

森麒麟 (002984.SZ)

买入 (首次评级)

智能制造持续赋能，引领国产轮胎第二轮出海

投资要点:

► **公司产品定位高端，产品以17寸以上大尺寸轮胎为主。**公司产品包括经济型乘用车轮胎、高性能乘用车轮胎以及赛车轮胎、航空轮胎等特种轮胎。公司产品定位高端，且产品以17寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品为主。大尺寸轮胎销售金额占比近年来持续保持在60%以上。

► **公司持续践行“833” plus 全球化布局战略。**公司计划用10年左右时间在全球布局8座数字化智能制造基地。同时实现运行3座研发中心和3座用户体验中心，并择机并购一家国际知名轮胎企业。目前公司已拥有青岛工厂、泰国工厂，现有半钢胎产能2800万条、全钢胎产能200万条，在海外规划有摩洛哥工厂1200万条半钢胎产能、西班牙工厂1200万条半钢胎产能，全球化布局持续推进中。

► **轮胎行业空间广阔，24年以来全球轮胎需求维持增长。**长逻辑看，2023年全球轮胎销售额约1900亿美元，市场空间广阔。而近年来轮胎三巨头米其林、普利司通和固特异市场份额下降显著，三家合计市场份额从2003年的55.7%下降至2022年的38.9%。中国轮胎企业快速崛起，抢占市场份额。短期看，24年以来全球主要地区轮胎需求恢复显著。根据米其林官网，2024年1-6月全球乘用车及轻卡轮胎替换需求同比增长4%，全球（除中国）卡客车轮胎替换需求同比增长4%。

► **7月以来海运费价格有所回落，成本端形成边际利好。**截至2024年7月19日，中国出口集装箱综合运价指数相较于2024年年初大幅上涨130%。7月中旬以来海运费有所松动，根据Wind数据，截至9月20日，上海出口集装箱运价综合指数相较于7月初的高点已下降36.6%。

► **公司充分受益于泰国PCR反倾销税率下调，布局摩洛哥工厂及西班牙工厂保障长期成长性。**1) 2024年1月25日，森麒麟发布公告，泰国PCR反倾销复审终裁结果出炉，公司税率从原先的17.06%大幅下降至1.24%。本次税率下降有助于公司泰国工厂盈利提升，增强公司出口美国竞争力。2) 公司拟在摩洛哥建设1200万条半钢胎产能、在西班牙建设1200万条半钢胎产能，公司长期成长性有保障，且应对贸易壁垒能力进一步增强。

► **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年收入分别为93.79、118.83、138.24亿元，归母净利润分别为22.20、26.15、29.01亿元，EPS分别为2.16元、2.54元、2.82元。采用可比公司估值法，根据Wind一致预期，2024-2026年可比公司平均估值为9.65、7.78、6.56。公司目前估值倍数略高于行业平均。考虑公司作为轮胎行业领军企业，净利率水平行业领先，以及公司未来产能有序释放保障长期成长性，可给予公司一定估值溢价。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

海内外新建项目投产不及预期、天然橡胶等原材料价格波动、国际贸易摩擦加剧，需求不及预期等。

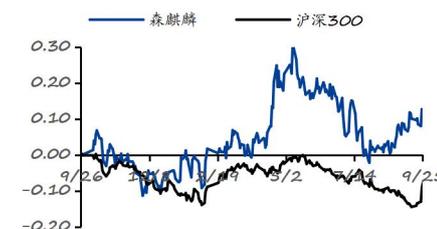
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,292	7,842	9,379	11,883	13,824
增长率	22%	25%	20%	27%	16%
归母净利润(百万元)	801	1,369	2,220	2,615	2,901
增长率	6%	71%	62%	18%	11%
EPS(元/股)	0.78	1.33	2.16	2.54	2.82
市盈率(P/E)	30.8	18.0	11.1	9.4	8.5
市净率(P/B)	3.2	2.1	1.8	1.5	1.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2024-09-25
收盘价:	23.96元
总股本/流通股本(百万股)	1,029.16/699.02
流通A股市值(百万元)	16,748.42
每股净资产(元)	11.78
资产负债率(%)	22.66
一年内最高/最低价(元)	35.21/20.70

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 黄坤(S0210524050022)
hs30570@hfzq.com.cn

相关报告

投资要件

关键假设

1) 半钢胎价格方面，我们预计 2024 年在泰国地区双反税率有所优惠的背景下公司轮胎产品平均销售价格将有所提升，2025-2026 年随着摩洛哥工厂、西班牙工厂投建，公司以开拓市场为主，轮胎产品价格相对稳定。我们假设 2024-2026 年公司半钢胎产品均价维持在 270 元/条。全钢胎价格方面，我们预计未来几年公司全钢胎产能以放量、开拓市场为主，产品价格保持稳定。假设 2024-2026 年公司全钢胎产品均价维持在 970 元/条。

2) 根据公司未来三年产能扩张规划，我们预计公司 2024-2026 年公司轮胎产品销量分别为 3160、4034、4700 万条。

我们区别于市场的观点

1) 市场担忧未来贸易壁垒会对公司发展产生影响。而我们认为随着森麒麟全球化布局推进，公司未来将在摩洛哥、西班牙拥有更多海外基地。摩洛哥工厂出口美国及欧洲地区 0 关税，且未被征收双反税率，出口美国和欧洲具备税率优势。且随着公司海外基地逐步增加，公司能通过动态调配产能及发货区域，有效应对贸易壁垒。

2) 市场普遍担忧后续轮胎市场下游需求持续性。而我们认为：一方面，目前国内轮胎出口向好，印证海外需求良好。而国内随着经济回暖、需求复苏，内需也有所保证。另一方面，公司近年来逐渐提升品牌力，持续推进全球化布局，自身 α 属性也较强，市场份额有望随着产能陆续释放逐渐提升。基于以上两点，我们认为公司轮胎产品需求有望持续，进而对公司业绩产生积极影响。

3) 市场认为轮胎行业未来竞争会逐渐激烈。而我们认为森麒麟目前已开启第二轮出海，在非洲的摩洛哥和欧洲的西班牙布局产能，处于行业领先身位。未来公司有望凭借摩洛哥及西班牙工厂的领先布局，对公司业绩产生积极影响。

股价上涨的催化因素

公司摩洛哥、西班牙基地建设进度超预期；海内外轮胎需求向好驱动公司季度业绩提升等。

估值

我们采用相对估值法，选取玲珑轮胎、赛轮轮胎、通用股份、三角轮胎、贵州轮胎作为可比公司。根据 Wind 资料，玲珑轮胎主要产品为各类轮胎；赛轮轮胎主营全钢载重子午胎、半钢子午胎和工程子午胎的研发、制造和销售；通用股份专注各种轮胎研发、生产和销售；三角轮胎是国内轮胎制造行业的领先企业；贵州轮胎主要从事商用轮胎研发、生产及销售。以上公司均从事轮胎业务，与森麒麟具备可比性。

根据 Wind 一致预期，可比公司 2024-2026 年平均估值为 9.65、7.78、6.56。公司目前估值倍数略高于行业平均。考虑公司作为轮胎行业领军企业，净利率水平行业领先，以及公司未来产能有序释放保障长期成长性，可给予公司一定估值溢价。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

投资风险

海内外新建项目投产不及预期、天然橡胶等原材料价格波动、国际贸易摩擦加剧、需求不及预期等。



正文目录

1 产品定位高端、生产智能化程度高，轮胎第二轮出海领军企业	5
1.1 业务概览：产品定位高端，持续践行“833” plus 全球化布局战略	5
1.2 财务分析：公司海外收入占比较高，业绩长期向好	6
2 轮胎行业：万亿赛道国产企业份额提升，国内轮胎企业全球布局	8
2.1 行业空间：轮胎兼具消费属性与制造属性，全球市场规模达万亿级	8
2.2 需求复盘：24 年全球轮胎需求恢复显著，中国轮胎出口保持高增长	9
2.3 竞争格局：轮胎三巨头份额下降，中国轮胎企业崛起抢占市场	11
2.4 盈利：海运费边际改善利好轮胎企业，企业海外建厂提升盈利水平	12
2.4.1 原材料：天然橡胶、合成橡胶、填料是轮胎主要原材料	12
2.4.2 海运费：轮胎企业出口多以 FOB 为主，且 7 月以来海运费明显回落	13
2.4.3 海外建厂：中国轮胎企业海外工厂盈利能力强，提升总体盈利水平	15
2.5 贸易壁垒：双反致使中国轮胎输美大幅减少，国内轮胎企业出海建厂	16
3 公司优势：泰国工厂受益 PCR 反倾销税率下降，布局摩洛哥、西班牙工厂引领行业第二轮出海	18
3.1 布局摩洛哥、西班牙基地引领国产轮胎第二轮出海，全球化布局再下一城	18
3.1.1 优势一：摩洛哥、西班牙项目有望为公司带来显著产能及业绩弹性	19
3.1.2 优势二：摩洛哥具备显著的税率优势	19
3.1.3 优势三：摩洛哥当地汽车产业基础雄厚，为公司市场开拓带来机遇	19
3.1.4 优势四：摩洛哥具备突出的地理位置优势，工厂选址交通便利	20
3.2 泰国 PCR 反倾销税率下降，公司泰国工厂有望充分受益	20
3.3 智能制造程度高，盈利能力行业领先	22
4 盈利预测与投资建议	22
4.1 盈利预测	22
4.2 投资建议	23
5 风险提示	24



图表目录

图表 1:	公司主要轮胎品牌情况	5
图表 2:	公司现有产能及未来规划产能情况梳理	6
图表 3:	2015-2024H1 公司营业收入情况	6
图表 4:	2015-2024H1 公司归母净利润情况	6
图表 5:	2015-2024H1 公司销售毛利率及净利率 (%)	7
图表 6:	森麒麟销售净利率处于行业领先地位 (%)	7
图表 7:	2015-2023 公司海内外营收情况 (亿元)	7
图表 8:	2020-2023 公司海内外毛利率情况 (%)	7
图表 9:	2016-2022 年全球轮胎销售额情况	8
图表 10:	2015-2023 年全球轮胎销量情况	8
图表 11:	全球乘用车轮胎市场结构拆分 (百万条)	9
图表 12:	2023 年全球乘用车及轻卡轮胎消费结构	9
图表 13:	2023 年全球卡客车轮胎消费结构	9
图表 14:	2023 年全球乘用车及轻卡轮胎需求变动	10
图表 15:	2023 年全球卡客车轮胎需求变动	10
图表 16:	2024 年 1-6 月全球乘用车及轻卡轮胎需求	10
图表 17:	2024 年 1-6 月全球卡客车轮胎需求	10
图表 18:	中国新的充气橡胶轮胎出口情况 (万条)	11
图表 19:	2003 年全球轮胎市场份额情况	11
图表 20:	2022 年全球轮胎市场份额情况	11
图表 21:	2023 年全球轮胎 75 强榜单 (亿美元)	12
图表 22:	赛轮轮胎 2023 年成本结构情况	12
图表 23:	米其林 2023 年轮胎原材料成本构成	12
图表 24:	中国天然橡胶日度价格走势 (元/吨)	13
图表 25:	中国顺丁橡胶日度价格走势 (元/吨)	13
图表 26:	中国丁苯橡胶日度价格走势 (元/吨)	13
图表 27:	中国炭黑日度价格走势 (元/吨)	13
图表 28:	中国出口集装箱运价指数	14
图表 29:	上海出口集装箱运价指数	15
图表 30:	2023 年赛轮轮胎海外工厂及总净利率对比	15
图表 31:	2023 年森麒麟海外工厂及总净利率对比	15
图表 32:	2023 年通用股份海外工厂及总净利率对比	16
图表 33:	2023 年贵州轮胎海外工厂及总净利率对比	16
图表 34:	美国进口自中国 PCR 数量及占比	16
图表 35:	美国进口自中国 TBR 数量及占比	16
图表 36:	中国轮胎企业赴海外建厂情况梳理	17
图表 37:	亚洲主要地区双反税率情况	18
图表 38:	森麒麟摩洛哥工厂选址情况	20
图表 39:	公司本轮反倾销税率下降后在亚洲具备显著优势	21
图表 40:	2023 年森麒麟泰国工厂及总净利率对比	21
图表 41:	24H1 公司销售毛利率、净利率提升 (%)	21
图表 42:	森麒麟销售净利率处于行业领先地位	22
图表 43:	公司业绩拆分预测表	23
图表 44:	可比公司估值表	24
图表 45:	财务预测摘要	25

1 产品定位高端、生产智能化程度高，轮胎第二轮出海领军企业

1.1 业务概览：产品定位高端，持续践行“833” plus 全球化布局战略

公司产品定位高端，以“创世界一流轮胎品牌”为使命和愿景。公司目前拥有森麒麟（SENTURY）、路航（LANDSAIL）和德林特（DELINTE）、吉翔速（GROUNDSPEED）四大轮胎品牌，产品包括经济型乘用车轮胎、高性能乘用车轮胎以及赛车轮胎、航空轮胎等特种轮胎。公司产品定位高端，经过十余年深耕已在国际市场建立起高端化品牌形象。

图表 1：公司主要轮胎品牌情况



数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司产品结构轮辋尺寸 17 寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品为主。根据公司 2023 年年报，公司产品以大尺寸轮胎为主，轮辋尺寸最大可达全球领先的 32 寸。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。大尺寸轮胎需求旺盛、制造工艺复杂，定价环节溢价能力更强，毛利率更高。公司大尺寸轮胎占比高能持续推动公司盈利能力保持在行业领先地位。

公司持续践行“833” plus 战略。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 座研发中心和 3 座用户体验中心，plus 是指择机并购一家国际知名轮胎企业。目前公司已拥有青岛工厂、泰国工厂，在海外规划有



摩洛哥工厂、西班牙工厂，全球化布局持续推进中。

公司现有产能集中于泰国和青岛，远期规划的摩洛哥工厂及西班牙工厂保障了公司长期成长性。公司现有产能主要集中在泰国及青岛。根据公司 2023 年年报，公司现有轮胎产能 3000 万条，其中包含 2800 万条半钢胎、200 万条全钢胎。公司现有产能主要集中在青岛和泰国。公司青岛工厂现有半钢胎产能 1200 万条，泰国工厂拥有 1600 万条半钢胎产能、200 万条全钢胎产能。公司布局摩洛哥、西班牙两个新的海外基地，拟在西班牙地区建设 1200 万条半钢胎产能，拟在摩洛哥地区建设 1200 万条半钢胎产能。根据公司 2023 年年报，目前摩洛哥基地已处于建设中。远期看，摩洛哥工厂及西班牙工厂将带来 2400 万条半钢胎新增产能，保障了公司的长期成长性。

图表 2：公司现有产能及未来规划产能情况梳理

生产基地	产品	单位	现有产能	在建产能	项目投资	建设周期	项目收益
青岛基地	半钢	万条/年	1200				
泰国一期	半钢	万条/年	1000				
泰国二期	全钢	万条/年	200				
	半钢	万条/年	600				
摩洛哥一期	半钢	万条/年		600	29,678 万美元	18 个月	年预计可实现营业收入 21000 万美元，利润总额 5188 万美元
摩洛哥二期	半钢	万条/年		600	19,306.47 万美元	12 个月	年预计可实现营业收入 21000 万美元，利润总额 5790.90 万美元
西班牙工厂	半钢	万条/年		1200	52,259 万欧元	36 个月	预计可实现营业收入 50400 万欧元，利润总额 11460 万欧元

数据来源：公司官网、公司年报、公司公告，华福证券研究所

1.2 财务分析：公司海外收入占比较高，业绩长期向好

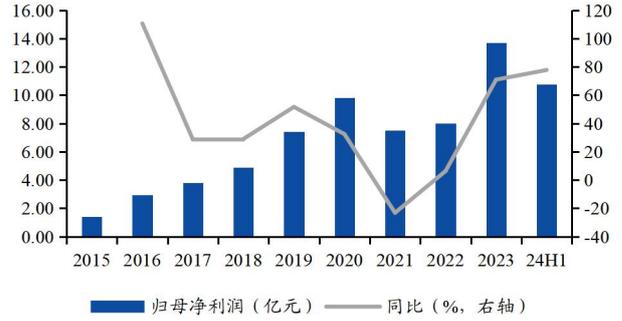
公司近年来业绩稳步增长，成长性良好。随着公司过去几年产能有序释放、以及在国际市场逐步树立起高端化品牌形象，公司营收及归母净利润处于稳步增长的态势。根据 Wind 数据，2023 年公司实现营业收入 78.42 亿元，同比增长 24.63%；实现归母净利润 13.69 亿元，同比增长 70.88%。2024 年上半年，公司业绩表现亮眼，实现营业收入 41.10 亿元，同比增长 16.21%；实现归母净利润 10.77 亿元，同比增长 77.71%。

图表 3：2015-2024H1 公司营业收入情况

图表 4：2015-2024H1 公司归母净利润情况



数据来源: Wind、公司年报, 华福证券研究所



数据来源: Wind、公司年报, 华福证券研究所

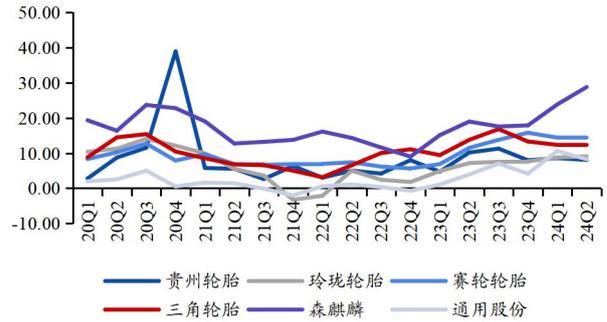
2023 年以来公司盈利能力修复, 且公司盈利能力行业领先。23 年之后公司盈利能力处于修复, 2023 年公司销售毛利率和净利率分别为 25.21%、17.45%。2024 年上半年, 公司盈利能力进一步提升, 24H1 公司销售毛利率和销售净利率分别为 33.24%、26.21%。且公司由于智能制造程度高、产品定位高端大尺寸轮胎, 公司销售净利率处于行业领先地位。

图表 5: 2015-2024H1 公司销售毛利率及净利率 (%)



数据来源: Wind、公司年报, 华福证券研究所

图表 6: 森麒麟销售净利率处于行业领先地位 (%)

