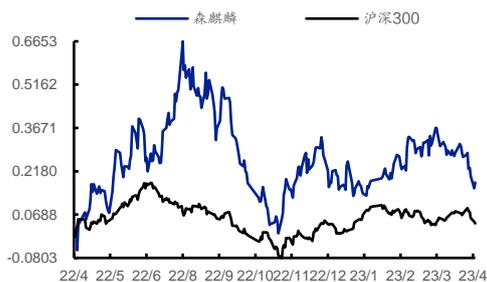


研究所  
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人: 贾冰 S0350122030030  
 jiab@ghzq.com.cn

## 归母净利环比大幅增长，轮胎业务产销两旺

### ——森麒麟（002984）一季报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
森麒麟	-9.5%	-0.4%	18.0%
沪深300	-1.6%	-5.2%	3.9%

#### 市场数据

市场数据	2023/04/25
当前价格(元)	29.01
52周价格区间(元)	22.89-43.32
总市值(百万)	18,846.97
流通市值(百万)	8,468.21
总股本(万股)	64,967.16
流通股本(万股)	29,190.67
日均成交额(百万)	169.46
近一月换手(%)	1.85

#### 相关报告

《森麒麟(002984)2022年报点评: Q4业绩承压, 看好新产能投放带来增量(买入)\*汽车零部件\*董伯骏, 李永磊》——2023-02-22

《——森麒麟(002984)点评报告: 拟定增40亿元建设西班牙项目, 公告摩洛哥轿车及轻卡胎项目(买入)\*汽车零部件\*李永磊, 董伯骏》——2023-01-01

《——森麒麟(002984)三季报点评: 海外订单波动造成压力, 展望四季度稳中向好(买入)\*汽车零部件\*李永磊, 董伯骏》——2022-11-04

《森麒麟(002984)2022年中报点评: 泰国二期年

#### 事件:

2023年4月23日, 森麒麟发布一季报, 2023Q1实现营业收入16.58亿元, 同比+14.53%, 环比+7.49%; 实现归母净利润2.5亿元, 同比+7.33%, 环比+80.17%; 实现扣非归母净利润2.4亿元, 同比+4.33%, 环比+164.16%; 销售毛利率为22.34%, 同比降低0.19pct, 环比增加3.99pct; 销售净利率为15.09%, 同比降低1.02pct, 环比增加6.09pct.

#### 投资要点:

##### ■ 毛利润、投资净收益环比提升, 公允价值变动环比下降

2023Q1净利润为2.5亿元, 环比增加1.11亿元, 同比增加0.17亿元; 毛利润为3.71亿元, 环比增加0.88亿元, 同比增加0.45亿元, 环比变动大主要是因为原材料综合价格环比下降, 营收环比增加; 投资净收益为0.21亿元, 环比+1.58亿元, 同比增加0.04亿元, 环比变动大主要是由于2022Q4投资净收益为负, 该季度的投资净收益为处置交易性金融资产/负债取得的投资收益所得, 不具有可持续性; 2023Q1公允价值变动损益为-0.12亿元, 环比降低2.44亿元, 同比增加0.07亿元, 主要系未交割的期货及外汇合约公允价值变动所致。管理费用为0.42亿元, 环比减少0.13亿元, 同比增加0.11亿元, 同比增加主要是股份支付、员工福利支出增加所致。

##### ■ 出行需求逐步好转, 看好二季度业绩环比提升

二季度节假日较多, 加之气温适宜, 预计出行需求进一步恢复, 海运费的负面影响逐步消除, 一季度原材料下降带来的毛利率修复, 由于原材料库存影响, 或部分反映在二季度当中, 看好二季度业绩进一步修复。

##### ■ 经销商库存消化, 海运费恢复正常, 轮胎业务产销两旺

据公司投资者互动平台消息, 伴随海外经销商库存的逐步消化, 目前公司订单供不应求, 青岛及泰国生产基地均处于满产运行状态。泰国二期600万条半钢胎、200万条全钢胎新产线

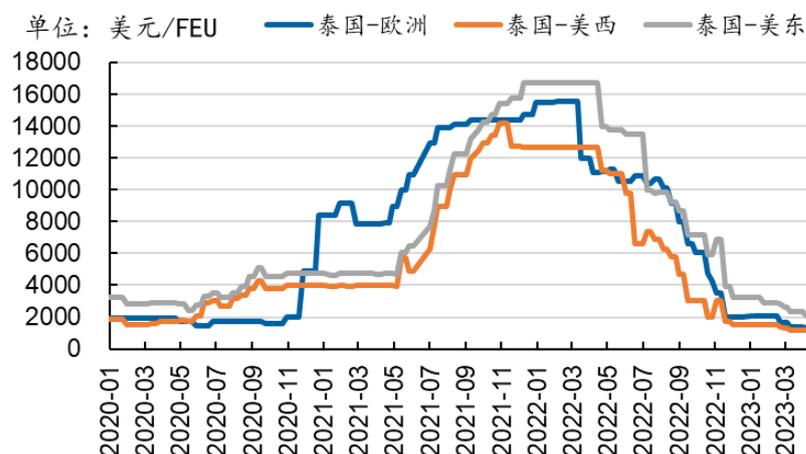
内放量，上半年业绩增长显著（买入）\*汽车零部件\*董伯骏，李永磊》——2022-08-31

《森麒麟(002984)深度报告之一：以智能制造为抓手，向全球龙头迈进（买入）\*橡胶\*董伯骏，李永磊》——2022-04-25

正在加快释放产能，预计2023年中期可具备满产运行条件。

2023Q1 泰国至美西海运费均价为 1346 美元/FEU，基本上恢复至疫情前水平。

图 1：泰国出口的海运费情况



资料来源：TNSC，国海证券研究所

### ■ 原材料成本下降，毛利率快速修复

2023 年 Q1，全口径原材料价格指数为 10725，环比下降 3.74%，同比下降 8%；其中炭黑价格下降较为明显，2023Q1 炭黑均价为 9249 元/吨，环比-9.48%。原材料价格下降，缓解部分成本压力。2023Q1 销售毛利率为 22.34%，同比降低 0.19pct，环比增加 3.99pct。

图 2：轮胎原材料价格情况



资料来源：wind，卓创资讯，国海证券研究所

■ **定增获深交所受理，拟募集不超过 28 亿投建西班牙项目**

2023 年 4 月 16 日，公司公告称，深交所对公司报送的向特定对象发行股票的申请文件进行了核对，认为申请文件齐备，决定予以受理。公司拟募集资金总额不超过 28 亿，用于西班牙年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目。项目主要面向美国市场销售，其中轻卡轮胎 420 万条，乘用车胎 780 万条。预计投资总额为 37.66 亿元，建设周期 36 个月。

■ **盈利预测和投资评级** 考虑毛利率修复需要一定时间，但空间较大，我们调低了 2023 年业绩预期，调高了 2024-2025 年业绩预期，2023-2025 年归母净利润分别为 14.57、17.98、21.97 亿元，对应 PE 为 13、10、9 倍，考虑公司的智能化水平较高，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 定增进程的不确定性；全球轮胎业下行的风险；航空胎项目投产不及预期风险；轮胎市场大幅波动风险；原材料价格上涨风险；环保及安全生产风险；同行业竞争加剧风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6292	8145	10036	11712
增长率（%）	22	29	23	17
归母净利润（百万元）	801	1457	1798	2197
增长率（%）	6	82	23	22
摊薄每股收益（元）	1.23	2.24	2.77	3.38
ROE（%）	11	16	17	17
P/E	25.03	12.93	10.48	8.58
P/B	2.62	2.08	1.73	1.44
P/S	3.18	2.31	1.88	1.61
EV/EBITDA	15.94	8.01	6.43	5.13

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：森麒麟盈利预测表

证券代码:	002984		股价:	29.01	投资评级:	买入	日期:	2023/04/25	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	11%	16%	17%	17%	EPS	1.23	2.24	2.77	3.38
毛利率	21%	26%	26%	27%	BVPS	11.73	13.98	16.74	20.13
期间费率	3%	5%	4%	4%	<b>估值</b>				
销售净利率	13%	18%	18%	19%	P/E	25.03	12.93	10.48	8.58
<b>成长能力</b>					P/B	2.62	2.08	1.73	1.44
收入增长率	22%	29%	23%	17%	P/S	3.18	2.31	1.88	1.61
利润增长率	6%	82%	23%	22%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
总资产周转率	0.57	0.62	0.66	0.66	营业收入	6292	8145	10036	11712
应收账款周转率	7.16	7.48	7.37	7.40	营业成本	5002	6020	7398	8563
存货周转率	3.62	3.92	3.92	3.96	营业税金及附加	14	19	23	27
<b>偿债能力</b>					销售费用	156	122	130	152
资产负债率	31%	30%	29%	27%	管理费用	168	187	231	269
流动比	3.37	2.60	2.48	2.73	财务费用	-135	66	68	65
速动比	2.11	1.46	1.34	1.60	其他费用 / (-收入)	113	138	171	199
					<b>营业利润</b>	<b>865</b>	<b>1534</b>	<b>1892</b>	<b>2312</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业外净收支	-12	0	0	0
现金及现金等价物	2020	1529	1548	2588	<b>利润总额</b>	<b>852</b>	<b>1534</b>	<b>1892</b>	<b>2312</b>
应收款项	888	1098	1374	1595	所得税费用	52	76	94	115
存货净额	1737	2078	2558	2959	<b>净利润</b>	<b>801</b>	<b>1457</b>	<b>1798</b>	<b>2197</b>
其他流动资产	186	221	268	306	少数股东损益	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>4831</b>	<b>4926</b>	<b>5748</b>	<b>7449</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>801</b>	<b>1457</b>	<b>1798</b>	<b>2197</b>
固定资产	4956	6338	7306	8287					
在建工程	504	904	1304	1204	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	825	865	894	925	经营活动现金流	1028	2180	2506	3206
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	801	1457	1798	2197
<b>资产总计</b>	<b>11116</b>	<b>13033</b>	<b>15251</b>	<b>17864</b>	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	60	121	181	折旧摊销	411	755	927	1084
应付款项	899	1216	1439	1687	公允价值变动	-57	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-383	-186	-443	-305
其他流动负债	536	620	757	864	<b>投资活动现金流</b>	<b>-961</b>	<b>-2655</b>	<b>-2470</b>	<b>-2147</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1435</b>	<b>1896</b>	<b>2316</b>	<b>2732</b>	资本支出	-1052	-2573	-2316	-1989
长期借款及应付债券	1887	1887	1887	1887	长期投资	20	0	0	0
其他长期负债	169	169	169	169	其他	71	-81	-154	-158
<b>长期负债合计</b>	<b>2056</b>	<b>2056</b>	<b>2056</b>	<b>2056</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-696</b>	<b>-16</b>	<b>-17</b>	<b>-18</b>
<b>负债合计</b>	<b>3492</b>	<b>3952</b>	<b>4373</b>	<b>4788</b>	债务融资	-512	60	60	60
股本	650	650	650	650	权益融资	0	0	0	0
股东权益	7624	9081	10878	13075	其它	-184	-76	-77	-79
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11116</b>	<b>13033</b>	<b>15251</b>	<b>17864</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-744</b>	<b>-491</b>	<b>19</b>	<b>1040</b>

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年半化工行业研究经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，化工行业研究助理。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。