

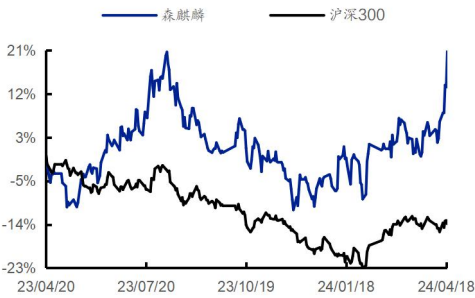
研究所：

证券分析师：李永磊 S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn
证券分析师：董伯骏 S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn
证券分析师：贾冰 S0350524030003
jiab@ghzq.com.cn

净利率环比显著提升，摩洛哥项目进展顺利

——森麒麟（002984）2024年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/04/19

表现	1M	3M	12M
森麒麟	20.6%	23.5%	20.9%
沪深300	-1.0%	8.3%	-14.1%

市场数据

2024/04/19

当前价格(元)	25.77
52周价格区间(元)	25.02-37.13
总市值(百万)	26,627.84
流通市值(百万)	18,119.96
总股本(万股)	103,328.82
流通股本(万股)	70,314.17
日均成交额(百万)	1,755.08
近一月换手(%)	3.15

相关报告

- 《森麒麟（002984）2023年年报点评：轮胎行业景气度向上，公告三年股东回报计划（买入）*汽车零部件*李永磊，董伯骏》——2024-03-03
- 《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

事件：

2024年4月19日，森麒麟发布2024年一季度报告：2024年Q1单季度，公司实现营业收入21.15亿元，同比+27.59%，环比+0.73%；实现归母净利润为5.04亿元，同比+101.34%，环比+34.28%；扣非后归母净利润4.97亿元，同比增长106.70%，环比+42.96%；经营活动现金流净额为3.99亿元，同比增加1150万元，环比减少4.22亿元。销售毛利率为31.21%，同比+8.98pct，环比+3.83pct。销售净利率为23.82%，同比+8.72pct，环比+5.95pct。

投资要点：

■ 2024Q1公司轮胎产销量同比提升，单胎价格环比小幅提升

2024Q1公司轮胎产销量和2023年同期相比均有提升。2024年1-3月，公司完成轮胎产量807.57万条，较上年同期增长28%；其中，半钢胎产量773.99万条，较上年同期增长26%；全钢胎产量33.58万条，较上年同期增长148%。完成轮胎销售760.71万条，较上年同期增长15.70%；其中，半钢胎销量728.03万条，较上年同期增长12.76%；全钢胎销量32.68万条，较上年同期增长175.28%。单胎价格为278.04元/条，环比+0.74%。

■ 2024Q1利润环比大幅提升，费用环比下降

2024Q1公司的毛利润为6.63亿元，环比提升8531万元。净利润为5.04亿元，环比提升1.29亿元。各类费用均有不同程度的降低。销售费用为3621万元，环比降低4369万元；管理费用为4184万元，环比降低829万元；研发费用5081万元，环比降低635万元；财务费用为-11万元，环比下降705万元，主要是本期利息收入增加所致。公允价值变动损失为74万元，环比减少1008万元，主要是外汇、商品期货套期保值业务产生的公允价值变动影响。

■ 泰国输美轮胎降税，中国轮胎在美竞争力增强

2024年1月25日，公司披露《关于美国商务部对泰国乘用车和轻卡轮胎反倾销调查第一次年度行政复审终裁结果的公告》，公司子公司森麒

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，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

麟泰国作为本次复审的强制应诉企业之一，终裁单独税率为 1.24%，该结果较原审税率大幅下降，同时森麒麟泰国也将成为泰国乘用车和轻卡轮胎出口美国单独税率最低的企业，森麒麟泰国的竞争力及盈利能力有望大幅提升。

■ 摩洛哥产能顺利推进，看好投产后带来增量

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”。截至 2024 年 3 月 4 日，公司摩洛哥工厂建设进展顺利，正按计划稳步推进中，全力争取 2024 年四季度投产运行。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑行业景气度，我们调整了本次盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 22.53、26.60、29.98 亿元，对应 PE 分别 12、10、9 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、丙烷价格大幅震荡。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7842	9071	11501	13003
增长率(%)	25	16	27	13
归母净利润（百万元）	1369	2253	2660	2998
增长率(%)	71	65	18	13
摊薄每股收益（元）	2.01	2.18	2.57	2.90
ROE(%)	12	16	16	15
P/E	14.35	11.82	10.01	8.88
P/B	1.82	1.89	1.59	1.35
P/S	2.74	2.94	2.32	2.05
EV/EBITDA	10.22	7.86	6.40	5.23

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

表 1: 森麒麟年度及季度经营情况

	2022	2023	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
轮胎产量 (万条)	2199	2924	630.91	722.02	772.84	797.91	807.57
轮胎销量 (万条)	2263	2926	657.48	710.64	794.09	760.77	760.71
轮胎单位价格 (元/条)	278.02	268.01	252.13	264.39	277.74	276.00	278.04
总营业收入 (亿元)	62.92	78.42	16.58	18.79	22.05	21.00	21.15
总营业成本 (亿元)	50.02	58.65	12.87	14.57	15.98	15.23	14.53
毛利润 (亿元)	12.90	19.77	3.70	4.22	6.07	5.77	6.63
毛利率	20.50%	25.21%	22.34%	22.45%	27.53%	27.49%	31.32%
净利润 (亿元)	8.01	13.69	2.50	3.56	3.87	3.75	5.04
净利率	12.73%	17.45%	15.09%	18.95%	17.55%	17.86%	23.82%

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

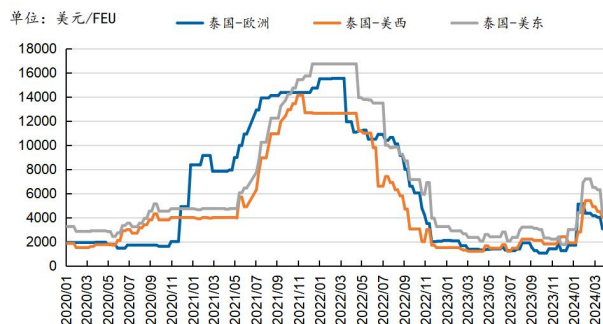
2、行业相关图表

图 1: 原材料价格数据指数



资料来源: wind, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 2: 泰国海运费



资料来源: TNSC, 国海证券研究所

3、盈利预测与评级

综合考虑行业景气度，我们调整了本次盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 22.53、26.60、29.98 亿元，对应 PE 分别 12、10、9 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

4、风险提示

政策落地情况；新产能建设进度不达预期；新产能贡献业绩不达预期；原材料价格波动；环保政策变动；经济大幅下行；丙烷价格大幅震荡。

附表：森麒麟盈利预测表

证券代码:	002984				股价:	25.77	投资评级:	买入		日期:	2024/04/19
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E		
盈利能力					每股指标						
ROE	12%	16%	16%	15%	EPS	2.01	2.18	2.57	2.90		
毛利率	25%	32%	31%	31%	BVPS	15.84	13.64	16.21	19.11		
期间费率	5%	5%	5%	5%	估值						
销售净利率	17%	25%	23%	23%	P/E	14.35	11.82	10.01	8.88		
成长能力					P/B	1.82	1.89	1.59	1.35		
收入增长率	25%	16%	27%	13%	P/S	2.74	2.94	2.32	2.05		
利润增长率	71%	65%	18%	13%							
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		
总资产周转率	0.50	0.50	0.54	0.53	营业收入	7842	9071	11501	13003		
应收账款周转率	6.89	6.98	6.95	6.96	营业成本	5865	6125	7969	8990		
存货周转率	5.33	5.24	5.30	5.25	营业税金及附加	28	28	37	41		
偿债能力					销售费用	188	218	276	312		
资产负债率	25%	22%	21%	20%	管理费用	170	190	265	290		
流动比	4.95	4.93	4.50	4.87	财务费用	7	64	65	59		
速动比	4.06	3.96	3.58	3.94	其他费用/(-收入)	165	181	230	286		
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	1471	2420	2857	3220		
现金及现金等价物	4104	4180	5263	7311	营业外净收支	0	0	0	0		
应收款项	1153	1316	1676	1892	利润总额	1471	2420	2857	3220		
存货净额	1470	1732	2168	2478	所得税费用	102	167	197	222		
其他流动资产	1987	2019	2061	2093	净利润	1369	2253	2660	2998		
流动资产合计	8714	9247	11168	13774	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	5570	7345	8627	9623	归属于母公司净利润	1369	2253	2660	2998		
在建工程	431	498	539	263	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		
无形资产及其他	934	980	1001	1024	经营活动现金流	2367	2604	3248	3708		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1369	2253	2660	2998		
资产总计	15650	18071	21335	24685	少数股东损益	0	0	0	0		
短期借款	0	60	121	181	折旧摊销	487	814	978	1067		
应付款项	1142	1162	1525	1715	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	-404	-294	-266		
其他流动负债	619	652	834	935	投资活动现金流	-3017	-2564	-2146	-1638		
流动负债合计	1761	1874	2479	2831	资本支出	-1140	-2700	-2318	-1807		
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	136	173	169		
长期负债合计	2103	2103	2103	2103	筹资活动现金流	2660	36	-20	-21		
负债合计	3864	3977	4582	4933	债务融资	0	60	60	60		
股本	744	1033	1033	1033	权益融资	2792	63	0	0		
股东权益	11786	14094	16754	19751	其它	-132	-87	-80	-82		
负债和股东权益总计	15650	18071	21335	24685	现金净增加额	2049	76	1082	2049		

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，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

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。

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。

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。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，贾冰，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。