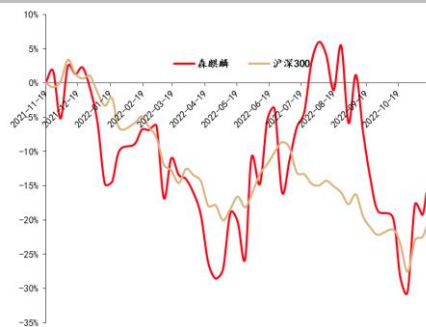


股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

总市值 (亿元)	195
流通市值 (亿元)	89
52周最高/最低 (元)	43.32/22.89
52周最高/最低 PE (倍)	35.03/19.24
52周最高/最低 PB (倍)	3.85/2.32
52周涨幅 (%)	-19.33
52周换手率 (%)	392.77

研究所

分析师：吴迪
SAC 登记编号：S1340522090002
Email: wudi2022@cnpsc.com

分析师：钟浩
SAC 登记编号：S1340522080003
Email: zhonghao@cnpsc.com

汽车&化工组联合覆盖

森麒麟 (002984.SZ) 动态点评：

海外经销商库存回落，开工率及订单快速恢复

● 事件：

11月15日公司发布公告：向下修正可转换公司债券转股价格。

● 点评：

可转债价格下修，估值基本接近底部。公司发布公告，因股票价格已有连续15个交易日的收盘价低于“麒麟转债”当期转股价格34.68元/股的85%，即29.48元/股的情形，触发公司《募集说明书》中规定的转股价格向下修正条件，故将“麒麟转债”转股价格修正为28.52元/股，下修幅度17.76%，修正后的转股价格自2022年11月15日起生效。本次下修转股价，我们理解为再次说明当前公司估值已基本接近底部位置。

业绩担忧落地，订单逐渐恢复。2022年Q2以来出口海运费迅速下降、港口堵塞问题快速解决，导致海外经销商库存短期到达高位，影响经销商Q3订单需求，对公司Q3业绩带来一定压制，公司Q3实现营业收入15.91亿元，同比+19.27%，环比-7.01%，伴随三季报披露，市场对公司业绩担忧已落地。

2022年7-8月份经销商库存最高达6-7个月，当前欧洲经销商及美国零售商库存已完全恢复正常，美国经销商库存已于10月份恢复至4-6个月水平，预计2023年Q1完全恢复。受库存回落影响，海外经销商及零售商对公司订单需求10月起逐渐恢复，公司泰国工厂开工率由9月的50%+逐渐恢复至当前的70%+。

短期库存波动不影响长期需求刚性。美国及欧洲轮胎替换市场为公司海外出口最主要的市场，替换市场轮胎需求以汽车保有量为基础。欧美汽车行业发展历史较长，汽车保有量高位运行，对轮胎的需求较为刚性，受宏观经济波动影响较小。当前经济承压及高通胀影响下，中低端、高性价比产品受益于消费降级现象，我们判断随库存逐渐恢复正常，海外订单会继续快速恢复。

● 投资建议

公司为国内轮胎龙头企业之一，主要面对美国及欧洲市场，工厂智能化制造能力全球领先。未来展望公司泰国二期、西班牙工厂产能

逐渐释放，且公司在大尺寸轮胎领域长期建立了品牌优势，伴随原材料及经销商库存触顶回落、海运费低位运行，我们看好公司业绩及品牌力持续向上。我们预测公司 2022/23/24 年收入为 68.09/90.79/114.65 亿元，净利润为 9.49/15.46/20.92 亿元，对应当前 PE 为 20/12/9X，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示

原材料价格波动；海外宏观经济波动；海运费波动。

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,177.27	6,808.91	9,078.70	11,464.81
增长率（%）	10.03%	31.52%	33.34%	26.28%
EBITDA（百万元）	1,201.37	1,350.44	2,130.23	2,731.82
归属母公司净利润（百万元）	753.36	949.27	1,545.89	2,091.61
增长率（%）	-23.17%	26.01%	62.85%	35.30%
EPS（元/股）	1.16	1.46	2.3	3.22
市盈率（P/E）	25.35	20.12	12.36	9.13
市净率（P/B）	10.23	12.60	14.98	18.20
EV/EBITDA	19.89	13.18	7.55	5.09

数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	5,177.27	6,808.91	9,078.70	11,464.81	营业收入	10.03%	31.52%	33.34%	26.28%
营业成本	3,969.25	5,349.26	6,509.65	8,089.38	营业利润	-30.55%	34.14%	62.85%	35.30%
税金及附加	14.64	19.26	25.68	32.43	归母净利润	-23.17%	26.01%	62.85%	35.30%
销售费用	146.43	136.18	254.20	321.01	获利能力				
管理费用	133.43	156.60	317.75	401.27	毛利率	23.33%	21.44%	28.30%	29.44%
研发费用	108.79	122.56	181.57	229.30	净利率	14.55%	13.94%	17.03%	18.24%
财务费用	85.49	-135.96	162.79	198.71	ROE	11.34%	11.59%	15.88%	17.69%
资产减值损失	-4.73	-6.00	-11.00	-15.00	ROIC	9.13%	9.37%	14.45%	16.45%
营业利润	728.34	977.01	1,591.05	2,152.72	偿债能力				
营业外收入	47.56	0.00	0.00	0.00	资产负债率	36.06%	34.96%	33.23%	32.39%
营业外支出	0.52	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.51	3.44	3.64	3.64
利润总额	775.37	977.01	1,591.05	2,152.72	营运能力				
所得税	22.01	27.73	45.17	61.11	应收账款周转	9.46	9.34	10.47	10.59
净利润	753.36	949.27	1,545.89	2,091.61	存货周转率	4.82	5.10	6.31	6.42
归母净利润	753.36	949.27	1,545.89	2,091.61	总资产周转率	0.57	0.59	0.67	0.72
每股收益(元)	1.16	1.46	2.38	3.22	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.16	1.46	2.38	3.22
货币资金	1,544.31	3,638.46	5,351.45	7,518.97	每股净资产	10.23	12.60	14.98	18.20
交易性金融资产	1,300.77	1,120.77	1,100.77	1,080.77	估值比率				
应收票据及应	631.96	825.47	909.39	1,256.18	PE	25.35	20.12	12.36	9.13
预付款项	46.06	58.84	65.10	80.8	PB	2.87	2.33	1.96	1.62
存货	1,353.70	1,314.93	1,561.25	2,008.03	现金流量表				
流动资产合计	5,023.94	7,155.80	9,194.88	12,196.25	净利润	753.36	949.27	1,545.89	2,091.61
固定资产	3,040.39	2,726.40	2,412.42	2,098.44	折旧和摊销	357.68	335.39	335.39	335.39
在建工程	1,922.35	2,272.11	2,512.11	2,712.11	营运资本变动	-329.03	447.47	86.92	-48.26
无形资产	140.94	130.50	120.07	109.63	其他	49.51	201.93	53.17	66.22
非流动资产合	5,371.09	5,431.68	5,382.51	5,293.33	经营活动现金	831.52	1,934.06	2,021.37	2,444.96
资产总计	10,395.03	12,587.48	14,577.38	17,489.58	资本开支	-1,467.34	-393.98	-286.22	-246.22
短期借款	62.39	62.39	62.39	62.39	其他	112.07	-30.00	-10.00	-10.00
应付票据及应	977.93	1,488.67	1,766.15	2,323.48	投资活动现金	-1,355.28	-423.98	-296.22	-256.22
其他流动负债	391.65	532.09	698.62	961.89	股权融资	0.00	702.44	0.00	0.00
流动负债合计	1,431.97	2,083.14	2,527.16	3,347.75	债务融资	1,929.31	0.00	0.00	0.00
其他	2,316.85	2,316.85	2,316.85	2,316.85	其他	-65.62	-118.37	-12.17	-21.22
非流动负债合	2,316.85	2,316.85	2,316.85	2,316.85	筹资活动现金	1,863.69	584.07	-12.17	-21.22
负债合计	3,748.83	4,400.00	4,844.01	5,664.60	现金及现金等价物	1,316.24	2,094.16	1,712.98	2,167.52
股本	649.67	679.95	679.95	679.95					
资本公积金	2,311.08	2,983.25	2,983.25	2,983.25					
未分配利润	3,291.54	3,987.98	5,301.98	7,079.85					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	393.92	536.31	768.19	1,081.93					
所有者权益合	6,646.21	8,187.48	9,733.37	11,824.98					
负债和所有者	10,395.03	12,587.48	14,577.38	17,489.58					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二

楼

邮编：518048