

2021 年青岛森麒麟轮胎股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【132】号 01



让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2021年青岛森麒麟轮胎股份有限公司公开发行可转换公司债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
麒麟转债	AA	AA

评级观点

本次等级的评定是考虑到：青岛森麒麟轮胎股份有限公司（以下简称“森麒麟”或“公司”，股票代码：002984.SZ）系国内知名的轮胎制造企业，近年来持续推进海外生产基地建设，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产能计划大规模投放，业务体量预计进一步增长；2024 年公司轮胎产销量提升拉动业绩稳步增长，受益于盈利的良好表现，资本实力亦持续增强。另一方面中证鹏元也关注到，公司海外生产经营占比高且客户集中度较高，面临海外营商、市场、政策等外部风险，2025 年以来美国对多国加征关税，同时对包括轮胎在内的关键汽车零部件加征 25%关税，贸易摩擦加剧，同时需关注公司新建产能未来的投产及消化情况，以及原材料价格波动对公司成本控制能力构成挑战等风险因素。

评级日期

2025 年 6 月 12 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	179.26	174.18	156.50	111.16
归母所有者权益	138.45	134.93	117.86	76.24
总债务	25.20	22.30	21.93	21.06
营业收入	20.56	85.11	78.42	62.92
净利润	3.61	21.86	13.69	8.01
经营活动现金流净额	0.11	19.60	23.67	10.28
净债务/EBITDA	--	0.19	-0.91	0.33
EBITDA 利息保障倍数	--	30.15	21.79	14.13
总债务/总资本	15.40%	14.18%	15.69%	21.65%
FFO/净债务	--	485.24%	-103.17%	277.00%
EBITDA 利润率	--	32.44%	24.57%	20.07%
总资产回报率	--	14.92%	11.65%	8.72%
速动比率	3.31	3.50	4.11	2.16
现金短期债务比	3.00	6.41	18.28	9.03
销售毛利率	22.75%	32.84%	25.21%	20.50%
资产负债率	22.76%	22.53%	24.69%	31.41%

注：2023 年净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系公司净债务为负值。
资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：孙智博
sunzhib@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司持续推进海外生产基地建设，摩洛哥新建产能计划大规模释放。**公司系国内知名的轮胎制造企业，专注于高性能子午线轮胎及航空轮胎的研发、生产与销售，公司采用全球产能布局的形式组织生产，在国内青岛生产基地的基础上，在泰国投入运营了轮胎智能制造生产基地，2024 年公司加快推进摩洛哥年产 1,200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目的产能建设，计划 2025 年实现大规模产能释放。
- **2024 年公司轮胎产销量提升拉动业绩稳步增长，公司资本实力进一步增强。**泰国二期项目产能 2024 年负荷维持高水平，公司产能利用率进一步提升，公司轮胎全年总产量达到 3,222.61 万条，同比增长 10.22%；同时新增产能消化顺利，产销率仍维持在较高水平，销量亦有明显增长；受益于经营规模的扩张，2024 年公司实现营业收入 85.11 亿元，同比增长 8.53%，实现归属于上市公司股东的净利润 21.86 亿元，较上年度增长 59.74%，2024 年公司 FFO 为 25.98 亿元，现金生成能力明显增强；受益于盈利的良好表现，2025 年 3 月末净资产较 2023 年末增长 17.47%。

关注

- **公司海外生产经营占比高且客户集中度较高，面临贸易摩擦风险加剧。**公司海外工厂运营状况与当地的政治、经济、人力资源、自然资源等因素具备相关性，近年来公司在海外的投资生产力度加大，仍需对海外产能的利用情况保持关注；公司核心销售领域为境外替换市场，2024 年海外销售占比进一步升高，主要外销地为美国、英国和欧盟等国家和地区；2025 年以来，美国对公司海外主要生产基地泰国在内的多国宣布加征关税，对包括轮胎在内的各类乘用车、轻型卡车的关键零部件征收 25% 的关税，国际贸易摩擦进一步升级将加剧轮胎企业生产经营压力，且 2024 年公司对前五大客户的销售额占比为 46.30%，集中度较高，若营商、市场和关税政策等外部因素发生较大不利变化，可能对公司海外市场销售造成不利影响。
- **公司近年来产能投资规模加大，需关注新建产能未来的投产及消化情况。**近年来公司保持较大规模的投资支出，未来随着海外项目的持续投入，仍存在较大资金支出需求；但是中证鹏元也关注到，公司摩洛哥新投放产能规模较大，考虑到海外市场环境均存在诸多不确定或不可控因素，如果关税摩擦进一步加剧、海外轮胎市场需求下滑或市场开拓受阻，公司新投产产能是否能被及时顺利消化具有不确定性。
- **原材料价格波动对公司成本控制能力构成挑战。**公司原材料主要包括天然橡胶、合成橡胶、钢帘线、炭黑等，2024 年原材料占公司主营业务成本的比重超过 70%，由于轮胎产品售价调整相对滞后，如原材料价格出现快速上涨，短期可能对成本控制产生不利影响；2024 年橡胶价格持续上涨，导致四季度以来公司销售毛利率出现下滑，2025 年一季度公司销售毛利率为 22.75%，较上年同期下降 8.57 个百分点。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司系国内知名的轮胎制造企业，依托于智能制造和全球化布局，形成了较强的主营业务竞争力，预计未来随着在建产能的投放，营业收入有望保持增长。

