

## 腾飞的高端轮胎品牌，新项目助力业绩增长

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 2022全球汽车轮胎行业趋稳, 2023景气上行: 2022年全球总销量17.51亿条, 同比+0.14%; 国内总销量2.94亿条, 同比-8.92%。2023M1-M3国内轮胎产量21998万条, 同比+6.6%, 出口13907万条, 同比+1.0%, 行业复苏节奏明显。2) 公司新项目未来陆续建成投产, 助力业绩增长: 预计2023-2025年轮胎总销量分别为2741/2970/3476万条, CAGR为15.4%, 营收CAGR为22.4%, 净利润CAGR为36.0%。3) 高端化+智能化+全球化, 盈利水平领先: 公司毛利率和净利率分别高于同行5-8pp和7-12pp, 未来公司高端品牌形象强化、智能化水平提升、全球化布局完善, 高盈利水平具备持续性。
- 轮胎行业景气度回升。成本端:** 据我们统计, 截至2023年4月28日, 轮胎原材料价格指数为107.8, 较2022年平均值下降10.2pp。供给端: 2023年3月, 国内半钢胎和全钢胎行业开工率环比分别+19.0pp/+20.8pp, 同比分别+5.5pp/+18.7pp。盈利端: 预计未来轮胎原材料价格弱势震荡, 叠加海运费回归正常水平, 胎企盈利能力将逐渐修复。整体看, 轮胎行业景气度回升节奏明显。
- 泰国二期产能爬坡、航空胎小批量供货且西班牙和摩洛哥项目稳步推进, 公司轮胎业务有望量价齐升。** 泰国二期处于产能爬坡期, 预计2023年可大规模投产。航空胎项目2023年将完成产线贯通, 目前已小批量供货中国商飞ARJ21-700, 且已进入C909及C919培育供应商名录。西班牙1200万条和摩洛哥600万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目积极推进。据我们测算, 新项目产品结构优化, 随着产能释放, 预计2023-2025年公司轮胎产品销量CAGR为15.4%, 均价分别为310.8/331.7/331.9元/条。整体看, 公司轮胎业务有望量价齐升。
- 高端化+智能化+全球化, 盈利能力行业领先。** 公司产品定位高端化, 17寸及以上产品销售额占比超60%; 赛车轮胎、航空轮胎、新能源汽车轮胎以及对诺记轮胎的代工强化高端品牌形象。智能化高效率、低投入, 人均创收和净利润远高于同行。销售区域以欧美高利润市场为主, 2017-2022年境外业务营收占比维持在87%以上。未来“三化”经营策略持续强化, 有望维持高盈利水平。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年归母净利润复合增长率36.0%。考虑到行业景气度上行, 公司轮胎业务有望量价齐升, 给予公司2023年20倍PE, 对应目标价42元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动、国际贸易摩擦、在建项目不及预期、汇率波动等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	62.92	85.24	98.58	115.42
增长率	21.53%	35.47%	15.65%	17.09%
归属母公司净利润(亿元)	8.01	13.65	16.47	20.15
增长率	6.30%	70.46%	20.66%	22.34%
每股收益EPS(元)	1.23	2.10	2.54	3.10
净资产收益率ROE	10.50%	12.21%	12.84%	13.58%
PE	24	14	11	9
PB	2.48	1.69	1.47	1.27

数据来源: WIND, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声  
执业证号: S1250522040001  
电话: 010-57758531  
邮箱: zllans@swsc.com.cn  
联系人: 冯安琪  
电话: 021-58351905  
邮箱: faz@swsc.com.cn  
联系人: 白臻哲  
电话: 010-57758530  
邮箱: bzzyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.50
流通A股(亿股)	2.92
52周内股价区间(元)	23.44-40.95
总市值(亿元)	188.79
总资产(亿元)	100.71
每股净资产(元)	9.95

### 相关研究

## 投资要件

### 关键假设

1) **青岛工厂(不包括航空胎)**: 假设 2023-2025 年销量分别为 1330/ 1358/ 1372 万条。预计 2023 年轮胎需求复苏, 产品单价下降可能性较小, 所以维持 2022 年的价格。预计 2023 年原材料价格回落, 单胎生产成本较 2022 年下降 2%。2024-2025 年, 单胎价格和成本同 2023 年。

2) **泰国工厂**: 假设一期产品 2023-2025 年销量分别为 980/ 970/ 960 万条; 2023 年海外轮胎涨价带动公司价格上涨 1%; 成本端, 由于原材料价格回落, 单胎生产成本较 2022 年下降 2%; 2024-2025 年, 单胎价格和成本同 2023 年。二期半钢产品 2023-2025 年销量分别为 350/ 480/ 540 万条; 单胎价格和成本分别为 380/ 280 元; 二期全钢产品 2023-2025 年销量分别为 80/ 160/ 180 万条; 单胎价格和成本分别为 890/ 720 元。

3) **西班牙和摩洛哥工厂**: 假设 2025 年销量 420 万条, 单胎价格和成本分别为 284/ 210 元。

4) **航空胎**: 假设 2023-2025 年, 公司航空轮胎销量分别为 0.6/ 2.4/ 4.0 万条, 新胎和翻新胎价格分别为 6000/ 4000 元/条。

### 我们区别于市场的观点

市场认为: 公司产能扩张规模较大, 终端市场消化困难。我们认为: 1) 从产能利用率来看: 近年来公司产能利用率接近 100%, 目前处于产能瓶颈期, 泰国二期项目的投产能够有效缓解产能瓶颈。2) 从市占率来看: 2022 年, 公司轮胎产品在美国替换市场的占有率超 4%、在欧洲替换市场的占有率约 4%, 有较大提升空间。3) 从竞争对手来看: 主要对手为佳通、正新等三线头部品牌, 二线品牌韩泰、马牌、住友是目标对手, 公司产品具备较高的性价比, 在欧美市场较受欢迎, 并且持续强化的高端品牌形象有利于公司抢占市场。

### 股价上涨的催化因素

轮胎市场需求复苏超预期; 公司产能建设及释放进度超预期。

### 估值和目标价格

预计公司 2023-2025 年归母净利润复合增长率 36.0%。考虑到行业景气度上行, 公司轮胎业务有望量价齐升, 给予公司 2023 年 20 倍 PE, 对应目标价 42 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

### 投资风险

原材料价格波动、国际贸易摩擦、在建项目不及预期、汇率波动等风险。

## 目 录

<b>1 践行“833Plus”战略，稳健实现“双一流”</b>	<b>1</b>
<b>2 轮胎行业景气度回升，胎企盈利水平有望修复</b>	<b>4</b>
2.1 2022 年全球轮胎市场趋稳，2023Q1 需求复苏节奏明显	4
2.2 产业链边际向好，胎企盈利能力有望修复	8
2.3 跨国巨头主导，国内胎企整体竞争力提升	13
<b>3 盈利水平行业领先，轮胎业务有望量价齐升</b>	<b>16</b>
3.1 “高端化+智能化+全球化”，盈利水平行业领先	16
3.2 航空胎和泰国二期贡献增量，布局西班牙和摩洛哥项目	20
3.3 销售区域以海外为核心培育国内，攻坚全球中高端配套市场	24
<b>4 财务分析</b>	<b>26</b>
4.1 盈利能力突出，净利率行业领先	26
4.2 偿债能力较强，总资产周转率相对改善	28
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>30</b>
5.1 盈利预测	30
5.2 绝对估值	31
5.3 相对估值	32
<b>6 风险提示</b>	<b>33</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 2017 年以来公司营业收入及增速.....	2
图 3: 2017 年以来公司归母净利润及增速.....	2
图 4: 2017-2022 年公司业务按产品收入结构.....	2
图 5: 2017-2022 年公司业务按地区收入结构.....	2
图 6: 公司股权结构 (截至 2023 年 3 月 31 日).....	3
图 7: 2022 年全球乘用车和轻卡轮胎市场需求同比变化情况.....	4
图 8: 2015-2023E 全球汽车轮胎市场销量及增速.....	4
图 9: 2017-2021 年全球汽车轮胎销售总额及增速.....	4
图 10: 2015-2022 年全球部分胎企巨头营收情况 (亿元).....	5
图 11: 2015-2022 年全球部分胎企巨头净利润情况 (亿元).....	5
图 12: 2015-2023Q1 国内部分头部胎企营收情况 (亿元).....	5
图 13: 2015-2023Q1 国内部分头部胎企净利润情况 (亿元).....	5
图 14: 2022 年全球轮胎市场需求结构.....	6
图 15: 2016-2022 年全球汽车产量变化趋势.....	7
图 16: 2016-2022 年中国汽车产量变化趋势.....	7
图 17: 2021 年全球主要国家汽车保有量及千人保有量.....	7
图 18: 2016-2022 年国内汽车保有量变化趋势.....	7
图 19: 汽车轮胎行业开工率 (%).....	8
图 20: 国内轮胎产量 (2 月数据为 1-2 月的累计值) 和出口数量.....	8
图 21: 轮胎产业链.....	8
图 22: 2022 年米其林轮胎生产的原材料费用占比.....	9
图 23: 原油和橡胶价格走势.....	10
图 24: 2003-2022 年 ANRPC 成员国天然橡胶开割面积.....	10
图 25: 2003-2022 年 ANRPC 成员国天然橡胶总种植面积.....	10
图 26: 2003-2022 年 ANRPC 成员国天然橡胶新种植面积和重新种植面积.....	11
图 27: 橡胶价格走势 (元/吨).....	11
图 28: 炭黑和螺纹钢价格走势 (元/吨).....	11
图 29: 橡胶促进剂和防老剂价格走势 (元/吨).....	12
图 30: 轮胎原材料价格指数.....	12
图 31: 海运费价格指数走势 (点).....	12
图 32: 全球集装箱运力变化趋势.....	12
图 33: 国内头部胎企销售毛利率 (%) 变化趋势.....	13
图 34: 国内头部胎企销售净利率 (%) 变化趋势.....	13
图 35: 2021 年全球轮胎企业 10 强及市场份额.....	14
图 36: 全球 CR3、CR5 和 CR10 销售额占比变化情况.....	14
图 37: 2017-2021 年中国胎企全球 75 强合计销售额变化情况.....	14
图 38: 2017-2021 年中国胎企全球 75 强合计市场份额变化情况.....	14
图 39: 公司与可比公司毛利率 (%).....	16

图 40: 公司与可比公司净利率 (%)	16
图 41: 2017-2022 年公司境外营收占比	19
图 42: 公司数字化智能工厂示意图	19
图 43: 可比公司人均创收 (万元/人)	20
图 44: 可比公司人均净利润 (万元/人)	20
图 45: 公司航空轮胎发展历程	20
图 46: 全球航空轮胎市场份额占比	21
图 47: 2017-2022 年中国民航运输飞机在册数量及增速	22
图 48: 2015-2022 年中国飞机起降架次及增速	22
图 49: 2017-2021 年森麒麟在全球轮胎市场的占有率及增速	23
图 50: 2017-2022 年公司产能利用率和产销率	23
图 51: 2017-2025E 公司轮胎产品均价变化趋势	24
图 52: Qirin EV” 的五大创新	26
图 53: 公司 Qirin EV 滚阻性能对比国际品牌	26
图 54: 公司与可比公司毛利率 (%)	27
图 55: 公司与可比公司净利率 (%)	27
图 56: 公司与可比公司管理费用率 (%)	27
图 57: 公司与可比公司研发费用率 (%)	27
图 58: 公司与可比公司销售费用率 (%)	27
图 59: 公司与可比公司财务费用率 (%)	27
图 60: 公司与可比公司期间费用率 (%)	28
图 61: 公司与可比公司 ROA (%)	28
图 62: 公司与可比公司 ROE (平均) (%)	28
图 63: 公司与可比公司资产负债率 (%)	29
图 64: 公司与可比公司流动比率走势	29
图 65: 公司与可比公司总资产周转率 (次)	29
图 66: 公司与可比公司存货周转率 (次)	29
图 67: 公司与可比公司货币现金情况 (亿元)	30
图 68: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)	30

## 表 目 录

表 1: 公司主要产品及用途 .....	3
表 2: 不同车型轮胎的配套数量和替换周期 .....	6
表 3: 中国部分轮胎企业的海外布局 .....	14
表 4: 国内胎企的高端品质产品 .....	15
表 5: 轮胎产业政策 .....	15
表 6: 公司销售情况按产品类型分类 .....	17
表 7: 公司在国际国内权威第三方独立轮胎测评成绩 .....	17
表 8: 公司不同地区工厂销售毛利率 .....	18
表 9: 公司主要产品按销售区域划分情况 .....	18
表 10: 中国航空轮胎市场规模及预测 .....	22
表 11: 公司现有产能、在建产能及规划产能情况 .....	23
表 12: 境内外与公司合作的主要经销商 .....	25
表 13: 公司国内替换市场新零售目标 .....	25
表 14: 分业务收入及毛利率 .....	30
表 15: 绝对估值假设条件 .....	31
表 16: FCFF 估值结果 .....	32
表 17: FCFF 估值敏感性分析 .....	32
表 18: 可比公司 PE 估值 (2023 年 4 月 28 日) .....	32
附表: 财务预测与估值 .....	34

# 1 践行“833Plus”战略，稳健实现“双一流”

公司成立于2007年12月，2020年9月在深交所上市。主营业务为高性能子午线轮胎（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。据美国《轮胎商业》2022年度全球轮胎行业75强（以销售额为标准），公司排名第39位。其中，中国企业（包括中国台湾）占34席，公司中国大陆排名第12位。

**公司发展历程：**实际控制人自1989年起即从事橡胶及轮胎贸易业务，储备了以欧美市场为主的高性能及大尺寸轮胎销售渠道。2007年公司成立，主力产品定位于高性能及大尺寸半钢子午线轮胎，并初步形成以欧美市场为主要销售区域格局。2011年，公司收购森泰达集团拥有的半钢子午线轮胎产能、航空轮胎试验线等资产，实现实际控制人所控制的轮胎产能整合。2014年，公司按照智能制造模式设计、建设了青岛工厂第二条生产线，实践智能制造模式在轮胎行业的应用。2014年6月，公司研发的航空轮胎获得民航总局颁发的航空轮胎技术标准规定项目批准书（CTSOA证书），标志公司具备航空轮胎设计和生产资质。2014-2015年，在泰国设计并建成全球行业领先的智慧工厂。2016年，公司研制的波音737NG飞机轮胎成功试飞，并积极推进航空轮胎产业化。2020年9月，成功在A股上市。

**践行“833Plus”战略规划，打造全球轮胎工业新高地。**2021年，公司提出“833Plus”战略，稳健实现“创世界一流轮胎品牌、做世界一流轮胎企业”愿景，打造全球轮胎工业四个新高地——技术研发、数字智造、卓越产品、绿色低碳。“833plus”战略规划，即计划用10年左右时间在全球布局8座数字化智能制造基地（中国3座，泰国2座，欧洲、非洲、北美各1座），同时实现运行3座研发中心（中国、欧洲、北美）和3座用户体验中心，plus是指择机并购一家国际知名轮胎企业。公司着力打造高科技、高效能、高品质、高定位的轮胎产业高端智能制造引领者，打造全球轮胎工业的新高地——技术研发高地、数字智造高地、卓越产品高地、绿色低碳高地。

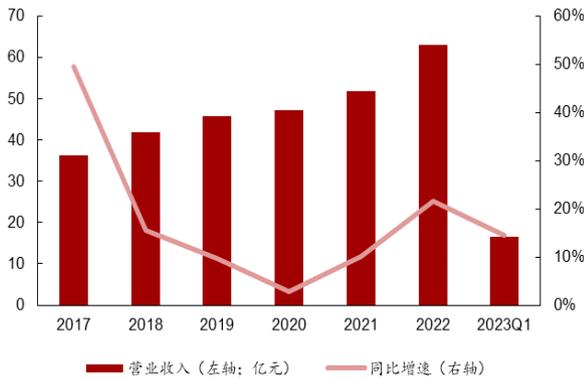
图 1：公司发展历程



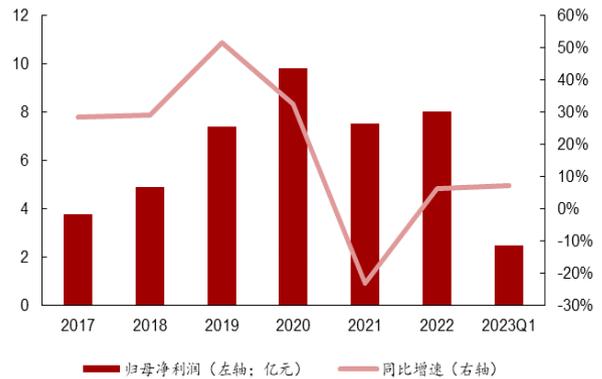
数据来源：公司官网，西南证券整理

**公司业绩状况：**2017-2022年，公司营收从36.17亿元增至62.92亿元，CAGR 11.7%，同期归母净利润从3.79亿元增至8.01亿元，CAGR 16.1%。2022年，海运集装箱紧张及海运价格疯涨问题得到极大缓解，但是受国际原油价格高企、国际局部局势动荡等因素影响，轮胎原材料价格高位震荡，中国轮胎行业经营环境依然严峻。公司通过生产精细化管理、原

