

赛轮轮胎 (601058.SH)

公司报告 | 首次评级报告

周立
化工研究员

2026年1月19日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	16.29
总市值	535.63亿
PE-TTM	14.51
PB-MRQ	2.54

估值结果

价值	587.53亿
DDM估值	上行空间 9.7%
状态	合理估值
价值	634.77亿
动态估值	上行空间 19%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是国内轮胎行业龙头企业之一，是海外布局产能规模最大的中国轮胎企业。

公司成长空间广阔，主要系公司产品性价比高，可持续抢占海外市场份额；公司盈利趋势向好，主要系海外工厂景气度向好，且公司品牌力持续提升，具备提价能力；公司产业格局较好，主要系公司产品结构良好，同质化竞争压力较小；公司具备较深护城河，主要系成本优势和技术优势，成本方面公司用工成本低，技术方面公司可以生产并销售壁垒较高的巨胎。

基于公司具备低成本扩张能力的假设，我们认为公司未来全球市占率可以达到9%，在此假设下公司估值状态为合理估值。

风险提示

竞争格局恶化风险：竞争格局恶化或降低公司成本优势，从而导致公司扩张能力下降，影响公司远期成长能力；新增产能无法消化风险：公司产能持续扩张，若新增产能无法消化，或导致公司盈利能力下降，扩张速度放缓；贸易摩擦风险：若欧美对公司工厂所在地加征双反税，或导致公司盈利能力下降。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	4
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	5
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	8
表5：公司整体及分业务DDM估值	8

1. 基本信息

赛轮轮胎是轮胎行业龙头企业之一，是海外布局产能规模最大的中国轮胎企业。公司成立于2002年，总部位于中国青岛，主营全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎及非公路轮胎，产品广泛应用于乘用车、商用车、工程机械及农业机械等领域。公司积极布局海外，在越南、柬埔寨等地建有生产基地，并持续拓展欧美及“一带一路”市场。凭借智能制造与国际化战略，赛轮已跻身中国轮胎行业第一梯队，致力于打造世界级轮胎品牌。截至2025年上半年，公司共规划建设年生产3,155万条全钢子午胎、1.09亿条半钢子午胎和46.7万吨非公路轮胎的生产能力。

2. 业务介绍

对于赛轮轮胎公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

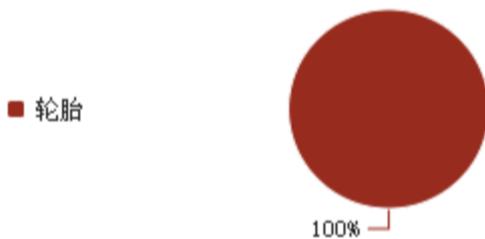
轮胎：

公司产品主要分为半钢胎（乘用车胎），全钢胎（卡客车胎），非公路轮胎（核心产品为工程巨胎）。我们将该业务竞争市场界定于全球市场。

轮胎的销售模式可分为配套和替换（零售）。配套是将轮胎卖给汽车厂商，是为新车提供原装轮胎所用，该模式为直销，若汽车厂家过于强势，轮胎企业则会被压价；替换是将轮胎卖给经销商，通过经销商将轮胎卖给需要换胎的消费者，因此该模式对公司的渠道、品牌要求较高。公司配套业务占比较低。

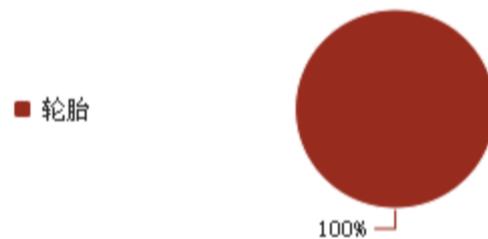
轮胎从用途可分为乘用车胎和商用车胎。乘用车胎面向大众消费者，消费品属性较强，能否占领客户心智较为关键，因此产品差异化程度较高。商用车胎属于生产资料，包含全钢胎和非公路轮胎，面向卡车司机等工作。全钢胎方面，性价比是评判轮胎好坏的标准，因此产品同质化程度高，市场竞争也更为激烈，当下竞争尤为激烈。非公路轮胎方面，巨胎属于技术壁垒较高、粘性较强的产品。巨胎主要服务“巨无霸”型的工程机械，单车价值量极高，客户更看重巨胎的质量和全生命周期的性价比，因此巨胎壁垒更高。公司半钢胎和非公路轮胎业务占比较高，良好的产品结构让公司免于卡客车胎激烈的价格竞争。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司是轮胎制造企业，需要较多生产设备，自动化程度较高，从而固定资产投资较大，资产强度较高，人力资源密集度中等；轮胎属于技术成熟产品，研发强度中等；公司产品丰富，下游客户集中度较低。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

轮胎生产需要投入大量设备，固定资产投资相对较高。公司埃及工厂（产能360万条轮胎）投资额近3亿美元。2024年公司固定资产140亿，占总资产比例超30%。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司坚持基础研究与应用研究相结合的研发战略，持续加大研发投入，逐步推动产品向高端化、智能化、绿色化方向转型。近年公司自主研发的液体黄金轮胎成功解决了“滚动阻力、抗湿滑、耐磨性”三大性能难以同时优化的“魔鬼三角”问题，全面提升了公司产品的核心竞争力。2024年公司研发费用10亿元，研发费用率3.2%。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

轮胎行业属于资本与技术密集型制造领域，近年来自动化、智能化产线广泛应用，降低了对普通劳动力的依赖；但设备运维、工艺控制、质量检测等环节仍需大量熟练技工和专业技术人才，因此整体人力资源密集度处于中等水平，体现出“机器换人”与人力协同并存的行业特点。2024年公司员工人数为2.1万人，单位收入薪酬为0.086元。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

赛轮轮胎客户集中度较低，主要得益于其市场布局广泛（覆盖全球180多个国家和地区）及产品结构多元（涵盖乘用车胎、商用车胎等）。这种“多市场+多品类”策略有效降低了客户依赖风险。2024年公司前五大客户集中度为19%。

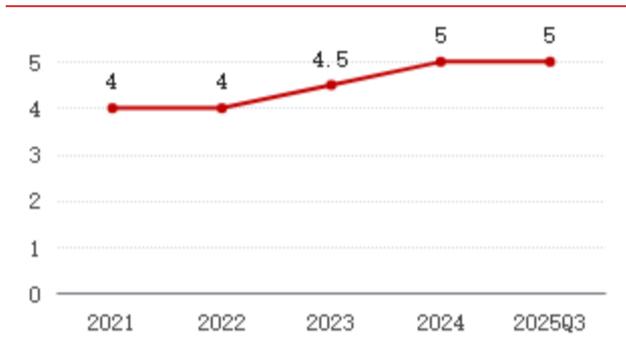
4. 历史经营绩效

公司盈利能力强，成长能力优秀，业务控制力良好，股东回报表现优秀。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



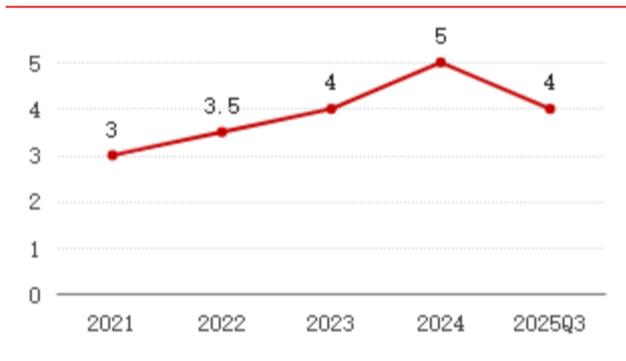
数据来源：公司财报，壹评级

公司近年来盈利能力稳中有升，受益于原材料成本下行、产品结构优化及海外基地（如越南、柬埔寨）的低成本优势。相较于行业平均，其毛利率和净利率处于中上水平，2024年公司净利率为13%，为上市以来最高。但受轮胎行业周期性影响，叠加国际贸易摩擦和汇率波动，盈利仍存在阶段性波动，尚未完全摆脱“成本驱动”特征，公司向“品牌与技术驱动”转型仍在进程中。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



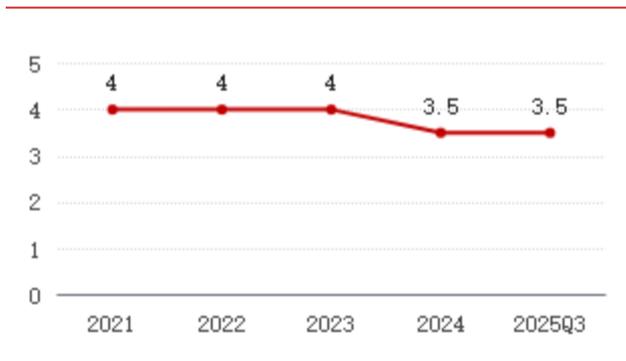
数据来源：公司财报，壹评级

过去五年公司营收与产能持续扩张，依托“国际化+智能化”双轮驱动战略，公司在海外建厂规避贸易壁垒，快速切入欧美替换市场。公司固定资产由2020年的74亿提升至2024年的140亿。当前公司规划大量海外产能，在建工程超34亿元，为未来成长提供有力保障。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



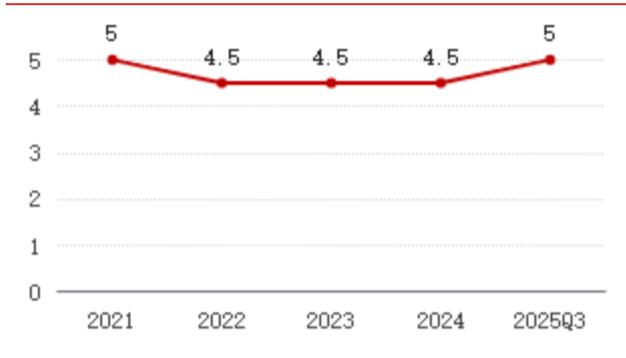
数据来源：公司财报，壹评级

公司在供应链与生产端具备较强控制力，通过自建智能工厂、垂直整合关键材料（如液体黄金材料）提升成本管控与质量管控能力。公司“研一产一销”一体化体系支撑了产品快速迭代与交付响应。但在渠道端，尤其海外市场仍依赖经销商网络，对终端客户直接触达能力弱于国际巨头；此外，品牌影响力尚待提升，业务控制力呈现“制造强、品牌弱”的特点。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司近年来股东回报表现良好，核心支撑在于其持续增强的盈利能力与稳健的财务结构。公司通过海外低成本产能释放和高毛利产品（如巨胎）放量，推动净利润稳步增长，为回报股东奠定基础。同时，资本市场对其成长逻辑高度认可，股价长期呈上升趋势，叠加阶段性股份回购及逐步提升的分红比例，实现了资本增值与现金回报的双重提升，整体股东回报在行业中处于较优水平。

5. 四维评级

公司成长空间广阔，盈利趋势向好，产业格局较好，具备较深护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间广阔，核心在于其高性价比产品体系与全球化产能布局协同发力。依托越南、柬埔寨等海外基地，公司有效规避贸易壁垒，持续抢占欧美替换市场及新兴国家份额，叠加自主品牌影响力提升，为长期增长提供强劲动能。

轮胎(3.5星)：

全球轮胎需求约18亿条，其中16亿条为半钢胎。近五年轮胎需求量几乎没有增长，因此这个行业目前几乎属于存量市场竞争。由于公司工厂位于低人力成本区，因此公司具备明显的成本优势，在成本占优的情况下，公司可凭借性价比持续抢占海外市场份额。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势向好，受益于海外工厂高景气运行（性价比优势之下公司产品供不应求）。同时，品牌力增强推动产品结构升级，在部分细分市场已具备温和提价能力，盈利质量从“成本驱动”稳步迈向“品牌+技术驱动”。另外，欧盟对中国内地将加征双反税，这可能导致海外工厂景气度进一步提升。

轮胎(3.5星)：

美国对东南亚的半钢胎进口平均价格不足50美元，对日韩的半钢胎进口均价约90美元，体现出公司轮胎巨大性价比优势，这也是公司未来潜在的提价空间。另外，在欧盟双反税加征后，海外工厂景气提升，国内工厂景气下降，公司海外产能占比较高，在本次双反事件中或将受益。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较优，产品线覆盖乘用车、商用（包含巨胎）等多个领域，避免陷入单一品类的同质化红海竞争。尤其在高端细分市场形成差异化优势，公司客户结构多元，抗周期波动能力较强，行业竞争环境相对良性。

轮胎 (3.5星) :

公司轮胎业务所处格局良好，产品结构丰富且技术差异化明显，尤其在工程巨胎等高壁垒细分领域已实现量产与出口，有效避开普通全钢胎的激烈价格战。这种“多品类+高壁垒”特点可有效降低同质化竞争压力，降低对下游单一客户的依赖。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河在于成本优势，成本优势来源主要在于低人力成本资源。随着公司品牌力提升，公司未来也将形成一定品牌护城河。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
轮胎	(3星) 公司成本优势明显，主要为公司工厂布局在低人力成本区域。得益于成本优势，公司产品性价比高，在欧美市场供不应求。2024年该业务经壹评级调整后的ROE可达24%，超额显著。公司在行业内规模属于第三梯队，业务控制力良好。	(4星) 公司护城河在于资源优势、品牌优势、技术优势，护城河持续性较强。1) 公司工厂分布在中国、东南亚等人力成本较低地区，相较于米其林等一线品牌，公司产品生产成本不足其一半。人力资源带来的成本优势极大凸显了公司产品的性价比，让公司产品在欧美市场存在较强竞争力。该优势易被同行学习借鉴，因此持续性较弱。2) 公司持续推进高端配套，品牌力有望持续提升，品牌护城河有望持续拓宽。3) 巨胎转换成本高，验证周期长，公司掌握巨胎生产技术，公司目前已进入卡特彼勒等重要主机厂供应链，已形成一定护城河。该优势会随技术扩散逐步衰退，但是相对而言也可保持较长时间，持续性较强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司所处行业具备一定周期性，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司合理估值为580-640亿元区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务为轮胎生产及销售，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

1) 短期：销量由产能规划驱动，我们预计2027年公司轮胎销量约1.15亿条。价格方面我们预计关税、原材料涨价以及公司品牌提升会带动单胎价格上涨，产品结构变化会导致单价下降，我们预计2027年公司单胎价格为417元。

2) 长期：公司具备扩张能力，我们认为公司远期产能天花板可以达到1.8亿条轮胎/年，对应全球份额约9%。我们预计随着公司品牌力提升，公司轮胎价格存在提升空间，远期可达到500元/条。

盈利能力假设：

1) 短期：我们认为公司具备一定顺价能力，公司可将关税压力逐步向下游传导，因此公司盈利能力保持相对稳定。我们预计公司2027年毛利率可以维持在25%左右。

2) 长期：公司人力成本优势将出现下降，公司盈利能力会受到负面影响。但是随着公司品牌力提升，我们预计公司产品可持续提价，因此我们预计公司远期毛利率可维持在20%左右。

表2：公司整体业绩预测

赛轮轮胎	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	219.0	259.8	318.0	375.8	443.6	482.3	529.3	553.2
归母净利润(亿)	11.4	31.6	39.8	41.2	50.1	56.0	58.2	58.6
归母净利润增速(%)	-5.1	176.6	25.8	3.5	21.7	11.9	3.8	0.7
经营性净利润(亿)	13.0	34.1	40.4	41.0	50.2	56.3	57.0	57.4
经营性净利润增速(%)	2.5	162.1	18.6	1.4	22.4	12.1	1.3	0.6
经营性归母净利润(亿)	12.1	32.9	39.8	40.4	49.5	55.5	56.2	56.5
经营性归母净利润增速(%)	-2.3	171.3	21.1	1.4	22.4	12.1	1.3	0.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

轮胎	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	219.0	259.8	318.0	375.8	443.6	482.3	529.3	553.2
收入增速(%)	21.7	18.6	22.4	18.2	18.0	8.7	9.8	4.5
经营性净利润(亿)	13.0	34.1	40.4	41.0	50.2	56.3	57.0	57.4
经营性净利率(%)	5.9	13.1	12.7	10.9	11.3	11.7	10.8	10.4
经营性净利润增速(%)	2.5	162.1	18.6	1.4	22.4	12.1	1.3	0.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
轮胎	4.5%	中低	较好	较强	7.5%	15	55.2
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
轮胎(亿)	212.7	432.0	644.7	-	12.9	3.0	634.8
公司整体测算(亿)	212.7	432.0	644.7	-	12.9	3.0	634.8

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
轮胎(亿)	284.1	312.3	596.4	-	11.9	3.0	587.5
公司整体测算(亿)	284.1	312.3	596.4	-	11.9	3.0	587.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面:公司所处行业信息透明度一般,公司主要原材料价格易获取,但是产品的产量、价格信息不易获取;公司信息披露一般,但是与市场交流充分。业绩预测层面:行业存在一定周期性,且公司存在对业绩影响较大的不确定性事件(贸易摩擦、品牌提升进展等),公司远期业绩预测准确度一般。总体而言,公司估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X<-50%	-50%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。