

## Q3 毛利率进一步提升，加码摩洛哥基地

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年三季报, 前三季度实现营收 57.42 亿元, 同比+20.88%; 实现归母净利润 9.93 亿元, 同比+50.06%, 实现扣非归母净利润 9.57 亿元, 同比+17.87%。其中, 23Q3 实现营业收入 22.05 亿元, 同环比分别+38.60%/17.38%; 实现归母净利润 3.87 亿元, 同环比分别+110.09%/8.74%, 实现扣非归母净利润 3.74 亿元, 同环比分别+38.96%/9.12%。
- **轮胎行业需求回暖, 公司轮胎产销量大幅增长。** 据国家统计局和海关总署数据, 2023 年 1-9 月, 国内橡胶轮胎外胎产量累计 7.3 亿条, 同比增长 14.6%; 出口累计 4.6 亿条, 同比增长 8.9%, 轮胎消费需求回升明显。2023 年 1-9 月, 公司完成轮胎产量 2125.77 万条, 较上年同期增长 31.26%; 其中, 半钢胎产量 2071.45 万条, 较上年同期增长 30.66%; 全钢胎产量 54.32 万条, 较上年同期增长 59.27%。完成轮胎销售 2165.21 万条, 较上年同期增长 28.35%; 其中, 半钢胎销量 2113.21 万条, 较上年同期增长 27.23%; 全钢胎销量 52.00 万条, 较上年同期增长 100.62%。
- **三季度原材料成本下降, 盈利水平实现进一步提升。** 据我们统计, 2023Q2 轮胎原材料平均价格指数为 104.6, 环比 2023Q1 下降 6.6%, 由于原材料库存导致轮胎企业盈利水平变动反向滞后轮胎原材料价格指数变动约 1 个季度, 2023Q3 公司盈利水平提升明显。2023 前三季度公司销售毛利率和净利率分别为 24.37%/17.30%, 相比 2022 年前三季度分别提升 3.17/3.36pp。其中, 2023Q3 公司销售毛利率和净利率分别为 27.53%/17.55%, 同比分别提升 7.92/5.97pp, 环比分别+5.08/-1.40pp, Q3 毛利率受益于原材料价格下降持续提升, Q3 净利率环比下降主要系 Q2 财务费用为负。
- **践行公司“833plus”战略规划, 加码“一带一路”国家。** 公司在泰国投资建设的两期智能制造生产基地已成功运营, 西班牙年产 1200 万条和摩洛哥(一期)年产 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目正在有序推进。2023 年 10 月 25 日, 公司发布《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)的公告》, 拟自筹资金 1.93 亿美元在摩洛哥增建 600 万条/年轮胎产能, 项目建设周期 12 个月, 投产第一年产量为 360 万条, 投产第二年具备 600 万条产能。未来, 随着摩洛哥、西班牙海外生产基地建成投产, 业绩有望在中长期稳步增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年归母净利润复合增长率 43.0%。考虑到行业景气度上行, 公司轮胎业务有望量价齐升, 给予公司 2024 年 16 倍 PE, 对应目标价 39.04 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、国际贸易摩擦、在建项目不及预期、汇率波动等风险。

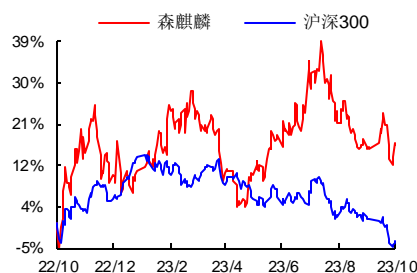
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	62.92	83.07	98.87	118.51
增长率	21.53%	32.03%	19.02%	19.86%
归属母公司净利润(亿元)	8.01	13.66	18.15	23.41
增长率	6.30%	70.53%	32.92%	28.96%
每股收益EPS(元)	1.08	1.84	2.44	3.15
净资产收益率 ROE	10.50%	12.22%	13.97%	15.26%
PE	28.43	16.67	12.54	9.73
PB	2.99	2.04	1.75	1.48

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声  
执业证号: S1250522040001  
电话: 010-57758531  
邮箱: zllans@swsc.com.cn  
联系人: 冯安琪  
电话: 021-58351905  
邮箱: faz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.44
流通 A 股(亿股)	4.14
52 周内股价区间(元)	24.7-36.38
总市值(亿元)	227.66
总资产(亿元)	150.61
每股净资产(元)	14.96

### 相关研究

- 森麒麟(002984): 产销量实现双升, 盈利水平进一步改善 (2023-09-01)
- 森麒麟(002984): 泰国子公司反倾销税率初裁大幅降低 (2023-07-24)
- 森麒麟(002984): C919 首次成功商飞, 航空胎国产替代有望提速 (2023-06-01)
- 森麒麟(002984): 腾飞的高端轮胎品牌, 新项目助力业绩增长 (2023-05-08)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

**1、青岛工厂（不包括航空胎）：**假设 2023-2025 年销量分别为 1330/ 1358/ 1372 万条。预计 2023 全年轮胎均价在 2023H1 的基础上小幅上涨，2023-2025 均价分别为 260.0/ 265.2/ 270.5 元/条。预计 2023 年原材料平均价格回落，单胎生产成本较 2022 年下降 5%，2024-2025 年成本逐年上涨 1%。

**2、泰国工厂：**假设一期产品 2023-2025 年销量分别为 980/ 970/ 960 万条；2023 年海外轮胎涨价带动公司价格上涨 1%；成本端，由于原材料价格回落，单胎生产成本较 2022 年下降 5%；2024-2025 年，单胎价格上涨 3%，成本上涨 1%。二期半钢产品 2023 年销量 350 万条，单胎价格和成本分别为 380/ 266 元；2024-2025 年销量 480/ 540 万条，单胎价格上涨 3%，成本上涨 1%。二期全钢产品 2023 年销量 80 万条，单胎价格和成本分别为 890/ 720 元；2024-2025 年销量分别为 160/ 180 万条，单胎价格上涨 3%，成本上涨 1%。

**3、西班牙和摩洛哥工厂：**假设 2025 年销量 420 万条，单胎价格和成本分别为 284/ 210 元。

**4、航空胎：**假设 2023-2025 年，公司航空轮胎销量分别为 0.6/ 2.4/ 4.0 万条，航空胎价格受原材料成本的影响较小，2023-2025 年新胎和翻新胎价格分别为 6000/ 4000 元/条。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
青岛工厂 (不包括航空胎)	收入	34.57	34.58	36.01	37.11
	增速	17.77%	0.03%	4.15%	3.05%
	毛利率	19.01%	18.25%	19.05%	19.84%
泰国工厂	收入	28.28	48.08	61.65	67.51
	增速	26.48%	70.02%	28.23%	9.50%
	毛利率	22.20%	26.56%	27.39%	28.34%
西班牙和摩洛哥工厂	收入	-	-	-	11.92
	增速	-	-	-	-
	毛利率	-	-	-	26.01%
航空胎	收入	-	0.36	1.14	1.90
	增速	-	-	216.67%	66.67%
	毛利率	-	86.67%	87.11%	87.11%
其他	收入	0.07	0.05	0.06	0.06
	增速	21.34%	-26.77%	16.37%	1.09%
	毛利率	83.06%	90.64%	90.53%	87.67%
合计	收入	62.92	83.07	98.87	118.51
	增速	21.53%	32.03%	19.02%	19.86%
	毛利率	20.52%	23.40%	25.08%	26.42%

数据来源：公司公告，西南证券

根据上述假设，我们测算出公司 2023-2025 年营业收入分别为 83.07/ 98.87/ 118.51 亿元，分别同比增长 32.03%/ 19.02%/ 19.86%；归母净利润分别为 13.66/ 18.15/ 23.41 亿元，分别同比增长 70.53%/ 32.92%/ 28.96%；EPS 分别为 1.84/ 2.44/ 3.15 元。

我们选取同样主营轮胎业务的玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎作为可比公司，2024 年三家公司平均 PE 为 12.6 倍。考虑到公司盈利水平领先同行，又有泰国二期、航空胎、西班牙和摩洛哥项目提供业绩增量，未来三年业绩有望高增长。给予公司 2024 年 16 倍 PE，对应目标价 39.04 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司 PE 估值（2023 年 10 月 26 日）**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
601966.SH	玲珑轮胎	19.55	0.20	0.92	1.36	1.68	97.75	21.35	14.33	11.60
601058.SH	赛轮轮胎	11.63	0.44	0.79	0.95	1.08	26.43	14.64	12.28	10.72
601163.SH	三角轮胎	15.01	0.92	1.19	1.35	1.42	16.32	12.61	11.15	10.55
平均值							46.83	16.20	12.59	10.96
002984.SZ	森麒麟	30.60	1.08	1.84	2.44	3.15	28.43	16.67	12.54	9.73

数据来源：Wind 一致性预期，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表（亿元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（亿元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	62.92	83.07	98.87	118.51	净利润	8.01	13.66	18.15	23.41
营业成本	50.02	63.63	74.07	87.20	折旧与摊销	3.99	7.54	9.55	10.90
营业税金及附加	0.14	0.22	0.25	0.30	财务费用	-1.35	0.22	0.08	-0.04
销售费用	1.56	2.21	2.60	3.10	资产减值损失	-0.29	-0.14	-0.16	-0.20
管理费用	1.68	2.31	2.68	3.23	经营营运资本变动	-5.65	-1.26	-4.13	-4.15
财务费用	-1.35	0.22	0.08	-0.04	其他	5.56	0.33	0.34	0.41
资产减值损失	-0.29	-0.14	-0.16	-0.20	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>10.28</b>	<b>20.35</b>	<b>23.84</b>	<b>30.33</b>
投资收益	-1.63	-0.18	-0.20	-0.20	资本支出	-4.97	-23.09	-22.72	-11.30
公允价值变动损益	0.57	0.22	0.29	0.31	其他	-4.64	0.04	0.09	0.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-9.61</b>	<b>-23.05</b>	<b>-22.63</b>	<b>-11.18</b>
<b>营业利润</b>	<b>8.65</b>	<b>14.66</b>	<b>19.45</b>	<b>25.04</b>	短期借款	-0.62	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12	长期借款	-3.96	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>8.52</b>	<b>14.54</b>	<b>19.32</b>	<b>24.92</b>	股权融资	0.28	28.00	0.00	0.00
所得税	0.52	0.88	1.17	1.51	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	8.01	13.66	18.15	23.41	其他	-2.66	-6.45	-0.08	0.04
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-6.96</b>	<b>21.55</b>	<b>-0.08</b>	<b>0.04</b>
归属母公司股东净利润	8.01	13.66	18.15	23.41	<b>现金流量净额</b>	<b>-7.44</b>	<b>18.85</b>	<b>1.14</b>	<b>19.19</b>
资产负债表（亿元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	19.89	38.73	39.87	59.06	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	10.32	13.78	16.24	19.48	销售收入增长率	21.53%	32.03%	19.02%	19.86%
存货	17.37	21.07	25.13	29.54	营业利润增长率	18.73%	69.52%	32.64%	28.78%
其他流动资产	0.74	0.70	0.77	0.86	净利润增长率	6.30%	70.53%	32.92%	28.96%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-2.68%	98.56%	29.66%	23.47%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	54.60	70.56	84.13	84.94	毛利率	20.50%	23.40%	25.08%	26.42%
无形资产和开发支出	1.93	1.53	1.12	0.71	三费率	3.01%	5.71%	5.42%	5.31%
其他非流动资产	6.31	6.31	6.31	6.31	净利率	12.73%	16.44%	18.36%	19.75%
<b>资产总计</b>	<b>111.16</b>	<b>152.67</b>	<b>173.57</b>	<b>200.90</b>	ROE	10.50%	12.22%	13.97%	15.26%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.20%	8.94%	10.46%	11.65%
应付和预收款项	10.89	16.18	18.48	21.53	ROIC	9.89%	16.58%	17.82%	20.37%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.95%	26.99%	29.41%	30.29%
其他负债	24.03	24.69	25.14	26.01	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>34.92</b>	<b>40.87</b>	<b>43.61</b>	<b>47.54</b>	总资产周转率	0.59	0.63	0.61	0.63
股本	6.50	7.44	7.44	7.44	固定资产周转率	1.57	1.38	1.28	1.40
资本公积	23.40	50.45	50.45	50.45	应收账款周转率	7.34	7.29	6.96	6.98
留存收益	40.66	54.32	72.47	95.88	存货周转率	3.19	3.27	3.18	3.16
归属母公司股东权益	76.24	111.80	129.95	153.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.69%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>76.24</b>	<b>111.80</b>	<b>129.95</b>	<b>153.36</b>	资产负债率	31.41%	26.77%	25.13%	23.66%
负债和股东权益合计	111.16	152.67	173.57	200.90	带息债务/总负债	54.04%	46.17%	43.27%	39.70%
					流动比率	3.37	3.66	3.56	4.04
					速动比率	2.16	2.62	2.47	2.94
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.08	1.84	2.44	3.15
					每股净资产	10.25	15.03	17.47	20.61
					每股经营现金	1.38	2.73	3.20	4.08
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	11.29	22.42	29.07	35.90					
PE	28.43	16.67	12.54	9.73					
PB	2.99	2.04	1.75	1.48					
PS	3.62	2.74	2.30	1.92					
EV/EBITDA	16.94	8.97	6.88	5.04					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn