

森麒麟（002984.SZ）

3Q24 公司业绩维持高增，看好摩洛哥工厂快速放量

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,292	7,842	8,965	11,580	13,865
增长率 yoy（%）	21.5	24.6	14.3	29.2	19.7
归母净利润（百万元）	801	1,369	2,343	2,683	3,081
增长率 yoy（%）	6.3	70.9	71.2	14.5	14.9
ROE（%）	10.5	11.6	16.9	16.4	16.0
EPS 最新摊薄（元）	0.78	1.33	2.28	2.61	2.99
P/E（倍）	32.4	19.0	11.1	9.7	8.4
P/B（倍）	3.6	2.3	1.9	1.6	1.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2024 年 10 月 19 日，森麒麟发布 2024 年三季报，公司前三季度营业收入为 63.40 亿元，同比增长 10.42%；归母净利润为 17.26 亿元，同比增长 73.72%；扣非净利润为 17.18 亿元，同比增长 79.43%。对应公司 3Q24 营业收入为 22.30 亿元，环比上升 11.82%；归母净利润为 6.48 亿元，环比上升 13.04%。

点评：产销双增推动业绩增长，2024 年前三季度利润大增。根据公司 2024 年三季报披露，1-3Q24 公司轮胎产量为 2424.31 万条，同比增加 14.05%；其中，半钢胎产量为 2355.85 万条，同比增加 13.73%；全钢胎产量为 68.50 万条，同比增加 26.10%。公司轮胎销量为 2335.81 万条，同比增加 7.88%；其中，半钢胎销量 2268.15 万条，同比增加 7.33%；全钢胎销量为 67.65 万条，同比增加 30.10%。

成本端来看，据百川盈孚数据显示，截至 10 月 21 日，天然橡胶/炭黑年均价分别为 14435.17/8504.13 元/吨，同比+16.95%/-7.86%。三季度来看，天然橡胶与炭黑价格整体呈上升趋势，根据百川盈孚数据显示，2024 年 7-9 月天然橡胶月均价分别为 14497.09/14736/16057.24 元/吨，月度环比变化分别为 -2.37%/1.65%/8.97%；炭黑月均价分别为 8329.39/8138.18/8575.48 元/吨，月度环比变化分别为 3.23%/-2.3%/5.37%。

海外市场方面，3Q24 我国轮胎出口量创历史新高。根据海关总署数据披露，3Q24 我国新的充气橡胶轮胎出口量为 235 万吨，同比增加 2.62%/环比增加 1.29%。我们认为随着中国轮胎品牌力的逐步提升，国内轮胎行业在海外市场市占率仍有望持续提升。

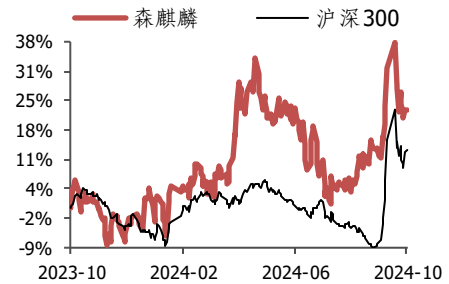
2024 年前三季度公司销售费用率为 1.71%，同比下降 0.17pcts；管理费用率为 2.13%，同比上升 0.05pcts；财务费用率为 -0.74%，同比下降 0.75pcts；研发费用率为 2.20%，同比上升 0.32pcts。公司盈利能力有所提升，24Q1-3 毛利率/净利率分别为 35.45/27.22%，同比增加 11.08/9.92pcts，其中 24Q3 毛利率为 39.52%，同比增加 11.99pcts，环比增加 4.25pcts，净利率为 29.07%，同比增加 11.52pcts，环比增加 0.31pcts。我们认为公司盈利能力的提升与泰国森麒麟半钢胎反倾销税率下调以及泰国基地的逐步投产放量有

买入（维持评级）

股票信息

行业	基础化工
2024 年 10 月 21 日收盘价（元）	25.21
总市值（百万元）	25,952.15
流通市值（百万元）	17,628.14
总股本（百万股）	1,029.44
流通股本（百万股）	699.25
近 3 月日均成交额（百万元）	261.95

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 林森

执业证书编号：S1070123060039

邮箱：linsen@cgws.com

相关研究

- 《1H24 公司订单需求良好，看好摩洛哥项目逐步建成放量》2024-09-20
- 《受益于反倾销税率降低，公司利润同比大增，看好公司摩洛哥项目进展》2024-04-26
- 《泰国二期投产推动产销量提升，看好摩洛哥及西班牙项目逐步投产》2024-03-27

关。

2024 年前三季度公司现金流净额变化较大。经营活动产生现金流净额为 15.22 亿元，同比下降-1.52%；投资活动产生现金流净额为-18.25 亿元，同比下降 145.32%；筹资活动产生现金流净额为-3.78 亿元，同比下降 114.07%。期末现金及现金等价物余额为 31.27 亿元，同比下降 40.88%。应收账款同比下降 3.52%，应收账款周转率为 5.58 次，维持不变。存货同比上升 24.76%，存货周转率有所下降，由 2023 年同期的 2.92 次变为 2.72 次。

摩洛哥项目稳步推进，产能逐步释放。根据公司公众号披露，2024 年 9 月 30 日公司摩洛哥工厂首批轮胎产品正式下线，自 2023 年 10 月 21 日正式开工建设到 2024 年 9 月 30 日正式投产运行，仅用时 11 个月。公司预计摩洛哥工厂 2025 年将实现大规模放量，预计 2025 年全年可释放 600-800 万条产量，2026 年实现满产 1200 万条产量，目前意向订单已远超明年计划产量。摩洛哥工厂的正式投产为标志着公司跳出中国轮胎产能日益集中的东南亚地区，进一步完善了全球产能布局，稳步推进公司“833plus”战略目标。我们认为随着摩洛哥工厂的产能的逐步释放，公司有望开辟新的利润增长空间。

投资建议：我们预计森麒麟 2024-2026 年收入分别为 89.65/115.80/138.65 亿元，同比增长 14.3%/29.2%/19.7%，归母净利润分别为 23.43/26.83/30.81 亿元，同比增长 71.2%/14.5%/14.9%，对应 EPS 分别为 2.28/2.61/2.99 元。结合公司 10 月 21 日收盘价，对应 PE 分别为 11/10/8 倍。我们基于以下两个方面：1) 我们认为随着中国轮胎品牌力的逐步提升，国内轮胎行业在海外市场占有率仍有望持续提升；2) 我们认为随着摩洛哥工厂的产能的逐步释放，公司有望开辟新的利润增长空间，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，环保风险，宏观经济波动风险，研发风险，管理风险，汇率波动风险

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4831	8714	10143	12520	13696
现金	1989	3894	4957	5750	6885
应收票据及应收账款	888	1153	1180	1834	1775
其他应收款	76	47	93	88	129
预付账款	68	76	89	124	131
存货	1737	1470	1749	2650	2701
其他流动资产	74	2075	2075	2075	2075
非流动资产	6290	6935	7391	8981	10174
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4956	5570	5980	7354	8378
无形资产	193	193	174	162	158
其他非流动资产	1141	1172	1237	1466	1638
资产总计	11121	15650	17534	21502	23869
流动负债	1435	1761	1896	3395	3078
短期借款	0	0	0	188	249
应付票据及应付账款	899	1142	907	1893	1513
其他流动负债	536	619	989	1314	1316
非流动负债	2062	2103	1815	1751	1544
长期借款	1887	1962	1674	1611	1403
其他非流动负债	175	140	140	140	140
负债合计	3497	3864	3710	5146	4621
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	650	744	1042	1042	1042
资本公积	2340	5047	4750	4750	4750
留存收益	4066	5434	7561	9933	12683
归属母公司股东权益	7624	11786	13824	16355	19248
负债和股东权益	11121	15650	17534	21502	23869

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1028	2367	2179	2866	3234
净利润	801	1369	2343	2683	3081
折旧摊销	399	474	520	644	806
财务费用	-135	7	-78	-127	-187
投资损失	163	-105	24	26	27
营运资金变动	-411	445	-650	-351	-475
其他经营现金流	211	177	22	-8	-18
投资活动现金流	-961	-3017	-1005	-2262	-2026
资本支出	1052	1142	976	2234	1998
长期投资	20	-200	0	0	0
其他投资现金流	71	-1675	-29	-28	-28
筹资活动现金流	-696	2660	-111	1	-135
短期借款	-62	0	0	188	61
长期借款	-319	75	-288	-64	-207
普通股增加	0	94	298	0	0
资本公积增加	28	2708	-298	0	0
其他筹资现金流	-343	-217	177	-124	12
现金净增加额	-744	2049	1063	604	1074

资料来源: 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6292	7842	8965	11580	13865
营业成本	5002	5865	5887	8046	9789
营业税金及附加	14	28	28	34	40
销售费用	156	188	217	279	335
管理费用	168	170	245	294	350
研发费用	113	165	177	231	273
财务费用	-135	7	-78	-127	-187
资产和信用减值损失	-17	-14	-16	11	19
其他收益	13	14	15	14	14
公允价值变动收益	57	-54	-6	-3	-2
投资净收益	-163	105	-24	-26	-27
资产处置收益	1	1	0	1	1
营业利润	865	1471	2459	2819	3269
营业外收入	2	1	13	16	8
营业外支出	14	1	14	8	9
利润总额	852	1471	2457	2827	3268
所得税	52	102	115	145	186
净利润	801	1369	2343	2683	3081
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	801	1369	2343	2683	3081
EBITDA	1304	1957	2909	3375	3951
EPS (元/股)	0.78	1.33	2.28	2.61	2.99

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	21.5	24.6	14.3	29.2	19.7
营业利润 (%)	18.7	70.1	67.1	14.7	16.0
归属母公司净利润 (%)	6.3	70.9	71.2	14.5	14.9
获利能力					
毛利率 (%)	20.5	25.2	34.3	30.5	29.4
净利率 (%)	12.7	17.5	26.1	23.2	22.2
ROE (%)	10.5	11.6	16.9	16.4	16.0
ROIC (%)	8.9	10.0	14.2	13.8	13.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.4	24.7	21.2	23.9	19.4
净负债比率 (%)	-0.1	-15.6	-20.2	-20.6	-23.8
流动比率	3.4	4.9	5.4	3.7	4.4
速动比率	2.1	3.0	3.4	2.3	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	8.3	7.8	7.8	7.8	7.8
应付账款周转率	7.1	7.2	7.2	7.2	7.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.78	1.33	2.28	2.61	2.99
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.00	2.30	2.12	2.78	3.14
每股净资产 (最新摊薄)	7.08	11.12	13.10	15.56	18.37
估值比率					
P/E	32.4	19.0	11.1	9.7	8.4
P/B	3.6	2.3	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	20.1	12.4	8.0	6.7	5.4

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686