材料采购把控、提升售价等方式缓解经营压力。在严峻的行业形势下，2022 年公司实现营收 62.92 亿元，同比+21.5%；归母净利润 8.01 亿元，同比+6.3%。2023Q1，公司实现营收 16.58 亿元，同比+14.53%，环比+7.5%；归母净利润 2.50 亿元，同比+7.3%，环比+80.2%。从 2023 一季度业绩环比来看，公司净利润增幅远远高于营收增幅，进入 2023 年公司盈利能力改善明显。

**图 2：2017 年以来公司营业收入及增速**


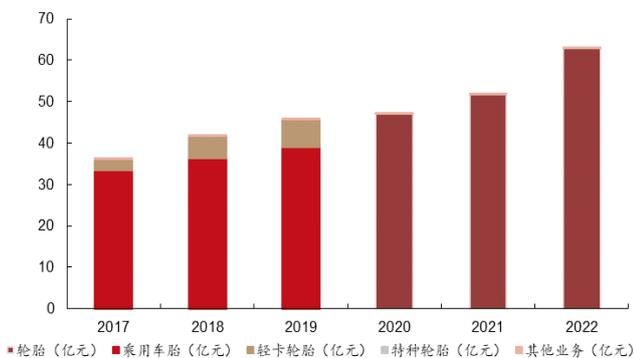
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 3：2017 年以来公司归母净利润及增速**


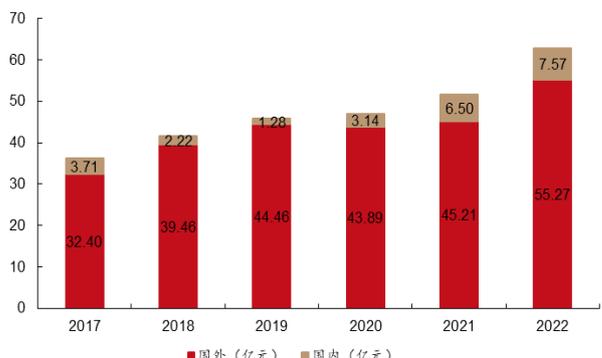
数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司主营业务结构：以大尺寸高性能产品为主。**公司主营产品分为乘用车轮胎、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。根据公司 2022 年年报，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，为全球两家以大尺寸高性能产品为主的企业之一。

**公司主要业务在海外市场：**公司目前已经形成以境外替换市场为核心的销售区域，主要面向汽车轮胎更替需求，行业内主要通过各级经销商销售或连锁零售商销往 C 端消费者。2017-2022 年，公司海外业务营收占比维持在 87% 以上。2022 年，公司海外业务实现收入 55.27 亿元，占总营收的 88%，同比提升 0.6pp。

**图 4：2017-2022 年公司业务按产品收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理（注：2020 年披露口径变更）

**图 5：2017-2022 年公司业务按地区收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

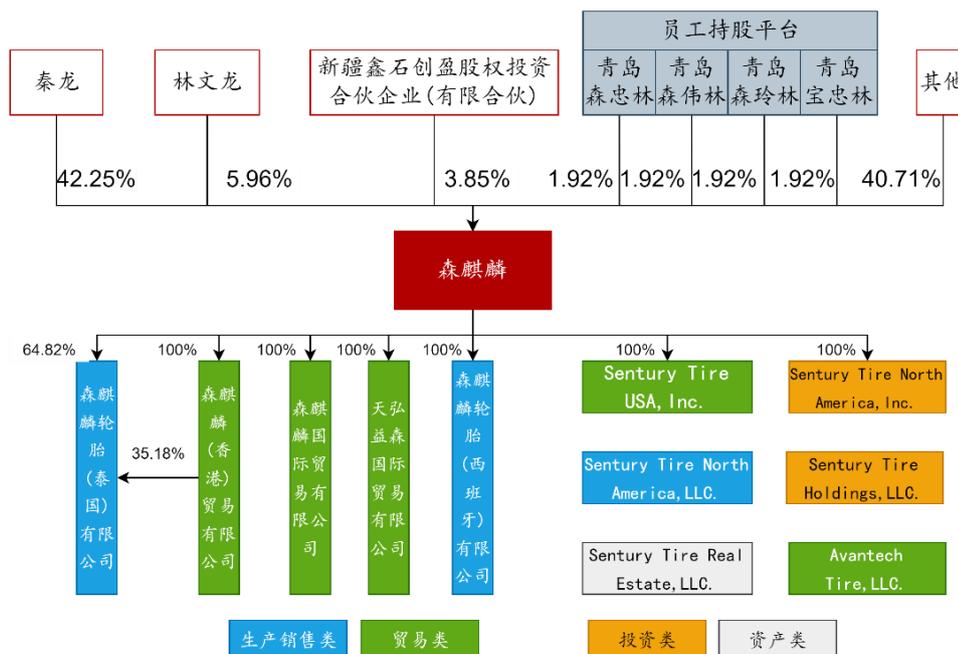
公司产品矩阵涵盖汽车轮胎、航空轮胎和赛车轮胎，细分规格产品种类丰富。截至 2022 年 12 月，在半钢子午线轮胎领域，公司拥有逾 15000 个细分规格产品，具备全尺寸半钢子午线轮胎制造能力；在全钢子午线轮胎领域，公司拥有逾 400 个细分规格产品，已具备较为成熟的全钢子午线轮胎制造能力；在航空轮胎领域，公司是国际少数航空轮胎制造企业之一，具备产品设计、研发、制造及销售能力。

**表 1：公司主要产品及用途**

类别		主要适用领域
乘用车胎	经济型乘用车轮胎	A 级车、B 级车等
	高性能乘用车轮胎	C 级车、D 级车、越野车、城市多功能车等
	特殊性能轮胎	D 级车、专用车等
轻卡轮胎		皮卡、商务车、轻型载重货车等
特种轮胎		航空轮胎、赛车轮胎

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构清晰，管理层增持彰显对未来发展的信心。截至 2023 年 3 月 31 日，公司第一大股东和实际控制人为秦龙先生，直接持股比例为 42.25%，股权结构集中。第二和第三大股东分别是林文龙和新疆鑫石创盈股权投资合伙企业，林文龙担任公司总经理。森麒麟拥有十一家全资子公司，包括生产销售类、贸易类、投资类和资产类。2023 年 2 月 23 日，公司发布股份增持公告，董事长秦龙先生、总经理林文龙先生、副总经理秦靖博先生、董事会秘书金胜勇先生，计划自 2023 年 2 月 22 日首次增持之日起 3 个月内，以自有资金或自筹资金继续增持公司股份，拟增持股份的数量区间合计为 400 万股-700 万股。2023 年 2 月 22 日至 2023 年 3 月 15 日，上述增持主体通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价交易方式累计增持公司股份 4154899 股，占公司总股本的 0.64%。

**图 6：公司股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）**


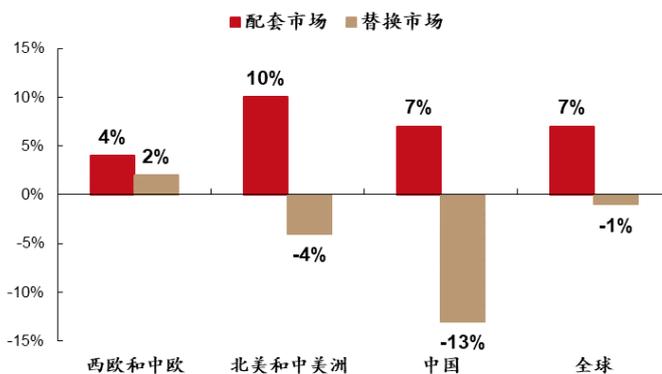
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 轮胎行业景气度回升，胎企盈利水平有望修复

### 2.1 2022 年全球轮胎市场趋稳，2023Q1 需求复苏节奏明显

2022 年全球乘用车和轻卡轮胎市场总体发展趋势向好。据米其林全球市场趋势研究数据，2022 年全球乘用车和轻型卡轮胎配套市场销量 3.86 亿条，同比增长 7%；替换市场销量 11.54 亿条，同比下降 1%。其中，中国配套市场销量 1.23 亿条，同比增长 7%，原配胎市场迎来复苏；替换市场销量 1.17 亿条，大幅下降 13%，主要原因系疫情反复使得出行受限轮胎替换需求下降。

图 7：2022 年全球乘用车和轻卡轮胎市场需求同比变化情况



数据来源：Michelin，西南证券整理

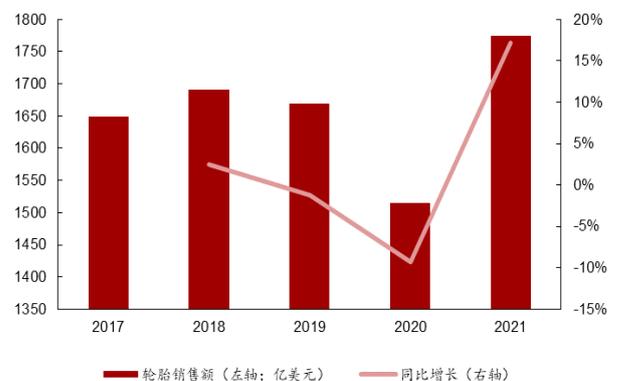
**全球汽车轮胎市场运行情况。**销量方面：根据 Michelin 数据，2015-2018 年，全球汽车轮胎销量持续增长，CAGR 为 2.7%。2020 年，疫情封控限制出行活动导致轮胎需求下降。2021 年，多国陆续放开疫情封控政策，海外轮胎市场需求底部复苏，全球汽车轮胎总销量 17.48 亿条，同比增长 9%。2022 年，全球汽车轮胎总销量 17.51 亿条，同比增长 0.14%，整体趋于稳定。据中商产业研究院预计，2023 年全球汽车轮胎总销量将达到 18 亿条，同比增长 2.8%。**销售额方面：**据美国 Tire Business 数据，2017-2021 年，全球汽车轮胎市场总销售额从 1649 亿美元增至 1775 亿美元，CAGR 为 1.85%。2021 年全球轮胎市场销售额创近年新高，同比增长 17.2%，主要由于胎企经营成本上行导致轮胎单价普遍上涨。

图 8：2015-2023E 全球汽车轮胎市场销量及增速



数据来源：Michelin 年报，中商产业研究院，西南证券整理

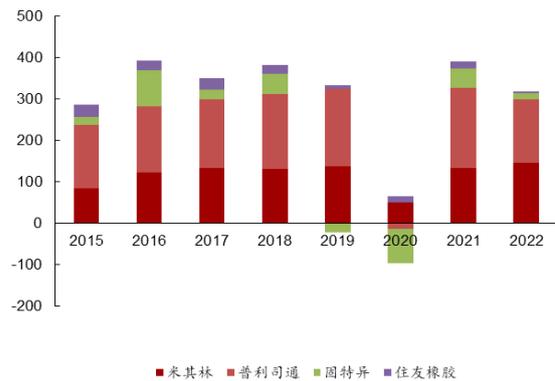
图 9：2017-2021 年全球汽车轮胎销售总额及增速



数据来源：Tire Business，西南证券整理

**从全球胎企巨头看轮胎市场：2021年海外需求旺盛，2022年整体增收不增利。**我们以米其林、普利司通、固特异、住友橡胶的历史业绩来看：2015-2019年，全球胎企巨头营收和净利润整体表现良好；2020年，疫情导致轮胎需求下降，企业营收和利润下滑，甚至出现亏损；2020年末，国外陆续解除封控，轮胎需求回升，企业经营压力有所缓解。2021年，胎企业绩整体表现良好，合计营收和净利润均实现同比增长；2022年，大多数地区的轮胎市场需求呈稳定发展态势，但原材料、能源、劳动力和其他销售成本上涨对胎企的经营利润造成影响，胎企巨头通过提升售价来缓解成本压力，全年整体业绩表现为增收不增利。

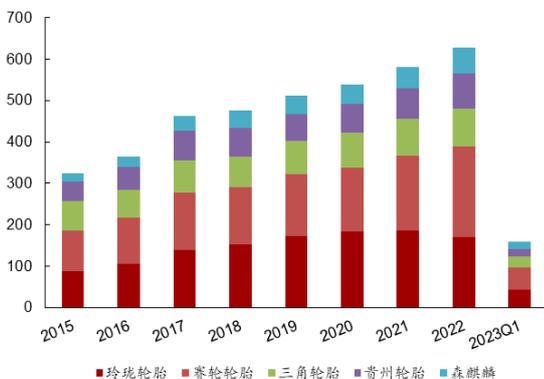
**图 10：2015-2022 年全球部分胎企巨头营收情况（亿元）**

**图 11：2015-2022 年全球部分胎企巨头净利润情况（亿元）**


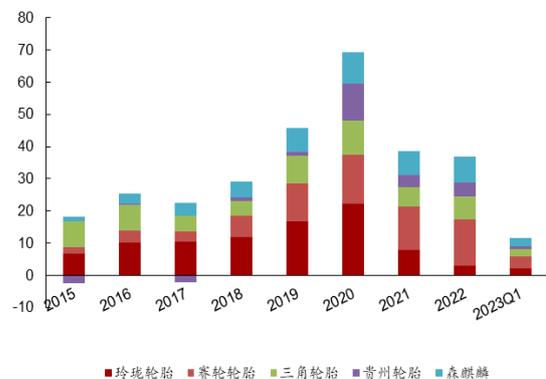
数据来源：WIND，西南证券整理（注：WIND 需输入英文名称查找）

数据来源：WIND，西南证券整理（注：WIND 需输入英文名称查找）

**国内胎企经营复盘：2021-2022 年多数胎企业绩表现为增收不增利，2023Q1 轮胎原材料成本下降叠加轮胎需求回暖，胎企盈利水平回升。**我们以玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎、贵州轮胎、森麒麟的历史业绩来看，2015-2022 年，胎企合计营收持续增长，CAGR 为 10%。2021-2022 年，面对复杂严峻的经济形势和市场环境，国内胎企整体业绩连续两年表现为增收不增利。其中，2021 年利润下滑主要原因系海运、原材料价格大幅上涨及国内需求增速放缓引发激烈竞争等，2022 年利润下滑主要原因系终端市场需求收缩、原材料价格高位运行、海运费波动及海外部分经销商去库存等。2023Q1，胎企业绩表现亮眼，合计营收同比+10%，合计净利润同比+96%。销量方面，玲珑轮胎销量同比+6.56%，三角轮胎销量同比+29.7%。从 2023Q1 胎企业绩和销量数据来看，胎企盈利能力和轮胎市场需求均有改善。

**图 12：2015-2023Q1 国内部分头部胎企营收情况（亿元）**


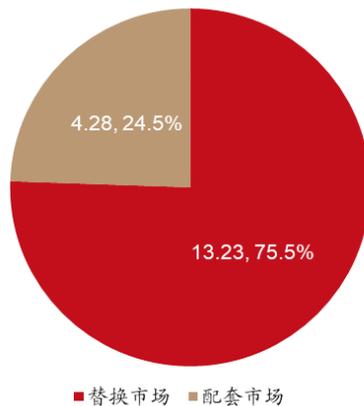
数据来源：WIND，西南证券整理

**图 13：2015-2023Q1 国内部分头部胎企净利润情况（亿元）**


数据来源：WIND，西南证券整理

全球汽车轮胎市场需求结构分为配套需求和替换需求，2022年二者分别占比24.5%和75.5%。从米其林年报披露的数据口径来看，2022年全球汽车轮胎实现总销量17.51亿条。其中，配套市场实现销量4.28亿条（占比24.5%），同比下降0.9%；替换市场实现销量13.23亿条（占比75.5%），同比增长3.5%。

图 14：2022 年全球轮胎市场需求结构



数据来源：Michelin，西南证券整理

轮胎作为必选消费品的存量属性使得轮胎行业景气度相对独立于汽车行业。从配套轮胎数和替换周期角度看，不同车型有所差别。据公司招股说明书数据，在配套方面，轿车轮胎的配套比例为1:5，载重车轮胎的配套比例在1:7到1:22之间；在替换方面，每辆轿车每年需替换1.5条轮胎，工程机械与载重机械的替换系数高于轿车。因此，轮胎需求较新车市场更具刚性，新车销量周期波动对轮胎市场的影响相对较弱。

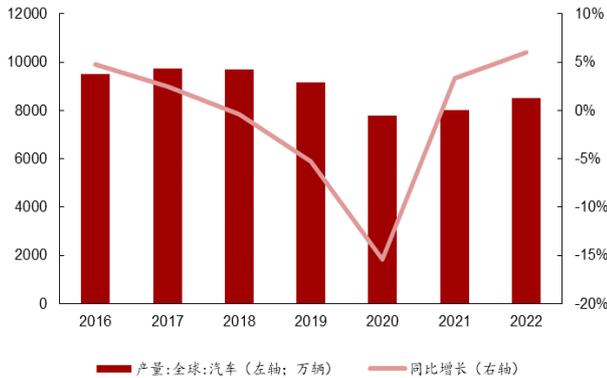
表 2：不同车型轮胎的配套数量和替换周期

轮胎类别	车辆类别	配套轮胎数 (条)	替换系数 (条/辆/年)	替换周期 (年)
轿车胎	轿车	5	1.5	3.3
载重胎	轻型载重卡车	7	4.2	1.7
	中型载重卡车	11	15	0.7
	重型载重卡车	16-22	10-20	1.1-1.6
	大型客车	7-11	2-5	2.2-3.5
工程胎	装载机械	4	2	2
	运输工程机械	6	3	2

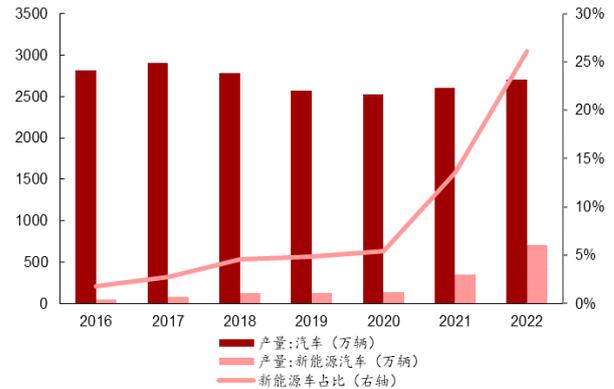
数据来源：公司招股书，西南证券整理

配套市场依赖汽车产量，将受益于新能源汽车的发展。根据中国汽车工业协会统计分析，2022年，全球汽车产量为8501.68万辆，同比增长6.0%，其中新能源汽车销量首次突破1000万辆。2022年，中国汽车产量2702.10万辆，同比增长3.6%，其中新能源汽车产量705.8万辆，占比提升至26.1%。随着国家与地方政策的大力扶持，特别是在《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》的大力推动下，在未来较长一段时间内，中国新能源汽车行业有望继续实现稳健发展。新能源汽车的强劲发展势头为轮胎行业提供了良好的市场机遇。与此同时，全球部分国家也为新能源汽车行业提供补贴、减税政策等促进新能源汽车渗透率的

提升。2023 年，中汽协预计中国新能源汽车行业将继续保持快速增长，销量有望超过 900 万辆。

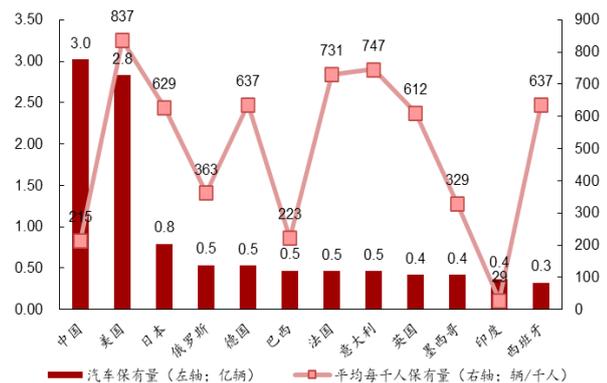
**图 15：2016-2022 年全球汽车产量变化趋势**


数据来源：中国汽车工业协会，西南证券整理

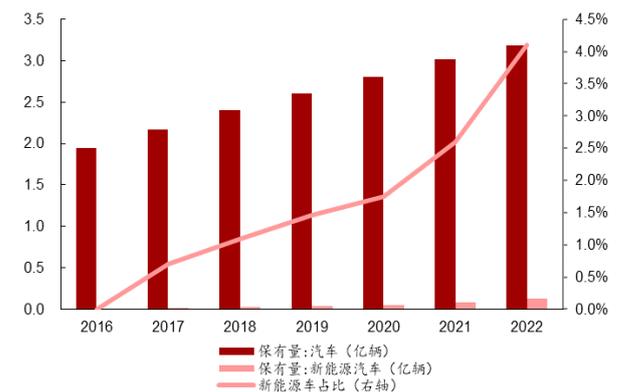
**图 16：2016-2022 年中国汽车产量变化趋势**


数据来源：中国汽车工业协会，西南证券整理

**替换市场需求依赖汽车保有量，国内解除疫情封控轮胎替换需求有待复苏。**替换需求与汽车保有量及轮胎使用周期密切相关。从我国的情况来看，据中国橡胶工业协会数据显示，轿车的替换频率为每年 1.5 条/辆，即一辆轿车在一年内可以产生 1.5 条替换轮胎的需求。中国作为全球最大的汽车生产国和最大的新车消费市场，汽车保有量的提升将带动国内替换胎市场蓬勃发展。据头条数据，我国 2021 年的汽车保有量达到 3 亿辆，2022 年已经达到 3.2 亿辆，过去 5 年年均复合增速高达 8%。从人均保有量数据来看，2021 年中国千人汽车拥有量约为 215 辆，而美国千人汽车拥有量约 837 辆，日本、德国、意大利、英国等均超过 600 辆/千人。相比欧美日等发达国家，中国汽车市场仍有较大的发展空间。未来，中国轮胎替换市场潜力较大。

**图 17：2021 年全球主要国家汽车保有量及千人保有量**


数据来源：头条，西南证券整理

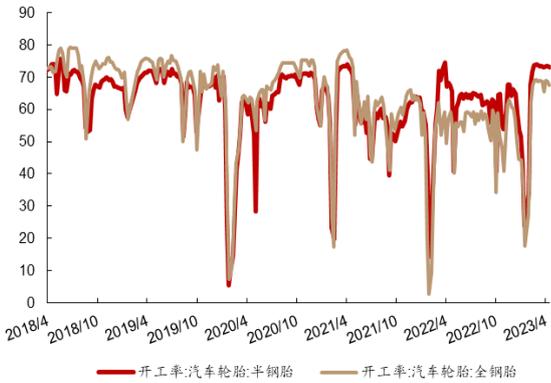
**图 18：2016-2022 年国内汽车保有量变化趋势**


数据来源：公安部，西南证券整理

**汽车轮胎行业复苏节奏明显，2023 年一季度产量和出口数量同比增长明显。**2023 年 3 月，国内半钢胎平均开工率为 73.5%，环比+19.0pp，同比+5.5pp；全钢胎平均开工率为 68.2%，环比+20.8pp，同比+18.7pp，行业复苏节奏明显。截至 2023 年 4 月 27 日，本周半钢胎开工率为 70.7%，环比上周-2.3pp，较 2022 年同期+4.9pp；全钢胎开工率为 63.9%，环比上周-3.7pp，较 2022 年同期+8.9pp。2023 年第一季度，国内轮胎产量累计 21998 万条，同比

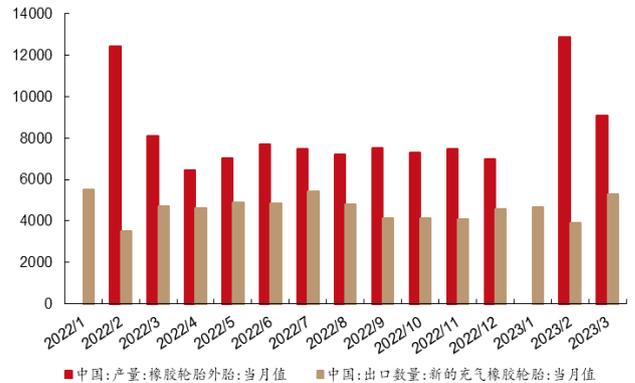
增长 6.6%，其中 3 月份产量 9086.5 万条，同比增长 11.8%；出口累计 13907 万条，同比增长 1.0%，其中 3 月份出口 5298 万条，同比增长 12.1%。

图 19：汽车轮胎行业开工率 (%)



数据来源：中国橡胶信息贸易网，西南证券整理

图 20：国内轮胎产量（2月数据为 1-2 月的累计值）和出口数量



数据来源：国家统计局，海关总署，西南证券整理

## 2.2 产业链边际向好，胎企盈利能力有望修复

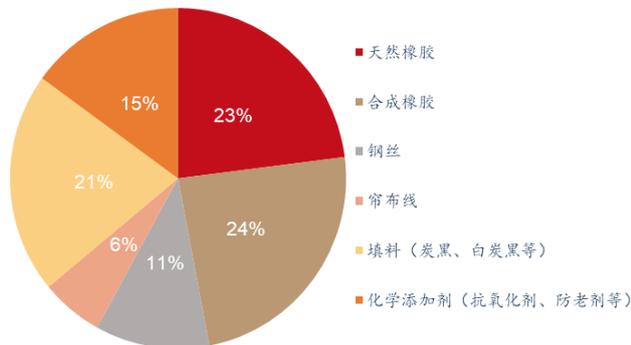
**轮胎产业链：**轮胎产业的上游主要原材料为橡胶、钢丝等增强材料、炭黑等填充材料和橡胶助剂；中游为轮胎制造，包括半钢胎、全钢胎、斜交胎、工程胎以及特种轮胎；下游应用于各种交通工具。从产业链的上下游来看，轮胎景气度与汽车工业高度相关，需求主要依赖于新车产量和汽车保有量。

图 21：轮胎产业链



数据来源：公司公告，西南证券整理

天然橡胶和合成橡胶约占轮胎生产成本的一半。据米其林 2022 年报披露的原材料成本数据，轮胎生产的主要原材料（成本占比）为天然橡胶（23%）、合成橡胶（24%）、钢丝（11%）、帘布线（6%）、炭黑等填料（21%）、抗氧化剂等橡胶助剂（15%）。其中，天然橡胶、合成橡胶合计占原材料成本的 47%，其价格波动直接影响轮胎制造企业的盈利水平，对轮胎产业有着重要的影响。

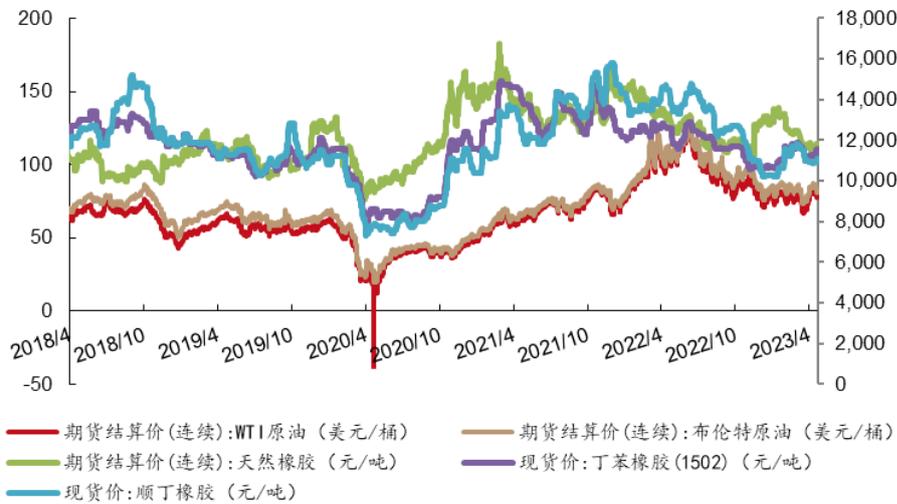
**图 22：2022 年米其林轮胎生产的原材料费用占比**


数据来源：Michelin, 西南证券整理

**轮胎价格与原油价格紧密相关。**轮胎的主要原材料合成橡胶、炭黑，以及其他各种化学添加剂均是原油提取密炼后的产物。其次，由于天然橡胶和合成橡胶存在部分的替代性，导致天然橡胶的价格与合成橡胶具有一定的关联性。此外，原油价格也会影响油价和部分能源价格的走势，轮胎制造的能源成本、轮胎的运输成本也会受到影响。因此，原油价格的涨跌，势必会对下游的轮胎原材料价格产生影响，进而影响到轮胎的价格。

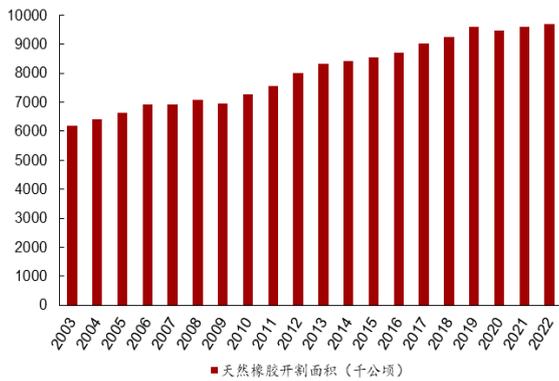
**橡胶价格走势和原油价格走势一致。**2020 年 1-4 月，由于 COVID-19 疫情导致全球石油需求下降、石油供应过剩，且沙特阿拉伯和俄罗斯之间爆发了一场油价战略导致原油价格暴跌。同期，合成橡胶和天然橡胶价格跟随原油价格一路下跌。2020 年 4 月 20 日，原油价格由最低点的 -37.6 美元/桶开始回升，合成橡胶和天然橡胶价格也跟随原油价格震荡上行。2021 年 3 月，由于全球经济逐渐恢复、OPEC+ 减产协议得到多数成员国的严格执行导致原油供应减少、美国原油库存下降、伊朗核协议问题等导致油价一路上涨，同期的合成橡胶和天然橡胶价格高位震荡。2022 年下半年，原油价格震荡下行，同期的合成橡胶和天然橡胶价格也震荡下行。

**预计 2023 年原油市场供需紧平衡，原油价格在 70-90 美元/桶震荡运行。****供给端：**2023 年 4 月 2 日，OPEC+ 组织的核心产油国相继宣布规模超 160 万桶/日的额外减产计划，相当于全球原油需求的约 1.5%。其中，沙特将从 5 月开始自愿减产 50 万桶/日，俄罗斯将原定 6 月到期的 50 万桶/日的额外减产延续到 2023 年底。**需求端：**OPEC 3 月 14 日在月度石油报告中称，由于季节性需求低迷，全球石油市场可能在下个季度出现小幅供应过剩，并将 2023 年全球原油需求预测日均下调 20 万桶，今年全球石油需求将增长 230 万桶/日。随着全球经济增速放缓，可再生能源的发展，且美国经济数据表现疲软、经济前景不佳，石油需求可能会下调。整体来看，预计 2023 年原油价格在 70-90 美元/桶震荡运行。截至 2023 年 4 月 28 日，WTI 原油价格为 76.8 美元/桶，较年初下降 4.3%；布伦特原油价格为 79.5 美元/桶，较年初下降 7.4%。

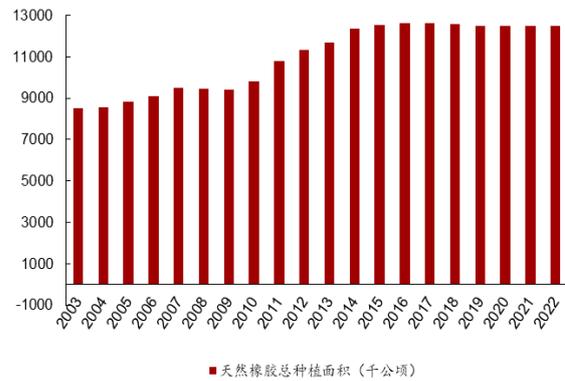
**图 23: 原油和橡胶价格走势**


数据来源: WIND, 西南证券整理

天然橡胶开割和种植面积趋稳，中短期价格不具备大涨的基础条件。从 2003-2022 年 ANRPC 成员国的天然橡胶开割面积和总种植面积来看，开割面积稳定增长，总种植面积自 2015 年达到峰值后稳定在 12500 千公顷附近。东南亚割胶的橡胶树胶龄通常是在 6 到 25 年之间，一般胶龄在 10 年以上的橡胶树产量最高，此后逐渐减少。我们统计了 2003 年-2022 年 ANRPC 成员国橡胶树的新种植面积和重新种植面积变化趋势，预计胶龄在 10-15 年的橡胶树有明显提升。因此，预计中短期全球天然橡胶的供应仍有保障，不具备大幅涨价的条件。

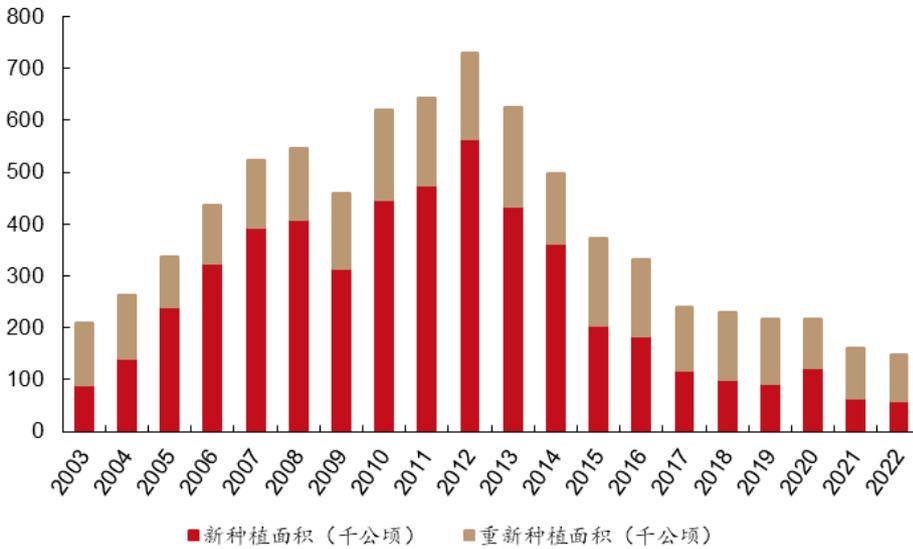
**图 24: 2003-2022 年 ANRPC 成员国天然橡胶开割面积**


数据来源: 中国橡胶信息贸易网, 西南证券整理

**图 25: 2003-2022 年 ANRPC 成员国天然橡胶总种植面积**


数据来源: 中国橡胶信息贸易网, 西南证券整理

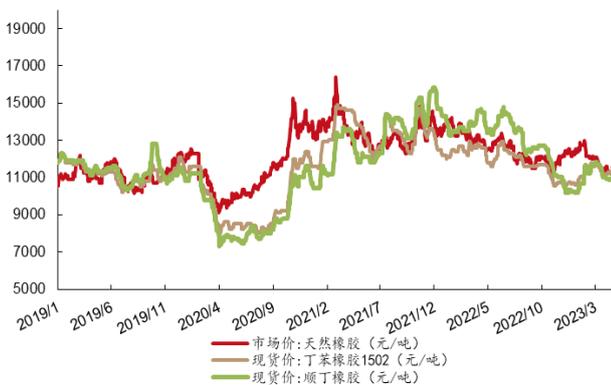
图 26：2003-2022 年 ANRPC 成员国天然橡胶新种植面积和重新种植面积



数据来源：中国橡胶信息贸易网，西南证券整理

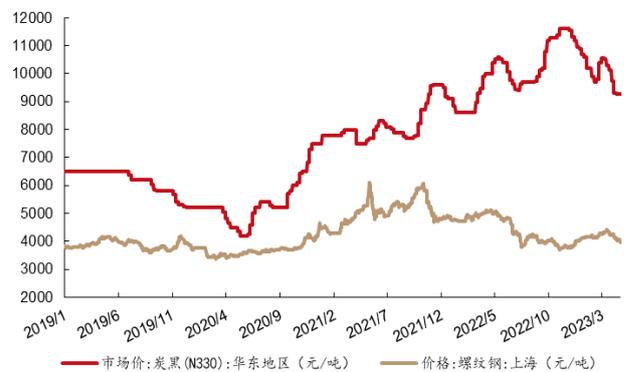
2022 年橡胶原材料均价同比下降，胎企成本压力有所缓解，年均价格仍然有较大下降空间。2021 年，轮胎原材料价格暴涨，其中天然橡胶/ 丁苯橡胶/ 顺丁橡胶/ 炭黑 N330/ 螺纹钢均价分别为 13426/ 13337/ 13205/ 8209/ 5045 元/吨，同比分别+17.4%/ +37.2%/ +44.0%/ +50.2%/ +36.0%。2022 年，橡胶原材料均价同比下降，其中天然橡胶/ 丁苯橡胶/ 顺丁橡胶均价分别为 12578/ 11906/ 12998 元/吨，同比分别-6.3%/ -10.7%/ -1.6%；炭黑 N330/ 螺纹钢均价分别为 9839/ 4405 元/吨，同比分别+22.7%/ -12.7%。截至 2023 年 4 月 28 日，天然橡胶/ 丁苯橡胶/ 顺丁橡胶/ 炭黑 N330/ 螺纹钢价格较 2022 年均价分别-8.6%/ -0.1%/ -13.8%/ -10.3%/ -13.1%。全年来看，2021 年橡胶价格走势上行，2022 年走势下行。从年均价来看，橡胶原材料成本均处于相对高位。结合前面对原油价格以及天然橡胶供应趋势的分析，2021-2022 年橡胶年均价格较高，2023 年橡胶年均价格有下探空间。

图 27：橡胶价格走势 (元/吨)



数据来源：中国橡胶信息贸易网，WIND，西南证券整理

图 28：炭黑和螺纹钢价格走势 (元/吨)



数据来源：WIND，隆众化工，西南证券整理

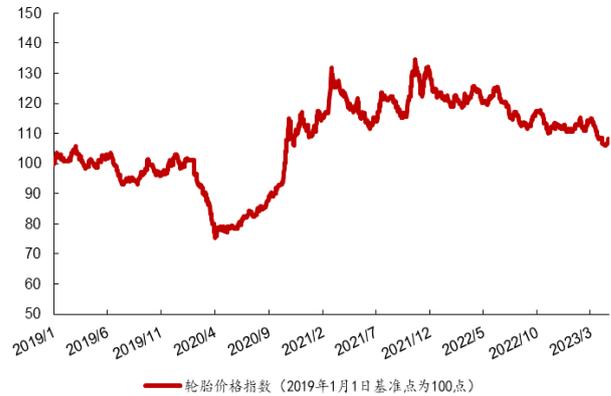
**轮胎原材料价格指数下降，胎企成本压力有望缓解。**我们假设：轮胎原材料成本中天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、炭黑、螺纹钢的占比分别为 23%、12%、12%、15%、11%；其他原材料占比 27%，价格设定 0 元（忽略其他原材料价格的影响）。以 2019 年 1 月 1 日的原材料价格为基准点，得到轮胎原材料价格指数。轮胎原材料价格指数总体上与天然橡胶和合成橡胶波动趋势一致。2020 年初，受原油价格大幅下行影响，轮胎原材料价格急剧下降，4 月份之后，随着原油价格回升，轮胎原材料价格也逐渐上行。2021-2022 年 6 月，轮胎原材料价格指数基本处于 110 以上，之后开始下降。2022 年，轮胎原材料价格指数平均值为 118.0，较 2021 年的平均值 121.5 下降 3.5pp。截至 2023 年 4 月 28 日，轮胎原材料价格指数为 107.8，较 2022 年平均值下降 10.2pp，较年初下降 3.4pp。

图 29：橡胶促进剂和防老剂价格走势（元/吨）



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

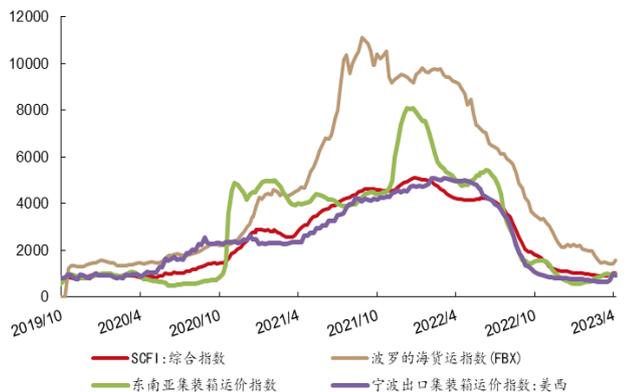
图 30：轮胎原材料价格指数



数据来源：中国橡胶信息贸易网，WIND，西南证券

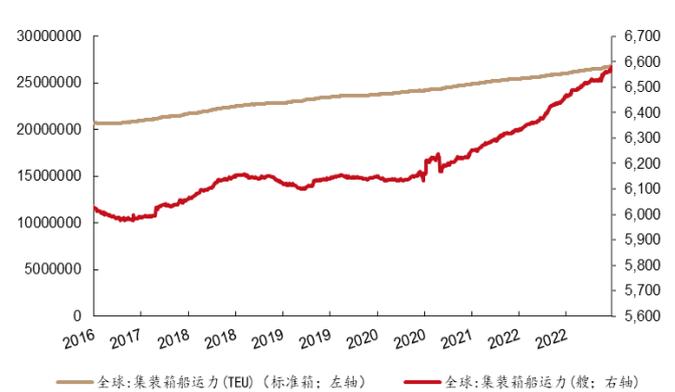
**海运费高位回落，轮胎出口成本压力缓解。**轮胎进出口的超长距离运输主要依靠海运。2020 年下半年开始，海运需求的增速远大于集装箱船运力增速，造成短期供需错配，集装箱运价不断攀升。直至 2022 年初，海运费价格逐渐下降，目前基本回归至正常水平。从全球集装箱船的运力变化趋势来看，全球海运能力自 2020 年以来有明显提升，有望推动海运费进一步下降。

图 31：海运费价格指数走势（点）



数据来源：WIND，西南证券整理

图 32：全球集装箱运力变化趋势

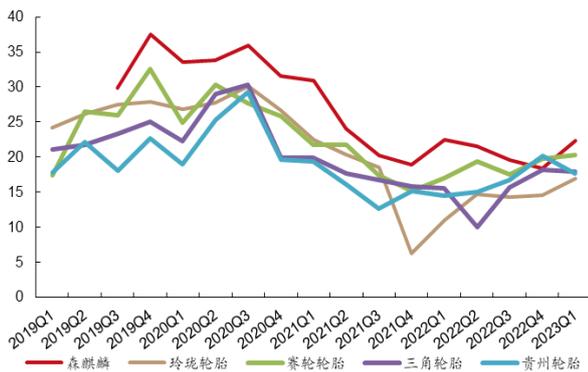


数据来源：WIND，西南证券整理

美国对泰国、越南等原产地轮胎加征反倾销税和反补贴税落地，轮胎出口供应格局未来几年可能改变。2020年，美国国际贸易委员会发布公告，对来自韩国、泰国、越南以及中国台湾地区的乘用车与轻型卡车轮胎进行反倾销和反补贴调查。2021年5月，美国对韩国、中国台湾、泰国、越南的双反终裁结果落地。泰国反倾销税率达14.62%-21.09%，越南没有反倾销税，反补贴税率6.23%-7.89%。2007年，美国对中国本土轮胎施加双反后，中国本土轮胎迅速退出美国市场，美国PCR进口供应格局在接下来几年发生改变。当前，低双反税率、零双反税率地区在这一过程中有望取代东南亚高税率地区的份额，企业海外工厂选址的差异有望拉开公司业绩。

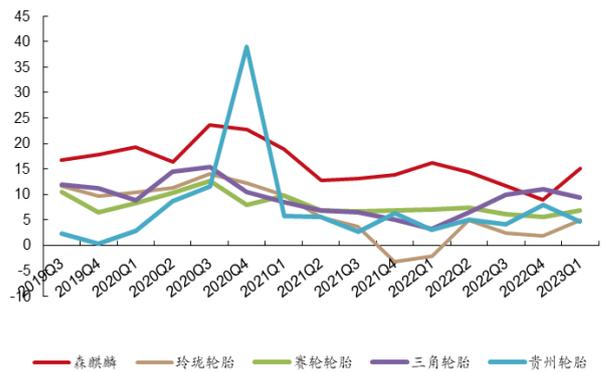
国内胎企销售毛利率和净利率有望改善。2021年，全球海运集装箱紧张导致海外市场需求旺盛却运输受阻，原材料价格大幅上涨等不利因素叠加，中国轮胎行业的整体经营形势极为严峻，企业盈利水平大幅下降。2022年，复杂严峻的经济形势和市场环境未发生较大好转，企业盈利水平处于2019年以来的底部。进入2023年，轮胎原材料价格走势下行，海运费回归正常水平，轮胎需求回暖，企业盈利水平回升，国内胎企走出低谷时期。未来，基于对轮胎原材料价格走势的分析，我们认为原材料价格具备下降空间，且国内轮胎需求由于疫情解除有望复苏，企业盈利水平有望逐步修复。

图 33：国内头部胎企销售毛利率（%）变化趋势



数据来源：WIND，西南证券整理

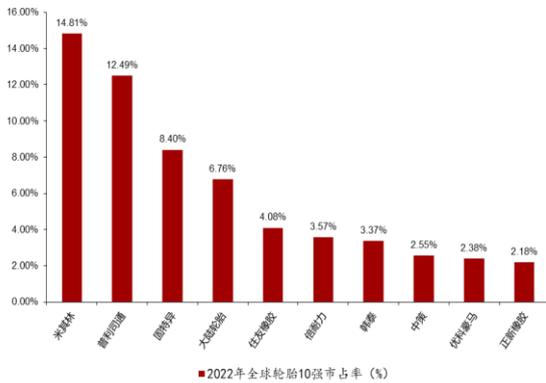
图 34：国内头部胎企销售净利率（%）变化趋势



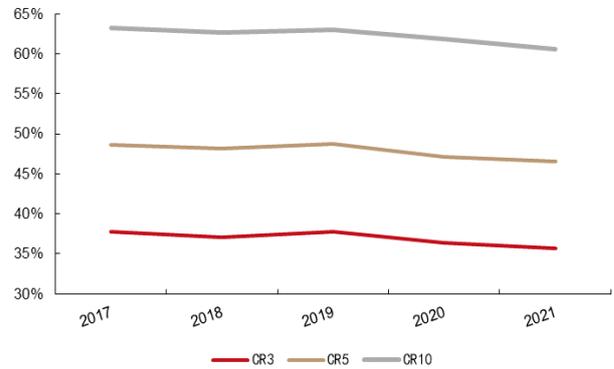
数据来源：WIND，西南证券整理

## 2.3 跨国巨头主导，国内胎企整体竞争力提升

轮胎行业集中度较高，中国企业在前十中占 2 席。2022 年 8 月 29 日，美国《轮胎商业》正式发布 2022 年度全球轮胎 75 强排行榜。全球轮胎排名变化不大，行业前 10 依次为米其林、普利司通、固特异、大陆轮胎、住友橡胶、倍耐力、韩泰、中策、优科豪马和正新橡胶。全球 CR3、CR5 和 CR10 销售额占比从 2017 年的 37.7%/ 48.7%/ 63.2% 分别下滑到 35.7%/ 46.6%/ 60.6%。

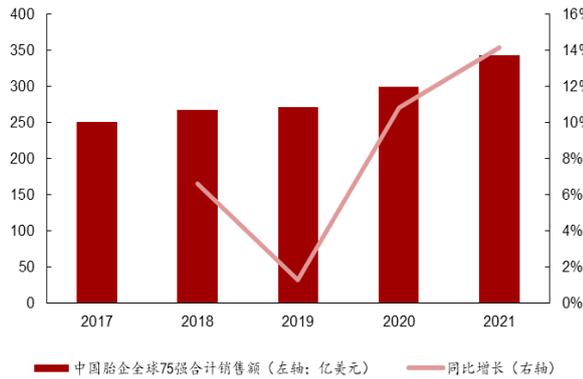
**图 35：2021 年全球轮胎企业 10 强及市场份额**


数据来源: Tire Business, 西南证券整理

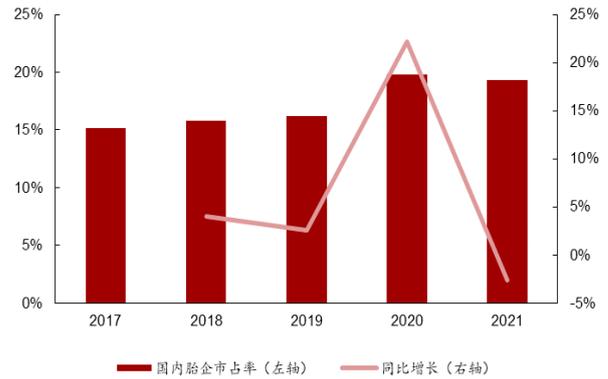
**图 36：全球 CR3、CR5 和 CR10 销售额占比变化情况**


数据来源: Tire Business, 西南证券整理

中国胎企市场占有率逐年提升。2017-2021 年，中国胎企全球 75 强销售额从 250.6 亿美元提升至 344.6 亿美元，CAGR 为 8.3%；市场份额占比从 15.2% 增长到 19.3%。中国作为汽车生产和消费大国，为本土轮胎企业提供广阔的发展空间。

**图 37：2017-2021 年中国胎企全球 75 强合计销售额变化情况**


数据来源: Tire Business, 西南证券整理

**图 38：2017-2021 年中国胎企全球 75 强合计市场份额变化情况**


数据来源: Tire Business, 西南证券整理

在资金优势和利润的驱动下，国内头部企业加强全球布局。面对双反制裁和原材料天然橡胶进口依赖性较强的局面，我国胎企积极推进国内优势产能向海外扩张，逐步打造具备国际竞争力的中国轮胎产业。从建设的项目分布来看，海外扩产主要集中在越南、泰国、西班牙。起初，东南亚地区天然橡胶资源丰富能够降低原料成本，同时也可以规避欧美贸易壁垒的影响。但是 2020 年以来，美国双反政策开始波及到东南亚地区，国内轮胎企业的新项目选址也逐步转向欧洲的塞尔维亚、西班牙等地。

**表 3：中国部分轮胎企业的海外布局**

公司名称	海外基地	建设产能 (半钢胎/全钢胎, 万条)	投产时间 (预计)
森麒麟	泰国一期	1000/0	2014
	泰国二期	600/200	2022
	西班牙	1200/0	2025
	摩洛哥	600/0	2024-2025

公司名称	海外基地	建设产能(半钢胎/全钢胎, 万条)	投产时间(预计)
玲珑轮胎	泰国	1500/220	2014
	塞尔维亚	1200/160	2023-2024
赛轮轮胎	越南	1200/160	2015
	越南(三期+改造)	400/100	2023
	与固铂合资的越南 ACTR	0/240	2021
	柬埔寨	900/165	2023
中策橡胶	泰国	2000	2021 三期陆续投产
贵州轮胎	越南一期	0/120	2022
	越南二期	0/80	规划
通用股份	泰国	600/100	2021
	柬埔寨	500/90	2023

数据来源: 标的公司公告, 西南证券整理

**国内胎企越来越重视产品性能, 研发实力不断加强。**近年来, 国内头部胎企逐渐向高品质、高性能、绿色环保的中高端产品发力, 研发出新材料、新配方、新技术、新工艺、新结构。例如, 玲珑轮胎的蒲公英橡胶轮胎拓宽天然橡胶的供应渠道, 森麒麟石墨烯轮胎打破性能不可兼顾的魔鬼三角定律, 赛轮轮胎的液体黄金轮胎使用世界首创液体黄金 EVEC 胶化学炼胶技术制备的新材料。

**表 4: 国内胎企的高端品质产品**

公司名称	产品	优点
森麒麟	石墨烯轮胎	高抗湿滑、高耐磨、低滚阻, 打破性能不可兼顾的魔鬼三角定律。超低滚阻技术可以使新能源汽车续航里程增加约 6%。轮胎重量降低 10%, 实现轮胎轻量化。
	Qirin EV	包含全新花纹、全新轮廓、全新配方、结构加强、工艺五大创新。以 255/40ZR20 高端新能源轮胎为例, Qirin EV 相比同规格普通轮胎滚阻降低 12%、续航里程平均增加 12%、耗电节省约 5%。
赛轮轮胎	液体黄金轮胎	利用世界首创液体黄金” EVEC 胶, 化学炼胶技术制备的新材料, 自主研发出了低碳绿色轮胎产品-液体黄金轮胎。
玲珑轮胎	蒲公英橡胶轮胎	对拓宽天然橡胶的供应渠道, 降低生产成本和碳排放都具有重要意义。
	3D 打印聚氨酯轮胎	全球首条
	自修复静音绵一体化轮胎	国内首条

数据来源: 标的公司公告及官网, 西南证券整理

2010 年以来, 我国轮胎制造业陆续出台了一系列法律法规、产业政策和行业自律规范, 极大地促进和规范了行业的健康发展, 为我国轮胎制造业提供了良好的政策环境。有利于我国轮胎产业由大变强, 走上可持续发展之路, 提高整个行业综合竞争力。

**表 5: 轮胎产业政策**

法律法规及政策	发布单位	发布时间
《全省落实“三个坚决”行动方案(2021—2022 年)》	山东省	2021 年 4 月
《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》	中国橡胶工业协会	2020 年 11 月
《关于支持出口产品转内销的实施意见》	国务院办公厅	2020 年 6 月

法律法规及政策	发布单位	发布时间
《关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案》	山东省人民政府	2018年10月
《山东省人民政府关于印发山东省新旧动能转换重大工程实施规划的通知》	山东省人民政府	2018年2月
《石化和化学工业发展规划(2016-2020年)》	工信部	2016年9月
《中共山东省委、山东省人民政府关于深入推进供给侧结构性改革的实施意见》	中共山东省委、山东省人民政府	2016年5月
《橡胶行业“十三五”发展规划指导纲要》	中国橡胶工业协会	2015年10月
《山东省推进工业转型升级行动计划(2015-2020年)》	山东省人民政府办公厅	2015年4月
《中国橡胶工业强国发展战略研究》	中国橡胶工业协会	2014年10月
《绿色轮胎技术规范》	中国橡胶工业协会	2014年2月
《产业结构调整指导目录(2019年本)》	国家发改委	2019年10月
《子午线轮胎工艺技术规范》	中国橡胶工业协会	2012年4月
《轮胎产业政策》	工信部	2010年9月

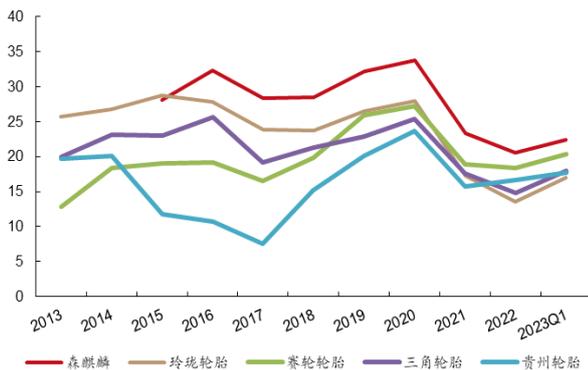
数据来源：政府网站，西南证券整理

### 3 盈利水平行业领先，轮胎业务有望量价齐升

#### 3.1 “高端化+智能化+全球化”，盈利水平行业领先

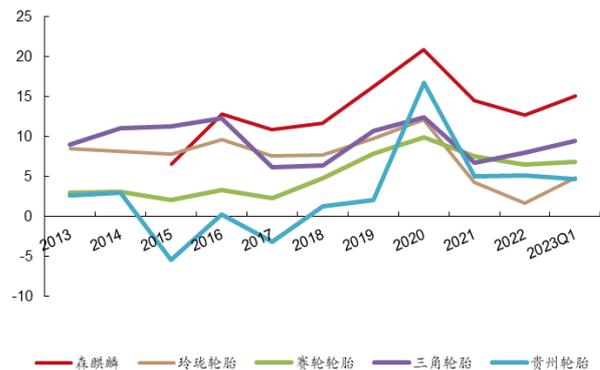
公司产品结构高端化、生产智能化、销售全球化，毛利率和净利率高于国内同行。2017-2023Q1，公司毛利率和净利率均明显高于玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎和贵州轮胎。其中公司销售毛利率高于上述公司 5-8pp，销售净利率高出 7-12pp。我们认为公司盈利能力领先国内同行的主要原因是：1) 公司产品定位高端化，具有更高的溢价；2) 生产智能化，不仅低成本、低投入且带来高效率、高品质；3) 销售端主要出口欧美高利润市场。

图 39：公司与可比公司毛利率 (%)



数据来源：WIND，西南证券整理

图 40：公司与可比公司净利率 (%)



数据来源：WIND，西南证券整理

公司产品结构以净利润更高的大尺寸高性能轮胎为主。大尺寸轮胎对性能的要求更苛刻、轮胎研发难度更高、制造工艺更复杂，产业链话语权更强，定价环节溢价更高，具有较高的净利率。公司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。2017-2019 年，公司主力产品为经济型乘用车轮胎及高性能乘用车轮胎，两者合计销售收入占比分别为 91.74%、85.85%及 83.83%，其中高性

能乘用车轮胎作为核心产品，销售收入占比为 55.40%、53.42%及 53.46%。其余品种则有效丰富公司产品序列，适应不同市场消费需求。据公司 2022 年报披露，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。

**表 6：公司销售情况按产品类型分类**

产品系列		2019		2018		2017	
		金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
乘用车胎	经济型乘用车轮胎	138,918.38	30.37%	135,209.51	32.44%	131,211.24	36.34%
	高性能乘用车轮胎	244,544.29	53.46%	222,670.09	53.42%	200,041.27	55.40%
	特殊性能轮胎	5,404.43	1.18%	5,521.32	1.32%	3,263.97	0.90%
轻卡轮胎		68,386.60	14.95%	53,426.41	12.82%	26,512.84	7.34%
特种轮胎		156.56	0.03%	20.09	0.01%	74.64	0.02%
合计		457,410.26	100.00%	416,847.42	100.00%	361,103.96	100.00%

数据来源：公司招股书，西南证券整理

**高端品牌形象基于产品性能实力：**公司旗下“森麒麟 Sentury”、“路航 Landsail”、“德林特 Delinte”品牌产品在 Test World、德国 Auto Bild、芬兰 TM、中国《车与轮》等众多国内外权威第三方独立轮胎测评中获得过优异的成绩。经过十余年发展，公司产品在性能参数上比肩国际先进品牌，逐渐在国际市场建立起高端化品牌形象。

**表 7：公司在国际国内权威第三方独立轮胎测评成绩**

时间	测评机构	测评轮胎型号	内容
2021 年 10 月	中国《车与轮》轮胎测评	“森麒麟 Sentury” 235/45R18 Qirin 990	干地制动第 1、湿地制动第 2、噪声第 3、滚阻第 1，对比国际品牌新能源静音棉轮胎，Qirin990 的干地制动缩短 1.2%，湿地制动缩短 19%，干湿地制动总成绩缩短 10.7%
2021 年 6 月	芬兰 TM 轮胎测评	“森麒麟 Sentury” “路航 Landsail” 205/55R16	滚动阻力第 1、干地制动第 3、干地操控第 4、湿地制动第 3、湿地水滑第 4、噪音第 5，最终综合排名第 4
2019 年 8 月	德国 Auto Bild 轮胎测评	路航 Landsail” 225/45R17 LS588	与普利司通并列第 3 位，在国产轮胎品牌中排名第 1
2016 年	Test World 夏季轮胎测试	“路航”轮胎	综合排名第九，为排名最高的中国品牌。其中湿地的制动、动态抓地力排名并列第二；湿地的水滑测试及操控性能、噪音测试排名并列第三
2015 年	Test World 夏季轮胎测试	“路航”轮胎	湿地制动排名独居榜首；干地制动排名并列第一；湿地动态抓地力、舒适性排名并列第二；噪音、滚动阻力排名并列第三
2014 年	Test World 夏季轮胎测试	“路航”轮胎	排名位于全部评测对象的第八名（并列），为排名最高的中国品牌。其中湿地刹车抓地力并列第一；水滑测试、噪音、舒适性、滚动阻力排名并列第二；湿地驾驶和干地刹车抓地力、干地操控性能并列第三

数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司赛车轮胎的开拓也有利于提升高端品牌形象。**公司全热熔场地赛车胎产品填补国内专业赛车运动轮胎被合资、外资品牌垄断的空白，拥有雨胎、干胎中性配方、软配方、超软配方两个大类四种配方，满足多种气候条件下的各地域赛道需求。2021 年底，公司旗下“路航轮胎”顺利签约 FIA 国际汽联东南亚 F4 四级方程式锦标赛，成为该赛事 2022-2028 赛季

的官方唯一指定轮胎供应商，也是 FIA 国际汽联方程式赛事迄今为止第一个官方指定的中国轮胎品牌。2022 年，签约 DriftKing 欧洲系列赛，成为路航轮胎正式踏入欧美国际赛场的第一个赛事。

**携手全球知名轮胎制造商-芬兰诺记，品牌实力再提升。**拥有百年历史积淀的诺记轮胎总部位于芬兰诺基亚市，是世界最北端的轮胎制造商，致力于为全球所有地区的安全运输提供保障和服务。诺记轮胎在冬季轮胎领域保持着多项世界纪录，是全球轮胎行业公认的“冰雪胎王者”，在冬季轮胎市场具备绝对领导地位。2022 年 12 月，公司与诺记轮胎签署制造合作协议，将为诺记轮胎生产其旗下“Nokian 品牌”全球最高端的雪地胎产品。根据诺记轮胎官网，诺记正在与公司谈判其他合同制造协议。预计 2023-2027 年，协议的总产量将在 100-300 万条/年。此次合作对于森麒麟提升品牌形象意义非凡。

**公司泰国工厂具有更高的毛利率。**北美地区轮胎消费能力更强，且主要为售价较高的大尺寸轮胎，销售均价较其他地区偏高。在全球轮胎需求保持稳定、贸易摩擦导致国内轮胎出口受限的情况下，境外工厂具备更强的定价及盈利能力。2017-2019 年，公司泰国工厂销售毛利率分别为 30.78%、37.33%、39.88%，较境内销售毛利率分别高出 4.86 pp、13.38 pp、15.40 pp。

**表 8：公司不同地区工厂销售毛利率**

	2019		2018		2017	
	境内	泰国	境内	泰国	境内	泰国
玲珑轮胎	21.94%	36.41%	21.46%	31.91%	21.43%	23.54%
森麒麟	24.48%	39.88%	23.95%	37.33%	25.92%	30.78%

数据来源：公司招股书，西南证券整理

**公司主要销售区域以定价及盈利能力更强的海外市场为主。**2017-2019 年，公司北美市场销售收入占主营业务收入的比例分别为 51.52%、58.70%及 62.32%，销售毛利率分别为 31.48%、31.81%及 35.84%，较全球其他区域综合毛利率高出约 7 pp。

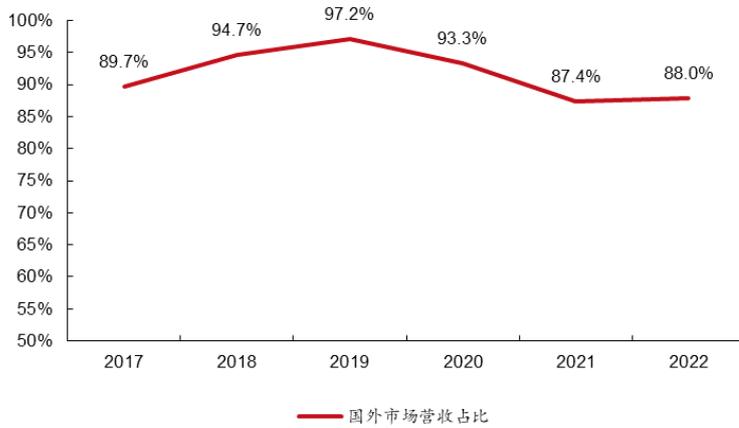
**表 9：公司主要产品按销售区域划分情况**

销售区域		2019		2018		2017	
		金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
乘用车胎	北美	285,068.50	62.32%	244,701.34	58.70%	186,036.50	51.52%
	欧洲	101,141.14	22.11%	98,496.62	23.63%	82,579.14	22.87%
	亚太	33,096.17	7.24%	29,620.68	7.11%	30,540.59	8.46%
	南美	20,313.86	4.44%	16,718.36	4.01%	19,448.39	5.39%
	非洲	4,981.81	1.09%	5,066.07	1.22%	5,424.58	1.50%
国内区域		12,808.78	2.80%	22,244.34	5.34%	37,074.77	10.27%
合计		457,410.26	100.00%	416,847.42	100.00%	361,103.96	100.00%

数据来源：公司招股书，西南证券整理

2017-2022 年，公司境外业务营收占比维持在 87%以上。2022 年，公司海外业务实现收入 55.27 亿元，占总营收的 88%，同比提升 0.6 个百分点。

图 41：2017-2022 公司境外营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

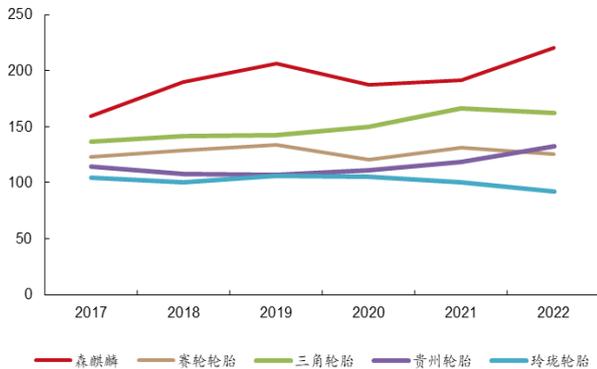
首家轮胎工业 4.0 智慧工厂，森麒麟是国内轮胎行业最具影响力的标杆企业之一。公司是业界较早推行智能制造的企业，智能制造水平在行业内具有示范效应。2014 年，公司以智能制造模式完成青岛工厂第二条生产线建设。2015 年，在泰国设计并建成全球行业领先的智慧工厂。2018 年，对青岛第一条生产线进行的智能化改造。公司自主研发的森麒麟智能制造系统，从智能中央控制系统、智能生产执行系统、智能仓储物流系统、智能检测扫描系统、智能调度预警系统五个主要模块，实现轮胎制造的“自动化、信息化、智能化、数字化、可视化、可溯化”。

图 42：公司数字化智能工厂示意图

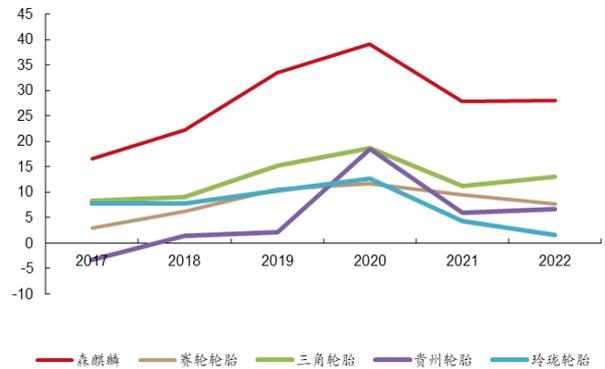


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司智能制造低成本、低投入、高效率、高品质，人均创收和净利润远高于国内同行。2017-2022 年，森麒麟人均创收和净利润远高于同行业可比公司。2022 年公司人均创收 221 万元，是玲珑轮胎的 2.4 倍、赛轮轮胎的 1.8 倍；人均净利润 28 万元，是玲珑轮胎的 17.9 倍、赛轮轮胎的 3.7 倍。

**图 43: 可比公司人均创收 (万元/人)**


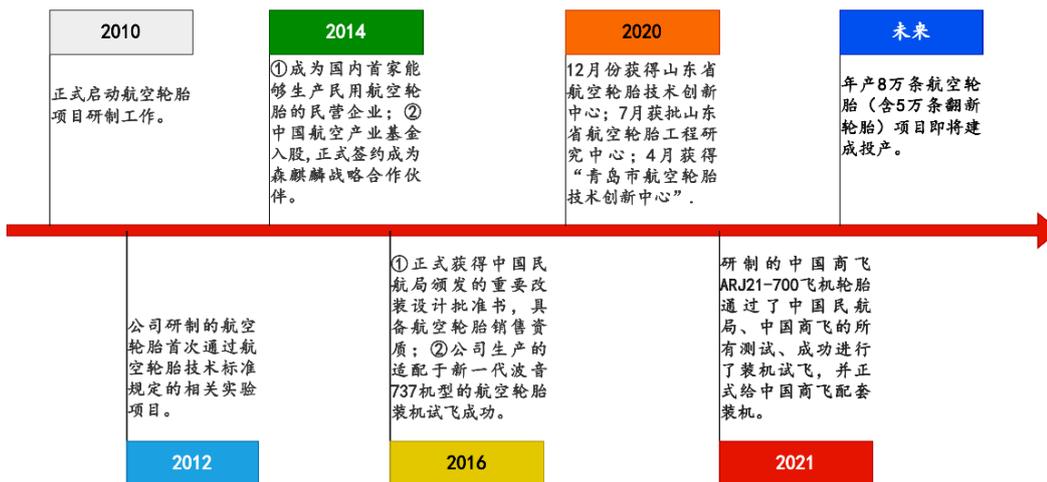
数据来源: iFinD, 西南证券整理

**图 44: 可比公司人均净利润 (万元/人)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.2 航空胎和泰国二期贡献增量, 布局西班牙和摩洛哥项目

**公司航空轮胎发展历程:** 2010年, 公司正式启动航空轮胎项目研制工作。2012年1月, 首次通过航空轮胎技术标准规定的相关实验项目。2014年, 中国航空产业基金正式签约为森麒麟战略合作伙伴。2016年, 正式获得中国民航局颁发的重要改装设计批准书 (MDA), 标志公司正式具备航空轮胎装机使用资格, 具备航空轮胎销售资质。2016年11月30日, 公司生产的适配于新一代波音737机型的航空轮胎装机试飞成功。2020年, 陆续获批青岛市航空轮胎技术创新中心、山东省航空轮胎工程研究中心、山东省航空轮胎技术创新中心。2020年9月, 首次公开发行股票募集资金用于年产8万条航空轮胎 (含5万条翻新轮胎) 项目。

**图 45: 公司航空轮胎发展历程**


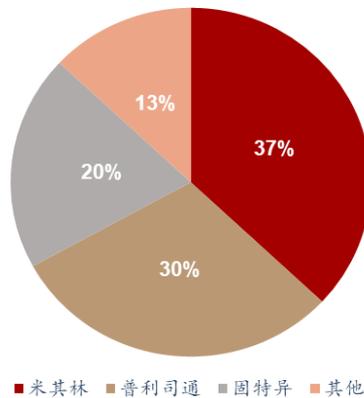
数据来源: 公司公告, 公司官网, 西南证券整理

目前，公司航空轮胎已小批量供货。2020年9月，公司IPO项目产品包括波音系列、空客系列、国产大型客机系列、俄式飞机等飞机轮胎，其中波音737-600/700/800/900型等多种规格适配轮胎已经取得中国民用航空局的适航认证，具有自主知识产权。公司已与中国商飞签署相关合作研发协议，开展国产大飞机航空轮胎合作，且进入中国商飞C909及C919培育供应商名录。2019年，成为中国商飞ARJ21-700航空轮胎合格供应商。2021年，正式配套装机。

力争十年内占据中国航空轮胎市场的半壁江山。2023年，公司将完成“年产8万条航空轮胎（含5万条翻新轮胎）项目”产线贯通，在现有技术、产品、人员、客户储备的基础上逐步扩大产量。同时，公司积极推进航空轮胎领域全球客户的开发，为国内外各航空公司的商飞系列、空客系列、波音系列机型供应各种型号的航空轮胎，成为全球民用航空轮胎主要制造商之一，力争十年内占有中国市场50%的份额。

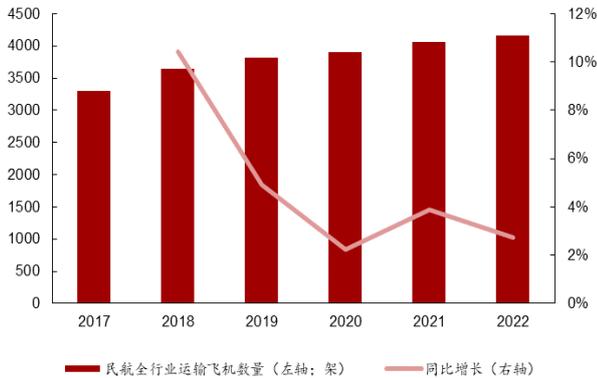
航空轮胎市场由国际巨头垄断，公司掌握自主核心技术开辟新赛道。航空轮胎是飞机重要的A类安全零部件，由于其设计研发、生产制造、质量控制、适航认证等具有较高门槛，市场参与者较少。据共研网数据，米其林、固特异、普利司通分别占全球航空轮胎市场份额的37%、20%及30%，其余品牌仅为13%。在国内，境外厂商依靠先进的研发技术和强大的品牌影响力，占据着95%以上的航空轮胎市场份额，基本形成垄断。公司历经十余年持续研发投入，已具备航空轮胎产品设计、研发、制造及销售能力，成为国际少数航空轮胎制造企业之一。

图 46：全球航空轮胎市场份额占比



数据来源：共研网，西南证券整理

国产大飞机规模化生产为航空轮胎的需求提供增长动力。据中国民用航空局数据，2017-2022年，我国民航全行业运输飞机数量持续增加，CAGR为4.8%。截至2022年末，我国民航全行业运输飞机数量4165架，同比增长2.7%。根据上海市科委1月10日发布的《2022上海科技进步报告》，来自中国商飞的数据显示，2022年12月，C919大型客机首架机交付首用户-东方航空公司，迈出市场运营“第一步”。截至2022年底，C919累计获得32家客户1035架订单。未来，随着国产大飞机的交付及ARJ21、新舟系列支线客机规模化生产，为我国航空轮胎行业需求量提供强劲的支持。

**图 47：2017-2022 年中国民航运输飞机在册数量及增速**


数据来源：中国民用航空局，中商情报网，西南证券整理

**图 48：2015-2022 年中国飞机起降架次及增速**


数据来源：中国民用航空局，西南证券整理

预计 2023 年中国民用航空轮胎需求总量为 31.5 万条，市场规模【22.0；23.9】亿元。据中国商飞官网，飞机轮胎的更换标准是起降次数，飞机的起落次数对轮胎造成一定磨损，从而导致航空轮胎使用过程中存在替换或者更新周期。一般来说，飞机每起降 200 次左右就更换一次轮胎。我们假设 2023 年全年飞机起降次数恢复至 2019 年的 90%，之后每年增长 8%。根据旅客吞吐量 and 飞机起降架次，假设平均每架飞机每次更换 6 条轮胎。据《全球航空轮胎市场需求分析》航空轮胎更换新胎与翻新胎的为 1:4-2:3，新胎和翻新胎价格分别约 1 万元/条和 0.6 万元/条。预计 2023 年，中国民用航空轮胎需求总量为 31.5 万条，新胎和翻新胎分别为【7.9；12.6】万条和【18.9；23.6】万条，市场规模约【22.0；23.9】亿元，到 2026 年达到【27.8；30.1】亿元。

**表 10：中国航空轮胎市场规模及预测**

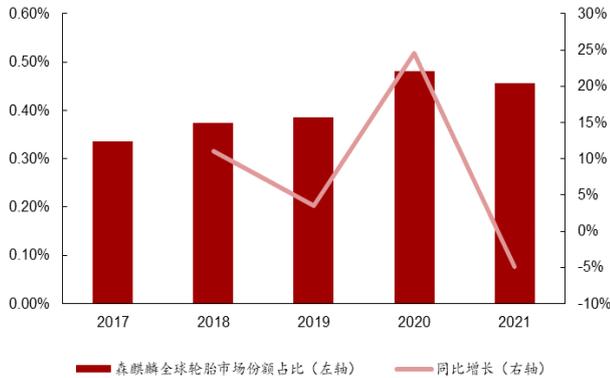
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
起降架次 (万架次)	1166.0	904.8	977.7	714.8	1049.4	1133.4	1224.0	1321.9
轮胎替换需求 (万条)	35.0	27.1	29.3	21.4	31.5	34.0	36.7	39.7
新胎与翻新胎比例	【1:4；2:3】	【1:4；2:3】	【1:4；2:3】	【1:4；2:3】	【1:4；2:3】	【1:4；2:3】	【1:4；2:3】	【1:4；2:3】
新胎需求 (万条)	【8.7；14.0】	【6.8；10.9】	【7.3；11.7】	【5.4；8.6】	【7.9；12.6】	【8.5；13.6】	【9.2；14.7】	【9.9；15.9】
翻新胎需求 (万条)	【21.0；26.2】	【16.3；20.4】	【17.6；22.0】	【12.9；16.1】	【18.9；23.6】	【20.4；25.5】	【22.0；27.5】	【23.8；29.7】
市场规模 (亿元)	【24.5；26.6】	【19.0；20.6】	【20.5；22.3】	【15；16.3】	【22.0；23.9】	【23.8；25.8】	【25.7；27.9】	【27.8；30.1】

数据来源：中国民用航空局，中国商飞官网，西南证券预测

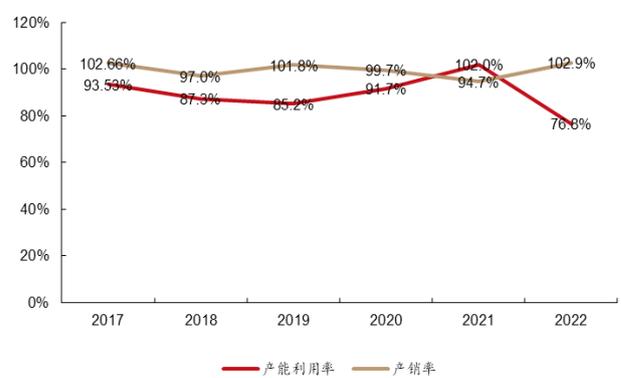
2017-2021 年，公司在全球汽车轮胎市场的占有率由 0.34% 提升至 0.46%，CAGR 为 8%。2021 年，受轮胎行业景气低迷影响，公司市场份额多年来首次出现下降。据公司公告，2014-2021 年，公司旗下“德林特 Delinte”品牌轮胎已连续 8 年在美国超高性能轮胎市场保持 2.5% 的市场份额，为唯一榜上有名的中国品牌。2022 年，公司轮胎产品在美国替换市场的占有率超 4%、在欧洲替换市场的占有率约 4%。

产能利用率接近 100%，处于产能瓶颈期，泰国二期投产贡献增量。2017-2021 年，公司产能利用率和产销率较高。2022 年，产能利用率为 76.6%，主要系公司新增产能爬坡。公司高品质、高性能、绿色、安全的产品形象备受全球市场认可，随着公司产品竞争力的不断提升，客户订单需求日益增长，近年来总体上处于产品供不应求状态，产能不足已成为制约公司进一步发展的主要因素，公司亟待扩充现有产能，增强竞争实力。2022 年下半年，

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正式投产运行。2022 年 11 月 3 日，公司在投资者互动平台表示，目前正积极推动产能充分释放。2022 年年报显示，预计 2023 年可大规模投产。

**图 49：2017-2021 年森麒麟在全球轮胎市场的占有率及增速**


数据来源：Tire Business, 西南证券整理

**图 50：2017-2022 年公司产能利用率和产销率**


数据来源：公司公告, 西南证券整理

**积极推进西班牙和摩洛哥项目。**公司结合全球轮胎行业发展趋势，在客户订单需求日益增长、产品处于供不应求的背景下，践行“833Plus”战略。公司充分利用智能化制造实践经验，在西班牙建设年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎，在摩洛哥拟建年产 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目。依托在泰国成功运营海外产能项目的基础上，进一步打造全球行业领先的智能制造模式，扩充现有产能，满足市场需求、增强竞争实力。

**表 11：公司现有产能、在建产能及规划产能情况**

基地或项目名称	设计产能	预计建成时间	项目进度
青岛工厂	1400 万条半钢子午线轮胎	-	2021 年产能
泰国一期工厂	1000 万条半钢子午线轮胎	-	利用率 102%
航空轮胎项目	8 万条航空轮胎 (含 5 万条翻新轮胎)	2022 半年报计划 2022 年 12 月投产 2022 年 9 月更新 2023 年 12 月投产	2022 年 12 月 工程进度 91.64%
泰国二期项目	600 万条高性能半钢子午线轮胎 200 万条高性能全钢子午线轮胎	-	2023 年大规模投产
西班牙项目	1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎	第 24 个月 (预计 2024 年) 具备 600 万条产能 第 36 个月 (预计 2025 年) 具备 1200 万条产能	积极推进
摩洛哥项目	600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎	项目建设周期 18 个月，投产第一年产量为 360 万条，投产第二年即具备 600 万条产能	积极推进

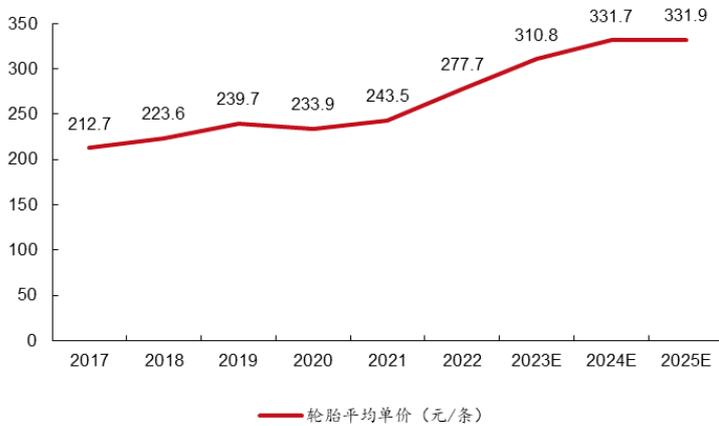
数据来源：公司公告, 西南证券整理

**新项目产品单价较高，有望提升公司轮胎产品均价。**根据公司公开发行可转换公司债券募集书公告，泰国二期年产 600 万条高性能半钢子午线轮胎预计实现年均销售收入 24.17 亿元、年均净利润 4.71 亿元，计算出轮胎单价为 403 元/条，净利率 19.5%；年产 200 万条高性能全钢子午线轮胎项目实现年均销售收入 17.87 亿元、年均净利润 2.62 亿元，计算出轮胎单价为 894 元/条，净利率 14.7%。年产 8 万条航空轮胎 (含 5 万条翻新轮胎) 项目达产后预计实现年均销售收入 3.86 亿元、年均净利润 0.83 亿元，计算出轮胎单价为 4823 元/条，

净利率 21.6%。西班牙工厂项目达产后预计实现年均销售收入 36.64 亿元、年均净利润 8.33 亿元，计算出轮胎单价为 305 元/条，净利率 22.7%。

受益于新建产能的逐步释放，公司轮胎业务有望量价齐升。我们假设：（1）2023 年产品单价由于海外人工成本上行且国际大牌涨价将带动公司产品价格上行，预计 2023 年泰国工厂产品单价上涨 1%，青岛工厂产品单价维持不变，2024-2025 年产品单价维持 2023 年不变；（2）2023 年泰国二期半钢胎产量 350 万条、全钢胎 80 万条，2024-2025 年泰国二期产能利用率分别为 80%/ 90%；2023 年航空胎新胎产能利用率 20%，2024-2025 产能利用率分别 30%/ 50%；（3）西班牙和摩洛哥工厂 2025 年产量 420 万条。根据上述假设测算，随着新建产能的陆续释放，预计 2023-2025 年公司全部轮胎产品均价分别为 310.8/ 331.7/ 331.9 元/条，公司轮胎业务有望量价齐升。

图 51：2017-2025E 公司轮胎产品均价变化趋势



数据来源：公司公告，西南证券预测

### 3.3 销售区域以海外为核心培育国内，攻坚全球中高端配套市场

公司产品销售以境外替换市场为核心、持续培育境内替换市场、重点攻坚全球中高端主机厂配套市场。在替换市场塑造了中国轮胎高端品牌形象，通过经销模式向各级经销商或连锁零售商销往 C 端消费者。在配套市场采用直销模式，主要面向整车厂商，目前公司在配套市场定位于全球中高端主机厂。

境外替换市场销售体系完善，产品远销 150 多个国家和地区。公司产品在海外市场凭借完善的产品体系、过硬的产品品质、高效的配套服务，逐步树立起良好的品牌形象。2014-2021 年，在美国竞争激烈的超高性能轮胎（UHP）市场，公司旗下“德林特 Delinte”品牌轮胎持续保持 2.5% 的市场份额，为唯一榜上有名的中国品牌。2022 年，公司轮胎产品在美国替换市场的占有率超 4%、在欧洲替换市场的占有率约 4%。在海外市场，公司除了开发传统的大型轮胎批发商外，着力开发大型连锁零售商，形成海外销售“双轮驱动”格局。

**表 12: 境内外与公司合作的主要经销商**

公司名称	基本情况	合作起始年份	长期合作协议及业务可持续性
OAKTYRES	成立于 1980 年, 英国轮胎贸易商, 其全球销售网络覆盖超过 30 个国家或地区, 包括意大利、西班牙、南非、以色列等。	2010 年	长期协议, 后续每 2 年自动续期
INTER-SPRINT	成立于 1981 年, 总部位于荷兰, 销售区域覆盖欧洲地区。	2010 年	长期协议, 后续每 6 年自动续期
上海耐石	成立于 2001 年, 总部在上海, 在美国、英国、法国、阿根廷、阿联酋等国家和地区从事轮胎销售业务, 2017 年经营规模逾 1 亿美元。公司制造的 ZETA 和 PACE 是其主要经销品牌。	2009 年	长期协议, 后续每 3 年自动续期
TURBOWHOLESALE	成立于 1987 年, 销售区域主要在美国加利福尼亚州, 拥有近 50 万平尺的仓库和 100 多万条的库存。	2009 年	长期协议, 后续每 2 年自动续期
DISCOUNT TIRE	成立于 1960 年, 在美国拥有 1020 家门店, 是美国最大的轮胎零售商之一, 2017 年销售额为 48.4 亿美元。除经销公司制造的 SENTURY 品牌外, 另外经销 54 个品牌, 其中 Bridgestone, Goodyear, Continental 和 Cooper 是其经销的主要品牌。	2015 年	2017-2019 年公司 DISCOUNT TIRE 销量分别为 164.53/219.30/258.93 万条, 双方合作稳定。
OMNI UNITED	成立于 2000 年, 总部位于新加坡, 在美国 3 个州拥有 4 家仓库, 分别位于加州, 德州 (两家) 和犹他州。	2011 年	长期协议, 后续每 2 年自动续期
AMERICAN OMNI	成立于 1990 年, 美国主要轮胎经销商之一, 销售区域覆盖全球 55 个国家和地区, 有近 30 年的轮胎销售经验和完善的轮胎销售网络, 年总销售量超过 500 万条半钢轮胎, 30 万条全钢轮胎。	2011 年	长期协议, 后续每 2 年自动续期

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**借助深耕海外经营的品牌效应, 发力国内替换市场的“新零售”。**公司在国内替换市场耐心培育消费者对轮胎品质的重视度及消费习惯, 制定了发力国内替换市场的“新零售”销售策略。2020 年 4 月份, 公司自主研发的汽车后服务市场销售平台“麒麟云店”上线运行。2022 年底, “麒麟云店”累计注册门店用户近 3.4 万家。据公司官网新闻, 公司希望在 2025 年内将“麒麟云店”活跃门店数量提高到超 2 万家, 国内替换市场的整体销量提升到不少于 640 万条, 力争 700 万条; 到 2027 年, 将“麒麟云店”活跃门店数量提高到超 3 万家, 国内替换市场的整体销量不少于 1000 万条, 力争 1200 万条, 国内市场占有率达到 5% 左右。线下装修门店方面, 2022 年继续新增“森麒麟 Sentury”、“路航 Landsail”、“德林特 Delinte”三大品牌装修门店, 累计装修门店数量约 2000 家。

**表 13: 公司国内替换市场新零售目标**

	2022	2025E	2027E
麒麟云店活跃门店数量 (万家)	3.4 (注册量)	2 (活跃量)	3 (活跃量)
国内替换市场最低销量 (万条)	300 (估计值)	640	1000
国内替换市场力争销量 (万条)		700	1200

数据来源: 公司公告, 公司官网, 西南证券整理

**2022 年 9 月公司发布新能源汽车轮胎“Qirin EV”, 致力于成为高端新能源汽车轮胎领航者。**新能源车对轮胎产品具有更高的要求, 如更高承载能力、更加静音舒适、更好极速抓地力、更低滚动阻力等。森麒麟此次“Qirin EV”的发布, 正式开创了新能源汽车轮胎这一全新品类。Qirin EV 的诞生伴随着五大创新, 即全新花纹创新、全新轮廓创新、全新配方创新、结构加强创新、工艺创新。以 255/40ZR20 高端新能源轮胎为例, Qirin EV 相比同规格

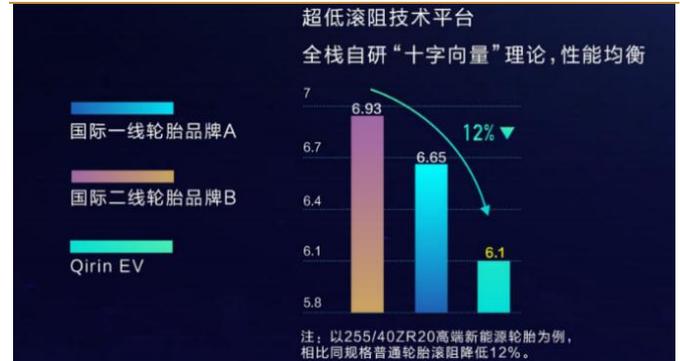
普通轮胎滚阻降低 12%、续航里程平均增加 12%、耗电节省约 5%。据公司官网新闻，到 2027 年，森麒麟在高端新能源汽车轮胎的目标配套规模将超过 500 万条/年，确立全球高端新能源汽车轮胎领航者的形象。

图 52: Qirin EV” 的五大创新



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 53: 公司 Qirin EV 滚阻性能对比国际品牌



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**坚持配套中高端化路线。**在配套市场，公司始终坚持全球中高端主机厂配套原则，持续加强与优质中高端国际、国内主机厂客户的技术交流与沟通。公司积极巩固和维护现有主机厂客户，广泛开展现有客户新车型特别是高端车型的攻坚工作，配套份额持续加大，已成为德国大众集团、德国奥迪汽车、广州汽车、长城汽车、吉利汽车、北汽汽车、奇瑞汽车等整车厂商的合格供应商。

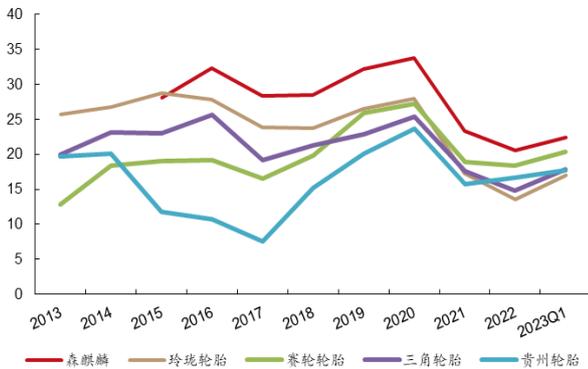
2021 年，公司一次性获得德国大众集团的全球正式供应商资质，实现高端主机厂配套的重大突破。2022 年，公司已经获得大众途观、柯珞克、西雅特等车型的定点提名信；为国内新能源汽车中高端品牌代表广汽埃安 AION 的多款车型配套，特别是在广汽埃安高端车型 AION S PLUS 配套领域展开合作，并且已取得纯电超跑 Hyper SSR 配套资格；公司还顺利获得国内唯一飞行汽车轮胎项目—小鹏飞行汽车轮胎项目的配套资格。未来，公司将争取实现对全球更多高端车企的配套定点，持续扩大在新能源汽车轮胎领域的配套优势。

## 4 财务分析

### 4.1 盈利能力突出，净利率行业领先

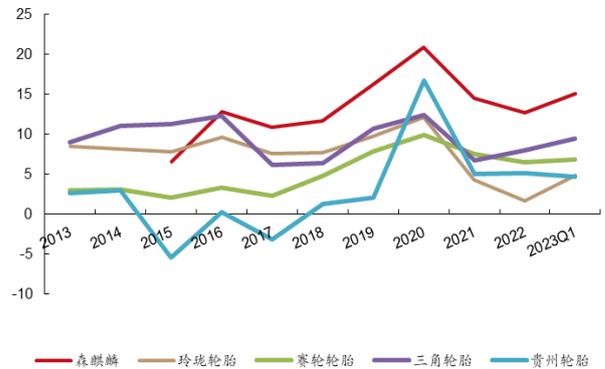
**公司销售毛利率和净利率行业领先。**纵向来看，2015-2020 年，公司毛利率维持在 30% 左右，净利率总体呈现上涨趋势。2020 年，公司毛利率和净利率分别为 33.8% 和 20.8%，同时到达近年来的最高水平。2021-2022 年，公司毛利率和净利率大幅下降的主要系经济形势和市场环境变化导致中国轮胎企业经营形势严峻，行业盈利水平下降。横向来看，2017-2022 年，公司毛利率和净利率明显高于玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎和贵州轮胎，公司期间费用率呈现逐年下降趋势且低于行业平均水平。最新 2023 年第一季度，森麒麟毛利率和净利率上升主要系原材料成本下降，财务费用上升主要系汇兑损益影响。

图 54: 公司与可比公司毛利率 (%)



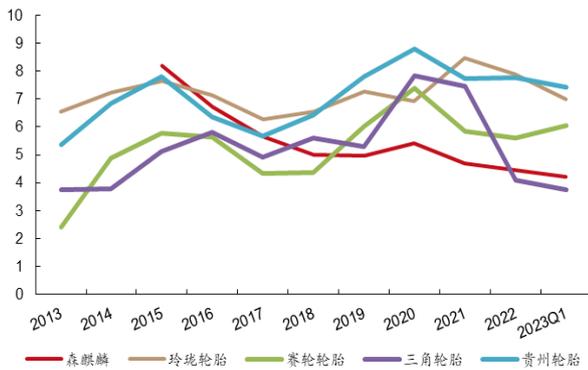
数据来源: WIND, 西南证券整理

图 55: 公司与可比公司净利率 (%)



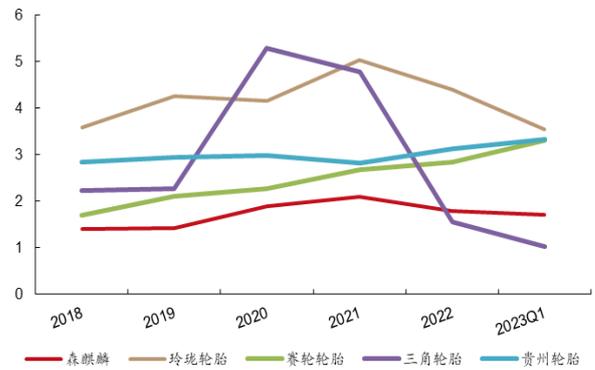
数据来源: WIND, 西南证券整理

图 56: 公司与可比公司管理费用率 (%)



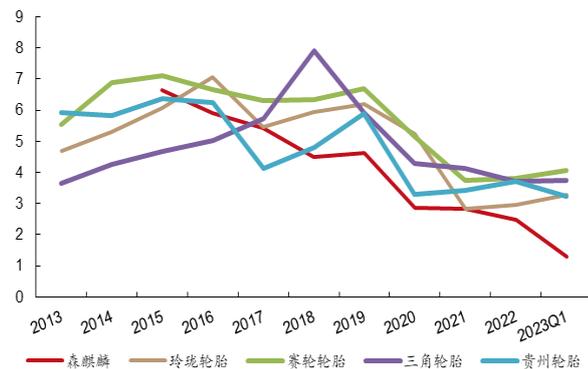
数据来源: WIND, 西南证券整理

图 57: 公司与可比公司研发费用率 (%)



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 58: 公司与可比公司销售费用率 (%)

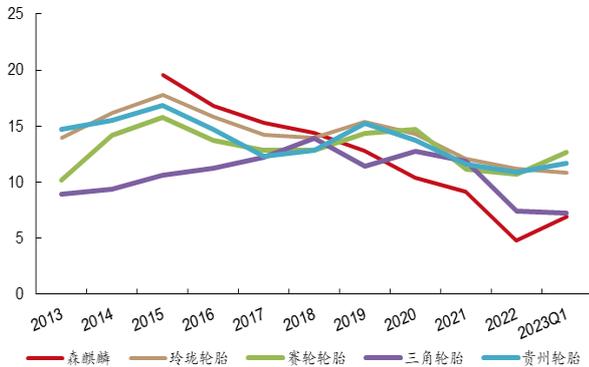


数据来源: WIND, 西南证券整理

图 59: 公司与可比公司财务费用率 (%)

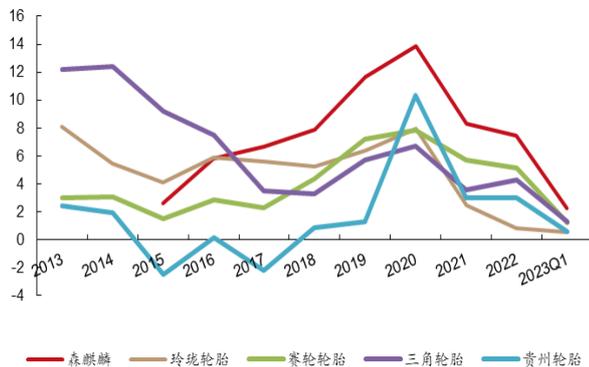


数据来源: WIND, 西南证券整理

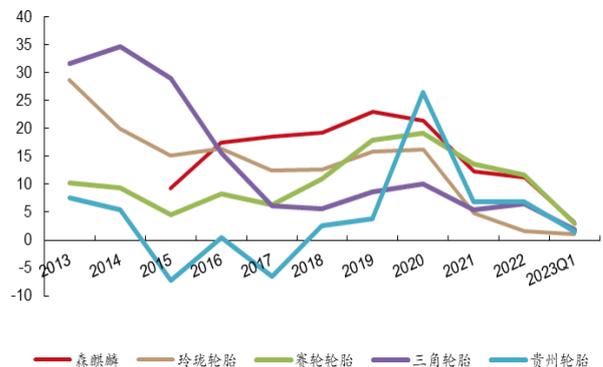
**图 60: 公司与可比公司期间费用率 (%)**


数据来源: WIND, 西南证券整理

**ROA/ROE 均处于行业领先水平。**公司 ROA/ROE 与净利率走势基本一致, 受益于公司净利率水平更高, 公司 ROA、ROE 也持续处于行业领先水平。最新 2023 年第一季度, 公司 ROA、ROE 分别为 2.25%、3.25%。

**图 61: 公司与可比公司 ROA (%)**


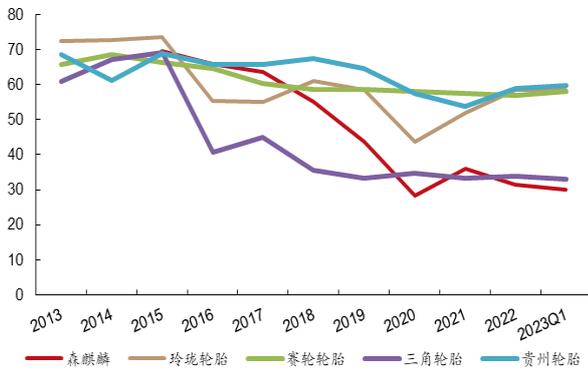
数据来源: WIND, 西南证券整理

**图 62: 公司与可比公司 ROE (平均) (%)**


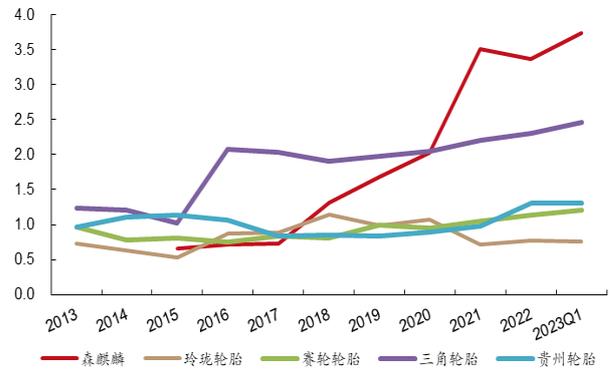
数据来源: WIND, 西南证券整理

## 4.2 偿债能力较强, 总资产周转率相对改善

**公司短/长期偿债能力相对较强。**公司资产负债率位于行业较低水平, 流动比率位于行业上游水平。最新 2023 年第一季度, 公司资产负债率/流动比率为 29.99%/ 3.74, 说明公司经营风格相对稳健, 偿债能力相对较强。

**图 63: 公司与可比公司资产负债率 (%)**


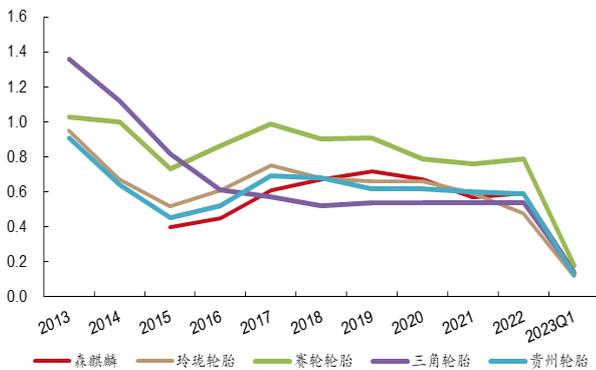
数据来源: WIND, 西南证券整理

**图 64: 公司与可比公司流动比率走势**


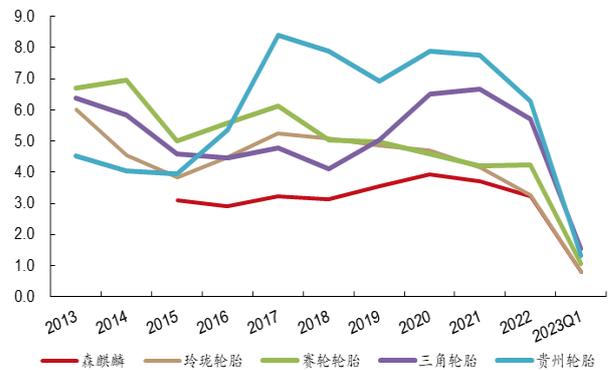
数据来源: WIND, 西南证券整理

**总资产周转率相对改善, 存货周转率相对较差。**2015年-2019年, 公司总资产周转率持续提升, 2021年以来中国轮胎企业经营压力较大, 公司业绩下滑, 总资产周转率也连续下降, 和可比公司相比, 公司总资产周转率处于行业中上游水平。最新 2023 年第一季度, 公司总资产周转率为 0.15 次。2015-2022 年, 公司存货周转率处于行业下游水平。最新 2023 年第一季度, 公司存货周转率为 0.8 次。

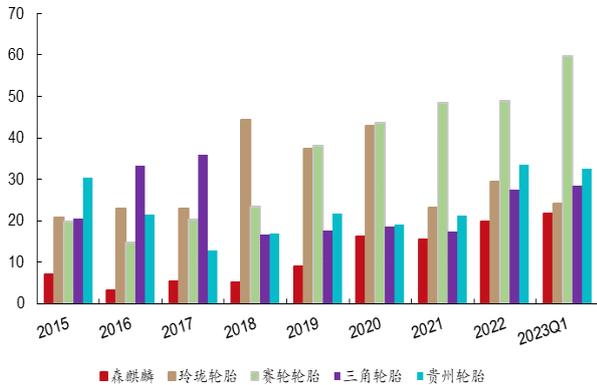
**货币资金充裕, 经营性现金流较好。**最新 2023 年第一季度, 公司货币资金为 21.81 亿元, 非常充裕, 处于行业正常水平。公司经营性现金流也较为健康, 自 2017 年以来, 公司经营性现金流持续为正。最新 2023 年第一季度, 公司经营性现金流为 3.87 亿元。

**图 65: 公司与可比公司总资产周转率 (次)**


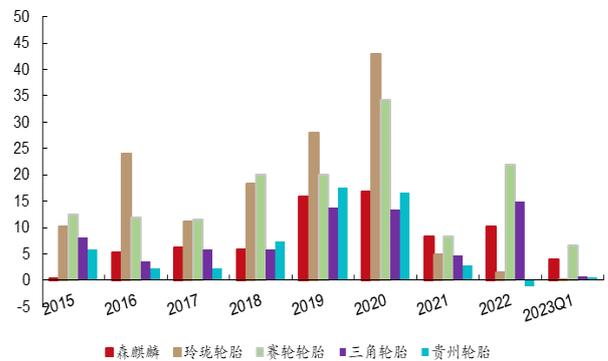
数据来源: WIND, 西南证券整理

**图 66: 公司与可比公司存货周转率 (次)**


数据来源: WIND, 西南证券整理

**图 67：公司与可比公司货币现金情况（亿元）**


数据来源：WIND，西南证券整理

**图 68：公司与可比公司经营性现金流净额情况（亿元）**


数据来源：WIND，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

#### 关键假设：

**1) 青岛工厂（不包括航空胎）：**假设 2023-2025 年销量分别为 1330/ 1358/ 1372 万条。预计 2023 年轮胎需求复苏，产品单价下降可能性较小，所以维持 2022 年的价格。预计 2023 年原材料价格回落，单胎生产成本较 2022 年下降 2%。2024-2025 年，单胎价格和成本同 2023 年。

**2) 泰国工厂：**假设一期产品 2023-2025 年销量分别为 980/ 970/ 960 万条；2023 年海外轮胎涨价带动公司价格上涨 1%；成本端，由于原材料价格回落，单胎生产成本较 2022 年下降 2%；2024-2025 年，单胎价格和成本同 2023 年。二期半钢产品 2023-2025 年销量分别为 350/ 480/ 540 万条；单胎价格和成本分别为 380/ 280 元；二期全钢产品 2023-2025 年销量分别为 80/ 160/ 180 万条；单胎价格和成本分别为 890/ 720 元。

**3) 西班牙和摩洛哥工厂：**假设 2025 年销量 420 万条，单胎价格和成本分别为 284/ 210 元。

**4) 航空胎：**假设 2023-2025 年，公司航空轮胎销量分别为 0.6/ 2.4/ 4.0 万条，新胎和翻新胎价格分别为 6000/ 4000 元/条。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 14：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
青岛工厂 (不包括航空胎)	收入	34.57	36.74	37.52	37.90
	增速	17.77%	6.29%	2.11%	1.03%
	毛利率	19.01%	20.63%	20.63%	20.63%
泰国工厂	收入	28.28	48.08	59.86	63.63

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	26.48%	70.02%	24.50%	6.31%
	毛利率	22.20%	24.21%	23.77%	23.73%
西班牙和摩洛哥工厂	收入	-	-	-	11.92
	增速	-	-	-	-
	毛利率	-	-	-	26.01%
航空胎	收入	-	0.36	1.14	1.90
	增速	-	-	216.67%	66.67%
	毛利率	-	86.67%	87.11%	87.11%
其他	收入	0.07	0.05	0.06	0.06
	增速	21.34%	-26.77%	16.37%	1.09%
	毛利率	83.06%	90.64%	90.53%	87.67%
合计	收入	62.92	85.24	98.58	115.42
	增速	21.53%	35.47%	15.65%	17.09%
	毛利率	20.52%	22.97%	23.35%	24.03%

数据来源：WIND，西南证券

根据上述假设，我们测算出公司 2023-2025 年营业收入分别为 85.24/ 98.58/ 115.42 亿元，分别同比增长 35.47%/ 15.65%/ 17.09%；归母净利润分别为 13.65/ 16.47/ 20.15 亿元，分别同比增长 70.46%/ 20.66%/ 22.34%；EPS 分别为 2.10/ 2.54/ 3.10 元；对应 PE 分别为 14/ 11/ 9 倍。

## 5.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 无风险利率：10 年期国债到期收益率；
- 2)  $\beta$  系数：公司上市以来相对于沪深 300 指数的  $\beta$  作为公司的无杠杆  $\beta$  系数近似值；
- 3) 有效税率：15%。

表 15：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	3
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	2.86%
市场组合报酬率 Rm	8.00%
有效税率 Tx	15.00%
过渡期增长率	12.00%
$\beta$ 系数	1.19
债务资本比重 Wd	17.79%
债务资本成本 Kd	7.55%
股权资本成本 Ke	10.11%

估值假设	数值
WACC	9.45%

数据来源: 西南证券

**表 16: FCFF 估值结果**

FCFF 估值	现金流折现值
股票价值 (亿元)	276.35
除: 总股本 (亿股)	6.50
每股价值 (元)	42.54

数据来源: 西南证券

**表 17: FCFF 估值敏感性分析**

永续增长率 \ WACC	WACC						
	7.95%	8.45%	8.95%	9.45%	9.95%	10.45%	10.95%
1.5%	45.34	41.77	38.68	35.99	33.63	31.53	29.66
2.0%	48.47	44.38	40.89	37.88	35.25	32.94	30.90
2.5%	52.16	47.43	43.45	40.04	37.10	34.54	32.28
3.0%	56.60	51.05	46.43	<b>42.54</b>	39.21	36.34	33.84
3.5%	62.04	55.39	49.96	45.45	41.65	38.41	35.60
4.0%	68.86	60.70	54.20	48.90	44.50	40.79	37.62
4.5%	77.66	67.36	59.40	53.05	47.87	43.58	39.95

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 42.54 元。

## 5.3 相对估值

我们选取同样主营轮胎业务的玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎作为可比公司, 2023 年三家公司平均 PE 为 18.46 倍。行业估值较低, 主要原因是 2021-2022 年轮胎行业受上游原材料、海运费涨价、贸易摩擦、疫情影响下游需求等多种因素叠加导致行业不景气。目前, 原材料成本回落, 海运费基本回归正常水平, 疫情散去需求有待释放, 轮胎行业景气度回升趋势明显。考虑到公司盈利水平领先同行, 又有泰国二期、航空胎、西班牙和摩洛哥项目提供业绩增量, 公司未来三年业绩有望高增长。给予公司 2023 年 20 倍 PE, 对应目标价 42 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

**表 18: 可比公司 PE 估值 (2023 年 4 月 28 日)**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
601966.SH	玲珑轮胎	22.02	0.2	0.84	1.37	1.45	110.10	26.21	16.07	15.19
601058.SH	赛轮轮胎	10.27	0.43	0.72	0.95	0.88	23.88	14.26	10.81	11.67
601163.SH	三角轮胎	14.89	0.92	1.00	1.26	-	16.18	14.89	11.82	-
平均值							50.06	18.46	12.90	13.43
002984.SZ	森麒麟	29.06	1.23	2.10	2.54	3.10	23.57	13.83	11.46	9.37

数据来源: WIND, 西南证券整理

## 6 风险提示

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

2) 国际贸易摩擦风险。近年来,美国、巴西、阿根廷、澳大利亚等一些国家和地区针对我国轮胎出口陆续开展“反倾销”调查,美国通过“双反”及 301 调查限制我国轮胎企业对美出口;欧盟地区为限制从中国进口轮胎,制定欧盟轮胎标签法规,提高轮胎技术标准,限制中国轮胎在欧盟市场的销售;部分国际轮胎企业也会以专利侵权为名,向目标国贸易委员会等部门提起诉讼,限制含中国轮胎企业在内的竞争对手开拓市场。

3) 在建项目不及预期风险。公司在建项目较多,航空胎项目、西班牙项目和摩洛哥项目进度缓慢可能影响产能释放,对公司生产经营造成不利影响。

4) 汇率波动风险。公司海外营收占比近年来维持在 87% 以上,汇率波动给公司经营带来的不确定性风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	62.92	85.24	98.58	115.42	净利润	8.01	13.65	16.47	20.15
营业成本	50.02	65.65	75.56	87.69	折旧与摊销	3.99	7.54	9.55	10.90
营业税金及附加	0.14	0.23	0.25	0.29	财务费用	-1.35	0.25	0.10	0.02
销售费用	1.56	2.27	2.59	3.02	资产减值损失	-0.29	-0.14	-0.16	-0.20
管理费用	1.68	2.37	2.67	3.15	经营营运资本变动	-5.65	-1.71	-3.71	-3.63
财务费用	-1.35	0.25	0.10	0.02	其他	5.56	0.37	0.30	0.36
资产减值损失	-0.29	-0.14	-0.16	-0.20	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>10.28</b>	<b>19.96</b>	<b>22.56</b>	<b>27.61</b>
投资收益	-1.63	-0.18	-0.20	-0.20	资本支出	-4.97	-23.09	-22.72	-11.30
公允价值变动损益	0.57	0.22	0.29	0.31	其他	-4.64	0.04	0.09	0.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-9.61</b>	<b>-23.05</b>	<b>-22.63</b>	<b>-11.18</b>
<b>营业利润</b>	<b>8.65</b>	<b>14.65</b>	<b>17.66</b>	<b>21.57</b>	短期借款	-0.62	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12	长期借款	-3.96	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>8.52</b>	<b>14.53</b>	<b>17.53</b>	<b>21.45</b>	股权融资	0.28	28.00	0.00	0.00
所得税	0.52	0.88	1.06	1.30	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	8.01	13.65	16.47	20.15	其他	-2.66	-6.48	-0.10	-0.02
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-6.96</b>	<b>21.52</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.02</b>
归属母公司股东净利润	8.01	13.65	16.47	20.15	<b>现金流量净额</b>	<b>-7.44</b>	<b>18.43</b>	<b>-0.17</b>	<b>16.41</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	19.89	38.32	38.15	54.56	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	10.32	14.15	16.21	19.01	销售收入增长率	21.53%	35.47%	15.65%	17.09%
存货	17.37	21.74	25.64	29.71	营业利润增长率	18.73%	69.46%	20.49%	22.18%
其他流动资产	0.74	0.71	0.77	0.85	净利润增长率	6.30%	70.46%	20.66%	22.34%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-2.68%	98.73%	21.71%	18.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	54.60	70.56	84.13	84.94	毛利率	20.50%	22.97%	23.35%	24.03%
无形资产和开发支出	1.93	1.53	1.12	0.71	三费率	3.01%	5.73%	5.45%	5.36%
其他非流动资产	6.31	6.31	6.31	6.31	净利率	12.73%	16.02%	16.71%	17.46%
<b>资产总计</b>	<b>111.16</b>	<b>153.31</b>	<b>172.33</b>	<b>196.08</b>	ROE	10.50%	12.21%	12.84%	13.58%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.20%	8.90%	9.56%	10.28%
应付和预收款项	10.89	16.69	18.83	21.62	ROIC	9.89%	16.54%	16.16%	17.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.95%	26.33%	27.71%	28.15%
其他负债	24.03	24.82	25.23	26.05	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>34.92</b>	<b>41.52</b>	<b>44.06</b>	<b>47.66</b>	总资产周转率	0.59	0.64	0.61	0.63
股本	6.50	6.50	6.50	6.50	固定资产周转率	1.57	1.42	1.27	1.37
资本公积	23.40	51.40	51.40	51.40	应收账款周转率	7.34	7.37	6.87	6.91
留存收益	40.66	54.31	70.78	90.94	存货周转率	3.19	3.31	3.16	3.14
归属母公司股东权益	76.24	111.80	128.27	148.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.69%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>76.24</b>	<b>111.80</b>	<b>128.27</b>	<b>148.42</b>	资产负债率	31.41%	27.08%	25.57%	24.31%
负债和股东权益合计	111.16	153.31	172.33	196.08	带息债务/总负债	54.04%	45.46%	42.83%	39.59%
					流动比率	3.37	3.58	3.44	3.84
					速动比率	2.16	2.54	2.35	2.75
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.23	2.10	2.54	3.10
					每股净资产	11.73	17.21	19.74	22.85
					每股经营现金	1.58	3.07	3.47	4.25
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	11.29	22.44	27.31	32.49					
PE	23.57	13.83	11.46	9.37					
PB	2.48	1.69	1.47	1.27					
PS	3.00	2.21	1.92	1.64					
EV/EBITDA	16.05	7.25	5.96	4.51					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: WIND, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn