

森麒麟 (002984.SZ)

公司快报

需求旺盛叠加双反降税助力业绩高增，静候摩洛哥工厂投产

基础化工 | 橡胶制品III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2024-09-09)

22.82元

交易数据

总市值(百万元)	23,485.48
流通市值(百万元)	15,951.54
总股本(百万股)	1,029.16
流通股本(百万股)	699.02
12个月价格区间	33.98/21.08

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.45	1.58	17.93
绝对收益	3.96	-9.08	3.3

分析师

骆红永

 SAC 执业证书编号: S0910523100001
 luohongyong@huajinsec.com.cn

相关报告

森麒麟: 业绩亮眼高增, 全球化布局助力持续成长-华金证券-化工-公司快报-森麒麟
 2024.4.27

投资要点

◆ **事件:** 森麒麟发布 2024 半年报, 24H1 实现营收 41.10 亿元, 同比增长 16.21%; 归母净利润 10.77 亿元, 同比增长 77.71%; 扣非归母净利润 10.59 亿元, 同比增长 81.56%; 毛利率 33.24%, 同比提升 10.84pct。单季度看, 24Q2 实现收入 19.95 亿元, 同比增长 6.16%, 环比增长-5.70%; 归母净利润 5.74 亿元, 同比增长 61.11%, 环比增长 13.88%; 扣非归母净利润 5.62 亿元, 同比增长 63.95%, 环比增长 13.23%; 毛利率 35.27%, 同比提升 12.82pct, 环比提升 3.95pct。

◆ **需求强劲, 双反降税, 产销两旺。**森麒麟已经形成以境外替换市场为核心销售领域、持续培育境内替换市场、重点攻坚全球中高端主机厂配套市场的销售格局。公司持续进行内部流程再造, 最大程度释放智能制造的效应, 不断实现降本增效, 精细化管理模式进一步提升公司盈利能力。公司高品质、高性能半钢轮胎产品在欧美轮胎市场订单需求持续处于供不应求状态, 同时公司持续稳健开拓具备高增长潜力的国内市场。当前产能不足已成为制约公司进一步发展的重要因素, 亟待扩充现有产能, 增强竞争实力。目前公司摩洛哥年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目正按计划推进中, 全力争取 2024 年四季度投产运行, 西班牙年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目也正稳步推进。2024H1, 公司完成轮胎产量 1609 万条, 较上年同期增长 18.90%; 其中, 半钢轮胎产量 1560 万条, 较上年同期增长 17.90%; 全钢轮胎产量 49 万条, 较上年同期增长 62.78%。完成轮胎销售 1510 万条, 较上年同期增长 10.35%; 其中, 半钢轮胎销量 1461 万条, 较上年同期增长 9.06%; 全钢轮胎销量 48 万条, 较上年同期增长 71.28%。公司 2014 年在泰国投资建设年产 1000 万条半钢子午线轮胎智能制造生产基地并成功运营, 泰国二期年产 600 万条高性能半钢子午线轮胎及 200 万条高性能全钢子午线轮胎扩建项目已于 2023 年大规模投产运行。子公司森麒麟泰国取得美国商务部对泰国乘用车和轻卡轮胎反倾销调查第一次年度行政复审终审单独最低税率 1.24%, 表明公司运营管理的合规性及参与国际化竞争的能力处于全球领先水平。2024H1 泰国子公司实现收入 26.09 亿元, 净利润 7.08 亿元, 净利率 27.13%。

◆ **轮胎景气持续。**据森麒麟 2024 半年报, 2024H1 中国橡胶轮胎外胎产量为 52592 万条, 同比增长 10.5%; 出口新的充气橡胶轮胎 33090 万条, 同比增长 10.5%。2024 年上半年, 中国轮胎产量、出口量持续保持稳定增长。海外市场方面, 在欧美消费端具备强刚性需求的轿车、轻卡轮胎产品(半钢轮胎), 该类型产品区别于重卡、载重汽车轮胎产品(全钢轮胎), 具备更强的消费韧性, 中国轮胎产品在欧美半钢轮胎市场具备高性价比的竞争优势, 2024 年上半年海外市场对半钢轮胎的需求量延续上涨态势; 全钢轮胎方面由于海外市场库存相对充足, 加之客户海运成本压力等因素, 需求偏弱。国内市场方面, 2024 年上半年整体需求相对平稳, 国内市场作为中国轮胎市场增长的高潜力市场, 从长期来看, 势必会在充分竞争后凸显出品牌力



带动销售的逻辑。据中国汽车工业协会统计分析，2024年1-6月，中国汽车产销量持续保持稳健增长态势，汽车产销分别完成1389万辆和1405万辆，同比分别增长4.9%和6.1%。新能源汽车持续保持高比例增长，2024年1-6月，新能源汽车产销分别完成493万辆和494万辆，同比分别增长30%和32%。新能源汽车市场占有率稳步提升，截止2024年6月底，国产新能源汽车累计产销量已超过3000万辆。新能源汽车的强劲发展势头为公司持续致力于实现全球高端新能源汽车轮胎领航者的发展目标提供了良好的市场机遇。

◆ **投资建议:** 森麒麟项目建设和产能释放稳步推进，受益于轮胎景气和贸易税率降低，业绩有望持续增长。我们维持盈利预测，预计公司2024-2026年收入分别为95.15/113.26/128.14亿元，同比增长21.3%/19.0%/13.1%，归母净利润分别为22.19/27.09/31.15亿元，同比增长62.1%/22.1%/15.0%，对应PE分别为10.6x/8.7x/7.5x；维持“买入-B”评级。

◆ **风险提示:** 需求不及预期；贸易摩擦风险；原材料大幅波动；项目进度不及预期。

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	9,515	11,326	12,814
YoY(%)	21.5	24.6	21.3	19.0	13.1
归母净利润(百万元)	801	1,369	2,219	2,709	3,115
YoY(%)	6.3	70.9	62.1	22.1	15.0
毛利率(%)	20.5	25.2	31.1	31.4	31.5
EPS(摊薄/元)	0.78	1.33	2.16	2.63	3.03
ROE(%)	10.5	11.6	16.2	16.7	16.2
P/E(倍)	29.3	17.2	10.6	8.7	7.5
P/B(倍)	3.2	2.1	1.8	1.5	1.2
净利率(%)	12.7	17.5	23.3	23.9	24.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4831	8714	10274	12583	14946	营业收入	6292	7842	9515	11326	12814
现金	1989	3894	4559	6565	8249	营业成本	5002	5865	6559	7775	8771
应收票据及应收账款	888	1153	1323	1625	1711	营业税金及附加	14	28	29	33	37
预付账款	68	76	99	109	126	营业费用	156	188	209	249	282
存货	1737	1470	2116	2135	2661	管理费用	168	170	190	227	256
其他流动资产	150	2122	2177	2150	2200	研发费用	113	165	190	227	256
非流动资产	6284	6935	7839	8770	9351	财务费用	-135	7	-61	-100	-156
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-17	-14	-8	-2	-17
固定资产	4956	5570	6378	7186	7682	公允价值变动收益	57	-54	-6	-3	-2
无形资产	193	193	169	152	142	投资净收益	-163	105	0	0	0
其他非流动资产	1135	1172	1292	1432	1527	营业利润	865	1471	2384	2911	3348
资产总计	11116	15650	18113	21353	24298	营业外收入	2	1	0	0	0
流动负债	1435	1761	2269	2931	2999	营业外支出	14	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	852	1471	2384	2911	3348
应付票据及应付账款	899	1142	1140	1565	1487	所得税	52	102	166	202	232
其他流动负债	536	619	1129	1366	1512	税后利润	801	1369	2219	2709	3115
非流动负债	2056	2103	2144	2164	2115	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	1887	1962	2003	2024	1974	归属母公司净利润	801	1369	2219	2709	3115
其他非流动负债	169	140	140	140	140	EBITDA	1317	1958	2853	3455	3947
负债合计	3492	3864	4413	5095	5113						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	650	744	1042	1042	1042	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	2340	5047	4750	4750	4750	成长能力					
留存收益	4066	5434	7098	8995	11020	营业收入(%)	21.5	24.6	21.3	19.0	13.1
归属母公司股东权益	7624	11786	13700	16258	19185	营业利润(%)	18.7	70.1	62.1	22.1	15.0
负债和股东权益	11116	15650	18113	21353	24298	归属于母公司净利润(%)	6.3	70.9	62.1	22.1	15.0
						获利能力					
						毛利率(%)	20.5	25.2	31.1	31.4	31.5
						净利率(%)	12.7	17.5	23.3	23.9	24.3
						ROE(%)	10.5	11.6	16.2	16.7	16.2
						ROIC(%)	9.0	10.0	13.3	13.8	13.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	31.4	24.7	24.4	23.9	21.0
						流动比率	3.4	4.9	4.5	4.3	5.0
						速动比率	2.1	3.0	2.7	2.9	3.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	8.3	7.7	7.7	7.7	7.7
						应付账款周转率	5.3	5.7	5.7	5.7	5.7
						估值比率					
						P/E	29.3	17.2	10.6	8.7	7.5
						P/B	3.2	2.1	1.8	1.5	1.2
						EV/EBITDA	18.0	11.1	7.6	5.7	4.6

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn