中证鹏元
CSCI Pengyuan

青岛森麒麟轮胎股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【248】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

青岛森麒麟轮胎股份有限公司相关债券2026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有序放量运行，业务体量预计将进一步增长。同时，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，全球关税政策不确定性加剧，跟踪期内橡胶价格上涨对成本控制能力构成挑战，公司盈利能力下降，摩洛哥工厂投产运营推升资金需求，公司债务规模持续增加，经营活动现金流净额大幅减少，且需关注摩洛哥工厂未来产能消化情况。

评级日期

2026 年 6 月 23 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	186.51	183.75	174.18	156.50
归母所有者权益	138.47	137.93	134.93	117.86
总债务	33.75	29.70	22.30	21.93
营业收入	20.82	86.12	85.11	78.42
净利润	2.10	11.25	21.86	13.69
经营活动现金流净额	2.02	5.15	19.60	23.67
净债务/EBITDA	--	0.43	0.19	-0.91
EBITDA 利息保障倍数	--	17.18	30.15	21.79
总债务/总资本	19.60%	17.72%	14.18%	15.69%
FFO/净债务	--	211.88%	485.24%	-103.17%
EBITDA 利润率	--	21.88%	32.44%	24.57%
总资产回报率	--	7.65%	14.92%	11.65%
速动比率	2.77	2.84	3.50	4.11
现金短期债务比	2.86	2.85	6.41	18.28
销售毛利率	20.20%	21.28%	32.84%	25.21%
资产负债率	25.76%	24.94%	22.53%	24.69%

注：2023 年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致
资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：孙剑
sunj@cspengyuan.com

项目组成员：孙智博
sunzhb@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，摩洛哥新建产能正逐步释放。**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，2025 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，目前正有序放量运行，预计 2026 年底前可达到设计产能。

关注

- **公司近年来产能投资规模加大，需关注摩洛哥工厂未来产能消化情况。**近年来公司保持较大规模的投资支出，摩洛哥工厂新投放产能规模较大，考虑到海外市场环境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，新投产能能否及时顺利消化具有不确定性。
- **公司海外生产经营占比高且客户集中度较高，全球关税政策不确定性加剧。**公司核心销售领域为境外替换市场，2025 年海外销售占比进一步提升至 91.58%，主要外销地为美国、英国和欧盟等国家和地区；2025 年以来，美国对包括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，全球关税政策不确定性将加剧轮胎企业生产经营压力；2025 年公司前五大客户的销售额占比提升至 48.36%，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。
- **原材料价格波动对公司成本控制能力构成挑战，2025 年公司盈利能力下降。**公司原材料主要包括天然橡胶、合成橡胶、钢帘线、炭黑等，近年占营业成本比重超过 70%，原材料价格波动易对公司盈利能力产生影响；跟踪期内橡胶市场价格上涨，但轮胎产品售价调整相对滞后，2025 年公司轮胎产品销售毛利率降至 21.13%，归母净利润同比下降 48.54%。公司已于 2026 年二季度进行全面涨价，未来盈利能力能否改善有待持续观察。
- **跟踪期内公司债务规模持续增加，偿债及资金压力加大。**随着摩洛哥工厂放量运行，原材料备货支出增加以及摩洛哥工厂产成品合理备货推升资金需求，2025 年公司经营活动现金流净额大幅减少，债务规模亦持续增加，且新增债务以短期借款为主。

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，随着摩洛哥工厂放量运行，预计未来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	467.70	473.75	194.63	151.18	183.75
营业收入	367.92	246.42	98.21	84.97	86.12
净利润	36.17	13.69	9.23	2.01	11.25
销售毛利率	24.68%	17.03%	20.02%	13.06%	21.28%
资产负债率	50.06%	51.22%	28.35%	58.44%	24.94%

注：以上各指标均为 2025 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_2025V1.0

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	2025-6-12	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2025年12月31日，泰国二期项目已结项，募集资金专户已注销完毕。

二、 发行主体概况

2025年公司股票期权行权及可转债转股合计增加股本579,786股，期末总股本增至103,598.54万股。截至2025年末，秦龙先生[1]仍为公司控股股东、实际控制人，直接及间接持有公司股权比例为43.34%，无质押或冻结股权情况，股权结构图见附录二。2025年公司新设1家子公司，合并范围内子公司数量增至13家，详见附录三。

2025年和2026年一季度，“麒麟转债”转股金额合计91,500元，转股数量合计4,681股。截至2026年3月末，“麒麟转债”剩余可转债余额为20.86亿元，规模较大。“麒麟转债”自2022年5月17日起进入转股期，当前最新转股价格为15.12元/股，截至2026年6月18日，公司股票收盘价为14.39元/股。

跟踪期内，公司副总经理Philippe OBERTI先生申请退休并离任副总经理职务，由董事长秦龙先生代管研发中心。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、

[1] 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。

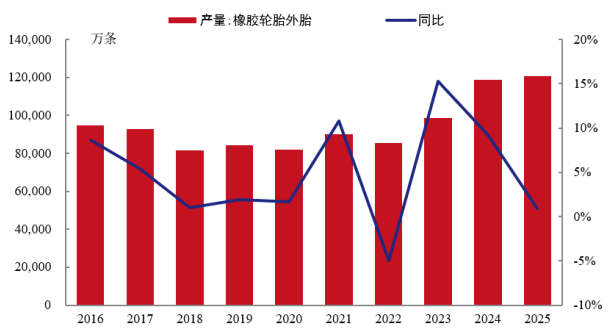
特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

在汽车工业内需繁荣与出口市场外部承压的背景下，2025年我国轮胎生产及出口量增速回落，原材料价格波动亦使得轮胎企业成本端承压；国内轮胎企业全球化布局加速，但仍面临贸易政策的不确定性风险

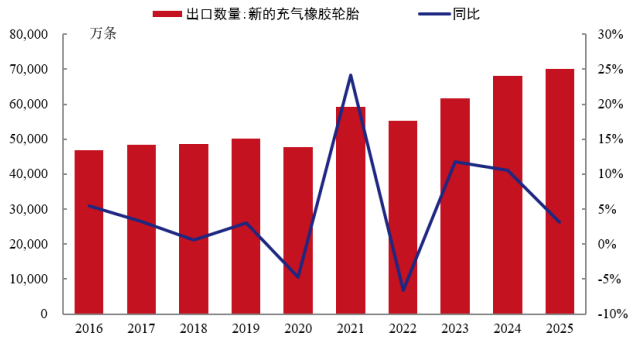
轮胎作为汽车工业主要的零部件之一，在汽车产业链中有着重要地位。根据区域划分，轮胎市场涵盖国内以及国际两个部分。从全球来看，亚太地区是轮胎的主要产地，其中我国作为主要的轮胎生产国，产量占据全球产量近一半，其中六成以上的轮胎用于出口全球各地。2025年全球轮胎行业面临国际贸易壁垒全面升级的挑战，美国在全球范围内扩大关税征收范围，自5月3日起对所有国家/地区的进口汽车及关键零部件（含轮胎）加征额外25%关税，欧盟委员会于5月启动对中国新乘用车和轻型卡车充气橡胶轮胎的反倾销调查，11月又对上述产品启动反补贴调查。我国轮胎出口市场面临挑战，据海关总署发布的中国重点出口商品量值，2025年累计出口新的充气橡胶轮胎70,162万条，同比增长3.10%，出口增速下滑。我国轮胎产业增长动能趋弱，据国家统计局数据显示，2025年中国橡胶轮胎外胎产量为120,736.60万条，仅同比增长0.90%。

图1 2025年我国轮胎产量微增



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 2025年我国轮胎出口增速下滑

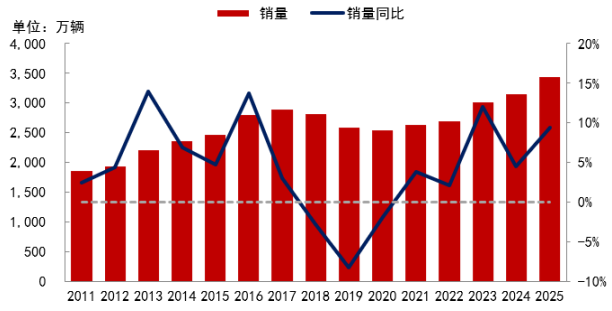


资料来源：Wind，中证鹏元整理

国内需求端，2025年我国汽车行业继续展现出强大的发展韧性和活力，汽车产销分别完成3,453.1万辆和3,440万辆，同比分别增长10.4%和9.4%，自2021年以来持续保持增长趋势，全年销量更创历史新高。新能源汽车高景气度延续，2025年新能源汽车产销分别完成1,662.6万辆和1,649万

