

森麒麟 (002984.SZ)

前三季度归母净利润同比增长 74%，摩洛哥项目如期投产

优于大市

核心观点

第三季度归母净利润 6.5 亿元创历史新高，业绩符合预期。 2024 年前三季度公司营收 63.4 亿元（同比+10.4%），归母净利润 17.3 亿元（同比+73.7%），毛利率 35.5%（同比+11.1pcts），净利率 27.2%（同比+9.9pcts）。其中第三季度公司营收 22.3 亿元（同比+1.1%，环比+11.8%），归母净利润 6.5 亿元（同比+67.5%，环比+13.0%），单季度毛利率 39.5%（同比+12.8pcts，环比+4.3pcts），净利率 28.8%（同比+12.0pcts，环比+4.9pcts）。公司收入及利润高增，主要受益于产销量提高以及泰国基地半钢胎退税所致。

海外半钢胎持续供不应求，三季度全钢胎产销环比提升。 2024 年前三季度公司半钢胎产量 2355.9 万条（同比+13.7%），半钢胎销量 2268.2 万条（同比+7.3%）；全钢胎产量 68.5 万条（同比+26.1%），全钢胎销量 67.7 万条（同比+30.1%），全钢胎产销同比下降主要受美国对泰国全钢胎进行双反影响。2024 年第三季度公司半钢胎产量 796.3 万条（同比+6.4%，环比+1.4%），半钢胎销量 806.9 万条（同比+4.3%，环比+10.1%）；全钢胎产量 19.4 万条（同比-19.7%，环比+24.9%），全钢胎销量 19.2 万条（同比-19.1%，环比+21.2%）。

摩洛哥半钢胎项目首胎下线，2026 年 1200 万条产能有望满产。 2024 年 9 月 30 日，公司摩洛哥工厂 1200 万条半钢胎项目的首批轮胎产品正式下线。摩洛哥工厂具备出口欧美零关税、出口欧美运费低、智能制造水平强、靠近天然橡胶产地、公司税享受“5 免永久减半”等优势，2025 年有望贡献 600-800 万条半钢胎产量，2026 年达到满产，能够为公司贡献新的盈利增长点。

公司海外市场空间大，“833plus”战略规划稳步推进。 2023 年，公司轮胎产品在美国替换市场的占有率超 5%、在欧洲替换市场的占有率超 4%，未来渗透率提升空间广阔。公司计划用 10 年左右时间在全球布局 8 座数字化智能制造基地（中国 3 座，泰国 2 座，欧洲、非洲、北美各 1 座），同时实现运行 3 座研发中心（中国、欧洲、北美）和 3 座用户体验中心，并择机并购一家国际知名轮胎企业。

风险提示： 在建项目进度不达预期；行业需求复苏不达预期；主要产品价格下跌风险；反倾销税不确定性等。

投资建议： 由于公司半钢胎订单持续供不应求，并且摩洛哥半钢胎项目投产进度较快，我们上调公司 2024-2026 年盈利预测至 22.7/24.5/27.6 亿元（原值为 19.6/22.8/26.7 亿元），同比增速分别为 65.7%/7.8%/12.7%，摊薄 EPS 分别为 2.20/2.38/2.68 元，当前股价对应 PE 分别为 11.5/10.7/9.5x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,292	7,842	8,735	10,659	12,628
(+/-%)	21.5%	24.6%	11.4%	22.0%	18.5%
净利润(百万元)	801	1369	2268	2445	2756
(+/-%)	6.3%	70.9%	65.7%	7.8%	12.7%
每股收益(元)	1.23	1.84	2.20	2.38	2.68
EBIT Margin	13.3%	18.2%	28.1%	24.1%	23.0%
净资产收益率 (ROE)	10.5%	11.6%	16.7%	15.7%	15.5%
市盈率 (PE)	20.6	13.8	11.5	10.7	9.5
EV/EBITDA	16.1	12.0	9.6	9.1	8.1
市净率 (PB)	2.16	1.60	1.92	1.68	1.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·橡胶

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	25.38 元
总市值/流通市值	26127/17747 百万元
52 周最高价/最低价	35.21/20.70 元
近 3 个月日均成交额	252.49 百万元

市场走势



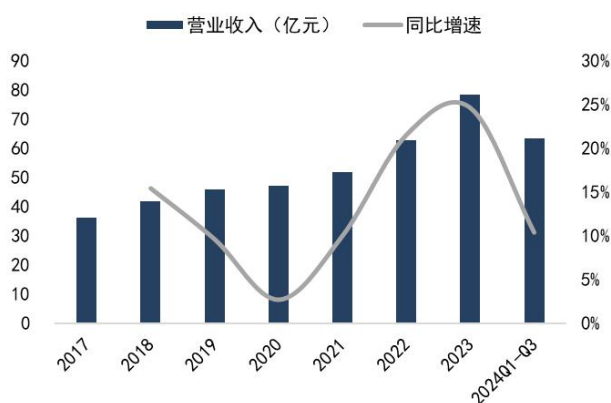
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《森麒麟 (002984.SZ) - 海外半钢胎供不应求，上半年归母净利润同比增长 78%》——2024-08-30
- 《森麒麟 (002984.SZ) - 毛利率提升至 31.3%，摩洛哥项目有望年内落地》——2024-04-19
- 《森麒麟 (002984.SZ) - 2023 年业绩符合预期，海外基地建设快速推进》——2024-03-01
- 《森麒麟 (002984.SZ) - Q3 营收利润再创新高，投建摩洛哥二期项目》——2023-10-25
- 《森麒麟 (002984.SZ) - 23H1 业绩大幅提升，看好远期成长空间》——2023-08-31

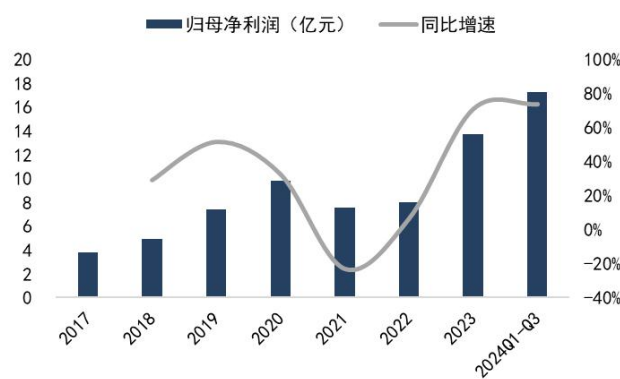
第三季度归母净利润 6.5 亿元创历史新高，业绩符合预期。2024 年前三季度公司营收 63.4 亿元（同比+10.4%），归母净利润 17.3 亿元（同比+73.7%），毛利率 35.5%（同比+11.1pcts），净利率 27.2%（同比+9.9pcts）。其中第三季度公司营收 22.3 亿元（同比+1.1%，环比+11.8%），归母净利润 6.5 亿元（同比+67.5%，环比+13.0%），单季度毛利率 39.5%（同比+12.8pcts，环比+4.3pcts），净利率 28.8%（同比+12.0pcts，环比+4.9pcts）。公司收入及利润高增，主要受益于产销量提高以及泰国基地半钢胎退税所致。

图1：森麒麟营业收入及增速



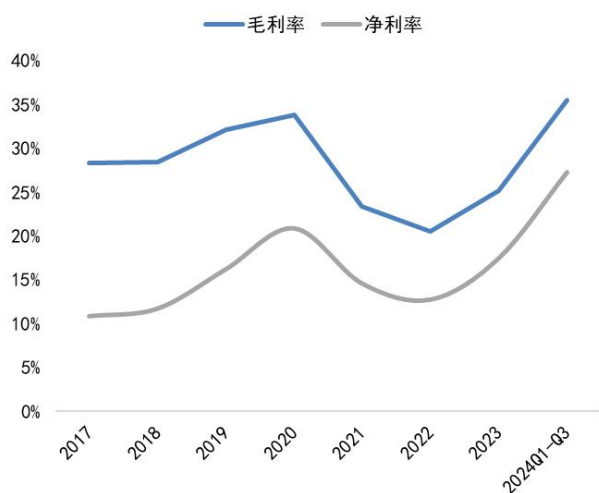
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：森麒麟归母净利润及增速



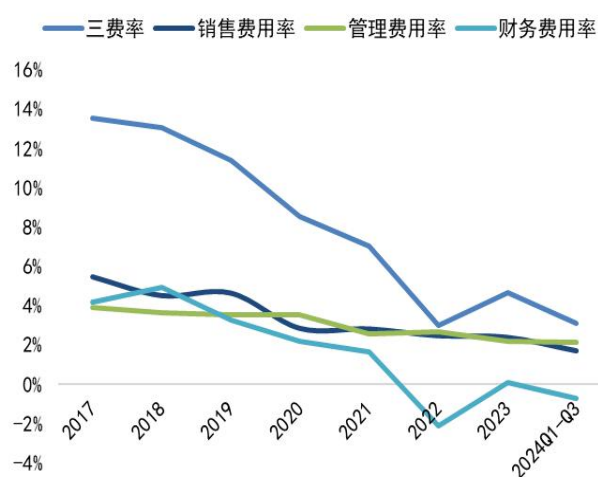
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：森麒麟毛利率与净利率



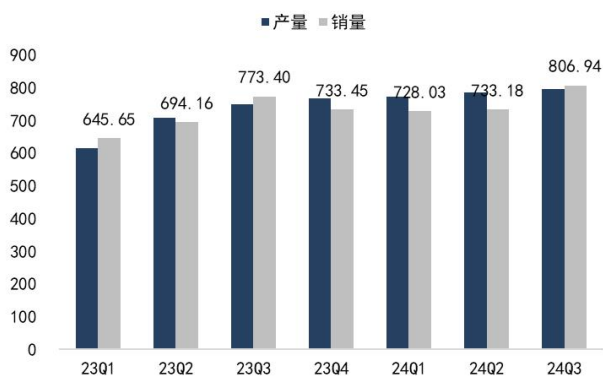
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：森麒麟费用率

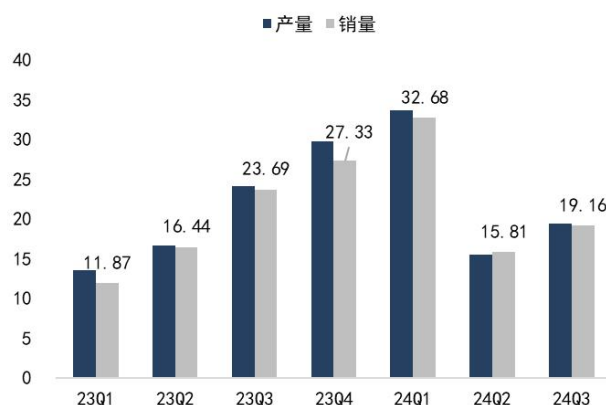


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海外半钢胎持续供不应求，三季度全钢胎产销环比提升。2024 年前三季度公司半钢胎产量 2355.9 万条（同比+13.7%），半钢胎销量 2268.2 万条（同比+7.3%）；全钢胎产量 68.5 万条（同比+26.1%），全钢胎销量 67.7 万条（同比+30.1%），全钢胎产销同比下降主要受美国对泰国全钢胎进行双反影响。2024 年第三季度公司半钢胎产量 796.3 万条（同比+6.4%，环比+1.4%），半钢胎销量 806.9 万条（同比+4.3%，环比+10.1%）；全钢胎产量 19.4 万条（同比-19.7%，环比+24.9%），全钢胎销量 19.2 万条（同比-19.1%，环比+21.2%）。

图5: 森麒麟半钢胎产量及销量 (万条)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 森麒麟全钢胎产量及销量 (万条)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

摩洛哥半钢胎项目首胎下线, 2026年1200万条产能有望满产。2024年9月30日, 公司摩洛哥工厂1200万条半钢胎项目的首批轮胎产品正式下线。摩洛哥工厂具备出口欧美零关税、出口欧美运费低、智能制造水平强、靠近天然橡胶产地、公司税享受“5免永久减半”等优势, 2025年有望贡献600-800万条半钢胎产量, 2026年达到满产, 能够为公司贡献新的盈利增长点。

公司海外市场空间大, “833plus”战略规划稳步推进。2023年, 公司轮胎产品在美国替换市场的占有率超5%、在欧洲替换市场的占有率超4%, 未来渗透率提升空间广阔。公司计划用10年左右时间在全球布局8座数字化智能制造基地(中国3座, 泰国2座, 欧洲、非洲、北美各1座), 同时实现运行3座研发中心(中国、欧洲、北美)和3座用户体验中心, 并择机并购一家国际知名轮胎企业。

投资建议: 上调盈利预测, 维持“优于大市”评级。

由于公司半钢胎订单持续供不应求, 并且摩洛哥半钢胎项目投产进度较快, 我们上调公司2024-2026年盈利预测至22.7/24.5/27.6亿元(原值为19.6/22.8/26.7亿元), 同比增速分别为65.7%/7.8%/12.7%, 摊薄EPS分别为2.20/2.38/2.68元, 当前股价对应PE分别为11.5/10.7/9.5x, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价EPS (元)			PE			PB 2024E	
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
002984.SZ	森麒麟	优于大市	25.38	1.84	2.20	2.38	15.7	11.5	10.7	2.2
601058.SH	赛轮轮胎	无评级	13.99	0.99	1.30	1.51	11.9	10.8	9.3	2.6
601966.SH	玲珑轮胎	无评级	18.94	0.94	1.52	1.85	20.4	12.5	10.2	1.3

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (注: 数据截至2024年10月18日, 各可比公司数据均来自Wind一致预期)

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1989	3894	6931	7991	8712	营业收入	6292	7842	8735	10659	12628
应收款项	964	1200	909	1051	1246	营业成本	5002	5865	5697	7406	8925
存货净额	1737	1470	1263	1480	1792	营业税金及附加	14	28	26	32	38
其他流动资产	110	1940	175	213	253	销售费用	156	188	183	213	253
流动资产合计	4831	8714	9489	10946	12213	管理费用	168	170	200	221	260
固定资产	5460	6001	6399	7213	8425	研发费用	113	165	175	213	253
无形资产及其他	193	193	235	278	320	财务费用	(135)	7	85	15	6
投资性房地产	631	741	741	741	741	投资收益	(163)	105	100	100	100
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	86	(37)	0	0	0
资产总计	11116	15650	16865	19179	21699	其他收入	(145)	(182)	(175)	(213)	(253)
短期借款及交易性金融负债	14	15	20	20	20	营业利润	865	1471	2469	2659	2994
应付款项	899	1142	702	925	1120	营业外净收支	(12)	(0)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	523	605	440	574	695	利润总额	852	1471	2439	2629	2964
流动负债合计	1435	1761	1162	1520	1835	所得税费用	52	102	171	184	207
长期借款及应付债券	1887	1962	1962	1962	1962	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	169	140	140	140	140	归属于母公司净利润	801	1369	2268	2445	2756
长期负债合计	2056	2103	2103	2103	2103	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3492	3864	3264	3622	3937	净利润	801	1369	2268	2445	2756
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	40	(3)	2	1	2
股东权益	7624	11786	13601	15557	17761	折旧摊销	399	474	608	692	794
负债和股东权益总计	11116	15650	16865	19179	21699	公允价值变动损失	(86)	37	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(135)	7	85	15	6
每股收益	1.23	1.84	2.20	2.38	2.68	营运资本变动	(805)	(1617)	1660	(38)	(228)
每股红利	0.19	0.01	0.44	0.48	0.54	其它	(40)	3	(2)	(1)	(2)
每股净资产	11.73	15.84	13.22	15.12	17.26	经营活动现金流	309	263	4536	3099	3322
ROIC	10.76%	11.53%	19%	24%	24%	资本开支	0	(967)	(1050)	(1550)	(2050)
ROE	10.50%	11.61%	17%	16%	16%	其它投资现金流	1269	(179)	0	0	0
毛利率	21%	25%	35%	31%	29%	投资活动现金流	1269	(1146)	(1050)	(1550)	(2050)
EBIT Margin	13%	18%	28%	24%	23%	权益性融资	(114)	2792	0	0	0
EBITDA Margin	20%	24%	35%	31%	29%	负债净变化	(396)	0	0	0	0
收入增长	22%	25%	11%	22%	18%	支付股利、利息	(122)	(11)	(454)	(489)	(551)
净利润增长率	6%	71%	66%	8%	13%	其它融资现金流	17	18	5	0	0
资产负债率	31%	25%	19%	19%	18%	融资活动现金流	(1134)	2788	(448)	(489)	(551)
股息率	0.6%	0.1%	2.4%	2.6%	2.9%	现金净变动	444	1905	3037	1060	721
P/E	20.6	13.8	11.5	10.7	9.5	货币资金的期初余额	1544	1989	3894	6931	7991
P/B	2.2	1.6	1.9	1.7	1.5	货币资金的期末余额	1989	3894	6931	7991	8712
EV/EBITDA	16.1	12.0	9.6	9.1	8.1	企业自由现金流	0	(782)	3500	1498	1213
						权益自由现金流	0	(764)	3491	1502	1225

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032