



# 森麒麟 (002984.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 布局谨慎，具备全球视野的智能胎企

### 投资逻辑：

**竞争优势：**深耕半钢+率先出海+智能制造，盈利能力领先同业。成立以来公司长期专注半钢胎业务，2023年具备3000万条轮胎产能，其中2800万条为半钢胎，当年半钢胎全球销量市占率为1.8%；今年前三季度半钢胎销量同比增长7.3%达到2268万条。行业角度来看半钢胎市场空间更大且未来增长潜力更强，同时产品具备一定的消费属性因而盈利能力相对更优。随着摩洛哥基地1200万条半钢胎项目开始投产放量，半钢胎产销占比还将继续提升。

作为第一批出海建厂的国产胎企，2023年公司半钢胎海外产能占比为57%，全钢胎产能均在海外，海外市场销售收入占比基本维持在9成左右。随着摩洛哥基地投产和未来规划在建的海外工厂建成，公司的海外产销占比将进一步提升。

通过智能化生产降低用工人数进而降低人工成本，对比国产胎企海外基地半钢项目的单胎用人数量，公司单胎用人相对同业更低；费用端持续降本增效，大客户占比相对较高因而销售支出较少且管理费用率也相对较低。公司人均创收和创利均为行业最高。

**未来成长：**海外基地放量推动业绩增长+高端配套塑造品牌价值。公司摩洛哥基地首胎下线，明年将开始大规模放量。摩洛哥1200万条半钢胎项目今年9月30日首胎下线，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。根据可研报告数据，项目总投资额34.5亿，满产后预计实现收入29.6亿元，税后利润6.6亿元，净利率达到22.3%。

高端配套稳步推进，客户覆盖面扩大的同时塑造品牌价值。2023年9月公司聘请了在海外头部胎企有多年配套业务工作经验的Philippe OBERTI担任副总经理和研发中心主任，对公司攻克高端配套带来较强助力；同时公司摩洛哥基地作为当地首家轮胎厂在配套领域先发优势显著，将持续受益于当地汽车产业的蓬勃发展。

### 盈利预测、估值和评级

我们预测2024/2025/2026年公司实现营业收入87.8、114.1、129.7亿元，同比+12%/+30%/+14%，归母净利润22.7、26.5、29.9亿元，同比+66%/+17%/+13%，对应EPS为2.2、2.6、2.9元。当前股价对应估值分别为11.35、9.72、8.61倍PE，考虑到公司自身的竞争优势和未来成长性都很强，目前估值相对较低，仍然给予“买入”评级。

### 风险提示

原料价格大幅波动、新产能释放低于预期、国际贸易摩擦、海运费用大幅波动、汇率大幅波动

### 基础化工组

分析师：陈屹 (执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

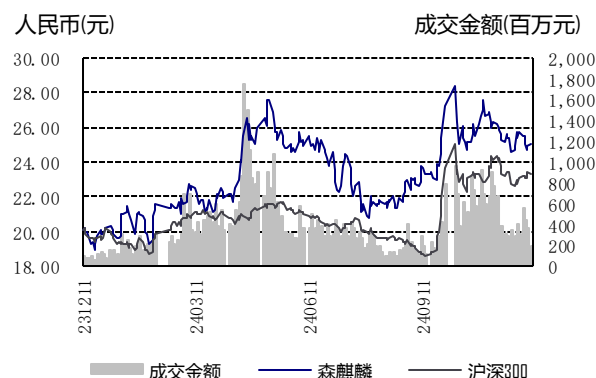
分析师：李含钰 (执业 S1130523100003)

lihanyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：25.03 元

### 相关报告：

- 《森麒麟公司点评：业绩符合预期，摩洛哥工厂首胎下线》，2024.10.19
- 《森麒麟公司点评：业绩稳步向好，全球化布局持续推进》，2024.8.30
- 《森麒麟公司点评：业绩超预期，摩洛哥项目加速推进》，2024.4.19



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,292	7,842	8,779	11,408	12,968
营业收入增长率	21.53%	24.63%	11.96%	29.94%	13.68%
归母净利润(百万元)	801	1,369	2,270	2,652	2,994
归母净利润增长率	6.30%	70.88%	65.91%	16.80%	12.88%
摊薄每股收益(元)	1.233	1.839	2.206	2.576	2.908
每股经营性现金流净额	1.58	3.18	2.62	2.89	3.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.50%	11.61%	17.05%	17.48%	17.34%
P/E	20.30	13.61	11.35	9.72	8.61
P/B	2.13	1.58	1.94	1.70	1.49

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、公司盈利能力为何长期领先同业？	5
1.1 深耕半钢，产品结构布局优	6
1.2 率先出海，海外产销占比高	9
1.3 降本增效，智能化生产标杆	13
二、海外基地+高端配套同步推进，双轮驱动持续成长	16
2.1 谨慎扩张，摩洛哥基地有望驱动业绩增长	16
2.2 管理优化，高端配套塑造品牌价值	18
2.3 行业边际改善，市占率有望稳步提升	19
三、盈利预测与投资建议	20
四、风险提示	22

## 图表目录

图表 1：公司的收入体量位于行业中游（亿元）	5
图表 2：公司的营业收入同比增速相对较快	5
图表 3：公司的归母净利润规模相对领先（亿元）	5
图表 4：公司的归母净利润增速相对平缓	5
图表 5：公司的销售毛利率领先同业	6
图表 6：公司的销售净利率领先同业	6
图表 7：公司的 ROA 持续领先同行	6
图表 8：公司的 ROE 位于行业前列	6
图表 9：公司成立以来主要深耕半钢产品	6
图表 10：公司产能一直以半钢胎为主（万条）	7
图表 11：公司现有产能和新增产能均以半钢为主	7
图表 12：全球轮胎消费市场中半钢胎的销量占比较高	7
图表 13：我国半钢胎行业月度开工创历史新高	8
图表 14：我国全钢胎行业月度开工低位震荡	8
图表 15：赛轮轮胎的半钢胎毛利率显著优于全钢胎	8
图表 16：公司半钢胎销售均价相对较高（元/条）	8
图表 17：公司半钢胎销量持续增长（万条）	9
图表 18：公司半钢胎全球市占率稳步提升（按销量）	9
图表 19：全钢胎销售市场以亚洲地区为主（2023 年）	9
图表 20：半钢胎销售市场中欧美占比相对较高（2023 年）	9
图表 21：我国轮胎产业对于出口的依赖度较高	10



图表 22: 我国出口至美国的轮胎数量和占比均有下滑	10
图表 23: 美国对多个国家和地区征收双反税	10
图表 24: 公司的全球化布局具备前瞻性	11
图表 25: 公司的海外产能占比相对较高 (2023 年底)	11
图表 26: 公司的海外市场收入持续提升 (亿元)	12
图表 27: 公司的海外市场收入占比显著高于同业	12
图表 28: 公司的海外市场毛利率相对较高	12
图表 29: 公司的国内市场毛利率持续领先同业	12
图表 30: 公司的泰国基地收入持续增长 (亿元)	13
图表 31: 公司的泰国基地净利润表现较好 (亿元)	13
图表 32: 公司的海外基地净利率快速回升	13
图表 33: 公司的前五大客户销售收入占比较高	13
图表 34: 公司的销售费用率相对同业较低	14
图表 35: 公司的广告费在销售费用中占比较高	14
图表 36: 公司的管理费用率相对同业较低	14
图表 37: 公司的研发费用率仍待提升	14
图表 38: 公司的存货周转率仍有提升空间	14
图表 39: 公司的应收账款周转率位于行业中上游	14
图表 40: 公司拥有数字化的智能轮胎生产工厂	15
图表 41: 公司半钢项目用工人数显著小于同类企业	15
图表 42: 公司的产品成本构成中原材料占比最高	15
图表 43: 公司的生产成本中人工费用占比相对较低	15
图表 44: 公司的人均创收领先同业 (万元)	16
图表 45: 公司的人均创利领先同业 (万元)	16
图表 46: 公司产能扩张节奏较为温和 (万条)	16
图表 47: 公司产能利用率维持在较高水平	16
图表 48: 公司轮胎总销量稳步增长 (万条)	17
图表 49: 公司轮胎总销量增速维持正增长	17
图表 50: 公司的资产负债率相对较低	17
图表 51: 公司的流动资产占比相对较高	17
图表 52: 公司在建项目集中在海外地区	17
图表 53: 摩洛哥当地投资优势显著	18
图表 54: 公司的人均薪酬领先同业 (万元)	18
图表 55: 公司的配套客户覆盖面较广	19
图表 56: 运价指数小幅上涨后再度回归常态	19



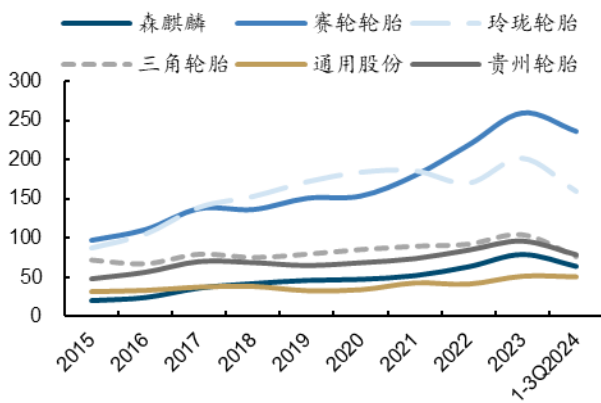
图表 57: 今年 10 月橡胶价格开始回落 (元/吨) .....	20
图表 58: 全球轮胎销售额和市场集中度情况 .....	20
图表 59: 森麒麟的全球市占率持续提升 .....	20
图表 60: 公司分产品盈利和假设 .....	21



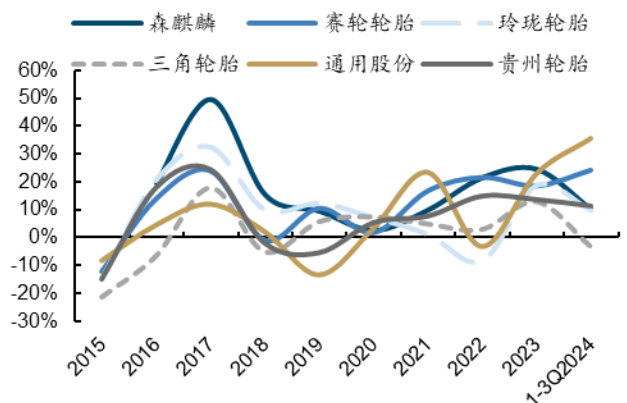
## 一、公司盈利能力为何长期领先同业？

- 公司整体经营稳健，业绩步入增长期。从轮胎行业整体发展历程来看，2020 年之前行业景气具备支撑，多数企业收入端均表现出稳中向好的态势，公司作为后起之秀，增长相对同行更为显著，营业总收入从 2015 年的 20 亿提升至 2020 年的 47 亿，5 年复合增速达到 18.4%，归母净利润从 1.4 亿提升至 9.8 亿，复合增速达到 47.6%；2021-2022 年期间行业内外承压出现景气下滑，公司仍然表现出较强的经营韧性，收入从 2020 年的 47 亿提升至 2022 年的 63 亿元，归母净利润回落至 2022 年的 8 亿元，下滑的幅度也相对同业较小。2023 年开始行业进入到全面复苏阶段，公司业绩实现快速修复，2023 年总收入同比增长 24.6% 达到 78 亿元，为同行中收入增速最快的企业；2023 年归母净利润同比增长 70.9% 达到 13.7 亿元。2024 年行业高景气延续，公司业绩表现仍然亮眼，前三季度公司实现营业收入 63 亿元，同比增长 10.4%，归母净利润 17.3 亿元，同比增长 73.7%，净利润体量在同行中仅次于赛轮轮胎。

图表1：公司的收入体量位于行业中游（亿元）



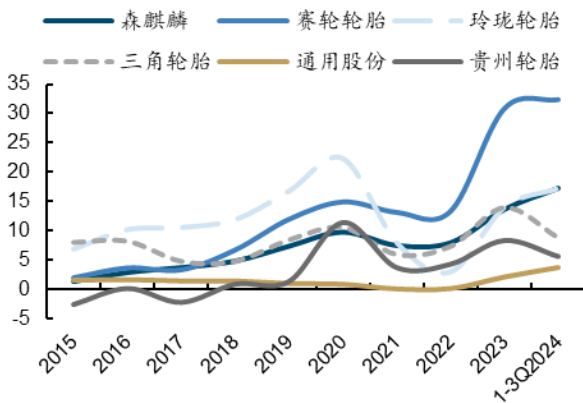
图表2：公司的营业收入同比增速相对较快



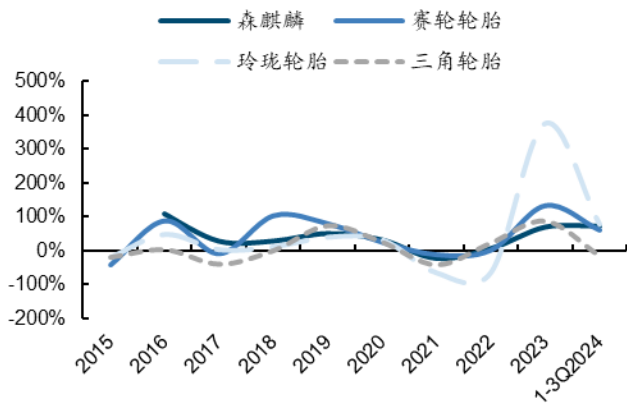
来源：同花顺、国金证券研究所

来源：同花顺、国金证券研究所

图表3：公司的归母净利润规模相对领先（亿元）



图表4：公司的归母净利润增速相对平缓



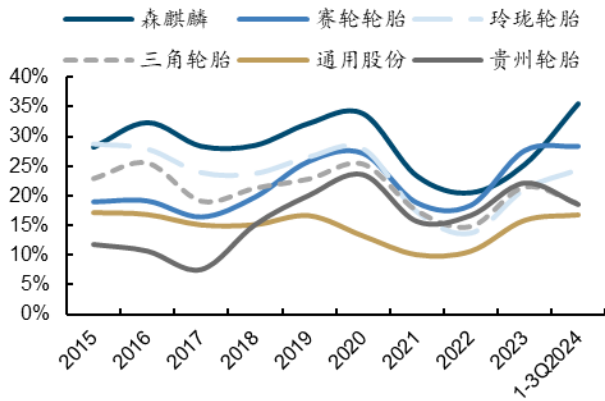
来源：同花顺、国金证券研究所

来源：同花顺、国金证券研究所（剔除了增速波动较大的通用和贵轮）

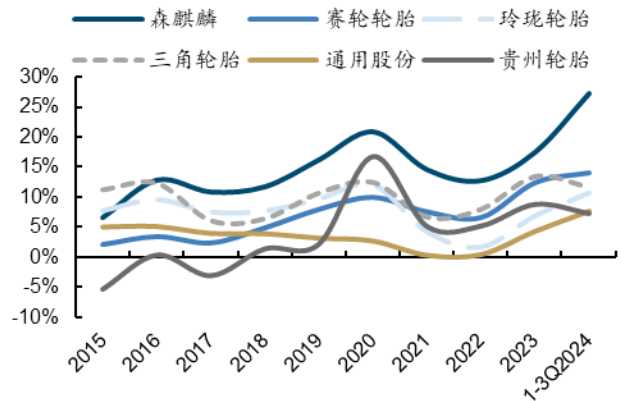
- 公司盈利能力较强且持续领先同业。2015-2020 年期间公司的销售毛利率表现一直相对稳定，基本在 30% 上下波动，2021 年开始随着行业承压公司盈利能力也开始下滑，销售毛利率从 2020 年的 33.8% 下滑至 2022 年的 20.5%。2023 年随着行业景气回升叠加泰国税率降低，公司盈利能力也实现了快速修复，今年前三季度公司销售毛利率为 35.4%，销售净利率为 27.2%，ROA 为 11.4%，ROE 为 14%，除了 ROE 以外其他三个盈利指标均为上市胎企同业第一。



图表5: 公司的销售毛利率领先同业



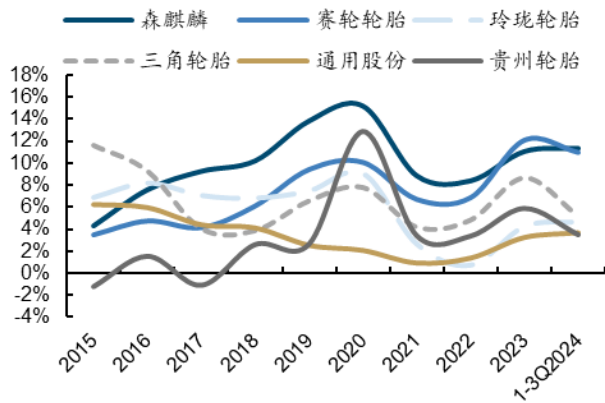
图表6: 公司的销售净利率领先同业



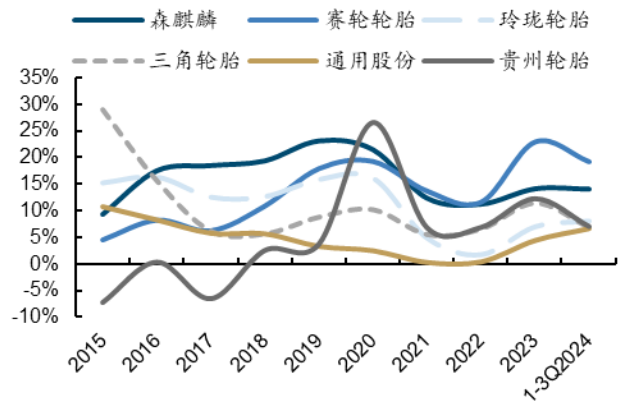
来源: 同花顺、国金证券研究所

来源: 同花顺、国金证券研究所

图表7: 公司的ROA持续领先同行



图表8: 公司的ROE位于行业前列



来源: 同花顺、国金证券研究所

来源: 同花顺、国金证券研究所

### 1.1 深耕半钢，产品结构布局优

■ 公司为轮胎行业后起之秀，成立以来主要专注半钢胎的生产销售。公司成立于2007年，2008年开始厂房设计和公司建设，2009年5月12日第一条半钢子午线轮胎下线，后续重点推进半钢胎的产销布局。新产品规划方面，公司在2010年正式启动航空轮胎项目研制工作，2012年1月公司研制的航空轮胎首次通过航空轮胎技术标准规定的相关实验项目，2014年中国航空产业基金入股森麒麟，正式签约成为森麒麟战略合作伙伴，森麒麟成为国内首家能够生产民用航空轮胎的民营企业。2021年随着泰国二期项目建成，公司也完成了对全钢胎产品的布局。虽然后来公司陆续布局了航空胎和全钢胎，但生产销售重心一直放在半钢胎上。

图表9: 公司成立以来主要深耕半钢产品

公司	成立时间	产品布局					
		斜交胎	全钢胎	半钢胎	子午工程胎	巨胎	航空胎
森麒麟	2007年	-	2021年	2009年	-	-	2014年
三角轮胎	1976年	1985年	1995年	2006年	2002年	2007年	布局中
赛轮轮胎	2002年	-	2003年	2006年	2006年	2009年	布局中
玲珑轮胎	1975年	1987年	2002年	2001年	2019年	2024年	布局中

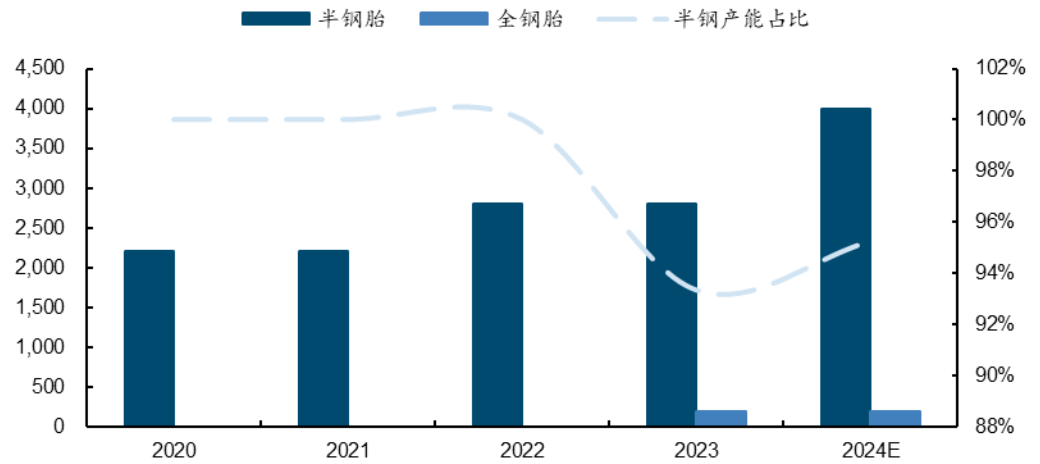
来源: 各公司官网和公告、国金证券研究所

■ 公司现有产能和未来新增产能均以半钢胎为主。2023年底公司具备3000万条轮胎产能，包含2800万条半钢胎和200万条全钢胎。公司后续新增产能也以半钢胎为主，国内青岛基地设计产能为1200万条，通过智能化改造提升可具备1450-1500万条的产能；海外工厂中摩洛哥基地1200万条半钢胎项目在今年9月30日首胎下线，随着



摩洛哥工厂放量公司半钢胎的产销占比还将继续提升。

图10: 公司产能一直以半钢胎为主 (万条)



来源: 公司公告、财联社、国金证券研究所

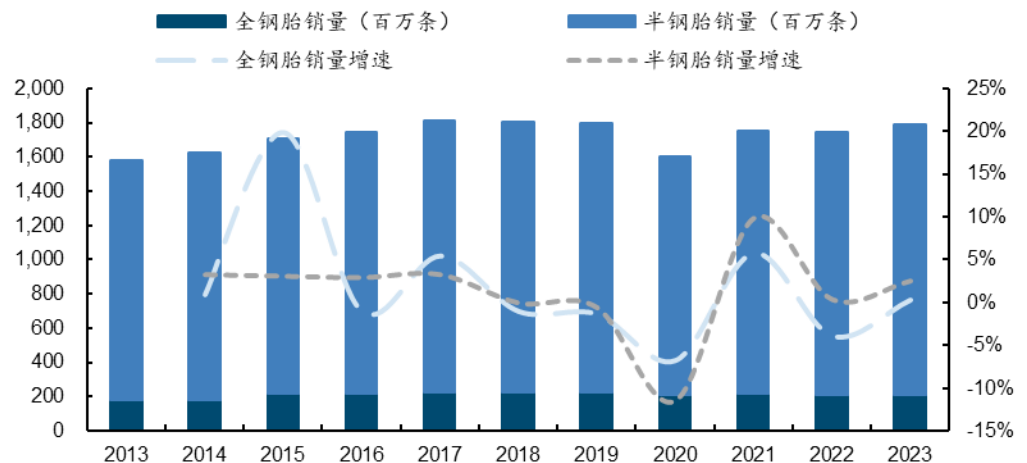
图11: 公司现有产能和新增产能均以半钢为主

产品	所属基地	2023 年底产能 (万条)	新增产能规划 (万条)	备注
半钢胎	青岛	1200		技改提升至 1450-1500 万条
	泰国	1600		
	摩洛哥		1200	2024 年 9 月 30 日首胎下线
	欧洲		待定	
全钢胎	泰国	200		爬坡中
航空胎	青岛			8 万条项目推进中

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 半钢胎的销量规模更大且更具增长潜力。从不同产品的应用场景来看，半钢胎的需求和乘用车保有量以及出行情况关联度较高，近两年随着出行的恢复销量也同步向上修复；全钢胎配套的车型主要用于运输和基建等领域，自 2015 年以来需求基本稳定在 2.2 亿条左右。从全球轮胎市场的销量结构来看，2023 年半钢胎销量为 15.7 亿条，全钢胎销量为 2.1 亿条，半钢胎的销量占比为 88%。从应用端来看，全钢胎的工具属性更强，半钢胎的消费属性更强，相对海外品牌国产轮胎的性价比优势明显，因而在全钢胎方面国产轮胎替代完成的更快更早，对于更注重品牌效应的半钢胎而言替代的速度相对更慢，但未来可替代的空间也更大。

图12: 全球轮胎消费市场中半钢胎的销量占比较高



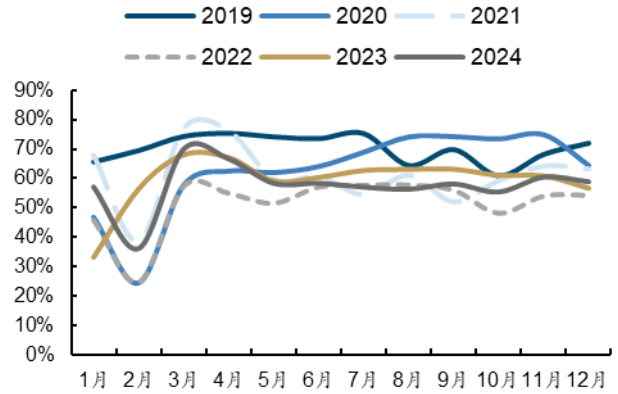
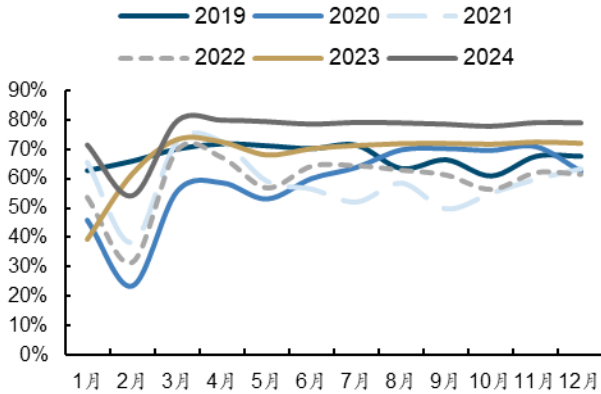
来源: 米其林年报、国金证券研究所



- 半钢胎需求韧性较强，随着出行修复行业高景气有望延续。半钢胎和全钢胎的下游应用领域存在差异，因而行业开工也有所分化，今年3月开始我国半钢胎行业开工率维持在接近8成的水平，全钢胎行业开工率则在5月开始回落至60%以下，今年11月短期向上修复至60%但12月开始又继续回落。考虑到未来随着汽车保有量和出行需求的增长，预计半钢胎需求仍然具备较强支撑。

图表13: 我国半钢胎行业月度开工创历史新高

图表14: 我国全钢胎行业月度开工低位震荡



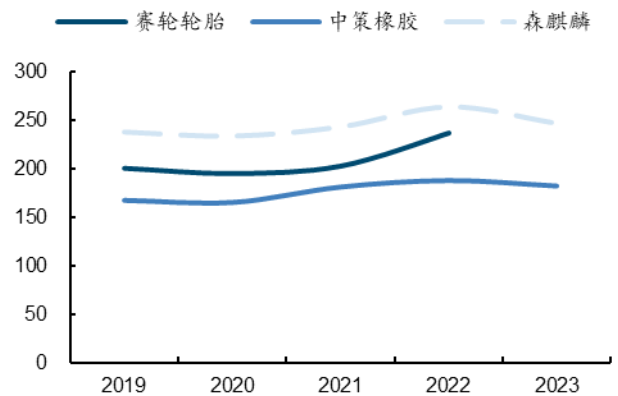
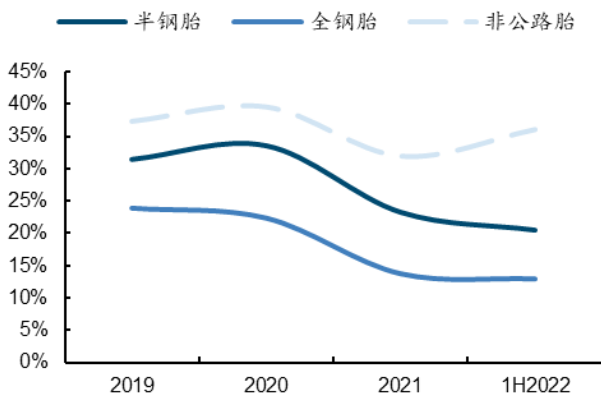
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

- 半钢胎盈利能力相对较好且周期性较弱，公司产品的销售均价相对国内同业更高。考虑到赛轮轮胎的产品布局较为全面，这里对比赛轮三类产品的盈利能力可以发现过去几年半钢胎毛利率一直显著高于全钢胎，原因在于半钢胎具备一定的消费属性且行业竞争格局相对全钢更好，因而盈利能力具备支撑。公司的产品结构以大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎为主，轮辋尺寸最大可达全球领先的32寸，近年来17寸及以上、18寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品销售金额占比分别保持在65%、40%以上，大尺寸产品销量及收入增长带动公司产品结构更加优化，有望推动产品销售均价持续提升。

图表15: 赛轮轮胎的半钢胎毛利率显著优于全钢胎

图表16: 公司半钢胎销售均价相对较高(元/条)



来源: 赛轮轮胎可转债募集说明书(数据截至2022年上半年)、国金证券研究所

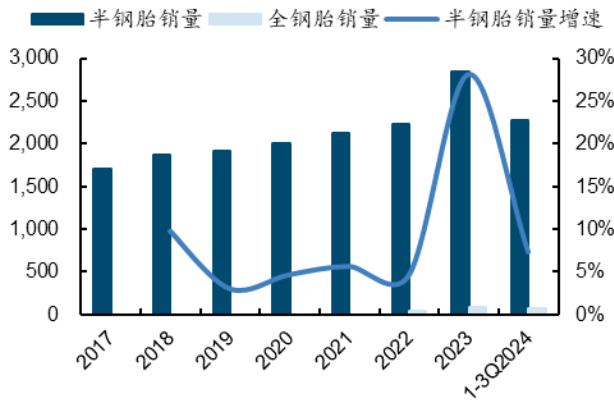
来源: 公司公告、国金证券研究所(森麒麟2022-2023年数据为计算拆分值)

- 公司半钢胎销量持续增长，市占率稳步提升。从公司产品销售结构来看，随着泰国二期投产公司2022年正式开始销售全钢胎，近两年随着产能爬坡和销售渠道开拓，全钢胎销量快速增长，今年前三季度全钢胎销量为68万条，同比增长30%；公司半钢胎销量规模更为领先，整体呈现出稳步增长的态势，销量从2017年的1698万条增长至2023年的2847万条，年均复合增速为9%，今年前三季度销量同比增长7%达到2268万条。按销量计算，公司半钢胎的全球市占率从2019年的1.2%提升至2023年的1.8%，提升趋势较为明显。

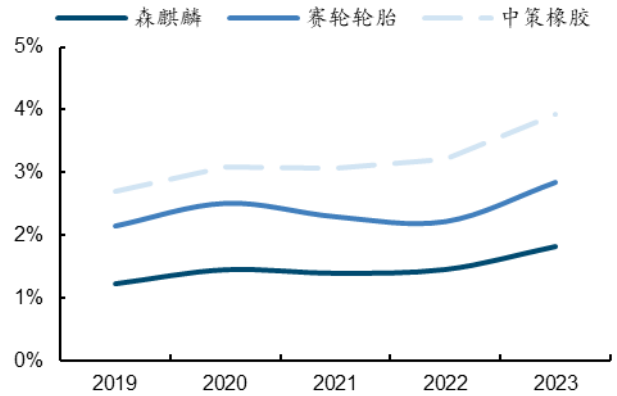




图表17: 公司半钢胎销量持续增长 (万条)



图表18: 公司半钢胎全球市占率稳步提升 (按销量)



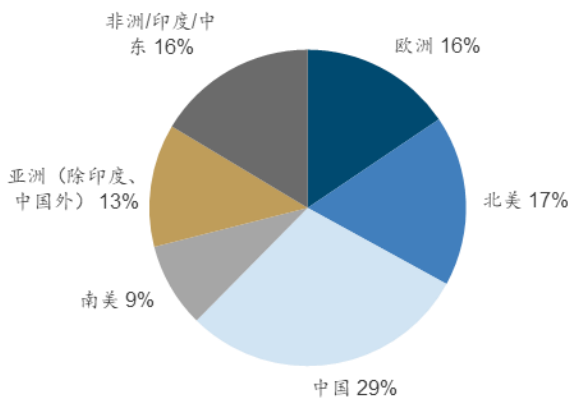
来源: 公司公告、国金证券研究所

来源: 公司公告、国金证券研究所 (赛轮和中策 2023 年销量为计算数据)

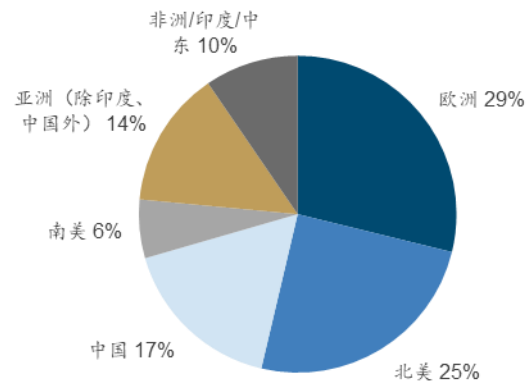
### 1.2 率先出海, 海外产销占比高

- 亚洲地区为全钢胎的核心消费市场, 欧美地区为半钢胎的主要消费市场。不同产品的消费市场有所差异, 全钢胎方面由于我国下游基础设施建设规模大、重型工程车辆需求高, 因而在全球市场中需求占比较高, 未来考虑到一带一路等政策的推动, 预计我国全钢胎消费需求有望维持, 并且非洲等地区的需求仍有提升空间; 半钢胎方面目前欧美需求仍然占据主导地位, 2023 年欧洲和北美的消费占比达到 54%, 中国市场消费占比为 17%。考虑到半钢胎的销量规模更大, 欧美市场需求在轮胎市场中的重要性仍然较高, 因而轮胎出口也是国产胎企的必经之路。

图表19: 全钢胎销售市场以亚洲地区为主 (2023 年)



图表20: 半钢胎销售市场中欧美占比相对较高 (2023 年)



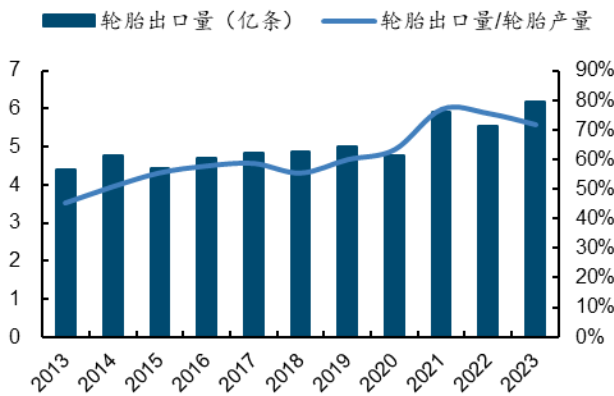
来源: 米其林官网、国金证券研究所

来源: 米其林官网、国金证券研究所

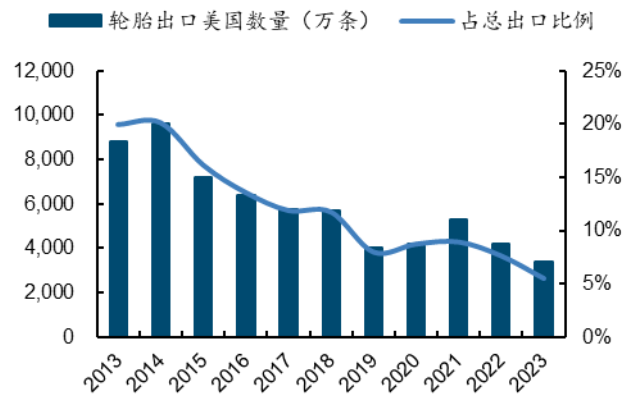
- 我国轮胎行业出口依赖度较高, “双反”政策影响下我国对美国的出口量明显下滑。随着国产轮胎走出去的步伐加快, 出口市场对我国轮胎企业的重要性也在不断提升, 2023 年全球轮胎消费量为 17.9 亿条, 我国轮胎产量同比增长 18% 达到 8.6 亿条, 产量占全球轮胎销量的 48%, 为全球最大的轮胎生产国。2014-2020 年期间我国轮胎的出口量基本在接近 5 亿条的位置徘徊, 2021 年开始在各类突发事件扰动全球供应链的背景下, 叠加消费降级趋势下国产轮胎性价比优势提升, 我国轮胎出口增长较为明显, 2023 年出口量回升至 6.2 亿条, 占我国轮胎总产量的比例高达 72%。从出口结构来看, 美国市场对我国轮胎企业的重要性较高, 在 2015 年之前我国轮胎出口美国的比例维持在 20% 的水平, 自 2015 年开始美国对部分中国轮胎征收高额“双反”税, 征收的反倾销税从 14.35% 到 87.99% 不等, 反补贴税从 20.73% 到 116.33% 不等, 在高额双反税的影响下, 我国对美国的轮胎出口量开始持续下滑, 从 2014 年的 9605 万条下滑至 2023 年的 3391 万条, 占我国轮胎出口量的比例也从之前的 20% 降低至 5.5%。



图表21：我国轮胎产业对于出口的依赖度较高



图表22：我国出口至美国的轮胎数量和占比均有下滑



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表23：美国对多个国家和地区征收双反税

被双反地区	产品	反倾销税	反补贴税	合计税率	最新结果公布时间	重点调查流程
中国	卡车和公共汽车轮胎	9%~22.57%	38.61%~65.46%	61.04%~88.03%	2024年8月8日	2016年2月19日原审立案，2017年2月22日原审产业损害终裁。2024年1月2日日落/期中复审立案，8月8日复审产业损害终裁，维持原税率。
	乘用车和轻型货车轮胎	14.35%~87.99%	20.73%~116.33%	44.96%~142.17%	2021年1月26日	2014年7月15日原审立案，2015年7月14日原审产业损害终裁，2021年1月26日日落/期终复审产业损害终裁。
	非公路胎	-	-	-	2019年5月7日	2008年9月发布反倾销和反补贴税令，期间多次审查直至2019年5月7日撤销。
中国台湾	乘用车和轻型卡车轮胎	20.04%~101.84%	-	20.04%~101.84%	2021年6月23日	2020年5月13日原审立案调查，2021年6月23日原审产业损害终裁。
韩国	乘用车和轻型卡车轮胎	14.72%~27.05%	-	14.72%~27.05%	2021年6月23日	2020年5月13日原审立案调查，2021年6月23日原审产业损害终裁。
越南	乘用车和轻型卡车轮胎	0%~22.27%	6.23%~7.89%	6.23%~28.73%	2021年6月23日	2020年5月13日原审立案调查，2021年6月23日原审产业损害终裁，2024年1月发布第一次年度行政复审终裁结果。
泰国	乘用车和轻型卡车轮胎	1.24%~6.16%	-	1.24%~6.16%	2024年1月25日	2023年10月17日立案申请，2023年11月7日立案，2024年5月15日初裁，2024年10月10日商务部终裁。
泰国	卡车和公交车轮胎	12.33%~48.39%	-	12.33%~48.39%	2024年10月10日	2023年10月17日立案申请，2023年11月7日立案，2024年5月15日初裁，2024年10月10日商务部终裁。

来源：美国商务部、中国贸易救济信息网、各公司公告、国金证券研究所

- 公司通过出海积极应对政策变化，海外基地布局兼具全面性和高效率。从欧美等海外市场的角度来看，实行“双反”政策后当地市场格局得到优化，同时产品整体销售价格也会有所回升，在这一背景下进入欧美市场销售的高性价比也得到进一步凸显。针对贸易政策的变化，国内轮胎企业通过设立海外工厂的来进行风险规避，早期大部分



企业都选择了离核心原材料橡胶产地较近的东南亚地区,这也为后续美国扩大“双反”政策覆盖范围埋下了伏笔。公司为第一批出海建厂的国内胎企,选择了原料资源较为丰富、经济更加发达的泰国作为自己的第一个海外基地,并于2015年顺利投产。在美国“双反”政策覆盖面扩大到东南亚之后,公司也陆续选择了西班牙、摩洛哥等作为新的项目基地。摩洛哥项目的建设进展速度较快,2022年12月底公布了项目建设公告;2023年5月完成境外摩洛哥子公司注册,6月取得境外投资项目备案,10月公告了二期项目规划,产能规划从原先的600万条提升至1200万条;2024年3月取得了二期项目的境外投资备案,并且在今年9月30日实现首胎下线,公司也成为了第一家在非洲拥有轮胎工厂的中国胎企,海外布局的全面性领先同业。

图表24: 公司的全球化布局具备前瞻性

企业	海外基地布局情况									
	泰国	越南	柬埔寨	马来西亚	巴基斯坦	印尼	墨西哥	摩洛哥	塞尔维亚	西班牙
赛轮轮胎		2013年投产	2021年投产			建设中		建设中		
玲珑轮胎	2014年投产									2023年投产
森麒麟	2015年投产							首胎下线		规划中
中策橡胶	2015年投产					首胎下线		建设中		
双钱轮胎	2018年投产									
福临轮胎				2018年投产						
浦林成山	2020年投产									
通用股份	2020年投产		2023年投产							
贵州轮胎		2021年投产								
青岛双星		2021年增资 锦湖	试生产							
浪马轮胎					2022年投产					
福麦斯轮胎			建设中							
正道轮胎			规划中							
万力轮胎			规划中							
昊华轮胎		首胎下线								
新迪轮胎				规划中						

来源: 各公司公告、各公司官网、立鼎产业研究院、轮胎世界网、车辙车轍网、国金证券研究所

- 公司重点布局海外基地,海外收入占比领先同业。2023年底公司拥有国内青岛和海外泰国两大生产基地,半钢胎海外产能占比为57%,全钢胎产能均在海外,随着今年摩洛哥基地的投产,预计未来海外产能占比还将进一步提升。从销售端来看,公司的海外销售占比一直在9成左右波动,2024年上半年海外收入占比为89%。

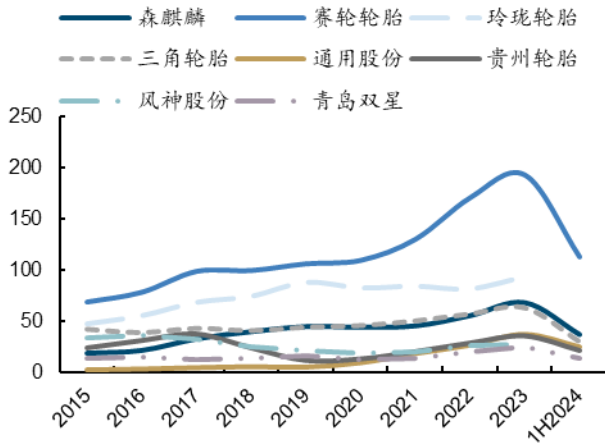
图表25: 公司的海外产能占比相对较高(2023年底)

	森麒麟	赛轮轮胎	玲珑轮胎	通用股份
<b>半钢胎(万条)</b>				
国内	1200	3450	6050	300
海外	1600	2150	1300	900
海外占比	57%	38%	18%	75%
<b>全钢胎(万条)</b>				
国内	-	825	1445	240
海外	200	555	300	180
海外占比	100%	40%	17%	43%

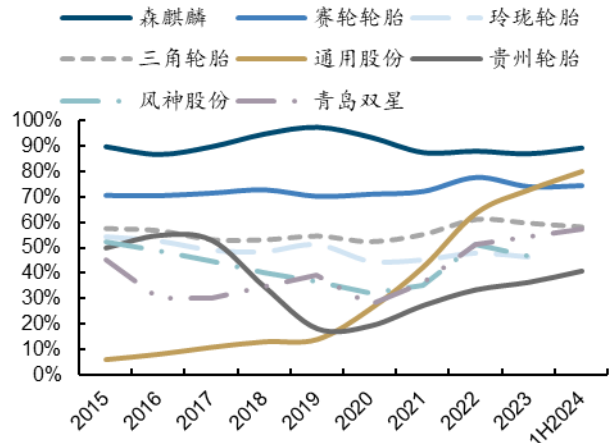
来源: 各公司公告、国金证券研究所



图表26: 公司的海外市场收入持续提升 (亿元)



图表27: 公司的海外市场收入占比显著高于同业

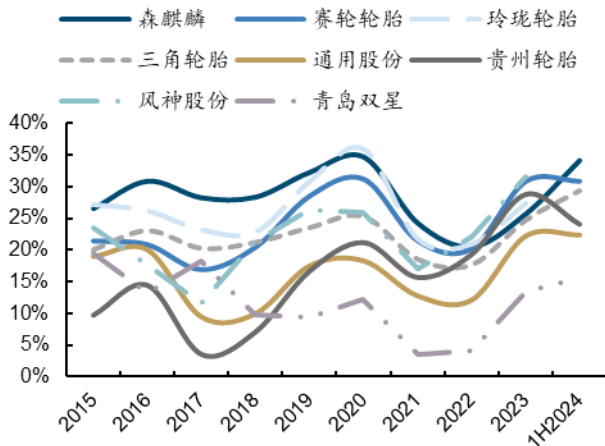


来源: 同花顺、国金证券研究所

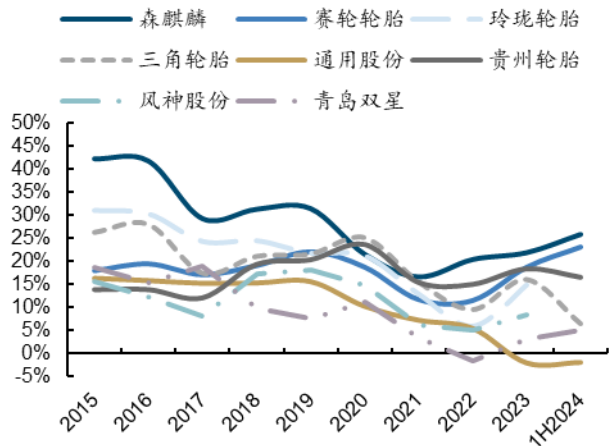
来源: 同花顺、国金证券研究所

- 公司的国内外市场盈利能力均位于行业前列。对比我国上市胎企的国内外盈利能力可以发现，国内市场毛利率在行业竞争激烈的背景下大部分都呈现出震荡下滑的趋势；海外盈利方面，第一批出海布局的赛轮轮胎、森麒麟和玲珑轮胎的海外毛利率仍然较为领先。国内市场公司只销售半钢胎因而盈利能力相对较高且更加稳定，2024年上半年国内市场毛利率提升至25.8%；海外市场公司受益于泰国基地的半钢胎双反税率降低，2024年上半年海外销售毛利率提升至34.1%，显著领先其他企业。

图表28: 公司的海外市场毛利率相对较高



图表29: 公司的国内市场毛利率持续领先同业



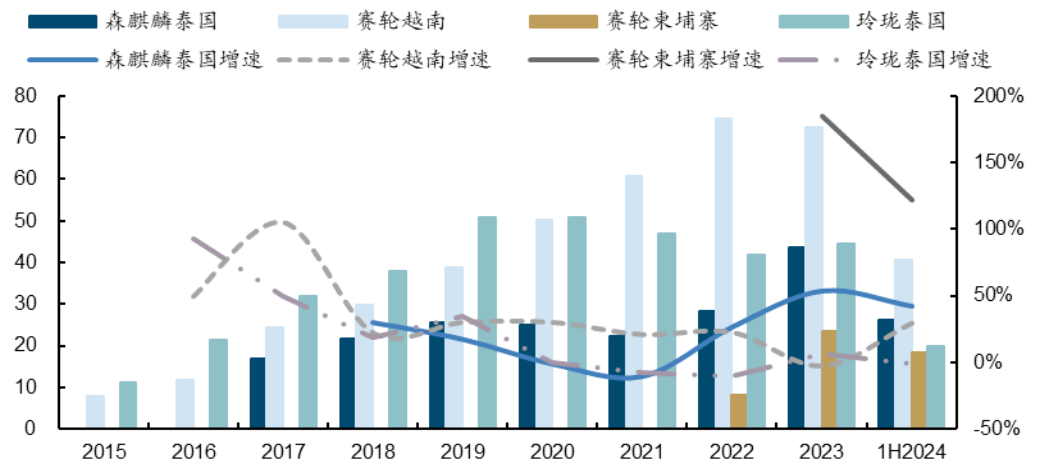
来源: 同花顺、国金证券研究所

来源: 同花顺、国金证券研究所

- 作为率先布局海外的头部胎企，公司泰国基地的业绩稳定性较好。从国内胎企出海布局的进程来看，赛轮轮胎、玲珑轮胎和森麒麟出海布局的时间较早，随着海外基地的爬坡放量，几家企业海外子公司的经营业绩在2020年之前均呈现出稳步增长趋势，公司的泰国基地在2020年收入维持在25亿元，净利润达到8.2亿元，净利率提升至33%的历史高位。2021年开始随着行业景气度下行叠加美国对东南亚地区“双反”政策的执行，由于泰国地区税率相对较高，玲珑和森麒麟的泰国基地收入和利润有所下滑；2023年开始行业景气回升，公司泰国基地的收入和利润实现快速修复，2023年营业收入同比增长53.8%达到43.5亿元，净利润同比增长80.5%达到8.5亿元，净利率从2022年的16.6%修复至19.5%；2024年美国对泰国出口的乘用车胎双反税率下调，公司泰国基地的盈利能力进一步提升，2024年上半年营业收入同比增长42.4%达到26.1亿元，净利润同比增长109.7%达到7.1亿元，净利率提升至27.1%。

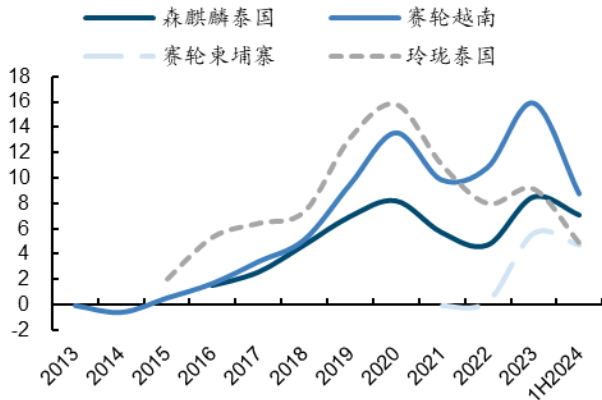


图表30: 公司的泰国基地收入持续增长 (亿元)



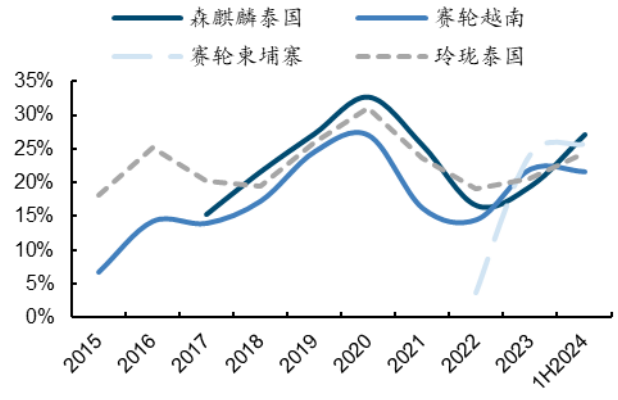
来源: 各公司公告、国金证券研究所

图表31: 公司的泰国基地净利润表现较好 (亿元)



来源: 各公司公告、国金证券研究所

图表32: 公司的海外基地净利率快速回升

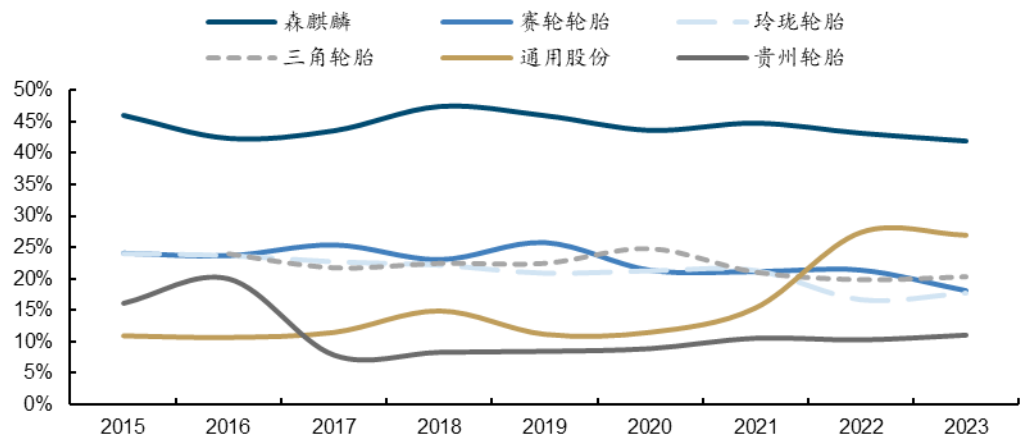


来源: 各公司公告、国金证券研究所

### 1.3 降本增效, 智能化生产标杆

- 公司的销售费用率虽然相对同业较低, 但对广告宣传较为重视。从客户结构来看, 公司的客户稳定性较强且大客户销售占比较高, 前五大客户销售额占比一直在 40% 以上, 国内其他轮胎企业的前五大客户销售额占比基本都在 30% 以下, 因而公司的销售费用支出也相对较少, 近几年广告费在销售费用中的占比在 20-30%, 相对同业较高。

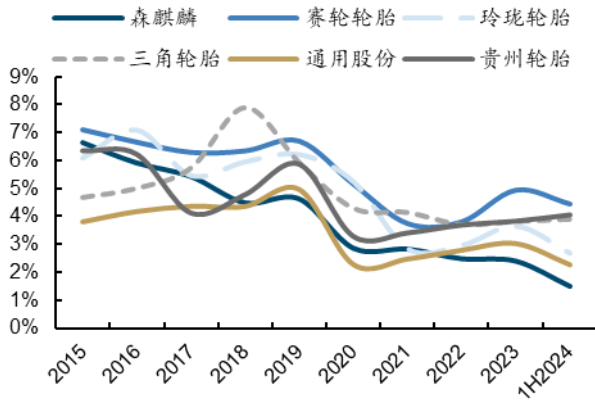
图表33: 公司的前五大客户销售收入占比较高



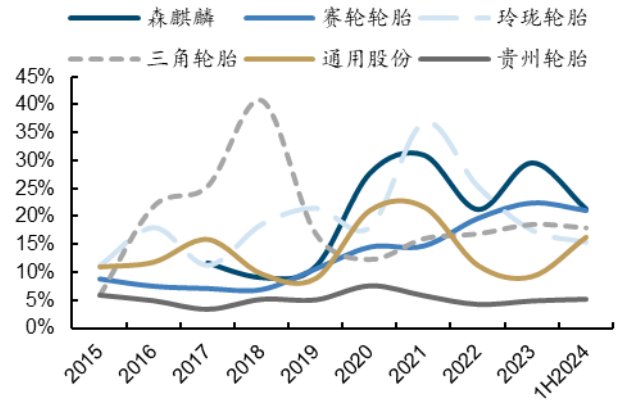
来源: 同花顺、国金证券研究所



图表34: 公司的销售费用率相对同业较低



图表35: 公司的广告费在销售费用中占比较高

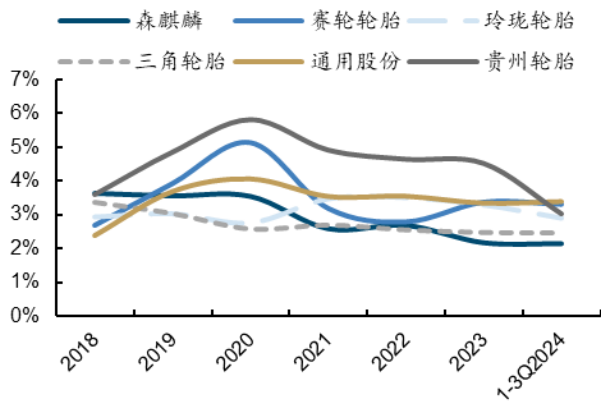


来源: 同花顺、国金证券研究所

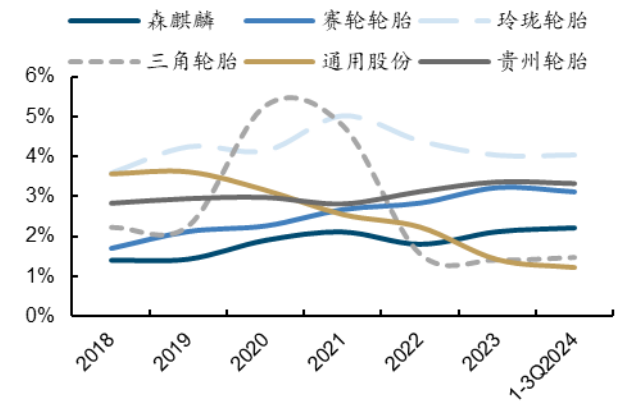
来源: 同花顺、国金证券研究所

■ 公司费用支出相对较低,运营管理能力较好。拆分公司的期间费用率,可以发现公司的管理费用率一直维持在较低水平,2024年前三季度管理费用率为2.1%,研发费用率呈现出稳步提高的趋势但是相对同业仍然较低。从存货和应收账款的管理来看,存货周转率方面考虑到商用车胎的周转率一般相对较高因而贵州轮胎的存货周转率表现也相对更好,由于公司产品以乘用车胎为主,因而存货周转率和乘用车胎占比较高通用股份和玲珑轮胎更为接近;应收账款周转方面公司的表现位于同业中上游。

图表36: 公司的管理费用率相对同业较低



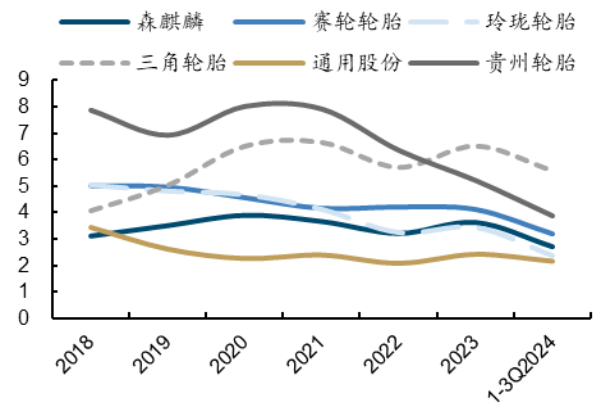
图表37: 公司的研发费用率仍待提升



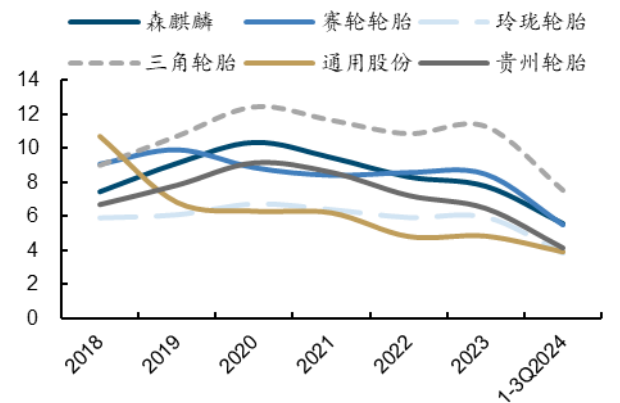
来源: 同花顺、国金证券研究所

来源: 同花顺、国金证券研究所

图表38: 公司的存货周转率仍有提升空间



图表39: 公司的应收账款周转率位于行业中上游



来源: 同花顺、国金证券研究所

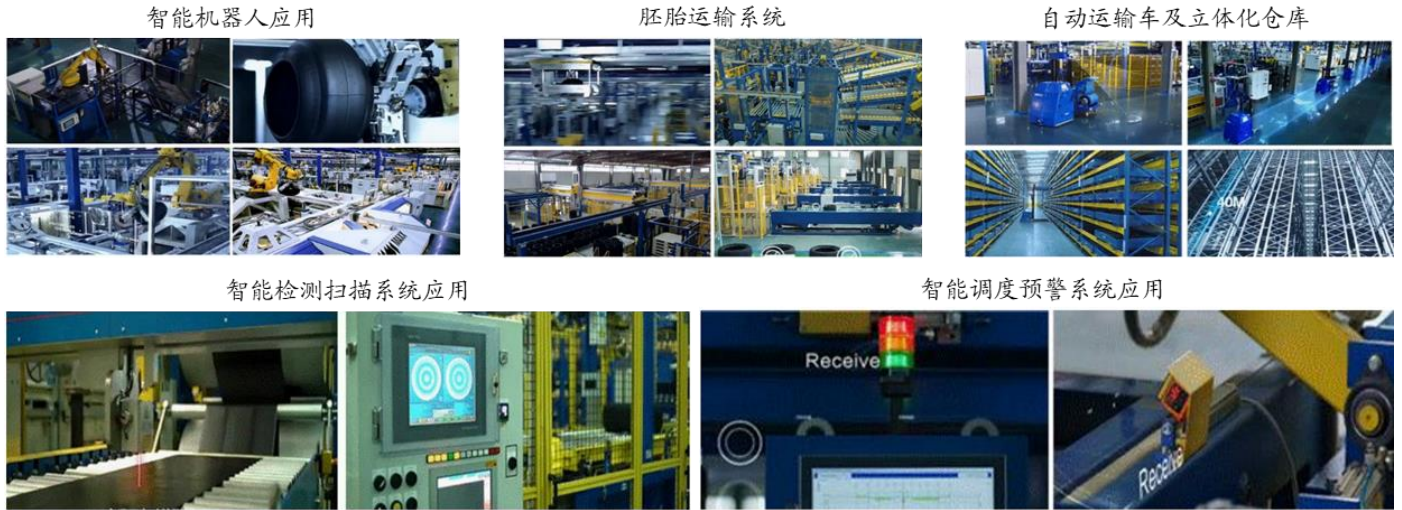
来源: 同花顺、国金证券研究所

■ 公司是业界较早推行智能制造的企业,智能制造水平在行业内具有示范效应。公司从智能中央控制系统、智能生产执行系统、智能仓储物流系统、智能检测扫描系统、智



能调度预警系统五个主要模块，打造覆盖研发及设计、生产制造及检测、仓储及信息化管理的智慧工厂物联网体系，实现轮胎制造“自动化、信息化、智能化、数字化、可视化、可溯化”。智能制造应用可有效提高设备利用率及产能利用率，大幅提升生产效率、降低投资金额和生产成本、大幅减少用工人数、减少物流消耗、降低生产过程中的人工干预、提高产品的均一性及稳定性、提高产品品质及品相。

图表40：公司拥有数字化的智能轮胎生产工厂



来源：公司公告、国金证券研究所

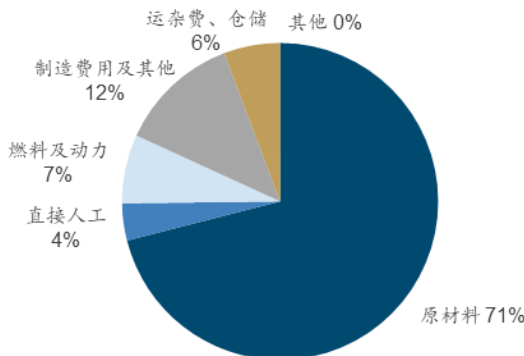
- 依托智能制造降低用工人数，人工成本显著降低。公司建造的智能工厂自动化和信息化的程度较高，从而降低了对工人的需求，对比各家轮胎企业的半钢项目规划，可以发现公司生产单条轮胎的用工人数更少，并且成本结构中人工费用占比一直在 4%左右浮动，同业其他公司大多在 5%-8%之间。

图表41：公司半钢项目用工人数显著小于同类企业

企业	项目基地	产能（万条）	用工人数（人）	每百万条人员（人）
森麒麟	摩洛哥	1200	750	63
	西班牙	1200	750	63
赛轮轮胎	柬埔寨	1200	1000	83
	墨西哥	600	678	113
通用股份	泰国	1000	1293	129
	柬埔寨	600	799	133

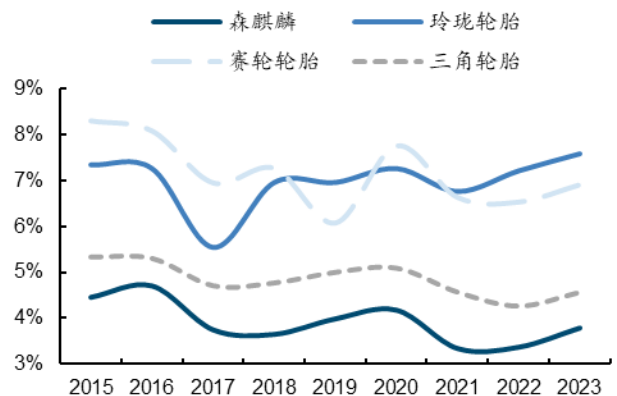
来源：各公司公告、国金证券研究所

图表42：公司的产品成本构成中原材料占比最高



来源：公司公告、国金证券研究所

图表43：公司的生产成本中人工费用占比相对较低



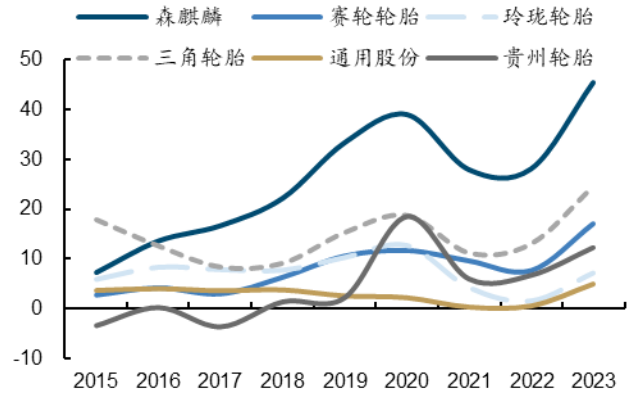
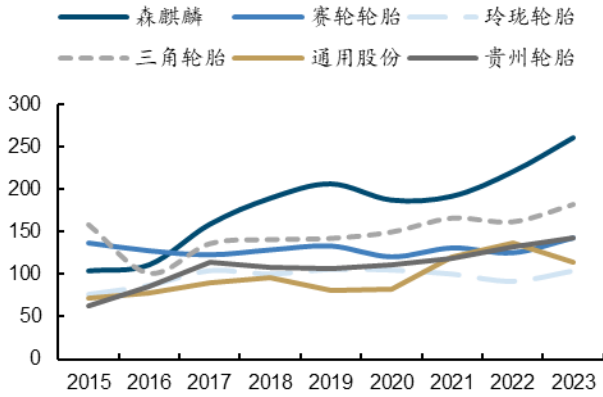
来源：各公司公告、国金证券研究所



- 智能化生产助力公司降本增效，人均创收创利均持续领先同业。2018-2021 年期间公司的人均创收维持在 200 万元左右，国内同业大多在 100-150 万元，近几年公司的人均创收快速增长，从 2021 年的 192 万元提升至 2023 年的 261 万元；人均创利同样遥遥领先，2023 年公司人均创利为 45.5 万元，国内同类企业基本都在 25 万元以下。在未来国内人口红利递减，人工价格上涨的背景下，公司通过智能化改革有效地降低人力成本，规避了人工价格提高带来的风险。

图表44：公司的人均创收领先同业（万元）

图表45：公司的人均创利领先同业（万元）



来源：同花顺、国金证券研究所

来源：同花顺、国金证券研究所

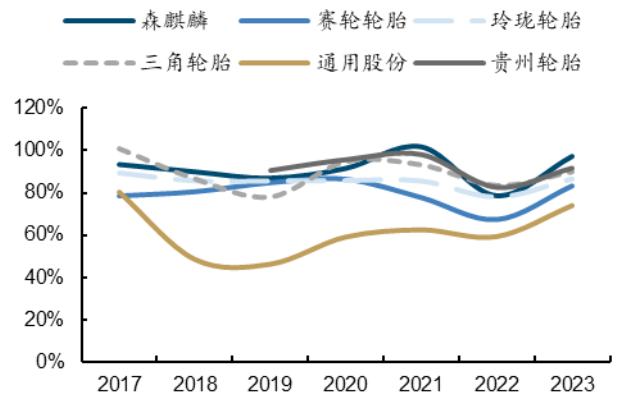
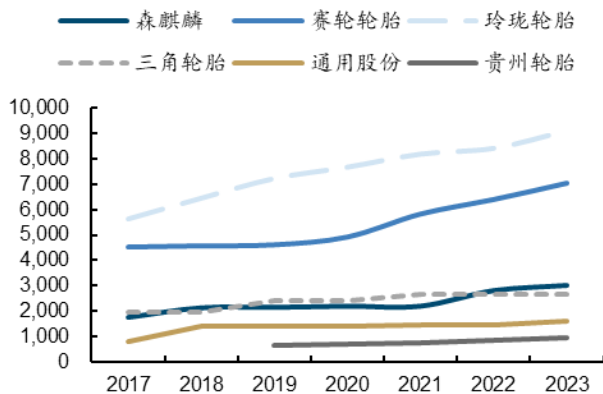
## 二、海外基地+高端配套同步推进，双轮驱动持续成长

### 2.1 谨慎扩张，摩洛哥基地有望驱动业绩增长

- 公司扩产节奏相对温和，扩产的同时保障了较高的产能利用率。公司实际产能从 2017 年的 1768 万条提升至 2023 年的 3000 万条，其中 2018 年和 2022 年的产能提升幅度最大，2018 年产能同比增长 21% 达到 2135 万条，2022 年随着泰国基地产能放量总产能从 2200 万条提升至 2800 万条。由于公司在产能扩张方面并不激进，并且客户订单需求稳定，公司产能利用率相对同业一直维持在较高水平。从实际销售情况来看，公司产品销售量一直维持正增长，2024 年前三季度实现轮胎销售 2336 万条，同比增长 7.9%；其中半钢胎销量 2268 万条，同比增长 7.3%；全钢胎销量 68 万条，同比增长 30.1%。

图表46：公司产能扩张节奏较为温和（万条）

图表47：公司产能利用率维持在较高水平



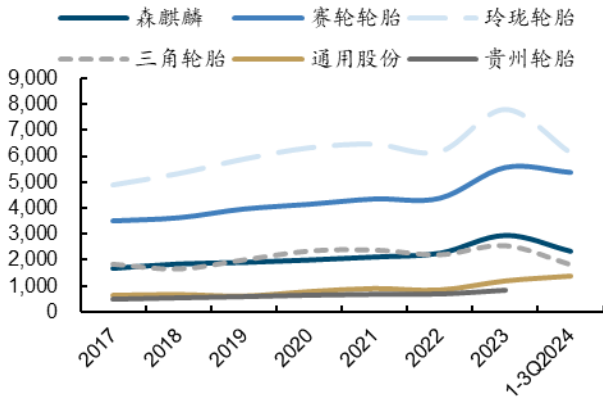
来源：各公司公告、国金证券研究所

来源：各公司公告、国金证券研究所

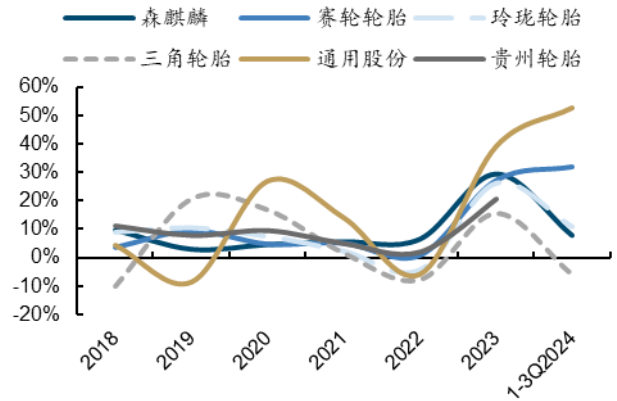




图表48: 公司轮胎总销量稳步增长 (万条)



图表49: 公司轮胎总销量增速维持正增长

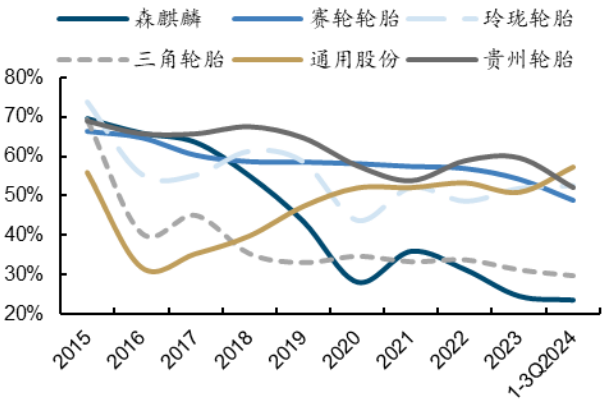


来源: Wind、国金证券研究所

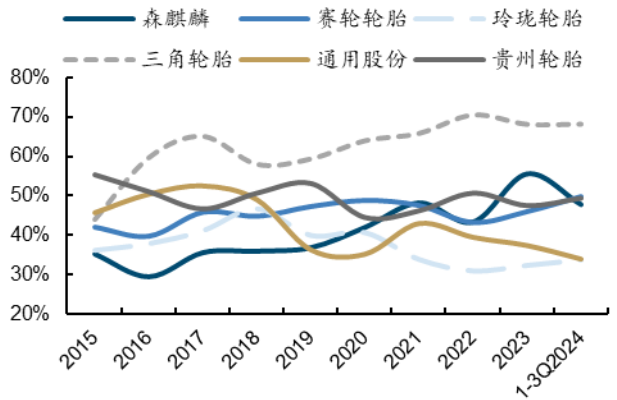
来源: Wind、国金证券研究所

- 公司整体资产结构较好, 抗风险能力较强。从资产结构对比来看, 公司的资产负债率呈现出震荡向下的趋势, 从2015年的70%降低至2023年的25%, 相比同业改善非常明显; 同时公司的流动资产占比也在持续提升, 从2015年的35%提升至2023年的56%, 使得企业具备较强的偿债能力和较高的运营灵活性。

图表50: 公司的资产负债率相对较低



图表51: 公司的流动资产占比相对较高



来源: 同花顺、国金证券研究所

来源: 同花顺、国金证券研究所

- 全球化战略持续推进, 摩洛哥投产放量将持续助力公司业绩增长。从公司现有的产能布局来看, 国内青岛工厂和海外泰国工厂运营较为成熟, 摩洛哥工厂在今年9月30日首胎下线, 欧洲西班牙项目仍在推进中。摩洛哥基地首批轮胎产品正式下线标志着公司继在泰国成功运营两座智能化工厂后, 跳出中国轮胎产能日益集中的东南亚地区, 顺利实现“出海2.0”, 凭借这一重要落子进一步完善了全球产能布局, 实现全球产能“黄金三角”, 对稳步推进公司“833plus”战略目标、提升行业地位具有重要深远意义。从盈利角度来看, 摩洛哥在出口欧美方面地理位置较为优越, 运输距离更短且海运费更低因而海外经销商能接受的出厂定价也会相对更高, 根据公司可研报告显示摩洛哥基地1200万条半钢胎达产后预计可实现总收入30亿元, 税后利润预计为6.7亿元, 净利率可达到22.2%。按当前订单和产能爬坡节奏来看, 预计摩洛哥工厂2025年将实现大规模放量, 全年可释放600-800万条产量, 2026年实现满产达到1200万条产量。

图表52: 公司在建项目集中在海外地区

基地	项目	产能 (万条)	投资额 (亿元)	预期收入 (亿元)	预期税后利润 (亿元)	盈利能力	投产时间
摩洛哥	半钢胎一期	600	21.3	15.1	3.2	21.0%	2024年9月30日
	半钢胎二期	600	13.9	15.1	3.5	23.4%	首胎下线
西班牙	半钢胎	1200	39.8	38.4	6.5	17.1%	-

来源: 公司公告、国金证券研究所 (摩洛哥基地披露数据为美元, 西班牙基地披露数据为欧元, 按照12月9日汇率折算为人民币数据)



- 摩洛哥工厂具备地理和出口贸易等多方优势，综合竞争能力较强。公司的摩洛哥项目选址所在地位于北部港口城市丹吉尔市郊，丹吉尔位于直布罗陀海峡交通咽喉，最近处距西班牙大陆仅 14 公里；项目选址所在地距丹吉尔国际机场、高铁站、市中心均约 15 公里；距丹吉尔地中海港 35 公里，紧邻 A4 高速公路和火车站。从货物运输角度来看，丹吉尔地中海港为非洲第一大集装箱港，地中海沿岸最大的港口，可辐射 77 个国家 186 个港口，此外项目选址所在地的货物也可通过陆运直接到达欧洲大陆。除了地理位置优越，摩洛哥的人力成本也相对较低，同时对外贸易政策优势显著，为非洲唯一与美国签署自由贸易协定的国家，在税收方面也有相关的减免优惠。

图表53: 摩洛哥当地投资优势显著

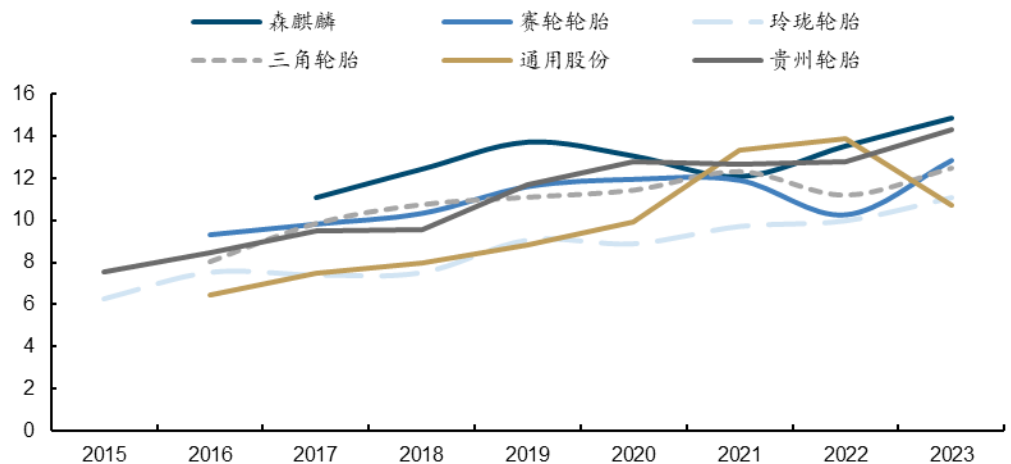
优势	具体表现
经济发展前景良好	经济增长平稳，吸引外国投资总体保持上升趋势。预计该国 2024 年经济增速 3.3%，2025 年为 4.6%。
发展规划目标明确	除磷酸盐等极少数战略产业外，所有行业均对投资者开放。
基础设施建设不断加强	目前摩洛哥已通车高速公路总里程为 1839 公里，居民人数超过 30 万人口的城市均已连接到高速公路网络，非洲首条高速铁路丹吉尔—盖尼特拉高铁已于 2018 年年底顺利通车。
地理区位优势明显	地处非洲西北端，扼守直布罗陀海峡，距欧洲仅 14 公里，是连接欧盟、阿拉伯世界（中东）和非洲三大市场的枢纽，与欧洲 32 个城市、非洲 34 个城市和中东 6 个城市直航。
经济开放程度较高	摩洛哥与欧盟、美国、土耳其等 56 个国家和地区签订自贸协定，覆盖 10 亿人口的大市场。2019 年加入非洲大陆自贸区。是非洲唯一与美国签署自由贸易协定的国家，轮胎产品出口美国享受零关税。
人力成本相对较低	摩洛哥 34 岁以下人口占总人口的 64%，劳动人口有 1200 万。法律规定非农业领域最低工作报酬为 16.34 迪拉姆/小时。
税收减免	中国在摩洛哥投资的企业，前 5 年免缴企业所得税，从第 6 年开始减半征收；免缴进口关税、进口环节增值税；免缴生产和消费税、出口税；免缴营业税 15 年；免缴市政税 15 年；企业建立、增资、扩大规模、企业购买土地，免缴注册税和印花税等相关优惠政策。

来源：商务部、公司公告、国金证券研究所

## 2.2 管理优化，高端配套塑造品牌价值

- 聘请海外专家组建配套团队，员工激励较为充分。公司在 2023 年 9 月聘请 Philippe OBERTI 担任副总经理和研发中心主任，曾任法国米其林全球轮胎配套和替换部门高级设计专家；米其林亚洲研发中心轮胎配套高级技术经理；佳通轮胎印尼公司执行副总裁兼研发中心负责人；韩泰轮胎研发副总裁。公司聘请的专家在海外头部胎企有多年工作经验，且主要深耕配套业务，对公司攻克高端配套市场带来较强助力。在员工激励方面，公司的人均薪酬也持续领先同业。

图表54: 公司的人均薪酬领先同业（万元）



来源：同花顺、国金证券研究所

- 配套市场定位于攻坚全球中高端主机厂的原则，客户覆盖面不断扩大。公司凭借持续精进的研发能力、生产质量管理、信息化建设、配套商务、体系运行等打造配套领域的综合竞争力，正跻身更多全球知名车企供应商名录。目前公司已成为德国大众集团、



德国奥迪汽车、雷诺汽车、Stellantis(斯特兰蒂斯)集团、广汽丰田、广州汽车、长城汽车、吉利汽车、北汽汽车、奇瑞汽车等整车厂商的合格供应商。

图表55: 公司的配套客户覆盖面较广



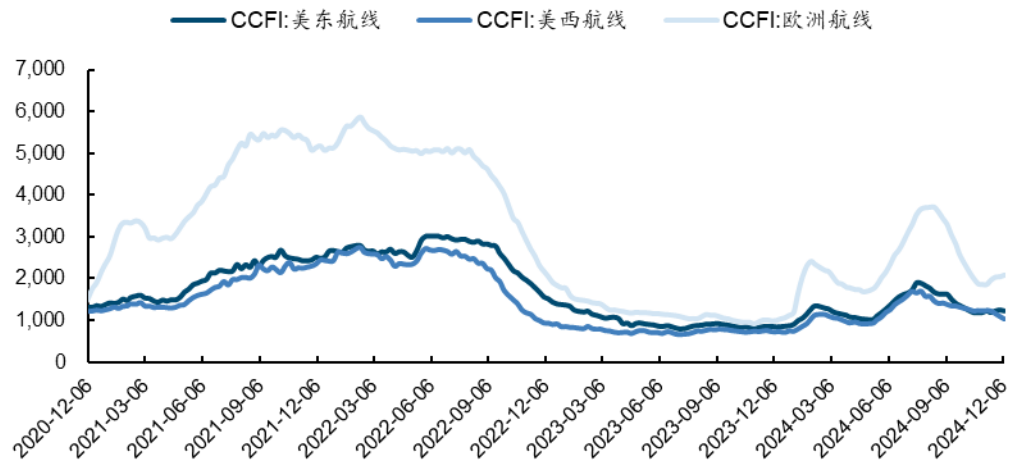
来源: 公司公告、国金证券研究所

- 摩洛哥汽车产业高速发展且对零部件本地化生产率有要求,公司作为首家轮胎工厂在配套领域具备先发优势。2012年雷诺在丹吉尔的工厂投产,年产40万辆汽车;2019年6月标致雪铁龙(PSA)在盖尼特拉的工厂正式投产,初期年产量10万辆,2023年将逐步增至20万辆。摩洛哥工业、贸易、投资和数字经济部长宣布,摩洛哥目前的汽车年产量为70万辆,并打算在2025年提升到100万辆的规模。摩洛哥目前汽车零部件本地化率较低,在提高本地化生产方面面临的挑战包括轮胎、轮圈、机械装置等零部件的原材料产业欠缺,本国资金对汽车行业投资不足等。近年国际知名汽车零部件生产商来摩洛哥投资步伐加快,每年新建10余家相关工厂,主要集中在丹吉尔汽车城和盖尼特拉大西洋保税区。森麒麟工厂作为目前摩洛哥唯一一家轮胎企业,有望持续受益于当地汽车产业的蓬勃发展。

### 2.3 行业边际改善, 市占率有望稳步提升

- 海运价格逐渐回归常态,出口订单持续修复。今年以来由于红海事件导致海运费再次上涨,2月份阶段性回落后从5月开始继续上涨,直到8月才开始持续回落,因而2-3季度期间企业的出口订单也受到了海运带来的不利影响,考虑到目前海运已经逐渐回归常态,预计海运对收入和利润带来的负面影响也将得到显著缓解。

图表56: 运价指数小幅上涨后再度回归常态



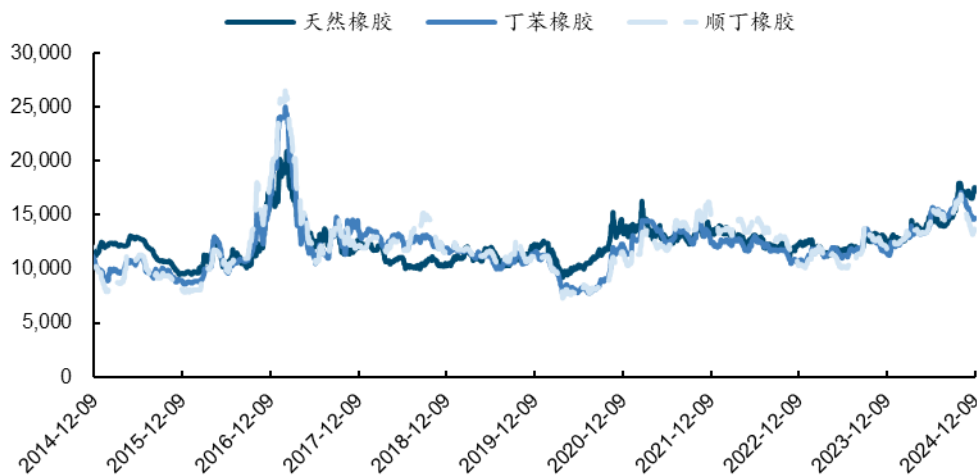
来源: Wind、国金证券研究所(海运指数的单位基准为:1998年1月1日=1000)

- 核心原材料价格涨后回落,整体盈利能力有望维持。轮胎企业的成本主要由原材料、人工、能源、设备折旧以及其他费用等构成,公司的原料成本占比在70%左右。从原



料结构来看，天然橡胶和合成橡胶的占比最高，因此橡胶价格波动对于轮胎企业生产成本有较大影响。橡胶价格从2018年开始至今年上半年基本在1.5万元/吨以下波动，但随着橡胶行业供需改善，叠加今年9月由于台风原因东南亚地区遭遇洪灾，导致橡胶供应受到影响，因而橡胶价格持续上涨，一度突破1.7万元/吨，直到10月随着相关天气灾害影响逐渐缓和价格才开始回落。考虑到轮胎企业4季度纷纷开始提价传导成本压力，随着涨价逐渐落地预计盈利端也将得到修复。

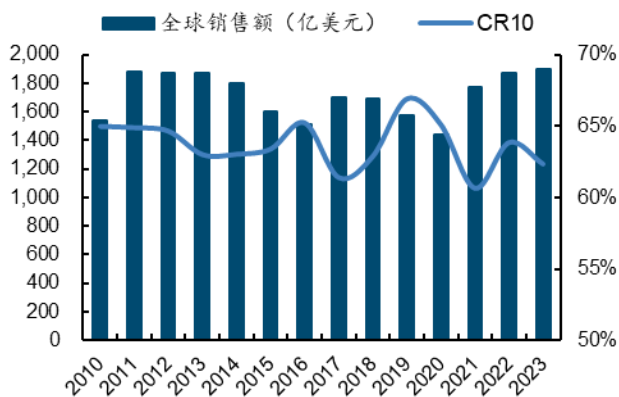
图表57：今年10月橡胶价格开始回落（元/吨）



来源：同花顺、国金证券研究所

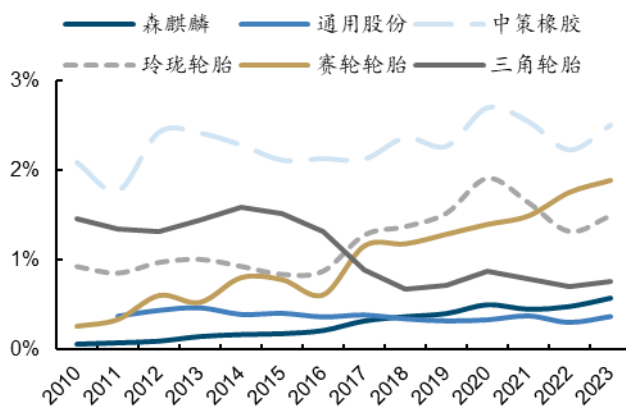
- 国内轮胎企业依托性价比优势冲击全球市场，公司作为多基地布局的企业未来市占率有望进一步提升。经过多年的发展我国轮胎产品性能质量不断提升，开始逐渐得到全球市场的认可，近几年国内企业主要凭借自身产品的性价比优势去和海外品牌竞争。2024年全球轮胎75强中我国内地企业中策橡胶和赛轮轮胎均进入销售额前十（销售额为2023年数据），前十销售额占比回落至62.3%。过去十年，森麒麟的全球市占率呈现出稳步提升的态势，从2012年的0.1%提升至2023年的0.6%。从国内轮胎企业的海外布局进程来看，目前国内企业的东南亚基地已经较为成熟，进入到扩建产能阶段，森麒麟的全球化布局已经率先从亚洲延伸到非洲地区，实现多基地布局后保障供应链稳定性的同时也将进一步扩大销售从而抢占市场份额。

图表58：全球轮胎销售额和市场集中度情况



来源：《轮胎商业》、国金证券研究所

图表59：森麒麟的全球市占率持续提升



来源：《轮胎商业》、国金证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

#### ■ 销售收入预测：

- 半钢胎：公司的摩洛哥工厂在今年9月底首胎下线，按当前订单和产能爬坡节奏来看预计摩洛哥工厂2025年将实现大规模放量，全年可释放600-800万条产量。随着海外基地新产能的持续放量，预计2024-2026年可实现收入78.6、100.8、



113.8 亿元。

② 全钢胎：公司的泰国二期全钢胎项目仍处于爬坡阶段，随着泰国产能持续放量叠加海外客户的不断开拓，预计 2024-2026 年可实现收入 9.1、12.8、14.6 亿元。

- 盈利预测：今年以来轮胎行业维持高景气的状态，核心原料橡胶的价格震荡上行后目前开始持续回落，橡胶行业供需虽然有所改善但整体并不紧缺预计长期价格温和上涨的概率更大，行业需求具备支撑的状态下企业能够通过涨价传导成本压力，因而景气度较高的半钢板块盈利状态有望维持。考虑到公司摩洛哥基地综合竞争优势较强，叠加公司海外产能和高性能产品占比的提升，预计后续产品综合单价有所提升，毛利率将继续维持，预计 2024-2026 年公司半钢胎毛利率分别为 34%、35%、35%；全钢胎方面由于美国对泰国征收了反倾销税，盈利能力也会随之回落，预计 2024-2026 年毛利率分别为 20%、15%、15%。

图表60：公司分产品盈利和假设

产品	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>半钢胎</b>						
收入（百万元）	5171	5876	7038	7860	10080	11378
成本（百万元）	3969	4648	5219	5161	6545	7394
毛利（百万元）	1202	1228	1819	2699	3535	3984
毛利率	23.2%	20.9%	25.8%	34.3%	35.1%	35.0%
<b>全钢胎</b>						
收入（百万元）		409	793	909	1277	1459
成本（百万元）		353	645	726	1084	1238
毛利（百万元）		56	149	183	193	221
毛利率		13.7%	18.7%	20.1%	15.1%	15.1%
<b>航空胎</b>						
收入（百万元）					40	120
成本（百万元）					26	77
毛利（百万元）					14	43
毛利率					36.0%	36.0%
<b>合计</b>						
总收入（百万元）	5177	6292	7842	8779	11408	12968
YOY	10.0%	21.5%	24.6%	12.0%	29.9%	13.7%
毛利（百万元）	1208	1290	1977	3125	3752	4257
毛利率	23.3%	20.5%	25.2%	35.6%	32.9%	32.8%
<b>费用假设</b>						
销售费用率	2.8%	2.5%	2.4%	2.0%	2.4%	2.5%
管理费用率	2.6%	2.7%	2.2%	2.2%	2.3%	2.4%
研发费用率	2.1%	1.8%	2.1%	2.4%	2.4%	2.4%
归母净利润（百万元）	753	801	1369	2270	2652	2994
YOY	-23.2%	6.3%	70.9%	65.9%	16.8%	12.9%

来源：Wind、国金证券研究所

- 费用假设：销售费用方面由于公司大客户销售占比相对较高，因而整体销售费用率也相对较低，考虑到摩洛哥基地投产后需要加大客户开拓销售费用率应该会有所提升，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 2%、2.4%、2.5%；管理费用率预计分别为 2.2%、2.3%、2.4%；研发费用预计未来 3 年维持在 2.4%。
- 投资建议：森麒麟作为国内优秀的智能制造轮胎企业，产品结构相对较好且海外销售占比高，在新一轮出海浪潮下公司通过布局摩洛哥基地再度领先，叠加高端配套领域持续推进将助力公司提升品牌力，随着新产能的释放和产品结构的优化，公司实现收入增长的同时盈利能力也将继续维持高位。基于以上假设，我们预测 2024-2026 年公



司可实现营业收入 87.8、114.1、129.7 亿元，归母净利润分别为 22.7、26.5、29.9 亿元，对应的 EPS 分别为 2.2、2.6、2.9 元。当前股价对应估值分别为 11.35、9.72、8.61 倍 PE，目前估值也相对较低，仍然给予“买入”评级。

#### 四、风险提示

- 1、原料价格大幅波动：橡胶、炭黑和钢丝帘线等原材料占据公司生产成本的 70%左右，若这些原料的价格大幅上涨那么公司的产品毛利率会受到影响。
- 2、新产能释放低于预期：若公司海外在建项目受到不可抗力的因素影响，投产进度可能不及预期，将对公司的收入和利润造成影响。
- 3、国际贸易摩擦：公司产品的海外市场主要集中在美国和欧盟等地区，近两年持续的“反倾销、反补贴”等国际贸易摩擦对国内轮胎公司出口造成明显冲击，若后续出现新的贸易摩擦和贸易政策变化等，公司的出口市场会受到影响。
- 4、海运费大幅波动：2021-2022 年期间海运费经历了暴涨暴跌，对公司的出口销售和产  
品盈利均造成了影响，若后续海运费再次出现大幅波动，公司业绩可能受到影响。
- 5、汇率大幅波动：目前公司 9 成左右的产品销售收入和毛利润均源于海外市场，若人民  
币汇率大幅波动可能对公司收入造成影响。


**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>5,177</b>	<b>6,292</b>	<b>7,842</b>	<b>8,779</b>	<b>11,408</b>	<b>12,968</b>	货币资金	1,544	1,989	3,894	3,452	3,717	4,371	
增长率	21.5%	24.6%	12.0%	29.9%	13.7%		应收款项	704	977	1,223	1,238	1,515	1,651	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,969</b>	<b>-5,002</b>	<b>-5,865</b>	<b>-5,654</b>	<b>-7,655</b>	<b>-8,711</b>	存货	1,354	1,737	1,470	1,549	2,097	2,387	
%销售收入	76.7%	79.5%	64.4%	67.1%	67.2%		其他流动资产	1,422	129	2,127	2,120	2,144	2,156	
<b>毛利</b>	<b>1,208</b>	<b>1,290</b>	<b>1,977</b>	<b>3,125</b>	<b>3,752</b>	<b>4,257</b>	流动资产	5,024	4,831	8,714	8,358	9,473	10,564	
%销售收入	23.3%	20.5%	25.2%	35.6%	32.9%	32.8%	%总资产	48.3%	43.5%	55.7%	49.0%	48.9%	48.6%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-28</b>	<b>-35</b>	<b>-46</b>	<b>-52</b>	长期投资	21	21	12	12	12	12	
%销售收入	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	4,963	5,460	6,001	7,264	8,454	9,755	
<b>销售费用</b>	<b>-146</b>	<b>-156</b>	<b>-188</b>	<b>-176</b>	<b>-274</b>	<b>-324</b>	%总资产	47.7%	49.1%	38.3%	42.5%	43.6%	44.8%	
%销售收入	2.8%	2.5%	2.4%	2.0%	2.4%	2.5%	无形资产	141	193	193	188	184	179	
<b>管理费用</b>	<b>-133</b>	<b>-168</b>	<b>-170</b>	<b>-193</b>	<b>-262</b>	<b>-311</b>	非流动资产	5,371	6,284	6,935	8,713	9,899	11,194	
%销售收入	2.6%	2.7%	2.2%	2.2%	2.3%	2.4%	%总资产	51.7%	56.5%	44.3%	51.0%	51.1%	51.4%	
<b>研发费用</b>	<b>-109</b>	<b>-113</b>	<b>-165</b>	<b>-211</b>	<b>-274</b>	<b>-311</b>	<b>资产总计</b>	<b>10,395</b>	<b>11,116</b>	<b>15,650</b>	<b>17,072</b>	<b>19,372</b>	<b>21,758</b>	
%销售收入	2.1%	1.8%	2.1%	2.4%	2.4%	2.4%	短期借款	102	14	15	25	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>805</b>	<b>839</b>	<b>1,426</b>	<b>2,511</b>	<b>2,897</b>	<b>3,259</b>	应付款项	1,190	1,155	1,434	1,278	1,690	1,924	
%销售收入	15.5%	13.3%	18.2%	28.6%	25.4%	25.1%	其他流动负债	140	266	312	365	416	470	
<b>财务费用</b>	<b>-85</b>	<b>135</b>	<b>-7</b>	<b>-16</b>	<b>-14</b>	<b>-5</b>	流动负债	1,432	1,435	1,761	1,668	2,106	2,394	
%销售收入	1.7%	-2.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	长期贷款	396	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>23</b>	<b>-17</b>	<b>-14</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	1,920	2,056	2,103	2,090	2,095	2,098	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-9</b>	<b>57</b>	<b>-54</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	3,749	3,492	3,864	3,758	4,201	4,492	
<b>投资收益</b>	<b>-21</b>	<b>-163</b>	<b>105</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,646</b>	<b>7,624</b>	<b>11,786</b>	<b>13,314</b>	<b>15,171</b>	<b>17,266</b>	
%税前利润	n.a	n.a	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	650	650	744	1,029	1,029	1,029	
<b>营业利润</b>	<b>728</b>	<b>865</b>	<b>1,471</b>	<b>2,495</b>	<b>2,883</b>	<b>3,254</b>	未分配利润	3,292	3,960	5,195	6,898	8,754	10,849	
营业利润率	14.1%	13.7%	18.8%	28.4%	25.3%	25.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
<b>营业外收支</b>	<b>47</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,395</b>	<b>11,116</b>	<b>15,650</b>	<b>17,072</b>	<b>19,372</b>	<b>21,758</b>	
<b>税前利润</b>	<b>775</b>	<b>852</b>	<b>1,471</b>	<b>2,495</b>	<b>2,883</b>	<b>3,254</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	15.0%	13.5%	18.8%	28.4%	25.3%	25.1%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-22</b>	<b>-52</b>	<b>-102</b>	<b>-225</b>	<b>-231</b>	<b>-260</b>	每股收益	1.160	1.233	1.839	2.206	2.576	2.908	
所得税率	2.8%	6.1%	6.9%	9.0%	8.0%	8.0%	每股净资产	10.230	11.735	15.842	12.933	14.737	16.772	
<b>净利润</b>	<b>753</b>	<b>801</b>	<b>1,369</b>	<b>2,270</b>	<b>2,652</b>	<b>2,994</b>	每股经营现金净流	1.280	1.583	3.181	2.622	2.890	3.537	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.166	0.170	0.410	0.552	0.773	0.873	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>753</b>	<b>801</b>	<b>1,369</b>	<b>2,270</b>	<b>2,652</b>	<b>2,994</b>	<b>回报率</b>							
净利率	14.6%	12.7%	17.5%	25.9%	23.2%	23.1%	净资产收益率	11.34%	10.50%	11.61%	17.05%	17.48%	17.34%	
							总资产收益率	7.25%	7.20%	8.74%	13.30%	13.69%	13.76%	
							投入资本收益率	8.73%	8.23%	9.62%	14.90%	15.52%	15.56%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	10.03%	21.53%	24.63%	11.96%	29.94%	13.68%	
							EBIT增长率	-31.97%	4.31%	69.92%	76.03%	15.38%	12.49%	
							净利润增长率	-23.17%	6.30%	70.88%	65.91%	16.80%	12.88%	
							总资产增长率	34.36%	6.93%	40.79%	9.09%	13.47%	12.32%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	38.6	43.8	46.9	47.0	44.0	42.0	
							存货周转天数	98.7	112.8	99.8	100.0	100.0	100.0	
							应付账款周转天数	58.7	51.2	51.0	52.0	50.0	50.0	
							固定资产周转天数	214.3	287.5	259.3	242.5	192.7	183.6	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-8.08%	-1.57%	-18.05%	-12.58%	-12.96%	-15.17%	
							EBIT利息保障倍数	9.4	-6.2	192.7	152.2	202.0	674.1	
							资产负债率	36.06%	31.41%	24.69%	22.01%	21.69%	20.65%	

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	6	31	40	85
增持	0	0	6	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.16	1.13	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-09-01	买入	33.00	N/A
2	2023-10-24	买入	29.37	N/A
3	2024-01-25	买入	30.02	N/A
4	2024-01-29	买入	30.01	N/A
5	2024-03-01	买入	31.38	N/A
6	2024-04-19	买入	34.27	N/A
7	2024-08-30	买入	23.05	N/A
8	2024-10-19	买入	25.38	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。





**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究