

森麒麟(002984)

报告日期: 2025年08月30日

## 原材料与关税双重冲击，业绩短期承压

### ——森麒麟 25H1 点评

#### 报告导读

公司发布 2025 中报，实现营收 41.19 亿元，同比增 0.24%，实现归母净利润 6.72 亿元，同比降 37.64%。其中 25Q2 单季度营收 20.63 亿元，同比增 3.45%，环比增 0.35%；归母净利润 3.11 亿元，同比降 45.85%，环比降 14.01%，业绩好于我们此前预期。

#### 投资要点

##### □ 原材料与关税双重冲击，公司业绩短期承压

上半年公司半钢胎销量 1437 万条，同比降 1.65%；全钢胎销量 50 万条，同比增 3.11%。单季度看，Q2 公司半钢胎销量 720.7 万条，同比降 1.7%，环比增 0.6%；全钢胎销量 28.6 万条，同比增 81.1%，环比增 34.0%，主要系 24Q2 基数较低。上半年公司面临原材料同比大幅上涨以及美国全球关税政策冲击下，盈利能力有所承压，上半年公司毛利率 24.6%，同比降 8.64pct，净利率 16.3%，同比降 9.90pct。单季度看，Q2 公司毛利率 26.45%，环比增 3.70pct，我们预计系原材料成本下降所致，据百川盈孚，25Q2 合成胶、天然橡胶、钢丝、炭黑、帘子布均价环比分别降 15.7%、14.4%、5.1%、7.0%、7.6%。我们认为随着原材料价格下降以及关税逐步向终端消费市场转嫁，公司后续业绩有望逐步改善。

##### □ 摩洛哥有望大规模放量，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 年下半年大规模放量，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，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

上半年原材料同比大幅上涨以及美国关税冲击，下调公司 25-27 年归母净利润至 16.0/20.6/23.3 亿元，对应当前股价 PE 分别为 12.8/10.0/8.8 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	9178.20	10849.75	11781.75
(+/-) (%)	8.53%	7.84%	18.21%	8.59%
归母净利润	2186.02	1601.27	2059.46	2327.80
(+/-) (%)	59.74%	-26.75%	28.61%	13.03%
每股收益(元)	2.11	1.55	1.99	2.25
P/E	9.40	12.83	9.98	8.83

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

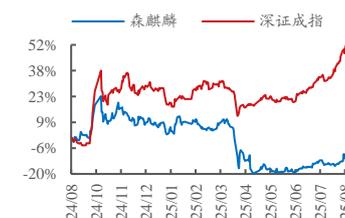
分析师: 李辉  
执业证书号: S1230521120003  
lihui01@stocke.com.cn

分析师: 沈国琼  
执业证书号: S1230524100001  
shenguoqiong@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 19.84
总市值(百万元)	20,543.55
总股本(百万股)	1,035.46

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《短期成本冲击 Q1 盈利承压，看好摩洛哥 25 年放量》 2025.04.25
- 《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

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	8,231	9,760	11,747	13,922
现金	1,822	2,856	4,245	6,087
交易性金融资产	41	41	41	41
应收账款	1,243	1,421	1,672	1,807
其它应收款	57	59	69	75
预付账款	120	138	159	171
存货	1,763	2,093	2,408	2,587
其他	3,185	3,153	3,153	3,153
<b>非流动资产</b>	9,187	9,158	9,517	9,845
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	308	312	317
<b>资产总计</b>	17,418	18,918	21,264	23,767
<b>流动负债</b>	1,850	2,064	2,351	2,526
短期借款	50	50	50	50
应付款项	1,193	1,338	1,545	1,666
预收账款	0	0	0	0
其他	607	675	756	810
<b>非流动负债</b>	2,074	2,064	2,064	2,064
长期借款	0	0	0	0
其他	2,074	2,064	2,064	2,064
<b>负债合计</b>	3,925	4,128	4,415	4,590
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	13,493	14,790	16,849	19,177
<b>负债和股东权益</b>	17,418	18,918	21,264	23,767

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	8,511	9,178	10,850	11,782
营业成本	5,716	6,884	7,946	8,566
营业税金及附加	31	32	33	35
营业费用	157	165	195	212
管理费用	216	229	271	283
研发费用	197	202	239	259
财务费用	(170)	(51)	(47)	(74)
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	28	0	0
其他经营收益	10	11	16	18
<b>营业利润</b>	2,377	1,741	2,214	2,503
营业外收支	(2)	0	0	0
<b>利润总额</b>	2,375	1,741	2,214	2,503
所得税	189	139	155	175
<b>净利润</b>	2,186	1,601	2,059	2,328
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	2,186	1,601	2,059	2,328
EBITDA	2,742	2,358	2,868	3,162
EPS (最新摊薄)	2.11	1.55	1.99	2.25

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	8.53%	7.84%	18.21%	8.59%
营业利润	61.60%	-26.78%	27.23%	13.03%
归属母公司净利润	59.74%	-26.75%	28.61%	13.03%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.84%	25.00%	26.76%	27.29%
净利率	25.69%	17.45%	18.98%	19.76%
ROE	16.20%	10.83%	12.22%	12.14%
ROIC	12.98%	9.25%	10.69%	10.66%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.53%	21.82%	20.76%	19.31%
净负债比率	1.29%	-5.73%	-13.27%	-21.27%
流动比率	4.45	4.73	5.00	5.51
速动比率	1.73	2.12	2.56	3.17
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.51	0.51	0.54	0.52
应收账款周转率	7.18	6.99	7.16	6.92
应付账款周转率	6.05	6.84	7.01	6.79
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.11	1.55	1.99	2.25
每股经营现金	1.89	1.88	2.38	2.83
每股净资产	13.03	14.28	16.27	18.51
<b>估值比率</b>				
P/E	9.40	12.83	9.98	8.83
P/B	1.52	1.39	1.22	1.07
EV/EBITDA	9.37	8.36	6.39	5.21

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1,960	1,952	2,469	2,929
净利润	2,186	1,601	2,059	2,328
折旧摊销	558	668	700	733
财务费用	41	15	24	32
投资损失	(29)	(28)	0	0
营运资金变动	(812)	(314)	(330)	(178)
其它	15	9	15	15
<b>投资活动现金流</b>	(3,487)	(607)	(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)	448	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(622)	(325)	(24)	(32)
短期借款	50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(673)	(325)	(24)	(32)
<b>现金净增加额</b>	(2,078)	1,034	1,389	1,842

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>