

业绩或至底部区间，等待经销商完成去库销售回暖

2023 年 03 月 01 日

➤ **事件概述。**公司公告 2022 年全年实现营收 62.92 亿元，同比+21.53%；归母净利润 8.01 亿元，同比+6.3%；扣非净利润 8.88 亿元，同比+29.9%。其中 4Q2022 实现营收 15.42 亿元，同比+17.5%，环比-3.1%；归母净利润 1.39 亿元，同比-23.2%，环比-24.46%；扣非净利润 0.76 亿元，同比-25.49%，环比-71.75%。公司 2022 年全年实现销售毛利率 20.50%，同比-2.83pct，其中 4Q2022 实现毛利率 18.35%，同比-0.53pct，环比-1.26pct。

➤ **全年轮胎销量同比增长，销售均价同比略有下滑。**经营数据端：（1）销量的角度，公司全年实现轮胎生产 2198.63 万条，同比-2.02%，实现轮胎销量 2263.25 万条，同比+6.55%；（2）售价角度，公司上半年轮胎平均售价为 284.01 元/条，下半年平均售价为 272.81 元/条，同比-3.94%，售价略有下滑是因为海外经销商去库阶段，全行业轮胎订单需求有所滑坡，公司根据行业情况适当调整售价；（3）价差角度，公司 2022 年全年实现轮胎毛利 56.73 元/条，与 2021 年全年几乎持平。

➤ **职工薪酬发放增多使得公司费用同比增长。**公司 2022 年销售费用为支出 1.56 亿元，同比+6.85%，其中 4Q2022 销售费用 0.7 亿元，环比增长 0.41 亿元。2022 年管理费用为支出 1.68 亿元，同比+26.32%，其中 4Q2022 管理费用为 0.55 亿元，环比增长 0.15 亿元，公司全年管理费的增长系职工薪酬等发放增多。公司 2022 年财务费用为收入 1.35 亿元，主要系美元等外汇的汇兑影响；计提投资亏损 1.63 亿元，主要系处置外汇为主的交易性金融资产。

➤ **布局海外工厂，产能将逐步释放。**公司 2022 年开工率仅为 77%，2023 年随着行业的回暖，开工率有望逐步回升，为公司 2023 年的业绩提供增量空间；同时公司规划了西班牙+摩洛哥两个海外基地，有望在 2024、2025 年后接棒成长。

➤ **原料成本变动趋于平缓。**根据百川的数据，顺丁橡胶、丁苯橡胶、丁基橡胶、天然橡胶、炭黑等轮胎主要原材料在 4Q2022 均价环比变动-13.35%、-7.33%、-4.46%、-0.9%、+14.34%，并且炭黑价格在 2023 年后也在小幅下滑，公司产品价差有望平稳趋于上行。

➤ **投资建议：**公司产能逐步释放，产品性价比优势明显，公司盈利能力或将保持竞争性。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 14.44、18.41、23.09 亿元，现价（2023/03/01）对应 PE 分别为 14X、11X、9X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料成本大幅上行；项目建设不及预期。

推荐

维持评级

当前价格：

32.16 元


分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 刘隆基

执业证书：S0100122080049

电话：15000393047

邮箱：liulongji@mszq.com

相关研究

1. 森麒麟 (002984.SH) 深度报告：成长盈利确定性强，高端制造走向全球-2022/09/08

2. 森麒麟 (002984.SZ) 2022 年中报点评：盈利能力持续领先，全球化布局产能步伐坚定

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6292	8494	10194	12743
增长率 (%)	21.5	35.0	20.0	25.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	801	1444	1841	2309
增长率 (%)	6.3	80.3	27.5	25.4
每股收益 (元)	1.23	2.22	2.83	3.55
PE	26	14	11	9
PB	2.7	2.3	2.0	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 03 月 01 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6292	8494	10194	12743
营业成本	5002	6364	7535	9418
营业税金及附加	14	22	27	33
销售费用	156	238	283	352
管理费用	168	195	224	268
研发费用	113	195	245	312
EBIT	839	1505	1911	2398
财务费用	-135	-25	-35	-41
资产减值损失	-29	-50	-57	-68
投资收益	-163	0	0	0
营业利润	865	1480	1889	2374
营业外收支	-12	7	6	3
利润总额	852	1487	1895	2377
所得税	52	42	54	68
净利润	801	1444	1841	2309
归属于母公司净利润	801	1444	1841	2309
EBITDA	1250	1935	2399	2935

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1989	2732	3404	4826
应收账款及票据	888	1047	1257	1571
预付款项	68	76	98	122
存货	1737	2042	2317	2770
其他流动资产	150	185	208	244
流动资产合计	4831	6083	7283	9534
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4956	5104	5224	5341
无形资产	193	193	193	193
非流动资产合计	6284	6668	7025	7388
资产合计	11116	12750	14308	16922
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	899	1465	1775	2297
其他流动负债	536	653	718	862
流动负债合计	1435	2117	2494	3159
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2056	1682	1235	1144
非流动负债合计	2056	1682	1235	1144
负债合计	3492	3799	3728	4303
股本	650	650	650	650
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	7624	8951	10580	12619
负债和股东权益合计	11116	12750	14308	16922

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.53	34.99	20.01	25.01
EBIT 增长率	-0.53	79.36	26.96	25.50
净利润增长率	6.30	80.35	27.50	25.38
盈利能力 (%)				
毛利率	20.50	25.08	26.09	26.09
净利率	12.73	17.00	18.06	18.12
总资产收益率 ROA	7.20	11.33	12.87	13.64
净资产收益率 ROE	10.50	16.14	17.40	18.30
偿债能力				
流动比率	3.37	2.87	2.92	3.02
速动比率	2.09	1.86	1.94	2.09
现金比率	1.39	1.29	1.37	1.53
资产负债率 (%)	31.41	29.80	26.06	25.43
经营效率				
应收账款周转天数	50.95	45.00	45.00	45.00
存货周转天数	126.73	120.00	115.00	110.00
总资产周转率	0.59	0.71	0.75	0.82
每股指标 (元)				
每股收益	1.23	2.22	2.83	3.55
每股净资产	11.73	13.78	16.29	19.42
每股经营现金流	1.58	3.15	3.37	4.13
每股股利	0.00	0.33	0.42	0.52
估值分析				
PE	26	14	11	9
PB	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	16.68	10.20	7.76	5.82
股息收益率 (%)	0.00	1.01	1.29	1.62

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	801	1444	1841	2309
折旧和摊销	411	430	488	537
营运资金变动	-383	123	-195	-232
经营活动现金流	1028	2046	2190	2686
资本开支	-1052	-790	-820	-879
投资	20	0	0	0
投资活动现金流	-961	-790	-820	-879
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-512	-377	-466	-106
筹资活动现金流	-696	-513	-698	-386
现金净流量	-744	743	673	1421

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026