

森麒麟 (002984.SZ)

Q3 营收利润再创新高，投建摩洛哥二期项目

买入

核心观点

2023 年前三季度业绩大幅提升，单三季度业绩创历史新高。2023 年前三季度公司实现营业收入 57.4 亿元，同比增长 20.9%；归母净利润 9.9 亿元，同比增长 50.1%。其中单三季度营收 22.1 亿元，同比增长 38.6%，环比增长 17.4%；归母净利润 3.9 亿元，同比增长 110.1%，环比增长 8.7%。今年以来，轮胎行业持续改善，公司前三季度毛利率 24.4%，同比增长 3.2pcts，单三季度毛利率达到 27.5%，同比增长 7.9pcts，环比提升 5.1pcts。

轮胎销量稳步提升，三季度轮胎产销量创新高。公司泰国二期项目建成投产放量，同时受益于国内经济活动持续恢复以及海外市场需求提升，叠加原材料价格和海运费回落的影响，公司产品销量实现较大增长。2023 年 1-9 月公司完成轮胎产量 2125.8 万条，同比增长 31.3%，其中半钢胎产量 2071.5 万条，同比增长 30.7%，全钢胎产量 54.3 万条，同比增长 59.3%；完成轮胎销售 2165.2 万条，同比增长 28.4%，其中半钢胎销量 2113.2 万条，同比增长 27.2%，全钢胎销量 52.0 万条，同比增长 100.6%。公司单三季度实现轮胎产量 773 万条，销量 797 万条，其中半钢胎销量 773 万条，全钢胎销量 24 万条，单季度产销量均创历史新高。

拟投建摩洛哥二期项目，海外工厂保障长期成长。公司投资 2.97 亿美元建设摩洛哥工厂一期项目，建设 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎，已于 10 月 21 日在摩洛哥开工建设，有望在 2024-2025 年逐步建成投产。此次公司拟自筹资金 1.93 亿美元在摩洛哥投资建设“年产 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目（二期）”，项目建设周期 12 个月，投产第一年产量为 360 万条，投产第二年即具备 600 万条产能，根据可研报告，项目建成达产后预计可实现年营业收入 2.1 亿美元，利润总额 5790.9 万美元。公司投资 28 亿建设西班牙工厂，规划分两期建设 1200 万条半钢胎，有望在 2025-2026 年逐步建成投产。公司持续贯彻执行“833plus”战略，未来产能有望快速增长，将进一步提升公司的整体竞争能力和盈利能力。

风险提示：在建项目进度不达预期；行业需求复苏不达预期；主要产品价格下跌风险；反倾销税终裁不确定性等。

投资建议：上调公司盈利预测，维持“买入”评级。

公司为国内轮胎行业龙头，海外布局加速推进，新产能快速放量，全球市占率有望稳步提升。我们上调公司 2023-2025 年归母净利润至 13.8/18.2/21.2 亿元（原值为 13.3/17.3/18.1 亿元），摊薄 EPS=2.12/2.80/3.27 元，当前股价对应 PE=14.1/10.7/9.1x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,177	6,292	8,283	10,067	11,821
(+/-%)	10.0%	21.5%	31.6%	21.5%	17.4%
净利润(百万元)	753	801	1375	1816	2123
(+/-%)	-23.2%	6.3%	71.7%	32.1%	16.9%
每股收益(元)	1.16	1.23	2.12	2.80	3.27
EBIT Margin	15.5%	13.3%	18.0%	19.7%	19.5%
净资产收益率 (ROE)	11.3%	10.5%	15.8%	17.8%	17.9%
市盈率 (PE)	25.8	24.2	14.1	10.7	9.1
EV/EBITDA	20.1	18.5	11.2	8.8	7.7
市净率 (PB)	2.92	2.55	2.23	1.91	1.64

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·橡胶

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

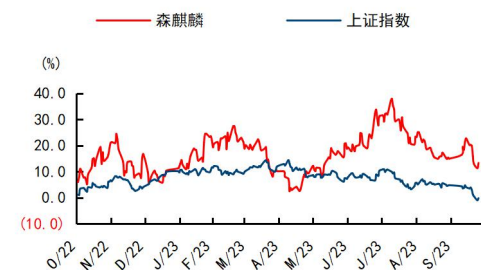
xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	29.89 元
总市值/流通市值	22238/12370 百万元
52 周最高价/最低价	37.13/24.58 元
近 3 个月日均成交额	165.50 百万元

市场走势



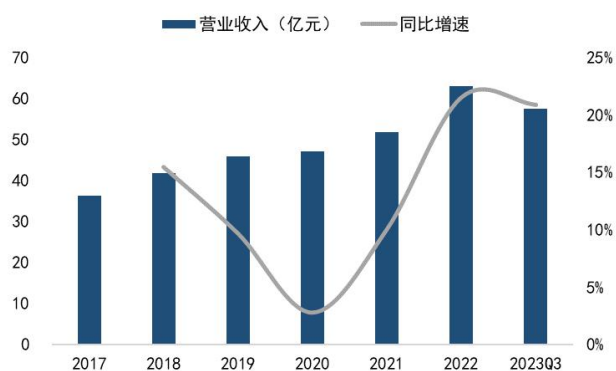
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《森麒麟 (002984.SZ) - 23H1 业绩大幅提升，看好远期成长空间》——2023-08-31
- 《森麒麟 (002984.SZ) - 反倾销初裁税率大幅下降，盈利空间有望打开》——2023-08-18
- 《森麒麟 (002984.SZ) - 业绩环比改善，成长性可期》——2023-04-24
- 《森麒麟 (002984.SZ) - 三季度业绩环比下滑，回购股份彰显公司信心》——2022-11-01
- 《森麒麟 (002984.SZ) - 业绩环比提升，基本面逐步改善》——2022-08-29

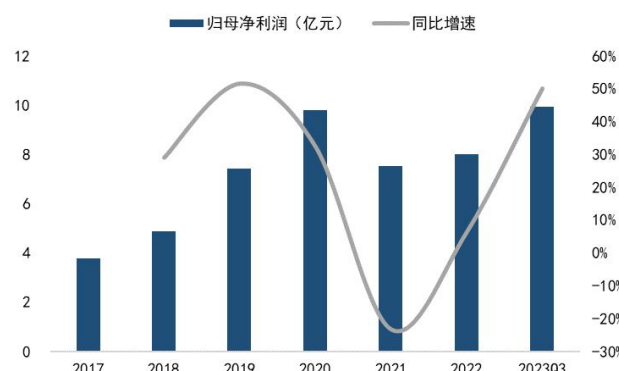
2023 年前三季度业绩大幅提升，单三季度业绩创历史新高。2023 年前三季度公司实现营业收入 57.4 亿元，同比增长 20.9%；归母净利润 9.9 亿元，同比增长 50.1%。其中单三季度营收 22.1 亿元，同比增长 38.6%，环比增长 17.4%；归母净利润 3.9 亿元，同比增长 110.1%，环比增长 8.7%。今年以来，轮胎行业持续改善，公司前三季度毛利率 24.4%，同比增长 3.2pcts，单三季度毛利率达到 27.5%，同比增长 7.9pcts，环比提升 5.1pcts。

图1：森麒麟营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

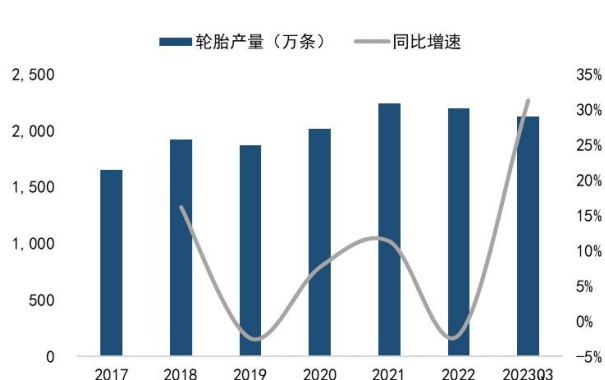
图2：森麒麟归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

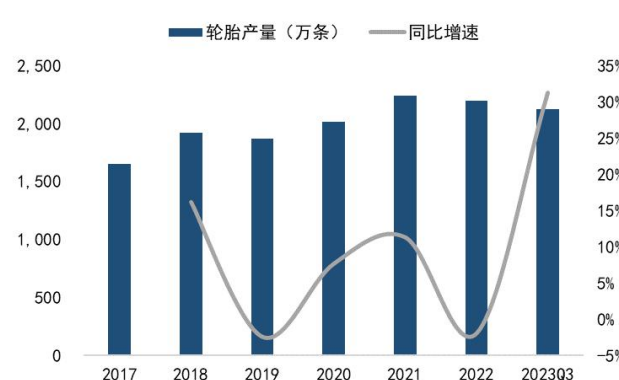
轮胎销量稳步提升，三季度轮胎产销量创新高。公司泰国二期项目建成投产放量，同时受益于国内经济活动持续恢复以及海外市场需求提升，叠加原材料价格和海运费回落的影响，公司产品销量实现较大增长。2023 年 1-9 月公司完成轮胎产量 2125.8 万条，同比增长 31.3%，其中半钢胎产量 2071.5 万条，同比增长 30.7%，全钢胎产量 54.3 万条，同比增长 59.3%；完成轮胎销售 2165.2 万条，同比增长 28.4%，其中半钢胎销量 2113.2 万条，同比增长 27.2%，全钢胎销量 52.0 万条，同比增长 100.6%。公司单三季度实现轮胎产量 773 万条，销量 797 万条，其中半钢胎销量 773 万条，全钢胎销量 24 万条，单季度产销量均创历史新高。

图3：森麒麟轮胎产量及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：森麒麟轮胎销量及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

拟投建摩洛哥二期项目，海外工厂保障长期成长。公司投资 2.97 亿美元建设摩洛哥工厂一期项目，建设 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎，已于 10 月 21 日在摩洛哥开工建设，有望在 2024-2025 年逐步建成投产。此次公司拟自筹资金 1.93 亿美元在摩洛哥投资建设“年产 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目（二期）”，项目建设周期 12 个月，投产第一年产量为 360 万条，投产第二年即具备 600 万条产能，根据可研报告，项目建成达产后预计可实现年营业收入 2.1 亿美元，利润总额 5790.9 万美元。公司投资 28 亿建设西班牙工厂，规划分两期建设 1200 万条半钢胎，有望在 2025-2026 年逐步建成投产。公司持续贯彻执行“833plus”战略，未来产能有望快速增长，将进一步提升公司的整体竞争能力和盈利能力。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1544	1989	2817	3349	3532	营业收入	5177	6292	8283	10067	11821
应收款项	702	964	862	993	1166	营业成本	3969	5002	6237	7445	8764
存货净额	1354	1737	1411	1501	1769	营业税金及附加	15	14	25	30	35
其他流动资产	123	110	166	201	236	销售费用	146	156	174	201	236
流动资产合计	5024	4831	5287	6076	6735	管理费用	133	168	190	209	244
固定资产	4963	5460	5916	6786	8054	研发费用	109	113	166	201	236
无形资产及其他	141	193	236	278	320	财务费用	85	(135)	113	36	33
投资性房地产	267	631	631	631	631	投资收益	(21)	(163)	90	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(4)	86	0	0	0
资产总计	10395	11116	12070	13771	15740	其他收入	(74)	(145)	(166)	(201)	(236)
短期借款及交易性金融负债	102	14	20	20	20	营业利润	728	865	1468	1943	2272
应付款项	978	899	784	938	1105	营业外净收支	47	(12)	10	10	10
其他流动负债	352	523	486	580	683	利润总额	775	852	1478	1953	2282
流动负债合计	1432	1435	1290	1538	1809	所得税费用	22	52	103	137	160
长期借款及应付债券	2207	1887	1887	1887	1887	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	110	169	169	169	169	归属于母公司净利润	753	801	1375	1816	2123
长期负债合计	2317	2056	2056	2056	2056	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3749	3492	3346	3595	3865	净利润	753	801	1375	1816	2123
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(25)	40	3	2	4
股东权益	6646	7624	8724	10177	11875	折旧摊销	347	399	549	635	737
负债和股东权益总计	10395	11116	12070	13771	15740	公允价值变动损失	4	(86)	0	0	0
						财务费用	85	(135)	113	36	33
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(187)	(805)	223	(6)	(202)
每股收益	1.16	1.23	2.12	2.80	3.27	其它	25	(40)	(3)	(2)	(4)
每股红利	0.22	0.19	0.42	0.56	0.65	经营活动现金流	918	309	2147	2445	2658
每股净资产	10.23	11.73	13.43	15.66	18.28	资本开支	0	(1014)	(1050)	(1550)	(2050)
ROIC	10.30%	10.76%	14%	20%	20%	其它投资现金流	(1150)	1269	0	0	0
ROE	11.34%	10.50%	16%	18%	18%	投资活动现金流	(1150)	255	(1050)	(1550)	(2050)
毛利率	23%	21%	25%	26%	26%	权益性融资	(24)	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	13%	18%	20%	19%	负债净变化	(55)	(396)	0	0	0
EBITDA Margin	22%	20%	25%	26%	26%	支付股利、利息	(144)	(122)	(275)	(363)	(425)
收入增长	10%	22%	32%	22%	17%	其它融资现金流	578	916	6	0	0
净利润增长率	-23%	6%	72%	32%	17%	融资活动现金流	156	(120)	(269)	(363)	(425)
资产负债率	36%	31%	28%	26%	25%	现金净变动	(76)	444	828	532	183
股息率	0.7%	0.6%	1.4%	1.9%	2.2%	货币资金的期初余额	1620	1544	1989	2817	3349
P/E	25.8	24.2	14.1	10.7	9.1	货币资金的期末余额	1544	1989	2817	3349	3532
P/B	2.9	2.5	2.2	1.9	1.6	企业自由现金流	0	(632)	1109	920	629
EV/EBITDA	20.1	18.5	11.2	8.8	7.7	权益自由现金流	0	(112)	1075	886	599

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032