下载日志已记录，仅供内部参考

全球化再提速，赛轮轮胎有望迈向全球一线

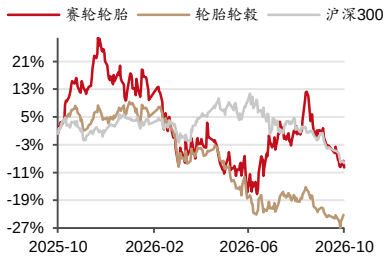
赛轮轮胎（601058.SH）深度报告

证券研究报告

2026 年 10 月 20 日

公司评级	买入
股票代码	601058.SH
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格	12.36

近一年股价走势



分析师

李旋坤 S0800526040011

lixuankun@xbmail.com.cn

王金源 S0800526050001

wangjinyuan@xbmail.com.cn

相关研究

赛轮轮胎：25H1 营收稳健增长，全球化布局加速推进—赛轮轮胎（601058.SH）2025 年半年报点评 2025-08-31

赛轮轮胎：产能高效释放，海外基地稳步推进—赛轮轮胎（601058.SH）2024 年年报&2025 年一季报点评 2025-04-30

赛轮轮胎：Q2 业绩符合预期，盈利能力维持高位—赛轮轮胎（601058.SH）2024 年半年报点评 2024-08-23

核心结论

【核心结论】海外基地抬升成长上限，高性能和非公路轮胎打开结构升级空间，赛轮轮胎有望迈向全球一线。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 44.35/ 55.46/ 66.92 亿元，对应 PE 分别为 9.2/ 7.3/ 6.1 倍，维持“买入”评级。

【主要逻辑】1）产能释放驱动量增。2026H1 公司轮胎产量、销量分别同比增长 15.70%、14.99%，墨西哥、印尼基地继续爬坡，埃及产能提升项目，公司正进入新一轮产能扩张周期。**2）海外业务形成规模与盈利双支撑。**2026H1 公司海外实现收入 152.4 亿元，占总收入的 76%，海外毛利率 27.3%，较国内高约 1.7pct；海外本地化制造能力与全球渠道网络共同支撑新增产能消化。**3）产品与技术升级打开盈利弹性。**公司已经形成完整产品矩阵，并通过“液体黄金”、49-63 英寸巨型工程胎向高性能、高附加值领域延伸；技术、认证和渠道逐步构筑综合竞争壁垒。

轮胎行业整体呈现出“总量稳健、替换需求托底、中国制造份额提升”的特征。2025 年全球轮胎合计销量约 18.9 亿条，2026H1 销量约 9.2 亿条，轮胎需求相较汽车新车销量具有更强韧性。国内方面，汽车保有量由 2017 年的 2.17 亿辆提升至 2025 年的 3.66 亿辆，未来保有量提升有望继续释放替换胎需求。供给端，中国轮胎制造份额由 2016 年的 34.7%提升至 2025 年的约 45.7%，全球竞争力持续增强。国际贸易壁垒正在改变全球轮胎供给结构，具备全球化工厂布局的企业仍有较大成长空间。成本端，天然橡胶、合成橡胶和炭黑价格明显上涨，行业仍需关注价格竞争以及原材料成本压力。

赛轮真正的竞争力并非单一低成本，而是“全球产能+渠道+产品+研发”四位一体的经营体系。越南、柬埔寨等成熟海外基地已经稳定释放，墨西哥、印度尼西亚基地持续爬坡，埃及进入新一轮集中投入阶段。渠道端，公司已覆盖 2200 多家代理商和 10 万多家门店。未来增长一方面来自墨西哥、印尼产能爬坡及埃及大规模扩产，叠加董家口、新和平、潍坊等国内项目推进；另一方面来自液体黄金轮胎、非公路胎等高端产品占比提升，推动公司由“规模扩张”转向“规模+结构”共同驱动。

风险提示：在建项目进度不及预期、国际贸易壁垒、汇率波动、原材料价格波动等风险。

核心数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	31,802	36,792	42,515	48,947	56,360
增长率	22.4%	15.7%	15.6%	15.1%	15.1%
归母净利润（百万元）	4,063	3,522	4,435	5,546	6,692
增长率	31.4%	-13.3%	25.9%	25.0%	20.7%
每股收益（EPS）	1.24	1.07	1.35	1.69	2.04
市盈率（P/E）	10.0	11.5	9.2	7.3	6.1
市净率（P/B）	2.1	1.9	1.6	1.4	1.1

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

投资要点 5
关键假设 5
区别于市场的观点 5
股价上涨催化剂 5
估值与评级 5
赛轮轮胎核心指标概览 6
一、 全球化再加速：从本土制造走向全球经营 7
1.1 深耕轮胎主业，完成从本土制造到全球经营的跨越 7
1.2 全球产能网络持续扩张，重点项目建设与爬坡并行 9
1.3 海外业务支撑规模增长，盈利能力继续改善 11
二、 行业分析：替换需求托底，中国份额持续提升 12
2.1 需求端：总量稳健，替换需求构筑行业韧性 12
2.1.1 半钢及全钢胎：替换需求保持韧性，配套市场区域分化 14
2.1.2 非公路胎：矿山与工程需求扩张，高壁垒赛道成长可期 16
2.2 供给端：中国制造份额提升，龙头加速海外本地化 18
2.3 成本端：原料、汇率与海运扰动抬升成本敏感度 20
三、 成长与护城河：全球化、渠道、产品与技术协同共振 21
3.1 产能与全球化：高利用率支撑扩张，海外基地抬升成长上限 21
3.1.1 存量产能高负荷运行，新增产能具备消化基础 21
3.1.2 本地化制造能力增强，全球供应链韧性持续提升 22
3.2 产品与渠道：高端化升级叠加全球渠道深化 22
3.2.1 轮胎销量保持增长，海外市场贡献主要收入 22
3.2.2 产品矩阵不断完善，高性能轮胎打开结构升级空间 23
3.2.3 全球渠道覆盖广泛，客户与认证壁垒逐步形成 23
3.2.4 研发投入规模领先，技术成果支撑产品差异化 24
四、 盈利预测与估值 25
4.1 盈利预测 25
4.2 相对估值 26
五、 风险提示 27

图表目录

图 1：赛轮轮胎核心指标概览图 6
图 2：赛轮集团由本土制造逐步迈向全球化经营 8

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：赛轮集团股权结构（截至 2026 年 6 月末）.....8
图 4：公司生产及研发网络覆盖亚洲、美洲、非洲和欧洲.....9
图 5：公司营收规模持续扩张.....11
图 6：2026H1 归母净利润同比较快增长.....11
图 7：2026H1 公司毛利率继续改善.....11
图 8：期间费用率整体稳定.....11
图 9：境外收入占比长期保持在 70%以上（亿元）.....12
图 10：境外业务贡献公司约八成毛利润（亿元）.....12
图 11：境外业务毛利率持续高于境内业务.....12
图 12：公司主营业务营收和境外营收均居行业前列.....12
图 13：全球汽车轮胎销量总体稳中有升.....13
图 14：全球半钢胎需求结构.....13
图 15：全球全钢胎需求结构.....13
图 16：中国汽车及新能源汽车保有量持续增长.....14
图 17：中国乘用车平均车龄仍低于欧美市场（年）.....14
图 18：2025 年乘用车和轻型卡车轮胎市场销量变动.....15
图 19：2026H1 乘用车和轻型卡车轮胎市场销量变动.....15
图 20：2025 年卡客车轮胎市场销量变动（全球不包括中国）.....16
图 21：2026H1 卡客车轮胎市场销量变动（全球不包括中国）.....16
图 22：工程机械出口额.....17
图 23：全球大型露天矿数量（按国家分布）.....17
图 24：2016—2025 年全球汽车轮胎销量及中国汽车轮胎产量占比（亿条）.....18
图 25：中国出口汽车轮胎金额（亿元）.....18
图 26：国内轮胎产量和出口数量.....19
图 27：中国汽车轮胎行业开工率（%）.....19
图 28：橡胶价格走势（元/吨）.....20
图 29：炭黑和螺纹钢价格走势（元/吨）.....20
图 30：汇兑走势.....20
图 31：海运费价格指数走势（点）.....20
图 32：2025 年赛轮轮胎海外资产及海外轮胎收入占比.....22
图 33：可比企业前五大客户销售占比.....24

表 1：公司三类轮胎产品及主要应用场景.....7
表 2：公司轮胎产能及利用率（2025 年）（注:规划产能为截至 25 年的数据，其中董家口项目仅包括已开始建设的部分）.....9
表 3：公司现有部分基地披露产能及规划产能（单位：万条/年；非公路轮胎为万吨/年）.....10
表 4：公司主要在建及规划产能（单位：万条/年；非公路轮胎为万吨/年）.....10
表 5：各类型轮胎配套与替换数量.....13

下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：全球及主要地区 2021—2025 年及 2026H1 乘用车及轻卡胎销量变化 14
表 7：全球及主要地区 2021—2025 年及 2026H1 卡客车轮胎市场销量变化 15
表 8：非公路胎的细分品类 16
表 9：中国头部轮胎企业主要新增产能项目 19
表 10：公司规划产能及埃及项目增量 21
表 11：埃及轮胎产能提升项目投资及经济效益量 21
表 12：2025 年公司境内外轮胎业务收入及盈利能力 23
表 13：赛轮轮胎盈利预测及业务拆分（百万元） 25
表 14：可比公司 PE 估值 26

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

关键假设

销量假设：1）半钢胎业务：2025 年，公司半钢胎可实现产能约 7380 万条，产能利用率 91.08%，已处于较高水平；同期规划产能约 1.146 亿条，叠加 2026 年新披露的埃及项目后，中长期规划产能有望进一步提升。未来三年半钢胎的增量来源：2026 年墨西哥 600 万条产能进入爬坡阶段、印尼 600 万条项目有望逐步贡献；2027 年除墨西哥和印尼继续爬坡外，埃及 Shams 项目有望形成贡献；2028 年 Shams 项目可能进一步产能爬坡，并逐步计入 Senro 项目产能释放。2）全钢胎业务：2025 年，公司全钢胎可实现产能约 1556 万条，产能利用率 92.94%，存量装置已经接近较高负荷运行；2025 年报规划产能为 2290 万条，叠加后续埃及新增 165 万条后，中长期规划产能约 2455 万条。2026 年依靠印尼 75 万条全钢胎项目爬坡以及存量基地提负荷；2027 年沈阳新和平 330 万条全钢胎项目有望逐步形成增量；2028 年再逐步计入埃及 Senro 项目 165 万条新增产能。3）非公路轮胎业务：2025 年，公司非公路轮胎可实现产能约 23.8 万吨，产能利用率 80.25%，除新增产能外，现有产能利用率提升可以贡献较明显的销量增长；2025 年报规划产能 34.14 万吨，叠加埃及新增 2 万吨后，中长期规划产能达到约 36.14 万吨。未来增量可能来自印尼 1 万吨非公路胎、沈阳新和平 2 万吨项目以及后续埃及 Senro 2 万吨项目，同时矿山、基建及大型工程机械轮胎具有更强的产品差异化和客户认证壁垒。综上，预计 2026-2028 年整体销量分别增长 14%/13%/13%。

价格假设：考虑原材料成本上涨，贸易摩擦导致全球供需结构变化使得海外工厂具备涨价条件，液体黄金轮胎、巨型工程胎等高端产品放量有望推动产品结构持续升级，假设 2026-2028 年整体销售均价分别上涨 1.5%/2%/2%。

盈利能力假设：考虑 2026 年天然橡胶、合成橡胶等原材料价格阶段性上涨，同时墨西哥、印尼新工厂仍处于爬坡阶段，短期折旧及人工成本较高，不宜对盈利能力过度乐观。随着海外基地利用率提升、北美及欧洲本地化供应占比上升，以及液体黄金、非公路轮胎等高附加值产品占比提升，假设 2026-2028 年毛利率分别 26.3%/ 26.8%/ 27.3%。

区别于市场的观点

市场认为赛轮轮胎业绩增长的核心是“扩产”，我们认为赛轮的核心不只是“扩产”，还有海外本地化带来的盈利质量提升以及产品结构升级。墨西哥、印尼进入兑现期，埃及接力建设，产能呈连续释放而非单次脉冲。同时，非公路胎和高性能产品有望推动产品结构升级，利润增长不完全依赖提价。叠加替换胎需求韧性和中国轮胎全球份额提升，公司具备“销量增长+结构改善+全球份额提升”的多重驱动。

股价上涨催化剂

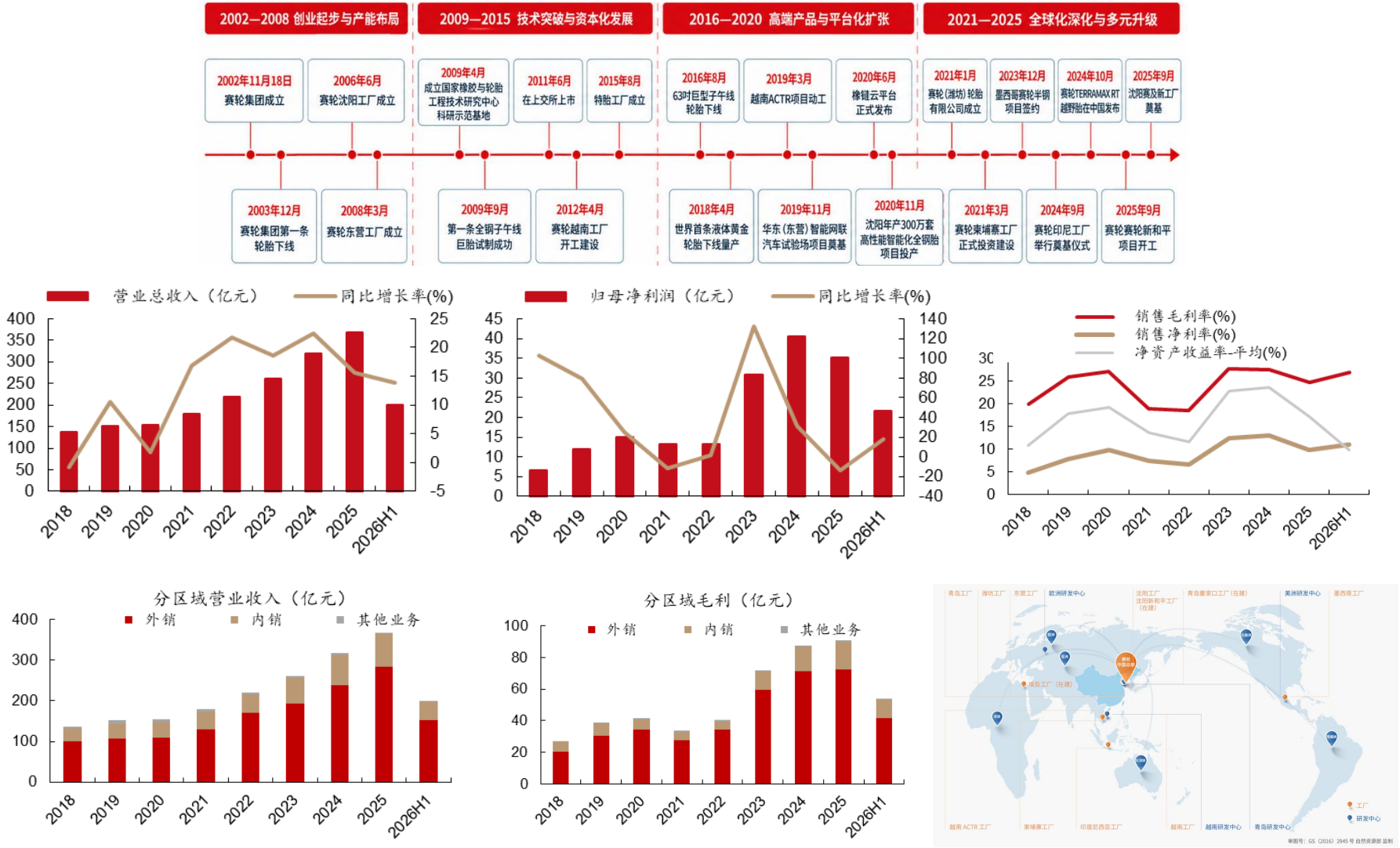
1）新工厂产能释放超预期；2）原材料成本下降；3）轮胎产品涨价；4）海外需求超预期。

估值与评级

海外基地抬升成长上限，高性能和非公路轮胎打开结构升级空间，赛轮轮胎有望迈向全球一线。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 44.35/ 55.46/ 66.92 亿元，对应 PE 分别为 9.2/ 7.3/ 6.1 倍，维持“买入”评级。

赛轮轮胎核心指标概览

图 1：赛轮轮胎核心指标概览图



资料来源：公司官网，赛轮轮胎 2025 可持续发展报告，iFind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

一、全球化再加速：从本土制造走向全球经营

1.1 深耕轮胎主业，完成从本土制造到全球经营的跨越

赛轮集团股份有限公司成立于 2002 年，并于 2011 年在上海证券交易所上市，是国内较早实施海外产能布局的轮胎企业。公司聚焦轮胎研发、制造、销售和服务，产品涵盖半钢子午胎、全钢子午胎及非公路轮胎，广泛应用于轿车、轻型载重汽车、大型客车、货车、工程机械及特种车辆等领域。公司旗下形成“赛轮”“路极”“黑鹰”“锐科途”“黑骑士”“赛维”“迈驰”等多品牌矩阵，产品与服务网络覆盖全球 180 多个国家和地区。

表 1：公司三类轮胎产品及主要应用场景

产品类别	公司披露的产品或应用领域
半钢子午胎	主要覆盖乘用车等领域
全钢子午胎	覆盖长途及中长途耐磨、中短途载重、工矿、客车、轻卡及冬季胎等系列
非公路轮胎	覆盖巨型及中小规格工程子午胎、农业胎、工业胎和橡胶履带，应用于工程机械、农业装备及矿山开采等场景

资料来源：赛轮集团 2025 年年度报告、西部证券研发中心

从国内产能建设到全球化布局，技术创新与海外扩张驱动公司持续成长。自 2002 年成立以来，公司发展历程可划分为四个阶段：

① 创业起步与产能布局（2002—2008 年）：2002 年 11 月 18 日，赛轮集团正式成立；2003 年 12 月，公司第一条轮胎下线，实现从研发到产业化生产的突破。此后，公司于 2006 年、2008 年先后成立沈阳工厂和东营工厂，逐步完善国内生产基地布局，为后续规模化发展奠定基础。

② 技术突破与资本化发展（2009—2015 年）：2009 年，公司成立国家橡胶与轮胎工程技术研究中心科研示范基地，并成功试制第一条全钢子午线巨胎，持续提升技术研发能力。2011 年 6 月，公司在上海证券交易所上市，进入资本市场融资与产业扩张新阶段。2012 年 4 月，越南工厂开工建设，迈出海外产能布局的重要一步；2015 年 8 月，特胎工厂成立，进一步拓宽产品体系。

③ 高端产品与平台化扩张（2016—2020 年）：公司持续推进高端轮胎技术突破，2016 年 8 月成功下线 63 寸巨型子午线轮胎，2018 年 4 月实现世界首条液体黄金轮胎下线量产。与此同时，2019 年 3 月越南 ACTR 项目动工，进一步深化海外生产布局；同年 11 月，华东（东营）智能网联汽车试验场项目奠基。2020 年，橡链云平台正式发布，沈阳年产 300 万套高性能智能化全钢胎项目投产，推动公司在技术创新、智能制造及产业协同方面持续升级。

④ 全球化深化与多元升级（2021—2025 年）：2021 年，公司成立赛轮（潍坊）轮胎有限公司，并正式投资建设柬埔寨工厂，进一步扩大国内外生产布局。2023 年 12 月，墨西哥赛轮半钢项目签约；2024 年 9 月，印尼工厂举行奠基仪式，海外产业布局持续拓展。同年 10 月，TERRAMAX RT 越野胎在中国发布，推动高端产品矩阵进一步丰富。2025 年 9 月，赛轮埃及新工厂奠基、沈阳赛轮新和平项目开工，全球化产能布局与国内制造能力建设同步推进。

总体来看，公司沿着“国内产能建设—技术创新与上市融资—高端产品突破—全球化产能扩张”的发展路径持续演进，逐步构建国内外多生产基地协同、技术研发与产品升级并行的发展格局。海外产能拓展有望增强区域市场供应能力及全球客户服务能力，高端产品布

下载日志已记录，仅供内部参考

局则有助于公司持续优化产品结构、提升长期竞争力。

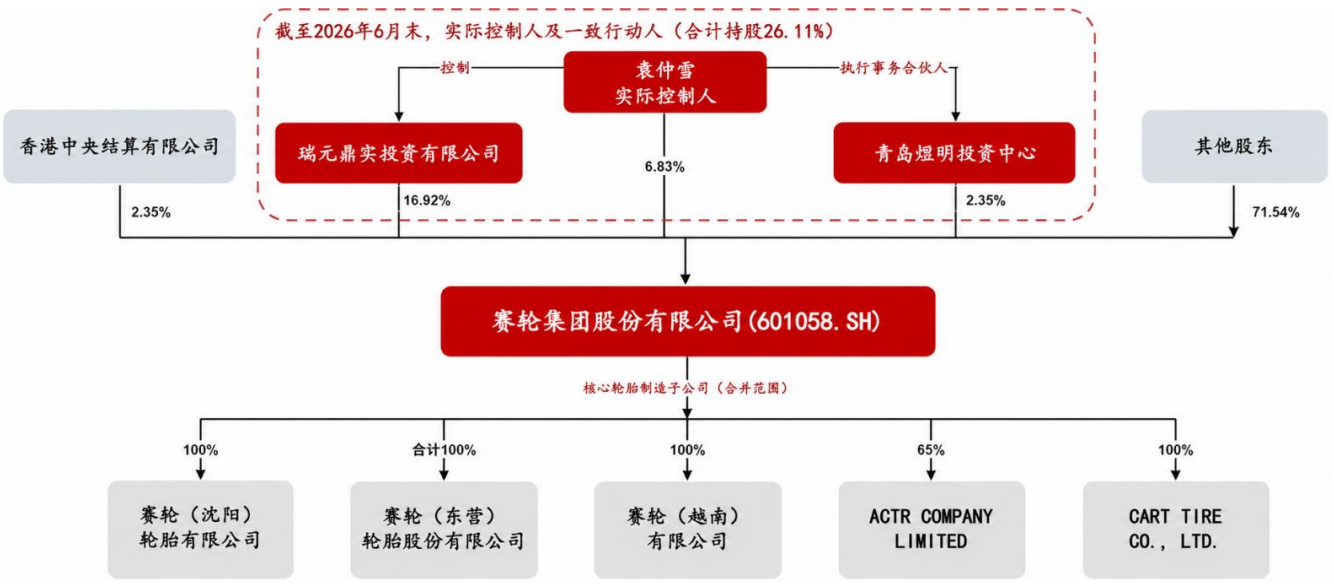
图 2：赛轮集团由本土制造逐步迈向全球化经营



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

实控人控制权稳定，核心经营主体高度控股。袁仲雪为公司实际控制人，通过直接持股以及控制瑞元鼎实投资有限公司、青岛煜明投资中心等主体形成一致行动关系，截至 2026 年 6 月末，实际控制人及一致行动人合计持股 26.1%。公司核心轮胎制造主体包括赛轮沈阳、赛轮东营、赛轮越南、ACTR 及 CART TIRE 等，其中多数生产主体由公司全资持有，ACTR 由公司持股 65%。较为稳定的股权结构和以控股、全资子公司为主的生产体系，有利于公司在全球范围内统一推进技术标准、原材料采购、生产运营和渠道管理。

图 3：赛轮集团股权结构（截至 2026 年 6 月末）



资料来源：iFind，赛轮轮胎 2026 年半年度报告，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 全球产能网络持续扩张，重点项目建设与爬坡并行

公司已形成覆盖中国、东南亚、北美及非洲的全球生产布局。目前，公司已在国内青岛、东营、沈阳、潍坊以及海外越南、柬埔寨、印度尼西亚、墨西哥等地布局轮胎生产基地，并稳步推进埃及与青岛董家口生产基地建设；同时，公司在全球设立四大研发中心，产品与服务覆盖 180 多个国家和地区。全球化产能布局有助于缩短交付半径、贴近重点市场，并增强公司应对贸易壁垒和供应链扰动的能力。

图 4：公司生产及研发网络覆盖亚洲、美洲、非洲和欧洲



资料来源：赛轮轮胎 2025 可持续发展报告，西部证券研发中心

现有产能保持较高负荷运行。2025 年，公司全钢胎、半钢胎和非公路轮胎年度可实现产能分别为 1556 万条、7380 万条和 23.8 万吨，产能利用率分别达到 92.94%、91.08%和 80.25%；对应规划产能分别为 2290 万条、1.15 亿条和 34.14 万吨，后续仍有较大释放空间。2026H1，公司轮胎产量和销量分别达到 4697.49 万条和 4501.35 万条，同比分别增长 15.70%和 14.99%，均创历史同期新高，新增产能释放带动公司产销规模继续提升。

表 2：公司轮胎产能及利用率（2025 年）（注:规划产能为截至 25 年的数据，其中董家口项目仅包括已开始建设的部分）

轮胎产品类型	规划产能	可实现产能	产能利用率	在建产能预计完工时间
全钢胎（万条）	2290	1556	92.94%	2027
半钢胎（万条）	11460	7380	91.08%	2027
非公路轮胎（万吨）	34.14	23.80	80.25%	2027

资料来源：赛轮轮胎 2025 年报，西部证券研发中心

从基地结构看，半钢胎产能主要集中于东营、越南及柬埔寨，全钢胎布局相对分散，非公路轮胎产能主要分布于青岛、潍坊和越南。2026H1，越南、柬埔寨工厂产能已实现稳定释放，印度尼西亚、墨西哥工厂产能持续爬坡，埃及项目建设有序推进。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：公司现有部分基地披露产能及规划产能（单位：万条/年；非公路轮胎为万吨/年）

生产基地	半钢胎	全钢胎	非公路轮胎	当前状态	产能口径
国内基地					
青岛工厂	1000	350	6	成熟运营	设计产能
东营工厂	3000			成熟运营	设计产能
沈阳工厂		500		成熟运营	设计产能
潍坊工厂			10	成熟运营	设计产能
海外基地					
越南工厂（越南·西宁省）	1600	260	10	成熟运营	年化产能
ACTR 工厂（越南·西宁省）		265		成熟运营	年化产能
柬埔寨工厂（柬埔寨·柴桢省）	2100	330		扩产爬坡	年化产能
墨西哥工厂（墨西哥·瓜纳华托州）	600			产能爬坡	规划产能
埃及工厂	3600	330	2	部分投产、扩建同步	规划产能
印尼工厂（印尼·中爪哇省）	600	75	1	部分投产、扩建同步	规划产能

资料来源：赛轮轮胎 2024 年度报告、2026 半年度报告，关于投资建设“墨西哥年产 600 万条半钢子午线轮胎项目”暨成立合资公司的公告，印尼生产基地项目可行性研究报告，投资者关系活动记录 202608，西部证券研发中心

在建工程结构随海外项目建设进度发生调整。截至 2026H1 末，公司在建工程账面价值为 28.27 亿元，较 2025 年末的 29.15 亿元下降 3.03%。其中，埃及、墨西哥和印度尼西亚生产基地项目期末账面价值分别为 6.82 亿元、5.03 亿元和 3.86 亿元，合计约 15.71 亿元，占公司在建工程余额的 55.56%。与 2025 年末相比，墨西哥和印度尼西亚项目在建工程余额有所下降，而埃及项目余额明显增加，反映部分海外项目由建设阶段逐步转向投产爬坡，同时埃及基地进入集中投入阶段。

埃及基地打开下一阶段海外增长空间。此前，公司埃及项目合计规划 900 万条半钢胎、165 万条全钢胎产能；2026 年 6 月，公司进一步公告埃及产能提升项目，拟新增 2700 万条半钢胎、165 万条全钢胎及 2 万吨非公路胎，总投资 11.41 亿美元，项目已获股东会审议通过，尚需完成境内外审批或备案。若项目顺利实施，埃及基地远期规划产能将达到 3600 万条半钢胎、330 万条全钢胎及 2 万吨非公路胎。截至 2026H1 末，埃及生产基地项目在建工程余额已增至 6.82 亿元，项目建设有序推进，有望成为公司面向欧洲、中东及非洲市场的重要生产与交付基地。

表 4：公司主要在建及规划产能（单位：万条/年；非公路轮胎为万吨/年）

在建项目	项目内容	阶段	目前进展
海外项目			
印尼基地	半钢 600；全钢 75；非公路 1	爬坡+扩建	2026.01 调整方案
柬埔寨半钢胎	半钢 1200	收尾	工程进度 95%
柬埔寨全钢胎	全钢 165	扩建	工程进度 60%
埃及一期	半钢 300；全钢 60	建设	土建推进
埃及扩建	半钢 600；全钢 105	筹备	建设期 18 个月
埃及产能提升	半钢 2700；全钢 165；非公路 2	审批	股东会通过
国内项目			
新和平（沈阳）	全钢 330；非公路 2	首胎下线	建设及爬坡
董家口（青岛）	子午胎 1260	部分开工	分批建设
潍坊项目	非公路 5.14	建设	持续推进

资料来源：公司 2025 年年报，赛轮集团股份有限公司印尼生产基地项目可行性研究报告，赛轮集团股份有限公司关于投资建设“埃及年产 705 万条子午线轮胎

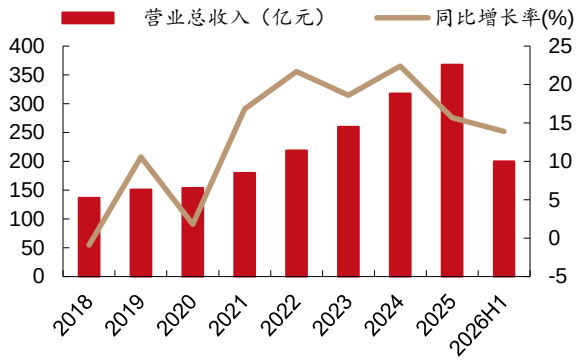
下载日志已记录，仅供内部参考

扩建项目”暨对相关子公司增资的公告，赛轮集团股份有限公司埃及轮胎产能提升项目可行性研究报告，投资者关系活动记录 202601，西部证券研发中心

1.3 海外业务支撑规模增长，盈利能力继续改善

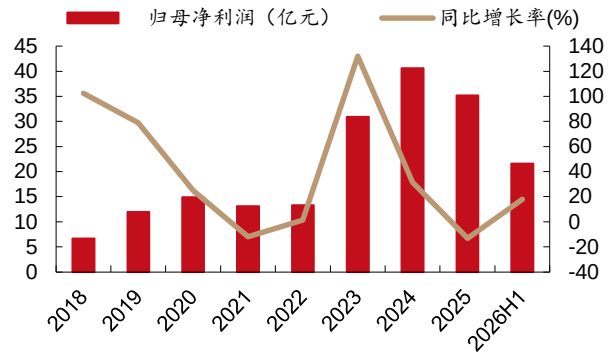
公司收入和利润规模继续增长，2026H1 盈利增速有所加快。2018—2025 年，公司营业收入由 136.85 亿元增至 367.92 亿元，年均复合增速约 15%。2026H1，公司实现营业收入 200.27 亿元，同比增长 13.88%；归母净利润 21.60 亿元，同比增长 17.97%；扣非归母净利润 20.58 亿元，同比增长 12.75%。其中，2026Q2 实现营业收入 105.66 亿元，同比增长 15.16%；归母净利润 11.03 亿元，同比增长 39.26%，单季度利润增速明显高于收入增速。

图 5：公司营收规模持续扩张



资料来源：iFind，西部证券研发中心

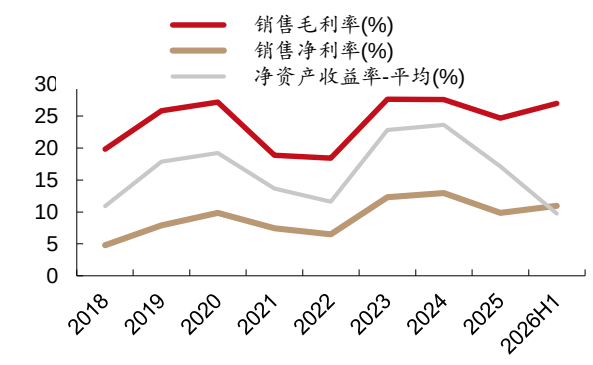
图 6：2026H1 归母净利润同比较快增长



资料来源：iFind，西部证券研发中心

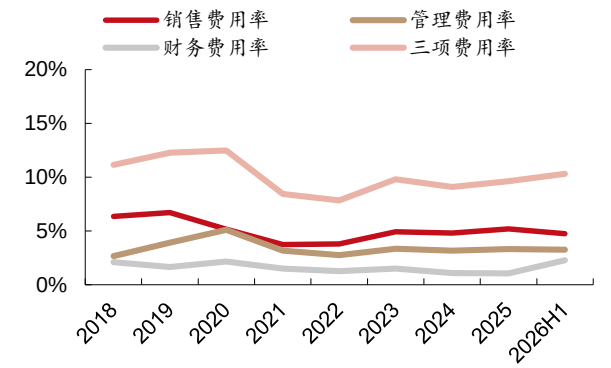
盈利能力继续修复，汇率波动推高财务费用。2026H1，公司销售毛利率和净利率分别为 26.99%和 10.97%，同比分别提升 2.45 和 0.26 个百分点。销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 4.77%、3.28%和 2.28%，三项费用率合计 10.33%。其中，财务费用增长主要系汇率波动导致汇兑损失增加。

图 7：2026H1 公司毛利率继续改善



资料来源：iFind，西部证券研发中心

图 8：期间费用率整体稳定



资料来源：iFind，西部证券研发中心

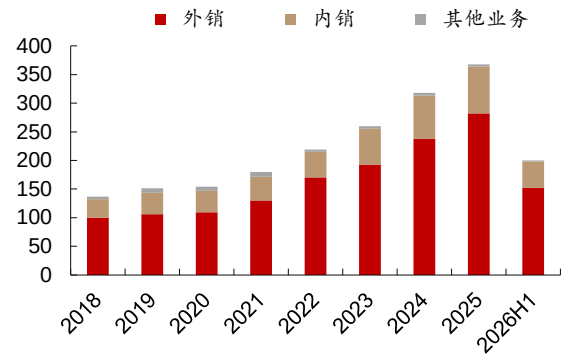
从收入区域结构看，海外市场已成为公司收入规模增长的核心来源。公司外销收入由 2018 年的约百亿元增长至 2025 年的 282 亿元以上，外销收入占比长期维持在 70%以上。随着越南、柬埔寨等成熟海外基地释放，以及墨西哥、印度尼西亚等新基地投产，公司经营模

下载日志已记录，仅供内部参考

式由主要依赖国内生产后出口，逐步转向海外生产、区域销售和本地化服务相结合。

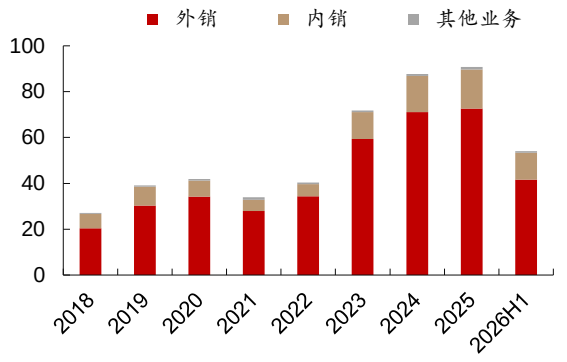
从毛利率表现看，2018—2025 年外销毛利率持续高于内销，反映海外市场在产品价格、市场竞争和客户结构等方面整体优于国内市场。

图 9：境外收入占比长期保持在 70%以上（亿元）



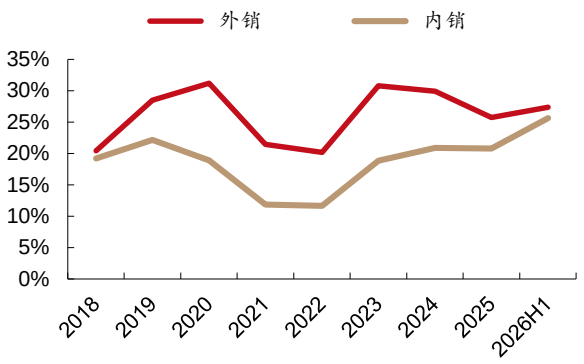
资料来源：iFind，西部证券研发中心

图 10：境外业务贡献公司约八成毛利润（亿元）



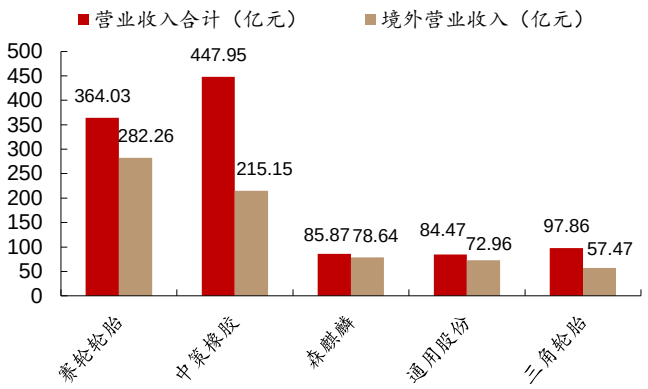
资料来源：iFind，西部证券研发中心

图 11：境外业务毛利率持续高于境内业务



资料来源：iFind，西部证券研发中心

图 12：公司主营业务营收和境外营收均居行业前列



资料来源：相关公司 2025 年报,西部证券研发中心

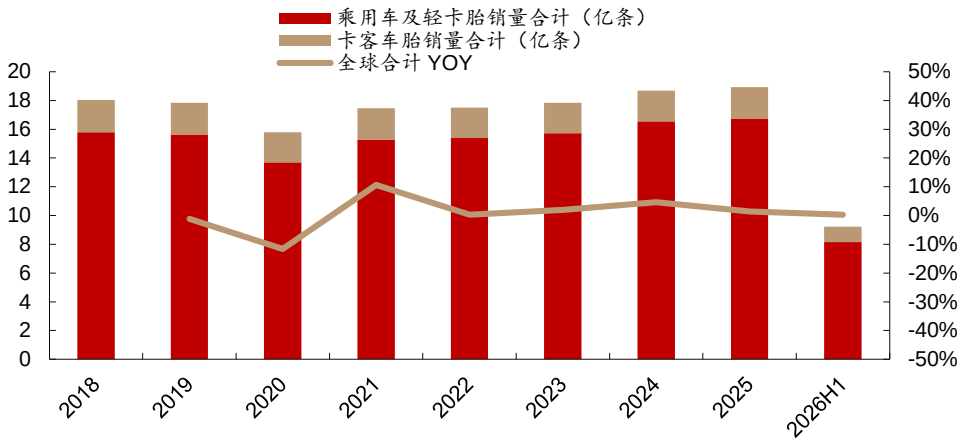
二、行业分析：替换需求托底，中国份额持续提升

2.1 需求端：总量稳健，替换需求构筑行业韧性

全球轮胎需求总体稳健，疫情后销量逐步修复。2018—2020 年，全球乘用车及轻卡胎、卡客车胎合计销量由约 18.1 亿条降至 15.8 亿条，随后持续回升，2025 年达到约 18.9 亿条、创近年新高，其中乘用车及轻卡胎约 16.8 亿条，占总销量近九成。2026H1 全球汽车轮胎销量约 9.2 亿条，总体较上年同期小幅增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

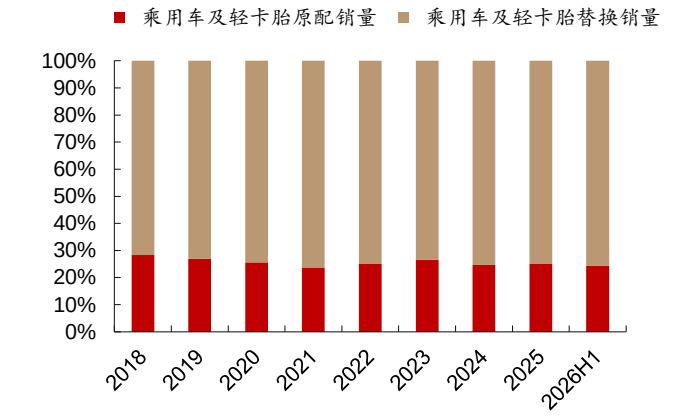
图 13：全球汽车轮胎销量总体稳中有升



资料来源：Michelin，西部证券研发中心

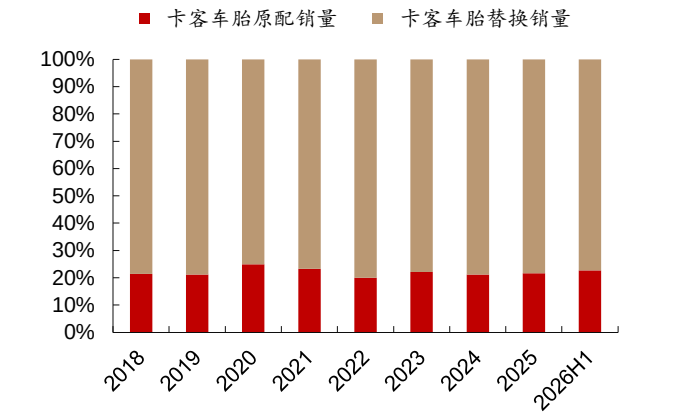
轮胎市场可分为替换市场和配套市场。根据米其林统计，2025 年全球乘用车及轻卡胎销量约 16.75 亿条，其中替换销量 12.56 亿条，占比约 75.0%；全球卡客车胎销量约 2.19 亿条，其中替换销量 1.72 亿条，占比 78.4%。

图 14：全球半钢胎需求结构



资料来源：Michelin，西部证券研发中心

图 15：全球全钢胎需求结构



资料来源：Michelin，西部证券研发中心

从配套轮胎数量和替换周期看轮胎需求：轿车单车配套轮胎约 5 条、年均替换约 1.5 条；轻卡、中卡及重卡的配套数量分别约 7 条、11 条和 16—22 条，年均替换需求可达 4.2 条、15 条和 10—20 条。

表 5：各类型轮胎配套与替换数量

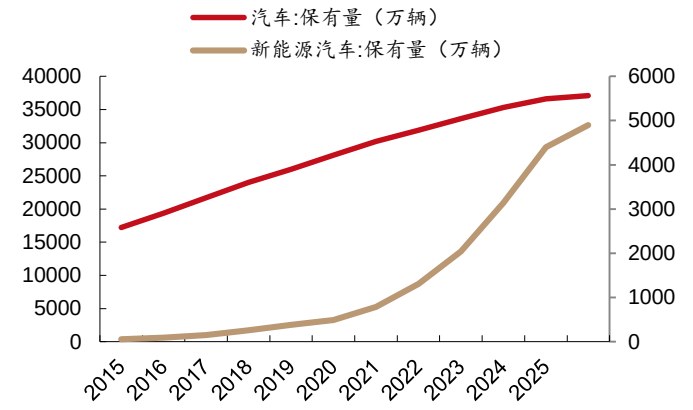
轮胎类型	车辆类别	配套轮胎数（条）	替换系数（条/辆/年）
轿车胎	轿车	5	1.5
载重胎	中卡	11	15
	重卡	16—22	10—20
	轻卡	7	4.2
	大客	7—11	2—5
工程胎	装载机械	4	2
	运输工程机械	6	3

资料来源：《玲珑轮胎荆门年产 1446 万套高性能轮胎及配套工程项目可行性研究报告》，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

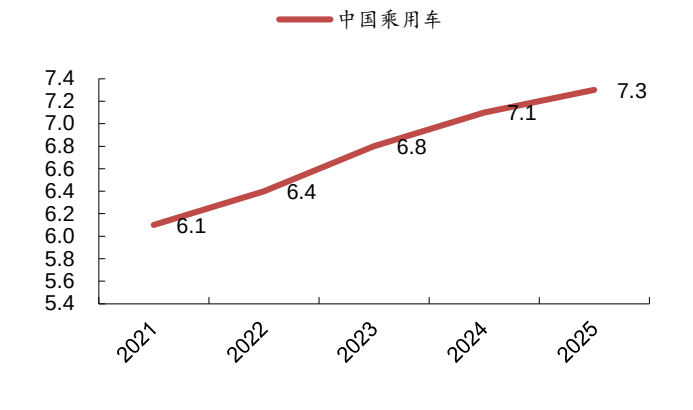
中国轮胎替换市场发展空间广阔，其核心驱动来自汽车保有量增长与车龄结构成熟。2017—2025 年中国汽车保有量由 2.17 亿辆增长至 3.66 亿辆，为替换需求提供了持续扩大的存量基础。2025 年，中国传统动力乘用车平均车龄约 7.3 年，仍明显低于美国轻型车及欧盟乘用车约 12.8 年（2025 年）和 12.7 年（2024 年）的水平。未来伴随车龄结构成熟，中国替换轮胎市场需求仍有进一步释放空间。

图 16：中国汽车及新能源汽车保有量持续增长



资料来源：iFind，公安部，西部证券研发中心

图 17：中国乘用车平均车龄仍低于欧美市场（年）



资料来源：F6 大数据研究院，西部证券研发中心

2.1.1 半钢及全钢胎：替换需求保持韧性，配套市场区域分化

从区域销量来看，欧洲、北美和中国乘用车及轻卡轮胎销量占全球销量的 70%以上。2025 年，欧洲、北美和中国市场销量分别为 4.90 亿条、3.94 亿条和 3.20 亿条，合计占全球销量的 71.9%。其中，欧洲和北美市场销售替换胎占该区域的比例分别达到 85.1%和 81.7%，需求以存量车辆换胎为主；中国配套胎、替换胎销量分别为 1.49 亿条和 1.71 亿条，市场结构相对均衡。

表 6：全球及主要地区 2021—2025 年及 2026H1 乘用车及轻卡胎销量变化

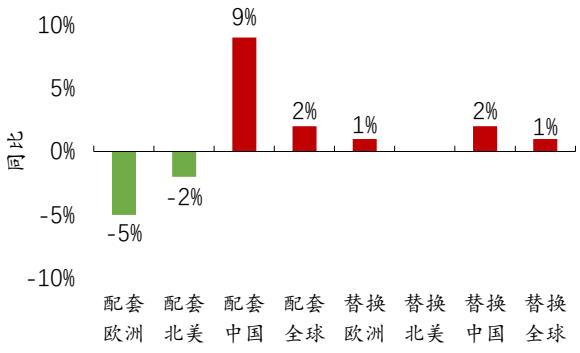
		2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
中国	配套（百万条）	115.0	121.0	132.0	137.0	149.0	62.2
	YOY	-	5.22%	9.09%	3.79%	8.76%	-7.44%
	替换（百万条）	135.0	117.0	133.0	168.0	171.0	89.8
	YOY	-	-13.33%	13.68%	26.32%	1.79%	9.11%
北美	配套（百万条）	63.0	69.0	75.0	74.0	72.0	36.2
	YOY	-	9.52%	8.70%	-1.33%	-2.70%	-1.36%
	替换（百万条）	328.0	316.0	316.0	323.0	322.0	148.3
	YOY	-	-3.66%	0.00%	2.22%	-0.31%	-4.32%
欧洲	配套（百万条）	76.0	75.0	83.0	76.0	73.0	37.5
	YOY	-	-1.32%	10.67%	-8.43%	-3.95%	-1.32%
	替换（百万条）	382.0	385.0	371.0	412.0	417.0	203.9
	YOY	-	0.79%	-3.64%	11.05%	1.21%	-1.69%
全球	配套（百万条）	**362.0**	**384.0**	**417.0**	**409.0**	**419.0**	**198.6**
	YOY	-	**6.08%**	**8.59%**	**-1.92%**	**2.44%**	**-2.50%**
	替换（百万条）	**1167.0**	**1151.0**	**1156.0**	**1247.0**	**1256.0**	**615.9**
	YOY	-	**-1.37%**	**0.43%**	**7.87%**	**0.72%**	**0.72%**

资料来源：Michelin，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

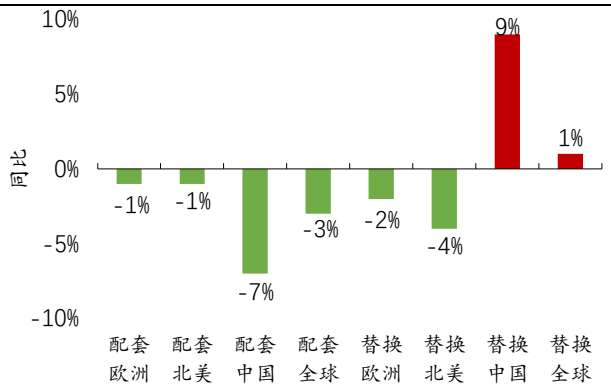
乘用车及轻卡轮胎市场：替换需求支撑总量，区域市场表现分化。2025 年全球配套、替换需求分别同比增长 2%和 1%，其中中国配套需求增长 9%，欧洲、北美分别下降 5%和 2%。2026H1 全球配套需求下降 3%，替换需求仍增长 1%；中国配套需求受购车优惠政策力度边际减弱影响下降 7%，但近年新增车辆陆续进入换胎周期，推动替换需求增长 9%。同期欧洲、北美配套需求均下降 1%，替换需求分别下降 2%和 4%，配套端主要受新车需求偏弱影响，替换端则受到低价进口节奏及渠道库存调整扰动。

图 18：2025 年乘用车和轻型卡车轮胎市场销量变动



资料来源：Michelin，西部证券研发中心

图 19：2026H1 乘用车和轻型卡车轮胎市场销量变动



资料来源：Michelin，西部证券研发中心

从区域销量来看，中国、美洲和欧洲卡客车轮胎销量占全球销量的 70%以上。2025 年，中国卡客车胎销量为 0.62 亿条，占全球销量的 28.4%；北美和南美、欧洲销量分别为 0.60 亿条、0.33 亿条，上述地区合计占全球销量的 70.7%。从市场结构看，欧美需求以替换市场为主，中国配套市场占比相对较高，需求受重卡产销及出口变化影响更为明显。

表 7：全球及主要地区 2021—2025 年及 2026H1 卡客车轮胎市场销量变化

		2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
欧洲	配套（百万条）	6.9	7.1	7.4	6.0	6.2	3.3
	YOY	-	2.9%	4.2%	-18.9%	3.3%	4.0%
	替换（百万条）	26.6	27.5	25.7	26.0	26.6	13.6
	YOY	-	3.4%	-6.5%	1.2%	2.3%	9.0%
北美+南美	配套（百万条）	8.2	9.2	8.3	8.1	6.7	3.2
	YOY	-	12.2%	-9.8%	-2.4%	-17.3%	-13.5%
	替换（百万条）	47.1	51.2	47.3	50.1	53.1	26.1
	YOY	-	8.7%	-7.6%	5.9%	6.0%	2.0%
非洲/印度/中东	配套（百万条）	3.8	5.3	5.8	6.1	6.5	2.2
	YOY	-	38.0%	11.0%	4.0%	6.0%	3.0%
	替换（百万条）	27.6	28.7	28.9	30.2	31.0	13.6
	YOY	-	4.0%	1.0%	5.0%	3.0%	-2.0%
中国	配套（百万条）	28.7	16.3	20.8	20.3	23.7	13.3
	YOY	-	-44.0%	27.0%	-3.0%	17.0%	14.0%
	替换（百万条）	44.2	38.1	41.3	38.6	38.4	19.2
	YOY	-	-14.0%	9.0%	-7.0%	-1.0%	2.0%
亚洲（除中国）	配套（百万条）	4.2	4.3	4.5	4.2	4.3	2.2
	YOY	-	6.0%	3.0%	-4.0%	2.0%	3.0%
	替换（百万条）	22.1	22.6	21.9	22.4	22.5	10.1
	YOY	-	4.0%	-3.0%	-2.0%	0.0%	-2.0%

WESTERN SECURITIES 西部证券

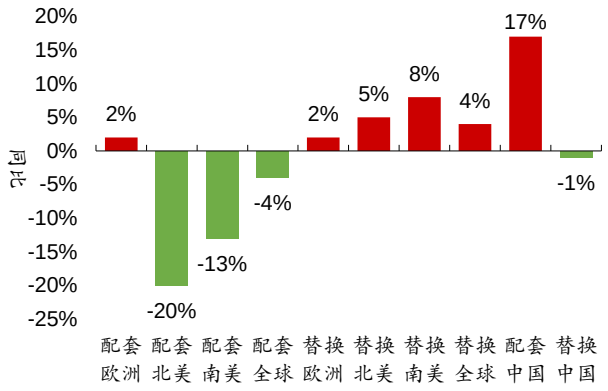
下载日志已记录，仅供内部参考

全球	配套（百万条）	51.9	42.2	47.0	44.8	47.3	24.2
	YOY	-	-18.7%	11.4%	-4.7%	5.6%	7.0%
	替换（百万条）	167.5	168.2	165.0	167.3	171.6	82.5
	YOY	-	0.4%	-1.9%	1.4%	2.6%	2.0%

资料来源：Michelin，西部证券研发中心

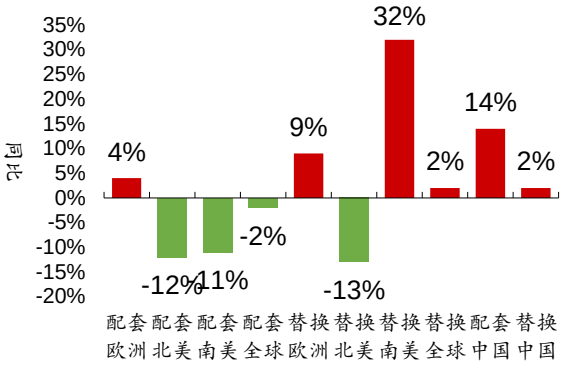
卡客车轮胎市场：替换需求延续韧性，区域景气明显分化。2025 年海外市场（不含中国）配套需求同比下降 4%，替换需求增长 4%；中国配套需求增长 17%，成为主要增量来源，替换需求小幅下降 1%。2026H1 全球卡客车新胎销量约 1.07 亿条，同比增长约 3%；其中海外配套、替换需求分别下降 2%和增长 2%，中国配套、替换需求分别增长 14%和 2%。分区域看，欧洲配套、替换需求分别增长 4%和 9%，受低基数、车队更新及货运需求韧性支撑；北美受车队投资谨慎、库存偏高及货运需求疲弱影响，配套、替换需求分别下降 12%和 13%；南美配套需求下降 11%，低价轮胎进口增加则推动替换需求增长 32%。

图 20：2025 年卡客车轮胎市场销量变动（全球不包括中国）



资料来源：Michelin，西部证券研发中心

图 21：2026H1 卡客车轮胎市场销量变动（全球不包括中国）



资料来源：Michelin，西部证券研发中心

2.1.2 非公路胎：矿山与工程需求扩张，高壁垒赛道成长可期

非公路轮胎（OTR）是所有用于公路以外工况的特种轮胎的统称，产品边界清晰。按应用领域，OTR 涵盖工程机械轮胎、农业轮胎、工业车辆轮胎（含林业、航空等特种品类）；按结构，可分为子午线轮胎、斜交轮胎与实心轮胎。尺寸上，行业通行以轮辋内圈口径 49 英寸为巨胎分界：49 英寸及以上称“巨胎”，主力规格为 49/51/57/63 英寸，最大尺寸 63 英寸、胎体直径约 4 米，代表企业在非公路领域的最高技术水平。

表 8：非公路胎的细分品类

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

资料来源：观研天下，西部证券研发中心

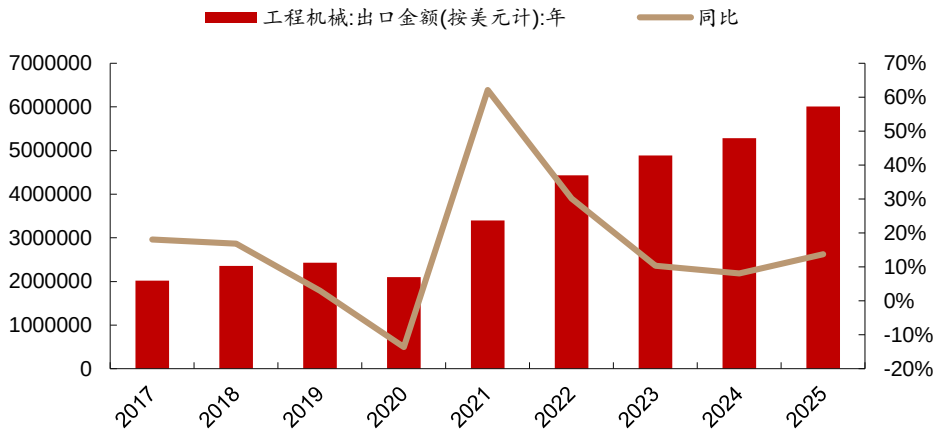
近几年，受益于全球矿山勘探开采支出的持续增加及基建投资力度不断加大，非公路轮胎（OTR 轮胎）市场需求保持快速增长。根据 SMITHERS 数据显示，2024 年，全球非公路轮胎（OTR）市场规模为 344 亿美元，预计到 2029 年市场规模以 4.9%的年复合增长

下载日志已记录，仅供内部参考

率增长；采矿业将成为主要的终端行业，预计增长率 5.6%。

工程机械出口持续增长，海外市场成为非公路胎需求的重要增量来源。 2017—2025 年，我国工程机械出口额由 201.83 亿美元增至 601.10 亿美元，年复合增速约 14.6%。2021 年出口额同比增长约 62%，2022 年增长约 30%；2023—2024 年增速有所放缓，2025 年重新回升至约 14%。工程机械出口扩张带动中国品牌设备在海外矿山、基建及工业场景中的保有量提升，并为配套胎出口及后续替换需求创造空间。

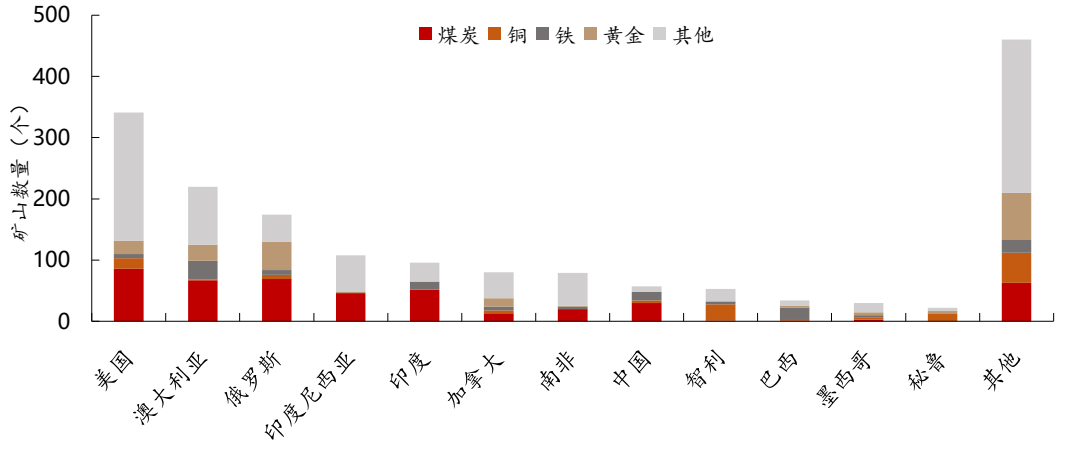
图 22：工程机械出口额



资料来源：iFind，西部证券研发中心

从区域分布来看，全球大型露天矿主要分布在美国、澳大利亚、俄罗斯等资源型国家，矿山存量为矿用轮胎需求提供支撑。 美国和澳大利亚的大型露天矿数量居前，俄罗斯、印度尼西亚和印度紧随其后；除主要资源国以外，其他地区合计矿山数量同样较大，矿用轮胎需求具有明显的全球化特征。分矿种看，煤炭矿山占比较高，铜、铁和黄金矿山广泛分布于澳大利亚、俄罗斯、加拿大、智利等市场，为不同规格矿用轮胎提供了较为分散的需求基础。

图 23：全球大型露天矿数量（按国家分布）



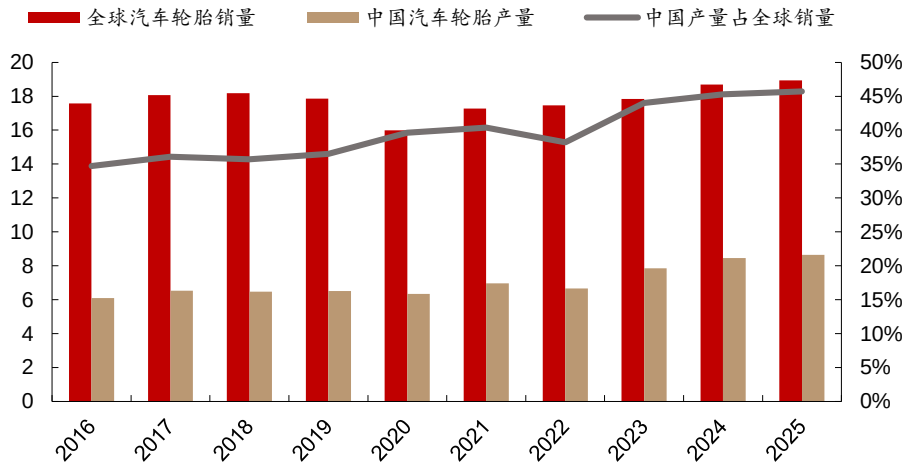
资料来源：The Parker Bay Company，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 供给端：中国制造份额提升，龙头加速海外本地化

中国汽车轮胎产量保持增长，全球制造份额持续提升。按米其林口径，2025 年全球乘用车及轻卡胎、卡客车胎销量合计约 18.9 亿条；据中国橡胶工业协会轮胎分会统计，2025 年国内汽车外胎产量 8.65 亿条，同比增长 2.1%，其中半钢胎产量 6.85 亿条，同比增长 1.5%，全钢胎产量 1.46 亿条，同比增长 5.0%。按中国汽车外胎产量占全球汽车轮胎销量的比例近似测算，中国制造份额由 2016 年的 34.7%提升至 2025 年的约 45.7%，提升约 11 个百分点，全球轮胎制造中心地位进一步巩固。

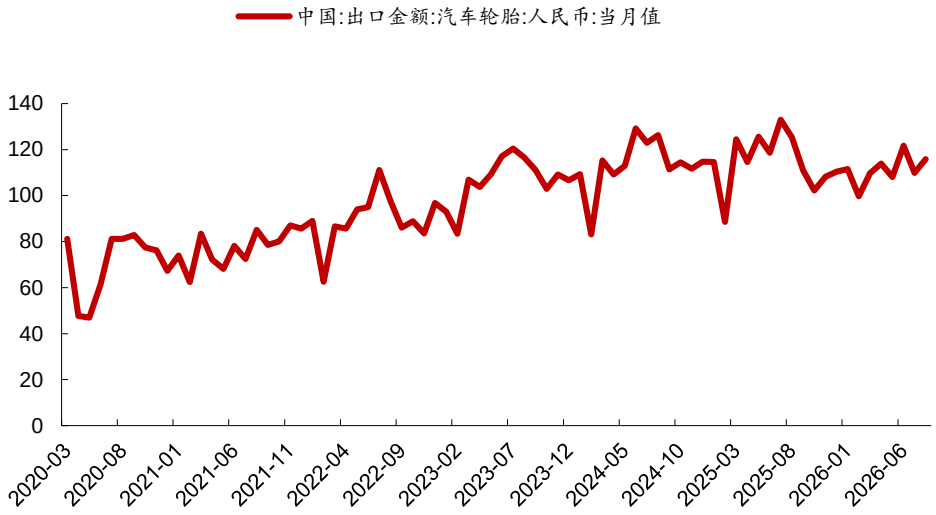
图 24：2016—2025 年全球汽车轮胎销量及中国汽车轮胎产量占比（亿条）



资料来源：Michelin，中橡协，三角轮胎 2024 年年报，西部证券研发中心

轮胎出口规模持续扩张，2026 年上半年呈现量增价降。2025 年我国汽车轮胎出口 7.02 亿条，同比增长 3.1%；出口金额 1376 亿元，同比增长 1.2%，出口量与出口额均延续增长。2026 年上半年，新的充气橡胶轮胎出口 3.62 亿条，同比增长 3.9%，出口金额 665 亿元，同比下降 3.2%。

图 25：中国出口汽车轮胎金额（亿元）

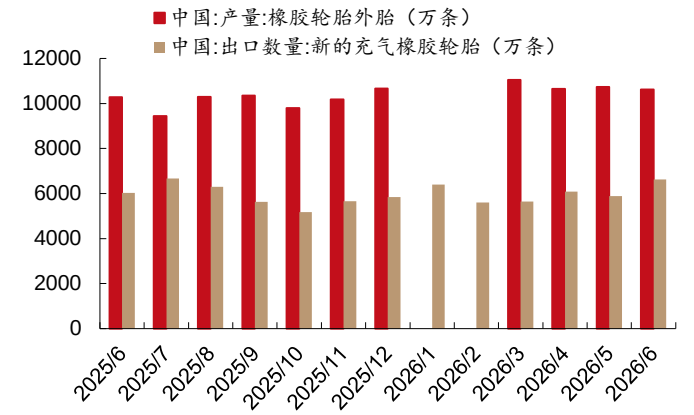


资料来源：Wind，海关总署，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

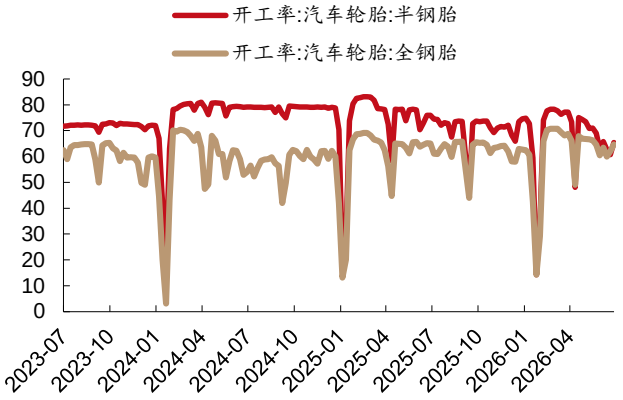
国内轮胎生产维持高位，半钢胎开工率整体高于全钢胎。国家统计局数据显示，2026 年上半年我国橡胶轮胎外胎产量 6.07 亿条，同比增长 2.9%。生产端保持平稳增长。从行业周度开工情况看，春节期间轮胎企业开工率季节性下探，节后快速恢复；2026 年以来半钢胎开工率多数时间维持在 65%—75%，整体高于全钢胎的 55%—65%，半钢胎受乘用车配套及出口需求支撑，景气度相对更高。

图 26：国内轮胎产量和出口数量



资料来源：Wind，海关总署，国家统计局，西部证券研发中心

图 27：中国汽车轮胎行业开工率（%）



资料来源：Wind，中国橡胶信息贸易网，西部证券研发中心

国内头部胎企加快全球化布局，新增产能逐步向龙头集中。在贸易壁垒持续增加、贴近终端市场生产需求上升的背景下，国内轮胎企业的海外布局逐步扩展至印度尼西亚、墨西哥、塞尔维亚、摩洛哥和埃及等地区。赛轮墨西哥、印尼项目已进入产能爬坡阶段，并进一步推进埃及基地建设；中策橡胶印尼基地投入使用，并筹划越南产能；玲珑轮胎塞尔维亚基地进入试运行及产能爬坡阶段；森麒麟摩洛哥年产 1200 万条项目已经实施完毕。中国橡胶工业协会统计显示，2025 年已有 9 家国内上市轮胎企业建立海外生产基地，海外工厂已成为头部企业重要的收入和利润来源。

表 9：中国头部轮胎企业主要新增产能项目

公司	项目	产品	项目规划产能	当前阶段	预计有效贡献时间
赛轮轮胎	印尼基地	半钢/全钢/非公路	600 万条/75 万条/1 万吨	原项目已投产爬坡，扩建方案启动	2026—2028 年
	墨西哥基地	半钢	600 万条	2025 年 5 月首胎下线，产能爬坡	2026 年
	埃及产能提升项目	半钢/全钢/非公路	2,700 万条/165 万条/2 万吨	股东会审议通过，推进审批备案及项目筹备	2027 年
中策橡胶	印尼基地	半钢/全钢	1,000 万条/400 万条	基地已投入使用，规划产能分期建设及释放	2026 年
	越南基地一期	半钢	500 万条	项目已公告，推进境内外审批备案	2027 年
玲珑轮胎	塞尔维亚基地	半钢/全钢	1,200 万条/240 万条	产能爬坡	2026—2027
森麒麟	摩洛哥基地	半钢	1,200 万条	产能爬坡	2026 年

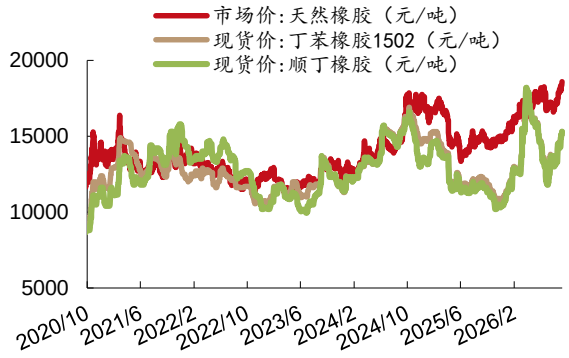
资料来源：赛轮集团股份有限公司印尼生产基地项目可行性研究报告，赛轮集团股份有限公司关于投资建设“埃及年产 705 万条子午线轮胎扩建项目”暨对相关子公司增资的公告，赛轮集团股份有限公司埃及轮胎产能提升项目可行性研究报告，赛轮集团股份有限公司投资者关系活动记录表 202601，中策橡胶 2025 年报，中策橡胶 2026 年半年报，玲珑轮胎 2025 年报，森麒麟 2026 年半年报，证券时报网，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 成本端：原料、汇率与海运扰动抬升成本敏感度

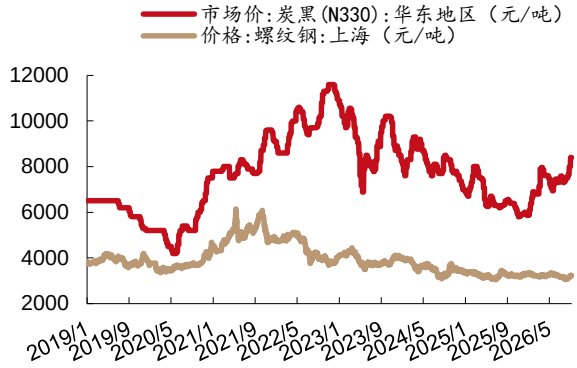
轮胎主要原材料成本上涨，建议关注原材料价格后期波动。2026 年年初至今，轮胎上游主要原材料天然橡胶，合成橡胶，炭黑价格上涨明显。截至 2026 年 9 月 7 日，天然橡胶/ 丁苯橡胶 1502/ 顺丁橡胶/ 炭黑(N330):华东价格分别为 18600/ 15300/ 15300/ 8400 元/吨，较年初分别上涨 22.0%/ 33.6%/ 35.4%/ 43.0%。

图 28：橡胶价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，中国橡胶信息贸易网，化工在线，西部证券研发中心

图 29：炭黑和螺纹钢价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，隆众资讯，西部证券研发中心

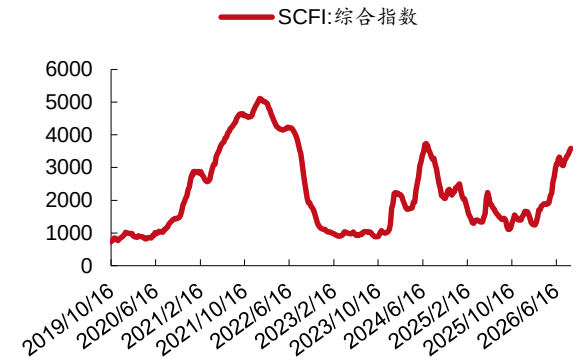
轮胎企业出口占比较大，汇兑和海运费对轮胎企业经营会产生较大影响。2026H1，人民币升值，轮胎企业产生汇兑损失。2026 年 3 月份以来，海运费价格指数上涨，需警惕负面影响。

图 30：汇兑走势



资料来源：Wind，中国人民银行，西部证券研发中心

图 31：海运费价格指数走势（点）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

贸易壁垒抬升出口成本，推动国内头部胎企海外布局。关税重塑的不是需求，而是全球产能布局和利润分配。对中国轮胎行业而言，贸易壁垒并不意味着全球需求消失，而是使中国直接出口面临更高税负和订单不确定性，行业竞争由“国内低成本生产+出口”逐步转向“全球制造+全球渠道+多区域订单调配”。建议关注海外产能规模、各生产基地面向目标市场的实际关税税负、产能利用率、区域毛利率、物流成本以及资本回报率。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、成长与护城河：全球化、渠道、产品与技术协同共振

3.1 产能与全球化：高利用率支撑扩张，海外基地抬升成长上限

3.1.1 存量产能高负荷运行，新增产能具备消化基础

现有产能维持较高利用水平，公司后续扩产具备一定的需求承接基础。2025 年，公司全钢胎、半钢胎和非公路轮胎可达产能分别为 1,556 万条、7,380 万条和 23.80 万吨，对应产能利用率分别为 92.94%、91.08%和 80.25%，其中全钢胎和半钢胎产能利用率均超过 90%。同期，公司轮胎产量和销量分别为 8,254.11 万条和 8,113.48 万条，同比分别增长 10.33%和 12.44%，销量增速高于产量增速 2.11 个百分点。较高的产能利用率叠加持续增长的轮胎销量，表明公司新增产能并非建立在现有产能大规模闲置的基础上。

埃及轮胎产能提升项目进一步抬高了公司的中期产能上限。根据 2025 年年度报告，公司规划全钢胎、半钢胎和非公路轮胎产能分别为 2,290 万条、11,460 万条和 34.14 万吨；2026 年 6 月，公司公告投资建设埃及轮胎产能提升项目，计划新增半钢胎产能 2,700 万条、全钢胎产能 165 万条和非公路轮胎产能 2 万吨。若将埃及项目新增产能叠加至年度报告披露的规划口径，预计公司全钢胎、半钢胎和非公路轮胎规划产能将分别达到 2,455 万条、14,160 万条和 36.14 万吨，较 2025 年可达产能分别增长 57.8%、91.9%和 51.8%。

表 10：公司规划产能及埃及项目增量

品类	2025 年可达产能	2025 年报规划产能	埃及项目新增	更新规划产能（测算）	较 2025 年可达产能增幅
全钢胎（万条）	1,556	2,290	165	2,455	57.8%
半钢胎（万条）	7,380	11,460	2,700	14,160	91.9%
非公路胎（万吨）	23.80	34.14	2.00	36.14	51.8%

资料来源：赛轮轮胎 2025 年报，《埃及轮胎产能提升项目可行性研究报告》，西部证券研发中心

埃及项目兼具产能扩张和区域市场开拓意义，有望成为公司下一阶段重要的海外增量。其中，Shams 产能提升项目计划新增 900 万条半钢胎产能，建设期 15 个月；Senro 项目计划新增 1,800 万条半钢胎、165 万条全钢胎和 2 万吨非公路轮胎产能，建设期 24 个月。两个项目合计投资 11.4131 亿美元；根据项目可行性研究报告测算，达产后预计合计实现年均营业收入 11.6080 亿美元、年均净利润 1.7018 亿美元。上述经济效益数据为项目可研测算结果，实际经营表现仍取决于建设进度、产能爬坡和市场开拓情况。

表 11：埃及轮胎产能提升项目投资及经济效益量

指标	Shams 项目	Senro 项目	合计
半钢胎产能（万条）	900	1,800	2,700
全钢胎产能（万条）	0	165	165
非公路轮胎产能（万吨）	0	2	2
建设期（月）	15	24	—
投资额（万美元）	22,709	91,422	114,131
年均营业收入（万美元）	27,605	88,475	116,080
年均净利润（万美元）	4,192	12,826	17,018

资料来源：《埃及轮胎产能提升项目可行性研究报告》，西部证券研发中心（注：项目投资额、年均营业收入及年均净利润均为可行性研究报告测算数据，不代表公司盈利承诺；项目建设期分别列示，不进行合计。）

埃及项目已通过股东会审议，但后续审批和建设进度仍需持续跟踪。2026 年 7 月，公司第一次临时股东会审议通过了埃及轮胎产能提升项目相关议案；根据项目公告，该项目仍需履行中国境内主管部门及埃及当地有关审批、备案或登记程序。因此，后续应重点跟踪

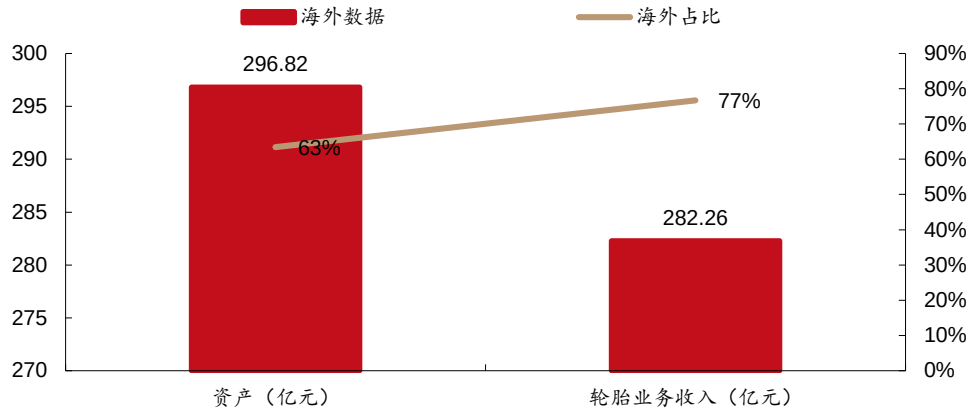
下载日志已记录，仅供内部参考

项目审批、开工建设、设备安装、试生产及产能利用率爬坡情况。

3.1.2 本地化制造能力增强，全球供应链韧性持续提升

海外本地化制造网络不断完善，有助于公司提升区域响应能力并增强全球供应链韧性。公司已形成包括越南、柬埔寨等基地在内的海外生产布局，并持续推进墨西哥、印度尼西亚和埃及等项目建设。截至 2025 年末，公司海外资产为 296.82 亿元，占总资产的 63.46%，海外轮胎收入占总收入的比例约为 77%，全球化布局已经成为公司资产配置和经营结构的重要组成部分。埃及项目建成后将进一步贴近中东、非洲及欧洲市场，有助于降低物流成本、缩短交付周期并提升区域市场服务效率。

图 32：2025 年赛轮轮胎海外资产及海外轮胎收入占比



资料来源：赛轮轮胎 2025 年年报，西部证券研发中心

多区域产能布局有助于分散单一市场风险，但海外扩张的价值仍需通过经营指标持续验证。不同区域的生产基地可以根据市场需求、贸易政策和供应链变化进行订单与产能调配，在一定程度上降低海运周期和贸易壁垒变化带来的影响；与此同时，大规模海外投资也会增加项目管理、汇率、政治和合规风险。因此，后续应结合新增产能利用率、海外业务毛利率、经营现金流与资本开支以及汇兑损益等指标，综合判断海外项目的实际价值创造能力。

3.2 产品与渠道：高端化升级叠加全球渠道深化

3.2.1 轮胎销量保持增长，海外市场贡献主要收入

轮胎销量持续增长。2025 年，公司轮胎产量和销量分别为 8,254.11 万条和 8,113.48 万条，同比分别增长 10.33%和 12.44%。2026H1，公司轮胎产量和销量分别达到 4697.49 万条和 4501.35 万条，同比分别增长 15.70%和 14.99%，均创历史同期新高，新增产能释放带动公司产销规模继续提升。

海外市场已经成为公司轮胎业务收入和盈利的主要来源。2025 年，公司海外轮胎业务实现收入 282.26 亿元，占轮胎业务收入的比例约为 77.5%；海外轮胎业务毛利率为 25.75%，高于国内轮胎业务毛利率 20.77%约 4.98 个百分点。境内外毛利率差异是区域市场、产品结构、销售渠道、制造基地和竞争环境共同作用的结果，因此更适合将其理解为海外市场具有较高的综合盈利水平，而不宜完全归因于单一人工或原材料成本优势。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 12：2025 年公司境内外轮胎业务收入及盈利能力

地区	营业收入（亿元）	收入占比	营业成本（亿元）	毛利率
国内	81.77	22.5%	64.79	20.77%
海外	282.26	77.5%	209.59	25.75%
合计	364.03	100.0%	274.38	24.63%

资料来源：赛轮轮胎 2025 年年报，西部证券研发中心

3.2.2 产品矩阵不断完善，高性能轮胎打开结构升级空间

完整的产品矩阵使公司能够覆盖不同车辆类型和使用场景，并通过产品组合降低单一细分市场波动的影响。公司产品同时覆盖半钢胎、全钢胎和非公路轮胎，其中半钢胎主要应用于乘用车及轻型卡车，全钢胎主要服务于中重型商用车，非公路轮胎则覆盖矿山开采、工程机械、港口作业和农业机械等场景。不同品类在客户类型、需求周期、技术门槛和定价方式方面存在差异，有助于公司在单一市场需求承压时，通过产品组合增强整体经营韧性。

高性能和高附加值产品有望成为公司产品结构升级的重要方向。公司通过“液体黄金”系列、巨型工程胎等产品向高性能轮胎领域延伸，并已形成包括 49 英寸至 63 英寸巨型工程胎在内的产品布局。相较于通用轮胎，矿山和工程机械等复杂工况更加重视轮胎耐久性、作业效率、全生命周期成本和配套服务能力，产品开发、认证及客户验证周期相对较长，因而具备更高的技术与市场进入门槛。

高端产品能否转化为持续盈利增量，仍需通过实际经营数据进行验证。目前公开资料尚不足以精确拆分“液体黄金”轮胎、巨型工程胎及其他高端产品的收入占比和利润贡献，因此现阶段更适合将其视为公司产品结构升级的潜在驱动力。后续应重点观察高端产品销量占比、平均销售价格、轮胎业务毛利率以及高端客户持续复购等指标，而不宜仅以新品发布或产品数量判断技术商业化成果。

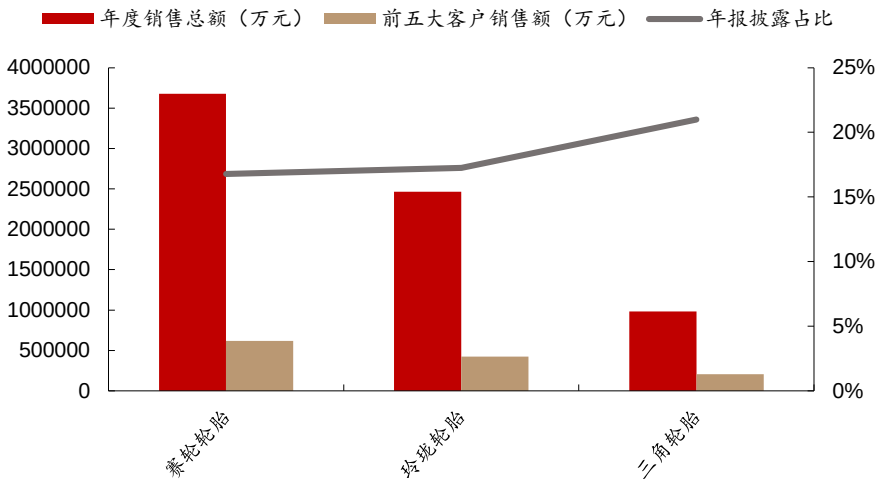
3.2.3 全球渠道覆盖广泛，客户与认证壁垒逐步形成

广泛的全球销售渠道为公司新增产能消化和替换胎市场拓展提供了重要支撑。根据公司官网，公司产品销往全球 180 多个国家和地区，渠道平台覆盖 2200 多家代理商和 10 万多家门店。轮胎替换市场具有终端客户分散、产品规格较多和服务要求较高等特点，渠道网络的形成需要长期的品牌建设、稳定供货、库存管理和售后服务能力，难以仅依靠新增产能在短期内复制。

较低的客户集中度有助于降低单一客户订单变化对公司整体经营的影响。2025 年，公司前五大客户销售额约 61.76 亿元，占年度销售总额的 16.79%，且前五大客户中不存在关联方销售。相对分散的客户结构与广泛的替换胎销售网络相互印证，使公司对单一客户的依赖程度相对较低，并为不同区域市场之间的需求调配提供一定空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 33：可比企业前五大客户销售占比



资料来源：相关公司 2025 年年报，西部证券研发中心

认证、标准和客户验证积累进一步提高了公司进入高端市场的门槛。公司持续参与国际、国家和行业标准制定，并通过高性能轮胎、赛事轮胎和巨型工程胎等产品在不同场景中积累应用验证。对于轮胎企业而言，产品认证和客户验证是进入市场的必要条件，但单一认证、赛事合作或奖项并不能直接等同于稳定订单；公司竞争壁垒更应体现为长期市场覆盖、渠道沉淀、稳定供货、客户复购以及产品在复杂工况中的持续表现。

3.2.4 研发投入规模领先，技术成果支撑产品差异化

持续的研发投入为公司产品升级和技术成果产业化提供了基础。2025 年，公司研发投入为 11.47 亿元，全部采用费用化处理，占营业收入的 3.12%；研发人员达到 3,078 人，占公司员工总数的 12.25%。根据公司官网披露，截至 2025 年末，公司拥有有效专利 2,441 项，累计参与制定国际、国家及行业等标准 231 项，技术积累已经覆盖新材料、产品设计、生产工艺和智能制造等多个环节。

公司的技术优势正在向新材料、高性能轮胎和复杂工况产品延伸。公司持续推进“液体黄金”轮胎产品开发，并已形成包括 63 英寸巨型工程胎在内的非公路轮胎产品布局。相关产品更加重视滚动阻力、湿地抓地性能、耐磨性能、承载能力和复杂工况适应性，有助于公司由通用轮胎产品向高性能、高附加值产品升级。

技术成果能否形成长期盈利护城河，仍需通过商业化指标持续验证。专利数量、标准参与和新品发布能够反映公司的技术积累，但不能直接证明相关技术已经带来稳定利润。后续应重点观察高端产品销售占比、平均销售价格、轮胎业务毛利率以及高端客户复购等指标，判断技术优势能否持续转化为产品溢价和盈利能力提升。

全球化布局、产品结构、渠道网络和技术积累共同构成公司的综合竞争优势。截至 2025 年末，公司海外资产和海外轮胎收入均已占据较高比重，半钢胎、全钢胎和非公路轮胎形成较为完整的产品组合，全球渠道网络为新增产能消化提供支撑，持续研发投入则推动高性能和高附加值产品开发。后续若埃及等新增项目顺利投产、高端产品占比持续提高且原材料成本保持相对平稳，公司收入规模和盈利能力仍具备进一步提升空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

销量假设：1）半钢胎业务：2025 年，公司半钢胎可实现产能约 7380 万条，产能利用率 91.08%，已处于较高水平；同期规划产能约 1.146 亿条，叠加 2026 年新披露的埃及项目后，中长期规划产能有望进一步提升。未来三年半钢胎的增量来源：2026 年墨西哥 600 万条产能进入爬坡阶段、印尼 600 万条项目有望逐步贡献；2027 年除墨西哥和印尼继续爬坡外，埃及 Shams 项目有望形成贡献；2028 年 Shams 项目可能进一步产能爬坡，并逐步计入 Senro 项目产能释放。2）全钢胎业务：2025 年，公司全钢胎可实现产能约 1556 万条，产能利用率 92.94%，存量装置已经接近较高负荷运行；2025 年报规划产能为 2290 万条，叠加后续埃及新增 165 万条后，中长期规划产能约 2455 万条。2026 年依靠印尼 75 万条全钢胎项目爬坡以及存量基地提负荷；2027 年沈阳新和平 330 万条全钢胎项目有望逐步形成增量；2028 年再逐步计入埃及 Senro 项目 165 万条新增产能。3）非公路轮胎业务：2025 年，公司非公路轮胎可实现产能约 23.8 万吨，产能利用率 80.25%，除新增产能外，现有产能利用率提升可以贡献较明显的销量增长；2025 年报规划产能 34.14 万吨，叠加埃及新增 2 万吨后，中长期规划产能达到约 36.14 万吨。未来增量可能来自印尼 1 万吨非公路胎、沈阳新和平 2 万吨项目以及后续埃及 Senro 2 万吨项目，同时矿山、基建及大型工程机械轮胎具有更强的产品差异化和客户认证壁垒。综上，预计 2026-2028 年整体销量分别增长 14%/13%/13%。

价格假设：考虑原材料成本上涨，贸易摩擦导致全球供需结构变化使得海外工厂具备涨价条件，液体黄金轮胎、巨型工程胎等高端产品放量有望推动产品结构持续升级，假设 2026-2028 年整体销售均价分别上涨 1.5%/2%/2%。

盈利能力假设：考虑 2026 年天然橡胶、合成橡胶等原材料价格阶段性上涨，同时墨西哥、印尼新工厂仍处于爬坡阶段，短期折旧及人工成本较高，不宜对盈利能力过度乐观。随着海外基地利用率提升、北美及欧洲本地化供应占比上升，以及液体黄金、非公路轮胎等高附加值产品占比提升，假设 2026-2028 年毛利率分别 26.3%/ 26.8%/ 27.3%。

其他业务：假设其他业务 2026-2028 年收入分别同比变化约+1%/+1%/+1%，毛利率维持 29.7%。该板块体量较小，不作为公司未来三年利润增长的核心来源。

因此，我们预计公司 2026-2028 年公司营业收入分别为 425.2/ 489.5/ 563.6 亿元，增速分别为 15.55%/ 15.13%/ 15.14%；综合毛利率分别为 26.33%/ 26.82%/ 27.32%。

表 13：赛轮轮胎盈利预测及业务拆分（百万元）

	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	36,792.43	42,515.30	48,947.10	56,359.83
YOY		15.55%	15.13%	15.14%
营业成本	27,711.17	31,320.37	35,817.73	40,963.94
毛利	9081.26	11194.92	13129.37	15395.90
毛利率	24.68%	26.33%	26.82%	27.32%
轮胎业务				
营业收入	36,403.39	42,122.36	48,550.24	55,959.00

下载日志已记录，仅供内部参考

	2025	2026E	2027E	2028E
YOY		15.71%	15.26%	15.26%
成本	27,437.71	31,044.18	35,538.77	40,682.19
毛利	8965.68	11078.18	13011.46	15276.81
毛利率	24.63%	26.30%	26.80%	27.30%
其他业务				
营业收入	389.04	392.93	396.86	400.83
YOY		1.00%	1.00%	1.00%
成本	273.46	276.19	278.95	281.74
毛利	115.59	116.74	117.91	119.09
毛利率	29.71%	29.71%	29.71%	29.71%

资料来源：赛轮轮胎 2025 年年报，投资者关系活动记录表 2605，赛轮集团第七届董事会第二次会议决议公告，关于投资建设“埃及轮胎产能提升项目”暨对相关子公司增资的公告，Wind，西部证券研发中心

4.2 相对估值

赛轮轮胎是集轮胎研发、生产、销售和服务为一体的全球化集团公司，我们选取国内外销售规模最大的轮胎制造企业之一的中策橡胶，连续多年稳居中国轮胎配套、全球新能源汽车轮胎配套第一梯队的玲珑轮胎，产品涵盖商用车胎、乘用车胎、工程胎、巨胎和特种车胎的三角轮胎，轮胎产品定位高端化的森麒麟作为可比公司。赛轮轮胎海外基地抬升成长上限，高性能和非公路轮胎打开结构升级空间，公司有望迈向全球一线。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 44.35/ 55.46/ 66.92 亿元，对应 PE 分别为 9.2/ 7.3/ 6.1 倍，维持“买入”评级。

表 14：可比公司 PE 估值

	简称	最新价(元)	总市值(亿元)	归母净利润（亿元）			EPS(元)			P/E(倍)		
				26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
603049.SH	中策橡胶	42.75	373.84	45.60	51.33	57.37	5.21	5.87	6.56	8.20	7.28	6.52
002984.SZ	森麒麟	12.89	133.58	12.21	16.79	21.12	1.18	1.62	2.04	10.94	7.95	6.33
601966.SH	玲珑轮胎	10.35	151.47	9.02	15.78	20.74	0.62	1.08	1.42	16.80	9.60	7.30
601163.SH	三角轮胎	12.35	98.80	8.52	9.95	11.64	1.07	1.24	1.46	11.59	9.93	8.49
均值							2.02	2.45	2.87	11.88	8.69	7.16
601058.SH	赛轮轮胎	12.36	406.41	44.35	55.46	66.92	1.35	1.69	2.04	9.16	7.33	6.07

资料来源：Wind，西部证券研发中心（注：收盘价截至 2026 年 10 月 20 日，可比公司盈利预测为 wind 一致预期）

下载日志已记录，仅供内部参考

五、风险提示

1、在建项目进度不及预期风险。公司已初步构建起全球化生产格局，在越南、柬埔寨、印尼、墨西哥建有生产基地，埃及生产基地建设正在稳步推进。若新产能建设在未来出现重大变化，则会对境外子公司生产经营产生一定的影响。

2、国际贸易壁垒风险。近年来，美国、墨西哥等多个国家和地区对中国生产的多种轮胎产品加征关税、进行反倾销调查或者提高准入门槛以限制中国轮胎出口。公司可能面临加征关税风险，对经营业绩产生不利影响。

3、汇率波动风险。公司境外收入规模较大，若汇率大幅波动会对公司外销业务、以外币结算的原材料采购成本、外币资产与外币负债等方面造成影响。

4、原材料价格波动风险。公司主要原材料包括天然橡胶、炭黑、钢帘线等，原材料价格波动对公司生产成本和毛利率具有较大影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	5,517	4,579	7,191	9,440	14,141
应收款项	5,598	6,837	6,893	8,111	9,111
存货净额	6,524	7,139	8,392	9,657	10,858
其他流动资产	1,860	2,145	1,891	1,966	2,001
流动资产合计	**19,500**	**20,701**	**24,367**	**29,174**	**36,110**
固定资产及在建工程	16,121	19,474	22,410	24,223	26,066
长期股权投资	631	325	531	496	450
无形资产	1,358	3,429	4,236	5,258	6,533
其他非流动资产	2,675	2,841	2,639	2,239	1,836
非流动资产合计	**20,785**	**26,069**	**29,816**	**32,215**	**34,885**
资产总计	**40,285**	**46,770**	**54,182**	**61,389**	**70,995**
短期借款	5,805	5,957	6,553	7,208	7,929
应付款项	9,894	12,397	14,129	15,351	17,602
其他流动负债	33	10	18	21	16
流动负债合计	**15,733**	**18,365**	**20,700**	**22,580**	**25,547**
长期借款及应付债券	3,373	4,347	5,668	6,274	7,212
其他长期负债	608	702	636	648	662
长期负债合计	**3,981**	**5,049**	**6,303**	**6,922**	**7,873**
负债合计	**19,713**	**23,413**	**27,004**	**29,502**	**33,421**
股本	3,288	3,288	3,288	3,288	3,288
股东权益	20,572	23,357	27,179	31,887	37,574
负债和股东权益总计	**40,285**	**46,770**	**54,182**	**61,389**	**70,995**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	4,123	3,617	4,554	5,695	6,871
折旧摊销	1,318	1,773	2,313	2,637	2,946
利息费用	351	396	588	456	431
其他	(3,504)	(1,607)	836	(1,448)	(61)
经营活动现金流	**2,289**	**4,179**	**8,291**	**7,339**	**10,187**
资本支出	(4,024)	(4,818)	(5,736)	(5,109)	(5,676)
其他	27	(516)	(147)	93	85
投资活动现金流	**(3,997)**	**(5,334)**	**(5,883)**	**(5,016)**	**(5,591)**
债务融资	1,189	1,195	936	912	1,288
权益融资	1,069	(416)	(733)	(986)	(1,184)
其它	(385)	(524)	0	0	0
筹资活动现金流	**1,873**	**255**	**204**	**(74)**	**104**
汇率变动	45	(6)	(180)	(90)	(45)
现金净增加额	**164**	**(900)**	**2,611**	**2,249**	**4,700**

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**31,802**	**36,792**	**42,515**	**48,947**	**56,360**
营业成本	23,030	27,711	31,320	35,818	40,964
营业税金及附加	110	118	142	163	186
销售费用	1,531	1,919	2,217	2,552	2,939
管理费用	2,026	2,375	2,769	3,180	3,657
财务费用	351	396	588	456	431
其他费用/（-收入）	48	78	175	166	216
营业利润	**4,706**	**4,195**	**5,304**	**6,612**	**7,967**
营业外净收支	(45)	(19)	(46)	(37)	(34)
利润总额	**4,660**	**4,176**	**5,258**	**6,575**	**7,933**
所得税费用	537	559	704	880	1,062
净利润	**4,123**	**3,617**	**4,554**	**5,695**	**6,871**
少数股东损益	61	94	119	148	179
归属于母公司净利润	**4,063**	**3,522**	**4,435**	**5,546**	**6,692**

财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
ROE	23.6%	17.1%	18.9%	20.1%	20.5%
毛利率	27.6%	24.7%	26.3%	26.8%	27.3%
营业利润率	14.8%	11.4%	12.5%	13.5%	14.1%
销售净利率	13.0%	9.8%	10.7%	11.6%	12.2%
成长能力					
营业收入增长率	22.4%	15.7%	15.6%	15.1%	15.1%
营业利润增长率	33.8%	-10.9%	26.5%	24.7%	20.5%
归母净利润增长率	31.4%	-13.3%	25.9%	25.0%	20.7%
偿债能力					
资产负债率	48.9%	50.1%	49.8%	48.1%	47.1%
流动比	1.24	1.13	1.18	1.29	1.41
速动比	0.82	0.74	0.77	0.86	0.99

每股指标与估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标					
EPS	1.24	1.07	1.35	1.69	2.04
BVPS	5.93	6.57	7.70	9.09	10.76
估值					
P/E	10.0	11.5	9.2	7.3	6.1
P/B	2.1	1.9	1.6	1.4	1.1
P/S	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。