

信义山证汇通天下

证券研究报告

橡胶制品

森麒麟 (002984.SZ)

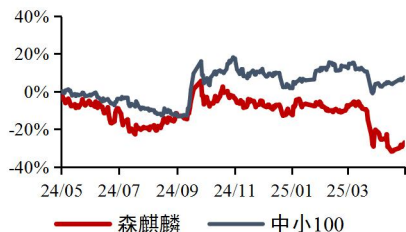
买入-A(维持)

2025Q1 业绩短期承压，看好“黄金三角”全球产能布局

2025 年 5 月 12 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 12 日

收盘价 (元):	19.58
年内最高/最低 (元):	30.17/18.08
流通 A 股/总股本 (亿):	7.12/10.35
流通 A 股市值 (亿):	139.45
总市值 (亿):	202.74

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益 (元):	0.35
摊薄每股收益 (元):	0.35
每股净资产 (元):	13.37
净资产收益率 (%):	2.61

资料来源：最闻

分析师：

李旋坤

执业登记编码：S0760523110004

邮箱：lixuankun@sxzq.com

研究助理：

王金源

邮箱：wangjinyuan@sxzq.com

事件描述

➢ 4 月 23 日，公司发布《2024 年年度报告》与《2025 年一季度报告》，2024 年森麒麟实现营业收入 85.11 亿元，同比上涨 8.53%；归母净利润 21.86 亿元，同比上涨 59.74%；扣非归母净利润 21.26 亿元，同比上涨 62.96%。2025Q1 实现营业总收入 20.56 亿元，同环比分别-2.79%/-5.28%；归母净利润 3.61 亿元，同环比分别-28.29%/-21.52%；扣非后归母净利润 3.55 亿元，同环比分别-28.58%/-13.15%。

事件点评

➢ **2024 年公司产品产销两旺，2025Q1 盈利水平承压。**2024 年，公司实现轮胎产量 3222.61 万条，同比+10.22%；实现轮胎销售 3140.87 万条，同比+7.34%；其中，半钢胎销量 3049.23 万条，同比+7.12%；全钢胎销量 91.64 万条，同比+15.52%。2025Q1 实现轮胎销售 737.74 万条，同比-3.02%；其中，半钢胎销量 716.37 万条，同比-1.60%；全钢胎销量 21.37 万条，同比-34.61%。2024 年公司整体毛利率为 32.84%，同比+7.63 pct，2025Q1 实现毛利率 22.75%，同环比分别-8.58 pct/-2.46 pct，主要系关税退税和原材料成本变化。

➢ **泰国工厂业绩大增，摩洛哥工厂将实现大规模投产放量。**森麒麟(泰国)是公司目前重要的盈利引擎，2024 年实现营业总收入 53.37 亿元，同比+22.69%，净利润 13.06 亿元，同比+53.72%。公司第二座海外基地，摩洛哥工厂年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目目前正处于产能爬坡阶段，2025 年将实现大规模投产放量。另外，公司持续平稳推进欧洲智能制造基地“西班牙年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”建设。

➢ **全球贸易摩擦升级，全球化布局分散风险。**2025 年 3 月，美国援引《贸易扩张法》第 232 条，对全球进口轮胎（除墨西哥、加拿大外）统一征收 25% 关税，豁免“对等关税”叠加。2025 年 4 月，美国对所有国家征收 10% 的基准关税，并实施“对等关税”政策，越南、泰国、柬埔寨等中国轮胎企业的主要海外基地也被纳入关税范围，税率分别为 46%、36%、49%，此次加征税率对不采取报复行动的国家实施 90 天关税暂停。2024 年，美国国内轮胎消费量合计约 3.37 亿条，进口轮胎约 2.32 亿条，进口依赖度高达 68.8%，中短期内难以补充巨大的需求缺口。美国此次关税政策几乎覆盖全球主要轮胎出口国，而中国轮胎企业产能已遍布东南亚、欧洲、北美等地，海外产能布局有助于规避部分风险。森麒麟中国、泰国、摩洛哥全球产能“黄金三角”布局为参与全球化竞争提供有力支撑。

投资建议



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



➤ 预计公司 2025-2027 年净利润分别为 20.1/ 23.5/ 27.3 亿元，对应 PE 分别为 10/ 9/ 7 倍。考虑摩洛哥工厂即将放量，有望贡献业绩增量，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 原材料价格波动、国际贸易摩擦、新项目不及预期、汇率波动等风险。

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	10,127	12,166	13,764
YoY(%)	24.6	8.5	19.0	20.1	13.1
净利润(百万元)	1,369	2,186	2,010	2,353	2,733
YoY(%)	70.9	59.7	-8.1	17.1	16.1
毛利率(%)	25.2	32.8	26.3	26.7	27.3
EPS(摊薄/元)	1.32	2.11	1.94	2.27	2.64
ROE(%)	11.6	16.2	13.0	13.3	13.5
P/E(倍)	14.8	9.3	10.1	8.6	7.4
P/B(倍)	1.8	1.5	1.3	1.2	1.0
净利率(%)	17.5	25.7	19.8	19.3	19.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

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	10767	12520	15078
现金	3894	1822	3231	4616	6420
应收票据及应收账款	1153	1243	1608	1817	2058
预付账款	76	120	113	167	150
存货	1470	1763	2467	2557	3091
其他流动资产	2122	3283	3347	3364	3358
非流动资产	6935	9187	9873	10618	11084
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	5570	6308	7066	7761	8276
无形资产	193	188	175	170	167
其他非流动资产	1172	2690	2632	2687	2640
资产总计	15650	17418	20640	23138	26161
流动负债	1761	1850	2964	3201	3799
短期借款	0	50	25	29	31
应付票据及应付账款	1142	1193	1647	1774	2091
其他流动负债	619	607	1291	1397	1677
非流动负债	2103	2074	2173	2223	2056
长期借款	1962	1937	2030	2082	1915
其他非流动负债	140	137	143	141	141
负债合计	3864	3925	5137	5424	5855
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	744	1035	1035	1035	1035
资本公积	5047	4589	4589	4589	4589
留存收益	5434	7103	8964	11142	13706
归属母公司股东权益	11786	13493	15503	17715	20306
负债和股东权益	15650	17418	20640	23138	26161

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	1986	2626	3118
净利润	1369	2186	2010	2353	2733
折旧摊销	474	548	571	678	785
财务费用	7	-170	-114	-97	-70
投资损失	-105	-29	-67	-48	-58
营运资金变动	445	-811	-432	-275	-286
其他经营现金流	177	236	19	15	13
投资活动现金流	-3017	-3487	-1255	-1393	-1197
筹资活动现金流	2660	-622	678	152	-116

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.32	2.11	1.94	2.27	2.64
每股经营现金流(最新摊薄)	2.29	1.89	1.92	2.54	3.01
每股净资产(最新摊薄)	11.06	12.73	14.67	16.80	19.31

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7842	8511	10127	12166	13764
营业成本	5865	5716	7460	8923	10001
营业税金及附加	28	31	34	42	47
营业费用	188	157	187	225	255
管理费用	170	216	238	298	330
研发费用	165	197	203	249	275
财务费用	7	-170	-114	-97	-70
资产减值损失	-14	-19	-15	-23	-25
公允价值变动收益	-54	-2	-9	-14	-11
投资净收益	105	29	67	48	58
营业利润	1471	2377	2172	2545	2957
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	3	4	3	4
利润总额	1471	2375	2169	2543	2955
所得税	102	189	159	190	222
税后利润	1369	2186	2010	2353	2733
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1369	2186	2010	2353	2733
EBITDA	1958	3000	2731	3173	3642

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	19.0	20.1	13.1
营业利润(%)	70.1	61.6	-8.6	17.2	16.2
归属于母公司净利润(%)	70.9	59.7	-8.1	17.1	16.1
获利能力					
毛利率(%)	25.2	32.8	26.3	26.7	27.3
净利率(%)	17.5	25.7	19.8	19.3	19.9
ROE(%)	11.6	16.2	13.0	13.3	13.5
ROIC(%)	10.0	14.5	11.0	11.2	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	24.7	22.5	24.9	23.4	22.4
流动比率	4.9	4.4	3.6	3.9	4.0
速动比率	3.0	1.7	1.7	2.1	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	7.7	7.1	7.1	7.1	7.1
应付账款周转率	5.7	4.9	5.3	5.2	5.2
估值比率					
P/E	14.8	9.3	10.1	8.6	7.4
P/B	1.8	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	9.3	6.8	7.2	5.8	4.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

