



业绩阶段性承压，全球化布局支撑长期发展

2025 年 8 月 31 日

核心观点

- 事件：**公司发布半年度报告，2025 年上半年实现营业收入 41.19 亿元，同比增长 0.24%；实现归母净利润 6.72 亿元，同比下降 37.64%。其中，25Q2 单季度实现营业收入 20.63 亿元，同比增长 3.45%、环比增长 0.35%；实现归母净利润 3.11 亿元，同比下降 45.85%、环比下降 14.01%。
- 关税冲击叠加原料成本压力，25H1 业绩阶段性承压。**2025 年上半年，公司实现轮胎销量 1487.03 万条，同比下降 1.50%。其中，半钢胎、全钢胎销量分别为 1437.03、50.00 万条，同比分别变化-1.65%、3.11%。盈利能力方面，上半年公司销售毛利率、销售净利率分别为 24.60%、16.31%，同比分别下降 8.64、9.90 个百分点。整体来看，上半年业绩承压或与 24H1 公司收到美国海关部分退税导致基数偏高、半钢胎销量同比下降、原材料成本同比抬升、汇兑损失等有关。分季度来看，25Q2 公司实现轮胎销量 749.29 万条，环比增长 1.57%、同比增长 0.04%。其中，半钢胎、全钢胎销量分别为 720.66、28.63 万条，环比分别增长 0.60%、33.97%，同比分别变化-1.71%、81.09%。盈利能力方面，25Q2 公司销售毛利率、销售净利率分别为 26.45%、15.05%，环比分别变化 3.70、-2.51 个百分点。我们认为，销售毛利率改善或与原材料成本压力环比减轻有关，销售净利率下降或与销售费用、研发费用等抬升有关。
- 原料成本压力趋于减轻，静待摩洛哥工厂产能释放。**成本方面，年初以来，天然橡胶、合成橡胶、炭黑市场价格重心呈回落态势。截至 8 月 28 日，天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、普钢（线材）、炭黑市场价分别为 1825 美元/吨、12400 元/吨、12000 元/吨、3643 元/吨、7350 元/吨，较年初分别下降 10.23%、15.93%、9.77%、4.47%、9.26%。分季度来看，三季度以来，天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、普钢（线材）、炭黑市场均价较二季度均价环比分别变化 0.16%、-1.01%、-1.78%、1.54%、-4.27%，主要原料价格表现分化，据我们测算，单胎原料理论成本环比下降 2.02%。随着原料端价格的逐步走弱，预计后续公司成本端压力有望减轻。量能方面，公司摩洛哥工厂正处于产能爬坡阶段，预计 2025 年第三、四季度放量规模较大，半钢胎销量有望环比改善。
- “黄金三角”应对贸易摩擦，高端配套持续进击。**短期来看，海外关税政策仍具有较大的不确定性，但公司应对国际贸易摩擦经验丰富。产能方面，公司已形成中国、泰国、摩洛哥全球产能“黄金三角”布局，具有极强的灵活性和能动性。尤其是，公司摩洛哥工厂在出口美国市场较其他国家和地区有突出的比较优势。市场方面，公司在配套市场坚持“高举高打”策略，坚持全球中高端主机厂配套原则。2024 年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，成为首家向海外国际一线车厂正式供货的中国轮胎品牌。公司通过打开高端配套市场持续提升品牌影响力、知名度，争取更优质的客户及更广阔的市场，有望带动公司产品在全球市场销售溢价的持续提升。
- 投资建议：**受国际贸易摩擦影响，我们下调此前盈利预测。预计 2025-2027 年公司营收分别为 92.75、108.59、114.50 亿元；归母净利润分别为 15.70、20.50、22.30 亿元，同比分别变化-28.19%、30.61%、8.75%；EPS 分别为 1.52、1.98、2.15 元，对应 PE 分别为 13.09、10.02、9.22 倍，维持“推荐”评级。

森麒麟 (002984.SZ)

推荐 维持评级

分析师

翟启迪

☎: 010-8092-7677

✉: zhaiqidi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060004

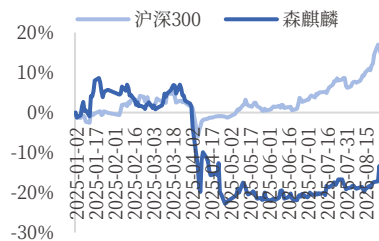
市场数据

2025-8-29

股票代码	002984.SZ
A 股收盘价 (元)	19.84
上证指数	3857.93
总股本 (万股)	103578
实际流通 A 股 (万股)	71343
流通 A 股市值 (亿元)	141.55

相对沪深 300 表现图

2025-8-29



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河化工】公司点评_森麒麟_业绩短期承压，静待摩洛哥工厂放量_20250426
- 【银河化工】公司点评_森麒麟_24Q3 业绩符合预期，高端配套持续进击_20241021
- 【银河化工】公司点评_森麒麟_业绩创历史同期新高，静待摩洛哥工厂投产_20240830

- **风险提示：**国际贸易摩擦加剧的风险，原料价格大幅上涨的风险，产品景气度下滑的风险，新建项目达产不及预期的风险等。

- **主要财务指标预测**

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8511	9275	10859	11450
增长率	8.53%	8.98%	17.08%	5.45%
归母净利润（百万元）	2186	1570	2050	2230
增长率	59.74%	-28.19%	30.61%	8.75%
摊薄 EPS（元）	2.11	1.52	1.98	2.15
PE	9.40	13.09	10.02	9.22

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8230.90	9747.17	10779.43	12592.88
现金	1822.11	2063.30	3928.60	5182.98
应收账款	1234.17	1239.57	1234.78	1247.03
其它应收款	57.40	55.95	58.67	62.19
预付账款	120.11	208.02	159.54	168.20
存货	1762.91	2849.76	1561.86	1595.22
其他	3234.19	3330.57	3835.99	4337.27
非流动资产	9186.87	10271.50	10761.30	10604.22
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	6308.36	7896.69	8889.69	9035.81
无形资产	188.26	185.26	182.26	179.26
其他	2690.25	2189.55	1689.35	1389.15
资产总计	17417.77	20018.67	21540.72	23197.11
流动负债	1850.45	3294.45	3323.29	3360.90
短期借款	50.04	1550.04	1550.04	1550.04
应付账款	959.95	927.64	933.63	935.23
其他	840.47	816.77	839.62	875.63
非流动负债	2074.24	2132.24	2190.24	2248.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2074.24	2132.24	2190.24	2248.24
负债合计	3924.69	5426.70	5513.53	5609.14
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	13493.08	14591.97	16027.19	17587.96
负债和股东权益	17417.77	20018.67	21540.72	23197.11

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1959.75	1304.15	3809.31	2673.71
净利润	2186.02	1569.85	2050.31	2229.68
折旧摊销	558.03	726.17	821.00	867.88
财务费用	41.03	92.82	117.35	119.38
投资损失	-29.07	-26.90	-29.32	-29.77
营运资金变动	-811.58	-1065.58	842.38	-520.97
其它	15.33	7.79	7.59	7.51
投资活动现金流	-3487.20	-2047.20	-1279.57	-679.04
资本支出	-2462.64	-1809.09	-1308.89	-708.81
长期投资	221.00	-265.00	0.00	0.00
其他	-1245.56	26.90	29.32	29.77
筹资活动现金流	-622.48	984.23	-664.44	-740.28
短期借款	50.04	1500.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-672.51	-515.77	-664.44	-740.28
现金净增加额	-2077.94	241.18	1865.30	1254.38

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8510.72	9274.67	10858.60	11449.87
营业成本	5716.05	6934.01	7976.91	8409.90
营业税金及附加	30.60	18.55	23.89	25.19
营业费用	157.50	166.94	157.45	156.86
管理费用	216.49	211.46	211.74	211.82
财务费用	-169.90	66.27	95.08	59.81
资产减值损失	-16.61	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动收益	-1.69	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.07	26.90	29.32	29.77
营业利润	2377.09	1696.63	2216.05	2409.96
营业外收入	1.36	0.98	0.98	0.98
营业外支出	2.97	0.48	0.48	0.48
利润总额	2375.48	1697.13	2216.55	2410.46
所得税	189.46	127.28	166.24	180.78
净利润	2186.02	1569.85	2050.31	2229.68
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	2186.02	1569.85	2050.31	2229.68
EBITDA	2742.40	2469.97	3110.40	3315.39
EPS（元）	2.11	1.52	1.98	2.15

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8.53%	8.98%	17.08%	5.45%
营业利润	61.60%	-28.63%	30.61%	8.75%
归属母公司净利润	59.74%	-28.19%	30.61%	8.75%
毛利率	32.84%	25.24%	26.54%	26.55%
净利率	25.69%	16.93%	18.88%	19.47%
ROE	16.20%	10.76%	12.79%	12.68%
ROIC	12.98%	8.89%	10.78%	10.65%
资产负债率	22.53%	27.11%	25.60%	24.18%
净负债比率	1.29%	10.22%	-1.97%	-8.60%
流动比率	4.45	2.96	3.24	3.75
速动比率	1.73	1.12	1.67	2.03
总资产周转率	0.49	0.46	0.50	0.49
应收账款周转率	6.90	7.48	8.79	9.18
应付账款周转率	8.87	10.00	11.63	12.24
每股收益	2.11	1.52	1.98	2.15
每股经营现金	1.89	1.26	3.68	2.58
每股净资产	13.03	14.09	15.47	16.98
P/E	9.40	13.09	10.02	9.22
P/B	1.52	1.41	1.28	1.17
EV/EBITDA	9.37	8.92	6.51	5.74
P/S	2.41	2.22	1.89	1.79

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

翟启迪，中国社会科学院研究生院金融硕士。曾就职于方正中期期货研究院，2年化工类大宗商品研究经验。2022年5月加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn