

风神股份(600469. SH) 公司深度报告之一： 倍耐力工业胎技术+渠道协同强化，看好工程巨胎放量

评级：买入(维持)

董伯骏(证券分析师)
S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn

仲逸涵(证券分析师)
S0350525070003
zhongyh@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
风神股份	-12.8%	-7.6%	10.4%
沪深300	-4.6%	-4.1%	15.0%

市场数据

2026/04/03

当前价格（元）	6.41
52周价格区间（元）	4.72-8.22
总市值（百万）	5,705.12
流通市值（百万）	4,675.78
总股本（万股）	89,003.48
流通股本（万股）	72,945.09
日均成交额（百万）	58.22
近一月换手（%）	1.35

相关报告

《风神股份（600469）2025年三季报点评：2025Q3归母净利润同比+168%，国内唯一一家央企控股轮胎上市公司迈入成长快车道（买入）*汽车零部件*李永磊，董伯骏，仲逸涵》——2025-10-31

《风神股份（600469）公司动态研究：2025H1海内外销售双双提振，2万套巨胎项目稳步推进（买入）*汽车零部件*李永磊，董伯骏，仲逸涵》——2025-09-08

《风神股份（600469）2024年年报 及2025年一季报点评：2024Q4归母净利润受投资损失拖累，公司长期增长动能强劲（买入）*汽车零部件*李永磊，董伯骏》——2025-05-07

本篇报告解决了以下核心问题：1、深度梳理非公路轮胎行业发展脉络与竞争格局，从应用场景、技术要求、盈利逻辑等多维度，系统对比非公路轮胎与乘用车胎、卡客车胎的核心差异；2、风神股份作为国内唯一一家央企控股的轮胎上市公司，深入剖析其在巨胎业务技术壁垒高、客户粘性强、产能门槛高的特性，未来有望凭借规模化产能布局充分受益。

- ◆ **公司是国内唯一一家央企控股的轮胎上市公司，与倍耐力工业（PTN）技术与渠道优势交互。**公司始建于1965年，是“世界500强”中国中化控股的上市公司。公司专业致力于工业用轮胎产品的研发和制造，具备全系列卡客车和非公路轮胎的设计和生产能力。截至2024年底，公司拥有两大基地、三座工厂，合计拥有卡客车产能600万套/年，子午工程胎及工程巨胎产能30万套/年，斜交工程胎产能50万套/年。PTN由倍耐力分拆而成，为全球高端工业胎企业，公司目前直接持有PTN 10%的股权，并托管PTN 90%股份。PTN在全球主要地区均有较强的分销渠道，在南美、中东、北非、欧洲等地区深度分销，与公司在全球分销渠道恰好形成良好的互补与协同。2025年，风神轮胎迎来成立60周年，作为国内唯一一家央企控股轮胎上市公司，将积极发挥央企平台优势，依靠市场牵引和科技创新，持续践行卓越运营体系，提升公司盈利能力，实现以产品为核心的有竞争力的增长。
- ◆ **立足非公路轮胎战略转型，看好巨胎放量业绩持续提升。**OTR业务是全球轮胎企业盈利边际改善的关键因素，工程巨胎是未来OTR业务制高点。随着新增产能逐步释放，我们预计49寸以下普通OTR轮胎竞争相对激烈，49寸以上巨胎由于技术门槛相对较高而附加值更高。国产工程巨胎性价比优势突出，随着国产矿企海外矿山开发加速，拥有巨胎核心技术的国产轮胎企业将受益。2020年，公司开启巨胎三年登顶计划，目前公司已具备49-63英寸全系列产品规格巨胎技术，目前拥有子午工程胎30万套/年，其中巨胎1万套/年，伴随高性能巨型工程子午胎扩能增效项目逐步投产，公司将新增巨胎产能1.95万套/年，持续加大高毛利巨胎产品占比。
- ◆ **零售商销售模式加快推进渠道下沉，海外毛利率行业领先。**轮胎经销商模式存在渠道过长、下沉不足、链条不强的问题，公司推进境外销售渠道下沉，组建当地销售团队，在当地设立仓库，由原来的批发销售逐步转换为直接对零售商和矿山服务商进行销售，提升市场把控能力。2024年，公司海外实现营收31.67亿元，毛利率达28.48%，为行业领先水平。
- ◆ **持续推进降本增效，专利许可费用大幅下降。**2016-2017年，重大资产重组费用增加较多，对公司业绩形成拖累。2018年以来，公司持续推进降本增效。2019年，公司债务规模缩减3.90亿元，财务费用大幅减少。研发费用方面，2024年起，公司与倍耐力终止《专利和专有技术许可及技术协助协议之第一修正案》，并与PTN签署《专利和专有技术分许可协议》，倍耐力向PTN授予专有技术和专利项下的特定许可，再由PTN向公司分许可倍耐力的专利和专有技术。合同变更后，公司向PTN支付的许可使用费较原合同大幅下降，有助于公司成本管控。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**预计公司2025-2027年营业收入分别为74.31、80.45、87.50亿元，归母净利润分别为2.86、4.18、6.17亿元，对应PE分别为20.0、13.7、9.2倍。看好公司成长性，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**非公路轮胎需求不及预期风险、原材料价格波动风险、国际贸易壁垒提升风险、市场竞争加剧风险、项目建设不及预期风险、汇率风险、数据统计测算与实际情况存在一定偏差风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6708	7431	8045	8750
增长率(%)	17	11	8	9
归母净利润（百万元）	281	286	418	617
增长率(%)	-19	2	46	48
摊薄每股收益（元）	0.32	0.32	0.47	0.69
ROE (%)	9	8	8	11
P/E	15.79	19.96	13.66	9.24
P/B	1.37	1.59	1.15	1.06
P/S	0.67	0.77	0.71	0.65
EV/EBITDA	6.82	8.04	4.90	3.35

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

图表：公司业务分拆

1、子午载重胎	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万套/年）	600	600	600	600	600	600
产量（万套）	361	423	528	558	576	588
价格，元/套	891	835	875	870	880	880
营业收入，亿元	32.34	35.93	44.70	47.58	49.67	50.71
毛利率	7.67%	11.84%	13.91%	14.00%	14.00%	14.00%
2、斜交工程胎	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万套/年）	50	50	50	50	50	50
产量（万套）	17.10	19.10	22.00	24	26	28
价格，元/套	2497	2732	2264	2265	2265	2265
营业收入，亿元	4.56	5.06	4.91	5.38	5.83	6.28
毛利率	7.69%	14.66%	6.96%	7.00%	7.00%	7.00%
3、子午工程胎	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万套/年）	20	29	30	30	31	32
产量（万套）	20	27	24	26	27	28
价格，元/套	6162	5984	6885	7575	8718	10334
营业收入，亿元	10.66	15.20	15.16	18.35	21.94	27.51
毛利率	34.3%	37.9%	31.0%	28.4%	31.3%	34.6%

资料来源：Wind、公司公告，国海证券研究所

图表：公司业务分拆（续表）

3、1 子午工程胎-普通OTR	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万套/年）	20	29	29	29	29	29
产能利用率	99.5%	90.5%	78.7%	85.0%	87.0%	90.0%
产量（万套）	20	26	23	25	25	26
产销比	0.87	0.95	0.94	0.95	0.95	0.95
销量（万套）	17	25	21	23	24	25
价格，元/套	5021	4663	5124	5308	5400	5500
营业收入，亿元	8.53	11.63	10.98	12.43	12.94	13.64
营业成本，亿元	5.91	7.83	8.43	10.07	10.48	11.05
毛利率	30.68%	32.67%	23.22%	19.00%	19.00%	19.00%
毛利，亿元	2.62	3.80	2.55	2.36	2.46	2.59
单套毛利，元/套	1540	1524	1190	1009	1026	1045
单套成本，元/套	3480	3140	3934	4299	4374	4455
3、2 子午工程胎-巨胎	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万套/年）	0.33	0.48	1.12	1.12	1.50	3.12
产能利用率	93.9%	95.8%	60.7%	80.0%	95.0%	65.0%
产量（万套）	0.31	0.46	0.68	0.90	1.43	2.03
产销比	1.00	1.00	0.87	0.90	0.84	0.90
销量（万套）	0.31	0.46	0.59	0.81	1.20	1.83
价格，元/套	68710	77609	70847	73400	75000	76000
营业收入，亿元	2.13	3.57	4.18	5.92	9.00	13.87
营业成本，亿元	1.09	1.62	2.04	3.08	4.59	6.94
毛利率	48.61%	54.72%	51.25%	48.00%	49.00%	50.00%
毛利，亿元	1.04	1.95	2.14	2.84	4.41	6.94
单套毛利，元/套	33400	42467	36309	35232	36750	38000
单套成本，元/套	35310	35141	34538	38168	38250	38000

资料来源：Wind、公司公告，国海证券研究所

图表：公司季度销售数据

	2019				2020				2021				2022				2023				2024				2025		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
销量 (万条)	131	148	134	136	102	162	148	153	157	145	116	120	96	105	105	93	99	121	127	128	126	142	150	137	137	159	165
均价 (元/条)	1047	1066	1070	1065	1030	983	962	922	960	986	1027	1041	1034	1222	1236	1280	1256	1208	1157	1139	1144	1151	1110	1271	1146	1167	1198
单条毛利 (元/条)	206	251	237	222	163	175	218	174	136	107	109	62	110	171	226	185	229	237	255	224	216	225	169	220	161	192	206
单条净利 (元/条)	68	38	35	10	20	42	50	25	17	-1	-13	-99	-43	50	50	23	52	98	88	53	59	110	30	4	21	47	73
单条 毛利率	20%	24%	22%	21%	16%	18%	23%	19%	14%	11%	11%	6%	11%	14%	18%	14%	18%	20%	22%	20%	19%	20%	15%	17%	14%	16%	17%

资料来源：Wind、公司公告，国海证券研究所
备注：单条毛利=当期毛利润/当期销量；单条净利润=当期归母净利润/当期销量；单条毛利率=单条毛利/均价

图表：公司主要巨胎项目产能及经济性测算

产 品		项 目		
产品类型	规格型号	子午工程胎技改项目	巨型及特种工程子午胎改扩建项目	高性能巨型工程子午胎扩能增效项目
全钢工程子午胎，万条	20吋	2	7.4	—
	24吋	3		—
	25吋	9.5		—
	26.5吋	—		—
	29吋	—		—
	30.5吋	—		—
	33吋	0.5		—
	35吋			—
	39-45吋			0.05
巨胎，万条	49吋		0.6	1.95
	51吋			
	57吋	—		
	63吋	—		
总计，万条	—	15	8	2
经济性测算	总投资，亿元	1.57	6.12	14.64
	预计实现年收入，亿元	1.55	9.27	15.63
	预计实现年均利润总额，亿元	0.39	2.39	4.22

资料来源：风神轮胎官网、焦作市生态环境局、轮胎报，国海证券研究所

◆中化系轮胎平台，倍耐力技术+渠道注入

◆零售模式渠道下沉，海外盈利行业领先

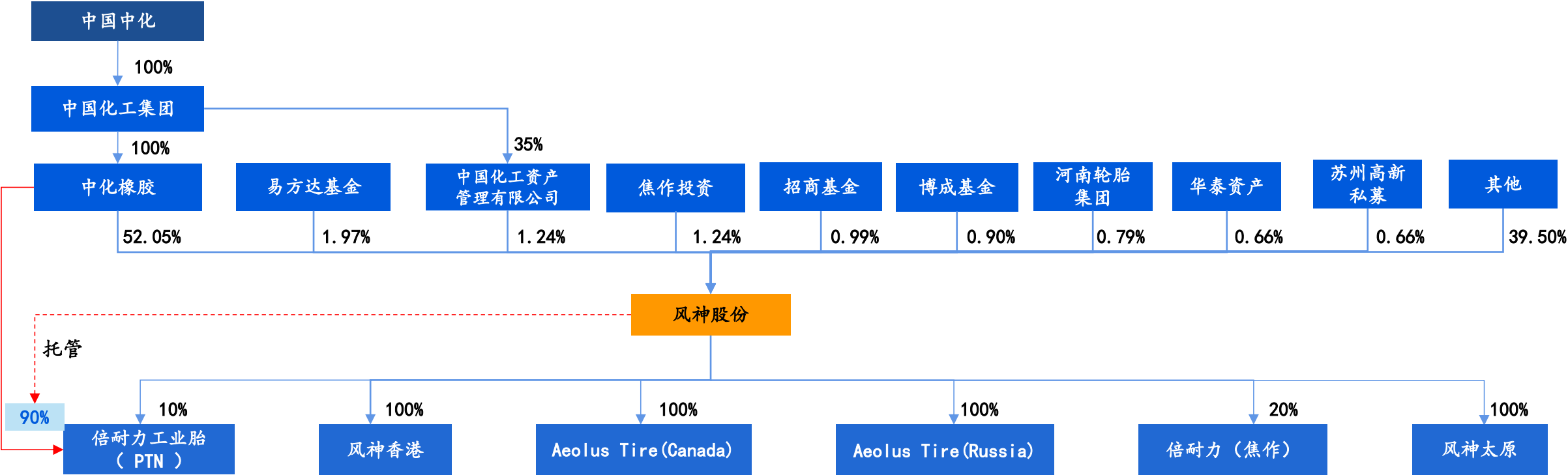
◆OTR业务为盈利边际改善关键因素

◆国产巨胎实现从0到1，募投项目有序推进

◆盈利预测与投资评级

◆风险提示

图表：公司股权结构（截至2026年3月22日）



资料来源：Wind、公司公告，国海证券研究所

公司专业致力于工业用轮胎产品的研发和制造

图表：公司发展历程

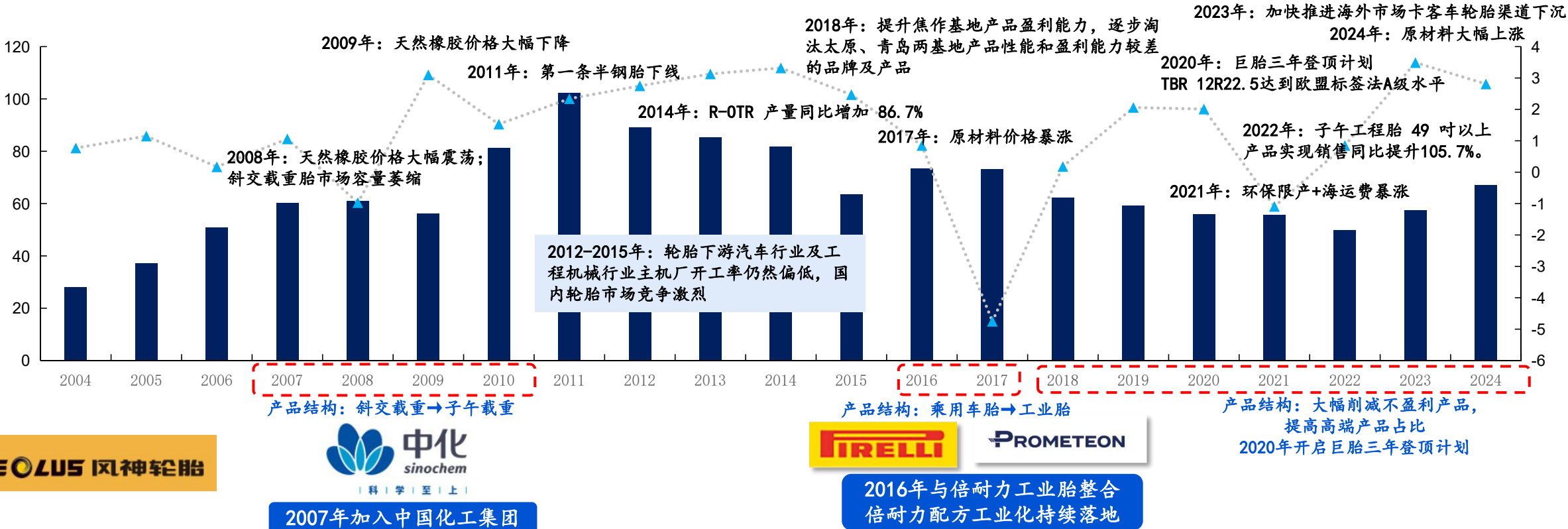
2009年：美国轮胎特保案，针对中国输美乘用车子午线胎和轻型载重子午线胎征收三年附加关税，税率分别为35%、30%和25%
2010年：欧盟宣布计划对中国出口轮胎征22.3%关税，期限五年

2014：美国对华PCR“双反”调查

2018年：美国“301”关税，美政府宣布对中国轮胎产品加征10%关税
2018年：欧盟公布反倾销终裁结果，此后5年中国轮胎企业每出口一条卡客车轮胎都需缴纳42.73-61.76欧元的固定税

2008年：美国对华OTR轮胎征收“双反”关税
2014年：ITC日落复审裁定，继续对中国进口的非公路轮胎征收“双反”关税

2017年：美国对华OTR轮胎发起“双反”调查
2019年：美国撤销对华OTR“双反”关税



资料来源：Wind、公司公告、公司官网、中国政府网、商务部、Federal Register、赛轮轮胎公司公告、车轱辘网、中国经营报、国海证券研究所

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

公司具有全系列卡客车和非公路轮胎的设计和生产能力

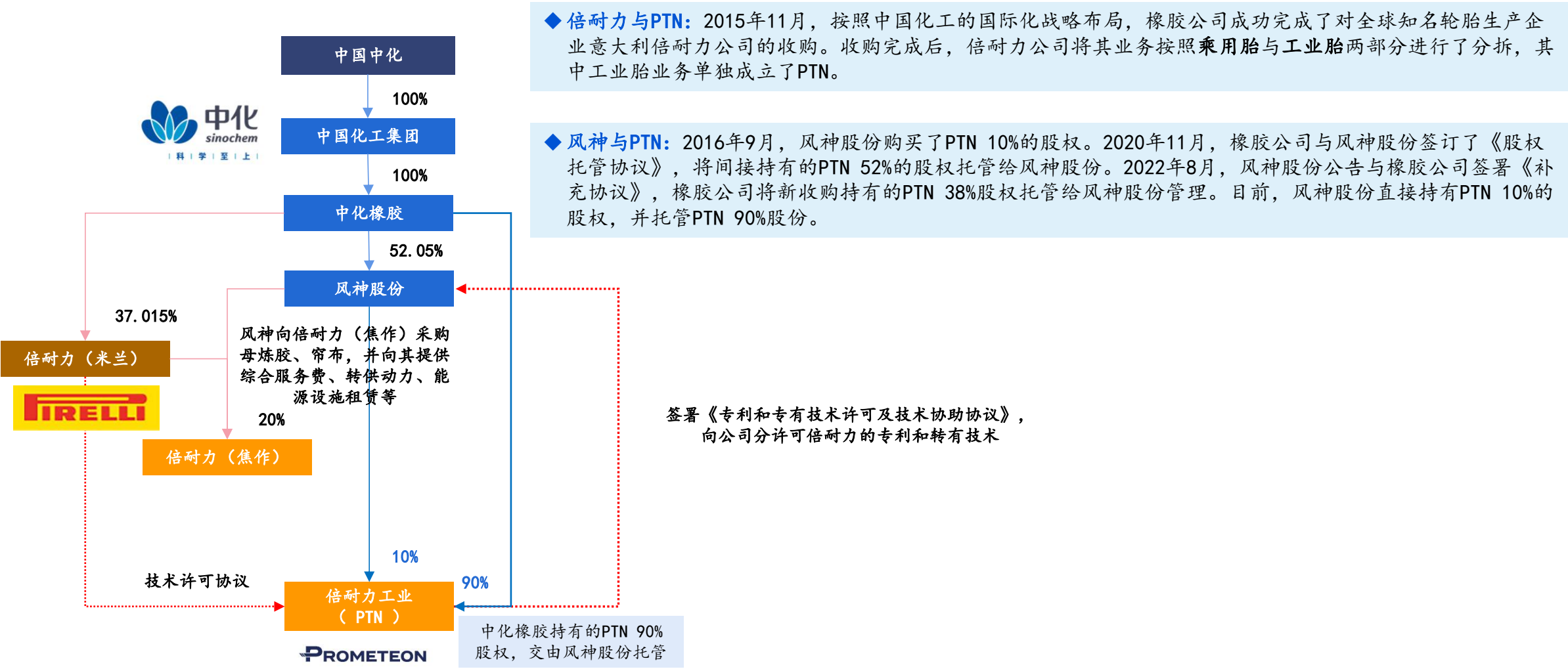
图表：公司主要产品（左图）及工程巨胎发展历程（右图）



资料来源：公司公告、公司官网，国海证券研究所

公司与倍耐力工业（PTN）技术与渠道优势交互

图表：风神股份与倍耐力工业技术与渠道优势交互



资料来源：Wind、公司公告、中国化工集团有限公司2023年跟踪评级报告，国海证券研究所
备注：中化橡胶公司乘用车胎业务主要由 Pirelli&C. S.p.A经营，工业胎业务主要由风神股份PTN两家子公司负责运营

PTN由倍耐力分拆而成，为全球高端工业胎企业

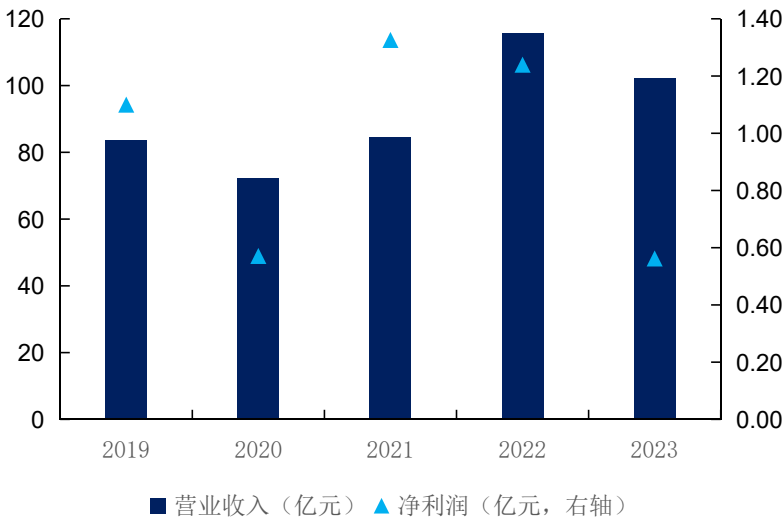
➤ PTN是由百年轮胎企业倍耐力的工业胎业务分拆而成。PTN经营范围包括Prometeon自有品牌和经倍耐力授权的倍耐力品牌卡客车胎、农业胎和斜交胎的研发、制造和销售，拥有7大产品系列，约240种轮胎产品，其产品主要适用于重卡车、道路拖拉机、重型拖车、货运汽车、公共汽车、农业拖拉机、林业拖拉机、推土机、工业机车等重型机车的轮胎及内胎。此外，PTN目前不从事巨胎相关业务，暂无工程巨胎产品，尚无生产工程巨胎产品的相关计划，因此风神股份募投巨胎项目实施后不会导致新增与PTN的同业竞争。

图表：风神股份与PTN业务结构互补

	风神	PTN
产品定位	中端卡客车轮胎产品为主，同时经营工程子午胎	高端卡客车轮胎产品为主，工程子午胎业务较少
销售区域	境内和境外销售相结合，产品主要面向中国、独联体、印度尼西亚、加拿大等国	境外销售为主，客户主要为中东（埃及、土耳其）、美洲（巴西、阿根廷）、欧洲（意大利、西班牙）、非洲（摩洛哥、阿尔及利亚）等地的经销商，以及卡特彼勒、沃尔沃等欧洲具有代表性的卡客车、工程机械主机厂

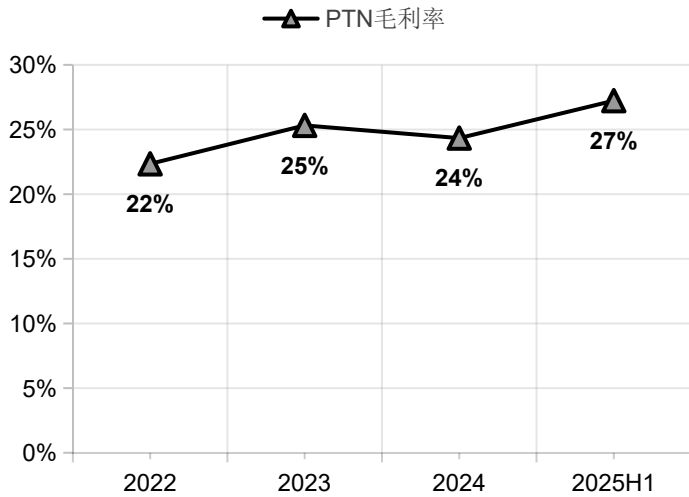
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表：2019-2023年PTN营业收入及净利润变化



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表：2022-2025H1 PTN毛利率变化

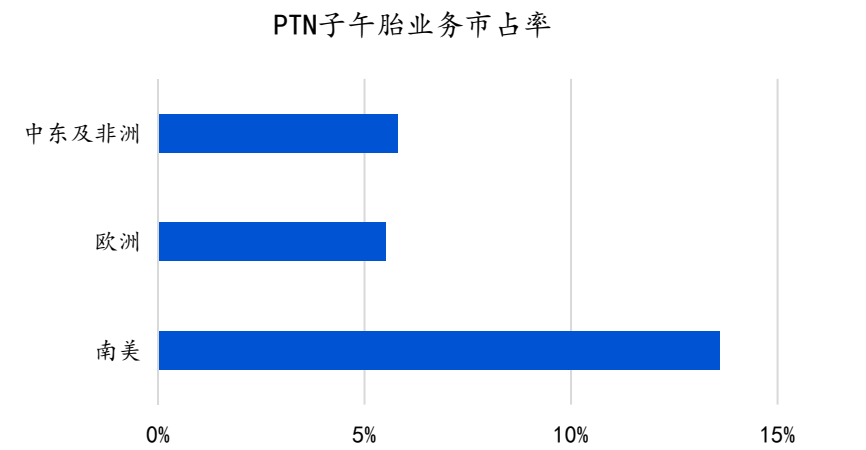


资料来源：公司公告，国海证券研究所

PTN主要面向南美、中东及欧洲市场

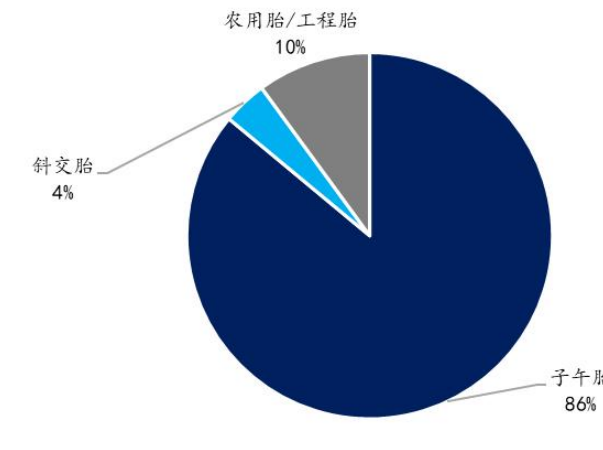
- 截至2021年6月，PTN在全球3个国家拥有4个生产基地，其中位于土耳其的伊兹密特和埃及的亚历山大生产基地主要生产全钢子午卡客车胎，位于巴西圣安德烈和格拉瓦塔伊生产基地主要生产全钢子午卡客车胎、斜交卡客车胎和农用车胎。截至2020年，PTN在巴西、土耳其、埃及合计拥有577.7万条工业胎产能。
- PTN在全球主要地区均有较强的分销渠道，在南美、中东、北非、欧洲等地区深度分销，与风神股份在全球分销渠道恰好形成良好的互补与协同。

图表：PTN子午胎业务全球主要市场占有率（2020年）



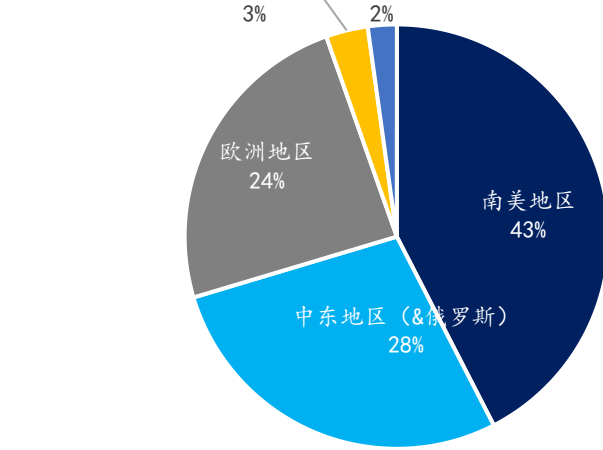
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表：PTN营收按业务构成（2020年）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表：PTN营收按地区构成（2020年）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

“风神+PTN”模式再布局港口业务，与马士基签署长期合作协议

- 2025年9月，风神轮胎与马士基（A.P. Moller - Maersk）集团旗下APM Terminals正式达成长期供应合作，为其巴西码头运营公司提供18.00-25 AIND40港口轮胎，应用于正面吊等关键港机设备。马士基是全球综合集装箱物流的领军企业，在全球船公司运力排名第二，是全球海洋运输领域公认的巨头。其旗下APM Terminals作为全球领先的港口投资与运营公司，是马士基全球物流链的战略核心之一。风神轮胎的销售团队开发客户，借助PTN巴西子公司成熟的本地仓库、物流网络与开票服务，为客户快速直供高品质的产品；通过整合风神和PTN内部资源，做到了交易成本最低。同时，风神在巴西配备的本土化销售与工程师团队，可为客户提供快速技术支持与全周期服务。该合作不仅是风神在巴西市场实现的重要突破，更是全球港口业务战略布局的关键进展，展现出在国际市场上的产品竞争力与品牌影响力。未来，风神将继续扩大在港口胎领域的市场份额，助力各港口码头用户提升运营效率。

图表：风神轮胎签约马士基旗下APM Terminals并成为其港口胎供应商



资料来源：公司官网

- 截至2024年年底，公司拥有卡客车轮胎产能600万套/年，子午工程胎30万套/年，多用途轮胎产能50万套/年。
- 在建工程方面，公司拟新增子午工程胎2万套/年。

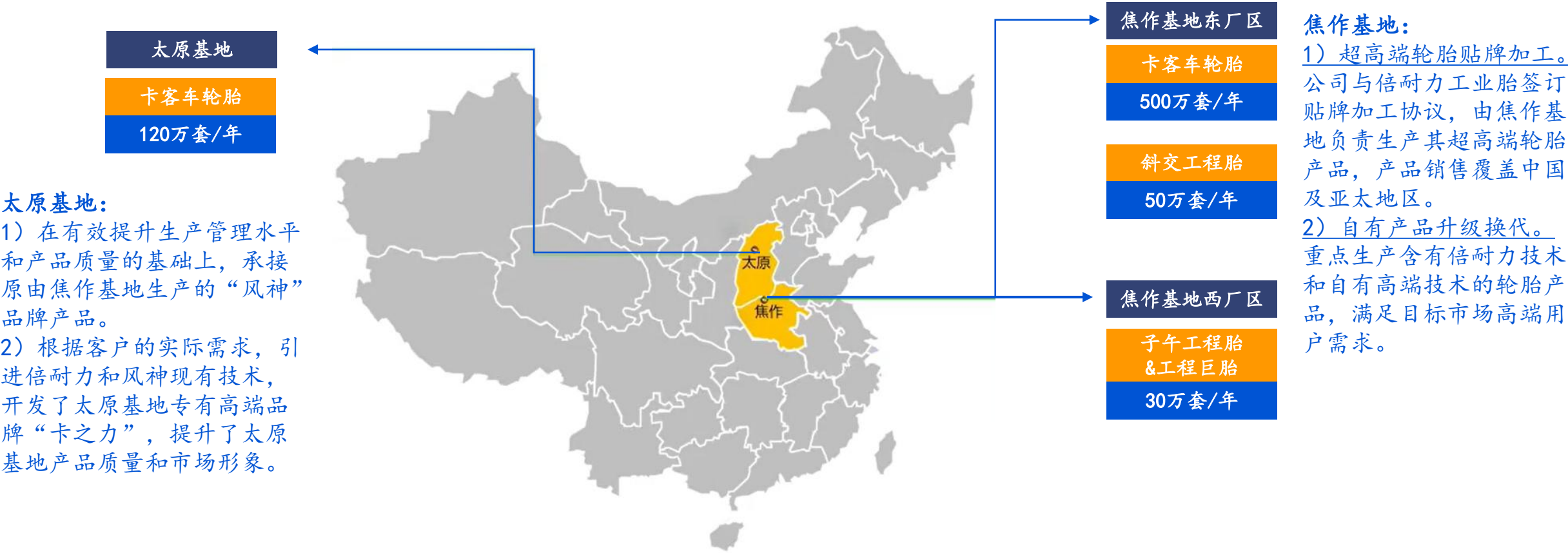
图表：公司产能及产能利用率（2024年）

种类	设计产能（万套/年）	产能利用率（%）	在建产能
➤ 卡客车轮胎	600	88	/
➤ 子午工程胎	30	79	2
：其中巨胎	1		2
➤ 多用途轮胎	50	44	/

资料来源：公司公告，国海证券研究所
（备注：卡客车轮胎系历史年度所披露的子午载重胎产品；多用途轮胎系公司在历史年度所披露的斜交工程胎基础上，进一步改良工艺，丰富、优化产品结构，拓展农用特种胎子午农业轮胎等细分品类，故更名为“多用途轮胎”。）

公司现有两基地、三工厂布局

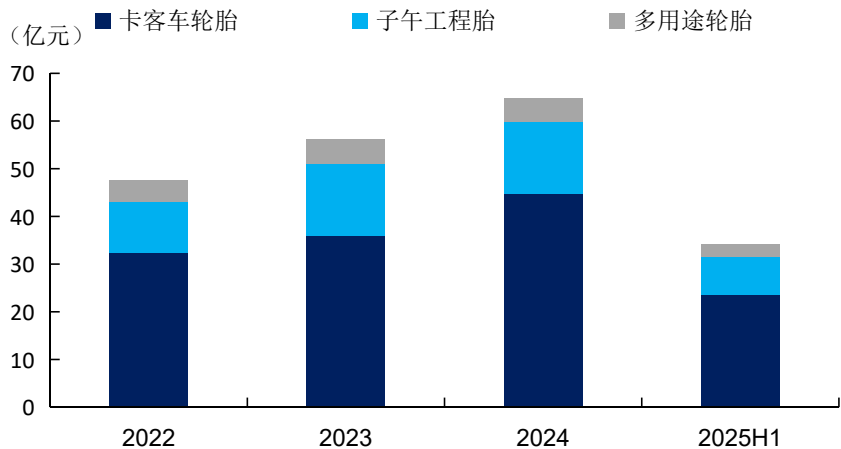
图表：公司产能分布



资料来源：风神股份2023年度暨2024年第一季度业绩说明会、上证路演中心，国海证券研究所
 备注：太原基地停止生产和销售超低毛利产品；青岛基地停止生产和销售超低毛利的外来贴牌加工产品

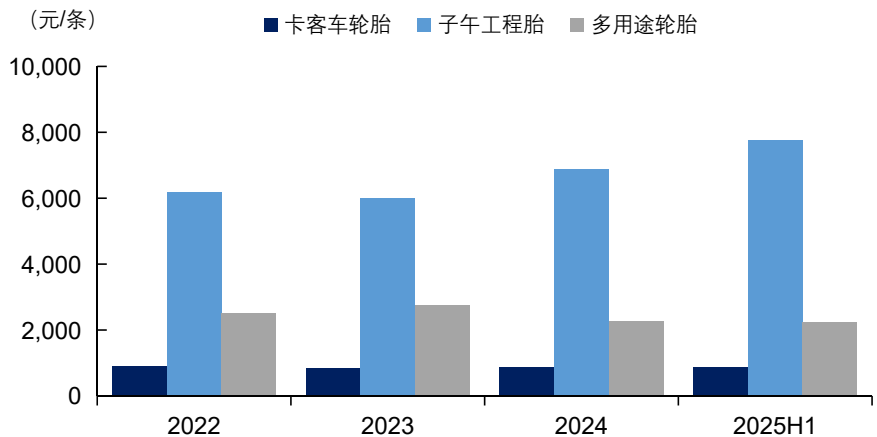
公司三大业务收入及利润变化

图表：公司三大业务收入变化



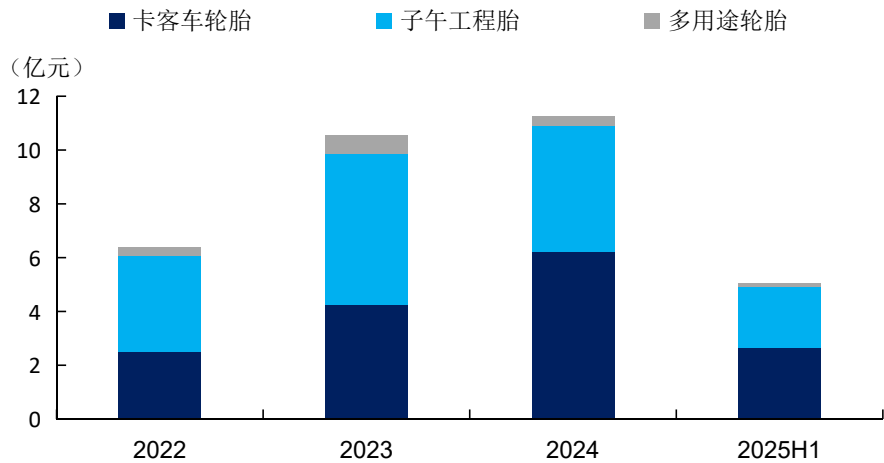
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表：公司三大业务销售单价变化



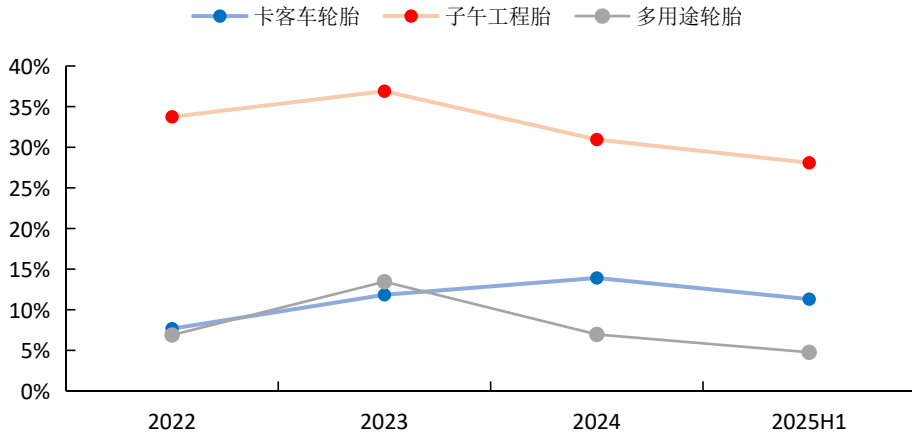
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表：公司三大业务毛利润变化



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表：公司三大业务毛利率变化

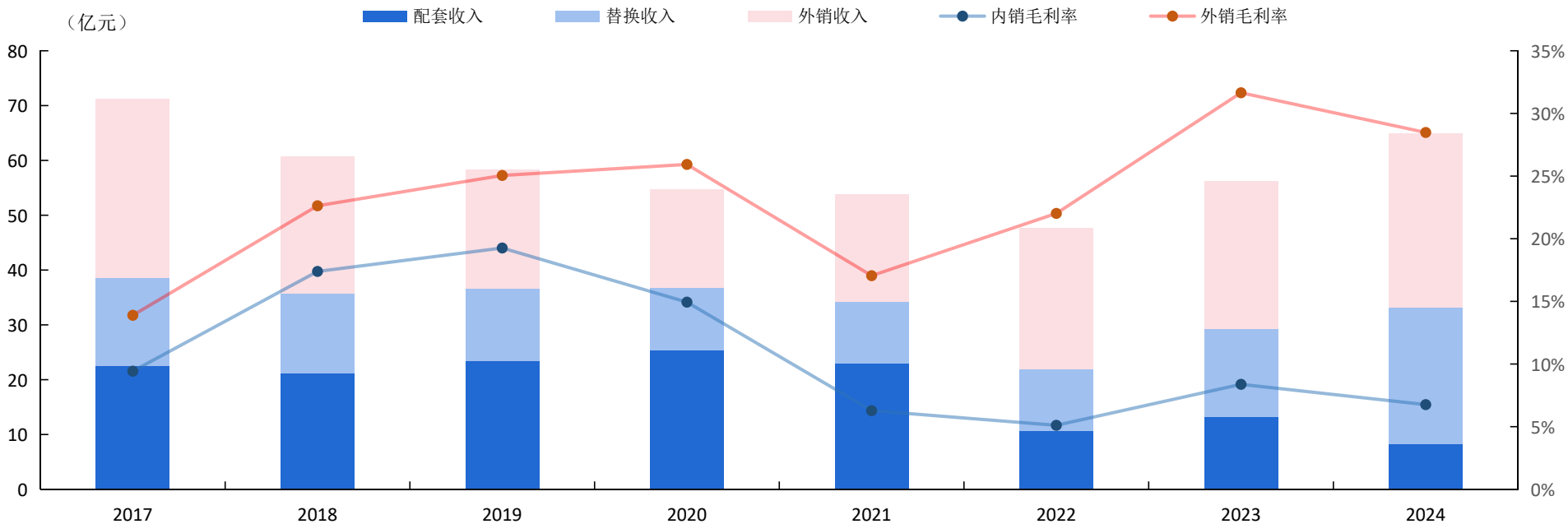


资料来源：公司公告，国海证券研究所

产品结构调整叠加渠道下沉，公司盈利能力稳步上行

➤ 公司主要产品为卡客车、工程机械车使用的工业轮胎。公司出口市场毛利率水平最高，其次为替换市场，配套市场毛利率水平较低。1) 出口市场方面，2018年-2019年轮胎出口市场受贸易摩擦持续影响，2019年后公司积极开拓欧美市场以减少贸易摩擦。此外，公司加快推进卡客车轮胎渠道模式由传统的独家代理商（大批发商）模式向渠道下沉模式转变，目前该模式已在越南、孟加拉等地顺利推行。2) 国内市场方面，①卡客车：公司适时推出了12R22.5全新卡客车轮胎产品组合，凭借新颖外观和精准的产品性能及价格定位，迅速打开市场；②工程机械轮胎：大规格巨胎产品逐步下线。2023年，国内替换市场复苏，收入同比大幅上升，配套市场受到国内商用车主机厂商产销量上升以及公司市场结构优化调整，收入也有一定增幅。

图表：公司分业务收入及毛利率



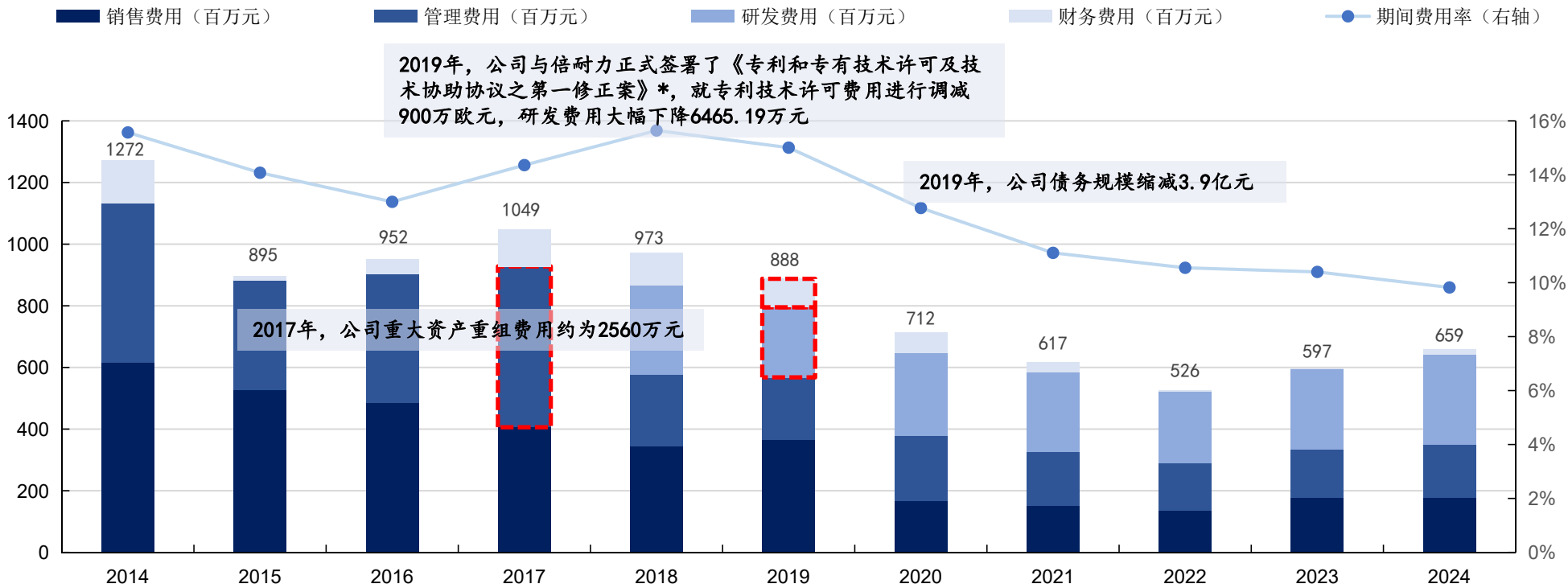
资料来源：公司公告，国海证券研究所

备注：公司营业收入分为国内业务和国外业务两大类，其中国内业务进一步分为配套收入和替换收入。配套市场即直接为整车制造厂商提供轮胎配套产品，多以直销模式为主，从销售渠道来看，公司配套市场主要客户为东风商用车、徐工、龙工等知名整车制造厂商，主要和车厂生产挂钩；替换市场即售后维修市场，主要针对寿命到期轮胎的更新替换，多以经销模式为主，主要和物流运输、工程机械等下游市场需求挂钩；公司出口市场主要为替换市场。

2018年起公司扭亏为盈，持续推进降本增效

➤ 2018年起，公司内部以“提质降本、整合增效”为工作主题，开展“生产降成本、能源降成本、采购降成本、工艺降成本”等一系列降成本活动；同时强化预算管理，严格控制各项成本费用，提升管理效率和运营效益，期间费用下降幅度明显，全年实现扭亏为盈。

图表：公司期间费用变化情况

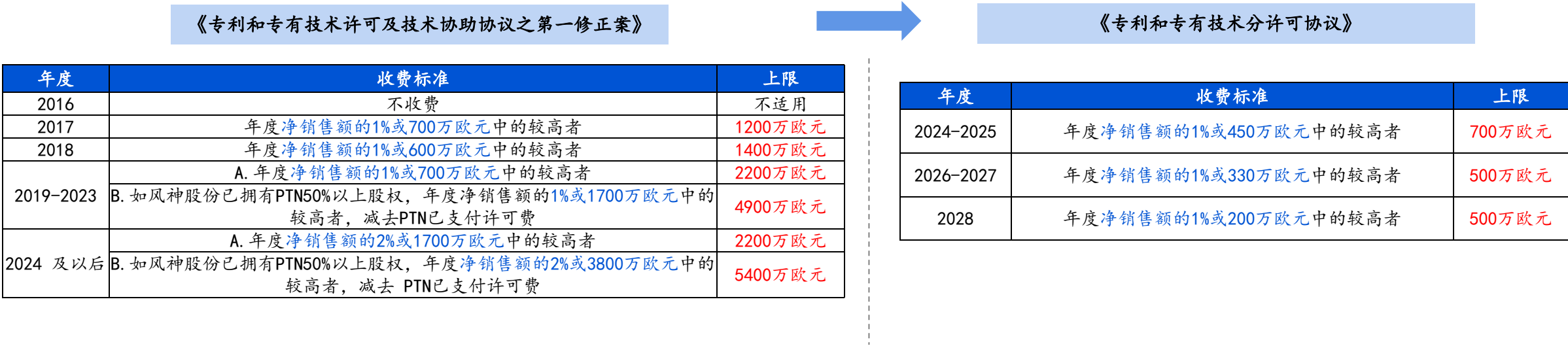


资料来源：Wind、公司公告，国海证券研究所
 备注：根据《专利和专有技术许可及技术协助协议之第一修正案》，结合2018年的风神股份实际经营结果计算，原合同项下2018年技术使用费为1500万欧元，修改后的新合同项下2018年技术使用费为600万欧元。

公司技术许可费用较前期大幅下降

➤ 2024年3月，风神股份发布关于签订《终止和解除协议》及《专利和专有技术分许可协议》暨关联交易的公告，风神股份与倍耐力同意自2024年1月1日起终止《专利和专有技术许可及技术协助协议之第一修正案》，同时风神股份与PTN签署许可协议，倍耐力向PTN授予专有技术和专利项下的特定许可，公司与PTN签署《专利和专有技术分许可协议》，由PTN向公司分许可倍耐力的专利和专有技术。《专利和专有技术分许可协议》中，对风神股份应向PTN支付的许可使用费大幅下降，有助于公司成本管控。

图表：公司专利许可费用大幅下降

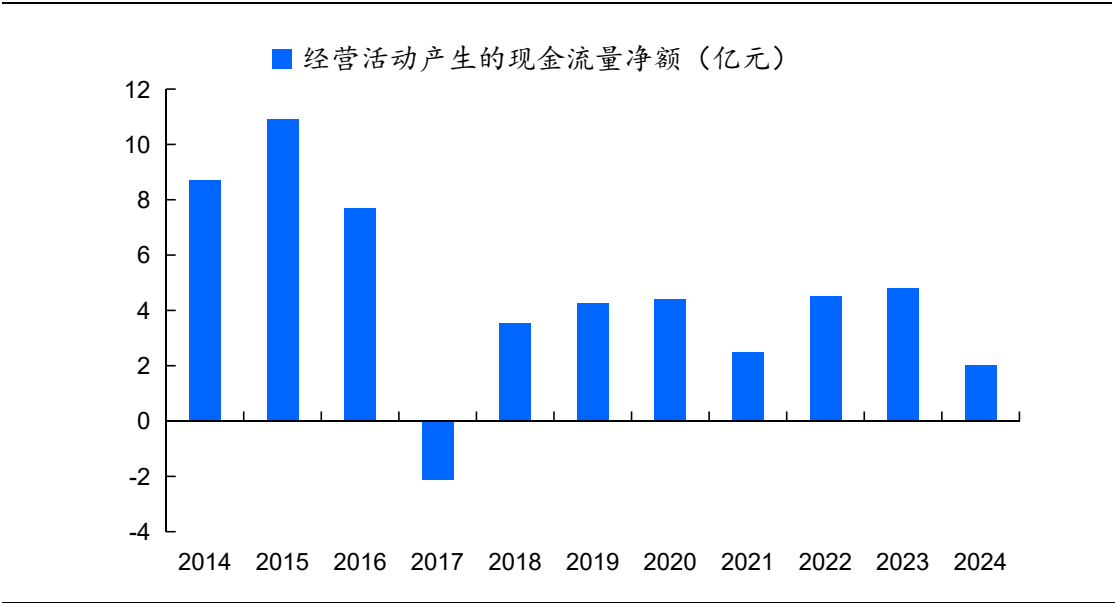


资料来源：公司公告，国海证券研究所
(备注：“净销售额”指风神股份及其关联方向第三方净销售额。“关联方”指直接或间接持有其至少50%的有表决权的股份的子公司。)

现金流稳健，资产负债率走低

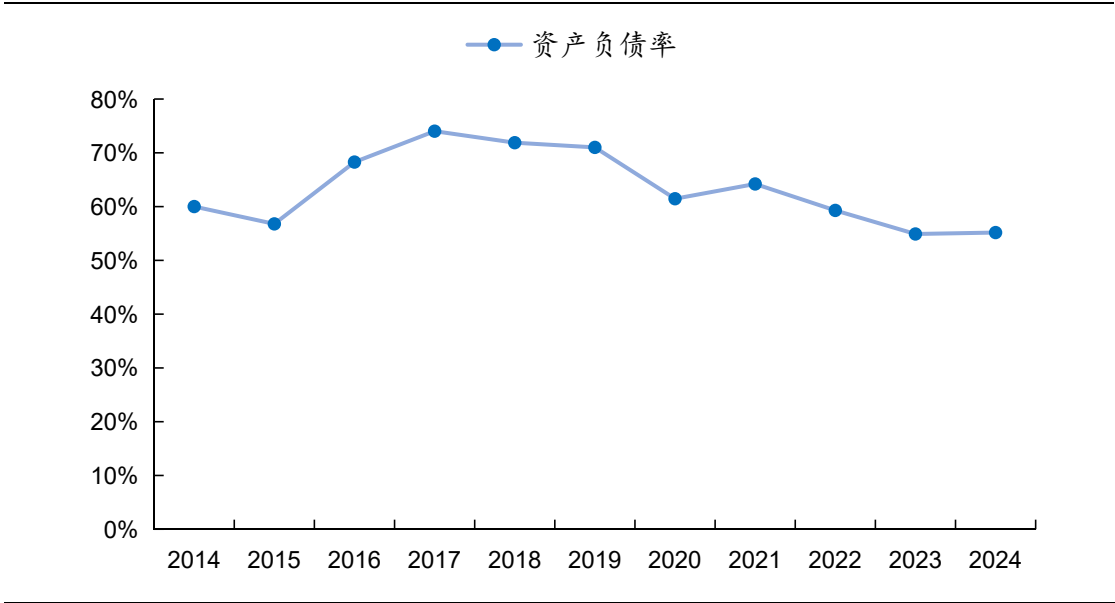
- 公司现金流稳健。公司收现比由2017年的74%增长至2021年的99%，2022年后，公司收现比常年大于或趋近于1，营收质量实现稳步增长。
- 公司资产负债率走低。2020年，公司通过非公开发行进行股权融资，偿还有息负债降低资产负债率。2024年，公司资产负债率为55.17%，较2017年下降18.85个百分点。

图表：2014-2024年公司经营活动产生的现金流量净额



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：2014-2024年公司资产负债率情况

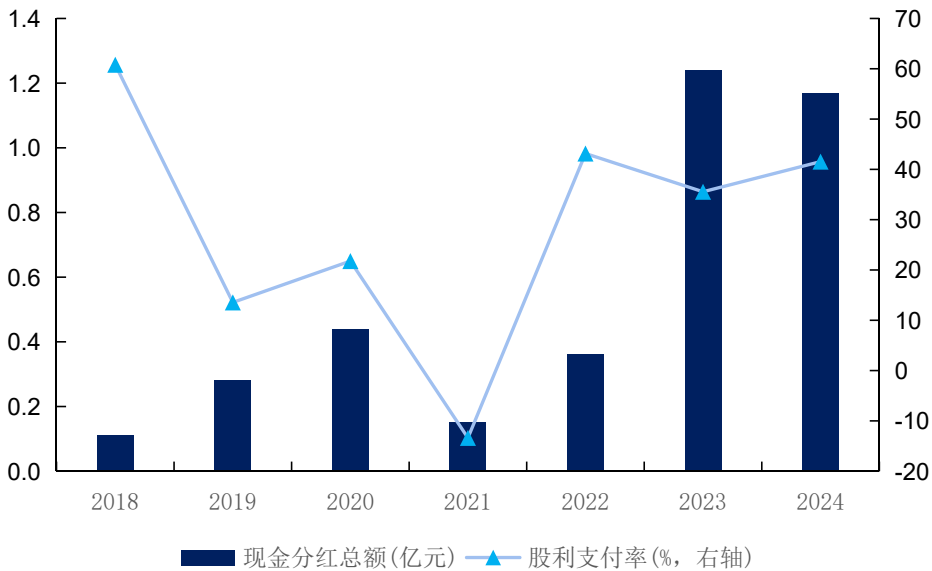


资料来源：Wind，国海证券研究所

分红率保持在较高水平，股东回报持续提升

- 风神股份2018年度-2024年度历年均进行了现金分红，分红金额合计3.75亿元，占各年度合计归母净利润的比例为36.37%。
2018年，公司在合并层面出现亏损的情况下，仍坚持分红的上市公司，展现公司为投资者负责、积极维护股东利益的良好态度。
- 2024年全年合计现金分红1.17亿元，股利支付率42%，现金分红额达到历史新高。

图表：公司现金分红总额及股利支付率



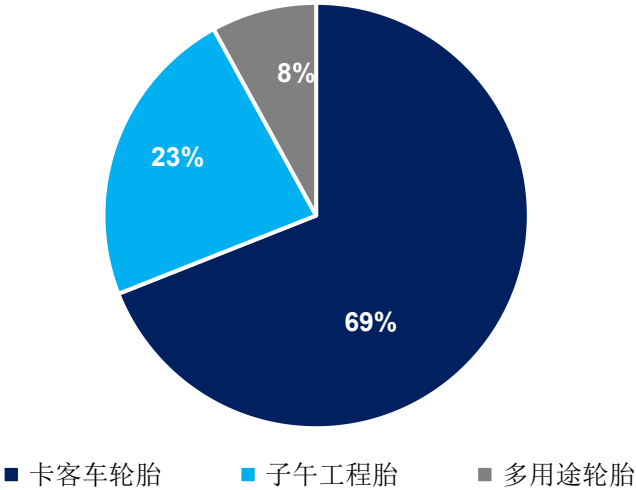
资料来源：Wind，国海证券研究所

- ◆ 中化系轮胎平台，倍耐力技术+渠道注入
- ◆ 零售模式渠道下沉，海外盈利行业领先
- ◆ OTR业务为盈利边际改善关键因素
- ◆ 国产巨胎实现从0到1，募投项目有序推进
- ◆ 盈利预测与投资评级
- ◆ 风险提示

卡客车胎在公司三大类产品中收入占比最高

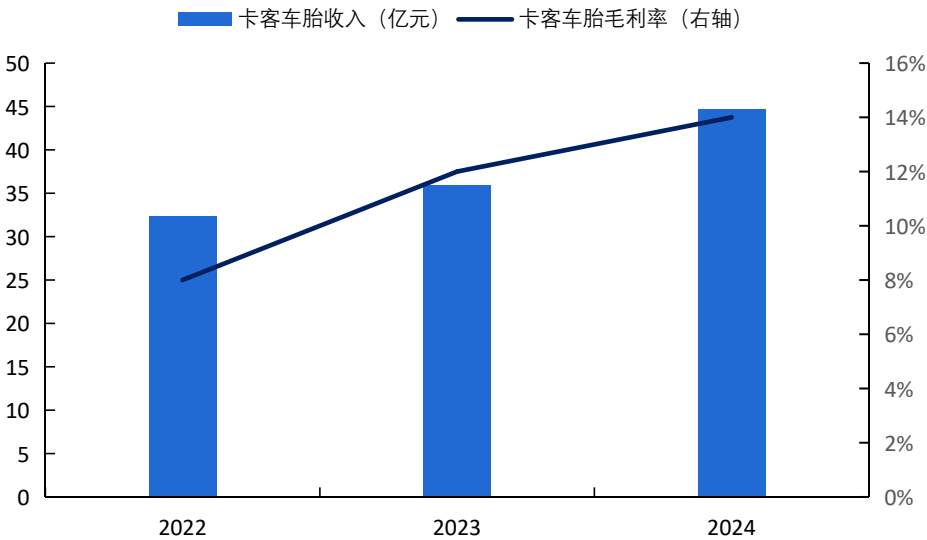
- 风神股份主要产品分为卡客车轮胎、子午工程胎、多用途轮胎三大类。三大类产品中卡客车轮胎贡献较大收入占比，是公司主要收入来源。盈利能力方面，2022年-2024年公司卡客车轮胎毛利率持续提升。
- 2024年，公司卡客车胎实现收入45亿元，毛利率为14%。

图表：风神股份三大类产品收入占比（2024年）



资料来源：风神股份路演材料，国海证券研究所

图表：风神股份卡客车胎收入及毛利率



资料来源：风神股份路演材料，国海证券研究所

2025年全球卡客车轮胎消费量约为2.2亿条

- 在卡客车配套轮胎市场，2025年全球（除中国）的需求量为0.24亿条，同比减少4%；北美及中美洲地区年需求量为0.046亿条，同比-20%，创历史新低，主要是经济不确定下，车队运营商购买新车的意愿不足，同时整车厂处于去库过程。中国市场年需求量0.24亿条，同比+17%。
- 在卡客车替换轮胎市场，2025年全球（除中国）的需求量为1.33亿条，同比上升4%；南美市场年需求量0.185亿条，同比+8%，主要受阿根廷经济活动回暖带动，本轮反弹的红利主要由亚洲企业获得。2025年中国卡客车替换需求量为0.38亿条，同比-1%。

图表：2025年全球卡客车轮胎消费量同比变化情况（按地区）

地区	欧洲		北美洲和中美洲		南美洲		亚洲（除中国）		非洲、印度和中东		全球（除中国）		中国	
单位：百万条	配套轮胎	替换轮胎	配套轮胎	替换轮胎	配套轮胎	替换轮胎	配套轮胎	替换轮胎	配套轮胎	替换轮胎	配套轮胎	替换轮胎	配套轮胎	替换轮胎
2024	6.0	26.0	5.7	33.0	2.4	17.1	4.2	22.4	6.1	30.2	24.5	128.7	20.3	38.6
2025	6.2	26.6	4.6	34.6	2.1	18.5	4.3	22.5	6.5	31	23.6	133.2	23.7	38.4
2025年同比	2%	2%	-20%	5%	-13%	8%	2%	0%	6%	3%	-4%	4%	17%	-1%

资料来源：米其林公告，国海证券研究所

- 2022年以来，全球卡客车轮胎格局逐步重塑。2022年，随着全球经济复苏，境外市场轮胎需求状况良好，然而由于欧美地区能源价格上涨幅度较大，轮胎企业开工不足，产能有所下滑，进口需求增加。2023年，受到高通胀、高利率经济环境的影响，欧美国家轮胎替换市场需求有所下降。在海外高通胀的背景下，我国生产的轮胎产品凭借性价比优势，出口量反而有所增加。以米其林为例，据米其林2024 Q1财报资料，米其林全球产能处于调整期，调整完成后，其全球范围内卡客车轮胎产能减少约15%。
- 据米其林2025年年报，截止目前，米其林在中国大陆的卡客车胎领域的布局体量已较为有限。

图表：米其林全球产能调整（截至2024 Q1）

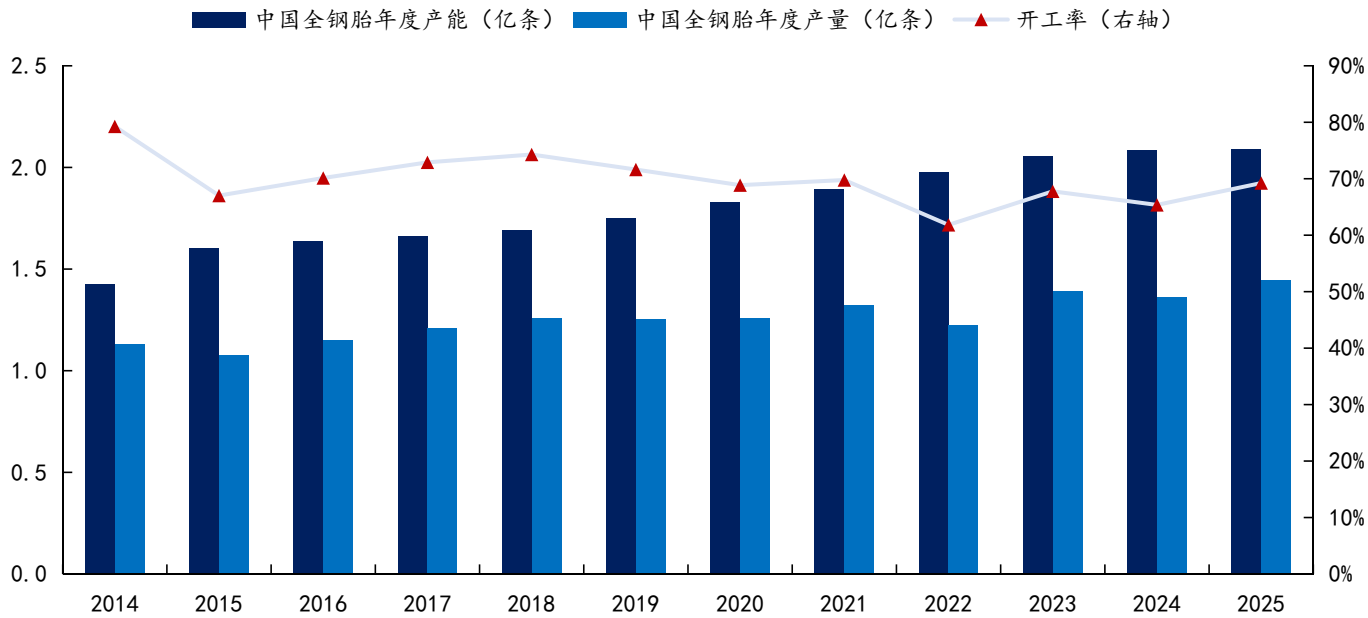
	2023年		2024年	
	工厂地点	生产产品	工厂地点	生产产品
新增产能	中国 上海	乘用车/轻卡轮胎	中国 沈阳	乘用车轮胎
	加拿大 Brigidewater	乘用车/轻卡轮胎，增加新能源汽车轮胎和更大尺寸乘用车和轻卡轮胎的产能	波兰 Olsztyn	乘用车轮胎
	墨西哥 Leon	乘用车/轻卡轮胎		
	美国 Junction City	农业设备履带		
退出产能	美国 Ardmore	乘用车轮胎	波兰 Olsztyn	商用车轮胎
	德国 Karlsruhe/homburg	商用车轮胎	中国 沈阳	商用车轮胎
	德国 Trier	加工厂	中国 上海	钢丝绳

资料来源：米其林公告，Rubber News，轮胎商业网，上海地产闰虹集团，国海证券研究所

国内全钢胎新增产能趋缓，开工率提升明显

➤ 全钢胎产品主要用于载重、长途客运等商用车市场。2022年，受宏观经济下行、国内跨省物流运输量下滑以及商用整车厂销量下滑等因素的影响，国内全钢胎市场市场需求有所下滑。2023年，由于我国工程物资运输需求相对较低，同时消费市场恢复速度较快，小尺寸全钢胎产销增长。2024年中国全钢轮胎月度开工负荷呈现“高开低走”运行态势，受成本高位和盈利空间压缩的影响，轮胎产能释放意愿受到一定抑制。2025年，中国全钢轮胎需求市场整体表现好于去年，其中配套市场，商用车市场在“内需+出口”双增态势下带动下呈现出较为积极的运行势头，替换市场呈现弱修复表现，国内全钢胎全年产能利用率提升4.72个百分点，全年产量同比增幅6.28%。

图表：国内全钢胎产能及产量情况

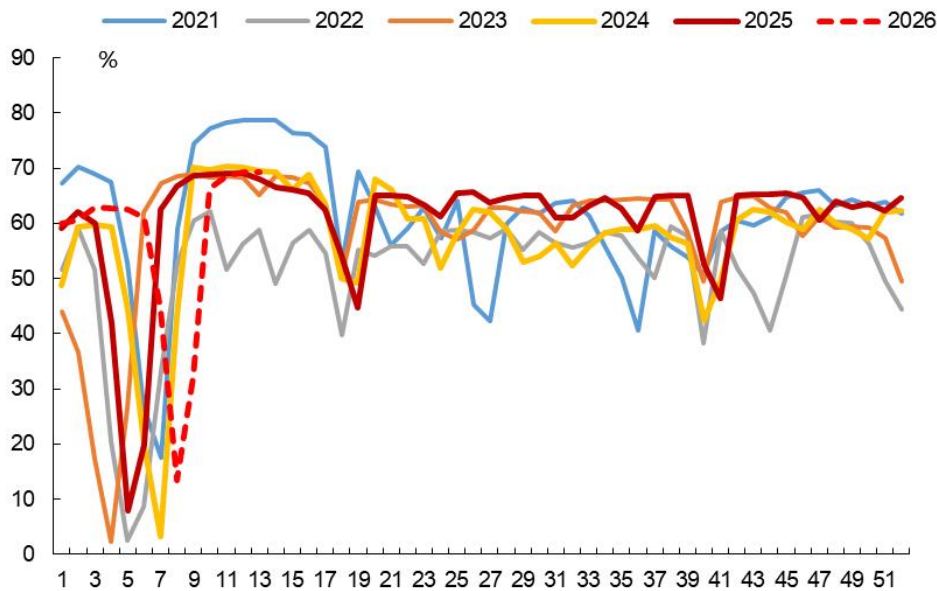


资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

国内全钢胎开工率有望进一步回升

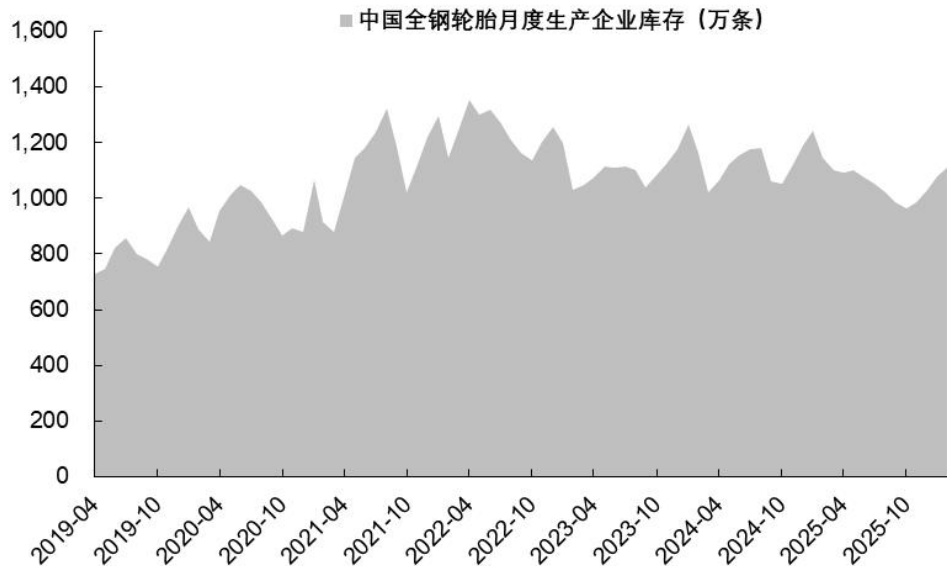
- 据卓创资讯，截至2026年3月26日，山东省全钢胎开工率为69.26%，同比+1.17pct，环比上周+0.04pct。
- 据卓创资讯，截至2025年2月28日，全钢胎企业库存为1109万条，同比-3%，环比+3%。

图表：山东省全钢胎周度开工率



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：我国全钢胎企业库存



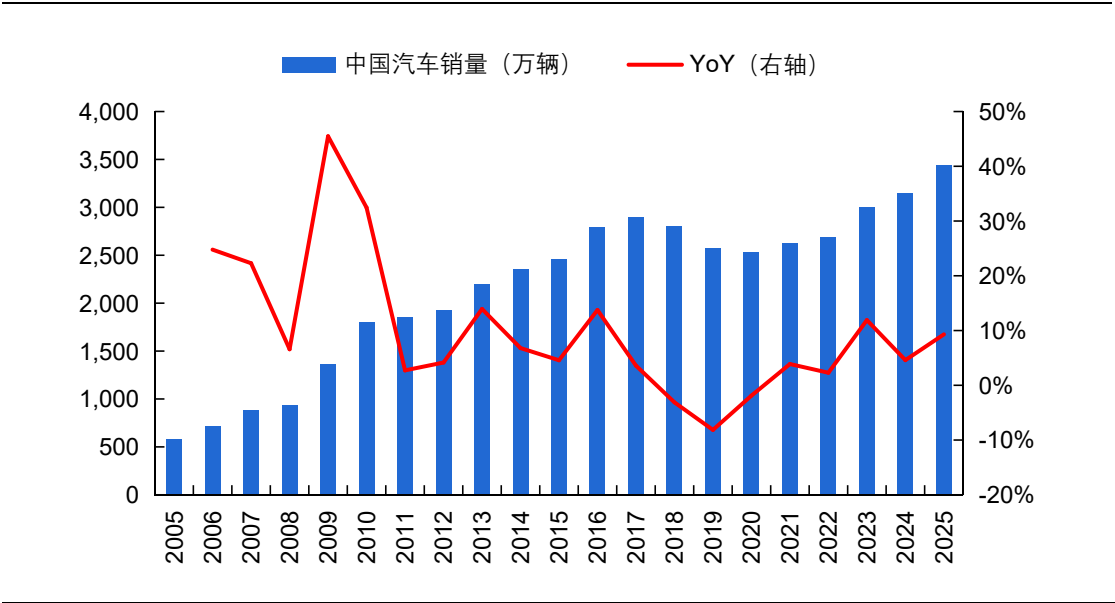
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

2025年国内汽车销量再创新高，商用车销量底部回升



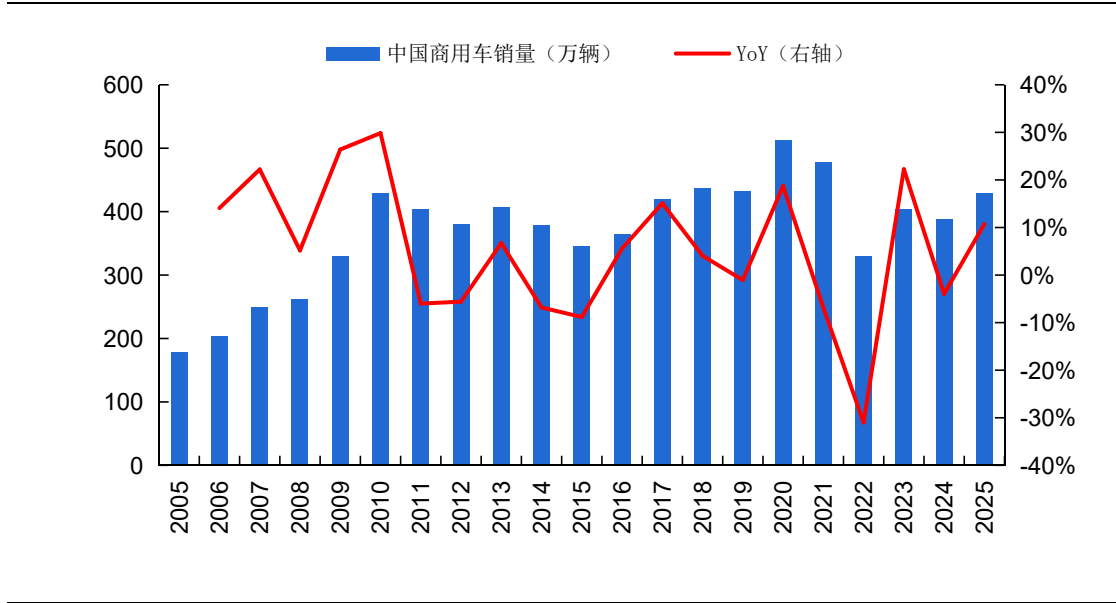
- 中国汽车工业协会公布的数据显示，2025年全年，中国汽车产销分别完成3453.1万辆和3440万辆，同比分别增长10.4%和9.4%。2025年，汽车产销量再创历史新高，产销规模连续3年保持在3000万辆以上。
- 商用车方面，2025年产销分别完成426.1万辆和429.6万辆，同比分别增长12%和10.9%。

图表：2005-2025年中国汽车销量及增长率



资料来源：Wind，国海证券研究所

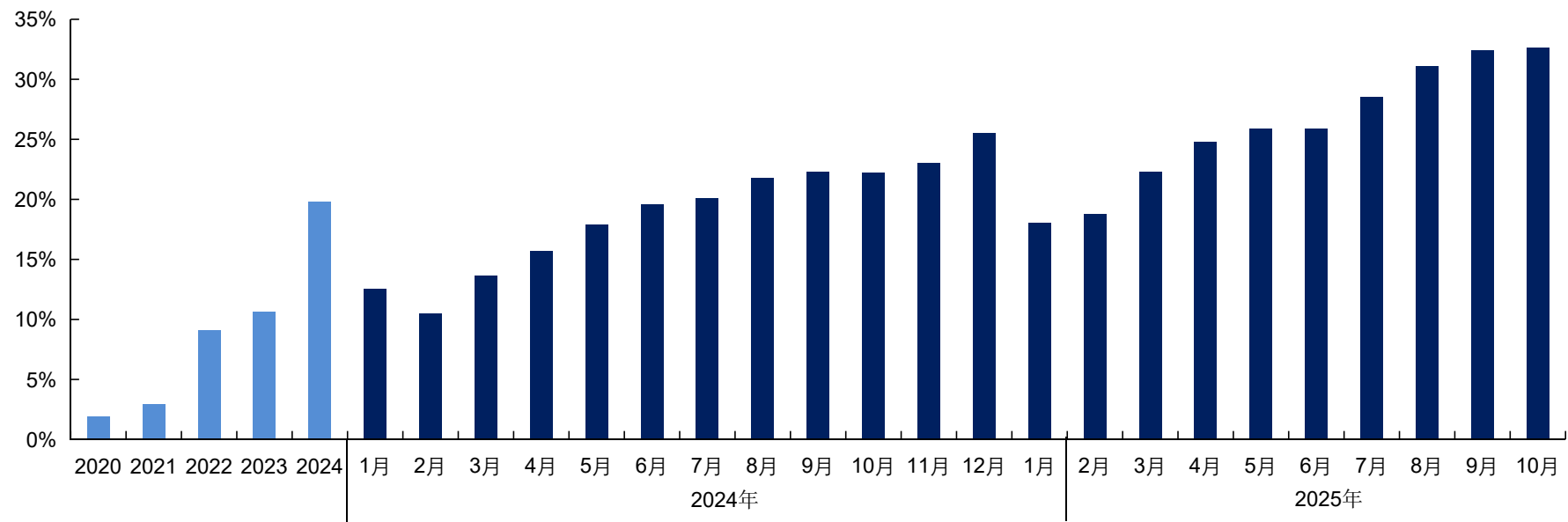
图表：2005-2025年中国商用车销量及增长率



资料来源：Wind，国海证券研究所

➤ 2024年下半年以来，商用车电动化转型呈现明显加速态势。据第一商用车网，从终端零售数年度数据来看，2020年到2024年新能源商用车渗透率依次为1.9%、2.9%、9.1%、10.6%和19.8%，2024年相比2023年渗透率一下子增长了至少9个百分点。2025年1-10月，新能源商用车渗透率为25.2%，相比2024年全年增长了将近6个百分点，电动化转型进一步加速。

图表：新能源商用车渗透率（终端零售数）

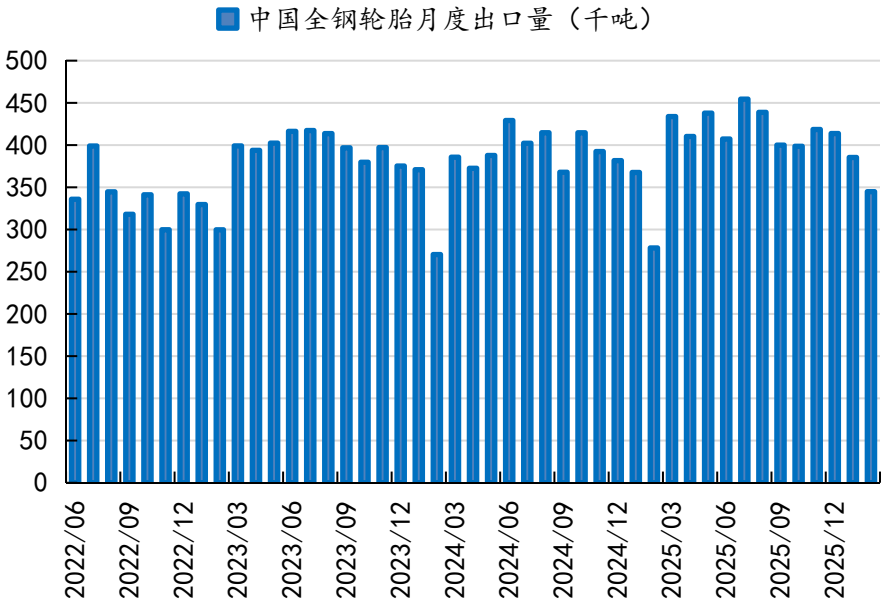


资料来源：第一商用车网，国海证券研究所

非洲、南美对我国全钢胎需求大幅增长

➤ 墨西哥是我国全钢轮胎出口最大市场，2025年出口金额达到42亿元。此外，中东地区需求较大。阿联酋汽车市场几乎完全依赖于进口，为包括轮胎在内的汽车零部件提供了较大的市场空间。出口到阿联酋的轮胎一方面供应给阿联酋本国经销商，另一方面经销商可转口到其他国家，大量的库存存在短时间内可消耗掉，库存周转周期较短，进口需求得以持续，此外阿联酋国内独特的环境和气候条件加快轮胎的损耗，从而加快需求的替换需求。同时，非洲的尼日利亚、肯尼亚、坦桑尼亚，南美的巴拉圭、哥伦比亚、智利，以及英国、韩国等地对我国全钢胎需求同比增幅较大。

图表：中国全钢轮胎月度出口数量



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：2025中国全钢轮胎主要出口目的及出口数量、出口金额

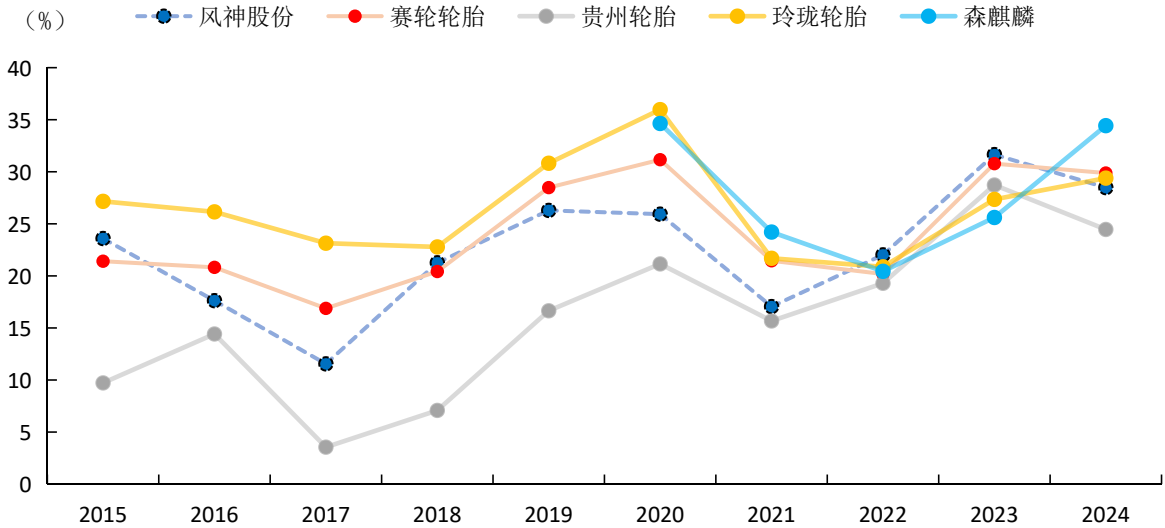
	出口数量（万条）	出口金额（亿元）	出口数量同比
墨西哥	764	42	-5%
阿联酋	521	35	-7%
沙特阿拉伯	479	31	-15%
巴西	433	13	7%
澳大利亚	420	24	8%
尼日利亚	388	21	23%
俄罗斯	385	23	-1%
美国	373	14	-53%
伊拉克	357	18	-11%
加拿大	330	19	6%
英国	299	10	13%
菲律宾	295	16	4%
韩国	280	14	52%
智利	254	14	17%
马来西亚	245	16	-7%
巴拉圭	244	13	30%
印度尼西亚	239	21	-16%
哥伦比亚	230	14	27%
秘鲁	219	14	12%
南非	217	11	26%
肯尼亚	199	10	9%
越南	192	17	12%
坦桑尼亚	175	11	30%

资料来源：海关总署，国海证券研究所

公司TBR零售商销售模式加快推进渠道下沉

➤ 公司国内配套市场主要采用直销销售模式，替换市场主要采用经销销售模式。出口方面，公司将出口市场划分为6大营销区域，包括北美、拉美、欧洲、中东非洲、亚太和独联体等市场。截至2025年半年报，公司拥有近300家海外一级区域代理商，产品销售范围覆盖世界绝大部分国家和地区。同时，公司正加快推进境外销售渠道下沉，组建当地销售团队，在当地设立仓库，由原来的批发销售逐步转换为直接对零售商和矿山服务商进行销售，提升市场把控能力，克服了TBR市场原来主要聚焦在批发商层面，从而造成的渠道过长、下沉不足、链条不强的问题，目前该模式已在越南、孟加拉等地顺利推行。

图表：国内部分上市轮胎企业海外毛利率变化情况



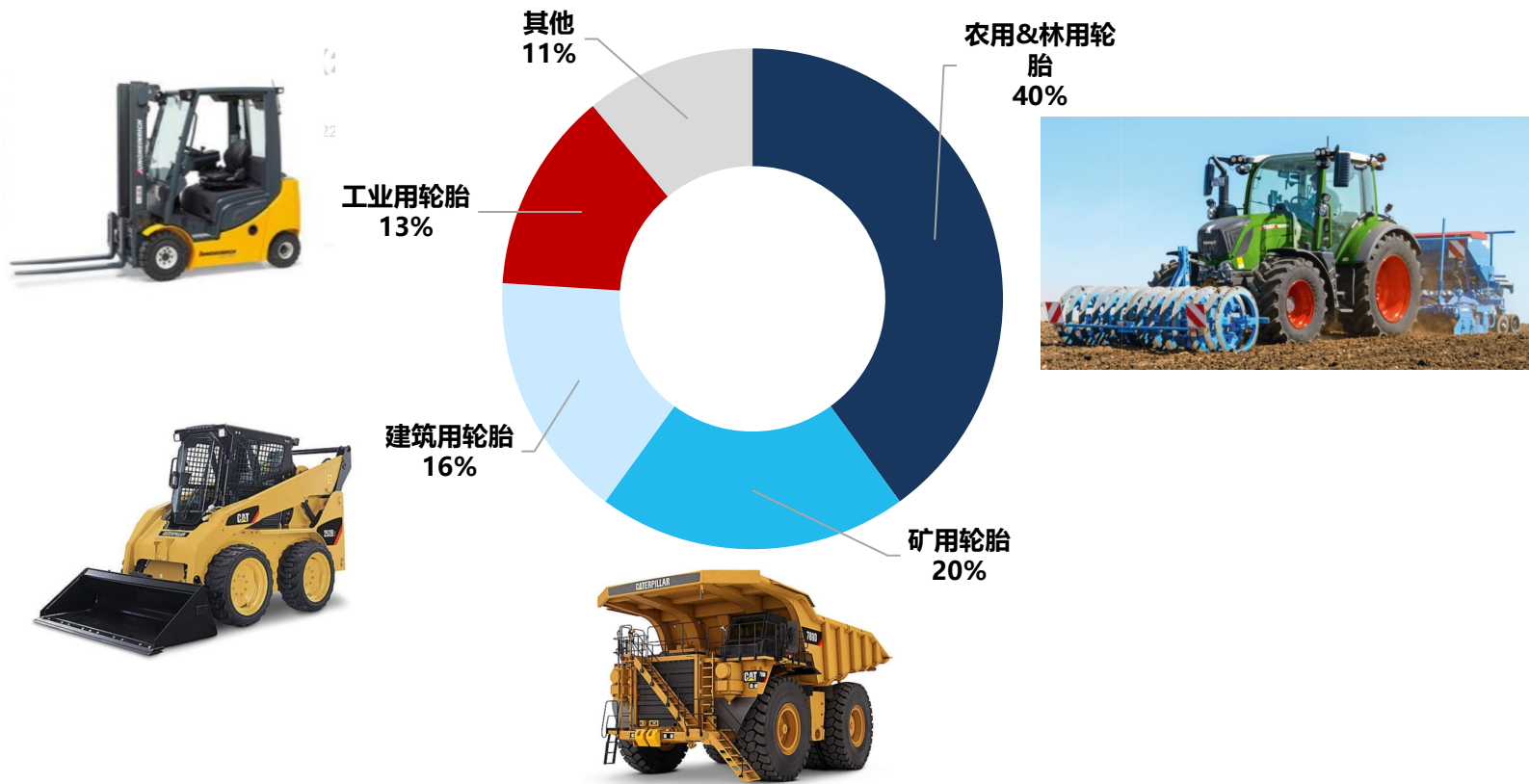
资料来源：Wind，国海证券研究所

- ◆ 中化系轮胎平台，倍耐力技术+渠道注入
- ◆ 零售模式渠道下沉，海外盈利行业领先
- ◆ OTR业务为盈利边际改善关键因素
- ◆ 国产巨胎实现从0到1，募投项目有序推进
- ◆ 盈利预测与投资评级
- ◆ 风险提示

非公路轮胎主要应用在大型农场、露天和地下采矿场等场景

➢ 按照轮胎用途不同，轮胎可分为公路用轮胎和非公路用轮胎，其中非公路用轮胎简称OTR，主要应用在大型农场、露天和地下采矿场、港口码头、建筑业或其他特殊领域等。非公路用轮胎的使用场景通常路面环境差，对轮胎的耐磨性、耐撕裂性和耐老化性要求很高。

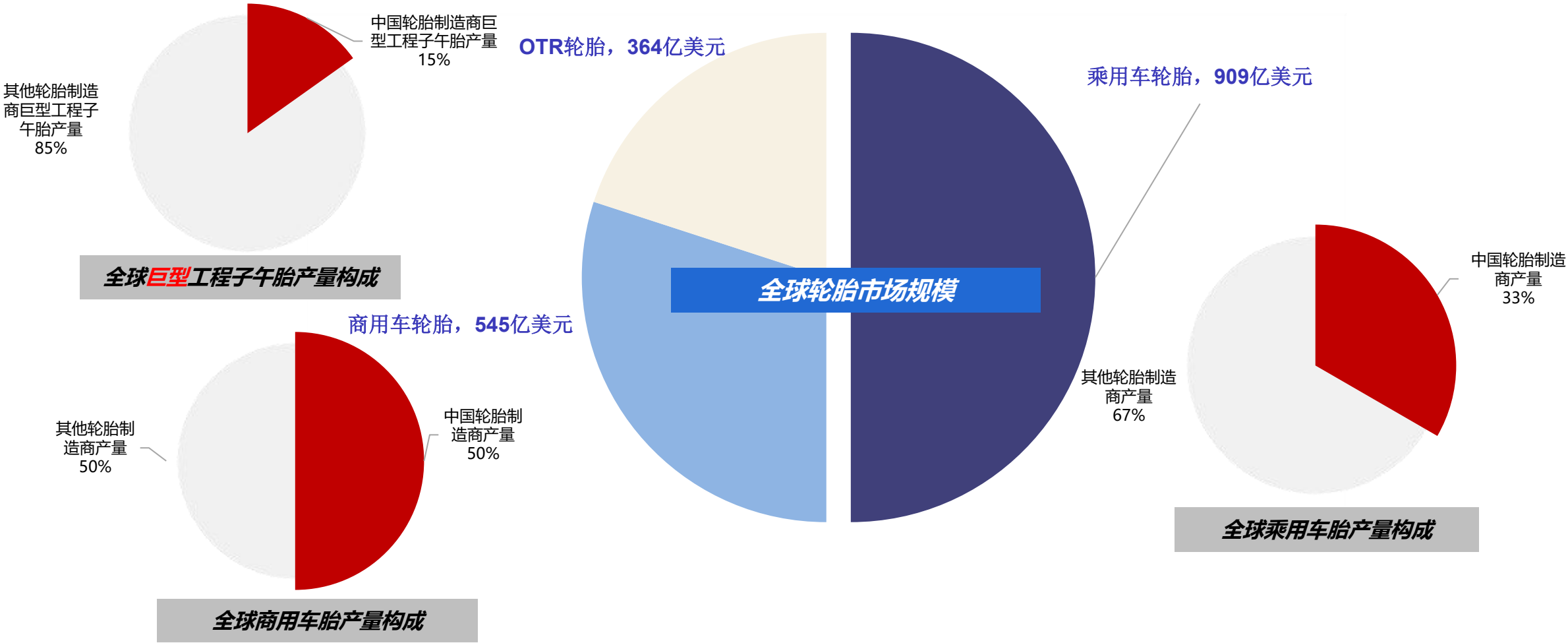
图表：OTR轮胎中各细分板块占比（数据截至2025年9月30日）



资料来源：横滨橡胶2025年综合报告，国海证券研究所

2025年OTR轮胎约占全球轮胎市场的20%

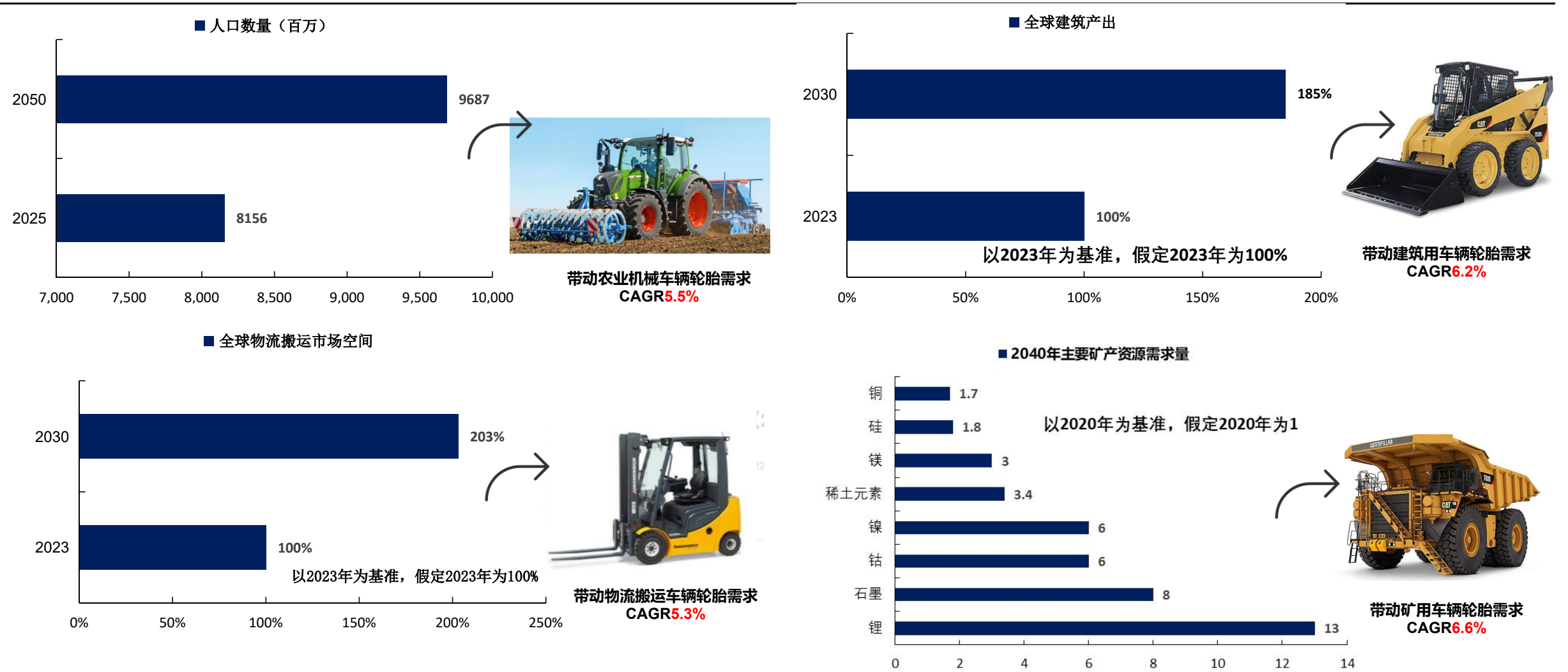
图表：全球轮胎市场规模及各中国轮胎产量占比（全球乘用车/商用车/OTR轮胎数据截至2025年9月30日，巨胎工程子午胎数据截至2024年）



资料来源：横滨橡胶2025年综合报告、风神股份公告、弗若斯特沙利文，国海证券研究所

预计未来五年OTR轮胎需求量年复合增速超5%

图表：OTR轮胎需求量年复合增速（按应用场景分类）



资料来源：横滨橡胶2025年综合报告，国海证券研究所

➤ OTR轮胎发展态势与景气度受下游不同应用场景及需求因素的差异化影响：1）矿用轮胎：主要受到全球矿石需求及矿企库存波动影响，2）农业轮胎：主要受农产品价格影响，呈现周期波动；3）建筑轮胎：主要受全球经济景气度以及基础设施支出影响。

图表：复盘米其林2019年-2023年非公路轮胎销售收入

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
矿用轮胎	矿业轮胎市场受矿业公司强劲需求推动 采矿轮胎细分市场受经销商库存管理政策影响	中国减少煤炭进口和大型矿业公司调整库存	尽管全球供应链普遍中断，但对露天采矿轮胎需求上升	矿石需求仍然强劲，矿业企业轮胎库存仍处于低位	矿石开采不断增加，采矿轮胎购买量逐年增长
农业轮胎	夏季的周期性收缩仍在继续，尤其是配套市场	在基本面（粮食价格、农民收入、农民信心指数）的推动下持续反弹	配套市场出现非常强劲的周期性回升	配套市场对农业机械轮胎需求急剧上升	农产品价格高，配套市场总体需求上升，但受到经销商大规模去库存影响，替换需求大幅下降
建筑轮胎	受全球经济的不确定性抑制	市场复苏和库存重建的带动	建筑行业不断扩大	受基础设施支出提振，整体增长，但紧凑型轮胎市场由于经济环境不确定性而下滑	基础设施项目增加，配套市场总体需求上升，但受到经销商大规模去库存影响，替换需求大幅下降
传送带	市场持续扩张，与全球GDP趋势一致	北美由于某些煤矿的关闭和制造业的普遍状况而放缓	受到对中国煤炭出口的限制后，澳大利亚的需求略有上升	受大宗商品强劲需求推动和高资本支出的制造业推动	受大宗商品强劲需求推动和高资本支出的制造业推动
飞机轮胎	航空客运量持续增长	新冠疫情影响，洲际航班未复苏，国内航班更有弹性	随空中交通的增加、边境重新开发和新冠疫苗的接种而出现反弹	商用和通用航空领域需求上升	区域航班客流量回升，特别是中国
两轮轮胎	全球摩托车轮胎市场受北美需求急剧下降拖累 但通勤细分市场需求呈上升趋势	摩托车、自行车销量激增推动下	需求仍保持强劲	需求同比增长，但受经销商库存上升不利影响	全年经销商库存大幅减少，摩托车和自行车轮胎需求大幅下降

资料来源：米其林官网，国海证券研究所

备注：

代表上升

代表下降

以颜色深浅代表程度大小

➤ 截至2024 年末，矿用轮胎行业的去库压力呈现逐步缓解态势。在金属需求不断增长（尤其是为支持能源转型所用的矿石资源）的长期趋势推动下，矿产品市场持续繁荣，但矿用轮胎销量受到一些短期因素的影响。2023 年下半年，部分矿业公司开始减少库存，这一趋势在 2024 年持续，直至年底才逐渐减弱。

图表：复盘普利司通2020-2024年工程胎销售收入（以2019年为基期，基期收入=100）

		轮胎大小	市场类别	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
矿用	{	超大型	替换市场	100	83	93	99	104	104
		大型	配套市场	100	56	132	172	167	119
			替换市场	100	87	103	106	114	119
			总市场	100	80	110	121	126	118
建筑用	{	中小型	配套市场	100	73	110	115	123	116
			替换市场	100	89	100	105	99	93
			总市场	100	83	104	109	108	102

资料来源：普利司通公司公告，国海证券研究所

图表：部分规格工程胎型号及单条轮胎重量

规格型号	换算系数(吨/条)
14.00R20	0.12
16.00R20	0.14
18R22.5	0.11
24.00R20.5	0.19
560/60R22.5	0.12
12.00R24NHS	0.13
14.00R24	0.17
13.00R25	0.13
14.00R25	0.17
16.00R25	0.27
17.50R25	0.15
20.5R25	0.24
23.50R25	0.40
445/95R25	0.20
385/95R25	0.15
26.50R25	0.50
29.50R25	0.63
16.00R29	0.32
18.00R33-36.00R51	1.64
40.00R57	3.88
59/80R63	5.80



资料来源：焦作市生态环境局、海安集团招股说明书，国海证券研究所

➤ 根据中国橡胶工业协会显示，在替换市场，每辆轿车每年需替换1.5 条轮胎，工业车辆的替换系数高于乘用车量。

图表：不同种类轮胎替换系数

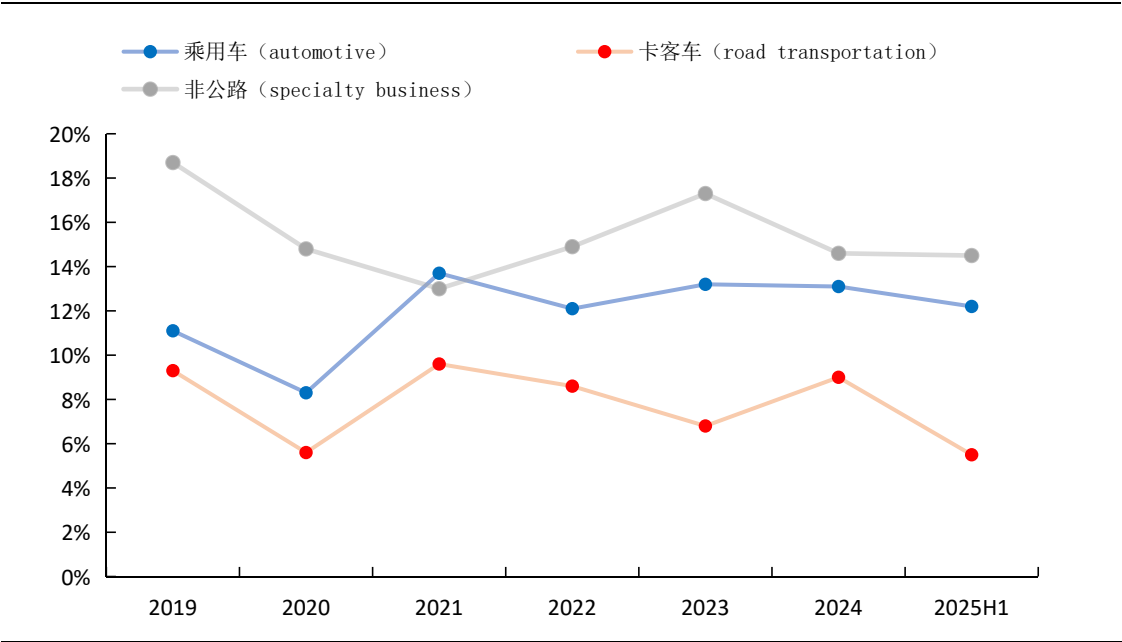
轮胎类别	车辆类型	配套轮胎数（条）	替换系数（条/辆/年）
轿车胎	轿车	5	1.5
载重胎	中型载重卡车	11	15
	重型载重卡车	16-22	10-20
	轻型载重卡车	7	4.2
	大型客车	7-11	2-5
工程胎	装载机械	4	2
	运输工程机械	6	3

资料来源：公司公告，国海证券研究所

OTR盈利性高于普通乘用车及卡客车轮胎

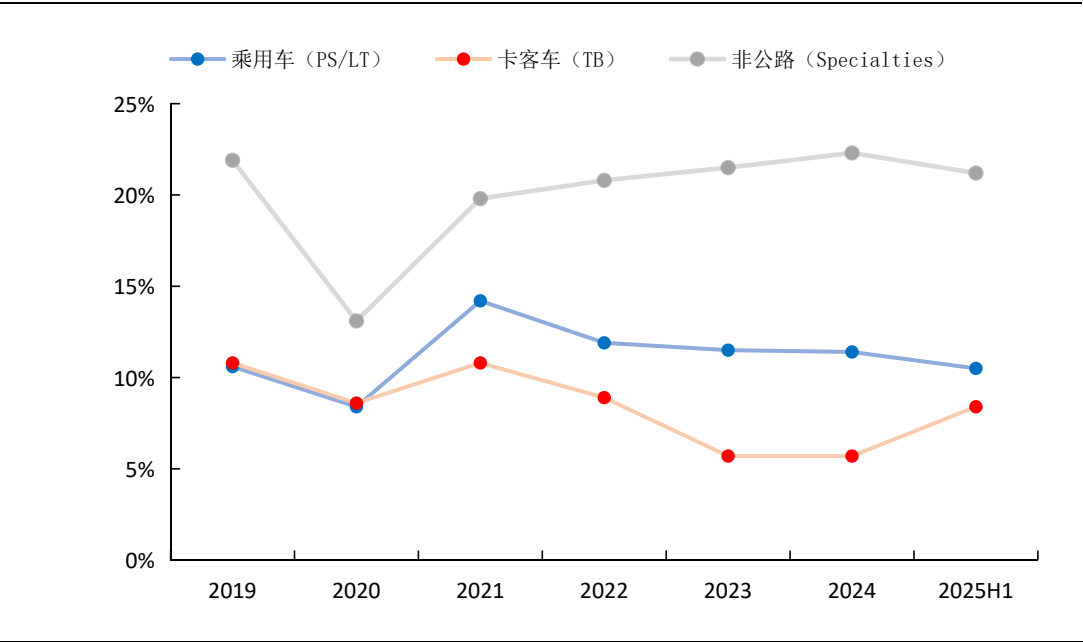
➤ 非公路轮胎的使用场景通畅路面环境差，对轮胎的耐磨性、耐撕裂性和耐老化性等性能要求很高，因此非公路轮胎生产工艺难度大，供给主要集中在国际轮胎巨头。从米其林及普利司通分板块盈利来看，非公路轮胎盈利性高于普通乘用车及卡客车轮胎。

图表：米其林分板块营业利润率



资料来源：米其林公司公告，国海证券研究所
 （备注：2023年数据使用2024年财报调整后数据）

图表：普利司通分板块营业利润率

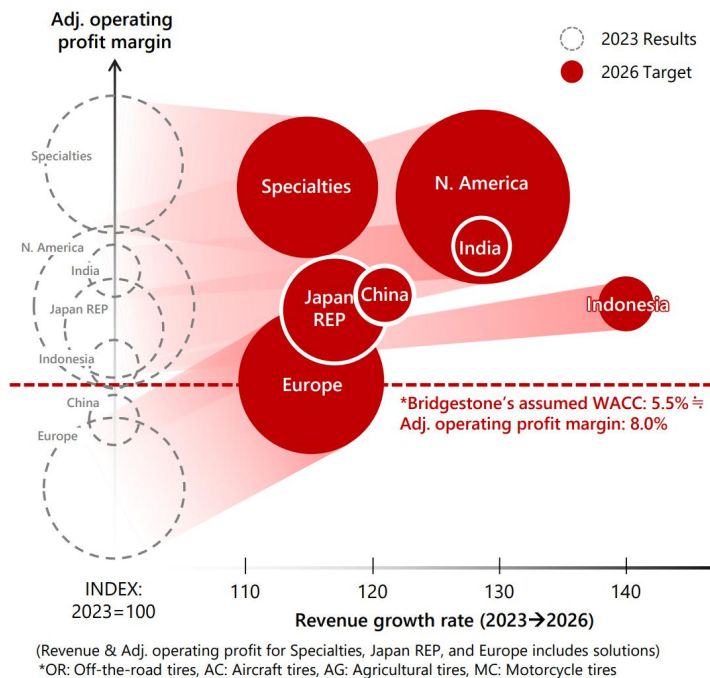


资料来源：普利司通公司公告，国海证券研究所

OTR是轮胎巨头业绩增长重要细分板块

➢ 非公路轮胎仍是国际轮胎巨头重要细分板块。据普利司通中期商业计划书（2024-2026），非公路业务在2026年前仍将维持较高的收入增速和营业利润率。受益于采矿业景气延续，2024年前三季度，普利司通非公路业务实现营收4772亿日元，同比+0.06%；实现营业利润111亿日元，同比+7.98%；实现营业利润率23.3%，同比+1.7个百分点。2025年前三季度，普利司通非公路业务实现营收4737亿日元，实现营业利润974亿日元，营业利润率为20.6%，2025年前三季度利润下滑主要系原材料上升以及农业胎需求下滑。

图表：非公路轮胎业务是普利司通未来发展的重要板块之一



资料来源：普利司通官网，国海证券研究所

备注：Specialties 包括 OR: the road tires, Ac: Aircraft tires, AG: Agricultural tires, MC: Motorcycle tires

2020-2024年我国OTR轮胎出口金额CAGR达30%

图表： 2020-2024年我国OTR轮胎出口国家及金额（百万美元）

	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
俄罗斯联邦	65	112	376	711	543	70%
印尼	19	40	70	107	123	60%
阿联酋	23	39	42	50	60	27%
蒙古	12	14	24	33	51	43%
美国	23	29	42	44	48	20%
巴西	15	26	41	40	47	33%
乌兹别克斯坦	10	17	28	35	47	49%
南非	22	34	41	35	45	19%
沙特	23	27	29	41	45	18%
刚果	8	14	24	42	43	51%
哈萨克斯坦	11	12	28	38	41	40%
澳大利亚	25	28	37	46	40	13%
墨西哥	18	28	35	39	36	19%
越南	17	19	23	29	35	19%
秘鲁	10	14	15	16	27	29%
韩国	19	23	26	29	26	8%
塞尔维亚	10	13	9	13	24	25%
加拿大	21	34	32	27	23	3%
埃及	16	18	14	20	21	6%
马来西亚	8	11	13	20	20	27%
其余	257	328	375	448	479	17%
合计	632	879	1325	1864	1824	30%

资料来源：ITC，国海证券研究所

- ◆ 中化系轮胎平台，倍耐力技术+渠道注入
- ◆ 零售模式渠道下沉，海外盈利行业领先
- ◆ OTR业务为盈利边际改善关键因素
- ◆ 国产巨胎实现从0到1，募投项目有序推进
- ◆ 盈利预测与投资评级
- ◆ 风险提示

巨胎泛指49英寸以上非公路轮胎，制造难度更大

图表：非公路轮胎产业链

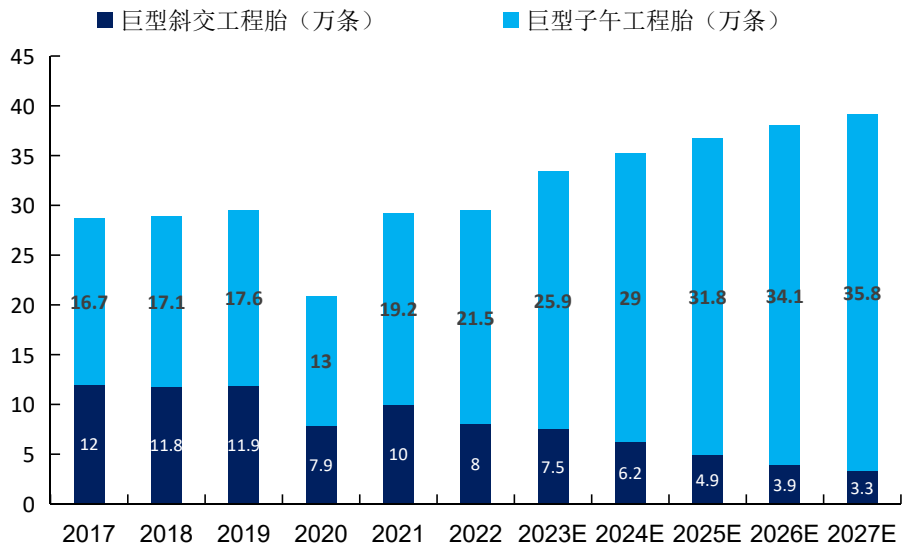


资料来源：海安橡胶招股说明书、车辕车辙轮胎网、森麒麟公司公告、固特异官网、CLAAS官网、John Deere官网、中国商飞官网、波音官网、空客官网、《工程轮胎的现状与发展》（于清溪），国海证券研究所

预计2027年全球工程巨胎市场空间超300亿元

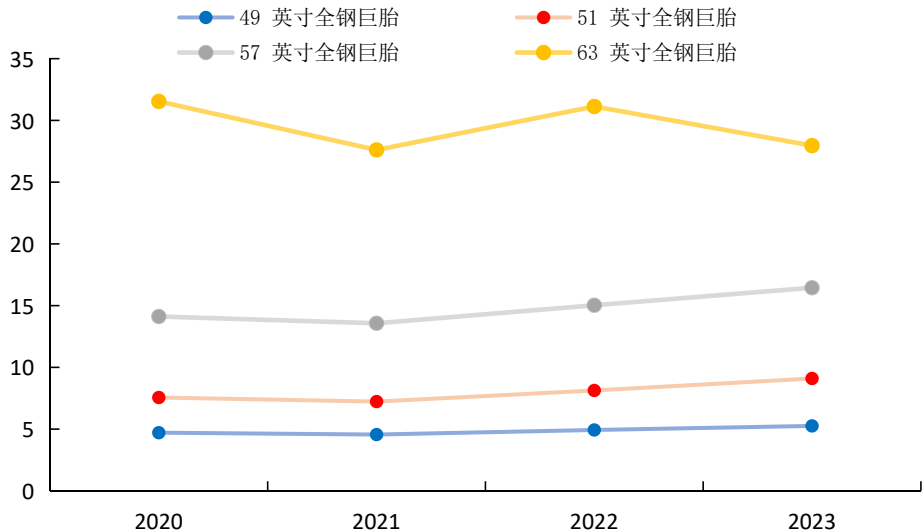
- 巨型全钢子午线轮胎逐步取代巨型斜交轮胎已成为行业发展趋势。巨型全钢子午线轮胎制造技术难度较高，但相对于巨型斜交胎，具有承载能力大、滚动阻力小、耐磨耐刺、使用寿命长等优点，巨型全钢子午线轮胎逐步取代巨型斜交轮胎已成为行业发展趋势。中国橡胶工业协会2020年11月发布的《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》预测，到2025年末，我国巨型工程子午线轮胎产量达2万条，子午化率100%；农业胎产量达1200万条，子午化率16%。
- 据海安橡胶招股说明书转引弗若斯特沙利文行业研究报告数据，2022年全球巨型子午工程胎产量约为21.5万条，预计2027年全球全钢巨胎的产量将达到35.8万条，据海安橡胶，2023年其49英寸/53英寸/57英寸/63英寸巨胎售价分别为5.26/9.10/16.45/27.96万元/条，出于谨慎性原则，我们假定2027年全球全钢巨胎中49英寸/53英寸/57英寸/63英寸占比分别为60%/20%/10%/10%，计算得出单条价值量为9.42万元，对应全球全钢巨胎市场空间为337亿元。

图表：全球全钢巨型工程子午胎及巨型斜交工程胎产量情况



资料来源：弗若斯特沙利文、海安橡胶招股说明书

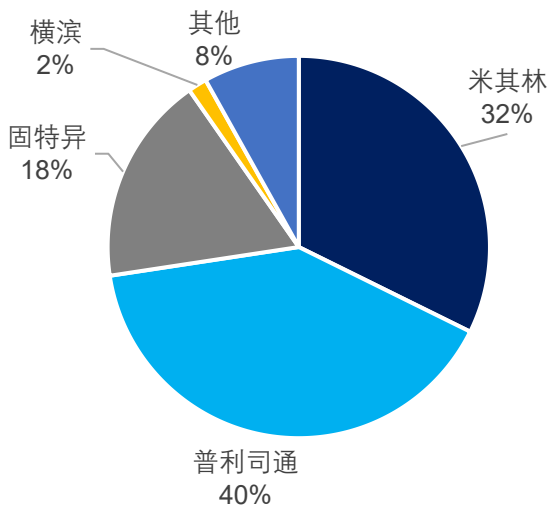
图表：海安橡胶各型号巨胎售价（万元/条）



资料来源：海安橡胶招股说明书，国海证券研究所

- 工程轮胎向巨型化发展。三巨头和八大跨国集团这11家企业是工程轮胎最主要的生产商。根据《工程轮胎的现状与发展》（于清溪），普利司通、米其林、固特异和横滨橡胶几乎垄断了全球巨胎市场。2011年，我国全钢子午线巨胎生产关键装备通过了国家支撑项目验收，逐步打破海外巨头垄断。据风神股份，截至2024年6月，普利司通、米其林、固特异三巨头仍占据85%以上的市场份额。
- 据海安橡胶招股说明书转引弗若斯特沙利文行业研究报告数据，2017年至2022年，我国全钢巨胎产量由1.5 万条增长至2.7万条，年复合增长率达12.47%，随着我国全钢巨胎产品的质量不断取得下游客户的广泛认可，无论是矿卡主机厂对于轮胎的原装市场，亦或是矿山客户轮胎更换的配套市场，国产品牌的全钢巨胎未来将占据更大的市场份额，2022年-2027年，我国全钢巨胎产量将以18.47%的年复合增长率增长至约6.3万条。

图表：全球工程巨胎市场份额（2022年）



资料来源：公司公告、弗若斯特沙利文， 国海证券研究所

图表：我国部分轮胎企业工程巨胎产量（2023年）

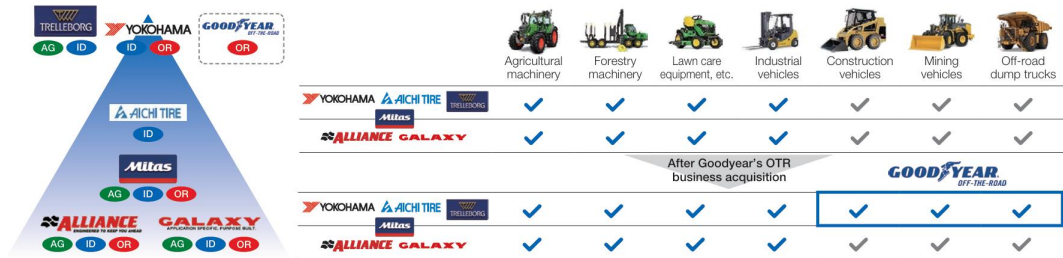
企业名称	产量（万条）
海安橡胶	1.63
赛轮轮胎	4万吨
风神股份	0.5
兴源集团	0.3
三角轮胎	0.1

资料来源：弗若斯特沙利文、海安橡胶招股说明书、焦作市生态环境局、赛轮轮胎公司公告，国海证券研究所
备注：1) 2022年，中策天津巨型非公路轮胎投产，中策橡胶OTR业务快速增长，因未披露巨胎具体产能，表格中未列示；2) 贵州轮胎巨胎产能约300条/月（2024年5月数据）

横滨橡胶收购固特异OTR部门，成为全球第三大OTR企业

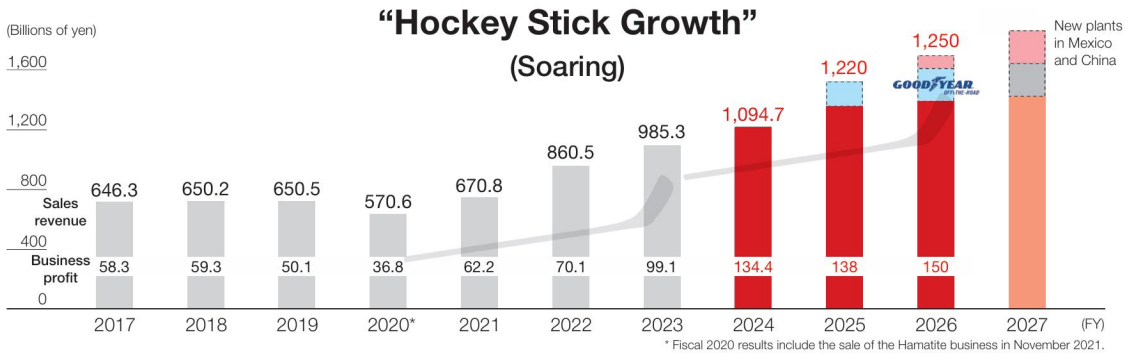
➤ 横滨橡胶通过并购扩张，业务规模不断扩大。横滨橡胶于2016年收购ATG公司，于2023年收购TWS公司，于2025年收购固特异OTR业务。从渠道构成上看，独立经销商贡献了轮胎销售市场中约60%的份额，因此本次收购固特异OTR业务使得横滨橡胶成为少数几家产品覆盖乘用车胎、卡客车胎以及工程胎的制造商，有利于经销商整体采购，实现公司业务协同发展。鉴于公司原有业务增长及对固特异OTR业务的收购完成，公司上调2026年（财年）销售收入目标至1.25万亿日元（上调1000亿日元），上调营业利润目标至1500亿日元（上调200亿日元）。

图表：横滨橡胶OTR业务品牌及产品矩阵



资料来源：横滨橡胶2025年综合报告

图表：横滨橡胶销售收入及营业利润指引

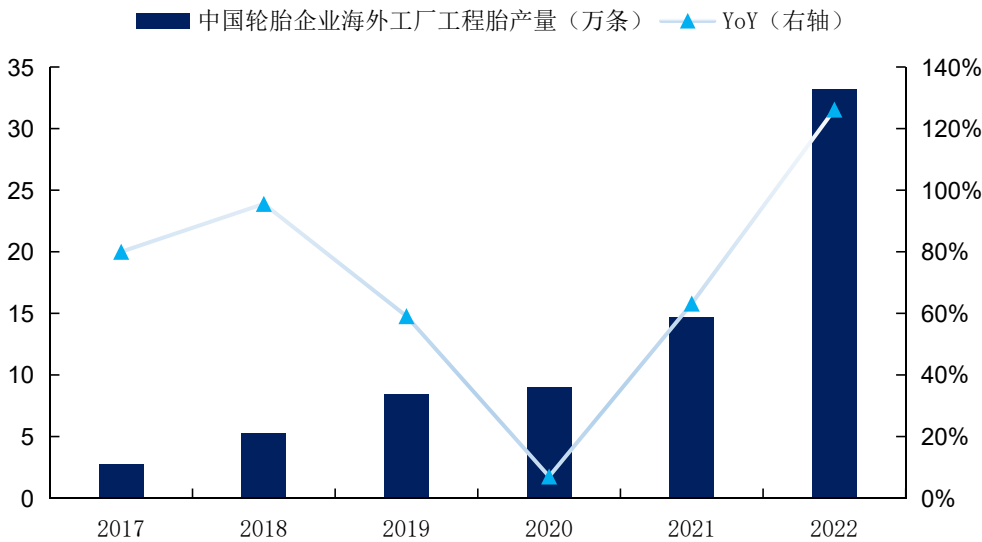


资料来源：横滨橡胶2025年综合报告

工程巨胎国产渗透率实现从0到1

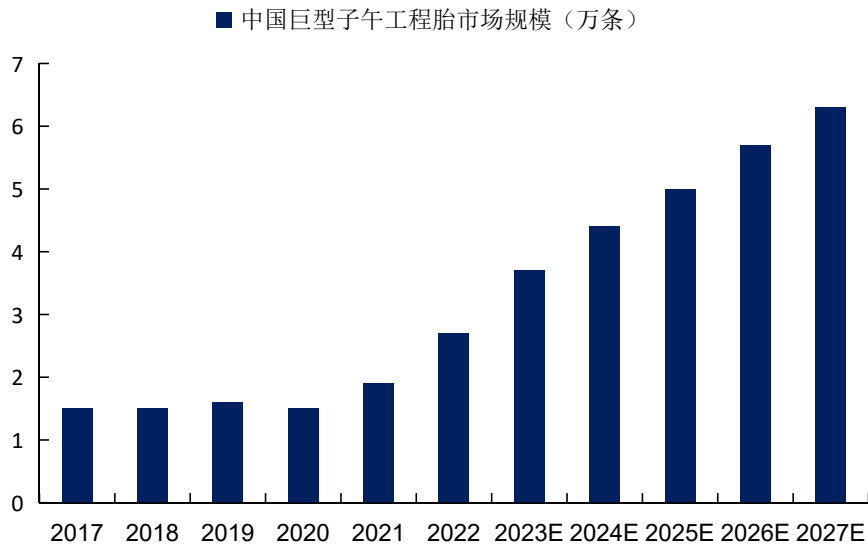
- 据风神股份，工程巨胎绝大多数的市场集中于海外，在海外约有10个以上的矿业国家是潜在的市场，例如独联体地区、澳大利亚、印度尼西亚、秘鲁、巴西、南非等。中国企业的巨胎产品于2021年前后借助国际市场变化带来的机遇得以进入海外市场，诸多矿山仍在投标入围、试用的阶段。
- 根据弗若斯特沙利文行业研究报告，按照产量计算，中国巨型工程子午胎的市场规模由 2017 年的 15 万条增长至 2022 年的 2.7万条，年复合增长率达 12.47%。随着产业链下游采矿需求的不断增加和生产技术的日益提升，预计 2027年中国巨型工程子午胎的市场规模将增长至 6.3万条。

图表：中国轮胎企业海外工厂工程胎产量及增速



资料来源：中国橡胶杂志，国海证券研究所

图表：中国巨型子午工程胎市场规模



资料来源：海安橡胶招股说明书，国海证券研究所

- 非公路用轮胎的平均单价较高，其中全钢巨胎属于工程轮胎中技术含量高、附加值高的产品，由于相关产品的技术门槛相对较高，市场竞争激烈程度与其他轮胎相比较弱。
- 定价方面，巨胎按轮辋直径分为 49 英寸、51 英寸、57 英寸和 63 英寸四大类，一般而言轮辋直径越大的产品价格相对越高。国际三大品牌凭借其先发优势享有较强的定价权，将全钢巨胎产品的市场价格维持在较高水平。国产品牌不断提升产品的可靠性及一致性，性价比优势突出。

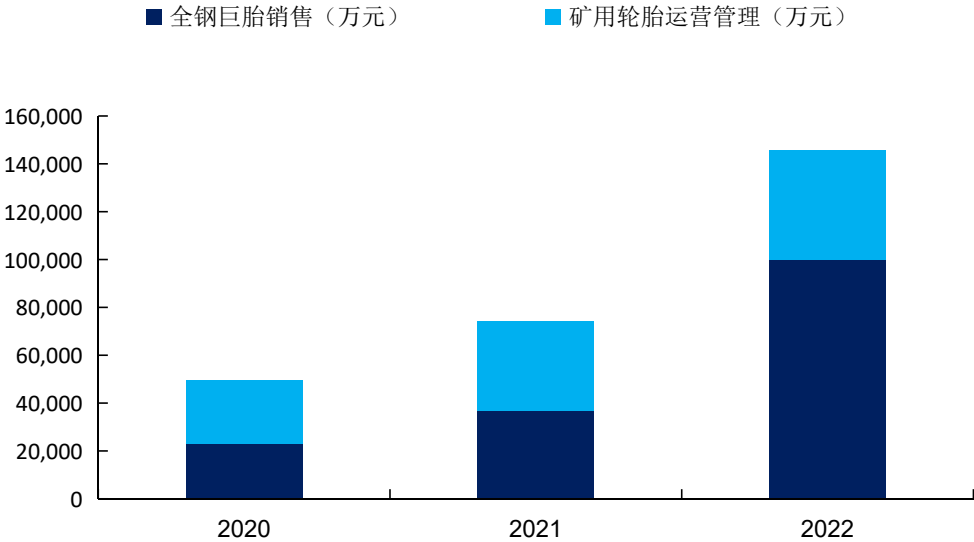
图表：国产巨胎性价比优势突出（单位：万元/条，截至2023年6月）

	49英寸	51英寸	57英寸	63英寸
米其林	——	——	35. 03	43. 69
普利司通	9	——	24. 00-27. 40	33. 39-44. 18
固特异	——	11. 01	——	——
海安橡胶	4. 56-5. 23	7. 23-9. 21	13. 57-16. 15	27. 61-31. 54

资料来源：海安集团公司公告，国海证券研究所
备注：国际三大品牌未公开披露其各规格全钢巨胎产品价格，上述价格为海安橡胶自第三方采购价格；海安橡胶产品价格为2020年至2023年6月各期平均销售价格的区间。

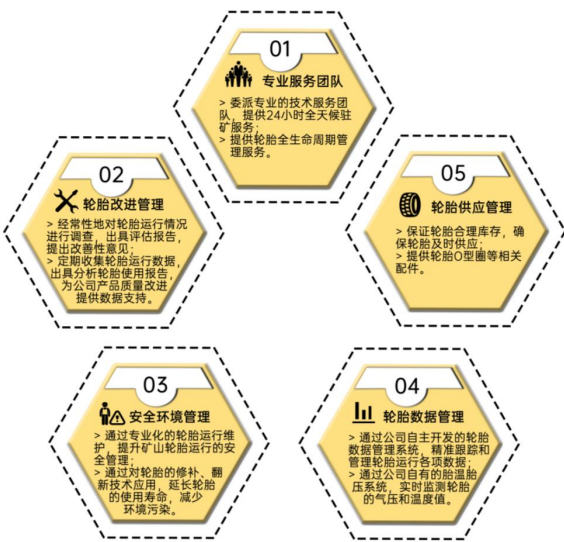
- 矿业轮胎产品定制化程度较高。轮胎企业需要派遣专业技术人员进行实地考察，针对不同矿山的工况条件，推荐最适合矿山使用的定制化轮胎。
- 配套矿企进行轮胎的全生命周期运营管理服务，差异化服务打造业绩新的增长点。在持续合作过程中，公司会根据需要派遣技术人员跟踪轮胎在矿山的使用情况，并向客户提供轮胎使用改进建议。

图表：海安橡胶主营业务收入构成



资料来源：海安橡胶招股说明书，国海证券研究所

图表：矿用轮胎运营管理业务的经营模式



资料来源：海安橡胶招股说明书

图表：轮胎企业非公路轮胎现有产能（截至2024年年底）

公司	设计产能	达产产能	产量
玲珑轮胎	56万条	47万条	20万条
通用股份	10万条	1.5万条	0.5万条
贵州轮胎	2023年销量约为318万条		
海安集团	1.56万条（全巨胎）	1.56万条（全巨胎）	1.42万条
三角轮胎	38万条	38万条	28万条
赛轮轮胎	26万吨	22万吨	16万吨
风神股份	80万条	80万条	46万条

资料来源：各公司公告、轮胎报、新浪财经，国海证券研究所
备注：中策橡胶通过收购天津国际联合橡胶拓展OTR领域，由于其未单独披露OTR产能，因此表格中暂未列示

中国或有望贡献全球大部分新增OTR产能

图表：中国轮胎企业OTR轮胎扩产计划（2025年12月）

国家	企业	在建项目	新建产能		预计投产时间
			单位：万条	单位：万吨	
中国	贵州轮胎	扎佐四期年产 38 万条全钢工程子午线轮胎智能制造项目-一阶段	20		2024年
		扎佐四期年产 38 万条全钢工程子午线轮胎智能制造项目-二阶段	18	—	2026Q1
		越南二期15万条非公路轮胎	15	—	
	赛轮轮胎	青岛工厂非公路轮胎技术改造项目	—	4	2024年
		潍坊工厂非公路项目	—	10	2025年
		青岛董家口年产3000万套高性能子午胎与15万吨非公路轮胎项目	—	15	/
		赛轮印尼年产360万条子午线轮胎与3.7万吨非公路轮胎项目	—	3.7	2025年
		赛轮越南（三期）年产 300 万套半钢子午线轮胎、100万套全钢子午线轮胎及 5 万吨非公路轮胎项目	5	—	2025年
	玲珑轮胎	吉林玲珑年产14万套非公路轮胎项目	13+1（巨胎）	5.73	2025年
		境外（巴西）投资建设项目	20		
	海安集团	全钢巨型工程子午线轮胎扩产项目	2.2	8	
		全钢巨型工程子午线轮胎自动化生产线技改升级项目	0.24	—	
	风神股份	高性能巨型工程子午胎扩能增效项目	2	5.42	2025年9月首胎下线
	华谊集团（双钱轮胎）	全钢工程子午线轮胎产能提升项目（OTR提升项目）	4.2万条14.00R25全钢工程子午胎 3.8万条16.00R25全钢工程子午胎	0.77万吨14.00R25全钢工程子午胎 0.95万吨16.00R25全钢工程子午胎	
	朝阳浪马	年产20万套高质量非公路轮胎项目一期10万套非公路轮胎建设项目	10	—	2024年1月首胎下线
	中策橡胶	中策橡胶（天津）有限公司高端绿色轮胎制造产业链提升改造项目一期	—	新增9.44万吨全钢工程子午胎 0.44万吨工业胎，1.26万吨农业子午胎共计11.14万吨/年的产能 削减现有斜交工程胎产能1.65万吨/年	
		中策橡胶（天津）有限公司高端绿色轮胎制造产业链提升改造项目二期	—	9.63万吨全钢工程子午胎 1.85万吨农业子午胎 共计11.48万吨/年的产能	
	浦林成山	5万吨非公路轮胎项目	8.4+1（巨胎）	5	2026年5月
	徐轮橡胶	工艺提升及轮胎扩建项目	19万套工程胎 32万套农业胎 50万套工业胎	—	2024年底

资料来源：各公司公告、环评、各公司官网、海安橡胶招股说明书、焦作市生态环境局、中国橡胶工业协会、车轱辘网、轮胎世界网、威海市生态环境局、长三角城市网，国海证券研究所

图表：轮胎企业非公路轮胎布局（截至2025年12月）

	49英寸以下	49英寸	51英寸	53英寸	57英寸	63英寸
米其林						*
普利司通						*
固特异					以57寸以下为主	
赛轮轮胎	*	*	*	*	*	2016年
三角轮胎	*	*	*	*	*	2016年
海安橡胶		*	*	*	*	*
风神股份	*	*	*			
中策橡胶	*	*	*	*	*	
玲珑轮胎	*	2024年1月			2024年1月	2025年10月
兴源集团	*	*	*			
贵州轮胎	*	*			2024年6月	2024年12月
通用股份	*					
浦林成山	*					

资料来源：海安橡胶招股说明书、中国橡胶杂志、上海有色金属网、轮胎世界网、轮胎商业、车与轮店主联盟、轮胎报、三角轮胎官网、贵州轮胎官网、通用股份公司公告、普利司通官网、固特异官网、车轱辘网、玲珑轮胎公众号，国海证券研究所
备注：填充颜色的表格代表公司具备该型号巨胎生产能力，*代表主要产品

定增项目顺利发行，未来将进一步发挥央企平台优势



- 2026年1月，公司发布2025年度向特定对象发行股票募集说明书（注册稿），公司拟发行股份募集资金总额11亿元，用于高性能巨型工程子午胎扩能增效项目，项目建成后并全面达产后，将实现年新增约2万条巨型工程子午胎的产能。
- 2026年2月，公司披露定增股份发行情况。本次定增，公司共发行股份16058万股，发行价6.85元/股，募集资金11亿元。中国化工橡胶有限公司、中国黄金集团资产管理有限公司、易方达基金管理有限公司、诺德基金管理有限公司等15家机构（或个人）获配股份。其中，中国化工橡胶获配股份限售18个月，其余机构获配股份限售6个月。

图表：公司2025年度向特定对象发行A股股票配售结果

认购对象全称	获配股份数（万股）	获配金额（万元）	限售期
中国化工橡胶有限公司	4380	30000	18个月
苏州高新私募基金管理有限公司-苏州苏新绿碳产业投资合伙企业（有限合伙）	584	4000	6个月
张家港金创优选股权投资合伙企业（有限合伙）	438	3000	6个月
诺德基金管理有限公司	1255	8600	6个月
西安博成基金管理有限公司-博成理解同鑫私募证券投资基金	803	5500	6个月
中国黄金集团资产管理有限公司	365	2500	6个月
易方达基金管理有限公司	1752	12000	6个月
中信证券资产管理有限公司	423	2900	6个月
河北国控资本管理有限公司	365	2500	6个月
济南瀚祥投资管理合伙企业（有限合伙）	365	2500	6个月
王梓旭	1168	8000	6个月
华泰资产管理有限公司	2511	17200	6个月
财通基金管理有限公司	1197	8200	6个月
大成基金管理有限公司	365	2500	6个月
泉州市国有资产投资经营有限责任公司	88	600	6个月
合计	16058	110000	/

资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司新增产能加大巨胎产品占比

➤ 风神股份在巨胎领域深耕多年，持续布局。2023年以来，风神股份实现了巨胎49、51、53、57、63寸的持续放量。本次募投的高性能巨型工程子午胎扩能增效项目，将新增2万条/年巨胎产能，项目已于2025年5月正式开工建设，整体建设周期预计24个月，涵盖前期准备、工程设计、建筑施工、设备安装调试及试生产等环节，预计2026年下半年初步建成，产能将稳步释放。

图表：公司主要巨胎项目产能及经济性测算

产 品		项 目		
产品类型	规格型号	子午工程胎技改项目	巨型及特种工程子午胎改扩建项目	高性能巨型工程子午胎扩能增效项目
全钢工程子午胎，万条	20吋	2	7.4	-
	24吋	3		-
	25吋	9.5		-
	26.5吋	-		-
	29吋	-		-
	30.5吋	-		-
	33吋	0.5		-
	35吋			-
	39-45吋			0.05
巨胎，万条	49吋		0.6	1.95
	51吋			
	57吋	-		
	63吋	-		
总计，万条	-	15	8	2
经济性测算	总投资，亿元	1.57	6.12	14.64
	预计实现年收入，亿元	1.55	9.27	15.63
	预计实现年均利润总额，亿元	0.39	2.39	4.22

资料来源：公司公告、公司官网、焦作市生态环境局、轮胎报公众号，国海证券研究所

募投项目实现对现有巨胎产品技术迭代

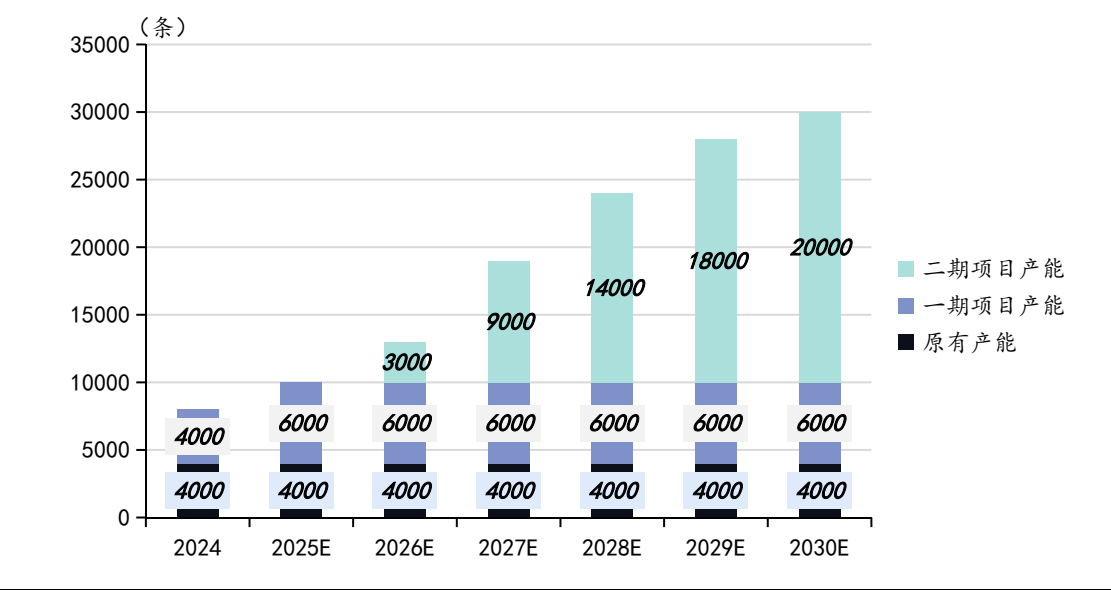
- 根据公司技术部门测算，与公司现有的巨型工程子午胎产品相比，本次募投的高性能巨型工程子午胎扩能增效项目所生产的巨型工程子午胎将在行驶里程、TKPH（“Ton Kilometer Per Hour”，或“吨*公里/小时”，为轮胎允许的最大内部工作温度的函数）等关键性能指标上实现较大提升。行驶里程方面，在硬质金属矿环境下，目标募投产品预计较现有水平增长33%左右；在软质矿环境下，目标募投产品预计较现有水平增长24%左右。TKPH方面，募投产品的轮胎工作能力也将得到进一步强化，目标较现有水平提高25%-43%不等。
- 本次募投的高性能巨型工程子午胎扩能增效项目投产后，公司的竞争实力随之增强，订单获取能力和用户需求满足能力也将提升，有利于公司进一步巩固客户合作稳定性并持续扩大巨胎业务规模，进而为新增产能顺利消化奠定基础。

图表：高性能巨型工程子午胎扩能增效项目产品产量、均价及收入预测

规格	2019-2023年销售均价（元/条）	年产量（条）	销售收入（万元）
45"系列	71,200*	500	3,560
49"系列	38,544	7,100	27,366
51"系列	57,040	4,700	26,809
57"系列	104,000	5,700	59,280
63"系列	196,480	2,000	39,296
合计		20,000	156,311

资料来源：公司公告，国海证券研究所
（备注：45"系列为预测售价，系用于特种工程机械的轮胎，单位售价较高，主要基于轮胎同行业公司市场价格预测

图表：公司现有巨胎产能及预测



资料来源：公司公告，国海证券研究所

- ◆中化系轮胎平台，倍耐力技术+渠道注入
- ◆零售模式渠道下沉，海外盈利行业领先
- ◆OTR业务为盈利边际改善关键因素
- ◆国产巨胎实现从0到1，募投项目有序推进
- ◆盈利预测与投资评级
- ◆风险提示

按业务进行收入拆分

- ◆ 子午载重胎：截至2024年底，公司具备子午载重胎产能600万套/年，产能利用率88%，在卡客车轮胎方面，公司通过技术攻关，支撑产品占领高端细分市场，推进数字轮胎高附加值产品技术开发，助力市场优化与产品结构调整，提升公司产品的利润空间和品牌形象，假定2025-2027年产能利用率分别93%/94%/96%。
- ◆ 斜交工程胎：截至2024年底，公司具备斜交工程胎产能50万套/年，产能利用率44%，在斜交工程胎方面，公司通过技术升级向特种轮胎转型，突出水电矿山、农业子午胎、工业车辆轮胎等新产品的开发，假定2025-2027年产能利用率分别48%/52%/56%。
- ◆ 子午工厂胎：截至2024年底，公司具备子午工程胎产能30万套/年，其中巨胎产能1万套/年，合计产能利用率78%，在建产能2万套/年，预计2026年下半年本次募投项目初步建成，2027年试生产并形成生产能力。在子午工程胎方面，公司坚持并加快实施巨胎全球领先策略，坚持结构、配方、市场通力合作筑成“铁三角”责任制，咬紧细分场景任务一跟到底，对准关键质量特性多模式多技术多积累，整合外部技术力量增强实验能力，先局部再整体，对标世界一流并力争超越，假定2025-2027年产能利用率分别85%/87%/87%，受巨胎产能逐步投放，毛利率逐年提振。

图表：分业务收入预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
子午载重胎						
营业收入（百万元）	3234	3593	4470	4758	4967	5071
营业成本（百万元）	2986	3168	3848	4091	4272	4361
毛利润（百万元）	248	425	622	666	695	710
毛利率	7.67%	11.84%	13.91%	14.00%	14.00%	14.00%
斜交工程胎						
营业收入（百万元）	456	506	491	538	583	628
营业成本（百万元）	396	412	457	500	542	584
毛利润（百万元）	60	94	34	38	41	44
毛利率	7.69%	14.66%	6.96%	7.00%	7.00%	7.00%
子午工程胎						
营业收入（百万元）	1066	1520	1516	1835	2194	2751
营业成本（百万元）	701	945	1047	1315	1507	1798
毛利润（百万元）	365	575	469	520	687	953
毛利率	34.26%	37.85%	30.95%	28.35%	31.30%	34.63%
其他业务						
营业收入（百万元）	231	114	226	300	300	300
营业成本（百万元）	214	88	207	300	300	300
毛利润（百万元）	7	23	8	10	10	10
毛利率	16.22%	26.24%	19.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，国海证券研究所

◆ **可比公司估值：**选取轮胎行业其他8家企业作为对比，风神股份2025/2026/2027年归母净利润分别为2.86、4.18、6.17亿元，对应PE分别为20.0、13.7、9.2倍，公司市盈率高于可比公司均值，考虑到所选取的8家企业中，海安集团专注于巨胎领域，与公司产品结构最为接近，其余公司巨胎相关业务在营业收入中的占比较低或不涉及巨胎业务。公司是国内唯一一家央企控股的轮胎上市公司，与倍耐力工业（PTN）技术与渠道优势交互，伴随高性能巨型工程子午胎扩能增效项目逐步投产，公司将新增巨胎产能1.95万套/年，未来持续加大高毛利巨胎产品占比，维持“买入”评级。

图表：可比公司估值表（数据截至2026年4月3日）

重点公司 代码	股票 名称	2026/4/3 股价	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE				投资 评级
				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
600469.SH	风神股份	6.4	57	2.81	2.86	4.18	6.17	15.0	20.0	13.7	9.2	买入
均值								13.8	15.1	11.2	9.0	
601058.SH	赛轮轮胎	13.2	433	40.63	41.28	49.42	59.09	11.4	10.5	8.8	7.3	买入
603049.SH	中策橡胶	48.5	424	37.87	41.91	54.37	61.51	/	10.1	7.8	6.9	买入
002984.SZ	森麒麟	17.4	180	21.86	14.32	18.11	22.06	11.7	12.6	10.0	8.2	买入
601966.SH	玲珑轮胎	14.0	204	17.52	16.86	20.3	26.07	15.0	12.1	10.1	7.8	买入
601163.SH	三角轮胎	14.0	112	11.03	9.96	11.44	14.02	10.9	11.2	9.8	8.0	买入
000589.SZ	贵州轮胎	4.6	71	6.15	6.74	9.31	11.34	11.4	10.5	7.6	6.3	买入
601500.SH	通用股份	4.2	67	3.74	1.88	3.25	4.27	22.2	35.4	20.5	15.6	买入
001233.SZ	海安集团	64.4	120	6.79	6.63	7.98	9.98	/	18.1	15.0	12.0	买入

资料来源：Wind，国海证券研究所

- 公司是国内唯一一家央企控股的轮胎上市公司，与倍耐力工业（PTN）技术与渠道优势交互。公司专业致力于工业用轮胎产品的研发和制造，具备全系列卡客车和非公路轮胎的设计和生产能力。截至2024年底，公司现有两大基地、三座工厂，合计拥有卡客车产能600万套/年，子午工程胎及工程巨胎产能30万套/年，多用途轮胎产能50万套/年。2020年，公司开启巨胎三年登顶计划，目前公司已具备49-63英寸全系列产品规格巨胎技术，目前30万套/年子午工程胎中，巨胎产能1万套/年，伴随高性能巨型工程子午胎扩能增效项目逐步投产，公司将新增巨胎产能1.95万套/年，持续加大高毛利巨胎产品占比。
- 预计公司2025-2027年营业收入分别为74.31、80.45、87.50亿元，归母净利润分别为2.86、4.18、6.17亿元，对应PE分别为20.0、13.7、9.2倍。看好公司成长性，维持“买入”评级。

图表：风神股份盈利预测

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6708	7431	8045	8750
增长率(%)	17	11	8	9
归母净利润（百万元）	281	286	418	617
增长率(%)	-19	2	46	48
摊薄每股收益（元）	0.32	0.32	0.47	0.69
ROE(%)	9	8	8	11
P/E	15.79	19.96	13.66	9.24
P/B	1.37	1.59	1.15	1.06
P/S	0.67	0.77	0.71	0.65
EV/EBITDA	6.82	8.04	4.90	3.35

资料来源：Wind，国海证券研究所

- ◆中化系轮胎平台，倍耐力技术+渠道注入
- ◆零售模式渠道下沉，海外盈利行业领先
- ◆OTR业务为盈利边际改善关键因素
- ◆国产巨胎实现从0到1，募投项目有序推进
- ◆盈利预测与投资评级
- ◆风险提示

➤ 非公路轮胎需求不及预期风险

非公路轮胎主要应用于采矿业、建筑业、农业等特殊场景，若后续全球矿山勘探开采支出及基建投资力度大幅降低，将对公司经营业绩产生不利影响。

➤ 原材料价格波动风险

天然橡胶、合成橡胶以及炭黑、钢帘线是生产轮胎的主要原材料，天然橡胶价格与贸易政策、汇率、资本市场状况等有密切联系，近年来受境外大宗商品市场影响，天然橡胶、钢材价格呈大幅波动态势，由于天然橡胶在内的原材料占生产成本比重较大，因此原材料价格大幅波动可能会对公司成本控制及经营业绩产生不利影响。

➤ 国际贸易壁垒提升风险

近年来，随着美国、欧美对中国轮胎出口产品发起的反倾销调查活动的开始，巴西、印度等国家也逐步加入进来，或是提高准入门槛来限制中国轮胎的出口。若后续逆全球化趋势进一步恶化，将对公司经营业绩产生不利影响。

➤ 市场竞争加剧风险

全球轮胎产业已经形成以大型跨国企业为主导的高度密集型产业群，国内轮胎品牌的快速发展也使得国内市场形成了外资、合资企业与国内本土企业共存、市场集中度不高的多层次竞争格局，若未来市场竞争加剧，导致市场需求低于预期、销售难度增加，将对公司经营业绩产生不利影响。

➤ 项目建设不及预期风险

公司拟建项目在实际建设及运营过程中，仍存在因市场环境发生较大变化、项目实施过程中发生不可预见因素，导致项目延期、无法实施或者不能产生预期收益的风险，可能对公司经营业绩产生不利影响。

➤ 汇率风险

公司经营中存在一定程度的外币敞口，汇率波动将会导致发行人外币净敞口产生一定的汇兑损益。若汇率波动加大，可能对公司经营业绩产生不利影响。

➤ 数据统计测算与实际情况存在一定偏差风险

由于部分数据为自行统计、测算，统计及测算具有部分局限性并基于一定前提假设，统计及测算数据存在与实际情况偏差风险。

风神股份盈利预测表



证券代码：600469

股价：6.41

投资评级：买入(维持)

日期：20260403

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）					每股指标与估值				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	913	1335	2663	3151	营业收入	6708	7431	8045	8750	每股指标				
应收款项	1280	1357	1331	1273	营业成本	5563	6207	6622	7043	EPS	0.39	0.32	0.47	0.69
存货净额	1405	1447	1442	1316	营业税金及附加	49	59	64	70	BVPS	4.50	4.03	5.58	6.07
其他流动资产	224	190	199	208	销售费用	177	203	213	227	估值				
流动资产合计	3821	4330	5634	5948	管理费用	173	178	193	210	P/E	15.8	20.0	13.7	9.2
固定资产	2646	2688	2675	2530	财务费用	18	19	23	14	P/B	1.4	1.6	1.1	1.1
在建工程	66	155	266	387	其他费用/（-收入）	291	297	306	324	P/S	0.7	0.8	0.7	0.7
无形资产及其他	350	527	531	533	营业利润	313	332	489	727	财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	442	442	442	442	营业外净收支	22	8	8	8	盈利能力				
资产总计	7325	8142	9548	9840	利润总额	336	340	497	735	ROE	9%	8%	8%	11%
短期借款	0	253	253	153	所得税费用	55	54	80	118	毛利率	17%	16%	18%	20%
应付款项	2076	2224	2281	2211	净利润	281	286	418	617	期间费率	5%	5%	5%	5%
合同负债	135	141	145	149	少数股东损益	0	0	0	0	销售净利率	4%	4%	5%	7%
其他流动负债	1288	1135	1093	1118	归属于母公司净利润	281	286	418	617	成长能力				
流动负债合计	3499	3753	3771	3631	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	收入增长率	17%	11%	8%	9%
长期借款及应付债券	403	663	663	663	经营活动现金流	201	949	978	1292	利润增长率	-19%	2%	46%	48%
其他长期负债	139	142	143	144	净利润	281	286	418	617	营运能力				
长期负债合计	542	805	806	807	少数股东损益	0	0	0	0	总资产周转率	0.92	0.96	0.91	0.90
负债合计	4041	4558	4577	4437	折旧摊销	294	367	401	425	应收账款周转率	9.62	9.20	9.83	11.08
股本	729	729	890	890	公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	4.39	4.35	4.58	5.11
股东权益	3284	3584	4971	5403	营运资金变动	-579	107	-34	58	偿债能力				
负债和股东权益总计	7325	8142	9548	9840	投资活动现金流	-152	-762	-580	-480	资产负债率	55%	56%	48%	45%
					资本支出	-152	-450	-450	-350	流动比	1.09	1.15	1.49	1.64
					长期投资	0	0	0	0	速动比	0.64	0.73	1.07	1.24
					其他	0	-312	-130	-130					
					筹资活动现金流	-320	146	930	-324					
					债务融资	-72	246	1	-99					
					权益融资	0	0	1095	0					
					其它	-248	-100	-166	-225					
					现金净增加额	-257	351	1327	488					

化工小组介绍

董伯骏，研究所所长助理，化工行业首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，7年化工行业研究经验。

杨丽蓉，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，2年化工行业研究经验。

李娟廷，化工行业分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

仲逸涵，化工行业分析师，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

王鹏，化工行业分析师，清华大学化学博士，3年航天新材料研发生产经验，2年半行业研究经验。

曾子华，化工行业研究助理，新加坡国立大学金融工程硕士，北京大学化学本科。

于畅，化工行业研究助理，华威大学&香港理工大学工程商业管理硕士，哈尔滨工业大学本科。

分析师承诺

董伯骏，仲逸涵，本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号
腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597