同业比较（单位：亿元）

指标	赛轮轮胎 (601058. SH)	玲珑轮胎 (601966. SH)	三角轮胎 (601163. SH)	通用股份 (601500. SH)	公司
总资产	402.85	470.83	192.79	153.79	174.18
营业收入	318.02	220.58	101.56	69.58	85.11
净利润	41.23	17.52	11.03	3.73	21.86
销售毛利率	27.58%	22.06%	17.95%	16.38%	32.84%
资产负债率	48.93%	53.94%	30.27%	61.20%	22.53%

注：以上各指标均为 2024 年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
汽车零部件企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
麒麟转债	21.99	20.86	2024-04-18	2027-11-10

一、 债券募集资金使用情况

公司于2021年11月发行6年期21.99亿元可转换公司债券，募集资金计划用于森麒麟轮胎（泰国）有限公司年产600万条高性能半钢子午线轮胎及200万条高性能全钢子午线轮胎扩建项目（全文简称“泰国二期项目”）。截至2024年12月31日，泰国二期项目已结项，“麒麟转债”募集资金余额为0元，募集资金专户已注销完毕。

二、 发行主体概况

2024年公司实施2023年度权益分派事项，向全体股东每10股派4.1元人民币现金，以资本公积金向全体股东每10股转增4股，实施完毕后公司总股本增加公积金转股29,451.09万股。截至2024年末，“麒麟转债”累计转股金额11,281.86万元，累计转股数量为5,647,336股。

截至2024年末，公司总股本变更为103,540.56万股，公司控股股东、实际控制人仍为秦龙先生。秦龙先生与其实际控制的青岛森伟林企业信息咨询管理中心（有限合伙）、青岛森宝林企业信息咨询管理中心（有限合伙）、青岛森忠林企业信息咨询管理中心（有限合伙）、青岛森玲林企业信息咨询管理中心（有限合伙）及秦靖博先生、秦虎先生为一致行动人。2024年末，秦龙先生直接及间接持有公司股权比例为43.36%，无质押或冻结股权情况。股权结构图见附录二。2024年公司合并范围无变化。截至2024年末，公司合并报表内的一级子公司仍为5家。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定

股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

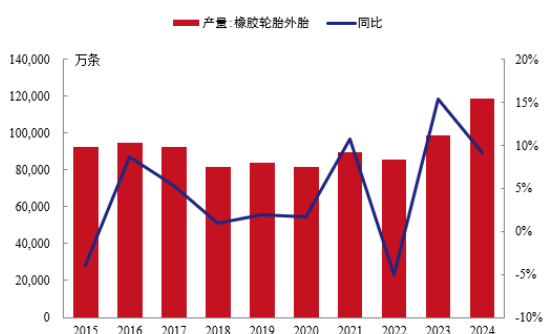
[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

2024年受汽车产销量、出口等因素拉动，我国轮胎生产及出口量均出现较大幅度增长，但原材料价格持续上涨使得轮胎企业成本端承压；国内轮胎企业出海进程加快，仍面临贸易政策的不确定性风险

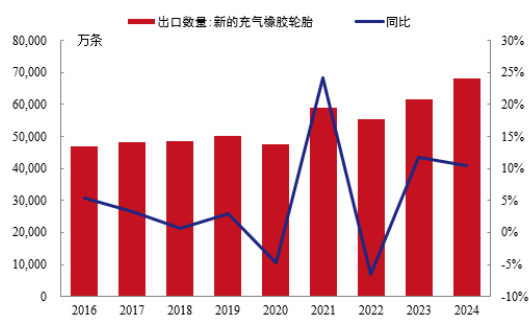
轮胎作为汽车工业主要的零部件之一，在汽车产业链中有着重要地位。根据区域划分，轮胎市场涵盖国内以及国际两个部分。从全球来看，亚太地区是轮胎的主要产地，其中我国作为主要的轮胎生产国，产量占据全球产量近一半，其中六成以上的轮胎用于出口全球各地。国家统计局数据显示，2024年中国橡胶轮胎外胎产量为118,689.4万条，同比增长9.2%。据海关总署发布的2024年中国重点出口商品量值，2024年共计出口新的充气橡胶轮胎68,057万条，同比增长10.5%。2024年在国内新能源汽车产业高速增长、以旧换新政策全面落地、国产汽车出口竞争力不断增强以及中国轮胎加速出海等多重因素推动下，我国轮胎产量及出口量出现同步增长。

