

推荐（首次）
风险评级：中风险
2022 年 4 月 20 日

森麒麟（002984）深度报告

盈利能力有望修复，项目扩张引领成长

投资要点：

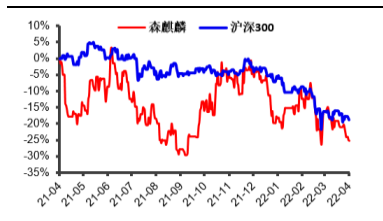
- **公司聚焦大尺寸轮胎欧美替换市场，盈利能力优于同行。**公司产品结构以轮胎尺寸17寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品为主。2021年，公司旗下“森麒麟Sentury”、“路航Landsail”、“德林特Delinte”三大自主品牌在美国替换市场的占有率达到2%，公司全部轮胎产品在美国替换市场的占有率约4.5%、在欧洲替换市场的占有率超4%。2016-2020年，公司毛利率、净利率均高于可比上市公司。
- **公司涨价传导成本压力，2022年盈利能力有望边际改善。**虽然目前原油价格维持高位，但部分原材料2022Q1价格环比2021Q4有所下降。海运费方面，近期我国出口集装箱运价指数较年初有所回调，较2月份的高点回调幅度在10%左右。公司去年以来多次上调产品价格，向下游传导成本压力，若后续原材料价格、海运费逐步下降，公司盈利能力有望迎来修复。
- **泰国二期投产将带来业绩增量，新一轮扩张周期已至。**公司泰国工厂二期项目已基本建成，预计2022年可实现产能的大规模释放；同时公司正加快推进欧洲智能制造基地建设，争取2022年底前动工。2022年，公司轮胎增量将主要来自于泰国二期项目，预计二期项目全年将实现半钢胎300万条、全钢胎100万条的产量，公司2022年轮胎销量增速有望在25%-30%之间。
- **投资建议：**预计公司2022-2023年的基本每股收益是1.75元和2.31元，当前股价对应PE是16倍和12倍，首次覆盖给予推荐评级。
- **风险提示：**俄乌局势不确定性或使得原油价格上涨，导致轮胎成本压力增大的风险；海运费下降不及预期或继续走高风险；海外需求走弱风险；泰国二期项目产能释放不及预期风险，欧洲项目启动进度不及预期风险；产品遭遇“双反”制裁风险；航空轮胎产线建设和销售不及预期风险；行业竞争加剧风险；天灾人祸等不可抗力事件的发生等。

分析师：卢立亭
SAC 执业证书编号：
S0340518040001
电话：0769-22110925
邮箱：luliting@dgzq.com.cn

主要数据 2022 年 4 月 19 日

收盘价(元)	28.48
总市值(亿元)	185.03
总股本(百万股)	649.67
流通股本(百万股)	289.40
ROE (TTM)	11.34%
12 月最高价(元)	39.43
12 月最低价(元)	26.57

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

主要财务指标预测表（2022/4/19）

单位（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,177	7,069	8,311	10,046
YOY (%)	10.03%	36.54%	17.57%	20.87%
归母净利润	753	1,140	1,499	1,992
YOY (%)	-23.17%	51.28%	31.54%	32.91%
EPS (元)	1.16	1.75	2.31	3.07
PE	24.56	16.23	12.34	9.29

资料来源：Wind，东莞证券研究所

目 录

1 聚焦大尺寸轮胎欧美替换市场，盈利能力领先同行	4
1.1 公司主营高性能轮胎业务	4
1.2 聚焦大尺寸轮胎欧美替换市场，盈利能力领先同行	5
1.3 原材料、海运费上涨，2021 年公司业绩下滑	7
2 轮胎行业：国内胎企市占率提升，行业至暗时刻已过	8
2.1 配套市场周期性强，替换市场更具消费属性	8
2.2 国际巨头市占率下滑，国内企业奋起直追	9
2.3 欧美是全球重要的轮胎市场，走出去是轮胎企业扩张必由之路	11
2.4 至暗时刻已过，黎明曙光将现	12
3 高端化、智能化加强公司竞争力，泰国二期投产将带来业绩增量	15
3.1 聚焦大尺寸轮胎替换市场，强化欧美市场竞争力	15
3.2 泰国二期投产将带来业绩增量，新一轮扩张周期已至	16
3.3 业内智能制造典范，人均创收领跑同行	18
3.4 持续推进航空轮胎产线建设	19
3.5 发布股权激励计划，利好公司可持续发展	19
4 投资建议	20
5 风险提示	21

插图目录

图 1：公司股权结构图	5
图 2：2015-2021 年公司营业收入增长情况	5
图 3：2015-2021 年公司归母净利润增长情况	5
图 4：2015-2021 年公司扣非归母净利润增长情况	6
图 5：2017-2021 年公司泰国工厂营业收入增长情况	6
图 6：泰国工厂收入、净利贡献度	6
图 7：公司和泰国工厂净利率情况	6
图 8：2016-2020 年可比公司毛利率情况（单位：%）	7
图 9：2016-2020 年可比公司期间费用率情况（单位：%）	7
图 10：2016-2020 年可比公司净利率情况（单位：%）	7
图 11：2016-2020 年可比公司 ROE（摊薄）情况（单位：%）	7
图 12：2021 年森麒麟营业成本构成	8
图 13：2019 年森麒麟营业成本构成情况	8
图 14：2021 年以来我国乘用车月度产量变化情况	9
图 15：2021 年以来我国商用车月度产量变化情况	9
图 16：2008-2020 年全球轮胎市场销售额情况（单位：亿美元）	9
图 17：2021 年固特异轮胎销量区域占比情况	11
图 18：2021 年固特异轮胎销售收入区域占比情况	11
图 19：2020 年森麒麟、玲珑轮胎、赛轮轮胎海外工厂收入占比情况	12
图 20：2020 年森麒麟、玲珑轮胎、赛轮轮胎海外工厂净利润占比情况	12
图 21：8 家轮胎上市企业 2021 年前三季度整体业绩同比变化情况	13

图 22：2020 年以来我国天然橡胶（标准胶）市场价变化情况	13
图 23：2018 年以来我国顺丁橡胶（BR9000）市场价变化情况	13
图 24：2018 年以来我国炭黑价格变化情况	13
图 25：2018 年以来防老剂（RD）衡水市场主流价变化情况	13
图 26：2018 年以来促进剂（CZ）华北主流价变化情况	13
图 27：2018 年以来我国出口集装箱运价指数走势情况（截止 4 月 8 日）（单位：1998 年 1 月 1 日=1000）	14
图 28：2017-2021 年公司经销、直销模式收入占比情况	16
图 29：2017-2019 年公司经销、直销模式毛利率情况	16
图 30：智能中央控制系统中控示意图	18
图 31：智能机器人在生产环节的应用示意图	18
图 32：2020 年主要轮胎上市公司生产人员人均创收情况（万元）	18
图 33：2020 年主要轮胎上市公司生产人员人均创利情况（万元）	18

表格目录

表 1：2020 年全球市场份额前二十的轮胎企业销售额情况	10
表 2：2022-2024 年公司产能、产量假设（单位：万条）	17
表 3：本次激励计划首次及预留授予的股票期权行权的公司业绩条件	20
表 4：公司盈利预测简表	22

1 聚焦大尺寸轮胎欧美替换市场，盈利能力领先同行

1.1 公司主营高性能轮胎业务

公司成立于 2007 年，2009 年 5 月 12 日公司第一条半钢子午线轮胎下线；2010 年，公司正式启动航空轮胎项目研制工作；2012 年 1 月 公司研制的航空轮胎首次通过航空轮胎技术标准规定的相关实验项目；2013 年，公司开始在青岛实践智能化制造模式在轮胎产业的应用，同年，公司成为中国第一家达到欧盟标签法滚动阻力等级 A 级的企业，成为中国第一家达到轮胎噪音 68dB 的轮胎企业；2014 年 11 月，公司筹建泰国工业物联网智慧工厂；2015 年，森麒麟轮胎（泰国）有限公司工业物联网智慧工厂第一条高性能半钢子午线轮胎顺利下线；2016 年 11 月 30 日，公司生产的适配于新一代波音 737 机型的航空轮胎装机试飞成功。2020 年，公司在深圳证券交易所正式挂牌交易，成功实现 A 股上市。

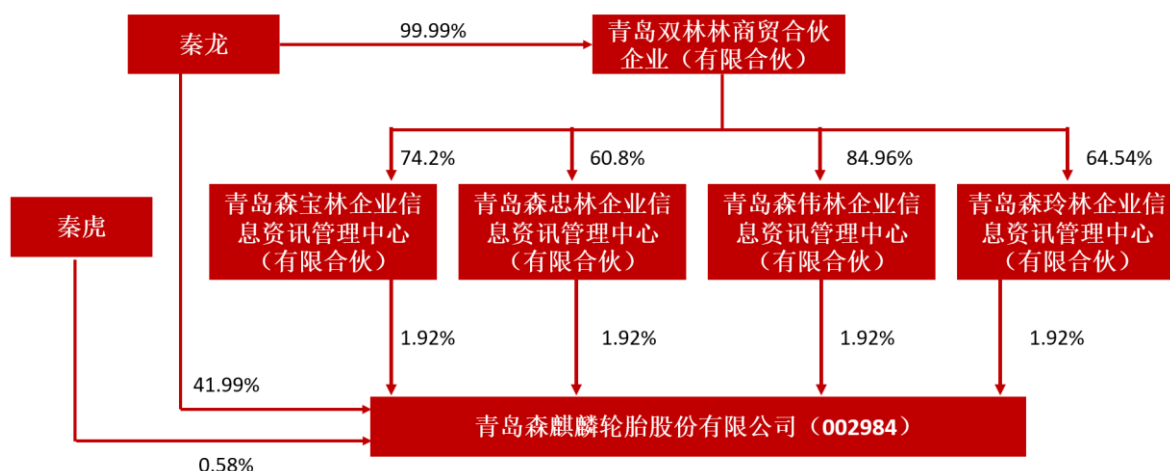
公司专注于绿色、安全、高品质、高性能子午线轮胎（半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎）及航空轮胎的研发、生产、销售，产品根据应用类型分为乘用车轮胎、轻卡轮胎、重卡轮胎及特种轮胎，乘用车轮胎包括经济型乘用车轮胎、高性能乘用车轮胎及特殊性能轮胎，特种轮胎包括赛车轮胎、航空轮胎。

在半钢子午线轮胎领域，公司拥有逾 10365 个细分规格产品，具备全尺寸半钢子午线轮胎制造能力，产品广泛应用于各式轿车、越野车、城市多功能车、轻卡及皮卡等车型；在全钢子午线轮胎领域，公司拥有逾 221 个细分规格产品，涵盖转向轮、拖车轮、驱动轮和全轮位产品，已具备较为成熟的全钢子午线轮胎制造能力，产品应用于各种重型载重卡车等车型；在航空轮胎领域，公司是国际少数航空轮胎制造企业之一，具备产品设计、研发、制造及销售能力；公司可生产适配国产大飞机、波音、空客等飞机机型的多规格航空轮胎产品，正在稳步推进航空轮胎应用领域的客户开发。

借助持续深耕海外经营的品牌效应，公司在国内替换市场耐心培育消费者对轮胎品质的重视度及消费习惯，制定了发力国内替换市场的“新零售”销售策略，迅速增加对国内市场的排兵布阵，2020 年 4 月份，公司自主研发的汽车后服务市场销售平台“麒麟云店”上线运行，着手对传统轮胎销售体系进行数字化升级，加速构建国际国内双循环的发展格局，并取得了突破性进展，截至 2021 年底，“麒麟云店”累计注册门店用户近 3.2 万家，销售网络进一步扩大优化。在配套市场，公司定位于攻坚全球中高端主机厂的原则，已成为德国大众集团、广州汽车、长城汽车、吉利汽车、北汽汽车、奇瑞汽车等整车厂商的合格供应商。

公司 2021 年年报显示，公司实际控制人是董事长秦龙先生，其直接持有公司 41.99% 的股权，并通过青岛森忠林、青岛森伟林、青岛森玲林、青岛森宝林间接控制公司 7.68% 的股权，合计控制公司 49.67% 的股权。青岛森忠林、青岛森伟林、青岛森玲林、青岛森宝林是实际控制人控制的四家员工持股平台，持股员工主要包括公司中高层管理人员、核心技术人员以及其他对公司有突出贡献的员工。选定依据主要考虑员工入司时间、职务层级、岗位贡献度、成长潜力和技术能力，并以员工自愿出资为原则。

图 1：公司股权结构图

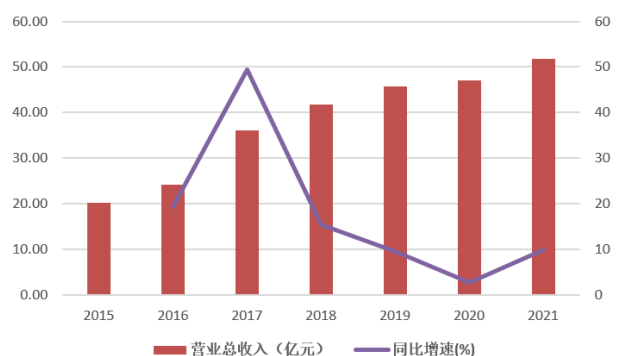


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1.2 聚焦大尺寸轮胎欧美替换市场，盈利能力领先同行

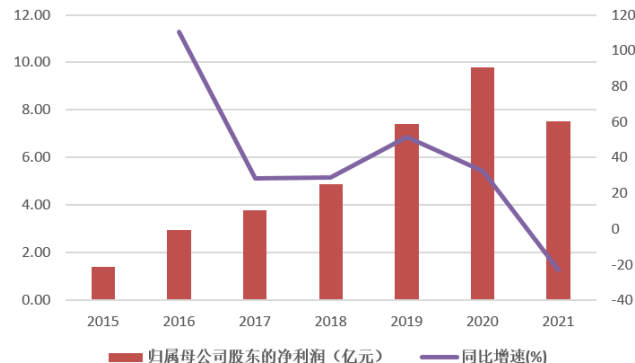
近年来公司业绩复合增速较快。2015-2021 年，公司营业收入从 20.24 亿元增长至 51.77 亿元，年均复合增速是 16.94%；归母净利润从 1.4 亿元增长至 7.53 亿元，年均复合增速是 32.37%；扣非归母净利润从 1.46 亿元增长至 6.84 亿元，年均复合增速是 29.36%。公司 2015 年以来业绩快速增长，主要是由于产能有序扩张，且通过海外设厂实施国际化战略，大力发展海外替换轮胎市场，公司盈利中枢得以提升，利润增速快于营收增速。

图 2：2015-2021 年公司营业收入增长情况



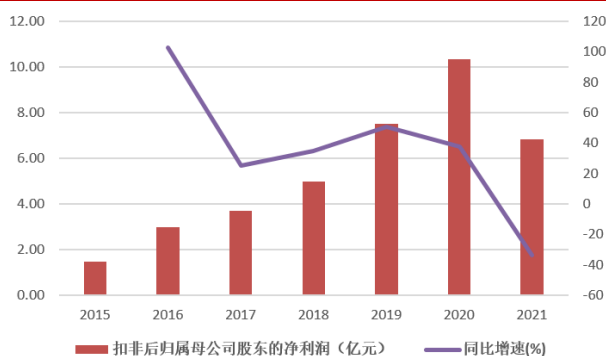
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图3：2015-2021年公司归母净利润增长情况



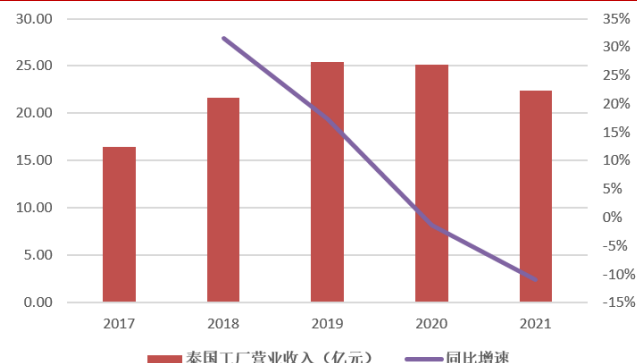
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 4：2015-2021 年公司扣非归母净利润增长情况



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

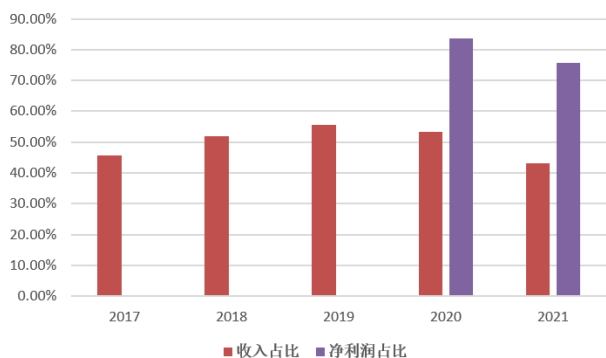
图5：2017-2021年公司泰国工厂营业收入增长情况



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

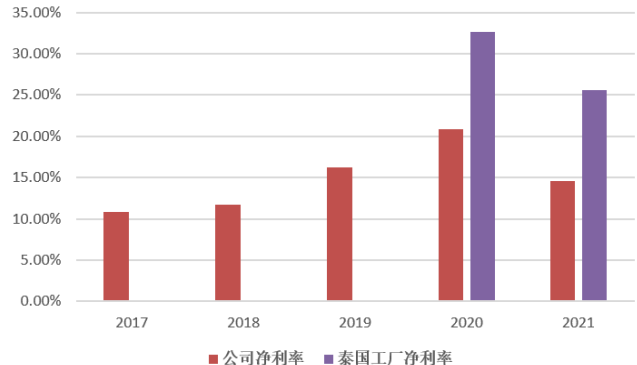
泰国工厂贡献主要利润。公司泰国工厂自 2014 年 11 月起开工建设，于 2015 年末完成试运营，2016 年投产，并逐步成为公司业绩增长的重要驱动力。2017-2021 年，泰国工厂营业收入从 16.48 亿元增长至 22.36 亿元，年均复合增速是 7.92%。2017 年以来，泰国工厂收入在公司总收入中占比均在 40%以上，2020-2021 年泰国工厂净利润在公司净利润总额中占比分别是 83.59%和 75.83%。泰国工厂面向欧美替换轮胎市场，且产品结构以高性能及大尺寸轮胎为主，盈利能力较强，2020、2021 年净利率分别是 32.66%和 25.54%。

图 6：泰国工厂收入、净利贡献度



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图7：公司和泰国工厂净利率情况



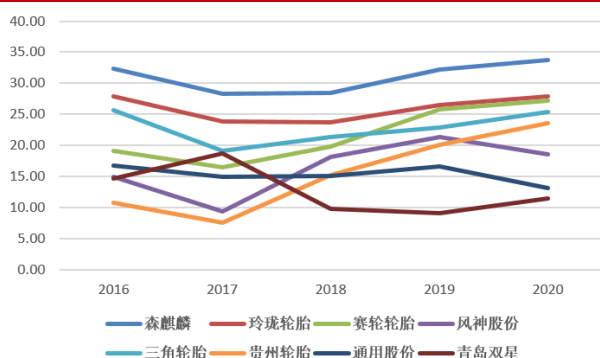
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

公司产品主要面向欧美市场，且以大尺寸产品为主，毛利率领先同行。收入的地区分布方面，2017-2021 年，公司海外收入占比均超过 80%，2021 年为 87.33%。海外业务中，主要来自于北美和欧洲，2019 年北美收入占比 62.26%，欧洲占比 22.09%，合计占比为 84.35%。公司的海外业务主要来自替换轮胎市场。产品结构方面，公司产品定位于高性能及大尺寸中高端领域，2019 年，公司高性能乘用车胎对主营业务毛利润的贡献度为 56.38%。目前公司 17 寸以上产品收入占比约 60%。总的来看，公司聚焦欧美替换轮胎市场，产品定位于高性能及大尺寸中高端领域，使得公司毛利率在行业中处于领先地位。

位。我们选取玲珑轮胎、赛轮轮胎、风神股份、三角轮胎、贵州轮胎、通用股份和青岛双星这 7 家上市轮胎企业作为公司的可比公司进行比较。2016-2020 年，公司毛利率均高于这 7 家可比公司，且只有 2017、2018 年在原材料价格上涨、成本压力增大的情况下，公司毛利率低于 30%，其余年份均高于 30%。

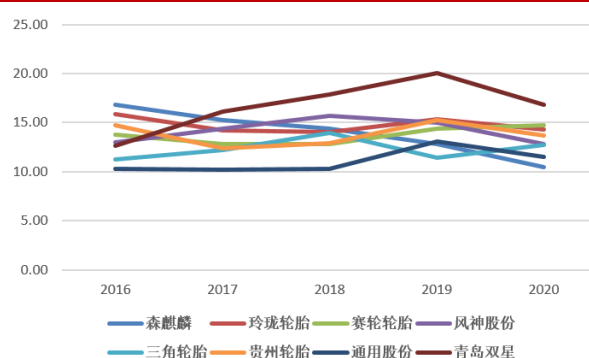
期间费用率逐年降低，净利率高于可比公司。2016-2020 年，公司期间费用率逐年下降，从 16.84%下降至 10.44%，2020 年低于全部 7 家可比公司。由于公司毛利率优秀、期间费用率逐年下降，公司净利率领先于可比公司。2016-2020 年，公司净利率呈上升趋势，从 12.81%上升至 20.84%，领跑行业。净资产收益率方面，2016-2020 年，公司摊薄 ROE 均高于 15%，且在可比公司中处于领先地位。

图 8：2016-2020 年可比公司毛利率情况（单位：%）



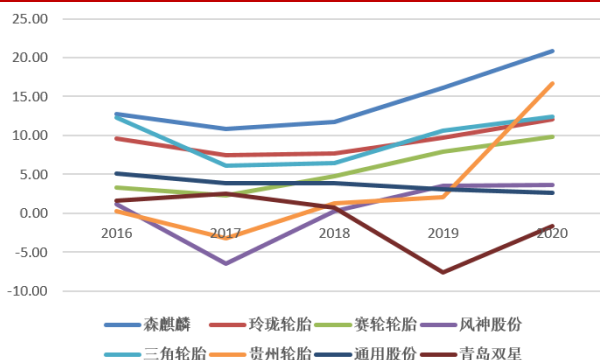
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 9：2016-2020 年可比公司期间费用率情况（单位：%）



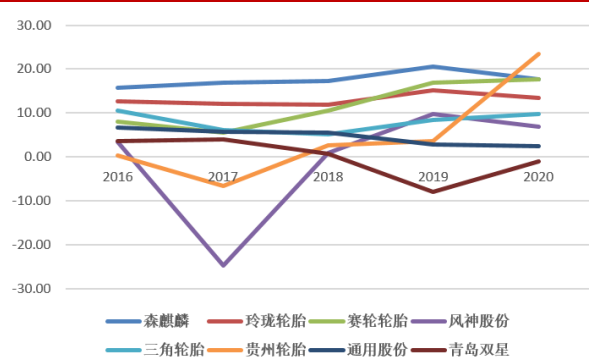
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 10：2016-2020 年可比公司净利率情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 11：2016-2020 年可比公司 ROE（摊薄）情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

1.3 原材料、海运费上涨，2021 年公司业绩下滑

2021 年，公司实现营业收入 51.77 亿元，同比增长 10.03%；实现归母净利 7.53 亿元，同比下降 23.17%；实现扣非归母净利 6.84 亿元，同比下降 33.81%。泰国工厂方面，2021 年泰国工厂营业收入、净利润分别同比下降 10.95%和下降 30.37%。这是公司近五

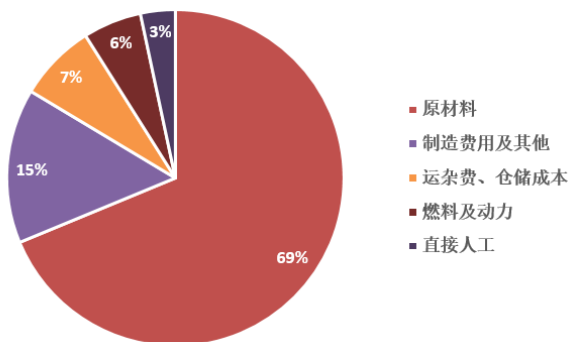
年来业绩首次下滑，原因主要有（1）全球疫情反复引发的海运集装箱紧张，导致海外市场需求旺盛却运输受阻，海运费大幅上涨；（2）原材料价格大幅上涨；（3）美国对泰国等原产地轮胎双反落地；（4）人民币大幅升值；（5）国内需求增速放慢引发激烈竞争等。以上不利因素导致公司 2021 年盈利能力下降，毛利率同比下降 10.47 个百分点至 23.33%，净利率同比下降 6.29 个百分点至 14.55%，净资产收益率（摊薄）同比下降 6.33 个百分点至 11.34%。

2 轮胎行业：国内胎企市占率提升，行业至暗时刻已过

2.1 配套市场周期性强，替换市场更具消费属性

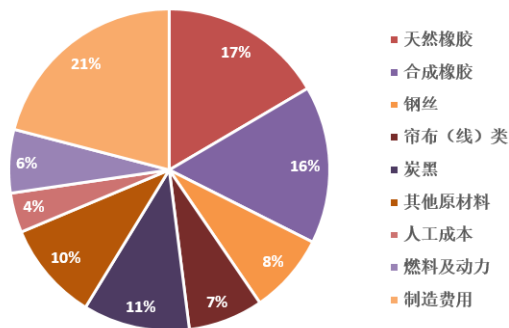
轮胎行业的周期性一方面表现在原材料端，轮胎行业原材料成本占比高，原材料价格呈周期性波动，进而导致行业业绩具有周期性。轮胎的成本结构中，原材料占比约 70%，其中，天然橡胶和合成橡胶成本在总成本中合计占比在 30%-40%之间，炭黑、钢帘线、纤维帘布合计占比在 20%-30%之间。轮胎行业原材料成本占比高，受原材料价格波动影响较大。同时，由于轮胎产品售价调整具有滞后性，若原材料价格大幅波动，则不利于轮胎企业管控成本，进而影响轮胎企业盈利能力。

图12：2021年森麒麟营业成本构成



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

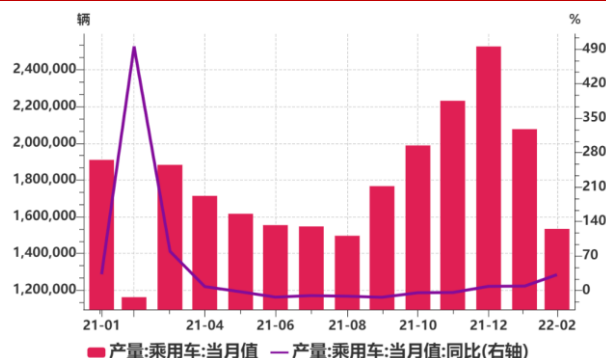
图13：2019年森麒麟营业成本构成情况



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

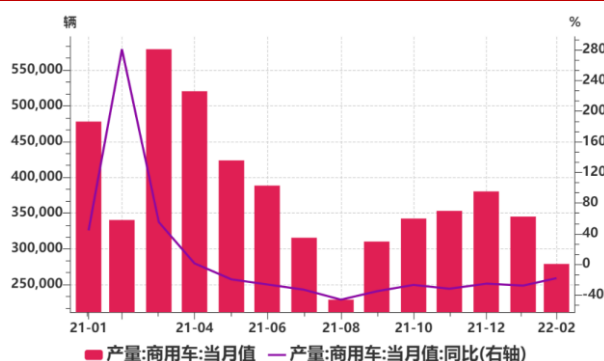
轮胎行业的周期性另一方面表现在它的配套需求，轮胎配套市场的需求主要受汽车产量影响，而汽车产量增速与宏观经济情况密切相关，具有一定的周期波动性。2021 年，我国乘用车产量为 2139.71 万辆，同比增长 7.32%；商用车产量为 466.02 万辆，同比下降 10.95%。其中，受汽车缺芯影响，乘用车产量在 2021 年 5 月-11 月均出现月度同比负增长，2021 年 12 月-2022 年 2 月，同比增速逐步改善。商用车方面，受政策法规切换和需求不足等的影响，商用车产量自 2021 年 5 月开始出现同比负增长，2022 年 2 月同比降幅相比 1 月份有所收窄。2021 年下半年以来我国汽车产量增长不佳，导致配套轮胎需求疲弱，是我国轮胎企业 2021 年业绩承压的重要原因。

图14：2021年以来我国乘用车月度产量变化情况



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图15：2021年以来我国商用车月度产量变化情况



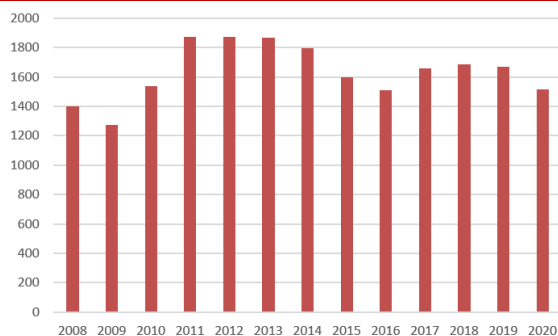
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

除了周期属性，轮胎行业还具有消费属性。由于轮胎的替换需求主要受汽车保有量、消费者驾驶里程等因素影响，需求波动性相对较小，且属于 to C 市场，具有消费属性。根据米其林 2020 年财报数据，全球替换胎销量在总体轮胎销量中占比约为 75%，若考虑到替换轮胎单价一般高于配套轮胎，则从市场规模的角度，替换轮胎市场规模占比将高于 75%。替换胎市场属于 to C 市场，影响消费者选择轮胎产品的因素包括产品原配轮胎品牌、产品质量、产品价格、性价比、品牌知名度等。

2.2 国际巨头市占率下滑，国内企业奋起直追

2014 年以来全球轮胎销售额大致呈波动下降趋势。2014-2016 年，全球轮胎销售额下降主要是原材料价格下跌使得轮胎单价下降导致。2017-2018 年，随着原材料价格的回升，以及全球汽车保有量的增长，全球轮胎销售额低速增长。2019-2020 年，受新冠疫情的影响，全球轮胎销售额下滑。根据美国《轮胎商业》的数据，2020 年，受新冠疫情的影响，部分轮胎企业停产或半停产，同时封锁等防疫政策导致轮胎需求减少，全球轮胎销量下滑 11.7%至 15.77 亿条（据米其林的数据），轮胎销售额同比下降 9.34%至 1514 亿美元，创 2017 年以来最低水平。未来随着全球汽车产量增速的放缓，轮胎需求将更多的由汽车保有量增长所带动，即主要由替换胎需求增长所驱动。

图 16：2008-2020 年全球轮胎市场销售额情况（单位：亿美元）



数据来源：森麒麟招股说明书，中国橡胶网，《轮胎商业》，东莞证券研究所

全球轮胎行业 75 强中，以普利司通、米其林、固特异为传统三强，2020 年三者合计销售额为 551.25 亿美元（同比下降 12.52%），占全球轮胎销售总额的 36.4%（同比下降 1.34 个百分点），其在高档轿车、轻型载重子午线轮胎市场具有较强竞争力，构成业界公认的第一梯队。就其他国际品牌而言，大陆轮胎、倍耐力（已被中国化工集团并购）、住友橡胶、韩泰轮胎、东洋轮胎等品牌的半钢产品较多集中于中档轿车及轻型载重子午线轮胎市场，构成业界公认的第二梯队。

杭州中策、三角轮胎、玲珑轮胎、赛轮轮胎、双钱集团、风神股份等在全球轮胎行业 75 强上榜的国内企业，是国内轮胎厂商的主要代表。国内轮胎企业正逐渐通过技术研发、装备工艺、生产组织管理等方面努力接近或达到世界先进水平，不断追赶第二梯队企业。

根据《轮胎商业》的数据，2020 年，全球轮胎企业 CR3 为 36.4%，相比 2000 年下降 20.40 个百分点；CR10 是 61.83%，相比 2000 年下降 19.57 个百分点。由于市占率靠前的多为传统的国际知名轮胎企业，过去二十年来 CR3 和 CR10 的下降，表明国际轮胎巨头的市场份额有所下降。同时，我国进入全球销售规模前 75 强的轮胎企业数量从 2000 年的 21 家增长至 2020 年的 35 家，且合计市场份额明显提升，表明国内轮胎企业实力不断增长，市场地位日益提高。

表 1：2020 年全球市场份额前二十的轮胎企业销售额情况

2020 年销售排名	公司/总部所在地	2020		2019		2018		2017		2016	
		销售额 (亿美元)	市场份额	销售额 (亿美元)	市场份额	销售额 (亿美元)	市场份额	销售额 (亿美元)	市场份额	销售额 (亿美元)	市场份额
1	米其林 / 法国	229.35	15.15%	250.00	14.97%	232.75	13.76%	235.60	14.28%	211.29	13.99%
2	普利司通 / 日本	207.50	13.70%	243.25	14.57%	249.82	14.77%	243.50	14.76%	221.21	14.65%
3	固特异 / 美国	114.40	7.55%	136.90	8.20%	143.92	8.51%	143.00	8.67%	136.45	9.04%
4	大陆轮胎 / 德国	99.08	6.54%	112.75	6.75%	117.57	6.95%	113.25	6.87%	107.85	7.14%
5	住友橡胶工业 / 日本	63.69	4.21%	70.60	4.23%	69.62	4.12%	67.55	4.10%	60.30	3.99%
6	韩泰轮胎 / 韩国	53.05	3.50%	57.25	3.43%	58.10	3.44%	55.35	3.36%	50.09	3.32%
7	倍耐力 / 意大利	48.89	3.23%	59.35	3.55%	61.26	3.62%	60.34	3.66%	83.80	5.55%
8	优科豪马 / 日本	43.49	2.87%	48.10	2.88%	47.46	2.81%	48.62	2.95%	42.08	2.79%
9	中策橡胶 / 中国	38.96	2.57%	35.85	2.15%	39.96	2.36%	36.22	2.20%	32.29	2.14%
10	正新橡胶 / 中国台湾	37.89	2.50%	39.08	2.34%	39.07	2.31%	39.56	2.40%	38.87	2.57%
11	东洋轮胎橡胶 / 日本	28.70	1.90%	30.60	1.83%	30.98	1.83%	29.21	1.77%	26.86	1.78%
12	山东玲珑 / 中国	27.54	1.82%	24.00	1.44%	23.17	1.37%	21.75	1.32%	13.24	0.88%
13	固铂轮胎 / 美国	25.21	1.66%	27.50	1.65%	28.08	1.66%	28.55	1.73%	29.25	1.94%
14	住通轮胎 / 新加坡	24.97	1.65%	31.00	1.86%	29.12	1.72%	34.03	2.06%	30.30	2.01%
15	阿波罗轮胎 / 印度	22.97	1.52%	22.67	1.36%	24.71	1.46%	21.83	1.32%	19.44	1.29%
16	MRF 公司 / 印度	21.40	1.41%	22.43	1.34%	23.39	1.38%	24.08	1.46%	21.74	1.44%
17	赛轮集团 / 中国	20.22	1.34%	20.39	1.22%	20.02	1.18%	19.77	1.20%	9.31	0.62%
18	锦湖轮胎 / 韩国	18.41	1.22%	20.22	1.21%	23.36	1.38%	25.24	1.53%	24.09	1.60%
19	诺记轮胎 / 芬兰	14.20	0.94%	16.98	1.02%	17.23	1.02%	16.45	1.00%	13.80	0.91%
20	耐克森轮胎 / 韩国	14.04	0.93%	18.21	1.09%	18.05	1.07%	16.54	1.00%	17.03	1.13%
	行业总计	1514.25		1669.70		1691.00		1649.30		1510.00	

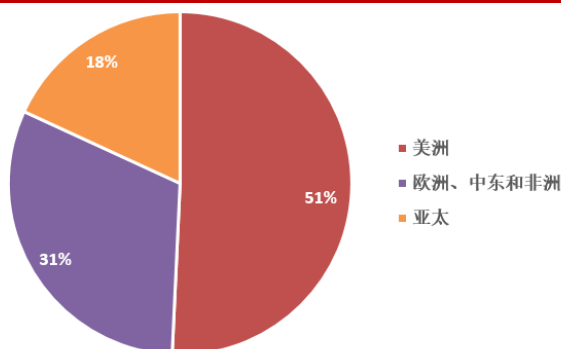
数据来源：中国橡胶网，《轮胎商业》，东莞证券研究所

2020 年，我国（除台湾省外）全球排名最前的轮胎企业依然是中策橡胶，全球市占率 2.57%，排名第 9。其次是玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎，全球市占率分别是 1.82%、1.34% 和 0.83%，排名分别是 12、17 和 21。森麒麟 2020 年的全球市占率约为 0.48%，全球排名 37，相比 2019 年提升两位。公司半钢子午线轮胎业务主要专注于中高端产品，竞争对手定位于第一、二梯队国际品牌。公司以半钢子午线轮胎为成长依托，以技术创新及智能制造模式为核心竞争力，构建智慧工厂夯实发展基础，塑造国际知名中国品牌。

2.3 欧美是全球重要的轮胎市场，走出去是轮胎企业扩张必由之路

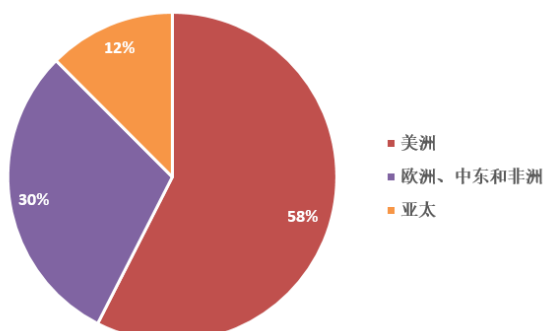
2020 年，美国、欧洲轮胎销量在全球的合计占比超过 35%，同时由于欧美轮胎单价高于亚太地区，因此欧美轮胎市场规模全球占比将明显高于 35%，是全球重要的轮胎市场。欧美市场也是全球轮胎巨头收入的重要地区来源。2021 年，固特异在美洲的轮胎销量占比 50.74%，同比提升 5.74 个百分点；在美洲的轮胎销售收入占比 57.51%，同比提升 4.3 个百分点。此外，2020 年，米其林、普利司通来自美洲的收入占比分别是 37%和 47%，占比均较高。

图17：2021年固特异轮胎销量区域占比情况



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图18：2021年固特异轮胎销售收入区域占比情况

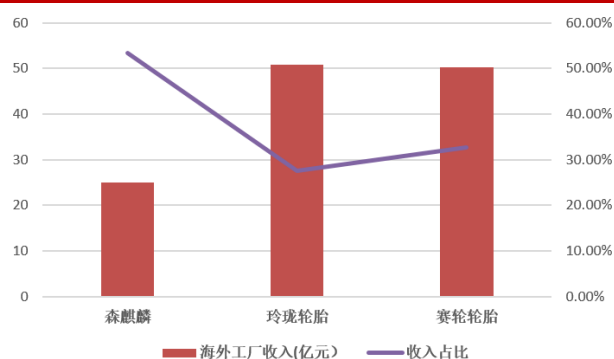


资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

加强海外投资是成为国际一流轮胎企业的必由之路，普利司通、米其林、大陆等知名品牌发展历程与其全球布局扩张紧密联系，以普利司通为例，其通过收购美国费尔斯通最终成为全球最大轮胎制造商。

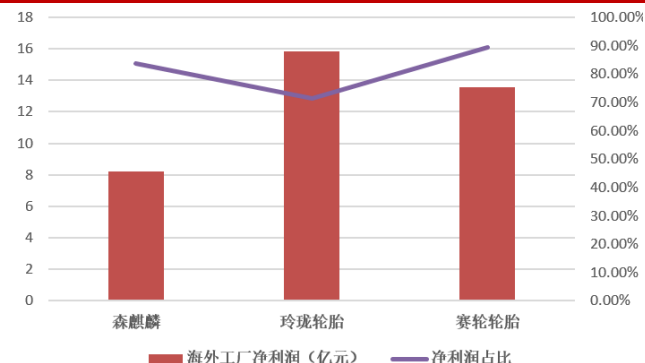
近年来，我国轮胎行业先后受到美国、巴西等多个国家反倾销、反补贴调查，并遭受美国“双反”裁定后征收高额惩罚性关税、反倾销税、反补贴税，这使得国内部分具备实力及前瞻性的轮胎企业积极推进国内优势产能向海外扩张，逐步打造具备国际竞争力的中国轮胎产业。目前公司及行业龙头杭州中策，上市公司玲珑轮胎、赛轮轮胎、华谊集团等分别在泰国、塞尔维亚、越南等国进行产能投资，布局欧美轮胎出口市场，取得显著成绩。2020 年，海外工厂业绩贡献度较高的包括森麒麟、赛轮轮胎和玲珑轮胎，海外工厂收入在其总收入中占比分别是 53.36%、32.66%和 27.65%，利润占比分别是 83.59%、89.35%和 71.25%。

图19：2020年森麒麟、玲珑轮胎、赛轮轮胎海外工厂收入占比情况



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图20：2020年森麒麟、玲珑轮胎、赛轮轮胎海外工厂净利润占比情况



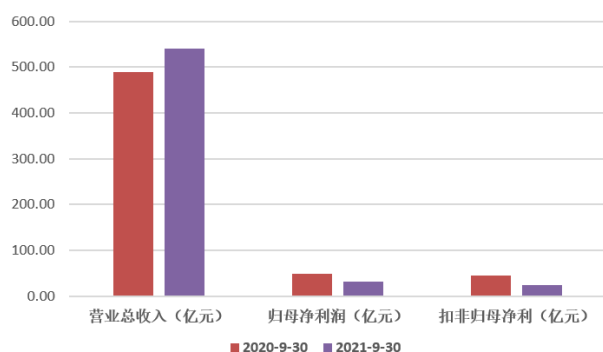
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

2.4 至暗时刻已过，黎明曙光将现

2021 年，国内轮胎行业整体盈利能力明显走弱，行业面临重大挑战，其中一个重要原因是原材料成本的大幅上涨。2021 年，天然橡胶、顺丁橡胶、炭黑、防老剂、促进剂的均价同比分别上涨 17.83%、44.17%、50.66%、19.64%和 40.08%。由于轮胎产品价格调整相对于原材料的上涨具有滞后性，2021 年轮胎行业盈利明显走弱。我们以森麒麟、玲珑轮胎、赛轮轮胎、风神股份、三角轮胎、贵州轮胎、通用股份和青岛双星为样本，以这 8 家公司的整体财务指标来分析主要上市轮胎企业的财务变化状况。2021 年前三季度，这 8 家公司合计营业收入同比增长 10.48%；归母净利润同比下降 36.98%；扣非归母净利润同比下降 44.95%；毛利率是 17.89%，同比下降 7.96 个百分点；净利率是 5.73%，同比下降 4.42 个百分点。由此可见，受原材料价格上涨影响，2021 年前三季度，主要轮胎上市企业整体业绩下滑，盈利能力走弱。

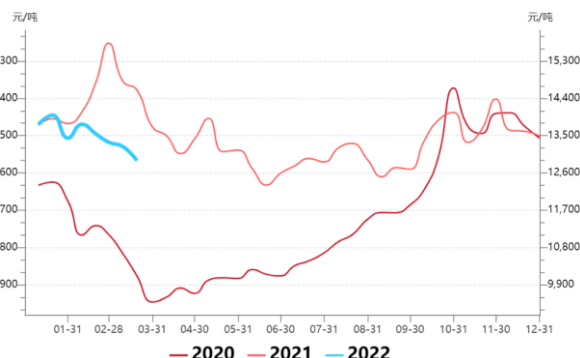
虽然近期俄乌冲突导致原油价格维持高位，但 2022Q1，天然橡胶、顺丁橡胶、炭黑、防老剂、促进剂的均价环比 2021Q4 均有所下跌，跌幅分别是-2.03%、-8.34%、-1.78%、-14.96%和-14.37%。我们认为，若后续俄乌局势缓和，美国大规模释放石油储备，油价或将逐步回落，轮胎行业前期面临的成本压力或逐步缓解。此外，自去年以来，包括森麒麟在内的众多轮胎企业陆续上调产品价格，一定程度上向下游传导了成本上涨带来的压力。因此，在产品涨价的情况下，若后续原材料价格下降，行业盈利能力存在修复预期。

图21：8家轮胎上市企业2021年前三季度整体业绩同比变化情况



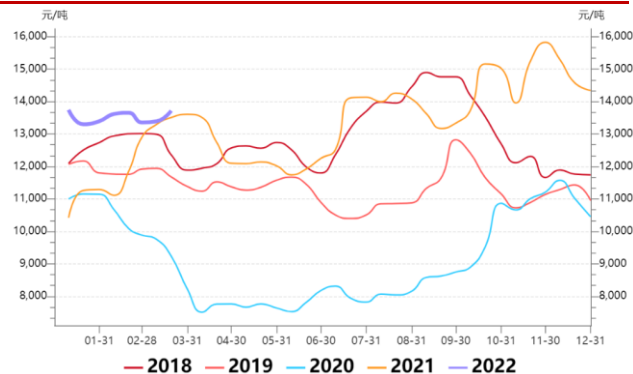
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图22：2020年以来我国天然橡胶（标准胶）市场价变化情况



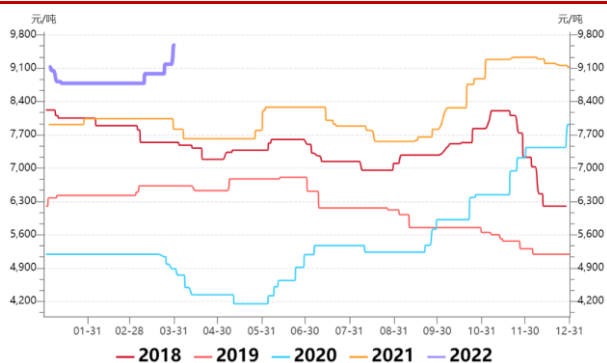
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图23：2018年以来我国顺丁橡胶（BR9000）市场价变化情况



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图24：2018年以来我国炭黑价格变化情况



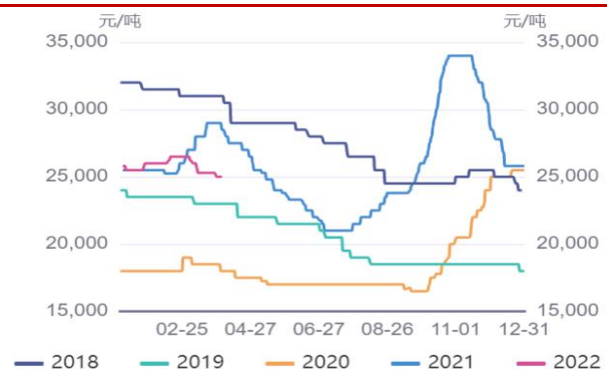
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图25：2018年以来防老剂（RD）衡水市场主流价变化情况



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图26：2018年以来促进剂（CZ）华北主流价变化情况



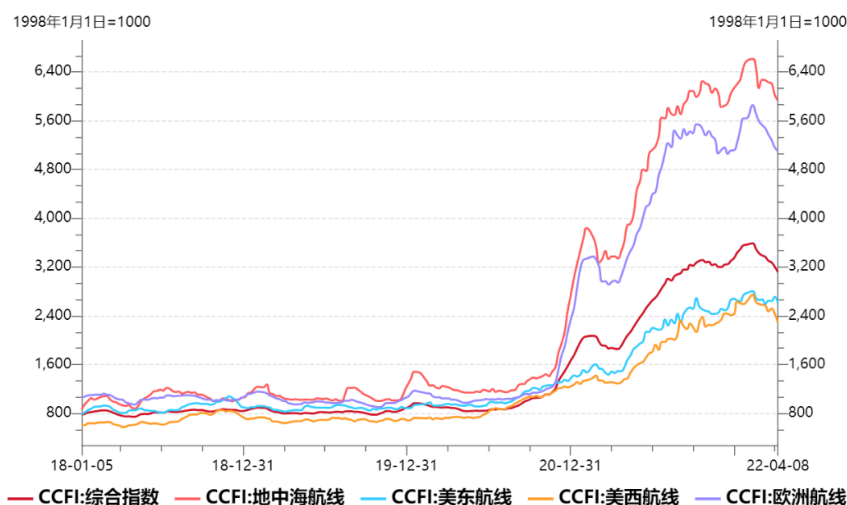
资料来源：iFind，东莞证券研究所

高涨的海运费是影响轮胎行业 2021 年业绩的又一重要因素。2021 年，我国出口集装箱运价综合指数均值较 2020 年上涨 1.67 倍，地中海航线运价指数均值同比上涨 2.61 倍，美东航线同比上涨 96.12%，美西航线同比上涨 1.04 倍，欧洲航线同比上涨 2.72 倍。

2020 年，我国轮胎产量是 8.36 亿条，同比下降 0.18%；我国轮胎出口量是 4.77 亿条，占全国产量的 57.06%，约占全球轮胎销量的 30%。我国是全球轮胎生产和出口大国，出口业务对于大部分国内轮胎企业来说是重要的利润来源。此外，对于部分在东南亚设厂的国内轮胎企业来说，东南亚至欧美的集装箱运价大幅上涨也对其出口造成压力。虽然我国大部分出口轮胎产品的运费由买家承担，但是高涨的海运费影响了海外客户的购买意愿。同时，为了刺激出口销量，部分轮胎企业选择为客户承担部分海运费，从而增加了成本，导致盈利受损。另一方面，出口压力增大导致轮胎企业转战国内市场，国内轮胎市场竞争加剧。

近期海运费已有所回落。截止今年 4 月 8 日，CCFI 综合指数相比今年年初下降 6.77%，地中海航线年初以来下降 3.31%，美东航线年初以来下降 2.60%，美西航线年初以来下降 5.64%，欧洲航线年初以来下跌 0.21%。与年初相比，我国出口集装箱运价指数均有所回调，且相比 2 月份的高点回调幅度在 10%左右。

图 27：2018 年以来我国出口集装箱运价指数走势情况（截止 4 月 8 日）（单位：1998 年 1 月 1 日=1000）



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

“缺芯”导致 2021 年下半年我国乘用车产量同比下降，拖累配套轮胎需求。根据中国汽车工业协会的数据，2021 年，我国汽车产销分别同比增长 3.4%和 3.8%，虽然结束了 2018 年以来连续三年的下降局面，但增速较低，主要受“缺芯”和商用车政策变化等因素影响。去年汽车产量的低速增长，尤其是 5 月份以来的产量低迷，使得配套轮胎需求走弱。

具体来看，乘用车方面，受“缺芯”影响，乘用车产销量在 2021 年 5 月-11 月持续

负增长，但在 12 月份同比增速转正，乘用车全年产销量分别同比 7.32%和 6.62%。受芯片供应小幅改善的支撑，叠加部分地方出台鼓励汽车消费政策的拉动，2022 年 1-2 月，乘用车产销分别是 361.2 万辆和 367.4 万辆，分别同比增长 17.6%和 14.4%。

我们认为，首先各地政府积极出台稳增长相关政策，将对汽车市场需求形成支撑；其次汽车行业芯片供应不足问题有望继续缓解。我们预计 2022 年乘用车产量增速有望快于 2021 年，对配套轮胎需求形成一定支撑。

商用车方面，受商用车政策变化 and 市场需求下滑影响，2021 年 5 月份以来，我国商用车产销量持续同比下滑，2021 年全年产销量分别同比下滑 10.95%和下滑 6.85%。2022 年 1-2 月，商用车产销分别完成 62.4 万辆和 59.4 万辆，同比分别下降 24.0%和 21.7%，商用车表现依旧低迷。

我们认为，全年来看，汽车缺芯有望逐步缓解，有利于乘用车产量增长，对国内配套轮胎市场需求形成支撑。

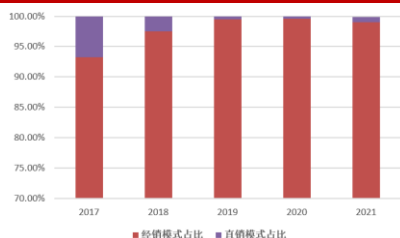
3 高端化、智能化加强公司竞争力，泰国二期投产将带来业绩增量

3.1 聚焦大尺寸轮胎替换市场，强化欧美市场竞争力

公司目前已经形成以境外替换市场为核心销售领域、持续培育境内替换市场、重点攻坚全球中高端主机厂配套市场的销售格局。其中替换市场是公司主力业务板块，2017 年以来，公司替换胎收入占比均超过 90%。公司替换轮胎采用经销模式进行销售，主要满足汽车轮胎替换需求，行业内也主要通过各级经销商或连锁零售商销往 C 端消费者。公司在替换市场塑造了中国轮胎高端品牌形象，销售范围覆盖美洲、欧洲、亚太及非洲等 150 多个国家和地区。

公司直销业务主要是配套主机厂的业务，经销业务主要是替换市场业务，历年来，公司经销业务毛利率明显高于直销业务，由于公司经销业务收入占比高，使得公司整体毛利率领先于行业。

图28：2017-2021年公司经销、直销模式收入占比情况



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图29：2017-2019年公司经销、直销模式毛利率情况

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比
1、经销模式	32.17%	99.50%	28.59%	97.48%	28.69%	93.28%
（1）国外市场	32.19%	97.20%	28.29%	94.66%	28.19%	89.73%
（2）国内市场	31.42%	2.30%	38.66%	2.81%	41.13%	3.55%
2、直销模式	19.12%	0.50%	24.12%	2.52%	21.50%	6.72%
综合毛利率	32.11%	100.00%	28.48%	100.00%	28.20%	100.00%

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

公司产品结构以轮辋尺寸 17 寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品为主，轮辋尺寸最大可达全球领先的 32 寸。2017-2019 年，公司高性能乘用车轮胎（轮辋尺寸主要在 17 寸及以上）销售收入占比超过 50%，其毛利率在 32% 左右，较经济型乘用车轮胎高逾 6 个百分点。大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎市场需求旺盛，已成为轮胎行业的未来发展趋势。公司大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎销量及销售收入的增长，带动公司产品结构更加优化，推动销售溢价能力持续提升。产品结构方面的优势增强了公司在全球中高端市场的客户合作黏性，中高端市场客户的良好产品消化能力推动公司盈利水平持续保持在较高水平。

公司旗下“森麒麟 Sentury”、“路航 Landsail”、“德林特 Delinte”品牌产品在芬兰 Test World、德国 Auto Bild、俄罗斯 Za Rulem、芬兰 TM、中国《车与轮》、中国《轮胎商业》等众多国际国内权威第三方独立轮胎测评中获得比肩国际知名轮胎品牌的评价。同时，公司产品性能优势带动品牌影响力与竞争力的持续提升。2014-2021 年，在美国竞争激烈的超高性能轮胎（UHP）市场，公司旗下“德林特 Delinte”品牌轮胎已连续 8 年保持 2.5% 的市场份额，是唯一榜上有名的中国品牌，显示出公司在高性能轮胎市场强劲的国际品牌竞争力与市场影响力；2021 年，公司旗下“森麒麟 Sentury”、“路航 Landsail”、“德林特 Delinte”三大自主品牌在美国替换市场的占有率达到 2%，公司全部轮胎产品在美国替换市场的占有率约 4.5%、在欧洲替换市场的占有率超 4%。

海外市场是公司传统优势市场，公司产品在国际市场拥有良好口碑与市场规模，与众多国际知名轮胎经销商建立了长期稳定的合作关系。公司将继续深挖海外销售市场，巩固国际化营销网络，大力发展与大型连锁零售商的合作，深度挖掘与国际知名大型连锁零售商的合作，推进扁平化销售，减少销售环节，实现销售利润最大化；针对不同目标市场需求，提供多样化、个性定制化的轮胎产品和一站式服务，深挖客户需求，把差异化做到极致，增加产品附加值，进一步提升公司销售盈利空间。

3.2 泰国二期投产将带来业绩增量，新一轮扩张周期已至

公司泰国工厂二期项目“森麒麟轮胎（泰国）有限公司年产 600 万条高性能半钢子午线轮胎及 200 万条高性能全钢子午线轮胎扩建项目”已基本建成，预计 2022 年可实

现产能的大规模释放；同时公司正加快推进欧洲智能制造基地“西班牙年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”建设，争取 2022 年底前动工。项目建成后主要面向北美市场和欧洲高端汽车配套市场进行销售，项目建成后有望成为中国轮胎企业在欧美发达国家首家建成的智慧轮胎工厂，对于提升品牌力、提升研发水平、优化销售布局、保障供应链安全等具有重要意义，有望进一步巩固提升公司竞争优势，将公司带到一个新的高度。

2022 年，公司轮胎增量将主要来自于泰国二期项目，预计二期项目全年将实现半钢胎 300 万条、全钢胎 100 万条的产量，公司 2022 年轮胎总产量、总销量增速均有望在 25%-30%之间。2023 年，预计泰国二期项目产能全部释放，全年产量达到 800 万条，则公司总产量、总销量增速均有望在 10%-20%之间。2024 年，假设西班牙工厂投产，且全年实现 600 万条的产量，则预计公司总产量、总销量增速有望在 15%-20%之间。

表 2：2022-2024 年公司产能、产量假设（单位：万条）

单位：万条	2020	2021	2022E	2023E	2024E
青岛工厂产能	1200	1450	1450	1450	1450
预计产量			1450	1450	1450
泰国工厂产能	1000	1000	1800	1800	1800
预计产量			1400	1800	1800
西班牙工厂产能					1200
预计产量					600
轮胎产量	2016.26	2244.05	2850.00	3250.00	3850.00
同比增速	7.63%	11.30%	27.00%	14.04%	18.46%
轮胎销量	2010.56	2124.08	2736.00	3185.00	3811.50
同比增速	4.68%	5.65%	28.81%	16.41%	19.67%
产销率	99.72%	94.65%	96%	98%	99%

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司结合全球轮胎行业发展趋势及公司发展实际制定了适应未来发展路径的“833Plus”战略，即在未来 10 年左右时间内最终形成 8 座数字化轮胎智能制造基地（中国 3 座，泰国 2 座，欧洲、非洲、北美各 1 座）、3 座全球化研发中心（中国、欧洲、北美各一座）、3 座全球用户体验中心的格局，Plus 即择机并购一家全球知名轮胎制造商。在“一带一路”沿线及主要大洲建设并运营 8 座数字化轮胎智能制造基地，充分利用公司智能化制造实践经验，进一步打造全球行业领先的智能制造模式；全球化产能布局的同时打造 3 座全球化研发中心，辐射 8 座数字化轮胎智能制造基地，保障轮胎产品的高品质、高性能、高定位；建立 3 座全球用户体验中心：产品展示中心、制造体验中心、驾乘体验中心，成为更安全、更绿色、更舒适的生活体验供应商，持续为全球每一位森麒麟用户提供最优质的产品，稳健实现“创世界一流轮胎品牌、做世界一流轮胎企业”愿景。

3.3 业内智能制造典范，人均创收领跑同行

公司是轮胎行业智能制造典范，公司将智能制造引入轮胎生产工艺流程，以智能中央控制系统、智能生产执行系统、智能仓储物流系统、智能检测扫描系统、智能调度预警系统五个主要模块，通过自动化生产设备及工业互联网技术实现生产“自动化”；借助现代传感技术及大数据分析技术实现生产“信息化”；借助“森麒麟智能管理系统”及人工智能算法实现生产“智能化”，进而实现生产过程控制“数字化”及“可视化”；通过条形码标识实现产品“可溯化”，实现密炼、部件、成型、硫化、质检、仓储各环节全面贯通，成功构建工业互联网和生产制造物联网体系。

图30：智能中央控制系统中控示意图



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

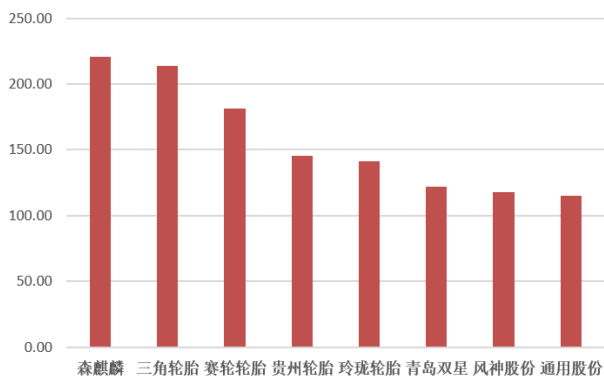
图31：智能机器人在生产环节的应用示意图



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

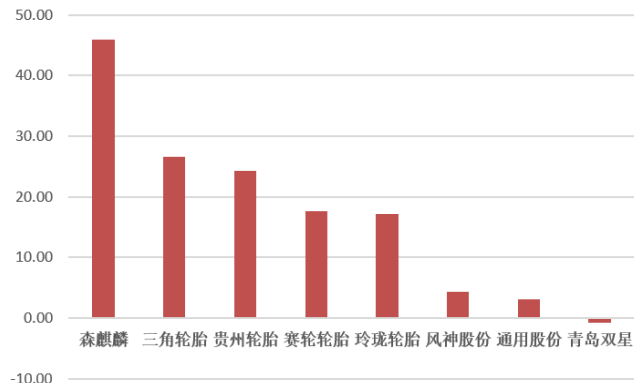
公司泰国工厂完全按照智能制造模式设计与建造，自 2015 年投入运营以来持续进行深度智能化升级，拥有领先的生产效率；青岛工厂 2018 年 6 月智能化改造验收通过。2019 年，公司泰国工厂生产工人数量是 692 人，青岛工厂生产工人数量是 994 人，少于行业同等产能工厂工人数量。2020 年，公司生产人员人均创收 220.50 万元，人均创利 45.95 万元，均在可比公司中处于最优水平。

图32：2020年主要轮胎上市公司生产人员人均创收情况（万元）



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图33：2020年主要轮胎上市公司生产人员人均创利情况（万元）



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

3.4 持续推进航空轮胎产线建设

航空轮胎作为飞机重要的 A 类安全零部件，其设计研发、生产制造、质量控制、适航认证等方面门槛很高，市场竞争者少，其市场一直为米其林、固特异、普利司通等少数几家国际轮胎巨头垄断。公司历经十余年持续研发投入，成为国际少数航空轮胎制造企业之一，具备航空轮胎产品设计、研发、制造及销售能力。公司自主掌握的航空轮胎核心技术为公司开辟了新的赛道，进一步巩固及提升了公司产品的高端化形象。

公司已与中国商飞签署相关合作研发协议，开展国产大飞机航空轮胎合作，已进入中俄商飞 CRJ929 潜在供应商名录、中国商飞 C909 及 C919 培育供应商名录，于 2019 年成为中国商飞 ARJ21-700 航空轮胎合格供应商。2020 年，公司取得 AS9100D 航空航天质量管理体系认证证书，AS9100D 标准适用于航空航天供应链产品质量控制，得到国际普遍认可，AS9100D 证书的取得标志着公司的航空航天质量管理体系规划化、系统化已达国际领先水平。

2021 年，公司继续保持国内企业航空轮胎领域的领先优势，持续推进航空轮胎生产线的完整建设，运用 PLM 系统（全生命周期管理）进行日常管理，稳步推进航空轮胎应用与推广，包括航司航材及装机配套的客户开发，争取更优质的客户及更广阔的市场份额，同时继续巩固航空轮胎质量体系建设。公司航空轮胎的研发及产业化进程，进一步巩固及提升了公司的技术力及品牌力，助力公司持续打造“世界一流轮胎品牌”形象。

2021 年，公司积极推进“年产 8 万条航空轮胎（含 5 万条翻新轮胎）项目”生产线的完整建设；继续深化与中国商飞的合作关系；继续推进大型无人机的航空轮胎配套；与多家航空公司展开广泛交流，为公司后续与航空公司展开进一步合作打下良好基础。同时，公司顺利通过 AS9100 质量管理体系年度监督审核、中国民航局年度质量体系检查等质量体系审查认证。

2022 年，在航空轮胎产线建设方面，公司将完成“年产 8 万条航空轮胎（含 5 万条翻新轮胎）项目”产线贯通，在现有技术储备、产品储备、人员储备、客户储备基础上逐步扩大产量，提升公司品牌力与竞争力，提高参与国际高端轮胎市场竞争的能力。同时公司将继续坚持在民用航空轮胎领域的产品研发优势，积极推进航空轮胎领域全球客户的开发，为国内外各航空公司的商飞系列、空客系列、波音系列机型供应各型号航空轮胎，成为全球民用航空轮胎主要制造商之一，力争十年内占有中国市场 50% 份额。

3.5 发布股权激励计划，利好公司可持续发展

2022 年 3 月 16 日，公司发布 2022 年股票期权激励计划（草案），拟向激励对象授予的股票期权数量为 2,068.70 万份，占本激励计划草案公告时公司股本总额（649,668,940 股）的 3.18%，其中，首次授予股票期权数量为 1,999.30 万份，约占本激励计划草案公告时公司股本总额（649,668,940 股）的 3.08%，约占本次授予权益总额的 96.65%；预留权益 69.40 万份，约占本激励计划草案公告时公司股本总额（649,668,940

股）的 0.11%，预留部分占本次授予权益总额的 3.35%。本激励计划首次授予的股票期权的行权价格为每股 24.31 元。

本激励计划授予的激励对象为公司董事、高级管理人员、中层管理人员、子公司主要管理人员及核心技术（业务）人员，首次授予的激励对象总人数为 466 人。本次股权激励计划设定的业绩目标是以 2021 年为基数，2022-2024 年收入增速分别是 35%、70% 和 100%，净利率水平不低于 15%。若 2022-2024 年公司业绩均达到 100%行权比例的条件下限，则对应公司 2022-2024 年的营业收入分别为 69.89、88.01 和 103.55 亿元，同比增速分别为 35%、25.93%和 17.65%；归母净利润分别为 10.48、13.20 和 15.53 亿元，同比增速分别是 39.16%、25.93%和 17.65%。

公司发布 2022 年股权激励计划，有利于充分调动公司中高层管理人员及核心员工的积极性，留住人才、激励人才，将中高层管理人员和核心员工的利益与公司利益更加紧密地结合，加强企业凝聚力，推动公司可持续发展。

表 3：本次激励计划首次及预留授予的股票期权行权的公司业绩条件

行权期	目标等级	公司业绩考核目标	行权比例
第一个行权期	A	以 2021 年公司营业收入为基数，2022 年公司营业收入增长率不低于 35%（含 35%），2022 年公司销售净利率不低于 15%（含 15%）	100%
	B	以 2021 年公司营业收入为基数，2022 年公司营业收入增长率不低于 35%（含 35%），2022 年公司销售净利率低于 15%	70%
	C	以 2021 年公司营业收入为基数，2022 年公司营业收入增长率低于 35%，2022 年公司销售净利率不低于 15%（含 15%）	30%
	D	以 2021 年公司营业收入为基数，2022 年公司营业收入增长率低于 35%，2022 年公司销售净利率低于 15%	0%
第二个行权期	A	以 2021 年公司营业收入为基数，2023 年公司营业收入增长率不低于 70%（含 70%），2023 年公司销售净利率不低于 15%（含 15%）	100%
	B	以 2021 年公司营业收入为基数，2023 年公司营业收入增长率不低于 70%（含 70%），2023 年公司销售净利率低于 15%	70%
	C	以 2021 年公司营业收入为基数，2023 年公司营业收入增长率低于 70%，2023 年公司销售净利率不低于 15%（含 15%）	30%
	D	以 2021 年公司营业收入为基数，2023 年公司营业收入增长率低于 70%，2023 年公司销售净利率低于 15%	0%
第三个行权期	A	以 2021 年公司营业收入为基数，2024 年公司营业收入增长率不低于 100%（含 100%），2024 年公司销售净利率不低于 15%（含 15%）	100%
	B	以 2021 年公司营业收入为基数，2024 年公司营业收入增长率不低于 100%（含 100%），2024 年公司销售净利率低于 15%	70%
	C	以 2021 年公司营业收入为基数，2024 年公司营业收入增长率低于 100%，2024 年公司销售净利率不低于 15%（含 15%）	30%
	D	以 2021 年公司营业收入为基数，2024 年公司营业收入增长率低于 100%，2024 年公司销售净利率低于 15%	0%

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4 投资建议

公司聚焦大尺寸轮胎欧美替换市场，盈利能力优于同行。公司产品结构以轮辋尺寸 17 寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品为主。2021 年，公司旗下“森麒麟

Sentury”、“路航 Landsail”、“德林特 Delinte”三大自主品牌在美国替换市场的占有率达到 2%，公司全部轮胎产品在美国替换市场的占有率约 4.5%、在欧洲替换市场的占有率超 4%。2016-2020 年，公司毛利率、净利率均高于可比上市公司。

公司涨价传导成本压力，2022 年盈利能力有望边际改善。虽然目前原油价格维持高位，但部分原材料 2022Q1 价格环比 2021Q4 有所下降。海运费方面，近期我国出口集装箱运价指数较年初有所回调，较 2 月份的高点回调幅度在 10%左右。公司去年以来多次上调产品价格，向下游传导成本压力，若后续原材料价格、海运费逐步下降，公司盈利能力有望迎来修复。

泰国二期投产将带来业绩增量，新一轮扩张周期已至。公司泰国工厂二期项目已基本建成，预计 2022 年可实现产能的大规模释放；同时公司正加快推进欧洲智能制造基地建设，争取 2022 年底前动工。2022 年，公司轮胎增量将主要来自于泰国二期项目，预计二期项目全年将实现半钢胎 300 万条、全钢胎 100 万条的产量，公司 2022 年轮胎销量增速有望在 25%-30%之间。

投资建议：预计公司 2022-2023 年的基本每股收益是 1.75 元和 2.31 元，当前股价对应 PE 是 16 倍和 12 倍，首次覆盖给予推荐评级。

5 风险提示

- （1） 俄乌局势不确定性或使得原油价格上涨，导致轮胎成本压力增大的风险；
- （2） 海运费下降不及预期或继续走高风险；
- （3） 海外需求走弱风险；
- （4） 泰国二期项目产能释放不及预期风险，欧洲项目启动进度不及预期风险；
- （5） 产品遭遇“双反”制裁风险；
- （6） 航空轮胎产线建设和销售不及预期风险；
- （7） 行业竞争加剧风险；
- （8） 天灾人祸等不可抗力事件的发生等。

表 4：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5177.27	7068.90	8311.25	10045.57
营业总成本	4458.03	5895.79	6768.17	7994.67
营业成本	3969.25	5245.12	6000.73	7082.12
税金及附加	14.64	19.79	23.27	28.13
销售费用	146.43	200.05	235.21	284.29
管理费用	133.43	182.38	214.43	259.18
财务费用	85.49	100.00	120.00	130.00
研发费用	108.79	148.45	174.54	210.96
其他经营收益	9.10	(5.00)	(5.00)	(5.00)
公允价值变动净收益	(9.18)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
投资净收益	(20.86)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
其他收益	16.00	15.00	15.00	15.00
营业利润	728.34	1168.11	1538.08	2045.89
加 营业外收入	47.56	15.00	15.00	15.00
减 营业外支出	0.52	10.00	10.00	10.00
利润总额	775.37	1173.11	1543.08	2050.89
减 所得税	22.01	33.43	43.98	58.45
净利润	753.36	1139.68	1499.10	1992.44
减 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归母公司所有者的净利润	753.36	1139.68	1499.10	1992.44
基本每股收益(元)	1.16	1.75	2.31	3.07
PE	24.56	16.23	12.34	9.29

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、北京证券交易所、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn