



买入(首次)

所属行业: 汽车/汽车零部件
当前价格(元): 24.09

证券分析师

邓健全

资格编号: S0120523100001
邮箱: dengjq@tebon.com.cn

赵悦媛

资格编号: S0120523100002
邮箱: zhaoyy5@tebon.com.cn

赵启政

资格编号: S0120523120002
邮箱: zhaoqz@tebon.com.cn

肖碧海

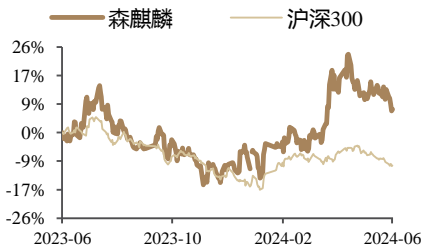
资格编号: S0120523090004
邮箱: xiaobh@tebon.com.cn

研究助理

秦梓月

邮箱: qinzy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.52	-6.52	12.39
相对涨幅(%)	0.27	-3.10	13.57

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

森麒麟(002984.SZ): 智能制造打造效率优势, 全球布局加速成长

投资要点

- 专注于轮胎市场, 深化全球布局。**公司主要产品是子午线轮胎及航空轮胎, 在公司的稳健经营下, 近年来财务表现持续向好。同时公司积极进行全球化布局, 践行“833Plus”战略规划, 计划用10年左右时间在全球布局8座数字化智能制造基地(中国3座, 泰国2座, 欧洲、非洲、北美各1座), 同时实现运行3座研发中心(中国、欧洲、北美)和3座用户体验中心, 并择机并购一家国际知名轮胎企业。
- 高性价比国产胎优势显著, 全球份额有望快速提升。**受益于性价比优势, 中国轮胎企业的全球份额持续提升, 据米其林年报和车轱辘网, 2000-2021年间, 头部轮胎制造商全球市占率每年约以1pct的速度降低, 而三、四梯队轮胎制造商(中国轮胎厂包括在内)全球市占率每年约以0.8pct的速度提升。据轮胎国际视角, 2023年中国品牌在海外大部分市场份额同比均有增长, 其中在南美、中东欧地区增长较为显著, 分别同比提升5.2pct、5.3pct。
- 公司加速布局海外市场, 于摩洛哥、西班牙扩建产能。**公司现有青岛工厂和泰国工厂两大生产基地, 正积极推进非洲智能制造基地“森麒麟(摩洛哥)年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目(一期+二期)”以及欧洲智能制造基地“西班牙年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”的建设, 全球化生产能力有望进一步提升。
- 泰国工厂反倾销税率下降, 公司海外盈利能力有望进一步提高。**美国商务部对泰国乘用车和轻卡轮胎反倾销调查第一次年度行政复审终裁落地, 森麒麟泰国复审终裁税率为1.24%, 相对于原审17.06%税率下降15.82pct, 公司海外盈利能力有望进一步提高。
- 盈利预测与投资建议:**我们预计2024-2026年公司的营收分别为98.01、117.60、135.23亿元, 归母净利润分别为21.51、25.94、30.15亿元, 对应PE分别为11.51、9.55、8.21倍。考虑到公司在中高端轮胎市场深度耕耘且在手订单充裕, 并积极在海外扩张产能, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:**原材料价格波动风险、产能建设进度不及预期风险、关税变动风险。

股票数据

总股本(百万股):	1,028.05
流通A股(百万股):	697.90
52周内股价区间(元):	18.98-27.82
总市值(百万元):	24,765.73
总资产(百万元):	16,066.92
每股净资产(元):	16.12

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,292	7,842	9,801	11,760	13,523
(+/-)YOY(%)	21.5%	24.6%	25.0%	20.0%	15.0%
净利润(百万元)	801	1,369	2,151	2,594	3,015
(+/-)YOY(%)	6.3%	70.9%	57.2%	20.6%	16.2%
全面摊薄EPS(元)	0.78	1.33	2.09	2.52	2.93
毛利率(%)	20.5%	25.2%	30.1%	30.1%	30.1%
净资产收益率(%)	10.5%	11.6%	15.7%	15.9%	16.2%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 海外零售为主，深化全球布局	5
1.1. 多产品系列覆盖，海外市场为主要发力点	5
1.2. 财务表现不断向好，盈利能力保持领先	6
1.3. 智能制造能力出色，产品性能优越	8
2. 高性价比国产胎优势显著，全球份额有望快速提升	10
2.1. 中国轮胎具备良好性能，性价比优势突出	10
2.2. 格局重塑进行时，国产轮胎排名稳步提升	12
2.3. 中国胎企加速全球产能布局，提振企业盈利能力	13
3. 重点布局海外市场，摩洛哥及西班牙基地贡献产能增量	15
3.1. 公司以出口为主，市场空间广阔	15
3.2. 推进摩洛哥及西班牙工厂建设，产能持续提升	16
3.3. 美国对泰反倾销税率降低，公司盈利能力有望进一步提升	18
4. 盈利预测与投资建议	19
4.1. 盈利预测	19
4.2. 投资建议	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 公司发展历史	6
图 2: 公司营收持续增长	6
图 3: 2023 年公司归母净利润高增	6
图 4: 2024Q1 公司归母净利率创历史新高	7
图 5: 公司费用率持续下降	7
图 6: 公司海外营收占比较高	7
图 7: 公司出口毛利率较高	7
图 8: 公司毛利率高于行业平均水平	7
图 9: 公司毛利率位居前列	7
图 10: 公司数字化工厂体系	8
图 11: 公司人工成本占比最低	8
图 12: 2015 年《Auto Bild China》轮胎测评报告	9
图 13: 公司部分航空轮胎产品	10
图 14: 公司“833Plus”战略规划	10
图 15: 2023 年 205/55R16 规格零售价对比 (元)	11
图 16: 2023 年中国市场轿车轮胎均价 TOP10	11
图 17: 2023 年上半年中国轮胎品牌国内市占率超过 50%	12
图 18: 2023 年中国品牌全球乘用车替换份额	12
图 19: 中国出口美国轮胎数量下滑	13
图 20: 行业外销平均毛利率高于内销	15
图 21: 森麒麟境外营收占比较高	16
图 22: 2023 年各头部品牌美国市场占有率	16
图 23: 2022 年各头部品牌美国市场占有率	16
图 24: 摩洛哥项目地址	17
图 25: 森麒麟 (泰国) 营收及占比	18
图 26: 森麒麟 (泰国) 净利润及占比	18
表 1: 公司拥有四大轮胎品牌	5
表 2: 2023 年轮胎企业成本对比	11
表 3: 中国轮胎具备性价比优势	11
表 4: 中国大陆主要轮胎厂商排名提升	12

表 5: 欧美对中国轮胎税率部分政策梳理.....	13
表 6: 国内主要胎企海外产能梳理 (不完全统计)	14
表 7: 摩洛哥以及西班牙工厂贡献增量	16
表 8: 公司泰国以及摩洛哥工厂主要税收优惠政策	17
表 9: 泰国出口美国轮胎税率变化.....	18
表 10: 各公司泰国销美全钢胎反倾销初裁税率	19
表 11: 公司主营业务拆分及预测	19
表 12: 可比公司估值	19

1. 海外零售为主，深化全球布局

1.1. 多产品系列覆盖，海外市场为主要发力点

公司拥有四大轮胎品牌，覆盖大部分用户群体。公司主要产品有半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎和航空轮胎，主要面向乘用车、SUV、商用车、越野车、赛车等领域。根据公司官网，公司目前已形成森麒麟 (SENTURY)、路航 (LANDSAIL)、德林特 (DELINTE)、吉翔速 (GROUNDSPEED) 四大轮胎品牌：

1) 森麒麟轮胎：以航空轮胎技术为核心，面向高端理性消费人群，追求真正具有核心技术的高端产品；

2) 路航轮胎：以赛车轮胎技术为核心，面向专业和中坚消费人群，追求可靠技术、出众性能的优秀产品；

3) 德林特轮胎：以前沿“黑”技术为核心，面向时尚年轻消费人群，追求个性化的与众不同的性能产品；

4) 吉翔速轮胎：由位于泰国的 Sentury 工厂制造，该工厂拥有 4.0 “智能工厂”认证，在满足高可持续性目标的同时，使用最前沿的节能设备和最严格的安全标准生产产品。

表 1: 公司拥有四大轮胎品牌

产品系列	特点
森麒麟轮胎	以航空轮胎技术为核心，面向高端理性消费人群，追求真正具有核心技术的高端产品。
路航轮胎	以赛车轮胎技术为核心，面向专业和中坚消费人群，追求可靠技术、出众性能的优秀产品。
德林特轮胎	以前沿“黑”技术为核心，面向时尚年轻消费人群，追求个性化的与众不同的性能产品。
吉翔速轮胎	由位于泰国的 Sentury 工厂制造，该工厂拥有 4.0 “智能工厂”认证，在满足高可持续性目标的同时，使用最前沿的节能设备和最严格的安全标准生产产品。

资料来源：公司官网，德邦研究所

海外市场为核心，坚持产品中高端战略。公司专注于品质要求高、技术难度大、更新换代快、利润水平较高的中高端半钢子午线轮胎领域，结合自身境外销售渠道资源优势，制定了以海外替换市场为核心，培育国内替换市场，攻坚全球配套市场的销售策略，逐渐实现“创世界一流轮胎品牌”目标。自成立以来，公司经历以下几个重要时期：

1) 1989-2007 年：业务起源阶段。创始人自 1989 年起即从事橡胶及轮胎贸易业务，陆续代理众多国内外轮胎品牌，并开拓美国销售渠道，储备了以欧美市场为主的高性能及大尺寸轮胎销售渠道；

2) 2008-2011 年：发展初期阶段。主力产品定位于高性能及大尺寸半钢子午线轮胎，产品体系最终覆盖半钢子午线轮胎全尺寸产品，并初步形成以欧美市场为主要销售区域格局；

3) 2012-2013 年：取得欧盟认证。2012 年 11 月，欧盟开始实施轮胎标签法规，公司的“路航”轮胎当年即通过欧盟标签法规 R117 认证；

4) 2014-2015 年：海外产能布局。在泰国按照智能化生产制造模式，设计

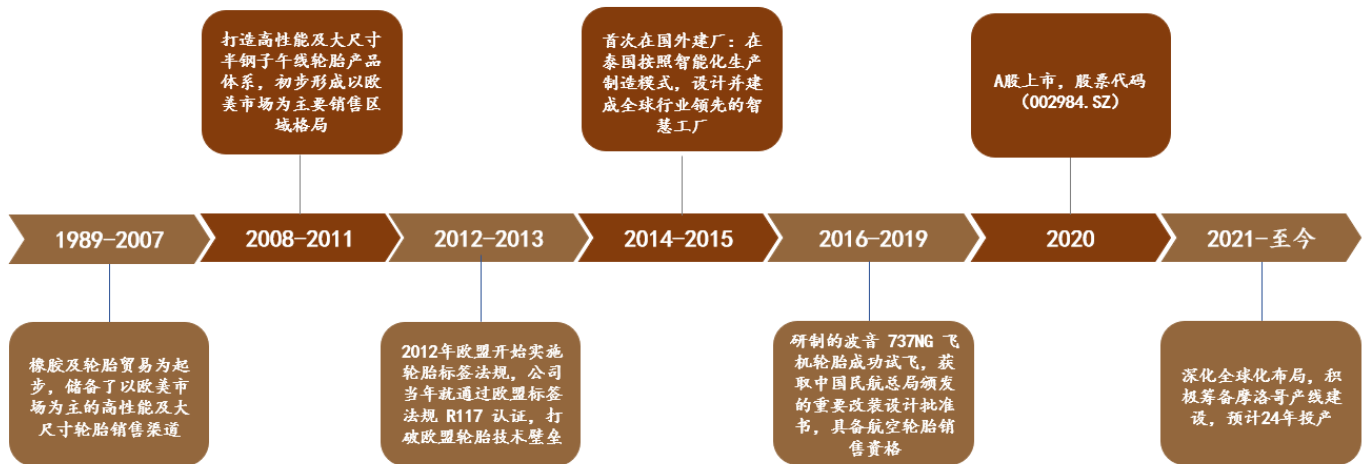
并建成全球行业领先的智慧工厂；

5) 2016-2019年：具备航空轮胎销售资格。公司研制的波音737NG飞机轮胎成功试飞，并获取中国民航总局颁发的重要改装设计批准书(MDA)，标志公司正式具备航空轮胎装机使用资格和销售资质；

6) 2020年：2020年9月公司在深圳证券交易所正式上市；

7) 2021年-至今：持续深化全球布局。公司加快推进摩洛哥产能建设，践行“833plus”战略规划，深入实施全球化发展战略。

图1：公司发展历史

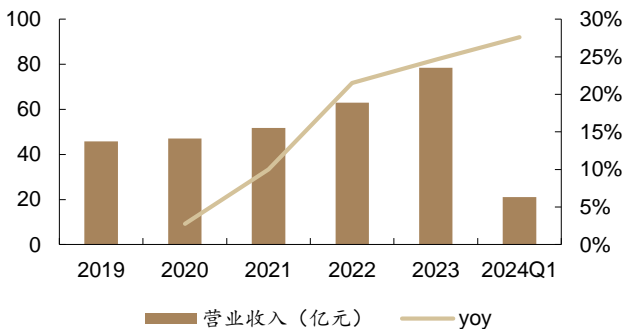


资料来源：公司招股说明书，公司官网，德邦研究所

1.2. 财务表现不断向好，盈利能力保持领先

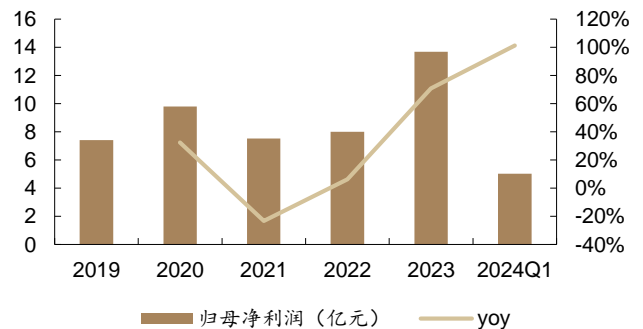
营收持续增长，利润加速释放。营收方面，2021-2023年公司营业收入分别为51.77/62.92/78.42亿元，同比增速分别为10.03%/21.53%/24.63%；利润方面，2021-2023年公司归母净利润分别为7.53/8.01/13.69亿元，同比增速分别为-23.17%/6.30%/70.88%。当前随着公司产能持续释放，公司规模有望持续增长。

图2：公司营收持续增长



资料来源：公司公告，德邦研究所

图3：2023年公司归母净利润高增

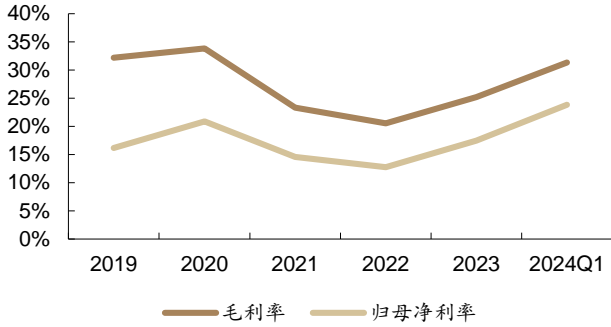


资料来源：公司公告，德邦研究所

盈利能力不断上升，费用率持续优化。2021-2022年受到外界不利条件影响，

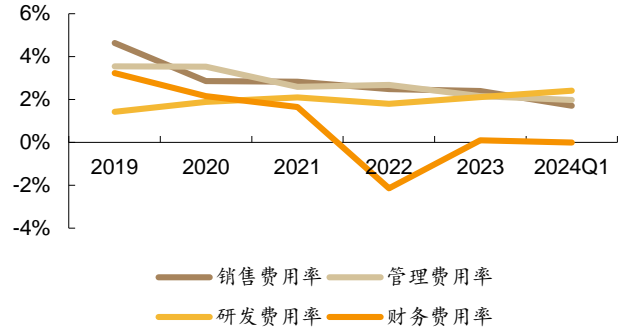
公司盈利能力有所下滑，2023 年随着负面因素的逐渐消退，公司的归母净利率持续回升，2021-2023 年公司毛利率分别为 23.33%/20.50%/25.21%，归母净利率分别为 14.55%/12.73%/17.45%。费用方面，随着公司产能不断扩张，规模效应显现，费用率整体呈现逐年下降趋势。且 2024 年以来，公司泰国工厂销美产品关税降低，公司盈利能力有望进一步提升。

图 4: 2024Q1 公司归母净利率创历史新高



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

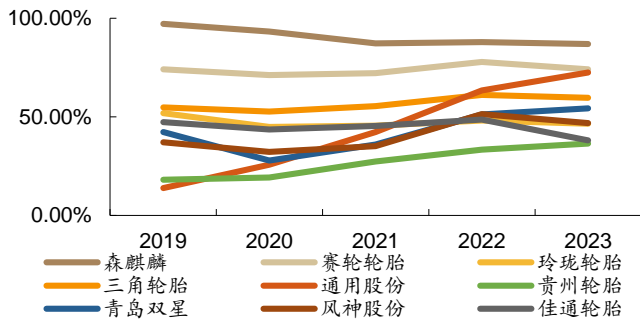
图 5: 公司费用率持续下降



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

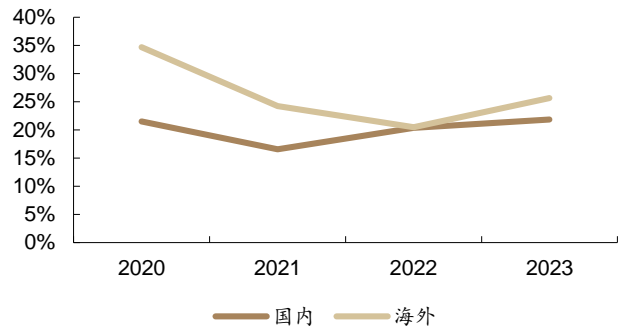
公司出口占比高，毛利率高于行业平均水平。2023 年公司出口营收占比高达 86.9%，受益于高毛利率出口业务占比较高，公司整体毛利率较高，2021-2023 年公司毛利率分别为 23.33%/20.50%/25.61%。我们选取赛轮轮胎、玲珑轮胎、三角轮胎、通用股份、贵州轮胎、青島双星、风神股份、佳通轮胎作为行业可比公司，公司毛利率高于行业平均水平。

图 6: 公司海外营收占比较高



资料来源: iFinD, 德邦研究所

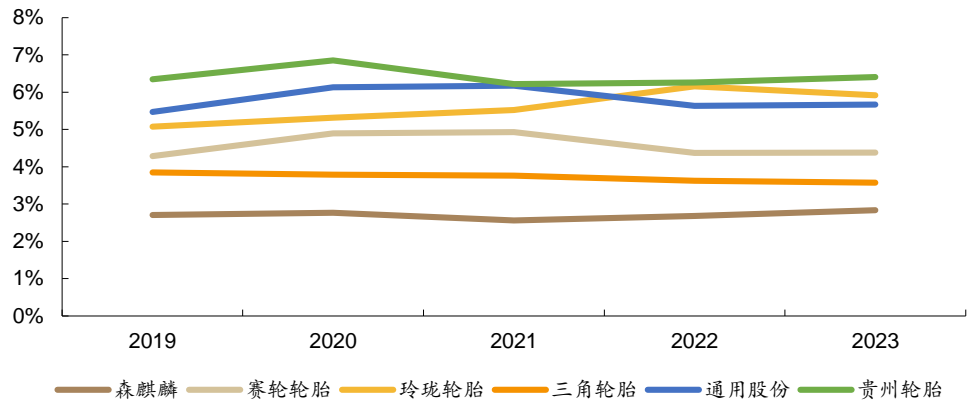
图 7: 公司出口毛利率较高



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 8: 公司毛利率高于行业平均水平

图 9: 公司毛利率位居前列



资料来源: iFinD, 各公司公告, 德邦研究所

公司产品性能优越, 权威测评中多次获得优异成绩。公司研发能力较强, 已成功掌握超低滚阻轮胎、缠绕式挤出防刺扎防爆轮胎等先进生产技术, 截至 2023 年, 公司累计获得专利 450 项, 其中发明专利 23 项、实用新型专利 136 项。近年来公司多次在轮胎权威测评中取得比肩国际知名轮胎品牌的成绩, 德国 AUTO BILD 测评中, “路航 LANDSAIL” LS288 作为唯一参与测评的中国轮胎产品, 在参与测评的包括米其林、马牌等国际大牌在内的 10 款轮胎产品中, 湿地性能表现抢眼, 总成绩排名第 5; 2019 年在《Auto Bild China》对十款高端运动型轿车轮胎的对比测试中, 路航综合排名仅次于米其林 (两款轮胎)、德国马牌, 与普利司通并列第三, 为排名最高的中国品牌, 在车内噪音、滚动阻力两项测试中排名首位。

图 12: 2015 年《Auto Bild China》轮胎测评报告

品牌	米其林 Primacy 3ST	固特异 EAGLE EfficientGrip	倍耐力 N8000	普利司通 ENASAVE EC300+	路航 LS288	马牌 Erfren H430	倍耐力 Cinturato P7	马牌 CC5 CentContact	普利司通 PROXES C100	马牌 ZEON C7
轮胎性能综合评分表										
干地测试 50%										
干地制动	15%	9.0	7.5	7.5	7.0	7.0	7.0	6.0	6.0	5.0
干地操控	15%	8.0	9.0	6.5	8.0	6.5	7.0	8.0	7.0	8.0
通过噪音	7.5%	8.5	8.0	8.0	7.0	7.5	9.0	7.5	7.0	7.0
舒适性	7.5%	8.5	8.5	7.0	8.0	7.0	7.5	7.5	7.0	7.5
滚动阻力	5%	8.0	8.0	8.0	8.0	7.0	9.0	5.5	8.0	6.0
湿地测试 50%										
湿地制动	15%	8.0	8.0	7.5	8.0	8.0	6.5	6.5	6.5	5.0
湿地操控	15%	8.0	7.5	8.0	7.0	8.0	8.0	7.0	6.5	6.0
湿地直线排水	10%	7.5	7.5	8.5	8.0	7.5	6.0	8.5	7.0	6.0
湿地圆周	5%	8.0	8.0	8.0	8.0	7.0	7.0	7.0	7.0	6.0
湿地侧滑	5%	7.0	7.0	9.0	8.0	8.0	7.0	8.5	8.0	7.0
总评分	100%	8.1	7.9	7.7	7.6	7.4	7.3	7.2	7.0	6.2

资料来源: 财联社, 德邦研究所

积极研发高难度的航空轮胎, 完善产品布局。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较高, 市场一直被米其林、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。

图 13: 公司部分航空轮胎产品



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

研发新能源汽车轮胎, 成功配套高端化车型。公司重点布局低滚阻、高耐磨、低噪声的新能源汽车轮胎产品, 并且广泛扩展现有客户新车型, 已成为德国大众集团、德国奥迪汽车、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, 并且已获得广汽全新高端品牌 Hyper 昊铂旗下首款车型 Hyper SSR 以及小鹏飞行汽车的配套资格。

践行“833Plus”战略规划, 积极推进全球化布局。公司制定了“833plus”战略规划: 计划用 10 年左右时间在全球布局 8 座数字化智能制造基地 (中国 3 座, 泰国 2 座, 欧洲、非洲、北美各 1 座), 同时实现运行 3 座研发中心 (中国、欧洲、北美) 和 3 座用户体验中心, 并择机并购一家国际知名轮胎企业。

图 14: 公司“833Plus”战略规划



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

2. 高性价比国产胎优势显著, 全球份额有望快速提升

2.1. 中国轮胎具备良好性能, 性价比优势突出

中国胎企人工成本优势明显。排除币种与汇率变动的影响, 将原材料价格设为 100, 其他成本费用以原材料价格为基准进行计算。我们以米其林作为外资品牌代表, 对比森麒麟、赛轮轮胎、玲珑轮胎三家中国品牌, 发现相较于米其林,

中国轮胎品牌在人工成本方面优势明显。

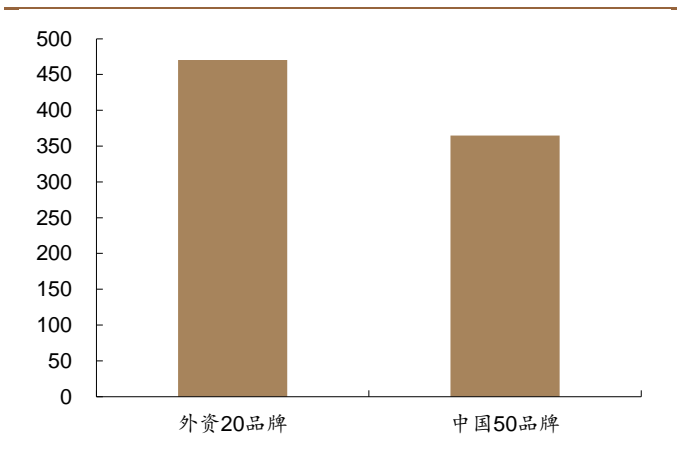
表 2: 2023 年轮胎企业成本对比

	米其林	森麒麟	赛轮轮胎	玲珑轮胎
原材料	100	100	100	100
人工	69.2	5.3	8.8	10.3
折旧与摊销	17.9		8.7	9.5
能源		9.9	7.5	10.4
运输与仓储	13.9	8.1		4.6

资料来源: 各公司年报, 德邦研究所

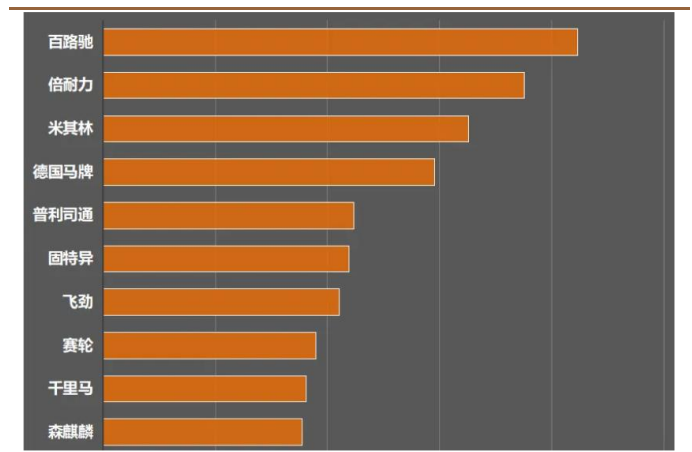
中国轮胎拥有良好性能, 具备明显性价比优势。据轮胎商业, 中国市场最热销的轮胎规格为 205/55R16, 此规格下选取的 20 家外资轮胎品牌零售均价为 470.5 元, 而选取的 50 家中国品牌零售均价仅为 364.9 元; 在轿车轮胎中, 百路驰、倍耐力、米其林等前 7 大外资品牌单胎均价超过 1000 元, 而中国品牌均价均在 1000 元以下。2023 年在中国 ABV 车比得自媒体测评中, 森麒麟“Qirin 990”取得综合排名第 3 的成绩, 朝阳轮胎“朝阳 1 号”取得综合排名第 4 的成绩, 两者价格仅为第 1 名马牌“UC7”和第 2 名米其林“PRIMACY 4”的 50-70%, 也远低于排名靠后的外国品牌, 具备明显性价比优势。

图 15: 2023 年 205/55R16 规格零售价对比 (元)



资料来源: 轮胎商业微信公众号, 德邦研究所

图 16: 2023 年中国市场轿车轮胎均价 TOP10



资料来源: 轮胎商业微信公众号, 德邦研究所

表 3: 中国轮胎具备性价比优势

品牌	型号	速度等级	干地制动	干地操控	湿地制动	湿地操控	价格 (元/条)	总评分
马牌	UC7	91W	8.0	8.0	8.5	8.0	620	7.9
米其林	PRIMACY 4	91W	8.0	7.5	8.0	8.0	630	7.9
森麒麟	Qirin 990	94W	8.5	7.5	7.0	7.0	315	7.4
朝阳	朝阳 1 号	91V	8.0	7.0	7.0	7.0	435	7.3
倍耐力	CINTURATO P7 KS	91W	7.0	7.5	6.0	7.0	600	7.2
韩泰	VENTUS S1 EVO2 缺气保用	91W	8.0	6.5	7.0	7.0	595	7.2
固特异	ASSURANCECONFORTTRED	91W	6.0	7.5	7.0	7.5	540	7.1
邓禄普	SP SPORT LM705	91V	7.0	7.0	6.5	7.0	460	7.0
普利司通	TURANZA ER300	91V	7.0	7.0	6.0	7.0	535	6.8
玲珑	AR200 缺气保用	91W	7.5	7.0	5.5	5.5	410	6.5

资料来源: 懂车帝官网, ABV 车比得, 德邦研究所

注: 数据仅反应参测轮胎在测试中的表现

2.2. 格局重塑进行时，国产轮胎排名稳步提升

国产崛起正当时，中国轮胎厂商排名不断提升。根据美国轮胎商业《Tire Business》发布的数据显示，中国大陆轮胎厂商近年来排名普遍提升，将 2023 年排名与 2018 年排名进行对比：中策橡胶提升 1 名，赛轮集团提升 7 名，双钱集团提升 4 名，浦林成山提升 5 名，贵州轮胎提升 6 名，森麒麟提升 24 名，海大集团上升至第 36 名。

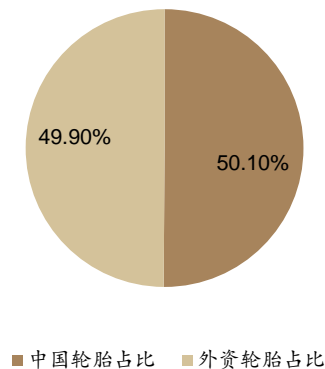
表 4：中国大陆主要轮胎厂商排名提升

	2023 年排名	2018 年排名	2022 年销售额 (亿美元)	2017 年销售额 (亿美元)
中策橡胶	9	10	41.76	36.22
赛轮集团	12	19	32.94	19.77
玲珑轮胎	17	17	24.65	21.75
双钱集团	23	27	13.96	10.46
三角轮胎	25	22	13.27	15.09
浦林成山	28	33	12.26	8.56
贵州轮胎	30	36	10.73	7.3
双星轮胎	32	28	9.59	10.37
森麒麟	33	57	9.11	5.54
海大集团	36	未进前 75	7.64	—

资料来源：轮胎商业微信公众号，车与轮店主联盟微信公众号，德邦研究所

中国轮胎产销量均为全球第一，国内市占率不断提升。根据橡胶技术网数据，2023 年中国橡胶轮胎产量达到 9.88 亿条，同比增长 15.3%。其中全钢轮胎产量为 1.39 亿条，同比增长 14%；半钢轮胎产量为 5.91 亿条，同比增长 22%。据《轮胎商业》数据，2022 年中国轮胎品牌国内市场占有率约为 47.1%，2023 年上半年整体市场占有率达 50.1%，中国轮胎品牌在国内的市占率正在不断提升。

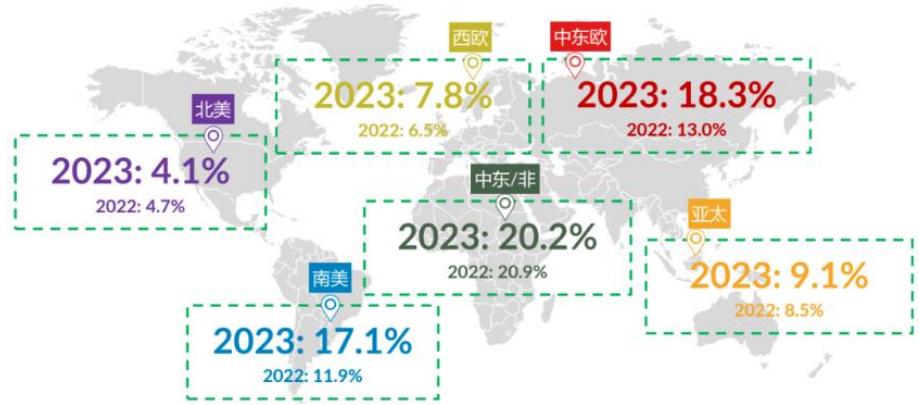
图 17：2023 年上半年中国轮胎品牌国内市占率超过 50%



资料来源：轮胎商业微信公众号，车轱辘网，德邦研究所

中国轮胎全球份额不断提升。据米其林年报和车轱辘网，2000-2021 年间，头部轮胎制造商全球市占率每年约以 1pct 的速度降低，而三、四梯队轮胎制造商全球市占率每年约以 0.8pct 的速度提升。据轮胎国际视角，2023 年除了北美和中东/非以外，中国品牌在海外乘用车轮胎替换市场份额均有增长，其中在拉美、中东欧地区增长更为显著，分别同比提升 5.2pct、5.3pct。

图 18：2023 年中国品牌全球乘用车替换份额



资料来源：轮胎国际视角，德邦研究所

2.3. 中国胎企加速全球产能布局，提振企业盈利能力

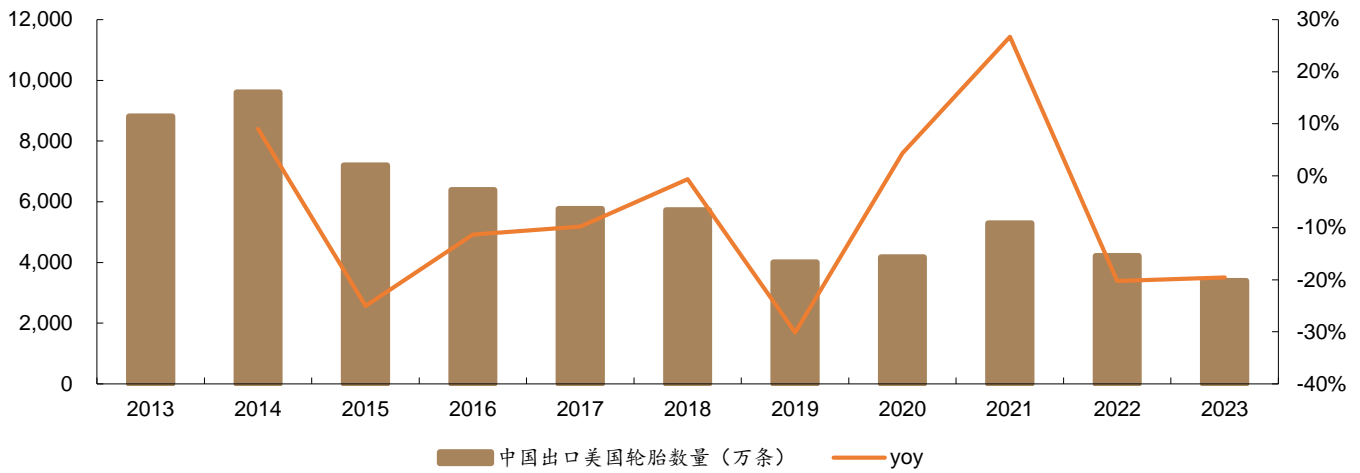
关税因素导致国内直接出口至欧美的轮胎数量持续下降。欧美国家对中国出口轮胎征收较高关税，其中美国通过特保案、双反、301 调查等法案对来自中国的全钢胎和半钢胎征收高关税；欧盟通过双反等法案对来自中国的卡客车轮胎征收高关税。高关税导致中国轮胎出口欧美市场成本较高，近年来中国直接出口到美国的轮胎数量持续下降。

表 5：欧美对中国轮胎税率部分政策梳理

类型	轮胎类型	时间	税率情况
中美轮胎特保案	乘用车和轻型卡车轮胎	2009 年	从原来的 4% 调高为第一年 35%、第二年 30%、第三年 25%
美国双反	乘用车和轻型卡车轮胎	2014 年	反倾销：14.35%~87.99% 的反倾销税 反补贴：20.73%~100.77%
美国双反	卡客车轮胎	2016 年	①2016 年 2 月开启双反调查 ②2017 年 1 月美国商务部终裁，最高税率超过 80% ③2017 年 2 月 ITC 终裁，中国胜诉
美国 301 调查	大部分轮胎种类	2018 年	①2018 年 9 月加征 10% 的关税 ②2019 年 5 月起关税提升至 25%
美国双反重启	卡客车轮胎	2019 年	浦林成山 42.16%、双钱轮胎 23.81%、贵州轮胎 66.17%，其他 42.16%
欧盟双反	卡客车轮胎	2023 年	反倾销：佳通轮胎 20.77%、韩泰轮胎 8.25%、潍坊跃龙橡胶 3.99%、风神轮胎、中策橡胶为 0、其他公司为 5.14% 反补贴：中策橡胶和跃龙橡胶 51.08%、其他多数为 18.01%

资料来源：中国政府网，新华社，人民日报海外版，中国化工报，中国橡胶工业协会，中国轮胎商务网，车轱辘网等，德邦研究所

图 19：中国出口美国轮胎数量下滑



资料来源: Wind, 海关总署, 德邦研究所

中国胎企不断出海建厂，加速全球化布局。根据我们梳理，国内胎企积极提升海外产能，目前其产能基地主要布局在东南亚，部分企业逐渐向塞尔维亚、墨西哥、西班牙、摩洛哥等区域转移。整体来看，国内胎企全球化布局不断加速。

表 6: 国内主要胎企海外产能梳理 (不完全统计)

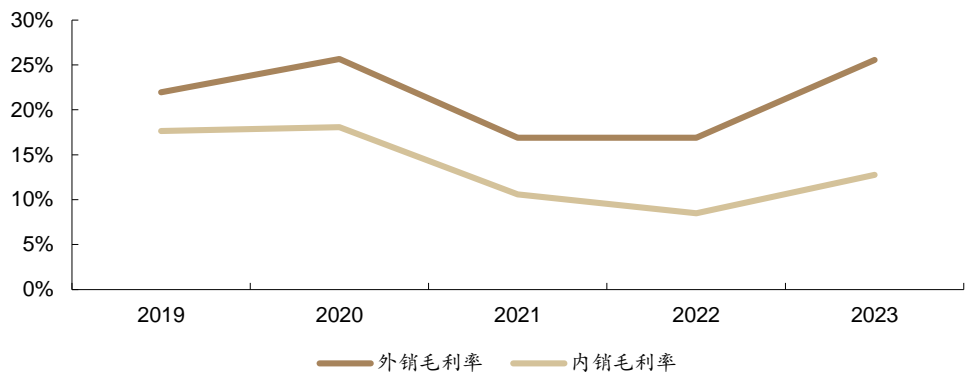
国家	企业	基地	产能规模 (万条/年)			建成时间
			半钢胎	全钢胎	非公路胎	
越南	赛轮轮胎	一期	780	1.5 (万吨)		2013 年
		二期		120	3 (万吨)	2015 年
		与固铂合资		240		2019 年
		三期	300	100	5 (万吨)	2023 年
	贵州轮胎	一期		120		2022 年
		二期		80	15	2023 年
		三期	600			2025 年 (预计)
	青島双星		850	80		2022 年
	金宇轮胎 (被赛轮收购)	TBR 项目		200		2021 年
PCR 项目 (一期)		300			2025 年 (预计)	
昊华轮胎		1200	240		2025 年 (预计)	
泰国	玲珑轮胎	一期+二期	1200	120		2015 年
		三期	300	60	40	2019 年
	森麒麟	一期	1000			2015 年
		二期	600	200		2022 年
	通用股份	一期	600	130		2019 年
		二期	600	50		2025 年 (预计)
	中策橡胶	一期+二期	850	210		2015 年 (一期)、2017 年 (二期)
		三期	500	140		2021 年
		双钱轮胎		120	3	
	浦林成山	一期	400	80		2020 年
		二期	400	120		2022 年
三期		200			2024 年 (预计)	
柬埔寨	赛轮轮胎	一期	900	165		2021 年

		二期	1200			2023-2025 年 (预计)
	通用股份	一期	500	90		2024 年 (预计)
		二期	350	75		2025 年 (预计)
	青岛双星		700	150		2024 年 (预计)
印度尼西亚	赛轮轮胎		300	60	3.7 (万吨)	2024-2025 年 (预计)
斯里兰卡	昊华轮胎		750	150		2022 年
马来西亚	福临轮胎		300	50		2018 年
巴基斯坦	朝阳浪马	一期		74		2022 年
		二期		46		2024 年 (预计)
		三期		120		-
塞尔维亚	玲珑轮胎		1200	160	2	2024-2025 年 (预计)
墨西哥	赛轮轮胎		600			2024-2025 年 (预计)
西班牙	森麒麟		1200			2024-2025 年 (预计)
摩洛哥	森麒麟	一期+二期	1200			2024-2026 年 (预计)

资料来源：赛轮轮胎-赛轮（越南）有限公司三期项目可行性研究报告、森麒麟-森麒麟（摩洛哥）年产 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目（二期）可行性研究报告、玲珑轮胎-关于公司境外（塞尔维亚）项目可行性研究报告（更正版）等各公司公告，中国橡胶杂志，车轱辘网，轮胎商业网，中国橡胶网，e 公司官网，东中时报官网，Tyrepress China 官网，炭黑产业网，轮胎世界网，中策头条公众号，商务部官网等，德邦研究所
注：梳理时间截至 2024 年 6 月，森麒麟在摩洛哥项目的建成时间为根据项目的实施进度自行预测

海外基地盈利能力更高，有望拉动胎企业绩表现。由于国内胎企在出海时所选地区多具备稳定的政治经济环境、优质的地理位置、优惠的投资条件等优势，同时受益于主要投资地东南亚地区的原材料优势以及低人工成本优势，使得胎企海外基地完全投产后盈利能力普遍高于公司整体水平。随着国内胎企不断加大对海外基地的投入，其整体盈利能力有望进一步上升。

图 20：行业外销平均毛利率高于内销



资料来源：iFinD, Wind, 各公司公告, 德邦研究所

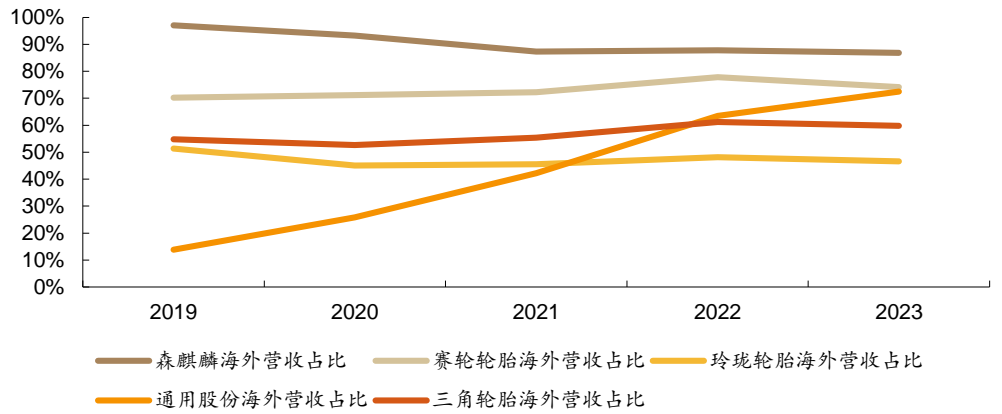
注：选取赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、三角轮胎、通用股份、贵州轮胎、青岛双星、风神股份、S 佳通的平均毛利率作为行业水平，且因各公司披露口径的细微差别，本图及图 21 的“外销/海外”口径分别选用外销、出口及境外收入、出口及海外销售、国外、国外、国外、国外销售、国外业务、国外销售业务对应的毛利率

3. 重点布局海外市场，摩洛哥及西班牙基地贡献产能增量

3.1. 公司以出口为主，市场空间广阔

公司境外营收占比高于同行，全球化布局有望进一步加速。2021-2023 年，公司境外营收占比分别为 87.3%/87.8%/86.9%，高于主要轮胎企业，摩洛哥工厂建成后，森麒麟境外营收占比有望进一步提升。

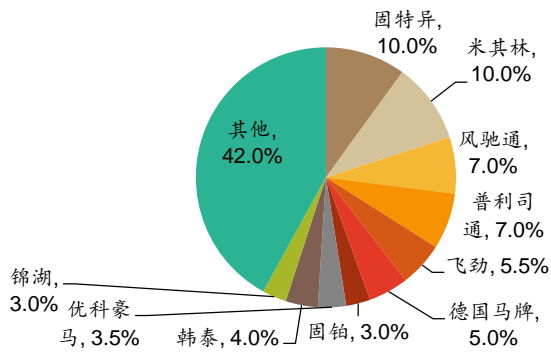
图 21: 森麒麟境外营收占比较高



资料来源: iFinD, 各公司公告, 德邦研究所

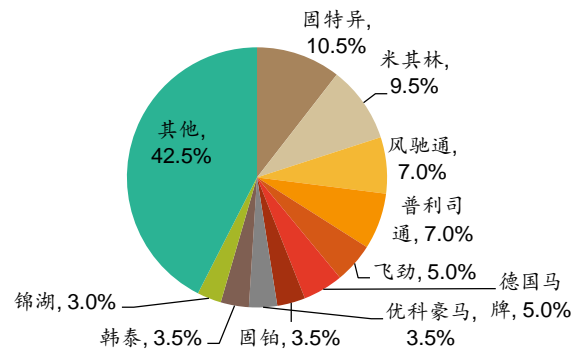
欧美市场市占率落后于国际巨头, 森麒麟未来仍有提升空间。以美国市场为例, 据轮胎商业公众号数据显示, 固特异、米其林、普利司通 2023 年市占率分别为 10%/10%/7%, 头部三家企业合计占据市场接近 30% 份额。根据森麒麟 2023 年年报, 公司轮胎产品在美国替换市场的占有率超 5%、在欧洲替换市场的占有率超 4%, 在海外市场, 公司除了开发传统的大型轮胎批发商外, 还着力开发大型连锁零售商, 形成海外销售“双轮驱动”格局, 未来市占率仍有提升空间。

