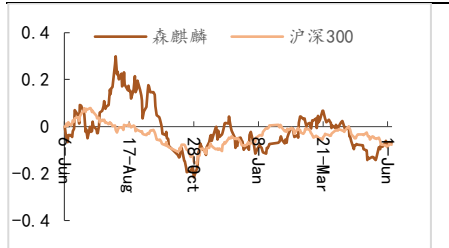


评级： 买入

翟绪丽  
首席分析师  
SAC 执证编号: S0110522010001  
zhaixuli@sczq.com.cn  
电话: 010-81152683

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	29.36
一年内最高/最低价 (元)	43.32/24.58
市盈率 (当前)	23.32
市净率 (当前)	2.56
总股本 (亿股)	6.50
总市值 (亿元)	190.74

资料来源: 聚源数据

相关研究

## 核心观点

- **事件:** 公司 6 月 5 日发布公告, 摩洛哥新建年产 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目取得青岛市发改委出具的《境外投资项目备案通知书》和青岛市商务局出具的《企业境外投资证书》。
- **公司是轮胎行业智能制造的典范。** 智能制造的应用可有效提高设备利用率及产能利用率, 大幅提升生产效率、降低生产成本、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。森麒麟泰国一期轮胎智能制造基地被誉为全球轮胎行业智能制造的典范, 伴随公司泰国二期扩建项目的投产, 公司持续深化泰国二期项目智能制造水平, 将全球轮胎行业智能制造的水平带到一个新的高度。
- **公司现有轮胎产能 3000 万条/年。** 目前公司已建成中国青岛、泰国罗勇两大轮胎生产基地, 其中泰国工厂二期 600 万条/年高性能半钢子午线轮胎和 200 万条/年高性能全钢子午线轮胎已于 2022 年 6 月投产, 目前处于产能爬坡中, 预计 2023 年具备满产能力。
- **未来继续布局西班牙工厂和摩洛哥工厂。** 公司分别于 2021 年启动西班牙工厂项目, 2022 年启动摩洛哥工厂项目, 均计划建设高性能轿车、轻卡子午线轮胎, 产能分别为 1200 万条/年和 600 万条/年, 预计 2023 年开工建设, 国际化进程进一步加速。
- **大尺寸高性能的中高端定位溢价能力强, 毛利率高。** 大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎市场需求旺盛, 已成为轮胎行业的未来发展趋势, 据米其林年报, 2019 至 2023 年 18 寸轮胎市场的年均复合增长率为 6%, 19 寸及以上轮胎市场的年均复合增长率为 16%, 而小尺寸轮胎市场则会出现萎缩。公司 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, 从各企业轮胎板块的毛利率来看, 森麒麟近年来稳居最高水平, 2022 年为 20.5%。
- **投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 12.40/15.28/20.92 亿元, EPS 分别为 1.91/2.35/3.22 元, 对应 PE 分别为 15/13/9 倍, 考虑公司作为轮胎行业智能制造的典范, 盈利能力强, 泰国二期、摩洛哥、西班牙接力成长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产品价格大幅下滑, 新项目进展不及预期。

## 盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	62.92	83.70	95.70	112.00
营收增速 (%)	21.53	33.03	14.34	17.03
净利润 (亿元)	8.01	12.40	15.28	20.92
净利润增速 (%)	6.30	54.78	23.31	36.86
EPS (元/股)	1.23	1.91	2.35	3.22
PE	23.86	15.41	12.50	9.13

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4831.2	6394.4	7072.2	8104.6	经营活动现金流	1028.1	1307.6	2324.1	2590.1
现金	1988.5	2729.8	3278.8	3752.9	净利润	800.9	1239.6	1528.5	2091.8
应收账款	878.4	1142.7	935.9	1095.2	折旧摊销	399.3	504.2	601.9	738.7
其它应收款	75.8	100.4	114.8	134.4	财务费用	92.4	15.2	39.8	65.7
预付账款	68.0	87.7	97.6	109.7	投资损失	162.9	-30.0	30.0	0.0
存货	1736.7	2227.3	2480.5	2786.9	营运资金变动	-413.0	-443.0	122.7	-292.1
其他	42.4	56.4	64.5	75.5	其它	-14.4	21.7	1.2	-14.0
非流动资产	6284.4	7011.9	8720.8	10686.6	投资活动现金流	-961.3	-1220.2	-2385.5	-2755.5
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资本支出	-1052.1	-1505.0	-2005.0	-2505.0
固定资产	4956.0	5967.7	7379.1	9151.2	长期投资	46.9	0.0	0.0	0.0
无形资产	193.5	179.1	166.2	154.6	其他	43.8	284.8	-380.5	-250.5
其他	573.5	300.0	600.0	800.0	筹资活动现金流	-696.3	653.9	610.4	639.4
资产总计	11115.6	13406.3	15793.0	18791.3	短期借款	79.2	7.5	40.0	30.0
流动负债	1435.4	2290.7	2988.8	3710.1	长期借款	-422.1	486.5	500.0	500.0
短期借款	0.0	500.0	1000.0	1500.0	其他	-317.4	-317.4	-349.8	-294.8
应付账款	707.9	966.8	1076.7	1209.6	现金净增加额	-629.5	741.3	549.0	474.1
其他	43.9	56.6	63.0	70.8					
非流动负债	2056.5	2577.1	3127.1	3637.1	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	0.0	500.0	1000.0	1500.0	成长能力				
其他	95.7	100.0	120.0	140.0	营业收入	21.5%	33.0%	14.3%	17.0%
负债合计	3491.9	4867.9	6115.9	7347.2	营业利润	18.7%	49.4%	21.9%	39.1%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	6.3%	54.8%	23.3%	36.9%
归属母公司股东权益	7623.7	8538.4	9677.1	11444.0	获利能力				
负债和股东权益	11115.6	13406.3	15793.0	18791.3	毛利率	20.5%	23.0%	25.0%	28.0%
					净利率	12.7%	14.8%	16.0%	18.7%
					ROE	10.5%	14.5%	15.8%	18.3%
					ROIC	9.1%	13.0%	13.1%	14.8%
					偿债能力				
					资产负债率	31.4%	36.3%	38.7%	39.1%
					净负债比率	0.1%	7.5%	12.7%	16.0%
					流动比率	3.37	2.79	2.37	2.18
					速动比率	2.16	1.82	1.54	1.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.57	0.62	0.61	0.60
					应收账款周转率	8.28	8.24	9.21	11.03
					应付账款周转率	5.33	5.89	5.27	5.29
					每股指标(元)				
					每股收益	1.23	1.91	2.35	3.22
					每股经营现金	1.58	2.01	3.58	3.99
					每股净资产	11.73	13.14	14.90	17.62
					估值比率				
					P/E	23.9	15.4	12.5	9.1
					P/B	2.51	2.24	1.97	1.67
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>					
营业收入	6292.2	8370.2	9570.3	11200.3					
营业成本	5002.1	6445.1	7177.7	8064.2					
营业税金及附加	13.6	25.1	28.7	33.6					
营业费用	156.0	209.3	239.3	280.0					
研发费用	112.9	167.4	191.4	224.0					
管理费用	168.1	226.0	258.4	302.4					
财务费用	-134.8	15.2	39.8	65.7					
资产减值损失	-16.9	-20.0	-30.0	-40.0					
公允价值变动收益	57.2	-20.0	-10.0	-30.0					
投资净收益	-149.6	50.0	-20.0	30.0					
营业利润	864.8	1292.2	1575.0	2190.3					
营业外收入	2.0	20.0	50.0	30.0					
营业外支出	14.3	10.0	15.0	20.0					
利润总额	852.5	1302.2	1610.0	2200.3					
所得税	51.6	62.6	81.5	108.5					
净利润	800.9	1239.6	1528.5	2091.8					
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0					
归属母公司净利润	800.9	1239.6	1528.5	2091.8					
EBITDA	1121.5	1811.6	2216.7	2994.8					
EPS (元)	1.23	1.91	2.35	3.22					

## 分析師簡介

翟緒麗，化工行業首席分析師，清華大學化工專業博士，有 6 年實業工作經驗和 4 年金融從業經驗，曾就職於太平洋證券，2022 年 1 月加入首創證券。

## 分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

## 免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）製作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

## 評級說明

	評級	說明
<b>1. 投資建議的比較標準</b>		
投資評級分為股票評級和行業評級	<b>股票投資評級</b>	買入 相對沪深 300 指數漲幅 15% 以上
以報告發布後的 6 個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的 6 個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的沪深 300 指數的漲跌幅為基準	增持	相對沪深 300 指數漲幅 5%-15% 之間
	中性	相對沪深 300 指數漲幅 -5%-5% 之間
	減持	相對沪深 300 指數跌幅 5% 以上
<b>2. 投資建議的評級標準</b>	<b>行業投資評級</b>	看好 行業超越整體市場表現
報告發布日後的 6 個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的沪深 300 指數的漲跌幅為基準	中性	行業與整體市場表現基本持平
	看淡	行業弱於整體市場表現