

601058.SH

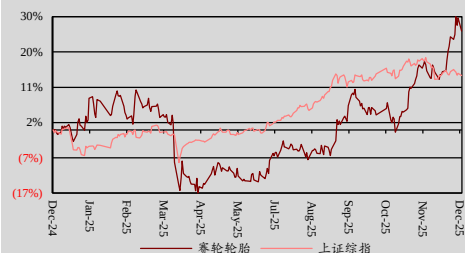
买入

原评级：未有评级

市场价格：人民币 17.42

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	25.1	9.0	17.1	23.4
相对上证综指	6.5	12.1	16.9	9.3

发行股数 (百万)	3,288.10
流通股 (百万)	3,288.10
总市值 (人民币 百万)	57,278.71
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	378.15
主要股东持股比例	
瑞元鼎实投资有限公司	16.92%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 12 月 15 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车：汽车零部件

证券分析师：余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

证券分析师：赵泰

tai.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300525100001

赛轮轮胎

全球化布局领航，产品力、品牌力持续提升

赛轮轮胎全球化产能布局完善，通过“液体黄金”轮胎和非公路轮胎等核心技术构筑产品壁垒，研发与营销双轮驱动推动品牌价值提升。未来海外基地产能释放及产品附加值提升有望推动公司收入、业绩增长。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- **国产轮胎领先企业，全球化布局推动业绩提升。**公司是国内首家 A 股上市的民营轮胎企业和首家在海外建厂的轮胎企业，上市以来通过国内产能扩张与建设海外基地实现收入、业绩持续增长。公司在国内拥有青岛、东营、沈阳、潍坊四大生产基地，在海外建成越南、柬埔寨生产基地，并在埃及建厂。公司 2024 年年度平均达产产能包括 1,475 万条全钢胎、6,400 万条半钢胎和 21.5 万吨非公路轮胎。截至 2025 年中报，公司共规划建设年生产 3,155 万条全钢胎、10,900 万条半钢胎和 46.7 万吨非公路胎产能，其中属于海外基地的有 975 万条全钢胎、4,900 万条半钢胎和 13.7 万吨非公路胎。2025 年前三季度，公司营业收入同比增长 16.76% 至 275.87 亿元，归母净利润同比下滑 11.47% 至 28.72 亿元。
- **轮胎行业市场规模稳健增长，国产品牌市占率提升。**根据米其林数据，2023 年轮胎行业市场规模已超过 1900 亿美元，2020-2024 年全球轮胎消费量 CAGR 为 4.15%，保持稳健增长。我国轮胎企业主要定位于全球第二、三梯队，2016-2023 国内三家轮胎头部企业中策橡胶、赛轮轮胎、玲珑轮胎合计全球市占率由 3.63% 提升至 5.90%。
- **国内胎企出海持续演进，公司多基地协同布局助力海外产能营收、利润增长。**受关税、“双反”等因素制约，部分优秀轮胎企业通过布局东南亚等海外地区产能，在享受当地原料、劳动力成本优势的同时，一定程度上规避贸易摩擦风险。我们认为，当前国内胎企海外产能布局仍具备广阔发展前景：一方面，欧、美等主要消费地区对高性价比轮胎需求旺盛，加之部分自身高成本产能退出，国内胎企迎来份额提升良机；另一方面，当前欧美对我国贸易政策不确定性增强，我们判断海外产能仍未进入过剩阶段，胎企的海外运营效率或成为该阶段竞争的关键。公司具备越南、柬埔寨子公司成功经验，向“东南亚+北美+北非/中东”多级协同的全球化布局发展，印尼基地（规划年产 300 万条半钢胎、60 万条全钢胎及 3.7 万吨非公路轮胎）、墨西哥基地（规划年产 600 万条半钢胎）、埃及基地（规划年产 300 万条半钢胎及 60 万条全钢胎）有望为公司收入、业绩增长贡献新动力。
- **非公路轮胎与液体黄金打造产品力壁垒，研发、营销双轮驱动品牌影响力提升。**非公路轮胎产品壁垒较高，且随着尺寸增大技术难度更高。受全球采矿与基建需求拉动，非公路轮胎市场规模增长较快。根据 Smithers 数据，2024 年全球非公路轮胎市场价值约为 344 亿美元，预计于 2029 年达到 438 亿美元，期间复合增速为 4.9%。公司已经建立了包括巨胎在内的非公路轮胎技术及产品体系，并配套卡特彼勒、约翰迪尔等国内外知名工程、矿山、农业机械企业。截至 2025 年中报，公司合计实现、规划非公路轮胎年生产能力 21.5 万吨、46.7 万吨。此外，公司于 2021 年推出首创的“液体黄金”轮胎，其解决了困扰行业多年的“魔鬼三角”问题，并联合青岛科技大学、软控股份等实现技术闭环，“液体黄金”产品独供赛轮轮胎，打造公司产品卓越性能。品牌力方面，公司研发、营销双轮驱动，建立产、学、研深度融合的橡胶产业生态，并通过优质技术绑定品牌、赞助国际赛事等方式提升品牌影响力。

估值

- 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 37.69 亿元、48.15 亿元、56.00 亿元，EPS 分别为 1.15 元、1.46 元、1.70 元，PE 分别为 15.2 倍、11.9 倍、10.2 倍。看好公司多极化的海外基地布局及多元化的产品结构，首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 在建/拟建项目进度不及预期；原材料价格大幅上涨；关税政策变化；汇率波动风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	25,978	31,802	34,464	38,865	41,876
增长率(%)	18.6	22.4	8.4	12.8	7.7
EBITDA(人民币 百万)	5,358	6,655	6,843	8,301	9,310
归母净利润(人民币 百万)	3,091	4,063	3,769	4,815	5,600
增长率(%)	132.1	31.4	(7.2)	27.7	16.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.94	1.24	1.15	1.46	1.70
市盈率(倍)	18.5	14.1	15.2	11.9	10.2
市净率(倍)	3.9	2.9	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA(倍)	7.6	7.8	9.2	7.4	6.0
每股股息 (人民币)	0.2	0.4	0.3	0.4	0.5
股息率(%)	1.4	2.7	2.0	2.5	2.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

赛轮轮胎：国产轮胎领先企业，全球化布局完善	5
1.1 全球化产能布局持续推进	5
1.2 财务分析：全球布局推动业绩提升	6
1.3 公司实际控制人为袁仲雪先生	9
轮胎行业：万亿级别市场稳定增长，国内胎企出海持续演进	11
2.1 需求端：轮胎市场规模已达万亿级别，未来有望稳健增长	11
2.2 竞争格局：国际巨头主导高端市场，中国企业竞争力在于成本优势及全球化布局	12
2.3 海运费及原料价格趋于宽松，关注贸易政策变化	19
2.4 中长期看好优秀胎企由单一成本优势向产品、品牌等综合优势发展	22
产品力、品牌力提升，全球化布局持续完善	24
3.1 非公路轮胎与液体黄金打造产品力壁垒	24
3.2 研发、营销多维发力，品牌价值持续提升	28
3.3 由东南亚单一布局向多基地发展	31
盈利预测与估值	33
核心假设	33
盈利预测与估值	34
风险提示	35

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.公司发展历程.....	5
图表 2.公司各基地实现产能及规划产能情况.....	6
图表 3.2012-2025 年前三季度公司营业总收入	7
图表 4.内外销共同驱动公司营收增长.....	7
图表 5.2018-2025H1 公司毛利率	8
图表 6.2018-2025 年前三季度公司费用率.....	8
图表 7.2018-2025 年前三季度公司毛利率、净利率	8
图表 8.2012-2025 年前三季度公司归母净利润	9
图表 9.2018-2025 年前三季度主要轮胎企业 ROE（摊薄）	9
图表 10.公司股权及重要生产子公司.....	9
图表 11.上市以来公司现金分红金额及分红比率.....	10
图表 12.全球轮胎消费量.....	11
图表 13.2020-2024 年全球轮胎消费（分地区）	11
图表 14.2020-2024 年全球轮胎消费（分产品）	11
图表 15.全球新能源汽车销量及市场占比持续提升.....	12
图表 16.新兴市场轮胎需求增长.....	12
图表 17.全球轮胎品牌梯队.....	13
图表 18.2016-2023 年全球三家头部品牌市占率变化	13
图表 19.2016-2023 年国内三家头部品牌市占率变化	13
图表 20.国内轮胎产量.....	14
图表 21.国内轮胎出口量.....	14
图表 22.海外对我国出口轮胎“双反”及关税政策梳理（部分梳理）	14
图表 23.2010-2024 年我国轮胎出口结构变化（万吨）	15
图表 24.随东南亚基地相继投产，我国胎企海外营收持续增长（单位：亿元）	15
图表 25.2024 年主要胎企海外营收及东南亚生产基地规划.....	15
图表 26.2014 年美国轮胎进口结构.....	16
图表 27.2024 年美国轮胎进口结构.....	16
图表 28.2020-2024 年欧盟卡客车轮胎进口结构（单位：万吨）	17
图表 29.2020-2024 年欧盟进口自非成员国卡客车轮胎重量（单位：万吨）	17
图表 30.2020-2024 年欧盟卡客车轮胎进口结构（单位：亿欧元）	17
图表 31.2024 年欧盟进口乘用车轮胎均价（单位：欧元/公斤）	17
图表 32.2020-2024 年欧盟乘用车轮胎进口结构（单位：万吨）	18
图表 33.2020-2024 年东南亚国家对欧盟出口量情况（单位：万吨）	18
图表 34.2020-2024 年欧盟乘用车轮胎进口结构（单位：亿欧元）	18

图表 35.2024 年欧盟进口乘用车轮胎均价（单位：欧元/公斤）	18
图表 36.近年来海外头部轮胎品牌相继有产能退出	19
图表 37.2024Q4 以来波罗的海货运指数逐步回落	19
图表 38.2024Q4 以来我国出口集装箱运价指数逐步回落	19
图表 39.轮胎原材料成本拆分	20
图表 40.2017 年以来天然橡胶价格走势（元/吨）	20
图表 41.2024 年以来国际油价震荡下行	21
图表 42.2024Q4 以来，丁二烯价格有所回落	21
图表 43.2017 年以来炭黑价格走势（元/吨）	21
图表 44.在欧洲、美洲、非洲布局生产基地的轮胎企业梳理	22
图表 45.国内轮胎企业创新产品与应用平台	22
图表 46.我国胎企整车配套情况	23
图表 47.非公路轮胎细分产品情况	24
图表 48.2007Q1-2025Q2 全球露天采矿设备指数	24
图表 49.巨型轮胎价格随尺寸提升（万元/条）	25
图表 50.具备全钢巨胎生产能力企业梳理	25
图表 51.公司旗下迈驰品牌	26
图表 52.公司非公路轮胎产能规划（万吨/年）	26
图表 53.不同混炼工艺白炭黑胎面硫化胶中填料的宏观分散性及微观分散性对比	27
图表 54.液体黄金轮胎兼顾低滚动阻力、抗湿滑性能和耐磨性	27
图表 55.液体黄金轮胎在性能上较传统轮胎具有优势	27
图表 56.德国 TÜV SÜD 集团对 EVEC 载重轮胎的测评 结果	28
图表 57.德国 TÜV SÜD 集团对 225/45 ZR17 EVEC 轿车轮胎的测评结果	28
图表 58.2018-2024 年公司研发费用、研发费用率逐步 提升	29
图表 59.2024 年公司在研发费用和研发费用率上处于同业较高水平	29
图表 60.公司构建完整的产、学、研结合平台	29
图表 61.2021 年以来公司销售费用持续提升	30
图表 62.人工费用、广告宣传费用为销售费用增长驱动	30
图表 63.“橡链云”平台实现企业内部及产业链上下游互联互通	31
图表 64.2021-2025H1 赛轮越南收入及归母净利润	31
图表 65.2023-2025H1 CART TIRE 收入及归母净利润	31
图表 66.公司海外在建项目梳理	32
图表 67.公司分业务盈利预测	33
图表 68.可比公司估值分析	34
利润表(人民币 百万)	36
现金流量表(人民币 百万)	36
财务指标	36
资产负债表(人民币 百万)	36

赛轮轮胎：国产轮胎领先企业，全球化布局完善

践行全球化发展战略，品牌价值持续提升的中国轮胎企业。赛轮轮胎集轮胎的研发、生产、销售、服务于一体，布局半钢胎、全钢胎、非公路轮胎全系列产品。公司是国内首家在海外建厂的轮胎企业，拥有完善的全球化产业布局和研发体系。根据 Brand Finance 品牌价值评估机构发布的“2025 年全球最具价值轮胎品牌榜单”，公司位列第 10 位，为中国最具价值的轮胎品牌。

上市以来产能持续扩张，海外布局不断完善。公司成立于 2002 年，并于 2011 年在上交所上市，是中国首家 A 股上市的民营轮胎企业。2012-2020 年期间，公司产能扩张与“走出去”战略并举，国内扩张东营、沈阳等工厂，海外重点布局了越南生产基地。公司于 2012 年开始建设越南基地，赛轮越南工厂一期半钢子午胎和工程胎项目于 2013 年投产，二期全钢子午胎及非公路轮胎项目于 2015 年投产，2019 年公司与美国当时第二大轮胎企业固铂在越南合资建立了 ACTR 智能化子午线轮胎工厂，2021 年上马越南三期产能建设项目。2021 年，公司推出液体黄金轮胎，解决了轮胎性能的“魔鬼三角”问题，液体黄金优异性能获得了多个权威机构的测试与认证。2021 年至今，公司通过液体黄金轮胎技术实现品牌、产品力提升，多点布局海外生产基地。2022 年，柬埔寨工厂年产 900 万条半钢胎项目正式投入运营，年产 165 万条全钢胎项目全线贯通。2023 年-2024 年，公司对国内青岛工厂、潍坊工厂进行技改、产能提升，并布局规划了柬埔寨、墨西哥、印尼海外产能基地。2025 年 8 月，公司发布公告，拟在埃及建设年产 300 万条半钢胎、60 万条全钢胎项目。

图表 1.公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，中国上市公司协会，中国工业新闻网，中银证券

1.1 全球化产能布局持续推进

公司在青岛、东营、沈阳、潍坊四地布局产能，并建成越南、柬埔寨、印尼、墨西哥工厂海外生产基地，同时在建埃及生产基地。公司 2024 年年度平均达产产能包括 1,475 万条全钢胎、6,400 万条半钢胎和 21.5 万吨非公路轮胎。截至 2025 年中报，公司共规划建设年生产 3,155 万条全钢胎、10,900 万条半钢胎和 46.7 万吨非公路胎产能，其中属于海外基地的有 975 万条全钢胎、4,900 万条半钢胎和 13.7 万吨非公路胎。

图表 2.公司各基地实现产能及规划产能情况

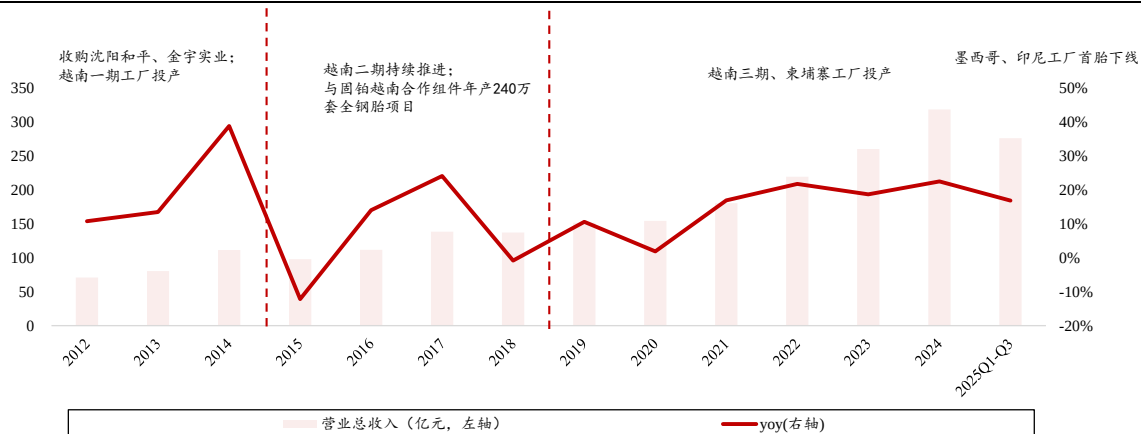
基地/产品	实际达产产能			设计产能	投产进度
	2022	2023	2024		
青岛工厂					
半钢胎 (万条/年)	1,000	1,000	1,000	1,000	已达产
全钢胎 (万条/年)	320	325	350	350	已达产
非公路轮胎 (万吨/年)	5.6	5.3	5.5	6.0 (巨胎)	
东营工厂					
半钢胎 (万条/年)	2,400	2,450	2,800	3,000	
沈阳工厂					
全钢胎 (万条/年)	450	500	500	500	已达产
潍坊工厂					
非公路轮胎 (万吨/年)	0.9	5	7.5	10	预计 2025 年完工
沈阳新和平					
全钢胎 (万条/年)			-	330	截至 2025 年中报待建
非公路轮胎 (万吨/年)			-	2	截至 2025 年中报待建
青岛董家口工厂					
半钢胎 (万条/年)				2,000	-
全钢胎 (万条/年)				1,000	-
非公路轮胎 (万吨/年)				15	-
国内生产基地合计					
半钢胎 (万条/年)			3,800	6,000	
全钢胎 (万条/年)			850	2180	
非公路轮胎 (万吨/年)			13	33	
越南工厂					
半钢胎 (万条/年)	1,200	1,250	1,400	1,600	
全钢胎 (万条/年)	160	200	240	260	
非公路轮胎 (万吨/年)	6.0	7.0	8.5	10.0	预计 2025 年完工
柬埔寨工厂					
半钢胎 (万条/年)	400	900	1,200	2,100	预计 2025 年完工
全钢胎 (万条/年)	0	90	120	330	预计 2025 年完工
ACTR 工厂					
全钢胎 (万条/年)	265	265	265	265	已达产
墨西哥工厂					
半钢胎 (万条/年)	0	0	0	600	2025 年 5 月首胎下线
印尼工厂					
半钢胎 (万条/年)	0	0	0	300	2025 年 5 月首胎下线
全钢胎 (万条/年)	0	0	0	60	2025 年 8 月首胎下线
非公路轮胎 (万吨/年)	0	0	0	3.7	2025 年 8 月首胎下线
埃及工厂					
半钢胎 (万条/年)			0	300	截至 2025 年中报待建
全钢胎 (万条/年)			0	60	截至 2025 年中报待建
海外生产基地合计					
半钢胎 (万条/年)			2,600	4,900	
全钢胎 (万条/年)			625	975	
非公路轮胎 (万吨/年)			8.5	13.7	

资料来源：公司公告，中银证券

1.2 财务分析：全球布局推动业绩提升

产能释放带动收入稳健增长。上市以来，产销扩大为公司营业收入增长的重要驱动力。除 2015 年受美国对华“双反”及国内产能过剩影响（营收同比-12.21%）、2018 年受中美贸易摩擦升级影响（营收同比-0.88%）外，公司营收保持稳步增长，2012-2024 年营业收入复合增速为 13.34%。历史期间收入增长幅度较大的阶段包括：2012-2014 年公司收购沈阳和平、山东金字，同时越南一期工厂投产，新增产能带动产销量提升，公司收入由 70.75 亿元稳步增长至 111.28 亿元；2016-2017 年美国“双反”背景下，越南工厂承接了美国订单，2017 年越南二期半钢胎业务全面达产，当年公司营收同比提升 24.02%至 138.07 亿元；2021-2024 年，内外需修复及公司越南三期、柬埔寨工厂投产共同驱动收入增长，2024 年公司营业总收入达 318.02 亿元，较 2020 年增长 106.44%。2025 年前三季度，公司实现营收 275.87 亿元，同比增长 16.76%。

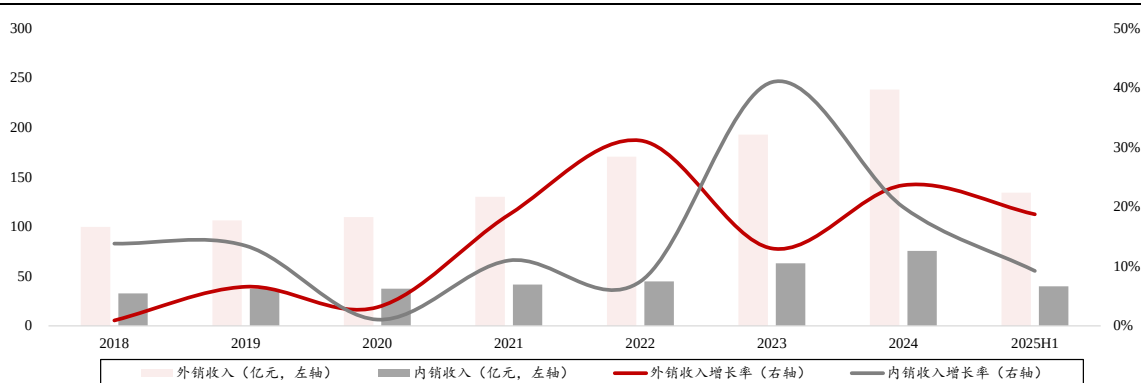
图表 3.2012-2025 年前三季度公司营业总收入



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

外销占比七成以上，内外销双轮驱动。2018-2024 年，公司外销收入由 99.74 亿元增长至 238.11 亿元，CAGR 为 15.61%；同期内销收入由 32.72 亿元增长至 75.52 亿元，CAGR 为 14.96%。近年来公司外销收入占比维持在 75%左右。2025H1 公司外销、内销分别实现收入 134.13 亿元、39.80 亿元，分别同比增长 18.72%、9.21%。

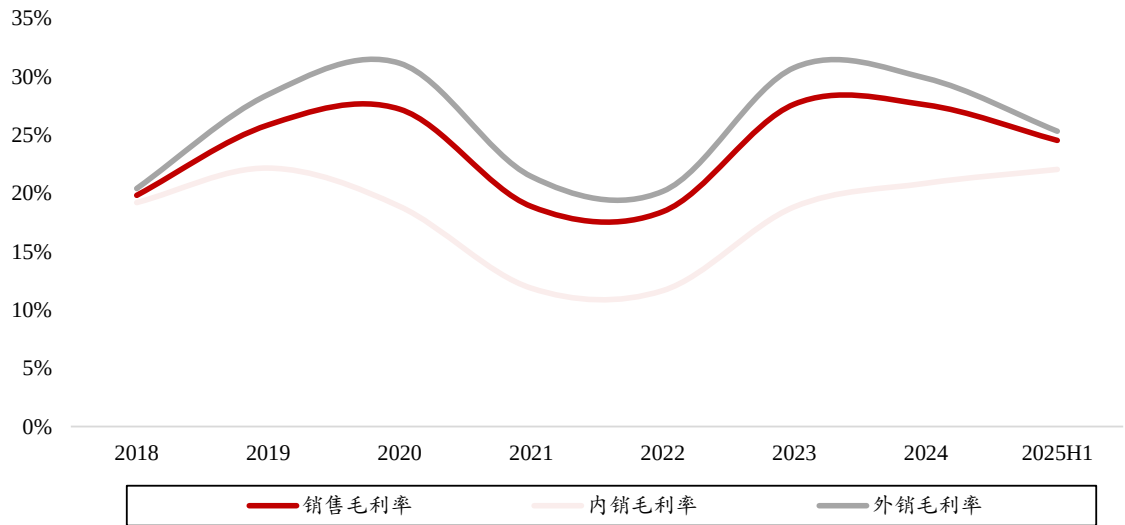
图表 4.内外销共同驱动公司营收增长



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

公司整体毛利率基本保持在 20%以上，外销毛利率较高。公司毛利率主要受原材料价格波动、下游需求变化等因素影响，2018-2020 年原材料价格水平保持相对稳定，公司毛利率逐步上行；2021-2022 年原材料成本上涨及海运费提升导致毛利率有所承压；2023-2024 年随着全球需求恢复、原材料成本趋于稳定，毛利率呈现修复。2025 年上半年受到国际贸易政策扰动，公司毛利率同比下滑 4.24pct 至 24.53%。分内外销来看，外销订单主要由具备关税、成本优势的海外基地承接，同时欧美等地区对高性价比轮胎的需求更加旺盛，公司外销毛利率始终高于内销。2025 年上半年，公司外销、内销毛利率分别为 25.33%、22.05%。

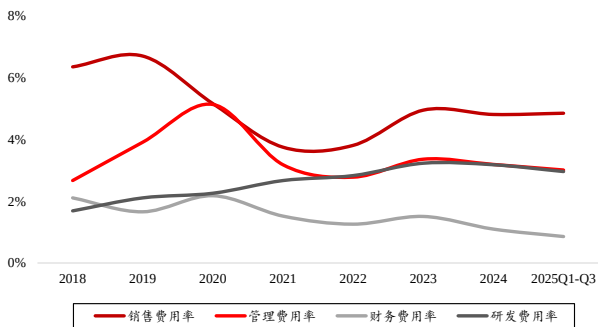
图表 5.2018-2025H1 公司毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

期间费用率总体呈现优化趋势，净利率保持相对平稳。2018 年以来，随着公司管理效率提升及规模效益体现，期间费用率总体保持下降趋势，其中销售费用率、财务费用率优化较为明显。2025 年前三季度公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.85 %、3.01%、2.96%、0.86%，分别较去年同期+0.09pct、-0.29pct、-0.16pct、-0.24pct。净利率方面，2024 公司净利率为 12.97%，较 2023 年提升 0.64pct。2025 年前三季度公司净利率同比下滑 3.25pct 至 10.71%，主要系国际贸易形势变化下毛利率下降。

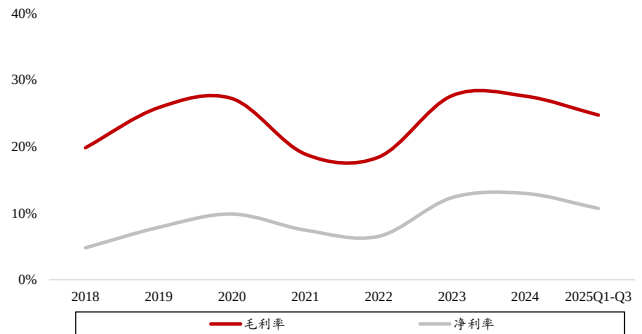
图表 6.2018-2025 年前三季度公司费用率



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：2024 年发生会计政策变更，上图中数据未对 2023 年销售费用追溯调整

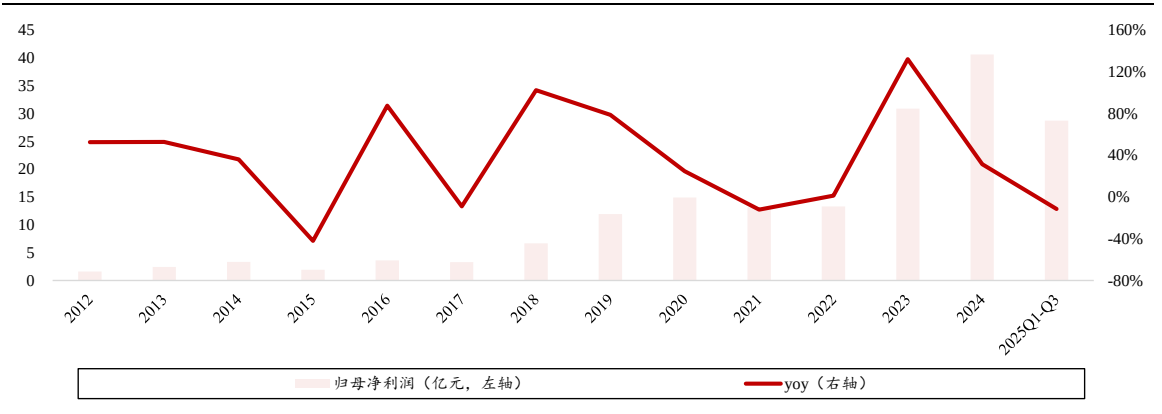
图表 7.2018-2025 年前三季度公司毛利率、净利率



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

2022-2024 年为业绩高速释放期，2025 年前三季度归母净利润小幅承压。上市以来，公司归母净利润由 2012 年的 1.60 亿元增长至 2024 年的 40.63 亿元，期间复合增速为 30.94%。2022-2024 年随着公司越南三期和柬埔寨工厂的投建，公司业绩进入快速释放阶段，期间归母净利润由 13.32 亿元增长至 40.63 亿元。2025 年前三季度，公司实现归母净利润 28.72 亿元，同比下滑 11.47%。

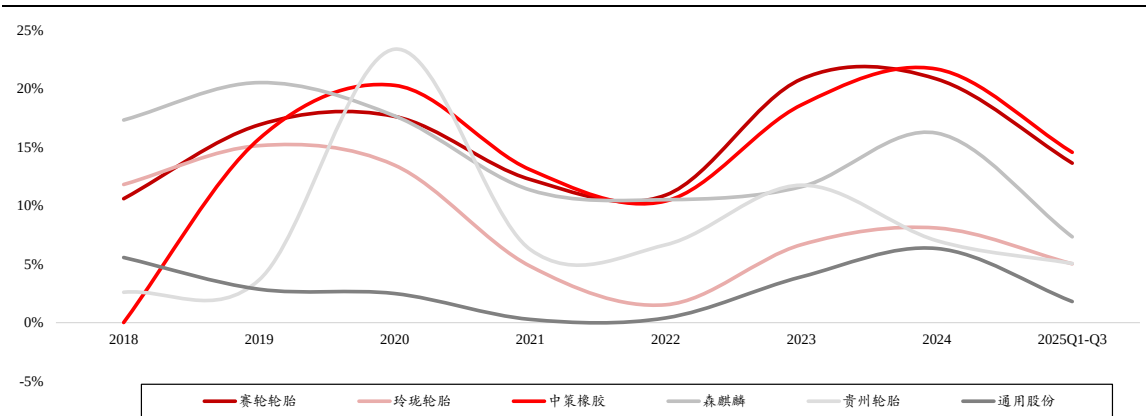
图表 8.2012-2025 年前三季度公司归母净利润



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

ROE (摊薄) 处于同业较高水平。2024 年公司 ROE (摊薄) 为 20.82%，较 2023 年小幅提升 0.01pct，2025 年前三季度公司 ROE (摊薄) 为 13.63%，较去年同期下降 3.40pct。公司 ROE (摊薄) 处于轮胎企业中较高水平。

图表 9.2018-2025 年前三季度主要轮胎企业 ROE (摊薄)

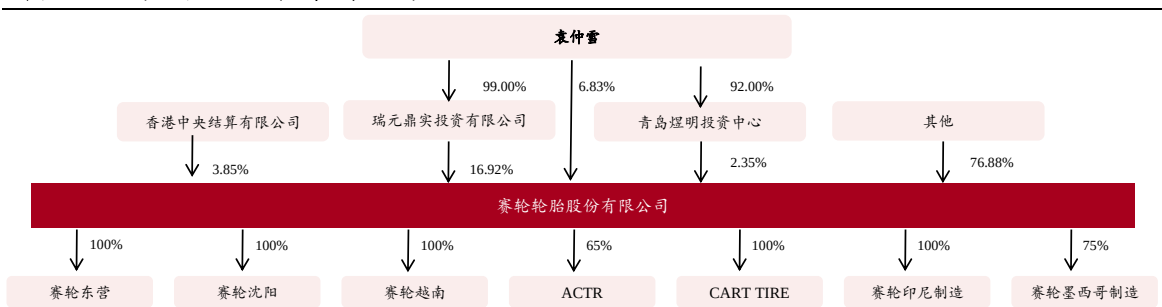


资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

1.3 公司实际控制人为袁仲雪先生

公司实控人及名誉董事长为袁仲雪，截至 2025 年 10 月 25 日，直接及间接持有公司 26.30% 股权。袁仲雪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及企业执行主席、山东省橡胶工业协会专家委员会主任委员等，具备丰富的行业经验和强大行业影响力。子公司方面，公司控股赛轮东营、赛轮沈阳、赛轮越南等公司。

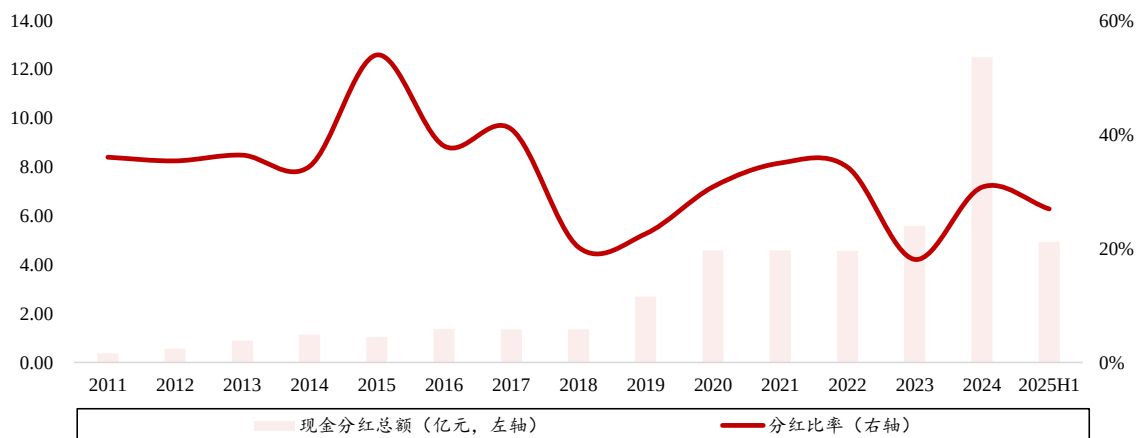
图表 10. 公司股权及重要生产子公司



资料来源：公司公告，中银证券

重视股东回报，2011-2024 年平均现金分红比率为 28.65%。上市以来，公司每年均进行现金分红，2011-2024 年公司平均现金分红比率为 28.65%，2022-2024 年公司分别现金分红 4.57 亿元、5.59 亿元、12.49 亿元，逐年提升，对应分红比率分别 34.28%、18.08%、30.76%。2025 年，公司实施中期分红，每股派发现金红利 0.15 元（含税）。

图表 11.上市以来公司现金分红金额及分红比率



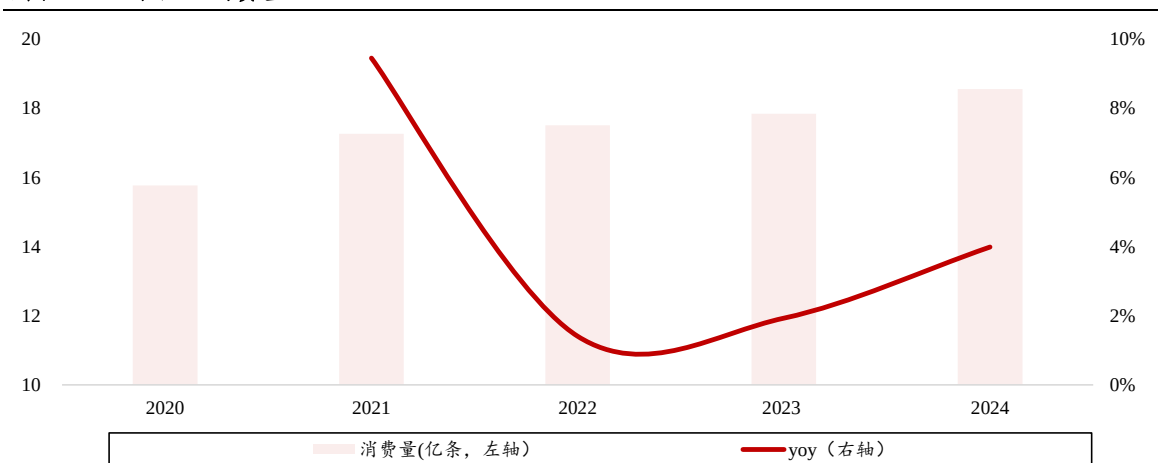
资料来源：公司公告，中银证券

轮胎行业：万亿级别市场稳定增长，国内胎企出海持续演进

2.1 需求端：轮胎市场规模已达万亿级别，未来有望稳健增长

2023 年全球轮胎市场规模超万亿元，近五年需求持续修复。根据米其林年报，2023 年全球轮胎市场规模超过 1,900 亿美元，其中乘用车及轻卡轮胎、重卡轮胎占比分别约为 60%、30%。从消费量看，2024 年全球轮胎消费量为 18.56 亿条，同比增长 3.99%，全球公共卫生事件后，全球轮胎市场呈现持续修复态势，2020-2024 年消费量 CAGR 为 4.15%。

图表 12.全球轮胎消费量

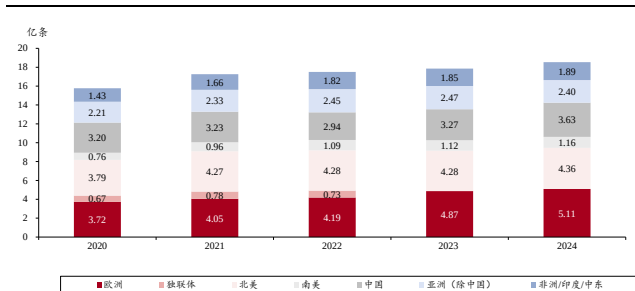


资料来源：米其林官网，中银证券

分地区看，欧美成熟市场占据主要份额。2024 年，欧洲、北美轮胎消费量分别为 5.11 亿条(yoy+4.85%)、4.36 亿条 (yoy+1.82%)，占全球轮胎消费比重分别为 27.51%和 23.48%，为全球前两大消费市场。2020-2024 年欧洲、北美轮胎消费量复合增速分别为 8.25%、3.55%。2024 年中国轮胎消费量为 3.63 亿条，2020-2024 年复合增速为 3.22%。新兴市场轮胎消费增速较快。

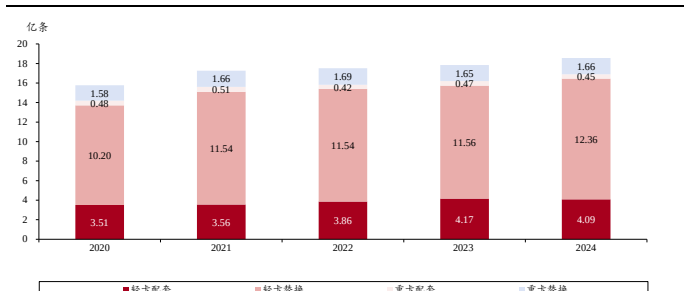
分产品看，轮胎替换市场份额持续提升。2024 年全球配套、替换轮胎消费分别同比-2.16%、+6.15%至 4.54 亿条、14.02 亿条，替换轮胎的市场占比较 2023 年提升 1.54pct 至 75.55%。2024 年欧洲、北美等成熟市场配套轮胎消费量同比均有所下降，但替换轮胎消费量有所提升。

图表 13.2020-2024 年全球轮胎消费（分地区）



资料来源：米其林官网，中银证券

图表 14.2020-2024 年全球轮胎消费（分产品）



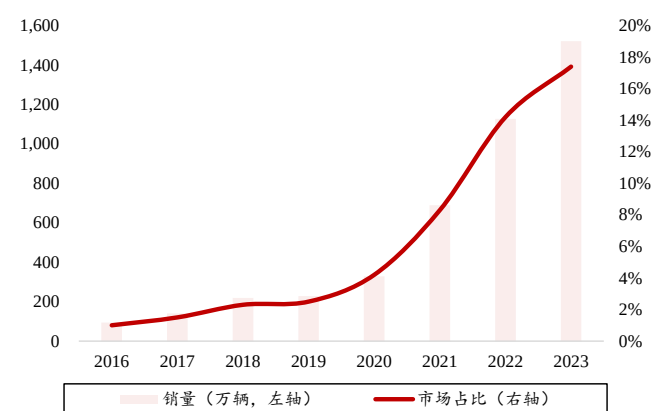
资料来源：米其林官网，中银证券

根据 Bussiness Research 数据，预计 2024-2032 年全球轮胎市场复合增速为 4.7%。我们认为，当前全球汽车保有量已经处于较高水平，替换需求支撑全球轮胎消费，同时新能源汽车发展、新兴市场需求提升等因素共同驱动全球轮胎万亿级别市场扩容。具体来看：

1) 新能源汽车：EVTank 数据显示，2024 年全球新能源汽车销量达到 1823.6 万辆，同比增长 24.4%，其中中国新能源汽车销量为 1286.6 万辆，同比增长 35.5%，占全球销量的比重由 2023 年的 64.8% 提升至 70.5%。EVTank 预计，到 2030 年，全球新能源汽车销量有望达到 4405.5 万辆，对应 2024-2030 年新能源汽车销量复合增速 15.83%。新能源汽车一方面带动汽车销售量（对应配套市场）和保有量（对应替换市场）提升，另一方面对轮胎性能提出低滚阻、高负荷与耐磨性等要求，促进轮胎产品升级。

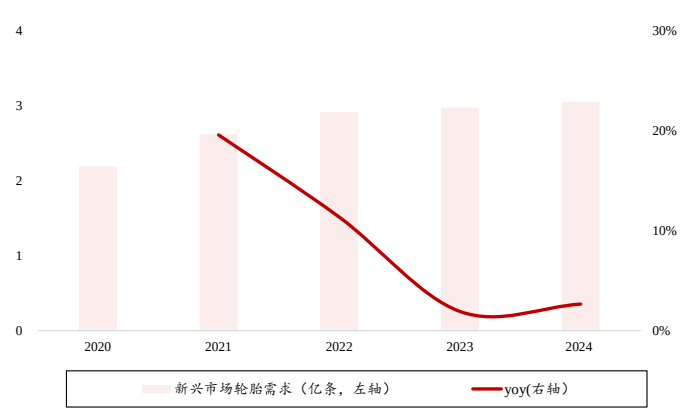
2) 新兴市场需求提升：新兴消费市场在人均收入、乘用车保有量、基建投资等方面仍有提升空间。2020-2024 年非洲/印度/中东轮胎消费量由 1.43 亿条增长至 1.89 亿条，CAGR 为 7.28%；南美轮胎消费量由 0.76 亿条增长至 1.16 亿条，CAGR 为 11.05%。。

图表 15.全球新能源汽车销量及市场占比持续提升



资料来源：EV Volumes，中国汽车工业协会，中银证券

图表 16.新兴市场轮胎需求增长



资料来源：米其林官网，中银证券

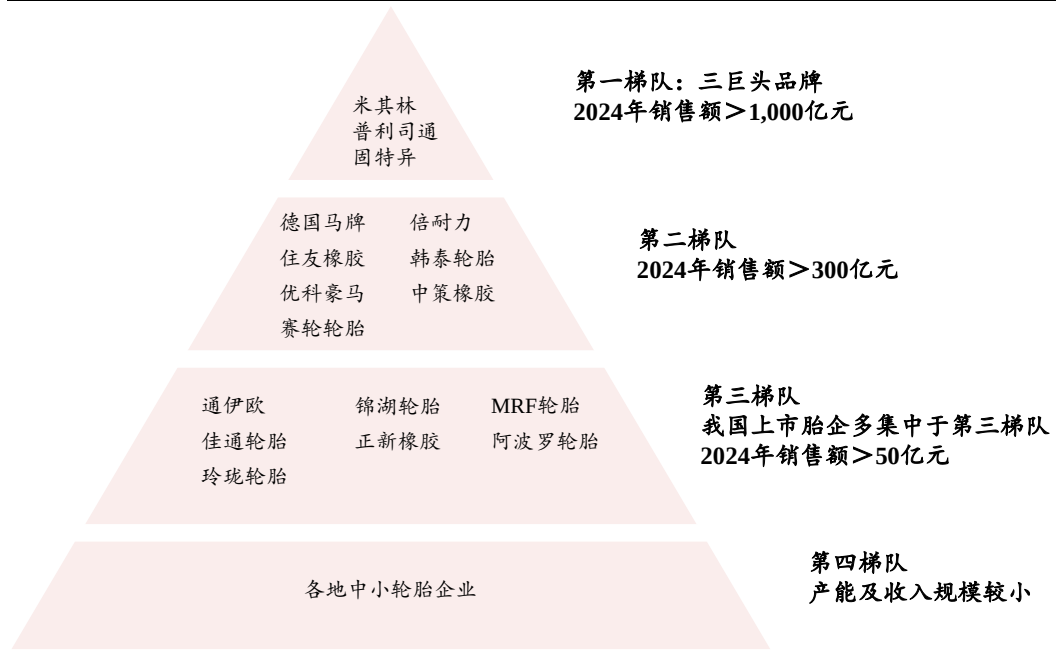
注：新兴市场轮胎需求采用非洲、印度、中东、南美轮胎消费量合计数据

2.2 竞争格局：国际巨头主导高端市场，中国企业竞争力在于成本优势及全球化布局

头部胎企均为国际品牌，近年来中国胎企份额持续提升

根据美国轮胎商业评选的全球轮胎 75 强排行榜（按销售额排名）：**1) 第一梯队：**米其林（法国）、普利司通（日本）和固特异（美国）连续五年位居前三名，为国际三大头部品牌。以上三家企业拥有较高技术壁垒和品牌溢价，且在全球范围内布局生产基地，2024 年销售额均在 1,000 亿元以上。**2) 第二梯队：**主要包括德国马牌、倍耐力、住友橡胶等海外品牌及少数国内品牌，在品牌力和产品溢价上稍逊于三家头部企业，但依然具有较为深厚的技术沉淀，能够配套部分高端车型，2024 年销售额在 300 亿元以上。**3) 第三梯队：**我国轮胎企业多处于第三梯队，2024 年销售额在 50-300 亿元之间。**4) 第四梯队：**主要为各地分布的中小轮胎企业，产能规模较小。

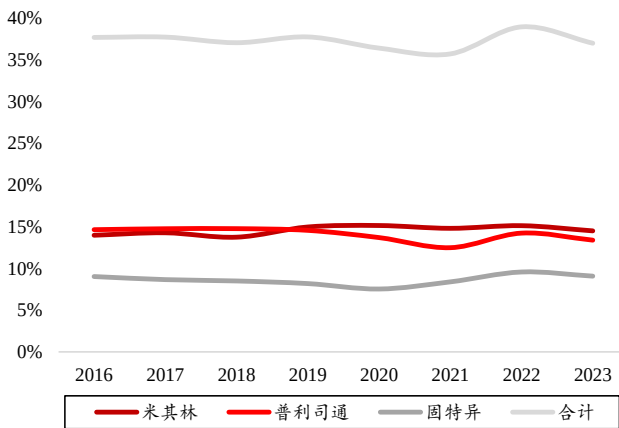
图表 17.全球轮胎品牌梯队



资料来源：轮胎商业，中银证券

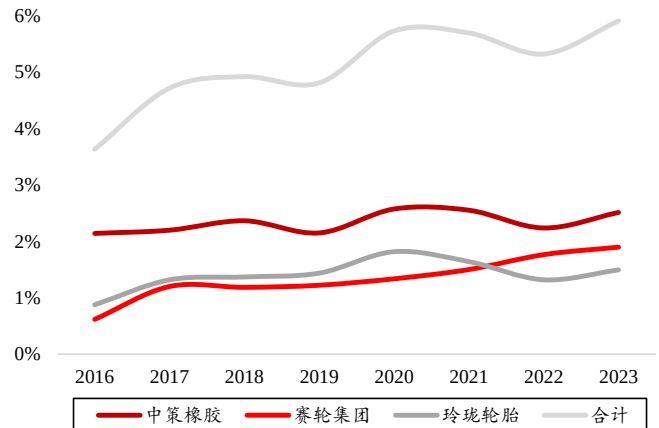
头部轮胎企业市占率有所降低，国内胎企份额增长。根据轮胎商业数据，2016-2023 年米其林、普利司通、固特异合计市占率由 37.68%下降至 36.99%，同期国内三家轮胎头部企业中策橡胶、赛轮轮胎、玲珑轮胎市占率由 3.63%提升至 5.90%。

图表 18.2016-2023 年全球三家头部品牌市占率变化



资料来源：轮胎商业，中银证券

图表 19.2016-2023 年国内三家头部品牌市占率变化

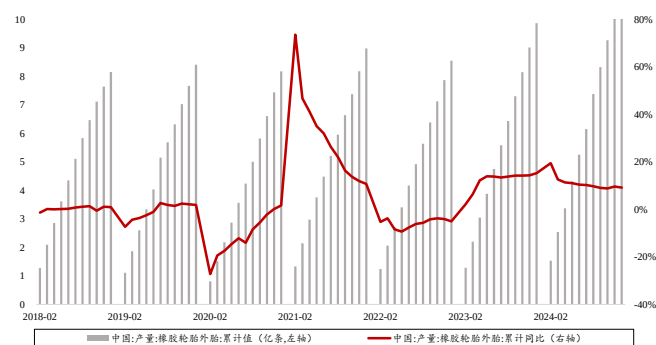


资料来源：轮胎商业，中银证券

中国胎企在国际上扮演重要角色，“双反”及关税政策下东南亚基地优势凸显

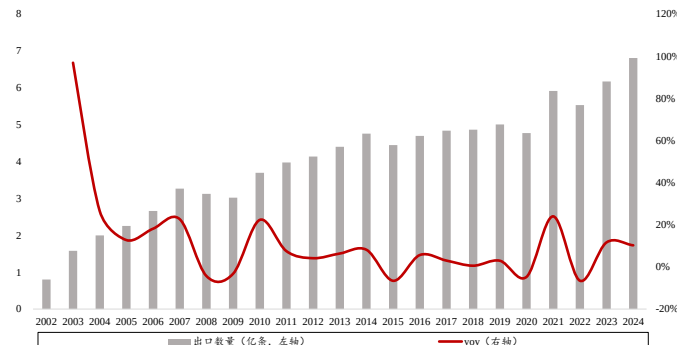
我国是全球重要轮胎出口国。我国具有强大的轮胎生产能力，产能方面，根据轮胎商业数据，2023 年全球拥有 DOT 码的轮胎企业共有 493 家，其中中国轮胎工厂数量达到 161 家，占比 32.66%；产量方面，根据国家统计局数据，2024 年我国橡胶轮胎外胎产量为 11.87 亿条（同比增长 9.20%），占全球总消费量的 63.95%。我国胎企凭借规模及成本优势，产品逐渐获得海外市场认可。根据海关总署，2024 年我国出口新的充气橡胶轮胎 6.81 亿条，占国内产量比重为 57.36%，占全球消费比重为 36.68%。

图表 20.国内轮胎产量



资料来源: Wind, 中银证券

图表 21.国内轮胎出口量



资料来源: Wind, 中银证券

贸易壁垒限制我国轮胎企业出口。自 2002 年开始, 欧美地区就已经为我国轮胎出口设置贸易壁垒, 期间关税及反倾销反补贴政策不断出台, 其中影响程度较大的包括: 1) 轮胎特保案: 2009 年 6 月 29 日, 美国国际贸易委员会提出建议, 对中国输美乘用车与轻型卡车轮胎连续三年分别加征 55%、45%和 35%的从价特别关税。根据程序, 2009 年 9 月 11 日, 美国总统巴拉克·奥巴马决定对中国轮胎特保案实施限制关税, 为期三年。2) 2015 年 8 月 5 日, 美国商务部发布针对我国乘用车和轻型卡车轮胎的反倾销和反补贴税令, 倾销及补贴合并税率为 30.61%至 192.79%。3) 欧盟自 2017 年 8 月对原产于中国的全新和翻新卡客车轮胎立案进行“反倾销”及“反补贴”调查, 2018 年起正式实施“双反”措施。

图表 22.海外对我国出口轮胎“双反”及关税政策梳理(部分梳理)

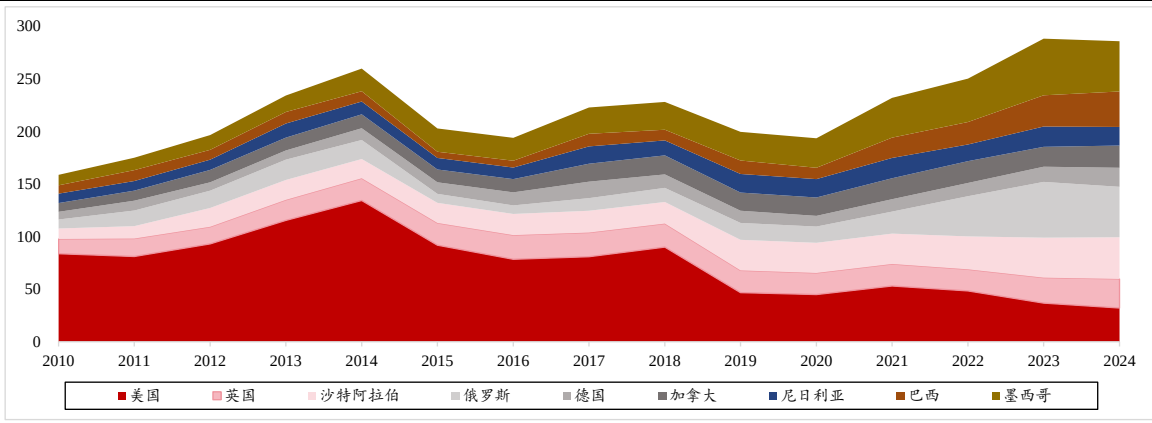
发布时间	国家/组织	相关情况
2002 年 5 月	埃及	对源自我国的轿车和轻型卡车轮胎征收 67%-195%的反倾销税
2008 年	美国	7 月, 裁定对中国新充气工程机械轮胎涉案企业征收 4.08%-210.48%的反倾销税和 2.45%-14.00%的反补贴税; 9 月, 倾销税率修改为 5.25%-210.48%, 反补贴税率不变; 2012 年, 将反补贴税率修改为 2.52%-14.00%, 倾销税率修改为 5.10%-210.48%
2009 年 6 月	巴西	对原产于中国卡客车充气子午胎做出反倾销终裁, 对涉案产品征收 1.12-2.59 美元/千克的反倾销税
2009 年 9 月	美国	对中国轮胎特保案实施限制性关税, 为期三年: 第一年加征关税 35%, 第二年加征 30%, 第三年加征 25%
2011 年 6 月	阿根廷	对原产于中国的旅游用车轮胎征收 23%的反倾销税, 农林用车轮胎征收 10%的反倾销税, 公共汽车和卡车轮胎征收 17%的反倾销税
2015 年 11 月	欧亚经济委员会	对进口自中国的载重汽车轮胎产品征收 14.79%-35.35%的反倾销税, 为期五年
2018 年 9 月	美国	对我国出口的轮胎产品加征 10%关税, 2019 年起, 关税金额上升至 25%
2018 年 10 月	欧盟	欧盟委员会对原产于中国的全新或翻新卡客车轮胎作出反倾销终裁
2019 年 2 月	美国	对中国 TBR 轮胎征收 21%至 63.3%的反补贴税和 9%至 22.6%的反倾销税

资料来源: 中国橡胶工业协会, 中策橡胶公告, 中化新网, 轮胎商业, 中银证券

在贸易壁垒的持续影响下, 近十年来我国轮胎出口已经发生较大变化。

1) 对美份额缩减, 新兴市场加速替代。2024 年我国对美国出口轮胎 31.99 万吨, 占我国轮胎出口量比重仅为 3.56%, 较 2014 年 134.45 万吨 (占比 23.81%) 明显萎缩。同时, 沙特阿拉伯、俄罗斯、巴西、墨西哥等市场占我国轮胎出口份额提升, 2024 年占我国轮胎出口量比重分别为 4.42%、5.34%、3.76%、5.33%, 较 2014 年分别提升 1.20pct、2.11pct、2.04pct、1.51pct。

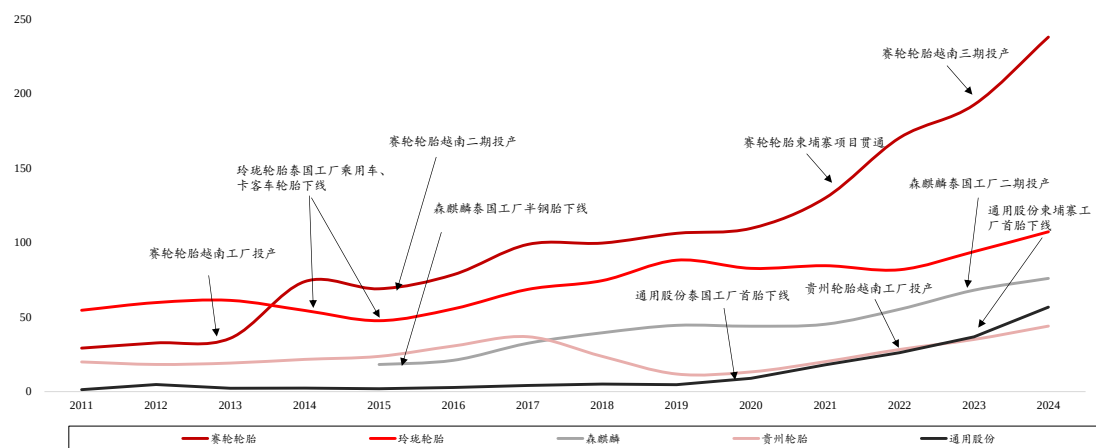
图表 23.2010-2024 年我国轮胎出口结构变化（万吨）



资料来源：海关总署，中银证券

2) 国内胎企加码海外工厂，其中东南亚为主要基地。轮胎头部企业布局海外产能规避关税影响，赛轮轮胎率先于 2013 年投产越南工厂，此后玲珑轮胎、森麒麟、中策橡胶等相继在泰国建成产能。随着各企业东南亚基地投产，头部胎企海外营收快速提升。根据车轱辘网不完全统计，截至 2025 年 8 月，中资轮胎企业已在海外落地 25 座工厂，其中有 20 座位于东南亚地区，并有 12 大新增项目处于拟建状态。此外，在北美、欧洲等地也有国内轮胎工厂，如赛轮轮胎、中策橡胶等相继在墨西哥布局产能，玲珑轮胎在塞尔维亚建设工厂。

图表 24.随东南亚基地相继投产，我国胎企海外营收持续增长（单位：亿元）



资料来源：各公司公告，中国上市公司协会，玲珑轮胎官网，财联社，中银证券

图表 25.2024 年主要胎企海外营收及东南亚生产基地规划

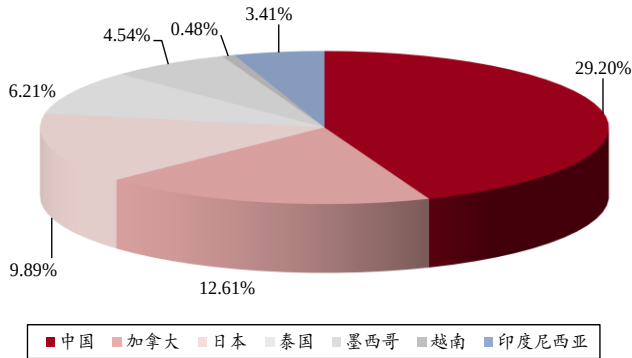
企业	2024 年海外营收（亿元）及占比	东南亚基地	产能（含在建）
赛轮轮胎	238.11（74.87%）	越南 柬埔寨 印度尼西亚	1,600 万条半钢胎、260 万条全钢胎、10 万条非公路胎 2,100 万条半钢胎（1200 万条建成）、330 万条全钢胎 360 万条子午线轮胎、3.7 万吨非公路胎
中策橡胶	188.96（48.14%）	泰国 印度尼西亚	- -
玲珑轮胎	107.32（48.65%）	泰国	1,500 万套半钢胎、220 万套全钢胎
森麒麟	76.05（89.36%）	泰国	1,600 万条半钢子午胎、200 万条全钢子午胎
通用股份	56.70（81.48%）	泰国 柬埔寨	1600 万条半钢胎、130 万条全钢胎 850 万条半钢子午胎、165 万条全钢子午胎
贵州轮胎	43.95（41.11%）	越南	215 万条全钢胎、600 万条半钢胎

资料来源：各公司公告，中银证券

我们认为，在国内胎企争相布局海外基地的背景下，东南亚基地凭借低成本与承接国内出口订单的优势，仍然具备一定竞争优势：

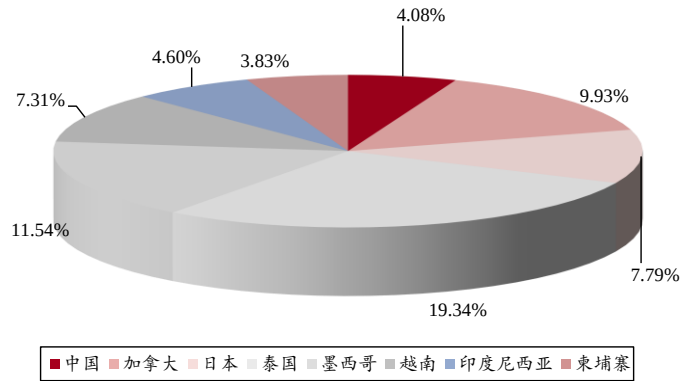
从需求角度看，美国、欧洲对高性价比轮胎依赖程度逐年加强。欧洲高通胀背景下，产自东南亚的高性价比轮胎优势凸显。1)美国：东南亚各国进口轮胎份额持续提升。根据美国国际贸易管理局(ITA)数据，2024 年泰国为对美轮胎出口第一大国，美国进口自泰国、越南、印度尼西亚、柬埔寨的轮胎占总进口金额的比重分别为 19.34%、7.31%、4.60%、3.83%，较 2014 年分别提升 13.14pct、6.83pct、1.19pct、3.83pct。

图表 26.2014 年美国轮胎进口结构



资料来源：美国国际贸易管理局，中银证券

图表 27.2024 年美国轮胎进口结构

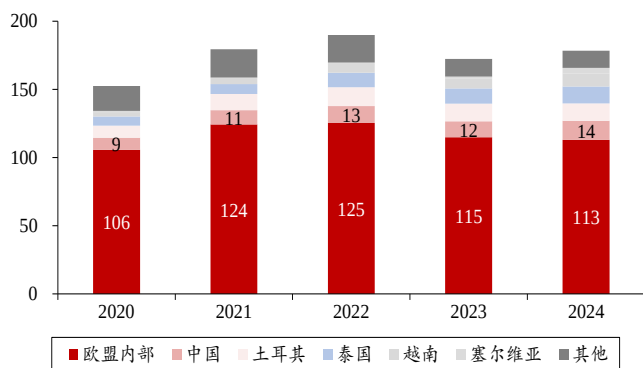


资料来源：美国国际贸易管理局，中银证券

2) 欧洲：轮胎“消费降级”趋势明显，中国及东南亚进口份额快速增长，仍有较大提升空间。根据 Roland Berger 发布的数据，截至 2023 年 5 月的十年间，欧洲入门级卡车轮胎的市场份额增长了 11pct，截至 2024 年 6 月的十年间，欧洲入门级乘用车和轻型卡车轮胎的市场份额增长了 9pct。根据欧洲统计局数据，在进口市场上，近五年欧盟进口乘用车和卡客车均价整体有所提升，但进口结构发生变化，来自中国 and 东南亚地区的高性价比轮胎份额快速增长，对其进口自内部成员国的轮胎份额形成挤压，在一定程度上反映了欧洲高通胀背景下对高性价比轮胎的旺盛需求。分乘用车和卡客车来看：

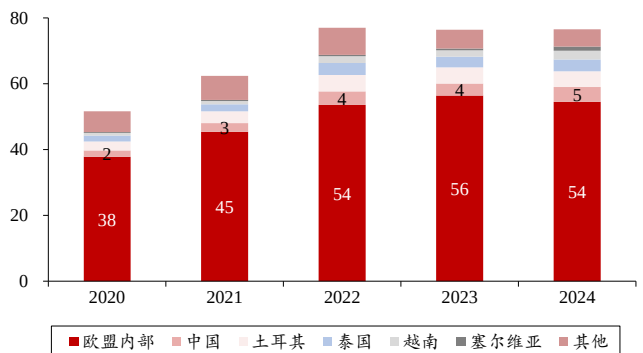
卡客车：2024 年欧盟合计进口卡客车轮胎 178.47 万吨，2020-2024 年复合增速为 4.00%，合计进口卡客车轮胎 76.52 亿欧元，2020-2024 年复合增速为 10.33%。2024 年，尽管欧盟对中国卡客车轮胎征收 0-35.74 欧元/条的反倾销税，中国仍为欧盟重要轮胎出口国，按重量、金额口径分别位列除欧盟成员国之外第一名、第二名。以重量计，2024 年欧盟自成员国外进口量前五名的国家分别为中国、土耳其、泰国、越南、塞尔维亚，进口量分别为 14.15 万吨、12.64 万吨、12.48 万吨、9.62 万吨、3.96 万吨。从趋势上看，2020-2024 年进口自欧盟成员国之外的卡客车轮胎重量占比由 30.68% 提升至 36.73%，前五名中除土耳其外均保持较快增速，其中越南、塞尔维亚 2020-2024 年对欧盟出口卡客车轮胎重量复合增速分别达 31.78%、46.42%。在价格方面，欧盟进口自中国、塞尔维亚、泰国、越南的均价分别为 3.19、3.16、2.90、2.75 欧元/公斤，低于进口自欧盟内部国家的均价 4.82 元/公斤。

图表 28.2020-2024 年欧盟卡客车轮胎进口结构
(单位: 万吨)



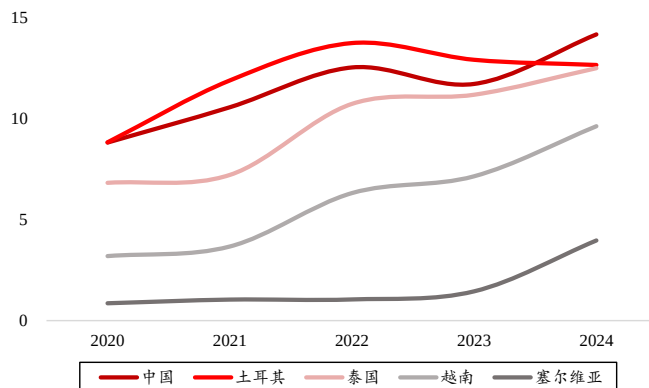
资料来源: 欧洲统计局, 中银证券

图表 30.2020-2024 年欧盟卡客车轮胎进口结构
(单位: 亿欧元)



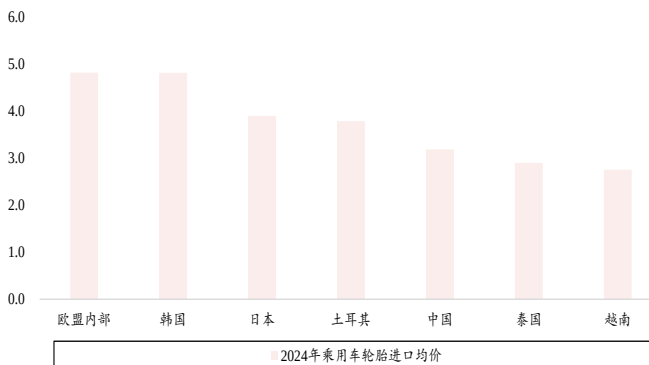
资料来源: 欧洲统计局, 中银证券

图表 29.2020-2024 年欧盟进口自非成员国卡客车轮胎重量
(单位: 万吨)



资料来源: 欧洲统计局, 中银证券

图表 31.2024 年欧盟进口乘用车轮胎均价
(单位: 欧元/公斤)

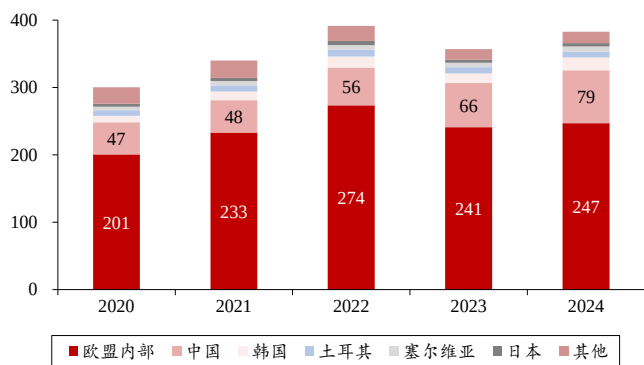


资料来源: 欧洲统计局, 中银证券

乘用车: 根据 Eurostat 数据, 2024 年欧盟合计进口乘用车轮胎 382.93 万吨, 2020-2024 年复合增速为 6.26%, 合计进口卡客车轮胎 214.53 亿欧元, 2020-2024 年复合增速为 12.30%。2024 年欧盟进口自中国的乘用车轮胎量为 78.64 万吨, 占欧盟进口自其成员国以外的国家总量的 57.84%。在中国之后, 按照出口量由高到低依次为韩国、土耳其、塞尔维亚、日本、泰国。从趋势上看, 2022-2024 年欧盟进口乘用车轮胎中, 来自欧盟成员国以外的国家的轮胎量占比由 30.10% 提升至 35.51%, 其中中国、越南增速较快, 期间复合增长率分别为 18.56%、51.40%。近五年印度、泰国对欧盟乘用车轮胎出口也有较为明显的增长, 2024 年两国出口量分别为 2.41 万吨、2.64 万吨, 较 2020 年分别增长 258.00%、44.56%。在进口价格方面, 中国、印度、越南、泰国对欧盟出口均价分别为 3.32、3.37、3.42、3.83 欧元/公斤, 低于欧盟进口均价 5.60 元/公斤。

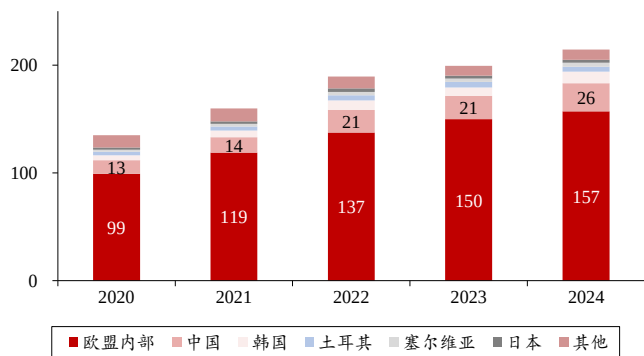
2025 年 5 月 21 日, 欧盟委员会发布公告 (C/2025/2778), 正式对原产于中国的乘用车及轻型卡车轮胎发起反倾销调查。2025 年 11 月 6 日, 欧盟委员会发布公告, 对原产于中国的新乘用车和轻型卡车充气橡胶轮胎发起反补贴调查。2024 年欧盟进口自其外部的乘用车轮胎中, 来自中国的乘用车轮胎占比达 57.84%, 参考 2018 年欧盟对中国卡客车轮胎施加“双反”税率后, 当年中国出口份额即有明显下降, 同时考虑到欧洲地区对高性价比轮胎的需求并未消失, 我们认为该“双反”或推动欧洲轮胎进口结构变化。

图表 32.2020-2024 年欧盟乘用车轮胎进口结构
(单位: 万吨)



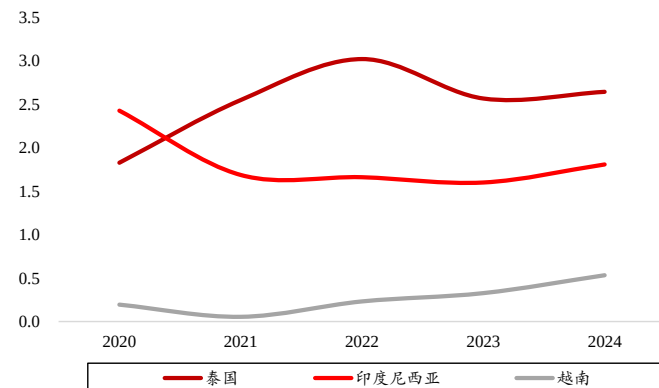
资料来源: 欧洲统计局, 中银证券

图表 34.2020-2024 年欧盟乘用车轮胎进口结构
(单位: 亿欧元)



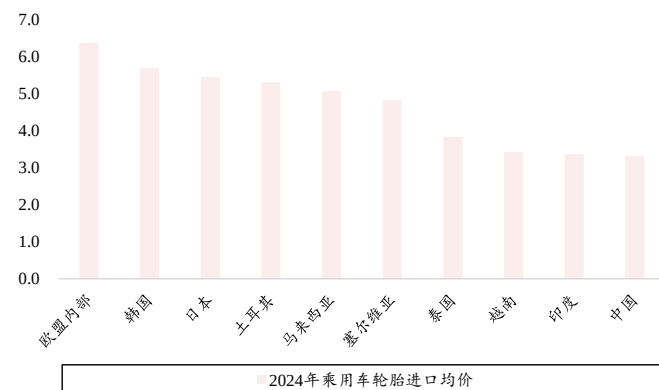
资料来源: 欧洲统计局, 中银证券

图表 33.2020-2024 年东南亚国家对欧盟出口量情况
(单位: 万吨)



资料来源: 欧洲统计局, 中银证券

图表 35.2024 年欧盟进口乘用车轮胎均价
(单位: 欧元/公斤)



资料来源: 欧洲统计局, 中银证券

从供给角度看, 东南亚具有原料、人工、政策等优势。1) **原料**: 根据轮胎商业数据, 天然橡胶占轮胎成本比重在 28% 左右, 是轮胎最主要的原料成本来源。东南亚国家在天然橡胶种植和生产方面占据世界总量的 80% 以上, 其中泰国、印度尼西亚、马来西亚和越南是天然橡胶最主要的生产国, 四国的天然橡胶产量占全球总产量近 70%。轮胎企业在东南亚本地化采购天然橡胶, 可以减少原料进出口关税及国际运输成本。2) **劳动力**: 东南亚年轻劳动力丰富, 且用工成本普遍较国内偏低, 根据第一财经数据, 2023 年柬埔寨、泰国、国内轮胎企业生产工人成本分别在 3000 元/月以上、5000 元/月以上、6000-7000 元/月左右。3) **政策**: 东南亚国家为吸引外资, 提供多项税收减免政策, 同时, 越南与欧盟、东盟等国家和地区签署多项自贸协定, 国际贸易的政策环境较为友好。

反观欧美运营成本较高, 有低成本产能退出。一方面, 欧洲本土的老旧产能及高通胀带来的成本压力持续侵蚀轮胎厂利润, 并加速落后产能退出; 另一方面, 亚洲高性价比轮胎份额的增长, 使得部分欧洲产能相对过剩。根据青岛双星公告, 2022 年以来米其林、固特异、普利司通等海外头部轮胎企业在欧美地区 (含俄罗斯) 关停或减产的轮胎工厂超过 15 个, 其中欧洲地区 (不含俄罗斯) 超过 10 个, 基本为 50 年以上老厂, 共涉及轮胎年产能超过 5000 万条。

图表 36.近年来海外头部轮胎品牌相继有产能退出

企业	工厂	详细情况
米其林	德国卡尔斯鲁厄、特里尔、洪堡工厂	2023 年 11 月，米其林宣布计划于 2025 年底关闭德国三家工厂。其中卡尔斯鲁厄工厂产能约 110 万条 PCR 轮胎；特里尔和洪堡工厂主要生产 OTR 轮胎。
	法国绍莱、瓦纳工厂	2024 年 11 月 5 日，米其林宣布最迟将在 2026 年初关闭法国两家轮胎厂，将影响 1254 名员工
	巴西瓜鲁柳斯工厂	该工厂主要生产摩托车和自行车内胎、工业轮胎及半成品。2025 年 6 月 27 日，米其林宣布，由于亚洲进口产品大量涌入导致产能过剩，计划于 2025 年 12 月前将其关闭，受影响员工约 350 名
	美国阿德莫尔工厂	该工厂无法以具有竞争力的成本供应轮胎，将于 2025 年底关闭，该工厂拥有约 1400 名员工
普利司通	法国贝蒂讷工厂	2020 年 9 月，普利司通决定对法国贝蒂讷采取关停计划，将导致 863 名工人失业
	比利时兰卡拉尔胎面胶工厂	由于需求下降，计划于 2025 年上半年关闭位于比利时兰卡拉尔的胎面胶工厂
	美国拉弗格尼工厂	计划于 2025 年 7 月 31 日前关闭田纳西州拉弗格尼的卡客车轮胎工厂，每年将减少 200 万条卡客车轮胎产能
固特异	德国富尔达、菲尔斯滕瓦尔德工厂	至 2025 年第三季度末，关闭富尔达工厂；到 2027 年底，逐步淘汰菲尔斯滕瓦尔德除混炼部门外的所有轮胎制造活动

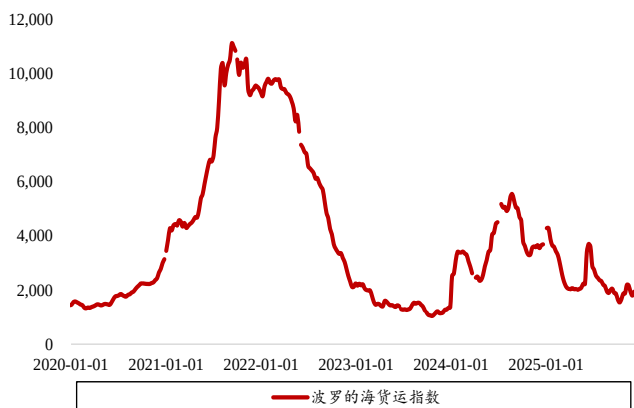
资料来源：普利司通公告，tyrepress China，轮胎报，再生胶网，中国轮胎商务网，炭黑产业网，轮胎商业，中银证券

2.3 海运费及原料价格趋于宽松，关注贸易政策变化

目前我国出口轮胎产品尚未形成定价能力，主要竞争力在于其性价比优势。因此，短期来看，成本及价格情况是胎企盈利的主要影响因素。2024 年海运费及原材料价格上涨，对我国出海轮胎企业利润形成压制，主要轮胎企业通过调整产品价格、优化产品结构等方式积极应对，毛利率仍保持稳定。此外，全球贸易不确定性增强，关税政策也可能对轮胎出海带来潜在影响。

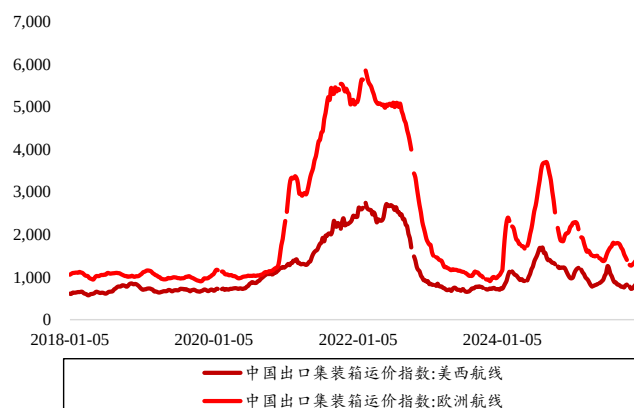
1) 海运费：边际改善，2026 年或维持宽松。2024 年地缘政治与港口拥堵影响下，海运时间延长且运价明显上涨。根据万得数据，2024 年 8 月波罗的海货运指数上涨至 5551.8Q，较年初增长 120.40%。尽管赛轮轮胎、森麒麟等企业外销以 FOB 模式为主，但海运费波动仍将对我国出口轮胎竞争力产生影响。2025 年以来，海运费逐步回落，截至 2025 年 12 月 5 日，波罗的海货运指数为 1944.00，较 2024 年高点下降 64.98%。

图表 37.2024Q4 以来波罗的海货运指数逐步回落



资料来源：WIND，中银证券

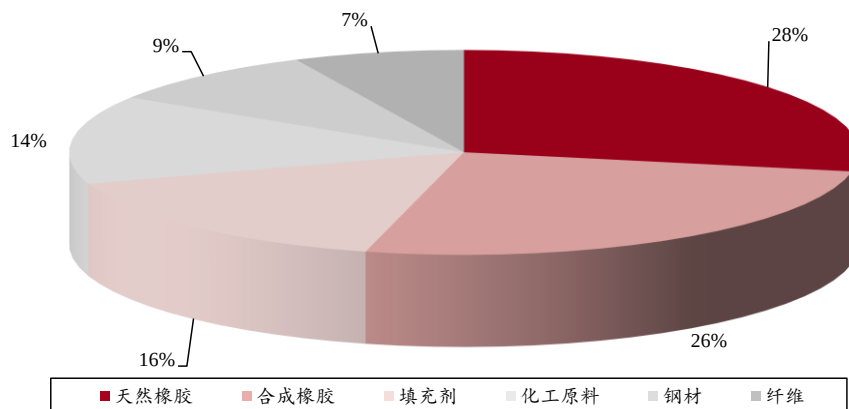
图表 38.2024Q4 以来我国出口集装箱运价指数逐步回落



资料来源：WIND，中银证券

2) 原材料：天然橡胶或维持高位震荡，合成橡胶及炭黑等价格有望边际改善。根据赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟等公司年报，原材料占轮胎生产成本比重在 70%以上。根据轮胎商业，轮胎原材料主要包括天然橡胶（成本占比约 28%）、合成橡胶（约 26%）、填充剂（约 16%）、化学原料（约 14%，其中包括炭黑）等。

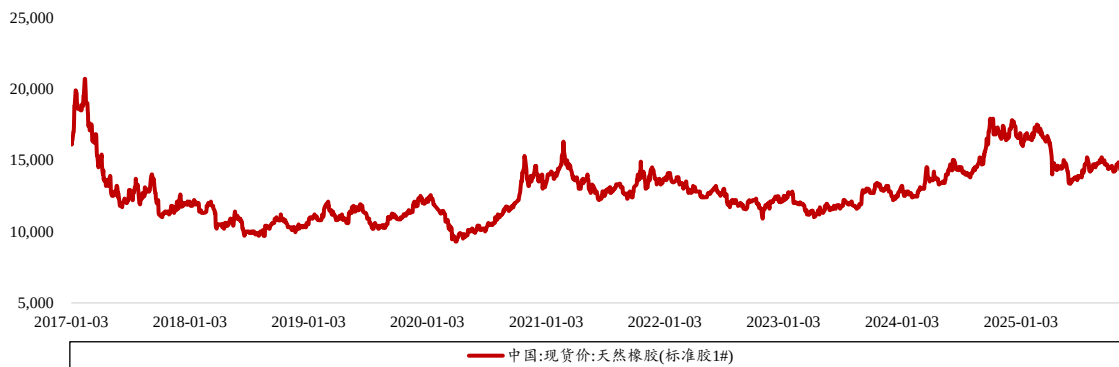
图表 39.轮胎原材料成本拆分



资料来源：轮胎商业，中银证券

天然橡胶：供需周期拐点叠加欧盟 EUDR 法案，价格或维持高位。截至 2025 年 12 月 5 日，我国天然橡胶（标准胶 1#）价格为 14,650 元/吨，2025 年内均价为 15,055 元/吨，较 2024 年均价提升 2.30%。我们认为，受割胶周期及 EUDR 法案影响，未来天然橡胶价格或维持较高水平。1）泰国、越南等 ANRPC 成员国天然橡胶种植面积自 2015 年前后达到顶峰，至 2017 年开始缩减，根据橡胶树种植后 6-8 年进入产胶周期推算，2023 年及之后天然胶供给预计进入收缩周期。2）根据欧盟 2023 年发布的《零毁林法案》（EUDR），从 2025 年 12 月 30 日起，大中型企业向欧盟市场投放或出口相关商品时，必须证明其“不导致森林砍伐”，2026 年 6 月 30 日起对小微企业生效。EUDR 或增加橡胶生产国的合规成本，根据再生胶网的预测，EUDR 或将增加天然橡胶成本 200-300 美元/吨。

图表 40.2017 年以来天然橡胶价格走势（元/吨）



资料来源：WIND，中银证券

合成橡胶：成本弱支撑，供给有望趋于宽松，价格或保持平稳。合成橡胶（如顺丁橡胶 BR、丁苯橡胶 SBR）的核心原材料为丁二烯，是乙烯裂解的副产品，历史上丁二烯价格的波动主要受到原油价格及大炼化装置投产周期的影响。2024 年前三季度，国内装置开工率较低，海外供应收紧，丁二烯价格上涨，2024 年四季度以来，随着国内多套装置投产重启与海外开工率提升，叠加成本端油价波动下行，价格有所回落。截至 2025 年 12 月 5 日，国内丁二烯现货价格为 7,000.00 元/吨，处于 2013 年以来的 13.40%分位。根据我们统计，2025 年拟建、在建炼化项目包括福建古雷炼化一体化工程（二期）、华锦阿美精细化工及原料工程（炼化一体化）、广西石化炼化一体化升级转型项目、中国石化岳阳地区 100 万吨/年乙烯炼化一体化项目、埃克森美孚惠州乙烯项目（一期）等，丁二烯供给格局有望趋于宽松。成本方面，截至 2025 年 12 月 5 日，布伦特原油期货结算价为 63.75 美元/桶，2025 年内均价较 2024 年下降 14.00%。我们预计，成本端支撑较弱，供给有望趋于宽松，未来丁二烯及合成橡胶价格有望保持平稳。

图表 41.2024 年以来国际油价震荡下行



资料来源: WIND, 中银证券

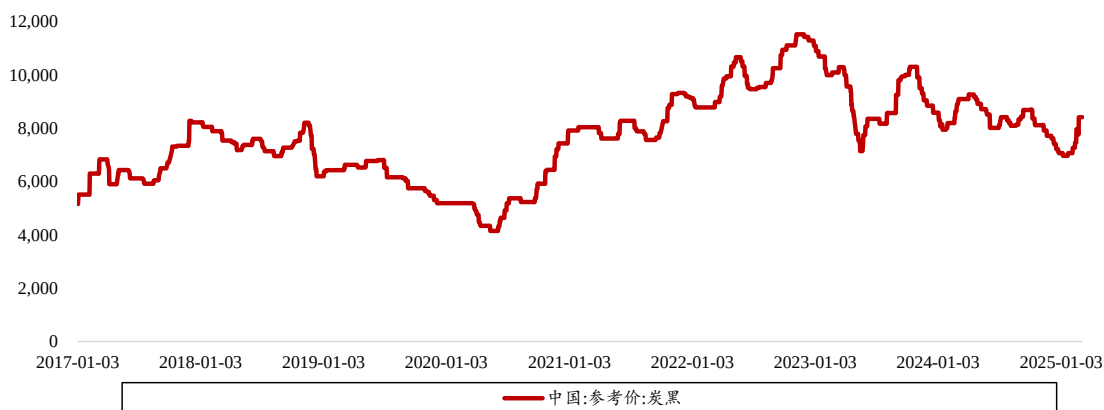
图表 42.2024Q4 以来, 丁二烯价格有所回落



资料来源: WIND, 中银证券

炭黑: 成本及供需格局难以支持价格大幅提升。炭黑是燃煤和石油化工产品的副产品, 其下游主要应用为轮胎, 根据百川盈孚, 2024 年轮胎占炭黑消费量比重为 58.10%。我国是全球炭黑主要生产国, 根据炭黑产业网数据, 预计 2024 年我国炭黑总产量同比增长 4.15%至 651.98 万吨, 表观消费量同比增长 0.86%至 586.00 万吨, 行业开工率平均为 61.44%。根据炭黑产业网统计, 预计 2025 年有累计 110 万吨炭黑投放市场。展望 2026 年, 原料成本及供需格局支撑较弱, 我们预计炭黑价格大幅上行概率不大。

图表 43.2017 年以来炭黑价格走势 (元/吨)



资料来源: WIND, 中银证券

3) 关税: 美国关税政策具有不确定性, 但对全球化产能布局和持续提升产品力、品牌力的头部胎企而言影响相对可控。当地时间 4 月 2 日, 美国总统特朗普签署关于所谓“对等关税”的行政令, 宣布美国对贸易伙伴加征 10% 的“最低基准关税”, 并对某些贸易伙伴征收更高关税。未来美国关税政策仍存在不断变化的可能性, 我们认为: 1) 随着头部轮胎企业在海外产能布局日益完善, 针对单一地区关税限制影响有限。2) 对于以性价比为核心竞争力的出口轮胎产品, 关税增加将会对产品成本优势和胎企盈利能力产生不利影响, 但对于具有一定技术附加值的专利产品或大尺寸轮胎产品而言, 产品本身盈利空间尚可, 且关税成本有望部分转移给下游客户。

2.4 中长期看好优秀胎企由单一成本优势向产品、品牌等综合优势发展

回顾我国轮胎行业发展历史, 在 2014-2024 年期间, 优秀轮胎企业通过布局东南亚生产基地, 凭借当地成本及关税优势, 脱离了与国内产能的内卷式竞争, 与国内中小轮胎企业拉开差距。但是长远来看, 随着我国轮胎企业相继在东南亚建设工厂, 在当地具有产能的企业优势或将逐渐减弱, 且未来可能招致欧美贸易制裁。根据鲲轮天下统计, 2024 年国内自主品牌海外基地实现产能为 1.46 亿条, 鲲轮天下预测到 2026 年底将增加至 2.86 亿条。因此, 我们认为, 未来我国轮胎企业出海的竞争将聚焦于全球化的综合布局及全球范围内品牌力提升。

在布局上, 由“东南亚单一跳板”向“多区域协同布局”转变。欧洲、北美等生产基地临近高附加值市场, 可以快速响应客户订单需求并嵌入客户配套产业链。在我国轮胎企业市场开拓与技术升级诉求下, 拓展东南亚外的其他生产基地势在必行。截至 2024 年, 我国上市轮胎企业中, 赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟已经率先向墨西哥、塞尔维亚、摩洛哥、西班牙等地拓展。

图表 44.在欧洲、美洲、非洲布局生产基地的轮胎企业梳理

企业	海外基地	(规划) 年产能
赛轮轮胎	墨西哥	600 万条半钢胎
	埃及	300 万条半钢胎、60 万条全钢胎
玲珑轮胎	塞尔维亚	1,200 万套半钢胎、240 万套全钢胎, 20 万条工程及农用车子午胎
	巴西	1200 万条半钢胎, 240 万条全钢胎, 20 万条工农业轮胎, 10 万条翻新轮胎
森麒麟	摩洛哥	1,200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎
	西班牙	1,200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎

资料来源: 各公司公告, 轮胎商业, 中银证券

在产品上, 不断提升核心竞争力。我国轮胎企业通过持续研发投入、专利积累和核心技术突破, 提升产品核心竞争力。如赛轮轮胎的“液体黄金”技术, 通过纳米级填料分散技术, 将白炭黑与橡胶分子实现紧密结合, 突破橡胶材料物理极限; 玲珑轮胎迎合欧盟需求开发蒲公英橡胶芯片, 并推出内植 RFID 芯片的轮胎等。

图表 45.国内轮胎企业创新产品与应用平台

企业	技术/产品	创新情况
赛轮轮胎	液体黄金轮胎	轮胎抗湿滑性能、滚动阻力性能和耐磨性指标均达到世界领先水平
	橡胶链云工业互联网平台	全球首个橡胶工业互联网平台, 实现全产业链数据交互与智能调度
玲珑轮胎	蒲公英橡胶轮胎	建成了全球 首条百吨级绿色水基蒲公英橡胶生产线
	可持续发展材料轮胎	研发生产的 79%可持续发展材料轮胎, 在湿地性能、噪音 性能和滚阻性能等方面均达到了欧盟最高等级 A 级
森麒麟	石墨烯导静电轮胎	湿地制动距离缩短 1.8 米, 抗湿滑性能提升 6%, 轮胎行驶里程提升 1.5-1.8 倍, 打破轮胎性能传统的“魔鬼三角”定律
中策橡胶	天工技术系统	依靠 3 大核心技术体系和 9 项关键技术, 实现轮胎耐磨性能、生热性能、故障率、百公里节油等各项关键指标的全面升级
	天玑技术系统	整合八大核心技术与十二项专利, 提升了乘用车轮胎的舒适静音、湿地抓地力、燃油效率等性能
通用股份	杜仲轮胎	在行业首次实现了合成型杜仲橡胶(TPI)在全钢子午胎中的批量化生产, 轮胎耐磨性提升 30%以上, 噪音和抗湿滑性能达到双 A 级

资料来源: 各公司公告, 轮胎商业, 中国橡胶工业协会, 中银证券

在品牌上，零售与配套并重，提升品牌影响力。1) 零售： 轮胎零售具有较强的消费属性，优质轮胎企业可以通过渠道铺设与品牌营销实现对消费者心智的占领并获得相应品牌溢价。近年来，国内轮胎头部企业在全球化销售网络建设上已取得一定成效，并积极加码“新零售”。此外，通过赞助体育赛事、加强媒体推广力度等方式增加品牌曝光度和产品知名度。2) 配套： 国内头部轮胎企业凭借产品品质和技术含量，打入国内外车企供应商名单，在部分高端车型中，亦实现配套。

图表 46.我国胎企整车配套情况

企业	供应车企
赛轮轮胎	一汽解放、中国重汽、宇通客车、比亚迪、吉利远程商用车、三一重工、东风汽车、北汽福田、陕汽商用车、潍柴新能源、比亚迪、吉利、奇瑞、长安、一汽-大众、北汽、蔚来、依维柯、越南 VinFast、卡特彼勒、约翰迪尔、凯斯纽荷兰、英国 JCB、小松、沃尔沃、爱科、道依茨法尔、徐工、柳工、北方重工、三一重工、同力重工、山东临工、潍柴雷沃、中联重科、中国一拖等
玲珑轮胎	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、吉利、奇瑞、长城、广汽、上汽乘用车、斯堪尼亚、曼恩、福田戴姆勒、一汽解放、中国重汽、陕西重汽、福田汽车、东风汽车、江淮汽车、中集车辆等全球 60 多家主机厂；在新能源汽车配套领域，配套通用五菱全系、比亚迪王朝、 海洋等主打系列、东风日产、本田、一汽红旗、吉利、赛力斯等新能源车企
中策橡胶	一汽解放、北汽福田、上汽通用、东风日产、吉利汽车、长安汽车、长城汽车、比亚迪汽车等
森麒麟	德国大众集团、德国奥迪汽车、广州汽车、长城汽车、吉利汽车、北汽汽车、奇瑞汽车等

资料来源：各公司公告，中银证券

产品力、品牌力提升，全球化布局持续完善

3.1 非公路轮胎与液体黄金打造产品力壁垒

非公路轮胎壁垒较高，公司底蕴深厚

非公路轮胎应用场景特殊。非公路轮胎，又称为特种轮胎，主要应用在大型农场、采矿场、港口码头、建筑业或其他特殊领域。按照应用领域划分，非公路胎可以分为工程机械轮胎、工业轮胎、农业轮胎、林业轮胎、航空轮胎等产品；按照尺寸，可以分为普通尺寸轮胎和巨胎，巨胎为内圈口径在 49 吋及以上的产品，主要用于工程机械领域。根据 Smithers 数据，2024 年全球非公路轮胎市场价值约为 344 亿美元，预计于 2029 年达到 438 亿美元，期间复合增速为 4.9%。

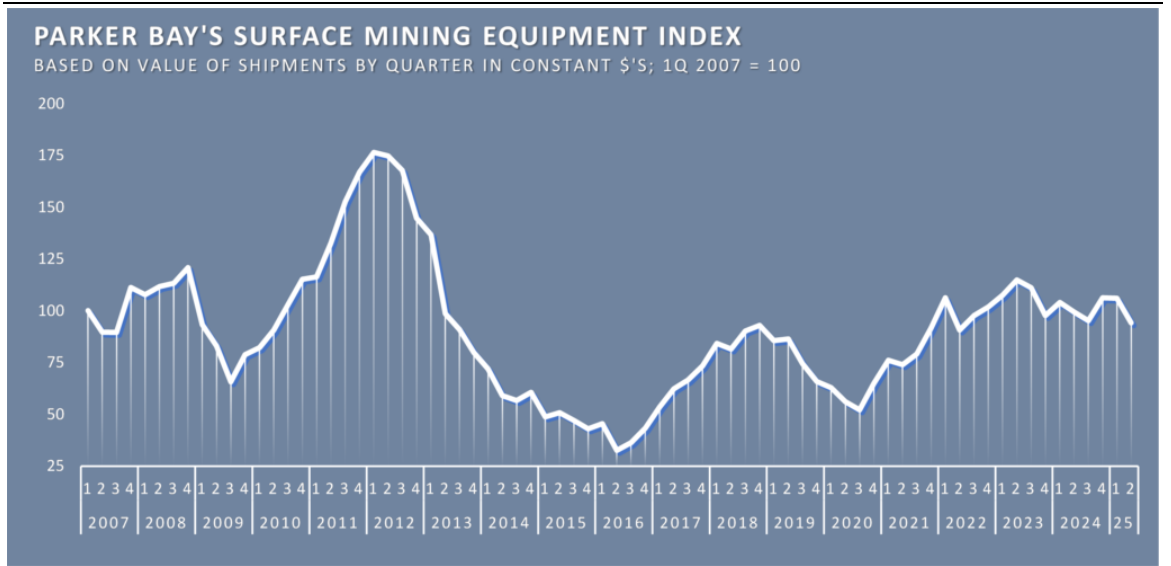
全球采矿及基建带动，工程机械轮胎需求增速保持较快。非公路轮胎中，工程机械轮胎主要用于铲运机、挖掘机、起重机等设备，应用场景对轮胎的性能要求较高，且需求受工程作业量拉动。根据 Parker Bay 数据，2020Q3 以来全球露天采矿设备指数（反映露天采矿设备的整体销量）稳中上行，2025 年虽有小幅波动，但仍处于相对高位。全球采矿与基建需求拉动下，工程机械轮胎需求保持旺盛。根据海安集团招股说明书转引自弗若斯特沙利文的数据，2017-2022 年全球工程胎产量由 1.4 亿条增长至 3.8 亿条，期间 CAGR 为 22.10%，预计至 2027 年将达到 5.1 亿条。

图表 47.非公路轮胎细分产品情况

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

资料来源：海安集团招股说明书，中银证券

图表 48.2007Q1-2025Q2 全球露天采矿设备指数

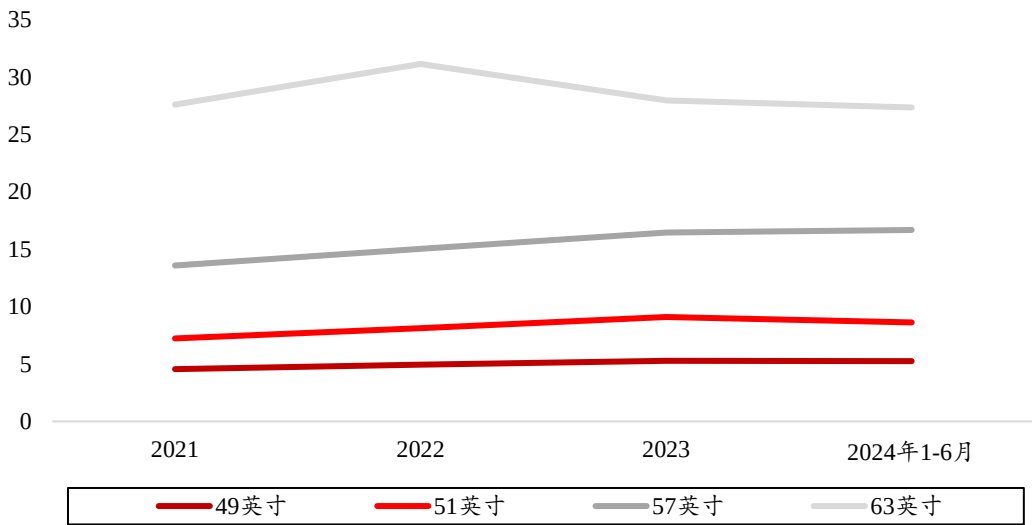


资料来源：Parker Bay Mining，中银证券

注：该指数选取 2007 年 Q1 为基期（100），指数反映露天采矿设备的整体销量而非价值量情况

高性能巨型工程轮胎壁垒较高，具有高溢价。巨型工程胎通常是轮辋直径在 49 英寸及以上的工程轮胎，主要用于载重量大、行驶条件苛刻的大型矿用自卸车、装载机等工程机械。巨型工程轮胎具有承载能力大、耐磨性强、使用环境恶劣、连续运行时间长、生产技术难度大等特点，具有较强技术壁垒，且随着尺寸增大，技术要求也会更高。根据海安集团招股说明书，其巨胎产品销售均价与尺寸规格呈正相关，2021-2024H1 期间 63 英寸规格产品均价为 49 英寸 5 倍以上。

图表 49.巨型轮胎价格随尺寸提升（万元/条）



资料来源：海安集团招股说明书，中银证券

国内胎企深耕研发，打破巨胎海外技术垄断。根据海安集团招股说明书，全球仅有少部分轮胎制造企业具有大规模批量生产全钢巨胎的能力，国际三大品牌在全钢巨胎领域的市场份额合计占比在80%以上。随着国内轮胎企业在全钢巨胎领域持续研发投入，国产全钢巨胎与国际三大品牌的差距逐渐缩小，叠加国内矿山机械制造企业的国产化需求，全钢巨胎领域的国产化进程不断推进。

图表 50.具备全钢巨胎生产能力企业梳理

企业	全钢巨胎主要产品
米其林	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术，63 英寸产品销量较高
普利司通	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术，63 英寸产品销量较高
固特异	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术，以 57 英寸以下产品为主
赛轮轮胎	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术，以 57 英寸以下产品为主
三角轮胎	具备 49-63 英寸全系列产品规格生产技术，以 57 英寸以下产品为主
风神轮胎	以 51 英寸及以下产品规格为主
中策橡胶	以 57 英寸及以下产品规格为主
兴源集团	以 51 英寸及以下产品规格为主
青岛双星	自主研发高性能巨型矿山胎
玲珑轮胎	2024 年 1 月首条 27.00R49 规格巨胎下线
海安集团（待上市）	具备最大规格 63 英寸的量产技术，该规格已有数百条以上销售

资料来源：海安集团招股说明书，青岛双星官网，轮胎世界网，中银证券

公司深耕非公路轮胎多年，建立完善的技术及产品体系。早在 2009 年，公司第一条全钢子午线巨胎试制成功；2016 年，公司研发的 63 英寸全钢巨胎成功下线；2019 年，公司官网公布，中标中国神华国际工程有限公司“MT5500 矿用卡车 59/80R63 轮胎研制与应用”项目，该轮胎当时为世界上最大的轮胎；2023 年，自主研发的全世界最大时级的 59/80R63 巨型工程子午胎，在国内露天煤矿经过近 2 年路试，平均运行时间达到国际先进水平。迈驰（MAXAM）为公司旗下非公路轮胎品牌，截至 2024 年底，公司非公路轮胎产品已成功配套卡特彼勒、约翰迪尔、凯斯纽荷兰、英国 JCB、小松、沃尔沃、爱科、道依茨法尔、徐工、柳工、北方重工、三一重工、同力重工、山东临工、潍柴雷沃、中联重科、中国一拖等国内外知名工程、矿山、农业机械企业。

图表 51.公司旗下迈驰品牌



资料来源：世界橡胶展，中银证券

非公路胎产能提升。2023 年，公司发布《非公路轮胎技术改造项目可行性研究报告》，对青岛工厂进行技改，原 49 吋以下的规格调整为 49 吋以上（含 49 吋）的规格，涉及产能 4 万吨/年；潍坊工厂产品改造项目推进，将具备 10 万吨非公路轮胎的生产能力；2023 年越南工厂三期项目的第一条巨型工程子午胎成功下线。在建产能中，公司在青岛董家口、印度尼西亚和沈阳新和平生产基地规划建设非公路轮胎。截至 2024 年底，公司共规划年产 46.7 万吨非公路轮胎生产能力。

图表 52.公司非公路轮胎产能规划（万吨/年）

工厂	设计产能	达产产能	投产时间
青岛（均为巨胎）	6	5.5	已投产
越南	10	8.5	2025 年
潍坊	10	7.5	2025 年
青岛董家口	15	--	--
沈阳新和平	2	0	--
印度尼西亚	3.7	0	2025 年
合计	46.7	21.5	

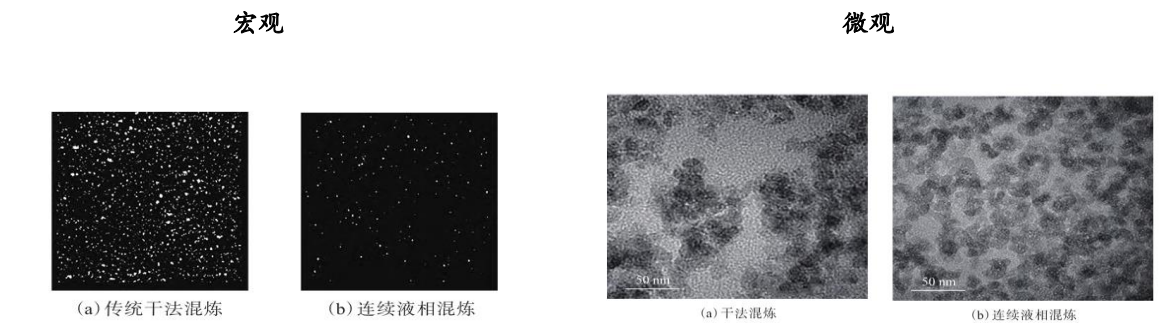
资料来源：公司公告，中银证券

液体黄金轮胎独供公司，助力产品力提升

国家橡胶与轮胎工程技术研究中心首席科学家王梦蛟团队，于 2013 年发明了国际首创的化学炼胶技术，颠覆了困扰行业多年的“魔鬼三角”定律，即低滚动阻力、抗湿滑性能和耐磨性。该技术被国际橡胶著名期刊《国际轮胎科技》誉为“液体黄金”。

EVEC 胶采用连续液相混炼，使填料-聚合物结合更加紧密。液体黄金的核心技术为 EVEC 胶（Eco-Visco-Elastomer Composite），其重要特点为采用橡胶/白炭黑连续液相混炼。与干法混炼的白炭黑胶料相比，连续液相混炼的主要优势在于：1) 填料的分散性优异。在 EVEC 中，填料与橡胶是在液体状态下进行分散的，因此分散极为均匀。2) 硅烷偶联剂的利用效率高。由于减弱了填料-填料间的相互作用偶联剂对白炭黑填料表面的改性更加充分。

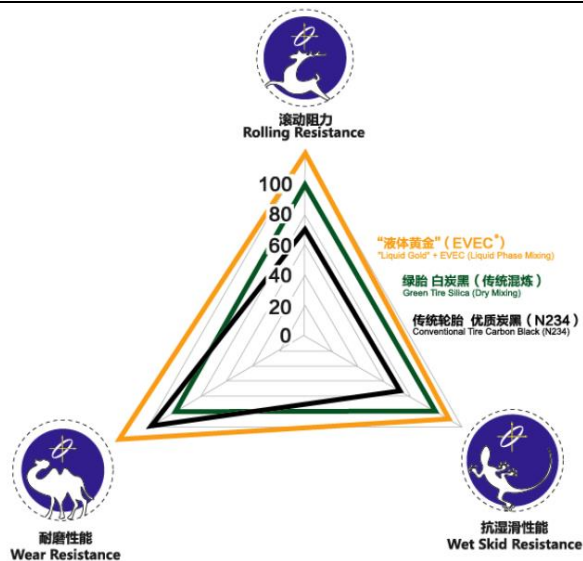
图表 53.不同混炼工艺白炭黑胎面硫化胶中填料的宏观分散性及微观分散性对比



资料来源：王梦蛟等《橡胶_白炭黑连续液相混炼胶在轮胎中的应用》，中银证券

液体黄金轮胎性能优异。根据王梦蛟等的《橡胶_白炭黑连续液相混炼胶在轮胎中的应用》，轮胎用胶料的大部分性能与填料的分散性有关，良好的微观分散性可以在降低轮胎滚动阻力的同时提升抗湿滑性能，良好的宏观分散性能够提升轮胎的耐磨性能。使用 EVEC 胶的轮胎在安全、节能、耐磨性等方面具有显著优势。根据 ITBEAR 数据，液体黄金轮胎相比普通轮胎，在燃油汽车百公里油耗上可降低 8%，电动汽车百公里节电 12%，车速 80km/h 湿地刹车距离缩短 7 米，耐磨性增加 20%至 30%。该轮胎还采用了由废旧油裂解合成的可持续橡胶和可再生的白炭黑纳米填料，产品综合能耗较国标先进值降低 40%以上。

图表 54.液体黄金轮胎兼顾低滚动阻力、抗湿滑性能和耐磨性



资料来源：怡维怡橡胶研究院官网，中银证券

图表 55.液体黄金轮胎在性能上较传统轮胎具有优势

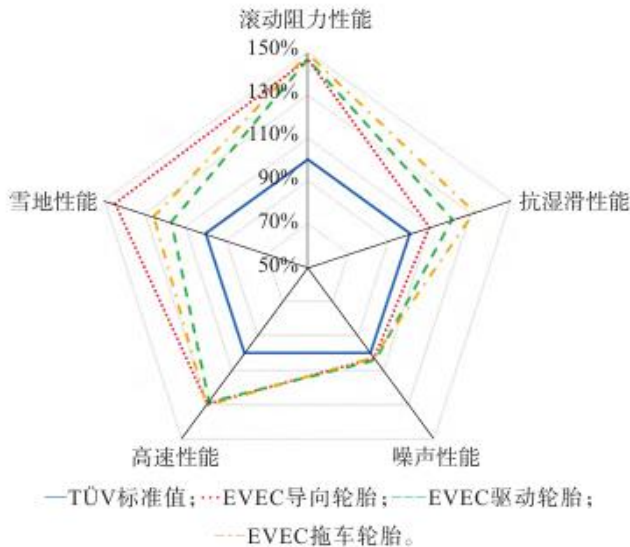
	传统轮胎 炭黑	绿色轮胎 白炭黑	液体黄金 液体黄金
胎面胶填料	炭黑	白炭黑	液体黄金
滚动阻力指数,%	73	100 (C 级)	111 (A/B 级)
抗湿滑指数,%	68	100 (B 级)	110 (A 级)
抗干滑及操纵性指数,%	-	100	103
耐磨性能指数,%	115	100	130

资料来源：怡维怡橡胶研究院官网，中银证券

EVEC 胶助力赛轮进入高端产品体系：

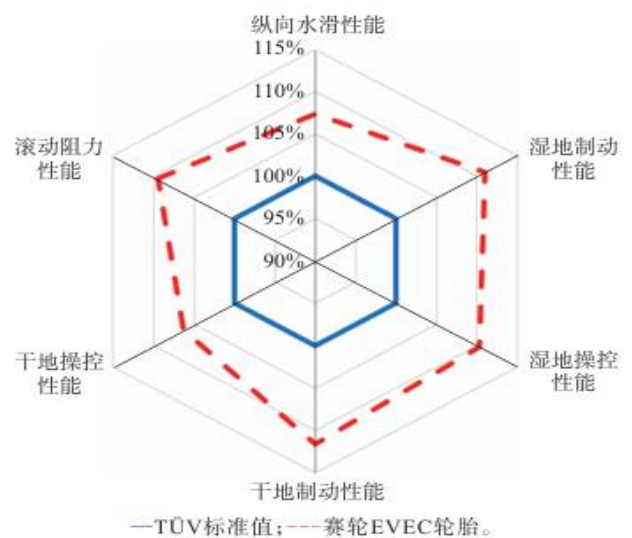
1.在产品认证方面，赛轮 EVEC 轮胎在多个国际第三方认证机构获得认可：1) 载重轮胎：赛轮 EVEC 轮胎通过德国 TÜV SÜD 集团的多次轮胎测试，并获得了 TÜV MARK 证书，赛轮是国内唯一整车导向轮胎、驱动轮胎、拖车轮胎产品通过 TÜV MARK 认证的企业。2) 轿车轮胎：德国 TÜV SÜD 集团、法国 Bureau Veritas 实验室、美国 Smithers 实验室等机构对赛轮 EVEC 轿车轮胎进行了实车测试，表明其性能均达到甚至超过国外先进轿车轮胎水平。

图表 56.德国 TÜV SÜD 集团对 EVEC 载重轮胎的测评结果



资料来源：王梦蛟等《橡胶_白炭黑连续液相混炼胶在轮胎中的应用》，中银证券

图表 57.德国 TÜV SÜD 集团对 225/45 ZR17 EVEC 轿车轮胎的测评结果



资料来源：王梦蛟等《橡胶_白炭黑连续液相混炼胶在轮胎中的应用》，中银证券

2.在价格方面，根据京东各品牌旗舰店数据，同等型号下，赛轮液体黄金轮胎的售价可以比肩国际知名外资品牌。以 205/55 R16 94V 轮胎为例，米其林、赛轮液体黄金、韩泰、佳通、固特异售价分别为 721 元、633 元、504 元、465 元、417 元（报告撰写期间以上品种均享受 10% 国补优惠，报告中价格数据为折前价格）。

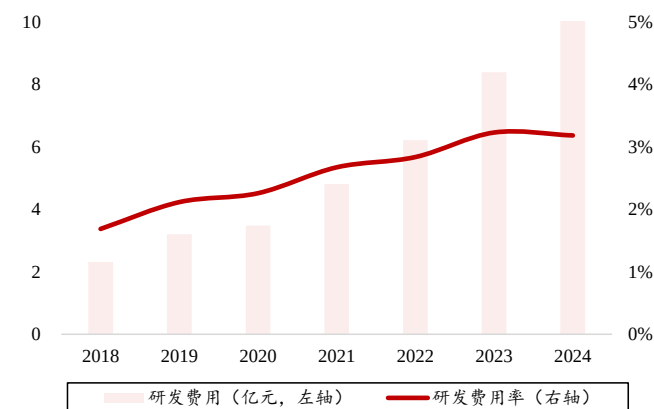
3.在车型配套方面，液体黄金成功配套多款车型，助力其实现更好性能。根据赛轮轮胎 2023 年年报，2023 年公司获得东风华神“技术创新贡献奖”，液体黄金轮胎独家配套其新研制的高端快递快运及 ECVT 车型；获得宇通集团“年度最佳质量奖”，液体黄金轮胎成功配套其轻型商用车和新能源重卡；获得三一商用车“2023 年度技术创新供应商”称号，公司成为三一卡车全系列车型轮胎供应商，液体黄金轮胎还助力三一魔塔 1165 电动重卡成功实现一次充电行驶 800 公里以上，打破了半挂式电动卡车单次充电行驶最远距离的吉尼斯世界纪录；获得吉利远程新能源商用车“集团保障贡献奖”，液体黄金轮胎成功配套吉利睿蓝 7、轻卡星智 H 系列及重卡远程 G2、G3 等系列车型。根据赛轮集团公众号，2024 年赛轮轮胎液体黄金新能源 EV 系列 215/60R17、215/55R18 成功配套比亚迪 PLUS 车型。

3.2 研发、营销多维发力，品牌价值持续提升

研发投入持续增长，构筑产、学、研一体化平台

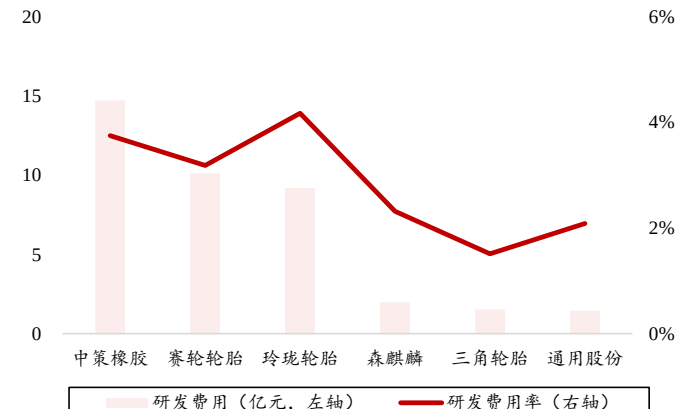
研发投入持续增长，打造自主轮胎制造技术体系。公司重点打造自主知识产权的轮胎制造成套技术体系，建立了涵盖公路与非公路的全系列产品自主体系。2018-2024 年，公司研发费用持续增长，占营业总收入的比重不断提升，研发费用由 2.31 亿元增长至 10.13 亿元，研发费用率由 1.68% 提升至 3.18%。与其他头部轮胎企业相比，2024 年公司研发费用、研发费用率均处于较高水平。在技术布局方面，公司创立了青岛、加拿大多伦多、越南胡志明、德国法兰克福四大研发中心，建立全球化研发布局。

图表 58.2018-2024 年公司研发费用、研发费用率逐步提升



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

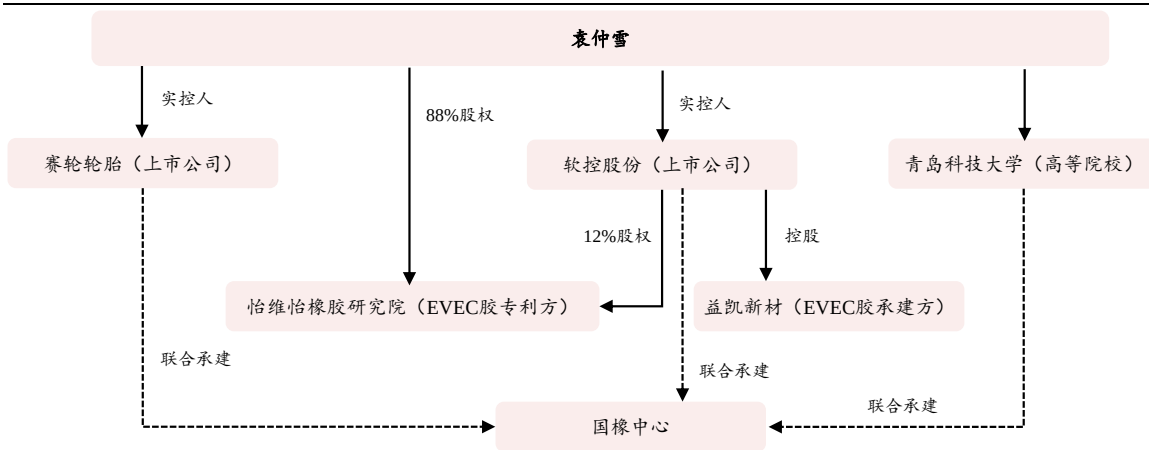
图表 59.2024 年公司在研发费用和研发费用率上处于同业较高水平



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

产、学、研深度融合，建立完善的橡胶产业生态。公司与高校、科研院所、上市公司广泛开展技术交流合作，引进技术人才，实现由应用研究到技术研发、成果转化再到产业化示范的链条式集成发展模式。2009 年，赛轮集团联合青岛科技大学、软控股份有限公司，共同建立了国家橡胶与轮胎工程技术研究中心（简称“国橡中心”），由公司实控人袁仲雪担任主任。其中，软控股份是公司实控人袁仲雪控股的另一家上市公司，其旗下的怡维怡橡胶研究院和益凯新材分别是“液体黄金”的研发方和产业化开发方；青岛科技大学有“中国橡胶界黄埔军校”之称，公司与其联合，全球首发橡胶云数字化平台。公司以国橡中心为科研与产业孵化平台，通过产、学、研结合与产业链上下游协同，研发创新壁垒深筑。

图表 60.公司构建完整的产、学、研结合平台

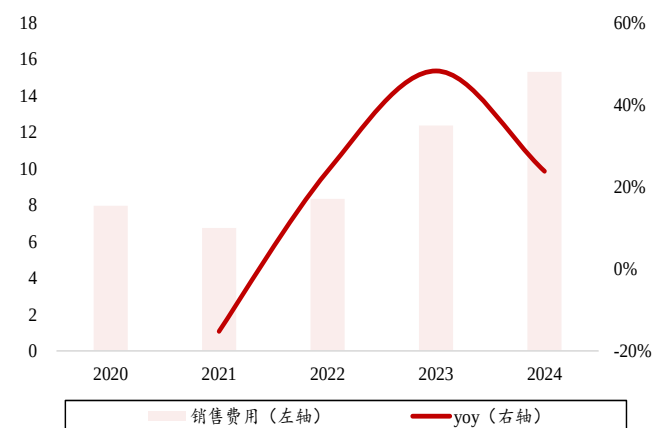


资料来源：公司公告，软控股份公告，怡维怡橡胶研究院公众号，爱企查，中银证券

加码营销宣传、赋能渠道建设，品牌力持续提升

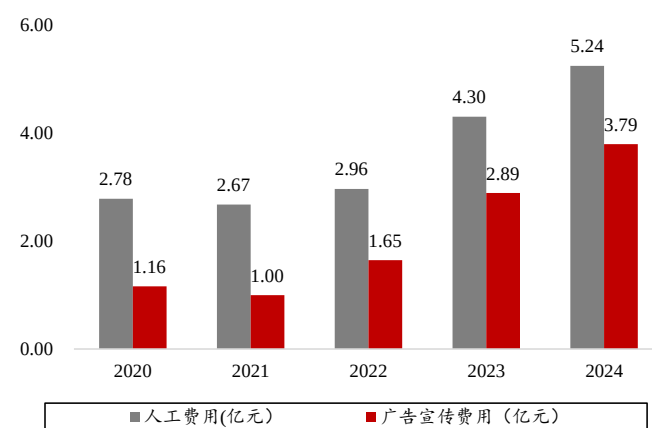
2023 年开始，公司营销费用明显提升。公司加大营销宣传力度，2023、2024 年公司销售费用分别为 12.37 亿元、15.31 亿元，同比分别提升 48.21%、23.77%。具体来看，人工费用及广告宣传费用分项有明显提升，2021-2024 年公司人工宣传费用由 2.67 亿元提升至 5.24 亿元，广告宣传费用由 1.00 亿元提升至 3.79 亿元。

图表 61.2021 年以来公司销售费用持续提升



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 62.人工费用、广告宣传费用为销售费用增长驱动



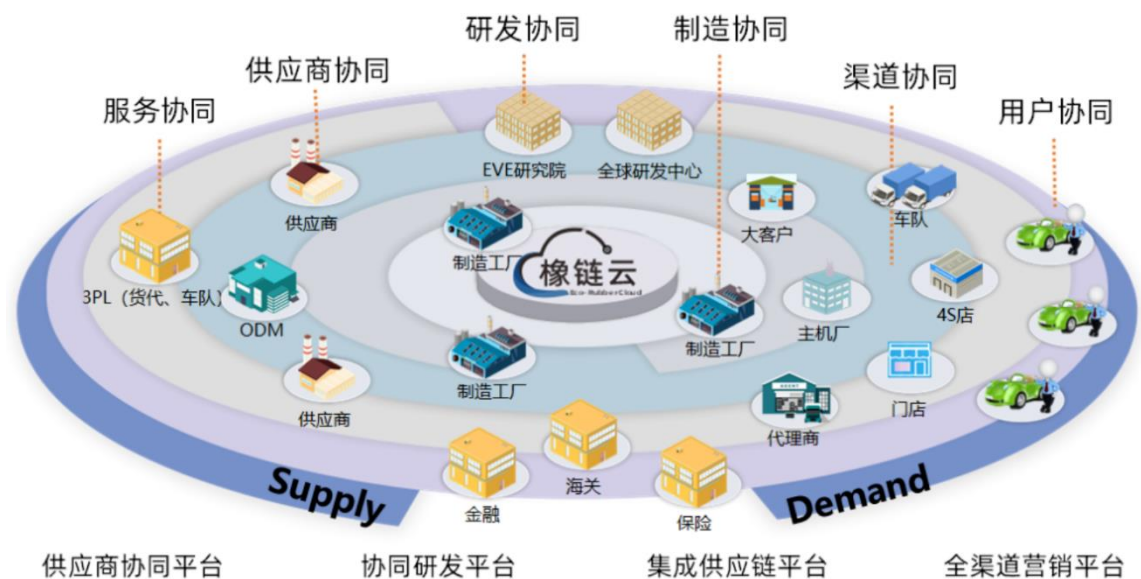
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

技术品牌化，塑造专业形象。公司围绕液体黄金技术，加大宣传力度，将核心技术与品牌深入绑定，提升品牌影响力。1) **加大推广，全方位触及消费者：**根据公司公告，2023 年公司在国内轮胎门店发布四大系列液体黄金乘用车轮胎产品，并在青岛、成都、上海等城市组织试驾体验活动。同时在新媒体上，通过开展“抖音金享推荐官”等系列线上推广活动，让液体黄金轮胎的优异性能深入消费者心中。2) **场景化营销，突出产品核心性能：**公司在官网、终端门店、社交媒体等平台，以场景化、可视化的形式突出液体黄金轮胎在安全、节能、耐磨性等方面的优势，同时推出液体黄金冰雪轮胎、液体黄金炫彩轮胎等特定场景下应用的轮胎。3) **技术外溢，周边产品助力液体黄金“破圈”。**EVEC 胶凭借其优良性能，应用于鞋底领域可以增强鞋的耐磨、防滑等性能，国橡中心、青岛科技大学等通过推广 EVEC 胶与鞋的联动，实现产品破圈。

赞助国际赛事，高端轮胎品牌的必经之路。赞助赛车运动有助于提升轮胎企业的品牌形象，一方面，赛场上优异的表现为企业的产品力背书，另一方面，赛事节目可以增加品牌曝光度，触达目标客户。米其林、普利司通、固特异、倍耐力等头部品牌均长期赞助赛事，其中，米其林赞助的车队在世界一级方程式锦标赛、世界一级勒芒 24 小时耐力赛、世界拉力锦标赛等顶级赛事中获得多个冠军。根据公司公告，2023 年公司成为长三角赛车节及领克汽车挑战赛官方唯一轮胎合作伙伴；成为韩国最大赛事“CJ SUPERRACE GT CLASS”的独家轮胎供应商，这也是韩国 SUPERRACE 首次与中国轮胎品牌供应商合作；公司 PD 系列轮胎成为 KTM X-BOW CUP 官方指定用胎；公司赞助的车队在中国汽车飘移锦标赛（CDC）、2023 中国环塔（国际）拉力赛均取得亮眼成绩；公司成为越南越野锦标赛唯一顶级赞助商，该锦标赛是越南举办的首次国际级职业越野车赛事。2024 年 3 月，公司进入国际汽联（FIA）赛事轮胎供应商名单，公司轮胎目前已成为 2024 赛季壳牌喜力国际汽联 F4 方程式中国锦标赛官方指定轮胎。

“橡链云”赋能，实现产业链数据共享。轮胎行业原料种类、产品型号众多，痛点在于供货商与采购方存在信息不互通，易出现安全库存过高或补货不及时的情况，且货物收货后质检周期长，导致供应链效率低下。2020 年，公司与青岛科技大学、软控股份、中国电信、阿里达摩院等联合上线“橡链云”工业互联网平台，建立了供应商、第三方物流、经销商、门店、终端用户等的上下游网络协同。此后，“橡链云”平台不断迭代升级，如 2023 年 8 月推出全球首个橡胶轮胎行业大语言模型“橡链云聊-EcoRubberChat”，实现与客户智能交互。截至 2023 年底，“橡链云”平台已入驻 3,200 余家供应商、2,000 余家经销商以及约 90,000 家门店。

图表 63. “橡胶链云”平台实现企业内部及产业链上下游互联互通

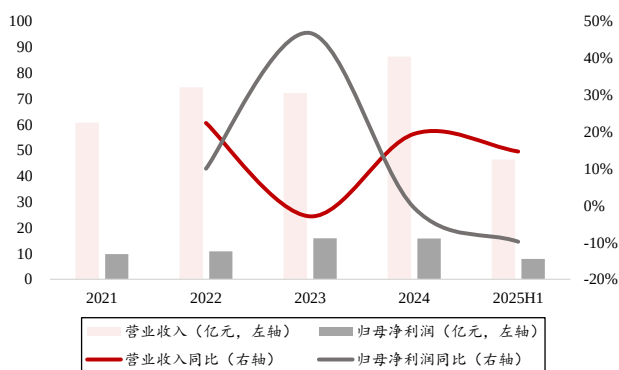


资料来源：世界工业互联网产业大会，中银证券

3.3 由东南亚单一布局向多基地发展

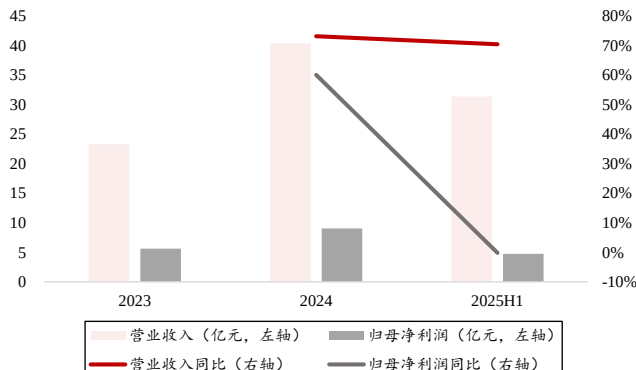
东南亚子公司运营效率良好，盈利能力高于公司整体。根据公司公告，赛轮越南 2024 年实现营收 86.44 亿元，同比增长 19.51%，归母净利润 15.85 亿元，同比下降 0.56%。2025H1 营收同比增长 14.72% 至 46.47 亿元，归母净利润同比下降 9.76% 至 7.91 亿元；柬埔寨基地的运营主体 CART TIRE 于 2024 年实现营收 40.39 亿元，同比增长 73.20%，归母净利润 9.04 亿元，同比增长 60.10%，2025H1 营收同比增长 70.44% 至 31.38 亿元，归母净利润同比略降 0.16% 至 4.74 亿元。从盈利能力上看，2024 年赛轮越南、CART TIRE 净利率分别为 18.34%、22.39%，2025H1 二者净利率分别为 17.02%、15.09%，境外子公司盈利能力高于公司整体。

图表 64.2021-2025H1 赛轮越南收入及归母净利润



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 65.2023-2025H1 CART TIRE 收入及归母净利润



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

向“东南亚+北美+北非/中东”多级协同的全球化布局发展。公司积极布局印尼、墨西哥、埃及生产基地。1) 印尼基地规划 300 万条半钢胎、60 万条全钢胎及 3.7 万吨非公路轮胎，其中半钢胎于 2025 年 5 月实现首胎下线，全钢胎于 2025 年 8 月实现首胎下线；2) 墨西哥基地规划 600 万条半钢胎，已于 2025 年 5 月首胎下线；3) 2025 年 8 月，公司拟在埃及投资建设年产 300 万条半钢胎及 60 万条全钢胎项目，根据公司 2025 年中报，公司暂未开始建设，计划于近期启动。

图表 66.公司海外在建项目梳理

生产基地	项目投资额	覆盖市场	规划年产能	建设进度/周期
印尼基地	25,144 万美元	印尼为主，兼顾周边国家和地区	300 万条半钢胎；60 万条全钢胎；3.7 万吨非公路轮胎	2025 年 5 月半钢胎首胎下线；8 月全钢胎首胎下线
墨西哥基地	24,000 万美元	北美等海外市场	600 万条半钢胎	2025 年 5 月首胎下线
埃及基地	29,148 万美元	埃及本地及周边市场	300 万条半钢胎；60 万条全钢胎	建设周期为 2025-2027 年

资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测与估值

核心假设

我们的假设如下：

- 1) 墨西哥（规划年产能 600 万条半钢胎）、印尼（规划年产能 300 万条半钢胎、60 万条全钢胎和 3.7 万吨工程胎）于 2025 年首胎下线，柬埔寨基地建设（达产后年产能较 2024 年实现产能增加 900 万条半钢胎、210 万条全钢胎）将于 2025 年完工，我们预计以上三个基地将于 2025-2027 年迎来新增产能释放。价格方面，关税政策扰动和新建产能投产短期内或对轮胎价格形成一定压力，但我们认为海外对高性价比轮胎的需求长期向好，且公司通过“液体黄金”技术推进产品升级，假设 2025 年半钢胎、全钢胎销售价格较 2024 年下降，此后小幅回升。非公路轮胎附加值较高，假设 2025-2027 年销售均价持续提升。毛利率方面，假设 2025 年轮胎产品毛利率有所下滑，2026-2027 年持续回升。
- 2) 假设轮胎贸易业务和其他业务保持平稳，预计 2025-2027 年轮胎贸易业务收入维持 8.57 亿元，毛利率保持在 16.00%，其他业务收入维持 4.40 亿元，毛利率保持在 18.00%。
- 综上所述，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 344.64 亿元、388.65 亿元、418.76 亿元，收入增速分别为 8.37%、12.77%、7.75%，毛利率分别为 25.42%、26.95%、27.92%。

图表 67.公司分业务盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
轮胎					
收入（亿元）	246.18	305.06	331.67	375.69	405.80
YoY（%）	22.13	23.92	8.72	13.27	8.01
毛利（亿元）	69.71	85.70	85.44	102.56	114.74
毛利率（%）	28.32	28.09	25.76	27.30	28.28
轮胎贸易					
收入（亿元）	9.45	8.57	8.57	8.57	8.57
YoY（%）	(30.65)	(9.33)	0.00	0.00	0.00
毛利（亿元）	1.45	1.20	1.37	1.37	1.37
毛利率（%）	15.35	14.00	16.00	16.00	16.00
其他业务					
收入（亿元）	4.16	4.40	4.40	4.40	4.40
YoY（%）	8.41	5.82	0.00	0.00	0.00
毛利（亿元）	0.63	0.82	0.79	0.79	0.79
毛利率（%）	15.21	18.67	18.00	18.00	18.00
合计					
收入（亿元）	259.78	318.02	344.64	388.65	418.76
YoY（%）	18.61	22.42	8.37	12.77	7.75
毛利（亿元）	71.79	87.72	87.60	104.73	116.90
毛利率（%）	27.64	27.58	25.42	26.95	27.92

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券
注：2024 年轮胎、轮胎业务的毛利、毛利率数据为假设数据

盈利预测与估值

选取布局海外生产基地的国内上市轮胎企业中策橡胶、玲珑轮胎、森麒麟、通用股份作为可比公司。其中，中策橡胶全球市占率在国内胎企中排名第一，布局泰国、印尼生产基地；玲珑轮胎深耕国内自主品牌配套领域，在国内拥有山东招远、山东德州、广西柳州等七大工厂，在海外通过泰国工厂辐射东南亚、通过塞尔维亚基地覆盖欧洲市场；森麒麟聚焦欧美高端市场，主攻高性能、大尺寸轮胎及新能源车专用胎，并拓展航空轮胎等高壁垒领域，已建成年产 1,600 万条半钢胎泰国智能制造工厂，正在推进摩洛哥工厂建设；通用股份深耕矿山胎、短途货运等细分领域，在泰国、柬埔寨拥有生产基地。2025-2026 年可比公司平均市盈率分别为 17.52 倍、12.67 倍。

公司是具备全球化产能布局及“液体黄金”、工程巨胎等核心技术的轮胎企业，近年来全球市占率逐步提升，未来随着海外在建基地投产及公司产品力、品牌力提升，业绩有望持续稳健增长。我们预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 37.69 亿元、48.15 亿元，EPS 分别为 1.15 元、1.46 元，PE 分别为 15.2 倍、11.9 倍。看好公司多极化的海外基地布局及多元化的产品结构，首次覆盖，给予买入评级。

图表 68.可比公司估值分析

公司代码	公司简称	评级	股价（元）	市值（亿元）	每股收益（元/股）			市盈率（x）		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
601966.SH	玲珑轮胎	未有评级	14.81	216.74	1.20	1.14	1.41	12.34	13.03	10.51
002984.SZ	森麒麟	未有评级	22.53	233.39	2.11	1.52	2.04	10.68	14.78	11.03
601500.SH	通用股份	未有评级	4.65	73.90	0.24	0.19	0.28	19.38	24.73	16.46
603049.SH	中策橡胶	未有评级	59.62	521.37	4.81	4.92	5.81	12.40	12.13	10.26
平均								14.13	17.52	12.67
601058.SH	赛轮轮胎	买入	17.42	572.79	1.24	1.15	1.46	14.10	15.20	11.90

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注 1：股价为 2025 年 12 月 15 日收盘价

注 2：未有评级公司盈利预测来自同花顺机构一致预期

风险提示

在建/拟建项目进度不及预期。公司目前海内外在建/拟建产能项目如果受到不可抗力影响，项目进度延期，可能对公司收入及盈利产生影响。

原材料价格大幅上涨。轮胎主要原材料近年来价格呈现波动趋势，产品售价调整相对滞后，如果原材料价格大幅上涨，可能对公司盈利能力产生影响。

关税政策变化。美国逆全球化趋势加剧，中国、墨西哥等国均面临美国加征关税预期，如果对华、对墨关税有较大变化，可能对公司国内及墨西哥生产基地产生影响。

汇率波动风险。公司外销收入占比较高，如果汇率大幅波动可能导致公司利润出现波动。

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	25,978	31,802	34,464	38,865	41,876
营业收入	25,978	31,802	34,464	38,865	41,876
营业成本	18,799	23,030	25,703	28,393	30,186
营业税金及附加	87	110	111	130	140
销售费用	1,285	1,531	1,654	1,866	2,010
管理费用	873	1,013	1,098	1,239	1,334
研发费用	838	1,013	1,096	1,244	1,348
财务费用	392	351	321	351	306
其他收益	44	44	45	45	45
资产减值损失	(184)	(162)	(136)	(140)	(145)
信用减值损失	(8)	(9)	(8)	(8)	(8)
资产处置收益	6	1	0	0	0
公允价值变动收益	(14)	(15)	(14)	0	0
投资收益	(31)	94	100	100	100
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,517	4,706	4,467	5,641	6,544
营业外收入	14	21	15	15	15
营业外支出	88	66	50	50	50
利润总额	3,442	4,660	4,432	5,606	6,509
所得税	240	537	511	646	750
净利润	3,202	4,123	3,922	4,960	5,759
少数股东损益	111	61	152	146	159
归母净利润	3,091	4,063	3,769	4,815	5,600
EBITDA	5,358	6,655	6,843	8,301	9,310
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.94	1.24	1.15	1.46	1.70

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,534	19,500	20,366	23,353	27,078
货币资金	5,216	5,517	5,544	7,166	11,635
应收账款	3,376	4,793	5,929	5,731	5,436
应收票据	16	293	282	366	332
存货	4,942	6,524	6,327	7,553	7,204
预付账款	260	402	455	413	426
合同资产	4	6	5	7	6
其他流动资产	1,719	1,965	1,824	2,117	2,039
非流动资产	18,192	20,785	24,596	25,430	26,015
长期投资	670	664	377	387	397
固定资产	13,217	14,029	15,566	16,431	17,190
无形资产	1,050	1,358	2,303	2,166	2,027
其他长期资产	3,255	4,734	6,350	6,445	6,401
资产合计	33,726	40,285	44,962	48,783	53,093
流动负债	13,664	15,733	16,104	16,603	17,038
短期借款	3,860	5,805	5,200	5,000	4,800
应付账款	3,643	3,905	4,520	4,787	5,107
其他流动负债	6,161	6,022	6,385	6,817	7,130
非流动负债	4,623	3,981	5,495	5,301	5,098
长期借款	2,633	3,373	4,900	4,700	4,500
其他长期负债	1,990	608	595	601	598
负债合计	18,287	19,713	21,599	21,904	22,135
股本	3,126	3,288	3,288	3,288	3,288
少数股东权益	586	1,062	1,215	1,360	1,520
归属母公司股东权益	14,853	19,509	22,148	25,518	29,438
负债和股东权益合计	33,726	40,285	44,962	48,783	53,093

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,202	4,123	3,922	4,960	5,759
折旧摊销	1,453	1,721	2,187	2,454	2,605
营运资金变动	(76)	(3,708)	249	(722)	1,407
其他	734	152	217	260	201
经营活动现金流	5,313	2,289	6,574	6,952	9,972
资本支出	(2,026)	(4,024)	(6,244)	(3,280)	(3,180)
投资变动	46	34	287	(10)	(10)
其他	(51)	(7)	50	100	100
投资活动现金流	(2,032)	(3,997)	(5,907)	(3,190)	(3,090)
银行借款	(808)	2,685	922	(400)	(400)
股权融资	(51)	725	(1,131)	(1,444)	(1,680)
其他	(694)	(1,538)	(431)	(295)	(333)
筹资活动现金流	(1,553)	1,873	(640)	(2,140)	(2,413)
净现金流	1,728	164	27	1,622	4,469

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	18.6	22.4	8.4	12.8	7.7
营业利润增长率(%)	120.1	33.8	(5.1)	26.3	16.0
归属于母公司净利润增长率(%)	132.1	31.4	(7.2)	27.7	16.3
息税前利润增长率(%)	114.4	26.4	(5.6)	25.6	14.7
息税折旧前利润增长率(%)	78.6	24.2	2.8	21.3	12.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	132.1	31.4	(7.2)	27.7	16.3
获利能力					
息税前利润率(%)	15.0	15.5	13.5	15.0	16.0
营业利润率(%)	13.5	14.8	13.0	14.5	15.6
毛利率(%)	27.6	27.6	25.4	26.9	27.9
归母净利润率(%)	11.9	12.8	10.9	12.4	13.4
ROE(%)	20.8	20.8	17.0	18.9	19.0
ROIC(%)	14.9	14.1	11.9	13.7	14.3
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
净负债权益比	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	8.5	7.8	6.4	6.7	7.5
应付账款周转率	7.9	8.4	8.2	8.4	8.5
费用率					
销售费用率(%)	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8
管理费用率(%)	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2
研发费用率(%)	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
财务费用率(%)	1.5	1.1	0.9	0.9	0.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.9	1.2	1.1	1.5	1.7
每股经营现金流(最新摊薄)	1.6	0.7	2.0	2.1	3.0
每股净资产(最新摊薄)	4.5	5.9	6.7	7.8	9.0
每股股息	0.2	0.4	0.3	0.4	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	18.5	14.1	15.2	11.9	10.2
P/B(最新摊薄)	3.9	2.9	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	7.6	7.8	9.2	7.4	6.0
价格/现金流(倍)	10.8	25.0	8.7	8.2	5.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371