图 1 2024 年我国轮胎产量大幅增长



资料来源：wind，中证鹏元整理

图 2 近年来我国轮胎出口保持较快增长

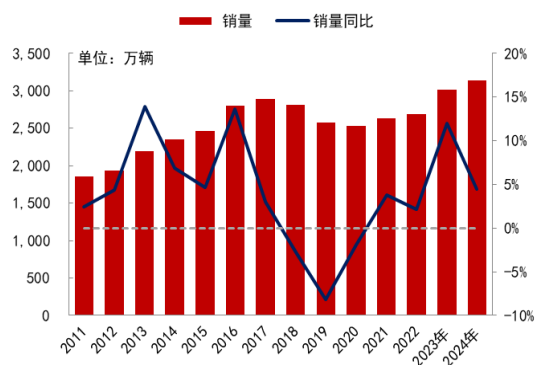


资料来源：wind，中证鹏元整理

需求端，2024年中国汽车市场整体呈稳中有增态势，全年累计销量3,143.6万辆，同比增长4.5%，自2021年以来已连续4年保持增长趋势，全年销量更创历史新高。新能源汽车高景气度延续，2024年我国新能源汽车实现销量1,286.6万辆，同比增长35.5%。出口市场方面，我国汽车出口量自2023年起

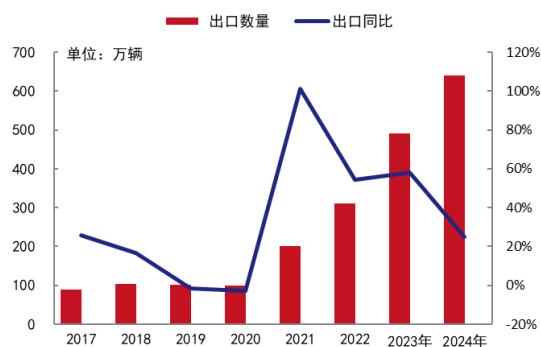
越日本，跃居全球第一，2024年仍保持良好的增长势头，全年实现汽车出口640.7万辆，同比增长24.9%，自主品牌的全球认可度持续提升。近年中央和地方政府大力推进以旧换新促销活动，利好政策频出，主机厂商亦持续加大新能源汽车车型投放力度以及新能源车的消费者接受度持续提升，都给汽车市场带来较大推动力，长期看我国汽车产业仍具备增长空间，汽车零部件行业有望继续受益。据公安部统计，2024年全国机动车保有量达4.53亿辆，其中汽车3.53亿辆，同比增长5.06%，占机动车总量77.92%。随着国内汽车保有量不断增长，国内轮胎替换市场规模仍有望继续扩张。

图 3 2024 年我国汽车销量稳中有增



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图 4 汽车出口市场保持较高景气度



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

成本端来看，原材料占轮胎成本的比重较高，天然橡胶、合成橡胶是生产轮胎的主要原材料，占轮胎生产成本比重约在四成左右，两者价格有一定联动性。作为大宗商品，2024年天然橡胶价格震荡上行，以天然橡胶:标准胶为例，价格由年初的12,000元/吨震荡上行至年内高点的17,900元/吨；同期，合成橡胶价格受油价影响存在较大波动，以顺丁橡胶（BR9000）为例，2021-2023年在14,000-11,000元/吨的价格之间持续震荡，2024年最高上行至16,600元/吨。由于产品售价调整的滞后，原材料价格波动将不利于轮胎企业管控成本。

图 5 2020 年以来天然橡胶、合成橡胶价格波动情况



资料来源：wind，中证鹏元整理

为更好地规避贸易壁垒风险、贴近终端市场，2024年中国轮胎企业继续通过前往海外建设工厂或扩大原有海外工厂规模，加速全球化布局。中国轮胎企业通过在海外建设生产基地，可以实现产能本地化，以便更好地贴近终端市场，降低贸易壁垒的负面影响。值得关注的是，2025年以来，中美贸易政策变化频繁，给轮胎企业出口和海外业务带来较大不确定性，考虑到中国轮胎企业在全球供给端具有重要地位，短期内难以被替代，预计未来轮胎企业仍将继续优化海外产能布局，需关注轮胎企业的资本支出压力和海外工厂的盈利能力，同时仍需关注国际贸易政策的不确定性。

四、 经营与竞争

公司的核心业务为子午线轮胎（半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎）和航空轮胎的研发、生产、销售，产品根据应用类型区分为乘用车轮胎、轻卡轮胎及特种轮胎，其中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。公司主营业务突出，收入基本来源于轮胎销售，随着公司轮胎销售量的增长，2024年公司营业收入规模保持增长。毛利率方面，受原材料价格大幅上涨影响，2025年一季度公司销售毛利率出现下降。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年 1-3 月			2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
轮胎	20.54	99.88%	22.69%	85.02	99.90%	32.78%	78.31	99.86%	25.12%
其他	0.03	0.12%	65.79%	0.09	0.10%	90.57%	0.11	0.14%	88.00%
合计	20.56	100.00%	22.75%	85.11	100.00%	32.84%	78.42	100.00%	25.21%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告、2025 年一季度报告，中证鹏元整理

近年来公司全球产能布局加快，叠加智能制造的生产优势，2024年公司轮胎产量明显提升，且摩洛哥新建产能计划2025年实现放量；公司2024年海外轮胎销售持续增长，客户主要系海外经销商，且集中度较高，2025年面临国际贸易摩擦风险加剧；公司人工成本控制在较低水平，但材料成本占比较高，原材料价格波动易对公司盈利能力产生影响，2024年主要原材料采购价格上涨导致成本端压力加大

全球化布局可以有效规避贸易壁垒、整合生产要素、降低运输成本、提升技术水平，公司已于 2014 年在泰国投资建设智能制造生产基地并成功运营，是国内少数几家实施全球化布局的轮胎企业。欧洲及非洲新产能规划是公司“833plus”¹全球化发展战略规划的重要步骤。2024年公司加快推进摩洛哥年产 1,200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎的产能建设，计划将于2025年内实现大规模产能释放。此外，公司“西班牙年产1,200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”已经获得环评许可，建筑许可尚在审批流程中。

¹ 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。

公司采用智能制造生产模式，可有效提升生产效率、降低投资金额和生产成本、大幅减少用工人数、减少物流消耗、降低生产过程中的人工干预、提高产品的均一性及稳定性、提高产品品质及品相。截至2024年末，公司大规模投产运营的主要有两个生产基地，分别为青岛工厂和泰国工厂，设计产能为3,000万条，其中青岛工厂1,200万条（通过智能化改造提升已具备1,400万条-1,500万条/年）、泰国工厂1,800万条。2024年，得益于上年新投产产能负荷维持高水平，公司轮胎全年总产量增长至3,222.61万条，同比增长10.22%，产能利用率稳步提升。预计随着2025年公司摩洛哥项目产能大规模投放，公司轮胎产量仍有提升空间。但海外工厂运营状况与当地的政治、经济、人力资源、自然资源等因素亦具备相关性，且近年来公司在海外的投资生产力度加大，仍需对海外产能的利用情况保持关注。

表2 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：万条）

项目		2024年	2023年
设计产能	青岛	1,200.00	1,200.00
	泰国	1,800.00	1,800.00
产量		3,222.61	2,923.68
销量		3,140.87	2,925.98
产能利用率		107.42%	97.46%
产销率		97.46%	100.08%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

同业比较来看，公司销售毛利率水平在同行业主要竞争对手中处于较高水平，一方面是由于公司产品结构以高性能及大尺寸产品为主，产品定价能力相对较强；另一方面，公司采用智能制造模式组织生产，从人均产能来看，2024年公司人均产能显著高于同行业主要竞争对手；最后，公司采用全球产能布局的形式组织生产，有利于降低运输成本和减轻贸易摩擦造成的影响，对公司成本控制和经营效率亦有贡献。

表3 公司经营效率相关指标

指标	赛轮轮胎 (601058.SH)	玲珑轮胎 (601966.SH)	三角轮胎 (601163.SH)	通用股份 (601500.SH)	公司
销售毛利率	27.58%	22.06%	17.95%	16.38%	32.84%
人工成本占比	6.09%	7.29%	4.42%	6.84%	3.48%
人均产能（万条/年）	0.47	0.70	0.57	0.53	1.19

注：人均产能根据上市公司 2024 年度报告公布的轮胎年产量/生产人员数量

资料来源：上市公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

从市场分布来看，公司目前已经形成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的销售格局。2024年公司轮胎产销率仍保持较高水平，近年来公司销售均价波动不大。分区域来看，公司近年来销售仍主要集中在海外，2024年海外销售占比为89.45%。受益于海外轮胎市场订单需求旺盛，2024年公司外销收入同比增长11.63%。内销方面，由于公司高端产品市场定价较高，受国内轮胎低价竞争加剧影响，2024年公司内销收入8.97亿元，规模同比有所下降。

表4 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：万元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	比例	金额	比例
外销	760,489.27	89.45%	681,236.14	86.99%
内销	89,729.29	10.55%	101,876.37	13.01%
合计	850,218.56	100.00%	783,112.50	100.00%

资料来源：公司2024年年度报告，中证鹏元整理

虽然公司已经建立较为稳定的国际化营销网络，与众多国际知名轮胎经销商建立了长期稳定的合作关系，但其也存在以下经营风险，主要体现在以下方面：

（1）**客户集中度较高**。2024年，公司对前五大客户的合计销售收入为39.36亿元，占年度销售总额的比重为46.30%，集中度同比小幅上升，存在一定客户集中度较高的风险。