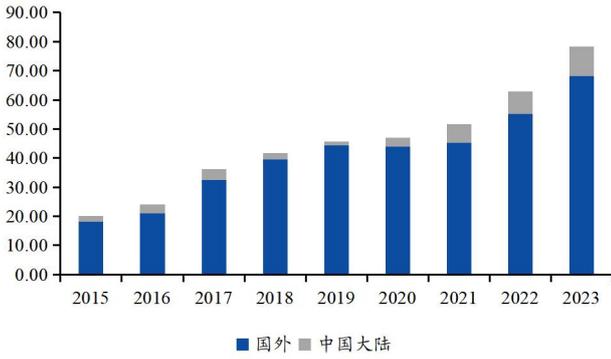


数据来源: Wind、各公司年报, 华福证券研究所

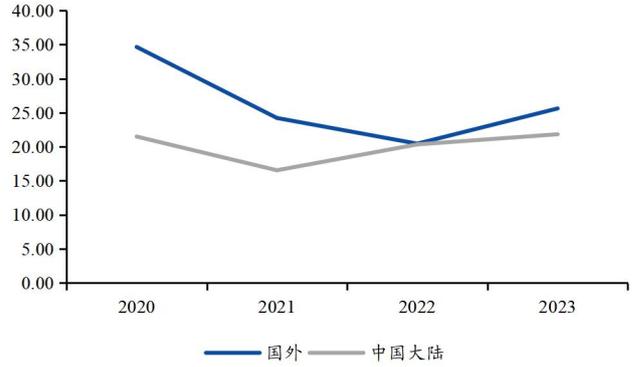
从营收及利润结构看, 公司以海外市场为主。自上市以来, 公司打造高端化品牌形象, 销售以海外市场为主。2023 年, 公司海外营收为 68.12 亿元, 国内营收为 10.19 亿元, 公司营收主要来源于海外。公司国外业务的毛利率也一直高于国内业务, 2023 年国外业务的毛利率为 25.61%, 同期中国大陆业务毛利率为 21.82%。

图表 7: 2015-2023 公司海内外营收情况 (亿元)

图表 8: 2020-2023 公司海内外毛利率情况 (%)



数据来源: Wind、公司年报, 华福证券研究所



数据来源: Wind、公司年报, 华福证券研究所

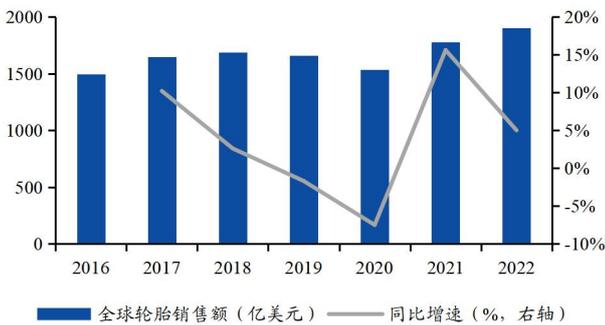
2 轮胎行业: 万亿赛道国产企业份额提升, 国内轮胎企业全球布局

2.1 行业空间: 轮胎兼具消费属性与制造属性, 全球市场规模达万亿级

轮胎兼具制造属性与消费属性。一方面, 轮胎作为汽车的零部件, 行业发展与汽车行业的发展保持一定相关性, 受到宏观经济周期、汽车制造需求等因素的影响, 具备一定的周期性。另一方面, 存量汽车又需要在零售替换市场上更换轮胎, 是存量汽车的必选消费品, 具备一定消费刚性。

全球轮胎市场空间可达到万亿级规模。2020年受全球疫情影响, 全球轮胎销售额及销量均出现一定程度下滑, 2021年开始出现恢复。根据米其林年报数据, 2022年全球轮胎销售额约1900亿美元, 2023年全球轮胎销量达到17.84亿条。

图表 9: 2016-2022 年全球轮胎销售额情况



数据来源: 轮胎商业、中商情报网、米其林年报, 华福证券研究所

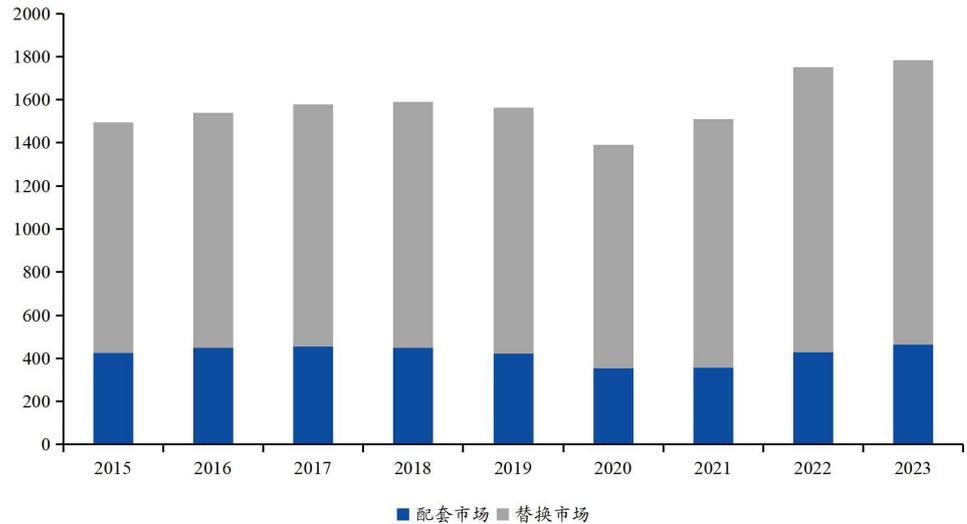
图表 10: 2015-2023 年全球轮胎销量情况



数据来源: 中商情报网、华经产业研究院、米其林年报, 华福证券研究所

全球轮胎市场需求以替换市场为主。轮胎下游需求可分为替换市场与配套市场。配套需求指在新车出厂时原装配的轮胎, 替换需求指汽车在后续使用时轮胎达到一定寿命后进行更换替换的轮胎。轮胎配套需求通常与当年汽车产量相关, 替换需求则与汽车保有量相关。根据米其林 2023 年报数据, 2023 年全球轮胎替换市场需求约 13.21 亿条, 配套市场需求约 4.64 亿条, 替换市场是轮胎下游的主要需求。

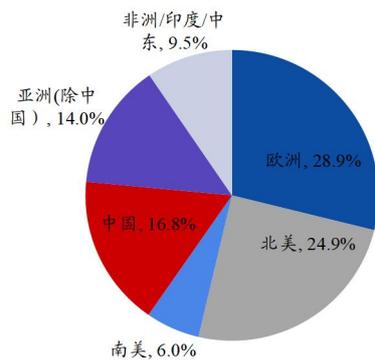
图表 11: 全球乘用车轮胎市场结构拆分 (百万条)



数据来源: 华经产业研究院、米其林年报, 华福证券研究所

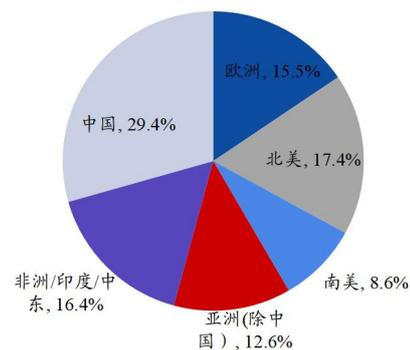
从区域结构看, 乘用车及轻卡轮胎消费以欧美市场为主, 卡客车胎最大消费国为中国。根据米其林 2023 年年报数据, 全球乘用车及轻卡轮胎消费以欧美市场为主。2023 年全球乘用车及轻卡领域轮胎需求量约为 15.73 亿条, 其中欧洲地区占比 28.9%、北美地区占比 24.9%, 两个区域合计需求量占比超过 50%, 是全球最重要的轮胎消费市场。中国乘用车及轻卡领域轮胎需求量约为 2.65 亿条, 占比 17%。中国是全球最大的卡客车轮胎消费市场。2023 年全球卡客车领域轮胎需求量大约为 2.12 亿条, 中国卡客车领域轮胎需求量约 0.62 亿条, 占比约 29.4%, 是全球最大的卡客车领域轮胎消费市场。欧洲需求占比 15.5%、北美地区占比 17.4%。

图表 12: 2023 年全球乘用车及轻卡轮胎消费结构



数据来源: 米其林年报, 华福证券研究所

图表 13: 2023 年全球卡客车轮胎消费结构



数据来源: 米其林年报, 华福证券研究所

2.2 需求复盘: 24 年全球轮胎需求恢复显著, 中国轮胎出口保持高增长

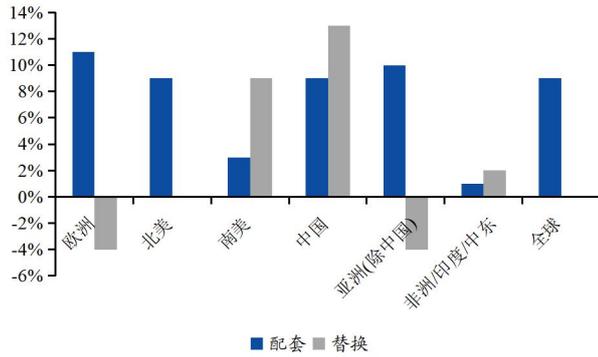
2023 年中国乘用车及轻卡轮胎市场需求旺盛, 而海外乘用车及轻卡轮胎市场替换需求略有下降。根据米其林 2023 年年报, 2023 年全球乘用车及轻卡轮胎市场需求量增长 2%, 恢复至 2019 年水平。更具体的看, 2023 年中国乘用车及轻卡轮胎市场在疫情结束后呈现显著回暖态势, 配套市场需求量增长 9%、替换市场需求增长 13%。



而海外轮胎市场替换需求则由于高通胀、经济疲软等因素相对弱势。2023 年欧洲地区乘用车及轻卡轮胎替换需求下降 4%、北美乘用车及轻卡轮胎替换需求基本持平、亚洲除中国外地区乘用车及轻卡轮胎替换需求下降 4%。

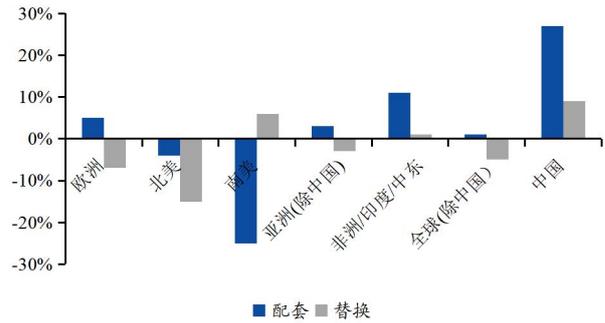
2023 年全球卡客车轮胎需求则较为疲软，欧美市场替换需求显著下降。根据米其林 2023 年年报，2023 年全球除中国外市场卡客车轮胎需求量下降 4%。2023 年中国卡客车轮胎配套市场需求量增长 27%、替换市场需求增长 9%。但海外卡客车轮胎市场较为疲软，欧洲地区卡客车胎替换需求下降 7%、北美卡客车胎替换需求下降 15%。

图表 14: 2023 年全球乘用车及轻卡轮胎需求变动



数据来源: 米其林年报, 华福证券研究所

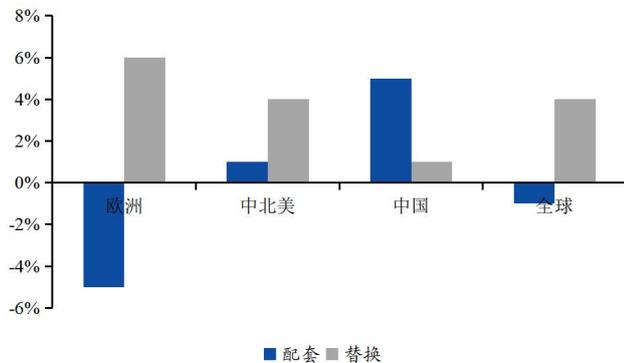
图表 15: 2023 年全球卡客车轮胎需求变动



数据来源: 米其林年报, 华福证券研究所

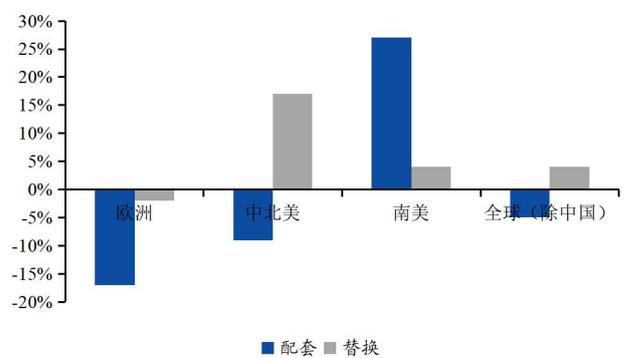
2024 年以来全球主要区域轮胎替换需求大幅回暖。随着全球经济复苏回暖, 2024 年以来全球轮胎市场替换需求处于持续增长态势。根据米其林官网, 2024 年 1-6 月全球乘用车及轻卡轮胎替换需求同比增长 4%。其中欧洲、中北美、中国地区乘用车及轻卡轮胎替换需求分别同比增长 6%、4%、1%。2024 年 1-6 月全球(除中国)卡客车轮胎替换需求同比增长 4%。其中欧洲、中北美、南美地区乘用车及轻卡轮胎替换需求分别同比变动 -2%、+17%、+4%。

图表 16: 2024 年 1-6 月全球乘用车及轻卡轮胎需求



数据来源: 米其林官网, 华福证券研究所

图表 17: 2024 年 1-6 月全球卡客车轮胎需求

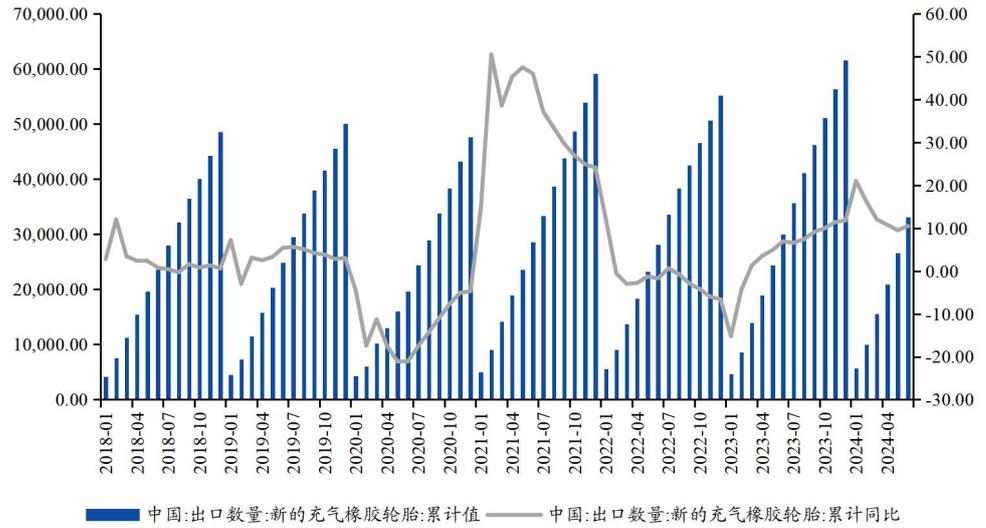


数据来源: 米其林官网, 华福证券研究所

23 年以来中国轮胎出口量保持高增长态势。根据 Wind 数据, 2023 年中国新的充气橡胶轮胎出口量为 6.16 亿条, 同比增长 11.8%。2024 年 1-6 月中国新的充气橡胶轮胎出口量为 3.31 亿条, 同比增长 10.5%。2023 年以来中国轮胎出口保持较高增

速，出口需求旺盛。

图表 18: 中国新的充气橡胶轮胎出口情况 (万条)

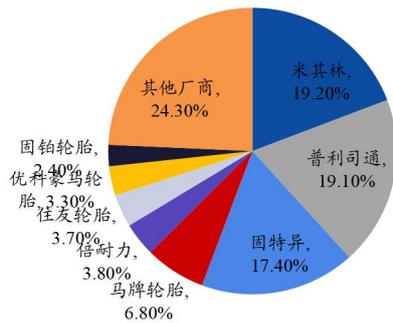


数据来源: Wind、海关总署, 华福证券研究所

2.3 竞争格局: 轮胎三巨头份额下降, 中国轮胎企业崛起抢占市场

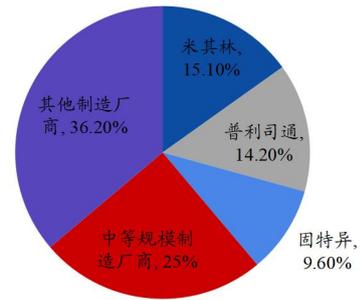
近二十年间轮胎行业三巨头市场份额明显下滑。轮胎行业三巨头米其林、普利司通和固特异市场份额呈现显著下降趋势。根据米其林年报援引轮胎商业数据, 2003 年普利司通、米其林和固特异三家合计市占率为 55.7%。而到了 2022 年三巨头合计市场份额已下滑至 38.9%。

图表 19: 2003 年全球轮胎市场份额情况



数据来源: 米其林年报、轮胎商业, 华福证券研究所

图表 20: 2022 年全球轮胎市场份额情况



数据来源: 米其林年报、轮胎商业, 华福证券研究所

中国轮胎企业快速崛起, 不断提升自身市场份额。近年来中国轮胎企业竞争力不断增强, 在产品力、销售渠道等方面都有长足进步, 在全球轮胎市场中市占率显著提升。根据车轵车辙网援引 2023 年轮胎商业发布的全球轮胎 75 强榜单, 来自于中国大陆及中国台湾地区的轮胎企业总数达到 36 家, 相较于 2021、2022 年的 30、34 家稳步提升。来自中国大陆及中国台湾地区的中策轮胎、正新橡胶、赛轮轮胎、玲珑轮胎进入全球轮胎企业前 20 强。


图表 21: 2023 年全球轮胎 75 强榜单 (亿美元)

排名	企业名称	国家/地区	2022 年销售额 (亿美元)
1	米其林	法国	282.60
2	普利司通	日本	266.00
3	固特异	美国	178.92
4	大陆集团	德国	124.20
5	住友橡胶	日本	71.60
6	倍耐力	意大利	68.57
7	韩泰轮胎	韩国	63.10
8	优科豪马	日本	57.45
9	中策橡胶	中国	41.76
10	正新橡胶	中国台湾	36.77
11	东洋轮胎	日本	34.70
12	赛轮集团	中国	32.94
13	阿波罗	印度	31.37
14	MRF	印度	31.37
15	佳通轮胎	新加坡	28.40
16	锦湖轮胎	韩国	27.59
17	玲珑轮胎	中国	24.65
18	耐克森	韩国	21.35
19	JK 轮胎	印度	18.71
20	诺记轮胎	芬兰	17.65

数据来源: 轮胎商业、车轱辘网, 华福证券研究所

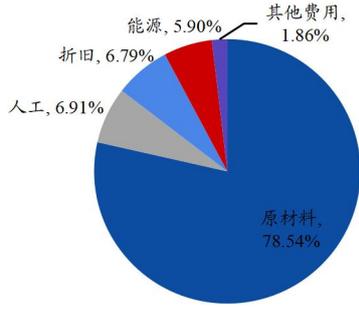
2.4 盈利: 海运费边际改善利好轮胎企业, 企业海外建厂提升盈利水平

2.4.1 原材料: 天然橡胶、合成橡胶、填料是轮胎主要原材料

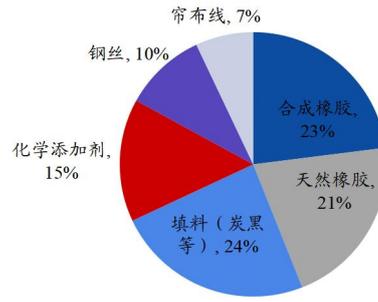
原材料是轮胎的主要成本项。根据赛轮轮胎 2023 年年报, 公司轮胎产品主要成本为原材料, 在成本中占比达到 78.54%。轮胎其余成本占比为: 人工成本占 6.91%、折旧占 6.79%、能源占 5.90%、其他费用占 1.86%。原材料价格波动将对轮胎成本及盈利产生影响。

天然橡胶、合成橡胶、填料(炭黑等)占轮胎原材料成本的 68%。根据米其林 2023 年年报, 轮胎原材料可以分为合成橡胶、天然橡胶、填料(炭黑等)、化学添加剂、钢丝、帘布线等几大类。其中合成橡胶在原材料成本中占比 23%、天然橡胶占比 21%、填料(炭黑等)占比 24%, 是轮胎原材料成本中占比前三大项, 合计占比达到 68%, 是影响轮胎原材料成本的主要项目。

图表 22: 赛轮轮胎 2023 年成本结构情况
图表 23: 米其林 2023 年轮胎原材料成本构成



数据来源：赛轮轮胎年报，华福证券研究所



数据来源：米其林年报，华福证券研究所

9月以来天然橡胶、合成橡胶价格有所上升、炭黑价格有所回落。进入2024年9月以来，轮胎主要原材料里天然橡胶、合成橡胶价格有所上涨，而炭黑价格则有所回落。根据卓创资讯数据，截至9月23日，天然橡胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶、炭黑均价分别为16125、15783、16167、8600元/吨，其中天然橡胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶相较于9月初价格分别上涨6.8%、3.8%、4.5%，炭黑价格则相较于9月初价格回落3.6%。

图表 24: 中国天然橡胶日度价格走势 (元/吨)

图表 25: 中国顺丁橡胶日度价格走势 (元/吨)



数据来源：卓创资讯，华福证券研究所

数据来源：卓创资讯，华福证券研究所

图表 26: 中国丁苯橡胶日度价格走势 (元/吨)

图表 27: 中国炭黑日度价格走势 (元/吨)



数据来源：卓创资讯，华福证券研究所

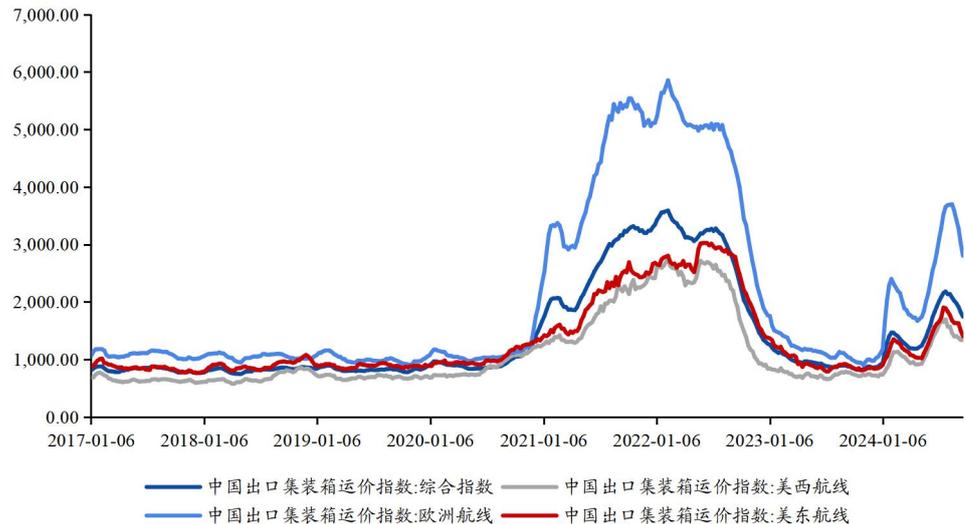
数据来源：卓创资讯，华福证券研究所

2.4.2 海运费：轮胎企业出口多以 FOB 为主，且 7 月以来海运费明显回落



2024年1-7月海运费价格有所上涨。根据 Wind 数据，截至 2024 年 7 月 19 日，中国出口集装箱综合运价指数为 2153.56 点，相较于 2024 年年初已大幅上涨 130%。更具体的看主要航线价格指数走势，美西航线运价指数、美东航线运价指数、欧洲航线运价指数分别相较于年初上涨 126%、111%、198%，主要航线运价指数均有显著上涨，2024 年 1-7 月海运费价格呈现明显上涨趋势。

图表 28: 中国出口集装箱运价指数



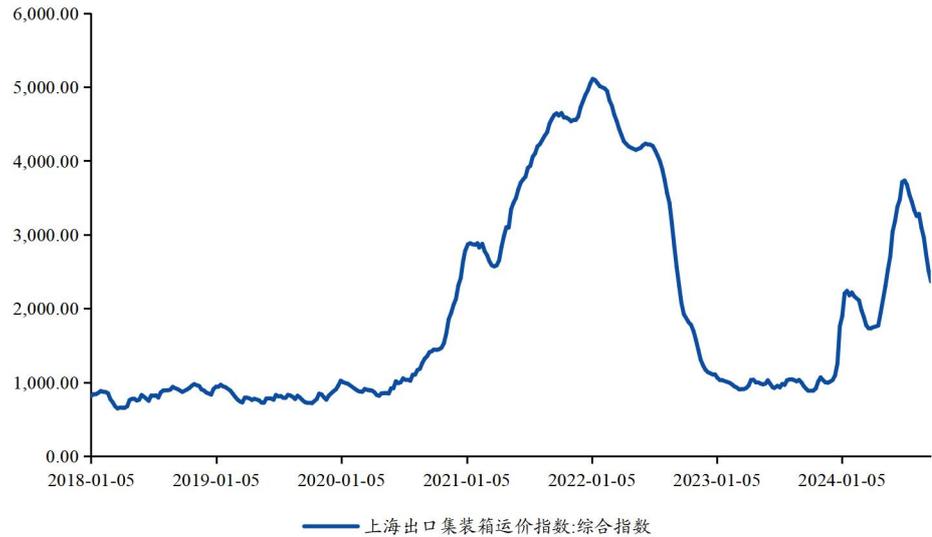
数据来源：Wind，华福证券研究所

轮胎企业出口多以 FOB 为主，海运费上涨对轮胎企业影响小。根据各家轮胎企业在投资者互动平台回复，中国轮胎企业出口订单多以 FOB 模式为主。如赛轮轮胎表示“公司在国内将产品发运给经销商时一般由公司承担物流费用，外销大多为 FOB 模式，运费由客户承担”、森麒麟表示“公司订单基本为 FOB 模式”。由于轮胎企业出口多以 FOB 模式为主，运费由客户承担，海运费上涨对轮胎企业盈利能力影响有限。

7月中旬以来海运费有所松动，在成本面利好轮胎企业出口。一方面，上海出口集装箱运价指数在 7 月以来开始呈现明显的回落趋势。根据 Wind 数据，截至 9 月 20 日，上海出口集装箱运价综合指数为 2366.24，相较于 7 月初的高点已下降 36.6%。另一方面，根据中国经营报，地中海航运于 7 月 4 日向客户发出通知，取消原计划中 7 月 15 日对美西和美东航线实施的涨价。海外其余船运公司也有下调运费动作。随着海运费价格出现松动，轮胎企业成本面呈现边际利好趋势。



图表 29: 上海出口集装箱运价指数



数据来源: Wind, 华福证券研究所

2.4.3 海外建厂: 中国轮胎企业海外工厂盈利能力强, 提升总体盈利水平

中国轮胎企业海外工厂净利率水平通常高于公司总体盈利水平, 是提升轮胎企业盈利的重要手段。近年来国内轮胎企业多在海外尤其是东南亚地区建立海外轮胎工厂。由于海外轮胎工厂贴近东南亚橡胶产区, 在成本端更具优势, 并且可以规避美国针对中国本土轮胎的高额双反税率及关税。因此中国轮胎企业的海外工厂通常具备较强的盈利能力, 高于公司总体盈利水平。海外建厂是中国轮胎企业提升盈利水平的重要手段。根据各家轮胎企业 2023 年年报, 我们对部分国内轮胎企业海外工厂盈利情况及公司总体盈利情况进行对比:

1) **赛轮轮胎**: 2023 年公司总体净利率为 12.33%, 而赛轮越南净利率约为 22.04%、柬埔寨工厂净利率约为 24.22%, 海外工厂净利率高于公司总体水平。

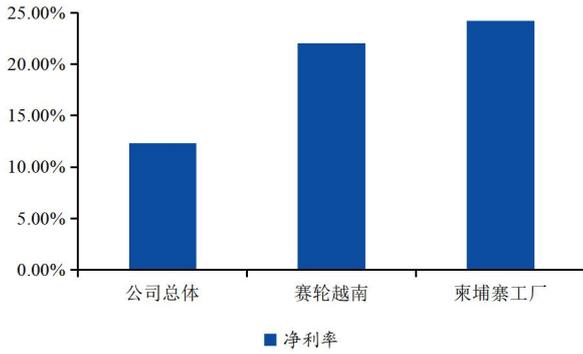
2) **森麒麟**: 2023 年公司总体净利率为 17.45%, 公司泰国工厂净利率约为 19.53%。

3) **通用股份**: 2023 年公司总体净利率 4.27%, 公司泰国工厂净利率 20.91%、柬埔寨工厂净利率约为 4.22%。

4) **贵州轮胎**: 2023 年公司总体净利率为 8.74%, 越南工厂净利率 19.51%。

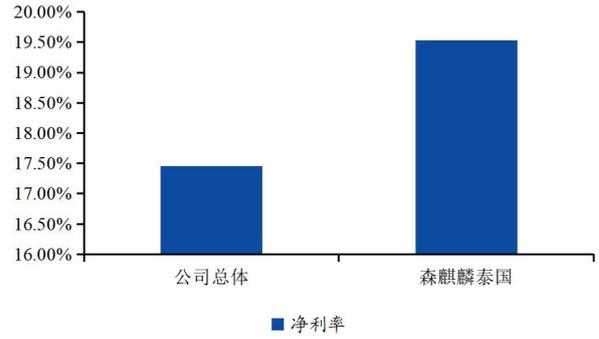
图表 30: 2023 年赛轮轮胎海外工厂及总净利率对比

图表 31: 2023 年森麒麟海外工厂及总净利率对比



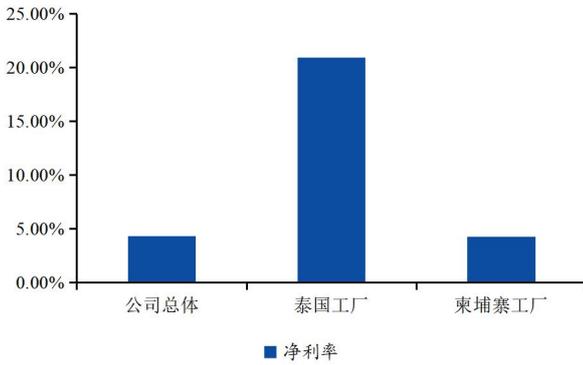
数据来源：赛轮轮胎年报、Wind，华福证券研究所

图表 32：2023 年通用股份海外工厂及总净利率对比

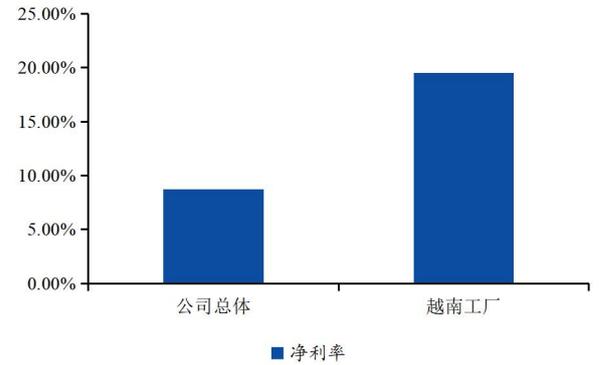


数据来源：公司年报、Wind，华福证券研究所

图表 33：2023 年贵州轮胎海外工厂及总净利率对比



数据来源：通用股份年报、Wind，华福证券研究所



数据来源：贵州轮胎年报、Wind，华福证券研究所

2.5 贸易壁垒：双反致使中国轮胎输美大幅减少，国内轮胎企业出海建厂

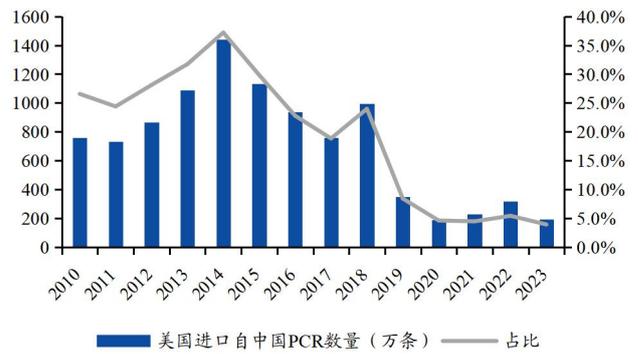
2015 年以来美国对中国本土轮胎工厂征收高额双反税率，中国轮胎工厂出口美国数量大幅减少。2015 年以来，美国对中国本土轮胎企业出口美国征税高额双反税率，导致发往美国轮胎产品成本增加，竞争优势减弱，2015 年后中国本土出口美国轮胎数量显著下降。根据美国海关数据，2014 年美国 PCR 及 TBR 轮胎进口中来自中国的占比为 34.7%、37.2%，为近年来峰值。而随着双反税率的征收，美国 PCR 及 TBR 进口中来自中国的轮胎数量逐年下降，截至 2023 年，美国 PCR 及 TBR 轮胎进口中来自中国的占比仅为 1.4%、3.9%。

图表 34：美国进口自中国 PCR 数量及占比

图表 35：美国进口自中国 TBR 数量及占比



数据来源：美国海关，华福证券研究所



数据来源：美国海关，华福证券研究所

为规避贸易壁垒，国内轮胎企业前往海外建立轮胎工厂。因为中国轮胎出口美国存在高额反倾销税率，中国轮胎企业为应对贸易壁垒，纷纷开启产能出海，前往海外建立产能。根据车轱辘网、各公司公告，目前国内轮胎企业已在海外包括泰国、越南、柬埔寨、塞尔维亚、摩洛哥、墨西哥等地建立工厂。

图表 36: 中国轮胎企业赴海外建厂情况梳理

国家/地区	企业	产能情况	项目进展
泰国	中策橡胶	2000 万条 (半钢胎及全钢胎)	已投产
	玲珑轮胎	1500 万条半钢胎、220 万条全钢胎	已投产
	浦林成山	200 万条全钢胎、800 万条半钢胎	最新启动 200 万条半钢子午线项目
	通用股份	130 万条全钢胎、600 万条半钢胎	二期规划 1000 万条半钢胎产能
	双钱集团	180 万条卡客车轮胎、5 万条工程胎	已投产
	森麒麟	1200 万条半钢胎	已投产
越南	赛轮轮胎	1600 万条半钢胎、260 万条全钢胎、10 万吨非公路轮胎	已投产
	贵州轮胎	120 万条全钢胎	在建 95 万条全钢胎
	金宇轮胎	120 万条全钢胎、1000 万条半钢胎	PCR 产能 2023 年奠基
	昊华轮胎	1440 万条高性能轮胎	拟建设
柬埔寨	通用股份	500 万条半钢胎、90 万条全钢胎	二期拟建设 350 万条半钢胎、75 万条全钢胎
	赛轮轮胎	900 万条半钢胎、165 万条全钢胎	拟建 1200 万条半钢胎
	双星集团	700 万条半钢胎、150 万条全钢胎	已奠基
	福麦斯轮胎	120 万条全钢胎、800 万条半钢胎	拟建
	万力轮胎		拟建
塞尔维亚	玲珑轮胎	1200 万条半钢胎、160 万条全钢胎、2 万条工程胎及农用车子午胎	部分投产
巴基斯坦	浪马轮胎	240 万条全钢胎	已达产 74 万条
西班牙	森麒麟	1200 万条半钢胎	拟建
摩洛哥	森麒麟	1200 万条半钢胎	已开工
马来西亚	新迪轮胎	PCR、LTR、TBR 轮胎	拟建
	福临轮胎	年产 350 万条	已达产 74 万条
墨西哥	赛轮轮胎	600 万条半钢胎	拟建
	中策橡胶	-	已开建
印度尼西亚	中策橡胶	-	2024 年计划落地
	赛轮轮胎	360 万条子午线轮胎、3.7 万吨非公路轮胎	

数据来源：车轱辘网、各公司公告，华福证券研究所

国内轮胎企业出海产能集中于东南亚，目前东南亚地区双反税率较低，有利于中国轮胎企业进行海外销售。国内轮胎企业现有成熟工厂主要集中在越南、泰国、柬埔寨等东南亚地区。根据中国轮胎商务网、公司公告，当前柬埔寨无双反税率，越南仅征收一定比例的反补贴税率。而 2024 年泰国 PCR 反倾销复审结果出炉，森麒麟适用反倾销税率大幅下降至 1.24%，住友橡胶反倾销税率大幅下降至 6.16%，其余企业反倾销税率大幅下降至 4.52%。国内轮胎企业通过海外建厂，享受降低的双反税率，有利于企业前往美国等地区开拓市场、规避贸易壁垒。

图表 37: 亚洲主要地区双反税率情况

国家/地区	企业名称	反倾销税率	反补贴税率
越南	赛轮轮胎	0%	6.23%
	建大轮胎	0%	6.46%
	普利司通	0%	6.46%
	锦湖轮胎	0%	7.89%
	优科豪马	0%	6.46%
	其他	22.30%	6.46%
泰国	森麒麟	1.24%	
	住友橡胶	6.16%	
	其他	4.52%	
韩国	韩泰轮胎	27.05%	
	耐克森轮胎	14.72%	
	其他	21.74%	
中国台湾	正新轮胎	20.04%	
	南港轮胎	101.84%	
	其他	84.75%	

数据来源：中国轮胎商务网、公司公告，华福证券研究所

头部企业已开启第二轮出海，前往亚洲以外地区建厂。根据我们前述梳理，由于东南亚地区仍然存在一定的双反税率，国内头部轮胎企业目前已开启第二轮出海，前往亚洲以外无双反税率的国家或地区建厂。如玲珑轮胎在塞尔维亚建立工厂；森麒麟拟在摩洛哥、西班牙建立工厂；赛轮轮胎拟在墨西哥建立工厂。随着国内轮胎开启第二轮出海，有望进一步增强全球辐射能力，并在税率上进一步巩固优势。

3 公司优势：泰国工厂受益 PCR 反倾销税率下降，布局摩洛哥、西班牙工厂引领行业第二轮出海

3.1 布局摩洛哥、西班牙基地引领国产轮胎第二轮出海，全球化布局再下一城

公司布局摩洛哥、西班牙两个新的海外基地，引领行业第二轮出海。根据我们前述梳理，国内轮胎企业在海外建立工厂多位于东南亚地区的泰国、柬埔寨、越南

等国家。而森麒麟目前引领了行业的第二轮出海，前往北非的摩洛哥以及欧洲的西班牙建立新的海外基地。根据公司公告，公司拟在西班牙地区建设 1200 万条半钢胎产能，拟在摩洛哥地区建设 1200 万条半钢胎产能。根据公司 2023 年年报，目前摩洛哥基地已处于建设中。

3.1.1 优势一：摩洛哥、西班牙项目有望为公司带来显著产能及业绩弹性

从产能角度看，摩洛哥和西班牙工厂投建后将使得公司产能扩张 86%，带来较大产能弹性。公司现有半钢胎产能 2800 万条（其中青岛工厂 1200 万条、泰国工厂 1600 万条）。而随着摩洛哥工厂及西班牙工厂的布局，远期工厂将新增 2400 万条产能，使得公司产能扩张 86%，为公司远期的成长性打下坚实基础，为公司带来较大业绩弹性。

从业绩角度看，摩洛哥工厂、西班牙工厂盈利水平高，有望为公司带来业绩成长。根据公司公告，摩洛哥一期项目达产后预计每年将实现营业收入 21000 万美元，利润 5188 万美元；摩洛哥二期项目达产后预计每年将实现营业收入 21000 万美元，利润 5790.9 万美元；西班牙工厂达产后预计每年将实现营业收入 50400 万欧元，利润 11460 万欧元。未来随着海外项目陆续达产，公司业绩端有望实现较快增长。

3.1.2 优势二：摩洛哥具备显著的税率优势

摩洛哥出口美国及欧洲市场享有 0 关税优势。根据森麒麟（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，摩洛哥是非洲唯一与美国签署自由贸易协定的国家，轮胎产品出口美国关税为 0。此外摩洛哥于 2008 年获得欧盟给予的优先地位，并于 2010 年与欧盟建立自由贸易区，摩洛哥轮胎产品出口欧洲市场关税也为 0。欧美是全球重要的轮胎消费市场，摩洛哥在关税端的节省将极大的提升公司产品性价比优势和综合竞争力，未来公司有望依靠摩洛哥工厂 0 关税的优势辐射欧美区域销售。

公司在摩洛哥建厂税收优惠政策优厚。根据森麒麟（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，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。此外还有免缴进口关税、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；企业建立、增资、扩大规模、企业购买土地，免缴注册税和印花税等相关优惠政策。

3.1.3 优势三：摩洛哥当地汽车产业基础雄厚，为公司市场开拓带来机遇

摩洛哥当地汽车产业基础雄厚。根据森麒麟（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，摩洛哥汽车及零部件产业近年来处于高速发展态势。2021 年摩洛哥汽车及零部件出口额为 837 亿迪拉姆，同比上升

15.9%，占摩洛哥出口总额的 25.6%。摩洛哥境内共有 200 余家与汽车产业相关的公司，相关从业人员达到 19.5 万人。此外，全球知名车企纷纷来到摩洛哥建设工厂，2012 年雷诺在丹吉尔的工厂投产，年产 40 万辆汽车。2019 年 6 月，标致雪铁龙在盖尼特拉的工厂正式投产，初期年产量 10 万辆，2023 年将逐步增至 20 万辆。

摩洛哥当地丰富的汽车产业链资源为公司市场开拓带来机遇。一方面随着全球著名车企前往摩洛哥建厂，摩洛哥汽车整车产量快速增长。另一方面，摩洛哥汽车零部件本地化率较低，包括轮胎、轮圈、机械装置等零部件的原材料产业欠缺。未来公司在摩洛哥的轮胎工厂将具备较强竞争优势，有望充分受益摩洛哥汽车产业高速发展的高景气、以及零部件本地化率较低带来的市场开拓机会。

3.1.4 优势四：摩洛哥具备突出的地理位置优势，工厂选址交通便利

摩洛哥是连接欧盟、中东和非洲三大市场的枢纽。摩洛哥地处非洲西北端，距欧洲仅 14 公里，是连接欧盟、中东和非洲三大市场的枢纽，具有重要的战略地位。摩洛哥工厂毗邻欧洲，将极大的节省产品销售往欧洲的运费成本。

森麒麟摩洛哥工厂选址交通便利。工厂选址所在地位于摩洛哥北部港口城市丹吉尔市郊，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，紧邻 A4 高速公路和火车站，为产品运输提供良好的条件。丹吉尔地中海港为非洲第一大集装箱港，公司可依靠该港口将产品运往全球 77 个国家、186 个港口。此外货物也可通过陆运直接到达欧洲大陆。

图表 38：森麒麟摩洛哥工厂选址情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 泰国 PCR 反倾销税率下降，公司泰国工厂有望充分受益

泰国地区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出炉，反倾销税率大幅下降。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，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%。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。2024 年 1 月 25 日，森麒麟发布公告，本次复审终裁结果出炉：森麒麟泰国适用单独税率为 1.24%；另一家强制应诉企业日本住友轮胎（泰国公司）初裁单独税率为 6.16%；其他泰国出口美国的轮胎企业初裁税率 4.52%。

公司泰国工厂反倾销税率大幅下降，成为泰国地区双反税率最低的企业，相较于亚洲其他区域也具备一定优势。对比原审税率来看，公司税率从原先的 17.06% 下降至 1.24%，公司泰国基地税率大幅降低。公司泰国基地是公司的重要利润来源，2023 年贡献 43.5 亿收入、8.5 亿净利润，净利率达到 19.53%，高于公司总体的 17.45%。本次税率下降后，森麒麟泰国工厂盈利能力有望显著提升。此外，本次复审后森麒麟泰国工厂成为泰国地区乘用车和轻卡轮胎反倾销税率最低的企业，横向对比亚洲其他征收双反税率的国家或地区也具备显著优势，公司出口美国性价比优势进一步增强。

图表 39：公司本轮反倾销税率下降后在亚洲具备显著优势

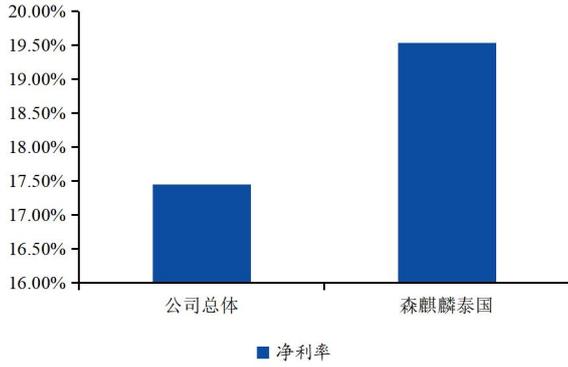
国家/地区	企业名称	反倾销税率	反补贴税率
越南	赛轮轮胎	0%	6.23%
	建大轮胎	0%	6.46%
	普利司通	0%	6.46%
	锦湖轮胎	0%	7.89%
	优科豪马	0%	6.46%
	其他	22.30%	6.46%
泰国	森麒麟	1.24%	
	住友橡胶	6.16%	
	其他	4.52%	
韩国	韩泰轮胎	27.05%	
	耐克森轮胎	14.72%	
	其他	21.74%	
中国台湾	正新轮胎	20.04%	
	南港轮胎	101.84%	
	其他	84.75%	

数据来源：中国轮胎商务网、公司公告，华福证券研究所

公司充分受益于反倾销税率下降，24H1 盈利能力有显著提升。由于 2024 年 1 月泰国地区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出炉，24Q1 公司泰国工厂已经开始受益。根据 Wind 数据，24H1 公司销售毛利率为 33.24%，销售净利率为 26.21%，净利率为 2015 年以来公司的最高水平。

图表 40：2023 年森麒麟泰国工厂及总净利率对比

图表 41：24H1 公司销售毛利率、净利率提升（%）



数据来源: Wind、公司年报, 华福证券研究所

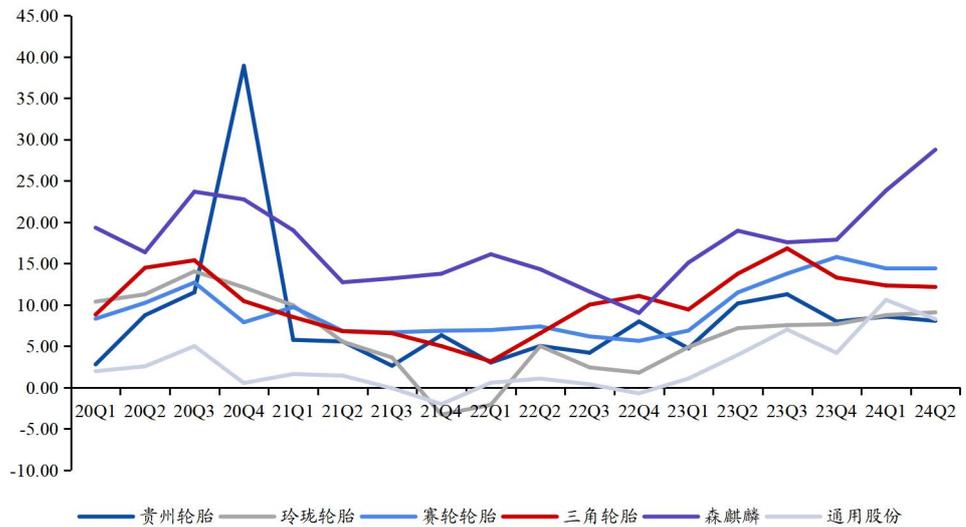


数据来源: Wind、公司年报, 华福证券研究所

3.3 智能制造程度高, 盈利能力行业领先

公司制造智能化程度高, 净利率居于行业前列。根据公司公告, 公司是较早推行智能制造的企业, 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。受益较高的智能化, 公司盈利能力一直处于行业领先低位。根据 Wind 数据, 2024Q2 公司销售净利率为 28.76%, 居于行业前列。

图表 42: 森麒麟销售净利率处于行业领先地位



数据来源: Wind、各公司年报, 华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设:

(1) 半钢胎价格方面, 我们预计 2024 年在泰国地区双反税率有所优惠的背景下



公司轮胎产品平均销售价格将有所提升，2025-2026 年随着摩洛哥工厂、西班牙工厂投建，公司以开拓市场为主，轮胎产品价格相对稳定。我们假设 2024-2026 公司半钢胎产品均价维持在 270 元/条。全钢胎价格方面，我们预计未来几年公司全钢胎产能以放量、开拓市场为主，产品价格保持稳定。假设 2024-2026 年公司全钢胎产品均价维持在 970 元/条。

(2) 根据公司未来三年产能扩张规划，我们预计公司 2024-2026 年公司轮胎产品销量分别为 3160、4034、4700 万条。

(3) 根据主要原材料变动情况，我们预计公司 2024-2026 年公司单胎原材料成本有所增长。公司持续推进智能化制造，我们预计公司 2024-2026 年公司单胎直接人工成本、燃料及动力成本有所下降。考虑 2024 年公司产销量提升带来规模效应，我们预计 2024 年公司单胎其他费用成本有所下降；未来公司新产能持续释放，考虑折旧等因素，我们预计 2025-2026 年公司单胎其他费用成本有所增加。综合以上成本变动及价格变动假设，我们预计 2024-2026 年公司轮胎业务毛利率分别为 31.41%、30.39%、29.43%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 20%、27%、16%，归母净利润增速分别为 62%、18%、11%，对应 EPS 分别为 2.16 元、2.54 元、2.82 元。

图表 43：公司业绩拆分预测表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
轮胎产品					
营业收入 (亿元)	62.85	78.31	93.66	118.68	138.06
营业成本 (亿元)	50.01	58.64	64.24	82.61	97.43
毛利润 (亿元)	12.84	19.67	29.42	36.06	40.64
毛利率 (%)	20.43%	25.12%	31.41%	30.39%	29.43%
其他收入					
营业收入 (亿元)	0.07	0.11	0.11	0.11	0.11
营业成本 (亿元)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
毛利润 (亿元)	0.06	0.09	0.09	0.09	0.09
毛利率 (%)	83.06%	88.00%	88.00%	88.00%	88.00%
合计					
营业收入合计 (亿元)	62.92	78.42	93.77	118.79	138.17
营业成本合计 (亿元)	50.02	58.65	64.25	82.62	97.44
毛利润合计 (亿元)	12.90	19.77	29.51	36.15	40.73
毛利率 (%)	20.50%	25.21%	31.47%	30.44%	29.47%

数据来源：Wind、公司公告、公司年报，华福证券研究所

4.2 投资建议

我们采用相对估值法，选取玲珑轮胎、赛轮轮胎、通用股份、三角轮胎、贵州轮胎作为可比公司。根据 Wind 资料，玲珑轮胎主要产品分为全钢子午线轮胎、半钢



子午线轮胎和斜交胎；赛轮轮胎主营全钢载重子午胎、半钢子午胎和工程子午胎的研发、制造和销售；通用股份专注各种轮胎研发、生产和销售；三角轮胎是国内轮胎制造行业的领先企业；贵州轮胎主要从事商用轮胎研发、生产及销售。以上公司均从事轮胎业务，与森麒麟具备可比性。

根据 Wind 一致预期，可比公司 2024-2026 年平均估值为 9.65、7.78、6.56。公司目前估值倍数略高于行业平均。考虑公司作为轮胎行业领军企业，净利率水平行业领先，以及公司未来产能有序释放保障长期成长性，可给予公司一定估值溢价。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 44: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)		EPS (元)			PE (倍)			
		2024/9/25	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601966.SH	玲珑轮胎	17.15	0.94	1.51	1.85	2.17	20.38	11.38	9.29	7.91
601058.SH	赛轮轮胎	14.12	0.99	1.30	1.51	1.74	11.86	10.86	9.34	8.11
601500.SH	通用股份	4.51	0.14	0.41	0.61	0.79	30.17	11.11	7.35	5.71
000589.SZ	贵州轮胎	4.66	0.69	0.63	0.77	0.92	8.85	7.36	6.08	5.07
601163.SH	三角轮胎	14.06	1.75	1.87	2.06	2.34	8.26	7.52	6.83	6.01
	平均值						15.90	9.65	7.78	6.56
002984.SZ	森麒麟	23.96	1.33	2.16	2.54	2.82	18.02	11.11	9.43	8.50

数据来源: Wind, 华福证券研究所

注: 可比公司盈利预测数据来源于 Wind 一致预期; 森麒麟盈利预测数据为华福证券研究所测算。

5 风险提示

项目投产不及预期: 公司未来成长性来源于公司在海外新产能的建设与释放。若未来项目建设进度有所落后，公司业绩增长将受到一定程度影响。

原材料价格波动: 原材料成本是轮胎主要成本项。若未来全球能源成本抬升、大宗商品价格上行，天然橡胶、合成橡胶、炭黑等价格将出现较大幅度波动，对公司业绩造成负面影响。

国际贸易摩擦加剧: 公司海外收入占较大比重，且海外多地布局有基地。若未来美国等对轮胎产品加征反倾销、反补贴等税率，将直接影响公司盈利能力。

需求不及预期: 若未来轮胎需求出现波动、不及预期，可能对公司销量造成影响，进而影响公司业绩。



图表 45: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,894	4,091	2,377	5,179
应收票据及账款	1,153	1,318	1,537	1,770
预付账款	76	96	124	146
存货	1,470	1,905	2,786	2,994
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,122	426	484	529
流动资产合计	8,714	7,836	7,308	10,618
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,570	5,328	8,383	11,765
在建工程	431	3,709	4,307	251
无形资产	193	198	210	210
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	741	741	741	741
非流动资产合计	6,935	9,976	13,640	12,967
资产合计	15,650	17,812	20,949	23,586
短期借款	0	0	303	0
应付票据及账款	1,142	1,449	1,845	2,154
预收款项	0	0	0	0
合同负债	47	47	59	69
其他应付款	293	293	293	293
其他流动负债	279	316	376	422
流动负债合计	1,761	2,105	2,876	2,938
长期借款	0	0	0	0
应付债券	1,962	1,962	1,962	1,962
其他非流动负债	140	140	140	140
非流动负债合计	2,103	2,103	2,103	2,103
负债合计	3,864	4,207	4,978	5,040
归属母公司所有者权益	11,786	13,605	15,970	18,545
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	11,786	13,605	15,970	18,545
负债和股东权益	15,650	17,812	20,949	23,586

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,367	3,683	2,323	3,450
现金收益	1,850	2,646	3,040	3,590
存货影响	267	-435	-882	-208
经营性应收影响	-255	-170	-232	-240
经营性应付影响	279	307	396	310
其他影响	226	1,335	2	-1
投资活动现金流	-3,017	-3,552	-4,157	-91
资本支出	-1,015	-3,553	-4,155	-89
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-2,001	0	-2	-3
融资活动现金流	2,660	66	120	-556
借款增加	76	0	303	-303
股利及利息支付	-11	-289	-371	-444
股东融资	2,792	285	0	0
其他影响	-197	70	188	191

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,842	9,379	11,883	13,824
营业成本	5,865	6,426	8,266	9,749
税金及附加	28	29	34	40
销售费用	188	225	309	366
管理费用	170	216	285	339
研发费用	165	188	250	290
财务费用	7	-86	-66	-73
信用减值损失	4	5	5	5
资产减值损失	-17	-15	-15	-15
公允价值变动收益	-54	-10	-10	-10
投资收益	105	10	10	10
其他收益	14	14	14	14
营业利润	1,471	2,386	2,811	3,117
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	1,471	2,386	2,810	3,117
所得税	102	166	195	216
净利润	1,369	2,220	2,615	2,901
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,369	2,220	2,615	2,901
EPS (按最新股本摊薄)	1.33	2.16	2.54	2.82

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	24.6%	19.6%	26.7%	16.3%
EBIT 增长率	105.9%	55.6%	19.3%	11.0%
归母公司净利润增长率	70.9%	62.2%	17.8%	10.9%
获利能力				
毛利率	25.2%	31.5%	30.4%	29.5%
净利率	17.5%	23.7%	22.0%	21.0%
ROE	11.6%	16.3%	16.4%	15.6%
ROIC	11.4%	15.6%	15.7%	15.5%
偿债能力				
资产负债率	24.7%	23.6%	23.8%	21.4%
流动比率	4.9	3.7	2.5	3.6
速动比率	4.1	2.8	1.6	2.6
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	46	47	43	43
存货周转天数	98	95	102	107
每股指标 (元)				
每股收益	1.33	2.16	2.54	2.82
每股经营现金流	2.30	3.58	2.26	3.35
每股净资产	11.45	13.22	15.52	18.02
估值比率				
P/E	18	11	9	9
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	56	39	34	29

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准，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）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn