

森麒麟 (002984)

证券研究报告

2025 年 02 月 05 日

从摩洛哥到全球，森麒麟破局之路

森麒麟：后发制人的全球化轮胎品牌

青岛森麒麟轮胎股份有限公司自 2008 年成立，由外资公司转为内资公司，2015 年完成股改成为股份有限公司。2009 年青岛下线第一条轮胎，2014 年青岛首条智能化轮胎工厂建成投产。同年，森麒麟开启出海计划，泰国工厂于 2015 年完成首条下线，在 2021 年森麒麟开启了西班牙工厂规划，并在 2022 年开启摩洛哥工厂规划，进入全球化第二阶段。

森麒麟轮胎品类齐全，全钢、半钢、特种轮胎多领域覆盖，航空、赛车轮胎展现公司实力。在品牌方面，旗下“路航”、“德林特”、“森麒麟”等品牌在国际上拥有较强影响力。公司结合全球轮胎行业发展趋势及公司发展实际制定了适应未来发展路径的“833Plus”战略，即在未来 10 年左右时间内最终形成 8 座数字化轮胎智能制造基地、3 座全球化研发中心、3 座全球用户体验中心的格局，Plus 即择机并购一家全球知名轮胎制造商。

中期逻辑-出海：关税带来市场的割裂，森麒麟全球化布局展现优势

轮胎作为全球性必选消费品，需求保持缓慢增长同时，波动率较小。轮胎市场存在欧美作为“卖方市场”和亚太作为“买方市场”的割裂情景，形成了轮胎的全球贸易。惩罚性关税的加征，则使得全球生产和贸易流向发生了一定变化。中国轮胎企业为应对关税，在 2014 年起开启了东南亚建厂的全球化进程。包括森麒麟在内的，我国轮胎头部企业海外工厂普遍落地以泰国、越南、柬埔寨为主的东南亚国家。森麒麟 2021-2022 年底分别规划的西班牙、摩洛哥工厂，可能成为森麒麟突出关税重围的关键。

短期逻辑-周期：原材料价格、关税产生影响，集运影响有限

我们对原料、集运价格波动对轮胎企业盈利进行分析，发现原材料价格波动是轮胎企业盈利周期主要因素，轮胎企业价格传导存在滞后，集运价格对轮胎企业直接影响则较小。惩罚性关税方面，轮胎企业通过价格有一定让利，森麒麟摩洛哥和西班牙工厂目前暂无关税风险。

长期逻辑-品牌：森麒麟有望通过摩洛哥进入全球整车配套体系

我们在 2022 年 5 月发布的轮胎行业深度报告《橡胶：乘新能源之风，中国轮胎制造大机遇》中对于未来轮胎品牌力的长期塑造进行了分析，并认为轮胎品牌力的提升需要依托于通过整车配套完成。对于森麒麟，通过摩洛哥工厂给摩洛哥汽车产业链中车企配套轮胎，为森麒麟配套打开空间。

盈利预测和估值：我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润为 22.65/25.47/30.84 亿元，参考可比公司适当溢价给予公司 2024 年 13.5 倍 PE 估值，给予目标价 29.53 元/股，给予“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，境外经营相关风险，汇率变动风险，新增产能无法完全消化的风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,292.19	7,841.79	9,333.35	11,956.30	15,433.06
增长率(%)	21.53	24.63	19.02	28.10	29.08
EBITDA(百万元)	1,274.42	2,134.52	2,549.88	2,950.85	3,575.09
归属母公司净利润(百万元)	800.86	1,368.51	2,264.87	2,546.91	3,084.41
增长率(%)	6.30	70.88	65.50	12.45	21.10
EPS(元/股)	0.77	1.32	2.19	2.46	2.98
市盈率(P/E)	32.44	18.98	11.47	10.20	8.42
市净率(P/B)	3.41	2.20	2.07	1.82	1.58
市销率(P/S)	4.13	3.31	2.78	2.17	1.68
EV/EBITDA	15.11	8.71	8.99	7.66	6.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	25.09 元
目标价格	29.53 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,035.41
流通 A 股股本(百万股)	704.99
A 股总市值(百万元)	25,978.33
流通 A 股市值(百万元)	17,688.32
每股净资产(元)	12.11
资产负债率(%)	23.73
一年内最高/最低(元)	35.21/20.70

作者

郭建奇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522110002	
guojianqi@tfzq.com	
唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 后发制人的全球化轮胎品牌	5
1.1. 历史沿革：后发制人，快速开启全球化布局	5
1.2. 全钢、半钢、特种轮胎多领域覆盖，航空、赛车轮胎展现公司实力	6
1.3. 自主品牌多元化、差异化布局	7
1.4. 833PLUS 全球化布局	8
1.5. 财务方面：收入持续增长，海外业务占比超 80%	9
1.5.1. 2017 年以来收入持续增长	9
1.5.2. 盈利能力强，整体毛利率水平全球前列	9
1.5.3. 海外业务收入毛利贡献占比超过 80%，海外业务盈利能力高于国内	10
1.5.4. 费用方面，各项费用整体金额保持稳定，随收入增长，四项费用比例明显下降	11
2. 中期逻辑-出海：轮胎作为全球性必选消费品，关税带来市场的割裂，森麒麟全球化布局展现优势	11
2.1. 轮胎需求拆分：乘用车占比近 90%，零售占比超过 70%	11
2.2. 轮胎作为必选消费品，需求缓慢增长，存量波动为主	12
2.3. 轮胎市场全球割裂，欧美为“卖方市场”，亚洲为“买方市场”	12
2.4. 关税直接影响贸易流向，全球化布局是轮胎企业破局关税的重要方式	13
2.4.1. 欧美对华轮胎历次双反调查，征收较高关税	13
2.4.2. 通过双反调整了美国轮胎进口结构，中国轮胎 2014 年起出口美国价值量占比快速下滑，东南亚国家则迅速提升	14
2.4.3. 中国轮胎自 2015 年以来加速出海建厂，海外工厂逐步成为竞争的关键	14
2.5. 森麒麟是率先出海的轮胎企业之一，第二步非洲、欧洲布局是破局关税	15
2.5.1. 泰国工厂完成出海第一步，收入水平跨越增长	15
2.5.2. 西班牙、摩洛哥建设工厂，实现亚洲、欧洲、非洲三大洲布局	16
2.5.3. 美国对泰国全钢、半钢加征反倾销关税，西班牙和摩洛哥可能成为破局关键	16
3. 短期逻辑-周期：原材料价格、集运价格、关税等因素影响各不相同	17
3.1. 原材料波动周期产生了轮胎主要的盈利周期	17
3.2. 集运价格因 FOB 销售形式不产生直接影响，通过销量等间接形式产生较小影响	18
3.2.1. 头部企业享受美国需求缺口红利，集运价格影响有限	19
3.3. 泰国反倾销关税加征后，通过销售价格承担部分关税，但并未影响生产及销量	20
4. 长期逻辑-品牌：摩洛哥工厂有望弯道超车实现海外车企配套	21
4.1. 摩洛哥在非洲位置优异，汽车产业是重点发展产业，零部件尚在补齐阶段	21
4.1.1. 摩洛哥地理位置优异，与美国和欧盟均有自由贸易协定	21
4.1.2. 摩洛哥重点发展汽车产业，是非洲第一大汽车出口国，雷诺、斯特兰蒂斯均设有工厂	21
4.2. 森麒麟已成为雷诺和斯特兰蒂斯集团整车合格供应商	22
5. 盈利预测及估值	22
5.1. 盈利预测	22

5.2. 估值和评级	22
6. 风险提示	23
6.1. 原材料价格波动风险	23
6.2. 境外经营相关风险	23
6.3. 汇率变动风险	23
6.4. 新增产能无法完全消化的风险	23

图表目录

图 1: 森麒麟历史大事记	6
图 2: 森麒麟三大轮胎自主品牌	7
图 3: 833PLUS 全球化战略布局	8
图 4: 公司收入	9
图 5: 森麒麟毛利率和净利率情况	9
图 6: 森麒麟和可比公司毛利率情况	10
图 7: 森麒麟国内外业务占比	10
图 8: 公司毛利-按地区划分情况	10
图 9: 公司四项费用情况（单位：百万元）	11
图 10: 轮胎整车配套、零售占比变化	12
图 11: 乘用车、商用车轮胎占比	12
图 12: 全球轮胎（全钢+半钢）需求量（单位：百万条）	12
图 13: 2023 年轮胎净出口量（负值为净进口）前十五大国家及地区（单位：条）	13
图 14: 美国轮胎进口国家占比统计（价值量占比）	14
图 15: 美国轮胎进口国家占比统计（曲线图）	14
图 16: 森麒麟泰国工厂收入抬升	15
图 17: 森麒麟单条轮胎生产成本拆分	17
图 18: 森麒麟单条轮胎原材料成本拆分	17
图 19: 森麒麟轮胎海外单胎平均价格	18
图 20: 泰国橡胶期货结算价格	18
图 21: 各个轮胎公司毛利率与橡胶价格相关性分析	18
图 22: 集运价格 CCFI 指数	18
图 23: 森麒麟半年度轮胎销量情况（单位：万条）	19
图 24: 森麒麟轮胎销售价格	19
图 25: 森麒麟轮胎售价和成本波动分析（单位：元/条）	20
图 26: 森麒麟轮胎销量情况	20
表 1: 欧盟、美国对华轮胎双反调查和关税情况	13
表 2: 2015-2022 年中国轮胎出海投产情况	15

表 3：2023 年我国轮胎企业海外工厂销售收入情况 15

表 4：美国对泰国反倾销、反补贴关税情况 16

表 5：森麒麟收入和毛利率核心假设 22

表 6：可比公司 2024 年估值预期 23

1. 后发制人的全球化轮胎品牌

青岛森麒麟轮胎股份有限公司，主营业务为专注于绿色、安全、高品质、高性能子午线轮胎（半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎）及航空轮胎的研发、生产、销售，产品根据应用类型分为乘用车轮胎、轻卡轮胎、重卡轮胎及特种轮胎，乘用车轮胎包括经济型乘用车轮胎、高性能乘用车轮胎及特殊性能轮胎，特种轮胎包括赛车轮胎、航空轮胎。

从历史沿革来看，公司由外资公司转为内资公司，2015 年完成股改成为股份有限公司。公司自 2008 年开启青岛轮胎厂房建设，2009 年下线第一条轮胎，2013 年公司启动青岛 500 万条半钢胎项目并在 2014 年完工，公司首条智能化工厂下线。2014 年同年，泰国工厂开启建设，2015 年完成首条下线，正式开启了出海之旅。在 2021 年美国对泰国轮胎征收反倾销关税同年，森麒麟开启了西班牙工厂的规划，并在 2022 年开启摩洛哥工厂规划，进入全球化第二阶段。

森麒麟轮胎品类齐全，全钢、半钢、特种轮胎多领域覆盖，航空、赛车轮胎展现公司实力。在品牌影响力方面，公司历来十分重视品牌推广与建设，旗下“路航”、“德林特”、“森麒麟”等品牌在国际上拥有较强影响力与号召力。

公司结合全球轮胎行业发展趋势及公司发展实际制定了适应未来发展路径的“833Plus”战略，即在未来 10 年左右时间内最终形成 8 座数字化轮胎智能制造基地（中国 3 座，泰国 2 座，欧洲、非洲、北美各 1 座）、3 座全球化研发中心（中国、欧洲、北美各一座）、3 座全球用户体验中心的格局，Plus 即择机并购一家全球知名轮胎制造商。

财务方面，自 2017 年保持收入持续增长，2020 年上市以来收入年化 CAGR 为 18.6%，并在 2024 年前三季度保持两位数增长。公司盈利能力强，整体毛利率在全球主流轮胎企业中保持前列。海外业务是公司主要收入大头，占比超过 85%，盈利能力方面海外业务高于国内业务。各项费用端保持稳定，并随着收入增加比例下降。

1.1. 历史沿革：后发制人，快速开启全球化布局

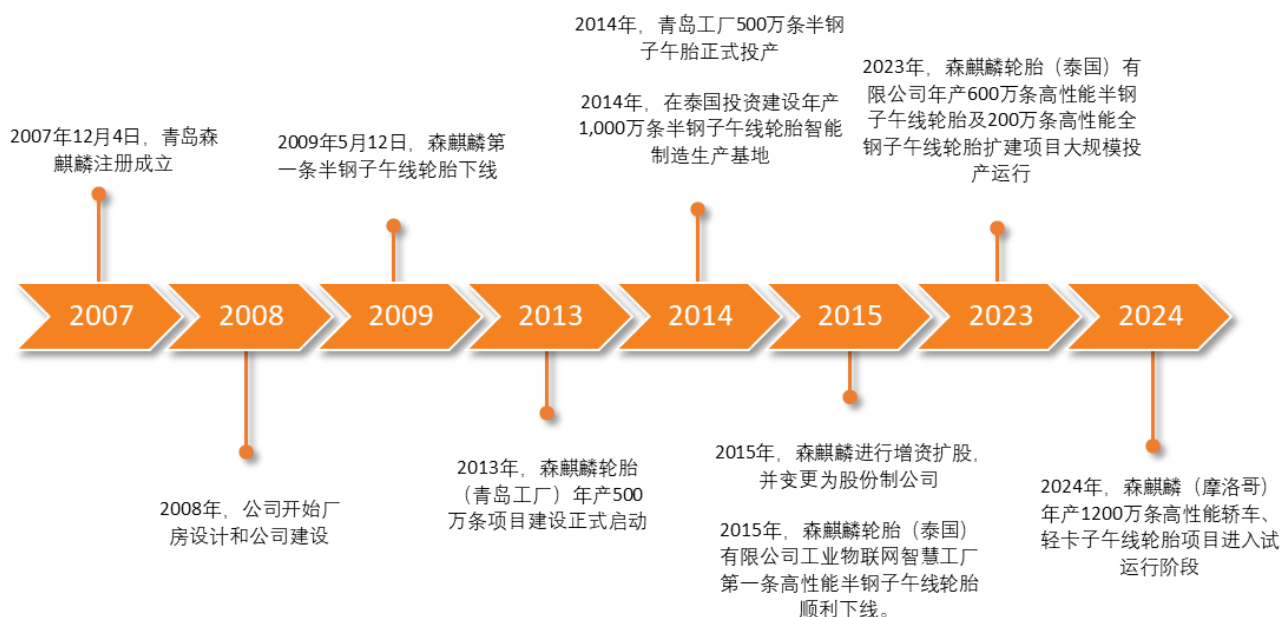
公司前身由外资公司转换为有限责任公司，2015 年股改为股份有限公司。公司前身森麒麟有限成立于 2007 年 12 月 4 日，系中国公民秦龙控制的境外企业 LQJ 公司、ZT 公司和 TBC 公司设立的外资企业。2011 年 7 月，秦龙就设立森麒麟有限事项履行完毕国家外汇管理局青岛分局的补充办理外汇登记程序，并取得国家外汇管理局青岛分局核发的《境内居民个人境外投资外汇登记表》，同时启动还原秦龙直接持股工作。经即墨市商务局《关于同意青岛森麒麟轮胎有限公司股权转让并变更为内资企业的批复》，经森麒麟有限董事会和股东会决议同意，LQJ 公司、TBC 公司及 ZT 公司将其持有公司 100.00% 股权，以原注册资本金 5,441.9974 万美元，折合人民币 37,476.86 万元定价，转予实际控制人秦龙及公司创业核心人员林文龙、李忠东、张磊及秦虎。本次股权转让后，公司类型由外资企业变更为有限责任公司。2015 年 12 月 22 日，公司获得统一社会信用代码，公司性质变更为股份有限公司。

五年积累，从第一条轮胎到第一个智能化工厂。2008 年，公司开始在青岛进行厂房设计和公司建设工作，经过一年的建设，公司于 2009 年 5 月 12 日，下线第一条半钢子午线轮胎，正式开启了轮胎生产的新征程。2013 年，公司正式启动青岛工厂年产 500 万条半钢胎的项目建设工作，并在 2014 年完成投产，该工厂是森麒麟全国首条自动化、信息化、智能化、数字化、可视化、可溯化的高性能子午线轮胎生产项目。

从青岛到泰国，森麒麟开启海外工厂建设之路。2014 年，在青岛自动化工厂完成建设的同年，公司开启了泰国工厂 1000 万条半钢子午胎生产基地的建设。该工厂于 2015 年完成建设，第一条高性能半钢子午线轮胎顺利投产下线。泰国工厂的投资、建设和投产，标志着公司正式走出国门，开启了全球化轮胎工厂建设和轮胎生产的道路。

2021 年开始，森麒麟开启了全球化第二阶段。2021 年底和 2022 年底，公司分别公告了在西班牙、摩洛哥投资建设工厂的规划，截至 2024 年底，摩洛哥工厂已经进入试运行阶段，森麒麟全球化又一重要工厂落地非洲，是森麒麟全球化进程中又一重要标志。

图 1：森麒麟历史大事记



资料来源：Wind，公司公告，公司投资者关系活动记录表，森麒麟轮胎官网，天风证券研究所

1.2. 全钢、半钢、特种轮胎多领域覆盖，航空、赛车轮胎展现公司实力

根据公司 2024 年半年报，截至 2024 年 6 月 30 日，在半钢子午线轮胎领域，公司拥有逾 2.6 万个细分规格产品，具备全尺寸半钢子午线轮胎制造能力，产品广泛应用于各式轿车、越野车、城市多功能车、轻卡及皮卡等车型；在全钢子午线轮胎领域，公司拥有逾 980 个细分规格产品，涵盖转向轮、拖车轮、驱动轮和全轮位产品，已具备较为成熟的全钢子午线轮胎制造能力，产品应用于各种重型载重卡客车等车型。在航空轮胎领域，公司是国际少数航空轮胎制造企业之一，具备产品设计、研发、制造及销售能力；公司可生产适配波音、空客等各类大飞机、支线客机机型的多规格航空轮胎产品，正在稳步推进航空轮胎应用领域的客户开发。

半钢轮胎重视大尺寸、高性能。公司半钢轮胎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。公司 17 寸及以上、18 寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品销售金额，近年来占比分别保持在 65%、40%以上。

泰国二期投产全钢胎产能，补齐产品短板。公司泰国二期“森麒麟轮胎（泰国）有限公司年产 600 万条高性能半钢子午线轮胎及 200 万条高性能全钢子午线轮胎扩建项目”已于 2023 年大规模投产运行。泰国年产 200 万条全钢胎是公司首条全钢胎生产线，全钢胎的下线也补齐了公司在重卡、载重汽车轮胎产品中的空白。

在航空轮胎领域，公司是国际少数航空轮胎制造企业之一。在航空轮胎领域，公司历经十余年持续研发投入，成为国际少数航空轮胎制造企业之一，具备航空轮胎产品设计、研发、制造及销售能力；公司可生产适配波音、空客等各类大飞机、支线客机机型的多规格航空轮胎产品。公司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，并已进入供应商名录。同时，公司正在稳步推进航空轮胎应用领域的客户开发。2020 年，公司取得 AS9100D 航空航天质量管理体系认证证书，AS9100D 标准适用于航空航天供应链产品质量控制，得到国际普遍认可，AS9100D 证书的取得标志着公司的航空航天质量管理体系规划化、系统化已达国际领先水平。

在赛车运动领域，公司持续国际化品牌战略发展，稳健布局英国、欧盟、美国、阿根廷、北非、中东、韩国、马来西亚等国际赛事。其中，森麒麟旗下路航轮胎 LANDSAIL Motorsport GT 超跑车队在国内 GT 赛事中多次赢得全场冠军、车手冠军及车队总冠军；2023 年 10 月，

森麒麟成功续约 DriftKing 全球漂移大师系列赛，从 2024 赛季开始，森麒麟品牌将成为继路航品牌之后第二个正式踏入欧洲国际赛事的中国轮胎品牌；2023 年 11 月，森麒麟正式签约中国顶火改装，为旗下共创越野改装车产品正式提供 TopFire 联名高性能越野轮胎。

1.3. 自主品牌多元化、差异化布局

在品牌影响力方面，公司历来十分重视品牌推广与建设，旗下“路航”、“德林特”、“森麒麟”等品牌在国际上拥有较强影响力与号召力。

森麒麟 (SENTURY)，是森麒麟轮胎旗下核心品牌，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。其品牌拥有五大类 300 多个规格产品，涵盖轿车、SUV、商用车、越野车、航空胎等领域。“森麒麟”品牌旗下航空轮胎为轮胎制造领域尖端产品，公司历经逾七年持续研发投入，成功掌握航空轮胎技术，研发的多款航空轮胎产品通过测试。

路航 (LANDSAIL)，是森麒麟轮胎旗下主力品牌，“路航”以赛车轮胎技术为核心，Y “Spirit of Driving” 作为品牌 slogan，中文寓意：“体验驾驭精髓，享受驾驭乐趣”。“路航”现拥有十五大类近 500 多个规格产品，涵盖 PCR 轿车胎、UHP 超高性能运动胎、大尺寸 SUV 胎、CUV 城市多功能汽车胎、C 型商务轻卡胎、A/T 全路况越野胎、H/T 城市路面越野胎、M/T 泥地越野胎、冬季胎(镶钉/非镶钉)、RFT 补气保用胎(冬季/夏季/四季)、冬夏两用四季胎、石墨烯轮胎、自修复轮胎、赛车胎、拉力赛轮胎等。“路航”品牌旗下品牌多次参加国内外知名权威媒体或测评机构的专业轮胎测评活动，性能数据比肩国际知名品牌。自 2013 年开始，路航轮胎进军赛事领域，赛事产品在诸多国内外顶级赛事活动中，大展品牌实力，并多次助力车队获得各赛事冠军殊荣。

德林特 (DELINTE)，是森麒麟轮胎旗下前沿品牌，以前沿“黑”技术为核心，面向时尚年轻、充满活力、追求个性化的消费人群。“德林特”品牌 slogan 为“WE INVENT, YOU DRIVE”，中文寓意为“我们不断创造新科技并用于轮胎，让大家享受新科技带来的乐趣”德林特轮胎已经在全球 150 多个国家和地区建立有销售网络,其中在美国的高性能和超高性能轮胎市场有很高的市场占有率，入选美国高性能和超高性能轮胎品牌前 15 名。目前“德林特”(DELINTE)品牌主营五大轮胎系列:轿车系列、SUV 系列、商务轻卡系列、防爆系列、冬季系列，拥有五大类近 500 多个规格产品。德林特赛事运动也在蓬勃发展当中，德林特轮胎相继赞助了 SES 上海市精英赛、天马耐力赛、汽车短道拉力锦标赛等诸多赛事，并赞助了广东陆风越野车队等赛事车队，获得赛事方及车队的高度评价。

图 2：森麒麟三大轮胎自主品牌



资料来源：森麒麟官网，天风证券研究所

1.4. 833PLUS 全球化布局

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

图 3：833PLUS 全球化战略布局



资料来源：森麒麟官网，天风证券研究所

公司将持续推进国际化产能布局，扩充公司产能，推动公司营收水平、盈利能力稳步提升。公司泰国工厂二期项目“森麒麟轮胎（泰国）有限公司年产 600 万条高性能半钢子午线轮

胎及 200 万条高性能全钢子午线轮胎扩建项目”大规模投产运行；同时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。非洲及欧洲新产能规划是公司践行“833plus”战略规划深入实施全球化发展战略的重要步骤，对于提升品牌力、提升研发水平、优化销售布局、保障供应链安全等具有重要意义，有望进一步巩固提升公司竞争优势，将公司带到一个新的高度。

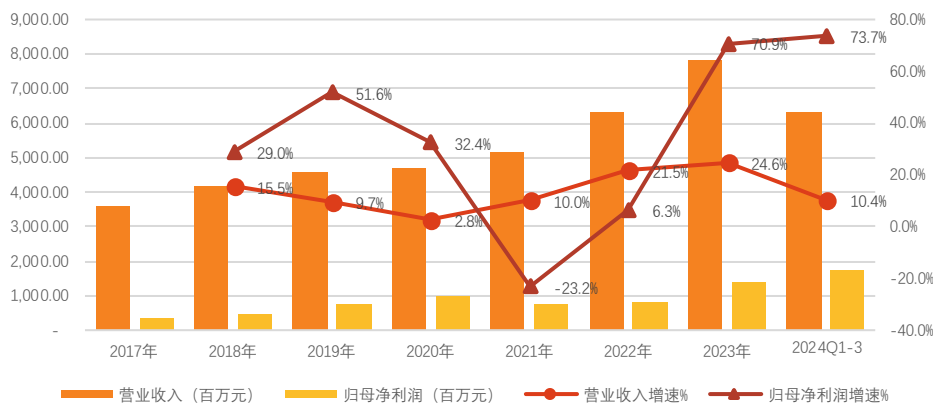
1.5. 财务方面：收入持续增长，海外业务占比超 80%

财务方面，自 2017 年保持收入持续增长，2020-2023 年收入年化 CAGR 为 18.6%，并在 2024 年前三季度保持两位数增长。公司盈利能力强，整体毛利率在全球主流轮胎企业中保持前列。海外业务是公司主要收入大头，占比超过 85%，盈利能力方面海外业务高于国内业务。各项费用端保持稳定，并随着收入增加比例下降。

1.5.1. 2017 年以来收入持续增长

公司自 2017 年以来，收入保持持续增长，公司整体收入由 2020 年的 47.05 亿元，增长至 2023 年的 78.42 亿元，上市 4 年来收入年化 CAGR 为 18.6%。2024 年前三季度，公司实现营业收入 63.40 亿元，同比 23 年前三季度+10.4%，仍然保持较高增速。

图 4：公司收入

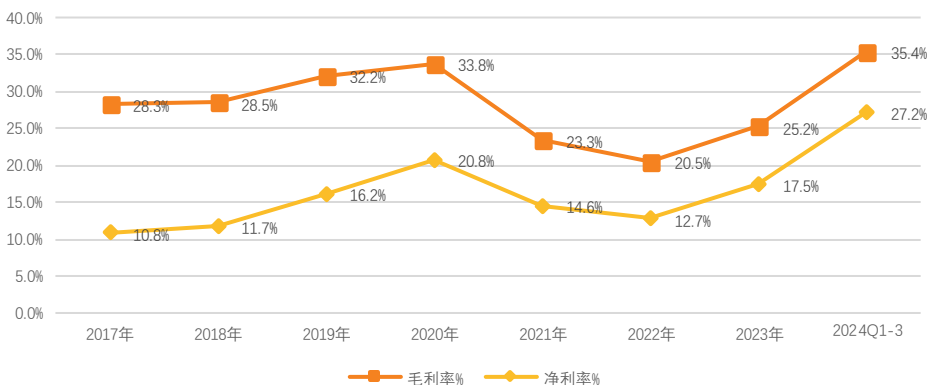


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.5.2. 盈利能力强，整体毛利率水平全球前列

森麒麟整体盈利水平存在周期性波动，但行业内处于较高水平。公司 2017-2023 年整体毛利率均高于 20%，但在 20.5%-33.8% 区间宽幅波动，其中 2024 年前三季度，公司实现毛利率水平 35.4%。

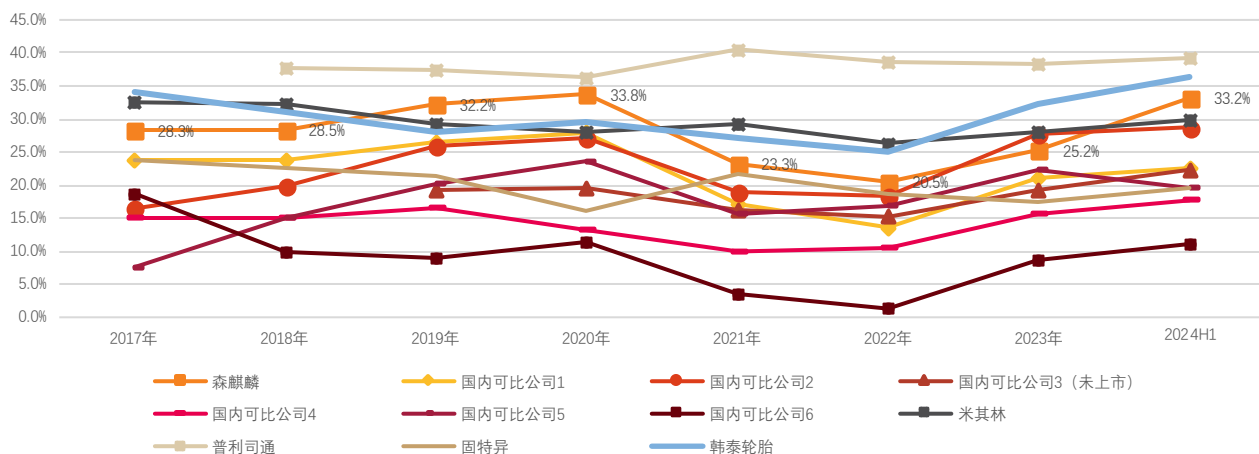
图 5：森麒麟毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

对比森麒麟和国内外主流轮胎公司毛利率水平，森麒麟在国内处于领先地位，而在 2024 年上半年，森麒麟实现 33.2% 毛利率水平，仅次于海外公司韩泰轮胎和普利司通，处于国内可比公司上游。公司整体盈利能力在全球轮胎公司中属于前列。

图 6：森麒麟和可比公司毛利率情况

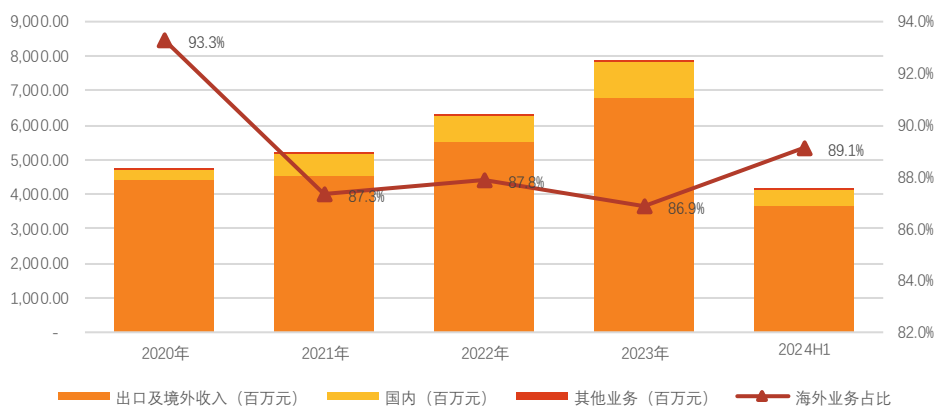


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.5.3. 海外业务收入毛利贡献占比超过 80%，海外业务盈利能力高于国内

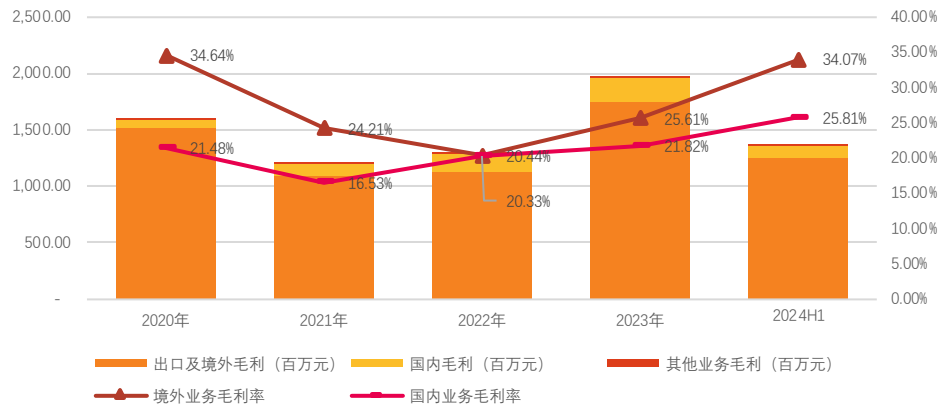
森麒麟海外业务占比高，2020 年上市当年，公司海外收入占营业收入比重为 93.3%，2020 年至 2024 年上半年，公司海外业务占比均超过 85%，海外业务是公司收入主要来源。而海外业务更高的毛利率是使得公司整体毛利率水平较高的主要原因：公司 2020 年上市以来，境外毛利占比高，2020 年公司整体毛利中 95.6% 来自于境外，而 2024 年 H1 公司整体毛利有 91.34% 来自于境外；国内、境外业务毛利率也存在较大差异，2020 年上市当年，公司境外业务毛利率为 34.64%，而国内业务毛利率仅为 21.48%，差异 13.2PCT；2024 年上半年，境外业务毛利率为 34.07%，而国内业务毛利率为 25.81%，差异 8.26PCT，海外业务盈利能力显著高于国内业务。

图 7：森麒麟国内外业务占比



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 8：公司毛利-按地区划分情况

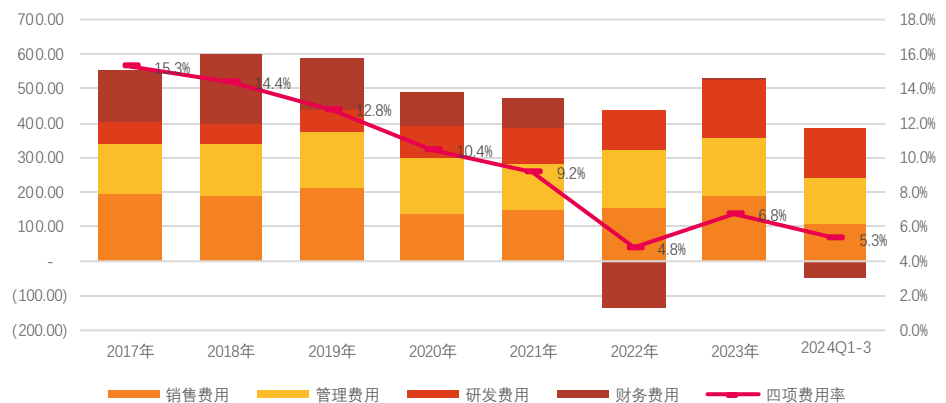


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.5.4. 费用方面，各项费用整体金额保持稳定，随收入增长，四项费用比例明显下降

公司四项费用整体金额保持比较稳定状态，自 2017 年以来，公司各项费用比例下降明显，2017 年四项费用占营业收入比例为 15.3%，而 2020 年上市当年下降至 10.4%，在 2023 年，由于财务费用较少，公司四项费用占比降至 6.8%，截至 2024 年 Q1-3，公司四项费用占 24 年前三季度收入比例为 5.3%。公司整体费用绝对金额保持比较平稳状态，由于海外业务占比较高，汇率波动对财务费用产生一定的影响，财务费用变化比较大；随着公司营业收入的持续增长，四项费用比例下降较为明显。

图 9：公司四项费用情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

2. 中期逻辑-出海：轮胎作为全球性必选消费品，关税带来市场的割裂，森麒麟全球化布局展现优势

轮胎全球市场乘用车占比近 90%，零售占比接近 75%，而作为全球性必选消费品，需求保持缓慢增长同时，波动率较小，因此轮胎行业主要画像可以看做直面乘用车消费者的必选消费品。

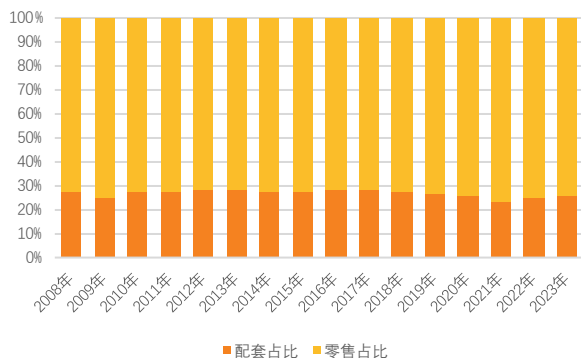
虽然轮胎是全球化商品，但市场存在欧美作为“卖方市场”和亚太作为“买方市场”的割裂情景，形成了轮胎的全球贸易。但惩罚性关税的加征，特别是美国这个最大进口缺口市场对轮胎生产国的双反关税，则使得全球生产和贸易流向发生了一定变化。中国轮胎企业为应对惩罚性关税，在 2014 年起开启了东南亚建厂的全球化进程。

包括森麒麟在内的，我国轮胎头部企业海外工厂普遍落地以泰国、越南、柬埔寨为主的东南亚国家。森麒麟 2021-2022 年底分别规划的西班牙、摩洛哥工厂，可能成为森麒麟突出关税重围，凭借地理位置优势能够 0 惩罚性关税进入美国的公司。

2.1. 轮胎需求拆分：乘用车占比近 90%，零售占比超过 70%

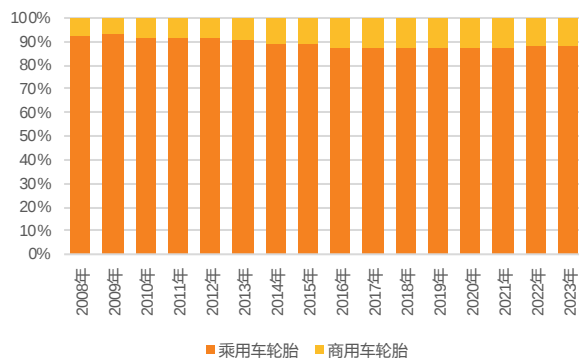
根据米其林年报披露全球轮胎消费结构数据,全球轮胎整车配套占比在 23%-29%之间,2008 年至 2023 年平均配套占比为 26.7%,其余超过 70%比例是以零售形式实现的轮胎销售。而在乘用车轮胎和商用车轮胎消费量来看,乘用车轮胎 2008-2023 年平均占比约为 89.3%,商用车轮胎占比约为 10.7%。综上,轮胎行业整体画像,可以看做以消费者直接通过零售渠道购买的乘用车轮胎为主的行业。

图 10: 轮胎整车配套、零售占比变化



资料来源: 米其林年报, 天风证券研究所

图 11: 乘用车、商用车轮胎占比

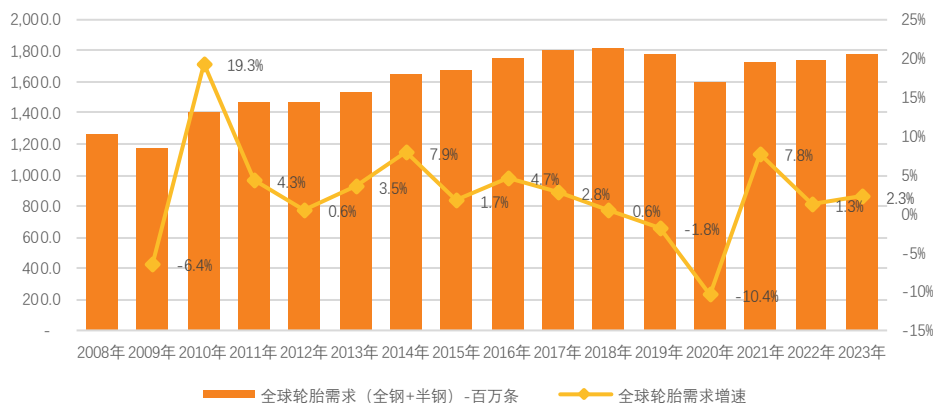


资料来源: 米其林年报, 天风证券研究所

2.2. 轮胎作为必选消费品, 需求缓慢增长, 存量波动为主

全球轮胎需求慢速增长, 必选消费品属性导致需求在区间内窄幅波动。根据米其林年报披露的全球轮胎消费量数据, 2023 年全球轮胎需求量 (全钢+半钢轮胎, 不含特种轮胎) 为 1.7846 亿条, 2008 年全球轮胎消费量为 1.2608 亿条, 轮胎消费量以较为缓慢的速度增长, 2008 年至 2023 年全球轮胎消费需求增速 CAGR 为 2.3%。而在需求量增速波动中, 仅有 2009-2010/2020-2021 两个双年度受到全球经济的波动带来单年度上下起伏超过 10%, 其余年份均保持 10% 以内的波动水平。

图 12: 全球轮胎 (全钢+半钢) 需求量 (单位: 百万条)



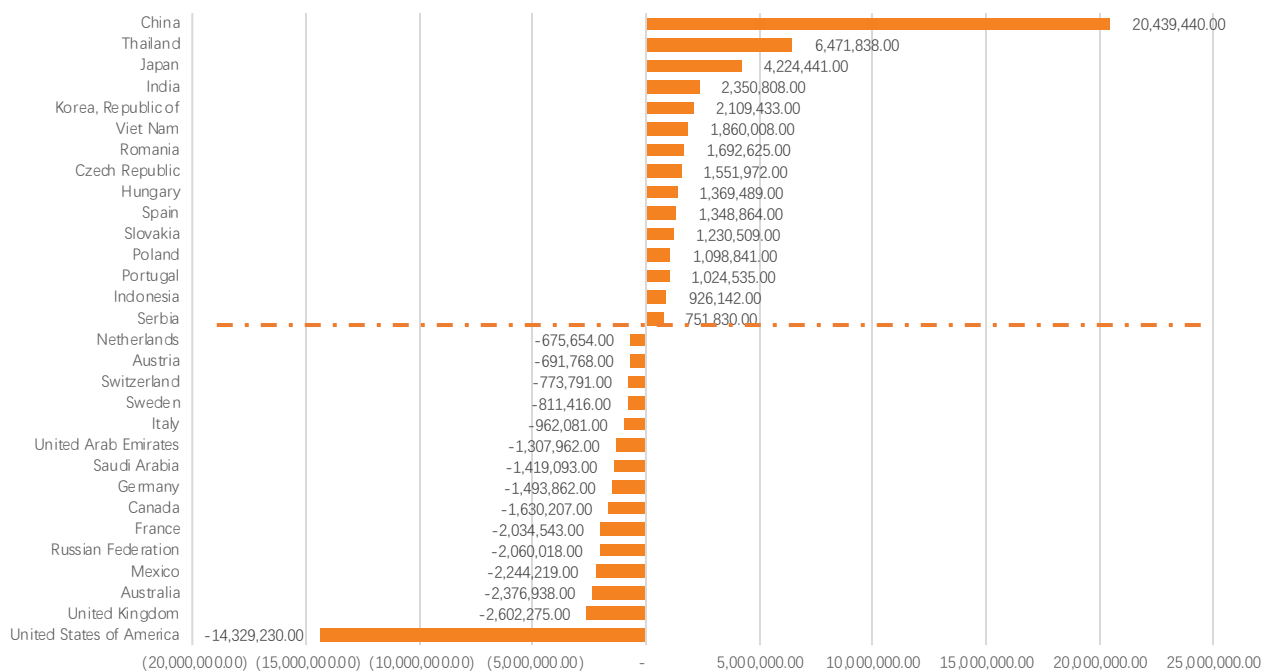
资料来源: 米其林年报, 天风证券研究所

2.3. 轮胎市场全球割裂, 欧美为“卖方市场”, 亚洲为“买方市场”

根据 Trade Map 统计的全球轮胎净出口数据, 2023 年全球轮胎净出口前十大国家分别为: 中国、泰国、日本、印度、韩国、越南、罗马尼亚、捷克、匈牙利、西班牙, 亚洲、欧洲为全球轮胎主要出口国家所在地; 而全球净进口前十大国家分别为: 美国、英国、澳大利亚、墨西哥、俄罗斯、法国、加拿大、德国、沙特阿拉伯、阿联酋。

其中中国以 2.04 亿条轮胎净出口量领先全球, 而美国以 1.43 亿条净进口量是全球轮胎净进口最大国家。以亚洲、欧洲为主的供给, 美洲、欧洲为主的需求格局, 造就了全球轮胎供需中的“区域不均衡”现象, 使得北美市场成为了“卖方市场”, 需要大量轮胎进口, 而亚洲市场则作为“买方市场”供应全球。

图 13：2023 年轮胎净出口量（负值为净进口）前十五大国家及地区（单位：条）



资料来源：Trade Map，天风证券研究所

2.4. 关税直接影响贸易流向，全球化布局是轮胎企业破局关税的重要方式

为保护本土企业，美国和欧盟历史上针对中国等国家和地区进行了反倾销、反补贴调查，并试图通过双反限制中国轮胎产业的出海。2014 年美国对华乘用车、轻型货车轮胎以及 2016 年美国对华卡客车、公共汽车轮胎的双反调查，对中国出口美国产生较大影响。自 2014 年起，泰国、越南等东南亚国家承接了中国对美国轮胎的出口，呈现快速增长趋势，东南亚地区迎来轮胎出口红利期。而 2021 年由于泰国、越南等国家和地区出口美国比例快速提升，美国开启了新一轮双反调查，并使得泰国出口美国比例呈现逐年下降趋势。

2.4.1. 欧美对华轮胎历次双反调查，征收较高关税

美国对华双反调查自 2007 年便开始，当时针对中国出口美国的工程机械轮胎进行双反调查，并最终确认了 2.45%-14%的反补贴和 4.08%-210.48%的反倾销税率，此后的 2009 年，美国对华轮胎特保调查案，美国在现行进口关税的基础上，对中国输美乘用车与轻型卡车轮胎连续三年分别加征 55%、45%和 35%的从价特别关税。

2014 年美国对华乘用车、轻型货车轮胎开启双反调查，2016 年美国对华卡客车、公共汽车轮胎进行双反调查，2017 年，欧美对华全钢胎进行双反调查。三轮双反调查过后，中国出口美国的半钢、全钢，以及出口欧盟国家的全钢胎分别加征了较高的双反关税。

表 1：欧盟、美国对华轮胎双反调查和关税情况

立案时间	案件名称	类型	初裁结果	终裁结果
2007/07/31	美国对华工程机械轮胎双反调查	反补贴	2.38%~6.59%	2.45%~14.00%
2007/07/31	美国对华工程机械轮胎双反调查	反倾销	10.98%~210.48%	4.08%~210.48%
2009/04/29	美国对华特保调查	其他	建议加征关税：第一年 55%，第二年 45%，第三年 35%	
2014/07/15	美国对华乘用车和轻型货车轮胎双反调查	反补贴	12.50%~81.29%	20.73%~116.33%
2014/07/15	美国对华乘用车和轻型货车轮胎双反调查	反倾销		14.35%~87.99%
2016/02/19	美国对华卡车和公共汽车轮胎双反调查	反补贴	17.06%~23.38%	52.04%~65.46%
2016/02/19	美国对华卡车和公共汽车轮胎双反调查	反倾销	20.87%~22.57%	9.00%~22.57%
2017/08/11	欧盟对华卡客车轮胎双反调查	反倾销	52.85%~82.17%	0.37%~36.89%

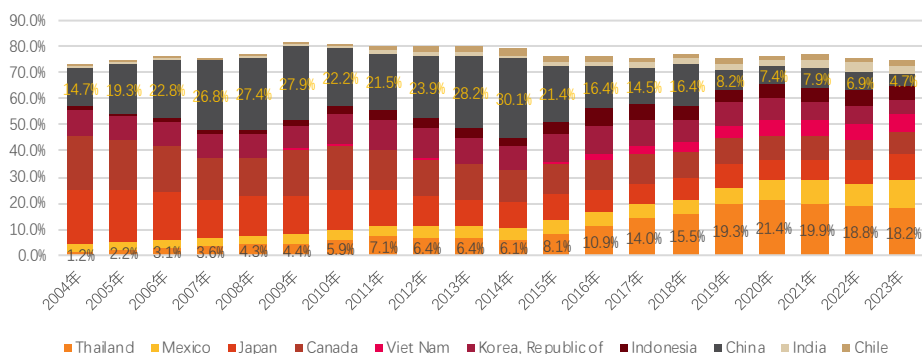
资料来源：中国贸易救济信息网，天风证券研究所

2.4.2. 通过双反调整了美国轮胎进口结构，中国轮胎 2014 年起出口美国价值量占比快速下滑，东南亚国家则迅速提升

根据 Trade Map 统计数据，美国轮胎进口国家占比在过去 20 年间发生了较大变化，中国轮胎自 2004 年占美国轮胎进口总价值量的 14.7%，经过 3 年时间，到 2007 年快速提升至 26.8%，并在 2014 年达到顶峰的 30.1%。但由于美国 2014 年对华乘用车、轻型货车轮胎开启的双反调查，并征收较高的反倾销、反补贴关税，中国轮胎出口美国占比一路下行，截至 2023 年，中国直接出口美国轮胎仅占美国进口轮胎总价值量的 4.7%。

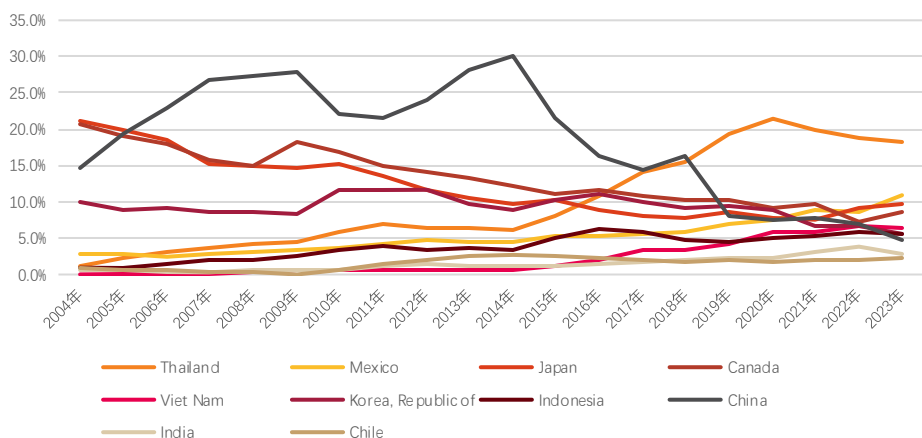
与此同时，泰国、越南、印度尼西亚等东南亚国家出口美国轮胎占比则在 2014 年开启了快速增长态势，泰国、越南、印度尼西亚三国轮胎在 2014 年占美国进口比例分别为 6.1%/0.5%/3.4%，而到 2023 年三国出口美国占比分别提升至 18.2%/6.4%/5.5%，泰国提升幅度较为明显。

图 14：美国轮胎进口国家占比统计（价值量占比）



资料来源：Trade Map，天风证券研究所

图 15：美国轮胎进口国家占比统计（曲线图）



资料来源：Trade Map，天风证券研究所

2.4.3. 中国轮胎自 2015 年以来加速出海建厂，海外工厂逐步成为竞争的关键

根据郝章程发表在《中国橡胶》杂志文章《2023 年度中国轮胎排名企业数据评析及 2024 年预测》数据，2015 年中国仅 2 家轮胎公司海外设厂投资，海外销售额仅 28.7 亿元，子午胎产量总量 951 万条。而截至 2022 年，中国海外工厂投产企业达到 10 家，销售额约为 329 亿元，而子午线轮胎总产量则接近 6000 万条，其中全钢胎 1604 万条，半钢胎 4335

万条。

表 2：2015-2022 年中国轮胎出海投产情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
海外工厂投产企业	2 家	4 家	4 家	5 家	5 家	7 家	8 家	10 家
销售收入/亿元	28.7	72.15	126.03	137.36	178.89	191.96	248.62	328.98
轮胎总产量/万条	951.27	2112.92	3250.36	3998.17	4555.32	5109.59	5636.4	5971.28
子午胎产量	951.27	2107.76	3239.82	3987.93	4539.49	5093.1	5613.93	5938.1
全钢胎产量	7.1	106.75	285.53	406.32	673.79	862.87	1134.45	1603.51
半钢胎产量	944.17	2001.01	2954.29	3581.61	3865.7	4230.2	4479.48	4334.59
工厂胎产量	0	1.5	2.7	5.28	8.4	8.99	14.67	33.18

资料来源：中国知网，《2023 年度中国轮胎排名企业数据评析及 2024 年预测》郝章程，天风证券研究所

根据郝章程发表在《中国橡胶》杂志文章《“排位赛”加速，轮胎企业谁将后来居上？——2024 年度中国轮胎企业排名析评》统计，中国轮胎海外工厂实力越来越成为竞争的关键要素，截至 2023 年底，我国已有 10 多家轮胎生产企业在海外建立了原料加工或产品生产基地，更好地满足了海外市场的需求，进一步增强了应对国际贸易壁垒的能力，提升了企业竞争力，扩大了市场占有率。其中森麒麟海外工厂 2023 年整体收入占公司总收入比重为 64.73%，是海外工厂收入前十轮胎公司中，海外工厂收入贡献占比最大的企业。

表 3：2023 年我国轮胎企业海外工厂销售收入情况

公司名称	总销售收入（亿元）	海外工厂销售收入（亿元）	占比%
赛轮集团	255.63	104.2	40.76
中策橡胶	343.11	63.34	18.46
玲珑集团	201.65	52.71	26.14
森麒麟	78.31	50.69	64.73
贵州轮胎	95.41	34.92	36.6
浦林成山	97.27	31.16	32.03
江苏通用	49.72	31.06	62.47
朝阳浪马	59.49	23.19	39.98
金宇轮胎	67.31	20.68	30.72
双钱轮胎	100.98	11.07	10.96

资料来源：中国知网，《“排位赛”加速，轮胎企业谁将后来居上？——2024 年度中国轮胎企业排名析评》郝章程，天风证券研究所

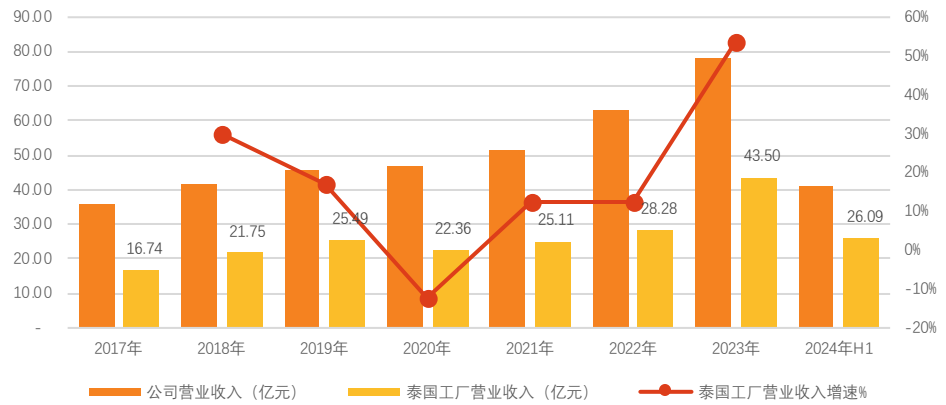
2.5. 森麒麟是率先出海的轮胎企业之一，第二步非洲、欧洲布局是破局关税

2.5.1. 泰国工厂完成出海第一步，收入水平跨越增长

2014 年，森麒麟在青岛自动化工厂完成建设的同年，公司开启了泰国工厂 1000 万条半钢子午胎生产基地的建设。该工厂于 2015 年完成建设，第一条高性能半钢子午线轮胎顺利投产下线，根据上文统计，2015 年中国轮胎企业在海外建设工厂企业仅为 2 家，森麒麟泰国工厂是我国率先完成出海的重要项目。

随着泰国工厂的建成和后续泰国二期项目的完成，公司营业收入持续抬升：根据森麒麟公司公告，2017 年，泰国工厂贡献收入 16.74 亿元，2023 年泰国工厂贡献收入达到 43.5 亿元，收入年化 CAGR 达到 13.8%，2024 年上半年，公司泰国工厂实现收入 26.09 亿元。

图 16：森麒麟泰国工厂收入抬升



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

2.5.2. 西班牙、摩洛哥建设工厂，实现亚洲、欧洲、非洲三大洲布局

公司 2021 年 12 月 20 日，发布《关于在西班牙投资建设高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目的公告》，正式开启了海外第二工厂建设的谋划，2022 年 12 月 31 日，公司发布《关于在摩洛哥投资建设高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目的公告》。自此，公司除中国青岛、泰国工厂外，在 833PLUS 全球 8 个生产工厂的长期规划中，相继开启了 2 个新的海外工厂建设。并且这四个工厂分别坐落于中国、东南亚、非洲和欧洲，地理位置跨越三大洲，森麒麟全球化的布局展现一览无余。

2.5.3. 美国对泰国全钢、半钢加征反倾销关税，西班牙和摩洛哥可能成为破局关键

根据我们上文统计，泰国在 2019 年超过中国，成为美国第一大轮胎出口国家，在次年的 2020 年 5 月 13 日，美国各个协会联合向美国商务部提起了对韩国、中国台湾地区、泰国和越南乘用车和轻型卡车轮胎的反倾销立案调查申请，以及越南乘用车和轻型卡车轮胎的反补贴调查立案申请。

2021 年 5 月 24 日，美国对泰国乘用车和轻型卡车轮胎实施反倾销调查终裁结果落地，关税从 14.62%-21.09%不等，普遍关税为 17.08%；2024 年 10 月 10 日，美国对泰国卡车和公交车轮胎实施反倾销调查终裁结果落地，关税从 12.33%-48.39%不等，普遍关税为 12.33%。**森麒麟泰国工厂承受 17.08%半钢胎关税和 12.33%全钢胎关税。**

表 4：美国对泰国反倾销、反补贴关税情况

轮胎类型	反倾销/反补贴	关税类型	关税
乘用车和轻型卡车轮胎	反倾销	普遍关税	17.08%
		单列关税	14.62%住友
		单列关税	21.09%玲珑
	反补贴	普遍关税	-
		单列关税	-
		单列关税	-
卡车和公交车轮胎	反倾销	普遍关税	12.33%
		单列关税	普利司通 48.39%
		单列关税	浦林成山 12.33%
	反补贴	普遍关税	-
		单列关税	-
		单列关税	-

资料来源：中国贸易救济信息网，美国商务部官网，天风证券研究所

包括森麒麟在内的，我国轮胎头部企业海外工厂普遍落地以泰国、越南、柬埔寨为主的东南亚国家。但森麒麟 2021-2022 年底分别规划的西班牙、摩洛哥工厂，可能成为森麒麟突出关税重围，凭借地理位置优势能够 0 惩罚性关税进入美国的公司。

3. 短期逻辑-周期：原材料价格、集运价格、关税等因素影响各不相同

根据我们上述分析，轮胎行业属于全球需求大体稳定缓慢上行、乘用车消费者主要直接通过零售渠道购买的消费品，其本身需求周期波动性较弱。而对轮胎企业而言，一方面是关税，另一方面原材料价格波动、集运价格波动都是企业盈利波动的重要因素。

我们对原料价格波动、集运价格波动对轮胎企业盈利周期进行分析，发现原材料价格波动是轮胎企业盈利周期主要波动因素，而集运价格对轮胎企业盈利，并未直接或间接产生较大影响。由于原材料占生产成本比重超过 65%，橡胶占原材料比重约为 46%，橡胶等原材料价格波动对企业盈利（毛利率）产生影响，周期性较为一致。轮胎企业则通过轮胎价格调整完成原料波动的传导，但由于存在一定滞后性，毛利率仍然存在同原料价格反向波动的一致性。对于集运价格而言，由于轮胎企业多数采取 FOB 的销售形式，集运价格对毛利率的直接影响较小；集运价格对于轮胎销售定价和销量，在需求较好状态下产生影响也较为有限。

关税方面，森麒麟泰国工厂在 2021 年期受到美国加征的反倾销关税影响，从轮胎价格方面产生一定让利，从而在短期影响了公司盈利，但关税对于其产销并未产生直接影响。森麒麟未来有望通过西班牙、摩洛哥工厂的建设完成关税的屏蔽。

3.1. 原材料波动周期产生了轮胎主要的盈利周期

根据森麒麟各年度轮胎成本拆分来看，原材料成本占轮胎总生产成本 2020-2023 年占比在 65.66%-72.77% 区间，平均为 69.55%，可以认为原材料占单条轮胎生产成本中约 7 成。生产轮胎产品的主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、帘线、炭黑等，所需能源动力主要为电力和蒸汽。在原材料成本中，天然橡胶、合成橡胶两个类型橡胶占比最大，合计占原料总成本约 46%，炭黑、帘子布、钢丝成本占原料总成本约为 17%/11%/11% 左右。可见原材料在轮胎生产中是至关重要的成本项，而橡胶则为原材料成本项中占比最高的，橡胶及其余原料价格的波动对于成本和利润将产生影响。

图 17：森麒麟单条轮胎生产成本拆分

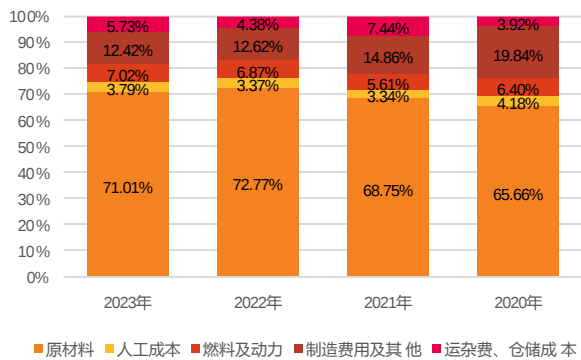
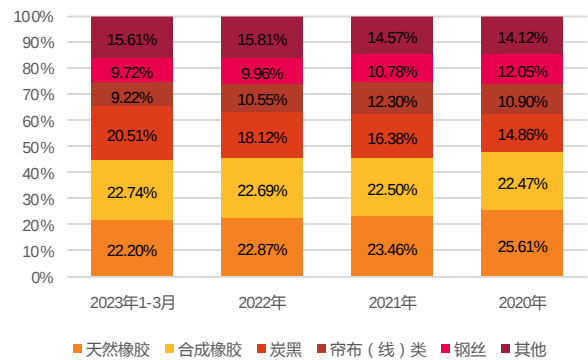


图 18：森麒麟单条轮胎原材料成本拆分



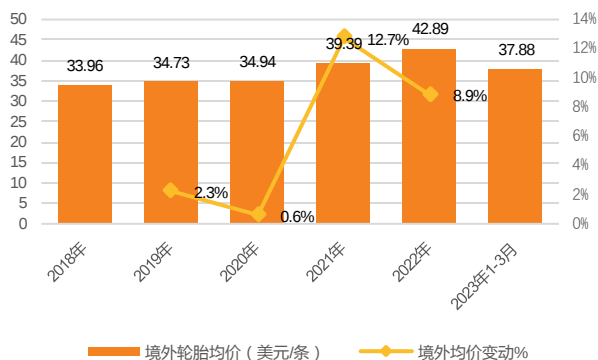
资料来源：Wind，森麒麟公告，天风证券研究所

资料来源：Wind，森麒麟公告，天风证券研究所

森麒麟海外轮胎销售均价则较为稳定，2018-2020 年，海外销售均价变动幅度较小。2020 年 12 月 30 日，美国开始对泰国进口轮胎征收反倾销税，但根据公司公告，2021-2022 年，泰国工厂对美国出口半钢轮胎的美元均价变动幅度为 -0.54%、0.19%，曾经一度从定价上适度让利，反倾销关税影响并未在轮胎定价方面产生影响。

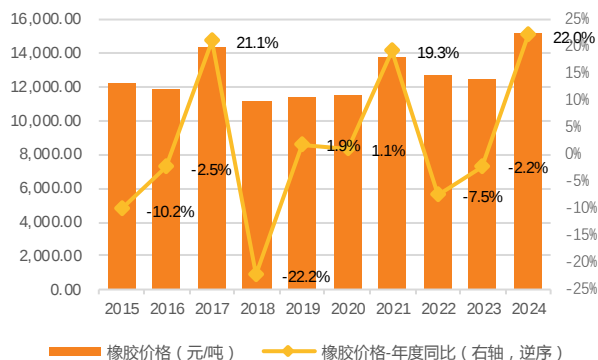
橡胶价格波动与森麒麟海外轮胎价格则存在趋势上的趋同：森麒麟 2021-2022 年海外轮胎平均价格分别上涨 12.7% 和 8.9%，而对应橡胶价格来看，2021 年橡胶平均价格上涨 19.3%，根据公司公告，2021-2022 年，因原材料价格抬升，公司轮胎价格提升。但在 2022-2023 年橡胶价格回调周期后，可以看到森麒麟 23 年一季度海外销售均价出现下降。上述分析可以看出，森麒麟海外轮胎价格调整主要系原材料价格波动带来的调整。

图 19：森麒麟轮胎海外单胎平均价格



资料来源：Wind，森麒麟公告，天风证券研究所

图 20：泰国橡胶期货结算价格

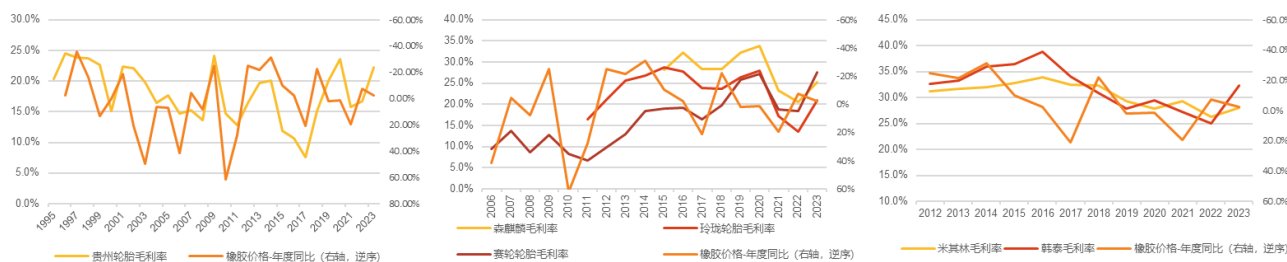


资料来源：Wind，天风证券研究所

我们对比了贵州轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、赛轮轮胎，以及米其林、韩泰轮胎毛利率水平，和橡胶价格波动之间的关系（橡胶价格年度同比数据我们取反向，与毛利率对比更为直观）。

可以发现不论是商用车轮胎公司，国内半钢轮胎头部上市公司，还是海外综合轮胎公司，期毛利率水平与橡胶价格的波动高度相关，橡胶价格上涨轮胎企业毛利率受损，橡胶价格下行，轮胎企业毛利率扩张。

图 21：各个轮胎公司毛利率与橡胶价格相关性分析

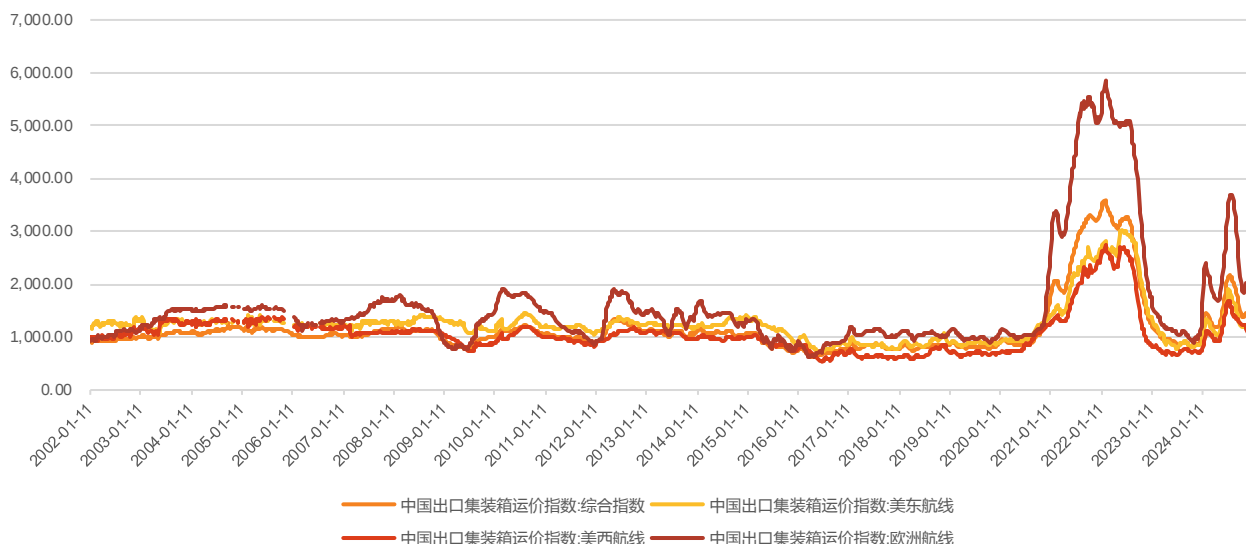


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 集运价格因 FOB 销售形式不产生直接影响，通过销量等间接形式产生较小影响

由于轮胎在全球间存在区域不平衡状态，轮胎作为大件商品，集运价格对轮胎企业的出口也产生影响，根据 Wind 数据，CCPI（中国出口集装箱运价指数）在 2020 年以来经历了两次明显的上涨。虽然轮胎贸易受到集运影响，但对于轮胎生产企业而言，采用 FOB 销售模式，集运价格对于轮胎公司不产生直接费用端或毛利率的影响。但 2020 年四季度开始，国际航线出现了集装箱紧缺、运力紧张的情况，国际海运运费大幅上涨，对轮胎公司的产品交付造成了一定不利影响。

图 22：集运价格 CCFI 指数



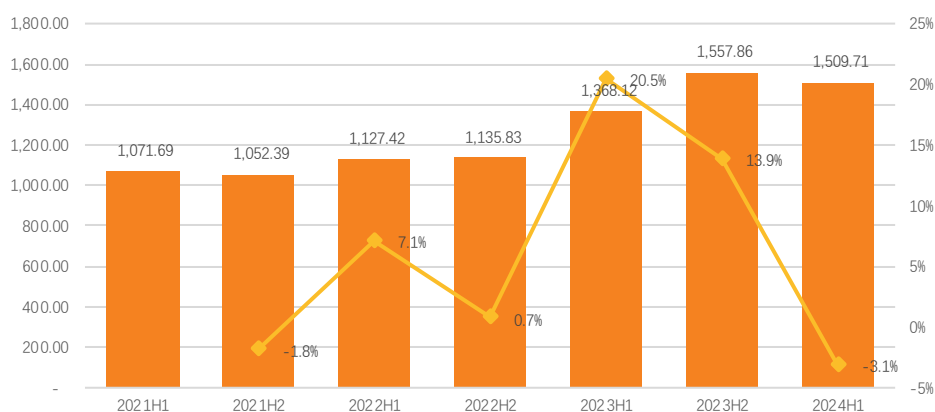
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.1. 头部企业享受美国需求缺口红利，集运价格影响有限

集运价格在 2021H1 和 2024H1 分别经历了两轮比较快速的上行过程，由于轮胎公司采用 FOB 形式，海运费由客户承担，运费上涨对毛利的直接影响比较有限，我们从销量和销售价格两个角度来分析集运价格对公司的间接影响：

销量来看，海运费提升对销量影响仅为小个位数。2017 年以来公司年度销量一直保持增长状态，我们将年度轮胎销量拆分成半年度来看，公司 2021 年以来的 7 个半年度，其中 21H2 和 24H1 分别经历了销量的环比下滑，分别下滑幅度为-1.8%/-3.1%，根据森麒麟财务报表披露，2021 年上半年，全球海运集装箱舱位紧张、运费高涨，对公司出口发货造成了一定的不利影响，2024 年上半年，全钢胎受到海运和库存影响需求偏弱，但根据数据分析来看，此影响比较有限，环比销量下滑仅为小个位数。

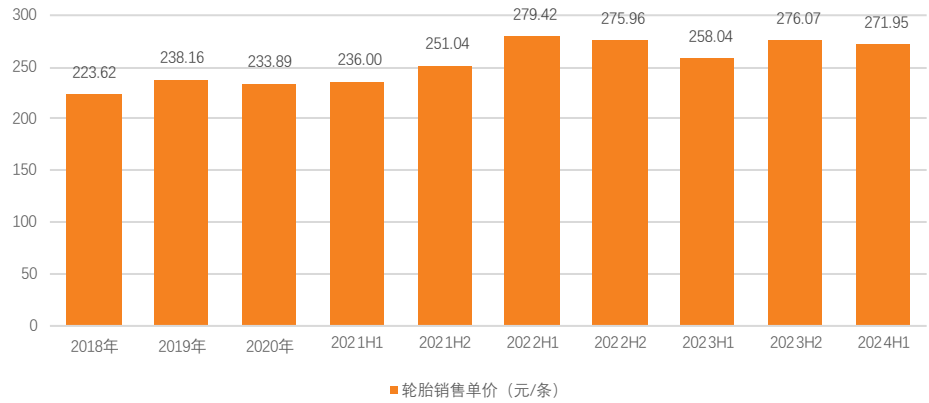
图 23：森麒麟半年度轮胎销量情况（单位：万条）



资料来源：Wind，森麒麟公告，天风证券研究所

轮胎销售价格来看，运费提升并未产生直接影响。2018 年以来，森麒麟轮胎销售价格呈现整体抬升趋势，在海运价格快速抬升的 2021H1 和 2024H1 两个半年间，森麒麟轮胎平均销售价格并未出现明显的波动，轮胎销售价格更多与原材料价格相关，海运的大幅波动并未通过销售价格的让利而产生明显的直接负面影响。

图 24：森麒麟轮胎销售价格



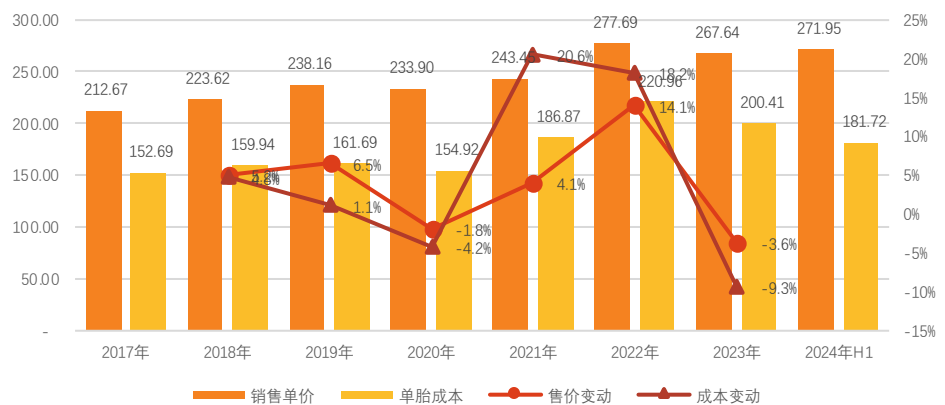
资料来源: Wind, 森麒麟公告, 天风证券研究所

3.3. 泰国反倾销关税加征后，通过销售价格承担部分关税，但并未影响生产及销量

美国在 2020 年开启了对泰国轮胎反倾销调查，并于 2020 年 12 月 30 日公布初裁结果，初步裁定泰国生产商/出口商的倾销率为 13.25%~22.21%，其中泰国实施普遍反倾销关税为 16.66%，初裁公布起开始征收。2021 年 5 月 25 日，美国商务部和美国国际贸易委员会公布了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。

根据我们上文分析，销售价格和毛利率受到原料等成本项因素影响较大，因此在分析关税影响对轮胎售价和毛利影响中，应当去掉成本因素来看关税直接影响。我们通过分析 2017-2023 年单胎售价（轮胎营业收入/轮胎销量）和单胎成本（轮胎营业成本/轮胎销量）变化趋势，发现除 2021 年外的其余年份，轮胎销售价格和轮胎成本波动趋势一致，但 2021 年虽然单条轮胎成本抬升幅度为 20.6%，单轮胎售价仅提升 4.1%，与其余年份差异较大。我们认为差异主要系 2021 年美国对泰国加征的反倾销关税，公司通过原料上升趋势下销售价格的稳定，一定程度承担了美国反倾销关税的影响，根据公司 2021 年度报告，此次反倾销调查加征的关税最终将由购销相关各个环节共同承担，也符合我们对于关税影响的分析。

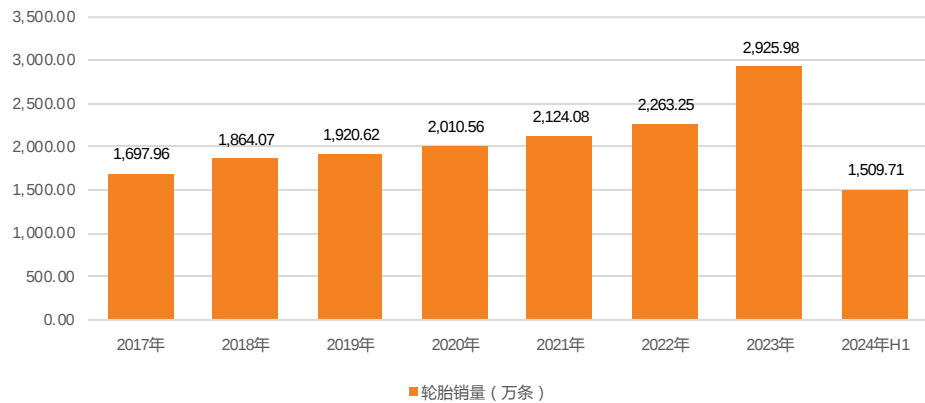
图 25：森麒麟轮胎售价和成本波动分析（单位：元/条）



资料来源: Wind, 森麒麟公告, 天风证券研究所

我们认为，美国对泰国加征的 17.08% 的关税，对森麒麟从泰国出口至美国的销量并未产生影响，由泰国出口美国的轮胎即使加征关税也具备性价比。公司在 2021 年轮胎整体销量为 2124.08 万条，相较 2020 年同比+5.65%，关税并未影响森麒麟轮胎整体销量。

图 26：森麒麟轮胎销量情况



资料来源：Wind，森麒麟公告，天风证券研究所

4. 长期逻辑-品牌：摩洛哥工厂有望弯道超车实现海外车企配套

我们在 2022 年 5 月发布的轮胎行业深度报告《橡胶：乘新能源之风，中国轮胎制造大机遇》中对于未来轮胎品牌力的长期塑造进行了分析，并认为轮胎品牌力的提升需要依托于通过整车配套完成，而近年来新能源车发展为轮胎企业带来进入整车配套并提升品牌影响力的重要机遇。

对于森麒麟来讲，通过配套提升品牌力还有一个重要的方式，是通过欧洲和非洲工厂直接配套本地生产车型，其中通过摩洛哥工厂给摩洛哥汽车产业链中车企配套轮胎，我们认为，是未来森麒麟重要的关注点。

4.1. 摩洛哥在非洲位置优异，汽车产业是重点发展产业，零部件尚在补齐阶段

4.1.1. 摩洛哥地理位置优异，与美国和欧盟均有自由贸易协定

摩洛哥地处非洲西北端，扼守直布罗陀海峡，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。摩洛哥是一个以第三产业经济为主，居中等收入水平的发展中国家，是非洲第五、北非第三大经济体。

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，向全球投资者充分展现了摩洛哥的全球潜力市场地位。摩洛哥与美国自 2004 年自由贸易协定签署以来，摩美双边贸易从 2005 年至 2021 年增长了 500%。

摩洛哥与全球 90 多个国家和地区有贸易往来，主要贸易伙伴为欧洲国家，约占摩洛哥进出口总额的 70%。2008 年，摩洛哥获得欧盟给予的优先地位（介于成员国与联合国之间），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。据全球贸易观察数据，2021 年 1—9 月，摩洛哥前五大贸易伙伴分别是西班牙、法国、中国、美国 and 意大利。

4.1.2. 摩洛哥重点发展汽车产业，是非洲第一大汽车出口国，雷诺、斯特兰蒂斯均设有工厂

汽车产业是摩洛哥政府重点发展的产业，近年来依靠吸引外资发展很快，已连续七年成为摩洛哥出口创汇第一大产业。2021 年，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%。根据中华人民共和国驻摩洛哥王国大使经济商务处发布的《摩洛哥指南》，摩拥有非洲第一大港口丹吉尔地中海港。摩洛哥汽车产业发展迅速，2023 年汽车产量达 60 万辆，2023 年汽车及零部件出口额超 140 亿美元，成为非洲第一大汽车出口国。

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（PSA）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。两项目

的落地将使摩洛哥汽车年产量达到 60 万辆。2015 年，PSA 与摩洛哥签署合作协议，PSA 工厂投产后，汽车本土化生产率将达到 65%。目前，摩洛哥汽车零部件本地化率较低。在提高本地化生产方面，摩洛哥面临的挑战包括轮胎、轮圈、机械装置等零部件的原材料产业欠缺，本国资金对汽车行业投资不足等。

近年，国际知名汽车零部件生产商来摩洛哥投资步伐加快，每年新建 10 余家相关工厂，主要集中在丹吉尔汽车城和盖尼特拉大西洋保税区。德国莱尼，美国李尔、伟世通、德尔福，日本电装、住友、三井、矢琦，法国佛吉亚、彼欧、法雷奥、圣戈班，以及韩国和西班牙等多国公司均在摩洛哥投资。

4.2. 森麒麟已成为雷诺和斯特兰蒂斯集团整车合格供应商

根据森麒麟 2024 年半年报披露，公司目前公司在配套市场定位于攻坚全球中高端主机厂的原则，已成为德国大众集团、德国奥迪汽车、雷诺汽车、Stellantis(斯特兰蒂斯)集团、广汽丰田、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。其中雷诺汽车、Stellantis(斯特兰蒂斯)集团均为公司 2024 年新取得合格供应商资格的车企，值得注意的是，这两个车企均在摩洛哥建有生产工厂。

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 (PSA) 在盖尼特拉的工厂正式投产，初期年产量 10 万辆，2023 年逐步增至 20 万辆。2023 年，雷诺在摩洛哥卡萨布兰卡和丹吉尔两处工厂生产汽车约 38.2 万辆，计划到 2025 年起达 50 万辆。斯特兰蒂斯在摩洛哥年产量为 20 万辆，计划未来增至 45 万辆。按照雷诺、斯特兰蒂斯集团规划，未来两家车企在摩洛哥汽车产量预计将达到 95 万辆，按照单量车配套 4 条轮胎测算，两家车企在摩洛哥本土工厂未来对轮胎配套直接需求有望达到 380 万条级别。

5. 盈利预测及估值

5.1. 盈利预测

我们对森麒麟进行如下核心假设：

- 1、2024-2026 年轮胎产能分别为 3300/3900/4500 万条；
- 2、2024-2026 年半钢子午线轮胎产能利用率分别为 100%/100%/100%；全钢子午胎产能利用率分别为 60%/90%/100%；
- 3、2024-2026 年毛利率分别为 31.8%/28.9%/27.6%，其中全钢胎毛利率 18%/17%/17%，半钢胎根据原材料单耗和原材料价格测算，毛利率分别为 34.0%/31.2%/29.3%。

表 5：森麒麟收入和毛利率核心假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,292.19	7,841.79	9,333.35	11,956.30	15,433.06
整体毛利率%	20.4%	24.4%	31.8%	28.9%	27.6%
其中：半钢子午胎（百万元）	5,884.45	7,031.25	8,039.85	10,075.75	13,343.56
半钢胎毛利率	20.9%	25.8%	34.0%	31.2%	29.3%
其中：全钢子午胎（百万元）	407.73	789.33	1,293.50	1,880.55	2,089.50
全钢胎毛利率	13.76%	18.72%	18.00%	17.00%	17.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 22.65/25.47/30.84 亿元。

5.2. 估值和评级

我们选用玲珑轮胎、赛轮轮胎、通用股份作为公司可比公司，三家公司 2024 年 wind 一致预期 PE 估值平均值为 13.05 倍，我们认为森麒麟在摩洛哥、西班牙布局产能未来全球化布

局屏蔽关税，盈利能力持续提升，适当给予估值溢价，给予森麒麟 2024 年 13.5 倍 PE 估值。按照 2024 年 22.65 亿元盈利预期测算，目标市值为 305.78 亿元，目标价为 29.53 元。相较现价（2025 年 1 月 21 日收盘价）涨幅为 15.7%，给予“增持”评级。

表 6：可比公司 2024 年估值预期

	2024 年 PE
玲珑轮胎	11.91
赛轮轮胎	11.71
通用股份	15.54
平均值	13.05

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

6.1. 原材料价格波动风险

轮胎公司生产用主要原材料，包括天然橡胶、合成橡胶、钢丝、帘布（线）类及炭黑等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对生产成本控制带来不确定性，对经营业绩产生不利影响。

6.2. 境外经营相关风险

森麒麟根据全球化布局需要，在泰国建有两期工厂，目前已经成为公司盈利的重要来源。公司同时正在推进西班牙及摩洛哥的工厂建设。境外工厂运营状况与所在国及地区的政治、经济、人力资源、自然资源等因素具备相关性，如上述因素出现不利变化，将影响公司业绩。

6.3. 汇率变动风险

森麒麟主要通过美元进行出口贸易结算，同时部分原材料从海外进口并以美元进行结算，存在美元兑人民币的风险敞口。同时，发行人正在推动西班牙工厂及摩洛哥工厂的建设，建设期付款以欧元为主，未来存在欧元对人民币或美元的风险敞口。汇率波动将会导致发行人美元净敞口产生一定的汇兑损益，增加未来建设期的现金流变动。如未来外币汇率持续大幅波动，将可能对公司经营业绩造成一定不利影响。

6.4. 新增产能无法完全消化的风险

公司践行公司“833Plus”战略规划，深入实施全球化发展战略，在泰国、西班牙、摩洛哥均建有工厂，西班牙、摩洛哥工厂尚未投产。如果未来市场环境、产业政策、需求结构等诸多不确定或不可控因素出现不利变化，公司新增产能是否可以被及时顺利消化具有不确定性，存在无法按照既定计划实现应有的经济效益的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,988.52	3,893.87	4,276.36	4,513.84	5,461.81
应收票据及应收账款	887.99	1,153.20	1,065.54	1,217.77	1,729.50
预付账款	68.04	75.69	108.73	107.29	186.40
存货	1,736.72	1,469.95	2,149.77	2,758.06	3,611.03
其他	149.90	2,121.77	1,034.25	1,148.21	1,556.98
流动资产合计	4,831.17	8,714.48	8,634.66	9,745.17	12,545.72
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,955.96	5,570.31	5,689.34	6,868.39	7,869.99
在建工程	503.56	430.68	1,544.54	1,522.27	606.68
无形资产	193.50	193.06	183.95	174.84	165.73
其他	631.37	741.40	546.73	639.83	642.65
非流动资产合计	6,284.39	6,935.45	7,964.57	9,205.34	9,285.05
资产总计	11,115.56	15,649.93	16,599.22	18,950.51	21,830.77
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	898.97	1,141.72	1,353.72	1,804.07	2,333.51
其他	536.45	619.35	621.85	730.05	928.28
流动负债合计	1,435.42	1,761.07	1,975.56	2,534.12	3,261.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,887.15	1,962.28	1,962.28	1,962.28	1,962.28
其他	169.32	140.28	139.96	149.85	143.36
非流动负债合计	2,056.47	2,102.57	2,102.24	2,112.14	2,105.65
负债合计	3,491.89	3,863.63	4,077.80	4,646.26	5,367.43
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	649.67	743.98	1,035.41	1,035.41	1,035.41
资本公积	2,339.58	5,047.22	4,466.17	4,466.17	4,466.17
留存收益	6,405.50	10,481.65	11,486.01	13,268.85	15,427.94
其他	(1,771.08)	(4,486.56)	(4,466.17)	(4,466.17)	(4,466.17)
股东权益合计	7,623.67	11,786.30	12,521.42	14,304.26	16,463.34
负债和股东权益总计	11,115.56	15,649.93	16,599.22	18,950.51	21,830.77

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	800.86	1,368.51	2,264.87	2,546.91	3,084.41
折旧摊销	399.30	474.45	276.21	352.33	423.11
财务费用	92.45	107.86	(105.97)	(114.02)	(129.39)
投资损失	162.94	(105.20)	26.20	26.20	26.20
营运资金变动	(580.80)	(1,440.25)	863.40	(392.09)	(1,135.37)
其它	153.39	1,961.31	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	1,028.15	2,366.68	3,324.72	2,419.33	2,268.96
资本支出	889.58	1,044.52	1,500.33	1,490.10	506.49
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,850.90)	(4,061.28)	(3,026.53)	(3,016.31)	(1,032.69)
投资活动现金流	(961.32)	(3,016.76)	(1,526.20)	(1,526.20)	(526.20)
债权融资	1,900.68	1,977.07	1,984.83	1,979.24	1,980.38
股权融资	529.65	2,894.56	(636.47)	221.86	237.24
其他	(3,126.62)	(2,211.39)	(2,764.38)	(2,856.75)	(3,012.41)
筹资活动现金流	(696.29)	2,660.25	(1,416.02)	(655.65)	(794.79)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(629.46)	2,010.16	382.50	237.48	947.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,292.19	7,841.79	9,333.35	11,956.30	15,433.06
营业成本	5,002.14	5,865.26	6,366.97	8,495.68	11,167.00
营业税金及附加	13.59	27.60	26.47	33.94	47.30
销售费用	156.05	187.69	239.62	296.55	382.80
管理费用	168.13	169.54	230.58	291.12	363.57
研发费用	112.87	165.38	186.79	235.30	312.69
财务费用	(134.76)	7.40	(105.97)	(114.02)	(129.39)
资产/信用减值损失	(28.63)	(17.48)	(16.95)	(21.02)	(18.48)
公允价值变动收益	57.16	(54.30)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(162.94)	105.20	(26.20)	(26.20)	(26.20)
其他	243.81	(85.47)	52.41	52.41	52.41
营业利润	864.77	1,470.97	2,379.64	2,712.54	3,281.38
营业外收入	1.98	0.63	16.72	6.44	7.93
营业外支出	14.26	1.00	5.26	6.84	4.37
利润总额	852.48	1,470.60	2,391.10	2,712.15	3,284.94
所得税	51.63	102.09	126.23	165.24	200.54
净利润	800.86	1,368.51	2,264.87	2,546.91	3,084.41
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	800.86	1,368.51	2,264.87	2,546.91	3,084.41
每股收益（元）	0.77	1.32	2.19	2.46	2.98

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	21.53%	24.63%	19.02%	28.10%	29.08%
营业利润	18.73%	70.10%	61.77%	13.99%	20.97%
归属于母公司净利润	6.30%	70.88%	65.50%	12.45%	21.10%
获利能力					
毛利率	20.50%	25.21%	31.78%	28.94%	27.64%
净利率	12.73%	17.45%	24.27%	21.30%	19.99%
ROE	10.50%	11.61%	18.09%	17.81%	18.74%
ROIC	11.74%	20.02%	24.15%	25.76%	27.10%

偿债能力					
资产负债率	31.41%	24.69%	24.57%	24.52%	24.59%
净负债率	-1.15%	-16.26%	-18.30%	-17.72%	-21.15%
流动比率	3.37	4.95	4.37	3.85	3.85
速动比率	2.16	4.11	3.28	2.76	2.74
营运能力					
应收账款周转率	8.28	7.68	8.41	10.47	10.47
存货周转率	4.07	4.89	5.16	4.87	4.85
总资产周转率	0.59	0.59	0.58	0.67	0.76

每股指标（元）					
每股收益	0.77	1.32	2.19	2.46	2.98
每股经营现金流	0.99	2.29	3.21	2.34	2.19
每股净资产	7.36	11.38	12.09	13.82	15.90

估值比率					
市盈率	32.44	18.98	11.47	10.20	8.42
市净率	3.41	2.20	2.07	1.82	1.58
EV/EBITDA	15.11	8.71	8.99	7.66	6.05
EV/EBIT	22.00	11.20	10.08	8.69	6.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com