

# 森麒麟（002984.SZ）

行业景气度提升推动公司全年业绩增长，看好公司品牌力提升与全球化布局

| 财务指标        | 2023A | 2024A | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）   | 7,842 | 8,511 | 10,514 | 12,259 | 13,170 |
| 增长率 yoy（%）  | 24.6  | 8.5   | 23.5   | 16.6   | 7.4    |
| 归母净利润（百万元）  | 1,369 | 2,186 | 2,104  | 2,491  | 2,778  |
| 增长率 yoy（%）  | 70.9  | 59.7  | -3.7   | 18.4   | 11.5   |
| ROE（%）      | 11.6  | 16.2  | 13.8   | 14.2   | 13.8   |
| EPS 最新摊薄（元） | 1.32  | 2.11  | 2.03   | 2.41   | 2.68   |
| P/E（倍）      | 14.3  | 8.9   | 9.3    | 7.8    | 7.0    |
| P/B（倍）      | 1.7   | 1.5   | 1.3    | 1.1    | 1.0    |

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

**事件 1:** 2025 年 4 月 23 日，森麒麟发布 2024 年年报。公司 2024 年收入为 85.11 亿元，同比上升 8.53%；归母净利润为 21.86 亿元，同比上升 59.74%；扣非归母净利润为 21.26 亿元，同比上升 62.96%。对应公司 24Q4 营业收入为 21.71 亿元，环比下降 2.68%；归母净利润为 4.60 亿元，环比下降 29.01%。

**事件 2:** 2025 年 4 月 23 日，森麒麟发布 2025 年一季报。公司 1Q25 收入为 20.56 亿元，同比下降 2.79%；归母净利润为 3.61 亿元，同比下降 28.29%。

**点评:** 轮胎行业景气度提升带动产销双增，2024 年公司业绩向好。整体行业发展方面，2024 年中国轮胎产量、出口量同比均实现稳健增长。根据国家统计局数据显示，2024 年中国橡胶轮胎外胎产量为 118,689.4 万条，同比增长 9.2%。根据海关总署发布的 2024 年 1-12 月中国重点出口商品量值，2024 年共计出口新的充气橡胶轮胎 68057 万条，同比增长 10.5%。

在轮胎行业景气度整体较高的背景下，2024 年公司轮胎产销实现稳定增长。2024 年公司轮胎产量为 3222.61 万条，同比增长 10.22%；其中，半钢胎产量为 3130.38 万条，同比增长 10.24%；全钢胎产量为 92.23 万条，同比增长 9.80%。2024 年轮胎销量为 3,140.87 万条，同比增长 7.34%；其中，半钢胎销量为 3049.23 万条，同比增长 7.12%；全钢胎销量为 91.64 万条，较上年同期增长 15.52%。

费用端方面，2024 年公司销售费用同比下降 3.09%，销售费用率为 1.85%，同比下降 0.54pcts；管理费用同比上升 27.69%，管理费用率为 2.54%，同比上升 0.38pcts；研发费用同比上升 19.34%，研发费用率为 2.32%，同比上升 0.21pcts；财务费用同比下降 2394.85%，财务费用率为 -2.00%，同比下降 2.09pcts。

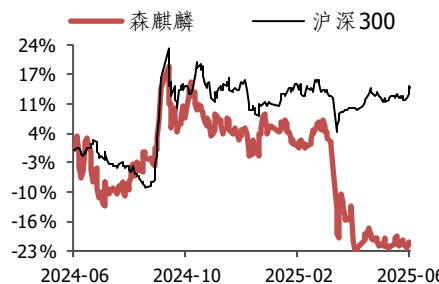
轮胎产销量下滑叠加天然橡胶成本上升，1Q25 公司盈利能力下滑。1Q25 公司轮胎产量为 792.48 万条，同比下降 1.87%；其中半钢胎产量为 769.17 万条，同比下降 0.62%；全钢胎产量为 23.31 万条，同比下降 30.58%。公司轮胎销量为 737.74 万条，同比下降 3.02%；其中半钢胎销量为 716.37 万

