

2024Q2 净利率历史新高 智能制造赋能全球化

2024年08月31日



分析师：崔琰

执业证号：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com



分析师：刘海荣

执业证号：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

➤ **事件概述：**公司披露 2024 半年报：2024H1 实现营收 41.10 亿元，同比+16.21%；归母净利润 10.77 亿元，同比+77.71%；扣非归母净利润 10.59 亿元，同比+81.56%；其中 2024Q2 实现营收 19.95 亿元，同比+6.15%，环比-5.70%；归母净利润 5.74 亿元，同比+61.12%，环比+13.88%；扣非归母净利润 5.62 亿元，同比+63.91%，环比+13.23%。

➤ **2024Q2 净利率历史新高，海外订单供不应求。**公司 2024H1 营收同比+16.21%，归母净利润同比+77.71%；其中 2024Q2 营收同比+6.15%、环比-5.70%，归母净利润同比+61.12%、环比+13.88%，2024Q2 归母净利率达 28.76%，创历史新高。我们分析原因如下：

1) 收入端，美国进口需求具备韧性，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。根据美国海关，2024H1 美国半钢胎进口量 8,247.88 万条，同比+7.47%，其中 2024Q2 半钢胎进口量 4,052.07 万条，同比-0.47%/环比-3.43%；2024H1 全钢胎进口量 2,925.68 万条，同比+26.77%，其中 2024Q2 全钢胎进口量 1,401.08 万条，同比+20.30%/环比-8.10%；

2) 销量端，2024H1 公司轮胎销售 1,509.71 万条，同比+10.35%；半钢轮胎销量 1,461.21 万条，同比+9.06%；全钢轮胎销 48.49 万条，同比+71.28%。其中 2024Q2 实现轮胎销售 749.00 万条，同比+5.40%/环比-1.54%；半钢胎销量 733.18 万条，同比+5.62%/环比+0.71%；全钢胎销量 15.81 万条，同比-3.83%/环比-51.62%；

3) 利润端，2024H1 公司持续进行内部流程再造，最大限度地实现人员、设备、软件的有机结合，不断提升适应公司智能制造模式的管理水平，最大程度地释放智能制造的效应，不断实现降本增效，人均效益、生产效率、产品品质提升，与公司智能制造相匹配的精细化管理模式进一步提升了公司盈利能力；同时受益于美国对泰国的反倾销关税降至 1.24%影响，泰国子公司实现净利率 27.13%，同比+8.74pct；

4) 成本端，全球海运费均值 2024H1 达 3,156 美元，同比+89.85%，其中 2024Q2 均值为 3,251 美元，同比+127.42%/环比+6.23%，随海运费价格高位回落，我们预计 2024Q3 公司成本压力降低。

盈利方面，公司 2024H1 毛利率达 33.24%，同比+10.84pct，其中 2024Q2 毛利率 35.27%，同比+12.81pct，环比+3.94pct。

费用方面，2024H1 研发费用达 0.98 亿元，同比+59.42%，研发费用增长主要系公司持续进行航空轮胎、赛车轮胎等产品的研发，提升技术实力。2024H1 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比+0.04pct、-0.06pct、

推荐

维持评级

当前价格：

23.20 元

相关研究

1. 森麒麟 (002984.SZ) 系列点评三：业绩维持强劲 智能制造赋能全球化-2024/07/10
2. 森麒麟 (002984.SZ) 系列点评二：业绩超预期 智能制造赋能全球化-2024/04/20
3. 森麒麟 (002984.SZ) 2023 年报点评报告：全年业绩高速增长，未来成长性有望保持-2024/03/01
4. 森麒麟 (002984.SZ) 系列点评一：业绩持续高增 智能制造赋能全球化-2024/01/31
5. 森麒麟 (002984.SZ) 2022 年年报点评：业绩或至底部区间，等待经销商完成去库销售回暖-2023/03/01

+0.65pct、-0.36pct 至 1.49%、2.18%、2.39%、-1.74%，其中 2024Q2 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比-0.35pct、+0.43pct、+0.63pct、+0.25pct 至 1.25%、2.40%、2.38%、-3.58%。

➤ **智能制造赋能全球化发展，833plus 战略稳步推进。** 公司将智能制造引入轮胎生产工艺流程，实现轮胎生产的自动化、信息化、智能化、数字化、可视化及可溯化，构建工业互联网和生产制造物联网体系，实现生产成本的降低和生产效率差的提升，人均收入和业绩均超行业均值，且为国内唯一一家 4 次获得国家智能制造殊荣的中国轮胎企业。得益于智能制造赋能，公司“833plus”战略稳步推进，在现有青岛工厂、泰国工厂基础上，2021 年 12 月 20 日公告建设西班牙智能制造工厂，2022 年 12 月 31 日公告建设摩洛哥智能制造工厂并于 2023 年 10 月 21 日开工建设，2023 年 10 月 25 日再次公告投资建设摩洛哥二期项目，合计海外现有&规划半钢胎产能达 4000 万条、全钢胎产能达 200 万条，分别占公司总产能的 74%、100%，833plus 战略稳步推进。

泰国反倾销关税落地，助力公司盈利能力上行。 2020 年 6 月 29 日美国商务部启动针对泰国乘用车及轻卡轮胎的反倾销调查，其中森麒麟适用 17.06% 的原审税率，受贸易摩擦影响公司从定价上适度让利；2022 年 9 月 6 日再次启动反倾销关税复审调查，2023 年 7 月复审初裁结果落地，其中森麒麟适用 1.24% 的复审税率，为该次多家轮胎企业复审结果中最低税率水平；2024 年 1 月反倾销关税复审终裁结果落地，其中森麒麟维持初裁 1.24% 的税率水平，较原审税率大幅下降。目前公司泰国一期&二期工厂合计半钢胎产能 1600 万条，本次税率大幅下降预计进一步强化公司产品竞争力、带来需求增长，并有望通过提价等方式带来盈利能力上行。

➤ **投资建议：** 公司智能制造能力行业领先，持续赋能全球化发展，随摩洛哥及西班牙产能陆续落地贡献增量，叠加关税下降利好，带来公司营业收入及盈利能力持续向上。我们预计公司 2024-2026 年收入为 97.45/116.61/134.97 亿元，归母净利润为 22.12/24.83/28.37 亿元，对应 EPS 为 2.15/2.41/2.76 元，对应 2024 年 8 月 30 日 23.20 元/股的收盘价，PE 分别为 11/10/8 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 原材料价格波动、全球轮胎需求不及预期、汇率波动、新产能落地不及预期、国际贸易摩擦加剧、运费价格波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,842	9,745	11,661	13,497
增长率 (%)	24.6	24.3	19.7	15.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,369	2,212	2,483	2,837
增长率 (%)	70.9	61.7	12.2	14.3
每股收益 (元)	1.33	2.15	2.41	2.76
PE	17	11	10	8
PB	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,842	9,745	11,661	13,497
营业成本	5,865	6,758	8,175	9,498
营业税金及附加	28	34	41	48
销售费用	188	233	279	323
管理费用	170	214	257	297
研发费用	165	206	246	285
EBIT	1,427	2,317	2,685	3,071
财务费用	7	-60	-29	-29
资产减值损失	-17	0	0	0
投资收益	105	0	0	0
营业利润	1,471	2,378	2,713	3,101
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	1,471	2,378	2,713	3,101
所得税	102	165	231	264
净利润	1,369	2,212	2,483	2,837
归属于母公司净利润	1,369	2,212	2,483	2,837
EBITDA	1,913	2,888	3,409	3,967

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,894	2,713	2,748	3,123
应收账款及票据	1,153	1,429	1,709	1,979
预付款项	76	87	105	123
存货	1,470	1,694	2,049	2,380
其他流动资产	2,122	1,875	1,881	1,887
流动资产合计	8,714	7,797	8,493	9,492
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,570	6,540	7,429	8,306
无形资产	193	271	299	327
非流动资产合计	6,935	9,476	11,153	12,812
资产合计	15,650	17,274	19,647	22,304
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,142	1,240	1,501	1,743
其他流动负债	619	703	817	945
流动负债合计	1,761	1,944	2,318	2,688
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2,103	2,100	2,104	2,100
非流动负债合计	2,103	2,100	2,104	2,100
负债合计	3,864	4,043	4,422	4,789
股本	744	1,029	1,029	1,029
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	11,786	13,230	15,225	17,515
负债和股东权益合计	15,650	17,274	19,647	22,304

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.63	24.27	19.66	15.74
EBIT 增长率	70.02	62.42	15.84	14.41
净利润增长率	70.88	61.67	12.22	14.28
盈利能力 (%)				
毛利率	25.21	30.66	29.90	29.63
净利润率	17.45	22.70	21.29	21.02
总资产收益率 ROA	8.74	12.81	12.64	12.72
净资产收益率 ROE	11.61	16.72	16.31	16.20
偿债能力				
流动比率	4.95	4.01	3.66	3.53
速动比率	3.03	2.26	2.03	1.99
现金比率	2.21	1.40	1.19	1.16
资产负债率 (%)	24.69	23.41	22.51	21.47
经营效率				
应收账款周转天数	52.96	52.96	52.96	52.96
存货周转天数	91.48	91.48	91.48	91.48
总资产周转率	0.59	0.59	0.63	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	1.33	2.15	2.41	2.76
每股净资产	11.45	12.86	14.79	17.02
每股经营现金流	2.30	2.62	2.88	3.40
每股股利	0.41	0.47	0.53	0.61
估值分析				
PE	17	11	10	8
PB	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	12.08	8.00	6.78	5.83
股息收益率 (%)	1.77	2.04	2.29	2.62

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,369	2,212	2,483	2,837
折旧和摊销	487	571	724	895
营运资金变动	457	-89	-264	-253
经营活动现金流	2,367	2,696	2,963	3,500
资本开支	-1,140	-2,354	-2,381	-2,538
投资	-200	0	0	0
投资活动现金流	-3,017	-3,087	-2,381	-2,538
股权募资	2,792	-154	0	0
债务募资	0	8	-23	0
筹资活动现金流	2,660	-791	-547	-587
现金净流量	2,049	-1,181	35	375

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026