短期业绩有所波动，不改长期放量趋势

2025 年 08 月 31 日

推荐 维持评级

当前价格： 19.84 元

分析师 刘海荣
执业证书：S0100522050001
邮箱：liuhairong@glms.com.cn

分析师 崔琰
执业证书：S0100523110002
邮箱：cuiyan@glms.com.cn

分析师 刘隆基
执业证书：S0100524080006
邮箱：liulongji@glms.com.cn

➢ **事件：**公司发布 2025 年半年度报告：2025 年上半年实现营业收入 41.19 亿元，yoy+0.24%；实现归母净利润 6.72 亿元，yoy-37.64%；扣非净利润 6.67 亿元，yoy-36.98%。其中，2025Q2 实现营业收入 20.63 亿元，yoy+3.45%，qoq+0.35%；实现归母净利润 3.11 亿元，yoy-45.85%，qoq-14.01%；扣非净利润 3.13 亿元，yoy-44.40%，qoq-11.85%。

➢ **2025 年二季度轮胎销量同比增长。**2025H1 公司轮胎实现产量 1,556.95 万条，同比-3.21%，其中，半钢胎产量 1,504.05 万条，同比-3.56%；全钢胎产量 52.90 万条，同比+7.72%。实现销量 1,487.03 万条，同比+7.34%；其中，半钢胎销量 1,437.03 万条，同比-1.65%；全钢胎销量 50.00 万条，同比+3.11%。实现营收 41.19 亿元，同比+0.24%。均价为 277.0 元/条，同比+1.77%。毛利率 24.60%，同比减少 8.64pct；2025 年二季度公司实现轮胎销量 749.29 万条；其中，半钢胎销量 720.66 万条，同比+0.60%；全钢胎销量 28.63 万条，同比+26.94%。实现营收 20.63 亿元，同比+3.45%。均价为 275.38 元/条，同比增长 3.41%。毛利率 26.45%，环比增加 3.7pct。

➢ **全球化布局稳步推进，摩洛哥工厂产能释放可期。**公司制定“833plus”战略，计划 10 年左右在全球布局 8 座数字化智能制造基地，同时实现运行 3 座研发中心和 3 座用户体验中心。2023 年泰国二期“年产 600 万条高性能半钢子午线轮胎及 200 万条高性能全钢子午线轮胎扩建项目”大规模投产运行，在此背景下公司于 2024 年不断加快“森麒麟（摩洛哥）年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”进度，随着项目的不断推进，森麒麟的中国、泰国、摩洛哥全球产能“黄金三角”布局将成为公司业绩增长的重要驱动力。目前摩洛哥工厂正处于产能爬坡阶段，预计 2025 年将实现大规模投产放量。

➢ **投资建议：**公司轮胎产能全球化布局，产能释放的确定性强，并且产品结构中高毛利率的产品占比较高，公司盈利能力有望保持竞争性。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 21.83、25.67、27.75 亿元，现价（2025/08/29）对应 PE 分别为 9X、8X、7X，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示：**原材料成本大幅上行；船运等运力紧张；项目建设不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,511	10,891	12,197	12,807
增长率（%）	8.5	28.0	12.0	5.0
归属母公司股东净利润（百万元）	2,186	2,183	2,567	2,775
增长率（%）	59.7	-0.1	17.6	8.1
每股收益（元）	2.11	2.11	2.48	2.68
PE	9	9	8	7
PB	1.5	1.4	1.2	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价）