## 买入（维持评级）

### 股票信息

|                       |           |
|-----------------------|-----------|
| 行业                    | 基础化工      |
| 2025 年 6 月 26 日收盘价（元） | 18.74     |
| 总市值（百万元）              | 19,404.54 |
| 流通市值（百万元）             | 13,347.05 |
| 总股本（百万股）              | 1,035.46  |
| 流通股本（百万股）             | 712.22    |
| 近 3 月日均成交额（百万元）       | 298.61    |

### 股价走势



### 作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 林森

执业证书编号：S1070123060039

邮箱：linsen@cgws.com

### 相关研究

- 《3Q24 公司业绩维持高增，看好摩洛哥工厂快速放量》2024-10-22
- 《1H24 公司订单需求良好，看好摩洛哥项目逐步建成放量》2024-09-20

条, 同比下降 1.60%; 全钢胎销量 21.37 万条, 同比下降 34.61%。此外, 天然橡胶价格上涨也对公司盈利能力产生一定影响, 根据生意社数据显示, 1Q25 天然橡胶均价为 16767.32 元/吨, 同比上升 28.10%。

**2024 年公司筹资活动产生的现金流净额波动较大。**经营性活动产生的现金流净额为 19.60 亿元, 同比下降 17.19%; 投资活动产生的现金流净额为 -34.87 亿元, 同比下降 15.59%; 筹资活动产生的现金流净额为 -6.22 亿元, 同比下降 123.40%。期末现金及等价物余额为 17.50 亿元, 同比下降 54.28%。应收账款同比上升 8.48%, 应收账款周转率有所下降, 从 2023 年同期的 7.16 次下降到 6.05 次; 存货同比上升 19.93%, 存货周转率有所下降, 从 2023 年同期的 3.66 次下降到 3.54 次。

**公司海内外市场齐发力, 积极开拓下游客户。**根据公司 2024 年年报披露, 海外替换市场方面, 公司拥有完善的境外替换市场销售体系, 海外市场覆盖美洲、欧洲、亚太及非洲等区域, 产品远销 150 多个国家和地区。在欧美市场通胀压力较大, 广大消费者寻求高性价比轮胎产品的市场背景下, 公司轮胎产品性价比更高、竞争力日益凸显。2024 年公司旗下“森麒麟 Sentury”“路航 Landsail”“德林特 Delinte”三大品牌合计在美国速度级别 H 级、V 级两类高端、高性能轮胎市场分别占有 4.5%、3% 的市场份额, 在中国轮胎品牌中排名第一。2024 年公司轮胎产品在美国替换市场的占有率超 5%、在欧洲替换市场的占有率超 4%。

国内替换市场方面, 公司在国内替换市场耐心培育消费者对轮胎品质的重视度及消费习惯, 制定了发力国内替换市场的“新零售”销售策略。公司自主研发了汽车后服务市场销售平台“麒麟云店”, 对传统轮胎销售体系进行数字化升级, 加速构建国际国内双循环的发展格局, 并取得了突破性进展, 国内销售网络持续扩大优化。

配套市场方面, 公司坚持高端化路线, 持续开拓新客户。2024 年公司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为首家向海外国际一线车厂正式供货的中国轮胎品牌。同时公司正在持续获得全球知名主机厂客户的合格供应商资质, 已成为德国大众集团、德国奥迪汽车、雷诺汽车、Stellantis(斯特兰蒂斯)集团、广汽丰田、广州汽车、长城汽车、吉利汽车、北汽汽车、奇瑞汽车等整车厂商的合格供应商。我们看好公司在海内外市场开拓方面做出的努力, 公司产品市占率有望提升。

**摩洛哥项目放量在即, 看好公司“黄金三角”布局。**根据公司公众号披露, 2024 年 9 月 30 日(摩洛哥时间)公司摩洛哥工厂首批轮胎产品正式下线, 主要产品为高性能轿车、轻卡子午线轮胎。该项目预计于 2025 年实现大规模投产放量, 预计 2025 年全年可释放 600-800 万条产量, 2026 年实现满产 1200 万条产量。公司在中国、泰国、摩洛哥的“黄金三角”布局, 为公司参与全球化竞争提供坚强的后盾, 也是践行“833plus”战略规划(即在 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; 实现运行 3 座研发中心: 中国、欧洲、北美; 及运营 3 座用户体验中心。plus 指择机并购一家国际知名轮胎企业), 深入实施全球化发展战略的重要步骤。此外, 根据公司 2024 年年报披露, “西班牙年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”亦在稳步推进中, 目前已经获得环评许可, 建筑许可尚在审批流程中。我们看好公司的全球化布局, 产能出海有助于公司提高自身竞争力与抗风险能力。

**投资建议：**我们预计森麒麟 2025-2027 年收入分别为 105.14/122.59/131.70 亿元，同比增长 23.5%/16.6%/7.4%，归母净利润分别为 21.04/24.91/27.78 亿元，同比增长-3.7%/18.4%/11.5%，对应 EPS 分别为 2.03/2.41/2.68 元。结合公司 6 月 26 日收盘价，对应 PE 分别为 9/8/7 倍。我们基于以下两个方面：1) 我们看好公司在海内外市场开拓方面做出的努力，公司产品市占率有望提升；2) 我们看好公司的全球化布局，产能出海有助于公司提高自身竞争力与抗风险能力，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险，需求不及预期风险，项目建设风险，地缘政治风险

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 8714  | 8231  | 10080 | 10989 | 13656 |
| 现金             | 3894  | 1822  | 2399  | 3312  | 5316  |
| 应收票据及应收账款      | 1153  | 1243  | 1717  | 1734  | 1974  |
| 其他应收款          | 47    | 57    | 72    | 79    | 83    |
| 预付账款           | 76    | 120   | 122   | 160   | 143   |
| 存货             | 1470  | 1763  | 2545  | 2478  | 2916  |
| 其他流动资产         | 2075  | 3226  | 3226  | 3226  | 3226  |
| <b>非流动资产</b>   | 6935  | 9187  | 10383 | 11253 | 11250 |
| 长期股权投资         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 5570  | 6308  | 7602  | 8554  | 8772  |
| 无形资产           | 193   | 188   | 177   | 174   | 174   |
| 其他非流动资产        | 1172  | 2690  | 2604  | 2525  | 2304  |
| <b>资产总计</b>    | 15650 | 17418 | 20463 | 22242 | 24906 |
| <b>流动负债</b>    | 1761  | 1850  | 3227  | 2984  | 3610  |
| 短期借款           | 0     | 50    | 50    | 50    | 50    |
| 应付票据及应付账款      | 1142  | 1193  | 1918  | 1710  | 2186  |
| 其他流动负债         | 619   | 607   | 1258  | 1224  | 1374  |
| <b>非流动负债</b>   | 2103  | 2074  | 1940  | 1695  | 1192  |
| 长期借款           | 1962  | 1937  | 1803  | 1558  | 1055  |
| 其他非流动负债        | 140   | 137   | 137   | 137   | 137   |
| <b>负债合计</b>    | 3864  | 3925  | 5166  | 4679  | 4803  |
| 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  | 8940  | 11128 | 13484 |
| 归属母公司股东权益      | 11786 | 13493 | 15297 | 17563 | 20104 |
| <b>负债和股东权益</b> | 15650 | 17418 | 20463 | 22242 | 24906 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2367  | 1960  | 2341  | 2851  | 3371  |
| 净利润            | 1369  | 2186  | 2104  | 2491  | 2778  |
| 折旧摊销           | 474   | 548   | 595   | 738   | 849   |
| 财务费用           | 7     | -170  | -36   | -100  | -208  |
| 投资损失           | -105  | -29   | 12    | 10    | -28   |
| 营运资金变动         | 445   | -811  | -324  | -269  | -24   |
| 其他经营现金流        | 177   | 236   | -10   | -20   | 3     |
| <b>投资活动现金流</b> | -3017 | -3487 | -1806 | -1619 | -835  |
| 资本支出           | 1142  | 2463  | 1791  | 1608  | 847   |
| 长期投资           | -200  | 221   | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | -1675 | -1246 | -15   | -11   | 12    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 2660  | -622  | 42    | -318  | -533  |
| 短期借款           | 0     | 50    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 75    | -25   | -135  | -244  | -503  |
| 普通股增加          | 94    | 291   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 2708  | -458  | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -217  | -481  | 177   | -73   | -30   |
| <b>现金净增加额</b>  | 2049  | -2078 | 577   | 914   | 2004  |

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 7842  | 8511  | 10514 | 12259 | 13170 |
| 营业成本            | 5890  | 5716  | 7617  | 8882  | 9537  |
| 营业税金及附加         | 28    | 31    | 32    | 38    | 44    |
| 销售费用            | 163   | 157   | 202   | 233   | 251   |
| 管理费用            | 170   | 216   | 262   | 302   | 318   |
| 研发费用            | 165   | 197   | 219   | 254   | 283   |
| 财务费用            | 7     | -170  | -36   | -100  | -208  |
| 资产和信用减值损失       | -14   | -19   | 13    | 21    | 13    |
| 其他收益            | 14    | 10    | 13    | 13    | 13    |
| 公允价值变动收益        | -54   | -2    | -2    | -0.2  | -15   |
| 投资净收益           | 105   | 29    | -12   | -10   | 28    |
| 资产处置收益          | 1     | -5    | -1    | -1    | -1    |
| <b>营业利润</b>     | 1471  | 2377  | 2229  | 2672  | 2983  |
| 营业外收入           | 1     | 1     | 13    | 4     | 5     |
| 营业外支出           | 1     | 3     | 5     | 6     | 4     |
| <b>利润总额</b>     | 1471  | 2375  | 2237  | 2671  | 2984  |
| 所得税             | 102   | 189   | 133   | 180   | 206   |
| <b>净利润</b>      | 1369  | 2186  | 2104  | 2491  | 2778  |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1369  | 2186  | 2104  | 2491  | 2778  |
| EBITDA          | 1957  | 2826  | 2839  | 3388  | 3756  |
| EPS (元/股)       | 1.32  | 2.11  | 2.03  | 2.41  | 2.68  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 24.6  | 8.5   | 23.5  | 16.6  | 7.4   |
| 营业利润 (%)        | 70.1  | 61.6  | -6.2  | 19.9  | 11.6  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 70.9  | 59.7  | -3.7  | 18.4  | 11.5  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 24.9  | 32.8  | 27.6  | 27.5  | 27.6  |
| 净利率 (%)         | 17.5  | 25.7  | 20.0  | 20.3  | 21.1  |
| ROE (%)         | 11.6  | 16.2  | 13.8  | 14.2  | 13.8  |
| ROIC (%)        | 10.0  | 13.5  | 11.9  | 12.5  | 12.4  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 24.7  | 22.5  | 25.2  | 21.0  | 19.3  |
| 净负债比率 (%)       | -15.6 | 1.8   | -0.1  | -6.4  | -18.1 |
| 流动比率            | 4.9   | 4.4   | 3.1   | 3.7   | 3.8   |
| 速动比率            | 3.0   | 1.7   | 1.3   | 1.7   | 2.1   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.6   | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| 应收账款周转率         | 7.8   | 7.2   | 7.2   | 7.2   | 7.2   |
| 应付账款周转率         | 7.2   | 6.0   | 6.0   | 6.0   | 6.0   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 1.32  | 2.11  | 2.03  | 2.41  | 2.68  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 2.29  | 1.89  | 2.26  | 2.75  | 3.26  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 11.06 | 12.73 | 14.47 | 16.66 | 19.11 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 14.3  | 8.9   | 9.3   | 7.8   | 7.0   |
| P/B             | 1.7   | 1.5   | 1.3   | 1.1   | 1.0   |
| EV/EBITDA       | 8.9   | 7.0   | 6.8   | 5.4   | 4.2   |

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

| 公司评级 |                                  | 行业评级 |                       |
|------|----------------------------------|------|-----------------------|
| 买入   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上      | 强于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  |
| 增持   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间 | 中性   | 预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间 | 弱于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场  |
| 卖出   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上       |      |                       |
|      | 行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数           |      |                       |

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
 邮编：518033  
 传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
 邮编：200126  
 传真：021-31829681  
 网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层  
 邮编：100031  
 传真：86-10-88366686