

汽车

2024年10月22日

森麒麟 (002984)

——Q3 销量创新高，产品结构变化及退税带来盈利持续提升

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2024年10月21日

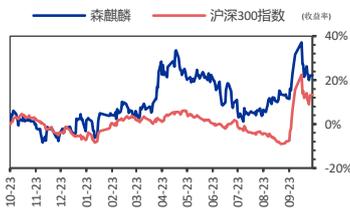
收盘价(元)	25.21
一年内最高/最低(元)	35.21/20.70
市净率	2.1
息率(分红/股价)	2.46
流通A股市值(百万元)	17,628
上证指数/深证成指	3,268.11/10,470.91

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024年09月30日

每股净资产(元)	12.11
资产负债率%	23.73
总股本/流通A股(百万)	1,029/699
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
赵文琪 A0230523060003
zhaowq@swsresearch.com

联系人

赵文琪
(8621)23297818x
zhaowq@swsresearch.com

投资要点：

- 公司公告：**前三季度公司实现收入 63.4 亿元 (YoY+10.4%)，实现归母净利润 17.26 亿元 (YoY+73.7%)，实现扣非归母净利润 17.18 亿元 (YoY+79.4%)；其中 24Q3 实现收入 22.3 亿元 (YoY+1.13%，QoQ+11.8%)，实现归母净利润 6.48 亿元 (YoY+67.5%，QoQ+13.0%)，实现扣非归母净利润 6.59 亿元 (YoY+76.1%，QoQ+17.2%)，三季度盈利环比提升主要由于退税收益以及销量持续提升。
- 半钢胎需求持续旺盛，公司产销量持续增长，盈利能力受产品结构及退税驱动有所提升。**2024 年以来，公司高品质、高性能半钢胎产品在欧美轮胎市场订单需求持续处于供不应求状态，同时公司持续稳健开拓具备高增长潜力的国内市场。目前产能不足已成为制约公司进一步发展的重要因素，公司亟待扩充现有产能，增强竞争实力。依据公司公告，24 年前三季度公司完成轮胎产量 2424.31 万条 (YoY+14.05%)，其中半钢胎产量 2355.85 万条 (YoY+13.73%)、全钢胎产量 68.5 万条 (YoY+26.10%)。完成轮胎销售 2335.81 万条 (YoY+7.88%)，其中半钢胎销量 2268.15 万条 (YoY+7.33%)、全钢胎销量 67.65 万条 (YoY+30.10%)，主要增量来自泰国基地持续满产以及青岛基地产能挖潜。成本端，依据百川数据，前三季度天然胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、炭黑均价分别同比变动+18%、+21%、+26%、-7%，原料成本有所提升，但由于产销量增长及产品结构变化，叠加泰国半钢税率下行带来的退税收益冲减成本，使得毛利率同比提升 11.08pct 至 35.45%。费用端，销售及管理费用控制得当，财务费用由于利息收入增长而明显减少，投资收益下滑由于到期结清的套保合约收益减少所致，整体净利润率同比提升 9.92pct 至 27.22%。
- 二季度海运延迟发货，因此三季度轮胎销量持续提升，全钢由于美国客户逐步去库，销量也有恢复。**依据公司公告，三季度轮胎产量约 816 万条 (YoY+5.6%，QoQ+1.8%)，销量约 826 万条 (YoY+3.6%，QoQ+10.3%)，其中半钢销量 807 万条 (环比+74 万条)、全钢销量 19.3 万条 (环比+3.55 万条)，季度产销量创新高，三季度国产胎海外需求仍旧向好。原料整体成本环比仍有所提升，但公司通过产品结构变化以及退税收益提升使得盈利能力持续增长。三季度毛利率环比再度提升 4.25pct 至 39.52%，净利润率受三季度汇兑损失影响，环比提升 0.31pct 至 29.07%。
- 摩洛哥首胎下线，放量在即，有望提升公司高端配套以及抵御贸易壁垒的能力。**截至 2024 年 9 月底，公司在建工程相较年初增加约 13.9 亿元至 18.2 亿元，较 6 月底也增加了 7.8 亿元，主要增量来自摩洛哥基地。依据公司投资者问答，摩洛哥年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目预计 24Q4 投产运行，另外公司已成为德国大众、雷诺汽车、斯特兰蒂斯集团等这车厂商的合格供应商。此外，摩洛哥基地有望帮助公司更好抵御贸易壁垒，可以灵活进行产能调配。
- 盈利预测与估值：**维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润约 23.1、24.6、28.1 亿元，对应 PE 约 11、11、9 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：**原材料大幅波动影响盈利能力；产能投放不及预期

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7,842	6,340	9,747	11,939	13,479
同比增长率(%)	24.6	10.4	24.3	22.5	12.9
归母净利润(百万元)	1,369	1,726	2,308	2,459	2,813
同比增长率(%)	70.9	73.7	68.7	6.5	14.4
每股收益(元/股)	2.01	2.13	2.24	2.39	2.73
毛利率(%)	25.2	35.4	32.3	28.7	29.4
ROE(%)					
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,292	7,842	9,747	11,939	13,479
其中: 营业收入	6,292	7,842	9,747	11,939	13,479
减: 营业成本	5,002	5,865	6,596	8,516	9,522
减: 税金及附加	14	28	34	42	47
主营业务利润	1,276	1,949	3,117	3,381	3,910
减: 销售费用	156	188	219	263	310
减: 管理费用	168	170	195	239	283
减: 研发费用	113	165	224	239	270
减: 财务费用	-135	7	25	27	25
经营性利润	974	1,419	2,454	2,613	3,022
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	12	4	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-29	-17	0	0	0
加: 投资收益及其他	-150	119	38	34	15
营业利润	865	1,471	2,491	2,648	3,038
加: 营业外净收入	-12	0	2	8	2
利润总额	852	1,471	2,493	2,656	3,040
减: 所得税	52	102	185	197	227
净利润	801	1,369	2,308	2,459	2,813
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	801	1,369	2,308	2,459	2,813
全面摊薄总股本	650	744	1,029	1,029	1,029
每股收益 (元)	0.78	1.33	2.24	2.39	2.73

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。