

公司深度报告

2023年03月20日



東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

智能引领、全球布局的高端轮胎龙头

——森麒麟（002984.SZ）首次覆盖报告

核心观点

公司专注高端轮胎“智造”，未来三年进入产能扩张期。汽车轮胎方面，2021年产能2200万条，产品满产满销，2022年泰国二期产能投产，后续产能将持续爬坡。未来三年，公司进入产能扩张期，2023-2025年公司半钢胎产能有望分别达2800、3200和3800万条，全钢胎产能23、24年有望分别达100、200万条，此外，公司已具备航空胎小批量产销能力，产品体系进一步完善。公司轮胎定位高端，以出口为主，拥有更强的盈利能力。公司成长动力充足，营收五年连增，2022年实现营收62.92亿元，同比+21.53%，归母净利润8.01亿元，同比+6.30%。

轮胎为万亿级别市场，行业景气向上。轮胎市场空间巨大，2021年全球销售额近1800亿美元，且其市场随汽车保有量的增加有望持续扩大，据Allied Market Research预测，预计2030年全球轮胎市场将达2188.7亿美元。目前，橡胶等主要原料价格回落，胎企成本压力减轻；海运费大幅下降叠加欧美通胀高位，我国高性价比轮胎的出口空间重新打开。**国产轮胎迎多重机遇，有望拾级而上。**目前全球轮胎市场竞争格局高度集中，2021年全球75%的轮胎市场份额被前20强的轮胎企业占领，我国仅有4家胎企进入前20强榜单，销售额合计占比8%，尚处于弱势地位，但同样意味着市场拓展空间巨大。当下，中国新能源汽车及航空市场大发展给国产胎企以品牌影响力提升及市场扩大机会；国内落后产能出清优化竞争格局和营销环境，给企业更多创新及质量提升空间；海外多点布局降低贸易摩擦风险；智能化及高端化发展提升综合竞争力和品牌影响力。内外多重机遇共振下，我国轮胎企业有望实现跨越式发展。

森麒麟：全球布局、专注高端、智能制造，全方位塑造强竞争力。**全球化方面**，“833Plus”规划稳步推进，除青岛工厂外，公司已在泰国、西班牙、摩洛哥进行产地布局，有助于降低贸易摩擦风险，辐射更广阔市场。同时，公司完善营销体系，于2023年初启动经销商激励计划，加快国内市场拓展，争取到2027年国内市占率提升至5%左右。**高端化方面**，公司将与“冰雪胎王者”诺记在诺记最核心、最高端的轮胎领域展开合作，公司品牌效应有望持续提升；此外，公司航空胎可供货国产大飞机，打破外资轮胎垄断局面。**智能化方面**，公司智能化工厂建设成果直接体现于公司业绩，增效、提质、降本效果显著。泰国、西班牙、摩洛哥生产基地复制并升级青岛智能工厂，公司有望长期受益。

投资建议

轮胎行业景气向上，公司专注高端轮胎，未来三年产能持续释放。我们预计2023/2024/2025年公司归母净利润分别为13.21/16.31/20.21亿元，对应的EPS分别为2.03/2.51/3.11元/股。以2023年3月17日收盘价32.45元为基准，对应PE分别为15.95/12.93/10.43倍。结合行业景气度，我们看好公司发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

产能建设及投放不及预期，原材料价格剧烈波动，国际贸易摩擦等。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6292.19	7811.89	9487.27	11164.13
增长率(%)	21.53	24.15	21.45	17.67
归母净利润	800.86	1321.41	1630.81	2020.71
增长率(%)	6.30	65.00	23.41	23.91
EPS(元/股)	1.23	2.03	2.51	3.11
市盈率(P/E)	25.03	15.95	12.93	10.43
市净率(P/B)	2.62	2.36	1.99	1.67

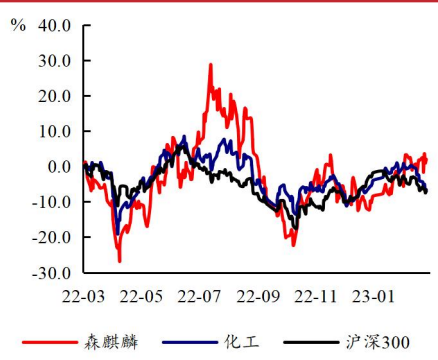
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价基准为2023年3月17日收盘价32.45元

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 燕楠
资格证书 S1710521120001
电子邮箱 yann806@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	649.67
流通A股/B股(百万股)	649.67/0.00
资产负债率(%)	31.41
每股净资产(元)	11.22
市净率(倍)	2.89
净资产收益率(加权)	11.49
12个月内最高/最低价	40.95/23.44

相关研究

正文目录

1. 森麒麟：向世界展现中国轮胎“智造”	5
1.1. 轮胎新星快速崛起，扎根“智造”定位高端	5
1.2. 扩产增销，“833Plus”战略稳步推进	7
1.3. 营收稳步增长，费用管控优秀	9
1.4. 实施股权激励与股份回购，坚定长期发展信心	12
2. 轮胎为万亿级市场，行业景气向上	14
2.1. 市场空间：轮胎具有消费刚性，为万亿级市场	14
2.1.1. 市场结构以替换为主，市场空间仍在扩大	15
2.1.2. 欧美亚占据绝大部分市场，中国市场举足轻重	17
2.1.3. 半钢更具消费属性，市场在波动中扩大	19
2.2. 市场方向：原料成本边际降低，出口窗口重新打开	20
2.2.1. 主要原材料成本边际下降	20
2.2.2. 海运费回落及欧美通胀高企，高性价比轮胎再迎机遇	21
3. 全球轮胎头部效应凸显，国产轮胎迎多重机遇	23
3.1. 竞争格局：全球轮胎 CR5 高达 46%，本土胎企尚处弱势	23
3.2. 多重机遇：国内产能出清，高端、配套发展提速	26
3.2.1. 中国新能源汽车大发展，为国产胎企重要机遇	26
3.2.2. 行业迎产能出清，国内竞争格局优化	29
3.2.3. 海外多点布局，降低制裁干扰	30
3.2.4. 加快智能建设，促进提质增效	32
3.2.5. 中国胎企加强研发，产品升级持续	33
3.2.6. 中国航空轮胎市场广阔，存量且未来增速有望领跑	34
4. 从“布局”“高端”“智造”三大维度看森麒麟竞争实力	37
4.1. 战略布局：产地全球化，营销多条线	37
4.1.1. 全球生产布局：海外产地已落三子，向外辐射更大市场	37
4.1.2. 全面营销布局：启动经销商激励计划，品牌效应持续树立	39
4.2. 专注高端：牵手诺记扩大影响，航空胎供货大飞机	40
4.2.1. 聚焦高端市场，产品获多重肯定	40
4.2.2. 牵手“冰雪胎王者”诺记，品牌效应有望持续提升	41
4.2.3. 自主研发打破垄断，航空轮胎先人一步	42
4.3. 智能制造：智能工厂复制升级，增效、提质、降本	43
5. 风险提示	44

图表目录

图表 1. 森麒麟旗下三大轮胎品牌	5
图表 2. 森麒麟主要发展历程	6
图表 3. 森麒麟实际控制人为秦龙	6
图表 4. 公司进行全球化布局	7
图表 5. 2015-2019 年公司轮胎产品结构	7
图表 6. “833Plus”战略规划有序推进	8
图表 7. 公司青岛、泰国两地轮胎产能（万条）	9
图表 8. 2018-2022 产量整体增长	9
图表 9. 2018-2022 销量平稳增加	9
图表 10. 2018-2022 年公司营业收入持续增长	10

图表 11. 2018-2022 年轮胎为公司主要收入来源	10
图表 12. 2022 年公司毛利润同比增长 6.79%	10
图表 13. 2018-2022 年毛利率均超 20%	10
图表 14. 2018-2022 年公司期间费用总额持续下降	11
图表 15. 2018-2022 期间各费用率均有所下降	11
图表 16. 2022 年公司归母净利润实现增长	11
图表 17. 2022 年公司净利率为 12.73%	11
图表 18. 2020-2022 年公司产品外销为主	12
图表 19. 2020-2022 年出口产品毛利率更高	12
图表 20. 公司推出股权激励计划	13
图表 21. 回购金额 30000 万元，回购价 40 元/股测算，股权变化情况	14
图表 22. 回购金额 15000 万元，回购价格 40 元/股测算，股权变化情况	14
图表 23. 轮胎分类	14
图表 24. 不同类型的车辆轮胎配套和替换系数及周期	15
图表 25. 2012-2021 年全球轮胎销量	15
图表 26. 2017-2021 年全球轮胎市场销售额	15
图表 27. 2016 年以来，替换市场占比逐年提升	16
图表 28. 2012-2021 年全球配套及替换轮胎销量	16
图表 29. 2018-2021 年全球汽车销量总体下降	16
图表 30. 2012-2021 年全球汽车保有量稳步提升	16
图表 31. 分区域，2021 年亚太、欧洲和北美地区轮胎销量合计占比 84.84%	17
图表 32. 2021 年中国、美国、日本为汽车保有量前三的国家（亿辆）	18
图表 33. 2021 年中国人均汽车保有量与前十国家差距较大	18
图表 34. 美国进口轮胎数量多	18
图表 35. 2021 年美国自泰国进口的乘用车胎数量最多	18
图表 36. 2021 年日本轮胎多出口向北美市场（万条）	19
图表 37. 2012-2021 年全球半钢及全钢轮胎销量	19
图表 38. 2021 年全球半钢胎销量占比超 87%	19
图表 39. 2021 年，全球分区域半钢胎销量占比	20
图表 40. 2021 年，全球分区域全钢胎销量占比	20
图表 41. 轮胎制造行业产业链	20
图表 42. 轮胎原料构成	21
图表 43. 2017 年至今天然橡胶和合成橡胶价格走势	21
图表 44. 2023 年以来，炭黑价格高位松动	21
图表 45. 目前，防老剂促进剂价格较前期高点回落	21
图表 46. 2022 年开始，波罗的海运价指数大幅回落	22
图表 47. 2020 年至今主要航线 CCFI 指数变化情况	22
图表 48. 疫情以来，欧美通胀水平快速上升	23
图表 49. 美国私人储蓄规模	23
图表 50. 2020 年下半年以来，美国轮胎进口保持高位	23
图表 51. 2018-2021 年全球轮胎企业前 20 强销售额（亿美元）	24
图表 52. 2021 年部分国家市场份额	25
图表 53. 国际轮胎品牌竞争梯队	25
图表 54. 2021 年世界前 75 强，各国轮胎企业个数	26
图表 55. 2018-2021 年中国轮胎在全球 75 强中的销售额占比有所提升	26
图表 56. 2015-2021 年全球轮胎企业 CR3、CR5 和 CR10 销售额占比	26
图表 57. 2011-2022 年我国新能源汽车市场销量及增速	27
图表 58. 2022 年全球新能源汽车前 20 强	28
图表 59. 众多国产新能源汽车主机厂采用国产轮胎作为配套	29
图表 60. 2018-2022 年我国轮胎产量及出口量	29
图表 61. 2022 年上半年部分破产轮胎企业和经销商名单	30
图表 62. 近年部分轮胎企业收购并购案例	30
图表 63. 近十年国外对华轮胎行业反倾销政策	31

图表 64. 2010-2021 年全球/泰国橡胶产量.....	32
图表 65. 2021 年中国天然橡胶进口地区分布.....	32
图表 66. 国内轮胎公司纷纷到海外建厂.....	32
图表 67. 我国各部门关于加强轮胎行业智能化建设的相关文件.....	33
图表 68. 国产轮胎子午化率持续提升.....	33
图表 69. 中国轮胎企业专利数量持续提升（件）.....	34
图表 70. 航空轮胎内部结构.....	34
图表 71. 2000-2019 年我国民航旅客周转量增速与 GDP 增速呈现同步变化趋势.....	35
图表 72. 2020 年航空轮胎分地区市场份额.....	35
图表 73. 2018-2038 年全球各地区民航机队预测.....	36
图表 74. 2035 年世界航空轮胎分应用领域市场规模预测（亿元）.....	36
图表 75. 2035 年我国航空轮胎分应用领域市场规模预测（亿元）.....	37
图表 76. 2010-2021 年泰国橡胶产量占比.....	38
图表 77. 2018-2020 年泰国轮胎毛利率高于境内.....	38
图表 78. 公司数字化智能工厂.....	39
图表 79. 海外主要经销商情况.....	40
图表 80. 车内噪音测试，路航排名首位 dB(A).....	41
图表 81. 滚阻细节测试，路航排名首位.....	41
图表 82. 诺记是第一条冬季轮胎的发明者.....	41
图表 83. 新航空轮胎生产工艺.....	42
图表 84. 逐步进入中国商飞供应商名录.....	43
图表 85. 公司智能化成果展示.....	43
图表 86. 森麒麟人均营收高于其他可比公司（万元/人）.....	44
图表 87. 森麒麟人均归母净利润高于其他可比公司（万元/人）.....	44
图表 88. 2018-2019 年公司产品合格率超 99.5%.....	44

1. 森麒麟：向世界展现中国轮胎“智造”

1.1. 轮胎新星快速崛起，扎根“智造”定位高端

森麒麟深耕绿色、安全、高品质轮胎领域，拥有三大品牌。公司主营业务为高性能子午线轮胎及航空轮胎的研产销，拥有“森麒麟”、“路航”、“德林特”三大品牌，可覆盖多种应用场景。汽车领域，公司产品根据应用类型，可分为乘用车轮胎、轻卡轮胎及特种轮胎；航空轮胎领域，公司是少数航空轮胎制造企业之一，产品可适配国产大飞机、波音、空客等多种飞机机型。2022 年公司实现营业收入达 62.92 亿元，同比增长 21.53%，归母净利润 8.01 亿元，同比增长 6.30%。

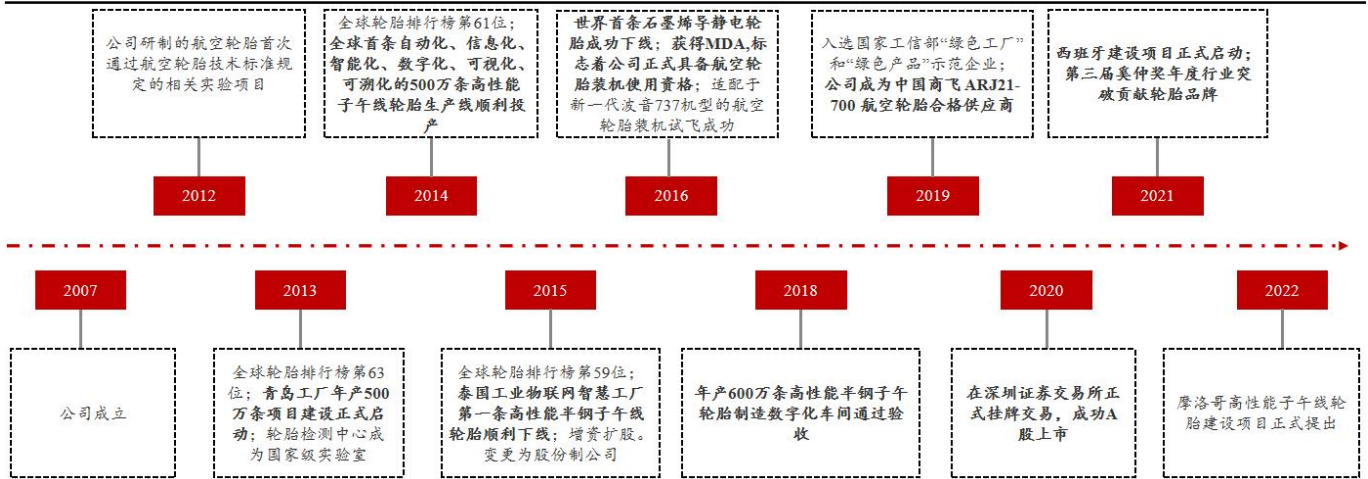
图表 1. 森麒麟旗下三大轮胎品牌



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

扩产及智能化建设双抓手，公司快速成为轮胎行业新星。公司成立于 2007 年。2013 年，公司青岛工厂年产 500 万条项目建设启动，其后，公司不断推进智能化建设，提高效率。2018 年，公司年产 600 万条高性能半钢子午线轮胎数字化车间通过验收。近年来，公司积极拓展海外布局，在泰国、西班牙和摩洛哥进行生产基地建设。泰国基地为公司的第一个海外生产基地，2014 年，泰国一期年产 1000 万条半钢子午线轮胎智能制造项目成功投产，该项目被誉为全球轮胎行业智能制造的顶级水准。自 2021 年开始，公司加快海外基地建设，扩产提速。2021 年公司启动西班牙项目，拟在西班牙投资建设年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎。2022 年 6 月，泰国二期年产 600 万条半钢子午线轮胎、200 万条全钢子午线轮胎投产。2022 年摩洛哥年产 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目正式启动，公司国际化进程及产能扩张进一步加速。

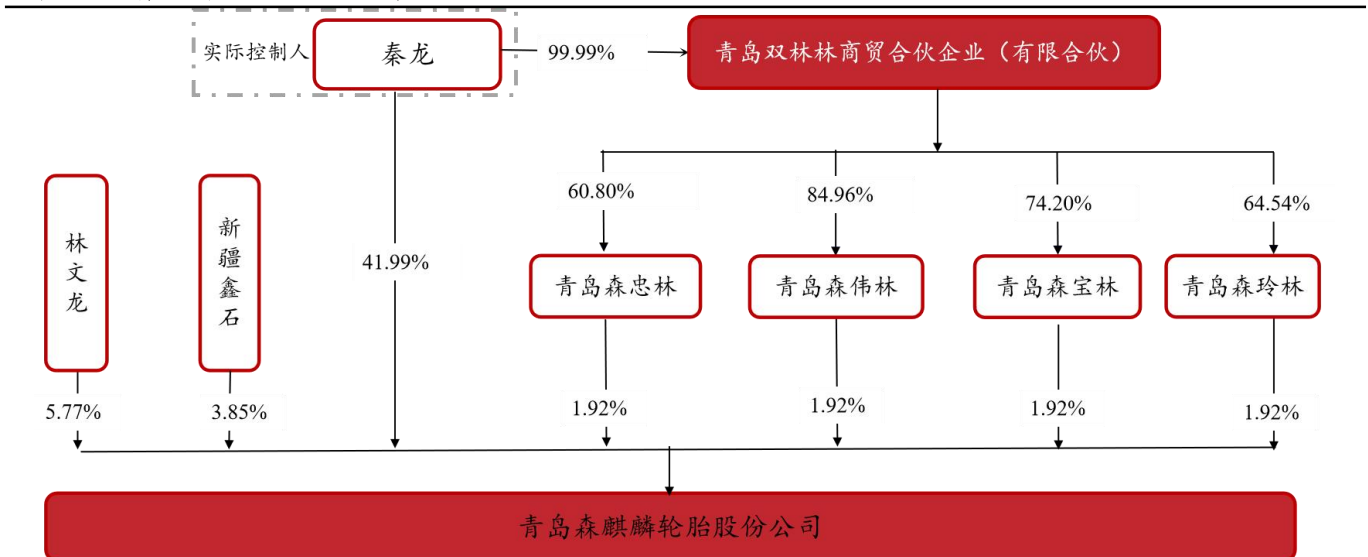
图表 2. 森麒麟主要发展历程



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

秦龙为公司实际控制人。截至 2023 年 2 月 21 日，公司创始人、现任董事长秦龙为公司第一大股东，直接持有公司 41.99%的股权，并通过青岛森忠林、青岛森伟林、青岛森宝林、青岛森玲林四个平台间接持股公司 5.46%的股权。

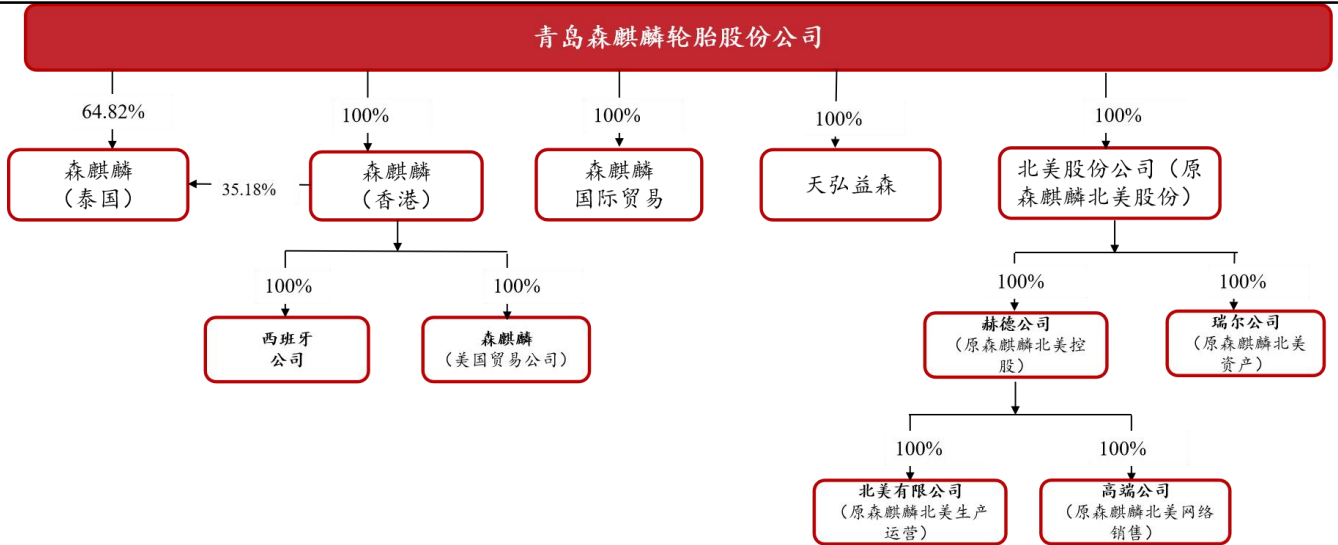
图表 3. 森麒麟实际控制人为秦龙



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

设立多家子公司，开启全球布局。公司现有 5 家子公司，森麒麟（泰国）系公司在泰国建立的智能化生产基地，主要进行半钢子午线轮胎生产和销售业务。森麒麟（香港）主要经营轮胎贸易及对外投资业务。天弘益森主要负责境外设备及部分原材料采购。森麒麟（北美股份）系公司在北美设立的公司，其出资设立了瑞尔公司和赫德公司 2 家子公司。

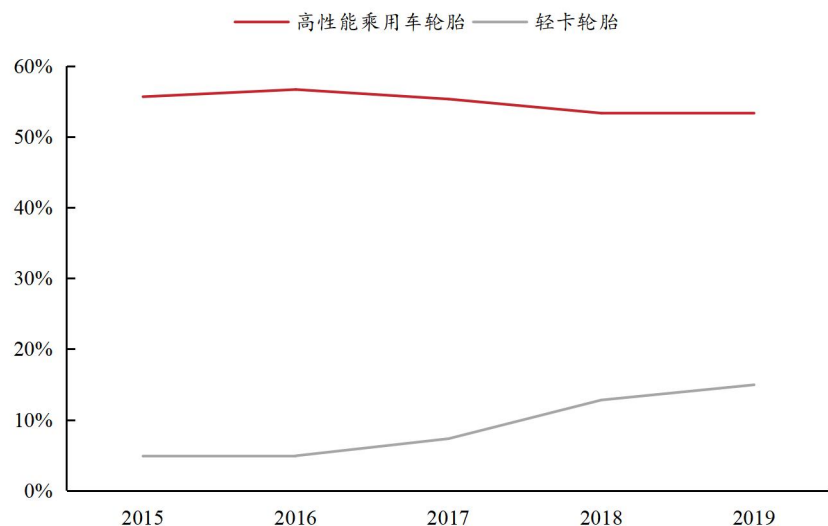
图表 4. 公司进行全球化布局



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所，截至 2023 年 2 月 21 日

公司轮胎涵盖航空及汽车领域，产品结构高端。公司产品主要分为乘用车轮胎、轻卡轮胎、特种轮胎以及其他业务。乘用车轮胎，包括经济性乘用车轮胎（主要用于 A 级车、B 级车等）、高性能乘用车轮胎（主要用于 C 级车、D 级车、SUV、MPV 等），其中高性能乘用车轮胎是公司的核心产品。公司产品结构高端，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。2015-2019 年，公司 17 寸及以上的大尺寸高性能乘用车轮胎营收占比保持在 50% 以上，为全球两家大尺寸高性能产品销售占比超 60% 的轮胎企业之一。

图表 5. 2015-2019 年公司轮胎产品结构



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

1.2. 扩产增销，“833Plus”战略稳步推进

公司推出“833Plus”战略规划，开启全球化布局。公司制定“833Plus”战略规划，即10年内全球布局8个数字化智能制造基地(中国3个，泰国2个，欧洲、非洲、北美各1个)，运行3家研发中心(中国、欧洲、北美)和3家体验中心，Plus表示择机并购一家国际知名轮胎企业。

图表 6. “833Plus”战略规划有序推进



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

“833Plus”战略稳步推进，未来三年产能继续扩张。公司现有青岛、泰国两大在产基地，合计设计年产能2800万条，但目前处于产能爬坡期，实际产能低于2800万条。半钢胎方面，2023年，公司青岛工厂在产产能1200万条/年，后续将通过技改升级进行产能扩充，预计将扩充至1400万条/年。泰国工厂已投产的一期设计产能目前为1000万条/年，后续二期产能爬坡，2023年泰国工厂半钢产能有望爬升至1400万条/年，全钢产能有望爬升至100万条/年。此外，西班牙和摩洛哥项目先后启动，产能进一步扩张。综合来看，2023-2025年，公司产能持续扩张，半钢胎产能有望分别达到2800万条、3200万条和3800万条，2023-2024年全钢胎产能为100万条和200万条。此外，公司已具备航空胎小批量产销能力，产品体系进一步完善，未来将拥有8万条航空胎产能。

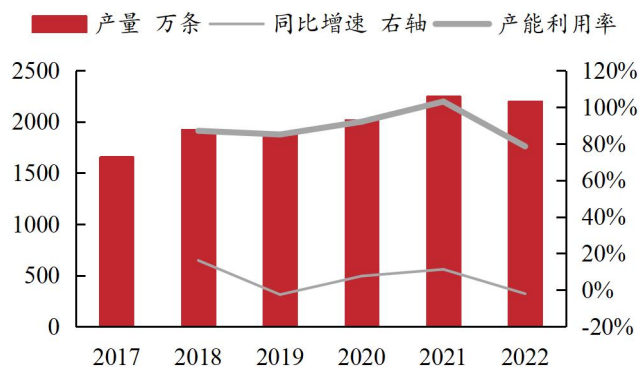
图表 7. 公司青岛、泰国两地轮胎产能（万条）

生产基地	产品类型	2021	2022	2023E	2024E	2025E
青岛	半钢子午线轮胎	1200	1200	1400	1400	1400
	航空轮胎			3	5	8
泰国罗勇	半钢子午线轮胎--一期	1000	1000	1000	1200	1200
	半钢子午线轮胎--二期			400	600	600
	全钢子午线轮胎--二期			100	200	200
西班牙	子午线轮胎					
摩洛哥	高性能轿车、轻卡子午线轮胎					600
	半钢胎产能	2200	2200	2800	3200	3800
	YOY				14%	19%
	全钢胎产能			100	200	200
	YOY				100%	0%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

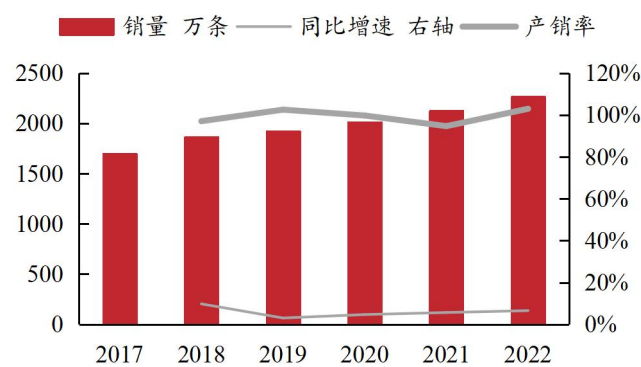
基本满产运行，销量逐年增长。产量方面，公司从 2017 年的 1653.98 万条增长至 2022 年的 2198.63 万条，2022 年产能利用率为 78.52%，主要原因系公司泰国二期扩产项目正在进行产能爬坡，预计 2023 年可满产运行；公司轮胎销量逐年增长，从 2017 年的 1697.96 万条增长至 2022 年的 2263.25 万条，公司几乎满产满销，轮胎产品获市场认可，公司稳步发展，经营向好。

图表 8. 2018-2022 产量整体增长



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

图表 9. 2018-2022 销量平稳增加

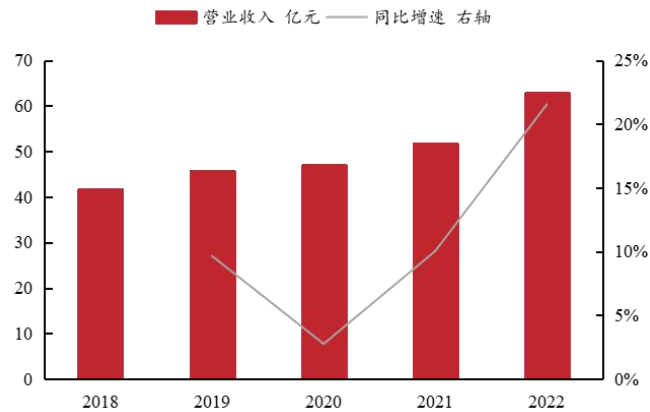


资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

1.3. 营收稳步增长，费用管控优秀

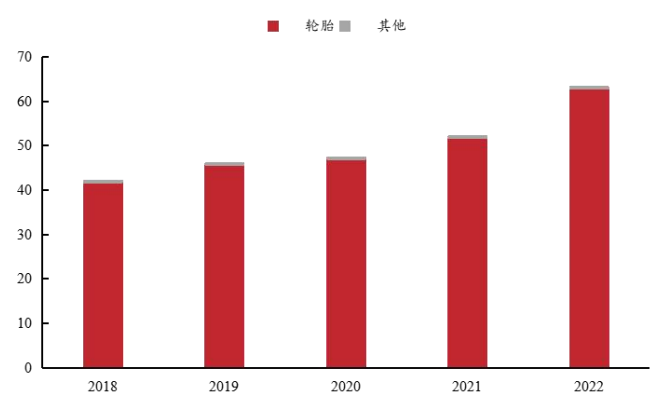
营业收入五年连增，公司聚焦轮胎主业。营业收入方面，2018-2022 年公司营业收入持续增长，2022 年实现营业收入 62.92 亿元，同比增长 21.54%。五年营收的 CAGR 为 10.8%。营收构成方面，公司聚焦轮胎主业，2020 年泰国工厂轮胎产能达产大幅提高了轮胎收入占比，2022 年，轮胎业务收入 62.85 亿元，占比增加到 99.88%。

图表 10. 2018-2022 年公司营业收入持续增长



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

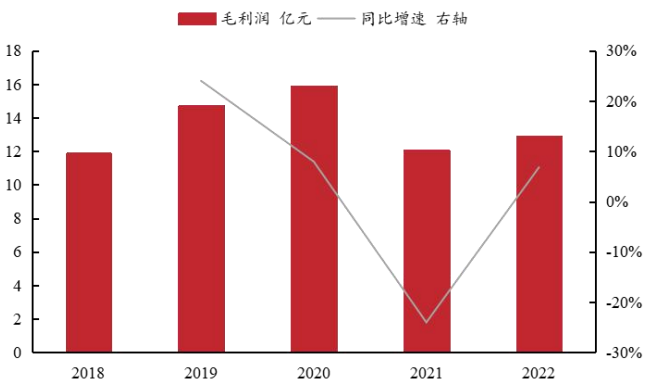
图表 11. 2018-2022 年轮胎为公司主要收入来源



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

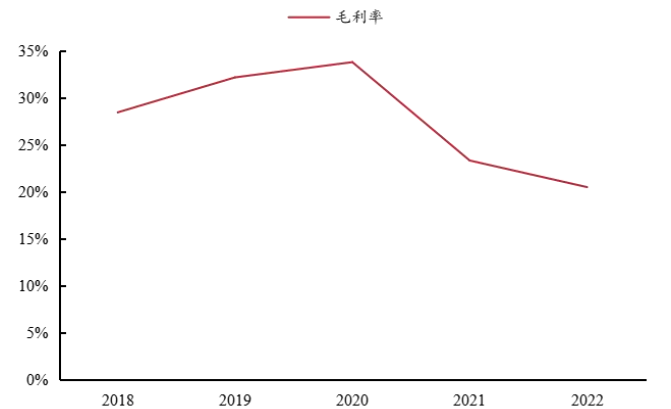
2022 毛利润达 12.90 亿元，近 5 年毛利率均超 20%。毛利润方面，2022 年公司毛利润为 12.90 亿元，同比略有上升，毛利率方面，2018-2020 年公司毛利率逐年提高，2022 年公司毛利率下降至 20.50%，主要受原材料价格上涨、疫情下出口集装箱紧张以及海运价格高涨、美国对原产于泰国的半钢子午线轮胎加征反倾销税等不利因素影响，但仍维持在 20% 以上。

图表 12. 2022 年公司毛利润同比增长 6.79%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

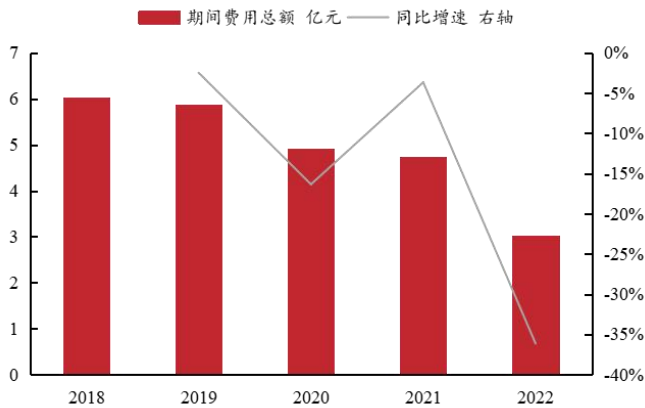
图表 13. 2018-2022 年毛利率均超 20%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

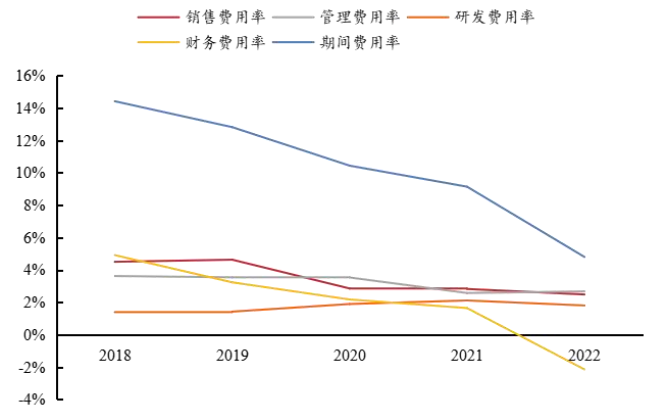
费用管控能力优秀，期间费用逐年下降。期间费用方面，2018-2022 年，公司期间费用总额及期间费用率持续下降，彰显公司经营效率持续提高。2021-2022 年，受公司优化债务结构、汇兑收益等影响，公司财务费用率持续下降，分别为 1.64% 和 -2.15%。

图表 14. 2018-2022 公司期间费用总额持续下降



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

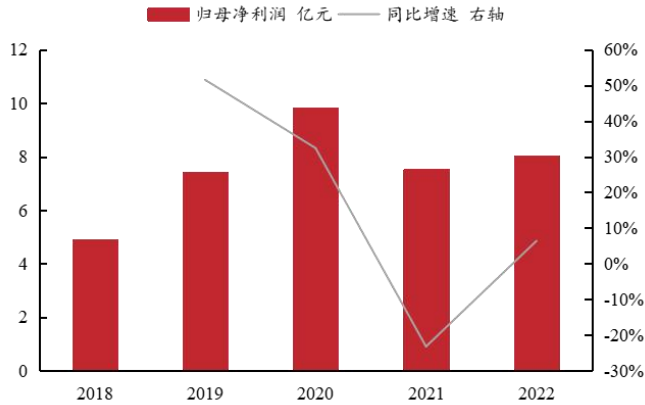
图表 15. 2018-2022 期间各费用率均有所下降



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

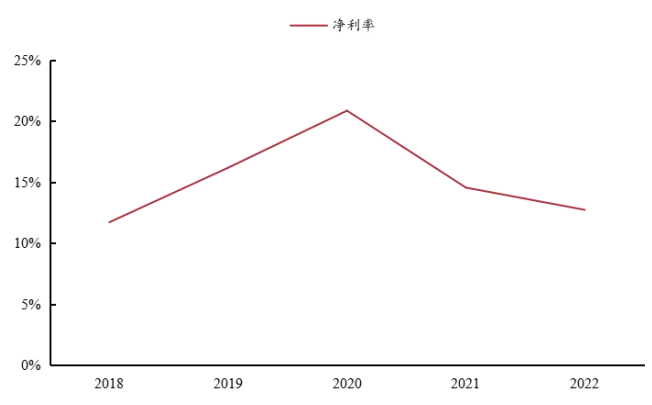
归母净利润重回增长，期待后期净利率提升。归母净利润方面，2018-2020 年公司归母净利润保持高速增长，2021 年有所下降，主要原因是全球疫情反复海运受阻，原材料价格大幅上涨，美国对泰国等原产地轮胎“双反”落地等，2022 年公司实现归母净利润 8.01 亿元，同比增长 6.37%。近五年，公司净利率维持在 10% 以上，2022 年净利率为 12.73%，后期随着原材料价格回落，公司持续进行智能化改造提升效率，有望推动公司净利率提升。

图表 16. 2022 公司归母净利润实现增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

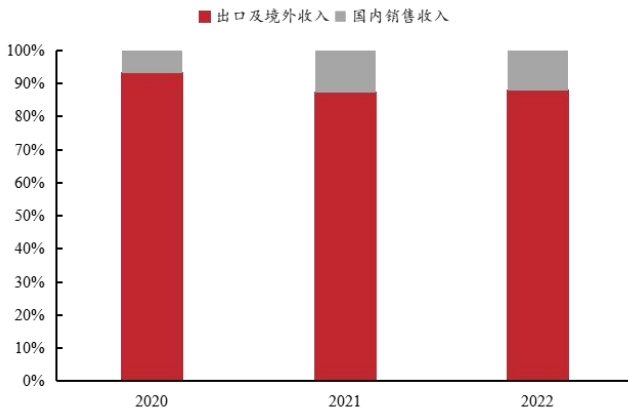
图表 17. 2022 年公司净利率为 12.73%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

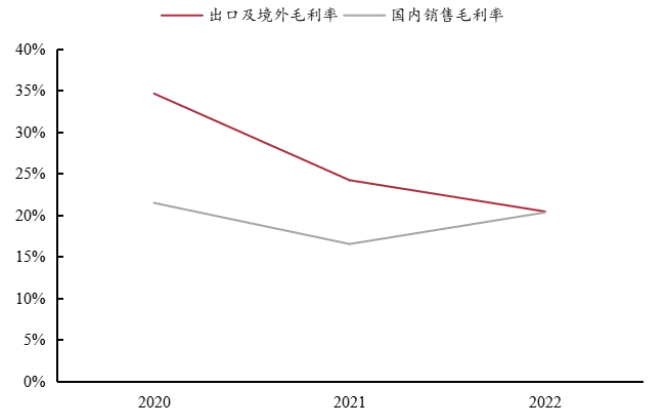
产品外销为主，外销产品通常具有更高毛利率。2020-2022 年，公司产品外销比例均在 86% 以上，北美为公司轮胎外销的主要目标市场，除北美外，公司在欧洲、亚太、南美、非洲等地也均有销售布局。从境内外的毛利率数据来看，境外产品销售通常有更高的毛利水平，2020-2021 年公司境外产品毛利水平均高于国内，2022 年，受海运费急涨后又急跌的影响，下半年海外经销商库存压力大，轮胎出口受阻，出口境外产品的毛利率有所下降。2022 年，公司轮胎在美国替换市场的占有率超 4%、在欧洲替换市场的占有率约 4%。

图表 18. 2020-2022 年公司产品销售外销为主



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 19. 2020-2022 年出口产品毛利率更高



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.4. 实施股权激励与股份回购，坚定长期发展信心

推出股权激励计划，健全长效激励机制。2022 年 3 月，公司推出 2022 年股票期权激励计划，草案中披露拟授予 466 名激励对象的股票期权数量为 2,068.70 万份（占该激励计划草案公告时公司股本总额的 3.18%），其中包括 6 名公司董事和高级管理人员，460 名中层管理人员及核心技术（业务）人员，将有利于留住优秀人才，进一步调动各级员工工作积极性。公司采用“营业收入”和“销售净利率”指标作为公司业绩考核指标，在三个行权期内分别设计了四个阶梯式兑现方案，股权激励计划的推出健全长效激励机制，促进公司业绩增长。

图表 20. 公司推出股权激励计划

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

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

进行股份回购，坚定长期发展信心。2022 年 10 月，公司推出股票回购计划，将在回购方案审议通过后的 8 个月内使用自有资金，回购不低于 1.5 亿元（含），不超过 3.0 亿元（含）的股份，回购价格不超过 40 元/股（含）。该次回购的股份将用于后期的股权激励计划，此举有利于调动员工工作积极性，并展示出对企业长期发展信心，促进企业长远健康发展。截止于 2023 年 1 月 31 日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份 232.49 万股，占公司总股本的 0.36%，成交总金额 6750.57 万元(不含交易费用)。

图表 21. 回购金额 30000 万元, 回购价 40 元/股测算, 股权变化情况

股份类别	回购前		回购后	
	数量 (股)	比例 (%)	数量 (股)	比例 (%)
有限售条件股份	354648752	54.59	362148752	55.74
无限售条件股份	295021700	45.41	287521700	44.26
合计	649670452	100	649670452	100

资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

图表 22. 回购金额 15000 万元, 回购价格 40 元/股测算, 股权变化情况

股份类别	回购前		回购后	
	数量 (股)	比例 (%)	数量 (股)	比例 (%)
有限售条件股份	354648752	54.59	358398752	55.17
无限售条件股份	295021700	45.41	291271700	44.83
合计	649670452	100	649670452	100

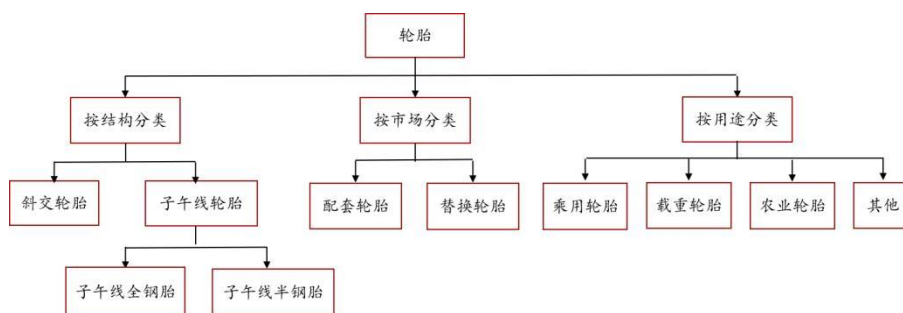
资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

2. 轮胎为万亿级市场, 行业景气向上

2.1. 市场空间: 轮胎具有消费刚性, 为万亿级市场

轮胎产品种类众多, 规格多样。轮胎是指在各种车辆或机械上装配的接地滚动的圆环形弹性橡胶制品, 通常安装在金属轮辋上, 能支承车身, 缓冲外界冲击, 传递驱动力与制动力于地面, 实现与路面的接触并保证车辆的行驶性能。按照结构不同, 轮胎可划分为斜交轮胎和子午线轮胎, 其中子午线轮胎又可细分为子午线半钢胎和子午线全钢胎。按照用途不同, 可划分为乘用车轮胎、载重轮胎、农业轮胎等。全钢胎主要应用于载重货车、长途客运车、工程机械车辆等; 半钢胎主要应用于轿车、SUV、商务车等乘用车。

图表 23. 轮胎分类



资料来源: 《中国及世界轮胎市场走势》(中国橡胶工业协会轮胎分会秘书处), 东亚前海证券研究所

轮胎具有一定的消费刚性。轮胎的性能关系到行车安全, 当磨损到一定程度后, 就必须进行更换, 根据中国橡胶工业协会公布的数据, 每台轿

车的配套轮胎为 5 条，更换周期为 3.3 年，每辆车每年需要更换 1.5 条轮胎；而每台载重胎的平均配套轮胎数量约为 11 条，平均更换周期更短。

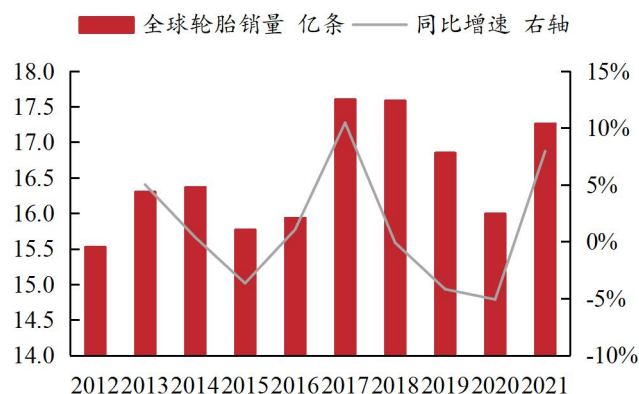
图表 24. 不同类型的车辆轮胎配套和替换系数及周期

轮胎类别	车辆类别	配套轮胎数(条)	替换系数(条/辆·年)	替换周期(年)
轿车胎	轿车	5	1.5	3.3
载重胎	中型载重卡车	11	15	0.7
	重型载重卡车	16-22	10-20	1.1-1.6
	轻型载重卡车	7	4.2	1.7
	大型客车	7-11	2-5	2.2-3.5
工程胎	装载机械	4	2	2
	运输工程机械	6	3	2

资料来源：中国橡胶工业协会，阳谷华泰公司公告，东亚前海证券研究所

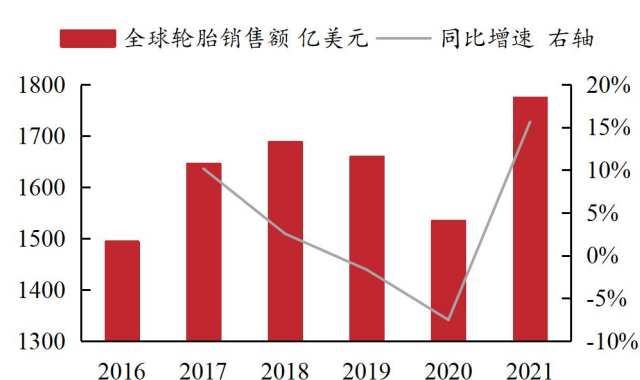
2021 年全球轮胎市场销量为 17.27 亿条，销售额近 1800 亿美元，轮胎市场空间巨大。根据《轮胎商业》数据，受轮胎价格上涨和销量增加的双重驱动，2021 年全球轮胎市场增速明显，销量为 17.27 亿条，销售额达 1775 亿美元，同比增长 15.6%，2017-2021 年全球轮胎市场销售额平均值为 1660.8 亿美元，市场巨大。

图表 25. 2012-2021 年全球轮胎销量



资料来源：米其林年报，东亚前海证券研究所

图表 26. 2017-2021 年全球轮胎市场销售额



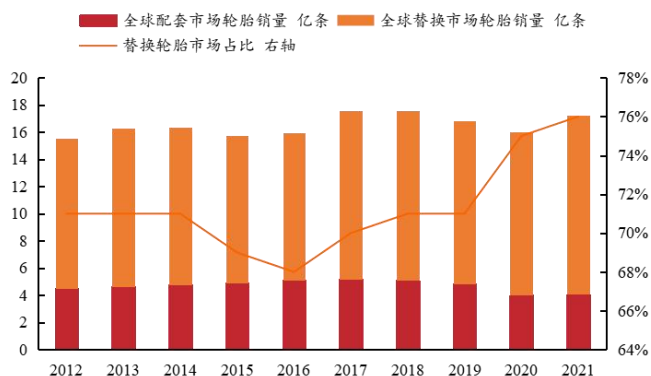
资料来源：《轮胎商业》，阳谷华泰公司公告，东亚前海证券研究所

2.1.1. 市场结构以替换为主，市场空间仍在扩大

轮胎以替换市场为主，且替换市场表现出更高的增长弹性。轮胎市场以轮胎和主机厂配套与否为标准，划分为替换市场和配套市场，其分别对应旧车更换需求和新车新增需求，2021 年替换市场占比超 75%。据米其林年报，全球范围内替换市场在轮胎市场中占据主要地位，2017-2021 年占比均超过 70%，且比例逐年提升，2021 年全球替换市场轮胎销量达 13.20 亿条，占比达 76.46%。替换市场表现出更强的增长弹性和抵御周期波动的韧性，2021 年替换轮胎销量同比增长 10.5%。从 2017-2021 年的历史数据来看，全球配套市场轮胎销量增速整体下行，替换轮胎较配套轮胎表现更优，即在轮胎市场下行时，销量下跌幅度更小，上行时，增速更高，替换市场表现出了更强的增长弹性和抵御周期波动的韧性。据米其林年报数据，2021

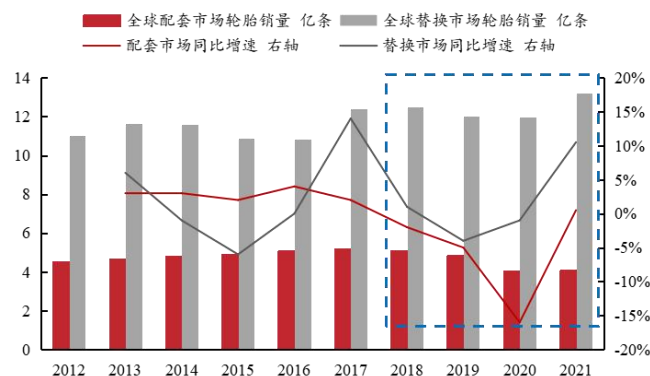
年，全球配套轮胎销量为 4.07 亿条，同比增长 0.4%，而全球替换轮胎销量为 13.20 亿条，同比增长 10.5%。

图表 27. 2016 年以来，替换市场占比逐年提升



资料来源：米其林年报，东亚前海证券研究所

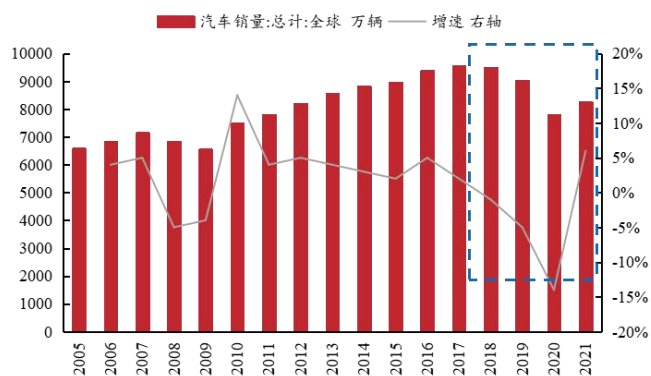
图表 28. 2012-2021 年全球配套及替换轮胎销量



资料来源：米其林年报，东亚前海证券研究所

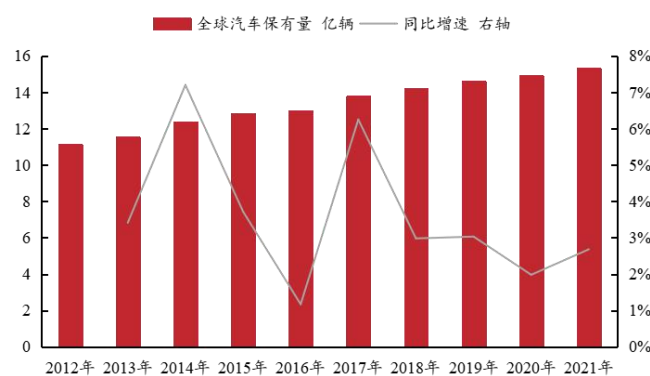
全球汽车保有量与轮胎市场相关性高，其稳步提升促进轮胎市场扩大。2018-2021 年全球汽车销量总体呈现下降趋势，但其更多影响的是配套市场，而配套市场占比低，因此立足于全局，我们认为替换市场对总体市场的影响更大。而与替换市场具有高度相关性的指标是全球汽车保有量。2012-2021 年，全球汽车保有量稳步提升，从 2012 年的 11.15 亿辆，提升至 2021 年的 15.31 亿辆，这促进轮胎替换市场以及总体市场的扩大。Allied Market Research 预测，到 2030 年，预计全球汽车轮胎市场规模将达 2188.70 亿美元，对比 2021 年的市场规模，年均复合增速达 2.36%，轮胎行业市场空间仍在继续扩大。

图表 29. 2018-2021 年全球汽车销量总体下降



资料来源：OICA，Wind，东亚前海证券研究所

图表 30. 2012-2021 年全球汽车保有量稳步提升



资料来源：OICA，华泰阳谷公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

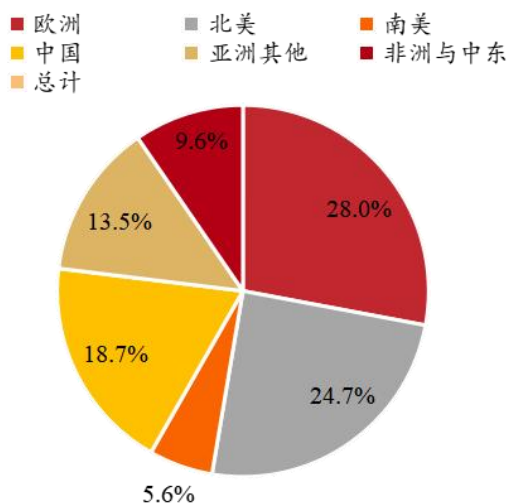
尽管配套市场规模更小，但其意义更在于品牌效应的建立和相关联的替换市场，配套市场份额扩大或意味着综合竞争力提升。一般来说，进入到原厂配套轮胎市场的轮胎品牌，是消费者及汽车厂商对轮胎品牌与技术实力的双重肯定，也将会是消费者的首选替换轮胎品牌，因此若某轮胎品牌在配套市场的规模扩大，往往意味着其综合竞争力增强。对于轮胎企业来说，借助替换市场为进入配套市场积累品牌资产，提升品牌价值；相反地，

通过配套市场的品牌效应、顾客忠诚度，进一步拓展替换市场。因此，配套市场是轮胎厂家“必争之地”，在当下的市场环境下，主机厂相较于轮胎厂更具有价格主导权，国内轮胎企业的配套轮胎业务多处于微利甚至亏损状态。

2.1.2. 欧美亚占据绝大部分市场，中国市场举足轻重

分区域看，亚太、欧洲和北美地区轮胎销量合计占比 84.84%，中国市场举足轻重。全球轮胎市场分布集中，2021 年亚太（中国+亚太其它地区）、欧洲和北美地区轮胎销量占比分别为 32.2%、28.0%和 24.7%，合计占比 84.84%，其中中国轮胎市场占比为 18.7%，中国市场在国际轮胎市场中的地位举足轻重。

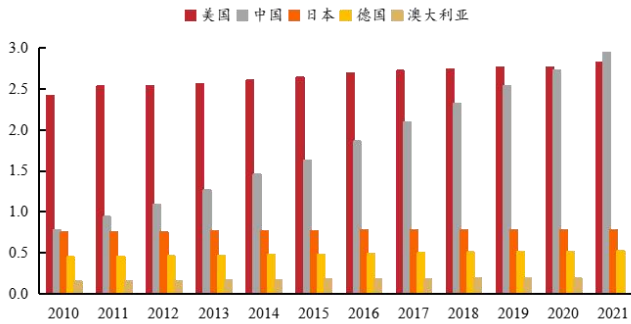
图表 31. 分区域，2021 年亚太、欧洲和北美地区轮胎销量合计占比 84.84%



资料来源：米其林年报，东亚前海证券研究所

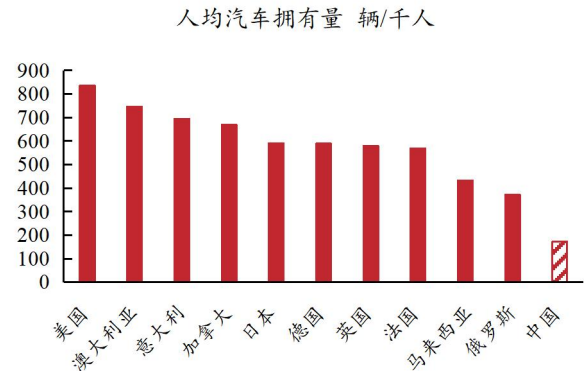
2021 年中国、美国和日本分列全球汽车保有量前三，对应更大的替换轮胎市场，我国汽车市场成长动力充足。根据全球汽车保有量数据，2021 年，中国、美国和日本的汽车保有量分别为 2.94、2.82 和 0.78 亿辆，分列前三，对应更大的替换轮胎市场。值得关注的是，我国汽车保有量不仅存量市场空间大，增速同样亮眼，据 CEIC 及世界银行数据，2010-2020 年我国汽车保有量快速提升，从 2010 年的 0.78 亿辆提升至 2022 年的 3.19 亿辆，年均复合增速为 12.45%。尽管总量居首，但从人均汽车保有量来看，2021 年我国人均汽车保有量仅为 173 辆/千人，与排名前十的国家差距较大，我国汽车市场未来市场空间广阔，有望保持较高增速，与汽车保有量相关联的轮胎市场同样有较高的增长预期。

图表 32. 2021 年中国、美国、日本为汽车保有量前三的国家（亿辆）



资料来源：CEIC，世界银行，Wind，东亚前海证券研究所

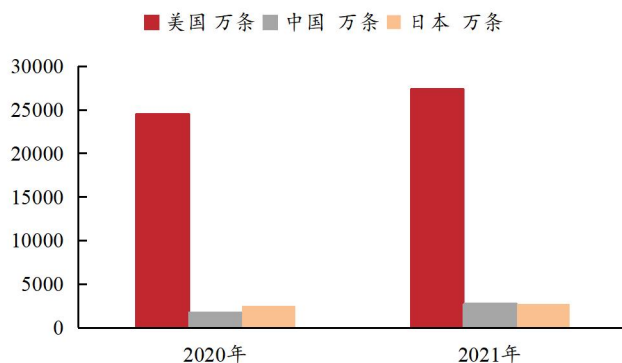
图表 33. 2021 年中国人均汽车保有量与前十国家差距较大



资料来源：世界银行，东亚前海证券研究所

美国进口轮胎数量远高于中国、日本，北美或美国市场是各大轮胎企业的关键市场。虽然中国、美国和日本为汽车保有量前三的国家，但中国和日本进口轮胎相对较少，2021 年，美国轮胎进口量为 2.74 亿条，远高于中国的 2770.6 万条和日本的 2754.7 万条，进口体量差距较大，因此美国市场是胎企市场争夺的重要阵地。2021 年，美国乘用车轮胎多进口自泰国，进口量超 4000 万条，其次是墨西哥，进口量为 2410 万条。日本同样为轮胎净出口国，北美为重要出口目的地。2021 年日本向北美市场出口轮胎 1505.1 万条，占该国当年轮胎总出口量的 35%。

图表 34. 美国进口轮胎数量多



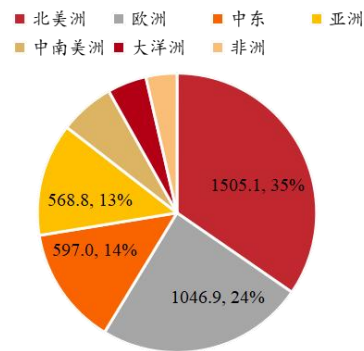
资料来源：《2021 年日本轮胎市场综述》（裴雨飞），百川盈孚，Wind，东亚前海证券研究所

图表 35. 2021 年美国自泰国进口的乘用车胎数量最多



资料来源：《2021 年美国轮胎市场综述》（裴雨飞），东亚前海证券研究所

图表 36. 2021 年日本轮胎多出口向北美市场（万条）

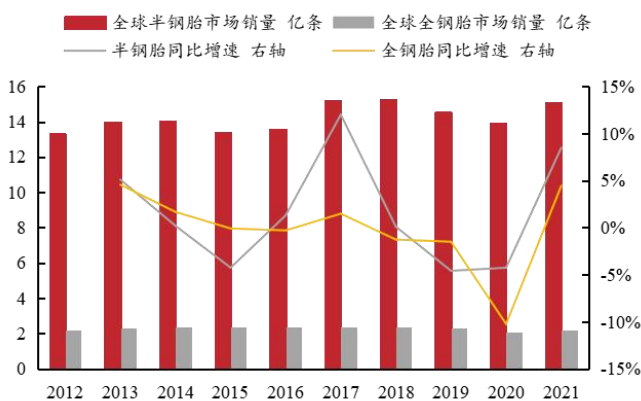


资料来源：《2021 年日本轮胎市场综述》（裴雨飞），东亚前海证券研究所

2.1.3. 半钢更具消费属性，市场在波动中扩大

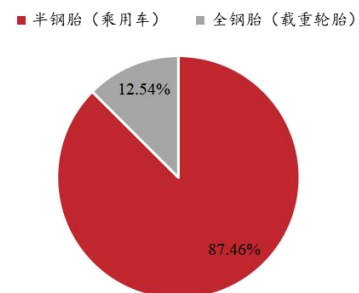
半钢胎更具消费属性，2021 年全球半钢胎销量占比超 87%，半钢胎市场规模在波动中扩大，全钢胎销量总体平稳。半钢轮胎方面，据米其林年报，2012-2021 年全球销量波动较大，2021 年半钢轮胎销量为 15.10 亿条，2017-2021 年的平均销量为 14.81 亿条，高于 2012-2016 年的平均销量 13.67 亿条；全钢胎方面，2012-2021 年全球销量较为平稳，2021 年销量为 2.17 亿条，2017-2021 年的平均销量为 2.26 亿条，低于 2012-2016 年的平均销量 2.31 亿条，对比来看，半钢胎相较于全钢胎更具有消费属性。据米其林年报数据，2021 年全球半钢胎销量占比超 87%。

图表 37. 2012-2021 年全球半钢及全钢轮胎销量



资料来源：米其林年报，东亚前海证券研究所

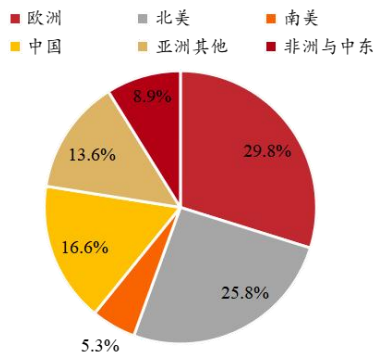
图表 38. 2021 年全球半钢胎销量占比超 87%



资料来源：米其林年报，东亚前海证券研究所

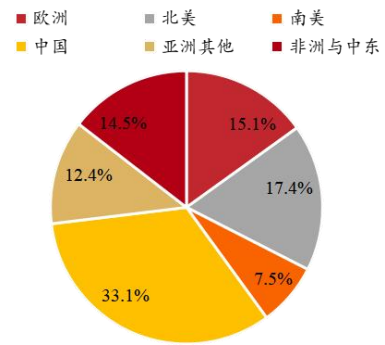
半钢胎市场区域间相对均衡，亚太地区全钢胎销量占全球比超过 45%。细分来看，2021 年亚太、欧洲和北美地区的乘用车胎销量占比分别为 30.26%、29.8%和 25.8%，其中中国占比 16.6%；全钢胎相对于半钢胎的区域集中度更高，2021 年亚太、欧洲和非洲与中东地区的半钢胎销量占比分别为 45.48%、15.1%和 14.5%，其中中国占比 33.1%，这与各区域间的经济发展阶段与经济结构差异密切相关。

图表 39. 2021 年，全球分区域半钢胎销量占比



资料来源：米其林年报，东亚前海证券研究所

图表 40. 2021 年，全球分区域全钢胎销量占比



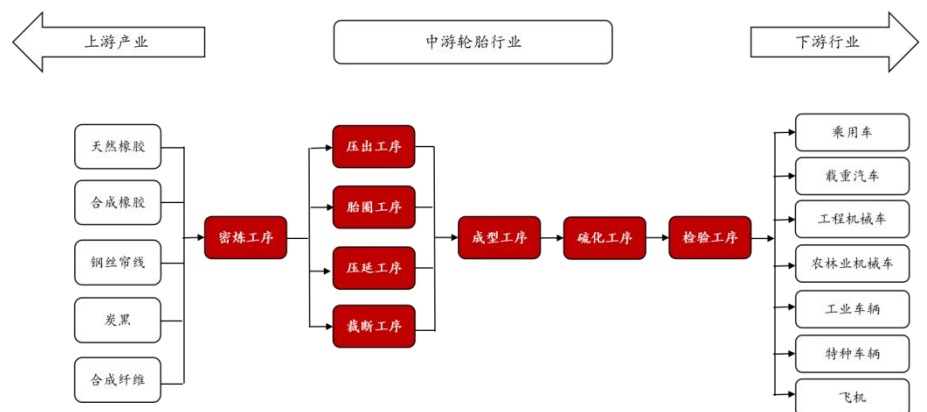
资料来源：米其林年报，东亚前海证券研究所

2.2. 市场方向：原料成本边际降低，出口窗口重新打开

2.2.1. 主要原材料成本边际下降

轮胎产业上游为橡胶、钢铁、炭黑等其他化工原料。轮胎的上游化工原料主要包括天然橡胶、合成橡胶、钢丝帘线、炭黑和合成纤维等，其中橡胶是关键的原材料，直接影响轮胎制造业的生产成本。原材料经过密炼、成型、硫化、检验等多道工序，形成不同轮胎产品，可进一步应用于乘用车、载重汽车、工程机械车、农林业机械车、工业车辆等多种交通运输工具。

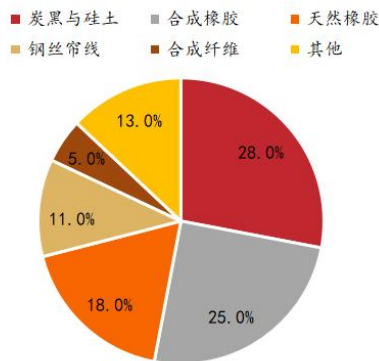
图表 41. 轮胎制造行业产业链



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

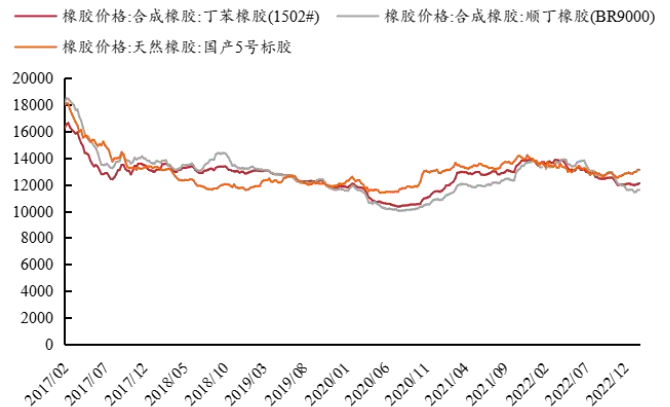
橡胶价格有望继续回落，利于盈利修复。原材料构成方面，根据百川盈孚数据，天然橡胶和合成橡胶是轮胎产品的关键原料，在原料构成中占比超过 40%，2020 年起，橡胶因受气候、疫情、原油价格上涨、下游需求复苏等综合影响，出现供需错配，价格开始上涨，抬升胎企成本。截至 2023 年 2 月 3 日，合成橡胶价格较前期高点出现回落，天然橡胶高位震荡。伴随供需关系改善及国际油价松动，后期橡胶价格有望回落。

图表 42. 轮胎原料构成



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

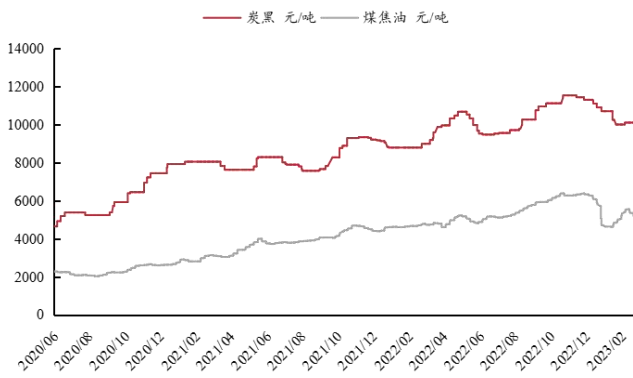
图表 43. 2017 年至今天然橡胶和合成橡胶价格走势



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

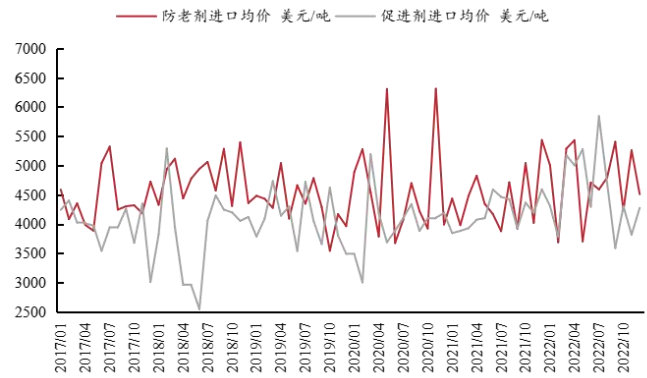
炭黑价格高位松动，防老剂促进剂价格高位回落。炭黑方面，2022 年，炭黑的主要原料煤焦油价格上行，煤焦油价格从年初 4424 元/吨上涨 44% 至年内高点 6375 元/吨，从原料端支撑炭黑价格。炭黑供给端，2022 年俄乌冲突导致欧洲炭黑供应受阻，国内炭黑出口先升后降，我国国内也因上游焦化厂淘汰落后产能及行业重组等影响，产能存在一定程度错配。2022 年，炭黑价格年均价为 10044.74 元/吨，同比上涨 23%。目前，煤焦油价格高位松动，炭黑成本端压力减轻，后期价格有进一步下降空间，轮胎企业成本有望进一步降低。目前，防老剂、促进剂价格同样出现一定程度回落。

图表 44. 2023 年以来，炭黑价格高位松动



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

图表 45. 目前，防老剂促进剂价格较前期高点回落



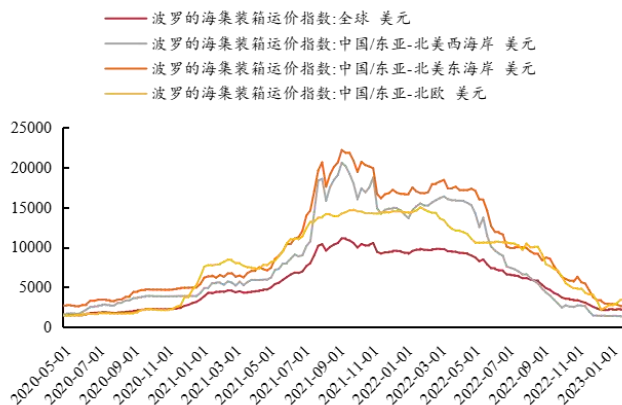
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.2.2. 海运费回落及欧美通胀高企，高性价比轮胎再迎机遇

海运价格较前期高点大幅回落，现已接近历史均值，出口压力减轻。从波罗的海运价指数和主要航线 CCFI 指数变化趋势看，受前期新冠疫情在全球范围内蔓延的影响，海外港口工人减少导致港口装卸力不足，集装箱周转率下降，叠加国际油价大涨抬升海运成本，因此 2020 年末国际海运价格快速拉升，一直到 2021 年 9 月份，全球海运费持续走高。2021 年下半年以来，随着全球范围内疫情好转及各国对港口的协调，海运费逐渐回落。2022 年下半年，海运价格急速回落。截至 2023 年 1 月，主要波罗的海集装箱运价指数均较前期高点回落超 75%，接近历史平均水平；主要航线 CCFI

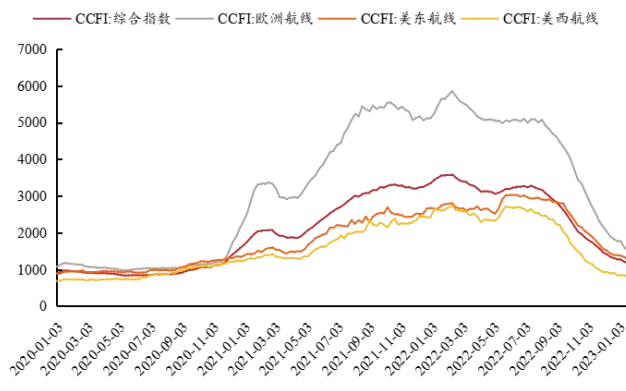
指数同样大幅回落至历史平均区间。尽管我国轮胎出口多采用 FOB 模式，即海运费一般由客户承担，但胎企基于经营战略、客户合作、市场争夺等多因素考虑，一般会承担一定的运费，增加经营成本。因此目前海运价格回落，有利于海外轮胎市场需求恢复，中国轮胎重新打开出口空间。

图表 46. 2022 年开始，波罗的海运价指数大幅回落



资料来源：Freightos, Wind, 东亚前海证券研究所

图表 47. 2020 年至今主要航线 CCFI 指数变化情况

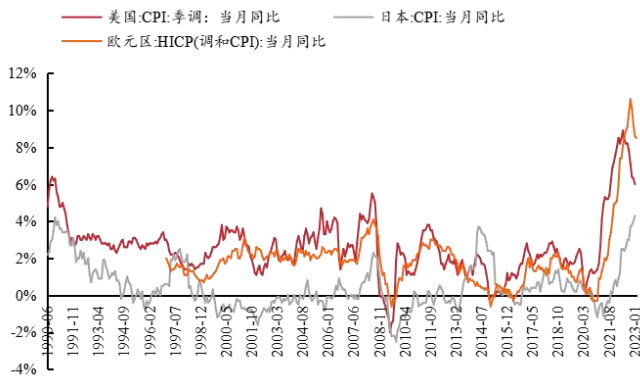


资料来源：上海航运交易所, Wind, 东亚前海证券研究所

欧美等主要经济体通胀水平持续处于高位，我国轮胎性价比高，迎来出口机遇。新冠疫情干扰全球经济运行，进入 2021 年以来，在世界主要经济体实施经济刺激计划，全球供应链持续受到干扰，以及全球能源价格大幅上涨等综合因素影响下，主要经济体的通胀水平上升。本轮通胀上行显示出高粘性，主要表现为 2022 年美联储虽实施多轮加息，仍然难以快速降低通胀水平。2023 年 2 月，美国季调后的 CPI 同比上涨 6.0%，仍处于历史高位。此外，2 月份欧元区调和 CPI 同比上涨 8.6%，同样处于历史较高水平。

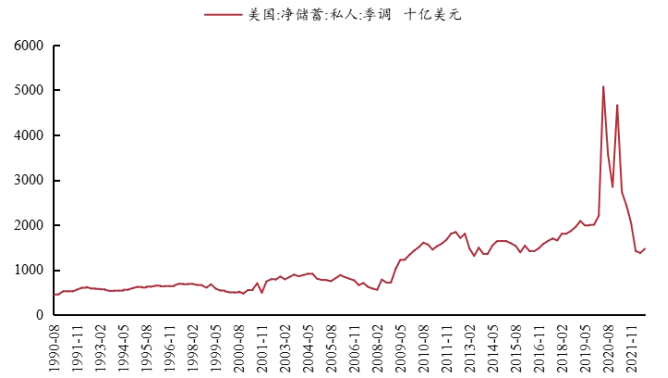
而居民储蓄规模方面，目前美国私人净储蓄已高位回落，与疫情前水平相当。因此在高通胀和居民储蓄回落的双重背景下，人们更青睐于高性价比产品的消费。从美国的轮胎进口数据来看，2020 年下半年以来，美国进口轮胎数量冲高后持续处于高位。欧美通胀环境下，我国高性价比轮胎优势凸显，有望迎来新一轮出口机遇。

图表 48. 疫情以来，欧美通胀水平快速上升



资料来源：美国劳工部，欧盟统计局，日本统计局，Wind，东亚前海证券研究所

图表 49. 美国私人储蓄规模



资料来源：美国经济分析局，Wind，东亚前海证券研究所

图表 50. 2020 年下半年以来，美国轮胎进口保持高位



资料来源：美国劳工部，欧盟统计局，日本统计局，Wind，东亚前海证券研究所

3. 全球轮胎头部效应凸显，国产轮胎迎多重机遇

3.1. 竞争格局：全球轮胎 CR5 高达 46%，本土胎企尚处弱势

全球竞争格局高度集中且较为稳定，2021 年 CR5 为 46%。从 2018-2021 年全球轮胎企业的销售额数据来看，全球 75% 的轮胎市场被前 20 名轮胎市场占领，全球 95% 的份额被前 75 名的轮胎企业瓜分。单从 2021 年的数据来看，全球市占率排名前五的企业分别为米其林、普利司通、固特异、大陆马牌和住友橡胶，其市占率分别为 15%、12%、8%、7% 和 4%，全球轮胎市场 CR5 高达 46%，CR3 高达 35%，全球轮胎市场竞争格局高度集中，且相对稳定，头部企业的市占率优势显著。

图表 51. 2018-2021 年全球轮胎企业前 20 强销售额（亿美元）

2022 年度排名	公司	总部所在地	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年各家销售额占比
1	米其林	法国	232.8	250.0	229.4	263.0	15%
2	普利司通	日本	249.8	243.3	207.5	221.8	12%
3	固特异	美国	143.9	136.9	114.4	149.2	8%
4	大陆马牌	德国	117.6	112.8	99.1	120.0	7%
5	住友橡胶	日本	69.6	70.6	63.7	72.5	4%
6	倍耐力	意大利	61.3	59.4	48.9	63.4	4%
7	韩泰轮胎	韩国	58.1	57.3	53.1	59.8	3%
8	中策橡胶	中国	40.0	35.9	39.0	45.3	3%
9	优科豪马	日本	47.5	48.1	43.5	42.3	2%
10	正新轮胎	中国台湾	39.1	39.1	37.9	38.7	2%
11	通伊欧	日本	31.0	30.6	28.7	32.3	2%
12	佳通轮胎	新加坡	29.1	31.0	25.0	30.4	2%
13	玲珑轮胎	中国	23.2	24.0	27.5	29.1	2%
14	阿波罗轮胎	印度	24.7	22.7	23.0	27.3	2%
15	赛轮轮胎	中国	20.0	20.4	20.2	26.6	1%
16	MRF 公司	印度	23.4	22.4	21.4	24.8	1%
17	锦湖轮胎	韩国	23.4	20.2	18.4	22.7	1%
18	耐克森轮胎	韩国	18.0	18.2	14.0	19.7	1%
19	诺记轮胎	芬兰	17.2	17.0	14.2	19.3	1%
20	Barez 轮胎集团	伊朗	3.5	5.4		16.9	1%
全球轮胎 20 强销售额合计			1273.0	1265.0	1128.7	1324.9	75%
全球轮胎 20 强销售额占比			76%	76%	75%	75%	
全球轮胎 75 强销售额合计			1609.0	1594.7	1439.3	1695.0	95%
全球轮胎 75 强销售额占比			95%	96%	95%	95%	
全球轮胎销售额合计			1686.0	1669.7	1514.3	1775.0	

资料来源：《2018-2022 年度全球轮胎 75 强析评》（陈维芳等），东亚前海证券研究所

就全球轮胎企业前 20 强看，国际胎企巨头仍集中于发达国家。中国、日本、韩国进入前 20 名榜单的轮胎企业数量最多，日本在销售额占比方面具有较强领先优势，4 家企业合计占比为 21%，而我国 4 家轮胎企业（中策轮胎、正新轮胎、玲珑轮胎、赛轮轮胎）合计占比为 8%，差距较大。而法国、美国的前 20 强胎企数量少但单个企业的市占率高，法国米其林和美国固特异轮胎的市占率分别为 15%和 8%，是当之无愧的全球轮胎企业巨头。

图表 52. 2021 年部分国家市场份额

总部所在地	前 20 强数量/ 家	各国前 20 强销售额/亿 美元	销售额占比
法国	1	263.0	15%
日本	4	368.8	21%
美国	1	149.2	8%
德国	1	120.0	7%
意大利	1	63.4	4%
韩国	3	102.2	6%
中国	4	139.7	8%
全球轮胎销售额合计		1775.0	100%

资料来源：《2018-2022 年度全球轮胎 75 强析评》（陈维芳等），东亚前海证券研究所

中国轮胎企业现多处于第三梯队，产品定位多以细分或低端市场为主。世界轮胎行业按销售额大致可分为四个梯队：第一梯队为米其林、普利司通和固特异，该三家企业市占率常年居于前三，企业行业地位和规模优势地位明显，产品集中于中高端市场；第二梯队以大陆马牌、住友橡胶、倍耐力为代表，该类企业的轮胎产品主要面向中高端乘用车、轻卡子午胎市场；第三梯队以中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮集团、森麒麟等中国上市轮胎企业，以及印度阿波罗和 MRF 轮胎为主，市场定位为轮胎细分领域；第四梯队以中小型轮胎企业为主，定位于低端市场，市占率低。

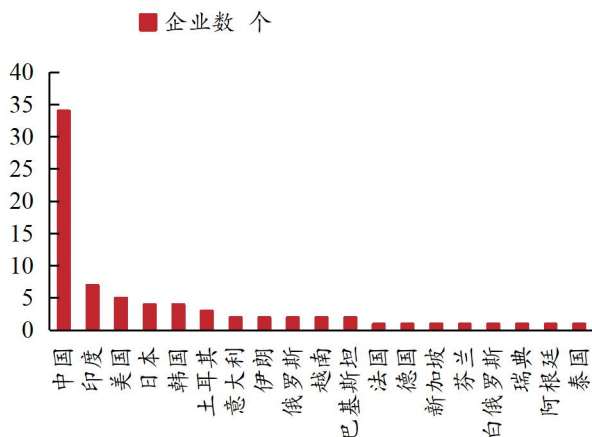
图表 53. 国际轮胎品牌竞争梯队

竞争梯队	轮胎品牌	市场定位
第一梯队	米其林、普利司通、固特异	中高端市场
第二梯队	大陆马牌、住友橡胶、倍耐力等	中高端乘用车、轻卡子午胎市场
第三梯队	中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟等	细分领域
第四梯队	其他中小企业	低端市场

资料来源：产业信息网，东亚前海证券研究所

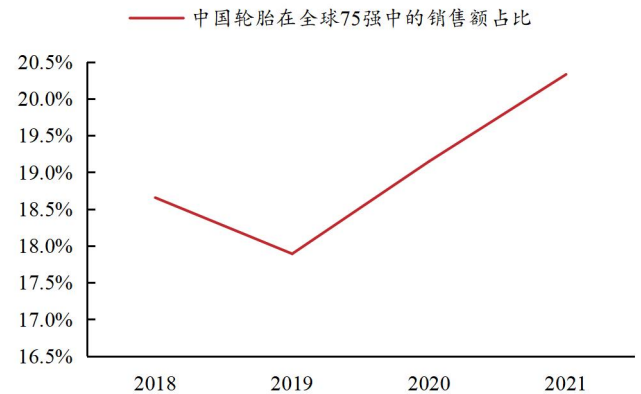
中国轮胎企业“多而不强”，但近年来有所改善。在 2021 年度全球轮胎 75 强中，34 家轮胎企业为中国企业，数量占比超过 45%，其余企业所在地区分散，主要集中于欧洲、北美和亚太地区。从市占率来看，2019-2021 年中国轮胎企业在全 75 强中的销售额占比逐年提升，从 2019 年的 17.89% 提升至 2021 年的 20.33%，显示中国轮胎企业在国际市场认可度逐年提升，中国轮胎企业发展向好。但对比来看，2021 年仅法国米其林一家的市占率即达到 15%，中国前 75 强轮胎企业的平均市占率仅为 0.6%，中国轮胎企业与国际巨头的差距仍然较大。

图表 54. 2021 年世界前 75 强，各国轮胎企业个数



资料来源：《2018-2022 年度全球轮胎 75 强析评》（陈维芳等），东亚前海证券研究所

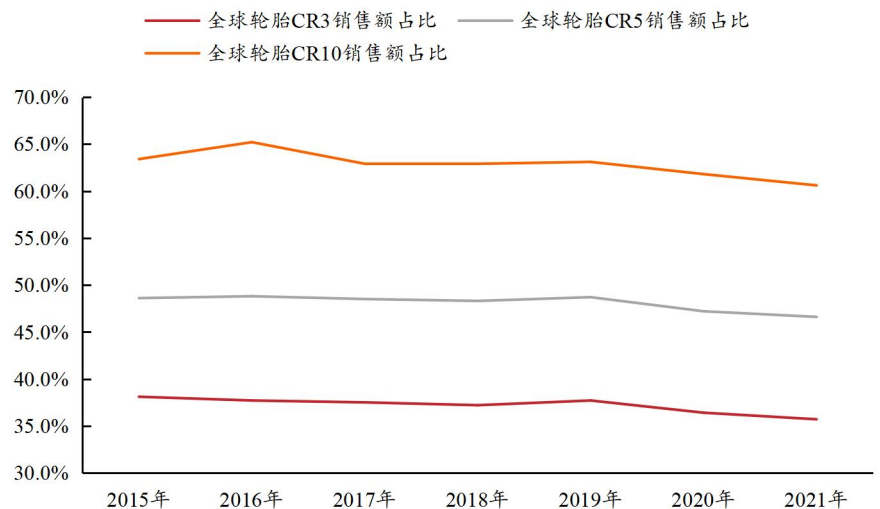
图表 55. 2018-2021 年中国轮胎在全球 75 强中的销售额占比有所提升



资料来源：《2018-2022 年度全球轮胎 75 强析评》（陈维芳等），东亚前海证券研究所

轮胎巨头市占率已有松动。2015-2021 年，全球轮胎 CR3 销售额从 38.1% 下降到 35.7%，下降了 2.4pct；全球轮胎 CR5 销售额从 48.6% 下降到 46.6%，下降了 2.0pct；全球轮胎 CR10 销售额从 2015 年的 63.4% 下降到 2021 年的 60.6%，下降了 2.8pct。全球轮胎市场竞争激烈，轮胎巨头的市占率虽已有松动，但竞争格局仍然高度集中。

图表 56. 2015-2021 年全球轮胎企业 CR3、CR5 和 CR10 销售额占比



资料来源：《2018-2022 年度全球轮胎 75 强析评》（陈维芳等），东亚前海证券研究所

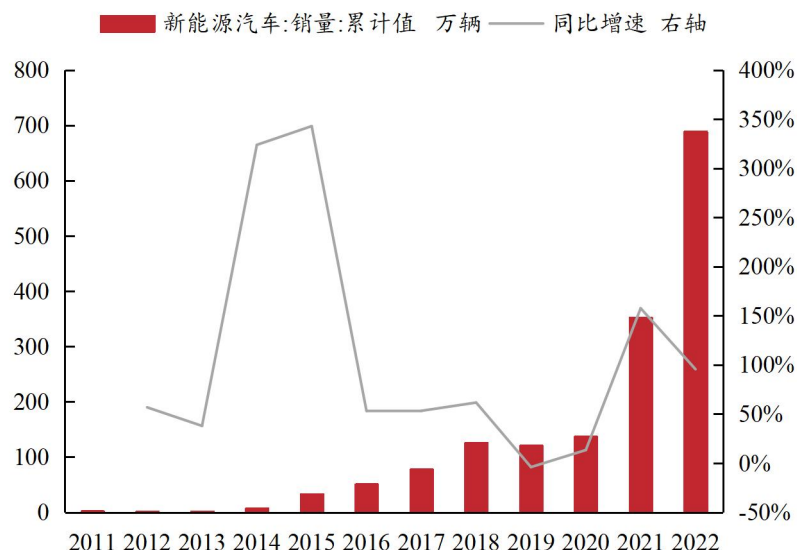
3.2. 多重机遇：国内产能出清，高端、配套发展提速

3.2.1. 中国新能源汽车大发展，为国产胎企重要机遇

中国新能源汽车市场快速发展，打入其配套市场，是增强国产轮胎品牌影响力和长期竞争力的重要机会。我国是全球新能源汽车消费的主力军，2022 年我国 EV 销量占据全球的 68.25%。据 Clean Technica 数据，2022 年

全球新能源汽车销量为 1009 万辆，据中汽协数据，2022 年我国新能源汽车销量达 688.7 万辆，同比增长 95.6%，2019-2022 年 CAGR 为 78.7%，新能源汽车销量持续走高。

图表 57. 2011-2022 年我国新能源汽车市场销量及增速



资料来源：中汽协，Wind，东亚前海证券研究所

2022 年，中国新能源汽车品牌销量居于全球前列，中国车企话语权得到重塑，中国轮胎企业借助东风实现跨越式发展。据 Clean Technica 数据，2022 年全球新能源汽车前 10 强中，有 5 家为中国品牌，分别是比亚迪、广汽、上汽、长安和奇瑞，上汽通用五菱为中美合资品牌，比亚迪领先其他车企，以 184.78 万辆的销量居于全球首位，占全球销量的 18.31%，由此可见，中国车企在新一轮新能源汽车竞赛中话语权得到重塑。国内新能源汽车企业竞争激烈，成本控制是各大车企考虑的重要因素。相比于给国际车企进行配套，国产胎企凭借产品的高性价比更容易被纳入主机厂的配套体系，为未来进一步拓展新能源车企的替换市场和打开国际车企的配套市场打下基础，有利于增强品牌影响力，建立和增强长期综合竞争力。因此，我国轮胎企业借助中国新能源汽车发展大势，有望实现跨越式成长。

图表 58. 2022 年全球新能源汽车前 20 强

排名	企业	2022 年全年销量(辆)	占比
1	比亚迪	1,847,745	18.31%
2	特斯拉	1,314,330	13.02%
3	上汽通用五菱	482,056	4.78%
4	大众	433,636	4.30%
5	宝马	372,694	3.69%
6	奔驰	293,597	2.91%
7	广汽	271,557	2.69%
8	上汽	237,562	2.35%
9	长安	237,429	2.35%
10	奇瑞	230,867	2.29%
11	起亚	224,784	2.23%
12	吉利	224,601	2.23%
13	现代	222,500	2.20%
14	东风	204,774	2.03%
15	沃尔沃	203,144	2.01%
16	奥迪	191,644	1.90%
17	哪吒	149,791	1.48%
18	福特	148,520	1.47%
19	理想	134,409	1.33%
20	标致	129,910	1.29%
TOP20 合计		7,555,550	74.87%
其他		2,535,614	25.13%
全球总计		10,091,164	100.00%

资料来源：Clean Technica，东亚前海证券研究所

国产胎企配套市场成果显著，未来有望进一步拓展配套主机厂品牌。目前我国众多胎企已经为新能源汽车进行配套，如玲珑轮胎，为通用五菱全系、奥迪、吉利、北汽等车企进行配套，而且是比亚迪第一大轮胎供应商；如森麒麟，为广汽新能源、大众、合创等进行配套轮胎供货，如赛轮轮胎，为北汽、合众、哪吒、比亚迪等进行配套，国产轮胎的配套市场发展成果显著。

图表 59. 众多国产新能源汽车主机厂采用国产轮胎作为配套

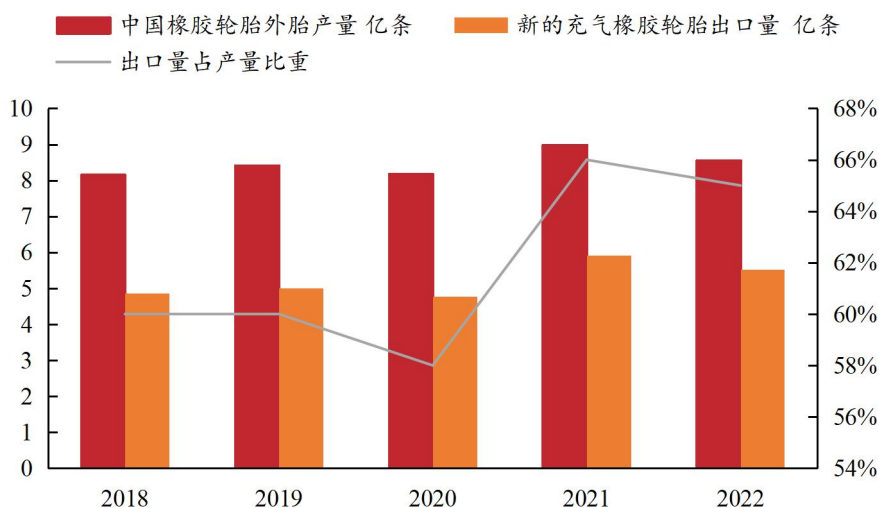
轮胎企业	主机厂（新能源）
玲珑轮胎	通用五菱全系； 比亚迪秦、宋、元、海洋四大系列，是比亚迪第一大轮胎供应商； 奥迪、吉利、北汽、雷诺日产、东风本田、广汽本田、一汽红旗、一汽奔腾、宝骏、江铃等新能源车企；易捷特、开沃、威马等新兴的新能源车企
青岛双星	奇瑞、合众、东风小康
森麒麟	广汽新能源埃安系列车型、大众以及合创、轻橙等新能源车企
赛轮轮胎	北汽、合众、零跑、长城、吉利、奇瑞、长安、哪吒、比亚迪
三角轮胎	宇通、金龙、中通、比亚迪、江铃、大运
中策轮胎	比亚迪、吉利、长安、奇瑞、欧拉、哪吒、广汽埃安、广汽传祺、睿蓝、长城、荣威、合创、威马、零跑、江铃、东风

资料来源：各公司公告，轮胎商业，Wind，东亚前海证券研究所

3.2.2. 行业迎产能出清，国内竞争格局优化

国内每年约消耗 3.2 亿条轮胎。2018-2022 年，我国轮胎产量均值约为 8.5 亿条，出口量均值约为 5.2 亿条，出口量占比超 60%，国内每年消耗大约 3.2 亿条轮胎。2021 年为我国轮胎产量达到近五年的峰值为 8.99 亿条，出口量为 5.92 亿条，同比增长 24.1%，同样创下近五年新高。

图表 60. 2018-2022 年我国轮胎产量及出口量



资料来源：国家统计局，海关总署，东亚前海证券研究所

中国胎企迎来产能清退与业内并购，国内竞争格局优化，优化国内胎企创新及营销环境，提高国产品牌轮胎质量与形象。2021 年山东省印发《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022 年）》的通知，提出到 2022 年年产 120 万条以下的全钢子午胎、年产 500 万条以下的半钢子午胎企业全部整合退出。据山东省生态环境厅数据，2022 年 1-10 月，山东省关停轮胎生产企业落后低效产能 1980 万条。同时，因 2022 年轮胎市场景气度整体向

下、国内价格战严重等原因，中小企业开启破产模式，仅 2022 年上半年就有数十家企业和经销商宣告破产，国内轮胎行业迎来优胜劣汰的产能出清。国内部分轮胎企业横向或纵向收购，拓展产能及业务范畴，国内轮胎行业集中度进一步提升，行业竞争格局优化。轮胎产能出清下，国内胎企低价竞争的格局有望逐步改变，轮胎企业有更多精力来进行产品质量提升及研发创新，进而提高国产品牌轮胎质量与形象。

图表 61. 2022 年上半年部分破产轮胎企业和经销商名单

名称	类型	时间
上饶市鑫敏橡胶制品有限公司	破产	2022 年 1 月
浙江飞鹰士轮胎科技有限公司	破产	2022 年 1 月
浙江金茂橡胶助剂品有限公司	破产	2022 年 4 月
华龙（苏州）橡胶产品有限公司	破产	2022 年 5 月
江苏平宝轮胎制造有限公司	破产	2022 年 5 月
天津市陆港石油橡胶有限公司	破产	2022 年 5 月
南京苏京伦橡胶有限责任公司	破产	2022 年 5 月
银川中策（长城）橡胶有新公司	破产	2022 年 6 月
临海市禾丰橡胶有限公司	破产	2022 年 6 月
徐州正海橡胶有限公司	拍卖	2022 年 6 月
天津世纪橡胶有限公司	破产	2022 年 6 月
启东市益通轮胎有限公司	破产	2022 年 6 月
宿迁市东联轮胎有限公司	强制清算	2022 年 6 月
连云港联盛轮胎有限公司	破产	2022 年 6 月
徐州正海橡胶有限公司	破产	2022 年 6 月

资料来源：轮胎商业网，东亚前海证券研究所

图表 62. 近年部分轮胎企业收购并购案例

并购主体	收购并购标的
青岛双星	锦湖轮胎、东风轮胎、华青轮胎
中化集团	倍耐力、风神轮胎、双喜轮胎、青岛轮胎、黄海轮胎
赛轮轮胎	福特锐橡胶、山东金宇、金宇轮胎
中策轮胎	天津联合
物产中大	盛泰集团
双钱轮胎	新疆昆仑、朝阳浪马
山东恒丰	德瑞宝轮胎、昊龙橡胶、沃森橡胶、涌金橡胶

资料来源：各公司公告，东亚前海证券研究所

3.2.3. 海外多点布局，降低制裁干扰

国际摩擦频繁，中国企业加快出海布局，海外基地的生产建设成为影响我国胎企发展的重要因素。我国轮胎多出口向英国、美国、巴西、墨西哥等国，但近十年来，众多国家对华轮胎进口采取反倾销政策，极大程度限制了我国轮胎企业的出口。2015 年起，美国对中国 OTR 轮胎征收反倾销税率高达 86.78%和 99.36%，直至 2019 年 5 月“双反”税令撤销；欧盟方面，2018 年 5 月暂定对中国进口的卡客车轮胎收取反倾销关税，每条轮胎在 52.85 欧元-82.17 欧元之间；印度、埃及等发展中国家也曾对华轮胎采取反倾销政策并制裁措施多次延期。国内轮胎企业为保障利润空间，纷纷选择在海外投资建厂规避高昂税率，海外基地的生产建设成为影响我国胎企发展的重要因素，海外产能是国内轮胎企业利润的重要来源。

图表 63. 近十年国外对华轮胎行业反倾销政策

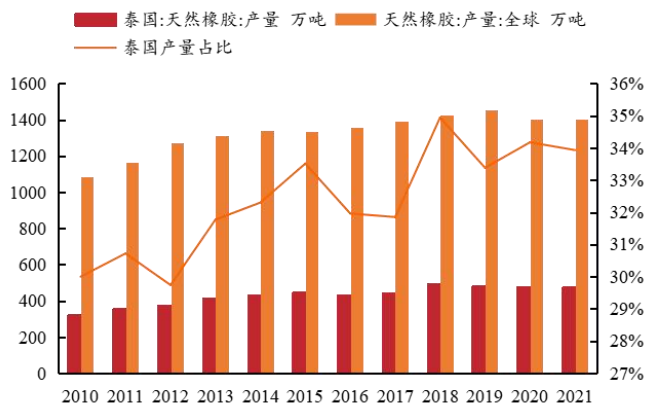
制裁国家	时间	轮胎种类	税率
美国	2014 年 2 月	充气工程机械轮胎	美国商务部对华新充气工程机械轮胎（新充气非公路用轮胎）作出终裁，反倾销税率高达 112.41%。
	2015 年 10 月	非公路轮胎	反倾销税率为 86.78%和 99.36%。
	2016 年 6 月	卡客车轮胎	美国商务部公布对中国卡客车轮胎反倾销调查初裁结果，认定中国企业补贴幅度为 20.87%-22.57%。
	2019 年 4 月	拖车轮胎	美国商务部对进口自中国的 12-16.5 英寸的拖车车轮发布初步反倾销税率 38.27-44.35%
欧盟	2018 年 5 月	卡客车轮胎	暂定反倾销关税每条轮胎在 52.85-82.17 欧元
印度	2012 年 8 月	客车轮胎、卡车斜交轮胎	设置惩罚税率为 1.12-1.31 美元/千克
	2014 年 3 月	卡车轮胎、大客车轮胎	延长征收 5 年反倾销税，税率为 3.8%-60%
	2017 年 9 月	充气子午线轮胎	对原产于或进口自中国的涉案产品征收 245.35~452.33 美元/吨的反倾销税。
巴西	2013 年 12 月	摩托车轮胎	税率是 2.21-7.4 美元/千克
	2014 年 6 月	自行车轮胎	惩罚税率为 0.25-3.85 美元/千克
	2015 年 5 月	货车轮胎	征收 1.12-2.59 美元/千克的反倾销税
	2017 年 2 月	农机轮胎	征收为期 5 年的反倾销税，对中国涉案产品生产商/出口商征收 307.09~3420.75 美元/吨的反倾销税
埃及	2014 年 3 月	卡车轮胎、大客车轮胎	延长征收 5 年反倾销税，税率为 3.8%-60%
俄罗斯、白俄罗斯、哈萨克斯坦	2015 年 11 月	载重汽车轮胎	对进口自中国的载重汽车轮胎产品征收 14.79%-35.35%的反倾销税，为期 5 年

资料来源：轮胎商业网，东亚前海证券研究所

出海前期：布局东南亚地区，低价原料及人工成本构建性价比优势。

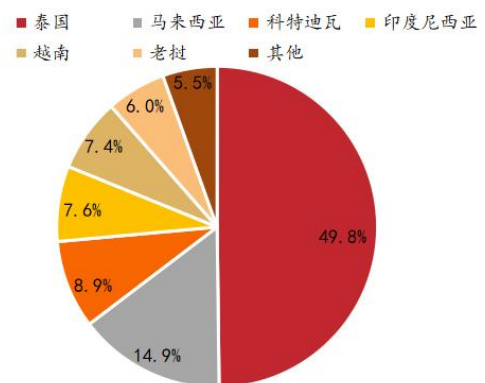
起初，鉴于制裁规避、原材料产地及劳动力成本等原因，我国企业多布局泰国、越南等东南亚等地区。从原料方面看，目前全球天然橡胶种植区域主要集中在东南亚地区，泰国是天然橡胶第一大生产国，2010-2021 年泰国天然橡胶产量占比常年在 30%以上。东南亚是全球天然橡胶的主要出口地。2021 年我国进口的天然橡胶中，大约 90%的天然橡胶源自东南亚地区。其中从泰国进口的天然橡胶规模最大，接近 50%，其次是马来西亚、印度尼西亚、越南和老挝等地，进口占比分别为 14.9%、7.6%、7.4%和 6%。同时，东南亚地区还享有人工成本低廉的优势，根据 2022 年各国公布的平均工资数据，除新加坡外，东南亚地区国家平均月工资水平低于中国的 50%，大部分国家低于 600 美元，轮胎是劳动密集型产业，低用工成本能大幅降低企业的生产成本，助力企业在激烈的市场竞争中脱颖而出。

图表 64. 2010-2021 年全球/泰国橡胶产量



资料来源: ANRPC, 联合国粮农组织, 东亚前海证券研究所

图表 65. 2021 年中国天然橡胶进口地区分布



资料来源: 华经产业研究院, 东亚前海证券研究所

未来出海: 海外多点布局成为众多企业的选择。2020 年 6 月, 美国启动对东南亚地区轮胎企业乘用车和轻卡车轮胎的双反调查。2021 年 5 月, 美国商务部做出终裁, 对相关企业所裁定的反倾销税率分别为: 韩国 14.72%-27.05%, 泰国 14.62%-21.09%, 中国台湾地区 20.04%-101.84%, 越南 0%-22.27%。这进一步加快了我国轮胎公司在海外多点布局的步伐。

图表 66. 国内轮胎公司纷纷到海外建厂

公司名称	海外生产基地
赛轮	越南 柬埔寨
青岛双星	越南 阿尔及利亚
贵州轮胎	越南
通用股份	泰国 柬埔寨
中策轮胎	泰国
三角轮胎	美国
森麒麟	泰国 西班牙 摩洛哥
玲珑轮胎	塞尔维亚 泰国

资料来源: 各公司公告, 东亚前海证券研究所

3.2.4. 加快智能建设, 促进提质增效

智能化建设发展提速, 降低成本提高质量。轮胎是资本密集型、劳动密集型行业, 人力成本是轮胎成本的重要组成部分。我国是人口大国, 以往具有人力成本低的发展优势, 但随着我国人口红利逐渐褪去, 原有的轮胎产业用工成本优势逐渐丧失, 因此加快智能化提高效率和降低用工成本是保持竞争力的重要方式。此外, 智能化建设还可以提高设备利用率, 实现更优的产品质量控制, 降低人工操作误差, 进而提高产品一致性和精准

度。“轮胎后工业化时代”注重安全、绿色、环保、智能，向低能耗、高效率、高精度方向发展，我国从政策层面持续推进轮胎企业的智能化建设。

图表 67. 我国各部门关于加强轮胎行业智能化建设的相关文件

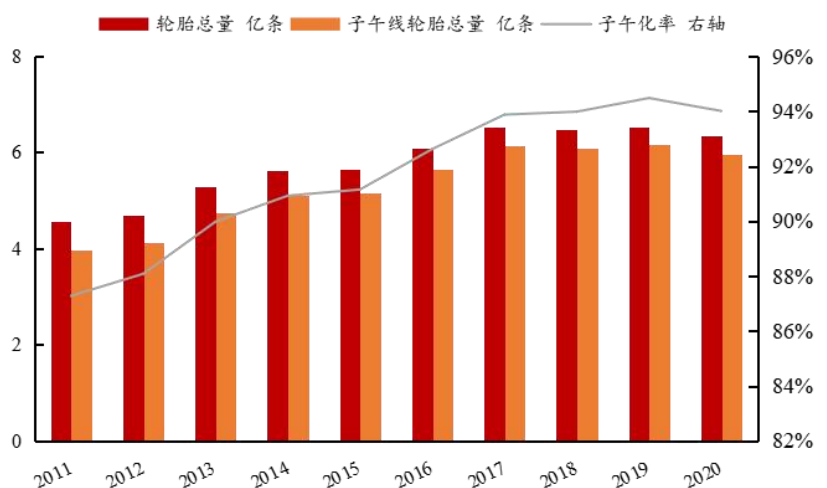
时间	部门	文件	内容
2020 年 5 月	工信部	《废旧轮胎综合利用行业规范条件（2020 年本）》 《废旧轮胎综合利用行业规范公告管理暂行办法（2020 年本）》	提出保障产品质量所必备的生产装备和检测设备要求，推动智能化发展
2020 年 11 月	中国橡胶工业协会	《橡胶行业“十四五”发展规划指导意见》	该规划提出了橡胶行业的总体发展目标：通过结构调整、科技创新、绿色发展，采取数字化、智能化、平台化和绿色化实现转型

资料来源：中策橡胶招股说明书，东亚前海证券研究所

3.2.5. 中国胎企加强研发，产品升级持续

国产轮胎子午化率持续提升，向发达国家看齐。相较于斜交轮胎，子午轮胎在滚动阻力、附着性能、弹性、缓冲力、承载能力、使用寿命等方面均具有更加优良的性能，子午化是轮胎的主要发展方向。发达国家如英法德等在 20 世纪 80 年代便已基本实现 100%的子午化率，美国、日本相继在 2000 年和 2002 年实现 100%子午化率。伴随我国轮胎产量的增长，国产轮胎子午化率也持续提升。2011-2020 年我国轮胎子午化率由 87.28%提高至 94.01%，子午化率的提升标志着我国轮胎企业技术实力不断提升，产品持续升级。

图表 68. 国产轮胎子午化率持续提升

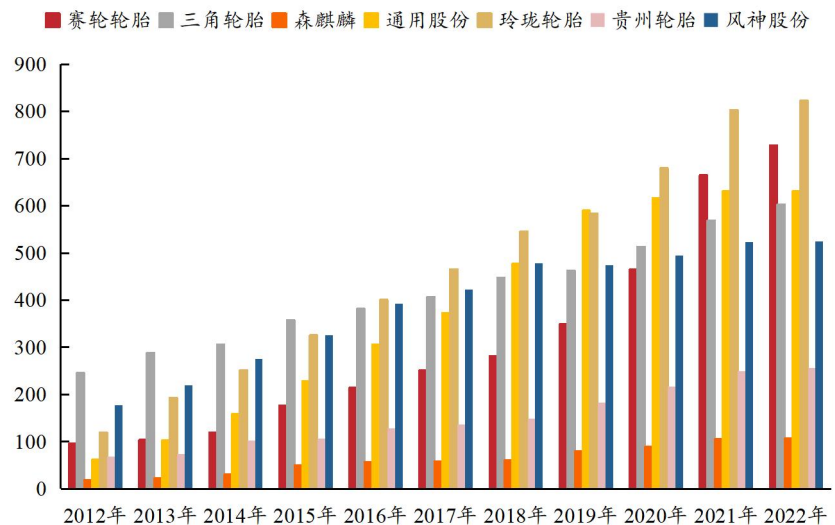


资料来源：《中国橡胶工业年鉴》，东亚前海证券研究所

加强研发创新能力，缩小与国际巨头差距。2012-2022 年中国轮胎企业专利数量持续增长，2012 至 2022 年，赛轮轮胎专利数量从 96 件提升至 728 件，森麒麟专利数量从 19 件提升至 108 件，玲珑轮胎则从 120 件提升至 823 件。我国轮胎企业正在转向高端化发展，注重质量提升和品牌效应的建立，

通过自身的技改升级和研发创新，提升生产效率和降低生产成本，逐步抢占高端市场，以便能够在激烈的市场竞争中保持优势。

图表 69. 中国轮胎企业专利数量持续提升（件）

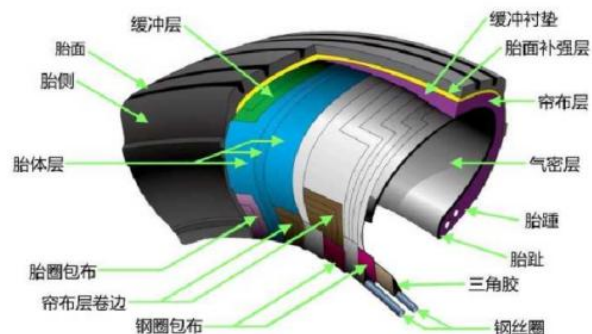


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.2.6. 中国航空轮胎市场广阔，存量且未来增速有望领跑

航空轮胎为 A 类安全部件，更换频繁，性能指标要求高。航空轮胎是构成飞机起落架机轮的重要零部件，在飞机起降和滑跑过程中传递驱动力与制动力，是唯一在飞机着陆时与地面直接接触的部件。航空轮胎为 A 类安全部件，是更换最频繁的耗材之一。航空轮胎的使用场景特点通常是负荷大、速度高、下沉量大、变形大，因此一般要求航空轮胎具有极强的抗冲击、抗刺扎和耐高温等性能。

图表 70. 航空轮胎内部结构

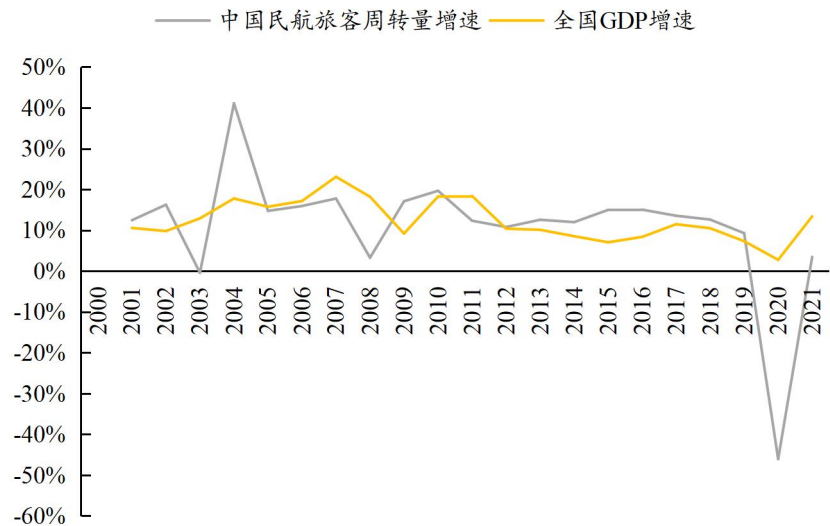


资料来源：《航空轮胎有限元建模与静态性能分析》（靳金鑫等），东亚前海证券研究所

航空轮胎分民航、通航和军用三大领域，市场发展的驱动因素不同。民航飞机是指从事除军事性质（包括国防、警察和海关）外的所有航空运输活动使用的飞机，主要可分为客运、货运和公务三类飞机，其中，客运飞机的使用量占比高达 95%，客运市场空间扩大的主要逻辑在于随着经济增长及人均收入增加而扩大的差旅需求。复盘 2000-2019 年民航旅客周转增

速与 GDP 增速，可以发现二者呈现同步变化趋势。通航飞机是指多用于公安、救援、农林业等领域的小型飞机和直升机，国家对低空空域的管制，是影响其市场空间的主要因素，随着低空空域的开放，叠加国家对区域安全的优化管理，该市场有望迎来快速发展。军用飞机方面，则主要与国防开支及国家军队建设相关。

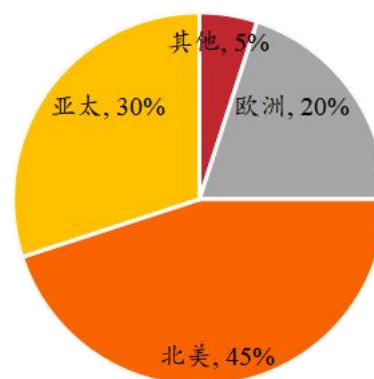
图表 71. 2000-2019 年我国民航旅客周转量增速与 GDP 增速呈现同步变化趋势



资料来源：Markets and Markets，森麒麟招股说明书，东亚前海证券研究所

现有市场集中于北美和亚太地区，两地区合计市场份额占全球的 75%。就航空轮胎市场的分布来看，据 Markets and Markets 发布的 2020 年全球航空轮胎市场规模的相关数据，北美是航空轮胎的第一大市场，占比 45%，其次是亚洲，占比 30%，欧洲占比 20%。

图表 72. 2020 年航空轮胎分地区市场份额



资料来源：Markets and Markets，森麒麟招股说明书，东亚前海证券研究所

北美、欧洲、中国为巨大存量市场，南亚、东南亚、中东和中国民航机队规模发展有望保持高增速。根据盛保信在《全球航空轮胎市场需求分

析》里对 2018-2038 年全球各地区民航机队的预测,从绝对量上看,到 2038 年,北美、中国和欧洲的民航机队规模分列前三,拥有广大的存量市场;从增速来看,南亚、东南亚、中东和中国民航机队的增速均大于 4.0%,将快速发展。

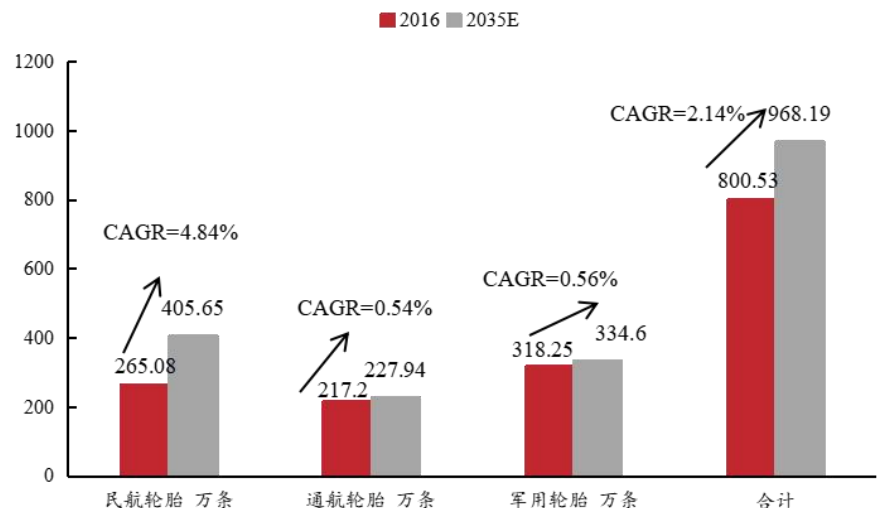
图表 73. 2018-2038 年全球各地区民航机队预测

	中国	南亚	东南亚	东北亚	中东	非洲	拉美	大洋洲	俄罗斯和中亚	北美	欧洲	全球
经济增长率 (GDP)	4.7%	5.8%	4.4%	1.2%	3.2%	3.4%	2.9%	2.4%	2.0%	1.9%	1.6%	2.7%
民航机队增长率	4.5%	7.3%	5.7%	1.5%	4.9%	4.0%	3.9%	2.6%	2.1%	1.9%	2.9%	3.4%
2018 年机队规模/架	3890	700	1530	1210	1550	740	1580	550	1270	7550	5260	25830
2038 年机队规模/架	9330	2880	4670	1620	4030	1620	3380	920	1940	10930	9340	50660

资料来源:《全球航空轮胎市场需求分析》盛保信,东亚前海证券研究所整理

预计全球航空轮胎市场稳定增长,2016-2035 年民航轮胎市场 CAGR 约为 4.84%。从全球航空市场来看,预计到 2035 年,世界航空轮胎市场规模将由 800.53 亿元增长至 968.19 亿元,年均复合增速达 2.14%;就其细分领域来看,民航轮胎市场将是增速最快的市场,将从 2016 年的 265.08 亿元发展至 2035 年的 405.65 亿元,年均复合增速达 4.84%。

图表 74. 2035 年世界航空轮胎分应用领域市场规模预测 (亿元)



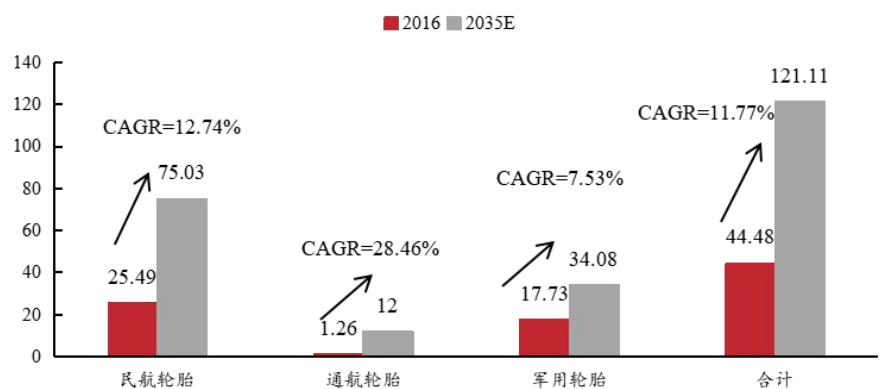
资料来源: Markets and Markets, 森麒麟招股说明书, 东亚前海证券研究所

注: 汇率按照 1 美元=6.7 元人民币计算

我国航空市场大有可为, 预计 2035 年我国航空轮胎市场过百亿, 2016-2035 年 CAGR 为 11.77%。根据 Markets and Markets 数据, 预计到 2035 年, 我国航空轮胎需求将大幅增长。其中, 民航轮胎是我国轮胎消费量最

大的领域，2016 年的市场规模为 25.49 亿元，预计 2035 年市场规模将达到 75.03 亿元，年均复合增速达 12.74%；通航轮胎方面，2016 年市场规模为 1.26 亿元，预计 2035 年将达到 12 亿元，年均复合增速为 28.46%，增速在三类轮胎中居首；军用轮胎方面，2016 年市场规模为 17.73 亿元，预计到 2035 年将达到 34.08 亿元。当前我国民航轮胎基本依赖进口，但随着国产大飞机 C919、ARJ21 等型号逐步量产以及国产宽体客机 CRJ929 型号研制全面启动，国产民用航空轮胎产业发展将迎来新机遇。

图表 75. 2035 年我国航空轮胎分应用领域市场规模预测（亿元）



资料来源：Markets and Markets，森麒麟招股说明书，东亚前海证券研究所

4. 从“布局”“高端”“智造”三大维度看森麒麟竞争实力

4.1. 战略布局：产地全球化，营销多条线

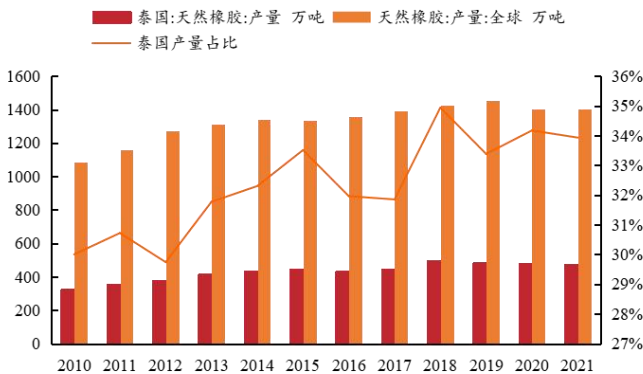
4.1.1. 全球生产布局：海外产地已落三子，向外辐射更大市场

公司是众多中国轮胎企业出海大势中的先行者。早在 2014 年，公司便借鉴青岛工厂智能制造的经验，在泰国投建年产 1000 万条的半钢子午线轮胎生产基地，此后，公司继续启动海外项目。2022 年下半年，泰国二期年产 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。此外，公司西班牙年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目及摩洛哥年产 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目先后启动，公司已在海外拓展了三大生产基地，为未来投产后进一步抢占欧美市场打下基础。

泰国工厂：位于优质橡胶产地，品质受欧美肯定。泰国为天然橡胶全球主产地之一，2013-2021 年泰国天然橡胶产量占全球比重均在 30%以上，是全球第一大橡胶生产国。原材料成本相对较低，且产品品质优良，受欧美肯定，通过泰国生产基地与美国轮胎市场接轨，助于开拓欧美替换市场及东南亚市场。从利润情况来看，泰国工厂所产轮胎具备更强的盈利能力，

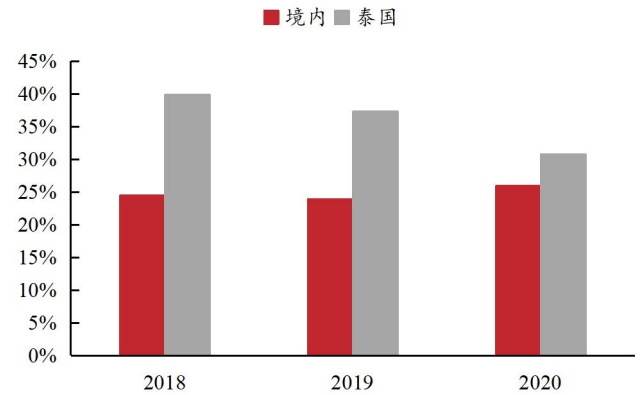
2018-2020 年，公司泰国工厂毛利率均高于境内销售毛利率，前瞻性海外布局有效提高公司的盈利能力。

图表 76. 2010-2021 年泰国橡胶产量占比



资料来源：ANRPC，联合国粮农组织，Wind，东亚前海证券研究所

图表 77. 2018-2020 年泰国轮胎毛利率高于境内



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

泰国“双反”税率下，公司执行 17.08% 的平均税率。2021 年 5 月 25 日，美国公布对泰国乘用车和轻卡车轮胎的反倾销调查终裁结果，公司参照其他在泰国地区的轮胎企业实行 17.08% 的税率。反倾销税的加征在一定程度上会给公司带来出口压力，但公司智能化建设的持续推进将有利于缓解销售压力，并且公司加快在全球其他地区布局，未来有望进一步降低国际贸易摩擦风险。

西班牙工厂：基础设施完善，辐射较大市场。2023 年 1 月，公司发布定增公告，向不超过 35 名特定投资者发行不超过 28 亿元，发行数量不超过 9745.07 万股（不超过截至 2022 年 12 月底公司总股本的 15%）以进行西班牙项目的建设。该项目拟建“年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎”，投资总额预计为 37.66 亿元。西班牙地处欧洲与非洲的交界处，可较大辐射市场，且其工业基础雄厚，汽车行业较为发达。公司借助在青岛工厂和泰国工厂实践成功的智能制造经验，加快推进西班牙项目建设，项目建成后，大部分产品将销往北美市场，有助于扩大销售网络，进一步践行“833plus”战略规划，提升公司综合竞争力和盈利能力。

图表 78. 公司数字化智能工厂



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

摩洛哥工厂：海运便利，摩洛哥轮胎出口美国享受零关税。2022 年 12 月，公司发布公告称，拟以自筹资金 29678 万美元在摩洛哥投资建设“年产 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”，项目建设周期 18 个月，投产第一年产量为 360 万条，第二年满产达到 600 万条。首先，摩洛哥地处欧盟、中东和非洲三大市场的连接处，距丹吉尔地中海港仅 35 公里，该港口是非洲第一大集装箱港和地中海沿岸最大的港口，海运便利。其次，公司可享受前 5 年免缴企业所得税，从第 6 年开始减半征收企业所得税，以及免缴进口关税的众多优惠政策，降低公司成本；最后，摩洛哥与美国签署了自由贸易协定，其轮胎出口美国可享受零关税，这有利于公司巩固核心市场地位，进而进一步打开欧美市场。

4.1.2. 全面营销布局：启动经销商激励计划，品牌效应持续树立

国内外市场制定差异化营销策略，国内注重培养用户习惯，国外加大建立品牌效应。国内市场方面，公司制定“梯度销售策略”，即“路航”品牌选择区域经销商，区域经销商再通过自有零售店进行销售或通过二级经销商销往零售店，后者销售层级为三级。此外，公司推行“新零售”策略，自 2020 年 4 月起上线“麒麟云店”，主要面向汽车后服务市场。截至 2022 年底，“麒麟云店”累计注册门店用户数量超 3.4 万家，国内销售网络进一步扩大优化。国外市场方面，公司注重开拓大型连锁零售店客户，实施“扁平化销售策略”，注重高端化轮胎品牌形象设立。2009 年以来，公司与 MID-STATE、AMERICANOMNI、DISCOUNTTIRE 等北美轮胎主要经销商达成合作。2016 年，公司设立森麒麟（北美股份），进一步加强对北美市场拓展。截至 2019 年末，公司在海外拥有 201 家经销商，海外市场覆盖美洲、欧洲、亚太及非洲等区域，美国是森麒麟最主要的销售市场。

图表 79. 海外主要经销商情况

公司名称	基本情况	合作起始年份
MID-STATE	成立于 1986，美国轮胎经销商	2009
TURBO WHOLESALE	成立于 1987，销售区域主要在美国加利福尼亚州	2009
OAK TYRES	销售范围覆盖英格兰西北、东北地区、大曼彻斯特地区、约克郡。其全球销售网络覆盖 30 个国家或地区	2010
INTER-SPRINT	成立于 1981，总部位于荷兰，销售区域覆盖欧洲地区	2010
TIRES WAREHOUSE	成立于 1972，销售范围覆盖美国 7 个州，销售网络有约 8000 个零售点	2010
OMNI UNITED	成立于 2000 年，总部位于新加坡，主要销售区为美国加州、德州和犹他州	2011
AMERICAN OMNI	成立于 1990 年，美国主要轮胎经销商，销售区域覆盖全球 55 个国家和地区	2011
DISCOUNT TIRE	成立于 1960 年，美国轮胎零售商，在美国 35 个州拥有 1020 家门店，美国最大轮胎零售商之一	2015
DUNLAP KYLE	成立于 1929 年，美国主要轮胎批发、零售商之一，美国为核心市场，拥有 54 家零售店	2018

资料来源：中策橡胶招股说明书，东亚前海证券研究所

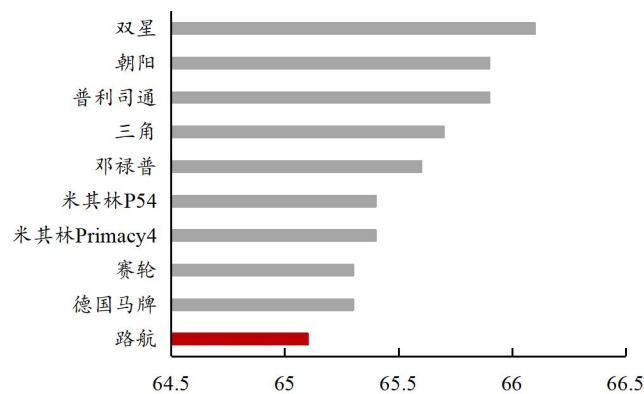
启动经销商激励计划，加快提高国内市场市占率，到 2027 年国内市占率提升至 5% 左右。2023 年 1 月 9 日，公司举办 2023-2025 森麒麟激励计划签约仪式，明确未来 3 年的销售目标。“麒麟云店”方面，在未来 3 年内，森麒麟目标是将活跃门店数量提高到超 2 万家；在未来 5 年内，提高到超 3 万家。公司进一步制定国内市占率目标，国内替换市场方面，到 2025 年，销量提升到不少于 640 万条，力争达到 700 万条；到 2027 年，销量不少于 1000 万条，力争达到 1200 万条，国内市场占有率达到 5% 左右。

4.2. 专注高端：牵手诺记扩大影响，航空胎供货大飞机

4.2.1. 聚焦高端市场，产品获多重肯定

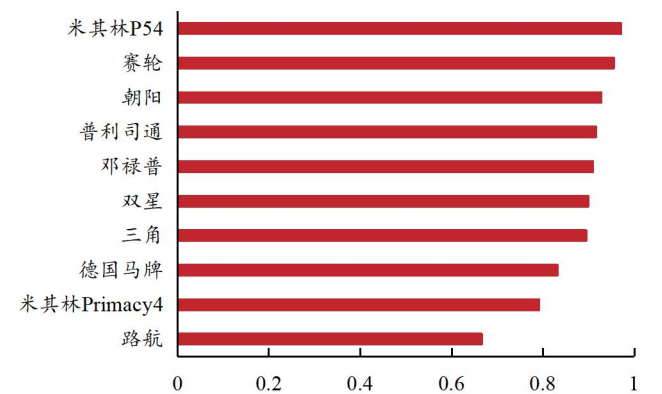
“路航”噪音、滚阻测试卫冕，产品性能综合排名仅次于米其林和德国马牌。2014 年，《Test World 夏季轮胎测试报告》便给予路航轮胎高度评价，指出，“路航”轮胎成为首款可与顶尖轮胎相抗衡的中国品牌。2019 年《Auto Bild China》发起高端运动型轿车轮胎测试，公司路航轮胎综合排名与普利司通并列第三，仅次于米其林（两款轮胎）和德国马牌。此外，路航轮胎在车内噪音、滚动阻力两项细节测试中卫冕。滚动阻力是当轮胎在表面滚动时阻抗轮胎运动的力量，降低滚动阻力可有效减少油耗，是轮胎行业近年来的重点攻关方向之一。2022 年，公司继续加码研发，超低滚阻、高抗湿滑的高性能绿色汽车轮胎产品获市场高度认可。此外，公司的石墨烯导电轮胎，在湿地制动、抗湿滑性能、行驶里程提升等方面均有显著优势，打破传统轮胎高耐磨、高抗湿滑、低滚阻不可兼得的“魔鬼三角”定律，彰显公司高端轮胎制造实力。

图表 80. 车内噪音测试，路航排名首位 dB(A)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所
注：车速 80km/h

图表 81. 滚阻细节测试，路航排名首位



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4.2.2. 牵手“冰雪胎王者”诺记，品牌效应有望持续提升

2022 年，公司与诺记轮胎签署合作协议，二者将在诺记轮胎最核心、最高端的轮胎产品领域展开合作。诺记轮胎总部位于芬兰诺基亚市，2019-2021 年度全球轮胎 75 强排行榜中，诺记均排在前 25 名。诺记轮胎被誉为“冰雪胎王者”，是全球冬季轮胎的引领者，旗下的“Nokian 品牌”是迄今为止全球最高端、性能最好的雪地胎，也是本次与森麒麟合作的项目。受俄乌冲突影响，诺记位于俄罗斯 Vsevolozhsk 的工厂的生产能力受到影响，影响诺记轮胎在中欧的销售能力。森麒麟牵手诺记，此举既有利于诺记维护中欧市场，也有利于森麒麟进一步建立品牌效应，而且二者未来有望在环境保护、绿色发展等诸多领域加深合作，助力于森麒麟进一步树立高端品牌形象。

图表 82. 诺记是第一条冬季轮胎的发明者

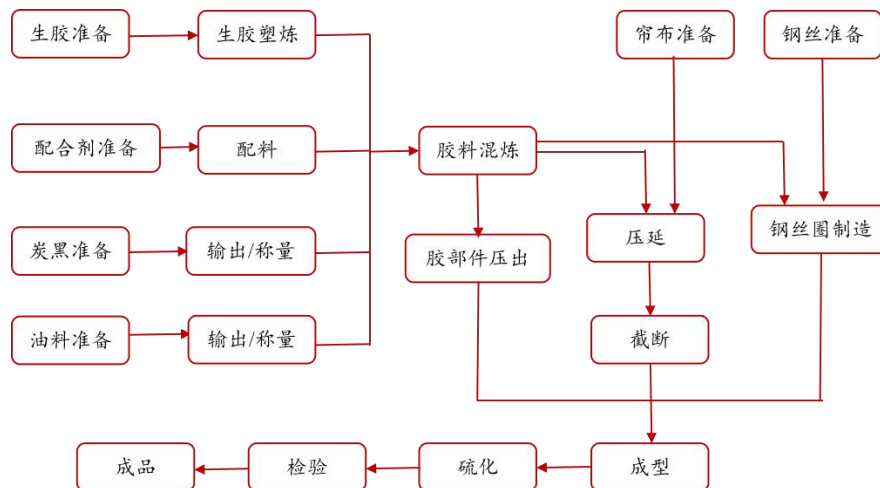


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

4.2.3. 自主研发打破垄断，航空轮胎先人一步

从核心技术入手，注重自主研发创新。公司攻克了大型航空轮胎结构设计关键技术，并形成了自主知识产权，对大型子午线航空轮胎结构设计和配方体系进行创新，解决了航空轮胎在大负荷、高速度、高内压、大变形使用条件下胎体帘线与橡胶黏合力低，胎圈部位脱层等技术难题，对航空轮胎生产工艺进行了创新，确保了成型精确度、产品均一性和质量稳定性。

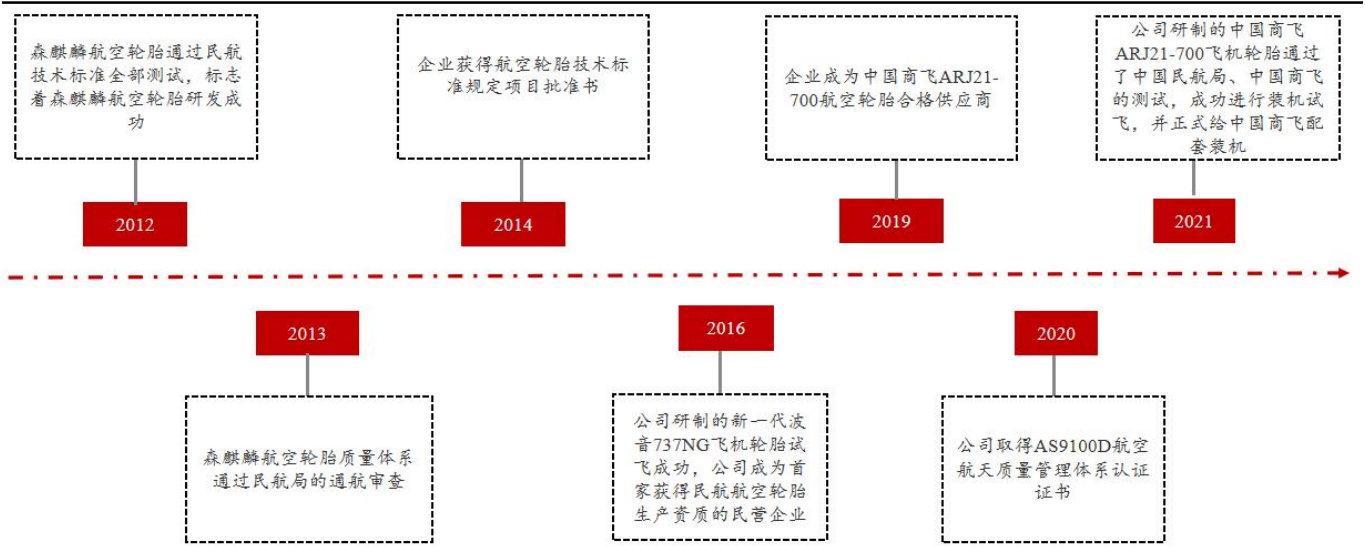
图表 83. 新航空轮胎生产工艺



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

及早布局抢得先机，被纳入 C919 大飞机培育供应商名录。公司及早布局航空轮胎，于 2020 年取得 AS9100D 航空航天质量管理体系认证证书，这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。公司目前已经具备航空轮胎完整设计、研发、制造、销售能力及资质，截至 2022 年底，公司拥有航空胎相关专利 13 项。公司可生产适配波音、空客等各类大飞机、支线客机机型的多规格航空轮胎产品，并已与相关飞机制造企业签署合作研发协议，开展航空轮胎合作，产品已进入中国商飞 CRJ929 潜在供应商名录、C909 以及 C919 培育供应商名录。ARJ21-700 飞机轮胎成功试飞，公司正式给中国商飞配套装机，打破了国内航空轮胎市场被米其林、普利司通、固特异三家国际轮胎巨头掌控的局面。

图表 84. 逐步进入中国商飞供应商名录



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4.3. 智能制造：智能工厂复制升级，增效、提质、降本

智能制造水平在行业内具有示范效应，泰国一期项目达全球轮胎行业智能制造的顶级水准，泰国二期有望复制升级。在各胎企加快向高端市场迈进的背景下，激烈的市场竞争促使轮胎生产进一步向“高端化、绿色化、集约化”发展。公司打造“自动化、信息化、智能化、数字化、可视化、可溯化”的智慧工厂，最大程度地减少人工干预，提高生产效率，在行业内形成智能工厂的示范效应。对于泰国二期项目，公司将在一期的基础上，继续升级，统筹智能中央控制系统、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，深化“五位一体”的智能化建设，实现生产、控制、检测、仓储、物流全流程的智能化。泰国二期项目有望继续刷新全球轮胎行业智能制造水平。

图表 85. 公司智能化成果展示

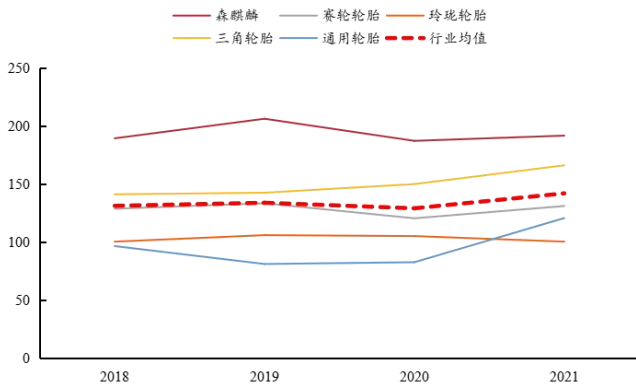
年份	成果
2016	入选 2016 年智能制造综合标准化与新模式应用
2017	入选 2017 年智能制造试点示范项目
2018	入选 2018 年制造业与互联网融合发展试点示范项目
2019	进入 2019 年第四批“绿色工厂”及“绿色设计产品”名单
2021	收购高新技术企业青岛科捷机器人有限公司 5.2744%股权

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

人均营收及人均利润均高于其他可比公司，智能化工厂创收增利效果显著。人力成本是轮胎成本的重要组成部分，提高单位人工创收对提升轮胎企业的竞争力有重要作用。2018-2021 年，公司人均营收分别为 189.56、206.45、187.38 和 191.88 万元，人均净利润分别为 22.20、33.41、39.07 和

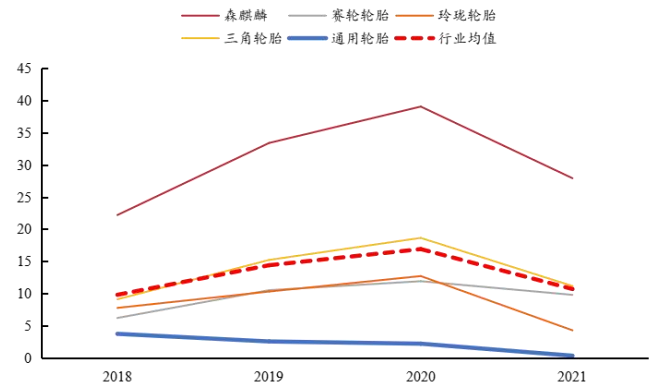
27.92 万元，均高于其他可比轮胎公司及行业均值。在激烈的市场竞争中，森麒麟有望凭借智能化工厂的降本优势，提高竞争力。

图表 86. 森麒麟人均营收高于其他可比公司（万元/人）



资料来源：各公司公告，Wind，东亚前海证券研究所
注：行业均值为森麒麟、赛轮轮胎、玲珑轮胎、三角轮胎和通用轮胎均值

图表 87. 森麒麟人均归母净利润高于其他可比公司（万元/人）



资料来源：各公司公告，Wind，东亚前海证券研究所
注：行业均值为森麒麟、赛轮轮胎、玲珑轮胎、三角轮胎和通用轮胎均值

智能化工厂降低人工干预，产品合格率高。智能化工厂降低人工干预，推动产品实现高质量稳定性与高合格率，2018-2019 年公司青岛与泰国工厂产品合格率均维持在 99.5% 以上。

图表 88. 2018-2019 年公司产品合格率超 99.5%

	2018 年	2019 年
泰国工厂	99.78%	99.69%
青岛工厂	99.6%	99.5%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

5. 风险提示

产能建设及投放不及预期，原材料价格剧烈波动，国际贸易摩擦等。

产能建设及投放不及预期：公司现有西班牙、摩洛哥两个海外在建项目，期间或有扰动，若公司产能不能及时投放，产能不足将影响公司市场开拓；

原材料价格剧烈波动：原材料在轮胎成本中占比超过 60%，天然橡胶、炭黑等原材料价格急速上升或下降，将影响公司盈利能力；

国际贸易摩擦：公司轮胎多出口海外，若北美、欧洲等主要目标市场进一步出台相关反倾销税收政策，或将影响公司产品销售。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6292.19	7811.89	9487.27	11164.13
%同比增速	21.53%	24.15%	21.45%	17.67%
营业成本	5002.14	5858.10	7113.41	8201.34
毛利	1290.04	1953.79	2373.86	2962.79
%营业收入	20.50%	25.01%	25.02%	26.54%
税金及附加	13.59	22.87	25.03	28.75
%营业收入	0.22%	0.29%	0.26%	0.26%
销售费用	156.05	193.73	207.77	297.16
%营业收入	2.48%	2.48%	2.19%	2.66%
管理费用	168.13	171.86	176.46	213.23
%营业收入	2.67%	2.20%	1.86%	1.91%
研发费用	112.87	148.43	156.54	214.57
%营业收入	1.79%	1.90%	1.65%	1.92%
财务费用	-134.76	1.57	73.22	68.32
%营业收入	-2.14%	0.02%	0.77%	0.61%
资产减值损失	-28.63	4.70	5.88	7.71
信用减值损失	11.71	0.00	0.00	0.00
其他收益	12.56	14.73	14.73	14.51
投资收益	-162.94	-66.42	-66.42	-79.16
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	57.16	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.75	0.44	0.44	0.45
营业利润	864.77	1368.77	1689.46	2084.26
%营业收入	13.74%	17.52%	17.81%	18.67%
营业外收支	-12.28	-1.52	-1.52	7.93
利润总额	852.48	1367.25	1687.94	2092.19
%营业收入	13.55%	17.50%	17.79%	18.74%
所得税费用	51.63	45.84	57.13	71.48
净利润	800.86	1321.41	1630.81	2020.71
%营业收入	12.73%	16.92%	17.19%	18.10%
归属于母公司的净利润	800.86	1321.41	1630.81	2020.71
%同比增速	6.30%	65.00%	23.41%	23.91%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	1.23	2.03	2.51	3.11

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.23	2.03	2.51	3.11
BVPS	11.73	13.77	16.28	19.39
PE	25.03	15.95	12.93	10.43
PEG	3.97	0.25	0.55	0.44
PB	2.62	2.36	1.99	1.67
EV/EBITDA	15.94	9.39	7.28	5.50
ROE	11%	15%	15%	16%
ROIC	8%	12%	14%	14%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1988.52	3684.55	4367.84	5953.70
交易性金融资产	31.72	31.72	31.72	31.72
应收账款及应收票据	887.99	941.02	1213.27	1449.37
存货	1736.72	1841.47	2377.27	2722.13
预付账款	68.04	118.83	107.87	134.09
其他流动资产	118.18	147.65	165.67	191.97
流动资产合计	4831.17	6765.25	8263.64	10482.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	4955.96	5339.40	5818.73	6302.82
无形资产	193.50	193.53	207.71	229.97
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	36.83	36.83	36.83	36.83
其他非流动资产	1098.10	903.67	838.96	431.69
资产总计	11115.56	13238.67	15165.87	17484.29
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	898.97	1345.30	1554.85	1716.67
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	130.89	169.37	185.84	221.99
应交税费	58.97	50.16	63.66	83.74
其他流动负债	346.59	472.30	499.16	578.82
流动负债合计	1435.42	2037.13	2303.51	2601.23
长期借款	0.00	200.00	230.00	230.00
应付债券	1887.15	1887.15	1887.15	1887.15
递延所得税负债	56.81	56.81	56.81	56.81
其他非流动负债	112.52	112.52	112.52	112.52
负债合计	3491.89	4293.60	4589.99	4887.70
归属于母公司的所有者权益	7623.67	8945.07	10575.89	12596.59
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	7623.67	8945.07	10575.89	12596.59
负债及股东权益	11115.56	13238.67	15165.87	17484.29

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	1028.15	2506.22	2028.32	2784.25
投资	20.00	0.00	0.00	0.00
资本性支出	-1052.05	-845.80	-1204.98	-1014.88
其他	70.73	-66.42	-66.42	-79.16
投资活动现金流净额	-961.32	-912.22	-1271.40	-1094.04
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	254.89	200.00	30.00	0.00
筹资成本	-121.73	-97.98	-103.62	-104.35
其他	-829.44	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-696.29	102.02	-73.62	-104.35
现金净流量	-743.63	1696.02	683.30	1585.85

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

燕楠，暂无个人简介，请在系统中添加。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>