

股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	29.89
总股本/流通股本(亿股)	7.44 / 6.18
总市值/流通市值(亿元)	222 / 185
52周内最高/最低价	36.38 / 24.70
资产负债率(%)	31.4%
市盈率	24.30
第一大股东	秦龙

研究所

分析师:白宇  
SAC 登记编号:S1340523040001  
Email:baiyu@cnpsec.com

森麒麟(002984)

需求充沛、产能建设持续推进，Q3 收入创新高

● 投资要点

**事件：**公司发布 2023 第三季度报告，23 年前三季度公司实现收入 57.42 亿元，同比+20.88%，其中 Q3 实现收入 22.05 亿元，同比+38.60%；前三季度公司归母净利润/扣非归母净利润分别为 9.93/9.57 亿元，同比分别+50.06%/+17.87%，其中 Q3 公司归母净利润/扣非归母净利润分别为 3.87/3.74 亿元，同比分别+110.09%/38.96%。Q3 公司实现毛利率 27.53%，同环比分别+7.92/+5.08pct。

一、需求充沛，公司半钢、全钢产销齐增

2023M1-9，公司完成轮胎产量 2,125.77 万条，较上年同期+31.26%；其中，半钢胎产量 2,071.45 万条，较上年同期+30.66%；全钢胎产量 54.32 万条，较上年同期+59.27%。公司完成轮胎销售 2,165.21 万条，较上年同期+28.35%；其中，半钢胎销量 2,113.21 万条，较上年同期+27.23%；全钢胎销量 52.00 万条，较上年同期+100.62%。

二、践行“833plus”战略规划，深化摩洛哥产能布局

公司筹划建设的摩洛哥一期“年产 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”有望在 2024 年投产，且于 2023 年 10 月审议通过《关于在摩洛哥投资建设高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目（二期）的议案》，拟自筹资金 19,306.47 万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）”，有望更好承接美欧市场需求，并规避关税等外部风险。

● 投资策略：

预计公司 23/24/25 年实现营收 82.30/103.28/124.68 亿元，归母净利润 13.84/18.69/23.48 亿元，EPS 为 1.86/2.51/3.16 元/股，当前股价对应 PE 为 16/12/9 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示：

美欧市场需求不及预期；原材料价格波动影响公司盈利水平等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6292	8230	10328	12468
增长率(%)	21.53	30.80	25.49	20.72
EBITDA（百万元）	1250.13	2189.54	2925.97	3547.85
归属母公司净利润（百万元）	800.86	1384.35	1869.00	2347.55
增长率(%)	6.30	72.86	35.01	25.60
EPS(元/股)	1.08	1.86	2.51	3.16
市盈率（P/E）	27.77	16.06	11.90	9.47
市净率（P/B）	2.92	1.90	1.64	1.40
EV/EBITDA	15.94	7.87	6.08	3.87

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	6292	8230	10328	12468	营业收入	21.5%	30.8%	25.5%	20.7%
营业成本	5002	6437	7977	9518	营业利润	18.7%	66.6%	35.2%	26.3%
税金及附加	14	12	13	15	归属于母公司净利润	6.3%	72.9%	35.0%	25.6%
销售费用	156	114	130	148	<b>获利能力</b>				
管理费用	168	123	132	157	毛利率	20.5%	-53.5%	-64.9%	-68.7%
研发费用	113	81	94	107	净利率	12.7%	33.0%	38.6%	41.6%
财务费用	-135	-6	-9	-9	ROE	10.5%	11.9%	13.8%	14.8%
资产减值损失	-29	6	9	8	ROIC	8.3%	10.5%	12.5%	13.8%
营业利润	865	1441	1948	2461	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	2	6	6	6	资产负债率	31.4%	27.2%	23.0%	24.6%
营业外支出	14	6	2	2	流动比率	3.37	3.94	5.20	4.33
利润总额	852	1441	1952	2465	<b>营运能力</b>				
所得税	52	56	83	117	应收账款周转率	8.33	8.86	8.59	8.72
净利润	801	1384	1869	2348	存货周转率	4.07	2.25	2.03	2.01
归母净利润	801	1384	1869	2348	总资产周转率	0.59	0.31	0.29	0.29
每股收益(元)	1.08	1.86	2.51	3.16	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.08	1.86	2.51	3.16
货币资金	1989	6831	6216	10206	每股净资产	10.25	15.70	18.21	21.37
交易性金融资产	32	32	32	32	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	888	62	1070	229	PE	27.77	16.06	11.90	9.47
预付款项	68	81	105	122	PB	2.92	1.90	1.64	1.40
存货	1737	1993	2782	2824	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	4831	9066	10328	13506	净利润	801	1384	1869	2348
固定资产	4956	5496	6403	6940	折旧和摊销	411	715	930	1010
在建工程	504	617	-36	-306	营运资本变动	-383	1556	-2118	2023
无形资产	193	215	252	281	其他	199	40	52	83
非流动资产合计	6284	6971	7265	7569	经营活动现金流净额	1028	3695	734	5463
资产总计	11116	16037	17593	21074	资本开支	-1052	-1395	-1210	-1301
短期借款	0	-83	-156	-233	其他	91	-46	-66	-95
应付票据及应付账款	899	1766	1382	2466	投资活动现金流净额	-961	-1442	-1277	-1396
其他流动负债	536	617	761	888	股权融资	0	2673	0	0
流动负债合计	1435	2300	1987	3120	债务融资	-512	-83	-73	-78
其他	2056	2056	2056	2056	其他	-184	0	0	0
非流动负债合计	2056	2056	2056	2056	筹资活动现金流净额	-696	2590	-73	-78
负债合计	3492	4356	4043	5177	现金及现金等价物净增加额	-744	4843	-615	3990
股本	650	740	740	740					
资本公积金	2340	4922	4922	4922					
未分配利润	3960	5137	6725	8721					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	675	882	1163	1515					
所有者权益合计	7624	11681	13550	15897					
负债和所有者权益总计	11116	16037	17593	21074					

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	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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