

森麒麟（002984.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



周立
化工研究员

2026年1月20日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	21.25
总市值	220.15亿
PE-TTM	14.92
PB-MRQ	1.63

估值结果

	价值	374.82亿
DDM估值	上行空间	70%
	状态	低估
	价值	400.51亿
动态估值	上行空间	82%
	状态	低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是轮胎行业新锐，后发优势明显。公司主要产品为汽车轮胎，公司也具备航空轮胎生产资质。

公司成长空间较为广阔，主要系公司产品性价比高，可持续抢占海外市场份额；公司盈利趋势向好，主要系海外工厂景气度向好，且公司品牌力持续提升，具备提价能力；公司产业格局较好，主要系公司产品结构较好，同质化竞争压力较小；公司具备较深护城河，主要系成本优势，公司用工成本低，且工厂智能化程度高，因此制造成本相较海外企业具备显著优势。

基于公司具备低成本扩张能力的假设，我们认为公司未来全球市占率可以达到5%，在此假设下公司估值低估。

我们区别于市场的观点

市场观点：公司规划产能有限，在规划产能内公司利润天花板有限，因此根据规划产能无法给出公司高估值。

我们的观点：尽管公司尚未公布新的扩张计划，但是公司具备低成本扩张能力，公司未来的规模可以持续扩大。我们不应局限于公司眼前的规划，更应看重公司竞争优势带来的长期成长能力，因此我们认为公司市值仍有较大提升空间。

风险提示

竞争格局恶化风险：竞争格局恶化或降低公司成本优势，从而导致公司扩张能力下降，影响公司远期成长能力；新增产能无法消化风险：公司产能持续扩张，若新增产能无法消化，或导致公司盈利能力下降，扩张速度放缓；贸易摩擦风险：若欧美对公司工厂所在地加征双反税，或导致公司盈利能力下降。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	7
表5：公司整体及分业务DDM估值	8

1. 基本信息

公司是国内轮胎行业新锐，后发优势明显，产能结构优秀，盈利能力强。公司现有轮胎产能约0.4亿条。由于欧美对中国内地加征高额双反税，公司在考虑贸易风险以及研判轮胎行业发展趋势后，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。

2. 业务介绍

对于森麒麟公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

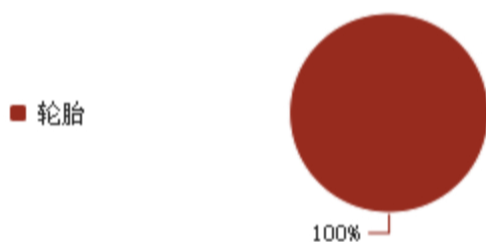
轮胎：

公司产品主要分为半钢胎（乘用车胎），全钢胎（卡客车胎）。我们将该业务竞争市场界定于全球市场。

轮胎的销售模式可分为配套和替换（零售）。配套是将轮胎卖给汽车厂商，是为新车提供原装轮胎所用，该模式为直销，若汽车厂家过于强势，轮胎企业则会被压价；替换是将轮胎卖给经销商，通过经销商将轮胎卖给需要换胎的消费者，因此该模式对公司的渠道、品牌要求较高。公司配套业务占比不足10%，侧重于高端车型配套。

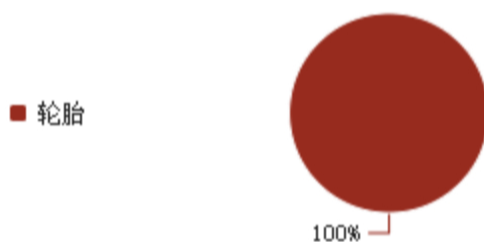
轮胎从用途可分为乘用车胎和商用车胎。乘用车胎面向大众消费者，消费品属性较强，能否占领客户心智较为关键，因此产品差异化程度较高。商用车胎属于生产资料，面向卡车司机等工作，性价比是评判轮胎好坏的标准，因此产品同质化程度高，市场竞争也更为激烈，当下卡客车胎竞争尤为激烈。公司乘用车胎产能占比95%，良好的产品结构让公司免于卡客车胎激烈的价格竞争。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司是轮胎制造企业，因采用先进自动化设备，从而固定资产投入较大，资产强度高，人力资源密集度较低；公司致力于做高端产品，研发高端度较高；公司客户中大型经销商较多，客户集中度较高。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司工厂设备先进，智能化程度高，固定资产投资相对较高。公司摩洛哥工厂（产能1200万条轮胎）投资额近5亿美元。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

公司定位高端产品市场，研发聚焦高端化。2014年的轮胎夏季测试结果显示，公司产品性能已经达到全球第二梯队水平，接近第一梯队，此时距离公司成立仅七年时间。2024年公司人均研发费用为6.2万元，在A股排名前40%。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司工厂自动化程度高，人力需求较低。公司员工数量低于可比公司，单胎人工成本约6.5元，为可比公司的一半。2024年公司单位收入薪酬为0.06元。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司海外渠道对大客户依赖度较高，因此客户集中度较高。如公司与美国大型轮胎零售商Discount Tire密切合作，仅一家客户就可以占到公司销量的10%。2024年公司前五大客户集中度为46%。

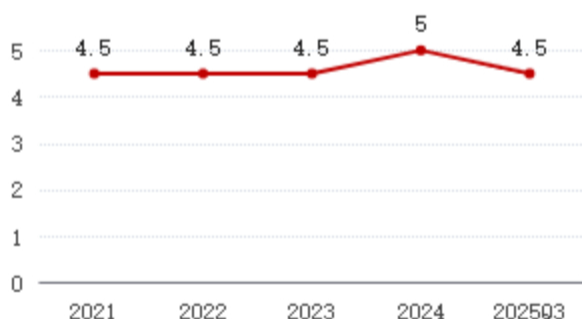
4. 历史经营绩效

公司盈利能力强，成长能力良好，业务控制力较强，良好的业绩表现验证了公司的后发优势。因公司处于成长期，股东回报能力表现一般。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



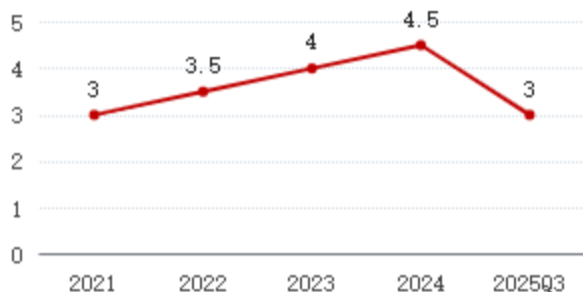
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力良好，主要是因为公司工厂分布在中国和泰国，当地人工成本低，低成本为公司带来了性价比优势。同时，公司产品结构好，产品主要为利润率高的半钢胎。另外，公司定位较为高端，产品盈利能力相对一般产品表现更好。随着公司高端配套业务的推进，公司产品有望得到持续提升，因此公司产品存在提价的空间，盈利能力也有望维持高水平。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



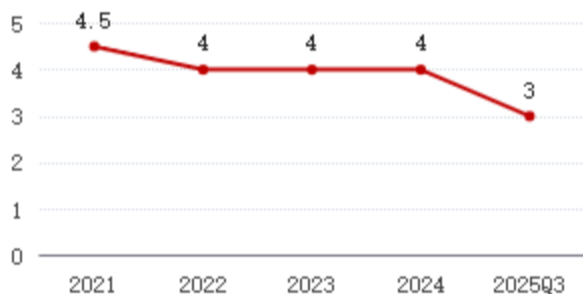
数据来源：公司财报，壹评级

公司是典型制造业企业，收入随产能增长而增长，另外轮胎行业存在一定周期性，这会导致公司利润波动。近年公司产能持续提升，因此成长能力表现良好。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



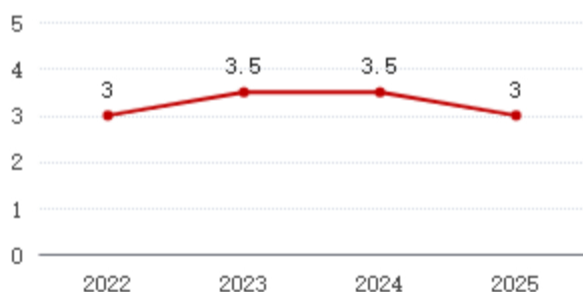
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力良好，公司经营性现金流/净利润常年维持在100%以上，资产负债率常年低于30%。最新一期公司该指标下降，主要是因为公司摩洛哥工厂刚投产，为保证平稳生产公司囤积了大量原材料，从而导致了现金流的减少，这种情况不会持续，因此公司该指标存在修复预期。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近年来公司快速扩张，固定资产由2021年的30亿增长到2024年的63亿，因此公司股利支付率较低。2024年公司股利支付率为23%，股息率为2%。

5. 四维评级

公司成长空间广阔，公司以半钢胎为主，坚持高端化路线，成功切入欧美中高端替换市场；泰国工厂高景气运行，产品供不应求，摩洛哥工厂投产后将进一步强化全球供应能力。尤其在欧盟拟对中国内地轮胎加征“双反”税的背景下，海外产能优势凸显，有望承接更多订单，推动增长加速。盈利趋势向好，受益于海外工厂低成本、高效率运营，公司产品性价比突出，毛利率持续优于同业，且随着出口结构优化，盈利质量有望进一步提升。产业格局较好，公司聚焦高端半钢胎，避开国内同质化竞争，但客户集中度较高，对下游议价能力有限。护城河较深，当前核心优势在于依托海外低人力成本形成的成本护城河，随着品牌认可度提升和高端客户黏性增强，未来有望叠加品牌护城河，形成更可持续的竞争壁垒。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司凭借性价比优势，可持续抢占海外市场份额，成长空间广阔。

轮胎(3.5星):

全球轮胎需求约18亿条，其中16亿条为半钢胎。近五年轮胎需求量几乎没有增长，因此这个行业目前几乎属于存量市场竞争。由于公司工厂位于低人力成本区，因此公司具备明显的成本优势，在成本占优的情况下，公司可凭借性价比持续抢占海外市场份额。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势向好，受益于海外工厂高景气运行（性价比优势之下公司产品供不应求）。另外，欧盟将对中国内地将加征双反税，这可能导致海外工厂景气度进一步提升。

轮胎(3.5星):

美国对东南亚的半钢胎进口平均价格不足50美元，对日韩的半钢胎进口均价约90美元，体现出公司轮胎巨大性价比优势，这也是公司未来潜在的提价空间。另外，在欧盟双反税加征后，海外工厂景气提升，国内工厂景气下降，公司海外产能占比较高，在本次双反事件中或将受益。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好，产品以半钢胎为主，并且坚持走高端化路线，因此并未陷入同质化竞争。但是公司客户集中度较高，对下游议价力较弱。

轮胎(3星):

公司聚焦半钢胎生产，通过坚持大尺寸、高性能产品路线，塑造了差异化的高端品牌形象，并以此成功切入全球主流车企供应链，有效避免了低端同质化竞争。但是，公司的高端化定位也使客户结构较为集中，公司对少数大型渠道商的依赖度较高。在这种合作模式下，下游大型客户在价格、账期等方面通常拥有更强的话语权，这在一定程度上限制了公司对下游的议价力。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河在于成本优势，成本优势来源主要在于低人力成本资源。随着公司品牌力提升，公司未来也将形成一定品牌护城河。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
轮胎	(2星) 公司后发优势明显，体现在产品结构好，生产设备先进。2024年该业务经壹评级调整后的ROE可达25%，超额显著。公司在行业内规模属于第三梯队，业务控制力相对一般。	(3.5星) 公司护城河在于资源优势、品牌优势，护城河持续性较强。1) 公司工厂分布在中国、泰国、摩洛哥等人力成本较低地区，相较于米其林等一线品牌，公司产品生产成本不足其一半。人力资源带来的成本优势极大凸显了公司产品的性价比，让公司产品在欧美市场存在较强竞争力。该优势易被同行学习借鉴，因此持续性较弱。2) 公司持续推进高端配套，品牌力有望持续提升，品牌护城河有望持续拓宽。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司所处行业具备一定周期性, 为了方便估值, 我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法, 我们认为公司合理估值为370-400亿元区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务为轮胎生产及销售，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

1) 短期：销量由公司产能规划驱动，我们预计随着摩洛哥工厂产能释放，2027年公司轮胎销量可提升至约4150万条。价格方面我们预计关税、原材料涨价以及公司品牌提升会带动单胎价格上涨，我们预计2030年公司单胎价格可达300元。

2) 长期：我们认为公司具备低成本扩张能力，我们认为公司远期产能天花板可以达到9600万条轮胎/年，对应全球份额约5%。我们预计随着公司品牌力提升，公司轮胎价格存在提升空间，远期可达到340元/条。

盈利能力假设：

1) 短期：我们认为公司具备一定顺价能力，公司可将关税压力逐步向下游传导，因此公司盈利能力保持相对稳定。我们预计公司2027年毛利率可以维持在26%左右。

2) 长期：公司人力成本优势将出现下降，公司盈利能力会受到负面影响。但是随着公司品牌力提升，我们预计公司产品可持续提价，因此我们预计公司远期毛利率可维持在24%左右。

表2：公司整体业绩预测

森麒麟	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	63.0	78.0	85.0	99.0	113.0	121.0	144.0	157.0
归母净利润(亿)	8.0	13.5	21.8	16.5	19.2	19.4	23.9	24.9
归母净利润增速(%)	6.2	70.1	61.1	-24.3	16.6	1.0	23.1	4.1
经营性净利润(亿)	8.5	12.6	20.2	15.8	18.6	18.9	23.4	24.3
经营性净利润增速(%)	10.7	47.7	60.5	-22.1	18.3	1.4	23.7	4.0
经营性归母净利润(亿)	8.5	12.6	20.2	15.8	18.6	18.9	23.4	24.3
经营性归母净利润增速(%)	10.7	47.7	60.5	-22.1	18.3	1.4	23.7	4.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

轮胎	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	63.0	78.0	85.0	99.0	113.0	121.0	144.0	157.0
收入增速(%)	21.2	23.8	9.0	16.5	14.1	7.1	19.0	9.0
经营性净利润(亿)	8.5	12.6	20.2	15.8	18.6	18.9	23.4	24.3
经营性净利率(%)	13.5	16.1	23.8	15.9	16.5	15.6	16.2	15.5
经营性净利润增速(%)	10.7	47.7	60.5	-22.1	18.3	1.4	23.7	4.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
轮胎	6.3%	中等	较好	较强	7.8%	16.96	23.8
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
轮胎(亿)	56.7	299.0	355.6	44.9	-	-	400.5
公司整体测算(亿)	56.7	299.0	355.6	44.9	-	-	400.5

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
轮胎(亿)	150.2	179.7	330.0	44.9	—	—	374.8
公司整体测算(亿)	150.2	179.7	330.0	44.9	—	—	374.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面:公司所处行业信息透明度一般,公司主要原材料价格易获取,但是产品的产量、价格信息不易获取;公司信息披露一般,但是与市场交流充分。业绩预测层面:行业存在一定周期性,且公司存在对业绩影响较大的不确定性事件(贸易摩擦、品牌提升进展等),公司远期业绩预测准确度较低。总体而言,公司估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。