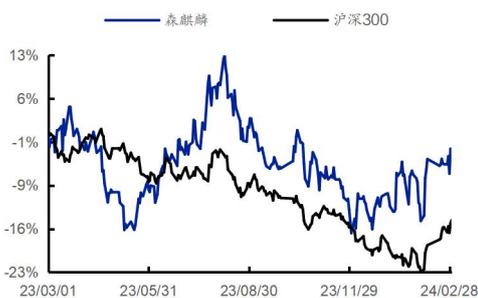


研究所:  
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人: 贾冰 S0350122030030  
 jiab@ghzq.com.cn

## 轮胎行业景气度向上, 公告三年股东回报计划

### ——森麒麟 (002984) 2023 年年报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2024/03/01

表现	1M	3M	12M
森麒麟	8.5%	14.7%	-4.2%
沪深 300	9.9%	1.6%	-14.3%

#### 市场数据

2024/03/01

当前价格 (元)	30.82
52 周价格区间 (元)	26.20-37.13
总市值 (百万)	22,769.11
流通市值 (百万)	15,501.18
总股本 (万股)	73,877.73
流通股本 (万股)	50,295.84
日均成交额 (百万)	704.18
近一月换手 (%)	2.14

#### 相关报告

《森麒麟 (002984) 三季报点评报告: 营收利润环比提升, 摩洛哥二期项目公告 (买入)\*汽车零部件\*李永磊, 董伯骏》——2023-10-25

《森麒麟 (002984) 公司动态研究: 半钢胎满负荷生产, 摩洛哥工厂进展顺利 (买入)\*汽车零部件\*李永磊, 董伯骏》——2023-09-12

《森麒麟 (002984) 一季报点评: 归母净利环比大幅增长, 轮胎业务产销两旺 (买入)\*汽车零部件\*李永磊, 董伯骏》——2023-04-25

《森麒麟(002984)2022 年报点评: Q4 业绩承压,

#### 事件:

2024 年 2 月 29 日, 森麒麟发布 2023 年年度报告: 2023 年实现营业收入 78.42 亿元, 同比增长 24.63%; 实现归母净利润 13.69 亿元, 同比增长 70.88%; 实现扣非归母净利润 13.05 亿元, 同比增长 46.88%; 销售毛利率 25.21%, 同比增长 4.71pct, 销售净利率 17.45%, 同比增长 4.72pct; 经营活动现金流净额为 23.67 亿元。2023Q4 单季度, 公司实现营业收入 21.00 亿元, 同比+36.15%, 环比-4.79%; 实现归母净利润为 3.75 亿元, 同比+170.14%, 环比-3.11%; 经营活动现金流净额为 8.21 亿元, 同比+77.52%, 环比+0.13%。销售毛利率为 27.49%, 同比+9.14%, 环比-0.04%。销售净利率为 17.86%, 同比增长 8.86pct, 环比增长 0.31pct。

#### 投资要点:

##### ■2023 年营收净利同比大幅提升, 公司产品呈现产销两旺的局面

2023 年度, 以森麒麟为代表企业之一的中国轮胎行业整体经营形势全面复苏。1) 国内外需求提升。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; 在具有高增长潜力的国内市场, 亦呈现出复苏态势。2) 新产能投放拉动产销量提升。2023 年度, 公司泰国二期项目的大规模投产, 泰国工厂新增 600 万条半钢和 200 万条全钢。2023 年, 完成轮胎产量 2,923.68 万条, 较上年同期增长 32.98%; 其中, 半钢胎产量 2839.68 万条, 较上年同期增长 32.11%; 全钢胎产量 84 万条, 较上年同期增长 70.91%。完成轮胎销售 2,925.98 万条, 较上年同期增长 29.28%; 其中, 半钢胎销量 2,846.66 万条, 较上年同期增长 28.19%; 全钢胎销量 79.33 万条, 较上年同期增长 93.88%。3) 原材料回落, 毛利率提升。据我们跟踪的轮胎原材料价格数据, 2023 年综合原材料价格指数为 10620, 同比-6.07%。

##### ■2023Q4 单季度营收利润同比增长, 环比小幅回落

2023Q4 森麒麟的毛利润为 5.77 亿元, 环比减少 0.30 亿元, 主要由于销量和营收环比减少所致, Q4 销量为 761 万条, 环比减少 36.32 万条。净利润为 3.75 亿元, 环比减少 1204 万元, 费用率方面, 年末计提的费用高于三季度, Q4 销售费用为 7991 万元, 环比增加 2354 万元, 管理费

看好新产能投放带来增量（买入）\*汽车零部件\*董伯骏，李永磊》——2023-02-22

《森麒麟（002984）点评报告：拟定增 40 亿元建设西班牙项目，公告摩洛哥轿车及轻卡胎项目（买入）\*汽车零部件\*李永磊，董伯骏》——2023-01-01

用 5013 万元，环比增加 1005 万元，研发费用 5717 万元，环比增加 1063 万元，财务费用为 694 万元，环比减少 4228 万元。投资净收益为 739 万元，环比减少 6876 万元，公允价值变动损益为 935 万元，环比增加 7199 万元。

### ■2023 年回购及分红现金占归母净利润 30.66%，公告三年股东回报计划

结合公司的盈利状况、当前所处行业的特点以及未来的现金流状况、资金需求等因素，公司拟以权益分派股权登记日的总股本为基数，每 10 股派发现金红利 4.1 元（含税），每 10 股送红股 0 股，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股。公司 2023 年度已实施的股份回购金额 1.17 亿视同现金分红，结合上述拟派发的现金红利 3.03 亿元，2023 年度现金分红总额为 4.20 亿元，现金分红金额占 2023 年度归母净利润的 30.66%。

同时公司还公告了三年（2023-2025 年）股东回报规划，2023 年以现金方式派发的现金红利不低于当年归母净利润的 20%，同时结合当年度已实施的回购股份金额后合计现金分红比例不低于归母净利润的 30%（若存在股份回购）；2024 年以现金方式派发的现金红利不低于当年归母净利润的 25%，同时结合当年度以集中竞价方式已实施的回购股份金额后合计现金分红比例不低于当年归母净利润的 30%（若存在股份回购）；2025 年以现金方式派发的现金红利不低于当年归母净利润的 30%。回报计划显示出公司努力平衡股东的合理投资回报和公司的长远发展，对公司利润分配作出规划性安排，保证利润分配政策的连续性和稳定性。

### ■摩洛哥工厂进展顺利，看好产能增长

据中国轮胎商务网，摩洛哥时间 2023 年 10 月 21 日，森麒麟智能制造工厂在摩洛哥开工建设，一期为年产 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎，有望 2024 年投产。同时，2023 年 10 月 24 日，公司公告摩洛哥二期项目，建设内容为 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目，项目建设周期 12 个月，投资总额 1.93 亿美元，项目建成之后，年预计实现营业收入 2.1 亿美元，利润总额 5790.90 万美元。同时公司稳步推进“西班牙年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”。

### ■反倾销关税下降，泰国出口量有望提升

2024 年 1 月 25 日，泰国输美轮胎反倾销关税的复审终裁结果确认，森麒麟泰国复审终裁单独税率为 1.24%，较初审结果下降 15.82pct；另一家强制应诉企业日本住友轮胎（泰国公司）终裁单独税率为 6.16%，较初审下降 8.43pct；其他泰国出口美国的轮胎企业终裁税率为 4.52%，其中玲珑轮胎反倾销关税较初审下降 16.57pct，其他企业下降 12.54pct。本轮复审终裁结果关税仍较低，除非发起方点名要求应诉，在 2025 年 12 月之前，泰国的轮胎公司在接下来的反倾销复审调查当中，可以选择放弃应诉，维持本轮的终裁税率，故该轮复审结果影响时间较长。

**■盈利预测和投资评级** 根据轮胎行业景气度，我们调整公司盈利预期，预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 19.48、22.60、25.51 亿元，对应 PE 为 12、10、9 倍，维持“买入”评级。

**■风险提示** 全球轮胎业下行的风险；轮胎市场大幅波动风险；原材料价格上涨风险；环保及安全生产风险；同行业竞争加剧风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7842	9000	11577	13345
增长率(%)	25	15	29	15
归母净利润（百万元）	1369	1948	2260	2551
增长率(%)	71	42	16	13
摊薄每股收益（元）	2.01	2.64	3.06	3.45
ROE(%)	12	14	14	14
P/E	14.35	11.69	10.08	8.93
P/B	1.82	1.69	1.45	1.24
P/S	2.74	2.53	1.97	1.71
EV/EBITDA	10.22	7.58	6.35	5.29

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

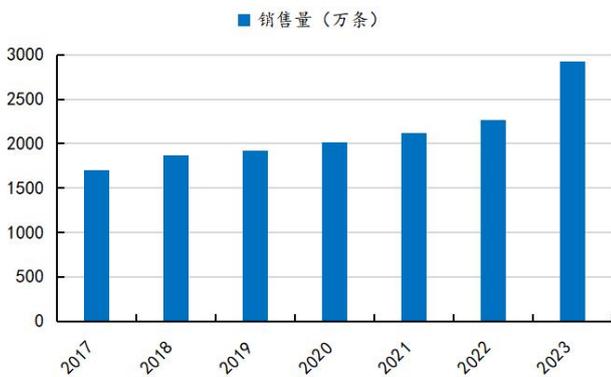
## 1、分产品经营数据

表 1: 主要产品季度及半年度经营数据

	2020	2021	2022	2023	2023H1	2023Q3	2023Q4
轮胎产量 (万条)	2016	2244	2199	2924	1353	773	798
轮胎销量 (万条)	2011	2124	2263	2926	1368	797	761
轮胎单位价格 (元/条)	233.89	243.45	277.69	267.64	258.02	276.69	275.45
轮胎营业收入 (亿元)	47.03	51.71	62.85	78.31	35.30	22.05	20.96
总营业收入 (亿元)	47.05	51.77	62.92	78.42	35.37	22.05	21.00
总营业成本 (亿元)	31.15	39.69	50.02	58.65	27.44	15.98	15.23
毛利润 (亿元)	15.90	12.08	12.90	19.77	7.92	6.07	5.77
毛利率 (%)	33.80	23.33	20.50	25.21	22.40	27.53	27.49
净利润 (亿元)	9.81	7.53	8.01	13.68	6.06	3.87	3.75
净利率 (%)	20.84	14.55	12.73	17.45	17.14	17.55	17.86

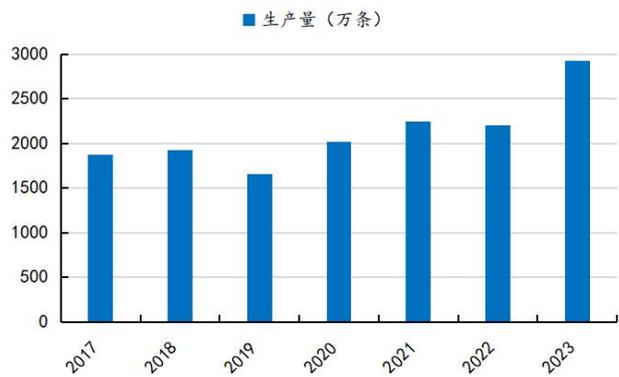
资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

图 1: 公司各季度销售量情况



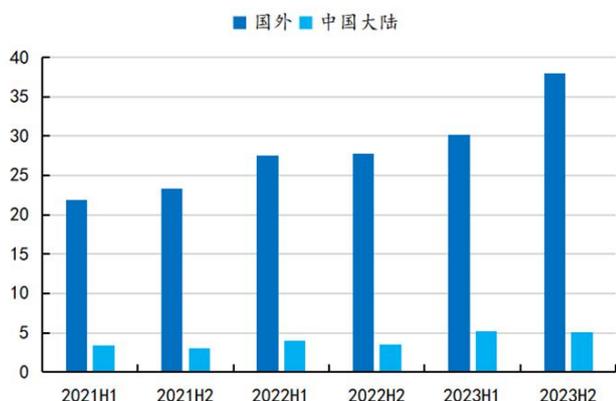
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 公司各季度生产量情况



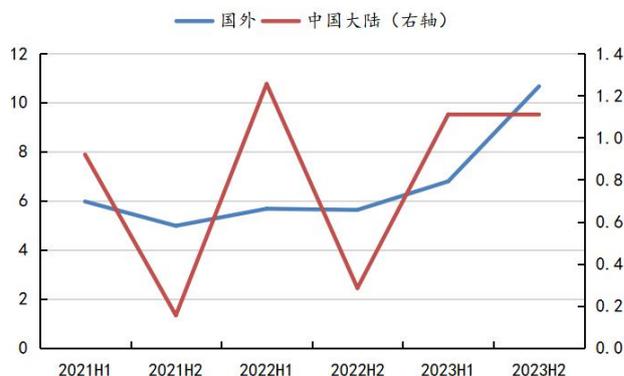
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3： 国内外营业收入（亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所

图 4： 国内外市场毛利率（%）



资料来源：wind，国海证券研究所

## 2、 行业数据

图 5： 原材料价格数据



资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

图 6： 泰国海运费



资料来源：TNSC，国海证券研究所

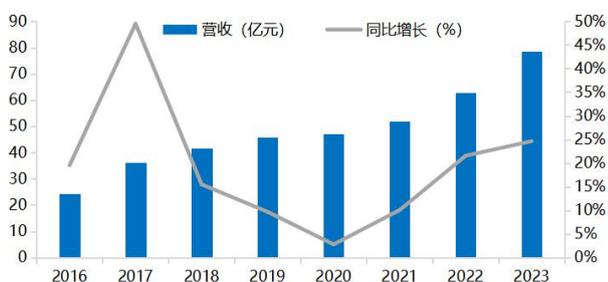
图 7： 泰国出口美国乘用车及轻卡轮胎的反倾销税率情况

	初审税率	复审终裁税率	关税下降幅度
森麒麟	17.06%	1.24%	15.82pct
玲珑轮胎	21.09%	4.52%	16.57pct
日本住友轮胎	14.59%	6.16%	8.43pct
其他泰国工厂	17.06%	4.52%	12.54pct

资料来源：公司公告，国海证券研究所

### 3、 公司财务数据

图 8： 2023 年营收同比上升 24.63%



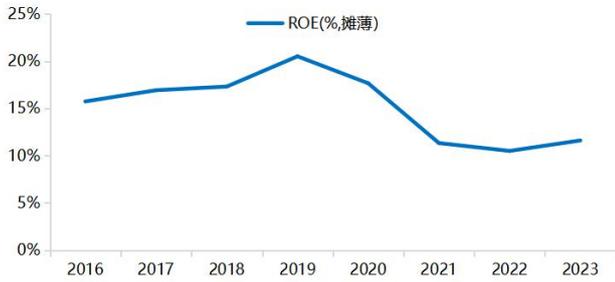
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9： 2023 年归母净利润上升 70.88%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 10: 公司净资产收益率情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 2023 年资产负债率下降



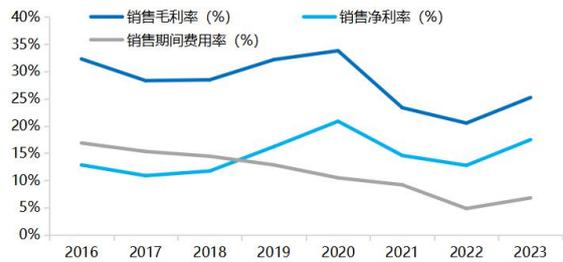
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2023 年资产周转率增长至 58.60%



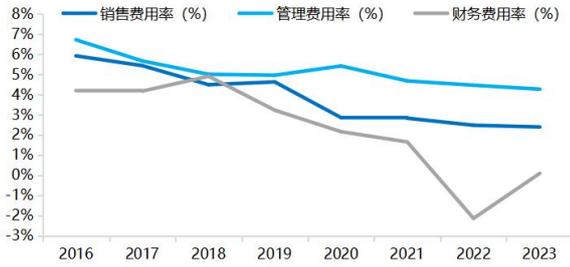
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2023 年毛利率和净利率提升



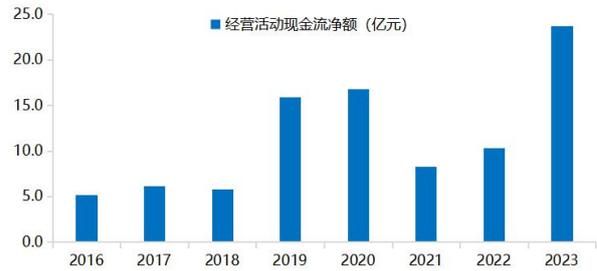
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2023 财务费用率同比上升



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 公司经营活动现金流情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 2023 年研发费用增加



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 2023Q4 营收同比+36.15%



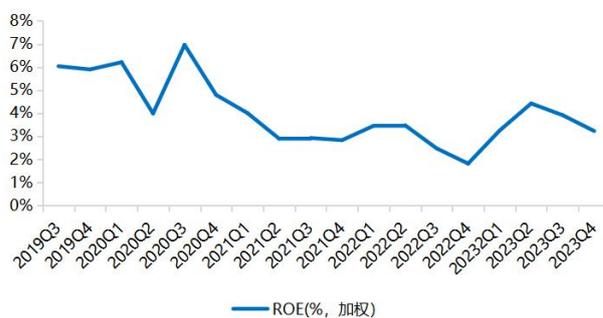
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 2023Q4 归母净利润同比+170.14%



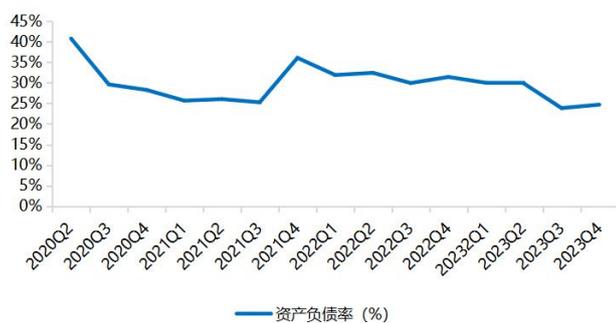
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度净资产收益率情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度资产负债率情况



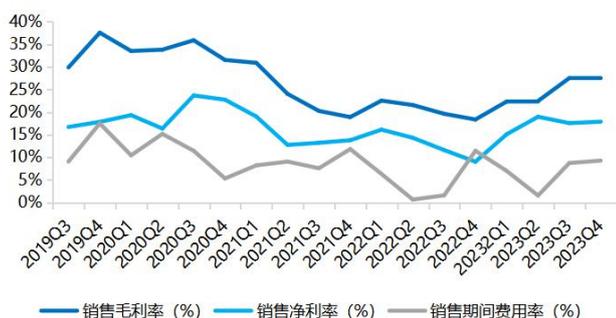
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 季度资产周转率情况



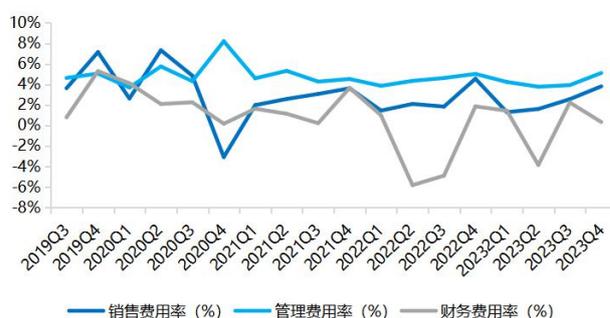
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 季度毛利率及净利率情况



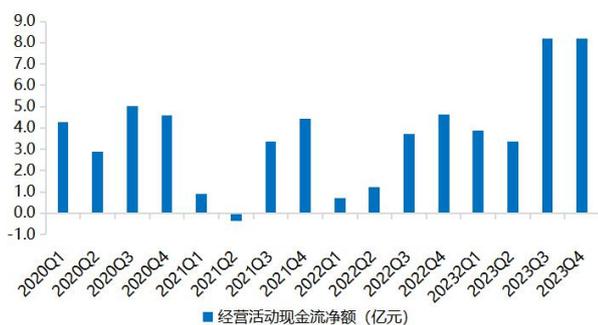
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 季度费用率情况



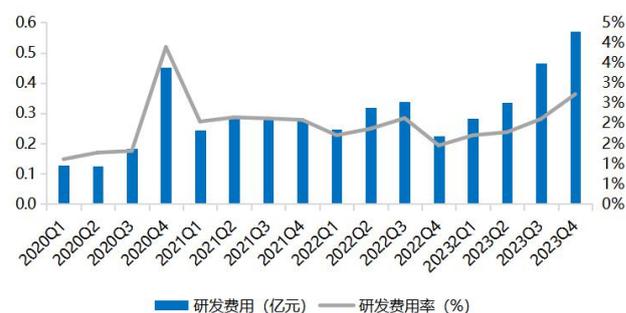
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 公司季度经营活动现金流情况



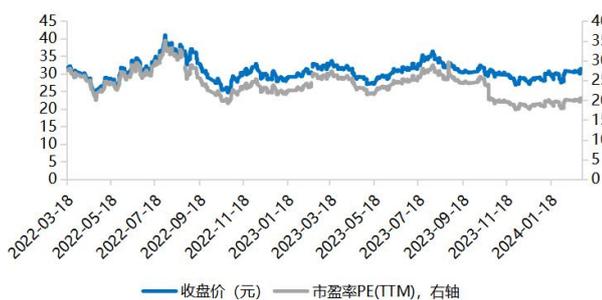
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 2023Q4 研发费用环比提升



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: 收盘价及 PE (TTM)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 28: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

## 4、盈利预测与评级

根据轮胎行业景气度,我们调整公司盈利预期,预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 19.48、22.60、25.51 亿元,对应 PE 为 12、10、9 倍,维持“买入”评级。

## 5、风险提示

- 1) 全球轮胎业下行的风险;
- 2) 轮胎市场大幅波动风险;
- 3) 原材料价格上涨风险;
- 4) 环保及安全生产风险;
- 5) 同行业竞争加剧风险。

附表：森麒麟盈利预测表

证券代码:	002984				股价:	30.82	投资评级:	买入	日期:	2024/03/01
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	12%	14%	14%	14%	EPS	2.01	2.64	3.06	3.45	
毛利率	25%	28%	26%	25%	BVPS	15.84	18.27	21.32	24.78	
期间费率	5%	4%	4%	4%	<b>估值</b>					
销售净利率	17%	22%	20%	19%	P/E	14.35	11.69	10.08	8.93	
<b>成长能力</b>					P/B	1.82	1.69	1.45	1.24	
收入增长率	25%	15%	29%	15%	P/S	2.74	2.53	1.97	1.71	
利润增长率	71%	42%	16%	13%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
总资产周转率	0.50	0.51	0.56	0.57	营业收入	7842	9000	11577	13345	
应收账款周转率	6.89	6.98	6.95	6.96	营业成本	5865	6499	8615	10011	
存货周转率	5.33	4.90	4.94	4.84	营业税金及附加	28	28	37	42	
<b>偿债能力</b>					销售费用	188	135	174	200	
资产负债率	25%	23%	23%	22%	管理费用	170	189	266	298	
流动比	4.95	4.45	3.92	4.08	财务费用	7	64	66	62	
速动比	4.06	3.46	2.99	3.15	其他费用/(-收入)	165	153	197	227	
					<b>营业利润</b>	<b>1471</b>	<b>2086</b>	<b>2421</b>	<b>2733</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	0	0	0	0	
现金及现金等价物	4104	3618	4308	5895	<b>利润总额</b>	<b>1471</b>	<b>2086</b>	<b>2421</b>	<b>2733</b>	
应收款项	1153	1306	1687	1942	所得税费用	102	139	161	182	
存货净额	1470	1838	2344	2760	<b>净利润</b>	<b>1369</b>	<b>1948</b>	<b>2260</b>	<b>2551</b>	
其他流动资产	1987	2023	2071	2110	少数股东损益	0	0	0	0	
<b>流动资产合计</b>	<b>8714</b>	<b>8784</b>	<b>10410</b>	<b>12707</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1369</b>	<b>1948</b>	<b>2260</b>	<b>2551</b>	
固定资产	5570	7345	8627	9623						
在建工程	431	498	539	263	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
无形资产及其他	934	944	936	927	经营活动现金流	2367	2314	2834	3191	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1369	1948	2260	2551	
<b>资产总计</b>	<b>15650</b>	<b>17571</b>	<b>20513</b>	<b>23521</b>	少数股东损益	0	0	0	0	
短期借款	0	60	121	181	折旧摊销	487	827	985	1075	
应付款项	1142	1233	1648	1910	公允价值变动	54	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	457	-403	-314	-313	
其他流动负债	619	682	887	1022	<b>投资活动现金流</b>	<b>-3017</b>	<b>-2542</b>	<b>-2123</b>	<b>-1582</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>1761</b>	<b>1975</b>	<b>2656</b>	<b>3113</b>	资本支出	-1140	-2677	-2296	-1783	
长期借款及应付债券	1962	1962	1962	1962	长期投资	-200	0	0	0	
其他长期负债	140	140	140	140	其他	-1677	135	174	200	
<b>长期负债合计</b>	<b>2103</b>	<b>2103</b>	<b>2103</b>	<b>2103</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>2660</b>	<b>-258</b>	<b>-20</b>	<b>-21</b>	
<b>负债合计</b>	<b>3864</b>	<b>4077</b>	<b>4758</b>	<b>5215</b>	债务融资	0	60	60	60	
股本	744	739	739	739	权益融资	2792	-232	0	0	
股东权益	11786	13494	15754	18305	其它	-132	-87	-80	-82	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15650</b>	<b>17571</b>	<b>20513</b>	<b>23521</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>2049</b>	<b>-487</b>	<b>691</b>	<b>1587</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

### 【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

### 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。