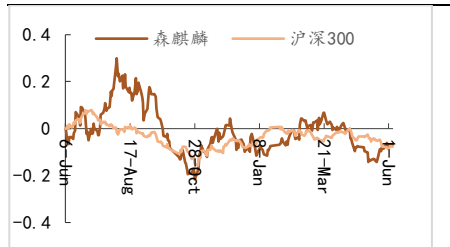


评级： 买入

翟绪丽  
首席分析师  
SAC 执证编号: S0110522010001  
zhaixuli@sczq.com.cn  
电话: 010-81152683

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	29.36
一年内最高/最低价 (元)	43.32/24.58
市盈率 (当前)	23.32
市净率 (当前)	2.56
总股本 (亿股)	6.50
总市值 (亿元)	190.74

资料来源: 聚源数据

相关研究

核心观点

- **事件:** 公司 6 月 5 日发布公告, 摩洛哥新建年产 600 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目取得青岛市发改委出具的《境外投资项目备案通知书》和青岛市商务局出具的《企业境外投资证书》。
- **公司是轮胎行业智能制造的典范。** 智能制造的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。森麒麟泰国一期轮胎智能制造基地被誉为全球轮胎行业智能制造的典范, 伴随公司泰国二期扩建项目的投产, 公司持续深化泰国二期项目智能制造水平, 将全球轮胎行业智能制造的水平带到一个新的高度。
- **公司现有轮胎产能 3000 万条/年。** 目前公司已建成中国青岛、泰国罗勇两大轮胎生产基地, 其中泰国工厂二期 600 万条/年高性能半钢子午线轮胎和 200 万条/年高性能全钢子午线轮胎已经于 2022 年 6 月投产, 目前处于产能爬坡中, 预计 2023 年具备满产能力。
- **未来继续布局西班牙工厂和摩洛哥工厂。** 公司分别于 2021 年启动西班牙工厂项目, 2022 年启动摩洛哥工厂项目, 均计划建设高性能轿车、轻卡子午线轮胎, 产能分别为 1200 万条/年和 600 万条/年, 预计 2023 年开工建设, 国际化进程进一步加速。
- **大尺寸高性能的中高端定位溢价能力强, 毛利率高。** 大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎市场需求旺盛, 已成为轮胎行业的未来发展趋势, 据米其林年报, 2019 至 2023 年 18 寸轮胎市场的年均复合增长率为 6%, 19 寸及以上轮胎市场的年均复合增长率为 16%, 而小尺寸轮胎市场则会出现萎缩。公司 17 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近年来持续保持在 60% 以上, 从各企业轮胎板块的毛利率来看, 森麒麟近年来稳居最高水平, 2022 年为 20.5%。
- **投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 12.40/15.28/20.92 亿元, EPS 分别为 1.91/2.35/3.22 元, 对应 PE 分别为 15/13/9 倍, 考虑公司作为轮胎行业智能制造的典范, 盈利能力强, 泰国二期、摩洛哥、西班牙接力成长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产品价格大幅下滑, 新项目进展不及预期。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	62.92	83.70	95.70	112.00
营收增速 (%)	21.53	33.03	14.34	17.03
净利润 (亿元)	8.01	12.40	15.28	20.92
净利润增速 (%)	6.30	54.78	23.31	36.86
EPS (元/股)	1.23	1.91	2.35	3.22
PE	23.86	15.41	12.50	9.13

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4831.2	6394.4	7072.2	8104.6	经营活动现金流	1028.1	1307.6	2324.1	2590.1
现金	1988.5	2729.8	3278.8	3752.9	净利润	800.9	1239.6	1528.5	2091.8
应收账款	878.4	1142.7	935.9	1095.2	折旧摊销	399.3	504.2	601.9	738.7
其它应收款	75.8	100.4	114.8	134.4	财务费用	92.4	15.2	39.8	65.7
预付账款	68.0	87.7	97.6	109.7	投资损失	162.9	-30.0	30.0	0.0
存货	1736.7	2227.3	2480.5	2786.9	营运资金变动	-413.0	-443.0	122.7	-292.1
其他	42.4	56.4	64.5	75.5	其它	-14.4	21.7	1.2	-14.0
非流动资产	6284.4	7011.9	8720.8	10686.6	投资活动现金流	-961.3	-1220.2	-2385.5	-2755.5
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资本支出	-1052.1	-1505.0	-2005.0	-2505.0
固定资产	4956.0	5967.7	7379.1	9151.2	长期投资	46.9	0.0	0.0	0.0
无形资产	193.5	179.1	166.2	154.6	其他	43.8	284.8	-380.5	-250.5
其他	573.5	300.0	600.0	800.0	筹资活动现金流	-696.3	653.9	610.4	639.4
资产总计	11115.6	13406.3	15793.0	18791.3	短期借款	79.2	7.5	40.0	30.0
流动负债	1435.4	2290.7	2988.8	3710.1	长期借款	-422.1	486.5	500.0	500.0
短期借款	0.0	500.0	1000.0	1500.0	其他	-317.4	-317.4	-349.8	-294.8
应付账款	707.9	966.8	1076.7	1209.6	现金净增加额	-629.5	741.3	549.0	474.1
其他	43.9	56.6	63.0	70.8					
非流动负债	2056.5	2577.1	3127.1	3637.1	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0.0	500.0	1000.0	1500.0	成长能力				
其他	95.7	100.0	120.0	140.0	营业收入	21.5%	33.0%	14.3%	17.0%
负债合计	3491.9	4867.9	6115.9	7347.2	营业利润	18.7%	49.4%	21.9%	39.1%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	6.3%	54.8%	23.3%	36.9%
归属母公司股东权益	7623.7	8538.4	9677.1	11444.0	获利能力				
负债和股东权益	11115.6	13406.3	15793.0	18791.3	毛利率	20.5%	23.0%	25.0%	28.0%
					净利率	12.7%	14.8%	16.0%	18.7%
					ROE	10.5%	14.5%	15.8%	18.3%
					ROIC	9.1%	13.0%	13.1%	14.8%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	偿债能力				
营业收入	6292.2	8370.2	9570.3	11200.3	资产负债率	31.4%	36.3%	38.7%	39.1%
营业成本	5002.1	6445.1	7177.7	8064.2	净负债比率	0.1%	7.5%	12.7%	16.0%
营业税金及附加	13.6	25.1	28.7	33.6	流动比率	3.37	2.79	2.37	2.18
营业费用	156.0	209.3	239.3	280.0	速动比率	2.16	1.82	1.54	1.43
研发费用	112.9	167.4	191.4	224.0	营运能力				
管理费用	168.1	226.0	258.4	302.4	总资产周转率	0.57	0.62	0.61	0.60
财务费用	-134.8	15.2	39.8	65.7	应收账款周转率	8.28	8.24	9.21	11.03
资产减值损失	-16.9	-20.0	-30.0	-40.0	应付账款周转率	5.33	5.89	5.27	5.29
公允价值变动收益	57.2	-20.0	-10.0	-30.0	每股指标(元)				
投资净收益	-149.6	50.0	-20.0	30.0	每股收益	1.23	1.91	2.35	3.22
营业利润	864.8	1292.2	1575.0	2190.3	每股经营现金	1.58	2.01	3.58	3.99
营业外收入	2.0	20.0	50.0	30.0	每股净资产	11.73	13.14	14.90	17.62
营业外支出	14.3	10.0	15.0	20.0	估值比率				
利润总额	852.5	1302.2	1610.0	2200.3	P/E	23.9	15.4	12.5	9.1
所得税	51.6	62.6	81.5	108.5	P/B	2.51	2.24	1.97	1.67
净利润	800.9	1239.6	1528.5	2091.8					
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0					
归属母公司净利润	800.9	1239.6	1528.5	2091.8					
EBITDA	1121.5	1811.6	2216.7	2994.8					
EPS (元)	1.23	1.91	2.35	3.22					

## 分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有 6 年实业工作经验和 4 年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022 年 1 月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅—5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现