图 22: 2023 年各头部品牌美国市场占有率



资料来源: 轮胎商业公众号, 德邦研究所

图 23: 2022 年各头部品牌美国市场占有率



资料来源: 轮胎商业公众号, 德邦研究所

3.2. 推进摩洛哥及西班牙工厂建设, 产能持续提升

公司积极推进摩洛哥及西班牙工厂建设, 进一步打造全球生产能力。公司现有青岛工厂和泰国工厂两大生产基地, 其中青岛工厂规划年产能为 1500 万条半钢胎, 泰国工厂规划年产能为 1600 万条半钢胎和 200 万条全钢胎。公司正加快推进非洲智能制造基地“森麒麟(摩洛哥)年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”建设, 平稳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, 产能有望持续提升。

表 7: 摩洛哥以及西班牙工厂贡献增量

	类型	设计年产能 (万条)
青岛工厂	半钢	1500
	全钢	200
泰国工厂	半钢	1600
	全钢	200

西班牙工厂	半钢	1200
摩洛哥工厂	半钢	1200

资料来源：公司投关记录，公司摩洛哥项目可行性研究报告，公司西班牙项目可行性研究报告，德邦研究所

摩洛哥项目地理位置优越，运输条件便利。森麒麟位于摩洛哥的项目靠近终端消费市场，交通便利，能够有效减少轮胎运输成本，项目选址所在地距丹吉尔国际机场、高铁站、市中心均约 15 公里，距丹吉尔地中海港 35 公里，其为非洲第一大集装箱港，可辐射 77 个国家 186 个港口。

图 24：摩洛哥项目地址



资料来源：公司摩洛哥项目可行性研究报告，德邦研究所

摩洛哥基地将享受出口关税&企业税收双重优惠。1) 出口欧美市场零关税：摩洛哥是非洲唯一与美国签署自由贸易协定的国家，轮胎产品出口美国享受零关税，且 2010 年摩洛哥与欧盟建立自由贸易区，摩洛哥轮胎产品出口欧洲市场享受零关税；2) 企业减税优惠：中国在摩洛哥投资的企业，实行“五免，其后减半”政策，即企业前 5 年免缴企业所得税，从第 6 年开始减半征收；免缴进口关税、进口环节增值税；免缴生产和消费税、出口税；免缴营业税 15 年；免缴市政税 15 年；免缴注册税和印花税等。

表 8：公司泰国以及摩洛哥工厂主要税收优惠政策

国家	主要税收优惠政策
泰国	2023 年底之前，免征所得税 2024 年 1 月起，500 万条轮胎产能免征所得税，另外 500 万条轮胎产能按照 10% 的优惠税率缴纳所得税 2025 年 4 月起，500 万条轮胎免征所得税的税收优惠到期，500 万条轮胎仍可享受 10% 的优惠税率 2029 年 1 月起，全部税收优惠到期，所得税率恢复至 20%
摩洛哥	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 免缴营业税、市政税 15 年 免缴进口关税、进口环节增值税；免缴生产和消费税、出口税等

资料来源：公司向特定对象发行股票募集说明书（注册稿），公司摩洛哥项目可行性研究报告，德邦研究所

3.3. 美国对泰反倾销税率降低，公司盈利能力有望进一步提升

森麒麟泰国复审终裁税率为 1.24%，相比原审税率大幅下降。2020 年 6 月 29 日，美国商务部启动对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销原审调查，该次原审调查周期为 2019 年 4 月 1 日-2020 年 3 月 31 日共 12 个月，原审调查强制应诉的为两家轮胎企业，分别为日本住友轮胎（泰国公司）及玲珑轮胎（泰国公司），原审调查终裁结果为：日本住友轮胎（泰国公司）原审单独税率为 14.59%，玲珑轮胎（泰国公司）原审单独税率为 21.09%，其他泰国出口美国的轮胎企业原审税率为 17.06%，其中森麒麟泰国适用 17.06% 的原审税率。2022 年 9 月 6 日，美国商务部启动对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销复审调查，本次复审调查周期为 2021 年 1 月 6 日-2022 年 6 月 30 日共 18 个月，森麒麟泰国为本次复审的强制应诉企业之一。2024 年 1 月 25 日，公司发布公告，美国商务部对泰国乘用车和轻卡轮胎反倾销调查第一次年度行政复审终裁落地，其中森麒麟泰国复审终裁单独税率为 1.24%。

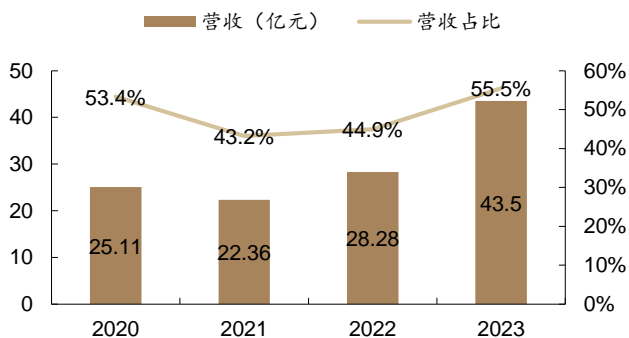
表 9：泰国出口美国轮胎税率变化

企业	初裁税率	复审初裁税率	变动幅度
森麒麟	17.06%	1.24%	-15.82pct
玲珑轮胎	21.09%	4.52%	-16.57pct
住友轮胎	14.59%	6.16%	-8.43pct
其他	17.06%	4.52%	-12.54pct

资料来源：公司公告《关于美国商务部对泰国乘用车和轻卡轮胎反倾销调查第一次年度行政复审终裁结果的公告》，德邦研究所

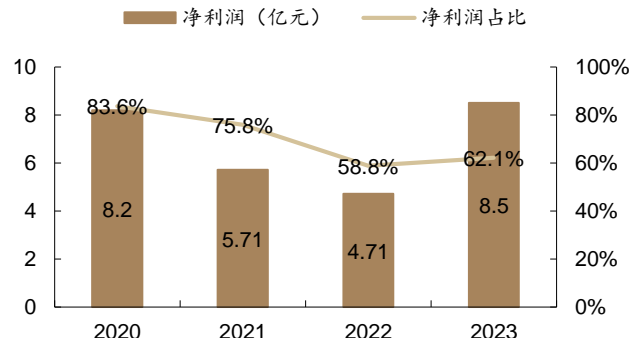
森麒麟泰国规模占比高，税率下降有望进一步增厚业绩。森麒麟泰国 2020-2023 年营收分别为 25.11/22.36/28.28/43.5 亿元，其中 2023 年森麒麟泰国营收占整体营收比例为 55.5%；2020-2023 年森麒麟泰国净利润分别为 8.20/5.71/4.71/8.50 亿元，其中 2023 年森麒麟泰国净利润占整体净利润比例为 62.1%。森麒麟泰国销美关税下降后，预计将进一步提升森麒麟泰国子公司盈利能力。

图 25：森麒麟（泰国）营收及占比



资料来源：iFinD，公司年报，德邦研究所（注：图中占比分母为公司整体营收）

图 26：森麒麟（泰国）净利润及占比



资料来源：iFinD，公司年报，德邦研究所（注：图中占比分母为公司整体归母净利润）

美国公布泰国卡客车轮胎反倾销初裁结果，公司适用 2.35% 关税。美国当地时间 2024 年 5 月 15 日，美国对泰国卡客车轮胎反倾销初裁结果公布——认定进口自泰国的卡客车轮胎在美国以低于公平价值的价格销售，执行反倾销制裁。各家反倾销初裁税率分别为：1) 浦林成山（泰国）有限公司：0%；2) 泰国普利司通公司：2.35%；3) 其他企业税率为 2.35%。据公司互动平台回复，本次泰国卡客车轮胎反倾销初裁结果中，森麒麟适用于 2.35% 税率。

表 10: 各公司泰国销美全钢胎反倾销初裁税率

公司	税率
浦林成山	0%
普利司通	2.35%
其他	2.35%

资料来源: 轮胎报公众号, 金融界, 投资者关系互动平台, 德邦研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

轮胎业务: 随着摩洛哥、西班牙、泰国二期等项目逐步落地, 公司产能预计将进一步增长, 我们预计 2024-2026 年此业务收入增速分别为 25%、20%、15%, 同时由于公司持续在中高端轮胎市场深度耕耘, 且受益于森麒麟泰国工厂反倾销税率下降, 我们预计毛利率分别上升至 30%、30%、30%;

其他业务: 我们预计 2024-2026 年此业务保持稳定小幅增长, 收入分别为 0.12、0.13、0.15 亿元, 毛利率分别为 90%、90%、90%;

表 11: 公司主营业务拆分及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
轮胎业务营收 (亿元)	62.85	78.31	97.89	117.47	135.08
YOY	21.5%	24.6%	25.0%	20.0%	15.0%
毛利率	20.4%	25.1%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务营收 (亿元)	0.07	0.11	0.12	0.13	0.15
YOY	16.7%	57.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	83.1%	88.0%	90.0%	90.0%	90.0%

资料来源: 公司公告, 德邦研究所预测

4.2. 投资建议

综上, 我们预计 2024-2026 年公司的营收分别为 98.01、117.60、135.23 亿元, 归母净利润分别为 21.51、25.94、30.15 亿元, 对应 PE 分别为 11.51、9.55、8.21 倍, 选取赛轮轮胎、玲珑轮胎、三角轮胎作为可比公司, 其 2024-2026 年 PE 均值分别为 10.32、8.82、7.59 倍。考虑到公司在中高端轮胎市场深度耕耘且在手订单充裕, 并积极在海外扩张产能, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			PE(倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601058.SH	赛轮轮胎	460	14.00	42.43	49.44	57.02	10.85	9.31	8.07
601966.SH	玲珑轮胎	271	18.37	22.25	27.29	32.52	12.16	9.92	8.32
601163.SH	三角轮胎	122	15.22	15.32	16.84	19.13	7.95	7.23	6.36
可比公司平均 PE							10.32	8.82	7.59
002984.SZ	森麒麟	248	24.09	21.51	25.94	30.15	11.51	9.55	8.21

资料来源: Wind, 德邦研究所 (收盘日期为 2024/06/28, 森麒麟盈利预测来自德邦研究所, 其他来自 Wind 一致预测)

5. 风险提示

原材料价格波动风险：公司生产用主要原材料近年来价格呈现波动趋势，由于轮胎产品售价调整相对滞后，难以及时覆盖原材料价格上涨对成本的影响，各类原材料价格波动短期内或对公司的盈利能力构成不利影响；

产能建设进度不及预期风险：公司积极扩建新产能，若产能建设进度不及预期，或将影响公司盈利能力；

关税风险：由于公司境外业务占比较高，若由于国际贸易摩擦导致关税上升，公司境外业务盈利能力或将受到负面影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.01	2.09	2.52	2.93
每股净资产	15.84	13.36	15.88	18.11
每股经营现金流	3.18	2.90	3.18	3.68
每股股利	0.41	0.49	0.59	0.71
价值评估(倍)				
P/E	14.35	11.51	9.55	8.21
P/B	1.82	1.80	1.52	1.33
P/S	2.29	2.54	2.12	1.84
EV/EBITDA	10.22	7.11	5.38	4.21
股息率%	1.4%	2.0%	2.5%	2.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.2%	30.1%	30.1%	30.1%
净利润率	17.5%	21.9%	22.1%	22.3%
净资产收益率	11.6%	15.7%	15.9%	16.2%
资产回报率	8.7%	12.0%	12.4%	12.8%
投资回报率	9.6%	13.6%	14.2%	14.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	24.6%	25.0%	20.0%	15.0%
EBIT 增长率	70.0%	60.6%	21.2%	16.1%
净利润增长率	70.9%	57.2%	20.6%	16.2%
偿债能力指标				
资产负债率	24.7%	23.3%	21.9%	21.0%
流动比率	4.9	5.1	5.4	5.5
速动比率	3.0	3.4	3.9	4.1
现金比率	2.2	2.6	3.1	3.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	46.3	45.9	45.8	46.7
存货周转天数	98.4	78.1	72.0	72.9
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	1.5	1.7	1.9	2.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,369	2,151	2,594	3,015
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	500	725	798	870
非经营收益	41	83	85	83
营运资金变动	457	21	-210	-189
经营活动现金流	2,367	2,980	3,267	3,780
资产	-1,140	-999	-999	-999
投资	-200	0	0	0
其他	-1,677	-138	12	14
投资活动现金流	-3,017	-1,137	-987	-985
债权募资	0	5	0	0
股权募资	2,792	-225	0	0
其他	-132	-75	-98	-827
融资活动现金流	2,660	-295	-98	-827
现金净流量	2,049	1,547	2,182	1,968

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,842	9,801	11,760	13,523
营业成本	5,865	6,853	8,224	9,457
毛利率%	25.2%	30.1%	30.1%	30.1%
营业税金及附加	28	29	35	41
营业税金率%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	188	225	259	284
营业费用率%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%
管理费用	170	206	235	257
管理费用率%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%
研发费用	165	206	247	284
研发费用率%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
EBIT	1,427	2,291	2,776	3,222
财务费用	7	-9	2	-2
财务费用率%	0.1%	-0.1%	0.0%	-0.0%
资产减值损失	-17	-20	-20	-20
投资收益	105	10	12	14
营业利润	1,471	2,300	2,774	3,224
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	1,471	2,300	2,774	3,224
EBITDA	1,913	2,997	3,554	4,072
所得税	102	150	180	210
有效所得税率%	6.9%	6.5%	6.5%	6.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	1,369	2,151	2,594	3,015

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,894	5,441	7,622	9,590
应收账款及应收票据	1,153	1,378	1,653	1,901
存货	1,470	1,503	1,788	2,042
其它流动资产	2,197	2,212	2,249	2,281
流动资产合计	8,714	10,534	13,311	15,814
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,570	5,908	6,169	6,353
在建工程	431	388	349	314
无形资产	193	193	193	193
非流动资产合计	6,935	7,383	7,605	7,754
资产总计	15,650	17,916	20,916	23,568
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,142	1,371	1,645	1,891
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	619	709	841	960
流动负债合计	1,761	2,080	2,486	2,852
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	2,103	2,102	2,102	2,102
非流动负债合计	2,103	2,102	2,102	2,102
负债总计	3,864	4,182	4,588	4,954
实收资本	744	1,033	1,033	1,033
普通股股东权益	11,786	13,735	16,328	18,615
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	15,650	17,916	20,916	23,568

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。