

2025年04月11日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

关税压力下公司摩洛哥工厂优势凸显

—森麒麟（002984.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：张伟保 S1050523110001

zhangwb@cfsc.com.cn

联系人：高铭谦 S1050124080006

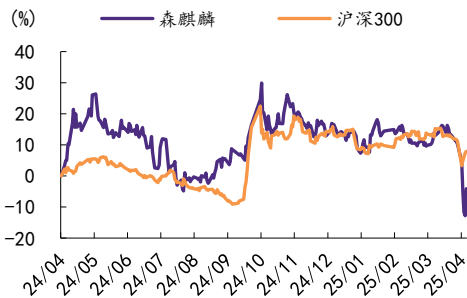
gaomq@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-11

当前股价（元）	21.39
总市值（亿元）	221
总股本（百万股）	1035
流通股本（百万股）	712
52周价格范围（元）	19.04-34.39
日均成交额（百万元）	379.39

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《森麒麟（002984）：Q3 业绩持续高增长，摩洛哥项目快速推进》2024-10-22
- 《森麒麟（002984）：2024H1 净利同比高增，持续推进国际化产能布局》2024-07-10
- 《森麒麟（002984）：2024Q1 业绩高增，在建项目持续推进助力成长》2024-04-19

2024年4月2日，特朗普签署行政令，宣布自4月5日起对全球各国进口商品征收对等关税，其中对中国加征34%（合计54%）。4月11日宣布暂缓征收多国对等关税90天并下调对等关税至10%的基线水平，但宣布将对华关税调整至125%。

投资要点

■ 公司摩洛哥工厂受关税影响有限

森麒麟摩洛哥工厂设计产能为1200万条半钢胎，首批17英寸和18英寸轮胎已于2024年9月顺利投产，产品主要面向欧美市场，目前在手订单充足，预计2025年能够大规模放量出货。摩洛哥作为非洲唯一与美国签署自由贸易协定的国家，享有显著贸易优势：其输美轮胎仅被加征10%基础关税，远低于世界各国面临的差异化高税率。因此摩洛哥或成为中国、欧洲企业的避税跳板。此外，在FOB贸易模式下，摩洛哥相对欧洲较短的运输距离进一步提升了摩洛哥工厂的成本竞争力。为在复杂国际环境下保障工厂生产运营，森麒麟已为摩洛哥子公司提供5亿元额度担保，用于满足其原材料采购等运营资金需求。

■ 泰国适用232条款，关税影响可控

公司泰国工厂设计产能为1600万条半钢胎，智能化改造后可具备1700万条半钢胎及200万条全钢胎的年产能。目前特朗普政府宣布对除中国外的贸易伙伴暂停征收对等关税90天，仅保留10%基线关税。然而美国此前对进口钢铁和汽车征收25%关税的措施对泰国仍然有效。依据美国232条款，出口至美国的半钢胎和全钢胎被归类为汽车零部件，加征25%关税，对于已经受第232条关税约束的商品将不受“对等关税”的约束，因此泰国轮胎出口仍面临25%额外关税。目前美国轮胎市场高度依赖东南亚供应，2024年泰国对美乘用车轮胎出口量达4200万条，约占美国进口总量的25%，预计对泰国加征关税将对美国国内轮胎行业造成显著影响。考虑到泰国产轮胎在被加征25%的第232条关税后被豁免加征对等关税，相比其他被征收更高关税国家，泰国工厂在关税风暴下仍存比较优势。

■ 公司“黄金三角”布局具有充分灵活性和能动性

公司现已构建起中国、泰国、摩洛哥全球产能“黄金三角”布局，该布局作为公司参与全球化竞争坚强的后盾，具有极强的灵活性和能动性。三地中受关税影响最小的摩洛哥工厂是公司未来产能投放的重点。泰国工厂在关税上同样存在比较优势，同时具有丰富的应对经验。目前公司生产经营稳健，客户订单需求稳定，产品正常出货中。近期公司预告2024年全年归母净利润为21亿元至23.6亿元，同比增长53.45%至72.45%，充分体现公司健康的经营状况

■ 盈利预测

公司产能快速释放带来业绩增长预期，叠加高分红属性，投资性价比凸显。预测公司2025-2027年归母净利润分别为22.72、26.47、31.37亿元，当前股价对应PE分别为9.7、8.4、7.1倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

原材料价格波动、国际贸易摩擦、在建项目不及预期、汇率波动等风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入（百万元）	7,842	9,380	11,621	13,363
增长率（%）	24.6%	19.6%	23.9%	15.0%
归母净利润（百万元）	1,369	2,272	2,647	3,137
增长率（%）	70.9%	66.1%	16.5%	18.5%
摊薄每股收益（元）	1.84	2.19	2.56	3.03
ROE（%）	11.6%	17.0%	17.5%	18.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	3,894	5,228	6,342	7,828
应收款	1,200	1,436	1,779	2,045
存货	1,470	1,609	2,041	2,327
其他流动资产	2,150	2,531	3,085	3,516
流动资产合计	8,714	10,804	13,246	15,716
非流动资产:				
金融类资产	211	211	211	211
固定资产	5,570	5,457	5,197	4,892
在建工程	431	172	69	28
无形资产	193	183	174	165
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	741	741	741	741
非流动资产合计	6,935	6,554	6,181	5,825
资产总计	15,650	17,358	19,427	21,542
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	1,142	1,250	1,585	1,807
其他流动负债	572	572	572	572
流动负债合计	1,761	1,879	2,227	2,460
非流动负债:				
长期借款	1,962	1,962	1,962	1,962
其他非流动负债	140	140	140	140
非流动负债合计	2,103	2,103	2,103	2,103
负债合计	3,864	3,981	4,330	4,562
所有者权益				
股本	744	1,035	1,035	1,035
股东权益	11,786	13,377	15,097	16,979
负债和所有者权益	15,650	17,358	19,427	21,542

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1369	2272	2647	3137
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	474	381	373	355
公允价值变动	-54	-54	-54	-54
营运资金变动	578	-638	-980	-751
经营活动现金净流量	2367	1961	1985	2687
投资活动现金净流量	-3017	371	364	346
筹资活动现金净流量	1984	-682	-926	-1255
现金流量净额	1,334	1,651	1,423	1,778

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,842	9,380	11,621	13,363
营业成本	5,865	6,389	8,101	9,237
营业税金及附加	28	33	41	47
销售费用	188	225	278	320
管理费用	170	203	251	289
财务费用	7	-58	-89	-131
研发费用	165	198	245	282
费用合计	530	567	685	760
资产减值损失	-17	-17	-17	-17
公允价值变动	-54	-54	-54	-54
投资收益	105	105	105	105
营业利润	1,471	2,442	2,844	3,371
加:营业外收入	1	1	1	1
减:营业外支出	1	1	1	1
利润总额	1,471	2,442	2,844	3,371
所得税费用	102	170	197	234
净利润	1,369	2,272	2,647	3,137
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	1,369	2,272	2,647	3,137

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	24.6%	19.6%	23.9%	15.0%
归母净利润增长率	70.9%	66.1%	16.5%	18.5%
盈利能力				
毛利率	25.2%	31.9%	30.3%	30.9%
四项费用/营收	6.8%	6.0%	5.9%	5.7%
净利率	17.5%	24.2%	22.8%	23.5%
ROE	11.6%	17.0%	17.5%	18.5%
偿债能力				
资产负债率	24.7%	22.9%	22.3%	21.2%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	6.5	6.5	6.5	6.5
存货周转率	4.0	4.0	4.0	4.0
每股数据(元/股)				
EPS	1.84	2.19	2.56	3.03
P/E	11.6	9.7	8.4	7.1
P/S	2.0	2.4	1.9	1.7
P/B	1.4	1.7	1.5	1.3

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

覃前：大连理工大学化工学士，金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。