

评级：买入（维持）

市场价格：24.81元

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

分析师：毛葵玄

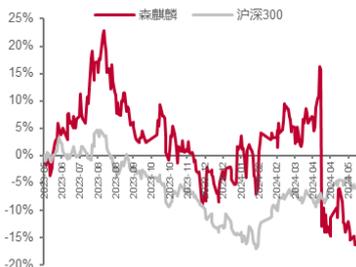
执业证书编号：S0740523020003

Email: hejunyi@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,028
流通股本(百万股)	698
市价(元)	24.81
市值(百万元)	25,506
流通市值(百万元)	17,315

股价与行业-市场走势对比



公司盈利预测及估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,292	7,842	9,741	12,646	14,474
增长率 yoy%	22%	25%	24%	30%	14%
净利润(百万元)	801	1,369	2,260	2,964	3,372
增长率 yoy%	6%	71%	65%	31%	14%
每股收益(元)	1.23	1.84	3.04	3.98	4.53
每股现金流量	1.38	3.18	6.61	3.66	5.00
净资产收益率	11%	12%	17%	18%	17%
P/E	32.0	18.7	11.3	8.6	7.6
P/B	3.4	2.2	1.9	1.6	1.3

备注：数据统计日期为2024年5月31日收盘价

报告摘要

- 前言：基于空间格局与成长路径二维标准筛选汽车轮胎赛道。**空间：26年国内超3600亿，CAGR₂₄₋₂₆=7%；格局：全球替代加速中，国内落后产能出清叠加国际头部企业份额下滑。成长路径：1) 价维度：消费属性驱动轮胎升级带动单车价值量提升；2) 量维度：客户拓展，绑定强势自主&新势力。
- 公司概况：外销为主的优质轮胎企业，量价齐升带动营收快速增长。**公司是一家以外销为主的优质轮胎企业，外销营收占比持续保持85%以上，多年来，量价齐升推动营收稳定增长。量维度：23年轮胎销量2926万条(+29.3%)，CAGR₁₈₋₂₃=9.5%；价维度：2023年轮胎单价达268元，CAGR₁₈₋₂₃=3.9%。
- 轮胎行业：大空间赛道下本土厂商全球替代加速进行。**汽车轮胎属于大空间稳增长赛道。1) 空间：当前国内2900亿，预计26年国内市场空间将超3600亿，CAGR₂₃₋₂₆=7%。；2) 驱动：①量维度：保有量增长、产量复苏驱动替换和配套市场扩张；②价维度：消费属性带动轮胎大尺寸化、高性能化、品牌化，带动单价提升；3) 格局：当前本土份额30%，中期40-50%，远期将伴随自主份额提升及品牌成长提至70%+；国内落后产能出清叠加国际龙头企业份额下滑，本土厂商全球替代加速进行。
- 公司亮点：高端化&智能化→盈利领先，全球化产能扩张→收入持续增长。**高端化方面，公司重视品牌建设，在国内外多次评测中均取得靓丽的成绩；公司引领大尺寸趋势，17寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品销售金额占比近年来持续保持在60%以上，为全球两大尺寸高性能产品销售占比超60%的轮胎企业之一；同时，公司通过赛车轮胎和航空轮胎强化高端定位。智能化方面，公司积极实践智能制造，是唯一一家四次获得国家级智能制造殊荣的中国轮胎企业，并凭借智能制造实践及管理成效荣获被誉为中国管理界奥斯卡的《哈佛商业评论》“卓越管理奖”。高端化&智能化使得公司费用管控明显优于行业。公司2014年起开始进行全球化布局，目前已布局 and 推进5个生产基地（中国1个，泰国2个，非洲1个，北美1个），当前5个生产基地全部达成后预计实现5700万条产能，较2023年增加90%。
- 投资评级：**我们预计公司2024-2026年有望实现营业收入97/126/145亿，对应增速+24%/+30%/+14%；归母净利润22.6/29.6/33.7亿元，对应增速+65%/+31%/+14%，对应2024-2026年PE分别为11.3x/8.6x/7.6x，考虑到轮胎行业空间稳健增长、本土厂商替代全球替代加速、公司客户突破、品牌向上，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动，新建产能建设进度不及预期，下游轮胎应用需求不及预期，国际贸易摩擦的不确定性，品牌塑造不及预期。

内容目录

前言：基于空间格局与成长路径二维标准筛选出汽车轮胎赛道	5 -
汽零赛道基于空间格局&成长路径的二维筛选标准.....	5 -
标准 1-成长路径：优选消费、电动单品升级的赛道.....	5 -
标准 2-格局维度：优选本土化率低且集中度高的赛道.....	6 -
公司概况：外销为主的轮胎优质企业	6 -
品牌与产品：三大品牌两大类，应用领域广泛.....	6 -
发展历程：成立于 2007 年，2020 年上市.....	7 -
全球化布局：全球生产，全球销售.....	8 -
股权结构：秦龙为公司实际控制人.....	8 -
营收&利润：收入稳健增长，利润有所波动.....	9 -
销量&单价：量价齐升，带动营收稳步增长.....	10 -
地区结构：外销为主，且盈利能力强.....	10 -
轮胎行业：大空间赛道下本土厂商全球替代加速进行	10 -
分类：按结构与应用分为全钢、半钢及斜交轮胎.....	10 -
产业链：需求与汽车保有量和产量高度相关.....	11 -
成本结构：原材料成本占比 70%以上.....	11 -
空间-配套市场：国内 26 年 650 亿，CAGR ₂₄₋₂₆ =6%.....	12 -
空间-替换市场：国内 26 年 3000 亿，CAGR ₂₃₋₂₅ =8%.....	13 -
空间-整体：26 年国内超 3600 亿.....	13 -
驱动-国内量：保有量持续提升，产量复苏.....	14 -
驱动-海外量：海外出口是胎企成长战略重心.....	14 -
驱动-价维度：消费强化，大尺寸、电动化、品牌化提单价.....	14 -
格局：当前本土化率 30%，中期 40-50%，随自主崛起有望达 70%.....	15 -
国内格局：环保压力促格局出清，国产头部企业受益.....	16 -
全球格局：集中度持续下降，本土品牌全球替代稳步进行.....	16 -
公司分析：定位高端，面向全球，持续向上	17 -
高端化定位稳固，盈利能力领先.....	17 -
赛车&航空强化高端定位.....	18 -
制造智能化&管理精细化，费用管控优于同行.....	19 -
全球化布局持续推进，产能扩张进行时.....	19 -
反倾销税率下降，盈利能力有望提振.....	20 -
盈利预测与估值	21 -
盈利预测.....	21 -
估值与投资建议.....	21 -
风险提示	22 -

图表目录

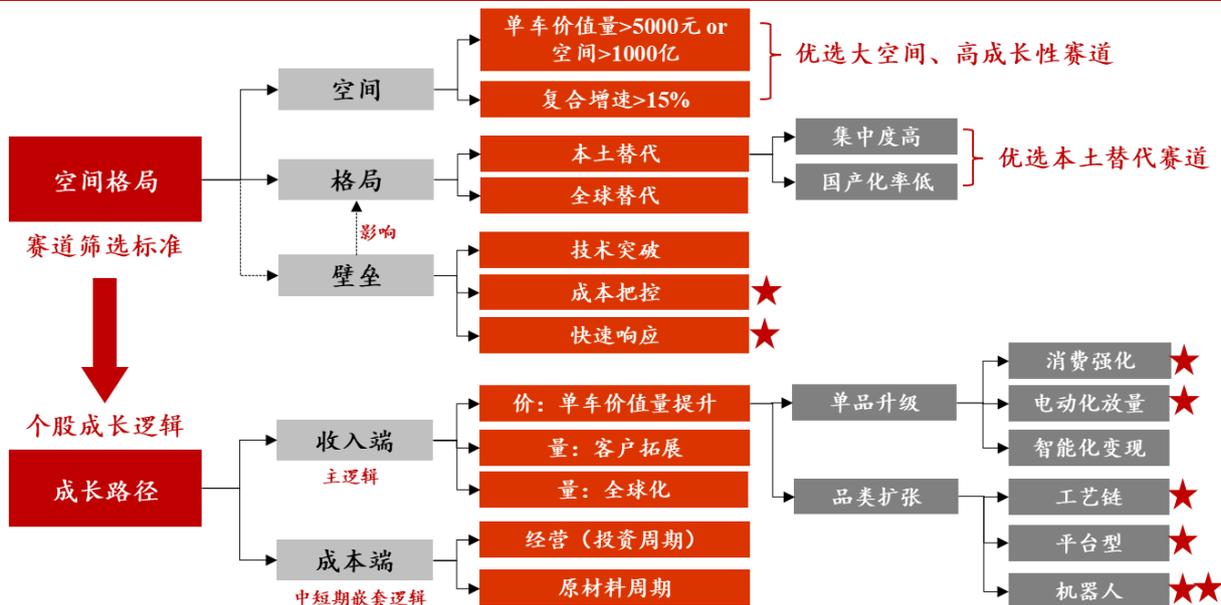
图表 1: 二维筛选标准	- 5 -
图表 2: 成长路径	- 5 -
图表 3: 全球本土化率低且集中度高相关赛道 (2020 年)	- 6 -
图表 4: 公司三大品牌及简介	- 6 -
图表 5: 公司产品分类	- 7 -
图表 6: 公司发展历程	- 7 -
图表 7: 全球化运营体系	- 8 -
图表 8: 公司股权结构图	- 9 -
图表 9: 公司营业总收入	- 9 -
图表 10: 公司归母净利润	- 9 -
图表 11: 公司轮胎销量 (万条)	- 10 -
图表 12: 公司轮胎平均单价 (元/条)	- 10 -
图表 13: 公司外销收入占比	- 10 -
图表 14: 公司分地区毛利率	- 10 -
图表 15: 轮胎分类及应用	- 11 -
图表 16: 汽车轮胎产业链	- 11 -
图表 17: 2023 年公司汽车轮胎中原材料成本占比超 70%	- 12 -
图表 18: 2019 年轮胎原材料成本机构占比	- 12 -
图表 19: 中国汽车配套轮胎市场空间预测	- 12 -
图表 20: 中国汽车配套轮胎市场规模变化情况	- 12 -
图表 21: 中国汽车替换轮胎市场空间预测	- 13 -
图表 22: 中国汽车替换轮胎市场规模变化情况	- 13 -
图表 23: 中国汽车轮胎市场空间预测	- 13 -
图表 24: 中国汽车配套轮胎单车价值量	- 13 -
图表 25: 中国汽车保有量稳步提升	- 14 -
图表 26: 中国汽车产量持续回暖	- 14 -
图表 27: 2016 年以来森麒麟国内、国外收入情况	- 14 -
图表 28: 2016 年以来赛轮轮胎国内、国外收入情况	- 14 -
图表 29: 全球乘用车替换轮胎市场呈现大尺寸化	- 15 -
图表 30: 2023 年同品牌不同尺寸价格变化图	- 15 -
图表 31: 2021 年中国轮胎市场格局	- 15 -
图表 32: 2021 年日本轮胎市场格局	- 15 -
图表 33: 2021 年全球轮胎市场格局	- 15 -
图表 34: 国内轮胎企业数量	- 16 -
图表 35: 2021 年山东落后轮胎产能淘汰名单	- 16 -
图表 36: 全球轮胎市场集中度 (按销售额口径)	- 16 -
图表 37: 全球轮胎 75 强中国企业销售额占比及数量	- 16 -
图表 38: Qirin EV 获 2022 年奚仲奖	- 17 -
图表 39: 行业主要玩家毛利率对比	- 18 -
图表 40: 公司航空轮胎的应用领域、客户及具体产品	- 18 -
图表 41: 公司管理费用率与同行比较	- 19 -
图表 42: 公司销售费用率与同行比较	- 19 -
图表 43: 公司全球化路径	- 20 -

图表 44: 公司产能扩产情况 (万条)	- 20 -
图表 45: 历年双反终裁结果	- 20 -
图表 46: 泰国工厂在公司的产能占比.....	- 20 -
图表 47: 公司分项业务预测	- 21 -
图表 48: 可比公司估值分析	- 21 -

前言：基于空间格局与成长路径二维标准筛选出汽车轮胎赛道

汽零赛道基于空间格局&成长路径的二维筛选标准

图表 1：二维筛选标准

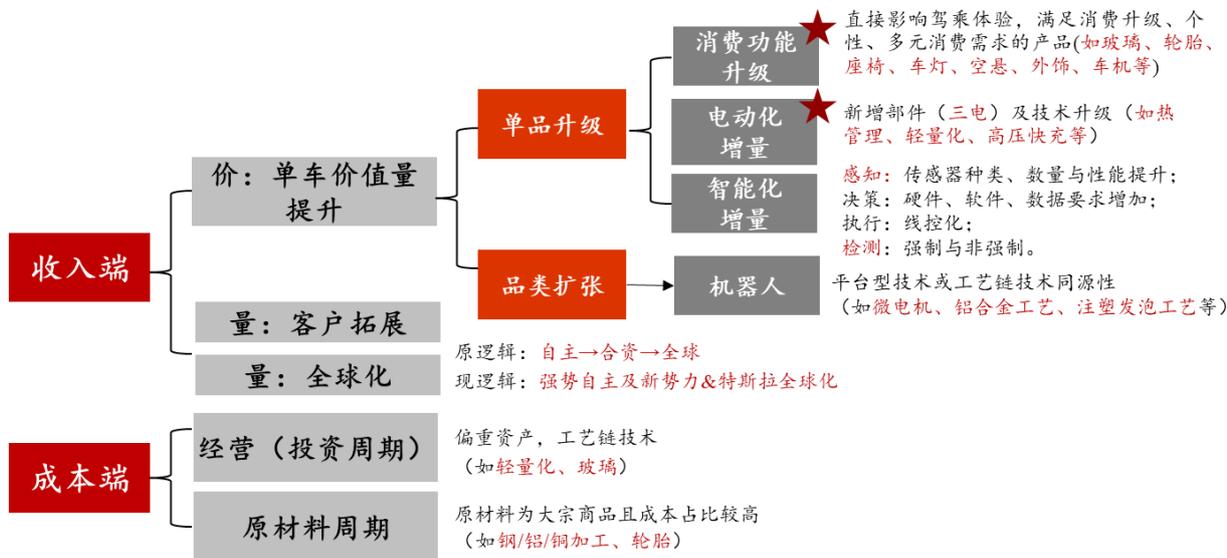


来源：中泰证券研究所

标准 1-成长路径：优选消费、电动单品升级的赛道

- 驱动要素总结：主逻辑在收入端，成本端是中短期嵌套逻辑。1) 价：消费及科技(电动&智能)属性提升带来的配套价值量提升，升级；2) 量：汽车产业族群向国内转移及新配套体系诞生，破局。

图表 2：成长路径



来源：中泰证券研究所

标准 2-格局维度：优选本土化率低且集中度高的赛道

- 赛道中无或较少本土厂商参与竞争较为重要，主线逻辑是国内市场替代外资份额。相关赛道：座椅（本土化率<15%）、线控制动（本土化率<5%）、高速连接器（本土化率<33%）。

图表 3：全球本土化率低且集中度高的相关赛道（2020 年）



来源：Marklines，乐晴智库，Bishop & Associates，华经研究产业院，中泰证券研究所

公司概况：外销为主的轮胎优质企业

品牌与产品：三大品牌两大类，应用领域广泛

- **三大品牌。**公司旗下主要打造森麒麟、路航、德林特三大轮胎品牌，森麒麟以公司名称命名品牌，定位于全球中高端市场，主要面向零售市场销售，路航、德林特定位中端市场，作为公司主打的全系列产品，面向全球销售。

图表 4：公司三大品牌及简介

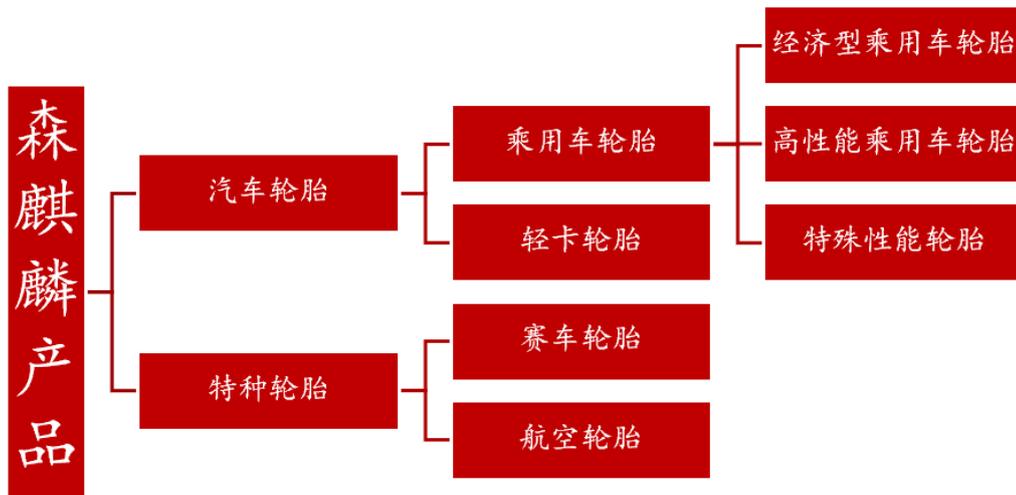


来源：公司官网，中泰证券研究所

产品主要分汽车轮胎与特种轮胎两大类。公司主营业务为专注于绿色、安全、高品质、高性能半钢子午线轮胎和航空轮胎的研发、生产、销售，其产品根据应用类型区分为乘用车轮胎、轻卡轮胎及特种轮胎，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。

应用领域广泛。在半钢子午线轮胎领域，公司拥有逾 7,000 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；在航空轮胎领域，公司成功开发适配于波音 737 系列等多种机型的多规格产品，正稳步推进航空轮胎应用领域客户开发。

图表 5: 公司产品分类

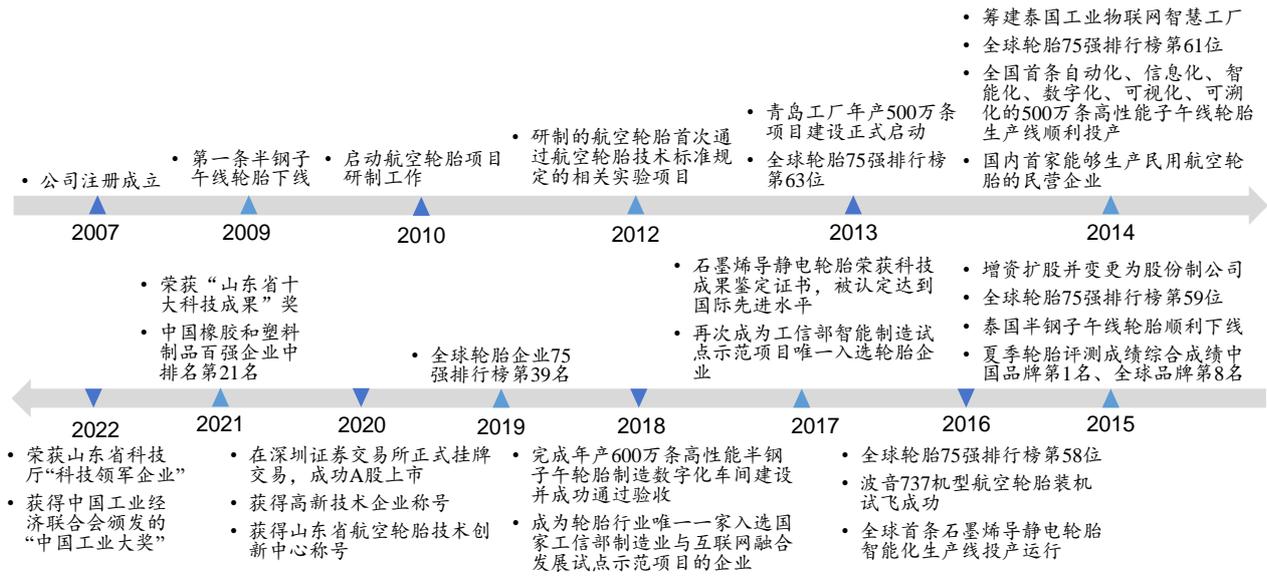


来源：招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

发展历程：成立于 2007 年，2020 年上市

- **成立于 2007 年，2020 年上市：**实际控制人自 1989 年起即从事橡胶及轮胎贸易业务，开拓了美国销售渠道，储备了以欧美市场为主的高性能及大尺寸轮胎销售渠道；2007 年公司注册成立；2009 年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；2011 年公司收购森泰达集团拥有的半钢子午线轮胎产能、航空轮胎试验线等资产，实现实际控制人所控制的轮胎产能整合；2013-2016 年，公司开始实践智能化制造模式在轮胎产业的应用，设计、建设了青岛工厂第二条生产线和泰国智慧工厂，公司研制的波音 737NG 飞机轮胎成功试飞，公司正式具备航空轮胎装机使用资格和销售资质。2020 年公司正式于深交所挂牌上市。

图表 6: 公司发展历程



来源：公司官网，招股说明书，中泰证券研究所

全球化布局：全球生产，全球销售

- **全球化运营体系：**生产端，公司目前在青岛、泰国均布局生产基本，摩洛哥与西班牙的生产基地也在稳步推进；销售端，公司产品远销 150 多个国家地区。

图表 7：全球化运营体系



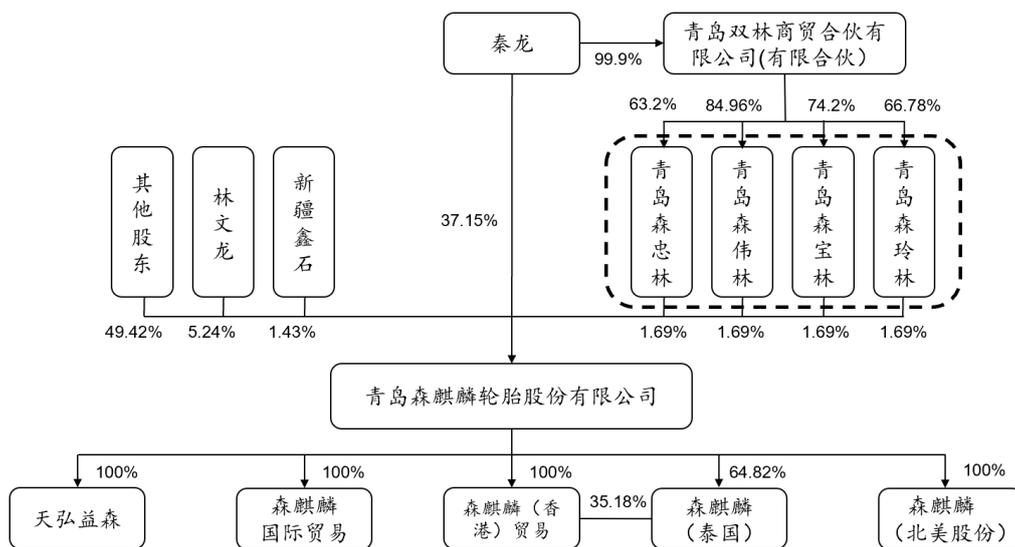
来源：公司官网，中泰证券研究所

股权结构：秦龙为公司实际控制人

- **股权结构稳定：**公司股权结构较为集中。董事长秦龙直接持有公司 37.15% 股份，并通过其实际控制的青岛森宝林、青岛森忠林、青岛森玲林、青岛森伟林四家员工持股平台合计控制公司 6.76% 股份，通过直接和间接方式合计控制公司 43.91% 股份，为公司控股股东、实际控制人。公司下设 5 家子公司，进行全球化业务布局。其中，公司直接控股泰国子公司，通过森麒麟（香港）

贸易有限公司间接控股美国、西班牙、摩洛哥三地分公司，美国贸易公司为公司北美地区自有贸易公司，主要负责公司自主品牌在北美尤其是美国市场的推广，发掘、培育、管理、维护部分北美地区客户。森麒麟（泰国）、森麒麟（西班牙）、森麒麟（摩洛哥）均在当地设有或计划设立生产基地，主要进行子午线轮胎的生产及销售业务。

图表 8: 公司股权结构图



来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所 (截至 2024-3-31)

营收&利润: 收入稳健增长, 利润有所波动

- 收入稳健增长, 利润有所波动:** 2015-2023 年公司营业收入、归母净利润年均复合增长率分别为 18.45%、32.99%。其中, 2021 年公司归母净利润有所回落主要系全球疫情反复引发的海运集装箱紧张及海运价格大幅上涨、原材料价格暴涨、美国对泰国原产地轿车胎加征反倾销税、人民币大幅升值、国内需求不足、海外市场需求旺盛但运输受阻等不利因素叠加所致。随着海运费用回归至低位、主要原材料价格回落、订单回升等因素推动, 公司业绩同比改善明显, 公司 2023 年归母净利润为 13.69 亿元, 同比增长 70.88%。

