



基础化工行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

基础化工组

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）
chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：李含钰（执业 S1130523100003）
lihanyu@gjzq.com.cn

轮胎三季报：东升西落趋势仍存，国产胎企开始分化

行业观点

轮胎行业整体需求稳中向好，盈利端受到海运和原料影响有所承压。今年前三季度全球配套市场回落但替换市场增长，全钢胎配套和半钢胎配套市场市场同比分别下滑 6%、3%，全钢胎和半钢胎的替换市场同比均增长 3%。国内半钢胎和全钢胎开工分化明显，我国半钢胎的月度开工率自 3 月开始就一直维持在接近 8 成的水平，而全钢胎的月度开工率在 5-10 月期间一直在 6 成以下波动。从出口情况来看，前三季度我国新的充气轮胎月度出口量为 5.08 亿条，同比增长 10%；其中 3 季度单季度出口量为 1.8 亿条，同比增长 8%。盈利方面，海运费在今年 5 月开始继续上涨直到 8 月才开始回落，因而 3 季度期间轮胎企业的出口订单也受到了海运带来的不利影响；原料端橡胶价格今年整体呈现出震荡向上的趋势，叠加今年 9 月由于台风原因东南亚地区遭遇洪灾推动橡胶价格快速上涨，因而在多重压力下轮胎板块 3 季度盈利有所承压。

轮胎板块收入稳步增长，盈利能力略有回落。2024 年前三季度轮胎板块实现营业总收入 780 亿元，同比增加 14%；归母净利润 88 亿元，同比增加 45%；整体销售毛利率 23.6%，同比提高 2.4pct；销售净利率 11.4%，同比提高 2.4pct。2024 年 3 季度板块实现营业总收入 275 亿元，同比增加 8.1%，环比增长 5.5%；归母净利润 30 亿元，同比增加 10.6%，环比基本持平；销售毛利率 23.6%，同环比均小幅回落；销售净利率 11.2%，同比提高 0.1pct，环比下滑 0.6pct。

企业端东升西落趋势仍在演绎，国产头部胎企市占率有望继续提升。消费降级背景下海外头部企业收入增长乏力，今年前三季度米其林、固特异销量同比分别下滑 5.3%、3.8%，收入同比分别下滑 4.6%、6.8%；3 季度单季度米其林、固特异的销量同比分别下滑 7.1%、6.2%，收入方面米其林、固特异和普利司通同比分别下滑 4.2%、6.2%、0.3%。国内胎企业绩也有所分化，具备海外基地的头部胎企经营韧性更强，前三季度赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎和通用股份均实现收入和利润的同比增长，收入同比增速分别为 24%、10%、10%、36%，归母净利润同比增速分别为 60%、74%、78%、139%。考虑到国产胎企的第二轮出海布局仍在持续推进，全球化布局完善后抗风险提升的同时也将迎来新一轮增长。

投资建议与估值

展望 4 季度，行业整体需求仍然具备支撑，拥有产能增量的企业收入有望继续向好；海运方面目前逐渐从高位回归常态，之前对企业收入和利润的负面影响也将得到显著缓解；原料端虽然橡胶等价格上涨带来成本压力，但是考虑到 10-11 月企业陆续发布涨价函，如果涨价能顺利传导那么企业盈利也将得到一定程度的修复。长期来看虽然行业仍然存在竞争加剧、双反关税、原料价格抬升等风险，但从产业趋势角度来看，一方面在消费降级背景下高性价比的轮胎市场仍然具备增长潜力，远期国产轮胎能抢占的市场空间天花板相比之前会更高；另一方面海外部分胎企出现了业绩疲软的问题并且开始规划淘汰部分产能，而国内头部胎企已经开始第二轮出海，稳固自身性价比优势的同时持续提升抗风险能力，因而国产轮胎抢占市占率的逻辑仍会继续演绎，看好率先出海且海外布局相对完善的国产胎企。建议重点关注赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、通用股份。

风险提示

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



内容目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 一、行业回顾：需求稳中向好，盈利阶段性承压..... | 5 |
| 1.1 需求：半钢胎高景气延续，整体出口再创新高..... | 5 |
| 1.2 盈利：海运高位叠加原料涨价导致利润端承压..... | 8 |
| 二、板块分析：收入稳步增长，盈利能力略有回落..... | 9 |
| 三、企业端：东升西落，国产头部胎企市占率有望继续提升..... | 13 |
| 3.1 海外对比：头部胎企仍然承压，多家企业开始减产规划..... | 13 |
| 3.2 国内对比：业绩开始分化，头部胎企韧性较强..... | 14 |
| 四、未来展望和投资建议..... | 19 |
| 五、风险提示..... | 19 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图表 1： 2024 年前三季度全球配套和替换市场分化明显..... | 5 |
| 图表 2： 2024 年前三季度半钢胎配套市场同比下滑为主..... | 5 |
| 图表 3： 2024 年前三季度半钢胎替换市场同比增长为主..... | 5 |
| 图表 4： 2024 年前三季度全钢胎配套同比表现分化明显..... | 6 |
| 图表 5： 2024 年前三季度全钢胎替换市场同比增长为主..... | 6 |
| 图表 6： 我国半钢胎月度开工率持续创新高..... | 6 |
| 图表 7： 我国全钢胎月度开工率有所回落..... | 6 |
| 图表 8： 我国新的充气轮胎月度进口量（万条）..... | 6 |
| 图表 9： 我国新的充气轮胎月度出口量（万条）..... | 6 |
| 图表 10： 2024 年前三季度我国机动小客车轮胎出口结构..... | 7 |
| 图表 11： 2024 年前三季度我国客车或货车轮胎出口结构..... | 7 |
| 图表 12： 2024 年我国机动小客车轮胎月度出口欧洲情况..... | 7 |
| 图表 13： 2024 年我国客车或货车轮胎月度出口欧洲情况..... | 7 |
| 图表 14： 美国乘用车胎月度进口量相对稳定..... | 8 |
| 图表 15： 美国卡客车胎胎月度进口量同比持续增长..... | 8 |
| 图表 16： 东南亚为美国乘用车胎的主要进口地区..... | 8 |
| 图表 17： 美国进口泰国卡客车胎的占比明显回落..... | 8 |
| 图表 18： 运价指数小幅上涨后再度回归常态..... | 8 |
| 图表 19： 今年以来橡胶价格呈现出震荡向上的趋势（元/吨）..... | 9 |
| 图表 20： 今年以来橡胶季度均价持续上涨（元/吨）..... | 9 |
| 图表 21： 2023 年 3 季度子行业营收同比增速..... | 9 |



| | | |
|--------|-------------------------|----|
| 图表 22: | 2023 年 3 季度子行业归母净利润同比增速 | 9 |
| 图表 23: | 2023 年 3 季度子行业销售毛利率环比变化 | 10 |
| 图表 24: | 2023 年 3 季度子行业销售净利率环比变化 | 10 |
| 图表 25: | 轮胎行业营业总收入稳步增长 | 10 |
| 图表 26: | 轮胎行业归母净利润维持高速增长 | 10 |
| 图表 27: | 轮胎行业销售毛利率和净利率继续向上 | 10 |
| 图表 28: | 轮胎行业期间费用率相对平稳 | 10 |
| 图表 29: | 轮胎行业固定资产继续增长 | 11 |
| 图表 30: | 轮胎行业在建工程规模较大但增速下滑 | 11 |
| 图表 31: | 轮胎行业经营性现金流有所改善 | 11 |
| 图表 32: | 轮胎行业资产负债率持续优化 | 11 |
| 图表 33: | 轮胎行业单季度营业总收入创新高 | 11 |
| 图表 34: | 轮胎行业单季度归母净利润开始企稳 | 11 |
| 图表 35: | 轮胎行业单季度销售毛利率和净利率开始企稳 | 12 |
| 图表 36: | 轮胎行业单季度期间费用率相对平稳 | 12 |
| 图表 37: | 轮胎行业合计存货规模继续增长 | 12 |
| 图表 38: | 轮胎行业应收账款规模继续增长 | 12 |
| 图表 39: | 轮胎行业存货周转天数相对稳定 | 12 |
| 图表 40: | 轮胎行业应收账款天数相对稳定 | 12 |
| 图表 41: | 2024 年前三季度海外轮胎企业收入同比变化 | 13 |
| 图表 42: | 2024 年 3 季度海外轮胎企业收入同比变化 | 13 |
| 图表 43: | 2024 年前三季度海外轮胎企业盈利能力分化 | 13 |
| 图表 44: | 2024 年 3 季度海外轮胎企业盈利能力分化 | 13 |
| 图表 45: | 多家海外轮胎企业宣布减产计划 | 14 |
| 图表 46: | 国内胎企轮胎销量规模对比 (万条) | 14 |
| 图表 47: | 国内胎企销量同比增速对比 | 14 |
| 图表 48: | 国内胎企收入体量对比 (亿元) | 14 |
| 图表 49: | 国内胎企收入增速对比 | 14 |
| 图表 50: | 国内胎企归母净利润体量对比 (亿元) | 15 |
| 图表 51: | 国内胎企归母净利润增速对比 | 15 |
| 图表 52: | 国内胎企销售毛利率对比 | 15 |
| 图表 53: | 国内胎企销售净利率对比 | 15 |
| 图表 54: | 国内胎企销售费用率对比 | 15 |
| 图表 55: | 国内胎企管理费用率对比 | 15 |
| 图表 56: | 国内胎企存货周转率对比 | 16 |



| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 57: 国内胎企应收账款周转率对比..... | 16 |
| 图表 58: 国内胎企资产负债率对比..... | 16 |
| 图表 59: 国内胎企流动资产占比情况对比..... | 16 |
| 图表 60: 国内胎企单季度收入体量对比 (亿元) | 17 |
| 图表 61: 国内胎企单季度归母净利润体量对比 (亿元) | 17 |
| 图表 62: 2024 年 3 季度国内胎企收入同比变化..... | 17 |
| 图表 63: 2024 年 3 季度国内胎企归母净利润同比变化..... | 17 |
| 图表 64: 国内胎企单季度销售毛利率对比..... | 17 |
| 图表 65: 国内胎企单季度销售净利率对比..... | 17 |
| 图表 66: 国内胎企销售费用率对比..... | 18 |
| 图表 67: 国内胎企管理费用率对比..... | 18 |
| 图表 68: 国内轮胎全球化布局持续推进..... | 18 |

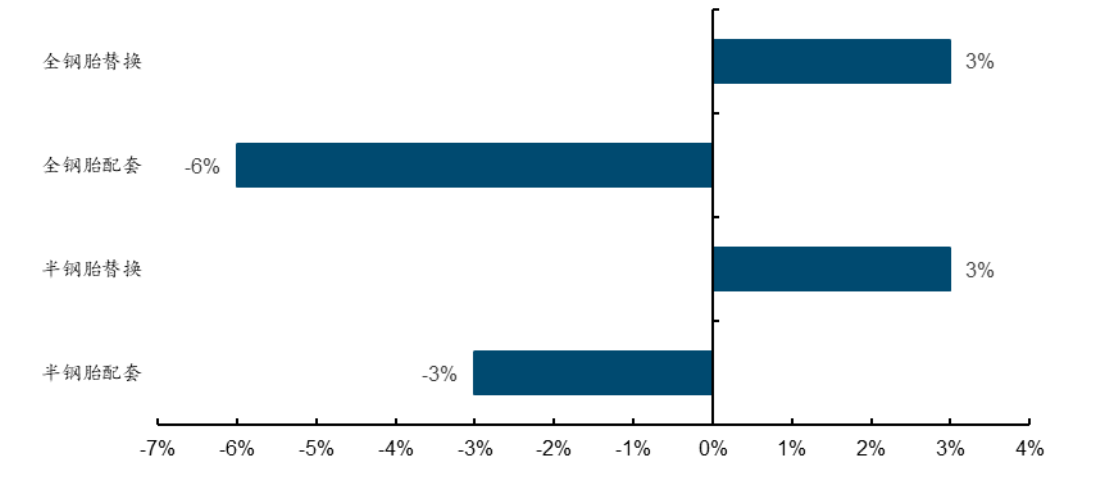


一、行业回顾：需求稳中向好，盈利阶段性承压

1.1 需求：半钢胎高景气延续，整体出口再创新高

- 全球配套市场有所回落，替换市场持续修复。考虑到汽车行业从高速发展期逐渐进入到平稳期，因而新车产销量增速也开始放缓，配套市场和新车产销量密切相关，因而需求同比增速也呈现出回落的趋势，今年前三季度全球全钢胎配套市场同比下滑 6%，半钢胎配套市场同比下滑 3%。替换市场和出行需求的关联度较高，需求端支撑韧性较强，整体呈现出稳步增长的态势，今年前三季度全球全钢胎和半钢胎的替换市场同比均增长 3%。

图表1：2024 年前三季度全球配套和替换市场分化明显

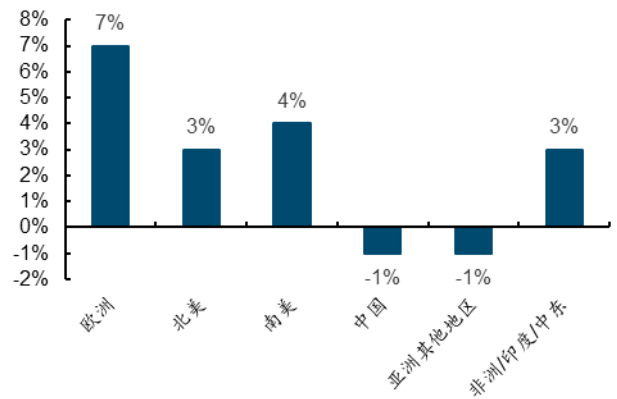
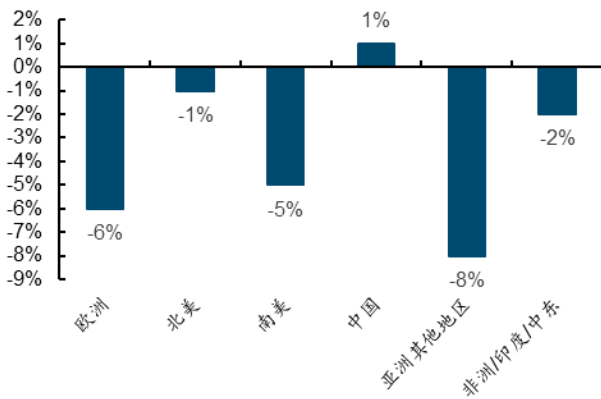


来源：米其林官网、国金证券研究所

- 半钢胎配套市场国内逆势增长，替换市场海外表现更佳。今年前三季度半钢胎的配套和替换市场需求有所分化。配套市场方面仅有中国地区同比增长 1%，其他地区均有不同程度的回落；亚洲其他地区、欧洲同比下滑幅度分别为 8%、6%，下滑幅度相对较大；北美和非洲/印度/中东地区小幅下滑。替换市场方面亚洲地区表现相对偏弱，中国和亚洲其他地区同比下滑 1%；欧洲和南美增幅较为明显，同比分别增长 7%、4%；北美和非洲/印度/中东地区同比增幅均为 3%。

图表2：2024 年前三季度半钢胎配套市场同比下滑为主

图表3：2024 年前三季度半钢胎替换市场同比增长为主



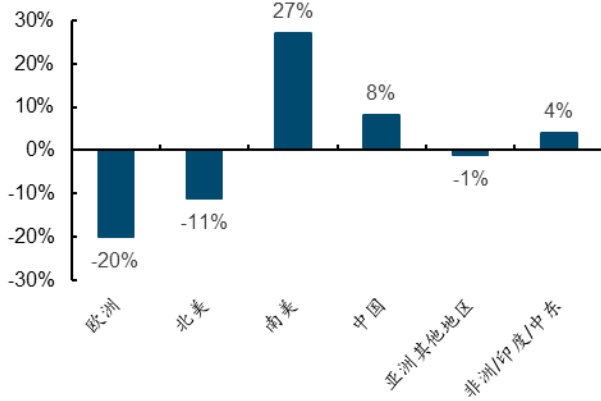
来源：米其林官网、国金证券研究所

来源：米其林官网、国金证券研究所

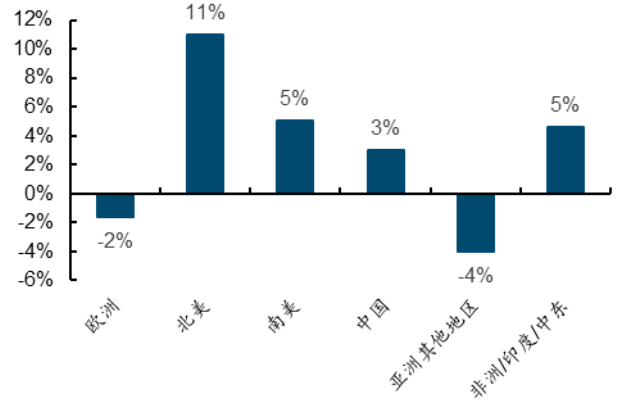
- 全钢胎国内和南美地区表现相对较好，欧洲和亚洲其他区域相对疲弱。今年前三季度全钢胎不同地区的需求有所分化。南美地区配套和替换市场同比增幅分别为 27%、5%，中国地区配套和替换市场同比增幅分别为 8%、3%，非洲/印度/中东地区配套和替换市场同比增幅分别为 4%、5%；欧洲地区配套和替换同比分别下滑 20%、2%；亚洲其他地区配套和替换同比分别下滑 1%、4%；北美地区配套和替换市场表现各异，虽然配套市场同比下滑 11%，但是替换市场同比增长 11%。



图表4: 2024年前三季度全钢胎配套同比表现分化明显



图表5: 2024年前三季度全钢胎替换市场同比增长为主

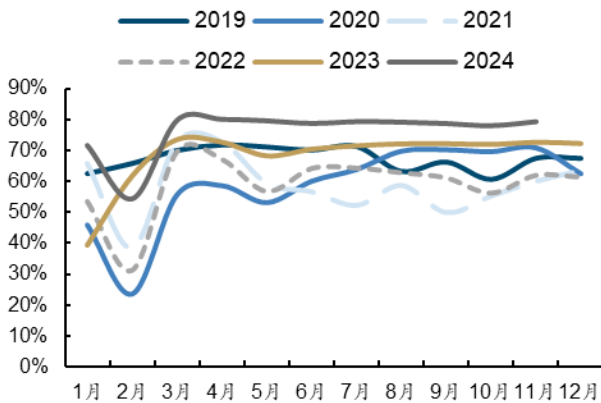


来源: 米其林官网、国金证券研究所

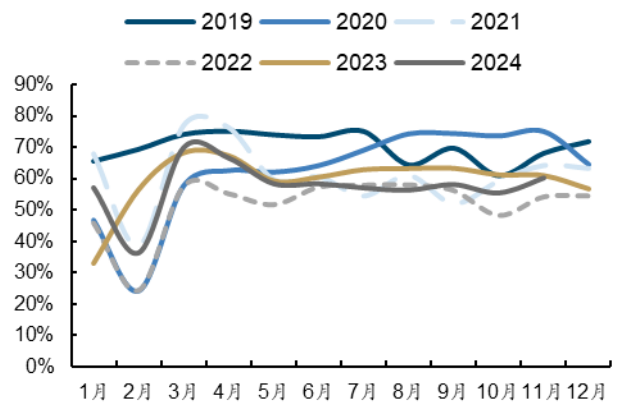
来源: 米其林官网、国金证券研究所

- 半钢胎开工率创历史新高, 全钢胎开工率仍待修复。半钢胎需求支撑力度相对更强, 因而我国半钢胎的月度开工率自3月开始就一直维持在接近8成的水平; 全钢需求相对疲软, 我国全钢胎的月度开工率3月达到7成后持续震荡回落至6月的58.3%, 7-8月持续偏弱, 9月小幅向上修复至58.1%。

图表6: 我国半钢胎月度开工率持续创新高



图表7: 我国全钢胎月度开工率有所回落

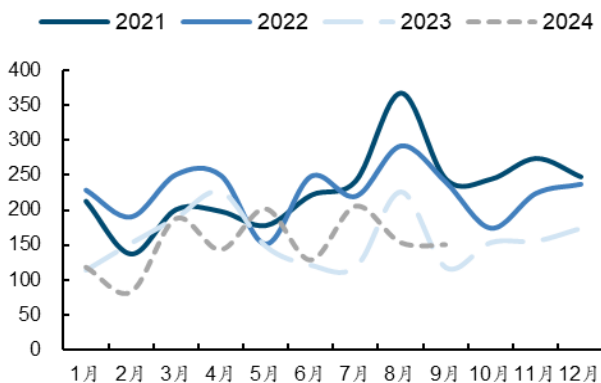


来源: WIND、国金证券研究所

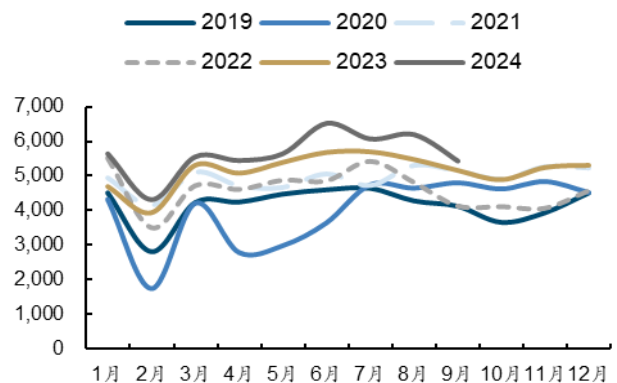
来源: WIND、国金证券研究所

- 我国轮胎进口量区间波动, 出口量持续创新高。前三季度我国新的充气轮胎月度进口量为1376万条, 同比下滑3%; 其中3季度单季度进口量为511万条, 同比增长11%, 环比增长8%。前三季度我国新的充气轮胎月度出口量为5.08亿条, 同比增长10%; 其中3季度单季度出口量为1.8亿条, 同比增长8%, 环比基本持平。

图表8: 我国新的充气轮胎月度进口量(万条)



图表9: 我国新的充气轮胎月度出口量(万条)



来源: WIND、国金证券研究所

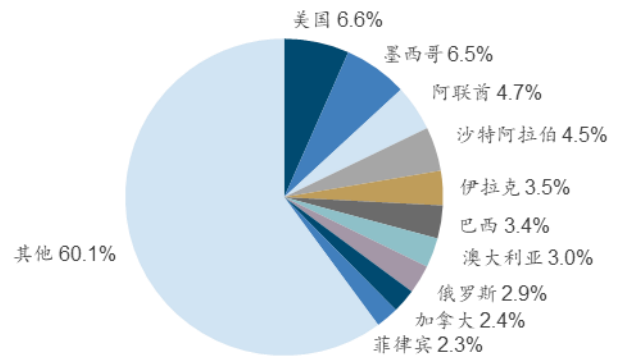
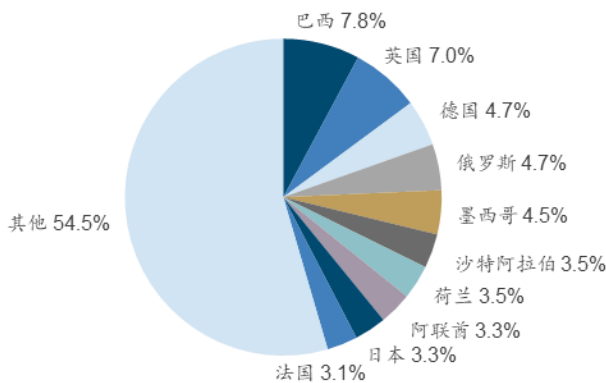
来源: WIND、国金证券研究所



- 欧洲仍然为我国轮胎的主要出口地，尤其是小客车轮胎出口欧洲的占比较高。今年前三季度我国机动小客车轮胎出口量为 2.6 亿条，同比增长 14.7%，其中 3 季度单季度出口量为 9317 万条，同比增长 13.1%；前三季度客车或货车轮胎出口量为 9445 万条，同比增长 1.7%，其中 3 季度单季度出口量为 3269 万条，同比下滑 0.8%。从前三季度的出口结构来看，巴西为我国机动小客车轮胎出口量最多的区域，占比达到 7.8%；美国为我国客车或货车轮胎出口量最多的地区，占比达到 6.6%。考虑到目前欧洲地区对我国轮胎设置的贸易壁垒相对较少，尤其是乘用车胎并没有双反税等政策限制，因而目前欧洲仍然是我国小客车轮胎的主要出口区域，今年 1-9 月出口到欧洲的小客车轮胎数量突破了 1 亿条，占该品种整体出口量的比例达到 39%；我国客车或货车轮胎目前除了往美洲地区出口较多以外，欧洲地区也同样是重要的出口区域，今年 1-9 月出口到欧洲的客车或货车轮胎数量达到 1429 万条，占该品种整体出口量比例为 15%。

图表10：2024 年前三季度我国机动小客车轮胎出口结构

图表11：2024 年前三季度我国客车或货车轮胎出口结构

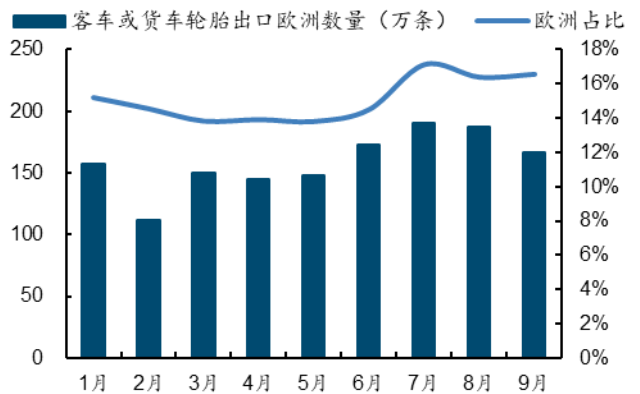
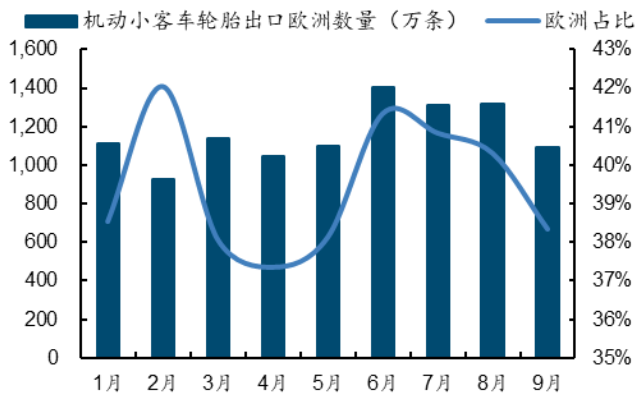


来源：海关总署、国金证券研究所

来源：海关总署、国金证券研究所

图表12：2024 年我国机动小客车轮胎月度出口欧洲情况

图表13：2024 年我国客车或货车轮胎月度出口欧洲情况



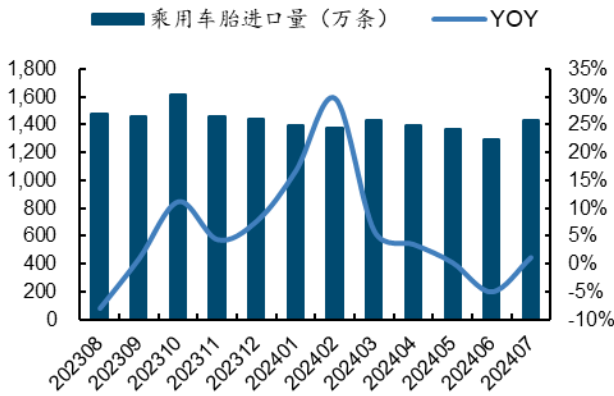
来源：海关总署、国金证券研究所

来源：海关总署、国金证券研究所

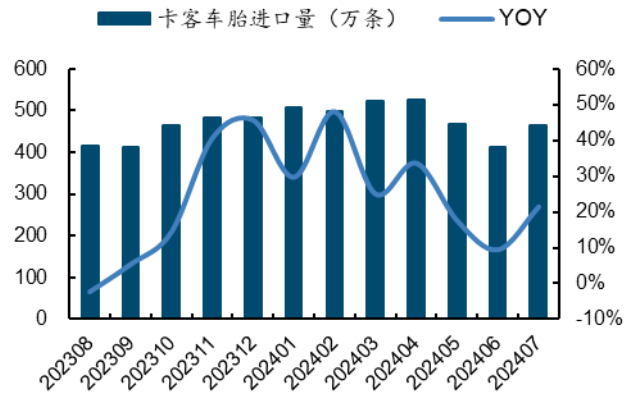
- 美国市场对进口轮胎的依赖度较高，东南亚区域为主要进口地。根据美国轮胎制造商协会统计数据，2023 年美国的乘用车及轻卡车轮胎需求量约为 3 亿条，卡车胎需求量为 2700 万条。根据 UN Comtrade 数据显示，今年 1-7 月美国累计进口乘用车胎数量为 9682 万条，同比增长 6%；进口卡客车胎数量为 3388 万条，同比增长 26%。考虑到美国对我国实施双反政策后，我国多家轮胎企业通过布局东南亚基地实现对美国出口，因而我国轮胎企业积极出海的背景下，东南亚也成为了美国轮胎的主要供应地区。从美国轮胎的进口结构来看，乘用车胎方面泰国、越南和柬埔寨三地占美国总进口量的比例接近 4 成，其中泰国地区占比在 25% 左右；卡客车胎方面由于今年美国对泰国地区发起了双反，因而在仲裁期间泰国地区对美国的卡客车胎出口也受到了影响，泰国卡客车胎占美国总进口量的比例从今年 2 月的 32.5% 下滑至 6 月的 24.9%，今年 1-7 月泰国、越南和柬埔寨三地的卡客车胎占美国总进口量的比例在一半以上。



图表14: 美国乘用车胎月度进口量相对稳定



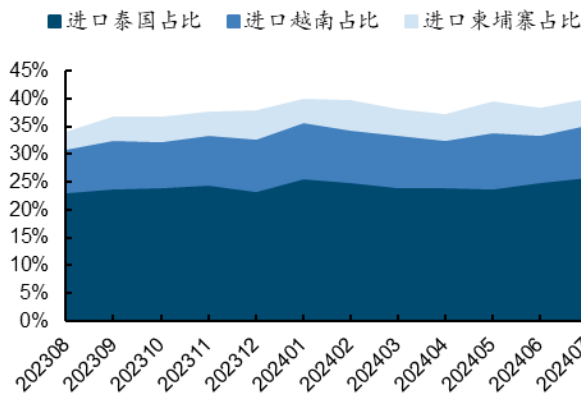
图表15: 美国卡客车胎胎月度进口量同比持续增长



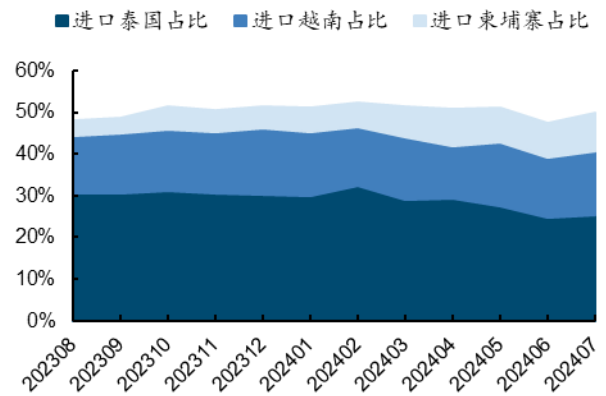
来源: UN Comtrade、国金证券研究所

来源: UN Comtrade、国金证券研究所

图表16: 东南亚为美国乘用车胎的主要进口地区



图表17: 美国进口泰国卡客车胎的占比明显回落



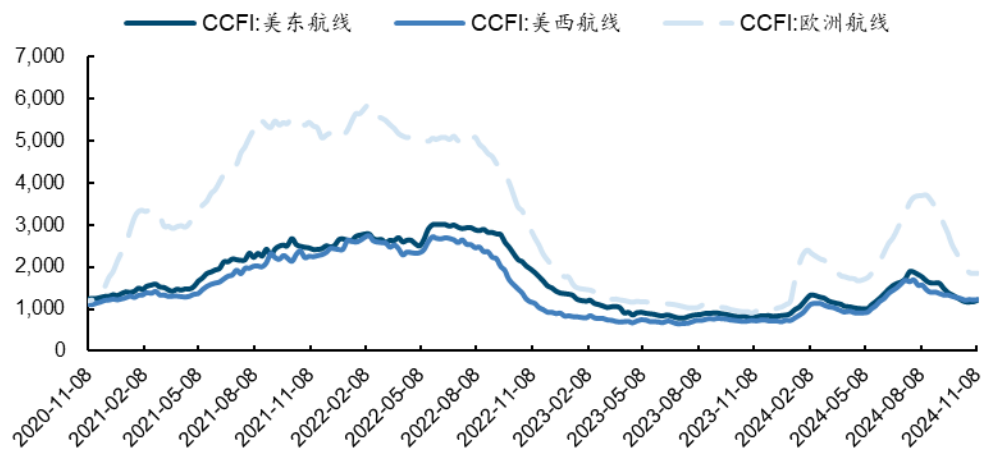
来源: UN Comtrade、国金证券研究所

来源: UN Comtrade、国金证券研究所

1.2 盈利: 海运高位叠加原料涨价导致利润承压

- 海运价格上涨导致出口订单受到影响, 随着运费回归常态不利压制也逐渐缓解。今年以来由于红海事件导致海运费再次上涨, 2月份阶段性回落后从5月开始继续上涨, 直到8月才开始持续回落, 因而2-3季度期间轮胎企业的出口订单也受到了海运带来的不利影响, 考虑到目前海运已经逐渐回归常态, 预计4季度海运对企业端收入和利润带来的负面影响也将得到显著缓解。

图表18: 运价指数小幅上涨后再度回归常态

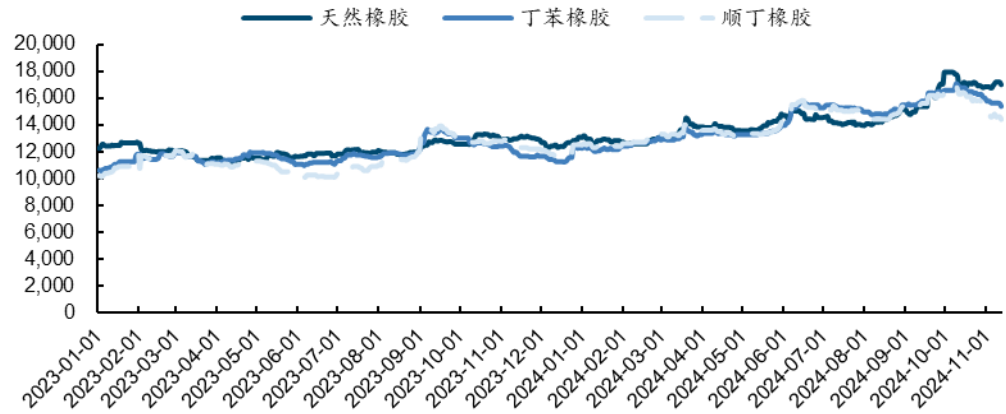


来源: WIND、国金证券研究所 (海运指数的单位基准为: 1998年1月1日=1000)



- 核心原材料价格震荡向上，轮胎行业盈利能力阶段性承压。轮胎企业的成本主要由原材料、人工、能源、设备折旧以及其他费用等构成，参考米其林官网公布的成本机构，天然橡胶和合成橡胶在原料成本中占比接近一半，因此橡胶价格波动对于轮胎企业生产成本有较大影响。橡胶价格从 2018 年开始至今年上半年基本在 1.5 万元/吨以下波动，但随着橡胶行业供需改善，叠加今年 9 月由于台风原因东南亚地区遭遇洪灾，导致橡胶供应受到影响，因而橡胶价格持续上涨，一度突破 1.7 万元/吨。在橡胶价格强势向上的背景下，考虑到轮胎企业涨价向下传导需要时间，因而中短期盈利有所承压，目前随着相关天气灾害影响逐渐缓和，橡胶价格也开始回落，预计 4 季度轮胎企业盈利也将有所修复。

图表19：今年以来橡胶价格呈现出震荡向上的趋势（元/吨）



来源：同花顺、国金证券研究所

图表20：今年以来橡胶季度均价持续上涨（元/吨）

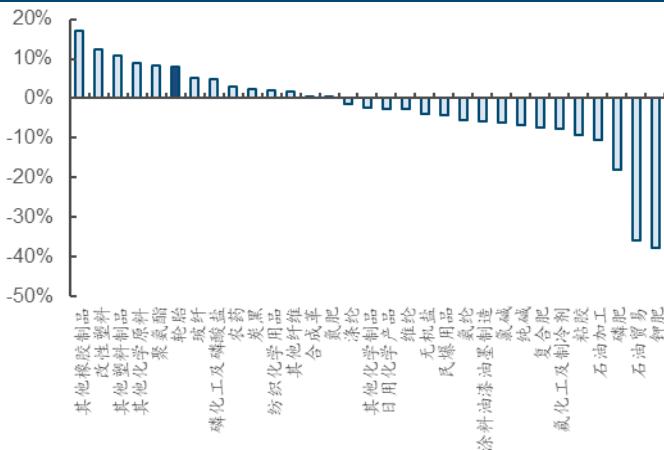
| 产品 | 2024Q4 | 季度环比 | 季度同比 | 2024Q3 | 2024Q2 | 2024Q1 | 2023Q4 |
|------|--------|------|------|--------|--------|--------|--------|
| 天然橡胶 | 17093 | 16% | 33% | 14770 | 14150 | 13090 | 12868 |
| 丁苯橡胶 | 16278 | 6% | 35% | 15425 | 13998 | 12721 | 12049 |
| 顺丁橡胶 | 15652 | 3% | 26% | 15160 | 13990 | 12927 | 12373 |

来源：同花顺、国金证券研究所

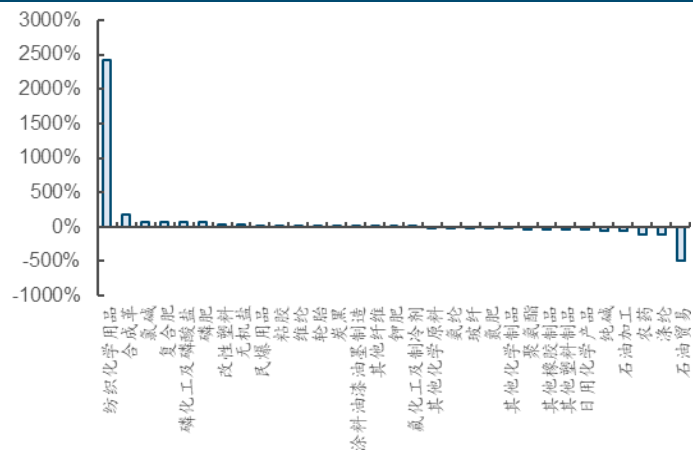
二、板块分析：收入稳步增长，盈利能力略有回落

- 轮胎板块在化工子行业中表现相对较好，单季度业绩增长靠前。对比化工板块 31 个子行业的 3 季度单季度业绩表现，轮胎板块收入同比增长 8.1%，排名第 6；归母净利润同比增长 10.6%，排名为 12；盈利能力方面，化工板块多数子行业环比均有回落，轮胎板块 3 季度受到海运和原料等多重影响，虽然盈利能力环比也有回落但下滑幅度相对较小，销售毛利率环比下滑 0.3pct，销售净利率环比下滑 0.6pct。

图表21：2023 年 3 季度子行业营收同比增速



图表22：2023 年 3 季度子行业归母净利润同比增速

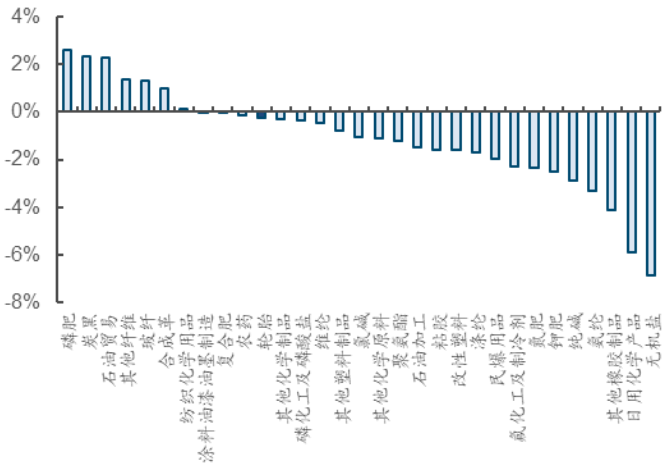


来源：WIND、国金证券研究所

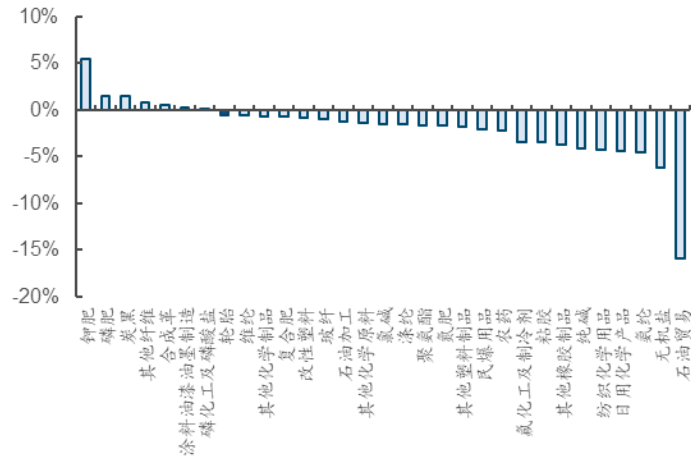
来源：WIND、国金证券研究所



图表23: 2023年3季度子行业销售毛利率环比变化



图表24: 2023年3季度子行业销售净利率环比变化

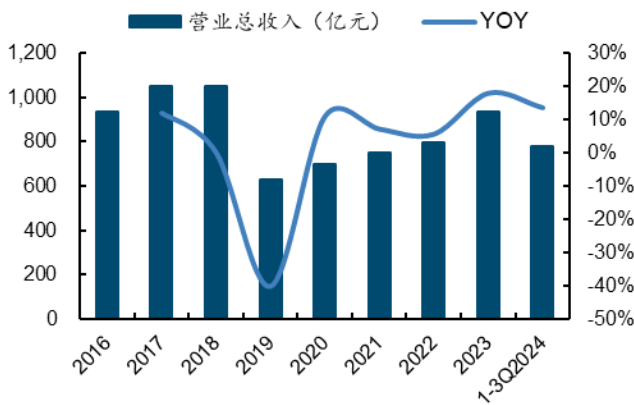


来源: WIND、国金证券研究所

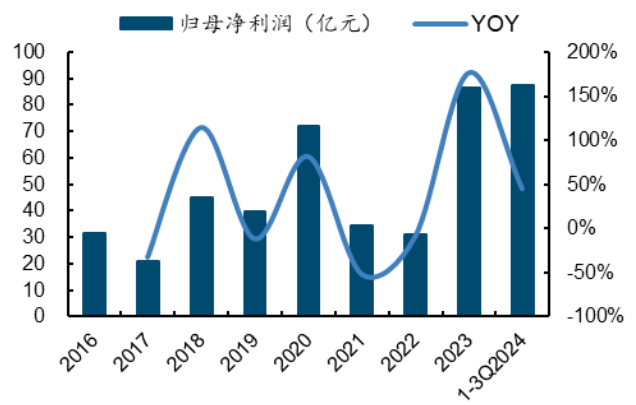
来源: WIND、国金证券研究所

- 2024年前三季度轮胎板块业绩持续增长, 盈利能力继续向好。2024年前三季度轮胎板块实现营业总收入780亿元, 同比增加14%; 归母净利润88亿元, 同比增加45%; 整体销售毛利率23.6%, 同比提高2.4pct; 销售净利率11.4%, 同比提高2.4pct。板块整体销售费用率3.4%, 同比下降0.1pct; 管理费用率3.1%, 同比变化较小。

图表25: 轮胎行业营业总收入稳步增长



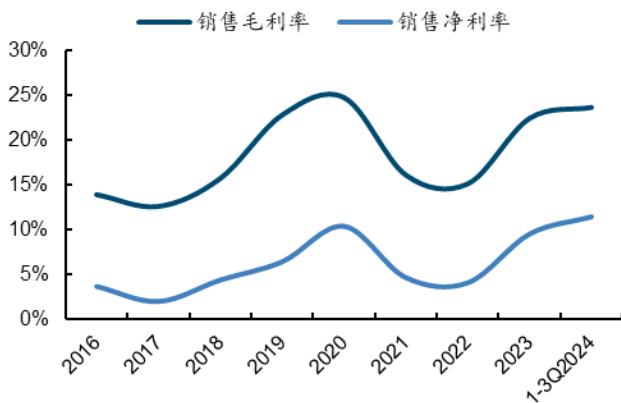
图表26: 轮胎行业归母净利润维持高速增长



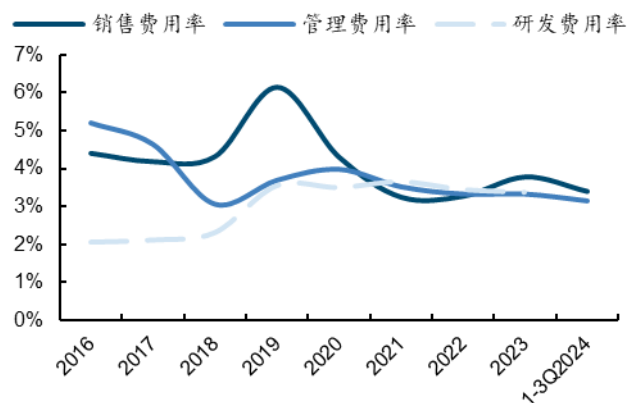
来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所

图表27: 轮胎行业销售毛利率和净利率继续向上



图表28: 轮胎行业期间费用率相对平稳



来源: WIND、国金证券研究所

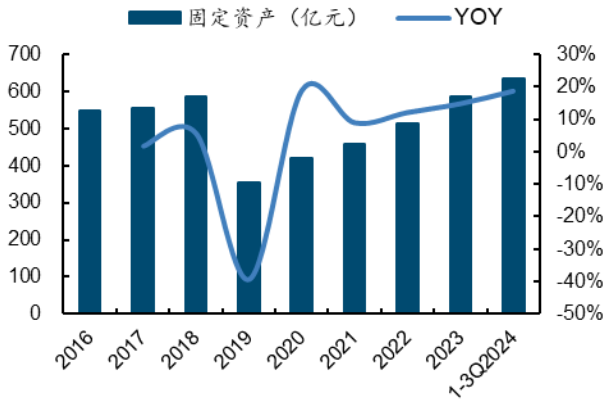
来源: WIND、国金证券研究所

- 轮胎板块扩产节奏相比去年有所放缓, 资产结构持续优化。2024年前三季度行业整体固定资产同比增长19%达到636亿元; 在建工程同比下滑17%达到126亿元。今年

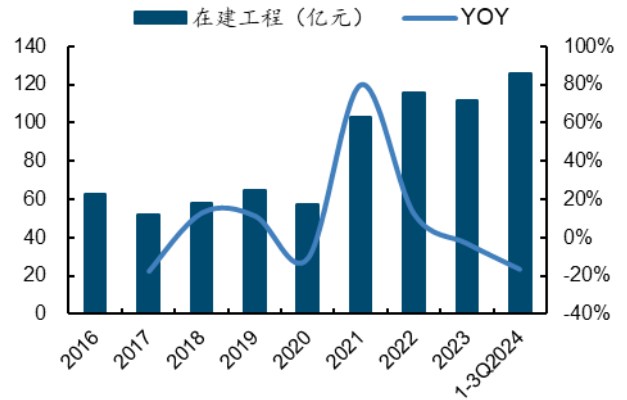


以来头部企业经营性支出和投资支出都较多，导致经营性现金流有所回落；板块资产负债率从2021年开始持续回落，今年前三季度降低至48.2%，同比下滑2.4pct。

图表29：轮胎行业固定资产继续增长



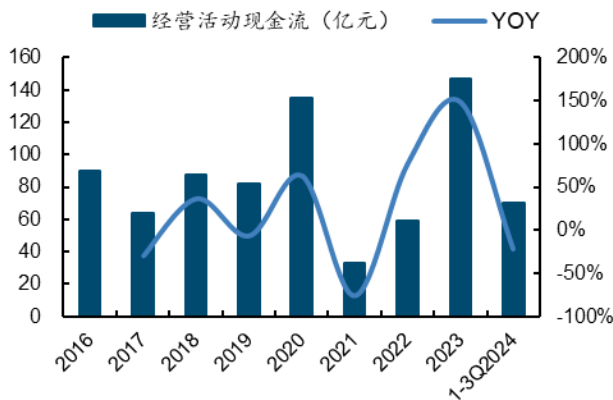
图表30：轮胎行业在建工程规模较大但增速下滑



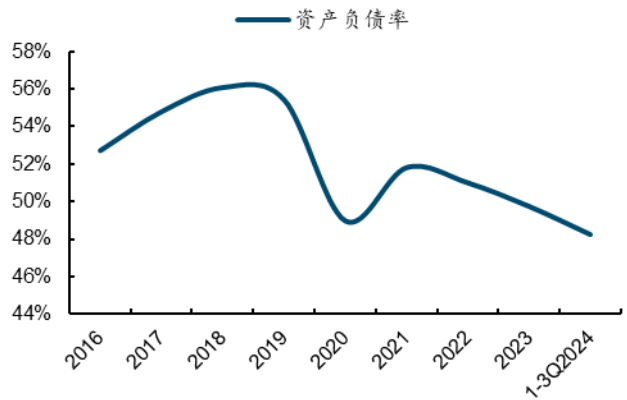
来源：WIND、国金证券研究所

来源：WIND、国金证券研究所

图表31：轮胎行业经营性现金流有所改善



图表32：轮胎行业资产负债率持续优化

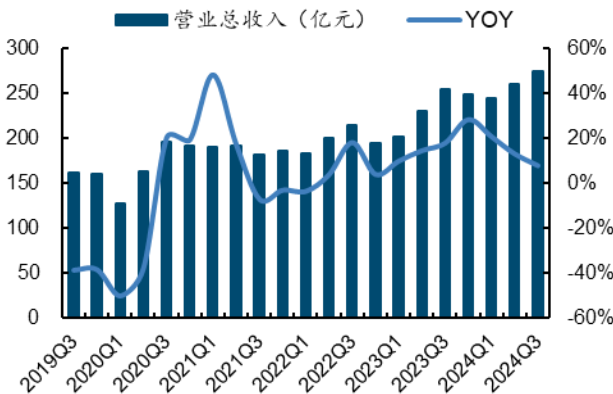


来源：WIND、国金证券研究所

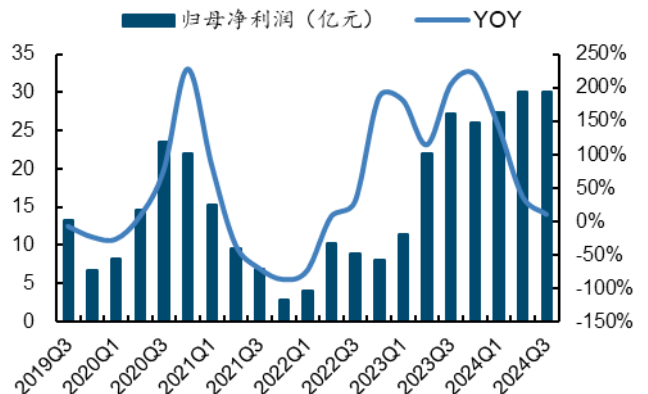
来源：WIND、国金证券研究所

- 轮胎板块单季度收入创新高，盈利能力开始企稳。2024年3季度板块实现营业总收入275亿元，同比增加8.1%，环比增长5.5%；归母净利润30亿元，同比增加10.6%，环比基本持平；销售毛利率23.6%，同环比均小幅回落；销售净利率11.2%，同比提高0.1pct，环比下滑0.6pct。板块整体销售费用率3.5%，管理费用率3.1%，费用率同环比变化均较小。

图表33：轮胎行业单季度营业总收入创新高



图表34：轮胎行业单季度归母净利润开始企稳

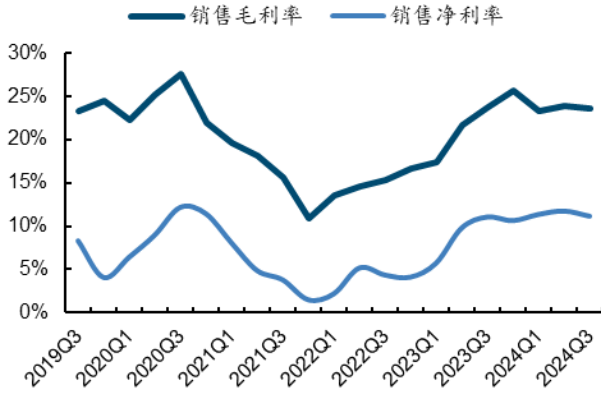


来源：WIND、国金证券研究所

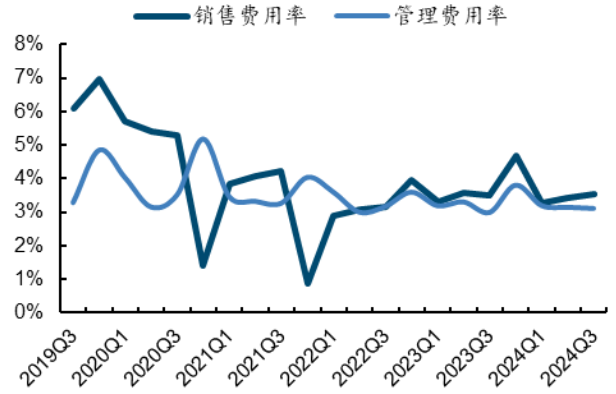
来源：WIND、国金证券研究所



图表35: 轮胎行业单季度销售毛利率和净利率开始企稳



图表36: 轮胎行业单季度期间费用率相对平稳

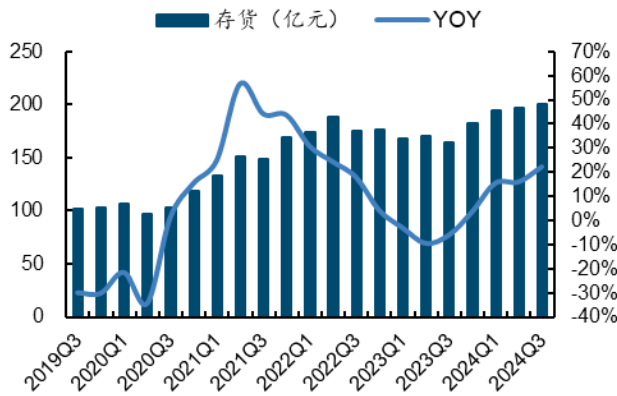


来源: WIND、国金证券研究所

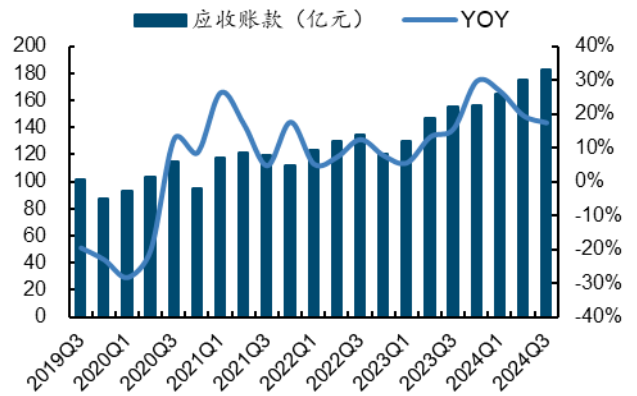
来源: WIND、国金证券研究所

- 轮胎板块整体存货和应收账款规模有所提升,运营效率保持稳定。2024年3季度行业存货总和同比上升22%达到201亿元,存货周转天数降低至87天;应收账款规模同比上升17.2%达到182亿元,应收账款周转天数增加到59天。

图表37: 轮胎行业合计存货规模继续增长



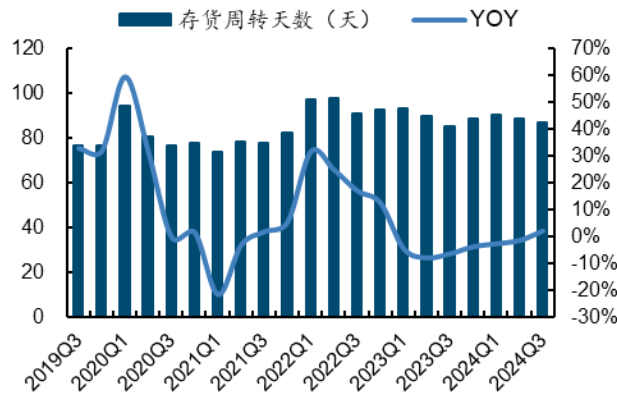
图表38: 轮胎行业应收账款规模继续增长



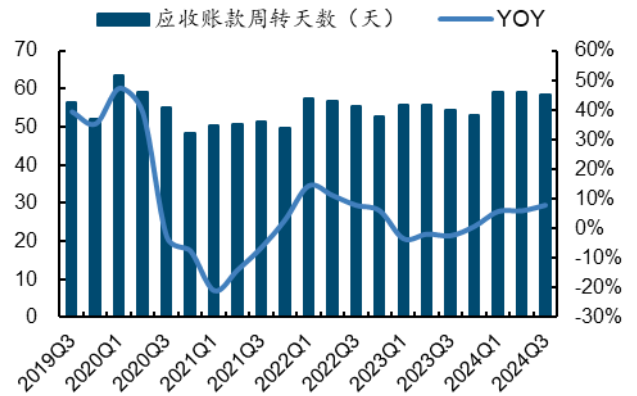
来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所

图表39: 轮胎行业存货周转天数相对稳定



图表40: 轮胎行业应收账款天数相对稳定



来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所



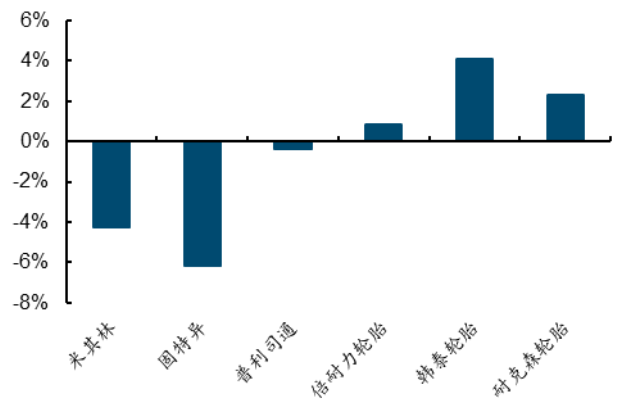
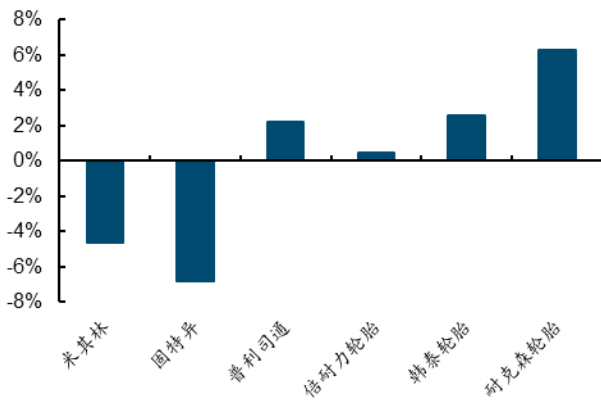
三、企业端：东升西落，国产头部胎企市占率有望继续提升

3.1 海外对比：头部胎企仍然承压，多家企业开始减产规划

■ 消费降级背景下头部企业收入增长乏力，整体盈利能力相对稳定。从收入表现来看，米其林、普利司通和固特异的收入增长相对 2-3 线海外企业表现偏弱，今年前三季度米其林、固特异销量同比分别下滑 5.3%、3.8%，收入同比分别下滑 4.6%、6.8%，三巨头中仅有普利司通收入同比实现正增长；3 季度单季度米其林、固特异的销量同比分别下滑 7.1%、6.2%，收入方面米其林、固特异和普利司通同比分别下滑 4.2%、6.2%、0.3%；倍耐力、韩泰、耐克森等轮胎企业前三季度和 3 季度单季度收入均实现了小幅增长。从盈利能力来看，固特异虽然收入下滑但是盈利能力有所改善，今年 3 季度单季度亏损 3400 万美元，同比去年亏损收窄；普利司通的盈利能力有所下滑，3 季度归母净利润为 536 亿日元，同比下滑 36%，环比下滑 52%；倍耐力虽然收入企稳，但是利润也出现了明显下滑，今年 3 季度净利润为 1.4 亿欧元，同比下滑 17%；韩泰轮胎是目前已经披露业绩的海外胎企中较少实现了收入和利润同比增长的公司，3 季度收入同比增长 4%，净利润同比增长 15.4%；耐克森轮胎虽然收入增长但利润下滑明显，3 季度净利润由盈转亏。

图表41：2024 年前三季度海外轮胎企业收入同比变化

图表42：2024 年 3 季度海外轮胎企业收入同比变化

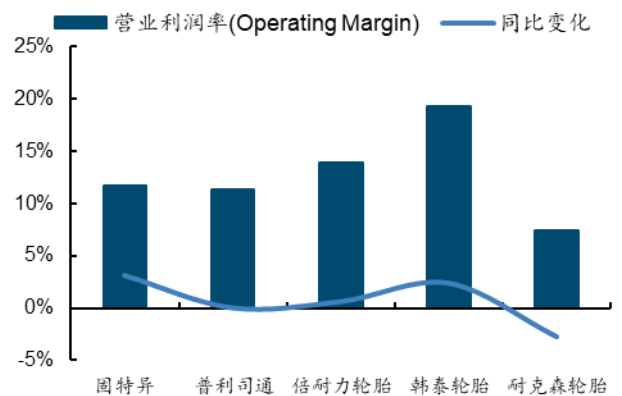
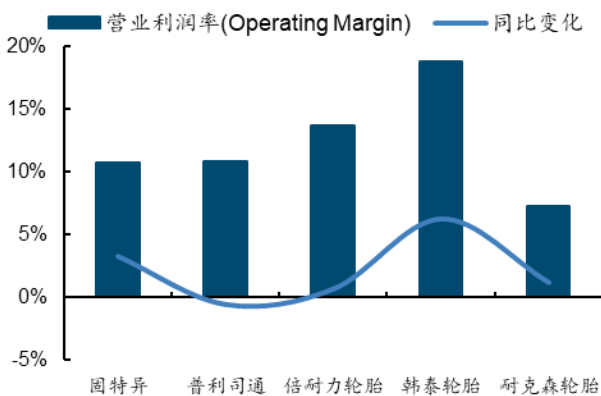


来源：各公司官网、国金证券研究所

来源：各公司官网、国金证券研究所

图表43：2024 年前三季度海外轮胎企业盈利能力分化

图表44：2024 年 3 季度海外轮胎企业盈利能力分化



来源：各公司官网、国金证券研究所

来源：各公司官网、国金证券研究所

■ 在行业竞争加剧的背景下，多家轮胎企业规划关停部分产能。和国内轮胎企业大举扩产的局面截然不同，今年开始海外多家轮胎企业陆续宣布了关厂计划，米其林规划关闭在法国和德国部分地区的工厂；固特异宣布关闭德国和马来西亚的工厂；普利司通子公司也宣布关闭在比利时的轮胎翻新工厂，并且阿根廷公司也有减产规划；芬兰诺记宣布调整产能和裁员；住友橡胶宣布关闭在美国的轮胎厂等。随着多家海外轮胎企业开始主动退出部分产能，国内胎企有望把握机遇继续抢占全球份额。



图45: 多家海外轮胎企业宣布减产计划

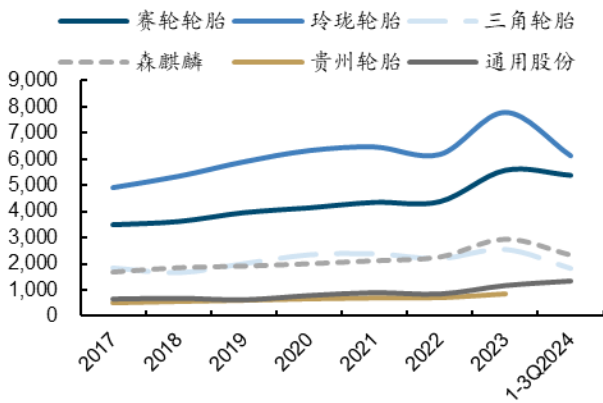
| 企业 | 关停规划 |
|------|---|
| 米其林 | 2024年11月, 米其林计划关闭其位于法国绍莱和瓦讷的两家工厂。还计划在2025年底前关闭位于德国卡尔斯鲁厄和特里尔的工厂, 并逐步淘汰位于德国洪堡的卡车轮胎和半成品生产。 |
| 固特异 | 2023年11月, 固特异宣布关停德国富尔达工厂和勃兰登堡州菲尔斯滕瓦尔德工厂, 两家工厂的年产能合计约900万条。今年一季度宣布自2024年6月30日起, 关闭其在马来西亚莎阿南的轮胎制造厂。 |
| 普利司通 | 旗下Bandag欧洲公司宣布, 计划关闭其在比利时兰克拉的轮胎翻新工厂; 阿根廷公司已确认计划削减其布宜诺斯艾利斯工厂的员工和轮胎产量。 |
| 芬兰诺记 | 今年5月份, 芬兰诺记宣布调整其重型轮胎相关产能和进行裁员。 |
| 住友橡胶 | 2024年11月7日, 住友橡胶宣布计划关闭位于纽约州托纳旺达的轮胎厂。 |

来源: 轮胎商业、车与轮、国金证券研究所

3.2 国内对比: 业绩开始分化, 头部胎企韧性较强

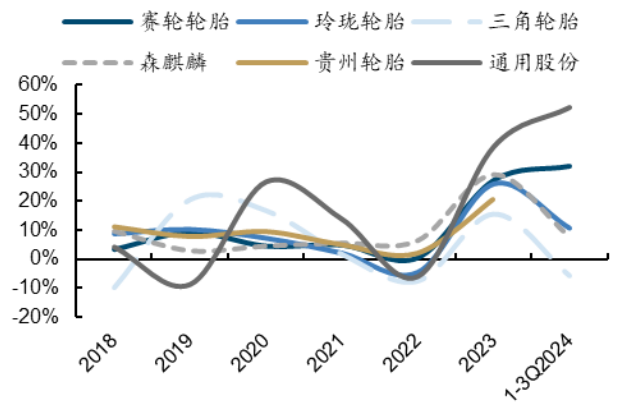
- 赛轮轮胎的销量规模和销量增速均较为领先。今年前三季度赛轮轮胎总销量为5388万条, 同比增长32%; 玲珑轮胎销量规模仍然领先, 前三季度总销量为6134万条, 同比增长11%; 通用股份销量增速领先, 前三季度总销量为1360万条, 同比增长52%。

图46: 国内胎企轮胎销量规模对比 (万条)



来源: Wind、森麒麟公告、国金证券研究所

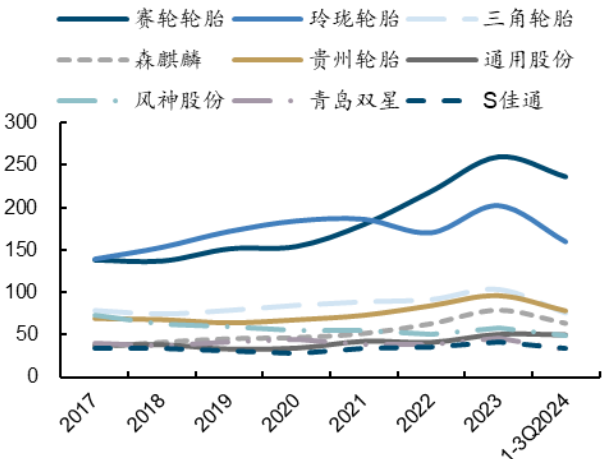
图47: 国内胎企销量同比增速对比



来源: Wind、森麒麟公告、国金证券研究所

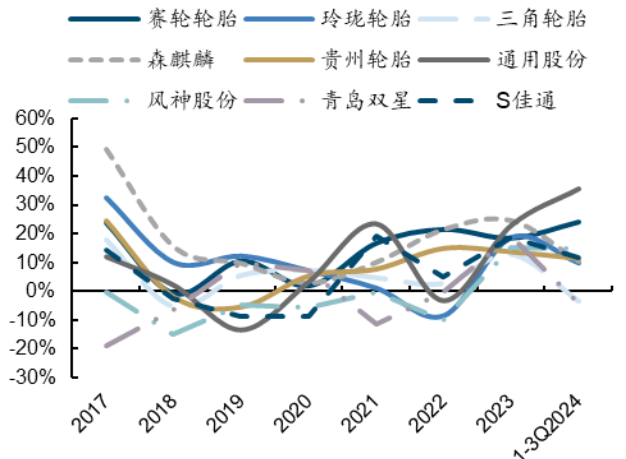
- 赛轮轮胎收入和利润体量均领先同业, 通用股份收入和利润增速较为亮眼。今年前三季度赛轮轮胎营业总收入同比增长24%达到236亿元, 归母净利润同比增长60%达到32亿元; 通用股份营业总收入为50亿元, 同比增长36%, 归母净利润3.8亿元, 同比增长139%。

图48: 国内胎企收入体量对比 (亿元)



来源: 同花顺、国金证券研究所

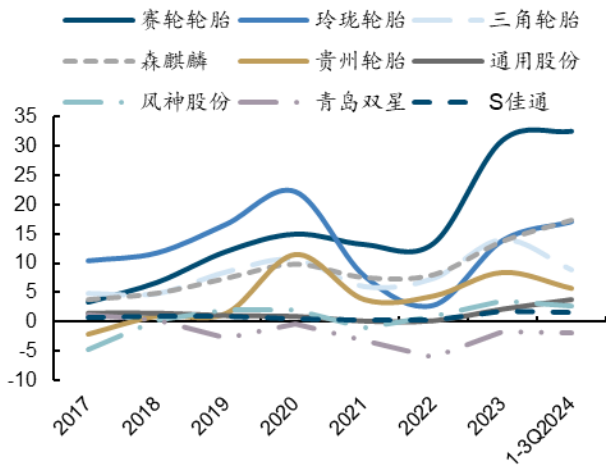
图49: 国内胎企收入增速对比



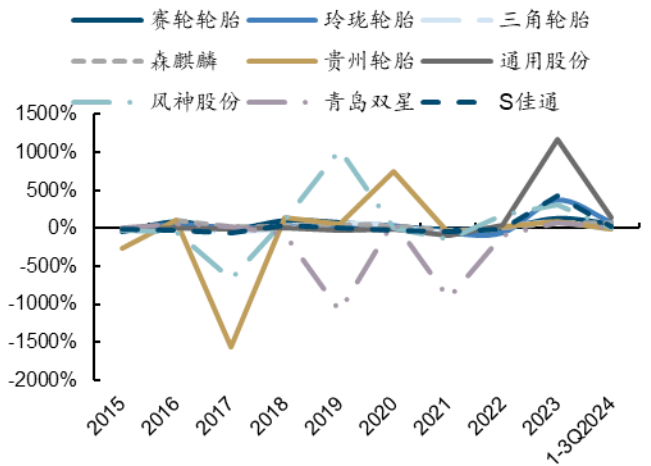
来源: 同花顺、国金证券研究所



图表50: 国内胎企归母净利润体量对比 (亿元)



图表51: 国内胎企归母净利润增速对比

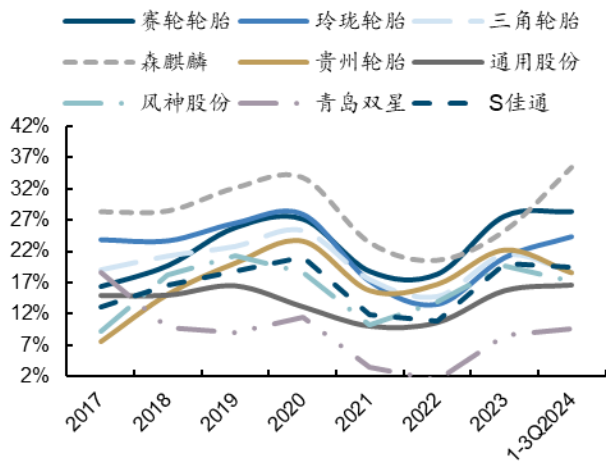


来源: 同花顺、国金证券研究所

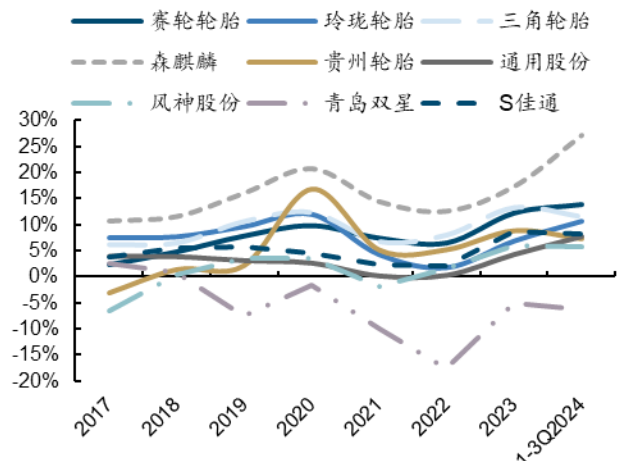
来源: 同花顺、国金证券研究所

■ 森麒麟盈利能力持续领先同业, 赛轮轮胎在销售端的投入显著提升。今年前三季度森麒麟的销售毛利率和销售净利率分别为 35.4%、27.2%, 同比分别提升 11.1pct、9.9pct; 费用管理方面, 多数企业费用率支出相对平稳, 赛轮轮胎的销售费用率自 2023 年开始持续领先同业, 销售费用率从之前的不足 4%提升到目前接近 5%的水平。

图表52: 国内胎企销售毛利率对比



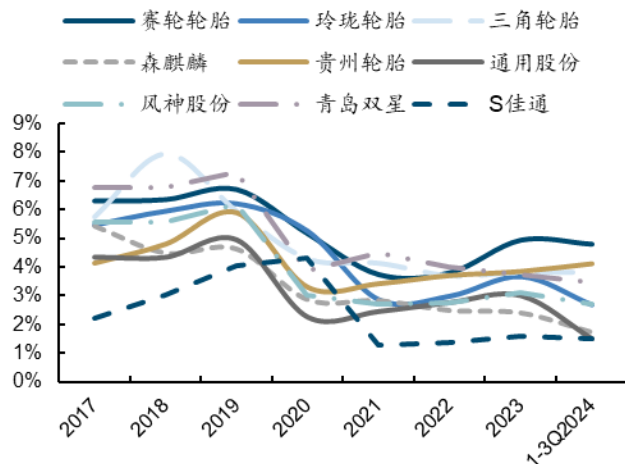
图表53: 国内胎企销售净利率对比



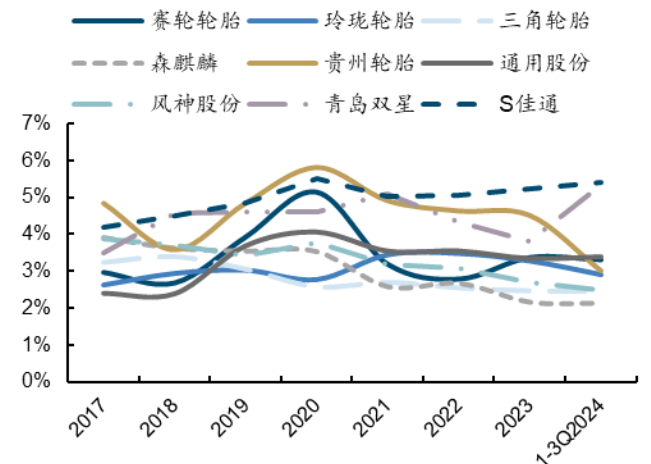
来源: 同花顺、国金证券研究所

来源: 同花顺、国金证券研究所

图表54: 国内胎企销售费用率对比



图表55: 国内胎企业管理费用率对比



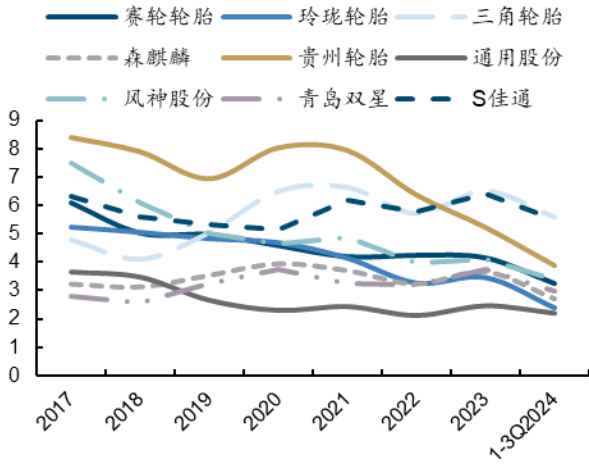
来源: 同花顺、国金证券研究所

来源: 同花顺、国金证券研究所

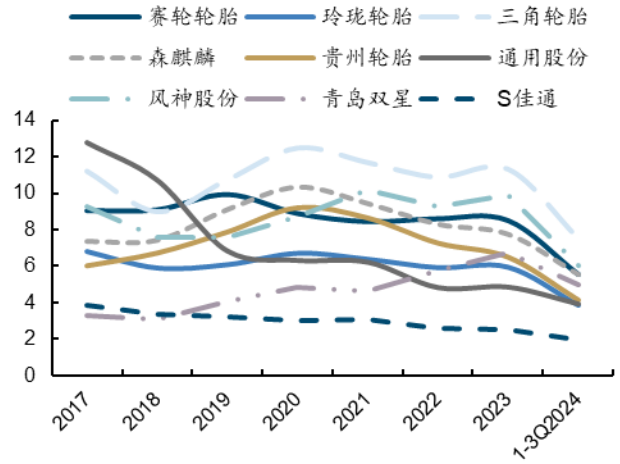


- 三角轮胎的运营管理能力较强，森麒麟的资产结构持续优化。从存货和应收账款的管理能力来看，三角轮胎的周转率一直相对同业较高；资产结构方面，森麒麟的资产负债率呈现出持续降低的趋势，截至今年3季度资产负债率仅为24%，同时公司的流动资产占比也不低，截至今年3季度流动资产占比为48%，位于同业中游。

图表56: 国内胎企存货周转率对比



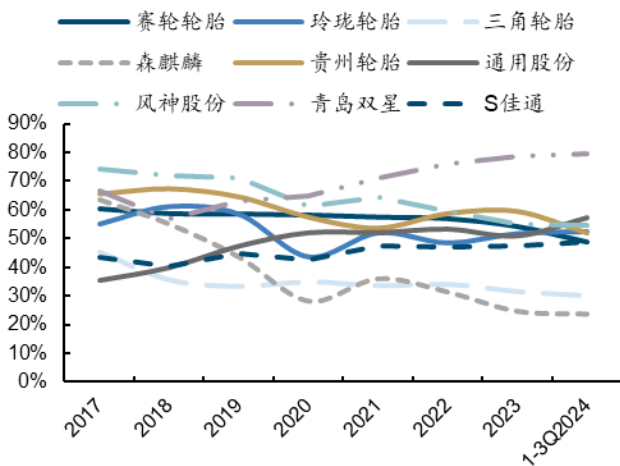
图表57: 国内胎企应收账款周转率对比



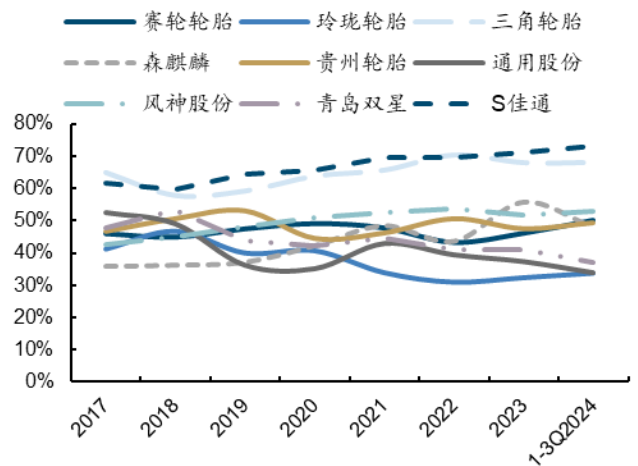
来源：同花顺、国金证券研究所

来源：同花顺、国金证券研究所

图表58: 国内胎企资产负债率对比



图表59: 国内胎企流动资产占比情况对比



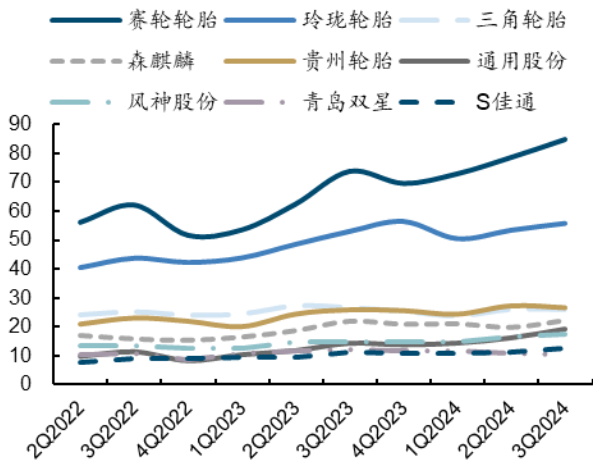
来源：同花顺、国金证券研究所

来源：同花顺、国金证券研究所

- 单季度国内胎企业绩分化明显，拥有海外基地的企业韧性更强。3季度赛轮轮胎收入创新高，且整体收入和利润规模显著领先同业，单季度实现营业总收入85亿元，同比增长14.8%，环比增长7.8%；归母净利润为11亿元，同比增长11.5%，环比小幅回落；玲珑轮胎和森麒麟3季度期间受益于泰国基地税率降低和返税，利润增长较为显著，3季度收入分别为56亿元、22亿元，同比增幅分别为5.2%、1.1%，归母净利润分别为7.9亿元、6.5亿元，同比增幅分别为97.3%、67.5%；贵州轮胎、通用股份、风神股份的虽然收入同比增长但是归母净利润有所回落；三角轮胎和青岛双星收入和利润均呈现出同比下滑的趋势。

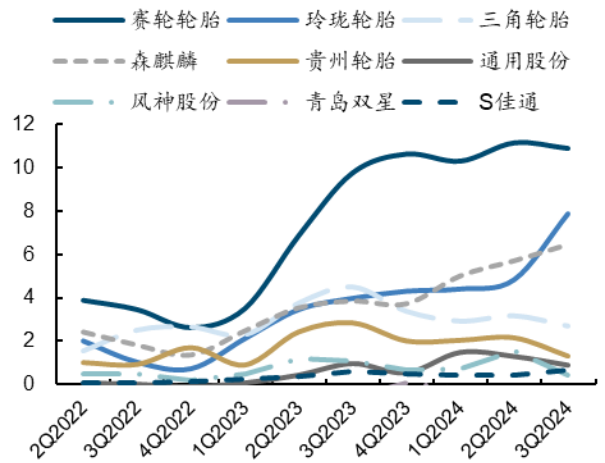


图表60: 国内胎企单季度收入体量对比 (亿元)



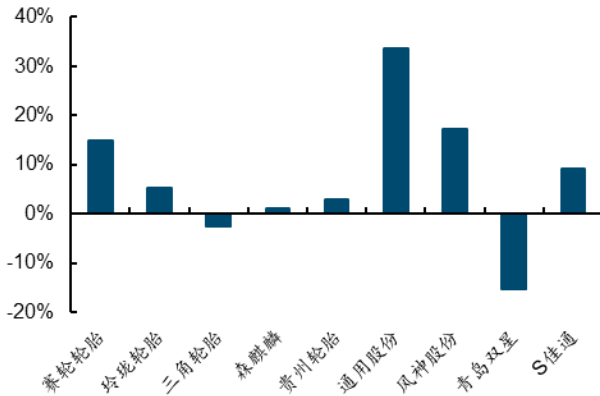
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表61: 国内胎企单季度归母净利润体量对比 (亿元)



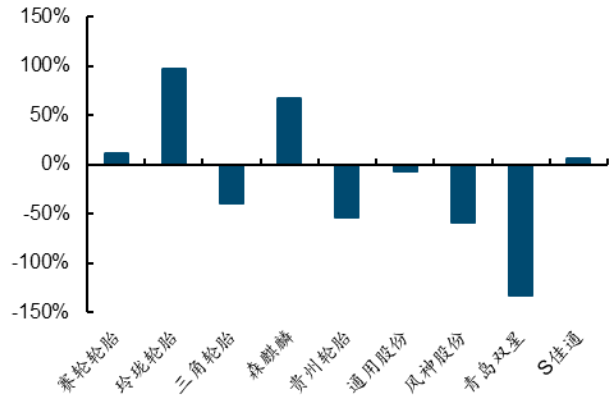
来源: 同花顺、国金证券研究所

图表62: 2024年3季度国内胎企收入同比变化



来源: 同花顺、国金证券研究所

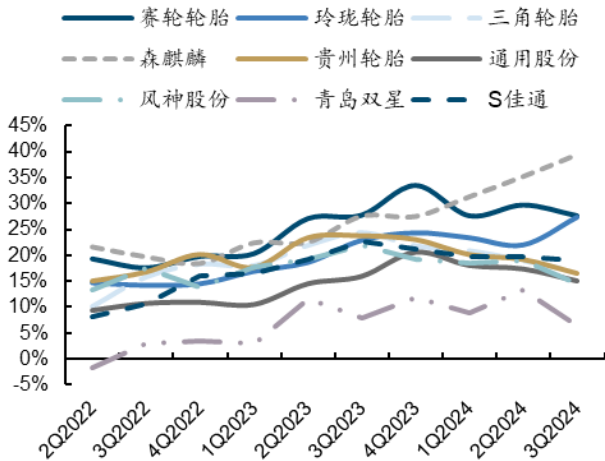
图表63: 2024年3季度国内胎企归母净利润同比变化



来源: 同花顺、国金证券研究所

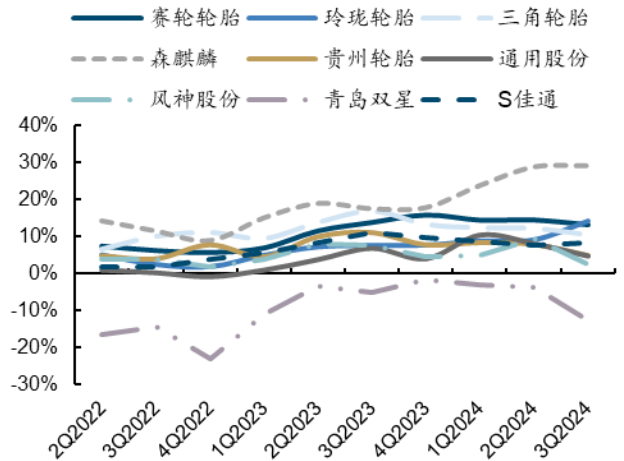
■ 森麒麟盈利能力持续领先，赛轮轮胎在销售端的投入增长明显。受益于泰国半钢胎双反税率降低，3季度国内上市胎企中仅有玲珑和森麒麟的销售毛利率和净利率同环比均有改善，森麒麟的销售毛利率和净利率分别提升至 39.5%、29.1%，玲珑的销售毛利率和净利率分别提升至 27.4%、14.1%。从费用管理来看，多数企业单季度销售费用率波动相对平缓，赛轮去年4季度销售费用率提升明显且整体支出持续高于同业。

图表64: 国内胎企单季度销售毛利率对比



来源: 同花顺、国金证券研究所

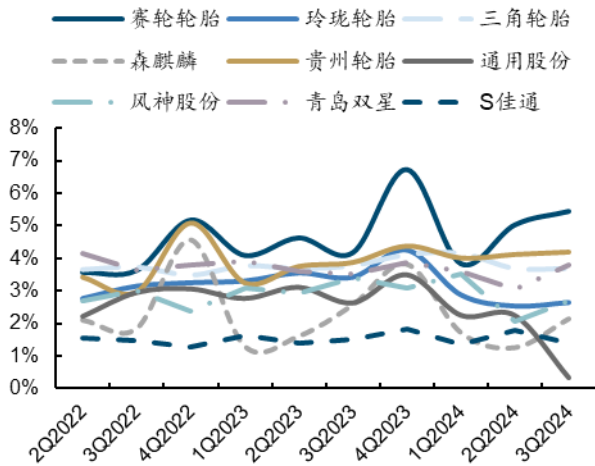
图表65: 国内胎企单季度销售净利率对比



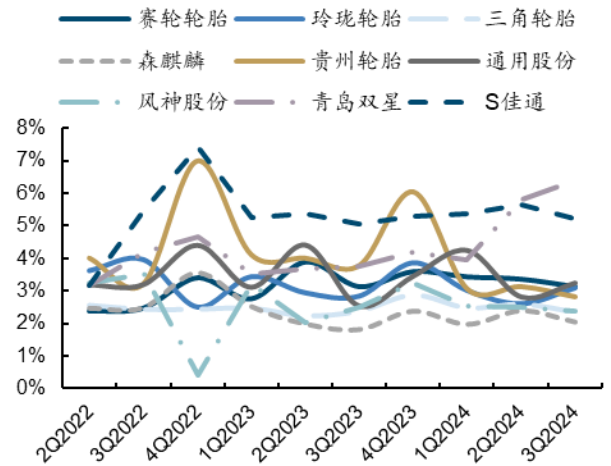
来源: 同花顺、国金证券研究所



图表66: 国内胎企销售费用率对比



图表67: 国内胎企管理费用率对比



来源: 同花顺、国金证券研究所

来源: 同花顺、国金证券研究所

■ 东南亚仍为国内轮胎企业出海的主要基地，头部胎企布局的全面性较好。2013 年随着赛轮越南基地的投产，我国轮胎企业的第一轮出海正式开启，以玲珑轮胎、森麒麟、中策橡胶等为代表国产胎企在 2014-2015 年期间陆续在泰国建设海外基地，2020 年以前国产轮胎出海主要扎堆泰国，2021 年开始虽然布局仍然集中在东南亚地区，但是选址也从泰国逐渐延伸到周边的越南、柬埔寨和马来西亚等地。2023 年随着玲珑轮胎塞尔维亚工厂的投产，我国轮胎企业的第二轮出海也拉开序幕，国内头部胎企在拥有了东南亚基地后也纷纷开启了全球化布局战略，赛轮轮胎规划了印尼和墨西哥两大基地，目前仍在建设中；中策橡胶也规划了印尼和墨西哥基地，其中印尼基地在今年 10 月 23 日已经实现了全钢胎的首胎下线；森麒麟规划了摩洛哥和西班牙基地，其中摩洛哥基地在今年 9 月 30 日实现了首胎下线。随着头部胎企全球化布局的不断完善，抗风险能力持续提升的同时也将迎来新一轮业绩增长。

图表68: 国内轮胎全球化布局持续推进

| 企业 | 海外基地布局情况 | | | | | | | | | |
|-------|----------|----------------|----------|----------|----------|------|-----|------|------|----------|
| | 泰国 | 越南 | 柬埔寨 | 马来西亚 | 巴基斯坦 | 印尼 | 墨西哥 | 摩洛哥 | 塞尔维亚 | 西班牙 |
| 赛轮轮胎 | | 2013 年投产 | 2021 年投产 | | | 建设中 | 建设中 | | | |
| 玲珑轮胎 | 2014 年投产 | | | | | | | | | 2023 年投产 |
| 森麒麟 | 2015 年投产 | | | | | | | 首胎下线 | | 规划中 |
| 中策橡胶 | 2015 年投产 | | | | | 首胎下线 | 建设中 | | | |
| 双钱轮胎 | 2018 年投产 | | | | | | | | | |
| 福临轮胎 | | | | 2018 年投产 | | | | | | |
| 浦林成山 | 2020 年投产 | | | | | | | | | |
| 通用股份 | 2020 年投产 | | 2023 年投产 | | | | | | | |
| 贵州轮胎 | | 2021 年投产 | | | | | | | | |
| 青岛双星 | | 2021 年增资 锦湖 | 试生产 | | | | | | | |
| 浪马轮胎 | | | | | 2022 年投产 | | | | | |
| 福麦斯轮胎 | | | 建设中 | | | | | | | |
| 正道轮胎 | | | 规划中 | | | | | | | |
| 万力轮胎 | | | 规划中 | | | | | | | |
| 昊华轮胎 | | 规划中 | | | | | | | | |
| 新迪轮胎 | | | | 规划中 | | | | | | |

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



四、未来展望和投资建议

- 未来展望：①4 季度来看，行业整体需求仍然具备支撑，拥有产能增量的企业收入有望继续向好；海运方面目前逐渐从高位回归常态，之前对企业收入和利润的负面影响也将得到显著缓解；原料端虽然橡胶等价格上涨带来成本压力，但是考虑到 10-11 月企业陆续发布涨价函，如果涨价能顺利传导那么企业盈利也将得到一定程度的修复。②虽然行业仍然存在竞争加剧、双反关税、原料价格抬升等风险，但从产业趋势角度来看，一方面在消费降级背景下高性价比的轮胎市场仍然具备增长潜力，远期国产轮胎能抢占的市场空间天花板相比之前会更高；另一方面海外部分胎企出现了业绩疲软的问题并且开始规划淘汰部分产能，而国内头部胎企已经开始第二轮出海，稳固自身性价比优势的同时继续提升抗风险能力，长期看国产轮胎抢占市占率的逻辑仍会继续演绎，看好率先出海且海外布局相对完善的国产胎企。
- 建议关注：①赛轮轮胎：作为国内龙头胎企拥有越南和柬埔寨两大海外基地，并且规划未来新增墨西哥和印尼基地继续推进全球化布局；②森麒麟：拥有泰国和摩洛哥两大海外基地，同时欧洲基地产能建设稳步推进；③玲珑轮胎：作为国内龙头胎企业绩实现底部修复，拥有泰国和塞尔维亚两大海外基地；④通用股份：实现了泰国和柬埔寨双基地布局，随着新产能持续放量业绩步入高速增长长期。

五、风险提示

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



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究