

## 轮胎产销量大增，盈利水平提升明显

### 投资要点

- **事件:** (1) 公司发布 2023 年年报，2023 年实现营业收入 78.42 亿元，同比增长 24.63%；归母净利润 13.69 亿元，同比增长 70.88%。其中，2023Q4 实现营业收入 21 亿元，同环比分别+36.19%/-4.76%；归母净利润 3.75 亿元，同环比分别+169.78%/-3.1%。(2) 公司制定《三年(2023-2025年)股东回报规划》，2023-2025 年以现金方式派发的现金红利分别不低于当年经审计的归属于上市公司股东净利润的 20%/ 25%/ 30%，充分重视对投资者的合理投资回报，兼顾全体股东的整体利益及公司的可持续发展。
- **2023 年轮胎行业复苏，公司轮胎产销量大增。**据国家统计局和海关总署数据，2023 年，国内橡胶轮胎外胎产量累计 9.9 亿条，同比增长 15.5%；出口累计 6.2 亿条，同比增长 11.6%，轮胎消费需求回升明显。公司在具有高增长潜力的国内市场，呈现出复苏态势。在海外市场，公司高品质、高性能产品在欧美轮胎市场具备高性价比的竞争优势，订单需求持续处于供不应求状态。伴随着公司泰国二期项目的大规模投产，2023 年公司轮胎产销量大增，全年轮胎产量 2923.68 万条，同比增长 32.98%，销售 2925.98 万条，同比增长 29.28%。
- **原材料成本下降盈利水平提升，2024 年节后轮胎行业开工率高涨。**据我们统计，2023 年轮胎原材料平均价格指数为 110.86，同比下降 6.04%。2023 年公司销售毛利率和净利率分别为 25.21%/ 17.45%，同比分别提升 4.71/ 4.72pp。2024 年 1 月 1 日-2 月 29 日，轮胎原材料平均价格指数为 113.1，较 2023 年平均增长 2.0%，建议持续关注后期原材料价格走势。据中国橡胶信息贸易网，本周半钢胎和全钢胎开工率分别为 78.10%和 70.12%，均创 2022 年以来新高。
- **持续完善国内外销售网络，坚持配套高端化路线。**零售市场方面，公司在巩固及扩大传统海外销售市场的基础上，继续在国内市场铺设销售网络，对传统轮胎销售体系进行数字化升级，加速开拓内销市场。截至 2023 年底，“麒麟云店”累计注册门店用户近 5 万家。在国内，“森麒麟 Sentury”、“路航 Landsail”、“德林特 Delinte”三大品牌累积装修门店数量 2207 家。配套市场方面，坚持配套高端化路线，配套份额持续加大。公司坚持全球中高端主机厂配套原则，已成为德国大众、德国奥迪、广汽、长城、吉利、北汽、奇瑞等整车厂商的合格供应商，并获得小鹏飞行汽车轮胎项目的配套资格。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2024-2026 年归母净利润复合增长率 27.9%。考虑到公司盈利水平领先同行，森麒麟泰国 PCR 反倾销复审终审税率大幅下降，海外基地建设稳步推进，未来业绩有望高速增长。给予公司 2024 年 16 倍 PE，对应目标价 42.88 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。

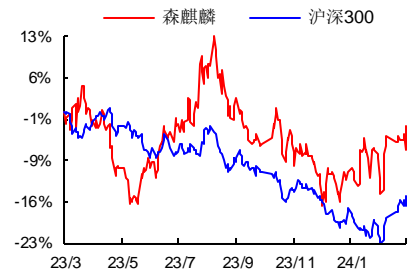
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	78.42	92.63	121.75	142.40
增长率	24.63%	18.12%	31.44%	16.97%
归属母公司净利润(亿元)	13.69	19.83	23.36	28.63
增长率	70.88%	44.92%	17.79%	22.55%
每股收益EPS(元)	1.85	2.68	3.16	3.88
净资产收益率ROE	11.61%	15.20%	15.18%	15.69%
PE	16.94	11.69	9.92	8.10
PB	1.97	1.78	1.51	1.27

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: zlsns@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)	7.39
流通A股(亿股)	5.03
52周内股价区间(元)	26.87-36.38
总市值(亿元)	231.83
总资产(亿元)	156.50
每股净资产(元)	15.39

### 相关研究

- 森麒麟(002984): 全年业绩高增, 税率下降具备业绩上行空间 (2024-01-30)
- 森麒麟(002984): Q3 毛利率进一步提升, 加码摩洛哥基地 (2023-10-26)
- 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 2024-2026 年销量分别为 1450/ 1550/ 1600 万条，公司所有半钢胎（青岛和泰国平均）产品均价逐年上涨 3%/ 2%/ 2%，分别为 255.0/ 260.1/ 265.3 元/条。假设 2024-2026 年所有半钢胎（青岛和泰国平均）原材料平均价格分别为 187.8/ 189.7/ 191.6 元/条。

**2、泰国工厂：**（1）半钢胎：假设 2024-2026 年销量分别为 1550/ 1600/ 1600 万条，2024-2026 年半钢胎均价与原材料均价同青岛工厂。（2）全钢胎：假设 2024-2026 年销量分别为 160/ 180/ 200 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 2025-2026 年销量分别为 720/ 1200 万条，单胎价格分别为 283.8/ 289.5 元/条，单胎成本分别为 210.0/ 212.1 元/条。

**4、航空胎：**假设 2024-2026 年，公司航空轮胎销量分别为 0.8/ 2.4/ 4.0 万条，航空胎价格受原材料成本的影响较小，2024-2026 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 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
青岛工厂 (不包括航空胎)	收入	34.63	36.98	40.32	42.45
	增速	0.18%	6.79%	9.03%	5.29%
	毛利率	24.81%	26.35%	27.07%	27.79%
泰国工厂	收入	43.50	55.19	59.76	63.22
	增速	53.83%	26.86%	8.29%	5.78%
	毛利率	25.02%	26.16%	27.09%	28.03%
西班牙和摩洛哥工厂	收入	-	-	20.43	34.74
	增速	-	-	-	70.00%
	毛利率	-	-	26.01%	26.73%
航空胎	收入	-	0.38	1.14	1.90
	增速	-	-	200.00%	66.67%
	毛利率	-	87.11%	87.11%	87.11%
其他	收入	0.11	0.08	0.09	0.09
	增速	42.82%	-24.09%	7.99%	4.86%
	毛利率	88.00%	89.40%	87.03%	92.76%
合计	收入	78.42	92.63	121.75	142.40
	增速	24.63%	18.12%	31.44%	16.97%
	毛利率	25.21%	26.54%	27.51%	28.47%

数据来源：公司公告，西南证券（青岛和泰国工厂半钢胎均价和原材料均价合并计算）

根据上述假设，我们测算出公司 2024-2026 年营业收入分别为 92.63/ 121.75/ 142.40 亿元，分别同比增长 18.12%/ 31.44%/ 16.97%；归母净利润分别为 19.83/ 23.36/ 28.63 亿元，分别同比增长 44.92%/ 17.79%/ 22.55%；EPS 分别为 2.68/ 3.16/ 3.88 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 12.65 倍。考虑到公司盈利水平领先同行，森麒麟泰国 PCR 反倾销复审终裁税率大幅下降，又有泰国二期、航空胎、西班牙和摩洛哥项目提供业绩增量，未来业绩有望高增长。给予公司 2024 年 16 倍 PE，对应目标价 42.88 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司 PE 估值（2024 年 2 月 29 日）**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A(E)	24E	25E	26E	23A(E)	24E	25E	26E
601966.SH	玲珑轮胎	22.16	0.95	1.41	1.74	-	23.29	15.75	12.71	-
601058.SH	赛轮轮胎	14.40	0.88	1.07	1.22	-	16.28	13.52	11.78	-
601163.SH	三角轮胎	16.22	1.61	1.87	2.01	-	10.06	8.67	8.06	-
平均值							16.54	12.65	10.85	-
002984.SZ	森麒麟	31.38	1.85	2.68	3.16	3.88	16.94	11.69	9.92	8.10

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)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	78.42	92.63	121.75	142.40	净利润	13.69	19.83	23.36	28.63
营业成本	58.65	68.04	88.26	101.86	折旧与摊销	4.74	8.36	10.34	11.69
营业税金及附加	0.28	0.27	0.37	0.44	财务费用	0.07	-0.49	-0.32	-0.59
销售费用	1.88	2.24	2.94	3.44	资产减值损失	-0.17	-0.17	-0.21	-0.18
管理费用	1.70	3.86	5.19	6.21	经营营运资本变动	-14.30	-8.32	-11.57	-7.95
财务费用	0.07	-0.49	-0.32	-0.59	其他	19.64	0.81	0.95	0.87
资产减值损失	-0.17	-0.17	-0.21	-0.18	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>23.67</b>	<b>20.03</b>	<b>22.55</b>	<b>32.46</b>
投资收益	1.05	-0.26	-0.28	-0.27	资本支出	-6.17	-23.09	-22.72	-11.30
公允价值变动损益	-0.54	-0.10	-0.13	-0.19	其他	-24.00	-0.36	-0.41	-0.46
其他经营损益	0.00	2.80	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-30.17</b>	<b>-23.45</b>	<b>-23.13</b>	<b>-11.76</b>
<b>营业利润</b>	<b>14.71</b>	<b>21.32</b>	<b>25.11</b>	<b>30.77</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>14.71</b>	<b>21.31</b>	<b>25.10</b>	<b>30.77</b>	股权融资	28.02	0.00	0.00	0.00
所得税	1.02	1.48	1.74	2.14	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	13.69	19.83	23.36	28.63	其他	-1.42	-6.84	0.32	0.59
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>26.60</b>	<b>-6.84</b>	<b>0.32</b>	<b>0.59</b>
归属母公司股东净利润	13.69	19.83	23.36	28.63	<b>现金流量净额</b>	<b>20.49</b>	<b>-10.26</b>	<b>-0.26</b>	<b>21.29</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	38.94	28.68	28.42	49.71	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	12.76	15.06	19.78	23.12	销售收入增长率	24.63%	18.12%	31.44%	16.97%
存货	14.70	20.32	25.72	29.26	营业利润增长率	70.10%	44.91%	17.79%	22.55%
其他流动资产	20.75	23.60	30.36	35.16	净利润增长率	70.88%	44.92%	17.79%	22.55%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	72.92%	49.43%	20.40%	19.17%
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	60.01	75.16	87.96	87.99	毛利率	25.21%	26.54%	27.51%	28.47%
无形资产和开发支出	1.93	1.51	1.09	0.67	三费率	4.65%	6.05%	6.41%	6.36%
其他非流动资产	7.41	7.41	7.41	7.41	净利率	17.45%	21.41%	19.19%	20.11%
<b>资产总计</b>	<b>156.50</b>	<b>171.75</b>	<b>200.75</b>	<b>233.32</b>	ROE	11.61%	15.20%	15.18%	15.69%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.74%	11.55%	11.64%	12.27%
应付和预收款项	13.79	16.36	20.86	24.06	ROIC	15.99%	17.76%	17.16%	18.42%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.90%	31.50%	28.86%	29.40%
其他负债	24.85	24.88	26.01	26.75	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>38.64</b>	<b>41.23</b>	<b>46.87</b>	<b>50.81</b>	总资产周转率	0.59	0.56	0.65	0.66
股本	7.44	7.39	7.39	7.39	固定资产周转率	1.49	1.42	1.49	1.62
资本公积	50.47	50.52	50.52	50.52	应收账款周转率	7.10	6.93	7.26	6.90
留存收益	54.34	74.18	97.54	126.17	存货周转率	3.62	3.87	3.81	3.69
归属母公司股东权益	117.86	130.51	153.88	182.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.90%	—	—	—
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>117.86</b>	<b>130.51</b>	<b>153.88</b>	<b>182.51</b>	资产负债率	24.69%	24.01%	23.35%	21.78%
负债和股东权益合计	156.50	171.75	200.75	233.32	带息债务/总负债	50.79%	47.59%	41.87%	38.62%
					流动比率	4.95	4.34	4.03	4.61
					速动比率	4.11	3.33	3.04	3.62
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.85	2.68	3.16	3.88
					每股净资产	15.95	17.67	20.83	24.70
					每股经营现金	3.20	2.71	3.05	4.39
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	19.53	29.18	35.13	41.87					
PE	16.94	11.69	9.92	8.10					
PB	1.97	1.78	1.51	1.27					
PS	2.96	2.50	1.90	1.63					
EV/EBITDA	10.49	7.31	6.08	4.59					
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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@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
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	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

---