

森麒麟 (002984.SZ)

优于大市

受原材料价格上涨业绩承压，看好 2025 年摩洛哥项目放量

核心观点

公司 2024 年归母净利润同比增长 59.7%，主要受益于产销量提高及泰国工厂退税。2024 年公司营收 85.1 亿元（同比+8.5%），归母净利润 21.9 亿元（同比+59.7%），毛利率 32.8%（同比+7.6pcts），净利率 25.7%（同比+8.3pcts），主要受益于产销量提高及泰国工厂退税。2024 年公司半钢胎产量 3130.4 万条（同比+10.2%），半钢胎销量 3049.2 万条（同比+7.1%）；全钢胎产量 92.2 万条（同比+9.8%），全钢胎销量 91.6 万条（同比+15.5%）。此外，我们预计 2024 年公司泰国工厂半钢胎退税收入约 2.5 亿元左右。

受原材料价格上涨、国内半钢胎需求偏弱影响，公司一季度业绩承压。公司 24Q4/25Q1 营收 21.7/20.6 亿元（25Q1 同比-2.8%，环比-5.3%，下同），归母净利润 4.6/3.6 亿元（同比-28.3%，环比-21.5%），我们预计主要受海外全钢胎、国内半钢胎销量下滑影响。公司 24Q4/25Q1 半钢胎产量 774.5/769.2 万条（同比-0.6%，环比-0.7%），全钢胎产量 23.7/23.3 万条（同比-30.6%，环比-1.8%）；公司 24Q4/25Q1 半钢胎销量 781.1/716.4 万条（同比-1.6%，环比-8.3%）；全钢胎销量 24.0/21.4 万条（同比-34.6%，环比-10.9%）。公司 24Q4/25Q1 毛利率为 25.2%/22.8%（同比-8.6pcts，环比-2.5pcts），净利率为 21.2%/17.6%（同比-6.3pcts，环比-3.6pcts），我们认为主要受原材料价格大幅上涨所致。

公司坚持全球化布局，摩洛哥项目 2025 年将实现大规模投产放量，“833plus”战略规划稳步推进。公司计划用 10 年左右时间在全球布局 8 座数字化智能制造基地（中国 3 座，泰国 2 座，欧洲、非洲、北美各 1 座），同时实现运行 3 座研发中心（中国、欧洲、北美）和 3 座用户体验中心，并择机并购一家国际知名轮胎企业。公司目前已具备中国、泰国、摩洛哥的全球产能“黄金三角”布局，2024 年 9 月 30 日摩洛哥工厂 1200 万条半钢胎项目的首批轮胎产品正式下线。摩洛哥工厂具备出口欧美零关税、出口欧美运费低、智能制造水平强、靠近天然橡胶产地、公司税享受“5 免永久减半”等优势，2025 年将实现大规模投产放量，2026 年达到满产，能够为公司贡献新的盈利增长点。

风险提示：在建项目进度不达预期；行业需求不达预期；主要产品价格下跌风险；反倾销关税不确定性等。

投资建议：我们下调 2025-2026 年盈利预测至 20.5/24.1 亿元（原值为 24.5/27.6 亿元），新增 2027 年盈利预测为 27.0 亿元，同比增速分别为 -6.2%/17.7%/11.7%，摊薄 EPS 分别为 1.98/2.33/2.60 元，当前股价对应 PE 分别为 9.3/7.9/7.1x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,842	8,511	9,914	11,549	13,410
(+/-%)	24.6%	8.5%	16.5%	16.5%	16.1%
净利润(百万元)	1369	2186	2050	2413	2696
(+/-%)	70.9%	59.7%	-6.2%	17.7%	11.7%
每股收益(元)	1.84	2.11	1.98	2.33	2.60
EBIT Margin	18.2%	25.8%	22.3%	22.3%	21.4%
净资产收益率 (ROE)	11.6%	16.2%	13.5%	14.1%	14.0%
市盈率 (PE)	10.0	8.8	9.3	7.9	7.1
EV/EBITDA	9.3	8.4	7.7	6.7	6.0
市净率 (PB)	1.17	1.42	1.26	1.12	1.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·橡胶

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

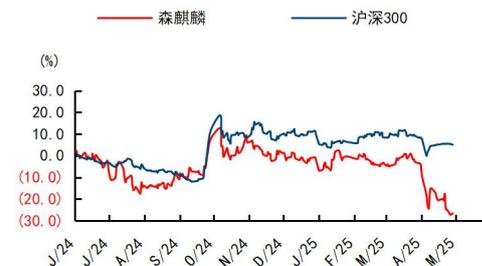
xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.48 元
总市值/流通市值	19135/13162 百万元
52 周最高价/最低价	30.17/18.08 元
近 3 个月日均成交额	328.47 百万元

市场走势



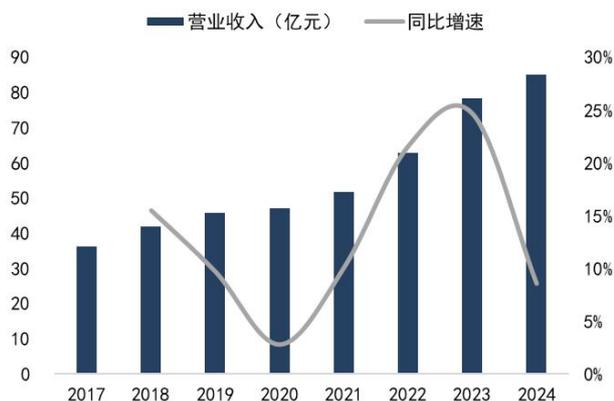
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《森麒麟 (002984.SZ) - 前三季度归母净利润同比增长 74%，摩洛哥项目如期投产》——2024-10-21
- 《森麒麟 (002984.SZ) - 海外半钢胎供不应求，上半年归母净利润同比增长 78%》——2024-08-30
- 《森麒麟 (002984.SZ) - 毛利率提升至 31.3%，摩洛哥项目有望年内落地》——2024-04-19
- 《森麒麟 (002984.SZ) - 2023 年业绩符合预期，海外基地建设快速推进》——2024-03-01
- 《森麒麟 (002984.SZ) - Q3 营收利润再创新高，投建摩洛哥二期项目》——2023-10-25

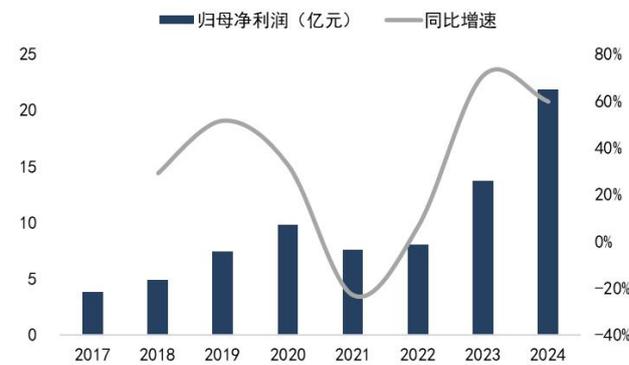
公司2024年归母净利润同比增长59.7%，主要受益于产销量提高及泰国工厂退税。2024年公司实现营收85.1亿元（同比+8.5%），实现归母净利润21.9亿元（同比+59.7%），毛利率为32.8%（同比+7.6pcts），净利率为25.7%（同比+8.3pcts），主要受益于产销量提高及泰国工厂退税。

图1：森麒麟营业收入及增速



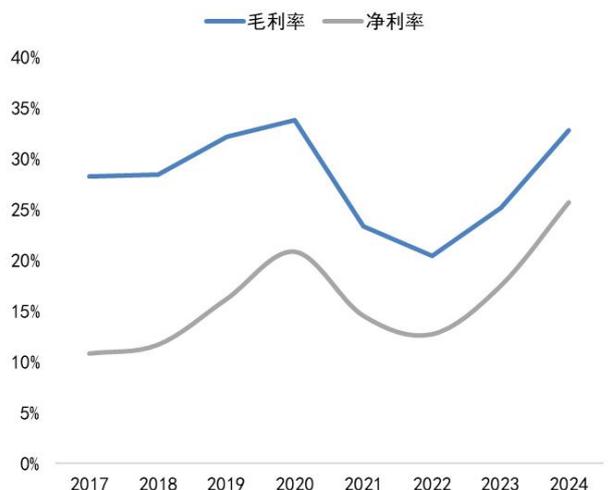
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：森麒麟归母净利润及增速



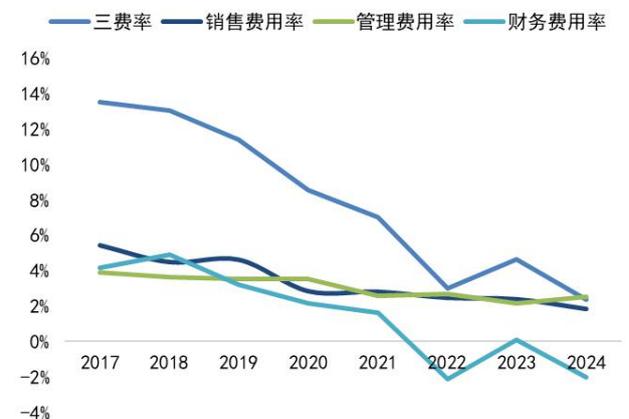
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：森麒麟毛利率与净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

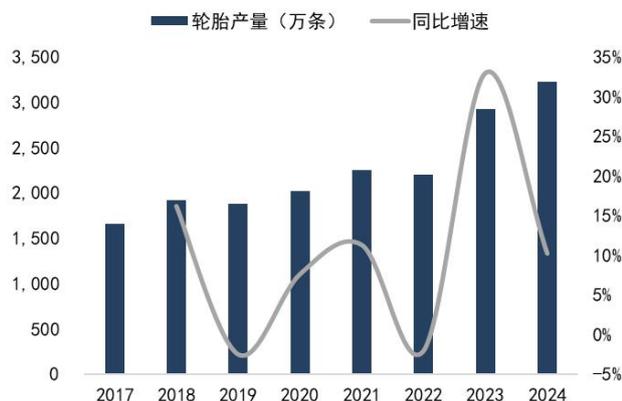
图4：森麒麟费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

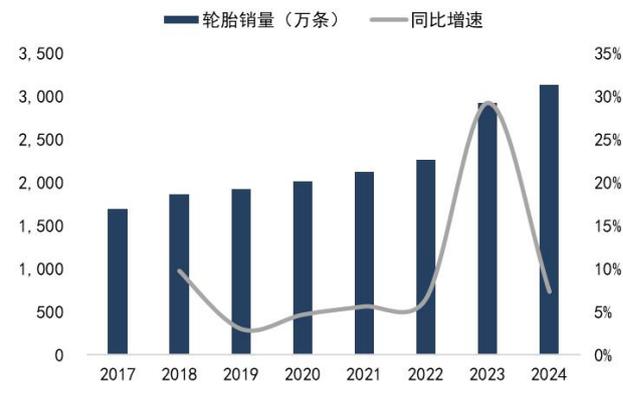
2024年公司半钢胎产量3130.4万条（同比+10.2%），半钢胎销量3049.2万条（同比+7.1%）；全钢胎产量92.2万条（同比+9.8%），全钢胎销量91.6万条（同比+15.5%）。此外，我们预计2024年公司泰国工厂半钢胎退税收入约2.5亿元左右。

图5: 森麒麟轮胎总产量 (万条)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

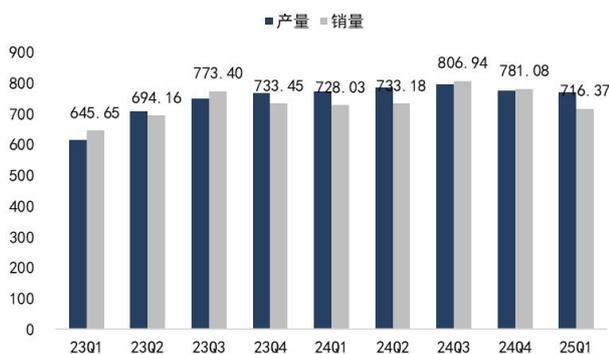
图6: 森麒麟轮胎总销量 (万条)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

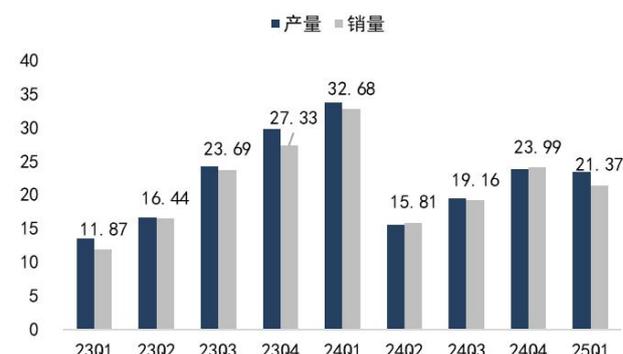
受原材料价格上涨、国内半钢胎需求偏弱影响，公司一季度业绩承压。公司 24Q4/25Q1 营收 21.7/20.6 亿元 (25Q1 同比-2.8%，环比-5.3%，下同)，归母净利润 4.6/3.6 亿元 (同比-28.3%，环比-21.5%)，我们预计主要受海外全钢胎、国内半钢胎销量下滑影响。公司 24Q4/25Q1 半钢胎产量 774.5/769.2 万条 (同比-0.6%，环比-0.7%)，全钢胎产量 23.7/23.3 万条 (同比-30.6%，环比-1.8%)；公司 24Q4/25Q1 半钢胎销量 781.1/716.4 万条 (同比-1.6%，环比-8.3%)；全钢胎销量 24.0/21.4 万条 (同比-34.6%，环比-10.9%)。公司 24Q4/25Q1 毛利率为 25.2%/22.8% (同比-8.6pcts，环比-2.5pcts)，净利率为 21.2%/17.6% (同比-6.3pcts，环比-3.6pcts)，我们认为主要受原材料价格大幅上涨所致。

图7: 森麒麟半钢胎产量及销量 (万条)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 森麒麟全钢胎产量及销量 (万条)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司坚持全球化布局，摩洛哥项目 2025 年将实现大规模投产放量，“833plus”战略规划稳步推进。公司计划用 10 年左右时间在全球布局 8 座数字化智能制造基地 (中国 3 座，泰国 2 座，欧洲、非洲、北美各 1 座)，同时实现运行 3 座研发中心 (中国、欧洲、北美) 和 3 座用户体验中心，并择机并购一家国际知名轮胎企业。公司目前已具备中国、泰国、摩洛哥的全球产能“黄金三角”布局，2024 年 9 月 30 日摩洛哥工厂 1200 万条半钢胎项目的首批轮胎产品正式下线。摩洛哥工厂具备出口欧美零关税、出口欧美运费低、智能制造水平强、靠近天然橡胶产地、公司税享受“5 免永久减半”

等优势，2025 年将实现大规模投产放量，2026 年达到满产，能够为公司贡献新的盈利增长点。

投资建议：我们下调 2025-2026 年盈利预测至 20.5/24.1 亿元（原值为 24.5/27.6 亿元），新增 2027 年盈利预测为 27.0 亿元，同比增速分别为-6.2%/17.7%/11.7%，摊薄 EPS 分别为 1.98/2.33/2.60 元，当前股价对应 PE 分别为 9.3/7.9/7.1x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	EPS			PE			PB
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2025E
002984.SZ	森麒麟	优于大市	18.48	2.11	1.98	2.33	11.7	9.3	7.9	1.4
601058.SH	赛轮轮胎	无评级	12.22	1.24	1.35	1.59	11.6	9.1	7.7	2.0
601966.SH	玲珑轮胎	无评级	14.24	1.20	1.59	1.87	15.1	9.0	7.6	0.9

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2025 年 4 月 30 日，各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3894	1822	6298	7577	8438	营业收入	7842	8511	9914	11549	13410
应收款项	1200	1300	1032	1139	1323	营业成本	5865	5716	7025	8183	9622
存货净额	1470	1763	1562	1615	1907	营业税金及附加	28	31	30	35	40
其他流动资产	1940	3305	198	231	268	销售费用	188	157	198	231	268
流动资产合计	8714	8231	9132	10603	11977	管理费用	170	216	255	296	343
固定资产	6001	8261	8538	9185	10221	研发费用	165	197	198	231	268
无形资产及其他	193	188	231	273	316	财务费用	7	(170)	29	(1)	(11)
投资性房地产	741	737	737	737	737	投资收益	105	29	50	50	50
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(37)	15	0	0	0
资产总计	15650	17418	18638	20798	23251	其他收入	(182)	(227)	(198)	(231)	(268)
短期借款及交易性金融负债	15	60	20	20	20	营业利润	1471	2377	2228	2623	2930
应付款项	1142	1193	868	1009	1192	营业外净收支	(0)	(2)	0	0	0
其他流动负债	605	597	543	631	744	利润总额	1471	2375	2228	2623	2930
流动负债合计	1761	1850	1431	1660	1956	所得税费用	102	189	178	210	234
长期借款及应付债券	1962	1937	1937	1937	1937	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	140	137	137	137	137	归属于母公司净利润	1369	2186	2050	2413	2696
长期负债合计	2103	2074	2074	2074	2074	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3864	3925	3505	3734	4030	净利润	1369	2186	2050	2413	2696
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(3)	5	5	2	3
股东权益	11786	13493	15133	17064	19220	折旧摊销	474	548	725	859	969
负债和股东权益总计	15650	17418	18638	20798	23251	公允价值变动损失	37	(15)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	7	(170)	29	(1)	(11)
每股收益	1.84	2.11	1.98	2.33	2.60	营运资本变动	(1617)	(1707)	3200	39	(214)
每股红利	0.01	0.52	0.40	0.47	0.52	其它	3	(5)	(5)	(2)	(3)
每股净资产	15.84	13.03	14.62	16.49	18.57	经营活动现金流	263	1011	5976	3312	3450
ROIC	11.53%	15.06%	15%	20%	20%	资本开支	0	(2818)	(1050)	(1550)	(2050)
ROE	11.61%	16.20%	14%	14%	14%	其它投资现金流	(179)	170	0	0	0
毛利率	25%	33%	29%	29%	28%	投资活动现金流	(179)	(2648)	(1050)	(1550)	(2050)
EBIT Margin	18%	26%	22%	22%	21%	权益性融资	39	29	0	0	0
EBITDA Margin	24%	32%	30%	30%	29%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	25%	9%	16%	16%	16%	支付股利、利息	(11)	(539)	(410)	(483)	(539)
净利润增长率	71%	60%	-6%	18%	12%	其它融资现金流	1805	615	(40)	0	0
资产负债率	25%	23%	19%	18%	17%	融资活动现金流	1822	(435)	(450)	(483)	(539)
股息率	0.1%	2.8%	2.1%	2.5%	2.8%	现金净变动	1905	(2072)	4476	1279	861
P/E	10.0	8.8	9.3	7.9	7.1	货币资金的期初余额	1989	3894	1822	6298	7577
P/B	1.2	1.4	1.3	1.1	1.0	货币资金的期末余额	3894	1822	6298	7577	8438
EV/EBITDA	9.3	8.4	7.7	6.7	6.0	企业自由现金流	0	(1960)	4906	1715	1344
						权益自由现金流	0	(1345)	4840	1716	1354

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032