图表 9: 公司营业总收入



图表 10: 公司归母净利润



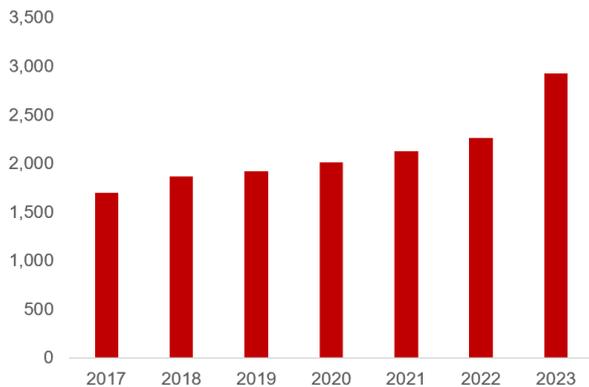
来源: Wind, 中泰证券研究所

来源: Wind, 中泰证券研究所

销量&单价: 量价齐升, 带动营收稳步增长

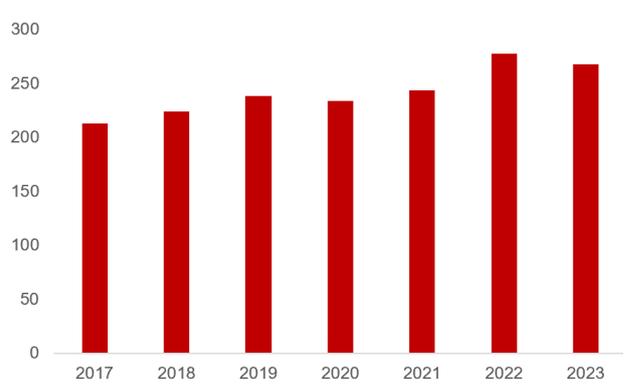
- **轮胎销量:** 公司客户不断突破, 带动轮胎销量持续增长。2023 年公司轮胎销量达 2926 万条 (+29.3%), CAGR17-23=9.5%。
- **轮胎单价:** 大尺寸、高性能、品牌化趋势凸显, 推动轮胎单价不断提升, 2023 年公司轮胎单价达 268 元, CAGR17-23=3.9%。

图表 11: 公司轮胎销量 (万条)



来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 公司轮胎平均单价 (元/条)

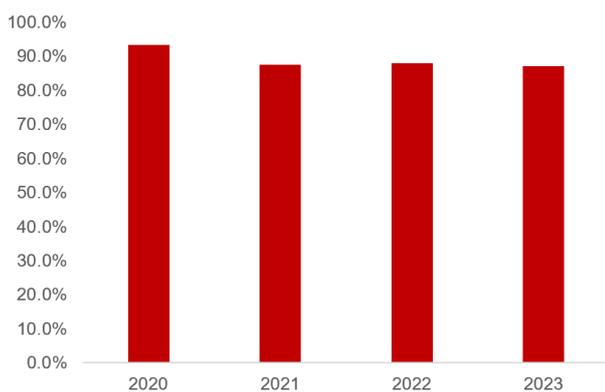


来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

地区结构: 外销为主, 且盈利能力强

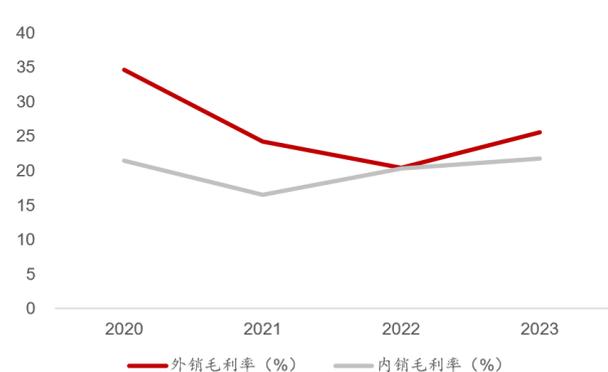
- **外销为主, 且盈利能力强:** 公司外销营收占比持续保持在 85%以上, 同时, 外销盈利能力更强, 以 2023 年为例, 公司外销毛利率为 25.61%, 较内销高 3.79pp。

图表 13: 公司外销收入占比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 公司分地区毛利率



来源: Wind, 中泰证券研究所

轮胎行业: 大空间赛道下本土厂商全球替代加速进行

分类: 按结构与应用分为全钢、半钢及斜交轮胎

- **全钢子午线:** 帘线与外胎断面平行, 胎体和带束层采用钢丝帘布, 适用重卡、

大型客车等高承重商用车辆。

- **半钢子午线：**帘线与外胎断面平行，胎体纤维，带束层采用钢丝帘布。适用于乘用车、轻卡、小型客车等。
- **斜交轮胎：**帘布层和缓冲层相邻层帘线交叉，适用于港口、林场、矿场等工程机械用车及特种车辆。

图表 15: 轮胎分类及应用



来源：中关村在线，中泰证券研究所

产业链：需求与汽车保有量和产量高度相关

- **上游：**上游为原材料和生产设备，天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线等轮胎原材料价格受石油化工与钢铁行业影响显著。
- **中游：**米其林、普利司通等国际厂商占据中高端市场，中策、玲珑、赛轮、森麒麟是国产头部厂商，行业竞争较分散。
- **下游：**分为替换市场和配套市场，分别与汽车保有量及汽车产量高度相关。

图表 16: 汽车轮胎产业链

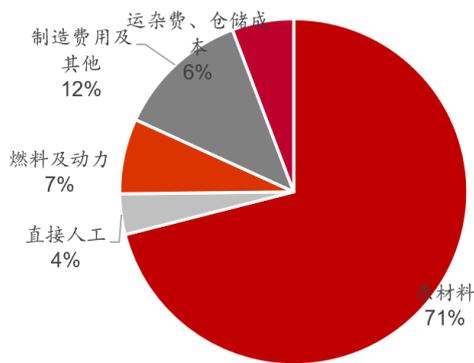


来源：中泰证券研究所

成本结构：原材料成本占比 70%以上

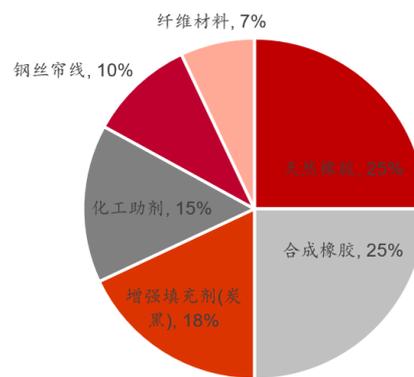
- **原材料成本占比高：**汽车轮胎产业上游中，天然橡胶、合成橡胶、炭黑、化工助剂、钢丝帘线、纤维材料等原材料成本占比普遍在 70%以上（森麒麟原材料占比约 70%），原材料中天然橡胶、合成橡胶各占约 25%。
- **轮胎原材料价格与石油化工、钢铁行业高度绑定，2022 年轮胎原材料价格持续上涨，致使轮胎制造厂商盈利被动承压。短期来看，轮胎原材料价格波动回落将释放胎企盈利能力。**

图表 17: 2023 年公司汽车轮胎中原材料成本占比超 70%



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 18: 2019 年轮胎原材料成本机构占比



来源：产业信息网，中泰证券研究所

空间-配套市场：国内 26 年 650 亿，CAGR₂₄₋₂₆=6%

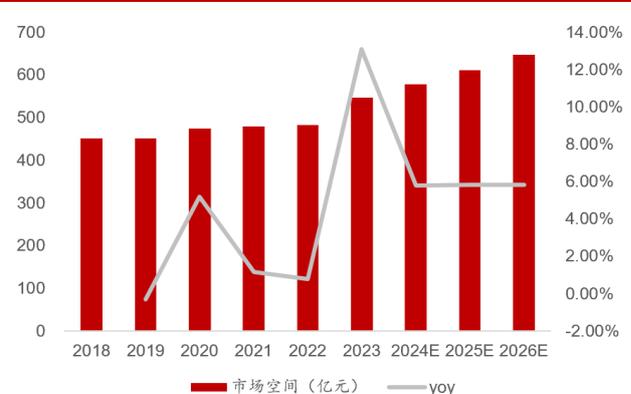
- **关键假设：**24-26 年乘用车产量增速 2%/2%/2%，单车配套 5 条轮胎；24-26 年商用车产量增速 5%/5%/5%，单车配套 11 条轮胎；配套胎单价持续提升（大尺寸化、高性能化、品牌化）。
- **测算结果：**经测算，预计 2024-2026 汽车配套轮胎市场空间为 577/611/646 亿，CAGR₂₄₋₂₆=6%。

图表 19: 中国汽车配套轮胎市场空间预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乘用车产量 (万辆)	2353	2136	1999	2141	2384	2612	2665	2718	2772
yoy		-9%	-6%	7%	11%	10%	2%	2%	2%
商用车产量 (万辆)	428	436	523	467	319	404	424	445	467
yoy		2%	20%	-11%	-32%	27%	5%	5%	5%
单车价值量 (元)	1623	1750	1876	1836	1786	1809	1869	1931	1995
yoy		8%	7%	-2%	-3%	1%	3%	3%	3%
乘用车配套胎单价 (元/条)	224	238	234	243	278	268	276	284	292
商用车配套胎单价 (元/条)	400	408	416	424	433	442	450	459	469
乘用车配套量 (万条)	11765	10680	9997	10704	11918	13062	13323	13590	13861
商用车配套量 (万条)	4708	4796	5754	5141	3504	4441	4663	4896	5141
总需求量 (万条)	16473	15476	15751	15845	15422	17503	17986	18486	19002
yoy		-6%	2%	1%	-3%	13%	3%	3%	3%
乘用车配套空间 (亿元)	263	254	234	261	331	350	367	386	405
商用车配套空间 (亿元)	188	196	239	218	152	196	210	225	241
市场空间 (亿元)	451	450	473	479	483	546	577	611	646
yoy		-2%	7%	3%	-1%	16%	7%	7%	6%
CAGR (24-25)									6%

来源：中汽协，中泰证券研究所测算

图表 20: 中国汽车配套轮胎市场规模变化情况



来源：中泰证券研究所测算

空间-替换市场：国内 26 年 3000 亿，CAGR₂₃₋₂₅=8%

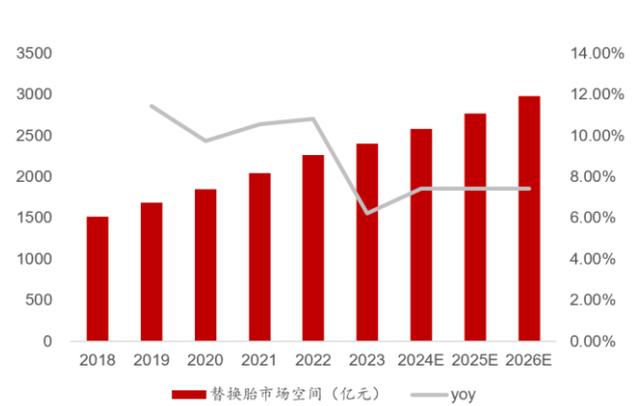
- **关键假设：**24-26 年民用轿车保有量增速 5%/5%/5%，替换系数为 1.5（单车年均更换轮胎条数）；24-26 年其他汽车保有量增速 5%/5%/5%，替换系数为 2.5；替换胎单价持续提升（大尺寸化、高性能化、品牌化）。
- **测算结果：**经测算，预计 2024-2026 汽车替换轮胎市场空间为 2578/2770/2976 亿元，CAGR₂₄₋₂₆=7%。

图表 21: 中国汽车替换轮胎市场空间预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
汽车保有量 (万辆)	24028	26000	28100	30200	31900	33618	35299	37064	38917
民用轿车保有量 (万辆)	13451	14644	15640	16739	17915	18668	19601	20581	21611
其他汽车保有量 (万辆)	10577	11356	12460	13461	13985	14950	15698	16482	17306
民用轿车替换单价 (元/条)	224	238	234	243	278	268	276	284	292
其他汽车替换单价 (元/条)	400	408	416	424	433	442	450	459	469
乘用车替换量 (万条)	20177	21966	23460	25109	26873	28002	29402	30872	32416
民用轿车替换系数 (条/辆)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	2.5
其他汽车替换量 (万条)	26443	28390	31150	33653	34962	37375	39244	41206	43266
其他汽车替换系数 (条/辆)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
总需求量 (万条)	46619	50356	54610	58761	61835	65377	68646	72078	75682
乘用车配套空间 (亿元)	451	523	549	611	746	749	811	877	948
商用车替换空间 (亿元)	1058	1158	1296	1428	1514	1651	1768	1893	2028
替换胎市场空间 (亿元)	1509	1681	1845	2040	2260	2400	2578	2770	2976
yoy		11.4%	9.7%	10.6%	10.8%	6.2%	7.4%	7.4%	7.4%
CAGR (24-26)									7%

来源：公安部，公司公告，中泰证券研究所测算

图表 22: 中国汽车替换轮胎市场规模变化情况

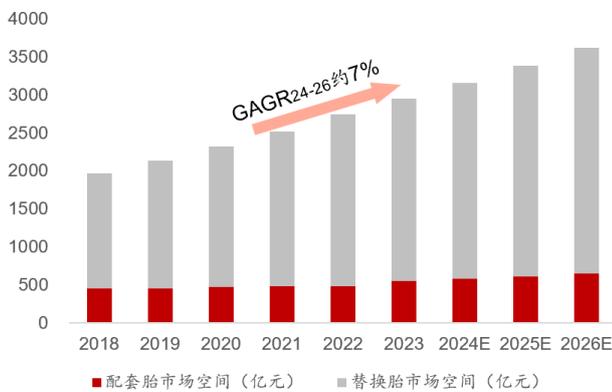


来源：中泰证券研究所测算

空间-整体：26 年国内超 3600 亿

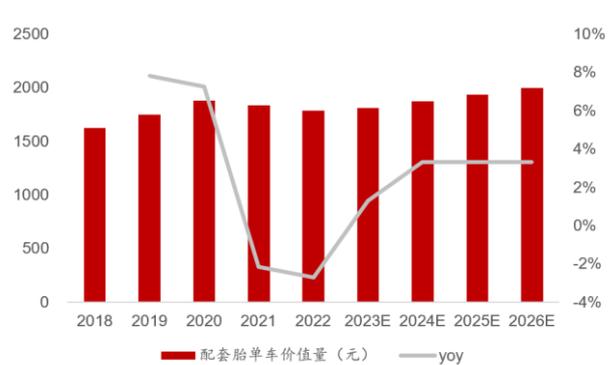
- **国内空间超 3600 亿：**经测算，预计 24-26 年国内汽车轮胎市场空间为 3156/3381/3622 亿元，CAGR₂₄₋₂₆ 约 7%。
- **配套胎单车价值量稳步提升：**22 年商用车市场受多方面因素影响，产量出现较大幅度下滑，导致配套胎单车价值量下滑，随着商用车市场逐渐回暖以及配套胎单价提升，预计 26 年配套胎单车价值量将达约 2000 元。

图表 23: 中国汽车轮胎市场空间预测



来源：中泰证券研究所测算

图表 24: 中国汽车配套轮胎单车价值量



来源：中泰证券研究所测算

驱动-国内量：保有量持续提升，产量复苏

- **保有量稳步提升：**保有量影响替换需求，2023年中国千人保有量达238辆，与欧美日等发达国家400-800辆仍有差距，预计未来国内汽车保有量仍将稳步提升。
- **汽车产量回暖：**产量影响配套需求，车市逐渐回暖，2023年国内汽车产量达3011万辆，同比+9.6%。

图表 25: 中国汽车保有量稳步提升



来源：公安部，中泰证券研究所

图表 26: 中国汽车产量持续回暖



来源：国家统计局，中泰证券研究所

驱动-海外量：海外出口是胎企成长战略重心

- **海外出口是胎企成长战略重心：**国内收入增长放缓，胎企积极布局海外市场。23年森麒麟海外营收68.12亿(+23.25%)，较2016年增长47亿元。赛轮轮胎海外营收192.65亿(+13.00%)，较2016年增长114亿元，海外市场是胎企成长战略重心。

图表 27: 2016 年以来森麒麟国内、国外收入情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 28: 2016 年以来赛轮轮胎国内、国外收入情况

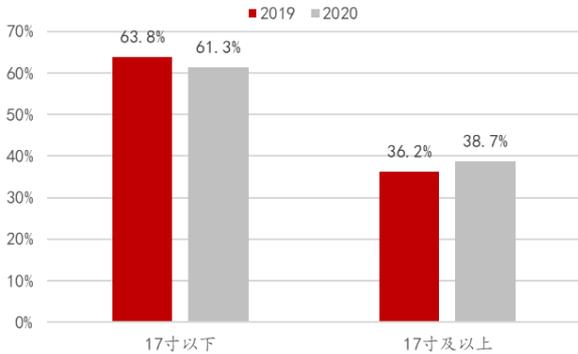


来源：Wind，中泰证券研究所

驱动-价维度：消费强化，大尺寸、电动化、品牌化提单价

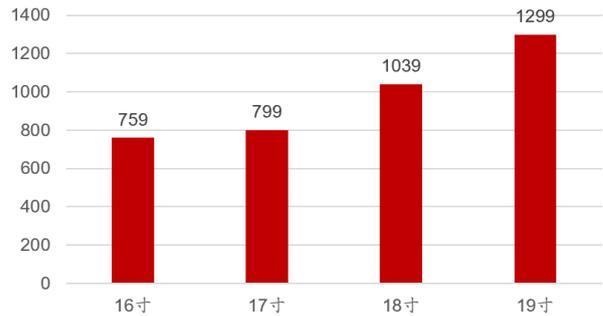
- **发展趋势:**消费者对整车外观和性能的追求使乘用车轮胎消费呈现大尺寸化、电动性能化以及品牌化。
 - 1) 大尺寸化: 造型美观, 宽体低趴感符合年轻消费者审美, 2020 年替换轮胎 ≥ 17 寸占比 38.7%, 同比+2.5pct。
 - 2) 电动性能化: 电车车身重、初始扭矩大、发动机噪声低, 对轮胎性能要求提升。
 - 3) 品牌化: 轮胎主打 to-C 替换市场, 品牌是核心, 轮胎是少数会通过广告宣传的零部件。

