

森麒麟 (002984)

单季度净利创新高，全球化布局引领长期成长

事件：

2024 年 4 月 18 日，公司发布一季报，24Q1 公司实现营业收入 21.15 亿元，同比增长 27.6%，环比增长 0.7%；实现归母净利润 5.04 亿元，同比增长 101.3%，环比增长 34.4%。

► 轮胎行业延续高景气，公司一季度业绩实现高增

公司 Q1 业绩实现高增，主要系公司产品在欧美轮胎市场具备高性价比竞争优势，订单需求持续处于供不应求状态，叠加国内市场亦呈现出复苏态势。24Q1 公司半钢胎销量 728.03 万条，同比增长 12.8%，环比下降 0.74%，主要系国内春节影响；全钢胎销量 32.68 万条，同比增长 175.3%，环比增长 19.6%。此外，美国对泰国 PCR 双反关税下降致公司营业成本下降，公司毛利率同/环比分别+9.0/+3.8pct，净利率同/环比分别+8.7pct/+6.0pct。

► 践行“833plus”战略，全球化布局引领长期成长

公司持续践行“833plus”战略规划，即用 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 座用户体验中心，plus 即择机并购一家国际知名轮胎企业。公司泰国二期已于 2023 年大规模投产运行，同时正在加快推进摩洛哥项目和西班牙项目，两个项目合计规划了年产 2400 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎，摩洛哥项目有望与 24Q4 投产，公司长期成长可期。

► 公司保证自身发展的同时重视投资者回报

公司公告了《三年（2023-2025 年）股东回报规划》，明确了 23-25 年公司现金方式派发的现金红利不低于当年归母净利润的 20%、25%、30%，若存在股份回购，则结合当年度以集中竞价方式已实施的回购股份金额后，合计现金分红比例不低于归母净利润的 30%。该股东回报计划显示公司保证自身发展的同时兼顾投资者回报，更有利于公司长远发展。

► 盈利预测、估值与评级

考虑到轮胎行业高景气延续，叠加公司将获得部分返税，我们预计公司 2024-26 年收入分别为 98/118/140 亿元（前值为 96/118/132 亿元），对应增速分别为 25%/20%/19%，归母净利润分别为 22/28/34 亿元（前值为 18/23/26 亿元），对应增速分别为 63%/23%/22%，EPS 分别为 3.02/3.72/4.56 元。鉴于公司海外项目带动长期成长，并参考可比公司估值，我们给予公司 24 年 14 倍 PE，对应目标价 42 元，维持“买入”评级。

风险提示：在建/拟建项目进度不及预期风险；下游需求不及预期的风险；原材料价格大幅波动风险；海外基地受双反制裁的风险。

行业：汽车/汽车零部件
投资评级：买入（维持）
当前价格：34.27 元
目标价格：42.32 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	738.78/502.96
流通 A 股市值(百万元)	17,236.38
每股净资产(元)	16.12
资产负债率(%)	23.80
一年内最高/最低(元)	37.13/26.20

股价相对走势



作者

分析师：柴沁虎
执业证书编号：S0590522020004
邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人：申起昊
邮箱：shenqh@glsc.com.cn
联系人：李绍程
邮箱：lishch@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6292	7842	9780	11770	13965
增长率(%)	21.53%	24.63%	24.72%	20.35%	18.65%
EBITDA(百万元)	1117	1952	3197	3942	4808
归母净利润(百万元)	801	1369	2233	2750	3367
增长率(%)	6.30%	70.88%	63.19%	23.14%	22.43%
EPS(元/股)	1.08	1.85	3.02	3.72	4.56
市盈率(P/E)	31.6	18.5	11.3	9.2	7.5
市净率(P/B)	3.5	2.2	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	18.4	10.3	7.9	6.0	4.4

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 18 日收盘价

相关报告

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1989	3894	3298	4550	6460	营业收入	6292	7842	9780	11770	13965
应收账款+票据	902	1176	1355	1631	1935	营业成本	5002	5865	6568	7849	9257
预付账款	68	76	96	115	137	营业税金及附加	14	28	28	33	40
存货	1737	1470	2055	2456	2897	营业费用	156	188	245	306	363
其他	136	2099	1141	1330	1539	管理费用	281	335	486	585	694
流动资产合计	4831	8714	7946	10083	12969	财务费用	-135	7	96	94	56
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-29	-17	-25	-30	-36
固定资产	4982	5585	6394	7501	8856	公允价值变动收益	57	-54	0	0	0
在建工程	504	431	3211	2192	672	投资净收益	-163	105	-26	-26	-26
无形资产	193	193	161	129	97	其他	25	19	40	45	51
其他非流动资产	610	727	727	727	727	营业利润	865	1471	2346	2892	3543
非流动资产合计	6290	6935	10493	10548	10352	营业外净收益	-12	0	11	11	11
资产总计	11121	15650	18439	20631	23320	利润总额	852	1471	2358	2903	3555
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	52	102	124	153	188
应付账款+票据	899	1142	1359	1624	1915	净利润	801	1369	2233	2750	3367
其他	536	619	672	802	946	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	1435	1761	2030	2426	2861	归属于母公司净利润	801	1369	2233	2750	3367
长期带息负债	1902	1966	2526	1909	1208						
长期应付款	0	0	0	0	0						
其他	160	136	136	136	136						
非流动负债合计	2062	2103	2662	2045	1344						
负债合计	3497	3864	4692	4472	4206						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	650	744	1033	1033	1033						
资本公积	2340	5047	4758	4758	4758						
留存收益	4634	5995	7955	10368	13323						
股东权益合计	7624	11786	13746	16160	19115						
负债和股东权益总计	11121	15650	18439	20631	23320						

现金流量表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	801	1369	2233	2750	3367
折旧摊销	399	474	743	945	1197
财务费用	-135	7	96	94	56
存货减少(增加为“-”)	-383	267	-585	-401	-441
营运资金变动	-411	445	443	-490	-540
其它	745	-207	611	427	467
经营活动现金流	1017	2355	3540	3324	4105
资本支出	-978	-1166	-4300	-1000	-1000
长期投资	20	-200	0	0	0
其他	-4	-1651	-26	-26	-26
投资活动现金流	-961	-3017	-4326	-1026	-1026
债权融资	-391	65	559	-617	-701
股权融资	0	94	289	0	0
其他	-305	2501	-659	-430	-468
筹资活动现金流	-696	2660	190	-1047	-1169
现金净增加额	-755	2037	-595	1252	1910

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	21.53%	24.63%	24.72%	20.35%	18.65%
EBIT	-16.63%	105.93%	66.04%	22.13%	20.48%
EBITDA	-7.49%	74.79%	63.73%	23.30%	21.97%
归属于母公司净利润	6.30%	70.88%	63.19%	23.14%	22.43%
获利能力					
毛利率	20.50%	25.21%	32.85%	33.32%	33.71%
净利率	12.73%	17.45%	22.84%	23.36%	24.11%
ROE	10.50%	11.61%	16.25%	17.02%	17.61%
ROIC	9.57%	17.54%	22.19%	20.59%	23.55%
偿债能力					
资产负债率	31.45%	24.69%	25.45%	21.67%	18.03%
流动比率	3.4	4.9	3.9	4.2	4.5
速动比率	2.1	3.0	2.4	2.7	3.1
营运能力					
应收账款周转率	7.1	6.8	7.3	7.3	7.3
存货周转率	2.9	4.0	3.2	3.2	3.2
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
每股指标(元)					
每股收益	1.1	1.9	3.0	3.7	4.6
每股经营现金流	1.4	3.2	4.8	4.5	5.6
每股净资产	9.9	15.5	18.2	21.4	25.4
估值比率					
市盈率	31.6	18.5	11.3	9.2	7.5
市净率	3.5	2.2	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	18.4	10.3	7.9	6.0	4.4
EV/EBIT	28.6	13.6	10.3	7.9	5.9

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年04月18日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