

2025 年 09 月 05 日

森麒麟（002984.SZ）

成本上升叠加贸易摩擦拖累业绩，静候摩洛哥工厂放量

投资要点

- ◆ **事件：**森麒麟发布 2025 年半年报,2025H1 公司实现营收 41.19 亿元,同比增长 0.24%;归母净利润 6.72 亿元,同比下降 37.64%;扣非归母净利润 6.67 亿元,同比下降 36.98%;毛利率 24.60%,同比下滑 8.64pct;净利率 16.31%,同比下滑 9.90pct。单季度看,25Q2 实现营收 20.63 亿元,同比增长 3.45%,环比增长 0.35%;归母净利润 3.11 亿元,同比下降 45.85%,环比下降 14.01%;扣非归母净利润 3.13 亿,同比下降 44.40%,环比下降 11.85%;毛利率 26.45%,同比下滑 8.82pct,环比提升 3.70pct;净利率 15.05%,同比下滑 13.71pct,环比下滑 2.52pct。
- ◆ **轮胎产销量同比下降，25H1 公司业绩承压。**2025H1，轮胎行业面临原材料同比涨幅较大、轮胎行业竞争加剧、国际贸易政策特别是特朗普“2.0”时代全球关税政策不确定性加剧的挑战。2025 年 1-6 月，公司完成轮胎产量 1556.95 万条，较上年同期减少 3.21%；其中，半钢轮胎产量 1504.05 万条，较上年同期减少 3.56%；全钢轮胎产量 52.9 万条，较上年同期增长 7.72%。完成轮胎销售 1487.03 万条，较上年同期减少 1.5%；其中，半钢轮胎销量 1437.03 万条，较上年同期减少 1.65%；全钢轮胎销量 50 万条，较上年同期增长 3.11%。但是，较低的售价及优秀的成本控制能力使得海外市场订单供不应求，长期来看，关税将最终完全转嫁至终端消费市场。未来，公司将充分发挥全球化智能工厂的布局优势，持续开拓全球市场份额，创造更高的企业价值。
- ◆ **摩洛哥新产能即将放量，持续深化全球化布局。**公司不断推进全球化布局，在泰国建立生产基地并已投产运行；2025 年，公司在摩洛哥的生产项目将实现大规模投产放量。森麒麟的中国、泰国、摩洛哥全球产能“黄金三角”布局为公司参与全球化竞争提供了坚强的后盾。同时公司拥有完善的境外替换市场销售体系，海外市场覆盖美洲、欧洲、亚太及非洲等区域，产品远销 150 多个国家和地区，提升公司的整体竞争能力和盈利能力，符合公司及全体股东的长远、稳定、可持续发展需求。
- ◆ **响应国家号召，重视绿色发展。**公司高度重视新能源“绿色轮胎”的研发制造，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。公司自主创新研发的超高性能新能源汽车专用轮胎 Qirin EV，滚阻相较于普通燃油轮胎降低 12%，相较于国际一线同类产品降低 6%左右，续航里程相较于国际一线同类产品增加 12%，耗电节省 5%，全生命周期续航周期耗电节约 440 度，减少 345kg 二氧化碳排放。公司持续将优质产品呈现给消费者，为消费者提供高端、优质的产品和绿色、舒适的生活体验。
- ◆ **投资建议：**森麒麟持续巩固智能制造优势，摩洛哥工厂放量在即，持续推进全球化产能布局，多措并举应对贸易摩擦风险。由于贸易摩擦及行业景气变化，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入分别为 103.69/116.37/133.49 亿元，同比

公司快报

基础化工 | 橡胶制品III

投资评级

买入(维持)

股价(2025-09-05)

19.82 元

交易数据	
总市值（百万元）	20,529.08
流通市值（百万元）	14,140.24
总股本（百万股）	1,035.78
流通股本（百万股）	713.43
12 个月价格区间	27.14/18.40



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.82	-7.07	-49.55
绝对收益	2.75	8.22	-12.4

分析师

骆红永

SAC 执业证书编号：S0910523100001

luohongyong@huajinsc.cn

相关报告

森麒麟：25Q1 业绩短期承压，摩洛哥工厂放量在即，多措并举应对贸易摩擦-华金证券-化工-公司快报-森麒麟 2025.5.16

森麒麟：单季度利润创新高，摩洛哥工厂投产-华金证券-化工-公司快报-森麒麟 2024.10.22

森麒麟：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-华金证券-化工-公司快报-森麒麟 2024.9.9

分别增长 21.8%/12.2%/14.7%，归母净利润分别为 21.27/24.54/28.53 亿元，同比分别增长-2.7%/15.4%/16.2%，对应 PE 分别为 9.7x/8.4x/7.5x；维持“买入”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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,842	8,511	10,369	11,637	13,349
YoY(%)	24.6	8.5	21.8	12.2	14.7
归母净利润(百万元)	1,369	2,186	2,127	2,454	2,853
YoY(%)	70.9	59.7	-2.7	15.4	16.2
毛利率(%)	25.2	32.8	29.0	29.5	29.5
EPS(摊薄/元)	1.32	2.11	2.05	2.37	2.75
ROE(%)	11.6	16.2	13.6	13.7	13.8
P/E(倍)	15.0	9.4	9.7	8.4	7.2
P/B(倍)	1.8	1.6	1.3	1.2	1.0
净利率(%)	17.5	25.7	20.5	21.1	21.4

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)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8714	8231	10203	11934	14691
现金	3894	1822	2733	4024	5907
应收票据及应收账款	1153	1243	1637	1889	2156
预付账款	76	120	139	152	182
存货	1470	1763	2398	2571	3130
其他流动资产	2122	3283	3295	3299	3316
非流动资产	6935	9187	10268	10749	11479
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	5570	6308	7504	8127	8960
无形资产	193	188	175	170	167
其他非流动资产	1172	2690	2589	2451	2351
资产总计	15650	17418	20471	22683	26169
流动负债	1761	1850	2645	2801	3433
短期借款	0	50	50	50	50
应付票据及应付账款	1142	1193	1259	1474	1661
其他流动负债	619	607	1336	1277	1721
非流动负债	2103	2074	2206	1958	2103
长期借款	1962	1937	2069	1821	1966
其他非流动负债	140	137	137	137	137
负债合计	3864	3925	4850	4759	5536
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	744	1035	1036	1036	1036
资本公积	5047	4589	4589	4589	4589
留存收益	5434	7103	8698	10416	12270
归属母公司股东权益	11786	13493	15620	17924	20633
负债和股东权益	15650	17418	20471	22683	26169

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2367	1960	1913	2753	3149
净利润	1369	2186	2127	2454	2853
折旧摊销	474	548	589	713	833
财务费用	7	-170	1	-34	-83
投资损失	-105	-29	-29	-29	-29
营运资金变动	445	-811	-775	-351	-424
其他经营现金流	177	236	0	0	0
投资活动现金流	-3017	-3487	-1641	-1165	-1534
筹资活动现金流	2660	-622	639	-297	268
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.32	2.11	2.05	2.37	2.75
每股经营现金流(最新摊薄)	2.28	1.89	1.85	2.66	3.04
每股净资产(最新摊薄)	11.05	12.72	14.77	17.00	19.61

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7842	8511	10369	11637	13349
营业成本	5865	5716	7357	8199	9406
营业税金及附加	28	31	37	42	48
营业费用	188	157	192	215	247
管理费用	170	216	264	296	340
研发费用	165	197	240	270	310
财务费用	7	-170	1	-34	-83
资产减值损失	-14	-19	-6	-21	-21
公允价值变动收益	-54	-2	0	0	0
投资净收益	105	29	29	29	29
营业利润	1471	2377	2311	2667	3100
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	1	3	0	0	0
利润总额	1471	2375	2311	2667	3100
所得税	102	189	184	213	247
税后利润	1369	2186	2127	2454	2853
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1369	2186	2127	2454	2853
EBITDA	1958	3000	2901	3346	3850

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	24.6	8.5	21.8	12.2	14.7
营业利润(%)	70.1	61.6	-2.8	15.4	16.2
归属于母公司净利润(%)	70.9	59.7	-2.7	15.4	16.2
获利能力					
毛利率(%)	25.2	32.8	29.0	29.5	29.5
净利率(%)	17.5	25.7	20.5	21.1	21.4
ROE(%)	11.6	16.2	13.6	13.7	13.8
ROIC(%)	10.0	14.5	11.6	11.8	11.8
偿债能力					
资产负债率(%)	24.7	22.5	23.7	21.0	21.2
流动比率	4.9	4.4	3.9	4.3	4.3
速动比率	3.0	1.7	1.7	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	7.7	7.1	7.2	6.6	6.6
应付账款周转率	5.7	4.9	6.0	6.0	6.0
估值比率					
P/E	15.0	9.4	9.7	8.4	7.2
P/B	1.8	1.6	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	9.4	6.9	7.1	5.7	4.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

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