

森麒麟 (002984.SZ)

公司快报

业绩亮眼高增，全球化布局助力持续成长

基础化工 | 橡胶制品III

投资评级

买入-B(首次)

股价(2024-04-26)

25.77 元

交易数据

总市值(百万元)	26,627.84
流通市值(百万元)	18,119.96
总股本(百万股)	1,033.29
流通股本(百万股)	703.14
12个月价格区间	35.88/25.95

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	19.05	13.57	35.29
绝对收益	20.71	20.79	25.74

分析师

骆红永

 SAC 执业证书编号: S0910523100001
 luohongyong@huajinsec.com

相关报告

投资要点

- ◆ **事件:** 森麒麟发布 2024 年一季报, 2024Q1 公司实现营收 21.15 亿元, 同比增长 27.59%, 环比增长 0.73%; 归母净利润 5.04 亿元, 同比增长 101.34%, 环比增长 34.28%; 扣非归母净利润 4.97 亿元, 同比增长 106.70%, 环比增长 42.96%。
- ◆ **量利高增, 业绩亮眼。** 2023 年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。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。2023 年伴随公司泰国二期项目的大规模投产, 森麒麟持续保持稳健增长发展态势, 不断夯实公司品牌参与全球化竞争的能力。公司经营业绩亮眼, 量利高增, 盈利能力持续改善。2023 年实现营收 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%, 毛利率 25.21%, 同比提升 4.70pct。2023 年轮胎产量 2924 万条, 同比增长 32.98%, 销量 2926 万条, 同比增长 29.28%。2024Q1 延续了良好经营状态, 订单持续供不应求, 完成轮胎产量 808 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 34 万条, 同比增长 148%; 完成轮胎销售 761 万条, 同比增长 15.70%, 其中半钢胎销量 728 万条, 同比增长 12.76%, 全钢胎销量 33 万条, 同比增长 175.28%; 实现营收 21.15 亿元, 同比增长 27.59%, 归母净利润 5.04 亿元, 同比增长 101.34%, 扣非归母净利润 4.97 亿元, 同比增长 106.70%; 盈利能力继续提升, 毛利率 31.32%, 同比提升 8.98pct, 环比提升 3.83pct。
- ◆ **内外需共振, 轮胎景气持续。** 2023 年中国轮胎产量、出口量同比均实现较大幅度增长。国家统计局数据显示 2023 年中国橡胶轮胎外胎产量为 98775 万条, 同比增长 15.3%, 海关总署数据显示 2023 年中国共计出口新的充气橡胶轮胎 61640 万条, 同比增长 11.8%。近 3 年来全球客观环境变化引发的集装箱紧张、海运费及原材料价格疯涨、海外轿车和轻卡轮胎库存高企等不利因素基本消除, 中国轮胎行业特别是轿车、轻卡轮胎产品在 2023 年进入良性循环轨道, 整体经营形势已全面复苏。海外市场角度, 在欧美消费端具备强刚性需求的轿车、轻卡轮胎(半钢轮胎), 较重卡、载重汽车轮胎(全钢轮胎)具备更强的消费韧性, 中国轮胎产品在欧美半钢轮胎市场具备高性价比的竞争优势。海外市场半钢胎去库存压力结束后, 订单及需求量持续处于饱满状态, 短期内经济增长快速下降的可能性降低, 通胀压力下消费者消费转型倾向于选择价格更具吸引力的中国轮胎可能性大大加强, 中国轮胎产品出口上升逻辑长短期而言均逻辑通畅。国内市场角度, 2023 年市场恢复情况相对平缓, 国内市场作为中国轮胎市场增长高潜力市场, 长期来看势必会在充分竞争后凸显出品牌力带动销售的逻辑。据中国汽车工业协会, 2023 年中国汽车行业产销持续稳步增长, 主要经济指标持续向好, 汽车产销分别完成 3016 万辆和 3009 万辆, 同比分别增长 11.6%和 12%; 新能源汽车持续爆发式增长, 2023 年产销分别完成 959 万辆和 950 万辆, 同比分别增长 35.8%和 37.9%。
- ◆ **双反税率下降政策落地, 提升公司竞争力和盈利能力。** 2020 年 6 月 29 日, 美国商务部启动对泰国轮胎的反倾销原审调查, 森麒麟泰国适用 17.06%的原审税率。2022



年9月6日，美国商务部启动对泰国轮胎反倾销调查的第一次年度行政复审。2023年7月，美国商务部公布了第一轮复审结果，森麒麟泰国复审初裁单独税率为1.24%。2024年1月，美国商务部公布对泰国轮胎反倾销调查的第一次年度行政复审的终裁结果，森麒麟泰国适用单独税率1.24%，该结果较此前适用的原审税率17.06%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，并且后续还会有返税措施。税率降低有利于提升公司泰国工厂竞争力和盈利能力。

◆ **全球化布局持续推进，助力中长期成长。**森麒麟着力打造产品高端化、制造智能化、管理精细化、布局全球化、销售国际化和人才的专业化，提升整体竞争能力。公司结合全球轮胎行业发展趋势及公司发展实际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。目前公司轮胎设计产能为3000万条，产能利用率97.46%。青岛及泰国基地满产运行中，公司将持续对青岛工厂和泰国工厂进行产能挖潜；正在加快推进摩洛哥年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目，全力争取2024年四季度投产运行；西班牙年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目，已取得西班牙政府环评批复，正稳步推进中；积极推进年产8万条航空轮胎（含5万条翻新轮胎）项目生产线完整建设，深化与相关飞机制造企业的合作关系，继续推进大型无人机的航空轮胎配套，与多家航空公司展开广泛交流，为公司后续与航空公司展开进一步合作打下良好基础。

◆ **投资建议：**森麒麟海外工厂建设和产能释放稳步推进，受益于需求复苏和贸易税率降低，业绩有望持续增长。预计公司2024-2026年收入分别为95.15/113.26/128.14亿元，同比增长21.3%/19.0%/13.1%，归母净利润分别为22.19/27.09/31.15亿元，同比增长62.1%/22.1%/15.0%，对应PE分别为12.0x/9.8x/8.5x；首次覆盖，给予“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**需求不及预期；贸易摩擦风险；原材料大幅波动；项目进度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,292	7,842	9,515	11,326	12,814
YoY(%)	21.5	24.6	21.3	19.0	13.1
归母净利润(百万元)	801	1,369	2,219	2,709	3,115
YoY(%)	6.3	70.9	62.1	22.1	15.0
毛利率(%)	20.5	25.2	31.1	31.4	31.5
EPS(摊薄/元)	0.78	1.32	2.15	2.62	3.02
ROE(%)	10.5	11.6	16.2	16.7	16.2
P/E(倍)	33.2	19.5	12.0	9.8	8.5
P/B(倍)	3.7	2.3	2.0	1.7	1.4
净利率(%)	12.7	17.5	23.3	23.9	24.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测及业务分拆

轮胎：受益于青岛和泰国基地满产和挖潜，以及摩洛哥后续投产，预计 2024-2026 年轮胎销量分别为 3300/3875/4340 万条，收入分别为 95.04/113.15/128.03 亿元，得益于需求旺盛和泰国出口美国税率降低，预计 2024-2026 年轮胎毛利率分别为 31.0%/31.4%/31.5%。

表 1：公司业务分拆和预测

森麒麟	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计					
收入（百万元）	6292	7842	9515	11326	12814
YoY(%)	21.5%	24.6%	21.3%	19.0%	13.1%
毛利率(%)	20.5%	25.2%	31.1%	31.4%	31.5%
轮胎					
收入（百万元）	6285	7831	9504	11315	12803
YoY(%)	21.5%	24.6%	21.4%	19.1%	13.2%
毛利率(%)	20.4%	25.1%	31.0%	31.3%	31.5%
其他					
收入（百万元）	7	11	11	11	11
YoY(%)	21.3%	42.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率(%)	83.0%	88.0%	88.0%	88.0%	88.0%

资料来源：wind，华金证券研究所

二、估值对比

我们选择轮胎行业赛轮轮胎、玲珑轮胎、通用股份作为可比公司，2023-2025 可比公司平均 PE 分别为 28.8x/16.4x/12.8x，森麒麟对应 PE 分别为 19.5x/12.0x/9.8x。公司为国内轮胎行业龙头，海外产能持续释放，泰国税率下降提高公司产品竞争力，当前估值较有吸引力。

表 2：可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601058.SH	赛轮轮胎	16.50	543	0.91	1.11	1.30	18.1	14.8	12.7
601966.SH	玲珑轮胎	22.52	332	0.94	1.47	1.81	24.0	15.3	12.4
601500.SH	通用股份	6.22	99	0.14	0.33	0.47	44.4	19.0	13.3
平均值							28.8	16.4	12.8
002984.SZ	森麒麟	25.77	266	1.32	2.15	2.62	19.5	12.0	9.8

资料来源：数据截止 2024 年 4 月 26 日，wind（可比公司采用 wind 一致预期），玲珑轮胎、通用股份、森麒麟 2023 年数据为实际披露值，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4831	8714	10274	12583	14946	营业收入	6292	7842	9515	11326	12814
现金	1989	3894	4559	6565	8249	营业成本	5002	5865	6559	7775	8771
应收票据及应收账款	888	1153	1323	1625	1711	营业税金及附加	14	28	29	33	37
预付账款	68	76	99	109	126	营业费用	156	188	209	249	282
存货	1737	1470	2116	2135	2661	管理费用	168	170	190	227	256
其他流动资产	150	2122	2177	2150	2200	研发费用	113	165	190	227	256
非流动资产	6284	6935	7839	8770	9351	财务费用	-135	7	-61	-100	-156
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-17	-14	-8	-2	-17
固定资产	4956	5570	6378	7186	7682	公允价值变动收益	57	-54	-6	-3	-2
无形资产	193	193	169	152	142	投资净收益	-163	105	0	0	0
其他非流动资产	1135	1172	1292	1432	1527	营业利润	865	1471	2384	2911	3348
资产总计	11116	15650	18113	21353	24298	营业外收入	2	1	0	0	0
流动负债	1435	1761	2269	2931	2999	营业外支出	14	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	852	1471	2384	2911	3348
应付票据及应付账款	899	1142	1140	1565	1487	所得税	52	102	166	202	232
其他流动负债	536	619	1129	1366	1512	税后利润	801	1369	2219	2709	3115
非流动负债	2056	2103	2144	2164	2115	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	1887	1962	2003	2024	1974	归属母公司净利润	801	1369	2219	2709	3115
其他非流动负债	169	140	140	140	140	EBITDA	1317	1958	2853	3455	3947
负债合计	3492	3864	4413	5095	5113						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	650	744	1042	1042	1042	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	2340	5047	4750	4750	4750	成长能力					
留存收益	4066	5434	7098	8995	11020	营业收入(%)	21.5	24.6	21.3	19.0	13.1
归属母公司股东权益	7624	11786	13700	16258	19185	营业利润(%)	18.7	70.1	62.1	22.1	15.0
负债和股东权益	11116	15650	18113	21353	24298	归属于母公司净利润(%)	6.3	70.9	62.1	22.1	15.0
						获利能力					
						毛利率(%)	20.5	25.2	31.1	31.4	31.5
						净利率(%)	12.7	17.5	23.3	23.9	24.3
						ROE(%)	10.5	11.6	16.2	16.7	16.2
						ROIC(%)	9.0	10.0	13.3	13.8	13.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	31.4	24.7	24.4	23.9	21.0
						流动比率	3.4	4.9	4.5	4.3	5.0
						速动比率	2.1	3.0	2.7	2.9	3.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	8.3	7.7	7.7	7.7	7.7
						应付账款周转率	5.3	5.7	5.7	5.7	5.7
						估值比率					
						P/E	33.2	19.5	12.0	9.8	8.5
						P/B	3.7	2.3	2.0	1.7	1.4
						EV/EBITDA	20.4	12.7	8.6	6.6	5.4

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn