下载日志已记录，仅供内部参考

智能制造先锋，摩洛哥基地放量加速成长

——森麒麟首次覆盖报告

投资评级	买入（首次）
股价（2026年09月28日）	12.72 元
目标价格	15.5 元
52 周最高价/最低价	23/12.58 元
总股本/流通 A 股（万股）	103,629/71,392
A 股市值（百万元）	13,182
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2026 年 09 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.38	-10.23	-5.35	-32.68
相对表现%	2	-4.41	5.48	-28.08
沪深 300%	-4.38	-5.82	-10.83	-4.6



证券分析师

陈传双 执业证书编号：S0860525110003
chenchuanshuang@orientsec.com.cn
021-63326320

核心观点

- **智能制造引领，构筑全球化高性能轮胎龙头。**森麒麟成立于 2007 年，经历近 20 年深耕，逐步形成以高性能、大尺寸产品为主的产品体系及以欧美市场为主的销售格局。公司产品覆盖半钢胎、全钢胎与航空胎，销往 150 余国，凭借全球化产能布局，公司 2025 年境外主营收入 78.64 亿元、同比增长 3.40%，境外营收占比 91.31%、毛利率 21.77%。2020-2025 年营收复合增速 12.85%，2020-2024 年归母净利润复合增速 22.19%，2025 年净利润承压，2026H1 增速回升至 7.3%。同时费用管控优化、研发投入逐年加码，2020-2025 年研发投入复合增速 22.83%。
- **轮胎：全球轮胎市场稳中有增，国内轮胎份额持续渗透。需求端：**全球轮胎市场平稳增长，根据米其林年报，2024 年全球半钢胎销量约 17 亿条，全钢胎约 2.2 亿条，分别同比增长 6.3%/ 4.8%。2025 年全球原配、替换双市场同步增长格局逐步确立，叠加我国半钢胎出口持续高位，全钢胎出口创新高。**供给端：**市场呈现头部引领、中型厂商集群竞争、尾部厂商分散的格局，海外头部厂商持续出清产能，国内龙头通过产品性价比、海内外扩产持续抢占全球份额。国产轮胎随着份额提升，面临欧盟多国关税围堵，中国本土出口承压，企业加速布局海外基地对冲风险。成本端，橡胶等原材料价格波动，形成行业盈利扰动与修复交替的周期特征，成本扰动对于企业的盈利也是脉冲式的，龙头企业可通过产品提价传导部分成本压力。
- **依托全球化产能、智能制造、差异化技术构筑多维竞争壁垒。**公司拥有青岛、泰国、摩洛哥三大基地，全球产能“黄金三角”满产产能 4000 万条。公司摩洛哥工厂于 2025 建成，产能增量明确，远期推进“833Plus”战略，多基地调配对冲贸易风险。技术端，航空轮胎打破国际垄断，公司已给相关飞机制造企业小批量供货，同时公司正在积极进行航空轮胎客户开发工作。产品性能优异，QirinEV 新能源胎滚阻降 12%，三项性能达欧盟标签 A 级。公司拥有路航品牌为 Test World 测评排名最高中国品牌，进入大众、奥迪、Stellantis 等主流车企供应链，认可度持续提升。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 26-28 年 EPS 为 0.96/ 1.55/ 1.98 元。参考可比公司，给予森麒麟 2027 年 10X PE 估值，对应目标价为 15.50 元。首次覆盖，给予公司买入评级。

风险提示

原材料价格波动；海外产能投放不及预期；海外关税及贸易壁垒加剧；汇率波动风险。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8,511	8,612	9,587	12,136	14,146
同比增长(%)	*8.5%*	*1.2%*	*11.3%*	*26.6%*	*16.6%*
营业利润(百万元)	2,377	1,260	1,121	1,795	2,303
同比增长(%)	*61.6%*	*-47.0%*	*-11.1%*	*60.2%*	*28.3%*
归属母公司净利润(百万元)	2,186	1,125	1,000	1,602	2,056
同比增长(%)	*59.7%*	*-48.5%*	*-11.1%*	*60.2%*	*28.3%*
每股收益（元）	2.11	1.09	0.96	1.55	1.98
毛利率(%)	32.8%	21.3%	20.5%	22.5%	23.6%
净利率(%)	25.7%	13.1%	10.4%	13.2%	14.5%
净资产收益率(%)	17.3%	8.2%	7.1%	10.7%	12.4%
市盈率	6.0	11.7	13.2	8.2	6.4
市净率	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、森麒麟：智能制造引领的轮胎行业领跑者 5
1.1 从高性能轮胎制造到全球化智能制造 5
1.2 股权结构稳定，实控人持股比例较高 6
1.3 营收规模稳步扩张，产销持续增长 6
二、 轮胎行业：产能出海主旋律，国内龙头份额持续提升 9
2.1 轮胎产品规格众多，下游应用广泛 9
2.2 需求端：全球轮胎市场保持平稳增长，下游汽车市场规模扩容 10
2.3 供给端：国内轮胎份额持续渗透 12
2.4 关税：中国轮胎渗透率持续提升，面临海外关税围堵 14
2.5 成本端：成本扰动影响有限，成长是轮胎行业主旋律 17
三、智能制造与全球化双轮驱动，高端化构筑核心竞争优势 18
3.1 深化全球化产能布局，泰国盈利支撑、摩洛哥扩产接力 18
3.2 产品、制造、客户三端夯实核心竞争力 19
3.3 研发体系持续完善，航空轮胎构筑差异化技术壁垒 21
四、盈利预测与投资建议 22
4.1 盈利预测 22
4.2 投资建议 22
五、风险提示 23

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：公司股权结构稳定 6
图 2：公司营业收入保持增长，2026 年上半年增速回升 6
图 3：公司归母净利润整体保持增长 6
图 4：2026H1 轮胎业务收入占比较高 7
图 5：轮胎业务收入总体保持增长 7
图 6：轮胎产品设计产能呈阶梯式扩张 7
图 7：轮胎产品产销量保持增长 7
图 8：2026H1 公司收入结构以境外市场为主 8
图 9：海外盈利能力较好 8
图 10：费用率整体呈下降趋势 8
图 11：研发投入力度逐步增强 8
图 12：轮胎下游应用广泛需求旺盛 9
图 13：全球轮胎市场空间超 1900 亿美元 10
图 14：全球半钢/全钢胎销量保持增长趋势 10
图 15：2020 年后全球半钢胎原配和替换市场均整体呈现上升趋势 11
图 16：2025 年全球全钢胎原配市场扭转下滑趋势，替换市场延续增长态势 11
图 17：国内半钢胎双市场均创新高 11
图 18：国内全钢胎配套市场转增，替换市场走低 11
图 19：全球汽车产量维持在高基数 11
图 20：国内汽车产量及保有量持续增长 11
图 21：半钢胎出口持续高位，全钢胎出口创新高 12
图 22：三大国际巨头合占 35%的市场份额 12
图 23：国内头部胎企已跻身第二梯队 12
图 24：中国轮胎价格优势明显（单位：美元/条） 13
图 25：海外轮胎三巨头市场份额持续下降 13
图 26：国内轮胎企业份额逐步提升 13
图 27：东南亚地区弥补美国制裁后中国轮胎的进口缺口 15
图 28：墨西哥、摩洛哥、柬埔寨、印尼等新兴国家仍存明显税率优势 15
图 29：2008 年至今成本扰动期与盈利修复期交替（蓝色区域为成本扰动期） 17
图 30：赛轮轮胎产量与业绩同向增长 17
图 31：森麒麟业绩与产量相关性强 17
图 32：公司已形成中国、泰国、摩洛哥三地产能布局 18
图 33：2025 年森麒麟泰国基地利润贡献突出 19
图 34：公司“833Plus”战略规划持续推进 19

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 35：17 寸及以上大尺寸轮胎销售金额占比提升.....19
图 36：公司智能化体系较为完善.....20
图 37：公司海外销售网络覆盖范围较广.....20
图 38：公司配套广汽丰田车型.....20
图 39：公司累计专利近千项.....21

表 1：公司深耕轮胎行业近二十年，智能制造与全球化布局持续推进.....5
表 2：公司主营业务产能分布形成“黄金三角”.....6
表 3：轮胎产品种类、规格众多.....10
表 4：多家海外轮胎企业规划关停部分产能.....14
表 5：国产轮胎提价 25%后，价格优势依然明显.....15
表 6：国内公司加码海内外产能建设，打开成长空间（单位：万条）.....16
表 7：公司航空轮胎研发及产业化进程持续推进.....21
表 8：盈利预测核心假设.....22
表 9：可比公司估值（截至 2026/9/28）.....23

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、森麒麟：智能制造引领的轮胎行业领跑者

1.1 从高性能轮胎制造到全球化智能制造

近二十年深耕：从高性能轮胎制造到全球化智能制造。青岛森麒麟轮胎股份有限公司成立于 2007 年，成立初期主要聚焦中高端半钢子午线轮胎领域，逐步形成以高性能、大尺寸产品为主的产品体系及以欧美市场为主的销售格局。公司 2011 年完成半钢胎产能、航空轮胎试验线等资产整合，2012-2013 年航空轮胎研发取得阶段性成果并开始探索智能制造，2014-2015 年进一步推进青岛智能制造产线建设并布局泰国生产基地。2020 年公司登陆深圳证券交易所，此后海外产能进一步扩充，泰国二期项目于 2023 年大规模投产运行，摩洛哥项目随后进入投产放量阶段，公司逐步形成中国、泰国、摩洛哥三地生产基地布局。

表 1：公司深耕轮胎行业近二十年，智能制造与全球化布局持续推进

时间	重要事件
2007-2011 年	公司成立后聚焦高性能及大尺寸半钢子午线轮胎，逐步形成覆盖全尺寸的产品体系，并初步形成以欧美市场为主的销售格局；2011 年完成半钢胎产能、航空轮胎试验线等资产整合。
2012-2013 年	航空轮胎研发取得阶段性成果，产品通过欧盟 R117 认证；2013 年公司开始在青岛实践智能制造模式在轮胎产业中的应用。
2014-2015 年	公司按照智能制造模式建设青岛工厂第二条生产线；航空轮胎取得 CTSOA 证书；同期在泰国建设智能制造工厂，完成首个海外生产基地布局。
2016-2017 年	波音 737NG 飞机轮胎成功试飞并取得 MDA，公司智能制造成果连续入选工信部相关项目；泰国工厂逐步成为公司重要业绩增长引擎。
2020 年	公司首次公开发行 A 股，并于 2020 年 9 月 11 日在深圳证券交易所上市，证券代码 002984。
2023 年	泰国二期年产 600 万条高性能半钢子午线轮胎及 200 万条高性能全钢子午线轮胎扩建项目大规模投产运行。
2025 年	摩洛哥年产 1,200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目开始放量运行，中国、泰国、摩洛哥全球产能“黄金三角”布局逐步形成。

数据来源：公司招股说明书，公司年报，东方证券研究

半钢子午线胎：全球半钢胎智能制造与全球化布局先行者，“黄金三角”独有产能优势。公司以高端智能制造为核心竞争力，现有青岛、泰国、摩洛哥三大基地，其中青岛工厂设计产能 1200 万条，泰国工厂设计产能 1600 万条，摩洛哥工厂设计产能 1200 万条，合计现有产能达 4000 万条，另有青岛改扩建项目在建产能 400 万条。公司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。现已形成覆盖乘用车、越野车、轻卡等全尺寸的半钢子午线轮胎产品系列，产品广泛应用于各式轿车、越野车、城市多功能车等车型，拥有逾 3.3 万个细分规格产品。

全钢子午线胎：依托泰国工厂完善配套，面向全球商用车市场。公司全钢胎产能主要集中于泰国工厂，设计产能为 200 万条/年，青岛工厂亦有布局但规模较小。公司已具备较为成熟的全钢子午线轮胎制造能力，拥有逾 1200 个细分规格产品，涵盖转向轮、拖车轮、驱动轮和全轮位产品，应用于各种重型载重卡客车等车型。

航空轮胎：十余年研发打破国际垄断，开辟高端新赛道。公司是国际少数、国内领先的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，拥有现成产能。公司已进入相关飞机制造企业供应商名录，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，公司已给相关飞机制造企业小批量供货，同时公司正在积极进行航空轮胎客户开发工作。自主掌握的航空轮胎核心技术为公司开辟新高增长赛道，进一步巩固提升公司产品高端化形象。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：公司主营业务产能分布形成“黄金三角”

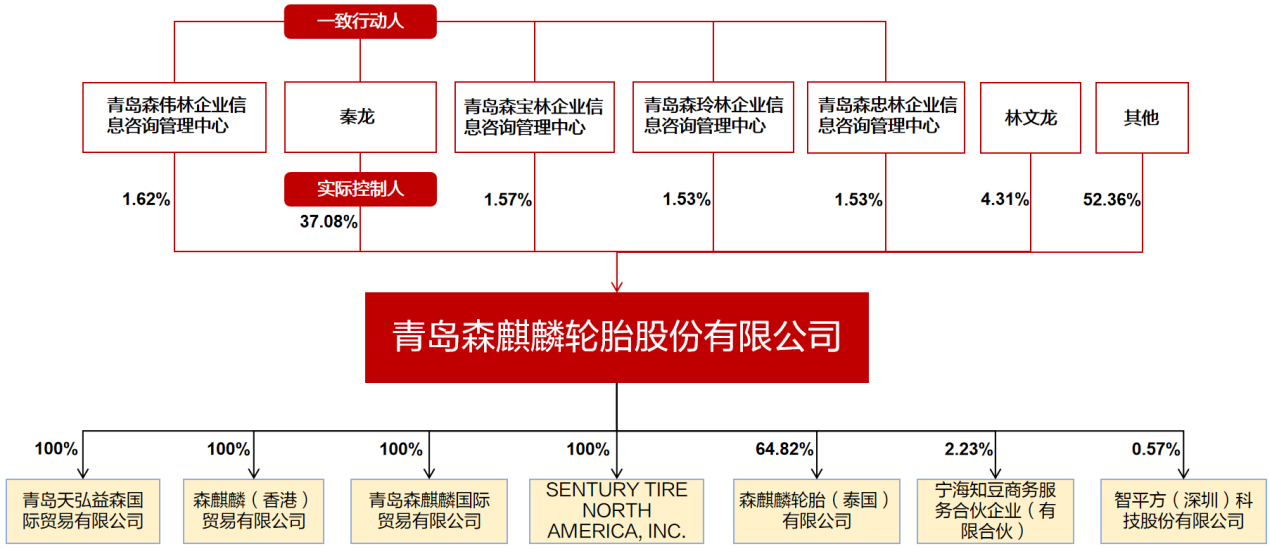
产品	产地	设计产能（万条/年）	在建产能（万条/年）
半钢	青岛工厂、泰国罗勇府立盛橡胶工业园、摩洛哥丹吉尔科技城	4000	400
全钢	青岛工厂、泰国罗勇府立盛橡胶工业园	200	无
航空	青岛工厂	8	5 万条翻新

数据来源：公司公告，中国橡胶工业协会，东方证券研究

1.2 股权结构稳定，实控人持股比例较高

公司股权结构稳定，秦龙为控股股东及实际控制人。截止 2026 年 9 月，秦龙直接持有公司 37.08%股份，为公司第一大股东，与其他一致行动人合计持股 43.33%。

图 1：公司股权结构稳定



数据来源：Wind，东方证券研究（截至 2026 年 6 月 30 日）

1.3 营收规模稳步扩张，产销持续增长

公司营收规模整体增长，2026 年上半年增速回升。2016-2025 年，公司营业收入由 24.19 亿元增长至 86.12 亿元，年均复合增速为 15.2%；其中 2022-2023 年高速增长，收入增速分别为 21.5%和 24.6%，2024-2025 年回落至 8.5%和 1.2%。2026 年上半年，公司实现营业收入 44.22 亿元，同比增长 7.3%，增速回升。

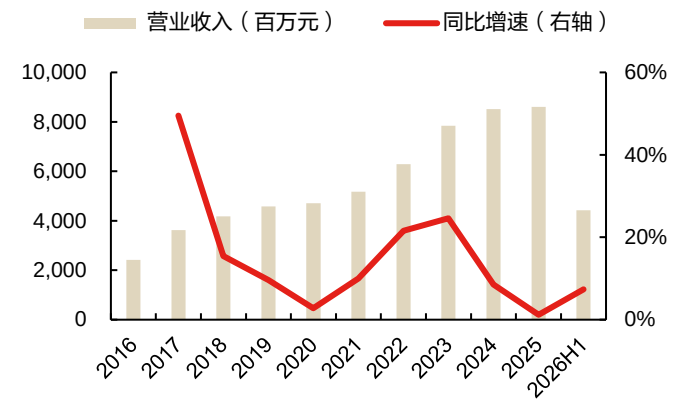
归母净利润整体保持增长，2025 年以来有所承压。2016-2024 年，公司归母净利润由 2.95 亿元增长至 21.86 亿元，年均复合增速达 28.5%，其中 2023-2024 年分别同比增长 70.9%和 59.7%；2025 年，美国 232 关税影响乘用车胎企业，且当年泰国基地退税完成，叠加成本端及汇率变化，公司归母净利润降至 11.25 亿元，同比下降 48.5%。2026 年上半年，公司归母净利润 4.20 亿元，同比下降 37.5%，关税、成本及汇率影响持续利润端仍处于承压状态，后续随着成本端中枢下行及公司摩洛哥基地放量，公司盈利有望修复后重回增长。

图 2：公司营业收入保持增长，2026 年上半年增速回升

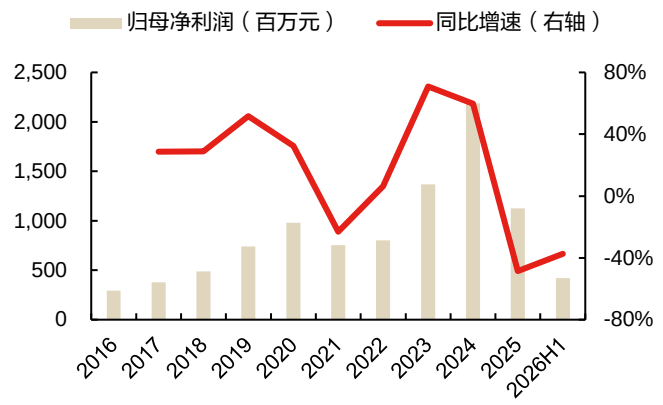
图 3：公司归母净利润整体保持增长

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



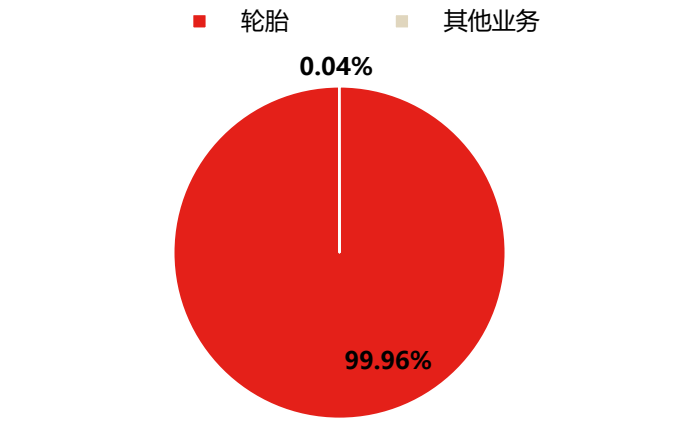
数据来源：Wind，东方证券研究



数据来源：Wind，东方证券研究

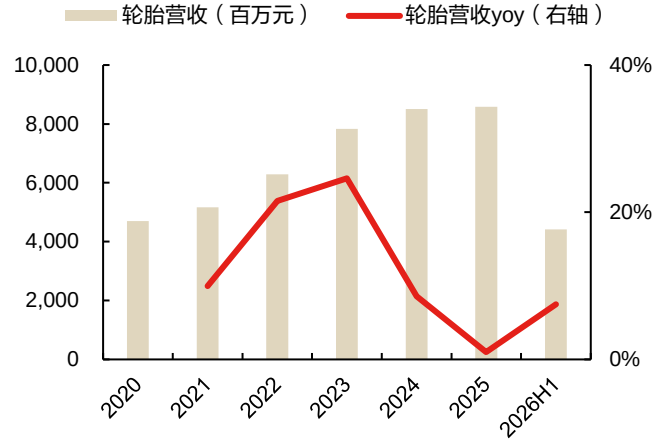
轮胎业务为公司绝对核心，收入规模整体保持增长。2026 年上半年，公司轮胎业务实现营业收入 44.20 亿元，占公司营业收入比重接近 100%，其他业务收入占比较低。2020-2025 年轮胎业务收入由 47.03 亿元增至 85.87 亿元，2026 年上半年轮胎业务收入同比增长 7.5%，增速较 2025 年有所回升。

图 4：2026H1 轮胎业务收入占比较高



数据来源：Wind，东方证券研究

图 5：轮胎业务收入总体保持增长



数据来源：Wind，东方证券研究

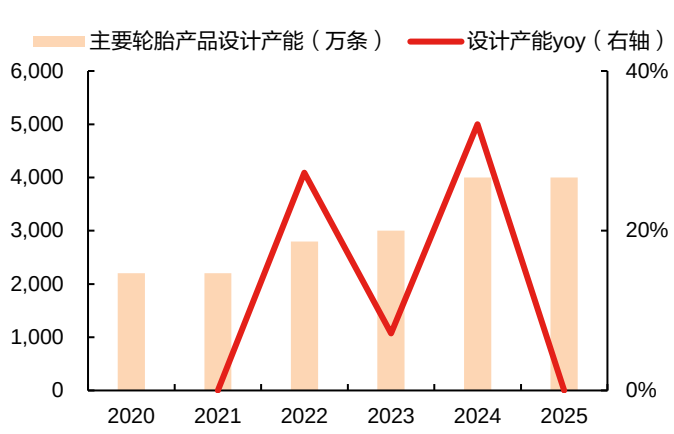
公司主要轮胎产品设计产能总体呈阶梯式扩张，产销量随之提升但阶段性有所波动。2020-2025 年，公司主要轮胎产品设计产能由 2200 万条/年提升至 4000 万条/年。同期轮胎产量由 2020 年的 2016.26 万条增至 2024 年的 3222.61 万条，2025 年小幅回落至 3146.60 万条；销量由 2010.56 万条增至 2025 年的 3146.60 万条。2026 年上半年，公司轮胎产量、销量分别为 1713.14 万条和 1663.89 万条，同比分别增长 10.0%和 11.9%。

图 6：轮胎产品设计产能呈阶梯式扩张

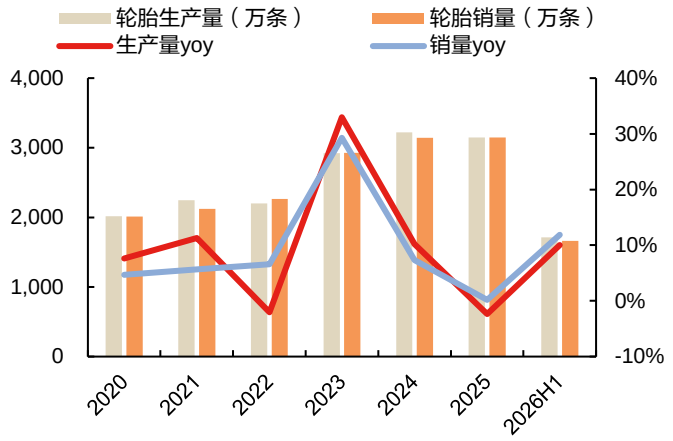
图 7：轮胎产品产销量保持增长

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



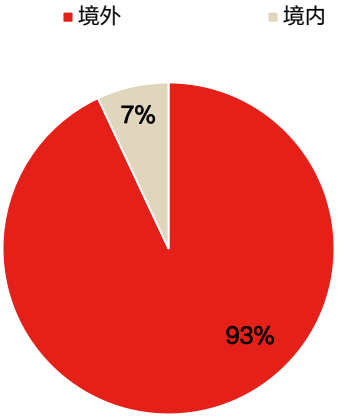
数据来源：公司年报，东方证券研究



数据来源：公司年报，东方证券研究

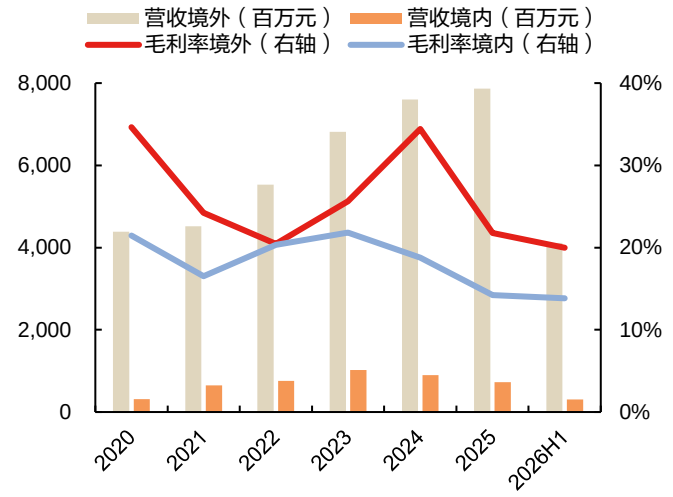
公司收入结构以境外市场为主，境外业务毛利率整体高于境内。2020-2025 年，公司境外收入由 43.89 亿元增至 78.64 亿元，年均复合增长率为 12.4%；境内收入由 3.14 亿元增至 7.23 亿元，年均复合增长率达 18.2%，其中境内收入于 2023 年达到 10.19 亿元后有所回落。2026H1 公司境外、境内收入分别为 41.11 亿元和 3.09 亿元，境外收入占比约 93%。境外毛利率均高于境内，2025 年以来境内外毛利率均有所下降，2026H1 分别为 20.0%和 13.8%，境外业务仍保持相对较高的盈利水平。

图 8：2026H1 公司收入结构以境外市场为主



数据来源：Wind，东方证券研究

图 9：海外盈利能力较好



数据来源：Wind，东方证券研究

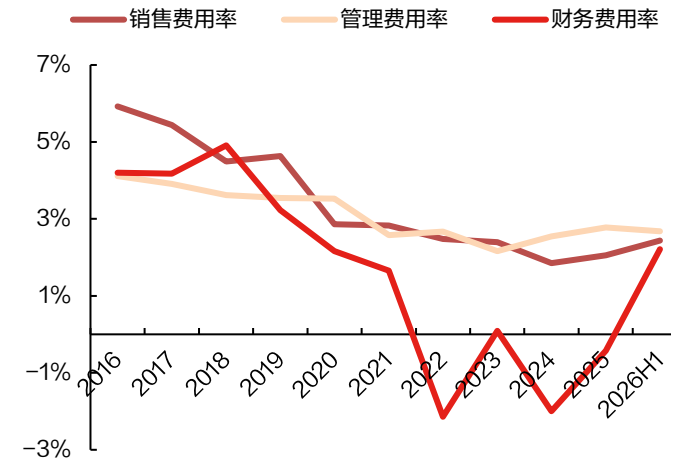
公司期间费用率整体呈下降趋势，研发投入力度逐步增强。2016-2026H1，销售费用率由 5.9%降至 2.4%，管理费用率由 4.1%降至 2.7%，费用管控整体趋于平稳；财务费用率波动相对较大，2022 年、2024 年及 2025 年一度为负，2026H1 回升至 2.2%。公司研发费用由 2016 年的 0.63 亿元增至 2025 年的 2.10 亿元，年均复合增速为 14.3%，研发费用率由 2018-2019 年的 1.4%低位逐步提升至 2024-2026H1 的 2.3%-2.4%，研发投入强度整体有所提升。

图 10：费用率整体呈下降趋势

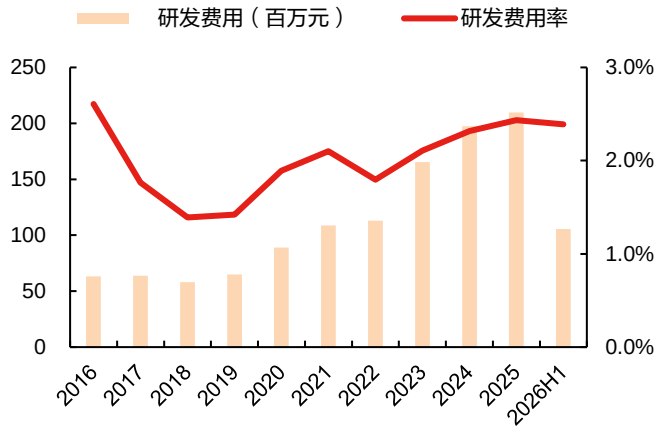
图 11：研发投入力度逐步增强

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：Wind，东方证券研究



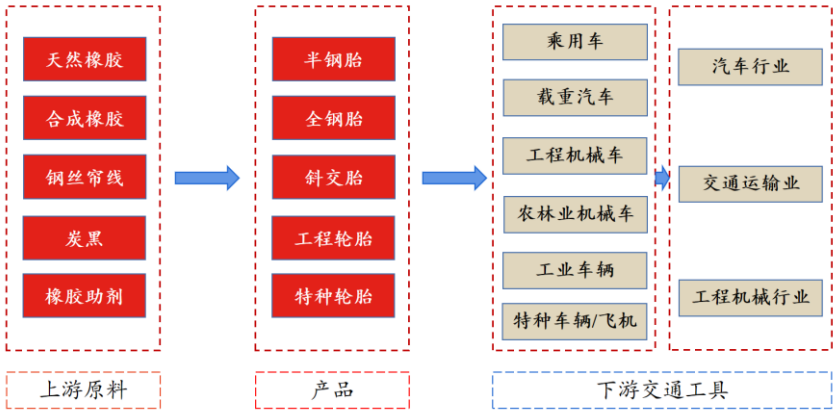
数据来源：Wind，东方证券研究

二、轮胎行业：产能出海主旋律，国内龙头份额持续提升

2.1 轮胎产品规格众多，下游应用广泛

轮胎行业属中游制造，下游应用广泛。上游原材料行业主要包括天然橡胶、合成橡胶、钢丝帘线材料以及炭黑，橡胶助剂等其他行业，轮胎产品原材料成本构成中橡胶和钢丝帘线占生产成本的70%左右。轮胎下游行业广泛，包括汽车行业、交通运输业、工程机械行业等，保有量庞大的汽车市场、潜力巨大的运输市场等下游行业长期保持对轮胎产品的旺盛需求。

图 12：轮胎下游应用广泛需求旺盛



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究

轮胎种类众多，可依据不同类别划分。轮胎根据结构可划分为子午线轮胎和斜交轮胎。子午线轮胎又分为半钢子午线轮胎和全钢子午线轮胎，全钢胎胎体和带束层均由钢丝帘线构成，主要用于载重重胎；半钢胎胎体由纤维帘布构成、带束层由钢丝帘线构成，主要用于轿车轮胎与轻卡轮胎。根据需求划分轮胎可分为配套轮胎（OE）和替换轮胎（RE）。配套轮胎服务于整车厂，核心目标在于满足满足整车性能标定，其必须与车辆的悬架、转向、制动、ESP 系统共同匹配；替换轮

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

胎服务于客户，其目标在于广泛适配不同的使用场景。从适配车种维度划分，大致可分为八种细分品类。

表 3：轮胎产品种类、规格众多

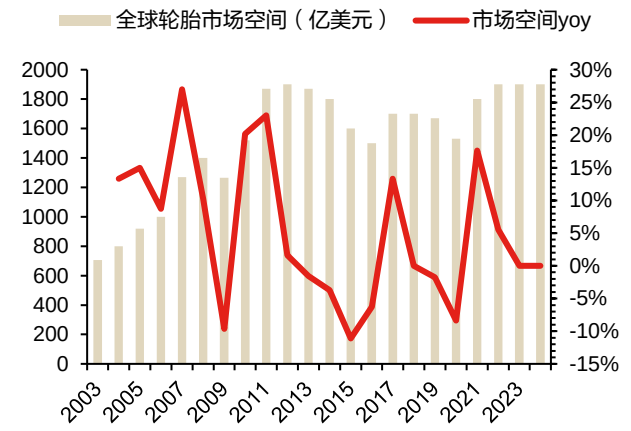
分类维度	类别		特点
按结构	斜交胎		安全和性能较低
	子午线胎	子午线全钢胎	胎体和带束层均由钢丝帘线构成，主要用于载重重胎
		子午线半钢胎	胎体由纤维帘布构成、带束层由钢丝帘线构成，主要用于轿车轮胎与轻卡轮胎
按市场	配套轮胎（OE）		服务于整车厂，核心目标在于满足满足整车性能标定
	替换轮胎（RE）		服务于客户，其目标在于广泛适配不同的使用场景
按车种	轿车轮胎（PC）、轻型载货汽车轮胎（LT）、载货汽车及大客车胎（TB）、农用车轮胎（AG）、工程车轮胎（OTR）、工业用车轮胎（ID）、飞机轮胎（AC）、摩托车轮胎（MC）		

数据来源：观研天下，中国轮胎商务网，Tech Tire，赛轮轮胎招股书，东方证券研究

2.2 需求端：全球轮胎市场保持平稳增长，下游汽车市场规模扩容

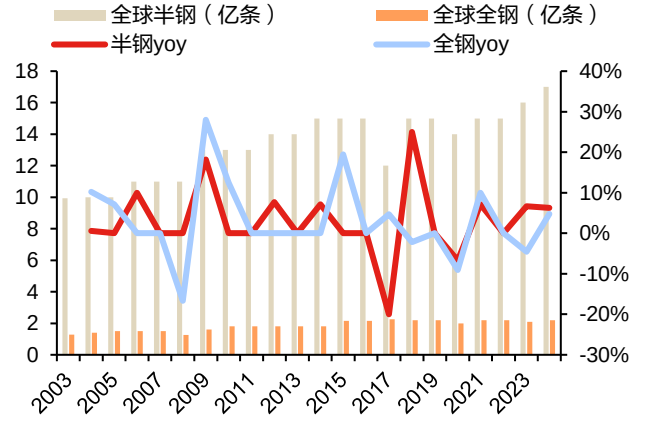
全球轮胎市场保持平稳增长。根据米其林年报，全球轮胎市场自疫情后逐步恢复，2024 年全球轮胎市场规模同比小幅增长，略高于 1900 亿美元，折合人民币约 1.29 万亿。按销量计算，全球半钢胎销量约 17 亿条，全钢胎约 2.2 亿条，分别同比增长 6.3%/ 4.8%。根据米其林年报，长期来看，成熟市场轮胎需求年均增速预计为 0%-2%，新兴市场年均增速为 2%-4%。

图 13：全球轮胎市场空间超 1900 亿美元



数据来源：米其林年报，东方证券研究

图 14：全球半钢/全钢胎销量保持增长趋势



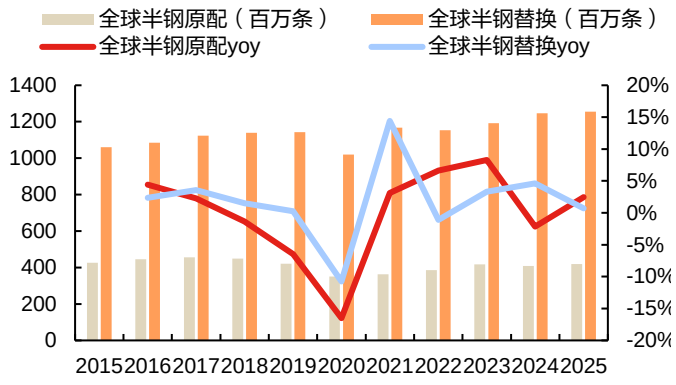
数据来源：米其林年报，东方证券研究

全球替换胎市场规模始终显著高于原配胎，原配、替换双市场同步增长格局逐步确立。2025 年双市场同步增长，2025 年半钢胎原配市场规模达 419 百万条，同比增长 2.44%，扭转了 2024 年 2.15%的同比下滑态势。2025 年半钢胎替换市场规模为 1286 百万条，同比微增 0.72%，延续了 2024 年 4.61%的增长韧性。2025 年全钢胎原配市场规模 47.3 百万条，同比回升 5.56%，全钢胎替换市场规模 171.6 百万条，同比提升 2.57%。近两年数据显示出原配市场在 2024 年承压后于 2025 年迎来修复，替换市场则延续了增长态势。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

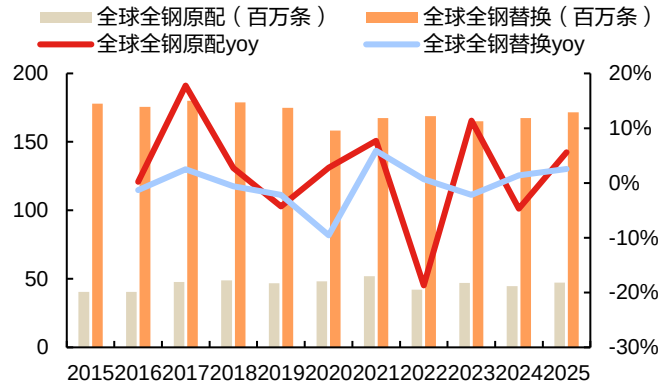
下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：2020 年后全球半钢胎原配和替换市场均整体呈现上升趋势



数据来源：米其林年报，东方证券研究

图 16：2025 年全球全钢胎原配市场扭转下滑趋势，替换市场延续增长态势

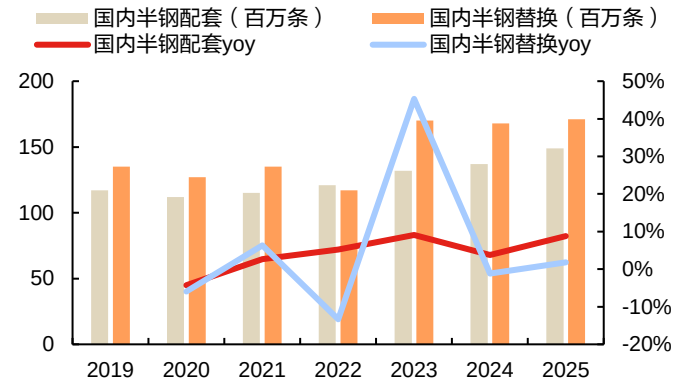


数据来源：米其林年报，东方证券研究

国内半钢胎配套市场延续稳健增长，替换市场连续三年维持高基数。国内半钢胎配套市场规模从 2019 年 117 百万条波动上行至 2025 年 149 百万条，年均复合增长率达 4.11%，2024 年、2025 年同比增速分别达 3.79%、8.76%，连续两年保持正增长；国内半钢胎替换市场规模从 2019 年 135 百万条波动增长至 2025 年 171 百万条，年均复合增长率达 4.02%，2025 年在高基数下同比微增 1.79%。2025 年双市场规模均创 2019 年以来新高，行业整体呈向好态势。

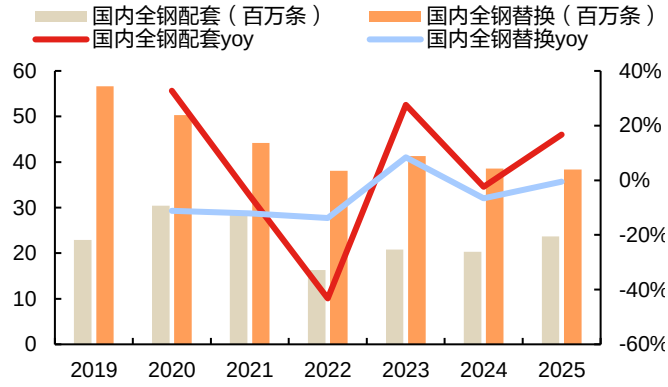
国内全钢胎配套市场韧性修复，替换市场持续承压。2024 年国内全钢胎配套市场规模为 20.3 百万条，同比微降 2.40%，2025 年回升至 23.7 百万条，同比增长 16.75%。而 2025 年全钢胎替换市场进一步降至 38.4 百万条，同比下降 0.52%，连续两年下行。

图 17：国内半钢胎双市场均创新高



数据来源：米其林年报，东方证券研究

图 18：国内全钢胎配套市场转增，替换市场走低



数据来源：米其林年报，东方证券研究

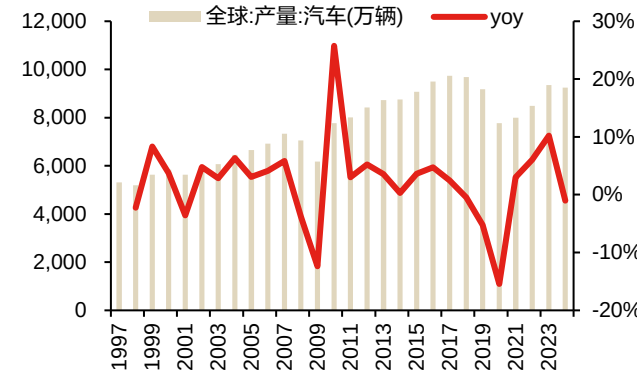
全球汽车产量高基数，保有量保持增长趋势。根据 Wind，全球汽车产量自疫情后逐步恢复，2023-2024 年维持高基数，分别为 9345/9250 万辆，分别同比+10.2%/ -1.0%。根据 OICA，全球汽车保有量保持增长趋势，2004-2020 年复合增速为 3.7%。中国轮胎产量及保有量仍保持高速增长，其中 2025 年汽车产量 3477.8 万辆，同比增长 10.2%，保有量 46900 万辆，同比增长 3.5%。

图 19：全球汽车产量维持在高基数

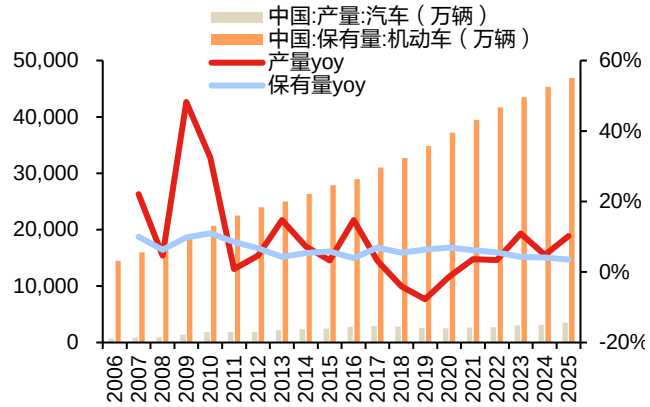
图 20：国内汽车产量及保有量持续增长

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



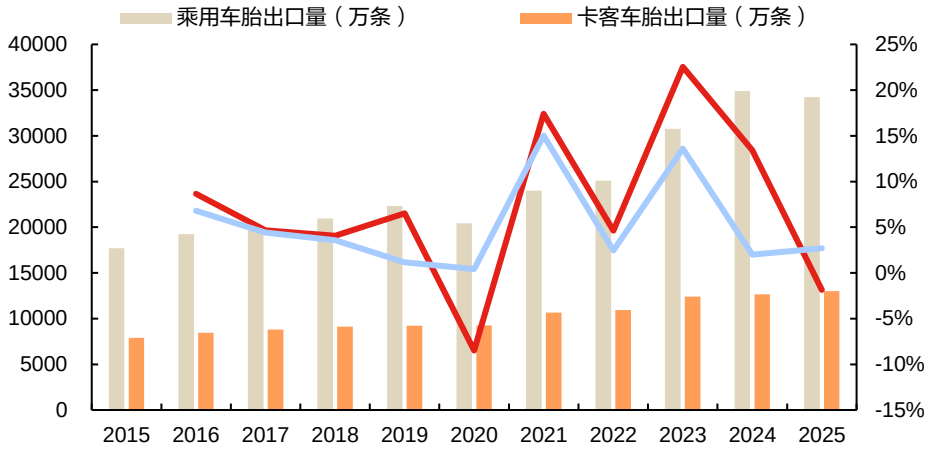
数据来源：Wind，东方证券研究



数据来源：Wind，东方证券研究

我国半钢胎出口持续高位，全钢胎出口创新高。2024 年半钢胎出口量达 348.8 百万条，同比增长 13.41%，在 2023 年 22.54%增速下仍保持双位数增长，2025 年半钢胎出口量小幅回落至 342.3 百万条，同比下降 1.85%，但出口规模仍维持在 3.4 亿条以上的历史高位，彰显全球市场对国产半钢胎的强劲需求。2024 年全钢胎出口量 126.6 百万条，同比增长 2.01%，2025 年全钢胎出口量进一步攀升至 130.1 百万条，同比增长 2.69%，再创历史新高，体现出国产全钢胎在全球市场的竞争力持续强化。

图 21：半钢胎出口持续高位，全钢胎出口创新高



数据来源：中国海关，东方证券研究

2.3 供给端：国内轮胎份额持续渗透

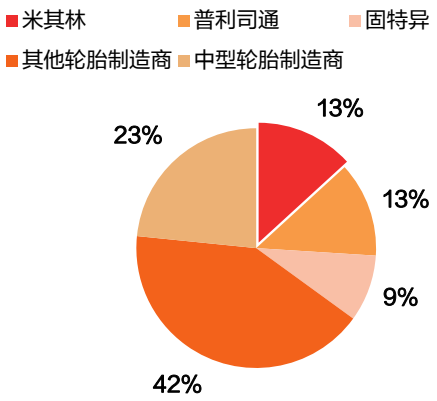
全球轮胎市场呈现头部三强引领、中型厂商集群竞争、尾部厂商分散的格局。米其林、普利司通、固特异三大国际巨头合计占据 35%的市场份额，其中米其林以 13.20%的市占率位居全球第一，普利司通以 12.80%紧随其后，固特异以 9.00%位列第三；市占率 2%-7%区间的中型轮胎制造商合计占据 23.40%的市场份额，而市占率低于 2%的尾部厂商集合占比高达 41.60%，反映出全球轮胎行业仍存在大量区域性、中小型参与者，市场集中度仍有提升空间。全球轮胎行业第一梯队由米其林、普利司通、固特异三大巨头牢牢占据。中策橡胶、赛轮轮胎等国内龙头已跻身第二梯队，成为国产轮胎向上突破的核心力量。

图 22：三大国际巨头合占 35%的市场份额

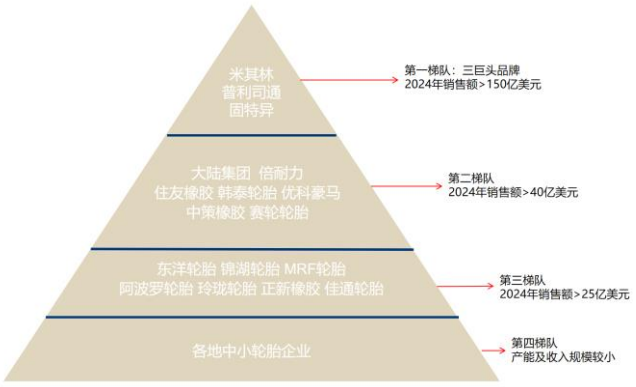
图 23：国内头部胎企已跻身第二梯队

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



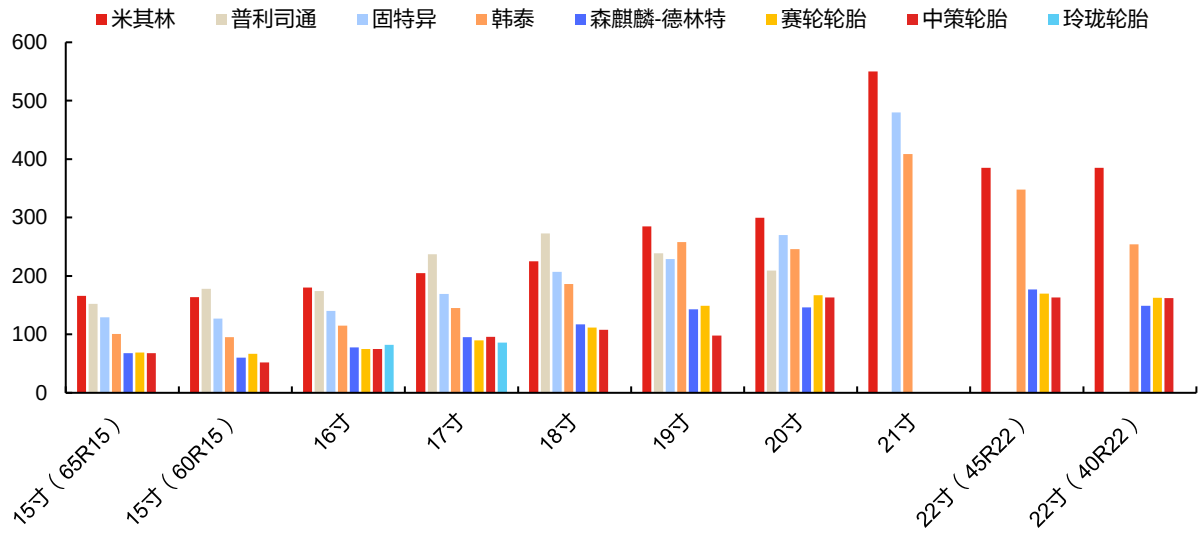
数据来源：米其林集团，东方证券研究（2024 年数据）



数据来源：轮胎商业，东方证券研究

中国轮胎在终端消费市场具备价格优势。通过对比美国本土零售网站的各尺寸半钢胎售价，以赛轮轮胎、中策橡胶、森麒麟为代表的中国品牌，其终端零售价仅为米其林、普利司通等国际一线大厂的 40%至 50%，且显著低于韩泰等二线品牌。

图 24：中国轮胎价格优势明显（单位：美元/条）



数据来源：Priority Tire，东方证券研究（注：价格采集日期：2026 年 5 月）

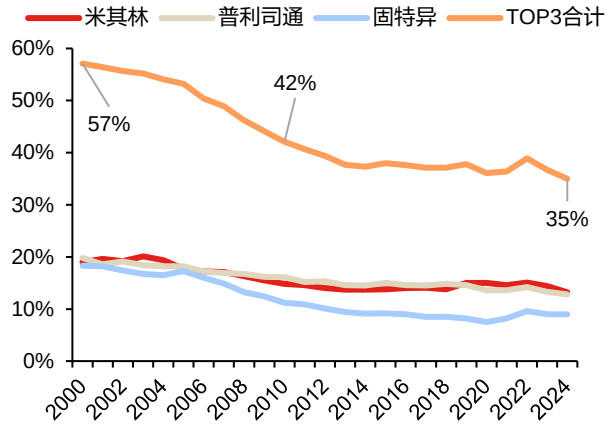
海外三巨头份额下滑，国内头部企业份额占比逐步提升。根据米其林年报数据，国际 TOP3 巨头的份额呈下滑趋势，2000 年米其林、普利司通、固特异市场份额由 57%下降至 2024 年 35%。根据历年世界轮胎 75 强排名数据，国内企业份额持续提升，国内前三、前十企业销售份额分别从 2002 年的 2.30%、3.81%，提升至 2025 年的 7.23%、13.10%。国产轮胎企业依托于产品性价比及海内外扩产，继续抢占全球市场份额。

图 25：海外轮胎三巨头市场份额持续下降

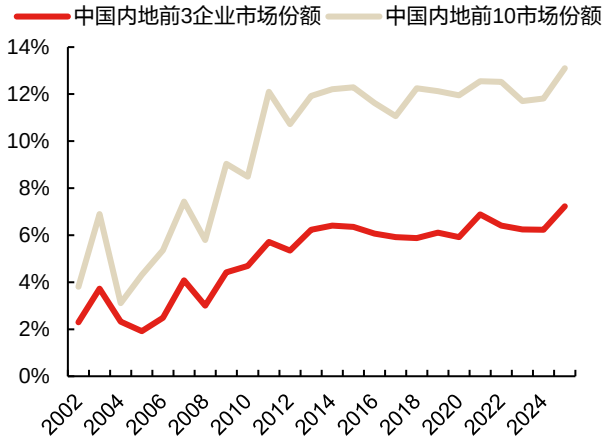
图 26：国内轮胎企业份额逐步提升

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：米其林年报，东方证券研究



数据来源：轮胎商业，东方证券研究

多家海外轮胎企业规划关停部分产能，国产轮胎市占率有望继续提升。近几年多家海外轮胎企业调整产能，米其林、大陆集团、固特异、优科豪马、普利司通等全球知名轮胎企业在全球各地产能相继关停或做关停安排。海外产能出清将为国产轮胎企业腾出市场空间，进一步推动全球轮胎产业格局向中国头部厂商倾斜，国产轮胎的全球市占率有望在行业产能重构中实现持续提升。

表 4：多家海外轮胎企业规划关停部分产能

企业	工厂	详情
米其林	德国卡尔斯鲁厄、特里尔、洪堡工厂	2025 年年底关厂
	法国绍莱、瓦纳工厂	最迟于 2026 年初关闭厂
	巴西瓜鲁柳斯工厂	2025 年 12 月前关厂
	美国阿德莫尔工厂	2025 年底关厂
普利司通	法国贝蒂讷工厂	关厂
	比利时兰卡拉尔胎面胶工厂	关厂
	美国拉弗格尼工厂	关厂
固特异	德国富尔达工厂	关厂
	德国菲尔斯滕瓦尔德工厂	至 2027 年底逐步淘汰除混炼部门外的所有轮胎制造活动
优科豪马	以色列哈德拉工厂	关厂
	捷克布拉格工厂	关厂
	美国斯帕坦堡工厂	关厂
住友橡胶	美国托那旺达工厂	关厂
大陆集团	马来西亚亚罗士打工厂	2025 年年底关厂
阿波罗	荷兰恩斯赫德工厂	2026 年夏季前关厂

数据来源：公司公告，AutoData，tyrepresschina，东方证券研究

2.4 关税：中国轮胎渗透率持续提升，面临海外关税围堵

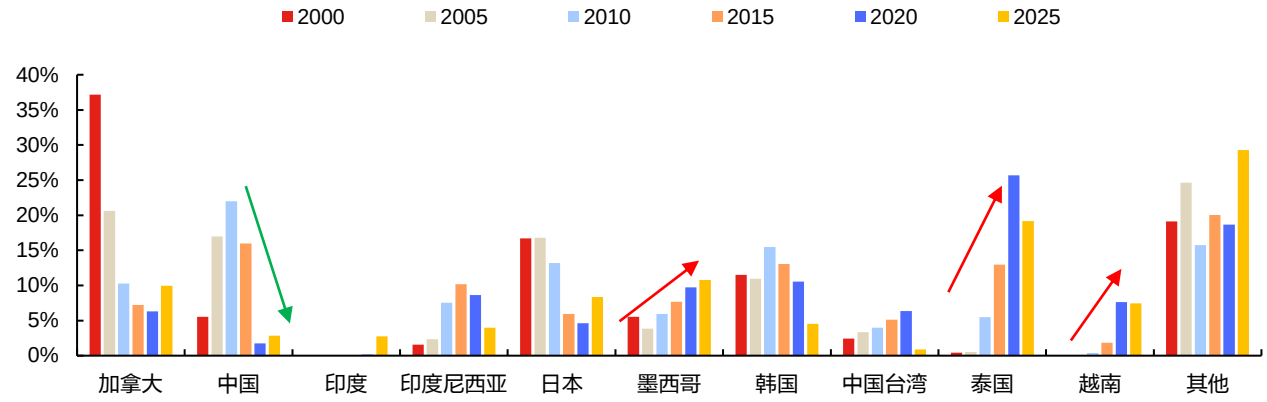
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

贸易风险持续加剧，中国轮胎企业积极破局。国内轮胎依靠性价比持续抢占海外市场，加码海内外资本开支，市场份额持续提升。在此背景下，国内轮胎同时面临海外双反等关税围堵：欧盟和美国对中国本土轮胎“双反”政策持续加码；俄罗斯、南美部分国家贸易政策收紧，保护性关税酝酿；东南亚基地“双反”风险逐步提升。

关税围堵下，中国本土轮胎出口受阻。2009 年后，美国对中国发起多轮次双反审查。**从结果看，美国对中国产轮胎的围追堵截宣告胜利。**自美国开启对中国轮胎反倾销、反补贴调查后，中国企业出口美国轮胎数量趋减。玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟等民族品牌布局东南亚或欧洲等地以此规避。2010 年我国本土高点出口占美国轮胎进口比例 21.98%，下滑至 2025 年 2.86%。而在此期间，泰国出口占比最高升至 25.68%，越南 7.65%，墨西哥 10.78%。

图 27：东南亚地区弥补美国制裁后中国轮胎的进口缺口



数据来源：美国国际贸易委员会，美国商务部，东方证券研究

国内轮胎在高关税下，价格优势依然明显。根据我们测算，即便在贸易冲突加剧导致关税上行，国产轮胎产品在终端价格上调 25%，国产轮胎的价格优势依然十分明显。

表 5：国产轮胎提价 25%后，价格优势依然明显

轮胎品类	15 寸（65R15）	15 寸（60R15）	16 寸	17 寸	18 寸	19 寸	20 寸
海外三巨头平均（美元/条）	149	156	165	204	235	251	260
国产平均（美元/条）	68	60	76	94	112	130	159
国产加价 25%（美元/条）	85	75	95	117	140	162	198
加价后国产价格优惠	-42.7%	-52.3%	-42.4%	-42.5%	-40.3%	-35.3%	-23.6%

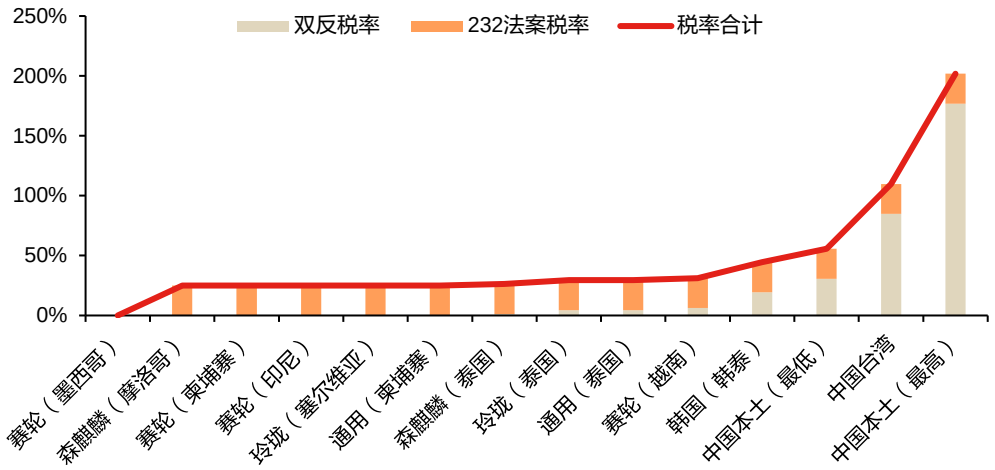
数据来源：Priority Tire，东方证券研究（注：三巨头为米其林、普利司通、固特异；价格采集日期：2026 年 5 月）

国内企业海外基地多点布局将有效分散风险。双反叠加 232 法案，新兴产能出海基地优势明显。对于出口美国订单，根据我们测算，当前墨西哥、柬埔寨、印尼，摩洛哥，塞尔维亚等国仅受 232 法案影响，且生产企业具备一定的税率转嫁能力，新兴国家所建立的海外基地仍存在明显的税率优势。**对于欧盟及新兴消费市场**在这些基地并无税率，且摩洛哥、塞尔维亚紧邻欧洲终端消费市场，可以有效承担中国本土高关税带来的转移订单。

图 28：墨西哥、摩洛哥、柬埔寨、印尼等新兴国家仍存明显税率优势

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：政府官网，东方证券研究

关税围堵，国内龙头加速全球化布局。国产轮胎巨头加速全球化布局，力求通过不同基地出口目的地的调换，减少贸易政策带来的波动。代表性企业，例如，赛轮轮胎印尼、墨西哥已投产项目 2026 年贡献增量，埃及、印尼、董家口、沈阳新和平工厂项目在建，有望贡献远期增量；中策橡胶常州金坛项目、越南、印尼、墨西哥等项目贡献远期增量；森麒麟摩洛哥项目 2025 年投产，2026 年产能持续爬坡贡献增量，公司制定了“833plus”战略规划，夯实公司参与轮胎全球化竞争的能力。

表 6：国内公司加码海内外产能建设，打开成长空间（单位：万条）

	地点	项目	状态	全钢(万条)	半钢(万条)	其他轮胎
赛轮轮胎	**已有产能（截至 2025 年报）**			**1556**	**7380**	**23.8 万吨非公路**
	埃及	在建	在建	165	2700	2 万吨非公路轮胎
	青岛董家口	在建	在建	1000	2000	15 万吨非公路轮胎
	沈阳新和平工厂	二期在建	在建	330		2 万吨非公路轮胎
	柬埔寨	扩产项目	扩建中	165		
	印尼	投资调整	投产	75	300	1 万吨非公路轮胎与 150 万套内胎及垫带
	新增合计			**1675**	**5000**	**20 万吨非公路轮胎与 150 万套内胎及垫带**
	新增幅度			**107.6%**	**67.8%**	
中策橡胶	**已有产能（截至 2025 年报）**			**2429**	**8053**	**斜交胎 841 万条**
	越南	一期	规划		500	
	常州金坛	共两期	2026 年 5 月正式实现满产运行		2500	
	墨西哥	未知	未知	未知	未知	
	印尼	三期	一期已投产，二期三期建设中	500		350 万条摩托车轮胎，20 万条斜交胎
	泰国	扩产项目	扩建中		1200	
	新增合计			**500**	**4200**	**350 万条摩托车轮胎，20 万条斜交胎**
	新增幅度			**20.6%**	**52.2%**	
森麒麟	**已有产能（截至 2025 年报）**				**4000**	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

摩洛哥	共两期	已投产，2026 年贡献增量	1200
新增幅度			**30.0%**

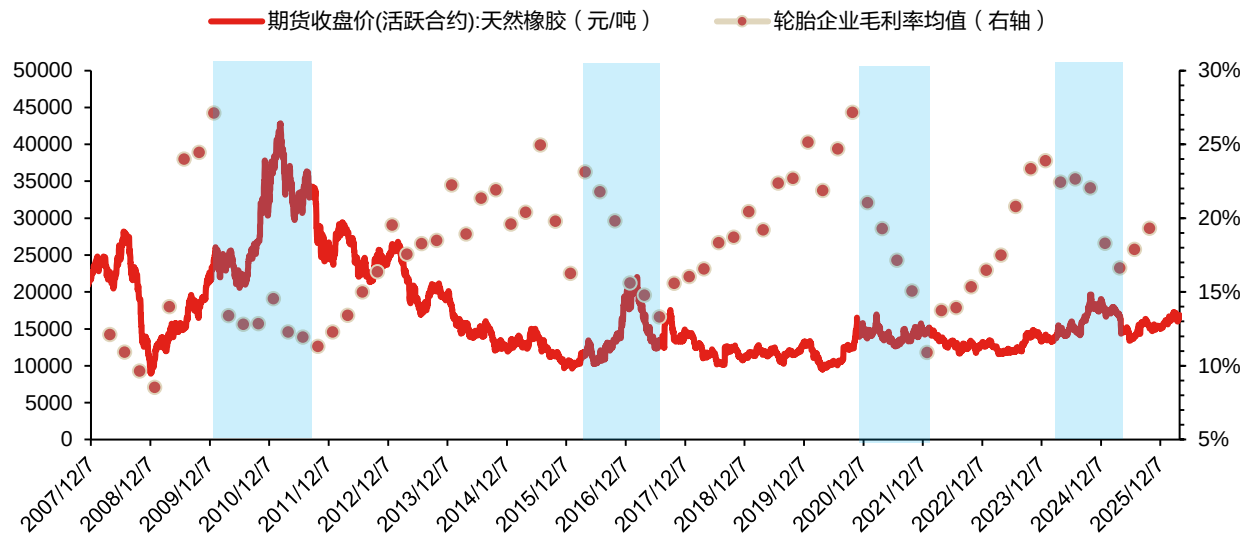
数据来源：公司公告，东方证券研究（截至 2026 年 7 月）

2.5 成本端：成本扰动影响有限，成长是轮胎行业主旋律

轮胎生产中，天胶和合成胶占成本比重较高。天然橡胶和合成橡胶是原材料成本的重要构成，根据中策橡胶披露的主要原材料采购情况，天然橡胶占原材料成本 42%，合成橡胶占 22%，两者合计占比超过 60%。

通过复盘橡胶价格与轮胎公司盈利能力变化，可以将天然橡胶价格对轮胎企业盈利能力的影响分为成本扰动期和盈利修复期。成本扰动期：天然橡胶价格剧烈波动阶段，轮胎企业来不及顺价，且需要采购高价原材料，带来库存减值。**盈利修复期：**在天胶价格缓慢下跌时，因轮胎企业调价滞后于原材料成本下跌，导致其毛利率逐步提升，此外，下游需求逐步改善前提下，天胶缓慢上涨时轮胎企业可通过持续提价改善毛利率。**天然橡胶的快速涨跌通常持续时间较短，根据企业毛利率变化，成本扰动期通常持续 4-6 个季度，时间相对盈利修复期较短，对于企业的盈利也是脉冲式的。**

图 29：2008 年至今成本扰动期与盈利修复期交替（蓝色区域为成本扰动期）



数据来源：Wind，东方证券研究

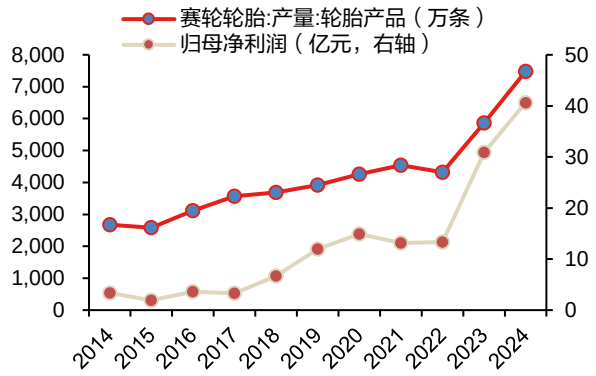
成本扰动期外，轮胎企业业绩与产量保持同频增长。根据我们统计，代表企业赛轮轮胎、森麒麟的归母净利润基本与公司的当年产量呈现相同的增长趋势。典型的成本扰动期，例如 2016-2017 年成本剧烈波动，2020-2021 年成本底部抬升，2022 年原材料高位，海运受阻渠道端库存高企，给相关公司带来业绩扰动。**我们认为，成本的扰动并不改变国内轮胎行业的量增带动业绩成长逻辑。**

图 30：赛轮轮胎产量与业绩同向增长

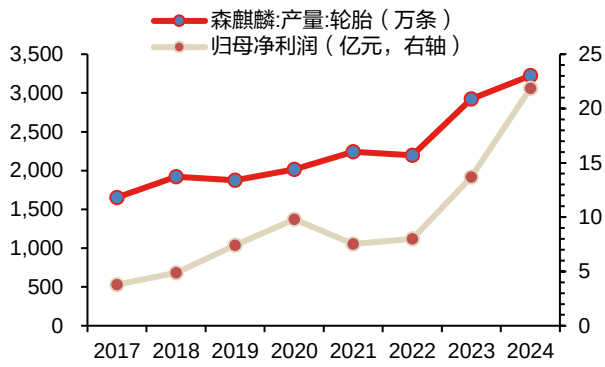
图 31：森麒麟业绩与产量相关性强

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：公司公告，东方证券研究



数据来源：公司公告，东方证券研究

三、智能制造与全球化双轮驱动，高端化构筑核心竞争优势

3.1 深化全球化产能布局，泰国盈利支撑、摩洛哥扩产接力

海外产能布局逐步完善，中国、泰国、摩洛哥“黄金三角”基本形成。公司较早开启海外产能布局，2014 年在泰国建设年产 1000 万条半钢子午线轮胎智能制造基地，此后进一步扩充泰国产能，年产 600 万条高性能半钢胎及 200 万条高性能全钢胎的泰国二期项目于 2023 年大规模投产运行。摩洛哥年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目已于 2025 年开始逐步投产放量。随着泰国、摩洛哥基地相继投产，公司海外生产能力进一步扩充，全球化布局有助于应对贸易壁垒、整合全球生产要素并降低运输成本。

图 32：公司已形成中国、泰国、摩洛哥三地产能布局



数据来源：公司官网

泰国基地盈利贡献较为突出，摩洛哥成为海外产能扩张的重要增量。2025 年森麒麟（泰国）实现营业收入 51.08 亿元、净利润 7.66 亿元，是重要的盈利引擎，同期森麒麟（摩洛哥）作为公司的核心海外基地，实现营业收入 5.76 亿元、净利润-0.47 亿元。泰国基地已形成较强盈利贡献，摩洛哥基地当前更多承担海外产能扩张职能，两大基地在盈利与产能端形成互补。

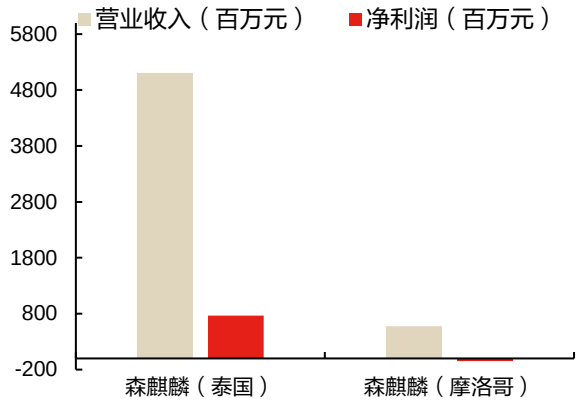
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

摩洛哥项目建设完成，海外新增产能具备进一步释放基础。2026 年，摩洛哥年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目已实施完毕，募集资金累计投入 18.74 亿元。随着项目完成建设，公司海外产能规模进一步提升，有望强化全球化生产体系对销售端的支撑。根据公司 2026 年中报，摩洛哥项目产能尚处于爬坡阶段，尚未达到满产状态，单位固定成本较高，但相较 2025 年度已实现扭亏为盈。

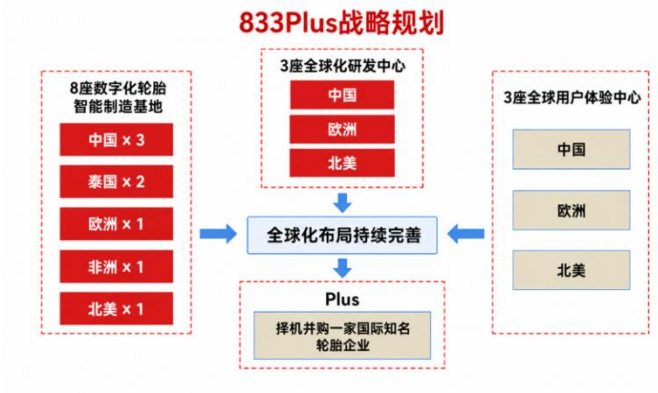
公司远期全球化布局仍有进一步扩张规划。根据“833Plus”战略，公司计划用约 10 年时间最终形成 8 座数字化轮胎智能制造基地，其中中国 3 座、泰国 2 座，欧洲、非洲、北美各 1 座，并同步布局 3 座全球化研发中心和 3 座全球用户体验中心；“Plus”为择机并购一家全球知名轮胎制造商。

图 33：2025 年森麒麟泰国基地利润贡献突出



数据来源：公司年报，东方证券研究

图 34：公司“833Plus”战略规划持续推进



数据来源：公司年报，东方证券研究

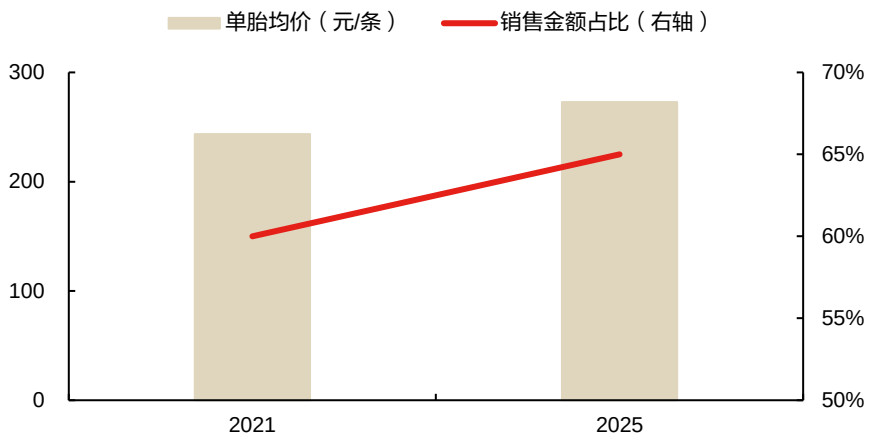
3.2 产品、制造、客户三端夯实核心竞争力

产品端持续向高端化、大尺寸及新能源方向延伸。公司长期聚焦 17 寸及以上大尺寸高性能乘用车及轻卡轮胎，2021 年 17 寸及以上大尺寸产品销售金额占比已超过 60%，2025 年进一步提升至约 65%，其中 18 寸及以上大尺寸产品销售金额占比约 40%。随着大尺寸、高性能产品占比提升，公司轮胎平均销售价格由 2021 年的约 243 元/条提升至 2025 年的约 273 元/条，产品结构高端化特征进一步凸显。在新能源汽车领域，公司自主研发 Qirin EV 超高性能新能源汽车专用轮胎，滚阻较普通燃油轮胎降低 12%，噪声、湿滑及滚阻均达到欧盟标签法 A 级。

图 35：17 寸及以上大尺寸轮胎销售金额占比提升

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：公司年报，东方证券研究

制造端智能化体系较为完善。公司围绕智能中央控制、智能生产执行、智能仓储物流、智能检测扫描及智能调度预警五大模块，构建覆盖研发设计、生产制造及检测、仓储和信息化管理的智慧工厂物联网体系。

图 36：公司智能化体系较为完善



数据来源：公司官网

公司海外销售网络覆盖范围较广，境外替换市场基础较为成熟。公司海外市场覆盖美洲、欧洲、亚太及非洲等区域，产品远销 150 多个国家和地区；2025 年，公司轮胎产品在美国替换市场占有率约 6%，欧洲替换市场占有率约 3%，海外销售渠道形成大型轮胎批发商与大型连锁零售商并行的“双轮驱动”格局。**配套市场持续向全球主流整车厂客户拓展。**公司已正式向德国大众集团总部批量供应途观车型冬季胎，并已成为德国大众、奥迪、雷诺、Stellantis、广汽丰田、广州汽车、长城汽车、吉利汽车、北汽汽车及奇瑞汽车等整车厂商的合格供应商。

图 37：公司海外销售网络覆盖范围较广

图 38：公司配套广汽丰田车型

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：公司官网

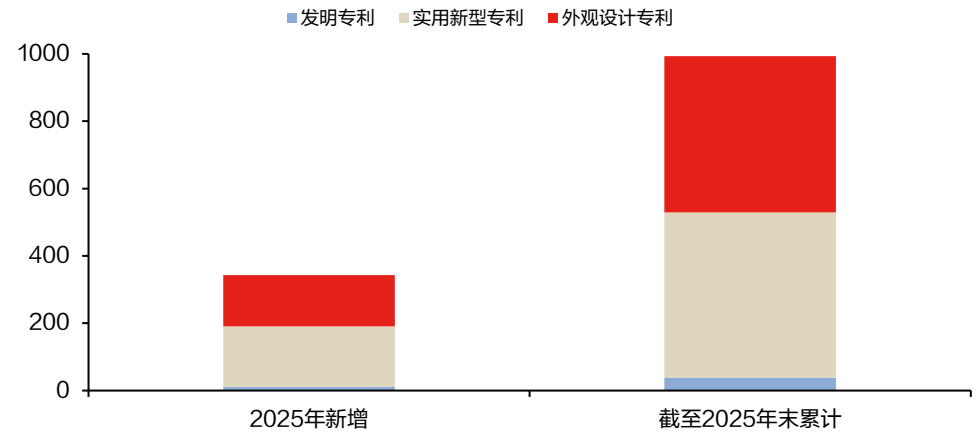


数据来源：公司官网

3.3 研发体系持续完善，航空轮胎构筑差异化技术壁垒

研发投入持续转化为技术及专利储备。2025 年，公司新增专利 343 项，其中发明专利 11 项；截至 2025 年末累计获得专利 993 项，其中发明专利 39 项。公司围绕高性能、绿色及特种轮胎持续开展技术研发，为产品高端化提供技术支撑。航空轮胎技术壁垒较高，公司已形成较为完整的研发、制造及认证能力。

图 39：公司累计专利近千项



数据来源：公司年报，东方证券研究

航空轮胎在设计研发、生产制造、质量控制及适航认证等环节具有较高准入门槛。经过多年研发积累，公司已自主掌握航空轮胎设计、工艺及制造核心技术，截至 2025 年末相关专利达到 304 项，年报将其生产技术阶段列为“成熟高端”。公司 2014 年取得中国民航局航空轮胎技术标准规定项目批准书，2016 年相关产品完成波音 737NG 飞机装机试飞并取得重要改装设计批准书，2020 年取得 AS9100D 航空航天质量管理体系认证。公司持续推进航空轮胎客户开发，已进入相关飞机制造企业供应商名录并开展合作研发，航空轮胎业务正由技术与认证积累逐步向客户拓展及产业化应用推进。

表 7：公司航空轮胎研发及产业化进程持续推进

时间	重要事件
2014 年	取得中国民航局航空轮胎技术标准规定项目批准书（CTSOA）
2016 年	波音 737NG 航空轮胎完成装机试飞并取得 MDA

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

2020 年	成为中国商飞 ARJ21-700 航空轮胎合格供应商
2023 年	取得 AS9100D 航空航天质量管理体系认证
2025 年	年产 8 万条航空轮胎（含 5 万条翻新轮胎）项目达到预定可使用状态

数据来源：公司招股说明书，公司年报，东方证券研究

权威机构测评成绩突出。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。根据公司公告，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、滚动阻力第 1。2022 年 9 月，公司“森麒麟 Sentury”235/45R18 Qirin EV 规格，在中国《轮胎商业》轮胎性能深度测评中，取得静音性能第 1、干地抓地力第 1、干地制动第 1、湿地制动第 2。

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

1) **轮胎产品：**随着全球轮胎市场平稳增长，国内轮胎份额持续渗透，公司海内外产能逐步释放，预计公司轮胎产品销量保持增长，预计 2026-2028 年公司轮胎产品产量为 3400 /4200 /4800 万条，考虑到公司近 5 年产销率在 95%以上，预计公司 26-28 年产销率为 100%，即销量为 3400 /4200 /4800 万条。预计 2026-2028 年轮胎产品不含税价格分别为 281.08/ 288.11/ 293.87 元/条。**毛利率：**公司过去 2025 年毛利率为 21.3%，预计 2026 年受成本端影响有所下滑，2027-2028 年逐步企稳后回升，分别为 20.6%/ 22.5%/ 23.6%。

2) **费用率：**我们预计公司的费用率基本维持过去三年的平均水平，预计公司 2026-2028 年销售费用率为 1.99%/ 1.97%/ 2.00%，管理费用率为 2.49%/ 2.60%/ 2.62%，研发费用率为 2.29%/ 2.35%/ 2.36%。

3) **所得税率：**公司 2026-2028 年的所得税率维持在 10.73%。

表 8：盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
轮胎产品					
销售收入（百万元）	8,502.2	8,586.9	9,556.8	12,100.6	14,105.8
增长率	*8.6%*	*1.0%*	*11.3%*	*26.6%*	*16.6%*
毛利率	33.1%	21.3%	20.6%	22.5%	23.6%
其他					
销售收入（百万元）	8.5	25.0	30.0	35.0	40.0
增长率	*-20.0%*	*193.3%*	*19.9%*	*16.7%*	*14.3%*
毛利率	-218.2%	5.4%	15.3%	29.9%	37.6%
合计	8,510.7	8,611.9	9,586.8	12,135.6	14,145.8
增长率	*8.5%*	*1.2%*	*11.3%*	*26.6%*	*16.6%*
综合毛利率	32.8%	21.3%	20.5%	22.5%	23.6%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

4.2 投资建议

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

我们预测 2026-2028 年公司归母净利润为 10.00/ 16.02/ 20.56 亿元，对应 EPS 为 0.96/ 1.55/ 1.98 元。根据公司所属行业特征及业务布局，我们选取主营业务为轿车胎、卡车胎与非公路胎企业玲珑轮胎、三角轮胎、风神股份、海安集团、赛轮轮胎、通用股份作为可比公司。

采用 PE 估值法，可比公司 2027 年调整后平均估值为 10X PE，给予森麒麟 2027 年 10X PE 估值，对应目标价为 15.50 元。综上，首次覆盖给予公司买入评级。

表 9：可比公司估值（截至 2026/9/28）

公司	收盘价	每股收益（元）				市盈率			
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
玲珑轮胎	10.33	0.94	0.62	1.08	1.42	11.04	16.76	9.58	7.29
三角轮胎	12.16	1.15	1.07	1.24	1.46	10.54	11.42	9.77	8.36
风神股份	4.89	0.26	0.34	0.54	0.73	18.47	14.49	9.01	6.69
海安集团	43.51	3.01	3.05	3.90	5.04	14.46	14.26	11.16	8.64
赛轮轮胎	13.21	1.07	1.38	1.67	1.96	12.33	9.57	7.92	6.74
通用股份	3.81	0.13	0.24	0.31	0.38	29.95	16.04	12.30	10.11
调整后平均							14.00	10.00	8.00

数据来源：Wind，东方证券研究

五、风险提示

原材料价格波动风险。若天然橡胶、合成橡胶等原材料价格上行幅度和速度超预期，则导致公司成本端承压，影响盈利能力。

海外产能投放不及预期。公司海外扩产项目若受审批、地缘、不可抗力等因素影响延期，将拖累收入与业绩增长。

逆全球化趋势下关税加征。在逆全球化与贸易壁垒加剧背景下，轮胎行业历来频发“双反”及汽车零部件关税加征事件，公司部分区域仍面临“双反”调查及关税加征风险。

汇率波动风险。森麒麟 2026H1 境外收入占比约 93%，出口收入占比较大且多以美元结算，汇率变动可对公司盈利能力造成影响。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,822	2,242	3,262	4,040	4,008
应收票据、账款及款项融资	1,275	1,508	1,518	1,955	2,332
预付账款	120	170	139	196	238
存货	1,763	2,552	2,373	3,124	3,675
其他	3,251	2,697	2,685	2,905	2,799
流动资产合计	**8,231**	**9,169**	**9,976**	**12,219**	**13,052**
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	6,308	8,104	7,866	7,450	7,014
在建工程	1,953	356	533	553	546
无形资产	188	195	180	165	150
其他	737	551	144	144	144
非流动资产合计	**9,187**	**9,205**	**8,723**	**8,313**	**7,854**
资产总计	**17,418**	**18,375**	**18,698**	**20,532**	**20,906**
短期借款	50	682	244	325	723
应付票据及应付账款	1,193	1,068	1,422	1,734	1,904
其他	607	577	607	609	612
流动负债合计	**1,850**	**2,327**	**2,273**	**2,668**	**3,239**
长期借款	0	10	10	10	10
应付债券	1,937	1,995	2,086	2,086	0
其他	137	251	130	130	130
非流动负债合计	**2,074**	**2,256**	**2,226**	**2,226**	**140**
负债合计	**3,925**	**4,582**	**4,499**	**4,894**	**3,379**
少数股东权益	0	0	0	0	0
实收资本（或股本）	1,035	1,036	1,036	1,036	1,036
资本公积	4,589	4,599	4,599	4,599	4,599
留存收益	7,103	7,616	8,564	10,003	11,891
其他	766	541	0	0	0
股东权益合计	**13,493**	**13,793**	**14,199**	**15,638**	**17,527**
负债和股东权益总计	**17,418**	**18,375**	**18,698**	**20,532**	**20,906**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	2,186	1,125	1,000	1,602	2,056
折旧摊销	497	592	856	910	959
财务费用	(170)	(37)	197	103	60
投资损失	(29)	(39)	(58)	(42)	(47)
营运资金变动	(1,734)	(558)	557	(1,194)	(674)
其它	1,210	(569)	104	11	8
经营活动现金流	**1,960**	**515**	**2,655**	**1,389**	**2,363**
资本支出	(2,742)	(785)	(777)	(500)	(500)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(745)	734	(250)	72	17
投资活动现金流	**(3,487)**	**(51)**	**(1,027)**	**(428)**	**(483)**
债权融资	(30)	91	78	1	(2,082)
股权融资	(9)	11	0	0	0
其他	(583)	(132)	(687)	(184)	171
筹资活动现金流	**(622)**	**(31)**	**(609)**	**(183)**	**(1,912)**
汇率变动影响	72	(55)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(2,078)**	**378**	**1,020**	**778**	**(32)**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**8,511**	**8,612**	**9,587**	**12,136**	**14,146**
营业成本	5,716	6,779	7,617	9,405	10,808
销售费用	157	177	191	238	283
管理费用	216	239	239	316	371
研发费用	197	210	219	285	333
财务费用	(170)	(37)	197	103	60
资产、信用减值损失	19	34	29	10	7
公允价值变动收益	(2)	12	(15)	(1)	(1)
投资净收益	29	39	58	42	47
其他	(25)	(2)	(17)	(24)	(25)
营业利润	**2,377**	**1,260**	**1,121**	**1,795**	**2,303**
营业外收入	1	2	1	1	1
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	**2,375**	**1,260**	**1,120**	**1,794**	**2,303**
所得税	189	135	120	193	247
净利润	**2,186**	**1,125**	**1,000**	**1,602**	**2,056**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**2,186**	**1,125**	**1,000**	**1,602**	**2,056**
每股收益（元）	2.11	1.09	0.96	1.55	1.98

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	8.5%	1.2%	11.3%	26.6%	16.6%
营业利润	61.6%	-47.0%	-11.1%	60.2%	28.3%
归属于母公司净利润	59.7%	-48.5%	-11.1%	60.2%	28.3%
获利能力					
毛利率	32.8%	21.3%	20.5%	22.5%	23.6%
净利率	25.7%	13.1%	10.4%	13.2%	14.5%
ROE	17.3%	8.2%	7.1%	10.7%	12.4%
ROIC	13.9%	6.8%	7.1%	9.8%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	22.5%	24.9%	24.1%	23.8%	16.2%
净负债率	1.3%	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.45	3.94	4.39	4.58	4.03
速动比率	3.50	2.84	3.33	3.39	2.88
营运能力					
应收账款周转率	7.2	6.4	6.6	7.3	6.9
存货周转率	3.5	3.1	3.1	3.4	3.1
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
每股指标（元）					
每股收益	2.11	1.09	0.96	1.55	1.98
每股经营现金流	1.89	0.50	2.56	1.34	2.28
每股净资产	13.02	13.31	13.70	15.09	16.91
估值比率					
市盈率	6.0	11.7	13.2	8.2	6.4
市净率	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.6	6.9	5.8	4.5	3.8
EV/EBIT	5.7	10.3	9.5	6.6	5.3

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。