

2021 年 06 月 15 日

看好

相关研究

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
李楠竹 A0230518120003
linz@swsresearch.com

研究支持

赵文琪 A0230121050004
zhaowq@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com

从普利司通发展历程，展望中国轮胎龙头崛起

——轮胎行业报告系列一

本期投资提示：

- **普利司通市占率稳居行业前二，毛利率稳定，抗周期性较强。**普利司通拥有百年历史，市占率 20 年来稳居前二，关键性收购在 1988 年收购美国凡士通，一举进入全球轮胎规模前三。公司毛利率得益于自有橡胶园+原材料成本占比较低，在近 30 年维持 30%-40%，抗周期性强。
- **从普利司通发展历程中探索中国轮胎企业发展契机：1）国际一线轮胎品牌通常伴随当地车企成长，因此在配套市场拥有先发优势，但中国轮胎凭借性能提升，正逐步布局配套领域，有望拉动更广阔的替换市场。2）替换市场空间大。**对标日本轮胎产量高峰相对汽车产量高峰 17 年的滞后期，中国轮胎企业产量有望在 10-15 年后达到高峰。另外从日本和中国的人均 GDP、乘用车千人保有量来看，中国人均 GDP 与 1985 年左右的日本人均 GDP 相近，因此对标日本市场，中国乘用车千人保有量拥有较大增长空间，从而带来较大的替换市场空间。**3）对于企业来说，普利司通的全球化布局+原材料自供+重视研发投入，稳固其龙头地位。**全球化布局：全球轮胎工厂接近 80 家，产品销往全球 150 多个国家，全球范围内拥有 14 万名员工。原材料部分自供：普利司通在全球拥有 15 个原材料工厂，布局天然胶、合成胶、钢丝帘线、炭黑等原材料的生产，其中 4 个天然橡胶园可以自供超 45% 的天然橡胶使用量。重视研发投入：研发费用率近 10 年来维持 3% 左右，研发投入稳步增长，公司在全球共拥有 6 个技术中心和 10 个实验基地。
- **中国轮胎龙头加大研发力度，提升产品性能，快速反应消费需求，缩小与国际品牌的差距。**随着中国人均 GDP 在突破 1 万美元后，消费者对轮胎的需求逐步细化，对轮胎性能要求逐步提升，中国轮胎龙头配备较为充足的资金以及强大的研发实力，近年来在产品性能方面有较大提升，因此能够快速反应终端对轮胎消费升级的需求，且相较国际品牌性价比优势。另外，随着中国轮胎行业趋于理性，轮胎企业数量从 2015 年 500 多家，下滑至当前 200-300 家，低端产能在这期间逐步淘汰，中国轮胎市场集中度有所提升。
- **投资建议与相关标的：**目前全球轮胎消费量约 18 亿条左右，较为稳定，1998-2019 年，全球前 75 名的中国大陆和台湾企业得益于经济快速增长和制造水平的提升，合计市占率从 5.4% 提升至 18.4%，其中中国轮胎龙头市占率只有 2%-3%，增长空间大。此外，中国轮胎龙头有望凭借优质产品性能，在中国市场的配套和替换领域，分别可以占领的轮胎量为 3500 万条、1.9 亿条。**未来随着中国轮胎小厂低端产能加速出清以及龙头企业产能扩张+工艺提升，中国轮胎企业在国内集中度提升的同时，在国际市场中也有望占据更多份额。建议关注：玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟。**
- **风险提示：**原材料价格大幅波动影响行业盈利水平；贸易关税影响中国轮胎企业及其海外工厂出口



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资建议

目前全球轮胎消费量约 18 亿条左右，较为稳定，1998-2019 年，全球前 75 名的中国大陆和台湾企业得益于经济快速增长和制造水平的提升，合计市占率从 5.4% 提升至 18.4%，其中中国轮胎龙头市占率只有 2%-3%，增长空间大。此外，中国轮胎龙头有望凭借优质产品性能，在中国市场的配套和替换领域，分别可以占领的轮胎量为 3500 万条、1.9 亿条。**未来随着中国轮胎小厂低端产能加速出清以及龙头企业产能扩张+工艺提升，中国轮胎企业在国内集中度提升的同时，在国际市场中也有望占据更多份额。**
建议关注：玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟。

原因及逻辑

发展阶段：通过复盘世界龙头轮胎企业普利司通，发现其成功关键在于全球化布局+部分原材料自供+重视研发投入，使得普利司通龙头地位稳固，抗周期性强。对比中国轮胎企业的发展历程，我们发现，中国轮胎企业目前处于产能扩张和出口的时期，渠道建设和持续海外建厂有望成为中国轮胎企业下一阶段的发展计划。

成长空间：1) 中国轮胎市场的低端产能正加速出清，国产龙头产能扩张提速，产品质量提升，因此未来中国轮胎龙头企业有望实现全球市占率提升，同时中国轮胎市场集中度也有望提升。2) 从配套领域来看，目前配套仍以海外品牌为主力，主要由于海外品牌历史悠久，伴随当地车企成长，具备先发优势，中国轮胎随着产品性能提升，正逐步进入配套领域。3) 从替换领域看，对标日本市场，中国汽车保有量仍有较大增长空间，且随着中国汽车平均车龄的延长，整体带动中国轮胎替换市场有较大增长空间。中国轮胎龙头凭借产品性能提升以及规模优势，有望布局国内中高端车型的替换市场。

有别于大众的认识

市场可能认为轮胎行业格局已定，中国轮胎很难与国际品牌相抗衡。但我们认为，中国轮胎企业在人员成本方面相较海外企业具有一定优势，并且较国内小厂敢于加大研发投入，在产品性能方面有望与国际二线品牌相抗衡。1998 年到 2019 年，全球前 75 名的中国大陆和台湾企业合计市占率从 5.4% 提升至 18.4%，但中国龙头市占率仍只有 2%-3%，未来增长空间较大，国内龙头企业随着产能加速扩张，有望改变目前全球前五大轮胎企业都是国际品牌的格局。

市场可能认为传统三巨头伴随海外车企成长，实现从配套到替换的过程，从而成为全球龙头，而中国轮胎由于难以进入配套市场，所以发展空间有限。但我们发现，在中国汽车工业起初景气向上的时期，受益的轮胎品牌为韩泰、锦湖等二线品牌。中国轮胎随着产品性能的提升，目前正逐步进入配套领域。此外，中国乘用车保有量目前正以 5%-10% 的增速快速增长，带来的更为广阔的替换空间。因此我们认为国产轮胎目前可以通过逐步进入配套领域，拉动替换市场，此外，替换市场由于空间大，也给予国产轮胎更大增长空间。

目录

1. 普利司通：百年历史，海外扩张造就全球龙头	7
1.1 普利司通龙头地位稳固，盈利能力领先，抗周期性强	7
1.2 普利司通发展历程	11
1.2.1 成立前身：布袜企业向轮胎行业的转型	11
1.2.2 1931-1960 年：创立初期迅速成长，渠道+技术共同升级	12
1.2.3 1960-1980 年：产品出口+海外建厂	13
1.2.4 1980-2009 年：收购凡士通，跻身世界前三	16
1.2.5 2009 年至今：生产端逐步稳定，渠道端加速收购	18
2. 从普利司通发展历程发现中国轮胎企业发展契机	20
2.1 国际品牌伴随汽车工业发展，配套先发优势明显	20
2.2 汽车保有量及车龄增长，带来较大轮胎替换空间	23
2.3 全球化布局、原材料自供、高研发投入为普利司通主要优势	25
3. 中国轮胎龙头加大研发投入 提升产品质量 快速响应市场，缩小与国际品牌差距	28
4. 中国轮胎迎来高景气，未来增长空间大	33
4.1 中国轮胎企业目前处于产能扩张+出口阶段	33
4.2 国产轮胎全球市占率逐步提高，未来增长空间大	36
4.3 相关企业：中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟	39
5. 投资建议及风险提示	45

图表目录

图 1：1998-2019 年普利司通、米其林、固特异三巨头市占率.....	7
图 2：米其林 2020 年营业成本拆分.....	8
图 3：国内轮胎企业营业成本拆分.....	8
图 4：普利司通毛利率高于米其林、固特异.....	8
图 5：普利司通相比米其林、固特异，净利润率更稳定.....	8
图 6：普利司通产品一览.....	9
图 7：公司乘用车胎分地区销量增长情况.....	10
图 8：公司卡客车胎分地区销量增长情况.....	10
图 9：普利司通分地区销售情况.....	10
图 10：公司 1992 财年以来收入利润情况.....	11
图 11：普利司通前身热销的胶底布鞋.....	12
图 12：普利司通第一号轮胎的诞生.....	12
图 13：固特异会长和石桥社长.....	13
图 14：1958 年普利司通的直营店.....	13
图 15：普利司通轮胎产品发展历程.....	14
图 16：普利司通出口历程.....	15
图 17：普利司通收购凡士通，市占率进入世界前三.....	17
图 18：普利司通海外轮胎产量占比近年来稳定 70%以上.....	18
图 19：公司主要产能布局在美洲和日本.....	19
图 20：普利司通工厂数量近 10 年来比较稳定.....	19
图 21：日本汽车产销量.....	20
图 22：日本 1960-1990 年乘用车、汽车千人保有量.....	21
图 23：日本 1970-1990 年汽车出口量.....	21
图 24：日本 2006-2019 年汽车产销量.....	21
图 25：日本 2006-2019 年进出口量.....	22
图 26：2006-2009 年各系车在中国的市占率.....	23
图 27：部分车企品牌在中国的产量占比.....	23
图 28：日本轮胎产量高峰滞后于汽车产量高峰 17 年.....	24

图 29：对标日本人均 GDP 和乘用车千人保有量，中国乘用车千人保有量有较大增长空间	24
图 30：中国平均车龄是美国的一半	25
图 31：中国 5 年以上的车龄占比逐步提升	25
图 32：普利司通全球产能占比	25
图 33：普利司通建厂时间分布	26
图 34：主要天胶生产国家天胶产量情况	26
图 35：主要天胶种植国家天胶种植面积	26
图 36：普利司通研发费用率约 3%	27
图 37：普利司通研发总部和技术中心人员数量	27
图 38：普利司通研发中心	28
图 39：轮胎产业链	28
图 40：赛轮、玲珑技术人员超 2000 人	29
图 41：玲珑研发支出行业领先	29
图 42：中国 TOP 轮胎测试排行榜 2020	30
图 43：玲珑 Green Max 在干地和湿地制动中表现优异	30
图 44：玲珑 Green Max 在噪音、滚阻方面表现优秀	31
图 45：轮胎性能魔鬼三角	31
图 46：中国人均 GDP 和乘用车千人保有量	32
图 47：中国轮胎制造企业数量从 2015 年 530 家下滑至 2019 年 200-300 家	34
图 48：中国轮胎制造固定资产投资完成额在 2013-2014 年迎来高峰	34
图 49：美国进口轮胎中，中国轮胎占比情况	35
图 50：1998 到 2019 年中国轮胎企业市占率提升	36
图 51：中国 2005-2020 年汽车/乘用车/轿车产量	37
图 52：国产 A00、A0、A 级轿车产量占比超过 70%	37
图 53：中国汽车保有量和乘用车保有量	38
图 54：不同价位的汽车销量占比	39
图 55：不同价位的汽车销量增速	39
图 56：中策橡胶是全球排名前十的轮胎企业	40
图 57：玲珑轮胎 2020 年收入 184 亿元（+7.1%）	40

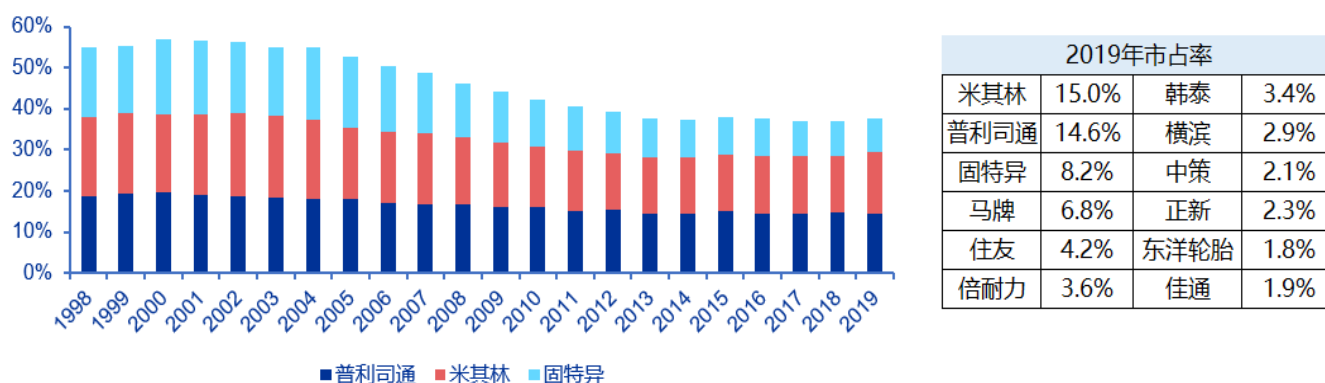
图 58：玲珑轮胎 2020 年净利润 22 亿元（+33.1%）	40
图 59：玲珑轮胎战略布局	41
图 60：赛轮轮胎 2020 年收入 154 亿元（+1.8%）	42
图 61：赛轮轮胎 2020 年净利润 15 亿元（+24.8%）	42
图 62：公司股权结构理顺，董事长成为实际控制人（截至 21 年一季度）	43
图 63：2016-2020 年公司收入复合增速约 18.1%	44
图 64：2016-2020 年公司净利润复合增速约 35%	44
图 65：2020 年公司泰国工厂净利润 8.2 亿元，占比 84%	44
图 66：公司净利率明显提升，泰国工厂盈利水平高	44
图 67：公司路航品牌在 Auto Bild China 测试中排名第三	45
表 1：公司日本工厂开始运营时间及生产轮胎类型	15
表 2：公司美洲工厂情况	15
表 3：公司欧洲、中东、南非工厂情况	16
表 4：公司亚洲工厂情况	16
表 5：普利司通原材料工厂	27
表 6：国内轮胎企业海外布局情况	36
表 7：中国境内轮胎企业排名	37
表 8：轮胎配套与替换系数	39
表 9：相关公司盈利预测与估值表	45

1. 普利司通：百年历史，海外扩张造就全球龙头

1.1 普利司通龙头地位稳固，盈利能力领先，抗周期性强

普利司通市占率稳居前二。从全球轮胎企业竞争格局看，过去 20 年来国际三巨头普利司通、米其林、固特异维持市占率前三，但整体比例有所下滑，主要由于中国等其他地区轮胎企业的崛起，分摊了全球轮胎需求市场，但普利司通、米其林的市场份额始终遥遥领先。普利司通 1998 年至 2019 年市场份额稳定在 14%-20%，2008 年市占率超过米其林，成为全球第一，2019 年市占率为 14.6%。

图 1：1998-2019 年普利司通、米其林、固特异三巨头市占率

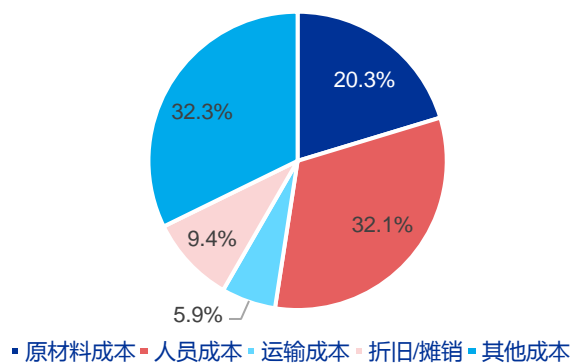


资料来源：公司公告，申万宏源研究

三巨头毛利率水平稳定，得益于拥有自己的橡胶园，以及原材料成本占比相对较低。

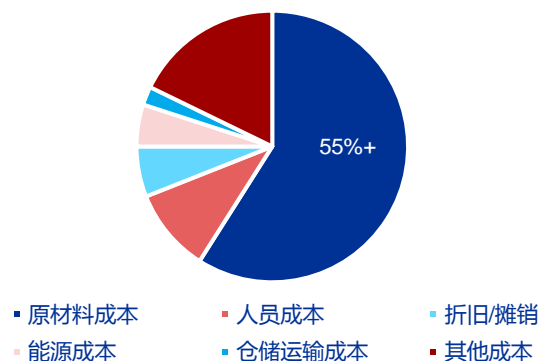
从三家毛利率对比天然橡胶价格来看，三巨头毛利率略受原材料价格波动影响，但整体维持稳定，即使面临 2011 年天然橡胶价格骤增，三家毛利率下滑幅度也只有 0.5%-2.3%。我们认为主要原因是几家轮胎企业拥有自己的橡胶园，可以抵御部分原材料价格波动的风险，以及经过多年的发展，对橡胶及其他原材料的供需关系有经验丰富的判断。通过大概计算，普利司通的 4 个橡胶园合计可以自供橡胶量占比超 45%（4 个橡胶园近 30 万公顷，每公顷约 1413 千克天胶产量，整体约 42 万吨天胶产量，公司往年天胶使用量约 90 万吨）。另外，通过对比中国和海外轮胎企业的成本结构，我们发现，像普利司通、米其林等海外轮胎龙头，橡胶等原材料的成本占比约 20%-30%（2016-2020 年米其林原材料成本占比分别为 23.7%、27.0%、25.4%、24.0%、20.3%），人员成本占比超过 30%（2016-2020 年米其林人员成本占比分别为 30.4%、30.6%、31.3%、30.2%、32.1%），而像国产轮胎企业原材料成本占比超过 55%，人员成本相对占比较低，约 10%。因此原材料价格波动对于海外龙头企业来说，影响较小。**相比米其林和固特异，普利司通毛利率位居榜首。**1992 年至今，普利司通毛利率在 30%-40% 范围内波动，米其林波动范围为 25%-35%，固特异为 15%-30%。

图 2：米其林 2020 年营业成本拆分



资料来源：米其林公告，申万宏源研究

图 3：国内轮胎企业营业成本拆分



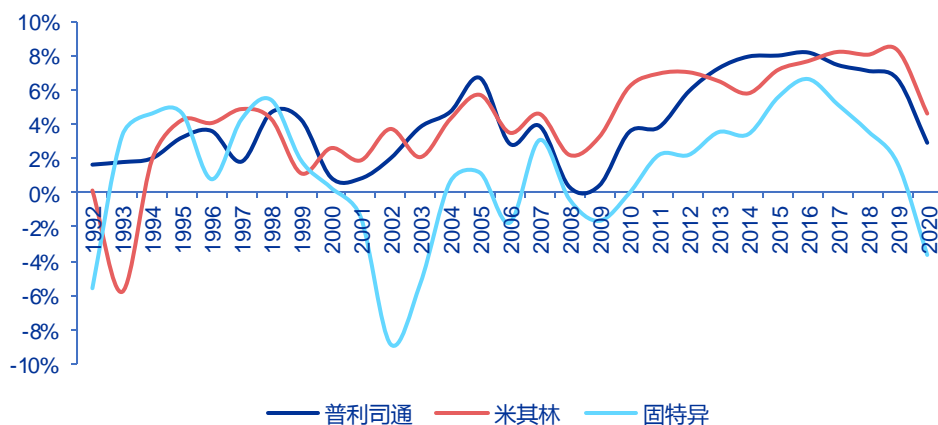
资料来源：玲珑和赛轮公司公告，申万宏源研究

图 4：普利司通毛利率高于米其林、固特异



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 5：普利司通相比米其林、固特异，净利润率更稳定



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

普利司通为全球领先轮胎企业，近百年历史使其在全球拥有约 180 个生产工厂和研发基地，产品销往全球 150 多个国家，全球范围内拥有近 14 万名员工。公司以“卓越品质服务社会”为使命，为客户提供世界一流的产品和服务，在全球建立多个销售公司。另外，公司通过 2024 年奥运会和残奥会，正式成为全球顶级奥运会和残奥会合作伙伴，并积极参与多种赛事。

公司业务涵盖轮胎制造以及轮胎橡胶为核心的多元化产品。轮胎制造产品主要有乘用车胎、卡客车胎、自行车和摩托车轮胎、航空轮胎、建筑和矿用轮胎、工业机械和农用机械轮胎等，以及翻新材料及服务、汽车维修保养服务等其他业务。多元化产品主要有传送带、隔震装置、橡胶软管、高尔夫工具等产品。2020 年公司乘用车胎收入占比约 49%，卡客车胎收入占比约 22%。

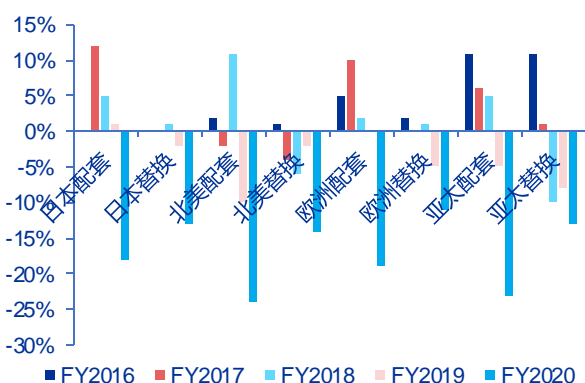
图 6：普利司通产品一览



资料来源：公司官网，申万宏源研究

分地区来看：1) 销量方面，近两年需求量有所下滑，2020 年受公共卫生事件影响，全球市场需求有所下滑，乘用车胎和卡客车胎销量分别下滑 16% 和 13%。分配套和替换来看，乘用车配套和替换销量分别下滑 22% 和 13%，其中北美和亚太配套市场分别下滑 24% 和 23%；卡客车配套和替换销量分别下滑 28% 和 8%，其中北美和亚太配套市场分别下滑 36% 和 32%。2) 销售额方面，美国维持公司第一大下游市场，2010 至 2020 年收入占比从 42% 提升至 47%；欧洲市场收入占比从 2010 年 14% 提升至 2020 年 19%。目前来看，未来欧美市场仍旧是公司主要布局的地区。

图 7：公司乘用车胎分地区销量增长情况



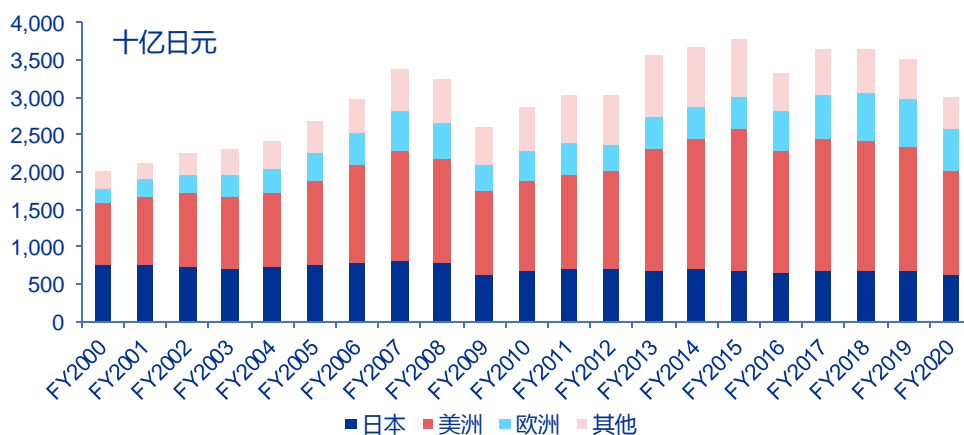
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：公司卡客车胎分地区销量增长情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：普利司通分地区销售情况

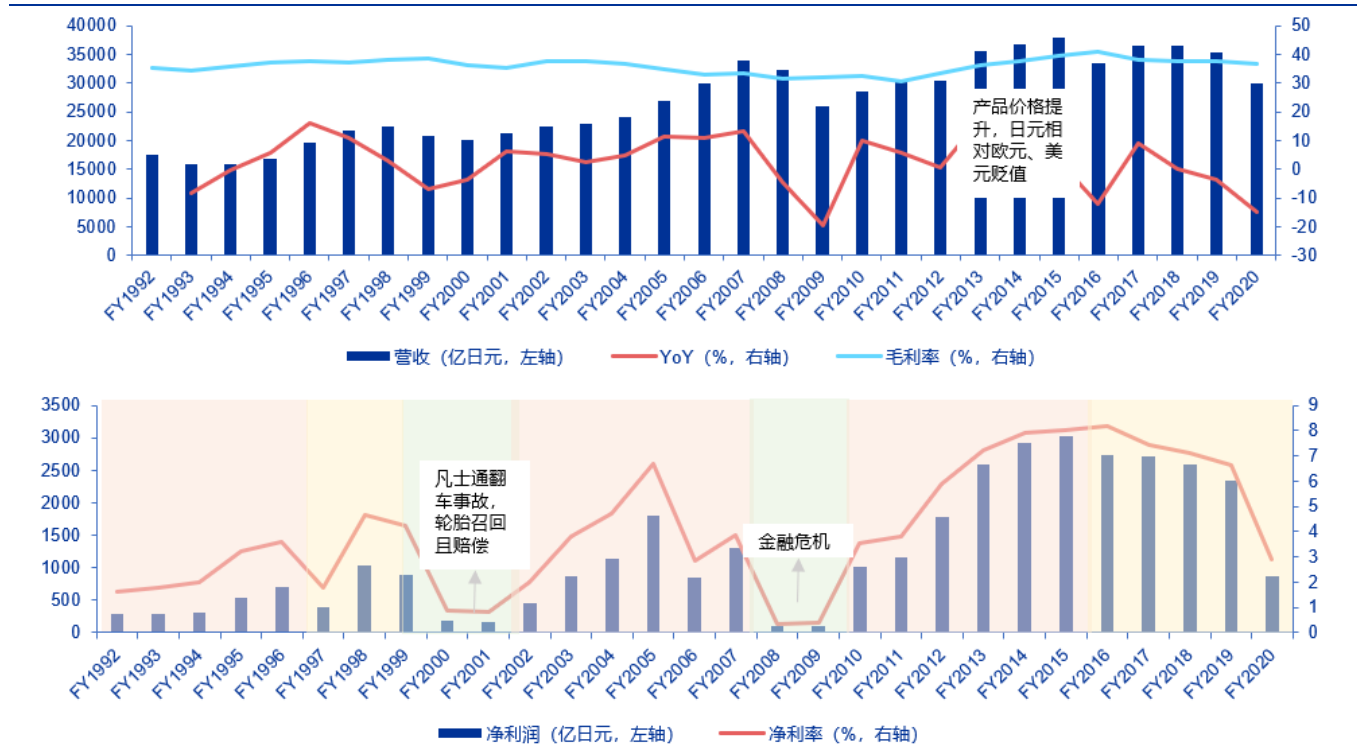


资料来源：公司公告，申万宏源研究

回顾普利司通发展历程和业绩情况，抗周期性较强。过去近 30 年来，收入整体呈现稳步增长，自 2016 年日元升值，导致出口至美国收入下滑后，公司收入趋于稳定。2020 年受公共卫生事件影响，全球轮胎市场需求走弱，公司实现收入近 3 万亿日币（约 1740 亿人民币）。

重点关注：1）关键性收购发生在 1988 年，普利司通收购美国凡士通，进入全球轮胎规模前三。2）历史出现 2 次比较明显的低谷：①2000-2001 财年，由于装有凡士通轮胎的汽车出现翻车事故，美国高速道路交通安全局开始对凡士通制造的 4700 万条轮胎进行缺陷调查。2000 年 8 月召回成为调查对象的 1440 万条轮胎，推算到当时实际在使用中的轮胎，大概 650 万条。公司针对这些轮胎，除了无偿更换外，对于已经更换其他轮胎品牌的顾客，也支付了相关费用。因此导致 2000-2001 年公司利润有明显下滑。后续经过普利司通凡士通以及第三方的调查，表明轮胎的不合格并不是事故的唯一原因，之后美国关于此事件的舆论热度逐步冷却，至 2005 年，公司内外的信任度才得以恢复。**②2008-2009 财年**，由于全球金融危机，市场需求急剧下滑。

图 10：公司 1992 财年以来收入利润情况



资料来源：Bloomberg，公司公告，申万宏源研究

1.2 普利司通发展历程

1.2.1 成立前身：布袜企业向轮胎行业的转型

布袜企业起家，通过胶底布袜的生产进入橡胶行业。1906 年 3 月，石桥正二郎和兄长一起继承了父亲德次郎的名为“SIMA 屋”的成衣铺，但考虑到经营汗衫、衬裤、绑腿、布袜等杂多项目带来的订单应对效率低下的局面，毅然决定将成衣铺事业转向实施“布袜专项”。1914 年，石桥正二郎通过改革，推出均一价钱的布袜而大获成功，并于 1918 年向法人组织过渡，成立了“日本布袜株式会社”，资本金 100 万日元。然而受到当时政治、经济局面的影响，正二郎的日本布袜公司面临产品积压、产量缩减的困境，于是石桥兄弟将眼光聚焦在匹配草鞋穿着更耐用的胶底布袜上。正二郎从美国网球鞋中受到了启发，改变原有的单纯缝合为粘合，终于研发生产出坚固的胶底布袜，从此踏入了橡胶工业的门槛。

布袜转型至轮胎，艰难创业普利司通。日本布袜公司的成功并没有让石桥正二郎满足，他不顾公司内部、亲属、朋友等的激烈反对，抱着“用日本人的资本依靠日本人的技术将轮胎实现国产化”的信念，又投入到全新的领域（轮胎行业）中去。虽然当时日本国内的汽车需求呈现普及的趋势，但是四轮汽车保有数量包括卡车和消防车等特殊用途车辆在内也还没有达到 8 万台。而其中大部分的车辆为福特和大众品牌，国外品牌在轿车市场中大约占 60%，在卡车市场中占约 90%。日本国内汽车轮胎需求也不断增加，但也只能依靠质

优价廉的进口品和当时英国邓禄普的子公司邓禄普橡胶的神户工厂来供应轮胎。坚信日本将来会实现汽车普及化进程的石桥正二郎，开始考虑用自己的力量将汽车轮胎国产化。在经历了艰苦努力之后，终于在 1930 年 4 月 9 日下午 4 点完成了汽车轮胎的制作，第一号普利司通轮胎诞生了，是小型轿车用轮胎。

图 11：普利司通前身热销的胶底布鞋



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 12：普利司通第一号轮胎的诞生



资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2.2 1931-1960 年：创立初期迅速成长，渠道+技术共同升级

创立初期，凭借合适的销售渠道和优质的产品质量及售后服务，迅速成长。创始人石桥正二郎于 1931 年创立普利司通，创业初期，销售渠道和产品质量的保证使得普利司通迅速成长。以普利司通当时的能力，几乎没有挤入大型轮胎零售店的可能性。因此他们形成了以轮胎修理店、中小型轮胎零售店、日本布袜代理店为对象的代理店网络模式。当时由于汽车轮胎对于车辆安全的重要性已经得到了广泛的认同，为此，普利司通决定以**对消费者充满诚意的服务为理念**，采用产品出现故障免费调换新品的“完全品质保证制度”。为了贯彻诚意服务的理念，普利司通甚至提供第二次、第三次的替换，明知不合理也要彻底为消费者服务。**开启出口，取得良好业绩。**1932 年 12 月，负责出口业务的普利司通营业科 2 名员工远赴东南亚、新西兰、印度进行市场调查和轮胎出口销售。第一年内成功将 1.4 万条汽车轮胎销售往海外，次年就实现了 8.4 万条轮胎销售的上涨业绩。1933 年，普利司通购买了日本布袜本部相邻的地块，加上石桥家族所有土地合计 3.6 万平方米，建设了普利司通久留米工厂。

二战结束后，公司伴随日本汽车产业进入快速发展阶段，渠道+技术共同升级。二战后，日本汽车工业的发展进入基础阶段，橡胶需求明显提高。1946 年下半年，公司扩大生产后，在日本汽车轮胎市场占据 48% 的市场份额。

1) 和固特异技术合作，进行技术、设备升级。1949 年 11 月，当时世界知名轮胎制造商固特异的会长里奇费鲁德来访日本，在东京和普利司通的石桥社长进行了会谈并参观了久留米的工厂。回国后，里奇费鲁德确定了与普利司通的合作意向，并邀请石桥访美。双方在技术指导和委托生产方面达成了意向。1951 年固特异与普利司通正式签约，固特异派出 2 名技师、2 名会计在久留米工厂进行技术指导，并且在此开始生产固特异品牌轮胎。

之后两家公司之间的合作条件进行了数次的修订，直到 1979 年技术合作合同的解除。石桥社长访问固特异公司时深刻感受到了普利司通技术和设备的落后，于是制定了 1951-1955 五年计划，将设备现代化从由棉线帘线向人造纤维帘线进行转换，在久留米工厂安装新的主要设备，并全面更新了试验设备等附属设施。向人造纤维轮胎的转换以及和固特异公司的技术合作，在普利司通发展历史上是相当重要的决定。公司通过实现向设备现代化和人造纤维帘线轮胎的转换，加强了竞争力，1953 年公司营业额突破了 100 亿日元，成为日本轮胎业界首位。

2) 直营门店+销售公司，成为当时主要的销售渠道。石桥社长在公司创立 25 周年之际，提出了要使 1956 年的销售业绩实现飞跃性增长的指示。接受此任务的柴本担当常务提出了将市场销售轮胎的重点放在小需求客户和私家车用户上，这同时也成为了 60 年代和 70 年代的销售政策的基础。①**直营店**：1958 年开设直营店，并且为了填补生产和销售之间的落差，采用了销售店的自身系列化政策，目的之一就是确保门店为仅销售普利司通产品的专卖店。销售店铺的意向可以左右销售量的多少，所以公司认为有必要实现计划型生产并向专卖化推进，可以正确把握销售预估量。②**代理商体制改革**：代理商多为小型企业，普利司通首先参与资本投入，同时将员工作为经营管理者之一进行派遣。普利司通资本金出资 50% 以上的代理店称为“销售公司”，销售公司在 1956 年为 6 家，1963 年达到 36 家，几乎覆盖了日本全国。③**增强零售意识**：50 年代后半期，担当轮胎批量销售的核心力量是专业店。普利司通考虑到提高专业店的零售意识，以及推进店铺建设，让客户愿意进入到店铺里非常重要。从 1957 年到次年，率先在专业店的店头放上了氯化塑料材质的统一设计的招牌。这不仅是为了促进了销售，而且也对专业店与普利司通之间关系的加强起到了非常大的作用。

图 13：固特异会长和石桥社长



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 14：1958 年普利司通的直营店



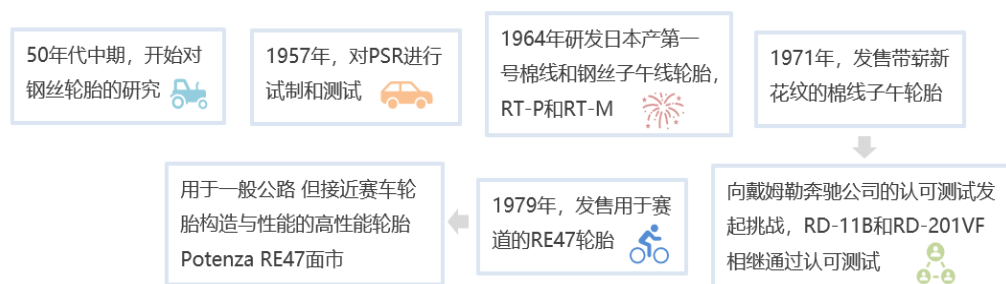
资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2.3 1960-1980 年：产品出口+海外建厂

产品重点：子午线轮胎的开发和 POTENZA 轮胎的诞生。50 年代中期，普利司通开始对钢丝轮胎进行研究。发现要想发挥出钢丝帘线的特性，子午线轮胎比斜交线轮胎更为合适，于是将研发重点放到了钢丝子午线轮胎上。1957 年公司开始 PSR(轿车用子午线轮胎)的试制和测试，但是由于当时得到的评价是“尽管使用寿命长，但是在行驶中受到路面的

冲击比较大，操控过于灵活，总之乘坐舒适性不好”，同时公司觉得“子午线轮胎在日本推广为时尚早”，所以在1960年中断了开发。1963年，轿车用子午线轮胎在欧洲迅速普及，因此公司关于轿车用子午线轮胎的研发再度启动。并同时研发钢丝帘线型和棉线帘线型两种类型轮胎。1964年成功开发出日本产第1号棉线子午线轮胎“RT-P”以及钢丝子午线轮胎“RT-M”。1979年，普利司通发售了主要用于赛道的“RE47”轮胎，此款轮胎在赛事中频传捷报。同年，以此款轮胎为母版，可以用于一般公路，但接近赛车轮胎构造的高性能轮胎“Potenza RE47”面市。从此拉开了称霸F1十多年、备受汽车运动发烧友狂热追捧的POTENZA传奇的序幕。

图 15：普利司通轮胎产品发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

海外销售和海外建厂迅速展开。普利司通 1948 年开启出口，**1）亚洲：**1956 年，普利司通建立了战后第一个海外机构—新加坡分公司，之后泰国、缅甸、印度等面向东南亚国家的出口日益扩大。1958 年公司在伊朗的德黑兰设置了驻在员事务所，随即黎巴嫩、沙特阿拉伯等销售机构设立，开启面向中东出口的大门。**2）欧洲：进入 60、70 年代，海外出口扩大至美国与欧洲。**考虑到和固特异的关系，最终确定了以为日系车提供售后服务、扩大摩托车销售和轮胎的试销作为主要目标，并于 1967 年在洛杉矶成立了普利司通美国公司。1962 年，普利司通在汉堡成立了驻在员事务所。1965 年，公司在欧洲瑞士成立了销售公司，1972 年在英国和丹麦成立销售公司，1976 年在当时的西德也成立了销售公司。上世纪 70-80 年代，日本汽车工业向欧美扩张，普利司通作为主要的日系轮胎制造商，也逐步通过并购进入欧美市场。**3）非洲：**1967 年普利司通决定在非洲设立驻在员事务所。1968 年启动了约翰内斯堡驻在员事务所，负责非洲东部和南部市场。为了扩大对阿尔及利亚、利比亚等产油国的销售，同时为了对应埃及门户开放政策下的卡车巴士轮胎需求量的增加，1976 年公司在开罗开设了驻在员事务所。**4）美洲：**1974 年普利司通在拉丁美洲的进口轮胎市场中占有 16% 的份额，为了进一步扩大销售，1976 年在巴拿马设立驻在员事务所。

图 16：普利司通出口历程

亚洲	欧美	非洲
1948年开始出口 1956年第一个海外机构—新加坡 1958年进驻伊朗德黑兰，随即黎巴嫩、沙特阿拉伯等销售机构成立	1967年洛杉矶成立普利司通美国公司； 1961年，在汉堡设立驻在员事务所； 1965年，在瑞士成立销售公司； 1972年，在英国、丹麦建立销售公司； 1976年，在西德成立销售公司； 1976年，在巴拿马设立驻在员事务所	1967年，在非洲设立驻在员事务所； 1968年，约翰内斯堡驻在员事务所，负责非洲东部和南部市场； 1976年，在开罗开设驻在员事务所，扩大阿尔及利亚、利比亚等产油国，应对埃及门户卡车巴士轮胎需求增长

资料来源：公司官网，申万宏源研究

从建厂情况来看，普利司通密集建厂时间为 20 世纪 60 至 80 年代，主要在日本、欧美建厂（1988 年收购凡士通，获得部分欧洲工厂）。20 世纪 90 年代至 21 世纪初主要在亚洲建厂。

表 1：公司日本工厂开始运营时间及生产轮胎类型

日本工厂	所在地	建厂时间	生产轮胎类型
久留米工厂	日本	1931	乘用车、轻卡、飞机、赛车等
东京工厂	日本	1960	乘用车、轻卡、重卡、巴士、飞机
那须工厂	日本	1962	乘用车、轻卡、摩托车、农用机械、工程机械
彦根工厂	日本	1968	乘用车
下关工厂	日本	1970	建筑用和矿用非公路轮胎
乌栖工厂	日本	1970	乘用车（包括高性能等）
栃木工厂	日本	1971	卡车、巴士、乘用车、轻卡、新交通
甘木工厂	日本	1973	卡车、巴士
防府工厂	日本	1976	乘用车、矿用和建筑用非公路轮胎

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：公司美洲工厂情况

美洲工厂	所在地	建厂时间	生产轮胎类型
爱荷华州得梅因	美国	1945	农用轮胎
伊利诺伊州布卢明顿	美国	1965	采矿和建筑工程轮胎
田纳西州拉维尼	美国	1972	卡车胎
北卡罗莱纳州威尔逊	美国	1974	轿车、轻型卡车轮胎
田纳西州沃伦	美国	1990	卡车、商用车胎
南卡罗莱纳州艾肯	美国	1999	轿车、轻型卡车、工程机械轮胎
北卡罗莱纳州梅奥丹	美国		机用轮胎
魁北克 Joliette	加拿大	1966	轿车、轻型卡车轮胎
库埃纳瓦卡	墨西哥	1980	轿车、轻型卡车轮胎
蒙特雷	墨西哥	1958	轿车、轻型卡车轮胎
圣约瑟	哥斯达黎加		乘用车、卡车、农用轮胎
巴伊亚	巴西	2006	乘用车轮胎
圣安德烈	巴西		乘用车、卡车、农用、工程机械轮胎
布宜诺斯艾利斯	阿根廷		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 3：公司欧洲、中东、南非工厂情况

欧洲、中东、南非工厂	所在地	建厂时间	生产轮胎类型
贝顿工厂	法国	1960	轿车胎
毕尔巴鄂工厂	西班牙		卡车巴士轮胎
布尔戈斯工厂	西班牙		乘用车胎
普恩特圣米格尔	西班牙	1965	农用、工程机械轮胎
斯塔加德甚切青	波兰	2007	卡车巴士轮胎
波兹南工厂	波兰	1998	轿车胎
巴里工厂	意大利	1962	乘用车胎
塔塔班亚工厂	匈牙利	2006	乘用车胎
乌里扬诺夫斯克州扎沃尔日耶工厂	俄罗斯	2013	冬季轮胎
伊兹米特工厂	土耳其		乘用车、卡车胎
Askaray 工厂	土耳其	2014	客车、轻卡车胎
伊丽莎白港	南非	1936	卡车、农用轮胎
布利兹	南非	1971	乘用车、卡车胎

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 4：公司亚洲工厂情况

亚洲工厂	所在地	建厂时间	生产轮胎类型
兰实工厂	泰国		乘用车、卡车、农用轮胎
廊开工厂	泰国	1995	轿车轮胎
春武里府工厂	泰国	2009	卡车、机用轮胎
罗永府工厂	泰国	2004	工程机械、机用轮胎
勿加泗工厂	印度尼西亚		乘用车、农用、工程机械轮胎
Karawang 工厂	印度尼西亚	1999	轿车、轻卡轮胎
新竹工厂	台湾	1982	乘用车与商用车用的钢丝胎
海防港工厂	越南	2014	乘用车轮胎
印多尔工厂	印度	1998	乘用车、轻型卡车和中型卡车轮胎
普纳工厂	印度	2012	乘用车、轻型卡车和中型卡车轮胎
沈阳工厂	中国	1997	卡车胎
天津工厂	中国	1997	乘用车胎
无锡工厂	中国	2004	乘用车胎
惠州工厂	中国	2005	卡车胎
香港工厂	中国		航空轮胎翻新
青岛工厂	中国	2007	航空轮胎翻新

资料来源：公司公告，申万宏源研究

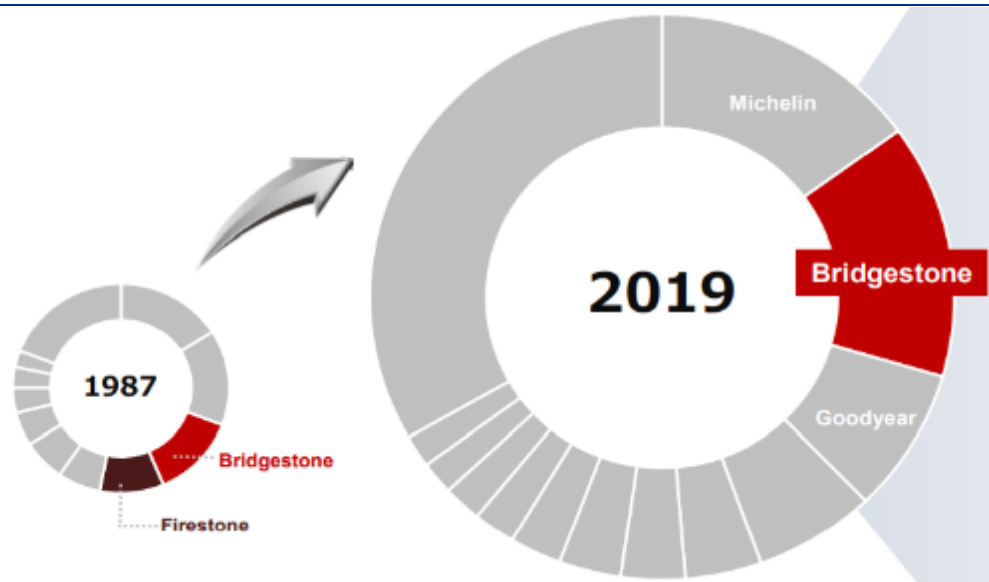
1.2.4 1980-2009 年：收购凡士通，跻身世界前三

凡士通（Firestone）1900 年在美国俄亥俄州创建。凡士通成立之后，在技术上不断有革新突破，轮胎性能也不断进行改良，并且也一直在努力提升品牌形象。伴随汽车工业的快速发展，凡士通在世界各地迅速扩张。1980 年，凡士通公司 CEO 向普利司通发出提

案，表示希望出售旗下唯一生产 TBR（卡车巴士用子午线轮胎）的纳什维尔工厂，或合并进行生产。由于当时普利司通已经强烈意识到北美生产据点的重要性，便立即就此议题召开了研讨会。

1982 年收购纳什维尔工厂，为普利司通第一个在美工厂，1988 年收购凡士通，跻身世界前三轮胎企业。1982 年 2 月，双方签订了意向书，收购金额为 5200 万美元。11 月双方完成了收购合同的签订，1983 年 1 月完成了普利司通轮胎制造 USA（1982 年 11 月成立）所有权的移交，就此在纳什维尔工厂的生产正式开始。收购一年后，普利司通技术中心认定这个工厂可以生产与普利司通同等品质的产品。于是，普利司通轮胎制造 USA 于 1984 年 3 月开始正式生产普利司通品牌的轮胎。1988 年，普利司通斥巨资 26 亿美元买下凡士通，因此获得凡士通 10 家美国工厂、12 家海外工厂、1500 家直营连锁门店和数以万计的经销商渠道资源，一举成为全球规模前三的轮胎企业。并将美国公司更名为普利司通凡士通（BFS），成为普利司通的子公司。

图 17：普利司通收购凡士通，市占率进入世界前三



资料来源：公司公告，申万宏源研究

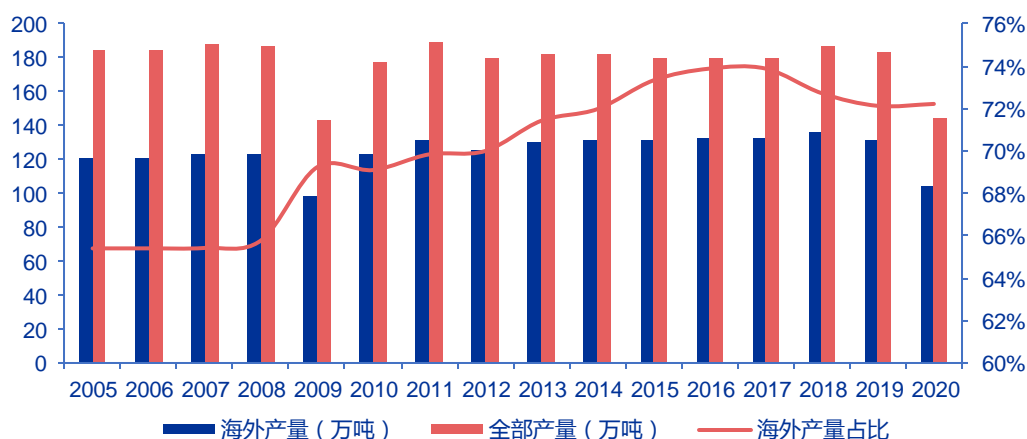
翻车事故引起 2000-2001 年业绩低迷。2001、2000 年，因为装有凡士通的汽车翻车事故，美国高速道路交通安全局开始对凡士通制造的 4700 万条轮胎进行缺陷调查。2000 年 8 月召回成为调查对象的 1440 万条轮胎，推算到当时实际在使用中的轮胎，大概有 650 万条。针对这些轮胎，普利司通除了无偿更换外，对于已经更换其他轮胎品牌的顾客，也支付了相关费用。2001 年 2 月，经过 BFS 的调查，和委托第三方的调查结果表明，轮胎不合格不是事故的唯一原因，并将结果和分析提交给了 NHTSA 以及政府当局。美国舆论从当初认为的“轮胎是事故原因”，也开始变成“不只是轮胎的原因”。自那时起，BFS 开始了重建的道路，至 2005 年，大部分的问题得到了解决，公司内外的信任度也得到了恢复。

车之翼拓展中国替换市场。2003 年普利司通为拓展中国后市场，设立车之翼零售店。普利司通主张向消费者提供安全的行车生活，因此车之翼店首先向消费者提供以轮胎为首的保养类商品以及相关服务，以保行车稳定及安全。另外增加贴膜、喷漆、音响等服务内容，装饰美化车辆。

1.2.5 2009 年至今：生产端逐步稳定，渠道端加速收购

公司产能情况趋于稳定。从过去 10 年时间来看，普利司通轮胎（橡胶）产量基本稳定在 180-200 万吨之间（除 2009 年金融危机和 2020 年公共卫生事件影响）。工厂建设方面，经历上世纪的密集建厂后，近 10 年工厂数量较为稳定，截至 2020 年 4 月，美洲和日本分别有轮胎相关工厂 24 家和 21 家，中国等亚洲地区约 19 家，剩余欧洲等地区工厂约 15 家。

图 18：普利司通海外轮胎产量占比近年来稳定 70% 以上

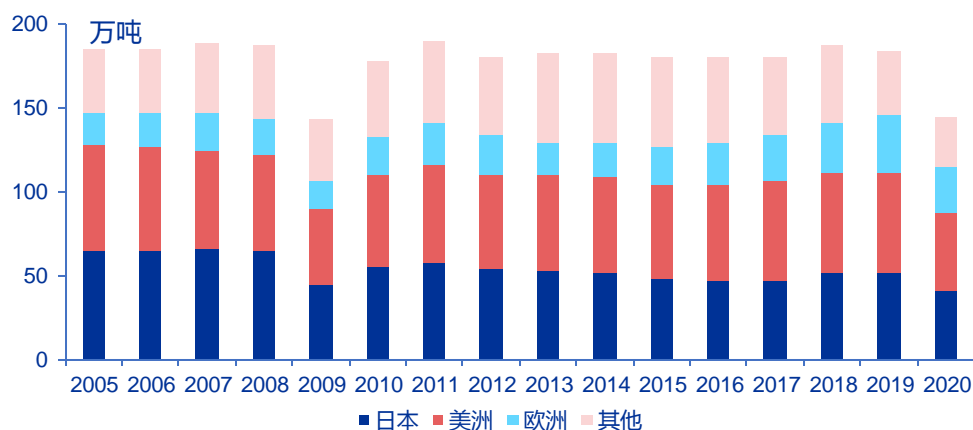


资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：产量为生产轮胎对应橡胶使用量

分地区来看：1) 美洲市场是普利司通最主要的市场，截止 2020 年 4 月，普利司通在这里一共有 52 个工厂，其中轮胎及相关工厂 24 个。24 个工厂其中有 18 个位于北美，6 个新轮胎生产工厂分别位于南美的哥斯达黎加、巴西和阿根廷。2019 年普利司通在美洲的轮胎产能约为 60 万吨，占其总产能约 33%，据轮胎商业显示，美国相关数据统计 2019 年普利司通在北美市场的新轮胎日产能约为 14 万条，仅次于米其林的日产能近 23 万条，位居北美地区第二位，其中轿车轮胎日产能近 9.8 万条，轻卡轮胎日产能近 2.4 万条，卡客车轮胎日产能约 1.5 万条。**2) 在日本**，截止 2020 年 4 月，普利司通一共布局 50 个工厂，其中轮胎及相关工厂 21 个。2019 年布局产能超 50 万吨。**3) 在欧洲、非洲、中东市场及俄罗斯市场**，2019 年普利司通轮胎总产能约 34 万吨。截止 2020 年 4 月，普利司通在这一块一共布局了 21 个工厂，其中新轮胎制造工厂就有 13 个。其他轮胎相关工厂 2 个。**4) 在包含中国的亚太地区（不含日本）、大洋洲**，2019 年普利司通轮胎总产能约 38 万吨，截止至 2020 年 4 月，一共在此布局了 42 个工厂，其中轮胎及相关工厂 19 个。

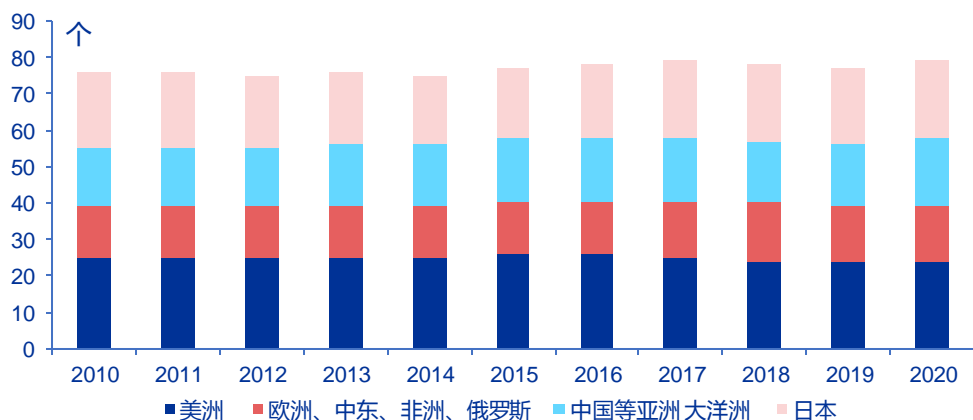
图 19：公司主要产能布局在美洲和日本



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2016 年开始欧洲地区产能为欧洲、俄罗斯、中东、印度、非洲；
其他为中国在内的其他亚洲地区、大洋洲

图 20：普利司通工厂数量近 10 年来比较稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

工厂数量截至每一年 4 月份

随着建厂以及产能规模逐步稳定，公司开启快速并购模式，主要通过收购海外零售商，扩展欧美下游市场。2015 年普利司通尝试收购美国大型汽车配件连锁零售商佩普男孩，但由于价格问题失败了。2016 年普利司通为拓展零售端销售，相继收购法国轮胎连锁零售商 Speedy France、Pneus a bas prix 部分股权，以及 2017 年收购法国“最大的独立轮胎专家”埃梅集团的独立轮胎零售连锁 Cote Route 和拥有 First Stop（欧洲的一家轮胎供应商）的零售商 Ayme 集团，使得公司当时在法国整体网点数量超过 900 个。因此欧洲市场收入占比从 2015 财年 11% 提升至 2016 财年 16%，2020 财年提升至 19%。

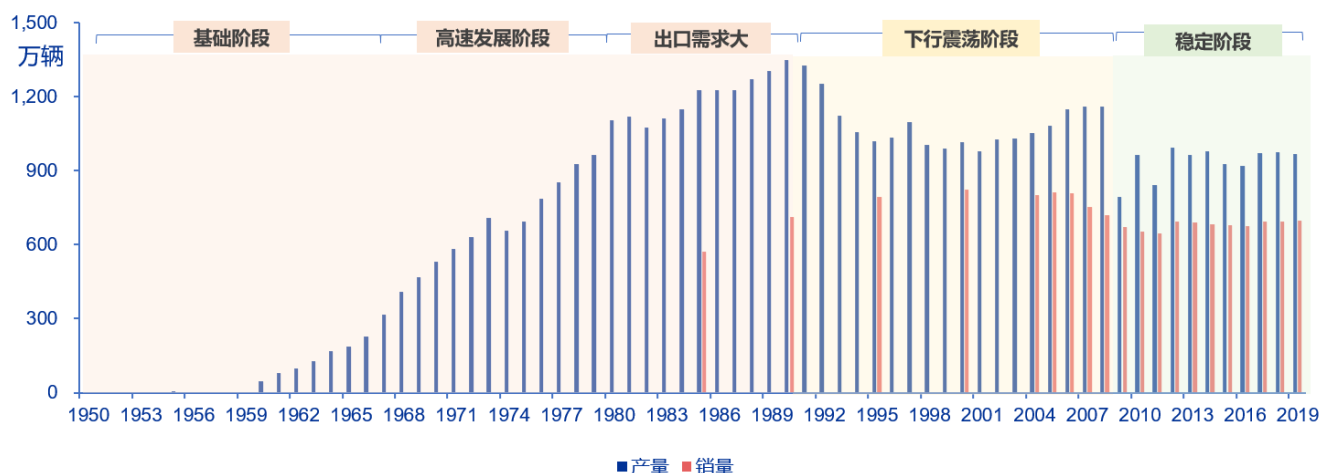
2. 从普利司通发展历程发现中国轮胎企业发展契机

2.1 国际品牌伴随汽车工业发展，配套先发优势明显

通过回顾普利司通的发展历程，我们发现国际轮胎龙头多数是伴随所在国家汽车产业发展起来的，因此我们认为这也是目前普利司通、米其林等国际大牌能够在配套市场中站稳脚跟的原因之一。

首先，简要回顾日本汽车产业，我们大致可分为三个阶段：

图 21：日本汽车产销量



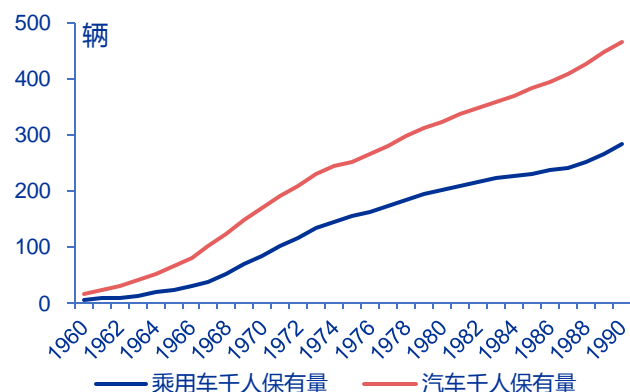
资料来源：Wind，申万宏源研究

1936 年-1990 年上行期：汽车工业发展基础阶段—高速发展—相对成熟

1936 年汽车制造行业法正式在日本国内开始实施，日本汽车拉开国产化序幕。二战后，1946 年日本汽车工业进入基础发展阶段，20 世纪 60、70 年代，日本汽车工业高速发展。1950 年到 1970 年，日本汽车产量迅速从 3 万辆攀升到 529 万辆，其中涵盖 1960 年左右，全面机动化以及高速公路的出现，推动汽车产量攀升以及引发轮胎行业的技术革命。1967 年日本超过德国成为第二大汽车生产国。1970 年，日本国内汽车市场首次销量超过 400 万辆，汽车千人平均保有量达到 170 辆，比 1950 年增加将近 60 倍。这段时期，汽车从“奢侈品”变成普通消费品，普通劳动者成为汽车的主流买主，汽车也不再是社会地位的象征，而成为了代步工具。

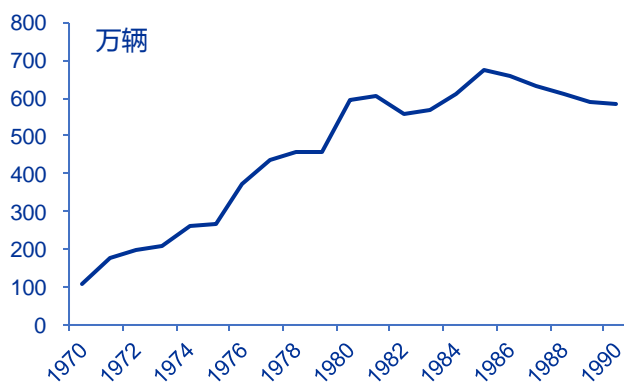
1975 年后日本汽车工业进入相对成熟期。20 世纪 70 年代，石油危机重创欧美车厂，但小排量车的日本车企从中受益，1977 年日本汽车出口 435 万辆，首次超过国内销量，1985 年日本汽车达到出口高峰，约 673 万辆。1990 年日本汽车产量到达巅峰约 1349 万辆，销量约 711 万辆，汽车千人保有量迅速攀升达到 467 辆。

图 22：日本 1960-1990 年乘用车、汽车千人保有量



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：日本 1970-1990 年汽车出口量



资料来源：Wind，申万宏源研究

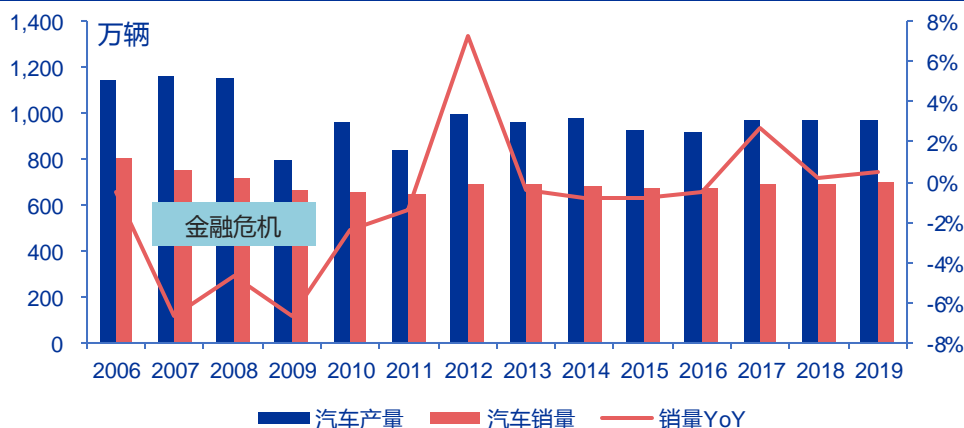
1990 年-2008 年震荡下行期：

1990 年日本汽车产量达到高峰后，日本本土汽车市场进入震荡下行期。1997 年亚洲金融风暴开启，使得日本汽车工业受到严重打击，据汽车之家和日本汽车工业协会数据显示，1998 年，日本国内汽车新车销量下滑 12.6%，后来至 2007 年，年销量维持 800 万辆左右的水平。

2008 年至今稳定阶段：产销量、进出口数量均较为稳定

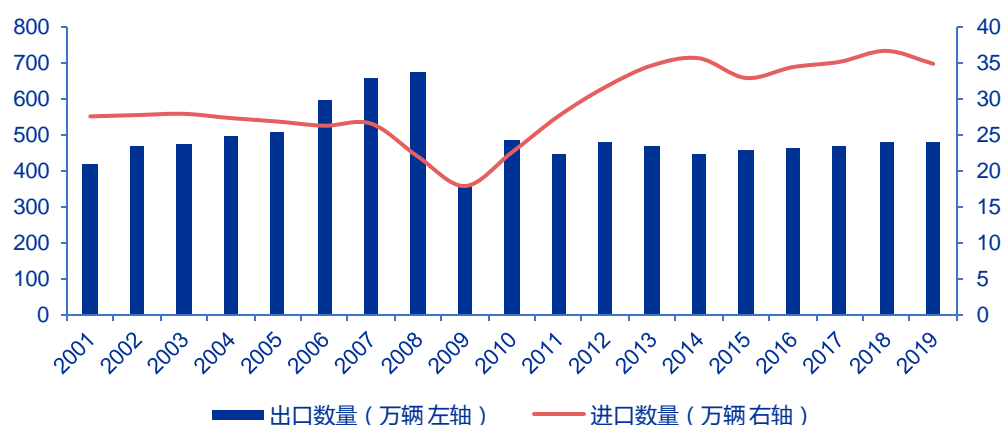
2007 年世界金融危机爆发，日本经济衰退，汽车工业再度受损，2007-2009 年日本汽车销量连续下滑；2011 年日本大地震，丰田、本田、日产三巨头宣布停产，导致 2011 年产量同比下滑近 13% 至 840 万辆。此后日本汽车市场进入产销量相对稳定的阶段，产量维持 920-980 万辆之间，销量维持近 700 万辆。同时，进出口数量也相对稳定，出口数量维持 450-500 万辆，进口数量维持 30-40 万辆。

图 24：日本 2006-2019 年汽车产销量



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 25：日本 2006-2019 年进出口量



资料来源：Wind，申万宏源研究

普利司通伴随日本车企成长，配套的先发优势凸显，之后转向替换市场。1931 年普利司通成立，当时三十年代日本汽车产业处于萌芽期，丰田、日产均成立于二十世纪三十年代。二战结束后，1946 年日本汽车工业进入基础发展阶段，公司加大扩产力度，在当时占据日本汽车轮胎市场 48% 的份额。随后，20 世纪 60、70 年代，日本汽车产业进入高速发展时期，1967 年日本超过德国成为第二大汽车生产国，配套需求旺盛。1977 年日本汽车出口首次超过国内销量，1985 年达到出口高峰。普利司通在此期间积极布局海外渠道，逐步拓展替换市场，1956 年布局第一个海外机构，之后向亚洲扩张，60、70 年代跟随日本汽车产业的快速发展，开始出口至美国和欧洲市场。

中国汽车工业景气度提升时，主要配套品牌为二线品牌：

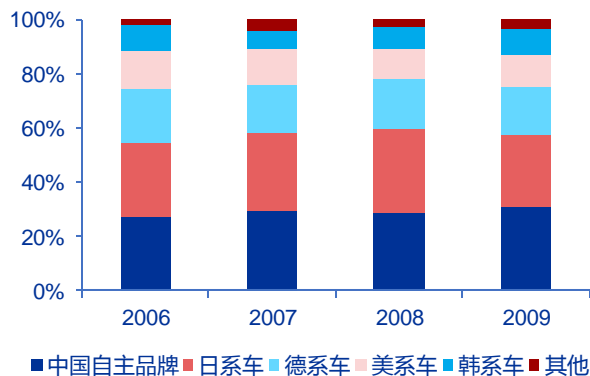
2000 年后，中国汽车工业景气度提升，汽车产量规模实现快速扩张，带来更多配套需求。2006-2009 年中国汽车市场中的日系车、德系车、美系车、韩系车合计份额超过 65%，而日系车主要配套轮胎品牌为普利司通、优科豪马等，德系车主要为马牌、倍耐力等，韩系车主要为韩泰、锦湖等，也表明国际一线品牌由于伴随部分一线车企成长，因此始终占据一定配套份额。另一部分车企注重成本控制，则会倾向考虑二线品牌，而当时国产轮胎品牌还未发展起来，且多数走低端路线，因此也应用较少。

因此二线品牌如韩泰、横滨、锦湖等成为当时配套需求主力，相较如今的国产品牌，也拥有先发优势。2000 年后，在中国热门的大众、福特、现代等汽车品牌，通常配套的轮胎品牌为韩泰、锦湖等：1) 韩泰 1996 年进入中国市场后，努力提升配套数量，2001-2003 年中国使用韩泰配套的车辆达 132 万辆，约占比 3 年汽车产量总和的 13.3%。2006 年韩泰 30% 收入来自整车厂，主要客户包括福特、通用、大众等汽车品牌。2009 年韩泰在中国汽车市场凭借丰富的产品线和积极的渠道拓张，实现配套市场销量 55% 的高速增长。当时韩泰在中国乘用车轮胎市场保持约 20% 的市场占有率，同时也是轮胎配套市场份额最高的厂商之一。2) 锦湖轮胎在 2004 年已经成功配套北京吉普、北京现代、一汽轿车、奇瑞等 30 多家知名汽车品牌，在以中国为主的亚洲地区的收入从 2004 年 14.4 亿元提升至 2011

年 50.4 亿元，收入占比从 11% 提升至 22%。但在 2011 年“锦湖轮胎案”后，锦湖品牌整体生产销售受到较大影响，后续配套量有明显下滑。

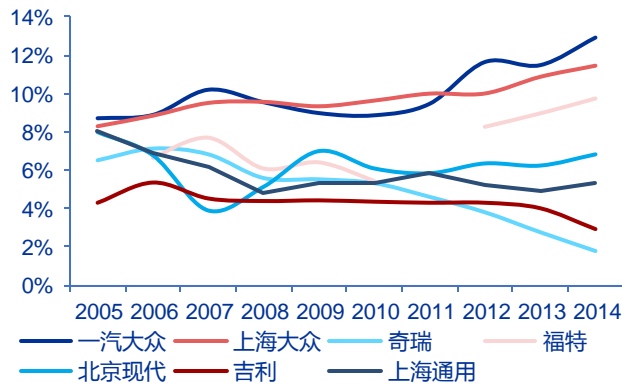
因此在中国汽车景气度提升的阶段，由于海外车系占比较高，因此伴随其成长的一线品牌占据主要配套份额，而自主品牌车系由于注重成本，因此多采用二线品牌作为配套。国产轮胎在当时由于较为低端，进入配套领域难度较大。近年来，国产品牌随着产品质量的提升，逐步进入配套领域，有望拉动更广阔的替换市场。

图 26：2006-2009 年各系车在中国的市占率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 27：部分车企品牌在中国的产量占比



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 汽车保有量及车龄增长，带来较大轮胎替换空间

对比日本轮胎产量和汽车产量，日本轮胎产量高峰滞后于汽车产量高峰 17 年，代表轮胎更大的市场在于后期替换量，并且中国轮胎市场有望在 10-15 年后迎来高峰。

1960 年左右，由于全面机动化以及高速公路的出现，刺激了日本轮胎行业的技术革命，包括设备的自动化以及轮胎原材料的变化，因此日本轮胎行业享受了一个高增长阶段。

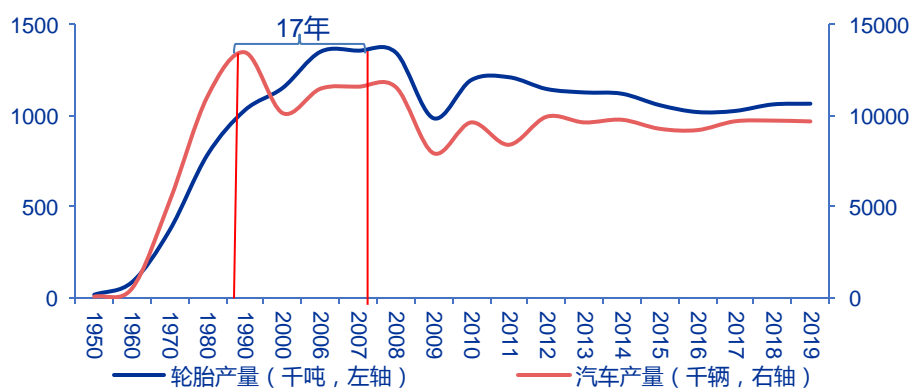
1970 年开始，由于第一次石油危机，日本轮胎行业遭受了短暂的需求下降。然而出口带动了日本经济的增长，日本汽车工业向欧美扩张，普利司通作为主要的日系轮胎制造商，也逐步通过并购进入欧美市场。并且由于生产和登记的车辆数量增加，轮胎生产扩大，带动产品多样化，也刺激了日本轮胎需求端。1979 年第二次石油危机后，全球经济有所衰退，加上子午线轮胎的发展，导致需求下降，迫使日本轮胎行业进入一个极端困难的时期。然而，由于日本和世界主要国家的经济复苏，日本轮胎产量在 1983 年出现了转机。

1985 年，虽然汽车出口量达到高峰，但轮胎需求受强势日元的影响，有所下降。1986 年 12 月，在坚实的消费支出和资本投资的支持下，日本经济开始稳步增长。1998 年和 1999 年，金融部门的大规模重组和引进外资进入汽车行业引起高度关注，另一方面，在美国经济强劲的支撑下，尽管东南亚经济出现困难，但全球经济总体保持稳定。在这种环境下，日本轮胎工业总体上有所增长，轮胎产量在 2000 年增加到 115 万吨。

由于美国、欧洲、中东和金砖四国经济的强劲发展，全球经济在 2007 年之前整体保持强劲，日本轮胎 2007 年达到 136 万吨。2008 年，由于全球严重的经济危机，轮胎产量在 2009 年下降了 36 万吨至 97 万吨。2011 年由于日本东部大地震和日元创纪录的升值，日本轮胎产量开始逐步下滑。从 2011 年 121 万吨下滑至 2017 年 103 万吨，2018-2019 年逐步恢复至 106-107 万吨。

如果对标日本轮胎产量相对汽车产量 17 年的滞后期，按照中国汽车工业发展至今，产量高峰期在 2017 年 2902 万辆，则中国轮胎企业产量有望在 10-15 年后达到高峰。

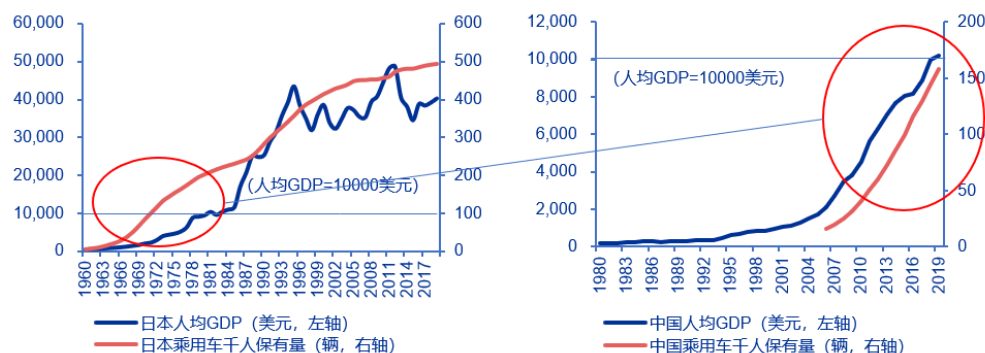
图 28：日本轮胎产量高峰滞后于汽车产量高峰 17 年



资料来源：《TYRE INDUSTRY OF JAPAN》，Wind，申万宏源研究

通过对比中国和日本的乘用车千人保有量以及人均 GDP，我们发现中国人均 GDP 与 1985 年左右的日本人均 GDP 相近（刚超 1 万美元），若对标日本市场，随着中国消费水平的提升，中国乘用车千人保有量仍有较大增长空间，从而带来庞大的替换市场。

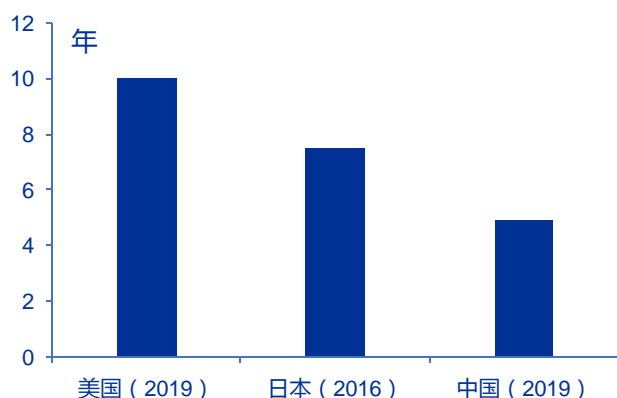
图 29：对标日本人均 GDP 和乘用车千人保有量，中国乘用车千人保有量有较大增长空间



资料来源：Wind，申万宏源研究

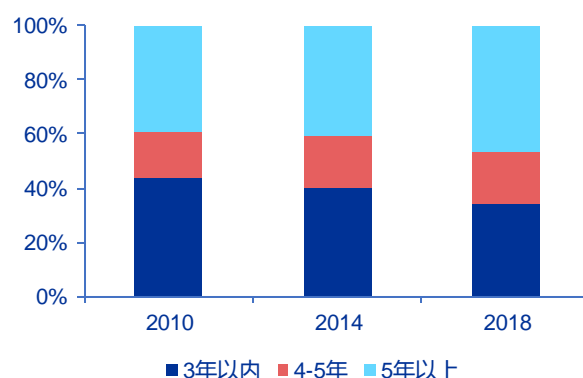
从车龄的角度来看，中国 5 年以上的车龄占比提升，从而促进轮胎替换市场的增长。中国 5 年以上的车龄占比从 2010 年的 39% 提升至 2018 年的 47%，2019 年中国平均车龄为 5 年左右，而美国平均车龄超过 10 年，因此对标美国和日本，中国平均车龄仍有较大提升空间。中国平均车龄的提升，也促进中国轮胎替换市场增长。

图 30：中国平均车龄是美国的一半



资料来源：IHS Markit，立鼎产业研究，申万宏源研究

图 31：中国 5 年以上的车龄占比逐步提升



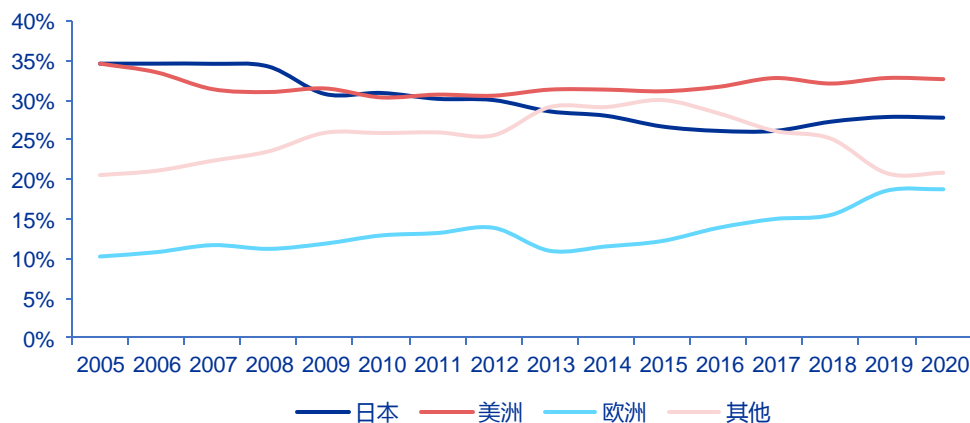
资料来源：乘联会，公安部，申万宏源研究

2.3 全球化布局、原材料自供、高研发投入为普利司通主要优势

1. 全球化布局：

普利司通实现全球化产能布局，欧洲等地占比提高，中国亚洲地区潜力较大。整体海外产能占比从 2005 年 65% 提升到 2017 年 74%，之后略有下滑到 2020 年 72%。其中欧洲等地区产能占比自 2013 年提升较快，从 13 年 11% 提升到 20 年 19%。

图 32：普利司通全球产能占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

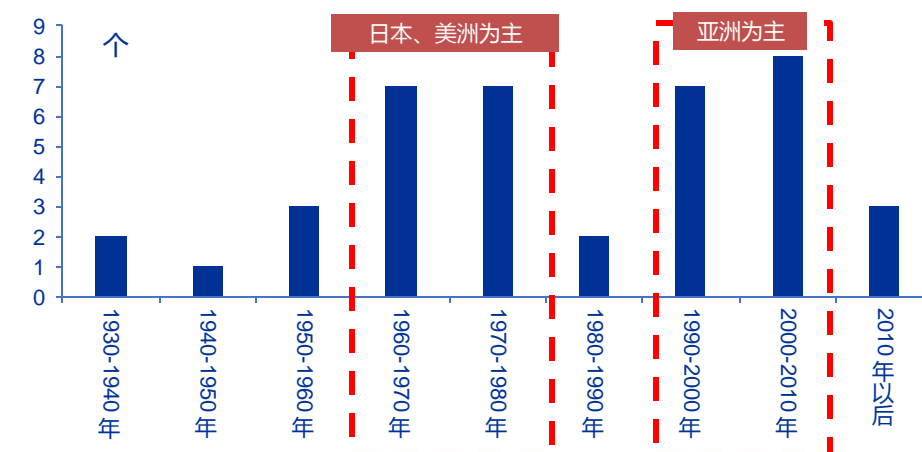
2016 年开始欧洲地区产能为欧洲、俄罗斯、中东、印度、非洲；

其他为中国在内的其他亚洲地区、大洋洲

从建厂情况来看，公司密集建厂时间为 1960-1980 年和 1990-2010 年，地区分别以日本美洲、亚洲（除日本）为主。1960-1980 年，公司密集在日本和美洲建厂，2000 年前后，亚洲（除日本外）逐步成长为全球重要的轮胎消费和制造中心，带动中国、韩国和印度主要区域轮胎龙头的迅速发展，普利司通也在当时布局泰国、中国等地的工厂，由于

成本相对较低，预计未来亚洲地区产能增长潜力较大。除了产能国际化布局外，普利司通在全球建立自己的销售公司，销售区域遍布世界 150 多个国家，并积极进行海外经销商的收购，形成各个国家生产、销售一体化的服务体系。

图 33：普利司通建厂时间分布

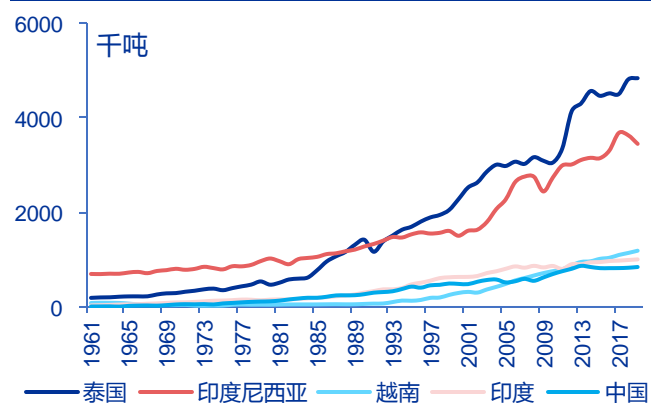


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 原材料自供：

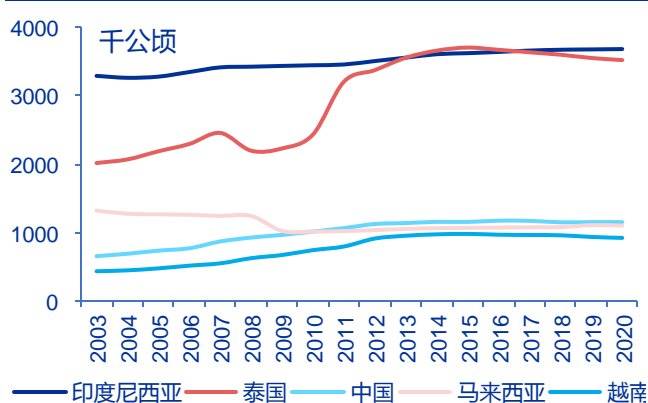
全球天然橡胶主要种植区域在泰国、印度尼西亚、越南、印度、中国等国家，其中泰国和印度尼西亚为天然橡胶主要种植和生产国家。2019 年泰国和印度尼西亚天胶产量分别达到 484 万吨和 345 万吨，占比全球天然橡胶产量 33.1% 和 23.6%，天胶总种植面积分别为 352 万公顷和 368 万公顷。

图 34：主要天胶生产国家天胶产量情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 35：主要天胶种植国家天胶种植面积



资料来源：Wind，申万宏源研究

普利司通积极布局天然橡胶等原材料生产，天然橡胶可以形成超 45% 的自供比例，使得盈利能力受原材料价格变化影响较小。普利司通天然橡胶主要来自东南亚地区，并且分别在利比里亚 Harbel、泰国宋卡、印度尼西亚的加里曼丹和苏门答腊岛有天然橡胶园。其中在利比里亚 Harbel 的费尔士通种植园 (Firestone Natural Rubber) 是全球最大的单一种植天然橡胶种植园，是普利司通在 1988 年收购凡士通时获得；印度尼西亚天然橡胶种植

区域主要分布在苏门答腊岛和加里曼丹岛，普利司通 2007 年收购固特异·苏门答腊岛·种植园 95% 股权，该橡胶种植园为印尼北苏门答腊岛最大的橡胶种植园，为固特异在 1977 年购买，也是其最后的一个橡胶种植园。这项交易使得普利司通成为天然橡胶种植业的大户。通过大致测算，普利司通 4 个橡胶园合计橡胶种植面积近 30 万公顷，假设按照泰国 2020 年每公顷 1413 千克的天胶产量（考虑割胶率后）计算，普利司通 4 个橡胶园天胶产量合计约 42 万吨，占比公司往年天然橡胶使用量（90 万吨左右）超 45%。

表 5：普利司通原材料工厂

国家	工厂所在地	原材料产品
西班牙	Usansolo	帘布、帘子线
利比里亚	Harbel	天然橡胶
泰国	罗勇府	钢丝帘线
	罗勇府	碳黑
	宋卡	天然橡胶
印度尼西亚	加里曼丹岛	天然橡胶（橡胶园）
	苏门答腊岛	天然橡胶（橡胶园）
中国	沈阳	钢丝帘线
	惠州	合成橡胶
日本	Miyaki-gun Saga	钢丝帘线
美国	田纳西	钢丝帘线
	莱克查尔斯港	合成橡胶
	北卡罗莱纳州	帘子布
	北卡罗莱纳州	工业用织物
墨西哥	阿尔塔米拉	碳黑

资料来源：公司官网，申万宏源研究

3. 重视研发投入：普利司通研发费用率近 10 年来维持 3% 左右，研发投入稳步增长。

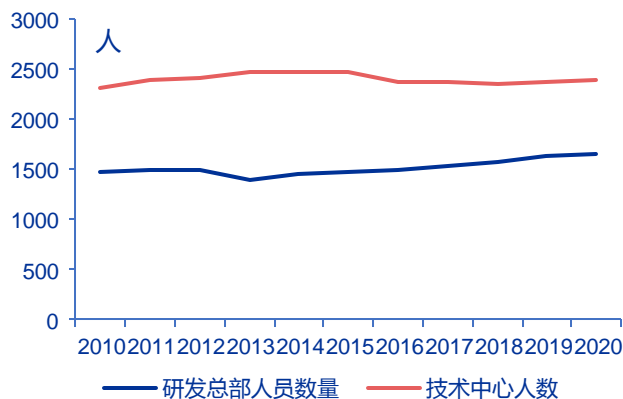
截至 2020 年 4 月 1 日，公司共拥有 6 个技术中心和 10 个实验基地，其中技术中心分别位于美洲（1 个）、欧洲中东非洲俄罗斯（1 个）、中国亚太地区（2 个）、日本（2 个），实验基地分别位于美洲（4 个）、欧洲中东非洲俄罗斯（1 个）、中国亚太地区（3 个）、日本（2 个）。

图 36：普利司通研发费用率约 3%



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 37：普利司通研发总部和技术中心人员数量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 38：普利司通研发中心



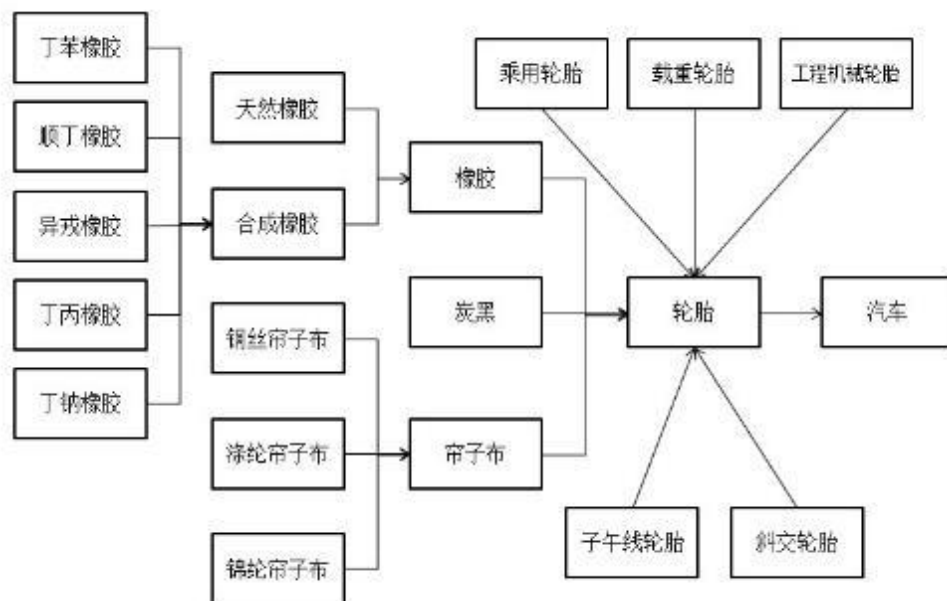
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 中国轮胎龙头加大研发投入，提升产品质量，快速响应市场，缩小与国际品牌差距

轮胎行业发展至今，拥有百年历史。整体产品历程为充气轮胎—可拆换充气轮胎—斜交胎—无内胎轮胎—子午线轮胎。1) 1839 年固特异研发“橡胶硫化技术”，成功研制了不会在沸点以下的任何温度分解的橡胶。2) 1888 年约翰·邓禄普将橡胶做成管状，包在木制车轮边缘，充入气体，这种轮胎的弹性既能充分吸收震动，也使得车体的机械性能得到很好的保护，就此诞生了世界第一条充气轮胎，该技术最早应用于自行车。3) 1891 年安德鲁·米其林研制出可拆换的自行车充气轮胎，1893 年 6 月米其林兄弟将充气轮胎技术应用到汽车领域。4) 1903 年 J.F. 帕马发明了斜纹纺织品，拥有耐磨性高的特点，因此也应用到轮胎领域，帮助延长轮胎使用寿命，也促成了斜交轮胎的问世。5) 1930 年米其林公司在轮胎内壁增加一层厚约 2-3mm 的橡胶密封层，研制成功了第一个无内胎轮胎。6) 1946 年米其林公司发明了子午线轮胎，当时该设计方式使得轮胎使用寿命提升 30%-50%，同时汽车油耗降低 8% 左右。子午线轮胎的诞生使得轮胎工业迎来一场真正意义上的技术革命。

从产业链来看，上游主要是天然橡胶、合成橡胶、帘子布、炭黑，下游主要是汽车、飞机、矿车等。从上游看，橡胶在轮胎原材料成本中占比最大，天然橡胶和合成橡胶占比接近 50%，因此橡胶价格波动对轮胎企业盈利能力有一定影响。从下游渠道看，主要分为替换市场和配套市场，其中替换市场规模占比约 75%-80%，配套市场约 20%-25%。

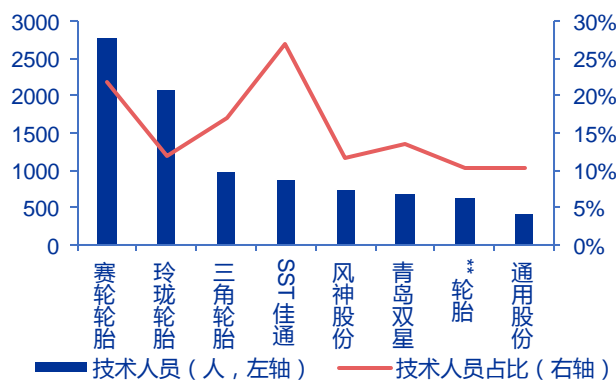
图 39：轮胎产业链



资料来源：轮胎商业网，申万宏源研究

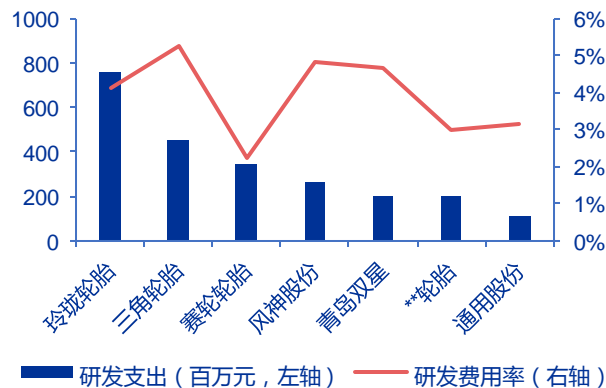
中国轮胎龙头研发实力强劲，带动产品升级。中国轮胎企业在面临国内竞争和国外贸易壁垒的双重压力下，逐步向产品升级、设备改进的方向前进，尤其是头部上市企业，拥有充足的资金和庞大的研发团队，较小厂有明显的研发优势。赛轮和玲珑技术人员超过2000人，人数占比分别为21.8%、11.9%。研发支出方面，玲珑遥遥领先，三角轮胎其次，赛轮由于部分研发在上市公司体外的橡胶研究院，因此报表中的研发支出低于实际支出。

图 40：赛轮、玲珑技术人员超 2000 人



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 41：玲珑研发支出行业领先



资料来源：Wind，申万宏源研究

轮胎性能指标主要有三个，构成“魔鬼三角”：滚动阻力、抗湿滑性和耐磨性，此外消费者也关注舒适度，主要体现在低噪和减震方面。1) 抗湿滑性决定了轮胎在干、湿路面以及冰、雪路面上的抓地能力。轮胎的抗湿滑性能越高，汽车在这些路面上的抓地性能就越好，汽车越不容易打滑，刹车距离也越短。2) 滚动阻力性能关系到汽车的油耗和环保，滚动阻力越小的轮胎，越能帮助汽车降低油耗。3) 强耐磨性能则直接影响轮胎的使用寿命，如果耐磨性能低，不仅会使轮胎寿命降低，还会造成巨大资源浪费。**但要使滚动阻力、抗**

湿滑性能以及耐磨性能同时得到提高较为困难。主要由于纯橡胶的强度很低，若要提升耐磨性，必须加入大量的填料，来提高橡胶的强度。而在轮胎滚动时，胎面会产生周期性的形变，使得胎面橡胶中填料之间、填料与橡胶分子链之间、橡胶分子链之间产生摩擦，导致橡胶内部的热量急剧增加，从而导致轮胎滚动阻力增加。此外，橡胶材料经填料增强后，由于填料的模量和硬度都高于橡胶，这就会使轮胎与路面的接触面积减小，使抗湿滑性能下降。4) 除“魔鬼三角”的三个性能之外，舒适度也是消费者重点关注的性能之一，目前舒适度主要体现在低噪和减震方面，轮胎噪音大主要由于轮胎和地面的产生较大的摩擦力，摩擦力与轮胎的花纹设计、胎体的软硬程度以及路面的平整度相关，比如轮胎花纹的排布、沟槽的走向和深浅，会影响花纹间隙的空气流动，产生空气噪音；此外，较硬的胎体与路面摩擦，容易产生震动感，影响驾驶舒适度。

2020 年《车与轮》与专业的第三方轮胎测试场地必维环宇进行合作，共选择 33 款国内外轮胎进行性能对比测试，测试规格为主流中级车适配最多的规格 215/55R17，结果发现在静态参数耐磨指数方面，国产品牌优于海外品牌。

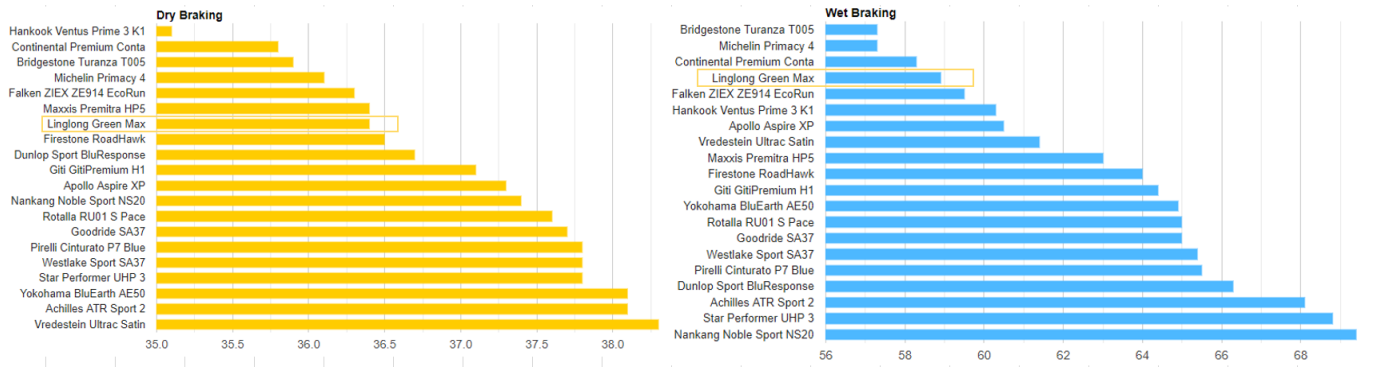
图 42：中国 TOP 轮胎测试排行榜 2020



资料来源：《车与轮》，申万宏源研究

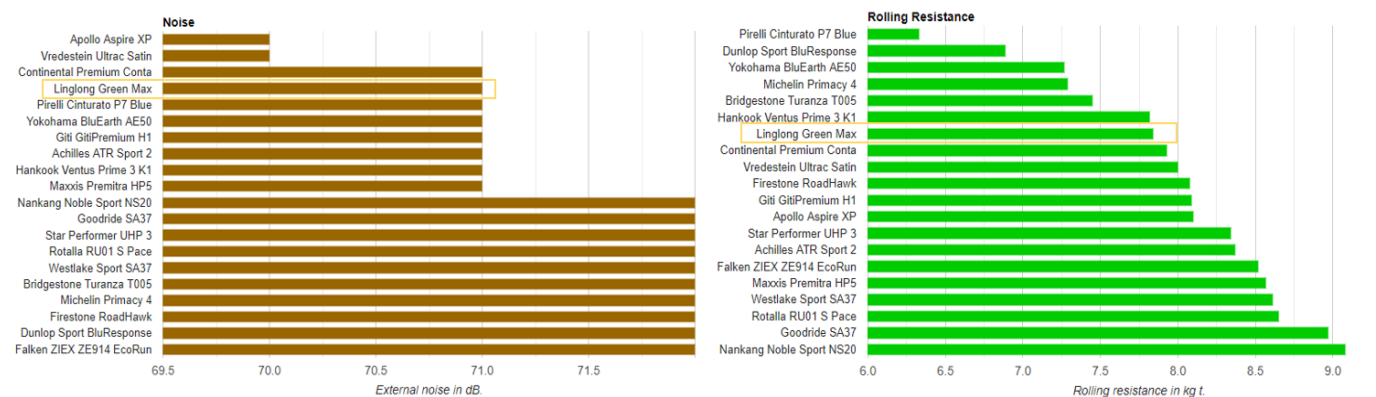
国外轮胎测试媒体《tyrereviews》发布的夏季轮胎测试中，国产轮胎玲珑 Green Max 无论是干地还是湿地都表现出优秀的制动性能，另外在噪音和滚阻测试中，也表现优异。

图 43：玲珑 Green Max 在干地和湿地制动中表现优异



资料来源：tyrereviews，申万宏源研究

图 44：玲珑 Green Max 在噪音、滚阻方面表现优秀

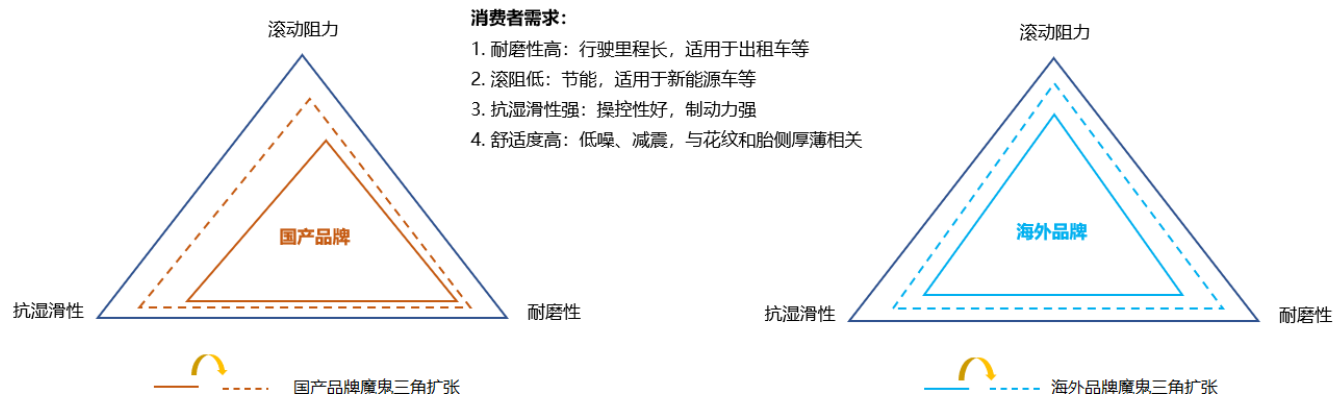


资料来源：tyrereviews，申万宏源研究

赛轮依托 EVE 橡胶研究院，生产“液体黄金”轮胎，选择在原有轮胎结构和花纹不变的情况下，使用“EVEC”作为轮胎胎面胶。与传统的干法混炼橡胶不同，“EVEC”是以连续液相法制备的合成胶/白炭黑母胶，由于合成胶和填料的混合在液相中完成，因此被称为“液体黄金”。与传统胶料相比，“EVEC”的制造工艺简化、能耗也低，使用这种材料的汽车轮胎，能缩短刹车距离、降低滚动阻力、提高耐磨性能，极大提高汽车安全性能，同时降低能耗。

通过国内外多个轮胎性能测试，总结来看，国产轮胎在耐磨性上与国际品牌相当，此外，国内龙头企业通过加大研发投入，在噪音、制动性和滚阻方面，缩小与国际品牌的差距。

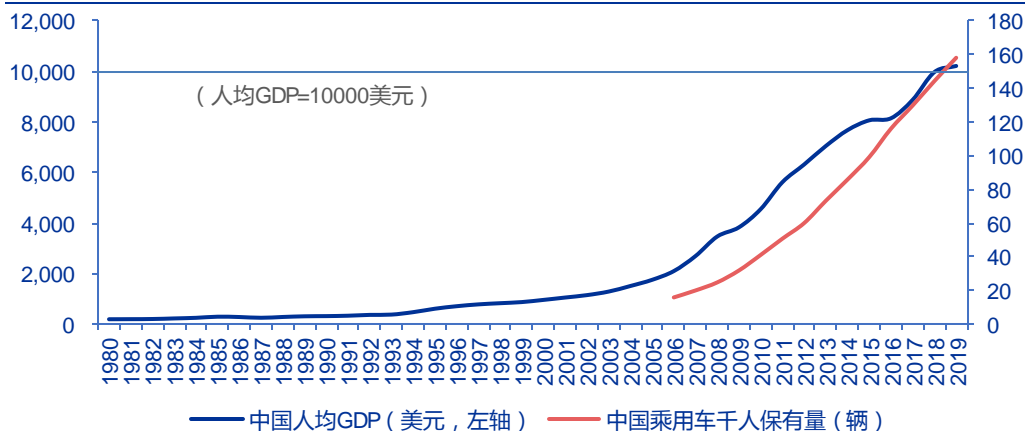
图 45：轮胎性能魔鬼三角



资料来源：轮胎商业网，申万宏源研究

消费升级带动消费者对轮胎需求细化。中国人均 GDP 从 2010 年 4500 多美元迅速攀升至 2019 年突破 1 万美元，乘用车千人保有量的复合增速约 16.2%，轿车不再以奢侈品的形态存在。随着人均 GDP 以及消费水平的提升，消费者对于轿车的需求越来越细化，从而对轮胎带来的舒适度和操控性等需求有所提升。因此，中国轮胎随着消费需求的变化，逐渐从耐用品变成快消品。而**中国轮胎龙头凭借产品和规模优势，有望在中国市场抢占更多市场份额。**

图 46：中国人均 GDP 和乘用车千人保有量



资料来源：Wind，申万宏源研究

4. 中国轮胎迎来高景气，未来增长空间大

4.1 中国轮胎企业目前处于产能扩张+出口阶段

回顾中国轮胎发展历程，我们认为中国轮胎企业相较海外巨头，处于前期产能扩张+出口阶段。但自 2020 年开始，国内多家企业提出拓展国内替换市场的规划，因此渠道建设+持续海外建厂将成为中国轮胎企业下一阶段性发展计划。长远来看，我们认为中国轮胎龙头企业在自身产能规模稳定，且获得稳定利润后，有望走上整合小厂、收购渠道的道路。

中国轮胎发展初期（1934 年-1977 年）：1934 年 10 月，中国第一条轿车轮胎研发成功，由双钱的前身大中华橡胶厂生产。新中国成立以后，轮胎市场出现四家独大的现状，分别为国营一厂、国营二厂、上海大中华和正泰，当时总生产能力约 14 万条。后来以这四家轮胎厂为基础，技术和产能逐步扩散到全国。1958 年杭州海潮橡胶厂成立，也就是今天的中策橡胶集团。截至 1977 年，国内形成 10 大轮胎生产基地，建成国家重点轮胎企业 60 家，国内轮胎产能达到 1000 万条，子午线轮胎进入小批量试产。

轮胎行业蓬勃发展期（1978 年-1992 年）：改革开放促进轮胎设备和技术的引进。进入改革开放以来，中国轮胎行业飞速发展。1980 年，上海正泰橡胶厂通过引进德国二手设备，建设正泰轮胎厂年产 50 万条轿车子午胎产线，成功完成乘用车子午线轮胎工业化生产，并在上海大众的桑塔纳轿车上配套，打破国内汽车厂只使用海外品牌轮胎的历史，后续经过不断改进，技术逐渐扩散到杭州橡胶厂等企业。1981 年，辽宁轮胎厂利用美国二手轮胎设备，建设年产 100 万条乘用车轮胎的长征轮胎厂。1983 年，广州橡胶工业公司以补偿贸易方式，从英国引进邓禄普载重轮胎生产设备技术。1983-1990 年轮胎设备和技术引进形成小高潮。这一阶段主要是民族品牌的轮胎企业在政府扶持下的投资浪潮，外资轮胎企业仅有部分在国内设立销售机构。经过这段时期，中国轮胎企业开始发生量变，子午线轮胎数量逐渐增多，大尺寸轮胎市场、民族品牌的骨干轮胎企业基本建成，轮胎产业布局初具雏形。

轮胎行业景气度提升，轮胎企业纷纷涌现（1992 年-2010 年）：这段时期，轮胎企业不再是几家独大，行业出现百家争鸣的情况。国内一些中小轮胎企业开始出现，中国轮胎企业数量逐渐增加，在 2010 年达到高峰。**外资轮胎企业开始在中国建厂。**1985-1993 年，港台、印尼、马来等华侨实业率先在大陆投资办厂，开始在华发展外资轮胎。1993 年，新加坡佳通轮胎与安徽地方政府合资设立佳通轮胎安徽工厂。**1994-1996 年世界轮胎三大巨头齐聚中国发展。**1994 年，海外巨头固特异率先与大连橡胶总厂达成合资一项，成立大连固特异轮胎有限公司；1995 年，米其林与沈阳轮胎厂合资设立沈阳米其林有限公司；1996 年，普利司通联合三井物产与沈阳三橡组建沈阳三泰轮胎有限公司。之后，韩国锦湖、韩泰、日本住友、倍耐力、优科豪马、耐克森等也在中国纷纷建厂。2009 年德国马牌轮胎合肥工厂开工建设后，全球排名前十的轮胎企业均在国内建立生产装置。

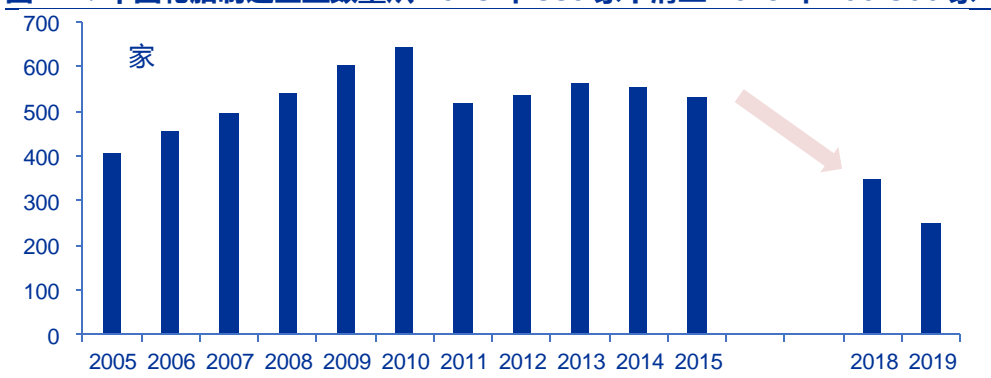
轮胎行业产能优化，积极布局海外（2010 年至今）：此前轮胎企业疯狂扩张，带来中国轮胎行业产能过剩，国内生产的轮胎出口量占比 40% 左右。近几年全球经济放缓、贸易

摩擦，加上美国对中国轮胎的双反愈加严重，给中国轮胎的出口带来很大阻力。同时，国内轮胎企业两极分化逐渐严重，中策橡胶跻身世界前十，赛轮成为中国第一家海外建厂的轮胎企业，玲珑开展“6+6”战略，泰国、塞尔维亚工厂相继开工，成为中国第一个在欧洲建厂的轮胎企业。龙头企业在积极扩张的同时，很多小厂，由于落后产能过剩以及资金问题，面临倒闭的风险。

中国轮胎龙头目前处于产能扩张阶段。从中国轮胎制造固定资产投资完成额和各个企业购置固定资产支付的现金来看，中国轮胎市场资本开支从 2005 年开始迅速爬坡，至 2013-2014 年到达高峰，主要由于轮胎企业数量逐步提升，中国轮胎企业纷纷扩产。但从几家龙头企业来看，多数企业近三年资本开支达到历史峰值。玲珑轮胎资本开支在 2013、2014 年迎来一波小高峰后，在近三年再度攀升，目前仍处于快速扩产阶段。

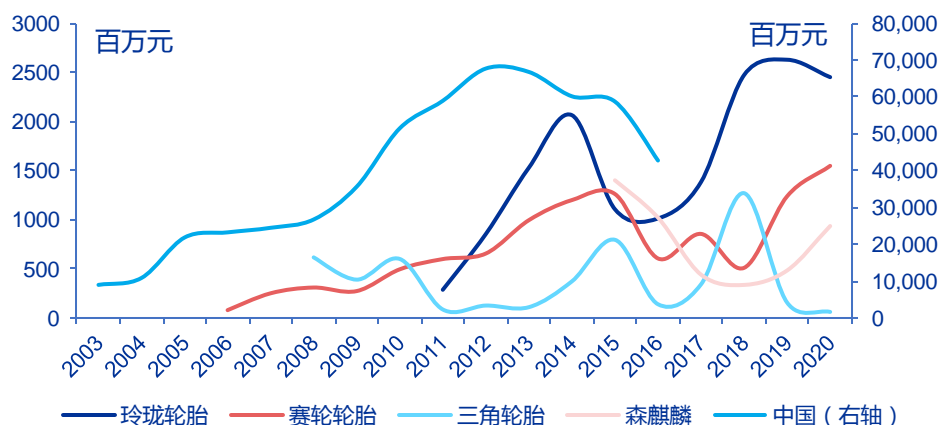
中国轮胎企业集中度提升是长期趋势。此前我国轮胎产业经过粗放式的发展，低端产能过剩，低端产品同质化严重，以及生产企业规模小、数量多的发展弊端逐渐显现，中国轮胎制造企业数量在 2010 年达到高峰 645 家。近年来，中国汽车轮胎产业进入冷却期，加上贸易壁垒加剧，行业逐步回归理性，使得中国轮胎行业成为注重研发投入和产能升级的行业。2018 年，在环保压力和资金链断裂的双重压力下，轮胎企业一波接着一波倒闭，仅在 2018 年，被拍卖的轮胎企业达到 30 家，宣布破产、解散的轮胎企业数量高达 35 家。2019 年破产、拍卖的企业数量提升至 37 家。据“轮胎商业”统计，中国轮胎行业目前正加速洗牌，轮胎企业数量从 2015 年 530 多家减少至当前 200 多家，2020 年上半年受公共卫生事件影响，再度倒闭 23 家轮胎企业和经销商。在这过程当中，低端产能逐步被淘汰，国内龙头得益于资金充足、研发实力强劲、产能扩张较快，因此在国内的份额快速增长，中国轮胎行业集中度也逐步提升。

图 47：中国轮胎制造企业数量从 2015 年 530 家下滑至 2019 年 200-300 家



资料来源：Wind，轮胎商业，申万宏源研究

图 48：中国轮胎制造固定资产投资完成额在 2013-2014 年迎来高峰

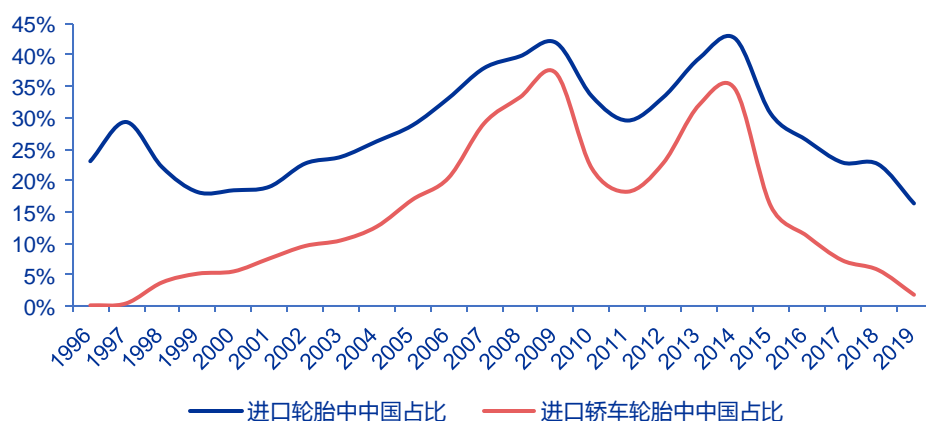


资料来源：Wind，各公司公告，申万宏源研究

随着中国经济快速发展，中国轮胎企业逐步崛起，面对高盈利能力的海外市场，国内轮胎企业纷纷开启出口+海外建厂。

美国进口轮胎中，中国企业受到双反税率影响，占比趋于下滑。2009年以前，美国轮胎进口市场中，中国企业占比快速提升，其中轿车轮胎从1996年0.11%提升至2009年37.12%，2009年6月，美国国际贸易委员会提出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，因此美国轿车轮胎市场来自中国进口轮胎占比骤降至2011年的18.2%。2014年，美国钢铁工人联合会(USW)代表美国国内产业再次向美国国际贸易委员会(USITC)和美国商务部(USDOC)正式提交申请，要求对中国出口到美国的轿车及轻型卡车轮胎展开反倾销和反补贴调查，并采取“双反”措施，终裁认定我国半钢轮胎存在倾销和补贴行为，征收高额惩罚性关税。因此美国进口的轿车胎中，中国轮胎的占比再度从2014年34.6%下滑至2019年1.8%。

图 49：美国进口轮胎中，中国轮胎占比情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

国内龙头积极走出去，海外布局规避贸易摩擦。近年来，为了规避美国、欧洲等市场的贸易摩擦风险，防止2009年和2014年情况再度出现，以及降低轮胎的生产、物流成本

等，国内轮胎的龙头企业纷纷选择到海外建厂。东南亚、欧美地区为中国轮胎企业海外建厂的首选。

表 6：国内轮胎企业海外布局情况

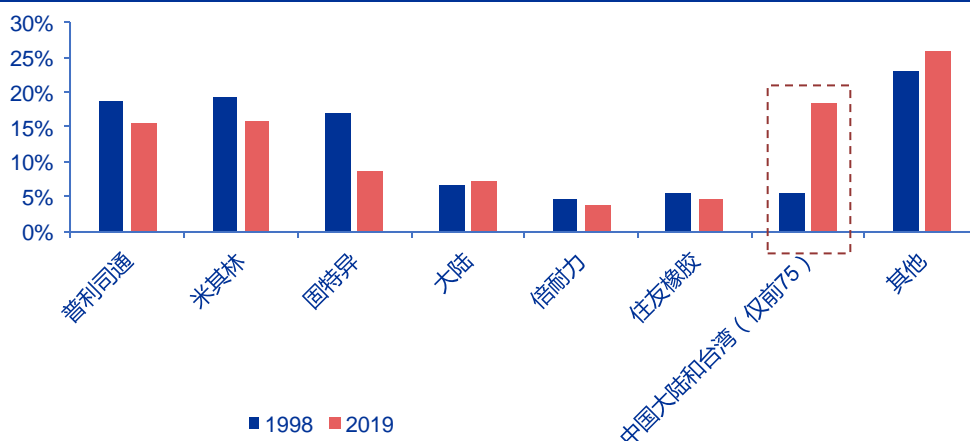
企业	地点	投资进展
玲珑轮胎	泰国	已完成三期项目建设：1500 万条半钢、180 万条全钢、36 万条高性能拖车胎、4 万条特种胎的年产能
	塞尔维亚	投资 9.94 亿美元建设 1200 万条半钢胎、160 万条全钢胎和 2 万条工程胎
赛轮轮胎	越南	1000 万条半钢胎、80 万条全钢胎和 5 万条非公路轮胎产能；越南三期+100 万条全钢、+300 万条半钢
	越南	与固铂轮胎合作建设 240 万条全钢胎产能
	柬埔寨	建设 900 万条半钢产能
通用股份	泰国	拟投资 3 亿美元建设 100 万条全钢、600 万条半钢产能
三角轮胎	美国	拟投资 3 亿美元建设 500 万条半钢胎、100 万条全钢胎产能
森麒麟	泰国	1000 万条半钢胎产能；泰国二期 600 万条半钢和 200 万条全钢
青岛双星	韩国	双星集团收购锦湖轮胎

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

4.2 国产轮胎全球市占率逐步提高，未来增长空间大

国产轮胎全球市占率逐步提高。全球轮胎行业分为四个梯队，第一梯队为轮胎行业前三大（米其林、普利司通、固特异），第二梯队以马牌、倍耐力、韩泰、正新等品牌为代表，国产品牌中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎属于第三梯队，其余为第四梯队。第一梯队市场占比从 1998 年 54.9% 下降到 2019 年 40.1%，而第三梯队从 1998 年 5.4% 提升到 2019 年 18.4%。

图 50：1998 到 2019 年中国轮胎企业市占率提升



资料来源：Tire Business，申万宏源研究

中国轮胎行业预计约有 6% 左右增速，给中国轮胎企业带来较大增长空间。通过大致测算，按照目前中国汽车保有量 2.8 亿辆、产量 2000 万辆来看，带来目前超 5 亿条轮胎市场，保守假设增量来自 2000 万辆汽车产量转换成的汽车保有量，则对应 3000 万条轮胎，则增速约 6%。另外前文提到，对比日本汽车和轮胎市场来看，中国轮胎市场无论从乘用车千人

保有量增长空间带来的替换需求，或者是 10-15 年后可能达到轮胎产量高峰的情况来看，均有较大空间。

表 7：中国境内轮胎企业排名

排名			企业名称	2020 年整体收入(亿元)	中国境内收入（亿元）			收入增速	
2019	2018	2017			2019	2018	2017	2019YoY	2018YoY
1	1	1	中策橡胶集团	281.5	209.2	205.3	205.8	1.92%	-0.27%
2	2	2	佳通轮胎（中国）		126.0	134.0	147.0	-5.97%	-8.84%
3	3	3	玲珑轮胎	183.8	118.6	115.1	106.0	3.05%	8.64%
4	6	11	昊华轮胎		105.0	91.5	57.6	14.75%	58.85%
5	5	12	赛轮轮胎	154.0	95.4	93.1		2.54%	
6	4	4	厦门正新橡胶		91.0	94.4	94.9	-3.62%	-0.55%
7			上海韩泰		85.0				
8	8	6	三角轮胎	85.4	79.4	74.9	79.2	6.04%	-5.45%
9	7	5	山东昌丰轮胎(恒丰)		68.5	89.2	92.9	-23.23%	-3.96%
10	9	7	米其林（中国）		68.3	72.2	70.0	-5.36%	3.05%
11	11	8	双星集团	44.2	65.0	63.5	70.0	2.30%	-9.29%
13	12	10	双钱轮胎		63.1	61.8	66.2	2.07%	-6.70%

资料来源：Wind，Tire Business，申万宏源研究

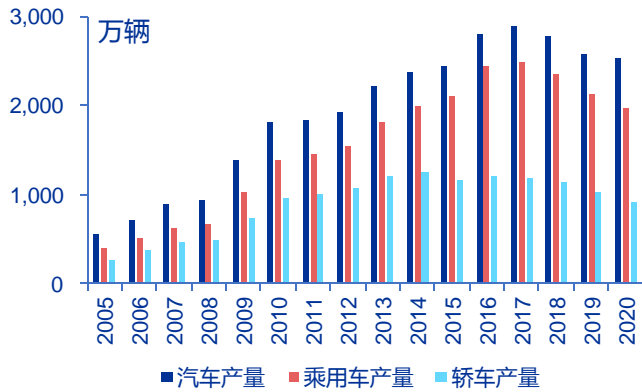
配套：国际一线轮胎品牌伴随当地汽车工业发展，在配套领域已占有一席之地，国内配套领域也同样以海外品牌为主力。但如今国产轮胎随着性能提升，正逐步进入配套领域，有望从配套领域拓展更大替换空间。

国产品牌随着产品质量提升，有望凭借高性价比优势，逐步替代二线品牌。2010-2017 年，中国汽车产量呈逐年增加态势，在 2017 年达到产量高峰，2018-2020 年产量逐年下降，主要受到经济增长放缓和疫情影响。目前中国汽车厂的配套主力仍为外资品牌，国产品牌占比较低，但随着国产轮胎的性能不断提升，部分国产品牌也已进入中高端车企的配套领域，如玲珑轮胎已为大众、通用、福特等一系列知名汽车配套，中国轮胎商业网披露的“2020 年上半年中国市场轮胎原配品牌排行”显示，玲珑轮胎已攀升至第 6 位，仅次于米其林、倍耐力、普利司通等全球轮胎巨头，预计未来国产轮胎品牌能够进一步迈向中高端车企，国产替代有望成为趋势。

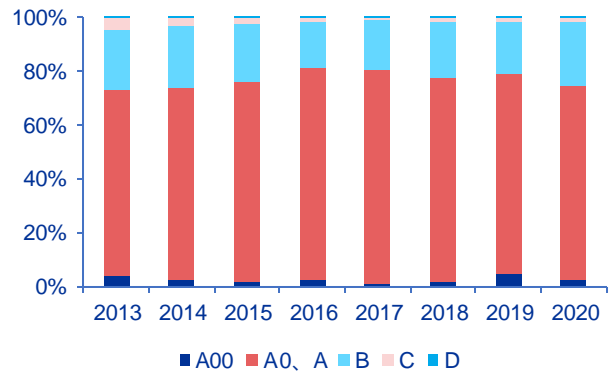
中国 A 级轿车产量为主要轿车车型，国产品牌目标通过逐步配套，进入更广阔的替换空间。近年来中国汽车产量较为稳定，在 2017 年达到高峰后，后续略有下滑。2011 年中国轿车产量突破 1000 万辆，2019 年之前，中国轿车产量在 1000-1250 万辆之间波动。据中国汽车工业协会数据显示，中国 A00、A0、A 级轿车（小型轿车）产量占比超过 70%，即超过 700 万辆（对应 3500 万条配套轮胎），该部分轿车为高性价比的国产轮胎的优势领域。未来中国轮胎随着产品质量的提升，也有望进入 B 级车的配套领域，如玲珑已进入福特蒙迪欧的配套市场。国产品牌目标通过配套，拉动更广阔的替换空间。

图 51：中国 2005-2020 年汽车/乘用车/轿车产量

图 52：国产 A00、A0、A 级轿车产量占比超过 70%



资料来源：Wind，申万宏源研究

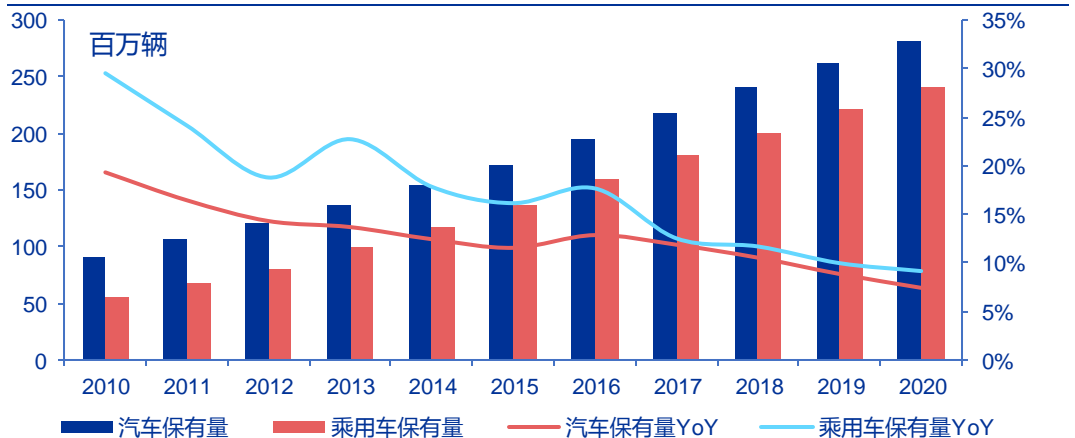


资料来源：Wind，申万宏源研究

替换：中国汽车保有量稳步增长，中低端车型占主导，给中国轮胎品牌带来较大替换空间；国产品牌随着性能提升，有望抢占中高端车型的轮胎替换市场。

中国汽车保有量有望维持稳步增长。 中国汽车保有量和乘用车保有量过去十年复合增速分别为 11.9%、15.9%，2020 年全国汽车保有量约 2.8 亿辆（包括三轮汽车和低速货车 748 万辆），其中乘用车约 2.4 亿辆。如前文提到，我们认为目前中国人均 GDP 超过 1 万美元，拥有一定消费能力，且目前中国汽车千人保有量较日本等国家仍有较大增长空间，因此未来随着消费能力的提升，中国汽车保有量有望维持稳步增长。

图 53：中国汽车保有量和乘用车保有量

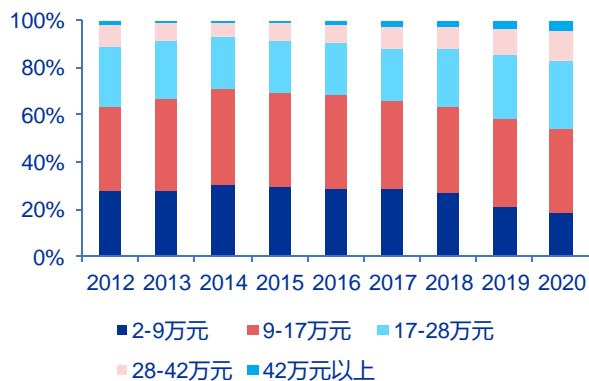


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

中国汽车以中低端车型为主，同时随着国产轮胎逐步满足消费需求，也给予国产轮胎品牌巨大替换空间。 从不同档次汽车销量历史数据来看，中国中高端车型销量逐年增加，市场占比不断扩大，但 17 万以下的车型仍占据主要市场。2020 年售价 2-9 万元的汽车销量占 18.1%，9-17 万汽车销量占 35.6%，合计占比 53.7%。我们认为 17 万以下车型的轮胎替换为国产品牌具有竞争优势的市场，因为其通常作为代步工具，更加注重性价比。假设按照普通乘用车 1.5 条/年的更换频率来看，**国产品牌在中国市场可以占据的替换量约 1.9 亿条**（乘用车保有量 2.4 亿条*53.7%*1.5）。未来随着国产品牌性能提升，以及消费者对

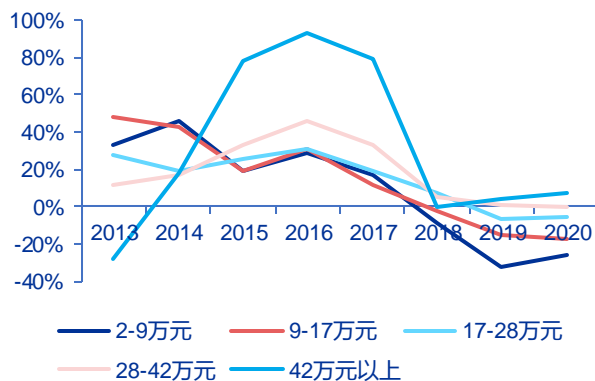
国产品牌认知的提升，17-28 万元的车型也可为国产品牌努力的空间，17-28 万元车型占比约 20%-30%，假设可替代的车型占比 20%，则带来 7000 多万条替换量（2.4 亿条*20%*1.5）。

图 54：不同价位的汽车销量占比



资料来源：搜狐汽车，申万宏源研究

图 55：不同价位的汽车销量增速



资料来源：搜狐汽车，申万宏源研究

表 8：轮胎配套与替换系数

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

资料来源：观研天下，申万宏源研究

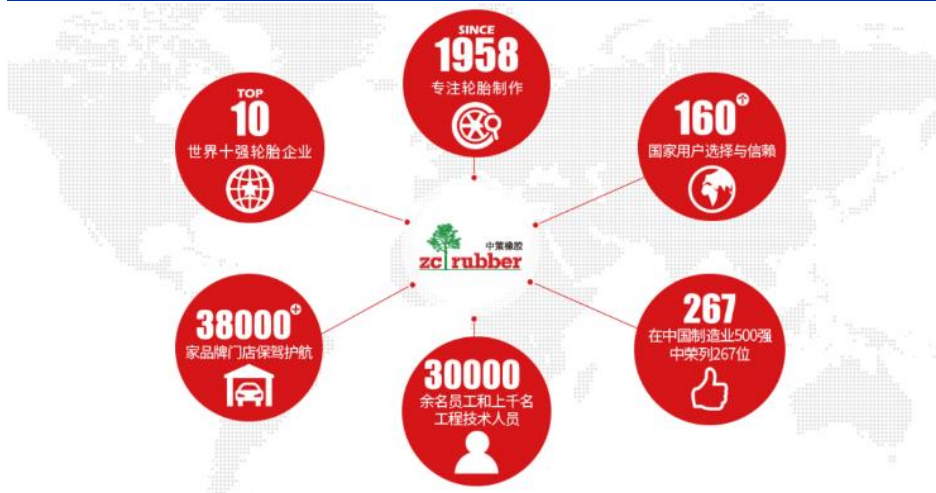
4.3 相关企业：中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟

1. 中策橡胶：国产轮胎龙头，跻身世界前十大轮胎企业

中策橡胶为中国轮胎企业龙头，是唯一进入全球规模前十的中国大陆轮胎企业。中策橡胶成立于 1958 年，前身为杭州海潮橡胶厂，1966 年朝阳轮胎品牌诞生，1989 年子午一厂的产能为 30 万条。1990 年，中策进入中国企业 500 强名单，1992 年更名为杭州中策橡胶有限公司。1993 年公司杭州下沙占地近 500 亩的基地开工建造，1995 年公司获得 BVQI、ZQCA 的 ISO9002 认证，打开国际市场。2003 年与美国固铂签订供货协议，并获得巴西、印度尼西亚、印度及海湾地区国家的进口质量认证。2004 年朝阳牌全钢子午胎荣获“中国名牌”称号、2005 年朝阳商标被评选为中国驰名商标企业。2011 年，中策进入世界轮胎行业十强。2012 年公司生产的绿色环保轮胎通过美国环保署 Smartway 认证，达到国际先进水平。2013 年公司更名中策橡胶集团有限公司，并且成立美国分公司，朝阳品

牌也在同年入驻天猫。2014 年，中策成立巴西分公司，开始筹建欧洲分公司。2015 年旗下子公司杭州中策车空间汽车服务有限公司成立，成为中国首家布局“新零售”的轮胎企业；同年，中策橡胶（泰国）分公司成立。发展至今，中策始终位居全球轮胎企业前十，为目前中国本土规模最大的轮胎企业。

图 56：中策橡胶是全球排名前十的轮胎企业



资料来源：中策橡胶官网，申万宏源研究

收入稳居第一，疫情下仍在产销量方面取得突破。2020 年，中策橡胶实现的营业收入 281.5 亿元，同比增长 2.03%，净利润 18.9 亿元，同比增长 52.3%，实现建厂以来最佳成绩，稳居中国轮胎第一。在疫情之年，中策橡胶在生产、销售总量、经济效益均取得突破：全钢胎产量超 2157 万条，同比增长 10.9%；半钢胎产量超 4191 万条，同比增长 2.49%；斜交特种轮胎则超 483 万条，同比增长 21.36%，两轮车胎 8783 万条，同比增长 2.94%；2020 年，中策国内整体全钢胎销售约 1070 万条，同比增长 11%，半钢胎约销售超过 1550 万条，销售额同比增长 20%。

2020 年，中策泰国工厂已经发展成年产乘用车胎 900 万条、商用车胎 350 万条的综合轮胎制造基地，为中策积极探索新海外工厂提供成功经验。目前，集团正在美国、欧洲或中东寻求建立新的海外工厂。

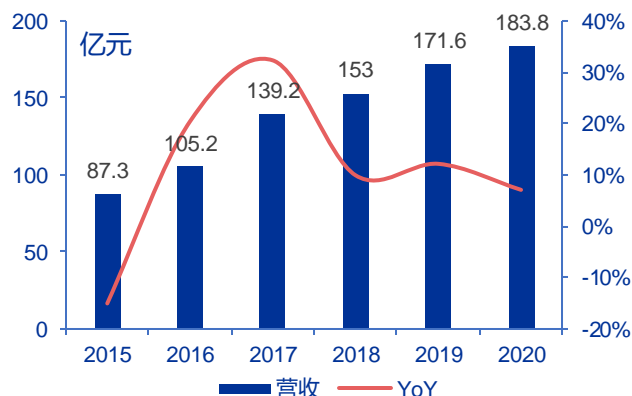
配套方面：2020 年中策全钢胎配套超过 500 万条，同比增长 30%。针对中长途运输，推出产品 AS578 和 AT586，在一汽、福田、重汽、陕汽实现成功配套。半钢胎配套超过 700 万条，同比增长超 10%，公司与长安汽车签订百万级配套协议，并且与比亚迪全新电动车系配套。

2. 玲珑轮胎：“7+5”全球化产能布局，配套、零售齐发展

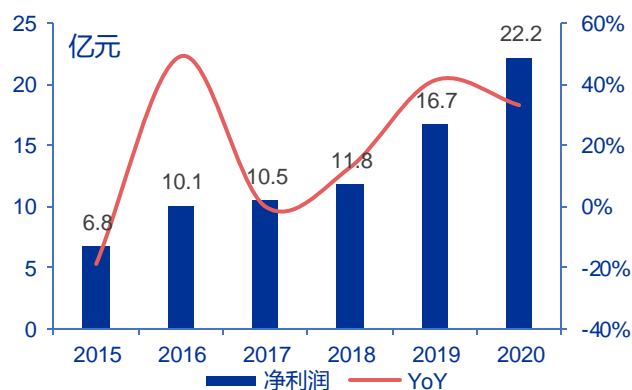
2020 年实现收入 183.8 亿元，同比增长 7.1%，实现归母净利润 22.2 亿元，同比增长 33.1%。2020 年达产产能为 6370 万条半钢胎、1190 万条全钢胎。2020 年全球轮胎销量受疫情冲击，同比下滑 11.7%至 15.8 亿条，公司销量逆势同比增长 7.3%至 6333 万条。

图 57：玲珑轮胎 2020 年收入 184 亿元（+7.1%）

图 58：玲珑轮胎 2020 年净利润 22 亿元（+33.1%）



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

“新零售”提升国内零售销量，配套持续发力：

1) “新零售”模式带动公司 2020 年国内零售市场总体销量增长 43%，从 2020 年 3 月实行新零售以来同比增速约 50%。分产品来看，3-12 月国内全钢胎零售销量同比增长超 60%，国内半钢胎零售同比增速超 45%，其中 17 寸以上发货占比实现翻倍增长，全钢中高端产品占比达到 33%。2020 年公司新建旗舰店超过 100 家，新建品牌店、挂牌店 1800 多家，截至 2020 年 12 月底，系统注册店铺超过万家。公司力争到 2023 年在全国打造 300 家战略合作经销商、2000 家旗舰店、5000 家核心品牌店、60000 家紧密合作店。结合中心仓建设，打造中心仓至前置仓/旗舰店的 2-3 小时配送圈，通过全国 3000+前置仓/旗舰店建设，打造对门店 30 分钟配送圈。依托新零售系统二期上线，全面赋能门店、服务消费者，助力公司从制造向服务迈进的产业转型升级。

2) 配套方面，公司进入全球 10 大车企其中 7 家配套体系，尽管 2020 年国内汽车生产产量较 2019 年下降 2%，公司 2020 年实现国内配套同比增长 14.5%，其中乘用车和商用车配套销量分别同比增长 11.2%和 28.6%，迎来弯道超车良机。2020 年公司给大众配套量同比增长近 20%；实现上汽通用体系内全品牌供货；泰国工厂获得福特 Q1 优秀供应商评价；先后通过大众主胎和宝马汽车的审核。公司正获得越来越多的国际主机厂的项目定点和主胎开发，在前十大车企的配套中，实现从备胎向主胎的快速推进。在配套和零售的双驱动下，公司将争取在 2021 年实现总销量增长 15%。

加快“7+5”战略布局，塞尔维亚工厂预计 21 年三季度投产，成为下一阶段的业绩驱动力。公司目前国内布局招远、柳州、德州、荆门、长春五大生产基地，前期发布国内第六大生产基地将在陕西铜川建设，海外布局泰国、塞尔维亚基地。由于国际贸易摩擦的不确定性，公司加紧进行塞尔维亚工厂建设，预计一期项目于 2021 年三季度试生产；国内的荆门二期、长春一期项目也将分别于 2021 年的 4 月和 10 月陆续投产。产能端的快速扩充助力公司销量持续增长，力争到 2025 年产销量突破 1.2 亿条，到 2030 年产销量突破 1.6 亿条、销售收入超 800 亿，规模进入世界前五。

图 59：玲珑轮胎战略布局

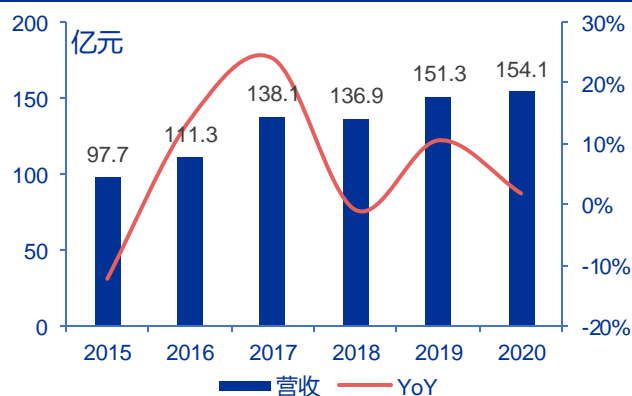


资料来源：玲珑轮胎公告，申万宏源研究

3. 赛轮轮胎：内部优化、外部扩张，进入快速发展期

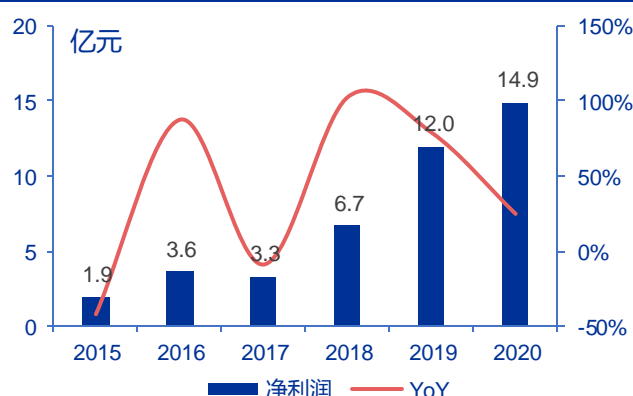
公司 2020 年实现营收 154.05 亿元，同比增长 1.8%，归母净利润 14.91 亿元，同比增长 24.8%。公司 2020 年轮胎实际达产产能约 4900 万条，其中全钢胎 750 万条、半钢胎 4150 万条。整体产量同比增长 8.6%至 4260 万条，销量同比增长 4.6%至 4155 万条。

图 60：赛轮轮胎 2020 年收入 154 亿元 (+1.8%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

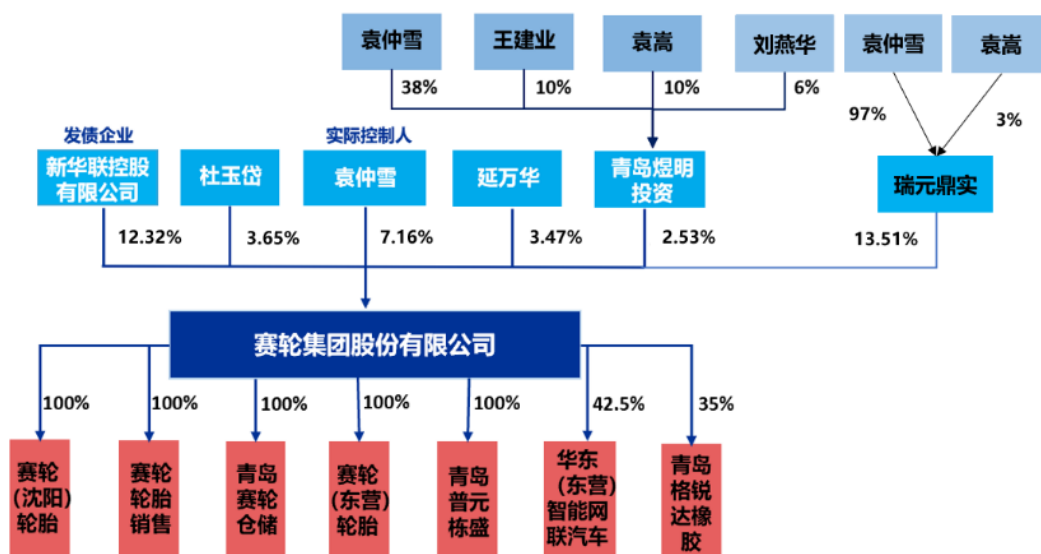
图 61：赛轮轮胎 2020 年净利润 15 亿元 (+24.8%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

股权结构理顺，利于长期发展。公司在 2020 年积极优化内部治理结构，董事长袁仲雪成为第一大股东，与核心高管共同持股比例超 30%。公司管理权问题逐步清晰，董事长对公司控制权进一步加强，实现管理权和股权的统一，有利于公司长期发展。

图 62：公司股权结构理顺，董事长成为实际控制人（截至 21 年一季度）



资料来源：Wind，申万宏源研究

产能加速扩张+销售端数字化转型，带动未来业绩快速增长：

1) 公司规划 2021 年轮胎产量同比增长 25%，2021 年将逐步投产沈阳 300 万条全钢项目、越南 ACTR 工厂 120 万条全钢项目、东营 650 万条半钢胎项目和潍坊工厂 600 万条半钢、120 万条全钢项目，预计 2021 年新增全钢胎产能 540 万条、半钢胎产能 1250 万条，支撑公司高速成长。同时推进越南三期 500 万条半钢胎、100 万条全钢胎以及柬埔寨 900 万条半钢胎项目，将于 2022-2023 年逐步投产。

2) 公司联合青岛科技大学、软控、中国电信、阿里等合作伙伴，共同打造“橡链云”工业互联网平台，实现轮胎生产核心设备的全生命周期管理，助力生产设备在健康状态下以最高效率、最优工艺、最稳定工况，生产出更高质量的产品。**截至目前，该平台已与全球 3000 多家供应商、2000 多家经销商及近 60000 家销售门店进行了链接。**

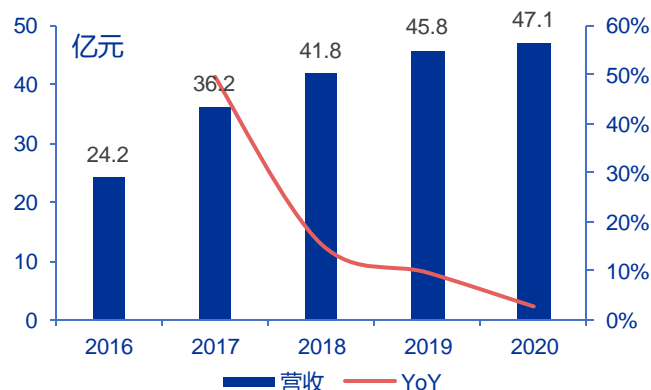
3) 品牌建设方面，公司通过赞助国内外体育赛事、汽车赛事等方式，不断扩大品牌在全球范围内的知名度，2020 年在世界品牌实验室的“世界品牌大会”上，以 508.72 亿元的品牌价值入围中国 500 最具价值品牌榜单。随着品牌价值提升和销售渠道铺设，赛轮轮胎正进入全新的高质量发展阶段。

4. 森麒麟：高端、智能制造轮胎企业，差异化定位实现快速增长

公司产品定位中高端，工厂实现智能化制造。公司主营乘用车、轻卡轮胎的生产销售，目前拥有青岛和泰国两个工厂，2020 年半钢胎产能共 2200 万条。公司产品以 17 寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品为主，其中大尺寸乘用车胎收入占比超过 60%。同时公司也成为少数航空轮胎制造企业之一。另外，公司打造自动化、智能化、信息化智慧工厂，极大减少用人数量，人均创收和产能利用率均高于同行。

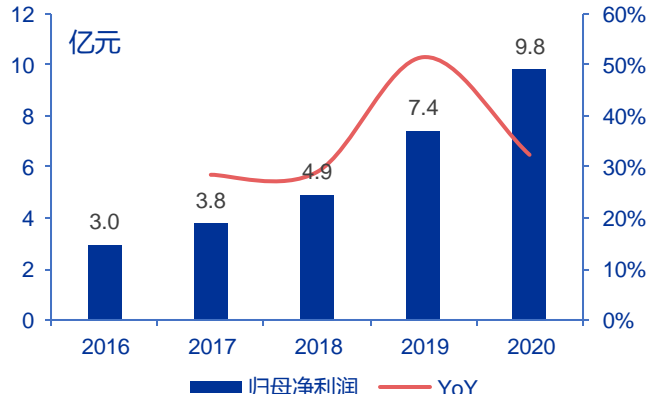
公司业绩呈现稳步增长，盈利能力高于同行，泰国工厂迅速发力。2020 年公司收入和利润分别为 47 和 9.8 亿元，2016 至 2020 年收入和利润复合增速分别为 18%和 35%、净利率从 13%提升至 21% 主要由于公司出口占比九成+中高端产品定位拉升整体盈利水平，欧美轮胎市场盈利能力较高，公司出口至美国收入占比近 60%，欧洲占比约 20%，另外由于公司主打高性能轮胎，产品价格较高，因此整体利润率高于同行。泰国工厂迅速成长，成为主要利润来源。泰国工厂 2017-2020 年净利润约 2.6、4.7、7.0、8.2 亿元，利润占比从 2016 年 68.6%提升至 2020 年 83.6%。

图 63：2016-2020 年公司收入复合增速约 18.1%



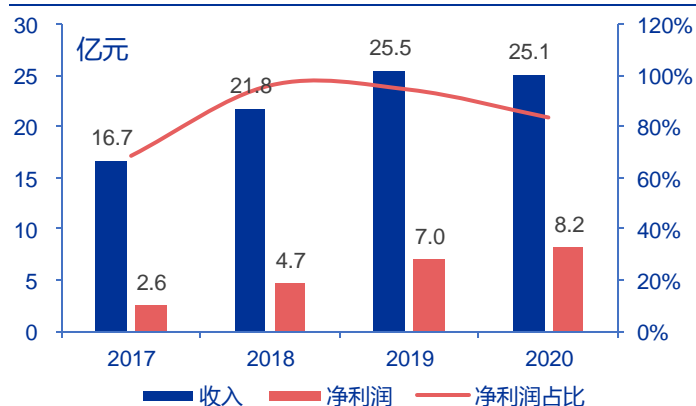
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 64：2016-2020 年公司净利润复合增速约 35%



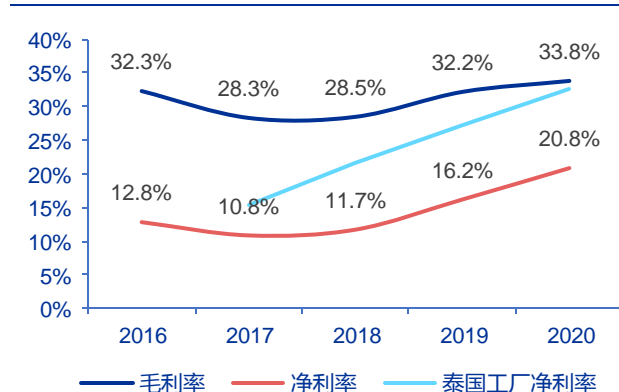
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 65：2020 年公司泰国工厂净利润 8.2 亿元，占比 84%



资料来源：森麒麟招股说明书，申万宏源研究

图 66：公司净利率明显提升，泰国工厂盈利水平高



资料来源：森麒麟招股说明书，申万宏源研究

产品性能比肩国际品牌，新零售渠道拓展中国替换市场。1) 公司为国内最先达到欧盟标签法滚动阻力 A 级标准的轮胎企业 旗下品牌在 Test World 夏季轮胎测试以及德国 Auto Bild 测试中取得优异成绩，各项性能指标比肩米其林等国际著名品牌。2) 配套、替换齐发力。公司继续推进高端配套，与奥迪达成技术合作，并成为大众潜在供应商。针对中国替

换市场，公司上线麒麟云店 APP，构建新零售模式，实现对门店和经销商的双向赋能，新零售模式下，使得 2020 年公司国内销售量同比增长 286%。

图 67：公司路航品牌在 Auto Bild China 测试中排名第三

《Auto Bild China》2019 夏季胎测试		
轮胎尺寸：225/45 R 17，速度等级：94W		
排名	品牌和型号	总分
1	米其林 Primacy 4	7.7
2	德国马牌 MaxContact MC6	7.6
2	米其林 Pilot Sport 4	7.6
4	普利司通 Potenza Adrenalin RE003	7.1
4	路航 LS588UHP	7.1
6	邓禄普 SP Sport Maxx TT	6.9
7	朝阳 Zuper ACE SA-S7	6.7
8	双星 Cross Leader Prtech DSU02	6.5
9	赛轮 Atrezzo ZSR SU18	6.3
9	三角 Sportex TSH11 (TH201)	6.3

资料来源：《Auto Bild China》，申万宏源研究

5. 投资建议及风险提示

目前全球轮胎消费量约 18 亿条左右，较为稳定，1998-2019 年，全球前 75 名的中国大陆和台湾企业得益于经济快速增长和制造水平的提升，合计市占率从 5.4% 提升至 18.4%，其中中国轮胎龙头市占率只有 2%-3%，增长空间大。此外，中国轮胎龙头有望凭借优质产品性能，在中国市场的配套和替换领域，分别可以占领的轮胎量为 3500 万条、1.9 亿条。未来随着中国轮胎小厂低端产能加速出清以及龙头企业产能扩张+工艺提升，中国轮胎企业在国内集中度提升的同时，在国际市场中也有望占据更多份额。建议关注：玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟。

表 9：相关公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	市值(亿元)	归母净利润（亿元）			PE			EPS		
		2021/6/11	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
601966.SH	玲珑轮胎	619.7	26.1	30.3	34.7	23.7	20.5	17.9	1.90	2.21	2.53
601058.SH	赛轮轮胎	290.5	21.1	28.2	33.5	13.8	10.3	8.7	0.69	0.92	1.09
002984.SZ	森麒麟	232.3	12.6	16.8	20.8	18.4	13.8	11.2	1.94	2.59	3.20
601163.SH	三角轮胎	120.6	12.0	12.3	13.1	10.1	9.8	9.2	1.50	1.54	1.64

资料来源：Wind，申万宏源研究

玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟盈利预测为申万盈利预测，三角轮胎盈利预测为 wind 一致预期

风险提示：

1. 原材料价格大幅波动影响行业盈利水平。多数中国轮胎企业原材料占比成本超过 55%，国际轮胎龙头原材料成本占比约 20%-30%。如果原材料价格出现大幅波动，行业整体盈利水平短期易受影响。

2. 贸易摩擦影响轮胎企业出口。2020 年 5 月 13 日，美国钢铁工人联合会向美国商务部和美国国际贸易委员会提出新一轮贸易调查申请，申请对来自韩国、泰国以及中国台湾地区的乘用车轮胎和轻卡车轮胎产品启动反倾销调查，终裁结果为对玲珑泰国采用反倾销税率 21.09%、赛轮越南反补贴税率 6.23%、森麒麟泰国反倾销税率 17.08%。若未来贸易摩擦持续出现，可能会影响轮胎企业出口，从而影响国内轮胎企业盈利水平。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明