相关研究

1.森麒麟（002984.SZ）系列点评四：2024Q2 净利率历史新高 智能制造赋能全球化-2024/08/31

2.森麒麟（002984.SZ）系列点评三：业绩维持强劲 智能制造赋能全球化-2024/07/10

3.森麒麟（002984.SZ）系列点评二：业绩超预期 智能制造赋能全球化-2024/04/20

4.森麒麟（002984.SZ）2023 年报点评报告：全年业绩高速增长，未来成长性有望保持-2024/03/01

5.森麒麟（002984.SZ）系列点评一：业绩持续高增 智能制造赋能全球化-2024/01/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**8,511**	**10,891**	**12,197**	**12,807**
营业成本	5,716	7,782	8,594	8,921
营业税金及附加	31	39	44	46
销售费用	157	202	226	237
管理费用	216	277	310	326
研发费用	197	253	283	297
EBIT	2,184	2,349	2,752	2,958
财务费用	-170	-10	-22	-40
资产减值损失	-17	-18	-19	-20
投资收益	29	37	42	44
营业利润	**2,377**	**2,373**	**2,790**	**3,015**
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	**2,375**	**2,373**	**2,790**	**3,015**
所得税	189	189	222	240
净利润	2,186	2,183	2,567	2,775
归属于母公司净利润	**2,186**	**2,183**	**2,567**	**2,775**
EBITDA	2,742	2,941	3,406	3,661

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,822	3,673	5,204	7,165
应收账款及票据	1,243	1,587	1,777	1,833
预付款项	120	164	181	187
存货	1,763	1,928	2,129	2,210
其他流动资产	3,283	3,414	3,428	3,434
流动资产合计	**8,231**	**10,766**	**12,719**	**14,830**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	6,308	7,326	8,154	8,807
无形资产	188	188	188	188
非流动资产合计	**9,187**	**9,466**	**10,016**	**10,416**
资产合计	**17,418**	**20,232**	**22,736**	**25,246**
短期借款	50	621	621	621
应付账款及票据	1,193	1,625	1,794	1,863
其他流动负债	607	782	860	893
流动负债合计	**1,850**	**3,028**	**3,275**	**3,376**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2,074	2,064	2,064	2,064
非流动负债合计	**2,074**	**2,064**	**2,064**	**2,064**
负债合计	**3,925**	**5,093**	**5,340**	**5,441**
股本	1,035	1,035	1,035	1,035
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**13,493**	**15,139**	**17,396**	**19,805**
负债和股东权益合计	**17,418**	**20,232**	**22,736**	**25,246**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力（%）				
营业收入增长率	8.53	27.97	11.99	5.00
EBIT 增长率	53.09	7.54	17.16	7.50
净利润增长率	59.74	-0.12	17.58	8.09
盈利能力（%）				
毛利率	32.84	28.55	29.54	30.34
净利润率	25.69	20.05	21.05	21.67
总资产收益率 ROA	12.55	10.79	11.29	10.99
净资产收益率 ROE	16.20	14.42	14.76	14.01
偿债能力				
流动比率	4.45	3.56	3.88	4.39
速动比率	1.71	1.86	2.25	2.78
现金比率	0.98	1.21	1.59	2.12
资产负债率（%）	22.53	25.17	23.49	21.55
经营效率				
应收账款周转天数	50.17	46.45	49.31	50.39
存货周转天数	101.80	85.37	84.98	87.55
总资产周转率	0.51	0.58	0.57	0.53
每股指标（元）				
每股收益	2.11	2.11	2.48	2.68
每股净资产	13.03	14.62	16.79	19.12
每股经营现金流	1.89	2.83	2.93	3.30
每股股利	0.50	0.30	0.35	0.38
估值分析				
PE	9	9	8	7
PB	1.5	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.89	7.36	6.36	5.91
股息收益率（%）	2.52	1.51	1.78	1.92

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,186	2,183	2,567	2,775
折旧和摊销	558	592	653	703
营运资金变动	-812	164	-198	-106
经营活动现金流	**1,960**	**2,935**	**3,033**	**3,414**
资本开支	-2,463	-1,288	-1,200	-1,099
投资	221	-266	0	0
投资活动现金流	**-3,487**	**-1,096**	**-1,158**	**-1,056**
股权募资	29	0	0	0
债务募资	50	575	0	0
筹资活动现金流	**-622**	**11**	**-343**	**-398**
现金净流量	**-2,078**	**1,851**	**1,531**	**1,961**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048