

森麒麟(002984)

报告日期: 2023年08月30日

## 迎风而上, 23H1 归母净利润同比增 26.9%

### ——森麒麟点评报告

#### 事件

- 森麒麟发布半年报: 23H1 实现营业收入 35.37 亿元, yoy+11.96%; 实现归母净利润 6.06 亿元, yoy+26.90%。Q2 单季度营业收入 18.79 亿元, yoy+9.79%, qoq+13.34%; 实现归母净利润 3.56 亿元, yoy+45.56%, qoq+42.31%, Q2 业绩同环比均实现显著增长。

#### 点评

- 不利影响因素逐渐消退, 轮胎行业恢复增长。** 2021-2022 年, 全球客观环境变化引发的轮胎原材料上升及国际海运费大涨, 叠加美国贸易关税政策变化以及海外轮胎库存高企等因素, 国内轮胎行业景气下滑明显。2023 年以来, 上述不利因素影响逐渐减弱, 国产轮胎行业重回增长赛道。据国家统计局数据, 2023 年 1-6 月中国轮胎外胎产量 4.75 亿条, yoy+13.9%, 据海关总署数据, 2023 年 1-6 月国内出口新的充气橡胶轮胎 3.00 亿条, yoy+6.9%。
- 迎风而上, 公司 23H1 产销量同比大幅增长。** 公司抓住行业景气恢复机遇, 提升森麒麟泰国二期项目投产进度, 实现产销量大幅提升。据公司公告, 23H1 实现轮胎产销量分别为 1352.93/1368.12 万条, yoy+18.95%/+21.35%, 其中半钢胎/全钢胎产量分别为 1322.76/30.17 万条, yoy+18.23%/+62.84%, 销量分别为 1339.81/28.31 万条, yoy+20.06%/+146.17%。
- 原材料价格同比回落, 利润率有所改善。** 据 Wind, 2023H1 轮胎主要原材料天然橡胶/丁苯橡胶/炭黑/帘子布均价同比分别变化-10.02%/-8.43%/-0.94%/-19.43%, 其中 Q2 单季度环比分别变化-4.31%/+0.62%/-18.25%/+6.25%, 上半年主要原材料价格回落, 驱动公司轮胎产品毛利率改善。23H1 公司实现毛利率 22.40%, yoy+0.4pct, 实现净利率 17.14%, yoy+2.02pct。
- 泰国基地对美贸易关税下调, 西班牙及摩洛哥基地稳步推进。** 据公司公告, 美国商务部对泰国乘用车及轻卡轮胎反倾销调查第一次年度行政复审结果于 23 年 7 月落地, 公司作为强制应诉企业之一, 复审初裁单独税率为 1.24%, 较原审适用税率 17.06%大幅下滑, 有望显著降低公司泰国工厂出口贸易摩擦成本, 提升公司产品全球竞争力。公司积极推进海外新基地建设, 23H1 摩洛哥基地子公司完成注册并获得境外投资备案, 西班牙基地稳步推进, 有望支撑长期成长。
- 盈利预测与估值**  
森麒麟是国内高性能轮胎龙头企业, 在产品高端化、制造智能化、管理精细化、布局全球化、销售国际化、人才专业化等方面具备全球竞争力, 致力于成为全球高端新能源汽车轮胎领航者。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润为 14.71/17.30/22.18 亿元, yoy+83.63%/+17.64%/+28.20%, 对应当前股价 PE 分别为 16.5/14.0/10.9 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示**  
原材料价格大幅波动风险, 产品需求不佳风险, 新产能兑现不及预期风险, 海运费波动风险, 贸易摩擦风险。

#### 投资评级: 买入(首次)

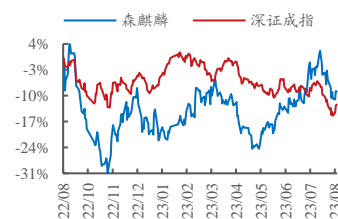
分析师: 李辉  
执业证书号: S1230521120003  
lihui01@stocke.com.cn

研究助理: 姚雯慧  
yaowenyi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 32.51
总市值(百万元)	24,186.77
总股本(百万股)	743.98

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,292	8,251	9,019	10,339
(+/-) (%)	21.53%	31.13%	9.31%	14.63%
归母净利润	801	1,471	1,730	2,218
(+/-) (%)	6.30%	83.63%	17.64%	28.20%
每股收益(元)	1.08	1.98	2.33	2.98
P/E	30.20	16.45	13.98	10.91

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4,831	9,214	9,804	11,607
现金	1,989	5,450	5,278	6,180
交易性金融资产	32	532	1,032	1,532
应收账款	888	1,048	1,136	1,295
其它应收款	76	96	105	121
预付账款	68	122	132	146
存货	1,737	1,937	2,092	2,305
其他	42	29	29	29
<b>非流动资产</b>	6,284	6,709	7,991	8,603
金融资产类	21	21	21	21
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4,956	5,114	4,851	5,639
无形资产	193	220	244	265
在建工程	504	804	2,328	2,133
其他	610	550	547	545
<b>资产总计</b>	11,116	15,923	17,795	20,210
<b>流动负债</b>	1,435	1,741	1,883	2,080
短期借款	0	0	0	0
应付款项	899	1,101	1,194	1,320
预收账款	0	0	0	0
其他	536	640	690	761
<b>非流动负债</b>	2,056	2,040	2,040	2,040
长期借款	0	0	0	0
其他	2,056	2,040	2,040	2,040
<b>负债合计</b>	3,492	3,781	3,923	4,120
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	7,624	12,142	13,872	16,090
<b>负债和股东权益</b>	11,116	15,923	17,795	20,210

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1,028	2,079	2,386	2,949
净利润	801	1,471	1,730	2,218
折旧摊销	411	679	702	848
财务费用	92	14	24	31
投资损失	163	41	45	52
营运资金变动	(383)	(142)	(140)	(225)
其它	(56)	16	25	25
<b>投资活动现金流</b>	(961)	(1,646)	(2,535)	(2,016)
资本支出	(1,052)	(1,165)	(1,990)	(1,465)
长期投资	0	(500)	(500)	(500)
其他	91	19	(45)	(52)
<b>筹资活动现金流</b>	(696)	2,980	(24)	(31)
短期借款	(62)	0	0	0
长期借款	(396)	0	0	0
其他	(238)	2,980	(24)	(31)
<b>现金净增加额</b>	(744)	3,462	(172)	901

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	6,292	8,251	9,019	10,339
营业成本	5,002	6,096	6,612	7,309
营业税金及附加	14	23	25	29
营业费用	156	206	225	258
管理费用	168	220	241	276
研发费用	113	159	174	200
财务费用	(135)	(35)	(112)	(101)
资产减值损失	(29)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动损益	57	0	0	0
投资净收益	(163)	(41)	(45)	(52)
其他经营收益	13	25	27	31
<b>营业利润</b>	865	1,550	1,821	2,332
营业外收支	(12)	(10)	(10)	(10)
<b>利润总额</b>	852	1,540	1,811	2,322
所得税	52	69	82	105
<b>净利润</b>	801	1,471	1,730	2,218
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	801	1,471	1,730	2,218
EBITDA	1,250	2,184	2,401	3,070
EPS (最新摊薄)	1.08	1.98	2.33	2.98

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	21.53%	31.13%	9.31%	14.63%
营业利润	18.73%	79.22%	17.52%	28.04%
归属母公司净利润	6.30%	83.63%	17.64%	28.20%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.50%	26.12%	26.70%	29.31%
净利率	12.73%	17.82%	19.18%	21.45%
ROE	10.50%	12.11%	12.47%	13.78%
ROIC	8.26%	10.22%	10.27%	11.78%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	31.41%	23.74%	22.05%	20.39%
净负债比率	45.80%	31.14%	28.28%	25.61%
流动比率	3.37	5.29	5.21	5.58
速动比率	2.09	4.09	4.01	4.39
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.59	0.61	0.53	0.54
应收账款周转率	8.33	8.69	8.47	8.73
应付账款周转率	7.13	7.84	7.49	7.56
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.08	1.98	2.33	2.98
每股经营现金	1.38	2.79	3.21	3.96
每股净资产	10.25	16.32	18.65	21.63
<b>估值比率</b>				
P/E	30.20	16.45	13.98	10.91
P/B	3.17	1.99	1.74	1.50
EV/EBITDA	15.94	9.46	8.67	6.49

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>