表5 公司前五大客户销售情况（单位：亿元）

年份	排名	客户名称	销售额	占年度销售总额比例
2024 年	1	客户 1	12.11	14.25%
	2	客户 2	11.44	13.46%
	3	客户 3	5.60	6.58%
	4	客户 4	5.21	6.13%
	5	客户 5	5.00	5.88%
		合计	39.36	46.30%

资料来源：公司2024年年度报告，中证鹏元整理

（2）**国际贸易摩擦风险**。公司产品销售主要集中在境外，主要外销地为美国、英国和欧盟等国家和地区。公司美国地区销售主要由泰国工厂和摩洛哥工厂承接，其中2024年泰国工厂实现年营业收入逾50亿元，为公司盈利的重要来源。中证鹏元关注到，2025年4月2日，美国宣布对所有国家征收10%的“基准关税”，随后对泰国征收36%关税（4月10日宣布推迟征收90天，但仍保留10%的“基准关税”）。2025年5月3日起，美国向所有国家/地区进口的关键汽车零部件征收25%的关税，对于用于消费的进口商品或从仓库中提取用于消费的商品生效。25%新关税主要覆盖各类乘用车（轿车、运动型多用途车、跨界多用途车、小型货车和厢式货车）、轻型卡车的零部件，其中包含橡胶类零部件。考虑到2025年以来国际贸易摩擦进一步加剧，且关税政策后续仍存在较大不确定性，需持续关注公司未来可能面临的国际贸易摩擦风险。此外，由于公司外销产品以美元计价，汇率波动亦可能对公司盈利造成一定影响。

公司通过采购中心实施集中采购，整体管理和实施青岛工厂、泰国工厂及摩洛哥工厂采购事宜，结合工厂生产计划统一安排采购，根据原材料市场情况为工厂安排备货。具体供应商遴选、业务洽谈、合同签订及付款均由采购中心负责。公司营业成本中原材料占比较高，近年来占公司营业成本的比重在70%以上，水平较为稳定。受益于公司智能制造水平较为先进，公司人工成本占比较低，2024年占比仅为3.48%。

表6 公司营业成本构成情况（单位：万元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	417,384.23	73.02%	416,481.78	70.71%
直接人工	19,915.49	3.48%	22,253.52	3.78%
燃料和动力	34,268.53	6.00%	41,192.13	6.99%
制造费用及其他	70,263.78	12.29%	72,869.44	12.37%
运杂费、仓储成本	27,057.98	4.73%	33,600.92	5.70%
其他	2,714.83	0.48%	2,645.22	0.45%
合计	571,604.83	100.00%	589,043.01	100.00%

资料来源：公司2024年年度报告，中证鹏元整理

2024年公司对前五大供应商采购金额11.65亿元，合计占采购总额的比重为26.19%，供应商采购集中度不高。公司原材料主要包括橡胶、钢帘线、炭黑等，其中橡胶是生产轮胎的主要原材料，采购额占比为50%左右，分为天然橡胶和合成橡胶，2024年采购均价较上一年度均大幅上升。其他原材料包括炭黑、帘布、橡胶助剂等价格波动也会对轮胎成本造成影响，2024年上述原材料采购均价较上一年度均有小幅下降。由于轮胎产品售价调整相对滞后，因此2024年主要原材料橡胶价格的持续上涨，导致2024年四季度以来公司销售毛利率水平出现下滑，2025年一季度公司销售毛利率为22.75%，较上年同期下降8.57个百分点。

表7 公司主要原材料采购均价（单位：元/千克）

类别	2024 年	2023 年
天然橡胶	12.37	9.80
合成橡胶	12.17	10.44
钢丝	7.22	7.61
帘布（线）类	16.09	17.52
炭黑	7.40	7.46

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年来公司加快实施海外生产基地的投资建设，未来随着海外布局的持续推进，存在较大资金支出需求，同时仍需观察新增产能能否及时顺利消化

公司在建项目主要为海外生产基地项目。“西班牙年产1,200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”为公司2023年向特定对象发行股票原募投项目，由于建筑许可获取时间存在不确定性，公司出于审慎态度尚未开工建设该项目，也未使用募集资金投入，2024年4月公司发布《关于变更向特定对象发行股票募集资金用途的公告》，将募集资金用途变更为“森麒麟（摩洛哥）年产 1,200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”（以下简称“摩洛哥项目”）。截至2024年末，摩洛哥项目计划总投资35.21亿元，累计已投资31.57亿元。

整体来看，随着公司深入实施“833plus”战略，近年来公司加快实施海外生产基地的投资建设，项

目投资规模较大，未来随着在建项目的持续投入，公司将存在较大资金支出需求。但是中证鹏元也关注到，公司海外拟投建产能规模较大，考虑到海外轮胎市场环境、贸易政策均存在诸多不确定或不可控因素，如果关税摩擦进一步加剧、海外轮胎市场需求下滑或市场开拓受阻，公司新增产能是否可以被及时顺利消化具有不确定性，存在无法按照既定计划实现应有效益的风险。

表8 截至 2024 年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	已投资
森麒麟（摩洛哥）年产 1,200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目	35.21	31.57
西班牙年产 1,200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目	37.66	-

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023-2024 年审计报告及 2025 年 1-3 月未经审计财务报表。

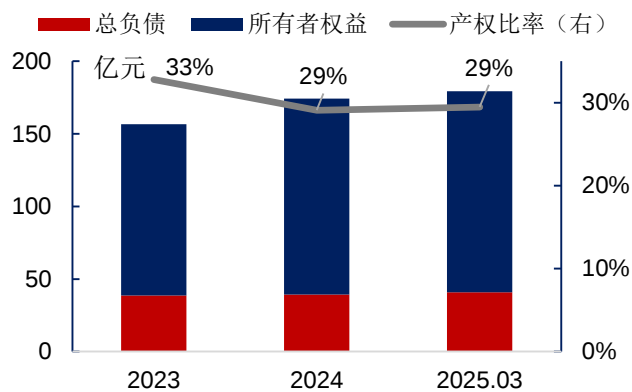
2024 年公司实施权益分派，股本规模进一步扩增，且受益于经营利润积累，资本实力进一步提升；公司成本水平整体压降，盈利表现整体提升，但需关注原材料价格波动影响；公司存量债务主要为本期债券，考虑到海外生产基地投资建设的资金需求量大，未来若本期债券未能大规模转股，仍将面临较大的债务到期偿付压力

资本实力与资产质量

近年来公司资本实力进一步提升，受益于公司利润的累积，2024 年末公司所有者权益保持增长态势，其中未分配利润和资本公积为净资产主要构成，2024 年公司以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股，公司股本扩大至 10.35 亿元。相较于净资产的增长，同期公司负债规模增幅较小。受上述因素影响，公司产权比率进一步降至 29%，净资产对负债的保障程度上升。

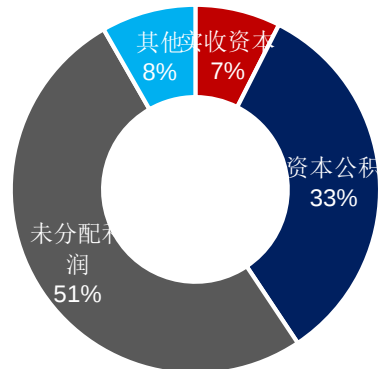
从资产构成来看，公司作为制造型企业，资产主要以生产经营相关的存货、房屋建筑物、机器设备和模具等资产为主。其中 2024 年在建工程规模大幅扩张，主要系公司摩洛哥项目投资建设力度较大，固定资产因授信抵押的账面价值为 10.34 亿元。此外，公司资金占比亦较高，主要以银行存款和其他流动资产中的定期存单为主，2024 年公司新增定期存单规模较大。截至 2024 年末，公司包括固定资产、应收票据和货币资金在内的受限资产账面价值合计 11.13 亿元，占比不高。

图 6 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.41	9.15%	18.22	10.46%	38.94	24.88%
应收账款	13.35	7.45%	12.34	7.09%	11.38	7.27%
存货	21.49	11.99%	17.63	10.12%	14.70	9.39%
其他流动资产	32.42	18.09%	31.53	18.10%	18.20	11.63%
流动资产合计	87.55	48.84%	82.31	47.26%	87.14	55.68%
固定资产	61.86	34.51%	63.08	36.22%	55.70	35.59%
在建工程	23.72	13.23%	19.53	11.21%	4.31	2.75%
非流动资产合计	91.71	51.16%	91.87	52.74%	69.35	44.32%
资产总计	179.26	100.00%	174.18	100.00%	156.50	100.00%

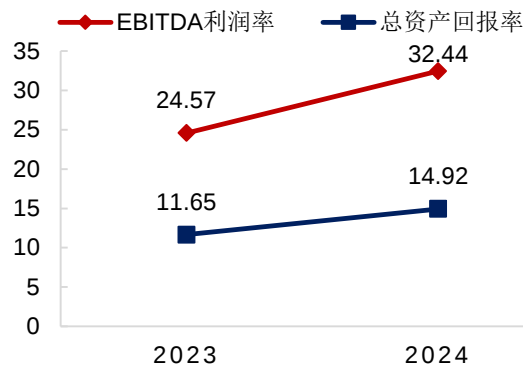
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司主营业务较为突出，2024年公司轮胎销售量保持增长，拉动营业收入同比增长8.53%；受益于全球化布局及智能制造，2024年公司人工、燃料动力以及运输仓储成本均有不同程度的下降，销售毛利率水平同比上升7.63个百分点。2024年公司实现归属于上市公司股东的净利润21.86亿元，较上年度增长59.74%。公司EBITDA利润率及总资产回报率分别提升7.87及3.27个百分点。

2025年一季度，公司实现营业收入20.56亿元，同比下降2.79%，销售毛利率为22.75%，较上年同期下降8.57个百分点，归属于上市公司股东的净利润3.61亿元，同比下降28.29%，主要系原材料价格波动以及全钢胎产品销售承压所致。

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司总债务规模变动不大，2024年末为22.30亿元，占总负债的比重为56.83%，主要为本期债券，2025年一季度公司新增部分短期借款。考虑到近年来公司加快实施海外生产基地的投资建设，资金需求量大，本期债券若未能大规模转股，公司仍将面临较大的债务到期偿付压力。

经营性债务方面，近年来公司应付账款规模较大，2024年末占总负债的比重增至24.46%，主要为应付原材料及设备的采购款项。公司其他应付款主要系公司应付的物流费用、工程款、预提的销售折扣等费用。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	1.94	4.76%	2.33	5.95%	2.12	5.48%
应付账款	9.99	24.48%	9.60	24.46%	9.30	24.07%
其他应付款	1.27	3.11%	2.69	6.85%	2.93	7.57%
一年内到期的非流动负债	0.16	0.38%	0.10	0.24%	0.15	0.38%
流动负债合计	19.96	48.91%	18.50	47.15%	17.61	45.58%
应付债券	19.51	47.82%	19.37	49.36%	19.62	50.79%
非流动负债合计	20.85	51.09%	20.74	52.85%	21.03	54.42%
负债合计	40.81	100.00%	39.25	100.00%	38.64	100.00%
总债务	25.20	61.77%	22.30	56.83%	21.93	56.75%
其中：短期债务	5.69	22.57%	2.93	13.14%	2.26	10.33%
长期债务	19.51	77.43%	19.37	86.86%	19.66	89.67%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2024年公司现金生成能力表现较好，公司利润规模大幅增长使得公司FFO规模明显提升，

且经营活动现金流保持较大规模净流入，二者对净债务的覆盖程度较高。同期，公司投资现金流仍处于大规模净流出，主要系公司在建项目投资支出规模较大，随着在建、拟建项目的持续投入，预计公司投资活动现金流仍将持续净流出。受益于公司经营利润的积累，2024年公司资产负债率、总债务/总资本均有所下降，净债务/EBITDA等指标表现较好。2024年公司EBITDA随盈利能力提升而大幅增长，EBITDA对利息的保障倍数继续上升。

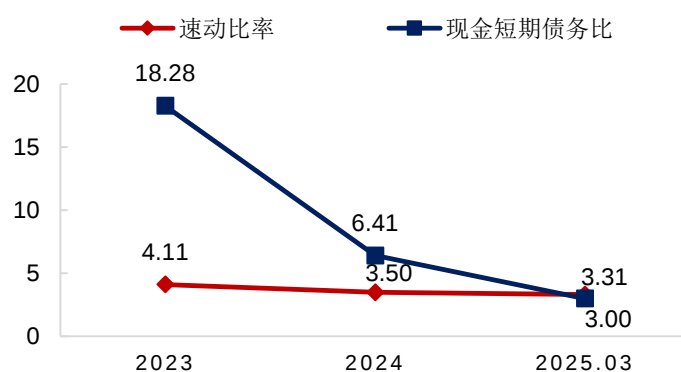
表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.11	19.60	23.67
FFO（亿元）	--	25.98	18.15
资产负债率	22.76%	22.53%	24.69%
净债务/EBITDA	--	0.19	-0.91
EBITDA 利息保障倍数	--	30.15	21.79
总债务/总资本	15.40%	14.18%	15.69%
FFO/净债务	--	485.24%	-103.17%
经营活动现金流净额/净债务	1.29%	366.07%	-134.53%
自由现金流/净债务	-39.94%	-93.95%	-69.64%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，随着公司对摩洛哥项目的持续投资，货币资金规模大幅减少，2024年末公司现金短期债务比大幅下滑，但现金类资产对于短期债务覆盖程度仍较好。公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，拥有较大规模的非受限资产，融资渠道和融资弹性较好。整体来看，公司流动性指标表现仍较好。

图 9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

治理方面

2024年，许华山、牟晋宝被聘任为公司副总经理，王倩被选举为公司董事并被聘任为董事会秘书、副总经理，杨贞被选举为职工监事；公司原董事、董事会秘书金胜勇任期满离任，原副总经理常慧敏、姚志广，原监事来永亮，因个人原因辞去相关职务。

跟踪期内，公司董事长秦龙先生因存在将持有的“麒麟转债”卖出后六个月内又买入的行为，被深圳证券交易所采取纪律处分，并收到中国证监会青岛监管局警告及罚款处罚。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年4月3日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025年5月28日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人员名单。

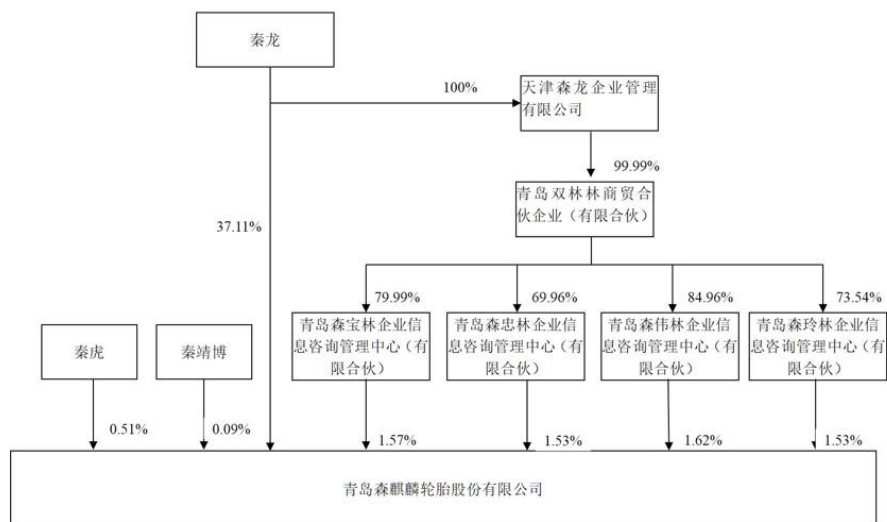
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	16.41	18.22	38.94	19.89
应收账款	13.35	12.34	11.38	8.78
存货	21.49	17.63	14.70	17.37
其他流动资产	32.42	31.53	18.20	0.29
流动资产合计	87.55	82.31	87.14	48.31
固定资产	61.86	63.08	55.70	49.56
在建工程	23.72	19.53	4.31	5.04
非流动资产合计	91.71	91.87	69.35	62.84
资产总计	179.26	174.18	156.50	111.16
短期借款	3.59	0.50	0.00	0.00
应付票据	1.94	2.33	2.12	1.91
应付账款	9.99	9.60	9.30	7.08
一年内到期的非流动负债	0.16	0.10	0.15	0.14
流动负债合计	19.96	18.50	17.61	14.35
应付债券	19.51	19.37	19.62	18.87
非流动负债合计	20.85	20.74	21.03	20.56
负债合计	40.81	39.25	38.64	34.92
总债务	25.20	22.30	21.93	21.06
其中：短期债务	5.69	2.93	2.26	2.05
长期债务	19.51	19.37	19.66	19.02
所有者权益	138.45	134.93	117.86	76.24
营业收入	20.56	85.11	78.42	62.92
营业利润	3.86	23.77	14.71	8.65
净利润	3.61	21.86	13.69	8.01
经营活动产生的现金流量净额	0.11	19.60	23.67	10.28
投资活动产生的现金流量净额	-5.31	-34.87	-30.17	-9.61
筹资活动产生的现金流量净额	3.08	-6.22	26.60	-6.96
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	27.61	19.27	12.63
FFO（亿元）	--	25.98	18.15	11.62
净债务（亿元）	8.65	5.35	-17.59	4.19
销售毛利率	22.75%	32.84%	25.21%	20.50%
EBITDA 利润率	--	32.44%	24.57%	20.07%
总资产回报率	--	14.92%	11.65%	8.72%
资产负债率	22.76%	22.53%	24.69%	31.41%
净债务/EBITDA	--	0.19	-0.91	0.33

EBITDA 利息保障倍数	--	30.15	21.79	14.13
总债务/总资本	15.40%	14.18%	15.69%	21.65%
FFO/净债务	--	485.24%	-103.17%	277.00%
经营活动现金流净额/ 净债务	1.29%	366.07%	-134.53%	245.15%
速动比率	3.31	3.50	4.11	2.16
现金短期债务比	3.00	6.41	18.28	9.03

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的重要子公司情况

公司名称	主要经营地	持股比例	主营业务
青岛天弘益森国际贸易有限公司	青岛	100.00%	境外设备及部分原材料采购
森麒麟（香港）贸易有限公司	青岛	100.00%	轮胎贸易及对外投资业务
森麒麟轮胎北美股份有限公司	美国佐治亚州	100.00%	投资控股、工厂运营
青岛森麒麟国际贸易有限公司	青岛	100.00%	国际贸易、转口贸易
森麒麟轮胎（泰国）有限公司	泰国罗勇府	100.00%	子午线轮胎的生产和销售

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号