

森麒麟 (002984) 2023年一季报点评

业绩同、环比齐增，业绩拐点已现

- ❖ **事件:** 公司发布 2023 年一季报, 公司一季度实现营收 16.58 亿元, 同比/环比+14.53%/+7.52%; 实现归母净利润 2.50 亿元, 同比/环比+7.33%/+79.9%; 实现扣非后净利润 2.40 亿元, 同比/环比+4.33%/+216%。一季度公司实现毛利率 22.34%, 较去年同期-0.19PCT, 环比 22Q4+3.99PCT; 实现净利率 15.08%, 同比/环比-1.03PCT/+6.08PCT。
- ❖ **海外经销商去库存或接近尾声, 公司订单预期向好。** 当前中国/泰国出口海运费已触底, 同时经销商库存经历 1-2 个季度左右消化后已基本恢复正常, 国产轮胎出口性价比回归背景下订单有望持续向好。我们认为公司一季度利润率的提升主要来自于: 1) 工厂开工提升带来的单胎折旧摊销下降; 2) 对外的经销商返点政策+对内的激励在去年 Q4 集中体现。在当前海外订单旺盛的背景下, 公司二季度有望通过提价实现利润的进一步弹性。
- ❖ **高管增持+回购, 体现公司经营信心。** 截止报告期末, 公司董事长秦龙及总经理林文龙分别较 2022 年末增持公司 167 万股、121.4 万股, 同时公司累计回购股份 232.49 万股, 占公司总股本 0.36%, 充分体现了公司对于未来自身经营及中长期发展的信心。
- ❖ **智能制造行业领先, 中高端产品+海外高盈利市场定位明确。** 公司青岛+泰国工厂产线均完成智能化改造, 从人效、固定资产开支、产品合格率等众多方面提升盈利能力; 未来海外新工厂有望复制并将享受其带来的低人工成本。此外, 公司高举高打, 主要深耕海外高端替换市场, 保证了高盈利能力。公司高性能轮胎产品(17 寸及以上)销量占比较常年保持 50%以上; 金额占比超 60%。市场方面, 公司海外销售占比约九成, 其中美国市场占比近五成。一方面, 美国市场利润率较高; 另一方面, 公司将显著受益于今年海运费的回落, 出口的旺盛订单预期将逐步兑现。泰国二期稳步推进, 公司持续完善全球化布局。
- ❖ **泰国二期稳步推进, 公司持续完善全球化布局。** 近年来公司保持较大规模的投资支出, 泰国二期项目计划总投资规模为 31.84 亿元, 截至 2022 年末已累计投资 25.12 亿元。一季度末公司在建工程达 7.84 亿元, 较 2022 年末增加 2.8 亿元。目前泰国二期 600 万条半钢+200 万条全钢胎处于产能爬坡阶段, 预期今年年中将实现达产; 泰国二期多为大尺寸的乘用车胎和轻卡胎, 单胎利润高。此外, 2022 年末公司披露了西班牙+摩洛哥项目规划, 预期全部项目达产后公司产能将达到 5400 万条半钢胎+200 万条全钢胎, 较当前规模近翻倍。
- ❖ **投资建议:** 结合公司一季度业绩, 以及当前国内外市场需求恢复情况, 我们将此前公司 2023-2025 年的归母净利润预期由 14.01/18.03/23.63 亿元调整至 14.04/18.16/23.73 亿元, 对应当前 PE 分别为 13.7x/10.6x/8.1x。参考公司历史估值, 我们给予公司 2023 年 20 倍目标 P/E, 维持目标价 43.20 元, 维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 项目建设进度不及预期; 关税壁垒政策变动; 原材料剧烈波动等。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	6,292	8,454	10,172	12,732
同比增速(%)	21.5%	34.4%	20.3%	25.2%
归母净利润(百万)	801	1,404	1,816	2,373
同比增速(%)	6.3%	75.3%	29.3%	30.7%
每股盈利(元)	1.23	2.16	2.79	3.65
市盈率(倍)	24.0	13.7	10.6	8.1
市净率(倍)	2.5	2.1	1.8	1.5

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价

强推 (维持)

目标价: 43.2 元

当前价: 29.53 元

华创证券研究所

证券分析师: 杨晖

邮箱: yanghui@hcyjs.com

执业编号: S0360522050001

证券分析师: 郑轶

邮箱: zhengyi@hcyjs.com

执业编号: S0360522100004

公司基本数据

总股本(万股)	64,967.16
已上市流通股(万股)	29,190.67
总市值(亿元)	191.85
流通市值(亿元)	86.20
资产负债率(%)	31.41
每股净资产(元)	11.22
12 个月内最高/最低价	40.95/23.44

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《森麒麟 (002984) 2022 年报点评: 底部利润已现, 静待困境反转》

2023-02-22

《森麒麟 (002984) 重大事项点评: 定增计划出台, 西班牙工厂盈利可期; “833plus” 规划再添摩洛哥项目》

2023-01-02

《森麒麟 (002984) 2022 年三季报点评: 海运费已至低位, 海外经销商阶段性累库影响较大》

2022-10-31

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,989	2,718	3,313	4,203
应收票据	10	3	5	8
应收账款	878	961	1,200	1,568
预付账款	68	131	152	153
存货	1,737	1,900	2,314	2,999
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	150	258	284	346
流动资产合计	4,831	5,972	7,268	9,277
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,956	6,270	7,457	8,327
在建工程	504	504	604	704
无形资产	194	174	157	141
其他非流动资产	631	631	631	631
非流动资产合计	6,284	7,580	8,848	9,803
资产合计	11,116	13,551	16,116	19,080
短期借款	0	200	400	450
应付票据	191	392	461	538
应付账款	708	1,052	1,246	1,501
预收款项	0	0	0	0
合同负债	33	44	53	66
其他应付款	256	256	256	256
一年内到期的非流动负债	14	14	14	14
其他流动负债	234	310	387	483
流动负债合计	1,435	2,268	2,817	3,307
长期借款	0	200	400	500
应付债券	1,887	1,887	1,887	1,887
其他非流动负债	169	169	169	169
非流动负债合计	2,056	2,256	2,456	2,556
负债合计	3,492	4,524	5,273	5,864
归属母公司所有者权益	7,624	9,027	10,843	13,216
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	7,624	9,027	10,843	13,216
负债和股东权益	11,116	13,551	16,116	19,080

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,028	2,173	2,136	2,448
现金收益	1,065	1,988	2,502	3,156
存货影响	-383	-163	-414	-685
经营性应收影响	-249	-130	-241	-352
经营性应付影响	-35	545	263	332
其他影响	630	-67	26	-2
投资活动现金流	-961	-1,800	-1,900	-1,700
资本支出	-949	-1,799	-1,899	-1,699
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-13	-1	-1	-1
融资活动现金流	-696	356	359	142
借款增加	-408	400	400	150
股利及利息支付	-122	-91	-81	-73
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-167	47	40	65

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,292	8,454	10,172	12,732
营业成本	5,002	6,344	7,450	9,238
税金及附加	14	18	31	38
销售费用	156	207	264	344
管理费用	168	207	264	331
研发费用	113	144	183	242
财务费用	-135	81	56	38
信用减值损失	12	12	12	12
资产减值损失	-29	-10	-20	-20
公允价值变动收益	57	57	35	50
投资收益	-163	-20	-20	-20
其他收益	13	13	13	13
营业利润	865	1,505	1,944	2,537
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	14	14	14	14
利润总额	852	1,493	1,931	2,525
所得税	52	90	116	151
净利润	801	1,404	1,816	2,373
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	801	1,404	1,816	2,373
NOPLAT	674	1,480	1,868	2,409
EPS(摊薄) (元)	1.23	2.16	2.79	3.65

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	21.5%	34.4%	20.3%	25.2%
EBIT 增长率	-16.6%	119.3%	26.3%	28.9%
归母净利润增长率	6.3%	75.3%	29.3%	30.7%
获利能力				
毛利率	20.5%	25.0%	26.8%	27.4%
净利率	12.7%	16.6%	17.8%	18.6%
ROE	10.5%	15.5%	16.7%	18.0%
ROIC	8.1%	14.6%	15.3%	16.5%
偿债能力				
资产负债率	31.4%	33.4%	32.7%	30.7%
债务权益比	27.2%	27.4%	26.5%	22.9%
流动比率	3.4	2.6	2.6	2.8
速动比率	2.2	1.8	1.8	1.9
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	43	39	38	39
应付账款周转天数	51	50	56	54
存货周转天数	111	103	102	104
每股指标(元)				
每股收益	1.23	2.16	2.79	3.65
每股经营现金流	1.58	3.35	3.29	3.77
每股净资产	11.73	13.90	16.69	20.34
估值比率				
P/E	24.0	13.7	10.6	8.1
P/B	2.5	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	18.9	10.1	8.1	6.4

能源化工团队介绍

组长、首席分析师：杨晖

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4年化工实业工作经验，6年化工行业研究经验。曾任职于方正证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。2019年“新财富”化工行业最佳分析师入围，2021年新浪财经“金麒麟”新锐分析师基础化工行业第一名。

分析师：郑轶

清华大学化工学士、硕士，英国伦敦大学学院金工硕士，2年化工行业研究经验，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

分析师：王鲜俐

北京科技大学材料学士、清华大学材料硕士，2年新能源、化工行业研究经验，曾任职于开源证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：侯星宇

大连理工大学工学学士、硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：王家怡

英国格拉斯哥大学金融硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴宇

同济大学管理学硕士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈俊新

清华大学工学学士、硕士。2023年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522