



森麒麟 (002984.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩超预期，摩洛哥项目加速推进

事件

2024年4月18日公司发布了2024年1季度报告，2024年1季度实现营收21.15亿元，同比增长27.6%，环比增长0.7%；实现归母净利润5.04亿元，同比增长101.3%，环比增长34.3%；扣非净利润4.97亿元，同比增长106.7%，环比增长43%。

经营分析

轮胎产销量继续向好，泰国降税后公司盈利能力快速提升。2024年1季度公司完成轮胎产量807.6万条，同比增长28%；其中半钢胎产量774万条，同比增长26%；全钢胎产量33.6万条，同比增长148%。完成轮胎销售760.7万条，同比增长15.7%；其中半钢胎销量728万条，同比增长12.76%；全钢胎销量32.7万条，同比增长175.28%。从单季度盈利能力来看，美国对泰国乘用车胎双反税率下调后公司营业成本降低，盈利能力也得到显著提升，公司1季度销售毛利率为31.32%，同比提升8.98pct，环比提升3.83pct；销售净利率为23.82%，同比提升8.73pct，环比提升5.96pct。

全球化战略稳步推进，摩洛哥基地投产后将进一步推动业绩增长。公司制定了适应未来发展路径的“833Plus”战略，即在未来10年左右时间内最终形成8座数字化轮胎智能制造基地（中国3座，泰国2座，欧洲、非洲、北美各1座）、3座全球化研发中心（中国、欧洲、北美各一座）、3座全球用户体验中心的格局，Plus即择机并购一家全球知名轮胎制造商。海外布局方面，西班牙项目已经获得环评许可，建筑许可尚在审批流程中，由于建筑许可获取时间存在不确定性，公司出于审慎态度尚未开工建设该项目；摩洛哥项目已于2023年10月份开工建设且项目推进顺利，为有效提高募集资金使用效率和保障项目建设进度，公司将原本定增募集用于西班牙项目的28亿元改为用于摩洛哥项目的建设。

盈利预测、估值与评级

公司为国内智能制造轮胎龙头，随着新产能的放量和海外布局的加速推进，业绩稳步增长的同时也将实现全球市占率的进一步提升。考虑到泰国工厂盈利能力的快速修复，我们上调公司2024-2026年归母净利润分别为21.95亿元、23.48亿元、27.15亿元（相比预测前值上调18%、11%、12%），当前市值对应PE估值分别为16.13/15.08/13.04倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动、新增产能释放不及预期、国际贸易摩擦、海运运费价格波动、人民币汇率波动、“双反”税率波动

基础化工组

分析师：陈屹 (执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

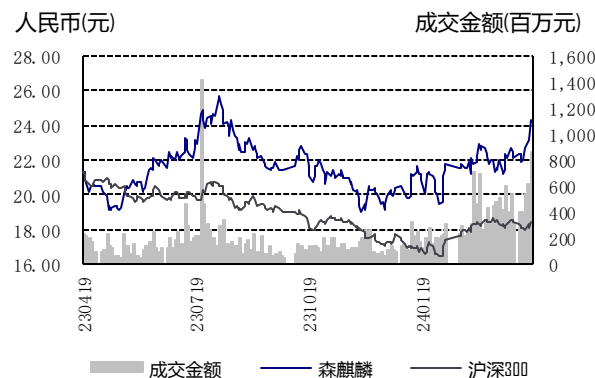
分析师：李含钰 (执业S1130523100003)

lihanyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：34.27元

相关报告：

- 《森麒麟公司点评：业绩亮眼，稳扎稳打推进全球化布局》，2024.3.1
- 《森麒麟公司点评：业绩高速增长，全球化布局加速完善》，2024.1.29
- 《森麒麟公司点评：双反终裁落地，泰国基地优势显著》，2024.1.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,292	7,842	9,005	11,025	12,791
营业收入增长率	21.53%	24.63%	14.83%	22.43%	16.02%
归母净利润(百万元)	801	1,369	2,195	2,348	2,715
归母净利润增长率	6.30%	70.88%	60.38%	6.99%	15.64%
摊薄每股收益(元)	1.233	1.839	2.124	2.273	2.628
每股经营性现金流净额	1.58	3.18	2.53	2.63	3.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.50%	11.61%	16.56%	15.76%	16.16%
P/E	27.80	18.63	16.13	15.08	13.04
P/B	2.92	2.16	2.67	2.38	2.11

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	5,177	6,292	7,842	9,005	11,025	12,791
增长率	21.5%	24.6%	14.8%	22.4%	16.0%	
主营业务成本	-3,969	-5,002	-5,865	-5,998	-7,727	-8,973
%销售收入	76.7%	79.5%	74.8%	66.6%	70.1%	70.2%
毛利	1,208	1,290	1,977	3,006	3,297	3,818
%销售收入	23.3%	20.5%	25.2%	33.4%	29.9%	29.8%
营业税金及附加	-15	-14	-28	-27	-33	-38
%销售收入	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-146	-156	-188	-216	-265	-320
%销售收入	2.8%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.5%
管理费用	-133	-168	-170	-198	-243	-281
%销售收入	2.6%	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
研发费用	-109	-113	-165	-189	-243	-281
%销售收入	2.1%	1.8%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	805	839	1,426	2,376	2,515	2,897
%销售收入	15.5%	13.3%	18.2%	26.4%	22.8%	22.6%
财务费用	-85	135	-7	-8	-7	-1
%销售收入	1.7%	-2.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
资产减值损失	23	-17	-14	-33	-9	-7
公允价值变动收益	-9	57	-54	0	0	0
投资收益	-21	-163	105	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	728	865	1,471	2,335	2,498	2,889
营业利润率	14.1%	13.7%	18.8%	25.9%	22.7%	22.6%
营业外收支	47	-12	0	0	0	0
税前利润	775	852	1,471	2,335	2,498	2,889
利润率	15.0%	13.5%	18.8%	25.9%	22.7%	22.6%
所得税	-22	-52	-102	-140	-150	-173
所得税率	2.8%	6.1%	6.9%	6.0%	6.0%	6.0%
净利润	753	801	1,369	2,195	2,348	2,715
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	753	801	1,369	2,195	2,348	2,715
净利率	14.6%	12.7%	17.5%	24.4%	21.3%	21.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	753	801	1,369	2,195	2,348	2,715
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	335	428	500	576	624	711
非经营收益	72	182	41	89	89	89
营运资金变动	-329	-383	457	-247	-342	-189
经营活动现金净流	832	1,028	2,367	2,612	2,719	3,327
资本开支	-1,467	-1,052	-1,140	-1,800	-1,800	-2,000
投资	109	20	-200	0	0	0
其他	3	71	-1,677	0	0	0
投资活动现金净流	-1,355	-961	-3,017	-1,800	-1,800	-2,000
股权募资	0	0	2,792	-175	0	0
债权募资	1,929	-512	0	-15	0	0
其他	-66	-184	-132	-637	-793	-903
筹资活动现金净流	1,864	-696	2,660	-827	-793	-903
现金净流量	1,316	-744	2,049	-15	126	423

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,544	1,989	3,894	3,879	4,004	4,428
应收款项	704	977	1,223	1,220	1,464	1,628
存货	1,354	1,737	1,470	1,611	2,075	2,409
其他流动资产	1,422	129	2,127	2,124	2,144	2,159
流动资产	5,024	4,831	8,714	8,833	9,687	10,624
%总资产	48.3%	43.5%	55.7%	51.9%	50.8%	49.9%
长期投资	21	21	12	12	12	12
固定资产	4,963	5,460	6,001	7,264	8,454	9,755
%总资产	47.7%	49.1%	38.3%	42.7%	44.3%	45.8%
无形资产	141	193	193	188	184	179
非流动资产	5,371	6,284	6,935	8,193	9,378	10,673
%总资产	51.7%	56.5%	44.3%	48.1%	49.2%	50.1%
资产总计	10,395	11,116	15,650	17,026	19,065	21,298
短期借款	102	14	15	0	0	0
应付款项	1,190	1,155	1,434	1,356	1,703	1,978
其他流动负债	140	266	312	317	361	415
流动负债	1,432	1,435	1,761	1,672	2,064	2,392
长期贷款	396	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,920	2,056	2,103	2,096	2,100	2,103
负债	3,749	3,492	3,864	3,768	4,164	4,496
普通股股东权益	6,646	7,624	11,786	13,258	14,901	16,802
其中：股本	650	650	744	1,033	1,033	1,033
未分配利润	3,292	3,960	5,195	6,841	8,485	10,385
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	10,395	11,116	15,650	17,026	19,065	21,298

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.160	1.233	1.839	2.124	2.273	2.628
每股净资产	10.230	11.735	15.842	12.830	14.421	16.261
每股经营现金净流	1.280	1.583	3.181	2.528	2.631	3.219
每股股利	0.166	0.170	0.410	0.531	0.682	0.788
回报率						
净资产收益率	11.34%	10.50%	11.61%	16.56%	15.76%	16.16%
总资产收益率	7.25%	7.20%	8.74%	12.89%	12.32%	12.75%
投入资本收益率	8.73%	8.23%	9.62%	14.64%	13.98%	14.48%
增长率						
主营业务收入增长率	10.03%	21.53%	24.63%	14.83%	22.43%	16.02%
EBIT增长率	-31.97%	4.31%	69.92%	66.58%	5.83%	15.20%
净利润增长率	-23.17%	6.30%	70.88%	60.38%	6.99%	15.64%
总资产增长率	34.36%	6.93%	40.79%	8.79%	11.98%	11.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.6	43.8	46.9	45.0	44.0	42.0
存货周转天数	98.7	112.8	99.8	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	58.7	51.2	51.0	52.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	214.3	287.5	259.3	236.4	199.4	186.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.08%	-1.57%	-18.05%	-16.04%	-15.12%	-15.93%
EBIT利息保障倍数	9.4	-6.2	192.7	293.3	361.4	2,271.6
资产负债率	36.06%	31.41%	24.69%	22.13%	21.84%	21.11%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	22	47	82
增持	1	2	5	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.67	1.19	1.18	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-02-21	买入	30.41	N/A
2	2023-04-24	买入	29.53	N/A
3	2023-07-24	买入	32.41	N/A
4	2023-09-01	买入	33.00	N/A
5	2023-10-24	买入	29.37	N/A
6	2024-01-25	买入	30.02	N/A
7	2024-01-29	买入	30.01	N/A
8	2024-03-01	买入	31.38	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究