图表 29: 全球乘用车替换轮胎市场呈现大尺寸化



来源: GfK, 中泰证券研究所

图表 30: 同品牌不同尺寸价格情况

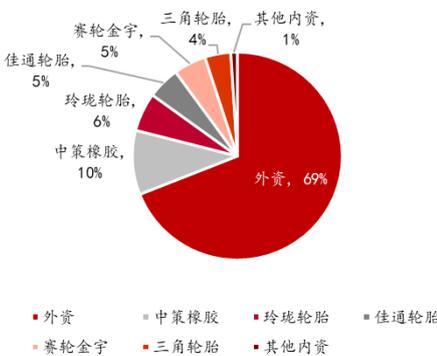


来源: 赛轮轮胎京东自营旗舰店, 中泰证券研究所; 注: 数据时间为 2024 年 5 月 30 日

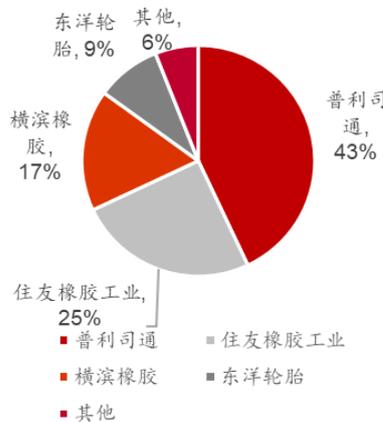
格局: 当前本土化率 30%, 中期 40-50%, 随自主崛起有望达 70%

- **本土化率仅约 30%, 中期有望达 40%-50%:**国内轮胎市场外资占比近 70%, 国产龙头占比合计仅约 30%。中期来看, 品牌壁垒限制本土替代头部外资空间, 而二线外资有望逐步被本土企业替代, 我们预计中期国内本土化率有望达 40%-50%。
- **本土率远期有望超 70%:**日本轮胎市场以本土企业为主, 本土化率超 90%, 随着国内自主品牌的崛起, 将带动本土胎企份额提升, 我们预计远期有望超 70%。

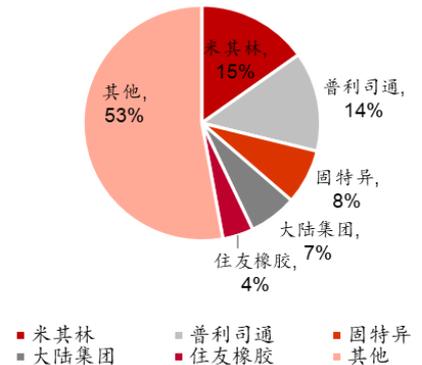
图表 31: 2021 年中国轮胎市场格局



图表 32: 2021 年日本轮胎市场格局



图表 33: 2021 年全球轮胎市场格局



来源: Marklines, 中泰证券研究所

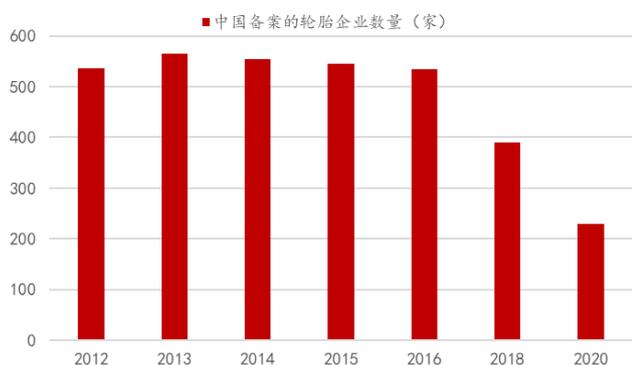
来源: Marklines, 中泰证券研究所

来源: Marklines, 中泰证券研究所

国内格局: 环保压力促格局出清, 国产头部企业受益

- **国内格局出清, 国产头部企业受益:** 随着“双碳”政策推出, 加速落后轮胎企业淘汰。国内纳入统计部门监测的轮胎工厂, 从 500+家降至 230 家; 通过 CCC 安全产品认证的汽车轮胎工厂, 从 300+家降至 225 家; 落后产能出清将释放空间, 头部企业受益。

图表 34: 国内轮胎企业数量



来源: 车轱辘网, 中泰证券研究所

图表 35: 2021 年山东落后轮胎产能淘汰名单

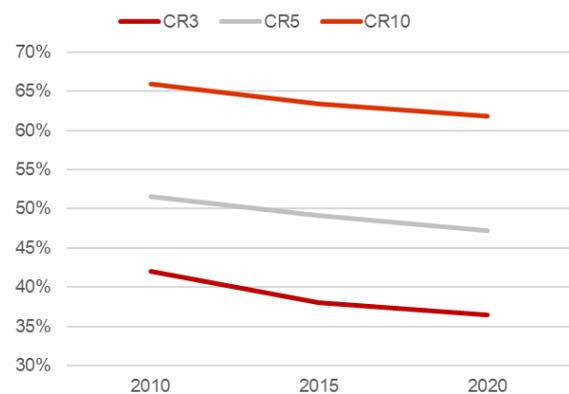
轮胎企业	产能 (万条/年)
山东君诚橡胶科技有限公司	30
通伊欧轮胎(诸城)有限公司	48
山东金斯顿轮胎有限公司	60
全钢	
山东凯通轮胎制造有限公司	61
山东途乐橡胶有限公司	70
山东银宝轮胎集团有限公司	80
山东元丰橡胶科技有限公司	100
潍坊市卧龙橡胶有限公司	107
半钢	
山东固力轮胎有限公司	46
山东红光橡胶科技有限公司	60
诸城市沪泰橡胶制品有限公司	120
远新轮胎有限公司	300
青岛福轮科技有限公司	300
山东皓丰轮胎工业有限公司	375
山东吉路尔轮胎有限公司	400
滕州赛阳橡胶工业有限公司	410
山田橡胶科技有限公司	450
半钢	2461
全钢	556
合计	3017

来源: 全球再生胶网, 中泰证券研究所

全球格局: 集中度持续下降, 本土品牌全球替代稳步进行

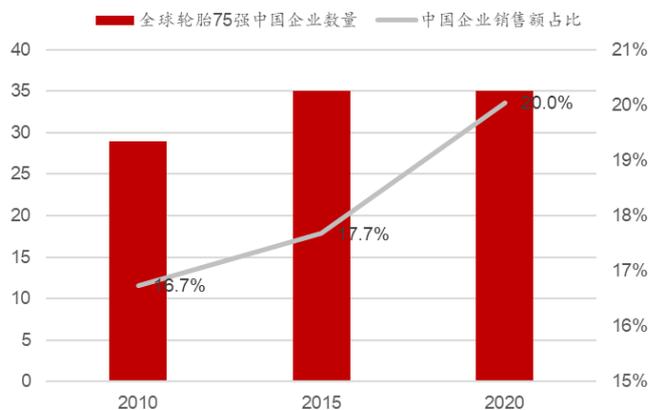
- **全球市场集中度持续下降:** 全球轮胎市场竞争加剧, 集中度持续下降, CR10 从 2010 年的 65.9% 下降至 2020 年的 61.8%。
- **本土品牌全球替代稳步进行:** 以中策、玲珑、赛轮为代表的国产胎企在逐步抢占全球轮胎市场份额, 20 年全球 75 强中国产胎企份额 20.0% (较 10 年 +3.3pct)。

图表 36: 全球轮胎市场集中度 (按销售额口径)



来源: 橡胶科技, 中泰证券研究所

图表 37: 全球轮胎 75 强中国企业销售额占比及数量



来源: 橡胶科技, 中泰证券研究所

公司分析：定位高端，面向全球，持续向上

高端化定位稳固，盈利能力领先

- **三方评测成绩斐然。**公司产品近年来在多次国际国内权威第三方独立轮胎测评中取得比肩国际知名轮胎品牌的成绩：2019年8月，公司“路航 Landsail” 225/45R17 LS588 规格在德国 Auto Bild 轮胎测评中，与普利司通并列第3位，在国产轮胎品牌中排名第1；2021年6月，“森麒麟 Sentury” / “路航 Landsail” 205/55R16 规格在芬兰 TM 轮胎测评中，取得滚动阻力第1、干地制动第3、干地操控第4、湿地制动第3、湿地水滑第4、噪音第5，最终综合排名第4；2021年10月，公司“森麒麟 Sentury” 235/45R18 Qirin 990 规格在中国《车与轮》轮胎测评中，取得干地制动第1、湿地制动第2、噪声第3、滚阻第1，对比国际品牌新能源静音棉轮胎，Qirin990 的干地制动缩短1.2%，湿地制动缩短19%，干湿地制动总成绩缩短10.7%。
- **全球高端新能源汽车轮胎领航者。**公司高度重视新能源“绿色轮胎”的研发制造，持续致力实现全球高端新能源汽车轮胎领航者的发展目标。公司自主创新研发的超高性能新能源汽车专用轮胎 Qirin EV，滚阻相较于普通燃油轮胎降低12%，相较于国际一线同类产品降低6%左右，续航里程相较于国际一线同类产品增加12%，耗电节省5%，全生命周期续航周期耗电节约440度，减少345kg CO2 排放，相当于多种植68.7棵树。干湿地制动能力与国际一线同类产品相当，噪声相较于国际一线同类产品降低2分贝左右。Qirin EV 噪声、湿滑、滚阻全部达到欧盟标签法 A 等级，滚动阻力已突破千分之5.0。

图表 38: Qirin EV 获 2022 年奚仲奖

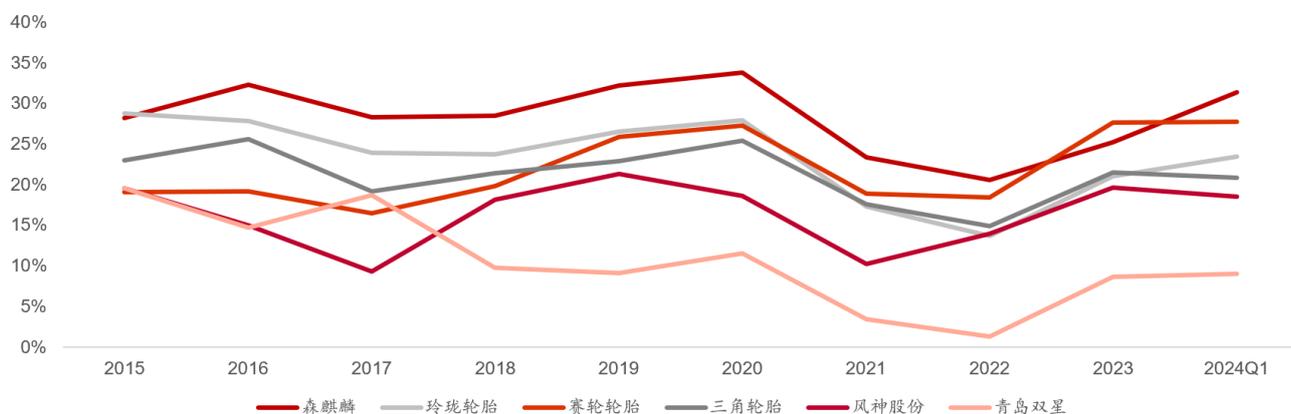


来源：车与轮，中泰证券研究所

- **大尺寸化，盈利能力领先。**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。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，适配中型轿车、越野车、城市 SUV、皮卡及商务车等车型，速度级别要求更高、操控要求更佳、舒适性要求更高、复杂路面适用性要求更广、载重

负荷要求更大、对轮胎性能的要求更苛刻、轮胎研发程度更难、制造工艺更复杂，适用车型档次提升，附加值更高，相应定价环节溢价能力更强，毛利率更高。公司 17 寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品销售金额占比近年来持续保持在 60%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，大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎销量及销售收入的增加，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。最新 24Q1 公司毛利率 31.3%，主要竞争对手玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎分别 23.4%、27.7%、20.8%。

图表 39: 行业主要玩家毛利率对比

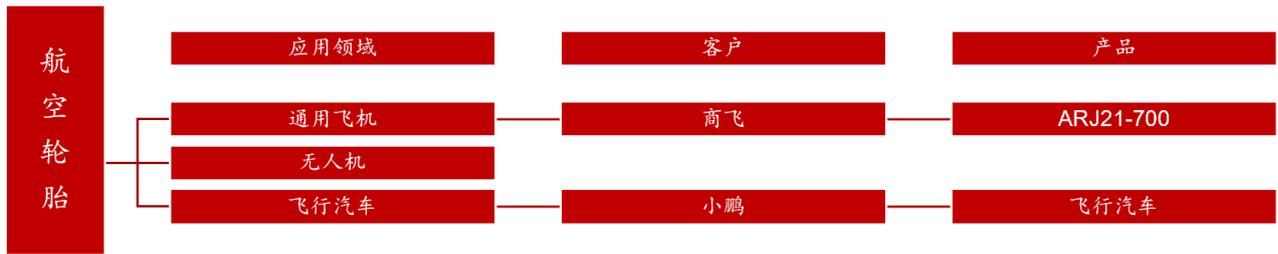


来源: wind, 中泰证券研究所

赛车&航空强化高端定位

- **持续研发，跻身航空胎领域。**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，且持续将航空轮胎技术应用于高端汽车轮胎研发。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。
- **8 万产能顺利推进，客户持续拓展。**公司年产 8 万条航空轮胎项目在顺利推进，应用领域包括通用飞机、无人机、飞行汽车，目前客户已开拓了小鹏飞行汽车、中国商飞 ARJ21-700 等。

图表 40: 公司航空轮胎的应用领域、客户及具体产品

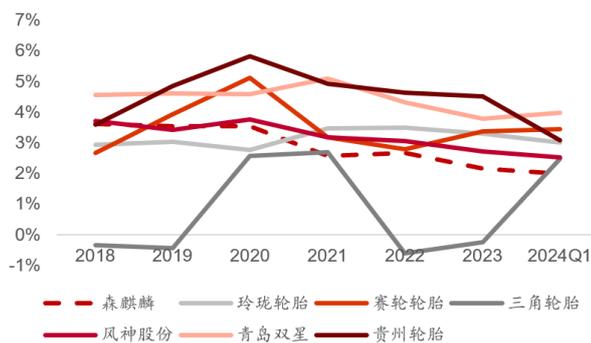


来源：2023 年年报，公司投资者互动平台，中泰证券研究所

制造智能化&管理精细化，费用管控优于同行

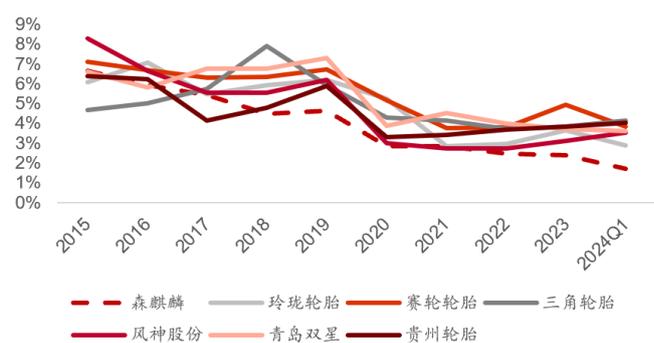
- 智能制造能力&精细化管理能力深受认可。**公司从智能中央控制系统、智能生产执行系统、智能仓储物流系统、智能检测扫描系统、智能调度预警系统五个主要模块，打造覆盖研发及设计、生产制造及检测、仓储及信息化管理的智慧工厂物联网体系。公司以智能制造实践成果入选“2016 年智能制造综合标准化与新模式应用”、“2017 年智能制造试点示范项目”、“2018 年制造业与互联网融合发展试点示范项目”，2022 年公司又获得国家工信部“2022 年度智能制造示范工厂”荣誉，成为唯一一家四次获得国家级智能制造殊荣的中国轮胎企业。2021 年，公司凭借智能制造实践及管理成效荣获被誉为中国管理界奥斯卡的《哈佛商业评论》“卓越管理奖”。
- 控费增效，多项指标优于同行。**制造智能化&管理精细化有效提高设备利用率及产能利用率，大幅提升生产效率、降低投资金额和生产成本、大幅减少用工人数、减少物流消耗、降低生产过程中的人工干预、提高产品的均一性及稳定性、提高产品品质及品相。财务指标来看，公司管理费用率、销售费用率均处于行业较低水平。

图表 41: 公司管理费用率与同行比较



来源：wind，中泰证券研究所

图表 42: 公司销售费用率与同行比较



来源：wind，中泰证券研究所

全球化布局持续推进，产能扩张进行时

- “833plus”战略规划顺利推进，产能快速扩张:**2020 年，公司提出“833plus”战略规划，计划用 10 年左右时间在全球布局 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），同时实现运行 3 家研发中心（中国、欧洲、北美）和 3 家体验中心，plus 是指择机并购一家国际知名

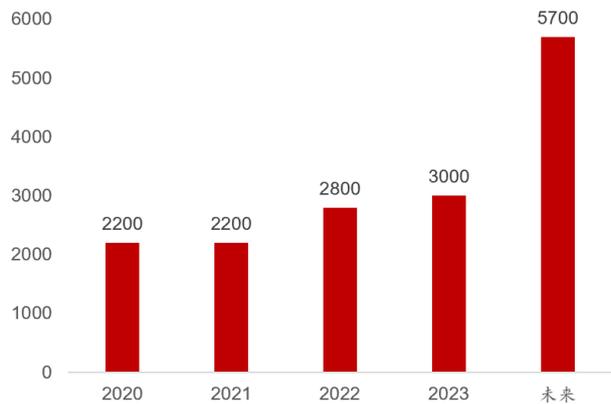
轮胎企业。“833plus”战略规划符合公司“创国际一流轮胎品牌、做世界一流轮胎企业”的企业愿景，将进一步夯实公司参与轮胎全球化竞争的能力。目前该计划正顺利推进，已布局 and 推进 5 个生产基地（中国 1 个，泰国 2 个，非洲 1 个，北美 1 个），当前 5 个生产基地全部达成后预计实现 5700 万条产能，较 2023 年增加 90%。

图表 43: 公司全球化路径



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 44: 公司产能扩产情况（万条）



来源：招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

反倾销税率下降，盈利能力有望提振

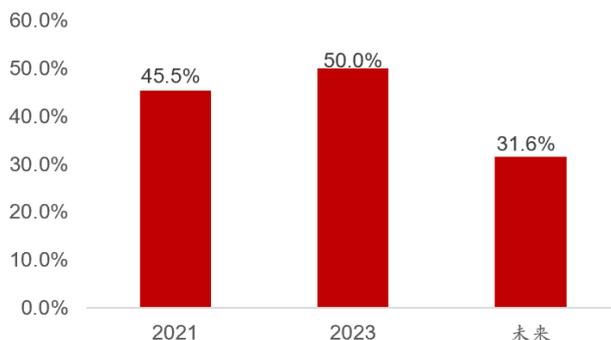
- 税率大幅下架，盈利能力有望大幅提升。**2022 年 9 月 6 日，美国商务部启动了对泰国乘用车和轻卡车轮胎反倾销调查的第一次年度行政复审，2024 年 1 月，此次复审终裁结果已经公布：森麒麟泰国作为本次复审的强制应诉企业之一终裁单独税率为 1.24%。本次复审终裁税率发布之前，森麒麟泰国作为原审调查的非强制应诉企业，适用其他泰国出口美国的轮胎企业的原审税率 17.06%；本次复审终裁税率发布之后，森麒麟泰国作为强制应诉企业，将适用单独税率 1.24%，该结果较原审税率大幅下降，同时森麒麟泰国也将成为泰国乘用车和轻卡车轮胎出口美国单独税率最低的企业，作为公司核心海外基地、公司重要的盈利引擎，森麒麟泰国的竞争力及盈利能力有望大幅提升。

图表 45: 历年双反终裁结果

时间	反倾销税率	反补贴税率
2018年3月	4.41%（青岛工厂）	15.53%（青岛工厂）
2019年4月	64.57%（青岛工厂）	15.75%（青岛工厂）
2020年12月	16.66%（泰国工厂）	-
2022年9月	17.06%（泰国工厂）	-
2024年1月	1.24%（泰国工厂）	-

来源：招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

图表 46: 泰国工厂在公司的产能占比



来源：招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

核心假设：汽车产销量景气；公司产能建设进度顺利；原材料价格企稳。

- 轮胎业务：**公司为国内轮胎行业头部企业，下游需求稳定性较强且市场扩张可能性较大。随着公司在摩洛哥和西班牙新工厂建设完成并逐步投产，公司总设计产能达 5700 万条，在海外需求回暖、公司订单饱满的背景下，假设 24-26 年公司销量分别 3500、4500、5100 万条；假设 2024 年单价持平 24Q1，即 278 元/条，考虑到高端化、大尺寸化趋势，假设 2025-2026 年单价每年提升 1%；参考 24Q1 毛利率以及受原材料涨价影响之前（2015-2020 年）的毛利率，假设 24-26 年毛利率为 30%。
- 其他业务：**假设公司其他业务保持平稳，24-26 年收入持平 23 年，假设 24-26 年毛利率保持 88%。

图表 47: 公司分项业务预测

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
整体	营收 (万元)	517,726.92	629,218.52	784,179.19	974,066.69	1,264,576.69
	Yoy		21.53%	24.63%	24.21%	29.82%
	毛利 (万元)	120,802.08	129,004.05	197,653.39	292,838.68	379,991.68
	毛利率	23.33%	20.50%	25.21%	30.06%	30.05%
轮胎业务	营收 (万元)	517,111.20	628,471.42	783,112.50	973000	1263510
	Yoy		21.54%	24.61%	24.25%	29.86%
	毛利 (万元)	120,189.50	128,383.53	196,714.71	291900	379053
	毛利率	23.24%	20.43%	25.12%	30.00%	30.00%
其他业务	营收 (万元)	615.72	747.11	1,066.69	1,066.69	1,066.69
	Yoy		21.34%	42.78%	0.00%	0.00%
	毛利 (万元)	612.58	620.52	938.68	938.68	938.68
	毛利率	99.49%	83.06%	88.00%	88.00%	88.00%

来源：Wind，中泰证券研究所

估值与投资建议

- 我们选择同以轮胎为主业的玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎作为可比公司，24-25 预计平均 PE 分别为 11.3X、9.7X。我们预计公司 2024-2026 年有望实现营业收入 97/126/145 亿，对应增速+24%/+30%/+14%；归母净利润 22.6/29.6/33.7 亿元，对应增速+65%/+31%/+14%，对应 2024-2026 年 PE 分别为 11.3x/8.6x/7.6x，考虑到轮胎行业空间稳健增长、本土厂商替代全球替代加速、公司客户突破、品牌向上，维持“买入”评级。

图表 48: 可比公司估值分析

证券代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601058.SH	赛轮轮胎	14.88	489.27	41.81	48.63	-	1.27	1.48	-	11.72	10.05	-
601966.SH	玲珑轮胎	20.74	305.61	22.15	27.15	-	1.50	1.84	-	13.83	11.27	-
601163.SH	三角轮胎	16.24	129.92	15.32	16.84	-	1.92	2.10	-	8.46	7.73	-
	平均									11.33	9.7	-
002984.SZ	森麒麟	24.81	255.06	22.60	29.64	33.72	3.04	3.98	4.53	11.29	8.61	7.56

来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 股价采用 2024.5.31 收盘价, 玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎 EPS 采用 WIND 一致预测 180 天)

风险提示

- 橡胶、炭黑等原材料价格波动风险: 受石油价格波动、天灾和虫害影响, 橡胶、炭黑价格易出现季度间快速波动, 进而影响公司盈利能力。
- 新建产能建设进度不及预期: 公司海外及国内轮胎产能投资项目建设进度若推迟, 导致公司营收增长受限。
- 下游轮胎应用需求不及预期: 受经济复苏及消费景气度影响, 汽车产量及保有量提升不及预期, 导致轮胎市场增幅受限。
- 国际贸易摩擦的不确定性: 国际贸易形势错综复杂, 贸易摩擦易导致公司海外生产基地业务发展受限。
- 品牌塑造不及预期: 汽车轮胎作为终端消费品, 公司品牌对消费者影响较大, 若公司品牌塑造不及预期, 或使公司业务增长受限。
- 行业规模测算偏差风险。
- 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

经营活动现金流	2,367	4,921	2,723	3,717	流动比率	4.9	3.6	3.7	4.0
现金收益	1,850	2,634	3,242	3,631	速动比率	4.1	3.1	3.1	3.5
存货影响	267	-386	-885	-117	营运能力				
经营性应收影响	-255	-107	-338	-203	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.5
经营性应付影响	279	1,282	703	430	应收账款周转天数	46	44	40	42
其他影响	226	1,498	1	-24	应付账款周转天数	50	79	96	103
投资活动现金流	-3,017	-484	-450	-401	存货周转天数	98	88	93	99
资本支出	-1,015	-534	-501	-451	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	1.84	3.04	3.98	4.53
其他长期资产变化	-2,002	50	51	50	每股经营现金流	3.18	6.61	3.66	5.00
融资活动现金流	2,660	86	207	205	每股净资产	15.39	17.71	21.50	25.83
借款增加	76	97	129	109	估值比率				
股利及利息支付	-11	-393	-438	-536	P/E	19	11	9	8
股东融资	2,792	0	0	0	P/B	2	2	2	1
其他影响	-197	382	516	632	EV/EBITDA	31	22	17	16

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。