

橡胶制品

森麒麟 (002984.SZ)

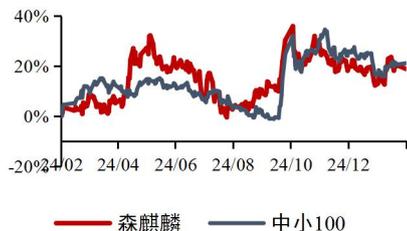
买入-A(首次)

全年业绩高增长，摩洛哥工厂放量可期

2025年2月6日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025年2月5日

收盘价(元):	24.80
年内最高/最低(元):	35.21/20.70
流通A股/总股本(亿):	7.05/10.35
流通A股市值(亿):	174.84
总市值(亿):	256.78

基础数据：2024年9月30日

基本每股收益(元):	2.13
摊薄每股收益(元):	2.13
每股净资产(元):	12.43
净资产收益率(%):	13.48

资料来源：最闻

分析师：

李旋坤

执业登记编码：S0760523110004

邮箱：lixuankun@sxzq.com

研究助理：

王金源

邮箱：wangjinyuan@sxzq.com

事件描述

➢ 1月23日，公司发布《2024年度业绩报告》，预计2024年实现归母净利润21.0-23.6亿元，同比增长53.45%-72.45%；扣非归母净利润20.4-23.0亿元，同比增长56.37%-76.30%；基本每股收益为2.03-2.28元/股，同比增长40.97%-58.33%。其中，预计2024Q4实现归母净利润3.74-6.34亿元，同环比分别-0.27%~-69.07%/-42.28%~-2.16%；扣非归母净利润为3.22-5.82亿元，同环比分别-7.20%~-67.72%/-51.14%~-11.68%。

事件点评

➢ **PCR海外市场需求旺盛，公司产品持续供不应求。**据国家统计局和海关总署数据，2024年，国内橡胶轮胎外胎产量累计11.9亿条，累计同比增长9.2%；出口累计6.8亿条，同比增长10.3%，2024年轮胎消费端持续景气。公司高品质、高性能轿车及轻卡轮胎产品在海外市场也持续供不应求。

➢ **2024年原材料同比大幅上涨，成本压力仍存。**原材料方面，据我们统计，2024Q1-Q4轮胎原材料价格指数平均值环比分别增长0.4%/6.5%/5.0%/4.7%。多家企业曾开展多轮产品提价，传导成本压力，盈利能力受成本端上涨的负面影响得以减弱。截至2025年1月19日，原材料价格指数为131.8，较2024Q4平均值下降2.8%，建议持续关注未来原材料价格走势。海运费方面，年内海运费波动较大，当前海运费相对正常，建议关注海运费走势。

➢ **摩洛哥工厂订单需求旺盛，2025业绩可期。**公司摩洛哥工厂年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目于2024年四季度投产运行。摩洛哥工厂地理位置优越，订单需求旺盛，预计2025年大规模放量，随着摩洛哥工厂的产能爬坡放量，公司业绩有望再上一个台阶。

投资建议

➢ 预计公司2024-2026年净利润分别为22.3/26.0/29.7亿元，对应公司2月5日收盘价24.80元，PE分别为11.5/9.9/8.6倍。PCR轮胎消费端持续景气，公司摩洛哥工厂订单需求旺盛，随着产能爬坡放量，公司业绩有望再上一个台阶。首次覆盖，给予“买入-A”评级。

风险提示

➢ **原材料价格波动风险。**公司生产所用的主要原材料近年来价格出现较大波动。由于轮胎产品售价调整相对滞后，难以及时覆盖原材料价格上涨对成本的影响，各类原材料价格波动短期内对公司的盈利能力构成不利影响。

➢ **国际贸易摩擦风险。**近年来，美国、巴西、阿根廷、澳大利亚等一些国



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



家和地区针对我国轮胎出口陆续开展“反倾销”调查，美国通过“双反”及301调查限制我国轮胎企业对美出口；欧盟地区为限制从中国进口轮胎，制定欧盟轮胎标签法规，提高轮胎技术标准，限制中国轮胎在欧盟市场的销售。

- 新项目不及预期风险。若公司航空胎项目、西班牙项目和摩洛哥项目进度缓慢可能影响产能释放，对公司生产经营造成不利影响。
- 汇率波动风险。公司海外营收占比较高，汇率波动给公司经营带来的不确定性风险。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,292	7,842	8,446	11,240	13,386
YoY(%)	21.5	24.6	7.7	33.1	19.1
净利润(百万元)	801	1,369	2,229	2,602	2,972
YoY(%)	6.3	70.9	62.9	16.7	14.2
毛利率(%)	20.5	25.2	32.5	29.7	29.2
EPS(摊薄/元)	0.77	1.32	2.15	2.51	2.87
ROE(%)	10.5	11.6	16.3	16.2	15.8
P/E(倍)	32.1	18.8	11.5	9.9	8.6
P/B(倍)	3.5	2.2	1.9	1.6	1.4
净利率(%)	12.7	17.5	26.4	23.1	22.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4831	8714	10707	13757	15319
现金	1989	3894	6534	7586	9512
应收票据及应收账款	888	1153	912	1887	1450
预付账款	68	76	89	123	132
存货	1737	1470	1765	2720	2624
其他流动资产	150	2122	1407	1441	1602
非流动资产	6284	6935	7188	7929	8526
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4956	5570	5941	6391	6829
无形资产	193	193	169	152	142
其他非流动资产	1135	1172	1079	1386	1555
资产总计	11116	15650	17895	21686	23846
流动负债	1435	1761	1990	3370	2995
短期借款	0	0	10	5	6
应付票据及应付账款	899	1142	975	1897	1545
其他流动负债	536	619	1004	1467	1444
非流动负债	2056	2103	2195	2245	2070
长期借款	1887	1962	2050	2097	1925
其他非流动负债	169	140	145	147	145
负债合计	3492	3864	4184	5615	5065
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	650	744	1035	1035	1035
资本公积	2340	5047	4756	4756	4756
留存收益	4066	5434	7361	9593	12108
归属母公司股东权益	7624	11786	13711	16071	18781
负债和股东权益	11116	15650	17895	21686	23846

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	3035	2148	3364
净利润	801	1369	2229	2602	2972
折旧摊销	399	474	511	590	678
财务费用	-135	7	-179	-188	-163
投资损失	163	-105	-26	-29	-32
营运资金变动	-411	445	490	-842	-108
其他经营现金流	211	177	9	15	17
投资活动现金流	-961	-3017	-870	-1223	-1287
筹资活动现金流	-696	2660	475	128	-151
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	1.32	2.15	2.51	2.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	2.29	2.93	2.07	3.25
每股净资产(最新摊薄)	7.04	11.06	12.92	15.20	17.81

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6292	7842	8446	11240	13386
营业成本	5002	5865	5701	7896	9471
营业税金及附加	14	28	25	34	41
营业费用	156	188	193	255	303
管理费用	168	170	197	256	307
研发费用	113	165	165	228	266
财务费用	-135	7	-179	-188	-163
资产减值损失	-17	-14	-8	-11	-17
公允价值变动收益	57	-54	-10	-13	-19
投资净收益	-163	105	26	29	32
营业利润	865	1471	2367	2777	3171
营业外收入	2	1	9	5	6
营业外支出	14	1	5	5	5
利润总额	852	1471	2371	2777	3172
所得税	52	102	141	175	200
税后利润	801	1369	2229	2602	2972
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	801	1369	2229	2602	2972
EBITDA	1317	1958	2792	3224	3660

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	7.7	33.1	19.1
营业利润(%)	18.7	70.1	60.9	17.3	14.2
归属于母公司净利润(%)	6.3	70.9	62.9	16.7	14.2
获利能力					
毛利率(%)	20.5	25.2	32.5	29.7	29.2
净利率(%)	12.7	17.5	26.4	23.1	22.2
ROE(%)	10.5	11.6	16.3	16.2	15.8
ROIC(%)	9.0	10.0	13.1	13.0	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	31.4	24.7	23.4	25.9	21.2
流动比率	3.4	4.9	5.4	4.1	5.1
速动比率	2.1	3.0	4.0	2.9	3.8
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	7.7	8.2	8.0	8.0
应付账款周转率	5.3	5.7	5.4	5.5	5.5
估值比率					
P/E	32.1	18.8	11.5	9.9	8.6
P/B	3.5	2.2	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	19.5	12.1	7.7	6.4	5.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

