

森麒麟(002984)

报告日期: 2025年04月25日

短期成本冲击 Q1 盈利承压, 看好摩洛哥 25 年放量

——森麒麟 24 年报及 25Q1 点评

报告导读

公司发布 2024 年年报, 实现营收 85.1 亿元, 同比增 8.53%, 实现归母净利润 21.9 亿元, 同比增 59.74%。其中 24Q4 单季度营收 21.7 亿元, 同比增 3.38%, 环比降 2.68%; 归母净利润 4.6 亿元, 同比增 22.70%, 环比降 29.02%。公司发布 2025 一季报, 实现营收 20.56 亿元, 同比降 2.79%, 环比降 5.28%; 归母净利润 3.61 亿元, 同比降 28.29%, 环比降 21.52%, 低于我们此前预期。

投资要点

□ 退税叠加景气修复, 公司 24 年业绩创历史新高

24 年公司销量稳健增长, 其中半钢销量 3049.23 万条, 同比增长 7.12%; 全钢销量 91.64 万条, 同比增长 15.52%。销售价格方面, 24 年均价为 270.7 元/条, 同比上涨 1.1%, 预计主要系产品结构调整以及产品调价影响。24 年公司毛利率 32.84%, 同比增 7.63pct, 净利率 25.69%, 同比增 8.24pct, 公司盈利能力提升主要系泰国反倾销退税以及轮胎行业景气修复。

□ 原材料成本及销量影响, 公司 25Q1 业绩有所承压

25Q1 公司半钢销量 716.37 万条, 同比降 1.6%, 环比降 8.3%; 全钢销量 21.37 万条, 同比降 34.6%, 环比降 10.9%, 公司销量环比下降预计系季节性以及市场竞争影响。原材料方面, 据百川盈孚, 25Q1 合成胶、天然橡胶、钢丝、炭黑、帘子布均价同比分别变化+10.9%、+27.4%、-12.8%、-11.4%、-9.5%, 主要原材料天然橡胶及合成胶上涨, 25Q1 原材料成本有所增加。25Q1 公司毛利率 22.75%, 同比下降 8.57pct, 环比下降 2.46pct; 净利率 17.57%, 同比降 6.25pct, 环比降 3.63pct。25Q1 公司存货周转率 0.81, 应收账款周转率 1.60, 同比均略有下降。2 月底以来, 轮胎原材料价格持续回落, 预计后续成本压力有望缓解。

□ 摩洛哥 25 年有望大规模放量, 产品高端化持续推进

公司摩洛哥 1200 万条半钢项目有望于 25 年大规模放量, 据 tyrepress, 摩洛哥项目 25 年预计实现 600-800 万条轮胎产量, 届时公司将实现中国、泰国、摩洛哥全球产能“黄金三角”布局, 在全球贸易摩擦频发背景下, 全球化布局有望提升公司竞争力。公司在产品扩张同时致力于提升产品品牌力, 2024 年公司轮胎在美国、欧洲替换市场占有率已分别超过 5%、4%, 高端配套方面公司已正式向德国大众集团总部批量供应途观车型的冬季胎产品。公司产品已得到欧美市场以及大众等国际主机厂的认可, 短期受美国 232 关税影响, 公司业绩或存在不确定性, 但随着公司全球化布局以及产品品牌力的提升, 我们看好公司的长期增长。

□ 盈利预测与估值

公司摩洛哥项目放量在即, 不过考虑到美国关税的不确定性, 下调公司 25-26 年归母净利润至 19.31/22.87 亿元, 预计 27 年净利润为 25.42 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 10.14、8.56、7.70 倍, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

原材料及海运费大幅波动、需求不佳、新产能兑现不及预期、贸易摩擦风险。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8510.72	10419.50	11388.50	12021.70
(+/-) (%)	8.53%	22.43%	9.30%	5.56%
归母净利润	2186.02	1930.91	2286.66	2542.11
(+/-) (%)	59.74%	-11.67%	18.42%	11.17%
每股收益(元)	2.11	1.86	2.21	2.46
P/E	8.95	10.14	8.56	7.70

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 李辉

执业证书号: S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

分析师: 沈国琼

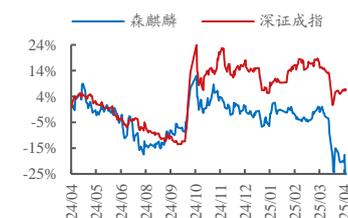
执业证书号: S1230524100001

shenguoqiong@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 18.90
总市值(百万元)	19,570.21
总股本(百万股)	1,035.46

股票走势图



相关报告

- 《Q3 业绩历史新高, 摩洛哥投产助力成长》2024.10.19
- 《业绩同比高增, 摩洛哥投产在即》2024.08.30
- 《关税下降驱动 Q1 业绩超预期, 静待海外新基地放量》2024.04.19

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,231	10,560	12,629	14,911
现金	1,822	3,709	5,554	7,707
交易性金融资产	41	41	41	41
应收账款	1,243	1,325	1,440	1,511
其它应收款	57	67	73	77
预付账款	120	157	168	173
存货	1,763	2,109	2,201	2,250
其他	3,185	3,153	3,153	3,153
非流动资产	9,187	9,266	9,625	9,953
金融资产类	12	12	12	12
长期投资	0	0	0	0
固定资产	6,308	6,173	6,007	5,811
无形资产	188	212	233	252
在建工程	1,953	2,453	2,953	3,453
其他	725	416	420	425
资产总计	17,418	19,826	22,255	24,864
流动负债	1,850	2,333	2,475	2,542
短期借款	50	50	50	50
应付款项	1,193	1,529	1,637	1,680
预收账款	0	0	0	0
其他	607	754	789	812
非流动负债	2,074	2,071	2,071	2,071
长期借款	0	0	0	0
其他	2,074	2,071	2,071	2,071
负债合计	3,925	4,404	4,546	4,613
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	13,493	15,422	17,709	20,251
负债和股东权益	17,418	19,826	22,255	24,864

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,511	10,420	11,389	12,022
营业成本	5,716	7,863	8,417	8,641
营业税金及附加	31	36	34	36
营业费用	157	188	205	216
管理费用	216	225	239	264
研发费用	197	208	205	240
财务费用	(170)	(171)	(168)	(107)
资产减值损失	(17)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动损益	(2)	0	0	0
投资净收益	29	31	0	0
其他经营收益	10	13	17	18
营业利润	2,377	2,099	2,459	2,733
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	2,375	2,099	2,459	2,733
所得税	189	168	172	191
净利润	2,186	1,931	2,287	2,542
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,186	1,931	2,287	2,542
EBITDA	2,742	2,596	2,991	3,359
EPS (最新摊薄)	2.11	1.86	2.21	2.46

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	8.53%	22.43%	9.30%	5.56%
营业利润	61.60%	-11.71%	17.15%	11.17%
归属母公司净利润	59.74%	-11.67%	18.42%	11.17%
获利能力				
毛利率	32.84%	24.54%	26.09%	28.12%
净利率	25.69%	18.53%	20.08%	21.15%
ROE	16.20%	12.52%	12.91%	12.55%
ROIC	12.98%	10.18%	10.81%	10.98%
偿债能力				
资产负债率	22.53%	22.21%	20.43%	18.55%
净负债比率	1.29%	-11.06%	-20.05%	-28.17%
流动比率	4.45	4.53	5.10	5.87
速动比率	1.73	2.20	2.87	3.67
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.56	0.54	0.51
应收账款周转率	7.18	8.25	8.45	8.36
应付账款周转率	6.05	7.28	6.77	6.63
每股指标(元)				
每股收益	2.11	1.86	2.21	2.46
每股经营现金	1.89	2.52	2.82	3.13
每股净资产	13.03	14.89	17.10	19.56
估值比率				
P/E	8.95	10.14	8.56	7.70
P/B	1.45	1.27	1.11	0.97
EV/EBITDA	9.37	6.88	5.36	4.13

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,960	2,612	2,925	3,240
净利润	2,186	1,931	2,287	2,542
折旧摊销	558	668	700	732
财务费用	41	15	24	32
投资损失	(29)	(31)	0	0
营运资金变动	(812)	14	(102)	(82)
其它	15	16	15	15
投资活动现金流	(3,487)	(713)	(1,055)	(1,055)
资本支出	(2,463)	(1,055)	(1,055)	(1,055)
长期投资	221	0	0	0
其他	(1,246)	342	0	0
筹资活动现金流	(622)	(19)	(24)	(32)
短期借款	50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(673)	(19)	(24)	(32)
现金净增加额	(2,078)	1,886	1,845	2,153

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>