

森麒麟 (002984.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

短期业绩承压，长期成长动力充足

业绩简评

2023年2月20日公司披露年报，2022年实现营收62.9亿元，同比增长21.5%；实现归母净利润8亿元，同比增长6.3%。其中，2022Q4实现营收15.4亿元，同比增长17.5%，环比下滑3.1%；实现归母净利润1.4亿元，同比下滑23.1%，环比下滑24.6%。

经营分析

轮胎行业遭遇多重困境，公司业绩短期承压。2022年8月开始，随着海运供应链恢复正常，海外经销商库存高企叠加海运费急速回落，共同推动下半年出口转弱，对公司短期订单的量和价均产生了负面影响；此外4季度国内疫情反复，影响工厂开工率的同时也一定程度上增加了生产成本。多重困境下，公司去年单季度毛利率从1季度的22.5%一路下滑至4季度的18.3%。

携手诺记合作高端雪地胎，量价齐升推动业绩增长。根据公司官网消息，森麒麟与全球“冰雪胎王者”诺记轮胎签署制造合作协议，将为诺记轮胎生产其旗下“Nokian品牌”全球最高端的雪地胎产品。此次合作一方面彰显了对森麒麟优秀产品质量的充分认可，另一方面随着诺记订单的落地，公司新增产能得到充分消化的同时单胎销售价格也将得到提升，盈利能力有望进一步修复。

新项目基地落地摩洛哥，“833plus”战略规划加速推进。公司规划在摩洛哥投资建设年产600万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目，项目投资总额预计为2.97亿美元，建设周期为18个月，达产后可实现2.1亿美元的年营业收入和5188万美元的税前利润。摩洛哥是公司“833plus”战略规划中的非洲基地，具有轮胎出口欧美市场零关税等贸易优势和税收优惠，项目建成后公司的全球化产销布局网络将进一步完善。

盈利预测、估值与评级

2022年在国内疫情反复、海外通胀高企和海运费剧烈波动的背景下，公司仍然实现了业绩的稳健成长，体现了公司的经营韧性。考虑到海外通胀对轮胎需求的压制和原材料价格的波动风险，我们下调公司2023-2024年归母净利润预测至13.0亿元(-16.5%)和17.4亿元(-6.5%)，预计2025年归母净利润为20.8亿元，当前市值对应PE估值分别为15.17/11.37/9.50倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动、新增产能释放不及预期、国际贸易摩擦、海运费价格波动、人民币汇率波动、大股东减持、限售股解禁

基础化工组

分析师：陈屹 (执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

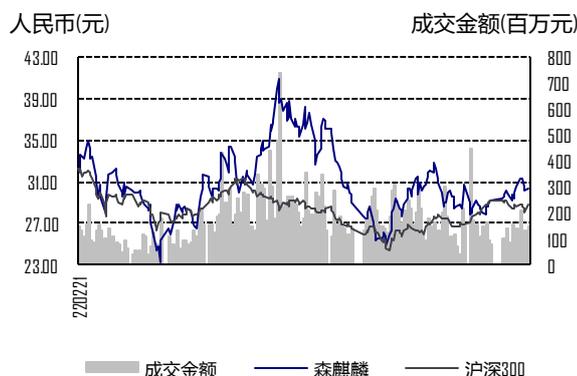
联系人：李含钰

lihanyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：30.41 元

相关报告：

- 《需求释放仍需时间，行业拐点值得期待-【国金化工】森麒麟点评》，2022.10.31
- 《泰国二期逐渐放量，盈利能力持续修复-【国金化工】森麒麟点评》，2022.8.29
- 《匠心独具，引领轮胎行业的中国“智造”-【国金化工】森麒麟深度》，2022.8.10



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,177	6,292	8,477	10,382	12,152
营业收入增长率	10.03%	21.53%	34.73%	22.46%	17.05%
归母净利润(百万元)	753	801	1,302	1,738	2,079
归母净利润增长率	-23.17%	6.30%	62.57%	33.51%	19.62%
摊薄每股收益(元)	1.160	1.233	2.004	2.675	3.200
每股经营性现金流净额	1.28	1.58	3.02	3.32	4.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.34%	10.50%	15.44%	17.54%	17.80%
P/E	30.67	24.98	15.17	11.37	9.50
P/B	3.48	2.62	2.34	1.99	1.69

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	4,705	5,177	6,292	8,477	10,382	12,152
增长率		10.0%	21.5%	34.7%	22.5%	17.1%
主营业务成本	-3,115	-3,969	-5,002	-6,395	-7,706	-8,972
%销售收入	66.2%	76.7%	79.5%	75.4%	74.2%	73.8%
毛利	1,590	1,208	1,290	2,083	2,676	3,180
%销售收入	33.8%	23.3%	20.5%	24.6%	25.8%	26.2%
营业税金及附加	-18	-15	-14	-19	-23	-27
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-134	-146	-156	-212	-270	-316
%销售收入	2.9%	2.8%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%
管理费用	-166	-133	-168	-229	-280	-328
%销售收入	3.5%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
研发费用	-89	-109	-113	-153	-197	-243
%销售收入	1.9%	2.1%	1.8%	1.8%	1.9%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	1,183	805	839	1,471	1,905	2,266
%销售收入	25.1%	15.5%	13.3%	17.3%	18.4%	18.7%
财务费用	-102	-85	135	-47	-49	-48
%销售收入	2.2%	1.7%	-2.1%	0.6%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-15	23	-17	-39	-7	-7
公允价值变动收益	-18	-9	57	0	0	0
投资收益	-15	-21	-163	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,049	728	865	1,385	1,849	2,212
营业利润率	22.3%	14.1%	13.7%	16.3%	17.8%	18.2%
营业外收支	-39	47	-12	0	0	0
税前利润	1,009	775	852	1,385	1,849	2,212
利润率	21.5%	15.0%	13.5%	16.3%	17.8%	18.2%
所得税	-29	-22	-52	-83	-111	-133
所得税率	2.9%	2.8%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
净利润	981	753	801	1,302	1,738	2,079
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	981	753	801	1,302	1,738	2,079
净利率	20.8%	14.6%	12.7%	15.4%	16.7%	17.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	981	753	801	1,302	1,738	2,079
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	395	335	428	586	617	732
非经营收益	67	72	182	86	29	86
营运资金变动	239	-329	-383	-13	-230	-192
经营活动现金净流	1,681	832	1,028	1,961	2,155	2,705
资本开支	-935	-1,467	-1,052	-1,600	-1,800	-2,200
投资	-150	109	20	0	0	0
其他	-56	3	71	0	0	0
投资活动现金净流	-1,141	-1,355	-961	-1,600	-1,800	-2,200
股权募资	1,234	0	0	-296	0	0
债权募资	-912	1,929	-512	-14	0	0
其他	-216	-66	-184	-281	-347	-398
筹资活动现金净流	106	1,864	-696	-591	-347	-398
现金净流量	630	1,316	-744	-230	8	107

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,620	1,544	1,989	1,759	1,767	1,874
应收款项	545	704	977	1,128	1,353	1,550
存货	794	1,354	1,737	1,889	2,234	2,553
其他流动资产	298	1,422	129	160	186	211
流动资产	3,257	5,024	4,831	4,935	5,540	6,189
%总资产	42.1%	48.3%	43.5%	40.2%	39.4%	38.2%
长期投资	0	21	21	21	21	21
固定资产	3,563	4,963	5,460	6,518	7,714	9,194
%总资产	46.1%	47.7%	49.1%	53.1%	54.8%	56.8%
无形资产	151	141	193	189	184	179
非流动资产	4,480	5,371	6,284	7,337	8,526	10,001
%总资产	57.9%	51.7%	56.5%	59.8%	60.6%	61.8%
资产总计	7,737	10,395	11,116	12,272	14,066	16,190
短期借款	327	102	14	0	0	0
应付款项	1,105	1,190	1,155	1,510	1,821	2,121
其他流动负债	178	140	266	275	334	387
流动负债	1,610	1,432	1,435	1,785	2,155	2,508
长期贷款	452	396	0	0	0	0
其他长期负债	126	1,920	2,056	2,053	2,000	2,003
负债	2,187	3,749	3,492	3,837	4,155	4,511
普通股股东权益	5,550	6,646	7,624	8,434	9,912	11,679
其中：股本	650	650	650	650	650	650
未分配利润	2,559	3,292	3,960	5,066	6,544	8,311
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	7,737	10,395	11,116	12,272	14,066	16,190

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.509	1.160	1.233	2.004	2.675	3.200
每股净资产	8.543	10.230	11.735	12.982	15.257	17.977
每股经营现金净流	2.587	1.280	1.583	3.018	3.316	4.164
每股股利	0.166	0.170	0.000	0.301	0.401	0.480
回报率						
净资产收益率	17.67%	11.34%	10.50%	15.44%	17.54%	17.80%
总资产收益率	12.67%	7.25%	7.20%	10.61%	12.36%	12.84%
投入资本收益率	18.16%	8.73%	8.23%	13.32%	15.18%	15.70%
增长率						
主营业务收入增长率	2.76%	10.03%	21.53%	34.73%	22.46%	17.05%
EBIT 增长率	16.25%	-31.97%	4.31%	75.19%	29.57%	18.95%
净利润增长率	32.38%	-23.17%	6.30%	62.57%	33.51%	19.62%
总资产增长率	20.77%	34.36%	6.93%	10.40%	14.62%	15.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.2	38.6	43.8	44.0	43.0	42.0
存货周转天数	92.8	98.7	112.8	110.0	108.0	106.0
应付账款周转天数	63.1	58.7	51.2	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	254.8	214.3	287.5	207.3	176.1	170.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.88%	-8.08%	-1.57%	1.15%	0.89%	-0.16%
EBIT 利息保障倍数	11.6	9.4	-6.2	31.3	38.6	47.1
资产负债率	28.27%	36.06%	31.41%	31.27%	29.54%	27.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-10	买入	36.90	46.96~46.96
2	2022-08-29	买入	37.66	N/A
3	2022-10-31	买入	24.70	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402