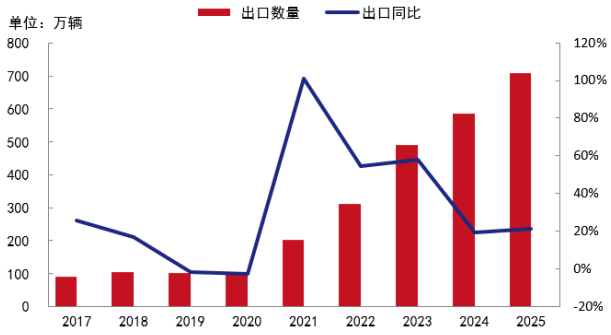
辆，同比分别增长29%和28.2%，新能源车渗透率提升至47.9%。出口市场方面，我国汽车出口量自2023年超越日本，跃居全球第一，2025年仍保持良好的增长势头，全年实现汽车出口709.8万辆，同比增长21.1%，自主品牌的全球认可度持续提升。近年中央和地方政府大力推进以旧换新促销活动，利好政策频出，主机厂商亦持续加大新能源汽车车型投放力度以及新能源汽车的消费者接受度持续提升，都给汽车市场带来较大推动力，长期看我国汽车产业仍具备增长空间，汽车零部件行业有望继续受益。据公安部统计，2025年全国机动车保有量达4.69亿辆，其中汽车3.66亿辆，同比增长3.68%，占机动车总量比重约78%。随着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 2025年我国汽车销量增速回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

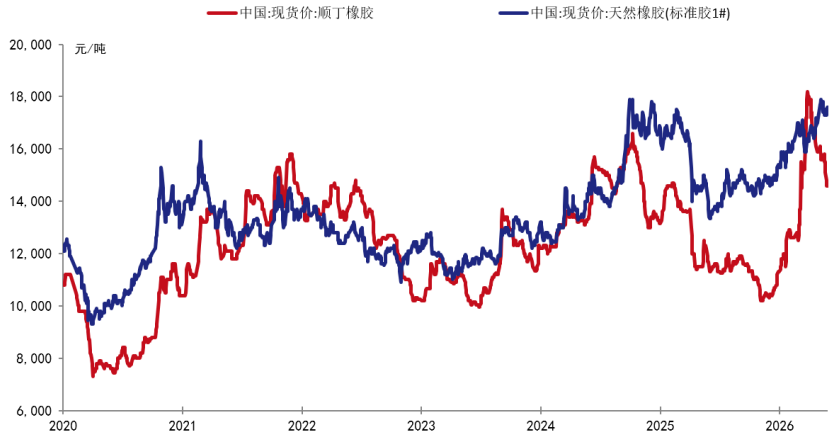
图4 汽车出口市场仍保持较高景气度



资料来源：Wind，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。2025年上半年，供应端步入季节性放量周期，需求端复苏乏力，叠加贸易摩擦加剧，天然橡胶价格自高位回落，下半年多空因素交织，天然橡胶价格窄幅震荡；2025年合成橡胶价格全年呈现偏弱运行状态。2026年以来，中东地缘冲突推高国际油价，丁二烯等合成橡胶原料价格上涨，直接带动合成橡胶价格，间接支撑天然橡胶价格，季节性停割以及高温干旱天气亦导致供应收缩，天然橡胶价格波动上行，自4月以来，随着地缘恐慌降温、原油价格回落等因素影响，合成橡胶价格持续回落。由于轮胎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，中国轮胎企业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，2025年公司营业收入略微增长，但销售毛利率下降至21.28%，主要系原材料价格大幅上涨所致；实现归母净利润11.25亿元，同比下降48.54%。2026年一季度，公司营业收入同比增长1.27%，销售毛利率较2025年基本持平，但归母净利润仍同比下降41.95%。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2026 年 1-3 月			2025 年			2024 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
轮胎	20.82	99.98%	20.19%	85.87	99.71%	21.13%	85.02	99.90%	32.78%
其他	0.01	0.02%	85.52%	0.25	0.29%	72.23%	0.09	0.10%	90.57%
合计	**20.82**	**100.00%**	**20.20%**	**86.12**	**100.00%**	**21.28%**	**85.11**	**100.00%**	**32.84%**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2025年公司轮胎产销规模略有增长，其中摩洛哥工厂实现投产放量，但尚处于产能爬坡阶段；公司轮胎销售以经销模式为主，客户集中度较高；跟踪期内国内轮胎市场竞争激烈，内销收入有所减少，海外销售收入保持增长，但仍面临全球关税政策不确定性加剧的风险；公司人工成本仍控制在较低水

平，但原材料价格上涨导致成本端压力加大，2025年公司盈利能力下降

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”[2]全球化发展战略规划的重要步骤。2025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，目前摩洛哥工厂已开始放量运行，正处于产能爬坡阶段，预计2026年可逐步实现投产放量。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。但中证鹏元也关注到，公司摩洛哥工厂产能规模较大，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。

随着摩洛哥工厂投产运营，公司主要生产基地已增至三个，分别是青岛工厂、泰国工厂和摩洛哥工厂，设计产能增至4,200万条，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、摩洛哥工厂1,200万条。因摩洛哥工厂尚处于产能爬坡阶段，2025年公司轮胎总产量增至3,295.28万条，同比增长2.26%。随着摩洛哥工厂逐步实现投产放量，预计2026年轮胎总产量有着较大提升空间，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		2025 年	2024 年
设计产能	青岛	1,200.00	1,200.00
	泰国	1,800.00	1,800.00
	摩洛哥	1,200.00	-
产量		3,295.28	3,222.61
销量		3,146.60	3,140.87
产能利用率		78.46%	107.42%
产销率		95.49%	97.46%

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，2025年公司人均产能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	玲珑轮胎	三角轮胎	通用股份	公司

[2]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。

	（601058. SH）	（601966. SH）	（601163. SH）	（601500. SH）	
销售毛利率	24.68%	17.03%	20.02%	13.06%	**21.28%**
人工成本占比	5.86%	7.05%	4.52%	6.08%	**3.93%**
人均产能（万条/年）	0.44	0.75	0.57	0.63	**0.99**

注：人均产能根据上市公司 2025 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 2025 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。2025年公司轮胎产销率仍保持较高水平，且近年销售均价波动不大。分区域来看，近年公司销售主要集中在海外，2025年海外销售占比进一步提升至91.58%。受益于海外轮胎市场订单需求旺盛，2025年外销收入同比增长3.40%；受国内轮胎低价竞争加剧影响，2025年内销收入同比减少19.41%。面对国内较为激烈的竞争态势，公司积极稳住现有渠道优势，并通过线上直播营销、官方直营门店销售等新零售模式加大客户开拓力度。

表4 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：万元）

项目	2025 年		2024 年	
	金额	比例	金额	比例
外销	786,376.52	91.58%	760,489.27	89.45%
内销	72,315.08	8.42%	89,729.29	10.55%
合计	**858,691.60**	**100.00%**	**850,218.56**	**100.00%**

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

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。2025年，公司对前五大客户的合计销售收入为41.53亿元，占年度销售总额的比重为48.36%，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
2025 年	1	客户 1	14.55	16.94%
	2	客户 2	10.90	12.69%
	3	客户 3	6.42	7.48%
	4	客户 4	5.14	5.99%
	5	客户 5	4.52	5.26%
	合计		**41.53**	**48.36%**

资料来源：公司 2025 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。欧美市场销售主要由泰国工厂和摩洛哥工厂承接，其中2025年泰国工厂实现营业收入51.08亿元，是重要的盈利来源，摩洛哥工厂实现营业收入5.76亿元，目前仍处于产能爬坡阶段。中证鹏元关注到，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；欧盟委员会于5月启动对中国新乘用车和轻型卡车充气橡胶轮胎的反倾销调查，11月又对上述产品启动反补贴调查。考虑到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，公司轮胎产品出口销售和部分原材料采购主要以美元进行贸易结算，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。公司营业成本中原材料占比较高，近年占比均略高于73%。受益于智能制造水平较为先进，公司人工成本占比较低，2025年占比仅为3.93%。

表6 公司营业成本构成情况（单位：万元）

项目	2025 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	496,301.38	73.21%	417,384.23	73.02%
直接人工	26,608.44	3.93%	19,915.49	3.48%
燃料及动力	44,678.45	6.59%	34,268.53	6.00%
制造费用及其他	88,111.94	13.00%	70,263.78	12.29%
运杂费、仓储成本	19,842.07	2.92%	27,057.98	4.73%
其他	2,366.97	0.35%	2,714.83	0.48%
合计	**677,909.25**	**100.00%**	**571,604.83**	**100.00%**

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

2025年公司对前五大供应商采购金额12.92亿元，合计占采购总额的比重为25.65%，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（天然橡胶和合成橡胶）是生产轮胎的主要原材料，2025年采购额占比提升至58.88%，其中天然橡胶采购均价同比增长8.33%，炭黑、帘布、钢丝等其他原材料价格均有不同程度下降。由于轮胎产品售价调整相对滞后，2025年以来公司销售毛利率出现下滑。

2026年中东局势扰动全球原油价格上行，公司部分原材料价格与国际原油走势呈正相关，对原材料成本形成阶段性压力，但原材料市场价格与成本端存在相对滞后性，公司根据生产需求及原材料市场行情把握采购节奏、适时调整备货策略。2026年二季度，公司已综合考虑产品成本、终端需求、品牌定位等多种因素后进行全面涨价，未来盈利能力能否改善有待观察。

表7 公司主要原材料采购均价（单位：元/千克）

类别	2025 年	2024 年
天然橡胶	13.40	12.37
合成橡胶	11.78	12.17

钢丝	6.53	7.22
帘布（线）类	15.48	16.09
炭黑	6.13	7.40

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

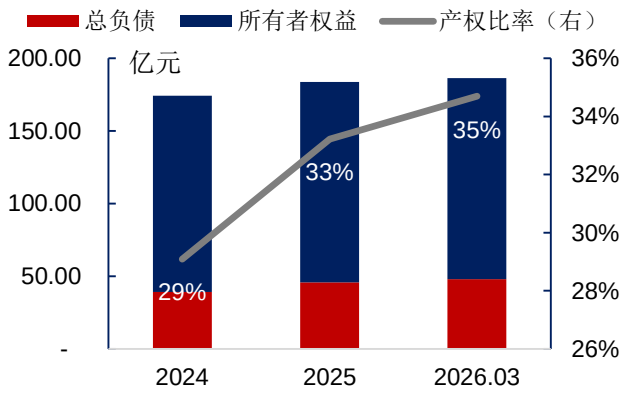
以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务报表。

跟踪期内摩洛哥工厂投产运营推升资金需求，公司存货及债务规模均大幅增加，产权比率有所提升；受原材料价格上涨、轮胎行业竞争加剧、国际贸易政策不确定等因素影响，公司 EBITDA 利润率和总资产回报率均明显下降；跟踪期内公司短期债务规模大幅增加，现金短期债务比明显下降，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

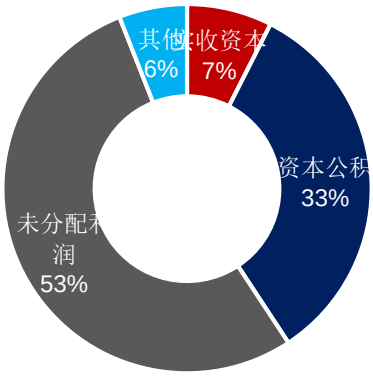
近年公司资本实力进一步提升，受益于利润累积，跟踪期内公司所有者权益保持增长态势，其中未分配利润和资本公积仍为主要构成，但资金需求增加导致公司债务规模大幅增加。受上述因素综合影响，2026年3月末公司产权比率上升至35%，所有者权益对负债的保障程度减弱。

图6 公司资本结构



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图7 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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。其中摩洛哥工厂已于2025年投产运营，相关资产从在建工程转入固定资产；摩洛哥工厂投产导致原材料备货支出增加以及产成品合理备货，跟踪期内存货规模大幅增加，其中2025年末原材料账面价值同比增长57.13%，库存商品账面价值同比增长51.24%，需关注存货跌价风险。此外，公司资金占比较高，以银行存款和其他流动资产中的定期存单为主，跟踪期内定期存单陆续到期收回。截

至2025年末，公司包括应收票据和货币资金在内的受限资产账面价值合计1.43亿元，占比不高。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	33.14	17.77%	22.42	12.20%	18.22	10.46%
应收账款	14.36	7.70%	14.41	7.84%	12.34	7.09%
存货	27.13	14.54%	25.52	13.89%	17.63	10.12%
其他流动资产	15.43	8.27%	24.58	13.38%	31.53	18.10%
流动资产合计	**97.05**	**52.04%**	**91.69**	**49.90%**	**82.31**	**47.26%**
固定资产	78.12	41.88%	81.04	44.10%	63.08	36.22%
在建工程	3.91	2.10%	3.56	1.94%	19.53	11.21%
非流动资产合计	**89.45**	**47.96%**	**92.05**	**50.10%**	**91.87**	**52.74%**
资产总计	**186.51**	**100.00%**	**183.75**	**100.00%**	**174.18**	**100.00%**

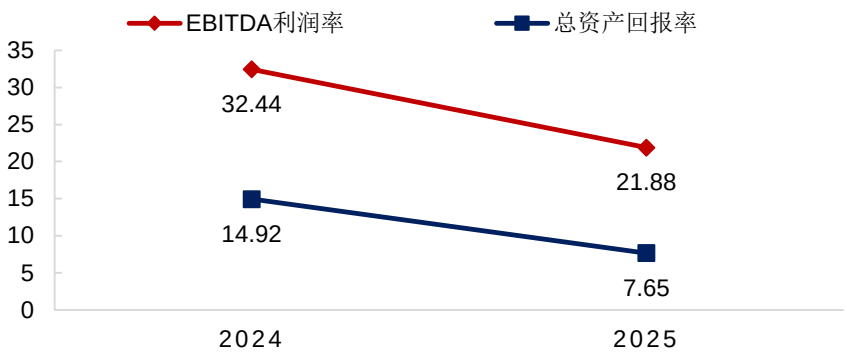
资料来源：公司2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司主营业务突出，收入基本来源于轮胎销售，2025年公司轮胎销量及销售均价较上年基本持平，营业收入略微增长，但受原材料价格上涨、轮胎行业竞争加剧、国际贸易政策不确定等因素影响，2025年公司销售毛利率下降至21.28%，叠加期间费用同比增长46.57%（主要系利息收入、汇兑收益减少），归属于上市公司股东的净利润较上年减少48.54%，公司EBITDA利润率和总资产回报率均明显下降。

2026年一季度，公司实现营业收入20.82亿元，同比增长1.27%，销售毛利率为20.20%，较上年同期下降2.55个百分点；期间费用同比增长141.67%，其中销售费用同比增长122.40%，主要系租赁费及市场推广费增加所致，财务费用（0.55亿元）较上年（-0.28亿元）大幅增加，主要系汇率变动导致汇兑损失增加所致。在上述因素综合影响下，公司归属于上市公司股东的净利润为2.10亿元，同比减少41.95%。受欧盟对华轮胎“双反”调查影响，欧盟客户存在短期订单延迟，随着2026年二季度相关贸易保护政策落地，订单情况已有所好转，摩洛哥工厂亦将逐步实现投产放量。此外，公司已综合考虑产品成本、终端需求和品牌定位后进行全面涨价，需持续关注2026年盈利能力改善情况。

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

摩洛哥工厂投产运营推升资金需求，跟踪期内公司总债务规模大幅增加，且新增债务以短期借款为主，2026年3月末短期债务占比提升至35.97%，集中偿债压力加大。此外，本期债券若未能大规模转股，公司亦将面临较大的债务到期偿付压力。其他负债方面，近年公司应付账款规模较大，2025年末占总负债的比重为20.66%，主要系应付原材料及设备的采购款项；其他应付款主要系应付的工程款、物流费用、预提销售折扣、押金及保证金等款项；2025年末租赁负债大幅增加，主要系新增租赁仓库所致。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026 年 3 月		2025 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.88	20.56%	6.82	14.88%	0.50	1.27%
应付票据	1.88	3.91%	1.21	2.64%	2.33	5.95%
应付账款	8.32	17.31%	9.47	20.66%	9.60	24.46%
其他应付款	1.73	3.61%	2.21	4.82%	2.69	6.85%
流动负债合计	**25.26**	**52.58%**	**23.27**	**50.77%**	**18.50**	**47.15%**
应付债券	20.08	41.80%	19.95	43.53%	19.37	49.36%
租赁负债	1.23	2.55%	1.30	2.83%	0.00	0.00%
非流动负债合计	**22.78**	**47.42%**	**22.56**	**49.23%**	**20.74**	**52.85%**
负债合计	**48.04**	**100.00%**	**45.82**	**100.00%**	**39.25**	**100.00%**
总债务	**33.75**	**70.27%**	**29.70**	**64.82%**	**22.30**	**56.83%**
其中：短期债务	12.14	35.97%	8.35	28.12%	2.93	13.14%
长期债务	21.61	64.03%	21.35	71.88%	19.37	86.86%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2025年摩洛哥工厂正式投产，原材料备货支出增加导致经营活动现金流净额大幅减少；受原材料价格上涨、轮胎行业竞争加剧、国际贸易政策不确定等因素影响，公司盈利能力下降，2025年FFO规模同比减少34.49%。

随着债务规模持续增加，跟踪期内公司资产负债率、总债务/总资本均有所上升，净债务/EBITDA、

FFO/净债务指标有所弱化但表现仍较好。2025年公司EBITDA同比减少31.74%，EBITDA利息保障倍数明显下降，但仍处于较高水平。

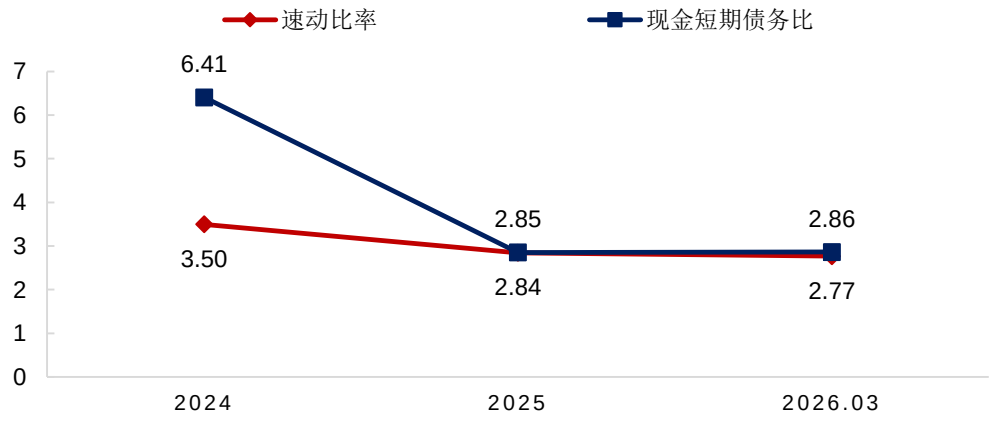
表10公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	2.02	5.15	19.60
FFO（亿元）	--	17.02	25.98
资产负债率	25.76%	24.94%	22.53%
净债务/EBITDA	--	0.43	0.19
EBITDA利息保障倍数	--	17.18	30.15
总债务/总资本	19.60%	17.72%	14.18%
FFO/净债务	--	211.88%	485.24%
经营活动现金流净额/净债务	-420.99%	64.06%	366.07%
自由现金流/净债务	-150.38%	-28.87%	-93.95%

资料来源：公司2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，跟踪期内公司短期债务规模大幅增加，现金短期债务比明显下降，但现金类资产对短期债务的覆盖程度仍较好。公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，且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2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（2026年5月6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（2026年6月16日），中证鹏元未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

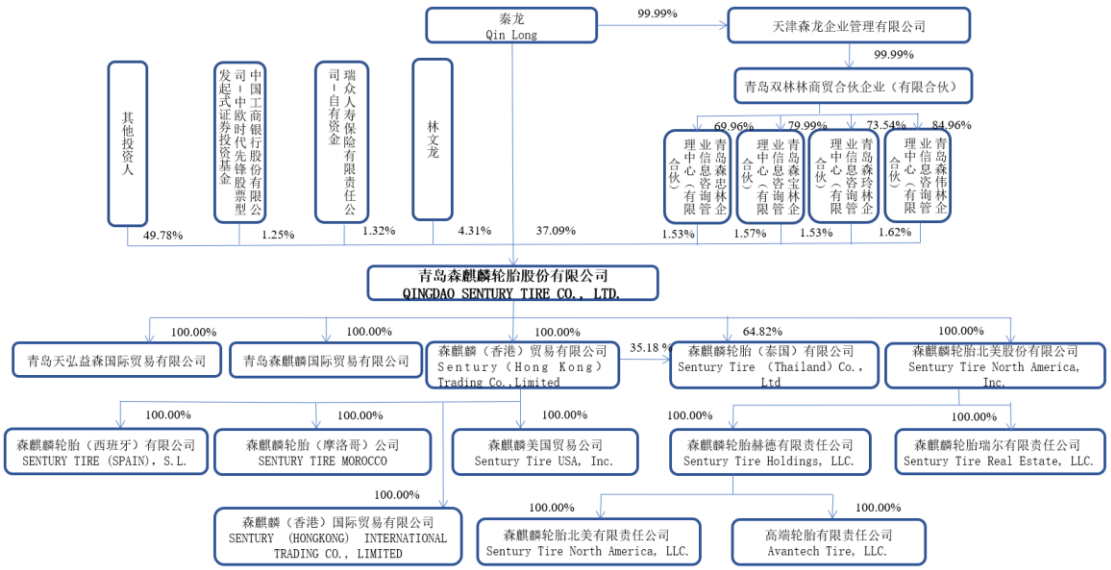
附录一　公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026 年 3 月	2025 年	2024 年	2023 年
货币资金	33.14	22.42	18.22	38.94
应收账款	14.36	14.41	12.34	11.38
存货	27.13	25.52	17.63	14.70
其他流动资产	15.43	24.58	31.53	18.20
流动资产合计	97.05	91.69	82.31	87.14
固定资产	78.12	81.04	63.08	55.70
在建工程	3.91	3.56	19.53	4.31
非流动资产合计	89.45	92.05	91.87	69.35
资产总计	186.51	183.75	174.18	156.50
短期借款	9.88	6.82	0.50	0.00
应付票据	1.88	1.21	2.33	2.12
应付账款	8.32	9.47	9.60	9.30
其他应付款	1.73	2.21	2.69	2.93
流动负债合计	25.26	23.27	18.50	17.61
应付债券	20.08	19.95	19.37	19.62
非流动负债合计	22.78	22.56	20.74	21.03
负债合计	48.04	45.82	39.25	38.64
总债务	33.75	29.70	22.30	21.93
其中：短期债务	12.14	8.35	2.93	2.26
长期债务	21.61	21.35	19.37	19.66
所有者权益	138.47	137.93	134.93	117.86
营业收入	20.82	86.12	85.11	78.42
营业利润	2.25	12.60	23.77	14.71
净利润	2.10	11.25	21.86	13.69
经营活动产生的现金流量净额	2.02	5.15	19.60	23.67
投资活动产生的现金流量净额	6.14	-0.51	-34.87	-30.17
筹资活动产生的现金流量净额	3.02	-0.31	-6.22	26.60
财务指标	**2026 年 3 月**	**2025 年**	**2024 年**	**2023 年**
EBITDA（亿元）	--	18.85	27.61	19.27
FFO（亿元）	--	17.02	25.98	18.15
净债务（亿元）	-0.48	8.03	5.35	-17.59
销售毛利率	20.20%	21.28%	32.84%	25.21%
EBITDA 利润率	--	21.88%	32.44%	24.57%
总资产回报率	--	7.65%	14.92%	11.65%
资产负债率	25.76%	24.94%	22.53%	24.69%
净债务/EBITDA	--	0.43	0.19	-0.91
EBITDA 利息保障倍数	--	17.18	30.15	21.79

总债务/总资本	19.60%	17.72%	14.18%	15.69%
FFO/净债务	--	211.88%	485.24%	-103.17%
经营活动现金流净额/净债务	-420.99%	64.06%	366.07%	-134.53%
速动比率	2.77	2.84	3.50	4.11
现金短期债务比	2.86	2.85	6.41	18.28

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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 2025 年末）



资料来源：公司提供

附录三　2025 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
			直接	间接	
森麒麟轮胎（泰国）有限公司	泰国罗勇府	生产销售	64.82	35.18	新设
森麒麟（香港）贸易有限公司	香港	贸易及投资	100.00		新设
Sentury Tire USA Inc.	美国佛罗里达州	贸易		100.00	同一控制下企业收购
青岛天弘益森国际贸易有限公司	青岛	贸易	100.00		新设
Sentury Tire North America,Inc.	美国佐治亚州	投资	100.00		新设
Sentury Tire North America,LLC	美国佐治亚州	生产销售		100.00	新设
Sentury Tire Holdings,LLC	美国佐治亚州	投资及贸易		100.00	新设
Sentury Tire Real Estate,LLC	美国佐治亚州	资产		100.00	新设
Avantech Tire,LLC	美国佐治亚州	贸易		100.00	新设
青岛森麒麟国际贸易有限公司	青岛	贸易	100.00		新设
森麒麟轮胎（西班牙）有限公司	西班牙加利西亚自治区	生产销售		100.00	新设
森麒麟轮胎（摩洛哥）公司	摩洛哥丹吉尔	生产销售		100.00	新设
Sentury(HongKong)International Trading Co.,Limited	香港	贸易及投资		100.00	新设

注：森麒麟（香港）贸易有限公司于 2026 年 6 月更名为森麒麟（香港）国际控股有限公司。
资料来源：公司提供，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+经调整所有者权益
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

中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼

T：0755-8287 2897

W：www.cspengyuan.com