

森麒麟 (002984.SZ)

2023年业绩符合预期，海外基地建设快速推进

买入

核心观点

2023年业绩符合预期，毛利率大幅提升。公司发布2023年年度报告，2023年公司营收78.4亿元，同比增长24.6%；归母净利润13.7亿元，同比增长70.9%；扣非归母净利润13.0亿元，同比增长46.9%，业绩符合预期。受益于原材料价格和海运运费回落的影响，全年毛利率达到25.2%，同比大幅提高4.7个百分点，净利率17.5%，同比提高4.7个百分点。四季度受国庆假期影响，产销量略有下滑，单四季度营收21.0亿元，同比增长36.1%，环比降低4.8%，归母净利润3.75亿元，同比增长170.1%，环比降低3.1%；毛利率为27.5%，同比提高9.1个百分点，环比基本持平。

公司泰国二期项目快速放量，海外消费降级拉动国产品牌市场需求提升。公司泰国二期600万条半钢轮胎、200万条全钢轮胎项目于2023年大规模投产运行，同时受益于海外市场需求提升，公司产品产、销量均实现较大增长，客户订单持续处于供不应求状态，公司在海外市场稳扎稳打，保持持续增长优势。2023全年公司轮胎产量2923.7万条，同比增长33.0%，其中半钢胎产量2839.7万条，同比增长32.1%，全钢胎产量84万条，同比增长70.9%；轮胎销售2926.0万条，同比增长29.3%，其中半钢胎销量2846.7万条，同比增长28.2%，全钢胎销量79.3万条，同比增长93.9%。

公司加速推进海外基地布局，持续贯彻执行“833plus”战略。公司正在加快推进“森麒麟（摩洛哥）年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”，有望在2024-2025年逐步建成投产；稳步推进“西班牙年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”，有望在2025-2026年逐步建成投产，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。公司制定了“833plus”战略规划，计划用10年左右时间在全球布局8座数字化智能制造基地（中国3座，泰国2座，欧洲、非洲、北美各1座），同时实现运行3座研发中心（中国、欧洲、北美）和3座用户体验中心，并择机并购一家国际知名轮胎企业。

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：维持2024-2025年并新增2026年盈利预测，维持“买入”评级。

预计2024-2026年公司归母净利润分别为18.2/21.2/24.7亿元，同比增速分别为32.8%/16.4%/16.9%，摊薄EPS分别为2.46/2.86/3.35元，当前股价对应PE分别为12.8/11.0/9.4x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,292	7,842	9,464	11,019	12,803
(+/-%)	21.5%	24.6%	20.7%	16.4%	16.2%
净利润(百万元)	801	1369	1818	2116	2474
(+/-%)	6.3%	70.9%	32.8%	16.4%	16.9%
每股收益(元)	1.23	1.84	2.46	2.86	3.35
EBIT Margin	13.3%	18.2%	20.8%	20.2%	20.3%
净资产收益率(ROE)	10.5%	11.6%	13.7%	14.2%	14.6%
市盈率(PE)	25.5	17.1	12.8	11.0	9.4
EV/EBITDA	19.3	14.3	9.3	8.3	7.2
市净率(PB)	2.67	1.98	1.54	1.37	1.21

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	31.38元
总市值/流通市值	23183/15783百万元
52周最高价/最低价	37.13/26.20元
近3个月日均成交额	164.96百万元

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)-Q3营收利润再创新高，投建摩洛哥二期项目》——2023-10-25

《森麒麟(002984.SZ)-23H1业绩大幅提升，看好远期成长空间》——2023-08-31

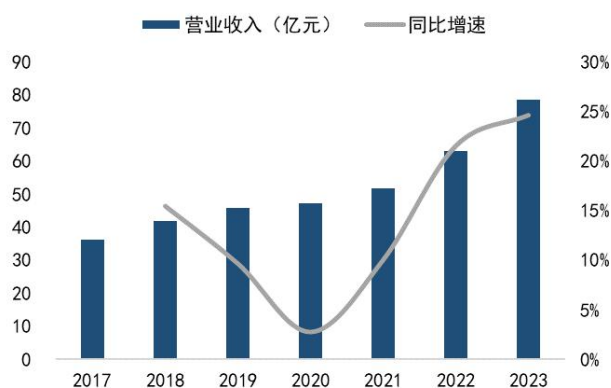
《森麒麟(002984.SZ)-反倾销初裁税率大幅下降，盈利空间有望打开》——2023-08-18

《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

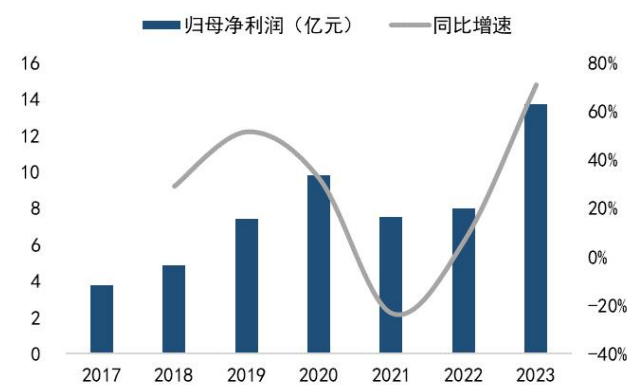
2023 年业绩符合预期，毛利率大幅提升。公司发布 2023 年年度报告，2023 年公司营收 78.4 亿元，同比增长 24.6%；归母净利润 13.7 亿元，同比增长 70.9%；扣非归母净利润 13.0 亿元，同比增长 46.9%，业绩符合预期。受益于原材料价格和海运费回落的影响，全年毛利率达到 25.2%，同比大幅提高 4.7 个百分点，净利率 17.5%，同比提高 4.7 个百分点。四季度受国庆假期影响，产销量略有下滑，单四季度营收 21.0 亿元，同比增长 36.1%，环比降低 4.8%，归母净利润 3.75 亿元，同比增长 170.1%，环比降低 3.1%；毛利率为 27.5%，同比提高 9.1 个百分点，环比基本持平。

图1：森麒麟营业收入及增速



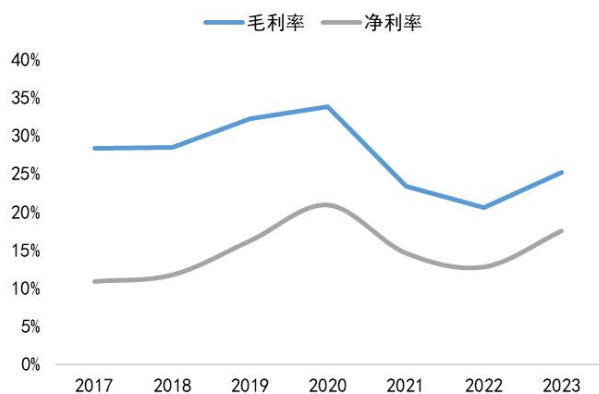
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：森麒麟归母净利润及增速



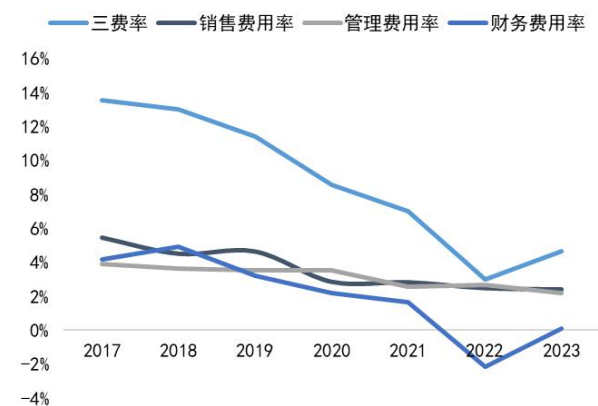
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：森麒麟毛利率与净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

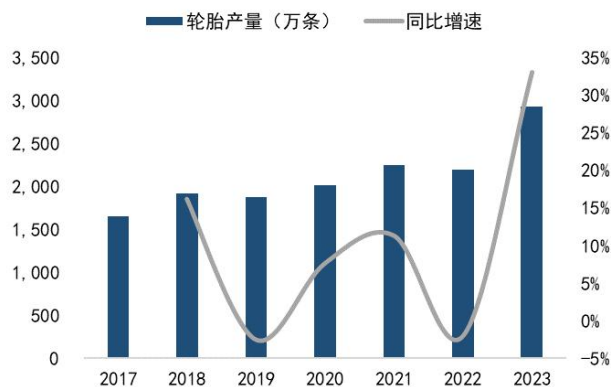
图4：森麒麟费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

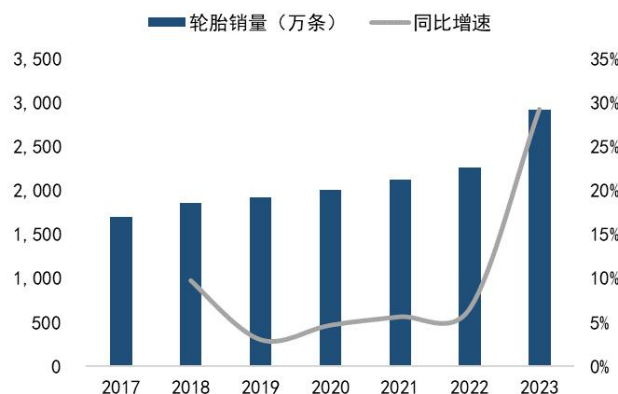
公司泰国二期项目快速放量，消费降级拉动海外市场需求提升。公司泰国二期 600 万条半钢轮胎、200 万条全钢轮胎项目于 2023 年大规模投产运行，同时受益于海外市场需求提升，公司产品产、销量均实现较大增长，客户订单持续处于供不应求状态，公司在海外市场稳扎稳打，保持持续增长优势。2023 全年公司轮胎产量 2923.7 万条，同比增长 33.0%，其中半钢胎产量 2839.7 万条，同比增长 32.1%，全钢胎产量 84 万条，同比增长 70.9%；轮胎销售 2926.0 万条，同比增长 29.3%，其中半钢胎销量 2846.7 万条，同比增长 28.2%，全钢胎销量 79.3 万条，同比增长 93.9%。

图5: 森麒麟轮胎产量及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 森麒麟轮胎销量及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司加速推进海外基地布局，持续贯彻执行“833plus”战略。公司正在加快推进“森麒麟（摩洛哥）年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”，有望在2024-2025年逐步建成投产；稳步推进“西班牙年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”，有望在2025-2026年逐步建成投产，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。公司制定了“833plus”战略规划，计划用10年左右时间在全球布局8座数字化智能制造基地（中国3座，泰国2座，欧洲、非洲、北美各1座），同时实现运行3座研发中心（中国、欧洲、北美）和3座用户体验中心，并择机并购一家国际知名轮胎企业。

投资建议：维持2024-2025年并新增2026年盈利预测，维持“买入”评级。

预计2024-2026年公司归母净利润分别为18.2/21.2/24.7亿元，同比增速分别为32.8%/16.4%/16.9%，摊薄EPS分别为2.46/2.86/3.35元，当前股价对应PE分别为12.8/11.0/9.4x，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			PB	投资评级
			亿元	2022	2023	2024E	2022	2023	2024E	2023			
601058	赛轮轮胎	14.40	474	0.43	0.88	1.07	23.1	16.3	13.5	3.1	无		
601966	玲珑轮胎	22.16	332	0.20	0.95	1.41	103.7	23.3	15.8	1.6	无		
002984	森麒麟	31.38	230	1.23	1.84	2.46	25.0	15.7	12.8	2.1	买入		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理（注: 赛轮轮胎、玲珑轮胎为Wind一致预测，收盘价均为2024年2月29日）

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1989	3894	6449	7325	7842	营业收入	6292	7842	9464	11019	12803
应收款项	964	1200	985	1087	1263	营业成本	5002	5865	6859	8091	9385
存货净额	1737	1470	1550	1631	1893	营业税金及附加	14	28	28	33	38
其他流动资产	110	1940	189	220	256	销售费用	156	188	199	220	256
流动资产合计	4831	8714	9384	10474	11465	管理费用	168	170	216	228	264
固定资产	5460	6001	6399	7213	8425	研发费用	113	165	189	220	256
无形资产及其他	193	193	235	278	320	财务费用	(135)	7	88	21	14
投资性房地产	631	741	741	741	741	投资收益	(163)	105	100	100	100
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	86	(37)	0	0	0
资产总计	11116	15650	16760	18706	20951	其他收入	(145)	(182)	(189)	(220)	(256)
短期借款及交易性金融负债	14	15	20	20	20	营业利润	865	1471	1985	2306	2690
应付款项	899	1142	861	1019	1183	营业外净收支	(12)	(0)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	523	605	536	630	732	利润总额	852	1471	1955	2276	2660
流动负债合计	1435	1761	1417	1669	1935	所得税费用	52	102	137	159	186
长期借款及应付债券	1887	1962	1962	1962	1962	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	169	140	140	140	140	归属于母公司净利润	801	1369	1818	2116	2474
长期负债合计	2056	2103	2103	2103	2103	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	3492	3864	3519	3772	4038	净利润	801	1369	1818	2116	2474
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	40	(3)	2	1	2
股东权益	7624	11786	13241	14934	16913	折旧摊销	399	474	608	692	794
负债和股东权益总计	11116	15650	16760	18706	20951	公允价值变动损失	(86)	37	0	0	0
						财务费用	(135)	7	88	21	14
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(805)	(1617)	1537	41	(206)
每股收益	1.23	1.84	2.46	2.86	3.35	其它	(40)	3	(2)	(1)	(2)
每股红利	0.19	0.01	0.56	0.65	0.76	经营活动现金流	309	263	3963	2850	3062
每股净资产	11.73	15.84	20.38	22.99	26.03	资本开支	0	(967)	(1050)	(1550)	(2050)
ROIC	10.76%	11.53%	15%	21%	22%	其它投资现金流	1269	(179)	0	0	0
ROE	10.50%	11.61%	14%	14%	15%	投资活动现金流	1269	(1146)	(1050)	(1550)	(2050)
毛利率	21%	25%	28%	27%	27%	权益性融资	(114)	2792	0	0	0
EBIT Margin	13%	18%	21%	20%	20%	负债净变化	(396)	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	24%	27%	26%	27%	支付股利、利息	(122)	(11)	(364)	(423)	(495)
收入增长	22%	25%	21%	16%	16%	其它融资现金流	17	18	5	0	0
净利润增长率	6%	71%	33%	16%	17%	融资活动现金流	(1134)	2788	(358)	(423)	(495)
资产负债率	31%	25%	21%	20%	19%	现金净变动	444	1905	2555	876	517
股息率	0.5%	0.0%	1.6%	1.8%	2.1%	货币资金的期初余额	1544	1989	3894	6449	7325
P/E	25.5	17.1	12.8	11.0	9.4	货币资金的期末余额	1989	3894	6449	7325	7842
P/B	2.7	2.0	1.5	1.4	1.2	企业自由现金流	0	(782)	2930	1254	959
EV/EBITDA	19.3	14.3	9.3	8.3	7.2	权益自由现金流	0	(764)	2919	1253	965

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所提及的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