开始设备安装调试，并于 23 年下半年进行小批量试产。海内外双基地协同发展，竞争力不断增强。

不仅如此，公司于 2024 年 3 月 5 日发布公告，公司拟以越南公司为主体投资建设 600 万条半钢子午线轮胎智能制造项目，项目总投资额约为 2.28 亿美元。公司切入半钢胎赛道，打开成长空间。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2023-25 年收入分别为 98/115/137 亿元，对应增速分别为 16%/17%/19%，归母净利润分别为 8.4/10.6/13.9 亿元，对应增速分别为 96%/26%/32%，EPS 分别为 0.70/0.88/1.16 元。鉴于公司核心产品有一定周期性，并参考可比公司估值，我们给予公司 24 年 10 倍 PE，对应目标价 8.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：在建/拟建项目进度不及预期风险；轮胎需求不及预期的风险；原材

料价格大幅波动风险；海运费大幅上涨风险；海外基地受双反制裁的风险。

图表91：贵州轮胎盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7339	8440	9820	11500	13653
增长率	7.79%	15.00%	16.35%	17.11%	18.72%
EBITDA (百万元)	728	814	1849	2292	2862
归母净利润 (百万元)	370	429	838	1055	1392
增长率 (%)	-67.52%	15.97%	95.51%	25.83%	31.95%
EPS (元/股)	0.31	0.36	0.70	0.88	1.16
市盈率 (P/E)	18.7	16.1	8.2	6.6	5.0
市净率 (P/B)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.6	8.5	4.6	3.7	2.9

资料来源：Wind，国联证券研究所
 注：截至 2024 年 3 月 13 日收盘价

5.2 优选高成长企业

通用股份：公司前身为生产摩托车胎的南方橡胶，2004 年涉足全钢胎，2016 年上市后借力资本市场不断扩充产能和海外基地建设。受双反的影响，公司 18 年以来先后布局了泰国和柬埔寨基地，2021 年确立了“5X 战略”，力争十年内实现全球 5 大生产基地，5 千万条轮胎产能。

海外加速扩张带动业绩高增。当前泰国一期已全面投产，21 年/22 年/23 年 H1，泰国基地分别实现净利润 1.34/2.35/1.96 亿元，同比增长 54%/76%/44%。柬埔寨一期产能正在爬坡阶段。

此外，公司持续加码海外产能，分别于 23 年 8 月和 23 年 12 月公告投建泰国二期和柬埔寨二期，若上述项目落地公司海外将新增 950 万条半钢和 125 万条全钢产能。我们认为随着公司泰国基地的负荷提升和柬埔寨基地的投产，公司有望迎来业绩的跨越式发展。

风险提示：在建/拟建项目进度不及预期风险；轮胎需求不及预期的风险；原材料价格大幅波动风险；海运费大幅上涨风险；海外基地受双反制裁的风险。

6. 风险提示

1) 原材料价格大幅波动的风险

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，从而影响相关企业盈利能力。

2) 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，进而影响相关

企业盈利能力。

3) 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。

4) 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。

5) 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
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	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/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，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/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。

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