

2025 年 05 月 13 日

森麒麟（002984.SZ）

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

投资要点

- ◆ **事件：**森麒麟发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年实现收入 85.11 亿元，同比增长 8.53%；归母净利润 21.86 亿元，同比增长 59.74%；扣非归母净利润 21.26 亿元，同比增长 62.96%；毛利率 32.84%，同比提升 7.63pct。25Q1 实现收入 20.56 亿元，同比增长-2.79%，环比增长-5.28%；归母净利润 3.61 亿元，同比增长-28.29%，环比增长-21.52%；扣非归母净利润 3.55 亿元，同比增长-28.58%，环比增长-13.15%；毛利率 22.75%，同比下滑 8.57pct，环比下滑 2.46pct。
- ◆ **2024 年量利齐升，25Q1 短期承压。**2024 年度，公司轮胎产品在海外市场订单需求持续供不应求，同时公司稳健开拓具备高增长潜力的国内市场。与此同时，公司持续进行内部流程再造，优化与公司智能制造相匹配的精细化管理模式，不断实现降本增效，进一步夯实了公司的盈利能力，综合实力再上新台阶。2024 年，公司完成轮胎产量 3222.61 万条，较上年同期增长 10.22%；其中，半钢胎产量 3130.38 万条，较上年同期增长 10.24%；全钢胎产量 92.23 万条，较上年同期增长 9.80%。完成轮胎销售 3140.87 万条，较上年同期增长 7.34%；其中，半钢胎销量 3049.23 万条，较上年同期增长 7.12%；全钢胎销量 91.64 万条，较上年同期增长 15.52%。2025 年 1-3 月，公司完成轮胎产量 792.48 万条，较上年同期下降 1.87%；其中，半钢胎产量 769.17 万条，较上年同期减少 0.62%；全钢胎产量 23.31 万条，较上年同期减少 30.58%。完成轮胎销售 737.74 万条，较上年同期减少 3.02%；其中，半钢胎销量 716.37 万条，较上年同期减少 1.60%；全钢胎销量 21.37 万条，较上年同期减少 34.61%。公司 2025 年一季度经营变化主要系原材料同比承压，国内经销及周期属性较强的全钢胎产品销售承压所致。
- ◆ **摩洛哥工厂放量在即，多措并举应对贸易摩擦风险。**公司摩洛哥工厂自 2023 年 10 月 21 日正式开工建设到 2024 年 9 月 30 日正式投产运行，仅用时 11 个月成功打造一座年产 1200 万条高性能乘用车轮胎的智造工厂，2025 年将实现大规模放量，预计全年可释放 600-800 万条产量，2026 年实现满产 1200 万条产量。摩洛哥工厂在关税方面出口美国市场较其他国家和地区有突出比较优势，更靠近欧美等高端轮胎市场，FOB 模式下运输距离更短，客户库存管理更具优势。目前关税政策后续如何衍化尚待进一步观察，森麒麟正密切关注相关动向，并与客户保持密切沟通中，目前公司客户订单需求稳健，产品正常出货中，生产经营稳健。森麒麟中国、泰国、摩洛哥全球产能“黄金三角”布局将持续为公司参与全球化竞争提供坚强的后盾，具有极强的灵活性和能动性，关税加征等贸易保护主义的应对于森麒麟而言并非首次，公司通过多年累积丰富应对经验，持续开拓非美海外销售份额抢占全球份额，充分发挥公司全球化智能工厂布局、精细化的经营管理、优秀的成本控制能力、加大国际一线车企高端配套，多措并举稳经营促发展提升品牌价值。
- ◆ **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

公司快报

基础化工 | 橡胶制品III

投资评级

买入(维持)

股价(2025-05-13)

19.46 元

交易数据	
总市值（百万元）	20,150.07
流通市值（百万元）	13,859.85
总股本（百万股）	1,035.46
流通股本（百万股）	712.22
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	-12.91	-22.18	-35.74
绝对收益	-9.02	-22.78	-29.47

分析师

骆红永

SAC 执业证书编号：S0910523100001

luohongyong@huajinsec.cn

- 相关报告

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



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(原 113.26)/116.37(原 128.14)/133.49 亿元，同比增长 21.8%/12.2%/14.7%，归母净利润分别为 21.27(27.09)/24.54(31.15)/28.53 亿元，同比增长-2.7%/15.4%/16.2%，对应 PE 分别为 9.5x/8.2x/7.1x；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	2.76
ROE(%)	11.6	16.2	13.6	13.7	13.8
P/E(倍)	14.7	9.2	9.5	8.2	7.1
P/B(倍)	1.8	1.5	1.3	1.1	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	10202	11934	14691
现金	3894	1822	2732	4024	5906
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	20470	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	1035	1035	1035
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	20470	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	638	-297	268

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.32	2.11	2.05	2.37	2.76
每股经营现金流(最新摊薄)	2.29	1.89	1.85	2.66	3.04
每股净资产(最新摊薄)	11.06	12.73	14.78	17.00	19.62

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	14.7	9.2	9.5	8.2	7.1
P/B	1.8	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.2	6.8	6.9	5.6	4.4

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.huajinsc.cn