

# 森麒麟 (002984.SZ)

## 毛利率提升至 31.3%，摩洛哥项目有望年内落地

买入

### 核心观点

**第一季度业绩超预期，归母净利润创历史新高。**公司发布 2024 年一季度报告，2024 年第一季度公司营收 21.2 亿元（同比+27.6%，环比+0.7%），归母净利润 5.0 亿元（同比+101.3%，环比+34.4%），扣非归母净利润 5.0 亿元（同比+106.7%，环比+43.2%），业绩超预期。一方面由于美国商务部对泰国 PCR 双反终裁结果落地，公司双反税率由 17.06% 降低至 1.24%；另一方面泰国工厂对下游顺利实现提价。公司第一季度毛利率达到 31.3%（同比+9.0pcts，环比+3.8pcts），同比大幅提高 4.7 个百分点，净利率达到 23.8%（同比+8.7pcts，环比+6.0pcts），三费率为 3.7%（同比-1.6pcts）。

**公司泰国二期全钢胎项目快速放量，海外消费降级拉动国产品牌市场需求提升。**公司泰国二期 600 万条半钢轮胎、200 万条全钢轮胎项目于 2023 年大规模投产运行，受益于海外市场需求提升，客户订单持续处于供不应求状态。2024 年第一季度公司轮胎产量 807.6 万条（同比+33.0%，环比+1.2%），其中半钢胎产量 774.0 万条（同比+26.0%，环比+0.7%），全钢胎产量 33.6 万条（同比+148.0%，环比+13.1%）；轮胎销售 760.7 万条（同比+15.7%，环比+0.0%），其中半钢胎销量 728.0 万条（同比+12.8%，环比-0.7%），全钢胎销量 32.7 万条（同比+175.3%，环比+19.6%）。半钢胎产销环比基本持平，主要受国内春节假期影响，全钢胎受益于泰国二期项目放量环比持续提升。

**公司定增资金变更募投项目，加速推进海外基地布局。**公司正在加快推进“森麒麟（摩洛哥）年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”，一、二期项目已于 2023 年 10 月同时开工建设，有望在 2024-2025 年逐步建成投产；稳步推进“西班牙年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”，项目已经获得环评许可，建筑许可尚在审批流程中，有望在 2025-2026 年逐步建成投产。公司在 2023 年 8 月通过定增募资 28 亿元，用于建设西班牙基地项目，此次将募集资金变更为摩洛哥项目，未来产能有望快速增长，将进一步提升公司的整体竞争能力和盈利能力。

**风险提示：**在建项目进度不达预期；行业需求复苏不达预期；主要产品价格下跌风险；反倾销税终裁不确定性等。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“买入”评级。由于公司轮胎出口税率下降，毛利率、净利率水平大幅提升，我们上调公司 2024-2026 年公司归母净利润至 19.6/22.8/26.7 亿元（原值为 18.2/21.2/24.7 亿元），同比增速分别为 43.2%/16.3%/17.2%，摊薄 EPS 分别为 2.65/3.09/3.62 元，当前股价对应 PE 分别为 12.9/11.1/9.5x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,292	7,842	9,464	11,019	12,803
(+/-%)	21.5%	24.6%	20.7%	16.4%	16.2%
净利润(百万元)	801	1369	1960	2281	2672
(+/-%)	6.3%	70.9%	43.2%	16.3%	17.2%
每股收益(元)	1.23	1.84	2.65	3.09	3.62
EBIT Margin	13.3%	18.2%	22.5%	21.8%	22.0%
净资产收益率 (ROE)	10.5%	11.6%	14.7%	15.0%	15.4%
市盈率 (PE)	27.8	18.6	12.9	11.1	9.5
EV/EBITDA	20.8	15.4	10.5	9.4	8.1
市净率 (PB)	2.92	2.16	1.90	1.67	1.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·橡胶

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

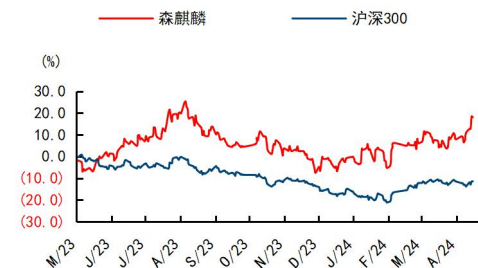
xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	34.27 元
总市值/流通市值	35411/24097 百万元
52 周最高价/最低价	37.13/26.20 元
近 3 个月日均成交额	340.06 百万元

#### 市场走势



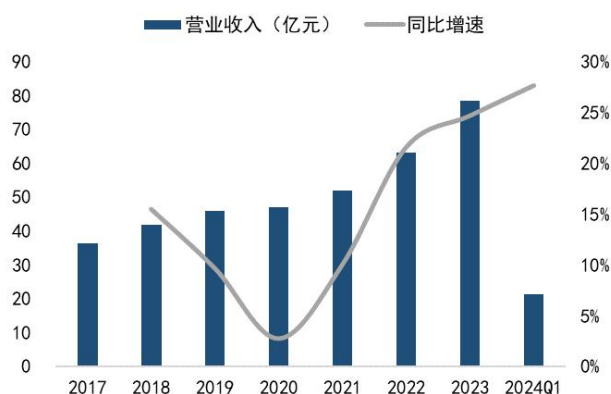
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《森麒麟 (002984.SZ) - 2023 年业绩符合预期，海外基地建设快速推进》——2024-03-01
- 《森麒麟 (002984.SZ) - Q3 营收利润再创新高，投建摩洛哥二期项目》——2023-10-25
- 《森麒麟 (002984.SZ) - 23H1 业绩大幅提升，看好远期成长空间》——2023-08-31
- 《森麒麟 (002984.SZ) - 反倾销初裁税率大幅下降，盈利空间有望打开》——2023-08-18
- 《森麒麟 (002984.SZ) - 业绩环比改善，成长性可期》——2023-04-24

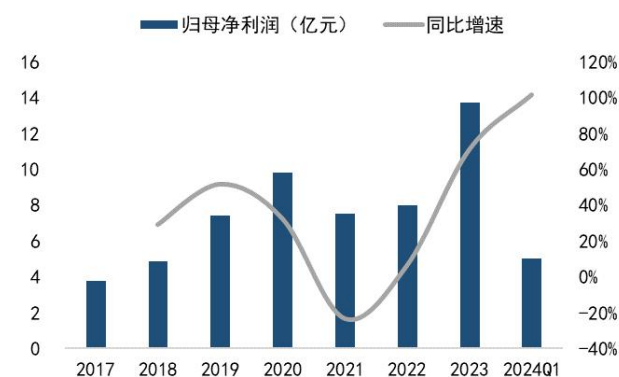
**第一季度业绩超预期，归母净利润创历史新高。**公司发布 2024 年一季度报告，2024 年第一季度公司营收 21.2 亿元（同比+27.6%，环比+0.7%），归母净利润 5.0 亿元（同比+101.3%，环比+34.4%），扣非归母净利润 5.0 亿元（同比+106.7%，环比+43.2%），业绩超预期。一方面由于美国商务部对泰国 PCR 双反终裁结果落地，公司双反税率由 17.06% 降低至 1.24%；另一方面泰国工厂对下游顺利实现提价。公司第一季度毛利率达到 31.3%（同比+9.0pcts，环比+3.8pcts），同比大幅提高 4.7 个百分点，净利率达到 23.8%（同比+8.7pcts，环比+6.0pcts），三费率为 3.7%（同比-1.6pcts）。

图1：森麒麟营业收入及增速



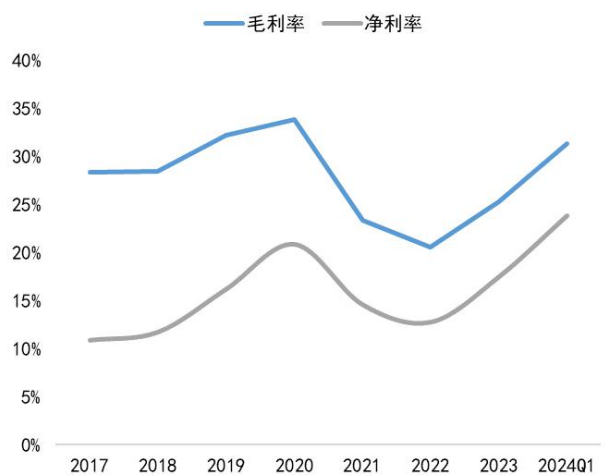
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：森麒麟归母净利润及增速



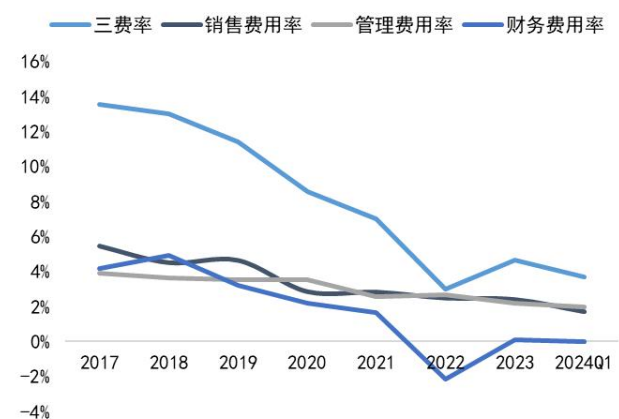
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：森麒麟毛利率与净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：森麒麟费用率

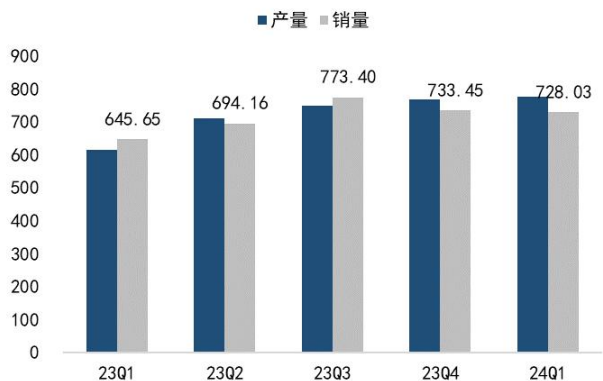


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司泰国二期全钢胎项目快速放量，海外消费降级拉动国产品牌市场需求提升。**公司泰国二期 600 万条半钢轮胎、200 万条全钢轮胎项目于 2023 年大规模投产运行，受益于海外市场需求提升，客户订单持续处于供不应求状态。2024 年第一季度公司轮胎产量 807.6 万条（同比+33.0%，环比+1.2%），其中半钢胎产量 774.0 万条（同比+26.0%，环比+0.7%），全钢胎产量 33.6 万条（同比+148.0%，环比+13.1%）；轮胎销售 760.7 万条（同比+15.7%，环比+0.0%），其中半钢胎销量 728.0 万条（同比+12.8%，环比-0.7%），

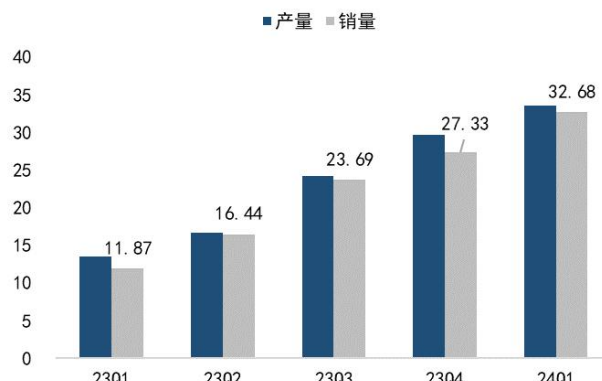
全钢胎销量 32.7 万条（同比+175.3%，环比+19.6%）。半钢胎产销环比基本持平，主要受国内春节假期影响，全钢胎受益于泰国二期项目放量环比持续提升。

图5: 森麒麟半钢胎产量及销量（万条）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 森麒麟全钢胎产量及销量（万条）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司定增资金变更募投项目，加速推进海外基地布局。**公司正在加快推进“森麒麟（摩洛哥）年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”，一、二期项目已于 2023 年 10 月同时开工建设，有望在 2024-2025 年逐步建成投产；稳步推进“西班牙年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”，项目已经获得环评许可，建筑许可尚在审批流程中，有望在 2025-2026 年逐步建成投产。公司在 2023 年 8 月通过定增募资 28 亿元，用于建设西班牙基地项目，此次将募集资金变更为摩洛哥项目，未来产能有望快速增长，将进一步提升公司的整体竞争能力和盈利能力。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“买入”评级。

由于公司轮胎出口税率下降，毛利率、净利率水平大幅提升，我们上调公司 2024-2026 年公司归母净利润至 19.6/22.8/26.7 亿元（原值为 18.2/21.2/24.7 亿元），同比增速分别为 43.2%/16.3%/17.2%，摊薄 EPS 分别为 2.65/3.09/3.62 元，当前股价对应 PE 分别为 12.9/11.1/9.5x，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			PB	投资评级
			亿元	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024			
601058.SH	赛轮轮胎	16.78	552	0.91	1.11	1.29	18.4	15.1	13.0	3.6	无		
601966.SH	玲珑轮胎	23.88	352	0.94	1.45	1.79	20.4	16.4	13.3	1.7	无		
002984.SZ	森麒麟	34.27	253	1.84	2.65	3.09	15.7	12.9	11.1	2.2	买入		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（注：赛轮轮胎、玲珑轮胎为 Wind 一致预测，收盘价均为 2024 年 4 月 18 日）

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1989	3894	6567	7571	8246	营业收入	6292	7842	9464	11019	12803
应收款项	964	1200	985	1087	1263	营业成本	5002	5865	6706	7916	9175
存货净额	1737	1470	1513	1592	1847	营业税金及附加	14	28	28	33	38
其他流动资产	110	1940	189	220	256	销售费用	156	188	199	220	256
<b>流动资产合计</b>	<b>4831</b>	<b>8714</b>	<b>9465</b>	<b>10681</b>	<b>11823</b>	管理费用	168	170	216	228	264
固定资产	5460	6001	6399	7213	8425	研发费用	113	165	189	220	256
无形资产及其他	193	193	235	278	320	财务费用	(135)	7	87	19	11
投资性房地产	631	741	741	741	741	投资收益	(163)	105	100	100	100
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	86	(37)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>11116</b>	<b>15650</b>	<b>16841</b>	<b>18913</b>	<b>21309</b>	其他收入	(145)	(182)	(189)	(220)	(256)
短期借款及交易性金融负债	14	15	20	20	20	营业利润	865	1471	2138	2482	2903
应付款项	899	1142	840	995	1154	营业外净收支	(12)	(0)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	523	605	523	616	715	<b>利润总额</b>	<b>852</b>	<b>1471</b>	<b>2108</b>	<b>2452</b>	<b>2873</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1435</b>	<b>1761</b>	<b>1384</b>	<b>1632</b>	<b>1890</b>	所得税费用	52	102	148	172	201
长期借款及应付债券	1887	1962	1962	1962	1962	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	169	140	140	140	140	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>801</b>	<b>1369</b>	<b>1960</b>	<b>2281</b>	<b>2672</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2056</b>	<b>2103</b>	<b>2103</b>	<b>2103</b>	<b>2103</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3492</b>	<b>3864</b>	<b>3486</b>	<b>3734</b>	<b>3992</b>	净利润	801	1369	1960	2281	2672
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	40	(3)	2	1	2
股东权益	7624	11786	13355	15179	17317	折旧摊销	399	474	608	692	794
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11116</b>	<b>15650</b>	<b>16841</b>	<b>18913</b>	<b>21309</b>	公允价值变动损失	(86)	37	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(135)	7	87	19	11
每股收益	1.23	1.84	2.65	3.09	3.62	营运资本变动	(805)	(1617)	1542	37	(206)
每股红利	0.19	0.01	0.53	0.62	0.72	其它	(40)	3	(2)	(1)	(2)
每股净资产	11.73	15.84	18.07	20.54	23.43	<b>经营活动现金流</b>	<b>309</b>	<b>263</b>	<b>4110</b>	<b>3010</b>	<b>3260</b>
ROIC	10.76%	11.53%	16%	22%	24%	资本开支	0	(967)	(1050)	(1550)	(2050)
ROE	10.50%	11.61%	15%	15%	15%	其它投资现金流	1269	(179)	0	0	0
毛利率	21%	25%	29%	28%	28%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1269</b>	<b>(1146)</b>	<b>(1050)</b>	<b>(1550)</b>	<b>(2050)</b>
EBIT Margin	13%	18%	22%	22%	22%	权益性融资	(114)	2792	0	0	0
EBITDA Margin	20%	24%	29%	28%	28%	负债净变化	(396)	0	0	0	0
收入增长	22%	25%	21%	16%	16%	支付股利、利息	(122)	(11)	(392)	(456)	(534)
净利润增长率	6%	71%	43%	16%	17%	其它融资现金流	17	18	5	0	0
资产负债率	31%	25%	21%	20%	19%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1134)</b>	<b>2788</b>	<b>(387)</b>	<b>(456)</b>	<b>(534)</b>
股息率	0.5%	0.0%	1.5%	1.8%	2.1%	<b>现金净变动</b>	<b>444</b>	<b>1905</b>	<b>2673</b>	<b>1004</b>	<b>675</b>
P/E	27.8	18.6	12.9	11.1	9.5	货币资金的期初余额	1544	1989	3894	6567	7571
P/B	2.9	2.2	1.9	1.7	1.5	货币资金的期末余额	1989	3894	6567	7571	8246
EV/EBITDA	20.8	15.4	10.5	9.4	8.1	企业自由现金流	0	(782)	3076	1412	1155
						权益自由现金流	0	(764)	3065	1413	1163

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032